

外国為替資金特別会計の現状と課題

— 日米比較の視点から —

渡 瀬 義 男

① 我が国の特別会計は、長年にわたり問題を抱えながら改革のメスが入らない領域であった。しかし、平成15年の塩川正十郎・元財務大臣の国会答弁を契機に具体策が着手され始めた。平成15、16、17年の財政制度等審議会の提言に続き、17年末には「行政改革の重要方針」の閣議決定がなされ、平成18年5月には「行政改革推進法」が成立した。平成19年の通常国会には、「特別会計整理合理化法案(仮称)」の提出も予定されている。

本稿は、31ある特別会計のうち、大きな積立金を有し、一般会計への繰入れを要請されている外国為替資金特別会計(外為特会)の現状と課題を探る。特に、米国の類似機関との比較・対照を通じて、外為特会の課題を浮彫りにすることが狙いである。

② 外為特会の根拠法は、外国為替資金特別会計法(昭和26年)である。この特別会計は、外国為替等を取り扱う外国為替資金と、その運営に関する経理を行う「狭義の」特別会計との2本建てで構成され、財務省の管理下にある。米国においては、為替安定化基金(ESF)が金準備法(1934年)によって設立され、同じく財務省の中に置かれている。

③ 外国為替資金の運営と市場介入の意思決定は財務大臣が行うが、日本銀行(日銀)はその代理人として実務を担当する。日銀はさらに、外為証券の引受けによって介入資金を賄

う。米国においては、財務長官が意思決定の責任者であることは我が国と同じであるが、ESFの介入原資に制約がある点や、連邦準備銀行(連銀)と金額を折半する形で介入する点(実際の操作を行うのはニューヨーク連銀)が、我が国と大きく異なっている。

④ 変動相場制移行後のドル安に対抗して、外為特会のドル買い介入は巨額に上っている。とりわけ平成15~16年の介入は空前の規模であった。これには野党や識者から批判が噴出した。批判者の中には、行天豊雄・元財務官も含まれていた。対する米国では、介入の効果について否定的な見解が強く、介入の実績も微々たるものである。

我が国の市場介入、およびその結果として積み上がった外貨準備高に関する情報公開は着実に進んできたが、米国に比べると発表内容になお問題が残っている。

⑤ 外為特会のバランスシートからは、以下の3点を読み取ることができる。すなわち、米国との金利差による利子収入が利益を生み出している点、外為証券の発行が巨額に達している点、米国債中心に外貨証券が累積し、繰越評価損も膨らんでいる点である。

⑥ 外為特会のあり方については、日銀の負担抑制、市場機能の正常化、外貨準備の安全性確保、国会への報告充実等の角度から、再検討すべき時期を迎えているといえよう。

外国為替資金特別会計の現状と課題

—日米比較の視点から—

渡 瀬 義 男

目 次

はじめに

I 根拠法と沿革

- 1 外為特会の根拠法と沿革
- 2 米国・為替安定化基金の根拠法と沿革

II 機能—特に日銀（中央銀行）との関係

- 1 外為特会の機能
- 2 為替安定化基金の機能

III 為替市場への介入実績

- 1 外為特会の介入実績
- 2 為替安定化基金の介入実績

IV バランスシート

- 1 外為特会のバランスシート
- 2 為替安定化基金のバランスシート

むすび

はじめに

我が国の特別会計は、長年にわたり病巣を指摘されながら、容易に切開のメスが入らない領域であった。財政危機の深化、識者の論説⁽¹⁾、中央省庁の再編、小泉政権下の改革気運などがこの状況を変えつつあったとはいえ、執刀開始の合図となったのは、平成15（2003）年2月における塩川正十郎・元財務大臣の発言だったと思われる。一般会計という「母屋ではおかゆ」で「けちけち節約し」ながら、特別会計という「離れ座敷で子供がすき焼き⁽²⁾」を食べているとの喩えは、今日あまねく知れ渡っている。この比喩の卓抜さは、「離れ座敷」での贅沢そのものと同時に、それが表通りから、すなわち国民の目から見えにくいところで行われている構図を象徴的に言い当てた点にある。特別会計の

無駄遣いと非効率の見直し、その監視の強化は、国政の重要課題として浮かび上がった。

平成15年3月、財政制度等審議会（以下「財政審」とする。）は、財政制度分科会・歳出合理化部会の下に特別会計小委員会を設置した。同小委員会による「総ざらいたな」検討を経て、財政審は同15年11月26日、「特別会計の見直しについて—基本的考え方と具体的方策—」を提言し、平成16年度予算編成における特別会計見直しの路線を敷いた。平成16年には、同小委員会による個別の特別会計（計12）の実態調査を受けて、財政審は11月19日、「特別会計の見直しについて—フォローアップ—」を提言した。これは、平成17年度予算における特別会計見直しの実施を導くものとなった。また、この平成16年からは、経済財政諮問会議においても特別

(1) 吉田堯躬編著『特別会計の諸問題—日本財政の盲点を探る—』全国会計職員協会、1990；宮脇淳・宮下忠安『財政システム改革—見えざる「官の聖域」を解剖する—』日本経済新聞社、1995；小西砂千夫「特別会計は騙しのテクニック（シリーズ財政伏魔殿を洗う第一回・特別会計）」『This is 読売』8巻2号、1997.5、pp.216-224. など。

(2) 第156回国会衆議院財務金融委員会議録 第6号、平成15年2月25日、p.15.

会計改革に向けた議論が進められた。続いて平成17年には、特別会計小委員会による全31特別会計の洗い直しが行われ、財政審は11月21日、「特別会計の見直しについて一制度の再点検と改革の方向性一」を提言した。そこでは、個々の特別会計の廃止・統合等が明確に打ち出されている⁽³⁾。

これらを受けて、政府は平成17年12月24日、「行政改革の重要方針」を閣議決定した。平成18年3月10日には、「簡素で効率的な政府を実現するための行政改革の推進に関する法律案」が閣議決定され、同法は5月26日可決・成立した（平成18年法律第47号。以下「行革推進法」という。）。行革推進法は、政策金融改革や総人件費改革等に加え、特別会計については、平成18年度から22年度までの5年間に約20兆円の財政的寄与を行わせると規定している（第17条）。このうち、18年度予算においてすでに、財政融資資金特別会計からの12兆円、外国為替資金特別会計からの1兆6,220億円を含む、総額13兆8,000億円の積立金・剰余金活用を見込んでいることが注目される⁽⁴⁾。さらに平成19年の通常国会には、「特別会計整理合理化法案（仮称）」の提出が予定されている。

この特別会計の改革には、透明性強化に向けた改善措置が伴っていることも見逃せない。行革推進法第19条には、特別会計の統廃合や情報開示のため、施行後1年以内を目途として法整備すること、財政の一覧性確保のために、特別会計予算の総計・純計につき所管別・主要経費別に区分した書類を予算参考資料として添付す

る措置を講ずること、等が規定されている。同法が成立した当日、財政審財政制度分科会の法制・公会計部に置かれた公会計基本小委員会及び公企業会計小委員会は合同会議を開き、予算参考資料の新たな作成、すべての特別会計での企業会計ベースの財務書類作成、等を打ち出した⁽⁵⁾。この財務書類は、①一般会計、特別会計、特殊法人、独立行政法人すべてを連結した「省庁別財務書類」（平成17年4月公表）、②トータルな「国の財務書類」（同17年9月公表）⁽⁶⁾とともに、財政状況の透明化を一層進展させるものとして期待されている。

本稿は、31ある特別会計のうち、上記18年度予算における一般会計繰入れで注目を浴びた外国為替資金特別会計（以下「外為特会」とする。）を取り扱う。それは、外為特会が大きな積立金を有し、行革推進法第39条において事務費用の節減と剰余金の一般会計への繰入れとを要請されているだけでなく、我が国の金融政策・対外経済政策に密接にかかわる存在だからである。また本稿は、外為特会の抱える問題の所在を明らかにするために、米国におけるカウンターパートともいべき財務省・為替安定化基金（Exchange Stabilization Fund）との比較・対照を行うことを主眼としている。世界経済における米国およびドルの地位を反映して、同基金の役割が外為特会のそれと異なることはもちろんであるが、同基金の運営、中央銀行との関係、議会への報告制度等に光を当てることによって、外為特会の課題が一層浮き彫りになると考える。

(3) 財政制度等審議会 <<http://www.mof.go.jp/singikai/zaiseseido/top.htm>>；木下康司編『図説・日本の財政 平成18年度版』東洋経済新報社、2006、pp.258-259。また、経緯と提言内容を簡潔にまとめたものとして、松浦茂「特別会計の見直し」『調査と情報－ISSUE BRIEF－』505号、2006.1.25.がある。

(4) 木下編 前掲書、p.259；財務省『『平成17年度特別会計の見直しについて』の提言後の動きについて』平成18年6月21日、p.6。<<http://www.mof.go.jp/singikai/zaiseseido/siryuu/zaiseih/zaiseih180621.htm>>

(5) 財務省 同上、p.32.

(6) 木下編 前掲書、pp.263-265.

I 根拠法と沿革

1 外為特会の根拠法と沿革

外為特会の根拠法は、外国為替資金特別会計法（昭和26年法律第56号）である。この特別会計は、昭和26（1951）年3月30日、政府の行う外国為替等の売買・取引を円滑にするために外国為替資金を置き、その運営に関する経理を一般会計と区分して特別に行うため、旧来の会計に代えて設置されたものである。

ここにいう外国為替等とは、① 外国通貨など外国において支払いのために使用しうる対外支払手段、② 外国政府証券のような外貨証券、③ 外国において又は外貨をもって支払いを受けることができる預金などの債権、④ 国際通貨基金（以下IMFとする。）の創出した補足的な準備資産である特別引出権（後述）、⑤ 対外決済上必要な金銀地金、を指している。外為特会は、この外国為替等を取り扱う外国為替資金と、その運営に関する経理を行う「狭義の」特別会計との2本建てで構成されているところに、大きな特徴がある。「外国為替等の売買そのものは歳入歳出外とし、これに伴う損益のみを歳入歳出に計上することによって、為替相場の変動に応じた平衡操作の機動的な実施が可能⁽⁷⁾」となる仕組みである。

しかし、戦後この制度が確立するまでには幾多の変遷があった。ここで、簡単にその歴史を振り返ってみよう。

我が国の為替管理は、昭和6（1931）年12月の金本位制停止以後に始まった。それは資本逃避防止法を経、外国為替管理法として強化・整

備されて戦時体制を支えた。敗戦後、GHQ（連合軍総司令部）の管理下に政府貿易の形で対外取引が復活した。GHQが外貨を取り扱うのに対し、日本側が円の取り扱いを行うことになったため、戦前来の為替交易調整特別会計の剰余金を用いて貿易資金を設置したのが、昭和20（1945）年12月である⁽⁸⁾。この貿易資金が行う取引は歳入歳出外、その運用損益や事務取扱費に関する経理は当初「貿易資金特別勘定」に属することとされたが、間もなく貿易資金特別会計が設置され（昭和21年11月）、当該経理はここに移された。同特別会計には、1年以内に償還される一時借入金が50億円を上限に認められていた。翌昭和22年12月、資金不足に対応するため借入限度額を100億円に拡大し、その枠内で融通証券（政府短期証券）の発行を可能にする法改正が行われた⁽⁹⁾。この借入限度は、その後も連続的に引き上げられる。

昭和24（1949）年、来日した米国公使ジョセフ・ドッジの下で矢継ぎ早に改革が進行した。1ドル=360円の単一為替レートが設定され、財政収支の厳格な均衡が目指された。同年4月、貿易資金と貿易資金特別会計も廃止され、両者を引き継ぐべく貿易特別会計が設置された（このとき、一時借入金・融通証券の限度額を200億円とし、償還も1年以内から年度内へと改められている⁽¹⁰⁾）。当初、貿易特別会計においては、貿易・貿易外取引自体は「事業費勘定」の歳入歳出に計上することとされたが、翌5月、同特会の中に外国為替資金を設けて、その外貨取引を歳入歳出外とした。外貨事務が日本に移管された直後の昭和24年12月には、外国為替及び外国貿易管理法と並んで外国為替特別会計法が制定され、

(7) 『大蔵省国際金融局年報』（およびその後継誌）『国際金融年報』各年版「外国為替資金特別会計」の項；須田美矢子「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』36巻2号，1999.8，p.185.

(8) 以下の記述は、大蔵省財政史室編『昭和財政史—終戦から講和まで—第15巻 国際金融・貿易』東洋経済新報社，1976，pp.26-28，228-256. および須田 前掲論文に負うところが大きい。

(9) 須田 前掲論文，p.189.

(10) 同上，pp.189，195.

それまでの外国為替資金は新設の外国為替特別会計に引き継がれた。外国為替特別会計においては、外貨取引が再び歳入歳出に計上された。

昭和24年度から25年度にかけて外貨取り扱いに伴う円資金不足が続く中で、借入れ限度額は200億円から500億円に引き上げられたが、日銀からの借入れ、国庫余裕金の繰替え、一般会計からの繰入れ等の応急策も多用された⁽¹¹⁾。昭和26(1951)年3月、外国為替特別会計に代わり現行の外国為替資金特別会計(外為特会)が設置された。外貨取引に伴う円貨の受払いを三たび歳入歳出外としたこと、借入金の償還期限を年度内から1年以内へと戻したこと、外貨運用益を従来の外貨表示から円貨表示として歳入に加えたことが、大きな変更点であった。

昭和28(1953)年8月には外為特会法が改正されて積立てが可能となり、昭和38(1963)年4月には為替平衡勘定が創設されて、平衡操作(=市場介入)が開始された。その後、①高度成長時代の国際収支黒字基調の下、我が国の外貨準備が増大していくこと、②昭和46(1971)年8月、米国が貿易赤字に伴う金流出を抑止するために金・ドル交換停止に踏み切ったこと(ニクソン・ショック)、③同年12月のスミソニアン合意(1ドル=308円)を経て、昭和48(1973)年3月主要国が変動相場制に移行したことは、よく知られている。この間、政府は円高圧力に抗してドル買い(円売り)介入を頻繁に行った。

2 米国・為替安定化基金の根拠法と沿革

米国においては、財務省(Department of the

Treasury)の中に、為替安定化基金(Exchange Stabilization Fund, 以下ESFとする。)が置かれている。米国財政には、年金・医療等の特定目的の財源・支出を除く一般財政を包括した「連邦基金」が存在するが、ESFはその一構成要素である「公企業基金」という範疇に属している。公企業基金は、主に非政府機関を相手に収益事業活動を行う権能を与えられた基金である⁽¹²⁾。この基金は、自前の資金に恵まれているゆえ、議会による予算統制が及びにくいという難点も抱えている。

ESFは、1934年金準備法(Gold Reserve Act of 1934, PL73-87)によって設置されたもので、金本位制離脱後の金価格上昇から捻出した20億ドルが資本金として付与された。米国より一足先に金本位制を離脱した英国が、1932年に創設した為替平衡勘定(Exchange Equalisation Account)を意識しての設立であり、財務長官の専権と秘密主義に特徴があった。当初は2年間の時限措置であったが、2年の延長を繰り返し、1945年ブレトンウッズ協定法(Bretton Woods Agreements Act of 1945, PL79-171)によって、ESFの活動の恒久化が決まった。このとき、IMFへの拠出の一部としてESFから18億ドルが支払われたため、その資本は2億ドルとなった。次いで1962年、同協定法修正により、米国がIMFから購入した金外貨が財務省一般勘定からESFに移管された⁽¹³⁾。

さらに1968年、特別引出権法(Special Drawing Rights Act of 1968, PL90-349)が成立した。特別引出権とは、金や米ドルなど既存の準備資

(11) 輸出により獲得した外貨はすべて特別会計に持ち込まれ、民間は円貨を入手する。その円貨需要を満たすために、特別会計は常に日銀に外貨を持ち込んで円を引き出さなければならない。これが、その後も長きに渡って続く日銀頼みの構図である(同上, pp.191, 195-198)。

(12) Office of Management and Budget(OMB), *Analytical Perspectives: Budget of the U.S. Government*, FY2007, pp.382-383; OMB, Appendix: Budget of the U.S. Government, FY2007, p.921.

(13) ESFの沿革については、Anna Schwartz, "From Obscurity to Notoriety: A Biography of the Exchange Stabilization Fund." *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.29, No.2, May 1997, pp.135-153. が詳しい。また、簡便な資料として、Department of the Treasury, <<http://www.treas.gov/offices/international-affairs/esf/basis.shtml>> がある。

産を補充するために、IMF が1969年に創設した国際的準備資産のことである。国際収支の赤字に起因するドル不安（それは同時に金流出不安でもある）を払拭したい米国と、ドル依存からの脱却を図りたい各国との思惑が一致しての誕生であった。SDR と略称され、参加各国は IMF からそれぞれの拠出割当（クォータ）に比例した配分（アロケーション）を受ける。米国はまた、参加各国から SDR を購入しうる。同法により、この SDR は ESF の資産とされて今日に至っている。

II 機能—特に日銀（中央銀行）との関係

1 外為特会の機能

外為特会は、公共事業や保険事業を行う「事業特別会計」とは異なり、財政融資資金と並んで「資金運用特別会計」を構成し⁽¹⁴⁾、財務大臣が管理している（外為特会法第2条）。現金＝円資金が不足するときは、この外為特会の負担において一時借入金をし、又は融通証券（外国為替資金証券、以下「外為証券」とする。）を発行して、これを補足することができるが、その限度額は予算をもって国会の議決を経なければならぬ（同法第4条）。前述のとおり1年以内の償還を義務づけられている（同上）。

財務大臣は、外国為替資金の運営に関する事務を日本銀行に取り扱わせる（同法第6条）。外国為替等の売買に伴って生じた利益は当該年度の歳入に組入れ、損失は当該年度の歳出をもって補填する（同法第7条）。外国為替相場の変更があれば、変更後の相場により外国為替等の価額を改定し、その改定に基づいて生ずる利益又は損失は、外国為替資金の評価益又は評価損と

して整理する（同法第8条）。これらの規定は、外国為替及び外国貿易法（昭和24年法律第228号）、日本銀行法（平成9年法律第89号）によって補完されている。

このように、外為特会と日本銀行との関係はきわめて深い。まず、外国為替資金の運営事務において、日銀は財務大臣の代理人である。為替相場が変動し、財務大臣が市場介入の決定を下したときは、日銀が実務を担当する。具体的には、財務省（財務官、国際局長、同局為替市場課長のライン）の指示に基づいて、日銀の実行部隊（金融市場局外国為替平衡操作担当、国際局バックオフィス担当）が売買操作を行う。日銀はまた、海外の中央銀行と緊密に連携しつつ、必要な場合には介入の実施を委託する（委託介入）⁽¹⁵⁾。

次に、外為特会はその介入資金を日銀に依存している。介入といっても、後述するように、ドル安＝円高傾向への対応としてドル買い＝円売り介入を行う場合がほとんどであるが、その元手となる円資金は外為証券の発行によって調達される。外為証券は、財務省証券、食糧証券、財政融資資金証券、石油証券と並ぶ政府短期証券（Financing Bills, FB と略される。）の一種であり、国庫もしくは各特別会計の一時的な資金不足を補うものである。長らく「定率公募残額日銀引受方式」により、ほとんどを日銀が公定歩合を下回る低金利で引き受けてきた。短期市場金利より低い金利で外為証券を引き受けるということは、介入に本来かかるコストが日銀に転嫁される、すなわち日銀が本来「得べかりし利益」を失い、その分だけ国庫納付金が減少することを意味していた⁽¹⁶⁾。

ようやく平成11（1999）年4月、FB は市場公募入札による方式に転換したが、それでも応募

(14) 松浦 前掲論文, p.8; 木下編 前掲書, p.69.

(15) 日本銀行「日本銀行における外国為替市場介入事務の概要」<<http://www.boj.or.jp/type/exp/seisaku/expkainyu.htm>>

(16) 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」『Japan Research Review』6巻6号, 1996. 6, pp.18-24.

額が募集額に満たない場合や、国庫に予期せざる資金需要がある場合は、日銀が例外的に引き受けるとされ、最終的な日銀頼みの構図に変わりはない。さらに問題なのは、その原資の制限が事実上ないことである。予算によって限度額が定められるとはいえ、その上限はドル買い介入の過程で連続的に引き上げられ、今日140兆円にも達している。1年以内の償還ゆえ、年度末の残額が巨額に及ぶことは後に見るとおりである⁽¹⁷⁾。

2 為替安定化基金の機能

米国においては、上記の特別引出権法により、ESF が保有する SDR 額を限度として、財務長官は連邦準備制度 (Federal Reserve System, 中央銀行としての正式名称は Board of Governors of the Federal Reserve System = 連邦準備制度理事会であるが、FRB = 連銀とも略される。) に向けて SDR 証券 (Certificates) を発行し、ドルへ転換 (マネタイズ) することができるようになった⁽¹⁸⁾。このとき、当該ドル収入は ESF の資産に、SDR 証券は ESF の負債となる。一方、この SDR 証券が連銀の資産となり、ドル紙幣が連銀の負債となることはいうまでもない。

連銀の外国為替操作は、国際金融政策の最高責任者である財務長官との緊密かつ継続的な協

議・協力の下に遂行されるが、連銀が介入操作に加わったのは1962年2月からである⁽¹⁹⁾。これは当時の金流出に直面し、ドル防衛に迫られる財務省の要請で始められたもので、実際には米国の財政的代理機関にして連銀の操作部門たるニューヨーク連邦準備銀行 (以下 NY 連銀とする。) を通して行われる。最大の特徴は、ESF と連銀とが介入金額を折半していること、その原資に限りがあることである。先に見たとおり、ESF は保有 SDR を見合いに SDR 証券を発行するのであり、介入規模は原則として、その発行代り金と保有外貨 (証券) に限定される⁽²⁰⁾。連銀も自己勘定で実施しており、介入資金の調達に限度のあることが、米国での介入頻度の少なさの要因であることを銘記すべきであろう⁽²¹⁾。

なお ESF は、ドル相場の安定という本来の機能に加え、近年では大規模な対外融資活動で注目を浴びている。1980年代から90年代にかけて、メキシコ、ブラジルやアジア諸国の経済危機に際して支援した事例がそれである。注目しなければならないのは、ESF の活動に関する議会報告が強められていることである。金準備法の1977年修正において、6ヶ月以上の対外融資に当たっては大統領が議会への書面要請を義務づけられ、1978年修正では、ESF の活動につき財務省が上下両院の銀行委員会に月次報告

(17) なお、国庫金管理の効率化を図るため、財務省は平成18年5月、政府短期証券に関し次のような新施策を発表した。すなわち、第2四半期以降の資金繰りの一部については、従来の13週間物 (3ヶ月物) のFB発行から、短期間の国庫余裕金 (政府預金) の繰替使用と償還期間2ヶ月程度のFB発行とに変え、政府預金残高と13週間物のFB発行額との縮減を図る、という内容である (木下編 前掲書, p.284.)。

(18) Department of the Treasury, *op.cit.*

(19) Schwartz, *op.cit.*, pp.142-143; Department of the Treasury, <<http://www.treas.gov/offices/international-affairs/esf/reserve.shtml&history>>

(20) 実際には、'warehouse' (ウェアハウス) という手段もある。連銀の公開市場委員会 (FOMC) が認めれば、ESF は連銀に外貨を直物で売り、先物で買い戻すという契約を結ぶことによって、当面のドル資金を調達できるのである。ただし、「抜け道」として米国内の批判は強く、1992年を最後に今日では用いられていない (Schwartz, *op.cit.*, pp.142-143; Allan Meltzer, "The U.S. Exchange Stabilization Fund: Two Views—Sleazy Slush Fund or Safety Net for the World Economy? II Abolish It." *International Economy*, Jul./Aug. 1999, p.51.)。

(21) 須田 前掲論文, pp.198-199; 河村 前掲論文, p.30.

を行うことを義務づけられた。1979年（1980年度予算）からは、ESFの運営費が歳出予算に組み込まれて議会統制に服するようにもなった⁽²²⁾。

Ⅲ 為替市場への介入実績

1 外為特会の介入実績

(1) 変動相場制移行後の介入

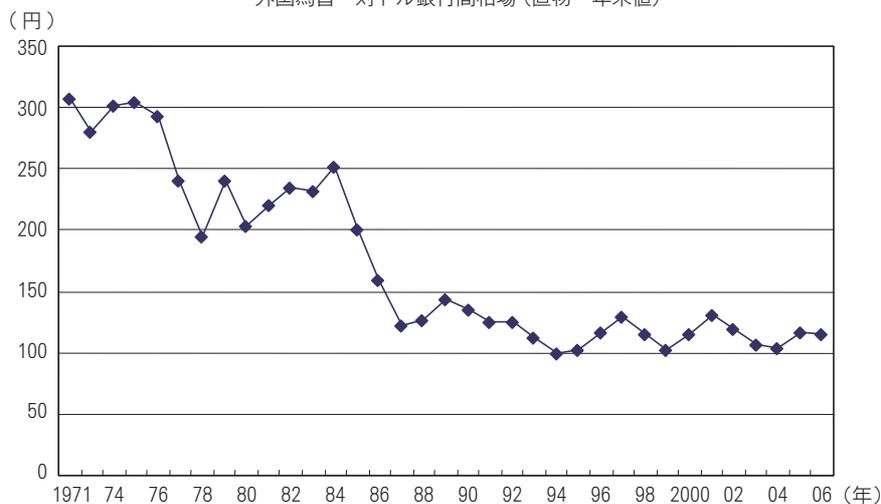
変動相場制以後、円の為替相場は大幅に上昇した。その趨勢は図1のとおりである。この急激な円高による日本経済への打撃を和らげるため、政府はしばしば大規模な為替介入を行ってきた。1980年代後半、ドル買い介入が市場での円を膨張させ、投機資金を提供することによって、その後のバブルを醸成したことは記憶に新しい。

しかし、その介入が、いつ、どれだけの規模で行われたか、その相場安定効果はどの程度だったか、近年まで正確にはわからなかった。大蔵省（財務省）が情報を公開しなかったので、推測に頼るしかない時代が長く続いたのである⁽²³⁾。財務省が部分的ながら外為市場介入のデータを公表したのは、平成13（2001）年7月13日のことである。このとき、平成3（1991）年4月から平成13年3月までの10年分が初めて明らかにされ、この期間に限っては、客観的資料に基づく介入の評価がようやく可能になった。その先駆的な実証分析・研究が、伊藤隆敏・一橋大学教授と井澤秀記・神戸大学教授らによって行われた⁽²⁴⁾。

伊藤論文によれば、①介入直後の為替レート変化を見ると、概ね期待された効果が上がった

図1 対ドル円相場の推移

外国為替・対ドル銀行間相場（直物・年末値）



(注) 1971年12月の値はスミソニアン合意による固定レート（1ドル=308円）。
2006年は6月末の値。

(出典) 日銀ホームページ「外国為替相場」
<http://www.boj.or.jp/type/stat/dlong/fin_stat/rate/cdab0780.csv>
より作成。

⁽²²⁾ 1973年度からの一時期、予算外に置かれていたものである（Dennis Ippolito, *Hidden Spending: The Politics of Federal Credit Programs*, The University of North Carolina Press, 1984, pp.68-69）。また Schwartz, *op.cit.*, pp.135-138, 145-148; Meltzer, *op.cit.*, p.51.

⁽²³⁾ 須田 前掲論文, pp.193-195; 河村 前掲論文, pp.11-13.

⁽²⁴⁾ 伊藤隆敏「日本の通貨当局による為替介入の分析」『Discussion Paper Series A』一橋大学経済研究所, No. 429, 2002.3; 井澤秀記・橋本優子「わが国の為替介入に関する実証研究—1991年5月から2000年4月まで—」『国民経済雑誌』190巻4号, 2004.10.

ており、売買益でも1兆円、評価益・金利差益を加えれば10年間に8兆6,210億円の利益を出している、②この間22回行われた日米同時介入の効果は、我が国単独介入より20~50倍大きい、という⁽²⁵⁾。また、井澤・橋本論文によれば、①介入の前日と比べ為替レート反転に成功したという意味での効果は、193回の総回数の中の69回(36%、内訳はドル買い介入161回中の56回・35%、ドル売り介入32回中の13回・41%)であった、②ただし、「その効果は非常に小さい」もので、1兆円規模の介入でも為替レートを終値で70銭ほどしか動かせなかった(変化率で約0.6%)、③日米同時介入の効果はやはり大きかった、という⁽²⁶⁾。

表1は、今日公表されている全期間の介入実施状況を四半期ごとに整理したものである(平成3(1991)年4月以前のデータは廃棄済みとのこと)⁽²⁷⁾。15年間の介入総額69兆4,442億円、うちドル買い・円売りが63兆4,018億円(91%)、ユーロ(マルク)買い・円売りが1兆801億円(2%)、ドル売り・円(マルク・インドネシアルピア)買いが4兆9,623億円(7%)という数字が物語るように、ほとんどが円高に抗してのドル買い介入である。

さきの図1は、1990年代以降円高の大波が3度押し寄せたことを示している。1993~95年、1999~2000年、2003~04年の3回である。1回目のように、1ドル=100円を割り込むほどの急騰に見舞われたこともある。これに対応して、表1からは、それぞれ大規模なドル買い=円売り介入が行われたことが読み取れる。とりわけ、2003~04年の円高に対しては、日本政府の介入規模はすさまじいばかりであった。その金額は、平成15(2003)年度だけで32兆8,697億円に達し、

円資金を調達するための一時借入・外為証券発行限度も同年度当初の79兆円から、補正予算で100兆円、平成16年度予算で140兆円と、急激に引き上げられた。

日本経済をデフレに陥らせてはならないという政府の決意の表れであったが、日銀もまた、平成15年3月に就任した福井俊彦総裁の下で量的緩和政策を加速した。操作目標である日銀当座預金残高は、17兆円の水準から連続的に引き上げられ、同16(2004)年1月には35兆円にまで達した。円資金が市場に野放図に出回るのを抑えるために、日銀は売りオペレーションを通じてその回収に努めるのが普通である(これを、マネタイズさせない「不胎化政策」と呼ぶ。)が、このときは介入額約33兆円の半分を放置(「非不胎化」)したことになる⁽²⁸⁾。こうして平成15年度の1年間に、ドル買いに伴って外貨準備高は3,304億ドル(約38.7兆円)、円資金調達に伴って外為証券残高は28.5兆円、それぞれ膨張した⁽²⁹⁾。

(2) 国会内外での批判と財務省の対応

奔流のようなドル買い介入を目の前にして、国会においては論戦が繰り広げられた。平成16(2004)年1月27日、平岡秀夫議員が外為特会のあり方と外貨準備高の適正規模について質したのに続き、中津川博郷議員は大規模な円売り介入は効果が見えず失敗ではないか、米国債を日本が買い進めることで米国の戦費調達に貢献しているのではないかと政府を追及した。谷垣禎一財務大臣(当時)はこれを否定する一方、外貨資産の内訳は伏せつつも「なかならず米国債の割合が大きくなっている」ことを認め、これがそもそも円買い介入原資だから必要であり、流動性と安全性に配慮しながら運用している、

(25) 伊藤 前掲論文, pp.22, 27, 30, 32, 34-37.

(26) 井澤・橋本 前掲論文, pp.61, 67, 69-70, 73.

(27) 同上, p.61.

(28) 小池拓自『「ゼロ金利」時代の金融政策』『調査と情報-ISSUE BRIEF-』550号, 2006.10.6, p.3.

(29) 財務省理財局『債務管理レポート2006—国の債務管理と公的債務の現状—』2006, pp.66, 72.

表1 外国為替市場介入（平衡操作）の実施状況

実施時期	金額	操作内訳
1991（平成3）年4～6月	563億円	ドル売り・円買い
7～9月	139億円	ドル売り・マルク買い
10～12月	0円	
1992（平成4）年1～3月	1,346億円	ドル売り・円買い
4～6月	5,185億円	ドル売り・円買い
7～9月	638億円	ドル売り・円買い
10～12月	0円	
1993（平成5）年1～3月	0円	
4～6月	1兆7,113億円	ドル買い・円売り
7～9月	8,467億円	ドル買い・円売り（48億円のみマルク買い）
10～12月	0円	
1994（平成6）年1～3月	5,604億円	ドル買い・円売り
4～6月	8,139億円	ドル買い・円売り
7～9月	3,340億円	ドル買い・円売り
10～12月	3,556億円	ドル買い・円売り
1995（平成7）年1～3月	1兆7,954億円	ドル買い・円売り
4～6月	6,050億円	ドル買い・円売り
7～9月	2兆5,584億円	ドル買い・円売り
10～12月	0円	
1996（平成8）年1～3月	1兆6,036億円	ドル買い・円売り
4～6月	0円	
7～9月	0円	
10～12月	0円	
1997（平成9）年1～3月	0円	
4～6月	0円	
7～9月	0円	
10～12月	1兆1,282億円	ドル売り・円買い（693億円のみインドネシアルピア買い）
1998（平成10）年1～3月	0円	
4～6月	3兆470億円	ドル売り・円買い
7～9月	0円	
10～12月	0円	
1999（平成11）年1～3月	6,563億円	ドル買い・円売り
4～6月	3兆392億円	ドル買い・円売り（5,396億円のみユーロ買い）
7～9月	2兆3,876億円	ドル買い・円売り
10～12月	1兆5,580億円	ドル買い・円売り（527億円のみユーロ買い）
2000（平成12）年1～3月	1兆6,443億円	ドル買い・円売り（720億円のみユーロ買い）
4～6月	1兆3,854億円	ドル買い・円売り
7～9月	1,435億円	ユーロ買い・円売り
10～12月	0円	
2001（平成13）年1～3月	0円	
4～6月	0円	
7～9月	3兆2,107億円	ドル買い・円売り（652億円のみユーロ買い）
10～12月	0円	
2002（平成14）年1～3月	0円	
4～6月	4兆162億円	ドル買い・円売り（238億円のみユーロ買い）
7～9月	0円	
10～12月	0円	
2003（平成15）年1～3月	2兆3,867億円	ドル買い・円売り（956億円のみユーロ買い）
4～6月	4兆6,116億円	ドル買い・円売り（829億円のみユーロ買い）
7～9月	7兆5,512億円	ドル買い・円売り
10～12月	5兆8,755億円	ドル買い・円売り
2004（平成16）年1～3月	14兆8,314億円	ドル買い・円売り
4～6月	0円	
7～9月	0円	
10～12月	0円	
2005（平成17）年1～3月	0円	
4～6月	0円	
7～9月	0円	
10～12月	0円	
2006（平成18）年1～3月	0円	
4～6月	0円	
7～9月	0円	

（出典）財務省ホームページ「外国為替平衡操作の実施状況」<http://www.mof.go.jp/feio/034_133.htm>等より作成。

と答弁した⁽³⁰⁾。

谷垣大臣はまた、為替差損の問題を突いた中津川議員に対する答弁で、これまでの運用益が累計で28兆円（うち一般会計繰入が17兆円、積立金が11兆円）に達している事実を明らかにした。これに対し中津川議員は、その運用が財務省国際局の一部の官僚によって国会に諮ることなく進められている点、損が出たら国民の税負担になるという点を指摘した⁽³¹⁾。

特筆されるのは、国会における議論と並行して、識者が活発に声を上げたことである。行天豊雄・国際通貨研究所理事長は、①昨年来の「圧倒的な規模」による為替介入は「為替市場を歪め」る、②買ったドルは「大半が米国の国債に投資され」、米国の金利を低位に抑えることで消費を刺激し、結局「米国の輸入」と「日本の輸出」を「支えている」、③今は日銀が「財務省に協力的」だから表面化していないが、今後の金利上昇時に、またドル急落時に、ドル債の保有が不安定になるとして、「為替介入のあり方を再考すべき」である、と説いた⁽³²⁾。元財務官の発言だけに、千鈞の重みをもつ提起だったといえよう。

また、井手英策・横浜国立大学助教授は、為替介入と米国債保有の問題を列挙し、①外為特会からの利払い費の増大など「財政運営上のリスク」がある、②「アメリカ財政へのファイナンスや一般会計のつじつま合わせが財務省の独断で行われて」おり、「財政民主主義の形骸

化」が進んでいる、③金利上昇時に政府短期証券の消化と長期国債の保有が危うくなる、と政府を批判した⁽³³⁾。特に2点目は、上記の中津川議員の発言に通ずる重要論点と思われる。

財務省は、介入が一段落して1年後の平成17（2005）年4月4日、「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」を公表し、その中で運用目的、基本原則、運用対象等を初めて明確にした⁽³⁴⁾。「安全性及び流動性に最大限留意した運用を行」いつつ、その「範囲内で可能な限り収益性を追求する」ことが基本原則とされたほか、運用対象としては、「流動性・償還確実性が高い国債」等の債券、外国の中央銀行や信用ある内外金融機関への預金等が明記された。運用に当たっての「リスク管理」についても明文化されている。

透明性の向上に努める財務省の姿勢は認められるものの、この方針が外部から出された論点に込んでいるとは言い難い。両者のすれ違いは、財務省側に次のような大前提があったことから生じたと思われる。すなわち、第一に、外為特会の外貨は将来の円買い介入の原資であり、その外貨は輸出入に圧倒的比重を占めるドル建て以外にないこと、第二に、ドルが暴落するような事態は当面考えられず、懸念される評価損が実現する事態も想定しがたいこと、第三に、貯蓄超過の日本の方が構造的に米国より金利が低いから、金利差逆転などは考えられないこと、の三点である⁽³⁵⁾。この大前提に立ち、超金融

(30) 第159回国会衆議院予算委員会議録 第3号, 平成16年1月27日, pp.9-11, 18-19.

(31) 同上, p.19. 同議員が指摘しただけで次の質問に移ったため、政府側の見解はなかった。

(32) 行天豊雄「論点・巨額為替介入の問題点—規模だけの介入では市場は納得しない」『週刊東洋経済』5884号, 2004.4.17, pp.96-98.

(33) 井手英策「巨額の為替介入—こんなに米国債を買ってよいのか」『世界』726号, 2004.5, pp.33-36.

(34) 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」平成17年4月4日。日銀も平成17年11月29日、「本行保有外貨資産の運用基本要領」（平成12年3月28日決定）の一部改正等を行い、同趣旨の基本原則を打ち出した。

(35) この考え方は、さきの谷垣財務大臣の答弁に見受けられるが、方針公表当日に開かれた財務省の審議会における為替市場課長発言にも見出される（財務省「関税・外国為替等審議会 第8回外国為替等分科会議事録」<<http://www.mof.go.jp/singikai/kanzegaita/giziroku/gai170404.htm>>）。

緩和と輸出による景気浮揚でデフレ状態を脱却すること、米国との同盟関係を維持することを至上目的とした政策判断の表れが、平成15年度の空前の介入であった。ドル・レートの見通しと景況、介入が日米両国金融市場に与える影響に関する政策判断の当否は、その前提ともども検証を重ねる必要がある⁽³⁶⁾。

2 為替安定化基金の介入実績

基軸通貨国である米国においては、為替相場変動の影響が我が国などの場合よりも小さい。さらに、前述の介入原資の制約がある上に、「通貨当局による外国為替市場介入の効果は限定的⁽³⁷⁾」という理解が行き渡って、介入頻度・

規模ともにきわめて限られている。実際、米国の単独介入は、1990年代以降一度もない⁽³⁸⁾。わずかに、1991年4月以降、対日協調介入が22回行われたのみである（うち、ドル買い・円売りが18回、ドル売り・円買いが4回）⁽³⁹⁾。1998年6月の8億3,300万ドルのドル売り協調介入を最後に⁽⁴⁰⁾、我が国が円高の大波に必死で抗った2003～04年を含めて今日まで一切動いていない事実は、市場メカニズムと日米同盟に対する米国の認識、その我が国との落差を際立たせてはいないだろうか⁽⁴¹⁾。

財務省・ESF・連銀は、介入の方針こそ明らかにしていないが、その介入の時期・規模を四半期ごとに公表している。公開を担当する NY

表2 米国の外貨保有高（2006年3月31日時点）

（単位：百万ドル）

		為替安定化基金（ESF）	連邦準備制度公開市場勘定（SOMA）
ユーロ	公的機関預金	5,572.9	5,591.6
	外国政府債（注）	5,669.9	5,668.9
円	公的機関預金	2,626.6	2,626.5
	外国政府債	5,417.6	5,417.6
総計		19,287.0	19,304.6

（注）ESF、SOMA それぞれ1,988.8百万ドル（計39億7,800万ドル）の欧州6カ国政府市場債を現先で保有している。
（出典）FRB of New York, *Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations*, January-March 2006, p.7. より作成。

⁽³⁶⁾ 経済評論家の石室喬氏は、日本が保有する平成16年1月末時点の米国債残高を5,771億ドル（約63.5兆円）と特定したほか、大規模為替介入が「国内輸出企業に対する恩恵」であること、我が国による米国債の運用が「米国の金利水準を低下させ」、副作用として「金利の調整機能」を歪めていること、それがグリーンズパン連銀議長をも困惑させていることを論じている（石室喬「日本の巨額為替介入は何をもたらしたか—市場機能歪め『反動』リスク増大、米も困惑」『金融財政』9573号, 2004.4.1, pp.12-16.）。

⁽³⁷⁾ 河村小百合「外貨準備政策運営の見直しを」『Japan Research Review』13巻12号, 2003.12, pp.14-15. また Schwartz 全米経済研究所研究員は、「（介入に）何らかの持続的な効果があったという証拠は見当たらない」と言い切っている（Schwartz, *op.cit.*, p.145.）。

⁽³⁸⁾ 伊藤 前掲論文, p.29.; 井澤・橋本 前掲論文, p.69.; 河村 前掲「外貨準備政策運営の見直しを」2003.12, p.14.; Federal Reserve Bank of New York <http://www.newyorkfed.org/markets/quar_reports.html>

⁽³⁹⁾ 伊藤 前掲論文, p.27.; 井澤・橋本 前掲論文, p.69.

⁽⁴⁰⁾ ユーロに対しては、2000年9月に一度だけ協調買い介入を行っている（河村 前掲「外貨準備政策運営の見直しを」2003.12, p.14.; Federal Reserve Bank of NY, *op.cit.*）。なお、1990年代における米国の対外金融政策については、Bradford DeLong and Barry Eichengreen, "Between Meltdown and Moral Hazard: The International Monetary and Financial Policies of the Clinton Administration," Jeffrey Frankel and Peter Orszag ed., *American Economic Policy in the 1990s*, MIT Press, 2002, pp.191-273. 参照。

⁽⁴¹⁾ 行天・元財務官は、介入がタイムリーで「米国との協調体制がしっかりしていれば、介入規模は実際の10分の1程度で済んでいたかもしれない」と述べている（行天 前掲論文, p.98.）。

連銀は、表2のように、介入に伴い増減する外貨保有高の内訳も明らかにしている。ここでは、ESFと連銀とでほぼ折半された各々の保有額が示されている（我が国が毎月公表する外貨準備高では「通貨当局」が一体である）点、預金・債券ともに通貨建てごとの金額が記されている（我が国の外貨準備高では外国の内訳がわからない）点、我が国の公表内容との大きな相違点である⁽⁴²⁾。

IV バランスシート

1 外為特会のバランスシート

表3は、変動相場制へ移行してからの外為特会の損益計算書と貸借対照表の推移を示したものである。表からは、以下の3点を指摘することができる。

第一は、本年度利益とその処分に関する問題である。損益計算書の本年度利益と貸借対照表のそれが同じことはいうまでもないが、この利益の元は主として運用収入である。要するに、外為特会が受取る外貨証券（ほとんどが米国債）の利子と同特会が支払う外為証券の利子との差額が、その大宗をなしている。その利益＝剰余金が、毎年度のように一般会計に繰り入れられ、残りが積み立てられている事実は、一見すると、外為特会が財政健全化に貢献しているかのである⁽⁴³⁾。しかし、近年の兆円規模の運用益は、我が国の超低金利と日米の大きな金利格差

から生じていることであって、いわば不正常的な事態であることを認識しなければならない。本来なら、国内の預金者の受取利子が増えて所得税収となり、また日銀の受取利子が増えて国庫納付金となるべきものが、特別会計という別ルートで実現しているにすぎないのである。

第二は、外為証券の発行高と残高の問題である。前述のように、外為証券の発行限度が近年急激に引き上げられ、円資金調達に支障がなかったように見えるが、その結果として、外為証券残高が膨張した。大規模介入のあった平成15年度末の金額は3年前の2倍の85兆円に上り、翌16年度末にはさらに10兆円近い激増ぶりを示している。短期に償還が繰り返されるとはいえ、これほどの規模が年度をまたいで「滞留」するのは、やはり正常ではない。しかも、長期国債と同様に日銀が相当部分を保有しているのである⁽⁴⁴⁾。中央銀行である日銀が「打ち出の小槌⁽⁴⁵⁾」となっている状況は、国際的にも特異であることを認識すべきであろう。

第三は、運用先の外貨証券の大きさとその評価損の問題である。すでに財務大臣答弁で触れたとおり、政府は「外貨証券」の内訳を明らかにしていない。平成15年度末に58兆4,373億円へと膨張し、翌16年度末さらに70兆3,244億円に急伸したのが読み取れるだけである。市場への不測の影響を避けるためというのが理由であるが、ほとんどが米国債および米国政府機関債ということは周知の事実であり、ある程度の幅

(42) 我が国の外貨準備高は、財務省が毎月公表している（<<http://www.mof.go.jp/1c006.htm>>）。

(43) 平成16年度決算によれば、2兆2,255億円の剰余金のうち、1兆4,190億円が一般会計に繰り入れられ、8,065億円が積み立てられている。また、過去の運用純益は総計で約32兆円、うち18兆円が一般会計に繰り入れられ、残り14兆円が同特会に積み立てられている（財務省理財局 前掲レポート、p.71.）。

(44) 日銀の財務諸表によれば、平成12年度末の時点で政府短期証券（そのほとんどは外為証券）が17兆8,727億円、長期国債は25兆5,912億円であった。3年後の15年度末には、それぞれ13兆4,921億円、65兆5,768億円となり、長期国債の伸びが著しい。15年度にはこのほか、売り戻し条件付きで買い入れた国債や信託銀行を通じて買い入れた株式もあり、日銀のバランスシート上に不安が広がった（日本銀行 各事業年度業務概況書 <<http://www.boj.or.jp/type/release/teiki/gaikyo/act01.&act04.htm>>）。

(45) 大塚耕平「株式・国債市場暴落の引き金をひく『大規模為替介入』の責任を問う!」『週刊ダイヤモンド』92巻11号、2004.3.13、p.57.

表3 外為特会の損益計算書・貸借対照表

(単位：億円)

年度	1971 (昭46)	1973 (昭48)	1976 (昭51)	1979 (昭54)	1982 (昭57)	1985 (昭60)	1988 (昭63)	1991 (平3)	1994 (平6)	1997 (平9)	2000 (平12)	2003 (平15)	2004 (平16)	
損益計算書	[損失]													
	事務取扱費	2	4	3	3	4	5	5	7	9	10	29	30	36
	諸支出金	4	3	325	163	4	4	11	15	15	27	18	124	182
	借入金利息	393	979	1,986	3,949	4,650	4,256	4,594	8,154	3,378	1,162	1,109	74	54
	外国為替等売買差損	—	1,015	—	—	—	886	—	—	—	—	—	—	—
	本年度利益	1,599	6	116	5,156	7,768	3,438	6,995	2,892	8,596	17,614	22,332	36,456	22,255
	[利益]													
	外国為替等売買差益	1,373	—	13	3,967	2,746	—	206	125	2,239	1,737	1,808	19,234	9
	運用収入	625	2,007	2,417	5,304	9,680	8,589	11,400	10,941	9,759	17,028	21,681	17,450	22,518
	雑収入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	49	0	0	0
貸借対照表	[借方]													
	円貨預け金	782	3,303	5,447	21,921	37,144	44,400	61,573	74,190	79,392	95,417	119,681	133,192	155,711
	当座預け金	106	1,067	147	3,222	3,930	4,915	3,801	1,796	1,250	1,228	3,501	21,432	5,685
	資金運用部(財政融資資金)預け金	677	2,235	5,301	18,699	33,215	39,485	57,771	72,393	78,142	94,189	116,181	111,760	150,026
	円貨貸付金	—	—	—	828	2,577	2,169	206	5,316	3,128	—	—	—	—
	外貨預け金	8,629	19,143	21,003	21,329	25,190	22,646	37,170	23,490	27,558	50,419	70,812	205,416	131,589
	特別決済勘定貸等	42	14	3,080	7,407	4,982	1,292	21	—	—	—	—	—	—
	金地金	—	11	44	845	1,110	834	621	543	427	431	332	474	499
	外貨証券	348	6,258	14,520	18,401	29,356	29,329	84,121	57,680	100,137	191,051	265,787	584,373	703,244
	特別引出権	1,266	1,267	1,368	4,521	5,010	4,191	3,444	3,215	3,593	3,310	2,856	2,908	2,849
	国際通貨基金出資	3,940	3,993	3,900	5,213	6,386	9,127	7,098	7,521	11,999	13,973	19,886	21,394	21,223
	仮払金	225	1	24	1	122	950	122	137	41	127	114	660	129
	外国為替等評価損	4,147	—	273	—	—	3,333	11,764	6,427	7,452	—	18,247	19,885	37,631
	外国為替等繰越評価損	—	4,169	3,997	35,079	26,181	24,463	60,831	60,972	90,431	71,371	86,366	56,677	76,562
	[貸方]													
	外国為替資金証券	9,910	23,867	35,767	73,870	82,733	89,222	196,695	154,460	226,340	296,470	438,065	850,397	947,207
	国際通貨基金通貨代用証券	2,986	2,704	2,894	3,850	5,246	8,291	6,177	6,351	9,954	10,948	15,196	17,402	16,987
	特別決済勘定借	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	仮受金	115	81	1	375	0	0	0	0	0	0	846	0	0
	一般会計未決済	754	754	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
	借入金等	—	5,000	6,160	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
	資金	2,197	2,169	2,155	2,158	2,717	3,786	3,786	3,786	5,527	5,527	7,556	7,556	7,556
	特別引出権純累積配分額	1,262	1,262	1,262	2,333	2,277	1,927	1,536	1,588	1,298	1,512	1,355	1,407	1,405
	外国為替等評価益	—	78	—	9,103	6,703	—	—	—	—	14,738	—	—	—
	外国為替等繰越評価益	31	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
	積立金	527	2,235	5,301	18,699	30,615	36,070	51,780	70,413	72,442	79,289	98,731	111,760	134,026
	本年度利益	1,599	6	116	5,156	7,768	3,438	6,995	2,892	8,596	17,614	22,332	36,456	22,255

(注) 数値の「0」は、四捨五入により1億円に届かなかった金額を、「—」は当該金額が存在しないことを表す。
(出典) 各年度『特別会計決算参照書』より作成。

の推測は可能である。たとえば、仮に「大体8割近く⁽⁴⁶⁾」を運用しているとすれば、56兆2,600億円の保有ということになる。この当時の為替レート、1ドル=107円で換算すると約5,260億ドル、外国公的機関が保有する米国債・米国政

府機関債約1兆7,000億ドルの31%を、我が国一國で保有する計算になる⁽⁴⁷⁾。

さらに、米国財務省証券(Bonds=長期債、Notes=中期債、Bills=短期債の総計)のみで見ると、2005年3月末時点の全外国保有総額1兆9,516

(46) 平成16年3月、小泉俊明議員は、市場関係者の推測を用いてこの数字を挙げている(第159回国会衆議院財務金融委員会議録 第10号, 平成16年3月16日, p.6.)。

億ドルのうち、我が国の保有額は6,816億ドルで35%に及んでいる⁽⁴⁸⁾。これは民間保有分をも含む数字なので、通貨当局の公的保有分を正確にはじくことはできないが、約8割=5,450億ドルが当局分と推定しても的外れではあるまい。控えめに5,000億ドルと仮定しても、その時点の市場向け米財務省証券残高4兆1,038億ドルの12%台を占める大きさである⁽⁴⁹⁾。このように、諸外国との比較においても、絶対額においても、我が国の米国債投資=保有が際立っている姿が浮かび上がる。ここでは、日本国という安定的な投資機関の存在が、米国自身の財政規律を失わせる可能性があることを指摘しておきたい。

これだけの巨額ドル債権が将来の円買い介入原資として適切かどうかは、やはり検証する必要がある。というのは、潜在的赤字とみなすべき繰越評価損もすでに多額に上っているからである。図1からも明らかなように、円はドルに対して趨勢的に上昇してきており、米国の膨大な経常赤字が続く限りこの傾向が止まることはあるまい。とすれば、将来的にますます大きなリスクを背負い込むことになる。ドルの長期的下落が続くだけでなく、その暴落さえいつ生

じても不思議ではない危うさを前にして、諸外国は徐々にドル離れを始めているという⁽⁵⁰⁾。我が国も安全性を運用基準の筆頭に掲げる以上、資産の分散を視野に入れる時期を迎えているのではないだろうか⁽⁵¹⁾。

2 為替安定化基金のバランスシート

表4は、近年におけるESFのバランスシートの推移である。我が国の外為特会との相違に着目すれば、まず最初に、ESFの資産項目に金地金がないことがわかる。これは、1974年12月に、保有していた金を財務省に売却したためである⁽⁵²⁾。米国では以後、財務省がこれを集中管理している。次に、資産の外貨(証券)においてユーロと円の区分がなされていることは外貨準備の場合と同じであるが、その中でユーロ建てが急伸している。これは、ユーロの存在感が高まっていることの反映である。さらに、SDR証券は保有SDRを引当にその範囲内で発行されるが、最近では発行額が急減している(償還が進んでいる)。これは、介入の規模・頻度の減少を表すものに他ならない。最後に、為替差益等の利益が着実に積み上がっているとはいえ、我が国に比べればはるかに少ない金額で

(47) 2002年6月から毎年米国で公表されるようになった、外国人による長期・短期証券保有の状況調査(それまではほぼ5年おきに長期証券のみ)による(Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report on Foreign Portfolio Holdings of U. S. Securities, as of June 30, 2005*, 2006.6, pp.8, 43, 65)。ただし、この調査からは、各国別の各種証券保有額は出せても、その中の公的機関の分を取り出すことはできない。公的機関については外国全体の数字がわかるだけである。

(48) Treasury International Capital Data, 'Major Foreign Holders of Treasury Securities', 2006.6.15.
<<http://www.ustreas.gov/tic/mfhhis01.txt>>

(49) Department of the Treasury, Bureau of the Public Debt <<http://www.publicdebt.treas.gov/opd/opds032005.htm>>

(50) 山下英次「置き去りの外貨準備政策」『金融財政』9773号, 2006.9.7, p.3; 熊野英生「米国へのマネー流入に対する不安とは〈経済を根底から揺るがす三大不安 ドル・原油・戦争: Part 1 ドル資産は安全か〉」『エコノミスト臨時増刊』84巻42号, 2006.8.14, pp.8-11.

(51) 水野和夫「円高にもろい日本の海外純資産180兆円」『エコノミスト臨時増刊』同上, pp.24-26. 小泉純一郎・前首相も一度だけ、外貨準備の投資先分散に言及したことがある(第162回国会参議院予算委員会会議録 第9号, 平成17年3月10日, p.13; 「首相発言に財務省大慌て」『日本経済新聞』2005.3.11.)。

(52) Schwartz, *op.cit.*, p.148.

表4 ESFのバランスシート

(単位：百万ドル)

項目	1997.9.30	2000.9.30	2003.9.30	2005.9.30
[資産]				
米国債(ドル)	15,460	11,029	10,502	15,238
保有SDR	9,997	10,316	12,062	8,285
外貨(証券)	ユーロ(注)	5,877	6,869	10,076
	円	8,663	8,734	8,476
未収利子等	108	147	103	118
[負債及び資本]				
未払い利子等	47	188	18	32
SDR(担保)証券	9,200	3,200	2,200	2,200
割当SDR	6,689	6,359	7,005	7,102
資本金	200	200	200	200
利益剰余金	23,970	27,148	31,795	33,352

(注) 1997年分のみマルク、以後はユーロ建てである。

(出典) U.S.Treasury <<http://fms.treas.gov/bulletin/backissues.html>> より作成。

ある。300億ドルといっても日本円では3兆円台にすぎない。

むすび

これまで、米国のESFと比較しつつ外為特会の現状と課題を探ってきた。稿を終えるに当たり、要点をまとめると以下ようになる。

第一点は、外為特会が介入資金を日銀に依存する結果、日銀の負担が大きくなっていることである。それは、日銀の国庫納付金の減少、その資産の不安定化に直結している。

第二点は、巨額のドル買い・円売り介入が急激な円高の抑止にある程度役立つとはいえ、その力づくの介入は内外の市場機能を歪め、米国の財政規律をも失わせる危険性を孕んでいることである。

第三点は、長期的なドルの下落が必至とされる中で、外貨準備(外貨債券)の適正量と安全性について再検討すべき時期を迎えていることである。

第四点は、近年、我が国の外為特会による介

入や外貨準備高が透明性を増しているとはいえ、国会への報告になお工夫の余地があることである。米国において秘密のベールに包まれて登場したESFが、徐々に議会への報告と議会による審査を受け入れてきた経緯、それでもなお批判が絶えることなく廃止論さえ出されている事実に⁽⁵³⁾、注視を怠ってはならないだろう。

このように、外為特会をめぐる問題は、単に一特別会計の節減合理化、透明性強化にとどまるものではない。それは、我が国の中央銀行の国際的な信認に、日米経済・金融市場の正常な運営に、円および円を含む国際通貨システムの将来構想に、大きく関わっているのである。

(わたらせ よしお 財政金融調査室)

[追記] 本稿の脱稿と時を同じくして、加野忠『ドル円相場の政治経済学—為替変動にみる日米関係—』日本経済評論社、2006が刊行された。筆者と問題意識を共有する最新の著作として、この場で紹介する。

⁽⁵³⁾ Meltzer, *op.cit.*, p.50.