

2022年4月18日 全7頁

対ロシア制裁が生んだロシア鉄道デフォルトの背景とその副作用

官製相場からの脱却を加速させるルーブル

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 192

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]

- ロシアは制裁によりインフレが加速し、通貨ルーブルは、(制裁発動直後に)過去最低の水準にまで下落した。ただしロシア中銀の機敏な対応に加え、懸念されていたデフォルト危機を3月16日に一旦回避したことで、状況が一変している。ロシア中銀の外貨確保による官製相場とみられていたが、自律的に通貨ルーブルの安定が確認できる流れが顕在化したため、中銀は4月8日に利下げや資本規制の緩和を発表した。
- ロシア鉄道は、3月12日に、2026年満期のスイスフラン建て債券(2億5,000万スイスフラン)のユーロ債の利払いをルーブルで行ったため、4月1日にISDAのクレジットデリバティブ決定委員会(EMEA部門)に質問書が提出されていた。同社は、期日まで利払いを試みたが、4月11日に同決定委員会は、同スイスフラン建て債券をデフォルト認定した。さらに4月13日、同決定委員会は、先にルーブルで支払われたロシア国債が支払不履行の信用事由を引き起こしたかどうかについて、4月20日に再度協議することで合意した。同決定委員会が、信用事由が起きたと判断すれば、ロシア鉄道と同様にデフォルトの認定が下され、ロシア国債に対するCDSの補償金の支払いが開始されることになる。
- プーチン大統領は友好国、とりわけアジアへのエネルギー輸出を加速させる方針を示しており、決済通貨においても(ドルやユーロだけでなく)双方の自国通貨で決済可能とするなど、新たな姿勢を見せ始めている。世界のエネルギー貿易の構造変化などを理由に、決済通貨のドル離れが加速し、海外投資家(特に中東や東南アジアなどのソブリン・ウエルス・ファンド等)が米国債やユーロ圏国債の保有を敬遠するようになれば、基軸通貨としての地位は加速度的に危うくなる。対ロシア制裁の副作用は、エネルギー価格高騰を受けた生活苦に直面する国民が急増することだけでなく、基軸通貨としてのドルやユーロの地位が低下することに、多くの国が気づいたことにあるともいえるだろう。

制裁強化が進むも、天然ガス禁輸には至らず

3月末にロシア軍が、ウクライナの首都キーウ近郊のブチャで、民間人を虐殺した疑惑が浮上し、欧州では制裁強化を巡る議論が活発になっている。英国のトラス外相は、4月4日にウクライナのクレバ外相とワルシャワで制裁強化の方法について議論した際に、ロシアへのエネルギー依存を解消するまでの時間枠に関し、英国がG7諸国に対し合意を求めていく方針を示した。さらにEUでも4月8日に石炭禁輸を含む制裁第5弾が発表された。

図表1 西側諸国のロシアへの制裁リスト（4月上旬時点）

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） ・IMFやEBRD、世銀など主要多国間金融機関からのロシアの借入れを拒否（G7） ・ロシアを資金調達市場から遮断（G7） ・ズベルバンク（ロシア最大の金融機関）およびアルファバンク（最大の民間行）の米国金融システムからの排除、米国民の取引完全禁止（米） ・ズベルバンクの資産凍結（日）
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） ・ロシアからの輸入禁止（米：魚介類やウォッカ、EU：鉄鋼製品など） ・ロシアからの主要輸入品への関税追加（英） ・ロシアへの新規投資全面禁止（米、日） ・ロシアからの石炭の輸入禁止（EU） ・ロシアがEUからの供給に強く依存する品目の対ロシア輸出禁止（EU）
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プラーの特定・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） ・ロシアに対する最恵国待遇の撤回（G7） ・暗号資産などを利用した制裁回避を監視（G7） ・偽情報の流布に対処（G7） ・ロシアに対する奢侈品輸出の禁止（米、EU、英、日） ・ロシア外交官の国外追放（米独仏日伊） ・ロシア籍船舶のEU域内港湾へのアクセス禁止（EU） ・ロシア・ベラルーシの道路輸送事業者によるEU域内における輸送禁止（EU）

（注）赤字は3月7日以降に発動された制裁

（出所）各国政府発表資料より大和総研作成

しかし、欧州の一部諸国はロシアからのエネルギー輸入への依存度が高く、エネルギー禁輸には容易には踏み込めないという事情がある。EUでの制裁発動には加盟国の全会一致が必要だ

が、ハンガリーのオルバン首相はプーチン大統領と親しく、ロシアにとって打撃の大きい、エネルギー制裁には拒否権を発動する意向を示している。輸入に占めるロシアの割合が高い天然ガスは代替の調達先が簡単には見つからないうえ、貯蔵水準が低いこともあり、短期的にみてエネルギー禁輸が実現する可能性は低い。新たな冷戦に突入した今、ドイツのようにロシアへのエネルギー依存解消を目指す加盟国の動きは加速していくと考えられるが、実現性には疑問符が灯る。それゆえに、2021年秋口から続くエネルギー価格の高騰は、ロシアへのウクライナ侵攻により、さらに欧州全体の物価全般を押し上げ続けている。2022年3月のユーロ圏のインフレ率は過去最高の7.5%、英国は30年ぶりの高水準である7.0%となり、前月から大きく加速している。

官製相場からの脱却を加速させるルーブル

一方、ロシアも制裁によりインフレが加速し、通貨ルーブルは、(制裁発動直後に)過去最低の水準にまで下落した。ただしロシア中銀の機敏な対応に加え、懸念されていたデフォルト危機を3月16日に一旦回避したことで、状況が一変している。

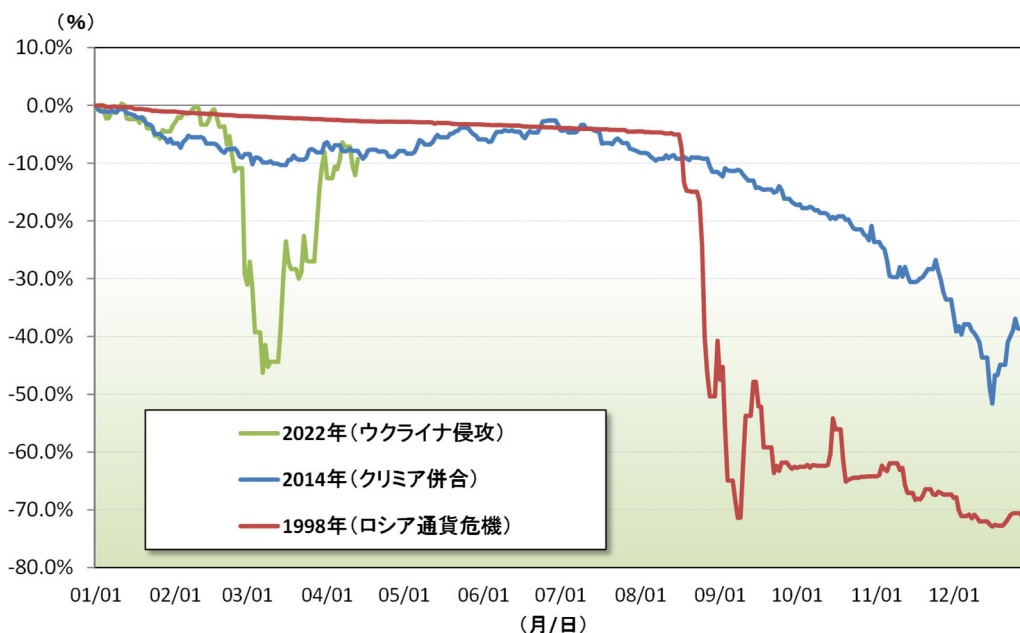
ロシア中銀は、制裁発動直後の2月28日に政策金利を20%にまで大幅に引き上げ、外貨を確保するため、輸出企業の外貨収入の8割の強制売却など、資本統制を一部導入した。(制裁後も)欧州へのガスや石油輸出だけでも一日あたりの収益は約3億ドル弱にも上り、エネルギー企業にこの外貨収入を強制的に売却させることで、現在でもロシア中銀は多額の外貨を確保していることになる。さらに、中小企業融資支援プログラムによって、運転資金や投資向けの融資を政府と中銀が協力して行っているほか、金利連動型ローンを利用している企業への影響緩和措置も導入している。これら様々な措置により、3月中旬にはロシアの銀行システムはスムーズに運営され、ルーブルの対ドルレートも大きく戻した。ロシア中銀の外貨確保による官製相場とみられていたが、自律的に通貨ルーブルの安定が確認できる流れが顕在化したため、中銀は4月8日に利下げや資本規制の緩和を発表した。

4月11日より政策金利は300ベースポイント引き下げられ17%になり、個人は2022年3月9日以前に開設された外貨預金口座からのドルとユーロの引き出しが可能となる。ただし、引き出し額は1万ドル(もしくは1万ユーロ)とし、複数口座がある場合には銀行ごとに1万ドル(もしくは1万ユーロ)を上限とする。また4月1日より、海外送金の金額も1万ドルまで引き上げられている。さらに4月18日以降、個人による現金外貨の購入も認められる。証券会社を通じた外貨購入時の手数料12%も廃止され、外貨の売値と買値のビット・アスク・スプレッド(価格差)を限定するよう銀行に課した要件も廃止される。ロシア中銀は、今後もさらなる資本規制の解除を検討しており、官製相場からの脱却を模索している。

ロシア中銀の官製相場の早期脱却の狙いは、今回の資本規制はロシア金融市場の安定につながったが、ルーブルのさらなる上昇で、景気低迷に拍車がかかるリスクを低下させたい思惑がある。ロシア中銀は、現状の政策金利は一時的な危機対応措置であると強調しており、状況が

安定すれば政策金利をさらに引き下げるといふ。これにはインフレが 2023 年までは目標を超過するが、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背景もある。ただし、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。

図表 2 通貨ルーブルの対ドルレートの年初来増減率の比較



(出所) ブルームバーグより大和総研作成

西側制裁とロシアの報復措置で決済機能が停止（払いたくとも払えない）

さらに対ロシア制裁は、ロシアの債券発行体と海外投資家間の決済の流れにも混乱を生んでいる。米国では2月28日以降、対ロシア制裁の一環として、ロシア財務省や中央銀行との取引は一切禁じられている。ただし、債券あるいは株式の利子や配当、償還金受け取りは5月25日まで米国金融機関に保有する口座からドル支払いで認めると、米財務省外国資産管理室は3月2日に通達を出した。しかし、ブチャでの民間人殺害の疑いを受けた追加制裁の流れにより、この許容期限が4月4日に繰り上げられ、米財務省報道官が、今後はロシア政府が米国口座からのドル支払いを認めない方針に踏み切っている。そのため、米財務省は4月4日以降のロシア政府のコルレス銀行による送金処理の許可を出さず、(これ以降の)支払い期限となる国債の償還・利払いを投資家が受けることができなくなった。

なお、最初にロシアの債券発行体は償還・利払いなどの返済金をロシアのコルレス銀行や共通の証券預託機関（日本の証券保管振替機構など）に送る。これら仲介組織は返済金を受け取り、自身の取引銀行に送金する。資金はその後、ロシアの債券発行体が任命した支払代理人にわたり、市場でのそれぞれの受取先に支払いが行われる。しかし、制裁によりユーロクリア等の主要な証券預託機関が利用できないため、代替策としてロシア連邦証券保管振替機関（NSD）

が利用されている。本来であれば、NSD に届いた資金は、海外の顧客口座にそれぞれ振り込まれる。しかし、ロシアの報復措置により「非友好国」の海外の顧客口座への現地通貨（ドル、ユーロ、円等）での送金は禁止されたため、現段階では非友好国の外貨建て資産の償還・利払い資金が（ルーブルで）NSD に留まっているのが実情である。海外投資家はロシアへ赴き、NSD から直接その資金を引き出すことは可能であるが、無論、紛争真ただ中の現時点では現実的な選択肢としてはなり得ないだろう（ただし、ロシアに駐在している非友好国企業の社員や、滞在査証などを保有するロシア入国が可能な非友好国の従業員であればロシア国内でこの資金をルーブルで引き出すことはできる）。このように、西側制裁とロシアの報復措置が（ロシアの債券発行体の支払いを複雑なものにし）支払いたくとも支払えない状況を生み出し¹、ロシア発行体に絡んだ金融市場の決済機能が事実上の機能停止に陥っている。

ロシア鉄道が制裁後の最初のデフォルト認定

4月4日を期限とするドル建てロシア国債2本の利払いにおいても、（上述のように）ルーブルでNSDまで支払われたものの（非友好国の）海外投資家の手元には届かず、支払い期限を過ぎたとみなされた。このため、一部の格付け機関は、ロシア国債の信用格付けを「選択的デフォルト（SD）」に引き下げている。同様にこの払いたくとも払えない状況に陥ったのが、ロシア国営鉄道会社（ロシア鉄道）である。

ロシア鉄道のデフォルト認定の経緯は、3月初めにロシア鉄道のユーロ建て債券保有者に対し、期日までに支払いがされなかったことが発端である²。ロシア鉄道のユーロ債の発行体であるRZDキャピタルは、2月末からはカナダおよびEUの制裁対象となっていた。さらにロシア鉄道は、3月12日に、2026年満期のスイスフラン建て債券（2億5,000万スイスフラン）のユーロ債の利払いをルーブルで行ったため、4月1日にISDAのクレジットデリバティブ決定委員会（EMEA部門）に質問書が提出されていた。同社は、期日まで支払いを試みたが、法律上およびコルレス銀行ネットワークにおける規制順守義務により、支払いを果たせなかったと説明している。そのため、10日間の猶予期間を経た4月11日に同決定委員会は、同スイスフラン建て債券をデフォルト認定した。ウクライナ侵攻後初めてとなるロシアの発行体債券のデフォルトである。同社は債務返済プロセスの認可を、英国の金融制裁執行局（OFSI³）に申請したが、その処理には数週間かかる可能性がある。

さらに4月13日、同決定委員会は、先にルーブルで支払われたロシア国債が支払不履行の信

¹ もとは、西側諸国の対ロシア制裁により、ロシア中銀の海外資産を凍結し、ロシアの対外債務返済に制限を課したことから始まる。これによって、ロシアには対外債務を返済する資力があるにもかかわらず、海外債権者への返済不履行のリスクが生じた。

² 3月6日に投資家に、2,300万ユーロ（2,500万ドル）の利払い分。ロシア国内の祝日のため、支払い期限は3月9日に持ち越されたが、それでも支払いは処理されなかった。ただし3月30日に、ロシア財務省が、クーポン支払いと、元本を部分的に返済するための資金を送金している。

³ 財務省の一部であり、英国で金融制裁が適切に理解、実施および執行されることを支援する。また、金融制裁が英国の外交政策と安全保障目標に対し、可能な限り最大の貢献を目指す。英国金融サービスセクターの統合性や信頼性維持も支援する。

用事由を引き起こしたかどうかについて、4月20日に再度協議することで合意した。同決定委員会の会合は、ロシアがドル建て国債の償還と利払いをルーブルで行ったことに関し、支払不履行が起きたかを判定するため（4月11日に提出された質問書を受けて）開催されている。同決定委員会が、信用事由が起きたと判断すれば、ロシア鉄道と同様にデフォルトの認定が下され、ロシア国債に対するCDSの補償金の支払いが開始されることになる。

図表3 ロシア国債およびロシア鉄道のユーロ債の利払い・償還スケジュール

ロシア国債

(単位:100万)

日付	通貨	利払い	元本返済
3月16日	ドル	73	-
3月16日	ドル	44	-
3月21日	ドル	66	-
3月28日	ドル	102	-
3月31日	ドル	88	359
4月4日	ドル	45	2,000(※1)
4月4日	ドル	84	-
5月27日	ドル	71	-
5月27日	ユーロ	30	-
6月23日	ドル	51	-
6月23日	ドル	184	-
6月24日	ドル	159	-
9月16日	ドル	73	-
9月16日	ドル	44	-
9月21日	ドル	66	-
9月28日	ドル	102	-
9月30日	ドル	74	359

ロシア鉄道

(単位:100万)

日付	通貨	利払い	元本返済
3月1日	ドル	22	-
3月2日	ルーブル	1,650	-
3月3日	ルーブル	1,349	-
3月6日	ユーロ	23	-
3月12日	スイスフラン	2.3	-
3月25日	ポンド	30.8	-
4月3日	スイスフラン	3.1	-
4月5日	ドル	-	604.6

(注) 太字は既に利払い・元本返済がなされたもの。赤字は投資家が利払い・元本返済(米ドル換算)を受けられなかったもの。黄色セルはデフォルト認定。

(※1) ロシア財務省は3月末に14億5000万ドル相当のルーブルを使い買い戻したと発表。

(出所) ブルームバーグより大和総研作成

制裁の副作用で警戒すべきは基軸通貨の地位低下

4月1日より非友好国の企業にガス購入代金をルーブル建てで支払うことを義務付ける措置も発効されている。しかしガスプロムバンクに開設した外貨決済口座に振り込んだ外貨建て代金が同行のルーブル口座に振り替えられるだけのため、決済自体に大きな障害が起きるとは考えにくい。また、同行はEUの制裁対象外となっているため、外貨は4月以降もロシア国内に入ってくると考えられる。

しかし、多くの国、特に独仏はこのスキーム下でのガス購入を拒んでいるのが実情である。プーチン大統領は、ロシアで開催された石油・ガス産業の現状に関する会合において、非友好国が代金送金を遅らせているため、ロシアから輸入した石油・ガス代金の支払いに問題が生じていると述べた。独仏は外貨建ての支払い契約を一方的にルーブル建てにしたことは、契約違

反に相当するとストックホルム商業会議所仲裁裁判所への申し出も検討している。ただし、中国とスロバキアなどはルーブル決済に応じており、ハンガリーは欧州の制裁措置に触れることなく、ルーブルで決済する方法を見つけたと報じられている。

一方で、プーチン大統領は友好国、とりわけアジアへのエネルギー輸出を加速させる方針を示しており、決済通貨においても（ドルやユーロだけでなく）双方の自国通貨で決済可能とするなど、新たな姿勢を見せ始めている。ロシアを含め多くの国が中銀あるいは政府系基金に多くのドルやユーロを保有させる一因は、（ドルやユーロが）世界の貿易および市場における基軸通貨だからといえる。政府が通貨を防衛し、債務返済への介入までもが必要となる危機時には、ドルやユーロなど世界的な通貨を保有しているかどうかが重要となる。しかし、世界のエネルギー貿易の構造変化や、（資産凍結など）制裁ツールに利用されることを敬遠することなどを理由に、決済通貨のドル・ユーロ離れが加速し、海外投資家（特に中東や東南アジアなどのソブリン・ウエルス・ファンド等）が米国債やユーロ圏国債の保有を敬遠するようになれば、基軸通貨としての地位は加速度的に危うくなる。対ロシア制裁の副作用は、エネルギー価格高騰を受けた生活苦に直面する国民が急増することだけでなく、基軸通貨としてのドルやユーロの地位が低下することに、多くの国が気づいたことにあるともいえるだろう。

(了)