

新興国通貨の基礎知識～ロシア

(注) 2月24日のロシアによるウクライナ侵攻を受けて、ロシアを取り巻く環境は急激に悪化し先行きも極めて不透明な状況にあります。本稿の内容はウクライナ侵攻前までのやや長い目で見たロシアについて記述したものであり、今後の経済金融情勢はこれまでと大きく変わるリスクが高いことにご注意下さい。なお、ウクライナ侵攻を受けたルーブルの動きなどを末尾に簡単に纏めています。

1.ロシアの概要（ファンダメンタルズ）

（ア）ロシアの規模等

ロシア連邦（以下、ロシア）は地球上の陸地面積の10分の1以上に及び、世界最大の国土面積を有する国です。面積は日本の約45倍に相当する約1,712.5万平方キロメートル（クリミア共和国・セヴァストポリ市含む）で、人口1億4,600万人が居住する大国です。経済規模を示す名目GDP総額は1兆4,800億米ドルで世界11位（2020年）で、第10位は韓国、第12位はブラジルです。しかし、一人当たり名目GDPは10,115米ドルで64位と大きく順位が下がります。

2000年代に入り、ロシアは高い経済成長を遂げ、BRICs¹の一員として21世紀の新興経済大国として期待されるようになりました。経済成長の背景として、世界的な資源需要の増加により地下資源の輸出が好調だった点が挙げられます。特に、原油・天然ガスはロシア経済の基盤です。2000年代以降、一人当たりGDPは飛躍的に上昇し、家計消費主導の成長が続いてきましたが、ここ数年は伸び悩んできています。

（イ）ロシア経済の強み

上述のように、ロシア経済の強みは原油・天然ガスを中心とした豊富な地下資源です。2020年末時点の原油の確認埋蔵量は1,078億バレル（世界全体の6.2%、第6位）、生産量は1,067万バレル/日（同12.1%、第3位）でした。同年の天然ガスについては、確認埋蔵量が37兆m³（同19.9%、第1位）、年間生産量が6,385億m³（同16.6%、第2位）

¹ 「ブラジル連邦共和国（Brazil）、ロシア連邦（Russia）、インド共和国（India）、中華人民共和国（China）の4カ国の頭文字を並べたもので、台頭する新興大国を意味する造語をいいます。…（中略）…また2011年4月に中国の北京で開催された首脳会議に南アフリカ共和国（南ア）が初めて参加し、正式名称を「BRICS首脳会議」に変更して以降、BRICsに南アが加わり、小文字のsを大文字に変えた「BRICS」の表記も使われるようになりました。」

iFinance 「金融経済用語集－世界経済用語－BRICs」より（参照日：2020年11月19日）
<https://www.ifinance.ne.jp/glossary/global/glo056.html>

となっています。2020年の産業別名目GDPの構成比では、鉱工業（鉱業、製造業、電気・ガス・水道）が4分の1を占めており、製造業（全体の約15%）の部門別構成比の中でも石油・化学製品が2割を占めています。図1をみると、2000年代の資源価格の高騰と高度経済成長の相関関係がわかります。

また、個人消費の拡大も強みと言えます。名目年間平均賃金は、2000年代平均で前年比+29%、2010年代平均で同+10%増加しました（図2）。これは消費者物価上昇率（2000年代同+14%、2010年代同+7%）を大きく上回る水準で推移しています。資源輸出で得た富が国全体に循環し、加えて貧困対策を目的とした最低賃金引き上げの動きが賃金上昇に繋がっていたのです。

図1 ロシアの実質GDP成長率と原油価格の推移

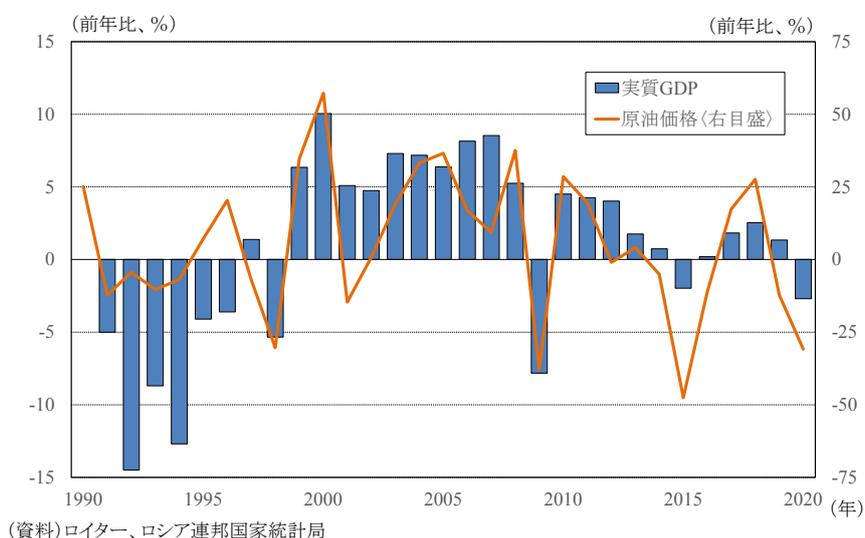
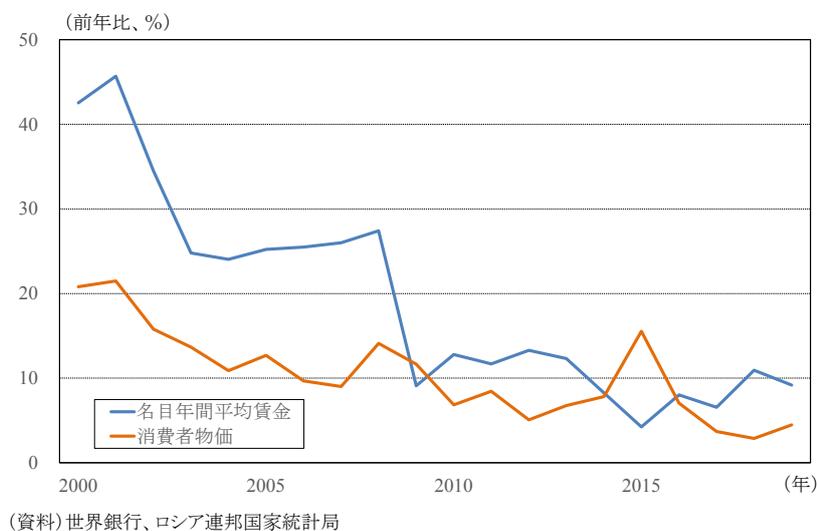


図2 名目年間平均賃金と消費者物価の推移



(ウ) ロシア経済の弱点～原油価格・地政学リスクに左右されやすい経済

石油・天然ガスなどのエネルギー産業は市場価格の変動に左右されやすいという点で、弱みにもなります。IMFは、原油価格の変動が非石油部門に与える影響を軽減する政策を継続するべきであると指摘²しています。2008年のリーマンショック、2014年頃のシェールオイル開発ブームに伴う原油供給増、そして2020年のコロナショックでは、原油価格は大きく下落しました。原油価格の下落はロシア経済にとってマイナス要因で為替レートにも下落圧力がかかります。ロシア政府はこの点について問題意識を持っており、国民福祉基金(NWF: National Wealth Fund)³という形で、原油・ガス収入の一部を積み立て、危機時の赤字補填財源としています。

また、欧米の対露制裁の長期化も経済成長の阻害要因となっています。2014年のクリミア併合以降のエネルギー産業を中心とした制裁は現在も継続されており、制裁強化の動きも見られます。欧米との関係が冷え込む中、ロシア経済における中国の存在感は年々高まってきており2018年には輸出入ともに最大の単独貿易相手国となりました。しかし、依然としてEU諸国が輸出の4割を占めていることから対露制裁をめぐる動きについて注意が必要です。

そのほか、金融システムの脆弱さ、汚職問題、緊縮的な財政政策、固定資本形成比率の低さ等も近年の経済成長鈍化の一因となっています。汚職認知指数に関する2021年のランキング⁴では、180カ国中136位と下位に沈んでいます(同位は、アンゴラ、マリ、リベリア)。

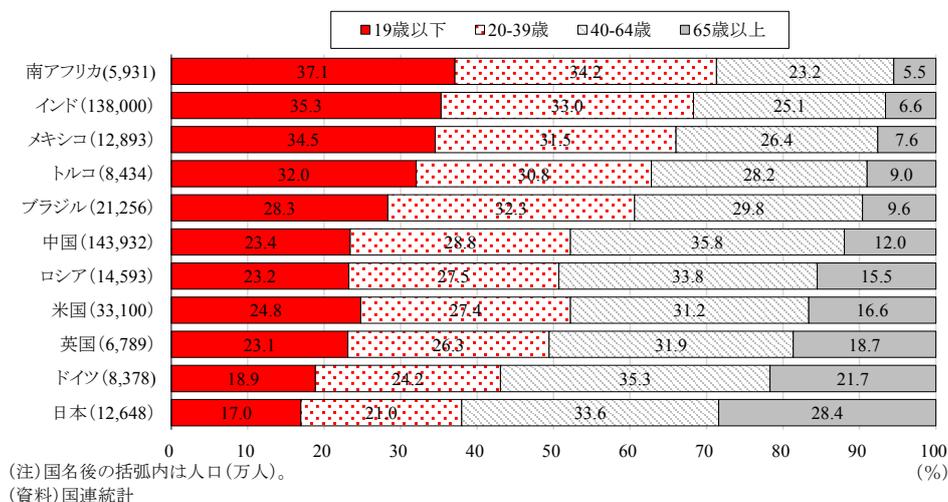
人口動態は、一国の長期的な経済成長を予想する上で重要な要素となります。世界一の国土面積を有するロシアですが、総人口はBRICsの中で下から2番目です。1990年代には、極めて不安定な経済情勢の影響から出生率が低下し、人口減少が見られました。直近10年においては緩やかな増加傾向にありますが、図3の人口構成比をみると総人口に占める65歳以上の高齢者の割合は14%を超えており、ロシアはすでに高齢社会となっています。高齢化対策として、2019年1月に年金支給開始年齢の引き上げが実施されています(男性:60→65歳、女性:55→60歳)。ロシアの国家目標には、人口の着実な増加が掲げられており、人口動態は重要課題となっています。

² IMF (2020), "External Sector Report"

³ 各年の基礎原油価格を設定し、当該価格分に相当する資源収入を歳入に繰り入れ、基礎原油価格超過分による資源収入を国民福祉基金に繰り入れしています。2022年1月1日時点の残高は、GDP比11.7%となっています。

⁴ Transparency international, "Corruption Perceptions Index 2021"
[2021 Corruptions Perceptions Index - Explore the... - Transparency.org](https://www.transparency.org/en/cpi/2021)

図3 各国の人口構成比（2020年）



2. ロシアルーブルの現状（制度的側面）

（ア）為替制度の変遷、取引規模～現在は変動相場制

ロシアの為替相場制度は2014年11月に通貨バスケット制（ドルとユーロ）から変動相場制へ移行しています。同年は、ウクライナ危機・クリミア併合により政治的緊張が高まった年であり、ロシア孤立化への懸念から大量の資本流出が発生しました。変動相場制への移行の背景には外貨準備高の減少を防ぐ意図もあったとみられます。

次に、世界の外為取引の中でのルーブルの位置づけを明らかにしていきましょう。表1は、各通貨の為替取引高を示したものです。ドル/ロシアルーブルの1日当たりの取引高は630億ドルであり、先進国通貨と比較すると取引高は少なく、全体の1%のシェア（ドル/ブラジルレアルと同水準）となっています。

図4は対ドル売り気配と買い気配の差を中心レートで割って算出した気配値の開きの推移です。この数値が大きいほど一般的に取引コストが高く、小さいほど取引コストが小さいことを意味します。それぞれの通貨の取引コストは取引量の多寡、通貨危機への耐性、政治リスクなど多面的な要素に左右されます。同一通貨の中でも取引コストは時期により異なり、経済・政治情勢が不安定化した際は、取引コストが高くなる傾向があります。

ルーブルの気配値の開きの推移をみると、1998年のロシア危機や2014年のクリミア併合、その後の欧米諸国による対露経済制裁の発動などに伴い金融市場が混乱した場面では一時的に気配値の開きが拡大しました（図4）。

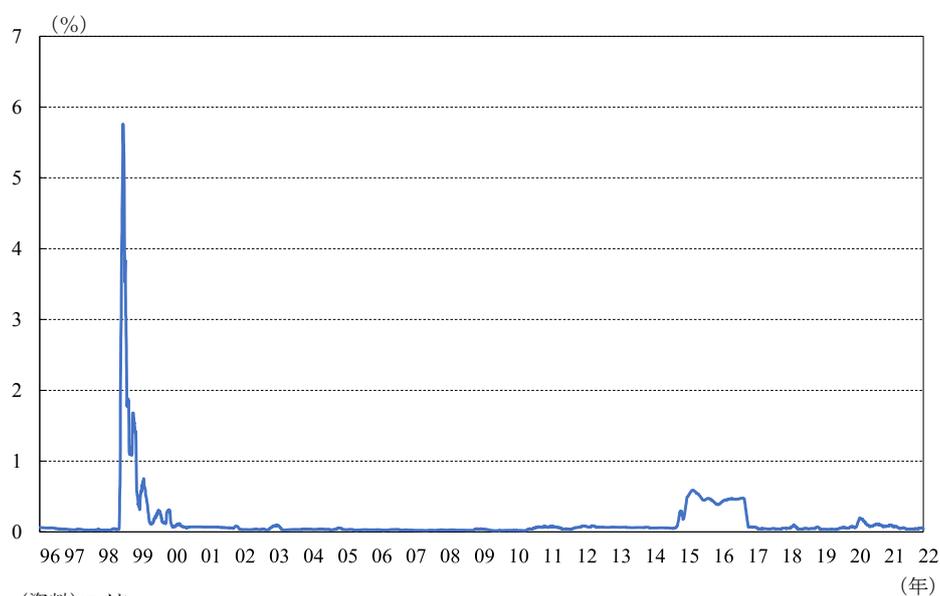
表1 通貨ペア別為替取引高

通貨ペア	1日当たり平均額、10億ドル、%	
	2019年	
	取引高	シェア
ドル／ユーロ	1,584	24.0
ドル／日本円	871	13.2
ドル／英ポンド	630	9.6
ドル／豪ドル	359	5.4
ドル／カナダドル	287	4.4
ドル／人民元	270	4.1
ドル／スイスフラン	228	3.5
ドル／韓国ウォン	126	1.9
ドル／インドルピー	110	1.7
ドル／メキシコペソ	105	1.6
ドル／ブラジルレアル	66	1.0
ドル／ロシアルーブル	63	1.0
ドル／南アフリカランド	62	0.9
ドル／トルコリラ	62	0.9

(注)2019年4月時点。

(資料)国際決済銀行

図4 ルーブルの気配値（売り気配／買い気配）の開き（30日移動平均）



(イ) 中央銀行と金融政策

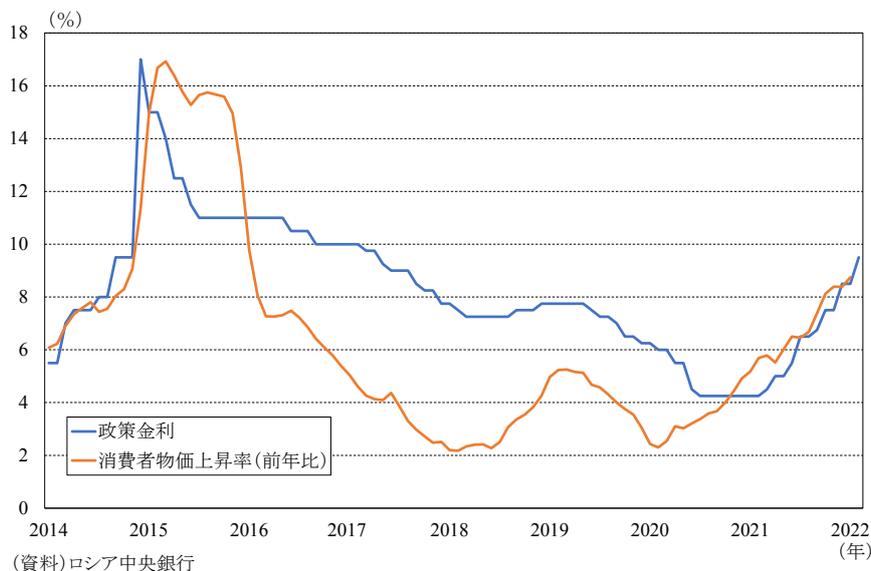
ロシア中央銀行（以下、中銀）の主な役割は、金融と物価の安定、競争力ある金融市場の発展に貢献することとされています。国内唯一の発券銀行であり、中央銀行法によ

ってその独立性が保証されています。しかし、過去には金融政策決定をめぐり政府との対立がみられ、中銀総裁が解任される⁵という状況も起きています。

また、中銀はインフレターゲット制度を採用しており、インフレ目標を前年比+4%としています。インフレ率を安定させることで、家計や企業が事業や投資など長期の計画を立てやすくする意図があります。

政策金利操作は、金融調節の重要な手段です。より実効性を高めるため 2013 年から政策金利を 1 週間物レポ・オークション金利に変更しています。欧米の対露制裁や経済成長率の鈍化、加えて新型コロナウイルス感染拡大の影響から近年は景気刺激のための低金利が続きました（図 5）。しかし、その後はインフレ率の上昇を受け、2021 年から 2022 年初めにかけて累計 8 回の利上げが実施されています。

図 5 ロシアの政策金利と消費者物価上昇率の推移



(ウ) 外貨準備と国際通貨基金 (IMF) の目安

通貨危機などの緊急時に対外レートを安定させるためには、政府や中銀が外貨準備を用意しておくことが大切になります。外貨準備は、通貨危機や、他国に対して外貨建債務の返済などが困難になった際、政府や中銀が為替介入やファイナンスに使用する原資として使用します。

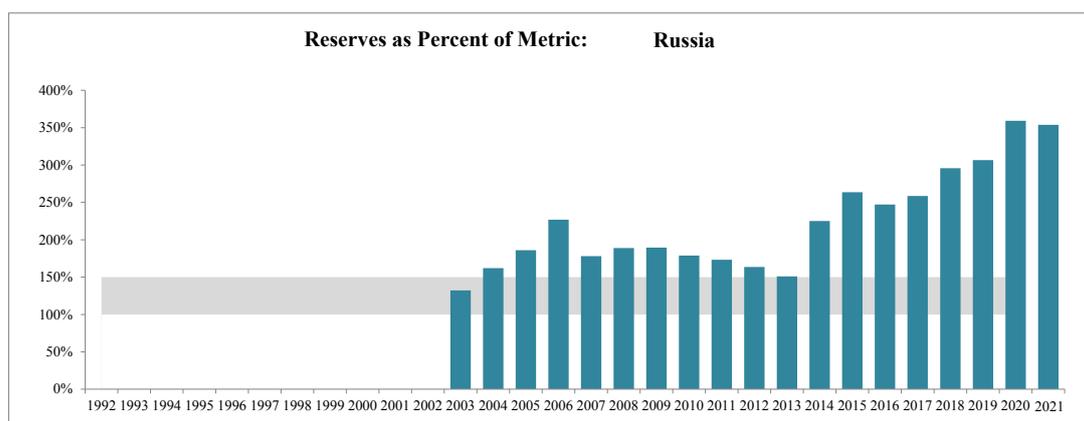
外貨準備高が十分であるかの判断材料としては、IMF が公表している Assessing

⁵ 2002 年 3 月、中銀の独立性をめぐり政府と対立が生じ、ゲランシチェンコ中銀総裁が解任された。中銀総裁選出は、大統領が推薦した候補を議会で審議・承認する形式となっている。

Reserve Adequacy Metric (ARAM) が有用です。ARAM は、①輸出、②マネーサプライ、③短期対外債務、④その他負債（債券、証券）に、ウェイトを掛け外貨流出リスクを算出し、リスクを防ぐために必要な外貨準備高の計算をしています。この目安を上回る外貨準備があれば安全だと判断できます(IMFは100~150%を適正な範囲としています)。

図6は、ロシアのARAMデータです。最新数値は354%と外貨準備高が適正水準を大きく上回っていることが分かります。なお、同図をみると2014年は225%と前年から70%以上上昇しています。しかし、この年のルーブル為替レートは大きく下落、中銀がルーブル買い介入をした結果、外貨準備高は1,000億ドル以上減少することとなりました。同年は、ウクライナ危機をめぐる欧米の対露制裁（後述）やロシア経済の減速見通しから、海外資本の引き上げによって分母となる負債も同時に大きく減少したのです。偶発リスクに備えるという点でARAMの適正水準を確保することは重要です。一方で、ARAMの分母となる対外債務等は経済成長に繋がる投資を呼び込むという側面もある為、上手に返済リスクもコントロールしながら、海外資本を活用することが大切です。

図6 ロシア外貨準備高の適正水準に対する比率



(出所)IMF「Assessing Reserve Adequacy Metric(ARAM)」

3.ロシアルーブル相場の長期推移

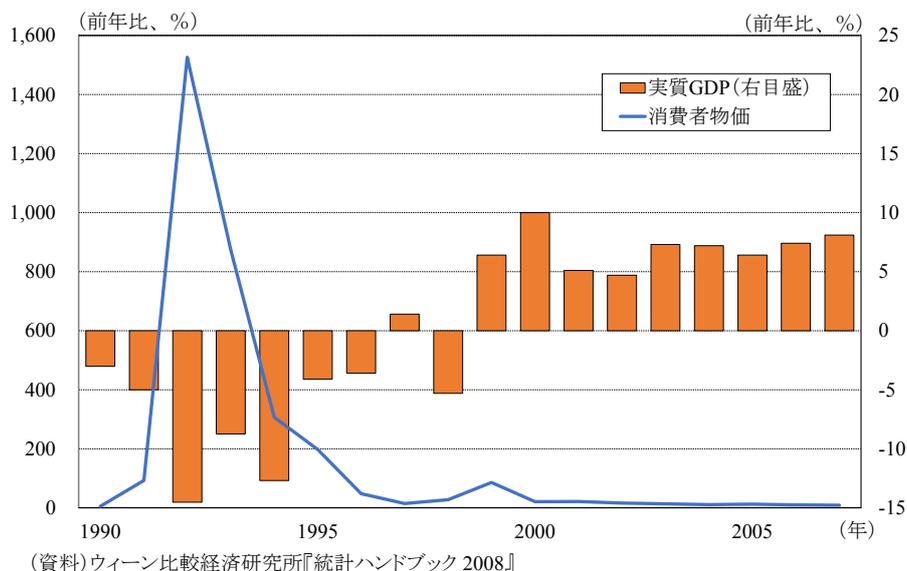
(ア) 1990年代：市場経済移行とロシア危機

新興経済大国として注目されてきているロシアですが、1990年代の経済パフォーマンスは悲慘なものでした。ここでは、今後の為替レートの動向を占う為に、過去の出来事を振り返りながらロシア経済の構造と特徴について理解を深めていきましょう。

ロシアは、1991年ソヴィエト連邦崩壊により、その後身として誕生しました。1980年

代ソ連末期の経済的混乱を経て、社会主義計画経済から市場経済への移行を開始します。1992年1月の価格自由化を皮切りとした「ショック療法型」の市場経済移行は、独占体質の旧勢力の巻き返しを阻止するため、短期間での急進的な移行計画でした。しかしその結果、社会主義時代に隠されていた不均衡⁶が露呈し、経済不安定化に伴う生産減少もありハイパー・インフレーションに陥ります。消費者物価上昇率は、1992年前年比+1,526%、1993年同+874%、1994年同+307%と高騰が続ききました（図7）。この間、実質GDP成長率は、1992年に同▲14.5%と大幅なマイナスを記録し、その後もマイナス成長を余儀なくされました。本来であれば、価格は財・サービスの需給調節という重要な役割を果たしていますが、激しいインフレ下ではその機能が期待できなくなります。市場経済移行と同時並行で、政府は、マクロ経済安定化政策（厳しい財政・緊縮策）によりインフレ抑制を図ります。

図7 消費者物価上昇率と実質GDP成長率の推移



一方、対米ドル為替レートは消費者物価上昇率に比べて切り下げ幅が小さく、ルーブルは過大評価になっていました。1994年秋、その歪みが表出します。同年10月11日、対ドル為替レートは845ルーブル安の3,926ルーブル、前日と2日間合計で1,030ルーブル安の大暴落となったのです。この出来事から、為替相場の安定は、マクロ経済の安定と密接に繋がっていることが分かります。

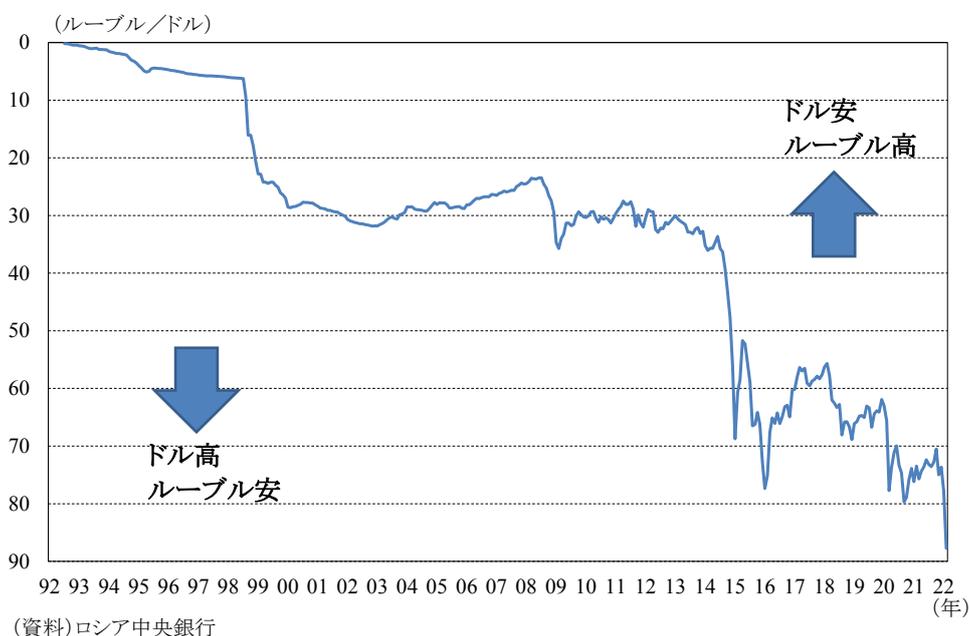
1995年以降、緊縮的な財政・金融政策の実施によりインフレは徐々に収束していきます。1997年、消費者物価上昇率は同+14.8%に改善し、実質GDP成長率は同+1.4%とプラスに転じました。マクロ経済が落ち着きを取り戻したことを受け、1998年1月

⁶ 1980年代後半のペレストロイカ期、財政赤字が国立銀行からの借り入れにより賄われていたこと、生産性上昇を反映しない賃金の引き上げが行われたこと等により貨幣供給（流動性）過剰になっていた。

に1,000旧ルーブルを1新ルーブルとするデノミネーションが行われました。

しかし、前年の1997年夏にアジア通貨危機が発生し、原油の世界市場価格が下落すると、再びロシアの国債、財政への不安が高まっていきました。海外投資家の資金引き上げの動きが広がり、中銀はIMFや世銀の緊急金融支援を受け、ルーブル買い介入を行いました。1998年8月17日、政府は事実上のデフォルト⁷を宣言します。年初来、1ドル=6ルーブル台で推移していた為替レートは、12月に1ドル=20ルーブル台まで下落しました(図8)。これをロシア危機と言い、1998年の実質GDP成長率は同▲5.3%と再びマイナスに転じることとなりました。

図8 ルーブルの対ドルレートの推移



(イ) 2000年代：資源輸出による高度成長とオランダ病

1998年のロシア危機は、ロシア経済に更なる悪影響を与えると予想されていました。しかし、その予想に反して2000年代(2008年世界金融危機前まで)のロシア経済は好調に推移していくこととなります。為替レートの下落は、輸入価格の高騰を招いた一方で、国産品需要の増加につながり製造業への追い風となったのです。そして何より、世界的な資源価格の高騰がロシア経済を大きく押し上げました。1バレル当たりの原油価格は、1998年に13ドルだったのに対し2008年には97ドルと、10年間でおおよそ7.4倍も上昇したのです(前述図1参照)。多額の輸出は、ロシア経済全体に循環し、個人消

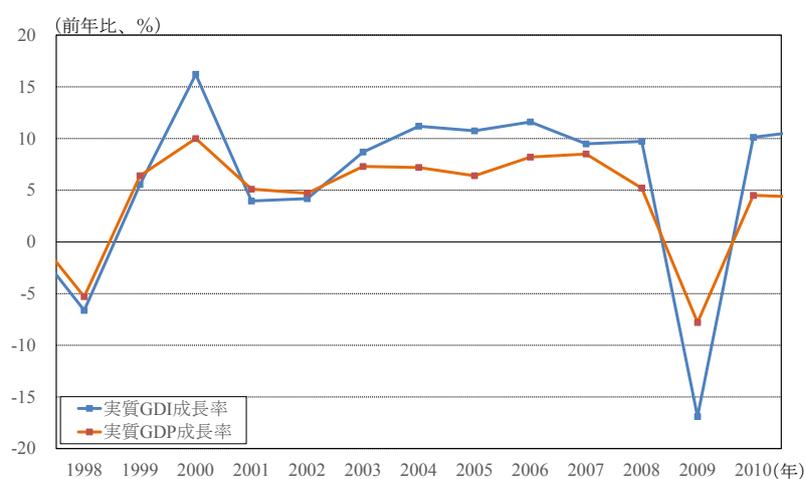
⁷ ロシア政府は、ルーブルの切り下げ、国債取引の停止、商業銀行の対外債務支払い猶予等を発表した。

費や総固定資本形成を活発化させた結果、実質 GDP は高めのプラス成長が続きました。

交易条件の改善を見る指標として実質 GDI（国内総所得）⁸を確認すると、2000年代は前年比 10%前後と好調であり、ロシア経済にとって優位な世界情勢であったことがわかります（図 9）。しかし、2008 年夏頃から原油価格は急落し、2009 年以降は世界金融危機の影響も加わり景気は大きく後退しました。ロシアのような資源依存国は、世界経済の変動や資源価格の騰落に経済成長が大きく左右されやすく、外生ショックに対して脆弱である点には注意が必要です。

また、資源依存国によくみられる特徴として「オランダ病」についてもふれておきましょう。オランダ病とは、簡単に言うと資源産業の成長により製造業が衰退する現象のことです。資源輸出の増加は、外貨の流入増加を意味しており、ルーブル・レートを上昇させました。ルーブル高は輸入にとって有利な状況です。安価な輸入品が流通することで、国内の製造業は圧迫され、国際競争力が失われることとなったのです。2000年代の高度経済成長期のロシアは、国際競争力を有するエネルギー産業と弱体化する製造業、双方の側面を持ち二重経済の様相を加速させていったのです。

図 9 実質 GDI 成長率と実質 GDP 成長率の推移



(資料) 世界銀行

⁸ 「付加価値の実質的な大きさ（実質 GDP）は各構成要素の価格をある時点で固定することによって計測されるため、実質 GDP には海外との貿易に係る交易条件の変化に伴う実質所得（購買力）の変化は反映されない。この「交易条件の変化に伴う実質所得（購買力）の変化」を捉えるのが交易利得・損失という概念であり、定義上、実質 GDP + 交易利得・損失 = 実質 GDI が成立している。」

内閣府「用語の解説（国民経済計算）— 交易利得・損失」より（参照日：2020年11月19日）

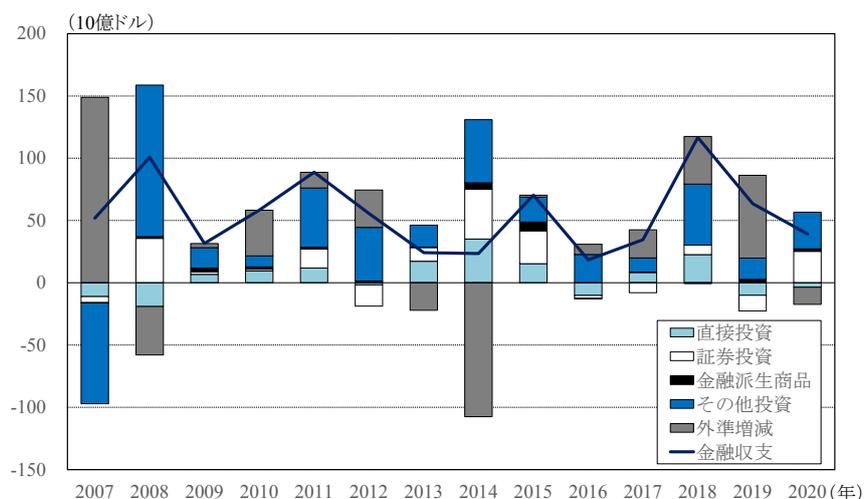
https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/reference4/yougo_top.html

(ウ) 2010年代：ビジネス環境の改善と欧米の経済制裁

世界銀行が毎年発表する世界のビジネス環境調査「Doing Business」の2020年版では、190カ国中28位（日本は第29位）と電力調達・資金調達のスコアが伸び、近年ビジネス環境の大きな改善が見られます（2010年度版では183カ国中123位）。投資環境が改善される一方、ロシア経済を見る上で欧米による経済制裁の影響について注意が必要です。

地政学的な緊張の高まりが、為替レートに影響した事例を確認してみましょう。2008年はグルジア（ジョージア）進攻と原油価格の急落により、大規模な資本流出が発生しました。海外からの投資資金引き上げの結果、2008年の金融収支は+1,007億ドルと前年の約2倍となりました（図10）。2014年2月のウクライナ騒乱、3月のクリミア併合を受け、欧米はロシアに制裁を科すこととなります。同年7月には、マレーシア航空機墜落事件が発生し、石油産業に焦点をあてた制裁が強化されました。こうした投資環境の悪化から、再び投資引き上げの動きが高まり、為替レートにも下落圧力が高まりました。中銀は為替レートを下支えするためルーブル買い介入を行い、2014年の外貨準備高は大幅に減少しました。また、2018年には英国で起きたロシア人元情報機関員の毒殺未遂事件において、ロシア政府が化学兵器使用に関与したとして、米国による追加制裁が導入されています。2020年8月に発生した反体制派指導者ナワリヌイ氏への毒殺未遂事件をめぐっては、欧米はロシア政府の関与の可能性を指摘しており、2021年3月に追加制裁を発表しました。同年4月には、米大統領選挙への介入や米国企業へのサイバー攻撃などを理由に、将来性の高いエネルギー開発事業に対し資金・技術供与を禁止する等、米国の対露制裁措置が強化されました。

図10 金融収支の推移



(資料) ロシア中央銀行

なお、ロシアの經常取引・資本取引に関する規制は、2004年6月に発効した改正外為規制・外為管理法により自由化が進められ、2007年1月に原則制限が廃止されました。現在では特定の業種、安全保障や天然資源の採掘に関する産業、ほかに物流業や銀行業などを除き⁹、ロシア市場は外国企業に開放されています。また、ロシア政府は、2014年の為替レート下落時においても、本格的な資本取引規制の導入に否定的な見解を示しています。

(エ) 新型コロナウイルス禍とロシアルーブル

2019年末に中国で最初の感染が確認された新型コロナウイルスは、瞬く間に全世界へと感染拡大し、2020年第2四半期においては各国政府が公衆衛生上の制限措置を導入するなどした結果、世界経済は急激な景気後退を余儀なくされました。その影響により2020年4月、原油先物のWTIは史上初のマイナス価格を記録するなど異例の事態となりました。低迷する原油価格を下支えするため、OPECプラスによる協調減産が行われたことやワクチンの普及などにより経済活動の正常化が進んだことで2021年2月にはコロナ禍前の1バレル=60ドル台まで回復しました。その後も先進国を中心に景気回復に伴う原油需要が拡大したことを受け、OPECプラスは同年8月から協調減産の段階的な縮小を行うことで合意しました。しかし、増産ペースが緩やかであることに加え、昨年末以降はウクライナを巡るロシアと欧米の緊張が高まったことから、原油価格は上昇基調が続きました。

また、ロシアの新型コロナウイルス感染者は2022年2月初時点で累計1,200万人を超え、アメリカ、インド、ブラジル、フランス、イギリスに次ぐ水準となっています。ロシアでは、ワクチンに対する国民の不信感が根強く、接種率が40%台と低水準にとどまっているほか、昨年末に発生した新たな変異株（オミクロン株）の流入に伴い、年明け以降、感染の急拡大が続いており、足元では1日当たりの新規感染者数が10万人を超えています。対ドル為替レートは、コロナ禍前1ドル=60ルーブル前半で推移していましたが、パンデミックによる世界経済の停滞やそれに伴う原油価格の急落を受け、2020年3月には1ドル=80ルーブルまで下落しました。その後、感染抑制とともにルーブルは幾分買い戻されたものの、中銀による政策金利の引き下げや上述した反体制派指導者の毒殺未遂事件を巡る欧米による制裁強化などが下落圧力となり、11月には再

⁹ 詳細については、下記参照のこと。

JETRO 「国・地域別にみるーロシア・CISーロシアー為替管理制度、外資に関する規制」 （参照日：2020年11月30日）

https://www.jetro.go.jp/world/russia_cis/ru/trade_04.html

https://www.jetro.go.jp/world/russia_cis/ru/invest_02.html

び1ドル=80ルーブルまで通貨安が進むなど、低調な推移が続きました。2021年には、中銀が相次いで利上げを実施したことや原油を中心とした資源価格の上昇に後押しされ、10月には一時1ドル=69ルーブルまで上昇しました。しかし、年末以降、ロシア・ウクライナ国境付近における地政学リスクの高まりが懸念され、原油価格の高止まりに反してルーブル安が続きました。IMFの直近の経済見通しでは、ロシアの実質GDP成長率は2021年：前年比+4.5%、2022年：同+2.8%と予想されています。新興国・発展途上国におけるGDP成長率の予想平均（2021年：同+6.5%、2022年：同+4.8%）と比較すると低水準となっています。

4. ロシアルーブル取引における注意点

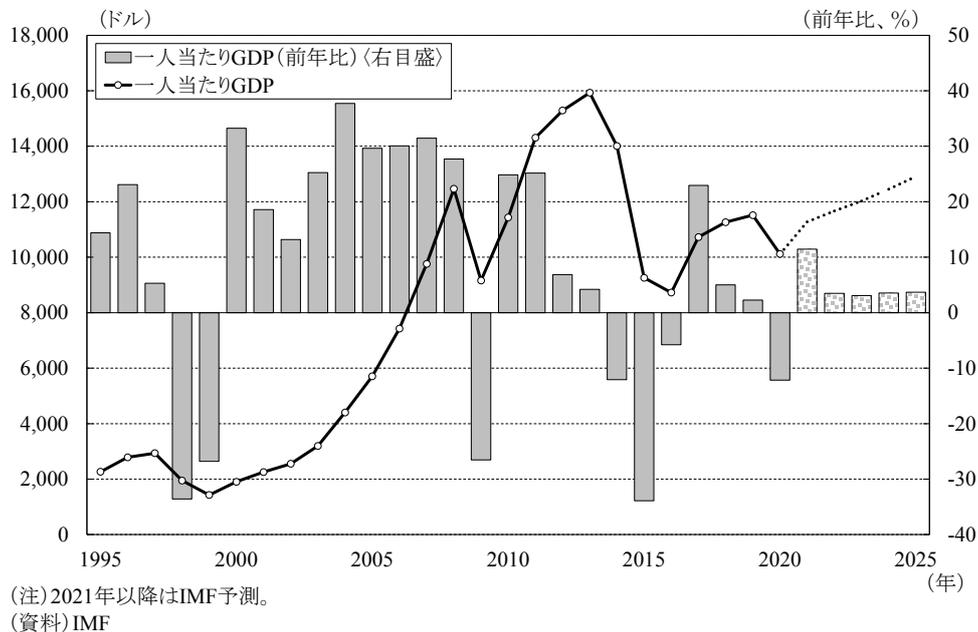
（ア）成長が鈍化するロシア、経済制裁や地政学リスクが重石

誰もが聞いたことがある「BRICs」という言葉は、2003年ゴールドマンサックスの「BRICsとともに夢を見よう—2050年への道」の中で使用され、世界経済における新興経済大国（ブラジル・ロシア・インド・中国）の存在感の大きさを再認識させるきっかけとなりました。有利な人口動態、潜在的な成長余地の大きさによって経済発展と所得上昇が見込まれ、設備投資の増加や、海外からの資本の流入を生み出すと期待されたのです。図11は、ロシアの一人当たりGDPの推移を表しています。2000年代の好調な資源輸出と共に右肩上がりの成長を続け、2008年には12,000ドルを超え、2013年には16,000ドル程度まで上昇しました（その後は、再び12,000ドル程度まで低下しています）。一方、成長率を見てみると、2010年代以降鈍化がみられロシア経済の成熟度が高まってきていることがわかります。新興国は、その潜在的な成長力の高さからハイリスク・ハイリターンを期待して投資が行われます。経済が成熟してくると、高度経済成長期のような成長が期待しづらくなるため、経済の安定性が重要な要素になります。マクロ経済安定化への取り組みとして、プーチン政権は近年緊縮財政を継続しています。政策目標達成の財源確保のため2019年1月にはVAT（付加価値税）の増税や年金改革を実施しました。2021年には、これまで一律だった個人所得税を累進課税制に変更し、税率の引き上げ¹⁰を行いました。しかし、緊縮的な財政政策はインフレ抑制や政府債務の適切な管理という点で重要である反面、内需への下押し圧力にもなります。また、個人消費について、近年は家計債務の増加が個人消費拡大の要因となっているとの見方があり、金融規制の強化を行っています。2021年には政策金利の相次ぐ引き上げに伴い、個人向けローン金利が上昇したものの、融資額は増加傾向が続き、返済延滞率が上昇しています。家計債務の増加が懸念される中、2022年1月には、中銀に対して金融機関に

¹⁰個人所得税率は2001年以降、一律13%となっていましたが、今回の累進課税の導入により、500万ルーブルを超える部分に対する税率が15%に引き上げられました。

よる無担保消費者ローンの発行を抑制する権限が付与されました。

図 11 一人当たり GDP の推移



前述の通り、世界銀行が発表した **Doing Business 2020** において大きく順位を上げるなど、ロシアの投資環境は、近年改善がみられます。しかし、対内直接投資を見てみると右肩上がりの増加となっている訳ではありません。その理由は、本論で確認してきた、①2010年代後半における資源価格の低迷、②欧米による経済制裁、③地政学リスクの高止まり、等による影響が大きい為です。上述の通り、2014年にはクリミア危機がありました。2020年には政敵の毒殺未遂事件や旧ソ連のアゼルバイジャンとアルメニア間での戦闘激化が発生しました。

プーチン政権は 2030 年までのロシア連邦発展の国家目標に人口増・マクロ経済の安定成長・デジタルトランスフォーメーションを掲げています。経済連携では、クリミア併合以降、G8 からの追放・欧米制裁により西側との亀裂が広がっており、中国の「一帯一路」政策と「大ユーラシア・イニシアチブ」の連携を加速させるなど、東方シフト・対中関係強化の動きがみられます。また、内政については、2020年7月、大統領任期を「連続2期まで」とする内容を含む改正憲法が発効し、現職大統領と元大統領については同制限が適用されないこととなりました。その後、改正憲法に基づく法整備が進み、2020年末には、従来は在任期間中のみ適用された大統領に対する免責特権が拡大され、大統領経験者は生涯にわたり刑事・行政上の責任が問われないことが保障されました。通算4期目となるプーチン政権は、政権に優利な憲法改正・中銀干渉など独裁化の

様相もあり、ロシア軍の情報機関によるサイバー攻撃（各国選挙や東京五輪・パラリンピックへのサイバー攻撃疑惑が指摘されています）など国際社会の脅威となり兼ねない疑惑についてもリスク要因として加味する必要がありますでしょう。新型コロナウイルス感染拡大に伴う行動制限により大きく低迷したロシアの個人消費は、その後の経済活動の正常化や原油価格の高騰を受け、2021年第2四半期には前年比プラスに転じるなど回復基調がみられます。しかし、足元ではインフレの高止まりやオミクロン株による感染拡大が続いており、消費持ち直しの重石となることが懸念されます。ロシアの政策金利は、先進国と比較すれば高い水準にあります。世界経済におけるロシアの立ち位置や外交問題、近隣の各国情勢に関する最新の情報に留意しながらロシア経済の現状を正しく把握し、今後の動向を考察していくことが重要です。

（イ）ウクライナ侵攻でリスクが顕在化、先行きは不透明

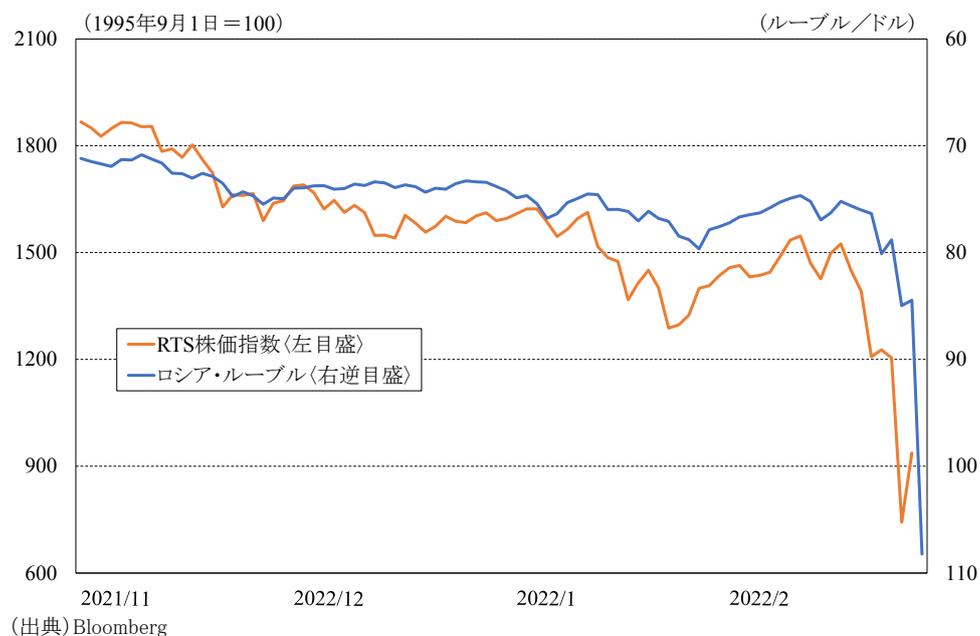
足元では、ロシアと米欧を中心とする西側諸国との対立が激化しています。NATO加盟を掲げるなど西側諸国との関係強化を図るウクライナに対抗し、2021年末にはウクライナ国境付近に10万を超えるロシア軍を配置するなど、軍事的緊張が高まりました。2022年2月21日、親ロシア派が実効支配するウクライナ東部2州についてロシアが独立国家として承認し、同24日にはロシア軍によるウクライナ侵攻が始まりました。これを受け、主要国はハイテク製品の輸出制限やロシアの金融機関の資産凍結など、追加制裁を発表しました。さらに足元では、ロシアの一部銀行に対し、国際決済ネットワーク「国際銀行間通信協会（SWIFT）」からの排除や中銀の外貨準備の取引を制限するなど経済制裁の強化が行われており、ロシアの経済・金融には大きな影響が出ると見込まれます。

ロシアのウクライナ侵攻を受け、世界経済にも動揺が広がっています。資源国ロシアへの経済制裁に伴い、原油供給が減少するとの懸念から原油価格は7年半ぶりに1バレル＝100ドル台での推移となっています。また、ロシア主要株式指数 RTS は1日で39%下落し6年ぶりの安値水準となったほか、ルーブルは前週末比3割安となる1ドル＝110ルーブル台に急落するなど、追加制裁によりロシア経済は大きな打撃を受けるとの見方が広がっており、為替や株価のさらなる下落に注意が必要です（図12）。2月28日、中銀は通貨安に歯止めをかけるため、政策金利を従来の9.5%から20%に引き上げることを発表しています。

足元では、停戦合意に向けた協議が行われる予定となっており、紛争の早期終結が強く望まれます。しかし、協議が難航する懸念もあり、欧米諸国による経済制裁が強化さ

れる中、紛争が長期化した際にはロシア経済はきわめて厳しい状況に陥るとみられます。当面は紛争解決の糸口が見つかるのか、刻一刻と変わる情勢を警戒しつつ見守るしかない状況を余儀なくされそうです。

図 12 為替と株価の短期推移



5.ロシアに関連する経済情報

ロシアの政治・経済に関する情報は、日本国内の新聞の経済面や国際面を開いても掲載されていることはあまりありません。掲載されている場合は、既に為替レートに影響を与えるような現象が起こっているときでしょう。これは紙面に限りがある以上致し方ないことで、どうしても新興国のニュースは後追いになってしまいがちですが、ニュースを待つのではなく、積極的に集めに行く必要があります。インターネットでの情報収集は非常に有益ですので、ここでは、ロシアに関連する情報を提供しているサイトを紹介します。尚、以下の情報源の名称、URL 等は当レポート発行時点のものです。予めご了承ください。

① JETRO（日本貿易振興機構）

主に輸出入や、海外進出を考えている企業向けの情報を扱っていますが、国のあらましや政治・経済情勢、為替制度なども解説しています。

https://www.jetro.go.jp/world/russia_cis/ru/

② 経済レポートドットコム（keizai report.com）

銀行や証券会社など金融機関が発行している経済レポートのまとめサイトです。このサイトを利用すれば、国内の各社が出しているロシア関連のレポートを一覧し、アクセスすることが可能です。登録すれば、毎週レポートを定期的にメルマガとして届けてくれるサービスもあります。

<http://www3.keizaireport.com/report.php/-/node=62/>

③ 在ロシア日本国大使館 HP

ロシアの現地情報を発信しています。コロナ感染状況についても情報があります。

https://www.ru.emb-japan.go.jp/itprtop_ja/index.html

④ モスクワタイムズ（英語）

ロシアのモスクワで発行されている英語の HP です。

<https://www.themoscowtimes.com/news>

⑤ IMF（英語）

ロシアの経済統計、情報だけでなく、IMF スタッフらによる分析も掲載してあります。最初は、どこに何があるのか確認するのが大変ですが、慣れれば「宝の山」と言っても過言ではありません。

<https://www.imf.org/en/Countries/RUS>

⑥ ロシア中央銀行（英語）

ロシア中央銀行の HP です。政策金利やインフレ動向を示す消費者物価上昇率等の各種統計や金融政策についても確認できます。

<http://www.cbr.ru/eng/>

以上

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 研究員 小宮 佳菜

(2022 年 2 月 28 日記)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。当資料の数値、見解等は、特に断りのない限り、当資料作成日現在のものです。