

## ストラテジーブレティン (300号)

## プーチンのウクライナ侵攻、ロシア凋落の始まりか

## プーチン氏の緒戦でのつまずき

ロシアがウクライナに対する軍事侵攻に踏み切って1週間が経ち、両代表団によってベラルーシで停戦協議が行われている。刻々変化する戦況を判断することは危険ではあるが、電光石火の攻撃により緒戦で勝利し、ウクライナ側に①非武装中立化、②クリミア半島の主権譲渡、を飲ませるというロシアの目論見はうまくいっていないようである。傀儡政権の樹立も今では難しくなっている。

## 誤算はウクライナの士気とドイツの政策大旋回

誤算の2大要因は、ウクライナ側の士気が高く抵抗が強いことと国際世論のロシア批判の高まりである。SNSで全世界に伝えられるゼレンスキー大統領の英雄的抵抗と国民の愛国心の高まりは、国際世論を味方につけ、ロシア批判の共同戦線とも言えるような雰囲気を作っている。その中で特筆されるのは、EUをリードするドイツ・ショルツ政権の政策大旋回である。ロシアによるウクライナ侵攻直後の2月28日、ドイツ議会の特別セッションにおいて、1000億ユーロの軍近代化予算と、軍事予算の増額(対GDP比1.5%~2%)が表明された。また北海ルートのパイプラインノルドストリーム2の棚上げも打ち出された。さらにロシアの国際決済システムSWIFTからの排除、ミサイルと装甲車のウクライナへの援助、石炭と天然ガス備蓄の増強、カタールと米国からのLNG受け入れターミナル2つの建設などが緑の党の同意のもとに打ち出された。2022年に全廃が決まっていた原発の運転延長や廃止原発の再稼働なども狙上に上ってくるかもしれない。

株式会社 武者リサーチ

代表

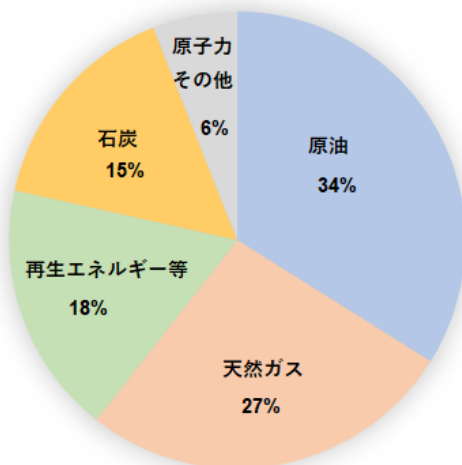
武者 陵司

E-mail: [musha@musha.co.jp](mailto:musha@musha.co.jp)  
[www.musha.co.jp](http://www.musha.co.jp)

〒108-0075

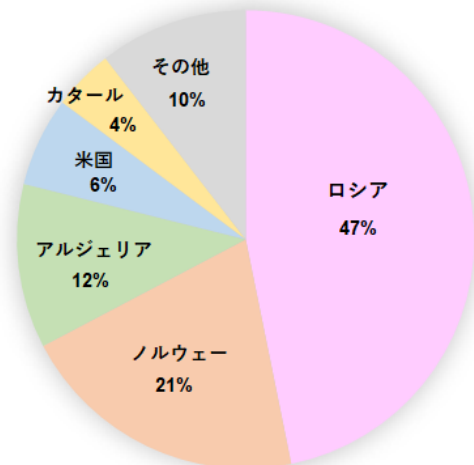
東京都港区港南2-16-7

図表1: ドイツのエネルギー内訳 (2020年)



出所: IEA、読売新聞

図表2: EU天然ガス輸入国内訳移 (2021年前期)



出所: Eurostat

## 4つの可能性、すべてはプーチン氏にかかる

平和主義、反軍拡、脱カーボンに彩られたドイツ中道連立政権の存在はNATOを押し返そうとするプーチン政権にとって、大きな安心材料であった。その180度の政策転換は、自らの蒔いた種とはいえ、プーチン政権にとって大いなる読み違えであっただろう。となると、これからどのようなシナリオが考えられるだろうか。ことは全てプーチン氏の判断にかかっている。4つのシナリオがあり得る。第一の最も可能性が高いシナリオは、プーチン氏のdouble down(2倍賭け)であろう。緒戦でもたついた分をより強硬策で突破し、ウクライナ側の屈服を勝ち取ろうとするだろう。3月4日の原発攻撃はまさにdouble downそのものかも

しれない。第二に可能性が高いシナリオは、停戦を餌に非武装化などの譲歩を勝ち取る、いわば大坂冬の陣型の対応(藤崎元駐米大使の説)であろう。これはそのあと夏の陣が控えており、ウクライナにとっては最終的な解決策にはならず危険である。第三の可能性は、国際批判の高まりと国内経済悪化によりプーチン氏が失脚・排除されるシナリオであるが、まだ機は熟しておらず当面は考えにくい。第四のシナリオはプーチン氏の改心による侵略の終結であるが、それはほとんど考えられない。

図表 3: これからのシナリオ

|                                 |       |
|---------------------------------|-------|
| プーチン double down (2倍賭け) ⇒ より強硬に | (50%) |
| プーチン 改心・終結 ⇒ まずなし               | (5%)  |
| プーチン 失脚 ⇒ 国際世論批判と経済悪化がその条件に     | (20%) |
| ウクライナ 譲歩 ⇒ 大坂冬の陣型、最終解決ではなく危険    | (25%) |

出所:武者リサーチ

### 経済制裁でプーチン氏を引き下ろせるか?

このように整理すると、ウクライナが徹底抗戦姿勢を変えないとすれば、プーチン氏の退陣のみが究極の解決策となる。ロシア内部での厭戦気分の高まり、プーチン批判が相当に高じなければ政権の交代はなかなか起きないかもしれない。EU、米国の対ロシア経済制裁、SWIFT からの排除、金融制裁、経済でのダメージが相当高まる必要がある。では SWIFT からの排除などの経済制裁の効果はどれほどであろうか。天然ガスの最大の顧客であるドイツの政策大転換はプーチン氏にとって痛手であるが、短期的に大きなダメージにはならないかもしれない。なぜならロシア最大のズベルバンク、第三位のガスプロムバンクは引き続き SWIFT 排除の対象外になっており、引き続き石油ガス供給を続けることができるのである。

図表 4: ロシアに対する金融制裁 (日本経済新聞)

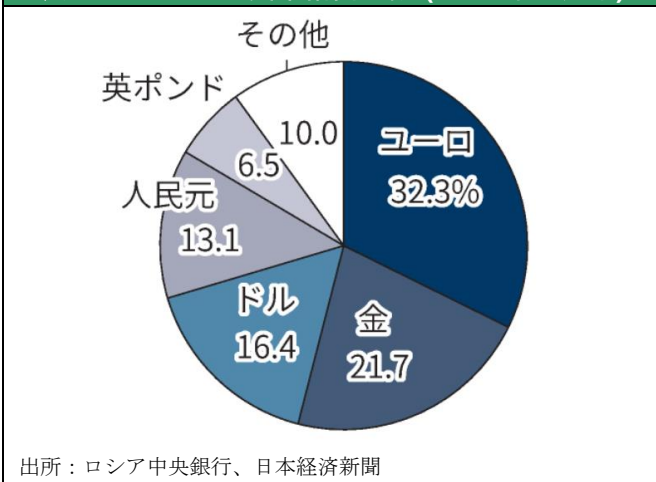
| 多重の包囲網でロシア金融を締め上げる |       |             |      |      |     |
|--------------------|-------|-------------|------|------|-----|
|                    | SWIFT | 米国          | EU   | 英国   | 日本  |
| ズベルバンク (31.5%)     | 見送り   | 金融遮断        | 対象外  | 資産凍結 | 対象外 |
| VTB(15.9%)         | 排除    | 取引停止        |      |      |     |
| ガスプロム (6.9%)       | 見送り   | 取引制限        |      |      |     |
| オトクリティ             | 排除    | 取引停止        | 取引停止 | 資産凍結 | 対象外 |
| ノビコム、ソブコム          |       |             | 対象外  |      |     |
| バンクロシア、VEB、PSB     | —     | 制裁継続        | 取引停止 | 資産凍結 | 対象外 |
| ロシア中銀              |       | 取引制限で外貨準備凍結 |      |      |     |

(注)一部抜粋、カッコ内は総資産シェア

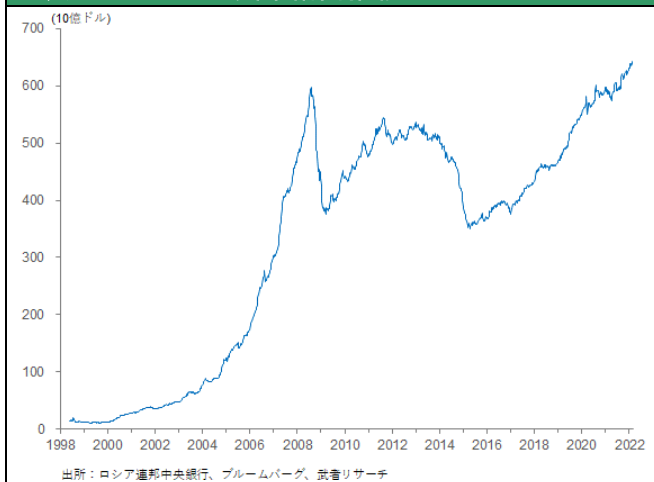
### ルーブル暴落、インフレの帰趨が鍵に

むしろ、同時に打ち出されたロシア中銀と日米欧中銀との取引停止、ロシア外貨の凍結の方が大きな影響を持つかもしれない。こうした事態に備え、ロシアは外貨準備を大幅に増やし、かつその中身を大きく分散化、制裁に堪えうる体制を整えてきたようである。ロシアの保有する外貨準備高はウクライナ侵攻直前には 6430 億ドル (74 兆円) と、ボトムの 2015 年に比べ 7 割りも増加させていた。昨年 6 月時点での内訳はユーロ 32.3%、金 21.7%、米ドル 16.4%、人民元 13.1%、英ポンド 6.5%、日本円 5.7%、カナダドル 3.0%などとなっている。この中で、すでに米、英、カナダ、欧州連合 (EU)、日本がロシアの外貨準備を凍結しており、それはロシア全体の約 6 割にのぼる。周到に金や人民元の比重を高めてきたが、それでは到底間に合わない。ルーブル大暴落に対応した外貨介入ができなくなり、大幅な金利引き上げを余儀なくされているが、それでもルーブルはウクライナ侵攻前の 78 ルーブル/ドルから 117 ルーブル/ドルへと 5 割の大暴落になっており、深刻なインフレが懸念される。IIF(国際金融協会)はロシアのデフォルト(対外債務不履行)公算大としている。ロシアは 10%を超える経済成長の落ち込みを余儀なくされるだろう。

図表 5: ロシアの外貨準備高内訳 (2021年6月末)



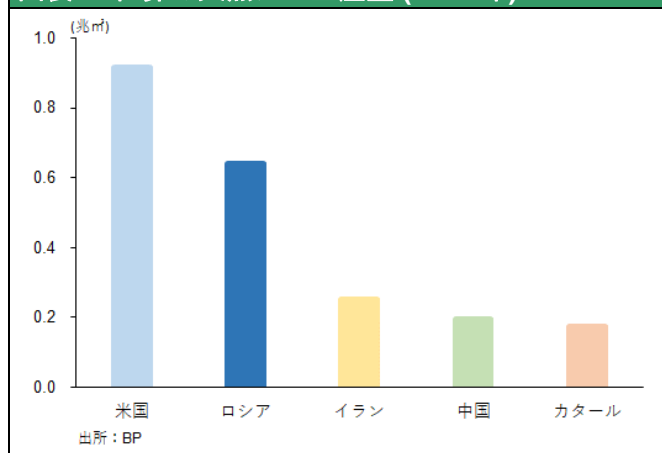
図表 6: ロシア外貨準備高推移



### EU、米国、日本の順に振り返り血浴びるが、リセッションは回避できよう

他方、ロシアにエネルギーを依存している欧州も振り返り血を浴びることになるが、ガス・原油価格の上昇の悪影響は限られよう。第三次石油ショックのような惨事は考えにくい。米国でのシェールガス・オイルの増産、カタール、アルジェリアへの転換も可能である。米欧では最大で1%程度のCPI上昇があり得るとしても、リセッションに陥るほどのことにはならないだろう。経済はロシアの一人負けになるのではないか。

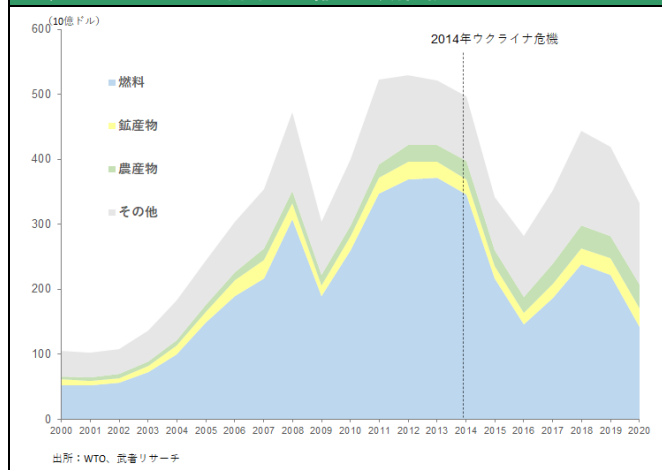
図表 7: 世界の天然ガス生産量 (2020年)



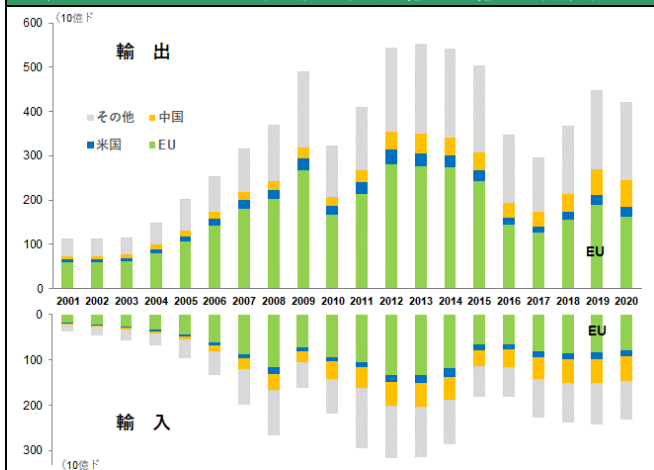
### このままではロシアは発展途上貧国に凋落へ

となると、株式市場への悪影響は限定的になるだろう。むしろ金融引き締め圧力が弱まること、ドイツの政策大旋回に見られるように、世界の民主主義国家団結が強まり投資心理に好影響が期待できる。その中で、産業基盤が弱体化し、資源依存の新興国型の経済構造に陥っているロシアは一段と困難が進行する。ロシアの経済プレゼンスの凋落は必至で、いずれエネルギーにのみ依存する開発途上貧国に転落するかもしれない。

図表 8: ロシアの品目別輸出額推移



図表 9: ロシアの主要相手国別輸出・輸入額推移



武者陵司 新刊のお知らせ  
3月2日 発売！

武者陵司  
WAC出版

「安いニッポン」が  
日本を大復活させる！

データ満載！日本経済の嬉しい真実

1ドル130円を見据え  
円安、物価安、賃金安で  
日本はメガ景気になる！

サイバー+フィジカルの  
新時代をリードする  
ニッチトップ企業群！

安い日本が資産価値上昇という  
圧倒的潜在力を持っている！

WAC

(出版社 WAC)

著作権表示©2021 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。