

# 国政選挙と実体経済の相関性

— 日経平均株価と国政選挙を中心として —

油 川 洋

Correlation between the National Elections and the Real Economy

— Revolving around the Nikkei Stock Average and the National Elections —

Hiroshi Aburakawa

## (要約)

近年、国政選挙レベルでマニフェスト型選挙がイギリスから導入されて日本でもひとつの流れになって到来してきた。しかし、本当に日本にもマニフェスト型選挙から定着するか議論されてきているところである。国政選挙は日本の経済政策とどのように連動するか、これまで経済学者や政治学者での間で論争されてきている。有権者にとって日本の経済政策と投票行動がいかに反映されるかが、多方面からの先行研究で検証されてきているのはそれらの課題があるからと理解される。本稿はこうした国政選挙レベルと選挙時の株価指数を連動させ、かつ景気循環の背景がどこにあるかを先行研究を考察して分析・検証する試みである。

(キーワード) マクロ経済学、イデオロギー、景気循環、拡張期、後退期、実質経済成長率、インフレ率、失業率、政治マーケティング、日経平均株価、衆議院選挙、参議院選挙、投票率

## 1. 問題の所在

通常、選挙に勝利した政党は、政権に就いて、政策の実行にイニシアティブをとることが出来るのである。これがデモクラシーの主たる原則であることは古代ローマ時代から言われて展開してきた。有権者に対して選挙で公約したもののうち、いくつかの政策は当然実行されるが、それだけでなく、次の選挙で再び勝つために行われる政策の展開でもある。有権者は経済政策の便益に関心が大きいにあり、それを投票の際に重視しているならば、なおさら政策実行の際に、与党は有権者の評価に注目しなければならなくなるのである。戦後の米ソ冷戦時代には左右のイデオロギーが投票の際の重要な決定要因となったこともあったが、冷戦後の今日ではイデオロギーは選挙の争点とはならなくなり、評価ないしは将来の期待を、投票の際の重要な決定要因と代わってきていると思われる。有権者にとって経済政策の便益がより具体的に現れてくるのは、仕事に就けることや所得が増加することなどマクロ経済的なメリットであろう。個々の有権者に対して直接的個別的に

減税したり補助金を分配したりすることを除けば、これらは景気が良くなることによってもたらされるからである。景気が悪いときは、経済成長率が低くなり失業率が高くなるし、景気が良いときは、経済成長率が高くなり失業率が低くなるのである。従って、有権者がマクロ経済政策を評価する際には、景気が良いか悪いか、言い換えれば経済成長率や失業率が高いか低いか等の経済要因を見て判断するだろう。当然、景気が良ければ、あるいは今後、景気が良くなると期待できれば、マクロ経済政策についての与党が選挙対策として、景気をよくするマクロ経済政策を選挙前に行うという仮説が考えられる。このように、選挙の前後で政治的な理由で行われるマクロ経済政策の変化によって起こる景気循環が「政治的景気循環(Political Business Cycle)」<sup>1)</sup>と呼ばれている。本稿は政治的景気循環を国政レベルの選挙と日経平均株価とどう連動するかを実証検証することを目的とするものである。

## 2. 選挙日程と景気循環との関係要因

この政治的景気循環を、国際的な視点で包

括的に分析した最近の先行研究として、Alisina-Cohen-Roubini (1992)<sup>2)</sup>がある。この研究では、対象を1960～1987年におけるOECD加盟国で、まず各国で与党は選挙前に景気を良くしているかどうかを回帰分析したものである。若し与党が選挙前に景気を良くしていれば、選挙前の時期は他の時期と比べて経済成長率が統計的に有意に高くなることが認められるはずである。そこで、経済成長率について推定した結果、与党が選挙前に景気を良くしていることが統計的に有意に認められるのは、ドイツとニュージーランドだけで、残りの日本、アメリカ、イギリス、フランスをはじめとする16か国では認められなかったという。同様に、経済成長率の代わりに失業率を用いて回帰分析しても、どの国でも選挙前の時期は他の時期に比べて統計的に有意に低い失業率であるとは認められないという結果を得ている。そして、物価上昇率と選挙の関係については、与党が選挙前に景気をよくするべく金融緩和政策を行えば、政策後になってインフレが生じる可能性が高いことが認められた。従って、与党が選挙前に景気を良くすべく金融緩和政策を行った結果、選挙後にインフレが他の時期と比べて高くなる現象が認められるかどうかを回帰分析した。その結果、フランス、ドイツ、ニュージーランドでは選挙後の物価上昇率が他の時期と比べて高くなる現象が統計的に有意に認められるが、他の先進国では認められなかったという。以上の結果から、政治的に選挙の前に景気を良くするという事実は、ごく一部の国を除いて観察されなかったのである。このことは、与党が選挙の前の経済状態について関心がないのか、あるいは、関心があっても政策を実行したけれども、必ずしも功を奏さなかったのかのいずれかを示唆している。いずれの仮説が妥当性をもっているかは、この段階では何とも判断できないのである。ここで、各国の選挙制度との関連で一つの大きな注目点がある。それは、選挙の時期が制度的に定められている（外生的である）国と、選挙の時期が

与党などによって裁量的に選択できる（内生的である）国とがある。前者はアメリカ、スイス、スウェーデンで、後者は日本、イギリス、フランス（議会）、ドイツなどである。選挙の時期が事前にわかっている国では、意図的に経済政策を実行する誘因が生まれるのである。しかし、選挙の時期が政権与党によって選択できる場合、マクロ経済政策によって景気を良くしてから選挙をしてもよいし、マクロ経済政策を実行するかしないか関わらず景気が良い時期を選んで選挙を実施してもよいのである。実際の選挙の時期がどちらであるかは、景気と政治の関係を分析するうえで、重要なのである。景気と政治の関係を分析するうえで、重要なのである。選挙時期が与党によって選択できる国では、与党にとって都合の良い時期に選挙が行われる可能性がある。このことを踏まえて、日本のケースで分析したものとして、猪口(1983)<sup>3)</sup>、和田(1985)<sup>4)</sup>、Ito-Park(1988)<sup>5)</sup>、Ito(1990)<sup>6)</sup>、西澤・河野(1990)<sup>7)</sup>、Cargill(1991)<sup>8)</sup>、Cargill-Hutchison(1991)<sup>9)</sup>などの先行研究である。Ito-Park(1988)、Ito(1990)では、日本の与党（自民党）は衆議院選挙の時期に合わせて政策を実行したというよりも、景気の良い時期を見計らって選挙を実施したと結論づけている。これに対して、Cargill-Hutchisonは、衆議院選挙の時期に経済成長率が有意に高いことが実証結果から認められるとして、政治的景気循環モデルと整合的な状況が日本で観察できると結論づけている。このことを、Itoは「政策操作仮説（manipulative hypothesis）」と呼んでいる。Cargillも日本銀行が衆議院選挙の時期に合わせて、コール市場の金利を操作していたことが実証結果から認められるとして同様に結論づけている。そこで、日本の景気循環と選挙の時期について、データから考察してみる。データから分析してみると、確かに衆議院選挙は景気拡張期に行われていることが多い。しかし、選挙時期が既に定められている参議院選挙は、景気後退期に行われていることが多いことが分かっ

た。これは、議論を呼ぶ事実であろう。なぜならば、参議院の選挙時期が確定している以上、与党は予め参議院選挙に備えて選挙時に景気を良くしておくことができるはずである。しかし、これまでの結果はそういう状況にはなっていない。参議院選挙に備えて政策を行ったにもかかわらず景気が良くならなかったのか、そもそも参議院選挙に備えて経済政策を行わなかったのかは分析のうえではわからない。これに対して、国政選挙ではないが、参議院選挙とほぼ同様に選挙時期が確定している統一地方選挙の場合は、景気拡張期におおむね行われていることがわかった。これをより詳細にみたのが、図1、図2である。図1が衆議院選挙の場合で、図2が参議院選挙の場合である。これらによると、実質経済成長率については、成長率の上昇局面で衆議院選挙が行われてきた場合が多く、成長率の下降局面で参議院選挙が行われてきている場合が多いことがわかった。インフレ率（小売物価上昇率）や完全失業率といった有権者が直面する経済状況を表す指標と選挙の時期について、両選挙ともそれほど差異はなく、インフレ率が完全失業率と選挙の時期についての明確な関係は見出せなかった。選挙時の経済状況と選挙結果を考察すると、衆議院選挙は、1980年と1986年の衆参同日選挙の場合を除けば、概ね経済成長率が高いほど与党議席シェアの変化率が高くなる。物価上昇率の方は、1980年と1986年の衆参同日選挙を除けば、物価上昇率

と与党議席シェアの変化率の間に明瞭な関係は見出せない。他方、参議院選挙については、経済成長率、物価上昇率と与党議席シェアの変化率との間にはいずれも明瞭な関係は見出せない。選挙の間隔と与党議席シェアの変化との関係を調べると、衆議院選挙は、前の衆議院選挙との間隔が開くほど、議席シェアの変化率が低下していることがわかった。これは、与党の選挙のタイミングを見計らっているうちに、景気が良くても悪くても選挙をせざるを得なくなるために、前の選挙から時間が経つにつれて与党が有利な状況で選挙ができにくくなることを示唆している。このことが、景気循環と選挙の関係を不明瞭にする一つの理由と考えられる。同様に、前の参議院選挙との間隔と議席シェアとの関係をみると、衆参同日選挙を入れれば、前の参議院選挙との間隔が開くほど議席シェアが低下していることが曖昧ながら見出せる。以上のように、日本における景気循環と選挙の関係は、経済的要因と政治的要因が合わさって、直観的には不明瞭になっている。このことから、選挙は景気循環に影響を与えているとするものと、景気循環に合わせて選挙を行っているというものと、相異なる結論が出されたまま今日に経っているのが現状である。

表1 戦後の景気循環と選挙の時期

	戦後の景気循環		衆議院選挙		参議院選挙		統一地方選挙	
	拡張期	後退期	拡張期	後退期	拡張期	後退期	拡張期	後退期
I	1951. 6~1951.10		—		—		—	
II	1951.10~1954. 1~1954.11		1952.10, 1953. 4		1953. 4			
III	1954.11~1957. 6~1958. 6		1955. 2	1958. 5	1956. 7		1955. 4	
IV	1958. 6~1961.12~1962.10		1960.11		1959. 6	1962. 7	1959. 4	
V	1962.10~1964.10~1965.10		1963.11			1965. 7	1963. 4	
VI	1965.10~1970. 7~1971.12		1967. 1, 1969.12		1968. 7	1971. 6	1967. 4	1971. 4
VII	1971.12~1973.11~1975. 3		1972.12			1974. 7		
VIII	1975. 3~1977. 1~1977.10		1976.12			1977. 7	1975. 4	
IX	1977.10~1980. 2~1983. 2		1979.10	1980. 6		1980. 6	1979. 4	
X	1983. 2~1985. 6~1986.11		1983.12	1986. 7	1983. 6	1986. 7	1983. 4	
XI	1986.11~1991. 2~1993.10		1990. 2	1993. 7	1989. 7	1992. 7	1987. 4	1991. 4
XII	1993.10~1997. 3		1996.10		1995. 7	1998. 7	1995. 4	1999. 4

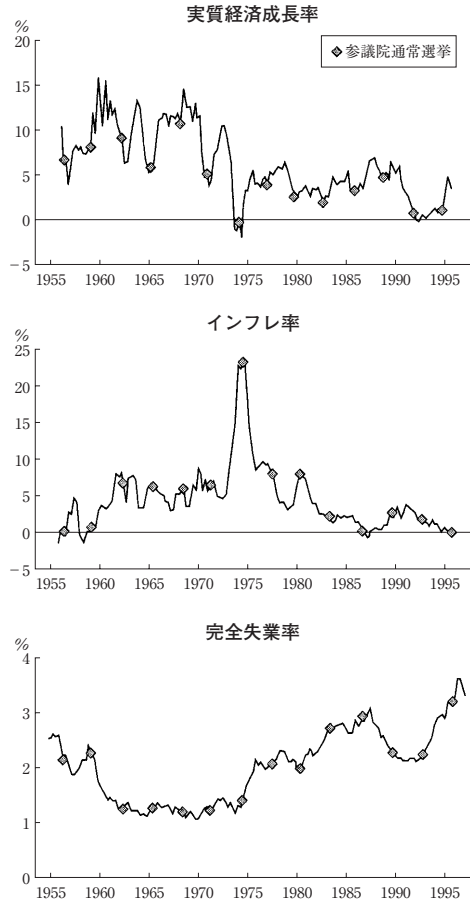
出所：井堀利宏・土居文朗著『日本政治の経済分析』木鐸社、2000年3月刊。

図 1 衆議院選挙



出所：井堀利宏・土居丈朗著『日本政治の経済分析』木鐸社、2000年3月刊。

図 2 参議院選挙



出所：井堀利宏・土居丈朗著『日本政治の経済分析』木鐸社、2000年3月刊。

3. バブル経済以降の国政選挙と日経平均株価

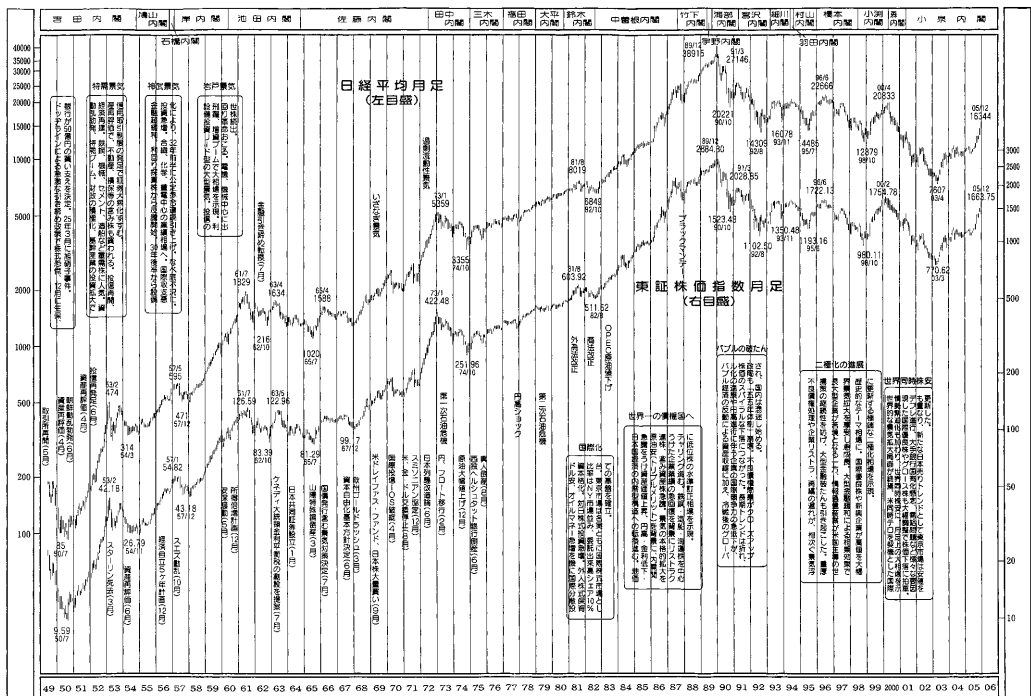
日本の戦後の国政選挙は、参議院が第4回(1956年)から第20回(2004年)と17回、衆議院が第22回(1946年)から第44回(2005年)と22回実施されてきた。そのうち景気循環でみると、拡張期でみると衆議院選挙は52年10月、55年2月、60年11月、63年11月、67年1月、69年12月、72年12月、76年12月、79年10月、83年12月、90年2月、96年10月、参議院選挙では、53年4月、56年7月、59年6月、68年7月、83年6月、89年7月、95年7月であった。(土居丈朗「日本の財政金融改革、景気循環と選挙」より、直近の国政選挙は入っていない) また、後退期は、衆院選で58年5月、80年6月、86年7月、93年7月、参院選で62年7月、

65年7月、71年6月、74年7月、77年7月、80年6月、86年7月、92年7月、98年7月であり、衆院選は景気循環の拡張期に多く、参院選は後退期に実施された歴史がある。この稿ではこうした経済循環と選挙結果がいかに連動し、経済指標がいかに変化するかを日経平均を中心に分析してみることにする。まず1989年(平成元年)には第15回参院選が7月23日実施された。当時の経済環境は、1986年以来景気拡大の基調であった。4月の消費税導入で冷えた消費もようやく回復していた。GDPは前年度で6.0%当年度は4.4%であった。選挙の事前予想では、自民党は消費税、リクルート問題、宇野首相のスキャンダルなどのマイナス要因が重なり苦戦で、改選議席の半数程度に落ち込む

との見通しであった。特に自民党離れの層は女性を中心に社会党が吸収するとの予測であった。その結果は、自民党が結党以来初めて参議院で多数を失い与野党が逆転し、歴史的な大敗になった。社会党は躍進したが、公明、共産、民社は振るわず、社会党46、自民党36、連合11、公明党10、共産党5、民社党4、税金税2、二院クラブ1、スポーツ党1、無所属10、(改選議席126)であった。争点としては、消費税見直し・廃止、リクルート問題、農産物自由化などであり、投票率は65.02%であった。選挙直前直後の日経平均は、直前の7月21日、33,899円43銭で、直後の7月24日、34,093円33銭(+193円90銭)であった。日経平均は前週末比193円90銭高と大幅高で、市場は政治離れの姿勢に陥った。選挙の前週の18日まで5日連続安の間に自民党の惨敗は織り込んだとの市場の見方が多いと分析されている。24日の東京株式相場は、参院選で自民党が大敗したものの「悪材料は出尽くした」との見方から4日続伸、

大引けの日経平均株価は34,093円33銭と3万4,000円の大台を回復した。しかし、24日午前のニューヨーク外国為替市場の円相場は下落し、11時50分現在、先週末終値比1円ちょうど円安・ドル高の1ドル、143円10~20銭で推移している。参院選での自民党の敗北と宇野首相の退陣発表を受けて円を売る動きが出ているのであろう。ただ「日本の政治混迷は予想の範囲内」との受け止め方も多い。1990年(平成2年)には第39回衆院選が2月18日行われた。当時の経済環境は、バブル景気の転機であったといわれ、株価は前年末をピークに年明け以降下落傾向にあった。GDPも前年度6.0%、当年度4.4%であった。選挙の事前予想は、自民党が安定多数を確保し、社会党も躍進するだろうとの観測で、海部首相の支持率が回復基調となった自民党と、追い風ムードの社会党との対決の中での選挙であった。また、公明、共産、民社の各党は苦戦の戦いでもあった。その選挙結果は、自民党が過半数確保で勝利し、社会党も躍

図3 歴代内閣と日経平均株価及び東証株価指数



出所：大和証券投資情報部

進した。自民党275(追加公認286)、社会党136、公明党45、民社党14、共産党16、社民連4、進歩党1、その他21(無所属2)であった。選挙直前直後の日経平均は、2月16日、37,460円32銭で、直後の2月19日、37,222円60銭(-237円32銭)であった。翌日の市場の反応は、自民党の大勝は朝方好感されたが、薄商いの中、引けにかけて売られた。利上げ懸念やイールドスプレッドの拡大による株価の割高感、また決算期前などの要因も重なったようである。19日の東京株式相場は、衆院選で自民党が安定多数を確保するとの観測を好感し反発して始まったものの、中ごろからは利上げ懸念が台頭し、小口売り物が幅広く出て、大幅安となった。大引けの日経平均は前週末比237円72銭安の37,222円60銭であった。売買高も3億4,000万株強と今年に入って2番目の低水準だった。自民党の衆院選の勝利にもかかわらず、為替相場が市場の予想よりも小幅な円高(1ドル、144円52銭)に止まったことや債権相場の下落から、第4次公定歩合下げを懸念する機運が高まったのである。機関投資家をはじめ全体に買いが手控えられる一方、銀行、証券株など金利敏感株中心に売り物が出て、日経平均は下げに転じた。また19日の東京外国為替市場の円相場は、総選挙の結果に反応が鈍く、終値は前週末終値に比べわずか0.3銭円高・ドル安の1ドル、144円52銭であった。自民党の安定多数確保を材料に円が買われる場面もあったが、「開票結果はほぼ事前の予想通り」という冷静な受け止め方が支配的であった。生命保険会社や石油会社などのドル手当て買いが次第に優勢となり、円相場は伸び悩んだ。1992年(平成4年)には第16回参院選が7月26日実施された。当時の経済環境は、バブル経済崩壊で景気が低迷のなかにあった。選挙の事前予想は、自民党が比例代表、選挙区選挙とも過半数を超えるといていた。民社党、社会党、連合との協力による連合型候補は予想に反して大変苦戦した選挙であった。結果

は、自民党は追加公認を含めて、改選過半数の70議席を確保して圧勝した。前回躍進した社会党は不振であった。また連合の会は惨敗であった。この選挙はミニ政党が林立し、日本新党が4議席を確保し、共産党を上回ったのも特徴的であった。自民党69(追加公認70)、社会党22、公明党14、共産党6、民社党4、日本新党4、二院クラブ1、スポーツ平和党1、無所属6、連合の会0、(改選議席数127)であった。この選挙の争点はPKO協力法の是非や景気対策が中心であった。投票率は50.7%と低かった。直前直後の日経平均株価は、直前の7月24日、15,497円79銭であった。選挙直後の7月27日は前週末より124円45銭安の15,373円34銭で引けた。市場の反応は、日経平均は124円安と年初来安値を更新した。自民党勝利に加え、日銀がこの日公定歩合を引き下げたが市場の反応は鈍く、景気、企業業績の先行きへの懸念が根強いことを示した。出来高は約2億3,000万株と薄商いであった。27日の東京株式相場は、日銀による第5次公定歩合引き下げや参院選での自民党の圧勝などを好感して反発して始まったものの、後場に入って売り戻され安くなった。午後1時現在の前場の日経平均は前週末比102円27銭安の15,395円52銭であった。前場の東証一部市場の売買高は9,000万株という薄商いで、相場の先行きに依然慎重な姿勢をとっていた。この日は売りに回っていた向きの買い戻しが幅広く入り、朝方はほぼ全面高となった。しかし後場に入り、企業業績の下方修正懸念など不透明要因は相変わらず払しょくされないという弱気が支配的となった。1993年(平成5年)には第40回衆院選が7月18日に実施された。この時の経済環境は、景気は一進一退だが経済企画庁長官は6月に「おおむね底入れ」と宣言した。GDPは前年度0.4%、当年度0.5%であった。選挙の事前予想は、自民党が分裂し、日本新党に続き、新生党、新党さきがけと新勢力の誕生で多党化した選挙であった。当初、自民党の苦

戦が予想されたが、直前の1週間前は前回議席の確保すると世論調査結果もあったほどである。社会党は非常に苦戦した。しかし、選挙結果は自民党が過半数に及ばず惨敗した。また予想通り社会党も大敗した。自民党223、社会党70、新生党55、さきがけ13、日本新党35、民社党15、公明党51、共産党15、その他30であった。この選挙では保守系新党が躍進したのが特徴的であった。この選挙での争点は、政治改革・政界再編であった。そのため自民政権の継続が、非自民(社会、公明、民社・社民連、新生党)連立政権かが大いに問われた。しかし経済関連の争点はなかった。投票率は67.26%で争点があったわりには高くなかった。選挙直前の7月16日の日経平均は20,331円53銭であったから、直前の7月19日には前週末より180円61銭安の20,150円92銭となって引けた。選挙翌日の市場の反応は、選挙結果は予想通りとの冷静な反応で日経平均は下落した。19日の日経平均は一時、前週末比200円以上上げる場面もあった。様子見ムードが強い中、株価指数先物との裁定解消に伴い現物株に幅広く売りが出たためであった。「総選挙の結果は予想通り、株価には織り込み済み」というのが大方の市場関係者の見方で、とりわけ政治情勢の混迷を嫌うとされる外国人投資家も「電子部品材料株などに買いが目立った」といい、先週末の買い越し姿勢に変化はなかった。もちろん「自民党が大勝した場合には、相場は急伸するかもしれない」との声はあったが、しかし実際には、先週までに期待先行で買い付いた投資家は少なかったため、失望売りを裕びることはなかったのである。選挙という不透明要因が一つなくなり、市場関係者の関心は今後の政権はどうなるか、という点に移っている。自民党の宮沢総裁が首相指名選挙に立候補する意欲を示したことには、嫌気する声が出ていた。「連立政権を作るにせよ、政策協調するにせよ、他党の協力を得やすい総裁を選び、早めに政権基盤を固めてもらいたい」というわけである。景気回復の鈍さ

が懸念されているだけに、生保など機関投資家には「足元の景気実勢を見直したい」との声も多い。「5月の景気動向指数の発表を20日に控え、売り買いしづらい」と、模様眺めの姿勢を崩していない。手掛かり材料に乏しいため、株価は20,000円中心に狭い範囲で推移するとの見方が市場では支配的である。1995年(平成7年)には第17回参院選が7月23日に施行された。選挙当時の経済環境は、93年末から緩やかに回復傾向の景気状況であった。しかし、この年には阪神大震災と円急騰で景気は大きく冷え込んでいった。GDPは前年末6.0%、当年末4.4%で推移した。この選挙の事前予想では、自民党は分裂し、その一部は新進党へと移行するという影響もあり、単独過半数の獲得は微妙ということであった。新進党の参入によって、社会党はいよいよ苦戦し、前回議席を割る見通しであった。また投票率が伸びなければ組織票の多い新進党が有利という予想であった。その結果は、自民党、さきがけは不振で、社会党は過去最低議席となり大敗しつつ、与党3党で改選過半数はようやく維持したのであった。自民党49(追加公認1)、社会党16、さきがけ3、新進党40、共産党8、民改連2、平和市民1、二院クラブ1、その他(無所属)6、(改選議席126)であった。選挙争点は、景気対策が中心で、銀行への公的資金投入や不良債権処理、村山連立政権の評価、阪神大震災を経験による危機管理などが大いに議論となった。投票率は44.5%と過去最低の水準であった。選挙直前7月21日の日経平均は16,589円09銭で、直後の24日には前週末より2円41銭高の16,591円50銭であった。選挙翌日の市場の市場の反応は、選挙結果は予想の範囲内との見方が多勢を占め、材料視されなかった。そのため売買共に見送られた売買代金は2,087億円と低水準で引けた。24日の東京株式市場は後場に入って下げ幅ながら縮少した。朝方は海外投資家などの小口投資家などからの小口買いが先行し小高く始まったが、その後は外国為替市場で円が一時、1ドル、87円

台に上昇したことが嫌気され、売り物に押されがちの展開になり、日経平均は一時200円以上下げる場合もあった。半面、積極的に売られたく動きもなく、後場は急速に下げ渋った。参院選の結果については「予想通りで織り込み済み」との見方が大半で、売り買いの材料にはならなかったのである。また24日の東京外国為替市場は米系ヘッジファンドなどの海外勢による円買い・ドル売りが先行して円が一時、1ドル、87円75銭まで上昇した。これに対し、日銀が2億～3億ドル規模の円売り・ドル買い介入を実施したことなどから円はやや下落、88円台前半で取引された。参院選の結果については、「当初の予想通り」とする声が多かった。1996年(平成8年)には第41回衆院選が10月20日に実施された。この年の経済環境は、政府が2月に事実上の景気回復宣言をしたが、経済成長率は一進一退の状況であった。GDPは前年度3.0%、当年度は4.4%であった。この時の選挙の事前予想は、自民党が小選挙区で優勢で過半数をうかがう勢いであり、自民・新進との争いの中選挙区、比例代表では民主党が保守層を取り込むという予想であった。また社民党は小選挙区で当初公認していた候補の半数が党の分裂で民主党へ流れたために大いに苦戦した。その結果、自民党は過半数には届かず、社民党、新党さきがけとの連立政権協議に陥った。共産党は大きく躍進した選挙であった。自民党239、新進党156、民主党52、共産党26、社民党15、さきがけ2、民政連1、その他(無所属)9、(改選議席数500)であった。この選挙の争点は、消費税率引き下げ、行政改革、橋本連立政権の是非などが中心であった。また投票率は59.65%と低調であった。選挙直前の10月18日、日経平均は21,612円30銭であり、直後の21日の株価は前週末比309円35銭安の21,302円95銭で引けた。選挙翌日の市場の反応は、日経平均は3営業日ぶりに反落した。前の一週間で自民党優勢との見通しから、644円上昇しており、すでに安定政権が織り込まれていたとの見方が

ある反面、自民党の議席数が予想を下回ったことに嫌気したとの見方もある。21日午前の東京株式市場は、日経平均が3営業日ぶりに反落し、総選挙の結果は日経平均が一週間で644円上昇した先週で既に織り込み済みとの見方から金融機関などの利益確定の売りが先行した。市場では、「新政権がどこまで行政改革に取り組むかに注目している」などと、今後打ち出される具体的な政策に関心が集まっている。また20日の衆院選で自民党が比較第一党を確保したことを受けた21日の東京外国為替市場の円相場は、一時1ドル、112円85銭と94年1月以来の安値水準を更新した。自民党主導の政権継続と消費税率の5%への引き上げが固まったことで、景気の下支えのために「超低金利政策の継続が見込まれる」との見方が多く、日米金利差から、円売り・ドル買いに安心感が広がっているのが市場である。1998年(平成10年)には第18回参院選が7月12日に実施された。この時の経済環境は、97年秋の大型金融破綻で景気腰折れし、マイナス成長に入った時であった。GDPも前年度から-0.4%、当年度は-2.0%とマイナス成長期に入った。その選挙予想も、一週間前の日経新聞の世論調査で自民党の議席予想は60±5で改選議席維持程度であった。また民主党は足ぶみ状態であり、無党派層の行方が不透明な選挙であるとしていた。その結果、自民党は惨敗し、民主党は大いに躍進した。自民党45(追加公認1)、民主党27、共産党15、公明党9、自由党6、社民党5、その他(無所属)20、(改選議席数126)であった。選挙の争点は、景気対策が中心で、特に不良債権処理が論争された。引き続き橋本政権の是非も問われた選挙であった。選挙直前の7月10日の日経平均は16,090円06銭で、直後の13日は前週末比270円30銭高の16,360円39銭であった。選挙翌日の市場の反応は、自民党の大敗で朝方は政治空白懸念から売られたが、その後は不良債権処理や景気対策の実行が早まるとの期待感が優勢で日経平均は大幅高に終わった。参院選の結果



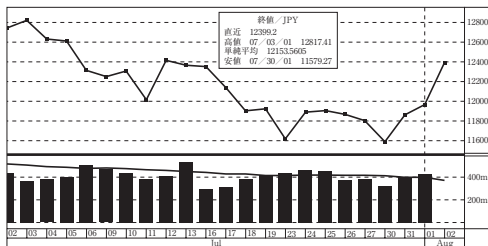
を受けた13日の東京株式市場は、日経平均が3日ぶりに反発した。この選挙で自民党の大敗の影響から朝方は政治空白を懸念した売りで株価は下げたが、その後は不良債権処理や景気対策が早まるとの期待感が優勢になった。公的・年金資金が優良株中心に買いを入れたのであった。また13日のニューヨーク外国為替市場では円はドルに対して買い戻され、一時1ドル、140円35銭前後まで上げた。「橋本首相の後継者は景気対策に積極姿勢を取らざるを得ない」との見方から円買いが先行する展開であった。自民党大敗でアジア危機が再燃するとの見方もあったが、後継首相がはっきりするまでは円を売り込みにくいとのムードになっている。橋本首相は13日午後、参院選での自民党大敗の責任をとって総理・総裁を辞任する意向を正式に表明した。その後、後継総裁選びの日程がプログラム化され、旧小渕派が強く推す小渕恵三外相を軸に調製が進んだのであった。2000年(平成12年)には第42回衆院選が6月25日に実施された。選挙時の経済環境は、この年の1～3月期GDPは実質年率-0.6%であった。(平成12年度は実質GDP+1.2%、6月0.5%、9月-2.7%、12月2.6%である)このことを受けて森首相が景気底入れを明言した。前年度GDPは0.5%であった。選挙の事前予想は、自民党、公明党、保守党の与党3党で安定多数の254議席を超える勢いであった。自民党は中・四国地区の小選挙区で強み傾向があり、野党は民主党が都市部の小選挙区で伸びるが比例代表は伸び悩むという観測があった。その結果、与党3党が65議席を減らす大敗北であるが安定多数を確保した。民主党は予想通り躍進した。自民党233、公明党31、保守党7、民主党127、共産党20、自由党22、社民党19、無所属の会5、自由連合1、無所属15(改選議席数480)であった。投票率は62.5%であった。選挙直前の6月23日の日経平均は、16,963円21銭であり、直後の26日は前週末比-37円81銭の16,925円40銭で推移した。選挙翌日の市場の反応は、

選挙結果は、「ほぼ当初描かれていた予想の範囲」との受け止め方が大勢で、売り買いとも少なく模様眺め気分が強い中、小幅安で引けた。26日の東京株式市場では、ハイテク銘柄中心に売りが出て日経平均が下落した。下げ幅は一時200円を超えた。要因は前週末の米国市場でインターネット関連株が売られたことを嫌気したことであろう。選挙結果については、政治空白が避けられ景気対策も続くとの安心感はあるが、ほぼ予想通りとの受け止め方であった。26日午前の東京外国為替市場の円相場は、1ドル、104円台半ばで落ち着いた動きを示した。衆院選で与党3党が安定多数を確保したことについて、市場では「いまのところ相場を大きく動かす材料にはなっていない」と受け止める向きを多いからである。小泉内閣は成立して戦後3番目(1番は佐藤栄作内閣、2番は吉田茂内閣、4番は中曽根康弘内閣)の長い政権になった。5年の長い政権で4回の国政選挙が実施された。その小泉内閣下の4回の選挙を日経平均のチャートを以下示してみる。2001年(平成13年)には小泉内閣初の国政選挙である第19回参院選が7月29日実施された。選挙時の経済環境は、5月中旬から下旬にかけての日経平均はFOMCでの利下げ(5月15日)やブッシュ大統領の新エネルギー政策発表(5月17日)などで地合いが好転した米国株式市場に連れ高し、5月16日の安値13,694円から22日の高値14,345円まで強含んだ。しかし、6月11日に1～3月期のGDPが前期比マイナスで発表されると国内景気の先行き懸念が広がり、相場は下値を切り下げた。2001年1～3月期実質GDPは前期比-0.2%と2四半期ぶりにマイナス成長へなった。政府経済見通しである+1.2%は未達となった。選挙の事前予想は、小泉人気ブームで自民党結党以降、一時あった大平首相死去による吊り総選挙に次ぐ自民党圧勝ムードの選挙であった。小泉効果がいかに自民党に集票されるかが予想された選挙で野党にとっては極めて戦いにくい観測であった。その結果は、小泉効果

が予想通り効を生じ、小泉旋風が吹き荒れ自民党の大勝で終わった。民主党、自民党は多少議席を増したものの、連立を組む公明党は横ばい、保守党は減少した。また共産党も現員を守れず減少した。自民党は小泉人気のブームに乗って全国的な無党派層の集票をし一人勝ちの大勝をした。自民党64、民主党26、公明党13、自由党6、共産党5、社民党3、保守党1、無所属3、(改選議席数121)であった。この選挙の争点は、小泉首相の「聖域なき構造改革」の是非が前面に出た選挙であった。日本社会と国民生活にシステム転換を迫る「小泉政策」の行方を探ることの是非が問われたことであった。しかし投票率は、人気のムードの割りに56.44%(選挙区)と意外にも低調であった。選挙直前の7月27日の日経平均は11,798円08銭であったが、直後の30日の終値は前週末比218円81銭安の11,579円27銭と、7月23日に付けたバブル崩壊後の終値での最安値11,609円63銭を更新し、1985年1月7日以来の水準に落ち込んでしまった。選挙翌日の市場の反応は、参院選での自民党勝利を受けた30日の東京株式市場は、小泉首相主導による構造改革が進むことで当面の景気がさらに悪化する懸念などが広がり、ハイテク関連や銀行などの銘柄を中心に、ほぼ全面安の展開となった。そして、日経平均はバブル崩壊後の終値を更新してしまったのである。市場では「構造改革の方向性は支持する」との見方が多いものの、改革の急激な断行に伴う企業業績への「痛み」を嫌気する声が増しに強まっているほか、金融機関などが保有する株式の持ち合い解消売りなどで株価の下振れリスクも

潜在的に強まっているからなのである。小泉政権2度目の選挙は、2003年(平成15年)第43回衆院選が11月9日施行された。選挙時の経済環境は、前月より日経平均5%を超える下げ傾向で、10月10日衆議院の解散を受けての選挙であった。選挙の事前予想も前回の小泉旋風の追い風は大きくはないものの自民党圧勝のムードの選挙であった。その結果、自民党が小選挙区で167、比例区で61、計228(解散時247)、民主党が小選挙区で104、比例区で64、計168(同137)、公明党小選挙区9、比例区21、計30、共産党小選挙区0、比例区8、計8(同20)、社民党小選挙区1、比例区2、計3(同18)、保守新党小選挙区4(同9)、無所属の会小選挙区1(同5)、自由連合小選挙区1(同1)、無所属小選挙区11(同11)、計454小選挙区290、比例区156であった。投票率は小選挙区59.86%(前回62.49%)、比例代表59.86%(前回62.45%)と低調だった。その後、無所属で立候補した加藤紘一、江藤拓、古川禎久は11月10日、自民党に追加公認された。日経平均は選挙直前の11月7日には終値で前日比76円68銭高の10,628円98銭であったが、直後の週明けの10日は前週末比-124円44銭の10,504円54銭で引けた。総選挙の結果については連立与党が絶対安定多数を確保したことから取引にはほとんど影響しなかったとみられる。また11日には前日比-297円50銭の10,207円04銭と大引けであった。11月17日には前日比-380円23銭安の9,786円83銭と1万円を割ってしまった。今回の衆院選では従来にない新たな現象が見られた。例えば政権公約(マニフェスト)がもてはやされた。民主党は「政権選択の選挙」と位置づけ、1996年の自民党と新進党との対決以来のことである。公示前に民主党と合併した自由党の党首を務めた小沢一郎氏が率いたのが新進党である。「小泉・安倍」と「菅・小沢」の二枚看板の対決も話題となった。従来あまり争点にならなかった外交・安全保障も、イラクへの自衛隊派遣問題を中心に論戦のテーマとなった

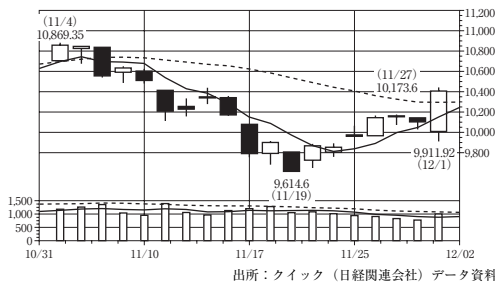
図4 2001年参院選時の日経平均



出所: Bloomberg (米国経済通信社) データ資料より

ことも特筆できよう。英国の政党政治に倣って、各党が発表したマニフェストは実現への具体的な手順、財源などの裏付けが明確でないものも多かった。2004年(平成16年)には第20回参院選が7月11日行われた。当時の経済環境は東証が2月以来の10億株割れ(2日)、東証1部代金も1兆円割れ(5日)など経済状況が悪く新聞各紙は、自民党苦戦を報道していた。その結果、自民党47(選挙区34、比例区13)、民主党49(選挙区31、比例区18)、公明党10(選挙区3、比例区7)、共産党3(選挙区0、比例区3)、社民党2(選挙区0、比例区2)、無所属5(選挙区5、比例区0)、計116(選挙区73、比例区43)であった。自民党にとって予想通りの苦戦であった。自民党は1減、民主党は12増と大躍進であった。自民党は微減であるが、共産、社民

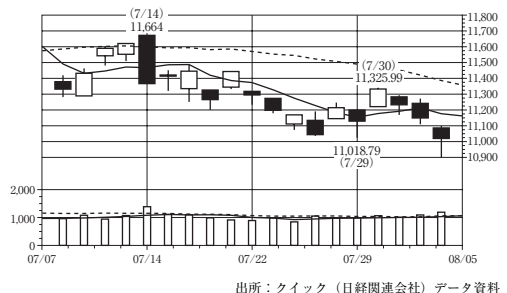
図5 2003年衆院選時の日経平均



は激減であった。しかし、参議院全体でいえば、与党は絶対多数を確保した。自民党の敗北は、政府の年金法案の強行採決と小泉首相の説明不足、イラクでの自衛隊の多国籍軍への参加の説明不足、小泉首相の賞味期限切れなどが要因であった。多くの有権者は、公示日以前、投票率の低下を予測した。結果は56.57% (前回比+0.13%) と前回とほぼ等しく、予測した45~50%の投票率を上回った。これは小泉首相に対する抗議の意味で多くの有権者が投票したことによると解されている。政治不信にも拘わらず、投票の棄権が多くなかったことが今回の自民党の敗北を生み出した。さらに従来の自民党の集票マシンである建設業界などで、自民党候補者に推薦が出ない、あるいは選挙応援を行

わないという事実が多く見られた。これは他方から小泉改革のため、補助金などが削減されたため疲弊し「これ以上、小泉政権につき合うのはごめんである」という気分のためであった。ある意味の改革の成果である。また公明党も、自民党が単独過半数に達することを警戒し、その支援が全力ではなかった。結果として自民党はその基礎体力が著しく低下し、さらに公明党に大きく依存しなければならないことが明らかになった。選挙直前の7月9日、日経平均は前日比+101円30銭の11,423円53銭で、直後の12日は前週末比+158円75銭の11,582円28銭で引けた。12日の日経平均は参院選での自民党の議席減は小幅にとどまったことから懸念された政局の混乱は遠のいたとして、株価は大幅に続伸した。前週末終値比158円75銭高の1万1,500円台を5営業日ぶりに回復して取引を終えた。市場は、先週自民党の大敗を予想して値を下げていたが、実際には「市場の想定の上限」となる49議席を獲得したことから、空売りを仕掛けていた投資家などが買い戻しに動いた。当面の懸念材料が払しょくされたことで、積極的な買いも入り一部上場銘柄の85%が上昇するほぼ全面高の展開となった。また12日の東京外国為替市場の円相場は、参院選で市場の事前予想ほど自民党が議席を減らさず、政局の混乱が当面回避されたとの安心感から円が買われた。午後5時現在、前週末(午後5時)比55銭高・ドル安の1ドル、107円71~74銭で大方の取引を終えた。朝方発表された5月の国際収支状況(速報)で、経常黒字幅が11カ月連続で拡

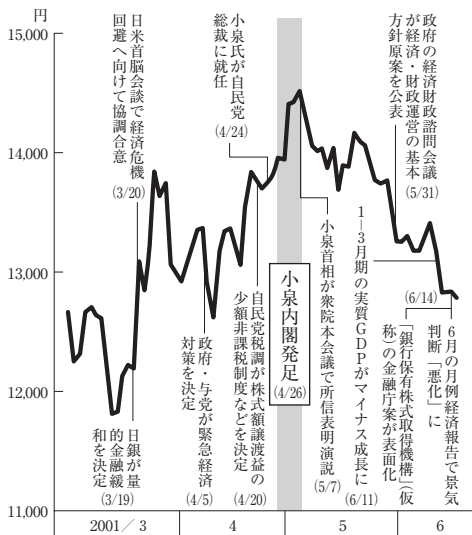
図6 2004年参院選時の日経平均



大したことも、海外投資家などの円買い材料になった。市場では「今週発表される米国の主要経済指標をにらみながら、当面は1ドル、107円を上下する展開となる」(都市銀行)との見方が強い。その後、15日橋本派の1億円日歯からの献金問題が発覚し政治不信が増幅した。22日、NYダウも一時1万ドルを割ってしまった。2005年(平成17年)には第44回衆院選が9月11日に施行された。小泉政権のもとでの4回目の国政選挙となった。この選挙は前代未聞の郵政民営化関連法案をめぐる分裂した自民党は公明党とともに民営化実現を掲げ、過半数(241議席以上)の議席獲得を目指しての戦いであった。予想は自民、民主両党が激しく競い合う都市部の攻防などが勝負のカギを握るとされた。民主党は自民党の分裂を好条件として政権交代実現を強調して訴えた。その結果は自民党小選挙区219、比例区77、計296、民主党小選挙区52、比例区61、計113、公明党小選挙区8、比例区8、計31、共産党比例区9、社民党小選挙区1、比例区6、計7、国民新党小選挙区2、比例区2、計4、新党日本比例区1、諸派比例区1、無所属小選挙区18(改選議席480)であった。結果は自民党の絶対安定多数(269)を大き

く上回る296議席を獲得し、公明党と併せた与党全体の議席が総定数の3分の2(320)を超す圧勝となった。小泉首相が最大の争点に据えた「郵政民営化」は有権者に信任され、首相の政権基盤は一気に強まった。今回の自民党の歴史的勝利は、2大政党化の流れや、衆院と参院の関係などにも大きく影響を与えそうである。選挙直前の9月9日の日経平均は前日比+158円15銭高の12,692円04銭で、直後の12日は前週末比204円39銭高の12,896円43銭の高値を付けた。12日の東京株式市場は衆院選での自民圧勝を受けた構造改革進展への期待感などから、ほぼ全面高となった。日経平均株価は一時、2001年7月以来4年2カ月ぶりに、12,900円台を回復した。終値でも、今年最高値となる前週末比204円39銭高の12,896円43銭と約4年2カ月ぶりに12,800円台を回復した。市場は、自民党圧勝の結果、「構造改革に対する抵抗勢力が少なくなり、小泉政権は従来より迅速に改革を実現できる」との観測が強まり、銀行や不動産など内需関連株が買われた。海外の投資家の積極的な投資が株価急騰の原動力とみられ、「構造改革で政府部門の民営化や規制緩和が進めば、民間企業の収益が増し、日本経済が活性化する」と見ている。以上、小泉政権下の国政選挙を概観したが、「構造改革なくして景気回復なし」をスローガンに掲げた政権の経済改革を検証してみる。小泉政権が発足して以来、景気は悪化の一途をたどってきた。発足直後、構造改革が進むとの期待感から、一時、株価は上昇したが、その後改革の成果は見えないことや、実質成長率、失業率など経済の実態を表す指標が次々に悪化し、日経平均も一時、1万円の大台を割り込み7,000円台の時期もあった。市場の期待が急速にしぼんでしまった。2001年度の実質成長率は当初見込みの前期比プラス1.7%からマイナス0.9%に下方修正された。日本経済は戦後初めて2年連続のマイナス成長になっていった。小泉政権の経済運営の特異性は、こうした危機の進行に対して、有効な対応策を打ち出さ

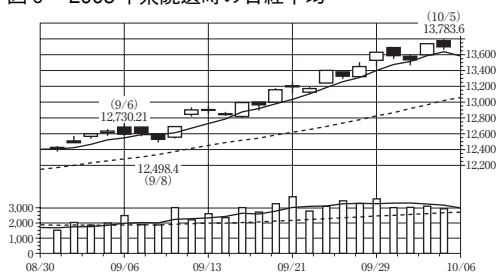
図7 日経平均株価と政局の動き



出所：日本経済新聞2001年6月16日(土)付

ないままであることにあるのであった。これまでの内閣は財政悪化という負の遺産を残しながらも、景気悪化に対して様々な対応策を講じてきた。これに比べると、小泉政権の対応の違いは際立っている。小泉内閣の姿勢を端的に示したのが、小泉首相の「株価の動向に一喜一憂し

図8 2005年衆院選時の日経平均



出所：クイック（日経関連会社）データ資料

ない」という発言である。株価が急落し、金融機関やメーカーの中間決算を直撃する事態を迎えても、この姿勢が堅持されたのであった。財政赤字の状況を見れば、従来型の公共事業による大型の景気対策を打ち出せないのは理解できるが、大型の財政出動を伴わない景気の活性化対策はエコノミストなどから次々に提案されてきた。例えば、株式市場の活性化策は政府・与党が打ち出したにもかかわらず、具体策の詰めが放置されてきた。税制改革で事実上の決定権を握る自民党税調が検討を急がなかったことに原因があるが、小泉首相の姿勢にも大きな責任がある。また景気悪化という深刻な事態に対し、小泉内閣の危機感は希薄だった。小泉首相などの「マイナス成長もやむをえない」との発言に、経済界は不信感を募らせている。しかし2005年に入るや日経平均は反転の構想を示し、2005年9月1日には最高値を更新した。しかも、ほぼ一本調子の上げ相場で、その起点は衆院解散の8月8日である。一見すると、選挙が牽引役のように見える相場の強さの要因を検証してみる。エコノミストらはこれらの上げ相場を「企業が自らの努力で業績を回復させてきたことを、外国人も含めた投資家が評価したものである。選挙の影響はない」と分析している。郵政

関連法案の参院での採決を目前にした7月後半から8月前半にかけて、「法案否決で解散・総選挙となれば、政局不安をもたらし、株価は下落する」というシナリオが株式市場で大勢を占めていた。確かに参院での否決が決定的とされた8月4日、5日は大幅な下げとなったが、否決、解散の8日は小幅ながら反発し、それ以降、上げ相場に転じた。10日には心理的な壁とされた日経平均は12,000円台を1年4カ月ぶりに終値で突破した。さらに24日には、4年1カ月ぶりの高水準12,500円に乗せるなど急ピッチで上げた。その後、もみ合ったが、再び上昇に転じた。ほぼ一本調子の上げ相場は、過去2回の衆院選での相場と明かに様相が異なっていることが解った。今回の株価上昇は、①企業業績が当初の想定よりも強含みで推移し、上方修正の可能性が高まっている②さまざまな経済指標での好調なデータが相次いでいる③政府・日銀から景気の踊り場からの脱却宣言が出された、など、経済のさまざまな要素を統合したファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)の強さを投資家が好感したためだろう。特に牽引役は外国人投資家だったのだ。国内の機関投資家や個人投資家は、政局の影響を多大に考慮して、模様眺めのスタンスなのに対し、外国人投資家は「解散、総選挙にもかかわらず、小泉政権で進めてきたさまざまな改革は止まらないとみて、7月後半から一手に買って来た」とエコノミストは状況を見ている。今回の選挙は、これまでと違って政・官(政治と官庁)との依存度合いが減っていると証券業界の見方が強い。バブル経済崩壊以降、選挙の争点は景気回復が重点的であった。小泉政権以前の自民党は、財政を出動し公共投資を拡大し景気を刺激するというのが基本路線だった。こうしたケースでは、建設関連株などが需要拡大を見込んで上昇するといった局面が多かった。しかし、今回の選挙では、財政再建や構造改革が争点であった。それだけに、公共投資などの財政出動拡大の可能性はほとんどなく、選挙戦が株価に与える影響は微小であ

った。相場牽引の中心となっている外国人投資家が選挙で注目するのはこれまでの改革路線が進むか後退するかのだけであった。「自民党と民主党のマニフェスト(政権公約)も、構造改革の面では大差ない」とのエコノミストらの評価の中で、今後の選挙戦の動向が株価に与える影響は限定的なのである。

#### 4. 結果と考察

以上、最近までの日本のマクロ経済データ、選挙データを活用して、財政政策、景気循環と選挙の関係について実証分析した。その結果、先行研究では、選挙に向けた政策を操作して経済状態の良い状況で選挙を行ったという仮説と、選挙は経済状態の良い状況の時を選んで(衆院選の場合)行われたという仮説がともに主張されており、決着がつけられなかった。衆院選については、石油危機前(固定為替相場制下)では選挙に向けて金融政策が行われたという可能性は認められた。そして、55年体制の時期を通じて、与党自民党は、衆院選は選挙の時期に向けて政策が操作されたというよりも、景気の良い時期を選んで選挙が行われたことが確認された。参院選は承知の通り選挙の時期が事前に確定している。しかし、参院選は景気後退期に行われることが多く、実質成長率も選挙の時期にかけて特に高くなっているとは計量分析では認められないが、インフレ率では政治的景気循環と合致する結果が得られた。また参院選では、石油危機前(固定為替相場制下)は選挙に向けて金融政策が、石油危機後は財政政策が操作されたという可能性は認められた。このことから、参院選については選挙に向けて政策が操作されたが、景気を動かすには至らなかった。従って、我が国では政治的な理由で景気変動が生じた可能性は小さく、その意味では景気に与える政治的コストも小さかった可能性が高いことが立証されたのである。

本稿は平成13年10月13日(土)生活経済学会東北部会第7回研究大会(東北福祉大学)での「国政選挙と実体経済の相関性—日経平均株価

と選挙の動向について」というテーマで発表したものに加筆したものである。

#### 注

- 1) 井堀利宏・土居丈朗『日本政治の経済分析』木鐸社、2000年3月26日刊、pp102～111
- 2) Alisina, A. and N. Roubini, 1992, Political cycles in OECD economies, *Review of Economic Studies* 59, pp663～688
- 3) 猪口孝『現代日本政治経済の構図』東洋経済新報社、1983年刊
- 4) 和田淳一郎「政治過程の経済学的分析」『ヘルメス』第36号、pp75～115
- 5) Ito, T. and J. H. Park, 1988, Political business cycles in the parliamentary system, *Economics Letters* 27, pp233～238
- 6) Ito, T., 1990, The timing of elections and political business cycles in Japan, *Journal of Asian Economics* 1, pp135～156
- 7) 西澤由隆・河野勝「日本における選挙経済循環」『レヴァイアサン』第6号、pp152～171
- 8) Cargill, T., 1991, The Bank of Japan's response to elections, *Journal of the Japanese and International Economics* 5, pp120～139
- 9) Cargill, T. and M. M. Hutchison, 1991, Political business cycles with endogenous election timing: Evidence from Japan, *Review of Economic Statistics*, 73, pp733～739

#### (参考文献)

- 猪口隆『現代日本政治経済の構図』東洋経済新報社、1983年
- 和田淳一郎「政治過程の経済学的分析」『ヘルメス』第36号、1985年
- 西澤由隆、河野勝「日本における選挙経済循環—総選挙と政府の財政改革」『レヴァイアサン』第6号、1990年
- 土居丈朗「日本の財政金融改革、景気循環と選挙」『東京大学経済学研究』第40号、1998年
- 福岡政行『日本の選挙』早稲田大学出版部、2000年6月
- 井堀利宏『経済学で読み解く日本の政治』東洋経済新報社、1999年5月
- 後藤謙次『日本の政治はどう動いているのか』共同通信社、1999年9月
- 小野耕二『日本政治の転換点』青木書店、1998年4月
- 石川真澄『この国の政治』旬報社、1997年6月
- 自由民主党『月刊自由民主』自由民主党出版局
- 日経BP社『日経ビジネス』2000年2月26日号、日経BP社発行
- 大和証券投資情報室『Daiwa Investment Strategy』(月刊)、大和証券投資情報室発行
- 大和証券投資情報室『Daiwa Investment Weekly』(週刊)、大和証券投資情報室発行
- メリルリンチ日本証券調査部『Merrill Lynch Weekly Research Report』(週刊)メリルリンチ日本証券調査部発行
- 金融専門通信社Bloombergレポート
- 三菱UFJ証券投資情報部『Equity Market Weekly』(週刊)三菱UFJ証券投資情報部
- 時事通信社『金融財政』(週刊)時事通信社