

2024年米国大統領選挙： 世界への影響の可能性

ハリス氏またはトランプ氏の勝利が世界経済に及ぼす影響

マクロ経済リサーチ

マクロリサーチチーム

マクロリサーチ

主なポイント

- 米国大統領選は、カマラ・ハリス副大統領が民主党候補に指名されて以来、接戦が続いていますが、現在、ハリス氏が優勢となっています。しかし、トランプ氏が勝利すれば、関税やエネルギー、地政学に関する政策が大きな要因となり、米国以外の国々も非常に大きな影響を受けることとなります。
- トランプ氏の関税策は世界的に影響すると思われます。中国に対する60%関税は中国の成長に比較的大きな影響を与えると見ています。アジア新興国市場への影響は、この地域からの輸出に需要が強まるため、まちまちと見ています。欧州は直接的な影響はあまり受けないと見ています。一方、米・メキシコ・カナダ協定（USMCA）について、再交渉には注意が必要と思います。
- トランプ氏は太平洋条約機構（NATO）やアジア太平洋地域に対して米国の安全保障の提供を削減すると脅しています。これは各国の防衛費、特に財政がひっ迫している欧州諸国には影響が大きいと思います。
- さらに、トランプ氏の政策は米国の経済成長や金利、ドルに影響し、世界に波及する可能性があると考えています。

接戦

当社グループは夏前に、次の大統領選挙と、それが米国経済に及ぼす可能性がある影響について考察しました¹。当時は、ジョー・バイデン大統領が選挙戦から撤退し、カマラ・ハリス副大統領が指名されたばかりでした。世論調査全体の支持率で、ドナルド・トランプ前大統領は、バイデン氏に対してそれほど大幅ではないものの、ハリス氏を少しリードしていました。その後、ハリス氏の支持率は上向いてきました。ハリス氏は1.7ポイントの劣勢から盛り返し、現在はトランプ氏を2ポイント²リードしています。

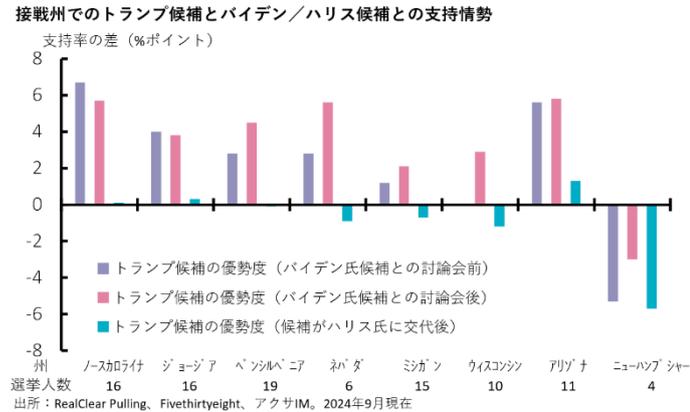
図表1は、このような民主党支持率の改善が接戦状態の州にも及んでいることを示しています。ハリス氏は現在、大半の接戦状態の州で追い上げ、共和党とほぼ互角の状態にあります。ネバダ州やミシガン州、ウィスコンシン州では、ハリス氏がわずかながらリードし、ニューハンプシャー州ではリードを広げています。唯一、フロリダ州だけが一貫してトランプ優勢を維持しています。図表2は、この世論調査に基づく、依然としてトランプ氏が選挙人の獲得数では上回っていますが、主要8州の内7州が世論調査の誤差範囲内にあります。1984年以来、毎回の選挙結果を正確に予想してきた米国の歴史家アラン・リヒトマン氏は、ケネディ氏が大統領選から撤退を発表した後、ハリス氏勝利の予想を公表しました。

しかし、図表3を見ると、選挙結果が確定しているとは言い難いことがわかります。8年前、ヒラリー・クリントン氏はこの段階でトランプ氏を大きくリードしていましたが、その後、敗れました。4年前も世論調査ではバイデン氏が大きくリードしていましたが、最終的にはリードは半減し、3つの主要州でわずか43,000票差で勝利しました。9月のテレビ討論会でハリス氏が見せた説得力のあるパフォーマンスは、初期のハネムーン期間(批判が抑制的になりがちな最初の100日間)と民主党大会後の支持の後に、一時的に勢いが減速するという状況を食い止める効果がありそうです。

¹ Page, D. 「US 2024 presidential election preview: Trump faces new adversary」 AXA IM Research（2024年7月26日）

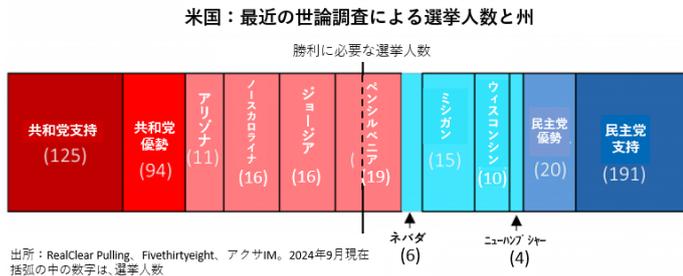
² Real Clear Politics（2024年8月22日）

図表1：ハリス氏が接戦州でトランプ氏と互角の状況へと改善



本レポートでは、米国の大統領選が世界に与える影響について考察します。ハリス氏が勝利すれば、米国内の活動の見通し（特に分配面）に重大な影響が生じる可能性があると考えられています。ただし、ハリス氏は議会分裂に直面することになり、大胆な政策の実施が妨げられるとの予想に変わりはありません。したがって、ハリス氏の勝利が世界に与える影響は、米国の経済成長が与える程度の波及効果にとどまる見込みです。

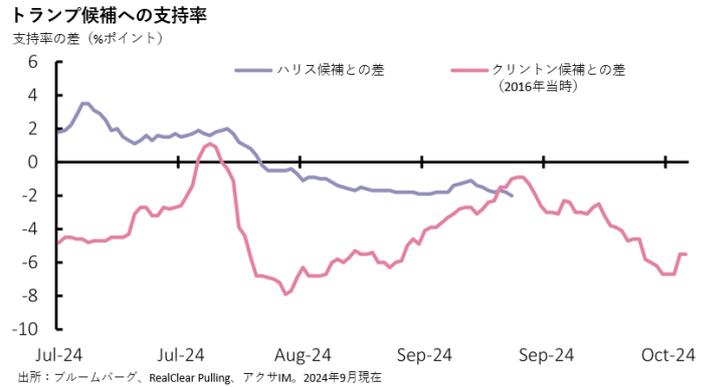
図表2：トランプ氏は選挙人の獲得では依然優勢



一方、トランプ氏が勝利すれば、多くの国の経済に直接的な影響が及ぶと見えています。同時に、一連の措置が始まるのに伴い、多くの間接的な影響が生じる可能性もあると見えています。ここでは特に、トランプ氏が提案する関税政策の影響について取り上げます。これまで、価格面で外国の製造業よりも米国内の消費者への影響が大きくなりそうだと当社グループは説明してきましたが、取引量の面では、トランプ氏が選挙運動で怒りの矛先として60%の関税率を提案している中国への影響が大きくなる可能性が高いとみられます。一方、ユーロ圏に対する関税率は加重平均で見ると現在の5%程度から10%となり、おそらく相対的に低い関税率が適用されると見えています。しかし、欧州連合(EU)が対抗措置を講じたり、EU各国が炭素国境調整メカニズムにより炭素排出量への取り組みを進めたりすれば、貿易摩擦がさらに悪化する可能性があると考えています。

³ Page, D. 「Will the US presidential election endanger an investment boom?」 AXA IM Research (2024年5月27日)

図表3：ハリス氏はトランプ氏をリードしているが、クリントン氏の時はさらに大きなリードがあってもトランプ氏に敗れた



これらの政策により、トランプ氏の主張に反して、米国の金利とドルは上昇する可能性が高く、そうなれば、世界経済、特に新興国市場が影響を被ることになると考えられます。

安全保障に関するトランプ氏の発言の影響についても取り上げます。北大西洋条約機構(NATO)に対するトランプ氏の敵対的な姿勢や、ウクライナ紛争の和解の提案は、欧州からの安全保障上の撤退の時期を示唆している可能性があります。ロシアのウクライナへの侵略行為が長引く中、欧州は防衛費をソ連崩壊後の「平和の配当」(軍事費を教育や産業など民生用に振り向けられる状況)以前の水準に戻さなければならない可能性があります。欧州にはその資金を捻出できる経済状態の国はほとんどないと見えています。トランプ氏は、アジアでも安全保障について提供を減らす、または、取引的な関係を強めると脅してきました。そうなれば、東南アジアでの米国の安全保障上の拠点も少なくなり、この地域の多くの国に影響を及ぼす可能性があると考えられます。

さらに範囲を広げ、環境に対するトランプ氏の姿勢についても検討します。トランプ氏は、大統領1期目のパリ協定離脱に続き、気候変動回避政策を弱体化させると予想されます。バイデン氏が署名した歳出法案をトランプ氏が完全に覆す可能性は低いと当社グループは主張してきましたが³、トランプ氏は石油とガスの生産の規制緩和を行うことで、両方の生産量を増やす方針だとみられます。これに伴い、短期的にはエネルギーコストが低下し、世界的にインフレ見通しが軟化する公算が大きいものの、中長期的には、米国の温室効果ガス排出量が高止まりすることになると見えています。

以下では、まず欧州と中国への影響について考察してから、アジア新興国市場、日本、メキシコ、カナダ、欧州新興国市場に見通しを広げます。

ユーロ圏 – 政治的分裂リスクの中での重要な局面



François Cabau
シニアエコノミスト（ユーロ圏）
マクロリサーチ



Hugo Le damany
エコノミスト（ユーロ圏）
マクロリサーチ

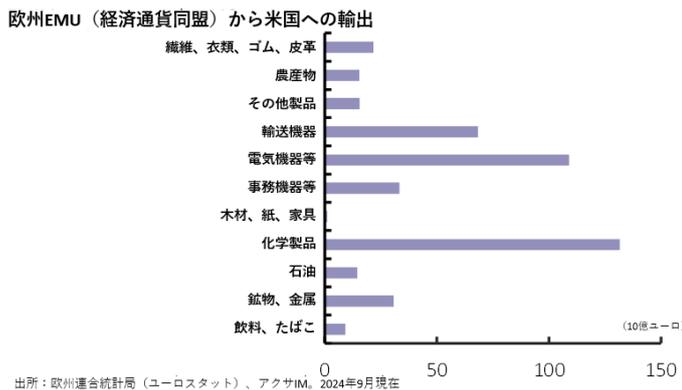
- 米国の関税引き上げによるユーロ圏への直接的な影響は限定的にとどまる見込みです。
- それよりも大きな懸念材料は、中国との貿易戦争の激化に伴い、ユーロ圏内の域内投資が妨げられることと見ています。

比較的高水準にある公的債務の脆弱性の中、地政学的緊張の高まりにより、EUで政治的分裂が生じるリスクがあります。

貿易関税：直接的な影響はあまりない見通し

米国の大統領選の結果がユーロ圏に及ぼす影響は、二分されまです。カマラ・ハリス氏が勝てば大きな影響が生じる可能性は低い一方、ドナルド・トランプ氏が勝てば多大な影響があると考えています。トランプ氏は米国の貿易赤字を縮小したい考えであり、ユーロ圏はその貿易赤字の一因になっています。2023年のユーロ圏のモノの輸出額は4,500億ユーロ（図表4）、対米黒字は1,330億ユーロ（ユーロ圏GDPの0.9%）でした。

図表4：ユーロ圏から米国への輸出品



トランプ氏は、再選した場合、ユーロ圏を含む世界全域に一律10%の関税を課するという提案を示しています。世界貿易機関（WTO）のデータによると、EUからの輸出に課される米国の関税の加重平均は約3%であり、これは、輸出価格がさらに約7%上昇することを意味します。価格弾力性をこれまでの-1程度と仮定すると、ユーロ圏の財の輸出合計額は300億ユーロ（GDPの0.2%）減少すると試算され、直接的な影響は限定的と思われる。しかし、ユーロ圏の米国への輸出粗付加価値の多くは中間財で

あり、これは歴史的な弾力性のマイナス面を示唆している可能性があります。関税やその他の政策調整により米連邦準備理事会（FRB）の利下げ余地が限られることを背景に、対米ドルでユーロ安が進んでいるため、そうした影響はさらに緩和される見通しです。そうなれば、ユーロ圏の輸出価格は下がる可能性が高くなります。また、米国以外の国が報復措置として米国への関税を引き上げ、ユーロ圏への関税を引き上げなければ、相対的にユーロ圏の競争力が高まるため、ユーロ圏に追い風となる可能性もあります。2023年初頭以降、純貿易がすでにユーロ圏の成長率を各四半期に0.2%ポイント押し上げ（2014年～2019年は0.0%ポイント）、米国への輸出の割合が8%上昇していることから、関税は直接的なリスクになると見ています。

トランプ氏の大統領2期目の貿易政策によって、三大経済圏(米欧中)の間で貿易戦争が始まれば、さらに大きな間接的リスクが生じると見ています。トランプ氏は中国に60%の関税率を示して、中国への攻撃的な姿勢を強めています。単純化しすぎかもしれませんが、中国の輸出企業は米国の代わりとなる同程度の消費者がいる市場を見つけようとする可能性が高く、当然ながら欧州がそのターゲットになると考えています。そうなれば、すでに厳しい状態にある欧州の多くの産業が中国製造業の企業との競争激化に直面することになるため、EUは独自の関税で介入するとの見方が市場では強まっています。しかし、中国製電気自動車への関税に関する交渉の進展を見ると、そのような方針は前途多難であることが明らかです。EU各国の利害が異なるため、関税賛成がEUの過半数に達することは難しいと思います。さらに、トランプ氏の1期目以降、ユーロ圏の政治的安定は著しく損なわれており、また、ドイツ（2025年）、イタリア（2026年）、フランス（遅くとも2027年）で重要な選挙が控えています。

ユーロ圏では、世界的な保護主義政策と、それに伴う景気の不確実性が、国内外の投資に影響を及ぼす見込みです。その影響の大きさを推定するのは難しいものの、短期的にも中期的にも経済成長に比較的大きな影響があると見ています。

欧州の安全保障上の緊張

また、米国のウクライナ支援とNATOへの影響も懸念事項です。トランプ氏は、ウクライナ和平合意をすぐに成立させると主張しています。懸念されるのは、この発言が米国がウクライナ支援を撤回するという暗黙の脅しかもしれないということです。EUは特に物資面では米国の支援の規模を埋めることはできないと見ています。そうした場合に、NATOや欧州の安全保障への米国のコミットメントに懸念が高まるかもしれません。ここ数年、欧州諸国は防衛費を増やしてきましたが、すべての国がNATOの誓約を満たしているわけではありません。トランプ氏が大統領に再選されれば、少なくともこの誓約の達成は推し進められるのではないかと見ています。しかし、米国の安全保障上の撤退が広く意識されるようになると、各国は防衛費をさらに大幅に引き上げる可能性があり、その結果、脆弱なEUの財政と関係性が一段と圧迫されることになると見ています。

エネルギー価格の変動もユーロ圏に影響します。米国のエネルギー生産増加とウクライナ和平交渉はガス価格を低下させますが、中東の緊張が強まると石油価格が上昇する可能性もあると見えています。

中国 – 貿易の分断を注視



Yingrui Wang
 エコノミスト (中国)
 マクロリサーチ

- 予想されている中国製品に対する米国の関税率引き上げは、中国の輸出を弱体化させ、すでに鈍化している経済成長見通しを脅かす可能性があります。
- 中国人民元の下落、輸出先変更の進展、サプライチェーン(供給網)統合の深化が多少の安心材料になると見えています。

関税が経済の脅威となる

次の米国大統領選は、主に貿易の分断により、中国経済に大きな影響を及ぼす可能性があります。両候補は関税について議論していますが、トランプ氏はカマラ・ハリス氏よりも高い最大60%の関税率への引き上げを示唆してきました。中国では、特にいくつか国内問題があることから、輸出が経済成長を支える重要な原動力となってきました。しかし、予想通り中国製品に対する米国の関税率が引き上げられる場合、中国では輸出セクターが大きな圧力を受け、それに続いて全体的な経済成長が鈍化する可能性があります。それに加え、米中貿易関係がさらに悪化すれば、投資家の信頼感が損なわれる可能性もあります。ここ数年、中国は、政府の介入が増えたことで、外国人投資家にとって魅力が低下してきました。追加の関税引き上げにより不透明感が高まるため、外国から中国への対外投資は一層減少する恐れがあります。

前のトランプ政権下では、中国製品に対する米国の平均関税率は2015年初頭の約4%から2019年末までに21%へと上昇し、2020年初めの第一段階合意で19.3%に落ち着きました。結果、地位語句から米国への輸出は2019年に急減少し、2020年にはわずかながら回復しました。人民元安である程度影響が緩和されたとはいえ、輸出額は平均すると2018年から2020年の間に3%減少しました。中国人民銀行が、市場トレンドに沿って通貨切り下げを容認したため、人民元は対米ドルで11.3%下落し、1米ドル6.3元から7.1元になりました(図表5)。

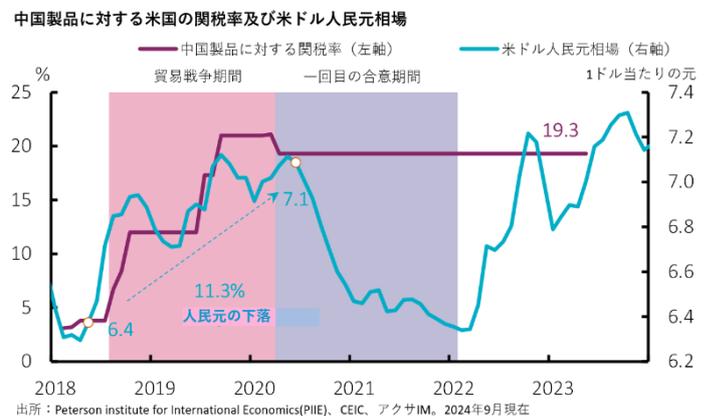
中国製品に60%の関税が広くかけられる場合、2023年の中国からの輸出額に基づけば、中国の輸出業者は年間2000億ドル超の関税負担を背負うことになり、これは中国のGDPの1.2%に相当します。前回の貿易紛争の時に要に、関税引き上げは米ドル高(人民元安)を自然と招き、結果、亜関税引き上げの影響を幾分和らげる可能性があると思います。しかし、それでも影響は以前比較的甚大で二つの主な仮題を引き起こすと見えています。

中国経済でマイナスの需給ギャップ(需要と供給力の差)が続いていることで低インフレ環境となり、債務デフレのループに陥

るリスクが高まっていると思います。関税引き上げにより外需が減少すれば、需給ギャップの悪化が進み、輸出依存度の高いセクターを筆頭に失業が増加するなどデスインフレ圧力が強まるため、労働市場はさらに弱体化し、消費者信頼感が一段と低下すると考えられます。

また、米国による関税引き上げをきっかけに、中国からの資本逃避が起こる可能性もあります。人民元は、ドル高や中国経済の鈍化を受けてすでに下落しています。さらに関税が引き上げられると、人民元は史上最安値に達し、そこに経済成長の鈍化や株式市場の下落、リスク認識の悪化が相まって、中国からの資本逃避が引き起こされると見えています。特に長期にわたる経済的な問題が予想される場合は、中国の国内外の投資家は、安定性と収益性の高い投資機会を他の地域に求めると考えられます。資本逃避の規模と即時性は、関税引き上げの厳しさ、全般的な経済環境、そしてこれらの圧力に対する中国政府の対応にも左右されると見えています。

図表5：2018年の米国の関税引き上げに伴う人民元の下落



このような問題にもかかわらず、関税引き上げの影響は2018年ほど顕著ではない可能性があります。中国は米国から他の国へと輸出先の分散化を進めており、現在、米国を抜いて東南アジア諸国連合(ASEAN)が最大の輸出先となっています。さらに、中国は、世界の主要なサプライチェーン(供給網)に深く組み込まれていることや、半導体、バッテリー、ソーラーパネルなどの主要製品のための天然資源が豊富であることから、今後の貿易の混乱を多少免れるかもしれません。一方で、こういったつながりは、第三国を監視することが奨励されているため(米国の民主党がよく利用してきたやり方)、トランプ氏が支持する純粋な関税と比べて制裁措置の影響を受けやすくなる可能性があります。

したがって、米国の大統領選は、結果がどうであれ、脆弱な中国経済の見通しにリスクをもたらしますが、トランプ氏が提案している関税引き上げの規模が最大のリスクとなると見えています。こうした不確実性を乗り切るには、積極的かつ柔軟な政策対応が不可欠であるとともに、他の地政学的動向にも慎重に対処する必要があります。

アジア新興国市場 – どちら側に付くか



Danny Richards

エコノミスト (アジア新興国市場)

マクロリサーチ

- アジア新興国市場は、米中貿易戦争を追い風に対米黒字を拡大し、中国からの投資を呼び込みました。トランプ氏が勝てば、中国企業が米国に間接的に輸出することを可能にしている東南アジアの役割に制裁を加える可能性があるかもしれません。
- 米国の安全保障体制に何らかの変更が生じれば、韓国と台湾にとってさらに厳しい状況となる可能性があるとして見えています。

敵の味方

アジア新興国市場では、今後、米国大統領選が大きな注目の的になると思います。カマラ・ハリス氏が勝利した場合の直接的な影響はほとんどないとみられますが、ドナルド・トランプ氏が勝てば、この地域にいくつか問題が生じそうです。

2018年～2019年の米中貿易戦争では、アジア新興国市場は広く恩恵を受けました。対米輸出で中国企業に対する競争優位が高まっただけでなく、「チャイナプラスワン」（中国への投資・生産の依存度を減らすために、中国以外の国・地域にも投資・生産拠点を分散させる動き）戦略に取り組む企業からの対外投資や、サプライチェーンの多様化（および米国関税の回避）を目指す中国企業からの投資も獲得しました。

アジア新興国市場が有利な立場を手に入れたのは、米中どちら側にも肩入れしない姿勢が功を奏したからだと言えます。しかし、トランプ氏が勝てば、米中貿易戦争は激化する恐れがあり、アジアの主要新興国市場は現在のような有利な立場にとどまることが難しくなる可能性があります。対米貿易黒字を拡大させ、米国の地域安全保障支援の恩恵を受けながら、同時に中国との経済的な結び付きを強めている市場との関係が一方的なものになっているとトランプ氏が判断すれば、それが容認される可能性は低いとみられます。トランプ氏が再選されれば、アジア新興国市場は米国との貿易関係の悪化や既存の安全保障体制の見直しに直面する可能性があるとして見えています。

この地域の対米貿易黒字は、トランプ氏の1期目よりも大幅に拡大しています（図表6）。アジア新興国市場の対米黒字拡大の一部は中国から奪ったものですが、これは米国の保護主義政策を回避するために中国のサプライチェーンの再編が進んだことを反映するものでもあり、そのルートとして東南アジア諸国が注視されています。2012年に米国が中国製太陽光パネルに対する関税を引き上げて以来、米国による太陽光パネル輸入の約80%を東南アジアが占めていますが、その多くは中国企業とつながっています。米国商務省（DoC）は2023年8月、中国の製造業企業が反ダンピング関税と相殺関税の支払いを回避するために、東南アジア市場を通じて太陽電池製品を出荷し、軽微な加

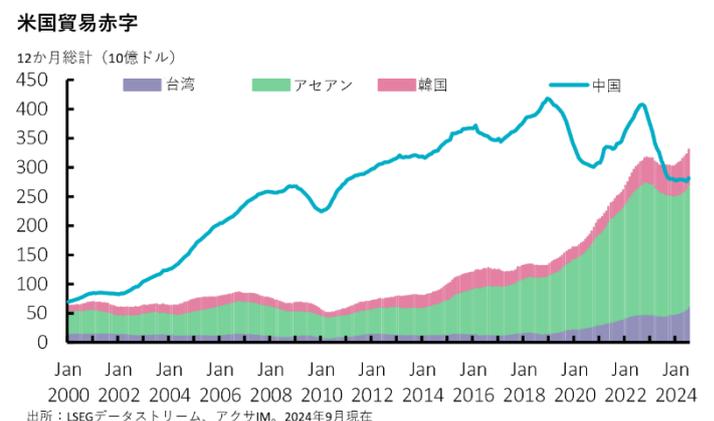
工を行っていたという迂回策に関する調査の最終結果を発表しました。

近年、中国による東南アジアの製造施設への投資も増加傾向にあります。国際通貨基金(IMF)のデータによると、ベトナム、タイ、マレーシアを合計した対外直接投資残高は2018年の160億米ドルから2022年には370億米ドルに増加しました。さらに最近、fDi Intelligenceが報じたところによると、中国は2023年に東南アジア諸国連合の未開発地域プロジェクトに264億米ドルを投じることを確約しました。これは2014年～2022年の年間平均77億米ドルを大きく上回る水準です。こうした状況から、関税を回避しようとする中国の動きをDoCが特定し、封じ込めることは難しくなっていると思われます。より厳しい反中政策が打ち出されれば、中国との緊密な関係から利益を得ているとみなされる国（特に中国の関税回避を可能にしている国）に対して包括的な関税が適用される可能性があり、アジア新興国市場は最大のターゲットになると考えられます。さらに複雑なことに、アジア新興国市場は安価な中国からの輸入品にも警戒する必要があります。インドネシアはすでに行動を起こしており、一部の中国製品に最大200%の関税を課しています。

トランプ氏が政権を取った場合、今後の貿易交渉や貿易紛争では、中国関連の輸入品を対象とするいわゆる不公正貿易に対する関税引き上げのほか、米国の安全保障上の確約を撤回するという脅しや、既存の協定への貢献拡大の要求などが焦点となる見込みです。

特に、韓国と台湾も対米貿易黒字が拡大しており、台湾が半導体製造分野で優位に立っていることや、韓国で対米自動車輸出が増加していることから、保護主義的な反応を招く可能性があるとして見えています。今年7月、トランプ氏が「台湾は中国からの保護と引き換えに米国に防衛費を支払うべきだ」と発言する一方、世界の半導体貿易における台湾の優位を嘆いたことは、米国との関係が複雑化する前触れだと思います。さらに言えば、トランプ氏は1期目に、韓国が米国の安全保障支援にただ乗りしていると非難し、それに応じて韓米自由貿易協定（KORUS）の再交渉を開始しました。

図表6：アジア新興国市場に対する米国の赤字は対中国の赤字を上回る



カナダ – 象の隣国



David Page

マクロリサーチ部門責任者

マクロリサーチ

- 関税政策は重要ですが、その影響は米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）の再交渉に限られ、直接的な関税に影響はないと予想されます。
- 電気自動車のサプライチェーン産業、石油生産、スキルのない移住者の増加への間接的な影響が予想されます。
- 2025年以降、米国経済の減速による波及効果が見込まれます。

関税が最大の懸念

米国はカナダの最大の輸出先であるため、その貿易政策は、大統領選による潜在的な影響の大きな部分を占めることとなります。ドナルド・トランプ氏が再選された場合は尚更です。カナダは財とサービスの約75%を米国に輸出しており、これはGDPの25%に相当します。トランプ氏は選挙演説で現在の貿易相手国を区別せず、一律10%の関税を課することをちらつかせています。このような関税引き上げはカナダの輸出に重大な影響を及ぼすと思われ、すべての貿易相手国が影響を受けるため、米国の産業界は、値上がりする輸入品の代替をすぐに確保するのは難しいと考えられます。それにもかかわらず、カナダ産業開発銀行（BDC）はカナダのGDPへのマイナスの影響を0.3%ポイントと推定していますが、これは小さすぎると見られます。その場合、カナダドルが下落し、カナダ銀行（BoC）にとってインフレ懸念が高まると予想されます。

しかし実際には、米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）の貿易取り決め（カナダではCUSMA）の一環として、カナダは「一律」10%の関税を免れると当社は予想しています。そうなれば、カナダから米国への輸出価格が相対的に安くなり、米国内の製造業企業と同様にカナダ製品への需要も高まり、2025年の見通しは改善すると見えています。しかし、USMCAの取り決め自体が2026年7月に再交渉に入ります。カナダは2017年の最初の交渉で、データストレージ、知的財産、乳製品市場の利用などで譲歩を強いられましたが、今回も同様の譲歩が予想されます。とはいえ、貿易に関するトランプ氏の懸念の中でカナダが上位に入ることはなさそうです。カナダは最近、中国製の電気自動車（EV）に100%の関税を課しており、米国への忠誠心をはっきりと示しています。また、USMCA内でも、メキシコとの再交渉のほうに難航しそうです。ただし、ここで何らかの変更が加えられれば、カナダとメキシコ（カナダの貿易の8%を占める）との関係にも影響が生じることとなります。

トランプ氏は、大統領1期目に貿易政策を利用して他の譲歩を引き出しましたが、このようなやり方がまた繰り返されると見えています。カナダに対しては、防衛費への圧力が再び高まる可

性があります。カナダは、北大西洋条約機構（NATO）が掲げるGDP比2%の防衛費の目標を1990年以降達成しておらず、この割合は過去30年の大半にわたり1%に近い水準にあります。防衛費を増やすという最近の誓約でも、2029年～2030年までに1.76%に達するととどまる見込みです。5月には、超党派の米国上院議員23人がジャスティン・トルドー首相にこの不足について書簡を送りましたが、トランプ氏はさらに強引な姿勢をとる可能性があります。しかし、カナダへの影響の大半は間接的なものになりそうです。トランプ氏がジョー・バイデン大統領のインフレ抑制法を全面的に覆すことはない当社グループは主張してきましたが、米国のEV生産は大きなリスクに直面しています。こうした状況の中、米国の生産増加を見込んでEV用のバッテリーやサプライチェーンに投資しているカナダも影響を受ける可能性があります。また、これに関連して、トランプ氏が政権を取った場合に米国の石油・ガスの規制緩和が進めば、米国の石油生産は増加するとみられます。これに伴い、カナダ国内の石油生産の利益率は圧迫される可能性があります。このディスインフレによる景気浮揚によって、金融引き締め圧力は和らぐかもしれません。

米国の両候補者はどちらも移民の受け入れを厳格化する見込みですが、トランプ氏が提案する強制送還はカナダにも影響を与える可能性があると考えています。その結果、米国の1,100万人の不法移民の一部がカナダに流れ込むかもしれません。カナダは最近、移住を比較的歓迎してきましたが、このような移民の波に対しては異なる対応をとる可能性があると思います。第一に、インフレ効果の兆候がいくつか見られる中、カナダは移民の一時的労働者を削減しています。第二に、これまでカナダへの移住は管理されてきたため（検査を受けない越境はほとんどない）、従来、移住者は高いスキルを持つ人に限られていました。米国からの移住が急増すれば、このような状況は変わる可能性があると思います。また、米国の政策次第では、カナダが米国と結ぶ安全な第三国協定が法的に異議を申し立てられるとの意見もあり、そうなれば、一部の移民は合法的な難民とされる可能性があります。最後に、米国の政策により、カナダへの学生の留学申請の増加など、第三国の移住の増加が促されることも考えられます。

トランプ氏が政権を取れば、カナダの国内政治にも影響があるかもしれません。トルドー首相は2025年10月に再選を目指していますが、世論調査では、与党・自由党は今のところ野党・保守党の後塵を拝しています。トルドー首相は保守党のピエール・ポワリエール党首を「北のトランプ」と呼んで非難しているため、トルドー首相がトランプ氏と慎重を要する交渉に臨むことになれば、ますます気まずい状況になると思います。さらに、トランプ氏の 대중迎合（ポピュリスト）的な政策は、カナダでも同様の緊張を煽り、特に移民の流入が促される場合には、カナダ国内の政治の右傾化が進む可能性があると考えています。

最後に、カナダは、米国の経済的影響による大きな間接的波及効果に直面する見込みです。広範な関税が回避されれば、カナダのGDPの増加につながるとは思われますが、トランプ氏が政権を取れば、米国の経済成長は来年には鈍化し、2026年にはさら

に減速すると当社グループは予想しています。エネルギーのデ
ィスインフレで景気鈍化の影響は和らぐかもしれませんが、
FRBが金融緩和を縮小すれば、それを受けて対ドルでのカナダ
ドル安が進み、カナダ中央銀行は相対的に引き締め気味の政策
をとることになると見えています。トルドー首相の父ピエールは
首相時代に、米国の隣国であることは象と一緒に眠るようなも
のだと言い、「小さな動きやうめき声が起こるたびに影響され
てしまう」と述べました。そのような小さな動きが、今後数年
で大きなものになることが予想されます。

メキシコ - 時間、忍耐、冷静さ



David Page

マクロリサーチ部門責任者

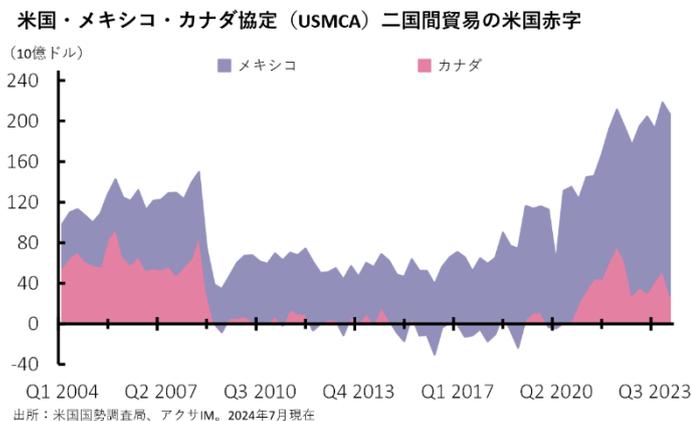
マクロリサーチ

- 貿易に占める割合を考えると貿易政策は重要ですが、黒字の拡大と中国の投資の後では難しい課題となります。
- そのほか、フェンタニル、司法改革、移民などの政策分野により貿易交渉は複雑化すると見えています。
- 関連する米国の景気減速からの波及効果が予想されます

関係の複雑化

2023年には、メキシコは米国の輸出の16%（カナダに次いで2位、ユーロ圏への輸出全体と同程度）、米国全体の貿易赤字の4分の1を占めた一方、米国はメキシコの輸出の83%を占めました。したがって、大統領選後、両国にとって貿易動向は再び最重要課題となると見えています。ドナルド・トランプ氏がカマラ・ハリス氏を破れば、影響はさらに大きくなるとみられます。メキシコは、米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）貿易協定の一環として、トランプ氏がちらつかせる一律10%の関税を免れると予想され、他国の代替品の値上がりに伴い、理論的にはメキシコの輸出品への米国の需要が増えると考えられます。

図表7：米国の対メキシコ貿易赤字は急増



しかし、トランプ氏の側から見ると、いくつかの摩擦要因があります。米国の対メキシコ貿易赤字は過去5年間で倍増し、現在、米国の赤字全体に占める割合で中国に迫る水準に達しています（図表7）。さらに、中国はメキシコへの投資を大幅に増やし、米国への輸出品を生産する製造施設に投資することで、直接関税を回避しています。トランプ氏は、貿易協定に反しているようにみられながらも、メキシコから輸入される中国製電気自動車（EV）に100%の関税を課すと明言してきました。同時に、トランプ氏が幅広く米国でのEV普及に反対する姿勢も、さらなるリスクとなっています。これらはともに、2026年のUSMCA再交渉でメキシコにとって難題になるとみられ、どちらの候補が政権を取っても交渉は難航する可能性があります。2017年に、

USMCAは「非市場経済国」（中国）を特定し、それに該当する国との貿易協定を制限しました。さらに最近、インフレ抑制法で、「懸念される外国事業体」（中国）が特定されました（ただし、正確には定義されていません）。USMCAの再交渉にはこのような方針に沿った条項が盛り込まれる可能性があり、中国の投資に関してメキシコは難しい立場に置かれることになると見えています。米中間の地政学的緊張が高まった場合には尚更です。さらに、USMCAに制限的な変更が加えられれば、メキシコの第二の輸出市場であるカナダとの貿易にも影響が生じます。

トランプ氏はこれまで貿易交渉を他の政策分野に対する切り札として利用してきましたが、現在は2つの火種が想定されます。まず、フェンタニル(強力な鎮痛剤で医療用麻薬として取り扱われる薬剤)は18歳~45歳の米国人の最大の死因となっており、その大半がメキシコから持ち込まれると考えられています。米国の共和党の上院議員は、メキシコの麻薬製造施設を爆撃することや、メキシコで特殊部隊を活動させることを提案しています。メキシコのアンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール大統領は、2020年にメキシコにおける米国麻薬取締局（DEA）の活動を制限しましたが、最近規制と立法措置を強化するとともに、国連の人身売買撲滅キャンペーンに参加し、DEAとの協力を再び強化しています。今後、さらなる進展が貿易の取り決めに組み込まれる見込みです。さらに、メキシコは裁判官を選出するための司法改革を通過させなければなりません。メキシコの司法当局はこれに反対しており、米国でも懸念が高まっているため、今後、米国によるメキシコへの投資が制限される可能性があると考えています。

移民に関しては、ハリス氏は制限する可能性が高く、国境の緊張が高まるとみられます。しかし、トランプ氏がちらつかせる強制送還は、さらに破壊的なものになるでしょう。PEWリサーチの調査によると、2022年には、1,100万人の不法移民のうち400万人がメキシコ人、400万人が南米諸国の人でした。メキシコは、トランプ氏の大統領1期目の移民保護議定書、すなわち「メキシコ待機」政策の復活を警戒するはずですが、移民の減少に伴い、メキシコのGDPの4%に相当するメキシコへの送金も減少する可能性があり、他の南米全域にさらに大きな影響を及ぼすと思います。税金が課されるという脅威もその一因となるでしょう。しかし、移民はメキシコが米国を支援できる分野です。というのも、メキシコが自国の国境管理を改善することで、米国の南部国境の圧力を軽減することができるからです。これは、交渉で役立つ可能性がある切り札になると思われます。

最後に、メキシコは米国の経済的波及効果に対して特に脆弱と見えています。トランプ氏が再選されれば、米国のインフレ率が上昇して金融緩和が縮小され、ドル高が進むと予想されるため、パンデミック後のピークから50ベースポイントしか利下げしていないメキシコ中央銀行（Banxico）への圧力が高まることになると見えています。そうなれば、メキシコの経済成長見通しはさらに圧迫されることになるでしょう。同様に、トランプ氏が政権を取った場合に米国の経済活動の鈍化が予想されることや、USMCAの再交渉で条件が厳格化された場合に中国の投資が減少することも、マイナス要因と見えています。

日本 – 小型版貿易協定の影響



Gabriella Dickens,
G7エコノミスト
マクロリサーチ

- トランプ氏の関税は日本の輸出の大半に影響を及ぼす可能性があります。
- FRBが2026年にハト派姿勢を強めれば、日銀の利上げへの重しとなります。
- ハリス氏は、経済成長と日銀についておおむね中立姿勢を示す見込みです。

トランプ氏ならマイナス、ハリス氏なら中立

米国大統領選でハリス氏が勝利した場合には、他の国と同様、日本の経済成長と日銀にとって影響はおおむね中立的と見ています。しかし、貿易と防衛に関する協力関係は強まると予想されます。

一方、トランプ氏が勝利すれば、新たな関税が輸出に打撃を与え、日本の経済成長は妨げられる見込みです。日本は米国と二国間貿易協定を結んでおり、前のトランプ政権時代に課された年間約125万トンの鉄鋼関税を解除することに最近合意しました。しかし、この合意の対象となる日本製品は全体の5%程度にすぎず、関税拡大の影響を受けやすい自動車などの注目すべきセクターは手つかずのままです。また、日本では、特定の電子機器の生産が中国から移ることに伴う恩恵は、製造基盤の違いにより、他のアジア諸国と比べて小さいと見られます。さらに、日本の輸出は、輸出全体の40%弱を占める中国と米国の景気減速から大きな影響を受けると見ています。したがって、2025年には輸出の伸びが大幅に鈍化すると予想されます。注目すべき点として、トランプ氏の大統領1期目の2018年と2019年には、年間輸出成長率が平均で0.5%に減速し、2010年代前半の平均5%を大きく下回りました。

トランプ氏が再選されれば、日本の防衛費も増加する可能性があります。トランプ氏は前の大統領時代、約54,000人の米兵の駐留経費を4倍に増額するよう日本に要求しましたが、これは日本の納税者が負担する費用であり、経済成長には何のメリットもありません。最近の発言を聞くと、米兵の駐留を維持するためには、さらなる犠牲が必要になる可能性が高いとみられます。また、トランプ氏は他のアジア地域全体で自主的な安全保障の強化を求めているため、他の地域で防衛費の増加が促される可能性があります。日本はすでに防衛分野を優先しているため、同様の成長の押し上げは見込めません。

さらに、トランプ氏の勝利でFRBがタカ派姿勢を強めれば、日銀の金融引き締めが後押しされ、相対的には短期的に中立に向かうこととなります。一方、2026年にかけて米国経済が減速する中、国内経済成長率が鈍化し、FRBのハト派姿勢が強まれば、引き締めの動きは抑えられる可能性が高く、多少の金融緩和も必要になるかもしれません。

欧州新興国市場 – 罫に注意



Irina Topa-Serry
シニアエコノミスト（新興国市場）
マクロリサーチ

- 米国の貿易政策は、ユーロ圏の成長とユーロへの間接的な影響を通じて、この地域の足かせとなる可能性があります。
- 米国の選挙結果にかかわらず、この地域の地政学的な重要性は、EUへの依存度と協力関係の拡大により高まっています。

米国の保護主義からの飛び火の可能性

保護主義がどの程度高まるかは、米国大統領選の結果の注目点であり、やはりハリス氏かトランプ氏かによって結果は二分されると見ています。中欧・東欧（CEE）諸国は、貿易の開放性という点で非常に高い評価を受けています。2023年には、国内総生産(GDP)に対する貿易（輸出と輸入）の割合は、スロバキアでは175%、バルト三国では100%~120%とシンガポールに近い水準となりました。この地域で比較的经济規模の大きい国、例えばポーランドでも貿易はGDPの90%以上です。これに対して、中国やインド、インドネシア、ブラジル、ロシアの貿易はGDPのわずか25%~40%にすぎません。EUはCEEの最大の貿易相手国であり、輸出全体の60%~80%を占めています。一方、米国への輸出の割合は3%~5%ですが、中国向け（1%）よりは高い割合を占めます。しかし、米国の保護主義がさらに高まれば、直接的な影響や中国への影響を通じてではなく、ユーロ圏経済とユーロへの影響を通じてこの地域に間接的に影響を及ぼす可能性があると考えています。

神経質な隣国関係

さらに、貿易問題にとどまらず、ドナルド・トランプ氏が再選されれば、この地域の財政支援と軍事支援にもリスクが生じると見ています。トランプ氏が選出された場合、「一日で和解」の一環としてウクライナへの米国の支援を打ち切るかどうかはまだ不透明です。とはいえ、安全保障に関して、ウクライナと中欧・東欧地域全体が欧州と自国への依存度を高めなければならないことは、明らかになりつつあると思います。これらの国の大半は、ロシアによるウクライナ侵攻を存続に関わる脅威と見なしており、2014年以降、防衛費を100%~270%増やしています。GDPに対する国家軍事予算の割合はポーランドで4%に達し、ラトビアは2027年までに3%を目指しています。大半のCEE諸国は、北大西洋条約機構（NATO）が掲げるGDPの2%という水準を上回っています。この水準を達成すれば、「ロシアの侵略行為」に対する米国の保護を受けられるとトランプ氏は提案しています。一方で

、トランプ氏は、ロシア寄りの姿勢がEU内で摩擦を引き起こしているハンガリーやスロバキアなどのポピュリスト指導者からも支持を得ています。しかし、これらの国は中国によるEUへの投資の入り口にもなっているとみられるため、EUや米国との貿易摩擦を招く恐れもあります。

過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

(オリジナル記事は9月19日に掲載されました。[こちら](#)をご覧ください。)

ご留意事項

本資料は情報提供のみを目的としており、特定の有価証券やアクサ・インベストメント・マネージャーズまたはその関連会社による投資、商品またはサービスを購入または売却するオファーを構成するものではなく、またこれらは勧誘、投資、法的または税務アドバイスとして考慮すべきではありません。本資料で説明された戦略は、管轄区域または特定のタイプの投資家によってはご利用できない可能性があります。本資料で提示された意見、推計および予測は掲載時の主観的なものであり、予告なしに変更される可能性があります。予測が現実になるという保証はありません。本資料に記載されている情報に依存するか否かについては、読者の独自の判断に委ねられています。本資料には投資判断に必要な十分な情報は含まれていません。

投資リスクおよび費用について

当社が提供する戦略は、主に有価証券への投資を行いますが、当該有価証券の価格の下落により、投資元本を割り込む恐れがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動によっては投資元本を割り込む恐れがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。

また、当社の投資運用業務に係る報酬額およびその他費用は、お客様の運用資産の額や運用戦略（方針）等によって異なりますので、その合計額を表示することはできません。また、運用資産において行う有価証券等の取引に伴う売買手数料等はおお客様の負担となります。

アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号: 関東財務局長（金商）第16号

加入協会: 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、日本証券業協会