

急落後に持ち直したロシア・ルーブルの背景と今後

経済調査部 上席研究員 橋本 将司
masashi_hashimoto@iima.or.jp

<要旨>

- ロシア・ルーブルは、ウクライナ危機を受け3月上旬にかけて急落したが、その後持ち直し、4月上旬にはウクライナ侵攻開始前の水準を回復した。
- ルーブル持ち直しの背景には、ウクライナ危機を巡る市場の極端な危機感の緩和やロシアの安定的な経常黒字があると共に、何よりもロシア当局による政策金利の大幅な引き上げや各種資本取引規制の導入といったルーブル防衛策の効果が大きい。
- ルーブルは当面人為的に下支えされそうだが、今後経済制裁の効果が次第に顕在化し、ロシアの国際金融市場へのアクセスの制限から外貨繰りが逼迫したり、経済制裁を前提にした経済構造の転換がスムーズに進まず、ロシア経済がスタグフレーションに陥るなどした場合、ルーブルには改めて下落圧力が高まるリスクがある。

<本文>

1. ロシア・ルーブルは一時急落もウクライナ侵攻前の水準に回帰

ロシア・ルーブルの対ドル相場は、ウクライナ情勢の緊迫を受けて、2022年初から1ドル=75~80ルーブルの趨勢的にみた安値圏で推移していた。その後2月24日に実際にロシアがウクライナへの軍事侵攻を開始すると、2016年1月につけたそれまでの史上最安値であった86ルーブル近辺の水準を一気に割り込み急落（第1、2図）。ルーブルのオンショア市場であるモスクワ証券取引所（MOEX）における取引値で、3月10日にそれまでの史上最安値を大幅に更新する121ルーブル近辺まで下落した。

もっとも、その後ルーブルは回復に転じ、4月上旬には、急落前の75~80ルーブルでの推移に回帰している。ブルームバーグの集計によるルーブル対ドル相場のロシア国外（オフショア）における取引気配値は、3月上旬にモスクワ証券取引所におけるルーブルの取引が停止されていたこともあり、同取引所における取引値（オンショア取引）から一時30%程度までルーブル安方向へ乖離していた（第2図）。しかし、ルーブルの回復と共にその乖離幅も縮小傾向にある¹。

¹ 但し、このブルームバーグの集計によるルーブルの「オフショア取引ベース」は、2022年2月27日までは、オフショア取引とオンショア取引をブルームバーグが独自に集計したもの。2月28日以降は、ロシア情勢の混乱やオンショア市場の流動性低下などからオフショア取引のみによるものとなっている。

第1図:ルーブルの対ドル為替レート(モスクワ証券取引所)



(資料) Bloomberg

第2図:ルーブル対ドル為替レート(オンショアとオフショア)



(資料) Bloomberg

2. ルーブル持ち直しの背景

(1) ウクライナ危機を巡る市場の極端な危機感の緩和

こうしたルーブルの回復の背景には、まずウクライナ情勢を巡る市場の極端な危機感の緩和があろう。ロシアがウクライナへ侵攻した2月24日を挟み、ウクライナ情勢の緊迫を巡って市場のリスク回避スタンスは高まった。もともと、2022年4月11日付IIMAの目「円安の背景にあるウクライナ危機を巡る市場のセンチメント改善」²でも指摘したように、3月7日にウクライナのゼレンスキー大統領が、ウクライナのNATOへの早期加盟が難しいことを理解していると、今回の危機以降初めて発言。今般の紛争が最終的にはNATOとロシアの全面軍事衝突(=第3次世界大戦)に発展しかねないとの市場の危機感が、この頃を境に一先ず緩和する方向へ向かったとみられる。

第3図:米S&P500株価指数とドル円相場



(資料) Bloomberg

第4図:ルーブル対ドル為替レート(オフショア)と金相場



(資料) Bloomberg

実際、それまで下落基調にあった米S&P500株価指数はこの3月7日近辺で下げ止まり、その後持ち直しに向かった³。ドル円相場が115円近辺から130円手前まで大幅な

² [2022年4月11日付IIMAの目「円安の背景にあるウクライナ危機を巡る市場のセンチメント改善」](#)

³ 但し、4月以降は米FRBの金融緩和巻き戻し加速への懸念などから、S&P500は再び下落。

ドル高円安に動き始めたのも、この3月7日だ（第3図）。有事の際に逃避資金が集まり易い金の価格も3月8日まで急上昇した後、反落している（第4図）。ルーブルがオフショア取引でやはりちょうど3月7日に最安値をつけ、その後回復方向へ向かったのも、こうしたグローバルな市場のセンチメント変化とは無関係ではないと思われる。前掲第1図でルーブル対ドル相場を趨勢的にみると、今回の急落はさすがに異常な値動きであったとも言え、そうした状況からの戻りの動きがあったように見える。

(2)ロシア当局によるルーブル防衛策

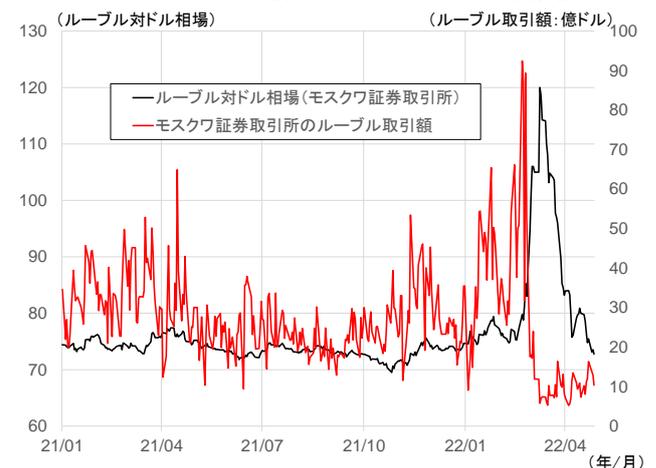
ルーブルの持ち直しの最も大きな要因は、やはりロシア当局によるルーブル防衛策だろう。まずロシア中央銀行は、欧米による各種経済制裁を受けてルーブルが急落し始めていた2月28日に、政策金利を9.5%から20%へと大幅に引き上げた（第5図）。さらに同日以降、3月中旬にかけて、2月28日の①輸出外貨収入の80%の3営業日以内の売却（ルーブル転換）の義務付けや、3月9日の⑥外貨預金からの外貨引き出しの10,000ドル以下への制限など、「ルーブル買い外貨売り取引」の促進、及び「ルーブル売り外貨買い取引」の制限を念頭に資本取引規制を相次いで導入した（第5、7図）。

第5図:各種イベントとロシア中銀政策金利



(注)①～⑧、ア～イ、A～Cの内容は、第7図を参照。
(資料)Bloomberg

第6図:ルーブル対ドル為替レートと取引所取引額推移



(資料)Bloomberg

第7図:ロシア当局による主なルーブル資本取引規制と欧米による主な金融制裁

区分	月日	概要
①	2月28日	輸出外貨収入の80%の3営業日以内の売却を義務付け
②		非居住者に対する外貨建て貸付を禁止。
③		居住者による自身の海外口座への外貨送金を禁止。
ア		米国・EUがロシア中央銀行、国民福祉基金、ロシア財務省との取引を禁止。
④	3月1日	10,000ドル以上の外貨現金及び外貨建て金融商品の国外持ち出しを禁止。
イ	3月2日	EUがSWIFTからのロシアの7行の排除を決定。
⑤	3月5日	ロシア政府・居住者による制裁実施国の債権者への債務返済は、債権者の口座をNational Settlement Depositoryに開設し、その口座にルーブル建てで返済金を入金。
⑥	3月9日	2022年9月まで、外貨預金からの現金引き出しは10,000ドルが上限。それ以上はルーブル建てで引き出し可能。銀行による外貨の販売も禁止。
⑦	3月10日	居住者法人企業による外貨引き出しを米ドル、ユーロ、日本円、英ポンドで5,000ドル以下、用途は海外出張費用に制限。
⑧	3月11日	3月12日より、ロシア国外からの送金やe-Walletによる資金はルーブル建てでのみの引き出しに限定。
A	4月1日	ロシアの居住者や制裁に参加していない国の非居住者などに限り、10,000ドルを上限に外貨での海外送金を許容。口座を保有していない場合の送金の上限は5,000ドル。
B	4月8日	2022年9月までの10,000ドル相当のまでの外貨預金からの外貨現金引き出しの対象通貨にユーロを追加。
C	4月19日	非エネルギーのコモディティ輸出業者については、輸出外貨収入の80%の売却義務を60日営業日以内に緩和（2022年9月1日まで）。

(注1)①～⑧はルーブルの資本取引規制の強化、ア～イは欧米による金融制裁、A～Cはルーブルの資本取引規制の緩和。
(資料)ロシア大統領府、ロシア中銀、日本貿易振興機構、各種報道

ウクライナ侵攻直後の欧米による相次ぐ経済制裁を受けて、ロシア国内ではルーブルの暴落と物価の高騰などを警戒し、ルーブルの外貨への交換や耐久財購入の急増など、

一部でパニック的な動きがみられていた。こうした政策金利引き上げやルーブルの資本取引規制導入は、投機的なルーブル売りなどパニック的な動きを沈静化。為替市場の需給においてもルーブル買いが優勢となり、前述したグローバルな市場のセンチメント改善もあり、3月中旬以降、ルーブルは一転反発に転じたと考えられる。

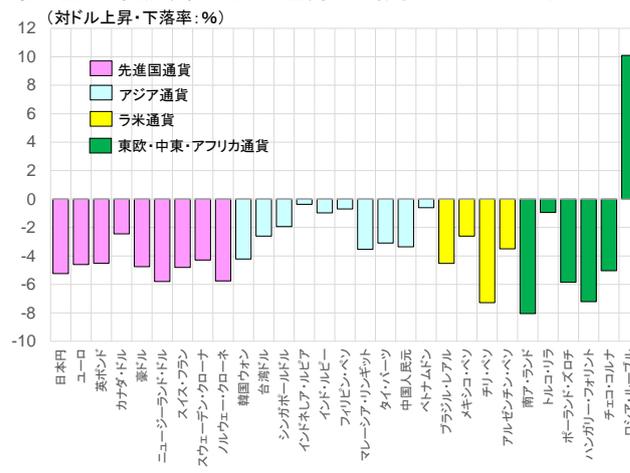
もっとも、欧米から未曾有の経済制裁を受けているにも拘わらず、ルーブルの対ドル相場がウクライナ侵攻前の水準まで完全に戻しているのにも違和感がある。モスクワ証券取引所におけるルーブルの日次取引額の推移をみると、ルーブルの資本取引規制が導入され始めた2月末頃から、これまでにない落ち込みがみられている（第6図）。従来ルーブルの対ドル相場と同方向に推移し易いロシアの主要株価指数（MOEX ロシア指数）の上値が足元重いにも拘わらず、ルーブルは回復基調が続いている（第8図）。さらに4月以降（3/31→4/27）の主要通貨の対ドル上昇・下落率をみると、米FRBによる金融緩和巻き戻し加速期待などからドルが独歩高となっているにも拘わらず、ルーブルだけはそのドルに対して上昇（第9図）。グローバルな市場の動きからしても、ルーブルの対ドル相場は、異質な動きとなっている。こうした状況を勘案すると、資本取引規制によりルーブルの需給には相応の歪みが発生しており、人為的に下支えされている部分が大いといわれる。

第8図:ルーブル対ドル相場とMOEX ロシア指数(株価指数)



(資料) Bloomberg

第9図:主要通貨の対ドル上昇・下落率(3/31→4/27)



(資料) Bloomberg

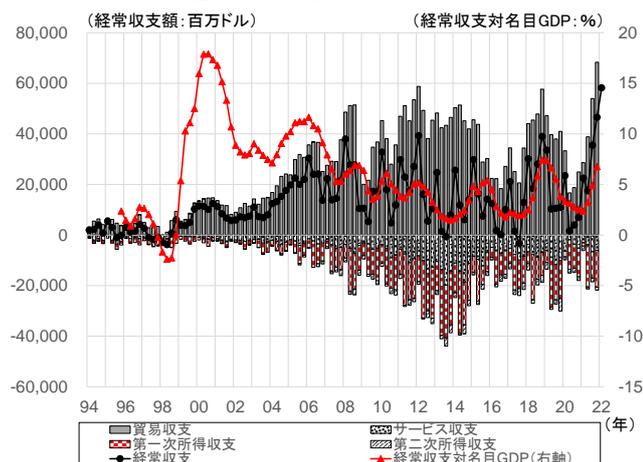
(3) 安定推移する経常黒字

以上の要因に加えて、ロシアの経常黒字がルーブルの回復の背景となった可能性がある。ロシアは原油や天然ガスなど資源輸出を主因とした貿易黒字を背景に安定的な経常黒字を計上して来た（第10図）。そのため、ロシアの経常黒字と原油相場の相関は高く、コロナショック後の原油価格上昇に合わせて、ロシアの経常黒字は急回復して来た。2022年第1四半期のロシアの経常黒字は、速報ベースで582億ドルと過去最高額を記録し、対名目GDP比率も2021年第4四半期時点で6.8%と高い水準にある。

過去より原油価格が上昇し、ロシアの経常黒字が増加する局面ではルーブルも強含み易い傾向があった。一方、コロナショック後の原油価格の上昇や経常黒字の増加に対して、ルーブルの上昇は限定的に止まっていた。ロシアはウクライナ危機以前からも国内の民主化運動家の取り締まりなどから欧米の経済制裁を受けており、ルーブルがこうし

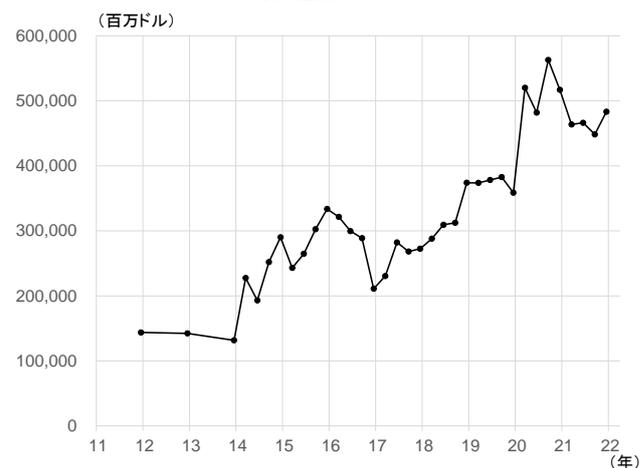
た悪材料を嫌気して織り込んでいた可能性がある。経常黒字とルーブルの相関が常に高い訳ではないのも事実だ。もっとも、第 6 図の通りルーブルの資本取引規制により、足元ルーブルのオンショア取引額は大幅に減少しており、経常黒字のルーブルの需給への影響はこれまでに比べて大きくなっているとみられ、ルーブルの支援要因の 1 つとなっている可能性はあろう。経常黒字の積み上がりからロシアは対外純債権国でもある（第 11 図）。基本的に海外への支払額よりも海外からの受取額が多い構造であり、通常の資本取引が抑制されている状況下で、やはりルーブルの下支え要因になり易いとみられる。

第 10 図:ロシアの経常収支とその対名目 GDP 比率(%)



(資料) Bloomberg

第 11 図:ロシアの対外純資産額



(資料) Bloomberg

3. ルーブルの安定はいつまで続くか？

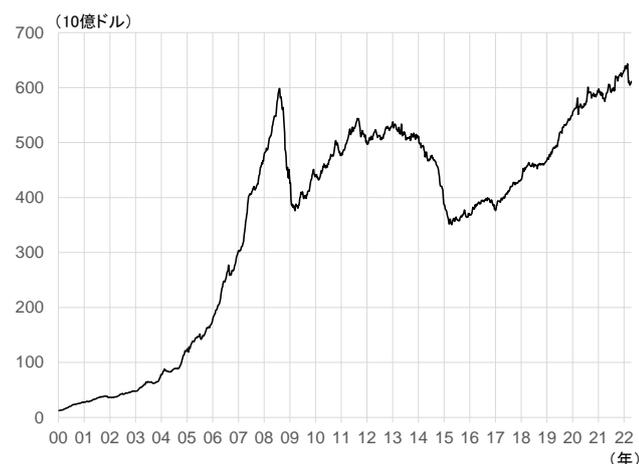
以上みたように、当面はロシア当局による高金利政策やルーブルの資本取引規制により、ルーブルは人為的に下支えされそうだ。欧米による原油や天然ガスなどのロシアからの禁輸措置もすぐには全面的なものにならない模様で、経常黒字による需給も、全体の取引額が大きく減少している中であっては、ルーブル支援要因となり易いであろう。

一方、少し長い目で見れば、欧州などロシアへのエネルギー資源の依存度が高い地域も、今後徐々にロシアからの輸入を削減する見通しで、ロシアの経常黒字額にも影響が出るかもしれない。また、米財務省が、米金融機関にドル建てロシア国債の利払い・償還取扱業務を禁止したため、4月4日のドル建てロシア国債の利払いがドル建てで実行されていない（ルーブル建てで支払い）。30日の猶予期間である5月4日を過ぎると、正式にデフォルトになるとみられる。今後ロシアの国際金融市場での外貨資金調達は一層難しくなる。元より既にルーブル取引の資本規制を行っていることから、ロシアへの外貨資金の流入は抑制されるとみられる。4月15日時点のロシアの外貨準備残高は6,111億ドルと現時点では安定的な残高を維持しているが（第12図）、その約半分に該当するドル建てやユーロ建てなどの部分は西側の制裁措置により凍結されており、利用できない。ロシアの銀行のSWIFTからの排除も含め、こうした要因が積み重なり、今後仮にロシア国内の外貨資金繰りが逼迫していった場合、ルーブル相場にとっても相応の下落圧力になって来る可能性がある。

また、このようにロシアによるドルやユーロへのアクセスが次第に容易でなくなると共に、西側諸国のロシアへの禁輸措置も相俟って、これまで欧米などからの輸入に頼っ

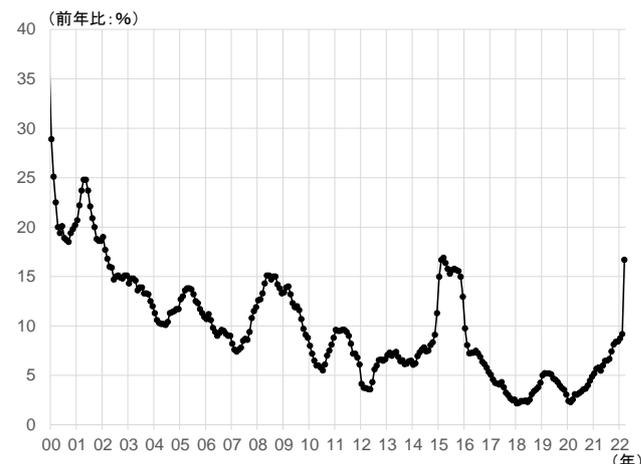
て来た様々な製品や機器・サービスの調達が次第に困難になって来ると予想される。ロシア中央銀行のナビウリナ総裁は、最近のスピーチで、今後数四半期、ロシア経済・企業は欧米の経済制裁の下での厳しい環境に合わせた新しい輸出入先の開拓や、国内産業の組み換えなどを含め、経済構造・ビジネスモデルの転換を進める必要があると指摘している。しかし、そうした動きを支援するには、ルーブル防衛のための高金利政策（設備投資コスト上昇）や資本取引規制（海外取引抑制）はむしろ障害になり得よう。こうしたプロセスが順調に進むかは予断を許さない。経済制裁の影響により、既にロシアの消費者物価上昇率は3月時点で前年比+16.7%と大きく上昇している（第13図）。今後構造転換が進む前に、輸入に依存していた製品・資材の不足が顕在化し、インフレ率がさらに上昇するリスクも否定できないだろう。4月19日に国際通貨基金（IMF）が公表した最新の経済見通しによれば、2022年のロシアの経済成長率も、貿易の落ち込みなどから▲8.5%と大幅なマイナス成長が予想されている。仮にロシア経済が深刻なスタグフレーションに陥るようなことがあれば、インフレ圧力と実体経済の落ち込み双方から来るルーブル下落圧力が高まろう。中国などからの支援がどの程度望めるかなどもよるが、今後時間が経過して経済制裁の効果が顕在化するに連れて、ルーブルは改めて下落リスクが高まり易い状況にあると言えそうだ。

第12図:ロシアの外貨準備残高



(資料) Bloomberg

第13図:ロシアの消費者物価上昇率(前年比)



(資料) Bloomberg

以上

Copyright 2022 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋本 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>

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、すべてお客様自身でご判断下さいますよう、宜しくお申し上げます。当資料は信頼できると思わ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。