

ElectionWatch2018

民主党躍進とねじれ議会の影響

2018年11月7日

Chief Investment Office WM

Justin Waring, Investment Strategist Americas; Michael Ryan, CFA, Chief Investment Officer Americas; Thomas Mcloughlin, Head Americas Fixed Income

- 米中間選挙の結果は、民主党が下院の議席を36ほど増やし、過半数の奪還に成功した。一方、上院では、共和党が議席数をさらに増やして過半数を維持したため、議会はねじれ状態となった。
- 両党が協力して歳出削減に向けて取り組む見込みは薄いため、財政赤字の拡大が続く可能性が高い。このため、債券利回りは上昇し（価格は下落）、米ドルは下落すると予想される。
- 全体的には、今回の選挙はリスク資産にとって良くも悪くもない結果となった。米国株式のセクターへの影響は、ねじれ議会では法案成立に限界があるなどの理由から、限定的だとみている。ただし金融と資本財セクターは影響を受けやすく、議会の状況によってテールリスクが発生するかもしれない。
- 選挙結果に失望または不満を感じても、その政治的な懸念から、経済または市場を悲観的にみるべきではない。

選挙結果

歴史的標準	投資への影響 リスク資産にはニュートラル (基本シナリオ)	政策の実現可能性
<p>議会が膠着し、主要法案の大半を成立させるのに妥協が必要になる。民主党はトランプ政権に対する様々な調査を開始する。</p> <p>トランプ大統領は引き続き、大統領権限を行使して規制緩和を行い、関税を利用して貿易相手国に圧力をかける。</p>	<p>議会膠着と妥協 共和党と民主党で歳出抑制の共通項目が無く、財政赤字拡大が意識されることで長期金利上昇圧力がかかる。</p>	<p>可能性高い</p> <ul style="list-style-type: none"> 議会の膠着 規制緩和の継続 政府機関閉鎖
	<p>インフラ整備 インフラ整備はトランプ大統領と民主党が共通認識を持つ分野の一つだが、規模、内容、資金調達方法に関して意見が割れる傾向にある。リスク資産(特にインフラ関連企業)にとってはややポジティブだが、財政支出による赤字拡大は、債券利回りの押し上げ圧力と米ドルへの押し下げ圧力を高めるだろう。</p>	<p>可能性あり</p> <ul style="list-style-type: none"> 弾劾(免職の可能性は低い) インフラ整備 薬価統制 最高裁判事の欠員
	<p>政府機関閉鎖 政府機関が閉鎖する可能性は高いが、政府機関閉鎖に対するこれまでの市場の反応は限定的だった。</p> <p>薬価統制 薬価統制で両党が妥協する可能性があり、グローバル医薬セクターの重石となるだろう。</p>	<p>可能性低い</p> <ul style="list-style-type: none"> 社会保障改革 税制改革2.0 債務上限到達に伴う政府機関閉鎖 議会による貿易権限の制限 オバマケアの撤回 国境の壁建設

米国株式セクター全体では、選挙の影響はほとんど見られない
 政策の影響、米国大型株セクター

セクター名	選挙後の政策の影響
生活必需品	規制緩和は食品、飲料、タバコのサブセクターに恩恵をもたらす可能性があるが、トランプ政権は実際にはタバコ規制を強化した。選挙結果による影響はほとんど見られない。
一般消費財	個人所得減税の恒久化は消費支出を押し上げるだろうが、新議会の下でこれが実現する可能性は低い。
通信サービス	インターネット規制を巡る議論が引き続き過熱し、逆風になりうる。選挙結果による影響はほとんど見られない。インターネット企業への圧力は続くと思える。
エネルギー	下院委員会からの厳しい発言が、政策として行動に移される可能性は低い。原油価格を押し上げているイラン制裁に対する共和党の支持が変わることがない限り、議会の構成がエネルギーセクターに影響を与える可能性は低い。
金融	規制緩和は引き続き金融セクターに有利な方向に進むだろう。しかしながら、下院委員会の発言に関連したニュースが同セクターに悪影響を及ぼすリスクがあると我々はみている。
ヘルスケア	薬価上昇の抑制は主に超党派で取り組む問題である。我々は薬価給付管理企業(PBM)への圧力が続くと思える。圧力が強まると、製薬会社に影響が及ぶリスクがある。
資本財	インフラ整備が資本財セクターの押し上げ材料になる可能性は低い。予算を巡る膠着状態と防衛費削減がリスクになるからだ。同セクターにとって最も大きな政策上の逆風となる通商政策は、新議会の構成によって変更されることはない。
情報技術	選挙結果による影響はほとんど見られない。
素材	インフラ整備策実施の可能性はあることはややプラス要因ではあるが、貿易は引き続き最大の政策課題となる。
不動産	選挙結果による影響はほとんど見られない。しかしながら、カリフォルニア州で住民投票事項10が否決されたことで、州レベルの家賃抑制に向けた道が開かれる危険な先例が生まれる事態が回避されるとともに、手ごろな家賃の住宅の不足が深刻化するだろう。
公益事業	インフラ整備法案が成立すれば後押し材料となるが、選挙結果に伴う変化はほとんどない。

出所: UBS、2018年11月7日現在

政治と政策

ねじれ議会により議会の膠着状態が深刻化し、可決させなければならない法案に対しては、成立に向けて両党は妥協点を探っていくだろう。議会が期限直前の交渉や最後通告という手段にできるようになれば、政府機関の閉鎖がリスクになる。我々は政府機関の閉鎖があっても、短期間で解消され、持続的な影響はほとんどないと予想するが、交渉決裂という結果によって深刻な予算の「強制削減」が再び発動されることを市場は警戒するかもしれない。

今後2年で重要法案が成立するとは予想していないが、両党は2020年の選挙に向けて党の政策構築を開始するために法制化への取り組みを強化するだろう。

下院では、議会の調査団が召喚権限をフルに活用して、トランプ政権の高官と政策の様々な点に関する監視調査を開始するだろう。下院で弾劾手続きが始まる可能性があり、それは政治リスクとなる。我々は最初に議会公聴会が開かれ、弾劾に値する特定の違反を示す重要な証拠が発見された場合は、弾劾投票実施の可能性が高まると予想する。以前に述べたように、共和党から賛成票を得るには証拠の点で極めて高いハードルがあると思われる。上院で共和党の圧倒的な支持が得られなければ、トランプ大統領が有罪判決を受けて大統領職を罷免されることはないだろう。

議会で超党派の抵抗がない場合、トランプ政権は引き続き規制や貿易、移民といった主要な政策分野の多くをコントロールし続けるだろう。

市場

現在最も市場への影響が大きいと考えられる政策課題である貿易に対して、選挙結果が影響を及ぼす兆候はほとんどない。共和党支持者は現段階で概ねトランプ大統領の通商政策に賛成しており、関税に関する大統領府の権限を抑制する超党派の取り組みが行われるまでは、有権者の心境の変化を注意して見ていく必要があるだろう。民主党は選挙戦中に貿易問題を大きく取り上げることがなかったことから、貿易問題で共和党に対抗する意思は伺えない。

インフラ投資の強化と薬価抑制に対しては、両党ともに支持を表明しており、歩み寄りを見せる可能性がないわけではない。ただし、インフラ投資についてはその財源の特定において、上院では合意を得ることは難しく、大胆な（そして市場への影響が大きい）解決策が講じられる可能性は低いだろう。

さらに米国株式の一部のセクターでは、規制緩和などのトーンが変わる恐れから、逆風に直面する可能性がある。

金融

マクシン・ウォーターズ下院議員が下院金融サービス委員長に就任するとみられる。同議員は長年、金融セクターへの規制緩和の取り組みに反対してきた。この議会の下で規制が強化される確率は極めて低いが、2020年の選挙で民主党が勝利した場合に「どのような悪夢が現実になるのか」市場は懸念し始めるだろう。

下院の過半数を失ったことを受けて、現時点では、共和党は金融規制改革法（ドッド・フランク法）の改正を狙った法案を通過させる望みを捨てざるを得なくなるだろう。これは2020年の選挙に勝利した場合の「成立を目指す法案リスト」に載るだろうが、それまでの間、トランプ政権は引き続き法律を改正することなく規制をなし崩しにしていこうと我々は予想する。主な規制当局の長はすでに就任しているため、規制緩和の取り組みは現在のテンポで続くと思われる。

規制緩和をめぐる下院委員会の公聴会からの逆風に直面する可能性はあるが、政治的要因がファンダメンタルズより重要視される可能性は低い。よって、我々は引き続き金融セクターのオーバーウェイトを推奨する。

資本財

議会がねじれ状態になったことで、資本財セクターはさらなるテールリスク（確率は低いものの、発生すると巨大な損失をもたらすリスク）に直面している。防衛予算や他のつなぎ予算が成立しないことで、防衛支出に大きな影響が及びかねない、いわゆる予算の「強制削減」が発動されるリスクを考えると、膠着状態は資本財セクターにとって特に痛手となる。現在の防衛費は、予算管理法で定められた上限をはるかに上回っているため、予算案で合意に達しなければ、防衛費が最大13%削減される恐れがある。

しかしながら我々は、防衛費の増加は歴史的に両党から支持されているため、このような結果に至る確率は極めて低いとみている。両党とも極めて重要な防衛産業を弱体化させることは望んでいない。民主党が自党の政策のための予算を確保したいと考えれば、拡大している防衛費の削減が検討される可能性が最も高い。現予算では裁量的支出のうちの非防衛費がすでにぎりぎりまで削減されており（連邦支出のわずか16%）、防衛費は超党派の予算折衝で大きな標的になるだろう。

前述の予算を巡る懸念は、あくまでもリスクケースである。資本財セクターにとって、政治は主な変動要因ではないが、地政学はファンダメンタルズに大きな影響を及ぼしうる。我々は、まだ緩和されていない貿易リスクに関する懸念などから、資本財を若干のアンダーウェイトとする。貿易摩擦が友好的に収束すれば、株価が上昇する確率は高いと考えているが、貿易を巡る緊張が解消されるまでは、貿易摩擦はさらに悪化するというのが、我々の基本シナリオである。

結論

我々は、両党の関心は次回の大統領選に移っているため、ねじれ議会の誕生によってほとんどの政策課題で膠着状態が生じると考えている。貿易や移民法の施行、政府機関の規制緩和の分野は、すでに大統領府の権限範囲となっているため、政策が大きく変更される可能性は低い。

相場は今後上昇するだろうが、米国政治が相場回復の主な要因ではない。大半の投資家は今回の選挙を、投資の決定を下す際の重要な変動要因とは考えないだろう。選挙結果を巡る先行き不透明感により余剰資金を投じることをためらっていたのならば、今がその機会なのかもしれない。

政治的な結果は経済への信頼感を歪める恐れがある。そして投資家が自身の政治への不安により投資判断を誤ってしまった場合に、大きな代償を払わなければならない場合があることが研究でわかっている。従って、投資家は選挙結果に失望または不満を感じても、政治的な懸念を経済または市場への悲観的な見方につなげることをのまないようにしたい。

我々は、経済がリセッション（景気後退）入りする確率は依然として低いと考えている。それは米国政治を考慮しても概ね変わらない。企業の利益成長が拡大し、バリュエーションが魅力的で、経済が堅調で過熱のリスクがほとんどない状況であることから、国債に対するグローバル株式のオーバーウェイトを推奨する。米国の大型株では、グロース株よりもバリュエ株を推奨する。

Appendix

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS CIO ウェルスマネジメントリサーチが作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS 証券株式会社（以下、「当社」）のほか、その業務委託先である UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。UBS AG（以下、「UBS」）および UBS グループ内の他の企業（またはその従業員）は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 2633 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

UBS 証券株式会社における国内株式等の売買取引には、ウェルスマネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して、最大 1.00%（税抜）、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.25%（税抜）の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引（店頭取引やストネット取引等の立会外取引、等）を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券（国債、地方債、政府保証債、社債、等）を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料として申込手数料があり、申込代金に対して上限 3.00%（税抜）です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬（信託報酬）があり、各ファンドの平均純資産額の年率 2.34%（上限）（ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。）およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場などの変化により価格が変動し、損失が生じるおそれがあります。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 1%または 1 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 2%を上限とします。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先である UBS 銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等： ユービーエス・エイ・ジー（銀行）東京支店 登録金融機関 関東財務局長（登金）第 605 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

© 2018 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。