

動物園で「象」と書かれていても、中にはパンダがいるかもしれない

——ロシアの外貨準備高は
実際、何億ドルなのか——

遊佐 弘美

国際協力銀行 外国審査部
調査役（ロシア含むCIS担当）



手に持った搭乗券には、はっきりと「ニューヨーク行き 搭乗口32番」と印刷されている。見上げる搭乗口32番の行先表示は「ロンドン行き」。モスクワのシェレメチボ空港で逡巡すること5分、航空会社のカウンターに行き、搭乗券を見せて確認を試みた。事もなげに返ってきた回答は「32番、ニューヨーク行きで合ってます」。「でも、搭乗口にはロンドン行きって表示が出ているんですけど」「大丈夫、大丈夫、ニューヨークに行きます」「じゃあ、何でロンドン行きって出ているんですか」「何ででしょうね」

搭乗口の表示は直前に正しいものに切り替わり、飛行機は無事ニューヨークに着いたが、知り合いのロシア人エコノミストに事の顛末を知らせたところ、彼の返事は秀逸だった。「弘美さん、ロシアでは動物園に『象』と書かれていても信じてはいけない、ということわがあります。実際はバッファローが入っているかもしれないし、パンダがいるかもしれない。表示をうのみにせず、ちゃんと中身をみなければいけません」

この言葉は、ロシアを理解するうえでなかなか示唆に富んでいる。

ロシアの外貨準備高は何億ドルなのか

2014年11月、英エコノミスト誌に「ロシアの外貨準備高は水増しされている」との記事が掲載された^{注1}。それまでは、欧米制裁や油価の下落で厳しい状況にあるものの、ロシアの当面の対外債務返済などに問題はないとの見方が大勢を占めていた。その根拠のひとつとなっていた外貨準備高（以下、外準）の水準に疑問が投げかけられたということで、ロシア・ウォッチャーの間で、「ロシアが実際に使える外準は、一体何億ドルなのか」という議論が巻き起こった^{注2}。「象」という表示の向こう側にいるものは、もしかしたらわれわれのイメージする動物とは違うかもしれない、ということである。

公式データでは、ロシアの外準は2014年11月末時点で約4000億ドル。通貨防衛目的の為替介入で14年1月から1000億ドルほど減少したものの、月間輸入比で10カ月超を維持していた。外準は輸入の3カ月分以上を維持していれば適正水準とされるため、10カ月という外準は非常に潤沢な水準である。欧米制裁により国

際金融市場へのアクセスが困難となっても、当分は問題ないと思われる。ところが、英エコノミスト誌の主張は「実際に使用できる外準は、4000億ドルのうち2000億ドル程度にすぎない」というものである。

ロシアには、石油の余剰利益を積み立てている準備基金と国家福祉基金（合計約2000億ドル）という2つの石油安定化基金がある。準備基金は財政赤字を補てんする目的で、国家福祉基金は将来の年金基金の積み立て不足を補てんする目的で設立された。英エコノミスト誌は、ロシアの外準にはこの準備基金と国家福祉基金が内数として含まれており、しかも本来年金のために備えておかなければならない国家福祉基金の一部が



ロシア議会、別名「ホワイトハウス」。
重厚な建物や、地下鉄が地下深くまで伸びているところなど、
モスクワを歩いていて米国ワシントンD.C.を思い出す機会が時々あった

ソチ・オリンピック関連などのインフラ・プロジェクトに拠出されているため、流動性に大きな問題があると指摘している^{注3}。不測の事態が起きるなどして外貨準備が必要となった際に、両基金の資金を十分に活用できないのではないかと、ということであろう。格付機関スタンダード&プアーズ（S&P）も両基金を外準とは認めず、ロシア中央銀行（以下、中銀）発表の4000億ドルから両基金を除いた金額（2000億ドル）を外準と認識としている^{注4}。

ロシアの外準は本当のところ、何億ドルなのか。2014年12月にモスクワおよびロンドンで銀行や格付機関などと面談し、ロシアの外準についてどのように認識しているか、ヒアリングを行った。

注1：The Economist：“Russia is Overstating the Funds at its Disposal”（Nov.24, 2014）

注2：Reuters：“Arguing over Russian reserves: \$400 billion or half of that?”（December 18, 2014）

注3：関係者へのヒアリングによると、2014年を通じて国家福祉基金の残高は大きな減少を示していないが、これはオリンピック関連などの投資分は資産に計上されていることが要因とのこと。

注4：S&P：“Ratings Direct”（October 24, 2014）およびS&Pロシア担当者へのヒアリング。

両基金は外貨準備高の内数

結論からいえば、面談先10社のうち2社が「外準は額面通り4000億ドルで、流動性も確保されている」という回答で、8社が「準備基金および国家福祉基金の流動性には問題があり、不測の事態の際に使用できる外準は、両基金を除いた2000億ドルである」という回答だった。

実は、中銀はホームページで「外準には両基金の外貨建て部分^{注5}が含まれている」と注釈を付けていることもわかった。

外準とはそもそも何を指しているのか。IMFのマニュアルは、「外準は、国際収支のファイナンスや為替介入などに利用する際、金融当局がいつでも使用可能（readily available）である対外資産」とし、石油の余剰利益などを政府ファンドに積み立てている場合については、「政府ファンドは、金融当局による使用がいつでも可能な場合に限り、当該ファンドも外貨準備に含める」と定義付けている^{注6}。



夜のモスクワを彩る外資系銀行。
危機になると市民のドル買い志向が強くなる



通貨や銀行への信用が相対的に低いため、国民の消費意欲は高い。
2014年末、インフレの高進とともに可処分所得（前年同月比）は減少したが、
小売りの売上は大幅に伸びた

現地のヒアリングや各種報道では、ロシアが両基金を外準に含めていることについて問題視する意見もあったが、IMFのマニュアルでは石油の余剰利益を積み立てている基金を外準に含めること自体は問題ないようだ。ポイントは、両基金がIMFの定義のとおり「いつでも使用可能か否か」という点について、識者の意見が割れていることである。

注5：準備基金は全額外貨であるが、国家福祉基金にはルーブル資金も含まれている。財務省はこのルーブル資産もドル換算して発表しているため、通貨別の内訳は不明。

注6：IMF：“International Reserves and Foreign Currency Liquidity”（2013），“Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition（BPM6）”

対外債務の返済は続けられるか

前述のとおりいつでも使用可能な外準はいくらかという点については、モスクワやロンドンでも議論が分かれていたが、英エコノミスト誌やS&Pのように保守的にみて両基金は含めないとした場合、ロシアの外準は2000億ドルということになる。

英フィナンシャル・タイムズ紙も、流動性の高い外準は2000億ドル程度とみており、「(欧米制裁により) 欧米金融市場からの資金調達が不可能な状態であるなか、ロシア企業は借り換えができない」ことから、「2015年と16年にそれぞれ1000億ドルの対外債務返済を迎えることで、2年間で外準は底をつく」と警告している^{注7}。

ただし、ロシアの大手企業・銀行の多くは、海外口座に外貨を保有しており、当面の対外債務はこの口座から返済するといわれている。そうなれば、外準は大きな影響は受けない。

また、ロシアの対外債務には民間企業の親子ローンが多く含まれているため、返済の繰り延べなど、柔軟な対応がある程度可能との見方もある。実際に、2014年に満期を迎えた対外債務の返済額は、中銀の公表では1000億ドルであったが、実際の返済額は400億ドル程度^{注8}であった。そうだとすれば、15年の対外債務返済額も同じように1000億ドルを大幅に下回り、外準2000億ドルでも十分に対応できるとみられる。

注7：Financial Times：“Moscow must act to get sanctions lifted or the economy will struggle” (Dec 17, 2014)

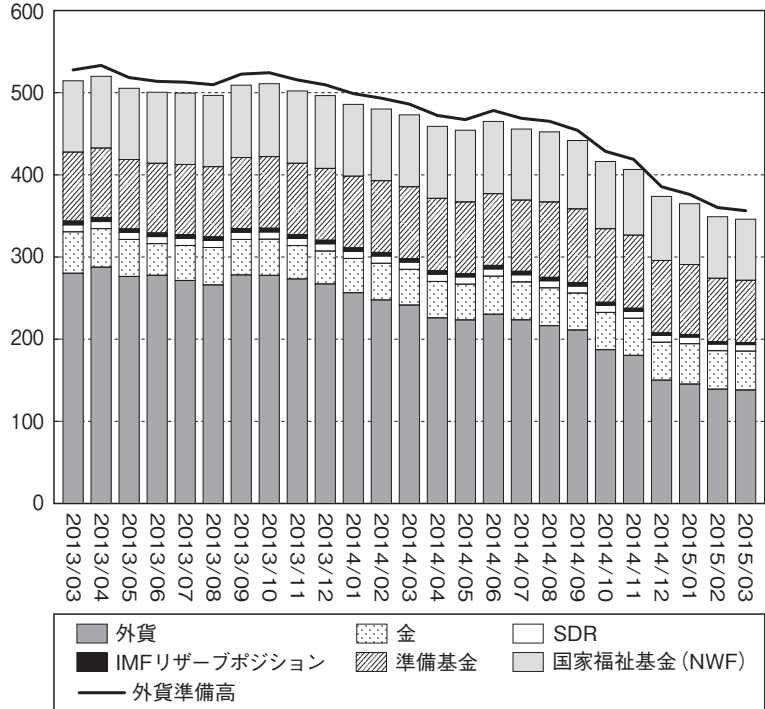
注8：ロイター：「懸念されるロシアの対外債務、見かけほど巨額でない可能性」(2015年2月16日)

外準や流動性は低下傾向？

2015年3月現在、中銀発表の外準は、さらに3600億ドルまで減少し、両基金や金などを除いた外貨は1400億ドル(月間輸入比3.4カ月分^{注9})となっている(図表)。また、15年は問題なく対外債務の返済が実施されるとみられているものの、欧米金融市場へのアクセスを困難にしている欧米制裁が16年以降も撤廃されなければ、ロシアの企業や銀行は引き続き手持ちの外貨をとり崩しながら事業を行わなければならない、投資計画の見直しなどを迫られそうだ。なるべく手持ちの外貨を使いたくないという意識も強くなろう。欧米制裁

図表 外貨準備高の内訳

(10億ドル)



注：図中の「外貨」は公式データから国家福祉基金と準備基金などを除いて試算したもの。
出所：ロシア中央銀行および財務省データより外国審査部にて試算

の対象となった大手企業や銀行は相次いで政府への支援要請を行っており、政府は支援のため両基金を活用する方針を明確に示しているところ、両基金の流動性はさらに低下する可能性がある。

このまま欧米制裁が解かれず、油価が低水準で推移するようであれば、外準の額面もさらに減少するとみられるが、油価は2015年1月の1バレル=40ドルから5月14日時点で同60ドルまで反転しており、ロシア経済はどちらに転ぶのか、不透明性が高くなっている。

注9：2014年の輸入額での試算。

※筆者略歴：米国コロンビア大学大学院修士修了(経済政策専攻)。日本貿易振興機構(JETRO)ロシア東欧チーム、JBICモスクワ事務所(モスクワ)、世界銀行キルギス事務所(ビシュケク)、スイス国営放送記者(チューリッヒ)、JOI調査部などを経て、2011年より外国審査部配属。ロシアをはじめとする旧ソ連各国のソプリリスク審査に従事。語学は英語のほかロシア語が堪能。モスクワでは、ロシア人家庭(ボリショイサーカスの熊使い)、ビシュケクではキルギス人家庭(米国・国際開発庁勤務のお母さんと新疆ウイグルのビジネスマンのお父さん)に滞在し、現地の人々の思考回路を肌で経験する。現地に入って審査を行う際には、ホテルにいる間、地元のニュースを着けっ放しにして最新の社会状況や報道の仕方をチェック。帰国してからも日本のテレビや新聞から面談相手が興味を引きそうな情報を選んで提供し、ギブ・アンド・テイクの関係を構築するようにしている。