

ロシアルール為替週報

2024年2月19日

みずほ銀行欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
中島將行
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

Private and confidential

MIZUHO

ロシアルーブル 過去1週間の動向

<過去1週間の動き> (2月9日～2月16日)

USD/RUB: 90.603～92.9689

RUB/JPY: 1.61～1.65 (参照値)

<過去1週間の動向・・・ロシア中央銀行は政策金利を市場予想通り16%で据え置き>

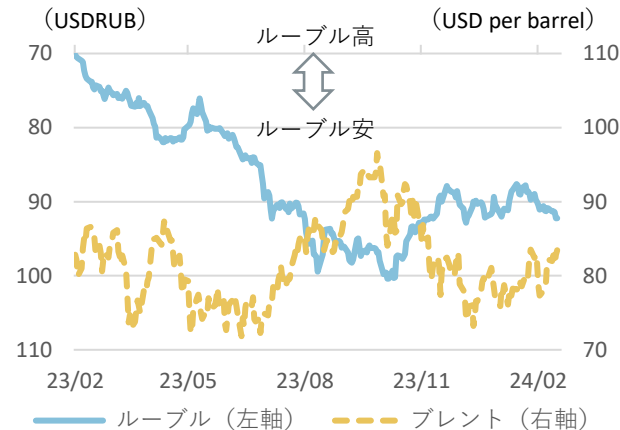
過去1週間のロシアルーブルは対ドルで続落。2月13日の米1月CPI発表後のドル高の流れに沿った形に。

ロシア中央銀行（CBR）は2月16日、政策金利を市場予想通り16%で据え置いた。**ナビウリナ総裁**は今会合で2024年後半の利下げの可能性に言及しているが、CBRの中期予測で2024年の政策金利の平均が13.5～15.5%、2025年が8.0～10.0%となっていることを考慮すれば、国内景気の急激な悪化など前提条件が変わらなければ、2025年半ばまでは2桁台の政策金利が維持されるものと見られる。

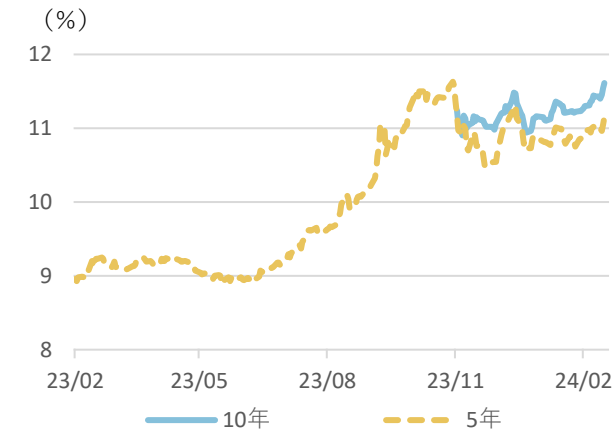
経済指標では**2023年12月の貿易収支**が発表され、黒字額は102億ドルと前年比▲40.7%減少した。国際原油価格の低迷が続くなか、米国は2023年10月以降、ロシアに対する制裁を順守していないタンカーに対する取り締まりを強化しており、先行きも輸出の持ち直しは見込みにくい。

ウクライナ情勢では、**米上院がウクライナとイスラエル、台湾に対する950億ドルの支援を数か月遅れで承認**した。ただし、共和党が主導権を握る下院で、法案が可決されるかは依然として不透明な状況である。一方、イエレン米財務長官は、デトロイトで記者団に対し、凍結しているロシア資産を接收する可能性を巡り欧州首脳らとここ数日協議を行っているが、計画推進に懐疑的な首脳らの説得に進展がみられていないと発言している。ウクライナは戦争を継続するうえで欧米からの支援が不可欠だが、欧米は支援で一致していない状況が続いている。**トランプ前大統領**の「国防費のコミットメントを満たさないNATO加盟国に対しては、ロシアが好きなように侵攻するのに任せる」と在任中に欧州の首脳に語ったとするエピソードを明かしたことも波紋を広げている。

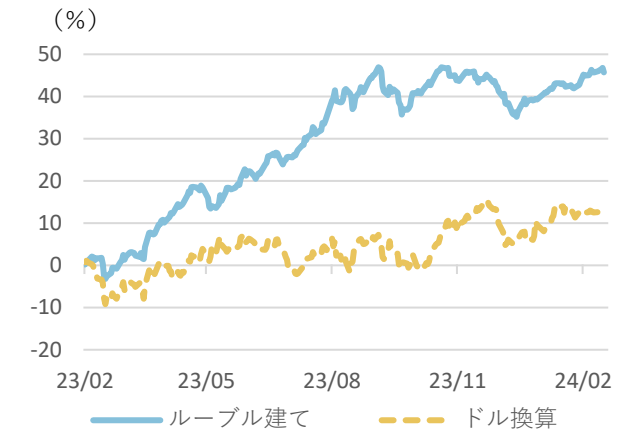
ルーブルと原油価格（日足、ロンドン終値ベース）



ロシアルーブル建て国債（OFZ）利回り

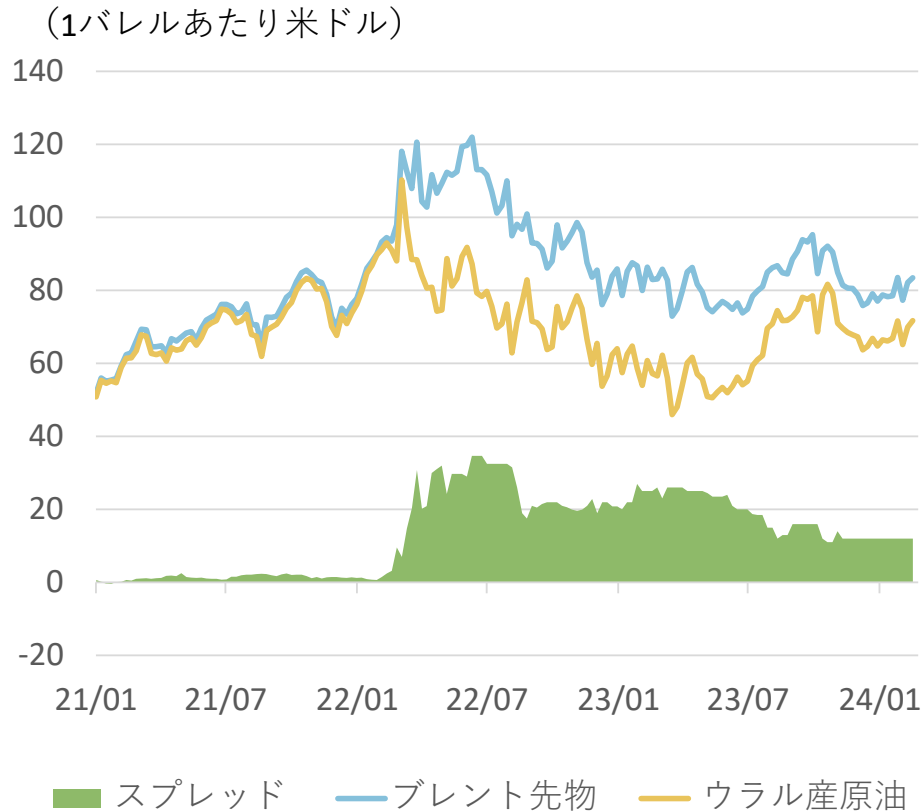


株価（MOEXロシア指数 年間騰落率）



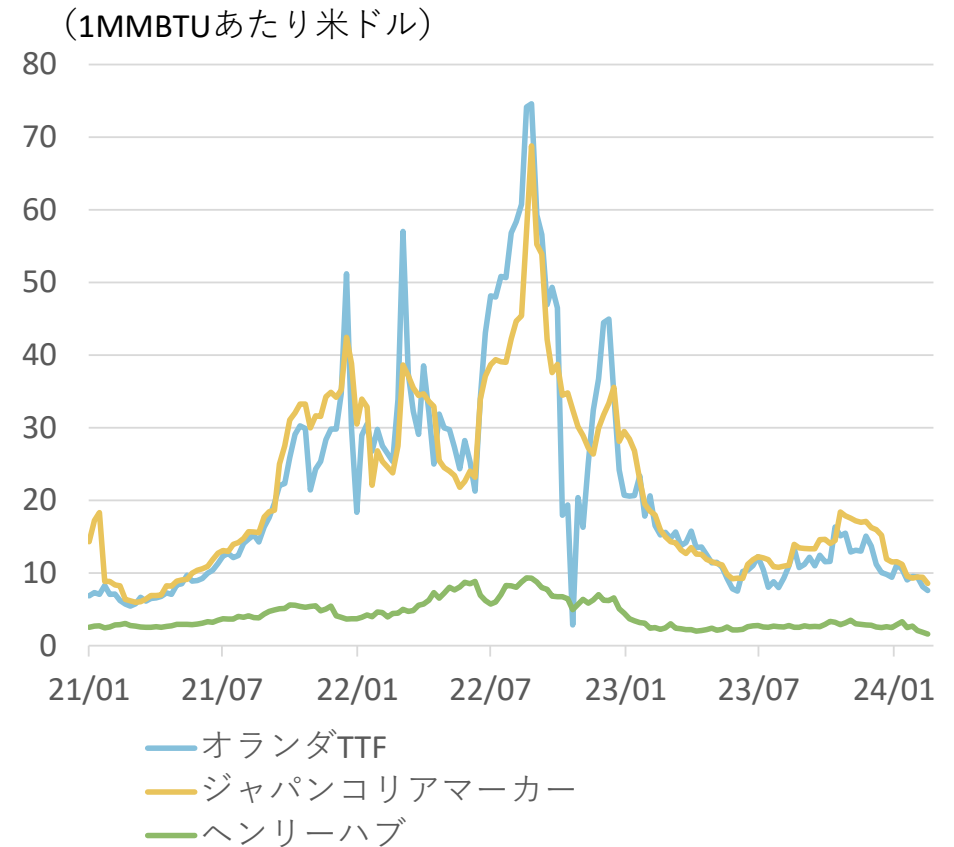
原油・天然ガス価格

原油先物価格（期近物）



（出所：ブルームバーグ、みずほ）

天然ガス先物価格（期近物）

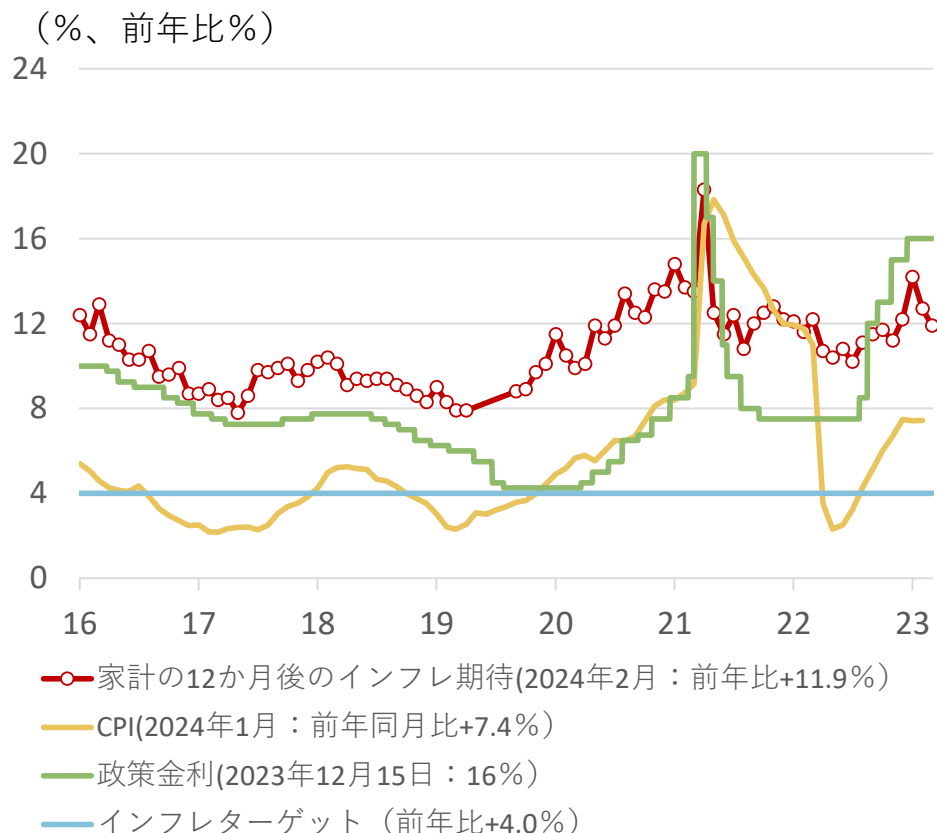


（出所：ブルームバーグ、みずほ）

中東情勢の緊張の高まりもあり、原油価格は続伸。レバノンを拠点とする親イラン民兵組織ヒズボラの指導者のナスラ氏は、2月16日、ヒズボラが運営するテレビ局が放送した演説の中でイスラエルとの戦いをエスカレートさせると表明した。

ロシア中央銀行（CBR）は2月16日、政策金利を市場予想通り16%で据え置き

ロシア 消費者物価指数（CPI）、インフレ期待と政策金利



（出所：ROSSTAT、CBR、ブルームバーグ、みずほ）

声明文及びナビウリナ総裁の記者会見での発言

【声明文】

- インフレ率が2024年末に前年比+4～4.5%へと抑制され、その後も前年比+4%のCBRのインフレターゲット近くで安定するというCBRの見通しは、金融引き締め状況が長期間維持されることを前提としている。
- ロシア経済は2023年に前年比+3.6%と、CBRの予想を上回るペースで拡大した。インフレ圧力の強さを考慮すれば、国内需要は依然として、供給能力を大きく上回る状況と見られる。
- 労働力不足は財・サービスの生産拡大に対する主要な制約要因であり続けている。
- 中期的には、インフレリスクのバランスは依然として上向きに傾いている。

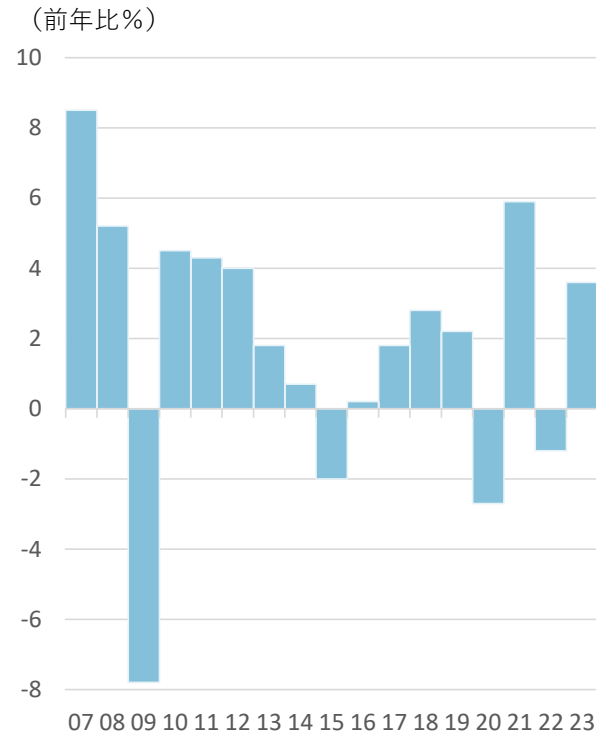
【ナビウリナ総裁の記者会見】

- 利下げの余地はあると考えているが、我々の見通しでは、金利がスムーズに中立水準に戻ることを前提としている。
- 利下げがいつ行われるかについて、理事会の中でも意見が多岐にわたったが、多くのメンバーは今年下半期に行われる可能性が最も高いと見ている。

基本的なスタンスは前回12月15日の会合と変わらず。CBRは12月会合で「利上げサイクルは終わりに近づいている」と述べたうえで「物価上昇率の鈍化とインフレ期待の低下に向けた着実な動向が見られるまでは、必要な限り政策金利は高止まりするだろう」という見解を示していた。ナビウリナ総裁は今会合で年後半の利下げの可能性に言及しているが、CBRの中期予測で2024年の政策金利の平均が13.5～15.5%、2025年が8.0～10.0%となっていることを考慮すれば、国内景気の急激な悪化など前提条件が変わらなければ、2025年半ばまでは2桁台の政策金利が維持されるものと見られる。CBRは2月27日に同中銀として初となる議事録を公表する予定であり、利下げのタイミングや条件についてのより詳細な議論の内容が示されるものと見られる。

ロシア中銀は「国内需要は依然として、供給能力を大きく上回る状況」と評価

年間実質GDP成長率



(出所：ロシア国家統計局、ブルームバーグ、みずほ)

需要項目別伸び率

(単位：前年比%)

	20年	21年	22年	23年
実質GDP	▲2.7	+5.9	▲1.2	+3.6
最終消費需要	▲3.9	+8.4	▲0.1	+5.4
家計消費	▲5.9	+10.5	▲1.1	+6.1
政府支出	+1.9	+2.9	+3	+3.6
総資本形成	▲4.3	+14.4	+1.3	+19.8
総固定資本形成	▲4	+9.3	+6.7	+10.5
輸出	▲4.2	+3.2	▲13.9	
輸入	▲11.9	+19.1	▲15	

(出所：ロシア国家統計局、ブルームバーグ、みずほ)

各機関予測値

(単位：前年比%)

		24年	25年	26年
ロシア中央銀行	24年2月	+1.0-2.0	+1.0-2.0	+1.5-2.5
OECD	24年2月	+1.8	+1	
IMF	24年1月	+2.6	+1.1	
ロシア経済発展省	23年12月	+2.3		
ロシア中央銀行	23年10月	+0.5-1.5	+1.0-2.0	

(出所：ブルームバーグ、みずほ)

ロシア中央銀行は2024年の実質GDP成長率の予測を2023年10月時点の前年比+0.5～1.5%から同+1.0～2.0%に引き上げている。2月8日に公表された2023年の速報値でも、堅調な雇用情勢や実質賃金の高まりに伴う家計消費の伸びや、軍事関連の支出も後押ししていると見られる投資の拡大を背景に、前年比+3.6%という高い伸びとなった。

ロシア中央銀行 中期経済見通し 前回（2023年10月）との比較

インフレ率（年末値）	2023年 （実績／推計）	2024年	2025年	2026年
今回（2024年2月16日）	7.4	4.0-4.5	4.0	4.0
前回（2023年10月27日）	7.4	4.0-4.5	4.0	4.0

政策金利（年間平均）	2023年 （実績／推計）	2024年	2025年	2026年
今回（2024年2月16日）	9.9	13.5-15.5 ↗	8.0-10.0 ↗	6.0-7.0
前回（2023年10月27日）	9.9	12.5-14.5	7.0-9.0	6.0-7.0

実質GDP成長率（年間）	2023年 （実績／推計）	2024年	2025年	2026年
今回（2024年2月16日）	3.6	1.0-2.0 ↗	1.0-2.0	1.5-2.5
前回（2023年10月27日）	3.6	0.5-1.5	1.0-2.0	1.5-2.5

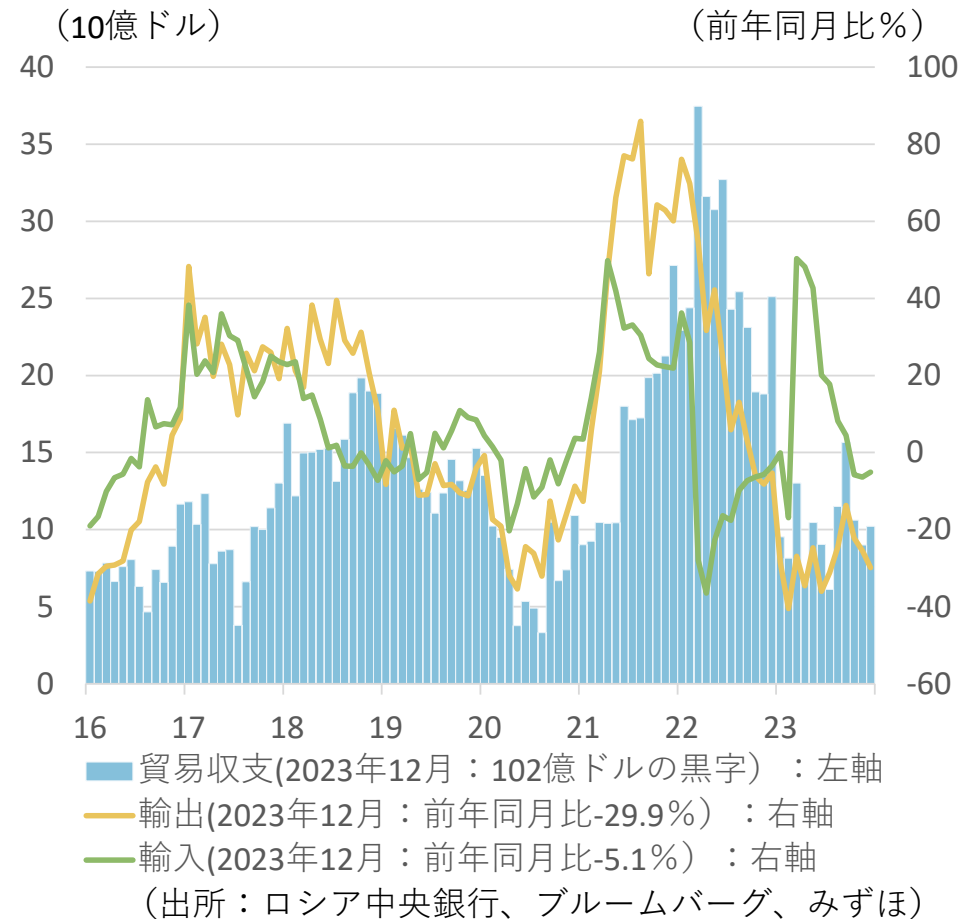
経常収支（年間、10億ドル）	2023年 （実績／推計）	2024年	2025年	2026年
今回（2024年2月16日）	51	42.0 ↘	36.0 ↘	33.0 ↘
前回（2023年10月27日）	51	75.0	64.0	54.0

ブレント産原油 （年間平均、1バレルあたりドル）	2023年 （実績／推計）	2024年	2025年	2026年
今回（2024年2月16日）	82	80	75	70
前回（2023年10月27日）	82	80	75	70

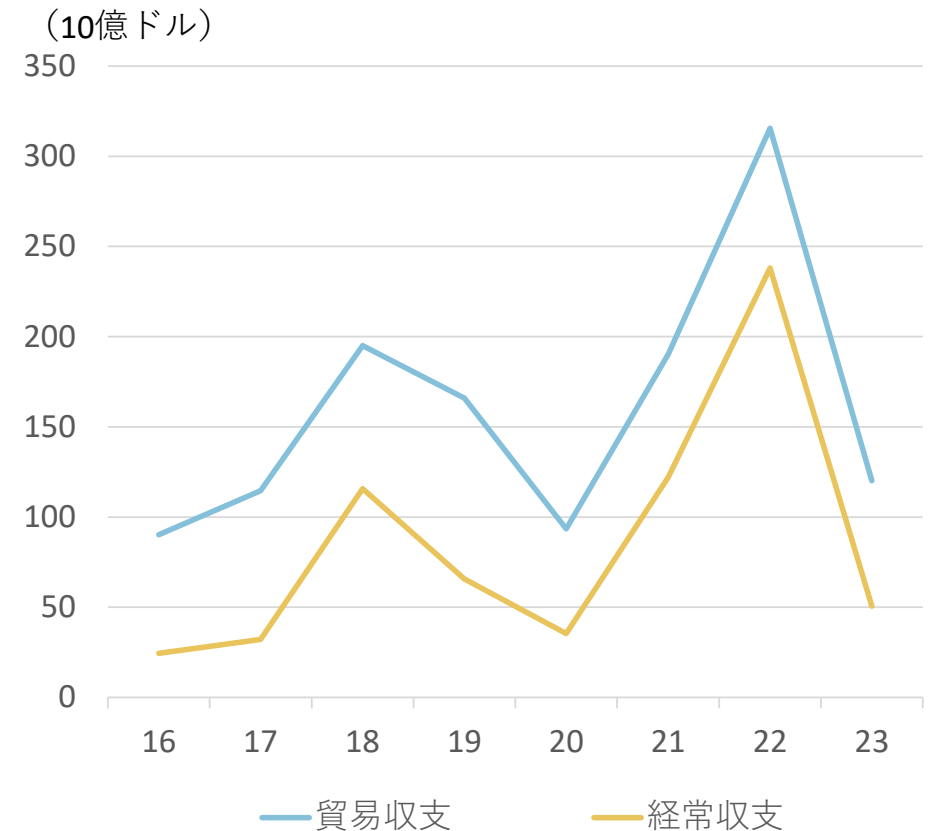
（出所：ロシア中央銀行、みずほ銀行）

2023年12月の貿易黒字額は102億ドルと前年比▲40.7%減少

ロシア 貿易収支



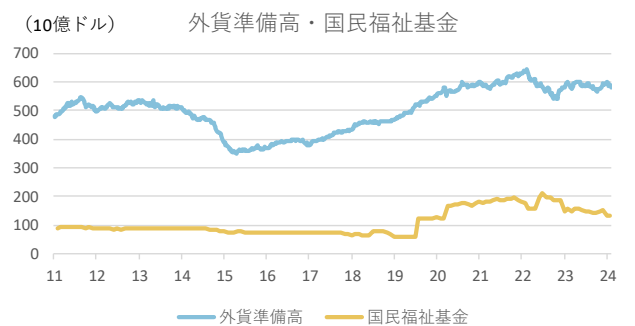
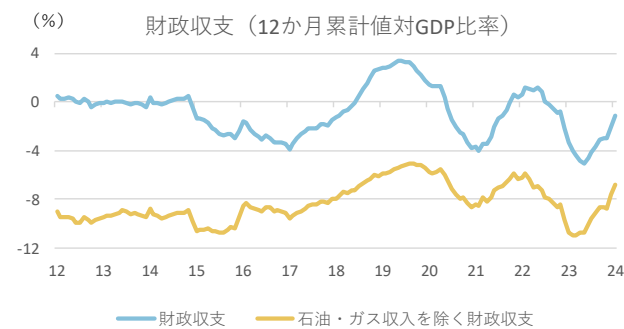
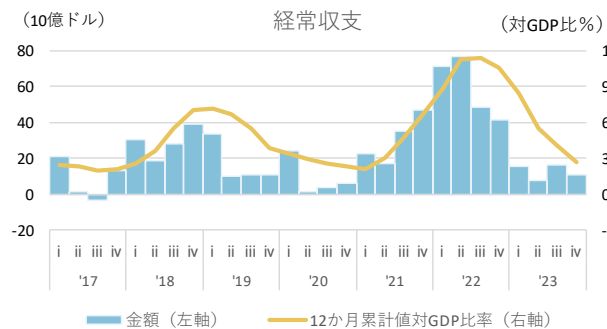
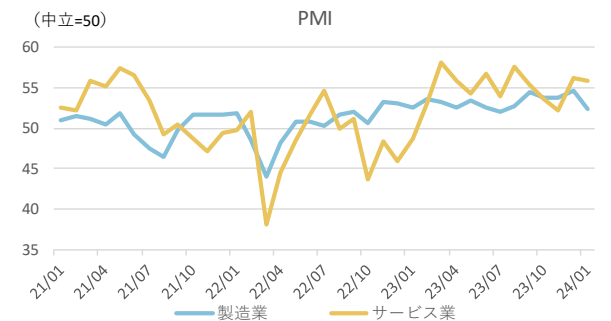
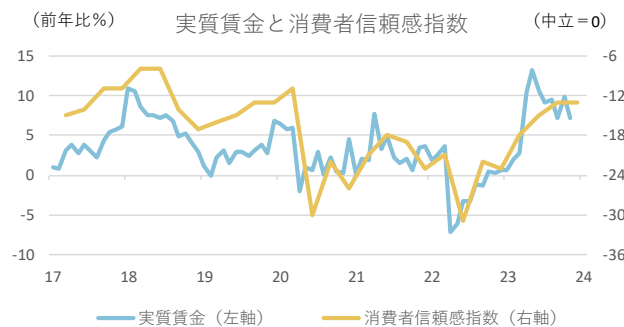
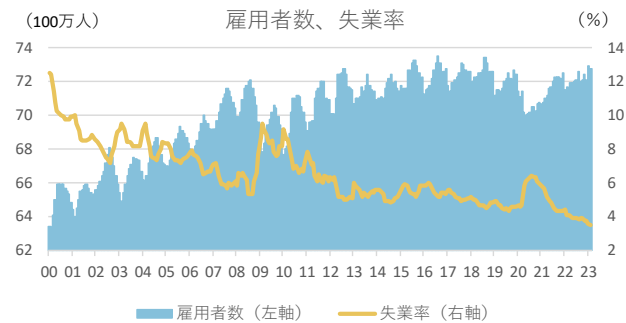
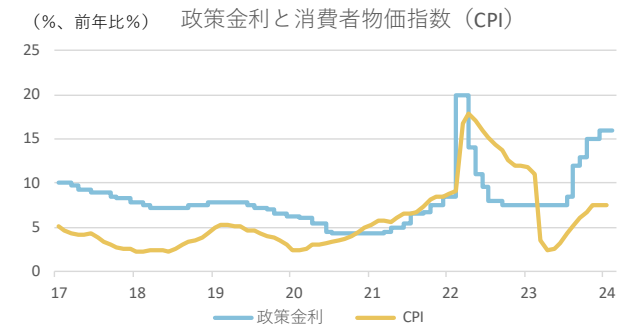
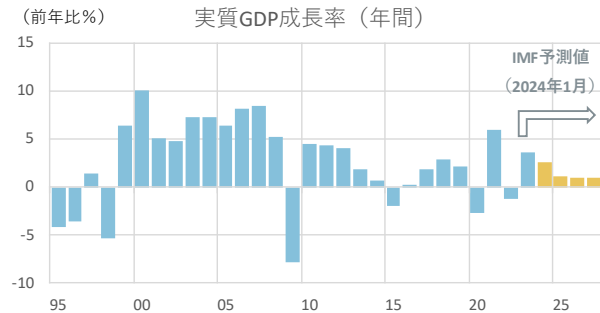
ロシア 年間の貿易収支と経常収支



(出所：ロシア中央銀行、ブルームバーグ、みずほ)

2023年年間の貿易黒字額は1,221億ドルと、2022年の3,155億ドルから前年比▲62%減少。輸出の減少が響いた。国際原油価格の低迷が続くなか、米国は2023年10月以降、ロシアに対する制裁を順守していないタンカーに対する取り締まりを強化しており、先行きも輸出の持ち直しは見込みにくい。

ロシア 主要経済指標



(出所：ロシア中央銀行、ロシア統計局、ロシア財務省、ブルームバーグ、みずほ銀行)

ウクライナ情勢 ヘッドライン

- トランプ前米大統領、国防費のコミットメントを満たさないNATO加盟国に対しては、ロシアが好きなように侵攻するのに任せると在任中に欧州の首脳に語ったとするエピソードを明かす。
(2月10日)
- EU、中国企業3社との取引制限を提案－ロシア侵攻支援で。ただし、制限案の採択は全加盟国の承認が必要。(2月12日)
- 米上院がウクライナとイスラエル、台湾に対する950億ドルの支援を数か月遅れで承認。ただし、共和党が主導権を握る下院で、法案が可決されるかは依然として不透明。(2月13日)
- イエレン米財務長官は、デトロイトで記者団に対し、凍結しているロシア資産を接收する可能性を巡り欧州首脳らとここ数日協議を行っているが、計画推進に懐疑的な首脳らの説得に進展がみられていないと発言。(2月14日)
- 反プーチン政権運動指導者アレクセイ・ナワリヌイ氏が週間されていた北極圏の刑務所で死亡と当局が発表。(2月16日)
- ドイツ、ウクライナと2国間安保拠点締結－追加軍事支援も発表。(2月16日)
- ハリス米副大統領、ミュンヘン安全保障会議の冒頭において、ウクライナへの軍事支援実現を急ぐ方針を強調。(2月16日)
- ウクライナ軍が東部の要衝アブデーフカからの撤退を発表。(2月17日)

ロシアルーブル中期見通し：財政指標の悪化に注目が集まる

ロシアルーブル（RUB）対ドル・対円見通し（2024年1月末時点）

	Spot	2024				2025
		3月	6月	9月	12月	3月
ドル／ルーブル	90.02	90.0	92.0	94.0	96.0	98.0
ルーブル／円	1.64	1.61	1.57	1.52	1.51	1.49
ドル／円	147	145	144	143	145	146

注：ドル円の見通しは「中期為替相場見通し」（2024年1月31日発行）より抜粋。

- 1月のRUBは対ドル90を挟んで行ってこの展開となった。1月上旬～中旬にかけてのRUBの上昇については、ロシア中央銀行（CBR）が12月28日に2024年上期の外貨売却計画を発表し、1月から外貨売り・RUB買いを拡大する方針を示したことが影響した可能性があるだろう。これは、ロシア政府が2023年の財政赤字を穴埋めするためにロシアのソブリンウェルスファンドである国民福祉基金（NWF）を取り崩したことに関連した動きであり、RUBの買い支えを目的とした為替介入とは異なる。とはいえ、このCBRの発表は純粋にRUBのサポート要因となると見られる。
- NWFの残高は、2023年12月に前月比10.9%減少し11.97兆RUB（1,334億USD）となった。ウクライナとの戦闘が長引くなか、NWFの資金が財政赤字の穴埋めに使われたと見られるほか、国内経済をサポートするため、NWFはロシア企業の株式の取得やインフラ投資も行っており、財政赤字を穴埋めするためにすぐに取り崩し可能な余裕資金は見た目以上に減少している可能性がある。ロシア財務省のデータでは、NWFの流動資産はウクライナ侵攻前（2022年1月）の8.9兆RUB（対GDP比7%弱）から2023年12月には5.0兆RUB（同約3%）に減少した。
- NWFの減少を受けて、2023年11月に可決した2024年予算案における防衛費の大幅な増加（対GDP比で見て4.7%→6.5%に）に改めて焦点が当たっている。ロシア財務省は増税や防衛費以外の支出抑制によって、財政赤字を抑制する姿勢を示しているが、ロシアの財政がエネルギー収入に依存している構造は戦争前から変わらず、石油価格の低迷が続けばNWFをさらに取り崩すものと見られる。
- ロシア・ウクライナ戦争を巡って欧米諸国を中心にロシアに課された制裁は、これまでのところロシア経済に決定的な打撃を及ぼし、戦争継続を断念させる状況には至っていない。また、「貿易収支の悪化」、「ロシアからのキャピタル・フライト（資本逃避）」に伴う2023年10月までのRUB安も、ロシア政府による為替管理の強化によって収まっている。もっとも、NWFの残高を見る限りは、特に財政面では悪影響が顕在化しつつある模様だ。財政にとってはRUB安のほうが都合が良いという事情もあり（RUB建てで見た石油・ガス収入が増えるため）、徐々に為替管理が緩められる公算が強まっているように思われる。

ロシアルーブル対ドルレート推移



(出所：ブルームバーグ、みずほ)

Disclaimer

This presentation (the "Presentation") is given for general information purposes only and shall be kept strictly confidential by you, and shall only be used by you in connection with *[insert details of the Transaction]*. Until receipt of necessary internal approvals and until a definitive agreement is executed and delivered, there shall be no legal obligations of any kind whatsoever (other than those relating to confidentiality) owed by either party with respect to any of the material contained in the Presentation. All of the information contained in the Presentation is subject to further modification and any and all opinions, forecasts, projections or forward-looking statements contained herein shall not be relied upon as facts nor relied upon as any representation of future results which may materially vary from such opinions, forecasts, projections or forward-looking statements. In particular, no tax advice is given and you should ensure that you each seek your own tax advice.

You should obtain your own independent advice on the financial, legal, accounting, and tax aspects of any proposed solution outlined in this Presentation. You agree that you are not relying and will not rely on any communication (written or oral) of Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA), or Mizuho Securities USA Inc. or any company whose ultimate holding company is Mizuho Financial Group, Inc. (each a "Mizuho Group Company") as investment advice or as a recommendation to enter into any transaction, and that you are capable of assessing the merits of and understanding (on your own behalf or through independent professional advice), and should you enter into a definitive agreement with a Mizuho Group Company, you will do so because you understand and accept the terms and conditions and risks (including but not limited to economic, competitive, operation, financial, legal, accounting and tax risks) of such transaction. No Mizuho Group Company in any way warrants, represents, or guarantees the financial, accounting, legal or tax results of the transaction described in the Presentation nor does it hold itself out as a legal, tax or accounting advisor to any party.

With respect to derivative transactions, documents presented to you and our discussions with you present one or a few of the possible ways of using derivative products. You should only enter into a derivative transaction and the underlying documentation/contracts (collectively "derivative transaction") after you have obtained a sufficient understanding of the details and consequences (including potential gain and loss consequences) of entering into a derivative transaction. The actual conditions and terms of the derivative transaction that you enter into with a counterparty will be determined by prevailing market conditions at the time that you enter into the derivative transaction with that counterparty. Consequently, you should carefully review the specific terms and conditions of your derivative transaction at that time. You agree that the final decision to enter into a derivative transaction is solely yours and such decision was made solely at your discretion after you had independently evaluated all the risks and benefits associated with the derivative transaction. For derivative transactions where you may have a right or option to make a choice, your ability to exercise your right or option is for a limited time period only. If you choose to terminate or cancel a derivative transaction early, you may be required to pay a derivatives transaction termination payment to the counterparty. In the event that the creditworthiness of your counterparty under the derivative transaction deteriorates, a possibility exists that you may not attain the financial effect that you may have originally intended to achieve at the time that you entered into the derivative transaction, and that you may incur an expense/loss.

When entering into a contingent convertible transaction, you should be aware of and have a sufficient understanding of the Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015, published in June 2015 by the FCA, which took effect from 1 October 2015 in relation to contingent convertible instruments (the "PI Instrument").

Nothing contained herein is in any way intended by any Mizuho Group Company to offer, solicit and/or market any security, securities-related product or other financial instrument which such Mizuho Group Company is otherwise prohibited by United Kingdom, U.S., Japanese or any other applicable laws, regulations, or guidelines from offering, soliciting, or marketing.

Any tax aspects of this proposed financial solution are non-confidential, and you may disclose any such aspect(s) of the transaction described in the Presentation to any and all persons without limitation. In particular, in the case of the United States, to ensure compliance with Internal Revenue Service Circular 230, prospective investors are hereby notified that: (A) any discussion of U.S. Federal tax issues contained or referred to in the Information book or any document referred to herein is not intended or written to be used, and cannot be used, by prospective investors to avoid penalties that may be imposed on them under the United States Internal Revenue code of 1986, as amended (the "Code"); (B) such discussions are written for use in connection with the promotion or marketing of the transactions or matter addressed herein; and (C) prospective investors should seek advice on their particular circumstances from an independent tax advisor.

A Mizuho Group Company may have acted as underwriter, agent, placement agent, initial purchaser or dealer, lender on instruments discussed in the Presentation, may have provided related derivative instruments, or other related commercial or investment banking services. A Mizuho Group Company or its employees may have short or long positions or act as principal or agent in any securities mentioned herein, or enter into derivative transactions relating thereto or perform financial or advisory services for the issuers of those securities or financial instruments.

The reference throughout this Presentation to "Mizuho" is a generic reference to one or more Mizuho Group Companies. Accordingly, the legal entity which may enter into any transaction or provide any service described in the Presentation may, at the option of one or more Mizuho Group companies and subject to any legal/regulatory requirement, be any one or more Mizuho Group Companies, such as Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA) acting as agent for Mizuho Bank, Ltd., or Mizuho Securities USA Inc. (which is a registered US broker-dealer and the entity through which Mizuho generally conducts its investment banking, capital markets, and securities business in the United States), provided that such Mizuho Group Company is permitted and, if required, appropriately licensed and/or registered to engage in such activities in accordance with applicable laws, rules and regulations.

As previously notified and explained, and unless and until you notify the relevant Mizuho Group Company to the contrary, any non-public information provided by you to any Mizuho Group Company will be maintained in accordance with its internal policies and will be shared with other Mizuho Group Companies to the extent deemed necessary by such Mizuho Group Company to consummate the transaction or provide the product or service described in the Presentation. The interpretation of the Presentation shall, to the extent appropriate, be governed by English law and subject to the jurisdiction of the English courts.

The email addresses of Mizuho staff indicate by which entity they are employed: (i) [name]@mhcb.co.uk indicates Mizuho Bank, Ltd.; (ii) [name]@us.mizuho-sc.com indicates Mizuho Securities USA; and (iii) [name]@uk.mizuho-sc.com indicates Mizuho International plc; and (iv) [name]@mizuhocbus.com indicates Mizuho Bank (USA).

Mizuho Bank, Ltd., is authorised and regulated by the Financial Services Agency of Japan.

Mizuho Bank, Ltd., London Branch, is authorised by the Prudential Regulation Authority and is subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Prudential Regulation Authority are available upon request. [Any eligible deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch are protected up to a total of £85,000 by the Financial Services Compensation Scheme, the UK's deposit protection scheme. This limit is applied to the total of any eligible deposit accounts with Mizuho Bank, Ltd., London Branch. Any total deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch above the £85,000 limit are not covered. For further information about your rights under the FSCS please visit <http://www.fscs.org.uk>.](#)

Mizuho International plc is authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority.