

ロシアルール為替週報

2024年1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> (1月12日～1月18日)

USD/RUB: 87.3825～89.3991

RUB/JPY: 1.62～1.68 (参照値)

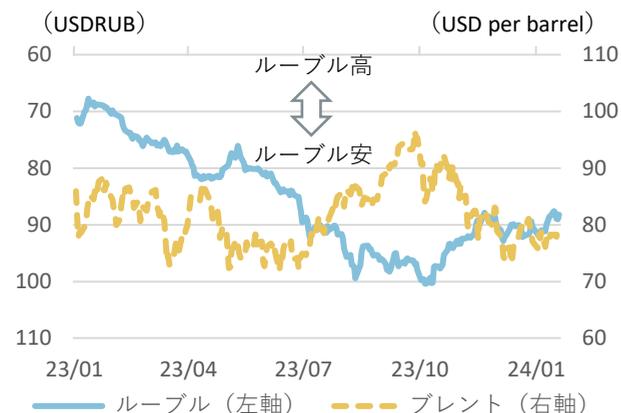
<過去1週間の動向・・・ロシアルーブルは米金利反発に伴うグローバルなドル高の中で逆行高に>

過去1週間のロシアルーブルは、米金利反発に伴うグローバルなドル高の中で逆行高となった。特にルーブル相場を押し上げるような材料は無かったものの、輸出業者が1月の納税に向け、手元の外貨をルーブルに転換していることが影響している可能性があるだろう。鉱物資源採掘税の支払いは毎月25日頃と言われている。

ロシア国内の材料では、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（SWF）**が2023年12月に前月比10.9%もの大幅減少となったことが目を引く。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ことが要因と見られる。NWFが大きく目減りするなか、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。ウクライナ情勢の趨勢を見極めるうえで、ロシアの財政状況も改めて意識する必要があるだろう。

一方のウクライナの**ゼレンスキー大統領**はスイスで開催されているダボス会議に出席し、演説を行ったほか、米投資銀行、ヘッジファンドの幹部と会談したと伝えられている。欧米からの支援が滞るなか、ウクライナの財政は深刻な状況となっている。2月1日には臨時の欧州首脳会議が開催されるが、ウクライナ支援に反対するハンガリーの強硬姿勢もあり、支援継続の可否は見通しにくい。

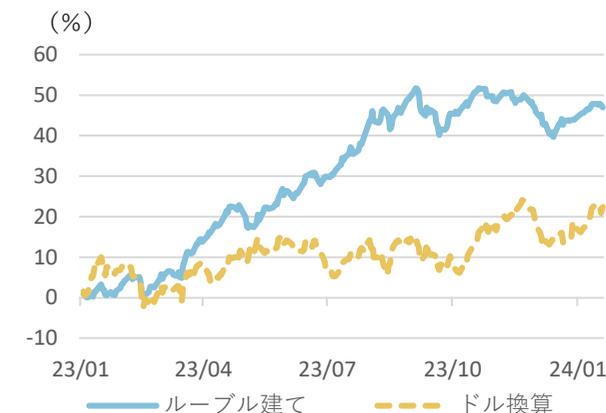
ルーブルと原油価格（日足、ロンドン終値ベース）



ロシアルーブル建て国債（OFZ）利回り

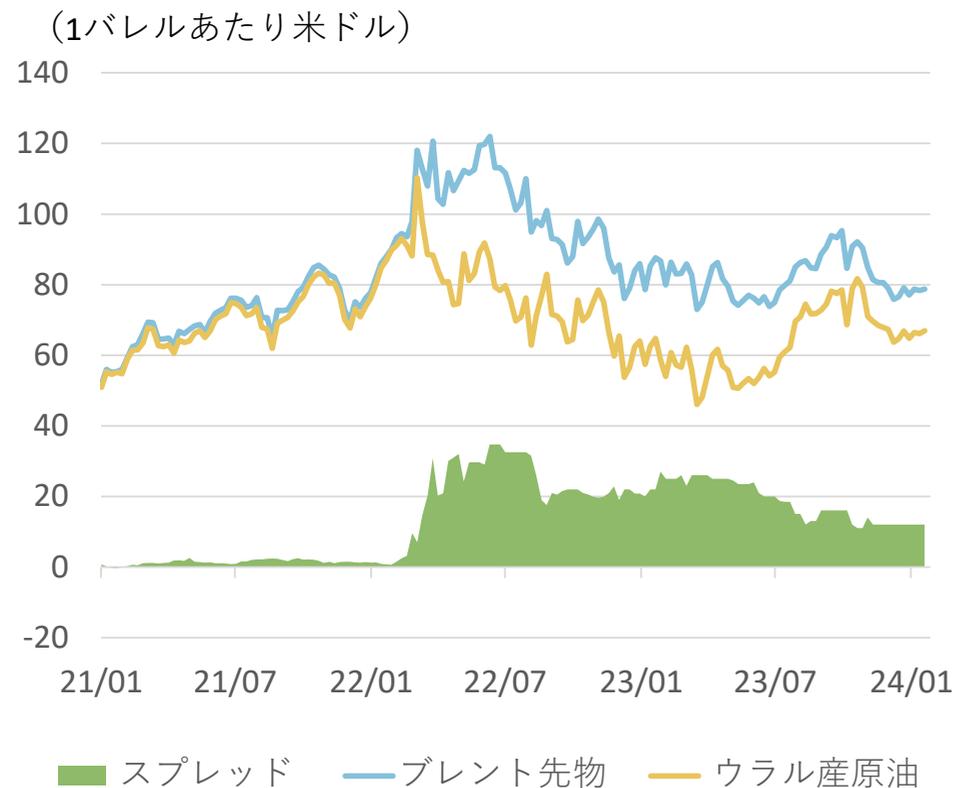


株価（MOEXロシア指数 年間騰落率）



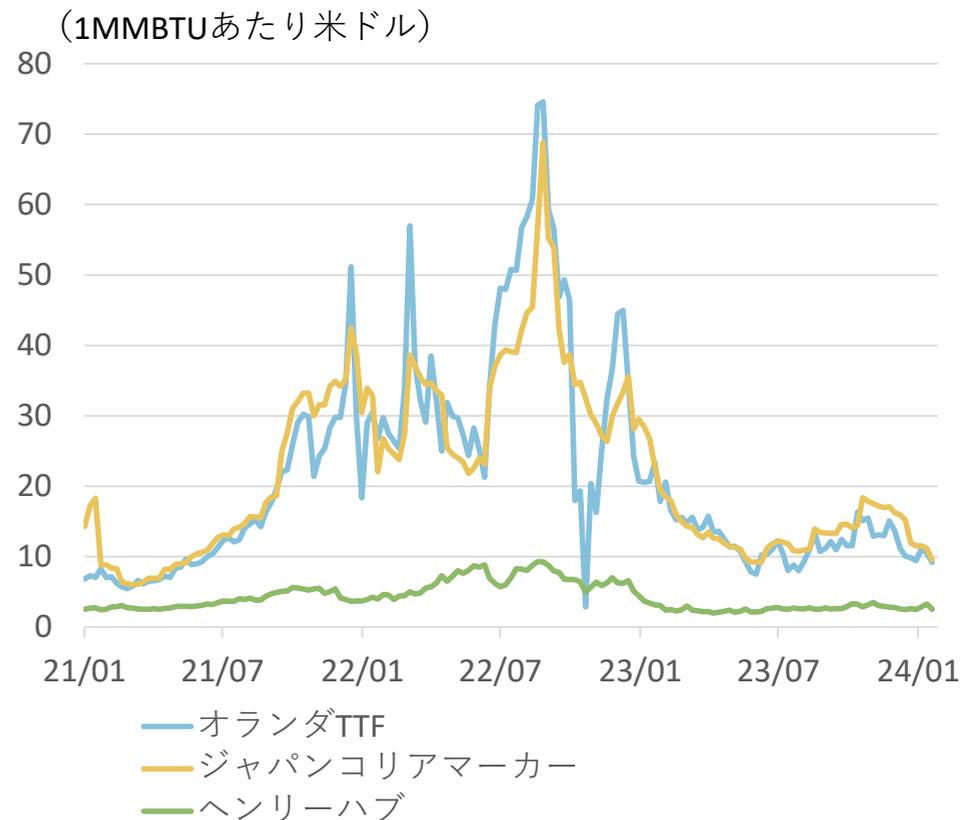
原油・天然ガス価格

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）



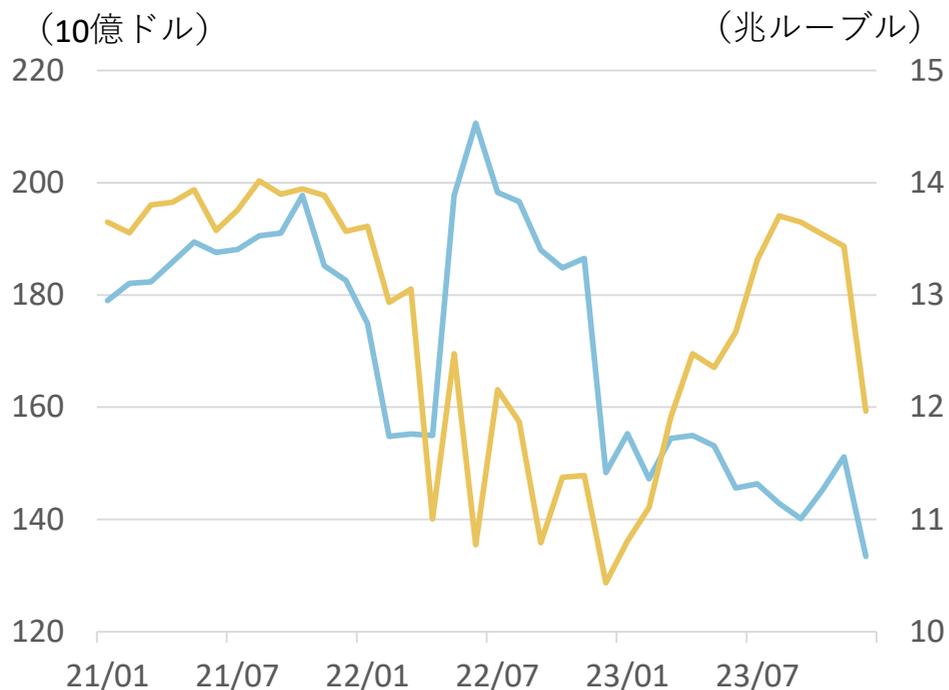
(出所：ブルームバーグ、みずほ)

原油価格は昨年10月以来の低迷から抜け出せていない。イエメンの武装組織フシ派による紅海を航行中への商船への攻撃が増加しているが、これまでのところ原油価格の反応は限定的なものに留まっている。
原油価格の低迷が続ければ、ロシアの財政への圧力が継続する。

国民福祉基金は2023年12月に前月比10.9%減少

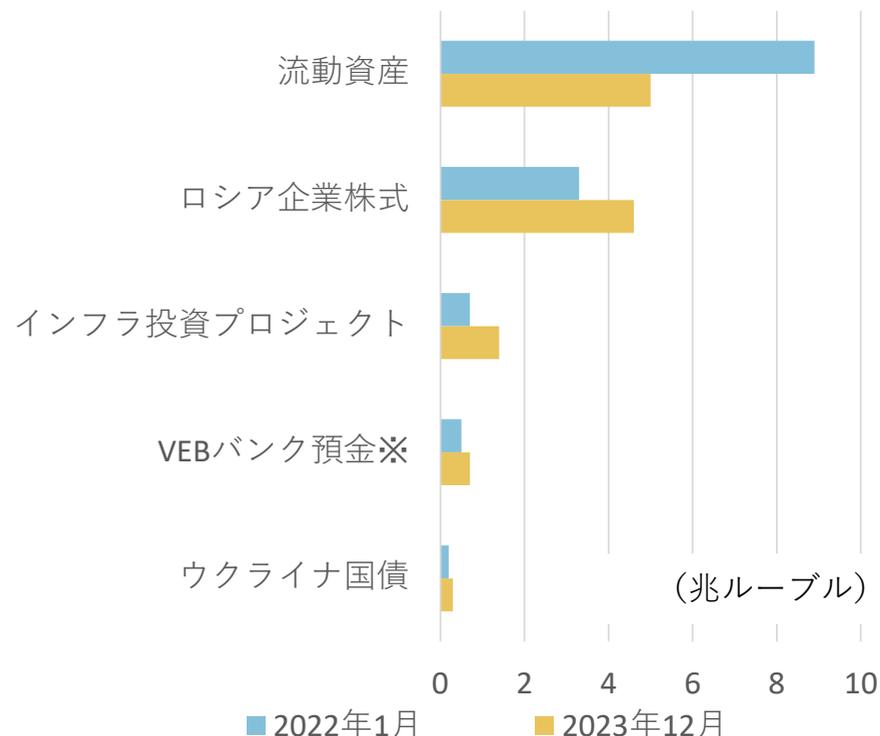
ロシア 国民福祉基金 残高 (2023年12月)

国民福祉基金 内訳 ウクライナ侵攻前 (2022年1月) との比較



— ドル建て(1334億USD) : 左軸
— ルーブル建て(11.97兆RUB) : 右軸

(出所：ロシア財務省、ブルームバーグ、みずほ)



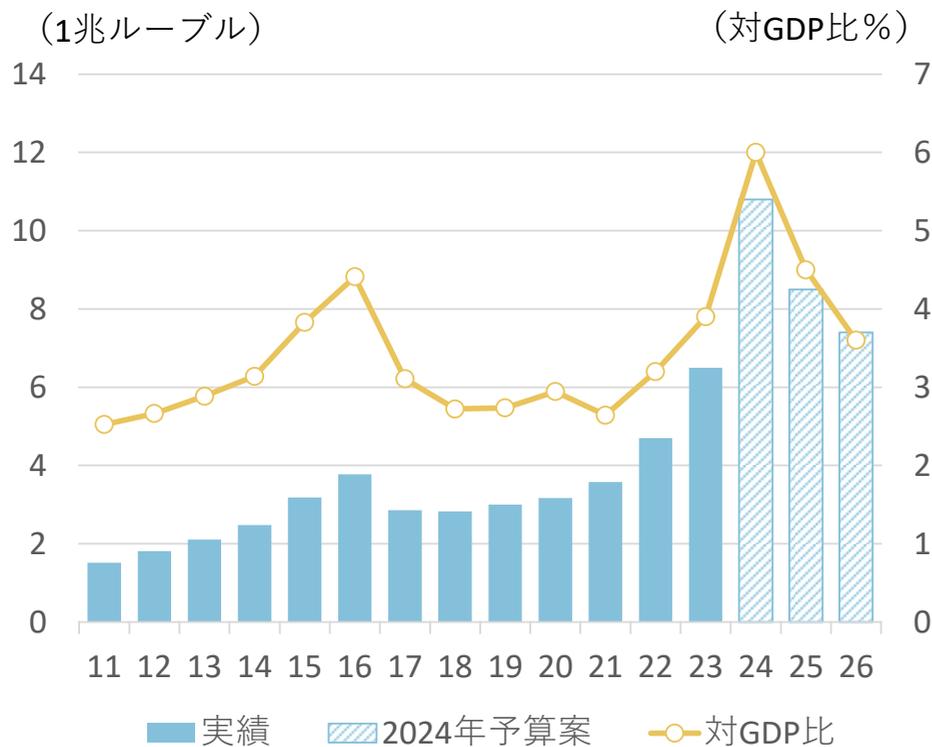
※VEBバンクは政府系の開発対外経済銀行でインフラなど国家事業に資金を供給している。

(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）の残高は、2023年12月に前月比10.9%減少し11.97兆ルーブル（1,334億ドル）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ことが要因と見られる。さらに、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8.9兆ルーブル（対GDP比7%弱）から2023年12月には5.0兆ルーブル（同約3%）に減少した。

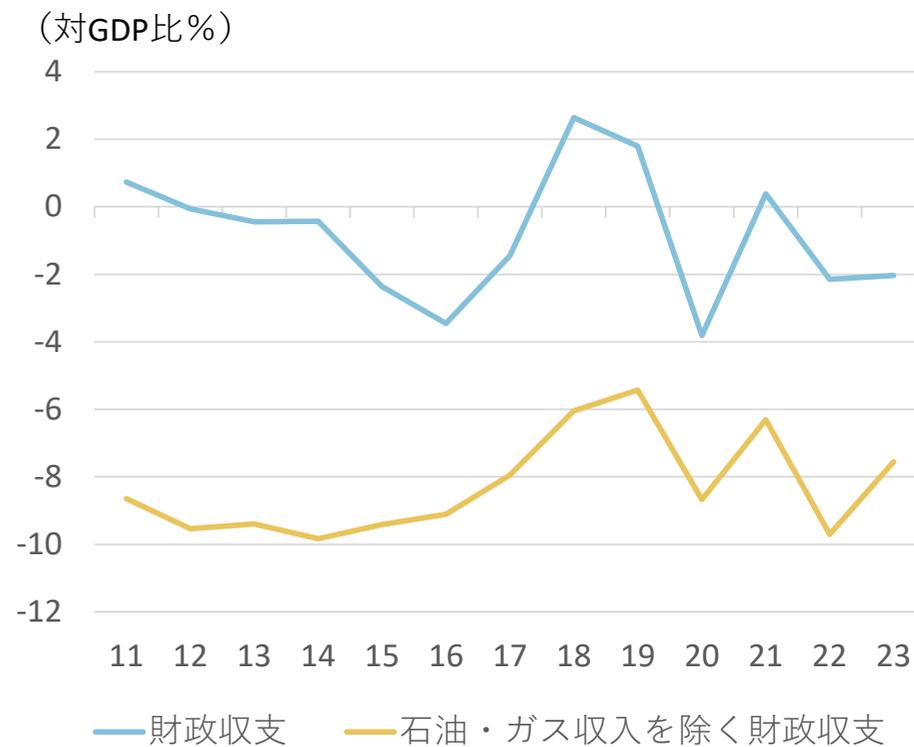
ロシア 石油価格の低迷が続けば、国民福祉基金はさらに目減りする公算

ロシア 防衛費



(出所：ロシア財務省、ブルームバーグ、みずほ)

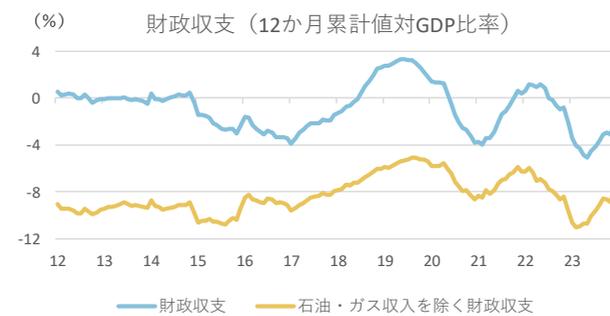
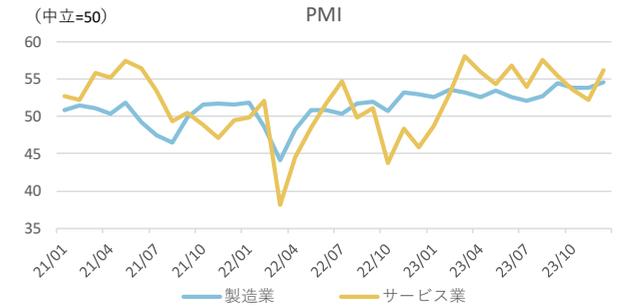
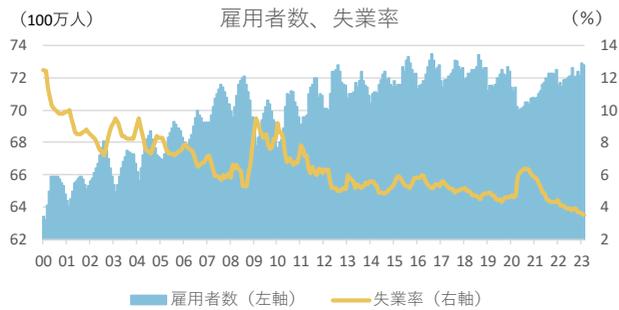
ロシア 財政収支



(出所：ロシア財務省、ブルームバーグ、みずほ)

国民福祉基金（NWF）が大きく目減りするなか、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比で見ても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 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

- ダボス会議を訪問中のウクライナのゼレンスキー大統領が演説。欧米側に支援継続を訴え。
(2024年1月16日)
- ダボス会議を訪問中のウクライナのゼレンスキー大統領がJPモルガンのダイモン氏やヘッジファンド創業者のレイ・ダリオ氏と会談 (2024年1月16日)
- 中国の国有銀が対ロ制限措置を強化、米の二次制裁承認で一関係者 (2024年1月16日)
- プーチン大統領がモスクワ訪問中の北朝鮮外相と会談。(2024年1月17日)
- プーチン大統領が、かつてのロシア帝国に属していたか旧ソ連が所有していたロシア資産を見出すよう当局者に指示。(2024年1月19日)

ロシア・ルーブル（RUB）見通し

ロシア・ルーブル 対ドル・対円相場見通し（2023年12月末時点）

	SPOT	2024年 3月	6月	9月	12月	2025年 3月
ドル/ルーブル	90.36	90.0	92.0	94.0	96.0	98.0
ルーブル/円	1.58	1.54	1.49	1.44	1.40	1.38
ドル円	141.0	139	137	135	134	135

- 12月のRUBは、前月末の90付近から92台前半まで下落した。月初、6日にかけては、対ドルで▲4%超下落した。その後は米金利の低下もありしばらく持ち直していたが、15日のロシア中央銀行（CBR）の金融政策決定会合では+1.00%ポイントの利上げを実施後、ナビウリナ総裁が利上げ局面の終了を示唆したこともあり、RUBは上げ幅を縮小している。
- RUBの動向を占ううえで、原油価格の下げが目立っていることが気がかりだ。OPECプラスは11月30日のオンライン閣僚級会議後に、日量約220万バレルの自主減産を発表したものの、効果は限定的との見方が目立つ。協調減産とはならなかったことに加えて、グローバルな景気減速に伴う需要後退を巡る懸念がより支配的となっている。12月21日にはアンゴラがOPECを脱退しており、原油価格底上げの足並みはなかなか揃っていないのが現状。
- なお、上述の通りCBRは、市場予想通りに政策金利を15%から16%に引き上げた。なお、利上げは5会合連続。ナビウリナ総裁は「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」という見方を示している。利上げ含みの姿勢は維持しつつも、「より長く」の路線に移行した可能性があるだろう。市場では24年のインフレ率が顕著に低下すると予測されていることから、次回の24年2月会合での追加利上げを見込む向きは現状では多くない。
- かかる状況下、24年のRUB相場は、売り戻される展開を予測する。前回の本欄と比較し、原油価格の上値の重さを考慮する形で再びRUB安方向に見通しを調整している。10月初頭までのRUB安の要因は、「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）」が背景にあったと考えているが、ロシア政府による為替管理の強化によって通貨安圧力は大幅に後退した。それに加えて、12月FOMCで話題となったFRBのハト派転換も理論的には対ドルで見たRUBのサポート要因となりうる。ただし、RUBは欧米を中心とした経済制裁の影響もあり、海外からの資金流入は見込みにくい点は意識する必要があるだろう。世界経済の減速懸念の高まりに伴う原油価格の軟調さと、貿易収支の悪化リスクがRUBにとってはより重要だと見ている。

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.