

ロシア経済…グローバル金融危機に立ち竦む資源大国

はじめに

2008年8月を境に、外国人投資家のロシア経済に対する評価が一変した。石油・天然ガス価格の急騰を背景に好況を謳歌してきたロシア経済は、グローバル金融危機の深刻化と原油価格の下落を受けて、急激な株価調整、深刻な流動性不足、大規模な資本流出、そして急速な景気減速に直面している。2009年の実質GDP成長率が過去数年の実績を大幅に下回することは不可避な情勢にある。以下では、グローバル金融危機の国内金融市場と銀行部門への波及、政府の金融安定化策、そして実体経済の動向について述べる。

(1) 動揺する金融資本市場

a. 株価急落と外国人投資家

グローバル金融危機は、ロシア国内金融市場にきわめて深刻な影響を及ぼしている。2008年8月上旬以降、株価がほぼ一本調子で下落したのみならず、その乱高下に歯止めを掛けるべく株式市場での売買が頻繁に停止されてきた（サーキットブレーカーの発動）。

外国人投資家による売買が活発なRTS指数は、メドベージェフ副首相が2008年5月7日に第3代大統領に就任して間もない5月19日に2,487ポイントの史上最高値（終値ベース）を記録した。しかしながら、その後は下落基調に転じ、2008年11月21日にピーク時の23%に相当する561ポイントに落ち込んだ。

このように株価が急落した背景として、三つの点が指摘出来る。第1は、売買のおよそ6割を占める外国人投資家のロシア経済に対する信認が大きく揺らぎ、資金が国外に流出したことである。外国人投資家は、グルジアへの軍事攻撃に代表される地政学リスクに加えて、政府による産業（企業）活動への介入を嫌っている。2008年7月以降、二つの事件が外国人投資家の不安感を高めた。一つは、英石油大手ブリティッシュ・ペトロリアム（BP）とロシア人株主との間での、同社のロシア合弁会社であるTNK-BP社の経営権を巡る対立である。政府がロシア人株主側が有利になるよう介入したとの観測が広まった。もう一つは、大手石炭・製鉄会社であるメチェル社に対するプーチン首相の批判である。新興財閥（オリガーキ）である同社がコークスなどの原材料を国内価格を大幅に下回る価格で輸出し、輸出関税の支払いを抑制していたことが問題視された。これは外国人投資家に、2003年に政府の圧力により解体させられたユーコスが大手国営石油会社であるロスネフチに買収された事件を連想させた。

第2は、2008年8月以降の原油価格の急落である。RTS指数の時価総額の6～7割を石油・ガス関連企業が占めているため、原油価格の急落は指数全体を押し下げた。

図表1が示すように、同部門の株価指数とRTS 指数は連動している（ロシアがゲルジアに軍事攻撃を仕掛けた前日にあたる8月7日の株価を100として指数化）。

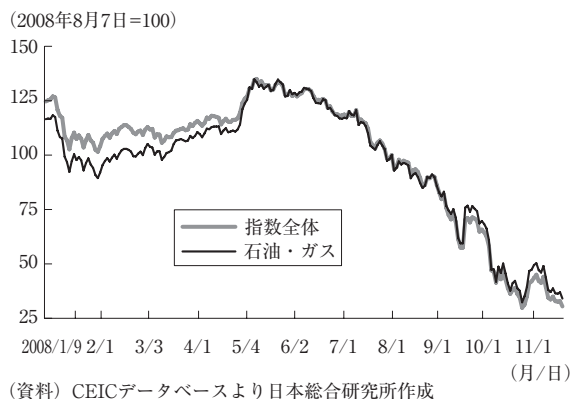
第3は、銀行や企業が流動性を確保するために、手持ちの有価証券を売却する動きを強めたことである。なお、銀行部門は2008年9月に債券投資で210億ドル、株式投資で160億ドルの損失を被った模様である。

b. 介入により支えられたルーブル相場

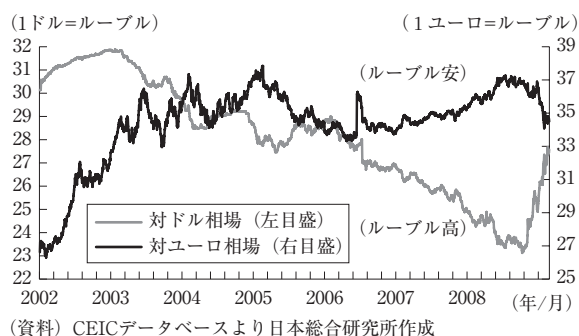
ルーブルの対ドル相場は2002年以降、好景気、大量の資本流入、そしてインフレ抑制を狙った自国通貨高政策などを背景に上昇トレンドを維持していた。しかしながら、ルーブルの対ドル相場は原油価格の急落やロシア経済に対する信認の低下などを背景に、2008年8月以降軟調な展開となった。図表2が示すように、2008年8月7日から11月中旬までの間に、ルーブルは米ドルに対して1ドル=23.5ルーブルから27.5ルーブルへおよそ17%下落した。ただし、この水準は、資本取引が原則自由化され大量の資金が流入するようになった2006年当時とほぼ同じである。また、ルーブルの対ドル相場の下落率は、2008年に入って調整色を強めた韓国ウォン（年初から11月21日までに59%下落）やインド・ルピー（同28%）よりも小幅である。

図表3は、民間部門の資本収支動向を示したものである。国

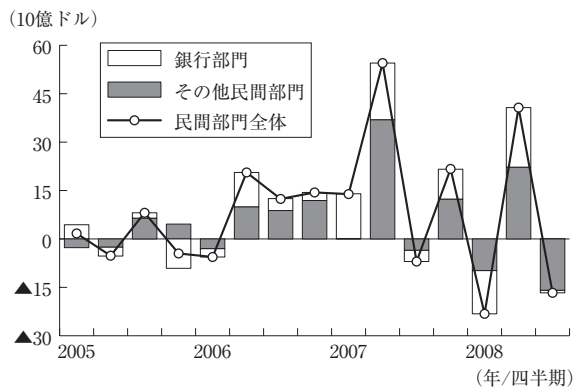
（図表1）ロシアの株価（RTS指数）の推移



（図表2）ルーブルの対ドル、対ユーロ相場



（図表3）民間部門の資本収支



際収支統計（速報値）によると、2008年7～9月期に銀行部門から▲159億ドル、その他民間部門から▲8億ドルの資金が、海外にネットベースで流出（資本収支赤字）した。同年4～6月に407億ドルもの資金がネットベースで流入していたのを勘案すると、民間部門の資金流出入の振幅は574億ドルに達した。さらに、イグナチェフ中銀総裁によると、同年10月の純民間資本流出額は500億ドルを上回り、資本流出の勢いは衰えていない。

民間資本の急激な流出にもかかわらず、ルーブル相場下落率が抑制されてきた背景には、中央銀行が大量のルーブル買い・外貨売り介入を実施してきたことがある。その規模は、2008年9月から11月にかけて575億ドルに達した。一方、外貨準備はグルジアへの軍事攻撃に踏み切った8月8日から11月14日までの間に、1,440億ドル減少した（介入以外にも企業や銀行の流動性支援のための支出などの減少要因あり）。

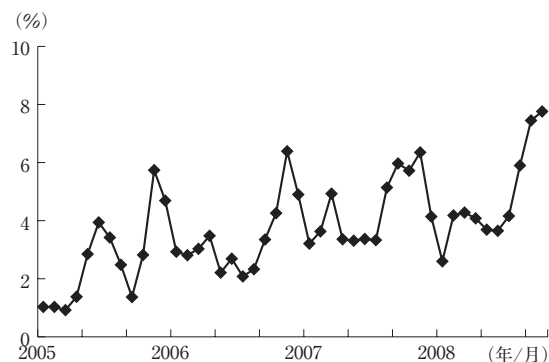
さらに、中央銀行は、資本流出とインフレ抑制を狙い11月11日に主要政策金利を1%引き上げ、リファイナンス金利を年12%、翌日物レポ金利を同8%とすることを決定した（実施は翌12日）。日米欧や他のBRICs諸国が利下げペースを速めるなか、ロシアは利上げに踏み切ったものの、ルーブルの切り下げ圧力は依然強い。

中央銀行はルーブルの価値を通貨バスケット（ドル55%、ユーロ45%で構成）に連動させる政策を採っている。2008年8月以降、ドルに対して下落する一方で、ユーロに対して増価したため、ルーブルの通貨バスケットに対する価値は安定していた。しかしながら、大量の介入を強いられてきた中央銀行は、2008年11月11日に通貨バスケットの誘導目標を30.41から30.70へ1%引き下げることがを決定した。中央銀行はルーブルの水準を大幅に変更する意図がないことを表明したが、今後ルーブル安に歯止めが掛からなかった場合に、より柔軟な為替制度の在り方が検討される可能性がある。

c. 深刻な流動性不足

銀行部門の流動性不足は、リーマンブラザーズ・ショック以降厳しさを増しており、外貨のみならずルーブルの調達も困難な状態にある。図表4が示しているように、2008年8月以降金利上昇圧力が高まっており、モスクワ銀行間金利（翌日物、月平均）は7月から10月までの間に4.2%から7.8%へ跳ね上がった。11月17日にはルーブルの大幅切り下げ懸念から金融市場で流動性が不足し、モスクワ銀行間金利は前

（図表4）モスクワ銀行間金利（翌日物）



（資料）CEICデータベースより日本総合研究所作成

日の9.83%から22.67%へ急上昇するなど、不安定な状態にある。他方、企業部門においては、建設、不動産、小売などの借入依存度の高い業種で資金繰りが急速に悪化している。大手エネルギー企業も流動性の確保に窮している模様である。

銀行部門の流動性不足が深刻化している背景として、三つの点が指摘出来る（対外債務のリファイナンスについては後述）。第1は、金融資産の蓄積が不十分なことである。成長軌道に移行してから数年しか経っていないロシアでは、金融深化を測る指標であるM2の対名目GDP比率が2007年時点で40.2%ときわめて低い。これは、同年の中国（164%）、ブラジル（73.7%）、インド（69.9%、2006年）など、他のBRICsに遠く及ばない水準である。

第2は、銀行の預金獲得力が資金需要との対比で不十分なことである。預貸比率（貸出残高/預金）をみると、141%（2008年4月時点）と極めて高く、預金だけで貸し出し需要を到底賄えない状況にある。これは通貨危機に見舞われバブルが崩壊した97年当時のタイ（121.2%）、インドネシア（108.5%）、韓国（103.1%）を上回っている。ロシアの銀行は、旺盛な貸し出し需要を預金で賄うことができず、銀行間市場での調達、証券発行、対外借入などに依存している。

第3は、銀行部門内での預金の偏在である。預金はズベルバンクをはじめとする預金獲得能力の高い大手国営銀行に集中しており、新興民間銀行や中小銀行が十分な預金を確保することは容易ではない。

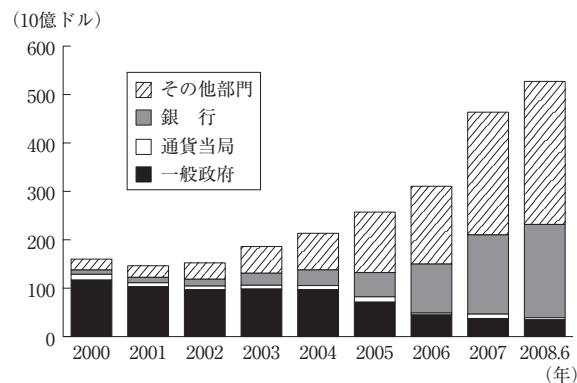
（2）流動性危機と民間部門の対外債務

a. 鍵を握る民間部門のリファイナンス

ロシアは、中国と日本に次ぐ世界第3位の外貨準備を誇っている。にもかかわらずグローバル金融危機により銀行や企業が極度の流動性不足に陥っている背景には、民間部門が巨額の対外債務を抱えている構図がある。

図表5は、ロシアの対外債務の推移を、資源ブームが始まる前の2000年末から2008年6月末までについて整理したものである。2000年末には、1,600億ドルの対外債務のうち一般政府が1,167億ドルを占め、そのシェアは72.9%であった。その後、原油輸出所得を原資に、国際通貨基金（IMF）、先進国で構成される債権団であるパリクラブ、そして欧米銀行などへ

（図表5）ロシアの対外債務残高



（資料）ロシア中央銀行ウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

の返済が順調に進んだ。2008年6月末の一般政府の対外債務は347億に減少し、シェアは6.6%に低下した。ロシアが4,500億ドル弱の外貨準備を保有していることを勘案すると、政府部門の対外純資産は4,000億ドル程度になる。

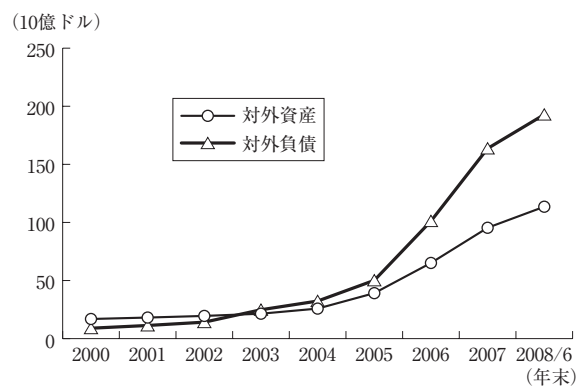
政府部門とは対照的に、民間部門の対外債務が資源ブーム期に膨張した。2002年末から2008年6月末までの間に、銀行部門は142億ドルから1,928億ドルへ、その他部門（銀行以外の民間部門、国営エネルギー企業などを含む）は338億ドルから2,955億ドルへ、それぞれ対外債務を膨らませた。これら民間部門の対外債務は、2007年の名目GDPの37.9%に達する。こうした背景から、民間部門が抱える対外債務のリファイナンス（借り換え）が緊急かつ深刻な問題として浮上した。

銀行部門については、2006年7月に資本取引規制が原則撤廃されて以降、銀行部門の対外債務が急増したのみならず、対外純債務が膨れ上がったことが指摘できる（図表6）。2005年までは対外資産と対外負債は拮抗していたものの、その後は対外純負債が大幅に増え、2008年6月末時点で▲793億ドルとなった。

銀行部門は、既往対外債務の返済を求められた場合に、手持ちの対外資産で対応できない状態にある。

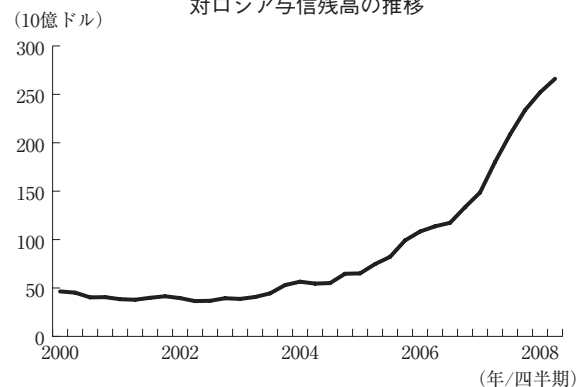
対外債務のリファイナンスは、グローバル金融危機の震源地となった欧米銀行の資金供給力にも左右される。図表7は、国際決済銀行（BIS）報告銀行の対ロシア与信残高の推移を示している。資源ブームを受けて2003年頃より急増し、2008年6月末には2,661億ドル（政府部門向け与信を含む）に達した。このうち、およそ90%が欧米銀行によって供与されたものである。その資金供給力の回復が遅れた場合、ロシアの民間部門の対外債務のリファイナンス問題が長期化することは避けられないであろう。

（図表6）ロシア銀行部門の対外資産負債残高



（資料）ロシア中央銀行ウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

（図表7）国際決済銀行（BIS）報告銀行の対ロシア与信残高の推移



（資料）BISウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

b. リファイナンスに必要な資金

ロシアの銀行部門とその他部門（国営エネルギー企業などを含む企業部門）は、今後相当規模の資金を対外債務のリファイナンスのために手当てしなければならない。図表8が示すように、中央銀行は2009年のリファイナンス必要額が、銀行部門については416億ドル、その他民間部門については585億ドルの計1,001億ドルに達するとの集計結果を明らかにしている。これに利払い費（178億ドル）を加えた資金を2009年に確保する必要がある。また、民間金融機関の短期債務の割合は42.4%と高く、政府系金融機関（11.9%）よりもリファイナンス問題は深刻である。銀行部門、その他部門とも2010年以降についても多額の資金を借り換える必要があり、グローバル金融危機が長期化するほど必要額が増える。

(図表8) ロシアの対外支払いスケジュール

(10億ドル)

	対外債務残高 (2008年6月末)	2008年		2009年				2010年～
		7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	
総額	527.1	54.6	43.3	27.1	31.8	15.7	28.7	279.4
一般政府	34.7	0.7	0.8	1.0	0.6	1.0	0.6	27.9
金融当局	4.2	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
銀行部門	192.8	20.4	16.5	11.8	11.2	6.8	11.8	82.9
借入・預金	164.9	20.4	16.5	11.8	11.2	6.8	11.8	82.9
当座預金・要求払い預金	18.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
債券	5.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	3.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
その他部門	295.5	32.5	26.0	14.3	20.0	7.9	16.3	168.5
投資家に対する債務	31.9	6.1	2.6	1.2	1.4	0.9	1.7	18.0
借入	238.9	21.2	22.9	12.5	18.1	6.4	13.5	144.2
債券	15	0.0	0.2	0.3	0.1	0.3	0.7	3.4
金融リース	4.8	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	2.8
その他	4.8	4.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

(資料) ロシア中央銀行ウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

(3) 金融安定化策と外貨準備の減少

a. 金融安定化策の本身

2008年9月以降、メドベージェフ大統領とプーチン首相が陣頭指揮をとり、金融危機に対処してきた。政府は9月17日以降、数回にわたり金融安定化策を打ち出してきた（図表9）。金融安定化策は迅速かつ包括的なものであり、かつ総額5.7兆ルーブル（2,067億ドル）、2007年の名目GDPの11.2%に相当する大規模なものである。しかしながら、グローバル金融危機の国内金融市場、銀行部門、そして実体経済への悪影響を封じ込めるには力不足である。

2008年9月から11月中旬までに政府が明らかにした金融安定化策は、六つのカテゴリーに分けることが出来る。第1は、公的資金や政府系金融機関などを使った経営不振銀行の処理である。9月に三つの金融機関に対して約50億ドルの資本注入がなされ

(図表 9) 政府による金融安定化策 (2008年10月時点)

目 的	規 模	資金源	支援方法
ロシア企業の対外債務リファイナンス	500億ドル	中央銀行外貨準備	VEB経由のローン
5年物劣後ローンによる主要銀行の資本増強	360億ドル	中央銀行、国民福祉基金	直接注入
銀行への流動性支援	200億ドル (400億ドルを追加承認)	連邦政府予算	短期預金 (毎週入札実施)
国内株式市場での買い支え	200億ドル	連邦政府予算	VEBを通じて購入
預金保険機構と住宅ローン機構の資本増強	100億ドル	連邦政府予算	直接資本注入
建設業界支援	50億ドル	連邦政府予算	軍、社会福祉関係の住宅建設
石油・ガス企業支援	60億ドル	連邦政府予算	輸出税の引き下げ
銀行への流動性支援	150億ドル	中央銀行	預金準備率引き下げ
銀行への流動性支援	160億ドル (100億ドル追加見込み)	中央銀行	銀行への無担保ローン
銀行への流動性支援	100億ドル～150億ドル	中央銀行	レポ取引で供給

(資料) UniCredit [2008]. 「Country Report : Russia」 30, Octoberなどより日本総合研究所作成

た (KITファイナンスを加えると70億ドル)。ソビン銀行は国営ガспロム銀行を通じて5億ドル、グロベグス銀行が対外経済活動銀行 (VEB) 経由で20億ドル、スヴァジ銀行が中央銀行から20億ドルをそれぞれ注入された。翌10月には、ガспロム銀行がソビン銀行、VEBがグロベグス銀行の株式をそれぞれ100%取得することが発表された。さらに、VEBがスヴァジ銀行へ融資を実施すること、そしてKITファイナンスが国営の鉄道会社などに吸収されることが明らかにされた。

第2は、中央銀行が銀行に課している預金準備率の引き下げである。これは、国営銀行、民間銀行、中小銀行を問わず、流動性不足の緩和に寄与する措置である。9月18日に預金準備率が5.5%から1.5%へ引き下げられた後、10月15日に0.5%へ再調整された (注1)。これらの措置により銀行部門はおよそ4,000億ルーブル、名目GDP比で1.2%程度の流動性を確保することができた。

第3は、財務省と中央銀行による銀行への預金である。財務省は9月に26の銀行に対して総額4,583億ルーブルを預け入れた。そのうち85.3%を国営銀行が、残りの14.6%を大規模民間銀行と外国銀行がそれぞれ受け入れた。11月には、財務省が国内銀行に対して入札により期間1週間の預金を預け入れるスキームが導入され、1,000億ルーブルの入札が実施された。他方、中央銀行は9月に736億ルーブルのローンと預金を銀行部門に供与した。これは銀行のみならず非銀行部門の流動性支援も視野に入れた措置である。

第4は、銀行と企業に対する大手国営銀行を経由した流動性の供給である。政府は10月7日に、9,500億ルーブルの劣後ローンを銀行に供給することを発表した。これは、中央銀行から資金を受け入れた国営銀行が、他の国内銀行に劣後ローンを提供するスキームである。ズベルバンクは5,000億ルーブルのファシリティのうち、11月6日に1,500億ルーブルを中央銀行から受け入れた。その他にも政府系の開発銀行であるヴネシュトルグ銀行 (VTB) に2,000億ルーブル、ロシア農業銀行に250億ルーブルのファシリティが設定されている。

第5は、株価対策である。ロシアでは企業による有価証券を担保とした借り入れが広く行われており、株価下落は企業の資金調達を直撃する。また、銀行の中には資産の多くを有価証券で保有している例がある。政府の株価対策は二つに分けることが出来る。一つは、信用取引および空売りなどの投機的取引の停止である。もう一つは、株式の買い支えである。2008年と2009年については買い取り枠を設定済みであり、買い取り作業が始まっている。それに加えて、外貨建て資産にのみ投資してきた国民福祉基金が、新たに基金の40%を上限に株式を含むルーブル建て資産を購入することが認められた（注2）。

第6は、企業部門の流動性不足の緩和、および対外債務のリファイナンスのための資金支援である。政府は9月に、銀行と企業部門の対外債務の返済を支援するために、VEBに対して500億ドルの資金を供給し、同行を経由して企業に外貨を割り当てることを決めた（燃料・エネルギー、建設、運輸、通信などの企業が対象）。11月中旬現在、企業からの申請総額はおよそ750億ドルに達した（銀行が約310億ドル、企業が約440億ドル）。また、500億ドルの枠のうち約100億ドルについて、11月初めまでに供与先企業が決まった模様である。企業に対する資金支援策が動き出したものの、このスキームはVEBが中央銀行からロンドン銀行間貸出金利（LIBOR）+ 1%で借り入れた資金を、企業に対してLIBOR+ 5%で貸し出すものであり、借り入れ条件はとくによいとは言えない。

政府は10月に、エネルギー関係の4大企業（ガспロム、ロスネフチ、ルクオイル、TNK-BP）からの要請に応じて、90億ドルの流動性支援パッケージを設定した。加えて石油輸出税が2008年11月1日より、前月の1トン当たり373.2ドルから同287.3ドルに引き下げられたことも、石油輸出企業にとっては朗報である。

政府の金融安定化策の多くが実施段階に入ったものの、これまでのところ目立った成果は見受けられない。銀行が国内企業に新たに供給した資金は、8月の3,484億ルーブルから9月には1,981億ルーブルへ減少した。自らが流動性不足に直面している銀行は、中央銀行などから受け入れた資金を市場オペレーションや債務支払いに流用し、企業向け貸し出しに振り向けていないとの疑いがもたれている（注3）。国内銀行が手持ちの資金を企業に貸し出さずに外銀支店への預金を増やしている可能性もある。預金準備率の引き下げを除くならば、銀行や企業に対する流動性供給は選択的に行われている。結局のところ、政府から巨額の資金を受け入れた大手国営銀行や政府系エネルギー企業は流動性を確保できるにせよ、それ以外の銀行や企業の流動性問題はさほど改善していない模様である。

一方、政府の株価対策は、外国人投資家のロシアに対する信認が低下し、原油価格が低迷し、銀行や企業が流動性不足に苦しんでいる状況下では、目に見える効果をもたらししていない。むしろ、度重なる取引停止措置の発動や政府による株式買い支えに

より、株価形成がゆがめられている恐れがある。また、国営エネルギー企業などに対する政府持ち株比率がさらに高まり、政府の介入色が強まることが懸念される。

b. 減少に転じた外貨準備

資本逃避、リファイナンス、外為市場での介入、そして金融安定化策などは、いずれも外貨準備の減少要因である。

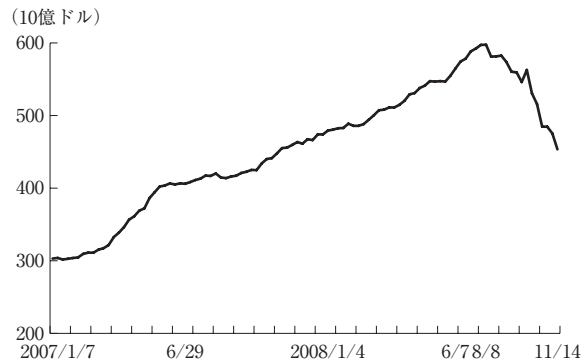
外貨準備の推移を図表10でたとえると、2008年8月8日の5,975億ドル（2007年の名目GDPの37.6%）をピークに、2008年11月14日に4,535億ドルへ、▲1,440億ドルの減少となった。3カ月で名目GDP

の11.7%に相当する外貨準備が失われた。2007年に、経常収支と資本収支がともに巨額の黒字を計上し、外貨準備が1,754億ドル（名目GDP比13.6%）積み上がったのとは様変わりである。

ロシアでは、政府系ファンドである「準備基金」と「国民福祉基金」の対外資産が外貨準備に算入されている。2004年に将来の原油価格下落に備えて財政赤字を補填することを目的に設立された「石油安定化基金」は、1度も本来の目的のために取り崩されることなく2008年2月に、準備基金と国民福祉基金に再編された。準備基金には、将来の財政赤字を補填する目的で、石油・天然ガスの採掘税と輸出税が名目GDPの10%を上限に積み立てられる。これを超えた部分が国民福祉基金に振り向けられ、将来の年金基金の積み立て不足を補填することになっている。図表11が示すように、2008年11月17日現在、準備基金は

1,313億ドル、国民福祉基金は612億ドルである。金融安定化策のための資金拠出が開始されたのに伴い、両基金ともに11月1日の水準を下回った。2009年については、財政赤字が発生した場合に準備基金が取り崩される予定になっていること、ならびに国民福祉基金がルール建て有価証券を買い支えるために取り崩される可能性があ

（図表10）ロシアの外貨準備



（資料）ロシア中央銀行ウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

（図表11）ロシアの政府系ファンド（2008年）

	(10億ドル)		
	準備基金	国民福祉基金	合計
2月1日	125.2	32.0	157.2
3月1日	127.8	32.2	160.0
4月1日	130.5	32.9	163.4
5月1日	129.8	32.7	162.5
6月1日	129.3	32.6	161.9
7月1日	130.3	32.9	163.2
8月1日	129.7	32.7	162.4
9月1日	142.6	31.9	174.5
10月1日	141.0	48.7	189.7
11月1日	134.6	62.8	197.4
11月17日	131.3	61.2	192.5

（資料）ロシア財務省ウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

るため、両基金の残高が大幅に減少することもありえる。

(注1) 預金準備率は、2007年8月にサブプライム・ローン問題の顕在化により、ロシアの銀行間市場が混乱した際にも引き下げられた。預金準備率は今後、2009年2月1日より1.5%へ、3月1日より2.5%へそれぞれ引き上げられる予定になっている。

(注2) 国民福祉基金がVEBに1,700億ルーブル（62億ドル）を預金し、VEBがルーブル建て金融商品に投資する仕組み。クドリン副首相兼財務相によると、2009年に株式を買い支えるために5,000億ルーブルを追加的に支出する可能性がある。その場合、国民福祉基金の3分の2程度が買い支えのために流用される見込み。

(注3) 「WPS Russian Media Monitoring Agency」November 11, 2008.

(4) 厳しさ増す2009年のロシア経済

a. 景気は減速局面に

ロシア経済は、資源価格の上昇を追い風に高成長を享受し、2002年から2007年までの年平均実質GDP成長率は6.9%に達した（図表12）。2008年に入ってから1～3月期に前年同期比8.5%、4～6月期に同7.5%と高成長を維持した。しかしながら、足元の景気は急速に悪化しており、2009年に向けて経済成長率の大幅な低下は避けられない情勢となっている。

ロシアの景気が調整色を強めていることを幾つかの指標で確認することが出来る。まず、工業生産の伸びが鈍化してきた。工業生産指数は2008年6月に前年同月比0.9%と5月の同6.7%から大幅に低下したあと、9月にかけて持ち直し同8.2%と比較的高い伸びとなった。しかしながら、これは水力タービンやトラクターの生産が急増し

(図表12) ロシアの主要経済指標

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
実質GDP成長率 (%)	5.1	4.7	7.3	7.2	6.4	7.4	8.1	8.0
経済規模 (10億ドル)	306.3	346.0	431.4	591.9	764.0	988.3	1,289.5	—
1人当たりGDP (ドル)	2,086	2,368	2,966	4,091	5,307	6,901	9,049	—
消費者物価上昇率 (年平均, %)	18.6	15.1	12.0	11.7	10.9	9.0	9.0	14.2
連邦政府財政収支 (対名目GDP比, %)	3.0	2.3	1.7	4.2	7.5	7.4	5.5	8.5
貿易収支 (10億ドル)	48.1	46.3	59.9	86.9	118.3	139.2	128.7	155.9
輸出額に占めるエネルギーの割合 (%)	51.2	52.4	54.2	54.7	61.1	63.3	61.0	67.6
原油輸出価格 (1バレル当たり, ドル)	20.9	21.0	23.9	34.1	45.2	56.2	58.7	101.2
経常収支 (10億ドル)	33.9	29.1	35.4	58.6	84.2	94.3	76.6	91.3
同対名目GDP比 (%)	11.1	8.4	8.2	9.9	11.0	9.5	5.9	—
外貨準備高 (年末, 10億ドル)	36.6	47.8	76.9	124.5	182.2	303.7	464.4	453.5
政策金利 (Refinancing Rate, 年末, %)	25.0	21.0	16.0	13.0	12.0	11.0	10.0	12.0
M2増加率 (年末, %)	44.6	34.1	44.8	42.5	35.6	43.6	51.3	25.1
ルーブルの対ドル相場 (1ドル=ルーブル, 年平均)	29.2	31.3	30.7	28.8	28.3	27.2	25.6	24.3
ルーブルの対ユーロ相場 (1ユーロ=ルーブル, 年平均)	26.1	29.5	34.6	35.8	35.2	34.1	35.0	36.4
株価 (RTS指数)	260	359	567	614	1,126	1,922	2,291	561
実質実効為替レート (2000年=100)	120.3	123.6	127.3	137.3	149.3	163.5	172.7	188.4

(資料) Bank of Russia 「Bulletin of Banking Statistics」、IMF 「International Financial Statistics」、World Bank 「Russian Economic Report」より日本総合研究所作成

(注) 2008年については、実質GDPは1～6月、連邦政府財政収支は1～9月、消費者物価上昇率は10月の前年同月比、貿易収支、輸出額に占めるエネルギーの割合、経常収支は1～9月、外貨準備は11月14日、政策金利は11月12日、原油輸出価格は1～8月、マネーサプライは10月、ルーブルの対ドル相場と対ユーロ相場は1～10月、株価は11月21日、実質実効為替レートは8月時点。

たことを反映したもので、全体の基調は決して強いとはいえない。流動性不足の影響が大きい建設部門は、2008年1～3月期に前年同期比28.3%、4～6月期に同18.7%と高い伸びを示したものの、7～9月期に同9.5%へ急低下した。10月の生産動向が把握できる粗鋼生産は前月比▲29%と急減し、2001年2月以来の水準に落ち込んだ。これは、建設需要の停滞などを反映したもので、主要な鉄鋼会社はすべて大幅減産に追い込まれた。10月の粗鋼販売価格は前月比▲14%下落した。

個人消費を巡る環境は、9月までの指標（失業率、実質賃金伸び率、実質可処分所得など）を見る限り良好であった。しかしながら、10月以降、雇用情勢が急速に悪化している模様である。ロシア労働省によれば、11月13日時点で3,079の企業が合計で9万9,000人の雇用削減を明らかにしている。わずか2週間の間に削減人員が倍増したという。自動車販売は、自動車ローンの審査が厳しくなった影響もあり、急ブレーキがかかった。2008年に入ってから前年同月比で30%を超える伸び率を維持していた外国車販売台数は、10月に同9%に落ち込んだ。10月の外国車販売台数はプラスを維持したものの、集計対象となる10社のうち4社の販売が前年同月比でマイナスとなった。生産台数の減産や、一部外国車メーカーによる値引き販売が始まっている（国内メーカー最大手のAutoVAZの販売台数は前年同月比で▲19%減少）。

資産価格の下落も景気の足を引っ張ろう。株価下落に伴い巨額の金融資産が吹き飛んだ。株式時価総額（RTS指数とMICEX指数の合計）は、2007年末に2兆5,557億ドル、名目GDP比198%に達した。上場企業数は両市場を合わせて592社（国内企業のみ）である。2007年末から2008年11月中旬までの間に、およそ1兆9,000億ドルの時価総額が失われた計算になる。ロシアでは、個人投資家の裾野が狭いため、個人消費に対する逆資産効果はさほど大きくないと考えられる。むしろ問題は、企業による有価証券を担保とした借入が困難（大量に追証が発生している模様）になること、そして巨額の損失を被った富豪の事業意欲が減退することである。2008年5月19日にRTS指数が史上最高値を記録してから11月7日までの間に、ロシアの富裕層は3,000億ドルの資産を失ったとの試算がある（注4）。

他方、首都モスクワなどで不動産価格の調整が始まっている。同市のアパート販売価格は2008年8月にピークアウトし、10月には前月比▲5%の下落となった。ただし、ロシアの場合、過去数年の不動産ブームがモスクワやサンクトペテルブルグなどの都市部に限られていること、住宅ローンの利用が始まって日が浅いこと、物件価格に対する借入比率が抑えられていることなどから、米国のように不動産価格の大幅な調整が全国規模で進む展開は考えにくい。

景気減速感が広まっているにもかかわらず、消費者物価上昇率は高止まっている。2008年10月は前年同月比で14.2%の上昇となった（生産者物価は同25.7%）。インフレ圧力は今後、資源価格の急落、景気減速、食品価格の調整などにより低下すると見込

まれる。しかしながら、政府が金融支援のために大量の資金を供給することに伴い1～2%押し上げられることもあり、中央銀行は2008年12月の消費者物価上昇率を前年同月比で13%程度と見込んでいる。

b. 懸念される銀行預金・貸出の動き（注5）

●前月比で減少に転じた個人預金

グローバル金融危機は、銀行の預金と貸し出しに影響を及ぼしつつある。流動性不足に直面している銀行の預金獲得力が低下し、貸し出しの低迷、さらには実体経済に悪影響が及ぶことが懸念される。

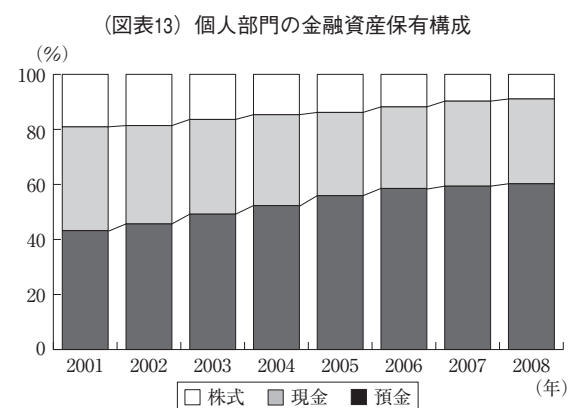
前年比で30%を超える増加率を維持してきた個人預金は（注6）、2008年9月に前月比▲1.5%、10月に同▲2.5%と2カ月連続で減少した。97年に通貨危機に陥ったタイ、インドネシア、韓国では、経営不振銀行から大手銀行や外銀支店への預金シフトがみられたものの、銀行部門全体の預金量は増え続けた。ロシアでは、預金保険機構が預金保護の上限を2008年10月に一人1銀行1口座について3倍（70万ルーブル）に引き上げた効果は大きくはない模様である（注7）。

ロシアでの個人預金の動向については、金融資産を現金や外貨で保有することに対する抵抗感が低いことを認識しておく必要がある。図表13が示すように、個人が金融資産の過半を銀行預金で保有するようになってから日が浅い。2001年には金融資産の38.7%を現金で保有していた。また2008年6月末時点でも30.8%と現金比率は高い。さらに現金や預金を外貨で保有している比率が高く、預金については2008年6月時点で13.5%であった。

グローバル金融危機が深刻化して以降、外国人投資家による株式市場からの資金引き揚げや、国内銀行と企業のリファイナンス問題が関心を集めてきた。それらに加えて、2008年9月末時点で3,000億ドルを超える金融資産を保有する個人部門が、預金を現金化したり外貨建て金融資産の比率を引き上げる行動に出た場合に、ルーブル相場におよぼす影響についても注視していく必要がある。

●低迷する貸出

流動性不足の影響は、銀行貸出にも及んでいる。2008年9月の貸し出しは前月比で



減少した模様である。とくに、借入依存度の高い建設、不動産、小売などの業種で資金繰りが悪化している。銀行としては、流動性不足に悩まされ、保有有価証券の価格が急落し、預金が減少に転じ、リファイナンスのための資金手当てに追われている状況下では、貸し出しに慎重にならざるを得ない。銀行部門の貸し出し資産の拡大を牽引してきた個人部門の伸びも鈍化する見通しである。アルファバンクによれば、2008年6月末の住宅ローン市場規模は2,450億ドルであった。今後については、同年1～6月期のように半年で140億ドルも貸出残高が増えることはないの見込んでいる（注8）。

不良債権比率はわずかではあるが上昇に転じた。企業部門では2008年9月に前月の1.02%から1.16%へ、個人部門は同じく3.17%から3.27%へそれぞれ漸増となった（不良債権の定義が3カ月基準であるとする、不良債権比率への影響は今後発表される統計に反映されよう）。

c. 原油価格と2009年度予算

2009年のロシア経済を展望するにあたり最大の焦点となるのは、原油価格に他ならない。田畑によれば（注9）、ロシアの公式統計では、石油・ガス部門がGDPに占める比重は7%程度にすぎないが、商業部門や運輸部門で記録された石油・ガスの付加価値を加えると、2000年以降は約20%に達するという。さらに、エネルギー・鉱物資源は、輸出と株式時価総額の70%以上、税収の50%以上を占めている。原油価格により、財政収支、経常収支、外貨準備などが大きく変動する。ウラル原油は2008年7月3日に1バレル139.5ドルの史上最高値をつけた後は大きく下落し、11月には50ドルを割り込んだ。

連邦政府が2008年8月に提出した予算案（Draft Law on the Federal Budget 2009 and Planned Period of 2010 and 2011）は、11月12日に上院を通過した（注10）。しかし、政府原案が提出されてから予算が成立するまでの間に、原油価格の急落と金融危機対応のための政策パッケージの作成という不測の事態が生じた。

2009年予算は、原案通り原油価格が1バレル95ドル（ウラル原油の年平均価格）で推移するとの前提で作成され、成立した。ウラル原油はウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）よりも数ドル割安な価格で取引されているため、WTIに引き直すと100ドルを超える。そして、95ドルの前提に基づくと、2009年に石油・ガス収入のうち4兆6,930億ルーブルを財政赤字の補填に振り向けたうえで、準備基金へ5兆1,480億ルーブル、国民福祉基金へ3兆3,310億ルーブルを移管できる（図表14）。政府原案に示された実質GDP成長率予測は、2009年が6.7%、2010年が6.2%、2011年が6.2%であった。

しかしながら、原案作成後に原油価格が大幅に下落したため、クドリン副首相兼財

(図表14) ロシアの連邦政府予算 (2009-2011年)

	2009年	2010年	2011年
歳入 (兆ルーブル)	10.9	11.7	12.8
(名目GDP比,%)	21.2	19.8	19.0
原油・天然ガス関連歳入 (名目GDP比,%)	9.1	7.7	6.9
歳出 (兆ルーブル)	9.0	10.3	11.3
(名目GDP比,%)	17.5	17.4	16.7
収支 (兆ルーブル)	1.9	1.4	1.5
(名目GDP比,%)	3.7	2.4	2.3
非石油部門収支 (名目GDP比,%)	▲ 5.4	▲ 5.3	▲ 4.6
準備基金への繰り入れ (兆ルーブル)	5.1	5.9	6.8
国民福祉基金への繰り入れ (兆ルーブル)	3.3	4.6	6.1
原油価格 (ウラル原油) の前提(予算、バレル/ドル)	95	90	88
同08年11月の財務省非公式見通し (バレル/ドル)	50	55	60

(資料) 各種資料より日本総合研究所作成

務相は11月中旬に、原油価格の修正見通しを明らかにした。原油価格の見通しは、2009年が1バレル95ドルから50ドルへ、2010年が90ドルから55ドルへ、2011年が88ドルから60ドルへ大幅に下方修正された。同氏は、2009年の原油価格が70ドルで推移した場合、財政収支はほぼ均衡し、かつ経常収支黒字を確保できるとの見通しを示した。加えて、原油価格が11月中旬の水準である50ドルで推移した場合、2009年の財政収支が赤字に転落するのみならず、貿易収支も大幅な赤字を計上するとの見通しを明らかにした(注11)。仮に財政赤字に転落した場合は、準備基金を取り崩し、議会で承認された歳出計画を予定通り実施することになると述べた。財務省は、クドリン副首相兼財務相が示した現実的な原油価格見通しに基づく2009年以降の経済成長率予測を、12月にも公表する予定である。

もう一つの不確定要因は、金融安定化のための財政支出である。現状、財政から支出される金額が固まっているのは1,900億ルーブル(76億ドル)のみで、2007年の名目GDPの0.58%にすぎない。その一方で、政府は金融安定化のために、名目GDP比14.7%に相当する4兆6,390億ルーブルの偶発債務を抱えることになった。換言すると、2009年予算には、金融安定化のための支出が回収不能になった場合の処理費用がほとんど計上されていない。さらに、今後追加的な金融安定化策が打ち出された場合や、景気対策が必要になった場合に、歳出が膨らむことになろう。

ここで看過できないのは、金融安定化や景気対策のための外貨準備、準備基金、そして国民福祉基金の取り崩しにより、ロシア政府の信用力が低下するリスクである。すなわち、政府が対外資産を利用して民間部門の流動性不足やバランスシートの改善に取り組むほど、政府部門のバランスシートが傷み、格付けが引き下げられるリスクが高まるというジレンマである。

アメリカの大手格付け機関であるS&Pは去る10月23日にロシア政府の長期外貨建債券の格付け(BBB+)の見通しを安定的(stable)から否定的(negative)へ変更

した。フィッチも11月10日に、格付け（BBB）の見通しを安定的から否定的へ引き下げた。11月中旬時点で格付け（BBB 1）の見通しを据え置いている主要欧米格付け機関は、ムーディーズのみである（同社は2008年7月16日に見通しを肯定的に上方修正した）。

加えて、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）のプレミアム（金融機関が債務償還を保証する際に受け取る手数料で、高いほど債務不履行リスクがある）は、中央銀行が利上げに踏み切ったにもかかわらずルーブル相場が下落した11月12日に614bpから788bpへ上昇した。

d. 2009年の経済展望

●大幅に下方修正された国際金融機関の経済見通し

ロシア経済を取り巻く金融・経済環境が厳しさを増すなか、2009年の経済成長率が前年を下回るか否かではなく、どの程度下落するのかが焦点になっている。2008年11月に、IMFと世界銀行はそれぞれ厳しい見方を公表した。

まず、IMFは、去る11月6日に発表した『世界経済展望（改訂版）』（World Economic Outlook Update）のなかで、2008年の実質GDP成長率を6.8%と見込む一方で、2009年については3.5%に落ち込むとの見方を明らかにした。2008年4月に発表した『世界経済展望』では、2009年の成長率を6.3%と予測していたので、280bpの下方修正である。なお、この予測は2009年の原油価格が68ドル、世界経済の成長率が2.2%との前提に基づいている。

他方、世界銀行は11月18日に公表した『ロシア経済レポート17』（Russian Economic Report 17）のなかで、2008年の実質GDP成長率予測を6.8%から6.0%へ、2009年については6.5%から3.0%へ大幅に下方修正した。2009年の原油価格の前提は74.5ドル、世界経済の成長率は0.93%である。さらに、経常収支黒字は2008年の1,000億ドルから2009年は400億ドルに減少する一方、中央銀行の外貨準備がリファイナンス支援や金融危機対応の支出などで1,000億ドル程度減少すると見込んでいる。

2009年のロシア経済は、IMFや世界銀行の予測よりも厳しい状況に置かれることになろう。第1に、原油価格がそれら国際金融機関の予測よりも下振れする可能性が高い情勢となっている（2008年11月後半には1バレル50ドルを大きく割り込んでいる）。第2は、金融緩和政策に転換する展望が開けていないことである。

2009年の実質GDP成長率は、個人消費と固定資本形成の伸びが大幅に鈍化することに加え外需の寄与度がマイナスとなるため、2008年の5.8%（見込み）を大幅に下回る2.0%に低下すると予測される。ルーブル相場の急落を含む金融市場の混乱が生じた場合には、景気のさらなる減速もあり得よう。2009年に、ロシア経済が抱えている不安要因が顕在化することが懸念される。

●外貨準備の払底リスク

第1の不安要因は、ロシアが介入に動員できる外貨準備は決して潤沢ではなく（注12）、この点を投機筋に突かれた場合にルーブルが大きく調整される可能性である。

ロシアは2008年11月14日時点で4,535億ドルの外貨準備を保有しているが、そのうち介入に利用できる部分は以下の四つを差し引いた金額である。第1は、外貨準備にカウントされている準備基金と国民福祉基金の合計額である1,925億ドルである。準備基金は2009年にも財政赤字の埋め合わせに支出され、国民福祉基金はルーブル建ての有価証券の買い支えに3分の2が支出される可能性がある。第2は、政府が企業の対外債務のリファイナンス支援のために外貨準備から拠出することを決めた500億ドルである。第3は、2009年の政府部門の対外債務のリファイナンスに必要な287億ドルである。第4は、輸入額の3か月分に相当する831億ドル（2008年7～9月の輸入実績）である。これらを差し引くと、介入資金として利用できる外貨準備992億ドルとなる（注13）。

他方、2009年の国際収支については、原油価格が70ドルであれば経常収支黒字を維持できるものの、50ドルで推移すると経常収支が▲500億ドル程度の赤字に転落すると見込まれている（注14）。資本収支については、直接投資、ポートフォリオ投資、欧米銀行の資金供給力をはじめとして多くの要因に左右されるが、2009年も2008年7～9月期の民間部門の資本収支赤字である▲167億ドルと同規模の資本流出が継続すると仮定すると、上述の介入資金として利用できる外貨準備は1年以内に枯渇する計算になる。

●対外負債残高の急増

第2の不安要因は、経済ブーム期に対外負債残高が増加した結果、外国人投資家がロシア売りを継続する余地が大きいことである。対外資産負債残高統計によると、対外負債は98年末から2007年末までの間に▲328億ドルから▲1兆2,257億ドルへ37.4倍に増えた。ロシアは2003年末まで対外純債権国（+39億ドル）であったが、2007年末時点で▲1,270億ドルの対外純債務国である。そして、対外負債のうち、ポートフォリオ投資が3,448億ドル、銀行借入を中心とするその他投資が3,888億ドルを占めている。これらは、グローバル金融危機の影響で資金が流出するリスクのある対外負債と言えよう。他方、1兆986億ドルにのぼる対外資産のうち、民間部門のポートフォリオ投資は270億ドル、その他投資は2,234億ドルの計2,504億ドルにすぎない。

●ルーブルの過大評価

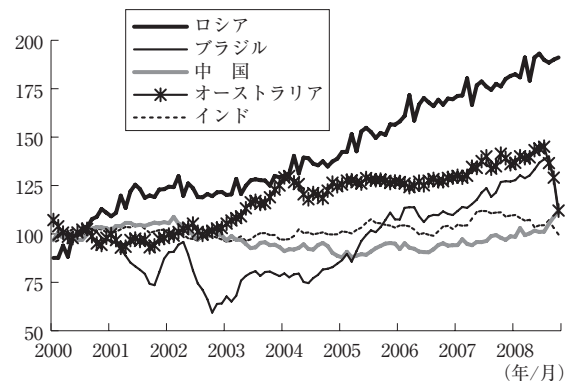
第3の不安要因は、98年の通貨危機からの回復局面のように輸出主導による早期の景気浮揚が期待できないことである。これは、主要輸出相手国の景気減速という外的

要因にとどまらない。ロシアの実質実効為替レートは大幅に増価しており、資源以外の産業にとって輸出増が価格面から難しい状況にある。

図表15は、主要貿易相手国とのインフレ率格差を勘案して算出される実質実効為替レート（2000年＝100）の推移を示している。その増価（減価）は、輸出競争力の低下（上昇）につながる。2008年

10月時点のロシアの実質実効為替レートは191.1であり、主要先進国・新興国のなかで最も高い。しかもグローバル金融危機が深刻化した同年8月以降も上昇し続けた。これに対して、他のBRICsや資源輸出国であるオーストラリアは、経済ブーム期に増価した実質実効為替レートの調整をほぼ終えている。ブラジルは、2008年8月に140.0であったのが10月には110.3へ減価した。オーストラリアは、豪ドルの急落を受けて2008年7月の145.0から10月に112.1へ調整された。中国は、人民元高政策を同年8月に緩やかな切り下げ政策へ転換させ、実質実効為替相場は2008年10月に99.7となった。

（図表15）BRICsの実質実効為替レート（2000年＝100）



（資料）BISウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

（注4）World Bank [2008], p.34.

（注5）ロシアの銀行制度は、98年の金融危機や2004年のミニ流動性危機などを経ながら整備されてきた。この間に、金融監督体制の強化や預金保険機構の設立（2004年）が実施された。中央銀行は金融機関に厳格な報告義務を課すとともに、「金融安定報告」（Financial Stability Report）を毎年公表するようになった。健全性指標については、自己資本比率を国際的な水準である8%を上回る10%以上（ロシア基準）と定めている（2007年1月時点で14.9%）。また、不良債権比率は低い。

貸出業務の免許をもつ金融機関は2008年9月末時点で1,126あり、うち900が個人預金を受け入れる免許を保有している。ロシアの金融機関構造の特徴として、ズベルバンク、ヴェネシュトルグ銀行、ガスプロム銀行をはじめとする大手5行が個人預金の60%、貸出残高の45%、国債保有高の65%をそれぞれ占めていることが指摘出来る。近年進出が相次いでいる外資系銀行は、貸出市場の10%程度を確保しているものの、まだ大きな勢力ではない。新興の民間銀行は、国営銀行と外国銀行に挟まれ、厳しい経営を迫られている。

（注6）地場大手行のなかに2008年9月に個人預金が14.4%流出した銀行が見受けられた。同じく9月には、国営銀行に対する預金の割合がズベルバンクとVTBを中心に77.5%から78.8%に高まった。加えて、預金に占める外貨建て預金の割合は8月の13.5%から14.1%に上昇し、預金者のルーブルに対する信認が揺らいでいることを示唆している。

（注7）ロシアの実質預金金利は6～7%の大幅なマイナスとなっており、銀行に預金をするインセンティブは低下している。これは預金減少要因であるが、2008年7月以前も状況は同じであった。

（注8）EMIS [2008].

（注9）田畑 [2008] p.78.

（注10）ロシアでは2007年に実施された財政制度改革により、政府は次年度の予算編成にあたり3カ年の財政・経済見通しを公表する義務を負っている。

（注11）「ロイター」2008年11月12日

(注12) グローバル金融危機が深刻化して以降、多額の外貨準備を保有する新興国の通貨が売り込まれる例が相次いでいる。ロシアの他にも、2,000億ドルを越える外貨準備を保有する韓国とインドも2008年に入ってから資本流出と通貨下落に悩まされている。グローバル金融危機下では、外貨準備が豊富であれば、介入により通貨価値の下落や乱高下を回避できるという「常識」は通用しなくなっている。新興国の政策当局は外貨準備の大きさを強調することで通貨に対する信認をアピールするのに対し、外国人投資家は新興国のリファイナンスの容易さ（＝対外債務の大きさと外貨準備のバランス）に注目していると言えよう。

(注13) 外貨準備の大きさを、経済規模対比で捉える必要がある。足元の外貨準備は4,535億ドルであるが、ロシア経済の規模をドル換算すると、金融危機に見舞われた98年から2007年までの間に2,710億ドルから1兆2,895億ドルへ4.8倍に拡大している。輸入額は同期間に580億ドルから2,234億ドルへ3.9倍に増えている。

(注14) UniCredit [2008]. 「Country Report: Russia」 October 30.

おわりに

ロシアは、原油価格、欧米銀行の外貨供給能力、外国人投資家の行動といった自らコントロールできない要因に翻弄されているという意味で、グローバル金融危機の被害者ともいえる。しかしながら、問題は、ロシア経済がそれを跳ね返すだけの強靱さを欠いているところにある。資源ブーム期における政府の経済運営、為替政策、大手企業の経営などが経済体質の改善と強化をもたらしたとは考えにくい。資源価格の上昇局面で為替相場が過大評価され、貿易財の競争力が低下するいわゆる「オランダ病」が、原油価格の下落局面でまさに発症しつつある。非石油部門の2008年4～9月の経常収支赤字が▲1,220億ドルに達したように、ロシア経済は資源がなければとうに債務不履行に陥っていても不思議ではない状態にある。過去数年の連邦予算編成時の原油価格見通しを振り返ってみると、2005年が28ドル、2006年が40ドル、2007年が61ドル、2008年が53ドル、2009年が95ドルと毎年上昇してきた。そして、2年前の2006年には財政収支が均衡する原油価格は26ドルであったのが、わずか3年後の2009年に70ドルに上昇すると見込まれている。

ロシアにとって重要なことは、金融安定化政策を着実に実施すると同時に、外国からの製造業部門への直接投資の誘致、国営企業の経営体質の改善、国内の資金仲介機能の拡充などを着実に進め、経済の供給力を強化することを通じて外国人投資家の信認を回復することであろう。

調査部 環太平洋戦略研究センター 上席主任研究員 高安 健一
(2008. 11. 25)

主要参考文献

- ・ 榎本裕洋 [2007]. 『ポケット図解 ロシア連邦がよ～くわかる本』 秀和システム、2007年6月
- ・ 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、2005年12月
- ・ 経済協力開発機構（平井文三訳） [2008]. 『ロシア経済と行政－規律ある市場経済の創造』

- をめざして』OECD対ロシア規制改革審査報告書、明石書店、2008年1月
- ・国際金融情報センター [2008].「ロシア問題研究会」財務省委嘱調査、2008年3月
 - ・今野雄五 [2007].「最近のロシア経済情勢～急拡大する銀行部門と外資のプレゼンス～」みずほ総合研究所、2007年10月1日
 - ・今野雄五 [2008].「最近のロシア経済情勢～ロシア政府系ファンドの新展開」みずほ総合研究所、2008年6月10日
 - ・塩原俊彦 [2004].『現代ロシアの経済構造』慶應義塾大学出版会、2004年4月
 - ・高安健一 [2008a].「ロシア金融市場に波及した米国発の国際金融不安」『環太平洋ビジネス情報RIM』2008年2月
 - ・高安健一 [2008b].「好況を謳歌するロシア経済に潜む不安定要因」『アジア・マンスリー』2008年4月
 - ・高安健一 [2008c].「資源輸出国のソブリン・ウェルス・ファンドーアジアへ注目する湾岸協力会議（GCC）諸国」『環太平洋ビジネス情報RIM』2008年5月
 - ・田畑伸一郎編著 [2008a].『石油・ガスとロシア経済』北海道大学出版会、2008年6月
 - ・田畑伸一郎 [2008b].「「新冷戦」・世界株安下のロシア経済―西側との相互依存は強固」『日本経済新聞』経済教室、2008年10月3日
 - ・二村秀彦、今野雄五、杉浦史和、大坪祐介 [2002].『ロシア経済10年の軌跡―市場経済化は成功したか』ミネルヴァ書房、2002年9月
 - ・ロシアNIS貿易会ロシアNIS経済研究所 [2007].『ロシアの銀行・金融部門の最新情報』2007年3月
 - ・Central Bank of the Russian Federation [2008]. *Banking Supervision Report 2007*. October 2008.
 - ・EMIS [2008].「Russia's Bank Sector」October 28,2008.
 - ・HSBC Global Research [2008]. *Russian Banks Face Serious Stress Test since 1998*, 18 September 2008.
 - ・International Monetary Fund [2008]. "World Economic Outlook Update," November 6, 2008.
 - ・Internet Securities [2008]. "Russia Banking Sector Report", September 2008.
 - ・World Bank. *Russian Economic Report*, various issues.