

# ロシアルール為替週報

2024年8月13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

来週は筆者休暇につき休刊します。

**MIZUHO**

Private and confidential

# ロシア・ウクライナ情勢、ロシア経済 直近の動向

## 1. ウクライナ軍によるロシア領越境攻撃

ロシア・ウクライナ戦争が急展開を見せている。ウクライナ軍は8月6日に越境攻撃を開始し、9日には欧州向け天然ガスパイプラインの主要な設備がある国境近くの都市スジャ（Sudzha）をほぼ制圧した。東部ドネツク州などでロシア軍の攻勢に苦しむ中で、ウクライナ軍が奇襲に踏み切った背景として、ウクライナにとって有利な戦況を作り出すことでロシアを和平協議に応じさせる思惑がある可能性。

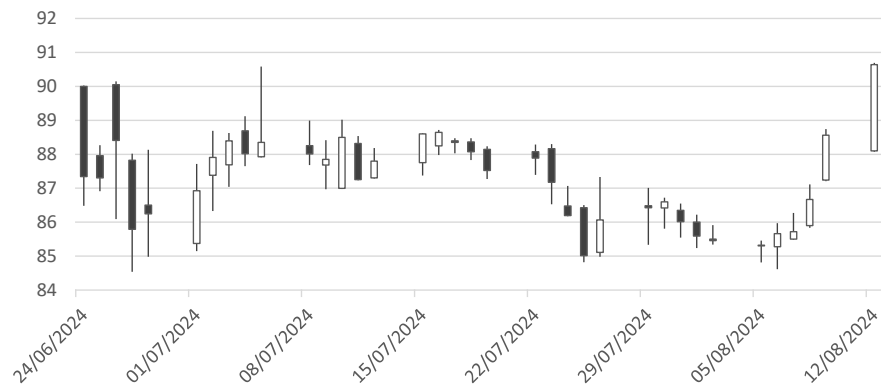
## 2. ロシアの2024年4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.0%と1-3月期の同+5.4%から減速

市場予想の同+4.2%も下回った。経済成長は続いているものの、小売売上高や鉱工業生産、建設業契約数など、個別の経済指標でも減速が鮮明となっている。軍事支出の拡大や、賃金の上昇を背景とするロシア経済の過熱状態が緩和に向かいつつある可能性。

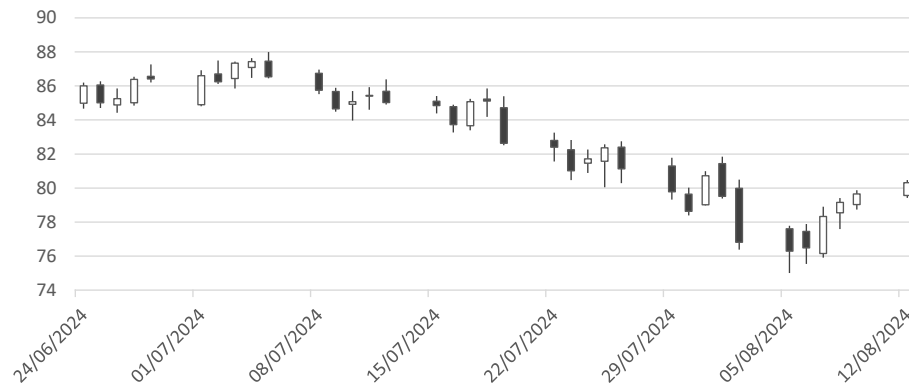
## 3. ロシアルーブルは対ドル80台半ばから90台へと下落

日本銀行のタカ派化、米経済指標の悪化を背景とするグローバルなリスクに伴い原油価格が大幅下落したことに沿った動き。最大の貿易相手国である中国の人民元の下落もルーブルの重石に。

ロシアルーブル対ドルレート ブルームバーグ・コンポジット（CMRU）

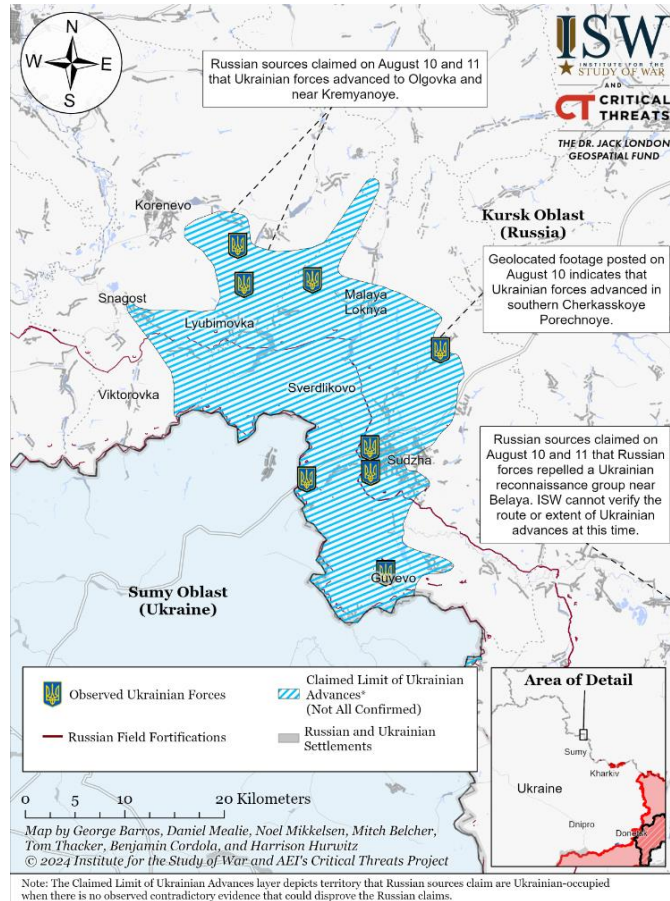


ブレント原油先物価格（1バレルあたりドル）



# ウクライナ軍によるロシア領越境攻撃（8月6日～）

ウクライナ軍によるクルスク越境攻撃（8月11日時点）



（出所：米戦争研究所 (ISW)）

ウクライナ軍による奇襲が何を意味するのか？

8月9日付 米「フォーリン・ポリシー」誌

「この作戦が戦争の早期終結につながる可能性があるという見方が広がっている。今回の作戦により、ウクライナにはロシアに痛手を与える大きな潜在能力があることがロシアのプーチン大統領に明確に示された。そして、ウクライナ軍が持ちこたえ、ロシア領の支配を維持することができれば、戦争を終わらせるための交渉においてウクライナの交渉力を強化できる可能性がある」

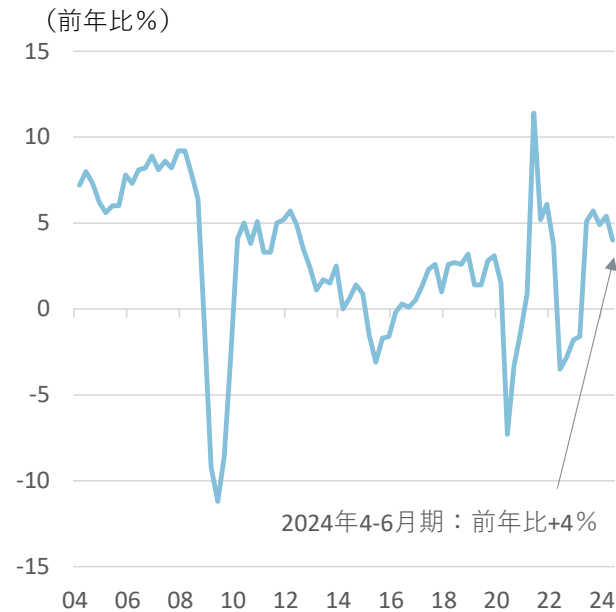
8月8日付 英「エコノミスト」誌

「より実現可能な目標は、ロシアが過去3カ月にわたってハルキウ近郊で試みてきたように、国境に厄介な『緩衝地帯』を設けることかもしれない。それは将来の交渉における駆け引きの材料にもなりうる。ウクライナがロシア領内に新たに設ける境界線は、維持することはきわめて困難だろう。しかし、それはプーチン大統領にとって、公の場で顔面に平手打ちを食らうようなものとなる」

ロシア・ウクライナ戦争が急展開を見せている。ウクライナ軍は8月6日に越境攻撃を開始し、9日には欧州向け天然ガスパイプラインの主要な設備がある国境近くの都市スジャ（Sudzha）をほぼ制圧した。東部ドネツク州などでロシア軍の攻勢に苦しむ中で、ウクライナ軍が奇襲に踏み切った背景として、ウクライナにとって有利な戦況を作り出すことでロシアを和平協議に応じさせる思惑がある可能性。

# ロシアの2024年4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.0%と1-3月期の同+5.4%から減速

## ロシア実質GDP成長率



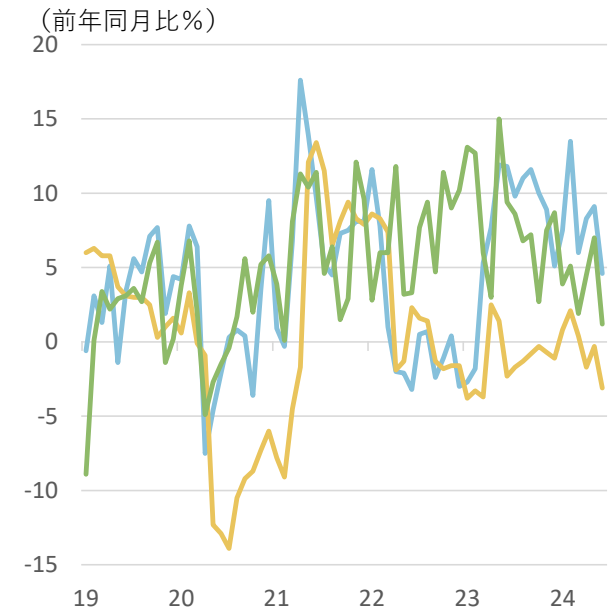
(出所：ロシア統計局、ブルームバーグ、みずほ)

## ロシア 消費関連 経済指標



(出所：ロシア統計局、ブルームバーグ、みずほ)

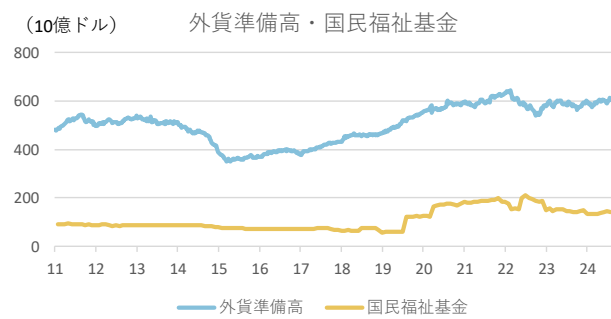
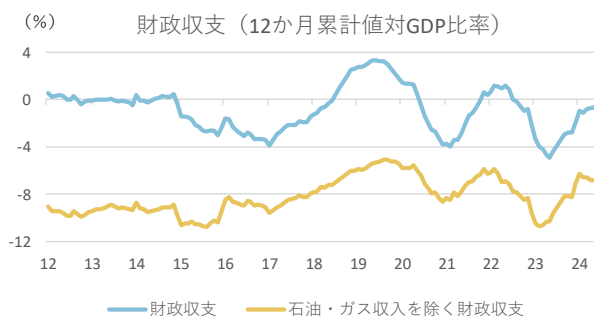
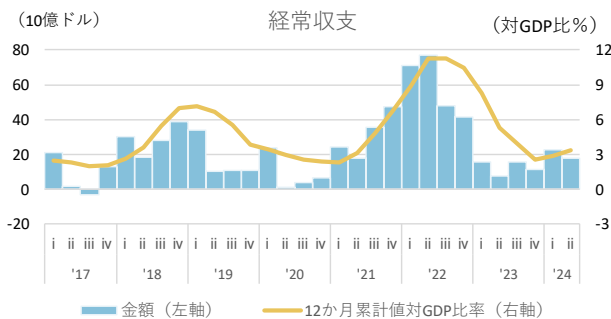
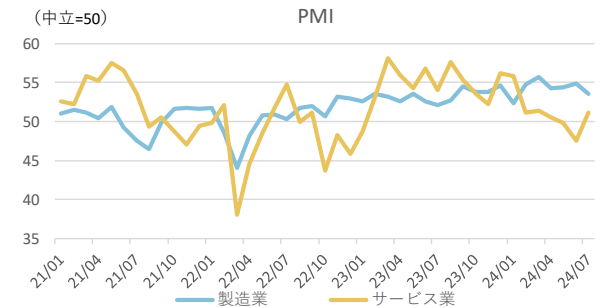
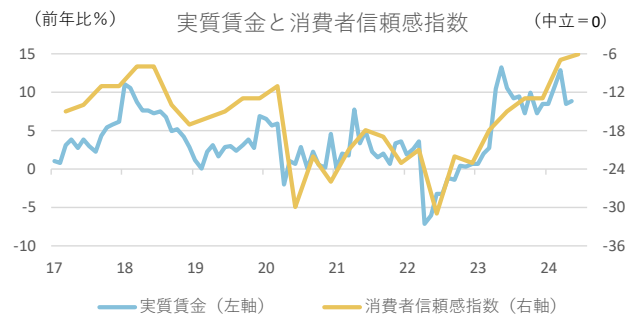
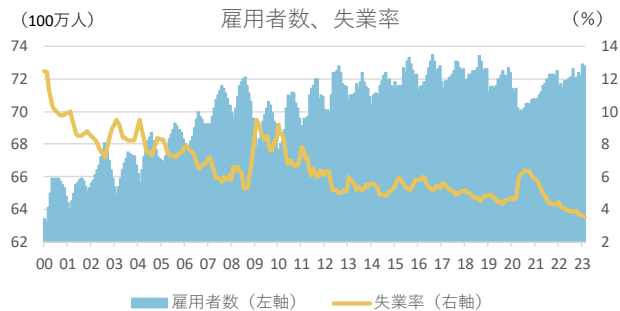
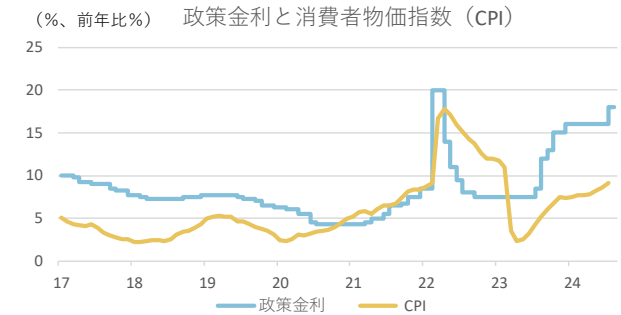
## 製造業・鉱業・建設業 経済指標



(出所：ロシア統計局、ブルームバーグ、みずほ)

市場予想の同+4.2%も下回った。経済成長は続いているものの、小売売上高や鉱工業生産、建設業契約数など、個別の経済指標でも減速が鮮明となっている。軍事支出の拡大や、賃金の上昇を背景とするロシア経済の過熱状態が緩和に向かいつつある可能性。

# 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：2%ポイントの大幅利上げ

ロシアルーブル（RUB）対ドル・対円見通し（2024年8月1日時点）

|         | Spot | 2024<br>9月 | 12月  | 2025<br>3月 | 6月   | 9月   |
|---------|------|------------|------|------------|------|------|
| ドル／ルーブル | 85.6 | 86.0       | 85.0 | 84.0       | 83.0 | 82.0 |
| ルーブル／円  | 1.76 | 1.74       | 1.74 | 1.74       | 1.81 | 1.88 |
| ドル／円    | 151  | 150        | 148  | 146        | 150  | 154  |

注：ドル円の見通しは「中期為替相場見通し」（2024年8月1日発行）より抜粋。

- 7月のRUBは対ドルで0.6%安と小幅な値動き。6月には12日に米国がモスクワ証券取引所（MOEX）を追加制裁の対象に追加し、MOEXのドル・ユーロの取引が停止、その後の急激なルーブル高を受けて、ロシア政府が21日に主要輸出企業に課していた強制外貨売却比率を緩和、と目まぐるしく環境が変わる中でRUBは乱高下してしたが、7月にはうって変わって落ち着きを取り戻している。
- 7月26日のロシア中央銀行の金融政策決定会合では、市場予想通り、政策金利が16%から18%に引き上げられた。ウクライナ戦争に伴う軍事支出の拡大もあり国内需要が供給を上回り過熱していることや、労働需給の逼迫に伴う賃金上昇圧力を受けて、インフレ率及びインフレ期待に上昇圧力がかかっていた。ロシア中銀は声明文の中で、インフレ率を目標に戻すためには、今年後半にも金融環境を再び引き締める必要があると指摘している。ロシア中銀のタカ派姿勢はRUBの安定に寄与するだろう。
- 7月には、ロシアによる侵略が続くウクライナの主要な支援国である米国の政治情勢が動いている。7月15日に米共和党の副大統領候補として、ウクライナ支援継続に反対している J・D・バンス上院議員が選出されたことで、欧州の政策当局者の間では警戒が強まっていると報じられている。バンス氏は今年2月のミュンヘン安全保障会議で、ロシアのプーチン大統領は欧州にとり実存的な脅威ではなく、欧米がウクライナの勝利のために十分な軍事支援を供与することできないと主張。米国の戦略的優先事項はアジアと中東にあると示唆していた。
- こうした米国の政策姿勢の転換のリスクを反映してか、ウクライナのゼレンスキー大統領も7月15日の国民向けの演説の中で、今年11月の開催が見込まれる次回の平和サミットにロシアが代表団を送るべきだとの見解を示すなど、ロシアとの交渉の可能性を示唆している。ロシアは先月スイスで開かれた前回の平和サミットには招待されていなかった。7月24日にはウクライナのクレバ外相が7月24日に中国を訪問し、王毅外相に「ロシア側と対話や交渉をする意思と準備がある」と表明したと報じられている。



# ロシアルーブル対ドルレート推移 (※)



※2024年6月12日発動の米国による対ロシア制裁で、モスクワ証券取引所(MOEX)が制裁対象に追加されたことに伴い、為替レートの参照値をMOEXからブルームバーグ・コンポジット(CMRU)に変更。

# 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.