

通貨ニュース(2014 年 11 月 7 日)

ロシアの金融政策と為替政策

- ロシア中央銀行(CBR)は 10 月 31 日に開催した金融政策決定会合において、主要政策金利である 1 週間物入札レポ金利を 150bp 引き上げて 9.50%にすることを決定。市場予想を大幅に上回るサプライズだった。
- また、CBR は 11 月 5 日に為替政策の変更を発表し、為替介入を 1 日当たり 3.5 億ドルに制限するとした。一方で、累積為替介入額が 3.5 億ドルに達すると変動バンドを 5 コペイカ(0.05 ルーブル)シフトさせる政策は維持。
- 今回の変更は、それはスキーム的に矛盾点があり、実質的に変動バンドを用いた為替管理を放棄して完全変動相場制に移行したようなものである。CBR は日々の介入は 1 日 3.5 億ドルのみだが、どこかのタイミングでかなり大規模な RUB 買い介入を実施する可能性がある。
- なお、CBR は 12 か月物の外貨建てレポ入札を今月導入すると明らかにしており、ロシア国内市場でのドル供給不足は緩和されよう。

国際為替部

多田出 健太

03-3242-7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

大幅利上げのサプライズ

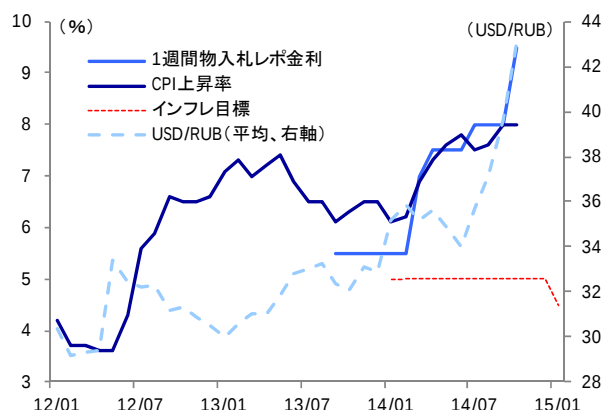
CBR は 10 月 31 日に開催した金融政策決定会合において、主要政策金利である 1 週間物入札レポ金利を 150bp 引き上げて 9.50%にすることを決定した。ブルームバーグの調査では大半が 50bp の利上げを予想し、最大でも 100bp の利上げが 31 人中 2 名ただけであり、それをも上回る大きなサプライズとなった。なお、筆者は 10 月 24 日付エマージングマーケットウィークリーにおいて述べたように 100bp の利上げを予想していた。

利上げの理由について、CBR は声明で「9 月から 10 月にかけて、原油価格の急落と(欧米の)制裁強化など外部環境に大きな変化があった」と指摘。「その結果、ロシアルーブル(RUB)が下落し、(経済制裁の報復措置として)8 月に導入された一部の食料品の輸入制限と相俟ってインフレが加速した」と説明した。

また、CBR はインフレ率が 2015 年 1~3 月期にかけて 8%超で推移する一方、国内総生産(GDP)成長率は 2014 年 10~12 月期、2015 年 1~3 月期ともにゼロ付近に留まるとの見通しを示した。景気の低迷だけをみれば今すぐにも利下げしたいところだが、インフレ率の上昇が続いており、利下げに舵を切れる状況でない。

声明では「外部環境が改善し、インフレとインフレ期待の持続的低下傾向がみられるようになった場合は、CBR は金融緩和を開始する用意をする」として、将来的な金融政策の方向転換の可能性も示唆しているが、早くとも 2015 年半ばまで実現は難しい。むしろインフレの状況次第では更なる利上げを迫られるだろう。

図表 1：ロシア政策金利、インフレ率、為替レート



(資料)ブルームバーグ

図表 2：ルーブル相場と変動バンド



(資料)ロシア中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

為替介入の規模を制限？

また、CBR は 11 月 5 日に為替政策の変更を発表した。これまでの制度では、バスケット RUB¹が変動バンドを超えて推移する場合には無制限に市場介入することが可能であったが、これを 1 日当たり 3.5 億ドルに制限するとした。一方で、累積為替介入額が 3.5 億ドルに達すると変動バンドを 5 コペイカ (0.05 ルーブル) シフトさせることになっている²が、この政策は今後も維持するとしている。同時に、金融安定が脅かされた場合はさらなる介入を実施する用意があると表明した。

CBR は声明で、為替相場の柔軟性が大幅に高まり、市場が相場を決定する余地が大きくなると述べている。また、CBR は 2014 年末までに変動相場制移行を完遂するとしているが、今回の変更はそれを前進させたと言える。但し、今回の決定は変動相場制移行に向けたステップであることは間違いないが、別の狙いもありそうだ。

RUB 相場は金融政策決定会合前日の 10 月 30 日に突如として大幅に反発した。この急騰の明確な要因は特定できないが、最も多い説明は CBR が為替介入政策を改定することへの期待から RUB が上昇したというものである。これまでのスキームでは、為替介入は機械的に実施されるため、タイミングや規模は筒抜けの状況であった。投機の抑制という観点で言えば、タイミングや規模が予想出来てしまう為替介入では抑止力は非常に限定的なものに留まってしまうだろう。この点、10 月 28 日にロシアのクドリン元財務相が「介入をより予測し難くするために、RUB 完全自由化の前倒しを検討すべき」と発言している。変動相場制に移行する理由に関し、CBR のナビウリナ総裁が「変動相場制は外部ショックに対する（経済の）耐性を確保し、金利の変動抑制につながる」と述べているが、短期的には、現状の機械的な為替介入制度をうやむやにすることで為替介入の効果を高めるとの目論見があるのかもしれない。

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。

² CBR の為替政策については、2014 年 8 月 21 日付通貨ニュース『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』をご参照下さい。

為替政策はほぼ完全変動相場制に移行

今回の変更は、変動バンドを用いた為替管理を放棄して完全変動相場制に移行したようなものである。それはスキーム的に矛盾点があることに現れている。上述したように、1日当たりの介入額を3.5億ドルに制限する一方で、累積為替介入額が3.5億ドルに達すると変動バンドを5コペイカ(0.05ルーブル)シフトさせる仕組みは維持しているが、1日に3.5億ドルの介入を実施してもRUBの下落が止まらない場合、バスケットRUBは変動バンドを超えて推移することになる。1日あたり3.5億ドルしか介入しないということは、翌日の変動バンドは5コペイカ(0.05ルーブル)しかシフトしないこととなり、実勢相場はそれ以上下落していればバンドから外れてしまう。

実際に、11月5日にCBRが政策変更を発表したあと、市場ではCBRが許容するRUB安水準を探ろうとRUB売りを仕掛けられている。RUBは11月4日の終値から2日間で▲6.2%下落しており、バスケットRUBは変動バンドを大きく乖離した状態となっている(図表2)。CBRが発表する変動バンドに関する資料によると、11月5日以降は更新されておらず、もはや変動バンドによる操作はなく、変動相場制と変わらない状態だ。

CBRのナビウリナ総裁は10月13日、2015年1月1日にRUBの変動バンドを廃止する方針を改めて表明すると同時に、金融安定へのリスクが生じた場合は引き続き介入するとした。また、介入について「金・外貨準備を短期間に使うことは建設的ではない」とも述べている。ロシアのプーチン大統領も10月24日に、RUBの変動相場制に移行する計画を改めて表明するとともに、外貨準備を「軽々しく使い果たす」ことはないと述べ、外貨準備は為替レートの「細かいバランス取り」に使うとしている。

こうした状況を踏まえると、CBRは日々の介入は1日3.5億ドルのみだが、どこかのタイミングでかなり大規模なRUB買い介入を実施する可能性がある。CBRは10月31日時点で4286億ドルの外貨準備を有しており、介入原資に困ることはない。原油価格の下落もあってRUBの売り圧力は根強く続きそうだが、RUBのショートポジションは相当に積み上がっていると思われることから、短期的にはRUB相場の急激な反発に警戒しておきたい。

なお、CBRは上記とは別の声明も出しており、12か月物の外貨建てレポ入札を今月導入すると明らかにした。今回のレポ入札導入は、欧米の経済制裁によってロシア国内市場でのドル供給不足に直面していることに対応する措置であり、CBRは「ロシアの銀行部門が安定的に機能することを確実にし、RUBへの圧力を低減する」狙いがあると説明した。

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。