

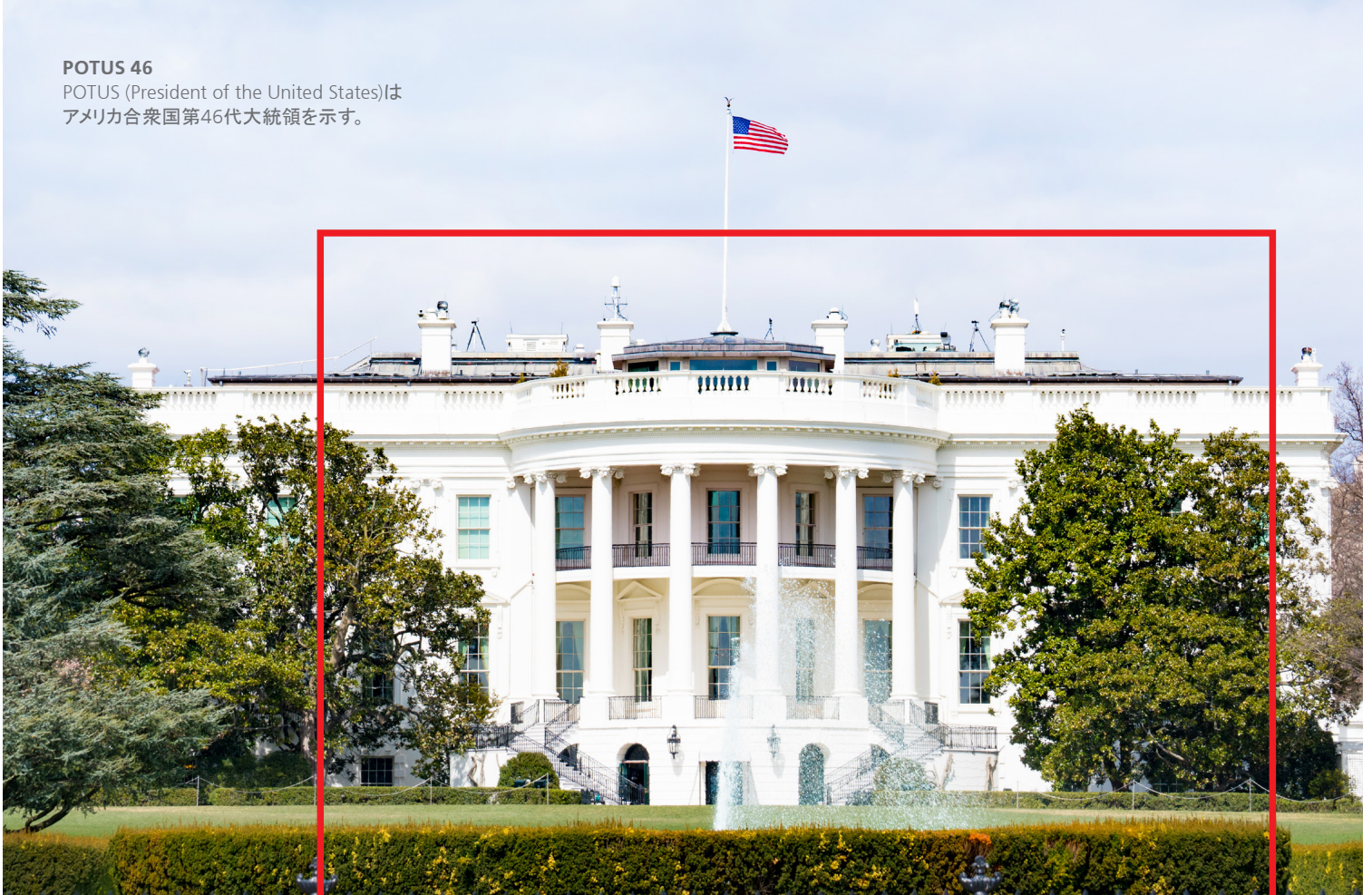
POTUS 46

2021年1月25日
Chief Investment Office GWM
Investment Research

バイデン政権下の投資

POTUS 46

POTUS (President of the United States)は
アメリカ合衆国第46代大統領を示す。



バイデン政権の始動

政策課題と投資への影響

本稿はUBS Financial Services Inc.が作成した“POTUS 46 - After the inauguration “(2021年1月25日付)を翻訳・編集した日本語版として2021年2月9日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

バイデン大統領の政策課題

今回の選挙結果は有無を言わせぬ民主党圧勝にはならなかったかもしれないが、大統領職と上下両院を制した。このことにより、バイデン政権は、裁判官任命や法案の立法プロセスでより大きな主導権を発揮することになるが、バイデン大統領は、2党合意による法案成立が好ましいと表明している。だが首都ワシントンでは、政治の二極化が深刻化している。現職議員の勝敗見通しは、本人の人気に以前ほど左右されなくなっている。無党派の有権者として登録する米国人が増える中、両党で党内の同質化が進み、偏った政治的思考に固執している。党の熱狂的な支持者によって選ばれた候補者が選挙に勝って公職に就く場合、反逆者としての烙印を押されることを恐れて妥協を嫌がるが多々ある。政治がすでに二極化した現在、こうした状況は、党の垣根を越えて落としどころを見つけようという議員の意欲を弱めるだろう。

「今は歴史的な危機と困難の時ですが、
連帯こそが我々を前進させてくれるのです。」

バイデン大統領の就任演説

党派の分断は、新大統領が直面する問題のごく一部だ。大統領は数多くの問題で共和党からの反対に直面するが、同時に民主党内の革新派と中道派の利害調整も必要だ。民主党の上下両院での議席は過半数をわずかに上回るに過ぎず、重要法案を成立させるには、めったに得られることのない民主党上院議員全員の合意が必要になる。我々は、バイデン政権が何よりもまず新型コロナ救済策、次にインフラ投資に力を入れると予想する。税制改革法案が提出されるのは今年後半になる可能性が高く、全体的な法案の魅力度を上げるために、インフラ投資に関連した条項が盛り込まれると考えられる。税制改革法案の規模と範囲は、分断した民主党内の融和を図る必要性から制限されるだろう。



財政刺激策

バイデン大統領は1.9兆米ドル規模の大規模財政刺激策の成立を目指す。これは新型コロナが米国経済に与える悪影響によって他の政策実施が制限されてしまうことがないように、早急に感染拡大に対処する必要があるからだ。また新型コロナ救済策の金額を増やすことで、経済にマイナスの影響がでるかもしれない他の政策を実行する前の、景気浮揚も狙っている。以前のレポートで指摘したように、米国の景気回復のペースとリスク資産のパフォーマンスは主に、ワクチン普及のスピードと有効性にかかっている。バイデン氏の発表を受けて、財政赤字の規模を巡る懸念も高まるはずだが、それによって政権が財政刺激策の財源として国債を利用することを思いとどまらばしないだろう。よって、米国債の長短金利差は拡大すると考える。



インフラ投資

インフラ投資の計画には両党から広く支持が集まるが、その財源をどうするかについて合意することはめったにない。その結果、交通と水道のインフラへの連邦支出は、50年間減少の一途を辿っている。2017年には交通と水道のインフラへの支出額は、国内総生産(GDP)のわずか2.3%で、1950年代以降で最低の割合となった。¹

¹Ken Rogoff, "The Infrastructure Challenge," Project Syndicate, 7 December 2020.



Solita Marcelli
Chief Investment
Officer Americas



Tom McLoughlin
Head of Fixed
Income Americas



David Lefkowitz
Head of Equities
Americas



Jason Draho
Head of Asset
Allocation Americas

バイデン政権下では、気候変動と環境保護が各インフラ投資プログラムの共通テーマになると我々は考えている。持続可能なプロジェクトでの雇用状況の方が、他の種類のインフラ投資よりも実際には良好であることを示す証拠がある。また、国際通貨基金(IMF)によると、持続的な雇用の強度(伝統的な産業で創出された雇用から失われた雇用を引いたもの)で測ると、グリーンエネルギーの分野では100万米ドルの投資に対して8の雇用が見積られる²。我々は、バイデン政権が温室効果ガス排出削減、再生可能エネルギーの推進、ゼロエミッション車の普及加速を目的とした連邦調達制度の活用を重視すると予想する。

「我々は同盟関係を修復し、
もう一度世界と関りを持つ方針です」

バイデン大統領の就任演説



税制

バイデン大統領は、誰もが税を「公平な割合で」支払う必要があると主張してきた。この主張は、新型コロナウイルス救済策と財政刺激策の提案を行った際の演説でも繰り返された。もちろん、「公平な割合」とは定義が難しく、激しい議論となるテーマであろう。新政権は議会に増税への支持を求めるだろうが、共和党の反対にあうだろう。

こうした反対に直面して、バイデン政権は増税法案成立のために、財政調整法を利用した時間のかかるプロセスを選択せざるを得なくなるかもしれない。上院と下院での議席差がわずかであるために、税制改革法案の範囲は制限されるだろう。個人の最高税率と法人所得税率は引き上げられそうだが、法人税の引き上げの方は時間をかけて段階的に行われるかもしれない。新政権は連邦遺産税やキャピタルゲイン税の引き上げなども成立させようとするだろうが、これらの実現はより難しい。我々は、増税による増収分がインフラ投資プログラムの費用の一部に充てられ、不足分の埋め合わせに国債が使われると予想する。

²International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, October 2020.



貿易・通商

トランプ氏は、共和党の正統的な理念を様々な方法で覆したが、中でも大きな変化をもたらしたのは、同氏の二国間貿易協定を支持する姿勢だ。バイデン大統領はこれまで多国間貿易協定を支持してきたが、民主党内からもそれを抑制する圧力を受けることになるだろう。我々は、明白な外交政策ツールとして貿易政策が使われるのではなく、伝統的な同盟関係の強化が改めて重視されるようになるかと予想する。世界各地で見られる国家間の貿易摩擦が完全に解消されることはないが、新政権は緊張の緩和と交渉による解決に焦点を置くだろう。



医療保険制度

医療保険制度は、大統領選の民主党候補者指名争いで最も激しく議論されたテーマの1つだ。バイデン氏は、連邦政府が資金を提供する単一支払者医療保険制度の創設を拒み、他に選択肢のない人々に対して公的保険プランを追加する案を支持する選択をした。しかし議論の対象は、米国の医療保険制度の将来に関するものから、一時的に新型コロナ感染拡大への国の対応に移っている。米国の医療保険制度の将来に関する議論の再燃は避けられないが、立法化への動きは、大半の米国人が新型コロナのワクチンを接種するまで待たなければならないだろう。それまで新政権は、ワクチン供給を加速させるという目の前の問題に焦点を置くと思われる。



金融規制

バイデン政権はより厳格な規制を導入し、その規模と範囲を拡大する見通しだ。我々は投資家保護に主眼が置かれると考える。消費者金融保護局が再活性化され、金融業界に対する規制がより厳しく施行されると予想する。特に、富裕層ではない、より脆弱な投資家層へのサービス提供に対する監視が厳しくなるだろう。

資産配分への影響

バイデン政権が始動し、政策の根本的な転換が始まるだろう。規制緩和から規制強化へと舵が切られ、外交政策は一転して多国間協調主義と伝統的な同盟関係構築を目指す。

新たな投資に向けた資金配分は、政府の政策方針による影響を大きく受けるだろう。従来型のエネルギー産業など、一部の産業は極めて大きな困難に直面するだろう。再生可能エネルギー産業などは恩恵を受けるだろう。政策の転換を好機と捉えて、ポートフォリオのポジション調整に柔軟に対応できる投資家は、長期的に恩恵を受けるだろう。



基本シナリオ

増税よりも新型コロナ対策と景気回復を優先するバイデン大統領の姿勢は、同大統領が1.9兆米ドルの経済対策の成立を目指すことで明白になった。まずは新型コロナ対策を重視し、その後にインフラ法案成立に向けて取り組むだろう。よって、我々は増税が2021年の景気回復の重石にはなりにくいと考え。バイデン大統領が共和党からも支持を得て財政支援法案を可決させたい意向を示しているが、それが実現するかはわからない。財政支援策の規模は、議会での審議の進展具合によって決まるだろう。バイデン大統領にとって、インフラ投資の優先順位も高いが、その法案は今年後半に税制改革法案と合わせて提出しなければならないだろう。

金融市場は上記のシナリオの範囲で、結果を見越しているようだが、議会が行動する構えを見せるなら、再びプラスに反応する可能性が高い。民主党に議会の支配権を与え、バイデン氏の政策課題の実現に向けて道を開いた、ジョージア州の上院議員選の結果を受けて、米10年国債利回りは1週間で約15ベーシスポイント(bp)上昇し、小型株は2週間で9%値上がりし、その他景気敏感セクターは市場全体を上回るパフォーマンスを見せた(図表1、2)。予想される財政支出が実現すれば、株価は一段と上昇し、中小型株と景気敏感セクターのパフォーマンスが高くなる方向へのローテーションが継続し、長期金利が徐々に上昇する可能性が高い。

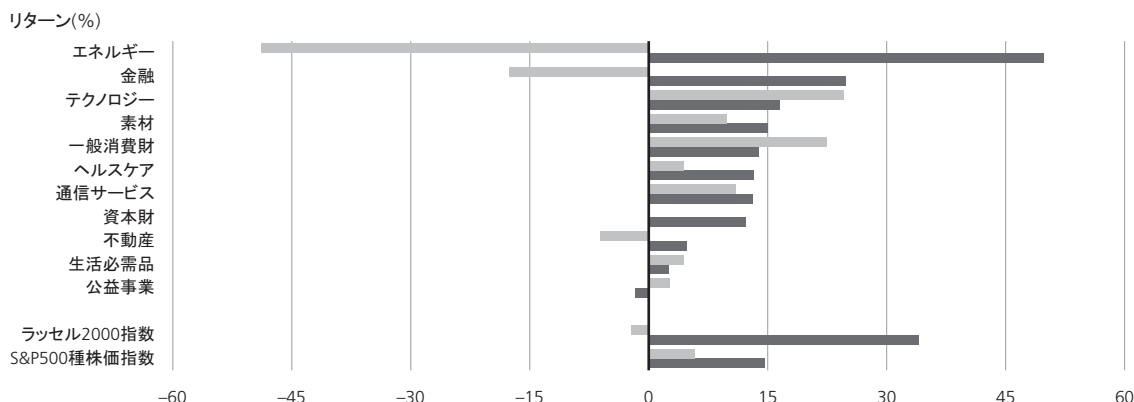
「我々は政治を脇に置き、1つの国として新型コロナの感染拡大に立ち向かわなければなりません。みなさんに約束しましょう。我々はこの事態をともに乗り越えていくと」

バイデン大統領の就任演説

バイデン政権の政策課題は、経済の多くのセクターおよび個別の資産にも特定の影響を及ぼす。だがマクロレベルでは、主に増税と財政出動による正味の財政政策による効果が、経済に影響を与える。である。2021年と2022年にとどまらず、政策が民間セクター投資を刺激し、生産性を向上させるのなら、長期の成長見通しに影響を及ぼす。だが資産配分にとってより重要なのは恐らく、政策が実際のインフレとインフレ期待に及ぼす影響である。

図表1

大統領選以降セクター別パフォーマンスに変化が生じる



■ 2020年11月3日～2021年1月20日
 ■ 2019年12月31日～2020年11月3日

出所: FactSet、UBS、2021年1月20日現在



その他の財政支出シナリオ

悲観シナリオ

追加支援策は第2四半期までに可決されないか、可決の目処がたたない。

このシナリオの実現可能性は低い。というのも、民主党が大統領職と上下両院を支配しているからだ。だが上院ではわずかな失敗も許されないため、可能性はゼロではない。これが実現すれば、長期金利は少なくとも一時的に、ジョージア州上院議員選前の水準にまで下落する可能性が高い。株式のローテーションは停滞しそうだが、市場全体では若干の後退にとどまるだろう。対コロナの財政支援策は2021年の株式への強気姿勢を支える1つの要因だが、それ以上に経済の正常化につながるワクチンの普及と金融緩和政策が相場上昇の牽引役だ。

楽観シナリオ

1兆米ドルを超える財政刺激策が直ちに実施される。

これにより、2021年後半に気候変動対策重視型のインフラ投資を焦点とする、大型の財政支出法案が提出される可能性が高まる。GDPが新型コロナ危機前の水準に戻るタイミングで追加財政刺激策が実施されることになるが、同時に、景気が完全に回復した後でも、財政政策による景気下支えが維持されることが示唆される。これにより、インフレ懸念が高まり、直ちに金利に反映されるだろう。10年国債利回りについては、年末までに1.5~1.7%をつけるという強気シナリオが実現するだろう。成長率とインフレ率、金利が上昇するとの見通しはバリュー株(割安株)に恩恵をもたらす、最終的にバリュー株のパフォーマンスがグロース株(成長株)のパフォーマンスを上回る期間が続くだろう。小型株はこのところ大型株よりもパフォーマンスが上昇しているが、その差が広がる可能性が高い。

図表2

財政支出拡大への期待から、選挙以降米国債利回りが上昇



— 米10年国債利回り

出所: ブルームバーグ、UBS、2021年1月20日現在

図表3

財政支出シナリオとその影響

シナリオ	概要	経済への影響	市場への影響
基本シナリオ	少なくとも5,000億米ドル分の支援策については、第1四半期末までに可決されるが、最大1兆米ドル分の支援策の可決には超党派の支持が必要。	全体的な成長見通しを押し上げる。 長期金利が徐々に上昇する。	株式にとっては全体的にプラス。 中小型株と景気敏感セクターへのローテーションが継続する。
楽観シナリオ	1兆米ドルを超える財政刺激策が直ちに実施される。	成長押し上げ効果が予想を上回る。 インフレ不安が高まり、それが直ちに金利に反映される可能性がある。	株式にとって最も良いシナリオ。 バリュー株と小型株が最大の恩恵を受ける。 10年国債利回りが年末までに1.5-1.7%をつける。
悲観シナリオ	追加支援策は第2四半期までに可決されないか、可決の目処が立たない。	2021年の成長にやや打撃を与える。 米国債利回りは、ジョージア州上院議員選前の水準にまで一時的に下落する。	株式市場はやや後退し、ローテーションは一時的に失速する。 リスク資産の長期見通しが主にワクチン普及に左右される状態が続く。

出所: UBS、2021年1月21日現在



2021年以降の財政政策

実現可能性のあるシナリオの範囲が広いため、今年の年末以降の財政見通しはより不透明になっている。基本シナリオが実現した場合、財政支出は通常の水準に戻るが、増税が実施される可能性が高い(法人税と個人所得税のほか、キャピタルゲイン税も引き上げられる可能性あり)。株式市場から見れば、法人税率引き上げの影響は極めて大きい。我々は法人税率が21%から28%に引き上げられると予想する。それでも、トレンドを上回るGDP成長率がさらにもう1年続き、金利の上昇は段階的になると仮定すれば、企業利益は引き続きプラス成長になると予想される。



資産配分のガイダンス

市場は可能性のある政策変更を急いで織り込もうとする。そして、足元の相場は、他の複合的な要因による影響から切り離せる範囲において、今年の財政政策に関する我々の予想を反映していると思われる。よって、現在の我々の資産クラスの推奨は、バイデン政権が掲げる可能性の高い政策課題に合わせた、戦術的なポートフォリオの構築を目指したものである。これらの推奨対象には株式全般、特に新興国と先進国の中小型株、米国の金融と資本財など景気敏感セクターが含まれる。



現在の投資機会

市場は「軽い」ブルーウェーブ(民主党圧勝)が及ぼす広範な影響をすでに織り込んでいるようだが、何が立法化されるかについて詳細にはまだ不透明な点がある。そのため、予想される政策措置に合わせた投資機会がまだあると考える。本レポートの推奨銘柄リストでは、次の政策措置の恩恵を受ける可能性が高い銘柄を紹介する。

インフラ

期待しては裏切られるという状況が何年も続いたが、インフラ投資の見通しがついに上向きつつあるようだ。鉄鋼や複合企業など、伝統的なインフラ投資で力を発揮してきた企業は恩恵を受ける立場にある。またブロードバンドアクセスや5Gネットワーク等「非伝統的な」インフラも推進されるだろう。

グリーンテック

民主党は、上下両院を支配できたことで生まれた機会を利用して、脱炭素化を推進する政策を実施するだろう。電気自動車、再生可能電力、(水素などの)クリーンエネルギー、省エネ、電力網の更新が推進されることで、幅広い企業とそのサプライヤーの利益見通しが押し上げられるだろう。これらのテーマに関連する多くの銘柄はすでに、驚異的な水準とまでは言わないまでも、大幅な上昇を記録している。従って我々は、バリュエーションが適正水準にある企業に注目し、バリュエーションの正当化が困難な企業は避ける。

半導体

半導体産業は、米中ハイテク競争の中心にある。バイデン政権が半導体の国内生産を奨励する政策を推し進める可能性がある。

金利上昇

バイデン政権の主要政策目標の1つは、新型コロナウイルスのパンデミックが収束に向かう中、景気回復を加速させることになる。これまでに説明した政策の多くは、経済に資金を注入するものであり、これによって経済成長は加速し、金利が上昇するだろう。そのため、金融など金利上昇の恩恵を受けそうな銘柄に注目する。金利上昇によるプラスの影響は、規制強化によるややマイナスの影響を相殺するだろう。

Publisher

UBS Financial Services Inc.
CIO Global Wealth Management
1285 Avenue of the
Americas, 8th Floor
New York, NY 10019

Cover image

Getty Images

Authors

Solita Marcelli
Tom McLoughlin
David Lefkowitz
Jason Draho
Laura Kane

Contributors

Brian Rose
Matthew Tormey
Nadia Lovell
Michelle Laliberte

Contributors outside CIO

[UBS US Office of Public Policy](#)
John Savercool
John Nolan
Shane Lieberman

Editors

Abe De Ramos
Mary Hahn

Project management

John Collura
Matt Siegel
Hannah Reimer
Allie Gorin

Design

Cheryl Seligman

免責事項と開示事項

本レポートは、UBSチーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AGまたはその関連会社)が作成したりサーチラレポートをもとに、UBS証券株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、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のではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮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。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

UBS各社(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、本人または代理人等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。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

当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1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)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(店頭取引やト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、お申込み金額に対して最大3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大1.76%(税込)の運用報酬をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

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0.5%または0.5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1%を上限とします。

UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

© UBS 2021 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。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者

商号等： 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第649号

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

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者

商号等： UBS SuMi TRUSTウェルズ・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第898号