

# ロシア中銀とルーブル相場を揺るがした地政学的リスク



大和総研（ロンドン駐在）  
シニアエコノミスト  
菅野 沙織

## 米国経済制裁が発端となった ルーブル安とロシア中銀の利下げ見送り

4月上旬、米国がロシアに対する大規模な経済制裁を発表したことでロシア株式市場、ルーブル相場が暴落した。足もととは原油価格の高水準の推移やシリア情勢懸念の後退、ロシア中銀の外貨準備等がルーブル相場の安心材料となっており、比較的「軽傷」で済んだといえるが、インフレ低下基調の中、ロシア中銀が連続利下げを見送るなど、ロシアの地政学的リスクを浮き彫りにした事例といえる。

### 米国の経済制裁がルーブル安に波及

4月27日、ロシア中銀は金融政策の決定を行う定例理事会において主要政策金利である一週間物入札レポ金利を7・25%に据え置き、17年9月から18年3月まで5会合続けた連続利下げにピリオドを打った。3月末の時点では、インフレ低下基調が継続し、実質金利が5%台にある中、ロシア中銀が4月も再利下げを実施することを疑う専門家はいなかった。

その後の風向きが変わったのは4月6日、米国政府がロシア人24名とロシア企業14社を対象とする制裁を発表してからである。制裁対象となった人物のリストには、新興財閥ロシア・アルミニウム（ルサル）のオレグ・デリパスカ前社長（18年3月15日付けで辞職）、ガスプロムのアレクセイ・ミール社長、

ロシアの国営外国貿易銀行（VTB）のアンドレイ・コスチン総裁などが含まれている。制裁対象の14企業のうち8社はデリパスカ氏と関係のある企業である。

今回の制裁は、国営企業や銀行のほか、ルサル社のようなロシア最大手の民間企業が対象になっていること、また、これまでで最も厳しい内容となっていることが特徴だ。米国投資家は対象企業との諸取引を6月5日までに解消することや、既存の投資を撤回することを求められた。そして、ルサル社とロシアで各種鉱山事業等を運営するEn+グループ・リミテッド（代表者がデリパスカ氏）を含む三つの対象企業に対する既存の投資を5月7日までに撤回するよう命じられた（米国財務省は5月1日付けで、前記3社向けの投資の撤回期限が6月6日まで延長されたことを発表し

た）。

特にルサル社に対する制裁はロシア経済への打撃が大きい。ロシア連邦統計局の18年1〜2月期データによれば、ロシアの輸出の65・7%を占めるエネルギー資源が稼ぎ頭になっているが、それに次ぐのは金属の輸出（全体輸出の11・1%に相当）である。ロシアは世界のアルミニウム市場における重要なプレイヤーであるが、同社の17年の年次報告書の記載によれば、ルサル社は世界のアルミニウム生産量の約5・8%を占めている。そのため、ルサル社に対する制裁はロシアの資源産業全体に打撃となっただけでなく、アルミニウム産業の世界のサプライチェーンにも影響を与える可能性が高い。このことは、制裁発表以来、ロンドン金属取引所のアルミニウム価格が約20%急騰していることにも反映されている。

# 浮き彫りになったロシアの地政学的リスク

制裁発表後にデリバスカ氏の関連会社ルサル社とEn+社の株価が20%安となったことを受け、4月9日、ルサル社は制裁が同社の事業に相当のネガティブな影響を与える可能性がある」と発表し、テクニカル・デフォルトの可能性にも言及した。この発表は、火に油を注ぐかたちとなり、ロシア株式市場は大幅に下落（RTS指数は11%安）、ロシア版ブラックマンデーの再来となった。ドル・ルーブル相場も2日間で1ドル＝58円から63円へと9%安となった。ロシア企業に制裁を加えたいというシリア情勢も緊迫化したことを受け、債券、株式、ルーブルが売られ、一時的にトリプル安となったのである。

## 無視できない地政学的リスク

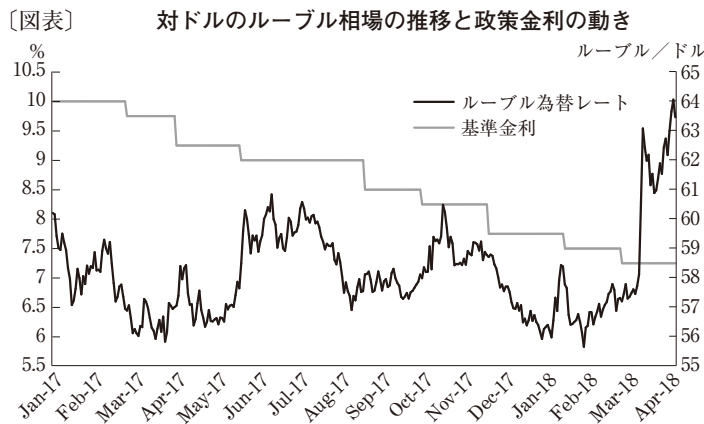
しかし、ルーブル相場は、制裁発表からわずか1週間で下げ止まり、ピーク時（4月11日）の1ドル＝65円から、足もとは62.63円で推移している。その要因の一つは、ロシア経済を支える原油価格が高水準で

推移していることであり、もう一つは、シリア情勢懸念がやや後退したことである。化学兵器を使用したとの疑惑が持たれるアサド政権に対して、米、英、仏は協調してミサイル攻撃を加えたが、化学兵器使用に関する具体的な結論は先送りされ、あわせて米国がロシアに対して準

備しているとされた追加制裁も見送られた。さらに、ルサル社への制裁を巡っては取引解消期限が6月5日から10月23日に延長され、デリバスカ氏が支配権を放棄することを条件に制裁が緩和される可能性が示唆されている。

ルーブル相場を大きく揺るがした国際情勢への懸念が徐々に後退しても、ルーブル相場は他の新興国通貨と同様、FRBを巡る思惑にある程度反応する状態が継続すると思われる。市場の予想どおり夏ごろにインフレが低下すれば、ロシア中銀は秋ごろには利下げを再開できるとみられる。

この間、インフレ低下基調が持続し、インフレ率が4%の物価目標を大幅に下回っているにもかかわらずロシア中銀に金融緩和を見送る決断を迫ったのは、複雑な政治・経済情勢の中で地政学的リスクが台頭したことが大きい。あらためてロシアの地政学的リスクを浮き彫りにしたといえよう。



〔図表〕 対ドルのルーブル相場の推移と政策金利の動き  
（出所）ロシア中銀をもとに大和総研作成。

「軽傷」で済んだ背景には、前記以外にも複数の要素が存在する。一つは、現在のロシア経済の状況が14年12月16日のルーブル暴落（ルーブルは一時的に対ドルで30%下落し、その後、若干戻したものの、12月1カ月間で15%ルーブル安となった）当時と比べてはるかに良好であることだ。当時懸念されていた企業の対外債務は大幅に減少しているほか、ロシア中銀のデータによれば外貨準備は4月27日現在4604億ドルとなり、約4年ぶりの高水準に達している。

すげの さおり  
モスクワ生まれ。中央大学の研究生として来日後、98年に経済学博士。02年日本に帰化。05年内閣府経済社会総合研究所の客員研究員。06年大和総研入社。14年から大和証券キャピタル・マーケッツヨーロッパのエコノミスト。16年から現職と兼務。