

シア経済が低迷している。そ

の要因として、2014年9月以降の原油価格の急落と欧米の経済制裁によるルーブルの大幅な減価による影響が挙げられる。14年後半のルーブル安は、1998年のロシア通貨危機の再来とされ、今も軟調な展開が続いている。ロシアの輸出企業を苦しめている。

ロシア中央銀行は、14年10月だけでも約300億ドル（約3・6兆円）

ものの大規模な為替介入を実施したが効果はなく、その後もルーブルは下落の一途をたどった。このため、同年11月10日には、為替介入の膨張に耐え切れず外貨準備を極力保持する政策に切りを切り、ルーブルの値幅制限を撤廃し、事実上の変動相場制に移行した。

さらに、12月11日には政策金利を10・5%に引き上げた。そのつかの間、12月16日には17・0%と、プラス6・5%もの大幅な追加利上げに踏み切っている。

しかし、いずれの効果も乏しく、追加利上げ直後にルーブルの対ドルレートが瞬間に80ペソ台まで急落するなど、ルーブルの売り圧力解消にはつながらなかつた。

効果も乏しく、追加利上げ直後にルーブルの対ドルレートが瞬間に80ペソ台まで急落するなど、ルーブルの売り圧力解消にはつながらなかつた。

ロシアの景気が停滞している。ルーブル安はロシア企業を苦しめしており、世界経済にも足かせとなりかねない。

制裁延長とルーブル安 企業債務が海外へも波及

ロシアの景気が停滞している。ルーブル安はロシア企業を苦しめおり、世界経済にも足かせとなりかねない。

すげの菅野泰夫（大和総研ロンドンリサーチセンターシニアエコノミスト）

ロシアの景気が停滞している。ルーブル安は、資源国ロシアの輸出企業を直撃している。

近年のロシアの原油・ガス関連の輸出企業は、バランスシート（貸借対照表）を外貨建て債務で膨張させていた。調達コストが高いロシア国内での資金調達を避け、保有資源を担保とする形で低金利政策を継続する欧米諸国での資金調達を積極的に進めた。

このことは、資源以外に有力な輸出品が多く当初より外貨獲得が期待できない国にも、実力以上の借り入れを引き起こしかねないことから重要な事実として認識すべきである。

つまり、ロシア企業は国外で新たな資金調達ができないため、対外債務を返済する時などに強制的に負債が圧縮される状況にある。この状況が長期化すると、今後のロシア経済に大きなパラダイムシフトを与えることになりかねない。すなわち、前提とされるバランスシートのレバレッジ（債務）を確保できず、当初想定されていた利益を出せない企業が大きく変わることを意味する。

が、それが延長され、長期化する可能性もある。そうなれば、ロシア企業の外貨での新規資金調達は引き続き困難な状況に陥る。

仮・伊に悪影響

もちろん、制裁対象となつた企業や銀行はロシア全体の一部ではある。しかし、ロンドンの金融街シティにある多くの金融機関がロシア企業との取引を自粛する傾向にあ

り、バランスシートの縮小にさらなる追い打ちをかけている。

さらに、債務圧縮を優先するロシアの現状は、大規模な量的緩和の実施によりレバレッジを増大させる日・米・欧の経済とは全く逆の方向へと進んでいる。

つまり、バランスシートの縮小とともに成長率低下の深刻さを増すロシア経済は、世界経済全体の成長率を押し下げる。それだけでなく、対ロシア貿易や融資での関係性が強い大陸欧州諸国（フランス、イタリア、オーストリアなど）の実体経済回復の足を引っ張ることになることは明らかである。

厳しさを増すロシア経済ではあるが、ロシア政府の財政状況にはまだ

余裕はある。98年の通貨危機の時は、外貨準備と比較して15・4倍にまで对外債務額が膨れ上がっていたが、近年は、原油価格の高騰を受けて外貨準備も順調に増加し、14年にはその比率が1・6倍にとどまっている。リファイナンス（赤字の穴埋め）や早期返済圧力がかかり、15年返済予定期間が幾分前倒しされたとしても、資金繰りを脅かすものではない。

当面、政府の外貨準備が枯渇することは想定しづらいが、ロシア企業が置かれている状況を考えると先行きは楽観できない。

事実、ロシア企業による新規対外借入額は13年、924億ドルに達した。これは、原油輸出額（1740億ドル）の半分以上の借り入れが生じている

ということである。ロシアは、政府部門の对外債務は少ないものの、資源輸出企業が、先導して高いレバレッジを掛ける経済モデルを創出していったのが真相のようだ。

これは、ブラジルやベネズエラなど他の資源国家の企業も同様であり、リーマン・ショック以降も高止まりしていた資源価格を担保とし、債務をさらに膨張させていたことは容易に想像できる。

しかし、昨年からの原油価格の急落により、手元流動性が枯渇したロシア資源輸出企業は、債務返済のために強烈なデレバレッジ（負債の圧縮）を進めざるを得ない状態にある。

原油価格の急落により担保価値を失った企業は、実力以上の債務調達をしていたため、資金繰りの悪化は避けられない。今後は、そうした企業の社債のデフォルトなどが頻発する可能性も否めない。

また、たとえ原油価格が上昇したとしても、ウクライナ南部クリミア半島の編入を契機とした欧米諸国による経済制裁は続いている。ボディーブローのようにロシア企業に打撃を与えていた。欧州連合（EU）の制裁は7月に期限が切れる予定だ