

ネジレ議会、米国の期待インフレ抑制

財政後退や成長より格差是正など懸念、BEI 低下

2020/11/9

米大統領選の最終結果には不透明感が残るものの、「大統領は民主党で議会はネジレ」という組み合わせは期待インフレの抑制要因として注視される。すでに民主党が主張する大型の財政出動期待は後退してきたほか、民主党政権ではコロナ対策で経済よりも感染阻止重視、議会ネジレでも大統領令などで成長より格差是正・環境保護の政策が優先される可能性がある。ただでさえ米国は日本化の低成長入りが警戒されており、現在は株高でも期待インフレを示すブレイク・イーブン・インフレ率 (BEI) は低下している。

足元で BEI 低下、過去は遅行で株安ケースも

「米議会選では上下院でネジレとなり、民主党が主張するインフラ投資を含めた大型の財政出動は難航や規模の縮小が見込まれる。結果、大統領選後も FRB 頼みとなり、超金融緩和策の長期化や緩和強化に対する圧力が高まっていく」――。

大手米国系運用ファンドの幹部は、このような見解を示す。すでに4日以降はこうした見通しが一因となる形で、米国債金利の低下（債券価格は上昇）とドル安の圧力が掛かっている。

一方で超金融緩和の長期化は、日本の例を見るまでもなく、いずれ「緩和慣れ」などで期待インフレの低下や将来成長期待の減退、借入れインセンティブの低下を促すリスクをはらむ。すでに日本では超低金利の副作用として、金利機能の消失と銀行株の低迷が長期常態化してきた。

日本のように低金利環境が長期化した下では、「企業や個人の資金調達の金利感応度は著しく低下しており、こうした環境の下での微小な金利低下は、もはや経済活動や生産性上昇率にプラス効果もマイナス効果ももたらさない」（元日銀審議委員で野村総研エグゼクティブ・エコノミストの木内登英氏による検証レポート）。

現状の米国では、こうした副作用リスクの織り込みは尚早だ。しかし、3日の大統領選前後から、米国の期待インフレの参考となるブレイク・イーブン・インフレ率 (BEI) は低下となっている。予想物価指標でもある BEI は10年物の終値ベースで、10月23日の1.7530%を直近最高として、11月5日には1.6513%に切り下がってきた。10月2日以来の低水準となっている。

米10年債金利の急低下に連動した側面はあるものの、大統領選前に盛り上がった「大統領と議会上下院の全て民主党制圧」という予測による財政出動への期待が低下したことが影響している。同時に米

大統領選の最終結果不透明感や追加経済対策の遅延リスク、コロナ感染の再増加なども、期待インフレの低下要因として無視できない。

米国株はこうしたリスク材料を無視して、「良いところ取り」で大幅高となっている。しかし、過去実績として BEI 低下の中での米国の株高という逆行乖離は、時間差ケースを含めて米国株は追従下落に見舞われている。

現在の場合、米10年物 BEI の短中期トレンド判断で参考になる週足テクニカルでは、13週移動平均線を下抜けてきたほか、13週線の方角角度の下向き転換を巡る攻防に直面している。前回は2月7日週前後から観測されたが、米株 NY ダウはその後2月21日以降、コロナ打撃で遅行急落となっていた。

その前では2018年7月18日週から、13週線の下向き転換の場面があった。当時はタイムラグを経ながらも、同年10月3日から NY ダウは急落に転じている。2015年8月のチャイナ・ショック時でいえば、同13週線は前年7月15日週から下向き転換になるという先行シグナルを発している。

BEI の低下については、部分的に将来のインフレ期待と同時に成長期待の低下を示唆するため、株安の要因となりやすい。今回も26日の米感謝祭休場などを前にした調整株安には注意を要しよう。

実質金利上昇で株高とドル安抑制

期待インフレでいえば、景気や株価に影響を及ぼす実質金利は、「名目金利－期待インフレ率」で算出されるものだ。現在の米国債金利は下限の限界フロアであるゼロ%に接近し、名目金利は低下の余地が狭まっているが、その中で期待インフレ率が低下すると実質金利は上昇へと作用。株価の打撃材料となる。

同時に米国での実質金利上昇は、為替相場でドルの下支え要因となっていく。現在はバイデン大統領の誕生や米議会ネジレなどを織り込む形で全般ドル安が加速されているが、材料消化の一巡後にはドルの下げ止まりや過度なドル安の抑制が注目されやすい。

米国株市場でも全体的大幅高にあって、個別では微妙に期待インフレの低下や将来成長期待の減退が反映されている業種も散見されている。S&P500の業種別株価指数によると（ブルームバーグ算出）、5日までの直近5日間におけるリターン成績では、マイナス化や低プラスのワースト業種として、建設資材、レジャー用品、アパレル・アクセサリ・贅沢品、総合小売り、インタラクティブ・ホームエンタ

ーテイメントなどが観測されている。いずれも名目金利の低下などによるプラス効果は限定的になっている。

米大統領選の最終結果には不透明感が強いが、「大統領は民主党で議会はネジレ」という組み合わせは中長期的にも期待インフレの抑制要因として注視される。すでに民主党が主張する大型の財政出動期待は後退してきたほか、民主党政権ではコロナ対策で経済よりも感染阻止重視、議会ネジレの障害でも大統領令などで成長より格差是正・環境保護の政策が優先される可能性がある。

たださえ、米国経済は高齢化や生産性の低下、高債務負担などにより、「日本化」の低成長入りが警戒されている。IMFによる10月の最新世界経済見通しでは、米国の実質GDP成長率が2020年見込みの-4.3%から来年2021年は+3.1%に反動改善となったあと、2022年は+2.9%、2023年は+2.3%などと成長率の右肩下がりが見込まれている。

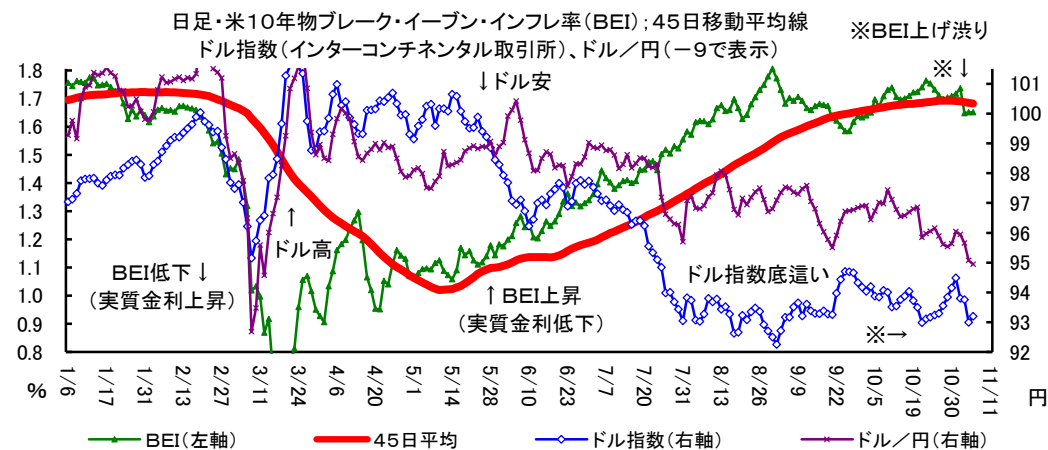
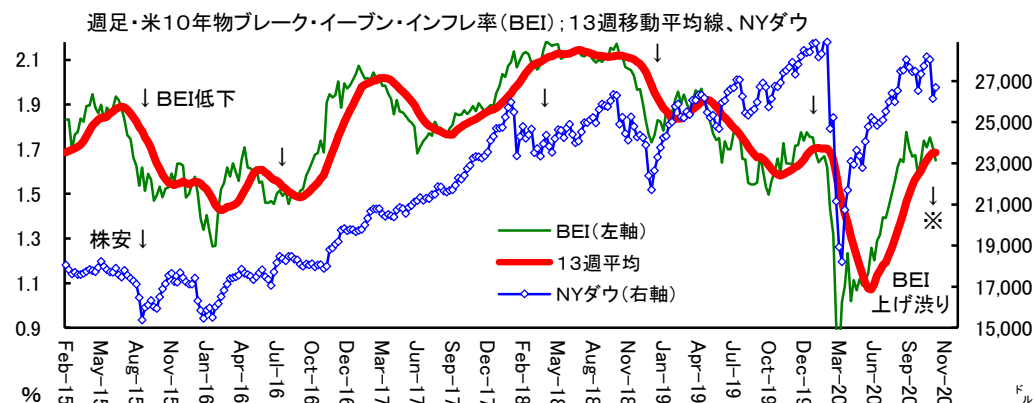
現在の米国株については、「ネジレ議会の良いところ取り」で上昇となっている。民主党が主張する法人税やキャピタルゲイン税などの各種増税や、原油生産の制限などの環境規制、ハイテク企業に打撃となる反トラスト法（独占禁止法）を巡る監視強化、ヘルスケア企業に打撃となる医療保険制度改革法（オバマケア）の一部復活——などについて、「議会上院での共和党優位がストッパー役になる」という期待感が高まっている。

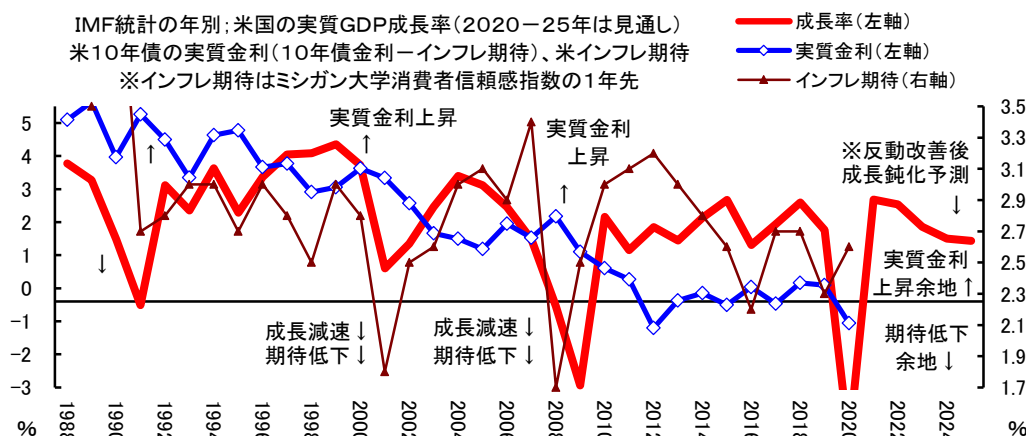
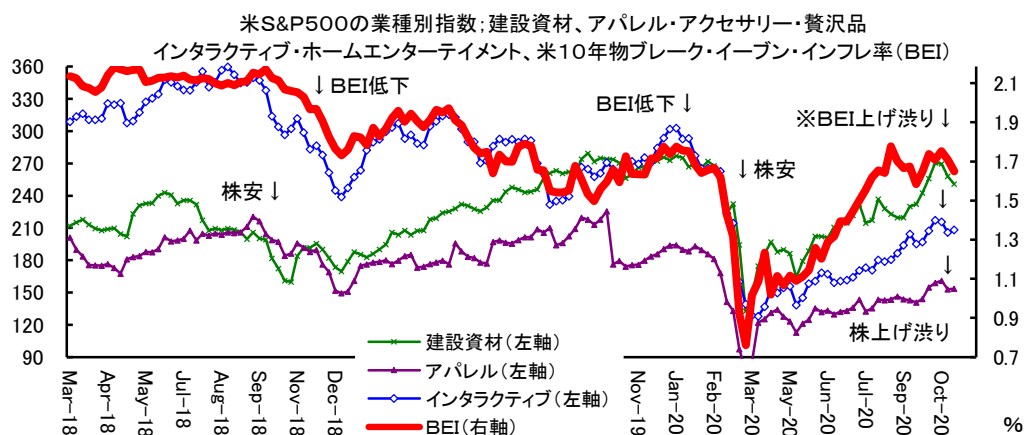
一方でこうしたミクロの政策以外では、実際にバイデン政権が発足した場合、経済や企業の成長よりも「格差是正・弱者配慮・環境保護」が重視される可能性がある。議会がネジレとなっても、民主党内では左派リベラル勢力の政策影響力は無視できない。

コロナ対策でいえばバイデン氏は経済活動よりも感染防止を優先し、「誰もが検査、予防、治療を無料で受けられる態勢の整備」、「マスク義務化や店舗などでのアクリル板設置、学校での人数制限など明確な指針」を徹底させたいと、経済を慎重に再開させる」という方針を示している。

また、格差是正でバイデン氏は、社会保障の財源拡充などに向けた法人税の増税や個人所得税の最高税率引き上げ、企業に対しての最低賃金の引き上げ、賃金格差をめぐる提訴を容易にする法律の制定、融資や住宅購入機会を公平にする保護制度の導入——などを公約として訴えてきた。

こうしたバイデン氏の公約に対し、トランプ氏は10月の討論会などで、「バイデン氏のコロナ対策では、移動制限などで経済は窒息する」、「あなたが大統領になり、私の税制を廃止すれば、米国に来た企業の半数が去って、既にいる企業の多くが出て行く。かつてない不況になる」、「小規模事業者にさらに賃金の引き上げを要求して、どうやって救済できるのか。多くの従業員がクビにされるだけだ」、「気候変動対策の強化により、石油産業が破壊される」などと批判し、バイデン不況のリスクを訴えていた。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。