

2022年4月18日 全7頁

# ロシア：為替の安定とインフレ抑制は可能か

## 政権の脅威は物価高による民心の離反。資本規制再強化の可能性も

経済調査部 エコノミスト 増川 智咲

### [要約]

- 2022年2月24日のロシアによるウクライナ侵攻を機にルーブルは対ドルで急落した。しかし3月上旬以降、ルーブル相場は持ち直しの動きを見せた。背景には、ロシアが資源輸出を続けることで、貿易黒字を維持できる見通しであること、そして資本流出規制が奏功したことが挙げられる。特に資本流出規制の影響は大きく、4月8日、ロシア中央銀行（中銀）が資本流出規制の一部緩和を発表すると、ルーブルは再び対ドルで下落した。
- 過去、資本流出規制が成功した事例にアジア通貨危機時のマレーシアが挙げられる。同国は、固定相場制の導入と外国為替管理の改定で、リング売り圧力を阻止した。その間、マレーシア当局は利下げによる貸出促進、財政による景気下支え、金融セクターの改革を実施し、同国のファンダメンタルズは改善した。その後、資本流出規制が緩和/解除されても大規模な資本逃避は見られなかった。
- ロシアの場合、マレーシアの事例と同じような結末を望むことは難しそうである。まず、ルーブルの急落をこのまま避けられたとしても、サプライサイドに起因したインフレ圧力が残るためである。次に、時期尚早な資本流出規制緩和と、ロシア経済のファンダメンタルズ悪化で、ルーブルへの下落圧力がさらに増す可能性が高まっている。ルーブル安とインフレの進行が、資本流出規制の再強化につながる可能性も否定できない。
- プーチン大統領にとって最大の脅威は、高インフレで民心が離反することにある。資本流出規制の緩和は、ルーブル安を誘発しインフレを助長する可能性がある。そして、長期に亘る資本流出規制もまた、高インフレ下で資産形成が困難となっている国民の反発を買うリスクを伴う。まさに、ロシア当局は苦境に立たされている。

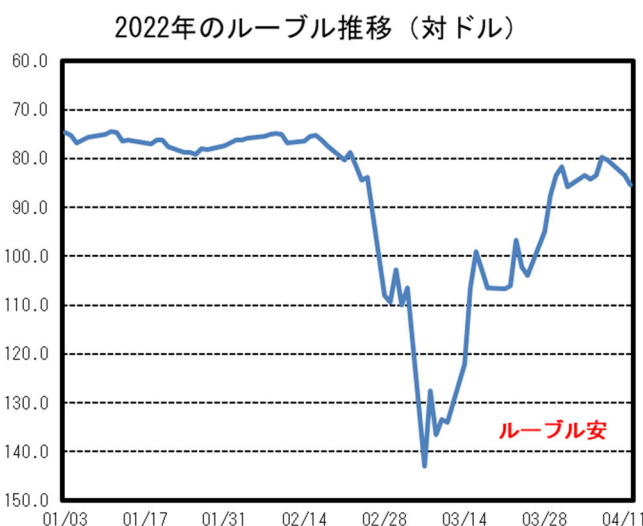
### ルーブルの対ドルレートは、3月7日を底に持ち直し

ロシアによるウクライナ東部の親ロシア派地域の独立承認、それに続くウクライナ侵攻を受け、2022年2月22日以降、G7各国は矢継ぎ早に対ロ制裁措置を発動した。制裁の一環として、ロシア中央銀行（中銀）が米欧日の中銀に持つ外貨資産が凍結され、同行は外貨準備にアクセスすることが難しくなった。これによって、中銀によるルーブルの買い支えは実質的に困難とな

り、ルーブルは対ドルで大きく下落。バイデン大統領がロシア産原油と天然ガスの購入を停止すると発表した3月7日には、約140ルーブル/ドルと過去最安値を付けた。市場では、ルーブルが対ドルでさらに下落するとの見方が大勢であったが、実際はこの予測に反し、3月8日以降、ルーブルは対ドルで上昇し、3月末には2月24日のウクライナ侵攻開始時の水準にまで回復した。

プーチン大統領が目下の脅威ととらえているのが、インフレの進行で民心が離反することである。今般のルーブル相場とそれに影響を与えている中銀の政策には、インフレ抑制と支持率低下を回避したいプーチン大統領の真意が表れている。本稿ではルーブル安に歯止めがかかった背景と、今後のロシア経済の見通しについてまとめたい。

図表1 ルーブルの対ドルレート



(出所) Wall Street Journal/Haver Analytics より大和総研作成

## ルーブル安に歯止めをかけた要因

外貨準備を原資とした為替介入が困難となる中、ルーブル安に歯止めがかかった背景には、貿易黒字見通しと資本流出規制の効果があると考えられる。

### ①貿易黒字見通し

ソ連崩壊後の1994年以降、アジア通貨危機の影響を受けた1997年を除いて、ロシアの経常収支は黒字が続いている（図表2左）。それに最も寄与してきたのが貿易黒字で、原油、石油製品、天然ガス等の資源輸出がそのけん引役である。

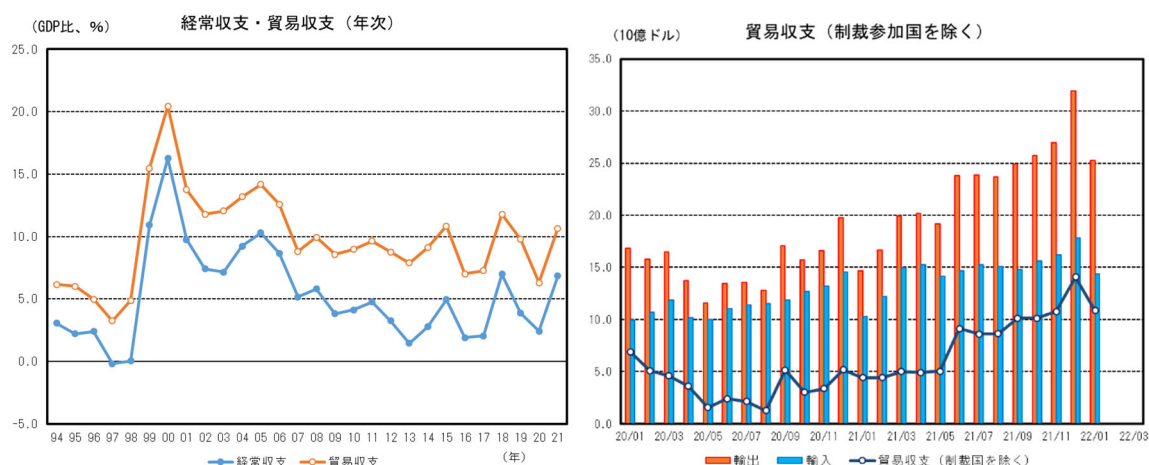
今般の制裁では、米国が原油・天然ガス・石炭、日本が石炭の輸入を停止したほか、英国が原油輸入を段階的に停止、EUも石炭の輸入を停止することを発表した。さらに、ロシア向けでは

各国がハイテク製品の輸出を停止した。ただし、ロシアの輸出入（総額）に占める制裁措置参加国の割合<sup>1</sup>（2021年）は、輸出で約44%、輸入で約42%とそれぞれ全体の半分に届かない。ロシアからの輸出の14%を占める中国、同13%を占めるCIS諸国を含め、多くの国々が制裁に消極的であるのが実情である。図表2（右）は、制裁参加国との輸出入を除いた、2020年以降のロシアの貿易収支を表したものである。これによると、制裁参加国との輸出入を除いたロシアの貿易収支は、コロナ禍においても黒字で、直近の2022年1月には約110億ドルの黒字となった。制裁参加国以外の国々との貿易が、ロシアの貿易黒字維持に大きく影響していることが分かる。先に発表された3月の経常収支は190億ドルの黒字となったことから、制裁措置が本格化した3月の貿易収支も黒字を維持できたものとみられる。

今後も、輸出額の50%以上を占める非制裁参加国向けの輸出が大きく減少する可能性は小さい。また、ロシア内需の減退もあって、輸入が輸出を上回って減少する見込みであることも踏まえると、制裁参加国がロシアからの輸入制限を強化したとしても、ロシアの貿易収支は今後も黒字を維持できる可能性が高い。

通常、貿易黒字は、貿易相手国から獲得する外貨を自国通貨に換金する需要が高まるため、自国通貨の上昇圧力となりやすい。つまり、制裁後もロシアが貿易黒字を維持できるとの見通しが、ルーブル安に歯止めをかけた可能性は高いといえるだろう。

図表2 ロシアの経常・貿易収支（年次）と、制裁参加国との輸出入を除いた貿易収支（月次）



(注) 制裁参加国は、対ロシア輸出入規制を積極的に打ち出している、EU、米国、英国、日本、カナダ、オーストラリア、ニュージーランド

(出所) 中央銀行、連邦税関局、国家統計局より大和総研作成

## ②資本流出規制

ロシア中銀は2022年2月末以降、ルーブル安への対抗措置として資本流出規制を講じてきた(図表3)。その規制が特に強化されたのが3月9日以降である。このタイミングで、ルーブルは

<sup>1</sup> 対ロシア輸出入規制を積極的に打ち出している、EU、米国、英国、日本、カナダ、オーストラリア、ニュージーランドの割合

対ドルで回復基調を辿り、資本流出規制がルーブルの安定に大きく寄与した可能性は高い。反対に、4月8日に中銀が規制の緩和を発表すると、ルーブルは対ドルで下落に転じている。

歴史的に見て、資本流出規制が成功した事例に、アジア通貨危機下のマレーシアが挙げられる。1997年、タイに始まったアジア通貨危機の影響はマレーシアにも及び、通貨安と株価安が進んだ。タイやインドネシア、韓国がIMFへの支援を要請したのに対し、マレーシアはIMFへの支援要請を拒み、1998年10月には固定相場制の導入（1米ドル=3.8マレーシアリング）と実質的な資本流出規制である外国為替管理制度の改定を行った。外国為替管理制度の改定は、「①非居住者口座間の資金移動を認可制とする、②取得後1年未満の株式売却代金の外貨両替・外交送金を禁止する、③10月1日以降リングのオフショア取引を禁止する、④通貨の持ち込み・持ち出しを1000リングまでに制限することなどを骨子<sup>2</sup>」としていた。これにより、リング急落と資本流出を懸念する必要がなくなった中銀は、利下げを実施し、貸出を促進した。それと同時に政府は拡張的な財政政策で景気を下支えし、1998年に前年比▲7.4%にまで落ち込んだマレーシアの実質GDP成長率は、1999年には同+6.1%にまで持ち直した。また、為替が安定したことが、輸入物価の落ち着きを通じて国内物価の抑制につながり、消費者物価指数は1998年の同+5.3%から、1999年には同+2.7%に落ち着いた。1999年2月、中銀は短期資本の流出規制を段階的に緩和すること決め、2005年5月に資本取引規制を全面的に解除した。その間、大規模な資本逃避は見られなかった。

ルーブルに関しても、資本流出規制下では同様の効果が得られたと考えられる。図表3に見られるように、ロシア中銀は2月末以降、外国人投資家による資産売却禁止、個人・法人の外貨引き出し制限、送金規制を実施した。またさらに、為替市場の流動性が乏しい中、政府は輸出企業に外貨収入の8割をルーブルに換金するよう命じた。これは主に、資源関連の企業を念頭に置いたものと考えられる。資源関連企業がドル建て収入の多くをルーブルに換金することで、ドルが市場に流通し、結果としてルーブル安を食い止める構図である。これまでロシアは、制裁参加国に輸入資源の対価をルーブル建てで支払うよう求めてきたが、この構図に基づけば、それが成立しなくともルーブルが買い支えられることとなる。

<sup>2</sup> 梅崎創「世界金融危機後のマレーシア経済—国際資本移動・為替レートの動向と政策対応—」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』平成31年第2号（通巻第137号）2019年3月、p.68

図表3 2022年のロシアの主な資本流出規制動向

発表日	期間	内容
2月24日	2月24日～	空売り禁止
2月28日	2月28日～	輸出企業は、外貨建て収入の80%を売却する義務を負う
	2月28日～	外国人投資家によるロシア資産売却禁止
3月4日	3月1日～	国外への海外送金を禁止（既存債務は対象外）
	3月4日～	金融機関を通じた、個人・法人の外貨購入に12%の手数料
3月9日	3月5日～3月8日	モスクワ証券取引所、取引停止
3月9日	3月9日～9月9日	外貨預金引き出し上限を1万米ドルに。それ以外の引き出しはルーブル建て。個人の外貨購入を禁止
3月10日	3月10日～9月10日	居住法人企業の外貨引き出し規制。5,000米ドルを超える米ドル、日本円、英ポンド、ユーロの引き出しを禁止。用途は海外出張経費に限る。それ以外の通貨は適応除外
		非居住法人企業は、上記通貨での現金引き出し禁止
3月11日	3月12日～	ロシア国外からの送金、電子マネー決済システムからの資金引き出しをルーブルに限定
3月24日	3月25日～	株式市場取引再開。取引可能銘柄として、33銘柄を指定。空売りは禁止。その後、3月28日から取引は順次拡大
4月1日	2022年中	国外への海外送金に関して、1万米ドルを上限に許可（口座を介さない海外送金の上限は5,000米ドル）
4月8日	4月11日～	金融機関を通じた外貨購入の際の手数料（12%）を撤廃
	4月18日～	個人の外貨購入を許可

（出所）ロシア中央銀行より大和総研作成

## 今後の見通し：インフレのコントロールが困難に。ルーブル安が進む可能性

2022年4月8日、ロシア中銀は臨時の金融政策決定会合を開催し、同年2月28日にインフレ抑制と通貨防衛のため9.5%から20%に引き上げた政策金利を、4月11日から300bp引き下げて17%とすることを発表した。同行は利下げの根拠に、インフレの進行と経済活動の落ち込みのリスクバランスに変化が生じたためとした。つまり、ルーブルの安定によって輸入物価急騰のリスクを免れつつある一方で、高金利による経済活動への打撃が鮮明となっているということだろう。これは、「国際金融のトリレンマ<sup>3</sup>」が示すように、ロシアが資本流出規制を行って「資本移動の自由」を放棄したことで、「為替レート安定」と「金融政策の独立性」を獲得した結果である。しかし、資本流出規制の導入がアジア通貨危機からの景気回復につながったマレーシアとは対照的に、ロシアが進む道は厳しいものとなると予測している。

まず、マレーシアのケースと異なり、ロシアではルーブルの急落を防げたとしても、インフレのコントロールが困難となると予測される。制裁が続く限り、海外からの輸入が制限されるためである。ロシアでは輸入の内、約6割（2019年）を資本財や消費財といった最終財が占めて

<sup>3</sup> 「(i)為替レートの安定（ないし固定）、(ii)金融政策の自立性、(iii)資本移動の自由（自由な資本取引）という3つの政策目標を同時に完全達成することはできず、2つの政策目標を選択したら、残りの1つは達成できないという関係である」内閣府「世界経済の潮流2020年 I <2010年上半期 世界経済報告> アジアがけん引する景気回復とギリシャ財政危機のコンテイジョン」平成22年5月

いる (RIETI-TID2019)。これらの多くは食品や、輸送機器、一般機械、電気機械のセクターに集中している。消費財の輸入が滞ることで食品価格や自動車価格が上昇するだけでなく、資本財輸入の減少が幅広いセクターにおける生産に影響を与え、サプライサイドの制約となる可能性がある。長引く物価高は、政権に対する不満となって表れやすい。プーチン政権にとって、インフレのコントロールは喫緊の課題として位置付けられるだろう。高インフレが続く限り、積極的な利下げを継続することは難しいだろう。

次にロシアの場合、ルーブルの急落リスクを払拭しきれていない。2022年4月8日に中銀が資本流出規制の緩和（外貨購入手数料の撤廃・個人の外貨購入許可）を発表した後、11日の取引でルーブルは約4%下落した。これは、ロシアで資本流出規制の緩和がルーブル安に直結するリスクが残っていることを意味する。

マレーシアでは、資本流出規制の導入から段階的な緩和まで約4カ月、さらにそこから全面撤廃まで約6年の月日を要した。その間、マレーシア政府と中銀は、財政政策と金融緩和で国内需要を喚起し、特に製造業は目覚ましい回復を遂げた。また、中銀は金融セクター改革を同時に進行する等して、危機への耐性を強化した。このようなファンダメンタルズの改善と、構造改革は市場で評価され、資本流出規制緩和後も大きな混乱を生まなかった。他方、ロシアの場合、資本流出規制の導入から一部緩和（4月8日発表の外貨購入手数料の撤廃・個人の外貨購入許可）まで1カ月ほどしか経っていない。さらにその間、ロシアのファンダメンタルズが改善したとはいえない。ロシアの銀行の一部が国際銀行間通信協会（SWIFT）から排除されてドル決済が困難となったことや、外資の営業停止・撤退は、国内の景気を悪化させた。今後、ルーブルの下落が続く限りインフレの進行が顕著となれば、再び資本流出規制が強化される可能性も否定できない。

## なぜ、資本流出規制を緩和したのか

このように、ルーブル相場の安定性は依然として担保されていない。制裁下のロシアにおいて、サプライサイドに起因したインフレは不可避である。一物一価の法則が成立するとすれば、インフレが続く限り、ルーブルには下落圧力がかかる。流出それにもかかわらず、導入から1カ月という短い期間で緩和に動いた理由には、支持率を意識したプーチン大統領の真意が表れている。

図表4は、ロシアの外貨建て預金比率と消費者物価上昇率（CPI）の前年比を表したグラフである。長期的に見て、物価の上昇率と外貨預金比率には相関関係があることが分かる。つまり、物価が上昇すると、資産維持のため外貨預金が増加する傾向にある。しかし、CPIが前年比17%と高水準になった2022年3月、ロシア中銀が資本流出規制の一環として個人の外貨購入を禁じたことで、ロシア国民は外貨預金を増やし資産を維持する手だてを取ることが困難となった。

しかし、個人の外貨購入が禁止されてから1カ月後の4月18日、ロシア中銀は個人の外貨購入を許可するという政策の転換を行った。これには、高インフレ下で政権に対する批判が高ま

るリスクを回避する狙いがあったと考えられる。ロシアが物価高を免れることは難しい環境下、資本流出規制の緩和はルーブル相場の安定を損ない、インフレを助長する可能性がある。とはいえ、長期に亘って規制を課すことも、資産価値の減少を通じて国民の反発を買いやすい。ロシア当局はまさに苦境に立たされている。

図表4 ロシアの外貨預金比率と消費者物価上昇率



(出所) ロシア中央銀行より大和総研作成