

「ロシアリスク」を意識せざるを得ない状況に

～主要2社が『投資適格』最下限とするなか、局面打開の道のりは一段と陰しく～

発表日：2015年1月13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)

- 9日、格付機関のフィッチ社がロシアの長期信用格付の格下げを発表。同国の格付は『投資適格』の最下限となるが、追加格下げに含みを持たせた。原油安と欧米の経済制裁で海外資金へのアクセスが低下するなか、ロシア政府の対応余地が狭まっていることを格下げの理由としている。『世界10大リスク』の中でも主要リスクにロシアが挙げられるなか、国際金融市場はロシア動向を意識せざるを得ない状況にある。
- 外貨準備の規模は大きい、為替介入などで急減している上、財政悪化による基金取り崩しも避けられない。原油安が長期化する一方、財政拡大余地が残るなかでは外貨準備も充分ではない可能性がある。事態悪化の要因である原油安と経済制裁は短期的に解消される見通しが立たないなか、今後ロシアは中東などで地政学リスクを惹起させる可能性もあるため、その点でもロシアに対する意識は高まることになろう。

《フィッチの格下げで2社が『投資適格』最下限に、ロシアを巡る状況は一段と陰路に入り込んでいる》

- 9日、世界の主要格付機関の1つであるフィッチ・レーティングスはロシアの長期信用格付を『B B B』から『B B B マイナス』に1ノッチ格下げするとともに、先行きの見通しについても『ネガティブ（弱含み）』とする方針を発表した。同格付は『投資適格』級の中で最低の水準となる上、追加的な格下げにも含みを持たせているため、10年以上に亘り維持してきた『投資適格』級から転落する可能性も懸念されている。今回の格下げにより主要3社のうち2社が同国を『投資適格』級で最低水準となるなか、先月末にはS & P社が先行きの見通しを『ネガティブ（弱含み）』に引き下げるなど（格付はB B B マイナス）『投機的水準』への転落を示唆する動きをみせている。こうした状況において相次いで格下げ示唆の動きが広がっていることは、このところの急激な原油安と欧米による経済制裁の下で窮地に立つロシア経済を一段と苦しい立場に追いやっている。今回の格下げの理由についてフィッチ社は「昨年半ば以降の原油安とルーブル安、金利高により景気が急速に悪化し、欧米による経済制裁強化の動きに伴い国際金融市場での金融機関や企業の資金アクセスが悪化」していることを挙げる。その上で「2015年の経済成長率を従来予想（▲1.5%）から▲4%に大きく引き下げるとともに、2017年まで景気は回復しない」との見方を示している。なお、上記見通しの前提となる原油価格（ブレント）は今年が1バレル＝70ドル、来年は同80ドルであり、足下の水準はこれを大きく下回ることから、「さらなる景気低迷と財政負担を招き、局面打開の余地は

図1 主要格付機関による長期信用格付の推移

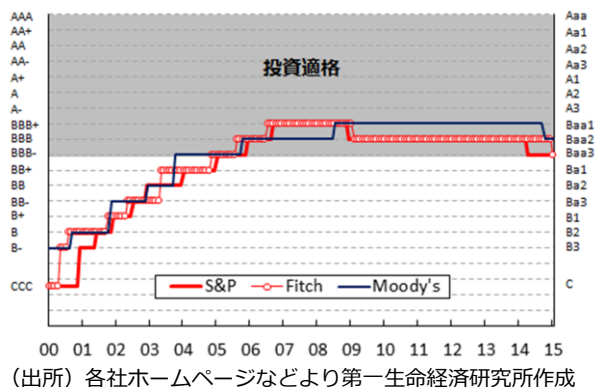


図2 原油市況(ブレント)の推移



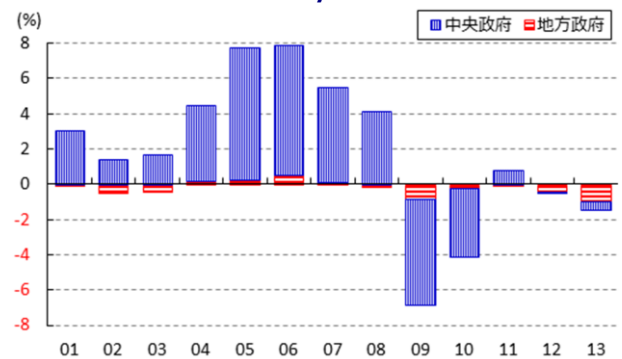
狭まる」とした。また、ルーブル安と金融市場におけるボラティリティ拡大、大幅利上げによる影響を懸念し、政府は『国民福祉基金』の切り崩しなどを通じて銀行への資本注入に迫られたが「さらなる金融セクターへの支援の必要性が高まる可能性は残る」とした。その上で追加格下げに含みを残した要因として「為替市場を巡るボラティリティ継続で金融機関に対する追加的な財政支援が必要になる可能性」、「原油安の長期化による財政及び金融セクターへの悪影響」、「予想以上の資本逃避や国内経済のドル化などに伴う外貨準備の減少」、「経済制裁の強化や地政学リスクの高まり」を挙げた。米国のコンサルタント会社が発表した今年の『10 大リスク』では第2位が『ロシア』とされ、そのなかでは苦境に立つロシアが国際社会との孤立・対立を深めていくことがリスクとして言及されている。一連の格下げの動きはこうした動きに呼応したものではないが、国際金融市場では一段と厳しい環境に追い込まれるなか、ロシアを巡る『リスク』を意識せざるを得ない状況に陥っていると言えよう。

《外貨準備の余裕は低下するなか、財政面でも余地が狭まり、ロシアの局面打開への道のりは一段と厳しい》

- ロシア中銀が発表している対外準備資産は先月 26 日付で 3885 億ドルと依然として、平時であれば問題のない水準にあると考えられる一方、先月 1 ヶ月だけで 320 億ドルも減少するなど厳しい状況に直面している。これだけの急減に直面した要因としては、先月 1 ヶ月に中銀が 119 億ドルもの為替介入（ドル売り）を行ったことが影響している。なお、対外準備資産のうち比較的流動性

が高い外貨準備高については 3000 億ドル強の水準を確保していると考えられる。しかしながら、外貨準備には上述の『国民福祉基金』やソブリン・ウェルス・ファンドである『安定基金』が含まれており、必ずしも全額を外貨準備として利用可能な訳ではない。さらに、プーチン政権は年金支給の増額などを公約に大統領選に勝利した経緯があり、年金支給などの裏付けとなる『国民福祉基金』には負荷が掛かりやすい状況が予想される。その一方、基金の原資で

図 3 財政収支/GDP 比の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

ある原油及び天然ガス関連収入は昨年来の価格下落に伴い急激に減少するなか、足下では財政均衡水準をも下回る水準にまで低下しており、基金の取り崩しは避けられなくなっている。また、プーチン政権は公約の中で軍事費の増強を謳い、これは支持率向上を促す一因になってきたことから、軍事や社会保障関連支出は財政上の『聖域』となってきたが、先行きもその傾向が大きく変わる可能性は低いと見込まれる。足下では急速な財政悪化が避けられないが、今年以降は一段と赤字幅が拡大しやすい状況も予想されるなか、外貨準備の活用余地はこれまで以上に狭まる可能性もあろう。同国財政において原油及び天然ガス関連収入は中央政府の歳入の半分近く、地方を併せても3分の1程度を占めるなど、これらに対する依存度が極めて高い。さらに、輸出の4分の3程度を原油と天然ガスが占めている上、その他の鉱物資源を含めると資源関連が輸出の9割強に達するなど、構造的にも資源に対する依存度も高い。こうした状況を勘案すれば、足下のように原油をはじめとする資源価格が上昇しにくい環境にあることは、ロシアにとっては景気のみならず、財政などあらゆる面で足かせとなることは避けられない。こうしたことも、格付機関が先行きにおける格下げの可能性に含みを持たせる一因になっている。足下の状況を打開する鍵はロシア経済の『アキレス腱』となっている原油安と欧米の経済制裁を巡る状況の好転であるが、世界的な需給の緩みが持続すると見込まれる環境下では原油相場が反転する

可能性は低く、ウクライナ問題でロシアが真摯な対応を見せていないことを勘案すれば欧米による制裁解除への道のりも依然遠い。このところ中東諸国においてはI S I S（イスラム国）の台頭などが新たな地政学リスクとして懸念されているが、足下においてはこうしたリスクが意識されているにも拘らず原油安に歯止めが掛かりにくい展開が続いている。上述の『世界 10 大リスク』の話ではないが、ロシアが中東など他の地域に対する関与を強めることにより地政学リスクが高まるなど、今後のロシアの動きには一段と注意が必要になっていると言えよう。

以 上