

日本の成長加速を支える「サナエノミクス」

日本経済

石井 一正、ストラテジスト; 小林 千紗、ストラテジスト; 青木 大樹、日本地域CIO(最高投資責任者)

- 高市早苗政権は経済対策の策定を進めており、15兆-20兆円規模になると予想される。これにより、2026年の日本のGDP成長率は約0.5ポイント押し上げられる可能性がある。
- 政策の焦点は、経済・エネルギー・防衛分野の安全保障強化に置かれる見込みであり、サプライチェーンの強靱化、供給力の拡大、投資支援を通じたイノベーションの促進などが含まれる。
- 経済対策発表後、金利や円相場は短期的に変動する可能性があるが、我々はインフレ加速や財政悪化のリスクが限定的だとみているため、予想レンジに戻ると考える。



出所: Getty Images

経済対策は2026年の成長率を約0.5ポイント押し上げる見通し
高市早苗氏が自民党総裁選に勝利し、首相に就任して以降、日本株とドル円は急騰した。期待先行の上昇が一巡し、市場の関心は実際の政策内容に移っている。

経済対策の規模は11月21日頃に発表される見込みであり、15兆-20兆円(GDP比2-3%)になるとみている。これにより、2026年の実質国内総生産(GDP)成長率は約0.5ポイント押し上げられる可能性がある。

我々の分析からは、日本の財政規律が維持され、インフレ圧力も限定的であることが示唆される。そのため、金利や円は短期的な変動が予想されるものの、影響は抑制されるとみている。

経済対策の規模: 15兆-20兆円となる見通し

財政政策に関し、減税を含む経済対策の総額は15兆-20兆円(GDP比2-3%)となる見込みである。高市政権への期待の高さを踏まえると、石破茂前政権時の13.9兆円を下回ることはないと考える。ただし、財政規律維持の観点から、財務省は昨年の補正予算からGDP比1%(約6兆円)以上の財政悪化を避けると予想されるため、経済対策の規模は最大で20兆円程度となり、高市首相もそれを承諾するとみている。

結果として、2026年の財政支出総額は2025年比で約3兆-6兆円増加し、GDP成長率を約0.5ポイント押し上げるとみられ、2026年の成長率は我々の当初予想である0.7%を上回って1%超となる可能性がある。

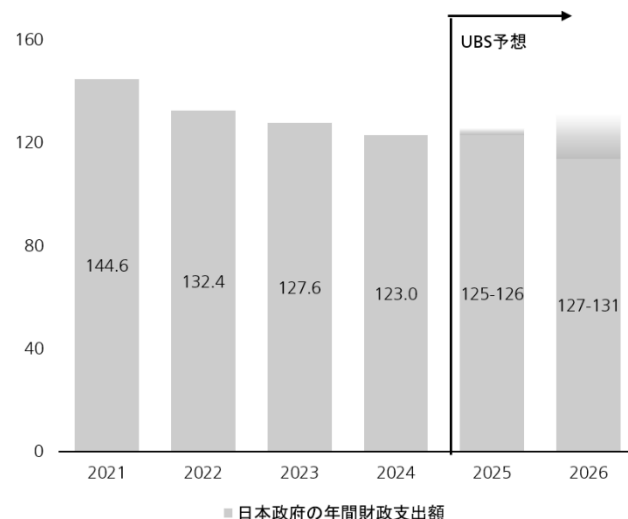
特に2026年1-3月期(第1四半期)には、ガソリン暫定税率の廃止と電気・ガス代補助により実質家計所得が約0.3ポイント押し上げられると見込まれる。加えて、12月の給与支給時に、2025年通常国会で成立した所得税減税分が今年分として遡及的に

還付され、家計に対しGDP比で約0.5%相当が返還されるだろう。これらにより、実質消費が増加すると考える。

2026年第2四半期以降は、関税の影響が緩和され、補助金やその他の経済支援策を活用した設備投資が具体化し始めることが、経済を下支えする要因となるだろう。

図表1: 経済対策により財政支出総額は3兆-6兆円増加する見通し

日本政府の財政支出額(単位: 兆円)



出所: 財務省、UBS

政策の焦点: 経済安全保障・成長投資による供給能力強化

11月10日に開催された日本成長戦略会議では、経済・エネルギー・防衛面の安全保障などの分野を中心にサプライチェーンを強化し、供給力を高める施策に加え、投資支援を通じたイノベーションの促進が焦点となった。

特に、高市首相が議長を務めるこの会議に参加する有識者には、人工知能(AI)・半導体など先進技術や、原子力・水素・再生可能エネルギーなどカーボンニュートラル分野の専門家が多く、こうした分野を中心に投資が行われることを示唆している。

さらに、製造業の関係者も多く参加しており、米国の「1つの大きく美しい法案」に盛り込まれたような設備投資費用の即時償却など、設備投資を促す税制優遇措置が導入される可能性が報じられている。こうした措置が2026年から実施されれば、投資の更なる拡大要因となるだろう。

金融政策: 段階的な正常化が維持される見通し

過度な円安がインフレの加速につながるのを避けるため、金融政策はハト派の高市首相の下でも計画通り、段階的な正常化が進むとみている。したがって、2025年12月か遅くとも2026年1月に利上げを1回、2026年第4四半期にも追加で1回利上げを実施し、政策金利は1.0%に達すると予想する。日銀はその後、経済が過熱する兆候を見極めながら、追加利上げの有無を再検討するとしており、ターミナルレート(政策金利の最終到達点)は1.0-1.25%のレンジになるとの従来見通しを維持する。

金利・ドル円への影響

金利

日本の10年国債利回りは2025年末まで1.6%台で推移し、2026年末までには1.8%へ上昇すると予想する。この見通しは、利上げや国債買入減少による上昇圧力と、米国の長期金利低下による下落圧力のバランスを反映したものだ。経済対策の発表直後はいくぶん変動が見込まれるが、財政の健全性やインフレ加速への懸念が後退すれば、利回りは我々の予想レンジに収束すると考える。ただし、市場が財政状況を実態以上に不安視していることを踏まえると、利回りは予想を上振れるリスクがある。

ドル円

現在、ハト派の高市首相からの圧力により日銀が緩的な姿勢にシフトするとの見通しと、財政悪化への懸念から、ドル円は154-155円に押し上げられている。経済対策発表後は一時的に155円超となる可能性もあるが、日銀は2025年末あるいは2026年初めに利上げ可能であり、財政拡大の規模も管理可能な範囲にとどまるとみている。よって、ドル円は現行の予想を据え置く。米国労働市場の弱含みを背景に、米連邦準備理事会(FRB)が今後数カ月で合計50ベースポイント(bp)の追加利下げを実施するとの見通しから、米国債と日本国債の利回り格差が縮小し、2026年末に向けてドル円は徐々に下落すると予想する。

リスク評価

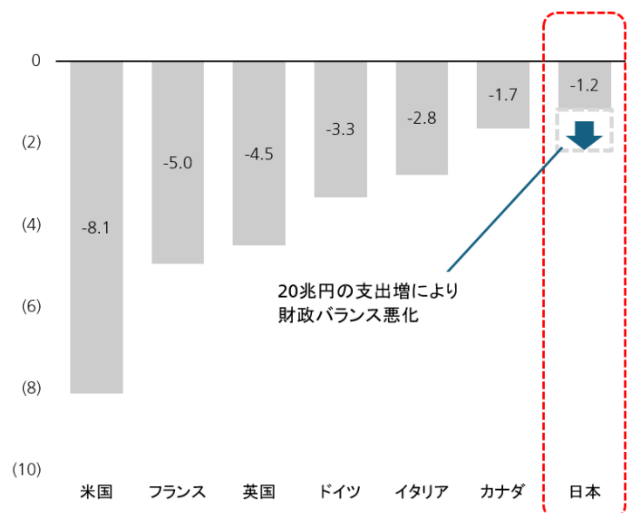
日本の財政は持続可能か？

大規模な経済対策の発表による一時的な債券・為替市場の反応はあり得るが、(1)健全な財政バランス、(2)昨年からの財政拡大規模がGDP比1%未満に収まる見通しであることの2点を踏まえ、財政懸念が長期化するとは考えていない。

財政バランスに関しては、財政健全化への積極的な取り組みにより、日本は現在、主要7カ国(G7)の中で最も健全な状態にある。実際、税収は2021年以降で16%増加した一方、当初予算の支出は8%増にとどまっている。結果として、債務残高のGDP比は低下傾向にある。債務の絶対水準は依然として高いものの、短期的に財政を拡張させる余地はある。

さらに、昨年も補正予算は組まれており、前年からの規模の変化がとりわけ重要である。昨年の補正予算はGDP比2%超だったため、今年の追加分はGDP比1%未満となり、財政悪化は管理可能な範囲にとどまるだろう。

図表2：日本には大規模な財政刺激策を実施する余地あり
一般政府の純貸出・純借入(GDP比、%)



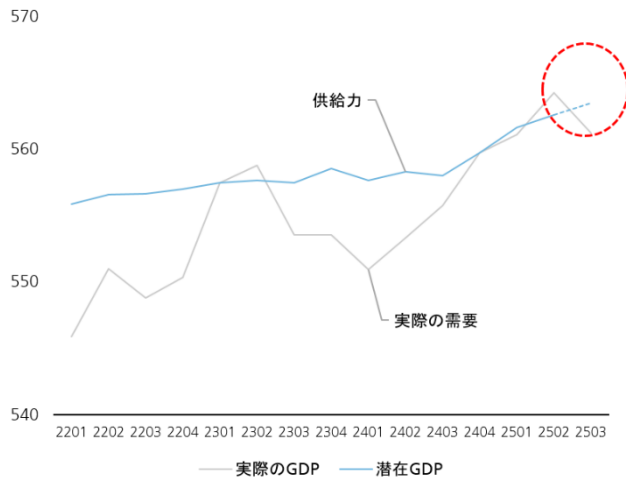
出所: 国際通貨基金(IMF)、UBS

大規模経済対策によるインフレリスクはあるか？

財政拡大によるインフレ加速を懸念する声もあるが、今回の対策が高インフレにつながるとは考えていない。日本経済はデフレ下だったアベノミクスの時代から、高いインフレ率が懸念される時代へと移行しており、今回の経済対策が過度に需要を刺激し、インフレを招かないかという疑問が生じるのは理解できる。

しかし、2025年第2四半期にはGDP比0.3%の需要超過となったものの、第3四半期のGDPは前期比0.4%減(年率1.8%減)となり、日本経済はGDP比0.5%程度の供給超過に戻ったと考える。仮に財政需要が0.5-1%増加しても、需要超過はゼロ近傍にとどまり、インフレ加速への懸念が生じるとは考えにくい。

図表3：2025年第3四半期は供給超過とみられる
実際のGDPと潜在GDP (単位: 兆円)

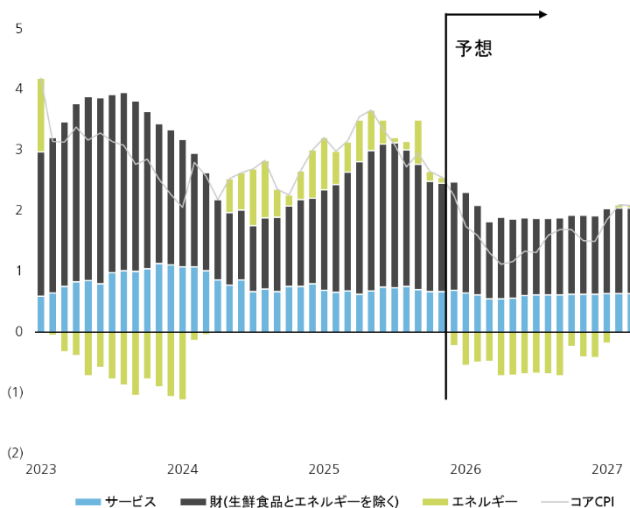


出所: 内閣府、UBS

さらに、近年の日本のインフレは、資源価格動向や円安による輸入コストの上昇や、コメ供給不足など制度の問題が主な要因である。実際、価格上昇が国内の需要動向を反映するとされる食品・エネルギーを除いた総合インフレ率は1.3%にとどまる。

輸入物価は過去1年で軟化しており、2026年前半にはインフレ率も鈍化する見通しである。加えて、今回の経済対策にはガソリン税減税や電気・ガス代補助など物価高対策も含まれており、我々の基本シナリオではインフレの加速は予想していない。

図表4：インフレ率は2026年前半に鈍化する見通し
コア消費者物価指数(CPI、生鮮食品を除く)、前年同月比、%



出所: 総務省、UBS

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。

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0.5%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。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。

「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 2025 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