

# ElectionWatch

2022年4月21日  
Chief Investment Office GWM  
Investment Research

2022年米国中間選挙



The balance of power

議会のパワーバランス

## 2 読者の皆様

### 3 議会のパワーバランス

### 5 シナリオ分析

### 6 市場への影響

### 8 投資アイデア

### 9 インフレは手強い 政治問題

### 10 中間選挙日程

### 11 Appendix

# 読者の皆様

米国の中間選挙が大統領選挙ほど注目されることはめったになく、投票率も大統領選挙に比べると低い傾向にあります。しかし、中間選挙は公共政策に劇的な影響を及ぼす可能性があります。最近では1994年の中間選挙で「アメリカとの契約」とマニフェスト(政策綱領)を掲げた共和党が圧勝し、それまで40年間続いていた民主党の下院支配を崩しました。

中間選挙は有権者の気分の変化を示唆します。通常は、政権与党の若干の敗北が予想されます。「津波」選挙、つまり政権政党が大敗すると、現職大統領が国内政策を推し進めるための土台が脅かされる可能性があります。2010年の中間選挙ではオバマ大統領が、そして2018年にはトランプ大統領が政策上の影響力を大幅に失った事実を見れば、それは明らかです。今回の選挙はまだ半年先ですが、両党とも選挙戦の準備を進めています。

11月に最も起こり得る結果は、大統領の所属する党と議会の多数党が違う「分割政府」です。市場はこうした結果を冷静に受け止める傾向があるものの、両党の政策の違いが明確になればボラティリティ(相場変動)が高まると考えるのが妥当でしょう。したがって、投資家の皆様は、投資機会とリスク、およびそれらが自身のポートフォリオにどう影響するかをよく理解する必要があります。



**Solita Marcelli**  
Chief Investment Officer Americas



**Tom McLoughlin**  
Head of Fixed Income Americas



**Nadia Lovell**  
Senior Equity Strategist Americas

本稿は、UBS Financial Services Inc. が作成した“ElectionWatch : The balance of power”(2022年4月21日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年5月11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。

## 議会のパワーバランス

現職大統領にとって、中間選挙は現実的に困難な戦いとなる。現職であることによる悪影響がより顕著に現れるのが下院議員選挙で、過去19回の中間選挙のうち17回で政権与党が議席を減らしてきた(図表1)。例外は1998年と2002年だが、いずれも異例の環境下で実施されたものである。1998年選挙の出口調査では、大半の有権者は、クリントン大統領の個人としての好感度は低いが、職務遂行能力は高く評価していることが示された<sup>1)</sup>。4年後の中間選挙では、2001年9月11日の同時多発テロを受けて、有権者はジョージ・W・ブッシュ大統領の下に結集する傾向があった。

この2回しか例外がないことから、政権与党が中間選挙で議席を減らすという法則は間違っていないだろう。大統領の任期をあと2年残して途中で行われる下院議員選挙では、行政府を担う政党は20以上議席を失うのが通例である。その理由については諸説ある。マスコミの絶え間ない報道が、大統領の失言や政策上の誤りを増幅させるのは確かだ。中間選挙の投票率も(大統領選挙に比べると)低い傾向があるが、投票者のモチベーションは高い傾向があることを示唆する。事実、野党に属する平均的な有権者は、投票日には現職大統領を支持する有権者よりも投票所に現れる可能性が高い<sup>2)</sup>。

有権者、特に野党支持者は、中間選挙を大統領の実績に対する国民投票とみなす傾向がある。この行動パターンはリアルタイムで展開されているようだ。米シンクタンクのピュー研究所が3月7日から13日に実施した調査によると、調査対象となった共和党登録有権者のうち71%が、11月には「反バイデン候補者」

に投票する予定だと答えている。そして、米議会を掌握することが重要と考える傾向が民主党員よりも高かった。民主党の登録有権者のうち、自分たちの票を大統領への支持表明とみなすつもりだと回答した人の割合は半分に満たない<sup>3)</sup>。

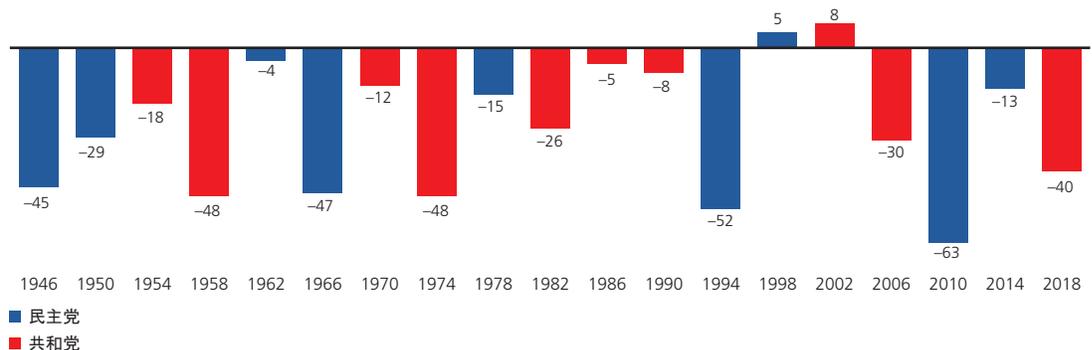
政権支持率の高さは、中間選挙での与党への逆風を完全には払拭できないとしても、時として鈍らせる場合がある。クリントンとジョージ・W・ブッシュ両大統領の支持率は高く、政権与党は下院で議席数を若干増やした(1998年と2002年)。1986年のレーガン大統領と1990年のジョージ・H・W・ブッシュ大統領は、どちらも高支持率を謳歌していたが、それでも、中間選挙では共和党は(わずかとは言え)議席を減らした。一方、支持率が50%を下回ると、与党はかなりの代償を支払うのが常である(図表2)。

過去のパターンは上院にはそれほど当てはまらない。というのも上院は2年ごとに3分の1ずつ改選されるからだ<sup>4)</sup>。選挙結果は、選挙ごとの各党の改選議席数、および各州がどちらの党を支持する傾向があるかによって決まることが多い(上院は各州2名ずつの計100議席)。2022年の上院の勢力図は民主党に有利にはなっている。というのも、今回の改選議席は共和党の方が多く、しかも激戦州の現職共和党議員2名が引退するからだ。だが、再選を目指す現職の民主党議員4名も厳しい選挙戦に直面することになる。予測市場によると、中間選挙後には共和党が上院の過半数を握る可能性が高いが、結果はなお予断を許さない。

図表1

### 政権与党の下院議席数の増減推移

中間選挙(1946年～2018年)



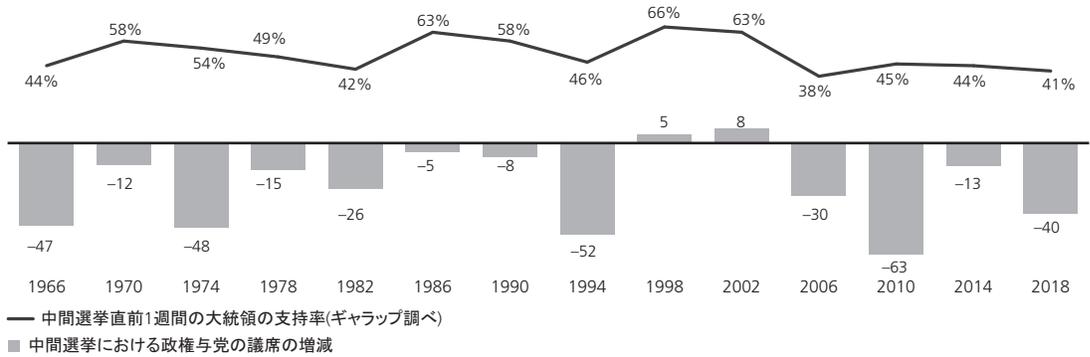
出所: The American Presidency Project, UBS

- 2 読者の皆様
- 3 議会のパワーバランス
- 5 シナリオ分析
- 6 市場への影響
- 8 投資アイデア
- 9 インフレは手強い  
政治問題
- 10 中間選挙日程
- 11 Appendix

図表2

### 大統領の支持率と下院中間選挙結果の推移(1966年～)

支持率対議席増減



出所:ギャラップ、The American Presidency Project、Michael Best Strategies、UBS (2022年現在)

今回の中間選挙で民主党の直面する課題を示すもう1つの指標は政党支持率だ。政党支持率は有権者心理を正確に反映していると考えられていることから、両党はこの数値に注目している<sup>5</sup>。両党への支持率の差は1月下旬から広がり始めた(図表3)。現時点で、2020年の選挙よりも共和党の支持率は6.6ポイント上昇している。

今年の中選挙は、10年に1度実施される国勢調査に基づいて選挙区割りが行われた後に実施される最初の選挙だ。この「区割り見直し」は、10年間の人口変動を反映して下院と州議会議員の議席数の配分を公平にするために必要な作業である。実際には、いずれかの政党が州議会で権力を握ると、その機会を捉えて自党に有利になるように選挙区を引き直すことがある。

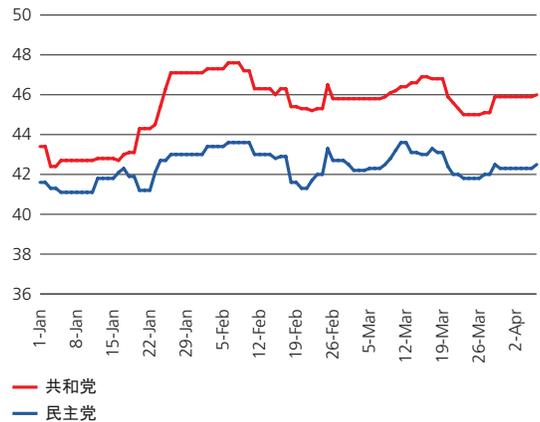
多数党が自党に有利になるように恣意的に区割りを決めるプロセスは「ゲリマンダリング」と呼ばれ、多くの選挙区で選挙の優位性が戦う前から決まってしまう。今年も例外ではない。ある分析によると、前回の大統領選挙において5ポイント未満の僅差で当落が決まった激戦区の下院議員の議席数は50から31に減ったという<sup>6</sup>。皮肉なことに、「津波」選挙となって共和党が大勝しない限り、民主党が失う議席の数は限定的となる可能性がある。

民主党の現職議員は、今回の中間選挙期間中にさまざまな難題に直面している。インフレ率は40年来の水準で高止まっており、バイデン大統領の支持率は、アフガニスタンからの米軍撤退時のつまずきから回復していない。すでに31名の民主党下院議員が再選を断念している。これは米下院の多数党が入り替わる見通しを示す兆候として有効かもしれない。

図表3

### 政党支持率

共和党優位の状況が続く



出所: Real Clear Politics、UBS (2022年4月5日現在)

- 2 読者の皆様
- 3 議会のパワーバランス
- 5 シナリオ分析
- 6 市場への影響
- 8 投資アイデア
- 9 インフレは手強い政治問題
- 10 中間選挙日程
- 11 Appendix

# シナリオ分析

2023年は共和党が下院で多数派政党になると予想する。共和党が圧勝する「津波」選挙となるかは分からないが、分割政府になると予想する。共和党が下院で多数派を占める限り、バイデン大統領はオバマ大統領と同様、可能なものは大統領令や行政規則を使って政策を実行していくだろう。

我々は、民主党が下院で多数派を維持するが、上院では敗北するという4つ目のシナリオを棄却した。理論的にはありえるが、下院選挙の結果は大統領の支持率と密接に関連している。民主党が下院で勝利するためには、バイデン大統領の低い支持率が急速に回復しなければならないだろう。その場合(その可能性は低い)、上院でも民主党支配が続くものと予想する。

	共和党圧勝	ねじれ議会	現状維持
シナリオ	共和党が上下両院を制する。	民主党が上院で多数派を維持するが下院では敗北する。	民主党が引き続き上下両院を僅差で制する。
確率予想 <sup>1</sup> (PredictItの予想)	74%	16%	11%
選挙見通し	共和党が上下両院を制する可能性が高まっているが、どの程度激戦となるかは各政党候補者によって変わるだろう。上院では、法案の成立において少数派の同意なく、単純過半数で広範な裁量権を行使することは禁じられている。例外は、最高裁判事の承認と財政調整措置の2つである。	上院では、野党に重大な影響力が付与されているが、それと異なり下院は厳密な多数決に従って運営されている。法案採決までのスケジュールについては下院議長が権限を持つ。中間選挙で共和党が下院を制し、より保守的な法案成立を目指す予想する。	民主党が引き続き下院で過半数を維持する可能性は低い。中間選挙は現職大統領の所属政党に厳しいことで有名で、今年も例外ではないだろう。選挙区改正は想定より民主党に有利だったが、共和党が下院で勝利するには5議席増やせばよい。
政策への影響	<p><b>税制:</b> 大幅な税制改正はないが、研究開発費に対する税額控除の課題について年内に取り組みなければ、選挙後に租上に上るだろう。企業は現在、研究開発費の支出年度に費用計上する代わりに、5年間で償却しなければならない<sup>2</sup>。</p> <p><b>防衛:</b> このシナリオでは防衛費が大幅に増額される。中国に対する強硬な超党派合意が継続する。3つのどのシナリオでも研究開発費の税額控除は、防衛産業にとって重要な課題である。</p> <p><b>農業:</b> およそ5年に1度、議会で法案が成立している。新たな法案が可決されるだろうが、共和党は補助的栄養支援プログラム(SNAP)の削減を要求する可能性がある。</p> <p><b>気候変動:</b> 実質的な法案可決はない。</p> <p><b>債務上限:</b> デフォルト期限前には熾烈な交渉となるだろうが、上限は引き上げられる。一方、共和党は社会保障費について譲歩を迫る。</p>	<p><b>税制:</b> 大幅な税制改正はないが、研究開発費に対する税額控除の課題について年内に取り組みなければ、選挙後に租上に上るだろう。企業は現在、研究開発費の支出年度に費用計上する代わりに、5年間で償却しなければならない<sup>2</sup>。</p> <p><b>防衛:</b> 防衛費は緩やかな増加となる。中国に対する強硬な超党派合意が継続する。3つのどのシナリオでも研究開発費の税額控除は、防衛産業にとって重要な課題である。</p> <p><b>農業:</b> およそ5年に1度、議会で法案が成立している。新たな法案が可決されるだろうが、共和党は補助的栄養支援プログラム(SNAP)の削減を要求する可能性がある。</p> <p><b>気候変動:</b> ほぼ動きはない。クリーンエネルギーに対する税制優遇措置により、再生可能エネルギーを奨励する妥協案が出される可能性がある。</p> <p><b>債務上限:</b> デフォルト期限前には熾烈な交渉となるだろうが、上限は引き上げられる。一方、共和党は社会保障費について譲歩を迫る。</p>	<p><b>税制:</b> 大統領の支持率回復が、中間選挙での現状維持の前提である。ビルド・バック・ベター(よりよき再建)法案が今年成立しなければ、民主党は再び挑戦するだろう。研究開発費の税額控除の課題についても引き続き取り組むことが見込まれる。</p> <p><b>防衛:</b> 防衛費は緩やかな増加となる。中国に対する強硬な超党派合意が継続する。3つのどのシナリオでも研究開発費の税額控除は、防衛産業にとって重要な課題である。</p> <p><b>農業:</b> およそ5年に1度、議会で法案が成立している。新たな法案が可決されるだろう。民主党の多数派は気候変動、自然保護、栄養に焦点を当てるとみられる。</p> <p><b>気候変動:</b> 急進派は期待値を修正し、クリーンエネルギーに関する補助金等のインセンティブ的を絞って法案成立を目指す。上院では、大規模な気候変動対策法案の協議が滞る。</p> <p><b>債務上限:</b> 上限引き上げは容易になるが、上院の共和党議員は何かの歳出上限を求める。</p>

出所: UBS, 2022年4月現在

2 読者の皆様

3 議会のパワーバランス

5 シナリオ分析

6 市場への影響

8 投資アイデア

9 インフレは手強い  
政治問題

10 中間選挙日程

11 Appendix

## 市場への影響

2022年の株式相場は大きく変動する幕開けとなった。過去を振り返ると、中間選挙の前は市場ボラティリティ(変動率)が平均よりも高い状態が続く可能性があるが、選挙を前にして経済政策の不確実性が高まり、米国株式市場は選挙当日まで横ばいで推移する傾向がある。選挙後は議会でどちらが多数派を獲得しようとも、通常株式相場は上昇する。足元の環境は多くの点で通常とは異なることから、過去のパターンが再現されるかは判断が難しい。市場は財政政策と規制政策の影響を受ける可能性があるが、最終的には経済ファンダメンタルズ(基礎的条件)が大きな影響を及ぼすと考える。我々の基本シナリオでは、今後大きな政策転換は行われず、中間選挙は株式市場全体にとっては、相場を動かす政治イベントとはならないとみている。ただし、ヘルスケアや金融など一部セクターは、規制改革の可能性が意識され、選挙に向けて神経質な展開となる可能性がある。

今年は景気と金融政策が当面の市場の行方を左右する要因になると考える。経済成長率が鈍化し始めており、またFRBは少なくとも1994年以降で最も速いペースで利上げを行うと予想されており、さらにロシアのウクライナ侵攻が続いていることから、今後数カ月の間、株価はレンジ内を推移するとみている。

### 分割政府でも透明性は高まる

我々の基本シナリオでは、下院は共和党が多数派を奪還するとみている。こうなると、連邦議会は行き詰まりの状態となり、重要な政策の変更が難しくなる。株式投資家は一般に政策の見通しが良くなることを好む。社会的支出の拡大、気候イニシアチブ、増税などのバイデン政権の法案は、年末までに議会を通過しなければ、その後厳しい逆風に直面し不成立となる可能性が高い。そうしたシナリオの下では、財政支出の拡大余地は乏しくなり、現状の高インフレ率がさらに押し上げられる可能性は低下する。また、企業業績の重石となる増税も見送られる可能性が高い。したがって、市場は好反応を示すと考えられる。

### 中間選挙の年は市場リターンが低下し、ボラティリティが上昇する傾向がある

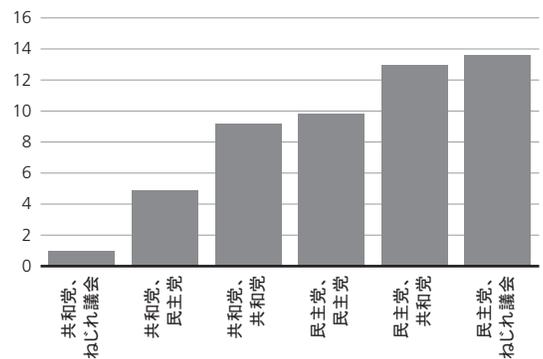
株式市場は、選挙当日までの数カ月間はレンジ内を推移し、選挙後に上抜けする傾向がある。平均リターンは、第2四半期(4-6月期)と第3四半期に低下し、第4四半期に反発する傾向が見られる。こうした相場の変動は、どちらの政党が議会の過半数を掌握し、それにより市場関連の法案がどうなるか、といった政策の不確実性も影響していると考えられる。不透明感が解消されると、市場は再びファンダメンタルズ(基礎的条件)に集中することができる。尚、過去のデータ

によると、選挙前の大幅なマイナス・リターンは、景気停滞、エネルギー価格高騰、高インフレ率、高失業率の時代であった1960年代と1970年代に多くみられた。そうした期間を除外すると、リターンは年率8.5%となり、市場の年平均リターンと概ね同水準となる。

図表4

### 市場リターンと大統領・議会の構成に 相関関係はない

S&P500種株価指数の年平均リターン(%)



出所:ブルームバーグ、UBS、2022年4月現在

図表5

### 米国株は中間選挙後に大きく上昇

S&P500種株価指数の中間選挙の年の平均パフォーマンス(%)



出所:ブルームバーグ、UBS、2022年4月現在

- 2 読者の皆様
- 3 議会のパワーバランス
- 5 シナリオ分析
- 6 **市場への影響**
- 8 投資アイデア
- 9 インフレは手強い  
政治問題
- 10 中間選挙日程
- 11 Appendix

株式市場のボラティリティも中間選挙前の数カ月は上昇する傾向がある。今年はすでに1月、2月にボラティリティが急上昇し、過去のパターンとは異なるものとなっている。これは、ウクライナ情勢とFRBのタカ派姿勢への傾斜が影響したと考える。

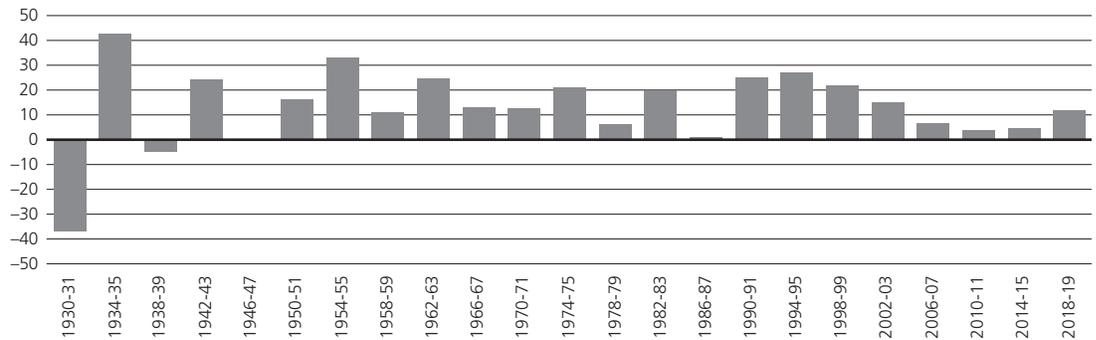
### 中間選挙後1年のリターンは堅調

中間選挙の結果いかににかかわらず、通常、市場は中間選挙直後は大きく上昇する。1928年以降、中間選挙後12カ月の平均リターンは13%で、それ以外の年の5.5%を大きく上回っている。中間選挙後の12カ月のリターンがマイナスとなったのは1930-31年と1938-39年の2回だけであった。1回目は大恐慌の時であり、2回目は第2次世界大戦が欧州で始まり、地政学的緊張が高まった時である。

図表6

### 中間選挙後の米国株リターンは魅力的

中間選挙後のS&P500種株価指数の12カ月リターン(%)



出所:ブルームバーグ、UBS、2022年4月現在

### 中間選挙は債券市場へはほとんど影響を及ぼさない

歴史的に、中間選挙の債券市場への影響は極めて限定的だ。1974年まで遡ってみると、選挙日の前後で米国10年国債利回りに大きな変化は概して見られなかった。中間選挙の年、さらに翌年と長期的にみても状況は同じだ(図表7)。

中間選挙だけが債券パフォーマンスの変動要因になることはない。FRBは目下インフレ、景気、そして金融環境に焦点を当てており、今後も金融引き締めを継続し、債券利回りに影響を及ぼすだろう。

図表7

### 1974年以降、中間選挙前後の10年債利回りに大きな変化はない

平均の利回り変化、bp

10年債利回り	1カ月前	1週間前	1日後	1週間後	1カ月後	中間選挙の年	中間選挙の翌年
	12	-4	-1	-3.5	-7	35	4

出所:ICE BoA、UBS、2022年4月現在

2	読者の皆様
3	議会のパワーバランス
5	シナリオ分析
6	市場への影響
8	<b>投資アイデア</b>
9	インフレは手強い 政治問題
10	中間選挙日程
11	Appendix

# 投資アイデア

中間選挙は、いずれ市場の話題になるものの、今後12カ月は引き続き地政学的な不確実性とFRBの金融引き締め政策が相場を左右するだろう。ロシアによるウクライナ侵攻は、国境線の不可侵という戦後の共通認識を打ち砕いた。その結果もたらされた地政学的な不確実性は数カ月に及ぶ恐れがあり、中間選挙が政策に与える影響が限定的である可能性を考えると、選挙結果よりも重要な意味を持つかもしれない。

これらを踏まえ、選挙の年をどう乗り切ろうか思案している投資家には、FRBとファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)に引き続き軸足を置き、政策から恩恵を受ける勝ち組を検討し、ボラティリティを切り抜ける態勢を整えることを勧める。

## ファンダメンタルズに注目

ウクライナ紛争によりインフレ圧力にさらに拍車がかかっているものの、大半の企業はコスト高を消費者に転嫁できると考えている。この紛争で米国の消費者信頼感が揺らいているが、欧州の方がロシア産エネルギーへの依存度が高く、エネルギー価格の上昇による直接的な影響が大きい。対する米国は、S&P500企業の売上高のうち欧州が占める割合は14%にすぎず、全体として米国企業の利益成長が損なわれることはないだろう。

FRBは、後手に回った感のあるインフレ抑制に向け、積極的に利上げを実施していく方針であり、これが引き続き相場の主な変動要因となっている。そのため、FRBの金融引き締め幅やそれが経済成長に与える影響がはつきりしてくるまで、株式市場はボックス圏での取引が続くと予想する。現在の経済サイクルの局面を踏まえ、株式投資家にはヘルスケアなどのディフェンシブ銘柄と、エネルギー・セクターのような景気循環株をバランスよく組み入れることを勧める。

先行きの利上げペースが明らかになるにつれて、債券市場も下落している。優先証券は、比較的冴えないパフォーマンスが数カ月続いていたが、足元では投資妙味が生まれている。

## 政策の恩恵を受ける勝ち組を検討する

政治が膠着する可能性が見込まれることから、中間選挙において特定政策の恩恵を受ける企業は限定的となる見通しである。とはいえ、政策が後押しとなりそうな機会も一部に見受けられる。

議会が承認する防衛費の総額は、その内訳によって多少変わる可能性があるが、ロシアによるウクライナ侵攻により世界は新たな安全保障の時代に突入したと考える。官民間わず安全保障が重要課題に位置付けられ、これが核兵器以外の防衛、サイバーセキュリティ、エネルギー、食料、半導体供給への支出増加につながるだろう。また、すでに可決されている超党派のインフラ法案の影響が、株式市場の一部の分野にまだ十分に織り込まれていないとみている。企業支出の回復から恩恵を受ける一部の企業にも引き続き投資妙味がある。

## ボラティリティを切り抜ける

中間選挙は、市場の不確実性をさらに高める追加要因に過ぎない。少なくとも年内は変動の激しい相場展開が見込まれる。我々のLiquidity. Longevity. Legacy. 戦略(流動性戦略、老後戦略、資産承継戦略)の考え方に照らし合わせて、投資家は幅広いニーズと投資目的を見直す重要な時期にあると考える。具体的には、流動性戦略に基づき、今後3~5年の支出に充当できる資金をポートフォリオから確保しておけば、たとえ相場が急落したとしても、投資家は安心して短期的な支出ニーズに対応することができる。そうすれば、性急に判断して資産を毀損したり、投資目標の達成が不可能にならずにすむだろう。流動性戦略は、弱気相場にあっても投資資産を取り崩さずに支出ニーズに対応できる資産構成(現金、信用リスクが限定的な債券など)を勧める。

Liquidity. Longevity. Legacy. ディスクレームー  
時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

2	読者の皆様
3	議会のパワーバランス
5	シナリオ分析
6	市場への影響
8	投資アイデア
9	<b>インフレは手強い 政治問題</b>
10	中間選挙日程
11	Appendix

## インフレは手強い政治問題



「インフレは国民の最大の敵であり、インフレを抑え込まない限り、我が国、家庭、自由、財産を破壊し、ついには国家の尊厳を打ちのめすだろう」

—フォード大統領による上下両院合同会議での演説、1974年10月8日

1974年の中間選挙まで1カ月を切った10月8日、フォード大統領は上下両院合同会議で経済復興計画を提案した。当時、石油輸出国機構(OPEC)の石油禁輸措置によってインフレ率は11%を超えていた。フォード大統領は議員を前に、財政規律を引き締め、あらゆる手段を講じて消費者物価の上昇を抑制するよう協力を要請した。米大統領が平時に下院を訪れ、1つの話題だけに絞って演説を行うのは異例のことである。インフレを国家の危機としてインフレ抑制を訴えたフォード大統領だが、11月の選挙では、共和党は下院で48議席、上院で5議席を失っている。

4年後、フォード大統領の次のカーター大統領も似たような状況に陥っていた。1978年10月にテレビ演説で大統領が財政緊縮策を求めたとき、インフレ率は年率7.5%で推移していた。この演説もまたさほど効果がなく、その年の選挙で民主党は下院で15議席、上院で3議席を失った。それ以降、インフレは手強い政治問題だということが定説となっている。ブルッキングス研究所のウィリアム・ガルストン氏とエレヌ・カマルク氏の言葉を借りると、有権者は自らが選んだ議員の失敗には概ね目をつぶるものの、有権者の最大の関心事に無関心な大統領には容赦がない<sup>1)</sup>。

昨年12月、バイデン大統領は物価上昇は一時的な問題との認識を示した。だが、最近の世論調査では、この大統領の見方は有権者の不安の大きさを過小評価していることが示唆されている。最近行われた全国規模の世論調査で、バイデン大統領の支持率がわずかに40%に低下した<sup>2)</sup>。

物価上昇とバイデン大統領の支持率低下との関係は、回答者の約3分の2が、家計所得が生活費の上昇ペースに追いつかないことを最大の懸念に挙げていることで説明できる。回答者の大部分が、インフレはバイデン大統領の政策ミスだとしている<sup>3)</sup>。パンデミックやロシアによるウクライナ侵攻の中で、インフレが経済に与える長期的影響についてFRBの認識が遅れたことを考えると、この批判はやや不公平かもしれない。この批判の正当性はさておき、インフレは目下、議会で多数派を占める民主党にとって現実の問題となっている。

中間選挙の年に積極的な利上げとバランスシートの縮小の意向をFRBが明確に示し始めていることで、問題が一段と悪化している。過去12回の選挙サイクルのうち11回でFRBは金利の引き上げまたは引き下げを行っており、FRBが政策変更の方針を示すことは珍しいことではない。だが、有権者が11月の中間選挙を意識する中で、金融引き締めは経済成長の鈍化というリスクを意味する。

最近の公式声明で、バイデン大統領は新規失業保険申請者件数の記録的な低下を、自らの政策が景気回復に効果的だった証左として挙げている。だが、インフレがますます政治問題化しているとの暗黙の認識から、大統領は「コストを下げるためにあらゆる手段を講じてインフレとの戦いを続ける」と述べた。インフレは一時的な問題ではなく、拡大・長期化している<sup>4)</sup>。

2 読者の皆様

3 議会のパワーバランス

5 シナリオ分析

6 市場への影響

8 投資アイデア

9 インフレは手強い  
政治問題

10 **中間選挙日程**

11 Appendix

## 中間選挙日程

- ◎ **5月3日**
  - インディアナ州予備選挙
  - オハイオ州予備選挙
- ◎ **5月10日**
  - ネブラスカ州予備選挙
  - ウェストバージニア州予備選挙
- ◎ **5月17日**
  - アイダホ州予備選挙
  - ケンタッキー州予備選挙
  - ノースカロライナ州予備選挙
  - オレゴン州予備選挙
  - ペンシルベニア州予備選挙
- ◎ **5月24日**
  - アラバマ州予備選挙
  - アーカンソー州予備選挙
  - ジョージア州予備選挙
  - ミネソタ州下院第1区特別予備選挙
  - テキサス州予備選挙決選投票
- ◎ **6月7日**
  - カリフォルニア州予備選挙
  - カリフォルニア州下院第22区特別総選挙
  - アイオワ州予備選挙
  - ミシシッピ州予備選挙
  - モンタナ州予備選挙
  - ニュージャージー州予備選挙
  - ニューメキシコ州予備選挙
  - サウスダコタ州予備選挙
- ◎ **6月11日**
  - 下院アラスカ州選挙区特別予備選挙
- ◎ **6月14日**
  - メイン州予備選挙
  - ネバダ州予備選挙
  - ノースダコタ州予備選挙
  - サウスカロライナ州予備選挙
  - テキサス州下院第34区特別選挙
- ◎ **6月21日**
  - アラバマ州予備選挙決選投票
  - アーカンソー州予備選挙決選投票
  - ワシントンDC予備選挙
  - ジョージア州予備選挙決選投票
  - バージニア州予備選挙
- ◎ **6月28日**
  - コロラド州予備選挙
  - イリノイ州予備選挙
  - ミシシッピ州予備選挙決選投票
  - ネブラスカ州下院第1区特別選挙
  - ニューヨーク州予備選挙
  - オクラホマ州予備選挙
  - サウスカロライナ州予備選挙決選投票
  - ユタ州予備選挙
- ◎ **7月19日**
  - メリーランド州予備選挙
- ◎ **7月26日**
  - ノースカロライナ州予備選挙決選投票
- ◎ **8月2日**
  - アリゾナ州予備選挙
  - カンザス州予備選挙
  - ミシガン州予備選挙
  - ミズーリ州予備選挙
  - ワシントン州予備選挙
- ◎ **8月4日**
  - テネシー州予備選挙
- ◎ **8月9日**
  - コネチカット州予備選挙
  - ミネソタ州予備選挙
  - ミネソタ州下院第1区特別総選挙
  - バーモント州予備選挙
  - ウィスコンシン州予備選挙
- ◎ **8月13日**
  - ハワイ州予備選挙
- ◎ **8月16日**
  - 下院アラスカ州選挙区特別総選挙
  - アラスカ州予備選挙<sup>1</sup>
  - サウスダコタ州予備選挙決選投票
  - ワイオミング州予備選挙
- ◎ **8月23日**
  - フロリダ州予備選挙
  - オクラホマ州予備選挙決選投票
- ◎ **9月6日**
  - マサチューセッツ州予備選挙
- ◎ **9月13日**
  - デラウェア州予備選挙
  - ニューハンプシャー州予備選挙
  - ロードアイランド州予備選挙
- ◎ **11月8日**
  - 中間選挙本選
  - ルイジアナ州開放的予備選挙
- ◎ **12月6日**
  - ジョージア州決選投票
- ◎ **12月10日**
  - ルイジアナ州決選投票

出所: CNN、バロットペディア

2	読者の皆様
3	議会のパワーバランス
5	シナリオ分析
6	市場への影響
8	投資アイデア
9	インフレは手強い 政治問題
10	中間選挙日程
11	Appendix

# Appendix

## 巻末の注

### 議会のパワーバランス

- <sup>1</sup> Ronald Brownstein, "Clinton's Pains Aided Democrats Gains, Exit Poll Indicates," *Los Angeles Times*, 5 November 1998
- <sup>2</sup> Geoffrey Skelley and Nathaniel Rakich, *FiveThirtyEight*, 3 January 2022
- <sup>3</sup> "Republicans More Likely Than Democrats to Say Partisan Control of Congress Really Matters," Pew Research Center, 24 March 2022
- <sup>4</sup> Thirty-five Senate seats will be contested in 2022 because Sen. Jim Inhofe (R-OK) will retire early.
- <sup>5</sup> Harry Enten, "Here's the Best Tool We have for Understanding How the Midterms Are Shaping Up," *FiveThirtyEight*, 5 June 2017. See also Pew Research Center, "Why the Generic Ballot Test," 1 October 2002, and Amy Sherman, The Poynter Institute, *PolitiFact*, 3 November 2013
- <sup>6</sup> Ally Mutnick, "The new midterm match: how redistricting, Biden, and Trump shaped the battle for the House," *Politico*, 21 March 2022

### シナリオ分析

- <sup>1</sup> The Predict IT forecast is based on separate and independent contracts. The resulting probability will not always equal 100
- <sup>2</sup> The Tax Cuts and Jobs Act repealed the options to expense research and experimental expenses, effective with tax years beginning after December 31, 2021. Consequently, starting in 2022, companies are required to capitalize those costs and amortize them over 5 years for domestic research and over 15 years for foreign research  
The Joint Committee on Taxation estimated in 2017 that repealing REE expensing would result in a revenue gain of \$119.7 billion from FY2022 to FY2027. Source: Congressional Research Service, INI 11887, 11 March 2022

### インフレは手強い政治問題

- <sup>1</sup> William A. Galston and Elaine Kamarck, "Inflation politics is clearer than inflation economics", Brookings Institution, 14 January 2022
- <sup>2</sup> Mark Murray, "Cost of living jumps to top issue," *NBC News*, 27 March 2022
- <sup>3</sup> Ibid.
- <sup>4</sup> "Statement from President Joe Biden on Unemployment Insurance Claims," The White House, 24 March 2022. <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/>

### 中間選挙の日程

- <sup>1</sup> A nonpartisan Top 4 Primary is used to determine the top four vote getters that will advance to the General Election, regardless of political affiliation

#### 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  
Nadia Lovell

#### Contributors

Leslie Falconio  
David Lefkowitz  
Matthew Tormey  
Ally McCoy

#### Contributors outside CIO

UBS US Office of Public  
Policy  
John Savercool  
Jeb Hensarling  
Shane Lieberman

#### Editors

Abe De Ramos

#### Project management

John Collura  
Matt Siegel  
Allie Gorin

#### Design

John Choi  
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)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社(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。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

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。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。

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、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。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

## 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 SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233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

当社における国内株式等の売買取引には、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社のお客様の場合、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。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。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)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場合があります。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。

#### **その他のご留意事項**

当社の関係法人であるUBS AG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、本資料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、本資料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。

©UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント 2022 無断転載を禁じます。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社はすべての知的財産権を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・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 SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、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ウェルス・アドバイザーズ株式会社関東財務局長(金仲)第898号