2024. 10. 28

総選挙、米大統領選挙、そして日銀は
～歳出先行、財源軽視に拍車がかかるリスクも～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

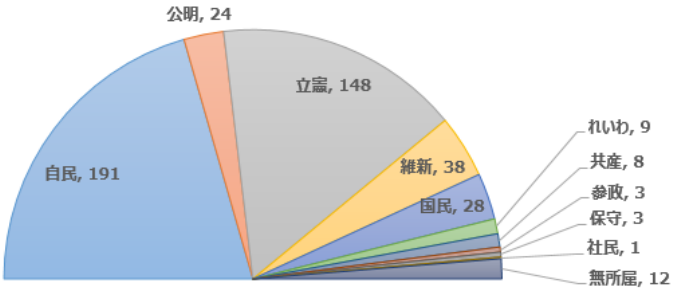
ポイント

- **衆議院総選挙は、与党自公の過半数割れという結果に。今後の政権運営に当たっては、協力を仰ぐ野党の意見を入れていくしかないが、歳出先行、財源軽視の傾向にいっそう拍車がかかる可能性がある**
- **米大統領選で、「トリプルレッド」が実現した場合、初期段階では株高、ドル高、債券安の可能性が高いが、1～2 年経つ間にはいずれも反転するリスクを見ておく必要**
- **10 月 30、31 日に開催される金融政策決定会合で利上げが行なわれる可能性は極めて低いが、マーケットが米大統領選をこなし日本株も一段高となれば、12 月に追加利上げへ**

１．経済政策の方向性が不透明に

週末に行なわれた衆議院総選挙は、与党自公の過半数割れという、解散時にはおよそ予想できなかった結果に終わった(図表 1)。自民が再選を果たした非公認候補の復党を認め、さらにほかの無所属議員を取り込んでも、それだけでは過半数に届かない。石破首相は続投の構えだが、政権運営の不安定化は避けられない。

（図表1）総選挙後の勢力図



（出所）各種報道より明治安田総研作成

今後は特別国会の首班指名に向け、多数派形成が活発になる見通しで、時間がかかるようであれば召集日が遅れる可能性もささやかれている。数字の上では、野党がまとまれば政権奪取が可能だが、今回の総選挙で野党は候補者調整も政策調整もできなかったことを考えれば、その可能性は低い。石破政権が、連立、閣外協力、法案による個別対応等、野党とどのような協力体制をとっていくのかが注目点となる。

直前の世論調査で過半数割れありうべしという結果が出ていたせいか、本日の東京株式市場は反発して始まっている。ただ、市場に漂う先行き不透明感は簡単には払しょくされない可能性がある。今後の政権運営に当たっては、協力を仰いだ野党の意見を入れていくしかないが、今回の総選挙は政治とカネに議論が集中しすぎて、経済政策が論戦の前面に出てくることはほとんどなかった。各党とも政策集を発表しているとはいえ、野党が予算や各種の法案成立で与党に協力する見返りに、実現を優先させたい重点政策は何かといった点が、必ずしも明確にはなっていない。

当面最も重要になるのは予算案の審議だが、その後も含め、国民民主党の態度がカギを握る場面が増えるとの見方が多い。国民民主党はもともと是々非々で法案審議に臨むスタンスである。同党の経済政策をなぞると、消費税の一律 5%、所得税減税、ガソリン代値下げ、電気代値下げ、教育国債の発行等、積極財政政策が並んでいる（図表2）。野党の中では、立憲民主の政策集が中期財政フレームの策定等、一定程度財政規律に配慮した内容になっているが、当面これを強調することはないとみられる。歳出拡大志向はある程度各党に共通している一方、歳入策は総じてバラバラである。特段言及のない党もあれば、国債こそ財源と主張する党もある。もともとコロナ禍以降、与党の財政拡張路線は顕著になっており、その意味で方向性が激変するわけではないが、こうした歳出先行、財源軽視の傾向にいっそう拍車がかかる可能性がある。7 月の参院選後も方向性が大きく変わるとは考えにくい。財政面への懸念が、長期金利の上昇圧力となる場面が今後徐々に増えてくる可能性は捨てきれない。

（図表 2）国民民主党が掲げる主要経済政策

- **所得税減税**…基礎控除等を 103 万円→178 万円に引上げ、年少扶養控除復活
- **消費税減税**…実質賃金が持続的にプラスになるまで一律 5%、インボイス廃止
- **ガソリン代値下げ**…トリガー条項凍結解除、二重課税廃止によるガソリン減税
- **電気代値下げ**…再エネ賦課金徴収停止、安全基準を満たした原子力発電所の再稼働
- **現役世代の社会保険料軽減**…後期高齢者医療における 3 割負担の対象拡大、高額療養費の自己負担限度額の見直し、公的保険の給付範囲見直し、後期高齢者医療制度への公費投入増による拠出金減額、「教育国債」発行によるこども子育て支援金の廃止

（出所）「国民民主党 2024 年重点政策」

政権の日銀に対する態度が大きく変わることはなさそうである。主要各党の中で、金融政策の方向性について強い主張を持っている党は見当たらない。立憲民主党が、「日銀の物価安定目標を 2%から 0%超に変更する」としているのが目を引くが、野田代表はこれが物価目標の柔軟化策で、0%を超えたら引き締めに転じる政策ではないことを強調している。

政権にとって日銀叩きが最もコストのかからない景気対策という構図は、政権交代があっても変わらないだろうが、景気後退に陥れば、言われなくても日銀は金融緩和に舵を切る。黒田前総裁ができることをすべてやり、身をもって限界を示したこともあって、何か極端な緩和策を採用する圧力が政権側からかかるということは少なくともないだろう。

２．米大統領選と市場への影響

米大統領選の世論調査は引き続き拮抗しているが、先週は激戦州におけるトランプ氏の支持率がじわりと上がっている様子が確認された。勝敗予想の賭けを行なうサイトの平均値はここへきてトランプ氏が明確に抜け出しており、おおむね 6:4 でトランプ氏リードといったところである。議会選も上院は共和党優位とされている。下院は相対的に接戦だが、共和党やや優位との見方が多いようだ。統計の精度を考えれば大統領選に関してはまだ誤差の範囲内であり、残り 10 日の選挙戦次第で情勢は変わりうるが、大統領職と上下両院をすべて共和党が押さえるトリプルレッドが実現する可能性も現実味を帯びてきた。

この場合、株式市場は減税、規制緩和といったトランプ氏の看板政策にダイレクトに反応すると考えられるほか、景気回復期待も高まるため、市場は株高、ドル高、債券安（金利上昇）で応えるとの予想が自然である。ただ、この予想も鉄板というわけではない。短期・中期といった時系列に伴う変化の可能性含め、いろいろなパターンを念頭に置いておく必要がある。

例えば、トランプ氏勝利を織り込みつつ動いているように見えた先週 23 日の米国市場では、ドル高、債券安が進む一方、株価は金利上昇を嫌気する形で下落した。トランプ氏が当選した 2016 年時と異なる点のひとつは、当時はトランプ氏の当選がサプライズだったため当選直後に株価が大きく動いたのに対し、今回はバイデン大統領が候補の頃から、トランプ氏優勢が伝えられる局面でしばしば株価が上昇する場面が見られたという点である。NY 株価は史上最高値圏にあるが、トランプ氏勝利も材料の一つとしてここまで上昇してきたのだとした

ら、選挙直後はむしろ利益確定売りが優勢になる可能性も考えられる。

また、今回はトランプ氏の政策で、財政赤字が大きく拡大する可能性が早い段階から再三指摘されている。上下院の元議員らが超党派で構成する「責任ある連邦予算委員会（CRFB）」が 10 月 7 日に公表した独自の試算によると、トランプ氏の政策は財政赤字を 10 年間で 7 兆 5,000 億ドル増加させる一方、ハリス氏の政策は 3 兆 5,000 億ドルの増加で、トランプ氏の方が 2 倍以上大きい。トランプ氏の歳入案は関税頼みという点も、財政運営の不透明感につながっている。トランプ氏が米連邦準備制度理事会（FRB）に対し、陰に陽に利下げ圧力をかけ続ける展開も予想されることから、これらがインフレ再燃を導く可能性を株式市場が早期に織り込めば、株価の上昇トレンドが長続きしない可能性も考えられる。

この場合、インフレが制御不能になるとの不安が広がれば、株安、ドル安、債券大幅安（金利急上昇）といった形になろう。FRB は、再び大幅利上げに舵を切らざるをえない。利上げで早期にインフレを制御できるとの期待が広がれば、株価は反転する展開が期待できる一方、ドル高、債券安（金利上昇）といった形になると考えられる。インフレが落ち着いても、そのまま景気後退に陥れば、株安、ドル安、債券高となる。

また、主要政策で共和党が必ずしも一枚岩でない点にも注意が必要である。たとえトリプルレッドが実現しても、下院の議席差次第では、トランプ氏が思い通りの政策を実現できるとは限らない。総じて、初期段階で株高、ドル高、債券安だが、1～2 年経つ間にはいずれも反転するリスクを見ておく必要があるとの認識である。

３．ハリス氏なら株安か

トランプ氏が当選しても、議会を民主党が押さえることになれば、公約で掲げている大型減税案の規模縮小を余儀なくされるのは確実である。ただ、規制緩和策は大統領令でできるものも多いことが、一定程度株価の下支えになるだろう。ドル高、債券安というシナリオはトリプルレッドの場合と同じだが、不確実性はより高くなる。もっとも、足元の情勢を踏まえれば、トランプ勝利にもかかわらず議会が民主党という組み合わせが実現する可能性は高くない。

逆に大統領職と上下両院をすべて民主党が押さえるトリプルブルーとなれば、ハリス氏の法人増税、富裕層増税の実現が現実味を帯びる。株式市場は売りで反応する可能性が高いだろう。景気悪化への懸念から長期金利は低下、為替相場はドル安という形になるのではないか。ただ、この組み合わせが実現する可能性も高くない。現状では、最も確率の低いパターンかもしれない。

ハリス氏が当選しても、議会を共和党が制するのであれば、予算措置が前提となるものが多いハリス氏の経済政策の大半は実現がきわめて厳しくなる。このパターンが実現する確率はトリプルレッドと大差ないかもしれない。そもそも、ハリス氏が標榜する含み益課税は、党内でも慎重論がある。所得とみなせるのか、税務上の執行は可能かといった法律上、実務上の問題もクリアされていない。この場合、法人増税や富裕層増税が実施されないとの観測が株価の押上げ要因になる一方、経済政策の停滞への懸念が頭を抑える要因になる。政策要因で為替相場や債券市場が動く余地も、他のパターンに比べれば大きくないと考えられる。

いずれの場合も、当選直後の市場の反応は、足元の相場が、議会構成を含め、共和党、民主党どちらの勝利をどの程度織り込んだ状態で選挙日を迎えるのかに左右される。

４．日銀の金融政策展望

10 月 30、31 日に開催される金融政策決定会合で利上げが行なわれる可能性はきわめて低い。いかに釈明したとはいえ、時の首相が「利上げするような環境にあるとは考えていない」と述べた同月に利上げするのは、日銀と政府の連携不足を露呈したと受け止められかねない。もともと、9 月の定例会見における植田総裁の「時間的に余裕がある」発言以来、10 月利上げの可能性は下がっていたが、石破首相発言がそれを確実なものにした

印象である。植田総裁は、24 日のワシントンにおける記者会見でも「一応、時間的な余裕はあると考えている」と述べている。「一応」というのが引っかかるが、このワーディングに注目が集まりすぎることを警戒し始めたのかもしれない。ただ、市場にとってはすっかりキーワードとなっており、この言い回しがどう変化するかは、今後の決定会合における注目点となる。

10 月はすえ置きでも、その次の 12 月 18、19 日の決定会合における利上げであれば十分ありうる。米景気はここへきて徐々に安定度を増している。植田総裁も上記の会見で、「ごく最近のデータがそこそこ良いということから、多少、米経済の先行きについて楽観論が広がりつつあるという気もした」、「もう少し良いデータが長く続くのか、一時的な振れに過ぎないのかは分析を深めないといけない」と述べている。

12 月の会合までには、あと 2 回米雇用統計の結果を見極めることができる。雇用者数はこのところ市場予想を上回るトレンドが続いている。次回 11 月 1 日に発表される 10 月の雇用統計については、ハリケーンがかく乱要因になりそうだが、11 月分との 2 ヵ月分を均せば、米経済がソフトランディングに向け、オントラックである様子が改めて確認できる可能性が高い。そうなれば日銀も、「見極めにまだ時間が足りない」ということにはならないのではないか。

経済団体や主要企業のトップの発言をフォローする限り、賃上げマインドは鈍っていない。12 月までには、来年度の春闘における賃上げ見通しが引き続き良好であることもはっきりしてくるだろう。連合は、10 月 18 日に 2025 年春闘の基本構想を発表し、賃上げではベアを 3%以上とし、定昇分とあわせて 5%以上を要求。中小企業に関しては大手との格差是正のため 1%上乗せして 6%以上を要求する方針を明らかにしている。

もし、米大統領選でトランプ氏が勝利した場合は、日銀の 12 月利上げの可能性は一段と高まる。本日午前の為替相場では、153 円/ﾄﾞﾙ台まで円安が進んでいる。すでに日本が利上げに、米国が利下げに舵を切ったにもかかわらず、為替相場の円安方向への動きは意外なほど軽い。日銀としては、もし 12 月も動かなかった場合、1 月末の会合までに一段と円安が進行し、場合によっては再度 160 円/ﾄﾞﾙ台をうかがうといった後手に回るリスクを警戒しなければならない。その意味では今回の会合における定例会見でも、為替相場に対する植田総裁の見解は注目される。一歩間違えれば円安が加速するリスクも踏まえたうえでの回答が必要となる。

内田副総裁は 8 月の金融市場の混乱時に、「金融資本市場が不安定な間は利上げしない」と述べたが、NY 株価はすでに史上最高値圏で推移、日本株のボラティリティも落ちついてきた。植田総裁は上記の会見で、「マーケット動向は引き続き不安定な状況」と述べたが、マーケットが米大統領選をなんとかこなし、年末にかけて日本株も再度史上最高値を更新するような展開になれば、この条件も明確にクリアしたと言える状況になろう。

(図表3)展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	24年1月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	24年4月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	24年7月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	24年10月展望ﾚﾎﾟｰﾄ(当社予想)
2024年度	実質GDP	1.2	0.8	0.6	0.5
	コアCPI	2.4	2.8	2.5	2.4
2025年度	実質GDP	1.0	1.0	1.0	1.0
	コアCPI	1.8	1.9	2.1	2.1
2026年度	実質GDP	–	1.0	1.0	1.0
	コアCPI	–	1.9	1.9	1.9

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

利上げ時期の確率としては、ざっくりと 12 月が 6 割、1 月までに 8 割を見込む。その後は 2025 年の秋口くらいまでに 2 回の利上げを実施、日銀自身が中立金利の下限と想定している 1%に達した後は、しばらくすえ置きと言うことになるのではないかとみている。

今回、展望レポートの経済、物価見通しに今回大きな変更はないだろう（図表 3)。2024 年度、2025 年度とも上振れ方向とされた物価見通しのリスクバランスに変化があるかといったあたりが注目点となる。植田総裁の会見では、前述のとおり「余裕をもって～」の言い回しや、為替相場への認識のほか、米国経済の軟着陸シナリオの蓋然性は高まったのかどうか等への見解も次なる一手に向けたヒントとなる可能性がある。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください
明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一
電話番号：03-6261-7947
e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元●　株式会社 明治安田総合研究所　　〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411