

2026 年 10 月 27 日 全 11 頁

米中間選挙後の注目点①：「変わる政治」

民主党優勢で高まる政治の停滞と不確実性

経済調査部

主任研究員

矢作 大祐

[要約]

- 本稿では、2026 年中間選挙で民主党が上下院の多数派を獲得し、大統領と議会多数派が異なる「分割政府」が成立した場合の政治・経済・市場への影響を考察した。過去の分割政府下では株式のリスク対比リターンが低い傾向が見られ、共和党政権が中間選挙で分割政府となった 1986 年と 2006 年の翌年には、金融リスクが顕在化した。足元の米国経済も、K 字化といった潜在的な脆弱性を抱えている。トランプ政権がいかに安定した政治運営を実現できるかは、経済・市場の安定性を考える上でも重要な論点となる。
- トランプ政権の政策運営の先行きを考える上で、政策決定プロセスの変化に着目すると、分割政府の下では、上院のフィリバスター（少数派による審議引き延ばし）や大統領拒否権により、共和・民主両党とも相手の政策を阻止できる一方、自らの政策を実現しにくくなる。高官人事の停滞や弾劾をめぐる対立も加わり、政治の停滞が強まる可能性が高い。特に 2027 年後半に想定される債務上限問題では、交渉の長期化が国債・短期金融市場を不安定化させる恐れがある。
- 議会で法案を成立させにくくなれば、政権は大統領布告や覚書などの行政命令に依存しやすくなる。しかし、これらは司法判断や次期政権によって変更されやすく、政策の継続性と予見可能性を低下させる。また、国内政治で成果を上げにくいレームダック期には、トランプ大統領が米中関係や米イラン関係など外交・安全保障分野で活動を活発化させる可能性がある。一方、議会も制裁、予算、決議を通じて大統領の外交活動に対するけん制を強めるため、不確実性も高まりやすいと考えられる。
- こうした政治の停滞と不確実性の高まりは、株価のバリュエーションを押し下げ、企業利益や設備投資に波及する可能性がある。さらに、株価下落による逆資産効果が高所得層の消費を抑えれば、K 字化が進む米国経済の下支え役が失われかねない。経済と市場の安定には、トランプ大統領が議会との妥協・協力を重視するなど、自身の政治手法を変え、予見可能な政治運営へ転換できるかが重要となる。

民主党の上下院奪還で米国政治の何が変わるか

前稿¹では、米国経済の K 字化（良し悪しが二分化する状態）が進む中で、高所得層と低所得層の間で景況感に大きな差が生じていることを確認した。その結果として、トランプ大統領の支持率は伸び悩んでいる。2026 年の中間選挙では共和党に逆風が吹き、民主党が上下院で多数派を構成する可能性が高まっている。共和党大統領下で、野党である民主党が上下院を同時に奪還すれば 2006 年以来 20 年ぶりとなる。

では、民主党が上下院で多数派になることで、米国政治はどのように変わるのだろうか。米国では、大統領は外交・安全保障政策や行政機関の運営において大きな裁量を有している。他方で、新たな法律の制定や予算措置、高官人事等では議会の協力が不可欠である。民主党が上下院で多数派を構成すれば、共和党のトランプ政権と民主党主導の議会が対峙することになり、政策決定・実施のプロセスは大きく変化する可能性がある。また、こうした政策決定・実施過程の変化が、経済や市場に影響を及ぼすことも想定される。本稿では、トランプ政権と民主党主導の議会という構成によって、株式市場への影響に加え、政策決定・実施のプロセスがどのように変化するのかを整理し、その変化が経済政策や外交政策、ひいては経済・市場にどのような影響を及ぼすのかを考察する。

分割政府の下で株式市場は不安定化しやすい

中間選挙後の市場を考える上で興味深いのが、過去の政治体制と株式市場の関係だ。歴史的には、大統領任期 3 年目の S&P500 のシャープレシオ（ボラティリティリスク調整後の超過リターン）は高水準となる傾向がある（図表 1 左図）。現在のトランプ政権に当てはめれば 2027 年が大統領任期 3 年目に該当するため、一見すると株式市場にとっては追い風のようにも見える。しかし、議会構成別に見ると異なる姿が浮かび上がる。大統領と上下院多数派が異なる分割政府の下では、S&P500 のシャープレシオは総じて低い傾向となっている（図表 1 右図）。一般には、ねじれ議会（上下院で多数派政党が異なる）や分割政府になると、急進的な政策が成立しにくくなるため、市場にとっては安心材料と考えられがちだ。しかし、有権者が大統領の政策運営等に対し強い不満があると考えられる分割政府においては、表面上は安定しているように見えても、経済や社会に潜在的な脆弱性を抱えている可能性がある。

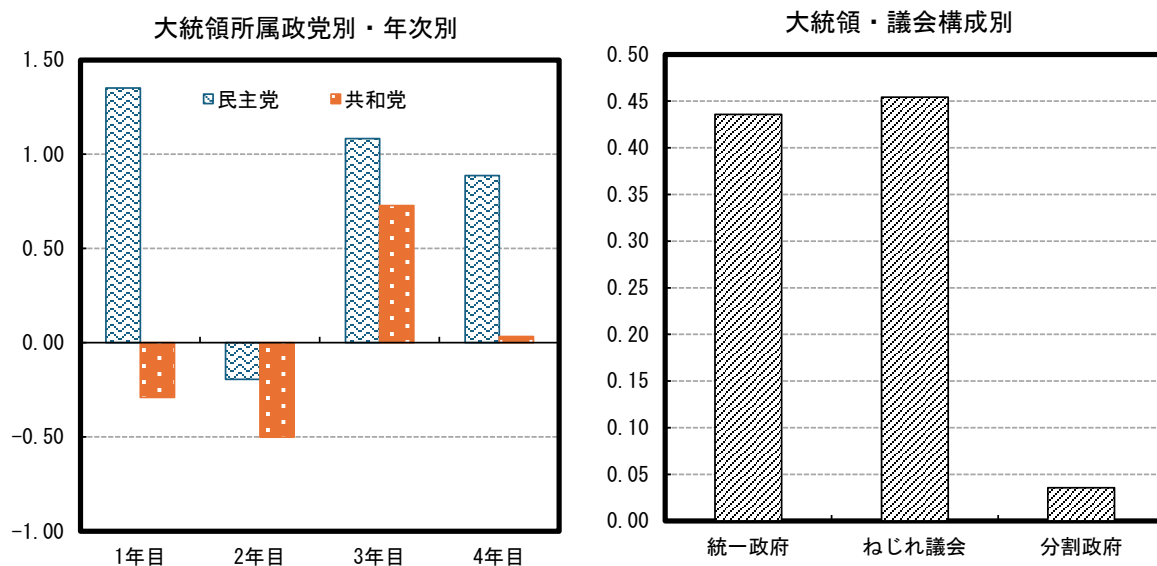
共和党大統領時代に中間選挙で分割政府となった代表例として、1986 年のレーガン政権と 2006 年のブッシュ政権が挙げられる。どちらの時期も景気は底堅かったが、有権者の不満は着実に蓄積していた。例えば、1986 年にはイラン・イラク戦争が再び激化し、2006 年にはイラク戦争の泥沼化が問題視されていた。その後、中間選挙の翌年となる 1987 年にはいわゆる「ブラックマンデー」、2007 年には「パリバ・ショック」が発生し、金融リスクが顕在化した。もちろん、こうした金融リスクの顕在化の原因が分割政府それ自体ということを言いたいわけでは

¹ 矢作大祐「[“It’s the economy, stupid.” K 字化が揺らす米国中間選挙](#)」（大和総研レポート、2026 年 10 月 22 日）

ない。また、今回も同様の危機が発生するというわけでもない。

しかし、「景気は一見すると悪くないが有権者は強い不満を抱いている」という構図は現在と少なからず共通しており、軽視すべきではないだろう。足元ではAI 関連投資の急増やプライベートクレジット市場、高水準の財政赤字など、警戒すべき金融リスクも存在している。こうした潜在的な脆弱性を抱える中で、分割政府下のトランプ政権がいかに安定した政治運営を実現できるかは、政策の実現だけでなく、経済・市場の安定性を考える上でも重要な論点となる。

図表 1 シャープレシオ（大統領所属政党別・年次別、大統領・議会構成別）



(注) 対象期間は1961年1月～2026年8月。S&P500（月次・配当を含まない）の月次収益率から、前月の米国1年債利回りを12分の1にした月次無リスク金利を控除し、月次超過収益率を算出。年率超過収益率は月次平均×12、年率ボラティリティは月次標準偏差×√12として、シャープレシオ＝年率超過収益率÷年率ボラティリティで計算。就任年次は暦年ベースで分類。2026年は8月までを対象とした。統一政府は大統領・上下院多数派が同一政党、ねじれ議会は上下院多数派が異なる政党、分割政府は大統領と上下院多数派が異なる政党。

(出所) S&P、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

法案、人事、弾劾をめぐって政治は停滞へ

トランプ政権の政策運営の先行きを考える上で、民主党が上下院で多数派を実現した場合の政策決定プロセスを整理すると、最も分かりやすく変化するのが立法プロセスだ（図表 2）。特に上院ではフィリバスター制度（少数派が審議を引き延ばすことで法案成立のための採決を阻止できる制度的慣行を指す）が存在するため、多くの重要法案の成立には事実上60票の賛成が必要となる。民主党が中間選挙で勝利しても、その議席数は50議席台前半にとどまる可能性が高く、共和党の協力なしに法案を成立させることは容易ではない。また、大統領には拒否権があり、それを覆すには上下院それぞれで3分の2以上の賛成が必要となる。つまり、共和党も民主党も相手の政策を止めることはできるが、自らの政策を積極的に前進させることは難しいという状況が想定される。

また、トランプ政権の高官人事も議会構成によって大きな影響を受ける。上院は高官人事の承認権限を有しており、民主党が多数派となれば、トランプ大統領が高官を更迭し、新たな候

補者を指名しても、民主党が反対すれば空席のままとなる。結果として、大統領の行政をめぐる裁量は縮小し、行政運営は現在よりも動きにくくなる可能性がある。さらに、民主党が下院で多数派となった場合、大統領等の弾劾問題が再び政治争点となる可能性もある。弾劾は下院の過半数で発議され、上院で裁判が実施される。上院での弾劾判決には出席議員の3分の2以上の賛成が必要であり、現実的なハードルは極めて高い。しかし、弾劾手続きそのものが政権と議会の対立を先鋭化させ、法案審議や予算編成といった本来の政策課題への対応を後回しにさせる可能性は十分にある。法案、人事、弾劾のいずれを見ても、オールレッド（大統領・上下院の多数派が共和党）時代に比べて政治が停滞しやすくなることは避けられない。

図表 2 中間選挙の結果に伴う政権・議会運営の整理

	統一政府	ねじれ議会		分割政府
議会の構成	上下院：共和党	上院：民主党 下院：共和党	上院：共和党 下院：民主党	上下院：民主党
示唆	● 現行と変わらず、共和党が多数派もリード分は小さい場合には、政治的に敏感な 이슈 に関しては上院はフィリバスターで通りにくい。 ● 減税など財政調整プロセスの活用範囲内であれば法案成立も可能。	● 上院は人事承認権があるため、トランプ政権における行政トップ等の人事が困難となる可能性。 ● 上院における民主党主導での公聴会や証人喚問が可能に。 ● 法案に関しては、超党派での支持が集まる 이슈 以外は困難に。	● 民主党が予算法案の出発点を握る。 ● 下院における民主党主導での公聴会や証人喚問が可能に。 ● 法案に関しては、超党派での支持が集まる 이슈 以外は困難に。 ● 民主党主導で大統領弾劾の発議が可能に（ただし有罪には上院で2/3の賛成が必要）。	● 上院は人事承認権があるため、トランプ政権における行政トップ等の人事が困難となる可能性。 ● 上下院における民主党主導での公聴会や証人喚問が可能に。 ● 法案に関しては、上院はフィリバスターで通りにくく、超党派での支持が集まる 이슈 以外は困難に。 ● 民主党主導で大統領弾劾の発議・裁判が可能に（ただし有罪には上院で2/3の賛成が必要）。

（注）トランプ大統領は共和党所属。大和総研は、今回の中間選挙のメインシナリオとして、分割政府を想定。

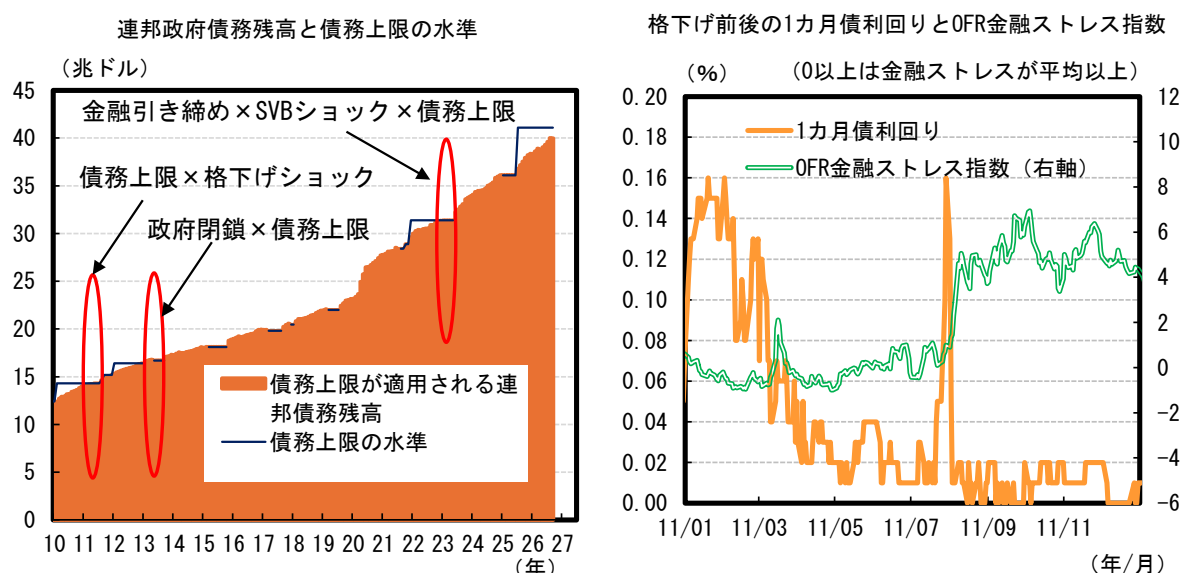
（出所）各種資料より大和総研作成

こうした政治の停滞に対して、市場参加者が特に警戒しているのが2027年後半に見込まれる債務上限問題だ（図表3左図）。米国では連邦政府の債務残高が上下院が法律で定める上限に達した後、上下院が債務上限の引き上げ、あるいは上限適用停止を認めなければ、新規国債の発行が制約される。新規国債の発行が制約されれば、元利払いに支障をきたし、最悪の場合は米国債がデフォルトに陥る可能性がある。もちろん、米国債のデフォルトが実際に発生する可能性は低い。過去を振り返っても、最終的には議会が債務上限の引き上げや適用停止で合意し、危機は回避されてきた。しかし、その過程では与野党の対立が激化し、市場の不安定化を招いた局面も少なくない。特に債務上限問題をめぐる政治的な混乱の多くは、ねじれ議会や分割政府の下で発生しており、議会と大統領が異なる政党によって支配される状況では、交渉が長期化しやすい傾向がある。

例えば、2011年（大統領・上院：民主党、下院：共和党）には債務上限問題をめぐる議論が長期化し、最終的に米国債の格下げという事態に発展した（図表3右図）。短期金融市場は混乱し、本来であれば安全資産である米国債に対しても信用不安が意識された。民主党が上下院で

多数派となった場合、債務上限問題を解決する条件として、社会保障費増額や減税政策の取り扱いをめぐって政権と議会の対立が激化する可能性がある。実際のデフォルトは避けられるとしても、交渉が長引けば国債市場や短期金融市場に悪影響が波及し得る。2027 年の債務上限問題は、今後 2 年間に想定される政治・金融イベントとして認識しておく必要があるだろう。

図表 3 連邦政府債務残高と債務上限の水準、格下げ前後の 1 カ月債利回りと OFR 金融ストレス指数



(注) 左図の赤丸は債務上限問題が懸念された時期。SVB ショックとはシリコンバレーバンクの破綻を契機とした金融リスクの高まりを指す。(出所) 米財務省、FRB、OFR、Haver Analytics より大和総研作成

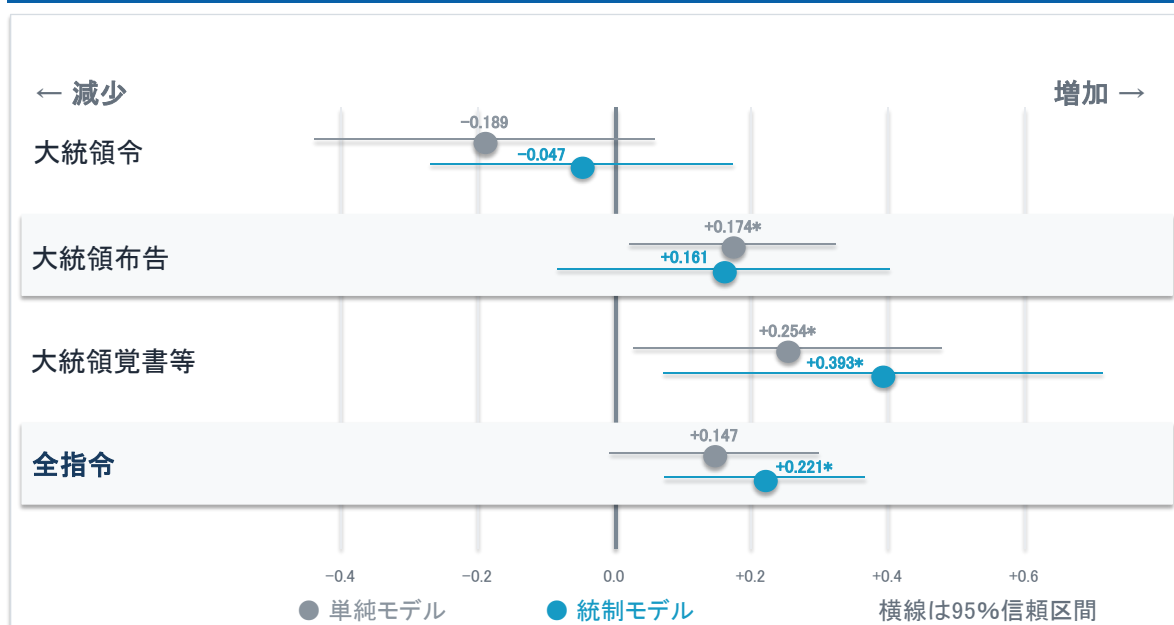
行政命令への依存で政策の予見可能性は低下

続いて、議会で法案が成立しにくくなれば、大統領は議会を経由しない政策手段へ依存しやすくなる。先行研究²によれば、分割政府の下では大統領令そのものは減少する一方、大統領布告や大統領覚書などが増加する傾向が確認されている(図表 4)。また、同先行研究によれば、大統領令はメディアなどの注目度が相対的に高いことから、大統領はより注目度が低い大統領布告や覚書を多用する傾向があるとされる。

ただし、大統領令、布告、覚書といった行政命令による執行にも限界がある。行政命令は法律と比べて法的基盤が弱く、議会で成立しにくい政策を既存法の拡大解釈や大統領権限を用いて実施することも多いため、裁判所による差し止めや無効化の対象となりやすい。また、次期政権によって容易に撤回・修正され得るため、議会を通過した法律に比べて政策の継続性にも欠ける。その結果、企業や家計は中長期的な計画を立てにくくなることが想定される。政策が厳しいか緩いかというよりは、政策が継続するのかどうか分からないことが問題となる。行政命令を通じて変更されやすい政策が増えることで、企業や家計が直面する不確実性は高まりやすくなるといえる。

² Aaron R. Kaufman and Jon C. Rogowski, “Divided Government, Strategic Substitution, and Presidential Unilateralism,” *American Journal of Political Science*, Vol. 68, No. 2, 2024.

図表 4 分割政府下における大統領の政策手段の変動



(注) 点推定値(係数)・標準誤差・有意性(*: 5%水準)は出所で記載した論文の Table 3 の掲載値。横線の95%信頼区間は、掲載された係数と標準誤差を用い「係数 $\pm 1.96 \times$ 標準誤差」で大和総研が算出。分析期間は1946～2020年。単純モデルは分割政府ダミーと大統領固定効果を含み、統制モデルはこれらに経済・戦争・政権サイクル要因と時間トレンドを追加。

(出所) Aaron R. Kaufman and Jon C. Rogowski, “Divided Government, Strategic Substitution, and Presidential Unilateralism,” *American Journal of Political Science*, Vol. 68, No. 2, 2024, Table 3 より大和総研作成

レームダック期には外交活動が増加する可能性

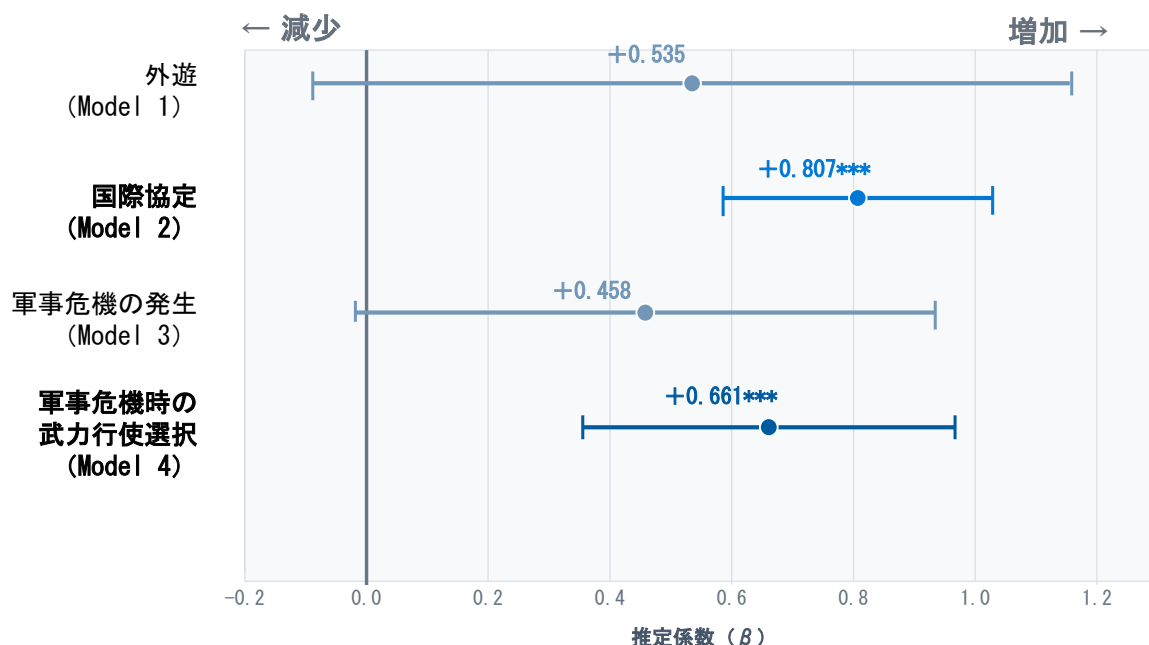
政治の停滞はトランプ大統領の関心を外交へ向かわせる可能性もある。米国では、外交・安全保障分野において、大統領が国家元首・行政府の長、そして、軍最高司令官として、首脳外交や外交交渉、軍の運用などに主導的な役割を果たす。条約の承認、予算措置、通商政策などでは議会の関与が不可欠であるものの、国内立法に比べれば、大統領が議会の新たな立法を経ずに機動的に行動できる余地は大きい。歴史的に見ても、大統領は国内政治で成果を上げにくくなると、こうした裁量を活用して外交政策で成果を追求する動きが目立つようになる。大統領の任期最終盤、いわゆる「レームダック期」の大統領の外交活動を分析した先行研究³でも国際協定が増え、軍事危機発生時には武力行使を選択しやすくなる傾向が示されている(図表5)。

大統領による外交活動の活発化は何を意味するのか。国際協定の締結や紛争の収束が進めば、地政学リスクの低下やエネルギー価格の安定につながる可能性もある。一方で、軍事危機が発生した場合には市場変動を大きくする要因にもなり得る。その意味で、中間選挙後の外交活動はチャンスとリスクの両面を持つことになる。もっとも、大統領の外交活動が活発化するほど、それをけん制しようとする議会の関与が強まりやすい。とりわけ、大統領と上下院の外交姿勢

³ Philip B. K. Potter, “Lame-Duck Foreign Policy,” *Presidential Studies Quarterly*, Vol. 46, No. 4, 2016, pp. 849–867.

が異なる場合、議会は法案や予算措置、制裁などを通じて、大統領の外交を制限したり、異なる方向へ誘導したりしようとするだろう。

図表 5 レームダック期における外交行動と武力行使選択



(注) 出所で記載した論文の Table 1 に基づき作成。レームダック期とは再選可能性を失った 2 期目大統領の後半任期（特に中間選挙後から退任まで）として定義。●（丸い点）はレームダック変数の推定係数、横線は 95%信頼区間を示す。Model 1～3 の分析単位は日次、Model 4 は軍事危機の発生局面。推定はロジットモデルによる。***のレームダック変数は、国際協定（Model 2）および軍事危機発生時の武力行使選択（Model 4）で統計的に有意（ $p < 0.001$ ）。一方、外遊（Model 1）および軍事危機の発生（Model 3）については、有意性は限定的（ $p < 0.10$ ）。

(出所) Philip B. K. Potter, “Lame-Duck Foreign Policy,” *Presidential Studies Quarterly*, Vol. 46, No. 4, 2016, pp. 849–867, Table 1 より大和総研作成

では、トランプ大統領の最終盤 2 年間の外交活動はどのように変化を見せ得るか。足元で注目されている、(1) 米中関係、(2) 米イラン関係を例に挙げたい。

(1) 米中関係

まず (1) 米中関係に関しては、トランプ大統領が 2026 年 9 月の首脳会談で習近平国家主席を空港で自ら出迎え、国賓晩餐会を開催するなど、異例の厚遇によって友好的な姿勢を示した。両国は、相互に 300 億ドル相当の非機微品目について関税を優遇する枠組みや、AI をめぐる対話の開始でも合意した。もっとも、首脳会談の成果は包括的な関係改善を意味しない。既存の貿易休戦は 2027 年 1 月 10 日までの 2 カ月間延長されたにすぎず、関税や先端技術、レアアースなどをめぐる対立の多くは未解決のままである。また、トランプ政権の対中姿勢には議会から批判があり、先端半導体の輸出管理を強化する法案には超党派の支持が集まっている（図表 6）。台湾有事に備えた対中制裁法案も提出されるなど、安全保障・経済安全保障をめぐる議会の警戒感は根強い。

このため、トランプ大統領が首脳外交を通じて融和姿勢を示しても、米中関係が直ちに改善へ向かうとは限らない。トランプ政権の対中政策が過度に融和的だと議会が判断すれば、輸出管理や制裁などを通じて議会が関与を強める可能性がある。米中関係をめぐっては、首脳間の合意だけでなく、議会における法案や公聴会での審議の動向も重要となる。

図表 6 2026 年に連邦下院議会および委員会で議論・提出された対中政策法案や公聴会

時期 (2026年)	分野	議論の概要	段階
3月24日	法案 輸出管理の省庁間連携 H.R. 8036 Interagency Coordination in Export Controls Act of 2026	中国による先端技術の獲得や軍民融合戦略への対応を念頭に、輸出管理制度への安全保障当局の関与を強化する法案。	下院提出・ 外交委員会 付託
4月15日	法案 半導体輸出規制の効果検証 H.R. 8287 Semiconductor Controls Effectiveness Act of 2026	対中半導体・先端コンピューティング関連の輸出規制の効果を定量的に検証するため、国務省、商務省、国家情報長官室に対して包括的な評価報告を求める法案。	下院提出
5月7日	法案 台湾有事への経済的備え H.R. 8693 Deter PRC Aggression Against Taiwan Act	中国による台湾への侵攻、海上封鎖、重大なサイバー攻撃などの有事シナリオを想定し、それらが発生した場合に取り得る経済・金融措置を事前に検討することを求める法案。	下院提出・ 外交委員会 付託
7月15日	公聴会 研究セキュリティ Protecting American Innovation	中国への技術流出防止に向けた研究セキュリティ対策の実施状況を検証。DOE、NIH、NSFの担当者から証言を聴取し、共同研究の管理や利益相反の開示、研究データの保護、人材審査などが十分に機能しているかを点検。	下院 中国特別 委員会
9月16日	公聴会 輸入管理 Import Controls	中国の産業政策や供給網戦略への対応として、対中依存の低減や国家安全保障上のリスク管理に加え、中国の過剰生産能力や国家支援による競争圧力から米国産業を保護する方策について議論。	下院 中国特別 委員会

(出所) 米下院中国特別委員会 (House Select Committee on the Strategic Competition Between the United States and the Chinese Communist Party)、Congress.gov、GovInfo より大和総研作成

(2) 米イラン関係

(2) 米イラン関係についても、大統領と議会の綱引きが強まる可能性がある。トランプ大統領は中間選挙後に中東情勢の解決を目指すとしており、イランに対する圧力を強めるために、軍事行動を強化する可能性も指摘されている。もっとも、民主党は以前から中東での軍事行動に批判的であり、共和党内にも中東情勢悪化への不満が蓄積している。このため、中東情勢の一段の激化を抑える方向で、超党派の議会対応が進む可能性がある。

議会が取り得る手段としては、まず軍事行動に反対する両院一致決議が挙げられる。両院一致決議は上下両院で採択されるものの、大統領の署名を必要とせず、原則として法律としての効力を持たない(図表 7)。そのため軍事行動を直接停止させる強制力はないが、議会の反対姿勢を公式に示し、大統領に政治的圧力を加える手段となる。また、より実効性の高い手段として、軍事作戦に充てる予算を制限することや軍事行動そのものを制限する法律の制定も考えられる。なお、こうした軍事行動を抑制する議会の措置は、ベトナム戦争やレバノン内戦に関連

した武力行使に対して実現してきた。両措置に関しては、共和党大統領の下、ねじれ議会または分割政府という政治構造の中で実施された。民主党議員の中には、今回の中間選挙で勝利した場合には、外交・安全保障政策をめぐる議会からの圧力を強めるとの主張をする者もいる。

このように、レームダック期の大統領が外交・軍事活動を活発化させる一方、分割政府の下では議会も決議、予算、期限設定などを通じて制約を強め得る。したがって、中間選挙後にトランプ大統領が外交活動を積極化させたとしても、その帰趨が大統領の意向だけで決まるわけではない。今後 2 年間は、国内立法の停滞だけでなく、外交政策をめぐっても方向性や継続性を見通しにくくなり、政治・地政学上の不確実性が高まる可能性がある。

図表 7 米議会による米イラン戦争に対する主な介入手段

介入経路	主な手段	直接の効力	限界
政治的 圧力	・ 軍事行動に対する両院一致決議 (concurrent resolution) ・ 公聴会/証言、報告要求	・ 議会における軍事行動に対する反対姿勢を公式に記録。 ・ 迅速審議で採決機会を確保。	・ 両院一致決議は大統領の署名を経ないため、比較的实施しやすいが、政権に従わせる法的効力には憲法上のハードルがある。 ・ 公聴会や議会監督では軍事作戦を止めることは困難。
財政的 圧力	・ 追加の軍事予算を不承認 ・ 歳出法、補正予算法、国防権限法 (NDAA) への制限条項 (予算の使い道制限) の付与	・ 追加の軍事予算を供給しない。 ・ 成立した使途制限は、軍事行動への資金執行を法的に制約。	・ 追加歳出の拒否だけでは、既に成立した歳出や利用可能な既存資金の使用を止めることはできない。 ・ 資金制限の対象、期間等が狭い場合、対象外の勘定・活動を通じて作戦が続く余地がある。
法的 圧力	・ 軍事行動の禁止・条件付けなどに関する法案・両院合同決議 (Bill / Joint resolution)	・ 法案・両院合同決議 (Bill / Joint resolution) が成立すれば、撤退要求は法律上の命令となる。 ・ 許される作戦、部隊運用、武器移転、支援の範囲を条文で直接限定。	・ 大統領が最高司令官権限や自衛権限を主張し、適用範囲を争う可能性。 ・ 対象・地域・期間や、「敵対行為」、「防御的攻撃」等が不明確だと解釈の対立が残る。

(出所) CRS、Brookings Institute、各種資料より大和総研作成

政治の停滞・不確実性の高まりがもたらす市場・経済への影響は？

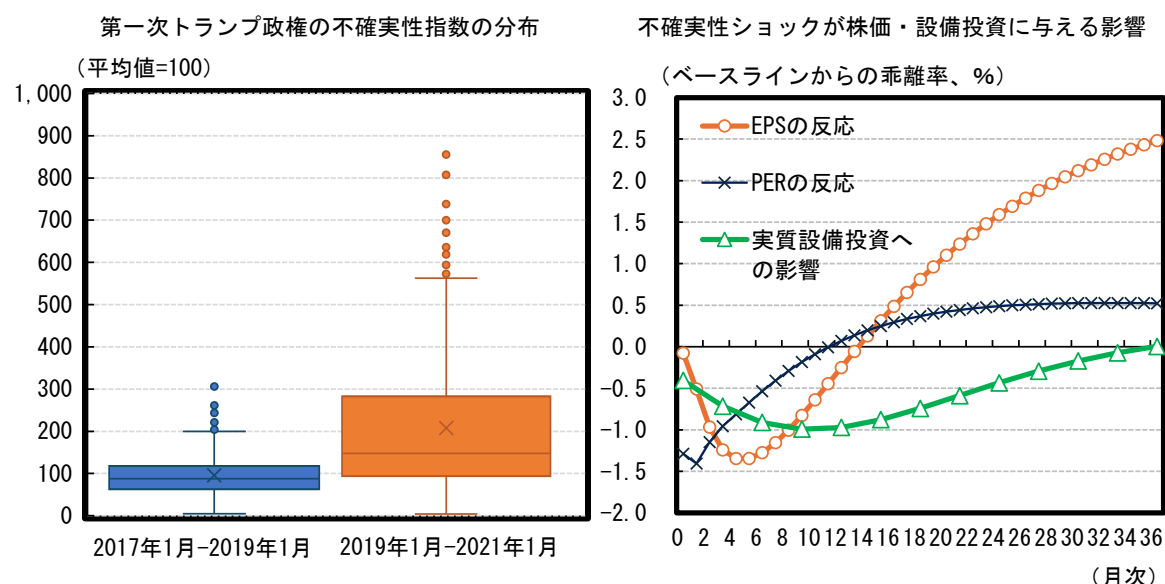
これまで見てきたように、今回の中間選挙後は政治の停滞が強まり、政策の不確実性が高まることが想定される。実際、第一次トランプ政権後半の 2 年間では、経済政策不確実性指数が上昇した (図表 8 左図)。2020 年の上昇にはコロナ禍によるものが大きいと考えられるものの、その影響を受ける前の 2019 年に限っても、不確実性は相対的に高い水準で推移した。また、程度に差はあるものの、他の政権でも後半期に不確実性が高まりやすい傾向がみられる。

では、政治の停滞や不確実性の高まりは、米国経済や市場にどのような影響を及ぼすのだろうか。試算によれば、投資家の慎重姿勢が強まり、企業利益に対する株価の評価 (PER) が切り下がる (図表 8 右図)。また、企業は政治動向が見通しにくくなると、既存の事業計画を見直

して様子見姿勢を強める。不確実性が長期化すれば、設備投資や採用など、実施後の撤回や縮小にコストを伴う意思決定も先送りされやすくなる。こうした企業活動の慎重化が広がりを見せれば、投資や雇用の減速を通じて需要が弱まり、企業の売上や利益を圧迫することが想定される。その結果、1株当たり利益（EPS）が悪化し、さらに遅れて設備投資にも下押し圧力が及ぶ。つまり、不確実性ショックは、株価評価の低下にとどまらず、企業行動と需要の慎重化を介して収益と実体経済へ波及する可能性がある。

加えて、前稿で指摘したように、足元の米国の個人消費は、株式を多く保有する高所得層の支出に支えられている。不確実性の高まりによって PER が低下し、その後に EPS も悪化すれば、株価には評価面と収益面の双方から下押し圧力がかかる。その結果、家計の金融資産が目減りする「逆資産効果」を通じて、高所得層の消費が慎重化する恐れがある。現在の米国経済の特徴である K 字経済の中で、堅調であったはずの投資や高所得層の消費が、政治的不確実性の高まりを契機に、景気の下押し要因となり得る点に注意を要する。

図表 8 第一次トランプ政権の不確実性指数の分布、不確実性ショックが株価等を与える影響



(注) 左図は第1～第3四分位数、箱内の線は中央値、×印は平均値を示す。右図は米国の EPU (Economic Policy Uncertainty Index)、S&P500・EPS および PER、FF 金利、ISM 製造業景況感指数、実質設備投資を用いた 6 変数 VAR (1990 年 1 月～2026 年 6 月、月次)。ラグ長は BIC に基づき 2 期を採用。EPU の 1 標準偏差ショックに対するインパルス応答を表示。EPS および PER は対数変化率で推計後、累積影響をベースライン対比 (%) へ変換。VAR は安定条件を満たす。

(出所) PolicyUncertainty.com、FRB、BEA、ISM、Robert Shiller-Online Data、Haver Analytics より大和総研作成

「変わる政治」の中で、トランプ大統領も変わるか

民主党が上下院で多数派を実現すれば、法案、人事、予算に加えて、大統領の裁量が相対的に大きい外交・安全保障政策においても議会の関与が強まり得る。その結果、トランプ政権が単独で政策を前進させる余地は狭まることが想定される。大統領と議会の方針が食い違えば、政策決定は停滞し、その方向性や継続性を見通しにくくなるだろう。

本稿で示したように、こうした政治の停滞と不確実性の高まりによる影響は、市場や経済にも及び得る。不確実性ショックは、まず株価のバリュエーションを押し下げ、その後、企業収益や設備投資、さらには個人消費へ波及する可能性がある。現在の米国経済には K 字化という脆弱性があるが、不確実性の高まりによる市場や景気への悪影響を経由して、堅調であったはずの投資や高所得層の消費が下押しされ、景気の下支え役が不在となる恐れがある。

こうした悪循環を回避するために、トランプ大統領に求められるのは、議会との対立を前提とした政治運営ではなく、妥協や協力を通じて政策の予見可能性を確保する、より安定的な政治運営への転換であろう。第二次トランプ政権の前半 2 年間は、トランプ大統領自身の不規則な発言や朝令暮改も、政治・政策の不確実性を高める一因となった。中間選挙を機に議会構成が変わるとすれば、問われるのは議会がどう変わるかだけではない。「変わる政治」の中で、トランプ大統領自身が政治手法を変えられるか。それが、2027 年から 2028 年にかけての米国政治、ひいては経済と市場の安定を左右する重要な論点となるだろう。