

ロシアルール為替週報

2024年3月4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26日～3月1日)

USD/RUB: 90.5924～93.0580

RUB/JPY: 1.58～1.65 (参照値)

<過去1週間の動向・・・プーチン大統領、年次教書演説でウクライナ戦争の継続を改めて主張>

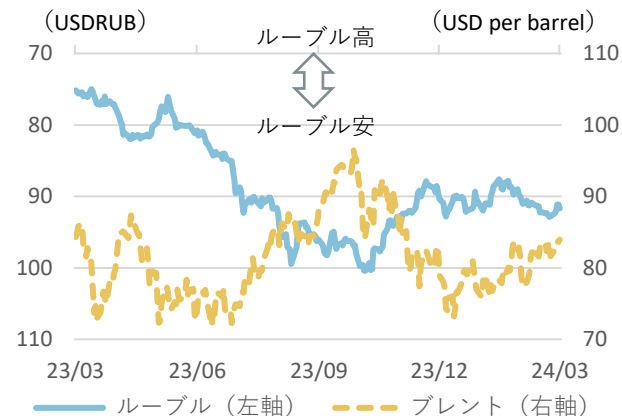
過去1週間のロシアルーブルは対ドルで反発。その前の週は、2月24日にロシアによるウクライナ侵攻開始2年を迎えることにあわせて、EU、英国、米国が新たな経済制裁を発表したことを受けてやや下落スピードが速まっていた。制裁発表後の下落が目立っていた株式市場も反発している。これが、制裁の影響は軽微という見方が広まったからなのか、(国民福祉基金による株買いなど) 何かしらの株価下支え策があったためなのかは分からない。

ウクライナ情勢では、**フランスのマクロン大統領**が2月26日に、パリでウクライナ支援について話し合う緊急会議の場で、西側の地上部隊をウクライナに派遣する可能性について「何も排除すべきではない」と述べたことが注目を集めた。会議に出席したドイツや米国が相次いで派兵の可能性を否定したものの、マクロン氏はそうした反応が起こることも見越したうえで、ウクライナ情勢を巡る危機感を内外に示したものとして受け止められる。

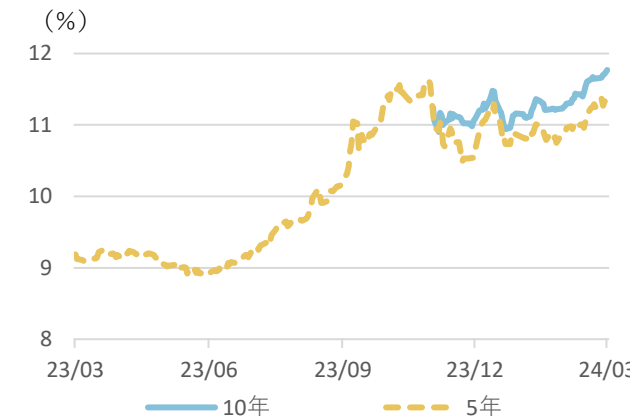
プーチン大統領は2月29日の**年次教書演説**において、3年目に入ったロシアのウクライナ侵略が国民の大多数に支持されていると主張し、戦争の継続を改めて主張している。今後、ロシアの攻勢が一段と強まる懸念される一方で、米国によるウクライナ支援は米下院での与野党対立もあり、可決が見通せない状況だ。**バイデン米大統領は、G7サミット前にロシア資産を使ったウクライナ支援計画を目指す**と発言しているが、欧州主要国の首脳はこの計画に懐疑的とされ、こちらも実現の見通しが立たない。

ロシアの経済指標では、1月分の**小売売上高**、**鉱工業生産指数**といった主要な実体経済指標が発表され、いずれも市場予想を上回る結果となった。**ロシア中央銀行**は2月27日に同中銀で初となる金融政策決定会合議事録を公表している。インフレ率とインフレ期待が着実な低下を条件として、2024年後半に利下げが行われる可能性が大きいという見解が示されている。

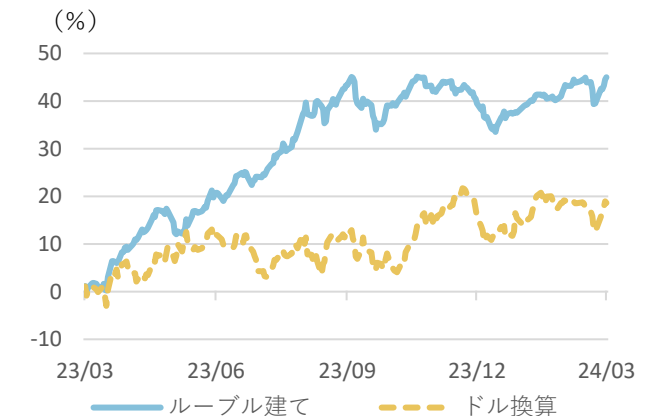
ルーブルと原油価格 (日足、ロンドン終値ベース)



ロシアルーブル建て国債 (OFZ) 利回り

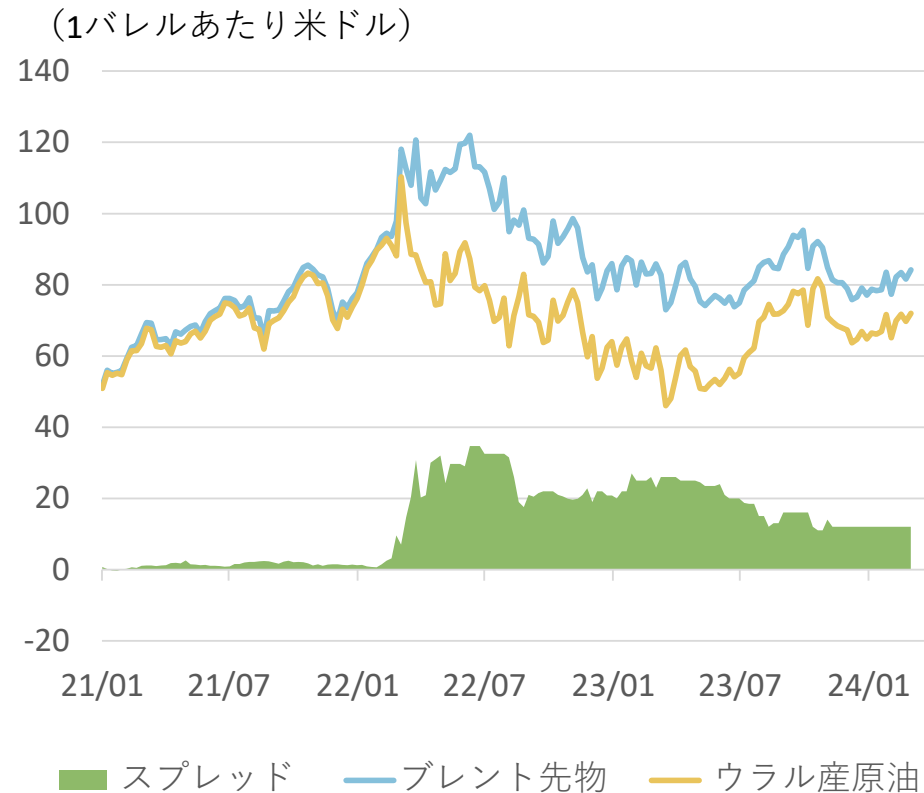


株価 (MOEXロシア指数 年間騰落率)



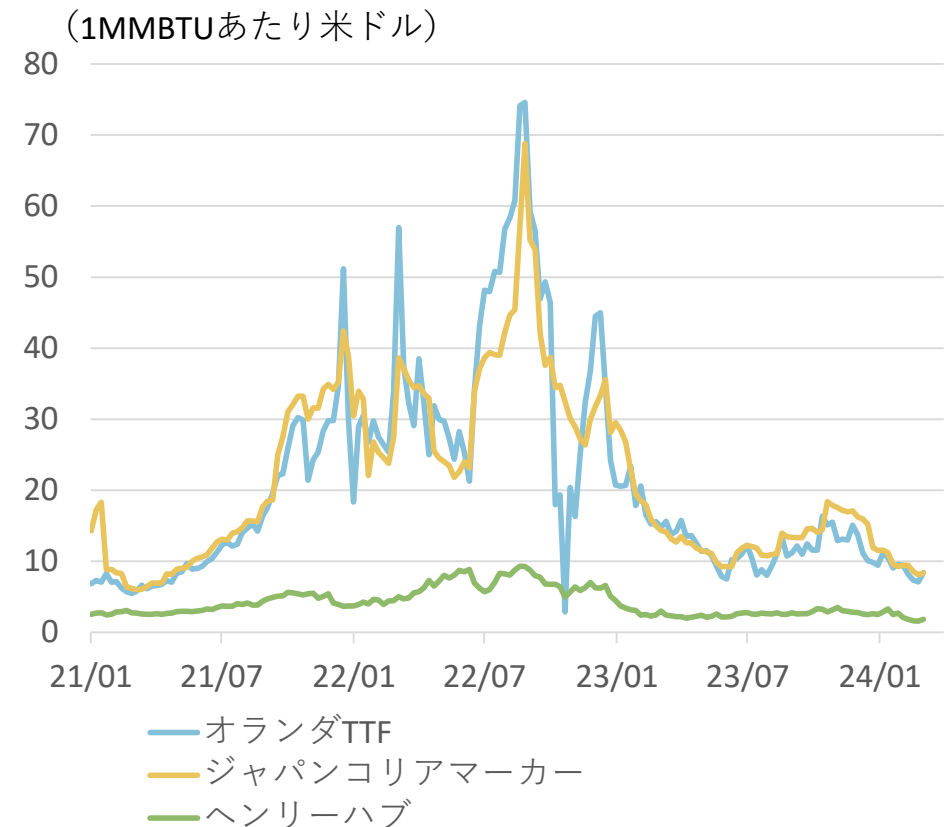
原油・天然ガス価格

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）

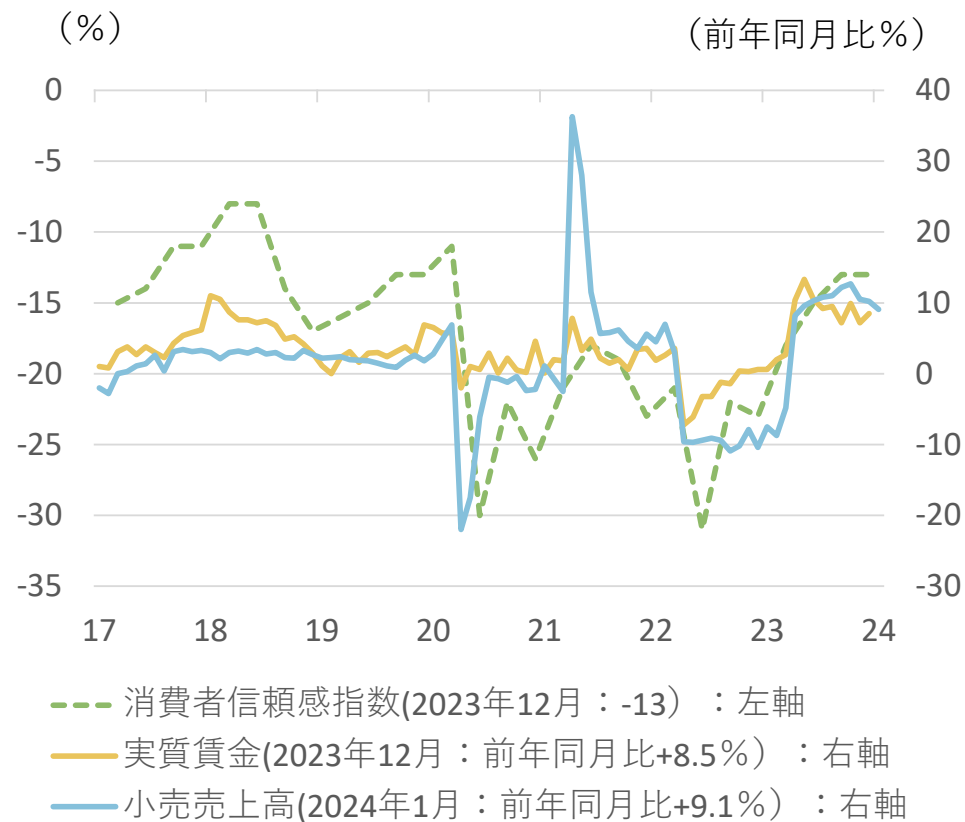


（出所：ブルームバーグ、みずほ）

3月1日には、WTI原油先物がおおよそ4か月ぶりに1バレル＝80ドル台まで上昇。OPEC+の複数の加盟国は、今月末まで1日あたり220万バレルの自主減産を行っているが、この措置が来月以降も延長されるのではないかと見方が広まっている。また、米国によるロシア産原油の上限価格設定の徹底強化に伴い、ロシア産の原油の国際市場への流入が停滞する可能性も指摘されている。

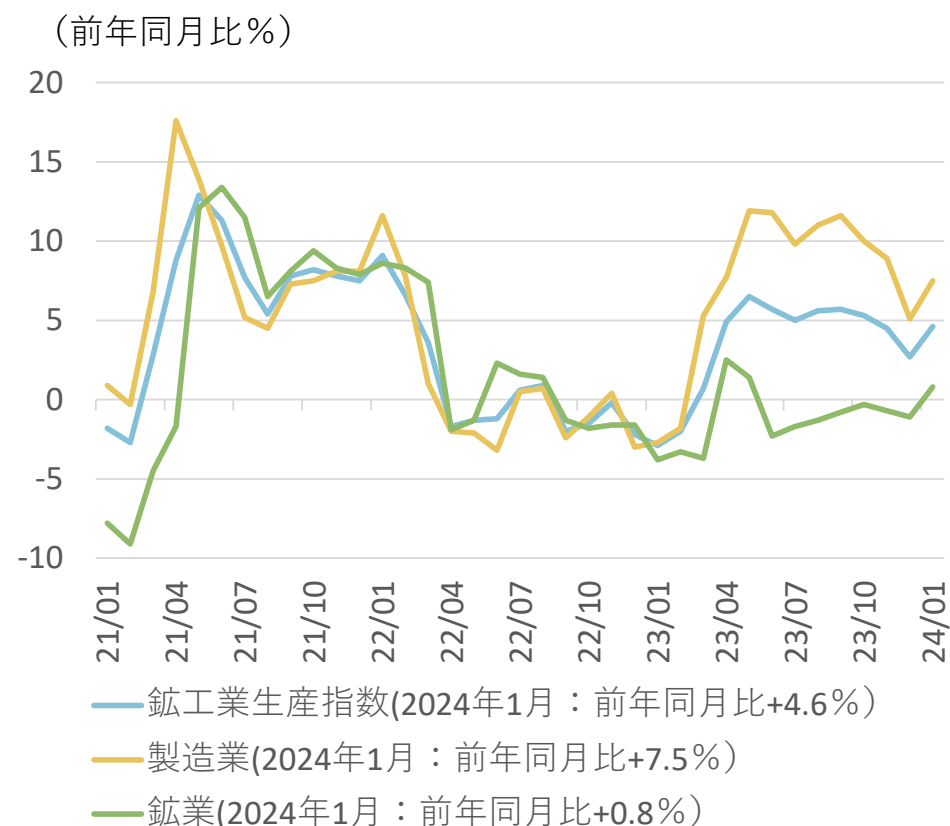
ロシア 1月実体経済指標は底堅い結果に

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 鉱工業生産指数

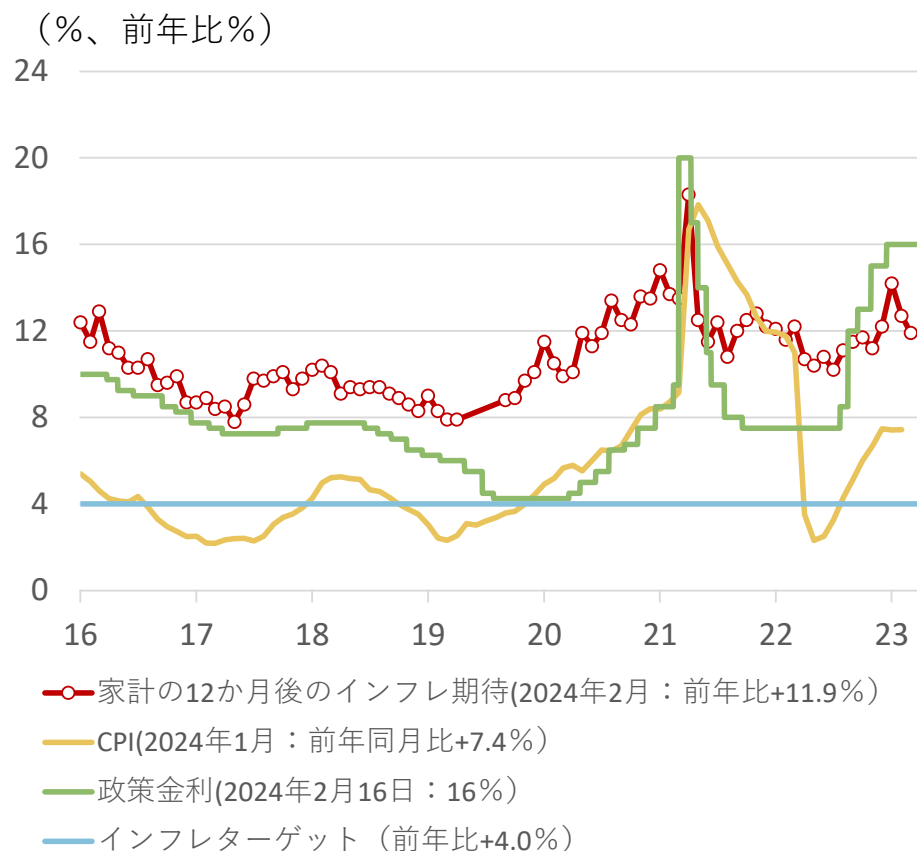


(出所：ロシア統計局、ブルームバーグ、みずほ)

1月小売売上高は前年同月比+9.1%と市場予想の同+7.0%を大きく上回った。1月鉱工業生産も前年比+4.6%と市場予想の同+4.1%を上回っている。

ロシア中央銀行は2月27日に同中銀で初となる金融政策決定会合議事録を公表

ロシア 消費者物価指数（CPI）、インフレ期待と政策金利



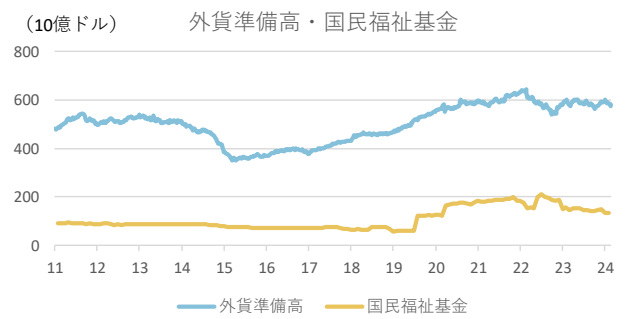
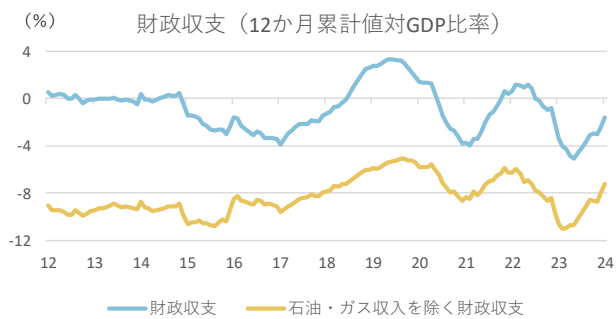
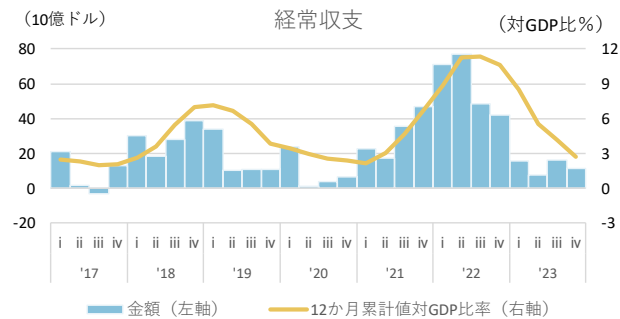
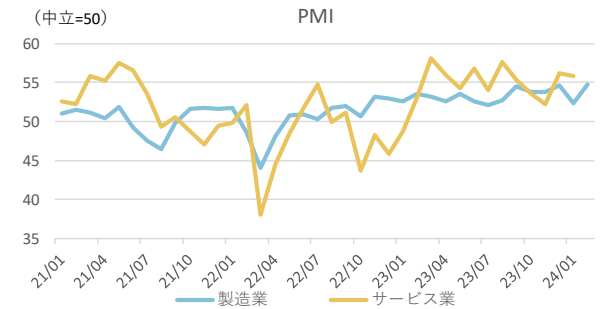
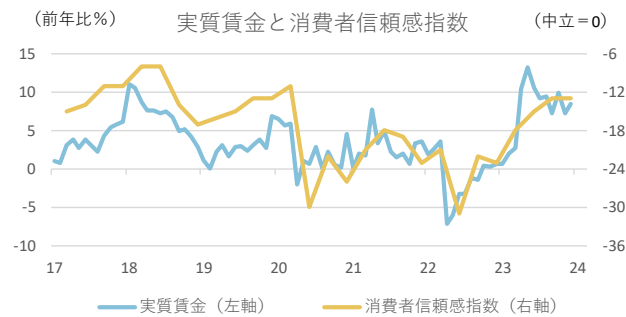
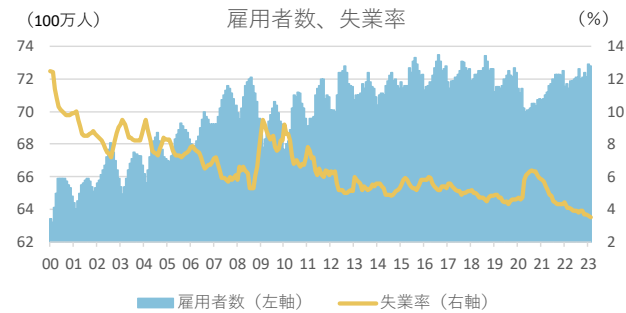
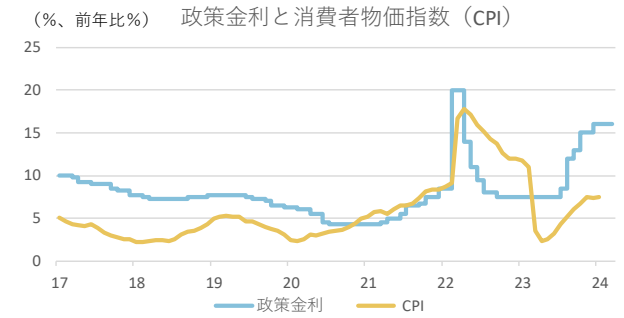
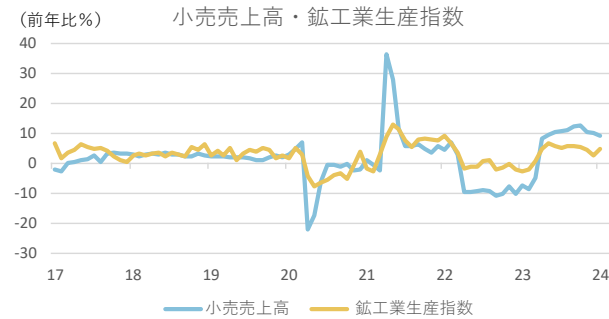
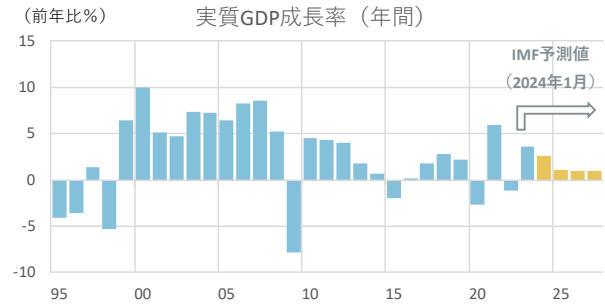
(出所：ROSSTAT、CBR、ブルームバーグ、みずほ)

議事録 フォワードガイダンスに関する記載

- 金融引き締め状態を長期にわたって維持する必要性のシグナルを維持することが、金融政策の望ましい方向性を確保するうえで重要である。
- もっとも、このシグナルは基準金利自体が変わらない、ということを示すものではない。
- インフレ率とインフレ期待が着実に低下する中で、金融政策が同程度に引き締まる（つまり、実質金利が同水準にある）なかで、基準金利の引き下げが行われるべき。
- 大部分の参加者は、基本シナリオでは、2024年後半に基準金利の引き下げを開始する条件が整うと予想している。一部の参加者は、利下げがもう少し早く始まる可能性を排除しなかった。

ロシア中央銀行は2月27日に金融政策決定会合議事録を公表した。インフレ率とインフレ期待が着実な低下を条件として、2024年後半に利下げが行われる可能性が大きいという見解が示されている。

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)

ウクライナ情勢 ヘッドライン

- マクロン大統領が地上部隊派遣の可能性に言及（2月26日）
- 当局者の発言として、ロシアがEUから制裁対象品目の大量入手を継続していると報じられる。（2月26日）
- スウェーデンのNATO加盟をハンガリー議会が批准（2月26日）
- ウクライナ、ロシアが夏までに防御を突破する恐れあると見込む（2月29日）
- プーチン大統領が年次教書演説において、3年目に入ったロシアのウクライナ侵略が国民の大多数に支持されていると主張し、戦争の継続を改めて主張。（2月29日）
- バイデン米大統領は、G7サミット前にロシア資産を使ったウクライナ支援計画のために利用する計画を模索（2月29日）
- トランプ前大統領がハンガリーのオルバン首相と3月8日にフロリダ州別荘で会談する計画と報じられる。オルバン首相は、ウクライナ支援に懐疑的なことで知られる。（2月29日）
- ナワリヌイ氏葬儀に数千人が参列、当局は武装警官投入で厳戒態勢（3月1日）

ロシアルーブル中期見通し：ウクライナ侵攻から2年が経過

ロシアルーブル（RUB）対ドル・対円見通し（2024年2月末時点）

	Spot	2024 3月	6月	9月	12月	2025 3月
ドル／ルーブル	91.15	92.0	94.0	96.0	98.0	100.0
ルーブル／円	1.65	1.62	1.57	1.51	1.50	1.49
ドル／円	150	149	148	145	147	149

注：ドル円の見通しは「中期為替相場見通し」（2024年2月29日発行）より抜粋。

- 2月のRUBは対ドルで下落。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。ロシアの金融市場では、RUB以上に、株価指数の下落が大きくなっている。
- 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。
- ロシア中央銀行（CBR）は2024年2月16日の金融政策発表時に、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。IMFは2024年1月公表の「世界経済見通し（アップデート）」で2024年のロシアの実質GDP成長率の見通しを前年比+2.6%とCBRより高く見積もっている。
- プーチン大統領は2月29日の年次教書演説において、3年目に入ったロシアのウクライナ侵略が国民の大多数に支持されていると主張し、侵略の継続を改めて主張している。ロシアの攻勢が強まることが懸念されるなか、欧米も対抗措置として、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ほか、バイデン米大統領は、G7サミット前にロシア資産を使ったウクライナ支援計画を目指すと発言している。対立の先鋭化が意識されるなか、引き続きRUBには圧力がかかる展開が想定される。

ロシアルーブル対ドルレート推移



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.