

通貨ニュース(2014 年 12 月 16 日)

緊急利上げもロシアルーブルの下値リスクは続く

- ロシア中央銀行(CBR)は16日未明、主要政策金利である1週間物入札レポ金利を10.5%から17.0%へ一気に650bp引き上げ、即日実施した。
- CBRを緊急利上げに追い込んだのはロシアルーブル(RUB)の急落だが、昨日のRUB相場はオーバーシュートした感は否めない。
- 2014年6月末以降のUSD/RUBと原油相場のデータを用いて単回帰分析を行うと、足許の原油価格ではUSD/RUBは50台後半といったイメージで、少なくとも60台後半までの値動きは行き過ぎと言わざるを得ない。
- 原油価格は1バレル当たり40ドルを目指す可能性が高まっており、一時的にRUBも対ドルで70台まで下げるリスクがある。但し、中期的にはシェール・オイル生産の採算ラインとなる1バレル当たり70ドル程度へ原油価格は上昇していく公算が大きく、RUB相場の下値を支えるだろう。

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

後手に回るロシア中銀

CBRはモスクワ時間の16日未明に発表した声明で、主要政策金利である1週間物入札レポ金利を10.5%から17.0%へ一気に650bp引き上げ、即日実施した。また、短期市場金利の事実上の上限として機能する翌日物貸出金利も従来の11.5%から18.0%へ、翌日物預金金利も9.5%から16.0%へとそれぞれ引き上げることを決定。さらに、外貨建てレポ入札の規模を15億ドルから50億ドルに引き上げることも明らかにした。

CBRは今回の決定に関し、声明で「著しく増大しているRUBの下落リスクおよびインフレリスクを抑制するため」と説明した。RUB相場は15日に原油の一段安などを受けて対USDで10%超下落し、1日の下落幅として約10年ぶりの大きさとなったにもかかわらず、CBRは市場介入に動かなかったことで批判されていた。米国時間においては、USD/RUBは68まで値を下げたが、CBRの緊急利上げを受けて本日は一時58台半ばまで急伸する動きがみられている(データはEBS、ブルームバーグ)。

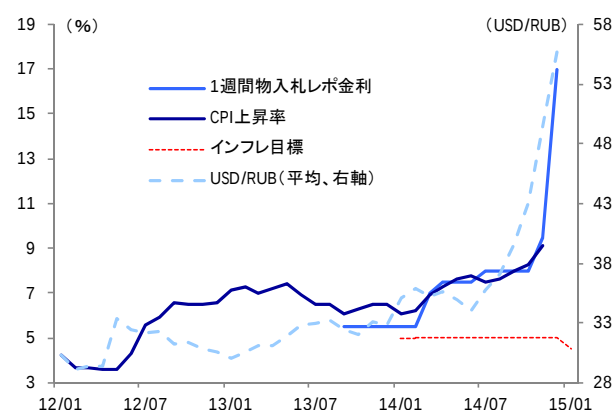
CBRは今回の決定に先立ち、11日に開催した金融政策決定会合において、1週間物入札レポ金利を100bp引き上げて10.5%にすることを決定したものの、RUB下落に歯止めをかけるには至らなかった。確かに市場予想の中心であった10.5%に合わせて利上げしたわけだが、市場ではRUB防衛には更なる利上げが必要と見る向きも少なくなかった。現状、ロシアのインフレを招いているのはRUBの下落と経済制裁の報復措置として導入された一部の食料品の輸入制限であり、11月後半以降のRUB急落を勘案すると、11日の利上げでは不十分だった印象は強い。結果としてCBRは一段と大幅な利上げを迫られる格好となっている(図表1)。

現状の原油価格に対して RUB 安は行き過ぎ

CBR を緊急利上げに追い込んだのは RUB の急落だが、昨日の RUB 相場はオーバーシュートした感は否めない。ロシア経済は原油や天然ガスなど資源輸出に強く依存しており、RUB 相場も原油相場と連動して動くことが多い。例えば、2013 年以降の USD/RUB と原油相場をみると、両者は概ね同じような値動きをしており、今年後半の RUB 急落は原油相場によって引き起こされているところが多分にある。

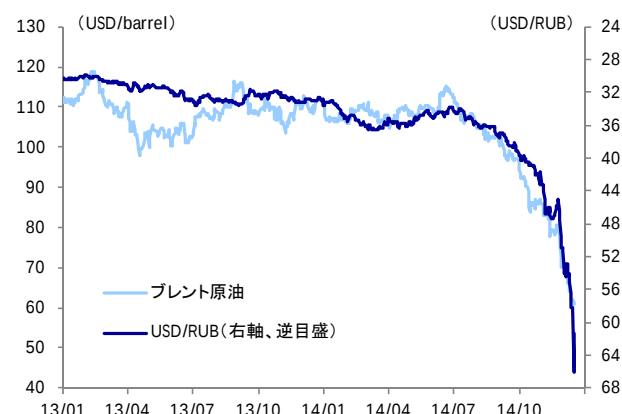
2014 年 6 月末以降の USD/RUB と原油相場のデータを用いて単回帰分析を行うと、USD/RUB は 50 台後半といったイメージで、60 台後半までの値動きは行き過ぎという印象もある。仮にこの推計を元に本日未明につけた 68 までの動きを説明しようとするならば、原油相場は 1 バレル当たり 40 ドル程度まで下落する必要がある。確かに、後述するように原油相場は 1 バレル当たり 40 ドルを窺う展開もありそうな状況となっており、RUB 相場がそうした期待を織り込んだ可能性は否定できない。だが、原油価格は 1 バレル 60 ドルを割り込むことなく下げ渋っており、昨日から本日にかけての RUB の乱高下は、漠然とした新興国不安が広がる中で、16～17 日に開催される FOMC を控えたポジション調整や、クリスマス前で流動性が落ちていたことなどが複合的に絡み合った結果とみられる。

図表 1：原油価格と RUB 相場



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2：原油価格と RUB 相場



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

原油は 40 ドルを試す展開に RUB も下値リスク

11 月後半以降、原油相場は下げ足を速めている。石油輸出国機構(OPEC)は 11 月 27 日にウィーンで開催した総会で、日量 3000 万バレルとする現行の生産枠を維持することで合意し、一部が期待していた原油価格下落に歯止めをかけるための減産は見送った。また、12 月 10 日に公表された OPEC 月報で OPEC 産原油への需要見通しが下方修正されたほか、12 日に公表された国際エネルギー機関(IEA)月報でも、世界の原油需要見通しが下方修正された。供給過剰状態が続く中で OPEC が減産を見送り、相次いで原油需要見通しが下方修正されたことで、原油の需給環境は一段と緩んでいる。

原油が供給過剰となった背景には、米国においてシェール・オイルの生産量が増えたことがあるが、各種報道などをみると、1 バレル当たり 60～70 ドル程度の価格水準を下回ると採算に合わない生産地が多い模様である。それゆえ、1 バレル当たり 50 ドル台での推移が長期化すると、シェール・オイルが減産される公算が大きくなりそうである。シェール・オイルの生産量が減少してくるには、半年程度の時間を要すると推察されるため、来年半ば以降はシェール・オイルの減産などに合わせて上昇基調となりそうである。だが、1 バレル当たり 70 ドル程度というシェール・オイル生産の採算ラインが今後の原油価格のキャップとなる可能性があるだろう。

短期的には 1 バレル当たり 40 ドルを目指す可能性が高まっている。アラブ首長国連邦(UAE)のマズルーイ・エネルギー相は 14 日、原油価格が1バレル当たり 40ドルに下落しても石油輸出国機構(OPEC)は減産しないという決定を維持し、緊急会合を検討するのは少なくとも 3 か月間状況を見守ってからになるだろうと発言している。

IEA の試算では、バッケン・シェールでの掘削事業の大半は 1 バレル当たり 42 ドルで採算が取れると言われている。マズルーイ・エネルギー相の「40 ドル」発言は、米国のシェール・オイル開発プロジェクトの排除を狙っているようにも感じられるが、理由はどうあれ、市場は原油価格の更なる下値を試しにいく可能性が高まっている。こうした状況下、RUB 相場は引き続き下値リスクがあり、原油相場の動向によっては一時的に対ドルで 70 台まで下げてもおかしくない。

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。