

石破新内閣：経済政策は軌道修正となるか？

日本経済

青木 大樹、日本地域CIO(最高投資責任者); 小林 千紗、アナリスト; 清水 麻希、ストラテジスト; Teck Leng Tan, ストラテジスト

- 石破内閣は、岸田政権の経済政策を踏襲し、経済成長を財政再建より優先させるとみられる。物価上昇を上回る賃上げとデフレ脱却を重視し、貯蓄から投資への流れを加速させる意向と考えられる。
- 金融政策は緩和傾向を維持すると予想する。我々は、石破首相の就任と、足元の経済環境の堅調さを受け、次期利上げのタイミング予想を12月に前倒しする。
- 10月27日に総選挙を実施したのち、石破内閣は経済対策を策定する。その後、賃上げ、地方創生、防災などの重要課題について、財政中立を保ちながら取り組むだろう。



出所: iStock

石破新内閣の政策と評価：岸田路線を踏襲

9月27日に自民党総裁選に勝利した石破茂氏が、10月1日に総理大臣に指名された。石破新首相が従来、緊縮財政・金融引き締めを主張していたことを受け、総裁選後の金融市場は円高・株安で反応した。しかし石破氏は、物価高を上回る賃上げとデフレからの完全脱却を重要課題とし、岸田政権の政策を継承すると発言しており、金融の緩和傾向も維持する意向である。新内閣の主要メンバーも、岸田内閣から引き続き林芳正氏が官房長官を務めるほか、菅内閣で官房長官、安倍内閣および岸田内閣で厚生労働大臣を務めた加藤勝信氏が財務大臣となるなど、これまでの路線を踏襲する体制となっている。

イシバノミクス：経済成長を財政健全化より優先

石破氏は首相任命後の会見で、経済あつての財政を強調しており、まずは景気支援に向けた経済対策を実施する。また、貯蓄から投資の流れを加速させることとしており、これまで言及してきた法人増税や金融所得課税については時間軸を明言していない。目先の衆院選や来夏の参院選を終えるまでは財政・金融のタカ派色を薄め、党内基盤を固めることを優先し、財政出動などの国民の人気の高い政策を進めていくこととなるだろう。

経済対策は、賃上げを中心とした物価高対策の実施、デジタル化や観光立国による地方創生、2020年代中の最低賃金1,500円実現に向けた中小企業の生産性向上支援といった内容が中心となるだろう。対策の規模は現時点では明らかにされていないが、来年度の目標達成が見えている基礎的財政収支の黒字化に向け、来年度の支出規模が大きくなるよう配慮すると考える。

その後、賃上げ、地方創生、防災省創設に向けた体制の拡充を中心に据えながら、2025年後半以降、防災や防衛費拡大の財源の確保等、財政中立を保ちつつ経済財政政策に取り組んでいくと考えられる。

金融政策見通しのアップデート：12月利上げに修正

金融政策について、我々は日銀が年内の追加利上げを見送り、来年2回の利上げを行うと予想してきた。しかし、堅調な消費や企業マインド、石破氏の首相就任を受け、従来のシナリオを変更する。具体的には、日銀は12月に25ベースポイント(bp)、来年6月に25bpの追加利上げに踏み切ると想定する。いずれも、米国経済および為替の動向次第という側面が強く、経済や金融市場が安定していれば2025年後半に更なる利上げの可能性もある。石破首相は金融の緩和傾向は維持されるべきとしつつも、金融政策は日銀が判断するべきというスタンスは崩していない。

経済状況を見ると、実質賃金の伸びが2カ月連続でプラスとなる中、春以降、所得増を伴う形で消費が回復し、日銀短観においては企業部門のセンチメントの強さが確認された。米国の経済状況や大統領選の影響には留意する必要があるものの、日銀は自行の見通しに沿って経済が進捗していると確信を強めているものとする。

ただし、実質賃金の伸びが再びマイナスとなる見込みで、消費者マインドも弱い状態が続いていることから、消費が再度伸び悩むリスクもある。また、世界的に景気が減速する見通しの下、企業利益が今年度比で減少すると、経営層は来年の春闘において、今年ほどの賃上げには応じない可能性がある。その場合、物価と賃金の好循環が途絶え、日銀の利上げは厳しくなるだろう。

本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社および UBS AG Singapore Branch が作成した“Japanese economy - Japanese politics update: Regime shift?” (2024年10月1日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年10月3日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

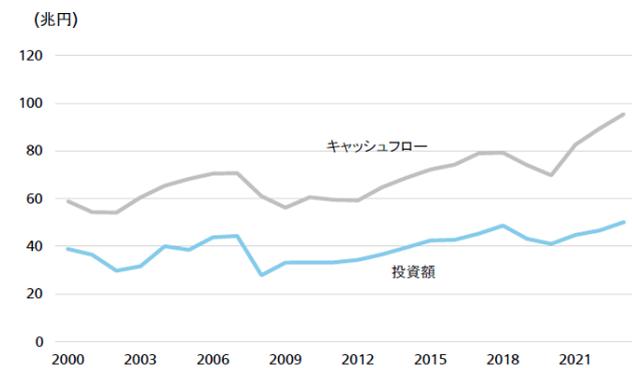
日本経済

リスク要因: 増税の可能性と成長戦略の不在

石破首相は従来、法人税や金融所得課税の強化を通じた財政再建の重要性を主張しており、デフレからの脱却が完全なものとなる前にこれらの課税強化に踏み切った場合、企業のキャッシュフローが減少し、景気や株価にとってマイナス材料となるだろう。注目される貯蓄から投資へのシフトを頓挫させる要因となりかねない。

また、石破首相が追求する成長戦略が見えてこない点も懸念材料である。構造転換の過渡期にある日本の成長軌道は脆弱で、財政・金融ともに緩和的な政策が強い後ろ盾になってきたデフレ期からの脱却は、改めて日本の成長性が問われる節目となるだろう。

図表1: 企業のキャッシュフローと投資額には相関がある



出所: 財務省

資産クラスの見通し

円金利へのインプリケーション

米国が利下げサイクル入りし、外的要因による日本の金利の上昇は見込みづらい環境にある。また、日銀の量的引き締めは想定よりも緩やかなペースで進められる計画であり、日銀オペという単独要因による日本10年国債利回りへの上昇圧力も限定的だと考える。この先、国内の景気・物価見通しが日銀シナリオより上振れれば、金利の上昇余地も小幅に広がる可能性は否めない。しかし、現状の米国の経済・政策見通しを併せて考えると、年末まで日本10年国債利回りは1.0%程度までの上昇にとどまり、足元でCIOの見通しへのリスクバランスは中立である。

日本株へのインプリケーション

石破新首相の誕生は、日本株式に対して中立とみている。緊縮的な財政および金融政策に対する投資家の懸念は、いくぶん行き過ぎだろう。石破首相は経済の活性化を優先し、賃金上昇とインフレの好循環の促進に注力すると考える。これは岸田前首相の政策目標を概ね踏襲するものとみられる。むしろ石破首相は、民間消費と投資を下支えするための景気刺激策の導入と、当面は財政再建よりも景気成長を優先する姿勢を明らかにした。また、金融政策は日銀の判断に委ねるべきとも述べている。

総裁選が石破氏の当選という予想外の結果となったことから、翌営業日である9月30日の東証株価指数(TOPIX)は前日終値から約3.5%下落し、ドル円は27日の日中につけた円安水準から約3.0%の円高となった。10月1日にはTOPIXは反発、ドル円も円安方向に動き、総裁選が実施された週の前半の水準に戻っている。週の後半(9月26~27日)は、ハト派寄りの高市早苗氏が当選することを期待してドル円が円安方向に動き、TOPIXは上昇していた。

今後の投資家の関心は、米国のマクロ経済データ、米連邦準備理事会(FRB)の金融緩和、米国大統領選挙に回帰するとみている。我々は日本株式について、変動の大きい展開が当面続くとの見方を維持しており、持続的な回復は、米国大統領選挙と2024年7-9月期(第2四半期)の決算発表以降になると考えている。目先の不確実性が高い中、投資家にはファンダメンタルズ(基礎的条件)とクオリティに注目することを勧める。また、回復局面を捉えるために、内需株と外需株に分散して投資すると良いだろう。内需株としてはITサービス、不動産、銀行株を、外需株としては電子部品、半導体セクターを推奨する。

ドル円へのインプリケーション

石破氏の総裁選出を受けて、円が急上昇した。石破氏が、特に総裁選で僅差で敗れた高市氏に比べて、日銀の金融引き締めにも肯定的とみられたためだ。だがその後、石破氏の発言は、9月の日銀政策決定会合における植田総裁のハト派的な発言に比較的近いものへと変化している。植田総裁は、市場が不安定なままならば追加利上げは行わないことを示唆し、円高でインフレの上振れリスクが抑えられているとコメントしていた。以上から、日本の最近の政治動向は、急速ではなく緩やかな円高基調につながるとの見方を維持する。

我々は、9月上旬につけた147円がドル円の上値抵抗線になるとしており、2025年9月までに138円に向けて長期的に下落すると予想する。

日本経済

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG(スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBS チーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメントが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS Groupには旧 Credit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等：UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

日本経済

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%（税込）の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用（信託報酬）（国内投資信託の場合、最大2.20%（税込、年率）。外国投資信託の場合、最大2.75%（年率）。）のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS投資一任運用サービス（以下、当サービス）」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大2.20%（税込）をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用（信託報酬）や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引（委託）手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る（円ベースで元本割れとなる）リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBS Group内の他の企業（またはその従業員）は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 2024 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等：三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長（登金）第649号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会