

ロシア金融市場に波及した 米国発の国際金融不安

調査部 環太平洋戦略研究センター
上席主任研究員 高安 健一

はじめに

アメリカのサブプライムローン（低所得者向け住宅ローン）問題が2007年8月に表面化して以降、国際金融市場は不安定な状態にある。ロシアは、新興成長国のなかでその影響をもっとも強く受けた国の一つである。良好な経済パフォーマンスにもかかわらず、国内金融市場で流動性が逼迫した背景として、銀行部門が急速な経済成長に対応するために国外から大量の資金を調達していることが指摘出来る。以下では、国内金融市場が混乱した理由とロシア中央銀行（The Central Bank of Russian Federation）の対応について述べる。

1. 良好な経済ファンダメンタルズ

ロシア経済は、原油・天然ガス価格などの高騰を背景に、1998年の通貨危機後の低迷期を脱し高成長期に移行した。2002年から2006年までの間に実質GDP成長率は年平均6.5%に達した。名目GDP（ドル換算）は同期間中に、

ルーブル相場の上昇も手伝い3,460億ドルから9,846億ドルへ大幅に増え、経済規模は世界第16位から第11位へ浮上した。通貨危機の引き金となった連邦政府の財政赤字は、原油・天然ガスの採掘税や輸出税の大幅増により急速に改善し、2006年には対名目GDP比で7.4%の黒字を計上した。

経常収支黒字は2006年に、原油と天然ガスの輸出に牽引され956億ドル、対名目GDP比9.7%に達した（図表1）。外貨準備は極めて潤沢であり、2007年11月末現在、中国と日本に次ぐ世界第3位の4,635億ドルを保有している。

2. 銀行部門による対外資金調達の急増

(1) サブプライムローン問題の影響で不安定化した国内金融市場

国内金融市場は、経済ファンダメンタルズが良好であるにもかかわらず、国際金融市場の動揺を受けて金利急騰と流動性不足に見舞

図表1 ロシアの主要経済指標

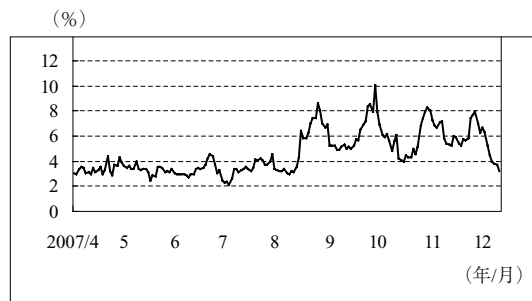
	2001年	02	03	04	05	06	07.1-9月
実質GDP成長率(%)	5.1	4.7	7.3	7.2	6.4	6.7	7.9
経済規模(10億ドル)	306.3	346.0	431.4	591.9	764.0	984.6	—
1人当たりGDP(ドル)	2,086	2,368	2,966	4,091	5,307	6,875	—
消費者物価上昇率(年平均, %)	18.6	15.1	12.0	11.7	10.9	9.0	9.3
連邦政府財政収支(対名目GDP比, %)	3.0	2.3	1.7	4.2	7.5	7.4	7.5
貿易収支(10億ドル)	48.1	46.3	59.9	86.9	118.3	139.2	94.4
輸出額に占めるエネルギーの割合(%)	51.2	52.4	54.2	54.7	61.1	63.3	61.0
原油輸出価格(1バレル当たり, ドル)	20.9	21	23.9	34.1	45.2	56.2	58.7
経常収支(10億ドル)	33.9	29.1	35.4	58.6	84.2	95.6	116.6
同対名目GDP比(%)	11.1	8.4	8.2	9.9	11.0	9.7	—
外貨準備高(年末, 10億ドル)	36.6	47.8	76.9	124.5	182.2	303.7	463.5
政策金利(Refinancing Rate, 年末, %)	25.0	21.0	16.0	13.0	12.0	11.0	11.0
M2増加率(年末, %)	44.6	34.1	44.8	42.5	35.6	43.6	—
ルーブルの対ドル相場(1ドル=ルーブル, 年平均)	29.2	31.3	30.7	28.8	28.3	27.2	25.9
ルーブルの対ユーロ相場(1ユーロ=ルーブル, 年平均)	26.1	29.5	34.6	35.8	35.2	34.1	34.8
実質実効為替レート(2000年=100)	120.3	123.6	127.3	137.3	149.3	163.5	170.7

(注) 2007年については、実質GDP成長率が1-6月、原油輸出価格が1-8月、消費者物価上昇率が1-10月、外貨準備高および政策金利が11月末。

(資料) The Central Bank of Russian Federation「Bulletin of Banking Statistics」、IMF「International Financial Statistics」、World Bank「Russian Economic Report」より日本総合研究所作成

われた。図表2は、銀行間金利(翌日物、仲値)の推移を示している。8月中旬以降の欧米金融市場における流動性の逼迫は、間髪をいれずに国内金融市場に波及し、銀行間金利が急騰した(8月9日2.93%→8月27日8.60%)。9月以降も銀行間金利が3回にわたり急上昇するなど、金融市場は年末に向けて不安定な状態が続いた。

図表2 銀行間金利(翌日物、仲値)



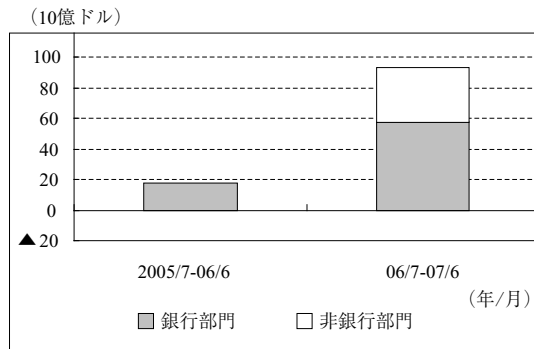
(資料) The Central Bank of Russian Federationウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

(2) 急増した銀行部門の対外借入

国際金融市場の動揺が国内金融市場に波及した理由として、銀行部門の国外からの資金調達、2006年より急増していたことが指摘出来る。これには、政府が同年7月1日付けで資本取引に関する為替規制を完全に撤廃したことが影響しているといわれてい

る(注1)。図表3が示すように、規制撤廃前の1年間(2005年7月～2006年6月)の資本収支をみると、178億ドルがネット(流入-流出)で流入していた。部門別では、銀行部門が179億ドルの流入超過で、その他部門が▲1億ドルの流出超過であった。これに

図表3 ロシアの資本収支（資本取引前後1年間）



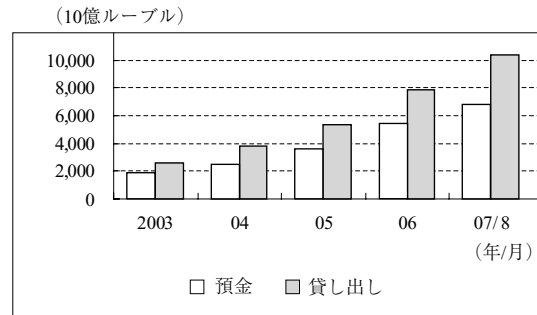
(資料) The Central Bank of Russian Federationウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

対して、規制撤廃後の1年間（2006年7月～2007年6月）には、921億ドル（名目GDP比8.4%）の資金がネットで流入し、うち銀行部門が576億ドル（同5.2%）を占めた。

このように対外借入が急増していたところで、欧米の金融機関・投資家がロシアの銀行に対する流動性供給を絞ったため、銀行部門は国内金融市場での資金調達にシフトせざるをえなかった。サブプライムローン問題が表面化した8月以降の資本取引が含まれる2007年7-9月期の資本収支（暫定値）は、一転して▲94億ドルの流出超過となった。銀行部門の流入超過は7億ドルに激減し、その他部門からは▲101億ドルの資金が流出した。

ロシアの銀行部門が対外調達を急増させた要因として、順調な経済成長を背景に拡大する国内の資金需要に調達力が追いついていないことが指摘出来る。図表4は、銀行部門の個人と法人に対する貸し出しおよび預金の

図表4 個人・法人向けに対する預金・貸出残高の合計額



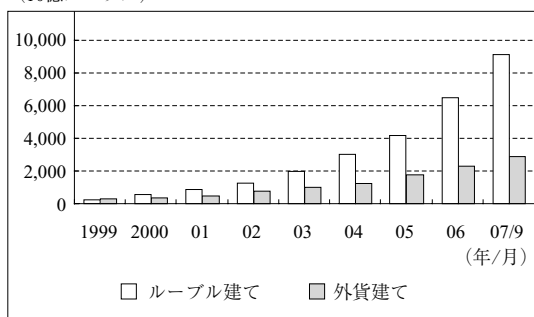
(資料) The Central Bank of Russian Federation「Bulletin of Banking Statistics」各号より日本総合研究所作成

受け入れの推移を示している。2003年末から2007年8月末までの間に、預金が3.6倍、貸し出しが4.0倍に増加するなか、預金で貸し出し需要を賄うことが一層難しくなり、対外借入への依存度が増した。

次に、ロシアの銀行部門の預金と貸し出しの通貨構成をみると、国内でのドル建て貸し出しに応じるのに必要なドル預金を確保出来ていないことがわかる。まず、図表5が示すように、銀行貸し出しはルーブル建て、外貨建てとともに増加しており、2007年9月末時点でそれぞれ9兆408億ルーブル、2兆8,692億ルーブルとなった。一方、図表6で、預金の通貨構成をみると、ルーブル建てが増加する一方で、外貨建てが減少しており、2007年9月末時点で、それぞれ5兆5,107億ルーブル、1兆1,075億ルーブルとなった。外貨建て預金で外貨建て貸し出しをカバー出来ない部分は1兆1,762億ルーブル、2006年の名目GDP

図表5 銀行貸し出し（通貨別）

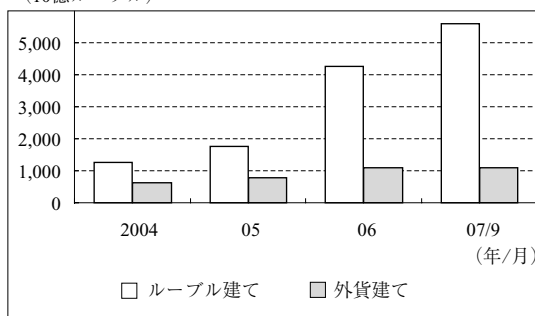
（10億ルーブル）



（資料）The Central Bank of Russian Federationウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

図表6 銀行預金（通貨別）

（10億ルーブル）



（資料）The Central Bank of Russian Federationウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

の4.1%に相当する。ロシアでは、98年の通貨危機以降ルーブル離れが加速し経済のドル化が進んだが、近年ルーブルに対する信認が回復しており国民はルーブル建て預金へシフトしている。

ロシアの銀行部門が積極的に外貨を調達して国内貸し出しを増やしている背景として、欧米諸国との金利差をあげることが出来

る。ロシア国内での貸し出し金利は、図表7に示すように、ルーブル建て、ドル建てともに非常に高い。例えば、1年超のルーブル建て貸出金利は2007年8月時点で、個人向けが14.6%、法人向けが10.8%、ドル建ての貸し出し金利は、それぞれ11.0%と9.6%であった。ロシアの銀行は、仮に国外において年利5%で調達した外貨（ドル、ユーロ）を、国内の企業や個人にルーブル建てないし外貨建てで貸し出せば、5～10%程度の利鞘を確保出来、「ドル」キャリー取引、あるいは「ユーロ」キャリー取引が十分に成り立つ金利体系にある。中央銀行によると、近年ルーブル相場がドルに対してほぼ一貫して強含んできたこともあり、銀行部門が為替リスクをヘッジすることなくそうしたポジションをとる傾向があるという。

図表7 預金・貸出金利（2007年8月）

（%）

預金金利		30日以内	181日～1年	1年超
個人向け				
	ドル建て	0.8	6.3	6.4
	ルーブル建て	0.7	8.5	7.2
法人向け				
	ドル建て	5.0	7.7	6.4
	ルーブル建て	4.0	6.4	7.7
貸出金利		30日以内	181日～1年	1年超
個人向け				
	ドル建て	10.2	12.5	11.0
	ルーブル建て	14.1	18.4	14.6
法人向け				
	ドル建て	7.0	8.6	9.6
	ルーブル建て	8.5	11.3	10.8

（資料）The Central Bank of Russian Federation of Banking Statistics」October, 2007より日本総合研究所作成

(3) 銀行部門の純対外負債の拡大

国内での調達力が限られる銀行が貸し出し需要を満たすために対外借入を増やすなか、図表8が示すように、銀行部門の外貨建て資産から外貨建て負債を差し引いたネット対外資産の悪化が続いている。2002年までは外貨建て資産が同負債を上回っており、仮に外国の投資家や金融機関が既存の貸し出しのロールオーバーを拒んだとしても、影響は限られていた。ところが、2003年以降は外貨建て負債が同資産を上回っており、負債の超過額は2007年6月末に▲462億ドルに拡大した。ロシアの銀行部門は、外貨建て負債のロールオーバーが困難になった場合に手持ちの外貨建て資産で対応することが著しく難しい状態にある。なお、銀行部門の対外ポジションの為替リスクがどの程度ヘッジされているかは不明であるが、国際通貨基金（IMF）は、国

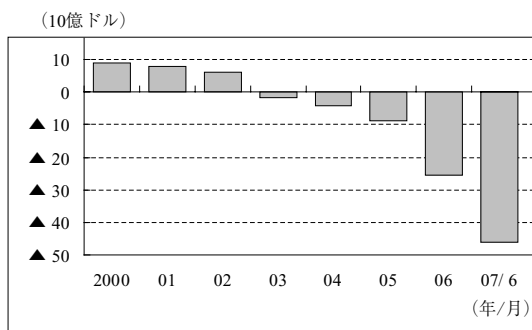
内銀行がオープン・ポジションをとることの危険性を指摘している（注2）。

(4) 資金調達と貸し出しの期間ミスマッチ

さらにロシアの銀行部門は、海外で調達した短期資金を国内で長期資金として貸し出す期間のミスマッチを抱えている可能性がある。これにより、海外の投資家や金融機関から短期借入の返済要求がなされた場合に、対応が困難になる恐れがある。

中央銀行はロシアの銀行部門の海外からの調達資金の期間構成を明らかにしていないが、国際決済銀行（BIS）の統計によれば（注3）、BISに報告義務のある先進国銀行のロシアに対するクロスボーダー債権（対非銀行部門を含む）のうち、2007年6月末時点で、55.0%が1年未満の短期貸し出しである。これに対して、ロシアの銀行部門の国内法人に対する外貨建て貸し出しに占める短期貸出の割合は10.4%にすぎず、期間ミスマッチが生じている。

図表8 銀行部門のネット対外資産



(資料) The Central Bank of Russian Federationウェブサイト
掲載資料より日本総合研究所作成

(注1) World Bank (2007), p.8. 2003年に制定された「外貨管理法」では、2006年末までに資本取引に関する為替規制が撤廃されることが定められていたが、当初予定よりも半年早く実施された（金野8頁）。同月にプーチン大統領の出身地であるサンクトペテルブルグで開催されたG8サミット（主要国首脳会議）にあわせて、経済復興を誇示するためと思われる。

(注2) IMF (2007), p. 15.

(注3) BIS (2007).

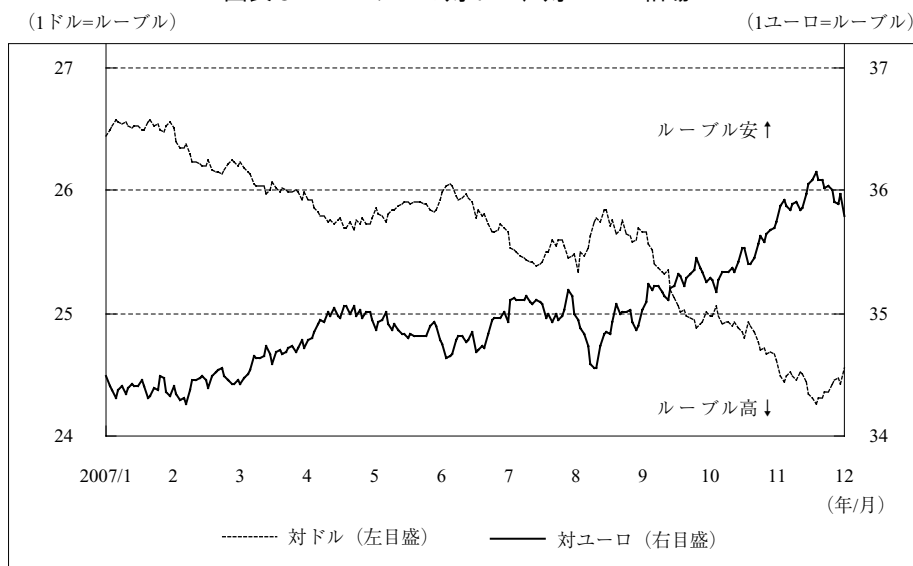
3. 中央銀行の対応

中央銀行が2007年8月中旬に対応を迫られた問題は二つある。一つは、キャリートレードの巻き戻しにともなうルーブル相場下落である。8月中旬にルーブルがドルに対して一時軟化したものの、中央銀行が介入を実施したため、さらなる下落は回避された（図表9）（注4）。中央銀行の外貨準備の動きをみると、8月10日から24日までの間に64億ドル減少していることから、2週間ほどのうちに大規模な介入が実施されたことがうかがえる。外貨準備が2007年11月末時点で4,314億ドルと極めて潤沢であり、かつ2006年の輸入額の31カ月分に相当する水準にあることは、

8月に生じた100億ドル規模の資金流出に十分に対応出来ることを示している。

もう一つは、国内金融市場で発生した流動性の逼迫への対応である。図表10は、レポ（買い戻し条件付き債券売買、翌日物）の取引高を示している。2007年4月以降はレポ取引が成立していなかったが、8月15日から一転して前例のない規模の資金が供給された。8月28日のピーク時には月末の出納期と重なったこともあり2,723億ルーブルが供給された（名目GDP比1.0%に相当）。さらに中央銀行のロンバード金利（上限金利は7%に設定）による貸し出しは、7月の1億4,015万ルーブルから、8月には29億7,595万ルーブル、9月には59億3,305万ルーブルに増加し

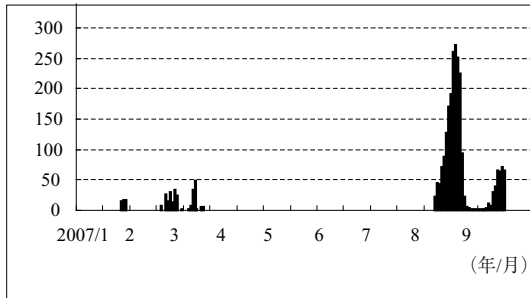
図表9 ルーブルの対ドル、対ユーロ相場



（資料）The Central Bank of Russian Federationウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

図表10 レポ取引による資金供給量

(10億ルーブル)



(資料) The Central Bank of Russian Federation「Bulletin of Banking Statistics」October, 2007より日本総合研究所作成

た。10月には財政基盤の脆弱な一部の金融機関が流動性不足に陥ることを防ぐべく、預金準備率が1%引き下げられた(2007年10月11日から2008年1月14日までの時限措置)。ただし、中央銀行は、流動性を積極的に供給する一方で、政策金利(Refinancing Rate)は物価抑制の観点から10%に据え置いている。

(注4) ドルとユーロの通貨バスケットにルーブル相場を連動させる為替政策を採用している。

おわりに

中央銀行は、これまでのところ流動性不足が金融機関の支払い能力(ソルベンシー)の問題に波及することを防いできた。ロシアが巨額の外貨準備をもとにルーブル相場を維持出来ることが安全弁になっている。加えて、2007年8月以降も、ロシア国民のルーブル離れ(ルーブル建て預金からドル建て預金への

シフト)は生じていない模様である。

しかしながら、銀行部門の対外資金取引の構造をみると、97年のアジア通貨危機と類似する点が多い。その例として、①経済ファンダメンタルズが良好であるにもかかわらず非居住者のポジション調整の影響で資金が国外へ流出していること、②外貨を調達して国内向けに貸し出すポジションが積み上がっていること、③短期調達の長期貸し(期間のミスマッチ)がみられること、④本稿では取り上げなかったが中小銀行を中心に銀行システムが脆弱なこと、などがあげられる。ロシアでは、原油・天然ガス価格の高騰により投資ブームが続いているが、銀行システムの資金仲介機能は依然必ずしも十分とはいえず、民間部門の対外借入が増加している。国際金融市場の動揺が国内金融市場に波及するリスクを低下させるためにも、中央銀行は金融仲介機能と銀行システムの安定性の向上にこれまで以上に注力すべきであろう。

主要参考文献

1. 大島梓、小川和男(2000年)『最新ロシア経済入門』日本評論社
2. 栢俊彦(2007年)『株式会社ロシアー混沌から甦るビジネスシステム』日本経済新聞出版社
3. 金野雄五「最近のロシア経済情勢～民間部門は資本流出から資本流入～」『みずほ欧州インサイト』2007年6月15日
4. 塩原俊彦(2007年)「ロシアの金融サービス業をめぐる現状分析」(『ロシアNIS調査月報』2月号所収) 1-27頁
5. 田畑伸一郎(2007年)「ロシアのマクロ経済と財政状況―「凍結」されるオイルダラーによる財政黒字―」(『ロシアNIS調査月報』5月号所収) 22-38頁
6. 山本さくら(2007年)「カントリーレビュー：ロシア(2007年第3～4四半期)」国際金融情報センター、12月7日
7. 社団法人ロシアNIS貿易会 ロシアNIS経済研究所(2007年)『ロシアの銀行・金融部門の最新事情』3月

-
8. Bank for International Settlements(2007). *BIS Quarterly Review*, December.
 9. Central Bank of Russian Federation(2007). *Financial Stability Review (2006)*, Moscow.
 10. ———. *Bulletin of Banking Statistics*, various issues.
 11. Moser, Evelyn and Thorsten Nestmann(2007). *Russia's Financial Sector: Financial Deepening will Support long-term growth* (Deutsche Bank Research), Frankfurt.
 12. International Monetary Fund (2007). *Russian Federation: 2007 Article IV Consultation-Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion* (IMF Country report No. 351), IMF, Washington, D.C.
 13. World Bank. *Russian Economic Report*, various issues.