

ロシア、主要3社中2社の格付が『投資不適格』に

～ウクライナを巡る動きも不透明な中、一段と苦境に立たされる可能性～

発表日：2015年2月23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)

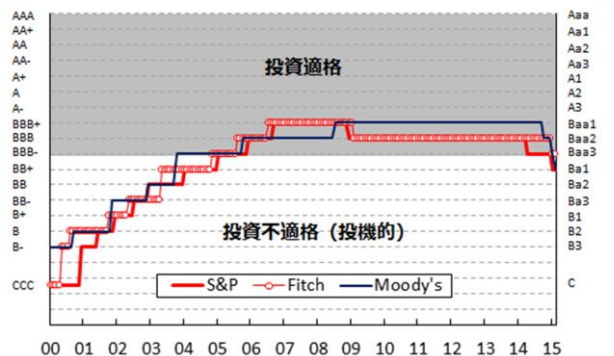
(要旨)

- 20日、米格付機関のムーディーズ社は先月に引き続きロシアの格下げを実施した。米S & P社に続き、主要3社中2社が同国を『投資不適格』としている。格下げの要因として景気見通しの悪化、財政及び外貨準備の浸食、政策予見性の低下を挙げ、追加格下げにも含みを持たせた。ウクライナ問題が根本的解決に至らず、欧米は制裁強化を示唆する動きをみせており、事態は一段と悪化することも懸念されよう。
- 主要3社中2社が『投資不適格』としたことで、同国の資金調達環境は経済制裁も相俟って一段と厳しくなることは避けられない。落ち着きをみせつつあったルーブル相場の混乱はインフレ昂進を招き、再利上げに繋がるリスクもある。公的債務のデフォルトリスクは低いが、政府が資本規制に動く可能性もあり、そうなれば、投資環境悪化から同国経済は一段と厳しい状況に追い込まれることにも繋がろう。

《ムーディーズ社が2ヶ月連続で格下げ。主要3社中2社が『投資不適格』となり、ロシアは一段と苦境に》

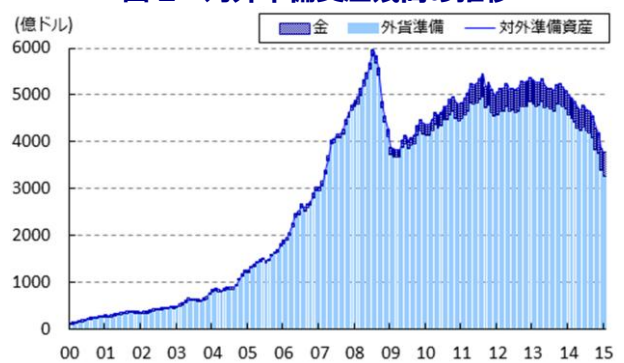
- 20日、米格付機関であるムーディーズ社は先月に引き続き、ロシアの外貨建長期信用格付を2ヶ月連続で1ノッチ引き下げて「B a 1（見通しはネガティブ）」とする決定を行った。今回の格下げにより同国の格付は主要3社のうち2社が『投資不適格（投機的）』としている上、その2社ともに見通しをネガティブとするなど、さらなる格下げの可能性に含みを持たせる姿勢をみせている。同国の格付を巡っては先月、米格付機関のS & P社が『投資不適格』級に引き下げる動きをみせていたが（詳細は1月27日付レポート「ロシアの格付が10年ぶりに『ジャンク（投機的）』に転落」をご参照ください）、ムーディーズ社もこの動きに追随したものと考えられる。同社は格下げ実施の理由として大きく3つ（①景気見通しの悪化、②財政及び外貨準備の浸食、③政策（政治的）予見性の低下）を挙げており、先行きについてもいわゆる「ウクライナ情勢」を巡る下押し圧力を警戒する姿勢をみせている。景気見通しについては、欧米による経済制裁や原油安、高インフレの影響で2015年は大幅なマイナス成長となり、2016年も引き続きマイナス成長となるとした。その上で、同国の政策対応は徐々に正常化しつつあるものの、通貨安と資金流出、景気減速、高インフレという複合的な困難に直面しており、同社は政府による先月来の対応を勘案して、同国の金融市場は脆弱な状態が続くとの見方を示している。財政状況については、景気低迷に伴い財政赤字はGDP比▲2.0%程度に悪化し、その財源手当てにソブリン・ウェルス・ファンドである『準備基金』が取り崩され

図1 主要格付機関による長期信用格付の推移



(出所) 各社ホームページなどより第一生命経済研究所作成

図2 対外準備資産残高の推移



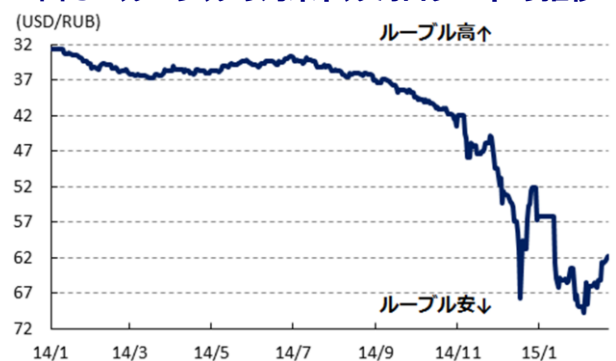
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

るほか、政府が歳出拡大姿勢を強めれば、公的債務残高が徐々に高まることも懸念されるとした。こうした事態を経ても公的債務残高は比較的低水準に留まるものの、債務水準の低さと対外バランスの強固さが同国の格付を『投資適格』に据え置く一因になってきたが、景気低迷と財政悪化、資金逃避という悪材料が重なるなか、経済制裁による国際金融市場へのアクセス低下は対外収支を一段と蝕むとした。その上で、想定外の悪い事態となれば外貨準備などの対外資産は急減して資本規制などの強政策を打ち出す可能性があり、投資環境のさらなる悪化や銀行システムの信認低下を招く懸念があるとした。政治及び政策面での予見性の低下については、ウクライナ問題に対するロシア政府の対応が直接及び間接的に対外債務の支払いなどに悪影響を与える可能性を指摘している。同社は現時点において同国政府が様々な困難解決に動いていることは理解しており、対外債務の支払いが停止されるリスクは極めて低いとの見方を示す一方、同国を取り巻く状況が予想外のスピードで悪化していることから、今後はそうしたリスクが高まる可能性を警戒する姿勢をみせている。いわゆる『ウクライナ問題』を巡っては、今月 11 日からベラルーシの首都ミンスクで開かれたドイツとフランス、ロシア、ウクライナによる 4 ヶ国の首脳会談の結果、翌 12 日に停戦に合意することで一応の決着が図られた。しかし、その後もウクライナ東部の親ロシア派占領地域においては依然として散発的ながら戦闘状態が続いている模様であり、欧米諸国は経済制裁をさらに強化する可能性を示唆している。こうした状況を勘案すれば、ロシアを取り巻く環境が直ちに大きく改善する可能性は低く、事態は一段と悪化することも懸念されよう。

《投資環境の一段の悪化を招く可能性もあり、ロシア経済が一段と苦境に立たされる可能性は高まるであろう》

- ムーディーズ社は先行きの見通しを『ネガティブ』としており、当面は利上げが行われる可能性はないとの見方を示す一方、マクロ経済及び金融市場環境の安定、国際金融市場を巡る脆弱性の低下、ウクライナ問題の解決に向けた道筋が示されるなどといった環境変化が起これば、追加的な格下げに動く可能性は低下するとしている。その一方、マクロ経済や金融市場環境が想定を上回るペースで悪化した場合、または同国政府が財政及び構造改革計画の見直しや中止に動いた場合には、さらなる格下げを検討せざるを得ないとしている。そして、ウクライナを巡る軍事衝突の激化に伴い、欧米による追加的な経済制裁が行われた場合には、追加格下げを実施するとの見解を示しており、現時点においては追加格下げが行われる可能性は小さくないと考えられる。さらに、主要格付 3 社のうち 2 社が同国の長期信用格付を『投資不適格』級にしていることから、残る 1 社も早晩格下げを実施して主要 3 社がすべて『投資不適格』とする可能性は高まっている。欧米による経済政策の影響で既に同国企業は国際金融市場へのアクセスが極めて制限されており、資金調達などを行うことは難しくなっているが、主要格付機関がすべて『投資不適格』となることで外資系金融機関による投資回収や資金引き上げの動きは一層活発化することが予想される。そうした事態となれば、民間企業を中心に借入返済などのための外貨需要が高まることで、足下では再び落ち着きを取り戻しつつある通貨ルーブル相場が再び下落基調を強める可能性も出てこよう。結果、1 月のインフレ率は前年同月比 +15.03% と約 6 年ぶりの高水準に達するなど、ルーブル安に伴う輸入物価の上昇などをを受けて加速しており、欧米による経済制裁の影響で食料品など日用品に対する輸入制限による物資不足の影響も重なり、国民生活は厳しさを増している。

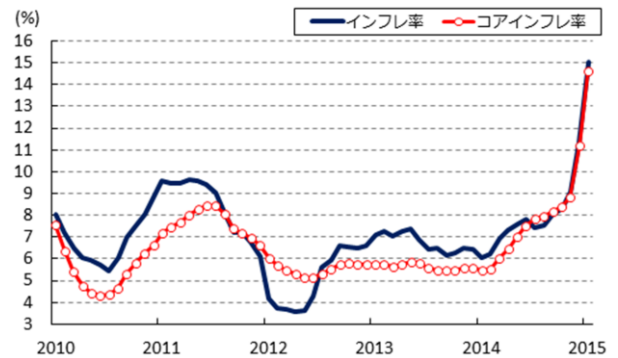
図 3 ルーブルの対米ドル為替レートの推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

さらなるルール安圧力はインフレ率の一段の昂進を招くのみならず、中銀は昨年末に『通貨防衛』の観点から大幅利上げを実施したものの、先月末には事態が落ち着きを取り戻しつつあることを受けて利下げに踏み切るなど金融引き締め「手綱」を緩める動きをみせたが、追加引き締めに追い込まれるリスクも高めよう。そうなれば、高インフレによるマインド悪化を受けて景気悪化が進むにも拘らず、金融引き締めに伴う高金利状態が同国経済を一段と締め付けることで景気悪化に歯止めが掛からない状況に陥ることも見込まれる。同国の外貨準備資産は1月末時点において3762億ドルと過去1年余りに亘って減少基調が続

図4 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

いているものの、依然として相当規模を有している上、うち流動性が高い外貨準備高も3271億ドルに上る。ただし、これらの一部は上述のソブリン・ウェルス・ファンドへの出資が占めており、総額を外貨準備として活用することは可能ではない上、財政手当としてその一部が取り崩されることは避けられない模様である。同国の昨年末時点での対外債務残高である5995億ドルのうち公的債務は519億ドルに留まっており、公的債務がデフォルトに陥るリスクは極めて低いと考えられるものの、民間債務については依然としてデフォルト状態となる可能性は残る。同国政府は資本規制の強化などを通じて一時的に事態悪化を回避させることも予想されるが、仮にそのような動きに出れば、投資環境の悪化により同国への投資は一段と抑制されるほか、国内金融市場の動揺に伴い銀行セクターなどで経営悪化などの影響が出る懸念も高まろう。このように考えると、直ちにロシア発で『危機的状況』が起こる可能性は低いものの、こう着状態の長期化は同国経済を蝕んでいくことになる。

以 上