

# 日本経済

キシダノミクス、ついに始動

2022年6月1日

Chief Investment Office GWM

青木 大樹、日本地域 CIO(最高投資責任者) [daiju.aoki@ubs-sumitrust.com](mailto:daiju.aoki@ubs-sumitrust.com); 居林 通、日本株リサーチヘッド; 小林 千紗、アナリスト

- 岸田総理大臣の経済財政政策(いわゆるキシダノミクス)が、6月の「骨太の方針」の公表を皮切りに、この夏スタートする。これが来年度予算と規制改革の政策土台となる。
- 「骨太の方針」では、主に1)脱炭素に向けた複数年の大規模投資、2)経済安全保障への支出、3)資産所得倍増計画、4)法人税および金融所得税の改革、5)2%のインフレ目標達成、に注目している。
- 岸田総理の支持率が高いことから、「骨太の方針」に盛り込まれた政策案は実現する可能性が高い。脱炭素化、経済安全保障、金融分野に投資機会があると我々は考える。



出所:iStock

岸田内閣は昨年10月に発足して以来、新型コロナの感染再拡大やエネルギー価格高騰への対応に追われ、主な経済改革を打ち出させていない。コロナ後の経済正常化に伴い、岸田総理の経済財政政策(いわゆるキシダノミクス)がこの夏ようやくスタートしそうだ。政府は6月にその経済財政運営と改革の基本方針(骨太の方針)を発表する予定で、これが来年度予算と規制改革の政策土台となる。この基本方針は、岸田総理の「新しい資本主義」政策目標の具体策である。

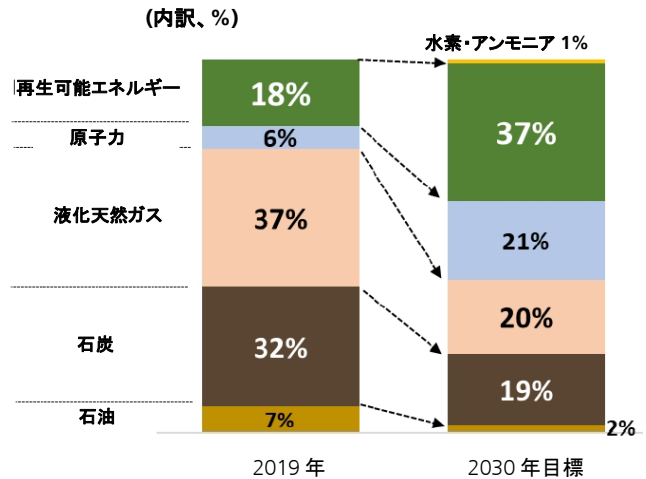
本レポートでは、我々が投資機会があると考えられる主な政策項目について重点的に取り上げる。特に、1)脱炭素に向けた複数年の大規模投資、2)経済安全保障への支出拡大、3)資産所得倍増計画、4)法人税および金融所得税の改革、5)2%のインフレ目標達成、の5つの分野に注目している。岸田政権の支持率が約60~70%と極めて高いことから、骨太の方針に盛り込まれた政策決定事項は閣議決定され、次年度予算と税制改革に影響を与えると考える。

## 脱炭素に向けた大規模投資

地球温暖化に向けた大規模財政計画をすでに打ち出している米国やユーロ圏と同様、日本政府は民間セクターからの拠出と併せて、今後10年間に国内総生産(GDP)の約27%に相当する総額150兆円超の投資を計画している。その狙いは、2030年までに政府の新たな発電目標を達成することだ(図表1参照)。

図表1 – 国内の発電源の内訳

非化石燃料の比率は2030年までに24%から58%に引き上げられる見通し



出所: 資源エネルギー庁、UBS

政府の審議会の報告によると、エネルギー資源の転換、製造過程における脱炭素化、インフラ建設、研究開発の推進が、主たる新たな投資分野である。骨太の方針案の目玉は、今後10年間の政府によるグリーン経済への投資目標を賄うグリーン・トランスフォーメーション(GX)経済移行債(仮称)の発行計画だ。

本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社が作成した「Japanese economy: Kishidanomics to finally kick in」(2022年6月1日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年6月6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

我々は、政府の力強い後ろ盾により日本企業の脱炭素化に向けた行動変容が加速し、投資家と企業のどちらにも機会をもたらすと考えている。蓄電池、水素技術、デジタル化など海外との関連性の高い新技術が、世界的な投資と協働による恩恵を受ける可能性がある。また、満期が長期となるGX経済移行債という新たな国債の発行も、日本の国債市場を活性化させるだろう。

## 経済安全保障への支出拡大

骨太の方針案によると、政府は経済安全保障投資を大幅に増やす計画である。1つ目に、自民党は骨太の方針の公表に先立って、今後5年間で防衛予算をGDPの2%に徐々に倍増させることを提案している(図表2参照)。宇宙防衛、サイバーセキュリティ、人工知能(AI)やドローンなどの先端技術に対する予算も積み増す可能性が高い。

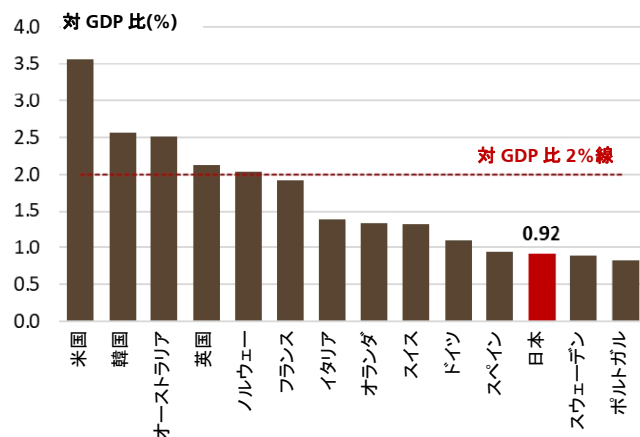
2つ目に、エネルギー安全保障の改善に向けて、政府はロシア産エネルギーへの依存度を引き下げするために、新たなエネルギー供給網の構築を模索している。日本のロシア産エネルギーへの依存度は、原油では4%にすぎず、天然ガスでは9%、石炭では11%とさほど高くはないが、エネルギー価格の上昇を受けて、企業は省エネ技術を活用したエネルギー費用効率の改善を目指すだろう。

3つ目に、半導体やレアメタルなどの主要製品の安定供給を確保するために、政府は自社のサプライチェーンのセキュリティの改善に取り組む日本企業に対して、財務的な支援提供や補助金の引き上げを行う計画だ。

エネルギー、防衛、サプライチェーンに関連した国内投資の増加は、経済成長を刺激し、投資機会を生み出すだろう。防衛費の増額は宇宙防衛やサイバーセキュリティ企業に追い風だ。また、深刻な労働不足を踏まえると、国内投資はオートメーションやロボティクスを後押しするだろう。

図表 2 – 各国の国防費

日本の防衛費は増額の見通し



出所: 経済協力開発機構、UBS

## 資産所得倍増計画

5月5日のロンドンでの講演で、岸田総理は今年、資産所得の倍増に向けた新たな計画を発表すると表明した。その概要が6月の骨太の方針に盛り込まれる予定であり、詳細は年末までに「新しい資本主義」の実行計画案の中で明らかになるとみられる。

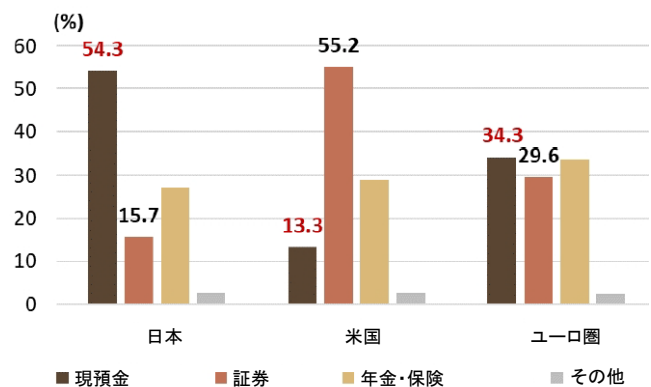
日本の家計は2,000兆円という巨額の金融資産(GDPの3.6倍)を保有しており、その半分以上(54%)が現金や銀行預金の形で保有されている(対して米国では13.3%、ユーロ圏では34.3%)(図表3参照)。

骨太の方針案によれば、この計画にはNISA(小額投資非課税制度)の拡充などが含まれる。また、デジタル化や脱炭素化といった政策テーマに投資する個人への税優遇措置も盛り込まれる可能性がある。学校や企業による金融教育に対する予算支援も組み込まれる公算が大きい。

詳細が不明なため、この影響について考えるのは時期尚早だ。岸田総理は昨年10月に金融所得課税の引き上げを示唆していることから、この政策で資産所得を倍増できるのかについては市場は懐疑的に見ている。だが、貯蓄から投資への移行を促すための税制優遇措置、金融教育など成人勤労者への教育支出、金融セクターのスタートアップ支援は、家計の現金・預金の支出を促す可能性がある。

図表 3 – 日本、米国、ユーロ圏の家計金融資産の内訳

日本の家計金融資産の半分以上を現預金が占める



出所: 日本銀行、UBS

## 所得税および法人税の税制改革

拡大した予算への資金捻出のために、岸田政権が増税するのではないかとの懸念がある。最近、自民党の委員会が法人税率の引き上げ支持を表明した。現在、日本の法人税の実効税率は29.7%であり、仮に増税ということになれば1984年以来となる。

# 日本経済

仮に2023年度に法人増税を行う場合、政府はその悪影響を相殺するために、設備投資や賃上げに対する税制優遇措置を講じる可能性がある。最終的には貯蓄から投資への移行を企業に促したい考えだ。

法人増税以外では、政権内で金融所得課税の引き上げが議論されている。現在、金融所得課税(キャピタルゲイン、配当所得、利息収入等に対する課税)の税率は20%である。岸田総理は以前、富裕層と低所得者層との所得税格差を縮めるために、金融所得課税の引き上げを提案したことがある。

だが、岸田総理の側近である木原誠二内閣官房副長官は最近、金融所得課税の引き上げは政策の優先課題ではないと述べた。更に、国と地方の基礎的財政収支(プライマリーバランス)の黒字化目標について、昨年までであった2025年度とする目標が骨太の方針案から消えた。また、政府の資産所得倍増プランを考えると、こうした増税は当面ないとみている。

## 日銀の2%インフレ目標

金融政策は日銀の管轄だが、政府は日銀が掲げる2%のインフレ率目標を共有しており、骨太の方針案には、「持続的・安定的」な2%のインフレ率の実現目標が盛り込まれている。

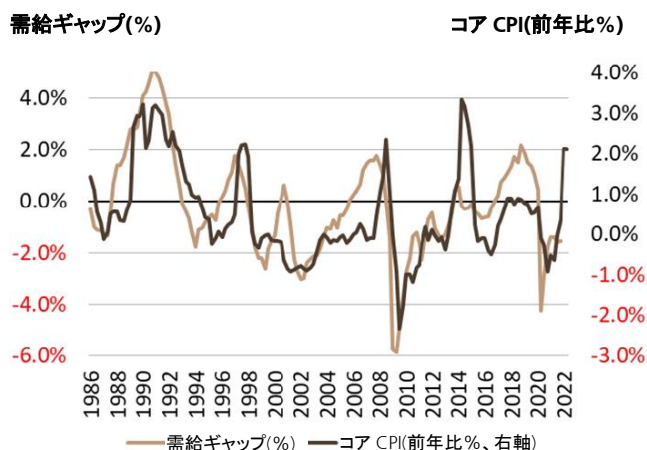
4月の生鮮食品を除くコア消費者物価指数(CPI)は2%をつけたものの、日銀の黒田総裁は、足元の高いインフレ率は主にエネルギー価格の上昇によるものであり、したがって一時的だと繰り返し述べている。そのため、金融政策の正常化を始める必要はないとの考えだ。骨太の方針に「持続的・安定的」という文言を盛り込むことで、日銀が今の緩和的な金融政策をしばらく据え置くことを政府は期待しているものと、我々はみている。

我々は、2022年に日銀が金融政策の正常化または政策の引き締めを行うとは考えていない。だが、需給ギャップがプラスになるほどGDP成長率が力強く回復する場合には、日銀は、10年国債利回りが0.25%を超えることを容認する可能性がある(図表4参照)。10年金利の上昇が容認されない場合は、金融セクターは4-6月期(第2四半期)から第3四半期の景気回復や緩やかな賃金上昇による恩恵を受けられないだろう。

また、日本の10年国債利回りの変動幅を調整することにより、日銀は2022年のドル円レートを125円近辺で安定させることができるだろう。年末の10年国債利回りは引き続き0.3~0.4%と予想する。

図表 4 – 日本のコア CPI 伸び率と需給ギャップ

需給ギャップがマイナスの間は日銀は金融引き締めを行わない見通し



出所: 日本銀行、総務省、UBS

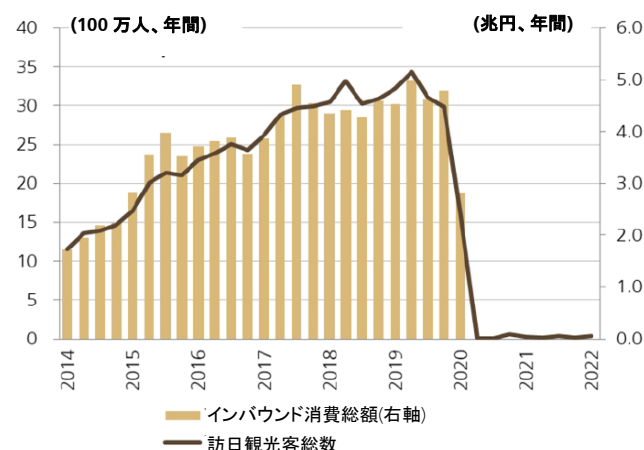
## インバウンド消費の回復

また、骨太の方針の詳細に加えて、外国人観光客の受け入れ再開にも市場は注目するだろう。岸田総理は6月から入国制限を緩和することをすでに発表しており、1日当たりの外国人入国者数を1万人からパンデミック前の水準の約25%に相当する2万人に引き上げる。外国人観光客の最大受け入れ人数は今後徐々に引き上げられるとみている(図表6参照)。

訪日観光客の中で高い比率を占める中国が大都市部で移動制限を行っていることは、当面は観光業復興の足かせとなるだろう。2019年に4.7兆円(GDPの0.8%)だったインバウンド消費の回復は、今年は緩やかに進むと予想する。経済活動の再開は、来年の企業利益のけん引材料の1つになると見込む。

図表 5 – 訪日観光客数とインバウンド消費

2019年のインバウンド消費総額は4.7兆円(GDPの0.8%)に上る



出所: 観光庁、UBS

# 日本経済

## 市場への示唆

岸田総理の支持率は60~70%と依然として極めて高い。そのため、7月の参議院選挙では与党・自民党と公明党が勝利する公算が大きい。骨太の方針に盛り込まれた政策は予算として成立し、次年度はこの規制改革案が実施されると予想する。海外投資家にとって、日本の政治的安定は来年度の明るい要因になるだろう。

岸田総理の経済政策は、短期的には日本の成長見通しに大きな影響を及ぼさないとみるが、脱炭素、経済安全保障、インバウンド消費といった分野で企業および個人の投資機会を生み出すとみられる。

具体的には、日本のグリーンテック、省エネ、オートメーション、デジタル化といったセクターに追い風となる見込みだ。だが、株式市場全体で見れば、コスト上昇、中国経済成長の鈍化、世界的なリスク回避性向が目先株価の重石になるだろう。我々は、日本のグリーンテック推進の動きを捉えるグリーンテックを投資テーマとして推奨する。

日本の10年国債利回りの上昇は、金融機関の利益を下支えするだろう。また、経済活動の正常化に加えて、インバウンド消費が持ち直す可能性は、日本経済の再開という投資テーマを裏付ける。

円相場については、日本の10年国債利回りが0.25%を上回った場合(すなわち0.3~0.4%)、年末時点で125円近辺で安定する可能性が高いと考える。

# 日本経済

## 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)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。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。

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のではなく、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ます。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。

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、事前に利率・上限額等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

## 日本経済

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 グループ内の他の企業(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 2022 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・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

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者  
商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号