

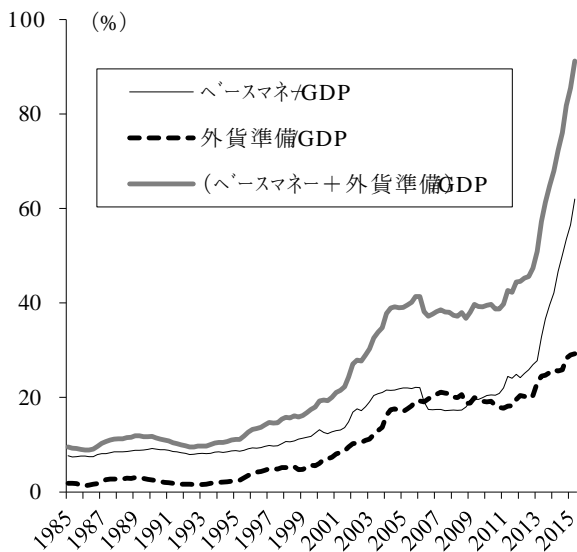
日本の金融通貨政策と財政ファイナンス

熊倉正修（駒澤大学経営学部）

1. はじめに

本稿のタイトルの「金融通貨政策」とは、金利や通貨量の操作を意味する金融政策と、外国為替市場介入や公的外貨準備の管理を意味する通貨（為替）政策の総称である。前者がモノやサービスで測った自国通貨の価値（すなわち物価）に係る政策、後者が外国通貨で測った自国通貨の価値（すなわち為替レート）に係る政策であることから、これらは相互に不可分の関係にある。前者を「対内」金融政策、後者を「対外」金融政策だと考えれば、これらをまとめて広義の金融政策と呼ぶことも可能である。

図表1 ベースマネーと公的外貨準備の名目 GDP に対する比率の推移



(注) 外貨準備は円ベースで金や SDR 等をのぞく。
(出所) IMF, *International Financial Statistics*、内閣府「国民経済計算」、財務省及び日本銀行統計をもとに集計。

近年の日本では金融政策と通貨政策が景気対策にフル活用されてきたため、その意味でも両者は不可分の関係にある。日本銀行は日本経済が不振に陥った 1990 年代初頭から急ピッチで金利を引き下げ、2000 年代初頭にはベースマネーを金融政策の操作目標とする量的緩和に踏

み切った。その間、財務省（旧大蔵省）は円高による景気の腰折れを警戒し、しだいに巨額の円売り・外貨（ドル）買いの為替介入を実施するようになった。為替介入は 2011 年を最後に停止されているが、2013 年には日銀が異次元緩和（正式名称「量的・質的金融緩和」）を開始し、大量の長期国債やリスク資産を買入れている。これらの政策を反映して、1990 年代後半からベースマネーと公的外貨準備の GDP に対する比率が顕著に増加している（図表 1）。

異次元緩和が長引く中、それが財政ファイナンスに当たるのではないかという疑念が強まっている。一般的な用語としての財政ファイナンスは、政府が国民から税金を集める代わりに中央銀行に資金を融通させて財政支出を賄うことを意味している。日銀の説明によれば、異次元緩和の目的はデフレの解消であり、国債買入はそれを達成するための手段にすぎないので、財政ファイナンスには当たらないという。しかし現時点で日銀の毎月の買入額は政府債務の純増分を大幅に上回っており、それが政府の資金繰りを容易にしていることは事実である。また、日銀が買入れた国債の償還差益やクーポン収入の大半は税金や納付金の形で政府の一般会計に繰り入れられるため、それも財政赤字の補填に一役買っている。最近、日銀は民間金融機関経由で国内事業会社に低利の資金を貸し付けることも行っているが、こうした貸付はもともと政府が財政投融资などの形で実施してきたものである。日銀が政府の代わりにこの種の準財政活動（quasi-fiscal activity）を担う場合、それも財政ファイナンスに近い意味を持っている。

「財政ファイナンス」という用語を上記のように広く定義した場合、実は通貨政策にも同様の問題が存在する。政府の為替介入に伴う資金の出入りは外国為替資金特別会計（以下「外為特会」と略記）と呼ばれる特別会計によって管理され、形式的には一般会計と分離されている。しかし日銀と一般会計が税や国庫納付金を通じ

てつながっているように、外為特会も毎年の繰入金を通じて一般会計に貢献している。また、最近では外為特会の保有外貨の一部が政府系金融機関を経由して事業会社に貸し付けられるようになっており、その点でも日銀と類似している。外為特会は政府の一部だが、国会やマスメディアの関心は一般会計に集中する傾向がある。したがって特別会計が一般会計の業務を肩代わりしたり、収益を一般会計に移転すれば、その分だけ政府の資金不足を糊塗することができる。

本稿で分析するように、今日の外為特会と日銀は単なる金融通貨政策の主体ではなく、自己のバランスシートに巨大なリスクを貯め込みながら一般会計の資金調達と政府の財政政策に協力する機関としての性質を強めている。こうしたことが生じた理由としては、①国民の目につきやすい一般会計と他の政府会計や日銀の会計が形式上分離されていること、②外為特会と日銀が価格変動リスクのある資産を大量に保有・売買しているにも関わらず、そのことを前提とした経理が行われていないこと、そして、③特別会計や日銀の財務状況が悪化しても一般会計への納付が滞りにくい会計規則が採用されていることが挙げられる。これらのことは財政に関する政府の危機意識を弛緩させるだけでなく、金融通貨政策を適切に遂行する上での障害にもなりうる。

本稿では、日銀と外為特会をまとめて「通貨当局 (monetary authorities)」と呼び、これらの機関の財務内容と資産運用状況、一般会計との関係を詳しく分析する。本稿の構成は以下の通りである。次節と第3節では、外為特会と日銀の財務諸表を概観し、それが一般会計とどのようにつながっているかを確認する。第4節と第5節では、外為特会と日銀の保有資産と一般会計への資金移転の実績を時系列で観察し、資産の運用手法がどのように変化しているか、一般会計への納付額がどのような理由によって変動しているかを分析する。第6節では、外為特会と日銀が抱える財務リスクを自己資本比率に注目しながら分析する。第7節は本稿のまとめである。稿末の補論では、第6節で利用する均衡

為替レート of 算出方法を説明している。

2. 通貨当局の貸借対照表

図表2は外為特会と日銀のバランスシートの概要を模式的に示したものである。これらは本稿の執筆時点で最新の決算資料にもとづいており、外為特会は2013年度末、日銀は2014年度末の利益処分前の状況を表している⁽¹⁾。

まず(a)の外為特会のバランスシートを見てみよう。財務省は1998年以来円買い介入をまったく実施していないので、以下では円売り・外貨買いの為替介入を念頭に置いて解説する。財務省が円売り介入を実施する場合、外為特会から外国為替資金特別証券(以下「為券」と略記)と呼ばれる政府短期証券(Financing Bills、FB)を発行して円資金を調達し、それを対価としてドルなどの外貨を購入する。購入した外貨は外為特会の資産となり、外貨建ての債券などに投資して運用される。運用状況の詳細については第5節において分析する。

上記のオペレーションを反映して、外為特会の資産の大半は外貨建ての債券や預金、負債の大半は為券によって占められている。為券は満期3か月程度の割引債であり、金融商品としては償還日が間近に迫った国債と同じ性質のものである⁽²⁾。外為特会は事後的に円負債を元手に外貨建ての金融資産に投資する投資ファンドのようになるが、為券が短期債務であるのに対し、後述するように、外貨資産には長期債が多く含まれている。

外為特会の決算は円建ての簿価にもとづいている。為替レートが変動すると外貨の円評価額は変化するが、簿価との乖離は為替評価損益の形でバランスシートに記載されるだけで、損益計算からは除外されている。個々の資産の市場価格の変動に伴う含み損益は報告すらされていない。ただし後述するように、2007年に「特別会計に関する法律」が制定され、公式の財務諸表とは別に企業会計の考え方を模した財務書類が公表されるようになった。

図表2(a)のバランスシートでは、「外貨資

図表 2 通貨当局のバランスシート

(a) 外国為替資金特別会計

資産 (166.8)	負債 (166.8)
外貨資産 (149.4)	為券 (114.3)
繰越評価損 (27.4)	評価益 (17.5)
円預け金 (11.5)	その他 (9.8)
	積立金 (22.0)
↑ その他 (6.0)	↑ 当期剰余金 (3.2)

(b) 日本銀行

資産 (323.6)	負債 (323.6)
債券 (国債 269.8) (社債等 5.2)	銀行券 (89.7)
貸付金 (34.1)	当座預金 (201.6)
	その他 (24.2)
↑ 金銭信託 (6.1) ↑ 外国為替 (7.1) ↑ その他 (1.3)	↑ 自己資本 (7.1) ↑ 当期剰余金 (1.0)

(注)外為特会のバランスシートは 2013 年度末時点、日銀のバランスシートは 2014 年度末時点のもの。括弧内の数値は各項目の金額で単位は兆円。外為特会の「外貨資産」の残高は簿価ベースで評価損は内数。日銀の「社債等」は CP を含む。

(出所)政府特別会計及び日本銀行決算資料をもとに集計。

産」の 149.4 兆円が保有外貨の簿価であり、そのうち「繰越評価損」の 27.4 兆円が当該年度期初の為替評価損を表している。2013 年度は円安が進んだため、年度末までに評価損が減少した。負債側の「評価益」がその金額を表し、期初の評価損からそれを差し引いた $27.4 - 17.5 = 9.9$ 兆円が当該年度末の評価損である。ただし後述するように、上記の簿価は為替介入時に実際に支払った円貨額とは必ずしも一致しない。外為特会の貸借対照表には他の重要な経理項目として「積立金」と「円預け金」があるが、これらに関しては後述する。

次に (b) の日銀のバランスシートを見てみよう。資産の大半は国債 (FB 等の短期債を含む) であり、それに貸付金が続いている。日銀はもともと民間の証券をほとんど保有していなかったが、最近社債や CP の残高が増加して

いる。異次元緩和は ETF (上場投資信託) と J-REIT (上場不動産投資信託) に関しても年間買目標値を設定しているため、株式や不動産への投資額も増加している。それ以外に外貨建ての資産が 7 兆円ほどある。

一方、負債の大半は銀行券 (現金) と当座預金であり、これらの和がベースマネーである。もともと銀行券の比率が圧倒的に高かったが、異次元緩和によって両者の大小関係が逆転した。この図の「自己資本」は資本金と準備金、各種の引当金の和であり、日銀自身が自己資本と呼んでいるものである。

日銀は金融政策だけを行う機関ではなく、決済システムの管理や各種統計の作成、調査研究などの業務も営んでいる。しかしバランスシートの構造は (超過準備などの) 短期債務を元手に長期のリスク資産に投資する投資ファンドの

それに近く、その点で外為特会と似た性質を持っている。従来は負債の大半が無利子の銀行券と法定準備金だったが、量的緩和によって超過準備が増加し、2008年からそれらに付利が行われるようになったため、負債の維持コストはゼロでなくなっている。

日銀の経理も基本的には簿価ベースだが、いくつかの例外がある。第一に、外国為替(外貨)に関してはほぼ完全な時価会計が行われ、決算日の為替レートと各資産の市場価格をもとに円評価額が計算されている。民間金融機関の決算と同様に、含み損益は損益計算にも反映される。第二に、円建ての債券とCPの評価には償却原価法が適用され、取得価格と償還額の差額が保有期間を通じて按分されるしくみになっている。第三に、民間の株式や投資信託に関しては、簿価評価を原則としつつ、時価がいちじるしく下落した時に減損処理を行うことになっている。これらの会計規則によると、①外貨は売買の可能性がある、②国債を含む債券はすべて満期まで持ち切る、③償還日のない証券や市場性商品も原則的に売却しないと想定していることになる。しかし後述するように、今日の日銀が置かれた状況を鑑みると、①よりむしろ②と③が売却する可能性の高い資産であり、会計規則と実態の間に齟齬が存在する。

ところで、日本では財務省が為替介入に関する権限を有し、日銀は財務省の代理人として実務を担当するだけである。したがって原理的には日銀が7.1兆円もの外貨を保有する必要性は乏しく、なぜそれが存在するのかを知っておく必要がある。上述のように、財務省が円売り介入を行う際には為券を発行して円資金を調達するのがルールだが、国債や他のFBと同様、為券にも国会で承認された発行上限がある。これまで為替介入を行うたびに発行枠を増やしてきたため、この発行枠は為券の発行残高のシーリングとしてはほとんど役に立っていない。しかし過去に財務省(旧大蔵省)はこの発行枠すら超える円売り介入を実施するために、時として日銀に外為特会の外貨の買取りを求めてきた(須田 1999)。最近では為替スワップの形で日銀

に外貨を一時的に売却し、後にそれを買い戻す方法が採られているが、その場合でも日銀が外貨を保有している間に利息収入等が発生し、それらは日銀のバランスシートに残される。

日銀が余剰の外貨を外国為替市場で売却することが法的に禁じられているわけではないが、後述するように、財務省は意図的な為替介入以外の目的で外貨を円に換えることをほとんど行っておらず、外為特会の運用収入も外貨のまま再投資している。そのような状況において日銀が独自の判断で外貨を売却した場合、為替介入を専管する財務省から越権行為だと批判される可能性がある。しかしそのことを懸念して外貨の再投資をくり返すと、保有額が少しずつ増加してゆく。上記の7.1兆円はこうした経緯を反映したものである。

図表2において気づくのは、外為特会のバランスシートが相当大きいことである。最近では異次元緩和に伴う日銀のバランスシートの膨張が議論を呼んでいるが、異次元緩和開始直前の2012年度末時点で日銀の資産総額が164.8兆円だったのに対し、外為特会の資産総額は160.6兆円であり、両者はほぼ拮抗していた。また、異次元緩和が終了すると日銀のバランスシートが縮小に向かう(はずである)のに対し⁽³⁾、後述する理由により、外為特会のバランスシートは為替介入が行われなくても無制限に拡大してゆく。図表1における日銀の外貨保有額は外為特会の保有額の約20分の1にすぎないが、これだけでも他の多くの先進諸国の外貨準備残高を上回っている。外為特会の保有外貨が非常に多いのは、諸外国の通貨当局のように外貨準備の慎重なリスク管理を義務付けられていないためだと思われる(熊倉 2011)。

図表2に関して今一つ注目しておきたいのは、外為特会・日銀ともに資産残高に比べて自己資本や当該年度の純益(剰余金)が少ないことである。外為特会や日銀は利益を上げることを目的とした機関でないため、利益率が低いこと自体は問題でない。しかし後述するように、今日の一般会計は外為特会と日銀からの繰入金や納付金に依存しており、それが滞ると歳入に大き

な穴が空く。また、外為特会と日銀は大きなリスクを負いながら剰余金を捻出しており、第6節において見るように、その代償として自らの財務の脆弱化を許容している。

3. 通貨当局の損益計算と剰余金処分

次に、上記の貸借対照表に対応する損益計算書を示したのが図表3である。(a)の外為特会の場合、収益の大半は運用収入と外国為替等売買差益によって占められている。運用収入のほとんどは外債のクーポンや償還差益、外貨預金の利息などだが、円資産からの収入も一部含まれている。「外国為替等売買差益」はやや分かりにくい項目であり、以下の二つの要素を含んでいる。第一の要素は外貨資産の売買差益である。財務省は長い間外貨売りの為替介入を実施しておらず、外貨の運用収入を円兌換することも行っていないため、通貨そのものの売買差益は原則として発生しない。ただし円売り介入を通じて購入した外貨を債券などに投資し、それを償還日前に売却した場合、売買差益が得られることがある。この種の差益は運用収入には含めず、「外国為替等売買差益」に計上することになっている。

第二の要素は、為替介入時の円の受払額と外為特会への記帳額の差額である。外為特会に外貨の売買額を記帳する場合、実際に支払った(受け取った)円貨額ではなく、外貨の金額を基準外国為替相場と呼ばれる為替レートで円換算した金額を使用することになっている。基準外国為替相場は前々月の実勢相場の平均値として算出されるため、計算上の円の受け払い額が実際の受払額と乖離し、それをどこかで調整する必要が生じる。たとえば、ある年の4月の円ドルレートの月中平均値が1ドル=100円だったとして、1ドル=80円まで円高が進んだ6月に当局が100億ドルの円売り・ドル買い介入を実施したとしよう。その場合、実際の支払額は100億ドル×80=8,000億円だが、外為特会の貸借対照表に記帳されるドルの円評価額は100億ドル×100=1兆円である。両者の差額は年度末の損

益計算書の「外国為替等売買差益」に+2,000億円を計上することによって調整される。

円売り介入は円がドルなどに対して急激に増価する局面で実施されることが多い。したがってある年に円売り介入が頻繁に行われると、その分だけ「外国為替等売買差益」が増加し、決算剰余金が水増しされやすい。なお、基準外国為替相場が毎月調整されるようになったのは2010年1月からで、それ以前は半年ごとにそれ以前の半年間の実勢相場を用いて計算する方法が採られていたため、この種の水増しがいつそう発生しやすくなっていた⁽⁴⁾。たとえば巨額の円売り介入が実施された2003年度は決算剰余金3.7兆円のうち1.9兆円が「外国為替等売買差益」によって占められていた。その大半は単なる帳簿上の調整額にすぎないが、現行の経理ではそれが収益として認識され、その一部が一般会計に繰り入れられる。

一方、外為特会の費用の大半は借入金利子、すなわち為券のロールオーバー・コスト(償還時差損)である。ただし為券はもともと利率の低い短期債である。さらに、2008年度までは日銀が市場価格を上回る価格でFBの大半を引き受けてきた経緯があり、2014年後半以降は異次元緩和の影響によってFBの発行利回りが負になる現象が発生している。したがって財務省にとって為券の維持費用はほぼゼロである。ただし日銀が長期国債の代わりにFBを引き受けると、金利収入が減少して剰余金も減少し、結果的に国庫への納付金も減少するので、長い目で見て財政に負担がかかることは免れない。

最後に、公会計では収益から費用を引いた値が剰余金と呼ばれ、これが民間企業の利益に相当する。上記のことから分かるのは、外為特会では毎年度末に相当の剰余金を得られることが事実上約束されていることである。いま、仮に為券の利回りが i_s 、為券と同じ満期を持つ米国財務省証券の利回りが i_s^* だとする。そして現在の円ドルレートが1ドル= S_0 円、これらの債券の満期日の為替レートが1ドル= S_1 円だとしよう。標準的な(カバーなしの)金利裁定式によれば、これらの変数の間には

図表3 通貨当局の損益計算書と剰余金処分

(a) 外国為替資金特別会計		(b) 日本銀行	
費用等 (332.7)	収益 (332.7)	費用等 (207.8)	収益 (207.8)
借入金利子 (7.9)	運用収入 (240.7)	経常費用 (36.5)	債券等収入 (107.9)
当期剰余金 (321.0)		引当金等 (36.2)	
		外国為替等売買差益 (90.2)	当期剰余金 (135.1)
↓		↓	
積立金 (67.9) 一般会計繰入 (253.0)		法人税等 (34.2) 準備金積立 (25.2) 国庫納付金 (75.7)	

(注) 外為特会の損益計算書は2013年度、日本銀行の損益計算書は2014年度のもの。括弧内の数値は各項目の金額で単位は百億円。日銀の「債券等収入」は償還価格が決められている円資産の収入で貸付金の利息を含む。「外国為替収益」は外貨資産の利息収入と為替変動による資産の円評価額の増減の和。
(出所) 政府特別会計及び日本銀行決算資料をもとに集計。

$$i_s^* + \frac{S_1 - S_0}{S_0} = i_s \quad (1)$$

という関係が成立する。外為特会の場合、この式の右辺が為券のロールオーバー・コストを表し、左辺が外貨資産の総合利回り（外貨ベースの利回り＋為替損益）に対応する。

ただし為替介入が行われる時には、収益が費用を上回ることが自然である。仮に円ドルレートが1ドル＝ S_0 円の時に財務省が円安誘導を目指してドル買い介入を実施し、それが功を奏して次期の為替レートが S_1^* になったすると（ $S_1 < S_1^*$ ）、(1)式は

$$i_s^* + \frac{S_1^* - S_0}{S_0} > i_s \quad (2)$$

となる。このことから分かるように、適切なタイミングで実施された為替介入は大きな利益を生むはずである。ただし足元の為替レートが均衡為替レートより円安であるにも関わらず、さ

らなる円安誘導を意図してドル買い介入を実施した場合、後に揺り戻しが生じて大きな損失が発生する可能性もある。

外為特会が利益を生みやすいことには他にも理由がある。後に詳しく検討するように、今日の外為特会の外貨の多くは為券より格段に残存期間の長い債券等に投資されている。ドルの長期金利を i_L^* と書くと、一般に長期金利が短期金利より高いことから、為替介入が行われなくても

$$i_L^* + \frac{S_1 - S_0}{S_0} > i_s \quad (3)$$

となるはずである。また、上述の通り、外為特会では簿価会計が行われているため、上記の $(S_1 - S_0)/S_0$ は年度末の損益計算に反映されない。しかも現在は i_s がほぼゼロであることから、 i_L^* の大きさがそのまま剰余金に反映される。ただし(1)式と(3)式から分かるように、 i_s を一定とす

ると、 i_s^* や i_L^* が上昇して剰余金が増加している時には、円高が進んで貸借対照表上の為替評価損が増加していることが多いはずである。しかし外為特会には為替評価損の処理に関する規則が存在せず、評価損がどれだけ増加してもそれを放置することが許されている。

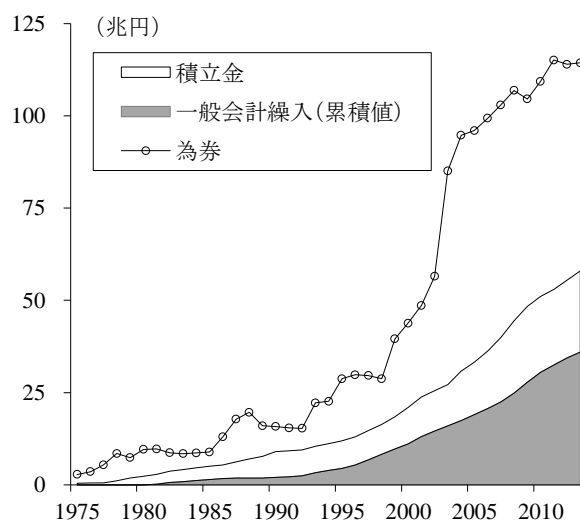
ところで図表1で見たように、外為特会の貸借対照表には積立金という項目が存在する。これは「外国為替相場の変動、市場金利の変動その他の要因を勘案し、同会計の健全な運営を確保するために必要な金額を」積み立てるもので（「特別会計に関する法律」第80条）、概念的には民間金融機関の準備金や損失引当金に相当する。しかし「特別会計に関する法律」には各会計の積立金を「財政融資資金に預託して運用することができる」（第12条）と規定されており、外為特会の剰余金も最近まで全額が別の特別会計である財政投融資会計（財政融資資金勘定）に預託されてきた。その大半は約定期間7年超の長期預託であり、いったん預託すると満期まで取り崩すことができない。

また、外為特会を含む特別会計において剰余金が生じた場合、当該会計の積立金に積み立て、残余は当該会計の翌年度の歳入に繰り入れることが原則だが、「予算で定めるところにより」一般会計の歳入に繰り入れることも許されている（上記法第8条）。外為特会の剰余金は1980年度まで全額が積立金に積み立てられてきたが、1981年度からその一部が一般会計に繰り入れられるようになり、その後しだいにその比率が高められてきた。とりわけ世界同時不況と東日本大震災によって財政が逼迫した2008～2011年度には積立が停止され、剰余金の全額が一般会計に繰り入れられている（熊倉 2011）。

さらに注意したいのは、図表3(a)に示した外為特会の剰余金が計算上の利益にすぎず、それに対応する円の現金が存在するわけではないことである。外為特会の運用益の大半は外貨で入ってくるが、これらはすべて外貨のまま再投資されている。したがって図表3(a)の運用収入や売買差益は外為特会の保有外貨を増加させるだけで、他の目的に使用することはできない。

しかし計算上の剰余金を処分して財投会計や一般会計に繰り入れるには円の現金が必要である。そこで財務省は為替介入のための為券とは別に（a）の費用等（＝収益）の総額分の為券を発行し、必要な円資金を調達するを行ってきた。そうして調達した資金のうち、借入金利子の分は既存の為券のロールオーバーに利用され、残りが剰余金処分に利用されている。2014年度から積立金の取り扱いが変更され、現在は経理が少し複雑になっているが、根本的なしくみは変わっていない。

図表4 外国為替資金証券の発行残高の推移



(注)各年の年度末の実績。
(出所)特別会計決算資料をもとに集計。

もともと為券を含むFBは「国庫金の短期の資金繰りのために、また特別会計の一時的な資金不足のために発行」されるもので、「年度内における資金繰りのためのものであることから、当該年度の歳入をもって償還され」ることが原則である⁽⁵⁾。しかし他の会計から発行されるFB（財務省証券や食糧証券など）がおおむねこの原則に従って償還されているのに対し、為券はいったん発行されると無期限でロールオーバーされ、図表2で見たように、2013年度末の残高は約114.3兆円に上っている。図表4によると、その時点の積立金と過去の一般会計繰入額の総額はそれぞれ22.0兆円と36.0兆円だった。したがって、現存する為券の約半分は為替介入

を目的として発行されたものではなく、一般会計と財投会計に資金を融通するために発行されたものである。

財政規律の観点からすると、上記の点はきわめて問題である。一般会計や財投会計において歳入が不足する場合、長期の国債や財投債を発行して資金を調達するのが筋である。その一部が外為特会からの繰入金や預託金によって穴埋めされているということは、FBによる短期の借入金が一般会計の経常経費や長期の財政投融资に流用されていることを意味する⁽⁶⁾。その意味で、通貨政策を通じた財政ファイナンスは必ずしも新しい話題ではなく、すでに30年以上の歴史を持つ構造的な問題だと言える。

次に図表3(b)の日銀の損益計算書を見てみよう。日銀においても決算収益の大半は保有資産の運用益であり、主たる費用は人件費等の経常費用と引当金繰入である。2014年度の場合、総収益のうち債券運用益(売買差益を含む)が5割強を占め、信託財産(株式やETF、J-REITなど)の収益と外国為替の収益がそれぞれ約6%と約4割を占めている。

上記の収益の構成を図表2(b)の保有資産の構成と比較すると、外国為替が資産総額の2%強を占めるにすぎないにも関わらず、収益総額に占める比率が非常に大きいことに気付く。これは上述したように、日銀の損益計算において外貨に関してのみ時価会計が行われ、円安が進んで円評価額が増加した場合、それが利益として認識されるからである。2014年度の外国為替収益85.7百億円のうち、外貨ベースの運用益は9.7百億円にすぎず、残りの76.0百億円は円安による為替差益だった。

日銀の貸借対照表には債券取引や外為取引に関する引当金勘定が設けられており、一時的な要因による運用益の増減が決算剰余金に直結するわけではない。平成26年度には外貨資産に含み益の約半分が引当金勘定に繰り入れられたため、図表3(b)の費用側の「引当金等」の金額が比較的大きくなっている。ただし次節において見るように、それでも為替レートが日銀の決算剰余金に与える影響は大きい。

次に、図表3(b)の「債券等収入」107.9百億円のうち104.4百億円は国債利息であり、それが収益全体の過半を占めている。2014年度中の日銀の国債保有残高の平均値は約238.4兆円だったので、国債(FB等を含む)に関する平均的な利益率は約0.4%だったことになる。最近では日銀が長期国債を大量に買い入れる一方で財務省が表面利率の低い国債の発行額を増やしているため、今後は利益率がいっそう低下することが確実である。

最後に日銀の剰余金の処分状況を見てみよう。日銀は形式的には私企業と似た出資形態を持つ認可法人であり、各種の納税の義務にも服している。そこで各年度末の(税引前の)剰余金からまず法人税や住民税等の納税額が控除され、(税引後の)当期剰余金が決定する。日本銀行法には「各事業年度の損益計算上剰余金を生じたときは、当該剰余金の額の百分の五に相当する金額を、準備金として積み立てなければならない」(第53条)という規定があり、少なくともそれだけの金額は留保される。残額のほとんどは国庫に納付され、外為特会のケースと同様に、一般会計歳入の一部となる⁽⁷⁾。

4. 剰余金と一般会計納付額の推移

図表3の外為特会と日銀の剰余金のうち、納税や納付金の形で一般会計に繰り入れられた金額を合計すると約3.6兆円になる。近年の一般会計の税収総額が40兆円強に留まっていることを考えると、これは決して小さな金額ではない。今日の一般会計にとって外為特会と日銀は貴重な資金源であり、これらの機関からの納付が滞ると歳入に大きな穴が空く。前節で見たように、外為特会・日銀いずれにおいても費用は比較的少額で固定的である。これは日銀のゼロ金利政策によるところが大きく、ひとたび金利が上昇始めると為券のロールオーバー費用や日銀の超過準備の維持費用が跳ね上がる可能性があるが、現時点では資産の運用益や売買差益が剰余金の主たる決定要因になっている。そこで次に外為特会と日銀の過去の収益の推移を時

図表5 外国為替資金特別会計の決算剰余金と一般会計繰入額の推移(単位: 百億円)

年度	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
外国為替利益	225.3	301.5	391.1	455.3	392.4	310.6	304.9	264.5	298.6	331.0
運用収入	225.2	301.4	390.7	451.2	384.0	294.8	272.9	235.8	209.4	240.7
外為等売買差益	0.1	0.1	0.5	4.1	8.4	15.8	31.9	28.7	89.2	90.2
証券売買益	0.1	0.1	0.5	4.1	8.4	15.8	23.0	43.9	89.2	90.2
その他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.9	-15.2	0.0	0.0
外為評価損益	-376.3	299.5	385.8	130.8	-1,017.0	-1,287.1	-846.7	-649.0	1,387.3	1,752.1
円ドルレート変化率(%)	-5.2	3.7	3.5	0.0	-10.3	-13.3	-8.8	-7.2	15.6	16.9
剰余金	222.6	296.5	353.2	392.7	337.6	292.3	298.2	255.7	285.3	320.9
積立金	80.7	134.3	190.3	212.7	97.6	0.0	0.0	58.5	92.5	67.9
一般会計繰入	141.9	162.2	162.9	180.0	240.0	292.3	298.2	197.3	192.9	253.0
うち翌年度繰入額	141.9	162.2	162.9	180.0	240.0	250.1	270.2	197.3	192.9	158.5
繰入予定額(翌年度)	141.9	162.2	162.9	180.0	240.0	285.1	293.3	197.3	192.9	158.5

(注) 外為等売買差益の内訳は著者による試算値。外為評価損益は当該年度中の発生分で過去の累積額を含まない。円ドルレートの変化率は各年度末の基準外国為替相場による。剰余金の繰入予定額は翌会計年度の当初予算における予定額。(出所) 一般会計予算書及び特別会計財務資料等をもとに集計。

系列で観察し、どのような時に剰余金が大きく変動しうるかを分析してみよう。

まず、過去 10 年間の外為特会の収益と剰余金の推移をまとめたのが図表 5 である。先述したように、外貨にまつわる利益は「運用収入」と「外国為替等売買差益」によって構成されている。「外為等売買差益」の内訳は公表されていないが、過去の為替介入の際の円の受払い額が他所で公表されているため⁽⁸⁾、それを各時点の基準外国為替相場と突き合わせるにより、為替介入にまつわる帳簿の調整額を推計することが可能である。この表では「その他」がその分を意味し、「証券売買益」が保有外債等の償還前売却に伴う純粋な売買差益を表している。なお、この表に示した期間の中で為替介入が実施されたのは 2010 年度と 2011 年度だけである。

外貨の運用状況に関しては次節で改めて検討するが、公表資料をもとに推察する限り、その大半はドル建ての債券に投資されているようである⁽⁹⁾。したがって「運用収入」はアメリカの金利が上昇する時や円がドルに対して減価する時に増加することが多い⁽¹⁰⁾。図表 5 の運用収入が 2007 年度まで急増した後に大幅な減少に転じたのはそのためだと思われる。

図表 5 の「証券売買益」は 2000 年代半ばまで無視できるほど少額だったが、その後しだいに増加し、2012 年度と 2013 年度は外為利益全体の 3 割弱に上っている。これは近年のアメリカの金利低下による利息収入の減少を補うために、財務省がかつてほとんど行っていなかった債券等の償還前売買(すなわちトレーディング)に力を入れるようになったためである。金利が低下傾向にある時にこの種のトレーディングによって収益を上げることは容易だが、金利が上昇傾向にある時には難しい。後に見るように、アメリカの金利はすでに底打ちしているため、過去数年と同様の売買益を将来に渡って確保することは容易でないはずである。

図表 5 の上段には、為替変動に伴う外貨評価損益の推移も示している。それによると、為替変動による含み損益は純粋な運用益より格段に大きく、円がドルに対して大幅に増価した 2008～2010 年度には毎年 10 兆円前後の評価損が発生している。このことから判断する限り、財務省は外為特会の外貨の為替リスクをほとんど管理していないと思われる。仮に外為特会が日銀のように外貨の時価会計を行っていたとしたら、円高が進んだ年に巨額の決算損失が発生し、大

問題になっていたはずである。逆に言うと、外為特会では簿価で決算が行われることによってこれだけ大量の外貨を保有することが可能になっていると言える。

次に下段の剰余金の処分状況を見てみよう。財務省は毎年1月頃までに翌年度の予算を作成して国会に提出するが、その時点で当該年度の特別会計の決算が終了していないため、一般会計への繰入額に関しては仮置きした値が用いられる。図表5の最下段に示されているのがこの翌年度当初予算における繰入予定額であり、これは実際の繰入額とほぼ一致している。両者の乖離が小さい一つの理由は、外為特会の決算項目の中で事前に見通しが立てやすいものが多いことだろう。また、決算に用いられる為替レートが決算日の為替レートではなく、1月中に確定する基準外国為替相場であることも影響していると思われる。しかしより本質的な理由は、事前に予定した金額を繰り入れることを優先して剰余金の処分が行われ、積立金がバッファーとして利用されていることである。上述のように、本来、特別会計の剰余金は積立金に繰り入れ、残余は当該会計の翌会計年度予算に組み入れることが原則であり、一般会計への繰入は例外的な措置であるはずである。しかし今日の外為特会ではこの優先順位が逆転し、一般会計の要求を満たすために外為特会が運用収入の増加に励む格好になっている。

次に、図表6は過去10年間の日銀の決算剰余金とその内訳の推移をまとめたものである。先に見たように、日銀の主たる利益の源泉は国債と信託財産、外国為替の運用益であり、これらが上段に示されている。国債の運用益は比較的安定しているが、保有額の急増により2013年度と2014年度には運用益が顕著に増加している。ただし最近はいったん購入した国債を償還前に換金することが減っているため、売買差益はほぼゼロとなり、もっぱらクーポン収入と償還差益によって運用益を稼ぐ格好になっている。

信託財産（金銭信託）はもともと株式投信だけだったが、2010年10月の「包括的な金融緩和」の一環としてETFとJ-REITの買入れも開

始された。これらの収益は株式や不動産の市況しだいであり、2013年度と2014年度は株高や資産買入額の増加によって急増したが、元本保証がないためリスクが大きい。株式投信に関しては、2011年度と2012年度にネットで運用損が発生している。

最後に、外国為替に関しては為替損益の変動が大きく、収益がきわめて不安定である。日銀の「本行保有外貨資産の運用基本要領」によると、保有外貨は米ドルとユーロ、英ポンド建ての預金と債券の形で運用されている。通貨別の内訳は公表されていないが、財務諸表から推察する限り、外為特会ほどではないにせよ、やはりドルの比率が高いようである⁽¹¹⁾。

図表5の上段と下段の数値を比較すると分かるように、日銀の経常利益は外為収益からきわめて大きな影響を受けている。先述の通り、為替差益が発生した年にはその半分が特別損失として外国為替等取引引当金に繰り入れられ、その分だけ剰余金への影響が緩和されている。しかし為替差損が発生した年に引当金を取り崩すことは原則として行っておらず、非対称な扱いになっている。これは日本の物価上昇率が欧米諸国に比べて低く、長期的に円がドルやユーロ等に対して増価することが予想されているためだと思われる⁽¹²⁾。

先述の通り、日銀は剰余金から法人税等の租税を納付するだけでなく、税引き後の剰余金の大半も国庫に納付している。各年度の納付金の実績を翌年度一般会計の当初予算における事前の予定額と比較すると、外為特会の繰入金に比べて両者の不突合が大きいことに気付く。その第一の理由は、日銀の決算では外貨の円評価に各年度末日の為替レートが用いられるため、予算編成時に為替損益を正確に予想することが難しいことだろう。第二の理由は、外為特会と一般会計がともに財務省によって管理されているのに対し、日銀は政府外の機関であるため、予算編成の際に政府が日銀側の都合を優先して納付予定額を調整する動機を持ちにくいことだと思われる。そして第三の理由は、外為特会に比べて日銀では内部留保を柔軟に調整することが

図表6 日本銀行の決算剰余金の推移(単位:百億円)

年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
国債運用益	45.4	55.7	69.1	67.1	60.6	62.3	62.2	62.3	80.6	104.4
利息収入	43.0	57.6	68.2	64.8	60.0	62.2	62.0	62.3	80.6	104.4
売却益	2.4	-1.9	0.9	2.3	0.6	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
信託財産運用益	5.5	24.4	31.4	0.1	2.7	1.3	-1.9	1.4	8.7	11.7
外国為替収益	43.8	42.4	-20.3	-4.1	-9.5	-40.9	11.0	68.1	62.8	85.7
運用益	10.1	22.3	40.1	37.6	12.3	7.2	17.0	7.7	0.9	9.7
為替損益	33.6	20.1	-60.4	-41.7	-21.9	-48.1	-6.1	60.4	61.9	76.0
円ドルレートの変動(%)	9.4	0.2	-14.9	-0.9	-5.5	-11.0	-0.4	13.7	9.6	16.3
円ユーロレートの変動(%)	2.8	10.2	0.5	-16.7	-3.7	-6.7	-6.2	9.2	17.8	-9.3
円ポンドレートの変動(%)	0.7	13.4	-14.5	-28.4	0.1	-6.0	-0.6	7.9	20.3	3.4
経常利益	72.8	105.2	68.7	43.9	36.7	5.4	53.6	113.2	128.1	171.4
特別利益－特別損失	16.6	10.0	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.9	29.5	29.9	36.2
債券取引損失引当金繰入(純)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
信託取引損失引当金繰入(純)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0
外為取引損失引当金繰入(純)	16.8	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	30.2	31.0	38.0
剰余金(税引前)	56.2	95.3	68.7	43.9	36.7	5.6	54.5	83.7	98.2	135.1
法人税、住民税及び事業税	22.8	17.2	4.6	13.9	0.0	0.4	1.6	26.1	25.7	34.2
剰余金(税引後)	33.4	78.1	64.1	30.0	36.7	5.2	52.9	57.6	72.4	100.9
法定準備金積立額	1.7	3.9	3.2	4.5	1.8	0.8	2.6	2.9	14.5	25.2
国庫納付金	31.7	74.1	60.9	25.5	34.9	4.4	50.3	54.7	57.9	75.7
国庫納付金(予定額)	44.8	49.3	72.1	66.9	32.9	28.6	27.5	40.6	63.8	82.1
準備金積立額/剰余金(税引後)	5.0%	5.0%	5.0%	15.0%	5.0%	15.0%	5.0%	5.0%	20.0%	25.0%
納税額＋国庫納付金	54.5	91.4	65.5	39.4	34.9	4.8	51.9	80.8	83.7	109.9

(出所)一般会計予算書及び日本銀行財務諸表等をもとに集計。

難しく、結果的に剰余金の変動が納付金の変動につながりやすいことだろう。この点について敷衍すると以下ようになる。

先に見たように、日銀は毎会計年度の剰余金のうち少なくとも5%を準備金に積み立てることを義務付けられており、剰余金が激減しても内部留保を停止して納付金を増やすことはできない。ただし日銀法第53条の第2項には「日本銀行は、特に必要があると認めるときは、前項の規定にかかわらず、財務大臣の認可を受けて、(…)同項の規定により積み立てなければならぬとされる額を超える金額を、同項の準備金として積み立てることができる」とあり、必要に応じて剰余金の百分の五を超える金額を留保することが許されている。図表6によると、実

際に2008年度と2010年度、2013年度と2014年度には5%を上回る金額が留保されている。これらのうち、2008年度と2009年度の上積みは為替差損によって剰余金が減少したことや、後述する自己資本比率の低下が意識されことを反映したものと思われる。逆に2013年度と2014年度には円安による為替差益と異次元緩和による国債利息増によって剰余金が激増したが、将来の円高や債券価格が下落する可能性を意識し、準備金への繰入額を増やしたのだろう。

ただし、2008、2010年度と同様に円高によって剰余金が低迷した2009年度や、2013～2014年度と同様に円安によって剰余金が増加した2012年度には最低限の5%しか留保されていない。これは2009年度と2012年度は景気低迷を

反映して政府の台所事情が苦しく、日銀の財務の強化より一般会計の都合が優先されたからだと思われる。上記の規定に記されているように、日銀が剰余金の5%を上回る金額を留保する場合、事前に財務省と協議し、財務大臣の認可を受ける必要がある。しかし一般会計の歳入に穴が空くと大きな問題になるのに対し、日銀の自己資金比率が低下しても直ちに業務に支障が生じるわけではない。このような状況において日銀が内部留保の積み増しに固執した場合、監督官庁である財務省（やその背後にいる政府）との関係が悪化する可能性があり、日銀としてもそのことを考慮して行動せざるをえないだろう。

上記のように準備金と国庫納付金のバランスをとる努力が行われているとは言え、これらはマイナーな調整にすぎず、剰余金が大きく変動した年には納付金にも無視できない影響が及んでいる。たとえば2010年度には巨額の外為損失が発生し、経常利益と剰余金が激減する事態が発生した⁽¹³⁾。その結果、この年は納税をほとんど行えず、納付金も予定額を2,000億円以上下回る僅か4.4億円になってしまった。

変動為替相場制の下で外貨の時価決算を行っている以上、上記のような事態が生じるのは当然である。しかし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始まった時期に行われたこともあり、与野党の政治家から強い批判を受けることになってしまった。たとえば参議院の財務金融委員会は2011年7月の「平成二十二年度歳入歳出の決算上の剰余金の処理の特例に関する法律案に対する附帯決議」において、「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下回ったこと等を踏まえ、政府は、ファンダメンタルズを反映しない過度の為替変動への適正な対処に留意するとともに、日本銀行も適正な資産管理や効率的な業務運営を行いつつ、外貨資産の保有及びリスクの在り方について検討する」よう命じている。

純粋に経済学的な視点から見ると、上記の決議には多くの望ましくない点がある。第一に、そもそも日銀が外貨を保有しているのは過去に

政府（財務省）の通貨政策に受動的に協力してきたことの帰結であり、その姿勢を批判することは可能だが、その前にまず政府の通貨政策を批判するのが筋である。第二に、外為特会は日銀の20倍前後の外貨を保有しており、前述の通り為替リスクをほとんど管理していないが、そのことに関しては何ら指摘がない。したがって時価会計を行って毎年度に損失を明示している日銀より簿価経理によってリスクや含み損を先送りしている外為特会の方が望ましいと言っていることになる。第三に、この決議は政府（財務省）に「過度の為替変動への適正な対処」を求める一方で日銀の「外貨資産の保有及びリスクのあり方について検討」するよう要求している。過去の経験による限り、政府が「過度の為替変動」を抑えるためにはほぼ青天井の金額の為替介入が必要になり、外為特会にきわめて大きな為替・金利リスクが発生する。一方、日銀が保有外貨の為替リスクを管理するためには、それらを売却してしまうか、デリバティブ取引などを利用してリスクヘッジを行う必要がある。しかしこれらはいずれもそれ自体としては円高要因であり、政府の通貨政策と真っ向から対立する。だからこそ日銀はこれまで外貨を売却することを控えてきたのだと思われる。

上記の決議が行われた時期に政府や与野党政治家の間で日銀の金融緩和不足に対する不満が高まっていたことを考慮すると、参議院財務金融委員会のメンバーは日銀に本気で外貨を売却したりヘッジしたりすることを求めていたわけではなく、むしろ納付金の落ち込みを日銀批判の材料として利用したというのが実情に近かったと思われる。実際、日銀は上記の批判に応える形で翌2012年5月に「保有外貨資産の管理の見直しについて」という文書を発表しているが、そこでは「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」ことから、「成長基盤強化に資する

外貨建て投融資を対象とした米ドル資金供給の円滑な遂行に備える」という方針を打ち出している。そしてその具体策として、翌 2013 年に既存の「成長基盤強化を支援するための資金供給」にドル建ての融資スキームを追加し、同 10 月から貸付を開始している⁽¹⁴⁾。

上記のドル建て融資スキームは民間銀行を通じて事業会社の海外進出等を支援するものであり、後述する外為特会の同種の貸付と同様に、財政投融資に近い性質を持っている。日銀のドル融資の貸付期間は 1 年と比較的短い、これは流動性がまったくない資産であり、潜在的な貸し倒れリスクも存在する。また、外貨をひとたびこのような形で貸し出してしまうと、将来の為替介入の原資として利用できなくなり、IMF 等の基準による公的外貨準備の定義からも外れてしまう。このように日銀のドル融資スキームは原理的に先の附帯決議の指示と真っ向から対立するが、その後の政府や政治家の反応は押し並べて良好である。これらのことを考慮すると、今日の日銀は異次元緩和によって国内の金融政策に関して政府の意向通りに行動しているだけでなく、外貨の関わる対外金融政策に関しても政府と政治家の希望に沿って行動していると言えそうである。

5. 保有資産の運用状況

次に、外為特会と日銀の資産の内訳の推移を追ってみよう。図表 7 は外為特会の外貨資産の金額と内訳を辿ったものである（円建て資産の大半は財投預託金で相対的に少額なので省略）。先述したように、外為特会を含む特別会計は毎会計年度末の決算資料に加え、2007 年度から企業会計に近い方法で作成した財務諸表も公表している。この財務諸表においても外貨の円評価は基準外国為替相場を用いて行われているが、債券等が時価で評価されているため、図表 2 において利用した決算資料よりは実態に近いと思われる。図表 7 は主としてこの財務諸表の計数を利用し、資産名の表記もそれに倣っている。

上段の主要資産別の内訳によると、外為特会

の外貨の大半は証券に投資されている。ただし財務省の文書では外為特会の外貨を「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によって運用する」と説明されている⁽¹⁵⁾。これを額面通り読めば、上記の「証券」に株式等は含まれず、そのほとんどは債券だということになる。

図表 7 によると、2007 年度から 2013 年度にかけての 6 年間に外貨総額に占める債券の比率が 77.1%から 95.0%に上昇する一方、預け金の比率は 11.4%から 0.7%へと激減した。預け金の減少は主として 2000 年代後半に定期預金の残高が減少したことによるものである。これは 2007 年から 2009 年にかけて欧米の大手金融機関の破たんが相次ぎ、それまで「信用力が高く流動性供給能力が高い」と思われていた民間銀行の預金の潜在的なリスクが意識されるようになったからだと思われる。

上記以外の資産としては、外貨による貸付金がある。外貨貸付金は 2008 年度に開始されたもので、JBIC（国際協力銀行）を通じて民間企業に貸し付けられている資金である。当初、この貸付はアメリカの金融危機によって企業のドル調達に困難になったことへの緊急対策の意味を持っていたが、経済団体連合会や政治家の強い要請によって延長と増額がくり返され、現在は恒久的な融資スキームになっている。本稿の執筆時点では、金利が米 6 か月 LIBOR+0.31%という短期金利であるにも関わらず、基本的な貸付期間は 5 年であり、案件により 20 年までの貸付が可能とされている。JBIC や民間企業が自前でドルの長期資金を調達するとこれよりかなり高い利率になるため、事実上これは外為特会が為替リスクを負担して企業に補助金を与えるものと言えよう。

なお、参考として、図表 7 の上段には財務書類に記載されている為替スワップの評価益も転載している。財務省が IMF の指定する書式に従って別途公表している「外貨準備の状況」によると、2011 年から外貨準備の一部を利用して

図表7 外国為替資金の外貨の運用状況(単位:兆円)

年度	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013	
外貨資産	119.9	(100.0)	108.3	(100.0)	90.1	(100.0)	82.9	(100.0)	90.4	(100.0)	104.4	(100.0)	125.4	(100.0)
外貨預け金	13.7	(11.4)	8.9	(8.2)	3.4	(3.7)	1.0	(1.2)	1.3	(1.4)	0.7	(0.7)	0.8	(0.7)
当座預け金	0.7	(0.6)	0.7	(0.7)	0.5	(0.6)	0.5	(0.6)	0.1	(0.1)	0.1	(0.1)	0.1	(0.1)
定期預け金	13.0	(10.9)	8.1	(7.5)	2.8	(3.2)	0.5	(0.6)	1.2	(1.3)	0.6	(0.6)	0.7	(0.6)
外貨貸付金	0.0	(0.0)	0.5	(0.5)	1.4	(1.6)	1.5	(1.8)	1.4	(1.6)	3.5	(3.4)	4.6	(3.6)
外貨証券	92.4	(77.1)	90.0	(83.1)	82.0	(90.9)	79.4	(95.8)	86.4	(95.6)	99.5	(95.3)	119.1	(95.0)
為替スワップ評価益	-	-	-	-	-	-	-	-	0.21		0.45		0.04	
基準外国為替相場	117		105		91		83		77		89		104	
運用利回り	4.3		3.7		3.1		3.1		2.7		2.1		2.1	
総合利回り	5.7		-6.7		-11.6		-7.5		-5.4		17.6		18.6	
外貨証券	92.4	(100.0)	90.0	(100.0)	82.0	(100.0)	79.4	(100.0)	86.4	(100.0)	99.5	(100.0)	119.1	(100.0)
国債	63.1	(68.2)	61.7	(68.6)	58.0	(70.8)	54.7	(68.9)	64.4	(74.6)	77.1	(77.5)	94.9	(79.7)
国債以外の証券	29.4	(31.8)	28.3	(31.4)	24.0	(29.2)	24.7	(31.1)	22.0	(25.4)	22.4	(22.5)	24.2	(20.3)
残存期間1年以下	24.6	(26.6)	20.9	(23.2)	14.5	(17.7)	8.8	(11.0)	11.1	(12.9)	9.8	(9.9)	11.7	(9.8)
残存期間1～5年	42.9	(46.4)	45.9	(51.0)	46.4	(56.6)	47.4	(59.7)	50.8	(58.8)	60.3	(60.6)	76.4	(64.2)
残存期間5年超	25.0	(27.0)	23.2	(25.7)	21.0	(25.7)	23.3	(29.3)	24.4	(28.3)	29.3	(29.5)	31.0	(26.1)
証券貸出残高	7.7	(8.3)	7.6	(8.4)	8.3	(10.1)	7.2	(9.1)	6.6	(7.6)	9.0	9.1	14.2	(11.9)

(注) 外貨資産は金地金やSDR等をのぞく。基準外国為替相場は円で測った1ドルの価格で決算時の値。「運用利回り」は(定期預け金利子+外貨証券運用益)/(当該年度中の外貨定期預金と外貨証券の平残)として算出。「総合利回り」は運用利回りの分子に当該期間中の為替評価損益を加えて計算した値。括弧内の数字は全体に占める比率で単位はパーセント。
(出所) 外国為替資金特別会計財務書類をもとに集計。

「スポットの外貨売り、フォワードの外貨買い」の為替スワップ(おそらくほぼすべてが対ドル)が取り組まれるようになり、2011年から2013年初めにかけてその残高が顕著に増加している⁽¹⁶⁾。外為特会が(ほぼ)無利子の外貨預金等をこの種の為替スワップによって円転し、その資金を用いて為券を回収すれば、その分だけ年度末の剰余金が増加する。最近の日銀の異次元緩和によってFBの発行利回りが負になる事態が生じているが、2000年代末から国際金融市場において恒常的にジャパン・プレミアムが発生しているため、スワップにより円転した資金を円資産に投資することによっても収益を得ることが可能である⁽¹⁷⁾。

次に下段の保有外債の内訳を見ると、国債以外の証券の残高が20兆円以上に上っているが、それが具体的にどのような証券なのかは公表されていない。しかし上述の文書において「資産担保証券等の債券」が投資対象に含まれている

ことや、国会における過去の財務大臣の答弁などを勘案すると⁽¹⁸⁾、その中にアメリカの住宅公社の社債やこれらの公社が組成した住宅ローン債券(Residential Mortgage-backed Securities、RMBS)が含まれていたことはほぼ確実である。サブプライム問題が顕在化するまでこれらの債券は国債と同様の低リスク資産だと考えられていたが、政府保証がなく、日本の住宅金融支援機構の貸付担保債券のような遡及権もないため⁽¹⁹⁾、潜在的に大きなリスクを抱えていた。2008年末に連邦政府がこれらの住宅公社を管理下に収めてRMBSの買入れに乗り出したため、結果的にデフォルトは免れたが、事後的に見てきわめて危険な運用が行われていたと言える。

上記のエピソードは、外為特会のような公的機関が大量の資金を安全かつ合理的に運用することが難しいことを示唆している。財務省がその時々判断で大規模な為替介入を行って外貨準備を積み上げてしまうと、早晩それを積極的

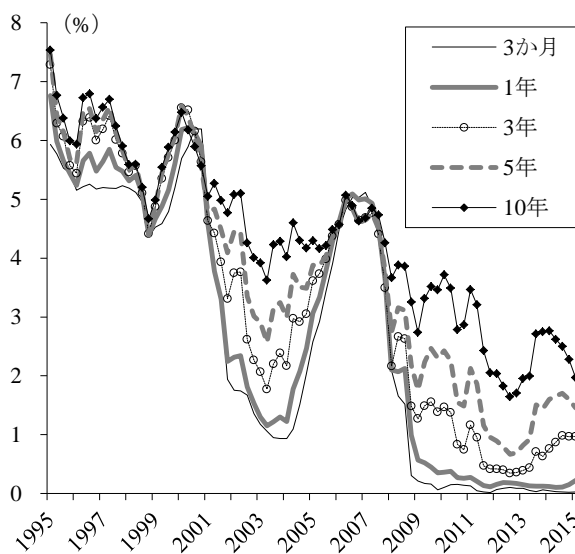
に運用して利益を増やすことを求められるようになる。財務省が（おそらく間違いなく）米住宅公社関連の債券に投資していたのも、米国債などに比べてこれらのリターンが高かったからだろう。こうした意図は以下で解説する他の資産運用方法にも表れている。

しかし公的機関が特定の資産を大量に購入した後、その価値が疑われた場合、民間投資家のように我先に売却して損切りを行うというわけにはいかない。図表7によると、外為特会の保有債券に占める「国債以外の証券」の比率がはっきりと下落に向かったのは2011年度のことである。新聞報道や国際決済銀行のレポートによれば、米住宅公社債の問題が浮上した2007年から多くの国々の通貨当局がこれらの債券を処分しはじめ、2008年のリーマン・ショック後にそれが加速した。その時に大口の投資家である日本政府が同じことを行えば、市場の混乱に拍車をかけるだけでなく、米当局との関係も一気に悪化していただろう。外為特会が事態の鎮静化を待って少しずつ「国債以外の債券」を処分しているように見えるのはそのためだと思われる⁽²⁰⁾。

次に図表7下段に示した外債の残存期間別の内訳を見ると、残存期間1年以下の債券の比率が2008年度から2010年度にかけて急減し、代わりに残存期間1~5年の債券の比率が急増している。アメリカでは景気過熱に対応する目的で2004年から利上げが行われたが、それがきっかけとなってサブプライム危機が表面化し、リーマン・ショックを経て全面的な金融危機に発展した。2007年初めまではドル資金を満期1年以内の政府債に投資して機械的にロールオーバーするだけで数パーセントの利鞘を稼ぐことができたが、2008年になるとこうしたことは不可能になった（図表8）。しかし満期5~10年の米政府債に投資すれば、現在でも2%程度の利回りを得ることが可能である。おそらくこうした理由から保有債の平均残存期間が引き延ばされ、大きな金利リスクをとるようになってきているにも関わらず、外貨資産の（為替損益をのぞく）運用利回りは2007年度から2012年度にかけて

4.3%から2.1%に低下している。

図表8 残存期間別の米国債の利回りの推移



（出所）米国連邦準備制度統計をもとに作成。

最後に、図表7の最下段には、外為特会による証券貸出の残高を示している。財務諸表には証券貸出に関して残高以外の説明がなく、その詳細は不明である。しかし外為特会のように低リスク・低リターンの米債を大量に抱える主体が証券貸出を行う場合、それをいったん現金に換えた上でより高リスク・高リターンの証券に投資し、利鞘を稼ぐことを意図していることが多い。アメリカでは日本のレポ取引に当たる証券貸借も行われているが、日本の現先取引に当たるレポ取引（repurchase agreements）の市場がとりわけ高度に発達している。また、レポに関しては相対の取引だけでなく、売り手と買い手が特定の決済銀行（clearing bank）を介して契約を締結し、1営業日ごとに売買を繰り返す三者レポ（tri-party repo）と呼ばれる取引が盛んに行われている（Copeland et al. 2010）。三者レポの場合、決済銀行が決済や資産管理、売買資産の選択等の実務を引き受けてくれるので、十分なノウハウやシステムを持たない主体であっても手掛けることが可能である。

ただし財務省がこの種の取引に手を染めることにはいくつかの問題がある。第一に、上述の為替スワップと同様に、これらのデリバティ

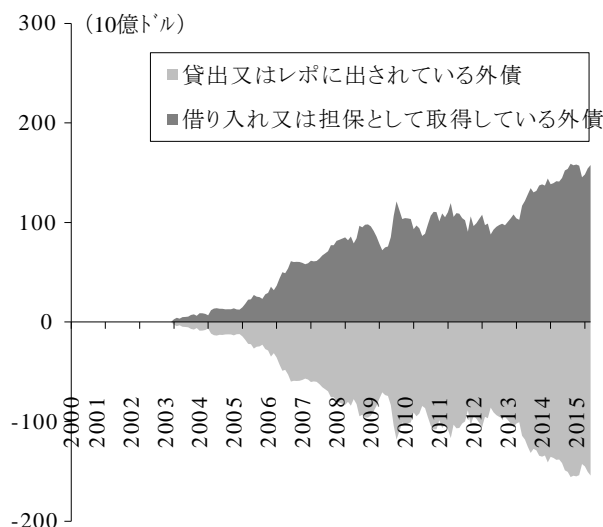
ブ取引は平素こそ安全で使い勝手の良い取引であっても、ひとたび金融市場が動揺した場合、流動性が一気に低下し、巨額の損失を被る可能性がある。アメリカのレポ取引がもともと低リスクだと考えられていた一つの理由は、資金の取り手が資金難に陥った場合、資金の出し手が直ちに取引を終了して保有資産を処分することが法的に認められていたためである。しかし証券貸借やレポを通じて不動産関連市場に深く関与していた一部の大手金融機関が 2007～2009 年の金融危機の中で資金繰りに行き詰まったことにより、証券貸借とレポの市場が大きく動揺しただけでなく、これらの金融機関の取引相手によって大量の資産の投げ売りが行われ、他の市場にも大きな影響が及ぶことになった (Acharya and Öncü 2012; Adrian et al. 2013)。

第二の問題は、先の RMBS のケースと同様に、財務省のような公的主体がひとたび特定の市場において大口の参加者になってしまうと、その市場が動揺しても速やかに退出することが難しく、むしろリスクを度外視してその市場を支える側に回らざるをえなくなることである。今次の金融危機まで米当局はレポ市場に関して十分な情報を収集していなかったが、ニューヨーク連銀スタッフが事後に発表した調査報告書には 2009～2010 年時点の三者レポの主要参加者がリストアップされている (Copeland et al. 2010)。そのほぼすべてがアメリカの民間金融機関であるにも関わらず、その中に唯一本邦財務省の名前があり、このリストを見た人は強い違和感を覚えるはずである⁽²¹⁾。

第三の問題として、この種の取引が大々的に行われると、外為特会の資産運用に関する方針が形骸化してしまう可能性がある。図表 7 の外貨資産の内訳は財務諸表に報告されている各年度末の計数にもとづいているが、それには証券貸出やレポによって一時的に入れ替えられている資産の分は反映されていないと思われる。もしこれらの取引によってポートフォリオの構成が大きく変化していたり、公式な投資対象に含まれない資産が保有されたりしている場合、公開されている財務資料は必ずしも意味をなさな

くなくなってしまう。

図表 9 証券貸借残高の推移



(出所) 財務省「外貨準備等の状況」をもとに作成。

図表 9 は上述の本邦「外貨準備等の状況」に報告されている証券貸借等の残高の推移を示したものである。この中には日銀の外債を利用したものも含まれているが、大半は外為特会によるものである。この図によると、証券貸借・レポ取引は 2003 年に開始され、2005 年から 2009 年にかけて 1,000 億ドル前後まで増加した後、2013 年からふたたび増加している。これらのデリバティブ取引が活発化した時期は図表 5 において債券売買益が増加し始めた時期と一致しており、外貨の運用収入の増加が目的だったことはほぼ間違いない。アメリカで金融危機が深刻化した 2008 年から 2009 年にかけての時期にも証券貸借・レポ残高が減少しなかったのは、上述の理由によって簡単に撤退できない状態に陥っていたためだと思われる。これらのことを考慮すると、今日の外為特会は単なる公的外貨為準備の管理機関ではなく、積極的にリスクをとって巨額の外貨を運用する政府系ファンドの性質を帯び始めていると言えそうである。

次に、図表 10 は日銀の保有資産の残高と構成の推移を整理したものである。2008 年度から 2014 年度にかけての 6 年間に日銀の総資産残高は 123.9 兆円から 323.6 兆円へと約 200 兆円増加し、国債の保有残高もほぼ同額増加した。た

図表10 日本銀行の保有資産の種類別残高の推移(単位:兆円)

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
資産計	123.9 (100.0)	121.8 (100.0)	142.4 (100.0)	139.5 (100.0)	164.8 (100.0)	241.6 (100.0)	323.6 (100.0)
国債	64.3 (51.9)	73.1 (60.0)	77.3 (54.3)	87.2 (62.6)	125.4 (76.1)	198.3 (82.1)	269.8 (83.4)
短期国債	21.6 (17.4)	22.9 (18.8)	18.2 (12.8)	16.6 (11.9)	34.0 (20.6)	44.2 (18.3)	49.7 (15.3)
長期国債	42.7 (34.4)	50.2 (41.2)	59.1 (41.5)	70.7 (50.7)	91.3 (55.4)	154.2 (63.8)	220.1 (68.0)
社債・CP・金銭信託	2.8 (2.2)	1.6 (1.3)	2.2 (1.5)	5.9 (4.3)	7.2 (4.4)	9.5 (3.9)	11.3 (3.5)
買入手形・貸出金	32.7 (26.4)	35.8 (29.4)	56.1 (39.4)	39.0 (28.0)	25.5 (15.5)	26.3 (10.9)	34.1 (10.5)
外国為替	10.9 (8.8)	5.0 (4.1)	4.7 (3.3)	5.9 (4.2)	5.5 (3.4)	6.2 (2.5)	7.1 (2.2)
外貨預け金	0.1 (0.1)	0.1 (0.1)	0.2 (0.1)	0.1 (0.0)	0.9 (0.6)	0.8 (0.3)	0.7 (0.2)
投資・金銭信託	0.2 (0.1)	0.2 (0.1)	0.2 (0.1)	0.2 (0.1)	0.0 (0.0)	0.1 (0.0)	0.1 (0.0)
外貨貸付金	5.7 (4.6)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	1.0 (0.7)	0.3 (0.2)	0.9 (0.4)	1.5 (0.5)
外貨債券	4.9 (3.9)	4.8 (3.9)	4.4 (3.1)	4.6 (3.3)	4.2 (2.5)	4.4 (1.8)	4.8 (1.5)
為替相場(ドル円)	98.9	93.5	83.2	82.9	94.2	103.2	120.0
為替相場(ユーロ円)	131.2	126.3	117.8	110.5	120.7	142.2	129.0
為替相場(ポンド円)	141.8	141.9	133.4	132.6	143.1	172.1	177.9
外為総合利回り%	-0.8	-0.9	-8.1	2.3	11.6	11.4	13.9
長期国債	42.7 (100.0)	50.2 (100.0)	59.1 (100.0)	70.7 (100.0)	91.3 (100.0)	154.2 (100.0)	220.1 (100.0)
利付2・5・6年債	8.5 (20.0)	11.5 (22.8)	16.5 (27.9)	25.1 (35.5)	41.3 (45.2)	61.9 (40.1)	84.9 (38.6)
利付10・20年債	33.7 (79.0)	37.0 (73.7)	39.7 (67.2)	41.6 (58.8)	45.1 (49.4)	83.8 (54.4)	119.1 (54.1)
利付30・40年債	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	3.3 (2.1)	10.0 (4.6)
その他	0.4 (1.0)	1.8 (3.5)	2.9 (4.9)	4.0 (5.7)	5.0 (5.5)	5.2 (3.4)	6.1 (2.8)
外貨債券	4.9 (100.0)	4.8 (100.0)	4.4 (100.0)	4.6 (100.0)	4.2 (100.0)	4.4 (100.0)	4.8 (100.0)
国債	3.6 (73.5)	3.4 (71.1)	3.2 (73.3)	3.1 (67.3)	3.5 (83.1)	3.5 (79.7)	3.8 (79.0)
その他の債券	1.3 (26.5)	1.4 (28.9)	1.2 (26.7)	1.0 (21.9)	0.7 (16.9)	0.9 (20.3)	1.0 (21.0)
残存期間年以下	1.0 (20.5)	0.8 (17.4)	0.8 (19.2)	0.7 (14.7)	0.4 (10.0)	0.4 (10.0)	0.5 (11.3)
残存期間～5年	3.9 (79.5)	3.9 (82.6)	3.5 (80.8)	3.4 (74.5)	3.8 (90.0)	4.0 (90.0)	4.3 (88.7)
証券貸出残高	1.1 (23.4)	0.9 (19.0)	0.6 (13.7)	1.3 (28.1)	0.4 (9.5)	0.5 (11.5)	0.2 (4.1)

(注) 為替相場は年度末決算に適用された為替相場。外為総合利回りは当該年度中の外国為替収益(為替損益を含む)の外国為替残高に対する比率。括弧内の数値は全体に占める比率で単位はパーセント。

(出所) 日本銀行財務諸表等をもとに集計。

だし金融緩和の一環として民間のリスク資産も買い入れられているため、社債や金銭信託等の残高も増加している。

国債の構成を詳しく見ると、長期国債の比率が2011年度から急激に上昇していることが分かる。量的緩和が開始された2013年度以降は長期国債の中でも償還期間が長い債券の比率が大きく伸び、それまで購入していなかった30・40年債の残高も増加している。日銀の現行の方針では、2%のインフレ目標が達成されるまで一年間に長期国債を約80兆円、ETFとJ-REITをそ

れぞれ3兆円と900億円ずつ買い入れることになっている。本稿の執筆時点における日銀政策委員会メンバーの2016年度と2017年度の予想物価上昇率の中位値はそれぞれ1.9%と1.8%であり、過半の委員はインフレ目標の達成が2018年度以降にずれ込むと予想している⁽²²⁾。仮に2018年度半ばまで現行の政策が継続された場合、日銀の長期国債保有額は約500兆円に膨れ上がり、発行残高の過半に達することになる。

2001～2006年の量的緩和の際には長期国債の保有額を発行銀行券の残高以下に抑える「銀

行券ルール」が順守されていたため、緩和終了後に満期が訪れた短期債や買入手形を順次期落ちさせるだけで法定準備金を超える準備預金を比較的迅速に回収することができた。しかし本稿の執筆時点で銀行券の発行残高は 90 兆円程度しかないため、日銀が異次元緩和を終了してベースマネーの圧縮を目指す場合、償還前の長期国債を大量に売却することが必要となる。

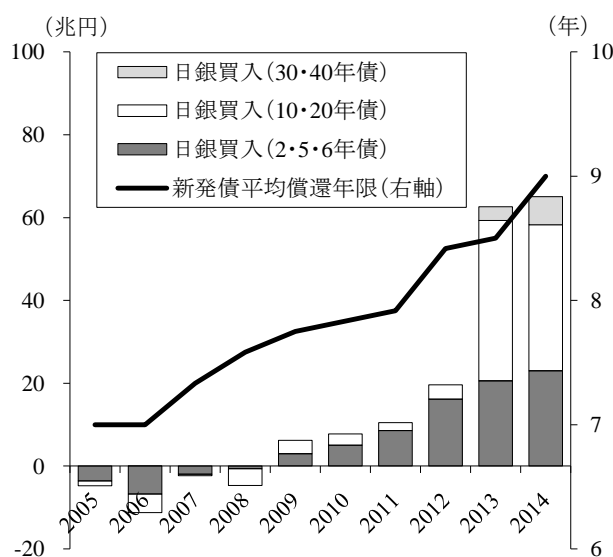
しかし日銀が実際に国債の大量売却に転じた場合、長期金利が跳ね上がり、政府の債務ロールオーバーに大きなストレスがかかるだけでなく、社債の発行利回りや銀行の貸出金利も上昇し、深刻な不況が発生する可能性が高い。したがって日銀がある時点で量的緩和を一気に手仕舞うことは現実的でなく、より蓋然性が高いのは、時間をかけて少しずつ買入額を削減する一方、ベースマネーが不安定化しないように補完準備預金の利率を引き上げるといったことだろう。しかしその場合、日銀の国債保有額の増加が止まらなくなるだけでなく、負債側の準備預金の維持費用も大幅に増加することになる。

ところで、日銀は長期国債の大量購入の目的として、国民のインフレ期待を醸成することに加え、イールドカーブをフラット化させて家計や企業の実物投資を喚起することも挙げている。企業の設備資金の中には 3~7 年程度の中期資金が多く、残存期間 20 年や 30 年の長期国債の利回りを引き下げることがどれだけ投資促進効果を持つのか疑問である。そのことは別としても、それが政府の債務管理政策に対して中立だということとはありえない。図表 11 を見ると分かるように、日銀が 2010 年代に入って長期国債を集中的に買い入れるようになる中、政府が発行する新発債の平均償還年限は顕著に引き上げられている。また、ここ一、二年は翌年度以降の歳出原資を事前に確保するための「前倒し債」の発行が急増している⁽²³⁾。

政府債務を管理する財務省の立場からすると、長期金利が低下している時を狙って償還期間の長い国債を集中的に発行し、借り換えの頻度を引き下げたり毎年の利払いを削減しようとするのは当然である。しかしそうして節約され

た国債費が既存の債務の返済に使われず、その一部ないし全部が他の財政支出に使われてしまう場合、それは明らかに財政ファイナンスである。2014 年以降も政府は裁量的な支出を増やしており、本稿の執筆時点で編成中の 2016 年度予算に関する事前シリーディングを設定することを拒んでいる。

図表 11 日本銀行の長期国債買入額と新発債平均償還年限の推移



(注) 日銀の買入額は各年度末の保有残高から前年度末の保有残高を引いた純増額。新発債平均償還年限は翌年度の新発長期国債の平均償還年限で 2015 年度分は期初の予定。

(出所) 日本銀行財務諸表及び財務省「国債発行計画の概要」をもとに作成。

最後に、先の図表 10 において日銀が保有する外貨(外国為替)の運用状況を確認しておこう。外貨の保有額は 5~7 兆円程度で推移しており⁽²⁴⁾、外債の比率が高い。ただし外為特会と同じく財政政策の色彩が強い貸付金の残高が増加傾向にあり、外債の中では相対的に残存期間の長い債券の比率が増えている⁽²⁵⁾。また、残高は減少しているものの、証券貸出(おそらくレポを含む)も行われている。最後に、これも外為特会のケースと同様に、為替レートが大きく円高に振れた年は為替差損によって総合利回りが負になっており、利息収入が多少増加してもそれを補うことが不可能であることが示されている。

6. 通貨当局の財務リスク

これまでの分析によると、外為特会と日銀は自己のバランスシートに大きなリスクを蓄積しながら毎年度の利益を確保し、その大半を一般会計に移転している。外為特会や日銀は営利機関ではなく、一時的な債務超過に陥ったからといって直ちに業務が滞るわけではない。しかしこれらの機関が自己の財務の健全性を犠牲にして一般会計を支援することは財政ファイナンスそのものだし、それが恒常化すると本業の金融通貨政策にも悪影響が及ぶ可能性がある。

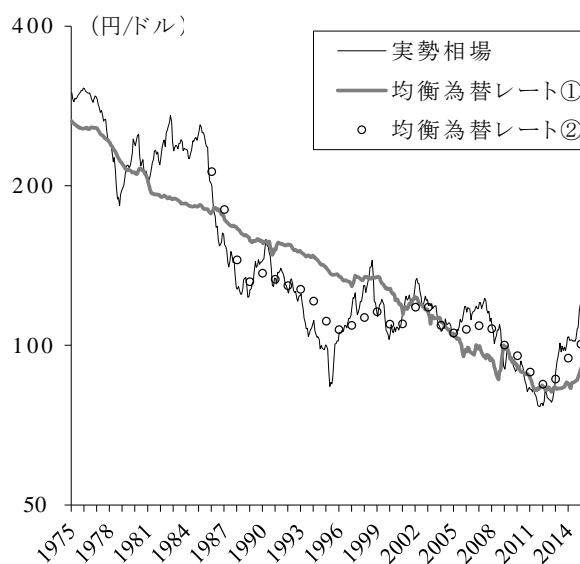
本節では本稿の締めくくりとして、現行の外為特会と日銀の財務の頑健性を検証する。ただし厳密な分析は本稿の範囲を超えるので、以下では各会計の自己資金とバランスシートの規模を比較しつつ、近い将来に蓋然性の高いショックが生じた際に長期的な債務超過に陥ることを回避できるかどうかを考えてみることにする。

外為特会の場合、表面的には積立金が自己資金の意味を持っている。ただし第3節で解説したように、この積立金は為券を発行して調達した借金であり、しかも最近まで全額が財投会計に長期預託されていた。積立金に繰り入れを行う時点では確かにその根拠となる利益が存在するが、この利益は外貨のまま再投資されるため、その後円高が進んだり運用に失敗したりすれば失われてしまう。なお、2013年度に特別会計に関する法律の改正が行われ、2014年度から経理項目としての積立金を廃止し、外為特会の剰余金を財政特会に預託せずに関与益の形で留保することが可能になった。その資金を用いて既存の為券を償還すれば、その分は本来の意味での準備金になる。ただし既存の財政預託金は償還日まで取り崩されないため、現時点でこうした資金は少額である。

図表7で利用した財務書類では、市場価格のある資産が時価評価され、積立金が純資産（＝資産・負債差額）に含めて経理されているため、こちらの方が現実の自己資金（準備金）に近い意味を持っている。ただしここで注意したいのは、外為特会の自己資金の多寡を論じる場合、

その時々の為替レートを用いて評価するだけでは不十分であることである。財務省はかねてから保有外貨の30%程度の積立金を持つことが望ましいと説明しているが⁽²⁶⁾、円が長期的な均衡為替レートに比べて30%減価している時と30%増価している時とでは、同じ30%の積立金であってもまったく意味が異なる。2012年度以降は円安により外為特会の為替差損が減少傾向にあるが、現行の為替レートが均衡レートに比べて円安だとしたら、いずれ円高に転じて再び差損が増加する可能性が考えられる。

図表12 円の実勢相場と均衡為替レート



(注) 縦軸は2を底とする対数目盛にしている。

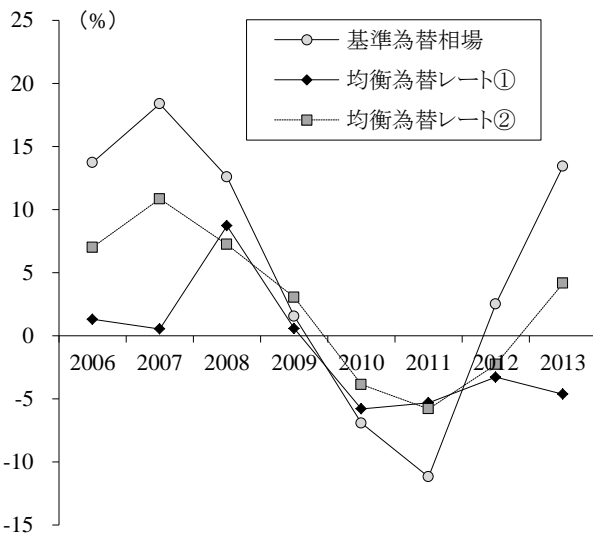
(出所) 日本銀行、内閣府経済社会総合研究所、US Bureau of Labor Statisticsの統計をもとに推計。

図表12は、過去の円ドルレートの均衡値を二つの方法で推計し、その結果をその時々の実勢相場（現実の円ドルレート）と比較したものである。均衡為替レートの算出方法に関しては末尾の補論で詳述するが、「均衡為替レート①」が日米の物価統計をもとにオーソドックスな方法で推計したもの、「均衡為替レート②」が内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」において報告されている製造業の採算レートを調整したものである。①と②は時として相当乖離しているが、いずれに対しても実勢レートは2005～2007年と2013年以降に円安になっている。

特別会計財務資料の計数をそのまま利用す

ると、外貨資産を基準外国為替相場によって円評価した場合の外為特会の自己資本比率（＝純資産÷総資産）を計算することができる。次に外貨資産を上記の均衡為替レートを用いて再評価し、純資産と総資産の金額を調整した上で同じ計算を行うと、「為替レートが長期的な適正水準と一致していた場合に実現していたはずの自己資本比率」を求めることができる。図表 13 はそうして算出した自己資本比率の推移をグラフに示したものである。

図表 13 外国為替資金特別会計の自己資本比率の推移



(注) いずれも各年度末時点の値。

(出所) 外国為替資金特別会計財務書類及び図表 12 の均衡為替レートをもとに集計。

図表 13 によると、基準外国為替相場をもとに計算した外為特会の自己資本率は変動が非常に大きく、2010 年度と 2011 年度に大きな負値になる一方、2006～2008 年度や 2013 年度には大きな正値になっている。一方、上記の二つの均衡為替レートをもとに算出した自己資本率は相対的に安定しているが、2010 年度から 2012 年度にかけていずれもマイナスになっている。直近の 2013 年度に関しても、基準外国為替相場にもとづく自己資本比率が 13.4%であるのに対し、均衡為替レート①及び②にもとづく自己資本比率はそれぞれ－4.6%と 4.2%に留まっており、これらの平均値はほぼゼロである。その後

に一段と円安が進んだため、本稿の執筆時点で基準外国為替相場ベースの自己資本比率は相当高くなっていると推察されるが、上記の結果はそれがミスリーディングであることを示唆している。

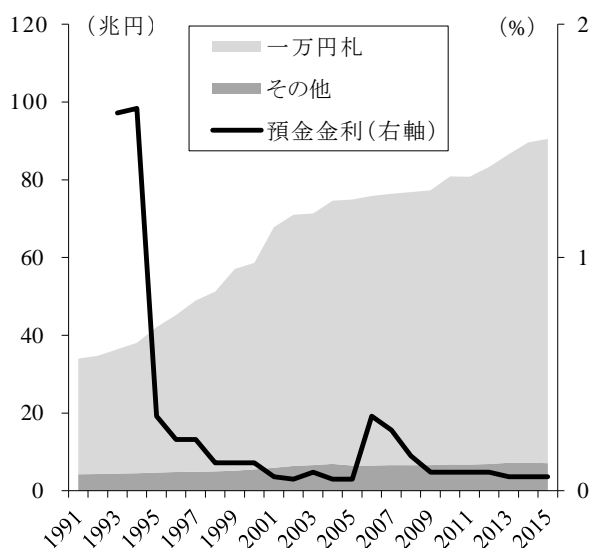
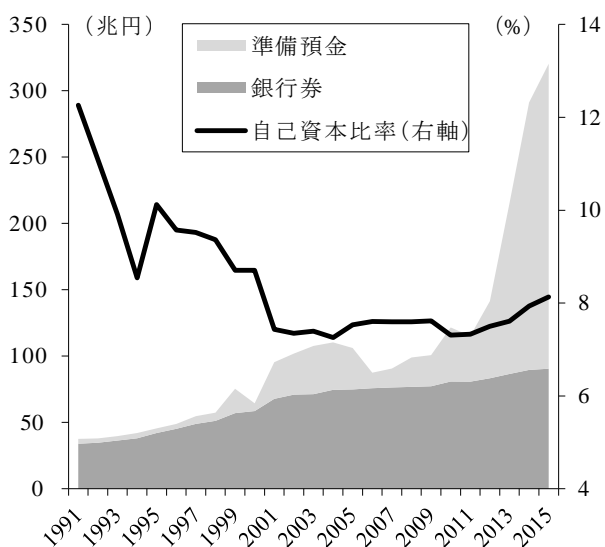
外為特会に十分な自己資金が存在しない第一の理由は、過去に一般会計繰入を優先し、内部留保を怠ってきたことだろう。図表 4 において見たように、2013 年度までの繰入金の累計額は約 36 兆円である。仮にこれをすべて外為特会内に留保していたとしたら、2013 年度末の自己資本比率は基準為替相場ベースで 30.5%、均衡為替レート①と②をもとに計算した場合でも 19.4%と 24.7%となり、多少の円高によって債務超過に陥る事態は生じなくなっていたはずである⁽²⁷⁾。このことを鑑みると、やはり外為特会はこれまで一般会計に過剰な繰入を行ってきたと言えそうである。

ただし外為特会の内部留保の不足の原因は必ずしも一般会計繰入だけではない。第 3 節で指摘したように、もともと適切な為替介入は大きな収益を生むはずだし、外為特会はほぼ無利子で調達した資金をもとに積極的な運用を行っているので、一般会計に相応の貢献を行いつつ十分な内部留保を確保することは難しくなかったはずである。それにも関わらず自己資本比率が低いということは、過去の為替介入が適切なタイミングで行われなかった可能性を示唆している。実際、図表 12 を見る限り、巨額の円売り介入が実施された 2003～2004 年や 2011 年の実勢相場は均衡為替レートに比べて必ずしも円高でなかったようである⁽²⁸⁾。

次に日銀のバランスシートの頑健性を検討しよう。外為特会と異なり、日銀は規定上は自己資本比率に関する明確なガイドラインを持っている。第 2 節で触れたように、日銀は「各期末の資本金、法定準備金、特別準備金、貸倒引当金、債券取引損失引当金、外国為替等取引損失引当金の和」を自己資本と定義し、それを当該期間中の銀行券発行残高で除した値を自己資本比率と呼んでいる。そしてこの自己資本が 10±2%の範囲内に収まるように準備金と引当金を

調整するという方針を掲げている。図表 14 上段の折れ線グラフに示されているように、上記の定義による自己資本比率は 1990 年代に大きく下落し、2000 年代には下限の 8% を下回ることが少なくなかった。しかし 2013 年度と 2014 年度に準備金が多めに積まれたことにより、現在は再び 8% を僅かに上回り、辛うじて上記のガイドラインを満たした格好になっている。

図表 14 ベースマネーと日本銀行の自己資本比率の推移



(注) 上段の自己資本比率は自己資本の銀行券発行残高に対する比率。下段の預金金利は全国の銀行の「預入金額三百万円以内、預入期間 6 か月～1 年」の金利の加重平均値。

(出所) 日本銀行統計をもとに集計。

ただし図表 14 の自己資本比率は日銀の財務

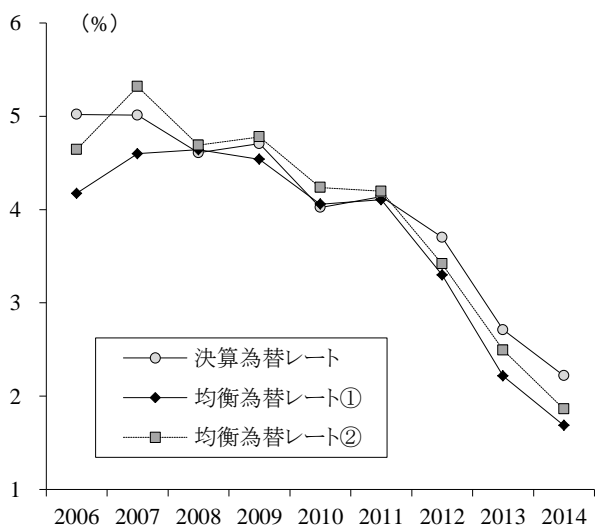
の健全性の指標としては明らかに不適切である。第一に、一般に自己資本比率という用語が総資産に対する純資産の比率を意味するのに対し、日銀の定義による自己資本比率は銀行券発行残高という負債の一項目に対する純資産の比率として計算されている。かつては準備預金など他の負債の金額が少額で安定していたため、総資産の代わりに銀行券残高を用いても純資産と総資産の関係のある程度推察することができた。しかし図表 14 上段のグラフに示されているように、2000 年代以降は量的緩和と異次元緩和によって準備預金が増加する一方、銀行券残高の増加は相対的に緩慢であり、今日では前者が後者を大幅に上回っている。

なお、銀行券は中央銀行にとって原理的には即日払いの借用証書だが⁽²⁹⁾、それが無利子であること、いったん発行されると大半が市中に定着することなどから、長期負債ないし疑似的な自己資本と見なされることが少なくない(斎藤他 2010、第 14 章)。日銀が最近まで長期国債の買入額の上限として銀行券発行残高を採用していたのも、広義の自己資本の範囲内の国債であれば半永久的に持ち切ることが可能だと考えていたためである。図表 14 によると、日銀券の発行残高は金利が正常な水準にあった 1980 年代末に 30 兆円程度だったのに対し、直近では約 90 兆円にまで増加している。

ただしここで注意したいのは、一国の貨幣需要が金利の減少関数であることである。図表 14 下段のグラフを見ると分かるように、銀行券の流通額と預金金利の間には明らかに負の関係がある。また、日銀券の中で 1990 年代以降に流通額が大きく増加したのは一万円札であり、五千円札以下の紙幣の増加は緩慢である。経済活動が活発化して決済手段としての貨幣需要が増加したのならあらゆる紙幣の発行残高が増加するはずだが、必ずしもそうっていないのは、市中に滞留する一万円札の多くが蓄財目的で保有されているからだろう。1990 年代以降に日本の名目 GDP がほとんど増加していないこと、その間にクレジットカードやインターネットによる決済が普及したことを考慮すると、いずれ金利

が正常な水準に戻った時の現金需要は 1980 年代より少なくなっている可能性が高い。したがって現時点で市中に滞留する銀行券をすべて日銀の長期負債や自己資本だと考えることは適切でなく、その相当部分は金利の動向しだいで日銀に回帰しうる短期負債だと思われる。

図表 15 日本銀行の自己資本率の推移



(注) いずれも各年度の剰余金処分後の値。
(出所) 日本銀行財務書類等をもとに集計。

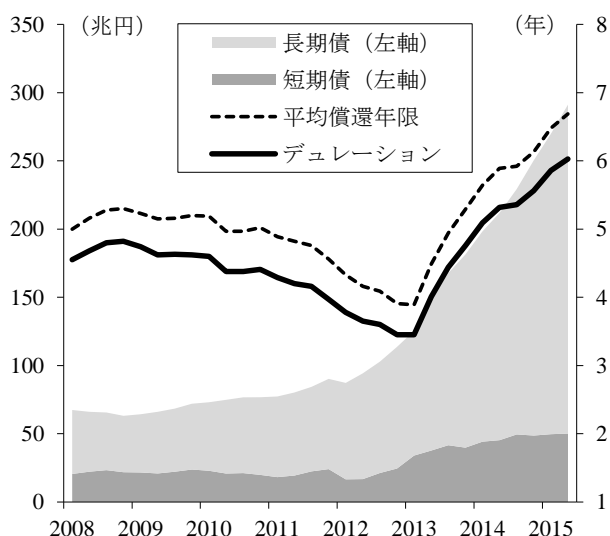
上記の事情を考慮し、以下では日銀の定義による自己資本比率は採用せず、純資産の総資産に対する比率という標準的な指標を検討する。また、外為特会のケースと同様に、保有外貨を均衡為替レートによって評価した場合に自己資本がどれだけ変化するかも計算してみることにする。その結果を示した図表 15 によると、公式統計をもとに計算した自己資本比率は日銀の定義による自己資本比率に比べていちじるしく低く、2010 年代に入って顕著に低下している。また、日銀の総資産に占める外貨の比率が非常に小さいにも関わらず、その時々の為替レートをもとに計算した自己資本比率と均衡為替レートにもとづく自己資本比率の間に無視できない乖離が生じている。たとえば直近の 2014 年度の場合、公式の財務諸表の計数にもとづく年度末の自己資本比率が 2.2% だったのに対し、均衡為替レート①と②にもとづく自己資本比率はそれぞれ 1.7% と 1.9% であり、後者はいずれも 2% を割

り込んでいる。その後、国債等の資産残高が急増する一方で自己資本はほとんど増加していないため、2015 年度末には実勢レートにもとづく自己資本比率も 2% を大きく割り込むはずである。

本稿の定義による日銀の自己資本比率が急落している主たる理由は、長期国債の大量買い付けにも関わらず、債券取引に関して適切な引当金を積んでいないことである。先述のように、日銀は外為取引と債券取引に関してそれぞれ引当金勘定を設けている。しかし 2014 年度末時点で外為等取引損失引当金の外貨保有残高に対する比率が 25.1% だったのに対し、債券取引損失引当金に関しては近年まったく繰入が行われておらず、債券保有額（国庫短期証券や社債等を含む）に対する比率はわずか 0.8% に留まっている。国債以外の債券を一切購入せず、いったん買った債券をすべて償還日まで持ち切るのであればそれでも構わないかも知れないが、先述の通り、日銀は社債や CP も購入しており、異次元緩和終了後にベースマネーを削減するためには相当額の国債を売却する必要が生じるはずである。そして今日の国債相場はすでにこれ以上上がりようがない水準まで上昇しているから、日銀が売却に転じれば相場の下方向圧力がかかり、日銀自身が巨額の損失を被る可能性がある⁽³⁰⁾。

図表 16 に示されているように、異次元緩和の開始以来、日銀の保有国債はその残高が急増しているだけでなく、平均残存期間やデュレーションも急激に上昇している⁽³¹⁾。本稿の執筆時点で日銀の長期国債保有残高が約 240 兆円であるのに対し、平均償還期間とデュレーションはそれぞれ 6.7% と 6.0% である。この状態で長期金利が 1% 上昇すると、日銀のバランスシートに $240 \times 0.06 = 14.4$ 兆円の含み損が発生する。しかし日銀の自己資本はその約半分の約 7.2 兆円しかなく、それを先の均衡為替レートを用いて調整するといっそう少なくなる。

図表 16 日本銀行の国債保有残高と平均償還期間



(注) 保有額は長期債と国庫短期証券の和。平均償還期間とデュレーションは長期国債のみを対象として計算した値。

(出所) Japan Macro Advisors の集計値をもとに作成。

上記のことから分かるように、異次元緩和の公式の目的が物価上昇率の引き上げにあり、論理的に言ってインフレ率が上昇すれば（少なくとも長期的には）その分だけ金利が上昇することが不可避であるにも関わらず、日銀自身は将来の金利上昇に対する備えを十分に行っていない。現行の会計ルールは日銀に保有国債の含み損を償却することを求めているが、それらを売却すると年度末決算において巨額の損失が確定し、あっという間に債務超過に陥ってしまうはずである。したがって近い将来に国債の信頼が揺らいで市場価格に下方圧力がかかる事態が発生しても、日銀が保有債を処分することは不可能であり、政府の国債市場買い支えの要請にどこまでも付き合わざるを得なくなるだろう。このことは米国の RMBS 市場やレポ市場における財務省の立場と酷似している。

7 おわりに

1990 年代以降の日本では、円高・景気対策とデフレ解消の目的で金融為替政策がフル稼働され、その結果として外為特会と日銀のバランス

シートが膨張しつづけてきた。また、その過程でこれらの機関から国庫への繰入金や納付金が増加し、今日では一般会計にとって不可欠の財源になっている。しかし本稿の分析によると、外為特会や日銀は自己の財務管理を犠牲にして一般会計への資金移転を続けており、これらの機関の納付金や繰入金は財政ファイナンスの色彩を強めている。こうしたことが可能になっているのは、外為特会や日銀において簿価ないしそれに近い方法で経理が行われ、これらの機関が抱えるリスクが顕現しにくくなっていること、そして一般会計への資金移転を優先して決算剰余金を処分してきているためである。

こうしたことが常態化すると、赤字財政に関する政府と政治家の危機感が弛緩するだけでなく、公的部門全体の財務の脆弱性も高まってゆく。本稿で詳しく分析したように、財務省と日銀は一般会計への貢献を増やすために保有外貨の積極運用を行うだけでなく、貸付金の形で本来財政投融资に属する業務まで手掛けるようになってきている。民間投資会社であればリスクが顕在化した資産を直ちに処分することもできるが、財務省や日銀が保有資産を一気に売却することは不可能である。将来、日米の国債市場が負のショックに見舞われた場合、2000 年代末の RMBS の時と同様に、外為特会と日銀は自己の財務管理を棚上げにしてその火消しに回らざるを得なくなるだろう。

最後に、外為特会と日銀が適切なリスク管理を義務付けられていないことは、これらの機関の本業である金融通貨政策にも好ましくない影響を与えていると思われる。巨額の為替介入や国債買入れが事後的に外為特会と日銀に大きな財務リスクをもたらすということは、事前にこれらの機関が厳格なリスク管理を義務付けられていた場合、これらの政策が実施されなかった可能性が高いからである。

たとえば財務省が為替介入を行うたびに為券の発行枠を引き上げることを許されず、法的な発行枠が低位に抑えられている場合、いったん購入した外貨を迅速に売却する必要がある。しかし不適切なタイミングで当初の外貨買い介

入が実施されていると、その後に円高が進むため、反対売買によって差損が発生し、財務省は責任を追及されるだろう。また、外為特会が時価ベースで債務超過に陥っている時に一般会計に繰入を行うことが禁止されている場合、含み損が発生して繰入が滞るたびに政府や国会議員から批判の声が上がり、過去の為替介入の妥当性を厳しく問われるだろう。こうした可能性が事前に予想されていれば、為替介入そのものが慎重に行われるようになり、いったん買った外貨を利息まで含めて無期限で再投資するような無計画な管理も再考される可能性が高い。

日銀に関しても、異次元緩和が日銀自身の財務の脆弱性を高めることが確実である以上、その開始前にどのような対策を講じるのかを説明すべきだった。たとえば、いったん買い入れた長期国債を売却してもとの状態に復帰するまで一般会計への納付を停止することを政府に対して公式に提案し、それが了承された時点で異次元緩和を開始すると宣言していれば、政府としても慎重な検討を行わざるを得なかったと思われる。仮に政府がそれを了承すれば現在実施されているのと同じ政策が行われていたはずだし、政府がそれを拒否し、なおかつ大量の国債買入れを要求していたとすると、現行の日銀の納付金は紛れもなく財政ファイナンスだということになる。

本稿の執筆時点で外為特会は 100 兆円以上の外貨、日銀は 300 兆円以上の国債を抱え込んでしまっており、これらを正常な水準に引き下げるのが容易でないことは事実である。しかしだからと言って現状を放置した場合、一般会計を含む各機関の財務の脆弱性がいっそう高まり、いずれ深刻な金融財政危機が発生するだろう。私たち国民は各機関と政府に対して責任ある行動を求めてゆくべきである。

補論 均衡為替レートの推計

第 6 節で説明したように、均衡為替レート①は日米の物価統計をもとに推計したものである。日米間で貿易財に関する一物一価が成立する場

合、名目円ドルレートと両国の貿易財の長期的な関係は

$$S = \frac{P_T}{P_T^*} \quad (4)$$

となる。ただし左辺の S は名目円ドルレートを表し、右辺の P_T と P_T^* はそれぞれ日本とアメリカの貿易財の物価を表している。

ただし現実には厳密に貿易財だけを対象として集計した物価指数は存在しない。概念的にそれに最も近いのが生産者物価指数だが、各国の生産者物価指数は財のウェイトが異なっているだけでなく、品目の更新頻度や品質調整の方法も異なっている。そこで以下では(4)式を

$$S = A \times \left(\frac{P_p}{P_p^*} \right)^b \quad (5)$$

という式で近似することにする。ただしこの式の P_p と P_p^* はそれぞれ日本の国内企業物価指数とアメリカの生産者物価指数を表し、 A は無名数である両国の物価指数の比率を調整するための定数である⁽³²⁾。 b は二国の生産者物価の集計方法の違いを調整するための係数だが、(4)式の関係が成立する場合、1 に近い値をとると予想される。

(5)式の両辺の各項を自然対数値に変換すると

$$s = a + b \times (p_p - p_p^*) \quad (6)$$

となる。ただしこの式の小文字の記号は(5)式の大文字記号の対数値を表している。(6)式を 1975 年 1 月から 2015 年 6 月までのデータを用いて推計したところ、

$$s = 4.488 + 0.993 \times (p_p - p_p^*) \quad \bar{R}^2 = 0.786 \quad (7) \\ (0.011) (0.020)$$

となった。括弧内の数値は各係数の標準誤差を表している。均衡為替レート①はこの式をもとに計算したものである。

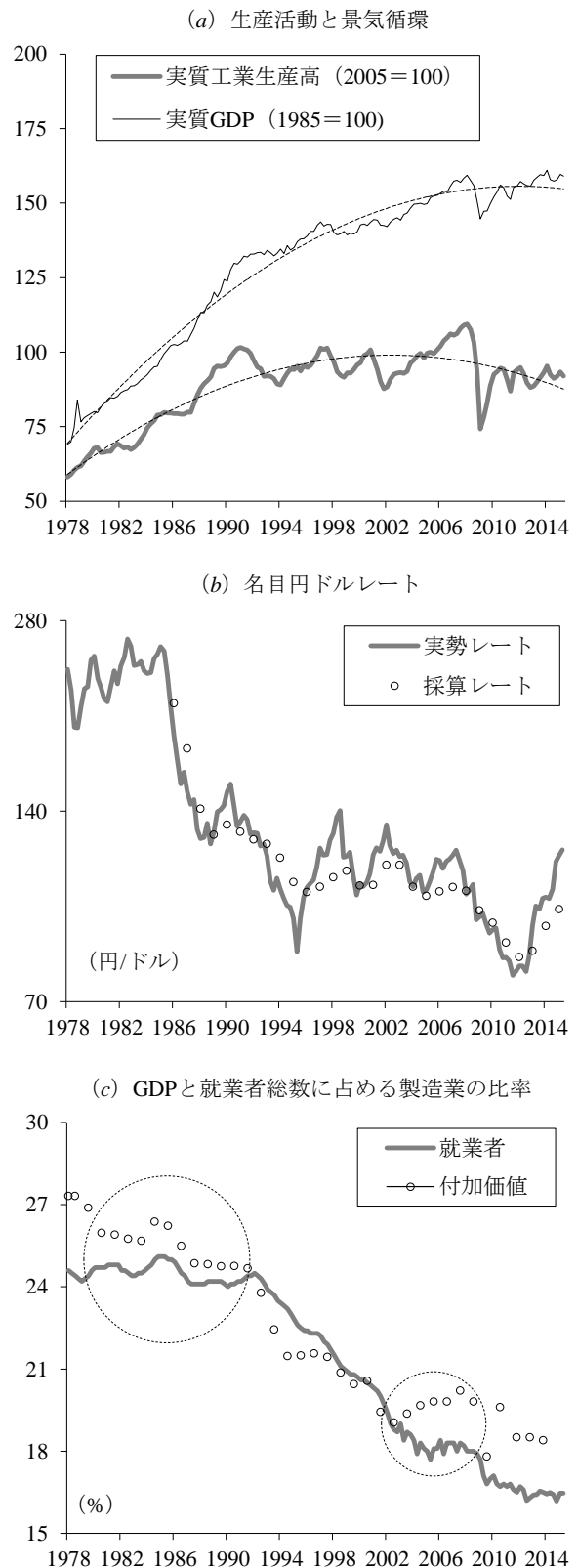
(7)式の説明力は高く、 b の推計値も予想値の 1 に非常に近くなっている。しかしこの式の推

計誤差の系列に関して複数の単位根検定を実施したところ、検定の種類によって単位根の仮説が棄却されるケースとされないケースがあった。このことは、(6)式の被説明変数と説明変数の間に安定した関係が存在しない可能性を完全に排除できないことを意味している。そこで上記とはまったく別個の方法を利用し、代替的な均衡為替レートを算出することにした。

日本において円高が嫌われるのは、国内の工業製品メーカーの価格競争力が低下して輸出が減少し、これらの企業の業績不振が国内の他部門に波及することが懸念されるからである。とは言うものの、円安にも好ましくない点がある。一時的に大きな円安が発生すると、もともと外国企業に対して競争力を失いつつあった企業の価格競争力も回復してしまい、産業構造の調整や企業の新陳代謝が停止する。しかしいずれ円安が解消するところした調整が一気に加速するため、かえって社会的なコストが大きくなってしまふ可能性がある。このように考えると、ほとんどの輸出企業がコスト割れになるような為替レートが望ましくないのはもちろんだが、大半の企業が容易に収益を確保できるような為替レートも望ましくないと言える。

内閣府は国内の主要証券取引所に上場している約 2,500 社を対象に、毎年 1 月に「企業行動に関するアンケート調査」を実施している。同調査には採算レートに関する項目があり、輸出を行っている企業を対象として、これ以上円高が進むと事業が採算割れするという損益分岐点に当たる円ドルレートを訊ねている。図表 17 は、この設問に対する回答の平均値を実際の為替レートやその他の経済指標とともにグラフに描いたものである。

図表 17 為替レートと日本経済の変動



(注) パネル (b) の縦軸は 2 を底とする対数目盛。採算レートは製造業に属する企業に関する系列。
(出所) 内閣府「国民経済計算」「企業行動に関するアンケート調査」、経済産業省「鉱工業生産指数」、総務庁統計局「労働力調査」、日本経済統計などをとに集計。

他の先進国の経験を鑑みると、日本では1980年代から脱工業化とサービス経済化が進行してもおかしくなかった(熊倉 2014)。しかし1980年代前半の円安と1980年代末のバブル経済によって製造業が活況を呈し、1990年代まで産業構造と雇用の調整が棚上げされてしまった。その後、1990年代半ばに景気悪化と激しい円高が同時的に進行し、工業製品メーカーの間で海外生産移転や人員整理を急ぐ動きが強まった。さらに2003年ごろから2007年初めにかけての時期にも欧米・新興市場諸国の好況と円安によって外需が急増し、バブル期を凌ぐ工業生産高と実質GDPの増加が生じたため、工業部門の縮小が停止した。しかしその後の欧米の金融危機をきっかけに輸出が落ち込むと、ふたたび大量の失業や企業破たんが発生してしまった⁽³³⁾。

図表17(b)において1985～2014年の20年間の実勢レートと採算レートを比較すると、実勢レートが平均して採算レートを約2.6%上回っていた。そこで各年の採算レートを1.026倍した値を日本経済の長期的な安定にとって望ましい為替レートだと考え、これを第6節の均衡為替レート②とした。図表12によると、本稿の執筆時点の実勢レートは、均衡為替レート①と②のいずれに対してもかなりの円安である。したがって、いずれ名目円ドルレートが円高に転じるか、あるいは国内物価が上昇することによって均衡値とのギャップが矯正される可能性が考えられる。

【注】

- (1) 日銀の2014年度決算資料は2015年5月に公表されているが、外為特会の2014年度決算資料が公表されるのは(例年のスケジュールによると)2015年末になる。後者の公表が遅いのは、一般・特別会計を含む政府会計の決算が国会の議決事項であり、会計検査院の検査確認を経て両院に提出されるまで公表されないためである。
- (2) 実際、為券を含むFBは2009年から割引短期国債(Treasury Bills、TB)とともに国庫短期証券(T-Bill)の名称で販売されている。ただしTBの

償還期間が1年に統一されているのに対し、FBの償還期間には2か月程度、3か月、6か月、1年のものがある。

- (3) ただし後述するように、日銀が異次元緩和終了後に速やかにバランスシートの圧縮に転じることは現実には難しいと思われる。
- (4) 1978年から2009年まで、各年の1～6月の基準外国為替相場は前年の6～11月の実勢相場の平均値として算出され、7～12月の基準外国為替相場は前年の12月から当該年の5月にかけての実勢相場の平均値として計算されていた。それ以前の1972～77年には1ドル=308円、1971年までは1ドル=360円で固定されていた(藤井 2014)。
- (5) 財務省『債務管理レポート2015』91ページ。
- (6) 財投会計は余剰資金を長期国債に投資しているため、外為特会の預託金は間接的に国債の買い支えにも利用されている。
- (7) 税引後剰余金の一部は出資証券の保有者に配当されるが、その金額は無視できるほど少額である。また、政府が出資証券の55%を所有しているため、その分も国庫に納付される。なお、剰余金の一部は当該年度中に前倒して国庫に納付されている。
- (8) 財務省「外国為替平衡操作の実施状況」参照。
- (9) 外為特会の財務書類をもとに各年度の外貨証券の為替損益の期初の残高(時価)に対する比率を計算すると、それがドルの基準外国為替相場の変化率とほぼ一致しており、他通貨の決算為替レートの変化率との関係は希薄である。
- (10) ドルベースの運用収入が一定でも、円安になるとその円評価額は増加する。
- (11) 日銀の「保有外貨資産の管理基本要領」には、債券投資に関して「外国の中央政府が発行する残存期間1年以上5年未満のもの市場時価総額に基づき算出した通貨構成比率に概ね見合うように調整する」と書かれている。
- (12) 円ドルレートや円ユーロレートが上下変動しながら長期的な円高傾向にある場合、一時的な円安時に生じた為替差益を留保しても円高時に発生する為替差損を完全にカバーすることはできず、長期的には大きな差損が発生する。
- (13) 円高による為替差損は2007年度から発生していたが、当初は(おそらく欧米諸国の利下げによ

り保有債の時価が上昇したことを反映して)運用益が増加し、その一部がカバーされていた。

(14) なお、日銀はもともと保有外貨の一部を民間金融機関に運用委託していたが、2012年の見直し後に満期が訪れたものから回収しているようである。一方、財務省は従来こうした運用委託を行っていなかったが、2014年度に(おそらく運用益増加を企図して)それを開始している。このことから分かるように、政府と日銀の外貨管理方法には一貫性がなく、各々が別箇に行動している。諸外国では公的外貨準備が一元管理されているケースがほとんどであり、現行の日本の方法は非効率である(熊倉 2011)。

(15) 財務省「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」(2005年4月4日)。

(16) この統計には日銀の取引も含まれているが、金額から判断して、残高の大半は外為特会によるものと推察される。

(17) ここで言うジャパン・プレミアムとは、日本の金融機関が海外で資金調達を行う際に要求されるプレミアムのことでは必ずしもなく、資金をドルで運用する代わりに円で運用することによって確実に得られる超過利益を意味している。金利裁定が成立している場合、どちらの通貨で運用しても利回りは同一のはずだが、実際には恒常的に円運用の利回りの方が高くなっている。このことは、財務省がほぼ無利子の外貨預金を為替スワップ等によって円転し、同じくほぼ無利子の円預金の形で保有しているだけで、確実に収益を上げることができることを意味している。ジャパン・プレミアムの現状やその背景要因に関しては徳勝(2015)に詳しい。

(18) 2008年9月の参議院金融財政委員会において民主党議員が「政府・日銀の米住宅公社債保有額は約8兆円」という試算値を示した際、伊吹文明財務大臣(当時)が「なかなかしつかりした計算をしている」と答弁している。日本経済新聞「米住宅公社債 政府・日銀、8兆円保有」(2008年9月20日朝刊)参照。

(19) 日本の住宅金融支援機構が発行する住宅ローン担保債券の場合、住宅ローンの借り手が元利金を支払えなくなった時には機構が借り手に代わっ

て投資家に支払いを行う義務を負う。このような債券を遡及権付債券、他の債券を遡及権なし債券と呼ぶ。

(20) たとえば Paulson (2010)、McCauly and Rigaudyl (2011)、日本経済新聞「異例の緩和 裏に『公約』」(2013年11月10日朝刊)などを参照。当時、他の大口の保有者である中国やロシアの通貨当局は真剣にこれらの債券の売却を検討したようである。

(21) 2000年代に入って中国など開発途上国の通貨当局が巨額の外貨準備を積み上げ、その一部を米政府債に投資するようになった。しかしそうして大量の政府債が公的機関によって占有されてしまうと債券市場やレポ市場の流動性に支障が生じるため、連邦準備銀行も海外通貨当局に対して保有債をレポに出すことを推奨していたようである。

(22) 日本銀行「当面の金融政策運営について」(2015年7月15日)。

(23) 日本経済新聞「国債前倒し発行最大に 今年度30兆円ペース 低利で調達」(2015年8月20日朝刊)などを参照。

(24) 2008年度の残高が他の年度に比べて多くなっているのは、アメリカの連邦準備制度とのスワップ協定によって一時的に取り入れたドル資金が民間銀行に貸し出されていたためである。この貸出には見合いとなる負債が存在していたため、外貨の純保有額は他の年度とほぼ同じだった。

(25) ただし日銀は残存期間5年超の外債は保有しない方針を掲げている。

(26) 財務省『特別会計ハンドブック(平成26年度版)』参照。

(27) ただしその場合、財務書類上の資産・負債差額は50数兆円の資産超過になっていた計算になる。近年のいわゆる「埋蔵金論争」などを鑑みると、これほどの内部留保を行うことは現実的とは言えない。このことを逆に言うと、外為特会が適切なリスク管理を行いながら保有できる外貨の金額は現在所有している量よりずっと少ないということである。

(28) 財務省のホームページでは、「為替相場が思惑等により、ファンダメンタルズから乖離したり、短期間のうちに大きく変動」したりしたときに為替介入を行うと説明されている。しかし財務省は

客観的に測定可能なファンダメンタルズをもとに均衡為替レートを推計し、それと実勢相場との関係を確認しながら介入のタイミングを決めているわけではなく、景気の足取りが思わしくない状態で名目円ドルレートが大きく円高に振れた時に介入する傾向がある（熊倉 2014）。

(29) たとえば、民間銀行は日銀に銀行券を提示することにより、それを直ちに準備預金通貨と交換することができる。

(30) 本稿の執筆から数か月経った 2015 年 11 月末に日銀法施行令・施行規則の改正が行われ、毎年度の国債の利息収入の一部を債券取引損失引当金に算入する道が開かれた。しかしこの改正は本来異次元緩和の開始以前に実施しておくべきものだったと思われる。

(31) デュレーションとは、保有する債券を満期まで持ち切った場合に得られるキャッシュフローの平均残存期間を意味している。この値は市場金利が 1% 変化した時の当該債券の価格の変化率とおおむね一致する。Matthews and Thompson (2014) の第 14 章を参照。

(32) 日本の国内企業物価指数は厳密には生産者価格だけを対象にしたものだけでなく、流通過程における取引価格も含まれているが、諸外国の生産者物価指数にきわめて近い性質を持っている。このことを反映して、国内企業物価指数の英文名称は 2009 年まで Domestic Corporate Goods Price Index だったが、2010 年に Producer Price Index に変更されている。

(33) 図表 17 (c) に示されているように、景気や外需の変動は GDP に占める製造業の付加価値の比率に直ちに影響を与えるが、雇用は粘着性が強いいため、就業者総数に占める製造業従事者の比率は 2 年程度遅行して調整することが多い。

【参考文献】

熊倉正修 (2011) 「我が国の為替市場介入と外国為替資金特別会計の問題点」『世界経済評論』第 662 号
熊倉正修 (2013) 「円安待望論の政治経済学」『国際金融』1248 号
熊倉正修 (2015) 『国際日本経済論－グローバル化と

日本の針路』昭和堂
熊倉正修 (2015) 「デフレと消費者物価指数の品質調整」『経済統計研究』第 43 巻 I 号
齊藤誠・岩本康志・太田聰一・柴田章久 (2012) 『マクロ経済学』有斐閣
須田美矢子 (1999) 「外国為替資金特別会計と外国為替政策」学習院大学『経済論集』第 36 巻第 2 号
徳勝礼子 (2015) 『マイナス金利 ハイパーインフレよりも怖い日本経済の末路』東洋経済新報社
藤井亮二 (2014) 「外国為替資金特別会計剰余金の発生と一般会計繰入」参議院調査室『経済のプリズム』No. 129
Copeland, Adam, Antoine Martin, and Michael Walker, 2010. “The tri-party repo market before the 2010 reforms,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Papers* No. 477.
Acharty, Viral V., and Öncü, T. Sabri, 2012. “A proposal for the resolution of systematically important assets and liabilities: the case of the repo market,” prepared for the Federal Reserve Board Conference on *Central Banking: Before, During, and After the Crisis*, March 23-24, 2012.
Adrian, Tobias, Brian Begalle, Adam Copeland, and Antoine Martin, 2013. “Repo and security lending,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Papers* No. 529.
Matthews, Kent, and John Thompson, 2014. *The Economics of Banking*, 3rd ed., Wiley.
McCauley, Robert N., and Jean-François Rigaudy, 2011. “Managing foreign exchange reserves in the crisis and after,” in BIS Paper No. 58, *Portfolio and Risk Management for Central Banks and Sovereign Wealth Funds*, Bank for International Settlements.
Paulson, Jr., Henry M., 2010. *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, Business Press.