みずほマーケット・トピック(2025年7月22日)

参院選を終えて～現状と展望の整理～

第27回参院選は予想通りの自公連立政権として50議席を下回る結果に。石破首相の続投表明を受けて、より拡張財政志向の強い後継者への連想、野党が主張する拡張財政路線への共鳴といった「インフレ下でのリフレ政策加速」という狂気のシナリオが避けられたため、金融市場では一応、安堵感が広がっている。無所属議員の追加公認を経て過半数をかるうじて確保するとの見通しもあり、総じて「大敗だが、最悪の事態は回避」という評価の下、トリプル安には至っていない。しかしながら、今後の国会運営が相当苦しくなったことは間違いない。そもそも「石破おろし」の空気が完全に消えることはないであろうことを思えば、続投表明直後の円買いは押し目という解釈になりそう。なお、今後の国政選挙では外国人規制や消費減税が争点化され、国防や社会保険料などは脇に置かれる可能性がある。それが民意であれば回避しようがないものの、独力で現状打開を図れるほど、日本の経済・金融情勢に余裕は無いはずである。民意がこのままであれば、観光立国や対内直投促進といった政策は強い逆風に立ち向かうことに。

～「大敗だが、最悪の事態は回避」の評価～

第27回参院選は自公連立政権として50議席を下回る47議席にとどまり、非改選を含めた参院全体で過半数を割るという結果に落ち着いた。自民党を中心とした政権が衆参両院で過半数を割り込むのは1955年の結党以来、経験のない出来事である(なお、自民党が政権を握っていない状態も含めれば2009年の衆院選挙で民主党に大敗した時も衆参両院で過半数を割っていた)。

もともと、金融市場の受け止めは落ち着いている。選挙前、金融市場の注目は「自公大敗→石破政権退陣→政局流動化」というシナリオに注がれていた。このシナリオに関しては、石破首相から「比較第1党の議席をもらったことの重さもよく自覚しなければいけない」と続投を表明しており、これが国内外の市場参加者の安堵感を得ている。より拡張財政志向の強い後継者(例えば高市早苗議員)への連想、それに加えての野党が主張する拡張財政路線への共鳴といった「インフレ下でのリフレ政策加速」という狂気のシナリオは避けられたことで安堵感が広がっており、東京休場となった選挙直後の21日(月)朝以降、円ははっきり買い戻されている。諸外国が見れば、関税交渉の途中で政権を軽々に変えてしまうという動きも嫌気されるものだろう。

なお、自民党の参院議席数(39議席)だけに着目すれば、第1次安倍政権が2007年の参院選を経て記録した37議席よりは多いため、これも市場の落ち着きに寄与していそうだ。無所属議員の追加公認を経て過半数をかるうじて確保するとの見通しもあり、総じて「大敗だが、最悪の事態は回避」という評価の下、トリプル安にはなっていない。

～今後は解散総選挙への思惑が燃る～

とはいえ、今後の国会運営が相当苦しくなったことは間違いない。そもそも「石破おろし」の空気が完全に消えることはないであろうことを思えば、続投表明直後の円買いは押し目という解釈にもな

る。当面の連立枠組み拡大や野党連携については様々な思惑が交錯しており、「政策次第で部分的な同調は可能」という前提の上で石破首相と関係が近いとされる野田代表の立憲民主党や日本維新の会などが候補に上がっている。その実現可能性は筆者の知るところではないが、選挙戦前の政策議論を見ている限り「政策次第で部分的な同調は可能」というのは、要するに「拡張財政で同調できそう」ということにほかならない。野田代表はテレビ東京の選挙特番において「自民党政権に対してノーという意思表示を国民がした。ノーという意思表示をされたところと連立を組むということとはあり得ない」と発言しているものの、同党の主張を踏まえれば、自公の主張する現金給付を制止することはあるまい。これは他の野党も同様である。その際、「給付だけでは足りないから消費減税(≒軽減税率引き下げ)を検討しろ」という要求も飲まされる可能性は残る。衆参共に少数与党であるため、国会運営が停滞するたびに「解散総選挙はまだか」という流れに至り、その際にはまた今回の「給付か、減税か」といった拡張財政路線を焚きつけるようなムードが高まることは必至である。とりあえずはトリプル安シナリオを一旦退けたものの、近い将来、これが戻ってくる可能性は残る。

なお、大敗の責任を石破政権に求めるのは酷に思える。これほどインフレが定着し、実質賃金が低迷している状況ではどの政党でも、誰が首相でも厳しい審判は下りやすいだろう。そもそも野党は口を開けば消費減税を含めた拡張財政の話ばかりゆえ、彼らが政権を担っていた場合、現下のインフレはもっとひどいものになっていた可能性すらある。政権交代とトリプル安の期待が結びついている以上、少なくとも金融市場はそう理解している。2022年のトラスショックの記憶は新しいはずであるし、先週の本欄でも深掘りしたように日本もそれを「対岸の火事」と切って捨てることは難しいはずだが、日本政治にその緊張感はない。表面上、「国民は給付より減税を選んだ」という解釈をする報道も見られており、上述するように、消費減税への誘惑は今後も払拭されそうにない。

歴史を紐解けば、1973年の第一次オイルショックの際、日本も米国も景気停滞に対して拡張財政で応戦した。その結果、インフレ高進が一段と加速し、「不況には拡張財政で応戦すれば良い」というケインズ政策の無効性を経験から学ぶことになった。あれほどの物価高騰でも拡張財政の過ちに気づけなかったのだから、今回もある程度、インフレがオーバーシュートし、円安や金利上昇で痛みから学習しなければ財政政策の在り方は大きく変わらないかもしれない。

～利上げからは逃げられない～

過去の本欄でも論じたように、古今東西、慢性的なインフレに対する第一の処方箋は金融政策における利上げである。どの政党が政権を担い、誰が首相になっても、その基本的事実は変わらない。今回の選挙戦で金融市場が身をもって示したように、給付や減税といった拡張財政路線は政府財政の毀損を理由にした円金利上昇や円安を助長する材料になる。それが実際に起きたことだ。今回、トリプル安こそ回避できたものの、1か月前と比較して円金利は高く、円は安いままであるのは、今後の拡張財政路線を警戒しているからだろう。利上げは経済に縮小均衡を強いることになるだろうが、これに伴いインフレ高進も落ち着くことが期待される。もちろん、そうした政策は不人気だが、不人気だから独立性を持つ中央銀行が高い専門性をもって判断するのである。なお、インフレが収束していることを条件に、縮小均衡に伴う痛みは拡張財政で和らげても良いだろう。そもそも財政・金融政策は景気循環の振れを均すための手段であることを思い返したい。この点、日銀は中央銀行としての矜持が問われる局面に入ってきたと言えそうである。

～今後の争点は外国人規制に？～

なお、現役世代の可処分所得を大きく蝕んでいる社会保険料については今回も争点化しなかった。日本維新の会などが多少言及していたものの、殆ど注目されることは無かった。本来、給付や減税よりも社会保険料引き下げの方が手取り収入の改善に寄与するはずなのだが、どうしても目先の給付や減税といった「分かりやすさ」に関心が引き寄せられてしまうといういつものパターンが繰り返されている。厄介なことにインフレは消費性向の高い、相対的に収入が低い層へのダメージが大きいはずだが、そうした層には給付や減税という拡張財政的な主張も刺さりやすいので「自分が支持している政策で苦しくなる」という構図が生まれてしまう。「拡張財政的な主張」と「インフレ加速」の間に認知のラグがあるため、投票時にこれを認識するのは簡単ではないのである。

ちなみに、今回の選挙戦終盤では消費減税や給付といった拡張財政路線のテーマを差し置いて外国人規制に関心を集めたという分析も多い。実際、参政党の躍進がこれを裏付けている。とすれば、今後の国政選挙では外国人規制や消費減税が争点化され、国防や社会保険料などは脇に置かれる可能性がある。インターネット上で見聞きする訪日外国人の横暴が必ずしも実態を反映している保証はないが、そのイメージだけで政治は動く。

こうした光景は英国の EU 離脱(ブレグジット)において「移民が英国国民の生活を脅かしている」との不安が原動力となったことに重なる。当時の英国では極右勢力を中心に「We want our borders back」などのスローガンが流布され、ブレグジットに繋がった。しかし、関連研究(イングランド銀行やLSE など多数)によれば、移民の影響は低技能層の賃金を一部制限した可能性はあるものの、英国経済の根幹を揺るがすような影響はなかったとの見方が少なくない。メディアやこれに呼応した政治が国民の不安を増幅し、英国国民が「本当はどうなのか」について深く考察を与えることは無かった。そもそも国境外から到来する脅威に対して国民が敏感に反応するのは当然であり、多少なりともそれを裏付ける原体験があれば支持は一気に拡大しやすいのだろう。

日本に話を戻せば、少なくともインバウンド需要の急拡大に合わせて日本国民の生活に大なり小なり不便が生じているのは事実でもあり、そのような原体験も相まって日本人ファースト的な主張は今後も摩擦なく支持されそうな雰囲気はある。是非はともかく世論はそちらへ向かっている。

～外国人規制は「円安の助長」に～

政策的には外国からの「資本」や「人」を制限しようという流れに繋がる。具体的な現象としては旅行収支黒字や株や不動産などの資産価格への影響を注目することになるだろうか。しかし、これは従前、政府・与党が掲げてきた方向とは真正面から対立するものでもある。例えば、政府・与党は今年6月、「2030年までに対内直接投資残高120兆円、2030年代前半のできるだけ早期に150兆円」と壮大な目標を掲げた。労働力不足に直面し、資本の力でも相対的な劣後が指摘される日本において外国からの助力は不可欠であり、この政策の方向自体、筆者は適切だと考える。しかし、今回の選挙結果はそうしたオープンな発想とは逆方向に振れ始めているということに見える。高齢者世代ほど自民党を筆頭とする伝統政党に投票し、若年世代ほど参政党や国民民主党などの新興政党に投票する傾向が強まっているという結果も合わせみれば、この内向き志向は今後、人口減少と共に確実に強まっていく恐れすらある。

それは国債や円の安定性を損なう話にもなる。例えば、日本の国際収支統計に目をやれば、旅

行収支が唯一最大の外貨収入源であるため、今後、世論がヒートアップし、インバウンド需要をけん制するような政策が盛り上がれば、円安材料と解釈せざるを得ない。これは絵空事ではなく、現にスペインを筆頭に欧州ではクルーズ船の寄港や乗客数に制限をかけるなどオーバーツーリズム対策が打たれている。国債に関しても、徐々に、しかし確実に内国債としての性質が薄れている現実があるため、「外資に頼らない」は現実的ではない。政治が外国人や外国資本の排斥を主張する国に積極的な投資がやってくるだろうか。過去の本欄でも論じたように「2030年までに対内直接投資残高120兆円、2030年代前半のできるだけ早期に150兆円」は元より野心的な目標設定であるため、万難を排した政策対応が求められるはずである。

もちろん、今後「日本人ファースト」を求める民意が強まってくるのであればそれを受け入れるほかないし、確かに欧米でも類似の流れがある。それが即、差別的だという話にもならないだろう。しかし、日本は世界の先進国の中でも最速ペースの人口減少に直面している。だからこそ、外国からの「資本」や「人」を活かす政策として、言い換えれば「円安を活かすカード」として観光立国や対内直接投資促進といったフレーズが取りざたされてきたのではなかったのだろうか。独力で現状打開を図れるほど、経済・金融情勢に余裕は無いという問題意識を忘れてはならない。

国際為替部
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
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分) 日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諸観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貫かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分) 週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直投目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国価格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分) 週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマニートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分) 日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領はJカーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替相場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に拡がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適応する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はずるい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～