

ロシアに対する経済制裁の影響を評価する



クリスティーナ・フーパー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト

2022年2月28日

【要旨】

- **ロシア・ウクライナ危機がインフレに与える影響は？**：原油、天然ガス、小麦、とうもろこし、パラジウム、アルミニウム、その他金属の価格に大幅な上昇圧力がかかると予想
 - **ロシアの国際銀行間通信協会（SWIFT）からの排除が市場に与える影響は？**：SWIFTからの除外は特定の銀行を対象としており、エネルギー輸出は制裁から切り分けられていることへ留意することが重要
 - **制裁措置がロシア経済に与える影響は？**：大きな金融危機に匹敵するような、ロシアの金融システムと経済への甚大な圧力が予想される
-

ロシア・ウクライナ危機はインフレにどのような影響を及ぼすか？

債券市場に与える影響は？

市場は過去の軍事紛争にどのように反応したか？

ロシアをSWIFTから排除することが市場へ与える影響は？

主要中央銀行がとる行動は？

ロシアからの原油と天然ガスの供給が遮断された場合、欧州はどのように経済の堅調さを保つことができるか？

各セクター・資産クラスに与える影響は？

週末にかけてロシアによるウクライナへの軍事攻撃が続いたことを受け、多く国々がロシアへの経済制裁を強化しました。現在、制裁措置が市場、インフレ、そして世界経済へ与える影響についての質問を数多く受けています。以下、現時点で得られている情報を含め、関心の高い質問に回答します。

ロシア・ウクライナ危機はインフレにどのような影響を及ぼすか？

私たちは、原油、天然ガス、小麦、トウモロコシ、パラジウム、アルミニウム、その他金属を含む多くのコモディティ価格に大きな上昇圧力がかかると予想しました。ロシアとウクライナの紛争は、すでにエネルギー、穀物、金属に急激な価格ショックをもたらしています。現在、ロシアへの制裁措置により、多くのコモディティにおいてさらなる価格上昇と供給遮断の可能性が高まっており、エネルギーがその影響を最も受けています。

米国の消費者物価指数（CPI）におけるエネルギーの割合は約7.5%に過ぎませんが、さまざまな財やサービスのコスト要素であるため、他の多くの項目に影響を与えます¹。例えば、原油価格は、宅配食品（宅配費）と家電製品（輸送費）のコスト要素です。また、電気などのエネルギー価格は、工場の運営コストに影響を及ぼし、その工場で生産される商品コストを引き上げます。CPIへの影響を正確に評価することは難しいものの、米国の原油価格とCPIの間には正の相関が見られます。すなわち、私たちは、ロシア・ウクライナ危機がインフレ圧力を高めると予想していますが、インフレ率は2022年半ば頃にピークに達し、その後、他のインフレ圧力が緩和するにつれて低下し始めると見込んでいます。悪材料と明るいニュースは、消費者心理が有意義に弱まり、実質賃金が低下していることで、財やサービスの需要の減少が予想されます。そして、需要の減少は、インフレ圧力の緩和を後押しする可能性があります。



エネルギー価格の上昇がインフレ圧力を強める可能性が高いものの、消費者心理の弱まりと実質賃金の低下が需要の減少をもたらすことで、インフレ圧力が緩和される可能性も



ロシアのウクライナ侵攻を受け、米国債へ資金が流入

債券市場に与える影響は？

米国債券市場のクレジット・スプレッドは依然として縮小しており、その状況が続く可能性があります²。当然、ロシアの債券市場は大きな打撃を受けました。投資家は、米国債などの「安全資産」の債券に殺到しました。先進国の債券市場は、米連邦準備理事会（FRB）や他の中央銀行による急速な金融引き締めを織り込んでいます。中央銀行の引き締め政策は、世界経済の成長鈍化の結果、変更される可能性があります。米国債市場を見ると、インフレの高まりに対する認識が高まっているようです（例えば、米国の5年物のブレイクイーブン・インフレ率は3%を超えました）³。



ロシア・ウクライナ危機により世界経済の成長が鈍化する可能性はあるものの、景気後退を引き起こす可能性は低いと見込む



エネルギー輸出は制裁措置から切り分けられていることに留意することが重要。ただし、ロシアの一部銀行をSWIFTから除外することで、エネルギー輸出の取引が困難になり、エネルギー、金属、穀物の価格が上昇するリスクも

市場は過去の軍事紛争にどのように反応したか？

過去の軍事紛争における市場の推移は各紛争間で大きく異なり、通常は当時の経済状況にも左右されます。例えば、1973年の第四次中東戦争では、石油価格が4倍に上昇し、高インフレや不況、企業収益が圧縮され、債券と株式の価格が急激に下落しました⁴。一方、2003年に米国とその同盟国がイラクに侵攻したとき、侵攻が長い間予想されていたことや、株式市場が2000年代初期のドットコム・バブル後の大幅下落から脱したばかりだったこともあり、株価の上昇が続きました⁵。

今回の紛争ではエネルギー価格が上昇しており、家計や企業収益（エネルギー部門を除く）への影響が懸念されます。また、ロシア、ウクライナ、ベラルーシの混乱は貿易に影響を与え、世界経済、特に欧州経済の成長を弱める可能性があります。世界の国内総生産（GDP）への影響は、紛争がどの期間続くかによって異なりますが、2022年の世界のGDPを0.5%～1.0%減少させる可能性があります。ただし、これは、景気後退を引き起こすほどの影響ではありません（近隣の国を除きます）。これらの多くはすでに市場に織り込まれている可能性があります。

ロシアをSWIFTから排除することが市場へ与える影響は？

SWIFT（Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications）とは、国際銀行間通信協会が提供する銀行間の主要な国際決済ネットワークで、迅速で安全な金融取引を可能にします。

ロシアはSWIFTを介した決済に大きく依存しています。ロシア国立SWIFT協会によると、国内の約300の銀行や金融機関がSWIFTを利用しており、その数は米国に次ぎ2番目となっています⁶。ロシアは、米ドル建てで輸出するエネルギーが高水準であることで、SWIFTに大きく依存しています。ロシアがSWIFTから排除されれば、ロシアが世界的な金融市場にアクセスすることが制限され、ロシアが原油を輸出できなくなることで原油価格が上昇することから、ロシアをSWIFTから排除することは躊躇されていました。これが、世界的な金融システム・リスクを生み出す可能性があるかと懸念する声もあります。

しかし、ロシアの軍事行動の激化により、米国と欧州連合（EU）はさらなる経済制裁が必要と判断し、一部のロシアの銀行をSWIFTから排除しました。以前、SWIFTから排除された唯一の国はイランでしたが、この際、イランの対外貿易額が約3割減少し、特に原油の輸出が大幅に減少するなど、イラン経済に甚大な影響を及ぼしました⁷。

ロシアの場合、すべての銀行・金融機関がSWIFTから排除されている訳ではないことに留意しなければなりません。排除されたのは特定の銀行であり、それらの銀行に対するいままでの制裁を回避しにくくすることを目的としているようです。エネルギーの輸出はこれらの制裁から明らかに切り分けられていますが、エネルギー輸出の取引と決済が困難になり、エネルギー、金属、穀物の価格が上昇するリスクがあります。



主要中央銀行によるロシアの外貨準備の凍結を受け、ロシア中央銀行は通貨防衛のために緊急利上げに踏み切る

経済制裁がロシアの経済とウクライナ侵攻に与える影響は？

西側諸国は、ロシア中央銀行の外貨資産の多くを凍結しており、その額は西側諸国の金融システムに保有されている外貨準備である約6300億米ドルの半分に当たります⁸。資産凍結により、ロシア中央銀行が通貨ロシア・ルーブルを防衛することがはるかに困難になるはずですが、市場が開くと、ロシア・ルーブルは米ドルに対して30%近く急落し、過去最低水準となりました⁹。ロシア・ルーブルの急落に対応するため、ロシア中央銀行は、通貨防衛のために政策金利を9.5%から20%と大幅に引き上げることを発表しました¹⁰。その後、ロシア・ルーブルは下落分の約半分を取り戻しました。ロシア中央銀行はまた、非居住者が保有する国内証券の売買を禁止したと伝えられています。外貨準備でロシア・ルーブルを防衛することは困難なため、ロシアの居住者向けも含めてさらなる資本規制が課されるリスクが高まっています。

過去、西側諸国がロシア中央銀行の外貨準備の一部を凍結する制裁を課したことが数回ありました。また、ベネズエラ、北朝鮮、イランの中央銀行に対して資産凍結が課せられ、これらの3カ国すべてが国際金融システムからますます孤立しました。しかし、イランとベネズエラは原油事業を継続し、イランと北朝鮮は核計画を維持することができました。

ロシアの金融システムと経済には、大きな金融危機（急激なインフレ率の上昇とそれに伴う一般ロシア人の消費力への圧迫を含む）に匹敵するような甚大な圧力がかかると予想されます。銀行とロシア・ルーブルの取り付け騒ぎは避けようがなく、実際、すでに始まっている可能性があります。緊急利上げが実施されたものの、これまでのところ効果がないようです。国内預金は凍結され、資本規制を排除することはできません。ロシアは外国人による取引への制限をすでに課し始めました。

また、ロシアの資産を売却する大規模な動きが生じて、ロシアへの経済的圧力の強化とロシアの孤立が進行する可能性が高いとみられます。例えば、ノルウェー政府は、世界最大の政府系ファンドで保有する全ロシア資産を売却すると発表しました。また、英石油会社BPは、ロシアの大手石油会社ロスネフチの株式を全額売却することを表明しましたが、これはBPの株主にとって大きな負担になる可能性が高いと考えられます。

一部の欧米企業は、物流や配送を含め、ロシアが関与する事業を停止することを表明しています。これらの決定は、ロシアの実体経済に大きな打撃を与える可能性が高いと見込まれます。ただし、紛争の影響は懸念されるものの、その影響は局所的であり、最も大きな影響を受けるのがロシアとウクライナの各国経済と市場になる可能性が高いことを強調しておきたいと思います。

金融制裁、市場と銀行システムへの圧力、実体経済への損害により、ロシアが戦争を継続する能力が弱まる可能性があり、特にウクライナの強い抵抗により地上戦が長期化した場合にはその公算が大きくなります。これらにより、和平に向けた交渉の可能性が高まることが期待されます（ロシアは深刻なスタグフレーションに苦しむことになりそうです）。

まとめると、ロシアに対する経済制裁、特にSWIFTからのロシアの除外が金融システムに与える影響をすべて測ることは困難です。状況の進展とともに、今後を注視したいと考えています。



今回の軍事衝突により、主要中央銀行のタカ派度が和らぐと予想される

主要中央銀行がとる行動は？

ロシア・ウクライナ危機を受け、中央銀行は次のようなジレンマに陥ると見込まれます：（政策金利をより積極的に引き上げることで）エネルギー価格の上昇によるインフレ率の上昇の脅威に対応すべきか、または、（金融引き締めスピードを緩めることで）消費力と消費者信頼感の低下に対応すべきか？

市場は、FRBがハト派化するとみているようです。フェデラルファンド金利先物は、依然として2022年の利上げ回数が6回になると示唆していますが、3月の0.5%の利上げに対する予想は低下しています¹¹。私たちは、これらの相反する圧力により、FRBの3月の利上げが0.5%ではなく0.25%に傾く可能性があり、欧州中央銀行（ECB）が中立姿勢にとどまる可能性があるとの見方に同意します。

金融市場の不安定化が続く場合（そしてロシアに対する制裁措置による金融システムへのリスクを踏まえると）、FRBはその影響がより明確になることを確認するために3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で政策金利を据え置く可能性があります。この可能性は低いと考えますが、極端な手段としては政策金利を据え置くことも考えられます。

ロシアからの原油と天然ガスの供給が遮断された場合、欧州はどのように経済の堅調さを保つことができるか？

ロシアに課せられた経済制裁により欧州経済は悪影響を受けると見込まれますが、その程度ははっきりしません。例えば、本稿執筆時点では、欧州の天然ガス価格が上昇の一途をたどっています¹²。価格の上昇が続くとするならば、かなり大きな問題となるでしょう。EU加盟国のエネルギー担当大臣は、エネルギー供給の維持の支援について話し合うため、2月28日に会合を開きました。魔法のような解決策はありませんが、欧州はこの危機を乗り越えて経済を維持するために財政・金融刺激策を採用する必要があるかもしれません。

ロシアが報復措置としてエネルギー輸出を遮断すると決定した場合、欧州経済は深刻な打撃を受けると見込まれます（2020年、ロシアは欧州の原油輸入の29%、石油製品輸入の39%、パイプラインガス輸入の80%を供給しました）¹³。一方、ロシアはウクライナへの侵攻を開始した際、欧州への天然ガス供給を増やしていたと伝えられました。また、ロシアは、西側諸国の経済制裁に対して非経済的報復のみを使用するとも述べています。もっとも、ロシアは軍事侵攻が始まる数時間前まで侵略を否定していたのも事実です。ロシアからの天然ガス輸出の代替として、カタールと米国から液化天然ガスの輸出が既に実施されています（ただし、カタールの生産量はロシアの生産量のほんの一部です）¹⁴。



ロシアによる欧州へのエネルギー輸出の遮断は、欧州経済に深刻な打撃を与えるだろう

- ロシアとウクライナが輸出するコモディティは、供給の減少が予想されるため価格が上昇する可能性が高く、明らかに恩恵を受けると見込まれます。これには、原油、天然ガス、パラジウム、アルミニウム、小麦、トウモロコシが含まれます。
- カナダの株式は、同国経済が資源採取に依存していることを考えると、コモディティ価格の上昇による恩恵を受ける可能性があります。確かに、原材料価格の上昇は、カナダにとって一連の前向きなイベントの重要なつながりでした。簡単に言えば、原材料価格にとってポジティブなことは、概してカナダ経済にとっても好ましいことです。世界経済の成長、原材料の価格（CRB原材料価格指数で測定）、カナダドル、およびカナダの株式は、通常、似たような動き方を示します。オーストラリアの資産についても同様のことが言えます。
- 欧州株式は相反する圧力に直面する可能性があります。いくつかの主要なユーロ圏の金融株式の企業はロシアで相当規模の事業を取り扱っており、すでに圧力を受けています。また、特にエネルギー供給が遮断された場合、欧州は景気後退のリスクが高くなります。ただし、紛争が長期化しない場合は、インフレ率が上昇するリスクや、（いままでの予想よりも緩和的だとしても）現在よりもいっかきは引き締め的な金融政策、そしてイールドカーブのスティープ化により、グロース株やテクノロジー株の比率が高い米国の株価指数よりも、バリュー株、シクリカル株、およびコモディティ株の比率が高いEUや英国の株価指数が恩恵を受ける可能性があります。
- 米ドル、スイスフラン、日本円は、大きく変動する環境下での「安全資産」との見方により引き続き恩恵を受けるはずですが、人民元も恩恵を受けていますが、これは、おそらく、中国が欧州から距離的に離れていることに加えてロシアとの関係が良好であるためです。ロシア・ルーブルは引き続き逆風に直面するはずですが。
- 金は、その地政学的リスクに対するヘッジ手段としての地位によって恩恵を受けると見込んでいます。
- サイバーセキュリティ関連株が恩恵を受ける可能性があります。この紛争において、サイバー攻撃が確認されており、さらに増加するとの懸念が強まっています。特に、ロシアが米国やEUに対して大規模なサイバー攻撃を仕掛ける恐れがあります。
- 航空宇宙・防衛関連株も恩恵を受ける可能性があります。ドイツは、防衛費について、国内総生産（GDP）比で2.0%相当とする北大西洋条約機構（NATO）の目標を順守する方針であると発表しました¹⁵。他の多くの欧州諸国の防衛費はNATOの目標を下回っていますが、その達成に努力する可能性があります。それは防衛費の押し上げだけでなく、資金調達の方法によっては、欧州経済に中期的な後押しをもたらす可能性もあります。



①原油、天然ガス、パラジウム、アルミニウム、小麦、トウモロコシなどのコモディティ、②カナダやオーストラリアなど資源国株式、③米ドル、スイスフラン、日本円、人民元一などが恩恵を受けると予想

- 新興国市場にはまだ投資機会があると考えますが、選択眼が必要です。この危機の間、ロシアとウクライナへの投資を控えます。紛争（そしてロシアのプーチン大統領の怒り）から遠い距離にあるアジアと中南米の金融市場が優位となると見込んでいます。
- 一般論として、株式については、ロシアに対する厳格な制裁措置の発表により、VIX指数（恐怖指数）が再び上昇する可能性があります。40を上回った場合、将来のリターンに前向きな兆候をもたらすと考えます。

-
1. 出所：米国労働省労働統計局、2017年9月時点
 2. 出所：ブルームバーグ、Bloomberg US High Yield Corporate Bond IndexとBloomberg US Corporate Bond Indexのオプション調整後の対米国債スプレッド
 3. 出所：ブルームバーグ、2022年2月25日時点
 4. 出所：ブルームバーグ
 5. 出所：ブルームバーグ、株価はS&P500種指数
 6. 出所：CBC News、“How expelling Russia from SWIFT could impact the country. And why there's reluctance to do so”、2022年2月26日
 7. 出所：NPR interview with Alexandra Vacroux, Executive Director of the Davis Center for Russian and Eurasian Studies at Harvard University
 8. 出所：CNBC、“Biden administration expands sanctions against Russia, cutting off U.S. transactions with central bank”、2022年2月28日
 9. 出所：ブルームバーグ
 10. 出所：ロシア中央銀行、2022年2月28日
 11. CME FedWatch Tool
 12. 出所：ブルームバーグ
 13. 出所：BP Statistical Review of World Energy、2021年7月
 14. 出所：米国エネルギー情報局
 15. 出所：北大西洋条約機構（NATO : North Atlantic Treaty Organization）

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループのチーフ・グローバル・マーケット・ストラテジストのクリスティーナ・フーパー（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会