

〈2〉 トランプ 2.0 政権下のロシア経済の現状

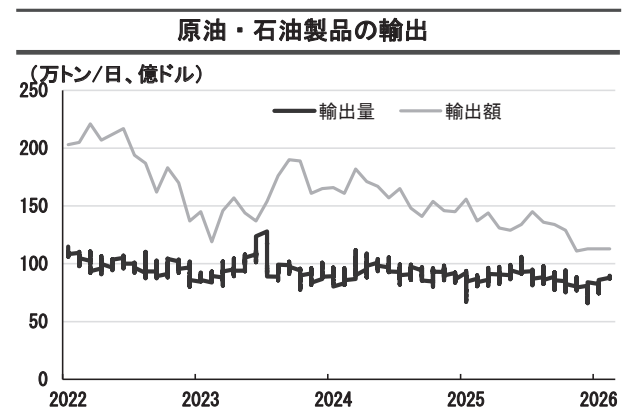
株式会社 伊藤忠総研 マクロ経済センター 主任研究員 浅岡 嵩博

トランプ大統領就任以降、大幅に下落した原油価格

2025年1月20日、トランプ大統領は2期目就任と同日に「国家エネルギー非常事態」を宣言する文書に署名し、化石燃料の増産を重視する方向へ政策の軸足を移した。原油市場では米国の供給増が意識され、価格は下落基調になった。加えて、2025年4月にトランプ大統領が打ち出した相互関税は、世界経済の先行き不確実性を高め、原油価格の下落を加速させた。同時期にOPECプラスも自主減産の部分的な巻き戻しを開始し、生産枠の引き上げに舵を切った¹。需給の緩みの拡大を背景に、原油市況は年内通して軟調で推移価格は大きく下落した。

ロシアの原油輸出に対しては、2025年に制裁が一段と強化された。米国は、1月にバイデン政権の末期にガスパロム・ネフチおよびスルグトネフチガスを制裁対象に加えると、さらに、同年10月にはトランプ第二次政権発足後初となる対ロシア経済制裁の強化を発表し、最大手のロスネフチと二番手のルークオイルも制裁対象とした。これに対してロシア側は新会社の設立や名義変更を通じて輸出オペレーションを組み替えることで、輸出数量の減少を回避

した²。一方で、経済制裁は国際指標価格に対するディスカウント拡大や輸送・保険コストの上昇を通じて収益性を低下させた。国際的な原油安圧力に制裁による収益性の悪化が重なり、2025年通年のロシアの原油・石油製品の輸出額は1,600億ドルと、前年から16%と大幅に減少したと推計される。



(出所) CREA 研究所、IEA、KSE

(注) 輸出量は日次ベース(14日間平均)。垂直方向の上下は月の内の変動幅。

¹ OPEC プラスの追加自主減産の参加国(有志8カ国)は、サウジアラビア、ロシア、UAE、イラク、カザフスタン、クウェート、アルジェリア、オマーン。2025年4月以降、8カ国は2024年1月から実施していた日量220万バレルの追加自主減産を段階的に解除し、4～9月にかけて同220万バレル分を全て回復した。これとは別に、同期間にUAEは生産枠の追加引き上げ(日量30万バレル)が認められており、4～9月の増産は合計で日量250万バレル規模となった。さらに2023年5月から実施している自主減産(日量165万バレル)の解除にも着手し、10～12月に累計で日量41.1万バレルを回復した。

² IEA「Oil Market Report」(2026年1月号)によれば、Kpler等の船積みデータに基づき、米国の経済制裁の導入以降、対象企業に分類される輸出の比重が低下し、2025年12月には新規参入企業による輸出が全体の過半を占めているとされる。

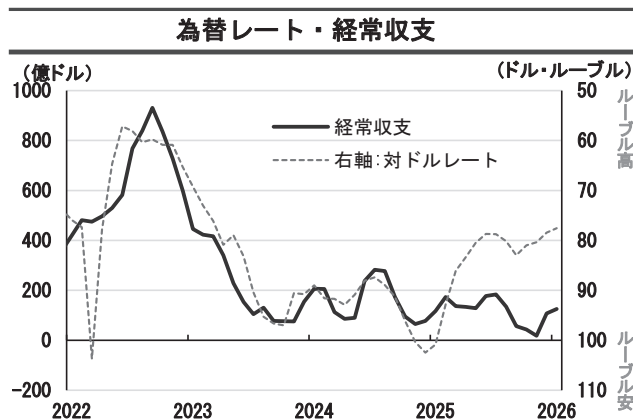
原油安局面で進んだルーブル高の背景

資源輸出の減少に伴い、2025年の輸出額も4194億ドル³と、前年から3.2%減少し、ウクライナ侵攻後で最少となった。ロシアでは平時、原油価格が上昇すると輸出額が増え、経常黒字が拡大しルーブル高となり、逆に原油安時は、経常黒字が収縮し、ルーブル安につながる相関がみられる。ウクライナ侵攻後、国際間の金融取引に対する規制強化により対外資本取引フローが縮小すると、通貨の金利差に伴う裁定取引などの影響が弱まり、こうした通貨の実需が為替を左右する比重が高まった。

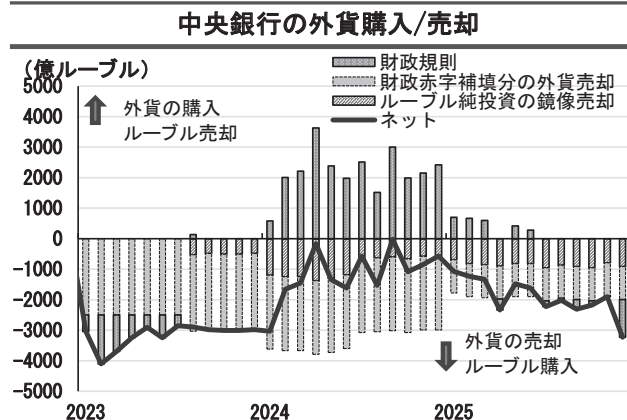
2025年は、原油価格の下落で輸出が減少し、経常収支黒字が縮小する一方で、為替はルーブル高に推移した。従来の経験則と逆の動きとなった要因として、米国との外交接触の活発化を背景とする期待の高まり等が指摘されていた⁴。しかしながら、停戦協議が停滞してもルーブル高傾向は大きく崩れなかったことを踏まえると、この間のルーブル高は期待要

因だけで説明するのは難しい。そこで、通貨需給を左右した実体面の変化を三つの観点から整理する。

第一に制度的要因である。ロシアは、後述する財政規則の枠組みの下で、原油価格の変動に応じて、税収の不足分（追加分）を国民福祉基金の外貨・金から取り崩す（積み立てる）メカニズムを定めている。具体的には、実際の価格が基準価格を下回る局面では、収入不足分を外貨・金の売却によってルーブルに転換し、歳入不足を補うとともに、輸出減少に伴うルーブル安圧力を緩和する⁵。これに加えて、侵攻以降は、財政赤字補填のための国民福祉基金の取り崩しや、国民福祉基金の非流動性資産への投資に応じた外貨・金の売却（ルーブル純投資の鏡像売却）⁶も一定のインパクトを持つ。2025年を通じた両者を合わせた外貨売却の規模は、毎月2000億ルーブル相当に上っており、薄い市場環境の下でルーブル高圧力として持続的に作用した。



(出所) ロシア中央銀行
(注) 経常収支は、3カ月間の合計額を3カ月遅れで表示。



(出所) ロシア中央銀行、ロシア財務省より伊藤忠総研作成
(注) 外貨には金も含む。

第二の要因は、記録的な高金利を背景とした家計のルーブル建て資産選好の強まりである。2024年半ば以降のインフレ再加速に対応して中銀は段階的に利上げを進め、2024年末には政策金利（キーレート）

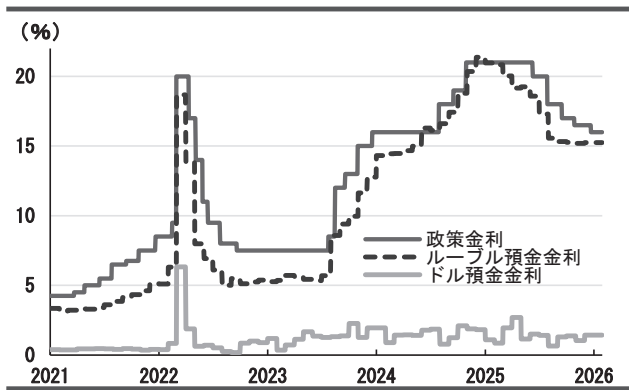
は21%と過去最高水準となった。これに連動して銀行のルーブル預金金利（とくに定期）が高まり、家計は利子所得を確保するインセンティブから、貯蓄資金をルーブル口座へ振り向けやすくなった。逆に、

³ データ公表の時期の関係から国際収支統計（ロシア中央銀行）を使用しているため、税関ベースの統計とは数値が一致しない。
⁴ ロシア中央銀行（研究・予測局）「トレンドが語るもの：マクロ経済と市場」第2号（2025年3月）は、米露の外交接触の活発化に伴う投資家心理の改善がロシア金融市場の上昇（株高、国債利回り低下）とルーブル高を支えたと指摘する。
⁵ 原油価格が基準油価を上回る場合は、追加収入を外貨・金に兌換する。原油価格の上下で、外貨購入・売却のオペの方向が機械的に切り替わり、為替の変動を抑制するカウンターシクリカルな仕組み。
⁶ ロシア中央銀行は、2023年8月にルーブル建て投資（国内債・プロジェクト投資・特定資産購入等）相当額を事後的に流動性部分（外貨・金）の売却で相殺する規則を導入。売却オペレーションは財政規則と同様に中央銀行が執行し、その規模は前6カ月の実績に基づき半年ごとに更新される

資本規制下で利回りが相対的に低く、維持手数料等の負担も生じやすい外貨預金は魅力が低下し、貯蓄に対する外貨の需要は低下した。追加の資金が、ルー

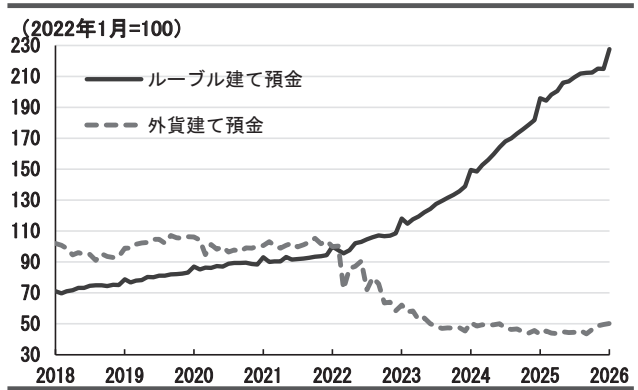
ブル預金に集中することで、個人の外貨需要が抑制され、ルーブル高圧力として作用した。

政策金利と預金金利



(出所) ロシア中央銀行
(注) 預金金利は、主要 10 行の家計向け預金口座の平均金利。

家計の預金残高



(出所) ロシア中央銀行
(注) 譲渡性預金とその他預金の合計

第三の要因は、企業の輸出・輸入に伴う外貨需給が非対称化した点にある。輸入側では、支払い通貨の変化を通じて外貨需要が構造的に低下した。侵攻後、貿易決済通貨はドル・ユーロの比率が低下し、人民元など友好国通貨への置換が進んだ。さらに 2023 年 12 月の米国の制裁強化（第三国金融機関も制裁対象となり得る枠組みの拡張）を受け、第三国銀行のコンプライアンス負担が増大した結果、決済経路の見直しが進み、ルーブル建て決済の比率が大幅に上昇した⁷。輸入支払いに占めるルーブル比率の増加した結果、輸入に伴う外貨購入が減少し、外貨需要が後退した。

一方、輸出側では外貨収入の国内還流・売却義務

の再導入がルーブル高を政策的に下支えした。政府はルーブル安が進んだ 2023 年 10 月に輸出企業への外貨売却を強制する仕組みを再導入した⁸。この規制では、大手輸出企業を対象に一定比率の国内還流（口座入金）と、入金分の大部分の売却を義務付けた。2024 年 6 月以降、国内還流ノルマは段階的に緩和（80% → 60% → 40%）されたが、2025 年 8 月に 0% とされるまで有効に機能した。制裁の影響で外国為替市場の参加者が限定され、市場の厚みが失われた（シン・マーケット）環境下では、政府の想定以上のルーブル高圧力を形成する素地となったと考えられる。

⁷ ルーブル比率は支払い手段（口座引落通貨）であり、契約通貨のルーブル化と同義ではない。

⁸ ロシア政府は、2022 年 2 月、輸出企業に外貨収入の 80% 義務売却を導入し、ルーブルを支えた。当該措置は、同年 5 月に売却義務を外貨収益の 50% に緩和、6 月に停止された。