

ロシアルール為替週報

2024年3月25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2週間の動き> (3月8日～3月22日)

USD/RUB: 90.4465～93.0000

RUB/JPY: 1.60～1.65 (参照値)

<過去1週間の動向・・・ロシア大統領選は大方の予想通りのプーチン氏勝利>

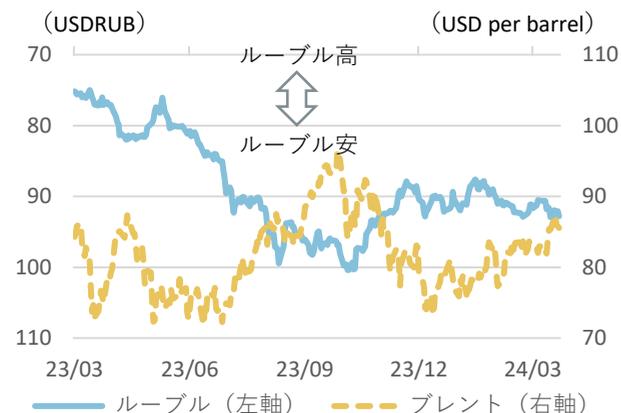
過去2週間のロシアルーブルは対ドルで2%強下落。特段為替市場を大きく動かすような材料はなく、グローバルに見たドル高の動きを反映したものと見られる。

2024年3月15日から17日にかけて行われた**ロシア大統領選挙**では、大方の予想通りプーチン氏が再選された。プーチン大統領の次の任期は、プーチン氏が78歳となる2030年までとなる。プーチン大統領は勝利後の演説でも過去最高の得票率という「民意」を背景に、ウクライナ戦争を継続する構えを鮮明にしている。プーチン氏はこれまでも大統領選挙後に、不人気な政策を実行に移してきた経緯があり、今年は追加動員や、個人および法人の税率の引き上げが見込まれる。

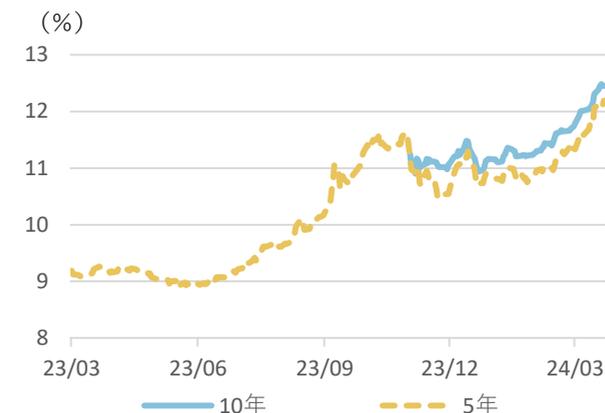
3月22日には**ロシア中央銀行 (CBR)** が金融政策決定会合を開催し、市場予想通り政策金利を16.00%で据え置いた。据え置きは2会合連続。ナビウリナ総裁はCBRがインフレ鈍化を示す説得力のある証拠を確認できれば、今年下半期に金融緩和が開始される可能性が高いとの考えを改めて示した。

もっとも、ウクライナが3月12日以降、**ロシアの石油施設を含むインフラを標的としたドローン攻撃**を相次いで成功させていることを受けてロシア国内のガソリン価格に上昇圧力がかかっているほか、選挙が終了したことを受けて食料品価格の統制が弱まるとの観測もある。CBRは声明文で「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」としており、インフレの再加速リスクに対する警戒を示している。

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

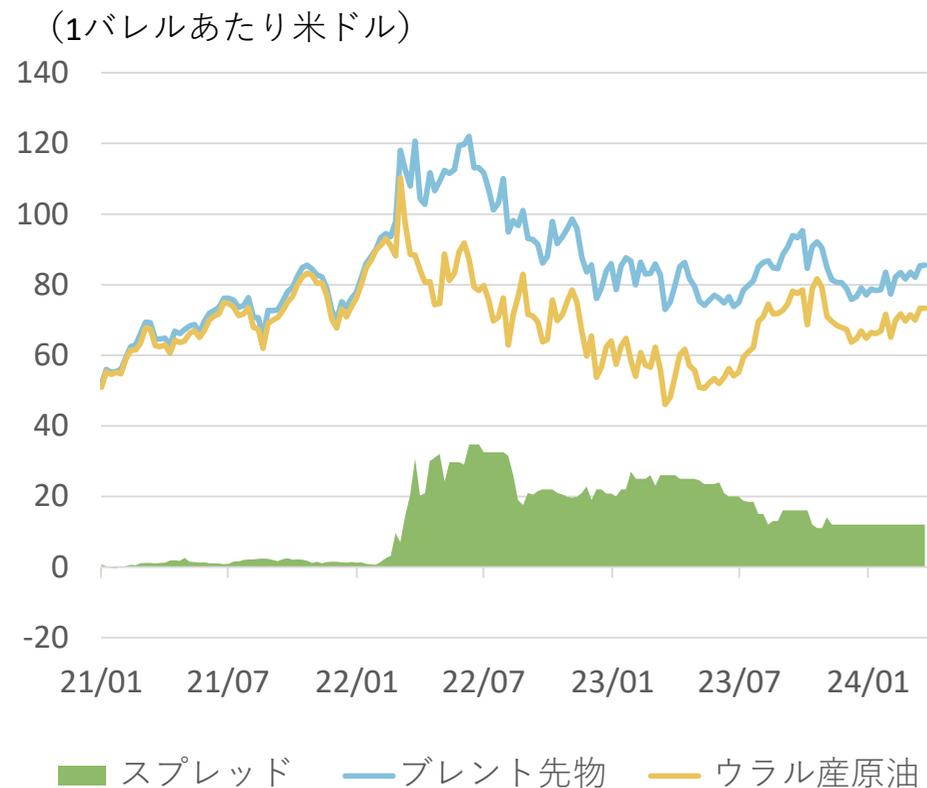


株価 (MOEXロシア指数 年間騰落率)



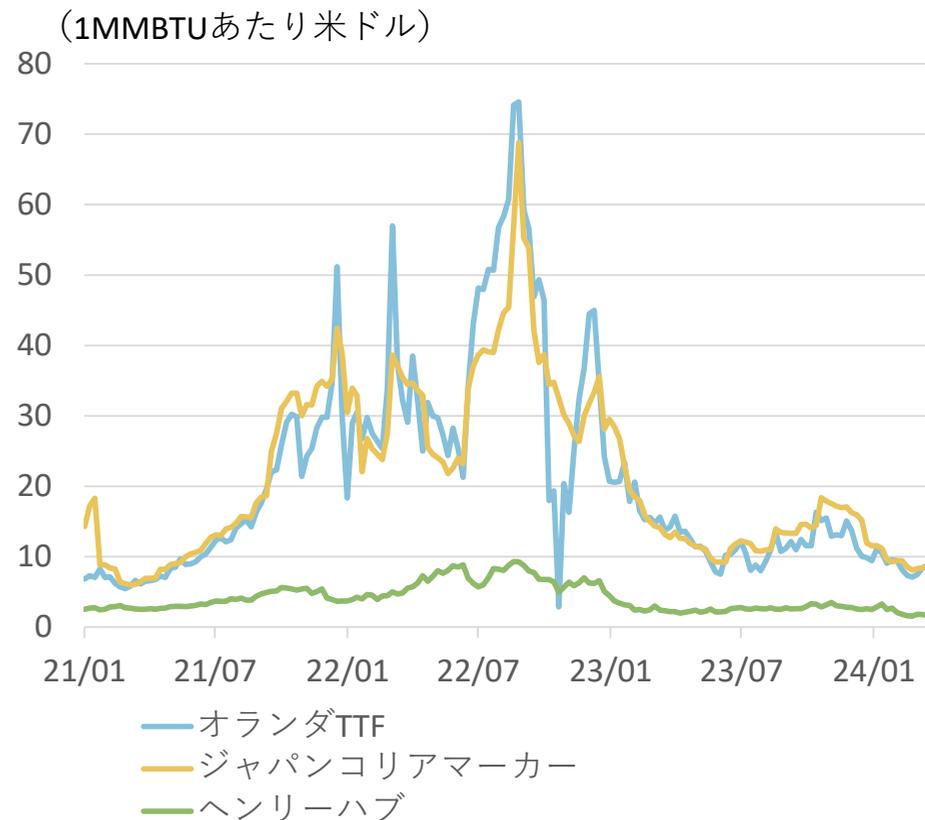
原油・天然ガス価格

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）

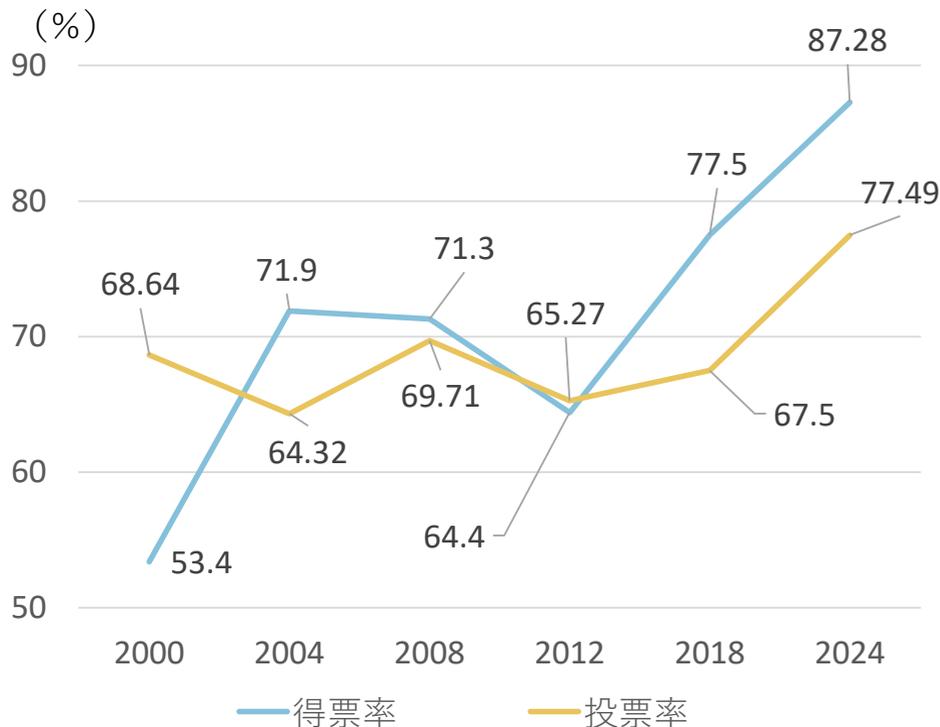


(出所：ブルームバーグ、みずほ)

エネルギー価格は上昇。ウクライナが3月12日以降、ロシアの石油施設を含むインフラを標的としたドローン攻撃を相次いで成功させていることが価格を押し上げているとの見方がある。英FTは関係筋の話として、米国がウクライナにロシア製油所への攻撃停止を要求している、と報じている。

ロシア大統領選挙（2024年3月15日～17日）では大方の予想通り、プーチン大統領が再選

ロシア大統領選挙 与党候補者の得票率と、投票率



注：2008年の大統領選挙はプーチン氏ではなくメドベージェフ氏が出馬。（出所：各種報道、CEC、みずほ）

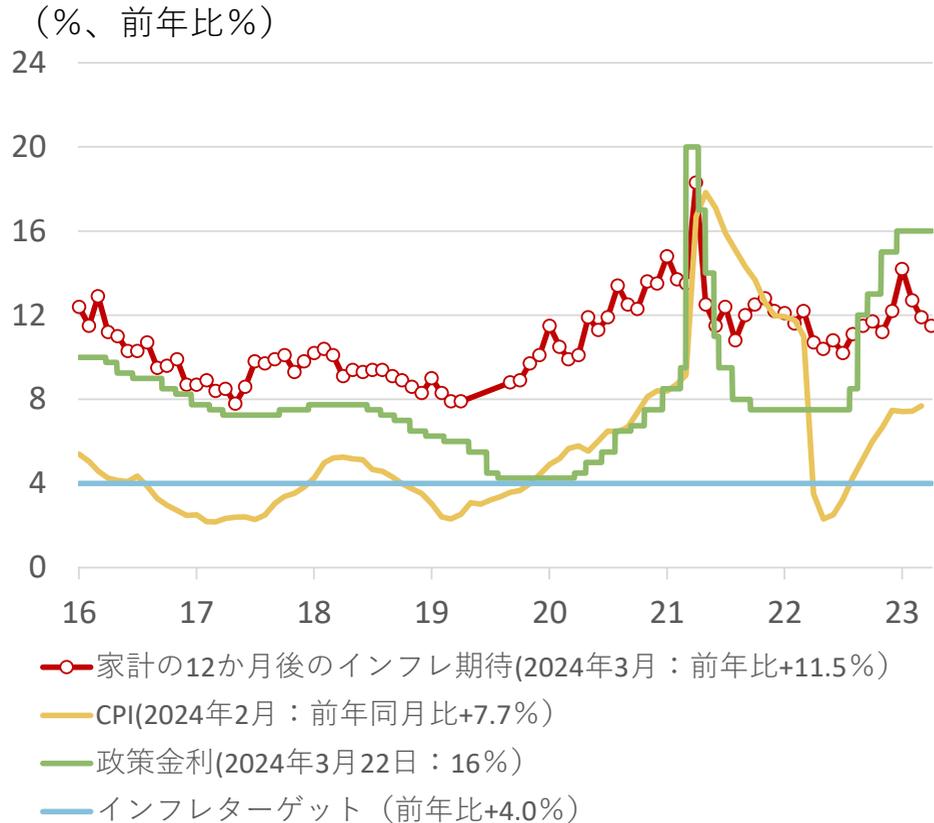
ロシア大統領選に関する評価

- ロシア中央選挙管理委員会（CEC）の確定開票結果では、プーチン大統領が87.28%の票を獲得。投票率は77.49%と発表されている。いずれもソ連崩壊後のロシア大統領選で最高の数字に。投票期間を従来の1日から3日間に伸ばしたことが奏功したものと見られる。なお、大統領選直前に死亡した反体制指導者ナワリヌイ氏の妻ユリアさんがプーチン氏に抗議を呼び掛ける様子が西側メディアでは報じられている。
- プーチン大統領の次の任期は、2030年までとなる。2000年に大統領に選出された後、傀儡とされたメドベージェフ氏が大統領を務めていた2008年から2012年を含めれば30年もの間、ロシアを統治することとなり、スターリン（1922年～1953年までソ連共産党中央委員長書記長を務めた）に並ぶことになる。現在71歳のプーチン氏は2030年10月には78歳になるが健康上の問題が生じなければ退くことはないと思われる。
- プーチン大統領は勝利後の演説でも過去最高の得票率という「民意」を背景に、ウクライナ戦争を継続する構えを鮮明にしている。ウクライナ戦争では、米国によるウクライナ支援の遅れもあり、ウクライナ東部の一部でウクライナ軍が後退し、ウクライナの総司令官がゼレンスキー氏によって交替させられるなど、ウクライナ側に不利な状況となりつつある。一方のロシア軍も北朝鮮から武器を調達するなど、弾薬・兵員の不足が指摘されており、ウクライナ戦争は概ね膠着状態と見込まれる。今後の注目点は、11月の米国の大統領選挙であり、トランプ前大統領が勝利する場合に、ウクライナ支援を完全に打ち切り、ロシア有利な形で停戦を促す可能性がある。
- プーチン氏は大統領選挙後に、不人気な政策を実行に移してきた経緯がある。2012年には反体制派に対する締め付けを強化したほか、2018年には退職年齢の引き上げが行われた。今年も、追加動員で兵力増員を図るとの観測が根強い。ロシア軍の死傷者数や現時点の徴兵人数が不明なため、明確な数値は見通し難いが、数10万規模という観測がある。ロシア政府が年内に実施することがほぼ確実とみられているもう一つの不人気な措置は、個人および法人の税率の引き上げであり、新税率の水準は既に政府によって議論されている模様だ。

プーチン氏はこれまでも大統領選挙後に、不人気な政策を実行に移してきた経緯があり、今年も追加動員や、個人および法人の税率の引き上げが見込まれる。

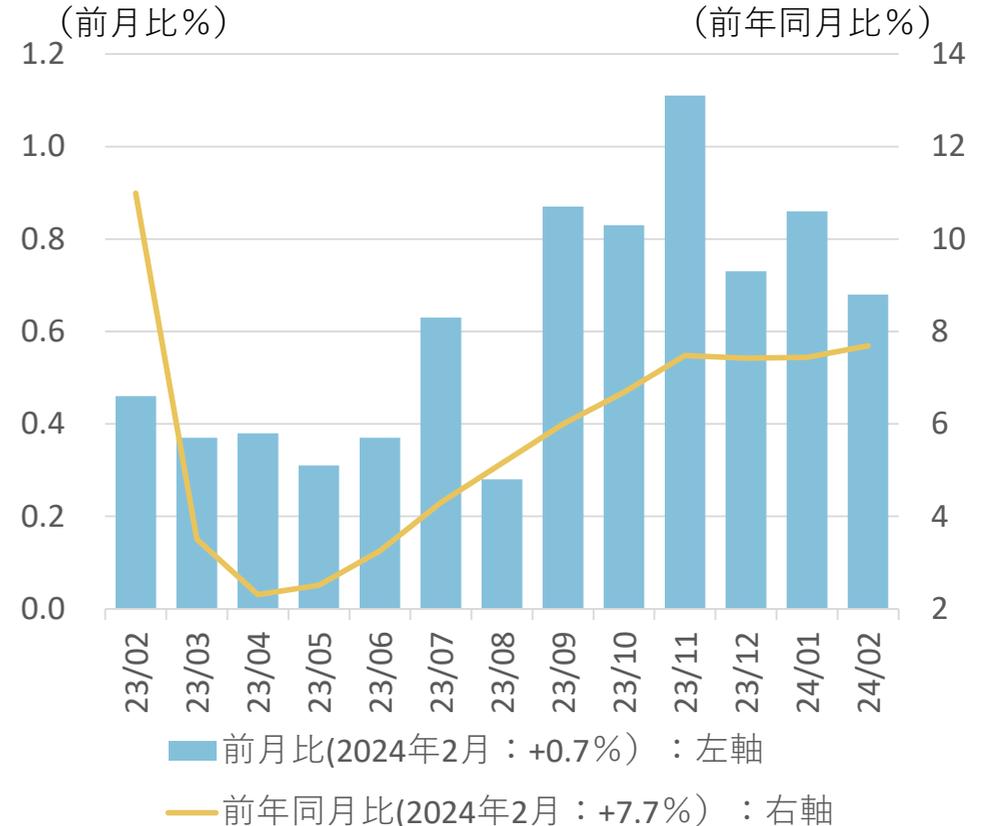
ロシア中央銀行（CBR）は市場予想通り政策金利を16.00%で据え置いた

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)

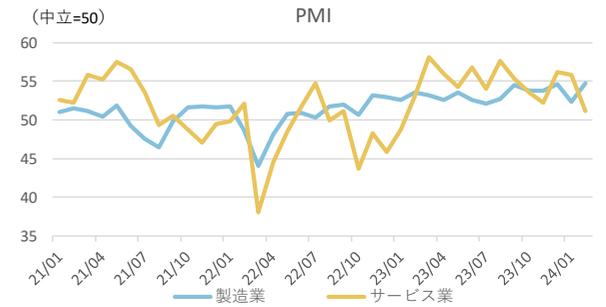
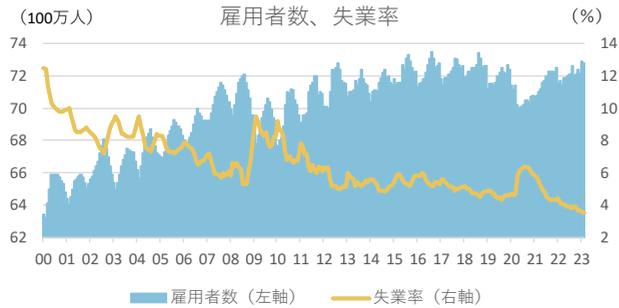
ロシア 消費者物価指数（CPI）



(出所：ROSSTAT、ブルームバーグ、みずほ)

据え置きは2会合連続。ナビウリナ総裁はCBRがインフレ鈍化を示す説得力のある証拠を確認できれば、今年下半期に金融緩和が開始される可能性が高いとの考えを改めて示した。

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

- EU首脳、ロシアの凍結資産から生じる利子や配当などの「利益」をウクライナ支援に活用することで暫定合意。欧州委員会のフォンデアライエン委員長は会議後の記者会見で「迅速に採択されれば7月1日に、最初の資金をウクライナに支払えるだろう」と具体的な時期に言及した。（3月21日）
- 英FTが関係筋の話として、米国はウクライナによるロシア製油施設への攻撃がロシアの報復を招き、石油価格を押し上げる恐れがあると警告したと報じた。（3月21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				2025
		3月	6月	9月	12月	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言明している。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.