

金融市場に寄り切られたロシアルーブル

～変動相場制に移行も、ルーブル安基調が続く可能性は残る～

発表日：2014年11月11日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

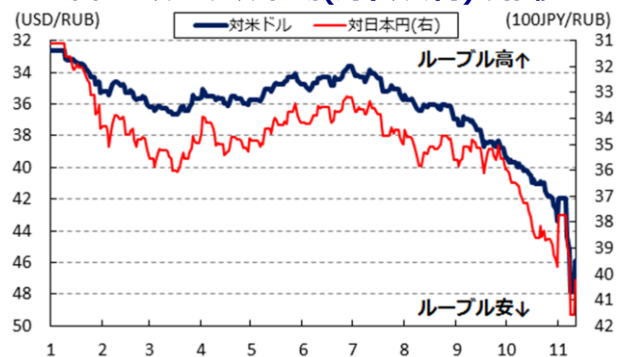
担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 商品市況の調整や欧米の経済制裁などが景気の足かせとなるなか、国際金融市場での「ロシア売り」に伴って年明け以降の通貨ルーブル相場は大幅に下落している。中銀は通貨バスケット維持に向けた為替介入を実施してきたが、10日に変動幅の撤廃と変動相場制への移行を発表した。変動相場制の採用に伴い投機的なルーブル売り圧力は和らごうが、景気動向を勘案すればルーブル安基調が続くことは避けられない。
- 金融市場に押し切られる形でロシアが変動相場制に移行したことで、他の新興国などへの影響が懸念されるが、ロシアの対外準備の規模を勘案すれば同国発で危機が起こるリスクは極めて低い。他方、経済制裁の長期化は避けられず、経済への公的部門の介入が強まることで不透明感が高まる可能性はある。商品市況のさらなる調整も懸念されるなか、ロシア経済にとっては視界不良の環境が続くことになろう。

- ここ数ヶ月に亘って国際金融市場においては「ロシア売り」とも呼べる状況に見舞われており、結果的に通貨ルーブルの為替相場は年明けから3割以上下落して過去最安値を更新し、その後も下落圧力が続く展開となっている。同国経済を巡っては国際的な原油や天然ガス価格の下落で景気に下押し圧力が掛かるなか、ウクライナ問題を発端とする欧米諸国などの経済制裁に伴い、資金流入の先細りによる通貨ルーブル安や資金需給のひっ迫がさらなる景気の足かせとなる状況が続いている。ロシア国内においては食料品をはじめとする日用品の多くを輸入に依存しており、ルーブル安は輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力を招くことが懸念され、景気減速が続くなかでの物価高（スタグフレーション）に陥るリスクが高まっている。ルーブルの為替相場は同國中銀が定める米ドルとユーロなどからなる通貨バスケットを元に「1営業日あたり9ルーブル」とする変動幅を設けて相場を管理する方式が採られており、同國中銀は先月以降、通貨防衛に向けて頻繁に巨額の為替介入を実施する対応をみせてきたものの、国際金融市場における大量の資金流出に直面したことで調整は困難さを増してきた。先月末には定例の金融政策委員会において政策金利（1週間物レポ金利）を市場予想を上回る150bp引き上げる決定を行うなど、金融引き締めを通じて為替安定を図る姿勢を前面に打ち出した。しかし、その後もルーブル安基調は止まらないなか、今月5日には「1営業日あたりの為替介入を3.5億ドルに制限」する方針を発表したことで、金融市場においては為替相場の柔軟性を高めることで将来的な変動相場制への移行に繋がるとの見方が広がり、反ってルーブル安に拍車を掛けることとなる。こうした中、中銀は10日に突如ルーブル相場の許容レンジの撤廃により変動相場制に移行する方針を発表した。中銀の声明文によると「ルーブル相場は市場で決定されることで金融政策の効果は高まる」との考えを示している。この発表に前後して、同国のプーチン大統領は足下のルーブル安が「投機的な攻撃」によるものであり、さら

図1 ルーブル相場(対ドル、円)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

なる投機には「懲罰的措置」で対抗する考えを示すとともに、中銀による決定による為替相場の正常化を望むとしている。通貨バスケット制の廃止により投機的なルーブル売り圧力は弱まると予想されるが、国際商品市況を含めて同国景気は依然として予断を許さない状況にあることを勘案すれば、ルーブル安基調が落ち着きを取り戻すには時間を要する状況は変わらないと見込まれる。

- なお、ロシアが国際金融市場に押し切られる形で為替制度の移行に踏み切ったことは、同様の動きが他の新興国に波及するとの懸念が出ることも予想される。しかし、

ロシアにおいては先月以降の大規模な為替介入に伴い外貨準備を含めた対外準備資産の減少が懸念されるものの、中銀によると先月末時点における対外準備資産残高は 4286 億ドルと依然として中国、日本に次ぐ世界第 3 位の規模を有している。さらに、今回の変動相場制への移行発表により、中銀にとっては過度な為替介入で外貨準備を大きく減少させるリスクが低下していることから、同国発で通貨危機などに波及する可能性は極めて低いと判断出来る。したがっ

図 2 対外準備資産残高の推移



て、1990 年代末に発生したアジア通貨危機やブラジル経済危機、ロシア債務危機などのように連鎖的に他の国や地域で信用収縮が起こる事態に発展するリスクは小さいと判断出来る。他方、ロシア国内においては依然としてウクライナ問題を巡って目覚ましい進展が期待出来ないことから、欧米諸国などの経済制裁の長期化は避けられず、同国内において物価上昇圧力が高まりやすい展開は続くと思込まれる。結果、新興財閥（オリガルヒ）など民間部門を中心に欧州系金融機関からの資金調達に依存してきた金融構造の機能不全状態は長期化を余儀なくされるとともに、資金調達を巡って公的部門の存在感が高まることで同国経済の「不透明感」は一段と高まることも予想される。さらに、国際金融市場においては米国 Fed による金融政策の正常化のタイミングが注目されて「米ドル高」圧力が高まりやすいなか、米ドル建て決済される原油など資源価格が調整しやすい環境にある上、産油国は減産に動く可能性が低いことで当面の市況は調整圧力が高まりやすい展開が予想され、ロシア経済にとっては下振れ圧力に繋がりがやすい。ロシア経済にとっての視界は依然として不良状態が続くことは避けられないであろう。

以 上