

ISSN 1883-1656



Центр Российских Исследований
RRC Working Paper Series No. 97

ロシアの外貨準備および危機対策における
国民福祉基金の機能
ウクライナ侵攻前後の動向を中心に

日臺 健雄

March 2022

**RUSSIAN RESEARCH CENTER
THE INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH
HITOTSUBASHI UNIVERSITY
Kunitachi, Tokyo, JAPAN**

ロシアの外貨準備および危機対策における 国民福祉基金の機能

ウクライナ侵攻前後の動向を中心に¹

日臺 健雄²

1. はじめに

2022年2月24日に開始されたロシアによるウクライナ侵攻を契機に、西側諸国を中心に多くの国々がロシアに対して人の往来、貿易、金融など多岐にわたり制裁を決定している。それらの中で最も効果が高いといわれているのが、ロシアの銀行に対する SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication : 国際銀行間通信協会) からの排除であろう。3月2日には、欧州連合が SWIFT から VTB Bank, Vnesheconombank (VEB.RF), Bank Rossiya, Sovcombank, Bank Otkritie, Novikombank, Promsvyazbank の7行を排除することを決定した (Sberbank と Gazprombank は対象とされていない)³。

なお、ロシアは SWIFT からの排除に備えて SPFS (СПФС: Система передачи финансовых сообщений : 金融情報伝達システム) と呼ばれる独自の決済ネットワークをロシア中銀が開発し、2014年末からの試験運用を経て2015年夏から本格的な運用に入っている⁴。このシステムをロシア中銀が開発した背景には、2014年のクリミア編入時に SWIFT からロシアの銀行を排除する案が検討されたことを指摘できる。この SPFS にはロシアをはじめアルメニア、カザフスタン、クルグズスタン、スイス、ドイツ、ベラルーシなどの金融機関や非金融系企業 (ロステフ、ロステレコム、ロスネフチ、タトネフチ、スルグートネフチェガスなど) が加盟している⁵が、主にロシア国内の取引に用いられている。

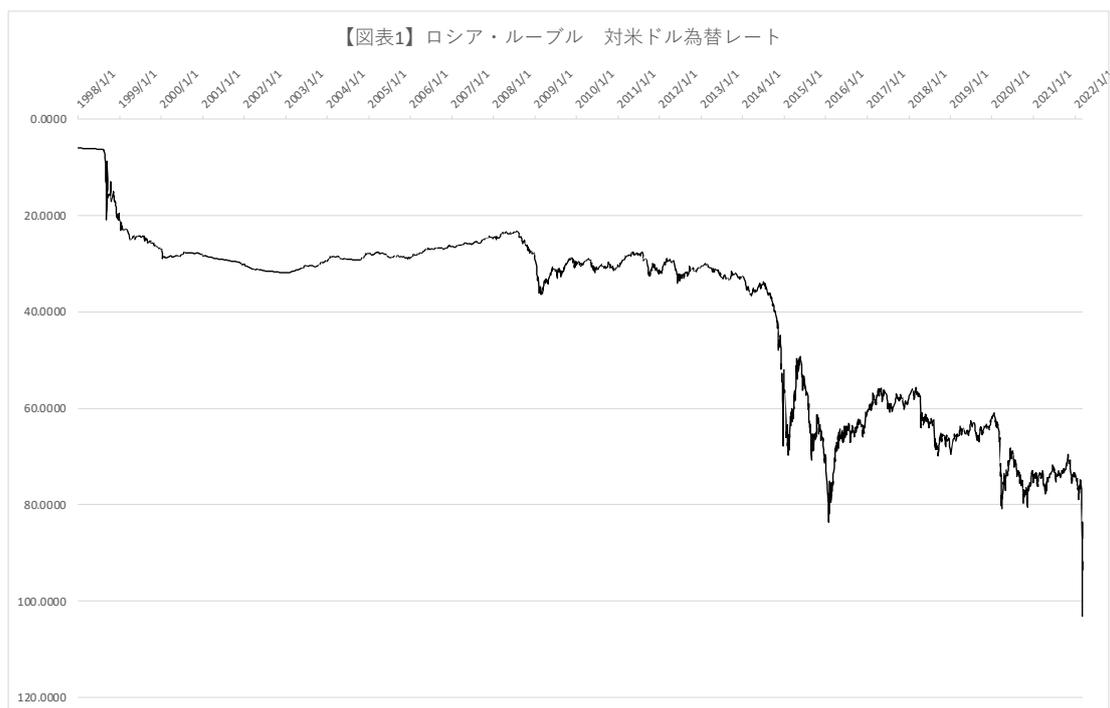
¹ 本稿は2022年3月5日～6日に開催された一橋大学経済研究所ロシア研究センター主催コンファレンス「新興市場の動態把握：社会構造を揺るがす危機と変革」での報告ペーパー（「ロシア版ソブリン・ウェルス・ファンドの設立過程と現状～ウクライナ侵攻後の危機対策を中心に～」を改題し若干の加筆をしたものである。

² 和光大学経済経営学部准教授。一橋大学経済研究所ロシア研究センター研究協力者。t.hidai@wako.ac.jp

³ 日本経済新聞（電子版）2022年3月2日付。

⁴ Sovcombank Web ページ (<https://sovcombank.ru/blog/glossarii/importozameschenie-finansovoi-sistemi-chtotakoe-spfs>)。

⁵ 同上。



ウクライナへの侵攻開始後、外国為替市場においてはルーブル安が進み、2月28日には一時的に1ドル=119ルーブルの過去最安値をつけた。これに対してロシア中銀は（1月時点で8.7%というインフレの抑制も図るため）同日に政策金利を9.5%から20%に引き上げたが、その背景には、通貨防衛の手段のうち外為市場への介入（決済ルート）の効果が米欧日によるロシア中銀に対する外貨準備を用いた取引制限措置⁶により限定的となっており⁷、金利をつうじた防衛策に頼らざるを得なくなったことを指摘できる。なお、追加的な防衛策として、財務省と中銀は2月28日付でロシア企業に対して輸出による売上高の80%に相当する外貨を強制的に売却することを義務づけてもいる⁸。

通貨防衛の原資として想定されていた外貨準備の一部を占めているのが、ロシア版ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）の「国民福祉基金」である。この基金は、西側諸国による制裁によって通貨防衛の原資としての機能は限定的になっているものの、一方で、ロシア国内の経済において経済制裁に対抗するための手段としての機能を果たそうとしている。たとえば、ウクライナ侵攻前の2月16日、ロシアのシリアノフ財務相は西側諸国による制裁について、ロシアの経済と銀行は外貨準備や国民福祉基金、財政黒字によっていかなる制裁を受けても守られるはずだと主張している⁹。また、侵攻開始後の2月25日にもシリアノ

⁶ 日本経済新聞（電子版）2022年2月28日付によれば、日本銀行もロシア中銀から預託されている外貨資産（円建て）を凍結した。同記事によれば、2021年時点でロシア中銀から預託されていた外貨資産（円建て）の額は4兆～5兆円規模だったとのことである。

⁷ 2022年2月28日付 Kommersant（電子版）は、一連の西側の措置に対してロシア側は備えがなかったと指摘している。

⁸ 2022年2月28日付ロシア中銀プレスリリース

(https://cbr.ru/eng/press/pr/?file=28022022_095000ENG_PP28022022_171344.htm) および2022年2月28日付ロイター。

⁹ 2022年2月17日付ロイター（強調は日臺による）。

フ財務相は、欧米の制裁措置を受けた借り入れコストの上昇に国民福祉基金の資金を利用して対応する方針を示している¹⁰。

2月1日時点での国民福祉基金の残高は、ロシア財務省ウェブサイト¹¹によれば1749億ドル（13兆6102億7千万ルーブル：GDP比10.2%）である。そのうち流動性資産は1127億ドル（8兆7700億ルーブル：GDP比6.6%）を占めている¹²。同日時点での外貨準備は6302億700万ドル、うち外貨4686億3100万ドル、SDR240億8500万ドル、IMFリザーブポジション52億3500万ドル、金（ゴールド）1322億5600万ドルであるが¹³、そのうち、流動性の高い資産である外貨4686億3100万ドルと比較すると、国民福祉基金の総額が外貨に占める比率は約37.3%、国民福祉基金のうち流動性の高い資産が外貨に占める比率は約24%を占めている。

プーチン大統領がウクライナへの侵攻（ロシア側のいう「特別軍事作戦」）を決定するにあたっては、西側の経済制裁によるロシア経済へのネガティブな影響と侵攻による軍事的、政治的「成果」とを比較衡量する蓋然性があるが、その際に、西側の経済制裁に対抗するツールとして国民福祉基金の存在を計算に入れた可能性は高いといえる。つまり、国民福祉基金はウクライナ侵攻というプーチン大統領による重大な意思決定の際の一要素となった可能性が高いといえよう。

本報告では、この国民福祉基金の概要について外貨準備に焦点を当てつつ第2節で概観した上で、ウクライナ侵攻を受けた西側諸国による経済制裁への対応策における国民福祉基金の動向を第3節において示す。なお、ロシア版ソブリン・ウェルス・ファンドには国民福祉基金のほかにロシア直接投資基金（Российский фонд прямых инвестиций：РФПИ）も存在するが、本報告では前者についてのみを対象とする。

2. 国民福祉基金の概要

2.1. 安定化基金の予備基金・国民福祉基金への再編

国民福祉基金は、前身となる「ロシア連邦安定化基金」（2004年1月設立）が2008年2月に改組されて成立した。この安定化基金とは、連邦の税収のうち石油関連の収入の一部を原油価格下落時の財政補填のために蓄積する基金であり、輸出関税と採掘税のうち基準価格（「ウラル」原油価格1バレル27ドル）を上回る部分への課税分が予算外の基金に繰り入れられるというものであった（原油価格が基準価格を下回った場合は繰り入れられず、財政

¹⁰ 2022年2月26日付ロイター。

¹¹ ロシア財務省 Web ページやロシアの一部報道機関の Web ページにアクセスする際、DDoS 攻撃への警戒体制によりアクセスが一時的に拒否されることがあった。閲覧に際しては注意が求められる。

¹² 2022年3月3日付 Vedomosti（電子版）。

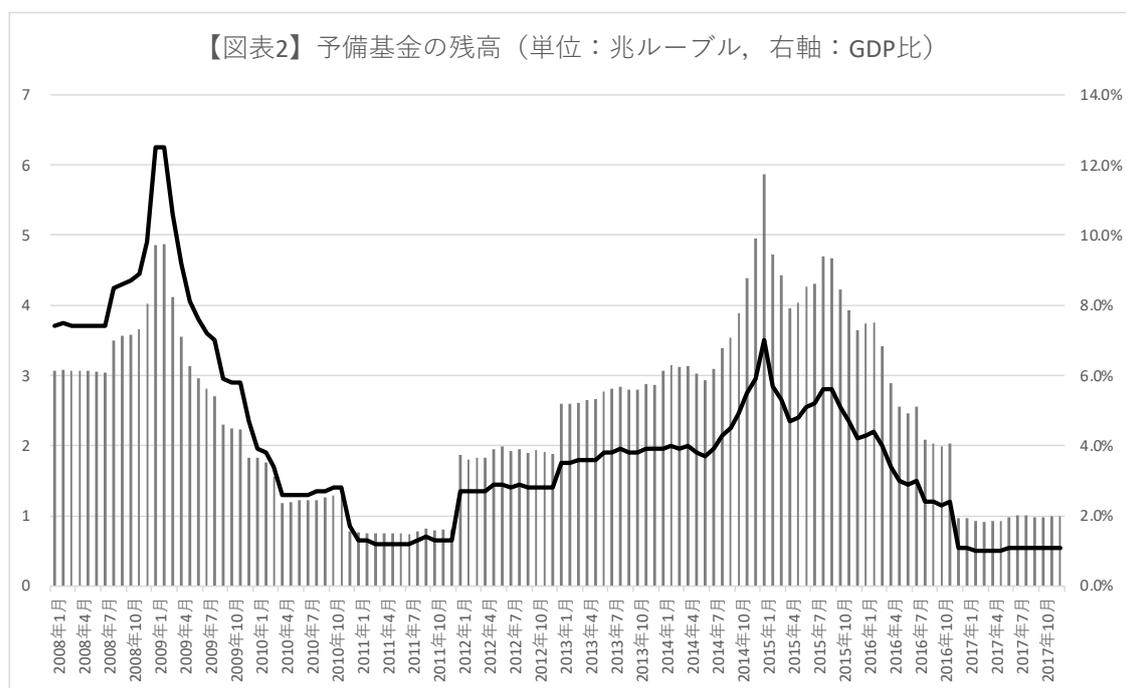
¹³ ロシア中銀 Web ページ（https://www.cbr.ru/hd_base/mrrf/mrrf_m/）

赤字を基金からの支出で補填する)¹⁴。また、基金の残高が 5000 億ルーブルを上回る場合は財政赤字の補填以外の用途も認められており、IMF 債務の返済、パリクラブ債務の返済、年金基金の赤字補填、国家コーポレーションの資本金払込などに用いられてもいる。

安定化基金の予備基金と国民福祉基金への再編にあたっては、財政赤字の補填（税収不足の際の予算の緩衝）機能については予備基金が担い、年金基金の赤字補填や任意年金保険の積増し補助のための財源としての機能は国民福祉基金が担うこととなった。

予備基金および国民福祉基金に繰入れられる資金についてみると、安定化基金においては原油関連の税収が繰入れの対象となっていたが、再編後は天然ガスおよび石油製品関連の税収も繰入れの対象となった。すなわち、原油（採掘税、輸出関税）、天然ガス（採掘税、輸出関税）、石油製品（輸出関税）が財源となった。これらを合わせた概念として「石油・ガス収入」というものが設定され、連邦財政の収入は、「石油・ガス収入」とそれ以外の「非石油・ガス収入」（もしくは「石油・ガス外収入」と）に区分されることとなった。

その上で、連邦財政の支出において「非石油・ガス収入」では賅えない部分を補填するために「石油・ガス収入」を用いるという原則が示され（「石油・ガス移転」という）、「石油・ガス収入」から「石油・ガス移転」を差し引いた残額を予備基金、国民福祉基金の順に繰入れることとなった。その際、予備基金の残高が予算法で定められた基準に達した場合に国民



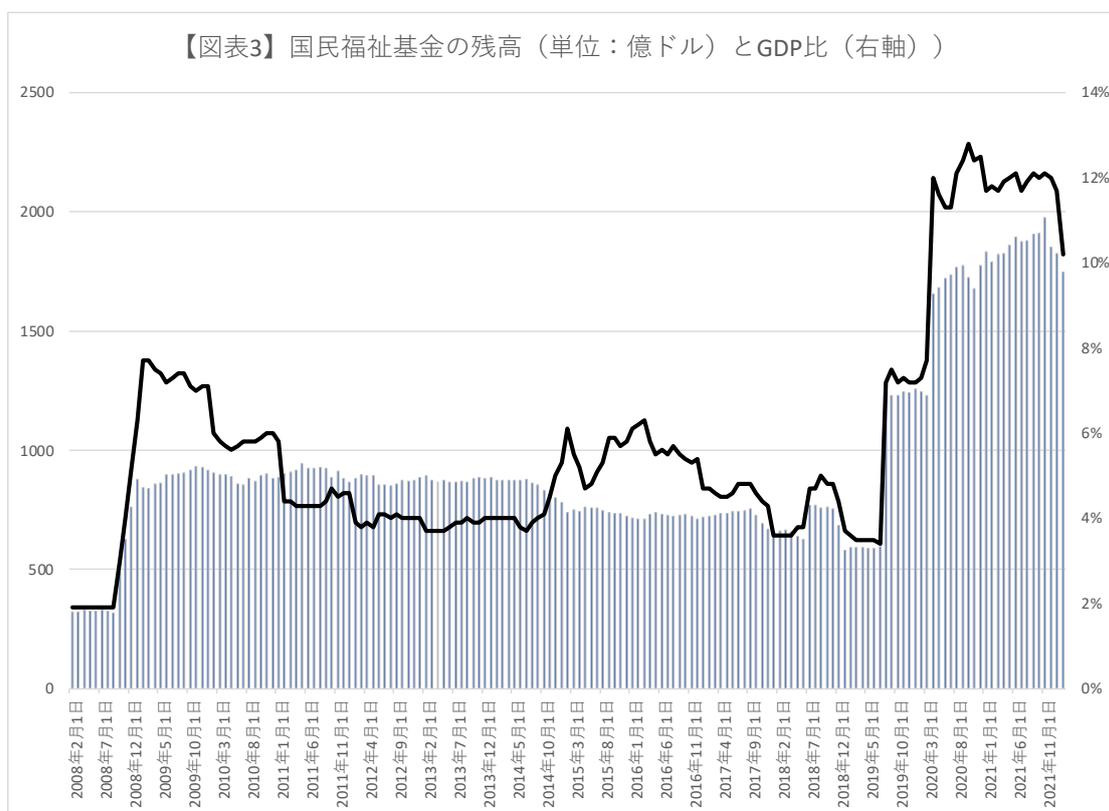
福祉基金へ繰入れるとされた。

予備基金は 2009 年 2 月時点で 4 兆 8638 億ルーブル（GDP 比 12.5%）、3 月時点で 4 兆

¹⁴ 金野雄五「最近のロシア経済情勢～ロシア政府系ファンドの新展開～」(『みずほ欧州インサイト』2008年6月10日号)、日臺健雄「ロシアにおける『安定化基金』の設立と再編」(勝村務他編著『貨幣と金融—歴史的転換期の理論と分析』社会評論社、2013年)を参照。

8697 億 4 千万ルーブル（GDP 比 10.6%）まで蓄積されたが、しかし 2008 年 9 月以降のいわゆる「リーマン・ショック」の影響を受けた財政支出の増加を補填するために予備基金の取り崩しが 2009 年 4 月以降に累次にわたり実施され、2010 年 5 月時点で 1 兆 1887 億ルーブル（GDP 比 2.6%）、2011 年 5 月時点で 7457 億 1 千万ルーブル（GDP 比 1.2%）まで減少したが、その後に繰入れが再開され、2015 年 9 月に 4 兆 6995 億 3 千万ルーブル（GDP 比 5.6%）まで積み上がったものの、クリミア編入後の西側による経済制裁と国際原油価格の下落を受けた財政赤字の補填のために予備基金から支出が累次おこなわれ、2018 年 1 月 1 日に予備基金は廃止された。

予備基金の枯渇をみすえて 2017 年 7 月に予備基金の廃止にかんする法が制定され、2018 年 1 月 1 日付で予備基金は廃止された。この廃止をめぐっては、国民福祉基金の資金の一部を予備基金に繰り入れることも検討されたものの、年金基金を支える資金が不足する可能性を懸念した国家院（下院）および会計検査院が反対したため、予備基金を廃止した上で国民福祉基金の支出において連邦予算の赤字補填を可能とする修正がおこなわれることになった¹⁵。つまり、2018 年以降は国民福祉基金が予備基金の機能も備えることになったわけである。



¹⁵ 2017 年 7 月 15 日付 Kommersant（電子版）。

2.2. 国民福祉基金の運用方針と外貨準備

2022年2月1日時点での国民福祉基金の残高は、既述のように1749億ドル（13兆6102億7千万ルーブル：GDP比10.2%）であるが、この内訳のうち流動性資産は1127億ドル（8兆7700億ルーブル：GDP比6.6%）を占めている¹⁶。

ここで金野雄五氏による整理にもとづいて国民福祉基金の運用先についてみておくと、次のとおりである¹⁷。

【図表4 国民福祉基金の運用先とその基準】



なお、上記の表は 2008 年時点のものであり、その後、予備基金は廃止され、また通貨別構成や運用先などで変更が加えられている（特に米ドル建て資産についてゼロとなり、日本

¹⁶ 2022年3月3日付 Vedomosti（電子版）。

¹⁷ 金野雄五「最近のロシア経済情勢〜ロシア政府系ファンドの新展開〜」（『みずほ欧州インサイト』2008年6月10日号）

円建てや人民元建てなどの資産が増加している。また、自立的なインフラ整備への投融資や住宅金融への投融資も追加されている)ものの、当初の運用方針をこの表から理解することができる。

近年のロシアの外貨準備の構成¹⁸を図で示すと、次の通りである¹⁹。このうち、人民元が占める比率は2021年6月時点で13.1%であり、2017年6月の0.1%から大幅な上昇をみせているのに対し、米ドルが占める比率は2017年6月の46.3%から2021年6月に16.4%と急減している。

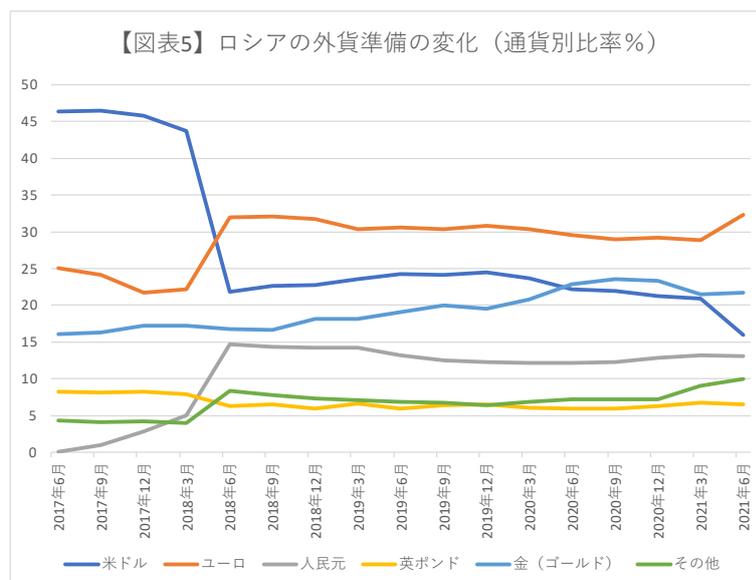
この変化の背景にロシアの「脱ドル入元」政策があったことを指摘するのは容易であるが、その政策実施の主要ツールの一つとなったのが、国民福祉基金である。

ロシア財務省のコリチェフ次官は2019年11月13日に、国民福祉基金の資産について2020年に米ドルの比率を引き下げ、人民元など他の外貨への投資を検討

しているとした上で、「地政学リスクが、国民福祉基金の構成を決める重要な要因の1つとなる」と述べている²⁰。

最近の動きでは、オーストラリア・ニュージーランド銀行系列のANZリサーチによれば、中華人民共和国(中国)の銀行間債券市場において外国の投資主体が保有する債券の約4分の1を、ロシアの中央銀行およびSWFが占めるとのことである²¹。ANZリサーチの試算では、1月末時点で外国の投資主体が保有する債券の総額は4兆700億元であり、そのうちロシア中銀が保有する債券は800億ドル、ロシアのSWFが保有する債券は600億ドルにのぼるといふ。

ここで国民福祉基金の2022年1月時点での残高(ロシア中銀委託分)を通貨別にみると、次の通りである²²。



¹⁸ ロシア中銀は外貨準備の構成について四半期ごとにおよそ半年遅れで公開している。最新のデータは2022年初に発行された *Банк России, Обзор деятельности Банка России по управлению активами в иностранных валютах и золоте 2022年第1号*に記載されている2021年6月時点のものとなる。

¹⁹ *Банк России, Обзор деятельности Банка России по управлению активами в иностранных валютах и золоте 2018年第1号~2022年第1号*より作成。

²⁰ 2019年11月13日付ロイター。

²¹ 2022年3月3日付ロイター。

²² 露財務省 Web ページのリンク先ファイル：<https://minfin.gov.ru/ru/statistics/fonds/>

- ・米ドル：0
- ・ユーロ：385 億 6 千万ユーロ
- ・英ポンド：41 億 8 千万ポンド
- ・日本円：6003 億円
- ・人民元：2267 億 5 千万元
- ・金（ゴールド）：405.71 トン
- ・ルーブル：2 億 7 千万ルーブル

但し、国民福祉基金には上記のロシア中銀委託以外の資産もあり（主にインフラ整備への投融資）、その額は、ルーブル建 4 兆 2868 億 6 千万ルーブル、外貨建（ルーブル換算）5535 億 4 千万ルーブルとなっている。

国民福祉基金の米ドル建て資産が 0 となったのは 2021 年 7 月のことであるが、それに先立つ 2021 年 2 月には 512 億 5 千万ドルから 398 億 4 千万ドルに大幅に減少していることから、米国による経済制裁をこの時期からかなり強く意識して運用方針を変更していたものと考えられる。ちなみに、ロシア



は 2021 年 3 月から 4 月にかけてウクライナ国境に約 10 万人の兵力を集結させており²³、この事態を受けて、たとえば EU のボレル外務・安全保障政策上級代表は、10 万人以上のロシア軍部隊が集結していると 2021 年 4 月 19 日に指摘し、ロシアに緊張状態を解くように求めている。

さて、既述のように、2021 年 7 月に国民福祉基金のドル建て資産（ロシア中銀の外貨準備資産の一部を構成する）はゼロになったが、ウクライナ侵攻開始後の西側による経済制裁の対象は米ドル以外の通貨建ての資産にも広がり、ユーロ、英ポンド、日本円建ての資産の凍結を招いている。

先述のように、ロシアの外貨準備の通貨別構成は四半期ごとに約半年前のデータが公表されるが、外貨準備のうち流動性の高い資産に限れば約 4 分の 1 を占める²⁴国民福祉基金の外貨建て資産の通貨別構成は、約 1 ヶ月前のデータが財務省の Web ページで毎月公表されている。つまり、国民福祉基金の外貨建て資産の通貨別構成のデータをみることによって、外貨準備全体の通貨別構成の変化について、早期に推測することができるのである。

ここで 2021 年 1 月から 2022 年 1 月にかけての国民福祉基金の外貨建て資産の通貨別構

²³ 詳細は山添博史「2021 年春のウクライナにおけるエスカレーション危機」（防衛研究所『NIDS コメントリー』第 165 号、参照。

²⁴ 本稿の「はじめに」で示したように、国民福祉基金のうち流動性の高い資産が外貨準備のうち流動性の高い資産（外貨）に占める比率は約 24%である。

成の動向を表に示すと、次の通りである。

【図表7】国民福祉基金の外貨建て資産の通貨別構成（2021年1月～2022年1月）

	2021年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2022年1月
米ドル（十億ドル）	51.25	39.84	39.84	39.84	34.84	3.36	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ユーロ（十億ユーロ）	44.17	34.72	34.72	34.69	35.74	38.40	38.56	38.56	38.56	38.56	38.56	38.56	38.56
英ポンド（十億ポンド）	8.55	8.55	8.55	8.55	7.48	4.25	4.18	4.18	4.18	4.18	4.18	4.18	4.18
日本円（十億円）	0.00	600.30	600.30	600.30	600.30	600.30	600.30	600.30	600.30	600.30	600.30	600.30	600.30
人民元（十億元）	0.00	110.54	110.54	110.57	143.88	226.60	226.63	226.63	226.65	226.68	226.70	226.72	226.75
金（トン）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	340.56	405.71	405.71	405.71	405.71	405.71	405.71	405.71
ルーブル（十億ルーブル）	0.27	0.00	0.31	0.26	0.26	0.29	0.00	0.26	0.34	0.27	0.25	0.36	0.27

ここから読みとれるのが、2021年6月前後に米ドル建て資産の減少と金（ゴールド）資産の増加がほぼ同時に起きていることである。また、2021年2月にドル建て資産の減少と同時にユーロ建て資産がやや減少する一方で、人民元および日本円建て資産が急増していることも注目される。この2021年2月での日本円建て資産の急増とその資産額を（少なくとも）2022年1月まで維持していたことから、日本政府による外貨準備資産の凍結という制裁措置をロシア政府が想定していなかったことが示唆される。

英ポンド建て資産についてみると、2021年2月のドル建て資産の減少と同時に減少しており、さらに5月から7月にかけて米ドル建て資産がゼロになると並行して英ポンド建て資産も減少している。ここからは、2021年に始まる危機においてロシアが想定していた経済制裁の主体は米国と英国であったという蓋然性が高いといえよう。

しかし、ウクライナ侵攻に伴う西側による経済制裁の主体は米国と英国に限られず、日本をはじめとする多くの西側諸国が自国におけるロシアの外貨準備資産の凍結をおこなった。この制裁措置の広がりにはロシア当局の想定を超えた事態であったことが、国民福祉基金の動向から示唆されているといえよう。

3. 危機対策のツールとしての国民福祉基金

3.1. 現下の危機対策と国民福祉基金

危機対策の一環として、2022年予算法の修正案を含む危機対策措置が政府で検討され、法案が下院に3月3日付で提出され、3月4日に第三読まで審議がおこなわれて可決した。予算法の修正案にはCOVID-19感染拡大を受けた2020年の予算法の修正と類似する要素がみられるが、その他の危機対策の内容も含めると次の通りである。すなわち、中小企業やIT企業への監査の一時的停止、公共調達条件と手続きの簡素化、年金や定額給付金への追加的なスライド実施の可能性、最低賃金の算出にかんする新たな特例、医薬品調達手続きの簡素化、製薬許可要件の調整、特定の医薬品の輸出制限、納税期限の延長、経済特区での認定要件緩和などである²⁵。

²⁵ 2022年3月3日付および4日付 Kommersant（電子版）。

予算法の修正案は3月4日に国家院（下院）で審議され可決されたが、修正案のうち国民福祉基金に関連する部分をみると、ロシア国債の購入を可能とする内容のほか、自立型インフラプロジェクトへの投融資以外に向けた支出が認められるとの内容が含まれている。後者の修正により、政府は国民福祉基金の資金を用いて上場企業発行の証券を購入することが可能になる²⁶が、これは急落するロシアの株式市場における株価の下支えのツールとして国民福祉基金の資金を活用することを意味する。

2月24日に代表的な株価指数 RTS が前営業日比で50%超の下落を記録するなど、侵攻開始後、ロシアの株式市場は暴落状態にある。ロシア中銀は2月28日から3月4日まで5営業日連続でモスクワ証券取引所の休場措置をとっているが、これは同国市場で最長となっている²⁷。なお、株価の下支え政策としては、ロシア当局は既に外国人による証券売却も禁じている²⁸。

国民福祉基金の資金を用いた証券購入の上限額は1兆ルーブルであり、購入にあたって財務省は VEB.RF やその他の専門的金融機関に委託をおこなうとのことである²⁹。この措置については、Bloomberg の記事において「2008年世界金融危機の際に考案された戦略を想起させる」と指摘されている。

次に、ロシア国債の購入を可能にする修正について、その意図は次のところにあるものと考えられる。ウクライナ侵攻によってソブリンリスクが増大したことに伴い、ロシア国債の価格は急落（利回りは急上昇）し、またロシアのソブリン格付が急落している。ちなみに、国債価格下落への対策として、ロシア中銀は3月2日までにルーブル建て国債を保有する外国人投資家に対する利払いを停止している³⁰。

ソブリン格付の引き下げの動向をみると、たとえばフィッチ・レーティングスは3月2日にロシアの長期外貨建発行体デフォルト格付（IDR）を「BBB」（投資適格級）から「B」（ジャンク級）に一気に6段階引き下げており、ムーディーズ・インベスターズ・サービスは3月3日にロシアの長期外貨建債の格付を「Baa3」からジャンク級（投機的格付け）の「B3」に引き下げている³¹。S&P グローバルは3月3日に外貨建の長期債務の格付を「ダブル B プラス」から信用リスクが極めて高いとされる「トリプル C マイナス」まで8段階引き下げ、自国通貨建の格付も投資適格級の下限である「トリプル B マイナス」から投機的等級の「トリプル C マイナス」まで引き下げた³²。

これらの格付の急激な引き下げによってロシア国債の価格急落（利回り急上昇）は加速することになるが、それにとまなう資金調達コストの急増を国民福祉基金の資金による購入によって回避し、財政支出増のファイナンスの安定化を図るところに、予算法の修正の意図

²⁶ 2022年3月3日付 Vedomosti（電子版）。

²⁷ 2022年3月4日付 Bloomberg。

²⁸ 2022年3月3日付時事通信。

²⁹ 2022年3月2日付および3日付 Vedomosti（電子版）。

³⁰ 2022年3月3日付時事通信。

³¹ 2022年3月3日付 Bloomberg。

³² 2022年3月4日付日本経済新聞（電子版）。

があるものと思われる。これは、かつて予備基金が担っていた財政赤字の補填（税収不足の際の予算の緩衝）機能と重なるが、より機動的な対応を可能としている。ちなみに、修正案では国債購入には上限が定められており、国民福祉基金を構成する流動性資産の7%が上限とされている³³。

なお、上記の危機対策の一方で、3月に入ってから、元来の国民福祉基金の資金の活用計画も進められている。たとえばサンクトペテルブルク市の地下鉄近代化に向けて VEB.RF（ロシア開発対外経済銀行）が1000億ルーブルを融資するにあたっての原資として、国民福祉基金の資金が充てられることが3月に発表される³⁴など、国内の自立型インフラプロジェクトに向けた投融資も引き続きおこなわれる模様である。

ちなみに米国政府は経済制裁の一環として、自国民に対し国民福祉基金との取引を禁止している³⁵。

3.2. 2008年経済危機時との比較

既述のように、今回の国民福祉基金を用いた危機対策は、2008年の経済危機時の危機対策と類似しているとの指摘がある。そこで、当時の危機対策を振り返って比較をおこなってみる。次の表は2008年10月下旬時点での主要な危機対策を一覧にしたものである³⁶。

【図表8】2008年10月下旬時点での主要な危機対策一覧

	金額	支援対象	資金の拠出元	条件
金融システム支援 (億ルーブル)	15,000以下	市中銀行	連邦財政の一時的余剰資金	期間3カ月以内、年利8%以上の融資
	750	開発・対外経済銀行	連邦予算	定款資本への公的資金注入 (金融市場支援目的)：2008年分
	1,750	開発・対外経済銀行	連邦予算	定款資本への公的資金注入 (金融市場支援目的)：2009年分
	13,000	開発・対外経済銀行	外資準備	預金：2008～2009年における企業・銀行による対外債務の返済向け
	7,000以下	市中銀行116行	中銀	無担保融資：第1トランシュ 3,880、期間35日、加重平均金利9.89%
	600	住宅抵当融資会社	連邦予算	定款資本への公的資金注入 (住宅抵当融資支援目的)
	9,500	市中銀行（うちスベルバンク5,000、VTB2,000、ロシア農業銀行250）	中銀（5,000）、 国民福祉基金（4,500）	劣後ローン（期間2020年まで、年利8%）
	1,350	市中銀行	国家コーポレーション 「住宅公共事業」	預金積み立て
	1,750	実体部門	国民福祉基金	ロシア企業の株式・債券購入
	2,000	市中銀行	連邦予算	国家コーポレーション「預金保険機構」の定款資本への公的資金注入（銀行救済目的）
間接的支援 (億ルーブル)	1,400	石油企業	(連邦予算)	原油輸出税、石油製品輸出税の税率引き下げ
	3,000	市中銀行	(中銀)	預金準備率の引き下げ
(破綻した) 個別銀行支援	25億ドル	開発・対外経済銀行	中銀	スヴァジ銀行救済への支援 (LIBOR + 1%)
	20億ドル	開発・対外経済銀行	中銀	グローベクス銀行救済への支援 (LIBOR + 1%)
	5億ドル	ガスエネルギー銀行	中銀	ソピン銀行救済への支援
合計：5兆8,530億ルーブル+50億ドル				

出所：2008年10月21日付 Vedomosti 紙

³³ 2022年3月3日付 Vedomosti（電子版）。

³⁴ タス通信の配信記事を Kommersant（電子版）が2022年3月4日付でキャリーした記事による。

³⁵ 2022年3月1日付 Vedomosti（電子版）。

³⁶ 日臺健雄「世界金融危機下のロシア経済」(JOGMEC『石油・天然ガスレビュー』第43巻第3号, 2009年5月) p.32.

上記の表では、国民福祉基金を拠出元とするものが2項目みられる。すなわち、「ロシア企業の株式・債券購入」に向けて拠出される1750億ルーブルと、市中銀行（主にズベルバンクとVTB）向けに設定される劣後ローンの4500億ルーブルである。両者を合計すると6250億ルーブルであり、今回の危機対策で株式購入に向けられる上限1兆ルーブルよりは規模が小さいものの、2008年2月に再編されたばかりの基金から機動的に支出することが迅速に決定されたことがみてとれる。

なお、国民福祉基金の資金を用いた株価下支え策による実際の効果の有無については実証することが困難であるが、参考までに、以下で2008年1月から2009年12月末までのRTS指数（ロシアを代表する株価指数）を示す。

このグラフから直感的にいえることは、2009年3月以降に株価の上昇傾向がみられるものの、6月に再度下落して7月から再上昇しているという大きなトレンドが読みとれるということだけであり、国民福祉基金による株価下支え策の実効性については不明である。



ただし、2008年に実施された危機対策が14年の時を経て再び（投入資金の規模が拡大された上で）実施に移されるということは、少なくとも政策当局者の間では実効性があると認識されていることが推測される。Vedomostiの3月3日付記事では、国民福祉基金の資金を用いた現下の低価格での株式購入は長期の視野のもとで実施される旨が指摘されているが、今回の措置が単に株価下支えという側面だけでなく、運用益を視野に入れた長期のファンド運用という側面ももっていることを示していよう。

4. 結語

ソ連解体後のロシア経済には、「危機」がしばしば到来している。1998年の通貨財政危機、2008年の「リーマン・ショック」後の経済危機、2014年のクリミア編入後の制裁と原油価格の急落による危機、そして今次ウクライナ侵攻にともなう制裁による危機である。つまり、ロシア経済はいわば「危機慣れ」しているともいえる。本稿では国民福祉基金の動向を中心に危機対策を概観したが、侵攻後の短期間の動きだけをみても2008年の危機対応との類似性をみてとることができた。ロシアの政策当局者にとってみれば、危機対策は実務的な困難を伴うものではないのかもしれない。

この「危機慣れ」は、分析する側にとっても同じことがいえる。というのも、今回のウクライナ侵攻後の危機対応の諸政策について、過去の危機の際の動向と比較することができ

るからである。ロシア経済の現状を分析するにあたっては、このような歴史的な比較の視点を備えることが必要とされるのではないか。

ここで、今後ロシア経済が直面する「輸入代替」について、過去の動向と比較しつつ簡単にみてみよう。たとえば、外貨準備の資産凍結によって通貨防衛の方策を封じてルーブルの大幅安をもたらすことは可能であるが、これは輸入品価格の急上昇を伴い、インフレをもたらす一方で、西側からの輸入の減少と「輸入代替」をもたらす。また、石油や天然ガスなどの輸出産業にとっても、ルーブルの大幅安は（SWIFT からの排除が部分的なものにとどまり、全面的な排除ではない限り、かつ国際原油価格の高止まりが継続する限り）業績の好転につながる。ちなみに、1998年8月のロシア通貨危機の後、ルーブル急落による輸入代替と国内の軽工業の成長によって翌99年の実質GDP成長率はプラス6.6%と急回復をみせている。

2014年のクリミア編入を契機とする西側の経済制裁および原油価格の下落に伴うルーブル安の局面では、ロシア側による欧米の農産物輸入禁止という「逆制裁」も作用して、畜産物や野菜を中心に輸入代替が進むだけでなく、小麦などで輸出促進がみられた³⁷。

今次ウクライナ侵攻のロシア経済への影響を分析するにあたっては、過去の「輸入代替」や危機対策の歴史的動向を踏まえつつ、新たな要因（SWIFTからの排除や西側企業の大規模な投資引き上げや取引禁止など）の影響について考察を進めていく必要があるといえよう。

参考文献

- ・金野雄五「最近のロシア経済情勢～ロシア政府系ファンドの新展開～」(『みずほ欧州インサイト』2008年6月10日号)。
- ・長友謙治「ロシア 輸入代替から輸出促進へ」(農林水産政策研究所「主要国農業戦略横断・総合」プロ研資料, 第10号, 2019年3月)。
- ・日臺健雄「世界金融危機下のロシア経済」(JOGMEC『石油・天然ガスレビュー』第43巻第3号, 2009年5月)。
- ・日臺健雄「ロシアにおける『安定化基金』の設立と再編」(勝村務他編著『貨幣と金融—歴史的転換期の理論と分析』社会評論社, 2013年4月)。
- ・山添博史「2021年春のウクライナにおけるエスカレーション危機」(防衛研究所『NIDSコメンタリー』第165号)。
- ・*Банк России, Обзор деятельности Банка России по управлению активами в иностранных валютах и золоте. 2018. № 1-4., 2019. № 1-4., 2020. № 1-4., 2021. № 1-4., 2022. № 1.*

(以上)

³⁷ 長友謙治「ロシア 輸入代替から輸出促進へ」農林水産政策研究所「主要国農業戦略横断・総合」プロ研資料, 第10号, 2019年3月。