

Economy & Markets

注目のテーマ | 2024年6月

バイデン対トランプ：米選挙に向けての両者の違い

バイデン大統領が再選された場合の2期目は、米国が引き続き地政学的なホットスポットに深く関与し、同盟国に応分の負担を担うよう圧力をかけることになるだろう。一方、トランプ政権となった場合の外交政策は、経済制裁の強化や同盟国へのコミットメントの確実性の低下等、予断を許さないものになる可能性がある。

いずれの候補が政権についても保護主義的な貿易政策が追求されるだろう。バイデンは保護主義の対象を拡大する可能性がある一方、トランプは米国の基幹産業を保護しようとし、欧州やアジアの同盟国との貿易摩擦につながる可能性がある。

税制も重要な争点となろうが、両候補とも米国債務の持続可能性への明確な道筋を提案していない。トランプは2017年に制定した減税・雇用法の延長を優先し、バイデンは中低所得者への減税と高所得者・企業への増税を目指すだろう。

移民問題は依然として政治色の強い問題であり、両候補ともより厳格な政策を実施すると予想されるが、不法移民を強制送還するというトランプ大統領の脅しは、労働供給と賃金に影響を与えるため、悪影響をより強く及ぼすだろう。

米国のエネルギー政策は、トランプ政権下では自給自足と国産石油・ガスが優先され、バイデンはクリーンエネルギーへの取り組みを支持し続けるだろう。

大統領と議会の政党が異なる「ねじれ」政権下では、争点となる増税や積極的な通商政策が実施される可能性が低くなるため、株式市場のパフォーマンスは向上する可能性がある。一方、どちらの政策も、財政赤字を拡大させ、債務残高の増加と国債利回りの上昇に繋がる可能性がある。

バイデン大統領とトランプ前大統領の米大統領選における再戦は、それぞれの思惑に市場の注目が集まるだろう。本レポートでは、両氏の2期目に起こり得る経済・外交政策の変化と、金融市場への影響について考察する。

バイデンの2期目は現状を維持する可能性が高いが、両党とも対応に消極的と思われる米財政状況の悪化を考えると、長期債利回りの上昇を招く可能性がある。一方、トランプ大統領は、大幅な関税引き上げ、不法移民の強制送還強化、インフレ抑制法（IRA）の形骸化等、劇的な政策転換を発表する可能性が高い。こうした変化は重大な供給ショックとなり、インフレと利回りの上昇を招く可能性がある。

両候補の外交政策は、さまざまな結果をもたらす可能性がある。保護主義の強化、特に関税の引き上げは他国からの報復を引き起こす可能性がある。

こうした政策が、政府の資金調達ニーズ、借入コスト、利回りに与える影響は、金融市場にとって極めて重要である。長期債利回りは不安定になる可能性があるが、より懸念されるのは、長期債プレミアムが恒常的に拡大することである。公的部門のバランスシートが悪化し続ければ、そのような事態が発生する可能性は高い。

以下、外交政策、貿易、税制、移民、エネルギーの5つの政策分野について、候補者の現在の発言をもとに両者の政策の違いを確認する。美辞麗句が必ずしも実行されるとは限らないが、表明された政策は、両候補の考え方の違いを知る上で貴重なインプリケーションを包含している。

MAHMOOD PRADHAN
HEAD OF MACRO,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

ANNA ROSENBERG
HEAD OF GEOPOLITICS,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

PARESH UPADHYAYA
DIRECTOR OF FIXED
INCOME AND CURRENCY
STRATEGIES, AMUNDI



外交政策

1：外交政策

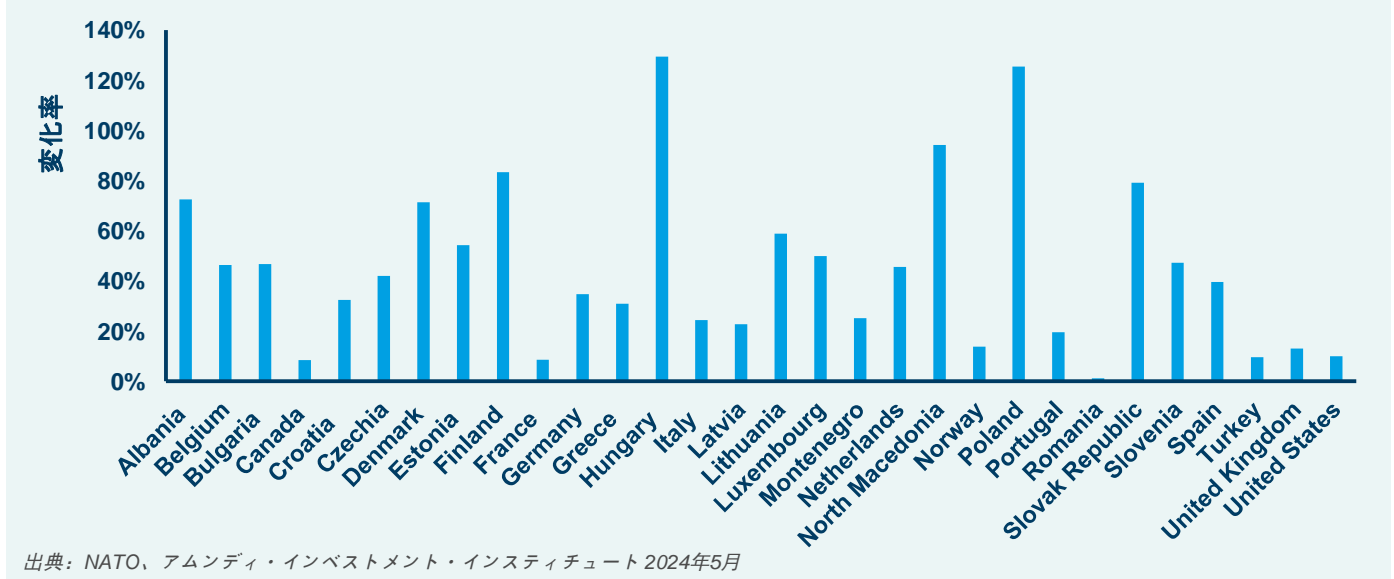


現状維持：政府の介入姿勢は継続、リスク選好度はやや高まる。半導体、AI、バイオテクノロジー等重要分野での中国の技術的進歩を抑制し、同盟国を米国の政策に合致させることに重点を置く。



追加的な貿易関税は地政学的な争点を増やすことになる：同盟国にとって好ましくない措置となる可能性がある。

図1：NATO諸国の実質国防費の変化 2023年対2018年



「米大統領が同盟国を守りたくないのであれば、米国がNATO加盟国であろうとなかろうと、そんなことは関係ない。誰も米国大統領に同盟国を守るよう強制はできない。」

貿易

2：貿易



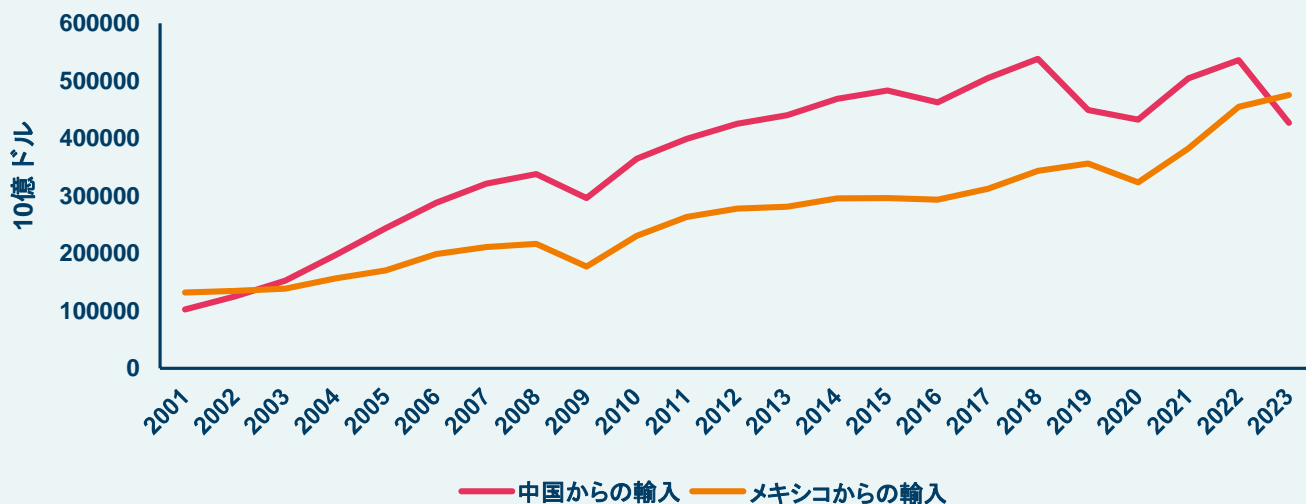
現状維持：保護主義的な産業政策の拡大、2026年の米国・メキシコ・カナダの協定の再交渉、中国の米国市場へのアクセス制限の強化、中国への技術輸出の制限。



保護貿易：輸入品に世界共通で10%の関税をかける案や、米国に関税をかけている国に相互関税をかける案。中国に対しては、通常の貿易関係の地位の恒久的な廃止案や関税を60%引き上げる案。さらに、為替レートの操作や不公正な貿易慣行を行っていると思われる国に対する関税を段階的に引き上げる案も見られる。



図2：米国の、中国とメキシコからの輸入額



出典：米国情勢調査局、アムンディ・インベストメント・インスティテュート 2024年5月

20

米国は現在、20カ国と自由貿易協定(FTA)を結んでいる。

- オーストラリア
- バーレーン
- カナダ
- チリ
- コロンビア
- コスタリカ
- ドミニカ共和国
- エルサルバドル
- グアテマラ
- ホンジュラス

- イスラエル
- ヨルダン
- 韓国
- メキシコ
- モロッコ
- ニカラグア
- オマーン
- パナマ
- ペルー
- シンガポール

40%

米国の商品輸出の約40%はFTA加盟国とのものである。

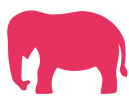
税制

3：税制



バイデン

- **中間層への減税は延長**：高所得者（40万ドル以上の所得者）への増税。1億ドル以上の資産を持つ世帯に対し、所得税25%の個人最低税を導入。子供税額控除の復活と、2年間で1万ドルの初回住宅購入者税額控除の導入。
- **法人税**：21%から28%に引き上げ、全世界で最低法人所得税を21%に設定する国際合意を実施する案。企業の自社株買いに対する税金の1%から4%への引き上げ。

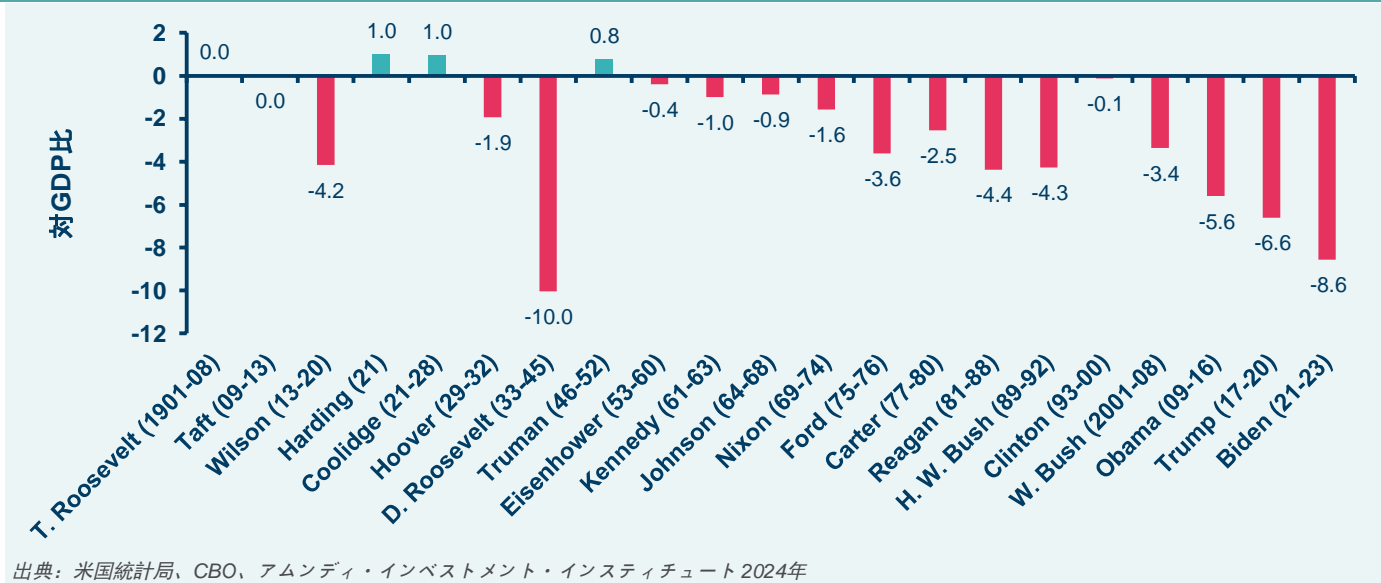


トランプ

- **トランプ減税の延長**：2017年の減税・雇用法をそのままの形で延長、法人税率を21%から15%に引き下げ。
- **バイデンのインフレ抑制法の税制面の一部の廃止**：15%の最低帳簿税や1%の自社株買い戻し税等。電気自動車クレジット等、中国に有利と見られるグリーン・クレジットの廃止。



図3：1990年以降の各米国政権下の平均財政赤字（対GDP比）



移民

4：移民



- 取締りの強化：ラテンアメリカの政府との協力を通じた移民抑制。



- 取締りを強化：「キャッチ・アンド・リリース」の廃止、「通過禁止規則」の復活で、移民をより困難にする。移民法を実行するために州兵と地元の法執行機関の活用。無許可移民への労働許可と社会サービスの制限。特定の国からの移民の一時的保護資格の取り消し。伝染病を持つ国からの移民を追放するための第42条の南部国境での復活。
- メリットの有無を基準にした移民制度の導入

図4：ネットでの移民数の変化



「両者の重要な違いは、トランプ大統領は不法移民の強制送還を公約していることだ。」



エネルギー

5 : エネルギー



- **代替エネルギーの支援**：電池材料サプライチェーン、先進原子力エネルギー、産業の脱炭素化のための教育省融資プログラムへの梃子入れ。電気自動車のバッテリーチェーンの強化。



- **エネルギーの輸出と販売**：戦略的石油備蓄を補充と、自動車燃料や排ガス基準等のエネルギー規制の撤廃。国有地でのエネルギー探査の強化、合理化。
- **パリ協定からの離脱**：行政命令によりESG投資を禁止、恒久的な禁止に向けて議会と協力。

大統領が何を実施できるかは議会の選挙結果で決まることになる

どちらが大統領候補になっても、政策は、議会の承認、あるいは大統領令を通じて実施されることになる。同じ政党が大統領と議会の両院を支配すれば、予算調停（政府支出や歳入のような予算関連の法案を、上院のわずか50票で、議事妨害の対象にならずに通過させる方法）によって政策を実現することができる。この方法によって、2017年のトランプのTCJAや2022年のバイデンのIRAといった重要法案の成立が可能となった。

一方、大統領と議会が異なる「ねじれ」のもとでは、大統領は、議会の承認を必要とせずに政策を運営できる命令として大統領令を発することになる。しかし、これらの命令は、憲法上の大統領の権限に制限されており、裁判所、議会の拒否権行使投票、次の大統領による変更・修正等の可能性がある。どちらかの政党が議会を掌握し、同じ政党の大統領が当選すれば、すべての政策が実施できる可能性が高い。一方、「ねじれ」となった場合、トランプ大統領は予算調停を利用して政策を実現する可能性が高く、バイデン大統領は予算以外の政策で、より限定的な大統領令に頼る可能性が高い。

218

下院は単純多数（435人中218人）で上院に法案を送ることができる。

51

上院は100人中51人の単純多数で法案を可決。

10

大統領は、議会で承認された法案に署名するか、拒否権を発動するかを10日以内に決める必要がある。

2/3

大統領が法案に拒否権を発動した場合、議会は両院の3分の2以上の賛成で拒否権を覆すことができる。



金融市場への影響

株式

共和党が政権を奪取した場合、再度の税制改革、特に法人税率引き下げを含む税制改革が実施される見通しであることから、短期的には株高が予想される。トランプ大統領が提案する中小企業向け税控除は、特に小型株への恩恵が期待でき、国防・エネルギー支出の増加は関連セクターを押し上げる可能性がある。一方、インフレ抑制法のグリーン・エネルギー控除が廃止されれば、グリーン・エネルギー企業にはマイナスの影響となる可能性がある。株式市場にとってのワイルドカードは、トランプ大統領がより積極的な通商政策を実施することであろう。

逆に、民主党が政権を奪取した場合、法人税の増税、企業の自社株買いに対する税の引き上げ、高所得者への課税強化、富裕税の導入等が予想され、株式市場に圧力がかかる可能性がある。バイデンがビルト・バック・ベター政策を継続することで、インフラ、建設、グリーン・エネルギー・セクターがアウトパフォームする一方、テクノロジーや伝統的エネルギー・セクターは出遅れる可能性がある。

現在、市場は「ねじれ」の可能性を予想しており、これは通常、株式にプラスに働く。歴史的にみても、「ねじれ」においては増税や大幅な関税引き上げのような争点となる措置が実施される可能性が低いため、株式市場は「ねじれ」にポジティブに反応してきた。

債券

米国の利回りは、主として、現在、持続可能ではないと見る向きが多い米国の債務残高の動向によって決まってくるであろう。どの政党が政権を取るにせよ、政府資金需要が管理可能であることを市場に納得させるために、ある段階で信頼できる再建計画を打ち出さなければならない。生産性の向上と高成長が持続的に債務負担を軽減すると信じて対応を先延ばしにすることは、避けられない事態を遅らせるだけである。市場に与える重要な影響のひとつは、投資家がより長期の債券を保有することにプレミアムを求め、ターム・プレミアムが拡大することである。

発表された公約を見る限り、トランプ大統領の政策は、財政赤字を拡大させ、公的部門のバランスシートの悪化を加速させるだろう。バイデンのアジェンダは、まだ少しバランスが良いように見える。増税の意向は見られるが、それでも、大幅な歳出削減がない限り、債務負担の増加を食い止めるには十分ではない。

インフレ率が低下し続ければ、イールドカーブ全体の金利が低下するという、ごく短期的な見通しとは別に、長期的な債務見通しが明確になり、特に新政権が政策課題に着手する来年、利回りは動くことになろう。現在発表されている一連の政策は、長期総合的な計画を含んでいないため、格付けの引き下げや市場からの圧力に弱く、いずれは清算を迫られることになるだろう。繰り返しになるが、現在のところ、トランプ政権の政策がそのまま実行されれば、このリスクに対してより脆弱になるとと思われる。



米ドルの長期的な価値

米ドルの長期的な価値は、引き続き、他の主要通貨と比べた相対的な金利差と成長見通しに左右されるであろう。米連邦準備制度理事会の政策金利引き下げに伴い金利差が縮小する可能性はあるものの、米国の成長見通しが強まることでドルを下支えする可能性が高い。理論的には、トランプ政権下で関税が大幅に引き上げられれば、貿易赤字が縮小し、ドルが上昇する可能性がある。

しかし、関税の引き上げや貿易戦争の可能性は、貿易の不確実性を高め、対米投資家心理を冷え込ませる可能性がある。トランプ大統領の主要政策（厳格な移民規制、減税、インフレ抑制法の廃止等）が早期に実施された場合、インフレと長期利回りの上昇につながり、ドルの方向性に対する不確実性が高まる可能性がある。

まとめ

11月5日の米大統領選挙まであと半年となったが、バイデン大統領とトランプ前大統領の再戦は、まだ予断を許さない状況となっている。選挙はいくつかの要因に左右されるため、勢いは、どちらにも傾く可能性がある：トランプ大統領の訴訟問題、第三者候補、国内経済情勢、インフレ、地政学的緊張等である。本稿で紹介した分析は、各候補が現在までに発表した政策を前提としているが、これは議会の選挙結果によっても変わる可能性がある。議会が別の政党に支配される結果となった場合、大統領が自身の政策を実現することが困難となるためだ。

例えば、トランプ大統領は、第1期において、石炭と鉄鋼の雇用を復活させると公約したにもかかわらず、トランプ大統領の関税措置により、米国では石炭の雇用が10%減少した（セントルイス連邦準備銀行調査）。今回も、トランプ大統領はインフレ抑制法を完全に撤廃することは難しく、微調整にとどまる可能性が高い。また、より貿易関税の引き上げの追求は、中国との貿易紛争につながり、報復を招く危険性がある。これは、米国の企業や家計に最終的には経済的な悪影響を及ぼしたトランプ大統領の最初の大統領就任時に見られたことでもある。

財政赤字は高止まりし、債務残高対GDP比は第二次世界大戦後のピークである106%を超えると予想されている。同時に、社会保障は10年以内に債務超過に陥ると予測されており、利払いは国防費を上回る第3の予算項目となっている。こうした未解決の構造問題は、短期・長期の両方において金利の上昇圧力を強め、最終的には株式市場にも影響を及ぼす可能性がある。

「これらの未解決の構造的問題は、短期、長期の金利への圧力を高め、最終的には株式市場にも影響を及ぼす可能性がある...。」

**IMPORTANT INFORMATION**

This document is solely for informational purposes.

This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction.

Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices.

Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice.

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management SAS and is as of 14 December 2023. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an “as is” basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management SAS and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks.

Furthermore, in no event shall any person involved in the production of this document have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Date of first use: 7 June 2024.

Document issued by Amundi Asset Management, “société par actions simplifiée”- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus.



Amundi Investment Institute

In an increasing complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Institute. Its aim is to produce and disseminate research and Thought Leadership publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.



Get the latest updates on:

- Geopolitics
- Economy and Markets
- Portfolio Strategy
- ESG Insights
- Capital Market Assumptions
- Cross Asset Research

[Visit our Research Center](#)

Visit us on



CHIEF EDITOR

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

EDITORS

CLAUDIA BERTINO
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII*

SWAHA PATTANAIK
HEAD OF PUBLISHING AND DIGITAL STRATEGY, AII*

CY CROSBY TREMMEL
DIGITAL COMMUNICATION AND STRATEGY, AII*

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予測、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第350号

加入協会：一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

日本証券業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会