

# ロシア経済危機再考<sup>1</sup>

溝 端 佐登史

## はじめに

2007年夏以降に世界を震撼させた金融・経済危機は先例のない規模でかつ長期化の懸念を指し示していたにもかかわらず、世界経済は2009年には持ち直しの兆しを見せている。G20のような形で国際的な協調介入が宣言され、資産の買い取りなど非伝統的金融政策や自動車買い替えインセンティブなどを含めた各国の反危機政策が一定の効果を発揮し、世界的には中国やインドなどの新興市場が回復をリードしたのである。それにもかかわらず、危機のビフォア・アフターの動きは各国間で異なり、総じて経済の不安定さ・懸念は消えていない。何よりも、危機の遠因とも目されたグローバル・インバランスは縮小したが、存続しており、世界的には危機は深化こそすれ解決とは程遠い。

新興国における資産バブルの危険性は消えていない。金融緩和による資金流入が株価、資源価格を上昇させている。先進諸国の回復も安定的ではない。アメリカの回復は緩慢であり、バブル崩壊の後遺症の根は深い。欧州ではギリシャ危機に代表的であるが財政不安が深刻化し、危機は終息しないどころか、新たな危機ソブリン・クライシスの連鎖を引き起こし、それは通貨ユーロの存在だけでなくEU統合そのものをも不安定にしている。「経済戦略とリーダーシップの失敗がユーロ圏とアメリカ経済の市場の信任のほぼ同時崩壊の背後にある」(Jeffrey Sachs, *Financial Times*, August 18 2011)。日本の経済回復は厳しいうえに、2011年3月11日大震災はさらなる試練を課している。ことに、世界経済危機は世界貿易の縮小をもたらし、日本はその影響を強く受けた。先進諸国は共通して信認危

---

1 本稿は2011年1月24日一橋大学経済研究所における報告“The Global Shock Wave: Japan and Russia”および2011年2月4日鳥根県立大学におけるロシア連邦国立海洋大学とのセミナーでの報告“The Economic Crisis in Russia Reconsidered”、さらに溝端(2011b)を大幅に加筆補正したものである。また、本稿は2011年2月14日-20日のモスクワでの調査・議論に基づいている。Vadim Radaev教授・Vladimir Gimpelson教授(ロシア高等経済大学院)、Boris Aronovich Bogomolov 所長・Oleg Timofeevich Kheifetz教授(ロシア科学アカデミー経済研究所)、久保庭真彰教授・浅子和美教授・岩崎一郎教授・雲和広准教授(一橋大学)、沖村理史教授・林裕明准教授・福原裕二准教授・佐藤壮准教授(鳥根県立大学)はじめ多くの面談者・参加者から有益なコメントを賜った。記して感謝申し上げたい。

機を抜け出せていない。国連は、「大不況からの回復の道のりはなお遠く、曲がりくねり、困難に満ちている。はかなくむらのある回復の1年を経て世界経済の成長は広範囲になお減速しており、見通しでは弱いグローバルな成長を予測する」（UN, 2011）。

ロシアにとって世界経済危機の伝播は特別な意味をもつ。何よりも、危機はアブノーマルと揶揄されたロシア市場が世界経済に十分に深く結びつけられていることを実証したのであり、世界経済・貿易の収縮ゆえに危機の打撃は震源地のアメリカにおいてよりもはるかに大きいものであった。2009年には油価の上昇により、ロシアは危機からの回復、楽観的な見通しを強めている。しかし、この楽観論も成長に安定性を欠く、経済成長の変動は油価に基づき危機の前後でその状況は何ら変わっていないという見方と切り離すことはできない。それゆえ、経済の近代化・多角化を指向する大統領・政府の思惑は新しい成長モデルの提示なしには実現されない。

世界経済危機はロシア経済が世界経済においてひとつの環を構成していることをあらわにしたが、それは同時に世界経済に対するロシア経済の感受性が著しく強いことを物語っている。このような事情の中で、ロシアにおける近代化をめぐり、燃料エネルギーに依存した経済をイノベーション指向型経済に転換する経済モデルが議論されているが、その見通しは不透明と言わざるを得ない<sup>2</sup>。既存の経済構造の分析に立脚した議論ではなく、政治的な思惑が議論をリードしているように見えるからである。それでは、ロシアにとって有効な近代化とは何だろうか。当然、世界経済危機の影響を通してあらわになったロシア経済の構造的特質を再考することは、ロシア市場の特性を描くだけでなく近代化の行方と成長の持続性を考える上でも欠くことのできない接近となる。

本稿では、ロシア経済危機を再考し、国内的要因と国際的要因がどのように結びついているのかに焦点をあててその経済構造を検討しよう。とくに、①石油・ガスに依存する経済構造と②対外債務と短資の流出入を軸とする国際的な資金の流れに光をあてて、成長と危機における内外の変動を伝える経路を考えよう。

---

2 近代化政策と論争にかんしては、溝端（2011a）を参照されたい。

## 1. 経済危機クロニクルと危機の深さ

2007年8月に始まったサブプライム危機<sup>3</sup>は瞬く間に世界に伝播した。とくに、2008年リーマン・ブラザーズの破綻（9月15日）は国際金融市場に打撃を与え、危機は実体経済をも飲み込み、さらに地球規模で深刻化した。世界経済の同時不況、内外需の蒸発は、世界貿易の縮小、ソブリン・クライシスをも伴い、世界経済を不安定にさせるに十分なものであった。ロシアでは2008年夏の時点では不動産価格は安定し、2008年秋口でも金融部門は有利な状況にあったが、危機の最初の兆候は建設部門にあらわれた。ただし、グルジア侵攻など政治的事件が危機伝播を覆い隠すに十分な力をもっていた。

危機は確実にロシアにまで届いていた。ロシアは経済成長下で多額のオイル・ガスマネーを蓄積させ、それが国際金融（global financial gamble）の攪乱要因として機能してきた（Petrakov, 2008）。金融システムの未整備からロシアは世界経済危機の直接の当事者と目されることはまずないが、実際には危機前のロシアには危機の直接要因にあげられるサブプライムローンにかかわるに十分な資金と動機を抱えていた。石油・ガス収入は安定した財政基盤となり、外貨準備高の増加だけでなく<sup>4</sup>、インフレとルーブル高を抑制するために2004年初から安定化基金（現在、国民福祉基金と準備基金）に外貨が蓄えられてきたが、それは成長に応じて着実に増加した。2004年から危機時2008年に実にドルベースで42倍に増加しているが（第1表）、この3分の2はアメリカの証券化機関（ファニーメイ）などのサブプライムローン関連証券に投資されていた。当時格付けが高いことを背景にした投資であったが、危機の損失を何よりも政府が被ることになる<sup>5</sup>。デカップリングは最初から存在などしていなかったのである。

3 危機は2007年春から始まったと認識されており、それは4段階を経ている。第1段階は2007年春－2008年3月のアングロサクソン金融危機の時期で、アメリカの住宅証券危機が始まり、ベア・スターンズの救済に終わる。第2段階は、2008年3月－8月のデカップリング期であり、危機は先進国市場に伝播するが、新興市場には伝播しないという期待が生じていた。第3段階は2008年9月－11月のデレヴァレッジ（金融圧縮）の時期で、危機が急速に伝播し、金融部門に問題が集中した。第4段階は2008年11月末以降の量的緩和期であり、多くの諸国政府は生産崩壊を避けるためにケインズ政策、需要喚起政策を講じた（Дробышевский, 2010, с. 43）。

4 外貨準備高は2000年初124.6億ドルから、2005年初1245.4億ドル、2006年初1822.4億ドル、2007年初3037.3億ドル、2008年初4787.6億ドル、さらに危機前のピーク2008年8月初5965.7億ドルにまで増加し、その後危機の影響を受け2009年5月初3837.9億ドルにまで減少した後、2011年8月初5339.1億ドルにまで回復している。外貨準備高は通貨・信用規制機関（中央銀行、ロシア政府）が国際収支赤字への融資と為替市場への影響力の行使のためにコントロールする対外資産であり、外貨、SDR、金などからなる。ロシア中央銀行、<http://www.cbr.ru>（2011年8月30日アクセス）による。

5 N. Ya. Petrakov は政府が資金を取り戻したのかどうかを疑問視している。

第1表 安定化基金の推移

年初	10億ドル	10億ルーブル
2004	3.73	106.3
2005	18.6	522.3
2006	50.7	1425.69
2007	89.13	2346.92
2008	156.81	3849.11
2009	225.06	6612.13
2010	152.08	4599.53
2011	113.88	3470.73
2011年8月	119.25	3301.02

（出所）ロシア財務省 <http://www1.minfin.ru>（2011年8月23日アクセス）

2008年夏まで高成長が続いた後、最初の危機がロシアで顕在化する（以下は Nekipelov, 2009, 溝端, 2008）。2008年7月アメリカの金融危機に反応して（デリバティブ投資の損失を補填するために）、過熱した株式市場から資本逃避が始まった。投機的な油価も下落し、株価は下落した<sup>6</sup>。ルーブル切り下げ圧力から、自己の保有する株を担保にした融資はその担保価値を失い、追加的な担保の積み増しか期限前の償還請求にあたるマージンコール<sup>7</sup>が発生した。ロシアは世界最大級の株価暴落を引き起こした。政府、中央銀行は銀行への通貨供給を拡大したのだが、政策は資本流出助長的であった。ロシア経済には不断の通貨切り下げ期待から自動的な不胎化政策が組み込まれており、ルーブルが市場に出るとすぐに外貨に転換され、マネーサプライ（流動性）が縮小し、そのうえ高金利政策が維持されてきた。政府の失敗が当初の危機をさらに悪化させた。

2008年10 - 11月にはさらに別の力が加わった。油価が下落し、それは外貨準備高の

6 ヘッジファンドを含むプレーヤーが石油市場における投機的転売を指向し、油価の投機部分は20%から40%にもなったと考えられた。2008年7月11日から9月3日にRTS指数は26.7%下落したが、それは油価の下落27.3%、RTSの石油・ガス指数の下落26.6%と同じレベルであった（Дорофеев, Башкирова, 2009, c. 28）。

7 マージンコールの著名な事例として、O. デリバスカグループへの融資（ノリリスク・ニッケル株25%担保、カナダの自動車企業Magnaの株20%担保、ドイツの建設ホールディングHochtiefの株9.99%担保）、ドイツェバンクとBNP-Paribasからのアルファグループへの融資（ヴィムベルコム株44%担保、X5 Retail Groupの株44%担保）などがあり、多くの場合、対外経済銀行が資本注入した（Алексащенко, Миронов, Мирошниченко, 2011, c. 27）。スーパーのセジモイコンチネントは75%の株を担保に融資を受けており、Kit-financeとスヴァジバンクが最初の犠牲になった（溝端, 2008, p. 48）。

縮小、ルーブル切り下げ圧力となった<sup>8</sup>。「世界市場の景気悪化、国内有効需要の低迷、油価の下落が2008年末に輸出の加速的なテンポの下落を条件づけた」(Гайдар ред., 2010, c. 6)。需要サイドにショックがもたらされ、不良債権が顕在化し、政府は切り下げに対し外貨を投入した。銀行、企業は大規模な破綻を免れたが、不安定な状態にあり、政府は資金流出を制御できなかった。未払い、財政赤字が顕在化し、縮小する外需を内需に転換するにも内需そのものに資金不足を招くという「わな」が作り出されていた。政府・政策の失敗と経済開放における失敗が経済危機伝播経路にあげられよう。

世界経済危機はきわめて深刻な経済後退をロシアに引き起こした。第2表は主要諸国における危機前後のGDP年成長率の変化、ギャップを指し示している。中国を含めすべての国で成長率は低下したが、ロシアが世界的に見て突出した低下幅を経験したことは明らかである。無論、経済成長率の測定に問題がないわけではない。ロシア高等経済大学による統計の再評価はあからさまな統計操作を指摘したうえで、2009年の成長率を引き下げ、2010年を引き上げていると言う(*РБК daily*, 14 февраля 2011)。ここでは、ロシア統計局の公式統計に依拠するが、そのひずみにかかわらず、危機前後では、ロシアの経済成長率の変動幅は世界的に見て大きいことだけは変わらない。ギャップの大きさは危機前の2007年と危機時の2009年の差においても、同じ時期の四半期毎の最大と最小の成長率の差においても観察される。

国際比較を世界銀行のデータによっても確認しておこう(第3-6表)。実質GDP成長率ではロシア以外のBRICs諸国も先進国も落ち込み幅は0.7-7.6%と小さいがロシアは著しく大きく、このことは回復(2010-2009年の差)のリバウンドの大きさにも見て取ることができる。1人当たりGDP成長率で見ても、ロシアの落ち込みは突出している。投資(総固定資本形成)の年成長率はさらにロシアを際立たせる。中国は危機にかかわらず成長率は高いままであり、先進国はほぼ同じ大きさの落ち込み幅を指し示している。これに対し、ロシアの落ち込みは著しく大きい。最後に、総資本形成と総貯蓄の対GDP比の変動を見ると、中国以外ですべて低下が見られるが、ここでもロシアにおける比重の落ち込みは目立っている。とくに、貯蓄の大きさは2008年まで中国、インドに次ぐ高い水準を示していたが、2009年に急減していることが明らかになる。危機はその原資の蒸発に見て取れるのである。

なぜ、2000年代に好景気に沸くロシア経済はかくも厳しい落ち込みを経験したのだろうか。金融システムの整備が遅れたロシアはむしろ、世界経済危機の伝播を免れるデカップリングエリアであるとさえ見る向きもあったにもかかわらず、その著しい深刻さは何

---

8 2008年12月-2009年1月に中央銀行はルーブル変動幅を広げて切り下げ政策を実施したが、同時にドル売りによる市場介入は12月に11月の2倍574億ドルになった。2009年1月に中央銀行はルーブルの調整的な切り下げ政策を完了し、ルーブル安定化に踏み切り、金利引き上げを行っている。金融機関による外貨取得の制御を目的としている(Гайдар ред., 2010, c. 20-22)。

によるのだろうか<sup>9</sup>。経済成長への貢献要因は危機の爪痕を十分に示唆しており、成長源泉の枯渇こそが急激な落ち込みをもたらしている（*Экономика и жизнь*, №24, 24 июня 2011）。

1998年金融危機後ロシアでは構造上の成長要因が働いていたが、2005年以降急激に事情が変わった。景気、とりわけ油価上昇が経済成長を牽引し、その貢献度は圧倒的に大きくなっている（第7表）。この有利な市況（外国の需要）は予算や所得の拡大により国内市場の拡大、最終消費および固定資本投資の拡大を伴うとともに、外資流入とルーブル高から競争力の低下をもたらしうる（*Казакова*, 2009）。久保庭（2011）は、「ロシアの全体的成長と製造業成長が油価変動に関して強いポジティブな関係を示す。油価上昇のもとでしか景気浮揚も製造業成長（外資生産を含む）も享受できない」（p. 152）という状況がロシアに存在し、それを「ロシア病」と呼んでいる。少なくとも、ロシア病が悪化するなかで、ロシアは石油・ガスといった資源依存経済になったのである。

ロシアの成長と危機を、マクロ経済指標から確認しておこう。第1図は経済成長と危機・回復の時期における経済指標の変動を指し示している。総じて、石油市況（油価）の上昇がGDPの伸びをリードした。輸出、消費、GDPの3つが類似のトレンドを示していること、成長期に投資と輸入の著しい伸びが観察され、輸入と投資は相関関係にあること、経済危機はすべての指標の低下をもたらしたこと、危機時の2008年第4四半期－2009年第1四半期にGDP（輸出・消費）の変化に比して投資・輸入の振幅が大きいことが明らかになる。

第8表は産業部門別の推移を示している。金融、建設、流通、不動産、ホテル・レストランの伸びがGDPの伸びを大きく上回っていること、鉱業、製造業、公益事業の伸びは総じて低いことが明らかになる。2009年に落ち込みの大きかった部門は必ずしも成長部門と一致せず、金融部門は伸びている。これに対し、落ち込み幅の大きい部門は、建設、ホテル・レストラン、製造業、流通であり、税の落ち込みも大きい。ロシア経済は資源エネルギー（油価）に基づいた高度成長を記録したが、それは国内の消費・投資の伸び、輸入の伸び、さらにはそうした投資・輸入に基づいて製造業の伸びを伴ったものであったが、この成長パターンの停止は資源エネルギーだけでなく、国内市場・消費、投資、輸入の低下を必然的に伴うものであり、この構造ゆえに外部ショックに対してロシア経済は先進国よりもはるかに脆いという仮説は提起できよう。

---

9 世界経済危機深化要因を分析した *Гурвич и Прилепский*（2010）は、貿易ショック、金融ショックといった世界経済に直接接する局面とともに、危機前の経済インバランス（過熱した国内需要と信用）および経済政策といった国内的要因に注目している。

第2表 危機前後の成長率の推移

	GDP (10億 \$, PPP)	実質GDP成長率(年, %)				実質GDP成長率 (Q/Q, %)		
		2007	2008	2009	2009- 2007 (%)	最大	最小	差
アメリカ	13 808	2,1	0,4	-2,4	-4,5	2,7	-3,8	-6,5
中国	7 035	13,0	9,0	8,7	-4,3	13,0	6,2	-6,8
日本	4 292	2,4	-1,2	-5,2	-7,6	3,5	-8,8	-12,3
ドイツ	2 812	2,5	1,3	-5,0	-7,5	3,5	-7,0	-10,5
インド	2 997	9,9	6,3	5,7	-4,2	10,6	3,1	-7,5
ロシア	2 090	8,1	5,6	-7,9	-16,0	9,3	-10,8	-20,1
ブラジル	1 837	6,1	5,1	-0,2	-6,3	7,1	-2,1	-9,2

(出所) Сумиринов, 2010, с. 45.

第3表 GDP年成長率の変化 (%)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2007-2009	2010-2009
中国	11.3	12.7	14.2	9.6	9.1	10.3	5.1	1.2
ブラジル	3.2	4.0	6.1	5.2	-0.6	7.5	6.7	8.1
インド	9.3	9.3	9.8	4.9	9.1	10.4	0.7	1.3
日本	1.9	2.0	2.4	-1.2	-5.2	3.9	7.6	9.1
ドイツ	0.8	3.4	2.7	1.0	-4.7	3.5	7.4	8.2
アメリカ	3.1	2.7	1.9	0.0	-2.6	2.8	4.5	5.4
ロシア	6.4	8.2	8.5	5.2	-7.9	4.0	16.4	11.9

(出所) World bank data (2011年5月25日アクセス)。

第4表 1人あたりGDP年成長率の変化 (%)

	2005	2006	2007	2008	2009	2007-2009
中国	10.6	12.1	13.6	9.0	8.5	5.1
ブラジル	1.9	2.8	5.0	4.1	-1.5	6.5
インド	7.8	7.8	8.4	3.5	7.7	0.7
日本	1.9	2.1	2.4	-1.2	-5.1	7.5
ドイツ	0.8	3.5	2.8	1.2	-4.5	7.3
アメリカ	2.1	1.7	0.9	-0.9	-3.5	4.4
ロシア	6.9	8.6	8.8	5.4	-7.8	16.6

(出所) World bank data (2011年5月25日アクセス)。

第5表 総固定資本形成年成長率の変化（％）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2007-2009	2010-2009
中国	11.0	13.8	15.0	11.6	21.2	23.8	-6.2	2.6
ブラジル	3.6	9.8	13.9	13.6	-10.3	25.6	24.2	35.9
インド	16.3	15.3	17.2	-3.1	16.0	14.4	1.2	-1.6
日本	2.7	1.1	0.3	-4.2	-15.4	-0.2	15.7	15.2
ドイツ	-1.5	7.5	5.6	1.4	-11.9	6.0	17.5	17.9
アメリカ	4.5	2.6	-2.6	-7.7	-19.0	3.2	16.4	22.2
ロシア	9.5	17.7	22.0	10.6	-37.4	6.0	59.4	43.4

(出所) World bank data (2011年5月25日アクセス)。

第6表 総貯蓄 (A) と総資本形成 (B) (対 GDP 比 : %)

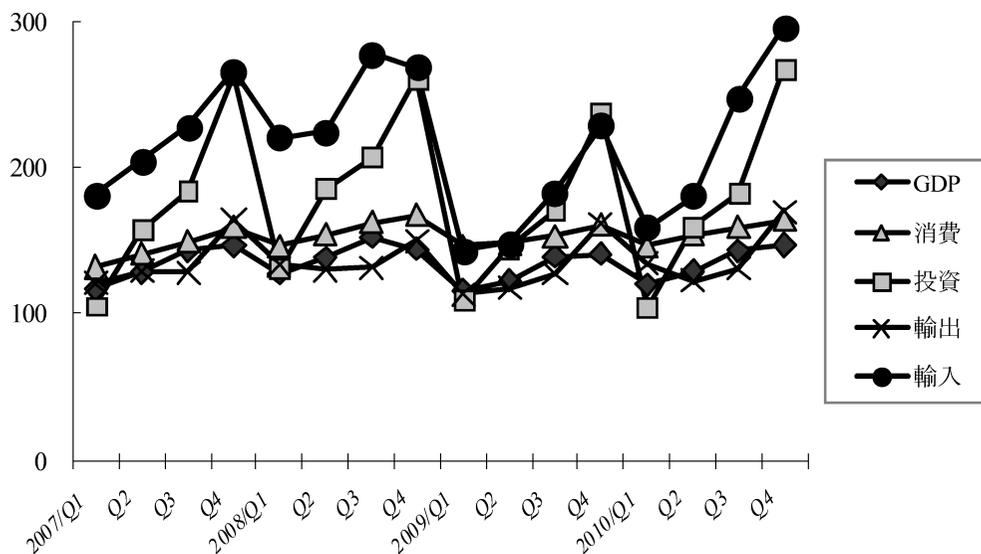
	2005		2006		2007		2008		2009		2007-2009	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
中国	49.2	42.1	52.3	43.0	52.4	41.7	53.5	44.0	53.6	47.7	-1.2	-6.0
ブラジル	17.3	16.2	17.6	16.8	18.1	18.3	18.8	20.7	14.7	16.5	3.4	1.8
インド	34.0	34.7	34.9	35.7	36.7	38.1	32.5	34.5	35.0	36.5	1.7	1.6
日本	27.1	23.6	27.6	23.8	28.4	23.7	26.8	23.6	23.6	20.4	4.8	3.3
ドイツ	22.1	16.9	24.3	17.6	25.9	18.3	25.1	18.5	21.5	16.5	4.4	1.8
アメリカ	14.7	19.9	15.9	20.1	13.4	19.0	11.4	17.4	9.8	14.2	3.6	4.8
ロシア	31.1	20.1	30.8	21.2	30.2	24.2	31.5	25.4	22.7	18.7	7.5	5.5

(出所) World bank data (2011年5月25日アクセス)。

第7表 GDP の成長要因

	実際の 成長率 (%)	構造上の 成長率 (%)	景気による成長率 (%)		BRENT 油価 (\$/バレル)	
			石油価格の 変動に依存	その他要因	1999年価格	名目価格
1999	6.4	4.9	0.1	1.4	17.7	17.7
2000	10.0	4.9	2.8	2.3	25.6	28.3
2001	5.1	3.5	1.0	0.7	18.4	24.4
2002	4.7	3.7	1.0	0.1	18.3	25.0
2003	7.3	4.2	1.6	1.6	20.5	28.9
2004	7.2	4.3	2.7	0.3	25.3	38.3
2005	6.4	0.9	5.0	0.6	33.1	54.4
2006	7.4	1.0	5.6	0.8	36.3	65.4
2007	8.1	1.3	5.7	0.6	38.1	72.7

(出所) Казакова, 2009, c. 23-24.



第1図 成長・危機時の経済指標

(注) GDP 支出面の現物額を 2003 年四半期平均に対する指数 (%)。

(出所) Федеральная служба государственной статистики (Росстат), *Национальные счета России в 2002-2009 годах*, 2010, c. 245, Росстат, <http://www.gks.ru> (2011 年 8 月 24 日アクセス)。

第8表 産業部門別付加価値額の推移

	2007	2008	2009	2009-2008
農林業	105.5	113.2	113.4	0.2
鉱業	109.3	111.1	110.1	-1.0
製造業	129.3	126.5	106.5	-20.0
電力・ガス・水道	109.8	109.5	104.8	-4.7
建設	154.4	171.7	142.2	-29.5
流通	153.3	167.8	150.6	-17.2
ホテル・レストラン	141.6	155.8	130.9	-24.9
金融	239.9	272.3	278.9	6.6
不動産	143.4	159.8	155.4	-4.4
税	139.5	147.1	128.4	-18.7
補助金	83.8	87.9	82.0	-5.9
GDP	133.8	140.8	129.7	-11.1

(注) 産業部門別付加価値名目額と GDP の推移。2003 年に対する指数 (%)。

(出所) Росстат, *Национальные счета России в 2002-2009 годах*, 2010, c. 245.

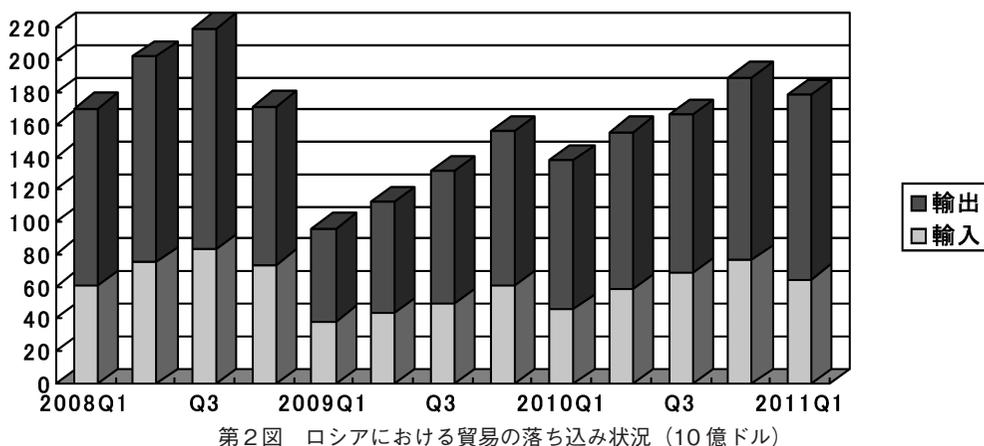
## 2. 国際的要因再考－エネルギー依存と対外債務

振幅の大きさが、油価に規定された成長およびその成長の国内経済への連鎖に基づくとするならば、危機には国際的要因と国内的要因の両方が複合的に働いていることになろう (Алексашенко, Миронов, Мирошниченко, 2011)。ここでは、国際的要因に限定して、とりわけ石油・ガス輸出と債務問題、すなわち外国貿易と国際金融から危機伝播経路に光をあ

ててみよう。

外需はロシアにとり成長源泉であると同時にリスク要因になった。第2図は、貿易額の変化を四半期ごとに見たものであるが、2008年後半期から2009年前半期に急減していることが明らかになる。外国貿易がロシア経済の成長低下に直結したことは明らかであり、外需縮小の影響は石油・ガスに限定されない。輸送部門、輸出部門に関連する設備などの供給部門もまたこの低迷の影響を受けた。ロシアにおける石油・ガス部門の輸出は2000年代に変化している。石油・石油製品・ガスの輸出に占める比重は3分の2程度を占めており（第9表）、この比重は経済成長期から危機に至る時期に急速に肥大化している。2000年代に入って、産油国ロシアが誕生したのであり、これに伴い景気に対する貿易の感受性は強まった。

石油・ガスへの異常肥大化した依存体質が直ちに危機要因と見なせるのかどうかには論争の余地が残る。スミルノフ（Сумирнов, 2010）は、産油国を3つのグループに分けて資源依存の影響力を考察している。第1はカナダ、ノルウェー、イギリス、ナイジェリア、メキシコといった「先見の明」諸国である。この国々は生産量を減らすことにより危機に対応した。第2は「レギュレータ諸国」で、OPEC諸国に該当する。2008年前半に油価が上昇し、それに対応して増産し価格上昇にブレーキをかけ、2009年前半価格下落から生産量を減らし、価格安定化を図った。第3は石油・ガスに「支えられている諸国」であり、ロシア、アメリカ、カザフスタン、イランに該当する。自己の判断で生産と輸出を増加させ、価格に反応した行動は必ずしも観察されない。低い価格でも「強いられた」輸出を行い、価格上昇にあわせて供給を増加させることもできない。



（出所）ロシア中央銀行，<http://www.cbr.ru/statistics>（2011年5月26日アクセス）。

第9表 ロシアにおける石油・石油製品・ガス輸出

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
原油	114	118	116	144	165	190	228	260	253	248	259	243	248	251
100万トン 10億ドル	13.4	8.8	12.9	25.3	25.0	29.1	39.7	59.0	83.4	102.3	121.5	161.1	100.6	135.8
石油製品	60.2	57.5	53.9	62.6	63.3	75.5	77.7	82.4	97.1	103.5	112.3	118.1	124.5	133.2
100万t 10億ドル	7.0	3.9	5.1	10.9	9.4	11.3	14.1	19.3	33.8	44.7	52.2	79.9	48.1	70.5
天然ガス	121	125	131	194	181	186	189	200	209	203	192	195	168	178
10億m <sup>3</sup> 10億ドル	10.7	11.1	11.6	16.6	17.8	15.9	20.0	21.9	31.7	43.8	44.8	69.1	42.0	47.8
合計 (10億ドル)	31.1	23.8	29.6	52.5	52.2	56.3	73.8	100.2	148.9	190.8	218.5	310.1	190.7	254.1
輸出比重 (%)	34.9	31.8	39.1	50.0	51.2	52.5	54.3	54.7	61.1	62.9	61.7	65.8	62.9	63.5
原油輸出価格 \$/バレル				23.9	20.8	21.0	23.8	31.0	45.2	56.3	64.3	90.7	55.6	74.1
ガス輸出価格 \$/1,000m <sup>3</sup>				85.8	98.3	85.7	105.5	109.1	151.4	216.0	233.7	353.7	249.3	268.5

(出所) ロシア中央銀行、<http://www.cbr.ru/statistics> (2011年7月5日アクセス)。

石油依存度にかんし、市場価格を規定する立場のサウジアラビアと対照的に、ロシアは市場価格に規定されている。ロシアの石油・ガスへの貿易依存度はサウジアラビアよりも小さいにもかかわらず、油価変動の影響力は大きいと考えられる。産油国の状況を比較する限り、資源依存度がそのまま危機要因になるととらえることはできない。輸出財の特化、多角化の欠如は外的ショックに脆いように見えるが、中東諸国における石油・ガス輸出依存の比重に比べロシアのそれは高くなく、多角化の欠如が急落要因にあたらぬ。あわせて、世界市場の需要低下も過大視できず、ロシアのGDPに占める輸出比重は中国のそれに比して高くない。単に石油・ガスを多く生産し、輸出するだけでは、危機は深刻にはならない。

それにもかかわらず、世界の石油市場の変化（価格下落と需要縮小、ヘッジファンドの投機）がロシアの危機に直結したことに疑いない（Алексащенко, Миронов, Мирошниченко, 2011, c. 25-26）。石油・ガスの輸出は量で4.7%低下したに過ぎないが、金額では36%低下し（Кудрин, Сергиенко, 2011, c. 5）、いかに油価の危機伝播効果が大きいか分かる。

輸出構造の変化が2000年代に急速に生じ、油価の変動が国内経済に強く影響する構造になっていることから、石油・ガス依存への構造変化のスピードは過小に評価できない。問題は油価と経済成長をつなぐベルトにこそある。石油・ガスに牽引された経済成長は

楽観的な成長期待・バブルを生んだ。成長原資となったオイル・ガスマネーはロシア国内に流入するがそれは主に国家の手に流れ込む。ロシアの石油輸出課税では、輸出価格の85 - 90%分が予算部分に入り、わずか10 - 15%分が企業に残るので、油価の下落は企業の財務力よりも政府の統治能力・介入能力の低下を招き、それを介して国民経済全体を減速させる。つまり、連邦予算の歳入部分、政府の役割こそが世界市場価格に敏感になっている。オイル・ガスマネーがどのように成長に関わるのかというベルトに相当する国内的要因は次節で考察することとし、ここではもうひとつの国際的要因、国際金融に光をあてよう。

危機における第2の国際的要因は対外債務である。債務の変動には次の特徴が見られる（第10表）。1998年ロシア危機当時に1600億ドルほどの規模に達した政府の対外債務は、その後縮小し2008年には300億ドルほどになり、ソ連時代の債務も急減した。これに対し、2002 - 2003年以降の成長期に非国家部門の債務は急激に増加し、同時に対内直接投資の増加も読み取ることができる。国際的な資金調達の総額は2006 - 2008年に急増しており、その背後には「双子の黒字」（May, 2010, c. 170）に基づく好景気が存在している。経済成長期に一方で政府歳入は増加し債務が減り、他方で国内の高インフレ（高金利）から海外の安価なマネーを求める民間の資金需要が存在していた。つまり、ロシア国内には大量のオイル・ガスマネーが入るとともに、対外債務の形で海外の資金もまたなだれ込んでいたのである。

対外債務の増加部分が非政府部門に担われているとすれば、問題は資金の流入規模にあるのではなく、その使われ方にこそ危機の深刻度を解き明かす鍵がある。資金はどこに向かうのだろうか。多くの金融機関において負債の部は対外債務に担われ、銀行業務そのものが対外債務に依存していた。実体部門の企業も流動資金を欠いていた。対外借り入れ部分は投資ではなく、M&A（企業の合併・買収）に向けられ、その意味では資金調達は著しく投機性を帯びていた。しかも、外貨リスクを十分にヘッジしておらず、銀行も実体部門も、外貨で資金調達し、ルーブルで資産を構成した<sup>10</sup>。この場合、中央銀行は一貫して実質、名目ともにインフレ下で外貨に対しルーブル高を誘導する政策をとっていたが、「中央銀行の誤った政策がこのようなヘッジをしないという結果を導いた」（Алексащенко, Миронов, Мирошниченко, 2011, c. 27）。それだけではなかった。資金調達の大部分は短期であり（およそ40%、18か月未満）、たとえそれよりも長くとも借り手はレポ取引を選択した。

---

10 危機時までロシアの銀行、企業は自己のバランスに1000億ドル以上の大ききでヘッジされていない外貨ポジションを有していた（Алексащенко, Миронов, Мирошниченко, 2011, c. 27）。

第10表 ロシアの対外債務状況(10億ドル)

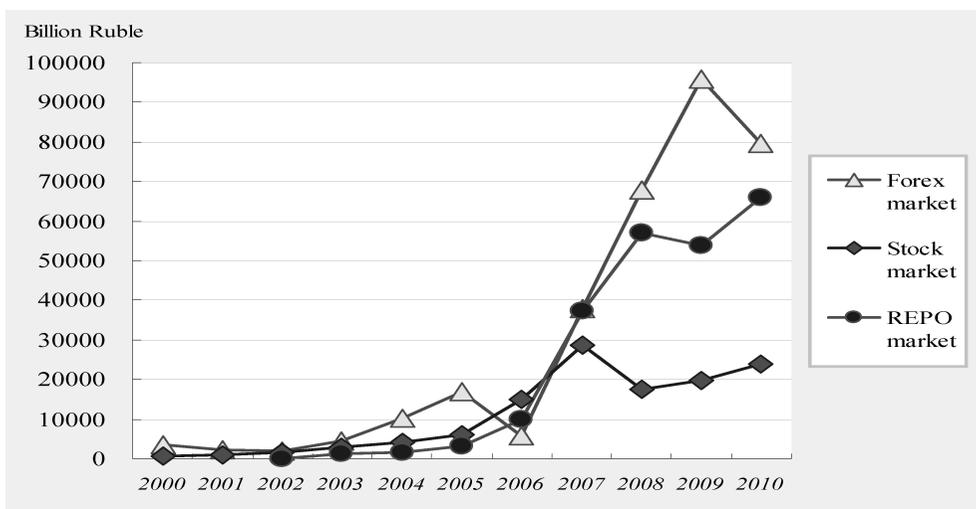
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
経常収支	-0.08	0.2	24.6	46.8	33.9	29.1	35.4	59.5	84.4	94.7	77.8	103.5	48.6	70.3
貿易収支	14.9	16.4	36.0	60.2	48.1	46.3	59.9	85.8	118.4	139.3	130.9	179.7	111.6	151.7
輸出	86.9	74.4	75.6	105.0	101.9	107.3	135.9	183.2	243.8	303.6	354.4	471.6	303.4	400.4
輸入	72.0	58.0	39.5	44.9	53.8	61.0	76.1	97.4	125.4	164.3	223.5	291.9	191.8	248.7
対内直接投資	4.9	2.8	3.3	2.7	2.7	3.5	8.0	15.5	12.9	29.7	55.1	75.0	36.5	43.3
対外債務 (国家部門)	149.9	158.4	148.9	128.6	111.1	104.3	106.0	105.7	82.1	48.6	39.3	32.3	45.9	46.5
内) 旧ソ連向け	95.1	98.2	96.8	65.8	61.0	55.9	58.3	55.9	34.3	9.4	7.1	4.6	3.2	2.9
対外債務 (非国家部門)	33.0	30.0	29.2	31.4	35.2	48.0	80.0	108.0	175.1	264.6	424.7	448.3	421.3	442.4
対外債務+ 対内直接投資	187.8	191.2	181.4	162.7	149.0	155.8	197.0	229.2	270.1	342.9	519.1	555.5	503.7	532.2

(注) 債務はストックであり当該年度末の値。

(出所) ロシア中央銀行、<http://www.cbr.ru/statistics> (2011年7月5日アクセス)。

第3図は、危機前後の資本市場を表現している。成長期にレポ取引が急増していることが明らかになる。ロシアにおける主要な取引は通貨市場で行われ、外貨取引が圧倒的に大きい。2005年以降債券市場(株式・社債)とレポ市場が急増している。ことに、2005年にはMICEX(Moscow Interbank Currency Exchange)で非政府債券(社債・公債)におけるレポ取引制度が導入され、海外からの資本流入が市場の成長を後押しした。レポ取引は株式など資産を担保にした短期資金の調達で、2007年に資本市場では最大規模にまで膨らんでいる。右肩上がりに上昇した担保株の株価が下落をする、これが経済危機の結果である以上、マージンコールは投機的対外債務が累積した当然の結果であった<sup>11</sup>。実際、MICEXにおける証券取引は2009年に15.9%下落し、とりわけレポによる取引は30.7%低下した(2008年32.2兆ルーブルから2009年22.3兆ルーブルに縮小)。さらに、デリバティブ市場は2009年に80.1%も激減し、6602億ルーブルになった(The MICEX Group in 2009, pp. 18-29)。また、2005年から2008年前半期にかけて実体部門企業への対外債務の増加分のおよそ半分はM&Aに振り向けられた。もちろん、こうした借入れが可能となったのは、日本のゼロ金利下での円の供給に代表的であるが、相対的に低金利で資金を提供した先進国の通貨供給、資本市場、すなわち安価なマネーがその背景として存在していたことは無視できない。

11 レポ市場は不均等な変化を遂げている。株式・社債の取引規模は縮小したが、政府債券の取引規模は増加した。中央銀行との直接のレポ取引はとくに上昇している(The MICEX Group in 2009, p. 6)。



第3図 ロシアの資本市場（MICEX）における変化（単位：10億ルーブル）

（出所）<http://www.micex.com/group/profile/statistic>（2012年3月12日アクセス）。

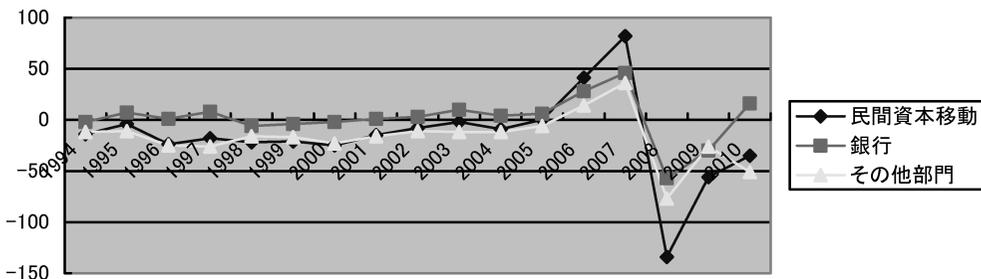
この結果、ロシアに世界経済危機を持ち込んだ責任は次のように認識される。

「2008年9月27日、ロシア政府は金融危機の有罪者を発見した。ロシア最大の取引所 MICEX トップのアレクサンドル・ボテムキンが辞表を提出したのだ。公式には、かれはロシア銀行顧問に転じる。しかし、市場関係者は、株価が下落したことに、銀行システムの信任の危機に比べざるをえなかったと見ている。新総裁には取引所の所有者である中央銀行副総裁が就いた。…銀行は担保株の相互融資に相当するレポ取引を清算できず、信任危機が生じ、破産の淵に追いやる結果となった。大量のレポ取引不履行が生じ、その額は2008年9月初に1日1000 - 1500億ルーブルにも及んだ。レポ市場の崩壊こそが MICEX の取引停止の原因であった。市場参加者にはもはや金はなく、有価証券を手放し、それが次の下落を生んだ」（Дорофеев, Башкирова, 2009, c. 34-35）。

「ロシア企業が世界経済に統合されるノーマルな過程」（Кудрин, Сергиенко, 2011, c. 7）は資本の純流入と純流出に表現される（第4図）。市場移行の不確実な時期（1994 - 1999年）には、実体部門（その他部門）における資本純流出が年間100 - 260億ドル規模であったが、それは2000年代に縮小し、2006 - 2007年に大規模な流入が生じている。過熱経済の形成はここに確認できよう。その後、2008年に急激に純流出が増加し、企業でも銀行でも経済全体で流出している。第5図は2008年からの四半期毎の変化を指し示している。季節変動はあるが、2008年夏から資本流出が始まり、とくに2008年9月 - 2009年1月の月間の流出規模は平均370億ドル規模になり、2010年時点でも流出に歯止めはかかっていない。民間資本純流出規模は、2008年1339億ドル（ピークは第4四半期1303億ドル）、2009年569億ドル、2010年383億ドル（第4四半期に227億ドル）となっている。とくに、

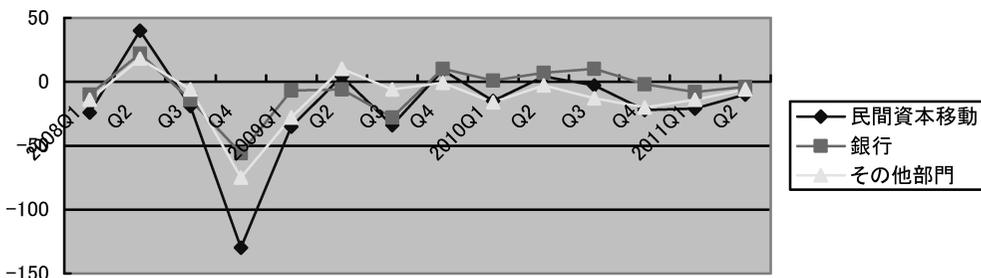
2010年には非金融機関だけでなく金融機関も流出を拡大させており、銀行の海外資産の増加、対外債務返済および証券取引が影響している（*Ведомости*, 14 января 2011）。2008年第4四半期から2009年第2四半期にかけて、資本流出、油価の下落、為替レートの低下、税収の低下、投資・消費の下落、世界的な景気の落ち込みから外国貿易と生産の下落とあらゆる経済指標が下落を指し示した。下落が回復に転ずるのは2009年第3四半期からであるが、2011年まで総じて流出の傾向は払拭できずにいる。

ロシアの成長・危機における国際的要因としての石油・ガスへの経済依存、開放度、そして対外債務は、統計数値を国際的に比較する限り、その大きさ自体が決して異常値を指し示しているようには見えない。しかし、経済成長の源泉がこうした対外的要因にあり、要因の変化がきわめて短期に生じたいえに、国際的要因がきわめて伝播しやすい体質をロシア国内に形成していたのであり、国内的要因との結びつきにおいて危機要因は再考を求められる。



第4図 民間部門による資本純流入・純流出 (1994 - 2010年、10億ドル)

(出所) ロシア中央銀行、<http://www.cbr.ru/statistics> (2011年5月27日アクセス)。



第5図 民間部門による資本純流入・純流出 (2008 - 2011年、四半期毎、10億ドル)

(出所) ロシア中央銀行、<http://www.cbr.ru/statistics> (2011年8月25日アクセス)。

### 3. 過熱経済の形成

経済危機には国際的要因だけでなく国内的要因もまた作用している<sup>12</sup>。エネルギー資源傾斜と対外債務膨張を激しい落ち込み幅に変換させる背景として危機前の過熱経済をあげることができる。スミルノフ（Сумиринов, 2010）はロシアにおける2007 - 2008年の成長テンポは大きすぎ、これは間接的に過熱（バブル）であったと主張する。「2008年央までに、ロシア政府およびIMF（国際通貨基金）の専門家はロシアにおける過熱の存在を認識していた」（Алексащенко, Миронов, Мирошниченко, 2011, c. 28）。過熱の特徴として、高いインフレ率、国内生産に比して旺盛な国内需要（弱い財政規律、対外借り入れ増、輸入増）、過大な貯蓄、株価指数と不動産価格の急上昇と投機・建設ブームがあげられる<sup>13</sup>。バブル消失（内外需の蒸発）による生産の落ち込みはロシアに成長率の急降下をもたらした。外国貿易部門は、融資の縮小、不安定な為替レート、強い保護主義、国際的な生産連鎖の切断などの影響を受けて不安定化し、それが生産の低下を導いた。第11表はモスクワ証券取引所（MICEX）における取引の変動を指し示している。2006年から2008年に市場規模は3倍増になり、とくに投機性の高いデリバティブ市場での取引高の増加が目立つ。また、2009年の危機時に、その縮小が観察され、過熱経済の形成とその蒸発と言うことができる。

過熱は成長要因であり、急ブレーキ要因でもある。以下の事情が過熱の醸成と消失に影響した（Алексащенко, Миронов, Мирошниченко, 2011, c. 28-30）。

まず、マクロ経済政策の失敗を引き起こす銀行監督の破綻は、成長のための金融仲介・金融業務をもたらさず、市場に否定的に影響した。経済政策の失敗、政治の失敗は複合的なものであり、それが多様な経路で過熱および反転して危機要因に直結した。実際、ロシアの経済開放化は矛盾に満ちている。短資は容易に入ったが、長期の成長基盤となりうる

第11表 MICEX グループの取引変化（10億ドル）

	2006	2007	2008	2009
市場全体	1924.8	4211.2	5979.1	5524.9
通貨市場	955.9	1493.1	2680.0	3001.9
政府債券市場	181.0	922.5	1176.5	1198.2
証券市場	754.9	1708.9	1985.6	1304.2
デリバティブ市場	33.0	86.7	137.0	20.5

（出所）The MICEX Group in 2009, p. 7.

12 市場の制度の質の低さ（汚職の大きさなど）、経営者の不安定な在庫管理なども国内的要因にあげられるが、ここでは国際的要因の国内との連鎖に焦点をあてよう。

13 2003-2007年にロシアにおける信用規模はGDPの16.8%から37.8%に増加し、それは投機だけでなく、高リスクプロジェクトに向けられた（Кудрин, Сергиенко, 2011, c. 5）。

直接投資の流入には制限がかけられてきた。戦略的な企業・産業部門指定などで直接投資の流入に禁止的な制限がとられる反面、過熱の一因となる短資の流出には制限が課せられていないのである。過熱は政策の結果であった。

放漫な財政政策も過熱を促した。2004年に安定化基金の導入、2007年に中期的な財政計画化への移行<sup>14</sup>、成果指向の予算化が進められたが、結果は改革の誤りをもたらし、効率的に歳出管理が行われたわけではなかった。とりわけ、2007年からの異常に高い油価と予算政策の緩和（社会的給付の拡大と野心的な政府投資）から、さらには反危機政策による財政出動から、歳出は抑制されず、それどころか歳出規模の伸びは歳入規模の伸びを上回り、財政はたえず不安定性を強めた。財政、とくに石油・ガスから他の部門への資金移転を促す税制は国際的要因を国内に伝える経路の役割を果たした（Тимохина, 2011）。石油・ガス収入と政府を介した再配分により消費、輸入が急増したのである。消費と社会領域の拡大は身の丈以上の消費社会をもたらした（*The Economist*, 11 December 2010, p. 26）。

第12表 ウラル石油バレル価格（ドル）あたりの政府取得分（ドル）

油価	0	20	30	40	50	60	70	80	90	100
NDPI	0	1.1	3.4	5.5	7.7	9.9	12.1	14.3	16.5	18.7
石油輸出税	0	1.8	7.3	13.8	20.3	26.8	33.3	39.8	46.3	52.8
合計	0	2.8	10.5	19.2	27.9	36.6	45.3	54.0	62.7	71.4

（注）原出所はロシア財務省。

（出所）Тимохина, 2011, с. 28.

14 2008年には15年予算戦略、すなわち2023年までの予算計画が策定された（Тимохина, 2011, с. 29）。

第13表 連邦予算に占める石油・ガス収入

	石油・ガス収入		非石油・ガス収入	
	対GDP比 (%)	歳入比 (%)	対GDP比 (%)	歳入比 (%)
2000	3.1	20.3	12.4	79.7
2001	4.0	22.6	13.8	77.4
2002	4.7	23.1	15.7	76.9
2003	4.6	25.4	14.6	74.6
2004	6.1	30.2	14.0	69.8
2005	10.0	42.2	13.7	57.8
2006	10.9	46.9	12.4	53.1
2007	8.7	37.2	14.7	62.8
2008	10.6	47.3	11.8	52.7
2009	7.6	40.6	11.1	59.3
2010	8.3	46.2	9.0	53.8

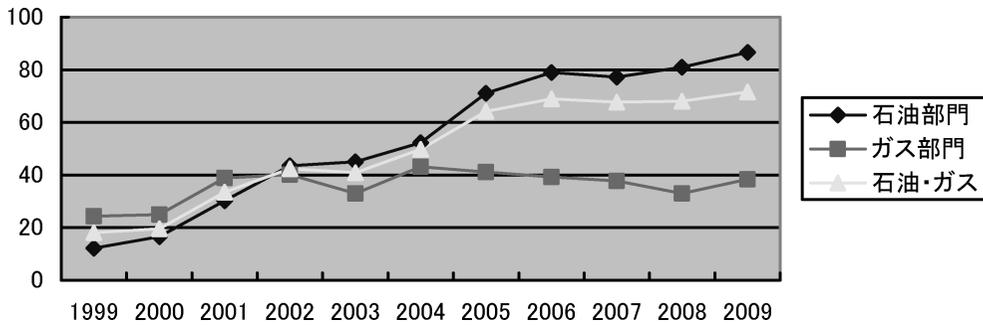
(注) 2010年は予測値。

(出所) Тимохина, 2011, с. 29.

2002年初から石油・ガス税にかわり有用資源採掘税（NDPI）が導入され、油価の上昇の際に国庫への収入を拡大し、徴税率を引き上げる条件が整えられた。関税と違い、NDPIは油価の変動に即座に反応し2005年からその税率は引き上げられ、連邦財政と油価の相関は上昇局面で依存関係が著しく高まることになった（第12表）。油価30ドルであれば35%しかない収入が、100ドルに跳ね上がると71.4%にまで上昇するのである。40 - 50ドルを超えると急激に政府取得の大きさが増幅する。NDPIと一定額<sup>15</sup>を超える輸出税の一部が安定化基金（第1表）に組み込まれ、それは2007年末までにGDPの11.6%にまで増加した。安定化基金は当初対外債務補填に、2007年には対外経済銀行やロスナノなどの資産への払い込みに用いられた。その結果、連邦予算に占める石油・ガス収入は圧倒的な勢いで増加し、対照的に非石油・ガス収入はその比率を落としていき、危機時にはその大きさはほぼ拮抗する規模になっていた（第13表）。油価に依存するという国際的要因が国内に作用するには、財政制度が必要条件となる。石油・ガスは通常の利潤ではなく自然レントを生み出す特殊な財と見なされ、そのレント<sup>16</sup>の大部分は政府に吸い上げられていると言っても過言ではないのである（第6図）。

15 2004年当初1バレル = 20ドル、2007年から1バレル = 27ドル。

16 自然レントに加え、首都の地位もまたレントを生む（Ведомости, 9 марта 2011）。



第6図 予算に没収される自然レントの割合 (%)

(出所) Экономика и жизнь, № 13, 8 апреля 2011.

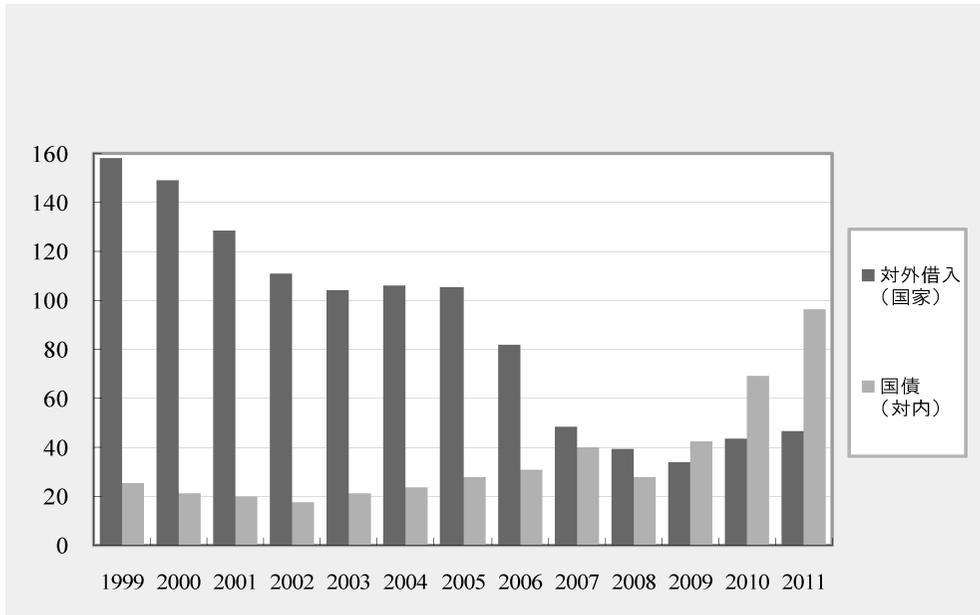
2009年の財政収支は石油・ガス収入の低下から一気に悪化した<sup>17</sup>。連邦予算は対GDP4.1%の黒字(2008年)から5.9%の赤字(2009年)に様変わりした。これには、歳入減も反危機措置のための歳出増も作用していた。非石油・ガス赤字は対GDP比13.6%(2009年)に悪化し、それは2010年もさして変わらない(Тимохина, 2011, c. 35)。赤字分を補うために準備基金(安定化基金)が用いられた。結果として、ロシアの国家財政は高い油価のもとでしか均衡を達成することができず、その水準は2011年予算では1バレル118.3ドル、2012年124.6ドル、2013年125.2ドル、2014年125.7ドルと見積もられ、均衡予算の達成は困難であり、債務の増加が予想されている(Ведомости, 7 июля 2011)。

赤字が問題になる以前からロシア政府は精力的に国債(国内債務)発行規模を拡大してきたのであり、それが急上昇した。第7図は、前節に考察した対外債務の変動に重ねて、国内での債務、すなわち国債の変動<sup>18</sup>を指し示している。対外債務の減少と対照的であるが、国内債務(ドル表示)は右肩上がりで上昇している。

第8図は1999年初(98年金融危機直後)の国債残高は5299億ルーブルであり、2004年初6820億ルーブルと29%しか伸びなかったが、2007年初には1兆649億ルーブルに倍増し、さらに2009年初1.5兆ルーブル、2010年初2.1兆ルーブル、2011年初2.9兆ルーブルとなり、2011年8月初時点で3.7兆ルーブルほどにまで増加している。実に1998年金融危機直後の7倍近い規模になったのである。そのうえに、連邦構成主体債と地方自治体債の増加も無視できない。連邦構成主体は2008年初4569億ルーブルから2011年初1.1兆にまで拡大させ、地方自治体も1700億ルーブル(2011年初)と大きい。最大の投資家

17 石油・ガス収入は2008年7月(ピーク)月4546億ルーブルから2009年2月(底)月1647億ルーブルに3分の1ほどにまで落ち込んだ。石油・ガス払い込み6種のうち、石油NDPIと原油輸出税の2つだけで落ち込み分の87.1%を占めている(Тимохина, 2011, c. 34-35)。レントの存在、とくに隠れたレントを考察したものとして、Гурвич(2010)がある。

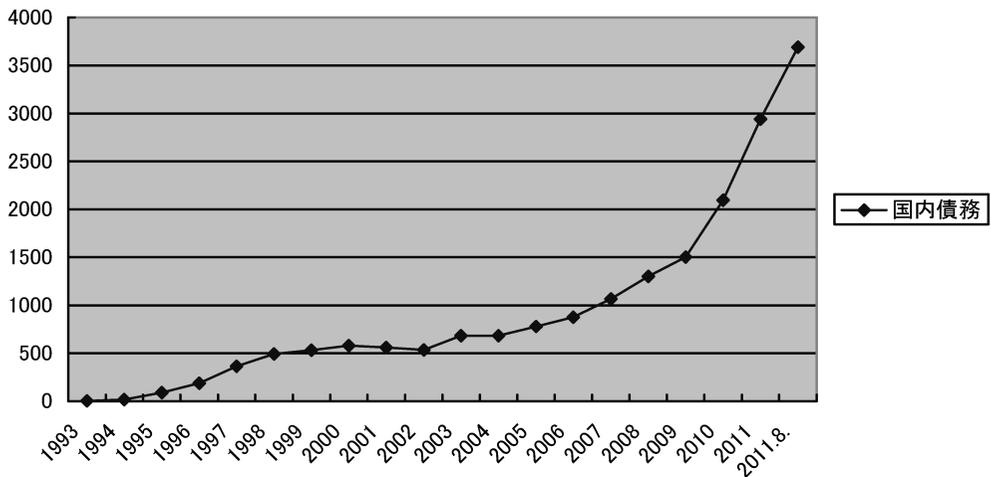
18 1998年金融危機のときには短期国債(GKO)が中心であったが、現在は財務省証券(OFZ)と国家貯蓄債券(GSO)が中心である。



第7図 ロシア政府の債務構造 (10億ドル)

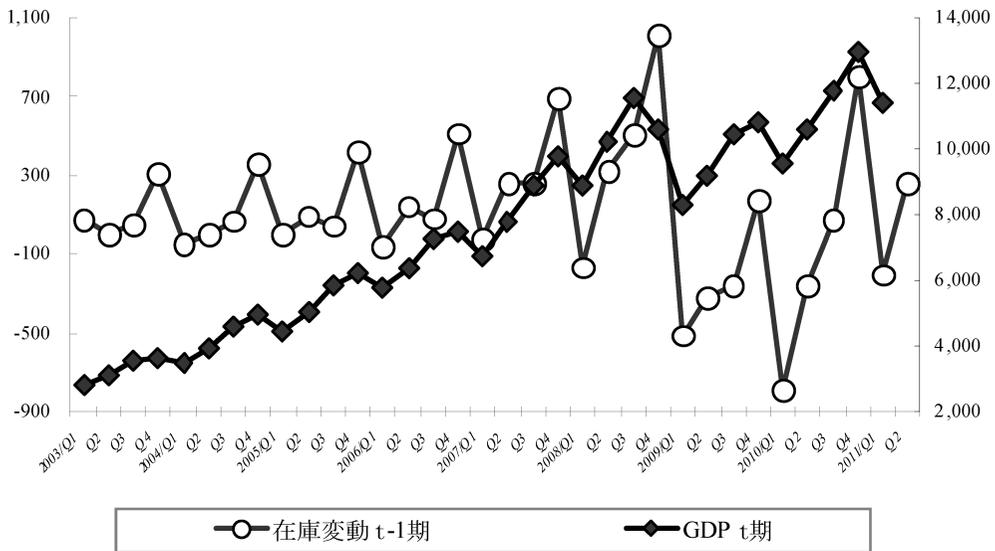
(注) 数値は年初の大きさであり、累積分。国債 (対内) は公式為替レート (当該年度平均) でUSDに換算している。

(出所) ロシア中央銀行、<http://www.cbr.ru/statistics> (2011年3月16日アクセス)、ロシア財務省 Министерство финансов Российской Федерации, Объем государственного внутреннего долга Российской Федерации. <http://www.minfin.ru> (2011年3月16日アクセス)。



第8図 ロシアにおける国債 (国内債務) 規模 (10億ルーブル)

(出所) ロシア財務省 <http://www1.minfin.ru> (2011年8月23日アクセス)。



第9図 在庫変動とGDP変動（10億ルーブル）

（注）在庫変動（物的流動資産在庫変動）は左軸、四半期間GDP変動は右軸。

（出所）Rosstat, <http://www.gks.ru>（2011年8月24日アクセス）、Замараев, Киоцевская, Назарова, Суханов, 2011, c. 36 によって作成。

は年金基金である。国債の機能には為替レートの安定化、インフレ抑制のための不胎化政策があると見られているが、国債費は増加しており、かつ民間投資を押し上げるクラウディング・アウト効果があることから、経済危機要因になりうる（Хейфец, 2007）。つまり、財政黒字・健全財政は決して安定したものではなく、放漫財政政策（政府財政への依存の高まり）と石油・ガスおよび国債依存財政が経済を過熱化させ、それが油価変動による危機を伝播する要因になっている。

過熱は企業サイドの在庫積み増し行動にも起因した。インフレが持続する経済において、企業が適切な在庫管理行動をとるとは考えられない。高インフレ下ではカネをモノに変える行動がとられやすく、インフレ期待が経営者を過剰在庫行動に走らせる。この行動は伝統的にソ連企業のそれであり、体制転換後もロシア企業に引き継がれてきたものであり、相対的に大規模な在庫確保行動がロシアの経営者に選択されている（溝端, 2005）。しかし、経済危機は期待の悪化をもたらし、反転を指し示した。2008年に比して2009年に総需要に大きな変化はなくとも、短期的な物的流動資産在庫の急減こそが経済減速に貢献した（Алексащенко, Миронов, Мирошниченко, 2011, c. 29）。ロシアは在庫過熱も危機における落ち込み幅の大きさに影響した。第9図は物的流動資産在庫とGDPの変動を重ねたものであるが、明らかに在庫変動がGDPの変動をリードしており、とくに経済危機と回復期にGDPの変動をはるかに上回る規模で変化していることが読み取れる。2010年後半期に在庫はプラスになり成長を導いている。

ロシア経済危機が世界的に突出して悪化を指し示した背景には、国際的要因と国内的要因が結びついて形成した過熱経済が存在している。危機は石油・ガスを含め輸出部門に打撃を与えたが、それは何もロシアに限ったことではない。むしろ、日本の輸出部門への打撃のほうが大きいかもしれない。問題は危機に伴い、資本流出・資本逃避が止まらず対外債務が急増した経済構造、油価、石油・ガス依存が国内に作り出した財政を軸とした病的な経済構造、さらには両者を背景にした経済の過熱にある。

#### 4. 対外債務問題再考

危機要因のなかで、対外債務は再考を要する。なぜ、かくも多額の資金が国内（非国家部門）に入り（第10表）、そのカネは一体どこに向かうのかが問題として残るだろう。

急激な債務増加の背景として次の要因をあげることができる（Хейфец, 2007, с. 60）。1）国内の銀行制度が不備で相対的に高い金利（インフレ率）のために、国内金融機関が大規模なプロジェクトへの融資を満たせない、2）安価なマネーを引き入れるほどに国内企業の信用力が上昇している、3）過去の債務をリストラし有利な条件で借り換える、4）外国を含めて内外で新たな資産取得を行う、5）積極的な借り入れを促し、為替差益を促す中央銀行のルーブル高政策。それゆえ、対外債務はすべてが国内で投資に振り向けられるわけではなく、経済の過熱、投機に向けられるとともに、さらに海外の資産取得に向けても流出している。2001 - 2005年の成長期には銀行の海外資産が増加し、このことは対外債務の増加が必ずしもロシア国内で利用されなかったことを指し示している。しかも、2000年代に投資は物的生産離れを示し、サービス経済化が進んだ。2000 - 2008年に投資に占める物的生産の比重は50%から37%に低下し、サービス領域は逆に50%から67%に増加した。

それでは、海外からのカネの借り手と貸し手に目を移そう。第14表は、第10表とは別に中央銀行が公表しているもうひとつの債務構成である。ここでは、債務者の国家部門は狭義と広義の2つの範疇に区分されている。このうち、狭義は文字通り政府機関および通貨機関が負う債務であり、広義は狭義に加え、政府機関が直接・間接に50%以上資本参加している銀行および非金融機関の債務を含んでいる。すなわち、ガспロムなどの巨大な国家に所有される企業・銀行（システム形成企業）の対外債務は狭義の国家機関には含まれないが、広義には含まれることになり、第10表よりも第14表のほうがより債務の実態を表していると言うことができる。

第14表 ロシアにおける債務構成（10億ドル、括弧内％）

	2006 1月	2006 7月	2007 1月	2007 7月	2007 10月	2008 1月	2008 7月	2008 10月	2009 1月	2009 7月	2010 1月	2010 7月	2011 1月	2011 4月
合計	257.2	288.8	313.2	399.2	437.8	463.9	534.5	540.8	480.5	466.0	467.2	457.4	489.0	509.9
広義の国家 部門	150.7 (58.6)	153.8 (53.3)	137.1 (43.8)	175.5 (44.0)	188.4 (43.0)	183.7 (39.6)	197.4 (36.9)	184.4 (34.1)	163.3 (34.0)	163.8 (35.2)	181.3 (38.8)	181.9 (39.8)	199.6 (40.8)	203.9 (40.0)
狭い意味で の国家機関	82.1	78.9	48.6	49.0	52.5	39.3	38.0	35.9	32.2	34.0	45.9	47.4	46.5	47.9
国家銀行	19.4	27.4	41.4	54.2	59.2	65.5	78.2	71.2	61.7	54.1	50.2	50.7	63.4	65.5
他の国家 部門	49.3	47.6	47.1	72.3	76.7	78.9	81.3	77.2	69.4	76.6	85.2	83.8	89.7	90.4
私的部門	106.4 (41.4)	135.0 (46.7)	176.1 (56.2)	223.7 (56.0)	249.5 (57.0)	280.2 (60.4)	337.1 (63.1)	356.5 (65.9)	317.3 (66.0)	302.2 (64.8)	285.9 (61.2)	275.6 (60.3)	289.4 (59.2)	306.0 (60.0)
民間銀行	30.8	39.4	59.8	76.8	88.6	98.1	114.7	126.7	104.6	87.5	75.5	70.0	79.3	82.0
他の民間 部門	75.6	95.6	116.3	146.9	160.9	182.1	222.4	229.8	212.7	214.7	210.4	205.6	210.1	224.0

（出所）ロシア中央銀行、<http://www.cbr.ru/statistics>（2011年8月24日アクセス）。

第14表によると、私的部門、とりわけ非金融機関における債務は増加していることが明らかになる。しかし、広義の国家部門は相対的な比率では低下しているのだが、絶対額では2006年から2008年7月に30%以上も増加しており、その規模は危機後むしろ増加の傾向さえ示している。この場合、政府機関の所有比率は50%以上に限られているが、ブロック株あるいは国家機関が何らかの大きさの発言権をもっている企業・銀行はさらに多いと考えられる。言い換えれば、第10表を根拠にして、ロシアにおける債務の究極的保有者において国家を軽視することはできないのであり、危機下で政府機関が資本注入・M&Aを行った結果、危機後には政府機関こそが債務の究極的所有者になったとさえ考えられよう。有力企業は「チェボル」（韓国における政府と企業の結びつき）化と呼ばれるほど政府との関係が強く、企業債務の国家肩代わり現象に相当する「利益の民営化、損失の国家化」が生じている（May, 2009, c. 10）。しかも、債務は大規模企業に集中していた。2007年4月初時点で20大企業の債務が私企業債務の分の50%以上を占めており、さらにロスネフチ、ガスプロム、対外経済銀行、ズベルバンクの4社だけで45%を占めただけでなく、国内においても相当規模で負債を有していた。つまり、国際的な債務危機は国内債務と連動しているだけでなく、当該の企業が主力の納税企業である以上、広義の国家機関における資金調達上の危機はそのまま国家財政とも結びついていた（Хейфец, 2007, c. 61）<sup>19</sup>。もっとも、政府との結びつきが強いことと政府の意思が広義の国家機関に影響することとは異なる。「国家はなお支配株主の自身の可能性を十分に利用していない」

19 ガスプロムは国内債務と対外債務の比率は3：5であった。

第15表 ロシアへの直接投資上位国

	2007	2008	2009	2010
1	キプロス (11)	キプロス (20)	キプロス (4)	キプロス (12)
2	オランダ (10)	オランダ (10)	ドイツ (3)	オランダ (4)
3	バミューダ (8)	バミューダ (10)	バミューダ (2)	ドイツ (3)
4	ドイツ (8)	ヴァージン諸島(7)	アメリカ (2)	ルクセンブルク(3)
5	ヴァージン諸島(3)	ドイツ (3)	スイス (2)	フランス (3)

(注) 括弧内の金額は10億ドルである。

(出所) ロシア中央銀行、<http://www.cbr.ru/statistics> (2012年3月12日アクセス)。

(Хейфец, 2007, c. 65)。

それでは、借り手にかかわりなくロシアに入る大量の資金、対外債務は国際金融の正常な流れのなかにあると見ていいのであろうか。そもそも、一体誰が貸し手、債権者なのだろうか。直接の証明にはならないが、ロシア（非金融機関）への直接投資上位国を見れば（第15表）、キプロスやバミューダ、英領ヴァージン諸島などオフショア地域が上位を占めている。ここでは表示していないが、逆にロシアの主要直接投資の仕向け先もまた同じような国名が並んでいる。すなわち、ロシアへの貸し手・出資者はオフショア地域に該当し、そうした地域に立地する銀行・企業には多くのロシア企業・銀行も含まれるのである。このことは言い換えれば、対外債務は世界経済への統合の一断面であると同時に、流出（逃避）した国内資金の国外関係会社・子会社を介した還流を指し示している。

オフショアは非居住者（外国人）の資金調達・運用を金融規制・税制面で優遇する特殊な市場（租税回避地）であり、ロシアに限らず世界的に多くの企業・銀行が利用している。対象地域には、シンガポール、バハマ、キプロス、パナマ、ヴァージン諸島、ケイマン諸島などが含まれる。ソ連もまたこうした地域を利用してきたが、ロシアも大規模に利用し、1990年代半にロシア人が設立したオフショア企業は50000 - 60000社あり、2000年までにそれは10万社（世界の3.5 - 4%）になったと言われる（Хейфец, 2008, c. 168）。オフショアへの進出目的には脱税、資本逃避、汚職などがあるが、ロシアにおける民営化がその設立を促した。とりわけ、キプロスとロシアは1998年に二重課税回避協定を結んでいる（Левашенко, 2011）。

ロシアでは民間企業の70 - 90%はオフショア法人と緊密に関係しており、多額の税未納はオフショアトレーダーを利用したケースであり、それには国家の会社も含まれる。ロシア企業は実際の所得から2/3 - 4/5を課税分から控除しているとも言われる。会計検査院（S. V. ステパーシン）によると、危機時に銀行部門の支援のためにロシア政府が交付した5兆ルーブルのうち、2000億ルーブルは直接に銀行に向かわず、銀行はオフショア口座に移したと見られている（Хейфец, 2010a, c. 15）。

このようなオフショアを介したロシア企業・銀行による資金循環に注目すれば、ロシア

企業・銀行の債務の一部は同一（グループ内）企業・銀行に対するそれにはかならない。このことは、言わば企業・銀行内資金移転が対外債務として現象していることになり、対外債務の累積がそのまま債務危機に連動しないことを示唆している。このような現象は、その所有権の所在が政府か民間かにかかわりなく生じているとするならば、危機に直面して政府による対外債務救済への資金投入（公的資金投入）は、直接に当該の企業・銀行への資金注入（救済）にはかならない（以下は Хейфец, 2010b）。2007年に非金融機関の債務増加分930億ドルのうち、700億ドルはオフショアおよびオフショアに関する法人に向けられたもので、2008年の非金融機関対外債務536億ドルのうち、キプロス140億、イギリス70億、ルクセンブルク40億、英領ヴァージン諸島20億にあたる。子会社からの融資、相互融資、部分的には自社の資金移転（融資）、言い換えればこれらの債務の多くは企業内金融の流れであり、ロシアの非金融機関の実際の対外債務規模は小さいことになる<sup>20</sup>。

企業内資金流通は対外債務を過大に見せるが、リスクが消失するわけではない（Хейфец, 2007, c. 63-65）。第1に、先進国市場が落ち込んだ場合にロシアに短資を招き入れ、危機を伝播させる危険性が生ずる。第2に、海外における金利上昇は負担増になりえ、それゆえに金利の国際的変動の影響力は大きい。第3に、借入れはその形態にかかわりなく借り換えでなく外貨純流入である以上、オランダ病を悪化させ、為替レート切り上げを誘導し、かつインフレ要因となる。さらに、石油・ガスなどのエネルギー部門が自身の産物を担保に借入れをする以上、ここでも油価、外国での市況の影響は強い。そのうえ、対外債務の増加に伴い、中央銀行は準備高を高めざるをえない。

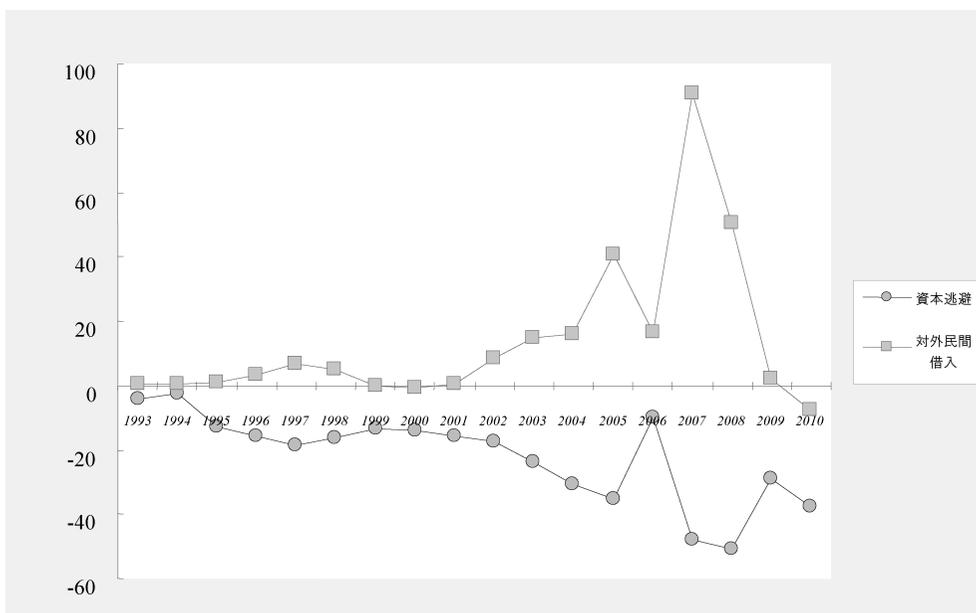
企業・銀行内資金移転はロシアからの資金流出の経路においても観察される。資本逃避と呼ばれる現象である。第10図は、ロシアへの企業部門の債務（資本流入）と資本逃避の大きさを指し示している。資本逃避は合法・非合法に関わりなくロシア国内から流出する金融資産である<sup>21</sup>。上垣（2008）は外貨自由化政策が資本逃避を促すとともに、それが「經常収支黒字や流入資本が存在するときには、いつでも生じていた」（p. 170）のであり、「ロシア人の自国経済に対するベシミズム」（p. 170）が作用していると見ている。少なくとも、第10図は直接に企業内国際金融を確証するものではないが、民間借入れと資本逃避の間には相関関係が存在していることは観察される。

対外債務は、ロシア経済の危機の大きさをそのまま表さず、ロシア国内の経済主体が国際的に事業を展開していることから生じた見掛け以上に大きい債務と考えられる。しかし、少なくとも、世界経済危機がオフショアを含めた短資の移動の影響を強く受けていること、

---

20 20 - 50%少ない（Хейфец, 2010b）。

21 資本逃避は国際収支表の第10図注にある項目を合計している。上垣（2008）はロシア国内に流通する外貨現金純増、未収輸出代金、誤差・脱漏の合計を用いている。



第10図 資本逃避と対外民間借入 (10億ドル)

(注) 資本逃避は、(1) 国際収支表の未収輸出代金、輸入品の受け取りのない輸入代金支払い、架空有価証券取引+ (2) 誤差・脱漏。対外民間借り入れは、債務分、借り入れのその他分の年間の増減額。Hanson (2007, p. 873) を参考にした。

(出所) ロシア中央銀行、www.cbr.ru (2011年6月24日アクセス)。

政府の資本注入（債務補填）が経済主体への直接の資金供給（補助金）になっていることから、世界経済危機後、オフショアは世界的にも、ロシアにおいても規制の対象とならざるをえなくなっている。

OECDは2009年4月税回避行動とのたたかいを鮮明に打ち出し、税資料を交換しないブラックリスト4カ国（コスタリカ、マレーシア、ウルグアイ、フィリピン）、税協力はするが法を変えないグレーリスト（38カ国）、OECDと協力協定を結び透明化するホワイトリスト（42カ国）を公表している<sup>22</sup>。これにあわせ、各国でも規制の強化が強まり、とくにキプロスではEU加盟を踏まえ制度の標準化が進んでいる。ロシアも2009年12月に財務省がオフショア利用企業の公表を宣言し、政府は課税の厳正化を主張しているが、実際には重大な歩みはまだない。なお、2010年初に、ロシア財務省のオフショアゾーンリスト42管轄のうち、16はOECDホワイトリストにある。SIDN（二重課税回避協定、ロ

22 2009年7月16日にブラックをグレーに切りかえ、グレーから2カ国(ベルギーとルクセンブルク)をホワイトにかえ、グレー40、ホワイト44になっている。

シアに75件)の見直しが行われ<sup>23</sup>、監督が強められているが、その効果はなお不透明である(Хейфец, 2010a)。

オフショアを介した資金循環が対外債務の累積規模に大きい位置を占める限り、債務額の増加が危機の深刻度に直結することはない。しかし、こうした資金循環は、国内経済が対外経済とたえず結び付けられ、変動が伝達される経路を構成しているという意味において、また悲観的な企業家心理が絶えず流出を促すという意味において、ロシア経済の不安定性を指し示している(溝端, 2010)。

## 5. 経済回復の危うさ

ロシア政府は危機兆候にすばやく反応して、反危機政策を打ち出した<sup>24</sup>。その政策措置には、金融システムの支援への資金投入、預金保護(70万ルーブルまで)、実体部門支援(とくに自動車メーカーや企業城下町)、金融資源へのアクセスの拡大(政府系銀行による直接融資)、ビジネスの負担軽減、否定的な社会的結果の緩和と労働市場支援(失業給付の拡大など)、内需拡大への刺激(政府発注など)、中小企業支援などがある。「2010年ロシア連邦政府反危機基本活動方針」(2009年12月30日承認、№42、Правительство РФ, 2010)は、2009年後半期からの回復を踏まえ、優先的課題を住民保護と社会的安定性、経済安定性の確保と近代化としている。プーチン首相は反危機政策の結果、「ロシアのGDPの落ち込みは3つの四半期を超えて、2009年央まで長引かなかった。この時点から、段階的で揺るぎない成長が始まった。現在、我が国経済の回復が生じている」(2010年11月26日)と述べている<sup>25</sup>。油価に反動的な国際的・国内的な危機要因は、解決しているのであろうか。

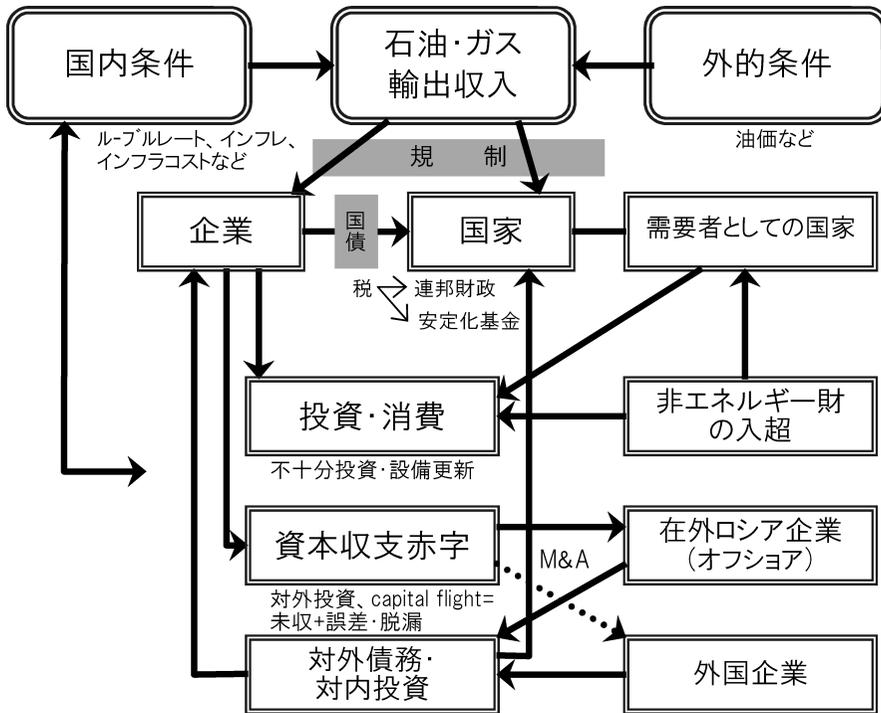
あらためて、危機をもたらした国際的・国内的要因の結びつきを資金の流れに着目して振り返っておこう(第11図)。ロシア経済の基盤を形成するオイル・ガスマネーは国内条件と外的条件に規定されてロシアに入るが、とくに油価の影響を強く受ける。輸出収入は税を通して政府歳入の大部を構成する。企業に入る収入もその一部は国債を通して国庫に吸い上げられる。政府は2000年代の油価の高騰を追い風に財政規模を膨張させ、それはそのまま歳出規模の拡大に直結し、さらには社会的給付の拡大を伴った。実際、危機下の2009-2010年に年平均年金額は物価スライドにより80%上昇し<sup>26</sup>、連邦政府の社会的支出は54%も増加した(РБК, №7, 2011, c. 20)。年金支払いの伸びは年金基金の赤字をもた

23 キプロスに登録した法人の配当課税は5%で、国内の法人は15%である。

24 <http://www.anwiza.com>, 2011年3月4日アクセスの「2008-09年ロシア政府反危機措置参考資料」Ольга Константиноваを参照。

25 <http://premier.gov.ru>, 2011年3月4日アクセス。

26 2005-2007年の成長期に社会的支出は63%上昇した(РБК, №7, 2011, c. 20)。



第11図 経済危機要因のびつき

(出所) 筆者作成。

らし、2007 - 2010年に予算から基金への補填額は1.8兆から4.4兆ルーブルに増加した(Экономика и жизнь, №24, 24 июня 2011)。この移転規模は2011年以降も高いままである。需要者としての政府は政府発注を行い、それが投資・消費を刺激する。ここにあげた政府には地方政府も含まれよう。一方、企業は労働者への賃金を拡大させ、それが消費の伸びをもたらし、消費は輸入財に傾斜することで非エネルギー部門においては著しい入超を記録することになる。輸入品のGDPに占める比重は2000 - 2008年に20%から45%に増加し、危機後も高いままである(Экономика и жизнь, №24, 24 июня 2011)。つまり、危機は資金の流れに根本的な変化をもたらしたわけではなく、むしろその特質を際立たせてさえいる。

さらに、企業(銀行)は外国企業への投資(M&A)を積極的に進め、かつ資本移転(逃避)を行う。この場合、相手先企業は自社(自行)の子会社・関係会社になりえ、それを経由した国内への投資(対外債務)は企業内国際金融の形態をとる。こうした資金の経路はロシアの経済主体が国内に十分な投資を行う動機を引き下げ、より有利な投機的あるいは税法上の資金の運用を求めて海外に流出させる。油価の変動に過敏に資本流出が反応するのは、単にロシア投資が海外企業に反応しているだけではなく、ロシア国内企業の生き残り反応のひとつと考えることができる。「2008年に始まった危機はシステムの意味を

帯びていたが、新しい経済規制モデルの編成を含めて世界経済、世界経済の連関および国際通貨関係の構造的な転換が生じて完了し、...それには経済発展の新しい制度、メカニズムが必要となる」(May, 2011, c. 4) 以上、回復・景気後退からの脱出と危機の終焉は同義にはなるわけではない。ロシアが危機脱出と重ねて近代化を求める背景には、危機脱出が単なる景気循環のそれだけにおさまらない構造をもっているがゆえである。

危機回復過程は危機脱出とは異なる姿を指し示している。危機後、落ち込みの大きさと対照的に著しい回復が見られるが、それは貿易部門に導かれたものであり、言い換えれば油価に過敏な経済構造は強められたと言うことはできても変化したとは言えない(第16表)。すなわち、2009年からの油価の上昇を背景にして、2010年にGDPは回復したのである<sup>27</sup>。株式市場はひとつの回復指標になるだろう。2011年3月31日現在MICEX株価指数は1819.42となり、危機前の過熱と言われる水準にほぼ回復している(<http://www.micex.ru>, 2011年3月31日アクセス)。しかし、この回復は必ずしも安定したものではない<sup>28</sup>。IMFは「危機からのもろい回復」と診断し(IMF Survey Magazine, <http://www.ifm.org>, 2010年9月7日アクセス)、Grant Thorntonは楽観論の見方とともに需要や長期融資の不足などの困難さを指摘している(Grant Thornton, Emerging markets, International Business Report 2010)。ガイダル経済政策研究所はロシア経済の動態が危機前以上に世界市場の景気と輸入に依存していることに注目し、輸入の伸びが投資財の縮小と消費・中間需要財の増加により、小売取引に占める輸入財の比重が2010年第3四半期に前年の41%から47%に増加していること、危機後に構造変化はなく惰性的に輸出が伸びたことを報じている(Институт экономической политики имени Е.Т.Гайдара, 2011, c. 3)。回復はしても成長・危機の構造は消えていない。

第16表 危機前後の主要経済指標 (実質成長率: %)

	2007年	2008年	2009年	2010年
GDP	8.5	5.2	-7.8	4.0
工業生産高	6.8	0.6	-9.3	6.7
小売取引高	15.9	13.5	-4.9	0.5
固定資本投資額	22.7	9.8	-17.0	-4.7
輸出	6.3	0.6	-4.7	23.6
輸入	26.2	14.8	-30.4	24.3
消費者物価	11.9	13.3	8.8	9.6

(出所) Институт экономической политики имени Е.Т.Гайдара, 2011,

27 2010年11月15日ボリス・クズネツォフ(ロシア高等経済大学院)への聞き取りでは、世界の危機回復過程をV字型とL字型に分け、ロシアは後者と目されている。

28 欧州危機、先進諸国の不安定さの影響から、MICEX株価指数は2011年8月30日現在1512.36に低下している(MICEX, <http://www.micex.com>, 2011年8月30日アクセス)。

回復は、まず国家支出の増加（政府需要）および個人消費の拡大にリードされた。投資は、信用供与の制約と不透明性のために遅れたが（Григорьев, Иващенко, 2010）、銀行サイドから見て、2010年7月が回復への転機にあたる。ロシアの消費を支える要素は2つで、ひとつは所得・賃金増であり、GDPに占める名目総賃金は2000年23.6%から2009年40%に上昇しており、賃金への総支出を含めれば、2000年40%から2009年51.8%になり、この比率は他の先進諸国よりも高い。もうひとつは、社会領域への支出であり、このために国内産業は競争的ではなく、輸入依存が大きくなる（Профиль, 14 июня 2010）。政府による社会領域の支出の拡大は、消費そのものが政府予算に依存する度合いを高める。社会的給付の伸びは高齢者の労働刺激を抑えるという側面でも経済成長に否定的に影響する（Ведомости, 1 ноября 2010）。国内需要増の75%分はインフレと輸入の増加をもたらし、わずか25%分だけが国内生産を刺激する（May, 2011, c. 19）とすれば、国内の有効需要の増加の成長効果は限定的であるだけでなく、政治的ポピュリズムが強まれば必要な歳入との間でバランスを欠く危険性がある。

投資もまた、2010年3月以降回復を指し示しているが、投資の回復は過大に評価できない。そもそもロシアでは、貯蓄・外資がそのまま投資に振り向けられるわけではない。危機の2009年を除けば、貯蓄と投資（資本蓄積）の間にはギャップが存在する。貯蓄部分のうち、溢れ出る資本移転があり、好況期には在庫を拡大させ、貯蓄と投資のギャップは拡大している（第17表）。ギャップは回復と同時に拡大している。ゆえに、「蓄積ノルムと貯蓄ノルムを接近させるには民間部門からのロシア資本の流出を削減させなければならない」（Кудрин, Сергиенко, 2011, c. 7）。

第17表 総貯蓄と総蓄積（名目価格、10億ルーブル）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
総貯蓄	3117	3736	5161	6603	8270	10407	12452	8085	11273
純資本移転（流入－流出）	-392 (-622)	-30 (-45)	-46 (-66)	-365 (-377)	2 (-18)	-262 (-284)	7 (-18)	-377 (-412)	0 (-20)
総資本蓄積	1939	2432	3131	3837	4981	6980	9201	8531	9844
在庫変化	230	323	428	502	718	1054	1325	-1190	421
純融資（+）・借入れ（-）・ 統計上の不一致	556	951	1557	1899	2574	2111	1928	361	1008
FDI	109	240	440	370	790	1357	1861	1156	1316

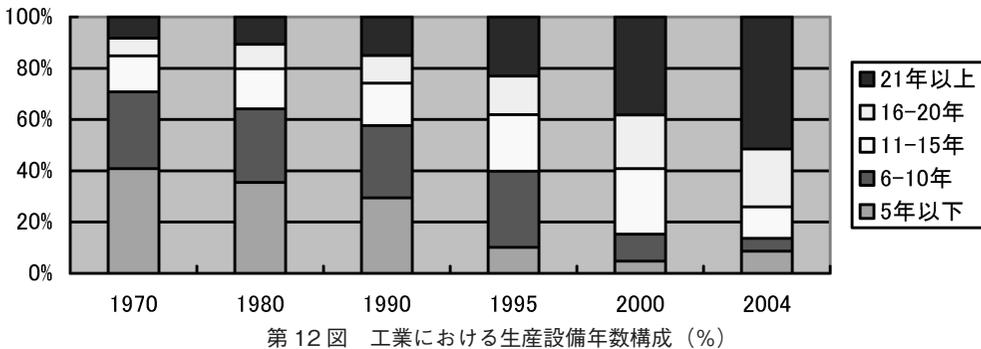
（注）すべて変動額。純資本移転の括弧内は純流出額で、マイナスで表示している。FDIはロシアへの投資額を年平均為替レートで換算したもの。

（出所）Росстат, *Национальные счета России в 2002-2009 годах*, М., 2010, с. 23, Росстат, <http://www.gks.ru>. (2011年8月25日アクセス)、ロシア中央銀行, <http://www.cbr.ru> (2011年8月25日アクセス)。

投資不足が常態化し、それが危機後も持続しているのかどうかは危機脱出を示す指標と考えることができ、これは次の諸点において直接・間接に明らかにすることができる。

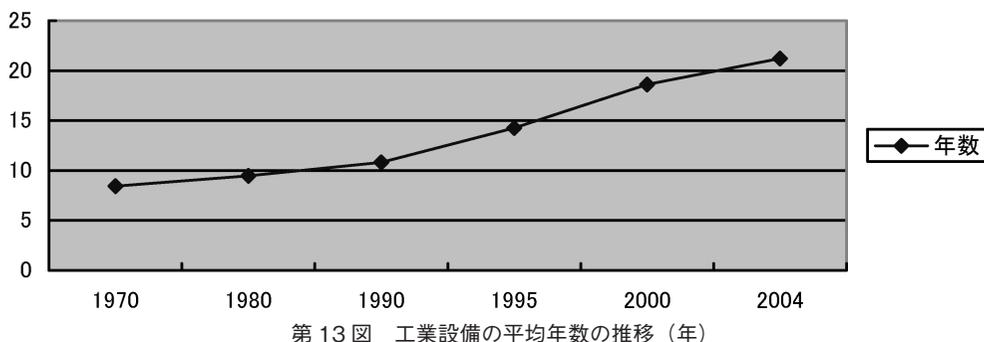
第1に、投資行動がどの程度設置設備の近代化をもたらしたのかである。第12図と第13図はいずれも、体制転換後に設備老朽化が急速に進行していることが明らかになる。1990年代に更新は行われず、ようやく2000年代の成長期に新規設備の比率が上昇しているが老朽化に歯止めはかけられていない。危機のなかで、設備老朽化の度合いは2000年39.3%から2009年45.3%に悪化しており、投資に占める減価償却分は大きくなく、企業の投資行動は変化していない。2008年危機前の総償却額が1兆9076億ルーブルで、7483億ルーブル(39.2%)は固定資本投資以外の目的に利用されており、それは主に株など有価証券取得など目的外使用であった(Экономика и жизнь, №48, 10 декабря 2010)。あるいは、ズベルバンクマクロ経済研究センターによると、2011年第1四半期における聞き取り調査(698社)で、3分の2以上の企業は自社の設備を平均的か悪いと見なしており、世界水準にあるとこたえた企業は5.6%に過ぎない。また、この5年間に近代化を行った企業は26%あったが、同時に30%の企業は30-40年前に行ったきりで、競争圧力は働いていない(Экономика и жизнь, №26, 8 июля 2011, Ведомости, 28 июня 2011)。

ソ連・ロシアを通して、投資不足は1986-91年、1992-98年、2008-10年の3つの時期に危機を検出できる。2008-10年の時期で機械・設備の買い付け・更新の低迷はとくに工作機械、クレーンなどの輸送用産業機器、燃料設備、軽工業設備などの基礎的部門に観察される<sup>29</sup>(Корнев, Лавренов, 2011)。



(出所) Росстат, *Промышленность России 2005*, М., с. 128.

29 価格の歪みによる経済的に根拠のない価格上昇などの国内的要因が生産を抑えるように作用した。



(出所) Росстат, *Промышленность России* 2005, М., с. 128.

第2に、国内の資金は有利な投資プロジェクトよりも強いルーブル下で海外への預金を求め、資本流出を促す (*Коммерсантъ*, 9 марта 2011)。また、強いルーブルと輸入増のもとで増加した外貨収入は社会税34%を含め過剰な税負担を求められる生産よりも投機を刺激する (*РБК daily*, 29 апреля 2011)。オランダ病は効いている<sup>30</sup>。

第3に、企業拡張戦略として成長期に選好されたM&Aも投資行動を特徴づける。2007年にピークを迎えた後、2009年は急激に減るが、再び増加傾向が観察される (第18表)。この傾向はCMS社 (コンサルティング会社) のデータでも、2009年から2010年に、165件178億ユーロから213件519.2億ユーロに増加しており、とくに燃料・エネルギー部門、鉱業部門、化学、テレコム、消費財部門が大きい比重を占めている (*Эксперт*, №6, 14-20 февраля 2011, с. 42)<sup>31</sup>。Красавин (2011) はさらに、監査会社データから、M&Aが2009年410億ドルに対し、2010年に520億ドルに増加し、大規模な取引が金額の増加を導いていることを主張する<sup>32</sup>。外資の大部分も投機的な性格を持ち、製造業への投資効果は薄い (*Экономика и жизнь*, №23, 17 июня 2011)。

30 ロシアにおけるオランダ病の効果に関して、Algieri (2011) は危険信号として、実質為替レートの上昇、高い油価による成長、相対的な空洞化、非ブーム部門での輸出の縮小、実質賃金の上昇の5つをあげ、油価10%の価格ショックが4%の切り上げ、3%のGDP上昇、3%の国内製造業の縮小をもたらす、外的ショックへの脆弱性の存在を指摘している。

31 *Финансовые известия*, 18 ноября 2010によると、M&A市場の回復はゆっくりとしており、取引の半数以上は不動産であり、次いで銀行、化学・燃料エネルギー部門である。

32 外国企業によるロシアの資産買い取りは65件209.6億ドルであり、それは2009年28.8億ドルよりも大幅に増加している。

第 18 表 M&amp;A における回復状況

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
取引総額 (\$10 億)	19.35	22.86	32.48	42.28	124.68	75.33	42.76	44.31
取引件数	180	238	273	344	486	390	265	256
平均取引額 (\$10 億)	0.11	0.10	0.12	0.12	0.26	0.19	0.16	0.17

(出所) *Слияния и поглощения*, №1-2, 2008, с. 10、*Слияния и поглощения*, №1-2, 2010, с. 72、*Слияния и поглощения*, №1-2, 2011, с. 78。

第 19 表 工作機械・乗用車の生産・輸出・輸入 (1000 台)

	1990	1995	2000	2005	2008	2009	2010
工作機械生産	74.2	18.0	8.9	4.9	4.8	1.9	2.0
同輸出		6.1	4.9	5.2	4.4	2.2	2.6
同輸入		3.4	20.5	225	445	387	563
輸入 / 生産 (%)		19	230	4592	9271	20368	28150
乗用車生産	1103.2	835.1	969.2	1069	1470	600	1209
同輸出		210	116	131	132	41.9	42.7
同輸入		82.5	71.7	774	1838	521	687
輸入 / 生産 (%)		10	7	72	125	87	57

(出所) Росстат, *Промышленность России* 2010, М., Росстат, <http://www.gks.ru> (2011 年 8 月 23 日アクセス)。

第 4 に、ロシアの自前の設備供給能力は急速に劣化した。工作機械の輸入台数は生産の 100 - 300 倍規模にまで拡大しており、輸入を抜きにロシアの再生産構造は作動していないとさえ言えよう。消費を代表する乗用車に関しても、輸入分は急速に増加したが、同時に外国の型の国内での生産および外国企業のロシアへの進出により国内での生産が増加し、さらに 2010 年に関しては国産の乗用車購入インセンティブ制度が功を奏し、その規模は拡大している (第 19 表)。概して言えば、工作機械、乗用車いずれにおいても外国社への依存度は大きくなっており、国内での再生産能力は著しく悪化しているように見える。ロシアの製造業製品は「非取引財」にあたり、それはソ連時代がそうであったが危機時でも状況に変化はない (*Экономика и жизнь*, № 26, 8 июля 2011)

第 5 に、危機時を通して、戦略的であっても非効率な企業への助成が行われ、ゾンビ企業・銀行の保持により雇用が人為的に温存され、このことが高賃金を維持してきた (Кудрин, Сергиенко, 2011, с. 9)。危機により企業のリストラは必ずしも行われなかった。

ロシア経済の最大の危機要因は経済が油価の影響を受けやすいという点にあるのではなく、油価の影響を受ける石油・ガス部門の資金の流れが政府に傾き、投資に流れにくく、かつ企業行動が投機に向きやすいという国内的要因と国際的要因の結びつきにこそある。経済回復はロシアにおける危機深化要因そのものを取り除いた結果ではなく、危機要因そのものに立脚したものであり、それゆえに経済指標の回復は危機脱出に必ずしも直結して

いず、近代化の課題はより重要性を高めている。その場合、過熱する経済を支えている国家財政そのものが近代化の条件であり、かつ改革の対象にもなる。しかし、成長－危機の時期を経て確実に歳出は増加し、より高い油価でしか均衡財政が適わない状況が形成されてきたが、反危機政策の延長線上においてこの状況はより先鋭化している。財政赤字の修正は、既存の制度を前提にする限り解決せず、2011年以降も悪化する（第20表）。財務省は緊縮化を打ち出しているが<sup>33</sup>、反危機措置のもつ歳出の膨張を緊縮に取り換えることは政治の季節（下院選挙と大統領選挙）を迎えるロシアでは容易ではない。実際、財務官僚はいつ均衡財政になるのか分からないと言う（*Ведомости*, 7 июля 2011）。そこで、それを補う源泉が求められ、国債と民営化収入が考えられるが、戦略的企業の政策とも重なり、その見通しは不透明である<sup>34</sup>。

経済危機からの回復は、GDP 指標など数量的側面から見れば、ロシアは世界的に優等生なのかもしれない。しかし、回復は国家需要、大規模な政府支出に依存した不安定なものであり、安定した危機脱出と見なすことができない。近代化を主唱する V. マウは、緊縮か刺激かが問題の本質にあるのではなく、回復の持続性、近代化の要素を事実上拒否する反危機政策の問題をあげる（May, 2011, c. 21-22）。すなわち、現在の回復は、2008年までの経済成長モデルへの回帰あるいは既存の不均衡の継続的な蓄積に導いており、危機は遅れた技術の企業を存続させている（*Эксперт*, №4, 31 января – 6 февраля 2011, c. 42）。さらに、国際的に安価なマネーの流入、財政をも従えたロシア病の温床になる資源依存の危険性にはなんら変わりはない。その内部に危機要因を孕んだ経済システムに回帰した回復かそれとも新たなシステム（近代化）への移行を指向した回復にするのか、危機脱出を考えるには、近代化を軸にした経済構造の再編、国内と国際経済を結びつける資金の流れ

第20表 連邦予算財政収支（対GDP比：%）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
収支	4.1	-5.9	-4.0	-3.6	-3.1	-2.9
非石油・ガス収支	-6.5	-13.6	-12.3	-11.7	-10.9	-10.4

（注）2008-2009年は実績、2010年は評価値、2011-2013年は法律。

（出所）Дробышевский, Синельников-Мурылев, Соколов, 2011, c. 13.

33 2011年予算は1バレル75ドルで、2015年までに均衡化する。

34 政府は1兆ルーブルほどの株の譲渡を計画しており、経済発展省次官 A. クレパチによるとロシアにとり今後10-20年財政赤字が正常状態になり、2015年までに赤字を除くにはGDP 2%分（国家投資を考慮するとGDPの2.7%分）の増税を行うか同じ分歳出カットを行う必要がある（*Ведомости*, 14 декабря 2010.）。また、財務相 A. クドリンは年金システムの長期的な均衡化を第1の課題にあげて、民営化収入による国民福祉基金の拡大を提案している（*Ведомости*, 13 декабря 2010.）。

の再編が求められよう。

## おわりに

ソ連社会主義が国家主導の高蓄積を特徴としていたと考えれば、ロシアは体制転換後に民間主導の、あるいは民間企業の経営戦略に基づく蓄積構造の形成に成功したとは言いがたい。成長減速が顕在化した1980年代後半期のGDPに対する投資の割合は33.4%あったが、それが現在21%にまで落ちており、しかもその投資は輸入財に向かう。投資の落ち込みは一方で企業における投機的な行動、他方で消費の肥大化、過熱経済化を生む。投資の担い手も、自然独占に傾いており、ロシア鉄道、ガспロムなどを含め、政府は決して小さくなっていない。その結果、外資導入は実体部門ではなく、ロシア国内と海外を行き来する投機資本を引き入れ、国内での投資欠乏症候群は危機時に重篤なものになりやすい(*Ведомости*, 4 апреля 2011)<sup>35</sup>。

ロシアの経済危機の深刻さはソ連・ロシアの成長経路の歪さを端的に指し示しており、成長の源泉には億万長者の増加に象徴的な華美に見える過熱経済、オフショアに代表的な不透明な資金の出入り、その要となる政府の存在が作用している。その結果、ロシア経済は体制転換を経て投資構造そのものを作りかえ、投機化しやすい企業行動、超短期的な利益取得指向の行動を強めてきたのであり、それはロシア経済を世界経済にきわめて感受的なものにしてしている。それゆえ、近代化の課題は、石油・ガス産業主導経済の多角化、あるいはイノベーションの奨励に矮小化することはできない。実際には、政治は膨張した財政と補助金依存経済を温存しており、それが成長構造を支えている。それゆえ、プーチン、メドヴェージェフの時期に提起された近代化をめぐる議論にはロシアの成長経路そのものの在り方を再考する政策もまた含まれているが、その見取り図はなお明確ではない。

それを踏まえれば、もはやロシアは既存の成長基盤に基づく高成長ではなく、新しい低成長時代(ロシア版ニューノーマル)に入っていると見る見解(Ксения Юдаева, *Ведомости*, 10 ноября 2010)は、政府の言う近代化とは別の展望を想起させる。しかし、それは先進国におけるシステム上の危機の結果ではなく、ロシアに独自の姿をとらざるを得ない。すなわち、危機から危機回復時に雇用の回復を伴わない生産の回復(jobless recovery)はロシアで観察されないのだが、労働生産性の低いロシアではjobless recoveryを歓迎する必要がある、それは近代化の要因として構造的失業をもたらすと同時に、労働市場からの退出による失業減をもたらす(May, 2011, c. 14-15)。新しい成長基盤はそれゆえ、経済構造だけではなく政府のあり方そのものにも深くかかわっている。好

---

35 ロシアへの外国投資のうち、実体部門に向かうものは18%ほどで、この比率はブラジル(47%)、中国(60%)と対照的である。

景気に沸き世界経済危機からの脱出をリードする新興経済ロシアは過熱経済と対外依存型の自滅的な危機要因と隣り合わせであり、企業・政府いずれにおいても危機要因を見据えて賢くオイル・ガスマネーを循環させる経路づくりに動機づける近代化こそが求められよう。

## 引用文献

- Александров С., Миронов В., Мирошниченко Д. (2011) Российский кризис и антикризисный пакет, *Вопросы экономики*, № 2.
- Гайдар Е.Т. ред. (2010) *Современная экономика России*, Проспект.
- Григорьев Л., Иващенко А. (2010) Теория цикла под ударом кризиса, *Вопросы экономики*, № 10.
- Гурвич Е.Т. (2010) Нефтегазовая рента в Российской экономике, *Вопросы экономики*, № 11.
- Гурвич Е.Т. и Прилепский И.В. (2010) Чем определялась глубина спада в кризисный период? *Исследование российской экономики*
- Дорофеев В., Башкирова В. (2009) *Антикризисная книга коммерсант'а*, Коммерсантъ: Астрель.
- Дробышевский С. (2010) Хронология и периодизация финансового кризиса в мире, Е.Т.Гайдар ред., *Финансовый кризис в России и в мире*, Проспект.
- Дробышевский С., Синельников-Мурылев С., Соколов И. (2011) Эволюция бюджетной политики России в 2000-е годы, *Вопросы экономики*, № 1.
- Замараев Б., Киоцевская А., Назарова А., Суханов Е. (2011) Возвращение российской экономики на траекторию роста: время подводить посткризисные итоги, *Вопросы экономики*, № 6.
- Институт экономической политики имени Е.Т.Гайдара (2011) *Электронные ножницы*, Март 2011.
- Казакова М.В. (2009) Структурная и конъюнктурная составляющие темпов экономического роста в Российской Федерации, 08.00.05.
- Корнев А., Лавренов И. (2011) Формирование инвестиций развития в посткризисный период, *Проблемы прогнозирования*, № 1.
- Красавин А. (2011) Сливайся, кто может, *Компания*, № 5, 14 февраля 2011.
- Кудрин А., Сергиенко О. (2011) Последствия кризиса и перспективы социально-экономического развития России, *Вопросы экономики*, № 3.
- Левашенко А.Д. (2011) *Офшоры*, Проспект.
- Мау, В. (2009) Драма 2008 года, *Вопросы экономики*, № 2.
- Мау В. (2010) Особенности, причины и возможные последствия экономического кризиса, Е.Т.Гайдар ред., *Финансовый кризис в России и в мире*, Проспект.
- Мау В. (2011) Экономическая политика 2010 года: в поисках инноваций, *Вопросы экономики*, № 2.
- Правительство РФ (2010) Основные направления антикризисных действий правительства российской федерации на 2010 год.
- Сумиринов С. (2010) Факторы циклической уязвимости Российской экономики, *Вопросы экономики*, № 6.
- Тимохина Е. (2011) Анализ устойчивости федерального бюджета России в период кризиса, *Вопросы экономики*, №1.
- Хейфец Б.А. (2007) *Долговая политика России: актуальные проблемы*, Экономика.

- Хейфец Б.А. (2008) *Офшорные юрисдикции в глобальной и национальной экономика*, Экономика.
- Хейфец Б.А. (2010a) Антиофшорное паступление мирового сообщества и российская политика, *Финансы*, №2.
- Хейфец Б.А. (2010b) Кризис и новые тенденции в политике управления государственным долгом в России, *Россия и современный мир*, №1.
- Algieri B. (2011) The Dutch Disease: evidences from Russia, *Economic Change and Restructuring*, Volume 44, Number 3, Springer.
- Hanson P. (2007) The Russian Economic Puzzle, going forwards, backwards or sideways?, *International Affairs* 835.
- Nekipelov A. (2009) The crisis and the outlook for the Russian economy, *Journal of the New Economic Association*. <http://www.econorus.org>, 2011年2月8日アクセス。
- Petrakov N.Ya. (2008) What can be done to minimize the impact of the global financial crisis on the Russian economy, *Journal of the New Economic Association*. <http://www.econorus.org>, 2011年2月8日アクセス。
- UN (2011) *World Economic Situation and Prospects*.
- 上垣彰 (2008) 「ロシアからの資本逃避」田畑伸一郎編『石油・ガスとロシア経済』北海道大学出版会。
- 久保庭真彰 (2011) 『ロシア経済の成長と構造』岩波書店。
- 溝端佐登史 (2005) 「コーポレート・ロシア」上原一慶編『躍動する中国と回復するロシア』高菅出版。
- 溝端佐登史 (2008) ロシアにおける金融・経済危機と市場構造、大阪教育大学公民学会『公民論集』第17号。
- 溝端佐登史 (2010) 「成長と危機のなかのロシア企業社会－新興市場と比較企業研究」日本比較経営学会編『比較経営研究34：グローバリゼーションとBRICs』文理閣。
- 溝端佐登史 (2011a) 「ロシア経済における近代化」日本国際問題研究所『ロシアにおけるエネルギー・環境・近代化』中間報告書、平成23年3月。
- 溝端佐登史 (2011b) 「ロシアの経済危機・回復と近代化」ロシアNIS貿易会・ロシアNIS経済研究所『新経済環境下のロシア市場－自動車・家電市場を中心に－』2011年3月。

キーワード 経済危機 (economic crisis) ロシア (Russia) 国際金融 (international finance) 債務 (debt) 油価 (oil price) 資本流出 (capital outflow)  
(MIZOBATA Satoshi)