

12066

ロシア連邦

チーフアナリスト 増田 篤
チーフアナリスト 田村 喜彦

長期格付

BB+

見通し*

安定的

短期格付

(長期格付は、原則として外貨建長期発行体格付を表示)

1. 概要

ロシア連邦は、ヨーロッパとアジアをまたぐ広大な地域に世界最大の国土を有する（日本の約45倍）。人口は146.8百万人（17年1月）。ロシア共和国を中心とする旧ソ連の構成諸国により91年に成立した。世界トップクラスの生産量を誇る石油、天然ガス、石炭をはじめ、鉄鉱石、銅、亜鉛、ダイヤモンドなど豊富な天然資源を有する。旧ソ連崩壊の影響などから90年代に経済の低迷が続いた後、2000年代に入り、原油、天然ガス等の資源価格の高騰を背景に比較的高い経済成長を実現し、今日に至る。00年に1,772ドルであった1人当たりGDPは、13年には15,544ドルにまで増加した。但し、その後、ルーブルの急落と経済の悪化により16年には8,761ドルに減少している。

2. 政治動向

プーチン大統領の支持率は、経済の低迷にも拘わらず、ウクライナ危機、経済制裁への対応などが評価され、高水準に維持されてきた。これを背景に16年9月に行われた下院総選挙では、与党「統一ロシア」が450議席中の343議席（占有率76.2%）を獲得し、圧勝した。18年3月には大統領選が予定されており、プーチン大統領の出馬への期待が高まっている。17年に入り3月と6月に反政府デモが行われるなど現政府に反発する一部都市中流層も存在するが、大統領の高支持率が維持されていることに加え、政府による情報規制の強化や低成長ながらも経済がプラス成長に転じていることなどを考慮すると、そうした現状を覆すような不測の事態が発生し

ない限り、プーチン大統領が次期大統領選に出馬する場合、同氏が勝利する可能性が高いと考えられる。その場合、プーチン体制は第1次、第2次の8年間に加え、現在の第3次と次期第4次を合わせ2期12年、合計20年間の長期政権となる。

他方、17年4月、ロシア第2の都市サンクトペテルブルクで地下鉄車両爆発テロ事件が発生、死者14名、負傷者50名以上を出す惨事となった。キルギス出身でイスラム過激派と関係を有する人物によるとされる同事件は、同過激派によるテロ問題というロシアが抱える難問が依然続いていることを象徴する事件となった。

ウクライナ問題については、15年2月のミンスク合意2によりウクライナ政府軍と親ロシア派武装勢力との軍事衝突は一旦、沈静化したものの、その後も軍事衝突が散発し合意順守は果たされていない。16年10月、11月には、ロシア、ウクライナ、ドイツ、フランス4か国首脳会談、外相会談が行われ、ミンスク合意2の実施に向けたロードマップの作成、安全地帯の設置など一定の合意がなされたものの、ロシアとウクライナの対立により肝心の履行には目立った進捗は見られない。このため、欧米諸国による制裁解除の目途は依然立たないままとなっている。

対米関係については、トランプ政権の発足で一時、関係改善期待が高まったものの、その後、不正関与疑惑、「ロシアゲート」問題が米国で浮上し、対米関係は一挙に悪化に転じた。8月には、同問題で追い詰められたトランプ大統領が対露制裁強化法案に署名を余儀なくされるなど、対米関係の改善は益々困難な情勢となっている。

他方、ロシアは15年9月に「イスラム国」の排除

を目指しシリアへの空爆を開始した。その後、関係諸国間の協議を主導するなどシリアへの関与を強めてきた。しかし、「ロシアゲート」問題に加え、米国トランプ政権による17年4月のシリアに対するミサイル攻撃もあって米露関係が悪化している。このため、中東情勢の改善を主導することで国際的孤立化を回避し、欧米諸国との関係改善を図りたいとのロシアの思惑は、実現困難な情勢となっている。

トルコとの関係については、15年11月のトルコによるロシア戦闘機撃墜事件により大きく悪化した。16年6月以降、トルコのエルドアン大統領による同撃墜事件に関する謝罪などの歩み寄り姿勢により、漸く改善に向かった。関係悪化で凍結されていた、トルコを經由してロシアとEU（ギリシャ）を繋ぐ天然ガスパイプライン計画「トルコ・ストリーム」も再び動き出した。両国が歩み寄るのは、双方とも関係が悪化している欧米諸国への牽制の意味合いもあると見られ、両国関係の今後の進展とその影響が注目される。

3. 経済動向

(1) これまでの経済発展の経緯と今後の課題

ロシア経済は、欧米諸国による経済制裁が続く中、原油価格の回復を背景に16年の実質GDP成長率のマイナス幅が0.2%と前年の2.8%から大きく縮小した。四半期別にみると、第4四半期には0.3%のプラス成長に転じており、17年も第1四半期0.5%、第2四半期2.5%と回復傾向を維持している。

ロシア経済は、旧ソ連崩壊を背景とする90年代の混乱の時代を経て、2000年代には原油を中心とする資源価格の上昇により天然資源輸出主導で長期に亘る経済成長を達成した。しかし、その後のロシア経済のパフォーマンスは、基本的に原油を中心とする資源価格の変動に連動したものとなっている。国際金融危機と原油価格急落の影響により09年に大きく悪化した後、原油価格の反転を背景に回復に向かったものの、10年から11年の成長率は4%台と従前に比べ低位に止まった。12年以降は、天然資源を中心とする輸出の鈍化を背景に経済は減速に転じ、14年にはウクライナ危機に関わる欧米諸国による経済制裁の影響も加わり成長率が1%を割り込んだ。15年はさらに原油価格急落の影響が加わった結果、マイナス2.8%と09年以降のマイナス成長を余儀なくされた。

今後のロシア経済を見通す上で重要となる原油価格は、産油国の16年9月の減産合意を背景に1バレル40ドル台半ばから50ドルのレンジで推移してい

る。欧米を中心とする世界経済の回復もあり、ロシア経済は今後、資源を中心とする輸出主導で低成長ながらも緩やかな回復を続ける可能性が高い。ルーブル急落により15年に16%を超えたインフレ率も足元で4%台とルーブル急落前の水準を下回っている。こうした状況を受け、ロシア中銀は15年以降、利下げに転じた。ルーブル防衛で14年末に17%まで引き上げられた政策金利は、足元では8.5%となっている。また、失業率も16年3月の6%をピークに概ね低下傾向となり、17年8月には4.9%に低下している。ただし、シェールオイルの影響から、当面、原油価格の上値は抑制される可能性があり、天然資源輸出の拡大を牽引役とするロシア経済の回復力は限定的な水準に止まる可能性が高い。潜在成長率の低下が危惧される中、規制緩和など事業環境の改善により民間投資を促進し、産業の高度化・多様化を進めることが、ロシア経済にとり依然、重要課題である。

(2) 経済政策

プーチン大統領は、12年5月の第3次プーチン政権の発足当初、経済政策に関して産業の高度化・多様化に向け、2020年までに高生産性雇用2500万人を創出することに加え、投資GDP比率や世銀のビジネス環境ランキング引上げなど具体的な数値目標を設定し、その政策の方向性の明確化を図った。

2000年3月から2008年2月までの第1次、第2次プーチン政権では、同郷の「サンクトペテルブルグ人脈」を中心とする実務家（市場経済重視派）と旧ソ連のKGB、治安維持・情報機関人脈（経済統制派）を要所に起用し、政権基盤の強化を図った。また、前政権の「ショック療法」と言われた急激な改革で脆弱化した国家体制を再建するため税制、司法制度、行政等の改革を推進するとともに、首長の選挙制廃止、天然資源産業を始めとする戦略的重要産業の国営化など中央集権化、国家統制強化策を推し進めた。さらに、前政権下での国営企業民営化の過程で急速に台頭し政治への影響力を強めた新興財閥のオーナーを汚職等で取り締まるなど、その勢力の弱体化を図った。2008年5月に大統領に就任した、プーチン氏と同郷のメドヴェージェフ前大統領は、天然資源産業に過度に依存した経済構造を改革することを念頭に「近代化」を政策テーマに掲げ、汚職取締強化、医療、核エネルギー、宇宙・情報技術といった分野の強化方針を打ち出した。

プーチン現大統領が就任後に打ち出した政策も基本的にこの流れを引き継いだものと見られ、両者は、互いに首相と大統領の立場を交代させながら国

家運営を図る「二頭体制」下で、天然資源産業依存を低下させるための産業高度化、多様化を図る政策に取り組んできた。しかし、リーマンショック前までの高度経済成長時代に比べ成長率が大きく低下する中、改革の推進により新規投資の拡大を図るのはより困難となっている。資源に依存した経済成長を続けながら、同時に資源依存の低下を目指すという、矛盾とも言える政策の推進は容易ではない。困難に挑むプーチン政権による今後の改革政策の推進と成果に注目していく。

(3) 財政動向

16年の連邦政府財政赤字は、GDP比で3.4%と当初予算計画の3%をやや上回る結果となった。17年の連邦政府予算は、同年7月の修正予算案ベースで歳入を前年度実績比9.1%増の14.7兆ルーブル（GDP比16%）、歳出を同1.1%増の16.6兆ルーブル（GDP比18.1%）、財政赤字は1.9兆ルーブル（GDP比2.1%）と計画している。当初予算では財政赤字をGDP比3.2%と計画したが、原油価格が当初想定値の1バレル40ドルを上回って推移していたことを受け、下方修正した。なお、ロシアの財政収支は、資源関連収入が歳入全体の4割を占めるといふ歳入構造により資源価格下落の影響を受けやすい。このため、同国は歳入基盤の強化という難しい課題に直面している。

ロシアでは、資源価格高騰による輸出税収の拡大、順調な景気拡大を背景とする企業利潤税やVATの拡大などを主因として00年から07年にかけて一貫して財政収支の黒字が維持された。08年の国際金融危機の影響で09年から10年にかけて財政収支は赤字化したものの、11年には黒字を回復。12年から15年にかけては再び赤字財政が続いたものの、赤字幅は低位に止まっていた。

過去の財政黒字の拡大を背景に政府は、原油価格下落の財政への影響に対処するため04年に「石油安定化基金」を設立。08年には、これを財政赤字補てん用の「予備基金」と年金制度を補完するための「国民福祉基金」に分離して積み立ててきた。両基金の残高は17年7月末時点で各々1兆ルーブルと4.4兆ルーブルで合計額5.4兆ルーブルは16年GDP比6.3%に相当する。財政赤字の補填により予備基金は14年末の4.9兆ルーブルから大きく減少した。ロシア政府は赤字補填のためユーロ債を含む国債発行も行っているが、16年末の政府債務/GDP比率は12.9%（保証含む）と極めて低位に止まる。とは言え、今後とも中期的に財政赤字が続くため、基金残高を含め財政ポジションの今後の動向を注視する。

(4) 金融システム

金融システムについては、経済の悪化により銀行の不良債権比率（世銀）が14年末の6.7%から16年末の9.4%に上昇しており、その抑制が引き続き課題である。銀行部門の自己資本比率は17年6月末時点で12.9%と16年末の13.1%からわずかながら低下した。他方、銀行部門の国内与信残高はGDP比で近年上昇傾向にあるが、2016年末時点で58.3%と低位に止まる。金融システムの健全な発展は、ロシア経済の持続的成長を実現する上で引き続き課題である。

98年にロシアでは金融危機が発生した。アジア通貨危機の影響による資本流出の拡大でそれまで欧米投資家の投資対象となっていた短期国債が暴落、加えてルーブル急落による対外債務返済負担の急増もあり銀行の倒産が相次ぎ危機的状況に陥った。2000年代は、経済の高成長持続を背景に金融システムは安定化したものの、08年の国際金融危機による経済悪化で企業倒産が相次ぎ、銀行部門の不良債権比率が同年末の3.8%から09年末の9.5%に大きく上昇した。しかし、その後、景気回復を背景に同比率は低下に転じた。なお、政府は14年末から15年にかけて政府系銀行を中心とする銀行への公的資金注入、引当基準の緩和、流動性の提供などの危機対策を実施し、金融システムの安定化を図った。

旧ソ連時代においては、国立のゴズバンクとその下部組織が中央銀行業務と商業銀行業務を兼務するという、資本主義経済体制から見て極めて特殊な形態の銀行システムとなっていた。ソ連末期の改革によりゴズバンクは中央銀行業務に特化し、下部組織については個人金融専門機関として分離され、それが今日、ロシア最大の商業銀行であるズベルバンクとして存続することになった。また、90年に「中央銀行法」が制定され、ゴズバンクの業務を継承する形でロシア中央銀行が設立された。その後、銀行設立が認められ、90年代に数多くの銀行が設立された。なお、現在、ロシアの商業銀行総資産の銀行別構成比率（16年末）を見ると、トップ大手5行で55.2%、大手20行では78%を占める。

(5) 対外ポジション

ロシアの財輸出全体の7割弱を原油・天然ガスを中心とする資源関連輸出が占める（16年）。16年の輸出は、年平均ベースの原油価格下落により前年に続き大きく減少を余儀なくされた。2000年代以降、貿易収支、経常収支ともに黒字を維持してきたが、原油価格が下落に転じたことから13年以降、輸出は減少傾向となっていた。但し、16年に入り油価が上

昇に転じたことから、同年末から輸出が前年比増加に転じている。16年の経常黒字は、貿易黒字の縮小を主に前年の688億ドルから255億ドルに減少し、対GDP比では同5%から2%に低下した。

他方、対外債務残高は、経済制裁の影響で外貨調達が制限される中、15年に大きく減少したが、16年には微減にとどまった。17年に入ると同残高は増加に転じ、同年6月末時点では前年末比3.6%増の5,328億ドルとなっている。このうち短期対外債務残高は、同27.6%増の654億ドルとなった。外貨準備高は、ドルおよびユーロに対するルーブル為替レートが上昇傾向に転じたことを背景に16年に下落傾向に歯止めがかかり、17年には増加に転じている。17年6月末時点で外貨準備高は3,435億ドルとなっており、これは上記短期対外債務残高の5.3倍に相当する。

4. 総合判断・格付の見通し

ロシア経済は、ロシアとサウジアラビアとの増産凍結合意を受け16年に原油価格が上昇に転じたことを背景に回復に向かい、同年第4四半期にはプラス成長に転じた。産油国の16年9月の減産合意の影響もあり、その後、原油価格は1バレル40ドル台半ばから50ドルのレンジで推移している。加えて、欧米を中心とする世界経済の回復もあり、ロシア経済は今後、資源輸出主導で低成長ながらも緩やかな回復を続ける可能性が高くなっている。資源価格の上昇と景気の回復を受け、政府は今後、財政赤字を中期的に縮小させる計画である。近年の同赤字補填により予備基金が減少しているが、政府債務残高はGDP比で低位にとどまる。他方、ウクライナ問題については、15年2月に停戦合意が取り交わされたが、合意順守は未だ果たされていない。加えて、米露関係が悪化するなど、経済制裁解除の見通しが立たない状況が続いている。以上の点を考慮し、JCRは8月21日、ロシアの格付を据え置くとともに、見通しをネガティブから安定的に変更した。今後は、原油価格、ロシア経済の回復状況とともに、経済制裁解除の行方、ロシア政府による構造改革への取り組みなどを注視する。経済の回復傾向を維持するとともに、経済制裁が解除され、かつ構造改革に一定の進捗が見られれば、格付上、ポジティブに評価できよう。

JCR

12066 ロシア連邦

主要経済指標

		2012	2013	2014	2015	2016
実質GDP成長率	%	3.7	1.8	0.7	-2.8	-0.2
失業率	%	5.5	5.5	5.2	5.6	5.7
CPI上昇率	%	5.1	6.7	7.8	15.5	7.0
貸出金利(平均)	%	9.1	9.5	11.1	15.7	12.6
中央政府財政収支 / GDP	%	-0.1	-0.4	-0.4	-2.3	-3.4
公的債務 / GDP比	%	9.1	9.5	10.6	10.4	10.7
財輸出額	US\$ bn	527.4	521.8	496.8	341.4	281.8
増減率	%	2.3	-1.1	-4.8	-31.3	-17.4
財輸入額	US\$ bn	335.8	341.3	307.9	193.0	191.6
増減率	%	5.4	1.6	-9.8	-37.3	-0.7
財貿易収支 / GDP	%	8.7	7.9	9.2	10.9	7.0
経常収支 / GDP	%	3.2	1.5	2.8	5.0	2.0
外貨準備(金除く)	US\$ bn	486.6	469.6	339.4	319.8	317.5
輸入カバー率	月	13.1	12.0	9.5	13.6	14.3
総対外債務残高 / GDP	%	28.8	31.7	29.1	38.0	40.1
公的対外債務残高 / (財・サ)輸出	%	50.7	63.5	54.2	68.2	79.9
総対外債務残高 / (財・サ)輸出	%	107.9	123.1	106.6	132.0	154.7
短期債務構成比	%	12.8	12.4	10.5	9.4	10.0
外貨準備 / 短期対外債務	倍	6.0	5.2	5.4	6.6	6.2
DSR	%	7.8	7.9	14.3	23.0	19.2

直近期は、速報値をもとに指標などを掲載する場合があります。

(出所) 財務省、中央銀行、CEIC

格付明細

対象	格付	見通し*	発行額	利率	発行日	償還期限	公表日
外貨建長期発行体格付	BB+	安定的	-	-	-	-	2017.08.21
自国通貨建長期発行体格付	BB+	安定的	-	-	-	-	2017.08.21

長期格付推移 (外貨建長期発行体格付またはそれに準ずる格付)

日付	格付	見通し*	発行体名
2007.03.16	A	安定的	ロシア連邦
2009.03.23	A-	ネガティブ	ロシア連邦
2010.05.17	BBB+	安定的	ロシア連邦
2011.06.16	BBB+	ポジティブ	ロシア連邦
2012.08.29	BBB+	安定的	ロシア連邦
2014.08.08	BBB	ネガティブ	ロシア連邦
2014.12.26	#BBB-	ネガティブ	ロシア連邦
2015.07.23	BB+	ネガティブ	ロシア連邦
2017.08.21	BB+	安定的	ロシア連邦

*「見通し」は、外貨建長期発行体格付の見通し。クレジット・モニターの場合は、見直し方向を表示。

本ウェブサイトに記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。