

## 自作自演(?)の市場環境で小躍りするロシア中銀

～同国金融市場が抱える潜在的リスクは一段と増幅する懸念～

発表日：2015年3月16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)

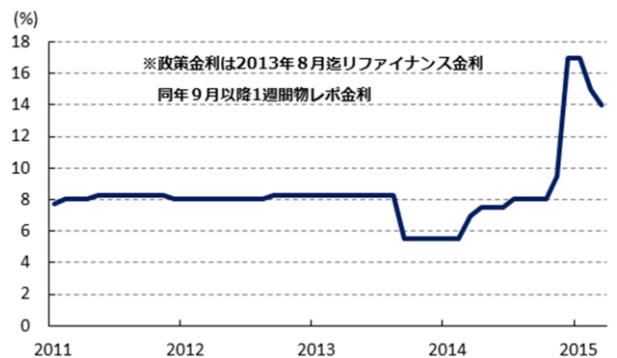
### (要旨)

- 13日、ロシア中銀は年明け以降2度目の利下げを実施した。同行は昨年末にインフレ昂進阻止や通貨防衛の観点から大幅利上げを実施したものの、通貨ルーブル相場の安定を理由に金融緩和に転換した。同行はインフレ率低下による追加利下げを示唆したが、ルーブル相場の安定は経済制裁で投機筋の動きが抑制されたことが影響している。一方、同国経済を取り巻く環境は一段と厳しさを増しているのは間違いない。
- 経済制裁による投機の縮小や実質的な資本規制によりルーブル相場は落ち着く一方、年明け以降は変動相場制に移行したにも拘らず外貨準備は減少基調を強めている。当局の為替介入が相場安定を促している可能性もあり、云わば「自作自演」の相場を享受しているだけの可能性もある。ウクライナ問題の解決が見えない中で資金調達環境の悪化を窺わせる動きもみられるなど、金融市場が蝕まれる可能性も高い。
- 物価高と金利高の共存で景気情勢が悪化するなか、昨年末にかけて個人消費が盛り上がる動きがみられたが、これは国民のインフレ対策を反映した動きである点には注意が必要だ。今後も当面は物価高が続く見通しであり、中銀による景気見通しもやや甘い感は否めない。経済制裁解除の見通しが立たないなかで今年には深刻なマイナス成長となる可能性は高く、その影響は来年にも長引くものと予想される。

### 《経済制裁や実質的な資本規制による通貨安定を理由に中銀は利下げ決定、今後も追加利下げに動く可能性も》

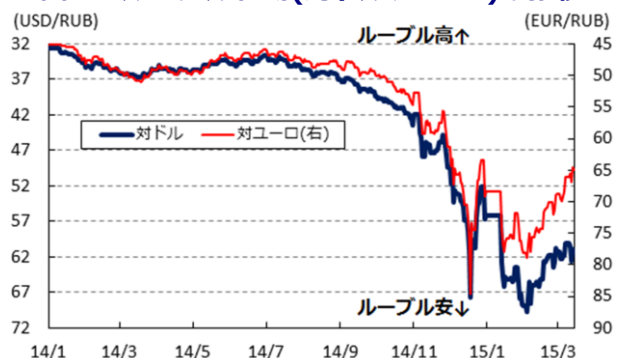
- 13日、ロシア銀行は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利を100bp引き下げて14.00%とする決定を行った。同行による利下げ実施は年明け以降だけでも、1月末に続いて2度目であり、累計300bpもの利下げが行われている。同国の金融政策を巡っては、昨年末にかけて通貨ルーブル相場が急速に下落したことを受けて、通貨防衛の観点から立て続けに大幅利上げを実施するなど引き締め姿勢を強めてきたが、ここに来てその手綱は緩められている。いわゆる「ウクライナ問題」をきっかけとする欧米の経済制裁に加え、昨年後半以降の原油安が同国経済の足かせとなるなか、昨年末の急激な利上げは景気を一段と冷え込ませることが懸念されてきた。一方、国内の消費財の多くを輸入に依存する同国においては、経済制裁による輸入制限の影響で様々な財で供給不足に直面している上、ルーブル安による輸入物価の上昇はインフレ圧力に拍車を掛ける状況が続いてきた。2月のインフレ率は前年同月比+16.7%、コアインフレ率も同+16.8%とともに中銀が定めるインフレ目標(4%)を大きく上回っており、実質購買力の低下はこ

図1 政策金利の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 ルーブル相場(対ドル、ユーロ)の推移



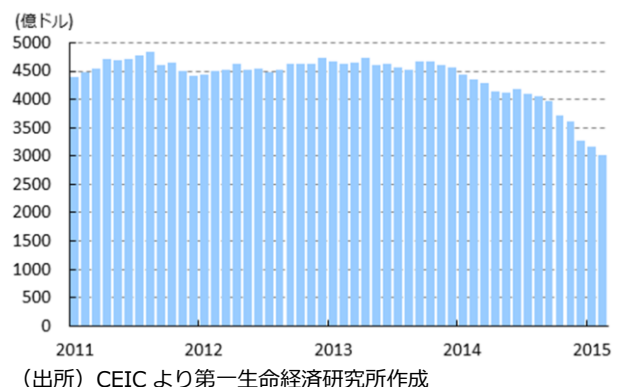
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

こ数年の経済成長のけん引役となってきた個人消費の足かせとなっている。したがって、政府及び中銀は一段の景気悪化を避けるためには金融引き締め姿勢を緩めることが必要との見方を強めてきた。さらに、欧米の経済制裁に伴い海外投資家は同国金融市場での取引が急減し、ルーブル相場に投機資金の影響が及びにくくなっており、政府は昨年末に国営輸出企業を対象に外貨建資産の保有高に上限を設定するなど事実上の資本規制を課したこともあり、年明け以降のルーブル相場は落ち着きを取り戻している。足下のインフレ率は極めて高水準で推移しており、当面は高止まりが続くと見込まれる状況にはあるものの、一方的なルーブル安圧力に晒されにくくなっていることは、同行が追加的な利下げを決定する後押しになったと考えられる。委員会後に発表された声明文では、先行きのインフレ見通しについて「現行の金融政策と景気減速を勘案すれば、来年3月に向けてインフレ率は9%に徐々に低下し、2017年にはインフレ目標である4%に収れんする」との見方を示す。その上で「インフレ率の低下に従って、同行はさらなる利下げが可能になる」との考えを示しており、先行きも追加的な利下げを実施する姿勢を強調している。なお、金融緩和にも拘らず依然として金利水準は極めて高水準であり、原油安や海外資金へのアクセス低下が引き続き景気の足かせとなるなか、輸入物価の高止まりや企業の収益低下、資金調達環境の悪化、景気の不透明感は投資の抑制要因となり、今年の経済成長率は「▲4.0～▲3.5%」になるとの見通しを示している。先行きの物価については「政府が決定する統制価格の行方や歳出、特に、公務員給与などの動向に注意が必要」との認識を示しており、政府との政策スタンスを巡る協調を重視する姿勢を示している。同国財政は歳入の約半分を原油・天然ガス関連収入に依存しており、昨年後半以降の原油安により大幅に減少するなか、政府は今年度予算で公務員数の削減、公務員給与の物価スライド適用の見送り、公共投資の見送りなどにより歳出規模を約1割削減する方針を決定しているが、財政赤字を補てんするためソブリン・ウェルス・ファンドである「準備基金」の取り崩しが避けられなくなっている。今月に入ってからは、プーチン大統領をはじめとする政府高官の給与を1割削減する方針が示されたが、歳入が想定以上に減少していることを示していると言える。ただし、歳出削減の対象から社会保障費や国防費などは外されている上、足下では依然としてこれらが拡大する懸念がくすぶっており、予想以上の規模で基金の取り崩しが進む可能性もある。基金が直ちに枯渇して公的債務が拡大する状況は想定しにくいものの、国営企業などでは資金調達のために昨年末以降金融市場において多額の社債を発行する動きがみられ、実質的な公的債務の増大を招くリスクは高まっている。同国の長期信用格付けは主要3社中2社が『投機的』水準とするなど資金調達環境は厳しさを増すなか、国営企業をはじめとする非政府部門の資金需給環境は一段と困難になることが予想され、景気の足かせとなるであろう。

### 《直ちに「危機」が誘発される可能性は低いが、同国金融市場を取り巻く状況は一段と蝕まれる可能性》

- 昨年末にかけて、通貨ルーブル相場は外資系金融機関に資金調達を依存する企業のドルやユーロ需要の高まりに加え、ルーブル安を嫌気した国民による外貨需要の急増を反映する形で下落基調を強めた。その後は上述のように国営企業に対する実質的な資本規制のほか、欧米の経済制裁により外国人投資家の投機が縮小したことから、年明け以降は変動相場制に移行しているにも拘らず落ち着いた推移が続いている。その一方、1月には119億ドル、2月には135億ドルも外貨準備高は減少しており、ここ数年中銀が外貨準

図3 外貨準備高の推移

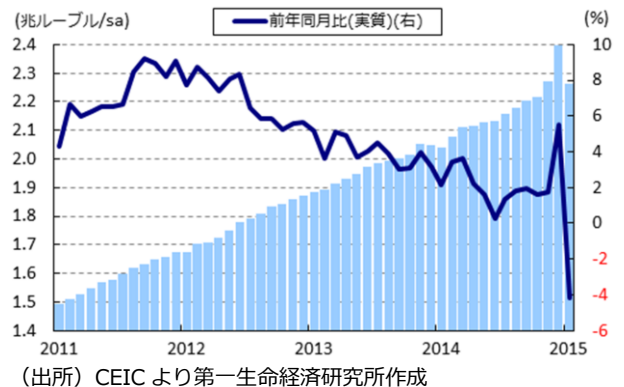


備のバスケット構成を変更してきた結果、世界的な米ドル高圧力が強まったことで評価損が生まれたことも影響している。しかしながら、欧米による経済制裁の影響で海外資金は昨年のうちに太宗が流出したとみられるなか、年明け以降はロシア国内資本による資金逃避などがくすぶっており、そうした環境下での為替相場の安定は中銀などによる為替介入も影響したと考えられる。2月末からの1週間程度の間でも対外準備資産は63億ドルも減少しており、為替安定の観点からルーブル買い介入を行う実質的な引き締めを行っている一方、それによる資金需給のひっ迫を懸念して利下げを行っており、いわば『自作自演』で市場環境を醸成しているとも捉えられる。こうしたことを勘案すれば、同国の金融市場は大きなリスクを抱えていると考えることが出来る。2月末時点での対外準備資産における流動性が高いとされる外貨準備高は3023億ドルあり、これは依然として昨年の月平均の輸入額の12.6ヶ月分に相当するなど、一見すると対外バランスは強固と判断することが出来る。とはいえ、対外準備資産の一部はソブリン・ウェルス・ファンドである準備基金（財政補てん目的）や国民福祉基金（年金財政の補てん）への出資が占めており、全額を外貨準備として活用可能な訳ではない。さらに、上述のように原油安により悪化する財政補てんのために準備基金の取り崩しが避けられないことを勘案すれば、対外バランスはみためよりも脆弱と捉えることも出来る。なお、昨年末時点における対外債務残高（5995億ドル）に占める公的債務残高は545億ドルに過ぎず、それらの本格的な返済も2016年以降であることから、直ちに公的債務がデフォルト（債務不履行）を起こすとは考えにくい。他方、民間債務については欧米の経済制裁の影響でロールオーバーが困難になっており、その返済に必要な外貨需要は引き続きルーブル安圧力を誘発するリスクはくすぶる。昨年末以降、国営企業のなかには国内市場で巨額の社債を発行するなど資金調達を活発化させる動きがみられるが、一連の資金調達によって得られた資金の活用については不透明な部分も多い。ウクライナ問題も依然こう着状態が続いており、欧米の経済制裁も一段の強化も懸念されるなか、早々に事態が悪化するとは考えにくいものの、こうした外部環境の悪化はじわじわと同国金融市場を蝕んでおり、事態打開の道筋を見えにくくしていることには注意する必要がある。

#### 《「経済危機」時と同じ動きがみられるも、経済制裁下にあることを勘案すれば、事態は一層厳しくなる》

- 昨年後半以降の原油安による交易条件の悪化で国民所得の減少が避けられなくなるなか、インフレ率の高止まりに加え、昨年末以降の金融引き締めによる金利高も重なり、国民生活を取り巻く環境は一段と厳しさを増している。こうした状況にも拘らず、昨年末にかけては個人消費が急速に盛り上がる動きがみられたが、これは急激なインフレやルーブル安を懸念した国民の多くが高額品を中心とする財を購入することで資産防衛を図る動きを反映しており、同様の動きは1990年代末の「ロシア経済危機」の際にもみられたものである。事実、実質ベースの小売売上高は年明けには急速に鈍化する動きが確認されており、こうした消費拡大が持続可能なものではないことは自明の理と言える。インフレ率は年半ばに向けて一段と加速しているが、年後半には鈍化に転じると見込まれるものの、足下のインフレはルーブル安や経済制裁による物資不足など供給要因が大きく影響していることを勘案すれば、インフレ率の低下が即ち実質購買力の向上に繋がるとは考えにくい。その意味では、近年の経済成長のけん引役となってきた個人消費を取り巻く環境には明るさが見出しにくい環境になっていると判断できる。その一方、中銀が金融緩和に転じていることで企業部門にとって

図4 小売売上高の推移



は資金調達環境の改善が期待されるものの、同国の銀行セクターは元々与信能力が低い上、足下の景気減速を受けてバランスシートの急速な悪化が懸念され、景気の先行きに明るさが見出しにくいなかで信用拡大に向かうかは不透明である。政府は今年度予算において公共投資の見送りなどを通じて歳出削減に取り組む姿勢をみせる一方、一部の国営企業などは設備投資などを活発化させる姿勢を崩していないが、このところの格下げに加え、欧米の経済制裁で外部資金へのアクセスが厳しくなるなかで円滑な事業遂行を図ることが出来る可能性は低下している。上述のように、一部の国営企業は社債発行を通じて資金調達を活発化させているが、この資金は設備投資をはじめとする事業拡大に向けたものであるかは不透明であり、こうした動きを素直に経済成長に直結するものと捉えることは難しい。

他方、外需については全体の半分を占める欧州向けは経済制裁の影響で急速な鈍化が避けられないなか、足下では中国をはじめとするアジア向けのほか、トルコなど一部の中東諸国向けに堅調さはうかがえるが、新興国向け輸出が欧州向け輸出の鈍化をカバーし得る状況とはなっていない。さらに、原油相場もなかなか上値をうかがいにくい展開が続いており、交易条件の改善に繋がりにくいことを勘案すれば、国民所得や財政の回復は見込みにくく、実体経済の足かせとなる状況は変わらないと考える。中銀は今年の経済成長率が前年比▲4.0～▲3.5%、来年は同▲1.6～▲1.0%と2年連続でマイナス成長になるとの見通しを示しており、こうした方向感は穏当と考えられる一方、今年についてはやや控えめな見通しとの印象も受ける。当研究所では、今年の同国の経済成長率は前年比▲5%を上回るマイナス成長になるとみており、ウクライナ問題など外部環境の変化がなければ、来年も深刻なマイナス成長になることは避けられないと予想する。

以上

図5 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成