

みずほマーケット・トピック(2024年9月18日)

自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～

27日に投開票が迫った自民党総裁選に関し、現時点の情報に基づいた簡単な論点整理をしておきたい。現状、有力候補として石破氏、高市氏、小泉氏、河野氏の名前が上がり、今回の勝利は厳しいが将来のホープとしての小林氏に取り上げられることが多い。市場の注目する各候補の財政・金融・通貨政策の方向性に関して言えば、財政政策については石破氏/河野氏(引き締め)とそれ以外(緩和)という区分けで筆者は見ている。一方、金融政策に関しては、高市氏(緩和)とそれ以外(引き締め)という区分けになりそう。市場は金融政策の在り方に関心を持ちやすいが、恐らく高市氏以外の候補は金融政策について「既に日銀が憎まれ役として利上げに着手しているのだから、わざわざ火中の栗を拾いに行くべきではない」というのが本音だろう。誰が総裁になるとしても、今後は「金利のある世界」での財政・金融政策が求められる。より具体的に言えば、新政権は「円安か金利上昇の二者択一」を迫られる中、今までよりも経済政策(財政・金融政策)の手札は制限されるはずだ。財政・金融政策の在り方よりも、夫婦別姓や解雇規制緩和などが争点化している選挙戦の現状が新政権の先行きを暗示しているようにも思える。

～総裁選、市場の争点定まらず～

27日に投開票が迫った自民党総裁選について、相場との関連で照会が増えている。現状、経済政策について相場を動かすほどの争点が浮上しているわけではないが、現時点の情報に基づいて簡単な論点整理はしておきたいと思う。票読みは筆者の専門外だが、今回は過去最多となる9名が立候補していることから、1回目の投票で過半数を得る候補が現れず、上位2名に対して国会議員票(367票)と地方票(47票)を用いた決選投票が行われると目されている。麻生派以外の派閥が解消に向かったことも相まって国会議員票は分散が予想され、決選投票に勝ち残るためにはまず一般黨員票を如何に集められるかが鍵と言われている。この一般黨員票にまつわる世論調査がメディアによって相当乖離があり、市場予想が定まらないのが現状である。

かかる状況下、優勢と報じられる候補として石破茂元自民党幹事長、小泉進次郎元環境相、高市早苗経済安保担当相、河野太郎デジタル改革担当相などの名前が挙がっている。一方、茂木敏充自民党幹事長、林芳正官房長官などについては黨員票で劣後するとの評は目立つ(ゆえにこの2名に関しては注目度がやや低くなっている)。いずれにせよ、現時点で必勝を約束された候補が見当たらないことから、総裁選自体は重要な材料であるものの、金融市場でどのように消化すべきかという焦点は定まっておらず、また、有力候補の政策にも具体性がないことから「リアクションに困る」というのが現状と見受けられる。強いと言えば、現時点で入手可能な情報を元にした場合、有力候補として石破氏、高市氏、小泉氏、河野氏の名前が上がり、今回は厳しいが将来のホープとしての小林氏に取り上げられることが多い印象がある。以下ではこの5名に絞って考察を与える。これら5名は新政権下でも要職に就く可能性が高いとすれば、注目しておく価値はある。

～ポリシーミックスで見る各候補の立ち位置～

金融市場が興味を持つのは各候補の経済政策スタンス、より具体的には財政・金融・通貨政策の方向性に尽きる。金融政策と通貨政策は理論的に一致すべきなので、別個に考える必要はない。

まず、財政政策に関して言えば、現状、石破氏と河野氏以外は引き締めの色合いを封印しているように見受けられる。特に、石破氏は金融所得課税の必要性を訴えた印象が金融市場に色濃く残っているので、当選の暁には株式市場の荒れ模様が懸念される。河野氏は折に触れて財政規律の必要性に言及してきた経緯がある。これに対し、小林氏などは「経済が財政に優先する。経済を冷え込ませるような財政運営はあってはならない」とかなりはっきり述べている。高市氏も「何よりも経済成長は必須」、「戦略的な財政出動」など財政については拡張路線を支持している。財政政策に関しては、現状、石破氏/河野氏とそれ以外という区分けで筆者は見ている。

一方、市場が注目する金融政策へのスタンスに関しては、高市氏がアベノミクスの継承者としてのイメージを前面に押し出し、「金融緩和は我慢して続けるべき、低金利を続けるべき」と旗幟鮮明である。裏を返せば、それ以外の候補はこれといった情報発信をしていない。強いて言えば、河野氏(や茂木氏)は7月利上げ直前に、利上げを求めるような発言が話題になったものの、今回の選挙戦においてこれを強弁しているわけではない。小林氏もこれといった言動が見られない。

恐らく高市氏以外の候補において、金融政策については「喋りたくない」が本音なのだと察する。全候補にとって物価高対策が国民の支持を取り付ける上での最優先事項には違いない。ならば、ようやく正常化に着手した日銀を今一度緩和路線に引き戻し、円安を助長させるような言動は本来的にリスクでしかない。その意味で高市氏の特殊な立ち位置は非常なのだが、だからこそエッジが立ち、特定層からの支持を惹きつけているとの見方もできる。その他候補の「喋りたくない」という本音をより噛み砕けば、「既に日銀が憎まれ役として利上げに着手しているのだから、わざわざ火中の栗を拾いに行くべきではない」という思いが強いはずだ。自身の発言が8月初頭のような大波乱を起こしてしまえば、当分の間、汚名を着せられることになる。黙っていても日銀が処理してくれるのだから、わざわざ金融政策について言及するのはローリスク・ハイリターンである。金融政策に関し

ポリシーミックスの組み合わせ

	金融政策	財政政策	通貨政策	政策意図	総裁候補 (イメージ)	例
①	緩和	緩和	通貨安	不況脱却、デフレスパイラル回避	高市氏	これまでの日本
②	緩和	緩和	通貨高	持続不可能		
③	緩和	引き締め	通貨安	景気下支え		今後の英国、ユーロ圏、米国？
④	緩和	引き締め	通貨高	持続不可能		
⑤	引き締め	緩和	通貨安	持続不可能		
⑥	引き締め	緩和	通貨高	経常黒字縮小、景気過熱防止 (しかし、⑧より弱め)	それ以外の候補	
⑦	引き締め	引き締め	通貨安	持続不可能		
⑧	引き締め	引き締め	通貨高	景気過熱防止	石破氏・河野氏	

(資料) 筆者作成

ては、高市氏とそれ以外という区分けで良いのだろう。

財政・金融・通貨政策の組み合わせを整理したものが前項の表になるが、高市氏が①であることを除けば、それ以外の候補の立ち位置は判然としない。とはいえ、この期に及んで日銀の追加緩和を支持する候補は多くないと仮定すれば、石破氏/河野氏が⑧で、それ以外の候補が⑥といった振り分けになるだろうか。いずれにせよ推測に推測が重なっており、これでは市場期待に基づいた方向感を伴う資産価格の形成は難しいように思うし、実際、あまり注目されているとは言えない。

なお、参考までに今後の欧米におけるポリシーミックスを考えた場合、インフレ再燃に配慮しつつ財政政策は控えめ、金融政策は緩和という組み合わせで景気の軟着陸を図ろうとしているように見受けられる。高市氏が当選しない限り、内外金融政策格差は為替市場のテーマであり続けよう。

～誰がなっても「金利のある世界」が課題に～

いずれにせよ、現時点では必勝が約束された候補はおらず、また各候補の財政・金融政策への思想もよく分からないので、実のある議論を展開しづらい。しかし、今後の日本が人口減少を背景として名目賃金の上昇が持続性を伴うのだとすれば、デフレからインフレへ、という経済環境の変化は不可避である。それは「金利の無い世界」から「金利のある世界」への局面変化も意味する。誰が総裁(ひいては総理)になるとしても、四半世紀以上も変わらなかった財政・金融政策の大前提が変わる中、新政権の経済政策は執行されなければならない。

その大前提の変化は何を意味するのか。一般論に倣えば、「金利のある世界」での歳出は「金利の無い世界」でのそれに比べて抑制的であることを求められ、いわゆるバラマキと揶揄される拡張財政路線は望む・望まないにかかわらずやりづらくなる。しかし、それが嫌だからと言って「金利の無い世界」を志向すれば、今度は円安がぶり返す。結局、新総裁は「円安か金利上昇の二者択一」を迫られる中、今までよりも制限された経済政策(財政・金融政策)の手札で戦うことが強いられる。何かにつけて低所得世帯に財政出動を頻発するような財政運営を重ねていけば、為政者の制御が働きにくい為替市場において野放図な通貨安のリスクが高まるだけだろう。誰が当選しようと、選択できる経済政策の組み合わせが過去の政権よりも限定的になるのは間違いない。財政・金融政策の在り方よりも、夫婦別姓や解雇規制緩和などが争点化している選挙戦の現状が既にその先行きを暗示しているようにも思える。

金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分) 週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分) ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わってなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かさず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分) 週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分) 週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見直し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支赤字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏要約賃金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もじら」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分) 円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見直しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分) 週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)