

参議院選挙が与える影響を考える

発表日：2007年7月12日(木)

～選挙結果をみて一時的に為替が振れる～

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

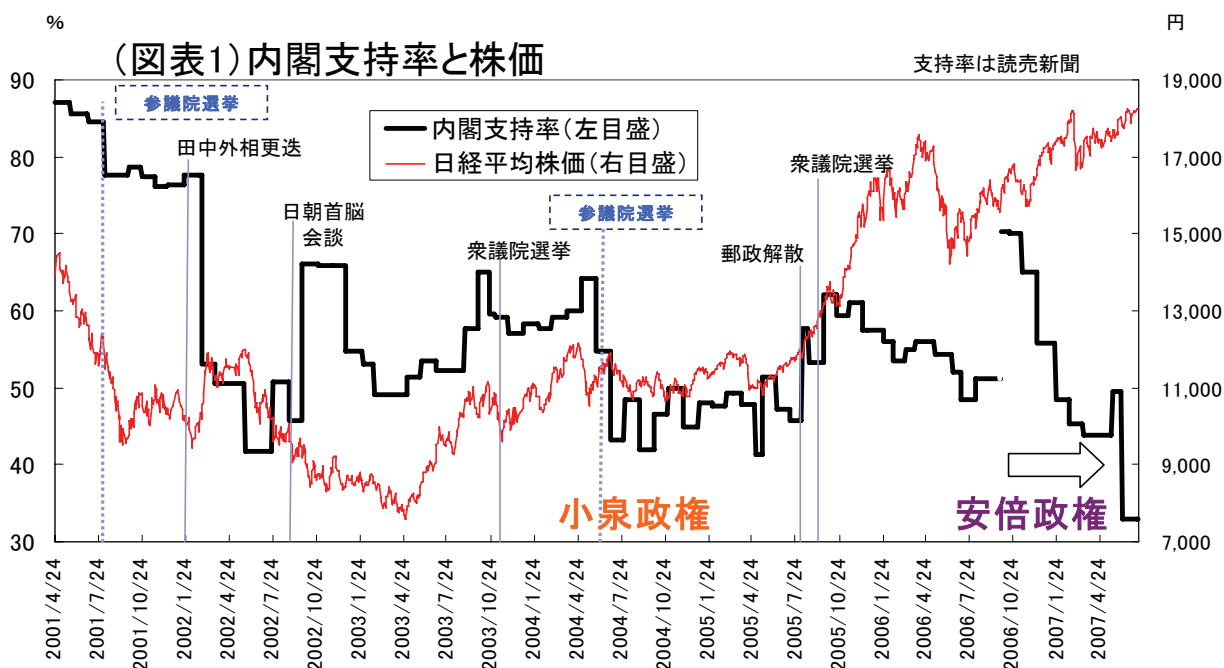
「選挙結果が株価に大きな影響を与える」と考えがちであるが、今回は景気に関係がありそうな争点は乏しく、与党が予想外に大敗しなければ、株価・長期金利にはさほど影響はないのではないかと。もちろん、財政再建が自然増収頼みになっていくことの懸念はあるが、それが対日証券投資の姿を大きく変える訳ではないだろう。ありそうなのは為替の変動である。ドル円は、すでに日銀の三次利上げの予想が高まる中で円安バイアスが作用しており、選挙後は一時的な円安の振れるだろう。しかし、それから間を置かず8月利上げがあったとき、選挙で一旦円安に振れた後で、ドル円レートは円高に戻っていく可能性がある。

選挙が相場を決めるすべてではない

参議院選挙が公示された。内閣支持率の推移からみて、与党には今回の選挙が厳しそうだが、この与党の勝敗の結果は、金融市場にどのような影響をもたらそうなのか。

ごく単純に考えると、構造改革的政策が遅れるイメージによって株安・円安が誘発され、財政再建の停滞が長期金利上昇（債券安）につながるという図式を感じさせそうだが、そう簡単ではあるまい。自民党と民主党のマニフェストを見比べると、経済成長に関係ありそうな内容はほとんど書き込まれていない。わずかに、自民党が「実質で2%台半ばの経済成長を目指す」と既定の経済成長路線を確認するに止まっている。両党の関心は、年金・公務員改革、底上げの3つにテーマが集中し、選挙と景気との関連性が希薄になっている印象が強い。与党が苦戦することで影響がありそうなのは、為替円安がごく短期的に進んでいくことではなかろうか。

現在、私たちは選挙が近づいているので、「選挙結果が株価に何らかの影響を与えるのではないかと」という発想に陥りがちである。しかし、よく考えると、選挙は株価を動かす無数のファクターのひとつでしかない。内閣支持率と株価の長期時系列の推移をみると、両者が重なって動いている局面もあるが、そうでない局面も多い（図表1）。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

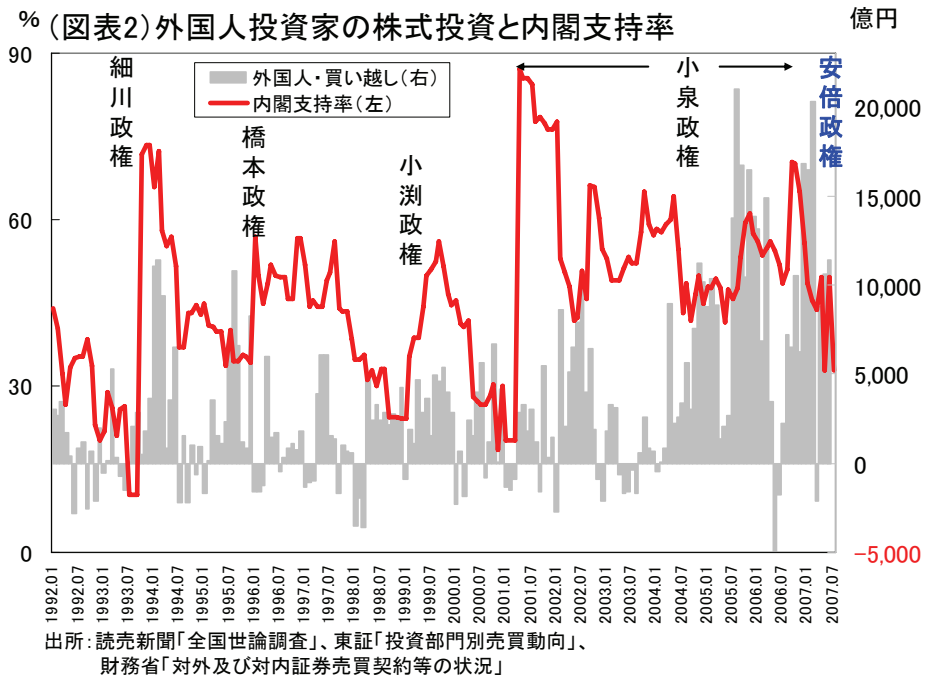
一方、多くの方は、2005年の郵政解散で与党が大勝し、株価が上昇したエピソードを思い出すのかもしれない。しかし、郵政解散だけが株価上昇を呼び込んだのではない。むしろ、郵政解散のタイミングが景気再加速の頃と重なった相乗効果とみる方がよい。支持率と株価の関係の背後には、対日株式投資への影響があるが、郵政解散のときは、一気に海外投資家の日本株買いが増えていた(図表2)。小泉総理は短いフレーズで印象的なメッセージを発し、海外投資家にも意図が伝わりやすかったという例外的事例と理解できる。安倍政権の当初は、その小泉総理の印象が残り、改革の継続という思惑があったので、対日証券投資が増えたのである。

逆に、参議院選挙の経験として、

小泉総理が就任した直後に実施された2001年7月の総選挙がある。ここでは自民党が圧勝したのに、日経平均株価は海外株価の下落に引きずられて、長期低迷に向かった。同じ小泉政権であっても、選挙結果が必ずしも株価の決定的要因ではないことを示している。

今回の参議院は、与党が予想外の大敗を喫して、その責任論が政治的空白を生めば別であるが、そうした大混乱が起こらなければ、海外投資家が株式・債券を大幅に売却していくような結果にはつながらないと予想される。これまで

安倍政権下では、支持率が大きく低下しているのに株価は逆に上昇していたが、今後もその流れが継続し、2006年末以来活発化している対内投資が続くと考えられる。



(参考) 2007年参議院選挙の位置づけ

過去の参議院選挙では、与党は2001年には大勝し、2004年は敗北している。参議院選挙は3年ごとに半数が改選される仕組みなので、今回の改選で与党は2004年に減った議員数に、2007年の当選者が加わる格好になる。従って、今回再び敗北すると、過半数121議席を割ってしまう可能性がある。過半数のラインは、公明党13議席として、自民党は51議席、合計64議席だとされる(もしくは12+52議席か、11+53議席)。前々回2001年の選挙では、自民党が77名の候補を立て、実に64名(83.1%)が当選した。その大勝利と同じ位に勝たなければ、自民党の現状維持は難しい。参議院が過半数になれば、法案通過が困難になる。野党にしてみれば、参議院選で与野党逆転し、2009年9月辺りに予想される次期衆議院選挙で勝利すれば政権交代がみえてくる。

経済政策の軸

次に、仮に与党が大敗して、経済政策に影響が及ぶ場合を考えてみたい。そこで問題となる論点は、景気情勢よりも財政運営の行方であろう。具体的には、①安倍政権が消費税率を引き上げることが困難になる、②財政再建＝プライマリー・バランスの目処が遅れる、③骨太の方針の修正、が予想される。

①は、そもそも困難であるが、民主党の年金改革案に引きずられるかたちになるためにさらに困難さを増すことになる。そもそも秋の税制改正論議で、消費税率の引き上げが提言されたとしても、仮に増税の実施が2009年4月になるのであれば、衆議院選挙が遅くとも2009年9月に予定され、選挙を配慮すると実施が難しい。今回の選挙で

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

増税の実施は、年金をはじめとする社会保障制度の抜本的改革の後になるという筋論が台頭することによって、増税を含む税制改正が振り出しに戻る可能性が高い。

②の財政再建に関しては、大きな課題として、2008年度までに年金基礎部分への1/2の国庫負担増の問題がある。消費税率を上げられないとすれば、自然増収分を割り当てるを得ない。すでに、プライマリー・バランスは、既往の増収増加などもあって、2010年代前半に黒字化する目処が付いていると考えられる。筆者の予想では、2009・2010年度のいずれかで黒字化目標を前倒しできるかもしれないと考えている。つまり、公式な黒字化の目処は2011年度であるが、今は増収増なので1・2年前倒しを行える「のりしろ」を確保できているということだろう。しかし、消費税が上げられないとき、これまでの自然増収を国庫負担分へ充当することが当然と考えられ、あえてプライマリー・バランスの黒字目処を早期化させる公算は立ちにくくなる。国庫負担増は、これまでの自然増収では足りないということで、先行きの自然増収に期待を込める姿勢にもつながることになる。

③の「骨太の方針」（経済財政改革の基本方針2007）は、安倍政権の主要方針である。これが修正を迫られるとするならば、焦点は歳出改革の中核として社会保障費へ切り込んでいく力が減殺されることになるだろう。そうした結果、歳出削減はより成果を上げにくくなる。

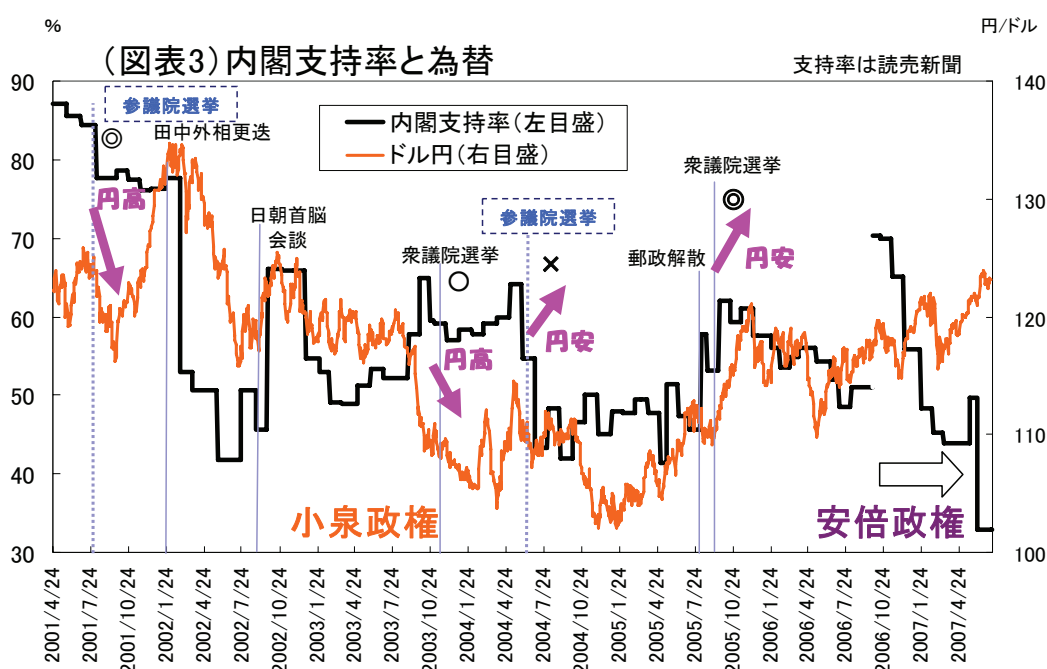
財政運営を考えると、好況時に楽観的になって、幸運な自然増収によって財政赤字が穴埋めされるのを待つことは歴史的教訓として赤字の下方硬直性を生んできた。財政再建がもう一段後手に回るのが、政権基盤が弱化するこの帰結であろう。

素直に円安には進まない

選挙のネガティブ・サプライズは、円安の進行を誘発しそうだという見方が成り立つ。これは、

- (1) 参議院の与野党逆転で、先行きの法案審議がうまく進まなくなり、与党の政策運営が遂行しにくくなること、
- (2) 経済成長が外需依存から内需拡大に転換できず、日米の成長率格差が広がって円売り・ドル買いを誘うこと、
- (3) 財政再建が遅れることが、政府の金利許容力を低め、中長期的な金利引き上げを制約すること、がある。

過去の衆・参選挙の経過を振り返ってみると、与党が勝利したときには円高に進むことが多く、与党が敗北したときには円安になる経験則が見える（2005年9月は衆議院選挙で自民党が圧勝したが円安になった例外）。



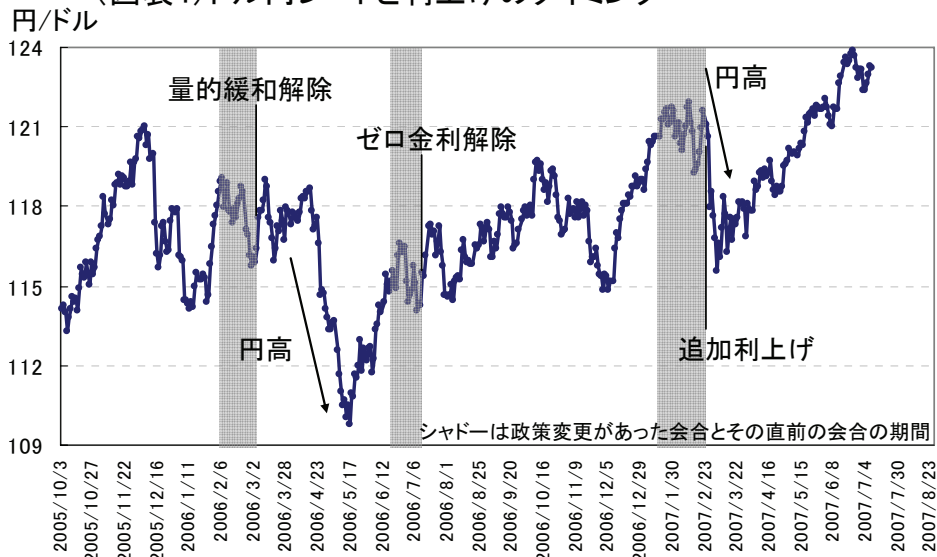
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

もっとも、選挙でショックが起こること自体は円安要因であるが、目先の別の要因として、日銀の三次利上げが予想されている。実は、利上げ予想と為替動向を調べてみると、現在は日銀の三次利上げが予想されている割に、為替に円高圧力が生じていない。これは、すでに選挙の円安バイアスが相当に織り込まれている影響ともとれる。

過去、日銀が2度の利上げを行ってきた過程を振り返ると、その前後で円高進行が起こっていた(図表4)。ゼロ金利解除のときは、量的緩和解除後に利上げが意外に早く進むという見方が高まり、2006年5月に円高が進んだ。二次利上げのときは、円キャリートレードの巻き戻しが2007年2月末から起こり、5円程度も円高が進んだ。

今回も、選挙前後で円安が進むとみられるが、8月以降に三次利上げが実施されたとき、選挙に伴う円安の反動となって、ドル円レートは円高方向に振れるリスクがあると考えられる。

(図表4)ドル円レートと利上げのタイミング



もうひとつの注目点、安倍政権の選挙後

選挙結果は不透明であるが、安倍政権の存続を前提に考えると、参議院選挙後に行われる可能性のある内閣改造が大きな注目点ではないか。内閣支持率が低下した要因のひとつに、組閣の問題があるとみられる。安倍政権が、人心一新を意図し、体制立て直しを図ろうとするときには、主要閣僚のメンバーを入れ替えてくることが予想される。

当然、経済閣僚は、先行きの消費税率の引き上げや年末の次期予算策定を睨んで、特に力の入る人事になろう。日銀の金融政策の風当たりも、その人事に大きく影響される。筆者は、財政再建の本気度が試されるのが、選挙後にあるかもしれない内閣改造のポイントだと考える。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。