

2023年8月17日

## MURC Focus

# 通貨ルーブルの下落に歯止めがかからないロシア経済

～非対称なマクロ経済政策を続ける限りルーブル相場の回復は見込みがたい

調査部 副主任研究員 土田 陽介

- ロシアの通貨ルーブルの相場が下落している。ロシア中央銀行が公表するルーブルの対米ドルレートは、8月15日の終値で1ドル=101.04ルーブルとなり、年初来の下落率が40%を超えた。
- ルーブル安の主因は、貿易黒字(財収支黒字)の急減にあると考えられる。国際収支統計を確認すると、ロシアの貿易黒字は2022年4-6月期をピークに減少が続いている。
- 今のロシアでは、財政を拡張する一方で、金融を引き締めるといふ非対称なマクロ経済運営がなされている。これでは通貨の安定は見込みがたく、原油価格が急騰しない限り、ルーブルが回復する展望は描けない。

## (1) 1ドル100ルーブルを割り込んだ為替相場

ロシアの通貨ルーブルの相場が下落している。ロシア中央銀行が公表するルーブルの対米ドルレートは、8月15日の終値で1ドル=101.04ルーブルとなり、年初来の下落率が40%を超えた(図表1)。ルーブルの対米ドルレートが100ルーブルを割り込むのは、ウクライナに侵攻直後の2022年3月24日以来のことになる。

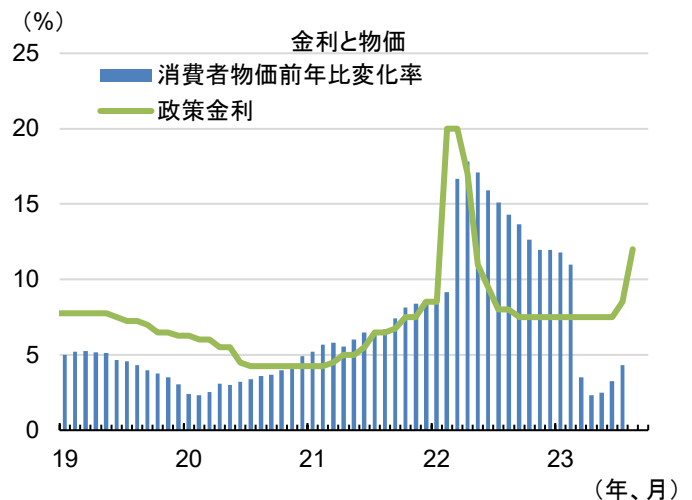
こうした状況を受けて、ロシア中銀は8月15日に臨時の会合を開催し、政策金利(キーレート)を3.5%ポイント引き上げて、年12%とした(図表2)。もともとロシア中銀は、インフレが再び加速していることを受けて利上げスタンスに転じていたが、ルーブルの急速な下落を受けて臨時での大幅利上げを余儀なくされた。

図表1. 1ドル=100ルーブルを割り込んだ為替レート



(注) 日次の終値  
(出所) ロシア中銀

図表2. 中銀が臨時会合で大幅利上げ

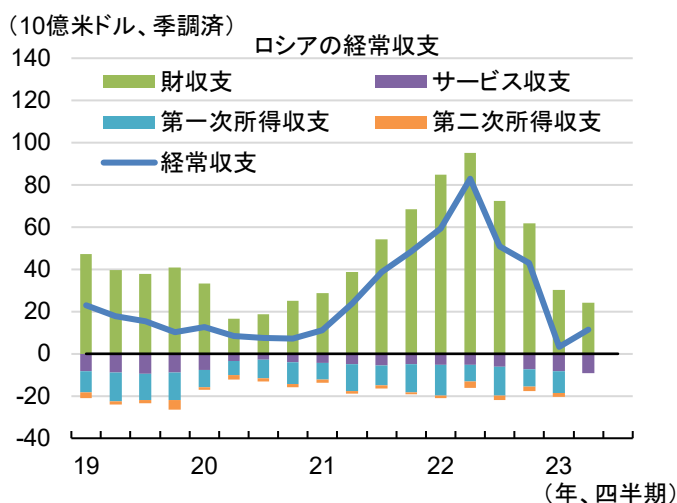


(注) 政策金利はキーレート  
(出所) ロシア中銀

ルーブル安の主因は、貿易黒字(財収支黒字)の急減にあると考えられる。国際収支統計を確認すると、ロシアの貿易黒字(財収支黒字)は2022年4-6月期をピークに減少が続いている(図表3)。貿易黒字の急減は、輸出の減少と輸入の増加の両面から生じている。個別品目の動向は不明だが、輸出の減少は、主力の化石燃料の輸出が低迷を受けたものと考えられる。

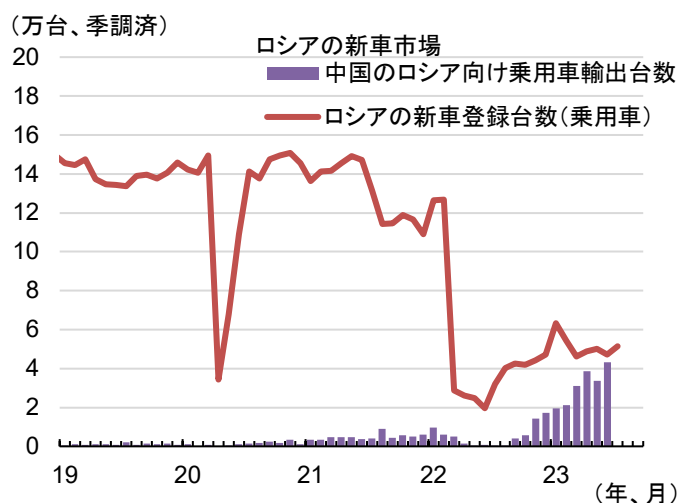
反面で、輸入の増加に関しては、特に中国からの完成品の輸入が顕著に増えている模様である。例えば自動車(乗用車)の場合、中国側の統計と照らし合わせると、ロシアの新車登録台数の大部分が、中国から輸入した完成車で賄われていることが分かる(図表4)。つまりロシアは、国内で不足する高付加価値の民生品を、中国など友好国からの輸入で補っているとみられる。

図表3. 減少が続く貿易黒字



(注) TRAMO-SEATS 法で季節調整を施した。  
(出所) ロシア中銀

図表4. 中国産完成車に依存するロシアの新車市場



(出所) 欧州ビジネス協会(EBA)及び中国海関総署

## (2) 通貨の安定には財政引き締め策も必要だが

ロシアの最新4-6月期の実質 GDP(速報値)は前年比4.9%増と、5四半期ぶりにプラス成長を記録した(図表5)。回復のけん引役は製造業(同11.3%増)だが、製造業による生産の回復は、完成品の輸入の動きに鑑みれば、軍需品がドライバーになっている可能性が高い。輸入品の生産代替が行われているとしても、低付加価値品にとどまろう。

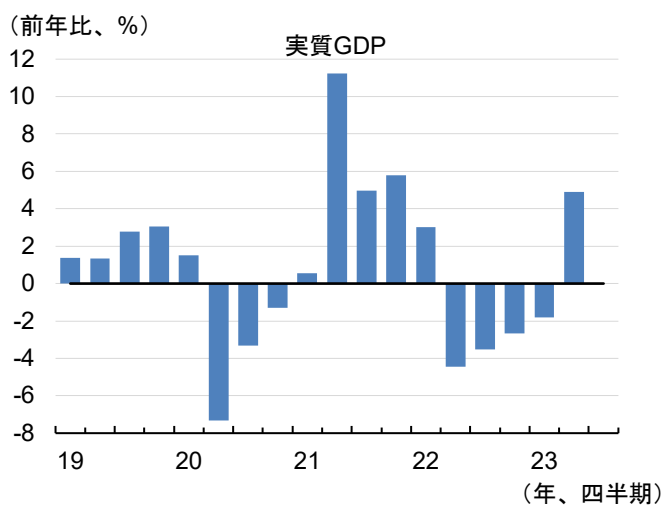
需要項目別の動きは不明だが、需要面でのけん引役は公需、特に軍需であると考えられる。通貨の安定を優先するなら、金融のみならず、財政も引き締め、需要を抑制する必要がある。しかしウクライナとの戦争を継続する以上、財政引き締めは容易ではない。ロシア政府は経済対策にも追われており、その点からも、歳出削減は進みにくい。

つまり今のロシアでは、財政を拡張する一方で、金融を引き締めるという非対称なマクロ経済運営がなされている。これでは通貨の安定は見込みがたく、原油価格が一段と急騰でもしない限り、ルーブル相

が回復する展望は描けない。中銀による利上げはルーブル安への抑制要因となる程度であり、ルーブル安を完全に止められるかは疑問である。また、そのことはロシアも理解しているはずである。

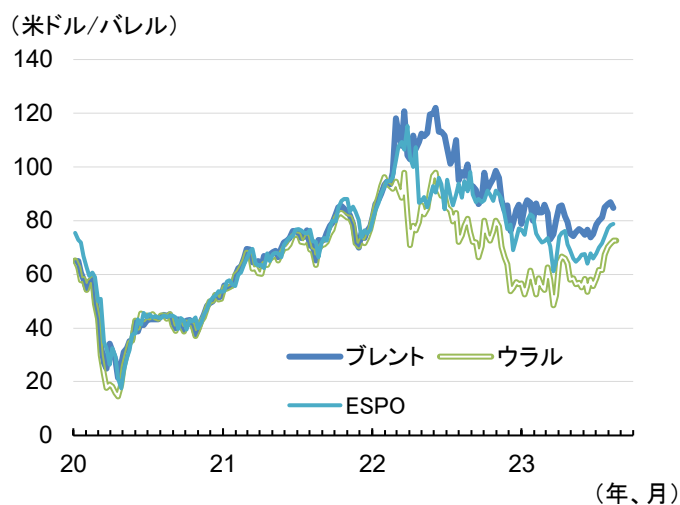
そのため、今後もルーブル相場は軟調に推移しよう。国際原油価格が急騰しても、ロシア産原油は国際価格よりも安価に取引されている(図表6)。特に二大需要家である中国とインドは、中東産原油とロシア産原油の価格を見比べている。こうしたことから、原油高もかつてほどのルーブル買い圧力とはならず、ロシア財政の追い風にもならないだろう。

図表5. 5四半期ぶりにプラスに転じたロシアの GDP



(注)4-6月期は速報値  
(出所)ロシア統計局

図表6. ロシア産原油価格の推移



(注1) 週次平均  
(注2) ESPO:東シベリア・太平洋石油パイプライン  
(出所)ロイター

— ご利用に際して —

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとさ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、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およ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、お客さま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。