

ロシアレポート #41：経済堅調も、①米利上げ②貿易戦争③制裁強化、がリスク

1. 主要経済指標の推移：経済堅調も、①米利上げ②貿易戦争③制裁強化、がリスク

図表 1 ロシアの主要経済指標（特に断りが無ければ前年比、%）

分類	経済指標名称	2015	2016	2017	2017			2018		18/1	18/2	18/3	18/4	18/5	18/6
					Q2	Q3	Q4	Q1	Q2						
景気	実質GDP成長率	-2.5	-0.2	1.5	2.5	2.2	0.9	1.3	-	-	-	-	-	-	-
企業	実質鉱工業生産指数	-0.8	2.2	2.1	4.5	2.5	-1.7	2.8	3.2	2.4	3.2	2.8	3.9	3.7	2.2
	実質固定投資	-10.1	-0.2	4.4	5.0	2.2	6.4	3.6	-	-	-	-	-	-	-
雇用	失業率(筆者季節調整値、%)*	5.6	5.5	5.2	5.2	5.2	5.1	4.9	4.8	5.0	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
家計	実質可処分所得	-3.2	-5.8	-1.7	-2.9	-2.0	-1.0	1.1	2.0	-6.8	4.2	4.6	5.6	0.1	0.2
	実質賃金(1人あたり)	-9.0	0.8	2.9	3.4	3.1	5.9	10.2	7.4	11.0	10.5	8.7	7.6	7.6	7.2
	実質小売売上高	-10.0	-4.6	1.3	0.9	2.0	3.3	2.4	2.7	2.9	2.0	2.2	2.7	2.4	3.0
物価	消費者物価指数	15.7	7.2	3.6	4.0	3.3	2.6	2.3	2.5	2.2	2.2	2.4	2.5	2.5	2.4
	通貨供給量(期末値)	11.3	9.2	10.5	10.5	9.5	10.5	9.9	11.4	9.4	9.3	9.9	11.5	10.3	11.4
対外経済	輸出(国際収支ベース)	-31.3	-17.5	25.5	23.7	19.2	24.3	23.4	-	32.5	21.4	17.7	39.0	29.2	-
	輸入(国際収支ベース)	-37.3	-0.8	24.4	28.9	21.4	22.0	19.1	-	20.4	23.0	14.9	14.6	8.8	-
	貿易収支(国際収支ベース、億ドル)	1,484	902	1,154	252	207	350	446	-	173	123	150	153	152	-
	外貨準備高(金除く、期末値、億ドル)	3,198	3,175	3,561	3,435	3,512	3,561	3,775	3,786	3,674	3,731	3,775	3,787	3,761	3,786
市場	為替レート(ルーブル/US\$1)	62.0	66.3	58.1	57.5	58.8	57.9	56.4	62.5	56.3	55.7	57.3	62.0	62.6	62.8
	株価指数(RTS指数、期末値)	757	1,152	1,154	1,001	1,137	1,154	1,249	1,154	1,282	1,285	1,249	1,154	1,163	1,154
	北海ブレント原油価格(US\$/b)	53.6	45.0	54.8	50.9	52.2	61.5	67.2	74.9	69.1	65.7	66.7	71.8	77.0	75.9

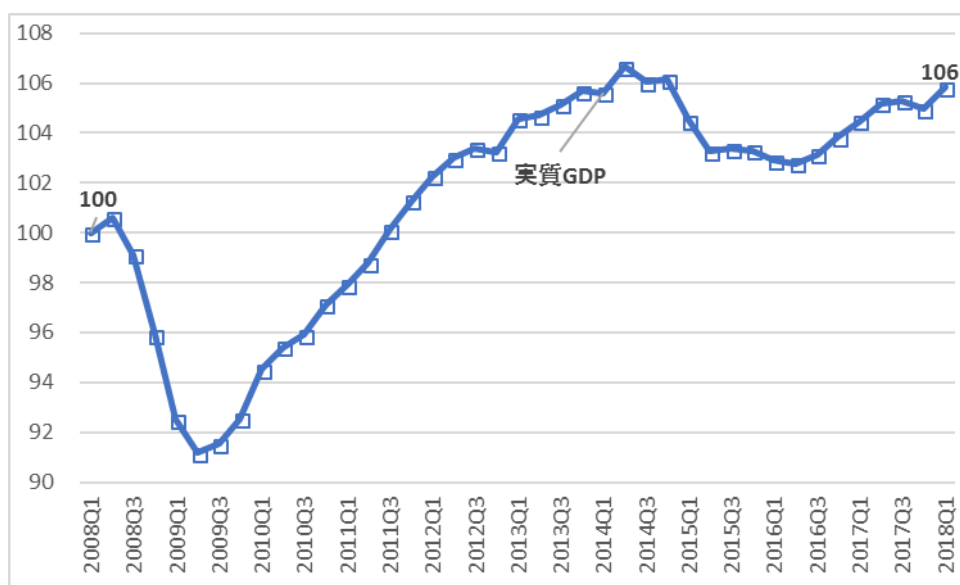
<資料>ロシア国家統計局、ロシア経済発展省、ロシア中央銀行。

*2016年までは15-72歳における失業率、2017年以降は15歳以上における失業率。

(1) 景気：実質 GDP は 6 四半期連続前年超え。IMF は 2018 年+1.7%、2019 年+1.5%の経済成長を予測。

ロシアの実質 GDP は 2016 年 Q4 から 2018 年 Q1 まで 6 四半期連続で前年比プラス成長を続けています。ロシア経済発展省の試算によれば、2018 年 Q2 も前年比+1.8%のプラス成長が見込まれており、2018 年上半期の実質 GDP 成長率は前年比+1.7%になる見通しです。なお IMF は 2018 年 7 月の世界経済見通しで、ロシアの実質 GDP 成長率を 2018 年前年比+1.7%、2019 年同+1.5%（いずれも 2018 年 4 月見通しからの修正はなし）と予測しています。

図表 2 ロシアの実質 GDP（出所：ロシア国家統計局）



とはいえ、長期的に見るとロシア経済の成長は限定的です。図表 2 はリーマンショック直前の 2008 年 Q1 の実質 GDP を 100 として、その後の推移を描いたグラフです。これを見るとロシアの実質 GDP は直近まで 6 四半期連続前年比プラス成長とはいえ、過去 10 年間で 6%しか成長していないことが分かります。（同期間中に

米国経済は 16.9%成長しています)。低成長の原因として経済制裁や油価低下も挙げられますが、本質的な問題は人手不足や投資不足による供給力の伸び悩みと考えられます。かかる状況下、ロシア企業が採るべき方策は、長期的視野に立った省力化を含む投資のはずですが、現状そのような動きは明確ではありません。

(2) 企業：原油協調減産の一巡はロシア経済の追い風に。リスクは①米利上げ②貿易戦争③制裁強化。

実質 GDP と相関性の高い実質鉱工業生産指数も順調に拡大しています。5 月と比較すると 6 月は若干の減速が見られますが、これは冶金工業における部分的減速によるもので、生産全体の先行きを脅かすものではないようです。また労働日数が前年比で 1 日少ないことも影響しています。なお実質鉱工業生産指数に含まれる石油生産は昨年 7 月以来の前年超え（前年比+1.2%）となりました。これは OPEC 等との協調減産が一巡したこと、6/22-23 の会合で減産目標が変更されたこと、が影響しています。ガスの生産も加速（6 月前年比+20.4%、5 月は同+12.0%）していますが、これは LNG 生産の増加によるものです。

図表 3 実質鉱工業生産指数の内訳（前年比、%）

	2016	2017	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18/4	18/5	18/6
実質鉱工業生産指数	2.2	2.1	4.5	2.5	-1.7	2.8	3.2	3.9	3.7	2.2
鉱業	2.3	2.1	4.0	2.5	-0.4	1.5	2.2	2.5	1.3	2.8
原油・ガス生産	2.1	0.4	1.9	0.9	-2.4	-0.4	1.6	1.4	0.9	2.7
製造業	2.6	2.5	5.1	2.9	-1.6	3.7	4.3	5.3	5.4	2.2
冶金	2.4	0.8	2.5	5.6	-6.5	5.9	-0.8	1.9	9.7	-12.8
電力・ガス・熱	2.0	-0.4	3.4	1.3	-6.9	2.9	0.5	0.5	-0.7	1.7

＜資料＞ロシア経済発展省

一方、ロシア経済発展省は、2018 年 Q2 の実質固定投資は前年比+2-3%まで減速したとみています。但し実質固定投資と関係が深い資本財生産は同期間中も安定的成長を続けており、実質固定投資が腰折れする兆しは今のところみえません。

最近まで、ロシア経済の景気加速要因は、①好調な海外経済、②原油価格安定、③インフレ率低下（に伴う金利低下）、④金融緩和、で、景気減速要因は、①財政健全化（財政支出抑制、IMF によればロシアの財政支出は 2017 年対 GDP 比 34.740%に対し、2018 年は同 33.129%）、②OPEC 等との原油協調減産、と考えられていました。しかしここに来て、景気減速要因のうち、②OPEC 等との原油協調減産、の影響が薄れつつあることは、短期的にはロシア経済にとって追い風になると見込まれます。一方、リスク要因として、①米国の金融引締め（に伴う世界的な資産価格調整や新興市場国からの資金流出および通貨安）、②貿易戦争（に伴う世界経済の減速）、③地政学的リスク（中東・東アジア）、④米国による対ロ制裁強化、には注意が必要です。

(3) 雇用・家計：実質賃金上昇・消費性向上昇・低金利が消費を押し上げ。労働市場はほぼ完全雇用か。

労働人口の伸び悩みという構造的要因を受け、2018 年 6 月の失業率（季節調整値）は 4.8%と史上最低水準を維持しています。これはほぼ完全雇用状態とみられ、今後失業率がさらに大きく低下することは期待できず、賃金上昇や労働投入量の減少といった供給側にとって否定的な現象の顕在化が懸念されます。実際、ロシア経済発展省によれば、5 月、6 月と就業者数（季節調整値）は減少しています。

実質可処分所得（ロシア全体の実質可処分所得合計）は 2018 年に入りようやく前年比プラス基調に転じました。実質可処分所得に比して実質賃金（1 人あたり）は人手不足を反映して力強く増加しています。史上最低レベルのインフレ率もあり、実質所得は増加しているとみてよいでしょう。

6 月の実質小売売上高は引き続き高い伸び（前年比+3.0%）を記録しました。実質賃金の伸びに加え、消費者センチメント改善に伴う消費性向上昇（以下いずれも Q2 の消費性向。2014 年 73.2%、2015 年 69.7%、2016 年 71.5%、2017 年 74.0%、2018 年 74.8%）が効いているようです。さらに 6 月はワールドカップが小売・外食・輸送を押し上げた部分もあるようです。なお実質小売売上高には含まれない（GDP 統計には含まれる）海外イ

インターネット通販や旅行が個人消費に占める割合が高まっており、実質小売売上高よりも実質 GDP ベースの個人消費の伸びが高くなる傾向がみられます。

なお実質 GDP ベースの個人消費と相関性が高いのは実質小売売上高¹と実質賃金であり、実質 GDP ベースの個人消費の動きを予測するには、実質小売売上高・実質賃金の動きをフォローするのが得策のようです。

(4) 物価：ルーブル安による物価上昇や付加価値税引き上げの影響を考慮しロシア中銀は金融緩和を休止

図表 4 金融セクター関連指標

	18Q1	18Q2	18/3	18/4	18/5	18/6
	金利(%)					
キーレート(政策金利、期末)	7.25	7.25	7.25	7.25	7.25	7.25
非金融向けルーブル建融資(1年以上)	9.0	-	9.2	8.5	8.6	-
ルーブル建住宅融資	9.8	9.5	9.7	9.6	9.6	9.5
個人ルーブル建預金(1年以上)	6.4	-	6.2	5.8	6.0	-
	融資額(前年比%)					
融資合計	6.6	7.0	7.4	7.1	6.7	7.2
住宅融資	17.6	21.5	18.8	19.7	21.9	22.8
消費者融資	12.7	15.1	13.3	14.1	15.1	15.9
企業への融資	3.6	3.0	4.4	3.7	2.6	2.8

<資料>ロシア経済発展省

足元では消費者物価指数の伸び幅は依然前年比+2%台と小さいものの、春先からのルーブル安を受け、物価は上昇傾向にあります。これを受けロシア中銀は、更なる景気加速に伴う物価上昇を懸念し、金融緩和を一服させています。また 2019 年に予定されている付加価値税率引き上げ(18%⇒20%)や、それに伴う駆け込み需要による物価押し上げなどもロシア中銀が金融緩和を休止している理由です。

(5) 対外経済：油価安定で輸出加速、外準増加。一方、ロシア国債の外国人保有シェアは低下し始める。

中東情勢の変化を受けて原油価格が上昇しており、エネルギーを中心とするロシアの輸出も加速しています。一方、春先以降のルーブル安を受け輸入の伸びは限定的で、その結果 GDP にプラスに寄与する貿易黒字は拡大傾向です。またロシア経済の耐久力を反映すると筆者が見ている外貨準備高は、2016 年に入ってから増加基調に転じており、現在の環境(特に原油価格)が続けば、引き続き公的債務デフォルトの可能性は低そうです。

一方、資本収支側に目を移すと、2018 年 Q2 から非居住者によるロシア国債離れが始まりました。ここまで非居住者によるロシア国債保有シェアは長期的に上昇を続けてきましたが、2018 年 Q2 に非居住者保有シェアは期初の 34.5%から期末には 28.2%まで低下しました。シェアの低下が急激に起こったことを考えると、米国の利上げよりも、4 月の米国の対ロ制裁強化を受けた投資家のリスク回避行動である可能性が高そうです。

(6) 市場：新ルールに基づく政府外貨購入により、油価安定でもルーブル安維持

4 月に米国による対ロ制裁強化はあったものの、その後のロシア経済の堅調を受けて、ルーブルや RTS 指数(株価)も概ね安定的に推移しています。その原因のひとつとして、ロシア経済発展省は、油価とルーブル為替レートの相関性の低下を強調しています。これは財政ルールの変更によるもので、追加石油ガス収入(2018 年は基礎原油価格 US\$40.8/b を実際の油価が超えた場合の収入)による外貨買い・ルーブル売りルールが、油価が上昇しても安値圏でのルーブルレートが維持され、輸出競争力が維持されるというメリットをもたらしているようです。追加的に購入された外貨は国民福祉基金に積み上げられ、ロシア経済の耐久力を増すことになります。

¹ 実質 GDP ベースの個人消費を推計する際の基礎統計のひとつですので、当然相関性が高くなります。

2. なぜ4月6日の対ロ経済制裁はあんなに効いたのか？

(1) 米国の対ロ経済制裁の主役はSDN リストとSSI リスト

「これまでそんなに効かなかったのに、なぜ今回はこんなに効いたのだろう」ここ1カ月ほど弊社内でもロシアビジネス関係者の間でもよく聞かれるのがこのセリフです。2014年にロシアがクリミアを併合して以来、米国は再三にわたってロシアの関係者・関係団体等に対して経済制裁（以下単に制裁）を課してきました。しかしそれらの制裁が短期的にはっきりした効果を示すことは殆どなく（長期的には効いているはずですが）、ロシアビジネス関係者の間でも「米国の対ロ制裁の効果は少なくとも短期的には限定的」というのがコンセンサスになりつつありました。

しかし4月6日に米国財務省の Office of Foreign Assets Control（以下 OFAC）が発表した一連の制裁は、一部商品市況やロシア関連市場を揺り動かし、先述のロシアビジネス関係者のコンセンサスをあっさり打ち砕いてしまいました。果たして今回の対ロ制裁は過去の対ロ制裁と何が違うのでしょうか。

はじめに2014年以降米国がロシアに課してきた制裁の概要を整理してみましょう。米国の経済制裁は非常に複雑です。連邦政府レベルでは、財務省、国務省、商務省など複数の省庁が、大統領令やその他の法律を根拠法として、それぞれ独自の経済制裁を科すことができます。

実際、2014年以降の一連の米国の対ロ制裁でも、最も注目を集める財務省制裁とは別に、商務省も独自の制裁を科しています。また注目度の高い大統領令（Executive Order）13660/13661/13662/13685や2017年8月にトランプ大統領が署名して成立した Countering America's Adversaries Through Sanctions Act（「敵対者に対する制裁措置法」、以下 CAATSA）を根拠とする対ロ制裁だけでなく、Ukraine Freedom Support Act（「ウクライナの自由支援法」、以下 UFSA）といった法律を根拠に実施されている対ロ制裁もあります。このようにひとくちに米国の対ロ制裁といっても、その内容は多岐にわたり、それらの解釈も含めれば、概要をコンパクトにまとめることは困難です。しかし誤解を恐れずに、現在の米国の対ロ制裁の主要部分をまとめたのが図表1です。

図表 1 米国による対ロ経済制裁の主要部分（2018年5月6日現在）

制裁の種類	根拠法	制裁対象分野	制裁対象数	主な制裁内容	違反時の懲罰対象
SDN(Specially Designated Nationals and Blocked Persons) リストへの掲載	大統領令 (13660/13661/13662/13685)およびCAATSA	—	211人、153団体、船2隻	在米資産の凍結、ドル取引禁止、米国への渡航禁止、米国人・米国企業との取引禁止	米国（在米）企業
SSI(Sectoral Sanctions Identifications)リストへの掲載	大統領令13662	金融、エネルギー、金属及び鉱業、エンジニアリング、国防及び兵器関連資材	290団体	金融：14日超の融資禁止（従来は30日超）	米国（在米）企業
				エネルギー：60日超の融資禁止（従来は90日超）	米国（在米）企業
				国防：30日超の融資禁止	米国（在米）企業
		特別な石油開発計画への資機材・技術の提供禁止		プロジェクトの実施地域を問わず（従来はロシア域内のみが対象）	米国（在米）企業
<資料>米国財務省、米国議会					

図表1の通り、現行制裁の中心を成しているのは以下の2つで、いずれも財務省のOFACが作成しています。

①Specially Designated Nationals and Blocked Persons（以下SDN）リストへの掲載

②Sectoral Sanctions Identifications（部門別制裁対象者、以下SSI）リスト²への掲載

因みに4月6日にOFACが発表した制裁も上記①でした。

² SDNは対ロ制裁以外にも用いられますが、SSIは対ロ制裁を目的とする大統領令13662を執行するためのリスト。

次に重要なのが 2017 年 8 月に成立した CAATSA で、この法律の特徴は以下の 3 点です。

- ①対ロ制裁に関する大統領権限を縮小、制裁の緩和・撤廃につき議会承認を義務付け
- ②既存制裁を強化
- ③新規制裁の導入

①は「対ロ融和的」とされるトランプ大統領の裁量を狭める目的を有しています。

②「既存制裁を強化」の主要部分は図表 1 の黄色く塗った部分（融資期間の短縮）に加え、以下の 3 点です。
なお SEC.~は法律の条文番号です。

- (ア) SEC.225 : 既存の UFSA の SEC.4(b)の制裁を義務化。2017 年 9 月 1 日以降、knowingly にロシアの「特別原油開発案件」に significant investment を実施した foreign person に対する制裁。
- (イ) SEC.226: UFSA の SEC.5 の制裁を義務化。ロシアの「特定の軍事・エネルギー取引」に関する significant transaction や、ウクライナ危機に関連する大統領令で SDN リストに掲載された person による significant transaction を支援する foreign financial Institution に対する制裁。
- (ウ) SEC.228 : 大統領令および UFSA に基づく制裁を knowingly に回避する、あるいはロシア制裁の対象者とその家族による significant transaction を支援する foreign person に対する制裁。既存の”Support for the Sovereignty, Integrity, Democracy, and Economic Stability of Ukraine Act of 2014（以下 SSIDES）”にこの制裁を追加する。

そして③「新規制裁の導入」の主要なものは以下の通りです。

- (ア) SEC.232 : ロシアのパイプライン案件への投資や財・サービス・技術を提供（1 件 100 万ドル以上、あるいは年間累計 500 万ドル以上）する person（非米国人含む）に対する制裁。但し法案には「米国の同盟国と協議の上」という表現がある。
- (イ) SEC.233 : ロシア政府資産の民営化案件への投資・援助（1 件 1,000 万ドル以上の投資、あるいは 1 件 100 万ドル以上で年間累計 1,000 万ドル以上）の投資を行う person（非米国人含む）に対する制裁。

(2) 4 月 6 日制裁が効いたのは①制裁対象の明確さ、②分かりやすさ、③制裁対象の規模の大きさ、による³

それではなぜ 4 月 6 日に米国財務省の OFAC が発表した制裁は効いたのでしょうか。一部のメディアは当該制裁のプレスリリースに明記された” Additionally, non-U.S. persons could face sanctions for knowingly facilitating significant transactions for or on behalf of the individuals or entities blocked today.（さらに非米国人は、本日ブロックされた個人または団体のための重要な取引を意図的に支援することで制裁に直面する可能性がある。）” が原因であるとしています。

しかしこれ以前の対ロ制裁の中にも、非米国人の制裁参加を要求したり、制裁に違反した非米国人を制裁対象としたりするものは存在します。例えばオバマ大統領時代の UFSA、2017 年 8 月に成立した CAATSA も非米国人・非米国企業に対する制裁の可能性を明記していました。特に先述の CAATSA の SEC.226/228 は制裁対象者と取引を行う非米国人・非米国金融機関に制裁を科すという点で、4 月 6 日に OFAC が発表した制裁に似ています。しかし市場は昨年 8 月の CAATSA 成立よりも、4 月 6 日の OFAC 発表に強く反応しました。なぜでしょう。

ここから先は筆者の考えですが、CAATSA の SEC.226/228 が制裁対象の属性を示しているに過ぎない（制裁対象が固有名詞で示されていない）のに対し、4 月 6 日の OFAC 発表は制裁対象を固有名詞で示した点が効果の違いを生み出したのではないのでしょうか。また 2014 年以降の対ロ制裁で中心的役割を果たしてきた SDN リス

³ デリパスカというごく普通のビジネスパーソン（プーチンとも近くなく、エネルギー関係者でもない）に制裁が課されたことを市場は重く受け止めている、との見方もあります。

トへの掲載や、取引そのものを禁じるという「分かりやすさ」も情報伝達の観点から市場の反応を増幅した可能性が高いでしょう（未来の投資でなく、既存の取引を停止するというインパクトの大きさもあっただろう）。

さらに制裁対象企業の規模の大きさも影響したと思われます。情報公開の不足もありロシア企業の規模を正確に知るのは困難ですが、比較的長くロシアビジネスに携わってきた筆者が見る限り、4月6日に OFAC が SDN リストに加えた企業、特に RUSAL、BASIC ELEMENT、EN+ GROUP、RENOVA は従来の制裁対象企業と比較して、その規模やビジネスの世界的広がりが明らかに大きいと感じます（ストロイトランスガスやロスオボロンエクスポートといった大企業も SDN リストに入っていますが、これらはそれぞれ「パイプライン建設業」「防衛産業」であり、ビジネスの裾野の広さという点では見劣りします）。

加えて OFAC は4月6日の発表の中で、今回の措置は今年1月29日に財務省が議会に提出した CAATSA の SEC. 241 に基づくレポート（いわゆるクレムリンリスト）をフォローするものだとしています。今後クレムリンリストのメンバーが保有する企業は常に SDN リスト入りの懸念にさらされることになったというわけです。対ロ制裁はまた新たな段階に入ったといえるでしょう。

3. 「ドル利用禁止」はなぜ効くか？

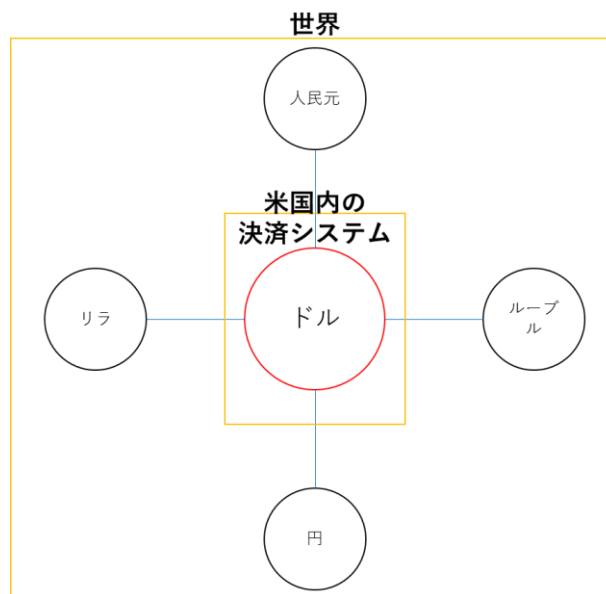
(1) 意外と知られていない「ドル利用禁止」が効く理由

「ここにいるプーチン大統領は、（2016年米大統領選に干渉したのは）ロシアではないと言った。ロシアだと思う理由は全く見当たらないと言える。」先日ヘルシンキで開催された米ロ首脳会談後の記者会見でトランプ大統領はこう言い放ちました。その後トランプ大統領は発言を二転三転させていますが、多くの米国民や議員の怒りを買ったことは間違いなく、議会では対ロ経済制裁の強化を求める声も上がっています。

経済制裁が強化されるか否かはわかりませんが、現在の米国の対ロ経済制裁の主役は SDN（Specially Designated Nationals And Blocked Persons）リストです。このリストに掲載された個人や団体は、在米金融機関に有する口座や資産が凍結されます。つまり米ドル（以下、単にドル）の利用が禁止されるのです。この「ドルの利用が禁止される」という点につき、金融関係者にはそのインパクトの大きさが自明である一方、一般人にはその意味があまり理解されていないようです。先日、トルコがロシアから S400 というミサイルシステムを購入するにあたって、米国から「ドルによる決済を認めない」旨の警告が発せられましたが、これに対する筆者の同僚の反応は「ならロシアルーブルかトルコリラで決済すればいい」といったものでした。米国が発した「ドルによる決済を認めない」という警告は一体どういう意味を持つのでしょうか。

(2) 国際決済の大部分は「米国内で、ドル建てで」行われている

図表 1 国際決済におけるドルを中心とするハブ構造



図表 1 は貿易など国際決済の様子を簡略化した概念図です。ごく一般的な国際決済の例を挙げましょう。例えばロシアのケチャップ会社がトルコの農業企業からトマトを輸入するとしましょう。ロシアのケチャップ会社からトルコの農業企業への支払いがドルで決済される場合、代金はルーブルからドルに交換された後、ロシアのケチャップ会社の取引金融機関からトルコの農業企業の取引金融機関へと支払われます（その後、トルコの農業企業がドルをリラに交換して受け取る場合もあります）。

その際、国際資金決済には「カバー」と言われる仕組みがあり、決済を行なう金融機関どうしが通常は決済通貨の母国（ドルの場合、米国）にある金融機関に有する口座を介して決済資金の付け替えが行われます。すなわちドル決済の場合、「ロシアのケチャップ会社の取引金融機関が在米金融機関に持つ口座」から「トルコの農業企業の取引金融機関が在米金融機関に持つ口座」に支払われることになります。トルコ・ロシア間の取引でありながら、決済は在米金融機関の間で行われているのです。

読者の中には「なぜルーブルを（ドルを介さず）直接リラに交換しないのか」といった疑問をもたれる方もいるでしょう。しかしルーブルからリラへの直接交換は、「ルーブル⇒ドル⇒リラ」という間接交換と比較した場合、容易ではありません。これは通貨に対する需給の問題です。「ルーブル⇒リラ」という直接交換が成立するためには、その反対取引となる「リラ⇒ルーブル」取引も必要となります。つまり、「ルーブル⇒リラ」あるいは「リラ⇒ルーブル」の取引が成立するためには、双方向の取引が常時相当の規模で行われているような、厚みのある「リラ・ルーブル間の外国為替取引市場」が必要なのです。

そしてそのような市場が存在しない場合、図表 1 で示したように、リラとルーブルはドルを介して決済されることになります。実際、リラ・ルーブル間の国際決済の多くは、図表 1 のようにドルを介して決済されていると考えられ、それゆえに先のミサイルシステム取引において、米国政府は「ドル決済禁止警告」を発したのでしょう。

このように多くの国際決済は実は「ドルを介して」行われています。そして多くの場合、ドルを介した取引のほうが、マイナー通貨間の直接交換よりも、手数料が少なく済む場合が多いようです。なぜならドルが絡む外国為替市場では相当額の取引が行われているため、「ドル以外の通貨⇒ドル」「ドル⇒ドル以外の通貨」2つの取引の手数料を合わせても直接交換した際の手数料を下回るからです。このような手数料の安さも「ドルを介した国際決済」の優位性のひとつです。

(3) 「ドル利用禁止」とは「貿易禁止」とほぼ同義

そして政治的に重要なのは、この「ドルを介した国際決済」というのが、図表 1 に示したとおり米国内の決済システムを通じて行われていることです。米国政府や FRB（連邦準備制度）は、米国内の銀行・金融機関の取引を厳しく管理・監督しています。従って、「ドルを介した国際決済」は米国内の決済システムを通じて全て米国政府や FRB の知るところとなっています。そして米国政府や FRB が望ましくないと判断した取引は、「ドル利用禁止」といった手段を使って差し止められることになります。つまり「ドル利用禁止」とは事実上「貿易禁止」と同じ意味を持つのです。

このように、「ドルを介した国際決済」という制度を通じて、米国政府や FRB は世界全体の取引を監視し、必要に応じて望ましくない取引を止める権力を有しています。なお米国の財務省には金融犯罪を担当する次官（Under Secretary of the Treasury for Terrorism and Financial Intelligence＝テロリズム金融犯罪情報分析担当次官）が存在しますが、対ロ制裁でよく名前が挙がる OFAC（米国財務省外国資産管理室）は正にこの次官が管轄しています。

以上、「ドル利用禁止」が持つ意味の大きさを説明しました。一方、最近是中国経済の台頭、米国経済の停滞、米国による経済制裁の多用を受けて、いわゆる「ドル離れ」が進むといった論調が多くみられます。確かにドル決済の強みである市場の厚みは米国経済の大きさによるもので、米国経済が衰退すればこの相対的優位は長期的には揺らぐかもしれません。しかし、ドル決済を支えているのは市場の厚みだけでなく、ドルを決済する米国内決済システムの安定性や利便性、透明性による部分も大きいのです。このように一定の厚み・安定性・利便性・透明性を併せ持つ市場が、米国以外に新たに出現するとは中期的には考えにくいでしょう。実際、IMF が 1969 年に国際準備資産として SDR（Special Drawing Rights：特別引出権）を創設して 50 年近く経過しますが、決済手段として使えない SDR の普及は極めて限定的です。米国経済そのものの先行きは別にして、ドル決済の優位性と、そこから得られる情報を通じた米国経済制裁の優位性は、当面揺るがないと考えるのが自然でしょう。

以上

担当	丸紅経済研究所 経済調査チーム 榎本 裕洋(えのもと やすひろ)	TEL: 03-3282-3790 E-mail: Enomoto-Y@marubeni.com
住所	〒103-6060 東京都中央区日本橋 2 丁目 7 番 1 号 東京日本橋タワー21 階 丸紅経済研究所	
WEB	https://www.marubeni.co.jp/research/	

(注記)

- ・本資料は丸紅グループ内での利用を目的としたものであり、対外的な利用に関しては担当までご連絡願います。
- ・本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- ・本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- ・本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。