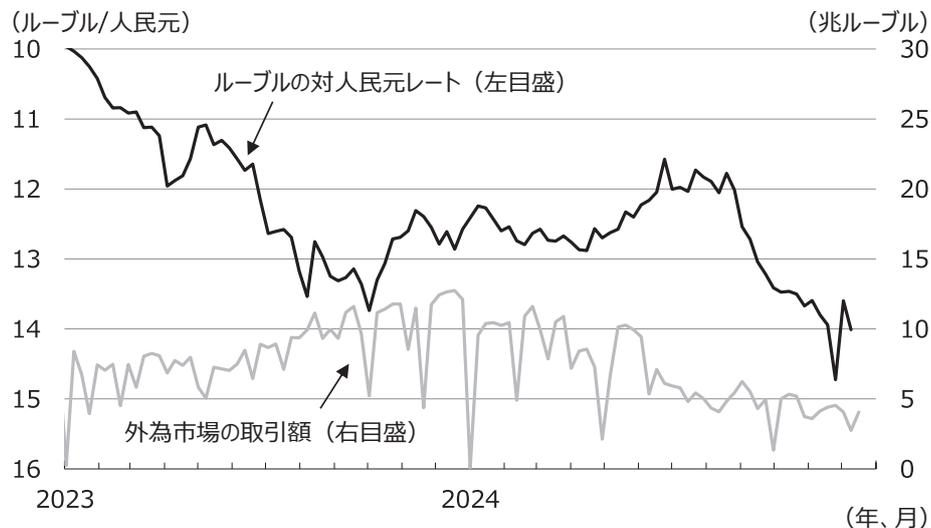


〈2〉ロシアにおける人民元不足の問題に関して

三菱UFJ リサーチ & コンサルティング株式会社 調査部 副主任研究員 土田 陽介

1. 人民元不足に直面するロシア経済

図表1 ルーブル相場と外為市場（週次）



（注）モスクワ取引所での取引 （出所）ロシア中銀、モスクワ取引所

米欧日からの経済・金融制裁に伴い、米ドルやユーロ、日本円といったハードカレンシーの利用を制限されたロシアでは、経済の人民元化が急速に進んでいる。中ロの経済関係が緊密化したことで、ロシアに多額の人民元の流入するようになったためである。中国の通貨である人民元はソフトカレンシーであるが、その中では信用力が高く、対ドルレートも安定している。何より、中国は米日欧による対ロ制裁に参加していないため、ロシアの企業や家計は自由に人民元を利用できる。

そのため、企業は人民元で内外の決済を行うようになったし、ロシアの家計は人民元で外貨建て資産を形成するようになってきている。一方で、急速な人民元需要の高まりを受けて、国内で人民元が恒常的に不足するという問題にロシアは直面するようになってきている。人民元の供給は、あくまで中国の中央銀行である中国人民銀行の金融政策によって左右される。ロシア政府と中銀にできる唯一の政策的な人民元の供給手段は、人民元建ての外貨準備を取り崩してモスクワ取引所（MOEX）で人民元を売却するこ

とだけとなる¹。

したがって、ロシア国内における人民元の需給は、基本的に需要超過の状態となっている。こうした環境の下で、2024年9月にロシアの通貨ルーブルの対人民元レートが1人民元12ルーブル台から13ルーブル前半まで10パーセント以上も急落する事態となった。ロシア政府による外為市場での人民元資金の売却が過去最低水準となったのに加えて、米財務省外国資産管理局（OFAC）が特例として発行したライセンスが同年10月12日に失効するのを控えて、人民元不足が深刻化したためである²。

遡ること3カ月前の2024年6月12日、米OFACはMOEXに対して米ドルの取引を禁止した。この措置を受けてMOEXは直ちに米ドルとユーロの取引を停止したが、一方で米OFACは特定の取引に対しては例外として容認するライセンスを発行していた。これが同年10月12日に停止されると、中国の銀行のロシア子会社を含む全ての金融機関の為替手続きがストップし、MOEXにおける外為取引ポジションが閉じられることになっていた。そのため、9月に入って人民元不足が深刻化し、ルーブル安が急進したのである。

実際、9月に入るとルーブルの人民元レートが急落すると同時に、MOEXにおける外貨取引が急減しており、人民元不足のために外貨取引が成立しなかった可能性が窺い知れる（図表1）。この問題は9月末までに解消したと、ロシア中銀は10月8日付で公表した『金融市場リスクレビュー』（Obzor Riskov Finansovykh Rynkov）の9月号の中で説明している。一部の市場参加者の人民元需要が減少したことに加えて、輸出企業による売りで人民元供給が増加したことがその理由であるとロシア中銀は述べている³。

とはいえ、繰り返しとなるが、人民元の供給量はあくまで中国人民銀行の金融政策によって左右される。ロシアがコントロールできるのは、あくまでルーブルの供給量に過ぎない。そのため、ロシアが人民元不足の問題を解消するためにできることは、ロシ

アの企業や家計のルーブルに対する信用力の回復を通じて、内外の決済でルーブルを用いるように仕向けて行くこと以外、方法はない。とはいえ、その道は当然のごとく長く険しい道であるため、ロシアは今後も定期的に人民元不足の問題に直面することになるだろう。

以下、本小論では、ロシアの人民元不足の問題に関して、マクロ経済環境の観点から概観したい。

2. ロシアの高金利政策と人民元不足

ロシアの人民元不足の問題は、ロシア中銀による高金利政策によっても促されている側面がある。ロシア中央銀行は高インフレ対策と通貨防衛のために、2023年7月の政策決定会合で利上げを再開し、2024年10月の定例会合までに政策金利（キーレート）を21%にまで引き上げた（図表2）。対照的に中国人民銀行は、同月21日、低迷する中国景気のテコ入れを理由として、貸出金利の指標である1年物ローンプライムレート（LPR）を3.35%から3.1%に引き下げ、金融緩和を強化した。その後、ロシア中銀と中国人民銀行は、それぞれ年内は政策金利の水準を据え置いている。

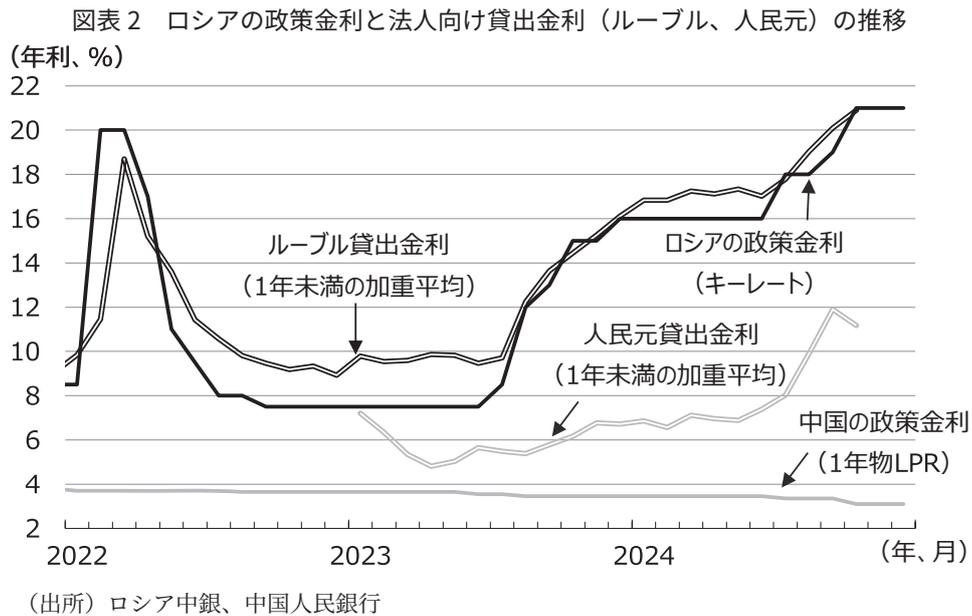
政策金利の方向が真逆であるため、ロシアと中国の間の金利差は拡大している。そしてロシアに流通する人民元の金利は、中国市場の人民元金利よりは高い一方で、ロシア市場のルーブル金利よりも低い水準で取引される。人民銀による利下げのために、中国国内の金融市場では人民元の調達コストは低く据え置かれているが、ロシア国内の金融市場では人民元需要の強さを反映して中国よりも人民元の調達コストが膨らんでいる。それでもロシア国内の人民元金利はルーブル金利より低いいため、人民元需要は強いままとなる⁴。

¹ ロシアの通貨取引は主にモスクワ取引所（MOEX）で行われている。なおMOEXが米財務省外国資産管理局（OFAC）の制裁対象となったため、2024年6月以降、米ドルの取引は相対で行われる模様である。

² “Impending Expiry of U.S. Sanctions License Threatens Russia’s Yuan Liquidity,” *Reuters*, Sep 26th 2024.

³ ロシアは中国との間で通貨スワップ協定を結んでいるが、ロシア中央銀行はこのスキームを用いた人民元の供給には消極的とされる。あくまで通貨暴落や貿易支払に用いるべきだという中銀の意向があると推察される。

⁴ “Russia’s Chinese Yuan Funding Lifeline Is Getting Too Expensive,” *Bloomberg*, May 5th 2024.



ロシア中央銀行は2024年10月の定例会合の際に公表した『中期経済予測』の中で、ロシアの消費者物価が2026年末には物価目標である4%まで低下すると見込んでいるが、それまで政策金利を、これまでに比べても高位（年平均で12-13%程度）に据え置く必要があるとしている。一方で中国人民銀行は、政府による財政面からの経済対策を支える意味もあり、政策金利を一段と引き下げる可能性が高い。そのため、ロシアと中国の間には一定の幅の金利差が残り続けることになる。

ロシア国内のインフレが落ち着くとともに、ルーブルの対人民元レートが安定しない限り、ロシアの金利の低下は望みがたい。そのため、ルーブルの調達コストも膨らんだままの状態が続くことから、ロシアの人民元需要は根強い状態が今後も長期にわたって続くと予想される。他方で、過剰生産能力を

抱える中国においては想定しにくいことだが、仮に中国人民銀行が何らかの理由で利上げを進めるとともに、人民元資金の回収に努めた場合、ロシアの人民元需給が供給面から引き締まる事態が生じることになる。

このように整理すると、ロシアは確かに人民元という外貨を用いることで中国との貿易関係を深化させることに成功し、ドル離れを果たしたわけだが、同時に人民元依存を深める事態に陥っていることになる。ルーブルが国際通貨としての信用力を有していれば、こうした事態には陥らなかったといえよう。それに、仮にロシアと中国の関係が悪化し、中国がロシアに対して人民元の利用を制限する事態となった場合、ロシアは人民元に代わる外貨を見つける必要に迫られるが、それは極めて難しい。