

国立国会図書館 調査及び立法考査局

Research and Legislative Reference Bureau
National Diet Library

論題 Title	外国為替資金特別会計の現状と課題—外貨建資産の健全な運用に向けて—（短報）
他言語論題 Title in other language	Current Trends in Special Accounts for Foreign Exchange Funds: Toward Sound Management of Foreign Currency Assets
著者 / 所属 Author(s)	廣瀬 淳哉 (HIROSE Jun'ya) / 国立国会図書館調査及び立法考査局 財政金融課
雑誌名 Journal	レファレンス (The Reference)
編集 Editor	国立国会図書館 調査及び立法考査局
発行 Publisher	国立国会図書館
通号 Number	876
刊行日 Issue Date	2023-12-20
ページ Pages	127-139
ISSN	0034-2912
本文の言語 Language	日本語 (Japanese)
摘要 Abstract	外為特会の外貨準備が生み出す受取利息等は政府の重要な財源であるが、円貨調達のための政府短期証券が負債として蓄積しやすい。今後一層、金利上昇リスク等に配慮した慎重な運営が求められる。

* この記事は、調査及び立法考査局内において、国政審議に係る有用性、記述の中立性、客観性及び正確性、論旨の明晰（めいせき）性等の観点からの審査を経たものです。

* 本文中の意見にわたる部分は、筆者の個人的見解です。

外国為替資金特別会計の現状と課題

—外貨建資産の健全な運用に向けて—

国立国会図書館 調査及び立法考査局
財政金融課 廣瀬 淳哉

目 次

はじめに	IV 外為特会の抱える課題
I 外為特会の概要	1 円貨への直接変換が困難
1 成り立ちと沿革	2 内外金利差が縮小するリスク
2 近年の動き	3 評価損が生じるリスク
II 為替介入と外貨の蓄積	4 為券の増発・蓄積という構造的な問題
1 為替介入の実績と外貨準備の推移	V 外為特会の健全な運用に向けて
2 為替介入の操作	1 政府の外国送金に伴う外貨準備の活用
3 外貨の蓄積	2 外為特会の外での円転
III 剰余金及び評価損益の発生と一般会計への繰入	3 輸入企業等への外貨準備の貸与
1 剰余金が生じる仕組み	おわりに
2 剰余金の一般会計への繰入方法	
3 含み益に関する留意点	

キーワード：外為特会、外貨準備、為替介入、政府短期証券、外国為替資金証券、剰余金、一般会計、含み益、円転

要 旨

外為特会は、過去の為替介入の結果、多額の外貨建資産を保有している。そこから生じる受取利息等の運用益が毎年度の剰余金となり、一部が一般会計に繰り入れられている。

政府は、為替介入時に外国為替資金証券（為券）を発行して円貨を調達し、外貨を購入してきた。負債である為券の支払利息が低い一方、外貨建資産の運用利回りは高く、この内外金利差が剰余金の源泉である。

外為特会の剰余金（外貨建て）を一般会計に繰り入れる際も、政府は為券の発行によって円貨を調達している。そのため、外為特会では、資産の部で外貨建ての剰余金が、負債の部で為券が増加し、両建てで肥大化しやすい構造になっている。この構造は、内外金利差の縮小や円高、日本の金利上昇等が発生した際、運用益や資産が大きく減少するリスクを負っている。

今後は、剰余金や含み益の安全・有効な活用を検討しつつ、将来的な外部環境の変化によって生じ得るリスクにも、一層配慮していくことが求められよう。

はじめに

外国為替資金特別会計（以下「外為特会」）は、現在 13 ある特別会計のうちの 1 つであり、政府が行う外国為替等の売買のために運用される「外国為替資金」に関する経理を明確にすることを目的とする特別会計である⁽¹⁾。

現在、外為特会では、外貨準備⁽²⁾として約 1.2 兆ドル⁽³⁾を保有している。その内訳は、外貨証券、預金、金地金等であるところ、中でも約 8 割を占める外貨証券の運用益は大きく、毎年度、外為特会では多額の剰余金⁽⁴⁾が計上されている。政府はこの剰余金の一部を翌年度の一般会計財源として活用してきた。さらに、足元の円安傾向によって外為特会の保有する外貨準備自体の含み益⁽⁵⁾も増大しており、令和 3（2021）年度末時点での含み益は約 30 兆円である⁽⁶⁾。

今般の防衛財源確保法⁽⁷⁾においても、外為特会の剰余金は、主たる財源の 1 つとなっている。また、巨額の剰余金や含み益を経済・財政政策に活用すべきとの意見も見られる⁽⁸⁾。

本稿では、外為特会の基本的な仕組みと構造的な課題について紹介する。その中で、含み益の活用についての留意点、外貨建資産の円貨への直接交換が難しいこと、外的要因によって収支の前提が崩れるリスクがあること等に触れる。

I 外為特会の概要

1 成り立ちと沿革

外為特会は、日本円の外国為替相場における安定を実現するために政府が実施する、為替介

*本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、令和 5（2023）年 11 月 1 日である。

(1) 特別会計に関する法律（平成 19 年法律第 23 号）第 71 条

(2) 外貨準備とは、通貨当局が為替介入等に使用するための準備資産であり、我が国では、財務省（外為特会）と日本銀行が保有している。外貨準備は、外貨証券を中心に、外国中央銀行への預金、金、SDR（国際通貨基金（IMF）の特別引出権）等で構成される（神田真人編著『図説ポストコロナの世界経済と激動する国際金融』財経詳報社、2021、pp.133-136.）。なお、日本銀行は、自らの保有する外貨準備を独自に運用するほか、これとは別に、財務大臣から指示があった場合、その代理人として為替介入を実行する。為替介入の原資には外為特会の資金が充てられる（日本銀行「保有外貨資産の管理基本要領」（2012.5.11 制定）〈https://www.boj.or.jp/intl_finance/ex_assets/hyoryo02.htm〉; 日本銀行金融市場局為替課「日本銀行における外国為替市場介入事務の概要」（2000.6 作成・2023.6 改訂）〈https://www.boj.or.jp/intl_finance/outline/expkaiyu.htm〉）。

(3) 「外貨準備等の状況（令和 5 年 9 月末現在）」2023.10.6. 財務省ウェブサイト 〈https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/reference/official_reserve_assets/data/0509.html〉 ただし、この金額は外為特会及び日本銀行の保有分の合計値である。日本銀行の保有残高は令和 4（2022）年度末で約 9 兆円（当時の基準外国為替相場（1 ドル 130 円）換算で約 700 億ドル）であり、外貨準備は事実上、ほとんどが外為特会で保有されている。

(4) 剰余金は、特別会計の決算上の歳入と歳出の差額を指す（財務省「令和 4 年度特別会計の決算概要」2023.7.31. 〈https://www.mof.go.jp/policy/budget/budger_workflow/account/fy2022/ke050731tokkai.pdf〉）。

(5) 含み益は、資産の評価額（時価）と取得原価との差額で、未実現の利益である。

(6) 令和 4（2022）年 3 月 31 日時点で、外為特会の貸借対照表上の資産・負債差額は 30 兆 1674 億 2400 万円である（財務省『令和 3 年度外国為替資金特別会計財務書類』〈https://www.mof.go.jp/about_mof/mof_budget/special_account/gaitame/gaitame_zaimu2021.pdf〉）。

(7) 我が国の防衛力の抜本的な強化等のために必要な財源の確保に関する特別措置法（令和 5 年法律第 69 号）第 3 条

(8) 牧田健「一般会計歳入の増加に向け時限的に外為特会のさらなる活用を」『日本総研 Viewpoint』No.2023-002、2023.5.11、pp.6-7. 〈<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/viewpoint/pdf/14189.pdf>〉; 「国のドル建て資産「外為特会」円安で巨額「評価益」活用論」『東京新聞』2022.10.26.

入等の円滑化に資することを目的として設けられている⁽⁹⁾。昭和 24（1949）年、外貨管理権が連合軍最高司令官総司令部（General Headquarters of the Supreme Commander for the Allied Powers: GHQ）から我が国に委譲されたことに伴って創設された外国為替特別会計を前身とし、その後、昭和 26（1951）年に外国為替資金特別会計となった⁽¹⁰⁾。当初は固定相場制の下で、円相場が 1 ドル 360 円のラインに収斂（れん）するように為替管理を行うことが主な役割であった⁽¹¹⁾。

昭和 48（1973）年に変動相場制に移行した後は、円の対ドル相場が大幅に上昇したことから、日本政府は急速な円高の進展に伴う自国経済へのダメージを緩和するために、しばしば大規模な為替介入⁽¹²⁾（円売りドル買い）に踏み切ってきた⁽¹³⁾。

なお、為替介入原資（円貨）の調達は、主に、政府短期証券⁽¹⁴⁾の一種である外国為替資金証券（以下「為券」）の発行によっている。政府短期証券は政府の一時的なつなぎ資金調達のために発行され、その償還期間は、3 か月、6 か月、1 年のものがある⁽¹⁵⁾。

2 近年の動き

平成 17（2005）年以降は、円安基調が続いたこともあり、頻回の介入は見られなくなった。他方、蓄積した外貨は大半が外貨証券で運用され、毎年度潤沢な利息収入を生み出している。

利息収入等の歳入から、為券の利払費等の歳出を差し引いた外為特会の剰余金⁽¹⁶⁾は、一部が外国為替資金に組み入れられるほか、残りは翌年度の一般会計や外為特会の歳入に繰り入れられている（図 1）。外為特会は、外国為替相場の安定化を図るという本来の役割にも増して、財源としての重要性を帯びている（詳細はⅢ 1 を参照）。

(9) 「特別会計の設置等に関する情報（外国為替資金特別会計）」財務省ウェブサイト <https://www.mof.go.jp/about_mof/mof_budget/special_account/gaitame/gaitame.htm>

(10) 財務省主計局『令和 4 年版特別会計ガイドブック』2022, p.54. <https://www.mof.go.jp/policy/budget/topics/special_account/fy2022/2022-zentaiban.pdf>

(11) なお、固定相場制の時代には、国内の好景気によって輸入が増加すると、国際収支が赤字化して外貨準備が減少し、円から他通貨への交換に応じることができなくなる可能性が高まるので（いわゆる「国際収支の天井」）、相場維持のために日銀による金融引締め（公定歩合の引上げなど）等の景気調整策が採られた（内閣府政策統括官室（経済財政分析担当）『日本経済 2007-2008—景気回復 6 年目の試練—』2007.12, p.162.）。

(12) 外国為替市場への介入は、正式には「外国為替平衡操作」と呼ばれるが、本稿では便宜、「為替介入」又は「介入」としている。

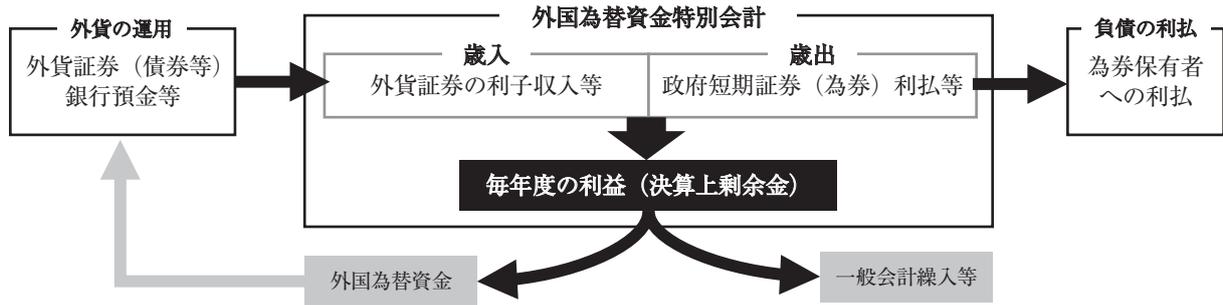
(13) 渡瀬義男「外国為替資金特別会計の現状と課題—日米比較の視点から—」『レファレンス』671 号, 2006.12, p.36. <<https://doi.org/10.11501/999790>> なお、円売りドル買いの実施が急速な円高の抑止につながる経路は、一次的な需給関係のほか、短期の為替相場決定理論の 1 つであるポートフォリオ・バランス・モデルによっても説明される。同モデルでは、為替レートが、内外金利差及び将来の予想為替レートに加えて、為替リスクに対するリスク・プレミアムによって決定され、リスク・プレミアムは、自国通貨建債券に対する外国通貨建債券の保有比率（ポートフォリオ・バランス）の増加関数として定義される。円売りドル買い介入の際、当局は政府短期証券を発行して民間から資金を調達するので、民間部門が保有する自国通貨建債券が増大し、ポートフォリオ・バランスが崩れる。民間部門は最適なポートフォリオを回復しようとして、国内資産を売り、外貨資産を購入しようとする結果、ドル高・円安となる（谷内満「日本の外貨準備の政策分析」『開発金融研究所報』36 号, 2008.3, pp.123-124; 平島真一編『現代外国為替論』有斐閣, 2004, pp.163-165.）。

(14) FB（英語表記の「Financing Bills」の略）とも言われる。

(15) これらのうち、発行額が最も多いのは 3 か月物である。財務省理財局『債務管理レポート 2023—国の債務管理と公的債務の現状—』2023, p.75. <https://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2023>

(16) 外為特会では利息収入や為替介入等による売買益等を歳入、事務取扱費や為券の利払費等を歳出として経理しており、歳入と歳出の差額が剰余金（決算上剰余金）となる。

図1 外為特会の事業内容と資金フロー



(出典) 財務省主計局『令和4年版特別会計ガイドブック』2022, p.56. <https://www.mof.go.jp/policy/budget/topics/special_account/fy2022/2022-zentaiban.pdf> を基に筆者作成。

なお、平成24(2012)年度まで、外為特会には積立金制度が存在し、毎年度の剰余金の一部が円建てで積み立てられていたが、平成25(2013)年の特別会計法の改正により積立金制度は廃止された(詳細はIV 4を参照)。

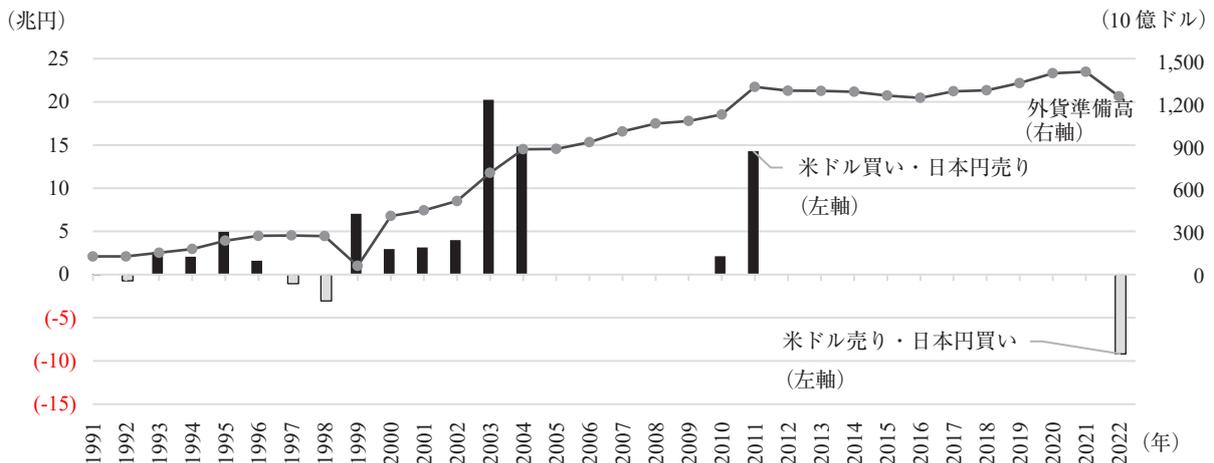
II 為替介入と外貨の蓄積

1 為替介入の実績と外貨準備の推移

外為特会では、過去、主に急激な円高による日本経済への打撃を和らげるために円売りドル買い介入を行い、その結果、外貨準備を積み上げてきた(図2)。

時系列データが公表されている平成3(1991)年4月以降⁽¹⁷⁾で見ると、同年から平成16(2004)年までは、断続的に介入が行われている。平成17(2005)年以降は介入がほとんど行われて

図2 為替介入実績と外貨準備高の推移



(注) 為替介入額は各年1~12月の累計、外貨準備高は各年12月末時点の値。
 (出典) 「外国為替平衡操作の実施状況」財務省ウェブサイト <https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/reference/feo/data/>; 「外貨準備等の状況(時系列データ)」同 <https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/reference/official_reserve_assets/data/> 等を基に筆者作成。

(17) 平成3(1991)年4月以前の介入実績は公表されておらず、データは廃棄済みとされている(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(4), 2004.10, p.61.)。

いないが、リーマンショック（平成 20（2008）年 9 月）や東日本大震災（平成 23（2011）年 3 月）によって円高が急速に進んだ⁽¹⁸⁾平成 22（2010）～平成 23（2011）年に円売りドル買い介入が、内外金利差拡大による円安が進んだ令和 4（2022）年にドル売り円買い介入が、それぞれ実施された。平成 3（1991）年から令和 4（2022）年までの介入総額は、円売りドル買いが約 80 兆円、ドル売り円買い介入が約 14 兆円であった。

なお、平成 3（1991）年 4 月以降で見ると、ユーロ（マルク）等他の通貨に対する介入も行われていたが、金額・頻度の面で、外為特会の介入対象は事実上、ほとんどがドルであった。

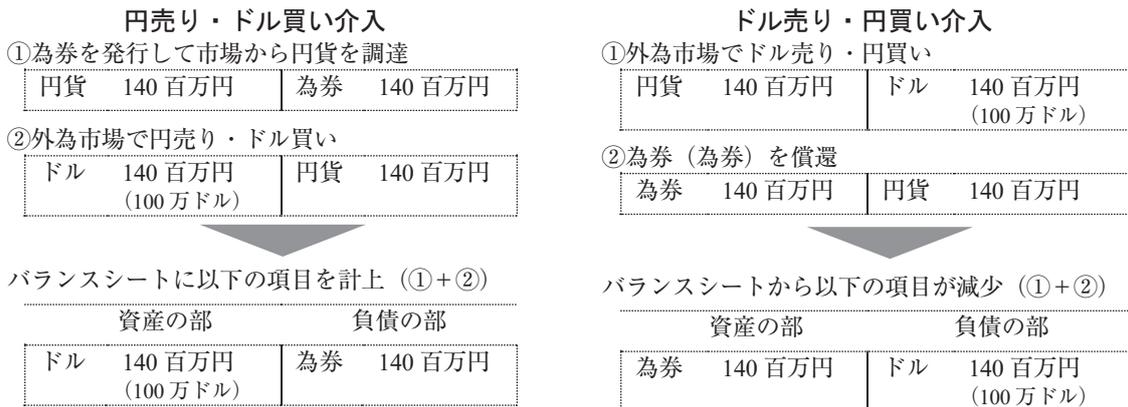
2 為替介入の操作

先述のとおり、外為特会では過去、主に急激な円高の進展を抑止するため、円売りドル買い介入を行ってきた。その際の操作は、次のとおりである。①為替介入原資（円貨）の調達のため為券を発行する。②円貨を外為市場で売り、ドルを購入する。

反対に、ドル売り円買い介入を行う場合は、①保有する外貨を売却して円貨を調達し、②その円貨を為券の償還に充てる。

これらを会計上の仕訳で示すと、図 3 のようになる。

図 3 為替介入時の会計（1ドル＝140円の場合の例）



(注) ここでは、基準外国為替相場と取引レートが同一で差額が生じないと仮定している。

(出典) 河上信彦『外国為替資金特別会計制度—今明らかにされるその真相—』文芸社, 2016, pp.57-58 を基に筆者作成。

3 外貨の蓄積

過去の為替介入により、外為特会の貸借対照表（バランスシート。以下「BS」）上、巨額の外貨準備が資産の部に蓄積され、その見合いとして為券が負債の部に計上されてきた。

さらに、外貨準備の大半は外貨証券として運用され、受取利息等の外貨収入が定常的に流入するため、介入がなくとも、外貨準備高は年々拡大しやすい構造となっている。なお、外貨証券の内訳は情報開示されていないが、その大半が米国債であると推測されている⁽¹⁹⁾。

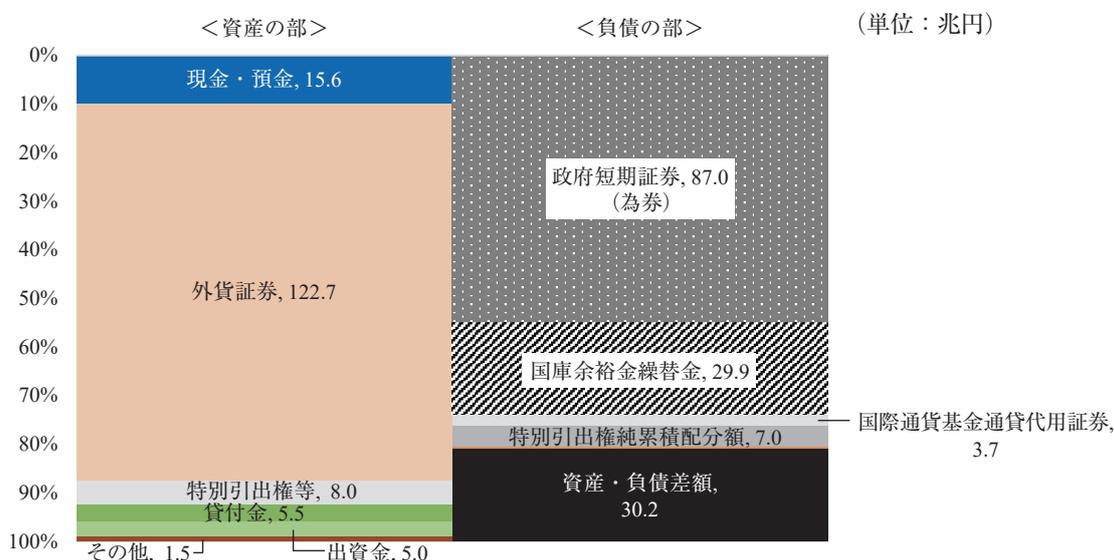
令和 3（2021）年度末の外為特会の BS 上では、資産の部に外貨証券が時価で約 123 兆円、

(18) 藤田勉「急激な円高はなぜ発生したのか」『資本市場』369号, 2016.5, p.33.

(19) 代田純「外国為替資金特別会計と英 EEA—財政と為替介入資金をめぐる日英比較（新規体制下の欧州金融市場）—」『証券経済研究』90号, 2015.6, p.47.

負債の部に政府短期証券（為券）約 87 兆円と国庫余裕金繰替金⁽²⁰⁾約 30 兆円を合わせた短期負債が約 117 兆円、それぞれ計上されている（図 4）。また、いわゆる含み益に相当する資産・負債差額は、約 30 兆円となっている。

図 4 外為特会のバランスシートにおける各項目構成比（令和 3（2021）年度末）



(注) 資産の部に計上されている有価証券は全て外貨証券であるため、項目名を「外貨証券」とした。

(出典) 財務省『令和 3 年度外国為替資金特別会計財務書類』<https://www.mof.go.jp/about_mof/mof_budget/special_account/gaitame/gaitame_zaimu2021.pdf> を基に筆者作成。

Ⅲ 剰余金及び評価損益の発生と一般会計への繰入

1 剰余金が生じる仕組み

外為特会の総資産の約 8 割を占める外貨証券は、満期が 1 年超の中長期債の割合が高く⁽²¹⁾、毎年度、潤沢な利息収入を生み出し、多額の運用益を外為特会にもたらしている。一方、負債として抱えている為券は、昨今の日本の低金利環境もあって、その支払利息は抑制されている。

この構造により、年度ごとの収支では、運用益が支払利息よりも顕著に大きく、その差額が剰余金の源泉となっている（表）。

2 剰余金の一般会計への繰入方法

外為特会の剰余金の一部を政府の一般会計に繰り入れる際、外貨証券からの受取利息は外貨建てであり、直接一般会計へ繰り入れられないことから、繰入相当額の外貨に対応する円貨を為券の発行によって調達している。この時の会計処理上の円と外貨の交換レートは基準外国為

⁽²⁰⁾ 国庫余裕金繰替金は、国庫金の受入と支払のタイミングのずれ等により一時的に発生する余裕金を、現金不足となっている特別会計等に対して一時的に無利子で融通するものである。主に政府短期証券の発行抑制のために行われる（「国庫金の施策」財務省ウェブサイト <https://www.mof.go.jp/policy/exchequer/exchequer_cash_management/>）。実質的に、外為特会の政府短期証券残高には、国庫余裕金繰替金残高を含むと解される（財務省主計局 前掲注(10), p.55.）。

⁽²¹⁾ 令和 3（2021）年度末の財務書類によると、外貨証券の満期別構成割合は、満期が 1 年以下：14.7%、1 年超 5 年以下：42.6%、5 年超：42.6% である（財務省 前掲注(6)）。

表 外為特会における支払利息、運用益、一般会計繰入額等の推移

(単位：兆円)

	平 15	平 16	平 17	平 18	平 19	平 20	平 21	平 22	平 23	平 24	平 25	平 26	平 27	平 28	平 29	平 30	令 1	令 2	令 3
	(2003)	(2004)	(2005)	(2006)	(2007)	(2008)	(2009)	(2010)	(2011)	(2012)	(2013)	(2014)	(2015)	(2016)	(2017)	(2018)	(2019)	(2020)	(2021)
支払利息等	0.02	0.03	0.04	0.32	0.62	0.58	0.21	0.14	0.14	0.15	0.12	0.08	0.03	-0.14	-0.07	-0.04	0.04	0.10	0.08
運用益等	3.78	2.38	3.16	4.16	4.60	3.81	2.93	2.94	2.82	3.26	2.91	2.57	2.48	2.49	2.34	2.82	2.97	2.72	2.23
剰余金	3.65	2.23	2.97	3.53	3.93	3.38	2.92	2.98	2.56	2.85	3.21	3.41	3.12	2.88	2.74	3.02	3.44	2.90	2.30
一般会計繰入	1.42	1.42	1.62	1.63	1.80	2.40	2.85	2.93	1.97	1.93	1.59	1.43	1.66	2.52	1.75	1.79	2.59	1.92	1.42

(注1)「支払利息等」は、支払利息や償還差額補填金等を含む「年度業務費用合計」の値、「運用益等」は外貨証券の受取利息や売買差益を含む「自己収入」の値である。

(注2)「支払利息等」、「運用益等」は各年度末時点の値。「一般会計繰入」は、翌年度一般会計への繰入額。

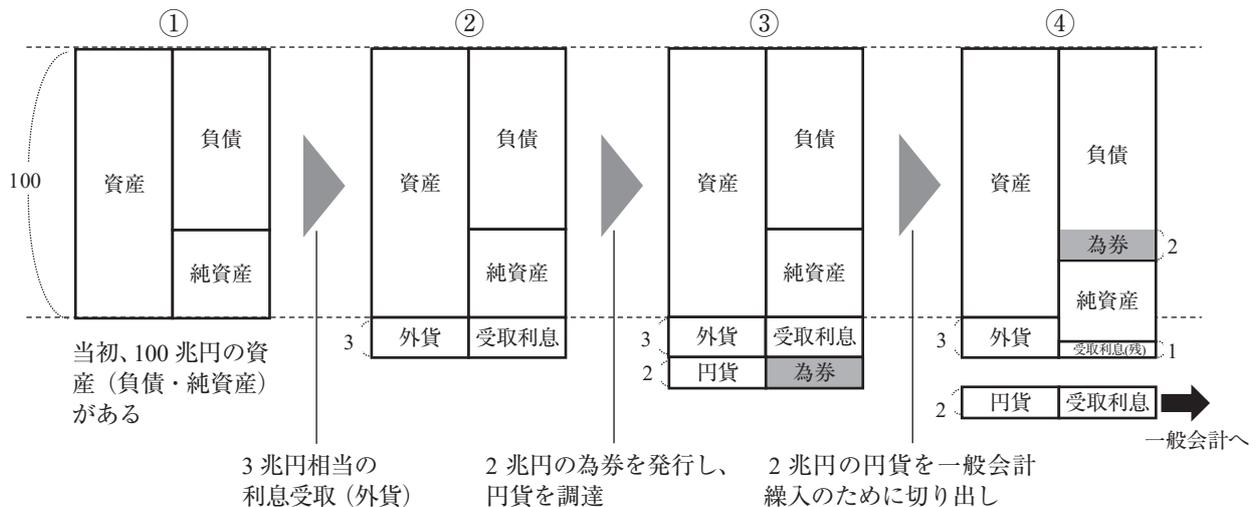
(注3)「支払利息等」のマイナスは、為券発行による利子の受取り等がその他の業務費用を上回ることを意味する。

(出典) 財務省『外国為替資金特別会計財務書類』各年度版;『特別会計決算参照書』各年度版を基に筆者作成。

替相場等⁽²²⁾で、例年、3月の値が用いられる。

その結果、外為特会の歳出には、翌年度一般会計への繰入金相当額が円貨で計上され、BS上は、外貨現金が資産に、一般会計への繰入金相当額と見合った為券が負債として、それぞれ計上されることとなる。例えば、3兆円相当の外貨建受取利息のうち2兆円を一般会計に繰り入れる場合の流れは、図5のようになる。

図5 外貨建受取利息の一般会計への繰入スキーム



(出典) 河上信彦『外国為替資金特別会計制度—今明らかにされるその真相—』文芸社、2016、p.86を基に筆者作成。

3 含み益に関する留意点

外為特会の保有する外貨準備には、主に2つの要因から、含み益が生じ得る。それは、為替が円安になった際の為替差益と、保有する外貨証券の価格が上昇することに伴う差益である。含み益は円ベースで見た資産評価額の増分にすぎず、受取利息を中心とする剰余金とは性質を異にし、その取扱いには留意が必要である。仮にこの含み益を円貨として取り出すとすれば、外貨準備を市場で売却する、含み益を裏付けとして為券を発行して円貨を調達する等の方法が

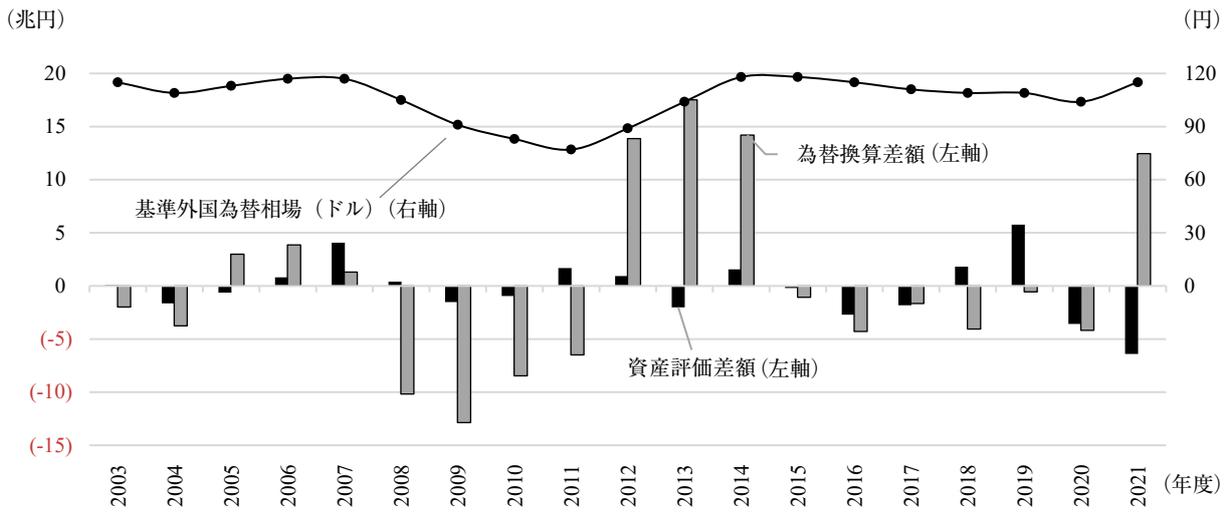
⁽²²⁾ 基準外国為替相場は、円とドルの換算レートにつき、当該月の前々月中における実勢相場の平均値として、財務大臣が日本銀行本店において公示する相場。その他の通貨については、同様に毎月公示される裁定外国為替相場に基づいている。いずれも毎月更新のため、時価に近い評価金額となる。

想定される⁽²³⁾が、現実的ではないとの指摘がある⁽²⁴⁾。

また、含み益は、金融市場の動向次第では、円高の進展や外貨証券の減価により減少したり、含み損（評価損）に転じたりする可能性がある⁽²⁵⁾。

外為特会の資産の為替換算差額（為替変動による評価損益）、資産評価差額（外貨証券の時価の変動による評価損益）の増減及び為替相場の推移は図6のとおりである。このグラフから、円安の進行によって為替換算差額が大きく増加する一方、資産評価差額は相対的には大きな影響を受けていないことが読み取れる。

図6 外為特会における資産の評価損益の増減及び基準外国為替相場の推移



(注) 各年度末時点の値。

(出典) 財務省『外国為替資金特別会計財務書類』各年度版等を基に筆者作成。

IV 外為特会の抱える課題

1 円貨への直接変換が困難

外為特会の資産及び毎年の受取利息は大半が外貨であり、これを一般会計で活用する際には外貨の円貨への転換（いわゆる円転）が必要となるが、外為市場での換金は難しく、為券の発行による円貨調達に依存している。その理由は、外為市場で外貨の円貨への転換（ドル売り）を行うと、為替操作との批判を受けるおそれがあるため⁽²⁶⁾であり、また、財務省も、実際にドル売りを行うと相場にも大きく影響を与えかねない⁽²⁷⁾としている。

23 木内登英「円安による外貨準備の含み益を埋蔵金として活用することは可能か」『木内登英の Global Economy & Policy Insight』2022.12.1. 野村総合研究所ウェブサイト <<https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/lst/2022/fis/kiuchi/1201>>

24 「外貨の含み益 財源に？」『朝日新聞』2022.11.1.

25 ただし、特別会計に関する法律には、評価損が計上された場合の資金注入は規定されておらず、単に「外国為替等の価額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ものとする」（第79条）とされている。また、為替相場が大幅な円安にならない限り、政府が外貨建資産を売却する可能性は低く、外為特会の評価損の議論は意味がないとの指摘もある（「外為特会「赤字」20兆円 円高進み評価損拡大」『日本経済新聞』2011.8.20.）。

26 岸田文雄首相は外為特会の保有する外貨資産の売却について、「財源確保のために外貨を円貨に替えるのは、実質的にドル売り・円買いの為替介入そのもの」であり、為替介入は「国際的な合意において、過度な変動や無秩序な動きへの対応のために行われるものとされており、この面からも適当でない」と答弁している（第210回国会衆議院予算委員会議録第3号 令和4年10月18日 p.37.）。

27 『朝日新聞』前掲注24

なお、為替介入に関する国際的な合意としては、7か国財務大臣・中央銀行総裁会議（G7）の2017年の共同声明⁽²⁸⁾がある。同声明では、為替介入は原則として認められないが、為替レートの変動や無秩序な動きを抑えるためであれば例外的に対処する余地がある、という趣旨の認識が示されている⁽²⁹⁾。

また、米国では、米財務省が毎年、他国の為替操作の有無に関する報告書を議会に提出し、各国の為替介入状況を監視しており⁽³⁰⁾、不当な通貨安誘導を行った国に対しては「為替操作国」と認定して制裁を発動する仕組みがある⁽³¹⁾。

2 内外金利差が縮小するリスク

外為特会の年度ごとの利益は、主に、米国債等の外貨証券の受取利息が大きく、為券の支払利息が小さいこと（内外金利差）によってもたらされている。令和3（2021）年度においては、外貨証券等の運用収入は約2.1兆円、運用資産利回り1.56%である⁽³²⁾のに対し、為券の支払利息は約-0.1兆円、利率は推計で約-0.1%である⁽³³⁾。

このことは、仮に内外金利差が縮小、すなわち、日本の金利が上昇又は外国の金利が下落すれば、それはすなわち剰余金が減少する可能性が高いことを意味する。

日本では、特に日本銀行の大規模金融緩和以降、低金利が定着し、為券の支払利息は抑制されているが、もし利上げが行われれば、利払費は上昇することが見込まれる⁽³⁴⁾。また、外国で利下げ等が行われれば、外貨証券の利回りが下落し、受取利息が減少することが見込まれる。

3 評価損が生じるリスク

外貨証券には、円高の進展や証券の価格下落（利回りの上昇）により、評価損が生じるリスクがある。外為特会の保有する外貨証券は満期保有目的ではない⁽³⁵⁾ため、評価損が生じている場合、売却により実損が生じる可能性がある。

(28) 「7か国財務大臣・中央銀行総裁会議声明（仮訳）（2017年5月12-13日 於：イタリア・バーリ）」財務省ウェブサイト <https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/convention/g7/cy2017/g7_170513.htm>

(29) 「為替安定 G7 言及なく 共同声明 円安対策に厳しさ」『日本経済新聞』2022.4.22; 木内登英「異例尽くめの為替介入の背景には何があるのか」『木内登英の Global Economy & Policy Insight』2022.10.26. 野村総合研究所ウェブサイト <<https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/1st/2022/fis/kiuchi/1026>>

(30) 赤平大寿「米国が懸念する為替操作とは：為替操作と通商協定（前編）」『地域・分析レポート』2022.10.26. ジェトロウェブサイト <<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/2022/12f40b9fade3bf0b.html>>

(31) 関志雄「人民元問題を巡る米中の攻防 一急がれる「完全変動相場制」への移行―」『野村資本市場クォーターリー』2017 Summer, p.2. <<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017sum12web.pdf>>; 「日本の為替政策「監視」米、円売り介入けん制」『日本経済新聞』2016.4.30, 夕刊。

(32) 「附属明細書3 区分別収支計算書の内容に関する明細」財務省 前掲注(6)

(33) 令和3（2021）年度末の貸借対照表及び業務費用計算書では、為券残高が86兆9821億7000万円、支払利息が-1016億6300万円（支払利息がマイナスであることは、利子の受取りを意味する）である（財務省 同上）。便宜、これらの値を用いて為券の利率を計算すると、約-0.11%となる。

(34) 例えば、令和3（2021）年度末の外為特会の短期借入負債約117兆円に対し、仮に国庫余裕金の繰替えがなく、為券金利が1%に上昇した場合、他条件が不変であれば、支払利息は現行から約1.2兆円増加して1.17兆円となり、剰余金は約2.3兆円から約1.1兆円に減少すると試算される。

(35) 外為特会財務書類の附属明細書によれば、保有する外貨証券は全て「満期保有目的以外の有価証券」である（財務省 前掲注(6)）。

金利平価説に基づくと、理論上、長期では受取利息の総額と為替評価損の総額はバランスするはずであるが、過去20年を顧みれば、少なくとも外為特会ではこの説は該当しない⁽³⁶⁾。

なお、外為特会では、保有外貨資産に発生し得る評価損に備え、毎年度の剰余金の一部を外國為替資金へ組み入れている。中長期的には保有外貨資産残高の100分の30の水準まで組入累計額が達することが望ましいとされているところ、組入金額の累計は、令和3(2021)年度末で約28.2兆円(保有外貨資産残高の約18.6%)にとどまっていることから、毎年度の剰余金の30%以上を外國為替資金へ組み入れ、組入累計額の保有外貨資産残高に対する割合を中長期的な必要水準に向け高めていくことを基本としている⁽³⁷⁾。

4 為券の増発・蓄積という構造的な問題

(1) 問題の構造

外為特会の有する構造的な問題として、為券の増発・蓄積がある。本来、為券は政府が短期のつなぎ資金を調達するための証券で、数か月から1年後には満期償還される性格のものである。しかし外為特会では、一般会計繰入等のために、外貨建資産の見合いとして常態的に為券を発行して円貨を調達してきた結果、為券及び国庫余裕金繰替金を合わせた短期負債残高が100兆円以上⁽³⁸⁾も積み上がり、継続的な借換え(ロールオーバー)がなされている⁽³⁹⁾。巨額の短期負債は、日本の金利上昇時に支障を来すのではないかとの指摘は多い⁽⁴⁰⁾。

(2) 積立金制度の廃止による為券残高の抑制

平成22(2010)年度に行われた行政刷新会議の事業仕分けにおいてもこの点が問題視され、為券残高抑制のため、①約20兆円の積立金を見直し、中長期的には為券の償還に充て、資産・負債両サイドを減らす、②剰余金の一般会計への繰入れにつき一定のルールを定める、③外貨運用益が出るたびに為券を発行して円を調達するという構造を解消する、の3点が指摘された⁽⁴¹⁾。

⁽³⁶⁾ 金利平価説とは、どの通貨で資産を保有しても収益率が同じになるように為替レートが決定されるとする説のことである(小黒一正「メディアが見落としている円安の正体」『Wedge ONLINE』2022.10.26。<<https://wedge.ismedia.jp/articles/-/28320>>)。その場合、高金利国の通貨は減価する。この説に基づくと、理論上、同じ満期の円とドルの金利の間には、「ドルの金利-円の金利=円のドルに対する予想増加率」の関係が成立する。すなわち、左辺が正(ドル金利が高く円金利が低い。)であれば、右辺も正(ドルに対して円高になる。)となる。この式の左辺は、外為特会の毎年度の剰余金、右辺は為替評価損の増分に相当する。為替相場は短期では攪乱要因が多いため、十分な長期でこの式が成立すると想定するならば、現行の外為特会では、左辺の剰余金のみを毎年取り出して一般会計に繰り入れる一方で、右辺の評価損はBS上に放置していることになり、債務超過を引き起こすとの批判がある(熊倉正修『日本の外国為替市場介入と外貨準備管理の問題点』2012, p.4。<https://www.jsmeweb.org/ja/study_group/international_monetary/pdf/thesis_kumakura.pdf>)。ただし、実務上は、金利平価説とは全く逆に、高金利国の通貨が増価する傾向がある。これは「UIP(カバーなし金利平価説)パズル」と言われ、現在のファイナンスの理論では十分説明できないとされている(安達誠司「マネタリーモデルによる為替レート決定理論の試み―「ソロスチャート」再考―」『証券経済研究』93号, 2016.3, pp.1-13.)。

⁽³⁷⁾ 財務省主計局 前掲注(10), p.60。

⁽³⁸⁾ なお、為券の発行限度額は、毎年度の予算によって決められており、令和5(2023)年度は195兆円である。財務省理財局 前掲注(15), p.133。

⁽³⁹⁾ 熊野英生「残されている為替介入の構造問題～膨張したバランスシート～」『Financial Trends』2005.10.20, p.2。第一生命経済研究所ウェブサイト <https://www.dlri.co.jp/pdf/macro/04-14/k_0510g.pdf>

⁽⁴⁰⁾ 「防衛強化で頼る外為特会に矛盾 剰余金活用なら借金膨張 手持ち外貨売れず円調達(国費解剖)」『日本経済新聞』2023.2.26; 熊倉 前掲注(36), p.7。

⁽⁴¹⁾ 「行政刷新会議 事業仕分け詳細と評価結果 A-20:外国為替資金特別会計」2010.10.30。内閣府ウェブサイト(国立国会図書館インターネット資料収集保存事業(WARP)により保存されたページ) <<https://warp.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/3486501/www.cao.go.jp/sasshin/shiwake3/details/2010-10-30.html#A-20>>

積立金について、かつて、外為特会には、為替差損等で特会が債務超過とならないよう、毎年度の剰余金の一部を原資として積み立てる積立金制度が存在していた。しかし、平成24(2012)年12月の第2次安倍晋三政権発足後、平成25(2013)年には、特別会計に関する法律(平成19年法律第23号)が改正され、為券残高の抑制のために、この積立金制度は廃止された⁽⁴²⁾。

それまで、積立金制度の下では、保有する外貨債券から利子収入等(外貨建て)が生じても、それを円転することなく、ネットの利子収入に見合った金額の為券を円建てで発行していた。そして、為券の発行を通じて調達された資金の一部が積立金に、残りが一般会計繰入に充てられていた⁽⁴³⁾。一方、外貨債券の利子収入(外貨建て)は、その全てが外貨資産に再投資されていた⁽⁴⁴⁾。また、外為特会の積立金(円建て)は、その全額が財政投融资特別会計(正確には財政融資資金)に長期で預託されていた⁽⁴⁵⁾。

このような対応が行われていた背景には、外国通貨建ての収益金は、円ベースで表示されたもの(「円貨代わり金」)でなければ、外為特会の歳入に計上することができないと法律(特別会計に関する法律第73条第1号イ)で定められていたことがある。

しかし同法改正により、為券残高を膨張させやすい構造となっていた積立金制度は廃止され、代わって、毎年度の剰余金の一部が外国為替資金に(外貨のまま)組み入れられることとなり、それに相当する部分の為券発行が抑制されることとなった⁽⁴⁶⁾。

V 外為特会の健全な運用に向けて

前述のとおり、現在の外為特会では、為替や金利の変動によって外貨準備に評価損が生じるリスクをカバーするため、毎年度、外国為替資金に剰余金の一部を組み入れている。

ただし、外為特会の問題の核心は、剰余金等の外貨建資産を一般会計等の財源に活用する際、円貨調達のために為券を発行しなければならないこと、言い換えれば、同特会が保有している外貨証券から生じる運用益を円転することができないという点にある。このことが、外為特会のBS上に巨額の外貨資産と為券を積み上げ、為替変動や金利上昇に対する脆弱性を高めている。

他方、これらのリスクを軽減し、外為特会の剰余金等をより安全に活用するための方法がないわけではなく、一部については既に政府による取組が行われ、また、有識者からは試論等も示されている。それらの方法について、以下で紹介する。

(42) 事業仕分けにおける評価等を踏まえ、平成24(2012)年1月に「特別会計改革の基本方針」が閣議決定された。これを受け、第180回国会に「特別会計に関する法律の一部を改正する法律案」(閣法第63号)が提出されたが、同年11月の衆議院解散に伴い廃案となった。同年12月の第2次安倍内閣発足後、特別会計の見直しについては、新たに設置された行政改革推進会議等において議論され、その後、第185回国会に「特別会計に関する法律等の一部を改正する等の法律案」(閣法第13号)が提出され、平成25(2013)年11月、特別会計に関する法律等の一部を改正する等の法律(平成25年法律第76号)が成立した(『図説日本の財政 平成26年度版』財経詳報社、2014、p.295.)。

(43) 熊倉正修「我が国の通貨政策と外国為替資金特別会計」『国際金融』1271号、2015.4.1、pp.82-88。

(44) 同上

(45) 熊倉正修「日本の金融通貨政策と財政ファイナンス」『駒大経営研究』47(3・4)、2016.3、p.60。<<http://repo.komazawa-u.ac.jp/opac/repository/all/35802/rke047-3-01-kumakura1.pdf>>

(46) 法改正の結果、特別会計に関する法律第80条は、「外国為替資金特別会計において、毎会計年度の歳入歳出の決算上剰余金を生じた場合には、当該剰余金のうち…(中略)…同会計の健全な運営を確保するために必要な金額を、外国為替資金に組み入れるものとする。」との表記に改められた。

1 政府の外国送金に伴う外貨準備の活用

政府が実際に行っている手法として、外貨による国庫金の送金がある。平成 19（2007）年度以降、国際機関への拠出金や一部の防衛装備品の購入等⁽⁴⁷⁾で、国庫金を外貨建てで送金する際に、外貨準備を直接用いるという運用⁽⁴⁸⁾が開始された⁽⁴⁹⁾。これは、政府が負担する両替手数料分のコストの削減を主目的としたものであるが、結果的に、外貨準備を市場における実勢レートで円転することができる。

なお、平成 22（2010）年度の行政刷新会議の事業仕分けでも、政府が外貨で支払う必要のある支出に関しては、可能な範囲で外貨準備をドルのまま支払に使用している旨が説明されている。ただし、この方法による外貨活用の規模は大きくはなく、平成 20（2008）年度決算においては、当該金額は約 0.7 兆円であった⁽⁵⁰⁾。

2 外為特会の外での円転

元財務省為替資金課長の河上信彦氏は、外為特会の外での円転を提案している。

具体的には、現行制度上、為券の金利部分の償還については、金利相当額の円貨を外為特会から国債整理基金特別会計（以下「国債整理基金特会」）へ繰り入れて償還に充てているが、これを外貨で繰り入れるという運用に変更し、国債整理基金特会が為券償還のためにその外貨を市場で円転するという方法である。

この手法であれば、外国為替資金が取得した外貨収益の一部を国債整理基金に引き渡すだけであり、外国為替資金が為替介入を行うことを回避できるとしている⁽⁵¹⁾。

3 輸入企業等への外貨準備の貸与

第一生命経済研究所の熊野英生氏は、外貨準備の含み益を利用した物価高対策を提唱している⁽⁵²⁾。

具体的には、ドル建てで資源等の輸入を行う事業者に対して、輸入代金を外貨準備の中から貸し付け、後日、円資金で返済を受けるというものである。この方法であれば、政府が為替介入目的でドル資産を売却していることにはならず、為替介入なしに外貨準備の含み益を実現できる。このとき、貸付けの換算レートを時価よりもやや円高に設定すれば、事業者は安く資源を調達でき、消費者にも安く販売できるため、物価高対策になるとしている。

(47) 下鶴毅「国庫金の外国送金に伴う外貨調達コストの削減について」『ファイナンス』498号, 2007.5, pp.49-53.

(48) 具体的には、日本銀行が国庫金を外為特会の保有外貨と手数料なしで両替し、両替して調達した外貨を民間銀行に渡して送金を依頼する。

(49) 財務省主計局 前掲注(10), p.57; 「国庫金の施策」前掲注(20)

(50) 内閣府行政刷新会議事務局「行政刷新会議ワーキンググループ「事業仕分け」WG-A」2010.10.30, pp.9, 26. <<https://warp.ndl.go.jp/info:ndl.jp/pid/3486501/www.cao.go.jp/sasshin/shiwake3/details/pdf/1030/gijigaiyo/a-20.pdf>>

(51) 河上信彦『外国為替資金特別会計制度—今明らかにされるその真相—』文芸社, 2016, pp.423-426. なお、同書では、一般会計等が必要に応じ円貨を売却し外貨を獲得することは当然に行われていることであり、為替介入ではなく、外貨支払の必要に応じて歳出予算により所要の外貨を取得しているにすぎないとしている（同, p.446.）。

(52) 熊野英生「コラム：外貨準備の含み益利用した物価高対策、国民への利益還元」2022.7.22. ロイターウェブサイト <<https://jp.reuters.com/article/column-hideo-kumano-idJPKBN2OX0F0>>; 同「物価対策のための錬金術～原油・電気ガス・小麦価格を下げる方法～」『Economic Trends』2022.9.2. 第一生命経済研究所ウェブサイト <<https://www.dlri.co.jp/files/macro/202786.pdf>>

難点としては、円高・ドル安の圧力を生じさせるという点が挙げられている⁽⁵³⁾。これは事業者が本来、輸入代金に充てるはずのドル調達が一時的に減少するからであり、為替市場の需給に対する配慮が必要であるとしている。

おわりに

外為特会における外貨準備の大半は米国債を始めとする外貨証券で運用されており、内外金利差が大きいことから、毎年度2～3兆円規模の剰余金が発生している。このため、経済・財政政策の財源として期待する声も多い。

一方、外貨準備は、①円高局面で為替差損が生じる、②外貨証券の利回りが上昇し価格が下落すると評価損が生じる、③内外金利差が縮小すると受取利息の純額（受取利息から支払利息を差し引いたもの）が減少し、剰余金が減少する等のリスクを内包している。また、巨大な資産残高の見合いとして、為券の残高が継続的に増加するという構造も問題である。

外為特会は為替相場における円の価値の安定を主眼として設けられたものであり、受取利息はその副産物であるとの見方ができる。また、支払利息と受取利息との乖離が内外金利差に起因しているということは、本来、日本で1990年代末から続いてきた低金利政策が採られていなかった場合に、国内預金者が獲得するはずであった利子収入や、政府が得るはずであった日銀からの国庫納付金が、特別会計という別ルートで実現しているにすぎないとも考えられる⁽⁵⁴⁾。

コロナ禍を経て、内外金利差が大きく拡大するとともに円安も進行し、外為特会においては多額の剰余金が発生しやすい状況が続いている。ただし外国為替資金は金融市況の動向に左右されるため不確定要素も多く、本来安定財源になりにくい。今後は、剰余金や含み益の安全・有効な活用を検討しつつ、将来的な内外金利差縮小や円高による評価損のリスクにも引き続き一層配慮していくことが求められよう。

(ひろせ じゅんや)

53 熊野「物価対策のための錬金術～原油・電気ガス・小麦価格を下げる方法～」同上, p.2.

54 渡瀬 前掲注(13), p.41.