

米国の2020年の選挙を展望： 債券投資家に対する市場のインプリケーション

2020年の米大統領選には多くの争点があり、債券投資家に多大な影響を及ぼす可能性がある。大統領選以外でも今回の選挙で各党の上下院における獲得議席に変化があれば、今後の米国経済や投資環境に強い影響をもたらさう。本稿では5つの重要課題に焦点を合わせ、2020年の選挙結果の潜在的影響を包括的に考察する。



要旨

- 連邦最高裁のギンズバーグ判事が先日他界したことを受け、その後任の指名・承認プロセスが開始され、政治情勢に新たな局面が生じている。ホワイトハウス（大統領）と上院多数派の政党が分かれる「ねじれ」の可能性が低下する展開も考えられる。
- 民主・共和両党の政策は他の分野では明らかに違いがあるが、どちらがホワイトハウスと議会の双方を掌握する場合でも大規模な財政出動が優先事項になる公算が大きい。ただし、最高裁判事の後任指名・承認プロセスが政界の目先の焦点となろう。
- トランプ大統領は租税政策の変更をまだ提案していないが、新型コロナによる景気悪化および現在の財政赤字の記録的水準を勘案すると、恐らく将来の増税は避けられない。ただし、相対的にバイデン政権下の方が増税の可能性は高いだろう。
- バイデン大統領が誕生した場合、米中関係は改善が見込まれ、トランプ大統領続投の場合よりも世界経済の回復に貢献しよう。
- 市場はヘッドラインリスク、特に「オクトーバー・サプライズ」のリスクに敏感であり、当社のポートフォリオでは市場ボラティリティがさらに上昇する場合でも耐えられるポジション構築に注力している。

米国の2020年の選挙を展望： 債券投資家に対する市場のインプリケーション

新型コロナのパンデミック、それに伴う景気悪化により、今年11月の米大統領選の行方には不透明感が漂う。経済活動は3~4月の急激な落ち込みを経て、ここ数カ月は立ち直りを見せている。だが、最も力強い立ち直りを見せたセクターでさえまだ完全には回復しておらず、他のセクターの回復は緒についたばかりだ。また、ギンズバーグ最高裁判事が先日他界したことを受け、後任の指名・承認プロセスが始まり、政治情勢に新たな局面が生じており、上院選での争点が見直される可能性がある。

本稿執筆時点の世論調査では、バイデン前副大統領がトランプ大統領をリードしている。しかし、トランプ大統領によるギンズバーグ判事の後任指名はその選挙運動の向こう数週間のトーンを大きく変えうる。従来、トランプ大統領の法廷に関わる方針は全般的に共和党支持者の支持を得てきた。

2016年の選挙でも見られたが、重要なスイングステート（激戦州）での勝敗が大統領選の結果に大きな影響を与え得る。また、今回の選挙は連邦政府3部門（立法府、行政府、司法府）における勢力図に大きな影響を与える。大統領選と上下院の選挙結果によって、さらに「ねじれ」が継続されるのか、「ねじれが解消」されるのかに注目が集まる。それぞれの選挙結果が異なった場合、どちらかの党が独占する場合に比べ、将来の政策、ひいては市場に対し、より重大な影響を及ぼすだろう。現在、共和党は上院の過半数を占めているが、民主党が共和党の現行議席（53議席）を切り崩す可能性もある。

市場はヘッドラインリスクに敏感であり、米国経済が堅調に推移するか否かが重要だが、他にも11月の選挙を前に世界の債券投資家に影響を与えかねない重要課題がある。

5つの重要課題

1. 新型コロナ関連の政策面の支援：財政・金融政策

米国では財政・金融政策による景気回復の支援に取り組んでいるが、こうしたツールが今後も効果的であり続けるかは明瞭ではない。ここ数カ月、巨額の財政政策が超党派で決定されてきた。新型コロナが引き起こした経済的な緊急事態の規模や深刻さを背景に、共和党と民主党が歩み寄り、効率的に行動する稀な場面が生じている。3~4月に提出された臨時歳出案はほぼ全会一致で可決され、米国経済にとって重要な命綱となっている。

しかし、こうした超党派的な連携が続く保証はない。直近の追加経済対策を巡る交渉の行き詰まりは議員の党派意識を再び強めていることを示す兆候かもしれない。大方の予想では足元の行き詰まりは程なく解消されるとみられていたが、選挙前の上院の焦点はギンズバーグ判事の後任指名・承認に集中することになりそうだ。当社はこうした直近の情勢を考慮し、財政政策の見通しは11月の選挙結果に左右されるとみており、12月以前に新たな財政出動が可決される公算は小さいとみる。

米国の金融政策については、連邦準備制度理事会（FRB）の政策は選挙の影響を受けにくいと予想する。パウエルFRB議長や他のFRB高官は最近の連邦公開市場委員会（FOMC）後の公式声明やコメントを通じ、FRBが当面はハト派的な金融政策を維持する意向を強く打ち出してい

それぞれの選挙結果が異なった場合、どちらかの党が独占する場合に比べ、将来の政策、ひいては市場に対し、より重大な影響を及ぼすだろう。

る。このためFRBの広範な政策が選挙の影響を受ける可能性は低い、12月以前に追加的な財政出動が可決されない場合、FRBに影響を及ぼし、12月のFOMCで追加緩和措置の検討に至ることも考えられる。

市場のインプリケーション:これまでのところ、市場は財政出動関連のニュースに最も強く、そして最もポジティブに反応している。民主党/共和党のいずれかがホワイトハウスと議会の双方を掌握した場合、手始めの取り組みとして大規模な財政出動が2021年初めに実現すると予想される。両党とも現在の環境下では財政赤字にさほど拒否感を示しておらず、この展開は民主党主導の政府か共和党主導の政府かにかかわらず当てはまるだろう。ただし、財政出動の総額には議論の余地がある。一方の党がホワイトハウスと議会の双方を掌握した場合、財政出動の規模はねじれ政権の場合よりもはるかに多額となる公算が大きい。

2. 米国の租税政策

新型コロナに伴う景気悪化を緩和する追加財政出動の必要性は多分に超党派的な懸念だが、財政政策で議論の分かれる問題は、連邦政府が州政府の財政問題(コロナ危機で悪化)を支援する規模や2年前に制定された法人税減税を巻き戻すか否かであろう。

トランプ政権下で「2017年減税・雇用法」が成立する以前、米国の法人税率は35%で、現在は21%である。バイデン氏が大統領に選出された場合、法人税の引き上げ(28%へ)を支持するとみられる。加えて、企業の利益に対して最低15%を課税することも予想される(高収益企業の課税逃れを抑制する措置)。個人の所得税率については、バイデン氏は年40万ドル超の所得者の最高限界税率を現行の37%から39.6%へ戻すことを支持しており、この所得層では社会保障税の増加も見込まれる(現在、社会保障税の対象範囲は137,700ドル以下の所得に対してのみで、従業員分の税率は6.2%)。また、所得が100万ドルを超える者に対しては、キャピタルゲイン・配当も通常の所得税率と同税率で課税される見通しである。

トランプ大統領は租税政策の変更をまだ提案していないが、新型コロナによる景気悪化および現在の財政赤字の記録的水準を勘案すると、恐らく将来の増税は避けられない。ただし、相対的にバイデン政権下の方がトランプ大統領続投の場合よりも増税の可能性は高いとみて間違いないだろう。

市場のインプリケーション:租税政策の大幅な変更は政府の3部門全てを掌握するか否かに左右されよう。民主・共和両党の交渉が暗礁に乗り上げれば、新法案可決の可能性は低下するため、市場は交渉の行き詰まりを歓迎する傾向となる。一方、民主党が政府の3部門全てを掌握する展開となり、租税関連法案をより容易に可決する力を獲得すれば、増税による景気減速懸念からスプレッドは概ね拡大が予想される。ただし、相対ベースでは、バイデン氏の政策の影響は非課税の地方債市場には追い風となろう。

3. 米国のインフラ投資

今回の大統領選では、両候補ともインフラ関連の大規模な提案を打ち出しており、インフラ投資は数少ない超党派的な問題である。

トランプ大統領の計画では10年間で1.5兆ドル規模のインフラ投資を行うとし、従来型のインフラを重視している。その内容は、高速道路や鉄道など陸上輸送に8,100億ドル、地方のブロードバンド、5G移動通信インフラ、他の輸送以外のインフラの整備に1,900億ドルなど。計画ではクリーンエネルギーには投資をあまり行わず、インフラ計画の承認プロセスの迅速化を図る。

一方、バイデン氏の提案では、4年間で2兆ドル規模のインフラ投資を盛り込んでいる。その計画にはクリーンエネルギーに対するインフラ投資も含まれ、10万人以上の人口を有する都市全てに高品質の公共交通機関を2030年までに提供する方針である。その上、提案では、連邦政

租税政策の大幅な変更は政府の3部門全てを掌握するか否かに左右されよう。

府のインフラ投資や輸送プロジェクトを最低賃金の引き上げや労働組合の要望と結び付けるよう(連邦政府のプロジェクトが賃金保護政策の一端として機能するよう) 図っている。

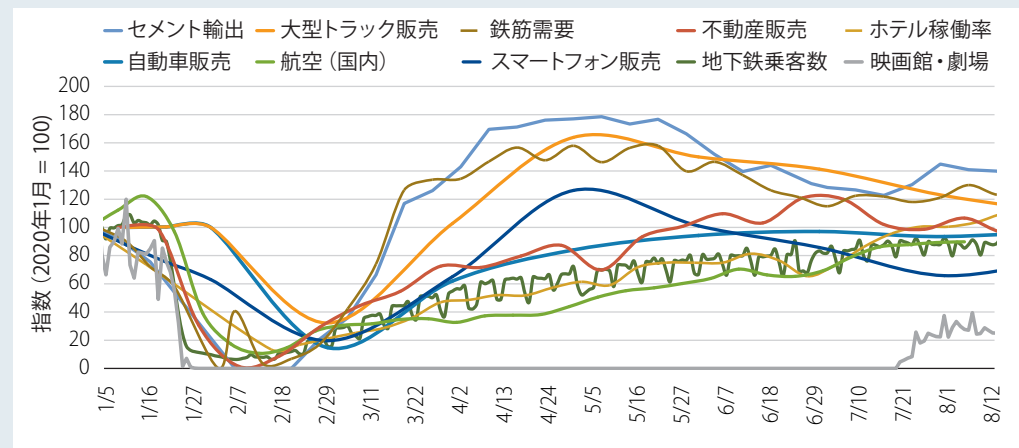
インフラ投資自体は超党派的な問題だが、これまでのところ確実性は限定的で、それぞれの計画の資金調達方法には違いが生じる可能性が高い。バイデン氏の発言によると、高所得の個人・企業に対する増税を支持しており、提案に盛り込まれることが予想される。トランプ大統領の計画では、既存の「交通インフラ資金調達革新法(TIFIA)」や「水インフラ資金調達改革法(WIFIA)」の拡充を通じ、連邦政府の歳出から2,000億ドルを提供し、連邦政府のプロジェクト支出に活用する。また、その計画では民間部門との提携拡大も図り、私的活動債(Private Activity Bond)の発行上限を撤廃する。トランプ大統領はインフラ投資の資金調達を目的とする歳入増を提案しておらず、メディケア付加税(3.8%)の撤廃、「2017年減税・雇用法」体系の永続化を図っている。

市場のインプリケーション: 両候補はいずれも多額のインフラ投資を支持しており、当社はどちらが大統領になっても素材・建設等の業界は追い風を受けると予想する。ただし、バイデン氏のインフラ計画は目標に掲げているクリーンエネルギー経済の実現と本質的に関連するため、そのインフラ投資提案が部分的に実行された場合でも従来型のエネルギーセクターに悪影響を及ぼす恐れがある。また、民主党が政府の3部門全てを掌握した場合、軍需産業は政府との取引減少を被る可能性がある。

4. 米中関係

中国経済はパンデミックに伴う業務停止や移動制限からほぼ立ち直っている(図1)。一方で、主に輸出関連が脆弱であり、米中関係の急激な冷え込みを背景に悪化している。

図1: 中国はサービス業が貢献し、立ち直りを見せている



出所: CEIC, Wind, STR, CPCA, Company Data, TravelSky, モルガン・スタンレー・リサーチ 2020年8月13日現在

当社は最近の対中制裁法に対する議会の超党派的な支持を踏まえ、大統領選でどちらが勝利しても米中関係が著しく改善するとは期待していない。現在、米中関係は両国のタカ派の動向に左右されており、中国が戦略的な立場(例えば香港や台湾に対する政策関連)を後退させるとは考えにくい。中国政府は長期観点から米中関係を捉えており、11月の米大統領選でいずれの陣営が勝つかにかかわらず、最悪のシナリオ(米中の戦略的競争が激化)に備えると予想される。ただし、バイデン=ハリス政権が誕生すれば、米中関係が(必ずしも「実質」ではなくとも)改善する可能性はある。「見解の相違を認め合う」一定の余地はあり、米中の両国のタカ派が緊張を増幅しない限り、平和的共存に向けた歩み寄りの余地もある。

「両候補はいずれも多額のインフラ投資を支持しており、当社はどちらが大統領になっても素材・建設等の業界は追い風を受けると予想する。」

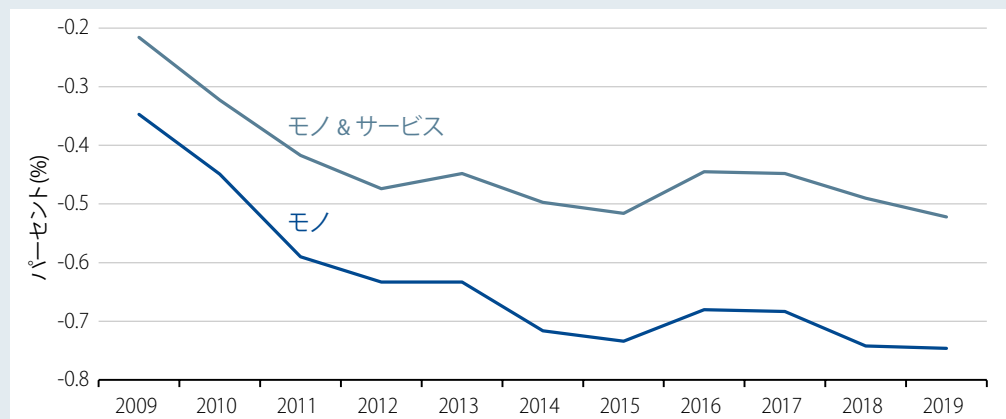
市場のインプリケーション: グローバルサプライチェーンは中国に依存してきたが、市場はその部分的・漸進的な解消を既に織り込んでいる。米中間の緊張が高まれば、この趨勢が加速し、特定の業界は悪影響を受けるとみられるが（調整に奮闘している小売業、製造業等）、他の業界（通信、テクノロジー等）は恩恵を受けるだろう。

5. 米欧関係

米欧関係の今後の先行きも11月にどちらの党が議会（特に上院）の過半数を握るかに大きく依存しており、当然ながら大統領選の結果が将来の政策決定のトーンを左右する要因になると予想される。

トランプ大統領が再選されて2期目を迎えれば、米国の貿易政策は対ユーロ圏の貿易収支赤字をさらに重視する方向となる（図2）。米中関係は様々な面で欧州に何が待ち構えているのかを示す青写真となりうる。また、米欧の金融政策の乖離も考えられる。例えばFRBが欧州の中銀各行よりもかなり早い時期に金融緩和を解除した場合、米ドル高を招き、市場は再び通貨戦争の議論に戻る可能性がある。

図2: 米国・ユーロ圏の二国間貿易収支 (GDP比)



出所: ヘイバナー・アナリティクス 2020年6月

バイデン=ハリス政権が誕生した場合、オバマ政権初期の水準には及ばないにせよ、よりグローバルな協調体制に戻ることが予想される。当社は現状よりも力強い国際的関与を見込んでおり、トランプ政権下で下された決定の一部は押し戻され、特に米国のパリ協定離脱や世界保健機関 (WHO) 脱退は撤回されるとみる。また、バイデン大統領は実用的な国際組織、特に世界貿易機関 (WTO) に対する支持強化を示唆しよう。ただし、バイデン氏の政策綱領は民主党内では「穏健」と目されており、党内左派に配慮するバランス取りが必要であることも指摘しておきたい。バイデン=ハリス政権が政府の3部門全てを掌握できなければ、オバマ政権が推進した政策と同様の継続性を実現する能力は制限される可能性がある。

米英関係については、バイデン大統領が党内左派と対立する可能性を考慮すると、相互に有益な貿易協定の締結はやや難しいかもしれない。とはいえ、当社はどちらの政権にとってもこうした協定は優先政策ではないとみる。

市場のインプリケーション: 当社はその確率は低いとみているが、英国やEUとの貿易政策に大幅な変更があれば、世界貿易に著しい不確実性を招くとみる。また、バイデン政権の方が国際通貨基金 (IMF) 加盟国のクォータ (出資割当額) の一時的引き上げに関する建設的な議論への参加にはるかに (2008~09年と同様に) 意欲的とみる。クォータが増額されれば、新型コロナに見舞われている新興・開発途上国の巨額の資金調達ニーズを幾分軽減でき、グローバル市場にとって好材料と見なされよう。

ホワイトハウスと上院過半数の政党が
分かれた場合(ねじれ政権)

民主党が両選挙で勝利した場合

1. 新型コロナ関連の政策面の支援：財政・金融政策

ニュートラル

本腰を入れた財政政策であっても、党派意識はその可決や実施を抑制する可能性がある。金融政策については、FRBはハト派スタンスを維持し、市場の下支えを継続しよう。

ニュートラル/ ポジティブ

大規模な財政政策が迅速に可決される可能性がある。ただし、ワクチンが導入され、米国経済が(2021年1月20日の新大統領就任により)回復を続けるとすれば、短期的な経済的影響の算定は難しいかもしれない。

2. 米国の租税政策

ニュートラル

「2017年減税・雇用法」に基づいて実行された減税は存続が予想される。その場合、市場や経済にはほとんど影響を及ぼさないだろう。

ニュートラル/ ネガティブ

バイデン氏の政策綱領には、企業・個人双方を対象とする増税が含まれている。当社は増税が経済成長、ひいては市場(例えば社債スプレッド)を抑制すると予想する。ただし、増税は地方債市場には好材料となる。

3. 米国のインフラ投資

ニュートラル

党派意識はインフラ支出の潜在的な規模を抑制する可能性があり、市場や経済に及ぼす影響を制限すると予想される。

ニュートラル/ ネガティブ

バイデン氏は、多彩な「グリーン・ニューディール」政策を実行しよう。クリーンエネルギー関連で直ちに切り掛かれるプロジェクトの有無が、短期的なインフラ支出の規模を制限することが考えられる。従来型のエネルギーセクターは水圧破碎(フラッキング)や探鉱活動(特に環境に敏感な地域)の削減により悪影響を受けるだろう。また、投資資金が他の優先順位が高い分野にシフトし、軍需産業も悪影響を受けるとみられる。

4. 米中関係

ニュートラル

党派意識が続けば、中国関連の既存政策の変更を制限する可能性がある。

ニュートラル

バイデン政権が誕生すれば、米中関係の形が(必ずしも「実質」ではなくとも)改善する可能性がある。

5. 米欧関係

ニュートラル

党派意識はオバマ政権が推進した政策への回帰を制限する可能性がある(特に、トランプ大統領が再選され、共和党が上院の過半数を維持した場合)。

ニュートラル/ ポジティブ

バイデン政権はWTOやWHO等との連携強化や米国のパリ協定への復帰を図ることが考えられる。バイデン政権下では貿易政策の大幅転換は見込まれず、関税が予想外に撤廃されれば市場を「落ち着かせ」よう(また、欧州のスプレッドにとって概して好材料)。

まとめ

2016年の選挙時と同様に、世論調査が選挙結果を予測する能力は限定的である。11月まで残すところ数週間となったが、結果の不確実性は高い。現在の政治情勢は、経済状況や医療状況、人種的正義を求める声の高まりなどにより、既に悪化している。直近では最高裁判事の後任が注目されていることで、選挙の行方にさらに不透明感が加わり、ホワイトハウスと上院を掌握する政党が分かれる「ねじれ政府」の可能性が低下する展開も考えられる。今回の選挙サイクルでは大統領選のみならず上院でも多くの選挙戦が行われており、民主党が議会を完全に掌握する可能性があることに注意することが重要だ。

市場はヘッドラインリスク、特に「オクトーバー・サプライズ」リスクに敏感であり、当社のポートフォリオでは市場のボラティリティがさらに上昇しても耐えられるポジションの構築に注力している。当社は従来通り十分な柔軟性の維持にも配慮し、特に選挙結果から最も影響を受けると予想されるセクターの妙味ある投資機会の捕捉に努めている。

© Western Asset Management Company Ltd 2020. 当資料の著作権は、ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社およびその関連会社(以下「ウエスタン・アセット」という)に帰属するものであり、ウエスタン・アセットの顧客、その投資コンサルタント及びその他の当社が意図した受取人のみを対象として作成されたものです。第三者への提供はお断りいたします。当資料の内容は、秘密情報及び専有情報としてお取り扱い下さい。無断で当資料のコピーを作成することや転載することを禁じます。

過去の実績は将来の投資成果を保証するものではありません。当資料は情報の提供のみを目的としており、作成日におけるウエスタン・アセットの意見を反映したものです。ウエスタン・アセットは、ここに提供した情報が正確なものであるものと信じておりますが、それを保証するものではありません。当資料に記載の意見は、特定の有価証券の売買のオファーや勧誘を目的としたものではなく、事前の予告なく変更されることがあります。当資料に書かれた内容は、投資助言ではありません。ウエスタン・アセットの役職員及び顧客は、当資料記載の有価証券を保有している可能性があります。当資料は、お客様の投資目的、経済状況或いは要望を考慮することなく作成されたものです。お客様は、当資料に基づいて投資判断をされる前に、お客様の投資目的、経済状況或いは要望に照らして、それが適切であるかどうかご検討されることをお勧めいたします。お客様の居住国において適用される法律や規制を理解し、それらを考慮する責任はお客様にあります。

ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニーDTVM(Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários)リミターダ(ブラジル、サンパウロ拠点)はブラジル証券取引委員会(CVM)とブラジル中央銀行(Bacen)により認可、規制を受けます。ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニー・ピーティーワイ・リミテッド(ABN 41 117767 923)(オーストラリア、メルボルン拠点)はオーストラリアの金融サービスライセンス303160を保有。ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニー・ピーティーイー・リミテッド(シンガポール拠点)は、キャピタル・マーケット・サービス(CMS)ライセンス(Co. Reg. No. 200007692R)を保有し、シンガポール通貨監督庁に監督されています。ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社(日本拠点)は金融商品取引業者として登録され、日本の金融庁の規制を受けます。ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニー・リミテッド(英国、ロンドン拠点)は英金融行動監視機構(FCA)により認可、規制を受けます。当資料は英国および欧州経済領域(EEA)加盟国においては、FCAまたはMiFID IIIに定義された「プロフェッショナルな顧客」のみを対象とした宣伝目的に使用されるものです。

ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社について

業務の種類： 金融商品取引業者(投資運用業、投資助言・代理業、第二種金融商品取引業)
登録番号： 関東財務局長(金商)第427号
加入協会： 一般社団法人日本投資顧問業協会(会員番号 011-01319)
一般社団法人投資信託協会