



ユーラシア研究所レポート No.123

2020 年 5 月 17 日

日本化するロシア経済とロシア・ルーブル外国為替相場

安木 新一郎

概要

欧米同様、ロシア経済も少子高齢化を主因とする低成長、低インフレ、不景気といった「日本化：Japanification」の兆候がある。2019 年のロシア・ルーブル外国為替相場の動向を分析すると、2020 年以降の外為相場は引き続きロシア連邦政府による「脱ドル化」政策や米国の追加制裁といった、市場の外からの影響を受けやすい状況にある。

デフレーションのロシア

ソ連崩壊直後の 1992 年 1 月からロシアはハイパーインフレーションに見舞われ、これ以降 2018 年までロシア連邦政府およびロシア連邦中央銀行（以下、ロシア銀行）はインフレ抑制を最重要課題の一つとしてきた。ところが、2019 年ロシアの消費者物価指数（CPI）上昇率は前年比 3.0%と、政策目標である 4.0%に届かなかったことが問題になっている。

また、ロシアのマクロ経済指標を左右する国際原油価格が 2018 年に比べ 2019 年は低かったことから、2018 年のロシアの実質 GDP 成長率 2.5%（確定値）に対

し、2019 年は 1.3%（速報値）と半分程度に落ち込んだ。ロシア連邦政府は GDP 成長率年 3%台を目標に掲げているものの、ロシア銀行は 2014 年以降 GDP 成長率が最大でも 2.5%程度で推移するという低成長期に入ったことを認めている。物価上昇率の下落は実質可処分所得が減り、これまで経済成長を引っ張ってきた民間最終消費支出が伸びなくなったことを表していると考えられる。実際、2014 年以降、ロシアの 1 人当たり実質可処分所得は減少し続けている（Bloomberg, August 13, 2019）。また、2019 年には付加価値税の基本税率が 18%から 20%に上がったことで、消費が減ったと見られる。

1. ロシアにおける少子高齢化

日本では 1990 年代から少子高齢化、すなわち、出生率の低下と、大量の人々が定年退職後も何十年も生き続けるという人類史上かつてない事態を起因とする低成長、低金利、不景気のいわゆる「日本病」が定着し、また、外需依存（GDP に占める輸出の割合の増大、貿易赤字、所得収支の黒字化）により経済の衰退が幾分緩和されるという状態にあると考えられる。こうしたマクロ経済状況を「日本化」と呼んだ場合、欧米のみならずロシアでも日本化が起きつつあると思われる。

出生率が下がると、労働力と貯蓄主体が減り、経済成長率が下がる。また、寿命が長期化していくと、老後への備えのため貯蓄や労働投入量が増え経済成長率を上げることになる。さらに、少子と高齢化が同時に進めば生産年齢人口比率が下がり、一人当たりの所得も下がることにつながる。

ロシアでも出生率の低下と寿命の長期化という少子高齢化が進んでいる。1991 年のソ連解体以降、ロシアでは急激な寿命の短縮と少子化が進み、また多くの人々が外国へ移っていった。一方、旧ソ連構成国から移民を受け入れてはいるものの、ロシアの人口は減少傾向にある（国勢調査によると、1989 年の 1 億 4,700 万人から 2010 年の 1 億 4,290 万人に減少）。

ロシアの場合、1990 年代の出生率の大幅な低下によって 2020 年代前半まで新卒労働者の供給が少なくなる。また、1990 年代に平均寿命が急激に縮んだ後、プーチン政権下で今度は大幅に寿命が延びたことで高齢者、年金受給者も増えた（2000 年の平均寿命は 58.6 歳だったが、2013 年には 65 歳を超えた）。年金受給者と実際に働いている人の数は 2019 年にはほぼ同じになったはずである。

ロシアではさまざまな少子化対策を行ってはいるものの、効果は限定的だと見られる。たとえ合計特殊出生率が現在の 1.6 から 2.1 まで上がったとしても、今後 20～30 年は人口減少が続き、その後も前の世代の人口を維持するだけだからである。

また、労働投入量を増やすためには年金受給年齢の引き上げや特典の見直しが必要であり、2018 年 10 月 3 日にロシアの年金法は改正され、老齢年金受給年齢が男子 60 歳、女子 55 歳から、2019 年以降 1 年に 1 歳ずつ引き上げられ、2023 年には男子 65 歳、女子 60 歳になることとなった。

低成長、低金利、不景気が続くいわゆる「日本病」にかかっているのかどうかを示す 4 つの指標、(1) 需給ギャップ、(2) インフレ率、(3) 短期政策金利、(4) 人口動態について見ると、ユーロ圏は 2013 年には日本化したとされる。ロシアについても少子高齢化とデフインフレ、短期政策金利の中立性の下限と見られる 6% への低下が見られることから、日本化は進行していると思われる。

2. 2019 年のルーブル／ドル相場の動態

ロシアの外国為替政策については、2014 年 11 月 10 日から完全フロート制に移行し、以降介入は行われていない。それ以前もドルとユーロの通貨バスケット制を採ってはいたものの介入はあまりなかった。他方で、2014 年 3 月以降のロシアに対する日米欧による経済制裁の追加発表のたびにルーブル安が進んだ。

2019 年の外国為替相場については、あくまでロシア銀行公定相場ではあるが、ルーブル／ドルの変動幅は最安値が 1 月 15 日の 67.19 ルーブル／ドル、最高値は 12 月 26 日の 61.72 ルーブル／ドルであり、最安値と最高値の差が 5.5 ルーブルほどしかなく、2019 年のルーブル／ドルの変動幅は 2018 年に比べて 3 分の 1 程度という、ドル円と同じく変動幅の小さい年だった。

政策金利に関しては、物価上昇率が目標値より低く、また先進国が景気動向に慎重で金融緩和の姿勢を採り続けていることもあって、内外金利差を縮めるためにも利下げが必要となり、2019 年にロシア銀行定例会合において 5 回連続で利下げを行った。なお、2020 年 1 月の CPI 上昇率は前年同期比 2.4% と、ロシア銀行の予想をかなり下回った (Reuters, February 7, 2020)。

2019 年 6 月以降、ロシア銀行は利下げにより貨幣供給量を増やす政策を行ってきたが、実質貨幣供給量の推移を見ると、2019 年 1 月 1 日 45 兆 6,491.2 億ルーブル、6 月 1 日 46 兆 6,203.6 億ルーブル、11 月 1 日 48 兆 9,812.0 億ルーブルとなっており、利上げ前の 1 月 1 日から 6 月 1 日までの増加率は 2.13%、利上げ後の 6 月 1 日から 11 月 1 日までの増加率は 5.06%と、実質貨幣供給量の増加が見られる。

とはいえ、名目の為替相場は 6 月の利上げ後はルーブル高、7 月はルーブル安、9 月はルーブル高、10 月は変化なし、というように金利の変化と為替相場に相関が見られない。ルーブル為替相場は国際原油価格の変化率と相関があり、他方で為替相場と金利に関係は見られないことが知られている。

図 名目ルーブル／ドル為替相場、2009 年 9 月 1 日～2019 年 12 月 31 日

(単位：ルーブル)



出所：ロシア銀行ホームページ (<http://www.cbr.ru/>) より筆者作成

油価、脱ドル化政策および経済制裁

2020 年 2 月のロシア銀行定例会合で政策金利が 6%となったが、今後もディスインフレへの対応のために貨幣供給量を増やそうとすれば利下げが必要となる。ロシア銀行は短期政策金利 6~7%を中立的としており、仮に 6%を下回れば、実質的なマイナス金利状態に陥ったとみなすことになるだろう。ただし、政策金利の下落がルーブル外国為替相場に顕著な影響を与えることは短期的にはないと考えられる。

また、ロシア財務省は、原油ガス輸出からの税収を貯めて作った 2 つの基金の内、準備基金が枯渇したことから 2018 年にもう一つの国民福祉基金に統合した。翌年の 2019 年初めには、600 億ドル分あった国民福祉基金の内、380 億ドルの資金でロシア銀行が持っているズベルバンク（ロシア最大の銀行）の株式を買い入れることで、ロシア銀行に 380 億ドル分のルーブルを供給した（Reuters, February 12, 2020）。ロシア連邦政府は政策として脱ドル化を進めており、財務省によるドル売りルーブル買いにより、ルーブルは対ドルで高くなる可能性が大であると言える。

一方、世界全体が不景気で油価が下がれば、ルーブル安傾向に戻り、また、イラン、シリア、リビアなどでの対立激化により米国がまたもや追加制裁を実施するとルーブル安が持続することになるだろう。

ナビウリナ総裁率いるロシア銀行が方針を転換し、思い切ったディスインフレ対策や、場合によっては外国為替市場への介入に踏み切ることもあるかもしれない。あるいは 2020 年 1 月にミシュスチン内閣が誕生したが、プーチン大統領は方針だけでなく、中銀総裁自体も変えるといったシナリオも考えられる。

なお、本稿の詳細や参考文献については、『ロシア・ユーラシアの社会』誌の拙稿を見ていただきたい。

[執筆者]安木 新一郎（函館大学商学部准教授）

（※このレポートは、三菱 UFJ 銀行グループが海外の日系企業の駐在員向けに発信しているウェブサイト MUFG BizBuddy に 2020 年 3 月 23 日付で掲載されたものです。）