

金融危機下のロシア経済

～金融危機深刻化の構造と政策対応～

政策調査部 主任研究員 金野 雄五*

▶要 旨

1. 1999年以降、原油価格の高騰を背景に高成長を続けてきたロシア経済は、グローバル金融危機が表面化した2008年9月以降、世界最大級の株価下落、短期金利の急騰、為替レートの下落など金融市場の動搖と経済状況の悪化に見舞われている。
2. ロシアで金融危機が深刻化した最大の原因は、2008年第4四半期を中心に民間部門で生じた巨額の資本流出である。2008年の民間部門からの純資本流出額は約1,300億ドルに達し、油価高騰により過去最高を記録した同年の経常黒字額（約990億ドル）を大きく上回った。しかも、2008年の資本流出の多くは、ロシア資本の国外逃避によるものであった。
3. このように急激な資金フローの変化が生じた背景には、経済の石油・ガスへの依存というファンダメンタルズの問題もさることながら、政策的・制度的要因が大きかった。まず、2006年7月の資本取引自由化により、ロシアには外国から資金が流入しやすい一方で、流出もしやすい制度が形成されていた。また、ロシア中銀による2008年11月11日以降のルーブル変動幅の継続的な拡大が、ルーブルの切り下げ期待を一気に高め、巨額の資本流出を引き起こしたとみられる。
4. 危機の深刻化を受けて、ロシア政府と中銀は一連の危機対策を策定し、実施に移してきた。ロシア中銀による銀行部門への流動性供給や企業・銀行の対外債務返済支援、政府による減税措置、財政支援、国民福祉基金の活用による証券市場支援などであり、その規模はコミットメント・ベースを含め、総額7兆ルーブル（約2,000億ドル）、2008年GDPの17%に達する。
5. マネタリー・サーベイにより、2008年9月からの5カ月間にロシア中銀・政府から銀行部門に対して約4兆ルーブルの資金供給が行われたことが確認される。しかし、銀行部門の対外資産がこれとほぼ同額分、増加しており、危機対策として供給された公的資金が資本逃避に転用された可能性がある。また、信用収縮（銀行融資残高の減少）が2008年11月から始まったことが確認された。
6. 生産部門別の2008年実績をみると、信用収縮と対内投資の減少による資金調達難が、まず建設業および商業で深刻化し、それが企業間債務の未払いの増加を通じて、他の生産部門に波及しつつある様子が窺える。需要面では、主要輸出先である欧州経済の減速、輸出価格の下落による企業収益の悪化、家計所得の減少などにより、すべての需要項目で減速傾向が明らかになっている。
7. ロシア経済の今後を展望すると、原油価格の本格的な上昇は見込めないものの、ロシア中銀の政策変更（2009年1月22日）によりルーブルの切り下げ期待が沈静化しつつあること、ルーブル下落による輸入代替効果が期待できることから、金融危機が比較的早期に収束し、生産減少が軽微なものにとどまる可能性があると考えられる。

*E-Mail : yugo.konno@mizuho-ri.co.jp

《目 次》

1. はじめに	63
2. グローバル金融危機とロシア市場の動搖	63
(1) 株式市場	64
(2) 短期金融市場	64
(3) 外国為替市場	65
3. 金融危機の背景考察：資本流出動向を中心に	65
(1) 対外債務の急増と資本流出の深刻化	65
(2) 資本取引の自由化	69
(3) ロシア中銀の為替レート政策	71
4. ロシア政府・中銀の危機対策	74
(1) ロシア中銀の金融調節手段と金融緩和	74
(2) ロシア中銀による危機対策の新スキーム	75
(3) 政府による危機対策	76
5. 金融危機と対策対応の進捗状況	79
(1) マネーサプライの動向	79
(2) 銀行部門バランスシートの動向	79
6. ロシアの実体経済への影響と今後の展望	82
(1) 金融危機による実体経済への影響	82
(2) 今後の展望	87

1. はじめに¹⁾

1999年以降、原油価格の高騰を背景に高成長を続けてきたロシア経済は、グローバル金融危機が表面化した2008年9月以降、急激な金融市场の動揺と経済状況の悪化に見舞われている。

中国、日本に次ぐ世界第3位の外貨準備保有国になるなど、対外的なショックに対する頑健性が以前よりも格段に増したとみられていたロシアに、なぜグローバル金融危機が波及したのか、金融危機の波及に対してロシア当局はどのような政策対応を講じているのか、ロシアの金融危機そして経済は今後どうなるのか、こうした疑問点に基づいて、ロシアの金融・経済の「現状」を明らかにすることが本稿の目的である。

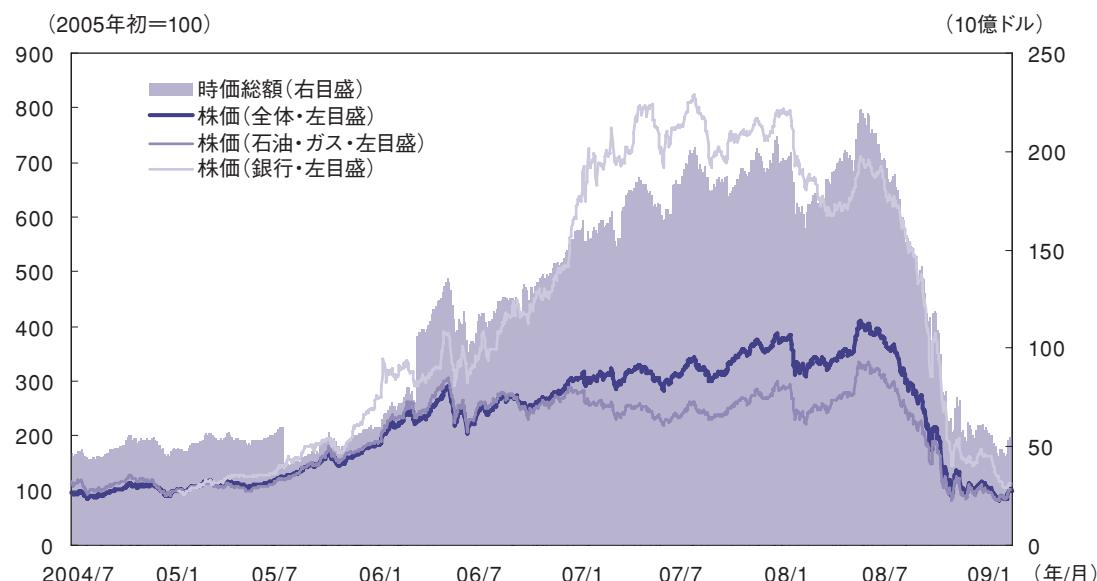
本稿の構成は以下の通りである。まず次節では、グローバル金融危機がロシアに波及したとされる2008年9月以降を中心に、ロシアの金融

市場の動向を概観する。続く第3節では、今回のロシア金融危機の最大の原因であるとみられる資本流出について、現状の把握と背景の考察を行う。第4節では、ロシア政府および中央銀行による危機対策の概要を整理する。第5節では、金融危機の深刻化と政府・中銀による危機対策の進捗状況について、マネー統計による把握を試みる。第6節では、金融危機の実体経済(リアルセクター)への波及動向について2008年の経済実績を中心に検討し、最後に、ロシア経済の今後を展望する上で重要と思われる3つのポイントを提示する。

2. グローバル金融危機とロシア市場の動揺

グローバル金融危機のロシアへの波及は、まず、外国資本の引揚げによる同国金融市场の動揺として顕在化した。本節では、グローバル金

図表1：ロシアの株価指数と時価総額の推移（RTS）



(資料) RTS(Russian Trading System)

1) 本稿は、2009年3月31日現在までの情報に基づく。

融危機がロシアに波及したとされる2008年9月以降の状況を中心に、ロシアの株式市場、短期金融市場、外為市場の動きを概観する。

(1) 株式市場

グローバル金融危機の影響が最初に、かつ最も強く現れたとみられるのが株式市場である（図表1）。

ロシアの代表的な株価指標である RTS インデックスでみると、2008年5月19日に過去最高の2,488ポイント（引値）を記録したが、その後、銀行株を中心に急落を続け、10月24日には2008年最安値の549ポイントにまで落ち込んだ。こうして株価、時価総額とも、ピーク比で実に78%という世界最大級の下落率を記録したのである。

2008年5月以降の株価の下落は、欧米やアジア、中南米諸国など全世界的にみられた傾向であり、ロシアの株価下落も基本的にはグローバル金融危機の影響によるものとして位置付けられる。ただし、ロシアの株価下落率がこれほどまでに大きかった背景には、次節で述べるロシア資本の国外逃避に加え、以下に挙げる諸事情があったことにも留意する必要がある。

第1に、2008年7月24日のプーチン首相によるメチエル社（ロシアの大手石炭・製鉄会社）への批判発言である。これは、同社が鉄鋼の主原料であるコークス炭を国内向けよりも格段に安い価格で海外に輸出することにより、事実上、輸出関税の支払いを忌避していたとされる問題で、プーチン首相によるメチエル批判により、同社の破綻懸念が高まった。

第2は、ロシア軍によるグルジア進攻（2008年8月8日）である。このグルジア進攻によって、取引高の約3分の2を占めていたとされる外国人

投資家がロシアの地政学リスクの大きさを強く認識するようになり、資金引き揚げに動いたとみられている。

第3は、それまで高騰を続けていた原油価格が2008年8月から下落に転じたことで、株式市場の時価総額の約半分を占める石油・ガス企業の収益悪化の懸念が高まったことによる（Pukhov (2008) p.32）²⁾。

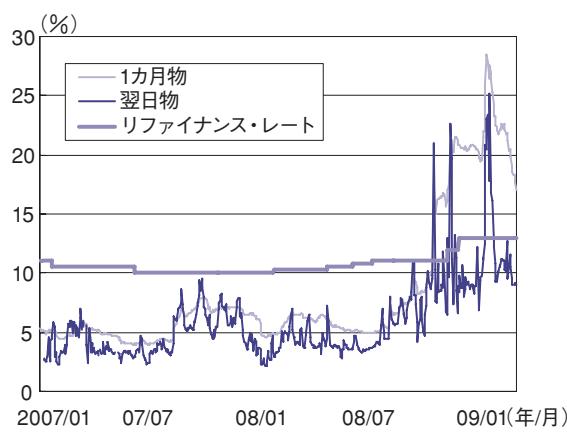
(2) 短期金融市場

グローバル金融危機の影響は、ロシアの短期金融市場にも現れた。後述するように、近年、ロシアの銀行や企業は外国の金融機関からの借入を急速に増大させており、しかもその約2割は期間1年未満の短期借入によって占められていた。しかし、グローバル金融危機によって外国金融機関からの新規借入や借換え（ロールオーバー）が急速に困難になったのに伴い、ロシア国内では対外債務返済のための流動性資金が逼迫し、短期金利が急騰することとなった。

こうしてインターバンク市場では、リーマン・ショックが発生した2008年9月17日以降、短期金利がリファイナンス・レート（ロシア中央銀行が定める政策金利の上限）を超過するという異常な事態がきわめて頻繁に生じるようになった（図表2）。

さらに、ロシアの銀行や企業が国内外で資金を調達する際に、担保として株式を用いるケースが多かったことから、担保価値（株価）の下落により資金調達が難しくなった銀行や企業が、流動性確保のために株式の売却を余儀なくされ、それが一層の株価下落と流動性不足を引き起こすという悪循環が生じた側面もある（Pukhov (2008) pp.32-33）。

2) 2008年末時点での RTS 株式市場の時価総額の58.3%が石油・ガス関連株によって占められた。

図表2：ロシアの銀行間金利の推移

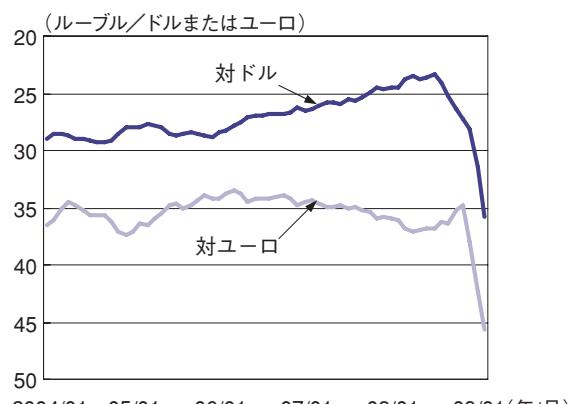
(資料) CBR(Central Bank of Russia)

(3) 外国為替市場

ロシアの通貨ルーブルの対ドル為替レートは、2003年2月以降、原油高による経常黒字の拡大や、外国からの資本流入の増加を背景に、約5年半にわたって上昇基調を続けてきた。2002年12月に1ドル=31.84ルーブル（月間平均）であった為替レートは、2008年7月には1ドル=23.35ルーブルにまで上昇し、この間の上昇率は36.4%に達した（図表3）。

しかし、グローバル金融危機による資本流出や原油価格の下落などにより、こうしたルーブル高傾向にも転機が訪れた。ルーブルの対ドル・レートは、2008年8月から下落傾向に転じ、2009年2月までの7ヵ月間で34.7%もの下落率を示したのである。

一方、対ユーロ・レートは、2008年11月までは横這いで推移してきたが、その後、急速に下落基調を強め、2009年2月までの3ヵ月間で24.0%下落した。つまり、対ドル、対ユーロともにルーブルの下落が顕著となったのは2008年11月以降であり、それまでは、株式市場や短期金融市場と比べて、外為市場の動搖ぶりは相対

図表3：ルーブルの対ドル、対ユーロ・レートの推移

(資料) CBR(Central Bank of Russia)

的に軽微であったと言える。

3. 金融危機の背景考察：資本流出動向を中心に

前節で概観したように、ロシアの金融市場はグルジア紛争（08年8月）やリーマン・ショック（9月）、油価下落（8月～）などを契機に不安定化し始め、さらに11月頃から急速に混迷の度合いを深めていった。当初、グローバル金融危機による影響は軽微だと予想されていたロシアで、なぜ金融危機が深まったのか。本節では、今回のロシア金融危機の最大の原因であるとみられる資本流出を中心に、その動向の把握と背景の考察を行う。

(1) 対外債務の急増と資本流出の深刻化

ロシアで金融危機が深刻化した背景として、まず疑われるものは、グローバル金融危機による外国資本のロシアからの引揚げ（資本流出）と油価下落による経常収支の悪化である。そこで、以下では国際収支統計によって、これらの動向

を概観する。

a. 過去最高額を記録した経常黒字

図表4は、ロシアの国際収支動向を経常収支、民間部門の資本収支、政府・中銀の資本収支の3項目について示したものである³⁾。

ロシアの経常収支は、1997年にわずかな赤字(0.8億ドル)になったのを除いて常に黒字で推移しており、とくに2004年以降は黒字幅が拡大し、年間600億～900億ドルという巨額の経常黒字が生じてきた。

このように巨額の経常収支が発生するようになった背景には、ロシアの主要な輸出商品である原油価格の高騰がある。これまで、ロシアの輸出額（サービス貿易を除く）の半分以上は、常に石油・ガス（原油、石油製品、天然ガス）によって占められてきた。ロシアの天然ガス輸出価格は主に石油製品の国際市場価格に連動して決定され、石油製品価格は基本的に原油価格

に連動して決定される（IEA（2002）p.136）。このため、近年の原油価格の高騰は、原油のみならず、石油製品や天然ガスの輸出額も急増させ、ロシアに巨額の経常黒字をもたらしてきたのである（**図表5**）。

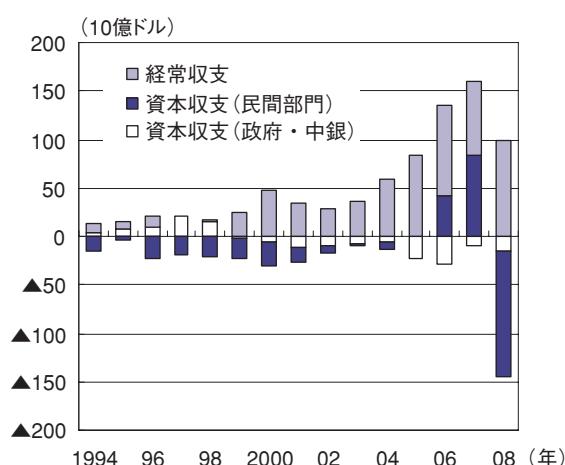
2008年については、原油価格は同年末にかけて急落したものの、年央までの高騰により、年平均でみれば前年比36%の上昇となったため、輸出総額（4,690億ドル）、貿易収支（1,766億ドル）、経常収支（989億ドル）とも、すべて過去最高額を記録した⁴⁾。

b. 大規模な資本流入から資本流出へ

一方、資本収支については、とくに民間部門に関して、2006～07年の大規模な資本流入から、2008年には一転して大規模な資本流出が生じるという、劇的な変化が生じた（**図表4**）。

ロシアでは2004年まで、民間部門の純資本収支が一貫してマイナス値で推移しており、資本の純流出が続いてきた。しかし、この値は2005年にはほぼゼロとなった後、2006～07年にはそれぞれ418億ドル、831億ドルものプラス、つまり

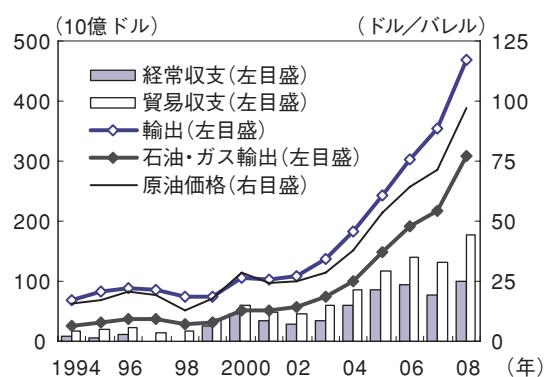
図表4：ロシアの国際収支動向



- (注) 1. 資本収支（民間部門）は純誤差脱漏を含む。
2. 資本収支（政府・中銀）は中銀の外貨準備高増減を含まない。

(資料) CBR(Central Bank of Russia)

図表5：原油価格、輸出、経常収支の推移



(資料) CBR(Central Bank of Russia)、IMF "International Financial Statistics"、IMF(2009)

3) 資本収支は、資本勘定（capital account）と財務勘定（financial account）、純誤差脱漏（net errors and omissions）の合計値。符号がプラスであれば資本流入、マイナスであれば資本流出を意味する。なお、ロシアの国際収支統計は、IMFの国際収支マニュアル（Ver.5）に基づく。

4) ロシア中銀の推計によれば、2008年の輸出総額に占める石油・ガスの割合は65.9%（内訳は原油：34.2%、石油製品17.0%、天然ガス15.7%）であった。なお、2008年の原油価格は、IMFによる世界平均スポット価格の推計値（IMF(2009)）。

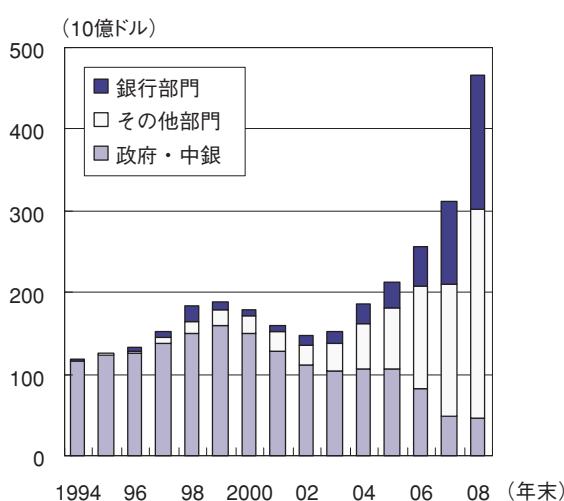
純資本流入に転じたのである。この間の民間部門への純資本流入は、主にロシアの銀行や企業による外国からの借入等、負債の増加によるものであったため、ロシアの対外債務は、民間部門を中心に急増することとなった（図表6）。しかも、その多くは返済期間1年未満の短期債務であったことから、民間部門の短期債務比率は、2005年末の14.7%から、わずか2年間で23.2%にまで増加したのである（図表7）。

しかし、2008年にはロシアの民間部門は一転して1,299億ドルもの純資本流出となった。2006～07年の民間部門への純資本流入額が1,249億ドルであったから、金額的には、過去2年間にロシアに流入した資金がすべて2008年に国外に流出したことになる。また、同年の資本流出額は、油価高騰により過去最高となった同年の経常黒字額をも上回った。この2008年の大規模な資本流出が、前節で概観したロシア金融市場の動搖（株価急落、短期金利の急騰、ル

ブル下落）の直接的な原因であったことは、間違いないであろう。

大規模な資本流入と資本流出が生じた2006～08年の民間部門の資本収支動向について、さらに詳細に検討を進めたい。図表8は、ロシアの民間部門（銀行およびその他部門）の資本収支を、それぞれ対外資産と対外負債の動きに分けて示したものである（符号は国際取引統計ルールに基づく）⁵⁾。まず、民間部門への大規模な資本流入がみられた2006～07年についてみると、この時期の資本流入がロシアの対外負債の増加、具体的にはロシアの銀行・企業による外国からの借入と、ロシアへの外国投資の増加によるものであったことがわかる。ロシアの銀行・企業による外国からの年間借入額は、2006年に644億ドル、2007年には1,418億ドルへと膨れ上がり、ロシアの銀行・企業に対して行われた直接・証券投資は2006年に383億ドル、2007

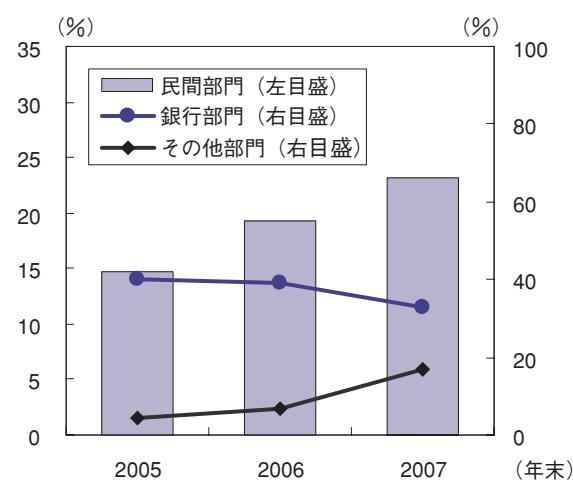
図表6：対外債務残高の推移



(資料) CBR(Central Bank of Russia)

5) ここで、対外債務の項目は、外国企業によるロシアへの投資や融資など動き表しており、これらが増えれば資本流入（プラス符号）として、減少すれば資本流出（マイナス符号）として示される。他方、対外資産の項目は、ロシアの銀行や企業による外国への投資などの動きを表し、その残高の増加は資本流出（マイナス符号）として、減少は資本流入（プラス符号）として示される。

図表7：民間部門の短期債務比率



(注) 短期債務比率は、民間部門の債務総額に占める短期債務の割合。

(資料) CBR(Central Bank of Russia)

年に616億ドルへと急増している。

次に、民間部門からの大規模な資本流出が生じた2008年に目を転じると、対外負債の増加額が2007年の2,024億ドルから838億ドルへと急減した一方で、対外資産の増加額は▲1,192億ドルから▲2,137億ドルへと急増しており、これらの結果として、2008年の純資本流出（▲1,299億ドル）が生じたことがわかる。2008年の対外負債の増加額（838億ドル）は、前年対比では大きく減じたとはいえ依然としてプラス値を維持しており、外国資本のロシアへの流入が、グローバル金融危機の影響で大幅に細ったとはいえ、2008年も続いたことを示している⁶⁾。

問題は対外資産の動きである。この対外資産

の項目は、いわばロシア資本の動きを表しており、符号がマイナスであれば、それはロシアの銀行や企業、あるいは個人が、対外投資などを通じて、自らの対外資産を増やしたこと意味している。とくに「その他部門」の「外貨現金」の項目は、ロシアの企業および個人が、ループル資産、例えば国内銀行への預金を取り崩して、ドル・キャッシュなどの外貨現金の購入を進めたことを示している。つまり、2008年の大規模な資本流出は、外国資本のロシアへの流入額の減少（外国資本の引き揚げ）のみならず、ロシア資本の国外への流出額の増加（ロシア資本の国外逃避）によっても引き起こされたものだったのである⁷⁾。

図表8：民間部門資本収支の資産・負債項目別内訳

(10億ドル)

	2005年	2006年	2007年	2008年	増減（07年比）
総額	0.1	41.8	83.1	▲129.9	▲213.0
対外資産					
銀行	▲ 63.3	▲ 71.2	▲119.2	▲213.7	▲ 94.5
直接投資	▲ 13.4	▲ 23.6	▲ 25.1	▲ 66.4	▲ 41.3
貸付	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.7	n.a.	n.a.
その他	▲ 9.6	▲ 23.0	▲ 21.9	n.a.	n.a.
その他部門	▲ 3.0	▲ 0.4	▲ 2.5	n.a.	n.a.
直接・証券投資	▲ 49.9	▲ 47.6	▲ 94.1	▲147.3	▲ 53.2
外貨現金	▲ 13.6	▲ 23.5	▲ 50.7	▲ 54.3	▲ 3.6
貿易信用	0.6	10.2	15.7	▲ 24.8	▲ 40.5
輸出代金未収・輸入品未達	▲ 7.7	▲ 0.6	▲ 0.9	0.0	0.9
その他	▲ 28.0	▲ 19.9	▲ 34.5	▲ 33.2	1.3
	▲ 1.2	▲ 13.8	▲ 23.8	▲ 35.0	▲ 11.2
対外負債	63.3	113.1	202.4	83.8	▲118.6
銀行	19.2	51.2	70.9	9.0	▲ 61.9
直接投資	2.0	2.5	7.2	n.a.	n.a.
借入	17.8	47.6	51.0	n.a.	n.a.
その他	▲ 0.5	1.0	12.7	n.a.	n.a.
その他部門	52.4	52.2	144.7	90.6	▲ 54.1
直接投資	10.9	27.2	47.9	58.7	10.8
証券投資	0.8	8.6	6.5	▲ 10.8	▲ 17.3
借入	40.9	16.8	90.8	43.6	▲ 47.2
その他	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.9	▲ 0.4
誤差脱漏	▲ 8.3	9.7	▲ 13.2	▲ 15.8	▲ 2.6

(資料) CBR(Central Bank of Russia)

6) なお、民間部門資本収支の四半期別データからは、2008年第1～3四半期には民間部門への外国資本の流入が290～710億ドル規模（四半期あたり）で続いていたが、第4四半期において初めて減少（▲367億ドル）に転じたことが確認できる（CBR）。

7) 同じく民間部門資本収支の四半期別データからは、2008年第1～3四半期に330～500億ドル規模（四半期あたり）で生じていたロシア資本の国外流出（マイナス値）が、第4四半期に一気に倍増（845億ドル）したことが確認できる（CBR）。

(2) 資本取引の自由化

2007年から2008年にかけて、ロシアの民間部門でこのように急激な資金フローの変化が生じた背景としては、2006年7月に実施された資本取引の抜本的自由化が重要である。

現在のロシアの為替管理制度を規定している中心的な法律は、2003年12月に制定された外貨管理法（2003年12月10日付連邦法No.173）である⁸⁾。2006年7月に大幅改正が行われるまで、同法には資本取引に関してロシア中銀および政府が導入することができる為替規制の「上限」が定められ、ロシア中銀と政府は、その範囲内で一連の諸規制を導入してきた。

外貨管理法が定める為替規制の「上限」と、

実際にその枠内で2006年6月末まで導入された諸規制をまとめたのが**図表9**である。ここで示されるように、2006年末までロシアで導入されていた為替規制においては、①デポジット義務と、②「特別口座」の利用義務、という2つの規制方法が主流であった。これは例えば、ロシアの企業（居住者法人、外資の現地法人を含む）が外国の銀行（非居住者法人）から期間が3年以内の外貨建て融資を受けようとする場合、借手であるロシア企業は、ロシアの外為業務公認銀行に“R1”という種類の特別口座を開設し、さらに取引額（融資額）の一定比率（上限枠は20%、ただし実際には1~3%）に相当するルールを一定期間（最長で1年間）、デポジット

図表9：資本取引に関する諸規制の変遷（2006年6月末まで）

非居住者に対する規制（ルーブル建て決済）					
規制対象取引	特別口座	デポジット義務			
		外為法が定める「上限」	2004/6/18~	2005/12/9~	2006/5/1~2006/6/30
ロシア国債	S	取引額の20%を1年間	同20%を1年間	同15%を1年間	同7.5%を1年間
ロシア企業株式	A	20%を1年間		なし	
ロシア地方債・社債	O	20%を1年間	3%を1年間	2%を1年間	1%を1年間
居住者からの3年以内の借入、外国証券の売買	V1	100%を60日間 または 20%を1年間	50%を15日	25%を15日	12.5%を15日
居住者向け3年以内の貸付・出資	V2	20%を1年間	3%を1年間	2%を1年間	1%を1年間
居住者に対する規制（外貨建て決済）					
居住者個人による借入・貸付、外国証券の売買	F	100%を60日間 または 20%を1年間		なし	
居住者法人による3年以内の借入、外国証券の売却	R1	100%を60日間 または 20%を1年間	3%を1年間	2%を1年間	1%を1年間
居住者法人による3年以内の借入、外国証券の購入	R2	100%を60日間 または 20%を1年間	50%を15日	25%を15日	12.5%を15日

(資料) CBR(2006)

8) 法令テキストは、すべて Kodeks(法令データベース、<http://www.kodeks.ru>) による。

として積み立てなければならないという規制であった。同様のデポジット義務は、例えばロシアの企業が外国の証券を購入する場合や、外国の銀行がロシアの銀行や企業にルーブル建て融資を行う場合にも課されていた（特別口座はそれぞれ“R2”、“V2”）。デポジットは翌営業日中までにロシア中銀に送金され、一定期間そこに無利子で留め置かれるため、資本取引に際して、ロシアの企業、外国の企業の双方に対して、コストを強いる制度であったといえる⁹⁾。

しかし、2006年7月に外貨管理法の大幅改正が行われ（2006年7月26日付連邦法No.131による）、資本取引に関するこれらの諸規制はすべ

て撤廃された¹⁰⁾。これにより、ロシアの民間部門の資本取引は抜本的に自由化され、以後、ロシアには外国から資金が流入しやすい一方で、流出もしやすい制度が形成されたのである。

他方、最近になって、国家安全保障上の観点から対内投資を規制する動きも存在する。具体的には、2008年4月29日付連邦法No.57の制定により、ロシアの国防および国家安全保障上、重要とみなされる分野（戦略的重要業種）への外国投資については、ロシア政府による事前認可が義務付けられることになった。戦略的重要業種として、図表10に示す42業種が指定され、これらの業種に対して行われる外国投資が下記

図表10：ロシアの戦略的重要業種

業種	付番 ¹⁾
気象観測等	1～3
原子力関連（核・放射性物質の研究開発、設備建設、保守、廃棄物管理）	4～10
暗号技術・機械関連	11～16
軍事技術・武器関連	17～27
航空機の開発・製造・修理、宇宙活動	28～33
テレビ・ラジオ放送（連邦構成主体の人口の50%超が視聴するもの）	34、35
自然独占事業（ただし、通信、郵便、温熱・電力供給を除く） ²⁾	36
通信業（国内の長距離・地域・移動通信の各市場において「支配的立場」を有する企業 ³⁾ 。ただし、インターネット・プロバイダを除く）	37
武器製造に用いられる特殊合金の製造・販売	38
「連邦的意義」を持つ地下資源鉱区の地質探査・開発・採掘 ⁴⁾	39
水産資源採取	40
印刷（月間2億枚以上）、出版（月間100万部超）	41、42

(注) 1. 付番は2008年4月29日付連邦法No.57による。

2. 自然独占事業は、通信、郵便、温熱・電力供給、幹線パイプライン、鉄道、港湾、空港、国内水運。

3. 「支配的立場」の定義は、各市場シェアの25%超を占めること。

4. 「連邦的意義」を持つ地下資源鉱区とは、油田（埋蔵量7,000万トン以上）、天然ガス田（同500億m³以上）、金鉱床（同500トン以上）、銅鉱床（同50万トン以上）、ウラン・ダイヤ・ニッケル等の鉱床、内海・領海・大陸棚にある地下資源鉱区。

(資料) 2008年4月29日付連邦法No.57等により、みずほ総合研究所作成

9) 同法制定（2003年12月）までの外貨管理制度は、ライセンス制を基本とするものであった。なお、ロシアの個人による外貨現金の購入は、すでに1992年制定の外貨管理条例の下で可能であった（上垣（2005）pp.85-89）。

10) 当初の予定では2006年末に撤廃される予定であったが、実際には予定よりも半年間早い2006年の6月末に前倒しで撤廃された（金野（2007）p.8）。

のいずれかに該当する場合、外国投資家（民間法人・個人または外国政府機関）は事前に「外国投資実施の管理に関する政府委員会」に申請し、認可を得なければならなくなつたのである。特に大陸棚の地下資源鉱区については、同日に制定された連邦法によって、利用者が「開発経験を5年以上有し、ロシア連邦が定款資本の50%以上を保有する法人」に限られることとなり、外国投資家による開発への参加が事実上、不可能になった（2008年4月29日付連邦法No.58による）。

- ・外国の民間企業または個人が、戦略的に重要業種（ただし、地下資源採掘等を除く）に属するロシア企業の株式の50%超を単独で取得する場合。
- ・外国の民間法人または個人が、ロシアの地下資源採掘等の企業株の10%以上を取得する場合。
- ・外国の政府機関（政府系ファンドを含む）が戦略的に重要業種（ただし、地下資源採掘等を除く）に属するロシア企業株の25%超を単独で取得する場合。
- ・外国の政府機関（政府系ファンドを含む）がロシアの地下資源採掘等の企業株の5%超を取得する場合。

このように、新たに分野別に出資規制を導入する動きはあるものの、同法が規定する規制手段は基本的に認可制であり禁止ではないこと、また、認可制の対象となるのは戦略的に重要業種への外国投資のなかでも一部の投資形態（直接投資の一部）に限られることなどから、資本取引規制としての影響力はさほど大きくないとみられる。全体としてみれば、2006年7月以降、ロシアでは国際的な資本取引に関して、きわめて

自由な制度が形成されていることに変わりはないと考えられる。

（3）ロシア中銀の為替レート政策

2006～07年の大規模な資本流入から、2008年の資本流出へと転じた背景としては、資本取引の自由化という制度的な要因に加えて、政策面、すなわちロシア中銀の為替レート政策の影響も大きかったと考えられる。まず、ロシア中銀の為替レート政策の変遷を概観すると、次の通りである。

ロシアでは、1998年の金融危機後、管理フロート制という比較的柔軟な為替制度が採用されてきた。これは、為替レートの決定を基本的には外為市場における需給関係に委ねつつ、過度の変動を中央銀行の介入によって抑えるというものである。管理フロート制の導入後、しばらくの間、中央銀行による介入の目安とされる参考指標は規定されていなかったが、2005年2月1日以降、ドルとユーロによって構成される「通貨バスケット」に対するループル・レートが中央銀行による介入の参考指標として用いられるようになった。

ここで、ロシアの通貨バスケット制は、一般的な意味での通貨バスケット制とは異なるものであることに注意する必要がある。ロシアの通貨バスケット制の下では、ループルの対バスケット・レートは、ループルの対ユーロ・レートと対ドル・レートに、それぞれ「一定比率」を乗じて算出される¹¹⁾。この比率は、2005年の開始当初は対ユーロが10%、対ドルが90%であったが、その後、対ユーロの比率が段階的に引き上げられ、2007年2月8日以降は対ユーロが45%、対ドルが55%となっている（図表11）。

このような管理フロート制の下で、ロシア中銀が実際にどのような為替レート誘導を行ってきたか、概観しよう。図表12はルーブルの対バスケット・レートの推移を、図表13はロシア中銀による為替介入の代理指標として、外貨

図表11：対バスケット・レートの算出比率

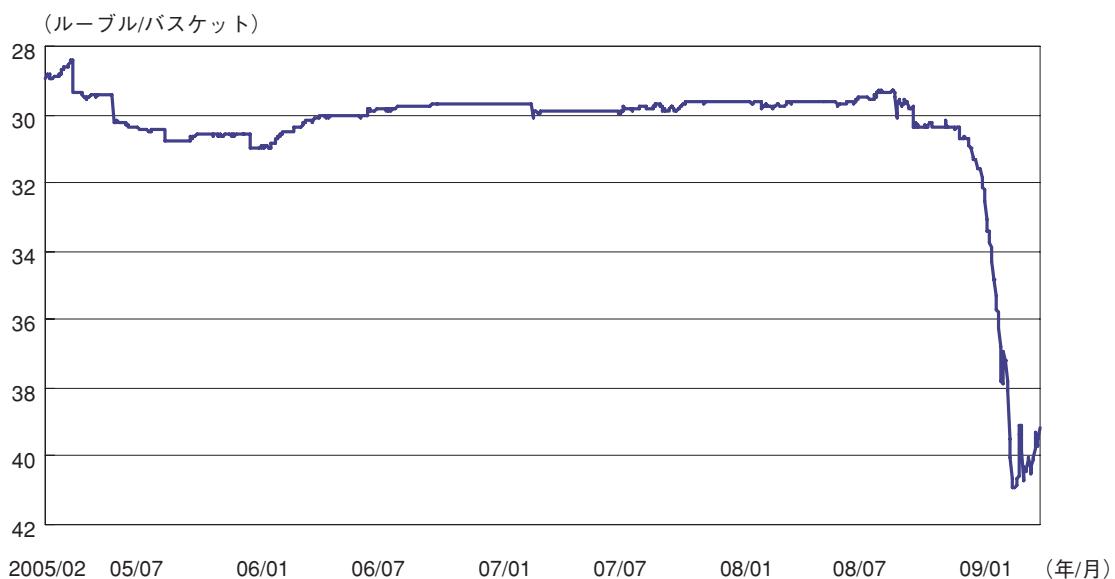
期間(年／月／日)	ルーブル／ユーロ	ルーブル／ドル
2005/02/01～	×0.1	×0.9
2005/03/15～	×0.2	×0.8
2005/05/16～	×0.3	×0.7
2005/08/01～	×0.35	×0.65
2005/12/02～	×0.4	×0.6
2007/02/08～	×0.45	×0.55

(資料) CBR(2005) 等

準備高の月間増減と残高の推移を示している。

ルーブルの対バスケット・レートは、2008年11月まで、対バスケット・レートの算出比率が修正された時を除き、きわめて安定的に推移している。つまり、ロシアでは比較的柔軟な為替レート政策である管理フロート制が標榜されつつ、実際には、かなり固定的な為替レート政策が行われてきたのである。この間、2008年7月まで、外貨準備がほぼ継続的に増加していることから、ロシア中銀は、経常黒字の増加や民間部門への純資本流入によってルーブルに対する上昇圧力が高まる中、外為市場における継続的な外貨買い（ルーブル売り）介入によって、ルーブルの上昇を抑制してきたと推察される。

図表12：ルーブルの対バスケット・レートの推移



(資料) CBR(Central Bank of Russia)

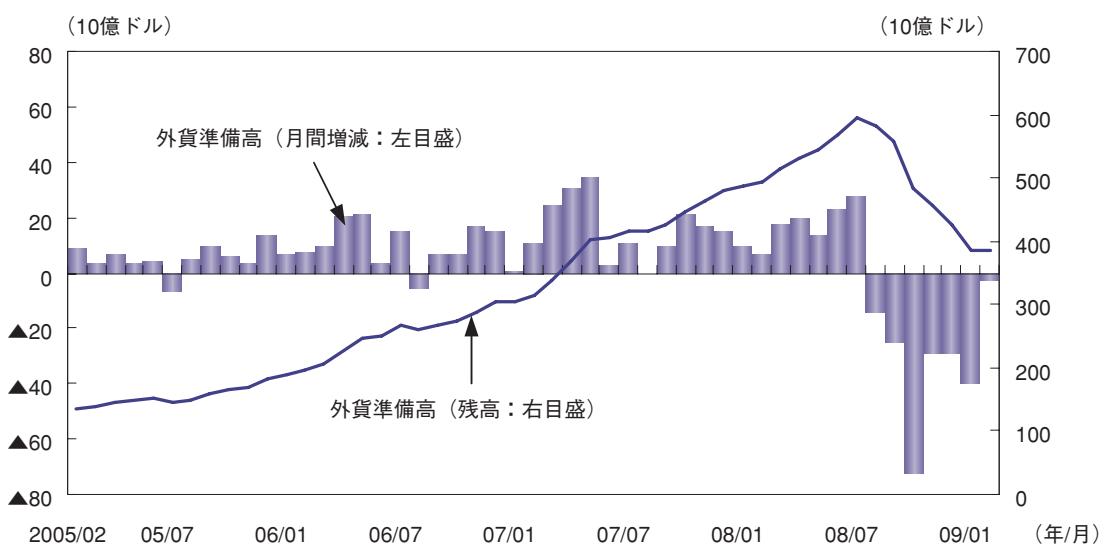
- 11) 例えば、この「一定比率」が、対ユーロ45%、対ドル55%であり、当該日のルーブルの対ユーロ・レート、対ドル・レートがそれぞれ1ユーロ = 34.5ルーブル、1ドル = 26.1ルーブルであるとすれば、ルーブルの対バスケットレートは、1バスケット = (34.5ルーブル × 0.45) + (26.1ルーブル × 0.55) = 15.5(a) + 14.4(b) = 29.9ルーブル(c)となる。この時、通貨バスケットに占めるユーロとドルの通貨比率は、次のようになる。

$$a/c \times 100 = 51.9\% \cdots \text{通貨バスケットに占めるユーロの比率(d)}$$

$$b/c \times 100 = 48.1\% \cdots \text{通貨バスケットに占めるドルの比率(e)}$$

従って、ロシアの通貨バスケットに占めるユーロとドルの通貨比率は、ユーロ・ドル間の為替レート変動に応じて、日々変動することになる（CBR(2007)）。他方、一般的な通貨バスケット制の場合は、バスケットに占めるユーロとドルの通貨比率、すなわち上記(d)および(e)が固定される。

図表13：外貨準備高の月間増減と残高の推移



(資料) CBR(Central Bank of Russia)

ロシア中銀の為替政策に最初の変化がみられたのは、2008年8月である。同月から外貨準備高が減少し始めており、ロシア中銀がこの頃から外貨売り（ルーピル買い）介入に転じた様子がうかがえる。原油価格が下落に転じたことや、グルジア紛争による外資の引き揚げなどにより、ルーピルに対して下落圧力が働くようになったためと推測される。

さらに変化があったのは2008年11月11日である。同日、ロシア中銀はルーピルの対バスケット・レートの変動幅を、従来比で上下対称に30コペイカ（0.3ルーピル）ずつ拡大すると公式発表した（CBR(2008b)¹²⁾。実は、こうした公式発表をロシア中銀が行うのは異例のことであり、それまで市場関係者は、基本的に対バスケット・レートの実際の値動きから、ロシア中銀の誘導目標水準（許容変動幅）を推測するのみで

あった。しかし、上記の中銀発表により、ロシア中銀がルーピルの切下げを容認したことが明らかとなり、ルーピルが今後も継続的かつ安定的に下落するとの期待が強まった¹³⁾。

ルーピルの継続的かつ安定的な下落が見込まれる状況下においては、外国投資家がロシアから資産を引き揚げ、また、ロシアの銀行、企業、個人がルーピル資産を手放して外貨資産に切り替えることは、きわめて合理的な行動であったと言える。つまり、2008年第4四半期に生じた大規模な資本流出は、ロシア中銀の為替レート政策によって引き起こされた側面が強いのである¹⁴⁾。

その後、外貨準備高の急減や資本流出など、ルーピルの変動幅拡大（事実上の継続的な切り下げ）の弊害が明らかになったことから、2009年1月22日、イグナチエフ中央銀行総裁が声明

12) 対バスケット・レートの実際の推移から推測すると、この時、変動幅は29.41～30.41ルーピルから、29.11～30.71ルーピルに拡大されたとみられる。

13) 事実、このような上下30コペイカずつの変動幅拡大は、その後5～6回繰り返された。ただし、ロシア中銀による公式発表として確認できるのは最初の1回（2008年11月11日）のみである。

14) Gavrilenkova (2008) は、ルーピルの継続的な切下げが更なる資本流出を引き起こす危険性をいち早く指摘している。

を発表し、こうした変動幅の拡大措置を終了させることを宣言した(CBR(2009))。同声明により、ルーブルの対バスケット・レートの下限は一気に41ルーブルまで引き下げられ、この下限が今後数カ月間、維持されることになった。

4. ロシア政府・中銀の危機対策

金融危機の深刻化を受けて、ロシア政府・中銀はこれまでに一連の危機対策を策定し、必要な法改正を経て、順次実施に移してきた。本章では、ロシア政府と中銀によって公表、実施されてきた主要な危機対策を概観する。

(1) ロシア中銀の金融調節手段と金融緩和

金融危機対策として最初に講じられたのは、ロシア中銀による通常の金融市場調節手段（以下、金融調節手段）を通じた金融緩和である。

ロシア中銀の金融調節手段は、大別すると、準備預金の積立制度、公開市場操作（オペレーション：以下、オペ）、常設ファシリティの3つから構成されている(CBR(2008a))。

ロシアの準備預金の積立制度の下では、2004年8月以降、負債の種類に応じて、①非居住者（外国）銀行からのルーブル及び外貨建て負債、②ルーブル建て個人預金、③その他負債に関して、それぞれ異なる準備率が定められている。近年、これらの準備率はインフレ抑制の観点からロシア中銀によって段階的に引き上げられてきたが、グローバル金融危機の波及を受け、2008年9月18日と同年10月15日の2度にわたり、準備率の大幅な引き下げが行われた（図表14）。これら2度の準備率引き下げは、ロシアの銀行部門に約3,800億ルーブルの流動性をもたらす効果

図表14：ロシアの負債準備率の推移

(%)

年／月／日	対非居住者金融機関 (ルーブル・外貨建て)	対居住者個人 (ルーブル建て)	その他
2004/7/8	—	3.5	3.5
2004/8/1	2.0	3.5	3.5
2006/10/1	3.5	3.5	3.5
2007/7/1	4.5	4.0	4.5
2007/10/11	3.5	3.0	3.5
2008/1/15	4.5	4.0	4.5
2008/3/1	5.5	4.5	5.0
2008/7/1	7.0	5.0	5.5
2008/9/1	8.5	5.5	6.0
2008/9/18	4.5	1.5	2.0
2008/10/15	0.5	0.5	0.5
2009/3/1	1.5	1.5	1.5
2009/6/1	2.5	2.5	2.5

(資料) CBR(Central Bank of Russia)

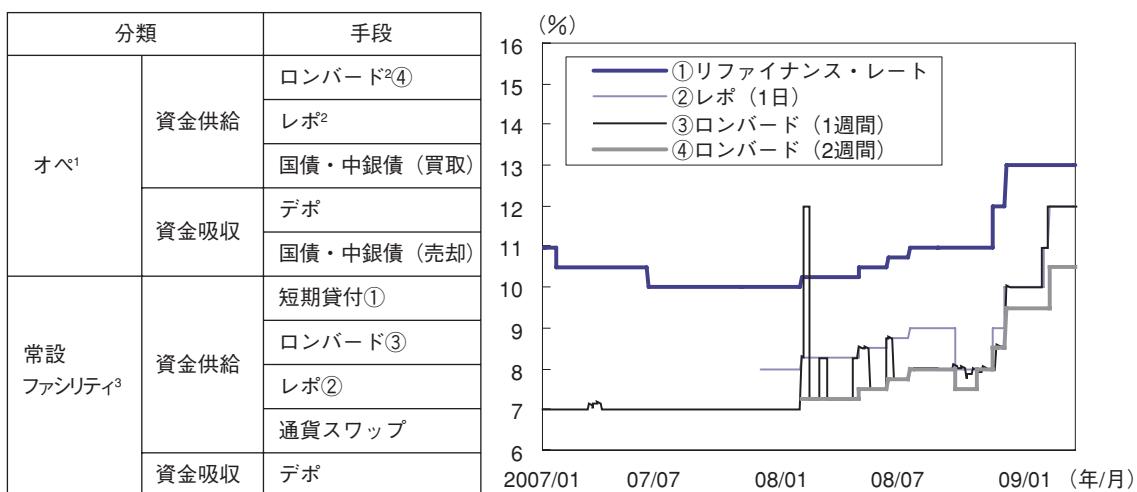
があったとされる(RG(2009))。

また、オペ及び常設ファシリティを通じた流動性供給も強化された。オペ、常設ファシリティとも、ロシア中銀による銀行部門向け短期貸付とロンバード貸出、レポ（債券等の売り戻し条件付買い取り）を主な資金供給手段とするものだが、このうち短期貸付とロンバード貸出の担保として利用可能な証券（国債、中銀債、地方債、株式、社債）のリストに含まれる銘柄数が、2008年10月頃から大幅に拡充された（図表15）¹⁵⁾。この措置により銀行部門に追加的に供給された資金量は、3,500億ルーブルに達したとみられている(RG(2009))。

政策金利については、ロシアでは2007年以降、国内インフレ率を考慮したリファイナンス・レートの実質金利がマイナスで推移するなど、

15) 担保として利用可能な証券リストの拡充は、例えば2008年10月7日付中銀指令No.127-Tによる。なお、オペと常設ファシリティの違いは、オペにおいては貸付金利等が競争入札によって決められるのに対して（金利等の下限のみロシア中銀が決定）、常設ファシリティでは、金融機関からの申込みに応じて、ロシア中銀が予め定めた金利で短期資金の貸出等を行うことにある(CBR)。

図表15：ロシア中銀のオペ・常設ファシリティ概要と政策金利の推移



- (注) 1. 金利は競争入札による。
 2. 下限金利のみロシア中銀が決定。
 3. 金利はロシア中銀が定める固定金利。
 4. 右グラフ凡例の番号は、左表中の番号に対応する。

(資料) CBR(Central Bank of Russia)

緩和的な金利政策が採られてきたが、グローバル金融危機の波及を受けて、2008年9月18日から一部の政策金利がさらに引き下げられた。しかし、こうした政策金利の引き下げは1~2カ月間で終了し、ロシア中銀がルーキル変動幅の拡大を宣言した11月11日の翌日（12日）からは、ほぼ全ての政策金利が引き上げられている。このことは、ロシア中銀は一方で準備率引き下げや担保リスト拡充により銀行部門への資金供給を強化しつつ、他方ではルーブル・レートの下落を阻止する観点から、金利を引き上げざるを得ないというジレンマに陥っている様子を示している。

(2) ロシア中銀による危機対策の新スキーム

上記の金融緩和のほかにも、ロシア中銀は、
 a. 銀行向け無担保融資の供与、b. 中銀劣後ロー

ン供与、c. 企業・銀行の対外債務返済支援融資、d. 預金保護額の引き上げ、という4つの措置を金融危機対策として講じている。

a. 銀行向け無担保融資

銀行部門向け無担保融資は、中銀法の改正（2008年10月13日付連邦法No.171による）によって新たに導入された資金供給ファシリティである。ロシア中銀が最長で6カ月間、一定以上の格付を有する商業銀行に対して無担保で融資を行うもので、融資の基準に用いられる格付および格付機関、具体的な融資条件などは、ロシア中銀の理事会によって決定される¹⁶⁾。同ファシリティによる融資残高は、2009年2月12日に最高額（19,241億ルーブル）を記録した後、漸減傾向にあり、3月23日現在の残高は17,587億ルーブルである（CBR）。

16) 中銀無担保融資の貸出期間は、2008年12月30日付連邦法No.317により、最長6カ月間から最長1年間に拡大された。

b. 中銀劣後ローン

中銀劣後ローンは、ロシア中銀が最大5,000億ルーブルの劣後ローンを無担保でズベルバンク（国内最大の資産規模で、ロシア中銀は同行の議決権付株式の60%を保有）に供与するもので、返済期間は2019年末まで、金利は年率8%に設定された（2008年10月13日付連邦法No.173による）。

c. 企業・銀行による対外債務返済支援融資

企業・銀行の対外債務返済支援融資は、ロシア中銀が、外貨準備のうち最大500億ドルを政府金融機関であるヴネシュエコノムバンク（VEB）に預金し、VEBはこれを原資に、ロシアの企業や銀行による対外債務（ただし、2008年9月25日までに発生したもの）の返済を支援するための外貨建て融資を行うものである（2008年10月13日付連邦法No.173による）。ロシア中銀によるVEBへの預金期間は原則として1年間（延長可能）とされ、金利はドル建て1年物LIBOR +1%ポイント超と定められた。また、VEBによる融資期間は2009年末までとされ、金利はドル建て1年物LIBOR +5%ポイント以上と定められた。

このスキームにおいて、実際に融資を行うの

はVEBであるが、その原資として外貨準備が用いられることから、ロシア中銀による資金供給スキームの一環とみなすことができる¹⁷⁾。

d. 預金保護額の引き上げ

ロシアでは、預金保護制度が発足した2003年12月以降、銀行破綻時に100%保護される個人預金額の上限は、長らく10万ルーブルに据え置かれていた。しかし、金融不安の高まりによる預金の流出を防ぐ目的から、2008年10月14日以降、この上限額は一気に70万ルーブルにまで引き上げられた（2008年10月13日連邦法No.174による）。なお、これまでの個人預金保護額の上限の推移は図表16の通りである。

(3) 政府による危機対策

金融市場の動搖が深まった2008年9月以降、政府によっても様々な金融危機対策が策定され、実施に移されている。政府による金融危機対策は、その財源に応じて、a. 減税措置、b. 財政支援、c. 国民福祉基金の活用の3種に大別できる。以下ではこの分類に基づいて政府の危機対策を概観する¹⁸⁾。

a. 減税措置

これまでにロシア政府によって決定された減

図表16：ロシアの個人預金保護額の推移

期間（法令）	預金保護の上限額
2003年12月～2006年7月（2003年12月23日付連邦法No.177）	・100%保護：～10万ルーブル
2006年7月～2007年3月（2006年7月27日付連邦法No.150）	・100%保護：～10万ルーブル ・90%保護：10万～19万ルーブル
2007年3月～2008年10月（2007年3月13日付連邦法No.34）	・100%保護：～10万ルーブル ・90%保護：10万～40万ルーブル
2008年10月～（2008年10月13日付連邦法No.174）	・100%保護：～70万ルーブル

（資料）図表中の連邦法による

17) 2008年10月13日付連邦法No.173によれば、VEBによる融資の基準・方法・条件の詳細は、VEBの監査委員会が決定する。同委員会は、第三者からの融資獲得を VEB融資実施の条件の1つとして定めることができる。

18) ロシア政府による危機対策としては、他にも自動車（乗用車、バス、トラック等）の輸入関税率引き上げ（2008年12月5日付政府決定No.903による）、歳出予定金の商業銀行への預金（2008年3月29日付政府決定No.227による）など、様々な措置が講じられているが、本稿では詳説しない。

税措置のうち、規模からみて最も主要なものは、原油輸出関税と法人利潤税の税率引き下げである。

原油輸出関税は、2002年2月以降、従量税率が過去2ヵ月間の国際市場価格（Urals）に基づいて算定され、かつ2ヵ月ごとに更新される方式が採用されてきた¹⁹⁾。しかし、2008年8月からの油価急落により、石油企業にとって原油輸出関税の負担が過大になったため、2008年10月以降、税率算定のベース期間の縮小と税率の更新頻度の引き上げによる税負担の軽減が進められた。

まず、特例として2008年10月および11月の税率がそれぞれ個別の政府決定によって定められた（10月の税率は2008年9月19日付政府決定No.699、11月の税率は2008年10月31日付政府決定No.802による）²⁰⁾。そして、同年12月以降、原油輸出関税率は過去1ヵ月間の平均油価に基づいて算定され、毎月更新されることになったのである（2008年12月3日付連邦法No.234による）²¹⁾。これらの措置により、2008年中の石油企業の原油輸出関税負担は、約5,000億ルーブル軽減されたとみられている（Kudrin（2009）p.24）。

また、2008年11月に税法典が改正され、2009年より法人利潤税率が24%から20%に引き下げることが決まった（2008年11月26日付連邦法No.224による）。この法人利潤税率の引き下げによる減税規模は、4,000億ルーブルに達するとみられている（Kudrin（2009）p.24）。

2008年11月の税法典改正では、この他にも減

価償却率の引き上げ（10→30%：耐用年数3～20年の資産が対象）、個人所得税の住宅取得控除額の引き上げ、中小企業向け簡易税制の税率引き下げ（2008年11月26日付連邦法No.224による）等、様々な減税策が決定された。

b. 財政支援

連邦財政による危機対策としては、すでに2008年補正予算により、3つの政府金融機関（預金保険機構〔ADI：Agency for Deposit Insurance〕、VEB、住宅抵当融資公社〔AIZhK〕）に対して総額3,410億ルーブル（ADI：2,000億ルーブル、VEB：750億ルーブル、AIZhK：660億ルーブル）が拠出されることが決まった（2008年補正予算は、2008年11月8日付連邦法No.193による）。

さらに、生産部門（リアルセクター）の支援を目的として、前述の減税策に加え、2009年から航空機、自動車、農工複合体、軍産複合体などの個別部門に向けて、銀行融資に対する政府保証や金利補助、政府調達の増額が予定されているほか、工業製品の輸出支援や中小企業発展支援、失業手当の増額なども予定されている。クドリン財務相によると、これらリアルセクター向け支援策の総額は、少なく見ても2,563億ルーブルに達する見込みであり、その財源は2009年連邦予算の修正によって確保される（Kudrin（2009）p.24）²²⁾。

なお、ロシア政府は2008年12月25日、運輸、発電、鉄鋼、非鉄、自動車、建設、通信など、生産や雇用面から重要とみなされる企業295社を「システム形成企業」として発表しており、

19) 例えば、2008年4～5月の税率は、同年1～2月の平均油価に基づいて算定された。税率の算定式は田畠（2007）p.32を参照。

20) なお、2008年10月の税率は、2008年9月1～17日の平均油価に基づき372.2ドル／トンに設定された。過去2ヵ月の平均油価に基づく従来方式によれば、税率は485.8ドル／トンになった筈であり、差額分の113.6ドル／バレルが減税されたことになる（RIA Novosti, Sep. 18, 2008）。

21) 具体的には、2008年10月15日～11月14日の平均油価に基づいて12月の税率が算定され、同年11月15日～12月14日の平均油価に基づいて2009年1月の税率が算定されるようになった。

22) 2009年連邦予算は、2008年11月24日付連邦法No.204によって成立したが、その後の金融・経済状況の変化を踏まえ、現在、大幅な修正が進められている。

今後、連邦・地方財政によるリアルセクター支援が、これらの企業に対して優先的に行われていく可能性がある。

c. 国民福祉基金（NWF : National Wealth Fund）の活用

国民福祉基金の活用による危機対策は、商業銀行向け劣後ローンの供与と、国内証券市場向け投資の2つに大別されるが、これらはいずれも VEB を通じて実施される²³⁾。

前者は、まず、国民福祉基金から最大4,500億ルーブルが VEB に預金され、VEB がその資金をヴネシュトルグバンク (VTB)、ロスセルホズバンク、その他の銀行向けに無担保劣後ローンとして提供するスキームである（2008年

10月13日付連邦法 No.173による）²⁴⁾。この VEB による劣後ローンの返済期限および金利は、前述のロシア中銀によるズベルバンク向け劣後ローンと同じく2019年末まで、年率8%に設定された。他方、国民福祉基金から VEB への預金期間も同じく2019年末までだが、預本金利は劣後ローンよりも1% pt 低い7%に設定された。

一方、後者は国民福祉基金の残高のうち、最大1,750億ルーブルが VEB に預金され（金利7%、2013年まで）、VEB がその資金を国内証券市場への投資に向けるものであり、2008年後半に急落してから低迷を続いている国内株式・社債市場の下支えを目的とする（2008年10月15日付政府決定 No.766による）。なお、2009年3

図表17：ロシア政府・中銀による主要な金融危機対策

<財源>	<支援策>	<金額> (10億ルーブル)	<経由機関>	<資金供給先>
ロシア中銀	準備率引下げ	380	銀行	
	担保証券リスト拡充	350	銀行	
	無担保融資	1,800	銀行	
	劣後ローン	500	銀行（ズベルバンク）	
外貨準備	対外債務返済支援	1,500	VEB	企業・銀行
連邦財政	減税（原油輸出関税）	500	企業（石油企業）	
	減税（法人利潤税）	400	企業	
	その他減税	250	企業・個人	
	政府金融機関の資本増強	440	政府金融機関	
	リアルセクター支援	260	企業	
国民福祉基金	劣後ローン	450	VEB	銀行
	証券市場支援	175	VEB	証券市場

（注）イタリック数字はコミットメント・ベース、もしくは一部実施済み。その他は実施済み。

（資料）Kudrin (2009)p.24、RG (2009)、各種連邦法より、みずほ総合研究所作成

23) 国民福祉基金の詳細は、金野（2008）参照。

24) 2008年10月13日付連邦法 No.173により、VTB 向け劣後ローン供与額は最大2,000億ルーブルまで、ロスセルホズバンク向けは最大250億ルーブルまでとされている。また、その他の銀行向けに劣後ローンを提供する場合、当該銀行は下記2つの条件（a, b）を満たさなければならないこと、さらに、1行あたりの劣後ローン残高が当該銀行の自己資本額（2008年10月1日現在）の15%を超えてはならず、かつ下記 b の総額を超えてはならないことが定められている。

a. 一定以上の長期信用格付（詳細は VEB 監査委員会が決定）を有していること。

b. 2008年10月1日以降、第三者から劣後ローンの提供または資本金への出資を受けていること。

月1日現在の国民福祉基金による VEBへの預金残高は、劣後ローン向けが2,421億ルーブル、証券投資向けが1,750億ルーブルである(Minfin)。

以上で概観したロシア政府・中銀の金融危機対策をまとめたものが図表17である。コミットメント・ベースのものも含めれば、主要な金融危機対策だけで7兆ルーブル(約2,000億ドル)、2008年GDPの17%に迫る規模である。ロシアがこれほど大規模な危機対策を講じることができる背景には、国民福祉基金や外貨準備という、政府・中銀がここ数年間の高油価下で蓄えた豊富資金的裏付けがあることは言うまでもない。

5. 金融危機と対策対応の進捗状況

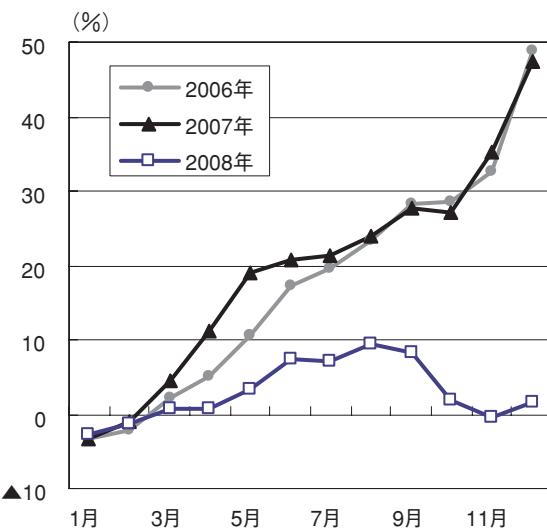
本節では、ロシアにおける金融危機の深刻化と、前節で概観したロシア政府・中銀による危機対策の進捗状況について、マネー統計による把握を試みる。

(1) マネーサプライの動向

まず、ロシアにおけるルーブル資金の過不足状況を示すとされるマネーサプライ(M2)の動向から概観する²⁵⁾。2006~08年のM2の推移(各月末の年初比増減率)をみると、2006~07年には、M2がほぼ継続的に増加し、1年間で50%近くも増加したのに対して、2008年は8月末までの増加率が相対的に低かったほか、9月以降は減少に転じ、11月にはついに年初比割れとなった(図表18)。ルーブル資金の不足が2008年9月頃から始まり、同年末にかけて急速に深刻化していった様子を示している。

M2は、流通現金と流動性預金(企業及び個

図表18：マネーサプライ(M2)の推移



(資料) CBR(Central Bank of Russia)

人による要求払預金及び定期性預金)によって構成されることから、2007年初から2009年1月末までの期間を、M2の増加期間(2007年1月~08年8月)と減少期間(2008年9月~09年1月)とに分け、両期間のM2増減率に対する現・預金別寄与度をみると、いずれの期間においても流動性預金の寄与度が高い(図表19)。とくに減少期間においては、M2の減少率(▲17.5%)のうち、▲13.5%が流動性預金の減少によるものであったことがわかる。前述の国際収支統計の動向を考慮すると、M2減少の直接的な引き金は、ロシアの企業・個人による資本逃避であったと推察される。

(2) 銀行部門バランスシートの動向

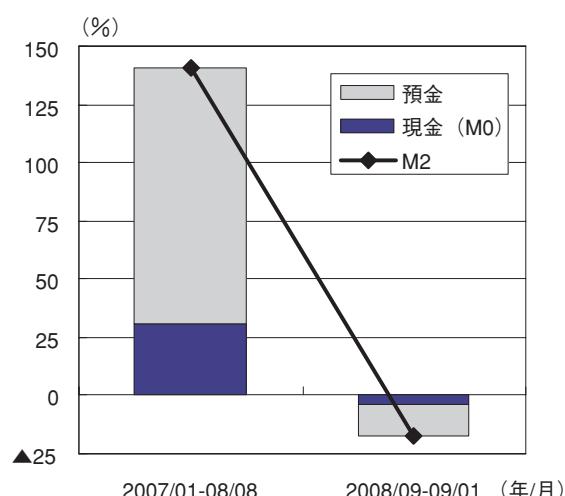
2008年9月以降のマネーサプライの減少は、政府・中銀による危機対策や銀行部門の与信活動との関連ではどのように位置づけられるのか。以下ではこれらの問題について、ロシア中

25) ロシアのM2(National Definition)は、現金(M0)および流動性預金(要求払預金、定期性預金)によって構成される。外貨建て預金は含まれない(Central Bank of Russia "Biulletin' bankovskoi statistiki," 2009 No.2, pp.154-155)。

銀が公表しているマネタリー・サーベイ（信用機関勘定）を用いて考察を進める²⁶⁾。

2007年1月以降の銀行部門の負債（調達）と

図表19：M2増減の現・預金別寄与度

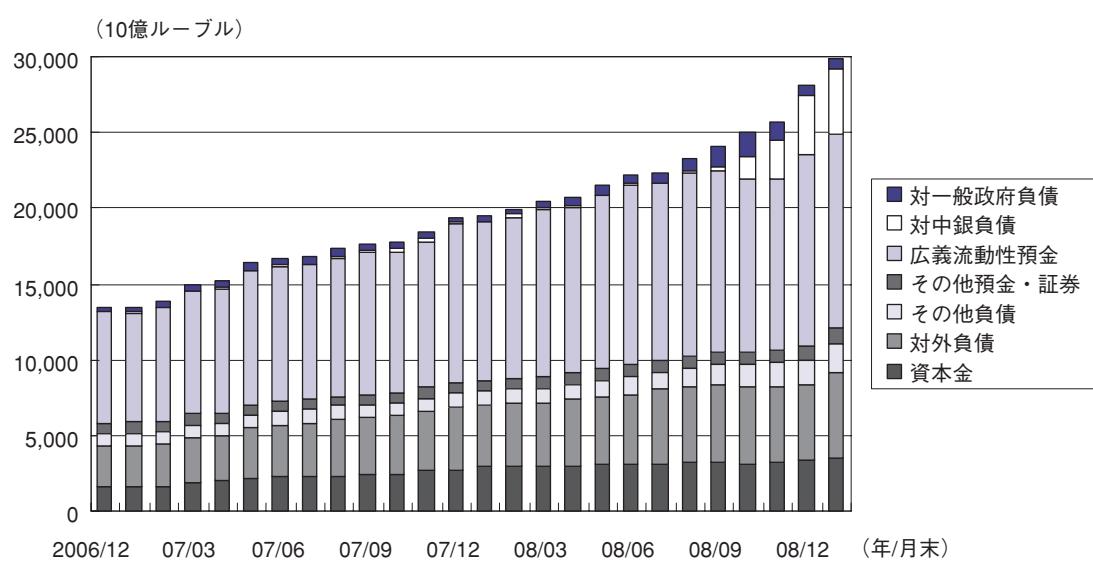


(資料) CBR(Central Bank of Russia)

資産（運用）の構成と、その推移を示したのが図表20、図表21である。ロシアの銀行部門が、預金（広義流動性）と対外負債によって資金を調達し、企業・個人向け融資（対その他部門資産）によって運用してきた構図が読み取れる。

金融危機が深まった2008年9月以降に絞って負債項目の変動をみると、まず、負債の最大シェアを占める広義流動性預金は、2008年9～11月期に前月比で減少を続けており、これは前述のM2の推移に沿っている（図表20）²⁷⁾。しかも、広義流動性預金には外貨預金も含まれるため、為替レートによる変動分（ルーブル下落に伴う外貨預金残高のルーブル表示額の増分）を差し引くと、減少幅はより大きい筈である。通貨別の預金残高統計を用いてこうした為替レート変動分を考慮すると、預金残高はルーブル表示額の減少を上回るペースで減少したことが確認で

図表20：銀行部門の負債の推移



(資料) Central Bank of Russia "Biulletin' bankovskoi statistiki"

26) 「マネタリー・サーベイ」の信用機関勘定は、銀行部門（信用機関）のバランスシートである。預金は同バランスシートの負債サイドに分類される一方で、資産サイドには、対外資産や融資（国内信用）の期末残高が示される（Central Bank of Russia "Biulletin' bankovskoi statistiki," 2009 No.2, pp.152-153）。

27) マネタリー・サーベイ（信用機関勘定）の広義流動性預金とM2(National Definition)の主要な相違点は、前者には企業・個人による外貨預金が含まれるが、後者には含まれない。また、前者には現金流通量（M0）が含まれないが、後者には含まれる（BBS, (2009), No.2, pp. 152-155）。

きる（図表22）。

2008年9月以降、対一般政府負債と対中銀負債が急増しているが、これはロシア政府・中銀による銀行部門向けの支援がその頃から本格化し始めたことを示している。2008年9月からの4カ月間で、政府・中銀から銀行部門に対して4兆ルーブル（約1,300億ドル）を超える資金が供給されたことになる²⁸⁾。

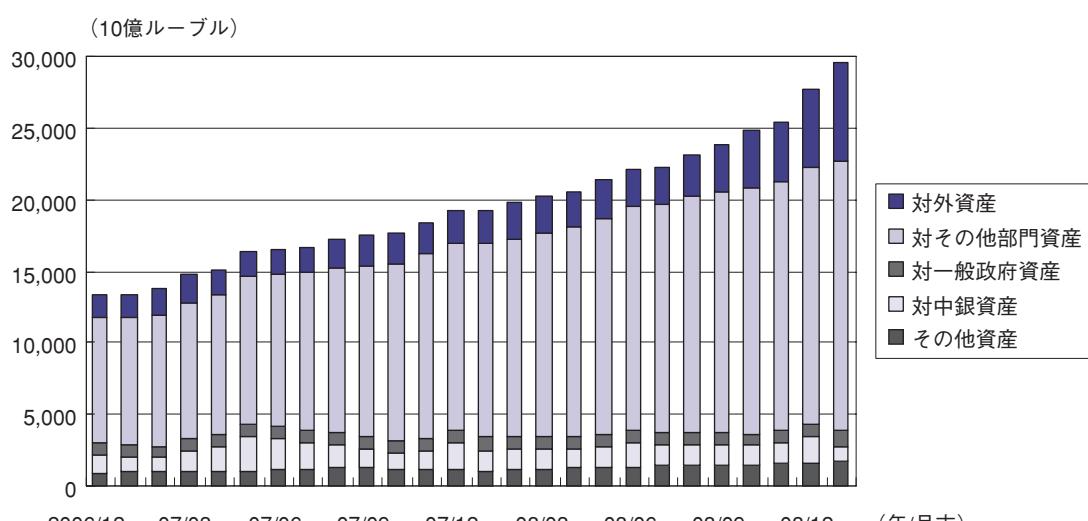
対外負債は、2008年8月までは銀行部門の資産総額を上回るペースで増加していたが、2008年9月～09年1月の増加率（12.4%）は資産総額の増加率（27.9%）を大きく下回った。しかも前述の為替レートによる変動分を考慮すれば、ロシア銀行部門の対外負債は17%程度減少したことになる。外国からの資金流入が細った結果

であろう²⁹⁾。

一方、銀行部門の資産（運用）サイドに目を転じると、2008年9月以降、最も顕著な動きがみられるのは、対外資産の急増である（図表21）。銀行部門の対外資産は、その後の4カ月間で4兆ルーブル近く増加しており、この金額は前述の対政府・中銀負債の増加額とほぼ一致する。金融危機対策として政府・中銀が銀行部門に供給したルーブル資金が、国内企業への融資に回らず、そのまま対外資産の増加としてロシア国外に流出したことになる³⁰⁾。

対その他部門資産は、おもに企業・個人への融資や証券投資の残高であり、いわばロシアの銀行部門から企業・個人に提供される信用量を示す。この残高は2009年1月末までのところ増

図表21：銀行部門の資産の推移



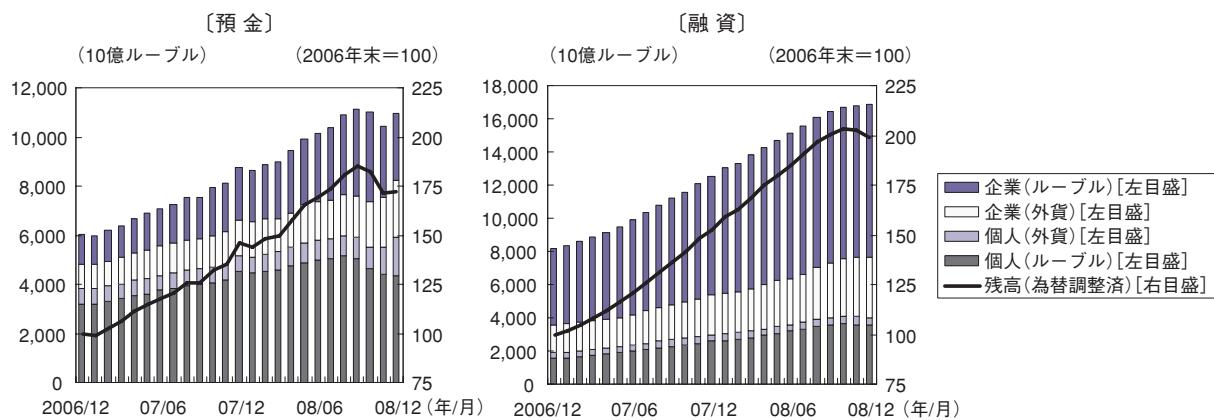
(資料) Central Bank of Russia "Biulletin' bankovskoi statistiki"

28) この4兆ルーブルは、担保証券リストの拡充、無担保融資、劣後ローン、対外債務返済支援融資によるものと思われる。他方、対一般政府負債は2008年10月まで増加した後、減少しているが、この推移は、歳出予定金の銀行部門への預金動向によつて概ね説明可能である（本稿脚注18参照）。

29) なお、銀行部門の負債に関して、「その他預金・証券」及び「その他負債」が2008年9月以降も増加を続けていることについては、注意が必要である。前者の下位項目である「その他預金」には、資金繰り悪化などによりロシア中銀から銀行業務ライセンスを剥奪された銀行への企業・個人預金が含まれる。また、後者には貸倒引当金が含まれる（Central Bank of Russia "Biulletin' bankovskoi statistiki," 2009 No.2, pp.152-153）。

30) この金額（約4兆ルーブル）は、2009年中の銀行部門の対外債務返済予定額598億ドル（元本返済額521億ドルおよび利払い額77億ドル）の2倍以上に相当する（CBR）。

図表22：通貨別預金・融資残高の推移



- (注) 1. 「残高(為替調整済)」は、ルーブルの対バスケット・レートの変化率(基準値=2006年12月末)で預金および融資残高中の外貨建て部分を調整した額。
 2. 預金額および融資額は、集計ベースの違いにより、それぞれ図表20の「広義流動性預金」、図表21の「対その他部門資産」とは一致しない。

(資料) Central Bank of Russia "Biulletin' bankovskoi statistiki"

加を続けているが、やはり為替レートによる変動分を考慮すると、銀行部門の企業・個人向け融資残高が2008年9~10月に増加率を大きく鈍化させた後、11月から減少に転じたことが確認される(図表22)。信用収縮を融資残高の減少と定義するならば、ロシアでは2008年11月から信用収縮が始まったのである。

以上からロシアにおける金融危機の進行プロセスをまとめると、まず、グローバル金融危機の影響により、銀行部門の資金調達は、海外からの資金調達(対外負債)と預金(広義流動性預金)の双方から困難になった。ロシア政府・中銀は、資金調達が困難になった銀行部門に対して4兆ルーブルもの流動性供給を実施したが、銀行部門はそれを国内企業・個人への融資に回さず、対外資産の増加として資本逃避させてしまった。その結果、信用収縮が始まり、企業の資金繰りも悪化した、と推察できる。

6. ロシアの実体経済への影響と今後の展望

前節では、ロシアにおける金融危機と政府・中銀による危機対策の進捗状況について、銀行部門を中心に考察した。では、こうした金融面の動きは、ロシアの実体経済(リアルセクター)にどのような影響を及ぼしたのだろうか。以下では、2008年の経済実績を中心に、金融危機の実体経済への波及動向について考察し、最後にロシア経済の今後の展望を試みる。

(1) 金融危機による実体経済への影響

2008年のロシアの実質GDP成長率(速報値)は5.6%にとどまり、2007年の8.1%と比べて2.5% ptの減速となった。2008年の四半期別の成長率(前年同期比)はそれぞれ8.7%、7.5%、6.0%、1.2%であり、第4四半期に急速に実体経済の悪化が進んだことがわかる。以下では、金

図表23：実質 GDP の生産部門別増加率

(%)

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
実質 GDP(市場価格)	7.3	7.2	6.4	7.7	8.1	5.6
農林業	5.5	3.0	1.1	3.8	2.6	8.4
鉱業	10.8	7.9	0.5	▲ 3.3	▲ 2.6	0.2
製造業	9.5	6.7	6.0	7.3	7.8	0.9
電気・ガス・水道業	1.6	2.0	1.2	5.7	▲ 0.7	1.2
建設業	13.0	10.3	10.5	11.8	9.3	13.2
卸売業・小売業・修理業	13.2	9.2	9.4	14.1	13.7	8.4
ホテル・レストラン業	1.3	5.9	9.7	8.5	14.9	9.9
運輸・通信業	7.2	10.9	6.2	9.6	3.4	6.9
金融業	9.6	9.9	11.9	10.3	12.5	6.6
不動産・リース・事業サービス業	3.0	2.8	12.5	10.1	20.2	10.3
公務・国防・強制社会保障事業	▲ 0.5	4.5	▲ 3.1	2.6	3.9	3.5
教育	0.9	0.4	0.4	0.5	1.2	0.7
保健衛生・社会事業	▲ 3.9	1.1	1.7	1.5	2.7	0.5

(資料) Rosstat

融危機の影響を念頭に置きつつ、2008年の経済実績を生産部門別と需要項目別の2つの側面から概観する³¹⁾。

a. 生産部門別動向

生産部門別 GDPにおいて、2008年の増加率が平均（実質 GDP 成長率）を上回ったのは、建設業、不動産業、ホテル・レストラン業、商業（卸売・小売業・修理業）、農業、運輸・通信、金融業であった（図表23）。ただし、不動産業や商業、金融業などでは、2007年と比べて増加率が大幅に鈍化したほか、建設業についても第4四半期以降、急速な業績悪化が報じられている。

また、2007年に7.8%だった製造業の増加率が、2008年に0.9%へと急減したことも注目される。製造業は、鉱工業生産指数でみても9.5%（2007年）から3.2%（2008年）へと大きく落ち込んでおり、とくに電気・電子・光学機器（▲7.9%）、繊維・縫製（▲4.5%）、化学（▲4.2%）

等で生産減少が顕著だった。他方、2008年に好調だった製造業は、ゴム・プラスチック製品（12.5%）、輸送機器（9.5%）等だが、輸送機器（乗用車）については、2008年11月以降、販売台数が減少に転じたことを受けて、主要メーカーが相次いで生産調整を余儀なくされている（坂口（2009））。

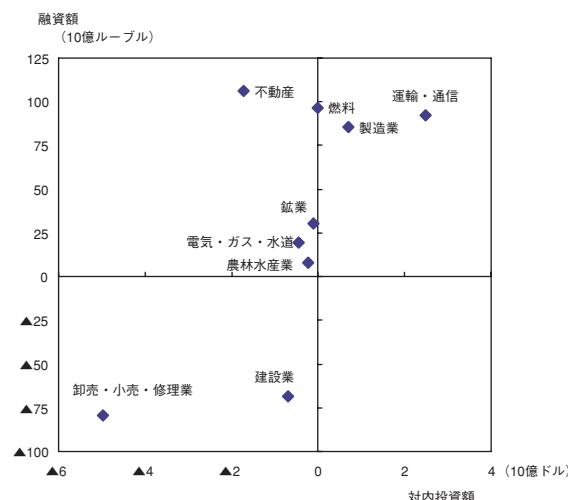
ここで、各生産部門の資金調達状況の変化と企業間債務の動向から、金融危機による実体経済への波及動向について考察したい。

各生産部門について、2008年第4四半期の対内投資受入額と国内銀行による融資額（残高期末増減）を前年同期（2007年第4四半期）と比較したものが図表24である³²⁾。運輸・通信および製造業は、対内投資額、融資額ともに前年同期比で増加しており、金融危機による資金調達難の影響が相対的に軽微であったことが示されている。一方、不動産業、鉱業、電気・ガス・水道、農林水産業は、融資額は増加したものの、

31) 本稿執筆時において、2008年第4四半期の詳細な GDP 統計は公表されていないため、本稿の考察も限定的なものにとどまらざるを得ない。

32) 生産部門別の対内投資額は、ロシア国家統計局（Rosstat）によるものであり、国際取支統計による対内投資額とは集計ベースが異なる。

図表24：生産部門別の対内投資・融資額の変化（2007Q4-08Q4）

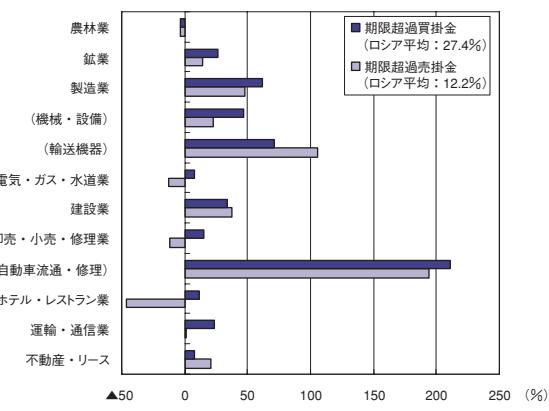


(資料) Central Bank of Russia "Biulletin' bankovskoi statistiki", Rosstat

対内投資額は前年同期を下回った。これらの部門は、国内の信用収縮よりも対内投資の減少による影響をより強く受けたとみなされよう。建設業および商業、とくに商業については、対内投資額、融資額とも大幅に減少しており、これら2つの部門が金融危機による資金調達難の影響を最も強く受けた分野であるとみなされる。

こうして建設業や商業部門などで深刻化した資金調達難は、企業間債務の未払いの増加を通じて、他の生産部門に波及しているものとみられる。図表25は、支払期限を超過した企業の買掛金（対仕入先）と同売掛金（対販売先）の残高が2008年8～12月の5ヵ月間でどのように変化したかを生産部門別にみたものである。ロシア平均で期限超過買掛金、同売掛金がそれぞれ27%、12%増加したなかにあって、商業の一部である自動車流通・修理業ではいずれも約3倍に増加しており、とくに期限超過買掛金の増加率が高い（211%増）。そして、自動車流通・修

図表25：生産部門別にみる期限超過買掛金・同売掛金の増減率



(注) 2008年12月末残高／同年7月末残高。

(資料) Rosstat

理業の期限超過買掛金の急増に対応して、その主な仕入先である自動車メーカー（図表中の輸送機器製造業）の期限超過売掛金が急増している（106%増）。

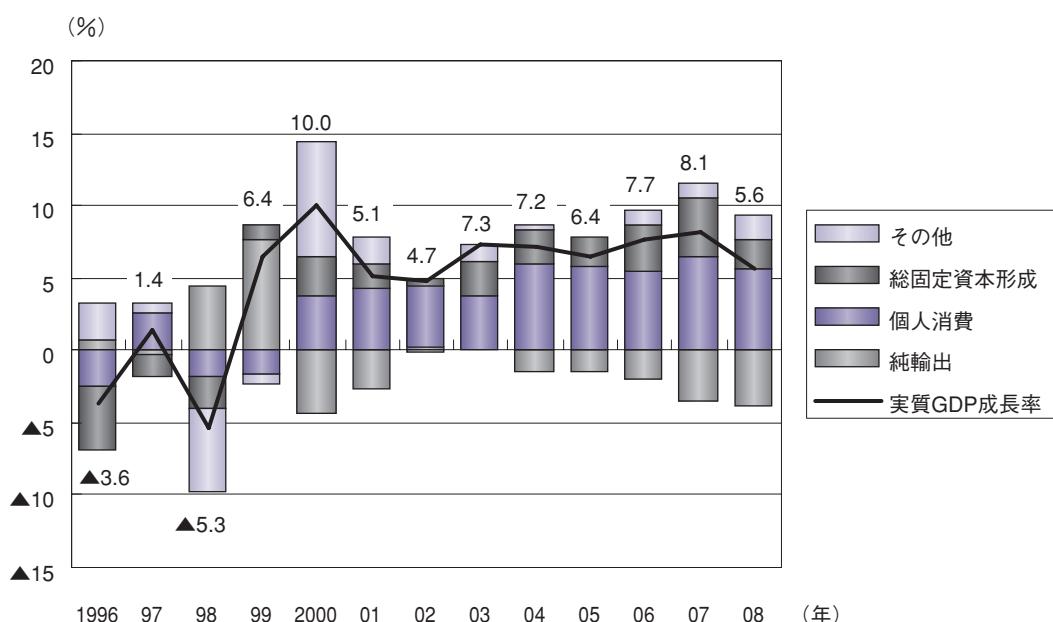
このように、対内投資と銀行融資の減少を発端とする商業や建設業の資金調達難が、企業間債務の未払いの連鎖を通じて製造業などの他部門に広がり、様々な部門で企業活動の縮小と生産減少を引き起こしている可能性がある³³⁾。

b. 需要項目別動向

次に、金融危機による実体経済への影響を需要面から検討する。GDPの支出項目別寄与度を示した図表26から明らかのように、2000年以降、ロシアの経済成長に最も大きく寄与してきたのは個人消費であり、その寄与度は3.5～6%にも達している。2008年についても個人消費の成長寄与度は5.5%と最大であり、個人消費主導による経済成長が続いたと言える。2007年との比較では、輸出の寄与度が2.2%（2007年）から0.1%（2008年）へと最大の下げ幅（▲2.1%pt）を記録し、次いで固定資本投資の下げ幅（▲

33) ロシアでは1990年代にも企業間債務の未払い増加により、企業活動が縮小する現象がみられた。90年代の企業間債務未払いの詳細は、杉浦（2002）参照。

図表26：ロシアの支出項目別 GDP 成長寄与度



(注) 図表中数字は各年の実質 GDP 成長率。

(資料) Rosstat

1.7% pt) が大きかった。2008年の経済成長率の鈍化は、おもに輸出と総固定資本形成の伸び鈍化によるものであったと言える。

2008年に輸出が鈍化した背景には、グローバル金融危機による世界的な景気後退、とくに欧州経済の減速がある。前述の通り、ロシアの最大の輸出商品は燃料資源であり、その最大の輸出相手地域は欧州諸国である。このため、欧州経済の減速により、ロシアの燃料輸出は価格・数量ともに減少を余儀なくされたのである³⁴⁾。

総固定資本形成の鈍化要因については、国家統計局が国内10,100社を対象に行ったアンケート調査（2008年11月10日実施）の結果から窺い知ることができる。同調査結果によれば、企業の固定資本投資を妨げる要因として、①自己資

金の不足（63%）を挙げた回答数が最も多く、これに②国内経済の不安定化（33%）、③投資リスクと借入金利の高さ（27%）、④商品に対する需要不足（18%）が続いた（Rosstat）。自己資金の不足は、原油価格下落に伴う輸出企業の収益悪化や、対外債務返済負担の増加によるものと考えられる。また、国内経済の不安定化や借入金利の高さは、信用収縮による資金調達難を反映したものであろう。

なお、固定資本投資の制約要因として借入金利の高さを挙げる回答が少なかったのは、ロシアの企業にとって、銀行融資が固定資本投資の主要な資金源になっていないという事情がある³⁵⁾。近年、ロシアの固定資本投資の資金源別内訳において最大シェアを占めるのは企業の自

34) 事実、ロシアの原油輸出価格は、ピーク時（2008年7月平均：887ドル／トン）から年末（2008年12月平均：324ドル／トン）にかけて、60%以上下落したほか、2008年の原油輸出量は243百万トン、前年比6%の減少となった（Rosstat）。

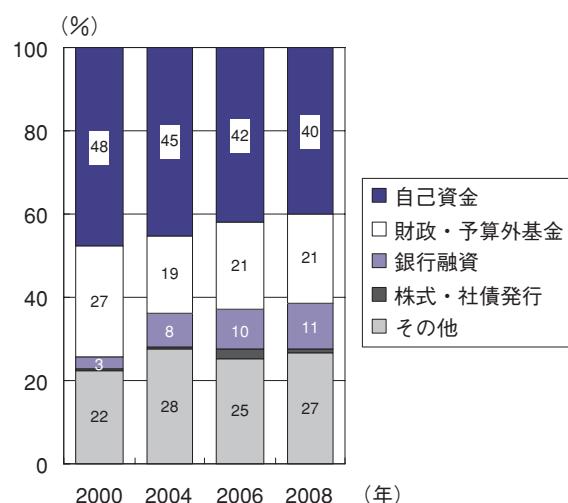
35) 近年、インフレ率の高止まりを背景に銀行の貸出金利が10%超で推移してきたなかで、銀行融資を利用できるのは、収益率が高く、且つ短期間で資金の回収が可能な一部の生産活動に限られた（Kudrin(2009)p.20）。

己資金（約4割）であり、財政・予算外基金（約2割）と合わせて全体の約6割に達する。他方、銀行融資のシェアは年々増大してきたとはいえ、2008年においても全体の約1割を占めるに過ぎない（図表27）。

2008年の経済成長の牽引役を担った個人消費についても、11月以降は小売売上高の伸び率が急速に鈍化するなど、悪化の兆候が強まっている。個人消費が鈍化した最大の要因は賃金の伸び率鈍化と雇用情勢の悪化による実質可処分所得の減少（2008年11月～）とみられるが、これまでの消費ブームを支えてきた国内銀行による個人向け融資が減少に転じた影響も無視できない（図表28）。

なお、一般に先進国などでは、金融危機による個人消費への影響として、いわゆる逆資産効果（消費者が保有する資産価値の目減りによる消費の低迷）が大きいとされる。ロシアの場合、家計の資産・負債残高統計が公表されていないため厳密な検討は不可能だが、近年の家計支出

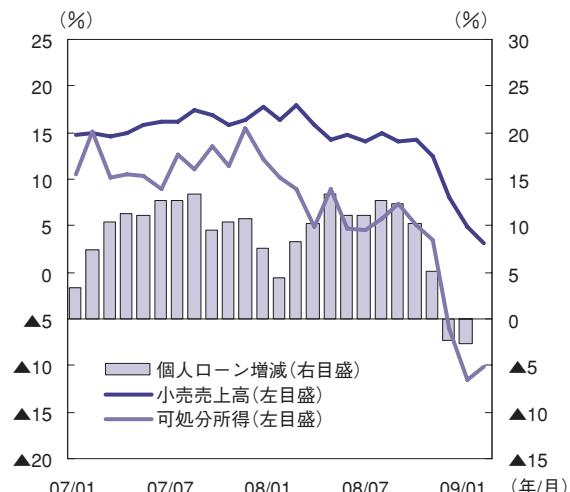
図表27：固定資本投資の資金源別内訳



(資料) Rosstat

に占める有価証券購入や不動産取得の割合は必ずしも大きくなないことから、これらの資産が家計資産残高に占める割合は小さく、従って株価等の急落による逆資産効果はかなり限定的であったと推察される（図表29）。

図表28：消費関連指標の推移

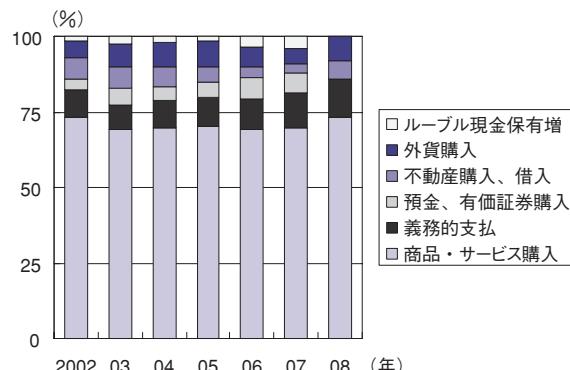


(注) 小売売上高と可処分所得は前年同月比実質増減率。

個人ローン増減は月間残高増減／月間小売売上高。

(資料) Central Bank of Russia "Biulletin' bankovskoi statistiki", Rosstat

図表29：家計の支出・貯蓄構成



(資料) Rosstat

(2) 今後の展望

以上の考察結果を踏まえ、最後に、ロシア経済の今後を展望する上で重要なとみられるポイントとして、a. 為替レート動向、b. ルーブル下落による輸入代替効果、c. 原油価格動向の3つを提示したい。

a. 為替レート動向

今後のロシア経済の行方を左右する要因として重要なのは、第1に、為替レートの動向である。前述のように、ロシアの金融危機にとって直接的かつ最大の引き金となったのは2008年第4四半期に生じた巨額の資本流出であり、その主因は同年11月11日から2009年1月22日までロシア中銀が実施したルーブル・レートの「継続的な切り下げ」であった可能性が高い。

しかし、1月22日の中銀総裁声明によって新たに設定されたルーブル・レートの下限（1バスケット=41ルーブル）は、現在の油価水準や当面の対外債務返済スケジュールからみて、おむね適正な水準であると考えられる。事実、ルーブルの対バスケット・レートはその後、ロシア中銀が大規模な外貨売り介入を行っていないにもかかわらず、設定された範囲内で推移しており、ルーブルの切り下げ期待は既に沈静化しつつあると言える³⁶⁾。今後、原油価格の更なる急落がない限り、ルーブルの切り下げ期待が高まる可能性は低いと考えられる。

ルーブルの切り下げ期待が沈静化すれば、資本流出に歯止めがかかり、さらに、一旦国外に流出したロシアの資金が再び還流する可能性もある。そうなれば、現在生じている流動性不足や信用収縮の問題は、比較的短期間のうちに収束に向かうと考えられる。

36) 2009年1月22日の中銀総裁声明後、ルーブル・レートは1バスケット=37.17~40.94ルーブルで推移しており、しかも2009年2月中のロシア中銀による為替介入実績は、86,180万ドルおよび9,897万ユーロの買越しであった（CBR）。なお、同月中に外貨準備高は28.2億ドル減少したが、これは為替レート変動による評価替え（ユーロの対ドル・レート下落により、外貨準備中のユーロ部分のドル換算額が減少）によるものである。

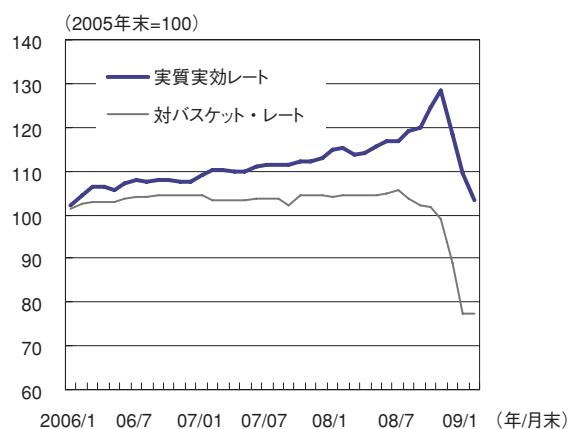
b. ルーブル下落による輸入代替効果

ルーブル・レートに関しては、これまでロシア経済がオランダ病の脅威に直面してきたことに留意する必要がある。オランダ病とは、天然資源の輸出によって自国通貨の為替レートが上昇する結果、工業製品の競争力が弱まり、製造業が衰退する現象を意味する。

ルーブルの実質実効レート（貿易相手国別通貨構成と国内インフレ率を考慮したもの）は、1998年の金融危機後に40%近く下落した後、上昇に転じ、2005年に危機前の水準を超えた後もさらに上昇を続けてきた。こうした為替レートの上昇により、ロシアの製造業は、輸入品との激しい競争に晒されるようになっていた。

しかし、今回の金融危機により、ルーブルの実質実効レートは、ほぼ2005年末の水準にまで下落した（図表30）。1998年の金融危機後には、ルーブルの急落により、それまで輸入品によって国内市場を奪われていた食品加工業や繊維産業などの製造業を中心に競争力が回復し、鉱工

図表30：ルーブルの実質実効レートの推移



(資料) CBR(Central Bank of Russia)

業は1999～2000年に年率10%を超える生産増を実現した（輸入代替効果）。

今回の金融危機による実質実効レートの下落率は、2008年11月末から2009年2月末までの3カ月間で19.5%であり、1998年金融危機後の下落率よりも小幅である。このため、1999～2000年ほどの規模は望めないにせよ、一定程度の輸入代替効果が生じる可能性は十分にあると考えられる。

c. 原油価格の動向

第3は、原油価格の動向である。近年の原油価格の高騰がロシアに巨額の石油輸出収入をもたらし、それがロシアの経済成長に大きく貢献してきたことに疑問の余地は少ない。前出の支出項目別のGDP成長寄与度(前掲図表26)では、2000年以降、純輸出（輸出マイナス輸入）の寄与度は基本的にマイナスであったことが示された。しかしこれは、実質GDP統計においては輸出と輸入がそれぞれの価格指数でデフレートされることによる。近年のロシアの輸出増加は、原油を始めとする主要輸出商品の価格上昇によるところが大きく、輸入の増加は数量の増加に

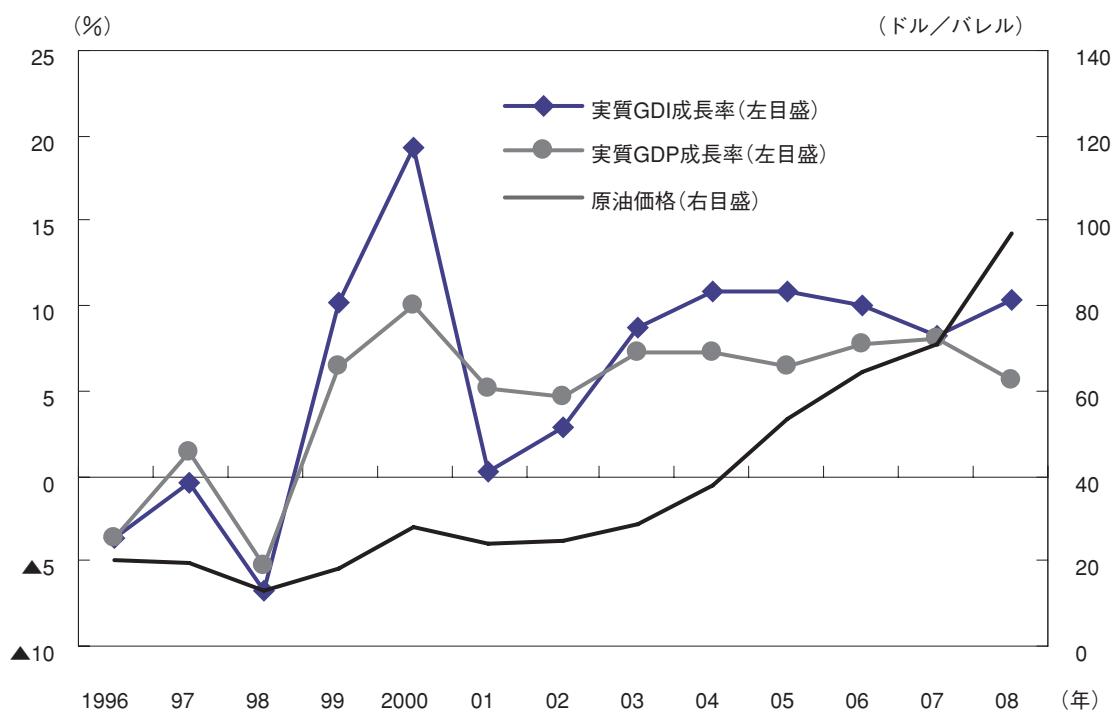
よるところが大きかったため、貿易収支は大幅な黒字であっても、実質GDP統計の純輸出はマイナスになるという現象が生じたのである。

輸出価格の上昇によって生じた利得（交易利得）を考慮に入れた実質GDI（総国内所得）をみると、油価の上昇局面において実質GDI成長率が実質GDP成長率を大きく上回ってきたことがわかる（図表31）。このように油価上昇によってもたらされた交易利得が、家計所得の増加を通じて、近年の旺盛な個人消費の源泉となってきたのである。2009年については、原油価格の急回復は難しいと見る向きが多いことから、交易利得は交易損失に転じ、個人消費も冷え込む可能性がある。ただし、原油価格が現在の水準にとどまれば、個人消費への影響は比較的に軽微なものにとどまろう。

以上3つのポイントをまとめると、ルーブルの切り下げ期待の沈静化によって資本流出が止まり、且つ原油価格が現在の水準で安定するならば、現在のロシア政府の予測通り、2009年のロシアの生産減少が小幅にとどまる可能性は十分あると考えられる³⁷⁾。

37) 2009年3月2日のクドリン財務相発言によると、ロシア政府の2009年の成長率予測はマイナス2.2%（Minfin）。

図表31：ロシアの実質 GDI 成長率



(注) 実質 GDI = 実質 GDP + 交易利得 (TT)

$$TT = (X - M) / P - (X / Px - M / Pm)$$

ただし、X: 輸出、M: 輸入、P: 内需デフレータ、Px: 輸出デフレータ、Pm: 輸入デフレータ。

(資料) 田畑 (2008)、Rosstat、IMF "International Statistics"、IMF (2009)

[参考文献]

- 上垣彰 (2005)『経済グローバリゼーション下のロシア』日本評論社
- 金野雄五 (2007)「最近のロシア経済情勢～民間部門は資本流出から資本流入へ」(みずほ総合研究所『みずほ欧州インサイト』、2007年6月15日)
- (2008)「第7章：ロシア」(みずほ総合研究所『迷走するグローバルマネーと SWF』東洋経済新報社)
- 坂口泉 (2009)「2008年ロシア乗用車市場の総括：金融危機の影響を中心に」(ロシア NIS 経済研究所『ロシア NIS 調査月報』4月号)
- 杉浦史和 (2002)「企業財務」(二村秀彦、金野雄五、杉浦史和、大坪祐介『ロシア経済10年の軌跡』ミネルヴァ書房)
- 田畠伸一郎 (2007)「ロシアのマクロ経済と財政状況：『凍結』されるオイルドラーによる税制黒字」(ロシア NIS 経済研究所『ロシア NIS 調査月報』5月号)
- (2008)「経済の石油・ガスへの依存」(田畠伸一郎編著『石油・ガスとロシア経済』北海道大学出版会)
- (2009)「岐路に立つロシア経済：マクロ経済と財政の視点から」(ロシア NIS 経済研究所『ロシア NIS 調査月報』5月号)
- (近刊)「ロシア経済：油価高騰による高成長の終焉」(日本国際問題研究所『国際問題』)
- CBR(Central Bank of Russia) (2005), *Osnovnye napravleniya edinoi gosudarstvboi denezhnoi politiki na 2006 god*
- (2006), *Zakonodatel' stvo o valiutnom regulirovani v RF*
- (2007), "O parametrikh bivaliutnogo operatsionnogo orientira Banka Rossii v sredstvakh massovoi informatsii," *Informatsiia ot 6 marta 2007 goda*
- (2008a), *Osnovnye napravleniya edinoi gosudarstvboi denezhnoi politiki na 2009 god i period 2010 i 2011 (proekt)*, Oct. 17
- (2008b), "O rasshireniu koridora kolebanii rubleboi stoimosti bibaliutnoi korziny," *Informatsiia ot 11 Noiabria 2008 goda*
- (2009), "O realizatsii kursovoi politiki Banka Rossii," *Informatsiia ot 22 Ianbaria 2009 goda*
- Gavrilenkov, Evgeny (2008), "Wrong Steps in the Right Direction," Troika Dialog, *Chief Economist's View*, Nov. 28
- IEA (International Energy Agency) (2002), *Russia : Energy Survey 2002*
- IMF (2009), *Primary Commodity Prices : Actual Market Prices for Non-Fuel and Fuel Commodities, 2005-2008* [http://www.imf.org/external/np/res/commod/table3.pdf].
- Kudrin, Aleksei (2009), "Mirovoi finansovyj krizis i ego vliianie na Russii," *Voprosy ekonomiki*, No.1
- Pukhov, Sergei (2008), "Mirovoi finansovyj krizis i ego vliianiie na possiiskuiu ekonomiku," Tsentr razvitiia, *Obozrenie rossiiskoi ekonomiki*, Oct. 1.
- RG (Russian Government) (2009), *Perechen' pervoocherednykh mer, predprinimaemykh plavitel'stvol rossiiskoi federatsii po bor'be s posledstviami mirovogo finansovogo krizisa* [http://premier.gov.ru/anticrisis2/].