

外国為替市場介入をめぐる諸課題

～防衛ライン、不胎化・非不胎化政策、外為特会積立金～

企画調整室（調査情報室） 鈴木 克洋

2010年9月15日、政府は、2004年3月16日以来ほぼ6年半ぶりに外国為替市場介入（為替介入）を行った¹。最近の為替相場を振り返れば、2007年夏の米欧のサブプライムローン問題の発生以降、対米ドル・対ユーロの円レートは振れを伴いながらも基調的には円高方向へ進んできた。そして、足下の2010年6月頃からは円高・株安が急速に進行し、1995年の超円高期以来の水準²をうかがう勢いとなり、9月15日には一時1ドル＝83円を超えるという市場状況の中で前述の為替介入となった。この介入によって、円高の急速な進行に一時的に歯止めはかかったものの、その後も円高傾向が継続している³。

ところで、こうした政府の為替介入に関してはいくつか論点が挙げられる。公的介入の是非、目的、効果、タイミングなど為替介入政策に関するもの、為替介入に伴う市場への供給資金の取扱いなど金融政策に関するもの、為替介入資金を経理する外国為替資金特別会計（外為特会）の会計処理（積立金の取扱いなど）に関するものなどがある。

本稿では、これらのうち、(1)過去の為替介入はどのような為替水準で行われたのか（為替防衛ライン）、(2)為替介入に伴って生じた資金供給による金融政策への影響（いわゆる「不胎化・非不胎化政策」）、(3)外為特会の積立金の3つのテーマについてみる。

1. 為替レートの動向

為替レートは異なる通貨同士の交換比率を表したものである。仮に、円ドル為替レートが1ドル＝100円の場合、1ドルを100円と交換できる、換言すれば1ドルの値段が100円であることを意味する。これを基準として、1ドル＝120円になれば120円支払わないと1ドルと交換できないことから円の価値は安くなり（円安ドル高）、逆に1ドル＝80円になると80円で1ドルと交換でき

¹ 正式には外国為替平衡操作という。我が国における為替介入は、財務大臣が決定権限を有し、その指示に基づき日本銀行が財務大臣の代理人として外国為替を売買する（外国為替及び外国貿易法第7条、特別会計に関する法律第77条、日本銀行法第36条及び第40条）。

² 過去最高値は1995年4月19日に一時1ドル＝79.75円を記録した。

³ 本稿は2010年10月22日現在の情報を基に執筆している。

ることから円の価値が高くなる（円高ドル安）。例えば、我が国の輸出企業が海外とドル建てで1000ドルの取引を行っている場合、海外現地で1000ドルの売上げに変化がなくても、上記の円高によって、円建てでの売上げは10万円（=1000ドル×100円）から8万円（=1000ドル×80円）に減少してしまう⁴。つまり10万円の円建て利益を維持するためには、海外現地での取引価格を引き上げざるを得ない（10万円/80円=1250ドル）。これが円高になると輸出製造業を中心に円高対策を求める声が上がるとの理由の一つである⁵。

長期的な円ドル為替レートの動向を確認すると、1985年9月のプラザ合意⁶による円の大幅増価（ドルの大幅減価）以降、月次では細かい為替レートの変動を伴いつつも、G7等の国際会議の声明のほか、通貨危機・金融危機といった国際的な出来事などを転換点として、基調的には2～5年の周期で、80円から160円の間で円高と円安を繰り返すという大きな波が観察できる（図表1上図の実線）。また、2000年以降円ドル為替レートの振幅は80～140円と狭まっております、円安局面における円ドルレートの最安値は徐々に円高方向へ切り上がっていることも指摘できる。

ところで、こうした為替レートはどのように決まるのか。理論上は一般の財・サービスなどと同様、「通貨」の需要と供給のバランスによって決まると考えられている。通貨の需給は、①貿易取引（実需）、②国債・株式などの金融資産の売買、③為替リスクのヘッジ、④為替差益を狙った投機などから生じる。例えば、円ドル市場において、輸出企業が海外取引で得たドル代金の売却、海外投資家による日本国債購入などは円需要（=ドル供給）となり、輸入業者が海外製品を購入するためのドル調達、日本人投資家による海外証券投資は円供給（=ドル需要）となる⁷。加えて、企業、機関投資家、個人が保有する「ドル建て資産」と「円建て資産」との間の運用シフトも為替レートに影響を与える⁸。各主体は、

⁴ 輸入企業は逆に円高局面では増益になる。一国のマクロ経済全体で円高円安のどちらが有利となるかについては、各時点での産業構造等に依ることになる。

⁵ 例えば、経済産業省経済産業政策局『円高の影響に関する緊急ヒアリング』2010年8月

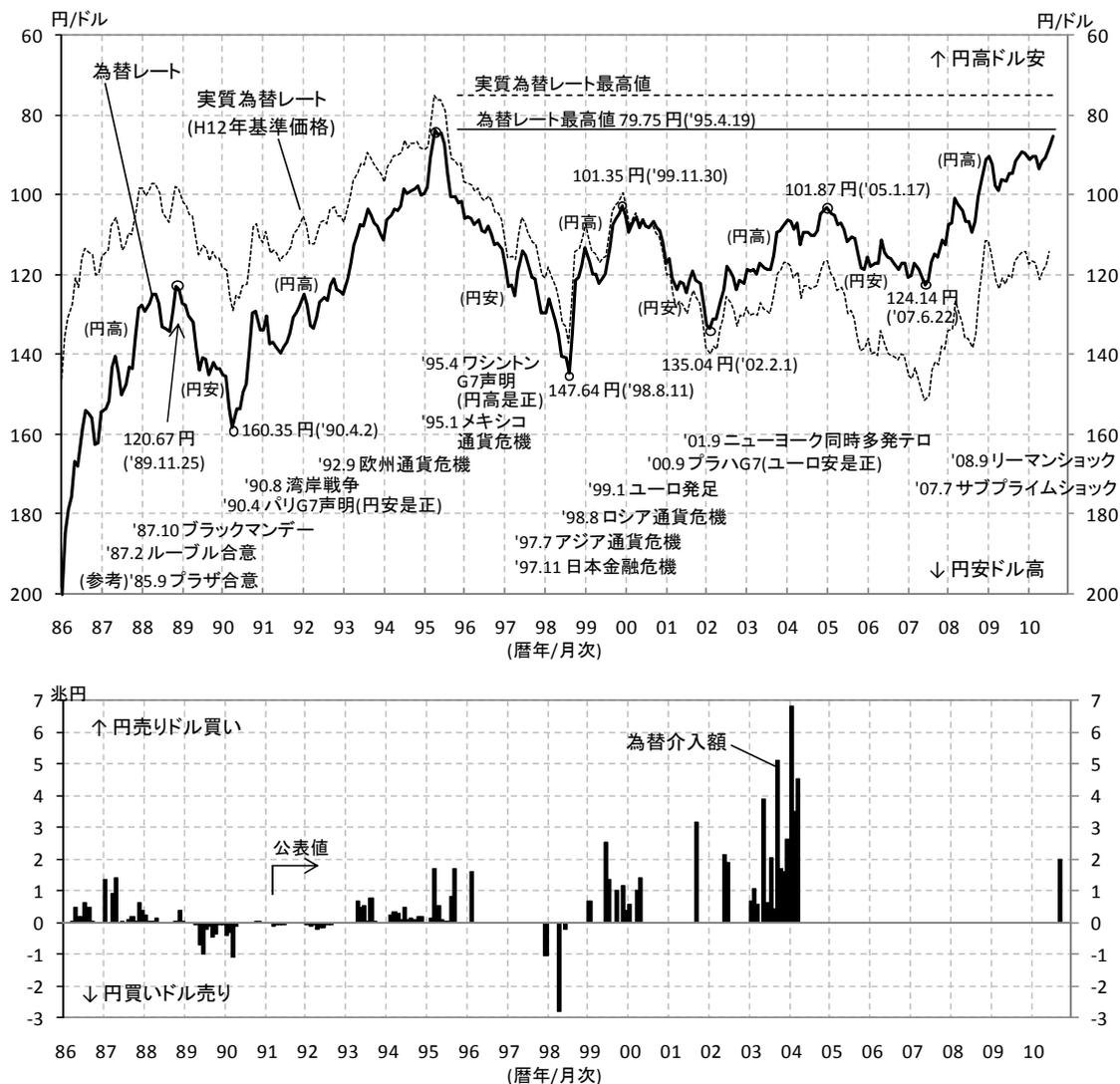
⁶ 1973年の変動相場制移行後、為替レートは短期的な乱高下を繰り返すほか、経済のファンダメンタルズと乖離した水準が継続して主要国間の大幅な対外不均衡を改善させないなど、変動相場制に期待されていた効果はあがらなかった。これは米国の経常収支の悪化とドル高の並存という形で現れた。この事態に対し1985年9月22日ニューヨークのプラザ・ホテルで開かれたG5（先進5か国財務大臣・中央銀行総裁会議）において、将来のドル暴落を避けるため「ドル高是正」として各国が緊密な協力を行うことが合意された。

⁷ こうした取引に伴う通貨の需給フローが為替レートの重要な決定要因とする理論は、「フロー・アプローチ」と呼ばれる。

⁸ 各通貨建ての金融資産のストックとしての需要を重視した理論は、「アセット・アプローチ」と呼ばれる。

各通貨建て資産の間の利回り格差のほか、各国のインフレ率・対外収支などの経済のファンダメンタルズ（基礎的諸条件）の（将来）動向を加味し、より有利であろう資産を選択するよう行動する。例えば、円の対ドル実質金利高、

図表1 為替レートと為替市場介入額の推移



- (注1) 1986年1月から2010年9月までの月次値。
- (注2) 為替レートは円ドル直物市場（東京市場 17:00）の月中平均値。ただし、図表中の具体的な為替レートは、円高局面では日次最高値、円安局面では日次最安値。
- (注3) 実質為替レートは、為替レートを日米の消費者物価指数(除く生鮮食品)で実質化し、2000年の平均為替レートを基準として算出。
- (注4) 為替介入額は円ドル為替介入額のみ掲載。ただし、1991年3月以前は介入額が公表されていないため、対民間財政収支と外国為替証券発行・償還額から推計。
- (出所) 日本銀行『外国為替市況』、総務省『消費者物価指数』、米国労働省労働統計局『消費者物価指数』、財務省『外国為替平衡操作の実施状況』、同『国庫の状況』等から作成

日本の対米経常黒字の累積は円建て資産の選好要因となり円高圧力になる。なお、各通貨建て資産の収益率の先行きは不確実性が高いため、為替相場は投機をとまなうことになる。

実際の為替市場では、四半期や年次といった中長期的な為替レートの決定においては、経常収支の動向や内外の実質金利差といった経済のファンダメンタルズが重要な役割を果たしているとされる。その一方、日次や月次といった短期の為替レートはほとんどランダムに近い形で変動する。政府要人の発言等で大きく振れることも多く、場合によっては市場の思惑が絡んで、為替レートが乱高下もしくは一本調子で上昇（下降）したり、経済のファンダメンタルズに見合った均衡水準から大きく乖離した水準に定着したりするなど、為替レートが不安定・不均衡⁹な状態となることもある。

2. 為替介入の防衛ライン

以上のような不安定・不均衡な為替レートは、円滑な資金運用・調達を妨げたり、輸出入物価を介して物価が不安定化したりすることによって、自国経済のみならず他国の経済にも深刻な影響を与える可能性がある。このため、不安定・不均衡な為替レートを是正すべく政府による為替介入が行われる。

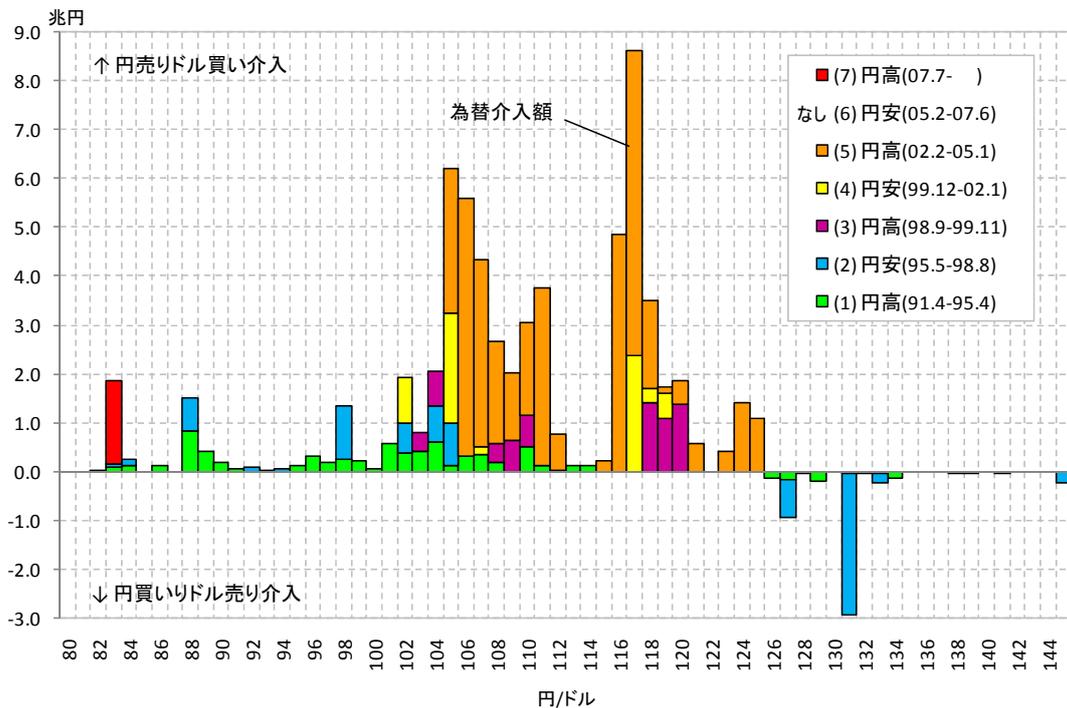
過去の我が国政府の為替介入は、前掲図表1下図のとおりである。上方向の棒グラフが「円売りドル買い」介入（＝円を売って円価を下げるので円安誘導）、下方向が「円買いドル売り」介入（＝円を買って円価を上げるので円高誘導）を意味する。図表1の上図と照らすと、円高局面では円売り介入が積極的に行われ、円安局面では極端な円安水準で円買い介入が行われている（なお、円安局面での円売り介入も存在）。例えば、1995年前半の1ドル＝100円を切る超円高期には円売り介入、1997年後半の円安傾向に拍車がかかった時期には円買い介入、2002年～2005年の円高局面には巨額の円売り介入が行われている。なお、グラフの右端が今回の為替介入である。

このようにこれまで多くの為替介入が行われているが、介入を行った為替水準や金額については時期によってまちまちであることがわかる。そこで、これを詳細に検証する。図表2は、過去の円ドル為替介入について前日終値（1円刻み）ごとに介入の方向、金額を表したものである。なお、本図表は為替介入額が公表されている1991年4月以降からとした。

本図表からは、①1ドル＝126円を境にして為替介入の方向がはっきりと分

⁹ 中長期的なファンダメンタルズから乖離している（misalignment）という点で「不均衡」と表現する。

図表2 円ドル介入前日終値ごとの介入行動



(注1) 1991年4月から2010年9月30日までの日次値。

(注2) 為替レートは、為替介入前日の円ドル直物市場終値（東京市場 17:00）。

(注3) 2010年9月15日以降の為替介入（2兆1,249億円）についての詳細な情報は公表前のため、すべてが9月15日に行われたものと仮定して作成。

(出所) 日本銀行『外国為替市況』、財務省『外国為替平衡操作の実施状況』から作成

かれていること、②為替介入を行った為替レートの水準は各局面において異なっていることが読みとれる。後者の②について具体的にみれば、(1)の1991年4月～95年4月の超円高期では1ドル＝82円～114円の広い範囲で円売りドル買い介入が行われ、(3)の1998年9月～99年11月の円高局面では118～120円に集中し、(5)の2002年2月～05年1月の円高局面では円売りドル買い介入が105円～112円、116円～118円で積極的に行われている。今回の為替介入は1ドル＝83円近傍での円売りドル買い介入であった。

この状況からそれぞれの局面においては一定の為替ターゲットゾーン（防衛ライン）が想定され、為替介入政策が行われたことが推察できる。しかし、全期間を通じて統一的・絶対的な防衛ラインは観察できない。そもそも前掲図表1の市場取引レートである為替レートは、あくまで円ドル通貨間の名目値にすぎない。これとは別の基準、例えば、この円ドル名目為替レートを日米二国間の物価指数で調整し購買力でみた為替レートである「(円ドル)実質為替レ

ト¹⁰」(前掲図表1上図の点線)や、対象を我が国の貿易相手国全体に広げてそのウェイトで加重平均した(つまり、我が国の国際競争力をみる)為替レートである「実質実効為替レート¹¹」といった指標など様々な視点で確認することも必要である。この2つの指標を用いて足下の円ドル為替の水準をみた場合には、いずれの指標とも円高方向へ振れてはいるものの、水準では最高値の1995年4月よりも低く¹²、異常な円高であるとまでは言い切れなくなる。また、企業においても、かつての超円高局面の頃とは違って、国内の生産性向上、海外生産の拡大、先物為替予約による為替リスク管理など円高の影響を最小限化するよう努めているとされる。

このように為替介入に当たっては、現在の為替レートが経済のファンダメンタルズを反映した水準なのか¹³をできるだけ適切に判断する必要がある。円ドル為替レートが過去最高水準という理由だけで為替介入を行うことは慎重でなければならないだろう。

ところで、為替介入によってどのような効果が期待されているのだろうか。介入の効果としては、(1)為替水準の引下げ(上げ)効果、(2)急激な変動を抑えて安定化させるというスージング効果の2つが挙げられる。今回のような円高局面では、一般的には(1)の水準引下げ効果に強い期待がもたれていると考えられる。もちろん為替介入時の為替レートが市場の思惑だけで変動し、経済のファンダメンタルズと乖離した状況であるならば、為替介入が合図(シグナル)となり適正な水準に戻るきっかけになるだろう¹⁴。しかし、これが過度に為替

¹⁰ 「円ドル実質為替レート=円ドル為替名目レート×(米国の物価指数/日本の物価指数)」として筆者算出。物価指数には日米の消費者物価指数(除く生鮮食品)を使用し、便宜的に2000年の円ドル名目為替レート平均値を基準値とした。

¹¹ 実質実効為替レートは、基準年、物価指数(消費者物価指数、輸出(入)物価指数、GDPデフレーターなど)や貿易相手国のウェイト(輸出(入)ウェイト)について何を選択するかなど算出にあたっては複雑な側面がある。そのため、日本銀行や国際決済銀行(BIS)が公表するものが使用されることが多い。なお、本指数は、数値が大きい方が自国通貨高を意味する。

¹² 足下の2010年9月の円ドル為替レート(月中平均)は、過去最高だった1995年4月平均(1ドル=83.53円)に近い水準(同84.31円)にあるが、①円ドル実質為替レートと②実質実効為替レート(日銀)では、1995年4月の最高値(①1ドル=75.08円、②151.11)に対し、2010年の足下では①1ドル=114.08円(7月)、②104.25(8月)と7割程度の水準となっている。

¹³ 為替レートが各国通貨の交換比率である以上、ファンダメンタルズについては、国内だけでなく他国との相対的なものとなってしまふ点には注意が必要であろう。国内の経済情勢以上に他国の情勢が悪い場合、相対的に自国通貨は高く評価されてしまうこともある。

¹⁴ 為替市場により強いシグナルを伝えるためには、単独介入よりも協調介入の方が効果は高いだろう。協調介入は各国政府とも現状の為替水準を追認しない姿勢を態度で示すことになる。例えば、1995年4月の超円高是正では協調介入が行われ比較的少額の介入で効果があつたとされる一方、2003~04年の円高局面は単独介入であり、介入額が巨額になったほか、効果についても評価が分かれている。

図表3 外国為替市場の取引高（4月中の1日平均取引高）

	グローバルベース		日本の外為市場	
		円ドル取引		円ドル取引
1998年	1,527	292	146	123
2001年	1,239	250	153	106
2004年	1,934	328	207	126
2007年	3,324	438	250	146
2010年	3,981	568	312	196

※2010年9月中の介入(2兆1,249億円)を
1ドル=83円で換算

25.6

(注) グローバルベースは国内・海外の二重計上を調整。日本の外為市場は国内の二重計上を調整。取引高には、為替スポット、為替フォワード、為替スワップのほか、通貨スワップ、通貨オプションが含まれる。

(出所) 日本銀行『外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ（2010年4月中取引高調査）について：日本分集計結果』、B I S資料から作成。

水準を特定的水準に抑えるものである場合は、貿易相手国に対する窮乏策となり国際的な批判にさらされる。そもそも市場の為替取引量と比較して為替介入額はそれほど大きいものではなく(図表3)、直接的な水準引下げとしての効果は限定的だろう。

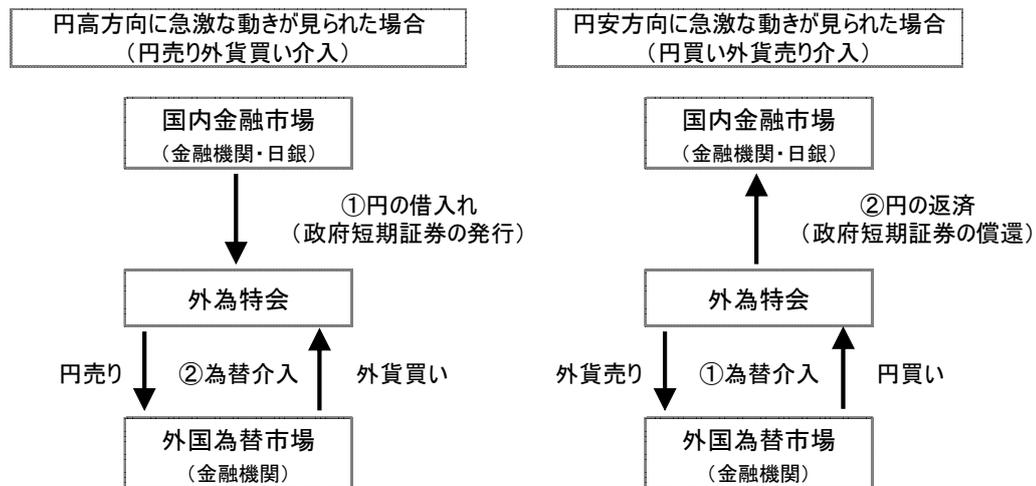
3. 不胎化政策と非不胎化政策

実際の為替介入は、政府の外国為替資金特別会計（外為特会）で管理される外為資金を用いて、日本銀行が市中の金融機関を相手に外貨の売買を行うことで行われる。例えば、円高時の為替介入（円売りドル買い）では、政府が政府短期証券¹⁵の発行によって、日銀もしくは国内金融市場（市中の金融機関）から調達した円貨資金で、外国為替市場（市中の金融機関）が保有している外貨（ドル）を購入する（図表4）。このとき、各金融機関にはドル売却代金として円貨が支払われることになる。実際の円貨の支払いは日銀の当座預金を利用されるため、日銀から金融市場へ円貨の資金が供給されることを意味する。この通貨供給量の増加は、その他の条件が一定ならば、金利低下を促す（量的緩和政策下では日銀当座預金残高を増加させる）。このように為替介入は金融政策運営に影響することになると考えられている。

こうした為替介入による金融市場の資金需給の変化に対して、日銀が金融調

¹⁵ 政府短期証券(外国為替資金証券:為券)は2009年2月から短期国債(割引短期国債)と統合発行され国庫短期証券と称されている。なお、為券は償還期限が13週間、2箇月、6箇月のものが発行されている。

図表4 為替介入時の資金の流れ



(出所) 財務省主計局『平成22年版 特別会計のはなし』に一部加筆

節（円売りドル買い介入の場合は、資金吸収オペ）によって変化を相殺するものが「不胎化された介入」（不胎化政策）と呼ばれ、反対に相殺しないものは「不胎化しない介入」（非不胎化政策）と呼ばれる。金利の一層の低下もしくは量的緩和拡充策として非不胎化政策が求められるのはこうした理由である。

この不胎化・非不胎化政策について、円高是正として行われる円売りドル買い介入を例として、日本銀行、政府（外国為替資金）、民間金融機関の三者について、為替介入にかかるバランスシートの変動をみることにする（図表5）。

まず、為替介入（ドル買い）にかかる円貨資金については、基本的には政府が政府短期証券を発行して市場から調達することとなるが¹⁶、予期できない為替介入については、市場から調達するまでの間、一時的に日本銀行が引き受けることもある¹⁷。この場合には、日銀のバランスシートは、資産に政府短期証券、負債に政府預金が増加する。外国為替資金は、この逆であり円貨が調達されることになる（図表5①）。

次に、政府は、この円貨資金を用いて民間金融機関から外貨を購入するが、その代金の円貨については、日本銀行の負債上の、政府預金から民間銀行の当

¹⁶ 実際の決済は為替介入の行われた2営業日後になる。

¹⁷ このほか国庫余裕金を使用する。なお、従前は日銀が大部分を引き受けていたが、1999年4月から原則公募入札により市中発行されることとなった。現在、日銀による一時的な政府短期証券の引受けに関しては「対政府取引に関する基本要領」（1999年3月26日政策委員会決定）に基づき実施されている。具体的には、「国庫に予期せざる資金需要が生じた場合には、例外的に、所要の政府短期証券の引受けを行う」ものとし、「引受けた政府短期証券については、次回以降の公募入札発行代り金により、可及的速やかに償還を受ける扱い」とされている。

座預金に振り込まれることになる。この時点で、日銀の当座預金は増加するので、金融政策運営に影響する。資金吸収オペレーションが行われなければ、現状の実質ゼロ金利政策のもとでは追加の量的緩和の状態となるが、民間金融機関サイドでは外貨が円貨に振り替わったにすぎず、円貨だけでなく他の資産や与信を含めた広義の資金という視点からは、市場における資金の量は増えている。

図表5 為替介入に伴うバランスシートの変動（イメージ）

① 円貨調達(日銀引受)

日本銀行		外国為替資金		民間金融機関	
短期証券 ^B +	政府預金 +	円貨 + (日銀政府預金)	短期証券 ^B +		

② 円売りドル買い介入

日本銀行		外国為替資金		民間金融機関	
	政府預金 -	円貨 - (日銀政府預金)		円貨 + (日銀当座預金)	
	当座預金 +	外貨 +		外貨 -	

③ 円貨調達(市場)

日本銀行		外国為替資金		民間金融機関	
	政府預金 +	円貨 + (日銀政府預金)	短期証券 ^M +	短期証券 ^M +	
	当座預金 -			円貨 - (日銀当座預金)	

④ 短期証券償還(日銀引受け分)

日本銀行		外国為替資金		民間金融機関	
短期証券 ^B -	政府預金 -	円貨 - (日銀政府預金)	短期証券 ^B -		

⑤ 為替介入に伴うバランスシートの変動（①～④の移動を相殺）

日本銀行		外国為替資金		民間金融機関	
		外貨 +	短期証券 ^M +	短期証券 ^M +	外貨 -

(注) 政府短期証券を区別するため、日銀引受けは右肩に B、市場調達には右肩に M を付した。

(出所) 筆者作成

ない（同②）。

そして、政府は日銀引受けの政府短期証券を償還するため、市場で政府短期証券を発行し円貨を調達する。政府短期証券の購入に当たっては、民間金融機関は政府に円貨代金を支払うが、これは日銀負債上の、民間金融機関の当座預金から政府預金に振り込まれることになる。これによって当座預金は減少するが、上記の為替介入で増加した当座預金が相殺されただけである（同③）。

最後にその円貨資金で日銀引受けの政府短期証券が現金償還される（同④）。

これら為替介入に関する一連の動きについて最終的には次のようになる。つまり、外国為替資金は政府短期証券を調達して外貨（ドル）を購入する一方、民間金融機関は外貨（ドル）が政府短期証券に振り替わっただけである。日本銀行のバランスシートは、①～④のように一時的な増減が存在して金融政策運営に影響を与えるものの、最終的には変化はない（同⑤）。このように、広義の資金全体としてみれば、為替介入は中立であるとみることでもできよう¹⁸。

もちろん金融政策が、ある程度のプラスの金利を誘導するという通常状態の金融政策である場合には、今回の2兆円超の為替介入は、最終的に中立であったとしても、その過程における資金移動で金融政策運営に影響を与えることになるだろう（法定上必要な当座預金残高は7兆円程度）。しかし、現在のような実質ゼロ金利政策の場合には、金利への影響はほとんどない（2010年9月30日現在の当座預金残高約20.2兆円）。また、為替介入にかつての当座預金残高を政策目標とする量的緩和効果を期待するならば、当座預金に対して最終的には中立的な為替介入に求めるのではなく、金融政策運営自体の変更を求めるものでなければならぬだろう。

4. 外国為替資金特別会計の積立金

4-1. 外為特会の仕組み

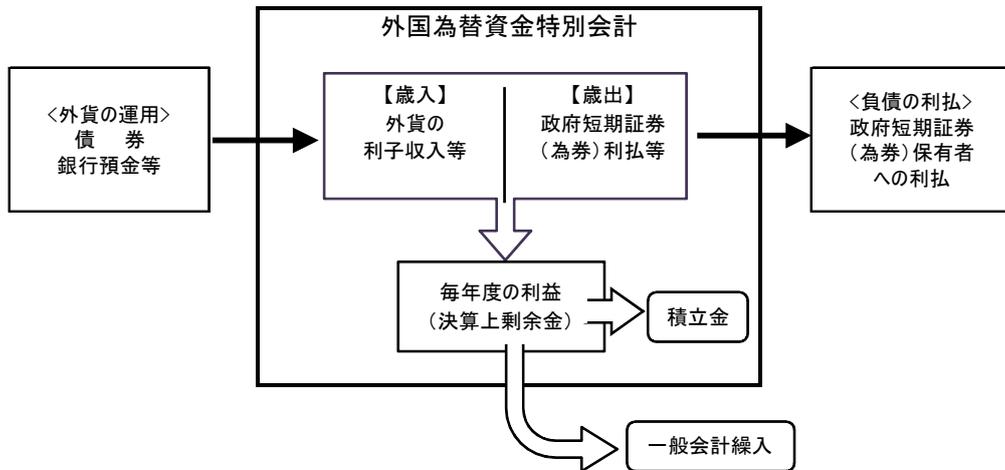
3節のとおり、為替介入資金の経理については、外国為替資金特別会計（外為特会）で行われる¹⁹。外為特会では、円売り外貨買い介入によって取得した外貨を資産とし、介入資金としての円貨を調達するために発行した政府短期証券を負債としている。また、資産サイドの外貨資産については、取得した外貨通貨そのものではなく、流動性・償還確実性が高い外国政府の国債・政府機関債、国際機関債、資産担保債券などの債券に投資し運用されている²⁰。そして、

¹⁸ ただし、金融機関の資産構成が変化するため、まったく影響がないわけではない。

¹⁹ 特別会計に関する法律（平成19年法律第23号）第71条第1項

²⁰ 保有外貨資産の運用に関しては、「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

図表6 外国為替資金特別会計の歳入歳出



(出所) 財務省主計局『平成 22 年版 特別会計のはなし』

それらの運用資産からの利子収入等が歳入に、他方、円貨調達のために発行した政府短期証券に対する利払い等が歳出になり、その差額が当年度の利益（決算上の剰余金）となる（図表6）。この剰余金については、一部が外為特会の積立金として積み立てられ、一部は一般会計に繰り入れられることになる²¹。

4-2. 外為特会の収益の状況

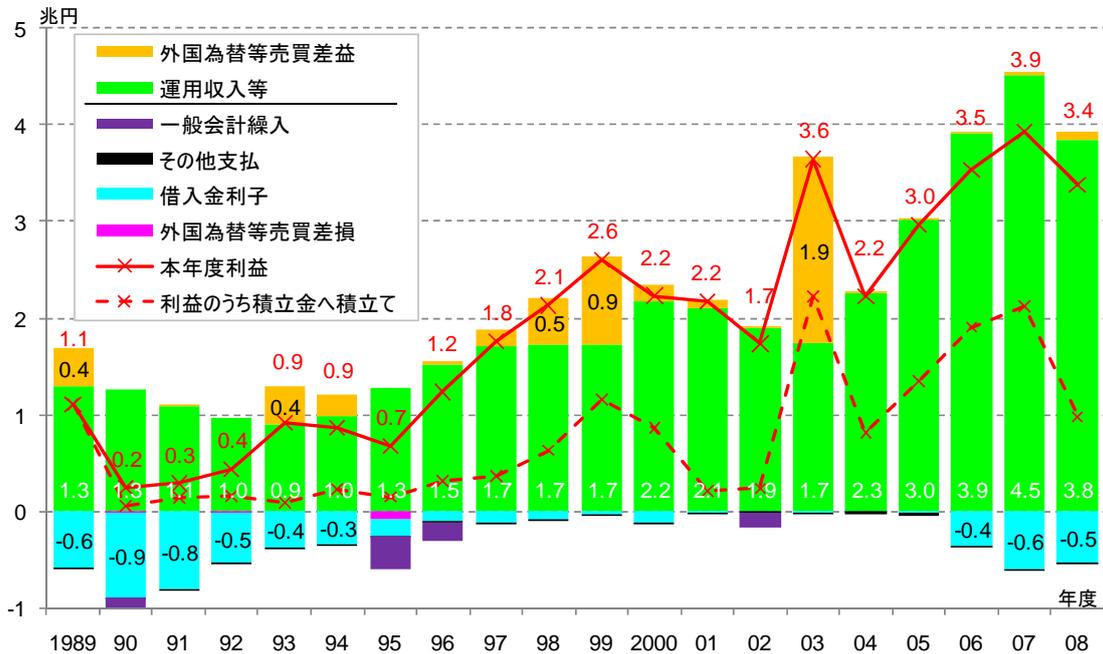
これまでの外為特会の状況について図表7で確認する。損益の状況を見ると、収益のほとんどは、運用収入と外国為替等売買差益である。その運用収入の大部分は、為替介入で取得した外貨資産の運用収入（外貨証券運用収入と外貨預け金利子収入）であり、残りは円貨預け金（財政融資資金預託金）からの利子収入になる。運用収入は、外貨資産残高と外貨の金利の状況によって増減する。図表掲載期間中では、0.9～4.5兆円程度で推移している。このうち、2000年度から2003年度にかけての運用収入の減少は主に外貨資産の金利安の影響、2004年度以降の運用収入の増加は主に為替介入による外貨資産残高の増加の影響が考えられる。

また、外国為替等売買差益については、2003年度に1.9兆円が突出して計上外国為替を売買した時の「実勢相場」と会計処理上の「基準相場」の差額を外

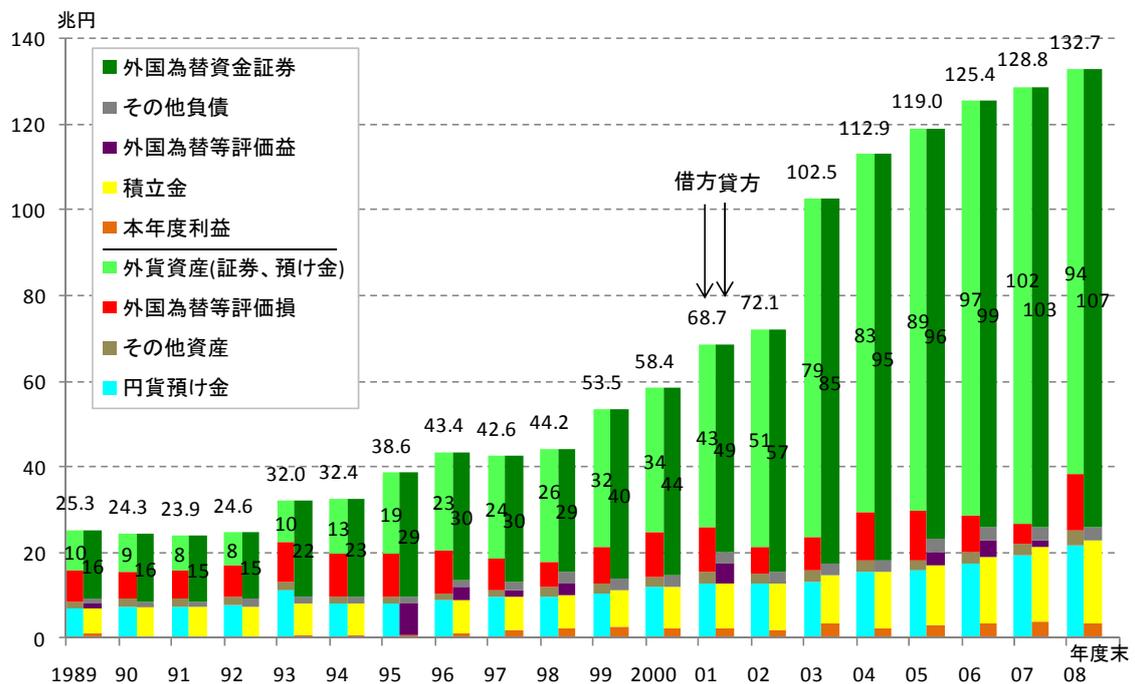
について」（2007年4月4日公表）に基づいて行われている。なお、2008年度末現在92.0%が債券で運用されている（国債が68.6%、国債以外の証券が31.4%）。

²¹ 剰余金の処分については、積立金への積立は、特別会計に関する法律第80条第1項の規定、一般会計への繰入は同法第8条第2項の規定に基づく。

図表7 外国為替資金特別会計の資産負債、損益の推移
(損 益)



(資産、負債)



(注1) 数値は決算書ベース。

(注2) 下図は、便宜上、貸借対照表の一部項目の順序を変更している。

(出所) 各年度決算書から作成

されている。これは巨額の為替介入に伴うものである。外為特会では、実際に国為替等売買差益（差損）として計上するためである²²。この基準相場（正式には基準外国為替相場）は、当該月中に適用される円貨と米ドルの換算レートを定めたもので、毎月日銀本店において財務大臣告示として掲示される。この基準相場は、適用月の前々月中の実勢為替レートの平均値が使用される²³。円高または円安が傾向的に続く局面においては、基準相場が実勢相場を後追いつてくることになる。このため、円高局面での円売りドル買い介入は、外国為替売買差益を生じさせやすい²⁴。ただし、これはそもそも外貨売買によって実損益が生じたというよりも外貨資産の評価という側面に近い。為替介入後の保有外貨資産に関しては、基準相場が変動して再評価された際には、バランスシート上で「評価損（益）」としてストックで整理される（さらに評価損益は翌年度に繰越される）²⁵こととの対比からすれば、このようにフローとして処理されることについては議論の余地がある²⁶。

4-3. 外為特会の費用の状況

一方、費用は、そのほとんどが政府短期証券に対する利払いである。利払いは、政府短期証券残高と調達金利の状況によって増減する。1989年度からのバブル期は金利高が影響した。その後は、為替介入に伴い政府短期証券が累積したものの日銀の超緩和政策に伴って調達金利が超低金利で推移したため、支払利子は少額となっている。なお、一般会計繰入は毎年度の公債発行等特例法²⁷に規定される金額に従い、後述の利益処分とは別途に一般会計に歳入として繰り入れられたものである。

²² 特別会計に関する法律第78条及び特別会計に関する法律施行令第46条

²³ 特別会計に関する法律第79条第1項。なお、この方法は2010年1月から実施された（2009年7月17日付け財務省告示第248号）。従前は、1～6月の基準相場は、前年6月～前年11月までの実勢相場の平均値、7～12月は前年12月～当年5月までの実勢相場の平均値とされていた。

²⁴ 例えば、2か月前の実勢相場が1ドル＝88円（＝当月の基準相場）、実勢相場が同83円と5円ほど円高が進行している時に、1兆円の円売りドル買い介入を行った場合、取得した約120.5億ドル（＝1兆円／83円）は、外為特会上では基準相場で円貨換算し直されて1.06兆円（＝120.5億ドル×88円）と評価され、その差の約600億円が売買益とされる。なお、反対に円安局面での円買いドル売り介入は外国為替売買差損を生じさせやすい。

²⁵ 特別会計に関する法律第79条第2項。保有外貨資産の評価損益は、外国為替売買損益と逆に、円高局面では、評価損が発生する。

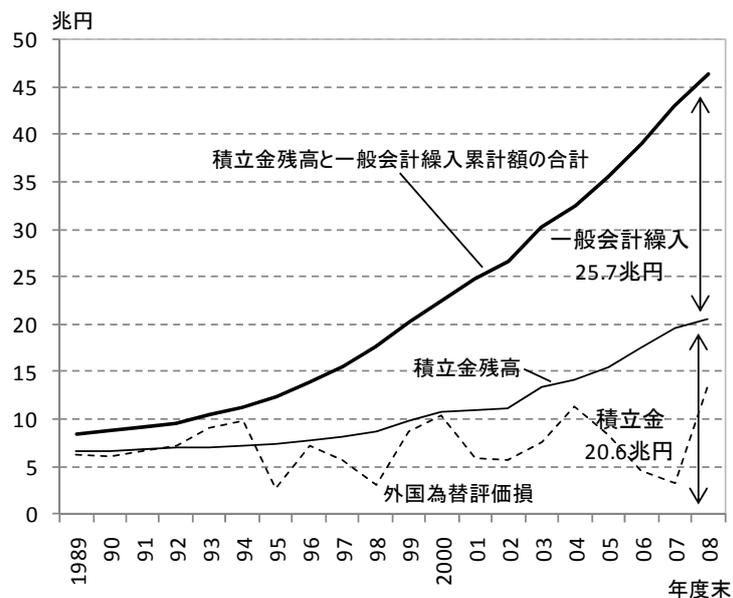
²⁶ もちろんフロー処理された外国為替売買差益を全額積立金として積み立てるのであれば、売買差益と評価損益とで、ストックベースで平仄は揃うことになる。

²⁷ これまで公債発行等特例法で一般会計繰入が規定されたのは1990、1995、1996、2002の4年度。

4-4. 外為特会の剰余金とその処分

そして、これら収益と費用の差が当該年度の剰余金（利益）となる。近年は、巨額の保有資産残高からの運用収入と超低金利による支払利子によって2～4兆円程度の剰余金が出ている。この剰余金については、翌年度の一般会計に繰り入れられるほか、積立金として積み立てられることになる。当年度剰余金の積立金への分配割合は、1989年度以降の20年平均で約36.3%であり、およそ1/3程度である。さらに、外為特会設置の1951年度以降の累計額（翌年度繰入額を含む）では、2008年度末現在で一般会計への繰入累計額が25.7兆円、積立金残高が20.6兆円となり（図表8）、積立金への分配率は44.5%である。このように、剰余金は、近年は一般会計に多く分配されているが、長期的には、一般会計への繰入分がやや多いもの、およそ半分ずつに分配されている。

図表8 一般会計繰入累計と積立金残高の状況



(注1) 積立金残高、一般会計繰入累計額は、翌年度に処理する当年度剰余金も含めた金額。

(注2) 外国為替評価損は、繰越評価損と当年度評価損の合計から当年度評価益を控除した金額。

(出所) 会計検査院『平成18年度決算検査報告』(1021頁)の図11を基に期間延長及び系列追加

4-5. 外為特会における歳入処理

さて、この外為特会の歳入歳出は、以上のように円建てで経理される一方、外貨資産の運用収入は実際には外貨で支払われる。このため外貨建ての運用収入を円建てに変換しなければならない。一般的には、外貨を売って円貨を購入することになるが、これを実行すると円高圧力となってしまう。このため、外為特会では、外貨建て運用収入に相当する円貨（基準レート換算）を政府短期証券発行によって調達するという処理が行われる（図表9①）。当期剰余金の一部は、一般会計に繰り入れられるため、その分の円貨が減少する（同②）。最終的には、積立金とそれ見合いの円貨、外貨運用収入とそれ見合いの政府短期証

図表9 外貨運用収入の歳入化のためのバランスシートの変動

①外貨運用収入・円貨調達		②一般会計繰入		③最終的なバランスシートの変動	
外国為替資金特別会計		外国為替資金特別会計		外国為替資金特別会計	
外貨の 運用収入等	+	当期利益 ^G	+	外貨の 運用収入等 (外貨証券)	+
				当期利益 ^R (積立金)	+
円貨 ^{GR}	+	円貨 ^G	-	円貨 ^R (財投預託金)	+
				短期証券 ^{GR}	+

(注) 右肩の G は一般会計繰入相当分、R は積立金積立て相当分を示す。なお、外貨の運用収入等は本来外貨と表示されるものであるが、過程を明示するために便宜上用いた。

(出所) 筆者作成

券が残る (同③)。

つまり、外為特会から一般会計への繰入は、政府短期証券を発行して円貨を調達して繰り入れられていることと同じことになる。また、外貨資産からの運用収入は、負債側にそれ相当分の政府短期証券を増加させ、外為特会のバランスシートを膨らませる。前掲図表7下図(資産、負債)において為替介入が行われなくても資産・負債が増加していくのはこうした理由が背景ある。なお、外貨資産の運用収入等は外貨証券等に再投資され、積立金見合いの円貨については財投特会に預託されて、それぞれ運用される。

4-6. 外為特会の積立金の目的と課題

以上のような仕組みで形成される外為特会の積立金であるが、その積立金の目的は次のとおりとされる²⁸。①内外金利の逆転による将来の歳入不足に備え、②円高が進行した場合の外貨資産の評価損の拡大に備えることによって、特別会計の健全な運営を確保するために必要なものである。そのために必要な積立限度額については、各年度末の「外貨資産²⁹」の金額に 30/100 を乗じた金額であるとしている³⁰。この積立限度額について、2008年度末の「外貨資産」108.6

²⁸ 会計検査院『平成18年度決算検査報告』1021頁。根拠は特別会計に関する法律第80条第1項

²⁹ 積立金計算上の「外貨資産」は、本稿で用いてきた外貨資産ではなく、外貨預け金、外貨貸付金、金地金、外貨証券、特別引出権、外国為替等評価損及び外国為替等繰越評価損の合計額から外国為替等評価益及び外国為替等繰越評価益の合計額を控除した金額。

³⁰ 積立限度額の算定率 30/100 は特別会計予算参照書に示されている。なお、30/100 の根拠については、財務省は、1989年4月～2006年3月の為替相場と金利のデータから、為替相場や金利が変動しても積立金が評価損をおおむね下回らない水準(99%の確率)について試算すると、

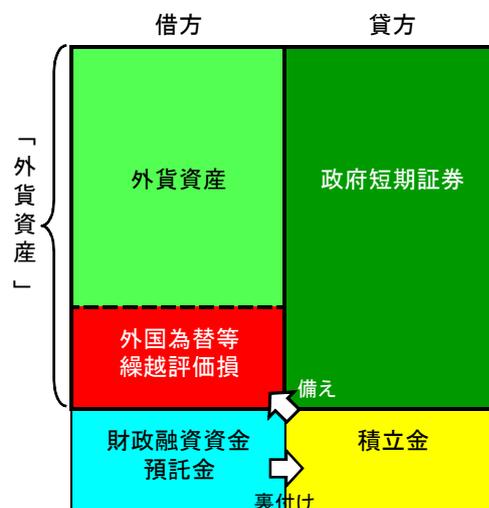
兆円から計算すると 32.6 兆円(= 108.6×30/100) となる。2008 年度末の積立金残高(当年度剰余金のうち翌年度積立額を含む) 20.6 兆円と比較すると 11.9 兆円程度の積立不足という計算になる。

この積立金について、図表 10 の外為特会のバランスシートを用いて再度整理する。単純化すれば、外為特会のバランスシートは、借方(資産)に外貨資産、外国為替累積評価損、財投預託金があり、貸方(負債)に政府短期証券と積立金がある。

前述のとおり積立金は、その見合いの資産として財投預託金で裏付けされており、外国為替累積評価損の拡大に備えることになる。このため、できるだけ「評価損<積立金」となるよう積立てることが必要となる。

この評価損は、円高局面では拡大、円安局面では縮小する。2節でみたように、過去の為替介入は 105 円～115 円台で介入額が大きい。現在の為替市場はその水準よりも円高方向にある。保有する外貨資産がすべてドル建てであると仮定して計算すれば、1 円の円高は、約 0.9 兆円の外国為替累積評価損を発生させることになる(2008 年度決算ベース)³¹。これをバランスシート・ベースに置き換えると、1 ドル=99 円のときに、外貨資産の評価損の金額が積立金予定額(20.6 兆円程度)と同程度となる(2010 年度予算ベース)³²。足下では 1 ドル=80 円台前半と円高が進行していることから、評価損は拡大し積立金を大きく超過していることが予想される。もちろん繰越評価損に対し積立金が不足した状況となったとしても直ちに何らかの支障が生じることとは考えにくい³³。しかし、特別会計の健全性の観点からは、その状態を放置することは正当化できないだろう。

図表 10 外為特会のバランスシート (イメージ)



(注) 決算書ベース。項目順・色分けは図表 6 下図に同じ。その他項目は省略した。

(出所) 財務省主計局『平成 21 年版 特別会計のはなし』74 頁を加筆修正

2007 年度末の「外貨資産」の 30%程度の金額の積立金が必要になるとの結果を理由に挙げている(脚注 28 の参考文献 1022 頁)。

³¹ 2008 年度末の外貨資産 94.3 兆円、2009 年 3 月中基準レート(1 ドル=105 円)を元に算出。

³² 財務省主計局『平成 22 年版 特別会計のはなし』58 頁

³³ 過去にも年度末で評価損が積立金を超過している時期は存在している(前掲図表 7 参照)。

現在、外為特会を含む特別会計の積立金については、いわゆる「埋蔵金」として注目を集めている。前節のとおり、外為特会の積立金は、「余剰」資金ではなく、短期政府証券発行によって市場から調達した円貨を用いて積み立てたものである。また、この積立金は財政投融资預託金で運用され、財投債とともに財投計画の原資となっている。仮に、外為特会の積立金を取り崩し一般会計に収納することとした場合には、①財投特会では減少した預託金分だけ財投債を発行して充当する必要が生じ、②外為特会では外貨運用収入相当分の円貨調達のため発行した政府短期証券がそのまま負債として残存することになるだろう。また、外為特会の保有外貨資産の運用多様化の議論もある。例えば、外国株式などへ投資する場合、現在運用先となっている国債等のように元本が保証されないため、むしろ積立金を積み増す必要も生じてくるだろう。このように積立金の議論においては、以上の状況を踏まえて総合的に検討することが求められる。

(内線 75043)

【参考文献】

- 有吉章編『図説 国際金融』財経詳報社、2003年7月
会計検査院『平成18年度 決算検査報告』2009年11月
河村小百合「わが国の外国為替市場介入・外貨準備政策の問題点」『財経詳報』財経詳報社、1996年5月
黒田晁生『入門 金融 [第4版]』東洋経済新報社、2006年4月
黒田東彦『財政金融政策の政策と失敗』日本評論社、2005年7月
国際通貨研究所編『国際金融読本』東洋経済新報社、2004年5月
財務省主計局『特別会計のはなし』（各年版）
財務省理財局『債務管理レポート2009』、2009年8月
佐々木融「円売り介入は何故効かないのか」『Global FX Strategy』J P モルガン・チェース銀行、2010年8月
白川方明『現代の金融政策 理論と実際』日本経済新聞出版社、2008年3月
日本銀行金融研究所編『増補版 新しい日本銀行 その機能と業務』有斐閣、2004年10月
日本銀行金融市場局『2003年度の金融調節』、2004年5月
深尾光洋「国際金融」『情報・知識イミダス2003』集英社、2003年1月
深尾光洋『実践ゼミナール 国際金融』東洋経済新報社、1990年11月
深尾光洋、原田信行、市村玲二、工藤一敬、牧田紀親「為替レートと公的介入」『日本金融研究10 デフレ・円高・長期金利の経済分析－景気回復のダウンサイドリスク』日本経済研究センター、2004年3月
Bank for International Settlements, "Foreign exchange and derivatives market activity in April 2010 Preliminary results", September 2010