

みずほマーケット・トピック(2025 年 9 月 9 日)

## 誰が首相になっても「変わらぬ 3 つの論点」

石破政権退陣の一報を受け、金融市場の関心は既に「次の政権」に集中している。コンセンサスは定まっていないものの、「拡張財政路線に伴うインフレ継続、それと整合的な円安・株高」という高市トレードの一端が垣間見られている。もっとも、財政政策であれ、金融政策であれ、インフレ下の日本でそのアクセルを踏もうとする行為は円金利上昇と円安の併発を招く。現実問題として円金利主導で日米金利差が縮小しても一向に円高が進まない状況に直面しており、為政者はここからアラートを汲み取るべき。むしろ、世論は円安抑制のための利上げであれば支持する部分も大きそうであり、参政党の台頭なども踏まえれば、高市議員を取り巻く環境も 1 年前と大分異なることは留意したいところ。いずれにせよ、誰が次期首相になろうと①少数与党であること、②労働供給制約があること、③②ゆえに財政・金融政策の緩和余地が小さいこと、という 3 つの論点は大きく変わらない。日本経済を取り巻く名実格差は広がる一方であり、迂遠に見えたとしても初手としての王道は利上げに違いない。次期政権はここに気づけるだろうか。

### ～支持率回復基調の中での退陣～

既報の通り、石破首相は 7 日の記者会見で辞任の意向を表明し、総裁選に出馬する意思が無いことも明らかにした。大敗した参院選直後の辞任ではなく、このタイミングで意思表明したことの原因として石破首相は①日米関税協議に一区切りが付いたこと、②総裁選前倒しを巡る党内投票を防ぐ必要があったことを挙げている。②は党内の潜在的な亀裂をわざわざ可視化するようなイベントであり、これを看過するわけにはいかないと判断は賢明である。実際、①よりも②の理由が大きかったのだろう(昨日までの本欄で論じたように、関税協議はまだ道半ばである)。

1 年足らずで退陣する石破政権の評価を総括することは控えるが、インフレ下の政権運営はどの国であれ難渋するものであり、発足時点から少数与党であったという事実も踏まえれば、一方的な非難もフェアではない。現に、支持率が回復基調にある中での退陣であり、政局の不安定化が常態となってしまうような状況を懸念せざるを得ない。

### ～垣間見られる高市トレード～

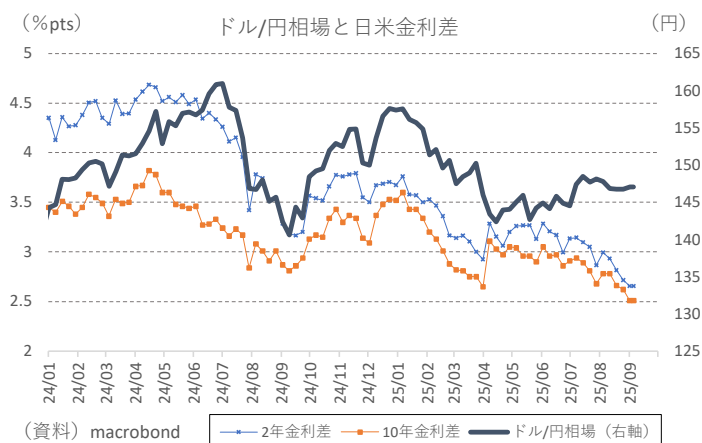
金融市場の関心は既に「次の政権」に集中している。昨日のアジア時間における値動きが示すように、次期首相へのコンセンサスは定まっていないものの、「拡張財政路線に伴うインフレ継続、それと整合的な円安・株高」への期待は根強い。1 年前の総裁選で接戦を演じた高市早苗議員を念頭にトレードが進むことは必然の帰結である。これに次ぐ小泉進次郎議員、林芳正議員、茂木敏充議員といった名前も散見されるが、高市議員ほど明確な「色」を持つわけではない。少なくとも辞任報道直後の円安・株高は高市トレードの一端を示したものだと考えたい。総裁選の実施方式は本日の自民党総務会で決定される模様だが、現時点の報道では 1 人 1 票の「国会議員票」とそれと同数の「党員・党友票」の合計を競うフルスペック方式が採用される公算が大きそうだ。去年の総

裁選の経緯を踏まえると、党員から多くの支持を集めたのが高市議員であった。フルスペック方式を前提とすれば、低金利・拡張財政路線から円安・株高が促されるのが自然である。

もっとも、高市議員を取り巻く環境は 1 年前とは若干異なっている。過去 1 年間で行われた 2 回の国政選挙で明らかになったのは世論の右傾化であり、これ自体は高市議員への追い風となる可能性もあるが、相対的に見ればより右派色の強い参政党の台頭から割を食う可能性もある。そこまで思い至った場合、高市議員自身がより広範な支持を取り込まなければ先細りが見えているのも事実である。春先以降、長期・超長期を中心に円金利が騰勢を強めており、これに対する世論の不安も根強いことから、

極端なりフレ色を温存することで広範な支持を集める方針転換もあり得る。

財政政策への拡張思考は温存されたとしても、「利上げはアホ」発言に象徴されるように、金融政策に関する踏み込んだけん制が繰り返される可能性はあるだろう。しかし、もはや財政政策であれ、金融政策であれ、インフレ下の日本でそのアクセルを踏もうとする行為は円金利上昇と円安の併発を招く。現実問題として円金利主導で日米金利差が縮小しても一向に円高が進まない状況に直面しており、為政者はここからアラートを汲み取るべきだろう(上図)。むしろ、世論は円安抑制のための利上げであれば支持する部分も多くなっていると思われる。第二次安倍政権の時のように、「金融緩和を謳えば世論が盲従してくれる」という状況に無いことは確かである。



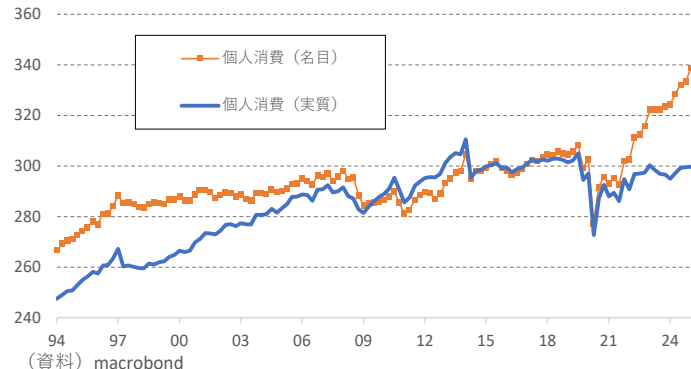
### ～変わらぬ3つの事実～

誰が次期首相になろうと①少数与党であること、②労働供給制約があること、③②ゆえに財政・金融政策の緩和余地が小さいこと、という3つの論点は大きく変わらないことには留意したい。恐らく次の国政選挙（解散総選挙）で自民党は再び「減税か。給付か」という不毛な二者択一を検討させられるはずである。もしかしたら両方の政策をアピールする可能性も否定できない。少数与党ゆえ、野党からの拡張財政要求を飲まざるを得ないという状況はどうやっても回避できないと考えられる。しかし、労働供給制約のある状態で（すなわち完全雇用状態で）はそもそも財政政策の執行余地は大きくない。こうした状況下で無理に予算を執行しよ

(兆円) 雇用者報酬（名目・実質）の推移



(兆円) 個人消費（名目・実質）の推移



うとすれば民間需要をクラウドアウトし、インフレ圧力が高まる展開が理論的に想定される。結果、実質的な所得環境は蝕まれる。いくら裁量的なマクロ経済政策で家計部門を所得面から支えようとしても、インフレにより購買力が侵食されれば実質ベースでの所得や消費は増えようがない。現に所得・消費という論点について、名実格差はかなり著しいものになっている(前頁図)。

古今東西、時の政権の政策姿勢にかかわらず、「インフレ下での政権運営は困難」という事実はある程度通底されてきた。この点は次期政権も痛感するはずである。なお、為替市場の観点からは長年日本について指されてきた「デフレ通貨は上昇する」の裏返しとして「インフレ通貨は下落する」という基本的な事実も直視すべき事態に陥っている可能性を気にするべきであろう。その通貨安が再びインフレを輸入するのだから、まずは金融政策における利上げが初手とならざるを得ないはずだが、新政権はその基本的事実を直視できるであろうか。

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](mailto: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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日      | 過去6か月のタイトル                                    |
|------------|-----------------------------------------------|
| 2025年9月8日  | 続・対米投資5500億ドル合意の現在地                           |
| 2025年9月5日  | 週末版                                           |
| 2025年9月4日  | 遂に「利上げ再開」の兆しも出始めたECB                          |
| 2025年9月3日  | 対米投資5500億ドル合意の現在地                             |
| 2025年8月28日 | 週末版                                           |
| 2025年8月27日 | 円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～                          |
| 2025年8月25日 | ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方                          |
| 2025年8月22日 | 週末版(「ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか?～「需要不足」への問題意識は高止まり～) |
| 2025年8月20日 | 4～6月期、「米国離れ」の真相～TICデータ～                       |
| 2025年8月19日 | 上半期の円の需給環境について～改善傾向～                          |
| 2025年8月18日 | 欧州の外交成果が垣間見えた米露首脳会談                           |
| 2025年8月15日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年7月分)                   |
|            | 週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～「海外→国内」のローテーションはあるか?～)  |
| 2025年8月14日 | ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～                  |
| 2025年8月13日 | ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～                         |
| 2025年8月12日 | 過剰反応すべきではないFRB人事の影響力                          |
| 2025年8月8日  | 週末版                                           |
| 2025年8月5日  | 米EU交渉の評価～妥協か、英断か～                             |
| 2025年8月4日  | 遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～                          |
| 2025年8月1日  | 週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)            |
| 2025年7月31日 | FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～                      |
| 2025年7月29日 | 「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～                       |
| 2025年7月28日 | 対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～                       |
| 2025年7月25日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)                 |
| 2025年7月23日 | 日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～                       |
| 2025年7月22日 | 参院選を終えて～現状と展望の整理～                             |
| 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、諦観強まる若年世代                         |
| 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 | 貰かれなかった「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 | 新しい対内直接目標の読み方～「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～デュアルマンドートの拮抗～                        |
| 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「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                       |