

経済・金融 フラッシュ

世界各国の市場動向・金融政策 (2022年2月)

—露のウクライナ侵攻と経済・金融制裁の衝撃

経済研究部 准主任研究員 高山 武士

TEL:03-3512-1818 E-mail: takayama@nli-research.co.jp

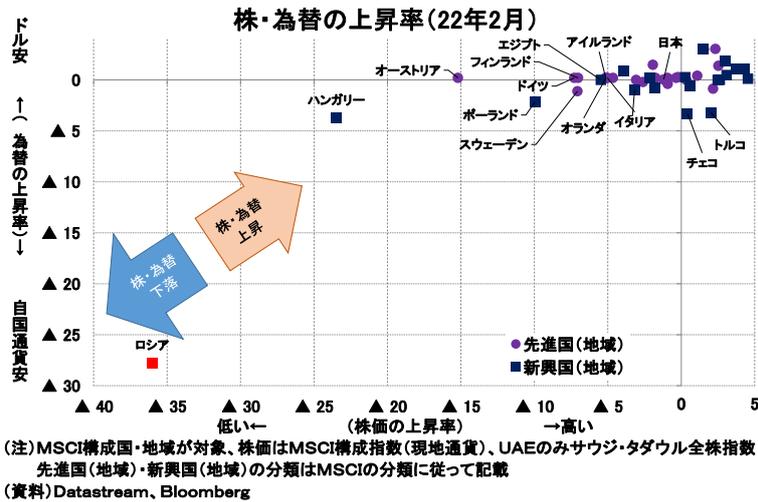
1. 概要:ロシアによるウクライナ侵攻と経済・金融制裁により大きく変動

22年2月の各国¹の株価・為替の動きは以下の通り。

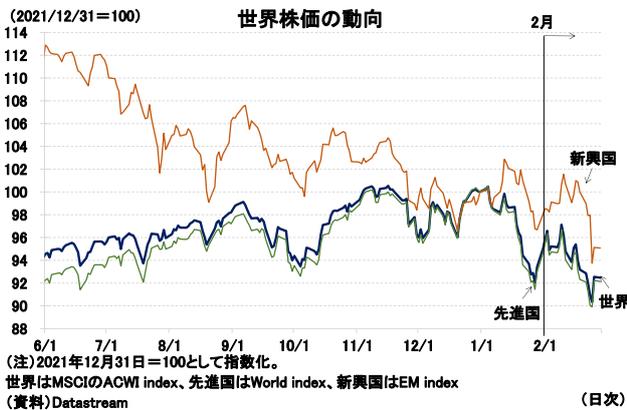
【株価・対ドル為替レートの動き】

・2月はロシアによるウクライナ侵攻と経済・金融制裁を受けて、株価、為替ともにロシアが大幅安となった。地理的にロシアやウクライナに近い国の下落幅も大きかった（図表1）。

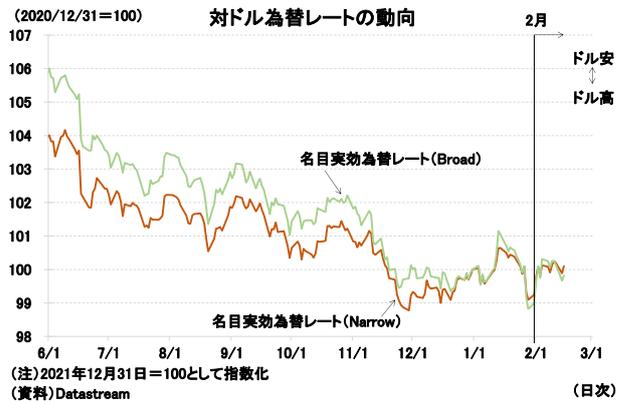
(図表1)



(図表2)



(図表3)



¹ 本稿では金融政策はG20について確認する。また、株価・為替についてはMSCI ACWIの指数を構成する48か国・地域について確認する。中国と記載した場合は中国本土を指し香港は除く。また、香港等の地域も含めて「国」と記載する。本文中の先進市場と新興市場の区分についてはMSCIの分類に基づく。

2. ロシアによるウクライナ侵攻と経済・金融制裁

22年2月21日に、ロシアはウクライナ東部2地域の独立を承認、24日には軍事侵攻を開始した。各国の金融市場もロシアによる軍事侵攻とそれに対する西側諸国を中心とした経済・金融制裁の公表を受けて、大きく動いた。そこで、まずこれらの動向について簡単にまとめておきたい。

ロシアの軍事侵攻は、独立を承認した2地域だけでなくウクライナ全域の軍事施設に及んでおり、こうした攻撃を受けて、西側諸国の経済・金融制裁も強化されてきた（図表4）。

（図表4）

日米欧のロシアへの経済・金融制裁

		日本	米国	英国	E U
経済制裁 (貿易・渡航 制限等)		①東部地域の関係者の渡航制限、資産凍結 ②軍事関連団体向けや半導体などの輸出制限	①ウクライナ東部地域との貿易、金融取引への関与禁止 ②ロシアへのハイテク製品などの輸出制限	②ロシアへのハイテク製品や戦略物資の輸出禁止、東部地域にクリミア同様の貿易制限	①ノルドストリーム2供給の承認手続停止（ドイツ） ①東部地域との貿易・投資制限 ②ロシアの特定分野（エネルギー、航空）や半導体などの輸出制限 ③E U空域の封鎖
			③裕福層へのゴールデンパスポート発行制限（英国・E U・フランス・ドイツ・イタリア・英国・カナダによる共同声明）		
金融制裁	銀行 企業 個人	②個人・団体への資産凍結・渡航制限、金融機関向けの資産凍結 ③プーチン大統領、政府関係者への資産凍結	①ロシア国営大手2銀行（VEB、PSB）との取引制限、エリート層の資産凍結 ②大手銀行5銀行（Sberbank、VTB Bank、Otkritie、Sovcombank、Novikombank）の金融システムへのアクセス禁止・資産凍結、および主要13企業の資金調達禁止、エリート層の資産凍結 ③プーチン大統領、ラブロフ外相の資産凍結、国家安全保障メンバーへの制限措置	①5銀行（Rossiya、IS Bank、General Bank、Promsvyazbank、the Black Sea Bank）と裕福層の資産凍結 ②全ての主要銀行の資産凍結、国営企業と主要民間企業の資産調達の禁止、指定銀行の英国決済・金融システムへのアクセス禁止、ロシア人の英国預金の制限、東部地域にクリミア同様の金融制限 ③プーチン大統領、ラブロフ外相の資産凍結	①ロシア下院議員や関連する個人・企業のE Uへの渡航禁止、資産凍結 ②ロシアの主要銀行、国営企業の資金調達制限 ③プーチン大統領、ラブロフ外相の資産凍結、国家安全保障メンバーへの制限措置
	国債	①ロシア国債の発行・流通禁止	①ロシア発行の国債、政府機関債の取引禁止	①英国市場でのロシア国債の発行禁止	①E U市場でのロシア公的機関の資金調達制限
	中銀	③ロシア中銀による外貨準備利用の制限（右記共同声明と協調）	③ロシア中銀による外貨準備利用の制限（英国・E U・フランス・ドイツ・イタリア・英国・カナダによる共同声明）		
	SWIFT 接続	③指定ロシア銀行のSWIFTからの排除（右記共同声明と協調）	③指定ロシア銀行のSWIFTからの排除（英国・E U・フランス・ドイツ・イタリア・英国・カナダによる共同声明）		
その他	③ベラルーシへの制裁			③ロシアメディア情報の拡散禁止 ③ベラルーシのルカシエンコ政権への制裁	

（注）①はロシアによるミサイル攻撃前に公表されたもの、②はミサイル攻撃後に公表されたもの、③は週末の共同宣言とそれ以降に公表されたもの

カテゴリーは筆者によるもので厳密なものではない

（資料）各種報道資料より筆者作成

欧米の主要な制裁としては、大きく貿易などに関わる経済制裁²と資金調達や金融システムへのアクセスに関連する金融制裁に分けられる。

ロシアの主要産業は原油や天然ガスなどのエネルギー産業で、エネルギー輸出が経済の原動力でもある。そのため、ロシアからのエネルギー輸出を減少させればロシア経済にとっては大きな痛手となる。しかし、ロシアにエネルギーを依存している欧州を中心に反作用（域内への悪影響）も大きく、現時点の制裁ラインナップにロシアのエネルギー輸出を極端に削減する手段は掲げられていない。主要手段としては、ロシアの軍事産業やエネルギー産業に関わる半導体や機械などの西側諸国からの輸出を制限するものとなっている。

一方、金融制裁は厳しい手段が講じられていると見られる。

ロシアの銀行をSWIFT（国際銀行間通信協会）から排除することで、インターバンク（銀行同士）における二国間決済の通信に用いられるデファクトスタンダード（業界標準）であるSWIFT電文が利用できなくなる。そのため、代替手段として、マイナーではあるが、ロシア主導の決

² 経済制裁は広義には金融制裁も含むが、ここでは便宜上、実体経済（モノやヒトの動き）に関連するものを経済制裁、金融（カネの動き）に関連するものを金融制裁と呼ぶことにする。

済ネットワーク（SPFS）や中国主導の決済ネットワーク（CIPS）³、あるいは決済のためのアドホックな通信手段が用いられる可能性がある⁴。ただし、中長期的にこうした手段への移行が進むにしても、短期的にはロシアと他国との決済は物理的に難しくなるだろう。

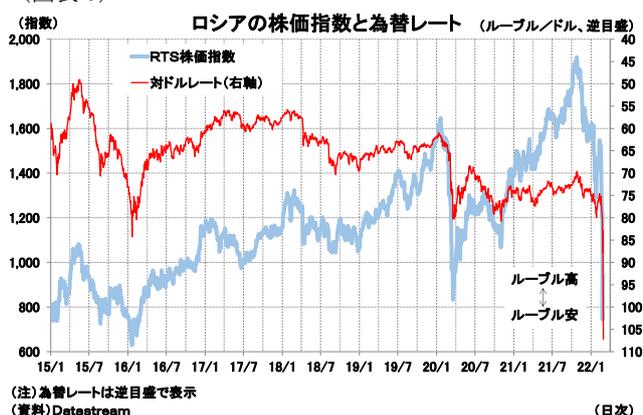
さらに決済用通信手段を確保したとしても、西側主要国では中央銀行および主要銀行・団体・個人の資産凍結や金融システムへのアクセス遮断を課すため、西側諸国では資金を利用することができない。

エネルギーに関連する銀行や取引を制裁対象外とするとも報じられており⁵、制裁の効果や反作用がどの程度になるかは不明な部分も残るが、これらの金融政策によって、制裁国（西側諸国）と被制裁国（ロシア）のお金の流れは相当規模が制限されると見られる。特に、中央銀行にも制限が課されたことで、為替相場の安定性は大きく失われるだろう。

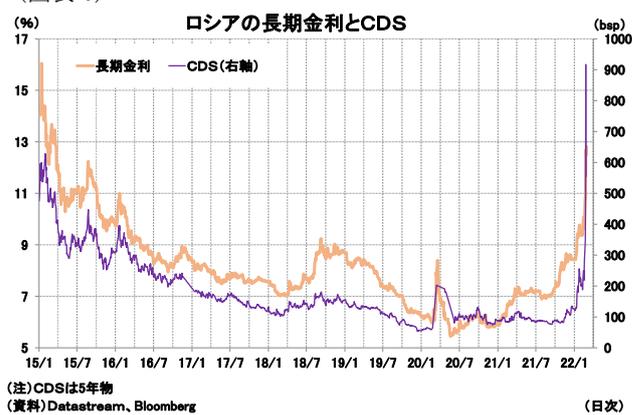
なお、制裁により銀行を利用した国際決済が困難になり、また価値の下落が懸念されることから、ルーブルを暗号資産（仮想通貨）に交換し、流出させるなどの懸念も浮上する。そのため、欧米では暗号資産への制裁が必要となるとの声があがっている⁶。

さて、こうした状況を受けて、2月の金融市場や商品市場は大きく変動している。

(図表 5)



(図表 6)



まず、ロシアの株や為替の動きを見ると、金融制裁が厳しいことからいずれも大きく下落した(図表 5)⁷。地政学的なリスクという点からは、ウクライナと地理的に近いハンガリーやオーストリア、ポーランドにも影響が及んでいる(前掲図表 1、後掲図表 12・14)。さらに、金融制裁によって資金繰りが困難になるとの懸念から、長期金利が急上昇、破綻確率(CDS)も上昇している(図表 6)。

格付け機関でもロシアの長期外債建て格付けを引き下げる動きが見られ、S & Pは投機的格付け

³ SPFS (System for Transfer of Financial Messages) に接続している銀行は 400 以上、ロシアのほか、アルメニア、ベラルーシ、カザフスタン、キルギス、ドイツ、スイスが参加しているが、ロシア以外の参加者は限定的である。CIPS (Cross-Border Interbank Payment System) は中国のほか、日本、ロシア、台湾、シンガポール、英国、南アなど中国外でも幅広い国が参加している。ただし、いずれも SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) の参加者 (200 以上の国や地域、1.1 万以上の金融機関が参加) と比較すると規模は圧倒的に小さい。

⁴ 外為取引決済としては、近年は多通貨同時決済を行うCLS (Continuous Linked Settlement) の存在感も高まっているが、ロシアルーブルはサービス対象となっていなかった。

⁵ 例えば、[Financial Times, West to impose sanctions on Russian central bank and cut some lenders from Swift, 2022-2-27](#), (2022年3月1日アクセス)。

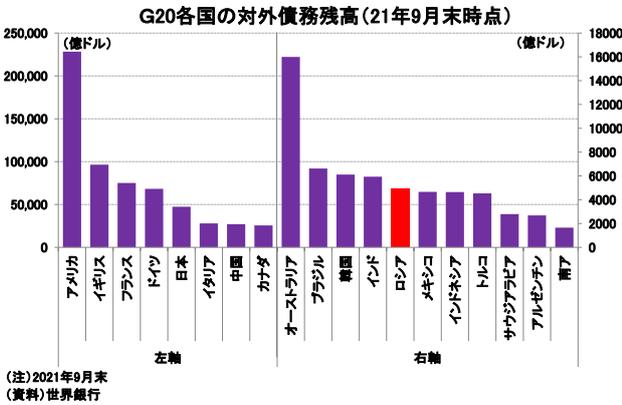
⁶ 例えば、[Bloomberg, ECB Urges Haste on Crypto Regulation in Wake of Russian Sanctions, 2022-2-26](#) (2022年3月1日アクセス) や、[ウォールストリートジャーナル日本語版 \(22年3月1日\) 「対ロ制裁は仮想通貨にも？米が検討する新領域」](#) (2022年3月1日アクセス)。

⁷ ただし、モスクワ証券取引所では、厳しい制裁を課された直後の28日は株式市場が開かれなかった。

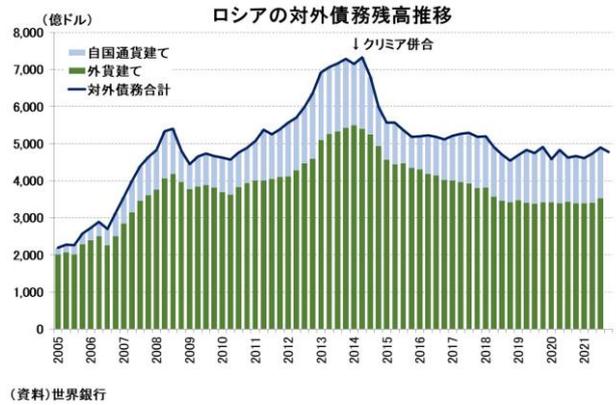
(BB+) に引き下げている⁸。

ロシア外への波及への潜在的な大きさを評価するために、ロシアの対外債務残高を確認すると、21年9月末時点で約4900億ドルとなっており、G20の中では少ない方と言える(図表7)。2014年のクリミア併合までは増加基調にあったものの、その後は減少、横ばい圏での動きが続いていた(図表8)。

(図表7)

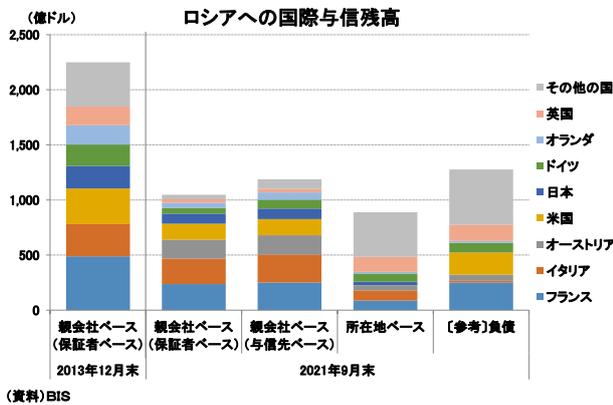


(図表8)

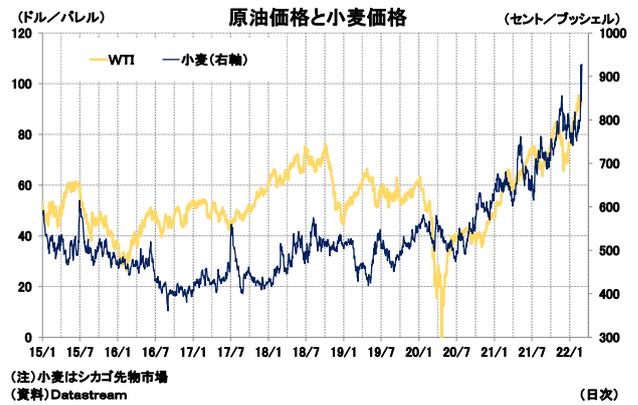


対外債務のうち、制裁国(西側諸国)のシェアは不明だが、BISが取りまとめている主要国による与信側の統計を見ると、フランスやイタリアといった欧州の国の残高が大きく、これらの国では不良債権が増えることによる金融システム機能の悪化も懸念される(図表9)。対外債務の規模は際立って大きいわけではないが、金融制裁が長期化すれば不良債権化するリスクはかなり高まる。株式など資本性の資金として流入しているものも含め金融システムリスクは過小評価できないものと見られる。

(図表9)



(図表10)



また、ロシア産商品の価格も上昇している。代表的な商品としては、エネルギー(原油・天然ガス)やロシアやウクライナの主要穀物である小麦が挙げられる(図表10)。このほか、ロシア生産のシェアが大きい金属のパラジウムなど、半導体生産に必要な資源が不足するとの懸念も指摘されている⁹。

⁸ ムーディーズは投資適格級(Baa3)だが引下げ方向で見直すと発表している(MOODY'S, Rating Action: Moody's places Russia's Baa3 ratings and Ukraine's B3 ratings on review for downgrade, 2022-2-25、2022年3月1日アクセス)。フィッチは投資適格級(BBB)。

⁹ ロイター(22年2月14日)「焦点:ウクライナ情勢、半導体製造に影響 米が供給網の多様化模索」(2022年3月1日アクセス)

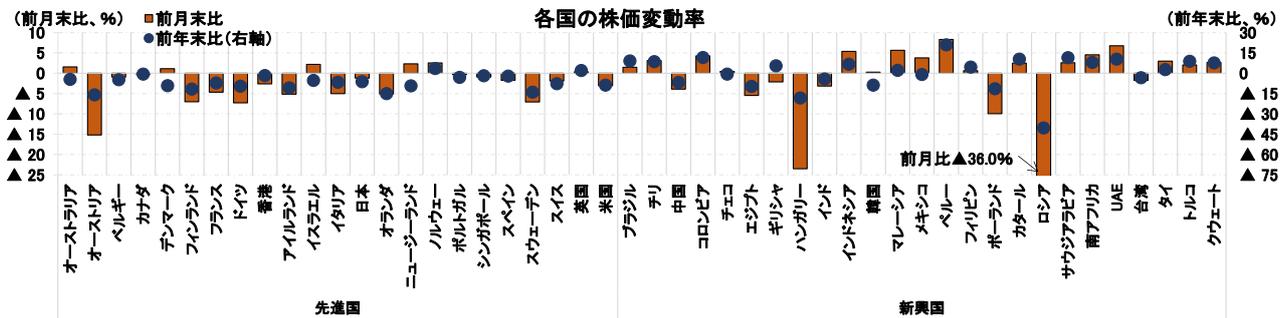
ウクライナ情勢は先が見通しにくい状況で、またロシア側による経済的・軍事的な追加行動の可能性もあるため、市場は不安定な状況が続くだろう。

3. MSCIの動き

MSCI ACWIの月間騰落率は、全体では前月比▲2.7%、先進国が前月比▲2.7%、新興国が前月比▲3.1%となった（前掲図表2）。

国別の株価の動きを見ると、2月は対象国48か国中、25か国が下落している（図表11）。過半数の国で下落したが、新興国を中心に上昇した国も散見される（図表12）。

（図表12）

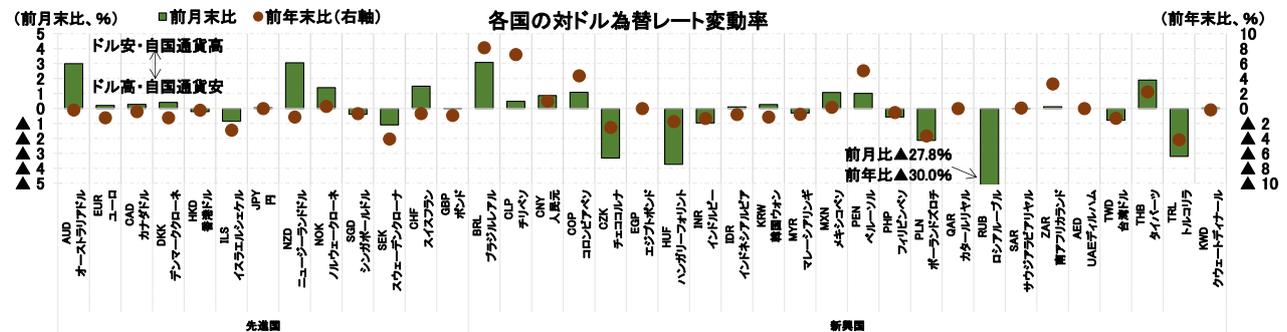


（注）各国指数は現地通貨ベースのMSCI構成指数、ただし、UAEはサウジ・タダウル全株指数（資料）Bloomberg

通貨の騰落率を見ると、対ドルの27カ国の貿易ウエイトで加重平均した実効為替レート（Narrow）が前月比0.9%、60カ国の貿易ウエイトで加重平均した実効為替レート（Broad）が前月比0.8%となった¹⁰（前掲図表3）。

MSCI ACWIの構成通貨別に見ると、37通貨中24通貨が対ドルで上昇（ドル安）、13通貨が下落（ドル高）だった（図表13・14）。

（図表14）



（注）先進国・新興国はMSCIの分類に沿って分類。ユーロは先進国とした。（資料）Datastream

（図表11）

MSCI ACWI構成銘柄の国別騰落数

		前月末比	前年同月比
上昇	先進国	6	2
	新興国	17	15
	合計	23	17
下落	先進国	17	21
	新興国	8	10
	合計	25	31

（注）上昇は横ばい含む（資料）Bloombergより筆者作成

（図表13）

MSCI ACWI構成通貨の通貨別騰落数

対ドル		前月末比	前年同月比
上昇 (ドル安)	先進国	9	1
	新興国	15	12
	合計	24	13
下落 (ドル高)	先進国	4	12
	新興国	9	12
	合計	13	24

（注）上昇は横ばい含む、EURは先進国として分類（資料）Bloombergより筆者作成

¹⁰ ただし、名目実効為替レートは2月15日時点の前月末比で算出しており、ロシアによるウクライナ全面侵攻前の数値。

4. 金融政策:ロシアで10%ポイント以上の利上げ

最後に、主要地域の金融政策を見ていく（図表15）。

（図表15）

日付	銀行	通貨	内容
1日	オーストラリア準備銀行	AUD	現状政策の維持(国債購入の2/10での終了も決定)
2日	ブラジル中央銀行	BRL	政策金利引上げ[9.25→10.75%]
3日	イングランド銀行	GBP	政策金利引上げ[0.25→0.50%]
3日	欧州中央銀行(ECB)	EUR	現行政策の維持
3日	チェコ国立銀行	CZK	政策金利引上げ[3.75→4.50%] ロンバート金利引上げ[4.75→5.50%] 割引金利引上げ[2.75→3.50%]
8日	ポーランド国立銀行	PLN	政策金利引上げ[2.25→2.75%] 預金準備率の引上げ[2.0→3.5%]
9日	スウェーデン国立銀行 (リクスバンク)	SEK	現行政策の維持
10日	インド準備銀行	INR	現行政策の維持
10日	インドネシア中央銀行	IDR	現行政策の維持
10日	メキシコ銀行	MXN	政策金利引上げ[5.50→6.00%]
17日	アルゼンチン中央銀行	ARS	政策金利引上げ[40.0→42.5%]
17日	トルコ中央銀行	TRY	現行政策の維持
22日	ハンガリー国立銀行	HUF	中銀ベースレートの引上げ[2.90→3.40%] 担保付貸出金利の引上げ[O/N・1W 4.90→5.40%] ON預金金利の引上げ[2.90→3.40%]
24日	韓国銀行	KRW	現行政策の維持
11日・28日	ロシア中央銀行	RUB	政策金利引上げ[8.50→9.50→20.00%]

上述のロシアでは、高インフレに対応するため11日に定例会の会合で政策金利を8.5%から9.5%に引き上げていた。その後、ウクライナ侵攻や制裁を受けた為替の暴落を受けて、外部の急変化に対応するため28日にさらに20%まで引き上げた。ロシア中銀は大幅利上げと前後して、大規模な流動性供給策や担保要件の緩和も実施している。この他、28日にはモスクワ証券取引所で非居住者による証券売却の一時的な禁止を講じており、また財務省と輸出企業に対する外貨の強制売却を求めるなど、資本規制を含め、様々な資金繰り支援策や為替安定策を講じている。なお、為替介入については、中銀制裁が課される前の25日までは実施していたが、中銀への制裁が公表された後の週明け28日は実施されなかった¹¹。

他の国ではG7のうち欧州中央銀行（ECB）とイングランド銀行で金融政策を決定する会合が開かれた。このうち、イングランド銀行では2会合連続の利上げが決定されている。ECBは金融政策方針の変更はされなかったが、これまで「可能性が非常に低い」としていた今年の利上げについて「データ次第」とし、インフレリスクへの意識が強まった。

それ以外の国では、ブラジル、チェコ、ポーランド、メキシコ、アルゼンチン、ハンガリーで政策金利の引き上げが決定された。

ハンガリーは9会合連続、ブラジルは8会合連続、チェコとメキシコは6会合連続、ポーランドは5会合連続の利上げであり、高インフレに対する中央銀行の引き締め姿勢が継続している。アルゼンチンは2か月連続の利上げであり、先月に引き続き債務再編交渉相手であるIMFの要請（高インフレへの対応）に応じた形と言える。

先進国・新興国と問わずインフレが加速する国が多いなか、足もとでは地政学的リスクが顕在化し、経済・金融制裁の副作用である資源高懸念や金融システムリスクといった形で顕在化している。各国中銀の物価安定に向けた舵取りの難易度は増していると言える。

¹¹ [Bank of Russia, Statement by Bank of Russia Governor Elvira Nabiullina in follow-up to Board of Directors meeting on 28 February 2022](#) (2022年3月1日アクセス)。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

