

# 米大統領選挙から100日余りを 無難に通り抜けた途上国経済 —具体化する米政策の影響への備えは必要—

国際協力銀行 外国審査部

部長

菊池 洋



## はじめに

昨年11月8日の米大統領選挙の結果、ドナルド・トランプ候補がヒラリー・クリントン候補に勝利し第45代米国大統領に就任することが決まってから、およそ100日余りが経過した。その間、米国の新政権がどのような政策を実施に移すのかをめぐり、先進国・途上国を問わず、金融市場を中心に世界経済は大きく揺れ動いた。

まず、トランプ候補の当選直後、世界的に為替と株価が大きく揺れた。日本でも、1ドル=105円前後の対米ドルレートが、翌日9日には101円台前半の円高に振れたのち、わずか十日あまりで110円を超える円安が進行した。日経平均株価が、11月9日の取引で、一時千円超下落したことも記憶に新しい。

新興国では、とりわけメキシコ・ペソが、トランプ候補優勢の報道とともに、大きく下落を始めた。金融市場を中心に世界が大きく揺れたのは、対外的に保守的な政策を実施することを選挙期間中から訴えてきたトランプ大統領の誕生により、世界経済の見通しにかかる不透明感が一気に高まったことが背景にある。

しかしその後、今年1月20日に大統領就任式を迎えるまでの間、ある種の楽観的観測が一時的に持ち上がることになる。すなわち、トランプ候補が選挙期間中に訴えてきた公約の多くは非現実的なので、実際に大統領に就任して実務に携わるようになれば、現実的な政策を打ち出さざるを得ないはずという期待感である。

心配された途上国からの資本流出も限定的で、通貨の下落に対する為替介入手段を用いた緊急対応は、ブラジルやインドネシアなどの一部の国での一時的な実施に留まった。

そして、トランプ政権が発足してから1カ月余りが経過した。就任直後より、対外経済政策においては、TPP（環太平洋経済連携協定）からの正式離脱や、

NAFTA（北米自由貿易協定）の再交渉など、多国間自由貿易体制に反対し、二国間の協定を優先する姿勢を鮮明にしている。楽観的な期待はある意味で裏切られたといえる。しかし、意外にも世界経済への影響はあまりみられない不思議な現象が起こっている。

以下では、主要新興国・途上国の金融・経済動向との関係で、昨年11月の大統領選挙後の100日間を振り返り、今後の見通しを考える。

## —アジアの通貨は軟調、中南米は増価へ—

大統領選挙直後、影響は、まず対米ドル為替レートの動きに顕著に表れた。面白いことに、ここでひとつの地域的特徴をみて取ることができる。

まずひとつ目は、アジアの新興市場国の多くで共通してみられる特徴である。具体的には、大統領選挙直後に大きな通貨の下落は観測されなかったものの、それ以降、じわじわと通貨安の方向に進んでいる点である。もとの水準に回帰するというよりは、これまでのところ減価した水準が継続している。ただ、減価の幅は、マレーシアを除けばおおむね5%以内であり、实体经济に対して目に見える影響を及ぼすには至っていない。

株価については、今年2月中旬までの100日をかけて、おおむね11月初め時点の水準を少し上回る程度へと回復した。マレーシアやベトナムは、2030年までのTPPの経済効果がGDPの8%~10%と期待されていたので、米国の離脱は大きなマイナス要因となるはずだが、ベトナムに至っては、株価はむしろ上昇した。

次に中南米諸国についてみると、メキシコ、ブラジル、コロンビア、チリ、アルゼンチンといった主要国で、米大統領選直後に比較的大きな通貨の下落が観測された。しかし、メキシコとアルゼンチンを除くこれらの国では、遅くとも2016年の年末までには、通貨が強

くなり始め、2月中旬には米大統領選挙前を超える水準にまで為替は増価した。

自国通貨に替えられた資金が株式市場にも向かった結果、ブラジル、アルゼンチンでの大幅上昇に顕著にみられるように、中南米諸国では株価の堅調な推移が観測された。両地域のこの差はなぜ起こったのであろうか。

## 一資源価格が中南米の追い風に—

この100日余りの間に起こったもうひとつ重要なイベントとして、OPEC（石油輸出国機構）による減産合意がある。サウジアラビアとイランの対立などが障害となり、合意に達するのは難しいとみられていたが、11月28日のOPEC総会において、一転して日量120万バレルの減産が決まった。さらに、ロシアなど非OPEC諸国が、同約60万バレルの減産でこれに加わることで、合計同180万バレル程度の減産を通じ、価格への影響力を高めることとなった。

減産合意を受けた2017年1月の原油の生産状況について、OPEC諸国はおおむね合意を順守した模様である。この結果、非OPEC諸国の未達を勘案しても、油価の動きには効果的に影響し、2016年央には30ドル台を記録していた原油価格は、直近で50ドル台にまで回復した。また同時に、米国でのシェールオイル生産が経済性を取り戻す水準が、油価の上限を限定することから、上値が天井知らずにはならないといわれている。このため、油価の動きの安定性が高まり、現状が、石油輸出国にとっても輸入国にとっても、居心地の悪くない水準になっている可能性がある。

米国ではこの100日間、減税策の実施など財政政策の転換への期待が高まるなかで、株価と長期金利の上昇が続いた。新興国・途上国の為替や株の変動要因は、トランプ政権の影響だけで決まるわけではない。自国の経済状況は勿論のこと、ショックに対する対応策、そしてその対応策に対する市場のリアクションの影響を受ける。

しかし、以上の話をあえて非常に単純化し、米大統領選挙直前から2月末までの為替レートと株価の変化を表現すると、為替が増価し株価も上昇した中南米諸国と、為替が減価したままで株価はわずかな上昇に留まるアジア諸国のふたつのグループに分かれる。石油価格の影響が大きいロシアは前者のグループに入る。

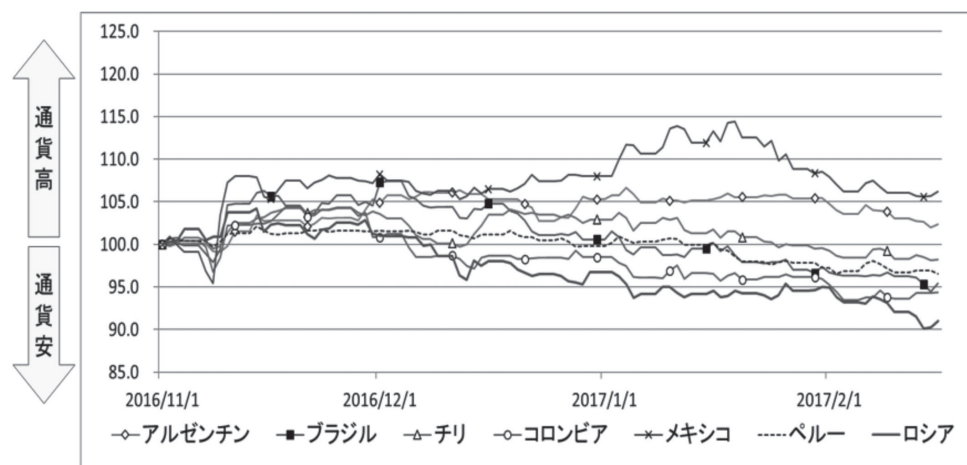
中南米諸国で為替高・株高が観測された背景には、原油価格を初めとするコモディティ価格の動きがある。

中国では、政府の経済対策が功を奏して、景気の底割れ懸念が和らいだことで、2016年の後半にかけて石炭価格が上昇し、これにけん引されるかたちで長く続いたデフレ傾向が反転に転じた。加えて、トランプ政権の政策転換期待もあり、世界経済の緩やかな拡大も視野に入っていた。こうした環境が、中南米諸国にはプラスに働いていたと思われる。

その意味では、米大統領選挙直後の為替の減価が多少行き過ぎていたことへの調整と、コモディティ価格の調整が、中南米経済にとっては相乗効果の追い風となって、プラスの方向に大きく振れた状態になっている可能性がある。資源価格の上昇効果が大きく効いて経済が回復基調に入った点は、このグループに入るロシアも同様である（図表1）。

他方でアジア諸国については、中南米諸国ほどに為

図1 中南米諸国とロシア



注：2016年11月1日の対米ドル為替レートを100として増減割合を表示  
出所：トムソン・ロイター・データストリーム

替の減価が戻らない点に特徴がある。ひとつの仮説は、2017年に予想される米国の利上げを、アジア諸国の通貨がすでに織り込んだかたちで推移しているということではないか（図表2）。

米大統領選挙後の為替下落局面において、アジアの主要国はいずれも金利の引き上げによる通貨防衛は行わなかった。自国通貨の下落は、輸入物価の上昇を通じたインフレや、外貨建ての債務返済の負担を増やす可能性があるため、為替介入に比べて自国経済への負の影響は大きい。ただ一方で、輸出の増加につながれば、自国経済にプラスに働く。今回アジア諸国にとっては、昨年11月のトランプ・ショックが、実はちょうど心地よい程度の自国通貨安に落ち着いている可能性がある。ベトナムとマレーシアというTPPの恩恵を一番受けるとされていた両国の株価上昇は、その可能性が高いことを示している。

## 一対応に苦慮するメキシコ・トルコ

かなり大胆に地域的な特徴をまとめると以上の通りとなるが、この大まかな括りでは説明のしきれない国が2カ国ある。メキシコとトルコである。

メキシコについては、為替は減価し、株価は下落した。不法移民対策として、トランプ大統領がキャンペーン期間中に再三訴えてきた国境での壁の建設や、NAFTAの再交渉の影響を受けるメキシコは、米国との交渉のレバレッジを持たないとして、最も大きな影響を受けることが懸念された国である。

米政権がNAFTAの再交渉を始めるには、米連邦議会に対して、その旨の通知を行う必要があり、実際の交渉開始はそこから90日後になる。交渉の中核を担

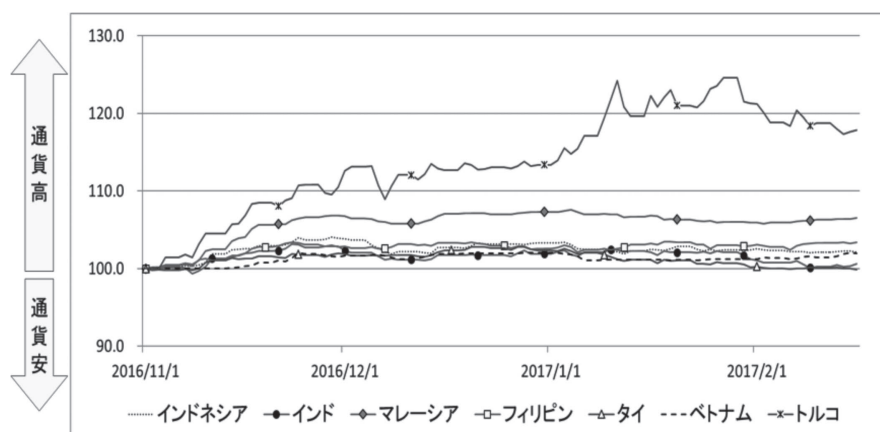
うと見られるウィルバー・ロス商務長官が、2月27日に米議会上院で承認を受けたものの、この時点で通商代表部（USTR）長官はまだ公聴会も開かれていなかった。2月末時点で米連邦議会への通知は出しておらず、米墨両国が交渉のテーブルに着くのは、早くても今年6月以降ということになる。

今は単に嵐の前の静けさなのかも知れない。為替の動きをみると、1ドル=22ペソの最安値をつけた今年1月中旬以降、一転して緩やかな増価傾向にある。株式市場も、アップダウンを繰り返しながらも今年に入り総じて上昇傾向にある。しかし、うまく嵐を避けられたとしても、直接投資を考える海外の投資家が様子見の姿勢を取れば、今年の成長率にはネガティブに影響する。IMFは今年1月に公表した2017年の成長率見通しを、それまでの2.3%から1.7%へと引き下げた。

トルコの為替レートの動きは、自国要因に加えて米国の大統領選挙結果を反映したものである。2016年の年初は、1ドルが3リラを下回る水準で推移していた為替レートは、7月15日に発生したクーデター未遂事件を受け、9月下旬の格付会社の格下げをきっかけに下落が始まった。11月の米大統領選直後の3週間には約10%下落するなど、新興国の中でも通貨の下落が著しい国のひとつとなり、メキシコと同様に通貨防衛目的のための利上げを余儀なくされた。

エルドアン大統領は、非常事態宣言の期限を延長しつつ、大統領権限の強化を目指した憲法改正を実現するための国民投票の準備を進めている。トルコへの外貨流入は、金融市場への資本流入と観光収入の受け取りである。政治経済情勢が不安定化するリスクを包含しながらも、安定した金融市場のもとで外貨が流入し

図2 アジア諸国とトルコ



注：2016年11月1日の対米ドル為替レートを100として増減割合を表示  
出所：トムソン・ロイター・データストリーム



ていることから、リラは2017年に入って増価に転じた。

しかし、IMFの推計によると、観光客が10%減少すると経済成長率が0.3%～0.5%ポイント低下するなど、観光業の経済への影響は大きい。2016年は欧州からの観光客が約3割減少した。資金流出を止めるための利上げは、経済成長を犠牲にする。トルコの中央銀行は、成長と通貨安定という二律背反する政策の達成を目指す難しい状況に直面している。当面は目が離せない状況が続くことになる。

## ーデカップリングなのかー

2016年は、ロシア、ブラジル、ナイジェリアなど各地域の大国がマイナス成長となった。しかし、よりきめ細かくみれば、年後半からは回復に向かっている。アジアでも、中国において政府の景気対策が効果を発揮し、長く続いた卸売物価上昇率の反転と経済成長率の下支えがみられた。

すなわち、トランプ政権の誕生が決まったときには、世界全体がすでに景気の調整局面を終えかけており、そのなかで米国の政策変更がドライブをかけるかたちで、世界全体の株高と一次産品価格の上昇につながったものと考えられる。途上国の通貨について、アジアと中南米で影響に差が出ているのは、両地域の産業構造の違いを反映したものである。

IMFは今年1月に世界経済見通しの改定値を発表した。米国の財政政策にはまだ不確実性があるとしながらも、政策転換を織り込んだうえで、米国の2017年、2018年の経済成長率見通しを、昨年10月に比べてそれぞれ0.1%ポイント、0.4%ポイント引き上げた。

新興国・地域および途上国・地域については、2017年は0.1%ポイントの引下げ、2018年は改定なしとの見通しを示した。米国の景気が拡大した場合でも、その波及効果が世界全体には及ばないということである。デカップリングの要素がある。これは、グローバリズムの方向感に不透明性が増すなかであって、その先の世界経済の姿を暗示しているようにも思える（図表3）。

## おわりに

トランプ大統領誕生からの100日余りの途上国経済は、米国の政策転換が織り込まれるかたちで期待感が先行している。コモディティ価格の回復も、これを支えた。反自由貿易主義的な政策についても、TPP離脱

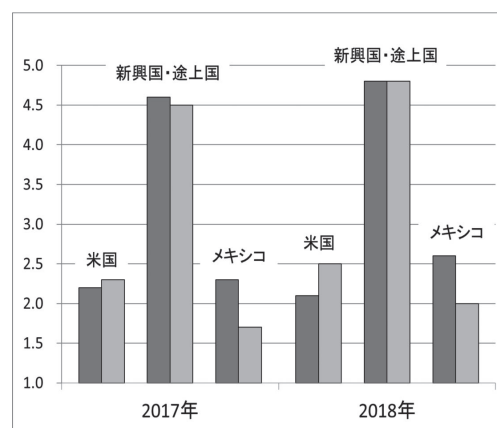
は就任初日から宣言したものの、WTO（世界貿易機関）を中心とする国際的な貿易に関する枠組みの存在や、OECD（経済協力開発機構）が関与する国際的な課税ルール、さらに国際的なサプライチェーンが強固に構築されている実態なども踏まえ、トランプ大統領の選挙期間中の公約を米新政権が実行に移すスピード感や程度について、一種のこう着状態が続いている。こういった状況は、メキシコ・ペソが今年1月以降増価に転じていることが、端的に表している。

しかし、今後の新興国・途上国の経済情勢の見通しにかかる不確定要因は多数存在する。米国の財政政策や通商政策、3月のオランダ下院選から始まる欧州主要選挙でのEU懐疑派の伸張など先進国発の影響に加えて、コモディティや素材価格に影響を持つ中国経済の動向や、OPECの減産合意の行方などだ。これらが上手く好転しつつ、バランスよく世界経済の拡大が続くことが2017年のベースラインにはなる。

しかし、その想定から外れることで急激な為替変動を伴う国内調整が必要となる可能性には注意が必要だろう。その場合、景気回復局面で利下げを織り込んでいるような国々においては、難しい政策対応を迫られることになる。

※筆者略歴：1991年日本輸出入銀行入行。研究所やソブリン・リスク審査関連部署に計3回（合計10年弱）の勤務を経て、2016年9月から現職。この間、2000～04年国際協力銀行（JBIC）ワシントン駐在員、04～07年国際通貨基金（IMF）エコノミスト、12～14年JBIC北京首席駐在員。一橋大学経済学部卒、東京大学大学院修士。

図3 IMFによる実質GDP成長率見通しの改定推移



注：各棒グラフの左側は、2016年10月に発表された見通しで、右側は2017年1月に発表された改定値。  
 ー 米国は、2018年の成長率を大幅上方改定。  
 ー 新興国・途上国全体では、大きな変化がないなか、メキシコは2017年、2018年ともに大幅下方改定。  
 出所：IMF世界経済見通し（2016年10月、2017年1月）