



# 米大統領選が市場に与える影響を 考えてみる

2020年10月

世界最大の経済大国であり、強大な力を持つ国の政治的な優先度と政策は、世界の投資家にとっては重要です。米国憲法に規定されるチェック&バランスによって、政策の方向性が劇的に変わる余地は小さいため、通常は、大統領と議会の選挙を巡る市場のボラティリティはさほど高くなく、短期的なものに終わります。しかし、今はパンデミック下で、グローバル経済が近代で最も深刻となったリセッションからの回復過程にあり、政治的な分断がみられ、選挙結果の遅れや接戦となる結果への懸念が募る、異例の事態となっています。

ここでは、大統領候補及びそれぞれの党の政策アジェンダに基づいて、米大統領選挙の結果が金融市場に与え得る影響について考えたいと思います。議論の性格から、かなり憶測に基づいたものであり、予想だにしないイベントによって選挙キャンペーンの流れが大きく変わる可能性があります。

トランプ大統領とメラニア夫人が新型コロナウイルスに感染したことは、2020年の選挙戦がどれだけ異例のものであるかを物語っていると言えるでしょう。しかし、このレポートを通じて、選挙戦の結果が金融市場に与え得る影響についての考えを、少しでもお伝えすることが出来れば良いと思っています。



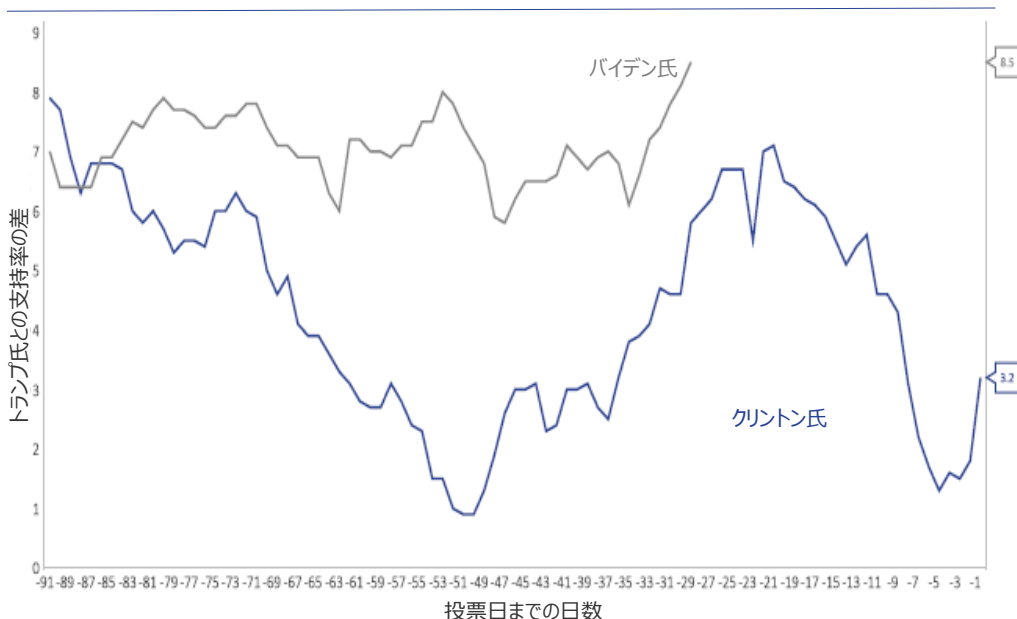
デビッド・ライリー  
パートナー  
チーフ・インベストメント・  
ストラテジスト

### バックグラウンドと現在の世論調査

米国では、現職大統領が二期目も当選することが通例で、トランプ大統領も新型コロナウイルスの感染拡大とそれに伴うリセッションが起こるまでは、史上最低水準の失業率を記録するなか、11月3日に二期目に入ると見られていました。しかし、リセッション及び高失業率の年には、現職大統領が敗北する可能性が高まります。

民主党が選出した大統領候補であるジョー・バイデン氏の世論調査における支持率は、トランプ氏を8%上回っており、選挙キャンペーンの同時期と比較してみると、ヒラリー・クリントン氏よりも高い支持を得ているということになります（図1参照）。

図1：2016年及び2020年の米大統領選挙における支持率の差（%）



出所: RealClearPolitics, Bloomberg 2020年10月5日

大部分の州ではそれほどの競り合いはなく、ほんの一部の「スウィング・ステート」と呼ばれる激戦州での結果が大統領選の結果を左右することとなります。民主党は、カリフォルニア州やニューヨーク州での基盤が盤石で、190の選挙人票を集めると言われています。対して共和党支持地域はテネシー州やアラバマ州といった南部の州で、選挙人の数は77となります。民主党のほうが支持層が厚く見えるものの、民主党寄りの州において共和党が勝利するというケースはよくあります。2016年には、トランプ大統領は北西地域のミシガン州、オハイオ州、ペンシルベニア州といった民主党寄りの州で勝利をし、フロリダ州でも勝利した結果、一般投票ではクリントン氏にわずか1%差にも満たない得票数しか得られなかったものの、306の選挙人票を

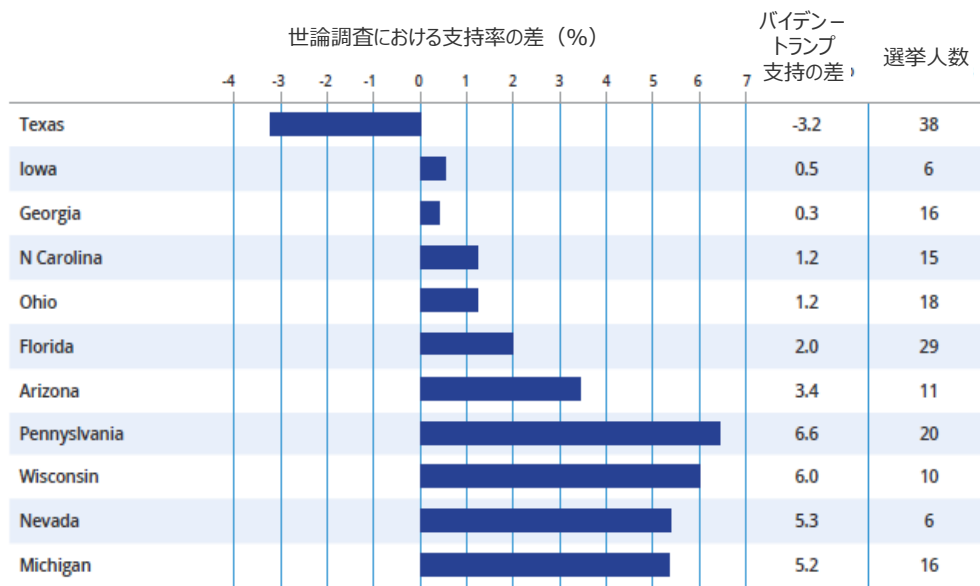
しかし、大統領は一般投票で決まるわけではなく、各州で選ばれた538名の選挙人（選挙人の数は州の人口に応じる）が投票を行い、ほとんどの州では、最も得票数が多かった大統領候補がその州の選挙人全員の票を獲得することになります。そのため270の選挙人票を集められた候補が勝利することとなります。大統領選挙の一般投票は11月3日に実施されますが、選挙人が実際に大統領及び副大統領に公式に投票を行うのは、12月14日となります。

大統領は一般投票で決まるわけではなく、各州で選出された538名の選挙人（選挙人の数は州の人口に応じる）が投票を行い、ほとんどの州では、最も得票数が多かった候補がその州の選挙人全員の票を獲得することになります

得ました。

2016年にトランプ氏が勝利した激戦州における足元のバイデン氏とトランプ氏の世論調査での支持率の差を示したものが、図2となります。トランプ大統領が二期目の再選を得るためには、テキサス州からアリゾナ州までの支持州での得票を確実にすることが少なくとも必要である一方、バイデン氏が勝利するには図2で示されているペンシルベニア州以下全ての州で勝利を収めなければなりません。トランプ氏にとってはフロリダ州、バイデン氏にとってはペンシルベニア州は、それぞれ必ず勝たなければならない州となります。ここで勝利することなく270票を獲得することも可能ですが、その場合、他の大きな州でのかなりの番狂わせが必要となります。

図2：激戦州における支持率の差



出所: RealClearPolitics 2020年10月5日

### 議会選挙

米国の国内政策において重要となるのは議会選挙の結果です。議会は、政府支出や税制を承認し、最高裁や米連邦準備制度理事会（FRB）の要職を承認する機能を持ちます。ここ数ヶ月に亘って議論されている追加の財政支援が合意に至っていない要因は、11月3日の選挙戦に向けたワシントンで激化する両党間の争いが一因になっていると言えるでしょう。

新たな大統領が選出される場合、2016年の時のようにトランプ大統領が大統領選挙に勝利し、議会選挙では共和党が勝利するといったような完勝となることが多いのですが、2018年の中間選挙において、民主党が下院で勝利を収めました。

下院では、民主党の議席数が232、共和党の議席数が198となっています。全435議席が11月3日の選挙で見直されることとなりますが、共和党が過半数を獲得するために必要となる19議席差を確保することは難しいとされています（Predicitでは、共和党が過半数を得られる可能性は15%程度であると市場に織り込まれています）。

上院100議席の過半数をどちらが得るかはもっと不透明で、現在共和党は3議席差で過半数を得ていますが、民主党は改選35議席中23議席を確保出来るとされています。

現在の州ごとの世論調査では、民主党の現職上院議員のほとんどは議席を確保することが出来ると見られものの、共和党の現職4議員（アイオワ、メイン、ノースカロライナ、アリゾナの各州）はわずかではあるもののリードを許しています。

### 選挙シナリオ

現在の世論調査に基づく、確からしい結果は3通り予想出来ると考えています。民主党の完勝、バイデン氏が大統領に選出されるものの共和党が上院で過半数を獲得、現状維持となるトランプ大統領の再選と議会のねじれ、です。共和党による完勝の可能性も完全に排除することは出来ませんが、今後4週間で一般投票におけるトランプ大統領と共和党議員候補に対する支持率の大幅な上昇が見られない限りは厳しいでしょう。

市場が懸念を高めているシナリオは、選挙結果が遅延し接戦となる可能性があることです。新型コロナによって、かつてない数の米国人が郵便投票をすると見られており、これは通常の開票よりも時間がかかるだけではなく、有効性に対する議論的となり得ます。<sup>1</sup>しかし、全開票が数日遅れたとしても、得票数が僅差で、主要州で接戦となった場合には、市場は選挙結果が単に分からなくなるだけではないのです。トランプ大統領がフロリダ州で選挙人を獲得出来なかったり、バイデン氏がペンシルベニア州で勝利を収めることが出来なかった場合には、それぞれの敗北は確実なものとなるでしょう。

現在の世論調査に基づく、確からしい結果は3つ予想出来ると考えています。民主党の完勝、バイデン氏が大統領に選出されるものの共和党が上院で過半数を獲得、現状維持となるトランプ大統領の再選と議会のねじれ、です。

注1：州によって郵便投票のルールは異なり、選挙日までに郵便が到着していないと行けない場合や消印が有効となる場合など、様々なルールがあります。



最近の例で、大統領選挙の結果確定に遅延が見られたのは、2000年のアル・ゴア氏とジョージ・W・ブッシュ氏による接戦の際でした。その時にはフロリダ州で、票の数え直しが行われ、その投票について最高裁がブッシュ氏に有利な判決を下したことで、選挙結果がようやく確定したのは12月12日のことでした。それまでの間に米国株は10%下落し、米ドルは当初上昇した後に下落に転じて米ドル安となり、市場のボラティリティは高止まりしました。パンデミック、高失業率、経済回復にはさらなる政策支援が必要となる環境においては、政治と法律面での対立が社会不安へと波及しなかったとしても、市場は少なくとも荒れ模様になるでしょう。

### 政策の意味

民主党の完勝がもたらすものは、2021年早期における大規模な財政刺激策でしょう。共和党による完勝や、議会のねじれ（大統領がどちらになるかによらず）となったケースよりもその規模は大きなものになると予想されます。当初、提示された追加の財政刺激策の規模は共和党が1兆米ドルであったのに対し、民主党は3.4兆米ドルでした。トランプ大統領はインフラ主導の景気刺激策に前向きであるものの、共和党議員は財政面においてはより保守的です。

民主党の政策アジェンダにおいては、トランプ氏が導入した法人税の減税を覆し、家計所得の高い世帯への増税や、銀行及びエネルギーセクター（気候に関連）への規制強化を謳っています。民主党による完勝は、環境、健康、規制政策において180度の転換が見られることが予想されるため、セクターごとに大きな影響を受ける可能性があります。

議会在ねじれとなった場合、トランプ氏もしくはバイデン氏の国内政策アジェンダに対して、大きな障壁となる可能性があります。バイデン大統領にとっては、大規模な景気刺激策や増税を共和党が過半数を占める上院で可決することは難しくなるでしょう。トランプ大統領にとっては、民主党が過半数を握る下院で減税や医療制度改革の法案を可決する難しさに直面することになるでしょう。

しかし、議会在ねじれとなったとしても、バイデン大統領となった場合には、貿易及び外交の面ではアプローチに大きな変化が現れると考えられます。両党内では、中国は戦略的なライバルであり、「抑制」しなければならない相手であるとの共有認識があります。しかし、バイデン氏がトランプ氏のように、中国（及び他の先進国やエマージング国）との二国間貿易に関して、さらなる関税を課す可能性は低く、中国の経済的及び政治的な影響力を抑制するために、国際的な同盟を構築することに注力するとみられます。さらに、IMFや世界銀行といった国際機関に対する敵対的姿勢も和らぐことになると考えられます。

### 選挙結果が市場に与える影響

PredictItによれば、市場では民主党が完勝する「ブルーウェーブ」の可能性を55%、議会在ねじれとなる可能性は三分の一であると織り込んでいます。まだ大統領選挙まで4週間ある中、足元の世論調査や賭けのオッズに着目して、どのような選挙結果になるのかという確率を割り出すことに、当社ではそれほど力を注いでいません。それよりも、それぞれの選挙結果が市場にもたらす影響と、それに基づくポートフォリオのシナリオ・テストを考えることの方が重要であると考えています。

バイデン氏がトランプ氏のように、貿易相手国に対してさらなる関税を課す可能性は低く、IMFや世界銀行といった国際機関に対する姿勢もより柔軟なものとなるでしょう





### ブルーウェーブ

民主党の候補者であるジョー・バイデン氏が大統領に選出され、民主党が下院での過半数を維持しながら、上院でも僅差で過半数を取るといったシナリオです。

このシナリオにおける米株式市場及び社債市場の当初の反応は、法人税の増税や規制強化への見通しから、ネガティブなものになるかもしれません。しかし、政権が第一に優先するのは、大規模な財政政策であるということを示せば、経済成長と企業業績への見通しは押し上げられ、反射的な売りが反転する可能性があります。

他の選挙結果シナリオと比較して、より積極的な財政刺激策が取られることで、利上げ予想は2024年から2023年に前倒しされ、2022年に早まる可能性さえあります。それにより、長期国債利回りが上昇する形で、イールドカーブのベア・スティープ化が見られることが想定されます。ブルーウェーブによって、トランプ氏の貿易政策に伴う不確実性へのプレミアムが剥がれ、双子の赤字の拡大による米ドルのファンダメンタルズ見通しが悪化することから、米ドル安となることも予想されます。

もしブルーウェーブとなり、米国及びグローバル経済の成長見通しが上方修正され、貿易政策のリスクが後退し、米ドル安となった場合、米国債利回りが上昇したとしても、エマージング資産にとっては強い追い風になると考えられます。

### 現状維持

ドナルド・トランプ氏が大統領に再選され、共和党が上院で過半数を獲得しながらも、下院では民主党が過半数を維持するというシナリオです。

米国株式及び社債市場は、民主党政権下における法人税の増税と規制強化への懸念が取り払われることで、やや上昇が見込まれます。このシナリオにおいては、緩やかな財政緩和が想定されますが、FRBの利上げ見通しに変化をもたらすほどの規模のものとはならないでしょう。選挙戦前のリスクオフに備えたポジションが閉じられるなかで、米国債のイールドカーブはわずかなベア・スティープ化が見られるかもしれません。

トランプ大統領が中国との新たな貿易戦争やその他の貿易相手国に関税を課す脅威への懸念が高まる中で、米ドルは上昇が見られると予想されます。

### バイデン氏が勝利するものの、上院は共和党が過半数を維持

バイデン氏が大統領に選出されるものの、共和党が上院で過半数を維持し、下院も民出党が過半数を維持するというシナリオです。

バイデン氏が勝利するものの、議会がねじれとなることで、上院で共和党が財政支出拡大に反対することが想定されるため、大規模な財政出動はかなり難しくなります。その結果、経済回復を維持する負荷がFRBのしにかかることとなります。

ブルーウェーブとなった場合、他のシナリオと比較して、より積極的な財政刺激策が取られることで、利上げ予想は前倒しされ、米国債のイールドカーブはベア・スティープ化することが想定されます

また、トランプ氏の貿易政策に伴う不確実性へのプレミアムが剥がれ、双子の赤字の拡大による米ドルのファンダメンタルズ見通しが悪化することから、米ドル安となることも予想されます

経済成長見通しの悪化に伴うさらなる金融緩和が実施された場合、イールドカーブはブル・フラット化することが予想され、米国のリスク資産にとっては下押し圧力となると共に、米ドルは下落することが予想されます。

### レッド・ウェーブ

共和党が上下院で過半数を獲得し、大統領にトランプ氏が選出されるというシナリオは、足元の世論調査では最も可能性が低そうですが、完全に排除することも出来ません。

現在ムニューシン財務長官が提案する約1.5兆米ドル規模の財政刺激策が承認されるとともに、減税が実施される可能性もあります。規制緩和が進むことで、石油及び金融業界に対する投資家の見通しは前向きなものとなるでしょう。「レッド・ウェーブ」となった場合は、トランプ大統領の「アメリカ・ファースト」の外交及び貿易政策が推し進められると考えられます。

緩やかな財政政策、減税の可能性、規制の緩和は米国のリスク資産及び米ドルに取ってはポジティブ材料となり、米国金利もやや上昇することが予想されます。しかし、貿易及び外交政策に関する不透明感が、その他の国やエマージング資産にとってはネガティブ材料となる可能性が高いでしょう。

### 選挙結果の遅れと接戦

最終的な投票結果が出るのは11月3日から数日経ってからになる可能性が高いと考えています。遅れがあったとしても、主要州の結果を見て市場は結果を判断することが出来るかもしれません。しかし、選挙が非常に拮抗し、全ての開票結果が出揃い、法的な決定がなされるまで結果が決まらない場合、

金融市場は政治面と政策面での不透明感の残る数週間を過ごすことになるでしょう。

選挙結果に関する不透明感が長引き、ねじれ政府となる可能性が高まった場合、リスク資産にとっては下押し圧力となり、投資家が安全資産を求めるとなると、米国債のイールドカーブはブル・フラット化することが予想されます。11月4日にFOMCが開催されますが、市場の混乱を抑制するために追加で流動性を供与する可能性があります。グローバル市場における全体的なリスク・オフ心理によって、米ドルはやや上昇するかもしれません。

選挙結果の判明が遅れ、接戦となった場合に、市場のボラティリティは高まるとみられ、このことが既に11月及び12月限月のVIX指数先物に表れています。ボラティリティが低下するのは正式に選挙結果が判明した時であり、その際には各シナリオにそった動きを市場が辿ることになると予想しています。

### まとめ

表1では、それぞれの結果に伴う短期的な市場の動きを予想したものをまとめています。確信度プラス3からマイナス3で、S&P500、米国10年債利回り（プラスが金利低下）、米国投資適格債及びハイ・イールド債（プラスがスプレッドの縮小）、ユーロドル（プラスがユーロ高ドル安）、エマージング通貨（プラスがエマージング通貨高米ドル安）、VIX指数（プラスがインプライド・ボラティリティの上昇）の動きを予想しています。

レッド・ウェーブとなった場合、現在ムニューシン財務長官が提案する約1.5兆米ドル規模の財政刺激策が承認されるとともに、減税が実施される可能性もあります

規制の緩和が進むことで、石油及び金融業界に対する投資家の見通しは前向きなものとなるでしょう





# 米大統領選が市場に与える影響を考えてみる

シナリオ	SPX	米国10年債	ユーロドル	EM通貨	IGクレジット	HYクレジット	VIX指数	想定される市場の動き
民主党の完全勝利	-1	-3	+2	+2	-1	-1	+2	当初、S&P500は小幅に下落し、法人増税及び規制強化の影響を受けやすいエネルギー/銀行/テクノロジー・セクターが主導する形で、社債のスプレッドは拡大するが、財政刺激策が経済成長や企業業績の下支えとなり、一部影響は緩和されると予想する。財政刺激策の規模が他シナリオを大幅に上回ることから、FRBによる「利上げ開始」予想が2024年から2023年に前倒しとなり、米国債利回りのベア・スティーブ化をもたらす可能性がある。トランプ氏の貿易政策に伴う不確実性へのプレミアムが剥がれ、双子の赤字の拡大による米ドルのファンダメンタルズ見通しが悪化することから、米ドル安となることが予想される。
現状維持	+1	-1	-1	-1	+1	+1	-1	法人増税や規制強化のリスクが後退することから、S&P500及び社債は緩やかに上昇する可能性。追加の財政出動が見込まれるが、FRBによる利上げを早める程の規模ではないと予想する。しかし、選挙前の「リスクオフ」ポジションが閉じられることで、米国債利回りのベア・スティーブ化が予想される。中国及びその他の貿易相手国に対してトランプ氏が追加関税を発動する可能性が高いことから、米ドルの上昇が予想される。
バイデン氏が勝利、共和党が上院で過半数を維持	+2	+1	+1	+2	+1	+1	0	バイデン氏が勝利するものの、議会在ねじれとなることで、共和党が上院で財政支出を増やすことに反対することが想定されるため、大規模な財政出動はかなり難しくなるだろう。結果的に、弱い成長見通しのなかで、FRBに景気回復維持の負荷がかかり、追加の金融緩和を行うことで、米国債利回りのプル・フラット化が進み、米国リスク資産へのネガティブな影響と米ドル安が想定される。
共和党の完全勝利	+3	-2	-1	-2	+2	+2	0	減税及びインフラ支出の増加を含んだ緩やかな財政刺激策が実施されるだろう。また、追加の規制緩和（エネルギーや金融セクターに有利）や、より「アメリカ・ファースト」な外交及び貿易政策も予想される。前者はリスク資産にポジティブに働き、米国債利回りのベア・スティーブ化をもたらす一方、後者は米ドルにポジティブであるが、EM資産に対するネガティブな影響が想定される。
選挙結果の遅れ、接戦	-3	+3	-1	-2	-2	-2	-3	郵便投票の集計（おそらくは法的な難しさ）のために、大統領選の結果判明が遅延し、議会選挙の結果も同様となる可能性が高い。選挙結果を巡って不透明感が長引き、ねじれ政府となる可能性があることで、インプライド及び実績ボラティリティが急上昇し、リスクオフが進むことが予想される。FRBの下支え政策の下、投資適格債がハイ・イールド資産をアウトパフォームすると考える。全体的な「リスクオフ」により、米ドルは、とりわけEM通貨に対して上昇するだろう。選挙結果が判明した後は、結果別のシナリオに沿って市場は動くだろう。

## ディスクレームー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下のようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーキング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上