

2015年2月27日 全7頁

# 世界同時量的緩和の中、一人デレバレッジに挑むロシア経済

バック・イン・ザ・U.S.S.R. ? ブロック経済の復活か

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 37

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

## [要約]

- 欧州では、米国オバマ政権がウクライナ東部地域で親ロシア派との戦闘を継続する政府軍への武器供与を示唆して以降、2度の世界大戦の当事国であったドイツのメルケル首相が戦争回避の調整役として各国との交渉に奔走した。結果的に2月12日にベラルーシ・ミンスクで仏・独・露・ウクライナの4ヵ国首脳会談で停戦の合意（ミンスク合意）にこぎつけ、欧州本土での紛争拡大を水際で食い止めている。
- 昨年12月に通貨ルーブルが危機的な状況に陥った背景には、ロシア国内の原油・ガス等の輸出企業による対外債務返済に対する過度な警戒感が挙げられる。ルーブルの大幅減価によるバランスシートの毀損を警戒した輸出企業が、決済通貨であるドルの売却/ルーブル購入をストップしたため、ルーブルの下落が加速した。ただし、たとえロシア中銀が、今後1年半における全企業の対外債務返済を肩代わりしたとしても、最大でも外貨準備の3割程度を利用するに留まり、当面のところ外貨準備が枯渇する懸念は少ない。
- この数年間、原油価格の高騰を受け、ロシアの輸出企業は、原油資源を担保とする形で国内よりもコストの安い海外での資金調達に傾斜しバランスシートが外貨建て債務で膨張していった。政府の対外債務が少ないロシアでは、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たといえよう。しかし、現在では、手元流動性が枯渇した資源輸出企業が、債務返済のために強烈的なデレバレッジを進めている状態にある。
- 現在のロシア経済は、政府債務が拡大の一途を辿り、大規模な量的緩和を実施してレバレッジをかける日・米・欧の経済とは逆の方向へと向かいつつある。経済制裁が長期化して外貨が枯渇する中で、旧ソ連時代に戻るような基軸通貨ルーブルでの経済圏復活を視野に入れているとも考えられる。ユーラシア経済連合を例にとるまでもなく、EUと双壁を成す経済圏の確立を推し進めるプーチン大統領の言動は植民地政策時代のブロック経済復活を予感させる。

## ミンスク合意で一筋の光が差したロシア経済

欧州では、2015年2月2日に米国オバマ政権が、ウクライナ東部地域で親ロシア派との戦闘を継続する政府軍への武器供与を示唆して以降、欧州本土での大規模な紛争を警戒する声が増しに強くなった。2度の(欧州本土での)世界大戦の当事国であったドイツのメルケル首相は、他のスケジュールを急遽変更し、1週間で4カ国(ウクライナ、ロシア、米国、ベラルーシ)を歴訪、戦争回避の調整役として各国との交渉に奔走した。同12日にベラルーシ・ミンスクでの仏・独・露・ウクライナの4カ国首脳会談で合意された停戦(ミンスク合意)は、欧州本土での紛争拡大を水際で食い止めることに成功した証左であり、ウクライナ問題の解決に一歩近づいたと評されている。ミンスク合意の主なポイントとしては、9月の停戦合意時にはなかった停戦開始日時<sup>1)</sup>の明示(停戦実施が2月15日、2月18日以降停戦ラインから50km以上の重火器等の撤収)、ウクライナ政府の懸案であった対ロシア国境を管理する権利の奪還、ウクライナ東部の親ロ派支配地域への特別な地位を定める法律の採択などが盛り込まれている。またウクライナ側から経済制裁を受けていた同地域との経済交流や、年金や送金業務の再開なども含まれており、同地域の経済活動の回復も期待される。今回の合意により飛躍的な進展とまではいかないが、先行きの見通しが立てづらいうロシア経済へ一筋の光が差したと言っても過言では無い。

EUは2月16日にも、ロシアへの渡航禁止や資産凍結などの対象者拡大といった人的な追加制裁を発表しているが、金融・貿易を含む経済制裁に関しては、経済的繋がり強いオーストリアやイタリア、ギリシャなどが懸念を示している。特に文化・宗教的<sup>2)</sup>な面で結びつき強いギリシャとロシアとの関係性に対しては、ツイプラス首相がクレムリンとの交渉を重ねるべく就任前にモスクワを頻りに訪れていた経緯もあり、EU全体での今後の方向性も注目される。

## 原油価格急落で崩壊した通貨ルーブル ～ロシア通貨危機の再来とされた2014年後半

ロシア経済が低迷している要因としては、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大きい。ロシア中銀は、同年10月だけでも約300億ドルもの大規模な為替介入を実施したが、ルーブルは下落の一途を辿った(図表1)。このため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舵を切り、ルーブルの値幅制限を撤廃、事実上の変動相場制に移行した。さらに12月11日に政策金利を10.5%に引き上げたのも束の間、12月16日には17.0%と、プラス6.5%もの政策金利の大幅な追加利上げに踏み切っている。しかしながら、直後にルーブルの対ドルレートが瞬間的に80ルーブル台まで急落するなど、パニック的なルーブルへの売り圧力の解消には繋がらなかった。そこで翌17日に、約20億ドル規模の為替介入を実施すると同時に、原油・ガスなどの大手輸出企業のドル売却を促す危機対策を発表、これが功を奏し<sup>3)</sup>、ルーブルの下落に一旦は歯止めが

<sup>1)</sup> 若干の小競り合いが続くものの、停戦ラインから重火器等の撤収が順次行われている。

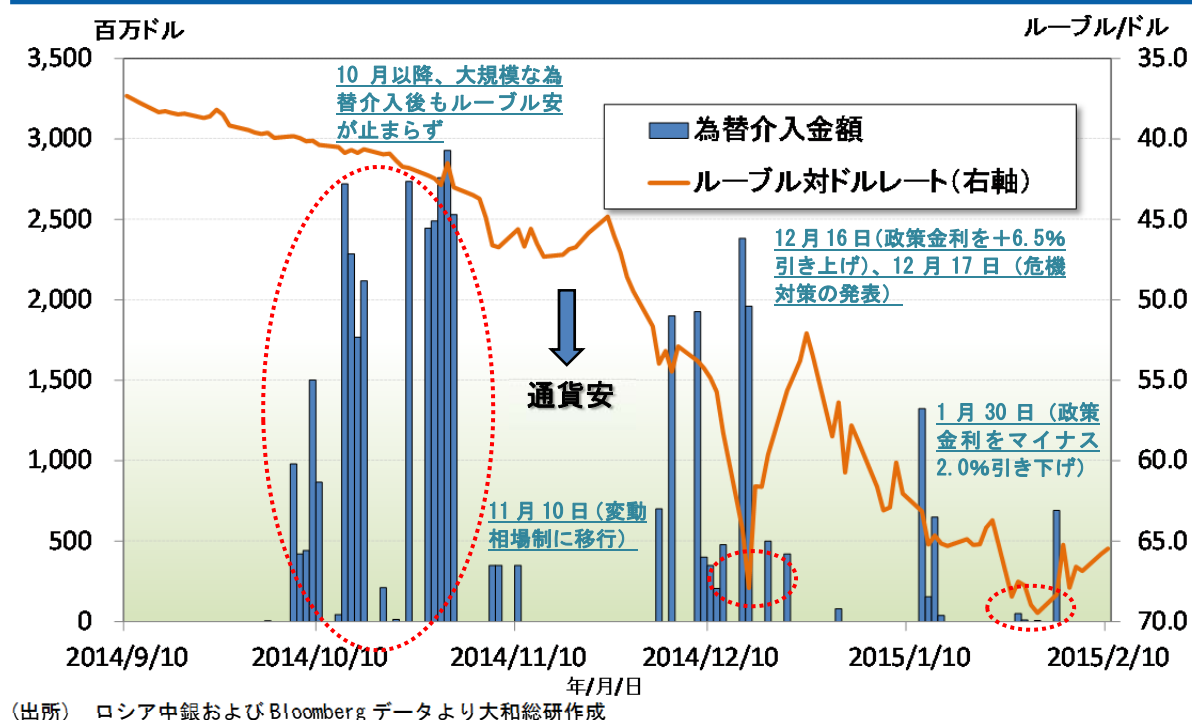
<sup>2)</sup> ギリシャ正教とロシア正教の繋がりや、ロシア語、ギリシャ語は同じキリル文字を使うという共通点がある。

<sup>3)</sup> ロシア中銀と財務省が発表した対策として、①市中銀行への追加資金の提供(インターバンク市場での流動性支援)、②ロシア財務省による市場介入の準備(国民福祉基金からの70億ドルの支援)、③ロシア大手輸出企業のドル売却を促すことが挙げられる。

掛かっている。しかしその後も、原油価格の下落が続き、2014年のルーブルの下落率は、最大で年初来マイナス50%にも達している。これは1998年のロシア通貨危機時におけるマイナス70%にもせまる値であり、2014年のルーブルはウクライナ通貨のグリブナを含めた世界の通貨の中で最悪のパフォーマンスを記録することとなった。

一方で、2015年に入り原油価格の持ち直しもあり、ルーブルは大きく回復し1ドル60ルーブル台で安定的に推移している。その後、ロシア中銀が、機能不全に陥っていたインターバンク市場を建て直すため、1月30日に一転して利下げ（17.0%から15.0%：マイナス2.0%）に踏み切ったこともあり、（市場はさらなる利下げを見越し）ロシア国債への投資を積極的に行う動きなども散見されている。

図表1 通貨ルーブルとロシア中銀の為替介入金額の推移



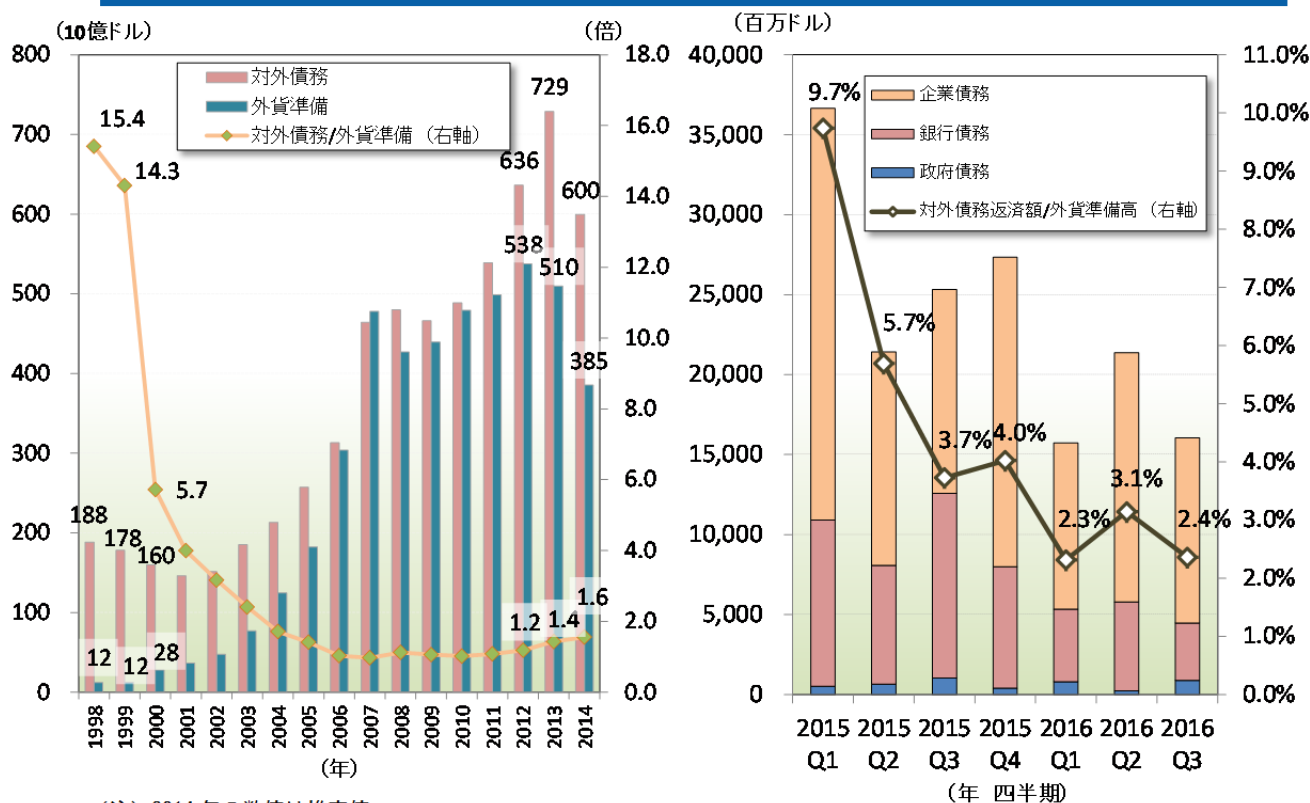
## 対外債務返済の不安を外貨準備で下支え

2014年12月に通貨ルーブルが危機的な状況に陥った背景には、経済制裁の強化や原油価格の急落に加え、ロシア国内の原油・ガス等の輸出企業による年末の対外債務返済に対する過度な警戒感も挙げられる。確かにロシアの対外債務残高の推移をみると、1998年の通貨危機時の約1,880億ドルと比較して、2014年は約6,000億ドルと3.2倍にも達していることが分かる。また、対外債務は年末に返済額が集中する季節性もあり、昨年下半年の対外債務の返済額1,060億ドルのうち約3割が12月返済に集中していたことも警戒された要因の一つとされる。ルーブルの大幅減価によるバランスシートの毀損を警戒した輸出企業が、通常であれば国内外為市場で行う原油・ガスの決済通貨であるドルの売却/ルーブル購入をストップしたため、ルーブル下落が加速したのが実情のようだ。そこでロシア政府は輸出企業に対し、市場での外貨売却を勧告

する見返りに、外貨準備を活用して輸出企業に対する対外債務返済をバックアップする意向を表明している<sup>4</sup>。2014 年末時点でロシア中銀が保持する外貨準備 3,850 億ドルのうち利用可能な 2,000 億ドルを利用して、企業の対外債務返済保証を約束したとされている。

これにより、2015 年返済予定の対外債務約 1,100 億ドルに対してもリファイナンスや早期返済への圧力がかかり、年内に幾らかの返済期限が前倒しされても、当面企業の資金繰りを脅かすものでは無くなっているといえよう。たとえロシア中銀が、全企業の対外債務返済を肩代わりしたとしても、その外貨準備の取り崩しは、2015 年第 1 四半期について残高の 9.7%、2016 年第 3 四半期までの期間を合計しても残高の約 3 割に留まり、当面、外貨準備が枯渇する懸念は少ない（図表 2 右）。1998 年の通貨危機時は、外貨準備と比較して 15.4 倍にまで膨れ上がった対外債務額が確認できるが、2014 年は 1.6 倍にまで低下しており、ロシア政府の財政上の問題は当時と全く異なる状態ともいえる（図表 2 左）。今回の通貨ループルの危機的状況は、裏づけとなるデータ根拠が乏しい中で 1998 年の危機の再来と思い込みパニック状態に陥った様子が窺える。

図表 2 ロシアの外貨準備と対外債務残高の推移（左）と返済予定額（右）



(注) 2014 年の数値は推定値

(出所) ロシア中銀より大和総研作成

## ロシア中銀のリスクシナリオ

ロシアは 2014 年の経済成長率が 1%を下回り、2015 年には景気後退入りがほぼ確実視されて

<sup>4</sup> 前述の昨年 12 月 17 日の危機対策。プーチン大統領からの異例の呼びかけにより、現在は通常の状態へと回復している。

いる。ロシア中銀のシナリオによると、原油価格が1バレル60ドルと想定して、実質GDP成長率が2015年はマイナス4.6%、2016年はマイナス1%との試算を発表している<sup>5</sup>（図表3）。さらに2015年1月26日にS&P（※）、2月20日にはムーディーズ（※）がロシア国債格付けについて投資不適格までの引き下げを発表、対外的な調達先が限られる民間企業（銀行債務、企業債務）において、格下げにより流動性が逼迫するリスクシナリオも想定される。ただし、すでに経済制裁により資金調達が困難となっている状況のため、さらなる影響は限定的ともいえるだろう。また2014年の資本流出の合計は1,515億ドルに達し（図表4）、ロシア経済発展省では2015年の資本流出を1,150億ドル程度と推定している。2015年以降の原油価格が1バレル60ドルの悪化シナリオ（以下、悪化シナリオ）においても、貿易黒字と経常黒字維持を見込んでおり、この部分が国際収支を幾分下支えするといえよう。さらに、前年比で25%減少しても尚、3,850億ドルも存在する外貨準備の見通しをみても、2015年から2017年までの悪化シナリオ時での減少額の合計は1,580億ドル（2015年800億ドル、2016年510億ドル、2017年270億ドル）に留まり、今後数年間で外貨準備を使い切る見通しを立てていない。原油・ガスの輸出大国であるロシアにとって資本流出にもかかわらず、経済収支がプラスとなることを意味している。また、流動性に関しても3,850億ドルのうち国債比率が8割を超え、通貨も主要通貨のドルとユーロの合計で同じく8割を超える水準を保持するなど十分な配慮がなされている<sup>6</sup>。

（※）スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス、ムーディーズは金融商品取引法第66条の27の登録を受けておりません。末尾の「無登録格付けに関する説明書」をご参照ください。

図表3 ロシア経済と外貨準備増減の見通し

	2013年	2014年	2015年		2016年		2017年	
			通常シナリオ	悪化シナリオ	通常シナリオ	悪化シナリオ	通常シナリオ	悪化シナリオ
原油価格（平均見通し：ドル/バレル）	108	98	80	60	80	60	80	60
実質GDP（前年比：%）	1.3	0.6	0.0	-4.6	-0.7	-1.0	1.1	5.7
インフレ率（年末比：%）	6.5	10.1	8.2-8.7	9.3-9.8	5.5-6.0	5.8-6.3	4.0-4.8	3.5-4.3
経常収支（10億ドル）	34	64	56	39	55	22	49	33
うち貿易収支（10億ドル）	182	188	163	129	160	126	157	134
金融収支（10億ドル）	-56	-103	-121	-118	-78	-73	-56	-61
うち外貨準備増減（+減：-増：10億ドル）	+22	+81	+65	+80	+23	+51	+6	+27

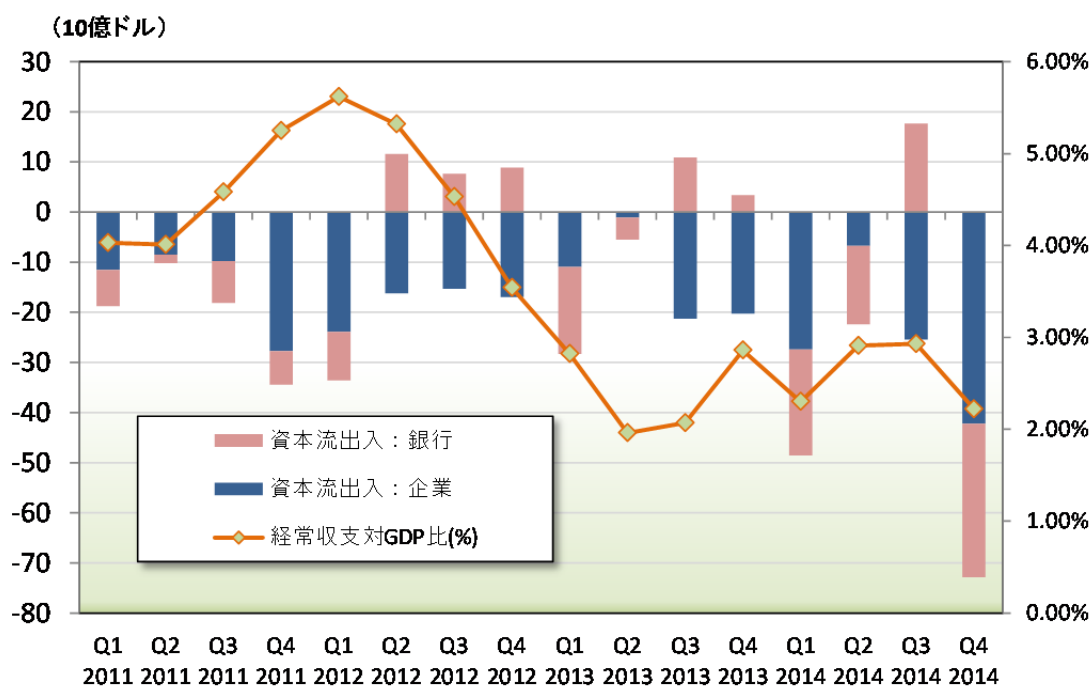
（出所）ロシア中銀より大和総研作成

<sup>5</sup> ロシア経済発展省の最新（2015年2月）の見通しでは、原油が1バレル50ドルで実質GDP成長率がマイナス3%とさらに上向いている。

<sup>6</sup> ロシア財務省管轄の運用（予備基金、国民福祉基金）も含んだ数値。



図表4 ロシアの資本流出入と経常収支



(出所) ロシア中銀より大和総研作成

## 世界同時量的緩和の中、一人デレバレッジに挑むロシア経済 ～バック・イン・ザ・U.S.S.R.？ ブロック経済の復活か

この数年間、原油価格の高騰を受け、ロシアの輸出企業は、原油資源を担保とする形で国内よりもコストの安い海外での資金調達に傾斜し、バランスシートが外貨建て債務で膨張していった。2013年は原油輸出が1,740億ドルに対してロシア企業による新規対外債務額は924億ドルにまで達し、原油輸出収入額の半分以上の借入が生じている。政府の対外債務が少ないロシアでは、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たといえよう。しかし、現在のロシアでは、原油価格の下落により手元流動性が枯渇した資源輸出企業が、債務返済のために強烈なデレバレッジを進めている状態にあるといえる。たとえ原油価格が上昇したとしても、欧米による経済制裁の長期化により企業は外貨での新規資金調達が困難となっており、自動的にバランスシートが縮小する局面を抑えている。制裁対象となった企業や銀行はロシア全体の一部ではあるが、シティにある金融機関の多くがロシア企業との取引を自粛する状態が続き、調整にさらなる追い打ちをかけているといえよう。

このロシア経済の状態は、政府債務が拡大の一途を辿り、大規模な量的緩和を実施してレバレッジをかける日・米・欧の経済とは全く逆の方向へと向かいつつあることが明らかである。経済制裁が長期化して外貨が枯渇する中で、旧ソ連時代に戻るような基軸通貨ルーブルでの経済圏復活を視野に入れているとも考えられる。ユーラシア経済連合を例にとるまでもなく、EUと双璧を成す経済圏の確立を推し進めるプーチン大統領の言動は植民地政策時代のブロック経

済復活を予感させるともいえるであろう。1929年の世界大恐慌をきっかけに、イギリスの保護貿易政策（スターリングブロック）等、世界各国がブロック経済へと突入した流れがウクライナ危機を契機として再生される可能性は否めない。一方、EUにおいても提唱している資本市場同盟<sup>7</sup>など、域内での新しい投資税制優遇地域の創設が目指されておりブロック経済の復活を彷彿させる。大国ロシアによる、新しい経済圏創設の動きが旧ソ連時代と同じとなるかは、今後注目されるといえよう。

（了）

---

<sup>7</sup> 菅野泰夫、「欧州金融見通し ECBは国債の量的緩和に踏み込まず」、2014年12月5日、大和総研ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場レポート Vol.34 [http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/europe/20141205\\_009227.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/europe/20141205_009227.html)

## 無登録格付に関する説明書 (スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス用)

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### ○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### ○格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称：スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズ（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

### ○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

### ○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デュー・デリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

以 上

---

この情報は、平成 26 年 2 月 7 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。



## 無登録格付に関する説明書 (ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク用)

当書面は、金融商品取引法の改正により格付会社に対する規制が導入されたことを受けて、ご案内するものです。

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### ○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### ○格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

### ○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（<http://www.moodys.co.jp>）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

### ○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

以 上

---

この情報は、平成22年10月1日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。