

米国大統領・連邦議会選挙

潜在的な経済および市場への影響

2020年10月19日

(原文：2020年10月14日)

大統領選の終盤に突入する米国

米国大統領選は、過去にないほどの議論を巻き起こしており、大げさなレトリックで埋め尽くされている。2016年にドナルド・トランプ氏が大統領選に勝利して以来、党派間の溝は広がっており、また、アメリカ国民には、COVID-19の影響によるシャットダウンと不安からの疲労が既に蓄積している。政治情勢は、これらの緊張を助長しているように見える。

両党の劇的な発言や姿勢を考えると、投資家が「ノイズ」を読み解き、現実的な経済対策および各種政策の成果を見極めることは非常に困難である。ジョー・バイデン氏率いる民主党陣営は、シビリティ（礼節を守った言動）、トランプ大統領就任以前の貿易関係への回帰、そして、増税をしたとしても、政府がアメリカを安定させる役割を担うことを約束している。一方のトランプ大統領は、もし2期目が与えられれば、国内の経済成長に焦点を当て、規制緩和と低い税金による「アメリカ・ファースト」のプラットフォームを完成させるだろうと述べている。

マーサーの見解のまとめ

- 米国大統領は、国内政策を実行する際に、憲法のチェック&バランス機能による制約を受ける。これは、少なくとも一方の議院が野党の手に渡っている場合に特に当てはまる。反面、ホワイトハウスと上下院のすべてが同じ政党に支配されている場合は、物事が変化する可能性が高くなる。
- 市場のコンセンサスは、トランプ氏が勝利した方が、株式市場にとっては有利と考えているようである。トランプ氏が掲げる税制改革は市場に支持され得るものである一方、それによるメリットは、より限定的な財政刺激策と通商政策に対する不確実性によって相殺される可能性もある。
- バイデン氏の勝利は、所得や投資に対する課税の引き上げ、2017年の法人減税の撤回、規制による負荷の増大、より積極的な独占禁止措置などを通じて、株式市場を圧迫する可能性がある。しかし、より大きな財政刺激策を行う可能性もあり、それらがCOVID-19による経済活動の落ち込みの一部を緩和する可能性がある。
- 短期的に最大の市場リスクと考えられるのは、圧倒的な勝者がいなかった場合に、政治懸念から市場のボラティリティが長期化する可能性である。
- バイデン政権における最優先事項は、意味のある財政刺激策もしくはCOVID-19救済策の成立となるであろう。民主党が勝利すれば、これらの対策は合計で3兆米ドル規模になる可能性がある。一方、共和党が上院で過半数を維持すれば、潜在的な景気刺激策ははるかに小規模なものになると思われる。
- バイデン氏は、2017年の法人減税を一部撤回することを提案している。バイデン氏はまた、配当金とキャピタルゲインに対する課税の引き上げを含む、高所得世帯への増税を実施するべきであると主張している。ただし、民主党が上院を支配したとしても、バイデン氏は、より穏健な民主党上院議員の支持を得るために、提案をある程度トーンダウンさせる必要があるかもしれない。
- 両候補は、米国の労働者を保護するために、貿易規制を強化する意図を示しているが、これはビジネスと市場全般にとってはマイナスとなる。しかし、バイデン氏は、より多国間的で予測可能なアプローチを取る可能性が高い。
- 2016年の大統領選が示したように、株式市場は、政治的な結果に予想外に大きく反応する可能性がある。選挙が近づき、市場が潜在的な政策変更を織り込むと、ボラティリティが高まる可能性がある。

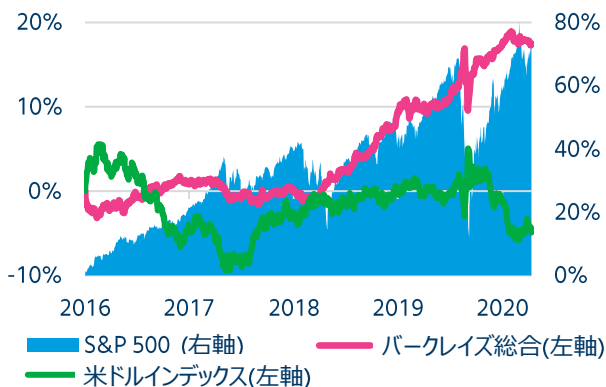
- 一般的な投資家は、選挙に先立って重要な投資行動を起こすべきではないと考えている。株式エクスポージャーをヘッジすることは、リスク許容度が低い投資家や年末の評価に敏感な投資家にとっては選択肢の一つとなるが、選挙の前後にプット・オプションを購入するのは割高となる可能性もある。

空前の注目を集める選挙

2016年の大統領選後、米国はトレンドを上回る経済成長期に入り、それが金融市場にも反映された。その背景には、今なお続く激動の政治環境があった。

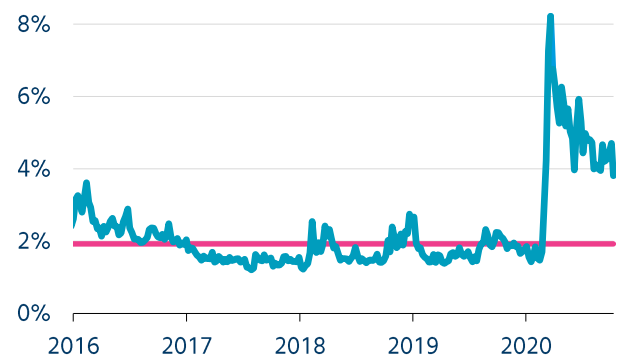
投資家はトランプ大統領下の4年間、好調な株式市場の恩恵を享受してきた。しかし、アメリカ社会の大多数は、「社会的に支払ったコストは？」とも問いかけている。政党がそれぞれ左へ右へと進んだ結果、党派間のイデオロギーの分裂は深まっている。民主党は、増税および中産階級や恵まれない人々へのより公平な支援の仕組みが必要と主張している。

図 1. トランプ大統領就任後の株式・債券・為替相場



出所：ブルームバーグ（2020年10月9日現在）

図 2. S&P500 において 20%以上の損失をヘッジする 1 年間のプット・オプションのコスト



出所：ブルームバーグ（2020年10月9日現在）

図 2 が示すように、S&P 500 の 1 年物プット・オプションの価格は、依然として高水準を維持している。もちろん、その要因としては COVID-19 も大きな役割を果たしているが、選挙前後におけるオプションのボラティリティは概して高くなる傾向にある。また、これ自体が、市場における不確実性のレベルを示している。

郵送投票の内容が精査され、訴訟となる可能性に加えて、他にも多くの挑戦があり得ることから、結果が承認されるのは年明け以降になる可能性もある。挑戦を受けて長引く選挙結果は、不確実性の長期化につながる可能性がある。

選挙後の風景

上下院のねじれは、どちらの候補者にとっても課題となると思われる。膠着状態においては、論争の多い法案が通過しないため、ある種の安定性がもたらされることになるかもしれない。大統領は、執行命令や規制機関を利用して議회를回避することもできるが、この方法では大幅な変革を行うことは難しいだろう。

バイデン氏の検討課題は、市場からはより前向きに捉えられる可能性がある。民主党が政権を握れば、例えば、貿易政策は対立が少なく、予測可能なものとなる一方で、より大規模な財政刺激策が実行される可能性があることを意味する。また、上院における民主党のわずかな優位性だけで法案を通過させるためには、おそらくバイデン氏は税制に関する提案では妥協をしなければならないだろう。さらに、バイデン氏が勝利する一方、共和党が上院での過半数を維持した場合、既存の税制がそのまま維持される可能性すらある。しかし、トランプ氏が勝利した場合よりも、財政刺激策が早期に終了するリスクが高まる点には注意が必要である。

バイデン氏は、社会的不平等にフォーカスした重要な国内プログラムを提供するだろう。また、州や自治体への財政的な救済や支援を拡大することも示唆しており、それは経済を刺激すると同時に、市場にとっても好ましいものとなるだろう。

トランプ氏が勝利した場合でも、上院は共和党が支配する一方、下院は民主党が支配する可能性が高く、自身の掲げる政策を実行することは難しいだろう。トランプ大統領の1期目において、法人減税に市場は歓声を上げたが、中国や他の貿易相手国に対する姿勢は周期的なボラティリティの要因にもなった。トランプ氏は、自身が再選された場合、「アメリカ・ファースト」を堅持すると表明している。

この4年間で見えてきたように、大統領は、国内問題よりも国際関係や貿易の分野でより大きな力を持っている。トランプ政権は、保護主義的な政策を志向し続ける可能性がある。

図 3. 両候補の政策の潜在的な経済および市場への影響

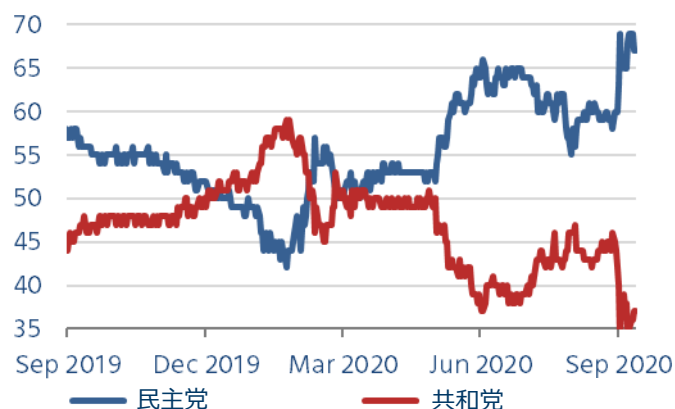
	バイデン	トランプ
経済および市場への影響		
財政政策 COVID-19 救済策	2 兆米ドル規模の民主党案では、週 600 米ドルの失業給付を延長し、州や自治体への援助の拡大を求めている。 +	- 小規模な刺激策。
税制	高所得世帯の所得および投資への課税を引き上げ、2017 年の法人減税を一部撤回。100 万米ドル以上の収益に対するキャピタルゲイン税率を原則 2 倍に。 -	+ 2017 年の個人向け減税を延長し、キャピタルゲイン減税も検討。
インフラ整備	支出を 1 兆米ドル以上増やす。COVID-19 景気刺激法案に含まれ、気候変動に焦点。 +	+ 支出を 1 兆米ドル以上増やす。COVID-19 景気刺激法案には含まれない。
対中貿易	中国へのプレッシャーを強めるため、国際的なパートナーとの交渉を計画。 +	- 現行の貿易政策を堅持し、関税戦略を変更する兆候はない。
雇用	財政出動により雇用を刺激。時給 15 米ドルへの最低賃金の引き上げ。 +	= インフラ支出法案による雇用の活性化。
ヘルスケア	オバマケアを継続する一方、国民皆保険には反対。公的オプションを提供の計画。メディケア（主に 65 歳以上の高齢者や身体障害者向けの医療保険制度）対象年齢の 60 歳への引き下げ。 =	= オバマケアは廃止し、置き換え。一方、既存の医療ケアの維持は約束。
気候変動	2050 年までにゼロ・エミッションを達成する計画。パリ協定への再加盟。 +	- 人類が気候変動を引き起こしていると考え、自体に懐疑的。

経済的影響 + : ポジティブ - : ネガティブ = : 変化なし

政治情勢と世論調査

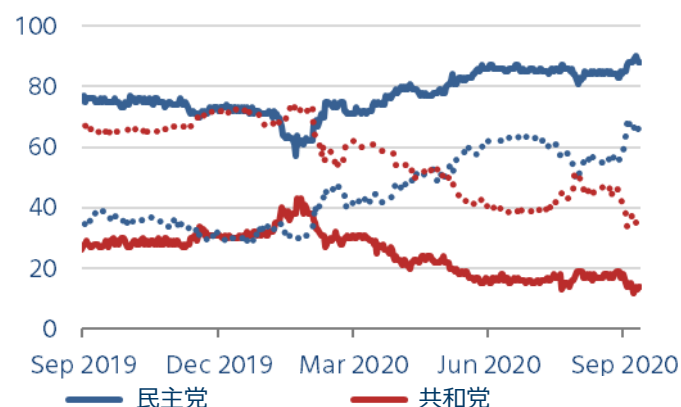
11月の選挙で民主党が大勝する確率は、3月初旬以降上昇している。世論調査やブックメーカーは、バイデン氏が優勢であることを示している。下院は民主党の支配下に留まる可能性が高く、世論調査は民主党が上院でも支配権を獲得する可能性が高まっていることを示唆している。

図 4.2020 年大統領選の勝者予想



出所：ブルームバーグ（2020年10月11日現在）

図 5.2020 年連邦議会選挙の勝利政党予想
(下院=実線、上院=点線)



出所：ブルームバーグ 2020年10月11日現在

民主党政権が誕生した場合、市場は、財政刺激策の大きさと政策の予測可能性の高さを好感する一方で、増税の可能性は嫌気するだろう。しかし、多くの投資家は、下院、上院、行政府が同一政党に支配されない「ねじれ議会」こそ、どちらかに振り子が振れすぎること防ぐための牽制機能を備えており、むしろ好ましい結果と考えている。

COVID-19 の政治的な中立性

この「100年に1度」のパンデミックによる影響を受け、米国では2,000万人の¹労働者が失業し、さらにもう2,000万人¹が一時帰休となり、潜在的な失業状態にある。大規模小売店の倒産がより頻繁に発生し、何千ものレストランや中小企業が恒久的に閉鎖され、今後数ヶ月の間にさらに多くの企業が同様な状況に陥るだろう。米国財務省は、様々な経済支援に毎月5,000億米ドル以上を支出している²。どのような尺度で見ても、COVID-19は、社会および経済にとって、第二次世界大戦以降で最も破壊的な出来事となっている。経済分析局によると、第2四半期の米国GDPは、年率換算で32.9%も減少した。

¹米労働省・米労働局統計 2020年9月号

²米議会予算局 2020年8月

景気が完全に回復するためには、ワクチンの完成が必要となるかもしれない。なんとかこの環境を生き残った企業でさえ、さらに存続するためには、追加の支援を必要とするだろう。また、何百万世帯の人々がホームレスにならないようにするためには、多額の財政支援が必要となる。V字回復の窓は閉ざされた。国民の大多数が安心して経済活動（彼らが望む範囲で）再開できるようになってはじめて、経済の再構築を開始することができる。それまでの間は、経済を維持するための赤字財政が必要となる可能性が高い。

現状におけるダイナミクス

現在、上院は共和党が過半数を占め、下院は民主党が支配している。今後もこうした膠着状態が続くことは、考えられる結果の一つである。あるいは、どちらかの政党が議会とホワイトハウスのすべてを掌握することで、党の政策の実施に権限が与えられる可能性もある。図6は、考えられる2020年の選挙結果とその政策への影響を示している。

世論調査やブックメーカーが示唆する情報に基づいて考えると、最も可能性の高い結果は民主党の完全勝利である。また、トランプ氏が勝利した場合でも、下院の支配権は民主党が維持する可能性が高い。

図6.最も可能性の高い選挙結果と政策への影響

大統領 下院 上院	バイデン	バイデン	トランプ	トランプ
	民主党	民主党	共和党	民主党
政策への影響	民主党	共和党	共和党	共和党
	最も影響が大きい。大規模な景気刺激策およびCOVID-19救済策が速やかに可決され、所得税や法人税が引き上げられる可能性が高い。規制強化やより積極的な独占禁止措置、オバマケアの改善、公的オプションの可能性。	国内政策への制約が大きく、増税の見通しは立たず、財政出動の範囲が限られる。規制強化や独占禁止措置の可能性。	減税をより重視した財政出動の可能性。2017年法人減税の期限延長、オバマケアに替わる政策の可能性。	現状維持。2021年初には小規模な財政刺激策、インフラ整備に関する政策の可能性。

投資家への影響

米国大統領選挙ならびに連邦議会選挙は、今後数ヶ月間およびそれ以降の市場の方向性に影響を与え得る、数多くの要因のうちの一つである。市場がどのように反応するかを予測することは難しいため、選挙結果の予想に基づいてポートフォリオを変更することは避けるべきと我々は考えている。

バイデン勝利

- 民主党が上院も支配した場合、大規模な財政出動の可能性による、企業利益の増大
- 積極的な財政刺激策による、長期的なインフレリスクの高まり
- 米ドルへのマイナスの影響
- 米国の税率が上昇し、米国株と比較して非米国株が有利となる可能性

トランプ勝利

- 規制による負荷の軽減、および、共和党の景気刺激策による追加減税の可能性
- 緩やかな財政出動の可能性
- 潜在的な貿易戦争につながる保護主義政策による、世界経済の成長と企業利益へのマイナスの影響
- 新興国通貨に対する米ドル高

COVID-19 は、社会、経済、ひいては投資家にとって継続的な課題となるだろう。投資家が考慮しなければならない様々な要素は将来を不確実なものにしているが、分散と優れたガバナンスは、課題への対処に役立つだろう。我々は、今後数週間においてさらなる考察を発表する予定である。



Ursula Niederberger, CEFA, CAIA

グローバル・ストラテジック・インベストメント・リサーチ

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は www.mercer.com/conflictsofinterest をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネージャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。