

みずほマーケット・トピック(2022 年 3 月 3 日)

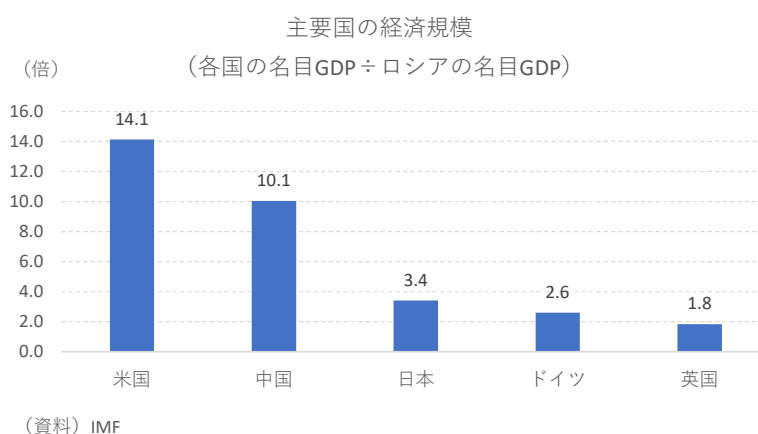
ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？

IIF がロシアのデフォルトを警告したことを受け「破綻の連鎖に至る心配は無いか」といった照会が増えている。外貨準備の過半が凍結されている以上、ロシアルーブル下落を止める手段は実質的に封じられており、対外(外貨建て)債務のデフォルトは必然である。だが、結論から言えば、ウクライナ危機に伴うロシアのデフォルトが世界的なシステミックリスクに発展する可能性は低い。ロシアは軍事大国だが経済大国ではない。国際決済銀行(BIS)のデータを見ても、確かに欧州諸国はロシアへの対外与信残高を積んでいるものの、その規模は限定的であり、システミックな懸念にはなり得ない。2014 年のクリミア侵攻以降、西側陣営は貿易面のみならず、金融面でもロシアから距離を取るようになっていたため、足許の影響が緩和されている印象。ロシアの金融システムが国際金融システムから切り離されることで、ロシアルーブルが暴落し、これを契機としてロシアの実体経済が壊れていくというのがこれから起きようとしていることだろう。SWIFT 遮断の効果は実施前から非常に大きく、「骨抜き」批判は本質的とは言えない。

～ロシアのデフォルトは金融システムに影響するのか？～

連日、ウクライナ危機関連の照会を受けるが、足許で増えているのが「ロシアのデフォルトが騒がれているが、破綻の連鎖に至る心配は無いか」といった金融システムへの影響に関する論点だ。2 月 28 日、国際金融協会(IIF)が一連の金融制裁によりロシア経済がデフォルトに陥る可能性が「極めて高い」とする見解を発表している。外貨準備の過半が凍結されている以上¹、ロシアルーブル下落を止める手段は実質的に封じられており、対外(外貨建て)債務の返済可能性は絶望的であろう。

結論から言えば、ウクライナ危機に伴うロシアのデフォルトが世界的なシステミックリスクに発展する可能性は低い。ロシアは軍事大国だが経済大国ではない。ロシアの名目 GDP 規模(約 1.5 兆ドル)に対する倍率で比較した場合、米国は 14 倍、中国は 10 倍、日本は 3.4 倍、ドイツは 2.6 倍、英国は 1.8 倍と大きな開きがある。広大な国土と豊富な資源、強固な軍事力のイメージ



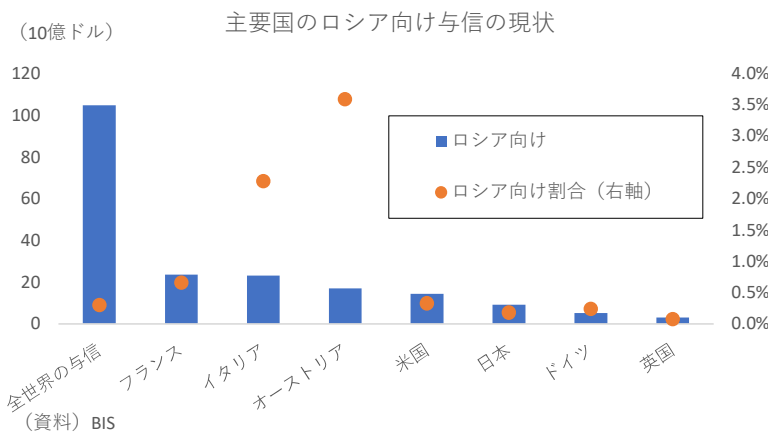
を背景に経済大国のイメージも抱れやすいが、ロシアの経済規模はブラジル、カナダ、韓国、スペインと近い。もちろん、小さな国ではないが「大国」との形容が付きやすい同国のイメージに照らせ

¹ 本欄 2022 年 2 月 28 日号『SWIFT 遮断にまつわる論点整理～7 つの Q&A～』および本欄 2022 年 3 月 1 日号『日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～』をご参照下さい。

ば、見劣りするものだろう。いずれにせよ、この程度の経済規模ならば必然的にシステミックリスクに直結するクロスボーダー与信の規模も限定的なものが想像される。

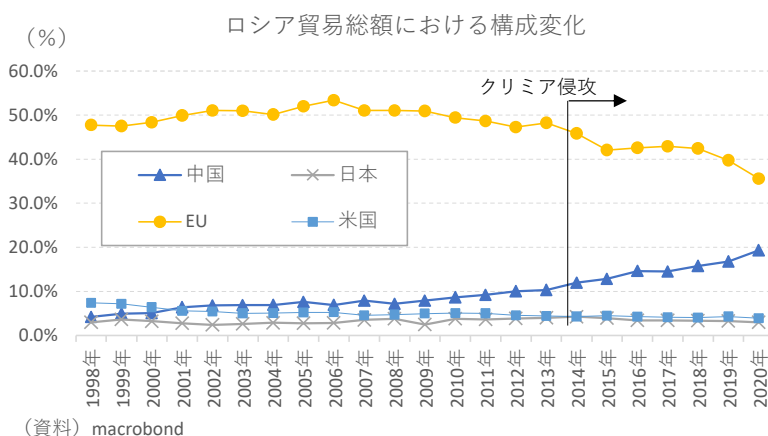
～クリミア侵攻後、ロシア離れは進んできた～

具体的に数字を見てみよう。国際決済銀行 (BIS) のデータによれば、2021 年 9 月末時点でロシア向けの対外与信残高は世界全体で 1047 億ドル存在する。これは世界全体の対外与信残高の 0.3% でしかない。国別に見ても、最も大きい部類に入るフランスでもロシア向け与信残高は 240 億ドル程度であり、同国の対外与信残高全体の 0.5% にとどまる。対



外与信残高に占める割合が最も大きなオーストリアでも 3.6% である。ロシアの対外債務がデフォルト必至だとしても、それにより国際金融システムが瓦解するような話にはなり得ない。

そもそも 2014 年のクリミア侵攻以降、西側陣営は貿易面のみならず、金融面でもロシアから距離を取るようになっていた。ロシアとの貿易関係が分かりやすい。図示されるように、2014 年以降、最大の貿易相手国であった EU は明らかにロシア依存度を下げており、その代わりに中国の存在感が増している。これは 2017 年以降、ロシアの外貨準備運用において非ドル化が進んできたことと無関係で



はないのだろう (詳しくは本欄 2022 年 3 月 1 日号『日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～』)。思い返せば 2014 年当時もロシアに対する SWIFT 遮断を求める声はあった。

結果論だが、来るべき衝突を見越して西側陣営・ロシアの双方共にお互いから距離を取ってきたという構図に見える。2014 年のクリミア侵攻という事前の暴挙が、足許の経済・金融面でのショックを緩和する契機になったと考えられる。

～SWIFT 遮断の「骨抜き」批判は誤り～

なお、金融関連では 3 月 2 日、欧州委員会が追加制裁としてロシア大手 7 行に対して SWIFT を遮断すると発表したことが注目されている。この点、最大手行のズベルバンクとエネルギー調達にとって重要なガスプロムバンクは対象外としたことで、「骨抜き」という批判が散見される。しかし、現在起きていることを客観的に見る限り、そのような批判は正しくない。

もちろん、最大手行などを対象外とする措置はロシアから欧州への天然ガス供給を温存するための西側陣営の保身的な措置という側面もある。EU の使用する天然ガスの 4 割がロシア産であり、この売上高（つまり外貨）はロシアに流れることになる。ロシアの世界向け輸出の半分以上が鉱物性燃料（つまりエネルギー）ということ踏まえれば、ここを断たればロシアは外貨を稼ぐ手段の大半を失うことになる（SWIFT は送金を効率化する手段であって、外貨を稼ぐ手段そのものではない。それはあくまで資源輸出である）。同時に、鉱物性燃料輸出はロシア政府の主たる財源（4 割弱）なので、最大手行も含めて制裁対象とすれば、ほぼ確実にロシアの国庫は払底するだろう。そもそも SWIFT 遮断の一報に対して、欧州に対する天然ガス供給停止というロシアにとっては「最強の（西側陣営にとっては最悪の）カード」を切れないのは、それをやれば収入が断たれるからだと推測される。このような事情を踏まえると、今回の欧州委員会決定を受けてロシアが安堵している可能性は高い。

しかし、だからと言って、SWIFT 遮断が無意味という話にはならない。周知の通り、SWIFT 遮断は実施前からロシアルーブルの暴落を引き起こしており、もはや反転の目途は立たない。本来はロシア中銀が外貨売り・ロシアルーブル買い介入で支えたいところだが、その原資である外貨準備も半分近くが凍結されて使用できない。ロシアに物資を輸出する国は暴落するロシアルーブルで売上を受け取るはずがなく、ドルやユーロ、円などを要求するだろう。しかし、それも塞がれている。つまり、現時点でロシア企業との貿易取引が禁じられているわけではないが、SWIFT 遮断によってロシアルーブルが暴落したことで、多くの企業はロシアとの貿易取引を忌避したい状況に直面している。これが SWIFT 遮断の現時点で発生している効果であり、「骨抜き」批判は全く正しくない。

～「ロシア抜きの世界」が意味するもの～

BIS データも示す通り、ロシアの金融システムが瓦解しても国際金融システムが揺らぐことはない。むしろ、ロシアの金融システムが国際金融システムから切り離されることで、ロシアルーブルが暴落し、これを契機としてロシアの実体経済が壊れていくというのがこれから起きようとしていることだろう。もちろん、これから到来する「ロシア抜きの世界」では資源供給が今までよりは細るため、資源調達が多様化などが模索されるだろうが、物価上昇圧力は残存する可能性が高い。プーチン政権が存続する限り、この状況は続くのだろう。だとすれば、「デフインフレの時代」から「インフレの時代」への過渡期に我々は立たされていると考え、経済・金融情勢の見通しを作る必要があるそうである。

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3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
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～
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～ドイツの自衛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見直し改定について～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～シュルツ政権の迷走～
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帰郷報道
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～