

## 【新年のご挨拶】

### トリクルダウン起こす

#### 政治決断を

国民は政治に愛想をつかしている。2025年はその動きが加速するだろう。混乱はこの夏の参院選へと続く。右も左もない、ただただ、国民の生活を良くして欲しいというのが私の願いだ。

富裕層がさらに富裕になると、その富が低所得層にも浸透して経済活動が活発化し、利益が再分配されることを「トリクルダウン」と呼ぶ。現在「トリクルダウンは起きなかった」という見解が各方面で流布されているが、それは違う。再分配は政治の役割であり、その権限を持っているのが政府・与党だ。トリクルダウンを起こそうとする政治家が、国民の支持を得るべき局面に入っている。

歴史を振り返り、今を生きる政治家は胸に手を当てて欲しい。第二次安倍政権以降、政府・与党はこれまでのやり方を変えた。アベノミクスである。アベノミクスの果実を我が国は今、得ることができた。大事なものは再分配だ。その主体となるのは、故安倍晋三元首相を間近で支えてきた自民党の閣僚であり、幹部たちだ。

日本銀行は「利上げは勝ち戦、利下げは負け戦」との従来型の固定観念を持っていたが、第二次安倍政権で180度転換した。六重苦（①円高、②経済連携協定の遅れ、③高い法人税率、④労働市場の硬直性、⑤過剰な環境規制、⑥電力不足・コスト高）に苦しむ日本を救う選択肢はアベノミクスしかなかった。いまや、名目GDPはプラスに転じた。デフレ脱却しつつある上に、25年は貿易収支も黒

字転換する可能性がある。この手柄は誰のものか。今こそ、自民党が中心となって、国民生活を豊かにする減税策・還元策を主導するべきだ。

(日本金融経済研究所代表理事  
馬淵磨理子)

## 【今月の巻頭言】

### NISA 日本株枠の

#### 『新設』を！

新NISAがスタートして1年が経つ。非課税制度を追い風に約12兆円の資金が流入し、旧NISA時代の実績の4倍に膨らんだ。24年の1年間で人気だったのが海外株式型でトップは「eMAXIS Slim 全世界株式（オール・カントリー）」だ。海外株人気から国内資金流出が懸念されている。NISA買付額のうち「国内株 対 投資信託」の割合は24年3月末（47%）であったものが、24年10月末（39%）と低下を続けている。国内株と投資信託との比較であるため、全てが海外流出ではないものの日本の個別企業自体を購入する割合は7カ月で8pt減少している事実を確認しておきたい。先行する英国ISAは海外株への記録的流出に対する対策を講じ始めていた。英国ISA・日本NISAの状況を整理することでNISA制度のねじを巻きなおす示唆とする。

### 英国 国内株への投資3割

日本がお手本とした英国ISAは、国民の資産形成を促進するために1999年に始まった。日経新聞によればISAの23年4月時点の残高は7000億ポンド（135兆円）を越す。英国ISAは成人向けのものだけで4種類（預金型、株

式型、イノベティブ・ファイナンスISA、ライフタイムISA）と複雑さが一再ならず、課題になっている。株式ISAでは世界株や英国以外の欧州株の人气が高く、英国株への投資割合は推計で約30%だ。ISA全体の資金でみると、自国株には約15%しか向かっていない計算となる。24年3月に当時の保守党スナク政権がISAの改革案（ブリティッシュ・アイサ）を提示していた。年間2万ポンドの非課税枠に5000ポンド（約100万円）を上乗せし、追加分の投資先は英国企業に限定するという内容だ。ISAの投資先を一部、英国株に強制的に振り向けるという制度改革案だった。

### ブリティッシュ・アイサは頓挫の可能性

ブレグジット・ショック（2016年6月23日）以降、英国では企業が英国以外で新規上場する事例が目立ち、国内企業への投資が低迷、海外企業への投資が堅調となっている。英国の抱える課題として海外株への記録的流出である。ブリティッシュ・アイサは前保守党政権の目玉政策だったが、7月の総選挙で与党・保守党が歴史的な大敗を喫した。最大野党・労働党が単独過半数を獲得し、キア・スターマー党首が首相に就任したことで、改革案が空転。労働党は、新たな投資枠の追加は制度を複雑にする恐れがあるとして反対。いや、労働党の踏み込んだ腹案はキャピタルゲイン税の引き上げすら考えている可能性がある。その事を懸念した英国の富裕層の一部は、既に株式や不動産などの資産を売却している。ブリティッシュ・

アイサ構想が政治的敗北に終わるとするならば正しい道とは思えない。三菱UFJアセットマネジメントによれば、英国の国内株は純流出が加速しており、2023年まで8年連続の純流出、2023年は12億ポンド/約2240億円と過去最大の純流出である。2016年以降の純流出額総額は55億ポンド/約8500億円に上る。ブリティッシュ・アイサや株式市場改革等で国内株投資を促す理由であった。政権が変わろうとも、英国の現状は変わらないはずである。

## 新NISA、5兆円は 人気海外ファンド

英国と日本を単純に比較は出来ない。ブレグジット・ショック以降、英国市場の魅力が失われている状況は日本とは異なる。日本の市場は海外投資家から見ても魅力的なマーケットだ。国内の個人投資家にとっても日本株は魅力的のようだ。成長投資枠での株式の買付額のうち「国内株 対 海外株」で国内株は2024年3月末(95%)、2024年10月末(93%)と高い数字を維持している。成長投資枠での日本株投資が上手く機能していると言える。だが、新NISA制度で24年に資金流入した上位5つのファンドの流入金額を並べてみると。

「eMAXIS Slim 全世界株式 (オール・カントリー)」2.2兆円、「eMAXIS Slim 米国株式 (S&P500)」1.8兆円、「アライアンス・バーンスタイン・米国成長株投信Dコース毎月決算型 (為替ヘッジなし)」1兆円、「インベスコ 世界厳選株式オープン<為替ヘッジなし> (毎月決算型)」6.2億円、「アライアンス・バーンスタイン・米国成長株投信Dコース毎月決算型 (為替ヘッジなし)」3.2億円と上位5つのファンドはすべて

海外株であり、約5兆円の資金が集まっている。2024年のNISAの買付額は約12兆円のうち42%を占めることになるNISAはいかにシンプルな制度にするかがポイント。24年からスタートした1800万円の生涯枠の制度はそのまま。生涯枠300万円・年間60万円(月々5万円×12ヶ月×5年)の日本株専用枠を提案する。日本人が日本株を長期投資の対象とすることが、海外勢から見ても需給面でも魅力的だ。今後のデータ推移を見守りながらになるが、日本株投資のモチベーションアップや金融資産のキャピタルフライト、デジタル赤字の二の舞を踏む前に、先手を打つ思考が必要だ。

『NISA 日本株枠の新設』は議論する価値がある。(馬淵磨理子)

## **【日本政治考察】**

2025年の日本政治を展望する。本稿で扱うのは政局動向だ。今年度は12年に一度、東京都議会議員選挙と参院選が同じタイミングで行われる年で、波乱が起きる予感がすでにある。「石破政権はいつまでもつのか」「衆参ダブル選挙はあり得るのか」も大事な論点だ。

## 「巳年選挙」は 都議選がカギ

通常国会が1月24日に召集される。会期延長がなければ、6月22日に国会は閉会する。公職選挙法の規定を適用すると、参院選は7月3日公示、20日投開票が有力だ。ポイントは参院選前に都議選を控えている点だろう。日程はまだ決まっていないが、6月下旬になる見通しだ。この都議選の動向に参院選が引きずられるというのが、12年に1度回ってくる「巳年選挙」の特徴である。

「巳年選挙」は、決定的局面になったり、波乱が起きたりすることが多い。2013年の参院選は都議選で自民党が第一党に返り咲き、直後の参院選でも「安倍総裁―石破幹事長」コンビで勝利を収め、安倍長期政権の礎となった。2001年は、都議選も参院選も小泉純一郎首相(当時)の勢いで自民党が圧勝した。1989年の参院選は「山が動いた」戦いで、自民党が大敗し、宇野宗佑内閣が退陣した。直前の都議選でも社会党が躍進している。「巳年選挙」は、都議選の結果が重要だ。

その前提で現在の都議会構成をみってみる。第1党の都議会自民党(30)と第2党の都民ファーストの会(27)が拮抗し、これに第3党の公明党(23)、第4党の立憲民主党(14)と続く。自民と都民ファが都議選でも激戦を繰り広げるとみられているが、都議会自民党の裏金問題が東京地検特捜部案件に格上げされたため、自民党の劣勢は必至とみられている。小池百合子都知事が実質的に差配している都民ファは、都議選に狙いを定めた「石丸新党」に戦々恐々のようだ。一見すると国政の動きとは連動していないように見えるが、自民党大敗の空気だけは、確実に漂っている。

## 4つのシナリオ

摩訶不思議なことだが、石破政権は奇妙に安定している。野党がバラバラであることに助けられている上、自民党内の「反石破勢力」にパワーがないからだ。だが、野党が結束すれば、いつでも内閣不信任決議案を可決に持ち込める。石破首相の選択肢は、総辞職か解散・総選挙しかない。それゆえ、衆参ダブル選が取りざたされているわけだ。実際、石破首相

は昨年12月28日の読売テレビ番組で来夏の参院選に合わせた解散・総選挙の可能性について「これはありますよね。同時にやってはいけないというそんな決まりはない」と発言した。

とはいえ、ダブル選をやるほどの政治的エネルギーが石破政権にあるとは思えない。そこで以下の4つのシナリオを想定しておくといえよう。①予算をめぐる政局で3月下旬から4月上旬にも石破内閣が崩壊する②通常国会会期末の内閣不信任案等をめぐる政局で6月にも石破内閣が崩壊する③7月20日といわれている参院選で自民党が大敗し、石破内閣が崩壊する④低空安定以降のままズルズルと石破内閣継続—いずれも十分可能性があり、25%ずつと予言しておきたい。

①の場合は内閣総辞職となり、自民党総裁選が行われるだろう。自公与党体制が継続するならば、自民党内から新たな首相が決まる。②の場合、衆参ダブル選の可能性が出てくる上、参院選を前に与野党の合従連衡が激しくなり、結果的に政権が交代することが予想される。③の場合、石破首相の辞任は必至のように思えるが、衆院選で負けても辞めていない石破首相なら、居座る公算が大きい。④の方向も十分あり得る。繰り返すが、昨年10月に行ったばかりの衆院選を再度、今年断行することはかなりの政治的求心力が必要だ。衆院選は難しい、というのが筆者の年頭の見立てである。

①～③いずれの場合においても、自公の枠組みが継続される場合、首相は自民党から選ばれる。「ポスト石破」は誰なのか。目下呼び声が高いのは、林芳正官房長官、加藤勝信財務相の両人である。2人ともそつなく答弁をこな

す上、事務的に難局を乗り切るキャラクターだ。高市早苗前経済安保相は一定の求心力を保っているが、総裁選を制する勢いは現時点ではみられない。岸田文雄前首相が返り咲くシナリオも念頭に入れるべきとの見方もあるが、現状はまだ厳しいのではないか。

## 野党の悩み

立憲民主党、日本維新の会、国民民主党の3党が結束すれば、自公政権はまたたく間に追い込まれる。しかし、この野党3党の関係は、すこぶるよくない。自民党は「103万円の壁」で国民民主を手なづけつつも、維新にも秋波を送っている。主導するのは自民党最高実力者として君臨する森山裕幹事長である。「森山氏が党を牛耳り、石破政権を動かしている」という報道や記事を目にしない日はないほどだ。

野党の悩みはいくつもあるが、ひとつはこの森山氏との関係が悩みのタネにもなっている。森山氏は安倍政権下で長く国対委員長を務めたこともあり、野党とのパイプが太い。しかも、譲歩し過ぎるぐらい譲歩する構えを見せるので、野党はいつのまにか丸め込まれてしまう。野党は厳しく攻勢に出たいのに、森山氏と協議をしたり、相談をしたりしているうちにいつのまにかマイルドになってしまう。要は「やりづらい」のだ。

野党にとって「やりづらい」のは、石破首相も同様だ。昨年予算委員会ですごした相手のことを認めてしまう「石破構文」に注目が集まったが、追及する野党側が拍子抜けしてしまっている。野党がよく言った！と思えるような答弁までする。ザ・党内野党という石破首相の気質と立ち位置が、野党苦戦の原因となっている。

筆者の得ている情報では、自民党は日本維新の会に水面下でかなり近づいているという。国民民主と維新をうまく転がしながら、ズルズルと長期戦に持ち込もうとしているのが石破政権の通奏低音である。当然、政策はあまり進まない。悩ましい政権と、悩みの深い野党。都議選、参院選までに政局は動くのか。嵐の前の静けさを感じさせる年頭だ。

(編集長 山本雄史)

### 【JRIFE News について】

一般社団法人日本金融経済研究所 (The Japan Research Institute of Financial and Economics) は、英文表記の頭文字を取って「jrife」、カタカナで「ジェリフェ」と呼びます。ジェリフェでは、支援をいただいている企業、団体、個人、関係者の皆様向けのレポート「ジェリフェ・ニュース」を月1回、発行します。馬淵磨理子代表理事の巻頭言、山本雄史政策顧問の日本政治考察を中心に一般的なメディアにはない視点で情報を発信してまいります。

### 代表理事の近況

馬淵代表理事は12月21日読売テレビ「ウェークアップ」、12月29日TokyoFM「ビジトピ」で103万円の壁について国民民主党の玉木氏と共演致しました。25年は馬淵代表の冠番組である「ビジトピ」に政策のキーマンとなる政治家を数多く招く予定です。日本の政策を前に進めるため様々な提案を行って参ります。

### 賛助会員募集のお知らせ

日本金融経済研究所は金融分野における政策提言や学生向け金融教育の活動を行っています。IRの効果的な手法を示し、企業の現場で再現可能な「日本基準の新しいIRのあり方」を提案することを目標としています。研究活動・政策提言・学生向け金融教育の活動へのご支援宜しくお願い致します。

### ★寄付金 1口 10万円/年(税別)

対象:民間企業、一般社団法人、一般財団法人、地方自治体や国の機関、大学、研究機関、公益社団法人、公益財団法人、独立行政法人、個人

詳細 <https://jrife.or.jp/about/>