

2020年3月26日

## MURC Focus

# 通貨急落を受けて経済運営の再考を余儀なくされるロシア

## ～利下げの打ち止めと原油増産に戦略を転換か

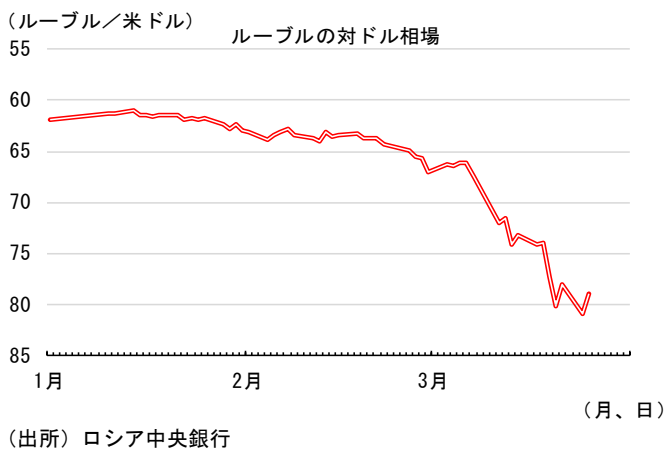
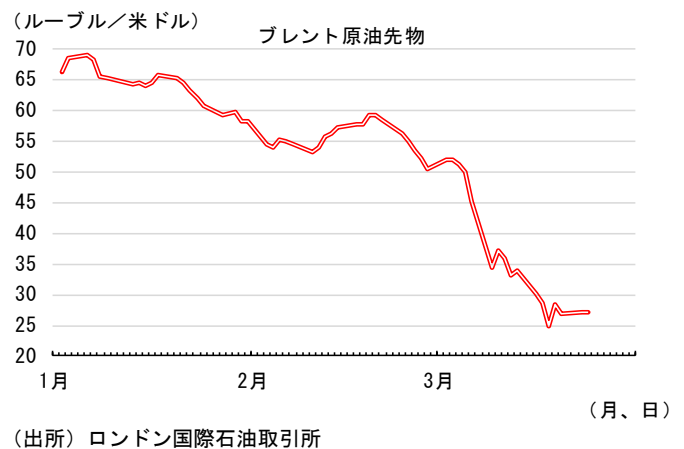
調査部 研究員 土田 陽介

- コロナウイルスの世界的流行に伴うリスクオフの流れを受けて新興国は連鎖的な通貨安に陥っているが、ロシアもまたその例外ではない。追加利下げは当面見送りとなり、利上げも視野に入る。
- 他方でロシアは、サウジとの間で原油のダンピング合戦を繰り広げている。市場シェア争いに起因するものだが、同時に米国産原油を市場から退出させる目的があるとも言われている。
- ロシア景気もまた失速が免れないため、プーチン大統領が近年、経済運営の最優先課題に掲げていた財政再建に関しては、一時的に棚上げとなる見通しである。

### (1) ロシア中銀は利下げを打ち止めか

コロナウイルスの世界的流行（パンデミック）に伴うリスクオフの流れを受けて、新興国は連鎖的な通貨安に陥っている。そのなかでもロシアの通貨ルーブル（図表1）の場合、2月29日の対ドル相場は終値で1ドル=67.0ルーブルであったのが、3月24日には80.9ルーブルと1ヶ月近くで20%程度下落した。

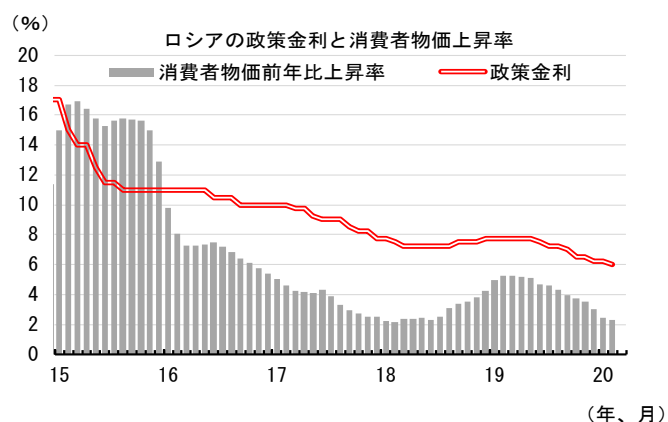
産油国であるロシアの場合、歴史的な原油安も通貨安を促している。国際指標であるブレント原油の先物価格（図表2）は2月末まで1バレル当たり50ドル台で推移していたのが、コロナウイルスの悪影響を受けた世界景気の後退観測や、サウジアラビアとの協調減産の破棄に伴うダンピング合戦（後述）を受けて、足元では20ドル台後半まで下落している。

**図表1. 顕著に下落したロシアの通貨ルーブル**

**図表2. ダンピングもあり原油価格は暴落へ**


こうした通貨安を受けて、ロシア経済の回復シナリオに狂いが生じてきた。これまでロシア経済は、財政再建を優先する一方で、図表3のように物価の安定に合わせて利下げを進め、景気の回復を待つという戦略を採ってきた。そのためロシア中銀は、コロナウイルスのパンデミックが生じる前までは、2020年も利下げを進めて景気の下支えに努める方針を示していた。

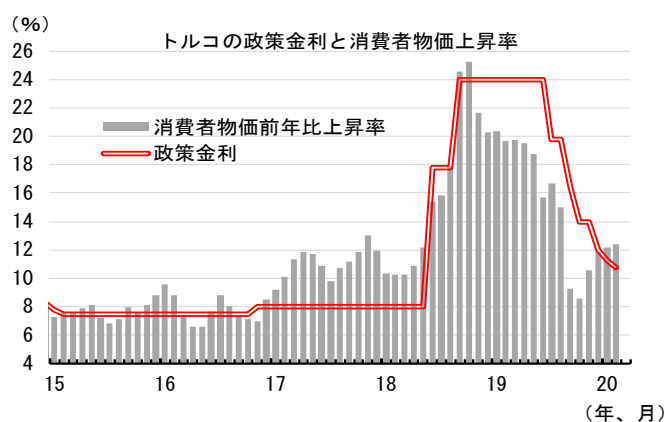
しかしながら、今回のルーブル安を受けて輸入インフレ圧力が高まると予想されるため、少なくとも当面の間、中銀が利下げを進める展開は望み難くなった。現在、政策金利（1週間物レポ金利）は年6.00%と歴史的な低水準にあるが、今後の通貨と物価の動向次第では、ロシア中銀はこれまでと一転して利上げに踏み切ることになるだろう。

図表3. 物価の安定を受けて利下げを進めたロシア



(出所) ロシア中央銀行、ロシア連邦統計局

図表4. 物価上昇でも利下げを進めるトルコ



(出所) トルコ中央銀行、トルコ統計局

なおロシア中銀の金融政策運営は、新興国のなかでは比較的オーソドックスな経済観に基づいている。そのため図表4のトルコ中銀のように、通貨安にもかかわらず政権への過度な配慮から利下げを行うようなことになるとは考えにくい。政権とは歩調を合わせつつも、通貨と物価の安定の両面から金融政策運営に努めるものと考えられる。

もともと、家計部門が債務問題（別稿「[出口が見えないロシアの家計債務問題](#)」を参照）を抱えているロシアの場合、利上げを進めることで家計の債務負担が重くなり、景気に過剰なブレーキがかかる可能性がある。また社会不安に転じる恐れも大きいため、利上げを積極的に行える環境ではない。ルーブルの一段安がない限り、利上げは小幅にとどまる見込みである。

## (2) 原油価格の反発まで耐える戦略か

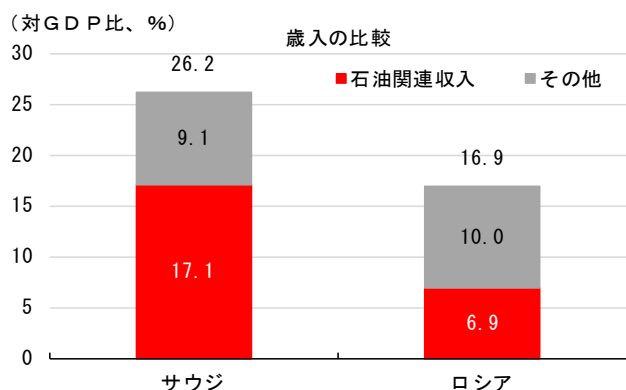
対外面を見ると、ロシアはサウジアラビアとの間で原油のダンピング合戦を繰り広げている。市場シェア争いに起因するものだが、同時に米国産原油を市場から退出させる目的があるとも言われている。ロシア（10ドル台）とサウジ（10ドル以下）に比べると米国の原油生産コストは高い（40ドル程度）ため、価格の急落で採算が合わなくなれば供給量を絞らざるを得ない。

コロナウイルスのパンデミックが収束した後は、この間に減少した原油需要の反動増が見込まれる。その結果、原油価格も現状の水準から上昇し、採算性も向上すると期待される。この不況期に原油の増産を敢行することで米シェールオイルを狙い撃ちし、また市場シェアを確保して将来的な価格上昇を待つという、両国のしたたかな戦略がうかがえる。

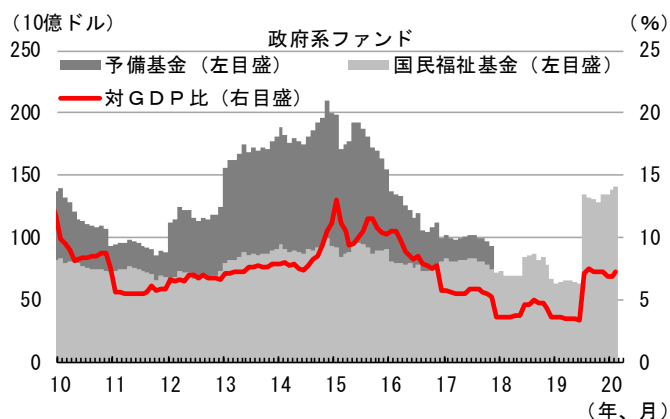
この戦略は同時に痛みを伴うものであるが、その影響はロシアよりもサウジの方が強く出ると考えられる。両国とも産油国であるが、一方でロシアは農業の組織化がある程度は進んでおり、製造業の基盤も存在する。他方でサウジの場合、ロシアのような農業や製造業は存在せず、それだけ石油関連産業に対する国庫、そして経済の依存度が高いと言える。

なお比較のため、図表5より国家の歳入（ただしロシアの場合、データの制約上、連邦政府のみ）の規模とそれに占める石油関連収入の比率を比較すると、サウジの歳入の大半が石油関連収入となっている。ロシアがサウジに対して強気のスタンスを保てる背景には、こうした経済構造の違いを反映した歳入の違いがあると考えられる。

とはいえ、こうしたロシアとサウジの戦略は原油価格が持ち直すという前提に基づいている。コロナウイルスのパンデミックの収束のタイミングが後ずれすれば、価格の回復も遅れることになる。原油価格の一段の下振れの可能性も否定できないなかで、両国が体力を削り続けるとしても限界があるため、非常に危うい戦略であるとも言えよう。

**図表5. ダumpingはサウジに不利か**


(注1) 2016~18年の3年間の平均値  
 (注2) 地方政府等を含めたロシアの歳入合計は対GDP比33.7%  
 (出所) サウジアラビア統計局、ロシア連邦統計局

**図表6. 頼みの綱の政府系ファンドは回復**


(出所) ロシア財務省

### (3) 財政再建は一時的に棚上げか

ロシア景気もまた失速が免れないため、プーチン大統領が近年、経済運営の最優先課題に掲げていた財政再建に関しては、一時的に棚上げとなる見通しである。非常事態に備えて積み上げてきた政府系ファンド（図表6）が一時期より持ち直していることも、財政再建の一時的な棚上げを可能にすると考えられる。

同時に、年明けにミシュスチン新首相がその推進を表明した24年までを対象とする約27兆ルーブル（約40兆円）規模の国家事業計画（別稿「[国家事業計画の推進を目指すロシアの新体制](#)」を参照）に関しては、石油関連収入の減少が予想されることもあり、進捗が遅れる公算が大きいと考えられる。

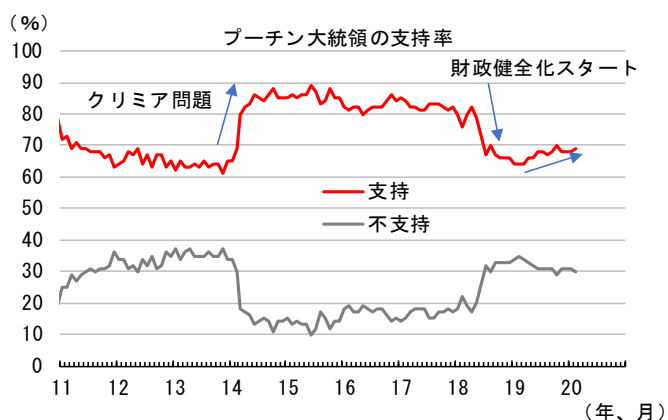
ロシアの公的債務残高そのものは名目GDPの20%を下回り、同様の所得水準（約1万ドル程度）の国々と比べてもその規模は小さい。他方で、国債を発行しても国内で消化できる量に限りがあり、信用力の問題から海外投資家による購入も期待できない。また中銀が国債の引き受けを行えば通貨安圧力が強まる可能性が高いため、財政拡張余地は非常に狭い。

したがって、財政再建を緩める一方で国家事業計画も抑制するスタンスで、ロシア政府は当面の財政運営に努めることになるだろう。プーチン大統領の支持率（図表7）も2019年頭に底を打ち、足元にかけて緩やかに上昇している。コロナ対策が巧く行けばさらなる支持率の回復も見込まれるし、プーチン政権による財政運営に対する有権者の理解も深まるかもしれない。

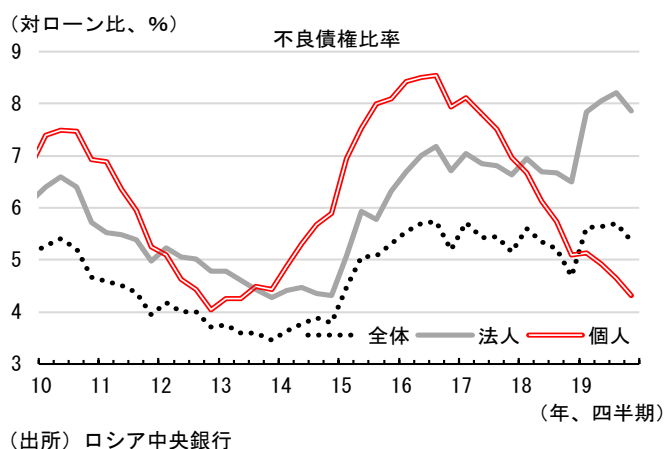
ロシア経済にとって最大のリスク要因は、原油価格の一段安に他ならない。コロナウイルスのパンデミックの収束が遅れば遅れるほど、原油需要の低迷が長引き、このシナリオが実現することになる。原油価格が下振れすれば通貨ルーブルの一段安は免れず、中銀も大幅な利上げを余儀なくされる。

この時、金融機関による法人向けローンや個人向けローンが、景気低迷による業績や所得の低迷、さらに利上げによる金利負担の重みに耐えられずに不良債権化すれば、ロシアは本格的な金融不安に陥ると警戒される。現状、ロシアの不良債権比率（図表8）は長引く景気低迷を受けて法人向けローンで既に上昇基調にあるため、注意を要する。

図表7. 若干持ち直したプーチン大統領の支持率



図表8. 法人向けローンを中心に不良債権が増加



#### (4) ロシアの主なコロナ対策

なお本稿執筆時点（3月26日）で確認できたロシアの主なコロナ対策は以下のとおりである。まず政治的には、任期を終えるプーチン大統領の再任を可能にする憲法改正案の是非を問う国民投票が4月22日に予定されていたが、延期されることになった。改憲を急いでいたプーチン大統領だったが、ロシアでもコロナウイルスの感染が拡大していることに配慮した。

なおジョンズ・ホプキンス大学の特設サイト ([Tracking COVID-19](#)) によれば、ロシアにおけるコロナウイルス感染者数は3月26日時点午前8時で658人にのぼるが、死者数はまだ3名に限定されている。他の欧州諸国に比べるとロシアでの感染はかなり抑制されているが、今後の感染拡大に備えて先手を打った形となった。

また3月25日のテレビ演説でプーチン大統領は、以下のコロナ対策を採ると発表した。まず3月29日週は7日間全てを休暇とし、感染の拡大を防ぐ。所得支援策としては、コロナの感染拡大が収束するまでの失業手当を月8,000ルーブル（約11,300円）から12,000ルーブル（約17,000円）に引き上げる。さらに所得が三割減少した世帯には、住宅ローンなどの返済を猶予する。

他方で企業に対しては、付加価値税（VAT）を除いて中小企業への課税を半年間免除する。また最低賃金を順守している中小企業に限定して、社会保障負担の軽減措置を実施する。さらに余力のない中小企業には、銀行への返済を半年間猶予する。歳入対策としては、オフショア口座への課税を強化し、税率を2%から15%に引き上げる。

一連の対策のうち中小企業向けの支援策については、社会不安対策としての性格が強いものの、金融機関にとっては債権回収の遅れにつながり、不良債権が増加する恐れもある。先に述べた金融不安リスクも抱えているなかで、中小企業支援策の動向に関しては注視していく必要があるだろう。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。