

## 現代発展研究所(INSOR):ロシアにおける外国投資

### 1. 解説

CIPPS と研究交流を行っているロシアのシンクタンク、現代発展研究所（Институт современного развития : INSOR）は、5月24日、分析ノート『ロシアにおける外国投資』（Аналитическая записка «Иностранные инвестиции в России»）を公表した。

ロシアの近代化課題の達成に必要なものは、海外からの資金と技術の導入であることは、ロシア政府にも明確に認識されているが、本ノート中にも指摘されているように、ロシアの投資環境の状況は劣悪で国際的評価も著しく低下している。

これに対し、政府も様々な改善策を打ち出しており、直近のものとしてはメドベージェフ大統領が今年3月30日に発表して「投資環境包括パッケージ」<sup>1</sup>がある。本ノートでも最後にこのパッケージの内容を紹介しその有効性を主張しているが、このノートはその主張の前提としてロシアの世界経済危機後から最近にかけてのマクロ経済状況を分析するものである。

主張の趣旨は以下のとおり。

- ① 国際的な消費モデルの移行に伴い、ロシアの輸出依存型経済の限界が露呈し、現状のままでは年率4～5%程度の成長率が限界で、近代化の達成困難である。
- ② 近時の原油価格上昇により経済の海外依存が高まっているが、原油価格動向による不安定性もあり、ロシア経済の成長力を弱めることに繋がっている。
- ③ 成長力の回復と近代化目標達成の推進力としては、投資を増加させる意外に道はなく、そのためには、インフレを沈静化させ、投資環境改善を含む構造改革に着手すべきである。
- ④ メドベージェフの投資環境改善イニシアティブは包括的かつ明確なタイムスケジュールを持ったものであり、有効性を発揮することが期待される。

---

<sup>1</sup> メドベージェフが2011年3月30日にマグニトゴロスクで開催された「経済近代化と技術的發展委員会」において発表した投資環境改善のための包括パッケージ。このイニシアティブは「マグニトゴロスク・マニフェスト」と呼ばれる。詳細についてはロシア関連メモ No.65 「近代化の条件—投資環境の改善」(2011.4.4)参照 [http://www.cipps.org/group/russia\\_memo/065\\_110404.pdf](http://www.cipps.org/group/russia_memo/065_110404.pdf)

## 2. 抄訳・仮訳

(1) ロシア経済、特に投資環境の現状を一言で言うとなつて次のようになる: 「長期発展モデル実現のための戦略を開始する時は来た。」INSORは、最近公表した 2012 年戦略アジェンダに関する報告書<sup>2</sup>で、世界経済危機によってロシアでは 2000 年代の経済的アルゴリズムがもはや当てはまらなくなったとの結論を出した。ロシアがかつての経済的常態を回復し、年平均GDP成長率 6.9%、実質国民所得増加率 20~30%を実現することはもはや不可能なのである。

ロシアは財政支出(石油・天然ガスが主要資金源)を増加させるだけでは、現在直面し、さらに蓄積しつつある様々な問題を解決できない状況に陥っており、構造転換を進める改革が不可欠とである。現在の支配的傾向が今後 2~3 年続くようであれば、ロシアの経済的競争力と「社会国家」システムの強みが、逆方向に作用するようになると予想される。このことは次の 3 つの次元において既に明らかとなっている。

(2) 1 つ目の次元は、外需の質的变化とそれに伴うグローバル経済におけるロシアの位置の変化である。今、先進諸国及び新興市場経済で起こっている変化は新しい消費モデルへの移行である。これはロシアにとっては、GDP に占める輸出のシェアの急低下となって現れる。2013 年あるいは 2014 年までには、ロシアの GDP に占める輸出のシェアは今日の約 30%から 20%程度に低下するであろう。その直接的影響は、資本流入・流出の不安定化、貿易赤字転落(2015 年頃)、ルーブル為替レート乱高下等である。危機後の回復期に輸出主導型経済の限界が露呈することは、2006 年から 2008 年初頭にかけてのロシアの驚異的成長の原動力が失われることを意味する。

輸出収入の減少を補うためには構造転換が必要である。まずはロシアの伝統的製品の市場を開拓することが必要で(アジアとラテンアメリカが第一候補)、さらに重要なことは高付加価値製品(石油化学産業、機械、農業等の新製品)によって質の異なる輸出回復を実現することである。

輸出の付加価値向上には、ロシアが国境を越えた技術・ロジスティクス面における国際的協力関係に統合されることが必要である。それによってロシアは世界の消費と投資需要のリバランシングのメリットを享受することが可能となる。これは又、先進国ととも海外市場におけるプレゼンス向上につながり、開発途上国は国内成長源の活性化をもたらす。

国際的なインバランス調整が進むと国家間及び市場参加者間の競争が激化し、その結果金融資産の再配分が起こるが、この面におけるロシアのプレゼンスは残念なことに非常に低い<sup>3</sup>。投資家

<sup>2</sup> 報告書『未来の実現：2012 年戦略』(“Обретение будущего. Стратегия-2012”；英語名“Attaining the future. Strategy- 2012”) (2011 年 3 月 15 日発表) (筆者註)

<sup>3</sup> 2011 年の指標では、ロシアの経済的自由度は 183 カ国中 143 位である；世界経済フォーラムの国際競争力報告書では 91 位、“Doing Business”では 123 位、腐敗認識度指数は 154 位。IMD による制度的発展の評価では、ロシアは OECD 加盟諸国に劣後するだけでなく、他の全 BRIC 諸国に劣後している。国際財産権指標では、ロシアはウガンダ、モーリタニア、ギニア、ドミニカ共和国とともに 93 位である。グラント・トーソンが調査した 5,700

のロシアのビジネス環境に対する評価は非常に厳しく、「規制の裁定」によって敗北しつつある<sup>4</sup>。

グローバル経済の動きが国家経済のあり方を規定する根本的要素となった今日の世界でロシアが生き残るためには新しい発展モデルが不可欠であるが、そのために絶対的に必要なのは企業の競争力である。質の高い企業があつてこそ国家経済の安定的発展が下支・加速され、国際的な需要構造変化や新技術によるパラダイムシフト、新規物質の開発等に対応できる柔軟な経済構造基盤の形成も可能となる。それこそがロシア近代化の成功とグローバル経済における地位確立の重要な要素であり、ロシアが先進諸国の「燃料供給所」や「頭脳発生器」<sup>5</sup>の役割を脱して世界のリーダーに加わる能力と地位を獲得することにつながるのである。

(3)2 つ目の次元は、投資活動及びその水準を規定する要素にある。専門家の予測によると 2011 年から 2015 年の間に、輸出の経済成長率への貢献度は危機前水準の 2~2.5%から 0.5~1%へ低下し、同時に国内消費の貢献度も 2~3%に低下する (2007 年 : 6.7%)。残された潜在成長力は投資需要のみとなる (財政支出によって成長を加速する可能性は、既に実質的に失われている)。

近代化目標を達成するためには、資本蓄積率が少なくとも現状水準の 3 分の 1 以上上昇し 30~32%となる必要がある。そのためには現在予測されている年率 5~6%の投資増加率が 2 倍以上となる必要がある。さらに投資需要の民間部門へのシフトも不可欠である。現在の資本投資は半分近くが財政関連及び国営企業によるものであるが、そのことは近代化支援のための非実現的な程巨大な投資計画—「通常シナリオ」で 10 兆ドル規模の計画—も、「ワースト・ケース・シナリオ」<sup>6</sup>では半分になってしまう可能性があることを意味している。

真に必要な投資額は、明確な投資構造と出口戦略にもとづく投資フロー各構成要素の最適化によってのみ決定し得る。そのために最も重要なことは、投資環境の劇的な改善と企業活動の効率性向上を並行して進めることである。

(4)ロシアは現状維持のままでは 4% (±0.5%) 程度の経済成長が限界であることはもはや明らかである。これは 2000 年代前半の成長率から石油・天然ガス価格上昇によるマクロ経済的効果を差し引いた水準である。この程度の成長率では、グローバル経済の中でロシアの地位を確保することは困難であり、近代化目標の達成も不可能である。

ところが、現状維持のまま成長率を 5.5~6%に引き上げることができると主張する専門家も

---

社のうち 49%が、ロシアでビジネスを行う上での最大の障害は官僚の質と国家規制にあると回答している。これは世界の平均から 16%も悪い数値であり、さらに前年調査から 9%悪化している。

<sup>4</sup> 世界全体の FDI の額は、2010 年 1,122 兆ドル、2009 年 1,114 兆ドルであった。同時期ロシアの FDI は 387 億ドルから 397 億ドルへ 2.5%増加した。だが、これは満足いくものではない。国際的な投資需要が再配置されるなかで、ロシアはそのほんの一部を得ているに過ぎない (中国は 1,057 億ドル、米国は 1,861 億ドルを得ている)。

<sup>5</sup> 「燃料供給所」はロシアが原油、天然ガス等の燃料の輸出国であることを指し、「頭脳発生器」はロシアから優秀な科学者や専門家の諸外国への流出が続いていることを指している (筆者註)。

<sup>6</sup> ロシアの発展計画のベースとなる経済見通しでは、通常何種類かのシナリオが想定される (筆者註)。

いる。彼らは新たな輸出品の開発と国内投資増加によって実現できるというのだ。だが、そのためには非常に重要な前提条件が必要となる。それは規制環境の包括的かつ明瞭な変革であり、それこそが企業活動を活発化しバランスの取れた発展を実現するために不可欠な改革である。

我々は特に成長の質的側面を重視すべきと考える。徒に成長率の数値を求めるのではなく、現在の経済モデルの潜在成長力が枯渇したという問題にまず対応することが重要である。我々は、バランスの取れた成長の要素としては以下の項目が重要であると考えている。

- ・インフレ率の漸進的低下
- ・貿易収支の安定
- ・持続可能なルール為替レート
- ・金融市場の十分な発展
- ・信用リスク低下及び投資に占める貸出の割合増加
- ・「長期資金」の源泉が国内で生み出され、経済に投入される資金に占めるシェアが高まること  
経済過熱（輸入急増も含む）と商品、金融市場のバブル防止
- ・労働生産性向上に見合う賃金上昇
- ・現在の需要拡大の「小休止状態」を、技術的近代化、生産効率の向上、製品ポートフォリオの改善に活用すること

忘れてはならないことは、我々は、このバランスの取れた成長への道の選択を、資源依存による「オランダ病」と、「規制環境の呪い」（「国家経済」肥大による競争力低下、非効率な司法制度、恣意的な法執行、マイクロマネジメント<sup>7</sup>、汚職、過度の管理、そして政治的競争の欠如、公開理・国家決定執行に関する独立の調査や公開審理が行われていないこと等）が蔓延する状況下で行わなくてはならないということである。

(5)INSOR の専門家のこの結論は、直近の経済動向と投資水準、そしてその規定要素によっても正しいことが証明されている。2011 年第 1 四半期の予想以上に矛盾に満ち、疑念を生むような実績数値を見れば明らかである（図表 1）。

この実績値を見ると、2011 年 2 月と 3 月の間には殆ど変化がないことが分かる。3 月の GDP 成長率はプラス 0.3%で、これは前年（2010 年 3 月）比プラス 4.2%である（2011 年第 1 四半期は前年同期比 4.5%成長）。2011 年第 1 四半期の成長率はプラス 1.3%に止まり、これは期待をはるかに下回るものであった。それにもかかわらず、専門家やマスメディアの多くは、経済はゆっくりとだが着実に前進していると楽観的な解釈をしている。

---

<sup>7</sup> 管理者が細部まで規定し、部下に裁量権を与えない管理手法（筆者註）

図表 1 主要経済指標:成長率(前期比:季節調整済み)

	2010				2011			
	Q1	Q2	Q3	Q4	1月	2月	3月	Q1
GDP	0.8	0.5	0.2	2.8	0.1	0.2	0.3	1.3
鉱工業生産	2.1	2.2	-0.3	1.9	0.8	0.0	0.7	1.2
資本投資	-2.5	2.3	1.2	7.7	-17.1	1.7	1.5	-15.4
建設	-6.8	5.7	2.1	6.9	-10.6	0.3	3.2	-4.8
実質可処分所得	2.3	-2.8	-2.5	0.3	-0.6	0.4	-1.8	-0.3
実質所得	1.2	0.8	0.6	0.9	-0.2	-1.1	0.5	0.0
小売売上高	2.5	2.6	1.6	0.1	-0.4	0.8	0.0	0.5

出所: 経済発展省

確かに四半期毎の実績を見ると改善傾向が見られる。この傾向が持続することも期待できる一方、同時に論理的には成長の質が低下していることが想定される。投資需要は回復しておらず、消費需要も停滞したままである。外的成長要因も基本的に効果がなく、成長要因は在庫増加（鉱工業生産の増加を説明する）と政府調達である。これらが効果を持つことは否定しないが、昨年のような成長を再び繰り返すには不十分であり、さらに昨年実績を上回ることは無理であろう。

3月の資本投資増加率は1.5%であるが、実額は昨年末月のみならず昨年初月をも下回っている。国家統計局の暫定値によると、今年3月の投資は2010年3月比マイナス0.3%であり、2011年第1四半期は前年同期比マイナス1.7%である。さらに2010年第4四半期と比較すると、季節調整後マイナス15%という水準となっている。

図表 2: 資本投資増加率(前年比 %)

Capital Investment Dynamics, %  
year-on-year



出所: 国家統計局

(INSOR《Foreign Investment in Russia》より転載)

専門家はその要因として次の点を指摘している：①投資環境改善が進んでいないこと、②新税

制への適応が完了していないこと（通常4～5ヶ月を要する）（新税制とは、主に年金基金拠出金の雇用者負担率引き上げ）、③ 機械設備輸入減少（輸入額は2009年～2010年の間に危機前の半分の水準に落ち込んだ）、④機械、建設セクターの低迷。建設セクターの投資はここに来て資本投資を上回っているのは確かだが（図表2）は、2011年第1四半期はマイナスであった。2011年3月住宅建設は前年同期比プラス13.5%であったが、2011年第1四半期と2010年第1四半期を比較するとマイナス2.2%であった。

農業（2011年2月～3月プラス0.6%）と鉱工業生産（同0.7%増）のプラスは「内在的」成長の効果によるもので、輸送（同月増加率7.9%、同四半期増加率3.7%）、電力生産の増加、そしてより重要なことは、労働市場の拡大に繋がっていることである。経済発展省による2011年3月の失業率（季節調整後）は6.4%（2月6.7%、1月6.9%）で、ILO基準による失業者数は3月540万人、登録済失業者は160万人（うち失業補償給付受給者は140万人）であった。

2011年3月には対外通商関連指標にも回復が見られた。経済発展省によると、貿易黒字は160億ドルで前年同月比プラス5.1%であった。輸出総額は427億ドル（2010年3月比プラス25.5%、同2月比プラス9.4%）で、輸入は267億ドル（同プラス42.1%、プラス23.6%）であった。

(6)輸出増加が原油価格高騰によるものであることは一目瞭然で、経済全体の成長にプラスとなったことは間違いないが、実際その影響は非常に複雑である。このような海外市場への依存は成長力低下につながると多くのアナリストらが指摘している。その論拠は以下のとおりである。

1点目はオイルダラーの流入はルーブル高と輸入増につながることであり、既にその動きは加速しており、3月の輸入実績は危機後の最高水準に達している。これは以前の水準が低過ぎ、また繰延需要によるという理由だけでは説明できない。輸入増加のペースは危機前の消費及び投資ブームの頃と同水準となっているが、今回そのようなブームが発生していないことは明らかである。すなわち今回のような「バブル類似」的な異常状態は長続きせず、石油価格が下落に転じるとともに終焉を迎えると考えられる。今年、実質23～25%の輸入増加となることは十分に想定されるが、これが5～6%低下（それでも通常ベースより高いが）すれば、輸出の経済への貢献度は大きく低下し、2011年のGDP成長率は3.0～3.5%に止まる恐れもある。

図表3：実質GDP成長率及び各構成要素(%)

	2010	2011 (CSR IEP 予測値)	2011 (代替予測値)
国内総生産	4.0	3.1	5.1
最終消費支出	2.5	4.5	4.5
- 含: 家計支出	3.0	5.4	5.4
総資本形成	28.4	12.4	23.4
- 含: 資本投資	6.1	6.5	18.0
純輸出	-42.8	-40.0	-46.1
- 含: 輸入	25.6	23.7	26.0

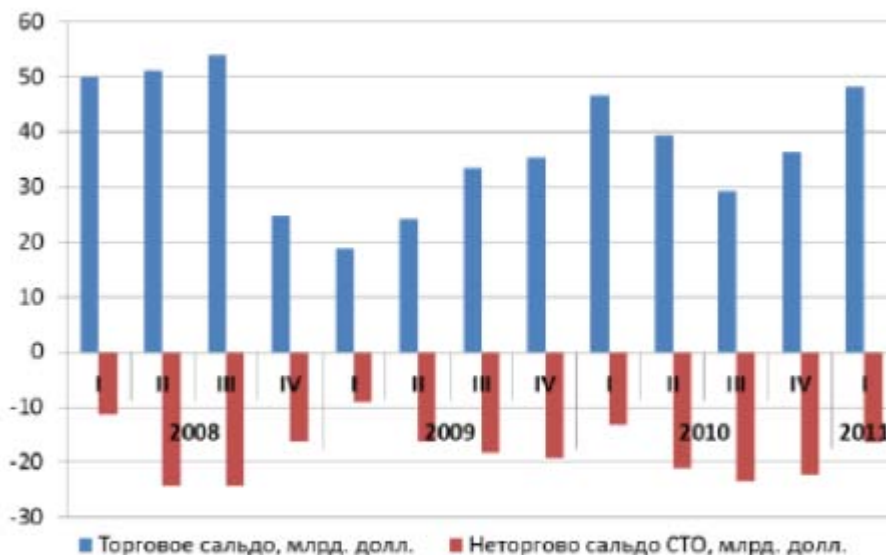
出所: 国家統計局 CSR IEP

輸出と輸入の増加率の差は貿易黒字増加のペース鈍化につながる。このこと自体は何ら懸念材料ではない（予算は1兆ルーブル増額されているが）。問題はロシアの貿易外収支赤字の増加であり（図表4）、これが、海外依存が成長力低下をもたらすことの2つめの根拠である。2011年第1四半期の貿易外収支赤字は160億ドルに達し、前年同期比1.25倍の水準となった（サービス、賃金、報酬、投資収益等すべての構成要素が要因である）。

2011年通年の貿易外収支赤字は900億ドルに達する見込みである。原油高により経常収支は昨年同水準の71億ドル程度の黒字になるが、それも原油価格動向に左右される。ウラル原油の年間平均価格が10ドル低下すると経常赤字に転落するとの資産もあり、それは2012年にも起こり得る。実はロシア金融当局者その事態を非常に懸念している。

図表4：貿易収支・貿易外収支

### Trade and Non-Trade Balance



Trade balance (blue),  
Non-trade balance (red)

出所：ロシア中央銀行

(INSOR《Foreign Investment in Russia》より転載)

そして、最後の3つ目の根拠は資本逃避が止まらないことである（第1四半期の流出額は210億ドル以上）。これについて財務省やロシア中央銀行はいずれ資本流入に転じると予測しているが、2011年の資本収支赤字が500~600億ドルに達すると試算する専門家もいる。このように見方が分かれる理由は、ロシアの投資環境の悪さと選挙が近い<sup>8</sup>ことによる政治的不安定性から生じる企

<sup>8</sup> ロシアでは2011年12月に下院議会（国家院）選挙、2012年3月に大統領選挙が予定されている。特に大統領選挙について、メドベージェフ大統領が再選されるか、プーチン首相が復帰するかによって政治動向が大きく変

業の投資マインドの悪化をどの程度勘案するかによって変わってくるためである。

このような状態が続く限り、ロシア経済は現在の制度及び構造フォーマットを維持しては巨額のオイルダラー流入を消化できなくなる。そうなると、オイルダラー流入も昨年のような成長要因にはなり得ない。国内における投資需要は拡大しておらず、経済発展ドライバーとしての役割を果たしていない。

(7)以上のような最近の新しい現実、経済発展省の2012年～2014年予測の改訂に完全に反映されている(図表5)。

同予測によると、2011年の投資増加率は6～7%程度である。原油高によって輸出収入は20%増加し、非金融機関信用残高も23%増加する。石油・ガスコンビナート及びインフラ(発電、鉄道輸送等)投資シェアは、2009年27.1%、2010年28.2%、2011年28.5%と上昇を続け、これらのセクターで投資増加率の2%を占める。今年上期には2010年と同様多額の機械設備等投資が行われるが、需要の大半は輸入に集中する。2011年下期に不動産セクターの回復が期待されるが、プロジェクトファイナンスと施設稼働開始のタイムラグのため実績として計上されるのは来年以降となる。公共投資も名目値で40%も増加すると予想され、ハイテクセクター、輸送、社会インフラ領域における資本投資増加につながる。

ロシア経済は、2012年初めに危機前のピークすなわち2008年第2四半期水準を回復すると予測されている。鉱工業生産、小売売上高、サービスはそれより早く2011年中に既往ピークを更新する。資本投資は建設セクター不振の影響により遅れ、2012年にピークに達する。GDPは2014年に危機前の2008年の水準を12.7%上回り、消費は20%以上上回り(資本投資はプラス21.6%、小売売上高プラス20.3%増)、輸入は40%の増加との予測となっている。

だが、2012年には原油価格が下落傾向となって輸出収入増加ペースが鈍化するため、国家予算からの投資額の増加率も低下に転じる。そのため「自然独占」関連投資プログラム(特にパイプライン輸送プロジェクト)投資が占める割合が高まる。それらプロジェクトには「遅延リスク」があるが、それでも2012年の投資増加率は8.8%と予想され、大部分(約3.6%)が石油・ガス、インフラプロジェクト向けである。

2013～2014年にはこれらのセクターの投資増加率も低下する。輸送インフラ(パイプラインシステム以外)投資増加率は、2011年から2013年にかけて4.9～6.1%と推定されるが、必要な予算措置が決定されれば2014年には10%超となる。サービスセクター(金融、通商、不動産)の資本投資増加率はこの期間に危機前水準を回復しないものの、それ以降は年率12～18%増加する。社会面における資本投資は、予算外支出増により2014年までに年率5.5～5.6%増加となる。

---

わると見られている。



2013年または2014年までには加工業が回復し、投資環境改善と企業効率改善へ向けた国家政策の効果によって、民間企業の自己資金による設備近代化・生産開発関連投資が増加し、危機前水準を下回ることにはなくなる。全体的な投資増加率は2013年7.7%、2014年9.7%と予測され、資本蓄積率も2010年の21.4%から25%に上昇する。

図表5：主要社会経済発展指標

	2010	2011	2012	2013	2014
ウラル原油価格 \$/バレル	78.2	105	93	95	97
GDP 成長率 % (前年=100)	104	104.2	103.5	104.2	104.6
資本投資 " % ( " )	106	106	108.8	107.7	109.6
実質所得 " % ( " )	104.6	103.3	104.3	104.5	105
小売売上高 " % ( " )	106.3	103.8	104.5	105.3	106.0
輸出 (億ドル)	4,001	5,008	4,944	5,123	5,365
輸入 ( " )	2,487	3,087	3,524	3,960	4,446
貿易収支 ( " )	710	1,010	490	220	-50
平均ルーブル為替レート(\$1)	30.4	28.4	27.9	27.9	29

出所: 経済発展省 国家統計局

(8)インフレは依然として投資制約要因である。2011年第1四半期の物価上昇率は3.8% (3月は0.6%)で、5月10日の年初来上昇率は4.4%に達している。その一方で、食料価格の低下 (輸入税廃止、穀物市場介入の効果、国際市場における価格低下等を要因とする)により、今後インフレ昂進が緩和される可能性もある。しかし、現状のインフレ率は昨年同期 (3.5%、年率換算9.6%)より高くなっている。

ロシア中央銀行は、2011年5月3日に、リファイナンス・レートと一部のオペレーション金利の0.25%引き上げ及び流動性操作をよりきめ細かく行うことを決定した。その理由としてインフレ期待の継続、国際金融市場及び商品市場の状況がロシア経済にマイナスの影響を与える懸念が大きい、インフレに起因する国民の貯蓄性向低下がインフレ圧力を強めていること、インフレ圧力低下に果たす通貨的要素の役割が高まっていること等を挙げた。

このように中央銀行はインフレ阻止のスタンスを明確にしたが、依然ルーブル高の可能性があり、その見通しは暗い。4月に経済発展省が、原油価格が1バレルあたり115ドル～120ドルに上昇し投機資金流入によってルーブル・レートが1ドル24～25ルーブルまで上昇する可能性があるという見通しを示した<sup>9</sup>。今年下期にインフレ率上昇ペースが鈍化せず、原油価格が低下しない場合は (政府は年率7.5%の予測を変更していないが)、このシナリオが現実化する可能性が非常に

<sup>9</sup> 2011年1月～3月、ルーブルは対ドルで実質11%上昇し、他通貨に対し平均6.9%上昇した。同時にマネタリー・ベース (ロシア中央銀行の定義による) は83億5,000万ルーブル減少し、7兆5,142億ルーブルとなった (昨年同期は1.6%減少)。

高いと指摘する専門家もいる。

そのようなルーブル高の影響は複雑である。ルーブル資産の過小評価を克服すること（それ自体はポジティブなことであるが）は、輸出業者のポジション悪化と海外製品輸出との競争激化を招く（ロシアの実体経済セクターが対抗できるかは甚だ疑わしい）。これらの要素はマネーサプライを昨年同水準に維持するという通貨政策と相まって、経済成長加速に全くつながらないことは明らかである。最良シナリオにおいてもこのような通貨政策は中立的効果しか持たない。しかし、その可能性を認めようとしない専門家も多い。

(9)中央銀行の通貨介入により2兆ルーブル以上供給されたことがインフレ圧力となっているとの見方もある。予算支出にも同様のリスクがあり、連邦予算支出は既に計画を4,200億ルーブル上回っている。今後選挙が近づくと支出がこれ以上増えないという保証はない。規制公共料金の今年の引き上げは既に行われたので今後物価上昇圧力となることはないが、中期的にはインフレ期待を高めることにつながっている。政府は2012～2014年計画において料金の上げ幅を段階的に縮小し、最終的には引き上げない計画としている（ガス、電気、公共輸送料金）。

中期的に規制料金の引き上げ幅はインフレ率を1～2%以上上回るべきではなく、仮にインフレ率が5%を下回る場合は、インフレ率を1～2%下回る水準とすべきである。そのためには当然ながらガスピロム、ロシア鉄道その他の公共サービスの根本的構造改革が必要であり、電力セクターの市場改革や公共暖房システムへのマーケットメカニズム導入などが必要となる。インフレと闘うためにはこの領域の改革が真に不可欠である。

全カテゴリーの消費者向け電気料金の上昇率は、2012年11～13%、2013年10～12%、2014年9～10%とされている（同期間の年平均規制料金上昇率は10%）。暖房及びガス料金の引上げ幅は各10%、15%を超えるべきではない。鉄道輸送料金は2012年に7.4%、2014年に5～5.5%と引上げ幅が抑えられる予定である（その一方で旅客料金は毎年10%以上引き上げられる）。

これでは不十分であり、自然独占の効率性改善をインフレ抑制につなげる別のシナリオを実現すべきである。そのシナリオ（2011年インフレ率が政府予測の7.5%を下回るシナリオ）においては、2012～2014年の引上げ幅を電気5～8.5%、暖房8～10%、天然ガス6.4～7.1%、鉄道輸送5～6%の範囲にすべきである。

2011年のインフレ目標を達成するためには（専門家は8～9%の間を予想）、通貨規制がさらに強化する必要があり、それを達成することで2014年にインフレ率を4～5%程度に抑えられれば、全く異なるマクロ経済的状况が生まれ、企業の効率化、規制環境の根本的改善、投資増加に繋がっているだろう。

我々はこの数ヶ月間、政府関係者や専門家と議論し、上述の問題に取り組むことこそが投資環

境改善の問題の真の解決につながることで認識が一致した。

(10)投資環境に関して無視できない問題は、投資環境が企業活動へ与える悪影響が輸出関連産業の収入増加を相殺してしまうことである（上述の通り、輸出収入増加は国内経済成長につながる）。

その観点からメドベージェフ大統領のイニシアティブ<sup>10</sup>は非常に大きな重要性を持つ。この投資環境改善を目的とするイニシアティブには以下の項目が含まれる。

- ・ 2012年1月1日から強制年金保険、社会保険、医療保険の事業主拠出金料率を2011年当初水準まで引き下げ
- ・ 連邦政府の政府調達関連支出を15%削減（削減分は他のインフラプロジェクトへ振向け）
- ・ 政府機関の規制的活動が起業及び投資活動を阻害していないか評価する権限を経済発展省に付与
- ・ 国営企業の少数株主の企業情報アクセスを保証する法律案を議会に提出
- ・ 戦略産業関連ディールへの外国投資家参入規制を廃止する法律制定

これらの措置は今年5月から10月にかけて全て実施される予定である。

さらに、投資環境における国営企業の過度な影響力を低下させるため、5月～10月ある時点で主要国営企業の民営化スケジュールを確定することが合意された（300億ドル超の国家持分を売却する5年間のプロジェクトの一部）。また、国営企業が行う取引の価格や契約内容等、情報開示手続きも決定される。

10月1日までに公務員の国家が持分保有する企業の会長、役員（または評議員）就任が禁止される。該当企業のコーポレートガバナンス関連機構の役職にある副首相、閣僚は、独立取締役等と交替しなくてはならない。

国家機関による行為あるいは不作為、公務員の汚職に対する苦情をチェックする手続き規定する法律案も起草された。これに関連し、企業に特に重要な意味を持つのは、すべての政府関連機関の規制的活動や経済活動及び投資活動に関する政府規制のあり方について企業界で公開討論を行い、その結果を法律に反映させる手続きに関する大統領令である。このような、政府規制を企業の立場から評価することは市場経済においては当たり前であるが、ロシアでも大々的に行われようとしている。また、公的サービスの質を投資家が継続的に評価する仕組及び改善措置の実効性確保手続きも導入される。その監督については副首相が一元的に責任を持つ。企業界のオンブズマンは連邦管区ごとに設置され、各管区の大統領全権副公使級がオンブズマンに就任する。

---

<sup>10</sup> 註1参照。

これらの5月～10月に実施されるプログラムは、投資環境改善に必要な制度的措置の最初のステップに過ぎない。その後、国家契約、移民労働者を規制する法律の改正、地域ごとの「投資環境プログラム」策定、規制障壁の除去、関税規制の近代化、ターゲット・プログラムによる国家投資の効率向上、中小企業支援、電子政府創設、開発機関との協力促進等、一連の措置が行われる予定である。

ロシア大統領や政府が行う様々な決定は従来よりも内容が洗練され、実施のスピードも早くなっている。例えば経済発展省は英米法のLPあるいはLLPに該当する新しい形態の組織設立に関する立法作業を完了し6月1日までに民法改正案を提出する予定である。さらに、電気市場においても民間企業による送電事業経営を認めるメカニズムの準備も課題として浮上している。

6月1日までにロシア直接投資ファンドの詳細が決定される。このファンドはメドベージェフ大統領が提案したもので、純粋な民間株式投資ファンドと同様のものである。財務省は2011年予算を変更し626億ルーブルを充当する。政府は今後5年間で出資額を100億ドルに増額し、将来的には関連投資額を600億ドルから900億ドルにする計画である。このファンドの管理会社や役員に政府関係者は就任しない。役員はファンドへ国家介入が行われないようにする義務を負う。また、国際的な専門家による諮問評議会も設置される。詳細は検討中だが、現段階で明らかになっているのはファンドの出資上限が25%であること、最低投資額が5,000万ドルで最高が5億ドル、平均投資額2億～3億ドルであること、収益率は20%を目標とし、投資タイムフレームは5～7年とすること等である。

結論として、既に開始されている投資環境改善のための努力は、全体的な規制環境の改善の推進力となり、新しい長期的発展モデルの必要性に対応し、民間投資主導による近代化目標達成の原動力となる。ただし、そのメリットは、2011～2012年の選挙サイクルの結果が出た後に明らかとなるだろう。

以上