

ロシアの格付が10年ぶりに『ジャンク(投機的)』に転落

～民間部門を中心に資金調達環境の急速な悪化は避けられず～

発表日：2015年1月27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)

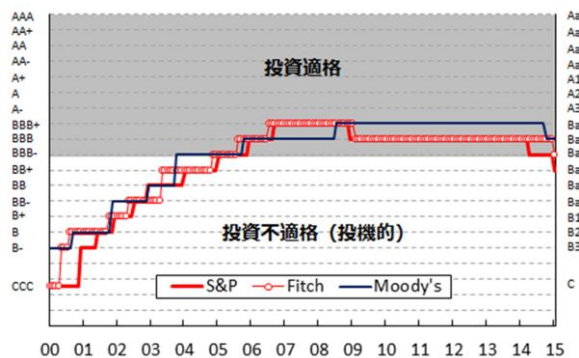
(要旨)

- 26日、S & P社がロシアの長期信用格付を格下げして『投機的』水準に転落した。同社は理由に金融政策の対応余地の乏しさや景気の弱さ、原油安に伴う対外・財政収支の悪化を挙げている。事実、通貨ルーブル安や欧米の経済制裁に伴いインフレ率は高止まりする一方、原油安や金融市場からの圧力は収まらない。格下げが直ちに金融市場の動揺を招くリスクは小さいが、ロシアを巡る環境は厳しさを増している。
- 外貨準備の規模は依然大きく、対外債務に占める公的債務が小さいため、国債のデフォルトリスクは小さい。一方、外貨準備は満額が利用可能ではない上、民間債務を巡っては格下げ実施で資金調達環境の悪化は避けられない。債務返済圧力はルーブル安圧力を誘発すると見込まれるほか、デフォルトが発生する事態となれば金融市場が連鎖的に動揺する可能性もある。ロシアリスクを意識せざるを得ないと言えよう。

《S & P社がロシアの長期信用格付の格下げを発表し、同国の格付は10年ぶりに『投機的』水準に転落》

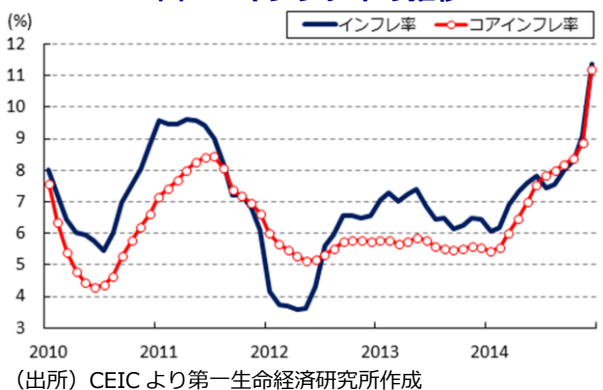
- 26日、米格付機関のスタンダード・プアーズ社（以下、S & P社）はロシアの外貨建長期信用格付を1ノッチ引き下げて『BB+』とする決定を行った。今回の格下げで10年ぶりに『投機的（投資不適格）』とされる水準となり、同社は先行きの見通しについても『ネガティブ（弱含み）』としており、さらなる格下げの可能性を示唆している。同国の格付を巡っては、年明け直後にフィッチ社が格下げを実施して主要3社がすべて『投資適格級』の最下限とし、全社がさらなる格下げに含みを持たせる姿勢をみせていた（詳細は、今月13日付レポート『「ロシアリスク」を意識せざるを得ない状況に』をご参照下さい）。S & P社は、今回の格下げ実施の理由として「昨年来の通貨ルーブル安や欧米による経済制裁が物価上昇を招

図1 主要格付機関による長期信用格付の推移



- く一方、金融システムの弱体化で金融政策の運営能力が制限されている上、成長見通しも損なわれる」との見方を示す。その上で、先行きについても「原油安が続くなか、政府による景気刺激策強化の動きによって対外的・財政的なバッファも目減りする」ことをリスク要因に挙げている。通貨ルーブルを巡っては、中銀は通貨防衛の観点から昨年1年で計6回の利上げ実施したほか、為替制度についても従来の管理変動相場制から変動相場制に移行せざるを得ないなど金融市場に追い込まれる展開が続いてきた。さらに、昨年春以降の『ウクライナ問題』を発端とする欧米からの経済制裁の影響に加え、ルーブル安に伴う輸入物価の上昇により、足下のインフレ率は前年比+10%を上回る水準に加速している。物価高と金利高の共

図2 インフレ率の推移



存により実質購買力に下押し圧力が掛かるなか、原油安による交易条件の悪化で国民所得は目減りしており、同国の景気は急速に冷え込んでいる。こうした状況下での格下げにより同国内からの資金逃避などの動きが強まり、通貨ルーブル相場はさらに弱含む可能性が避けられないほか、景気も一段と厳しい状況となることが見込まれる。その一方、国際金融市場においては同国の格付が『投機的』水準に転落する可能性は事前に織り込まれている上、欧米による経済制裁の影響で大口の機関投資家などは同国に関連する金融取引を縮小させており、直截的に大きな影響に発展する可能性は大きくないと考えられる。ただし、足下ではウクライナ東部において戦闘が再び激化する動きがみられ、欧米経済制裁を強化する可能性を示唆していること、原油価格の動向も依然として不透明であることを勘案すれば、同国経済の先行きにとって明るい材料は乏しい。上述のように、ロシアの『投機的水準』への転落が直ちに金融市場の混乱の引き金を弾く可能性は低いとみるが、他社も追随する動きに繋がれば、同国金融市場を取り巻く環境は一段と悪化することは避けられないであろう。

《公的部門のデフォルトリスクは依然低いが、民間企業を中心に資金調達環境の悪化は避けられないであろう》

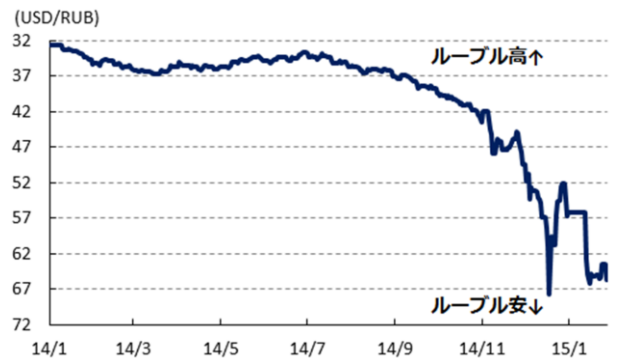
- 同国では昨年来、海外資金の流出や資金逃避の動きが強まり、通貨防衛に向けた中銀による為替介入の影響も重なり外貨準備は減少基調を強めてきたが、昨年末時点における対外準備資産は 3855 億ドル、うち流動性が高い外貨準備高も 3277 億ドルの水準を維持している。一方、昨年末時点の対外債務残高は 5995 億ドルに達するものの、うち短期債務は 1000 億ドルに満たない水準に留まっている上、公的債務残高は 519 億ドルに満たないことを勘案すれば、国債がデフォルト（債務不履行）状態となる可能性は極めて低いと考えられる。ただし、比較的潤沢とされる外貨準備についても、その一部は『国民福祉基金』や『安定基金』といったソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）への出資が含まれており、全額が外貨準備として利用出来る訳ではない。同国財政を巡っては、中央と地方を併せると歳入の3分の1を原油・天然ガス収入が占めているが、足下の原油安や景気低迷で歳入減が避けられないなか、政府は景気刺激の観点から『国民福祉基金』の切り崩しによる財源調達を図る姿勢をみせている。2012年の大統領選でプーチン氏は軍事費や社会保障費の充実を訴えることで当選を果たした経緯があり、これらは予算上の『聖域』とされてきたが、今後はこの動きが財政悪化のスピードを予想以上に早め、外貨準備の利用余地を狭める可能性も懸念される。そうした場合、最も懸念されるのが民間企業などの債務返済能力が急速に低下することであろう。同国では元々、国内金融機関の与信能力が乏しいなか、民間企業などは欧州系をはじめとする海外の金融機関に資金調達を依存してきたほか、近年は家計部門の低金利の外貨建てローンを借り入れる動きも活発化させてきた。しかし、昨年来のルーブル安によりこれらの返済負担は急速に拡大している上、欧米による経済制裁の影響で新規借入や借り換えが難しくなるなど、資金調達環境は厳しさを増してきた。こうした中で国債格

図3 外貨準備高と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4 ルーブルの対米ドル為替レートの推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

付が『投機的』水準となったことで、民間企業の格付は『ソブリン・シーリング』の考えに沿えば一段と厳しい格付となり、資金調達コストのさらなる上振れに繋がることは避けられない。世界金融危機や欧州債務問題に伴い欧州系金融機関が同国向け資金を引き上げる動きを強めた際は、政府が外貨準備を取り崩すことで民間企業の対外債務の支払いを支援する動きがみられたものの、上述の状況を勘案すればこうした余地は縮小している。政府は昨年末国営企業を中心とする輸出企業に対して外貨建資産の保有高の上限を設定したほか、超過分の外貨資産については金融市場で売却させるなど、実質的な資本規制を強いており、ルーブル相場の急落を阻止する動きをみせた。しかし、今後は民間企業が債務支払いに向けて外貨調達を前倒しで実施する可能性も考えられ、そうなればルーブル相場には下落圧力が掛かりやすい展開は避けられない。仮に民間企業でデフォルトに陥る事態となれば、海外資金の流出圧力が一段と強まって連鎖的なデフォルトに展開していく可能性も考えられるだけに、同国の金融市場に対して神経を尖らせる必要が高まっている。その意味では、これまで以上に『ロシアリスク』を想定せざるを得ない状況に陥っていると言えよう。

以 上