

日本の外国為替市場介入と外貨準備管理の問題点

熊倉 正修 (大阪市立大学大学院経済学研究科・教授)

要 約

わが国では通貨当局が円高対策として大規模な為替介入を行うことに肯定的な意見が多い。しかし現行の外国為替資金特別会計では経済原理と相容れない経理が行われ、短期債務と純負債を増加させながら他の政府会計に資金が融通されている。また、介入による外貨準備の巨額化にも関わらず、その運用状況の情報開示が十分でなく、国民の資産が望ましくない目的に利用されるリスクが高まっている。さらに、わが国では政府が独自に為替介入の判断を行っているにも関わらず、その費用の相当部分が日銀によってファイナンスされ、後者の財務環境の不安定化や政府との関係悪化をもたらしている。わが国において他の先進国並みのガバナンス体制が確立された場合、現行のような円売り偏重の巨額介入は困難になる可能性が高い。

キーワード: 外国為替市場介入、外貨準備、外国為替資金特別会計、外国為替資金証券、政策のガバナンス

Reconsidering Japan's Foreign Exchange Policy

Masanaga Kumakura (Professor, Graduate School of Economics, Osaka City University)

Abstract: Among major advanced countries, Japan stands out with its large-scale, one-sided exchange market intervention and enormous foreign exchange reserves. Although the Japanese government's exchange market activism is often attributed to its obsession with export-led growth, there are other, less-publicized reasons why such a policy remains unchecked. This paper discusses how institutional flaws of the government's Foreign Exchange Fund Special Account help the Ministry of Finance engage in short-sighted exchange market intervention and cross-budget account manipulation. It also argues that the MoF's foreign exchange policy can undermine the country's macroeconomic stability by eroding the Bank of Japan's institutional and policy independence.

Keywords: Exchange Market Intervention; Official Foreign Exchange Reserves; Foreign Exchange Fund Special Account, Foreign Exchange Fund Financing Bills, Policy Governance

JEL Classification: E63, F31, H63

1. はじめに

わが国は主要先進国の中で最も外国為替市場介入に積極的な国として知られている。過去 20 年間に日本政府が行った為替介入のほとんどは円売り・外

貨買いであり、近年になるにつれて一回の介入額も増加している (図 1)。自民党政権時代の末期に一時的に為替介入が停止された時期もあるが、政権交代後に再び活発化し、2011 年 10 月 31 日には過去最大の 8.1 兆円のドル買い介入が実施されている。

これまでの為替介入の結果、わが国の公的外貨準備は1兆ドル超に膨れ上がり、しかもそれらに巨額の為替差損が発生している。一方、他の主要先進諸国では1990年代までに為替介入がほとんど行われなくなり⁽¹⁾、外貨準備の残高も低位で安定している(表1)。しかしわが国において円売り偏重の為替介入や外貨準備の累増を問題視する声は少なく、むしろ政府や日本銀行に対していっそうの円安誘導策を求める意見が多い⁽²⁾。

図1
表1

一見すると、わが国と欧米諸国の為替政策の違いは輸出の重要性や為替介入の効果に関する当局の見解の違いを反映しているように思われる。しかし次節以下で解説するように、わが国では政府の外国為替資金特別会計が円売り介入を行いやすい構造になっている上に、日本銀行も政府の通貨政策に協力せざるを得ない状況に置かれている。通貨当局が極端な為替変動を抑えるために外国為替市場に介入するのはおかしなことではないが、わが国の通貨政策の制度環境が適正なものに改められた場合、現行のような大規模介入を続けることが可能かどうかは疑問である。本稿ではこれらの点を解説し、今後のわが国の通貨政策のありかたを議論する。

2. 外国為替資金特別会計の経理

諸外国では中央銀行が為替介入や公的外貨準備の管理を担当しているケースが多いが、わが国では政府の一部局である財務省が為替介入の判断を行い、円売り介入によって購入した外貨も財務省が運用している⁽³⁾。わが国の中央政府には為替介入に係る資金の出入りを管理するために外国為替資金特別会計(外為特会)という特別会計が設けられている。特別会計とは、国が特定の事業を行う場合や特定の資

金を運用する場合、その収支を明確化し、事業運営や資金管理の透明性と効率を高めるために設置されるものである。しかし現行の外為特会には、(1) 経済原理を無視した経理が行われている、(2) 外貨の運用状況が十分に開示されていないという問題がある。本節と次節ではこれらの問題について解説し、それが為替政策にどのような影響を与えているかを考察する。

図2のパネル(A)は外為特会のバランスシートを模式的に描いたものである。財務省が円売り介入を行う場合、外為特会から外国為替資金証券(為券)と呼ばれる満期3カ月前後の政府短期証券(Financing Bills、FB)を発行して売却用の円資金を調達する。したがって負債側の大半は既発の為券によって占められている。FBは各会計において生じる一時的な歳入と歳出のずれをブリッジするために発行される融通証券であり、本来は年度末までに償還されるべきものである。ところが為券に関しては償還日を迎える度に新たな為券を発行してロールオーバーすることが常態化し、その残高が累増を続けている。

なお、中央政府が発行する短期債(満期1年以内の債券)には、FB以外に中長期債の償還や借り換えを円滑化するために発行される割引短期国債(Treasury Bill、TB)がある。様々な政府会計から発行されるFBやTBは金融商品としてほぼ同一の性質を持ち、中には償還期間が同じものもある。そこで2008年からこれらは国庫短期証券(Treasury Discount Bills、T-Bill)の名で一括して販売されている。

図2

パネル(A)の資産側の過半は外貨資産によって占められているが、それ以外に外国為替等繰越評価損と円貨預け金という重要な項目がある。外為特会では為替変動等によって生じる保有資産の時価の変

化を年度末の損益計算に反映させず、それらを含み損益のままバランスシート上に累積させている。したがって、パネル（A）では外貨資産がおおむね保有外貨の時価、外貨資産と評価損の和が簿価に相当する⁽⁴⁾。本稿の執筆時点で最新の2010年度決算資料では、外貨の時価が79.7兆円、評価損は34.8兆円だった。その後の円高により、2011年度末の評価損は40兆円前後に増加していると思われる。

図2のパネル（B）は各会計年度末の損益計算書の構造を表している。ここに外貨資産の評価損益は含まれないから、支出の大半は為券の借り換え費用、収入の大半は外貨資産の利息収入によって占められている。為券が短期債、外貨資産の大半が満期数年超の中長期債であることから、収入が費用を上回ることが事実上約束されている。政府会計では両者の差額が剰余金と呼ばれている。

ただしここで注意すべきなのは、上記の剰余金が確定した利益ではなく、計算上の超過収益にすぎないことである。財務省は外貨準備の運用収入を円に兌換して持ち帰ると円高を招くという理由から、これらをすべて外貨のまま再投資している。したがってパネル（B）の収入はパネル（A）の外貨資産を増加させるだけで、他の目的には利用できないものである。

ところが財務省は上記の剰余金を実現益であるかのように扱い、毎年度の決算後にそれを処分している。と言っても処分すべき現金は存在しないから、それをどこかから調達してくる必要がある。そこで財務省は既発の為券のロールオーバーに必要な（B）の支出分に加え、剰余金相当額の為券を新たに販売し、必要な現金を調達している。したがって仮にある会計年度中にまったく為替介入が行われなかったとしても、翌年度には外為特会のバランスシートがパネル（B）の収入分だけ必ず増加する。また、資産の大半が外貨建て中長期債、負債が円建て短期債であることから、いわゆるダブル・ミスマッチが発生し、それが時間とともに拡大する構造になってい

る。

それでは上記の方法で調達した剰余金は何に使われているのだろうか。パネル（A）に示されているように、外為特会のバランスシートには積立金が設けられており、1980年度まですべての剰余金があったんそこに繰り入れられていた。しかし先の説明から分かるように、これは実現益を留保して積み上げた資金ではなく、新たに負債を発行して集めた借金にすぎない。また、この積立金はすべて他の特別会計である財政投融资特別会計（正確には財政融資資金）に預託され、しかもその過半が約定期間7年超の長期預託とされている。したがって、これらは財投機関が自ら長期債を発行して調達すべき資金を外為特会が短期負債を負うことによって肩代わりしているものと言える。本稿の執筆時点でこれらの積立金と預け金は20兆円強に上っている。

さらに問題なことに、1981年度以降、外為特会の剰余金の一部が翌年度以降の一般会計歳入に繰り入れられるようになった。その後、剰余金の一般会計繰入比率はしだいに高められ、2009年度には積立金の積立が停止されている。2010年度の場合、決算剰余金2.98兆円のうち2.70兆円が翌2011年度の一般会計歳入に繰り入れられ、残りが2012年度の歳入に算入されている。上記の2.70兆円は2011年度当初予算の歳入の6.6%を占め、酒税とたばこ税の合計額よりも多い。

図3は過去四半世紀余りの為券の発行残高と積立金の残高、一般会計繰入額の累計値の推移を示したものである。2011年度末時点で為券の発行残高が122.5兆円だったのに対し、積立金と繰入金の累積値の和は53.3兆円に上っていた。両者の差額の中には過去に剰余金処分を行うために発行した為券の借り換え費用も含まれているから、今日の為券残高の中で為替介入のために発行されたものは半分強にすぎないことになる。

図3

外為特会の剰余金処分は一般会計や財投特会が実質的に短期債によって経常経費や長期投融资資金を賄う手段になっているだけでなく、経済学的にもナンセンスである。金利裁定の原則によると、同じ満期の円とドルの金利の間には

$$\begin{aligned} & \text{ドルの金利} - \text{円の金利} \\ & = \text{円のドルに対する予想増価率} \end{aligned}$$

という関係が成立する。この式の左辺は概念的に図 2 の剰余金に相当し、右辺は評価損の増分に相当する。すなわち外為特会の剰余金と評価損益は独立に決定しているわけではなく、どちらかが増加すれば他方も増加するという関係にある。ところが現行の会計では左辺のドルを中長期金利、円を短期金利とすることでフローの収益を嵩上げし、右辺の評価損はバランスシート上に累積させたまま放置している。

なお、上式の右辺を事後的に観察された為替レートの増価率に置き換えた場合、短期的には等号関係が成立しない場合が多い。これは短期的には右辺の為替レートの変動が大きいためである。しかし対象期間を長くとればとるほど一時的な為替変動が相殺され、上式は事後的にも成立しやすくなる。

しばしば適切な為替介入のメルクマールはそれが正の収益を生んでいるか否かと言われる。確かに、為替レートが適正水準から一時的に乖離する局面でそれを押し戻す方向に為替介入を実施し、実勢レートが適正水準に近づいた時点で反対売買を行えば、当局は正の売買益を手にすることができる。したがって財務省が適切な為替介入と外貨準備の管理を行っている限り、外為特会に純債権が発生することはあっても長期間に渡って債務超過に陥る理由はないはずである。それにも関わらず現行の外為特会に巨額の純負債が発生しているのは、上式の左辺の収益だけを一般会計に繰り入れることを繰り返してきたためである。

3. 外国為替資金特別会計と通貨政策

現行の外為特会の会計規則は財政の健全性の観点から問題であるだけでなく、為替介入や外貨準備の管理方法にも好ましくない影響を与える可能性がある。わが国の外為特会では諸外国の同種のファンドに比べて情報開示が不足しており、そのこともこれらの問題を深刻化させる可能性を孕んでいる。本節ではこれらの点を検討する。

外為特会の経理に問題があると言っても、今日の一般会計では税収が歳出総額の半分にも達しておらず、外為特会からの繰入金は不可欠の財源になってしまっている。したがって政府（財務省）としては現行の繰入金を維持するだけでなく、できればそれを増額したいと考えているはずである。図 2 (B) において剰余金は収入と支出の差額だが、為券の落札利回りはすでに 0.1%前後まで下落しており、支出削減の余地はほとんど残されていない。一方、収入を増加させるためには、外貨資産の残高を増やすか、その収益率を高める必要がある。

短期間に外為特会の保有外貨を増やすには、いっそう大胆な円売り介入を行うことが必要となる。財務大臣が為替介入を指示する際にそのようなことを考えているわけではないだろうが、現行の制度の下では、円売りに偏った介入を行えば行うほど、そして外貨の運用収入の再投資をくり返せばくり返すほど、外貨資産の残高が増加する。逆に長期的な為替レートの動向に中立であろうとして円売り介入と円買い介入のバランスをとったり、為券を償還するために外貨の運用益を円に兌換したりすると、外貨準備が減少し、一般会計への繰入金も減少する。このような環境の下では、時間が経つにつれて円買い介入がやりにくくなるはずである。

一方、外貨準備の残高を増やさずに収益を増やすためには、それらをより積極的に運用する必要がある。財務省は 2005 年に「外国為替資金特別会計が

保有する外貨資産に関する運用について」という文書を公表し、「安全性と流動性に最大限留意した運用を行うこととし、その範囲内で可能な限り収益性を追求する」という方針を掲げている。しかし安全性や流動性と収益性は本質的にトレードオフの関係にあり、前者を維持したまま後者を高めることはできない。また、ここ数年は欧米諸国の超金融緩和策によってこれらの国々の金利が急落し、放っておくと運用収入の激減が避けられない状況になっている。そのため、財務省は外貨準備の運用方法を再考せざるをえない状況に置かれているが、情報開示が乏しく、どのような運用が行われているのかを把握することが難しい。

表 2 は外為特会と日銀の財務資料などをもとに、わが国の外貨準備の運用状況を整理したものである（日銀保有分に関しては後述）。外為特会の保有資産の内訳を見ると、ここ数年、流動性が高く収益率の低い預金の比率が大幅に圧縮され、証券（債券）への投資比率が高められている⁽⁵⁾。また、外債の中でも相対的に利回りの低い残存期間 1 年未満の短期債の比率が引き下げられ、保有債券全体の平均残存期間が引き上げられている。このような措置を行い、しかも為替差損を無視しているにも関わらず、外貨資産全体の運用利回りは 1% 以上も低下している。

表 2

上記の財務省の文書によると、外為特会の外貨は「必要とされる通貨ごとに、流動性・償還確実性が高い国債、政府機関債、国際機関債及び資産担保債券等の債券や、外国中央銀行、信用力が高く流動性供給能力の高い内外金融機関への預金等によって運用する」となされている。しかし「必要とされる通貨」とはどの通貨なのか、どの国のどのような資産に投資しているのかといった情報は開示されていない。今次の世界金融危機の直接的な引き金となったのは、アメリカの不動産バブルの崩壊と住宅ロー

ン担保証証券（Mortgage Backed Securities、MBS）市場の機能不全だった。金融危機が顕在化するまで、アメリカの政府系住宅機関が発行した債券やこれらの機関が組成した MBS は通常の政府機関債と同様の低リスク資産だと考えられていたから、財務省もそれらに投資していたと考えることが自然である。しかし同省はその後この点に関して一切説明しておらず、説明する義務すら負っていない。また、その後には欧州の債券市場が深刻な混乱に陥ったが、日本政府がどの国のどのような政府債を保有しているかも報告されていない。

ただし財務省が外貨準備を高リスク資産に投資して収益を増やそうとすることは決して不思議ではなく、むしろそれが行われぬ方が不自然である。わが国のような変動為替相場制の採用国では通貨当局が特定の為替レートを維持する義務を負わないから、もともと多額の外貨準備を保有する意義は乏しい。そのような国が無計画な為替介入によって大量の外貨を抱え込んでしまうと、政治家や国民の注目が集まり、その「積極的運用」や「戦略的活用」を求める声が高まりやすい。このような傾向は最近の外為特会にも表れている。

たとえば 2007 年度から公表されている「特別会計の財務書類」によると、外為特会が保有する外貨証券の 1 割近くが恒常的に外部に貸し出されている（表 2）。また、IMF 基準様式にしたがって公表されている「外貨準備等の状況」を見ると、2005 年から 2008 年にかけて「securities lent or repoed」「securities borrowed or acquired」の残高がともに急増している⁽⁶⁾。財務省はこれらの取引に関して何ら説明していないが、その大半はレポ取引（債券貸借取引ないし現先取引）だと思われる⁽⁷⁾。高格付けの国債等を大量に保有する主体がレポを行う場合、債券の販売代金や担保金を信用度の劣る（又は償還期間の長い）他の資産に投資してリターンを高めることを意図している場合が多い。諸外国の通貨当局の中にもこのような取引を行っているケースは少な

くない (McCauley and Rigaudy 2011)。

アメリカの債券レポ市場の参加者の間では債券の売却資金を元手に他の債券を購入し、それを再びレポに出すことによってレバレッジを高めることが行われている。ニューヨーク連邦銀行が報告しているレポ市場の主要参加者のリストを見ると、債券の出し手、資金の出し手とも欧米系の民間金融機関がほとんどだが、後者の中に例外的に日本の財務省が含まれている (Copeland et al. 2010)。このことと上記の「外貨準備等の状況」から判断すると、財務省はドルのレポ市場に売り手と買い手の両側から積極的に参加していると思われる。この種の取引においては clearing house と呼ばれる中継銀行に債券の販売代金や担保金の運用が任せられ、資金の所有者が運用状況を十分に把握していないことも少なくない (McCauley and Rigaudy 2011)。

外為特会の外貨の「戦略的活用」の他の例として、国際協力銀行 (Japan Bank for International Cooperation、JBIC) を通じた民間企業への貸し付けが挙げられる。近年、わが国の政府関係者の中で政府系ファンドの設立等を通じた外貨準備の活用を求める声が強まっており、JBIC への融資はこのような要望に応えたものと言える。表 2 の外為特会の欄では「外貨貸付金」が JBIC への貸付を表している⁽⁸⁾。

わが国のような先進国が政府系ファンドを持つべきか否かに関しては論者によって意見が分かれるだろうが、外為特会の外貨はもともとこの種の融資を意図して買い集めたものでない。また、JBIC は形式的には株式会社だが、全株式を政府が所有する事実上の政府機関であり、融資の大半は政府の財政投融资の一部を構成している。したがって上記の貸し付けは先に言及した外為特会の積立金と同様に、本来 JBIC が自ら外貨建ての長期債券を発行して調達すべき資金を、外為特会が短期の円資金をドル転して融通するしくみだと言える。将来これらの融資が焦げ付いても表面に現れない形で処理が行われ、外

為特会への返済が滞ることはないだろうが、「安全性と流動性に最大限留意した運用を行う」はずの資金が実質的に高リスク、低流動性の投資に向けられつつあることに注意が必要である⁽⁹⁾。

4. 日本銀行への影響

次に、政府の通貨政策を日銀の立場から捉え直してみよう。わが国において財務省が為替介入を担当していることは、一見すると日銀が為替変動に気をとられずに金融政策に専念できる点で望ましいように思われる。しかし現実に行われていることを具に観察すると、そのような理解が表面的なものにすぎないことに気付く。日銀は金融政策に関して一定の独立性を付与されているが、政府や財政当局の意向を無視して行動できるわけではない。財務省が不適切な通貨政策を実施し、日銀がそれに沿って行動した場合、後者の金融政策や財務管理にも望ましくない影響が及ぶ可能性がある。

上記の点に関連してまず指摘すべきことは、財務省が独自に為替介入の判断を行っているにも関わらず、日銀がその費用の一部を負担することを余議なくされていることである。前節で財務省が為券の発行によって円売り介入の資金を賄っていると述べたが、それは必ずしも為替介入の費用や外貨準備の維持コストを政府がすべて負担しているという意味ではない。

図 4 は政府短期債の残高の推移を保有主体別にプロットしたものである (2008 年までは FB のみ、その後は T-Bill 全体の値、政府関連機関による保有分を除く)。1998 年までは FB の発行利回りが人為的に公定歩合を下回る水準に設定され、日銀がその大半を直接引き受けていた。その後、FB や TB は市中販売が原則となったが、今日でも日銀が流通市場で購入して保有する T-Bill の残高は 10-20 兆円前後に上っている。本稿の執筆時点では邦銀等の日系金融機関だけでなく、在日外国銀行や海外投資家も

積極的に T-Bill の入札に応じているが、今後もこのような状態が継続する保証はない。現時点で在日外銀や海外投資家の間で T-Bill の人気が高いのは、欧米金融市場の混乱に加え、日本国債の格下げが相次ぐ中、リスクの大きい長期国債から短期債へのポートフォリオ・シフトが行われているためである。

図 4

今後、日本の財政に対する信頼が本格的に揺らいだ場合、在日外銀や海外投資家はこれらの短期債を売却して国外に資金を移動させることを躊躇わないだろう。その際には一時的に円が減価する可能性が高いため、政府が外貨準備を取り崩して円買い介入を行い、それによって集めた資金を用いて売却された短期債を繰り上げ償還してしまえるかもしれない。しかし外銀や海外投資家が保有する政府債は発行済み公債の一部にすぎないから、その後国内の金融機関がどのような行動をとるかが問題になるだろう。

政府債券のリスクプレミアムが上昇した場合、残存期間が長い長期債ほど市場価格が大きく下落するはずだが、これらの長期債の中で政府が直ちに償還する必要があるものは一部にすぎない。また、大量の長期国債を保有する邦銀等がそれらを売却すると莫大な損失が確定してしまうため、直ちに投げ売りが発生する可能性は必ずしも大きくないかも知れない。しかし為券は一年間に何回もロールオーバーが必要な超短期債である。円安が続けば外貨準備を売却して償還資金を捻出することも可能だが、金融不安が高まる局面では国内金融機関が海外から資金を引き揚げ、逆に円高が発生する可能性も考えられる。邦銀等が現在のような低利で為券のロールオーバーに応じなくなった場合、それを買い入れることができるのは日銀しかなく、実質的に日銀が政府の為替政策をファイナンスする状況が再現してしまう。今後、政府が無計画な円売り介入を繰り返し、為券の

市中残高がいつそう膨めば、このような事態が発生する可能性は高まるだろう。

政府の通貨政策が日銀に与える他の影響として、日銀の財務状況の不安定化とそれによる政府や国会との関係悪化も指摘できる。表 2 において見たように、わが国の外貨準備の大半は外為特会が管理しているが、日銀もその一部を保有している。為替介入の義務を負わない日銀が外貨を所有していることには、過去の政府の為替介入が深く関与している。為券には毎会計年度の予算において上限額が定められているが、既発債の残高が増えるたびに発行枠を引き上げてきているため、実質的には形骸化している。しかし財務省（および旧大蔵省）は過去に何度かこの緩やかな発行枠にすら抵触する巨額の円売り介入を行ったことがある。その際、財務省は買い戻し条件付きで日銀に外為特会の外貨を売却し、介入用の円資金を融通させた。これらの外貨は後に買い戻されたが、その間に発生した利息収入が日銀のバランスシート上に残され、それを売却せずに再投資してきたことにより、これだけの外貨が積み上がったのである（Idesawa 2007）。

現時点で日銀が保有する外貨は 5 兆円前後にすぎず、外為特会の保有分に比べると微々たるものだが、これだけでも他の先進諸国の外貨準備総額に匹敵する（表 1）。日銀がなぜこれらの外貨を売却してしまわなかったのかは分からないが、為替介入が政府の専管事項とされ、財務省がいったん購入した外貨を利息も含めて一切売却しないという方針を貫いている以上、それに倣って再投資をくり返す方が無難だと考えたとしても不思議ではない。

ただし外為特会と異なり、日銀は時価会計の原則にもとづいて毎期の決算を行っている。今日では世界的に時価会計が浸透しつつあり、中央銀行が民間金融機関に対して健全な財務管理を求める立場にあることを考えると、これは当然である。しかし日銀が相当額の外貨を保有しつつ時価ベースで損益計算を行った場合、収益が不安定化することが避けられ

なくなる。日銀も決算剰余金の大半を国庫に納付しており、それは翌年度の一般会計歳入の一部になる。日銀の納付金も事前に予算に組み込まれているため、それが予定額を大きく下回ると、一般会計の資金繰りに無視できない影響が及ぶことになる。

表3の上段は、近年の日銀の年度末決算における外貨資産収益と剰余金、国庫納付金の推移をまとめたものである。それによると、為替レートが大きく変動する年には外貨資産の収益が数千億円も変動し、決算剰余金と国庫納付金に相当の影響が発生している。とりわけ2010年度には欧米諸国の金融緩和による金利収入の減少と円高が重なったため、決算剰余金が対前年度比で約86%も減少し、国庫納付金が予定額を2,400億円余りも下回る結果となった。

表3

上記のような事態は日銀が政府の通貨政策を尊重しながら正常な会計を行えば必然的に生じることだが、2010年度の決算報告が東日本大震災の復興財源をめぐる議論が本格化する中で行われたこともあり、政治家の批判を浴びる結果になってしまった。たとえば、参議院財政金融委員会は2011年7月に決議を行い、「保有外貨資産の為替差損等により平成二十二年度の日本銀行の国庫納付金が予算額を大きく上回ったこと等を踏まえ(…)、日本銀行も適切な資産管理や効率的な業務運営を行いつつ、外貨資産の保有リスク及びリスク管理の在り方について検討する」よう命じている⁽¹⁰⁾。

しかし表3下段に示されているように、外為特会では2008年度から2010年度にかけて毎年10兆円前後の為替差損が発生している。それにも関わらず国会議員の間で外為特会の運営が問題視されていないのは、為替差損を実現させずに放置しているからにすぎない。仮に財務省が巨額の円売り介入を続けながら日銀同様の決算方式に移行した場合、その一般会計への影響は日銀のそれとは比べ物にならない

ほど大きくなるはずである。

日銀が2010年度のような事態を回避するためには、外貨を売却するか、デリバティブ等を用いて為替リスクを厳格に管理する必要がある。ところが日銀は2012年5月に「保有外貨資産の管理に関する見直しについて」という文書を発表し、「今後は、従来以上に安全性と流動性を重視した管理を行うことが適当との結論に至った」と述べながら、「近年、経済のグローバル化が進展する中であって、わが国の企業が拡大するグローバル需要を取り込んでいくことは、わが国経済の成長基盤を強化するうえで重要となっている」として、「成長基盤強化に資する外貨建て投融资を対象とした米ドル資金供給の円滑な遂行に備える」という方針を掲げている。そして翌6月にはその具体策として、既存の貸出制度の一つである「成長基盤強化を支援するための資金供給」に米ドル建て融資のスキームを追加し、10月に初回の貸付を実施している。

上記の米ドル資金供給スキームは、借手の金融機関を通じて民間事業会社の対外投資等をファイナンスするという意味で、先述した外為特会の対JBIC融資と同じ性質のものである。前節で述べたように、通貨当局が無計画な為替介入によって必要以上の外貨準備を抱え込んでしまうと、政治家やマスコミの間でその「戦略的活用」を求める声が強まり、それにいつまでも抵抗していると自己の組織に悪影響が及ぶ可能性がある。日銀の場合、毎会計年度の予算や決算が財務大臣の認可事項であることから、国庫納付金の変動は国会議員だけでなく財務省からの干渉を招く原因にもなる。日銀が外貨を売却するどころか、逆に高リスク・低流動性の融資の開始を決断した背景には、このような配慮も作用していたと推察される。

5. 今後の通貨政策のありかた

前節までの分析にもとづき、本節ではわが国の通

貨政策の制度環境をどのように改革すべきかを検討する。本節における重要なポイントは、これらの改革はそれ自体不可欠だけでなく、それが行われた場合、為替介入の規模や頻度にも少なからず影響が生じると思われることである。

第一に改革が必要なのは外為特会の会計制度である。第2節で解説したように、現行の会計制度の下では、(1) 外為特会が必然的に債務超過に陥り、時間とともにそれが増加する、(2) 為替介入の有無によらずバランスシートが拡大し、それに伴って資産と負債のダブル・ミスマッチが深刻化するという問題がある。このような状況が長期的に維持可能でないことは明白である。

それでは、どのように外為特会を運営すれば上記の問題を解消できるだろうか。一つの方法として、毎期に完全な時価会計にもとづく決算を行い、利益は直ちに一般会計に繰り入れ、損失は直ちに一般会計から補填することが考えられる。しかしそれでは事実上外為特会と一般会計を一体的に運営することになり、前者を特別会計化する意義が失われてしまう。第2節で指摘したように、適切な為替介入は正の収益を生むはずであり、一般会計からの補填など行わずとも、外為特会を債権超過の状態に保つことは可能なはずである。

為替介入に関する資金の出入りを独立のファンドによって管理する場合、原理的には図5のような運営方法が望ましい。最初に為券を発行して円売り介入を実施し、購入した外貨を何らかの資産に投資したとしよう(A)。為替介入が適切なタイミングで行われていれば、外貨資産と為券の残存期間が同一であっても、早晩含み益が発生するはずである。それが十分に大きくなった時点で純益分の外貨を売却し、それによって得た円を用いて為券を償還すれば、真の準備金を持つことが可能となる(B)。この準備金は含み益に過ぎないので、その運用方法を考える必要はなく、他の政府会計に資金融通を行う原資にもならない。上記の手続きをくり返せば、いずれは準備

金の外貨準備に対する比率が十分に高まり、その後は短期的に為替レートが変動しても外為特会が債務超過に陥る事態は発生しなくなる(C-1 および C-2)。なお、図5では便宜的に(B)以下でも一定の為券発行残高を残しているが、理論的には十分な外貨を保持しながら為券をすべて回収してしまうことも可能である⁽¹¹⁾。

図5

ただし外為特会のバランスシートの規模を適正水準に維持するためには、上記の手続きに加え、外貨準備に目標値を設定し、為券にも厳格な発行枠を課す必要がある。たとえば、ここで仮に為券の発行上限を名目GDPの5%、許容できる外貨準備の残高をGDPの5%±3%としたとしよう。近年のわが国の名目GDPは500兆円弱だから、これらはおおむね25兆円と25兆円±15兆円に相当する。これらの規制の下で仮に現行の為券残高と外貨準備残高がそれぞれGDPの4%と7%だったとすると、最大で5兆円の円売り介入しか実施できない。しかし事前の残高がそれぞれGDPの1%と4%に抑えられていれば、最大で20兆円の円売り介入が可能になる。この金額は過去最大の2003年の円売り介入総額にほぼ匹敵する。

ただし上記の後者のケースのような余裕を持つためには、平時から外貨準備の運用益を円兌換して持ち帰ったり、円安が発生する局面で迅速に外貨を売却するなどして、外貨準備と為券の残高を圧縮しておく必要がある。近年のわが国のように特定の為替レートを防衛線として無制限に外貨を買い上げるような単純な介入は誰にでもできるが、その後に相場に影響を与えずに迅速に反対売買を行うことには高度な技術が要求される。通貨当局が事前にそのことを意識していれば不必要な為替介入は控えようとするだろうし、介入を行う場合でも資金の節約方法を工夫するようになるだろう。

外為特会の財務リスクを緩和するためには、バランスシートの規模を制限するだけでなく、資産と負債のダブル・ミスマッチを直接軽減する方法も検討すべきである。一般に一国の公的外貨準備には、突発的な資本逃避などが生じた時に対外流動性を維持するための一種の保険として保有するものと、平時の為替介入に利用する（あるいはその結果として増加する）ものが含まれている（Kumakura 2007）。前者は期限を定めずに長期保有することになるため、それを短期の自国通貨建て債務によってファイナンスすることは好ましくない。他の主要先進諸国の外貨準備の大半は前者のタイプのものだと思われるが、これらの多くは外貨建て債券の発行や通貨スワップなど、当局に為替リスクが発生しない方法で調達されている。

円売り介入のために発行する為券に関しても、購入した外貨を 2、3 カ月のうちに売却することが困難である以上、現行のものより長期の債券とすることを検討すべきである。現行の FB は償還期間が 2 カ月、3 カ月、6 カ月のものがほとんどだが、技術的には 9 カ月や 10 カ月の債券を発行することも可能はずである。円売り介入をこれら 1 年弱の満期を持つ政府債によってファイナンスすれば、償還日までに外貨を売却して償還資金を調達できる可能性が高まり、外為特会のバランスシート圧縮にも寄与するだろう。

第二の改革として、財務省は外為特会の財務状況を十分に公開すべきである。為替介入や外貨準備の運用状況に関する情報の開示は以前に比べると進んだが、これらは IMF を初めとする内外からの圧力によるところが大きく、財務省自身のイニシアティブによるものとは言い難い。とりわけ外貨準備に関しては、他の先進諸国において過去十数年間に顕著に情報公開が進んだのに対し、これらの国々の数十倍の残高を持つわが国の情報は質、量、頻度のいずれにおいても著しく見劣りする。今日の日本においてぜひとも必要なのは、時価ベースの外為特会の財

務諸表を月次ないし四半期ベースで作成して公表すること、それとともに、保有外貨の通貨別比率や資産種別、格付け別の内訳や平均残存期間、VaR、レポ等のオフバランス取引の内容を十分に開示することである。

また、情報公開の方法も再考すべきである。現状では、為替介入と外貨準備に関する情報は「外国為替平衡操作の実施状況」、「外貨準備等の状況」、「外国為替資金特別会計の外貨建運用収入の内訳等」、特別会計の決算・財務書類など、多数の媒体を通じて断片的に公表されている。これらはフォーマットも報告頻度もまちまちであり、よほど関心のある者以外、公開情報に関してすら全貌を把握することが難しい。アメリカやイギリス、カナダなどでは、財務省や中央銀行が週次や月次で外貨の運用状況を公表するだけでなく、四半期や年次ベースできわめて詳細かつ包括的な報告書が作成されている。これらの報告書は正式に議会に提出され、国会議員が通貨当局に対して責任を追求する際の材料としても利用されている。このようなしくみが整備されれば、通貨当局が場当たりの巨額介入によって外貨準備を乱高下させたり、購入した外貨を不透明な方法で運用して国民の利益を損なう可能性を減じることに役立つだろう。

なお、上述したダブル・ミスマッチの問題を別としても、今日のわが国のように政府がはっきりした目的なしに 100 兆円単位の外貨を保有することは、それ自体大きな問題だと考えるべきである。外貨準備を対外流動性維持のための保険と考えるにせよ、自国通貨買い介入の原資と考えるにせよ、これらは安全かつ直ちに売却可能な資産の形で保有しておく必要がある。しかし今次の金融危機において明らかになったように、平時には十分な流動性を備えている資産ですら、潜在的には大きなリスクを抱えている。2007 年から 2009 年にかけてアメリカの銀行預金や貯蓄性商品、MBS などから国債や政府機関債などへの大規模な資本逃避が発生したが、その無視

できない部分が他の国々の通貨当局によるものだったことが指摘されている (McCauley and Rigaudy 2011)。

国民の資産を預かる通貨当局は安全性が揺らいだ金融資産を迅速に処分して損失を食い止める責任があるが、金融危機の中でそれを行えば市場の混乱を煽ることになり、通貨当局としての役割を放棄することになる。また、実際にこれらの資産を売却すると損失が確定してしまい、国民や政治家の批判を受ける可能性が高いため、それらの市場価値が暴落すればするほど満期まで持ち切ろうとする誘因が働き、結果的に損失をいっそう拡大させてしまう危険性もある。これらの点を考えると、通貨当局が平時に必要以上の外貨を保有することは、むしろ緊急時の行動を制約する可能性が高い。

第三の改革として、財務省が一方的に為替介入を実施し、日銀がそのしわ寄せを受けている現状も再考されるべきである。上述した外為特会の改革が行われれば、政府が無計画に短期債の残高を増加させ、日銀がそれを買上げざるを得なくなる可能性は低下するだろう。しかし為替介入や外貨準備管理などの国際金融政策と国内金融政策の間に密接な関係があることを考えると、現状のように財務省が単独で為替介入の判断を行うことは好ましくなく、日銀が政府に対して意見を述べる機会も確保しておくべきである。実際、財務当局が為替政策を主管するアメリカやカナダ、イギリスなどにおいても、介入実施前に公式・非公式に中央銀行の意見を聴取するしくみが作られている (熊倉 2012)。

また、わが国では政府と中央銀行がそれぞれ独立に外貨を保有して運用しているが、諸外国においてこのような例はほとんどなく、それが効率的だとは考えにくい。そこで日銀の保有外貨を外為特会に移管して無用な政治的軋轢を解消すると同時に、日銀と財務省の間でスワップ協定を締結し、有事の際に日銀が外為特会の外貨を金融政策に利用できるしくみを考えてはどうだろうか。外為特会の外貨が政治

的な用途に利用されることを防止するためには、財務省がそれらの運用に関する基本方針を決定した上で、日銀に運用委託を行うことも考えられる⁽¹²⁾。また、日銀が諸外国の中央銀行とスワップ協定を締結し、迅速に外貨を調達できる環境を整えておけば、財務省が為替リスクを伴う方法で巨額の外貨準備を保有する必要性はいっそう低下するはずである。

6. おわりに

本稿の分析によると、わが国と他の先進諸国の通貨政策の違いには政策運営上の制度環境の違いが無視できない影響を与えている。わが国の外為特会では経済原理と相容れない経理が行われ、それが円売り一辺倒の為替介入を行いやすくしている。また、外貨準備の巨額化にも関わらず情報開示が乏しく、そのことも無計画な為替介入や不透明な外貨準備の利用の一因になっていると思われる。さらに、わが国では政府の通貨政策に対して日銀が受動的に行動せざるをえず、それが日銀の財務環境を悪化させているだけでなく、巨額の為替介入や外貨準備の財政コストに対する国民の関心を低下させている。

紙幅の制約により本稿では解説できなかったが、わが国同様に為替介入に積極的な近隣のアジア諸国においても、政府か中央銀行の両方ないしいずれかにおいて不適切な会計が行われており、当局は為替介入や外貨準備の情報開示に消極的である (山本 2009; 熊倉 2012)。このことは、わが国や他のアジア諸国のような積極的な為替介入が政策運営のガバナンスが十分に機能していない国において初めて可能になる政策である可能性を示唆している。わが国では政治家やマスメディアだけでなく経済学者の間でも当局に巨額の円安誘導策を求める声が後を絶たないが、成熟した先進国においてそれが賢明な政策かどうか再考を求めたい。

【注】

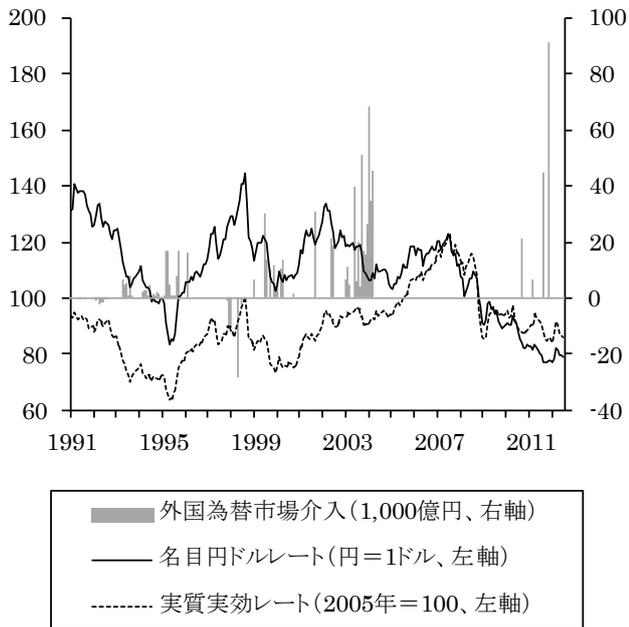
- (1) 諸外国の状況に関しては Schwartz (2010) や熊倉 (2012) を参照。
- (2) たとえば岩田 (2011) や日本経済研究センター (2012) など。
- (3) 実際の通貨の売買は日銀が担当しているが、これは政府の指示の下で行われるものである。
- (4) ただし外為特会では外貨の購入額を記帳する際、実際に支払った円貨額ではなく、外貨額を基準外国為替相場と呼ばれる過去の為替レートの平均値によって円換算した値を利用している。これは年度末の決算に現実に存在しない収益を発生させる原因になっている (鈴木 2010)。
- (5) ただし後述するように、預金の圧縮には今次の国際金融危機の中で民間銀行預金のリスクが意識されるようになったことも影響していると思われる。
- (6) ただし「外貨準備等の状況」は日銀保有分も含む統計である。
- (7) 日本において現先取引とレポ取引は異なる法的根拠を持つ取引だが、諸外国では日本の現先取引に当たる取引をレポ取引と呼んでいるケースが多い。
- (8) 表 2 では日銀の欄にも 2008 年と 2009 年に外貨貸付金の残高があるが、これらは民間銀行の資金繰りを支援するために日銀がニューヨーク連銀から借り入れたドル資金を一時的に貸し付けたもので、次節で言及する「成長基盤強化支援資金供給」とは別物である。
- (9) 現行の規定では、外為特会から JBIC への貸付期間が 5 年であるにも関わらず米ドル 6 カ月 LIBOR+0.31%という短期金利が適用される一方、この資金を原資として JBIC が行う「戦略的投融資」は最長で 20 年間まで可能とされている。
- (10) 「平成 22 年度歳入歳出の決算上の剰余金の特例に関する法律案に対する付帯決議」。
- (11) アメリカの外為特会に相当する Exchange Stabilization Fund の場合、このようにして蓄積した準備金が外貨資産残高を大幅に上回り、残額は自国通貨建て債券等に投資されている。
- (12) このような財務当局と中央銀行の役割分担は諸外

国においても広く認められる (熊倉 2012)。

【参考文献】

- Copeland, A., A. Martin and M. Walker (2010), “The tri-party repo market before the 2010 reforms”, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 477.
- Idesawa, T. (2007), “How do we manage the reserves held by the Bank of Japan?” *Central Banking* XVII(2): 41-45.
- 岩田規久男 (2011), 『デフレと超円高』講談社現代新書。
- 熊倉正修 (2012), 「日本の通貨政策とその問題点」大阪市立大学大学院経済学研究科ディスカッションペーパーシリーズ No. 72.
- Kumakura, M. (2007), “Monetary policy, international liquidity and central bank balance sheet in emerging market economies”, in Hisayuki Mitsuo (ed.), *Financial Fragilities in Developing Countries*, Chiba, Japan: IDE-JETRO, 55-86.
- McCauley, R. N, and J. Rigaudy (2011), “Managing foreign exchange reserves in the crisis and after”, in BIS Papers No.58, *Portfolio and risk management for central banks and sovereign wealth funds*, 19-47.
- 日本経済研究センター (2012), 「景気後退・円高阻止とデフレ克服のための緊急政策提言」 (<http://www.jcer.or.jp/policy/p.e2011FY.html>) .
- Schwartz, A. J. 2000. “The rise and fall of foreign exchange market intervention”, NBER Working Paper Series No. 7751.
- 鈴木克洋 (2010), 「外国為替市場介入をめぐる諸問題—防衛ライン、不胎化介入、外為特会積立金—」参議院調査室・経済のプリズム No.85.
- 山本一哉 (2009), 「韓国の為替介入政策とその問題点」鹿兒島大学『経済学論集』第 73 号, 107-134.

図1 為替変動と外国為替介入（月次ベース）



注：円の実質実効為替レートは対先進国通貨を対象とした指数で数値の上昇が円安を表す。外国為替介入は正の数値が円売り介入、負の数値が円買い介入を表す。

出所：日本銀行ホームページ統計、財務省「外国為替平衡操作の実施状況」、Bank for International Settlements, BIS effective exchange rates をもとに著者作成。

表1 主要国の外貨準備の保有状況

[A] 外貨準備残高（10億ドル）

国・地域	2000	2003	2006	2009	2012
アメリカ	31.2	39.7	40.9	50.5	50.5
ユーロ圏	35.3	36.1	39.0	50.5	53.9
イギリス	46.1	52.4	61.2	42.6	60.1
カナダ	29.0	31.5	33.2	42.6	53.3
日本	347.2	652.8	874.6	996.6	1,195.6

[B] 外貨準備のGDPに対する比率（%）

国名	2000	2003	2006	2009	2012
アメリカ	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3
ユーロ圏	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
イギリス	3.1	2.8	2.5	2.0	2.4
カナダ	4.0	3.6	2.6	3.2	3.0
日本	7.4	15.4	20.0	19.8	20.4

注：2012年は6月末、その他の年は年末の残高。GDPは前年の値を利用した。ユーロ圏は欧州中央銀行の保有分のみ。

出所：IMF, World Economic Outlook及びData Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidityをもとに著者集計。

図2 外国為替資金特別会計の構造

(A) 貸借対照表

外貨資産	FB (為券)
為替評価損	
預け金	積立金

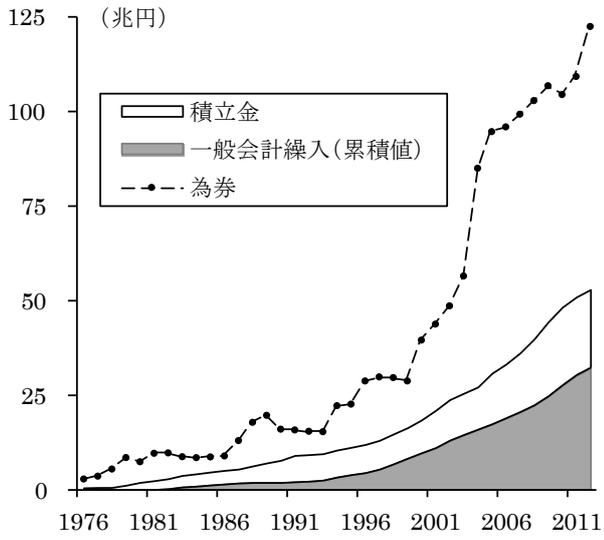
(B) 損益計算書

収入	支出
	剰余金

注：網掛けは外貨を表す。

出所：著者作成。

図3 外国為替資金証券の発行残高の推移



注：各年の3月末時点の実績による。ただし2012年の為券の発行残高は4月末の実績。

出所：特別会計の決算資料などをもとに著者集計。

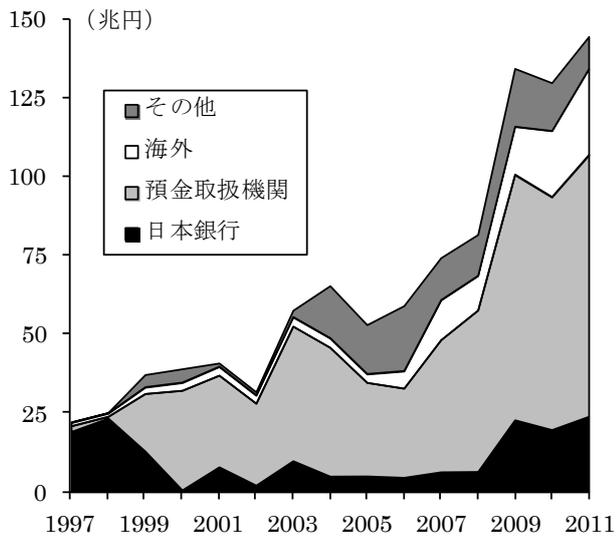
表2 外国為替資金特別会計と日本銀行の外貨の運用状況（単位：100億円）

項目	外国為替資金特別会計				日本銀行			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
外貨資産	10,616 (100.0)	9,945 (100.0)	8,549 (100.0)	8,190 (100.0)	855 (100.0)	1,086 (100.0)	502 (100.0)	469 (100.0)
外貨預け金	1,372 (12.9)	886 (8.9)	337 (3.9)	98 (1.2)	5 (0.6)	9 (0.8)	9 (1.8)	16 (3.4)
外貨証券	9,245 (87.1)	9,004 (90.5)	8,197 (95.9)	7,942 (97.0)	519 (60.7)	487 (44.8)	475 (94.7)	436 (93.0)
外貨貸付金	0 (0.0)	55 (0.5)	15 (0.2)	149 (1.8)	313 (36.6)	573 (52.7)	0 (0.0)	0 (0.0)
外貨投資・金銭信託	-	-	-	-	18 (2.1)	18 (1.6)	18 (3.6)	17 (3.6)
(参考)運用利回り(%)	4.32	3.69	3.08	3.13	-	-	-	-
外貨証券	9,245 (100.0)	9,004 (100.0)	8,197 (100.0)	7,942 (100.0)	519 (100.0)	487 (100.0)	475 (100.0)	436 (100.0)
国債	6,309 (68.2)	6,174 (68.6)	5,800 (70.8)	5,471 (68.9)	393 (75.7)	358 (73.5)	338 (71.1)	320 (73.3)
国債以外の外貨証券	2,936 (31.8)	2,830 (31.4)	2,397 (29.2)	2,471 (31.1)	126 (24.3)	129 (26.5)	137 (28.9)	116 (26.7)
残存期間1年以下	2,459 (26.6)	2,093 (23.2)	1,451 (17.7)	877 (11.0)	127 (24.5)	100 (20.5)	83 (17.4)	84 (19.2)
残存期間1年超5年以下	4,286 (46.4)	4,594 (51.0)	4,641 (56.6)	4,740 (59.7)	391 (75.5)	387 (79.5)	393 (82.6)	353 (80.8)
残存期間5年超	2,499 (27.0)	2,317 (25.7)	2,104 (25.7)	2,326 (29.3)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)
(参考)証券貸出残高	766 (8.3)	761 (8.4)	830 (10.1)	720 (9.1)	164 (31.6)	114 (23.4)	90 (19.0)	60 (13.7)
(参考)平均残存年数	3.42	3.45	3.59	3.90	2.39	2.49	2.57	2.52

注：各年3月末時点の残高による(ただし2008年の日本銀行の数値は同年9月末で証券貸出のみ3月末の実績)。括弧内の数値は全体に占めるシェア(%)。外国為替資金特別会計の運用利回りは簿価ベースの公表値で保有資産の評価損益を含まず。平均残存年数は便宜的に「残存期間1年以下の資産の平均残存期間=0.5年、残存期間1年超5年以下の資産の平均残存期間=3年、残存期間5年超の資産の平均残存期間=7年」と仮定して計算した値で公表値ではない。

出所：外国為替資金特別会計と日本銀行の決算資料及びホームページ資料をもとに著者集計。

図4 国庫短期証券の保有主体別内訳



注：各年末の実績による。一般政府と公的金融機関の保有分は除外して集計した。「その他」は保険会社や投資信託等の保有分を表す。

出所：日本銀行「資金循環統計」をもとに著者集計。

表3 為替変動と日本銀行の国庫納付金（単位：億円）

日本銀行	2006	2007	2008	2009	2010	2011
外国為替収益(純)	4,240	-2,028	-410	-953	-4,087	1,099
うち為替差益	2,012	-6,038	-4,166	-2,186	-4,810	-606
その他	2,228	4,010	3,756	1,233	723	1,705
(参考)円ドルレートの変化率(%)	0.5	-14.9	-2.0	-4.9	-10.9	-1.2
剰余金	7,805	6,408	3,003	3,671	521	5,291
国庫納付金(a)	7,415	6,087	2,552	3,488	443	5,026
(参考)納付金予定額(b)	4,927	7,210	6,694	3,285	2,862	2,752
(a) - (b)	2,488	-1,123	-4,142	203	-2,419	2,274

外国為替資金特別会計	2006	2007	2008	2009	2010	2011
外国為替収益(純)	86,367	97,757	-61,627	-116,756	-66,760	N/A
うち為替差益	38,580	13,084	-101,703	-128,713	-84,666	N/A
その他	47,787	84,673	40,076	11,957	17,906	N/A
(参考)円ドルレートの変化率(%)	3.5	0.0	-10.3	-13.3	-8.8	-7.2

注：いずれも年度ベース。「円ドルレートの変化率」は当該年中の円のドルに対する減価率を表す（外為特会は決算日の基準外国為替相場、日銀は決算日の中心レートによる）。

出所：財務省「外国為替資金特別会計財務資料」、日本銀行決算資料等をもとに著者集計。

図5 望ましい外国為替資金特別会計の管理

