

みずほマーケット・トピック(2025 年 10 月 6 日)

高市政権誕生と今後の論点整理

10 月 4 日に実施された自民党総裁選は決選投票において高市早苗氏が小泉進次郎氏を破り、初めて自民党に女性総裁が誕生する運びとなった。高市氏のリフレ思想を期待する向きからアジア時間 6 日朝から円売りは加速している。物価高対策に苦慮する自民党が最もリフレ思想の強そうな候補者を選出したことは皮肉だが、昨今の国政選挙では物価高対策として拡張財政(給付や減税など)という矛盾する政策が平然と持ち出され、しかもそれが支持されてきた経緯がある。結局のところ、民意を反映した指導者が選ばれたということなのかもしれない。現時点では極端なリフレ色を温存することで広範な支持を集める方針転換が図られているとの声も多い。しかし、そうした高市バランスシナリオは金融市場の良識的な希望的観測でもある。「インフレ下での財政・金融政策の拡張はあり得ない」という常識的な前提を乗り越えて、第二次安倍政権の再現を夢想するのであれば、金融市場は大荒れが必至。日銀法 4 条への言及も不穩。

～民意を反映した指導者～

10 月 4 日に実施された自民党総裁選は決選投票において高市早苗氏が小泉進次郎氏を破り、初めて自民党に女性総裁が誕生する運びとなった。もちろん、(首班指名で選ばれれば)初めての女性首相である。高市氏のリフレ思想を期待する向きからアジア時間 6 日朝から円売りは加速している。物価高対策に苦慮する自民党が最もリフレ思想が強そうな候補者を選出したことは皮肉だが、昨今の国政選挙では物価高対策として拡張財政(給付や減税など)という矛盾する政策が平然と持ち出され、しかもそれが支持されてきた経緯がある。その点で概ね民意を反映した指導者が選ばれたということなのかもしれない。後述するように高市氏がどれほどリフレ政策に傾倒するのか現時点では定かではないが、金融市場が円売り・円金利上昇で応えるのは当然である。

～野党連携はさほど重要ではない～

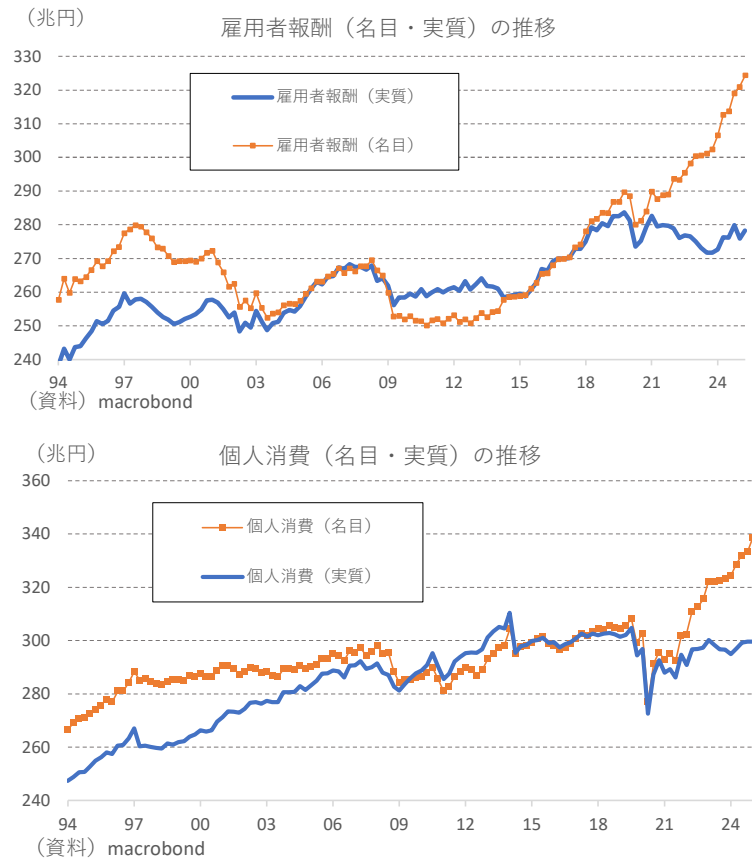
本欄 9 月 9 日号では「誰が首相になっても『変わらぬ 3 つの論点』」と題し、誰が次期首相になろうと①少数与党であること、②労働供給制約があること、③②ゆえに財政・金融政策の緩和余地が小さいこと、という 3 つの論点は変わりようがないという事実を確認した。目下、①がどう転ぶかが注目されている。少数与党ゆえ、野党からの拡張財政要求を飲まざるを得ないという状況は誰が指導者になろうと回避が難しいだろう。しかし、そもそも高市氏自身が拡張財政に前向きな政治家であるため、野党連携においてこの点は障害になりにくい。だからこそ野放図な拡張財政路線への傾倒が懸念され、円金利上昇と円安が併存しているわけである。よって、「連立相手がどの政党になるのか」は政局上は重要な論点としても、金融市場においてはさほど重要ではないように思われる。

その上で連立相手の最右翼は国民民主党との声が多い。昨今の国政選挙で耳目を引く外国人対策やスパイ防止法、そして憲法改正などで距離が近そうな野党は消去法でいけば国民民主党しか残らないとの見立てである。同時に公明党が政権に残ることを前提とすれば、同党と折り合いの

悪い日本維新の会は難易度が高いという状況は高市政権となったとしても大きく変わりそうにない。

～日銀はこれまで通りの振る舞いか～

重要なことは上述の②で言及するように、労働供給制約のある状態で(すなわち完全雇用状態で)は財政・金融政策の執行余地は小さいという事実である。高市氏が従前の政策思想で押し切ったとした場合、拡張的なマクロ経済政策によって民間需要がクラウドアウトされ、インフレ圧力が高まる展開が待ち受ける。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(右図)。過去3年間の日本経済そのものであり、だからこそ政権は倒れてきたとも言える。古今東西、「インフレ下での政権運営は困難」という構図は共通しており、それは高市政権も例外になり得ない。リフレ思想の強さを全面に押し出してきた高市氏は従前の言動との整合性を取ることに苦慮しつつ、バランス感覚の修復に腐心すると予想したい。



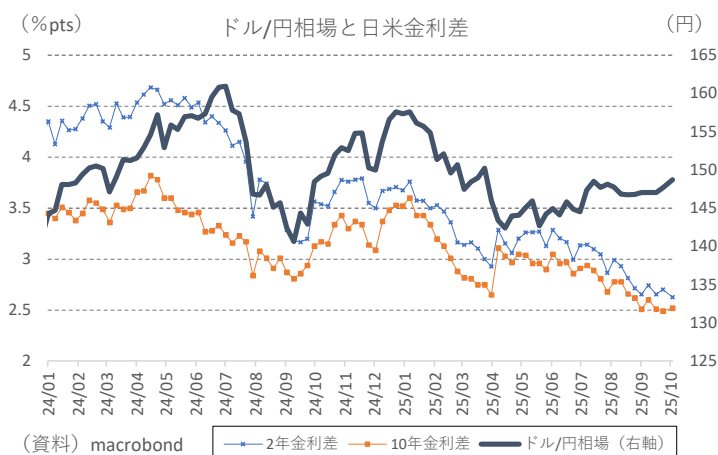
まだ関連情報には乏しいが「利上げはアホ」との方言が注目された金融政策運営については、「手段は日銀が決めるべき」とややトーンダウンも窺える。実際、世論は円安抑制のための利上げであれば支持する可能性は高く、春先以降は円金利の騰勢に対する世論の不安も根強い。こうした中、極端なリフレ色を温存することで広範な支持を集めることが政権維持に寄与するという判断は賢明である。いずれにせよ、高市氏の師事する第二次安倍政権時のように、「金融緩和を謳えば世論が盲従してくれる」という状況にはもはやない。かかる状況下、日銀は従前の認識を貫き10月会合ないし12月会合での利上げに踏み込む公算は引き続き大きいと思われ、その挙動次第では高市政権に付きまとうリフレイメージを払しょくすることに繋がるだろう。それは足許で発生している高市トレードの巻き戻しを大きく誘発することになる。

～希望的観測が打ち碎かれる恐れも～

もっとも、こうした高市バランスシナリオは金融市場の良識的な希望的観測でもある。「インフレ下での財政・金融政策の拡張はあり得ない」という常識的な前提を乗り越え、高市政権が第二次安倍政権の再現を夢想するのであれば、金融市場は大荒れ(具体的には大幅な円安・円金利上昇)に

なる。踏み込んだ発言こそ温存されているものの、高市氏は総裁就任直に「コストプッシュ型インフレという状態で放置して、これでデフレではなくなったと安心するのは早い」とも述べている。実際は、コストプッシュで上がった部分は修正されずに前年比で淡々と上がり続けているため、「値上がり後の供給に需要が付いてきている」という意味では必ずしもコストプッシュ型インフレとも言い切れない。また、そもそも「コストプッシュ型のインフレだから日銀は利上げしなくて良い」という理屈も本質的ではない。しかし、高市氏の「安心するのは早い」という言動は拡張的なマクロ経済政策で押し切るという意思表示にも見受けられる。さらに、経済政策に関し、政府・日銀の意思疎通の重要性や整合性を強調する日銀法 4 条を持ち出し、「金融政策の方向性を決める責任は政府にある」といった解釈もちらつかせている。この点は広義に様々な解釈が可能だが、不穏な雰囲気を感じる。

こうした発言に限らず、高市氏のリフレ志向は否定しがたいものがある。要は「少し拡張するか」、「思い切り拡張するか」といった程度問題でしかないのかもしれない。そもそも政治は事に及べば拡張的な財政・金融政策に手を出しやすいものだ。高市政権が拡張的な財政・金融政策に傾倒する可能性は岸田政権や石破政権よりも随分高いと見るのが自然である。既に高市総裁誕生以前から、円安と円金利上昇が併存している。過去の



本欄でも論じたように、円金利主導で日米金利差が縮小してもドル/円相場は下落しないどころか強含んでいるのが過去 3 か月の実情である(図)。「円金利上昇はもはや円売り材料」とも言えそうな現状が高市政権の情報発信と共に強まっていくのかどうか。当面はドル/円相場と日米金利差の逆相関が強まる展開を注目しておきたいところだ。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) 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10月3日	週末版(外貨準備構成通貨の近況について(2025年6月末時点))
2025年10月2日	25年度上半期レビュー～主役の欧州通貨、悲惨な円～
2025年10月1日	いよいよ終焉を迎える「現預金50%」時代
2025年9月26日	週末版
2025年9月24日	ユーロの基軸通貨性を再考する～global euro～
2025年9月22日	日銀金融政策決定会合～10月利上げは堅いのか？～
2025年9月19日	週末版
2025年9月18日	FOMCを終えて～可視化される独立性毀損～
2025年9月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～自動車、読めず～
2025年9月16日	日米財務大臣共同声明の読み方～2つの論点～
2025年9月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～基本は現状維持、利上げの機を窺う～)
2025年9月11日	警戒すべき「買い事故」～海外からの財政リスク相場～
2025年9月10日	円相場の需給環境について～頭打ちとなるヒト関連～
2025年9月9日	誰が首相になっても「変わらぬ3つの論点」
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	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	米国債格下げの影響～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～デュアルマંデートの拮抗～
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～