

ロシア・ウクライナ情勢週報

2025年4月28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

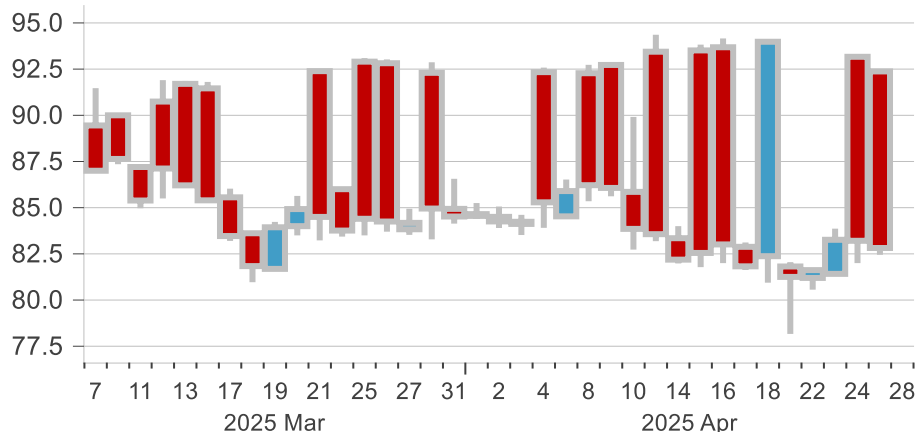
Private and confidential

MIZUHO

ロシア・ウクライナ情勢、ロシア経済 直近の動向

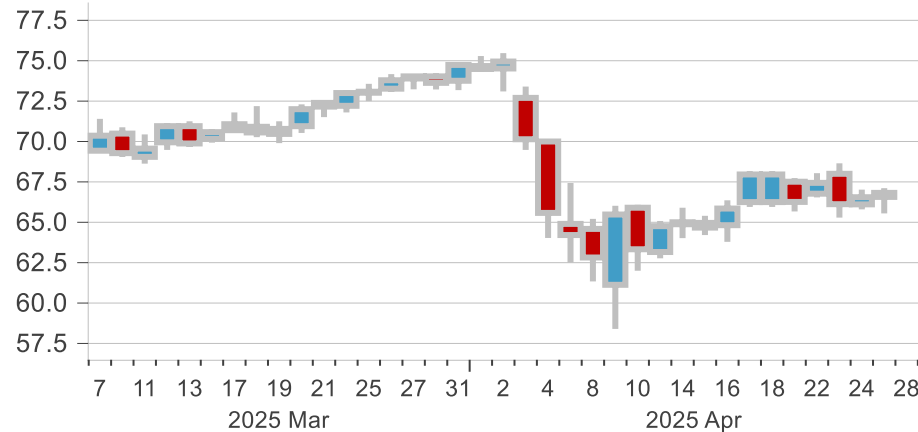
- 1) ロ이터がウクライナ戦争の停戦条件を巡る、米国案と欧州案の詳細を報じる。(4月25日)
 - 両者の最大の違いは、ウクライナの領土を巡る問題。米国案では、ロシアによる2014年のクリミア併合を米政府が承認することが含まれている。一方、欧州案では、そうした領土の取り扱いは、停戦が実現してから、としている。
 - 停戦後のウクライナの安全保障を巡る文言にも大きな隔たり。米国案では、robust security guarantee (力強い安全保障) が欧州有志国および友好国から提供されるとし、停戦後の自らの軍事的関与は確約せず。さらに、ウクライナのNATO加盟の可能性を排除。欧州案では、米国も含む同盟国による安全保障の提供が呼びかけられている。
 - 対ロシア制裁に対するスタンスも大きく異なっている。米国案では2014年以降、ロシアに課された制裁を解除することが盛り込まれている。これに対し、欧州案は「恒久的な平和」が実現した場合のみロシアに対する制裁が緩和されるとし、また、合意を破った場合にロシアに対し制裁を再度課すことを求めている。
 - ウクライナのゼレンスキー大統領は、4月22日に、あらゆる領土的な妥協を伴う和平交渉を拒否する、それはウクライナの憲法に違反する、と発言しており、米国案を拒否する姿勢を鮮明に。
- 2) プーチン大統領が、米国のワイトコフ特使と4度目の会談。(4月25日)
 - ウクライナと直接交渉再開の可能性が主な議題だったと報じられる。
 - これに先立ち4月22日にはロシアのプーチン大統領が米国のワイトコフ特使と11日に会談した際に、ウクライナへの侵攻を現在の戦闘ラインで停止する用意があると伝えたと英FTが報じる。
- 3) トランプ氏とゼレンスキー氏が会談。(4月26日)
 - ローマ教皇フランシスコのパチカンでの葬儀参列に先立ち、約15分間会談。怒鳴り合いとなった2月28日のホワイトハウスでの会談以来、ゼレンスキー氏は、「確実に永続的な和平」の可能性に期待を示し、「良い会談」だったと評価。
 - 会談後、トランプ氏は自身のSNSの中で、ロシアに対する銀行制裁や、ロシアからエネルギーなどを輸入している国に対する「二次制裁」の可能性に言及している。
- 4) ロシア中央銀行は政策金利を21.00%で据え置き。(4月25日)
 - ナビウリナ総裁はインフレ率が一貫して4%の目標に向かって減速していることが確実になるまでは金融緩和は検討されないと述べた。
 - 2025年の実質GDP成長率の見通しは前年比+1~2%、インフレ見通しは前年比+7~8%に据え置いている。

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

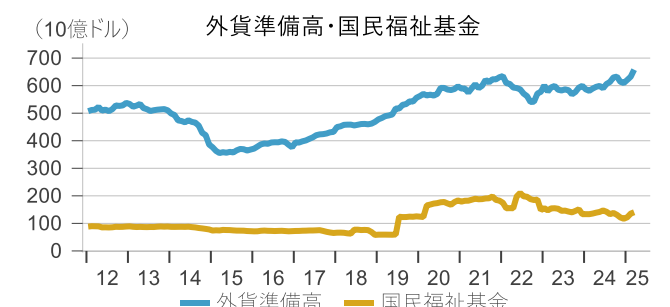
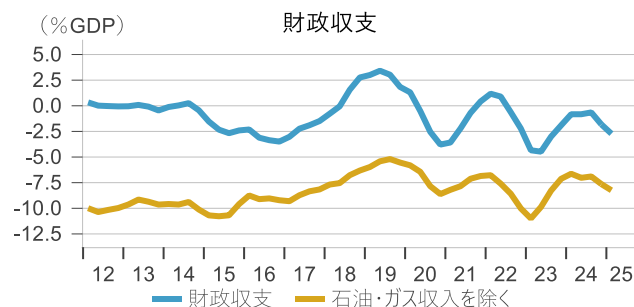
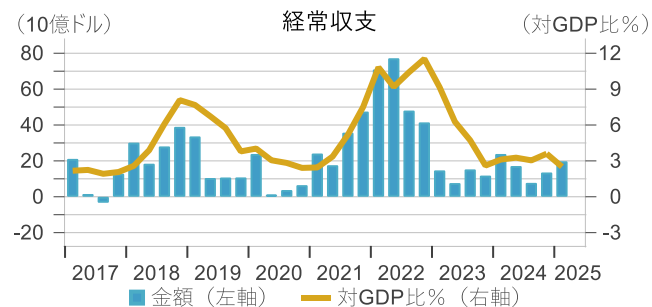
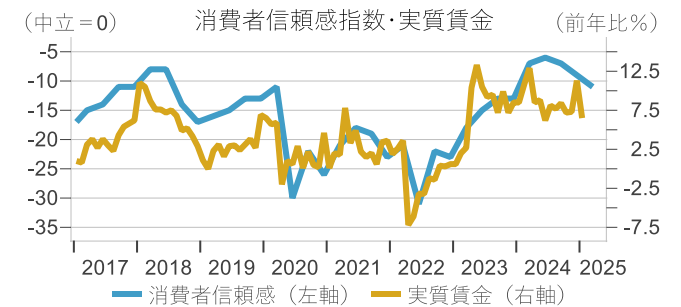
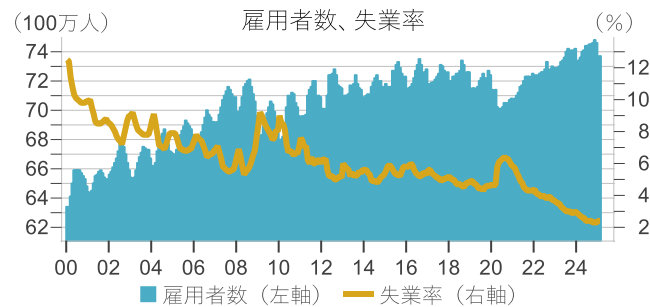
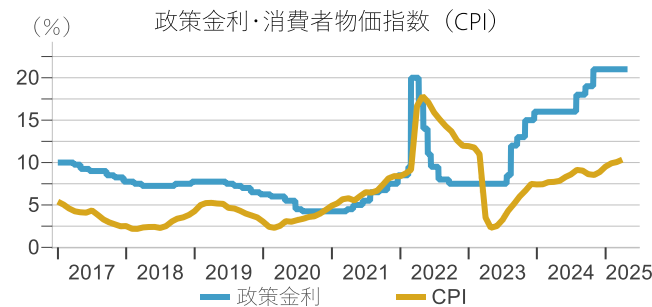
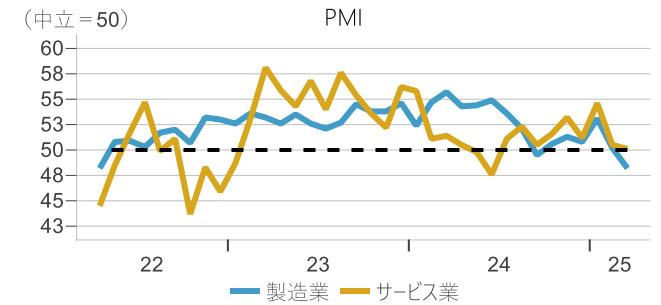
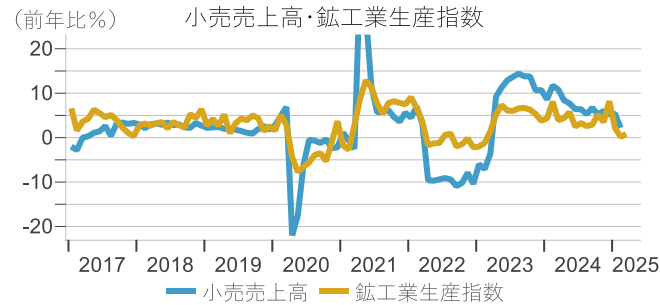
ロイターがウクライナ戦争の停戦条件を巡る、米国案と欧州案の詳細を報じる。(4月25日)

ウクライナ戦争を巡る停戦案 米国案と欧州案の比較

	米国案	欧州各国・ウクライナ案
ロシアが占領しているウクライナの領土の取り扱い	ロシアによる2014年のクリミア併合を米政府が承認。	領土の取り扱いは、停戦が実現してから。
停戦後のウクライナの安全保障	robust security guarantee(力強い安全保障)が欧州有志国および友好国から提供されるとし、停戦後の自らの軍事的関与は確約せず。さらに、ウクライナのNATO加盟の可能性を排除。	米国も含む同盟国による安全保障の提供。
対ロシア制裁	2014年以降、ロシアに課された制裁を解除。	「恒久的な平和」が実現した場合のみロシアに対する制裁が緩和されるとし、また、合意を破った場合にロシアに対し制裁を再度課すことを求めている。
ロシアに連れ去られたウクライナの子供の帰還	言及なし。	ロシアに対し、ウクライナの子供の帰還を要求。

両者の主張の隔たりが鮮明に。これに先立ちウクライナのゼレンスキー大統領は、4月22日に、あらゆる領土的な妥協を伴う和平交渉を拒否する、それはウクライナの憲法に違反する、と発言しており、米国案を拒否する姿勢をはっきりとさせている。ウクライナ停戦に向けた協議が停滞するなか、いらだちをつのらせた米トランプ政権が一方的に離脱を宣言するリスクが懸念される。

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、マクロボンド、みずほ

ロシアルーブル中期見通し：停戦交渉では安易な妥協は行わない姿勢

ロシアルーブル（RUB）対ドル・対円見通し（2025年3月31日時点）

	Spot	2025			2026	
		6月	9月	12月	3月	6月
ドル／ルーブル	84.5	82.0	80.0	84.0	88.0	92.0
ルーブル／円	1.78	1.87	1.93	1.85	1.77	1.66
ドル／円	150	153	154	155	156	153

注：ドル円の見通しは「みずほ中期為替相場見通し」（2025年3月31日発行）より抜粋。

- 3月のRUBは上下に振れを伴いながらも、今年1月以降の対主要通貨での反発が続いている。RUBの上昇には、ウクライナ戦争の停戦、さらには停戦協議を通じて、ロシアが米国から制裁緩和などの果実を得るのではないかとという見方が背景にあるだろう。
- 3月19日には米露首脳が電話会談を実施し、エネルギーインフラへの30日間の攻撃停止で合意と発表した。守られているかは不明だ。また、その後も25日には黒海での停戦で合意したが、ロシアは事前の制裁解除を要求しており、米国の主張との間で食い違いが見られる。
- ロシアは早期に結果を得たいトランプ政権との交渉の中で、ウクライナ領内での支配地域の国際的な承認や、ウクライナでの大統領選挙の実施（とゼレンスキー大統領の排除）といった成果を得ようとしているものと見られる。強気の交渉を行い、安易な妥協は行わない姿勢が改めて鮮明となっている。トランプ大統領はこうしたロシアの姿勢に対し、関税の引き上げを含む制裁強化の姿勢を示しているが、ロシアに通用するかは不明である。
- 一方、国内要因では21日にロシア中央銀行の金融政策決定会合があった。同中銀は政策金利を21%で据え置いたうえで、声明文の中で、必要ならインフレ率を4%目標に戻すため追加利上げを検討すると述べている。年後半の利下げ開始の可能性を見込む向きも多いが、ナビウリナ総裁は、利下げについては全く議論されなかったと述べている。
- 対ドル80台までRUBが上昇したことで、停戦・制裁緩和を期待したRUB買いにもやや一服感が出ている。RUB高に伴う輸出・財政への悪影響への懸念が出てきてもおかしくはないだろう。もっとも、ロシア中銀の金利据え置きにも見られるように、現時点ではRUB高の抑制をロシア当局が意図している兆しは見え、当面は底堅い推移が続くものと見られる。

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.