

## ロシア中銀、予想外の利下げで何処に向かうのか

～先月のS&P社に続いて格下げの動きが広がるリスクも～

発表日：2015年2月2日(月)

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)

- ロシア中銀は先月30日の定例会合で200bpの利下げを決定した。同行は昨年12月にルーブル安によるインフレを阻止すべく『通貨防衛』の観点から大幅利上げに追い込まれた。足下のインフレ率は依然10%超の高水準にあるが、同行は利下げ実施の理由に「景気刺激とインフレ期待の鈍化」を挙げる。ルーブル安の影響が顕在化するのはいずれであり、中銀の決定は政府首脳や実業界からの圧力に屈したとも考えられる。予想外の利下げ決定は、中銀に対する市場からの一段の信認低下を招くきっかけになる恐れがある。
- 同国の外貨準備は平時であれば潤沢と考えられるが、半分近くをSWFへの出資が占めるなど流動性が低い問題を抱える。財政補てんなどの圧力が高まれば、同国内での外貨調達が悪くなることも予想される。先月S&P社が格下げを実施して『投機的』となったが、今回の中銀の利下げは他社に格下げを追随させるリスクもある。主要3社がすべて『投機的』とすれば資金流出が進むほか、民間企業に早期の償還圧力によるデフォルトリスクが高まる可能性もある。事態は確実に悪い方向に向かっていると見えよう。

### 《ロシア中銀、通貨防衛から景気刺激を優先する姿勢に転じ、予想外の利下げに踏み切る『異例』な対応》

- 先月30日、ロシア中央銀行は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利である1週間物レポ金利を200bp引き下げ15.00%とする決定を行った。同行は昨年12月、通貨ルーブル相場の下落基調が強まったことに対応して定例会合(12日)において100bpの利上げを実施した。しかし、その後もルーブル安に拍車が掛かったことから、利上げ実施直後の16日に緊急会合を開催して650bpの追加利上げを行う事態に追い込まれていた。昨春以降の『ウクライナ問題』をきっかけとする欧米の経済制裁に加え、昨年半ば以降は国際金融市場において原油安に歯止めが掛からない展開が続くなど、同国経済を取り巻く環境は厳しい。同国経済は輸出や財政の面で原油・天然ガスへの依存度が極めて高く、銀行セクターの与信能力の低さにより民間部門は資金調達を欧州系など海外金融機関に依存しており、上述のような環境の劇的な変化は経済に甚大な悪影響を与えることが懸念される。事実、中銀は昨年12月に発表した『金融政策報告書』において「欧米の経済制裁が継続し、仮に原油が1ドル=60ドルの水準で2017年まで推移した場合、今年の経済成長率は前年比▲4.7～▲4.5%、来年も同▲1.1～▲0.9%と2年連続でマイナス成長になる」との見方を示している。また、欧米の経済制裁以降、海外資金は流出圧力を強めていることに加え、海外金融機関からの借入のロールオーバーが難しくなると考えた企業を中心に外貨建資産を積み増す動きが強まり、金融市場ではルーブル相場が急落する事態に見舞われた。さらに、富裕層を中心に海外への資本逃避の動きが広がっていることも、昨年末にかけてルーブル安に拍車を掛ける一因になったと考えられる。上記のように中銀が大幅利上げに踏み切った背景には、ルーブル相場が急落したことに対する『通貨防衛』の意味合いが強い。というのも、同国は輸出

図1 主要政策金利の推移



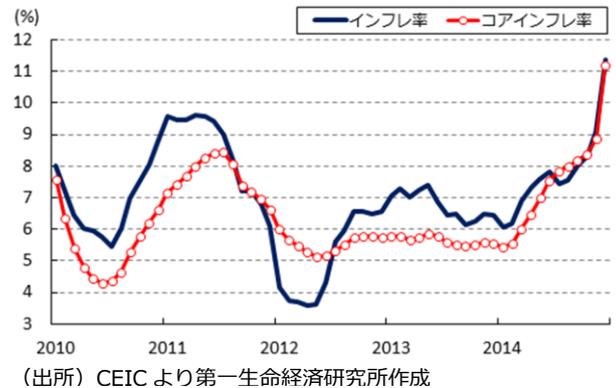
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

の7割強を原油・天然ガスが占めている上、その他の鉱物資源を併せると9割超を資源関連が占めるなど、資源依存度が極めて高い。その一方で、食料品や機械などの日用品の多くを輸入に依存しており、欧米の経済制裁によりEU圏からの輸入が制限された結果、供給が滞ることで需給がひっ迫する状況にあり、インフレ圧力が高まりやすい状況が続いている。そこに急速なルーブル安による輸入インフレが重なり、足下のインフレ率は10%を上回る水準への加速を余儀なくされている。こう

した事情も中銀が性急な利上げに追い込まれた一因と考えられる。しかしながら、物価高と大幅利上げにより国内の資金需要が急速に冷え込んで一段の景気悪化が避けられなくなるなか、先月末には政府が事実上の『資本規制』を通じて企業の外貨需要を抑え込む対策を打ち出し、一時に比べてルーブル相場が落ち着きを取り戻したことから、中銀は一転して『景気支援』に舵を切った。会合後に発表された声明文では「足下の高インフレはルーブル安に伴う価格

調整が影響しているが、景気減速により先行きはインフレ期待が低下し、2016年1月にはインフレ率が10%以下に低下する」との見方を示す。事実、昨年末の大幅利上げにより足下の実質金利は依然プラスであることは利下げ余地を生んだと判断することも可能である。ただし、これまでのルーブル安の影響が本格化するのはいずれであり、当面のインフレ率はさらなる加速を余儀なくされると見込まれるなか、インフレ抑制に逆行する利下げ実施は通貨及び物価動向に悪影響を与えると懸念される。今回の利下げ実施には、景気低迷を懸念したプーチン大統領をはじめ政府首脳や産業界からの圧力が強く、中銀のナビウリナ総裁が前大統領補佐官であったことも影響したと考えられる。昨年12月の緊急利上げは中銀の独立性とともに、同行の危機感を内外に示すことに成功したが、そうした評価を著しく損なわせることになる。その意味でも、今回の利下げは中銀への信認低下の『引き金』を弾くきっかけになると言えよう。

図2 インフレ率の推移

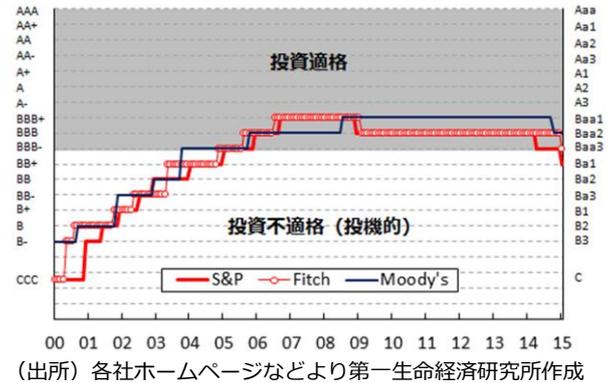


### 《中銀の利下げ実施は先月のS&P社に続き、他社の格下げを追従させるリスクを高めることも懸念される》

- 欧米の経済制裁の影響で海外資金の流入が急速に細っており、反って国際金融市場の動揺などで資金流出圧力が高まるリスクは低下していると考えられる。その一方、近年は民間企業を中心に海外での資金調達を拡大させており、対外債務に占める短期債務の割合は必ずしも高くないものの、今後は返済額の増大が見込まれるなかで返済原資としての外貨調達が厳しくなることは避けられない。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おり、平時であれば同国内における外貨調達は比較的容易と考えることが出来る。しかし、対外準備資産の一部は『国民福祉基金』や『安定基金』などのソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)への出資であり、全額を外貨準備として活用可能である訳ではない。さらに、原油安の長期化に伴い歳入の大幅減少が避けられないなか、財政補てんの観点から上述のSWFの取り崩しを通じた財源調達に動く可能性が高まっており、外貨準備の利用余地が一段と狭まることも予想される。国債など公的債務残高は極めて小規模に留まっており、直ちに国債がデフォルト(債務不履行)に陥るリスクは小さいと考えられるものの、民間企業については借入のみならず、近年は海外での債券発行を活発化させてきたことを勘案すれば、それらの返済が滞るリスクは高まっていると考えられる。さらに、先月26日には米格付機関のスタンダード・アンド・プアーズ社(S&P社)が同国の長期信用格付の格下げを決

定し、『投機的（投資不適格）』水準とされる『BB+』としており、民間企業にとっては資金調達が一段と厳しくなることが予想される（詳細は先月 27 日付レポート『ロシアの格付けが 10 年ぶりに『ジャンク（投機的）』に転落』をご参照下さい）。同社は格下げ実施の理由として「ルーブル安と欧米の経済制裁がインフレを招くなか、金融システムの弱体化により金融政策は機能不全に陥っており、成長見通しも弱い」とし、「原油安が長期化するなか、政府の景気支援姿勢により対外的・財政的なバツファーは目減りする」との見方を示していた。さらに、同社はさらなる格下げに含みを持たせる姿勢をみせていたが、今回の中銀による利下げ決定は金融政策が機能不全に陥っている上、独立性の不備を理由に追加格下げを後押しする可能性が考えられる。また、他の主要格付機関も S & P 社に追随して格下げに動く可能性を高めることも考えられ、仮に 3 社がすべて同国の長期信用格付を『投機的』とした場合、これまで以上に海外資金の流出が進むほか、企業は借入や債券などの早期償還に追い込まれることも懸念される。そうなれば想定以上に早い段階で民間企業のデフォルトが表面化するリスクが高まるほか、海外市場においては同国の債券が締め出される事態となることも予想される。中銀は年明けからルーブル相場を管理変動相場制から変動相場制に移行させており、先行きの政策に対する不透明感が高まったことでルーブル安圧力が掛かりやすい展開となると見込まれ、昨年末同様に民間部門を中心に外貨建資産を求める動きが加速する可能性もある。今回の中銀による決定が最悪の事態を招かないことを祈ってやまないが、事態は確実に悪い方向に向かっていることは間違いのないであろう。

図 3 主要格付機関の長期信用格付の推移



以上