

ロシアルール為替週報

2024年2月26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19日～2月23日)

USD/RUB: 92.0523～93.2849

RUB/JPY: 1.58～1.63 (参照値)

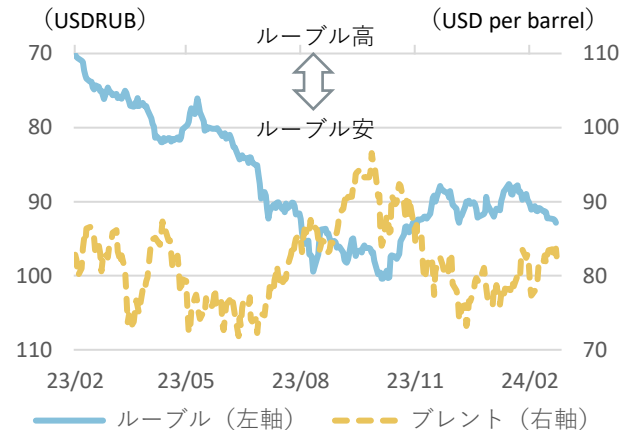
<過去1週間の動向・・・ロシアによるウクライナ侵攻開始が2年を迎えることにあわせて、EU、英国、米国が新たな経済制裁を発表>

過去1週間のロシアルーブルは対ドルで続落。2月24日にロシアによるウクライナ侵攻開始2年を迎えることにあわせて、**EU、英国、米国がそれぞれ新たな経済制裁を発表**した。目を引くのは制裁の対象となる団体や個人の多さであり、EUが約200、英国が約50、米国が約500となっている。ルーブルの動きはそれほど大きいものではなかったが、ロシアの株価指数の下落を考慮すれば、ある程度、市場でも意識された可能性は高いだろう。

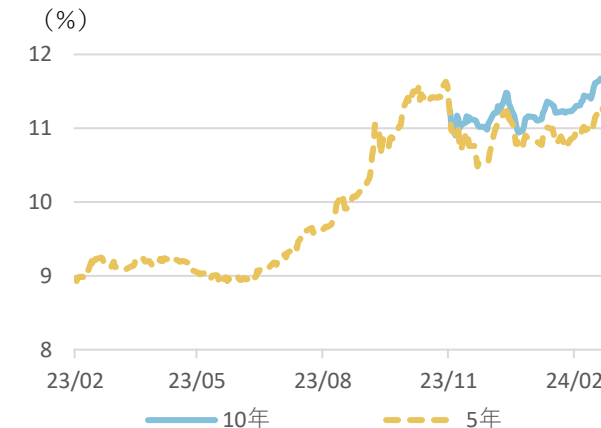
もっとも、ロシア経済が戦争や経済制裁で疲弊している様子は少なくとも経済指標からは確認できない。2月8日に公表された2023年の実質GDP成長率（速報値）は前年比+3.6%という高い伸びとなった。堅調な雇用情勢や実質賃金の高まりに伴う家計消費の伸び、軍事関連の支出の拡大、ロシアのソブリンウェルスファンドである国民福祉基金を活用したインフラや国内企業への投資、といった要因が背景に挙げられる。何よりも、ロシアの石油・ガス関連収入が依然として高水準で推移しているように、ロシアが中国、インド、トルコといった第3国への輸出を拡大させ、ドルへの依存度を大幅に低下させていることが、経済制裁の実効性を著しく低下させているものと見られる。

上述のEU、英国、米国への制裁にはこれら第3国の企業も対象に含まれている。G7が制裁によってロシアの継戦能力を低下させるには、G20内の有力な新興国を含む第3国への働きかけが重要となる。

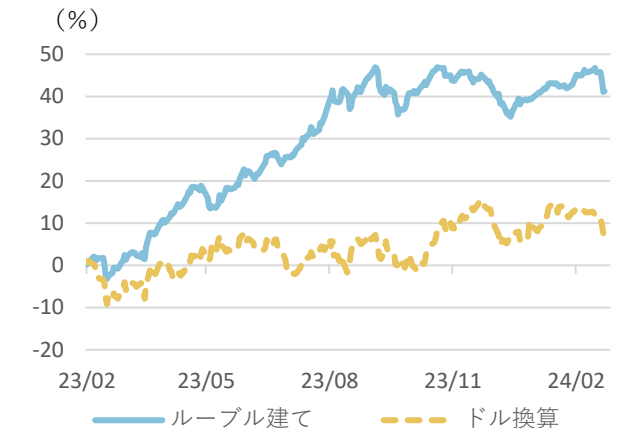
ルーブルと原油価格（日足、ロンドン終値ベース）



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）

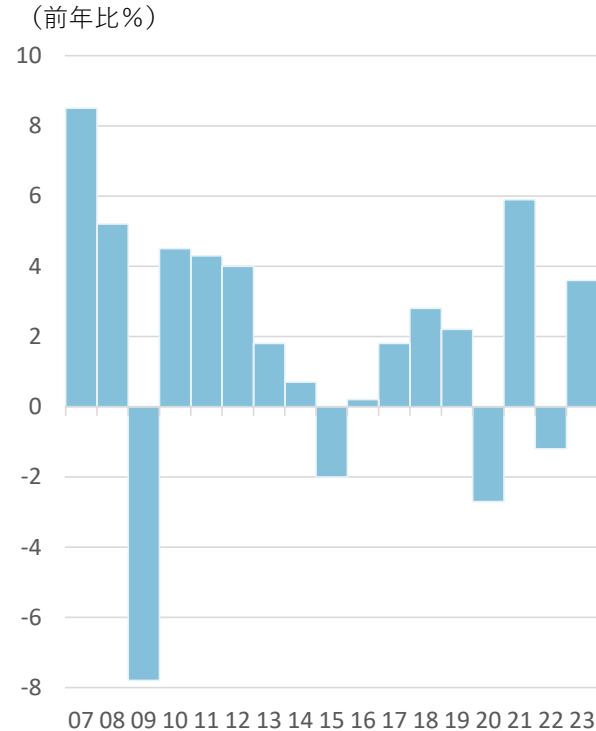


EU、英国、米国がそれぞれ新たな経済制裁を発表

- EUが第13弾となる対ロシア制裁を承認。ロシアの武器調達の支援、ウクライナの子どもの誘拐に関与したとして約200の団体や個人を制裁対象に加えた。北朝鮮、ベラルーシのほか、中国、カザフスタン、インド、セルビア、タイ、スリランカ、トルコの企業も対象に。（2月21日）
https://neighbourhood-enlargement.ec.europa.eu/news/eu-adopts-13th-package-sanctions-against-russia-after-two-years-its-war-aggression-against-ukraine-2024-02-23_en
- 英国が50以上の個人・団体を対象とした新たなロシア制裁を発表。ロシアの防衛・エネルギー産業、金属、ダイヤモンドの生産企業が制裁対象に。ロシアの戦争継続に不可欠な電子機器を提供しているとしてトルコや中国の企業も対象としている。（2月22日）
<https://www.gov.uk/government/news/new-uk-sanctions-mark-two-years-since-russias-illegal-invasion-of-ukraine>
- 米国が500余りの個人・組織を対象にした「大規模な」対ロシア制裁を発表。軍事用ドローンメーカーとその幹部および従業員、ロシアの決済システム「ミール」、プラスチック 3D印刷の専門企業のほか、先日死亡した反体制指導者ナワリヌイ氏の死に関連する3人も含まれる。中国をはじめロシアのテクノロジー部門での事業展開や物品の供給を行っていると言われた第3国の企業も制裁対象に追加されている。（2月23日）。
<https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy2117#:~:text=To%20deny%20Russia%20the%20resources,hundreds%20of%20entities%20in%20Russia%27s>

ロシア経済が戦争や経済制裁で疲弊している様子は少なくとも経済指標からは確認できず

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%)

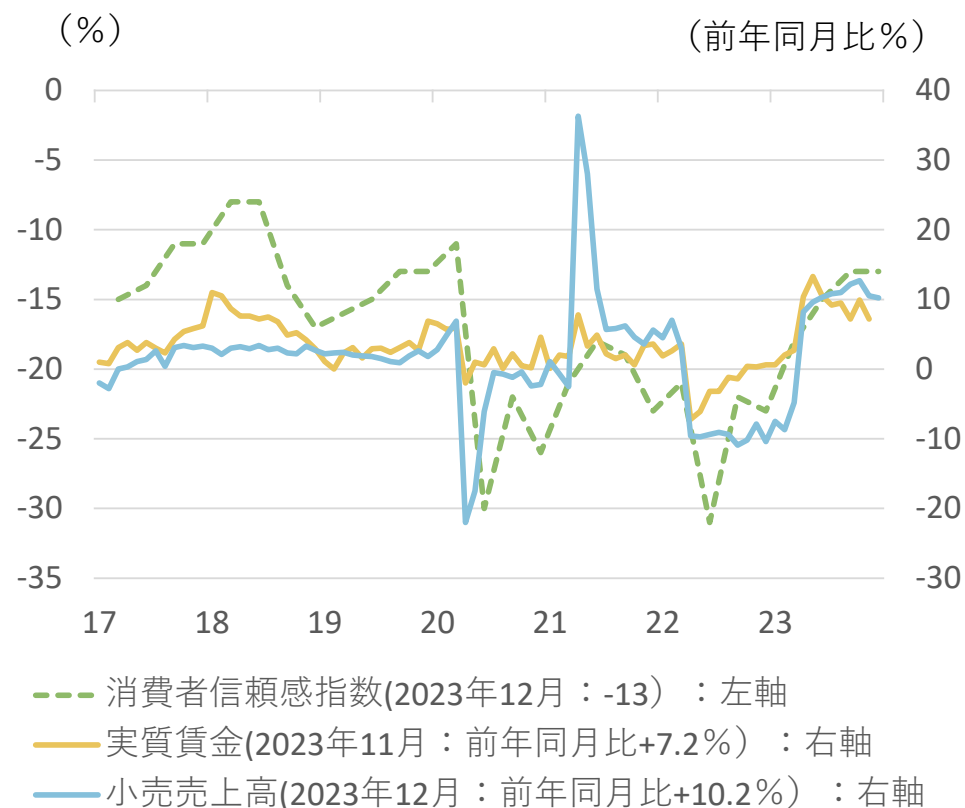
		24年	25年	26年
ロシア中央銀行	24年2月	+1.0-2.0	+1.0-2.0	+1.5-2.5
OECD	24年2月	+1.8	+1	
IMF	24年1月	+2.6	+1.1	
ロシア経済発展省	23年12月	+2.3		
ロシア中央銀行	23年10月	+0.5-1.5	+1.0-2.0	

(出所：ブルームバーグ、みずほ)

2月8日に公表された2023年の実質GDP成長率（速報値）は、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。

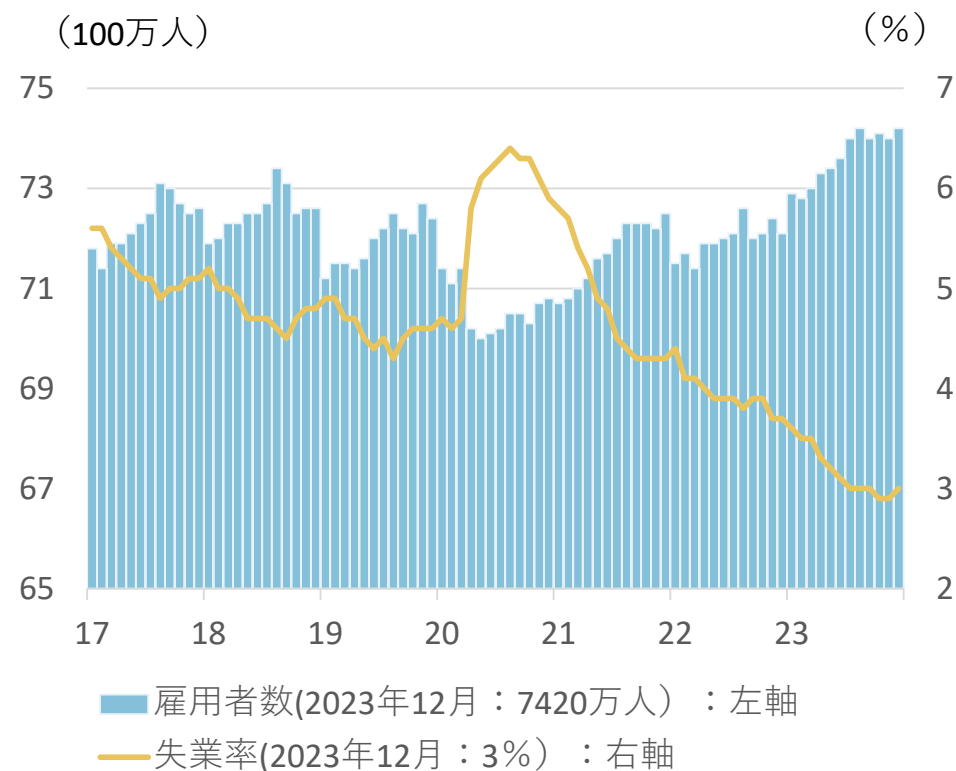
ロシア 堅調な雇用・賃金の伸びを背景に家計消費は底堅く推移

ロシア 消費関連指標



(出所：ロシア国家統計局、ブルームバーグ、みずほ)

ロシア 雇用者数、失業率

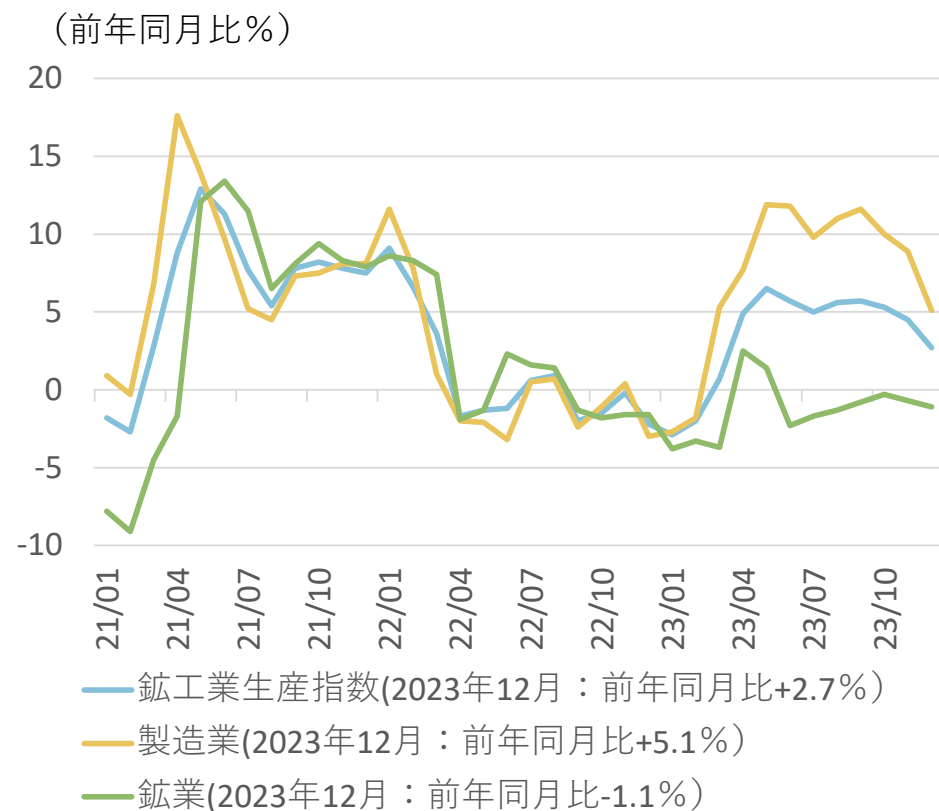


(出所：ロシア統計局、ブルームバーグ、みずほ)

2023年の経済成長は家計消費が牽引。戦争で働き手が取られていると見られる中での雇用者数の右肩上がりの増加には、西側のエコノミストを中心に統計の正当性に疑問を投げかける向きもあるものの、失業率は2023年12月に3.0%と過去最低水準となっている。労働需給の逼迫を背景に、ロシアの賃金上昇率は2023年11月時点で前年同月比+7.2%と高水準となり、家計消費を押し上げる要因となっている。

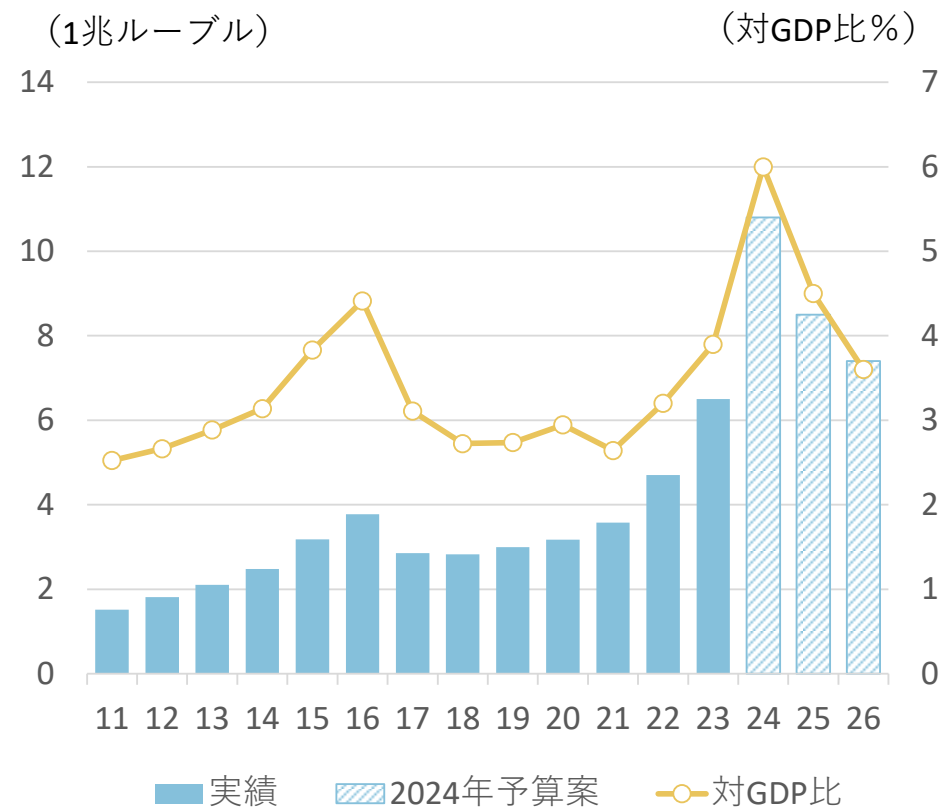
ロシア 製造活動は防衛費の支出増も一因として堅調

ロシア 鉱工業生産指数



(出所：ロシア統計局、ブルームバーグ、みずほ)

ロシア 防衛費

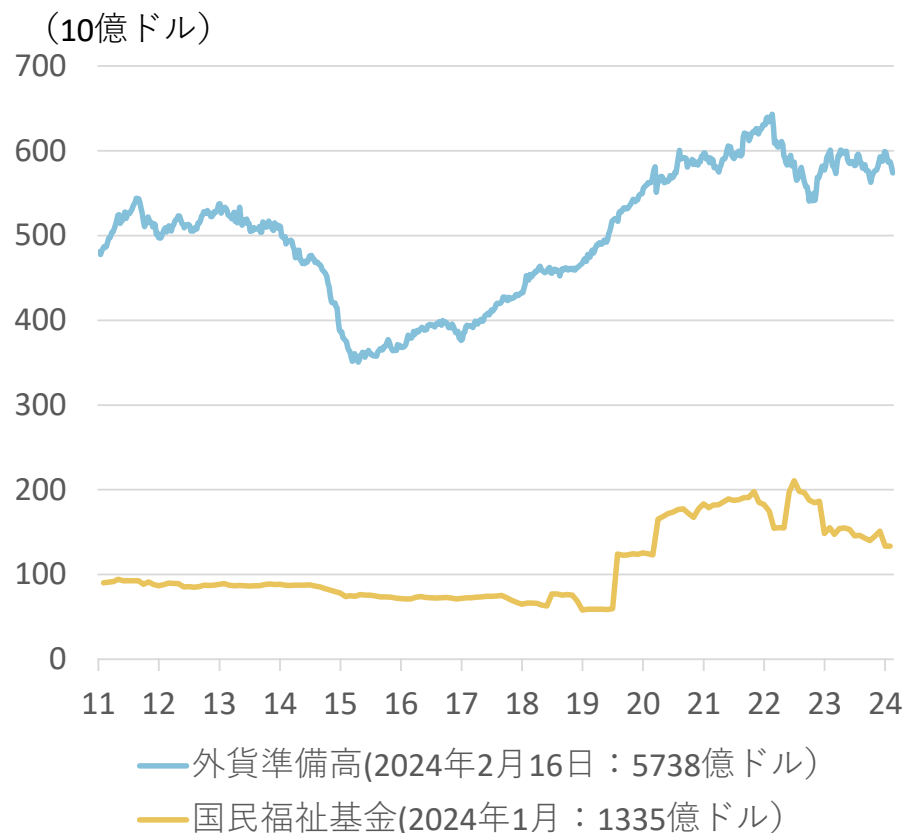


(出所：ロシア財務省、ブルームバーグ、みずほ)

2024年予算案において、防衛費は2024年に10.8兆ルーブル（対GDP比6.0%）と2023年の6.5兆ルーブル（同3.9%）から大幅に拡大している。

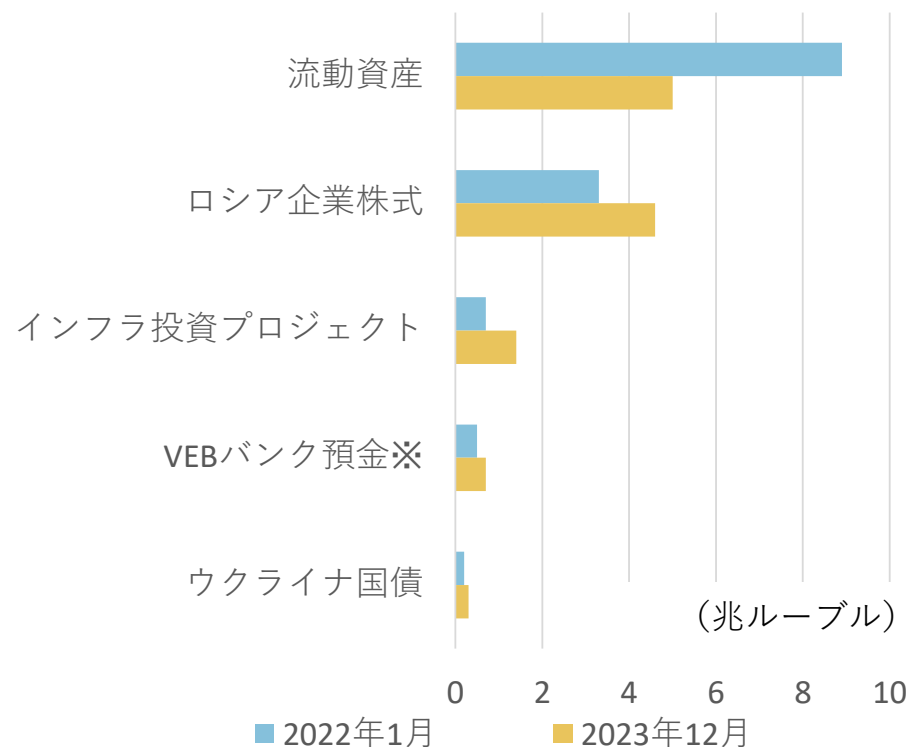
ロシア 国民福祉基金を活用したインフラや国内企業への投資

ロシア 外貨準備高と国民福祉基金残高



(出所：ロシア中央銀行、ブルームバーグ、みずほ)

国民福祉基金 内訳 ウクライナ侵攻前（2022年1月）との比較



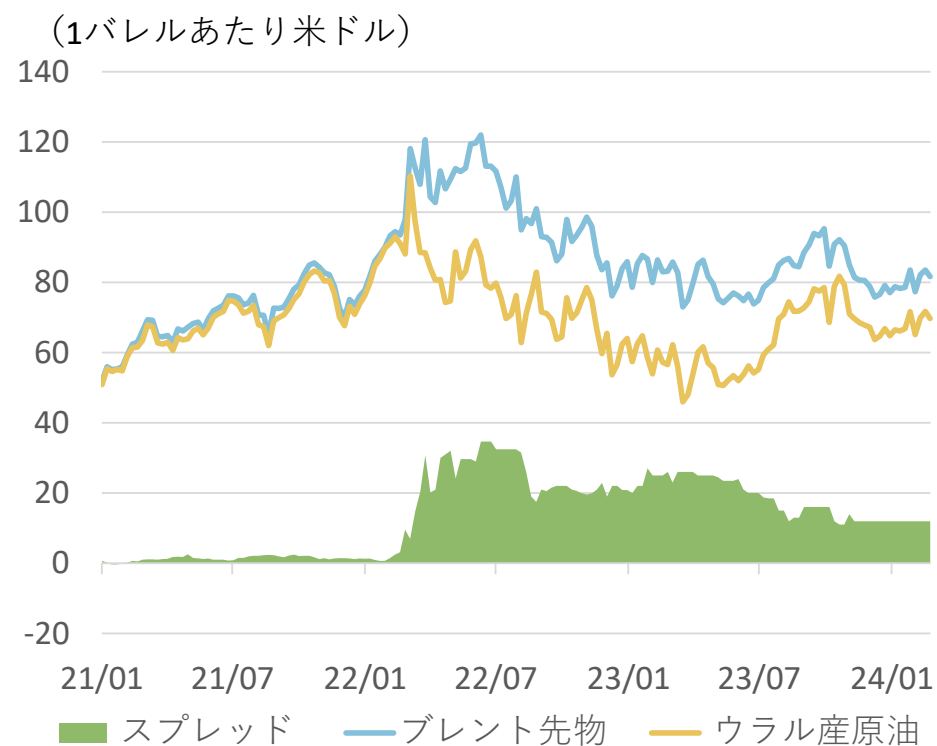
※VEBバンクは政府系の開発対外経済銀行でインフラなど国家事業に資金を供給している。

(出所：ロシア財務省、ブルームバーグ、みずほ)

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）を用いたインフラや国内企業への投資も、ロシア経済を支えていると見られる。NWFは2023年の1年間にルーブル建てで15%、ドル換算で10%減少した。また、内訳を見ると流動資産のシェアが減少しており、表面的な金額以上に、活用可能な資産が目減りしている可能性がある。

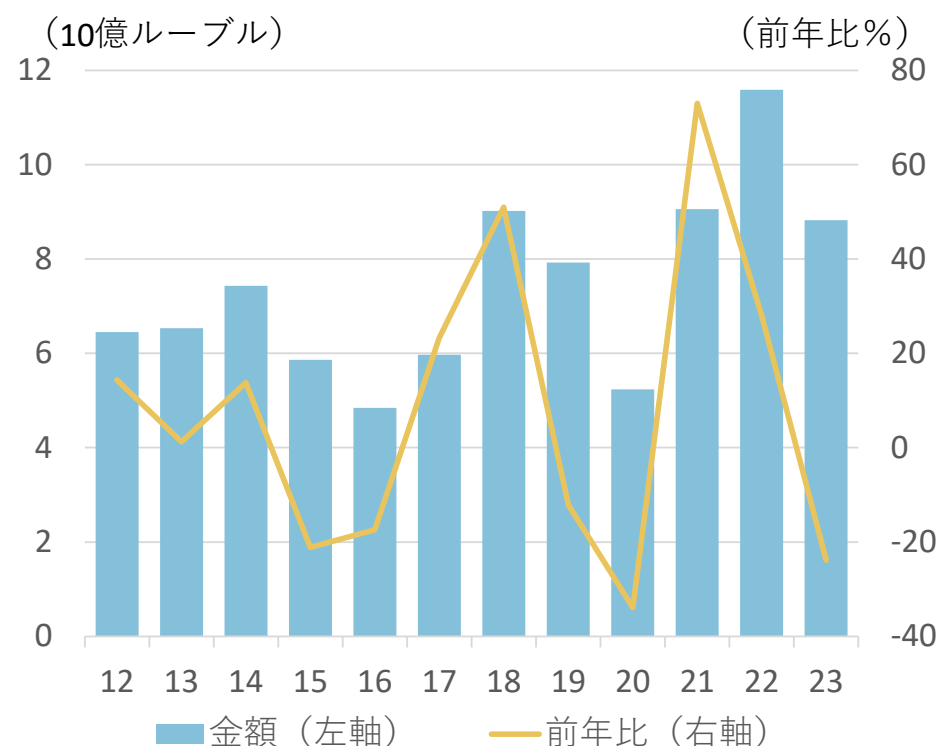
ロシアの石油・ガス関連収入は2023年に前年比▲24%減となったものの高水準で推移

原油先物価格（期近物）



（出所：ブルームバーグ、みずほ）

ロシア財政 石油・ガス関連収入

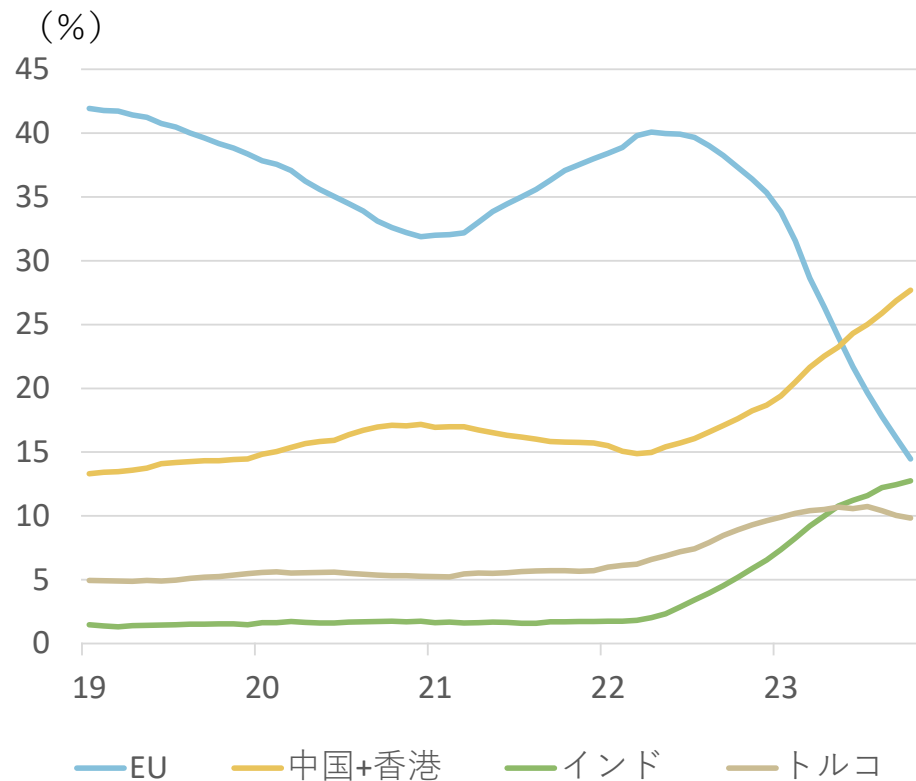


（出所：ロシア財務省、ブルームバーグ、みずほ）

米国、日本を含むG7諸国とEU、オーストラリアは、ロシアによるウクライナ侵攻を受けて2022年12月以降、海上輸送されるロシア産原油に1バレル当たり60ドルの上限価格を科している。もっとも、2023年後半以降はロシア産の原油の代表的な指標である「ウラル」が上限価格を超えて取引される状況が定着しつつある。米国は2023年10月以降、上限価格規制に従わないタンカーに対する制裁を強化している。

ロシアから中国、インド、トルコへの輸出が拡大し、ドルへの依存度は大幅に低下

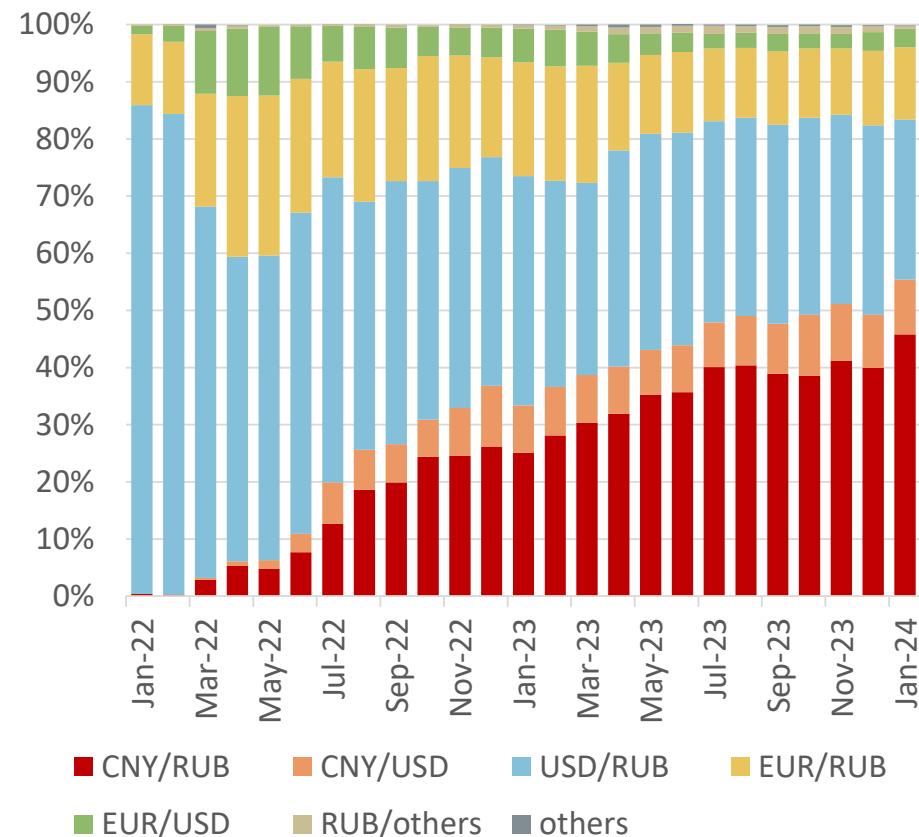
ロシアからの輸入額シェア



注：IMF direction of trade statisticsより12か月累計値で計算。

(出所：IMF、ブルームバーグ、みずほ)

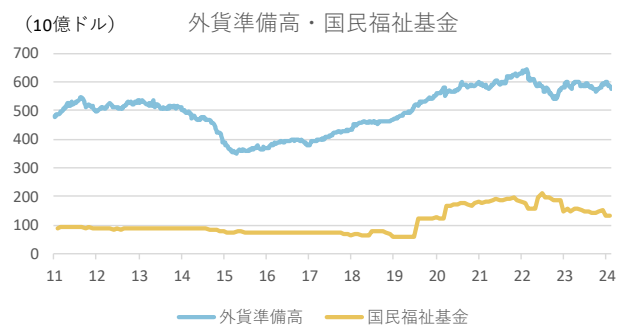
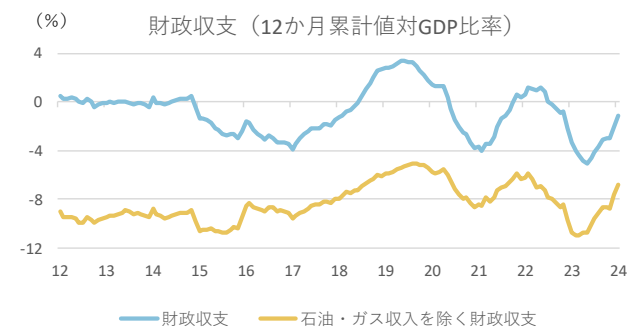
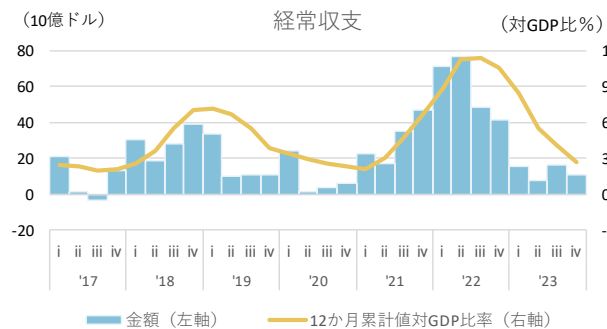
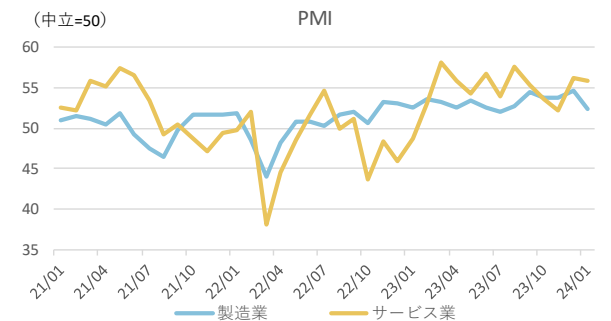
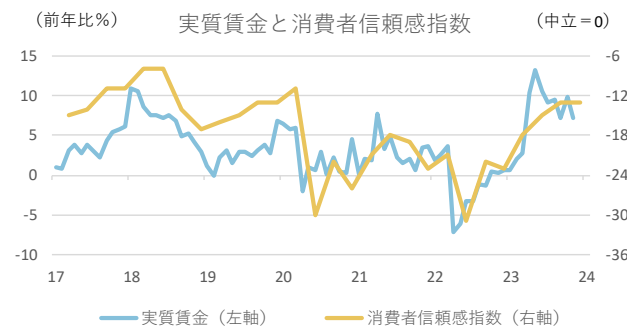
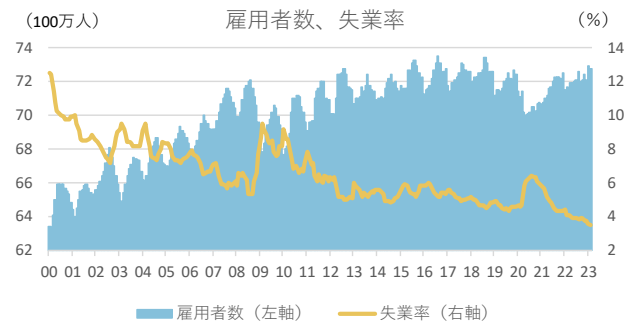
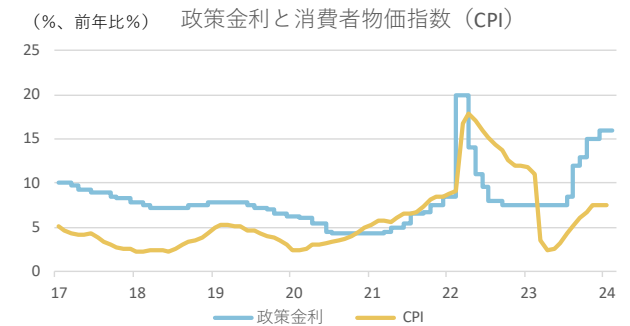
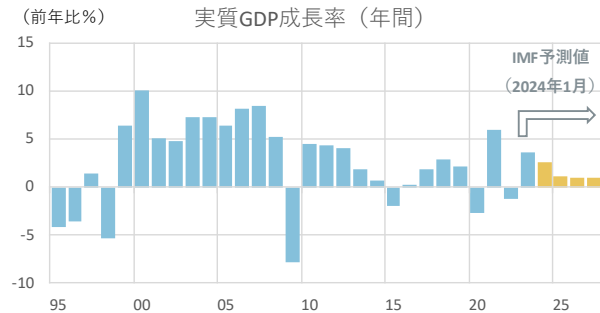
ロシア国内の通貨取引シェア



(出所：ロシア中央銀行、みずほ)

各国の輸入のデータを基にして、ロシアの輸出先の変化を計算すると、制裁に伴うEUへの輸出の減少分を中国、インド、トルコといった第3国への輸出拡大が埋め合わせている様子が鮮明に。また、ロシア国内では人民元の取引のシェアが全体の50%を超えるなど、脱ドル化が進行している。

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)

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.