

Finacal Trends

経済関連レポート

内閣支持率と株価の関係 ～政局不安定化の影響を考える～

発表日：8月8日(月)

(No. FT-12)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

郵政法案が否決され、解散総選挙が決定した。その影響は、政治的空白が不確実性と捉えられ、株価にはマイナスのインパクトがあるとみられそうだが、本当にそうだろうか。過去の総選挙のタイミングをみると、海外株価やファンダメンタルズに沿った動きになっている。しかし、小泉政権の内閣支持率は、株価に9か月先行する経験則もあるようなので、首相の対応が内閣支持率にどう影響するかが注目される。

政権基盤が揺らぐと株価は下落するか

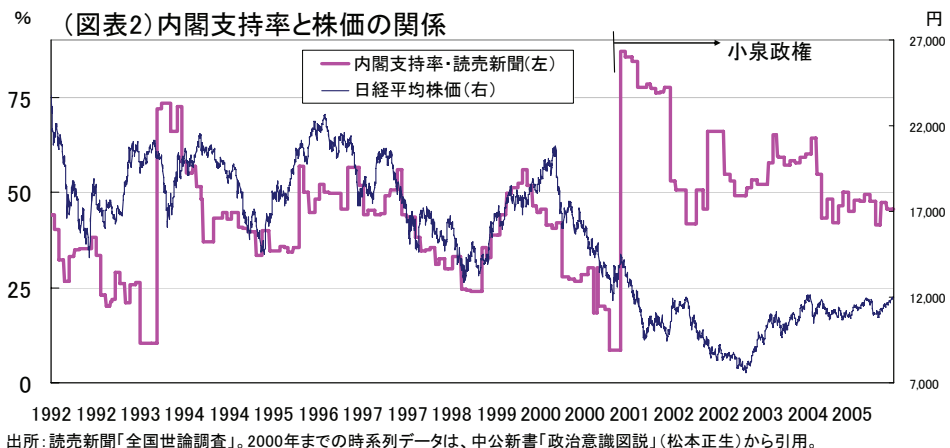
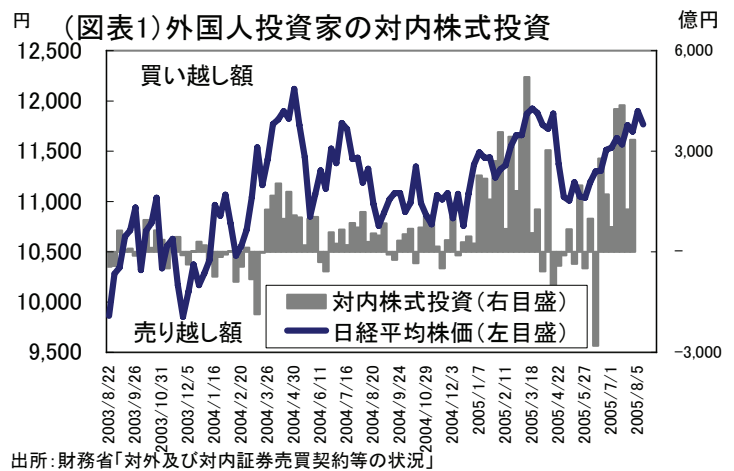
郵政法案が参議院本会議で否決され、衆議院の解散総選挙が決定した。小泉政権は、解散を選択することは、政治的空白を想起させ、そのインパクトは今のところ株価を下落させるネガティブとして捉えられているようだ。しかし、まったく正反対の見方として、「否決→解散」という思い切った選択したことが、小泉首相の支持率を高める可能性もある。では、今後、政権運営は相場動向にどのような影響を与えそうだろうか。

まず、有力な見方としては、小泉首相の求心力

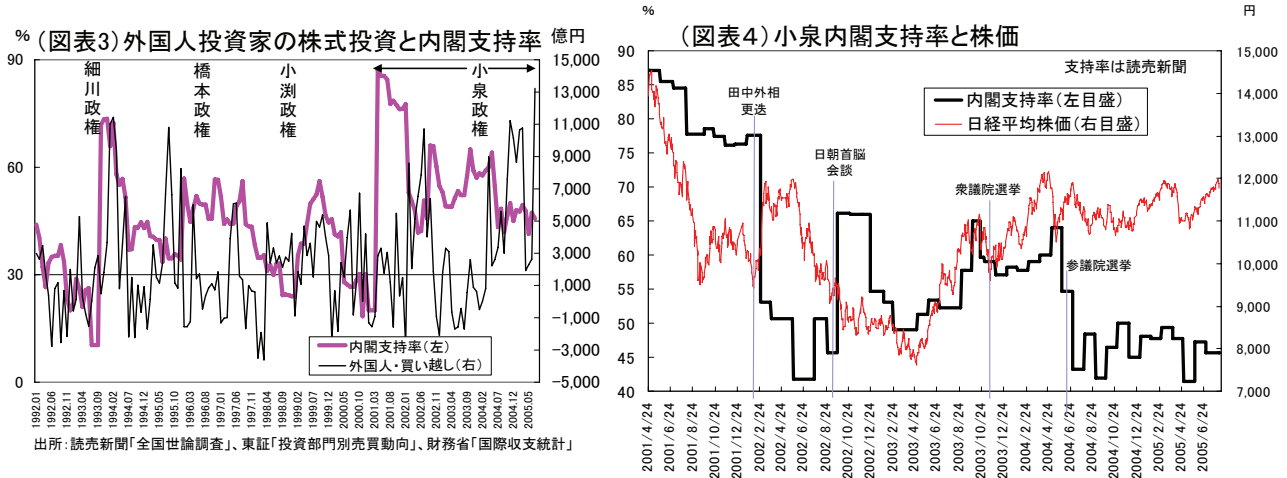
の低下が想起されることが外国人マネーの日本株投資を鈍らせるという説がある。昨今の対日株式資金流入を窺うと、株価が12,000円に接近した水準では、その背後に活発な外国人マネーの押し上げが働いているようにみえる(図表1)。ならば、株価上昇の前提となっている外国人マネーが解散総選挙に至る政局の混乱を嫌がり、対日株式投資を手控えるという見方が成り立つようにもみえる。

しかし、小泉政権下では、他の内閣とは異なり、支持率と株価の間で単純な連動関係は成り立ってこなかった(図表2)。歴代内閣の支持率が株価変動とシンクロする関係と、今の小泉政権の支持率の関係では異なっている。

過去、改革政権と呼ばれた政権では、発足当初から対日株式投資が増え、支持率アップが株価上昇と連動した(図表3)。ところが、小泉政権は、改革政権を標榜しているにもかかわらず、2001年・2003年は外国人の株式投資を呼び込めなかった。政権発足当初の異例の



高さを誇った内閣支持率も2002年1月末に田中外相更迭以来、大きく水準を下げて、一時日朝首脳会談によって水準を回復したが、2004年7月の参議院選挙、2004年9月の第二次内閣以降は低迷が続いている(図表4)。一方、対日株式投資は、海外株価がここに来て上昇したことを反映して増加してきている。



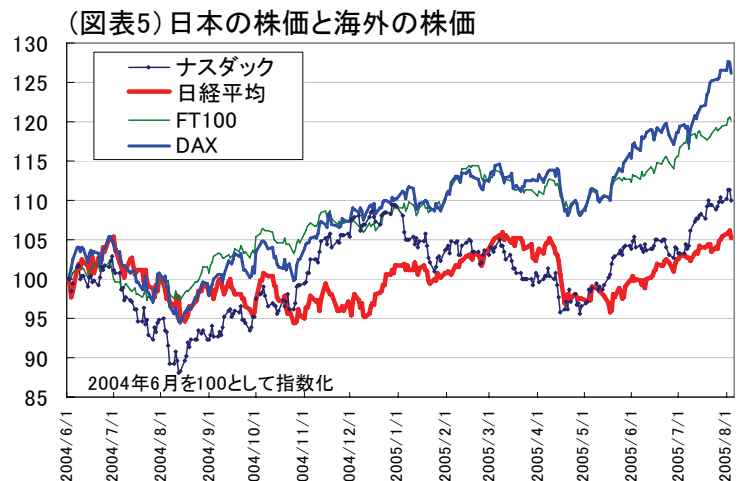
最近の内閣支持率と株価の距離感

対日株式投資の増減を考えると、主に海外株価に対して連動性を持っており、ビッドに内閣支持率の影響を映し出すものではないと考えた方がよいであろう。米国株価は、FRBの利上げをこなしながら、着実な雇用拡大を背景に上昇基調を強めていると考えられる。2005年1・2月や2005年7月の対日株式投資の急増は、そうした海外要因を背景にしており、それ以外の要因としては日本の景気回復期待の高まりが支援材料になっているだろう。過去の2003年11月の衆議院選挙を振り返ると、選挙では自民党が安定多数を確保できた点でプラスと見ることができ、内閣支持率はそこから大きく下がり、一方で株価は上昇基調に乗っている。これは、短期的に支持率要因がマイナスに効いたとしても、2003年冬にかけて景気加速が進んだ影響の方が強かったからだと説明できる。

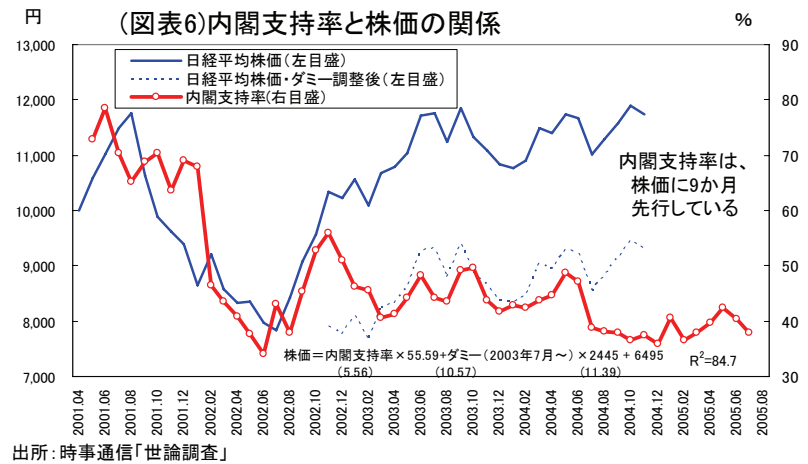
同様に、2004年7月の参議院選挙で民主党が大躍進して株価が下落基調に向かったときのことも説明できる。当時のマニフェスト選挙で自民党は支持率を落としたが、同時に景気局面は減速感を強めていた時期でもあり、株価はそうしたファンダメンタルズの要因が表れた可能性が強い。海外株価にしても2004年夏は大きく下落が進んでいた時期でもある。政治の要因はあったものの、それは海外株価やファンダメンタルズなどの要因に合わさって表れたものだと理解できる。

筆者は、景気再拡大というファンダメンタルズに関して、政局不安定化の影響はダイレクトにはないという見方をしているので、今後の対日株式投資は、一時的な混乱があったとしても、趨勢的には景気情勢の改善が強まるにつれて増えていくと考えている。

一方、内閣支持率は、株価形成と全く無縁かというそうではない。日本の株価は、海外株価の回復に比して出遅れ感が強かったのも事実である(図表5)。ここには、日本株の回復が海外株よりも下押しされる要因が存在することを示唆している。おそらく、内閣



支持率はそうした下押し要因のひとつとして、2004年末から作用してきているのだろう。内閣支持率と株価の関係だけを取り出して調べてみると、支持率の動向が9か月先の株価形成に与えている様子が窺われる(図表6)。支持率は、2004年7月から低迷し、そのマイナス圧力が2005年4月辺りからの株価形成にはじわじわ効いてきている可能性がある。これは、政権基盤の安定が、趨勢的な株式投資に影響し、株価形成のプレミアムをつ



くっているためだと理解できる。そうした意味では、今後の内閣支持率が低迷してしまうと、今年10—12月から予想される景気再拡大の中で、日本株が海外株に比して出遅れる要因として働き続けることが懸念される。反対に、今回の混乱を期に、9月以降の次期政権が国民からの評価を受けるようになれば、それが内閣支持率を上昇させ、一旦は低迷した株価にも先行きプラスになるかもしれない。

むしろ債券市場への影響

ここまで内閣支持率と株価の関係をみてきたが、今回は長期金利の影響の方が大きいと考えられる。過去の経験では、政治的イベントはあまり長期金利動向には影響してこなかった。しかし、今は、政局が大きく揺れたため、9月以降の次期政権が決まったとしても、歳出削減や税制改正で思い切った行動を採りにくくなるのではないかという見方が強い。具体的には、来年度予算編成で焦点になる社会保障関係費の見直しや、秋以降の税制改革論議、そしてポスト小泉政権が消費税率引き上げにどう臨みそうかという点である。政権基盤の揺れは、不人気な政策に着手することを困難にさせる意味で、財政再建の遅れと解釈される公算が高い。これまで顕在化していなかった財政運営への懸念が認識され、海外からの投資が巻き戻される可能性もある。

現状、海外債券相場は、下落方向へ反転しつつあるようにみえる。こうした中では、株式市場でファンダメンタルズの好転を背景に、政策要因のネガティブなインパクトが払拭できたとしても、対日株式投資が増加する代わりに債券が売却される可能性がある。2005年4・5月には、外国人投資家によって買い進まれ、累計4兆円近くの資金が債券価格を押し上げたが、今後、その反動が表れるというリスクである。こうした意味では、長期金利上昇リスクが最も高いと考えられる。