

ロシアルール為替週報

2024年11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

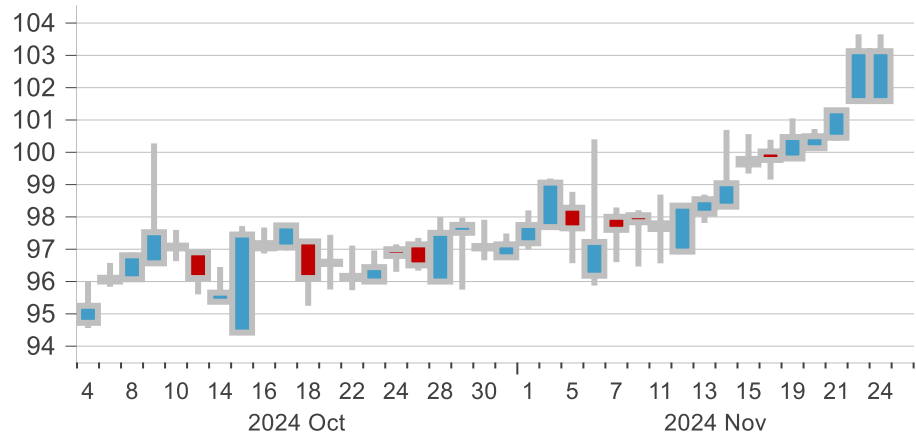
Private and confidential

MIZUHO

ロシア・ウクライナ情勢、ロシア経済 直近の動向

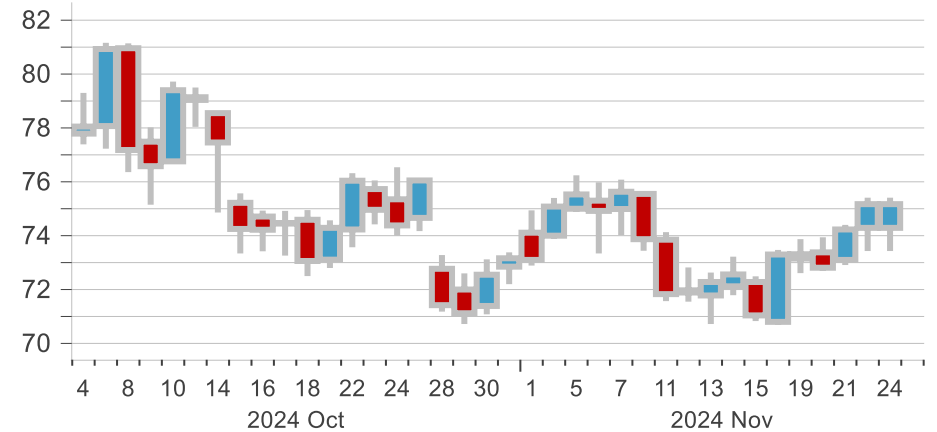
- 1) ウクライナ・ロシア両国は来年1月のトランプ次期米政権誕生に向け応酬を激化
 - ・ ウクライナ軍は米国と英国の長距離ミサイルを用いてロシア領を攻撃。
 - ・ 一方、ロシアは核兵器による脅しを強める。ロシアはIRBM（中距離弾道ミサイル）の投入を発表。IRBMは核兵器を搭載可能で射程が3,000～5,000キロメートルと欧州全域を射程に含めるが、米国本土には届かない。米国への刺激を避ける一方で、欧州への脅しを強めることで分断を図る意図があると見られる。
 - ・ ロシア軍はウクライナが越境攻撃で獲得したクルスク州の領土の約40%を奪還。北朝鮮軍を含む50,000人の人員で攻勢を準備。ゼレンスキー大統領は11月23日に、ウクライナがロシア領内への越境攻撃で獲得したクルスク州の領土の奪還が、プーチン大統領にとって最も重要との見方を示している。
- 2) トランプ次期米政権の閣僚人事は、バイデン政権のウクライナ支援の方針からの転換を示唆
 - ・ 外交を担うトップの国務長官にルビオ上院議員を指名（11月13日）。ルビオ氏は4月に議会が可決したウクライナ、イスラエルなどに対する軍事支援法案に反対票を投じている。11月はじめにも、ウクライナはロシアに占領されている全ての領土を奪い返すことに注力するよりも、交渉による解決を目指すべきだと指摘している。
 - ・ NATOの本部に駐在するアメリカの大使に、前のトランプ政権で司法長官代行を務めたウィテカー氏を起用すると発表（11月20日）。トランプ氏はウィテカー氏の指名について、同氏が米国第一主義をとることを強調。トランプ氏は1期目に防衛費の増額を同盟国に迫ったが、ウィテカー氏は同盟国にさらに圧力をかける役割を担うことになると見られている。
 - ・ ロシアのウクライナ侵略を巡る問題に対応する特使を新たに設け、グレネル元国家情報長官代行の起用を検討していると報じる（11月22日）。グレネル氏は、今年9月にトランプ氏とウクライナのゼレンスキー大統領が9月にニューヨークで会談した際に同席している。ロシア軍が支配するウクライナ領に「自治区」を設ける和平案を主張したほか、ウクライナの北大西洋条約機構（NATO）への早期加盟に反対している。
- 3) ロシアルーブルは対ドルで2022年3月以来の水準に下落。
 - ・ ロシアが核兵器を搭載可能で欧州全域を射程圏内に収めるIRBM（中距離弾道ミサイル）を投入したと発表したことで、欧州との緊張が一段と強まる。また、米バイデン政権がロシアの国際エネルギー決済に広く利用されているロシアの銀行ガスパロムバンクへの制裁を11月21日に発表したこともルーブルにとって打撃となった公算が大きい。

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）



MACROBOND

ブレント原油先物価格（1バレルあたり米ドル）



MACROBOND

ウクライナ・ロシア両国は来年1月のトランプ次期米政権誕生に向け応酬を激化

ウクライナ戦争の状況 米大統領選後

【ウクライナ軍は米国と英国の長距離ミサイルを用いてロシア領を攻撃】

- ・ ウクライナ、ロシア領内にATACMS使用で初の攻撃（11月19日）
- ・ ウクライナ、英国製長距離ミサイル「ストームシャドウ」でロシアを攻撃。（11月20日）
- ・ フランスのバロ外相がBBCとのインタビューの中でフランスが供与した長距離ミサイルでウクライナは自衛のためにロシア領内を攻撃できると発言。（11月23日）

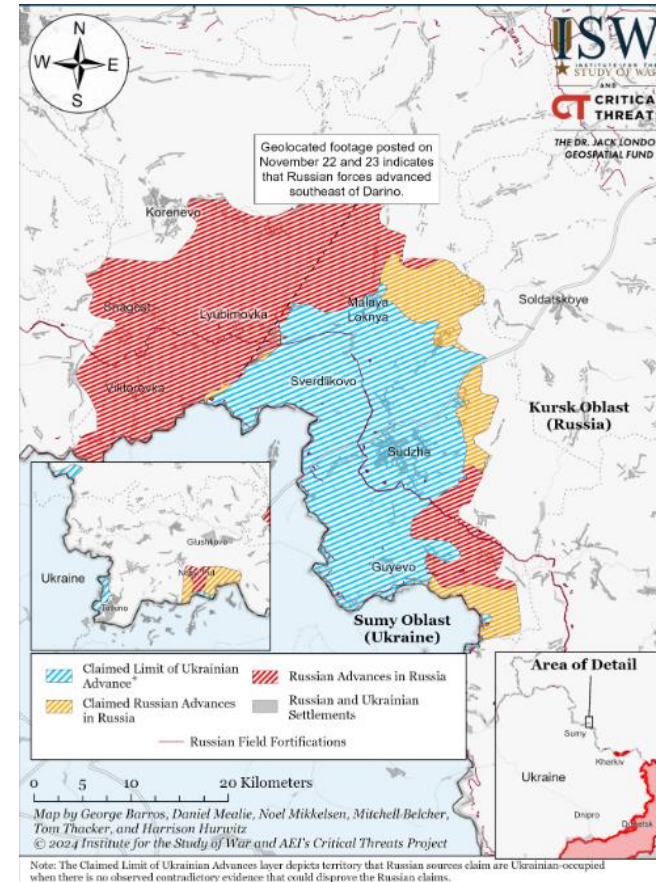
【ロシアは核兵器による脅しを強める】

- ・ プーチン大統領はドローンを含む通常兵器による大規模攻撃を受けた場合の対応として、核による報復を可能にする大統領令に署名。（11月19日）
- ・ ウクライナ空軍は、ロシアが夜間攻撃の一環として大陸間弾道ミサイル（ICBM）を発射したと発表。（11月21日）その後、ロシアが投入したのはICBMではなくIRBM（中距離弾道ミサイル）だと発表。IRBMは核兵器を搭載可能で射程が3,000～5,000キロメートルと欧州全域を射程に含めるが、米国本土には届かない。

【ロシア軍はウクライナが越境攻撃で獲得したクルスク州の領土の約40%を奪還。北朝鮮軍を含む50,000人の人員で攻勢を準備】

- ・ ウクライナによるロシア西部への越境攻撃について、ロイター通信はウクライナが当初、掌握したロシア領土の40%以上を失ったと報じる。（11月23日）
- ・ ウクライナ当局者と西側メディアは最近、ロシアが2025年1月下旬までにウクライナ軍をロシア領から追い出す作戦に備えて、約11,000人の北朝鮮軍を含む約50,000人の人員をクルスク州に集結させたと報じる。（11月23日）
- ・ ゼレンスキー大統領は首都キーウで「プーチン大統領にとってもっとも重要なことはウクライナ軍をクルスク州から追い出すことだ。来年1月20日までに追い出したいと思っているはずだ」と述べ、米国のトランプ次期大統領が就任する来年1月20日までにできるだけ有利な状況をつくらうとしているという見方を示す。

ロシア西部クルスク州の戦闘状況（11月23日時点）



注：青がウクライナ軍が占領している地域。赤がロシア軍が奪還した地域。
（出所：米戦争研究所 (ISW)）

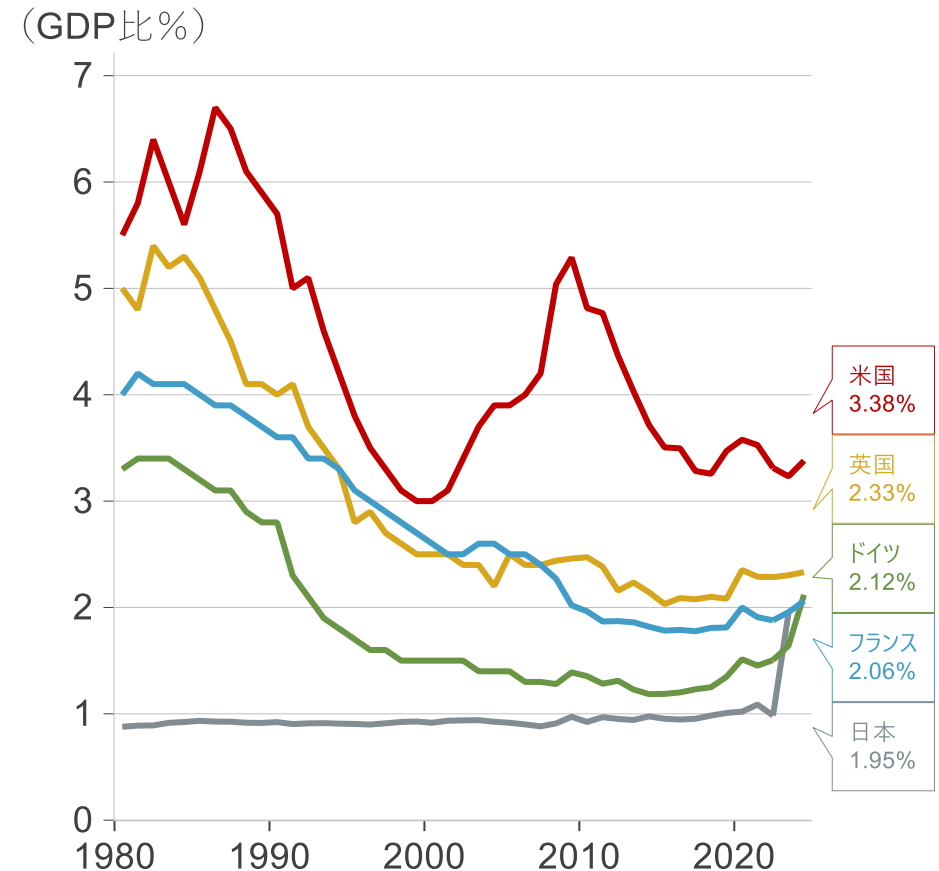
早期停戦を主張する米国のトランプ次期大統領が就任する来年1月20日に向け、ウクライナとロシアのミサイルの応酬が激化。ロシア軍は戦闘での攻勢を強める。ゼレンスキー大統領は11月23日に、ウクライナがロシア領内への越境攻撃で獲得したクルスク州の領土の奪還が、プーチン大統領にとって最も重要との見方を示している。

トランプ次期米政権の閣僚人事は、バイデン政権のウクライナ支援の方針からの転換を示唆

トランプ次期米政権の動き

- 米ワシントン・ポスト紙は、トランプ氏とプーチン大統領が11月7日に電話会談を実施したと伝える。(11月10日)
- トランプ次期米大統領は外交を担うトップの国務長官にルビオ上院議員を指名(11月13日)。ルビオ氏は4月に議会が可決したウクライナ、イスラエルなどに対する軍事支援法案に反対票を投じている。11月はじめにも、ウクライナはロシアに占領されている全ての領土を奪い返すことに注力するよりも、交渉による解決を目指すべきだと指摘している。
- ロシア政府はトランプ氏とウクライナでの停戦の可能性を話し合う用意があると表明。(11月20日)
- トランプ次期米大統領はNATOの本部に駐在するアメリカの大使に、前のトランプ政権で司法長官代行を務めたウィテカー氏を起用すると発表(11月20日)。トランプ氏はウィテカー氏の指名について、同氏が米国第一主義をとることを強調。トランプ氏は1期目に防衛費の増額を同盟国に迫ったが、ウィテカー氏は同盟国にさらに圧力をかける役割を担うことになると見られている。
- NATOのルッテ事務総長が、米フロリダ州パームビーチでトランプ次期米大統領と会談。(11月22日) NATOは今回の会談に関する声明を23日に公表し、両氏が「世界の安全保障問題」について幅広く協議したことを明らかにした。
- ロイター通信は、トランプ次期米大統領がロシアのウクライナ侵略を巡る問題に対応する特使を新たに設け、グレネル元国家情報長官代行の起用を検討していると報じる(11月22日)。グレネル氏は、今年9月にトランプ氏とウクライナのゼレンスキー大統領がニューヨークで会談した際に同席している。ロシア軍が支配するウクライナ領に「自治区」を設ける和平案を主張したほか、ウクライナの北大西洋条約機構(NATO)への早期加盟に反対している。

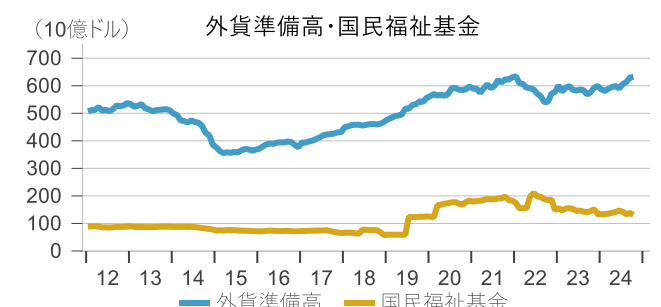
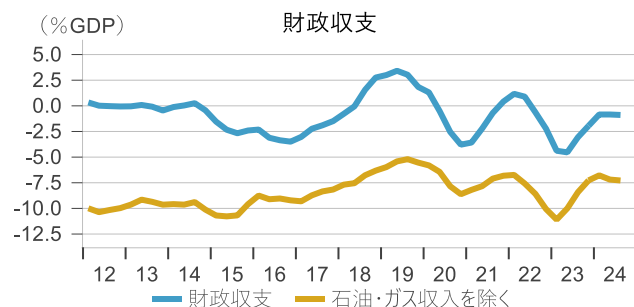
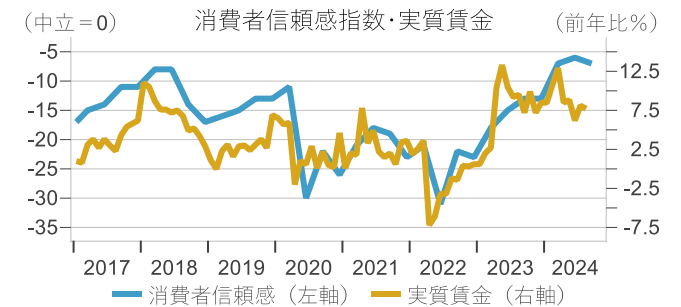
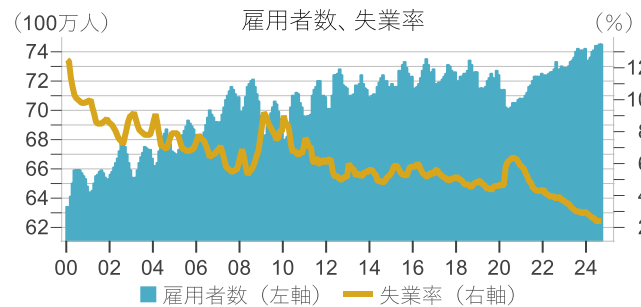
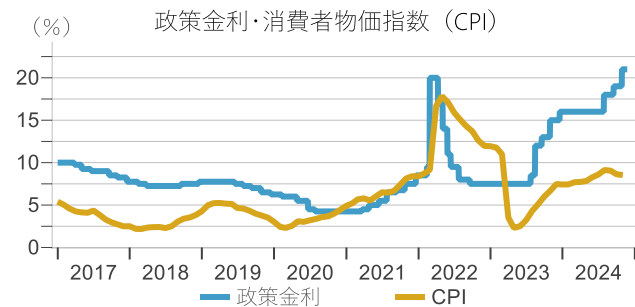
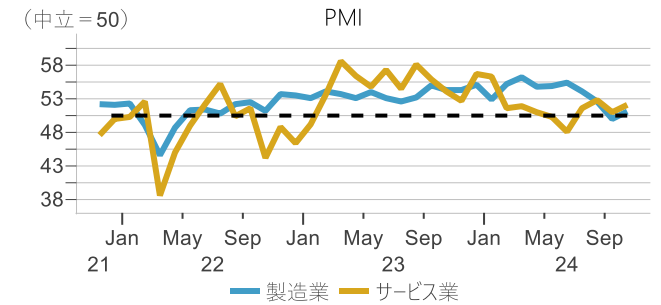
主要国 防衛費推移



(出所：NATO、財務省、マクロボンド、みずほ)

トランプ氏は来年1月の大統領就任までにウクライナ戦争を終わらせるとしているが、どのようなディールを行うつもりなのかは見えない。もっとも、次期政権の閣僚人事は、トランプ次期米政権がウクライナへの支援を縮小し、同盟国に対しては防衛費支出の増加を求めるほか、ウクライナに対しては領土に対する譲歩や同国が求めるNATO早期加盟の棚上げを求める可能性を示唆するものと見られる。

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、マクロポンド、みずほ

ロシアルーブル中期見通し：市場予想を上回る大幅利上げ

ロシアルーブル（RUB）対ドル・対円見通し（2024年10月31日時点）

	Spot	2024 12月	2025 3月	6月	9月	12月
ドル／ルーブル	96.8	97.0	98.0	99.0	100.0	101.0
ルーブル／円	1.57	1.57	1.53	1.53	1.53	1.53
ドル／円	152	152	150	151	153	155

注：ドル円の見通しは「中期為替相場見通し」（2024年10月30日発行）より抜粋。

- 10月のRUBは前半に対ドルで下落したあと、後半はほぼ横ばいの動きとなっている。ロシア中央銀行による大幅利上げや、中東情勢の緊迫化などを背景とする原油価格の上昇に対しては、感応度の鈍い展開となった。
- ロシア中央銀行は10月25日、市場予想（1.00％ポイント）を上回る2.00％ポイントの利上げを実施した。利上げ後の政策金利は21.00％と2022年2月のウクライナ侵略開始後のピークである20.00％を上回った。ロシア中央銀行はインフレ率が前年比+4.0％のターゲット水準に戻るのには、従来見込んでいた2025年ではなく、2026年にずれこむとの見方を示している。
- 地政学的な話題では、北朝鮮のウクライナ派兵が注目を集めた。米政府は10月上旬から中旬に少なくとも3000人の兵士がロシア東部に入り、訓練を受けているとの分析を明かした。韓国の情報機関・国家情報院は派遣規模は総勢1万2000人にのぼると推定している。北朝鮮が参戦によってロシアから通常兵器の現代化、弾道ミサイルや軍事偵察衛星などへの技術支援を要求している可能性。また、北朝鮮はロシアに協力してウクライナに出兵したという「実績」を作ることで、朝鮮半島有事の際のロシア軍の参戦の確率を上げる目的もあるという見方もある。
- RUB相場は引き続き、金利差や原油価格といったファンダメンタルズと乖離した動きが継続しているが、地政学リスクの高まりに伴う不安定化リスクは意識する必要があるだろう。

ロシアルーブル対ドルレート推移

(USDRUB)



注：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。

MACROBOND

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.