

ロシア 事実上の「資本規制」でルーブル安阻止へ

～ロシア政府は『長期戦』で国際金融市場と対峙する模様～

発表日：2014年12月24日(水)

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)

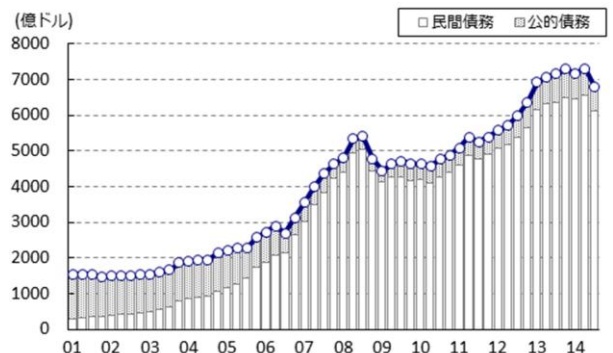
(要旨)

- 原油安による景気への懸念からルーブル安圧力が高まる傾向が続き、今月中旬には中銀が大幅利上げに踏み切るもルーブル相場がパニック状態に見舞われるに至った。これは、海外資金の逃避や富裕層による資金流出の動きに加え、海外に資金調達を依存する企業が外貨調達を焦ったことも影響した。政府の銀行支援発表で落ち着きを取り戻しているが、民間対外債務を巡るデフォルト懸念は今後もくすぶるであろう。
- 政府は輸出企業に対して事実上の『資本規制』を課す動きを強めており、ルーブル相場は上昇に転じている。しかし、不透明な対応は海外資金の逃避に繋がり、その後の景気回復の足かせになる懸念もある。格下げを示唆する動きも出るなか『投機的水準』となれば、海外資金の流入は一段と細ろう。政府は長期戦で事を構える姿勢をみせるが、それに伴う『異質性』によって同国の存在感は低下を余儀なくされよう。

《ロシア国内における資金調達環境の急激な悪化が、ここ数ヶ月におけるパニック的なルーブル安の引き金に》

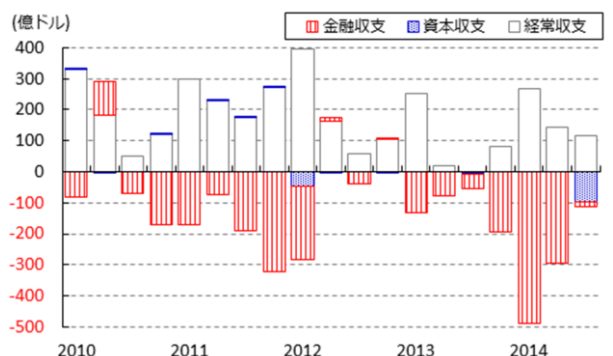
- ここ数ヶ月、国際金融市場で進む原油市況の調整に伴い景気への悪影響が懸念されたことから、ロシアの通貨ルーブルの対米ドル為替相場は下落基調を強めてきた。今月 16 日には、中銀による通貨防衛を目的とした緊急利上げの実施を受け、逆に金融市場ではルーブル売り圧力が強まる事態に陥り、一時は「1ドル=79.9125ルーブル」という過去最安値を記録するなどパニック状態に見舞われた。このように動揺が急速に広がった背景には、ロシアの金融市場、特に企業の資金調達環境を巡る特殊事情が大きく影響している。ロシア国内の金融市場を巡っては、主力銀行などは実質的に国営企業である上、その与信拡大能力は必ずしも高くなく、政府主導による政策遂行の支援機関の側面がある。したがって、近年のロシアの経済成長の象徴の一つでもあるオリガルヒ（新興財閥）を中心とする民間企業にとっては、機動的な資金調達を行うことが難しい環境となっている。こうしたなか、民間企業などは機動的な資金調達を行う観点から外国銀行などとの関係を深め、特に、新興国向け与信を拡大させた欧州系金融機関に対する依存度を急速に高めてきた。結果、ここ数年は原油市況の上昇などを追い風に対外収支や財政収支の改善が進み、公的部門の対外債務残高は減少傾向を強める一方、民間部門による対外債務残高は拡大基調が強まる対照的な状況となっている。しかし、欧州系金融機関への依存度を高めてきたことは、世界金融危機やその後の欧州債務問題を理由にこれらの与信能力が低下したことから資金調達環境の変化を余儀なくされている。さらに、年明け

図1 対外債務残高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 国際収支動向の推移

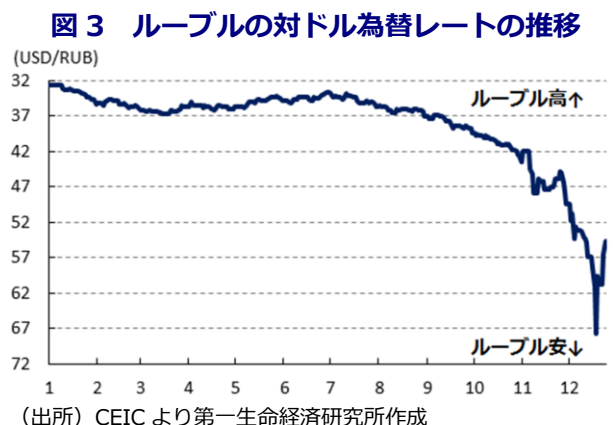


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以降は『ウクライナ問題』をきっかけに欧米諸国による経済制裁が行われ、その後も制裁強化の動きが進んだことで外資系金融機関は同国での資金供給に消極的になるなか、進出企業などでは同国から資金を引き揚げる動きも進み、徐々にルーブル相場は下落基調を強めた。その後は原油安の進展により、対外収支や財政悪化が進むとともに、輸出の7割強を原油や天然ガス関連が占める同国経済への悪影響が懸念されるようになり、ルーブル安に拍車がかかることになる。このところの急激なルーブル安を主導したのは、ルーブル安による資産の目減りを懸念した富裕層などが資金逃避に動いたこと、欧州系をはじめとする外資系金融機関に資金調達を依存する民間企業が外貨による返済資金の確保に動いたことであったと考えられる。足下では、政府による銀行部門への資本注入による支援策が発表され、その後は実際に中堅銀行の救済に動いているほか、中銀は外貨スワップの規模を大幅に引き上げて金融市場での外貨流動性の確保に対応しており、ルーブル相場は落ち着きを取り戻しつつある。対外債務残高の状況や今年12日時点の外貨準備高（金などを含むベース）が4146億ドルにあることを勘案すれば、同国発で公的部門のデフォルト（債務不履行）が起こるリスクは極めて低い一方、民間債務の行方については引き続き注意が必要である点は変わらないと言える。

【実質的な「資本規制」でルーブルの安定を目指す、同国経済の『異質性』が一段と強まることは不可避】

- その後、政府は国営企業を中心とする輸出関連企業に対して外貨建資産の保有高の上限を設定するほか、超過分の外貨資産は金融市場での売却を指示した上で、週次ベースで当該企業の外貨資産を政府に報告させる義務を課す方針を明らかにしている。こうした動きを反映して、ルーブルの対ドル為替レートは持ち直しの動きをみせている。プーチン大統領は先週行われた年末恒例の年次記者会見において、このところの急速なルーブル安の原因について「**外部要因**」との見方を示すとともに、ルーブル安阻止に向けた資本規制について「**強制することはない**」との考えを示していた。しかし、現実には輸出企業に対する実質的な資本規制強化の動きは進行している上、今後も国際金融市場の動向に応じて対応策が一段と強化されていく可能性は否定出来ない。一連の対応については、政府による文書を通じた規制実施ではなく、いわゆる『窓口規制』のような形で行われている点が最大の問題である。先行きも条文化されない形での不透明な規制強化の動きが広がれば、経済活動を取り巻く不透明さは一段と強まることは避けられない。同国政府はここ数年、経済構造が鉱物資源に依存している状況に危機感を抱いており、多角化を図る観点からWTO（世界貿易機関）への加盟を実現させるなど対外的には開放路線を進めてきた。その一方、海外から進出した外資企業に対して突如追徴課税が行われたほか、合併企業が半ば乗っ取りの形で国営企業から買収されるなど不透明さには事欠かず、こうした不透明さは同国進出を行う際の『カントリーリスク』として捉えられてきた。こうした状況の下、政府による政策対応が恣意的に実施されることになれば、外資企業による同国への進出意欲は欧米諸国による経済制裁の動きも重なり、低迷を余儀なくされよう。政府や中銀は先行きの同国経済の見通しについて、原油価格の低迷の長期化を前提に「**向こう2年低迷が続く可能性がある**」との見方を示しているが、外資企業による進出意欲の低下に加え、経済制裁の長期化で海外資金を含む形で資金調達の難しい状況が続くことから、その後の景気回復の実現も困難なことが予想される。これは、同国の輸出の7割強を原油及び天然ガスが占め、



その他の鉱物資源を含めると資源関連が9割超に達する一方、国内において輸入代替産業の育成も充分に進んでいないなど、産業構造の多角化がほとんど進んでいないことも影響する。欧米諸国による経済制裁が継続した場合、中国などとの協調路線を通じて経済構造の多様化を進める可能性は予想されるものの、技術やコスト面などを勘案すれば、制裁解除が行われた後にロシアの国内産業が十分な国際競争力を有する姿になるとは想定しにくい。その意味では、ロシア経済はこれまで以上に異質性の際立つ展開に追い込まれることが予想される上、それに伴って世界経済における存在感も低下していく可能性も考えられる。

主要格付会社の一つであるS&P社はこのところのルーブル安の進展を受けて、同国の長期信用格付の見通しを「ネガティブ（格付はBBBマイナス）」に引き下げている。今後、実際に格下げが行われる場合には『投機的水準』となることから、これまで以上に海外資金の調達が厳しくなることは避けられない。そうなれば、海外資金の流出圧力が強まることでルーブル安が再燃する可能性があるほか、民間部門を中心に外貨建債務の

返済が困難になる事態に陥るリスクはくすぶる。足下における外貨準備の規模は平時であれば十分な規模である上、ルーブル相場の安定に向けた為替介入の実施や民間部門に対して外貨資金繰りを行う体力もあると考えられるものの、『ウクライナ問題』を巡っては事態解決の道筋はまったくみえず、近いうちに経済制裁が解除される可能性が低いことを勘案すれば、長期戦で事を構えるうちにロシア政府はいわば『兵糧攻め』の状況に陥ることも懸念される。上述のプーチン大統領による年次記者会見では、しばしば国民に対して『愛国心』に訴えることで欧米諸国による経済制裁に対して持久戦に持ち込むことを示唆する姿勢もうかがえた。足下では事態は一応の緊張状態を脱しつつあるように思われるが、今後もこう着状態は続く可能性が見込まれる上、それにも増してロシアの『異質性』が顕著になることは避けられないであろう。

以上

図4 主要格付機関の長期信用格付推移

