



Title	ロシアにおける金融政策手段および政策運営
Author(s)	大野, 成樹
Citation	旭川大学経済学部紀要, 72, 73-93
Issue Date	2013-03-31
Doc URL	http://hdl.handle.net/2115/53734
Type	article
File Information	oono_73_2013.pdf



[Instructions for use](#)

ロシアにおける金融政策手段および政策運営[†]

大野成樹

1. はじめに
2. ロシアにおける金融政策の手段
 - 2.1. ロシア中央銀行の取引に関する金利の操作
 - 2.2. 支払準備率操作
 - 2.3. 公開市場操作
 - 2.4. 金融機関向けリファイナンス
 - 2.4.1. 当日物、翌日物貸出
 - 2.4.2. ロンバード貸出
 - 2.4.3. 非市場性資産もしくは保証により担保された貸出
 - 2.4.4. 金担保貸出
 - 2.4.5. 通貨スワップ
 - 2.4.6. レポ取引
 - 2.4.7. 無担保貸出
 - 2.5. ロシア中央銀行債の取引
 - 2.6. 預金オペ
 - 2.7. 外国為替介入
 - 2.8. 貨幣供給増加の目安の設定
 - 2.9. 直接的な量的制限
3. ロシアにおける金融政策運営
 - 3.1. 第1期：2000年～2008年半ば
 - 3.2. 第2期：2008年半ば～2010年頃
 - 3.3. 第3期：2011年頃以降
4. おわりに

1. はじめに

ロシアの通貨当局の為替・金融政策の目的は、2008年の米国発世界金融危機以前には、物価の安定のみならず通貨ルーブルの増価を防ぐことにあった（OECD, 2011, p. 111）。かつて拙稿でM2・GDP比から経済成長への因果性が見られる一方、経済成長から貸出・GDP比への因果性が見られることを示した（Ono, 2012）。この一見矛盾する結果は、ロシアの為替・金融政策により説明が可能で

[†] 本研究は、JSPS科学研究費補助金・基盤研究（C）・課題番号24530311（研究代表者：大野成樹）の助成を受けたものである。

ある。すなわち、石油価格上昇、ロシアの輸出額増加および資本流入のもとで、ルーブルが増価する傾向が見られたが、ロシア中央銀行のドル買い介入が、不十分な不胎化のもとで貨幣供給量を増加させた。この結果、株式市場や不動産市場に資金が流入し、株価や不動産価格の上昇が起これ、資産効果から消費が拡大、最終的に経済成長につながった可能性がある。他方、こうした経済成長のもとで、企業や個人の経済活動が活発化し、銀行が個人や企業向けの貸出を増加させた可能性があるのである。以上のような研究結果を考えるならば、国内外のロシア経済研究は、ロシアの為替・金融政策が金融市場や実体経済にどのような影響を与えるかを分析する必要に迫られていると言える。

ここで、先行研究を概観してみよう。Starr (2005)は、1995年第1四半期から2003年第3四半期もしくは第4四半期のデータを用いて、ロシア、ウクライナ、ベラルーシ、カザフスタンにおける金融政策の効果を分析している。多変量自己回帰 (VAR) モデルおよびインパルス応答分析の結果によると、ロシアにおいては金利が生産に有意な影響を与えることが明らかになった。Esanov et al. (2005)は、1993年から2004年の月次データを用いて、ロシア中央銀行の金融政策を分析している。分析結果は、ロシア中央銀行は貨幣供給量を主な政策手段として利用していたこと、またロシア中央銀行は1995年以前はインフレ率の低下を目標としていたが、1995年以降は為替レートの安定化を優先していたことを示している。Vymyatnina (2006)は1995年から2004年を分析期間に設定しており、ロシアの貨幣供給の源泉は企業の借入需要であると結論付けている。最近の研究では、Granville and Mallick (2010)が多変量誤差修正 (VEC) モデルを用い、為替レート (自国通貨高) はインフレーションに長期の正のインパクトを与えると主張している。

上記の論文は、大いに参照すべき点があり、為替・金融政策の影響を分析する際の足掛かりとなるであろう。しかし、先行研究においては為替レートから貨幣供給量への影響、貨幣供給量から株価、さらには生産の影響に関する議論は行われておらず、ロシア経済の実情に迫るためにはさらに研究を発展させていかなければならないとの感を抱かざるを得ない。今後の同分野の研究は、金融政策指標に加え、為替レート、株価、生産などのデータを加えたモデルを構築し、金融政策の効果を論じることが期待されるが、本稿はその前段階として、金融政策指標を確定することを目的とする。Christiano and Eichenbaum (1992)は、金融政策指標を以下の2つに分類している。すなわち、貨幣供給量を指標とするMルールと、短期金融市場の金利を指標とするRルールがそれである。金融政策の影響を分析する際には、中央銀行がこの2つのうちどちらに重点をおいて金融政策を運営しているかを、十分に吟味する必要があるのである。

本稿において明らかにされた点は以下の通りである。すなわち、第1に2000年代初頭はロシア中央銀行による流動性供給は極めて限定的であったこと、第2に十分な流動性吸収手段がないもとでロシア中央銀行の為替介入額が巨額に上ったため、貨幣供給量が大幅に増加したこと、第3にロシア中央銀行は以前は積極的に為替介入を行い、結果として貨幣供給量に重点を置く政策を行って

ロシアにおける金融政策手段および政策運営

だが、近年は柔軟な為替政策のもとで金利政策の有効性を高める方策を採っていることである。

本稿の構成は以下の通りである。まず、第2節においてロシアの金融政策手段について論じ、第3節で2000年以降を3期間に分割し、各期間の政策運営の状況を分析する。第4節は本稿のまとめを論じる。

2. ロシアにおける金融政策の手段

本節においては、ロシアにおける各金融政策手段を論じる。ロシア中央銀行法第35条には、金融政策の手段が列挙されており、同手段には、(1)ロシア中央銀行の取引に関する金利の操作、(2)支払準備率操作、(3)公開市場操作、(4)金融機関へのリファイナンス、(5)外国為替介入、(6)貨幣供給増加の目安の設定、(7)直接的な量的制限、(8)ロシア中央銀行債の発行がある。以下では、各項目を詳細に見てみよう。

表1 2012年末時点でのロシア中央銀行の取引金利

取引の種類	金利の種類	貸出期間	金利 (%)
当日物貸出	固定金利	同日中	0
翌日物貸出	固定金利	1日	8.25
通貨スワップ	固定金利	1日	6.50
ロンバード貸出、レポ取引	固定金利	1日、1週間	6.50
ロンバード貸出	固定金利	30日	6.50
レポ取引	固定金利	12か月	8.00
金担保貸出	固定金利	90日以内	7.00
	固定金利	91～180日	7.50
	固定金利	181～365日	8.25
非市場性資産もしくは保証により担保された貸出	固定金利	90日以内	7.25
	固定金利	91～180日	7.75
	固定金利	181～365日	8.25
レポ取引 (入札)	最低金利	1日	5.50
ロンバード貸出、レポ取引 (入札)	最低金利	1週間	5.50
	最低金利	3か月	7.00
	最低金利	6か月	7.50
	最低金利	12か月	8.00
預金オペ (入札) (流動性吸収)	最低金利	1週間	5.00
	最低金利	1か月	5.75
	最低金利	3か月	6.75
預金オペ (流動性吸収)	固定金利	1日、1週間、 1か月、要求払い	4.50
(参考) リファイナンス金利			8.25

(出所) ロシア中央銀行ウェブサイト <http://www.cbr.ru/dkp/> 2013年1月24日アクセス

2.1. ロシア中央銀行の取引に関する金利の操作

ロシア中央銀行は、市場金利に影響を与えるために、金利政策を行う(ロシア中央銀行法第37条)。2012年末時点におけるロシア中央銀行の取引に適用される金利は表1の通りである。取引の種類および貸出期間に応じて、様々な金利が設定されていることがわかる。たとえば、翌日物貸出の金利はリファイナンス金利と同じ8.25%であるが、翌日物レポ取引の場合は6.5%である。

2.2. 支払準備率操作

金融機関がロシア中央銀行に積み立てる支払準備は、金融機関が有する積み立て対象となる負債の一定割合の金額であり、支払準備率はロシア中央銀行役員会によって決定される(ロシア中央銀行法第38条)。

表2は個人預金の支払準備率の推移を示している。2008年の米国発世界金融危機の際には、支払準備率が大きく引き下げられたことがわかる。現在、外国法人のルーブルおよび外貨預金の支払準備率は5.5%、個人や内国法人のルーブルおよび外貨預金の支払準備率は4.0%となっている¹。

支払準備の積み立ては、2009年8月7日付ロシア中央銀行規程第342-P号に従って行われている。ある月の支払準備額は、その月の1日から翌月の1日(同日を含む)までに金融機関が保有している預金の平均額に準備率を掛けて算出する。預金の平均額の算出に際しては、以下の式を利用する。

$$\frac{L_1/2 + L_2 + L_3 + \dots + L_n/2}{n-1}$$

L_1, L_2, L_3, L_n は、それぞれ1日目、2日目、3日目、 n 日目の預金額を表す。

支払準備額を算出したうえで、翌月の10営業日目に金融機関は支払準備額を記載した書類をロシア中央銀行に提出する(広範な店舗網を有する金融機関の場合は翌々月の10営業日目に提出する)。ロシア中央銀行は、書類の提出日を含めて3日以内に支払準備額の調整を行う(この期間を調整期間という)。ロシア中央銀行は調整期間のいずれかの日に支払準備額の調整(積立額の不足や超過)について金融機関に通知する。積立額が不足している場合、金融機関は調整期間中にロシア中央銀行に不足額を積み立て、積立額が超過している場合、ロシア中央銀行は超過額を金融機関に返還する。

1類型もしくは2類型に属するなど、一定の条件を満たす金融機関は、支払準備の平均化(ロシア中央銀行内の口座に支払準備を平均した金額を保持し続けること)により積み立てを行うことができる²。この場合は、翌月の10日から翌々月の10日(同日を含む)が平均化の期間となり、通常支払準備額に平均化係数を掛けたものが、平均化による積み立てを利用する際の支払準備額となる。平均化係数は、ロシア中央銀行役員会により0から1の間に設定され、現在のところ0.6となっている³。

ロシアにおける金融政策手段および政策運営

表2 個人預金の支払準備率の推移（2000年以降）（％）

2000年1月1日～2004年7月7日	7	2008年10月15日～2009年4月30日	0.5
2004年7月8日～2007年6月30日	3.5	2009年5月1日～2009年5月31日	1
2007年7月1日～2007年10月10日	4	2009年6月1日～2009年6月30日	1.5
2007年10月11日～2008年1月14日	3	2009年7月1日～2009年7月31日	2
2008年1月15日～2008年2月29日	4	2009年8月1日～2011年1月31日	2.5
2008年3月1日～2008年6月30日	4.5	2011年2月1日～2011年2月28日	3
2008年7月1日～2008年8月31日	5	2011年3月1日～2011年3月31日	3.5
2008年9月1日～2008年9月17日	5.5	2011年4月1日～現在	4
2008年9月18日～2008年10月14日	1.5		

（出所）ロシア中央銀行ウェブサイトhttp://www.cbr.ru/statistics/?Prtd=idkp_br
2013年1月24日アクセス

2.3. 公開市場操作

公開市場操作とは、（1）ロシア中央銀行による財務省短期証券、国債、その他政府債券、ロシア中央銀行債の売買、およびこれらの有価証券を用いたレポ契約の締結、ならびに（2）ロシア中央銀行役員会の決定により定められ、組織化された取引所に上場されたその他の有価証券の売買、およびこれらの有価証券を用いたレポ契約の締結を意味する（ロシア中央銀行法第39条）。

2011年におけるロシア中央銀行による公開市場操作（反対売買の義務のないもの）は、国債の売りオペが80億ルーブルと少額に留まっている（表4）。

2.4. 金融機関向けリファイナンス

金融機関向けリファイナンスとは、ロシア中央銀行による金融機関向け貸出を意味する（ロシア中央銀行法第40条）。金融機関向けリファイナンスは原則的に有担保で行われ、以下の種類がある。すなわち、当日物貸出、翌日物貸出、ロンバード貸出、非市場性資産もしくは保証により担保された貸出、金担保貸出がそれである。この他、通貨スワップ、レポ取引による資金供与も実施されている。

なお、2011年におけるロシア中央銀行の流動性供給および吸収額は、それぞれ表3および表4の通りである。

2.4.1. 当日物、翌日物貸出

当日物貸出は、金融機関のロシア中央銀行内の預金残高に不足が生じた場合に、一定の限度額内の貸出がロシア中央銀行より自動的に無利子で供与されるものである⁴。また、その日のうちに返済されない当日物貸出は、翌日物貸出として有利子で供与される。当日物貸出および翌日物貸出の担保となりうるのは、ロシア中央銀行のロンバード・リストに掲載されている有価証券⁵、手形も

表3 ロシア中央銀行の流動性供給取引額 (単位) 10億ルーブル

当日物	翌日物	レポ取引	ロンバード 貸出	非市場性資産もしくは保証 により担保された貸出	無担保 貸出	通貨 スワップ	金担保 貸出	買いオペ ⁽²⁾
...	1.5	—	— ⁽⁵⁾	—	—	—	—	...
2000年	209	—	0.0	0.1 ⁽⁶⁾	—	—	—	...
2001年	327	26 ⁽⁴⁾	—	0.1 ⁽⁶⁾	—	32 ⁽⁸⁾	—	...
2002年	1,540	331	0.3	—	—	56	—	...
2003年	3,050	594	4.5	—	—	160	—	...
2004年	6,000	1,500	1.4	—	—	15	—	...
2005年	11,300	2,000	6.1	—	—	5.0	—	1.4
2006年	13,500	7,738	24	33 ⁽⁷⁾	—	195	—	334
2007年	17,300	21,510	213	446	3,030	1,910	—	239
2008年	22,800 ⁽³⁾	30,100	309	2,400	3,400	540	—	19
2009年	28,400	2,000	75	335	100	—	—	100
2010年	38,189	22,235	113	431	—	—	0.0 ⁽⁹⁾	—

(出所) 注記事項がない限り、ロシア中央銀行年次報告書の数値による。

(1) 0.0は単位未満、—は該当数値なし、...は数値不明を意味する。

(2) ここでは、一定期間後に売り戻す義務のないものが計上されており、国債およびロシア中央銀行債での買いオペが含まれる。

(3) ロシア中央銀行年次報告書に数値の記載がなかったため、ロシア中央銀行公報の数値を集計して算出した。

(4) 2002年11月18日より、ロシア中央銀行は、流動性供給のためのレポ取引を行うようになった (CBR, 2003b, p.87)。

(5) 銀行に十分な流動性があったため、ロンバード貸出への需要はなかった (CBR, 2001b, p.60)。

(6) ロシア中央銀行が、試験計画として2000年10月3日付ロシア中央銀行規程第122-P号に基づいて同貸出を供与した (CBR, 2002b, p.69)、(CBR, 2003b, p.86)。

(7) 2007年10月9日より同取引を開始 (CBR, 2008b, p.67)。

(8) 2002年9月に、通貨スワップは恒常的な政策手段となった (CBR, 2003b, p.89)。

(9) 同貸出は2011年に初めて供与された (CBR, 2012b, p.77)。

表 4 ロシア中央銀行の流動性吸収取引額 (単位) 10億ルーブル

	預金オペ	ロシア銀行債	リバース・レポ取引	売りオペ ⁽²⁾
2000年	…	—	…	…
2001年	…	0.9 ⁽⁴⁾	…	…
2002年	…	—	1.8	…
2003年	5,300 ⁽³⁾	—	…	30
2004年	6,900	21	64	36
2005年	9,600	370	— ⁽⁵⁾	21
2006年	9,700	308 ⁽³⁾	—	20
2007年	45,096	662	—	14
2008年	17,700	86	—	68
2009年	17,600	298	—	17
2010年	35,300	1,900	—	38
2011年	70,123	528	—	8.0

(出所) 注記事項がない限り、ロシア中央銀行年次報告書の数値による。

(1) 0.0は単位未満、—は該当数値なし、…は数値不明を意味する。

(2) ここでは、一定期間後に買い戻す義務のないものが計上されており、国債およびロシア中央銀行債での売りオペが含まれる。

(3) ロシア中央銀行年次報告書に数値の記載がなかったため、ロシア中央銀行公報の数値を集計して算出した。

(4) CBR (2001a), No. 78, p. 29によると、12月21日にロシア中央銀行債の発行が行われたが、1999年10月12日付ロシア連邦政府決定第1142号3項に従い、無効とされた。

(5) 同政府決定によると、ロシア中央銀行債の各発行時に80%以上が売れ残った場合、その発行が不成立となる。このため、ロシア中央銀行は投資家に12月24日付で返金をおこなった。なお、同政府決定は、2001年12月31日まで有効であり、以後効力を失った。

(6) ロシア中央銀行債市場が発達したため、リバース・レポは行われなくなった (CBR, 2006b, p. 63)。

しくは金融機関が有する貸出債権⁶、ロシア中央銀行の保管庫に預けられている金地金⁷である。

2011年には当日物貸出は38.2兆ルーブルが、翌日物貸出は2090億ルーブルが供与されている(表3)。

2.4.2. ロンバード貸出

ロンバード貸出は、2003年8月4日付ロシア中央銀行規程第236-P号に従い、有価証券を担保として供与されるものである。なお、担保のリストは随時更新されており、国債や地方債のほか、金融機関や事業会社の発行する債券が含まれている⁸。また担保の掛け目も細かく定められており、ロシア国債の掛け目は100%、格付け会社スタンダード&プアーズの格付けがBBの事業会社の社債の掛け目は88%などとなっている⁹。ロンバード貸出は固定金利および入札によって供与される。

固定金利で供与されるロンバード貸出は、任意の営業日に供与される。

入札で供与されるロンバード貸出においては入札の実施日が公示され、競争的申請書と非競争的申請書を出すことができる。競争的申請書には借入希望金額と金利が記入され、金利が高い順から落札されていく。貸出予定額以上の入札があった場合、落札されたもののうちで最低の金利の申請は、貸出が比例配分される。

入札は、以下のいずれかの方法で実施される。(1) 貸出が、銀行の提示した金利で供与されるもの、(2) 貸出が、落札されたもののうちで最低の金利で供与されるもの。

非競争的申請書は、落札対象となった競争的申請書の平均金利で、申請のあったすべての金額分の貸出が供与される。

入札の公示の中で、入札の実施方法、貸出期間、非競争的申請の上限(各銀行が出す申請額に占める、非競争的申請額の割合の上限)が示される。

なお、2011年にはロンバード貸出は固定金利で768億ルーブル、入札で360億ルーブル、合計で1128億ルーブルが供与された(表3)。

2.4.3. 非市場性資産もしくは保証により担保された貸出

非市場性資産もしくは保証により担保された貸出は、2007年10月9日より行われるようになり、現在は2007年11月12日付ロシア中央銀行規程第312-P号に従って供与されている¹⁰。担保となりうるのは、手形、貸出債権および特定の金融機関の保証である。担保となる手形および貸出債権は、2004年3月26日付ロシア中央銀行規程第254-P号に定められている1分類および2分類に適合しなければならない(上記規程第312-P号3.4.7項および3.5.6項)。なお、1分類は正常先(стандартные)で損失リスクが0%、2分類は要注意先(нестандартные)で1%~20%の損失を負う可能性がある場合である。貸出債権の分類は、2004年3月26日付ロシア中央銀行規程第254-P号に従って、借り手

ロシアにおける金融政策手段および政策運営

の財務状況（良好・中程度・不良の3段階評価）および債務の返済状況（良好・中程度・不良の3段階評価）の2つの基準を考慮して行われる。財務状況および債務の返済状況がともに良好な場合は1分類、財務状況および債務の返済状況のいずれかが良好でいずれかが中程度の場合は2分類となる。また、掛け目も設定されており、例えば手形の振出人がロシア連邦の居住者であり2分類に該当する場合は20%などとなっている¹¹。

手形の場合1分類となるのは、ロシア連邦財務省手形、ロシア連邦、ロシア中央銀行、先進国政府、先進国中央銀行により保証された手形である¹²。2分類の手形は、スタンダード&プアーズの格付けがBBB以上（フィッチやムーディーズで同等の格付け以上）の法人が保証した手形である。

また、特定の金融機関により保証が行われる場合も、ロシア中央銀行の貸出を受けることが可能である。保証を行う銀行は、スタンダード&プアーズもしくはフィッチ・レーティングスの格付けでB+以上、ムーディーズ・インベスターズ・サービスの格付けでB1以上でなければならない等の条件がある。この特定の金融機関には、ロシア貯蓄銀行、モスクワ銀行などが含まれ、リストは随時更新されている¹³。

非市場性資産もしくは保証により担保された貸出は、2011年には4313億ルーブルが供与された（表3）。

2.4.4. 金担保貸出

金担保貸出は、2010年11月30日付ロシア中央銀行規程第362-P号および2011年5月13日付ロシア中央銀行命令第OD-355号に従って供与される。貸出を希望する銀行はロシア中央銀行の保管庫の1つ（モスクワ、サンクトペテルブルク、エカテリンブルクのいずれか）に金を預け入れる。なお、担保の掛け目は現在のところ90%である¹⁴。

金担保貸出は2011年に初めて実施され（CBR, 2012b, p.77）、総額2000万ルーブルが供与された（CBR, 2012b, p.270）。

2.4.5. 通貨スワップ

通貨スワップは、取引当事者が合意するレートで、異なる通貨を交換し、一定期間後に反対売買を行うものである。ロシア中央銀行の通貨スワップでは、固定金利の翌日物貸出が供与される。同取引は2002年9月26日から実施されている。当初は米ドル・ルーブルの取引だったが、2005年10月3日よりユーロ・ルーブルの取引も行われるようになった¹⁵。ロシア中央銀行は通貨スワップをモスクワ取引所MICEX-RTSで行っている。

なお、2011年にロシア中央銀行による通貨スワップは行われなかった。

2.4.6. レポ取引

ロシア中央銀行のレポ取引は、2008年11月28日付ロシア中央銀行規程第329-P号に従って行われる。レポ取引においては、まずロシア中央銀行は金融機関から有価証券を買い取る。一定期間後、事前に取り決めた価格で金融機関はロシア中央銀行から有価証券を買い戻す。レポ取引には固定金利方式と入札方式があり、競争的申請のみが認められている（非競争的申請は行われていない）。申請書には借入を希望する金利を記載する。

レポ取引の対象となるのは、ロンバード・リストに含まれている株式や債券である。同取引は、モスクワ取引所MICEX-RTSの資本市場、サンクト・ペテルブルグ通貨取引所、取引所外市場で行われる。

レポ取引に参加できる金融機関は、2008年4月30日付ロシア中央銀行指令第2005-U号により財務状況別に分類された5種類のうち、最低でも3類型に属していなければならない¹⁶。

2011年のレポ取引では、約22兆ルーブルが供与された（表3）。なお、流動性を吸収するために利用されるリバース・レポ取引は2004年まで行われていたが、ロシア中央銀行債市場が発達したため現在は行われていない（表4）。

2.4.7. 無担保貸出

無担保貸出は2008年から2010年におけるロシア中央銀行の危機対応手段の一つであり、2008年10月13日付の改正ロシア中央銀行法により供与できるようになった。

同貸出は、2008年10月16日付ロシア中央銀行規程第323-P号に従って供与される。貸出最長期間は、金融機関の分類により異なる。たとえば、スタンダード&プアーズの格付けがBBB-以上の金融機関は1分類、B-以上であれば3分類などとなっており、1分類の金融機関に対する貸出最長期間は1年、3分類は3か月となっている。

無担保貸出は入札形式で行われる。入札には競争的申請書（借入希望金利を記載）と非競争的申請書（落札対象となった競争的申請の平均金利が適用される）を出すことができる。

なお、2010年6月30日付ロシア中央銀行役員会決定に従い、2011年1月1日より無担保貸出の供与は中断されることになった。

2.5. ロシア中央銀行債の取引

ロシア中央銀行債は割引債であり、2006年3月29日付ロシア中央銀行規程第284-P号に従って発行される。ロシア中央銀行債は金融政策の一環として発行されるため、ロシアの金融機関の間でのみ取引される。ロシア中央銀行債は不胎化のために利用され、金融機関は同債券を流通市場で売買することができるほか、ロンバード貸出やレポ取引など、ロシア中央銀行から借り入れを行う際の

ロシアにおける金融政策手段および政策運営

担保としても利用できる。同債券は入札によりモスクワ取引所MICEX-RTSの国債セクションで発行される。入札において参加者は競争的申請書と非競争的申請書を出すことができる。競争的申請書には額面の何パーセントで取得を希望するかが記載され、非競争的申請書には取得希望額は記載されない。非競争的申請書で申し込みができる金額は、取得希望総額の50%を超えてはならない。入札の結果、落札額およびそれを上回る価格の申請はすべて認められる。非競争的申請書は、落札対象となった競争的申請の平均の割引率で、全額認められる¹⁷⁾。

ロシア中央銀行債は、課税に関する法的な問題が解決されないために、1998年末に発行が一時中断された。しかし2001年5月に法律が改正されたことにより、ロシア中央銀行債は発行に際して課税されないことになった。こうして2001年9月に同債券は約3年ぶりに発行されることになった（CBR, 2001a, No. 76, p. 5）。なお2011年のロシア中央銀行債の発行額は5277億ルーブルであった（表4）。

2.6. 預金オペ

ロシア中央銀行の預金オペは金融政策の手段に列挙されていないものの、ロシア中央銀行が行うことができる銀行業務の1つとして2002年11月2日付ロシア中央銀行規程第203-P号に従って実施されている。ロシア中央銀行は固定金利および入札により決定される金利で金融機関から預金を受け入れ、流動性を吸収している。

預金入札では、競争的申請書（預金希望金利を記入）および非競争的申請書（金利を記入しない）を出すことができる。ロシア中央銀行は、金融機関の預金希望総額に占める非競争的申請額の割合に上限を設定することができる。入札は、以下のいずれかの方法で実施される。(1) 預金が、銀行の提示した金利で受け入れられるもの、(2) 預金が、落札されたもののうち最低の金利で受け入れられるもの。

2011年には預金オペにより、約70兆ルーブルが調達された（表4）。

2.7. 外国為替介入

ロシア中央銀行の外国為替介入とは、ロシア中央銀行がルーブルレートおよび貨幣の需給に影響を及ぼすために外国為替市場において外貨の売買を行うことである（ロシア中央銀行法第41条）。

ロシア中央銀行は、従来米ドル・ルーブル市場においてのみ介入を行っていたが、2005年2月1日以降は通貨バスケットの対ルーブルレートの変動を平滑化するために介入を実施している（CBR, 2006b, p. 67）。通貨バスケットは米ドルとユーロから成り、その構成の推移は表5に示している。

2011年におけるロシア中央銀行による米ドル買い介入額は293億ドル、売り介入額は169億ドルであった（CBR, 2012b, p. 81）。

表5 通貨バスケットの構成

実施時期	通貨バスケットの構成
2007年2月8日～現在	0.55米ドル・0.45ユーロ
2005年12月1日～2007年2月7日	0.6 米ドル・0.4 ユーロ
2005年8月1日～2005年11月30日	0.65米ドル・0.35ユーロ
2005年5月16日～2005年7月31日	0.7 米ドル・0.3 ユーロ
2005年3月15日～2005年5月15日	0.8 米ドル・0.2 ユーロ
2005年2月1日～2005年3月14日	0.9 米ドル・0.1 ユーロ

(出所) ロシア中央銀行ウェブサイトhttp://www.cbr.ru/hd_base/BiCurBasket.asp
2013年1月24日アクセス

2.8. 貨幣供給増加の目安の設定

ロシア中央銀行は、統一国家金融政策の基本方針に基づき、1つもしくは複数の貨幣供給量の指標に増加の目安を設定することができる(ロシア中央銀行法第42条)。

例えば、「2013～2015年における統一国家金融政策の基本方針」によると、経済予測案に従って貨幣供給量M2は、2013年には年間9～18%、2014年および2015年には年間14～19%増加し得ると予想している。

2.9. 直接的な量的制限

ロシア中央銀行の直接的な量的制限は、金融機関のリファイナンスや金融機関による個別の銀行取引に対する制限の設定を意味する(ロシア中央銀行法第43条)。ロシア中央銀行は、ロシア連邦政府と協議した後でのみ、統一国家金融政策の実施を目的とした例外的な場合において、等しくすべての金融機関に対して直接的な量的制限を課することができる(同条)。

3. ロシアにおける金融政策運営

前節ではロシアにおける金融政策の手段について論じた。本節では同政策手段を利用して、いかなる政策運営が行われてきたかを分析する。

上述の通り本稿は金融政策の効果を分析する前段階として、ロシア中央銀行が金融政策指標として何を重視しているのかを考察するものである。この金融政策ショックの識別は、金融政策の効果を分析する上で重要な問題の一つである¹⁸。上述の通り、識別問題は次の2種類に分類される。1つ目は、Mルールと呼ばれるもので、非借入準備(non-borrowed reserves)、貨幣供給量M0やM1を強調するものである(Christiano and Eichenbaum 1992; Eichenbaum 1992)。2つ目は、Rルールと呼ばれるもので、FFレートなどの短期金利の役割を金融政策の指標として重視する(Bernanke and Blinder 1992; Sims 1986; Sims 1992)¹⁹。本節では、ロシア中央銀行が上記の政策手段を用いつつ、2000年以降、貨幣供給量と金利のうちどちらに重点をおいて政策運営を行ってきたかを分析する。

ロシアにおける金融政策手段および政策運営

分析期間を2000年以降としたのは、1998年のロシア金融危機以降、バーターや疑似通貨などの非通貨取引が減少し始め（OECD, 2000, pp. 84-86）、金融政策が有効に機能する前提が整いつつある時期であると考えたからである。

分析に際しては、3つの期間区分、すなわち第1期：2000年～2008年半ば、第2期：2008年半ば～2010年頃、第3期：2011年頃以降を導入する。第1期は2000年から米国発世界金融危機が深刻化するまでの時期、第2期は危機に対応した政策が採られた時期、第3期はロシア経済が安定化した時期である。

3.1. 第1期：2000年～2008年半ば

1998年のロシア金融危機はロシア経済に深刻な打撃を与えた。しかし、危機によりロシアの通貨ルーブルの価値が3分の1になったことに加え、企業の資金調達の銀行への依存度が低かったため、ロシア経済は急速に回復した（OECD, 2000, p. 46）。さらに、国際原油価格が1998年12月に1バレル11.31ドルで底を打ち、2008年3月には100ドルを超えた²⁰。原油価格の高騰はロシア経済の急速な成長に寄与し、2003年～2007年には、平均で年率7.3%成長することができた²¹。

「2001年における統一国家金融政策の基本方針」には、ロシア経済の競争力を保持するために、ロシア中央銀行は名目ルーブルレートの上昇を認めず、外貨準備の拡大を継続すると述べられている（CBR, 2001a, No. 1, pp. 34-35）。しかし資源価格の高騰による輸出額の増加のもとで、2003年頃よりルーブルは米ドルに対して増価し（図1）、ロシアはオランダ病に苦しむことになった（例えば、World Bank, 2005; Ollus and Barisitz, 2007を参照されたい）²²。ロシア中央銀行はルーブル高圧力を弱めようと外国為替市場でのドル買い介入を継続し、外貨準備高は2007年末には4788億ドルに達した（図2）。ロシア中央銀行は流動性を吸収するため、ロシア中央銀行債の発行やロシア中央銀行による市中銀行からの預金の受け入れなども行ったが（表4）、一部しか不胎化されなかったため、貨幣供給量が大幅に増加した（図2）²³。

次に、ロシア中央銀行の金利政策について見てみよう。ロシア中央銀行法は、通貨の価値を守ることがロシア中央銀行の活動の目的であると定めている。ロシア中央銀行のリファイナンス金利はインフレ率（前年同月比の消費者物価上昇率）よりも高かったが、第1期のほとんどの月で銀行間貸借市場の実質金利は大きくマイナスであった（OECD, 2009, p. 81）（図3）。これは、貨幣供給量の増加が市場金利を引き下げたためであると考えられる。それゆえ、金利は金融政策の適切な手段としては機能していなかったと言える。OECD（2011）も、流動性が豊富な環境のもとでは、ロシア中央銀行の政策金利は銀行間貸借市場の金利にほとんど影響を及ぼさなかったと指摘している（p. 112）。

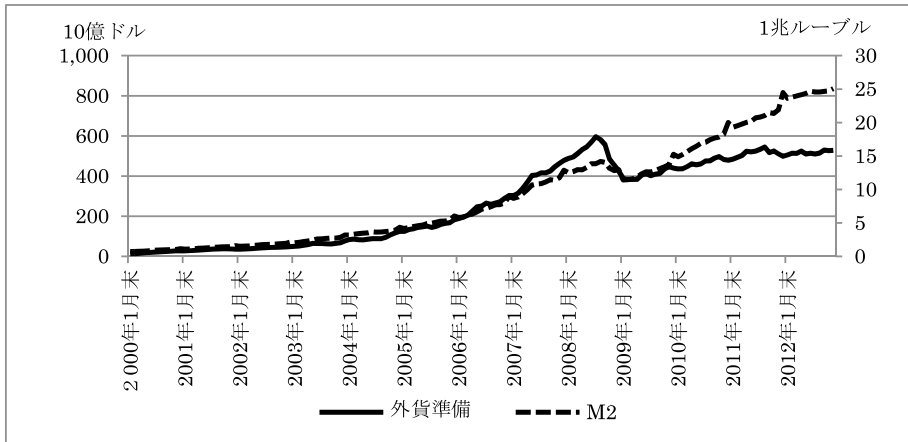
以上から、第1期にはロシア中央銀行はMルールに従って行動していたとみなすことができる。

図1 ルーブルの対米ドルレート



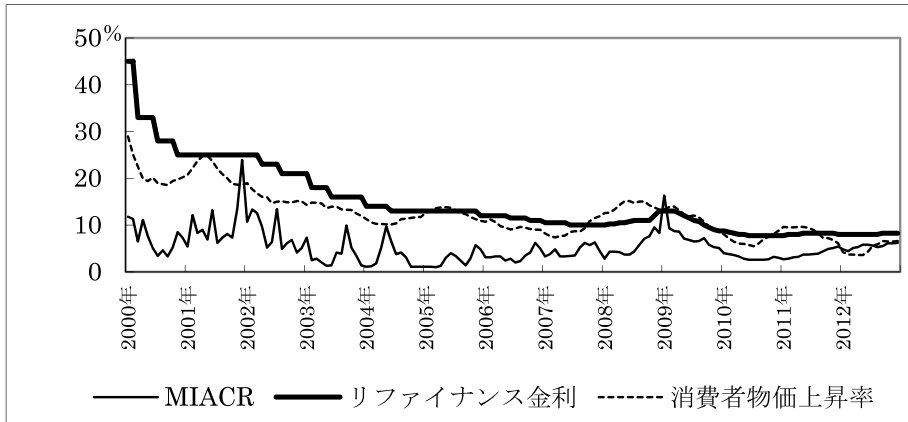
(出所) ロシア中央銀行ウェブサイト <http://www.cbr.ru/> 2013年1月24日アクセス

図2 外貨準備(左軸)および貨幣供給量M2(右軸)の推移



(出所) ロシア中央銀行ウェブサイト <http://www.cbr.ru/> 2013年1月24日アクセス

図3 ロシアにおける金利と消費者物価上昇率



(出所) ロシア中央銀行ウェブサイト <http://www.cbr.ru/> 2013年1月24日アクセス

3. 2. 第2期：2008年半ば～2010年頃

2008年半ば以降、世界金融危機の影響でルーブルの下落圧力が強まった。ロシア中央銀行はこれに対処するため、外国為替市場で大規模なドル売り介入を実施した（図4）。具体的には、2008年10月には432億ドル、同年12月には745億ドルのドル売りを行っている。外貨準備減少などによる流動性逼迫の影響は、ロシア中央銀行による市中銀行への貸出の増加により部分的に緩和された。たとえば、レポ取引での貸出は2008年第1四半期には、1.5兆ルーブル、第2四半期には0.8兆ルーブルが供与されたが、第3四半期には6兆ルーブル、第4四半期には13.1兆ルーブルと貸出額が急増している（CBR, 2008a, No. 34, p. 9; No. 49, p. 7; No. 72, p. 8; CBR, 2009a, No. 19, p. 8）。さらに、2008年10月20日からロシア中央銀行は無担保貸出を実施しており、2008年には約3兆ルーブルが供与された（CBR, 2009a, No. 19, p. 8）。こうして銀行部門安定化のために2008年9月～12月に供与された貸出額は、GDPの9%を超えた（CBR, 2009b, p. 69）。

このほかロシア中央銀行は支払準備率を引き下げ、たとえば個人預金の支払準備率は2008年9月18日より5.5%から1.5%とされ、2008年10月15日にはさらに0.5%とされた。

ロシア中央銀行のリファイナンス取引に市中銀行からの需要が生じたものの、危機のもとでは政策金利の効果は限られていた（OECD, 2011, p. 115）。ロシア中央銀行はルーブル減価とインフレ圧力に対抗するために金利引き上げ政策を行い、リファイナンス金利は2008年初には10%であったが、2008年12月には13%とされた。しかし金利引き上げはルーブルに対する投機を阻止するには十分ではなかった（OECD, 2011, p. 115）。結局、2009年4月より、ロシア中央銀行は金利を引き下げる政策に転じている。

2010年に入ると、ロシア中央銀行の外国為替市場でのドル買い介入が大きくなったため、銀行は流動性を必要としなくなり、リファイナンスに対する需要はほとんどなくなった（OECD, 2011, p. 117）。

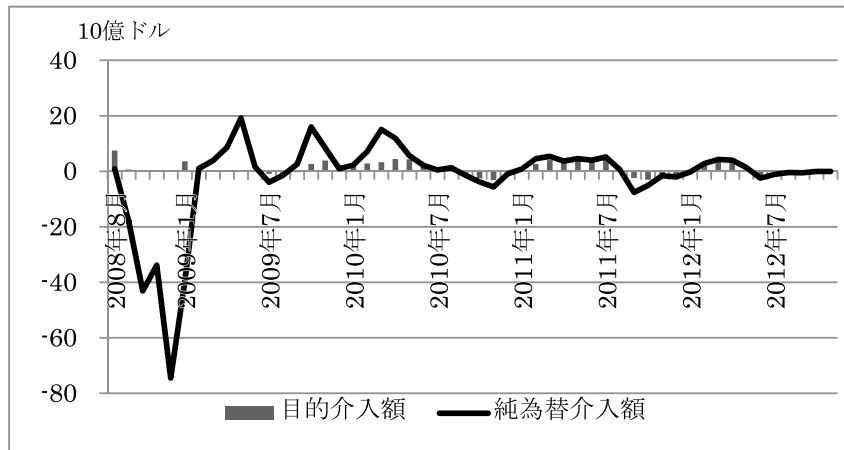
以上より、第2期においてもロシア中央銀行は金利よりもむしろ貨幣供給を重視するMルールに従って行動をしていたと考えられる。

3. 3. 第3期：2011年頃以降

2009年1月23日、ロシア中央銀行は、2008年11月より行ってきた段階的なルーブル安政策を終了し、米ドル・ユーロの通貨バスケットの上限を26ルーブル、下限を41ルーブルとするワイド・コリドーを設定した（なお、このワイド・コリドーは2010年10月に廃止された）。こうした措置は、ロシア中央銀行がより柔軟な為替レートに移行したものと解釈された（OECD, 2011, p. 117）。

2009年2月には、ロシア中央銀行はワイド・コリドーを補完する、幅の狭いコリドーを導入した。当初、このコリドーの幅は2ルーブルとされた。ロシア中央銀行はこの2ルーブルの間に為替レートを収めるように介入を行うが、介入額が事前に定められた水準（以下、閾値と呼ぶ）を超えると、

図4 ロシア中央銀行の外国為替市場介入額



(出所) ロシア中央銀行ウェブサイト<http://www.cbr.ru/> 2013年1月24日アクセス；
OECD (2011), p. 118

コリドーの幅は自動的に5コペイカ調整される。

またロシア中央銀行は目的介入と呼ばれる介入を実施することができる。これはコリドーの幅の自動的変更をもたらす介入額には含まれない。目的介入は、交易条件をもとに形成されるかもしれない為替レートの市場予想を中立化することを目的として行われる(CBR, 2011b, p. 74)。同介入は、ロシア中央銀行が国際収支や国内金融市場の状況を考慮して決定する。2009年半ば以降、目的介入は介入額のほとんどを占めている(図4)。

ロシア中央銀行は当初2ルーブルだった幅の狭いコリドーを徐々に拡大し、2011年には6ルーブル、2012年には7ルーブルとした。また、閾値は2011年3月1日に6.5億ドルから6億ドルに引き下げられ、12月27日には5億ドルとされた(CBR, 2012b, p. 80)。

こうした為替介入を行う目的として、上記の市場予想の中立化のほかに、為替レートの変動の平滑化が挙げられている(CBR, 2012b, p. 80)。かつてのように、ロシア経済の競争力を保持するために、ロシア中央銀行は名目ルーブルレートの上昇を認めないとは述べられていない点は、注目に値する。新しい政策のもとで、介入の規模は危機前の水準と比較して大幅に低下し、特に2011年以降は少額に留まっていることがわかる(図4)。

他方、貨幣供給量は大幅な上昇傾向を示している。2011年における貨幣供給量の増加の主な要因は、銀行による融資の供与の活発化である。非金融機関および個人向け貸出残高の伸びは、前年比2倍以上の5.3兆ルーブルであった(CBR, 2012b, p. 72)。また、2012年にもこの傾向は継続しており、年初から10月末の間に非金融機関および個人向け貸出残高は4.1兆ルーブル増加している²¹。

次に金利政策について見てみよう。2011年のロシア中央銀行年次報告書には、ロシア中央銀行が

ロシアにおける金融政策手段および政策運営

為替レートの柔軟性を高める措置を採り続けているのは、金利政策の有効性を高めるためであると述べられている（CBR, 2012b, p. 80）。

2011年2月に、ロシア中央銀行はリファイナンス金利を7.75%から8%に引き上げ、5月には、さらに8.25%に引き上げた。2011年12月には8%に引き下げたものの、2012年9月に再び8.25%に引き上げている。前年同月比の消費者物価指数を物価指標とした場合における銀行間貸借市場の実質金利は、2012年にはプラスになる場面も見られ（図3）、金利政策の影響力が強まっているとみられる。

以上の点を考慮すると、第3期にはロシア中央銀行はRルールに従って行動する傾向が見え始めていると言える。

4. おわりに

本稿は金融政策の効果を考察する前段階として、ロシアにおける金融政策の手段を論じた上で、金融政策指標を確定することを目的としたものである。金融政策指標の確定に際しては、貨幣供給量を指標とするMルールと、短期金融市場の金利を指標とするRルールのうち、どちらに重点をおいてロシア中央銀行が政策運営を実施しているかを考察した。

まず第2節の金融政策の手段を論じる中で、2000年代初頭はロシア中央銀行による流動性供給は極めて限定的であったことが特徴として浮かび上がった。その後、徐々に流動性供給額は増加したものの、ロシア中央銀行による為替介入額が大きく、銀行が十分に流動性を有する状態では、ロシア中央銀行による貸出の供与は限定的であった。また、預金オペによる流動性の吸収も十分ではなく、結果として貨幣供給量は大幅な増加傾向を示した。しかし、2008年に世界金融危機が深刻化したことにより銀行の資金需要が増大し、レポ取引や無担保貸出を通じて流動性が供給されることになった。

第3節では、2000年以降を3つの時期に区分し、金融政策指標を考察した。2000年から2008年半ばまでの第1期においては、ロシア中央銀行はルーブル高圧力を弱めようと外国為替市場でのドル買い介入を継続し、不十分な不胎化のもとで貨幣供給量が大幅に増加した。他方、流動性が豊富な環境のもとでは、ロシア中央銀行の政策金利は銀行間貸借市場の金利にほとんど影響を及ぼさなかった。このことから第1期にはロシア中央銀行はMルールに従って行動していたとみなすことができる。

2008年半ば～2010年頃の第2期においては、世界金融危機への対処策として、ロシア中央銀行はレポ取引および無担保貸出により流動性を供給したが、他方で危機のもとでは政策金利の効果は限られていた。それゆえ、第2期においてもロシア中央銀行はMルールに従って行動していたと考えることができる。

2011年頃以降の第3期には、柔軟な為替政策のもとでロシア中央銀行の外国為替市場の介入額は

大幅に減少した。為替レートの柔軟性を高める措置は、ロシア中央銀行の金利政策の有効性を高めるために採られたものであった。銀行間貸借市場の実質金利が、2012年にはプラスになる場面も見られたことから、金利政策の影響力が強まっていると考えられる。以上の点を考慮すると、第3期にはロシア中央銀行はRルールに従って行動する傾向が見え始めていると言える。

今後、上記の分析結果に基づいて、ロシアの金融政策の効果を、波及経路にも留意しつつ分析していくことが求められる。

参考文献

- Bagliano, F.C., Favero, C.A., (1998) Measuring monetary policy with VAR models: An evaluation, *European Economic Review* 42, 1069-1112.
- Bernanke, B.S., Blinder, A.S., (1992) The federal funds rate and the channels of monetary transmission, *American Economic Review* 82, 901-921.
- Christiano, L.J., Eichenbaum, M., (1992) Identification and the liquidity effect of a monetary policy shock, in Cukierman, A., Hercowitz, Z., Leiderman, L., (Eds.), *Political Economy, Growth, and Business Cycles*, Cambridge: MIT Press, pp. 335-70.
- Christiano, L.J., Eichenbaum, M., Evans, C.L., (1997) Sticky price and limited participation models of money: A comparison, *European Economic Review* 41, 1201-1249.
- Christiano, L.J., Eichenbaum, M., Evans, C.L., (1999) Monetary policy shocks: What have we learned and to what end?, in Taylor, J. B., Woodford, M., (Eds.), *Handbook of Macroeconomics 3A*, Amsterdam: Elsevier Science B.V., pp. 65-148.
- Esanov, A., Merkl, C., Vinhas de Souza, L., (2005) Monetary policy rules for Russia, *Journal of Comparative Economics* 33 (3), 484-499.
- Eichenbaum, M., (1992) Comments on 'Interpreting the macroeconomic time series facts: The effects of monetary policy' by Christopher Sims, *European Economic Review* 36, 1001-1011.
- Granville, B., Mallick, S., (2010) Monetary policy in Russia: Identifying exchange rate shocks, *Economic Modelling* 27, 432-444.
- Leeper, E.M., Sims, C., Zha, T., (1996) *What Does Monetary Policy Do?*, Brookings Papers on Economic Activity 2, 1-63.
- Ollus, S., Barisitz, S., (2007) *The Russian Non-Fuel Sector: Signs of Dutch Disease?: Evidence from EU-25 Import Competition*, BOFIT Online 2/2007, Helsinki: Bank of Finland.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), (1997) *OECD Economic Surveys: Russian Federation*, Paris: OECD Publishing.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), (20xx) *OECD Economic Surveys: Russian Federation*, Paris: OECD Publishing.
- Ono, S., (2011) Oil price shocks and stock markets in BRICs, *European Journal of Comparative Economics* 8 (1), 29-45.
- Ono, S., (2012) Financial development and economic growth: Evidence from Russia, *Europe-Asia Studies* (University of Glasgow) 64 (2), 247-256.
- Oomes, N., Kalcheva, K., (2007) *Diagnosing Dutch Disease: Does Russia Have the Symptoms?*, IMF Working Paper 07/102, Washington: IMF.
- Sims, C., (1986) Are forecasting models usable for policy analysis, *Quarterly Review* 10 (1), Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2-16.
- Sims, C., (1992) Interpreting the macroeconomic time series facts: The effects of monetary policy, *European Economic Review* 36, 975-1000.
- Starr, M.A., (2005) Does money matter in the CIS? Effects of monetary policy on output and prices, *Journal of Comparative Economics* 33, 441-461.
- Tabata, S., (2009) The impact of global financial crisis on the mechanism of economic growth in Russia, *Eurasian Geography*

ロシアにおける金融政策手段および政策運営

and *Economics* 50 (1) 682-698.

Vymyatnina, Y., (2006) How much control does Bank of Russia have over money supply?, *Research in International Business and Finance* 20, 131-144

World Bank, (2005) *Russian Economic Report*, No. 11, Washington: World Bank.

Улюкаев, А., (2009) *Современная денежно-кредитная политика*. М.: Дело.

Центральный Банк Российской Федерации (CBR), (20xxa) *Вестник Банка России*. М.: Прайм-ТАСС.

Центральный Банк Российской Федерации (CBR), (20xxb) *Годовой отчет*. М.: Прайм-ТАСС.

坂口 泉 (1996)「インフレの抑制と代用貨幣の氾濫：乱発されるロシア式手形」『ロシア東欧貿易調査月報』9月

宮尾龍蔵 (2006)『マクロ金融政策の時系列分析：政策効果の理論と実証』東京：日本経済新聞社

脚注

- 1 2011年3月25日付ロシア中央銀行指令第2601-U号。
- 2 2008年4月30日付ロシア中央銀行指令第2005-U号に基づいて、銀行は財務状況により5類型に分類される。1類型に分類される銀行は、資本、資産、収益性、流動性、リスク等の管理の質が「良好」であり、銀行の所有構造が透明である。2類型に分類されるのは、現在の活動に困難は見られないものの難点があり、それらが解消しない場合は今後12か月のうちに困難が生じうる銀行である。
- 3 2008年9月17日付ロシア中央銀行指令第2295-U号による。
- 4 貸出限度額は、銀行がロシア中央銀行と締結する総合貸出契約に記載された限度額（銀行毎およびロシア中央銀行に開設された口座毎に定められている）と、有価証券の市場価格に基づいて算出された担保額のうち、金額の小さい方となる（2003年8月4日付ロシア中央銀行規程第236-P号）。
- 5 2003年8月4日付ロシア中央銀行規程第236-P号による。なお、ロンバード・リストについては、ロンバード貸出の項で触れる。
- 6 2007年11月12日付ロシア中央銀行規程第312-P号による。なお、手形もしくは金融機関が有する貸出債権の詳細については、非市場性資産もしくは保証により担保された貸出の項で触れる。
- 7 2010年11月30日付ロシア中央銀行規程第362-P号による。詳細は、金担保貸出の項で触れる。
- 8 ロシア中央銀行のウェブサイトで公表されている。<http://www.cbr.ru/analytics/Plugins/LombardList.aspx> 2013年1月24日アクセス
- 9 それぞれ、2011年11月28日付ロシア中央銀行命令第OD-862号、2007年8月24日付ロシア中央銀行命令第OD-619号により定められている。
- 10 最初の取引が行われた時点での法的基盤は、2005年7月14日付ロシア中央銀行規程第273-P号である。
- 11 2008年2月14日付ロシア中央銀行命令第OD-101号。
- 12 財務省手形については、OECD (1997), p. 182および坂口 (1996) を参照されたい。先進国については、2004年1月16日付ロシア中央銀行訓令第110-I号に23か国が列挙されており、OECD加盟国であっても、ポーランドやチェコなどは含まれていない。
- 13 金融機関のリストは、ロシア中央銀行のウェブサイトで公表されている。
http://www.cbr.ru/dkp/print.aspx?file=standart_system/ref_19.htm 2013年1月24日アクセス
- 14 2011年5月13日付ロシア連邦中央銀行命令第OD-355号。
- 15 ロシア中央銀行のウェブサイト
http://www.cbr.ru/dkp/print.aspx?file=standart_system/dkp_DOFR_swap.htm&pid=dkp&sid=ITM_42523 2013年1月24日アクセス
- 16 3類型に分類されるのは、今後12か月のうちに預金者や債権者の法律上の利益を脅かす状況が生じうる難点があり、次の項目のうち少なくとも1つが当てはまる銀行である。すなわち（1）資本、資産もしくは流動性に懸念

が存在する、(2) 所有構造が不透明である、(3) リスクなどの管理の質に懸念が存在する、(4) 銀行活動の義務的基準（ロシア中央銀行が定めるもので、自己資本、流動性などについて9項目ある）のうちの少なくとも1つが、各月の6取引日（営業日のうち、すべてもしくはほとんどの顧客取引が行われる日）以上守られない月が、最近6か月のうち4か月以上ある（ただし自己資本に関する基準N1は除く）、(5) 銀行免許に定められている取引のうち制限および（もしくは）禁止されているものがあり、かつ（もしくは）支店開設が禁止されている。なお、1類型および2類型に関しては注3を参照されたい。

- 17 この段落の記述は、以下のロシア中央銀行のウェブサイトを参考にした。
http://www.cbr.ru/dkp/print.aspx?file=standart_system/dkp_DOFR_obr.htm&pid=dkp&sid=ITM_35898 2013年1月24日アクセス
- 18 金融政策ショックの識別については、宮尾（2006）を参照されたい。
- 19 Christiano et al. (1997) および Christiano et al. (1999) は、ブロック・リカーシブに基づいた分析を行っている。先行研究のサーベイに関してはLeeper et al. (1996)、Bagliano and Favero (1998) および Christiano et al. (1999) を参照されたい。
- 20 ニューヨーク・マーカンタイル取引所原油先物の月平均値（New York Mercantile Exchange light sweet crude oil at Cushing, Oklahoma）。
- 21 原油価格の高騰は、ロシアの株価に正のインパクトを与えた。詳細は、Ono (2011) を参照されたい。
- 22 Oomes and Kalcheva (2007) は、ロシア経済にオランダ病の兆候、すなわちルーブルの実質的な増価、製造部門の衰退、サービス部門の拡大、急速な実質賃金の増加を見出している。しかしその一方で、これらの現象が他の要因により引き起こされていないことを究明しなければならないとも述べている。
- 23 Tabata (2009)、Улюкаев (2009)、Granville and Mallick (2010) も不胎化の手段が欠如していたため、貨幣供給量が大幅な増加を招くことになったと述べている。
- 24 ロシア中央銀行のウェブサイト<http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=pdko> 2013年1月24日アクセス

Abstract

Instruments and Management of Monetary Policy in Russia

Shigeki Ono

This paper examines the Russian monetary authorities' stance regarding monetary policy, taking policy instruments into account. The main findings of this paper are as follows. First, liquidity providing operations by the Central Bank of Russia (CBR) were quite limited in the early 2000s. Second, due to the insufficiency of sterilization instruments the CBR's intervention in the foreign exchange market increased the money supply considerably. Third, the CBR used to implement interventions in the foreign exchange market, which resulted in the increase of money supply and the CBR's policy rates having little impact on interbank money market rates. In recent years the CBR has taken measures aimed at increasing the flexibility of the ruble's exchange rate in order to create conditions that would contribute to higher interest rate policy efficiency.