Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

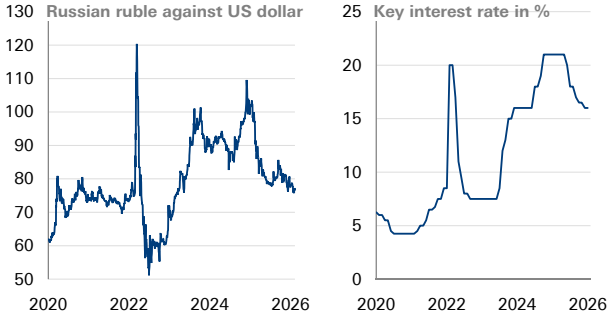
Capital market outlook for calendar week 8

2026 年 2 月 18 日

ロシア経済の実像と課題

目下、ロシア経済の見通しを正確に予測することは、利用出来るデータが限られていることから非常に困難な為、先ずは、現状、確実に入手可能でデータの客観性が保たれていると見られる、ロシア・ルーブルの対米ドル為替レートと、ロシアの政策金利に着目することに意義があると考えています。

ロシア：安定した通貨と高い政策金利



出所： Tradingeconomics.com、Metzler　　2026 年 2 月 9 日

戦時下でも比較的安定したロシア・ルーブル

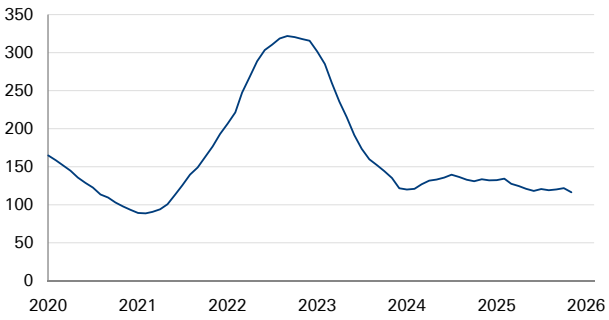
2025 年 4 月以降、ロシア・ルーブルは 1 ドル＝約 80 ルーブル前後で横這い推移しており、戦時下の国として、異例ともいえる安定した動きを見せています。通常、戦争時には大量の通貨発行によってインフレ圧力が高まり、通貨は下落するのが通例であり、たとえ資本規制が強く発動されても下落は避けられないことが分かっています。ロシア統計局が発表するインフレ率や GDP のデータについては、基本的に信頼性は高くないとされていますが、実際に為替レートが安定的に推移している事実からは、インフレが比較的低く抑えられていることが示唆されていると思われます。

かようにインフレが低く抑えられている理由の一つは、2025 年のピーク時に約 21%、足元で約 16%という非常に高水準の政策金利であると考えられますが、通常、戦時下では、戦費調達を容易にする為、政策金利を低く抑えるのが一般的で、第二次世界大戦中の米国も同様の政策措置を導入したことが分かっています。しかし、ロシアは、政府債務が極めて低い水準にある為、高金利を維持出来ていると考えられます。

実際に、インフレ率が低く抑えられている二つ目の理由は、増税によるものと思われます。具体的には、2025 年から法人税率が 20%から 25%へ引き上げられ、同じく 2025 年からより累進的な所得税体系が導入され、さらに 2026 年 1 月 1 日からは付加価値税（VAT）が 20%から 22%へ引き上げられたことがあります。加えて、2023 年には一度限りの「超過利得税」が臨時の財源として導入される等の動きもあったことから、これらの増税が民間部門からの資金を吸収し、需要を抑制することに寄与したのではないかと思われます。

概して、戦時下における大規模な増税は、非常に強力な国家・政府でなければ実施出来ないと考えられますが、例えば、かつてのドイツ帝国でさえ、第一次世界大戦の戦費を主に紙幣発行によって賄い、税金は殆ど引き上げなかったことが分かっています。

ロシア：安定した貿易黒字
貿易収支の黒字（単位：10 億米ドル）



出所： Tradingeconomics.com、Metzler　　2025 年 11 月 30 日

戦争 4 年目でも続く貿易黒字

ロシア統計局は、貿易収支を公表していますが、貿易相手国側の統計も存在する為、これは操作が難しい指標だと考えられます。貿易収支は通常、米ドル建てで表示されますが、ロシアが実際に受け取っているのは中国人民元やインドルピーであり、それらは中国やインドでしか使用出来ないものです。しかし、そのような前提で、ロシアは戦争 4 年目でも貿易黒字を維持していることは事実であり、このことは、とりわけ資源を中心にロシア国内で生産が消費を上回っていることを意味している為、現時点で、ロシアは国際収支上、輸入や軍需生産を強制的に削減するような状況ではないと考えられます。

軍需産業の拡大と民間セクターの犠牲

ロシアの軍需産業の大幅な拡大は、民間部門の大幅な縮小と表裏一体であることに留意が必要です。とりわけ高金利は民間部門の借入需要を抑制し、貯蓄を増加させていると見られますが、公式統計では倒産件数の大幅な増加は見られておらず、実際に倒産が起きているのは、主に金利動向に敏感な建設業等の一部セクターに集中している状況です。

また、ロシアでは、民間部門の抑圧により、民間投資は大幅に減少し、民間資本ストックが縮小しているとみられます。軍需以外の政府投資や税収も減少していることから、軍需産業の比重は民生部門に対して相対的に拡大していることは明らかだと思われます。

以上から、ロシア経済の構造は「当面の危機には強いが、将来への備えが脆弱」な構造になっていると考えられます。一度、戦争が終われば、現代的な文明を象徴するような民間セクターやインフラもなく、また復員兵の働き口も限定的であることが明白である為、深刻な不況が待ち受けていると考えられます。端的に言えば、ロシアは「戦時経済下の巨大なガソリンスタンド」に喩えることが出来るのではないかと考えています。

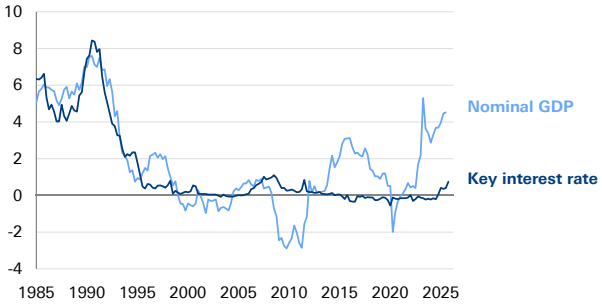
もし、民間部門の生産が国内需要を十分に満たすことが出来なくなれば、輸入の増加を余儀なくされて貿易収支は悪化しますが、2025 年のロシアの貿易黒字は約 1,200 億ドルが見込まれ、依然として余力が大きい状況だと言えます。ロシア経済を実質的に弱体化させるには、より強力な制裁と、その抜け道になっている輸送インフラ「シャドーフリート」へのさらに厳しい規制が必要になると考えられます。このことは、民間部門の疲弊を伴いますが、ロシアが貿易赤字に転落することは、同国が戦争の継続が経済的に困難になったサインとして捉えることが可能ではないかと考えています。

日本：名目成長モメンタムに注目

目下、日本の金融市場は明確なシグナルを発していると思われます。株価の急上昇、国債利回りの緩やかな上昇、円高は、押し並べて、新政権への信任を示していると考えられ、政府支出の増加により期待される成長加速には政府債務の大幅増加は伴わない見通しが示されています。

日本における名目 GDP の力強い成長は、政府債務の抑制にも寄与していると見られます。過去 3 年間、名目 GDP は 4%超（前年比、3 年移動平均）で成長しており、今週発表された 2025 年第 4 四半期の名目 GDP 統計では、個人消費や設備投資が小幅ながら増加した他、東京圏のインフレ率は引き続き 2～3%の範囲で安定していると見られます。

日銀の金融政策は依然として緩和的
名目 GDP（前年比、3 年移動平均）、政策金利（%）



出所：Bloomberg、Metzler　　2025 年 12 月 31 日

政策金利が 0.75%に留まる現状では、預金やマネーマーケットの投資家は実質的に大きな損失を被っていると思われます。金融政策は超緩和的な状況にある為、資産価格インフレを引き起こしている可能性が高いと考えられます。そうした状況下で、日銀は、政策金利を緩やか且つ慎重にしか引き上げないであろうと思われます。

ユーロ圏：緩やかに回復する景気

ユーロ圏景気の先行指標で欧州株式市場に影響を与えるユーロ圏 ZEW 景況感指数や、ユーロ圏購買担当者指数（PMI）については、今後発表される数値に景気モメンタムの改善が示されると予想する向きが増えているようです。但し、欧州では、AI ブームの恩恵を受ける企業が相対的に少ないと思われる為、アジア諸国と比べると回復は緩やかなものになると見ています。

米国：消費に不確実性

米国では、2025 年は所得と労働市場を示すデータが弱含んだにもかかわらず、消費は堅調となりました。実際に貯蓄率が低下し続けたことが、消費を支えていましたが、足元は貯蓄率が既に低水準にあり、これ以上、貯蓄が消費を支えるのは難しい状況だと考えられます。従って、今後の消費は弱い労働市場と同様のペースでしか伸びないとの見立てが妥当性をもつと考えており、2026 年の消費は減速することが予想されます。但し、年前半には大規模な税還付により一時的に消費が持ち直す可能性がある為、動向を注視しています。

また、住宅市場は、依然として高い住宅ローン金利の影響で弱さが目立つ状態が続いていますが、今後発表される NAHB 住宅市場指数、住宅着工・許可件数、新築

住宅販売等の指標に変化が表れるか注目したいと考えています。

なお、米国経済には構造的な成長減速が迫っていると見られ、インフレ率は依然として高いと見られることが懸念材料であることから、米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ目標を判断する際の中核指標とされるコア PCE デフレーターに、今後どのような数値が表れるか注視しています。

メッツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損
8.) 害について一切責任を負いません。
9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10.)本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11.)本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12.)本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2　富国生命ビル23階
Tel：03-3502-6610（代表）Fax：03-3502-6616
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第467号
加入協会　一般社団法人　日本投資顧問業協会

W26-005