

2025 年 1 月 30 日 全 7 頁

トランプ大統領が 6 ヶ月で本当に戦争を止めたら金融市場はどのような

ウクライナ停戦協議の 3 つのシナリオ

金融調査部 主席研究員 菅野泰夫

[要約]

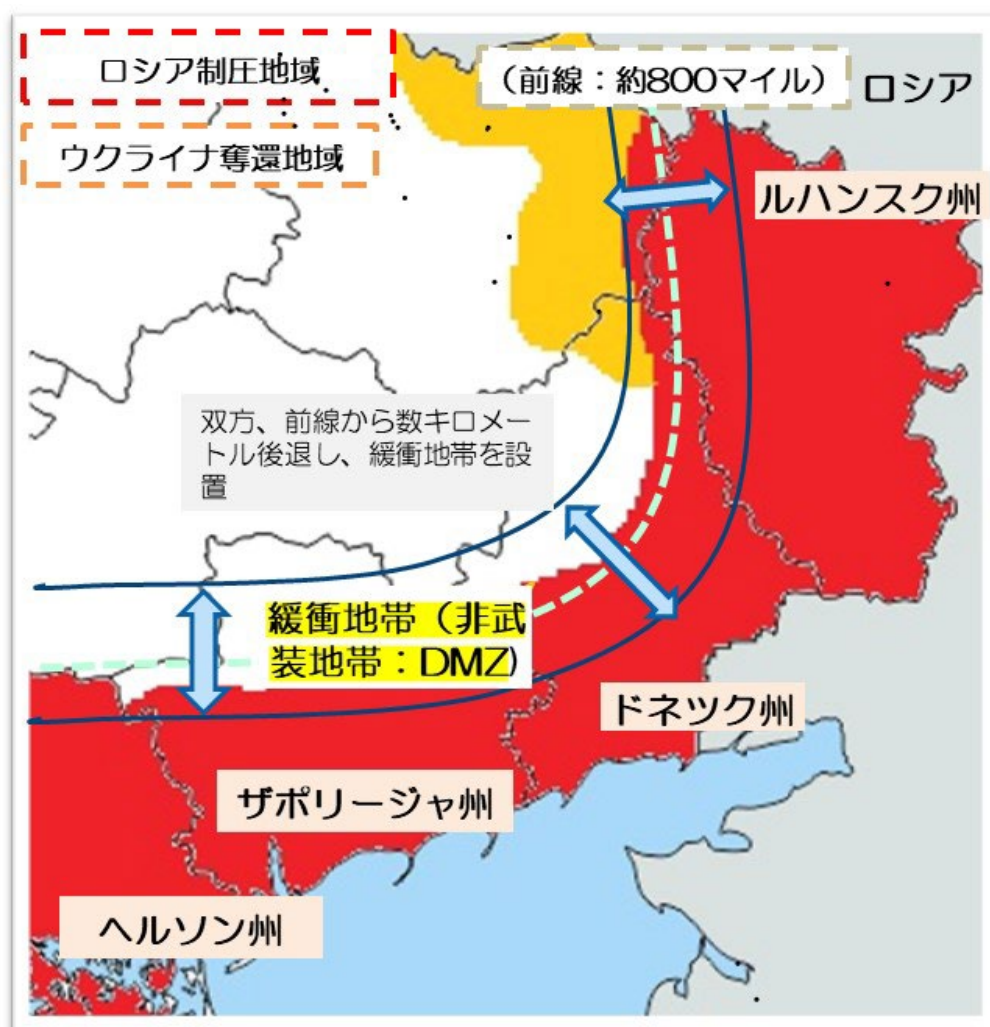
- 2025 年 1 月 20 日、米大統領の就任式が行われ第 2 次トランプ政権が発足した。トランプ政権の優先課題として、ルビオ国務長官等が指摘しているのが、ロシア・ウクライナ間の停戦協定の締結である。トランプ大統領は、戦争終結の目標時期を就任後「24 時間以内」から「6 ヶ月以内」へと修正しつつも、プーチン大統領との早期首脳会談に意欲を表明するなど、和平実現への姿勢を示している。
- 現時点でトランプ政権下での実現可能性が高い戦争終結シナリオは、ウクライナ・ロシア担当特使のキース・ケロッグ氏らが提案する前線での非武装地帯設置と、ウクライナの当面の NATO（北大西洋条約機構）非加盟を条件とした暫定的な休戦合意である。このアプローチには、最終的な和平の実現のための協議が引き続き必要となるものの、現実的な妥協案といわれている。また即時の戦闘停止が可能との見方から、実効性ある解決策として期待されており、実現時には金融市場にポジティブな反応が予想される。
- 第二のシナリオは、ウクライナがトランプ政権の和平条件を受け入れないケースである。この場合、米欧からの支援停止または縮小によりロシアの軍事圧力が強まり、最終的にウクライナは政権交代、非武装化、中立国化、さらにはロシアによる実効支配地域の領土分割を受け入れざるを得ない事態に追い込まれる可能性がある。また第三のシナリオとして、トランプ政権の和平条件がロシア側で受け入れられないケースが考えられる。その場合、米国がウクライナ支援を拡大して継続することで、戦争の長期化シナリオが現実味を帯びてくる。
- 2025 年 2 月 24 日でロシアによるウクライナ侵攻から丸 3 年となる。金融市場では欧州発の景気後退と新たな金融危機への警戒が根強いが、市場参加者の多くが、トランプ大統領の早期和平シナリオへの期待を膨らませており、その実現可能性が 2025 年のグローバル経済・金融市場の展開を左右する重要なカギを握っている。

トランプ政権発足後のロシア・ウクライナの停戦の見通し

2025 年 1 月 20 日、米大統領の就任式が行われ、第 2 次トランプ政権が発足した。共和党は上下両院でも過半数を確保しており、新政権は議会での優位な立場を基盤とし、バイデン前政権下で進められた様々な政策の見直しに着手している。

とりわけ、今回のトランプ政権での優先課題として、ルビオ国務長官等が指摘しているのがロシア・ウクライナ間の停戦協定の締結である。2023 年 5 月の CNN タウンホールミーティングで、トランプ氏は「24 時間以内にウクライナ戦争を終結させる (I'll have that done in 24 hours.)」と発言し、西側諸国およびロシア・ウクライナ両国で大きな反響を呼んだ。トランプ氏は、戦争終結の目標時期を就任後「24 時間以内」から「6 ヶ月以内」へと修正しつつも、プーチン大統領との早期首脳会談に意欲を表明するなど、和平実現への姿勢を示している¹。

図表 1 トランプ政権が想定するロシア・ウクライナ戦争の休戦案



(出所) <http://www.d-maps.com/>より大和総研作成

¹ウクライナ・ロシア担当特使のキース・ケログ氏によると、ロシア・ウクライナ戦争の終結に向けた合意について、トランプ政権が発足から 100 日以内での実現を目指すとも言及している。

停戦のための調停案の一つに、「非武装地帯 (DMZ: Demilitarized Zone)」を設ける案がある。非武装地帯は、歴史的には第一次世界大戦後のドイツのラインラントが代表例として知られ、現代では朝鮮半島に韓国と北朝鮮を隔てる幅 4 キロメートルの非武装地帯が存在する。この朝鮮半島の非武装地帯は 70 年以上にわたり、軍事衝突を抑止する緩衝地帯として重要な機能を果たしてきた。この前例に倣い、ウクライナ東部の現在の防衛最前線を実質的な境界線とし、その両側にそれぞれ数キロメートルの非武装地帯を設置する案が選択肢の一つとして浮上している (通称、朝鮮半島方式)。

しかし、実効性のある防衛条約や集団的安全保障が伴わない停戦は、ゼレンスキー政権を危機に追い込む可能性がある。領土分割を容認し、かつロシアの再侵攻リスクを残したままでの停戦は、多大な犠牲を払ってきたウクライナ社会から強い反発を招く。そのため、この前線を境界線とする分離案には、ロシアの実効支配地域を除いたウクライナ領土の NATO (北大西洋条約機構) 加盟を可能にする意図も含まれていた。その事例とされたのが東西冷戦期の西ドイツとなる。西ドイツは東ドイツを自国領土と主張しながら NATO に加盟していたが、NATO の集団的自衛権は西ドイツ領のみに適用され、東ドイツには及ばないという形で実務的な分離が機能していた。このモデル (西ドイツ方式) をウクライナに適用すれば、現在の前線を境界に NATO の防衛範囲を西側地域に限定することで、ロシアからの侵攻を抑止しつつ、将来の領土統一の可能性も保持できる。

ただし、バイデン政権が容認していたウクライナの NATO 加盟に関して、トランプ政権は異なる姿勢を示している。バンス副大統領 (当時共和党副大統領候補) が 2024 年 9 月 12 日のインタビューで示した休戦案は、西ドイツ方式とは異なる道筋を示唆している。最前線での停戦と非武装地帯の設置を基軸としながら、ウクライナに対して NATO 加盟を長期凍結する「軍事的中立国」の地位を提案し、その対価として包括的な安全保障を提供するものである。これはアメリカ第一政策研究所 (AFPI: America First Policy Institute) でのキース・ケロッグ氏 (現ウクライナ・ロシア担当特使) ら政権アドバイザーが主張してきた提言を踏まえた案であり、ウクライナ・ロシアの双方に部分的な譲歩を求める「現実的な妥協案」である。すなわち、主権維持と軍事同盟からの中立化を交換条件とする取引 (ディール) 的性格を有し、トランプ大統領独特の実利重視の外交手法とケロッグ氏の政策提言が強く反映されている。

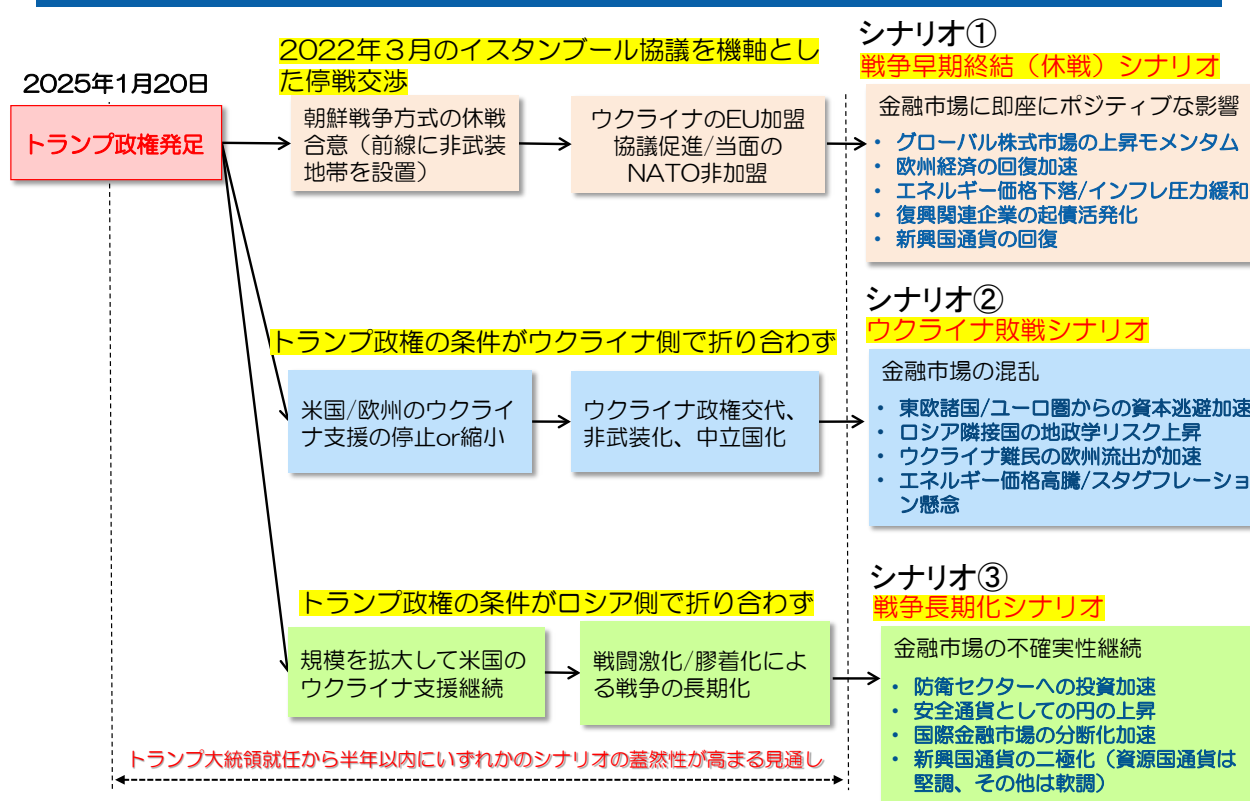
トランプ政権の提示する停戦条件において、ウクライナの安全保障条約の具体的内容が、両首脳の合意可能性を左右する重要な要素となる。また、2022 年 3 月のロシアとウクライナによるイスタンブール停戦協議の草案を基盤としつつ、仲介国の選定も重要となる。2014 年のウクライナ東部紛争を巡る停戦協定であるミンスク合意ではドイツ、フランスと OSCE (欧州安全保障協力機構) が仲介したが、停戦維持には至らなかった。トランプ大統領は中国の仲介を示唆しており、合意の実効性確保には、グローバルサウスを含めた国際社会の広範な支持が不可欠となる。

戦争が早期終結した時の金融市場の影響

現時点でトランプ政権が主導する戦争終結の実現で可能性が高いシナリオとしては、ケロッグ特使が提案する前線での非武装地帯設置と、ウクライナの当面の NATO 非加盟を条件とした暫定的な休戦合意である。具体的な停戦交渉の道筋は不透明だが、前述のイスタンブール停戦協議で作成された草案を基礎とした協議が再開される見込みである。この双方（ケロッグ特使案とイスタンブール停戦草案）を利用したアプローチには、最終的な和平実現のための協議が引き続き必要となるものの、現実的な妥協案といわれている。また即時の戦闘停止が可能との見方から、実効性ある解決策として期待されており、実現時には金融市場にポジティブな反応（株高、債券高等）が予想される。

特に戦争終結の影響が、二つの点で市場に好感されると見込まれる。第一に、戦争終結による消費者心理の改善と国境を越えた人の移動の活性化である。これにより、欧州の航空、旅行関連セクターにおいて、戦争の影響下で抑制されてきた需要の回復による成長機会の拡大が期待される。第二に、ウクライナの本格的な復興需要の顕在化である。EU と米国が主導する大規模な復興支援プログラムを通じて、建設・素材セクター、特にセメント、鉄鋼、建設機械関連企業の業績の改善が見込まれる。これら消費と復興という二つの需要回復が地政学的リスクの低下と相まって、株式市場（特に欧州）の上昇モメンタムを形成すると予想される。

図表 2 ロシア・ウクライナ戦争の金融市場に与える影響のシナリオ分析



（出所）AFPI 等より大和総研作成

さらに、戦争終結は新興国、特にグローバルサウス諸国にも好影響をもたらすと予想される。これまでトランプ氏の米大統領選勝利後は、ドル高と国債利回り上昇という二つの逆風により、特に対外債務への依存度が高い新興国市場において、先進国市場を上回る調整圧力が見られた。しかし、地政学的リスクの後退により、新興国通貨の全般的な買い戻しが見込まれ、特に資源国通貨は、商品市場が安定することに伴って、対ドルレート変動率（ボラティリティ）が低下すると期待される。通貨ユーロについても、戦争終結がユーロ圏経済に大きな安心感をもたらすことから、主要通貨に対して増価する展開も予想される。エネルギー価格の下落による交易条件の改善もユーロ高要因として作用し、加えてウクライナ復興需要による域内経済の活性化も、ユーロの通貨価値を支える要因となる。

さらに社債市場では、復興関連企業の起債が活発化し、国際金融市場からの資金調達の増加が予想される。特に地理的な近接性から、欧州企業がこうした復興需要の恩恵を最も大きく享受する立場にある。またハイイールド（高利回り）債券やウクライナ国債などは、トランプ政権下での早期和平期待から既に利回りは低下基調（債券価格は上昇）にあるが、休戦合意後も引き続きリスク選好の改善を背景とした堅調な展開が見込まれる。また、地政学的リスクの後退は、エネルギー価格の安定をもたらす。復興需要を起因とするインフレ圧力はあるものの、総じて、先進国の中央銀行は純粋な経済のファンダメンタルズに基づく政策運営が可能となる。

他方、ルールについては、制裁解除の程度により国際市場での取引正常化が進む可能性があるものの、国際金融システムへの完全な復帰には相当の時間を要すると考えられ、ボラティリティは高止まりする可能性が高い。さらに、戦争終結後、最も大きな影響を受けるのはエネルギーセクターとなる。ロシア産エネルギーの供給再開により、原油・天然ガス価格は大幅な下落圧力にさらされる可能性が高い。足許ではトランプ大統領が就任演説で「エネルギー緊急事態宣言」を表明し、化石燃料の掘削を積極化する方針を示したことで、生産拡大を見込む一部のエネルギー関連企業の収益は上向くと見られている。ただし、休戦合意後の化石燃料価格の下落により中長期的にはこうした企業の業績も圧迫されることが予想される。

ウクライナが敗戦するシナリオでの金融市場の影響

一方、第二のシナリオとして想定されるのは、ウクライナがトランプ政権の和平条件を受け入れないケースである。この場合、米欧からの支援停止または縮小によりロシアの軍事圧力が強まり、最終的にウクライナは政権交代、非武装化、NATO 非加盟（中立国化）、さらにはロシアによる実効支配地域の領土分割を受け入れざるを得ない事態に追い込まれる可能性がある。

この実質的なウクライナ敗戦シナリオでは、財政悪化への警戒感からユーロの対ドル下落リスクが高まり、東欧通貨への売り圧力も強まることで欧州からの資本流出が予想される。欧州株、とりわけ東欧関連銘柄の下落や、ロシアからの追加的な天然ガスの供給制限などによりエネルギー価格の高騰も相まって、スタグフレーション懸念も台頭する。さらに、ウクライナ経済の破綻による影響が欧州経済全域に波及するリスクも高まる。ウクライナの公務員給与、医療、

年金などの基本的な行政機能停止が危ぶまれる事態は、戦争終結の有無にかかわらず大規模な人口流出を加速させ、欧州全体の政治的・経済的な安定性を脅かしかねない。2024年2月の現地メディアの報道によると、欧州最大のウクライナ難民の受入国ドイツでは、既に約114万人の避難民を抱え、2024年度予算で就労可能な避難民向けに約60億ユーロ（対GDP比約0.15%）を計上している。同国では避難民の約8割が（避難民施設ではなく）一般アパートに居住しており、一人当たり月額750～850ユーロの住居・生活費支援が必要であることから、多額の財政負担を強いられている状況という²。

また既存の約800万人の避難民に加え、戦後の移動制限解除で予想されるウクライナ成人男性の流出は、欧州全体の安定性をさらに脅かす要因となる。戦争開始以降、中東欧諸国では何とか防衛費・難民コストを吸収してきたが、財政赤字が一段と拡大する可能性が高い。特に約96万人を受け入れているポーランドでは影響が大きく、EU各国からの財政支援が続くものの、こうした難民受入国の財政状況は一段と悪化することが予想される。他方、ウクライナ自身も限られた資源のなかで破壊されたインフラの再建と経済・社会福祉制度の維持を強いられることとなり、EU加盟に向けた改革の遅延も避けられない状況となる。こうした連鎖的な影響は、欧州経済全体の長期的な停滞リスクをさらに高めることとなる。

戦争が長期化すれば欧州発の金融危機の再燃も

また第三のシナリオとして、トランプ政権の和平条件がロシア側で受け入れられないケースが考えられる。その場合、米国がウクライナ支援を拡大して継続することで、戦争の長期化シナリオが現実味を帯びてくる。株式市場への影響は、不確実性の継続を主因として二面性を持つ。すなわち、防衛セクターを中心とした一部セクターの上昇が見込まれる一方、市場の大半は下落圧力にさらされるという相反する動きから、市場全体での二極化が進む展開が予想される。トランプ大統領主導でNATO加盟国の対GDP比国防支出目標も引き上げられる可能性を踏まえると、各国の軍事支出が増え、軍事関連企業の業績への好影響が見込まれる。また為替市場では、米国債利回りの上昇を受けたドル高基調が継続する一方、地政学リスクの高まりを受け、円やスイスフランなどの安全通貨にも上昇圧力が加わることが予想される。また、戦闘の膠着状態が続く2026年以降も戦争が継続すれば、エネルギー価格が不安定になることにより新興国通貨の二極化、すなわち、資源国通貨は堅調を維持する一方、その他の通貨は軟調な展開となることが見込まれる。さらに、戦争激化という地政学的リスクの再評価により、国際金融市場の分断化リスクも顕在化する。

トランプ大統領が提案する迅速な取引（ディール）による休戦交渉は、成功と失敗が表裏一体の性格を持つ。現在、トランプ政権下での和平合意に期待を示すロシアに呼応し、一部の欧州諸国もロシアとの交渉再開に前向きな姿勢を示している。一方で休戦交渉が失敗し長期戦のシナリオとなれば、欧州経済全体への打撃は深刻となる。さらなるエネルギー価格の上昇とサプラ

² Deutsche Welle 「German aid: Volodymyr Zelenskyy's plan for Ukrainians」 (2024年2月8日)

イチェーン混乱に伴う物流コストの高止まりが産業競争力を低下させ、防衛支出とウクライナ復興支援による財政負担の増大など複合的要因が、欧州全域で長期的な経済低迷をもたらす懸念がある。とりわけ深刻なのが、欧州の病人と称されるドイツの状況であり、安価なロシアからのエネルギー輸入依存と中国への製造業輸出を基盤とした近年の成長モデルからの構造的転換を既に迫られている。加えて、フランス・イタリアの債務問題の再燃など、構造的な脆弱性が深刻化すれば、欧州の金融システムが不安定化し、グローバル経済は欧州発の新たな金融危機へと発展するリスクを抱えることになる。

2025年2月24日でロシアによるウクライナ侵攻から丸3年となる。金融市場では欧州発の景気後退と新たな金融危機への警戒が根強いが、市場参加者の多くが、(予測困難な政策運営への懸念を残しつつ) トランプ大統領の早期和平シナリオへの期待を膨らませており、その実現可能性が2025年のグローバル経済・金融市場の展開を左右する重要なカギを握っている。

(了)