

2011年6月27日

ロシア関連メモ 074

国際公共政策研究センター
主任研究員 神野 雅人

ロシア－IMF 第4条協議声明の概要

1. 概要

(1) 第4条協議

IMFは「協定第4条」にもとづき、毎年1回加盟国の経済状況や政策内容をチェックし、加盟国と協議することとされているが、6月14日に同条項にもとづくロシアとの協議に関する声明を発表した。以下、その内容について報告する。

(2) 声明の要点

今回の声明は、ロシア政府に対し経済政策の転換と構造改革の断行を強く求める内容となっている。声明では、ロシアが直面する最大の問題は、現在の原油価格高騰を、経済成長を高い軌道に乗せるための梃子として活用することであり、そのためにはあらゆる領域において政策を見直し、構造改革を進めることが不可欠だとしている。そして、改革が行われない場合、ロシア経済の中長期的展望は暗いものとなり、成長率は年率4%を下回る水準となると警告を発している。

具体的に改革が必要とされる領域として挙げられているのは以下の4つである。

① 財政再建

- ・ 石油を除く財政赤字を削減すべき。そのために賃金税率引下げ、補助金削減、免税縮小、社会保障支出削減等を内容とする2015年までの財政再建プランを策定すべき。
- ・ 財政基盤強化のため、年金、社会保険、保健制度等の抜本的見直しも実施すべき。

② インフレ抑制

- ・ 年内に追加利上げを行なってインフレを抑制し、合わせて政策アナウンスメント効果向上を図るべき。
- ・ 中央銀行のオペレーションの改善が必要。

③ 金融セクターの強化

- ・ 政府の危機対策措置により、危機が金融システム全体に波及することは回避され、金融システムは一見安定化しつつあるが、ストレステストの結果は信憑性に乏しく引当水準も低い。
- ・ 危機対策と危機後の業界再編はモラルハザードの増大、競争低下につながっている。
- ・ 金融監督のあり方全般を国際的水準に高めることが必要。早期是正措置の迅速な実施、引当

水準引き上げ、大銀行の監督強化、システミックリスク・モニタリング体制強化が課題。

④ 投資環境改善のための構造改革

- ・ 経済の多様化と成長の実現には劣悪なビジネス環境と脆弱なガバナンスの改善が不可欠。
- ・ メドベージェフ大統領の投資環境改善プランを迅速に実行するとともに、財産権保護、法の支配の強化、司法制度・行政改革など幅広いガバナンス改革を並行して進めるべき。
- ・ WTO 加盟、国営企業の民営化遂行が望ましい。

以下、声明の概要。

2. 改革のポイント

(1)概説

ロシア経済が直面する最大の問題は、現在の原油価格高騰を、経済発展をより高い軌道に乗せるための梃子として活用することである。過去の景気循環追従型経済政策を改め、あらゆる領域において新しい経済政策を再設定することが必要である。信頼性が高く大胆かつ成長促進的な財政再建を進め、安定的な財政構造を構築することにより国家財政の脆弱性を克服すること、金融引締めと柔軟な為替政策によってインフレを抑制すること、金融セクターの監督を強化し安定した金融システムをつくること、ガバナンス向上とビジネス環境改善によって投資を拡大し、経済の多様化を促進することが具体的な課題となる。

現在ロシア政府が策定中の「2020年戦略」¹によって改革がプログラム化され、成長促進につながることを期待される。

(2)原油価格高をロシアの成長潜在力実現の梃子とするためには

a. ロシア経済は回復基調にあるが、危機後のパフォーマンスは十分なものとは言えない。

巨額の財政支出と原油高にも拘らず、ロシアの経済成長率は相対的に低くインフレ率は高い。さらに多額の不良債権が信用拡大を阻害している。また、劣悪なビジネス環境が政治的不確定要素²とともにロシアへの投資を妨げており、ネット資本流出の状態が依然として続いている。

危機対策としての銀行支援や財政支出措置は既に終了したにもかかわらず、金融政策はインフレ抑制に効果を上げていない。現行の経済政策が継続された場合、GDP成長率は2011年4.8%、2012年4.5%となり、インフレ率は低下せず2011年8%、2012年7%超となるだろう³。

¹ プーチン首相主導で進められている「2020年までのロシア発展戦略」。2011年8月に中間報告、11月に最終報告が取りまとめられる予定。

² ロシアでは2011年12月に下院議会選挙、2012年3月に大統領選挙が行われる。大統領選挙にはメドベージェフ現大統領とプーチン首相のいずれが立候補するのかが未だ明らかとなっておらず、そのことがロシアの国家としての先行きに不透明感を与え、海外からの投資の阻害要因となっていると指摘されている。

³ 文末「参考」（ロシア経済発展省見通し）参照。

b. 大胆な改革が行われな限りロシアの中期的展望は暗い。

過去 10 年間、ロシアは他の新興諸国と比べても経済的に不安定で、世界経済危機にあつては資源依存、劣悪なガバナンス、脆弱な制度的枠組みに起因する要因により、大幅な生産減少に見舞われた。大胆な改革が断行されない限りロシアの経済成長率は中期的に年率 4%を下回る緩慢なものとなるだろう。さらにロシア経済は外的ショックに対して極めて脆弱であり、原油価格下落が景気後退に直結している。その場合中期的見通しはさらに暗いものとなる。

c. 現在の資源価格高騰を政策強化につなげることができれば復活の可能性はある。

ロシアは、原油価格が高騰を続けている今こそ「過去に対する自己満足を克服する」という課題を解決しなくてはならない。原油高である限りロシアは資金的バッファーを持ちつつ成長のための改革を行うことができる。改革が成功すれば中期的に年率 6%成長も可能となる。

まず行うべきことは、経済の回復とともに危機対策措置を速やかに縮小すること、財政の脆弱性を克服してインフレを抑制すること、強固で競争力ある銀行システムを構築すること、投資環境を改善することである。

そして政策の枠組み全体を改善し、長期間に渡って停滞してきた構造改革を進めることが戦略の中心となるべきである。それによって投資家にポジティブなシグナルを發し、ロシアの成長潜在力を活用することが可能となるであろう。

(3)財政再建が経済安定と成長に不可欠

a. ロシア連邦財政は石油輸出収入を除くと大きな赤字が続いており、財政の脆弱性と経済の不安定化につながっている。

石油以外の財政赤字は GDP の 12.75%に達している。これは他の産油国にも共通する傾向だが、ロシアでは危機前でも GDP の 8%を超えていた。経済が予想より早く回復し、財政調整が遅れば、インフレ昂進とルーブル高につながり、競争力が低下して原油価格依存型経済が固定される恐れがある。ロシアの準備金は危機対策で使い果たされたため、国家財政は原油価格下落に対しさらに脆弱となっている。

b. 政府は財政再建を進めているが、さらに大胆かつ成長促進的改革を行うべきである。

「2011 年～2013 年の予算編成方針」における支出削減の規模は小さすぎる。この計画によると 2013 年の石油を除く財政赤字は GDP の 10.5%である。2012 年～2014 年の予備的計画で追加的な財政再建策が打ち出されているものの財政赤字の水準は依然として高い。最近補正予算が承認されたが、これは財政再建の遅れにつながる。財政再建策の中身を見ると、半分以上が賃金税率引上げと投資削減によるもので、これは雇用促進と経済成長に有害である。

c. 財政の脆弱性克服のためには、より大規模かつ迅速な改革が必要である。

ロシア政府は、石油を除く財政赤字を GDP の 4.7%に引下げることを目標としていたが、こ

の目標は危機のため一旦保留にされた。財政の安定性を高め石油資源の恩恵を世代間で公平に享受するためには、この目標を再び達成することが必要である。

成長促進的措置、すなわち賃金税率を元の水準に戻すこと及び補助金削減、免税範囲縮小、目的を絞った社会保障関係支出等を内容とする 2015 年を期限とする財政再建計画を策定すべきである。

調整を永続的なものとするためには、年金、社会保険、保健部門の根本的改革が必要である。この改革を前倒して行うこと（2011 年～2013 年に 3 分の 2 を行う）は、投資増加と実質金利低下に伴う消費増加につながる。これらは石油ファンド⁴のバッファーを蓄えることにもつながり政府の目標とも一致する。財政赤字が縮小しさらに黒字に転じれば、政府は借入を毎年 GDP の 1 %程度に抑えることが可能となり、国内資本市場の発展に注力することができる。

d. 財政赤字削減は、同時に全体的な整理統合につながる。

国際的な経験では、強力な政治的支援を以てルールを守ることによって財政に規律を与え、バランスの取れた経済成長を実現することができる。政府は長期的な石油以外の財政赤字目標を再設定するか、あるいは原油価格が一定以上の場合には輸出収入をファンドに貯蓄するいわゆる「原油価格ルール」を設定するか検討中である。この点、我々は今後も石油以外の財政赤字を抑えることがロシアの財政政策において最も重要な点であると考えられる。

「原油価格ルール」は分かりやすく、政府支出と経済の原油価格の不安定性とのリンク断ち切ることができる点で魅力的だが、これは石油以外の財政赤字ルールのセカンドベストの選択肢として考えるべきである。その理由は、「原油価格ルール」は石油の富を次世代のために保持することにならない（石油以外の財政バランス目標では可能）。そして、「原油価格ルール」が有効な財政政策の指針となるためには、景気循環的財政政策に陥らないように支出の天井を設定することが必要である。

e. 財政の枠組みを強化することにより財政政策の信頼性と効果がより高まる。

そのために必要なことは次のとおり。

- ・ 景気循環的な支出増加を避けるため補正予算をやめること
- ・ 公正で透明性の高い財政分析を行い、財政政策の実施状況を評価し、公共調達効率を改善するための独立機関を設置すること
- ・ 免税範囲の縮小：これによって予算資源の活用が優先され、透明性が高まる。さらに国営企業と預金保険制度を含む財政リスクマネジメントの改善につながる。

(4) インフレ抑制のための金融政策強化

a. インフレ抑制のために金融引締め継続が必要。

⁴ ロシアの「石油・ガス収入」は「予備基金」「国民福祉基金」の財源となる。

ロシア中央銀行が金融引締めサイクルを開始した⁵のは適切である。だが複合的な措置が用いられているため政策シグナルが複雑になっている。また、銀行の流動性過剰により引締め効果が弱くなっている。

一方、コア・インフレ率は高く、IMF 予測では、今年追加引締めが行われないと、中央銀行の2011年のインフレ率目標6~7%は達成困難である。2012年のインフレ率を6%に抑え、中長期的に3%~5%とするためには、年内追加利上げと過剰流動性の吸収が必要である。

金融引き締めとともに、情報コミュニケーション政策の継続が必要である。中央銀行の予測部門のインフレ・レポート等を通じて、インフレ期待、中期的インフレ予測等を適宜発出することによって政策の透明性を高めることが必要である。

b. 金融政策全般の枠組み改善により引締め政策効果を高める。

ロシア中央銀行は最近政策金利の幅を縮小したが、金融政策の実効性を高めるためにさらにオペレーションの枠組みを改善する必要がある。政策金利幅をさらに縮小し、一連の政策措置を整備し、銀行の過剰流動性を削減し、政策金利帯の中心により拘束力の強い金利帯を設定すること等が必要である。これらの改革を、期限を定めて12~18ヶ月以内に実行し、決定後速やかに市場参加者に明確な形で通知すべきである。

c. 中央銀行が為替レートの柔軟性を高めようとしていることは好ましい。

介入の幅を狭めることや規模・頻度を縮小することは、金融政策がインフレに真正面から取り組む余地を増やすことになる。ルーブル為替の柔軟性の拡大傾向が続くことが重要である。

もし多額の資金流入が発生し、ルーブルが中期的ファンダメンタルズより過小評価されているのであれば切上げが適切である。その場合景気過熱を抑えるために財政支出削減が必要である。資本移動管理措置（特に資本移動規制、居住地によって準備率を変える等）は、上述のマクロ経済的手法の代替としては相応しくない。

(5)金融セクターの強化が成長の下支えにつながる

a. ロシアの金融システムは概ね安定化したが、不良債権と競争力に不安がある。

ロシア政府は危機の影響が金融セクターに及ぶことを防ぐことに成功した。金融システムは回復し、2010年には金融機関の業績も回復した。最近行われた金融セクター評価プログラム（FSAP）によるストレステスト⁶では、ロシアの金融機関は各種ショックに対し十分な耐性があるとの結果が出た。しかし、不良資産のオフバランス化やリストラクチャード資産等の過大評価によって銀行の資産内容は水増しされていると見るべきである。不良債権は減少しているものの引当金の水準は低い依然として低い。

⁵ ロシア中央銀行は、2009年4月以降引き下げられてきたリファレンス・レートを、2011年2月28日に引き上げ（7.75%→8.0%）、さらには同年5月3日に8.25%に引き上げた。

⁶ 2011年5月に公表されたロシア中央銀行「銀行監督報告書2010」では、2008年の危機と同様の事態が発生したとのストレステストでは、321行が資本不足に陥るとの結果が出たと報告されている。

そして、危機対策措置及び危機後の金融再編は国営銀行を含むシステム上重要性の高い銀行にとってメリットとなり、銀行のモラルハザードが高まり競争が低下している。

ロシアのノンバンク・セクターの規模は小さいが警戒が必要で、既にいくつかのノンバンクに危険な兆候が現れている。

b. 金融監督の強力な枠組構築が金融システムの安定につながる。

ロシアでは、準備金⁷の存在が様々なリスクに対するバッファーとなり得るが、ロシアの金融監督のあり方は様々な点において国際的水準に引き上げる必要がある。

銀行セクターについてはロシア中央銀行の監督権限が拡大され、資産査定に関する法規制化や連結監督導入等が行われた。その一方で、個別行に対する適用については裁量範囲が拡大され、報告等規制による負担軽減が図られた。今後はより迅速な早期是正措置の適用を行うとともに、システム全体の引当金の十分性を確保すること及び大規模な銀行の監督を強化することが重要である。

ノンバンク・セクターについては、最近、証券及び保険監督機関の統合により包括的モニタリングが可能となった。これは詳細な監督、規制の調和、規模の利益認識等の目的を持つものであった。これらのメリットを実現するためには、「金融市場の連邦サービスの新しい枠組み」によって監督機関に二次的規則を制定する権限が付与されるとともに、産業全体を拘束する規範設定権限と十分なリソースを与える必要がある。政府の計画は全般的に適切に進められており、完全に効果的な実施が求められる。

金融セクターにおける集中が高まるにつれてシステミックリスク・モニタリングの強化が喫緊の課題となっている。これに関連し最近大統領評議会の下に監督機関横断的なワーキンググループが設置されたこと及び中央銀行にマクロ・プルーデンシャルポリシー分析担当部局が設置されたことは好ましいことである。

(6)投資環境改善のための構造改革

a. 経済の多様化と成長の実現には、劣悪なビジネス環境と脆弱なガバナンスの改善が不可欠である。

ロシアの人口は減少傾向にあり、ロシアの長期的な経済成長の源は投資と生産性向上であることは明らかである。そのためには、他の BRICS 諸国や欧州の新興国と比べても劣悪なビジネス環境とガバナンス改善が極めて重要となる。

b. 最近発表された投資環境改善のための 10 項目のプラン⁸を歓迎する。慎重に進める必要がある項

⁷ 「石油・ガス収入」を財源とする「予備基金」「国民福祉基金」等の準備金を指す。危機に際し行われた金融システム支援措置はこれらが財源となった。

⁸ メドベージェフ大統領が 2011 年 3 月 30 日に開催された「ロシア経済近代化・技術的發展委員会」において発表してロシアの投資環境改善にかかる包括的パッケージ。委員会の開催地にちなみ「マグニトゴルスク・マニユフェスト」と通称されている。10 項目とは①貸金税率引下げ ②汚職調査強化 ③行政障壁除去 ④投資オンブズマン設置 ⑤国営企業改革 (a.民営化促進 b.閣僚、次官の役員就任禁止 c.主要国営企業の取引情報の公開促進) ⑥少数株主権保護 ⑦ロシア直接投資ファンド設立 ⑧ 戦略セクター企業の外国企業等との取引制限緩和 ⑨投資、通

目も含まれるが、プラン自体は迅速に実行すべきである。

特に、賃金税率の引き下げによる財政収入減少は、関連企業への補助金削減や、将来的な早期退職制度の合理化、定年年齢引上げ、基礎年金制度の整備等によって補填すべきである。同様に投資ファンド⁹の創設は、ロシアへの投資にかかる不確実性を低下させ、FDI増加につながるが、ファンドの政治からの独立性を確保し、緊急事態においても国から資金を取られないようにすべきである。

c. 幅広いガバナンス改革が必要

財産権保護、法の支配の強化、司法制度・行政改革も並行して進めるべきである。WTO加盟は政府の通商政策の予測可能性を高め、ビジネス環境改善につながる。さらに現在計画されている国営企業（銀行セクターを含む）の民営化を計画通り遂行することは、経済における国家支配を削減し、競争促進とモラルハザード低減につながる。

3. コメント

ロシア経済は、原油価格の急落によって世界経済危機の影響を大きく受けたが、豊富な準備金からの危機対策支出によって危機の波及を押さえて、懸念された金融システムのメルトダウン的状況も回避した。だが、その結果、準備金の額は大きく減少し、ロシアが持つ経済的バッファは縮小した。

ロシア政府は危機の最中にあっても、社会的危機を防ぐために年金等社会的支出を増加させ、その財源を賃金税率引き上げに求めた¹⁰が、これは投資を阻害するとの理由でメドベージェフ大統領の投資環境改善包括パッケージによって2012年から引き下げられることになった。

このようにロシア経済は袋小路的状况に陥っており、現在の原油高が問題の露呈を遅らせているというべき状況にあるが、IMF声明は、今の環境がいろいろうちにこそ改革に着手すべきであり、特に石油収入を除いた財政の健全化とインフレ抑制の必要性を強調しており、これは極めて的を射たものであると言えよう。

以上

商関連サービスの改善 ⑩移動大統領府設置を内容とする。

⁹メドベージェフ大統領の投資環境改善包括パッケージ（2011.3.30）に含まれる。2011年夏までにFDI促進を目的とする新たな「ロシア直接投資ファンド」を設立する計画。ロシア経済に重要性の高いプロジェクトに対し、海外のファンドや海外企業と共同で投資を行い、投資リスクを分担する。政府はファンドの運営に直接関与しないが、ロシア開発対外経済銀行（Vnesheconombank）が初期資本20億ドル出資し、最終的に総額100億ドルまで増額する。

¹⁰賃金税率は2011年1月1日から26%から34%に引き上げられたばかりであった。

【参考】経済発展省見通し(2011. 4.22 公表)(通常シナリオ)2b

	2011	2012	2013	2014
ウラル原油価格, \$/バレル	105	93	95	97
消費者物価指数上昇率, %	9.3	6.0	5.9	5.2
平均為替レート, \$/ユーロ	1.39	1.40	1.40	1.40
平均為替レート, \$/Rub	28.4	27.9	27.9	28.0
GDP 成長率, %	4.2	3.5	4.2	4.6
鉱工業生産率伸び率, %	5.4	3.6	4.0	4.2
固定資本形成増加率, %	6.0	8.8	7.7	9.6
実質国民所得増加率, %	1.5	4.0	4.4	5.0
実質賃金上昇率, %	3.3	4.3	4.5	5.0
輸出, 億ドル	5,038	4,944	5,123	5,365
輸入, 億ドル	3,087	3,524	3,960	4,446

(出所) Министерство экономического развития Российской Федерации

«Сценарные условия для формирования вариантов социально-экономического развития в 2012-2014 гг»