

## ロシア ルーブル相場急反発の謎を解く

- ウクライナ侵攻直後に急落したルーブルはその後急反発
- 経常黒字が続く一方で資本流出が縮小し相場を押し上げ
- ルーブル高を懸念する当局は緊急利下げを実施

## ■ ウクライナ侵攻前の水準以上に相場が上昇

ロシア・ルーブル相場が堅調です。同通貨はロシアによるウクライナ侵攻の直後より急落したものの、その後は急反発(図1)。侵攻前日の2月23日から3月7日までに対米ドルで42.2%下落した後に、4月20日にかけて69.6%上昇しました。何がルーブルを急反発させたのか。本稿では相場反発の背景を探るとともに、今後の見通しについて考察します。

3月上旬までのルーブルの急落は、海外投資家による同国資産の売却や国内投資家による資本逃避によるもの。為替市場でのルーブル先物売りも相場下落を加速させました。一方、3月上旬以降のルーブルの急反発は、国際収支黒字の拡大によるもの。経常黒字が続く一方で資本収支の赤字が縮小したことが背景です。同国は、これまで多額の経常黒字と資本収支赤字を計上(図2)。一次産品輸出等による多額の貿易黒字(図3)を、海外への証券投資や資本逃避(図2: 恒常的にマイナスの誤差脱漏)によって還流する構造でした。

## ■ ルーブル高に悩む当局は緊急利下げを実施

しかし、ウクライナ侵攻後はこれが一変しました。一次産品輸出による貿易黒字が続く一方、当局が導入した資本取引規制によって対外投資が難しくなり資本収支赤字が縮小。国際収支は大幅な黒字に転じたとみられます。当局は企業が受取る輸出代金の80%をルーブルに交換することを義務付け。多額の外貨が国内為替市場に流入しルーブル相場を押し上げています。主要先進国の金融当局はロシア中央銀行(CBR)が保有する資産(米国債等)を凍結。CBRは外貨資産を保有する手段を失い、市場介入(米ドルやユーロ買い)によってルーブル高を抑えることも難しくなりました。

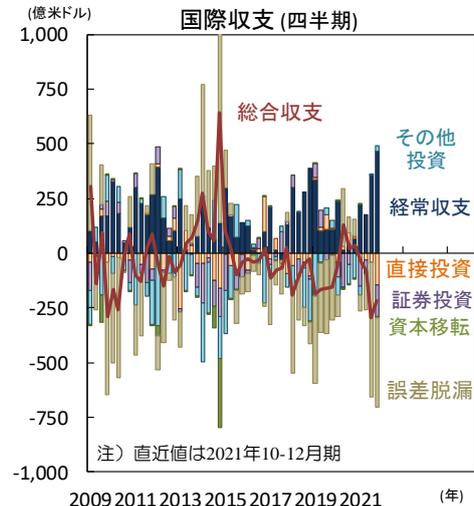
CBRは4月8日に緊急利下げ(20%→17%)を行うとともに、資本取引規制を緩和。ウクライナ侵攻直後(2月28日)の緊急利上げ(9.5%→20%)の一部を巻き戻しました。金利を引下げ対外投資を促すことでルーブル高が進むことを阻止しようとした模様です。CBRは今後も資本取引規制や輸出代金の交換義務を緩和する見込み。ルーブル高による輸入物価の低下や内需の低迷によってインフレが沈静化するのを待つ追加利下げを行い相場上昇を抑えようとするでしょう。国際収支黒字による相場押し上げ圧力とCBRによる相場上昇抑制策がきつ抗する中、今後のルーブル相場は、もみ合いつつ横ばいで推移すると予想されます。(入村)

【図1】ルーブルは侵攻直後に急落した後に急反発



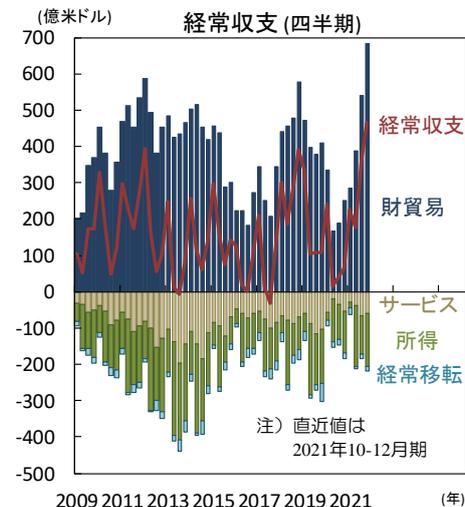
出所) ロシア中央銀行(CBR)、Bloombergより当社経済調査室作成

【図2】多額の経常黒字と多額の資本収支赤字



出所) ロシア中央銀行(CBR)、CEICより当社経済調査室作成

【図3】一次産品輸出等を背景に貿易黒字は多額



出所) ロシア中央銀行(CBR)、CEICより当社経済調査室作成

## 本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会