

ロシア連邦中央銀行の金融政策の基本方針などについて

2014年12月16日早朝、ロシア中銀は、前日のルーブル急落(前日比-10%)に対して政策金利を10.5%から17%まで一気に引き上げ、ルーブル防衛を図った。しかし、ルーブルは下落し続け、一時的に1ドルあたり80ルーブル台まで(前日比-24%)急落した。その後12月25日に1ドルあたり52ルーブル近くまで戻ったが、原油価格の下落の影響を受けて下がり続けた。この1年間にルーブルの価値は対ドルでほぼ半減した。

本メモでは、政策金利の見直しや外国為替市場への介入など、ロシア連邦中央銀行の運営の基盤となる金融政策の基本方針について、ナビウリナ ロシア中銀総裁の発言などを参考にまとめることと致したい。

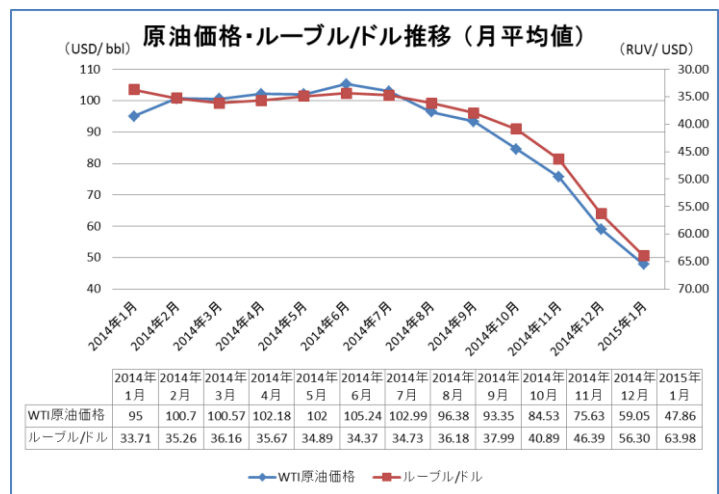
なお、本メモの作成に当たっては、①ロシア連邦国会 税・予算委員会会合におけるナビウリナ ロシア連邦中央銀行総裁によるプレゼンテーション(2014年10月13日)¹、②「2015年から2017年までの単一金融政策のガイドライン」²序文、③2014年12月11日のロシア連邦中央銀行 エルビア・ナビウリナ総裁発言³を参考とした。詳細については本メモ後半の仮訳を御参照頂きたい。

1. ロシア中銀の金融政策の基本方針について

(1) 物価の安定を一番の目的とする

ロシア中銀は、物価安定がロシア国民の生活水準を上げ、高いレベルに保つために必要

＜図表1＞ 原油価格・ルーブル/ドル推移



■米国エネルギー情報局と Exchange Rates UK のデータを基に CIPPS で作成

¹ Presentation by Governor of the Bank of Russia Elvira Nabiullina at a meeting of the Committee on the Budget and Taxes of the State Duma of the Russian Federation on 13 October 2014
http://www.cbr.ru/eng/press/print.aspx?file=Press-center/Nabiullina_13102014.htm&pid=month_archive&sid=ITM_13816

² “Guidelines for the Single State Monetary Policy in 2015 and for 2016 and 2017”
http://www.cbr.ru/eng/today/publications_reports/on_15-eng.pdf

³ Statement by Bank of Russia Governor Elvira S. Nabiullina in follow-up of Board of Directors meeting on 11 December 2014
http://www.cbr.ru/eng/press/print.aspx?file=Press-center/Nabiullina_11122014.htm&pid=month_archive&sid=ITM_33293

であるとし、「国の金融政策の一番の目的は物価安定である」と表明している。

低いインフレ率は、以下の理由から重要であると説明している。

- ①ロシア国民の生活水準の向上に不可欠な賃金や年金を守る
- ②長期計画や経済的な判断に対してより予見可能な環境を創造する
- ③安定した物価によって国民がルーブルの貯金を殖やし、その貯金が今度は投資の源となり、資金の貸し手も高いインフレが彼らの投資を損なうことは無いであろうと考えるため、比較的低い金利で長期資金を提供する。物価の安定は投資の増加のための基盤を作り、最終的にロシア経済の構造改革のための条件を作り出す。

そして、不確実性が増加する中で家庭や企業に対してインフレ基準を含む明確なガイドラインを定めることが、国内の長期的な投資や経済成長のために極めて重要であるとし、2014年内にインフレ基準体制への移行を完了させ2015年からその体制の枠の中で金融政策を実施していくことを定めている。具体的には、中期的に2017年までにインフレ率を4%に下げることがを目標としている。

(2) 基準金利の見直し

物価の安定を実現するために、ロシア中銀は基準金利を定め、直接的には銀行部門との取引を通じて最も短期の金利にのみ影響を与え、さらに基準金利とオーバーナイトの市場金利の隔離を狭め、それが基準金利の近くにあるようにすることを具体的な運営策としている。金融市場の金利が他の経済的な金利や為替動向に影響し、それが経済主体の消費や貯蓄、投資判断を決定し、最終的にインフレに影響を与えることを目指している。

この政策に基づき、2014年3月以降6度も政策金利の見直しが行われた。

<図表 2> ロシア政策金利推移

実施日	内容	引上げ幅
2014年3月3日	5.5% ⇒ 7.0%	1.5%
2014年4月25日	7.0% ⇒ 7.5%	0.5%
2014年7月25日	7.5% ⇒ 8.0%	0.5%
2014年10月31日	8.0% ⇒ 9.5%	1.5%
2014年12月15日	9.5% ⇒ 17.0%	6.0%
2015年1月30日	17.0% ⇒ 15.0%	▲2.0%

■ CIPPS で作成

高い金利水準は企業の投資意欲を減退させ構造改革を遅らせる要因にもなる。ナビウリナ総裁は、「一般にインフレが貯蓄や貸出の金利の最低基準を決めているのであるということを理解しなければなりません。何故なら金利がインフレ率よりも低いとしたら、家計も企業もその余剰資金を銀行に持つていこうとしないからです。」と説明しているが、経済状況を勘案した柔軟な対応も行われている。昨年12月に17%まで引き上げられた基準金利の水準は1月末に見直され、2.0%の引き下げが行われた。

(3) 外国為替対策

ロシアは国の成立後エネルギー資源の輸出者となることを目指し、国際的なエネルギー価格の上昇の恩恵を受けて国力増強を図ることに成功した。しかし、これは一方でエネルギー産業以外の産業の近代化の遅れをもたらした。食料や工業製品の国内生産を増強するよりも、エネルギー資源の輸出で稼いだ外貨を用いてこれらを国外から購入するという経済構造の下、2014年8月以来の原油価格下落にほぼ連動したルーブル安の進行が輸入品の価格を上昇させ、インフレ上昇につながった。今、ロシア中銀が目指す物価の安定のためには、ルーブルを強化・安定化させることが必要となっている。

外国為替対策として、2014年11月にロシア中銀は、投機的な動きの抑制を目的に、変動幅の上下限に達した場合に為替介入を行うことを制度化していた通貨バスケット制度を廃止し、変動相場制への移行を完了させた。ただし、ナビウリナ総裁が2014年10月に「ロシア中銀は、変動相場制によって金利操縦やインフレ目標達成に集中できるようになります。しかし、それはロシア中銀が国内の外国為替市場の監視を止めることを意味するものではありません。金融の安定に対する脅威が現れた場合には、ロシア中銀は、状況を安定させるために外国為替市場の操作や、その他の手段を講じます。」と説明したように、これはロシア中銀による為替市場への介入を否定したのではなく、外貨準備金を用いた為替介入はその後も続けられている。例えばルーブルが急落した2014年12月15日にロシア中銀が19.6億ドル相当の為替介入を行ったことが報道された。

ロシア中銀はその他にも外国為替対策を講じている。2014年10月には、経済制裁によるロシアの企業に対して課せられた資本市場への参加禁止という状況下、ロシアの銀行が為替の流動性を管理することが困難になり国内の為替市場の緊張が高まる中で、外国為替市場の潜在的な不安定リスクを軽減するために、ルーブル/ドルの通貨スワップや通貨レポ取引売買という、2つの取引を導入した。

2. ロシアの外貨準備高について

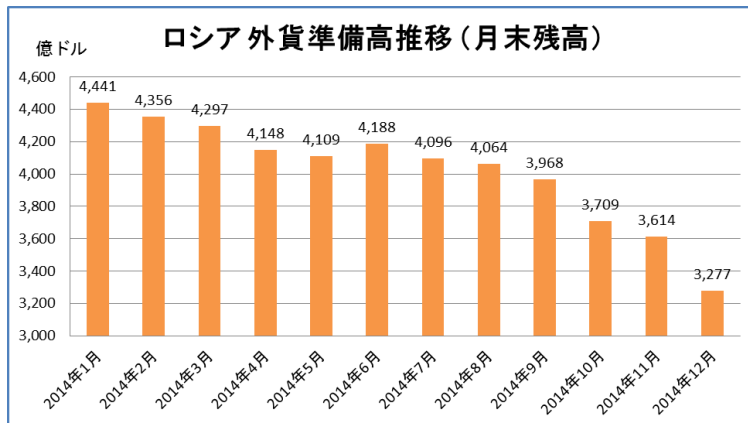
経済制裁によって、ロシアの主要企業は欧米の金融市場からの新規の資金調達が制限され、借入の償還期限に欧米の金融機関からの借り換えが行えない状況にある。そのため、国が外貨準備金を用いてその償還を支援する必要が生じている。

2015年の海外に対する借入金返済額は約1,200億ドルであるが、ロシア中銀は、これらの支払いの10%以上はグループ企業間の取引に基づくもので、その他の20%は国際市場で資金調達が可能、また、少なくとも15%は、銀行や国営企業に蓄えられた為替流動化資産によって償還可能であるとし、残りの（支払い全体の55%にあたる）約650億ドルについて外貨準備金の取り崩しが必要と見ている。その他の要因も含め、ロシア中銀は、国際収支バランスの差を埋めるために2015年に700億ドル、2016年、2017年に850億ドルが必要になると予想している。

2014年12月11日にナビウリナ総裁は、「ロシアの外貨準備高は、今後3年間は一般に充分であるとされる水準をかなり上回っています。国際収支バランスの指標や私たちの取

引量を考慮すれば、国際為替の流動性に不足はありません。」と説明した。

2014年12月末のロシアの外貨準備高（金、特別引出権、リザーブポジションを除いた数字）は、3,277億ドルであり、前述の2015年から2017年までの3年間の取り崩し見込金額合計の2,400億ドルと比較すれば、今後3年間は確かに十分な水準にある。しかし、積極的な為替市場介入が行われた2014年の取り崩し総額実績は1,164億ドルにのぼったことや、取り崩し見込金額算定の前提とな



■ロシア中銀のデータを基に CIPPS で作成。
（金、特別引出権、リザーブポジションを除いた残高）

った、今後3年間の平均原油価格が1バレルあたり80ドルという水準まで原油価格が回復しない可能性もあることを考慮すれば、取り崩しのペースがより速くなる可能性もあることは否定できないと考えられる。

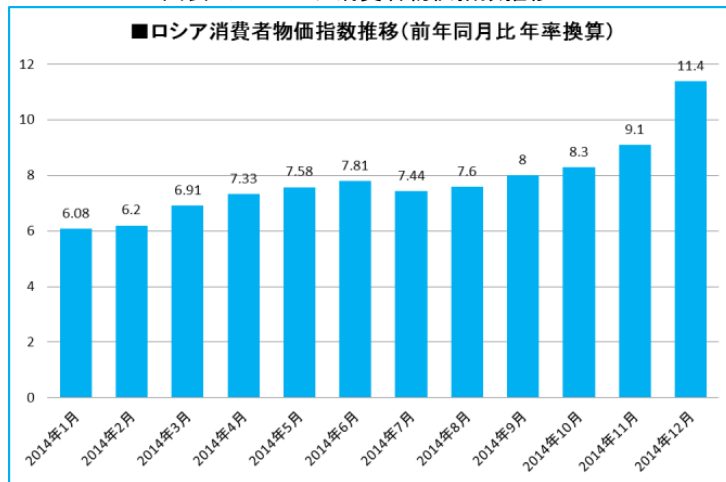
3. 所見

ルーブル安の影響を受けて、2014年のロシアのインフレ率は11%を上回った。

インフレ率上昇の主要因と考えられるルーブルの急落は、①原油価格の下落と②欧米による経済制裁という2つの外部要因によって生じている。

原油価格の下落については、一般に、米国のシェールオイル生産増加に伴う供給圧力の増加と欧州や中国などの景気後退に伴う需要見込みの減少によって需給バランスが崩れたことが主な要因とされる。OPECによる生産量の調整機能が失われたことから、需給バランスの回復によって原油価格がロシアの財政を均衡させるために必要と言われる1バレルあたり100ドルを超える水準に戻るまでには数年はかかると考えられる。

<図表4> ロシア消費者物価指数推移



■Trading Economics のデータを基に CIPPS で作成。

一方、欧米による経済制裁の原因となったウクライナ国内の紛争については、既に両者に数千人の死傷者を出し戦争状態に陥っている。背景にはウクライナをNATO陣営に組み入れたい欧米側と、旧ソビエト連邦の体制を保ちウクライナに対する欧米の影響を抑えたいロシアの間に政治的な対立があり、解決には相当の時間がかかるものと考えられる。ロシアのある有識者は、先日モスクワで面談した際に、「10年もしくはそれ以上の期間がかか

るかも知れない。」とコメントした。以上を勘案すれば、ルーブル下落の原因となった外部要因が解消されるまでには、数年以上かかる可能性が高いと考えられる。

ロシア中銀は、物価の安定を金融政策の一番の目的とし、基準金利の変更や外国為替市場への介入などの伝統的な手段によってインフレを鎮圧しようとしているが、現時点ではインフレがすぐに収まる気配はない。中銀の金融政策に加えて、ロシア経済の構造改革を図ることによってロシア経済に対する海外投資家の信頼を取り戻し、海外への資本流出を止めることが不可欠となっている。

ロシアには軍需産業やIT産業で培われた先進技術や優秀な技術者が存在し、人口1億4千万人を超える国内マーケットもある。これらを活用してエネルギー産業以外の国内産業を育成することによって構造改革を行い、食料品や工業製品の海外依存を減らし、国力の回復を図ることが必要であろう。

ロシアはもともとエネルギーと食料の自給が可能で、ソ連邦崩壊による混乱を生き延びてきた辛抱強い国民がいる。今回の経済制裁や原油価格下落による試練がロシアを鍛え、プーチン大統領の強力な指導力の下で、国内産業の構造改革や近代化に成功すれば、エネルギー資源輸出に対する依存度を下げた、より強靱な国に生まれ変わる可能性もあると考える。ロシアは、大きな転換期を迎えている。

4. 仮訳 (1) ロシア連邦国会 税・予算委員会会合におけるナビウリナ ロシア連邦中央銀行総裁によるプレゼンテーション (2014年10月13日)

本日、私たちは、2015年から2017年までの金融政策のガイドライン案をお示しいたします。この文書は、困難な環境下で作成されました。1番目が経済成長の減速であり、2番目が外国為替市場や金融市場における不安定さや緊張、そして3番目が最近生じたインフレの急増です。これらは、金融政策のガイドラインや戦略の策定において困難な環境を生み出しました。

私たちは3種類のシナリオを準備しました。最初が基礎シナリオです。

基礎シナリオは、国際経済の着実な回復や原油価格の若干の値下がり、地政学的な課題の緩やかな解決、および2015年にロシアと欧米の相互の経済制裁が解消する事を前提としています。それでも、2015年の前半にはまだ、経済成長の動向に影響を及ぼす重要な要素の一つである投資活動を制限している要因が残っていると私たちは見えています。しかし、海外の経済環境の正常化や、ロシア企業に対する国際資本市場からのアクセスの開放によって、投資需要は徐々に回復します。中国との共同エネルギー輸出プロジェクトを含む大規模なインフラ投資案件の実施も投資の増加に貢献します。私たちの予測に拠れば、2015年には固定資産に対する投資の減少は止まり、2016年から2017年には投資成長率は徐々に回復します。

2014年8月に導入された特定の食品に対する輸入制限は、輸入品の代用につながりました。2015年の輸入成長率は低いままでしょう。世界経済や海外需要の後退や、エネルギー価格の低下により、輸出に成長は見込まれません。民間資金流出は徐々に減少する見込みですが、これらの輸出入の動向の影響により、2017年の流動性資金の余剰は150億ドルに減少します。

基礎シナリオでは、私たちは、2014年のGDP成長率0.4%（ロシア中銀の今年の予測）が2015年に1.0%、2016年に1.9%、2017年に2.3%と上昇していくことを予測しています。

同時に、インフレは2015年に4.5~5.0%、2016年から2017年に3.7~4.2%まで下がることを見込んでいます（これらは基礎シナリオの少し楽観的な前提に基づいていることを強調しておきます）。

今年の前半や半ばにおいて顕著な役割を果たした海外の要因の鎮静化によって消費者物価上昇は低速化し、為替動向も正常化するものと考えられます。2015年に見込まれるインフレの安定化や更なる低下により、基礎シナリオでは金融政策の緩やかな緩和を見込んでいます。インフレの低下傾向やインフレに対する期待が増えれば、金融政策は緩和されるでしょう。

若干楽観的な前提に基づく基礎シナリオに加えて、私たちは2つの選択的なシナリオを

用意しています。これらはより悲観的な前提に基づいています。

シナリオ 2 は、全期間に亘り相互の制裁が続くことを予測しています。これによって更に資本が流出し、これに付随する為替の動きが起きます。ルーブル安は、一方でロシア製品の競争力を維持し、輸入品の代用を加速させることによってその一部が相殺されますが、他方でインフレ圧力の増加につながります。シナリオ 2 は税負担増加の可能性についても想定しています。これについての政府の決定に従って私たちは最終的なシナリオを作ります。このシナリオでは、基礎シナリオと比べてより低い GDP 成長率 (2017 年に 4.0%) や、より遅いインフレ低下を見込んでいます。

シナリオ 2 に加え、シナリオ 3 では原油価格の低下がより進むことを見込んでいます。(2017 年に 1 バレルあたり 87 ドル) このシナリオにおける GDP 成長率の見込みは、1% を下回ります。このシナリオでは、経済状況を安定化させるための、現行の予算ルールの枠組みによる準備金の利用も見込んでいます。私たちの見方では、その結果、財政政策は総合的な需要動向に対してより積極的な貢献を果たすこととなります。

シナリオ 2 や 3 では、中期間でインフレ率を 4.0% まで下げるという目標達成のために、基礎シナリオの場合よりも多くの時間を必要とします。私たちは、2017 年にはこの水準に達すると信じています。予測に拠れば、インフレ率は 2015 年に 6~6.5%、2016 年に 4.5~5.0%、2017 年には 4.0~4.5% になります。

どちらの選択的なシナリオにおいても、ロシア中銀は、金融の安定性を確保し、国内金融システムや国の通貨の信頼性の低下を抑えていきます。これを実施するために、私たちは過去に適用されたことの無い、非伝統的な方法を用いる用意があります。

最近ロシア中銀は、いわゆるストレスシナリオを展開しています。これは、原油価格が予測されている水準より下落した場合の緊急時のシナリオです。私たちは、文書の最終版の段階でこのシナリオをガイドラインに付け加える予定です。私たちはその現実化についてはまだ可能性が無いと考えていますが、そのようなシナリオも分析するべきであると考えています。

本日、私たちは今後 3 年間の国家予算案について話し合っていますが、ロシア中銀の基礎シナリオと経済発展省の基礎シナリオの比較について、それとは分けて意見を述べたいと思います。概して、多くの重要なマクロ経済指標に関する予測や予想される進路において両者は類似しています。しかし、私たちの基礎シナリオが 3 つの中で最も楽観的なものであるのに対して、彼らの基礎シナリオは最も悲観的なものであることを指摘させていただきます。

不確実性の高い条件に基づく予測は困難です。これを考慮して、私たちが異なった前提に基づいて予測を行い、違ったシナリオを策定することが理解されるべきです。経済発展省の基礎的な予測では今後3年間のウラル原油の価格を1バレルあたり100ドルとしています。ロシア中銀の予測において私たちはウラル原油の平均価格を105ドルから2017年に102ドルに一定して低下するものとしています。現在の価格はずっと低く、105ドルという値はスタートの値としては現実的でないという人もたくさんいます。しかし原油価格はとても変動しやすく、私たちは現在の動向に基づいて予想しがちなのです。今年の夏ごろに原油価格が110ドルを超えていたことを思い出してください。基礎シナリオは2014年の平均価格よりも少し低い2015年の平均値に基づいて作られています。さらに、私たちは年間平均原油価格が徐々に下がることを見込んでいます。必要となれば、私たちは国会の最終的な文書を提出する前に原油価格の基礎的な前提を見直します。

経済発展省の予測とのもう一つの違いは、彼らの2015年のインフレ予想が5.0~6.0%というロシア中銀のそれよりも高いものであるということです。私たちは、今年インフレを上昇させた要因は無くなり、基礎シナリオにおいてインフレが4~4.5%に落ち着くことを予想しています。

私たちの評価に拠れば、経済発展省の予測に基づいて計算された連邦予算の主要な指標（このようにして予算案が作成されます）は、ロシア中銀の予測に基づいて計算された指標とそれほど違いありません。2015年から2017年までの連邦予算の赤字は低いままに留まる予定です。私たちは、特に、第1に地政学的な状況、第2に年金システム問題の深刻化、第3に石油・ガス収入の下落などの起こりうる長期のリスクを考慮し、国家財政の安定性を保証する政策を歓迎します。これらの長期的リスクはすでに現存しています。従って私たちの考えでは、長期間の範囲に及ぶ予算編成に保守的なアプローチを継続していくことが重要なのです。さらに、予算構造の中で経済成長に多様な影響を与える支出の割合を増やすために、予算支出の効率化を継続していくことも必要です。それもまた金融政策やその緩和に間接的に影響します。

私たちの考えでは、ロシア中銀はインフレを引き下げ、一定の低い水準に保つことによって、経済の構造改革のための環境を創造することに貢献します。私たちは、まずインフレを低い水準にすることが必要であり、その次にそれをそこに留めておくことが必要なのです。

2014年にロシア中銀はインフレ基準体制への変更を完了させます。そして2015年から金融政策をこの枠の中で実施していきます。

最近の困難な状況や将来の発展に対する高い不確実性、そして不安定な金融市場や為替

市場の下で、何故ロシア中銀は過去に定められた目標を達成しようとするのでしょうか？

私たちはインフレ率の引き下げをこれほど重要と考える第 1 の、そしておそらく最も本質的な理由は、次の通りです。世論調査に拠れば 70%近い国民にとって、インフレが一番の課題としてとどまるばかりでなく、より深刻になっています。その他の国民が心配する問題についてのパラメーターが下がっているのに、インフレに対するものは上がっています。これはおそらく最も気がかりな要因です。

高いインフレ率は、給与や年金を損ない、蓄えの価値を下げます。国民に貯蓄を恐れることを止めさせ、彼らの将来の生活に自信を持たせ、計画的な貯蓄ができるようにすることが、(計画的な貯蓄は、長期の投資や経済成長を創造する前提を創造します) インフレ率引き下げを目的とした政策を達成するために非常に重要だと私たちは考えています。

現在、多くの懸念がありますが、私は、ロシア経済における高金利の問題についても、もっともな懸念があると思います。貸出、特に投資目的の貸出の金利が高いことは事実です。しかし、私たちは、一般にインフレが貯蓄や貸出の金利の最低基準を決めているのであるということを理解しなければなりません。何故なら、金利がインフレ率よりも低いとしたら、家計も企業もその余剰資金を銀行に持っていこうとしないからです。

一方、銀行は金融の仲介者として、家計や企業からもたらされる資金のコストよりも低いレートでは貸出しを行おうとはしません。私たちの銀行に対する調査に拠れば、銀行が基準金利について、特に、「ロシア中銀が基準金利を下げるとしたら、貸出金利の引き下げを行いますか。」と尋ねられた場合に、彼らは「業界によっては借入過多の企業があり、その他にも高いリスクの問題があるから引き下げない。」と答えています。

しかしこれだけではありません。経済主体自身の改革を行うことも重要です。貸出金利を引き下げるためには貸出のリスクを下げることも必要です。効率的なプロジェクトの選別や、効率的なプロジェクトのための競争、低いインフレに基づいた金利の引き下げが行われるべきで、これが投資プロジェクトへの融資を可能とするのです。

予期されなかった外部要因の影響によって、今年のインフレ率は私たちが予測していたものよりも高くなることは明白です。残念ながらそれは 8%に到達します。しかし、私たちは中期的にインフレ率を引き下げる根拠や要件を持っています。

さらに、私たちは中期間のインフレ目標を 4.0%に固定することが重要であると信じています。この水準はロシア経済の状況に合致しています。しかし、投資プロセスを刺激するのであれば、必要な変更を行うこともできます。

必要になれば、私たちはインフレ目標の形成に関する国際的な経験を考慮することもできます。私たちの見解では、私たちが定めたインフレ目標は、国際的な経験に一致してい

ます。インフレ目標によって私たちはインフレ率をよりよく操縦することが出来るようになるのです。

インフレ目標体制の枠組みの中における金利管理によって、企業活動にとってより予想可能な経済環境を創造できるようになります。今、資金市場における金利はもはや非常に不安定ということはなくなり、経済主体がより予見可能な環境下で活動できるようになっています。

私たちはインフレ率をととても速く引き下げる意向ではないことを強調させていただきます。私たちは経済状況に基づいて進み、経済成長に過度の圧力は与えません。私たちの見解では、最近の経済減速は、構造的な制約によるものです。構造的な制約は経済成長を抑制します。最優先の仕事は障害を取り除くことです。

ガイドライン案は、ロシア中銀のウェブサイトで入手可能です。私たちは現在専門家や分析官と文案について協議しているところです。それはロシア政府の会合でも検討されました。本日の協議も含めた協議の結果に基づき、私たちは文書を仕上げ、連邦国会の検討のために提出します。

皆さん、ご清聴ありがとうございました。

5. 仮訳 (2) 2015 年から 2017 年までの国の単一金融政策のガイドライン (ロシア連邦中央銀行) (序文と第 1 章を抜粋)

(1) ナビウリナ総裁による序文

ロシアの銀行は、現在の経済情勢やこれまでのロシア金融市場の発展の下で、困難な課題に直面しています。地政学的な問題や、ここ数年来、伝統的な経済成長の源が消耗する中で生じた海外経済状況の悪化は、ロシアの経済政策、特に金融政策にとって深刻な課題となっています。不確実性が増加する中、家庭や企業に対して、インフレ基準を含む明確なガイドラインを定めることが、国内の長期的な投資や経済成長のために極めて重要となりました。労働生産性の向上や技術の近代化なしに持続して生産増加を行うことは不可能です。また、構造改革と、長期的な投資を発生させるために、低利子の資金調達市場が必要となります。長期資金を発生させるための重要な前提の一つが物価の安定です。

物価の安定は消費者物価上昇が落ち着き、低い率に留まることを意味します。低いインフレ率は、国の通貨の購買力、言い換えればロシア国民の生活水準の向上に不可欠な賃金や年金を守るために重要です。低いインフレ率はまた、長期計画や経済的な判断に対して、より予見可能な環境を創造します。安定した物価によって家庭はルーブルの貯金を殖やすことが出来るようになり、その貯金が今度は投資の源となるのです。消費者物価が適度であれば、資金の貸し手は高いインフレが彼らの投資を損なうことは無いであろうと考え、比較的低い金利で長期資金を提供します。従って、物価の安定は投資の増加のための基盤を作り、最終的にロシア経済の構造改革のための条件を作り出すのです。

法律で定められた金融政策目標を達成するために、ロシア連邦中央銀行（以下ロシア中銀）は、何年も続いたインフレターゲット体制への移行を終了しつつあります。近年、インフレ低下のためのいくつかの進展がありましたが、今年は、いくつかの予見されていなかった要因によってインフレ率が増加しています。消費者物価は主としてルーブル安の影響を受けました。一部の食料品に対して2014年8月に実施された貿易の制限や市場の悪条件も物価を上昇させました。ロシア中銀の推計に拠れば、2014年の終わりまでにインフレ率は8%を超え、5%という目標を大きく逸脱することとなります。このような状況下では、消費者物価上昇を減速させることを目的とした金融政策を続行することが重要です。私たちの目標は、中期的にインフレ率を4%に下げることです。これは野心的な目標です。しかし、私たちはこれを直ちに、いかなる代償を払ってでも行うべきものとは考えていません。私たちは、ロシア経済の可能性を考慮しながら、インフレ率を目標まで徐々に下げることが計画しています。私たちの推計に拠れば、課せられた貿易制限の効力が公表されたように1年間続き、新たな不都合な要因が無い場合には、2017年までに経済に顕著な減速を与える事無く消費者物価指数は4%まで下がります。

低いインフレ率は、投資増加や経済の構造変革のために必要とされる重要な条件です。しかし、消費者物価の低下には時間がかかることは明らかです。このことや現在の経済状

況は、今すぐいくつかの投資プロジェクトを実施することを必要としています。これに対処するために、ロシア中銀は、経済部門に対する再優先の政府支援を受けた、ローンや社債による特別な借り換えプログラムを導入します。

ロシア中銀は、インフレ目標を、主として経済におけるお金の価値、即ち金利に影響を及ぼすことによって達成します。銀行部門との取引を通じてロシア中銀は、直接的に最も短期の金利にのみ影響を与え、それが基準金利の近くにあるようにします。この影響は消費や貯蓄、投資判断に影響を及ぼす銀行貸出や預金の金利に、基準金利の変更が反映される程度に強くなければなりません。

今のところロシアではこの仕組みは十分発達していません。近年、私たちは金融市場の金利を最も効率的な方法で操縦できるように金融政策の実施体制を継続して向上させてきました。その結果、金利、特に長期金利の動きは金融政策の決定や中期のインフレ指標に従うようになり、短期的な要因の影響を受けにくくなりました。これによってロシア中銀による決定の経済に対する影響が高まり、その目標達成をより効率的に行うことが出来るようになります。

ロシア中銀は中期的にインフレ目標を達成できるような方法で基準金利を決めてきました。この方法の基にある理論は、金融政策が経済に対して、すぐにではなく徐々に一定の期間を経てから影響してくることを意味しています。従って基準金利の決定を行う際に私たちは経済の発展を見込んでいます。予期されなかった要因がインフレにかなりの変動や目標からの逸脱をもたらす可能性もあります。ロシア中銀はそのような逸脱の幅を上下1.5%とみています。金融政策は現在の物価に影響を与えることはできませんので、そのような予期されなかった要因に対するロシア中銀の対応は、それらが中期的に与えるであろう影響の評価に基づいて定められます。インフレ期待を高めたり、中期的な目標からの逸脱をもたらすような、広い範囲の商品やサービスの価格に対する要因の影響の拡がり、基準金利見直しの理由になります。

金融政策の伝達機能の効率性向上に向けた重要な措置は、変動相場制への移行です。ロシア中銀は、変動相場制によって金利操縦やインフレ目標達成に集中できるようになります。しかし、それはロシア中銀が国内の外国為替市場の監視を止めることを意味するものではありません。金融の安定に対する脅威が現れた場合には、ロシア中銀は、状況を安定させるために外国為替市場の操作や、その他の手段を講じます。例えば、2014年の9月、10月に、諸外国によってロシアの企業に対して課せられた資本市場への参加禁止という状況下で、ロシアの銀行が為替の流動性を管理することが困難になり、国内の為替市場の緊張が高まりました。外国為替市場の潜在的な不安定リスクを軽減するために、ロシア中銀は、ルーブル/ドルの通貨スワップや通貨レポ取引売買という、2つの取引を導入しました。

消費者物価の上昇を引き下げるためのもう一つの重要な条件は、低インフレに対する期待を確実なものにすることです。それには中央銀行によって実施される政策に対する高いレベルの信頼が必要とされます。信頼性は定められた目標の達成ばかりでなく、金融政策の理解によっても得られます。そのため、国民に対して定期的に、現在の経済情勢や発展

の見込み、金融政策の決定事項やそれから見込まれる成果などについてのロシア中銀の見解に関する情報が提供されます。

これらの特徴が、インフレ目標制度の本質を表しています。この金融政策制度は、多くの先進国や発展途上国で、経済の不安定性が高まった時期にうまく用いられてきました。最終目的の明確な理解や変遷する環境への対応についての柔軟な政策決定は、インフレ目標が困難な時期における金融政策制度に自然な選択になります。海外の経験は、インフレ目標への変換が消費者物価上昇を抑えるだけでなく、経済成長を促進することを示しており、これはいくつかの研究によって証明されています。消費者物価上昇をインフレ目標内の低く安定した水準に保つことにより、ロシア中銀は長期貸出市場の発展を促し、投資判断に有利な環境を創造します。このようにして私たちはロシア経済の持続的な成長に必要な環境づくりに貢献します。

(2) 第1章 中期金融政策の達成目標についての解説

国の金融政策の一番の目的は物価安定であり、それは持続性のある低いインフレを意味する。物価安定はロシア国民の生活水準を上げ、高いレベルに保つために必要であり、それが国の経済政策の究極の目的である。

金融政策は、2015年から、インフレ目標制度の下で実施される。ロシア中銀は一定の時間差で基準決めに関与する。インフレ目標は中長期の期間に対して定められる。金融政策の目標はインフレ率を2017年に4%まで下げ、この水準に保つことである。恒久的な目標は、ロシア経済の構造的特性やロシアの貿易相手国の価格ダイナミクスを良く勘案して設定されたものであり、この目標は3年間の範囲を超えても適切なものとみなされる。

インフレ目標は、前年度の対応する月との比較で算出される消費者物価指数に与えられる。この指数は、平均的な家庭によって消費される一群の物品やサービスの価格の変化を反映するものであり、国民生活に対するインフレの影響の評価を助けるものである。消費者物価指数は経済専門家によって広く利用されている最も簡単に認識できるインフレ評価基準である。従ってその動きはインフレ予想にかなりの影響を与える。ロシア中銀は、経済状況の分析や金融政策の決定を行う際に、コア・インフレ率のような他のインフレ指標も用いる。

インフレ目標の達成を妨害しない限り、ロシア中銀の金融政策は、経済活動や経済指標の基本的な水準に対する周期的変動を取り除こうとする。特にインフレが目標を上回った場合には、その低下に必要なスピードは、景気の極端な冷え込みを防ぐ必要を考慮しながら定められる。インフレ目標制度は経済成長や高い就職率の永続性を担保する。

見込まれていなかった要因のためにインフレ率が目標を乖離することも有りうる。消費者物価指数は変動が大きい要素に基づいているため、目標から1.5%の上下の逸脱が有りうる。

中期間(1.5~3年)の内にインフレが目標に戻ると考えられるのであれば、ロシア中銀は、

一部の消費者市場部門で生じる短期間や特別な要因によって生じるインフレの上下動に対して反応しない。ロシア中銀は、幅広い物品やサービスの価格や、インフレ予想に対する前述の影響に関する分析に特に留意する。中間期間において目標からの逸脱する状況が続くようであれば、それは基準金利変更の根拠となる。

金融政策は、主に金利を通じてインフレに影響を及ぼす。ロシア中銀は、金融政策を指揮する際に、金融市場のプライシングに対する干渉を制限するために、金融市場の短期部門の資金市場に対してのみ直接的な影響を行使する。インフレ目標を達成するために、ロシア中銀はマクロ経済予想を用いて基準金利を定め、それが金融政策の立場を反映するようにする。金融政策の運営上の目的は、基準金利とオーバーナイトの市場金利の乖離を狭めることである。これに関連して、ロシア中銀は、制度のシステム開発や、ロシア中銀の活動や強制的な予備平準化メカニズムに対する、銀行部門の関心を引き上げることを継続していく。

金融市場の金利は、他の経済的な金利や資産価格や、為替動向に影響し、それが経済主体の消費や貯蓄、投資判断を決定し最終的にインフレに影響を与える。このようにして、金融政策の緩和や引き締めが経済に伝えられる。

ロシア中銀は、中期のマクロ経済予想とインフレ目標達成のリスク評価に基づいて金融政策を定める。金融政策の透明性の確保を追求するために、ロシア中銀は、その予想や評価を定期的に公表している。このようにしてロシア中銀は、モデリングツールや内部の意思決定手続きの改善を含む、経済分析や予想の質を上げている。

外国通貨に対するルーブルの規制相場の廃止は、効率的な金利操作に必要とされる前提である。2014年末までにロシア中銀は、変動相場制への移行を完了する。新たな体制の下では、規制者は金融の安定性を保つ必要がある場合を除いて、為替相場に影響を与えるための国内為替市場における操作を止める。変動相場制への移行は、金融市場の金利に対する統制の強化に加えて、経済を外的ショックに対してより回復力のあるものとし、経済が為替相場の変化に適合することを支える。

経済主体の将来のインフレ動向に対する期待は、将来の短期金利やその他の経済指標の動向に対する予想と同様に、インフレにかなりの影響を及ぼす。ロシア中銀は、活発なコミュニケーションによって、インフレ期待を鎮静化し、金融政策対策の効率性を上げることが可能となる。ロシア中銀の目的や方策、ロシアにおけるインフレ対策や金融政策についての国民への定期的な公表は、ロシア中銀の金融政策に対するより良い理解に貢献し、その行動の信頼性向上を助ける。

価格の安定化に加えて、ロシア中銀は銀行部門や金融市場、決済システムの発展や持続的な機能を推進している。この目標とインフレ目標は両方とも等しく重要であり、補完的な長期の目標である。特に、ロシア中銀は、金融システムの効率的で円滑な運営が、国の経済政策、とりわけ金融政策の実施のために必要であると考えている。ロシア中銀は、市場における巨大な規制者として、その目標をより効率的に達成するために、金融政策対策や、金融市場や銀行市場の規制対策を実施する。目標が同時に達成できない場合には、状

況に応じて、リスクの分析や長期の影響についての評価に基づいて判断が行われる。

関税の運営や税政策に携わる機関との協力や情報交換は、ロシア中銀の金融政策の実施において重要な役割を果たす。財政均衡や着実な構造改革を目指したロシア政府の方策は、金融政策の成功にも貢献する。同時に、物価の安定と適切な長期金利の確保によって、予算計画が改善され、持続性のある国家財政が確立され、公共の福祉のための国の経済政策の効率性が維持される。

6. 仮訳 (3) 2014 年 12 月 11 日のロシア連邦中央銀行 エルビア・ナビウリナ総裁発言

こんにちは。ロシア連邦中央銀行は本日、基準金利を 10.5%に引き上げることを決定しました。

ここ数カ月、国内インフレが非常に加速し、インフレ期待も増加してきました。私たちの予測に拠れば、インフレの加速は外国による貿易制限や、食料市場における特殊事情（これが年末にはインフレ率を 2.3%引き上げると考えられます）や、ルーブルのかなりの下落（同様にインフレ率を 2.6%引き上げます）の結果です。ロシア連邦中央銀行の予測に拠れば、これらの要因の影響は 2015 年度の第 1 四半期にも残り、インフレ上昇予想が続き、輸入や制裁に直接関係のない品物やサービスの市場に、インフレ圧力を及ぼすことでしょう。

一方、私たちの予測に拠れば、ルーブル下落による直接的な影響は今後 6 か月間に大部分が無くなります。ロシア連邦中央銀行による金融引き締め策は、派生的な影響の限定やインフレ期待の冷却、価格上昇の緩和に貢献することでしょう。

インフレのリスクが悪化するようであれば、ロシア連邦中央銀行は、インフレの加速を抑え、制御できなくなることを防ぐために更なる基準金利の利上げを行います。金融政策の緩和は、インフレやインフレ期待が安定した沈静傾向を見せた時に初めて考えることが出来ます。

私たちの決定の基となる予測について話す前に、現在の状況について触れておきたいと思います。

(1) ロシアの経済状況

ここ数カ月間に、特にロシア経済に直接影響を与える国際一次産品市場において、世界経済の状況は大きく変わりました。

ウラル原油価格は、6 月の最高値に比較して 40%も下落しました。その他のロシアの一次産品の輸出も価格の下落を経験しました。原油価格の動きは、ルーブル下落要因の 1 つです。

為替レートと原油価格の間の複合的な相互関係についての議論が今日では良く行われる傾向にあります。そのまま受け入れるわけにはいきません。それが為替レート変動の唯一の要因では無いことについての理解があるべきです。それは、ロシアや世界の経済や国内外の金融市場の状況、経済主体の経済予想によっても引き起こされるのです。特にルー

ブルの為替価格は、今後到来する海外への借入返済に対する懸念を喚起する、ロシアの企業や銀行に対する国外市場へのアクセス制限によって影響を受けます。

しかし、経済情勢に対する外部要因の影響は、一方方向にのみ作用するものと理解されるべきではありません。海外貿易の制限や、ルーブルの為替レートの動向はロシアの輸出の競争力を増加させ、輸入の代替を促進しました。ここ数カ月間、工業生産の年間成長率の増加（期初来6か月の1.5%に対して、9、10月は2倍になった）や製造業者の意気の高まりが見られます。GDPに対する実質輸出の貢献は増大しています。

しかし、高い不確実性の中で、この数値の上昇に対してまだ投資の増加が伴っていません。年間0.5%まで縮小した家計の実質所得の減速によって消費需要は弱まりました。その結果、サービス部門の調達責任者のセンチメント指標は悪化しました。

労働市場の状況には変化がなく、季節要因調整後の10月の失業率は5.2%でした。労働時間や無給休暇の日数などを含む労働市場の指標にも、隠された失業についての証拠というものは見当たりません。私たちの予測に拠れば、1月から10月にかけて労働生産性は、経済の改革の減速を示す賃金と労働生産性とのギャップが大きくなったために、0.7%まで減速しました。

これらの要因は、GDPに影響を与えました。私たちは2014年度のGDP成長率を、少し改善した0.6%と見積もっています。

変動相場制への移行によって、外国為替市場は外部の衝撃を吸収し、金融市場の他の部分においてある程度の安定性を確保できました。これと比較して2008年の世界危機の際には、金融市場の変動率は現在の10倍にも上りました。銀行部門は安定したサービス提供や経済に対する資金提供を継続しています。過去11か月間に、金融機関以外の企業に対する貸出金は12%、家計に対する貸出金は12.7%増加しました。

金融システムはインフレ目標や変動相場制度に少しずつ適合しています。ロシア連邦中央銀行の基準金利見直しに対する金融部門の反応はまだ遅いのですが、私たちの推定では徐々に対応が早まっています。これは預金金利についても同じです。時間差が縮まるにつれてロシア連邦中央銀行の金融伝達システムの金利経路の効率性が高まります。

外国為替の経路については、とりわけロシアの金融機関やその他企業の海外市場へのアクセスの制限がもたらす海外為替市場における高い不安定さゆえに、その影響は複雑です。外国為替の流動性状況を正常化させるために、ロシア連邦中央銀行は、反対取引を導入しました。この取引に関する金利はLIBOR+0.5%まで下がりました。外国為替流動準備金の分量は、支払バランス見込みに基づいた需要予想によって定められます。12月15日の1

年物レポ入札はユーロも受け入れ、借り手の期限前償還も受け入れます。

近い将来、ロシア連邦中央銀行は、市場価値のない資産を担保とした外貨融資を検討する予定です。外貨貸付は、銀行から、安定した外国通貨の収入のある企業に対して、この収入を担保として行われます。

(2) ロシア連邦中央銀行の予測

現在の情勢では、予測を見直し、金融や物価の安定性を確保するために政策を調整することが求められています。これによって経済が新たな条件に適合し、可能な限り迅速に発展し始めることが出来るようになります。

“2015～2017年の連邦金融政策のガイドライン”は、経済制裁や貿易制限を取り除くことによるインフレの低下や適切な経済成長を求めています。私たちはその可能性を考えることも出来ますが、私たちの政策決定は長期の経済制裁見通しに基づいています。

ロシア連邦中央銀行の基本予測は、このガイドラインのシナリオ 3-b に当てはまります。

私たちは、今後3年間に亘り平均原油価格を1バレルあたり80ドルと見えています。この平均価格はトップのアナリストにより合意されたものです。

検討中のシナリオの下で、2015年度の経常収支は満足できる水準である560億ドルです。2016年と2017年についても、経常収支に極端な変化は見込まれていません。

輸入代替品の開発は国内生産を促進します。サービス部門も同様の傾向を示します。経済の多様化の環境が整えられるのです。純輸出のGDPへの貢献はプラスです。

ロシア連邦中央銀行の予測に拠れば、このような環境下、経済成長率は2015～2016年には殆どゼロですが、2017年には輸入代替品や一次産品以外の輸出の増加が明らかになり、GDPは1～1.2%に増加する見込みです。今後3年間のより高い成長率のためには、ビジネス環境の改善やより高い労働生産性を目的とした構造改革が必要になります。

インフレ水準は現在、実質的なループルの下落と輸入制限の影響を受けていますが、私たちの予測に拠れば、これらに影響があるのは2015年の第1四半期までで、その後インフレ率は下がり始めます。2015年の下旬にはインフレ率は8%に落ちているでしょう。2017年の下旬までにインフレ率は目標の4%まで下がると予想されます。この動きは、主にインフレ期待の増加に結びついています。この関係で、ロシア連邦中央銀行はその金融政策を

更なるインフレやインフレ期待の激化を抑えるために実施するつもりです。

先ほど申しましたように、基本シナリオの下では経常黒字は 2015 年に 560 億ドルにのぼりますが、これは私たちが来年見込んでいる 1,200 億ドルの資金流失を下回ります。

来年の海外に対する借入金返済額も約 1,200 億ドルです。金利も含めた金融部門の支払いは 420 億ドルです。金融以外の部門の金利も含めた借入金返済額は 770 億ドルと推計されます。

私たちは金融機関から得たデータや主要 40 社に対する調査を基に特別な計算を行いました。これらのデータに基づく私たちの予測に拠れば、これらの支払いの 10%以上はグループ企業間の取引に基づくものです。その他の 20%は国際市場で資金調達が可能です。少なくとも 15%は、銀行や国営企業に蓄えられた為替流動化資産によって償還可能です。約 650 億ドルにのぼる、支払い全体の残り 55%は経常収支や外貨準備金の取り崩しによってカバーされます。

私たちの計算に拠れば、来年、国際収支バランスの差を埋めるために 700 億ドルが必要になります。ロシア連邦中央銀行は、国際収支バランスや金融の安定性を維持することを目的とする取引を定められた量の範囲内で実施していきます。私たちは、外貨準備金はこの分量の外為取引を行うためには十分であると信じています。一方、今後 3 年間に亘り、外貨準備金の水準は、一般に充分であるとされる水準をかなり上回っています。国際収支バランスの指標や私たちの取引量を考慮すれば、国際為替の流動性に不足はありません。

私たちは、先ほど申し上げましたレポ取引や外貨貸出、直接的な為替取引の実施、政府の準備金の利用を加速させることを考えています。

このシナリオの下で来年は、過度な下落の反動や、シナリオで前提とされた原油価格の上昇の両方によって、ルーブルはかなり評価されることとなります。シナリオに拠れば、原油価格は 1 バレルあたり 80 ドルの水準です。

これが私たちの基本的なシナリオです。同時に私たちは、過去数カ月間に見られた原油価格見積もりの動きによる市場の悲観的なムードも認識しています。そこで、私たちは基本シナリオに並行して、2015 年初から原油価格が 1 バレルあたり 60 ドルに下がり、その後 3 年間継続するというというシナリオも検討しました。

このケースでは、ロシア経済は、2015 年から 2016 年の新たな環境に対してより根本的な適合を必要とします。このシナリオでは経常黒字は 2015 年に 400 億ドルにのぼります。

これは石油やガス以外の輸出の増加や、輸入の減少によって更に増える可能性があります。

経済成長率は輸入の状況に依存します。2015年から2016年の輸入代替品の生産が遅れるようであれば“マイルドな不況”に見舞われるでしょう。それにも拘らず、生産や雇用の落ち込みは2008～2009年の頃よりも少ないと考えられます。このシナリオで私たちは2017年中に5%以上の成長まで復活することを見込んでいます。

このシナリオの下では、2015年には為替レートの急落より年間を通してルーブルの評価が低いと予想されるため、インフレ率は基本シナリオよりも高くなります。続く2年間は、生産のギャップのために、基本シナリオで予想されるよりも早くインフレ率が下がり、2017年下旬には4%という目標に届く見込みです。一方、金融政策は、インフレ期待を落ち着かせ、インフレスパイラルを防ぎ、経済成長への期待によって徐々にインフレ率を下げることを目的とします。このシナリオの下で、私たちは政策をより速く緩和させる可能性もあります。

この期間の資本流出は主として海外からの借入金に対する返済なので、このシナリオにおける資本流出量は基本シナリオと同じ程度を見込みます。このシナリオの下で、私たちは支払いのバランスをとるために850億ドルを為替取引に費やします。これは外国為替準備金の適切性という観点からも容認できることです。私たちは主として反対取引を行うことを考えていますので、新しい環境に経済が適合出来た後にこれは回復されることとなります。

ロシア連邦中央銀行は、企業の借入の構造や期間、性質を考慮しつつ、見込まれる支払いと、銀行や企業の預金残高のバランスに基づいて、為替市場で取引を行います。私たちは、非常に不安定な為替レートや基本的な水準からのかなりの乖離が、金融の安定リスクを生じさせ、通貨急落やインフレ期待の高まりに結びつくことを防ぐためにこれらの取引を行うことを強調いたします。特に、現在ルーブルの交換レートの動きから生じるリスクが悪化したため、ロシア連邦中央銀行が外国為替市場で取引を行うようになりました。

もちろん、私たちは外国為替市場における取引がルーブルの流動性に与える影響を考慮し、金融機関のバランスシート上で増加する負の影響を緩和していきます。さらに、私たちは特に担保の流動性に注意し、市場で流通する債権に対する圧力を減ずるために、他の種類の資産に流動性を与える追加的方策を行う予定です。

外国為替市場の不安定さが増している中でも、ロシア連邦中央銀行は、銀行の流動性に対する要求に対しては、伝統的な手法に固執します。一方、ルーブルの流動性準備金の量の状況は、銀行システムが適切に機能するためや、金融市場金利がコリドー債金利の範囲

内に留まるためには十分です。ロシア連邦中央銀行は、また、金融市場の全ての部門の状況を監視し、その安定した機能を保つために必要とされる方策をとる準備ができています。経済が正常に機能することや、全てのマクロ経済政策の実施が成功することはとても重要です。

現在、ロシア経済は国内外両方の問題に直面しています。今後の展開についての不確実性は本当に高く、経済、特に金融市場の様々な展開に対する感度が増加しており、ある面においては反応が度を越えています。これらの状況下、ロシア連邦中央銀行は、金融や通貨の安定性を確保するという戦略的目的を達成するために、非伝統的な決断を柔軟に行うことも厭いません。