

ロシア・ウクライナ情勢週報

2025年2月17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

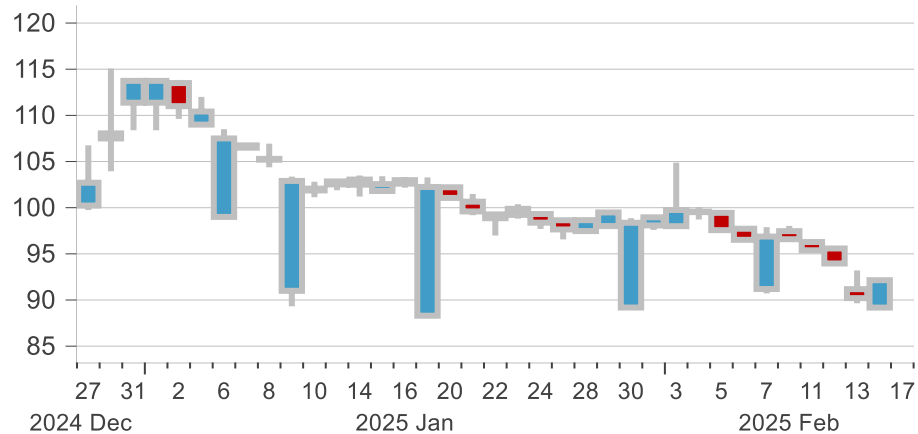
Private and confidential

MIZUHO

ロシア・ウクライナ情勢、ロシア経済 直近の動向

- 1) トランプ大統領はロシアのプーチン大統領と電話で会談したと発表し、ロシアとウクライナの戦闘の終結に向けて、交渉を始めることで合意したと明らかに。（2月12日）
 - ・ ゼレンスキー大統領は13日、記者団に対しトランプ大統領が自身より先にロシアのプーチン大統領と会談したことについて「不快だ」と述べる。
 - ・ 会談に先立ち、11日にはロシアで拘束されていた米国人教師マーク・フォーク氏が解放される。
- 2) ヘグセス米国防長官はNATO本部で開かれた防衛相の会議で、前バイデン政権の政策からの転換を鮮明に。（2月12日）
 - ・ 「南部クリミア半島をロシアに一方的に併合された2014年以前の領土の状態に戻すことは「非現実的」で「幻想的」な目標だ」
 - ・ 「ウクライナのNATO加盟は現実的ではない」
 - ・ 「欧州および欧州以外の軍隊によって（ウクライナの安全が）担保されなければならない」「軍の配備はNATOの任務とせず、NATOの集団防衛の規定の適用対象とすべきではない」
 - ・ 「いかなる安全保障の取り組みにおいても、ウクライナに米軍を配備することはない」
 - ・ 「NATO加盟国が目標とするGDP比2%の国防費支出は、5%に引き上げるべき」
- 3) ゼレンスキー大統領は、トランプ氏が構想する和平案に参加する用意があるとし、ロシアとの直接協議に前向きな姿勢を示す。（2月14日）
 - ・ ミュンヘン安全保障会議でのバンス副大統領との会談前に発言。
 - ・ バンス氏はゼレンスキー氏との会談後、停戦は持続的なものでなければならないと発言。
- 4) ロシア中央銀行は政策金利を21%で据え置く。（2月14日）
 - ・ ただし、声明文では、「インフレ減速のスピードと持続性を考慮し、次回の会合で金利引き上げの必要性を評価する」と述べ、利上げ再開の可能性を示唆。
- 5) ロシアルーブルは停戦協議開始への期待値の高まりもあり、主要通貨に対して上昇。

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）



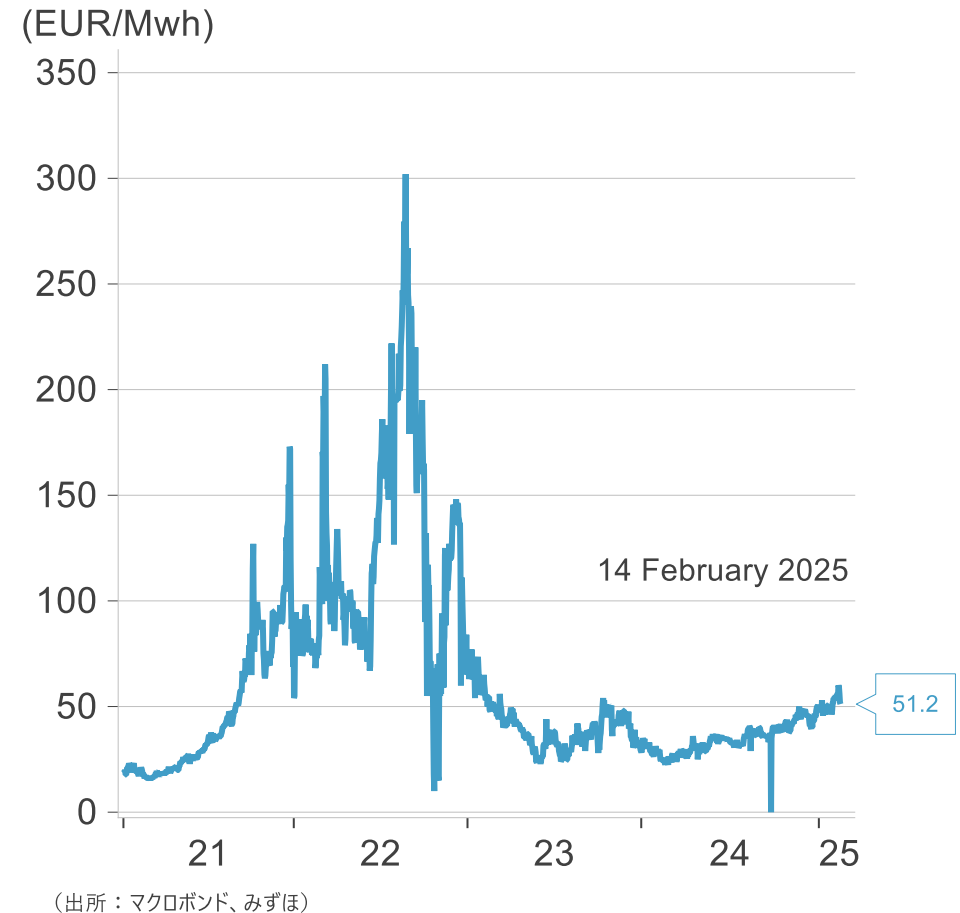
MACROBOND

ウクライナ停戦協議開始に向けた機運が（唐突に）高まる

直近の動き

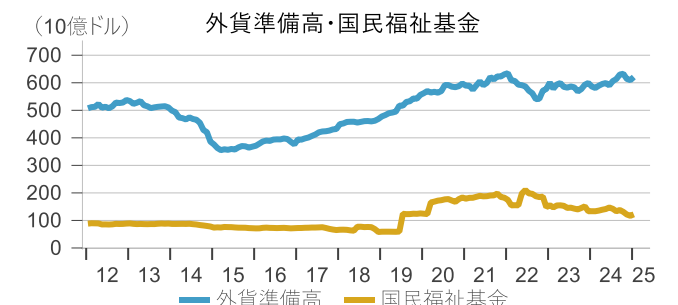
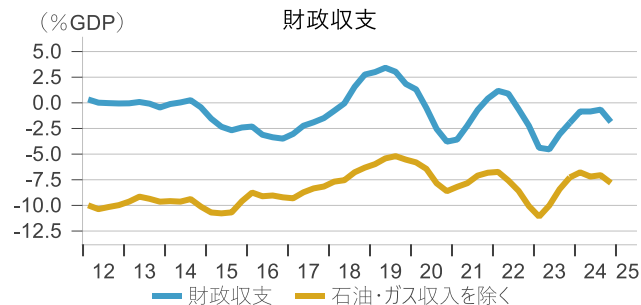
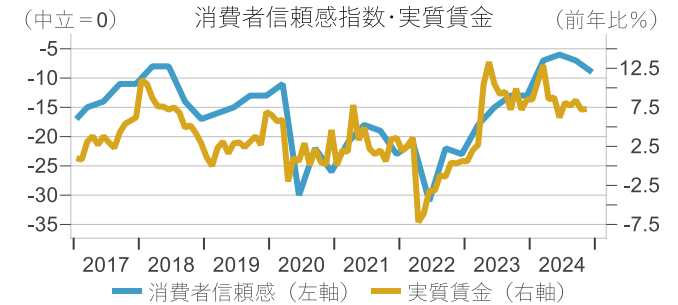
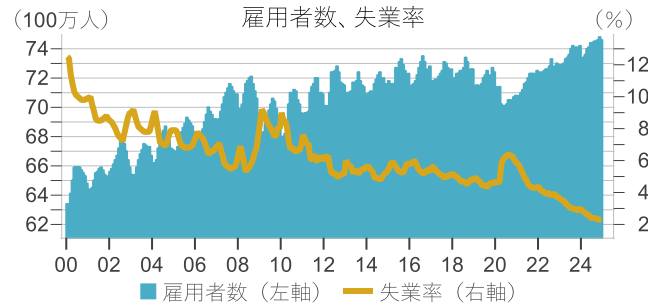
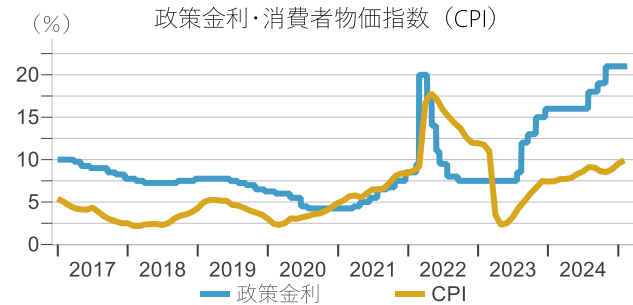
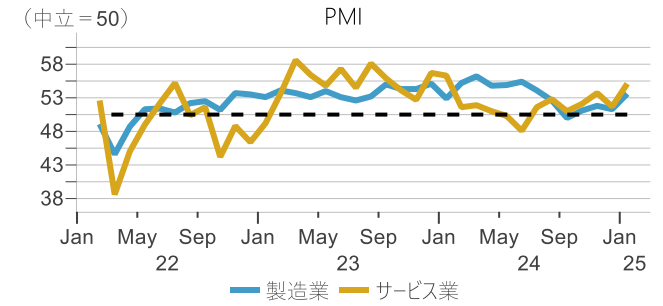
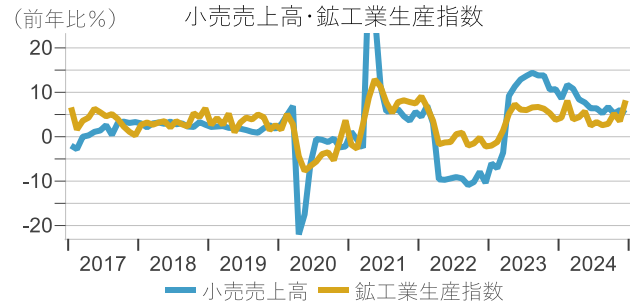
- 1) トランプ大統領はロシアのプーチン大統領と電話で会談したと発表し、ロシアとウクライナの戦闘の終結に向けて、交渉を始めることで合意したと明らかに。（2月12日）
 - ・ ゼレンスキー大統領は13日、記者団に対しトランプ大統領が自身より先にロシアのプーチン大統領と会談したことについて「不快だ」と述べる。
 - ・ 会談に先立ち、11日にはロシアで拘束されていた米国人教師マーク・フォークル氏が解放される。
- 2) ヘグセス米国防長官はNATO本部で開かれた防衛相の会議で、前バイデン政権の政策からの転換を鮮明に。（2月12日）
 - ・ 「南部クリミア半島をロシアに一方的に併合された2014年以前の領土の状態に戻すことは「非現実的」で「幻想的」な目標だ」
 - ・ 「ウクライナのNATO加盟は現実的ではない」
 - ・ 「欧州および欧州以外の軍隊によって（ウクライナの安全が）担保されなければならない」「軍の配備はNATOの任務とせず、NATOの集団防衛の規定の適用対象とすべきではない」
 - ・ 「いかなる安全保障の取り組みにおいても、ウクライナに米軍を配備することはしない」
 - ・ 「NATO加盟国が目標とするGDP比2%の国防費支出は、5%に引き上げるべき」
- 3) ゼレンスキー大統領は、トランプ氏が構想する和平案に参加する用意があるとし、ロシアとの直接協議に前向きな姿勢を示す。（2月14日）
 - ・ ミュンヘン安全保障会議でのバンス副大統領との会談前に発言。
 - ・ バンス氏はゼレンスキー氏との会談後、停戦は持続的なものでなければならないと発言。

天然ガス（オランダTTF）の動き



米国、ロシア、ウクライナのそれぞれの思惑には隔たりが大きいと見られるが、市場はエネルギー価格下落など停戦後を見据えた動きとなっている。

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、マクロボンド、みずほ

ロシアルーブル中期見通し：停戦協議開始を睨んだ展開に

ロシアルーブル（RUB）対ドル・対円見通し（2025年1月31日時点）

	Spot	2025 3月	6月	9月	12月	2026 3月
ドル／ルーブル	98.4	100.0	102.0	104.0	106.0	108.0
ルーブル／円	1.57	1.54	1.50	1.51	1.51	1.48
ドル／円	154	154	153	157	160	160

注：ドル円の見通しは「中期為替相場見通し」（2025年1月31日発行）より抜粋。

- 1月のRUBは月間を通して見れば対ドルで100をはさみ、じりじりとRUB高となっている。もっとも、時折、上下に大きく振れる動きも見られ、流動性の薄さを感じさせる。原油価格は年明け後、バイデン前政権による対ロシア追加制裁の発動を受けて急上昇後、トランプ大統領就任後は同氏がOPECに対し増産を求めたこともあり急低下するなど、値動きの荒い展開となっているが、RUBが原油価格の乱高下に連られる動きは見られない。
- ロシア経済・金融市場・さらにはロシア・ウクライナ情勢の先行きを見極めるうえでは、停戦協議の進展の有無が焦点となるが、今のところあまり手がかりはない状況だ。
- トランプ米大統領は1月22日、ロシアによるウクライナ侵略について「今すぐ決着をつけ、このばかげた戦争を止めろ。悪化する一方だ」と停戦を要求し、「すぐに取り引しないなら、高水準の関税、制裁を科す以外に選択肢はない」と警告した。対するプーチン大統領は、1月24日に国営テレビで放映された発言の中で、こうした脅しは受け流しつつ、「トランプ米大統領と会談し、ウクライナ情勢や原油価格などについて協議する用意がある」と発言している。プーチン氏はまた、「原油やエネルギーの問題について話し合うべきことはたくさんある」、「たとえ対ロシア追加制裁の可能性について耳にしていたとしても、トランプ氏が米国経済に打撃を与えるような決定を下すとは思えない」と続けた。
- RUBはやや落ち着きを取り戻しつつあるものの、エネルギー輸出への打撃への懸念や、インフレ加速などの国内のファンダメンタルズ悪化を考慮すれば、基調的なRUB安は継続する公算が大きい。

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]@mizuho-cbus.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.