

Weekly エコノミスト・ レター

菅政権下での金融市場の振り返りと 岸田新政権への示唆

経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 本日、菅前内閣が総辞職し、岸田新内閣が発足するにあたり、菅政権下における金融市場の動きを振り返り、岸田新内閣への示唆を考える。
2. まず、日本株は菅政権下において大きく上昇したが、米国株の大幅上昇という外部からの強力な追い風に助けられた面が大きく、むしろ米国株との比較では劣勢に留まった。米経済が順調に回復する一方で、日本ではワクチン接種の開始や病床の確保が遅れたために行動規制を強めざるを得なくなり、景気の回復が遅れたことが一因だ。また、菅政権は市場の成長期待に働きかける力も乏しかったと考えられる。肝いりの施策として、「脱炭素」や「デジタル」が掲げられたものの、時間軸や具体的な効果が不透明なことから、成長期待を大きく喚起するには至らなかった。さらに、コロナへの対応等に対する批判が高まり、支持率が大きく低下したことによって、政権・政策の持続可能性に対する懸念が台頭したことも市場の成長期待を損ねた可能性がある。日銀の金融政策の緩和余地が乏しくなっていたことで、円安を通じた成長期待への働きかけも難しかった。
3. 今後とも世界的な経済動向や市場環境などが日本株や円相場に多大な影響を及ぼす点は変わらないが、新政権による政策運営が日本経済への期待を高めることが出来るか否かが株価を大きく左右するだろう。具体的には、①安倍・菅両政権が苦しめられたコロナ禍への効果的な対応、②金融緩和以外の独自の政策による潜在成長率の底上げ、③経済政策を力強く主導するための政権基盤の安定が求められる。岸田新政権がコロナ禍をうまくコントロールしつつ、政権基盤を固めて日本経済の潜在成長率引き上げに資する政策を進めることが見えてきた際には、これまで劣位に置かれてきた日本株の米国株等に対する巻き返しが起きるはずだ。

菅政権下での金融市場の動き(注1)

	菅政権	(安倍政権初期)
日経平均騰落率	+24.4%	+64.0%
ND倍率変動幅	▲0.02倍	+0.23倍
海外投資家 株買い越し額(注2)	2.0兆円	12.7兆円
ドル円レート変動幅	+3.6円	+19.2円
長期金利変動幅	+0.01%	▲0.14%
日米長期金利差 変動幅	+0.64%	+1.18%
ブレイクイーブン・インフラ率 変動幅	+0.35%	+0.78%

(注1) 菅政権は総辞職～退陣表明の355日間、安倍政権初期は野田政権による衆院解散表明(2012年11月14日)から355日間

(注2) 菅政権は2020年9月、安倍政権は2012年11月以降の12カ月間累計

(資料) Bloomberg、Thomson Reuters、日本取引所グループよりニッセイ基礎研究所作成

1. トピック：菅政権下での金融市場の振り返り

本日、菅前内閣（以下「前」は省略）が総辞職し、岸田新内閣が発足する。日本の政治が節目を迎えるに当たり、菅政権下における金融市場の動きを振り返り、岸田新内閣への示唆を考える。

なお、市場は先行きへの期待を如実に反映して動く。現に9月上旬に菅首相が自民党総裁選への不出場（退陣）を表明した後に日本株は急上昇したが、菅政権に対する評価が上がったわけではなく、次期衆院選での自民党大敗リスクの低下や、新政権による経済対策への期待等を反映した動きとみられる。従って、以下分析における「菅政権下」は、菅政権の発足から退陣までの期間ではなく、菅首相が自民党総裁選で総裁に選出された日（2020年9月14日）から退陣を表明した日（2021年9月3日）までの期間とする。

（株価は大幅に上昇したが、追い風参考値）

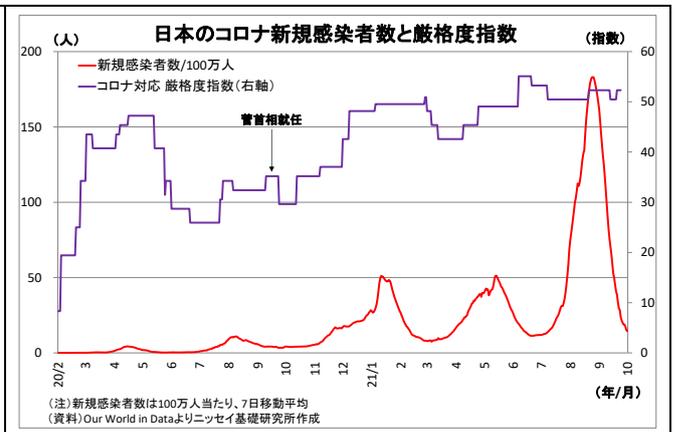
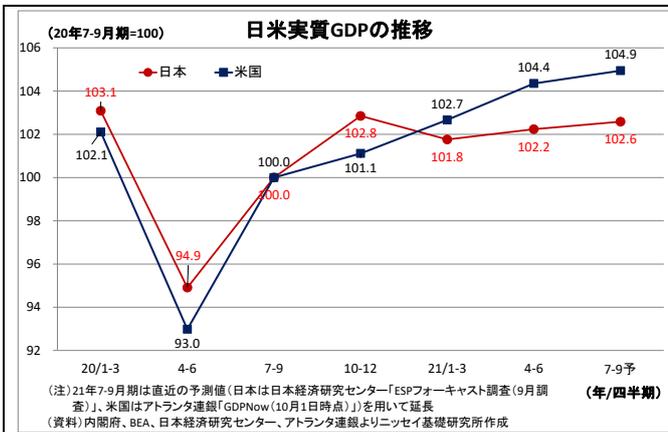
まず、株価の動きを振り返ると、菅政権下において日経平均株価は23400円台から29100円台へと大幅に上昇し、上昇率は24.4%に達した（表紙図表参照）。

ただし、この間に日本株に大きな影響を及ぼす米国の株価も大幅に上昇している点には留意が必要になる。米国の代表的な株価指数であるダウ平均株価はこの間に27.8%も上昇しているため、日経平均株価をダウ平均株価で除した「ND倍率」は0.85倍から0.82倍へとやや低下している。つまり、日本株は菅政権下において大きく上昇したが、米国株の大幅上昇という外部からの強力な追い風に助けられた面が大きく、むしろ米国株との比較では劣勢に留まったということになる。

第2次安倍政権初期¹の株高も米国株上昇という追い風を受けていたが、この際にはND倍率が大きく上昇しており、日本株が優勢であった。



この背景にはまず、日米の景気回復ペースに乖離が生じたことが挙げられる。米国では昨年10-12月期以降、2度の大規模経済対策が成立・実行されたほか、コロナワクチンの接種が先行して進み、



¹ 当稿では、野田首相による解散表明で安倍政権発足期待が高まった2012年11月14日から355日間で計算している

行動規制が段階的に緩和されたことで順調な景気回復が続いた。一方、日本では菅政権下で3度の大きな感染の波が到来するなか、ワクチン接種の開始や病床の確保が遅れたために行動規制をむしろ強めざるを得なくなった。とりわけ東京では今年年初以降、ほぼ切れ目なく緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が発令されており、景気回復の逆風となった。

また、菅政権は市場の（日本経済に対する）成長期待に働きかける力も乏しかったと考えられる。菅政権下における外国人投資家による日本株買い越し額は累計で2.0兆円（昨年9月～今年8月までの累計）に留まり、第2次安倍政権初期（2012年11月～2013年10月）の12.7兆円を大きく下回る。また、市場参加者による先々のインフレ予想を示すブレイクイーブン・インフレ率の上昇幅も、菅政権下では+0.35%に留まり、安倍政権初期の+0.78%を明確に下回る。

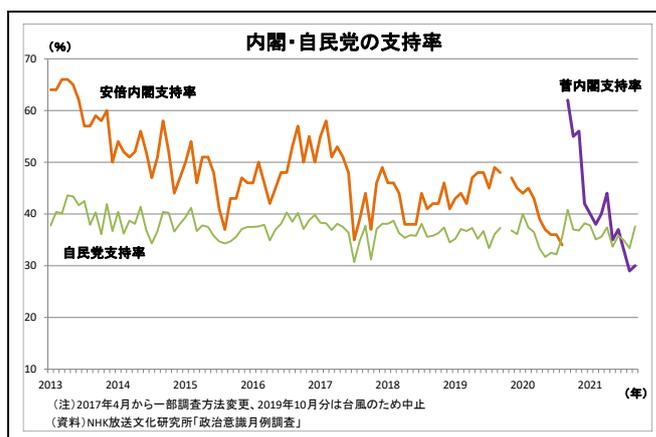
事後的な評価はさておき、安倍政権ではマクロ経済政策のパッケージとしてアベノミクス3本の矢が大々的に掲げられ、政権発足後には「2%の物価目標導入」、「大規模補正予算成立」、「異次元緩和導入」と矢継ぎ早に大胆な政策が実行に移されたことで、市場の成長期待が大きく高まった。異次元緩和による円安効果も株高に寄与した。

一方、菅政権はアベノミクス路線を継承する姿勢を示し、補正予算を含む大規模な経済対策を成立させたが、コロナ禍で景気押し上げ効果が制約された。また、日銀の金融政策についても、既に緩和余地が乏しくなっており、追加緩和が実施されることはなかった。政権肝いりの施策として、「脱炭素（温暖化ガスを50年にゼロとする目標の設定）」や「デジタル（行政のデジタル化を推進）」等が掲げられたものの、時間軸や具体的な効果が不透明なことから、成長期待を大きく喚起するまでには至らなかったと考えられる。



また、目先で拡大するコロナへの対応に忙殺されてマクロ経済政策に充てる政権の余力が乏しくなった面も否めない。

さらに、コロナや東京五輪への政府の対応に対して国民の批判が高まり、支持率が大きく低下したことによって、政権や政策の持続可能性に対する懸念が台頭したことも市場の成長期待を損ねることに繋がった可能性がある。



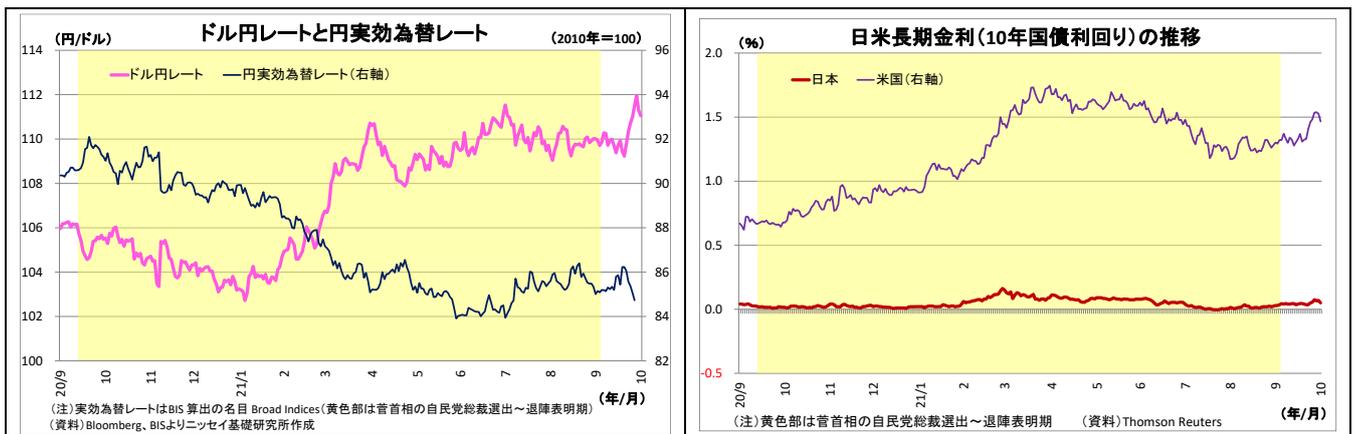
(為替は円安に振れたが小幅、長期金利はほぼ不変)

菅政権下において、ドル円レートはやや円安ドル高(+3.6円)に動いた。米金融緩和の縮小観測が高まったことで米金利が上昇してドルが買われたほか、世界的に株高傾向が続いたことで低リスク通貨とされる円が売られやすい地合いであったためだ。実際、円の名目実効レートは菅政権下で6.1%下落しており、ドルのみならず、幅広い通貨に対して円安になったことを示している。

一方、長期金利(10年国債利回り)は膠着した推移となり、期間を通じて殆ど変動がなかった。追加緩和余地の乏しい日銀は、既に数年前から「強力な金融緩和を粘り強く続けていく」という建前を掲げつつ現状維持を続ける姿勢を維持しており、市場でも日銀の現状維持が強く織り込まれるようになっていたためだ。

安倍政権初期には、日銀の異次元緩和導入を受けて、長期金利が押し下げられ、円安ドル高の勢が増幅されたことが市場の成長期待の支援材料になったが、菅政権下ではこうしたメカニズムは殆ど働かなかったと言える。

以上の通り、菅政権下では株価が大幅に上昇し、円相場もやや円安に振れたが、世界的な市場環境の影響を受けた面が強く、菅政権の政策や政権運営に対する市場の前向きな評価が反映されたとはいえない。



(岸田新政権への示唆)

こうした市場の動きは、本日発足する岸田政権にも示唆を与える。

今後とも世界的な経済動向や市場環境などが日本株や円相場に多大な影響を及ぼす点は変わらない。今後はFRBが量的緩和を縮小し、利上げ局面に入っていく可能性が高いため、ドル円では円安ドル高が進みやすくなるだろう。この点は日本株の支えとなる。しかし、FRBの金融緩和縮小・利上げは米株価の逆風となることを通じて、日本株の重荷にもなりかねない。新興国の資金流出や債務懸念を高めて世界的な株安圧力になる恐れもある。

そうした中で、新政権による政策運営が日本経済への期待を高めることが出来るか否かが株価を大きく左右するだろう。持続的な株価上昇のために新政権に求められることを考えた場合、まずはコロナの感染抑制が挙げられる。感染減少に伴って今月から緊急事態宣言等の行動制限が解除されたが、次に感染の大きな波が発生すれば、再び行動制限を強めざるを得ず、景気の逆風になってし

まう。安倍・菅両政権が苦しめられたこうした事態を回避するために、ワクチンのさらなる普及とブースター接種による効果の維持、有効で手軽な治療薬の調達と普及に加え、容易に逼迫してしまう国内医療体制の再構築が早急に求められる。ワクチンパスポートによる感染抑制と経済活動の両立も検討すべき課題になる。

そして、次に問われるのは経済政策だ。岸田新首相は、アベノミクス路線を維持していくことを明言しているが、かつて一定の効果を発揮した第1の矢である金融緩和の強化は既に困難な情勢だ。金融機関の収益圧迫などの副作用が目立つようになっているため、日銀は現状の政策を維持するスタンスを鮮明にしている。また、仮に追加緩和したところでトータルとしてプラスの効果があるのかは疑問だ。

従って、金融緩和以外の独自の政策が重要になる。岸田新首相は「成長と分配の好循環」を掲げ、その内容として「成長戦略 岸田4本柱」(科学技術立国、経済安全保障、デジタル田園都市国家構想、人生100年時代の不安解消)と「分配政策 岸田4本柱」(下請けいじめゼロ、子育て世帯の住居費・教育費支援、公的価格の抜本的見直し、財政の単年度主義の弊害是正)を列挙しているが、詳細や具体的な数字等は現時点であまり示されていない。今後は政策の肉付けを行い、スピード感を持って実行に移す姿勢が求められる。

その際、成長と分配のバランスには配慮が必要になる。主要国では格差是正のための分配重視に舵を切る政権が増えており、日本でもアベノミクスではトリクルダウンが不十分であったとの批判が多いだけに、分配を重視する姿勢は極めて重要だ。ただし、内容にもよるが、分配に偏りすぎると企業や個人の成長意欲を削ぎ、日本経済のさらなる地盤沈下を招くことで、分配するための成長の果実が得られなくなってしまう恐れもある。分配のためにも、これまで歴代政権が成しえなかった「日本経済の地力である潜在成長率の底上げ」が重要なテーマになる。

さらに、経済政策を力強く主導するためには政権基盤の安定が必要になる。国民の支持率が低迷し、政権基盤が不安定化すれば、党内で十分な指導力を発揮できなくなる。また、政権・政策の持続性に対する不透明感が強まることで、企業も投資家も投資を躊躇してしまうようになる。

岸田新政権がコロナ禍をうまくコントロールしつつ、政権基盤を固めて日本経済の潜在成長率引き上げに資する政策を進めることが見えてきた際には、これまで劣位に置かれてきた日本株の米国株等に対する巻き返しが起きるはずだ。

2. 日銀金融政策(9月): 自民党総裁選に絡む質問が相次ぐ

(日銀) 現状維持

日銀は9月21日~22日に開催した金融政策決定会合において、金融政策の現状維持を決定した。長短金利操作、資産買入れ方針ともに前回から変更なしであった。

声明文における景気の総括判断は、「(内外における新型コロナウイルス感染症の影響から)引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している」に維持された。個別項目では、輸出・生産について、「一部に供給制約の影響を受けつつも、増加を続けている」(前回は「着実な増加を続けている」とトーンダウンされた一方、住宅投資は上方修正された。先行きにかけての経済回復・

物価上昇シナリオは不変であった。

なお、今回は、前回会合において骨子素案が公表された「気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション（気候変動対応オペ）」について、その詳細が決定され、公表された。初回のオペは12月下旬にオファーされ、それ以降は原則として年2回のオペが実施される予定。

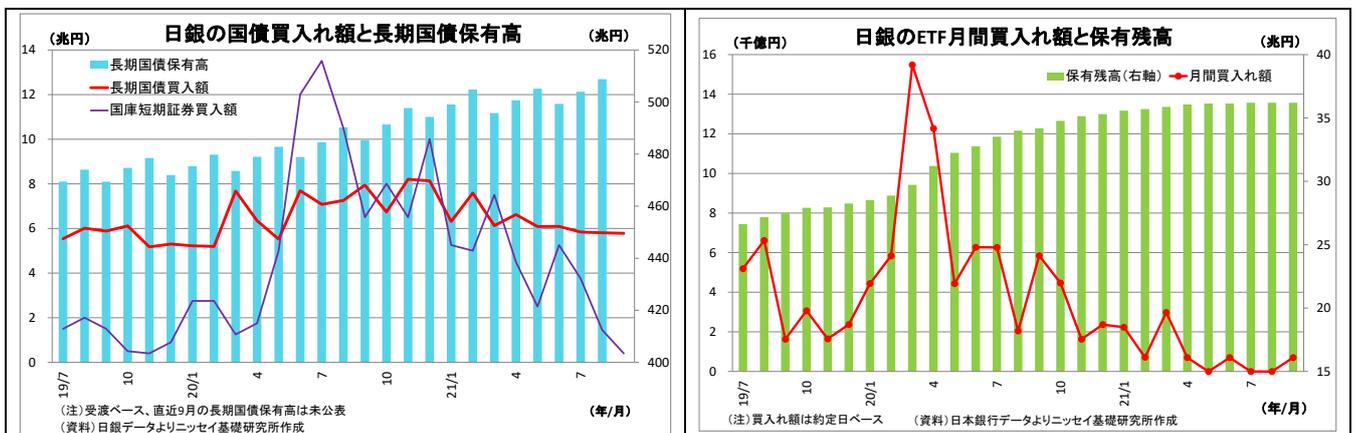
会合後の会見で、黒田総裁は、まず、足元の景気について、「個人消費は、飲食・宿泊等のサービス消費における下押し圧力が依然として強く、引き続き足踏み状態」だが、「企業部門では、輸出や生産の増加を受けて収益が改善し、それが設備投資の持ち直しにつながるという、いわゆる前向きな循環メカニズムが働いて」おり、「景気の持ち直し基調は維持されている」との認識を示した。また、先行きについても、「ワクチンの接種率は既に欧米並みに高まってきており、感染抑制と消費活動の両立がより容易になっていけば、個人消費は、ペントアップ需要にも支えられて、再び持ち直していく可能性が高い」との見方を示した。世界的に生産の抑制要因となっている半導体不足については生産復旧の動きに触れ、「このまま何カ月も続いていくということではないだろう」と述べた。

今回は自民党総裁選の直前のタイミングということで、同総裁選に絡む質問が相次ぎ、新政権発足による金融政策への影響に対する関心の高さがうかがわれた。

同総裁選候補者（名指しはしていないが高市氏のこと）から「日銀は雇用をもっとしっかりみてほしい」との意見が出ていることについて問われた場面では、黒田総裁は「候補者の見解について何か私からコメントすることはあまり適当ではないので、差し控えたい」と前置きしたうえで、「（日銀の）一義的な目標は物価の安定だけれども、雇用を含めて国民経済が健全に発展するような状況を目指すということは、ある意味で日本銀行法も述べている通り」と、既に暗黙的な目標として組み込まれていることを指摘した。

また、政府財政と日銀の大規模国債買入れについて問われた際には、「日本銀行の金融政策は、あくまでも日本銀行法に定められている物価の安定と金融システムの安定を目指して行っており、政府の借金を助けるという目的で行っているわけではない」ものの、「財政政策と金融政策の協調というかポリシーミックスが行われていることは事実」と、従来通りの説明を繰り返した。

政府の方から「共同声明」の修正について議論の打診があった場合の対応を問われた場面では、直接的な回答を避けた。



なお、気候変動対応オペの利用見込みについては、「気候変動対応は、ある意味まだ始まったばかりなので、いきなり巨額のものが出てくるとは思わない」ものの、「今後 10 年間続けることになっているため、最終的にはかなりの規模になる」との見通しを示した。

（今後の予想）

今後の金融政策に関しては、しばらく現状維持が続くと予想される。物価目標達成が見通せない一方で追加緩和余地が乏しく身動きが取りづらいうえ、デルタ株を中心とするコロナの感染動向やワクチン接種の効果、行動制限措置緩和の影響等を見定めるべく、日銀は様子見姿勢に徹すると見込まれるためだ。岸田新政権が大規模な金融緩和路線の継続を支持する姿勢を示していることもあり、日銀は「強力な金融緩和を粘り強く続けていく」という建前を掲げながら、現状維持を続けるだろう。金利の膠着が長期化するなど、副作用の緩和が十分に見られない場合には、政策をさらに微調整する可能性が出てくるが、緩和の大枠に影響はない。

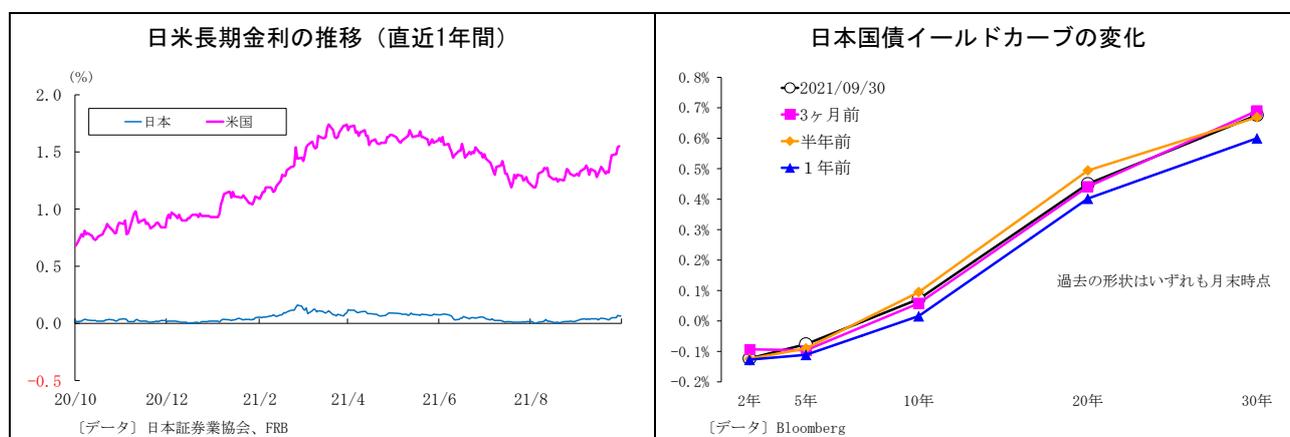
なお、3月の政策修正の一環として、長短金利引き下げの影響を緩和するための「貸出促進付利制度」が導入されたが、同制度によって金利引き下げ時の副作用（金融機関収益への悪影響）を全て吸収できるわけではないため、長短金利引き下げのハードルは引き続き高い。引き下げは円高が大幅に進む場合などに限られるだろう。

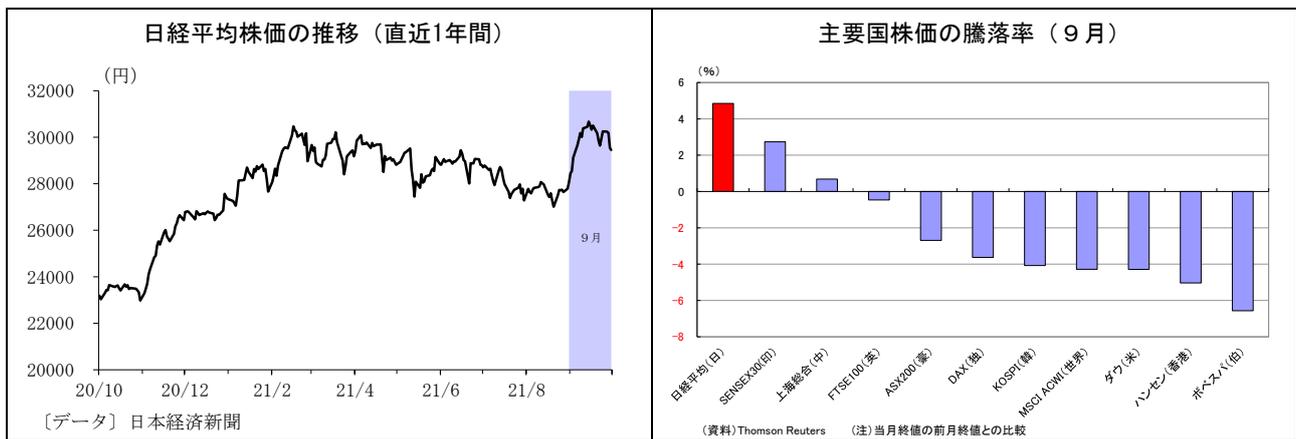
3. 金融市場（9月）の振り返りと予測表

（10年国債利回り）

9月の動き 月初0.0%台前半でスタートし、月末は0.0%台後半に。

月初、菅首相の自民党総裁選不出馬（すなわち退陣表明）を受けて政策期待が高まり、株高を通じて3日に0.0%台半ばへと上昇。その後は米長期金利が一進一退の動きとなったことで、0.0%台前半～半ばでの膠着した展開が継続。下旬にはタカ派的な米 FOMC 結果を受けた米長期金利上昇が国内金利の上昇圧力として波及し、28日には0.0%台後半へ。29日に行われた自民党総裁選結果に対する反応は殆どなく、月末も0.0%台後半で終了した。

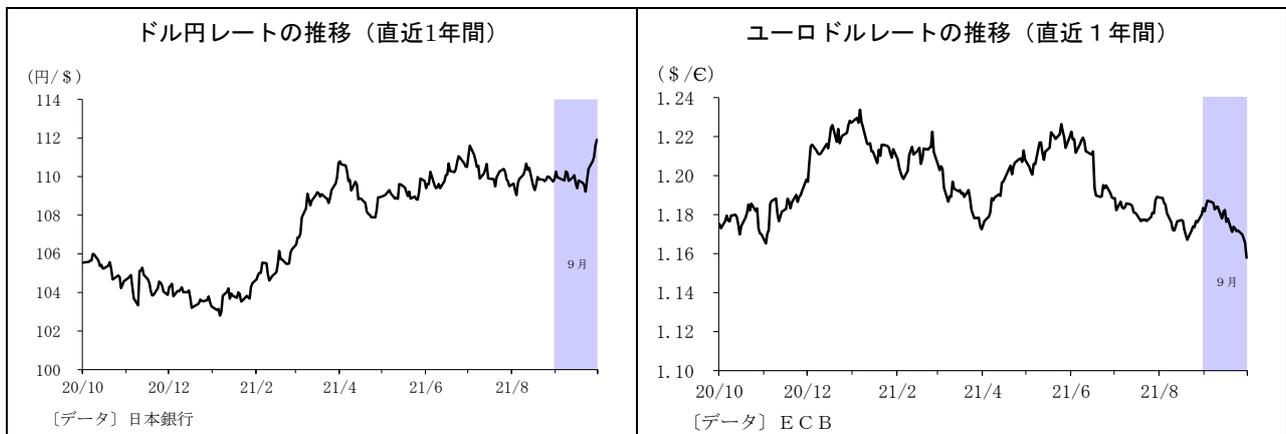




（ドル円レート）

9月の動き 月初 110 円台前半でスタートし、月末は 111 円台後半に。

月初、菅首相の自民党総裁選不出馬を受けた先行き不透明感から一旦円が買われる場面があり、3日に109円台後半に。以降、109円台後半から110円台前半での狭いレンジでの推移が続く。その後、米CPIが予想を下回ったことを受けて、15日に109円台半ばへ下落。その後も中国不動産大手の資金繰り懸念からリスクオフの円買いが入りやすい地合いとなり、しばらく109円台での推移が続いた。下旬にはタカ派的な米FOMC結果を受けて米長期金利が上昇に向かったことでドル高圧力が高まり、28日には111円に。29日の自民党総裁選の影響が限定的となるなかドル高の流れは続き、月末は111円台後半で着地した。



（ユーロドルレート）

9月の動き 月初 1.18 ドル台前半でスタートし、月末は 1.15 ドル台後半に。

月初、ECBによる債券買入れ縮小観測が台頭し、3日に1.18ドル台後半へとやや上昇したが、その後は米景気減速懸念からリスクオフのドル買いが入り、8日に1.18ドル台前半へ下落。さらに、FRB要人発言によって早期の米テーパリング開始観測が台頭し、13日には1.17ドル台後半に下落した。その後も米経済指標の改善や中国不動産大手を巡るリスクオフの動きにより、対ドルでのユーロ安基調が継続。下旬にはタカ派的なFOMCを受けたドル買いが加わったことでユーロの下落に拍車がかかり、月末は1.15ドル台後半で終了した。

金利・為替予測表(2021年10月4日現在)

		2021年		2022年			
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
アメリカ	FFレート (期末)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	10年金利 (平均)	1.3	1.6	1.9	2.0	2.1	2.2
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利 (独、平均)	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2
ドル円	(平均)	110	112	112	112	113	113
ユーロドル	(平均)	1.18	1.17	1.18	1.18	1.18	1.17
ユーロ円	(平均)	130	131	132	132	133	132

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。