

# 経済情報

## 民主党政権下の金融・為替政策について

～金融政策は日銀の独立性重視、為替は円高の可能性が高まると予想～

9 月 16 日の特別国会での首相指名選挙において、民主党の鳩山由紀夫代表が首相に選出され、民主党政権が発足した。民主党では、鳩山首相、菅直人国家戦略局担当大臣、岡田外務大臣ら党首脳陣のほか、藤井裕久財務大臣、日銀出身の大塚耕平政務調査副会長、ネクスト財務大臣であった中川正春氏などが金融・為替政策に影響力を持っているとみられる。本稿では、これらの民主党幹部の過去の発言などを基に民主党政権下における金融・為替政策を予想する。

### 1. 金融政策

民主党の金融政策についての基本スタンスは、日銀の独立性を尊重することでほぼ一貫しており、政権交代によって現状の金融政策が大きく変化する可能性は小さい（第 1 表）。

第1表：金融政策に関する主要民主党員の基本スタンス

発言者	発言内容	日付
岡田幹事長	日銀の判断を基本的に尊重する。日銀に認められた権限は、日銀の責任で行使してもらおう。	7月28日
藤井最高顧問	(日銀の)今の政策は適切だ。(現行政策金利水準の)0.1%はいいところだ。白川総裁が信じてるところに沿ってやってもらったらいい。	9月3日
大塚政調副会長	日銀の金融政策や市場オペレーションの自主性に口を挟むつもりはない。	9月2日
中川ネクスト財務大臣	(日銀の政策判断に)プレッシャーをかけることはない。	7月12日
大久保ネクスト金融副大臣	(日銀の金融政策に)政治が介入すべきではないというのが(民主党の)コンセンサス。	7月8日
福山政調会長代理	われわれは日銀の独立性を守るというスタンスだ。	7月1日

(注) 役職は発言当時

(資料) 報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

民主党はこれまで、政府・与党の介入によって金融政策が歪められてきたと主張し、そのアンチテーゼとして日銀の独立性重視を強調してきた。2008年3月に退任した福井前日銀総裁の後任人事を巡って、民主党が「財金分離（財政政策と金融政策の分離）」の原則を掲げ、自民党が提示した財務省出身の後任候補を次期総裁として不適格としたことなどはその典型である。また、2007年に日銀が利上げを行った際、自民党の中川秀直幹事長（当時）が日銀法改正も辞さずとして強く利上げを牽制したが、それに対し菅代表代行（当時）は「日銀の独立性という言葉が形だけのものになりつつある」と批判している。

こうした日銀の独立性を重視するスタンスには、野党の立場からの政府・与党批判という側面もあったことは否定できない。しかし、政権交代後の民主党が日銀の独立性に反する動きをみせれば、格好の批判材料となることは必至であるため、これまでのスタンスを大きく転換する可能性は小さいであろう。

また民主党については、マニフェストで掲げた政策の実行に必要な財源（16.8兆円）の確保は容易ではなく、日銀に国債の買い入れ増額を要請することになるとの見方も少なくない。日銀の独立性を重視するのであれば、国債買い入れの増額要請は避けられるべきだが、必ずしも党内の見解が一致しておらず、増額要請観測の根強さに繋がっている（第2表）。

第2表：日銀の国債買い入れに関する主要民主党員の発言

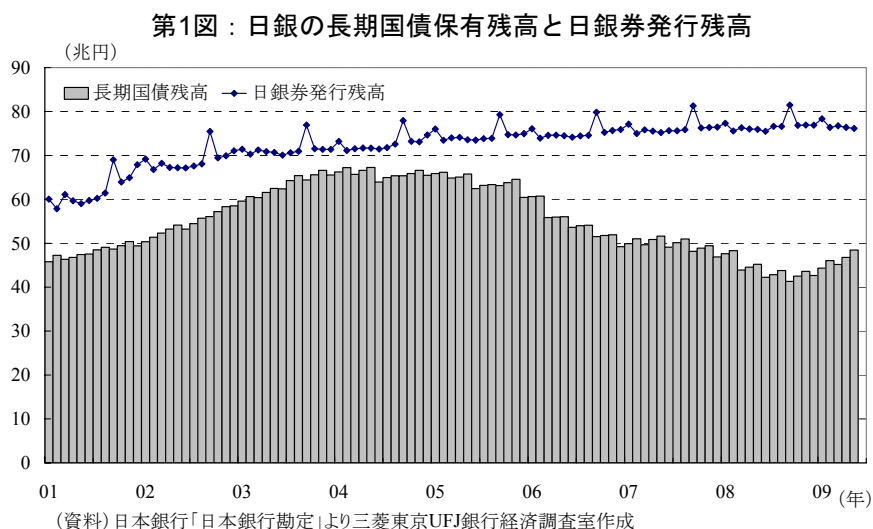
発言者	発言内容	日付
仙谷同意人事検討小委員会委員長	日銀が国債を大量に購入して利払い費も抑え、国の借金の手助け機関と化している。	2008年2月12日
中川ネクスト財務大臣	(国債買い入れ増額は)日銀に対する信認にもかかわってくる。そのバランスで、国債の動き、リスクを勘案しながら、日銀が判断することだ。	2009年6月10日
大塚政調副会長	(国債買い入れ増額について)若干の余力があるかもしれない。財政ファイナンスに協力していただく余力はあると推測している。 (国債買い入れ増額について)こちらからお願いしたり、財政当局から圧力をかけることがあってはあってはならない。	2009年8月7日
大久保ネクスト金融副大臣	量的緩和、特に国債の買い切りオペ、金額を増やす、こういったこともっと積極的に考えてもらいたい。	2009年3月2日

(注)役職は発言当時  
(資料)報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

もともと、仮に民主党が国債買い入れの増額を要請したとしても、日銀が増額に応じる可能性は小さい。日銀は「財政ファイナンスに（金融政策の）焦点が絞られてくると、将来の金融政策に対する不確実性が増大し、長期金利が上昇」するため、財政当局にとって、かえって望ましくない結果を生むとの見解を示している（4月7日の白川総裁記者会見）。

また日銀は、長期国債保有残高は日銀券発行残高以内にとどめるという、いわゆる日銀券ルールに基づいて国債買い入れを行っているが、毎月1.8兆円という現在の買い入れペースが継続した場合、「今から4～5年を経過した頃」<sup>(注1)</sup>（4月9日の参院財政金融委員会での日銀中曾理事発言）には、ルールに抵触する

ことが見込まれている（第1図）。したがって、今後一段と買い入れ額を引き上げることは、日銀券ルールとの関係からも難しいといわざるを得ない。民主党は「消費税の4年間凍結」を基本スタンスとしており、先行き税収欠陥や追加景気対策等で国債増発を余儀なくされた場合でも、日銀がそれに応える形で国債買い入れの増額を行う公算は基本的に小さい。もちろん、景気や金融環境が再度急激に悪化した場合に日銀が独自の判断で増額に踏み切ることはありうるが、財政ファイナンスとは一線を画するものとして捉える必要がある。



(注1) 銀行券残高が足元の水準で横ばい、買い入れる国債の残存期間のばらつきがおおむね均等と仮定した場合の試算。

一方、民主党は今年3月に「国民生活を守る『緊急資金繰り対策』」として、日銀を介在させる企業金融支援スキームを打ち出した。具体的には、企業が銀行から融資を受ける際の担保を日銀から借り入れ、日銀が貸し出す担保に対しては政府保証を付与する「政府保証付きレポ（国債貸借）」や企業保有の各種在庫を担保とする担保証券に政府保証を付与し、日銀から資金供給を受ける「政府保証付き在庫等担保証券」などである。民主党はアマルガメーションアプローチ（統合政府）的思考を示しており、景気が二番底に陥るような局面では、財政・金融の複線的な政策手法を提案してくる可能性がある。

## 2. 為替政策

為替政策に関して市場では、民主党は円高を容認するとの見方が強く、足元の円高進行の一因になっているとみられている。なかでも藤井財務大臣や大塚政調副会長といった経済政策に強い影響力を持つといわれる人物が、民主党の目指す内需主導型の経済においては円高の方がメリットがあるとの発言をしていることが注目を集めている（次頁第3表）。民主党内でも一部には、足元の円相場は高過ぎるとの見方もあるが、それほど材料視されておらず、市場のコン

センサスは「民主党政権は円高容認」となりつつある模様である。

第3表：為替相場に関する主要民主党员的の発言

発言者	為替水準	為替介入	外貨準備
藤井最高顧問	(1ドル=91円台の円高について) 急激な円高が進んでいるとも思えない(9/3) 自国通貨が強くなるのは、目先は貿易面で間違いなくマイナスだが、大きな意味ではいい。日本は基本的に円高の方がいい。円高政策をとる必要もないが、円安によって輸出を伸ばす政策は間違い。(9/3)	レートは人為的に動かすものではない。よほど異常でない限り、為替介入をしてはいけない。(7/6) 異常な投機資金が出たときには介入がありうる。介入するときは協調で介入すべきだ。協調介入ができる体制なのかどうかもうひとつのファクター。(9/3)	今の状況において、人為的に外貨準備を変えることはありえない。(9/3)
岡田幹事長	—	米国政府とも協調しながらやるのが普通で、日本だけが円高だから為替介入するというものでは必ずしもない。ファンダメンタルズを反映した為替の動きであれば、人為的に変えることは長い目で見て望ましいことではない。(8/10)	(中川正春氏の外貨多様化案について) 党として公式に是認したことはない。(外準についての自身の考えは) 一言、一言が市場に影響を及ぼすから、コメントするのは適当ではない。(7/27)
大塚政調副会長	(望ましい) 特定の水準は一切ない。経済情勢やマーケット情勢をみながら、市場安定を念頭に置いて判断する。(8/7) 消費が牽引役になると考えると、円高の方が購買力が増す。(9/7)	急激な相場変動は望ましくない。市場の過度な変動や混乱に適切に対処するのは当然。(9/2)	米欧に比べて日本の外貨準備高の対GDP比は高過ぎる。約10年かけて、外貨準備の残高を半分ぐらいに減らすことを目指すべき。(08/10/2) 関係が外交の基本であり、外交は継続性が重要。(8/7)
中川ネクスト財務大臣	1ドル=100円を割る為替水準は円高過ぎる。(6/10)	急激な為替の変動には適宜適切に対応。(6/10)	これ以上米国債・ドルを持ち続けるのはリスクが大きい。(1/23)

(注) 役職は発言当時

(資料) 報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

また、円高のメリットは認めつつも為替介入を一切行わないとはしておらず、急激な円高には介入で対応するとの考えが中心である。ただし、どの程度の急激な円高であれば介入を行うかについては温度差がある。この点について藤井財務大臣は「よほど異常でない限り、為替介入をしてはいけない」との考えを示しており、介入のハードルはかなり高いものとなる可能性がある。また藤井大臣は、介入は日本のみによる単独介入ではなく、海外当局との協調介入で行うべきとの考えであり<sup>(注2)</sup>、岡田外務大臣も同様の考えを示している。したがって民主党政権における為替介入の有無を占う上では、民主党の考え方だけでなく、欧米政府の為替に対する見方に注目する必要がある。とくに足元は、ドルの他通貨に対する下落が緩やかにではあるが進行しているため、G8 やG20 といった国際会議でドル安が議題となるか否か、また議題となった場合にどのような形で共同声明に盛り込まれるかがこれまで以上に大きな材料となろう。

(注2) 藤井財務大臣が蔵相であった1994年に為替相場では急速な円高が進行し、史上初めて1ドル=100円を割り込んだ。この円高局面において、日本は欧米と協調介入を行っている。

また外貨準備の運用については、政権交代によって大きく変更されるとの見方もあったが、今のところ自民政権下と比べて大幅な政策転換が行われる可能性は小さいとみる。以前、中川ネクスト財務大臣が外準の運用多様化を提案

したことはあったが、その後、岡田幹事長（当時）が党の公式見解でないと言及している。また、大塚政調副会長は昨年、外貨準備の半減を提案したが、最近は継続性の重視を方針として述べており、藤井財務大臣も外貨準備運用の政策変更には慎重な姿勢を示している。もっとも、実際に政策転換が行われなくても、民主党政権が自民党政権と一線を画して対米関係で距離を置くとの見方は根強く、その連想から日本の外貨準備のドル離れ観測は燻り続けるであろう。当面は、政権要人の発言等がドル離れを示唆するものと市場で解釈され、相場が円高に振れるリスクに注意が必要である。

以 上

(H21.9.17 高山 真 shin\_takayama@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室  
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。