

ロシア通貨危機、日本への余波

発表日：2014年12月17日（水）

～安定化できれば中長期的に日本経済にプラス～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

ルーブルの急落が、ロシアの危機を想起させて、世界の為替・株式市場を激震している。日本経済には、株価や通貨の乱高下によって海外経済が不安定化し、交易環境が悪化するマイナス作用が心配される。しかし、逆に、目下の混乱がうまく収束できれば、原油価格下落が、2015年における日本経済に大きな恩恵をもたらすと考える。だからこそ、欧米各国や産油国は、危機封印に向けて前向きな対応を採ることが求められる。

原油が安くなること自体はプラス

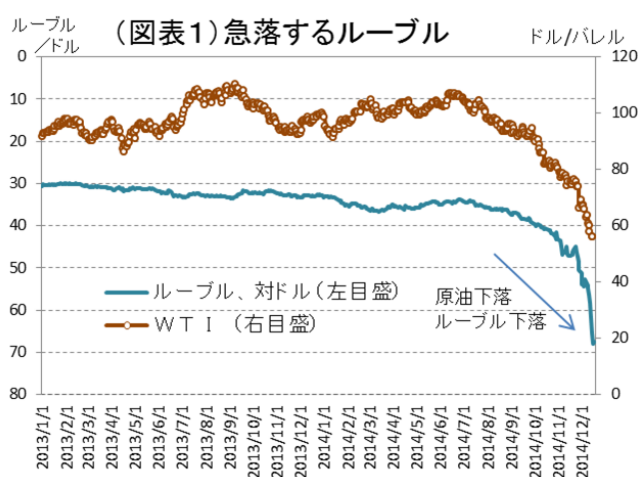
原油急落が引き金になり、ロシアのルーブルが急落している（図表1）。金融市場は、ロシアのデフォルトという最悪の場合を警戒して、資金の流れが極端な安全志向へと変わっている。このまま原油急落が進んで、ロシアからの資金流出がずっと止まらなければ、いつか外貨準備も底を突くことがあり得る。強く警戒したい。

ただし、筆者が強調したいのは、大局的にみると、この原油安は歓迎できるということである。なぜならば、2015年前半の日本経済によって、エネルギーコストの低下は最大のプラス材料になると考えられるからだ。ざっくり言えば、現在の原油市況は、半年前と比べると半分になっていて、為替円安の効果（1ドル102円→120円）を加味しても、4割減になると計算できる。仮に、日本の鉱物性燃料輸入額を年間28兆円として、その金額が4割減になれば、▲11兆円のコスト削減になる。年間▲14兆円の貿易赤字の約8割が消えてしまうくらいのインパクトだ（5割減になると赤字は全額解消）。これは、名目GDP比で最大+2.4%の恩恵になるという計算もできる。輸入コスト軽減・メリットは、消費税のように、自国で徴収して自国で支出するという性格ではなく、他国に購買力が流出していた部分が国内に止まるという意味で極めて大きい。

しかし、こうした恩恵は、原油安の副作用として、ロシアなどの通貨危機が国際金融市場を混乱させないという前提が守られなくては得られない。つまり、原油急落は短期的には潜在的リスクが大きく、中長期的にはプラス効果が得られるということだ。

リスクが収束するシナリオ

ロシアは、12月16日にルーブル急落を止めるために、政策金利を10.5%から17.0%へと引き上げている。これは通貨防衛の対応である。政策金利は、7月25日に7.5%→8.0%、10月31日に8.0%→9.5%、12月12日に9.5%→10.5%、そして12月16日に10.5%→17.0%というハイペースで引き上げられてきた。このペースからみても、ロシア中銀が資金流出に対抗するために否応なく利上げしているかがわかる。ロシアは、1998年の通貨危



出所：日経QUICK、NYMEX

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

機のとときに150%まで政策金利を引き上げた経験がある。

だから、多くの人は通貨防衛のための利上げをみて、当時のことを思い出して強く警戒したのではないかと考えられる。

しかし、利上げで資金流出が止まらなると、今は手厚く蓄えられている外貨準備もどこまで維持できるのかはわからない(図表2)。リスクシナリオは、ロシアの外貨準備が尽きてしまう場合である。

一方、そうしたリスクが顕在化しないためには、いくつかのシナリオが描ける。以下に示すと、次の3つが考えられる。

(1) 原油市況が反転上昇する場合

原油下落を加速させたのは、11月27日のOPEC総会で減産を決めなかったことである。中東産油国が、一転して減産に動くという意向を示せば、原油市況の改善にも一定の効果が見込めるだろう。ロシアを救うための減産に各国が動くかどうかである。

(2) 経済制裁が解除されて資金移動が再開

現在、ロシアはウクライナ問題に対する制裁措置として、金融取引が制限されている。ロシアの金融機関が、欧米金融市場で資金調達をしようとしても、政治的にそれが封じられていることも、ロシア政府にとっては対外債務支払いの制約になって、外貨準備を取り崩さざるを得ない状況をつくっている。ただし、ロシアが政治的に妥協に動くかどうかは不確実である。

(3) ロシアへのIMF支援

これも考えにくいシナリオだが、ロシアがIMF支援を受けて資金面でのバックアップを受けることだ。現在、ウクライナに対してIMFが支援を行っていて、ロシアもまたウクライナに経済的支援を行っている。ロシアが追い詰められるとウクライナ支援までが瓦解する可能性がある。そこで、IMFがウクライナ支援の名目でロシアに対して支援をする。

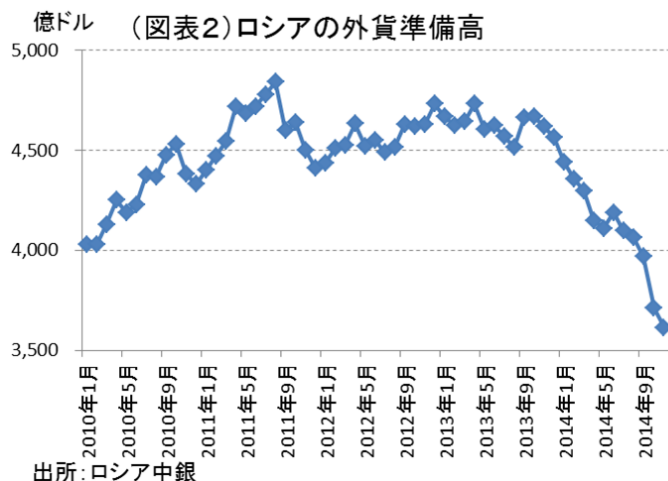
これらの可能性は必ずしも生起確率が高いとは言えないが、楽観的なシナリオとしてそうなれば、問題はかなり緩和されると考えられる。

日本への影響

上記のような楽観的な選択肢が採られずに、ロシアは孤立無援の状態が続けば、原油安、ルーブル下落という厳しい環境の中で、資金流出によって、将来のどこかで保有外貨を使い尽くしてしまうリスクを警戒し続けなくてはいいけない。また、そもそも現在のような通貨防衛のための利上げを継続すれば、ロシア経済には悪化要因になるし、ルーブル安は輸入物価を押し上げてロシア国民の困窮と政治的不満を高めることだろう。利上げとルーブル安が長期化することは、ロシア経済の持続可能性を失わせる。

日本にとって、ロシアの波乱の余波は、為替円高として表れている。少し前のように、危機的ではない段階では、資源国通貨が売られてドルが買われ、ドル高円安であったが、最近のように危機的な状況が想起されれば、為替はリスク回避の円高の流れになる。円高方向への修正は、12月上旬辺りから起こった。

ただし、こうした円高に関しては、「原油安と円高であれば、かえって輸入物価上昇の痛みが緩和されて好都合」という人もいる。筆者は、目先の相場の動きは輸入物価を抑制するかもしれないが、為替のボラティリティが



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

高まることは実需取引には不都合であることを軽視してはいけないと思う。資源国通貨の下落は、当事国の輸入コストを押し上げて、それらの国々の経済の取引を抑制させる。日本を始め先進国からの輸出を減少させる。また、先進国にとっては、質への逃避によって株価下落が進み、国内購買力を低下させる。わが国でも、アベノミクスが株価上昇の資産効果によって内需を押し上げようとしている構想は、株価乱高下によって阻害される。

問題はロシアだけなのか

振り返ると、通貨危機という点では、2014年1月24日は、アルゼンチンのペソ暴落が起こったことが記憶される。FRBがテーパリングを前年12月に開始して、2度目の買入額縮小に反応して、いくつかの新興国通貨が急落した。当時は、フラジャイル・ファイブと言われた。同じ年の12月に資源国通貨が急落したことは奇妙な符号である。10月29日にテーパリングが完了してしばらく時間が経過した点で、今回の通貨暴落が起こっている。今回の通貨暴落は、当初の段階では、ロシアの個別事情が問題視されているが、達観すると過剰流動性の体質の中で、資源国通貨の買われ過ぎが是正されていると理解できる。今後は、2015年半ばに予想されるFRBの利上げでも、同様の過剰流動性の巻き戻しが起こらないとも限らない。

ロシア問題で試される協調体制

2014年1月の通貨変動のときに記憶に残っているのは、FRBがこうした大変動に対して冷やかだったことである。量的緩和を終了するには、それなりの混乱は付きものだと言き放し、金融緩和の終了に対してタカ派的スタンスを採った。今回は、中央銀行や通貨当局の問題だけではなく、先進国の政治的リーダーシップも問われる。

筆者がこの問題を考えるときに思い出すのは、J.M.ケインズの「平和の経済的帰結」である。ケインズは1919年にベルサイユ条約を批判して「平和の経済的帰結」を出版した。第一次大戦の敗戦国ドイツに支払い切れない賠償金を負わせると、その悪影響が戦勝国にも跳ね返ってくることに警鐘を鳴らした。現在、経済制裁を通じて、ロシアに経済的困窮を強いることは、米国やEUの立場からみれば、外交上のカードとして有効性が高いのかもしれないが、通貨危機によってコンテージョンが広がれば、先進国・新興国経済はその反動としてダメージを受ける。

また、現在の原油下落が、シェールオイル・シェールガス産業に対するダメージを狙ったものではないかという見方もある。これは、経済学における参入阻止戦略の典型例である。産油国のプライス・リーダーが、先々の原油価格の高値安定を狙って、一時的な原油下落を演出しているという見方である。

筆者は、そうした弊害が広がらないうちに、各国が金融市場の安定化のための協調することを期待する。経済優先の発想に立ち、ダメージコントロールを検討してほしい。