みずほマーケット・トピック（2022 年 2 月 28 日）

SWIFT 遮断にまつわる論点整理～7 つの Q&A～

「金融の核兵器」とも形容される SWIFT 遮断がロシアに対して遂に実施される。非情な話だが、金融市場は戦争それ自体を着目しているわけではない。戦争に付随して発生する経済・金融情勢の変化、具体的に言えば両陣営における制裁の応酬が如何なる影響を持つかを着目している。その意味で市場が最も警戒するのはキエフ陥落の一報よりも SWIFT 遮断だった。本件に関しては非常に多くの照会を受けている。現時点で明らかではない情報もあるが、Q&A 方式で論点整理をしておきたい。SWIFT 遮断は金融版の「兵糧攻め」であり、いずれ通貨危機に陥ることは不可避。今回は潤沢な外貨準備資産も押さえるべく、ロシア中銀も制裁対象になっている。敢えて言えば、人民元や金（ゴールド）で 2000 億ドル程度の売却可能資産はありそうだが、ロシアが直面しようとしている事態を思えば「焼け石に水」だ。なお、ロシアの外ではスタグフレーション懸念から中銀対応が極めて難しい事態になりそう。そのほか、今回の決定で大陸欧州が抱え込む「亀裂」はさらに多様化しそうであることも注目である。7 つの Q&A で現状把握したい。

～SWIFT 遮断についての論点整理～

ウクライナ侵攻を仕掛けたロシアに対する西側陣営による制裁措置の「最後の一手」として、SWIFT（国際銀行間通信協会）遮断が遂に実行される運びとなった。「金融の核兵器」（ルメール仏財務相）とも形容される SWIFT 遮断は影響度が極めて大きく、とりわけドイツ、イタリア、オーストリアといった欧州主要国が反対してきた。例えばベアボック独外相は「鋭い刃が、必ずしも賢明な手段ではない」と慎重姿勢を明言していた。しかし、ロシア軍の首都キエフ侵入、停戦交渉打ち切りなどが報じられる中、26 日、反対していた欧州主要国も強硬姿勢に転じ、合意に至ったようである。なお、SWIFT 遮断とは異なるが、ポーランド・リトアニアの両首脳がベルリンに乗り込みショルツ独首相を説得してウクライナへの武器輸出を説得したという一報もある。歴史を知るほど驚きの一幕である。

非情な話だが、金融市場は戦争それ自体を着目しているわけではない。戦争に付随して発生する経済・金融情勢の変化、具体的に言えば両陣営における制裁の応酬が如何なる影響を持つかを着目しているのである。その意味で金融市場が最も警戒するのはキエフ陥落の一報よりも SWIFT 遮断だったと言っても過言ではない。以下では最も照会の多い点に絞って整理しておきたい。

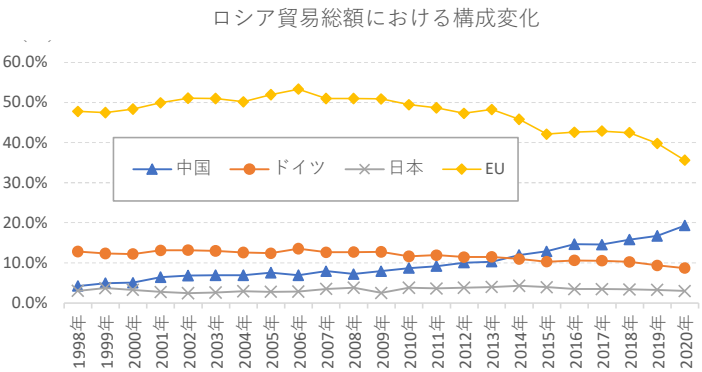
Q1：SWIFT 遮断、最大の影響は？＜ロシア側＞

A1：SWIFT 遮断の影響はロシアとそれ以外で理解を整理する必要がある。ロシアにおいては通貨危機、ロシア以外においては資源価格の上昇が警戒される。

まず前者から見ておきたい。通貨危機という言葉が指す範囲は非常に広く、当該国通貨の価値が短期的かつ急激に毀損した場合に起きるネガティブな経済現象全般を想定した総称と言える。SWIFT 遮断がもたらす最大の効果は遮断された国で「外貨が取れない」という事態が発生すること

である。いくら原油や天然ガスや穀物を海外で売り上げてもその外貨建ての売上がロシアに還流する道筋（SWIFT）が今後は断たれる。現状、ロシアとの貿易取引までが禁止されているわけではないが、対価の受払ができない以上、貿易取引も早晩行き詰るだろう。また、海外からロシアに対する証券投資・直接投資といった資本取引も断たれる。こうして貿易・資本取引が完全停止するので、為替市場においてロシアルーブルは圧倒的に売り超過になる。そうなる未来が確実に見えているので、現時点でロシアルーブルを保有している経済主体は売り一択である。

貿易に関しては、具体的な数字を見ればイメージが湧きやすいだろう。2020 年に関し、ロシアの貿易総額は約 5600 億ドルと名目 GDP（1.45 兆ドル）の 40%程度を占める。過去 20 年余りでロシアの貿易相手国に占めるシェアは EU から中国へ徐々に軸足が移りつつあるが（図）、それでも EU に米国や日本との貿易総額を合わせ見ればロシア貿易の 40%以上になる。ドル、ユーロ、円といったG3通貨の取引が止まれば、これを決済通貨とする貿易取引もほぼ止まる。名目 GDP の 16%程度（≒40%×40%）がごっそり抜け落ちければ、その影響は甚大なものとなる。



（資料）macrobond、※EUにはドイツも含まれる。

要するに、SWIFT 遮断は金融版の「兵糧攻め」である。SWIFT が使えなければお金が流れないので、海外との資本取引は元より、貿易取引も滞る。仮に SWIFT を迂回する手段があったとしても、暴落した自国通貨では満足な価格・量で取引することができない。結果、海外から入ってくる物資は価格が高く、量も少なくなりやすい。国内では供給不足で需要超過が慢性化するので需給もひっ迫する。結果、「不況下の物価高」すなわちスタグフレーションの様相が強まるため、恐らくロシア国民は戦争を仕掛けたプーチン政権への不満を募らせるだろう。現状、SWIFT 解除にはプーチン政権が交代するしかないようにも見え、「革命」という言葉もそのうち視野に入るかもしれない。

ちなみに、2012 年にはイランの核開発疑惑に対して SWIFT 遮断が決断され、同国は石油輸出による潤沢な外貨収入を受け取れなくなった。これが 2015 年の「イラン核合意」に繋がったと言われる。ロシアに対してもこうした大きな制裁効果が期待されるが、後述するように「返り血」も大きい。

Q2：SWIFT 遮断、最大の影響は？＜非ロシア側：西側陣営＞

A2：ロシアが直面するほど悲惨な展開にはならないが、SWIFT 遮断が「核兵器」と例えられる以上、それを使った側にもダメージが及ぶ。これも多岐にわたるはずだが、主に①資源価格が騰勢を強めること、②別の決済網勃興の契機になることの 2 点は挙げられる。

真っ先に想起されるのが①だ。上述したように、ロシアは資源を海外に販売しても売上が還流しないのだから、当然、ロシア側も商売の手を止めるだろう。輸入国からすればロシアから資源を調達する目途が立たなくなる。ただでさえ逼迫していた需給は逼迫し、資源価格は騰勢を強める。SWIFT は世界のドル建て取引のほぼ全て握っている。ということは、原油・天然ガスに限らず、小麦などの食料もドル建て取引なので影響を受ける（ちなみに小麦の輸出でロシアは世界 1 位、ウクラ

イナは世界 5 位)。食料も含めた広い意味での資源価格が高止まりする懸念が強い。もちろん、こうした動きが家計部門の生活コストに跳ね返るまでには数か月のラグがあるだろうが、徐々に、しかし確実に実質所得環境を蝕んでいくのは確実である。これらが西側陣営が SWIFT 遮断に踏み切れなかった最大の理由と言って良いだろう。このダメージを緩和する妙手があるから遮断に踏み切ったのか期待されるところだが、関連する報道は今のところ見出せない。

資源価格の高止まりで最も影響を受けるのは欧州であり、だからこそ遮断には反対の声が大きかったわけだが、問題は資源の話だけではない。そもそもロシアに進出する外資系企業に関しても、やはり欧州が多いため SWIFT 遮断は自傷行為と見なされやすい事情もあった。もちろん、事は欧州に限らない。日本も自動車を筆頭にロシアに進出する企業は多く、SWIFT 遮断による「返り血」は相当覚悟しなければならない。企業だけではなくロシアにいる留学生や真っ当な市民団体も資金を受け取れなくなる。2017 年に北朝鮮、2012 年・2018 年にイランを SWIFT から遮断しているが、ロシアほどの大国が対象となると民間部門への影響度が比較にならないほど大きいため、過去の経験則を元にして有効なシナリオ立てをするのが難しいという事実はある。

Q3:SWIFT 遮断、最大の影響は？＜非ロシア側:西側陣営以外＞

A3: 次に②別の決済網勃興の契機になるという可能性だ。そもそも米国に対抗したい勢力(ロシア以外では中国や中東など)にとって「SWIFT の代替手段獲得」は永年の課題だった。ロシアは 2014 年のクリミア侵攻にまつわる経済制裁を受け SWIFT に代わる独自のネットワークとして SPFS を立ち上げているが、基本的には国内金融向けのシステムにとどまっている。片や、中国が作ろうとしている CIPS 活用の契機になる可能性も指摘される。今回の SWIFT 遮断は潤沢な外貨準備を用いて通貨防衛(ロシアルーブル買い・外貨売り)されないために、ロシア中銀も制裁対象とされている。つまり、ロシアが購入している米国債や英国債、ユーロ域内債は凍結される。これは欧米政府の財政目線からすれば「ロシアから借りた資金を全額踏み倒す」という行為に等しく、通貨危機の渦中にあるロシアにとっては痛烈な一撃になる。

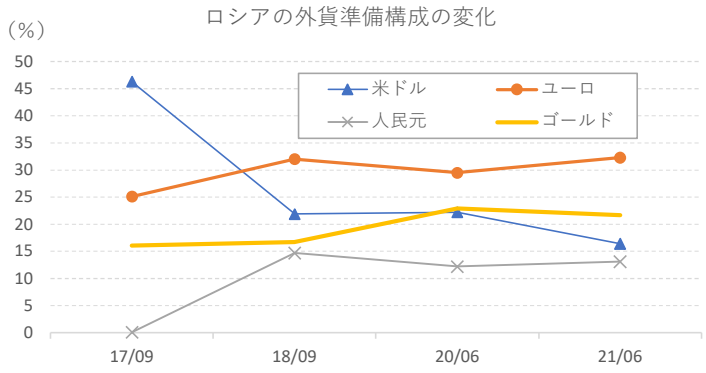
もちろん、後掲図にも示すように、既にロシアの外貨準備運用においては「ドルを減らして人民元を増やす」という方針がはっきりしていた経緯があるため、CIPS 経由で人民元を売って、ロシアルーブルを買うという通貨防衛くらいは出来そうではある(もちろん、事態が落ち着いた後に人民元は買い戻すだろう)。また、ここに至るまでのでプーチン大統領の暴挙を踏まえる限り、SWIFT 遮断を全く想定していなかったということが本当にあり得るのかという疑問も抱かれる。

ちなみに、これは邪推だが、「自国の購入した米国債がそのまま凍結されて換金できない」という事態になれば一番損失を被るのは約 1.6 兆ドル(2021 年 12 月時点)の米国債を抱える中国である。「独自決裁網を完成させたい」という中国の渇望は今回のことで一段と強まる可能性がある。また、SWIFT 迂回の手段としては暗号資産の活用を懸念する声もある。本当に暗号資産がそのように活用された場合、いよいよその取引には厳格な規制がかかることにならざるを得ないだろう。

Q4:ロシアの外貨準備は全く換金できないのか？

A4:一部換金可能と推測される。SWIFT 遮断が外貨調達の途絶を意味する以上、ロシアルーブルの外国通貨との交換価値である為替レートは当然下がるしかない。これを見越してロシアルーブル

は史上最安値まで急落している。既に論じたように、ロシアが誇る巨額の外貨準備はロシア中銀も制裁対象になっているため、ドルやユーロを売ることでロシアルーブルを防衛することができない。なお、ロシア中銀は外貨準備における構成通貨を発表している数少ない中央銀行である。データによれば、2021 年 6 月末時点でロシアの外貨準備のうちドルは 16.4%、ユーロは 32.3%である。ちなみに円という項目はないが、「その他(others)」の 10%のうち 5.7%が円だとロシア中銀の報告書で言及されている。これらは SWIFT 遮断措置の対象になるので凍結される(「その他」の円以外は何とも言えないが)。片や、ロシアが換金可能な外貨準備も相応にある。それは 13.1%を占める人民元と 21.7%を占める金(ゴールド)である。2021 年 6 月末時点でロシアの外貨準備は 5853 億ドルであるため、人民元と金を合計した 34.7%分の 2031 億ドル程度は換金可能というイメージだろうか。小さな額ではないが、これからロシアが直面する事態を思えば、2000 億ドル少々では「焼け石に水」であろう。



(資料) ロシア中銀

しかし、過去 5 年程度で「人民元を増やして、ドルを減らす」というリバランスの意図は明らかであり、これが今回のような事態に備えた措置であった可能性は高い。だからこそ、ロシアには何かの備えがあるのではないかとの見方も一部ではある(それが何かは分からないが)。

Q5:SWIFT 遮断、欧州への影響は?

A5:元々亀裂が走っていた大陸欧州の分断を深める可能性がある。というのも、天然ガス輸入に関し、欧州のロシア依存度は天然ガス、石油ともに 30~40%の間(天然ガスは EU・英国において 32%、石油は OECD 欧州加盟国で 32%。前者は 2021 年通年、後者は 2021 年 11 月、※共にデータは IEA)とされるが、欧州と一口に言っても事情はかなり異なる。ドイツやフィンランドやバルト三国、東欧諸国のように 50~100%という依存度の国もあれば、フランスやオランダのように 10~20%の国もある。今回、国際社会の雰囲気に押される格好で欧州は SWIFT 遮断で何とか意見集約したが、それで割を食うのは欧州の中でも地理的に東側の国(ロシアに近い国)だ。

今後、ドイツを筆頭とする東側に位置する国はエネルギー事情が相当逼迫する懸念がある一方、フランスやオランダはそうでもない(ドイツが原発廃止路線を諦めればその限りではないが)。この意味で、大陸欧州に「縦」の亀裂が生じることになる。元々、メルケル元首相の無制限難民受け入れによって、2015 年以降の大陸欧州は「ドイツ vs.東欧」という「縦」の亀裂が走っていた。今度はその亀裂がやや西に逸れて、「フランスを中心とする西側欧州 vs. ドイツ」という構図になる。「縦」の亀裂が多重化したことでより欧州の政治・経済を読み解く行為が複雑化した。その上で従前から存在する経済格差に照らした南北対立である「横」の亀裂(象徴的には「ドイツ vs. 南欧諸国」)、EU 運営方式を巡る「斜め」の亀裂(象徴的には「ドイツ・フランス vs.オランダ・北欧諸国」)も健在である。以前からそうであるものの、欧州に関しては、政治・経済・金融についてかなり網羅的な知見が求め

られるようになっている。

Q6:SWIFT 遮断以外のロシア制裁は無意味なのか?

A6:無意味ではない。SWIFT 遮断が急性的かつ短期的なダメージとすれば、既存制裁に含まれているハイテク製品の輸出規制は慢性的かつ長期的なダメージになり得る。現状、米国の技術が使われた製品は米国発に限らず、米国以外の第三国発であっても、ロシア向け輸出が規制されている。ロシアはロボットや AI 技術に転用される半導体などを米国やアジアから輸入している。ロシアの自前でこうした重要産業を育てることは難しく、長期的に見てロシアを政治・経済・軍事面から弱める効果があるとみられる。直ぐに効果が出るものではないが、確実にロシア経済の足腰を痛めるものだろう。SWIFT 遮断と違ってこれといった「返り血」がなく、だからこそ早々に日米欧が足並みにを揃えて打ち出したのだと言える。

Q7:先進国中央銀行の正常化プロセスはどうなるのか?

A7:非常に難しくなったと言わざるを得ない。既に論じたように、SWIFT 遮断によって世界の資源需給は逼迫が不可避である。エネルギー関連に限らず、小麦を筆頭とする食料価格の騰勢も強まる。スタグフレーションというフレーズが世界経済全体に重くのしかかるようになるだろう。

スタグフレーションがテーマになると中央銀行ができることは限られている。金融引き締めによって需要を抑圧し縮小均衡で物価上昇を止めるか、金融緩和継続によって供給制約が解消するまでの時間稼ぎとして景気を下支えするかである。前者は不況覚悟だが、物価上昇を抑止できる可能性は高まる。後者は不況にはなりにくいがスタグフレーションが(少なくとも当面は)悪化する可能性が高まる。現状、FRB は前者に軸足を置き、ECB は後者に軸足を置いているように見える。政策主張の継続性を踏まえれば FRB が 3 月の利上げ着手について態度を変えることは考えにくい。片や、ラガルド ECB 総裁は「金融政策がガスパイプラインに天然ガスを充填することはできない」などと述べているように、現下のインフレ高進に金融政策が無力であることを自認している。急いで引き締めに転じることは考えにくい。

とはいえ、春先以降、米国でも前年比で見たインフレ圧力は確実に後退してくるだろう。懸案の住宅価格も既にピークアウトしている。ISM 製造業景気指数など企業マインドで確認できる出荷遅延も緩んでおり、3 月利上げは宣言通りの実施されるとしても、2 度目以降の利上げは今とは違う空気で迎えられる可能性は高い。その際、ウクライナ危機から派生した世界経済の下振れが懸念されていれば、FRB も ECB に近いスタンスへ切り替わってくると筆者は考えている。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html （Archives） http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版（「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～）
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年1月分）
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版（ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～）
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版（ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～）
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMC を終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見通し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版（インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～）
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年12月分）
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版（FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≒「為替の進捗」～）
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版（ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～）
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年11月分）
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版（いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～）
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版（FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～）
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年10月分）
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版（本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安＆資源高の怖さ～）
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版（ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～）
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版（ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～）
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年9月分）
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版（IMF秋季世界経済見通し（WEO）を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～）
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版（ECB政策理事会議事要旨（9月9日開催分）～争点は「PEPPの次」へ～）
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs.「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～）
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～