

通貨ニュース(2014年11月12日)

ロシア中銀は前倒しで変動相場制移行を発表

- 11月10日、ロシア中央銀行(CBR)は通貨バスケット¹の許容変動バンドと変動バンド外における規則的な為替介入に基づく為替政策メカニズムを廃止することを発表した。
- 同時に、今回決定した国内市場に対する CBR の新たなアプローチは、為替介入の完全な廃止を意味するものではなく、金融安定が脅かされた場合は為替介入を実施する可能性がある」と表明している。
- 変動相場制の採用は既定路線であり、ロシアルーブル(RUB)の見通しに与える影響は限定的。一方で、為替介入制度の変更は投機的取引の縮小に繋がる公算が大きいほか、口先介入もそれなりの効果を持つてくる。
- 但し、昨今の RUB 安の要因は、原油安と欧米諸国による経済制裁の影響だが、これらが短期的に解消するとは考えにくく、RUB 安のトレンド反転について論じるのは時期尚早である。

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

正式に変動相場制へ移行

11月10日、CBRは通貨バスケットの許容変動バンドと変動バンド外における規則的な為替介入に基づく為替政策メカニズムを廃止することを発表した。これをもって、数年間に及んだインフレターゲット制および RUB の変動相場制への移行プロセスを完了したことになる。但し、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ていた²。この時点で実質的には変動相場制に移行したようなものだったため、今回の決定は形式的な変更にすぎない。

CBRは声明において「この決定の結果、RUBの為替相場は市場の要因で決まるようになる。これによってロシア銀行(CBR)の金融政策の効率性は向上し、物価の安定を確保できるはずだ。加えて、対外環境の変化に対する早期対応と弾力性の向上に資するであろう」と述べている。

なお、CBRは「今回決定した国内市場に対する CBR の新たなアプローチは、為替介入の完全な廃止を意味するものではなく、金融安定が脅かされた場合は為替介入を実施する可能性がある」と表明。CBR のナビウリナ総裁は「今後も外貨の投機的な需要を打ち消すため必要であれば、いかなる時でも規模に上限をつけずロシア銀行(CBR)は介入する」と発言している。2014年11月7日付通貨ニュース『ロシアの金融政策と為替政策』でも述べたが、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、今回の決定は為替介入の効果を高めることになるだろう。

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 2014年11月7日付通貨ニュース『ロシアの金融政策と為替政策』をご参照下さい。

為替介入の投機抑止力は向上

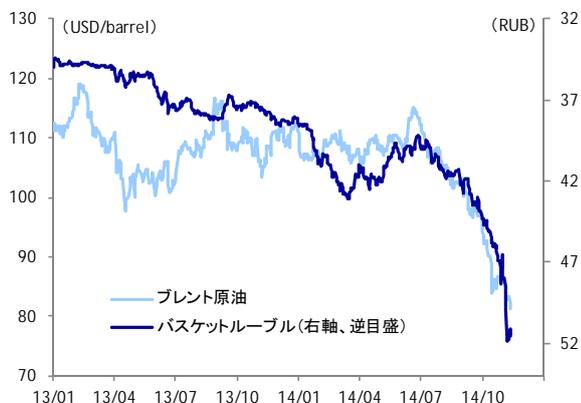
変動相場制への移行は2015年1月1日を予定していたため、今回の政策変更は約2か月前倒しで実施された格好だが、変動相場制の採用は既定路線であり、大きなサプライズではない。2014年に入り、ウクライナ情勢の緊迫化などを背景にRUB安が進み、変動相場制およびインフレターゲット制の導入に疑念が湧くことはあったが、CBRやロシアのプーチン大統領は何度も予定通りの実施を表明していた。それゆえ、RUBが変動相場制に移行したことが見通しに与える影響は限定的だろう。

一方で、為替介入制度の変更は投機的取引の縮小に繋がる公算が大きいほか、口先介入もそれなりの効果を持ってくるとみられる。この点、プーチン大統領は10日に「投機によるRUB相場の大幅変動が見られるが、これは近く終わるだろう。相場変動はファンダメンタルな経済的要因と無関係だ」と発言している。また、CBRのナビウリナ総裁は10日、「外為市場における投機需要を抑え、RUBに対する下落圧力を緩和するため、銀行に対するRUB供給オペを一時的に制限する」と発言。実際、翌11日には外貨スワップの規模縮小を発表し、「中銀は外為市場の状況を踏まえ、外貨スワップのオペレーションを通じてRUBの流動性供給量を見極める」と説明している。

RUB安の要因が解消したわけではない

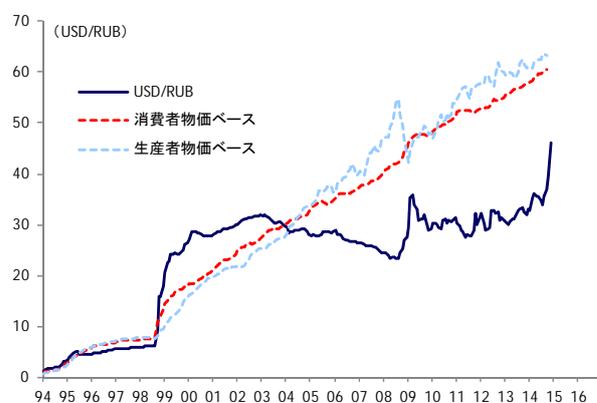
但し、RUB安のトレンド反転について論じるのは時期尚早である。昨今のRUB安の要因は、原油安と欧米諸国による経済制裁の影響だが、これらが短期的に解消するとは考えにくい。原油相場下落の根底には原油の供給過剰があり、米国を中心に供給量が増加する一方、世界的に景気減速感が強まる中で需要は鈍い。通常であればOPEC(石油輸出国機構)が供給過剰となっている原油の生産枠を引き下げに動くが、今回においては、年2回ウィーンで開催されるOPEC総会が11月27日に迫る中でもOPEC加盟国から減産の可能性すら聞こえてこない。市場シェアを維持しようと加盟国が生産量を維持するのであれば、原油価格は一段と下落する余地があるだろう。

図表1：原油価格とRUB相場



(資料)ブルームバーグ

図表2：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

経済制裁に関しては、7月に特定の産業全体を対象とする、いわゆる第三段階の制裁が発動されており、特に欧米金融市場においてロシアの民間部門が資金調達出来ないことが国内市場でのドル供給不足を招いている。10月30日にロシアがウクライナに対する天然ガスの供給を来年3月末まで再開することで合意するなど一部で関係改善と言える事象もみられるが、ウクライナ東部での戦闘は続いており、両国の関係が好転しているとは言えない。

現在の RUB 安は必要な調整過程

またロシアは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、RUBは過度に割高な状態が続いてきた(図表2)。例えば、1995年を基準としたUSD/RUBの購買力平価(PPP)を参照すると、2014年9月時点での消費者物価ベース PPP は $1\text{USD}=60.6\text{RUB}$ 近辺、生産者物価ベース PPP は $1\text{USD}=63.3\text{RUB}$ 近辺となっている。近年は RUB の実勢相場が PPP に対して40%以上過大評価されていることが常態化していたが、足許の大幅調整を経て、現在は25%程度まで縮小している。

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ル安』でも述べたが、筆者はCRBが変動相場制を導入した場合、RUBは長期的にはPPPに収斂する可能性が高く、RUBは大きく値を下げると思っていた。誤算だったのはその調整スピードで、RUBの急落はCBRのインフレ目標達成の障壁となるため、RUB下落のスピードは介入によってある程度コントロールされるものと予想していた。だが、実際には原油相場の急落もあって調整はハイペースで進んでいる。

結局、2014年のRUB急落はウクライナ情勢の緊迫化や原油安が引き金となった印象だが、ロシア(RUB)にとっては必要な調整であったと言えよう。問題は、ここからさらに調整が続くか否かであるが、筆者は引き続きRUBに対しては中長期的に弱気スタンスを維持したいと考えている。

為替相場がPPPに収斂しているのは稀であり、PPPが示す水準の周辺で一定程度乖離して推移していることが普通である。ロシアは1999年以降、管理変動相場制を採用していたため、どの程度の乖離が正当化できるのか判断するのは非常に難しいものの、過去の推移をみるとRUBはPPPから20%程度割高な水準までの下落は十分想定し得る。また、ロシアのインフレ率は未だ高水準なうえ、CBRの中期目標となる4.0%まで低下したとしても、米国などのそれと比較すれば高めであり、PPPの方向感としてはRUB安を示唆することになる。過去数か月に起きた急激な調整過程で割高感は概ね解消されたものの、上述のように、RUB下落の要因が取り除かれる可能性が低いこと、過去の通貨安定化政策の調整過程にあるということに鑑み、RUBの反転を見込むのはまだ早いと考える。

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。