

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

BBB-

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16,007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などにより17年には10,971ドルに減少している。

2. 政治・社会情勢

18年3月に行われた大統領選挙は現職のプーチン大統領の圧勝に終わった。同選挙に向けて反政府デモが散発するなど一部に反政府勢力の存在も伺われるものの、ウクライナ問題などを巡る欧米諸国による経済制裁への対応が評価され、大統領の高支持率が維持されてきた。加えて、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マクロ経済環境が改善してきたことなどが大統領圧勝の要因と考えられる。与党「統一ロシア」が下院で過半数を大きく超える議席を有するなど強固な政権基盤に支えられ、第2期プーチン政権は、引き続き安定政権となる可能性が高い。なお、08年の憲法改正で大統領の任期は4年から6年に延長されており、現

政権は2期12年の長期政権となる。

プーチン氏がロシア政治の表舞台に登場したのは、19年前の1999年、当時、連邦保安局長官を務めていた同氏がエリツィン大統領（当時）に首相兼大統領代行に任命された時だった。翌年の大統領選で勝利し、大統領に就任したプーチン氏は、04年の大統領選も制し、2期8年の長期政権を実現した。08年の大統領選では、プーチン氏が後継候補として指名したメドベージェフ第一副首相（当時）が勝利する一方、自らは新大統領の任命で首相となり、「二頭体制」と言われる新体制に移行した。その後、12年の大統領選に勝利し同職への復帰を果たしたプーチン氏は、首相にメドベージェフ氏を任命し、各々立場を交代した上で二頭体制を維持した。今回の大統領選後も同様にメドベージェフ氏が再び首相に任命され、同じ二頭体制が維持されている。新たに組閣された新内閣の陣容を見ると、主要閣僚については大きな変更はなく、安定性が重視されたとみられている。新政権の経済政策については、プーチン大統領は大統領就任に際して「24年までの国家目標と戦略的課題」と題した大統領令を公表し、技術発展の加速、デジタル技術の導入、基幹産業の育成など総合的な政策を通じて世界5大経済大国入りする方針を打ち出した。目標実現に向けた今後の具体的政策への取り組みと成果が注目される。

ウクライナ問題については、依然としてウクライナ政府軍と親ロシア派武装勢力との軍事衝突が散発しており、状況に抜本的な改善は見られない。14年と15年の2度の和平合意（ミンスク合意）の締結を通じて軍事衝突は一旦、沈静化した。16年にはロシア、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もなされた。しかし、その後も軍事衝突は完全には収束せず、合意内容の履行に具体的進捗が見られないことから経済制裁解除の目途がたない状況が続いている。

対米関係については、米国大統領選へのロシアによる不正関与疑惑問題（「ロシアゲート」）の影響で対米関係改善への道筋は依然として不透明なままとなっている。米国による17年の対ロシア制裁の強化に続き、18年4月にも追加制裁が実施されるなど状況は悪化を余儀なくされている。トランプ大統領自身は、18年7月に米露首脳会談を実現させるなど、依然として対ロシア融和方針を維持している模様ではあるものの、米露関係の具体的な改善は果たされていない。

他方、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ロシアは、その後、関係諸国間の和平協議を主導するなど同国への関与を強めてきた。ロシアとしては、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に結び付けたいとの思惑があったとみられる。しかし、17年に米国による対シリア、ミサイル攻撃が実施された影響もあり、和平協議は停滞を余儀なくされた。さらに18年に入るとシリア政府による化学兵器使用の疑いが浮上し、同年4月に米英仏3カ国によるシリアの関連施設への空爆が実施される事態となった。加えて、トランプ大統領による対イラン強硬姿勢の影響もあり、シリアを始めとする中東情勢は混迷の度を深めている。

なお、ロシアが経済成長率を押し上げる産業高度化を進める上で外国からの直接投資（FDI）の導入も重要になる。これまでの欧米諸国による影響は比較的軽微に抑制されてきたものの、経済制裁解除の目途が立たなければ、今後のFDIの導入に悪影響が及ぶ可能性も否定はできない。ただし、保護主義政策に加え、イランへの強硬姿勢を強めるトランプ政権に対し、距離を取り始めた欧州先進諸国がドイツを中心にロシアとの関係改善に動き始めるなど、情勢変化の兆しも見え始めた。また、米国トランプ政権が「アメリカ・ファースト」を掲げ、国際協調路線から距離を置く中、ロシアが中近東情勢の安定化に一定の役割を果たす可能性も依然残されている。今後の展開は予断を許さないが、それらの動きが今後の制裁解除にどう影響していくのかを注視する。

他方、18年8月以降、通貨急落問題に見舞われたトルコとの関係については、15年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が、16年

に同国のエルドアン大統領が謝罪したことから改善に向かった。その結果、トルコを經由してロシアと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。ただし、リラ急落に連動する形でルーブルも下落している。過度な自国通貨安は輸入コストの上昇によるコストプッシュインフレを引き起し、経済回復の足かせとなる可能性も否定はできないため一定の注意が必要である。

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、産油国による協調減産に中東情勢悪化の影響も加わり原油価格が17年下期以降、大きく上昇する中、17年の実質GDP成長率が前年のマイナス0.2%から1.5%と低水準ながらもプラス成長に転じた。18年も第1四半期1.3%、第2四半期1.9%とプラス成長を維持している。

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。その後は原油を中心とする資源価格の変動と連動した経済パフォーマンスを続けてきた。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、経済は原油価格の反転を背景に回復に向かった。ただし、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年には、さらに原油価格急落の影響が加わった結果、マイナス3.7%と09年以来のマイナス成長を余儀なくされたが、16年には油価の反転を背景にマイナス幅が0.2%に縮小した。

今後の見通しについては、欧米を中心とする世界経済の回復もあり、ロシア経済は、経済制裁が続く状況下にあっても資源を中心とする輸出主導で緩やかな回復を続ける可能性が高くなっている。ルーブル急落により15年に16%を超えたインフレ率も、14年の中銀による6回、計11.5%という大胆な利上げの効果もあり低下に向かい、足元では2%台とルーブル急落前を下回る水準に低下している。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。政策金利は14年ピーク時の17%から順次引き下げられ、18年3月以降、7.25%で据え置かれている。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、足元では4%台まで低下している。

ただし、シェールオイルの影響もあり当面、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。また、生産年齢人口が既に減少傾向となっているロシア経済は、人口動態が経済成長にマイナスに作用する人口オーナスの状態に入っているため、経済成長率を引き上げるには、経済の生産性を向上させるための構造改革が必要となる。内政の安定化を背景に規制緩和など事業環境の改善を進め、外国からの直接投資を含む投資を促進することで産業の高度化・多様化を進めることが、今後、ロシア経済の成長率を向上させる上で重要となる。

(2) 経済政策

プーチン大統領は、2期目の大統領就任に際して「24年までの国家目標と戦略的課題」と題した大統領令を公表したが、これは、今後の6年間で実現すべき9つの国家目標を示したものである。具体的には、①人口の安定的増加、②平均寿命の引き上げ、③国民所得と年金の増加、④貧困削減、⑤住宅環境の改善、⑥技術発展の加速、⑦デジタル技術の導入、⑧基幹産業の育成、⑨世界5大経済大国入りすることなどからなる。

同大統領は、12年の1期目の就任当初、経済政策に関して産業の高度化・多様化に向けた具体的な達成目標（2020年までに高生産性雇用2500万人を創出するほか、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）を数値で示し、その政策の方向性の明確化を図った。ただし、13年以降、経済環境が厳しさを増し、改革政策の推進が困難な状況に陥っていた。今後は、経済が緩やかな回復に向かう中、新たに掲げた政策目標の実現に向けた具体的な改革政策への取り組みと成果が注目される。

なお、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）が要所に起用され、政権基盤の強化が図られた。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。

プーチン氏と同郷でその後を継いだメドベ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。その後のプーチン政権の経済政策も基本的にこの流れを引き継いだものとみられ、その意味では、ロシア政府は、2000年代の後半以降、構造改革に一貫して取り組む姿勢を継続してきたことが分かる。

4. 財政動向

17年の連邦政府財政赤字は、GDP比で1.4%と前年の3.4%から低下した。18年の連邦政府予算では財政赤字をGDP比1.3%に縮小させる計画であり、政府はさらに19年度以降の黒字化を計画している。同予算では、歳入を前年度実績比1.1%増の15.3兆ルーブル（GDP比15.6%）、歳出を同0.7%増の16.5兆ルーブル（同16.9%）、財政赤字は1.3兆（同1.3%）と計画している。なお、資源関連収入が歳入全体の約4割を占めるという歳入構造により財政収支は資源価格下落の影響を受けやすい。このため引き続き歳入基盤の強化が課題となる。

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。しかし、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。11年に一旦、黒字を回復した後、12年から14年にかけて再び赤字財政が続いたが、赤字幅はGDP比で1%以内と低水準に止まった。しかし、15年から16年にかけて経済が悪化する中、財政赤字は拡大を余儀なくされ、16年にはGDP比で前年の2.3%から3.4%に増加した。

他方、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。前者については財政赤字の補てんにより17年末までに全て使用され、その後、清算された。他方、後者の17年末の残高3.8兆ルーブル（GDP比5.9%）に減少したが、その後、増加に転じ18年9月末時点で5兆ルーブルとなっている。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。このため近年の財政赤字の継続により政府債務残高は緩やかながらも増加傾向にあるが、水準自体はGDP比で約11%（17年末）と低水準に抑制されている。

なお、新政権は年金制度改革に取り組む方針を

打ち出した。年金システムを維持可能なものとする上で避けては通れないものであり、現在、男性60歳、女性55歳となっている年金受給開始年齢を今後、段階的に引き上げ、最終的に男性65歳、女性60歳（国民の反発を受け当初案の63歳からプーチン大統領が修正したもの）とする計画である。年金制度改革に対して国民の不満も小さくない模様であり、今後、政府が国民の理解を得つつ、改革をどこまで推進できるのか注目される。

5. 金融システム

金融システムについては、原油価格下落による経済の悪化に経済制裁の影響もあり、14年以降、銀行の不良債権比率（IMF）が上昇傾向となっている。同比率は14年末の6.7%から17年末の10%にまで大きく上昇した。16年末以降、経済が緩やかながらも回復に向かう中、同比率の上昇ペース自体は減速しつつあるものの、銀行の資産の質の改善はロシアの金融システムの今後の課題となっている。ロシア中央銀行は、14年から15年にかけて政府系銀行を中心とする銀行行部門への公的資金注入、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。17年には経営難に陥った大手銀行を同行の管理下に置くなど積極的な対応を取ってきた。このため銀行の不良債権問題は最悪期を脱し、今後、経済の緩やかな回復が続く中、改善に向かう可能性が生じてきた。銀行部門の自己資本比率は17年末時点で12.1%と前年末の13.1%から低下した。他方、銀行部門の国内与信残高のGDP比率は2017年末時点で58.9%と低位に止まっており、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依然重要課題である

98年にロシアでは、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する中、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いだ結果、金融危機が発生した。その後、2000年代は、比較的高い経済成長の持続により金融システムも安定化に向かったものの、08年の国際金融危機の影響による経済の悪化により銀行部門の不良債権比率が08年末の3.8%から09年末の9.5%に大きく上昇を余儀なくされた。その後、景気回復を背景に同比率は緩やかながら低下傾向に転じ、13年末の6%まで低下したが、上述の通り、経済が悪化する中、14年以降、再び上昇傾向に転じていた。

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

るといふ、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年代には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（17年末）を見ると、トップ大手5行が56%を占め、大手20行では80%を占めている。

6. 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（17年）。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年から16年にかけて輸出は減少を余儀なくされた。17年の輸出は、年平均ベースの原油価格上昇により前年に比べ大きく増加し、貿易黒字、経常黒字ともに拡大する結果となった。他方、対外債務残高は、経済制裁の影響で外貨調達に制限される中、14年末の5,999億ドルから16年末の5,118億ドルに大きく減少したが、17年には緩やかな増加に転じた。短期対外債務残高は14年末の630億ドルから15年末の444億ドルに減少したが、16年には緩やかな増加に転じ、17年末時点で584億ドルとなっている。外貨準備高も14年から16年にかけて大きく減少したが、経常黒字の拡大を背景に17年初めから増加傾向となっている。18年7月末時点で外貨準備高は3,707億ドルとなっており、これは同年6月末の短期対外債務残高の5.7倍に相当する。

7. 総合判断・格付の見通し

JCRは、10月15日にロシアの外貨建および自国通貨建長期発行体格付を各々1ノッチ格上げし、ともに「BBB-」としたことを公表した。格上げは、強固な国内政治基盤を背景に財政規律の維持および資源産業への過度な依存を緩和するための構造改革推進の可能性が高まったことに加え、資源価格の上昇を主因に回復に転じた経済が安定成長を続ける可能性が高まったことを反映している。また、資源輸出の拡大を主因に強固な対外バランスが維持され、対外ショックに対する耐性が向上している点も考慮した。見通しは安定的である。18年3月の大統領選

でプーチン大統領が圧勝し、第4期プーチン政権がスタートした。プーチン政権は、従来より経済特区の推進など産業の高度化・多様化に向けた改革政策の実施を方針としているが、プーチン大統領は、就任に際してデジタル技術の普及推進や生産性の高い輸出セクターの創出などを強調し、今後、構造改革政策の具体化のスピードが加速することが期待できる。国内政治の安定と経済の安定成長を背景に、財政規律の維持に加え、そうした改革政策の一層の推進の可能性が高まったと判断される。油価上昇を背景に経済が安定成長を続ける可能性が高まる中、政府は引き続き財政ポジションの改善を進める方針である。資源輸出の増加を主因に経常黒字が拡大し、外貨流動性ポジションも改善している。今後は、政府による構造改革の進捗に加え、欧米諸国による経済制裁解除の行方とそれによるFDIなど経済への影響に注目していく。

JCR

12066 ロシア連邦

●主要経済指標

		2013	2014	2015	2016	2017
実質GDP成長率	%	1.8	0.7	-2.5	-0.2	1.5
失業率	%	5.5	5.2	5.6	5.5	5.2
CPI上昇率	%	6.8	7.8	15.5	7.0	3.7
貸出金利(平均)	%	9.4	18.3	13.8	11.8	-
中央政府財政収支/GDP	%	-0.4	-0.4	-2.3	-3.4	-1.4
公的債務/GDP比	%	9.5	10.6	10.4	10.7	11.2
財輸出額	US\$ bn	521.8	496.8	341.4	281.7	353.5
増減率	%	-1.1	-4.8	-31.3	-17.5	25.5
財輸入額	US\$ bn	341.3	307.9	193.0	191.5	238.1
増減率	%	1.6	-9.8	-37.3	-0.8	24.4
財貿易収支/GDP	%	7.9	9.2	10.8	7.0	7.2
経常収支/GDP	%	1.5	2.8	5.0	1.9	2.2
外貨準備(金除く)	US\$ bn	469.6	339.4	319.8	317.5	340.2
輸入カバー率	月	12.0	9.5	13.6	14.3	12.5
総対外債務残高/GDP	%	31.7	29.1	37.9	39.8	32.3
公的対外債務残高/(財・サ)輸出	%	63.5	54.2	68.2	79.6	65.6
総対外債務残高/(財・サ)輸出	%	123.1	106.6	131.9	154.0	126.8
短期債務構成比	%	12.4	10.5	9.4	10.0	11.2
外貨準備/短期対外債務	倍	5.2	5.4	6.6	6.2	5.8
DSR	%	7.9	14.3	23.0	18.8	23.4

※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、EIU Country Data

●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	BBB-	安定的	-	-	-	-	2018.10.15
自国通貨建長期発行体格付	BBB-	安定的	-	-	-	-	2018.10.15

●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
2018.10.15	BBB-	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。