

2022年3月23日 全8頁

デフォルトは回避するも、厳しい制裁下でロシア経済はいつまで持ちこたえるのか？

制裁ブーメランで欧州は燃料配給制に

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 190

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

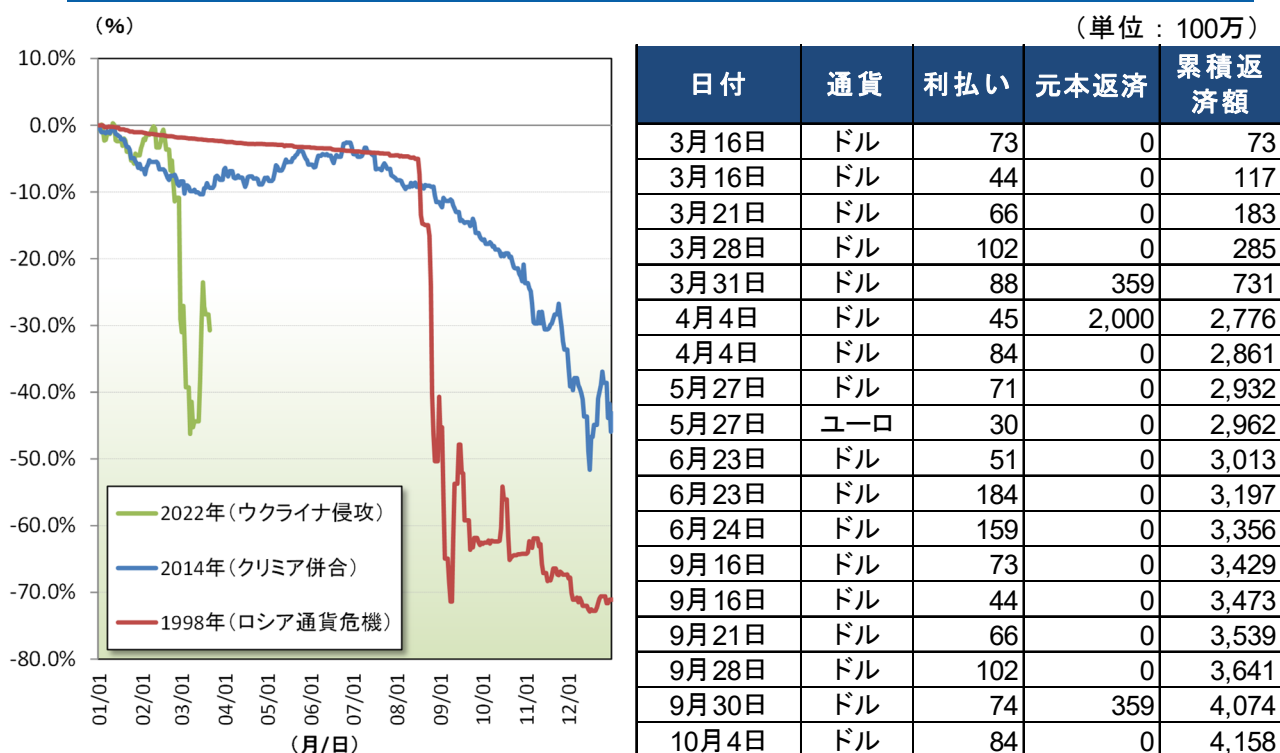
[要約]

- 3月17日に中継役となるコルレス銀行から支払いを受けた米銀は、ロシア政府からの利払い処理を履行したため、ロシア国債デフォルトは一旦、回避された。利払いの詳細は発表されていないが、いずれかの海外口座にあるドル資金を送金することで、国内からの外貨送金禁止の制約を乗り越えた可能性がある。
- 2月下旬から3月上旬にかけてロシア国内の消費者が、制裁による外資系企業の撤退やルーブル安によって、家電や自動車、電気機器や家具の選択肢がなくなることや、価格上昇を恐れ、これら製品をパニック買いしたため、インフレ率は急上昇した。輸入減と海外市場の閉鎖によって、足下の国内需要は国産品にシフトし、企業も輸入から国内サプライヤーに切り替えるなどの措置を急いでいる。ただし、ロシア中銀はソ連時代のような人工的な価格統制は製品不足や品質低下を招き、経済の適応速度を落とすほか、寡占やカルテルにつながるため行わないことを宣言している。
- 紛争によって影響を受けた東部地域はウクライナ国内のとうもろこしや小麦生産の4割を占める。中央や西部での経済活動はかろうじて続けられており、農民は可能な限り畑に出て種まきを始めているというが、2022年の穀物収穫量や、輸出用に保管されていた穀物にどれだけ打撃があったかによって、ウクライナ経済や世界の食料供給への損失が左右されることになる。食料品価格の上昇に加え、ロシアが報復措置としてパラジウムやプラチナ等の貴金属、ニッケル等の卑金属の供給を制限すれば、世界的なサプライチェーンの混乱を招く恐れがある。
- 3月14日に英国議会の財務省特別委員会では、供給への問題やエネルギー市場での不安定さが拡大していることから、近い将来ディーゼル燃料やガスが配給制になる可能性が示唆されている。欧州の一部では4月までにディーゼルの配給が始まるかもしれないが、既にドイツなどでは石油卸売り業者が顧客への販売を制限している。

一旦はデフォルトを回避したロシア国債

ウクライナ侵攻に対する西側諸国の制裁で、ロシアの外貨準備の半分以上が凍結されている。このため、3月16日を期日とする、ドル建てロシア国債2本の利払い1億1,700万ドルの行方が注目されていた。ロシアのシリアノフ財務相は送金がうまくいかなければルーブルで支払うと述べたうえ、西側の制裁による資産凍結が、外貨建て国債に関しロシアを人為的なデフォルトに陥れると主張していた。ロシアは制裁への報復措置として、ロシア連邦中央銀行（以下、ロシア中銀）の定めた為替レートで、外貨建て債務でもルーブルで返済すれば、債務履行とみなすという大統領令を発令しており、デフォルト回避目的と考えられていた。また、国内からの外貨海外送金も禁止していた。ロシアのドル建て、ユーロ建て国債の一部には、万が一の際にルーブルでの返済を認める条項が含まれているが、3月16日の利払い期限の国債にはその条項は含まれていなかった。

図表1 ルーブルの対ドルの年初来下落率（または減価率）の比較（左）と外貨建てロシア国債償還金額（右）



(出所) ロシア中銀、ブルームバーグより大和総研作成

ロシアが最後に国債でデフォルトしたのは1998年である。その後、ロシア政府はルーブル建て債務およびソ連時代のドル建て債務を再編し、ソ連崩壊以降に発行された国際債券の支払いは欠かさなかった。ただ西側の制裁により、ロシアが世界の金融システムから排除されたため、ロシア国債や企業の債務不履行が続くのではないかと投資家は懸念していた。結果的に3月17日に中継役となるコルレス銀行から支払いを受けた米銀は、ロシア政府からの利払い処理を履

行し、個々の投資家へ総計 1 億 1,700 万ドルを送金したため、ロシア国債のデフォルトは一時的に回避された。利払いの詳細は発表されていないが、いずれかの海外口座にあるドル資金を送金することで、国内からの外貨送金禁止の制約を乗り越えた可能性がある。ただし、今後も支払い期限が相次ぎ、4 月以降も 20 億ドルを超える規模の償還が待ち構えている。潤沢な手持ち資金を利用した債務履行は今後も続くかもしれないが¹、(テクニカル的に) ハードカレンシーへアクセスすることが難しくなっているロシア中銀の苦難は当面続くと思われる。ただ、万が一ロシアが国債をデフォルトしたとしても、それが自動的に債券に関連した CDS の支払いのトリガーになるとは限らない。CDS 市場の投資家である運用機関や大手投資銀行の代表者によって構成される決定委員会²が CDS 支払いの最終決定をする。代表者は所属企業のポジションからは遮断された情報障壁の向こう側にいることになっているが、物議を醸す決定をすれば、利益相反を巡る議論が起きることは明らかである。

ロシア中銀の利上げも功を奏する

制裁発動を受け、ルーブルは年初から対ドルで 40%以上下落して、過去最低の水準に落ちていたが、デフォルトを一旦回避したことで反転している。またロシア中銀は、金融安定性リスクへの対応策として 2 月 28 日に政策金利を 20%にまで大幅に引き上げている。

2 月下旬から 3 月上旬にかけてロシア国内の消費者が、制裁による外資系企業の撤退やルーブル安によって、家電や自動車、電気機器や家具の選択肢がなくなることや、価格上昇を恐れ、これら製品をパニック買いしたため、インフレ率は急上昇した。また、非食品の買いだめも目立った。しかし、現段階でも国内には十分な在庫があり、企業の生産活動も継続されている。また需要が落ち着けば、価格メカニズムが正常に戻る可能性が高い。輸入減と海外市場の閉鎖によって、足下の国内需要は国産品にシフトし、企業も輸入から国内サプライヤーに切り替えるなどの措置を急いでいる。ただし、ロシア中銀はソ連時代のような人工的な価格統制は製品不足や品質低下を招き、経済の適応速度を落とすほか、寡占やカルテルにつながるため行わないことを宣言している。このためインフレは一定期間高止まりすることが予想される。

またロシア中銀は、制裁への対応措置として外貨の流入を確保するため、輸出企業の外貨収入の 8 割の強制売却など、資本統制の一部要素をやむなく導入している。さらに制裁による企業保護のため、中小企業融資支援プログラムによって、運転資金や投資向けの融資を政府と中銀が協力して行っているほか、金利連動型ローンを利用している企業への影響緩和措置も導入している。これら様々な措置を講じたことで、3 月中旬には銀行システムはスムーズに運営さ

¹ ガスプロムは 3 月 7 日に 13 億ドルの債券を返済、10 日にはロスネフチも 20 億ドルの返済を履行。3 月 5 日の大統領令でロシア国内からはルーブルでのみ債務返済が許可されていたが、双方ともに海外のオフショア口座からドルで返済したため、西側投資家は拍子抜けした形となった。

² 正式名称はクレジットデリバティブ決定委員会、ISDA が同委員会規則を定めている。セルサイド 10 社、およびバイサイド 5 社の議決権を持つメンバーと、諮問役を務める企業最大 3 社およびオブザーバー会員で構成される。同委員会規則に従い、クレジットイベントの後に、CDS オークションを開催するかどうかも決定する。委員会は地域ごとに設立され、ロシアは EMEA 委員会の担当となる。

れ、ルーブル防衛に功を奏して対ドルレートは足下で大きく戻している。証券取引所も一時停止されたが3月21日より段階的に再開している。

ロシア中銀はインフレが2023年までは目標を超過するものの、2024年には目標の4%にまで落ちるとの見通しを示している。現状の政策金利は一時的な危機対応措置であるとロシア中銀は強調しており、状況が安定すれば引き下げるといふ。ただし、インフレが今後さらに高まれば、政策金利が2022年内に25%程度にまで引き上げられる可能性はある。無論、ロシアにおけるインフレの今後は、経済が制裁下の状況にどれだけ早く適応するかにかかっている。一方、ナビウリナ総裁の3期目が確定したことは、総裁交代による不確実性を防ぐほか、ロシア中銀がインフレ目標達成を優先課題にするとの意思表示としても受け止められる。

予想される食糧難と戦中でも辛うじて続ける経済活動

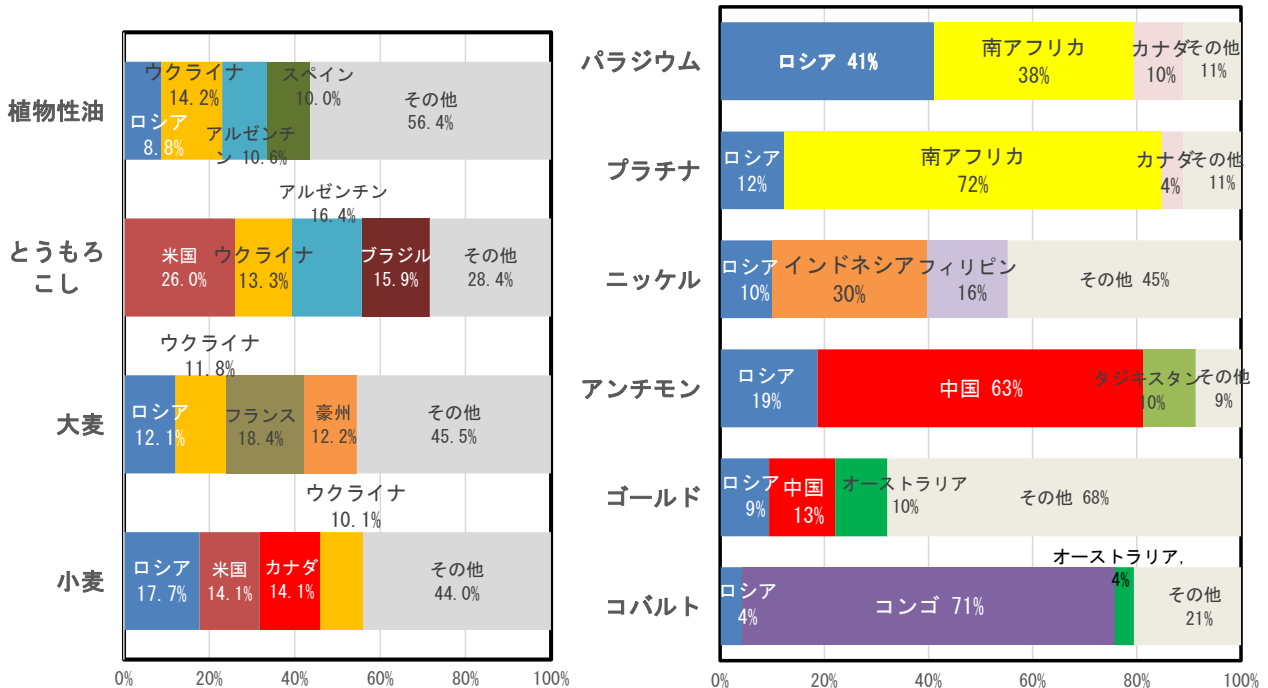
ロシアおよびウクライナは小麦など穀物の主要生産地であり、紛争の影響で食料品価格の上昇も予想されている。ウクライナはEUにとって第二の穀物供給国であり、アジアやアフリカの新興国にとっては最大の輸入先である。ウクライナは2020年の世界輸出総額のシェアで植物性油の14.2%、とうもろこしの13.3%、大麦の11.8%、小麦の10.1%を占めている。

ロシアの侵攻により、ウクライナの穀物生産量は2022収穫年に劇的に減少するとみられている。特に紛争によって影響を受けた東部地域はウクライナ国内のとうもろこしや小麦生産の4割を占める。種付けや収穫はもとより、燃料や労働者、肥料の不足に加え、ロシア軍の攻撃によって農作業自体が難しくなることが懸念されている。ロシアとの停戦合意により、4月に農作業ができるのであれば、6割程度は供給量を確保できるとみられているが、紛争が長期化すれば、当然ながらそれよりも大きく生産量は落ちることになり、世界の食品価格はさらに高くなることが予想されている（国連は世界の食品価格がさらに8~20%上昇すると予想）。なお、ウクライナは国内の食料供給の安定のために、小麦やその他コモディティの輸出を禁止している。これによって世界的な食品価格の上昇のみならず、ウクライナからの輸入に依存している国では食料品不足が起きる可能性もある。

一部の地域、特に中央や西部での経済活動はかろうじて続けられており、農民は可能な限り畑に出て種まきを始めているというが、2022年の穀物収穫量や、輸出用に保管されていた穀物にどれだけ打撃があったかによって、ウクライナ経済や世界の食料供給への損失が左右されることになる。また、輸送インフラがさらに破壊されれば、既存の供給制約がさらに激化する。黒海やアゾフ海の港湾施設は同国の輸入貨物取扱量の7割強を占めるが、戦闘や地雷の恐怖、ロシアの黒海艦隊による海賊行為などを恐れ、現在ではほぼ活動を停止している。さらに陸路のほとんどは避難民で占有されており、既にアジアと欧州を結ぶ陸路の利用は非常に難しくなっている。ロシアとの紛争の結果、ウクライナがオデッサやヘルソンといった港湾都市を恒久的に失うとなれば、ポーランド経由の陸路開拓など広範な経済再建が求められる。また食料品価格の上昇に加え、ロシアが報復措置としてパラジウムやプラチナ等の貴金属、ニッケル等の

卑金属の供給を制限すれば、世界的なサプライチェーンの混乱を招く恐れがある。

図表2 食料品（左）と金属類（右）の輸出の世界シェア（2020年）



(出所) 米国地質調査所、国連資料より大和総研作成

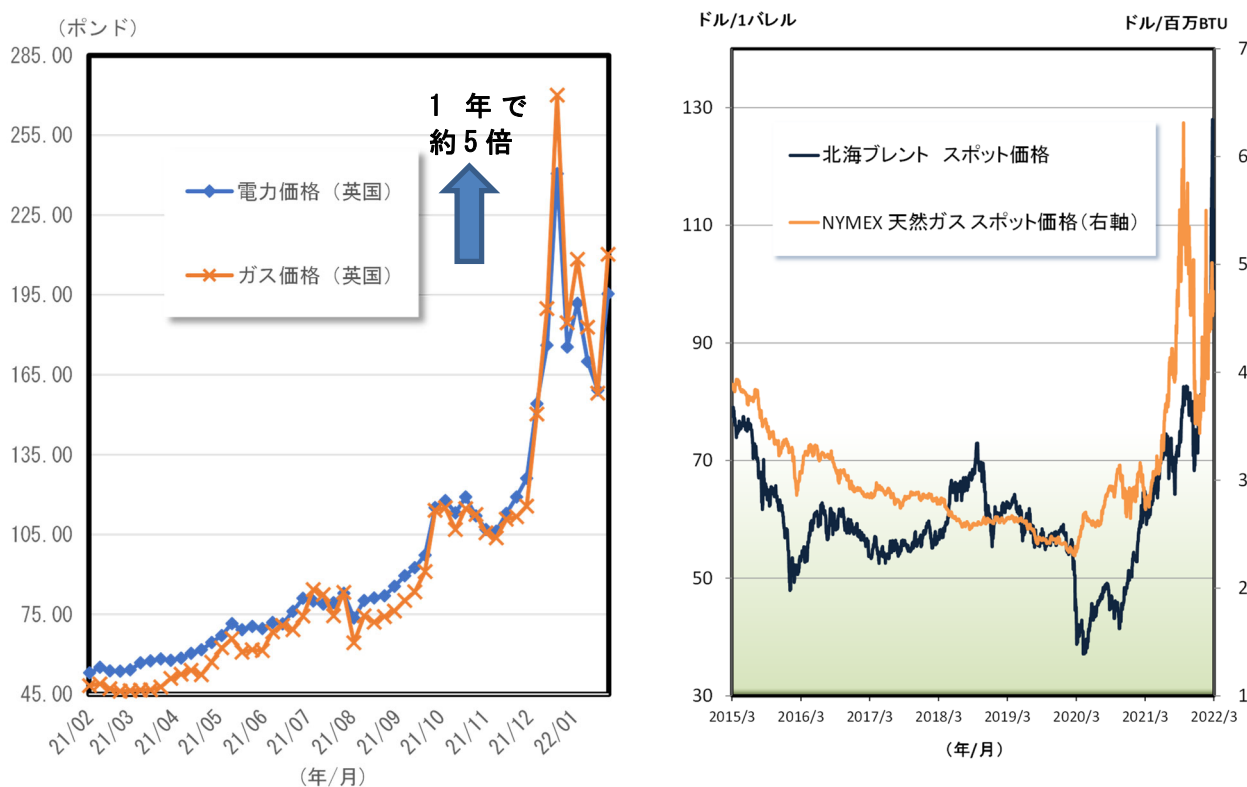
欧州ではエネルギーの配給制が始まる可能性

欧州では石油やガス供給への圧力が強まっており、コスト上昇に拍車をかけている。ロシアの天然ガス生産量は米国に次ぐ世界第二の地位を占めており、またその約3分の1を輸出しており、二位以下を大きく引き離して世界第一位のガス輸出国となっている。無論、ロシアのウクライナ侵攻は、欧州におけるエネルギー価格の変動要因となっている。欧州がロシア以外の輸入量を増やすことも考えられるが、切替えには時間がかかる。

英国へのロシアからのエネルギー輸入は限定的であるものの、EUではガスが40%、石油は25%をも占めており、欧州大陸での価格上昇は、それ以外の場所に様々な波及効果を及ぼすことになる。特に英国では、ガス供給に及ぼす影響への懸念から、卸売りガス価格は3月4日に過去最高を更新した。英国家庭の主要暖房源はガスで、その卸売り価格は1年間で5倍となっている。英国はエネルギーの純輸入国であり、ロシアからのエネルギー輸入を軽減する意向を示している。昨年からのガス・電気の卸売り価格の高騰を受け、英国のガス・電力市場規制当局(Ofgem)は既に4月よりエネルギー料金の上限を1,277ポンドから54%引き上げ、1,971ポンドにすることを決定している。しかし、ウクライナ侵攻によって、来冬のエネルギー価格上昇も予想され、10月の上限改定で再び50%近くの引上げとなり、平均的な世帯のエネルギー料金は年間3,000ポンド(約46万円)にも達するとの見方もある。

なお、3月14日に英国議会の財務省特別委員会では、供給への問題やエネルギー市場での不安定さが拡大していることから、近い将来ディーゼル燃料やガスが配給制になる可能性が示唆されている。欧州の一部では4月までにディーゼルの配給が始まるかもしれないが、既にドイツなどでは石油卸売り業者が顧客への販売を制限している。

図表3 英国の電力・ガス価格（左）と天然ガス、石油スポット価格（右）



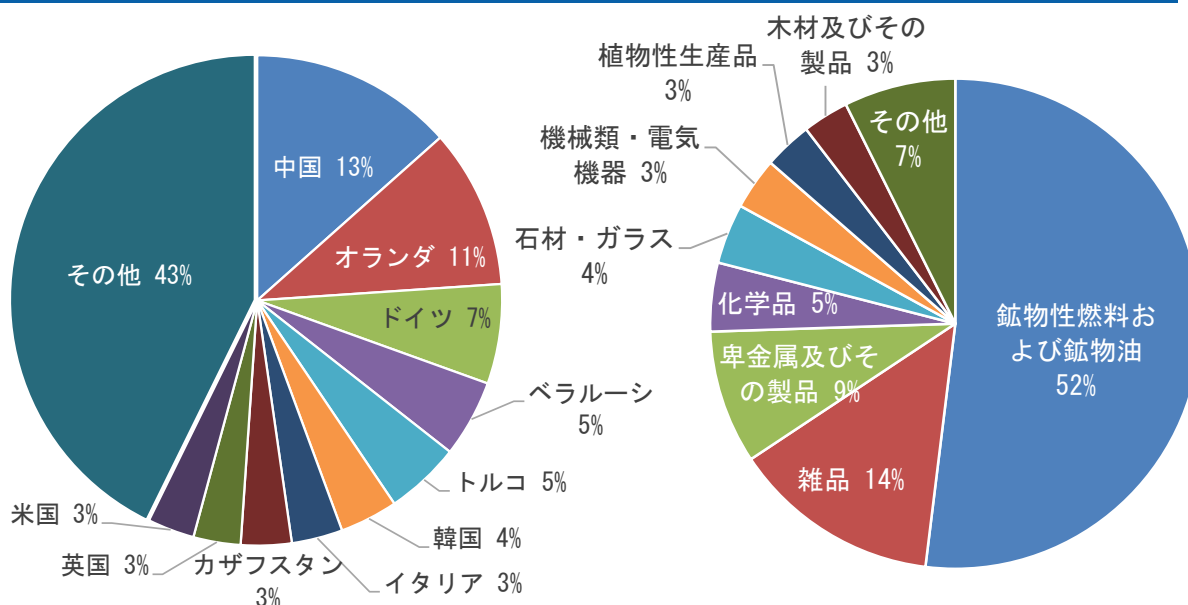
（出所）Ofgem、ブルームバーグより大和総研作成

制裁強化で窮地に立つロシア、ただ国により企業撤退状況は異なる

3月11日、G7首脳は追加制裁としてWTOルールに基づくロシアの最恵国待遇³の撤回に向けた措置を講じるとの方針を発表した。バイデン大統領は同日、関税率の優遇措置撤回を明らかにした。これに先駆け3月3日にはカナダが、ロシアとベラルーシに対する最恵国待遇を撤回し、ほぼすべての輸入品に35%の関税適用を決定した。また、3月15日には欧州委員会が最恵国待遇撤回を発表した。さらにオーストラリアや韓国のほか、アルバニアやアイスランド、モルドバ、モンテネグロ、ニュージーランドや北マケドニアも同様に撤回している。

³ いずれかの国に与える最も有利な待遇をすべてのWTO加盟国に対して与えなければならないWTOの基本原則。

図表4 ロシアの輸出構成国、輸出品目



(出所) ロシア統計局より大和総研試算

一方、中国は、ロシアに対する一方的な制裁に断固反対するとし、対ロシア貿易の継続方針を明らかにし、ロシアからの要望に対応する、としている。二国間の貿易はここ数年で着実に拡大しており、2021年には前年を大幅に上回る過去最高の1,470億ドルを記録している。ただし、中国はロシアに比べ世界経済システムに格段に深く統合されているため、対ロシア制裁の巻き添えになって中国の国際金融システムへのアクセスが絶たれるような状況に陥ることは是非でも回避する意向である⁴。

なお、英米の大手企業は国内世論のプレッシャーもあり、ロシア国内の業務停止や拠点閉鎖を相次いで発表している。しかし英米よりも経済関係の深いドイツやフランスの企業は慎重な対応に終始している。ドイツ企業ではシーメンスの業務停止のほかは、メルセデスがロシア工場の操業を停止したことが目立つ程度である。特に、対ロシア与信がここ2、3年で大きく伸びているフランスではCAC40のうち少なくとも30以上の企業が事業を継続しているなど、多くの企業が残留を選択し好対照な印象を受ける。

マクロン大統領は、再三にわたり、ロシアとウクライナとの争いの仲裁役になろうとしてきた。EU首脳会議の場でも、ロシア政府を非難する一方で、ロシアとフランスが軍事衝突しているわけではないことを強調し、ロシアでの企業活動を正当化し続けているのが実情である。無論、フランスのような国だけではないため、当面、制裁が続くロシアでは、親ロシア国との貿易を中心に頼っていくしか方策はない。ただクリミア併合以降、要塞化されたロシア経済を瓦解させるほどのダメージを負わずことができていることは、国債のデフォルト危機を難く乗り越えたことで実証されたことであろう。

⁴ 既に大手国有行のうち少なくとも2行がロシア産商品購入のための融資を制限していると報じられている。

歴史的にみても経済制裁で戦争を止めることに成功した国の例は皆無である。高騰するエネルギー価格を背景に潤沢な外貨収入が見込めるロシアに対して、西側諸国が一枚岩になり切れていない現段階の制裁では、なおさら戦争を止めることは期待できない。このままでは、ウクライナの戦火拡大を止めることは難しく、制裁のブーメランとしてエネルギー価格の高止まりと、新興国を中心とした深刻な食糧危機だけが訪れると言っても過言ではない。

(了)