

2024. 8. 26



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

## 株価見合いでの評価が低い岸田政権 ～政策は株価を押し上げたが支持率には寄与せず～

### ポイント

- 過去、政権支持率と株価は中期的にはある程度歩調を合わせた動きを示してきた。しかし、岸田政権は、株価見合いでの政権の評価が歴代政権に比し著しく低い
- 岸田政権の政策自体は、株価上昇に寄与した可能性が高い。ただ、円安の影響もあって株高と家計の生活実感が乖離していたことが、政権の評価につながらなかった可能性があるほか、経済以外の問題も支持率に大きく影響した
- 支持率が高いほど、長期にわたる政権維持が可能となるため、構造改革等に腰をすえた取組みが可能となる。しかし、岸田政権の「新しい資本主義」に基づく成長戦略は道半ばで後任に引き継ぐ結果に

### 1. 株価と内閣支持率が最も乖離した岸田政権

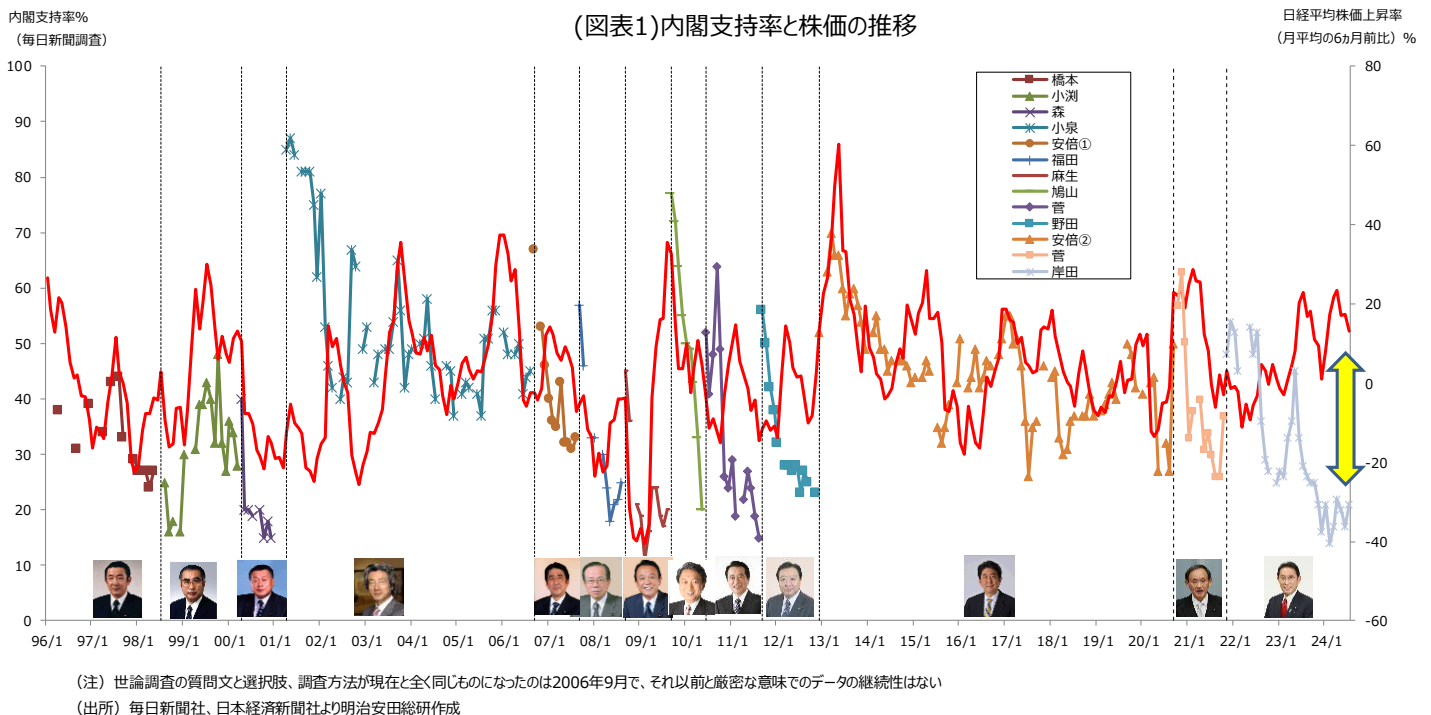
国民が政権に解決を期待する一番の課題はいつの時代もたいてい景気であり、その意味では株価と政権支持率の間に相関があってもおかしくない。

図表1は、橋本政権以降の株価と政権支持率の関係を示したものである。当然ながら、支持率に影響を与える要素は株価のほかにもたくさんあり、株価の決定要因も多岐にわたることから、両者がきれいに相関するわけではない。しかし、半年程度の中期的なタームでは、ある程度歩調を合わせた動きを示している（図表1）。おおまかな傾向として、支持率が40%を超えると株価の半年前比（月平均の比較）がプラスになっており、両者の方向性もおおむね一致するケースが多い。

ただ、岸田政権は、株価見合いでの政権の評価が歴代政権に比し低い（矢印部分）。まず、岸田政権下での40.7%という株価上昇率（7月まで）は、鳩山一郎内閣以来、のべ31の内閣のなかで7番目の大きさである。岸田政権より上に位置するのは、第2次安倍政権を除けば、40年以上前に発足した政権ばかりであり（図表2）、バブル崩壊後に発足した政権のなかではトップクラスの実績を誇る。一方で、直近半年間の毎月の「内閣支持率－株価上昇率」の値を追うと、うち6回中4回マイナスに転じている。岸田政権以前でこの値がマイナスになったのは、図表1の範囲では麻生政権で1回あったのみである。それ以前も、佐藤政権で1回、竹下政権で1回、村山政権で1回あったにすぎず、岸田政権は、政権の評価が株価の見合いで低い点が歴代最も顕著な政権と言える。

支持率の水準自体は決して低いわけではなく、ここまでの平均支持率は31.4%で、鳩山一郎政権以来の平均値である34.1%を小幅下回る程度である。政権の支持率は発足直後が一番高く、その後徐々に下がるのが一般的だが、岸田政権の場合は後半の低下ペースが相対的に速かったのに対し、株価は逆に後半にかけて上昇傾向

が続いたことが足元での両者の乖離につながった。



## 2. 株高に寄与した岸田政権の政策

では、岸田政権の政策自体が株価上昇に寄与したのかという問いに対しては、筆者は大いに寄与したと考える。

政策が株価に影響を与える場合、①経済の構造転換などを通じ株価の長期的なトレンドに影響を与えるパターン、②景気循環に関係した中期的なトレンドに影響を与えるパターン、③個別の政策が短期的な変動に影響を与えるパターン、の3通りが考えられる。①→③の順に効果は長続きすると考えるのが自然である。

まず、岸田首相が政権発足後に打ち出した経済対策は財政規模で 55.7 兆円と過去最大であった。その金額や内容に賛否両論はあるにせよ、②の観点から景気の下支えに貢献し、結果として株価の底割れも防ぐ役割を果たしたのは間違いない。その後も政権はガソリンから電気、ガスに至るさまざまな燃料補助策や、各種の給付金対策を打ち出した。岸田首相が、歴代で1,2を争う拡張財政を繰り返してきた首相であることは事実が雄弁に物語っている。ただ、言い方を変えればそのバラマキ的な色彩を有権者に見極められた可能性があり、支持率に十分プラスに働いてこなかったのが実態と考えられる。

①に含めることができる政策は、いわゆる構造改革的な政策である。この点、「新しい資本主義」とのスローガンのもとで始まった岸田政権の成長戦略の評価ははまだ定まっていない。実行力が問われる段階ということもあるだろう。ただ、つかみどころのなかった当初のイメージが、年を追うごとに改善してきたのは確かである。総花的ではありながらも、労働市場改革、賃上げ、スタートアップ、資産運用立国等、次第に柱となる政策の輪郭がはっきりしてきた。その結果実現した2年連続での高い賃上げ率は政権の大きな成果である。「日本経済の回復は本物」とのイメージを海外投資家に植え付け、株価を押し上げた。「賃金が大きく下がらない代わりに上がりもしない」という、デフレマインド下の賃金決定メカニズムが約30年ぶりに覆されたという意味では、②ではなく①に含めることのできる成果である。

また、岸田政権下で一段と進んだ東証改革、コーポレートガバナンス改革等の金融資本市場改革も、海外投資家の日本株の見直し買いをもたらし、2023年以降の株価上昇の原動力の一つになったと評価されている。こ

れも①に含めることができる成果と言える。家計に対しては資産所得倍増計画と、それを発展させた資産運用立国実現プランのもとで、「貯蓄から投資へ」の旗振りを一段と強化した。今のところ海外に流れる割合が多いとはいえ、新NISA等を通じ、家計の資金を資本市場に引き込むことに成功した。金融資産に占める預貯金の割合が5割超という状況はまだ変わらないが、長年の間、岩盤のように動かなかった家計の投資態度に風穴を開ける役割を果たした点は評価できよう。

効果よりも副作用が目立つようになっていたマイナス金利政策の解除にしても、アベノミクスと距離を置く岸田政権だからこそ可能になった。初めてゼロ金利に到達した1998年からかれこれ25年を経て、ようやく本格的に正常化への道のりを歩むことになった。無事貫徹できれば、日銀にとっても政権にとっても大きな成果となる。

③に含めることができるのは、就任直後の金融所得課税強化の撤回が一例である。株価の急落を受けて「君子豹変」した結果であった。また、2023年5月には支持率がいったん45%（前月比+9%）まで急回復したが、これは広島でG7が開催され、核軍縮に焦点を当てた「広島ビジョン」をとりまとめるなど、得意の外交が評価された形であった。経済対策ではないが、このころは軌を一にして株価も上昇していた。

### 3. 株高でも経済対策に成功とは言えず

岸田政権の政策が株価上昇に寄与したのが事実だとしても、それで経済対策に成功した政権と結論付けるのは早計であろう。岸田政権の政策のみが株高の要因ではない。おそらくそれ以上に大きな後押しになったのが円安である。グローバル企業の割合が高い日本の株価指数にとって、円安はトータルではプラスに働く。一方、個々の家計に対しては、輸入物価の上昇が実質賃金の押し下げ要因となるため、生活実感の改善にはつながらない。これが内閣支持率と株価の大きな乖離の要因の一つである可能性がある。株価は経済の体温計と言われることがあるが、足元ではその役割を必ずしも果たしていない。

円安で業績を伸ばした企業が賃上げという形で十分家計に報いれば、実質賃金が低下するとは限らない。実際、昨年度以降足元では賃上げが進行しているが、ここまでは物価上昇ペースに追いついてこなかった。もっとも、直近の毎月勤労統計調査では実質賃金が27ヵ月ぶりにプラス転換しており、この傾向が秋口以降定着すれば、後継の政権の支持率にポジティブな影響をもたらす可能性がある。

円安進行の主因は日米金利差で、その大半は米連邦準備制度理事会（FRB）の急速な利上げがもたらしたもののだが、日本サイドの要因である超金融緩和策の継続は、岸田政権が始めたものではなく、アベノミクスの残滓

(図表2)歴代内閣の在位日数、株価、支持率の比較

	在位日数	日経平均上昇率(月平均%)	日経平均上昇率(任期通算%)	内閣支持率(任期平均)
鳩山一郎	745	2.4	59.6	39.3
石橋湛山	65	1.1	2.3	-
岸信介	1241	2.3	97.1	36.6
池田勇人	1575	0.1	7.3	34.2
佐藤栄作	2798	2.2	206.7	32.3
田中角栄	886	0.3	7.8	31.5
三木武夫	747	1.1	27.3	34.4
福田赳夫	714	1.0	23.4	24.2
大平正芳	589	0.6	12.6	23.0
鈴木善幸	864	0.5	15.8	27.7
中曽根康弘	1806	3.1	188.9	36.8
竹下登	576	2.5	48.8	22.4
宇野宗佑	69	1.4	3.1	22.0
海部俊樹	818	-1.0	-28.4	36.7
宮澤喜一	644	-0.8	-18.2	20.1
細川護熙	263	-0.4	-3.1	68.0
羽田孜	64	2.2	4.6	43.0
村山富市	561	-0.0	-0.5	28.7
橋本龍太郎	932	-0.7	-21.4	35.1
小淵恵三	616	1.3	26.6	31.4
森喜朗	387	-2.5	-32.2	19.0
小泉純一郎	1980	0.2	12.5	53.0
安倍晋三	366	0.4	5.1	38.4
福田康夫	365	-2.1	-26.1	30.9
麻生太郎	358	-1.3	-15.1	23.3
鳩山由紀夫	266	-0.8	-6.7	48.6
菅直人	452	-0.4	-6.0	35.5
野田佳彦	482	0.8	12.9	31.8
安倍晋三	2806	0.9	126.2	45.2
菅義偉	384	1.6	22.7	38.8
岸田文雄	1032(7月末時点)	1.0	40.7	31.4

(注) 内閣支持率は毎日新聞調査

世論調査の回数は時期によりまちまちで、過去に遡るほど少ない、2ヵ月に1度以上の頻度で実施されるようになったのは1996年ごろから。網掛けは40ヵ月以上の政権

(出所) 毎日新聞世論調査などより明治安田総研作成

である。総選挙を控えた与党にとっては有権者の生活実感が何より重要で、すでに超円安の修正を試みており、4月末以降、数次にわたりドル売り円買い介入を繰り返す一方で、前述のとおり日銀に対しては超緩和策の修正を容認した。これが足元では円高の進行と株価の乱高下につながっている。従って、株価と支持率のトレンドは今後いくらでも変わりうる。また、岸田政権の場合、安倍元首相の襲撃事件後に明るみになった宗教団体と党との関係や、その後は政治とカネの問題など、経済以外の問題が支持率に大きな影響を与えたのは衆目の一致するところであろう。

#### 4. 過去の政権下での動き

過去の政権下で、①の政策の典型的な例を探すとすれば、池田内閣の所得倍増計画や、中曽根・橋本・小泉内閣などが手掛けた行財政改革が挙げられよう。バブルの形成と崩壊なども単なる景気循環を超えた問題であり、①の範疇に含まれる。バブルの形成については、1985年のプラザ合意に伴う円高と、低金利政策の影響が大きかった。当時の中曽根政権下で、金融自由化が押し進められていたことも背景にあり、政策要因が大きくかかわった。後任の竹下政権では、消費税の導入という、景気への下押し圧力が大きい政策を導入したにもかかわらず、バブルのおかげで株高トレンドは途切れなかった。

その後、海部政権下で導入された「不動産業向けの融資総量規制」と、数次にわたる日銀の公定歩合引き上げがバブル崩壊の引き金を引いた。バブルがバブルである以上、いずれ破裂するのは避けられない運命であり、時の政権のせいにするのは酷だが、結果としてその後数代の政権は、株価の長期下落傾向に苦しめられた。

株価と支持率の相関が最も現れやすいのは①よりも②であろう。小淵政権は、日本の金融危機が最も深刻だった1998年7月に誕生し、大型経済対策を連発して景気回復と株価反転の実現に成功した。麻生政権は、誕生9日前にリーマン破綻という不運に見舞われたが、総額27兆円という当時は過去最大規模の策を含む大型経済対策の連発で、株価と景気のスパイラル的な低落に歯止めをかけた。一方で財政悪化という負の遺産を残したが、図表1からは、両政権とも株価と支持率が比較的近い動きを示している。

一方、小泉政権は、デフレスパイラルへの懸念が残る時期に誕生したこともあり、発足当初は株価上昇率と支持率の乖離が岸田政権とは逆方向に最も大きかった（支持率の方が高かった）。また、民主党の各政権は、前政権への失望への反動から高支持率でスタートした後急落するという同じパターンをたどったため、この間低位での推移が続いた株価と支持率の動きが連動していない。

安倍政権は、歴代内閣のなかでも、特に株価への関心が高い政権であった。アベノミクスの看板であった「大胆な金融政策（1本目の矢）」の実体経済への波及ルートが、もっぱら「期待の抜本的転換」に依存しているという事情もあっただろう。実際、政権交代後、約2倍に上昇した株価は、安倍首相の政権運営の安定に大いに寄与した。安倍政権が巧妙なのは、よし悪しは別として、人事権を駆使し日銀まで自身の政権公約遂行機関に取り込んでしまったことであった。

#### 5. 株式市場に評価されにくい構造改革

支持率が高いほど、長期にわたる政権維持が可能となるため、構造改革等に腰をすえた取組みが可能となる。長期政権だった小泉政権にしても、悲願である郵政民営化が国会を通過したのは、任期の終盤になってからであった。

政権の長さや株価の関係を図表2で確認すると、鳩山一郎政権以来、在任期間が40ヵ月以上だった5政権で、任期中の株価上昇率がマイナスだった政権はひとつもない。逆に、在任期間が1年半以下だった9政権のうち、株価上昇率がプラスだったのは3つで、残り6つの政権はマイナスだった（超短命内閣だった石橋内閣、宇野内閣、羽田内閣は政策と在任中の株価の関係が希薄と考えられるのでカウントせず）。株が崩れると、長期政権の

維持が難しくなる傾向があるということは言えるかもしれない。

構造改革的な政策が長期的な経済、ひいては株価にとって重要であっても、株価に即効性のない政策であるケースはままある。結果として、政権は近視眼的な経済対策に傾きがちとなる。岸田政権の場合、株価の押し上げには成功した。もう少し時間があれば家計の生活実感の改善が進んだ可能性があり、経済以外の要因で足をすくわれることがなければ、さらなる長期政権が可能だったかもしれない。結果として、「新しい資本主義」も道半ばで後任への引継ぎを余儀なくされることになった。これがどう衣替えされるのかは後任の首相次第となる。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

電話番号：03-6261-7947

e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411