

Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文
ストラテジスト



ロシアはルーブル安と労働者不足に直面

ロシア中銀は市場予想を上回る利上げを決定しました。通貨安や労働市場がタイトなことが主な利上げの背景です。足元のルーブル安に金融政策で対応すべきか議論の余地は残ります。さらに労働市場の問題は生産能力を超えた内需の強さに起因する労働不足というより、構造的な供給不足が問題の背景とみられます。それでも金融政策に頼るところに、ロシアの苦境が浮き彫りとなったとみています。

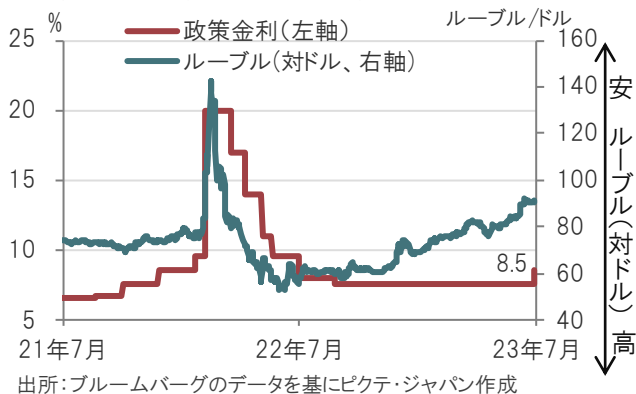
■ ロシア中銀、市場予想を上回る1%の利上げ幅で政策金利を引き上げ

ロシア中央銀行は2023年7月21日に開催した金融政策決定会合で政策金利を1%引き上げ、年8.5%にすると発表しました(図表1参照)。市場では0.5%の利上げが見込まれていたため、市場予想を上回る利上げとなりました。ロシア中銀の利上げは、ロシアがウクライナへ侵攻を開始した22年2月以来となります。

ロシア中銀は声明文で利上げの理由としてインフレ率の上昇を指摘し、その主な背景としてルーブル安や労働市場の引き締めをあげています。また、ロシア中銀は声明文で追加利上げの必要性を示唆しており、全体的なトーンはタカ派(金融引き締めを選好)寄りとみられます。

図表1:ロシアの政策金利とルーブル(対ドル)の推移

日次、期間:2021年7月23日~2023年7月21日



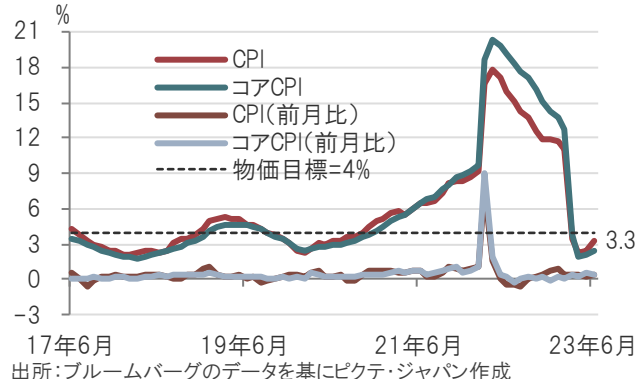
■ インフレ率の実態はロシア中銀の物価目標を上回る

ロシア中銀が利上げの理由としたインフレ率を消費者物価指数(CPI)で確認します(図表2参照)。6月のCPIは前年同月比3.3%上昇と、物価目標である4%を下回っています。しかし昨年のロシアのインフレ率はウクライナへの軍事侵攻直後の混乱で物価が急上昇していたことから、前年比をそのまま使うことには問題もあります。そこでロシア中銀は前月比(6月分は0.37%上昇)を年率化したインフレ率が4%を超える点を懸念として指摘しました。

ロシア中銀のインフレ見通しでは23年が5%~6.5%と現状からのさらなる上昇が予想され、4%に戻るのには24年が見込まれています。このインフレ見通しに基づけば、声明文に示されたように追加利上げの公算は大きいと思われる。

図表2:ロシアの消費者物価指数(CPI)の推移

月次、期間:2017年6月~2023年6月、前年同月比、前月比



データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

ロシア中銀はインフレ圧力の主な要因として、ルーブル安と労働市場のタイト化をあげています。

ウクライナへの軍事侵攻後は西側諸国の経済制裁でルーブルは急落しましたが(図表1参照)、その後は堅調さを取り戻しました。しかしながら、足元再びルーブル安傾向に転じています。経済制裁が効果を示し始めたこと、最近のロシアの穀物輸出合意からの離脱や国際会議への不参加などの孤立化など様々な原因がルーブル安の背景とみられます。問題なのはロシアは輸出が伸び悩む一方で、国内需要を満たすため輸入に依存する状況となっていることです。ルーブル安がインフレを引き起こしやすい状況にあることから、ロシア中銀もルーブル安を警戒したとみられます。

■ ロシアのインフレ懸念の背景に労働供給制約による生産抑制がみられる

ロシアの労働市場のタイト化もインフレ要因とみられます。ロシアの失業率は5月が3.2%と歴史的な低水準です(図表3参照)。現在のロシアの場合、景気回復による失業率の低下ではなく、働き手不足による「悪い」失業率の低下とみられます。

働き手不足の主な短期的な背景として、①コロナ禍における人口減、②ウクライナへの軍事侵攻による事実上の徴兵、③徴兵回避などによるロシア国外への流出があげられます。

ジョンズ・ホプキンス大学のデータによるとロシアの

図表3:ロシアの失業率の推移

月次、期間:2017年5月~2023年5月



出所:ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

新型コロナウイルスによる死者数は約40万人です。しかし20年から21年にかけてロシアの人口は百万人程度減少しています。実態はより悪かった可能性も考えられます。

一方、ウクライナへの軍事侵攻に兵士として駆り出された人に加え、国外退避した人数も相当数あり、報道では百万人規模とも伝えられています。

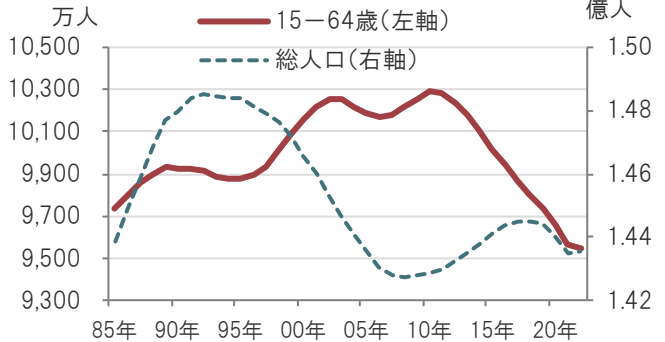
次にロシアの長期的な人口問題を振り返ります。ロシアの総人口は90年代から2010年手前頃まで減少傾向でした(図表4参照)。旧ソ連の崩壊に伴う出生率の低下などが背景です。この世代が生産年齢人口の中核となりはじめる2010年頃から、ロシアは構造的な生産年齢人口の減少に直面しています。

このように、ロシアには構造的な労働者不足、もしくは供給制約の懸念がある中で、コロナに見舞われたことは不幸な出来事でした。一方で、ウクライナへの軍事侵攻は経済の観点からみても、非合理的な決断であったように思われます。

ロシアのインフレ率の今後の展開が、ロシア中銀の予想通りならば、今回の利上げ局面は22年の軍事侵攻後のような過大な引き締めとはならないかもしれません。それでも、ロシア経済の足腰が弱まっていることから利上げの影響は小さくはないように思われます。

図表4:ロシアの総人口と生産年齢人口の推移

年次、期間:1985年~2022年、生産年齢は15-64歳とした



出所:世界銀行のデータを基にピクテ・ジャパン作成

ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様が投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について (2023年6月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)
※申込手数料上限は販売会社により異なります。
※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.6%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

■当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■運用による損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380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 日本証券業協会