

通貨ニュース(2014 年 8 月 21 日)

変動相場制移行の長期的インパクトはロシアルーブル安

- ロシア中央銀行(CBR)は 8 月 18 日、ルーブル相場の柔軟性をさらに高めるべく、1)バスケットルーブル¹の許容変動バンドの拡大、2)バンド内における為替介入の未実施、3)バンド移動に必要な累積介入額の縮小、以上 3 点の政策変更を発表した。
- また、インフレターゲット制導入に向けての CBR が必須条件としている変動相場制への移行を 2014 年末までに完遂することを改めて表明した。
- この決定がルーブル相場に与える短期的な影響は軽微であり、今後の動向はやはりウクライナ情勢の展開次第である。
- 購買力平価(PPP)から判断すると実勢相場は足許で 40%以上過大評価されている。変動相場制を導入した場合、理論的に長期では PPP へ収斂する可能性が高く、時間をかけてルーブル相場の修正が進むと考える。

国際為替部
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

ルーブル相場の柔軟性拡大

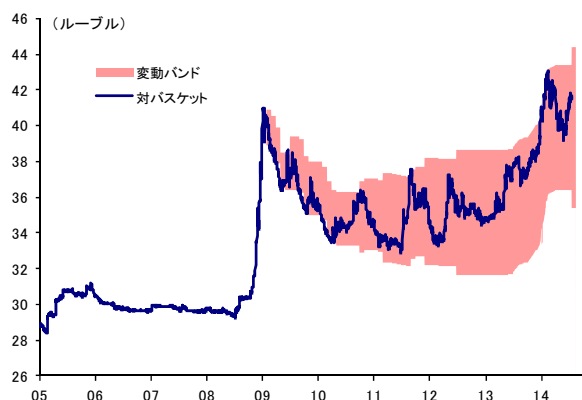
CBR は 8 月 18 日、ルーブル相場の柔軟性をさらに高めるべく、1)バスケットルーブルの許容変動バンドを 2 ルーブル拡大、2)バンド内における為替介入の未実施、3)バンド移動に必要な累積介入額の縮小、以上 3 点の政策変更を発表し、完全変動相場制への移行を前進させた。そして、インフレターゲット制導入に向けての必須条件である変動相場制への移行を 2014 年末までに完遂することを改めて表明した。

CBR は 2005 年以降、ドルとユーロの 2 通貨で構成される通貨バスケットを対象に為替政策を運営しており、2009 年 2 月からはバスケットルーブルの許容変動バンドを設定し、為替介入累計額に基づき自動的に変動バンドをシフトする政策を採用している。バンド幅は当初 2 ルーブルでスタートし、その後段階的に拡大させて、2012 年 7 月 24 日以降は 7 ルーブルとなっていたが、今回の変更で 9 ルーブルに拡げられた。

また、これまではバンド内においてもバンドに 1 ルーブルまで接近した際にはスミージングオペレーションとして 1 日当たり 2 億ドルの介入を行っていたが、バンド内に留まっている限り為替介入は実施しないことも明らかにした。さらに、変動バンドを 5 コペイカ(0.05 ルーブル)シフトさせることを決定する累積為替介入額は、ウクライナ危機前の 350 億ドルに引き下げられた。この累積為替介入額については、2014 年 3 月にウクライナ危機を受けて資金流出が加速する中で 350 億ドルから 1500 億ドルへ変更され、その後ルーブル相場の落ち着きを確認すると、6 月 17 日には 1000 億ドルに引き下げられていた。

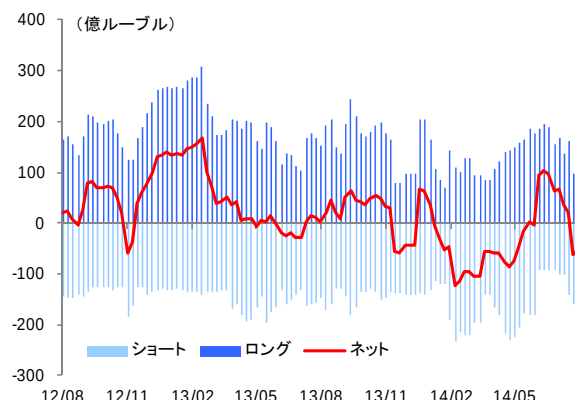
¹ CBR は 2005 年以降、ドルとユーロの 2 通貨で構成される通貨バスケットを為替政策の管理対象としており、2007 年 2 月からはドル 55%：ユーロ 45%の比率とされている。

図表 1 : バスケットルーブルと変動バンド



(資料) ロシア中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2 : USD/RUB のネット・ポジション



(資料) CFTC、ブルームバーグ

短期的な影響は軽微

ルーブルバスケットの現在の水準は(スーミングオペのための為替介入を必要としない)バンドの中立に位置しており、この決定は足許のルーブル相場の動向に大きな影響を与えるものではないと CBR が声明で指摘しているように、今回の政策変更がルーブル相場に与える影響は短期的には限定的だろう。

短期的な値動きを決めるのは、やはりウクライナ情勢の今後の展開次第であり、関連するヘッドラインの動向に振らされると思われる。例えば IMM 通貨先物取引における非商業(投機)部門の取組状況をみると、8 月 12 日時点でルーブル 51.5 億ルーブル(1.4 億ドル)の売り持ちとなっている(図 2)²。ウクライナ危機の最中で最大の売り持ちとなっていた 2 月 18 日時点における 123.3 億ドル(3.5 億ドル)の 4 割ほどの水準まで積み上がっており、さらにルーブル・ショートポジションが膨らむ余地は残されてはいるが、多分にあるというほどでもないだろう。

CBR の一貫した姿勢は中銀の信頼を高めている

CBR は今回の変更はインフレターゲット制導入に向けた取り組みの一環であるとし、2014 年末までに変動相場制への移行を達成する意思を改めて示している。

CBR は、過去に年率 10%前後で推移してきたインフレ率を中期的には 4%まで低下させることを目標としており、昨年末に発行した金融政策のガイドラインでは、2014 年末は 5.0%、2015 年末は 4.5%、2016 年末は 4.0%をそれぞれインフレ目標に据えた。ウクライナ情勢の緊迫化を受けてルーブルが急落すると、インフレ率が押し上げられて目標変更を迫られた(現在の 2014 年末におけるインフレ目標は 6.0~6.5%)が、景気減速に見舞われる状況でもルーブル防衛に向けた利上げを決定するなど、簡単ではない選択を着実に実施している。今回の決定も含め、CBR の一貫した姿勢は中銀の信頼を高めるものと評価できよう。

² 2014 年 8 月 18 日付『IMM 通貨先物のポジション動向 (2014 年 8 月 12 日時点)』もご参照下さい。

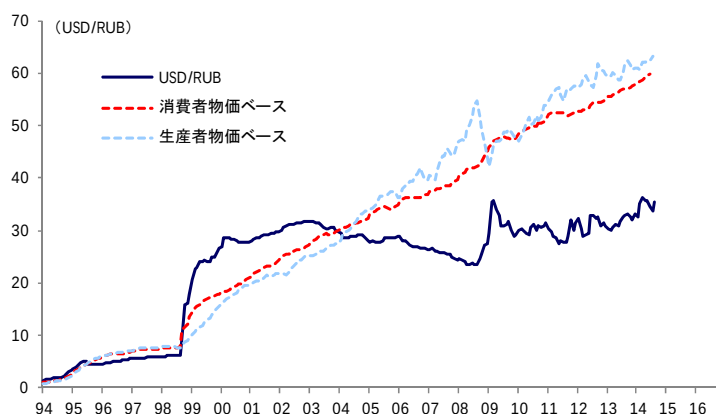
今後ウクライナ危機が深刻化し、ルーブルが急激に売られたときなどには、介入額を増やすなど一時的な政策変更を余儀なくされる可能性はあるものの、2014年末までに変動相場制移行は成し遂げるとみられる。但し、CBR が中期的なインフレ目標を達成するためには、ルーブルの急速な下落は看過できないはずであり、ボラティリティ抑制のための為替介入はタイミングを計りながら継続される公算が大きい。

変動相場制移行の長期的インパクトはルーブル安か

最後に、変動相場制移行がルーブル相場に及ぼす長期的な影響について考えてみたい。フェアバリューの存在しない為替相場を予測することは非常に難しいが、長期的な趨勢を示すのに PPP の説得力はそれなりに高い。上述したように、2005 年以降インフレ率が高水準で推移する一方で、ドルとユーロの 2 通貨で構成される通貨バスケットを対象に為替相場の安定を図ってきた結果、ルーブル相場の実勢相場と PPP は大きく乖離することとなった(図 3)。リーマンショックに端を発した世界的な金融危機の最中でルーブル相場は急落し、一旦は実勢レートが購買力平価に近づいたものの、その後は上述した為替政策を行ったために、足許では大きく掛け離れた水準で推移している。

1995 年を基準としたドル/ルーブル相場の PPP を参照すると、2014 年 6 月時点での消費者物価ベース PPP は 1 ドル=59.8 ルーブル近辺、生産者物価ベース PPP は 1 ドル=62.5 ルーブル近辺となっており、実勢相場は足許で 40%以上過大評価されている。CBR が変動相場制を導入した場合、ルーブル相場は長期的には PPP に収斂する可能性が高く、今後ルーブルは大きく値を下げるだろう。但し、既に述べた通り、ルーブルの急落は CBR のインフレ目標達成の障壁となるため、ルーブルの下落スピードは介入によってある程度コントロールされる公算が大きく、時間をかけてルーブル相場の修正が進むと考える。

図表 3 : USD/RUB の購買力平価（1995 年基準）と実勢相場



(資料)ロシア連邦統計局、米労働省、データストリーム、みずほ銀行

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。