

## みずほマーケット・トピック(2022年3月1日)

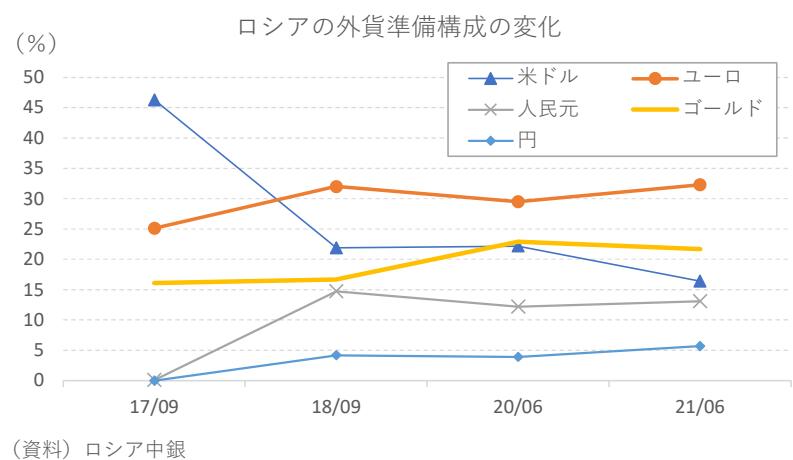
## 日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～

昨晩、政府は日本銀行とロシア中銀(CBR)の取引禁止の方針を表明した。日銀が CBR から預かる円建て資産は相応の規模に達している。円建て資産に限れば、日銀保有の外国中銀預金の 15%程度が CBR 所有分と試算される。また、CBR 保有の外貨準備のうち日本に登記される資産は米国や英国、ドイツなどもよりも大きい。これらが凍結される意味合いは小さくない。なお、中国は日本よりも大きな外貨準備資産の登記先である。過去 5 年で CBR は明確な意図をもって米国を避け、中国にシフトしてきた事実が透けて見える。恐らく、現在のような状況を見越して、少しずつ外貨準備の非ドル化を進めてきたのだろう。だが、決済ルート(為替介入)が封じられた CBR ができることはもはや自傷行為としての利上げくらいだ。昨日は政策金利を 2 倍にするという動きに出たが、現状と展望を踏まえれば、高金利を理由にルーブルを買ったり、ロシア企業と取引をしたりする経済主体は多くないだろう。今後、ロシア国民の生活は困窮の一途を辿り、プーチン政権からの離反が相次ぐはず。それこそが金融制裁の究極的な目的と言える。

## ～日銀保管のロシア中銀資産について～

昨日の本欄で「SWIFT 遮断に関する Q&A」を整理したばかりだが、昨晩は日本政府がロシア中銀(CBR)との取引を制限する制裁を表明したことにあわせ、日本銀行と CBR の取引禁止の方針も表明されている。これによってロシアの保有する円建ての外貨準備をロシア系金融機関などに送金できないようになる。後述するように、日銀が CBR から預かる円建て資産は相応の規模に達している。仮に、昨晩の政府決定がなかった場合、CBR から円建て資産の引き出し要求を受けても日銀は拒絶できなかった可能性がある(日銀はそうした政治判断能力を持ち合わせていない)。

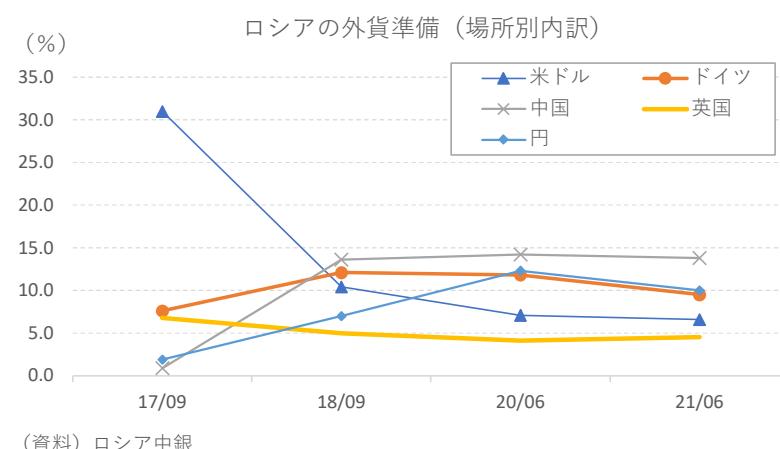
日本経済新聞の報道では日銀に預託される CBR 所有の資産は「2021年時点で4兆～5兆円規模」とある。これをどう試算したのかは書かれていないが、概ね正しいと考えられる。日銀が毎週発表する「営業毎旬報告」の負債サイドには「その他預金」という項目があり、注釈で「外国中央銀行等の預金」と明記されている。これが 2 月 22 日時点で 25.2 兆円ある。昨日の本欄で確認したように 2021 年 6 月末時点でロシアの外貨準備は 5853 億ドル、このうち 5.7% が円ということが判明している(「円」という単



独項目は無いが、「その他」通貨の内訳として CBR の報告書『ロシア中央銀行 外貨・金運用報告』で言及されている。つまり、333.6 億ドル(=5853 億ドル×5.7%)がロシアの外貨準備における円建て資産である。これは 1 ドル 115 円換算で約 3.8 兆円なので日経報道の 4~5 兆円という数字に近い。日銀に預託された「外国中央銀行等の預金」が 25.2 兆円なのだから、CBR 所有分(約 3.8 兆円)は約 15% になる。これがロシア単独であることを思えば、相応に大きいと言える。

### ～外貨準備の場所別内訳：「安全・無害」な中国や日本？～

なお、『ロシア中央銀行 外貨・金運用報告』では「外貨および金の場所別内訳」という珍しいデータも公表されている。これは CBR 保有の外貨建て資産に関し、取引相手または証券発行体の登記場所で分別したデータである。これによると日本は 10.0% で米国 (6.6%)、英国 (4.5%)、ドイツ (9.5%) よりも大きい。一方、中国 (13.8%) やフランス (12.2%) より



(資料) ロシア中銀

は小さい。直感的に「ロシアにとって安全(無害) そうな場所」が好まれているという印象は抱かれる。これは「円に限らず外貨も含め日本に登記されているものが 10.0% (約 585 億ドル=約 6.7 兆円) 存在する」という話である。2017 年 9 月以降からの変化を見ると、やはり「米国を避けて中国や日本へ」という資産の動きが透けて見える。

振り返ってみると、2017 年 9 月時点では中国や日本に登記されていた外貨資産は概ねゼロ% である一方、米国が 30% 以上を占めていた。過去 5 年で CBR は明確な意図をもって米国を避け、中国にシフトしたというはある程度事実なのだろう。現在のような状況を見越して、少しずつ外貨準備の非ドル化を進めてきた可能性はある。しかし、今のロシアの窮地を救うには至らなそうだが。

### ～金融政策、究極の目的はロシア国民の政権離反～

昨日、CBR が政策金利を従来の 9.5% から 20% へ大幅に引き上げたのは、今回の政府・日銀の決定を含め、世界的に CBR が使える決済ルート(端的には為替介入)が封じられているため、金利ルートでしか通貨防衛ができなくなっていることの証左である。しかし、これも無駄な抵抗だろう。既報の通り、ロシア国内では現金を求めて ATM に列ができる、ロシアルーブルを現物や外貨に交換しようという動きが活発化しているという。金利が高いからと言って、この動きを考え直すロシア国民は多くないだろう。「金融版の兵糧攻め」である SWIFT 遮断の結末は通貨危機と相場が決まっており、解除の見通しが立たない以上、金利水準に拘わらずロシアルーブルが買われる理由は無い。

もちろん、貿易取引まで封じられているわけではないので、外貨を稼ぐ手段がないわけではない。だが、送金や為替変動のリスクが膨れ上がっているロシア企業と取引に応じる企業は今後ますます減ってくるだろう。ロシア国内への対内投資(資本取引)など期待すべくもない。結果、当面の間、

「ロシアルーブル買い・外貨売り」が発生する理由がない。理屈ではなく需給がロシアルーブル安を肯定する状況である。SWIFT 遮断が解除されるにはプーチン大統領が侵攻を止めるしかあるまい。

今のような状況で利上げしても通貨安は止まらず、それゆえにインフレ高進は続き、逆に高金利によって国内の消費・投資意欲も毀損されるはずである。要するに、利上げは自傷行為にしかならず、ロシア国民が困窮するだけだろう。このような状況だからこそ潤沢な外貨準備を用いた為替介入でロシアルーブル相場を支えるという決済ルートでの通貨防衛が奏功するはずだが、SWIFT 遮断を筆頭に制裁の包囲網が築かれる中では身動きが取れない。

こうした状況を踏まえると、SWIFT 遮断やこれに付随する一連の金融制裁の究極的な狙いはロシア国民のプーチン政権からの離反と言っても良いだろう。

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](mailto: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](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28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
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	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わるべき基礎収支の姿～
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(「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る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	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2021年12月分)
	続々そうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に違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現況について
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	円相場の現況～5年ぶり高値、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	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(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」を体現するアバ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はどう動かす
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～～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～
	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(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年ぶりの高値は大相場の前兆か？
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(ドイツンバ、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	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(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	円安に触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	交易条件の悪化に触れる日本経済
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」～)