

2022年3月7日 全7頁

西側の協調制裁はウクライナ侵攻を止められるのか

かつてない規模の制裁はロシア国債のデフォルトを生む

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 189

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

- ロシアのウクライナ侵攻に対し、西側諸国はかつてない規模の経済・金融制裁措置を発動している。ロシア主要銀行を SWIFT から排除し、ハイテク製品の対ロシア輸出を禁止するといった直近の制裁は、多国間で協調され、またこれまでにない速度で発動された措置である。地政学的な状況がさらに悪化すれば、欧米はロシアのドルやユーロへのアクセスをさらに制限し、既存のロシア国債の流通制限、ロシアからのエネルギー輸入を禁止するなど、さらに劇的な措置をとる余地が残されている。
- SWIFT からの排除では、既に国際的な制裁対象となっていた企業・銀行がまず対象となり、その後も対象が拡大されると考えられる。ただし西側諸国は当面、的を絞った制裁発動のアプローチをとっているため、しばらくは貿易決済できる余地が残されており、欧州のロシアからのエネルギー輸入には影響が出ないとみられている。米国側は今回の措置は「イラン方式」と評し、対イラン制裁時と同様にエネルギーの貿易決済には支障が生じない可能性を示唆している。
- 西側諸国の制裁により、ロシア経済の孤立が強まる中、ロシア中銀は2月28日に政策金利を倍以上に上げた。ロシア中銀総裁は制裁措置によって、急落するルーブル防衛に向けた外貨売却が不可能になったと認めている。決済機関のユーロクリアとクリアストリームは決済通貨としてのルーブル受け入れ停止を決定した。そのため、事実上、ルーブル建て債券を保有する外国人投資家のポジション解消方法はほぼ消滅し、塩漬けを余儀無くされる状況である。ロシア政府は、対外債務返済を通貨ルーブルのみで一時的に認めているにすぎず、海外債権者がどう反応するかは未知数である。ロシア国債の利払い期限である3月16日に選択的債務不履行（セレクトティブ・デフォルト）に陥る可能性が高いことが指摘されている。

ロシアへの制裁リスト

ロシアのウクライナ侵攻に対し、西側諸国はかつてない規模の経済・金融制裁措置を発動している。ロシア主要銀を SWIFT から排除し、ハイテク製品の対ロシア輸出を禁止するといった直近の制裁は、多国間で協調され、またこれまでにない速度で発動された措置である。地政学的な状況がさらに悪化すれば、欧米はロシアのドルやユーロへのアクセスをさらに制限し、既存のロシア国債の流通制限、ロシアからのエネルギー輸入を禁止するなど、さらに劇的な措置をとる余地が残されている。

一方、ロシアは、2014 年クリミア併合に対する制裁措置発動後、経済の脱ドル化を急速に進めていた¹。ただし、ロシア輸出の半分を占める化石燃料の取引は、伝統的にドル決済となるため、脱ドル化路線にも限界はある。ロシア中銀のインフレ目標導入により、インフレ率が落ち着きルーブルの対ドルレートが安定し、企業や世帯の借入や預金におけるドルの割合も低下したが、それでも一定程度の水準は残っている。ドルへのアクセスが制限された今となつては、企業や金融機関が苦境に陥ることも予想される。特に、ロシア中銀の資産凍結や同中銀との取引禁止により、ロシア経済へのドル流動性供給は著しく制限される。

図表 1 ロシアへの制裁リスト

対象	概要
金融市場	<ul style="list-style-type: none"> ・ 主要行の資産凍結や国内金融市場へのアクセス禁止 (米国、EU、英国、日本) ・ ロシア国債の取引制限 (米国、EU、英国、日本) ・ ロシア中銀の資産凍結 (米国、EU、英国、日本) ・ ロシアの国民福祉基金および財務省とのトランザクション禁止 (米国、英国) ・ ロシア国籍者から国内行への大口預金受け入れ禁止 (EU、英国)
企業	<ul style="list-style-type: none"> ・ 先端技術製品の対ロシア輸出規制 (米国、EU、英国、日本) ・ 特定のロシア銀行をSWIFTから排除 (米国、EU、英国、日本) ・ 航空機およびその部品の対ロシア販売禁止、原油精製所更新に必要な機器販売禁止 (EU) ・ ロシアの航空宇宙企業の英国保険セクターへのアクセス禁止 (英) ・ ノルドストリーム2パイプラインの開通承認凍結 (独)
その他	<ul style="list-style-type: none"> ・ ロシア機の領空通過禁止 (米国、EU、英国) ・ ロシア外交官パスポート保持者の査証免除渡航を中止 (EU) ・ ゴールデンパスポートの制限 (EU、英国) ・ ロシア政府高官やエリート、これらの活動を支援するイネーブラーの特定・資産凍結 (EU) ・ プーチン大統領とラブロフ外相の資産凍結 (米国、EU、英国、日本)

(出所) 各国政府発表より大和総研作成

¹ 貿易決済におけるユーロの占める割合が 2013 年の 10%未満から、2021 年には 30%へと拡大し、同期間でのドルの占める割合は 80%から 55%に縮小された。

SWIFT 排除はイラン方式となりエネルギー取引は継続

さらに SWIFT からの排除では、既に国際的な制裁対象となっていた企業・銀行がまず対象となり、その後も対象が拡大されると考えられる。ただし西側諸国は当面、的を絞った制裁発動のアプローチをとっているため、しばらくは貿易決済できる余地が残されており、欧州のロシアからのエネルギー輸入には影響が出ないとみられている。米国は 2012 年、および 2018 年にイランの銀行を SWIFT から排除する制裁措置をとった。米国側は今回の措置は「イラン方式」と評し、対イラン制裁時と同様にエネルギーの貿易決済には支障が生じない可能性を示唆している。つまり、ロシアのエネルギーセクターに特化した銀行を SWIFT から排除せず、エネルギー売買に関連したトランザクションは例外的に認める措置を取っている。

それでも SWIFT 排除の影響はロシアの銀行システムおよびより広範な経済に打撃を与えるだろう。2012 年 3 月に核開発疑惑を受けてイランの金融機関が SWIFT から排除された例は記憶に新しい。西側諸国による制裁の一環であり、イランの核開発に関与した企業や個人のほか、イラン中銀や大手銀行も含まれた。イランの対外貿易額は 30%減少したとされ、これら制裁の効果もあって 2015 年 7 月の核合意につながったとみられている。2016 年 1 月に制裁は解除され、翌 2 月には制裁解除の対象となった金融機関が SWIFT へ再接続された。しかし、2018 年に再び核開発計画によって緊張が高まり、米国主導で制裁が発動され、11 月に米国制裁の対象となったイランの 30~50 銀行・金融機関が SWIFT から排除された。2012 年と同様にこの年、イラン GDP は約 8%減少し、通貨安が進み原油輸出が 3 分の 1 へと大きく落ち込んだ。

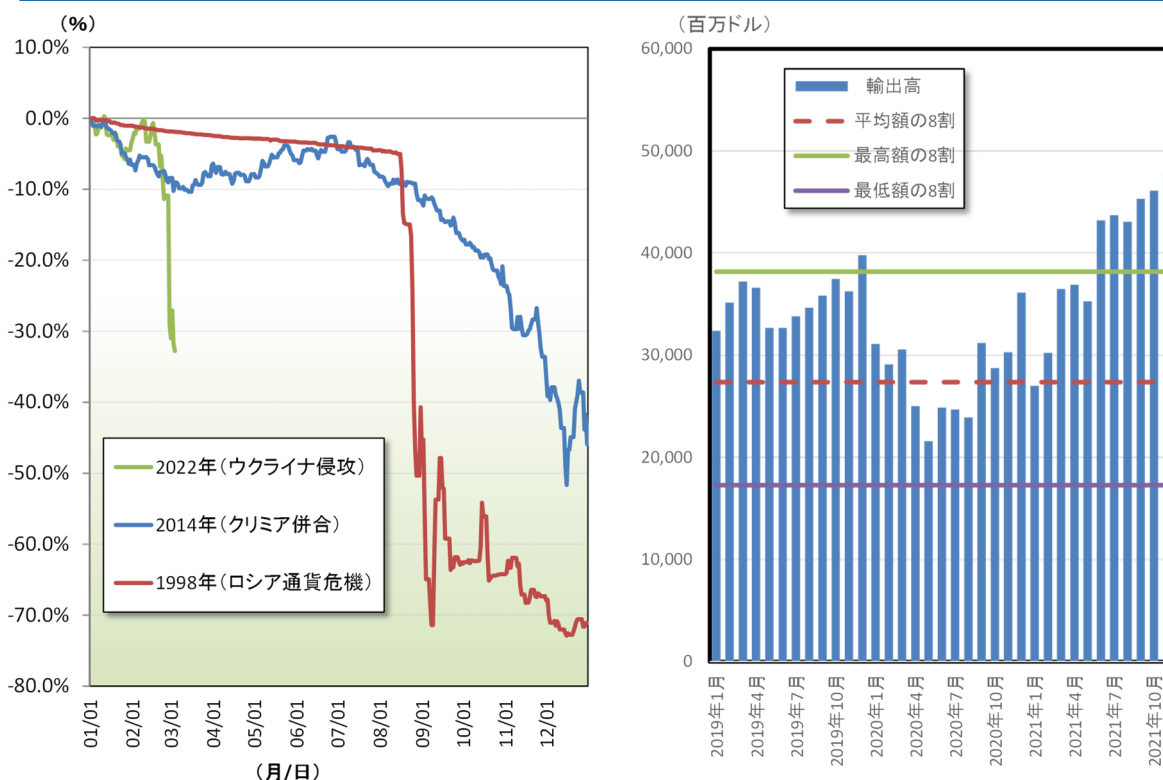
SWIFT 排除により、貿易決済に影響が生じ、特にロシアの貿易フローの 35%超を占める EU との貿易に大きな打撃が出るだろう。また金融システム全体に圧力がかかり、銀行取り付けやルーブル安を受けた外貨確保の動きが強まることになる。しかし、ロシアはクリミア併合後、世界的な制裁の対象となり、それが現在も続いているため、それなりの対処法を身に付けてきている。ロシアはイラン制裁を教訓に（SWIFT には遠く及ばないものの）独自の代替システムである SPFS を立ち上げているため、中国の決済網である CIPS なども併用して本格的な利用を検討している。

経済制裁で崩壊した通貨ルーブル

西側諸国の制裁により、ロシア経済の孤立が強まる中、ロシア中銀は 2 月 28 日に政策金利を倍以上（9.5%→20%）に上げた。ロシア中銀総裁は制裁措置によって、急落するルーブル防衛に向けた外貨売却が不可能になったと認めている。現段階でルーブルは 30%以上下落し、過去最低の水準に落ちたが、利上げによってやや戻した。ただし 2014 年のクリミア併合に対する制裁発動時のルーブルの下落率は、最大で年初来マイナス 50%にも達し、1998 年のロシア危機時におけるマイナス 70%に次ぐ下落を記録した。今後も、さらなる制裁強化により、過去の通貨危機に類似する状況になる可能性もある。

無論、ロシア中銀を対象とした制裁は、約 6,300 億ドルの外貨準備の一部に手を付けることができなくなることを意味し、制裁措置の厳しさを改めて裏付けた。今後、ルーブル安によって既に高くなっていたインフレ率がさらに押し上げられ、厳格な資本統制が敷かれることになろう。金融条件も引き締められ、実体経済に相当の影響を与えることになる。

図表 2 通貨ルーブルの対ドルの年初来増減率の比較 (左) とロシアの輸出額 (右)



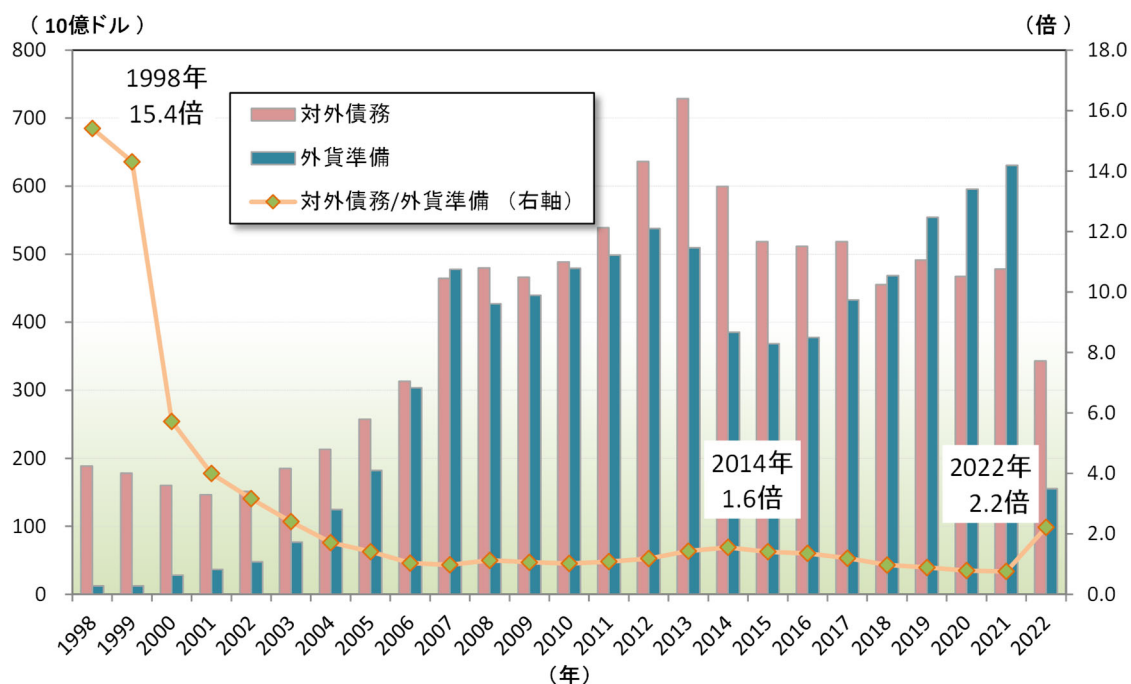
(注) 輸出高は過去 3 年の平均額、最高額、最低額の 8 割
(出所) ロシア中銀、ブルームバーグより大和総研作成

またルーブル防衛のため、2月28日にロシア財務省と中銀は国内の輸出企業に対し、外貨収入の8割を市場で売却するよう命じた。ロシア中銀は2月24日に10億ドルを外為市場で売却したが、2月28日には介入しなかった。このため、ルーブルが中銀以外の市場参加者によって支えられたことが示唆されている。過去3年間のロシアの輸出額の平均の8割は月額約270億ドル(最低約170億ドル～最高約380億ドル)に上り、原油価格が現状の水準で推移し、エネルギー輸出に制裁がかけられなければ、輸出企業から毎月この程度の金額を確保し、ルーブル防衛に利用できることになる。SWIFTの排除によりイランのように対外貿易量が30%減少しても、介入できる資金を平均月額約180億ドル(最低約120億ドル～最高約270億)程度、確保できることとなる。このため、当面はこの施策がルーブル市場の安定化に貢献すると推定される。

ロシア中銀への制裁で国債のデフォルトに近い？

また、最も決定的な制裁はロシア中銀を対象とした措置である。ロシア政府は外貨準備の一部を占める国民福祉基金へのアクセスを制限して貯蓄に励み、外貨準備は約 6,300 億ドル近くにまで達していた。しかし、西側諸国の中銀はそろってロシア中銀の資産に対するアクセスを制限し、これら資産を凍結し、ロシア中銀の民間トランザクションを禁じた。このため、ロシア中銀は債券を売却することもできなければ、西側の銀行から現金を引き出すこともできなくなり、約 6,300 億ドルの外貨準備高の 6 割近くにアクセスできなくなった²。ロシア中銀がまだ利用できるのは、金庫の中にある 1,350 億ドル相当のゴールド、IMF ポジションの 50 億ドル、人民元建ての中国債券の 840 億ドル、残りはドルやユーロの現金 300 億ドル、合計約 2,500 億ドル程度となる。

図表3 ロシアの対外債務、外貨準備の推移と今後の予測



(注) 2022年の外貨準備は実質的に利用できる金額を試算して計上、対外債務も試算値。

(出所) ロシア中銀より大和総研試算

ロシアの対外債務残高の推移をみると、1998年のロシア危機時の約 1,880 億ドルと比べ、2013年は約 7,300 億ドルと約 3.9 倍にも達した。その後、エネルギー高により 2021 年末に対外債務残高は約 4,800 億ドルまで減少している。うち 1,350 億ドルの返済期限は一年以内とな

² 過去とは違い、外貨準備の大半の要素は、国債の証書やドル、ユーロやポンド、円の札束といった物理的なものではなくなっている。実際は、中銀の電子的な帳簿記入（コンピュータ台帳）にすぎず、外貨準備の所有と管理は分離されている。ロシア中銀は外貨準備を保有しているものの、これら資産の実際の保有者（=海外の中銀）が、そのアクセスを管理している。

っている。一方、ロシア政府は輸出企業に対し、外貨収入の 8 割を市場で売却させる勧告の見返りに、対外債務返済をバックアップする意向を表明している³。現段階で利用可能な 2,500 億ドルに加えて、月次で先に示した輸出企業からの約 170 億ドルから約 380 億ドル（外貨収入の 8 割）の収入があれば、当面、対外債務でデフォルトすることは避けられるとみている。事実上、2022 年に外国銀行から借り換えることが不可能となり、外貨での新規の債務・収入がゼロと仮定しても、対外債務/外貨準備比率は 2.2 倍程度の上昇にとどまり、ロシア国債のデフォルトによる危機に陥った 1998 年の 15.4 倍や翌 1999 年の 14.3 倍には遠く及ばない。2014 年末のクリミア併合に伴う制裁時でも、ロシア中銀が保有する外貨準備 3,850 億ドルのうち利用可能な 2,000 億ドルのみで、企業の対外債務返済保証を約束して危機を乗り切ったことを考えると、あくまで数値上は今すぐ危機が来ることは想定しづらい。

実際はロシア国債のデフォルトとなる可能性が高い（制裁の副作用）

ただし、ロシア政府は、対外債務返済を通貨ルーブルのみで一時的に認めているにすぎず、海外債権者（非友好国債権者）がどう反応するかは未知数である⁴。また、決済機関のユーロクリアとクリアストリームは決済通貨としてのルーブル受け入れ停止を決定した。そのため事実上、ルーブル建て債券を保有する外国人投資家のポジション解消方法はほぼ消滅し、塩漬けを余儀無くされる状況である。ロシア国債の利払い期限である 3 月 16 日に選択的債務不履行（セレクトティブ・デフォルト）に陥る可能性が高いことが指摘されている。

また外貨準備の 6 割が使えなくなり、残りの 4 割に頼るしかなくなったわけだが、これを使う自由も失われていることは確かだ。特にロシア中銀はゴールドを売ってドルやユーロを獲得することも直ぐにはできない。これは（西側諸国では民間ブローカーは）ロシア中銀とのトランザクションが禁じられているうえ、西側諸国以外の銀行やブローカーはロシアと取引すれば、西側の怒りを買うためである（中国によるロシアとの金融取引の継続に依存する）。さらに IMF ポジションには手を付けることはできない。このため直ぐに利用できるロシア中銀に残された資金は、現金 300 億ドルと月次での輸出企業からの収入のみとなり、仮に制裁による副作用により金融システム全体が危機的状況に陥った場合、金融・経済破綻を回避するには不十分な額であろう。また、金融危機に陥らなくとも、対外債務の返済期限が集中する今年の年末には一時的な外貨逼迫が予想され、ルーブルの大幅減価によるバランスシートの毀損を警戒した輸出企業が、中銀へのドル売却をストップする可能性もある。

今後、戦争がどのようなシナリオに推移するかは予測不可能であるが、金融市場には大きな混乱が継続し、一部には既にストレスの兆しが見えている。欧銀の株価はロシア融資のエクス

³ クリミア併合を契機に 2014 年 12 月に通貨ルーブルが危機的な状況に陥った背景には、経済制裁の強化や原油価格の急落に加え、ロシア国内の原油・ガス等の輸出企業が年末に予定された対外債務返済を過度に警戒していたことがあった。

⁴ ロシア政府は一連の経済制裁の報復措置として 3 月 1 日より、融資契約に関連した外国人に対する外貨支払いやロシア居住者から海外への送金を禁じていた。ただし 3 月 6 日に非友好国に限定し、ロシア通貨ルーブルでの海外債権者への支払いを認めた。

ポーランドに対する懸念から大きく下落している。新興市場ファンドの一部が、保有するロシア株取引凍結による損失をカバーするために、非ロシア資産を投げ売りするとの懸念も上がっている。まだ制裁措置の影響がすべて、金融市場に伝播したわけではない。ロシアの銀行をSWIFTから排除するのが正式に発効するのは3月12日になってからである。また、ロシア資産凍結が、関連する契約書にどのような影響を及ぼしていくのかまだわかっていない。今後、さらなるロシア中銀の資産凍結や取引禁止により、ロシア経済へのドル流動性供給はさらに著しく制限され、世界金融システム全体の複雑な構造が、制裁によって危機にさらされていく可能性がある。

ただし、世界金融危機やコロナ危機、十年にわたる量的金融緩和などを経て、多くの西側の規制当局や投資家が、2008年以前に比べ、ショックへの対応が格段に改善されてはいる。このため、1998年のLTCM破綻や2008年のリーマン・ショックの記憶もよみがえりつつあるものの、過度な不安よりは、ある種の危機を克服することへの楽観を期待することもできるだろう。ただしロシアだけが被害を受けると考えるのは単純すぎるため、当面、制裁からの副作用への警戒が解かれることがないと言っても過言ではない。

(了)