

ロシア・ウクライナ情勢週報

2025年11月25日

みずほ銀行欧州資金部/みずほインターナショナル
欧州資金部
シニアストラテジスト
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) トランプ米大統領は、ロシアのウクライナ侵攻をめぐる28項目の和平案について、27日までに回答するようウクライナに求める。(11月21日)
 - ・ 欧米メディアが報じた当初の28項目からなる和平案には、ロシアの侵略による領土拡大を追認し、ウクライナの主権を大きく損なう内容が含まれている。
 - ・ トランプ氏は、ロシアには和平を進める意思がまだないとみなし、10月22日に首脳会談の計画をとりやめ、ロシア石油大手への経済制裁に初めて踏み切ったほか、プーチン大統領との首脳会談も中止した。だが今回、一転してウクライナに強硬な案を突きつけた。
 - ・ ロシアはドミトリエフ・政府系ファンド総裁を派遣し、トランプ氏に近いワイトコフ米特使と共に和平案を準備してきた。トランプ氏は10月初めに、イスラエルに圧力をかけながらワイトコフ氏らの働きで20項目のガザ和平案を成功させた経験をしており、同様にウクライナでの戦争も終わらせると期待するようになったものと見られる。
 - ・ ロイター通信は、米国はウクライナが拒めば機密情報の共有や兵器の供給を止めると脅していると報じた。
 - ・ 和平案には、ウクライナ復興のためにEUが活用の可能性を検討してきたロシアの凍結資産を「米国主導のウクライナ再開発の投資」に使い、米国が50%の利益を得る、との提案も含まれている。凍結資産の使い道には「米ロの合併事業」も掲げられた。あからさまな「米国第一」の内容だとして、ドイツのメルツ首相らも反発している。
 - ・ ウクライナと米国による高官協議が11月23日、スイスのジュネーブで開かれた。英仏蘭西独も参加。ルビオ米 국무長官は和平案に「変更」を加え、「素晴らしい進展」があったと説明。
- 2) ウクライナでは、国営原子力企業を舞台に、政権幹部らも関わっていた疑惑がある汚職事件の捜査が進む。
 - ・ ロシア侵攻下での防御施設建設契約に絡み、契約額の10～15%に相当する約1億ドルのキックバックが発覚し、政権幹部や企業経営陣を含む複数の高官が捜査対象となっている。
 - ・ 11月中旬には閣僚2人が辞任。G7大使やEUは捜査機関への圧力を懸念し「独立機関の保護を」と声明。
 - ・ 主犯格のティムール・ミンディチ氏は、ゼレンスキー大統領の元テレビ制作会社の共同創業者であり近い関係にある。同氏は起訴前に国外逃亡。

ロシアルーブル 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)

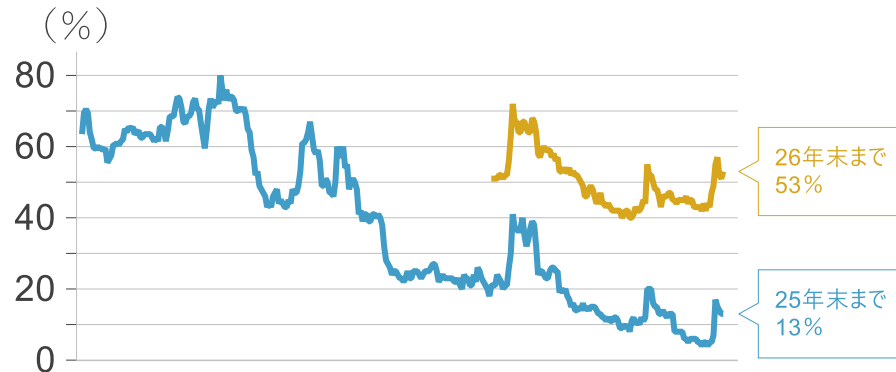


MACROBOND

ウクライナ停戦に向けた市場の思惑は強まる。原油やガス価格に下押し圧力が強まる可能性も。

市場で高まるウクライナ停戦への期待

賭けサイト「Polymarket」で織り込まれているウクライナ停戦実現の確率



2029年2月償還 クーポン4.5% ドル建てウクライナ国債価格



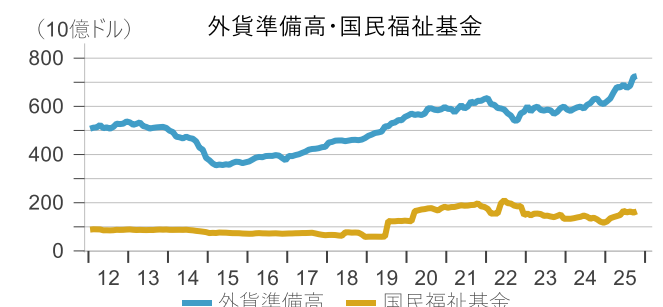
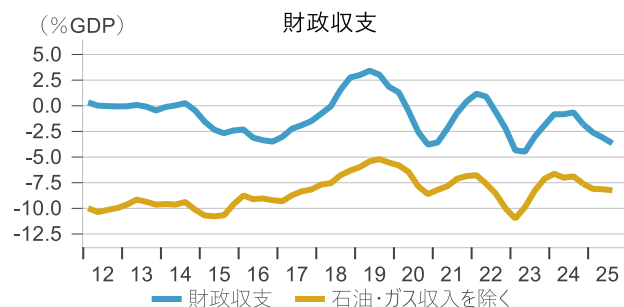
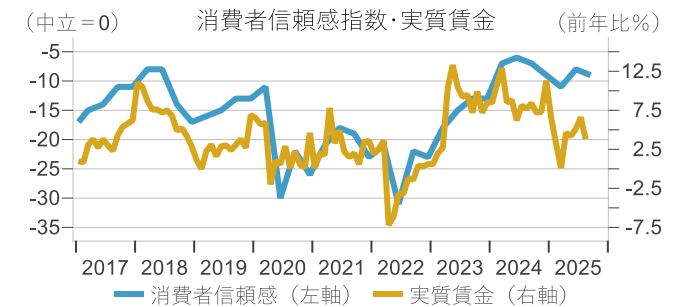
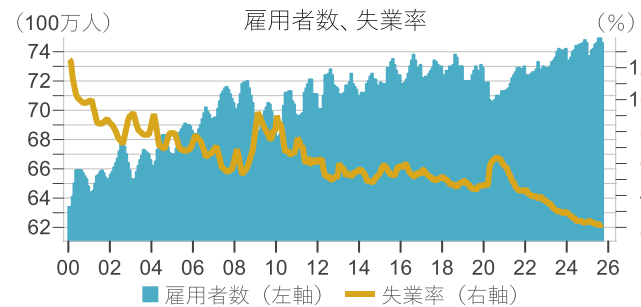
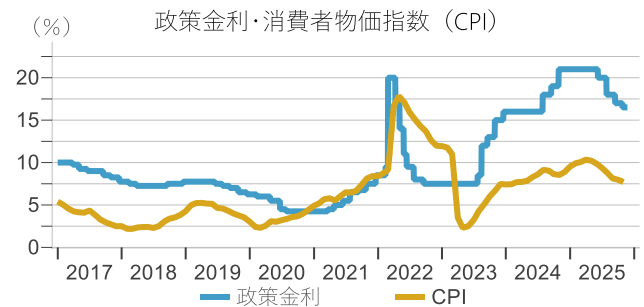
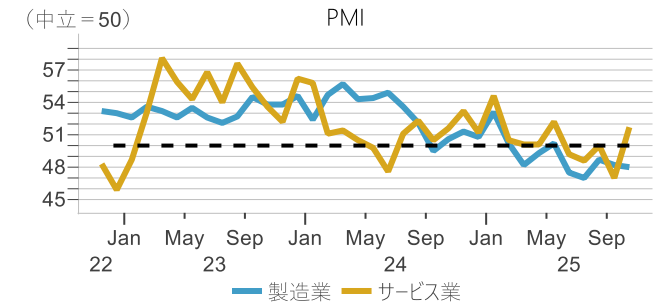
(出所：ブルームバーグ マクロボンド、みずほ)

欧米メディア報道のトランプ政権のウクライナ和平案（主なもの）

1. 領土関連
 - ウクライナは全クリミア、ドンバス（ルハンシク／ドネツク地域）、ロシア支配地域を「ロシア領（土地凍結）として認める」。
 - ザポロジヤとヘルソンの紛争ラインは現状維持。
2. 軍事制限・安保条項
 - ウクライナ軍は100万人規模から60万人体制に削減。
 - ウクライナはNATO非加盟を憲法に明記。NATO軍の国内駐留禁止。
 - 仮にロシアが再侵攻すれば「断固たる軍事的対応」とグローバル制裁が復活。しかし米軍やNATOの自動介入義務はなし。
 - ウクライナがロシア侵攻等を行った場合、安保保証は無効化。
 - 平和条項として、ロシア側にも欧州への侵攻放棄を法律化。
3. 政治制度・選挙
 - 戦時中の選挙停止から100日以内に国内選挙を実施。
4. 経済・再建・制裁
 - 米欧による総額2000億ドルの再建支援（例：米1000億）。
 - 冷凍されたロシア資産1000億ドルをウクライナ再建に活用。
 - ロシアは段階的に制裁解除・G8復帰・米露共同開発（AI・希土類）に参加。
5. 原子力施設・核政策
 - ザポロジヤ原発はIAEA管理下に置かれ、電力供給は対等に共有。
 - ウクライナの非核化宣言。
6. 域内体制
 - ウクライナのEU加盟には門戸が開かれ、暫定特惠措置あり。
 - ロシアとの共同調整機関を創設し、計画の遵守監視へ。

報じられているトランプ政権の和平案は、ウクライナにとって非常に不利なものだが、汚職問題で国内での支持が揺らぐゼレンスキー大統領は受け入れざるを得ないという見方も強まりつつある。和平案では段階的な制裁解除も記載されており、ロシア産エネルギーの供給拡大観測から、原油やガス価格に下押し圧力が強まる可能性も。

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：米国・EUによる制裁の強化

ロシアルーブル（RUB）対ドル・対円見通し（2025年10月29日時点）

	Spot	2025 12月	2026 3月	6月	9月	12月
ドル／ルーブル	80.0	84.0	86.0	88.0	90.0	92.0
ルーブル／円	1.91	1.80	1.73	1.69	1.68	1.67
ドル／円	153	151	149	149	151	154

注：ドル円の見通しは「みずほ中期為替相場見通し」（2025年10月29日発行）より抜粋。

- 10月のRUBは原油価格やロシア中銀の金融政策よりも、米欧による追加制裁の有無が最大の不安定要因となり、方向感を欠いた展開が続いた。特に米国・EUによる制裁強化の観測が強まるたびに、ルーブルは上値の重い動きとなり、中期的にも制裁動向次第で大きく左右される状況が続いている。
- 経済面では、ロシア経済は原油価格や制裁動向に大きく依存している。ロシア財務省は国家予算の前提となるブレント原油価格の基準を、現行の1バレル60ドルから2030年までに55ドルへ段階的に引き下げる方針を示した。原油価格が基準を上回る場合は超過分を国家福祉基金（NWF）に積み立て、下回る場合はNWFを取り崩して予算穴埋めを行う仕組みだが、戦争長期化でNWF残高は大幅に縮小し、財政赤字の拡大が続く。2025年1月には法人税・所得税増税が実施されたが、現在は付加価値税（VAT）引き上げも検討されている模様だ。
- 金融政策では、ロシア中銀が10月24日に政策金利を17.0%から16.5%へ引き下げた。これは4会合連続の利下げとなるが、インフレリスクの高まりを受けて利下げ幅は市場予想（100bp）の半分にとどまった。2025年のインフレ率見通しは6.5～7.0%（7月時点では6.0～6.5%）に上方修正され、インフレ目標達成時期も2026～2027年へ延期。政策金利見通しも12～13%から13～15%へ引き上げられ、金融緩和余地は限定的との見方が強まっている。
- 政治・外交面では、米国・EUはロシアへの追加制裁を強化。米国はロスネフチやルクオイルなど主要石油企業への資産凍結・取引禁止を発動し、EUもLNG輸入禁止や金融網への規制強化を進めている。EUはロシア産LNGの段階的輸入禁止を決定し、短期契約分は2026年4月25日から、長期契約分は2027年1月1日から対象となる。中国・インドをはじめとする第三国向けのロシアのエネルギー輸出に対しても、米国は「二次関税」課税の方針を強めており、戦争終結に向けてロシアの戦争継続能力を絶とうとする姿勢を強めている。引き続きRUB相場においても制裁強化の流れが影響しよう。

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]@mizuhoibus.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.