日本の通貨政策とその問題点*

大阪市立大学　大学院経済学研究科
熊倉正修

初稿：2012 年 7 月 16 日
本稿：2012 年 8 月 25 日

要約

一国の通貨当局が外国為替市場介入を行うと公的外貨準備の残高や通貨構成が変化するため、為替介入と外貨準備管理は不可分の関係にある。しかし近年の日本では円売り一辺倒の為替介入によって外貨準備が急増し、巨額の為替差損が発生している。また、為替介入に係る資金を管理するために設置された外国為替資金特別会計が他の政府会計に資金を融通する窓口の性質を帯び、為替介入の有無によらず政府の短期債務が累増するしくみが定着してしまっている。政府財政の維持可能性が問われる中、現行の制度を放置することはきわめて危険である。

民主主義国において適切な政策運営が行われるためには、主権者である国民から政治家、政治家から個々の官庁やそれに属する官僚に至る各段階において権限の委任と責任の関係を明確化し、その執行状況を外部から監視して修正を求めることが必要である。しかし今日の日本の通貨政策に関してはこれらのメカニズムが適切に機能しておらず、政策担当者が場当たり的に行動することが可能になっている。本稿では変動為替相場制の採用国において適切な通貨政策が行われるためにどのような制度的環境が必要となるかを分析し、それをもとに日本の通貨政策の問題点とその解決策を検討する。

キーワード：外国為替市場介入、公的外貨準備、外国為替資金特別会計、ガバナンス

* 本稿の執筆に当たり、石井記念証券研究奨励財団から研究助成金の支給を得た。記して感謝したい。

1. はじめに

ここ数年、日本政府の外国為替市場介入が再び活発化している。野田佳彦現首相は前職の財務大臣時代に約 7.3 兆円のドル買い介入を行い、後任の安住淳氏も 2011 年 10 月末から 11 月初めにかけて約 9.1 兆円のドル買い介入を実施した。安住氏はその後も介入に意欲的な発言をくり返し、平成 23 年度の補正予算において介入資金の調達源である外国為替資金証券（為券）の発行枠を二回に渡って引き上げている。

しかし日本では円売りに偏った為替介入によってすでに公的外貨準備が未曾有の規模に膨れ上がり、しかもそれらに巨額の為替差損が生じている。また、為替介入に係る資金を適切に管理するために設立された外国為替資金特別会計（外為特会）が次第に他の政府会計に資金を融通するための窓口の性質を帯び、介入の有無によらず為券が発行されて政府債務が累積するしくみが定着してしまっている。

ある国の通貨当局が為替介入を実施すると、その国の公的外貨準備の残高や通貨の構成が変化する。したがって為替介入と外貨準備の管理は表裏一体の関係にあり、両者が整合的に運営される必要がある。諸外国の中には中央銀行が為替介入と外貨準備管理（以下、これらをまとめて通貨政策と呼称）を金融政策とともに包括的に運営している国が多いが、日本を含む一部の先進諸国では政府の一部局である財務当局がそれらに強い影響力を保持している。

日本の場合、単に政府が通貨政策の決定権を握っているだけでなく、担当者に為替介入と外貨準備管理の整合性を確保させるしくみが欠落しており、外為特会の特殊な会計制度によってアドホックな為替介入や不適切な外貨準備の運用が助長されている。現行の通貨政策が放置された場合、財政の健全性がますます損なわれるだけでなく、金融政策に好ましくない影響が及ぶ可能性も考えられる。本稿では変動相場制の採用国において適切な通貨政策が運営されるためにどのような制度的環境が必要となるかを考え、それを手がかりとして現行の日本の通貨政策の問題点とその克服策を検討する。

本稿の構成は以下の通りである。次節では現代の代議制民主主義国において適切な政策が行われるための要件を整理し、通貨政策を中央銀行が担当する場合と政府が担当する場合のメリットとデメリットを比較する。第三節では、日本の通貨政策の制度的枠組みを確認し、過去の為替介入と現行の外為特会の問題点、その金融政策への含意を分析する。第四節では、主要先進諸国の通貨政策をレビューし、これらの国々と日本の政策の違いの背景要因を分析する。これらの分析を踏まえ、第五節では今後の日本の通貨政策の向かうべき方向を考え、それを実現するためにどのような制度改革が必要となるかを論じる。最終節は本稿のまとめである。

2. 代議制民主主義国における政策のガバナンス

日本も含め、現代の民主主義国家は国民が直接政治に参加する直接民主主義ではなく、選挙によって選ばれた政治家が立法や行政を主導する代議制民主主義を基礎としている。一人一票の原則にもとづく普通選挙は代議制民主主義の基本的要件の一つだが、政治家や候補者に次期の選挙を意識させ、目先の集票効果の高い政策に傾斜させる傾向を生む。また、普通選挙には各投票者の利害や選好の強弱が反映されない、投票権を持たないステークホルダーの意見が無視されるといった問題も存在する。最後に、現代の民主主義国家における政府の活動領域が多岐に渡ることから、政治家の役割は法律や政策の概要を決定することにとどまり、その細目の決定や施行は直接国民の負託を受けていない行政スタッフによって担われている。

図 1 は代議制民主主義の代表例である議院内閣制と大統領制の下で、政治（政策）の権限がどのように委任され、それに伴ってどのような責任の関係が生じるかを示したものである。日本のような議員内閣制国家の場合、主権者である国民は立法府のメンバーである国会議員だけを選出し、国会において多数派を占めた政党が中心となって行政府の司令塔である内閣を組織する。議員内閣制の下では立法府と行政府が部分的に融合しているが、国会と内閣の間にも原理的には委任と責任の関係が存在する。内閣のメンバーは主要官庁の長として行政の実施部門を指揮するが、政策運営に関する権限は各省庁の組織の中で順次委譲されてゆく。

一方、大統領制国家の場合、国民は立法府の構成員（国会議員）と行政府長（大統領）をそれぞれ独立に選出する。したがって立法府と大統領はいずれも国民に対して直接的な責任を負っており、議院内閣制に比べると立法府と行政府の独立性が強い。行政の実施部門である個々の官庁は組織上は大統領の指示系統に属するが、これらの機関は立法府が定めた法律の実施部門でもあり、議会に対しても直接的な責任を負っている。

ところで、一国の構成員（これらには国民や企業だけでなく上記の政治機構も含まれる）はそれぞれ独自の利害関係を持っており、単に国民（本人）が議会や大統領（代理人）に、あるいは内閣や大統領（本人）が官僚（代理人）に権限を委譲しただけでは、代理人が本人の希望通りに行動することは保証されない。そこで、本人は代理人に権限を委譲する際に希望する政策の大要を明示し、代理人に定期的に政策の運営状況を報告させて責任をとらせる必要がある。図 1 において実線で繋がれた矢印はこのような委任と責任の関係を表している。以下では、これらの関係が適切に機能していること、あるいはそれらを適切に機能させるしくみが存在することを狭義のガバナンスと呼称する。

なお、大統領制の下では上述のように行政の実施部門と立法府や行政府長の関係が複線的になっているが、このことにはメリットとデメリットが存在する。大統領制の下では各行政局が大統領府だけでなく議会の監視の下にも置かれているため、恣意的な政策運営を行う余地は狭められる。たとえば、ある行政局長が一国全体にとって望ましくないが大統領が希望する政策を追求すると、議会の批判に晒される可能性があるため、そのような政策は実施されにくくなる。一方、大統領が国益に適う政策を指示しても、議会の構成員がそれと異なる選好を持っている場合、適切な政策をタイムリーに実施することが難しくなる。このことは日本の金融政策や通貨政策をアメリカなどの政策と比較する際に留意すべき点である。

次に、普通選挙の下で一国全体にとって望ましくない政策が選択される可能性があることを、上述した職業政治家の制約の問題と併せて論じておこう。図 2 では三つの政策を考え、一人一票の原則の下でそれらの政策を推進する政治家が当選できるか否かを考えている。いずれのパネルにおいても、横軸が国民（投票者）の人数の比率を、縦軸が個々の国民が当該政策から得る便益の大きさを表している。

例（1）の政策は、国民の 6 割に比較的小さな損失をもたらし（L）、残りの 4 割に比較的大きな便益を発生させる（G）。一国全体の純益が正であるため（$B>A$）、この政策は実施されるべきである。しかし 6 割の国民が反対することから、この政策を推進する政治家は当選できず、それは実施されないままに終わる。これが標準的な中位投票者モデル（median-voter model）の教えるところである。この例の問題点は、国民の意見を集約する際に各人の便益の大きさを考慮に入れるべきであるにも関わらず、一人一票の原則がそれを許さないことにある。

しかし現実の選挙においては、上記とは異なる理由によって望ましい政策が棄却されたり、不適切な政策が採択されたりする可能性もある。例（2）の政策は、国民の 1 割に大きな損失を与え、残りの 9 割に小さな利益をもたらす。利益の総和が損失の総和を上回っているため、この政策は採択されるべきである。また、正の便益を得る国民の数が負の便益を得る国民の人数を大幅に上回っているため、標準的な中位投票者モデルの下でこの政策は採択される。

しかし現実の選挙における立候補者は必ずしも単一の政策の推進や阻止を目指して政治家になろうとするわけではなく、有権者もすべての政策から受ける損益を逐一考量して投票に臨むわけではない。たとえば例（2）において、個々の有権者が自らの利得が絶対値で x を超える政策だけに関心を持つとしよう。その場合、有権者の 1 割がこの政策に強く反対し、残りの 9 割は関心を持たないため、政治家はこの政策を阻止する側に回る可能性が高い。

上記のメカニズムは日本において農業人口の減少にも関わらず農業保護が持続し

ている理由としてしばしば指摘されるが、通貨政策について考える上でも有用である。後述するように、近年の日本の為替介入の大半は円売り・ドル買い介入であり、単なる為替レートの安定化政策と言うより、円安誘導（ないし円高阻止）による輸出振興策の色彩を強めている。円高は輸出依存型の製造業にとっては深刻な減収要因であるが、同時に輸入品の価格下落を通じて国民の実質所得を高める効果も持つ。しかし円高のマイナス効果が一部の生産者に集中するのに対し、そのプラス効果は多数の国民に広く浅く行き渡る。したがって後者の効果は実感されにくく、政府の為替政策にも反映されにくい傾向がある。

最後に、例（3）の政策は国民の 6 割に大きな損失をもたらし、残りの 4 割に比較的小さな便益をもたらす。*A* の面積が *B* の面積を上回るため、この政策は実施されるべきでない。また、損失を被る国民の数が利益を得る国民の数を上回るため、標準的な中位投票者モデルの下でこの政策は棄却される。しかし、もし損失を被る国民の一部ないし全員が選挙権を持たない未成年者だったとすると、政治家はこの政策を推進してしまうかも知れない。

上記のようにある政策に利害関係を持つ国民の一部が投票から排除されることによって生じる選択の歪みは、日本の年金制度や公的医療制度が若年層から高年層への所得移転装置の色彩を強めている理由としてしばしば指摘されている。しかし上記のメカニズムは通貨政策を分析する上でも有用である。後述するように、現行の外為特会は実質的に政府が短期債を発行して経常経費を賄うための窓口と化しており、その負担は将来世代に転嫁されている。しかしこれらの世代は必ずしも選挙を通じて意見表明を行う機会を与えられていない。

図 2 に示した政策の歪みは普通選挙にもとづく代議制民主主義において本質的な問題である。このことは図 1 において国民が議会や大統領に求める政策（ないし国民が選出する政治家）がそもそも一国の長期的繁栄にとって最適なものだとは限らないこと、したがって上述した本人・代理人間の委任と責任の関係を明確化するだけでは適切な政策が実施されない可能性があることを示唆している。この問題に対する完全な解決策は存在しないが、まったく打つ手がないかというと必ずしもそうではない。

ここで具体的な例として、図 1（a）における行政機構が財務省などの財務当局だとして、財政赤字が拡大しているにもかかわらず、政治家の集合である国会や内閣が次期選挙を意識してそれを続けることを望んでいるとしよう。民主主義の原則の下では財務当局（の職員）は内閣や財務大臣の意向に忠実に従えばよいが、それでは近い将来に財政破綻が発生し、誰にとっても望ましくない結果になってしまう。その場合、財務当局は財政状況に関する情報を積極的に国民に開示し、財政危機が近づいている

ことをアピールすべきだろう[1]。また、二院制を採る国の場合、選挙による議員行動の制約が相対的に小さい上院に財政関連委員会を設けるなどして、下院や内閣のポピュリスト的行動を牽制するのも一案である。

図 1（a）の議員内閣制のケースにおける点線は、上記の狭義のガバナンスに含まれないコミュニケーションやモニタリングの関係を表している[2]。このように直接的な本人・代理人関係をバイパスして政策のアカウンタビリティーを高めるためのしくみの例としては、各種の情報公開制度や上述の上院委員会、各種の諮問委員会や評価委員会、そしてパブリック・コメント制度などが挙げられる。以下ではこれらのしくみが存在していることやそれらが機能していることを広義のガバナンスと呼称する。

次に、中央銀行を上記の枠組みの中に位置付けてみよう。一国の行政機構の中で中央銀行はやや特殊な性質を持つ機関だが、立法府や行政府の負託を受けて特定の政策を担当しているという点で他の官庁と本質的な違いがあるわけではない。しかし 1980 年代まで多くの国々の中央銀行は財務当局の強い影響下に置かれ、金融政策の決定に関する十分な裁量権を与えられていなかった。財務当局はしばしば政治家から目先の景気浮揚と健全な財政の維持という相矛盾する使命を担わされ、財政政策より金融政策による景気対策を選好する傾向があった。そしてその結果、過剰な金融緩和によって物価の安定が損なわれたり、選挙のサイクルとともに景気や物価が変動したりする弊害が生じていた。図 3（a）はこの時代の議員内閣制国家における金融政策の委任と責任の関係を描いたものである。

1990 年代に入って上記の問題が広く認識される中、多くの国々において中央銀行の独立性を強化し、政治的な圧力から金融政策を守る試みが行われるようになった。日本においても 1997 年に日本銀行法が抜本的に改訂され、内閣による日銀役員罷免権や大蔵大臣（現財務大臣）の日銀監督権に関する条項が削除されるとともに、金融政策を決定する政策委員会から政府代表委員が排除された。図 3（b）は今日の議員内閣制国家において典型的に見られる関連機関の関係を表し、日本もおおむねこのケースに該当する。

ただしここで注意すべきなのは、中央銀行の独立性とはあくまでも相対的なものであり、どの国の中央銀行であっても政治家や財務当局の圧力から完全に開放されているわけでないことである。たとえば、日銀の政策委員会の委員は内閣が両議院の同意を得て任命するものとされており、政治家が自らの希望と相容れない委員を排除する

[1] 我が国の財務省は自省のホームページや出版物などを通じてこのような活動を行っている。

[2] 大統領制の下でも程度の差はあれこのような関係が必要となるが、ここでは図が煩雑にならないように省略している。

道を残している。また、現行の規定の下でひとたび選出された委員が罷免されることはないが、政治家が日銀の金融政策に不満を持つ場合、総裁に国会への出席を求めるなどして圧力をかけることは可能である。

本来、一国の財政政策と金融政策は相補的な関係にあり、財政当局と中央銀行が対等のパートナーとして両者のベスト・ミックスを追求することが望ましい。しかし図3（b）のように財務当局が相対的に政治家（議会や内閣）に近い立場にあり、かつ後者の意向に沿って行動している場合、中央銀行の立場はどうしても弱くなる[3]。たとえば、財務当局が放漫財政を続けて政府債務の返済可能性が疑われた場合、国債のリスク・プレミアムが上昇して市場金利が急騰する。すると中央銀行は望むと望まざるとに関わらず市中に滞留する国債を大量に買い入れて金利の引き下げに努めざるを得ず、金融政策が財政政策に従属する fiscal dominance が生じてしまう。

中央銀行が政治家や財務当局の圧力に対抗しにくいことには他の要因も作用している。一般に、多くの行政官庁は財務当局と実質的な意味で対等な関係にはなく、予算の配分や監査などを通じて後者の影響を受けやすい立場に置かれている。中央銀行には通貨発行益という独自の財源が存在するため、他の行政機関のように予算配分を求めて財務当局や政治家に阿る必要はない。しかし、逆に中央銀行は通貨発行益を原資として国庫に貢献することが期待されており、そのことが財務当局や政治家が中央銀行の運営に関心を抱く一つの理由になっている。たとえば、日銀の毎会計年度の予算と決算は財務大臣の認可事項とされており、支店や事務所の設置といった組織運営上の基本的事項ですら独自に決定することを許されていない[4]。これらの規定は財務当局やその背後にいる政治家に日銀の政策に間接的な影響を与える道を与えているだけでなく、日銀に国庫への貢献を意識した組織運営や金融政策を行わせるための装置としても機能している。

もちろん、一国の中央銀行のバランスシートや決算収益は民間金融機関のそれとは異なる意味を持っており、一時的に債務超過や赤字決算に陥ったからといって倒産する訳ではない。しかし多くの国々の中央銀行は自行の財務状況が悪化して国庫への納付金が滞った場合、国会や財務当局からの干渉が強まる可能性があることを意識している（Stella 2004; Kumakura 2007）。日本のように政府の財政状況が芳しくない国の場合、このような懸念はより強くなる。しかしたとえば今、金融危機が発生して民間金

[3] 現行の日銀法においても、「日本銀行は、その行う通貨及び金融の調整が（…）政府の経済政策の基本方針と整合的であるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らねばならない」（第4条）とされている。

[4] 日本銀行法第7条および第51－52条による。

融機関の不良債権が急増し、それらを迅速に処理する必要が生じたとしよう。そして政府が自ら財政支出を行う代わりに中央銀行にその買い取りを求め、後にこれらの不良債権が回収不能になったとしよう。しかしそうして中央銀行のバランスシートが棄損しても政府がそれを補填してくれる保証はなく、むしろ中央銀行の財務ミスマネージメントを口実にして金融政策への影響力を強めようとするかも知れない。良心的な政府がそのような理不尽なことをするはずはないと考えるかも知れないが、後述するように、今日の日本ではそれに近い現象が発生している。

最後に、図 3（b）の制度的枠組みを前提として、一国の通貨政策を誰（どの機関）が担当すべきかという問題を考えてみよう。固定相場制の下では金融政策と為替介入が不可分の関係にあり、平価を維持するために相当額の外貨準備を保有することが必要となるため、中央銀行がこれらをまとめて管理することが自然である。しかし変動相場制の下では為替介入が必須でなく、外貨準備の意義も固定相場制の場合ほど明瞭でないため、中央銀行以外の組織がそれらを担当することも考えられる。先述したように、変動相場制採用国においても中央銀行が通貨政策を担当しているケースが多いが、一部の先進諸国では財務当局が実質的な決定権を有している。

変動相場制採用国の場合、中央銀行と政府のどちらが通貨政策を行うべきなのだろうか。まず、中央銀行が通貨政策を担当し、かつ政治家や財務当局の圧力から自由な場合、為替介入は金融政策の補完役として位置づけられ、物価や決済・金融システムの安定維持に必要な範囲で実施されることになるだろう。また、外貨準備が中央銀行のバランスシート上に集約されるため、他の金融資産・負債とともに綜合的に管理されることになる。中央銀行が自行の財務状況の悪化が政治家や財務当局の干渉を招くと考えている限り、無計画な為替介入によって外貨準備の残高を乱高下させることは望まないだろうし、保有する外貨資産のリスクも厳格に管理しようとするだろう。したがってこの場合には中央銀行が為替介入と外貨準備管理を一体的に運営するインセンティブを持ち、通貨政策と金融政策の整合性も保たれやすくなると思われる。

ただし形式的に中央銀行に為替介入の判断権が与えられていても、政府や財政当局がそれに強い影響力を保持している場合、上記の効果は必ずしも期待できない。たとえば輸出拡大によって景気浮揚を図るために、政治家や財務当局が中央銀行に大規模な外貨買い介入を求めたとしよう。中央銀行がそれに従うと自国通貨安によって物価が上昇する可能性があるが、それを防止するために金融引き締めを実施した場合、海外からの資本流入が加速して為替介入の効果が減殺されてしまう可能性がある。また、中央銀行が自ら債券を発行して調達した資金を用いて外貨買い介入を実施すると、中央銀行の外貨建て資産と自国通貨建て負債が両建てで増加し、為替リスクや金利リスクを抱え込むことになる。開発途上国や新興経済諸国では中央銀行債の利回りが外貨

準備のリターンを大幅に上回るケースが多いため、その後の国庫納付金が減少し、それがさらなる議会や財務当局の干渉を招く可能性も考えられる。

次に、変動相場制下で財務当局が通貨政策を担当するケースを考えよう。この場合でも、財務当局が財政の健全性維持を優先して行動している限り、巨額の為替介入によって外貨準備（とその見合いである政府債務）の残高を乱高下させたり、政府が自ら外貨建て負債を積み上げて返済不能に陥ったりする事態は避けられるだろう。また、外貨準備に関しても、やみくもにリターンを追求してリスクの高い資産に投資したり、それを政治的な目的に流用したりする可能性は小さくなる。ただし財務当局は金融政策に関する責任を負っていないから、自らの通貨政策が中央銀行の金融政策に与える影響まで十分に考慮して行動することは期待できない。また、中央銀行が金融政策の一環として為替介入を実施したいと考えても、通貨政策が政府の専管事項とされている場合、そのような政策を実施することは難しくなる。したがってこのような国々の場合、中央銀行と財務当局の間で意志疎通と政策調整のための公式・非公式のチャンネルを確保しておく必要がある。

最後に、財務当局が通貨政策を担当し、かつ、政治家の意向を尊重して行動しているケースを考えよう。この場合、財務当局が機会主義的に行動し、目先の輸出促進や景気浮揚を意図した外貨買い介入を行って過剰な外貨準備を抱え込んだり、逆に外貨準備の充実を口実に海外から巨額の外貨資金の借り入れを行い、どこかの時点で債務危機を発生させる可能性が考えられる。また、外貨買い介入をファイナンスするために発行された政府債券が市中に累積した場合、先の財政危機のケースと同様に中央銀行がこれらの債券を買い入れて金利の上昇を阻止せざるを得なくなり、やはり fiscal dominance が発生してしまう。後述するように、現行の日本の政策環境はこのような事態を発生させる危険性を孕んでいる。

3. 日本の通貨政策とその問題点

3.1 日本の通貨政策の概要

先述したように、日本では政治任用の大臣を抱える財務省が通貨政策に関する主たる権限と責任を有している。したがって、金融政策に比べると、通貨政策は内閣や政治家の意向を反映しやすい環境に置かれていると言える。為替介入にまつわる資金の出入りは中央政府の外国為替資金特別会計（外為特会）において記録され、財務省は同会計の管理も担当している。

日本には為替介入に関する公式の方針が存在せず、財務省が裁量的なオペレーションを行っている。為替介入に関する公式の責任者は財務大臣だが、政治任用の大臣が国際金融に関する十分な知識や経験を有していることは少なく、事務官僚によるサポートが必須となる。財務省の事務組織の中で通貨政策を担当しているのは本庁の国際局である[5]。国際局のトップは国際局長だが、財務省には「国際的な処理を要する事項に関する事務を総括整理」するための事務次官級のポストとして財務官という特別の官職が置かれている[6]。したがって事務官僚の中で財務官と国際局長が通貨政策に係るナンバー・ワンとナンバー・ツーであり、それに為替資金課長などが続いている。旧自民党政権時代には財務官や国際金融局長が実質的に為替介入政策を決定していると言われることが多かったが、政治主導を掲げる民主党が政権を獲得してからは財務大臣が指示したと思われる介入の事例が増加している（Kumakura 2012）。

財務省が円売り・外貨買い介入を行う場合、まず売却用の円資金を用意する必要がある。財務省は外国為替資金証券（為券）と呼ばれる満期 3 カ月前後の政府短期証券（Financing Bills、FB）を発行して資金を調達し、それを為替市場で売却してドルなどの外貨を購入する。FB は「財政法や特別会計に関する法律等に基づいて、国庫や特別会計等の一時的な資金不足を補うために発行され」るもので、金融商品としては割引短期国債の意味を持っている[7]。ただし FB を含む政府債券が事前に予告されたスケジュールに従って販売されるのに対し、為替介入は相場の動向を睨みながら柔軟に実施する必要がある。そこで現実のオペレーションとしては、いったん日銀に為券を引き受けてもらい、後にそれを買い戻して入札にかけるという手続きがとられている（白川 2008、第 14 章）。

政府が円売り介入を行うと外貨準備が増加するため、その運用方法を考えなければならない。財務省が 2005 年に発表した文書によると、外為特会の外貨は「安全性と流動性に最大限留意した運用を行うこととし、この制約の範囲内で可能な限り収益性を追求する」、具体的には「必要とされる通貨ごとに、流動性・償還確実性が高い国債、政府機関債、国際機関債及び資産担保債券等の債券や、外国中央銀行、信用力が高く流動性供給能力の高い内外金融機関への預金等によって運用する」ものとされている[8]。ただし保有外貨の通貨別内訳やポートフォリオの具体的な内容は公表されて

[5] 国際局は 1998 年に旧大蔵省の機構改革が行われるまで国際金融局と呼ばれていた。

[6] 財務省設置法第五条 2 による。なお、財務官の英文名称は Vice Minister of Finance for International Affairs である。

[7] 財務省理財局『債務管理リポート 2011』73 ページ。

[8] 「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」

おらず、たとえば今次の欧米の金融危機以前にアメリカの政府関係機関が組成した住宅ローン担保証券を購入していなかったか、アイルランドやギリシャの国債に投資していなかったといったことは分からない（3.4 参照）。

3.2　為替介入の実績と問題点

日本では為替介入に関する情報が永く非公開扱いとされていたが、2003 年から一定の据え置き期間を経て公表されるようになった。今日では財務省のホームページに「外国為替平衡操作の実施状況」というページが設けられ、月次の介入総額が当月末に、日次の介入額と売買通貨が四半期毎にまとめて約 2 カ月遅れで公表されている。過去に遡及して公表された分も含めると、今日では 1991 年 4 月以降の日次の介入額と売買通貨のデータを入手することができる。ただし介入額は円貨額のみが公表され、外貨額が公表されていないため、介入時の正確な為替レートは分からない。

図 4 は、上記の統計を利用し、これまでの為替介入の実績を円の為替レートとともにプロットしたものである。これを見ると分かるように、過去 20 年余りの間に実施された為替介入のほとんどは円売り・外貨買い介入であり[9]、円買い介入は 1998 年 6 月以来まったく行われていない。また、日本の為替介入は（本来参照すべき）円の実質実効レートより名目円ドルレートの変動に反応して実施される傾向がある。さらに、近年になるにしたがって各回の介入の規模が拡大していることも確認できる。ここでは月次ベースに集計した介入額を示しているが、この点は日次データを観察するといっそう鮮明である。

為替介入の規模が増加したのは、1990 年代半ばに介入の手法が変更されたことがきっかけとなっている。1995 年に国際金融局長（現国際局長）に就任した榊原英資氏の著書によると、それ以前の日本の為替介入の大半はいわゆるスムージング・オペレーションであり、急速な円高や円安に対して小規模かつ高頻度の介入によって応じることが多かった。しかし 1990 年代前半までに市場参加者の介入慣れが進み、既存のオペレーションでは効果が望みにくくなっていた。そこで同氏は当時財務官職にあった加藤隆俊氏らとともに為替介入の方針を変更し、大規模かつ低頻度の介入によって市場にサプライズを与え、その実効性を高めることを目指したという（榊原 2000、第 14 章）。

（ http://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/foreign_exchange_fund_special_account/gaitametokkai_170404.htm）参照。

[9] 円売り・外貨買い介入のほとんどはドル買い介入である。

しかし為替介入の規模拡大によってその費用対効果が改善したかというと、必ずしもそうとは言えないようである[10]。日本の政策が変更された 1990 年代半ばには、他の先進諸国の間でも為替介入の効果が低下していることが認識されていた。次節で解説するように、これらの国々ではいわゆる不胎化介入が理論的にも実証的にも大きな効果を持たないこと、むやみに介入の規模を拡大すると政府財政や金融政策に悪影響が及ぶ可能性があることを考慮し、次第に介入そのものを行わなくなった。しかし日本では為替介入の効果や弊害を客観的に検証しようとする機運に乏しく、「戦いをはじめたら勝つまでやることが必要だ」（榊原 2000、121 ページ）、「私としては納得のいくまで介入させてもらいたいと思う」[11]といった発言に見られるように、その時々の政策担当者の信念や裁量によって政策が左右される傾向がある。

日本の為替介入のもう一つの問題点は、為替介入と外貨準備が表裏一体の関係にあるにも関わらず、そのことに十分な配慮がなされていないことである。図 5 を見ると分かるように、上述の政策変更も手伝って、日本の外貨準備残高は 1990 年代半ばから急増し、平成 23 年度末時点で約 1.3 兆ドルに達している。また、財務省は外為特会の外貨資産の為替リスクをほとんど管理していないと思われ、円高が進行する度に巨額の含み損が発生している。図 5（C）のドル建て残高が今日に至るまで増加しつづけているにも関わらず、（A）の円評価額が 2008 年から減少したのはそのためである。なお、日本の公的外貨準備の大半は外為特会が保有しているが、一部は日銀によって保有されている。日銀の保有分の意味に関しては 3.5 で詳述する。

一般に財務大臣は政治家である上に在職期間が短いため、目先の円高対策には強い関心を抱いても、外為特会の長期的な財務リスクなどには関心を持ちにくい立場にある。財務官の任期は財務大臣の平均在職期間に比べるとやや長いが[12]、財務省の組織の中で財務官職はいわゆる「上がり」のポストであり、過去の財務官は例外なく退任と同時に財務省を離れている。したがって財務官の立場も大臣のそれに類似した面があり、為替介入の短期的な効果と長期的な弊害を慎重に考量して行動する誘因を持ち

---

[10] 既存研究の中には日本の過去の為替介入に効果があったという結果を得ているものが少なくないが、金額の割に効果が小さく短時間しか持続しないことや、時期によって効果がほとんど見られないケースがあることが指摘されている（Ito 2005; Kearns and Rigobon 2005; Fatum and Hutchison 2010）。

[11] 日本経済新聞による安住淳財務大臣の発言の報道（2011 年 10 月 31 日夕刊 1 面）。

[12] 国際局長と財務官は実質的に連続したポストであり、過去の財務官は例外なく国際局長（1998 年までは国際金融局長）から昇進している。各人の両者を合わせた平均在任期間は 4－5 年程度である。

にくい環境に置かれている[13]。すぐ後に述べるように、このように為替介入の長期的なコストや弊害を軽視する傾向は、外為特会の特殊な会計制度によっていっそう助長されている。

3.3　外国為替資金特別会計の経理

先述したように、日本の為替介入にまつわる資金の出入りは中央政府の外国為替特別会計（外為特会）において管理されている。特別会計とは、国が特定の事業を行う場合や特定の資金を運用する際、当該事業の受益と負担の関係や収支を明確化し、事業収入の確保や歳出削減の努力を促すために設置されるものである[14]。しかし以下で説明するように、今日の外為特会はこのような特別会計の本来の主旨から大きく逸脱した存在になってしまっている。

図 6 の上段は外為特会のバランスシートを簡略化したものである。円売り・外貨買い介入は結果的に政府が自ら負債を発行して外貨資産に投資するのと同じ意味を持つため、外為特会の負債の大半は FB（為券）の発行残高、資産の大半は外貨建て資産（外貨預金を含む）によって占められている。先述したように、FB は本来「国庫や特別会計等の一時的な資金不足」を補うために発行されるものである。しかし外為特会以外の政府会計が発行する FB（財務省証券や食糧証券など）の大半が各年度末までにほぼ完全に償還されているのに対し、為券に関しては償還日を迎えるたびに新たな為券を発行してロールオーバーすることが許されている。その結果、平成 23 年度末時点の FB の発行残高は約 116.9 兆円にも上り、そのほとんどが為券によって占められている。

図 6（A）の借方の外貨資産は基本的に購入時の簿価をもとに経理されているが[15]、その後に為替レートが変動すると円ベースの時価は変化する。外為特会は時価会計によって年度末の損益を計算することをせず、為替変動や資産価格の変化によって発生する評価損益をバランスシート上に累積させている。本稿の執筆時点で最も新しい平

---

[13] 実際、過去の財務官の著作を見ても、為替介入に関する諸外国との交渉の過程などは詳しく説明されているが、外為特会や外貨準備の管理方法に関する記述はまったくと言ってよいほど見当たらない。たとえば、榊原（2000）、加藤（2002）、黒田（2003）、溝口（2004）など。

[14] 財務省ホームページ（http://www.mof.go.jp/budget/topics/special_account/index.htm）。

[15] ただしこの簿価は当該外貨を購入するために実際に支払った円の金額ではなく、外貨額に基準外国為替相場と呼ばれる為替レートを乗じた値である。基準外国為替相場は過去の実勢レートの平均値であるため、円高が進む中で購入した外貨の簿価は実際に支払った円貨額より大きくなり、外為特会の財務状況を実態より良好に見せる効果を持っている（鈴木 2010）。

成 22 年度の決算資料によると、同年度末時点で外貨資産（金や SDR 等をのぞく）の簿価が 114.5 兆円だったのに対し、時価評価額は 79.8 兆円しかなく、約 34.8 兆円の評価損が発生していた。その後も円はドルやユーロに対して増価しため、評価損はさらに拡大していると思われる[16]。

図 6 の下段は各会計年度末に作成される損益計算書の構造を表している。外為特会は為替介入と外貨準備管理以外の業務を行っていないから、支出の大半は為券の借り換え費用によって占められている。また、上述のように財務省は外貨資産の評価損益を年度末の損益計算から除外しているため、収入の大半は外貨資産が生み出す利息によって占められている。負債の為券が償還期間 3 カ月前後の短期債であるのに対し、保有外債の大半は残存期間 1 年以上の中長期債によって占められている（詳細は後述）。したがって外為特会の収入は恒常的に費用を大幅に上回り、近年では両者の差額が 3 兆円前後に上っている。政府会計ではこの金額が剰余金と呼ばれている。

ただしここで注意すべきなのは、上記の剰余金が確定した利益ではなく、計算上の利益にすぎないことである。財務省は外貨準備の運用益を円に兌換して持ち帰ると円高を招くという理由から、これらをすべて外貨のまま再投資している。したがって図 6 下段の収益は外為特会が保有する外貨資産の残高を増加させるだけで、当該年度はもとより将来においても他の目的には利用できないものである。

ところが外為特会では上記の剰余金を実現益であるかのように見なし、それを各年度末に処分している。とは言っても利息収入を再投資してしまっている以上、処分すべき現金は存在しない。そこで財務省は既存の為券のロールオーバーとは別に剰余金に相当する金額分だけ新規の為券を発行し、それによって処分用の円資金を調達している。したがってある会計年度中にまったく為替介入が行われなかったとしても、図 6 の収益の分だけ外貨資産の簿価と為券の発行残高が必ず増加する。

それではこうして調達した剰余金は何に使われているのだろうか。昭和 55 年度までは、すべての剰余金がいったん外為特会自身の積立金に繰り入れられていた。図 6 上段の積立金がその累計値を表し、平成 22 年度末で約 20.6 兆円に上っている。外為特会の積立金は表面的には外貨資産の為替リスクに備えるための準備金の意味を持っている。しかし上記の説明から分かるように、この積立金は実現益を留保して積み上げたものではなく、新たに債券を発行して調達した借入金である。また、そうして集めた資金は別の特別会計である財政投融資特別会計（正確には財政融資資金）に長

[16] 財務省の資料によると、円ドルレートが 1 円円高になるたびに評価損が 1 兆円弱増加するという（『平成 23 年度特別会計ハンドブック』、61 ページ）。

期預託されている[17]。したがって上記の 20.6 兆円は、本来財投関連機関が自ら長期の財投機関債を発行して調達すべき資金を、外為特会が短期債の発行によって肩代わりしている分だと言える[18]。

さらに 1980 年代に入って外為特会の剰余金の一部が翌年度の一般会計の歳入に繰り入れられるようになり、しだいにその比率が高められてきた。平成 21 年度には積立金への繰り入れが完全に停止され、今後当面の間剰余金の全額を一般会計に繰り入れる方針が示されている[19]。たとえば平成 22 年度の場合、決算剰余金の総額 2.98 兆円のうち 2.70 兆円が翌 23 年度の一般会計歳入に繰り入れられ、残額が 24 年度の一般会計に繰り入れられた。この 2.70 兆円は平成 23 年度当初予算の歳入総額の 6.6%を占め、近年の消費税収の 4 分の 1 程度に匹敵する。したがって、消費税 1%分を上回る一般会計の歳入が本来禁じられている短期債の発行によって賄われていることになる。

図 7 は過去 35 年間の為券の発行残高と剰余金の累積値の推移を示したものである。平成 22 年度末時点の為券の発行残高が約 109.3 兆円だったのに対し、剰余金の累積値（＝積立金残高＋一般会計繰入金の累積値）は 51.1 兆円に上っていた。したがって、過去に発行された為券の約半分は為替介入のために発行されたものではなく、上記の特殊な決算処理を行うために発行されたものだと言える[20]。

3.4　外国為替資金特別会計の問題点

上述した外為特会の会計規則は単に不健全であるだけでなく、通貨政策にも望ましくない影響を与える可能性がある。次にこの点を詳述しよう。

まず、現行の外為特会の会計規則の下では為替介入のコストが過小評価され、それがあたかも収益性の高い事業であるかの印象を与えるという問題がある。国際金融論の初歩的な概念である金利裁定の原則によると、二国の金利と名目為替レートの間には密接な関係がある。たとえば同じ満期の円とドルの金利に関しては

---

[17] 預託金の大半は約定期間 7 年以上の長期預託とされている。

[18] ただし財政融資資金の一部が国債や FB の購入に充てられているため、真の意味での外為特会の肩代わり分は上記の 20.6 兆円よりやや小さくなる。

[19] 財務省ホームページ「外国為替資金特別会計の剰余金の一般会計繰入ルールについて」（ http://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/foreign_exchange_fund_special_account/gaitame_kuriire.htm）。

[20] 上記の 109.3 兆円と 51.1 兆円の差額は 58.2 兆円だが、これには過去に剰余金処分のために発行した為券の借り換え費用も含まれている。

ドルの金利－円の金利＝円のドルに対する予想増価率　　(1)

という関係が成立する。右辺の予想増価率を事後的に観察された増価率に置き換えた場合、短期間ではこの関係が成立しないことが少なくないが、期間を長くとればとるほど成立しやすくなる（Chinn and Meredith 2005）。なぜならば、この式の左辺ないし右辺が常に他方を上回っている場合、ドル預金と円預金のいずれか一方のリターンが他方のリターンを上回り、後者の市場が消失してしまうからである。(1)式によると、図 6 の外為特会の剰余金と評価損はそれぞれ独立に決まっているわけではなく、前者が正なら後者が増加するという関係にある。しかし現行の会計規則の下では新たな債券を発行してまで剰余金が実現される一方、評価損はバランスシート上に積み上げたまま放置されている。

次に、(1)式の二つの金利が同一期間の金利ではなく、ドル金利が長期金利、円金利が短期金利だとしよう。その場合、長期金利が短期金利を上回っている限り、

ドルの長期金利－円の短期金利＞円のドルに対する予想増価率　　(2)

という関係が成立する。したがって現行の外為特会のように円建ての短期債を発行して調達した資金を外貨建ての長期債に投資すると、金利差の分だけ剰余金が増加する。しかしこれは外為特会が本来取るべきでない金利リスクを取っているためであり、むしろ財政の不健全性を反映している[21]。

しかし今日の日本の一般会計では歳出が歳入を大幅に上回り、外為特会からの繰入金なしに予算編成が立ち行かない状況に陥っている。政府や財務省としては、外為特会からの繰入金が実質的に短期の借入金にすぎないことを承知していても、それを取りやめるどころか、むしろいっそう増額したいというのが本音だろう。それではどのようにしたら繰入金を増やすことができるだろうか。

先に見たように、外為特会の剰余金はおおむね外貨資産の運用収入と為券の借り換え費用の差額である。日本の短期金利はすでに下限の 0%近くまで低下しているため、為券の借り換え費用を圧縮する余地はほとんど残されていない。したがって一般会計への繰入金を増やすためには、外貨資産の運用益を増加させるしかない。外貨資産の

[21] しかし財務省の担当者がこのことを正確に認識しているどうかは明らかでない。過去の財務官に対してインタビューを行った加野（2006、終章）によると、彼らの多くが外為特会の繰入金が一般会計に貢献していることに強い誇りを持っていたという。

運用益を増やすには、論理的に言って、外為特会が保有する外貨準備の残高を増やすか、その収益率を高める必要がある。

外為特会の外貨準備を増やすには、いっそう大胆な円売り・外貨買い介入を実施すればよい。もちろん財務大臣や財務官が介入の判断を行う際にこのようなことを考えてはいるわけではないだろう。しかし円売り介入を行えば行うほど、そして外貨運用収入の再投資をくり返せばくり返すほど、外貨資産の残高が増加することは厳然たる事実である。逆に、長期的な為替レートの動向に中立であろうとして円売り介入と円買い介入のバランスをとったり、外貨準備が無制限に増加することを防ぐために利息収入を円に兌換して持ち帰ると、一般会計への繰入金は確実に減少する。

一方、外貨準備の収益率を高めるためには、より積極的な運用を行えばよい。ただしこれはすなわちより大きなリスクをとるということであり、先述した「安全性と流動性に最大限留意し（…）、この制約の範囲内で可能な限り収益性を追求する」という運用方針に抵触する。しかし 2008 年から欧米諸国が超金融緩和政策に転じたことのよってこれらの国々の債券利回りが急落し、従来の運用方法では過去と同様の規模の収益を確保することすら難しくなっている。そのため、ここ数年、財務省は明らかに外貨準備の運用方法を変化させてきている。

表 1 は、公表されている資料をもとに、外為特会と日銀が保有する外貨準備の運用状況を整理したものである（日銀保有分に関しては後述）。この表を見ると分かるように、ここ数年、外為特会の外貨資産の中で最も流動性が高く収益率が低い預金の比率が圧縮され、外貨証券への投資比率が高められている[22]。後者のうち、国債とそれ以外の証券の比率はおおむね横ばいだが、利回りが低い残存期間 1 年以下の証券の比率が顕著に低下し、保有証券全体の平均残存期間が上昇している[23]。財務省はこれらの外国債は満期まで保有するのでリスクがないと説明しているが、最近は先進諸国の国債に関しても格付け引き下げが相次ぎ、これらに信用リスクがないとは言い切れない状況になっている。

最後に、ここ数年、外為特会の外貨の一部が通常の金融投資以外の目的に使用され始めていることも指摘しておきたい。近年、近隣諸国の間でいわゆる政府系ファンド（Sovereign Wealth Fund、SWF）を設立する動きが目立っており、日本の政治家の間

[22] ただし預金の圧縮には欧米の金融危機をきっかけとして民間銀行預金のリスクが意識されるようになったことも関係していると思われる。

[23] 通貨別や投資対象国別の内訳は公表されていないが、これまで投資対象から除外されていた通貨や国に投資が行われている可能性も考えられる。たとえば日本政府は 2012 年 3 月に中国政府に対して中国国債への投資枠を申請し、これを受理されている。

でも外為特会の保有資産をより戦略的に活用すべきだという声が強まっている。このような要望を受けて、2009 年から外為特会の外貨の一部を国際協力銀行（Japan Bank for International Cooperation、JBIC）を通じて民間企業に貸し付ける試みが行われている。表 1 上段の外為特会の欄の「外貨貸付金」がこの融資を表し、平成 22 年度末時点の残高は約 1.5 兆円に上っている。JBIC の融資が焦げ付いても他のルートから資金補填が行われ、外為特会の貸付金の返済が滞ることはないだろうが、JBIC も実質的には公的機関である[24]。広義の公的部門の統合会計の視点に立った場合、短期の円借入金を元手に流動性が低く為替リスクや信用リスクの大きい長期の外貨建て融資が行われていることになり、それが適切かどうかは議論の余地があろう。

3.5　日本銀行との関係

最後に、通貨政策と日本銀行の関係について考察しておこう。先述したように、日銀は自己資金を用いて為替介入を行う義務を負っておらず、表面的には政府（財務省）の通貨政策から大きな影響を受けていないように見える。しかし以下で解説するように、これは必ずしも正確な理解とは言えない。

第一に、政府が通貨政策を実質的に決定しているにも関わらず、その費用の一部が日銀によって負担されている。1999 年に FB の公募入札が開始されるまで、為券を含む FB の利回りは人為的に公定歩合を下回る水準に設定され、その大半が日銀によって引き受けられていた。その後、日銀が保有する FB の残高は減少したが、2000 年代に入ってからも恒常的に 4－7 兆円を保有する状態が続いた。2009 年から FB は割引短期国庫債券（Treasury Bills）とともに国庫短期証券（Treasury Discount Bills、T-Bill）の名称で販売されるようになり、日銀がどれだけの FB を保有しているかは分からなくなったが、T-Bill 全体の保有額は 20 兆円前後で推移している。

第二に、政府が通貨政策の決定権を握っているにも関わらず、日銀が公的外貨準備の一部を保有す、その保有リスクも負担している。日銀のバランスシートには「外国為替」という資産項目が存在し、平成 23 年度末時点の残高は約 6.2 兆円に上っている。この金額は外為特会の保有分に比べると微々たるものだが、これだけでもほとんどの外国の外貨準備総額を上回っている。

---

[24] JBIC は形式的には株式会社だが、全株式を政府が保有している。外為特会の融資は JBIC の外貨調達手段の多様化を名目として開始されたが、今日では民間企業の海外インフラ投資や資源開発関連投資の支援が主たる目的であり、融資期間も最長 10－20 年ときわめて長くなっている。

日銀の外貨は、過去に政府が為券の発行枠を超えて為替介入を行うために、日銀に一時的に円資金を融通することを求めたことに端を発している。日銀は融資の担保として外為特会の外貨を預かり、後に円資金の回収と引き換えにそれを返済した。しかし外貨の預り期間中に発生した利息収入が日銀に残され、それをくり返し再投資してきたためにこれだけの資産が積み上がったのである（Idesawa 2007）。もちろん日銀が金融政策の一環として外貨を保有してもおかしくはないが、これほどの金額を所有することを望んでいるとは考えにくい。しかし財務省がいったん購入した外貨は利息も含めて一切売却しないという姿勢を貫く中で日銀が大量の外貨を売却すれば、外為市場の混乱を招くだけでなく、通貨政策に関する越権行為だという批判を受ける可能性も考えられる。したがって上記の 6.2 兆円の外貨は日銀が政府の通貨政策に受動的に対応してきたことの帰結だと考えられる。

表 1 には日銀の外貨の運用状況に関するデータも記載している。日銀の「本行保有外貨資産の運用基本要領」という文書によると、同行の保有外貨は最近まで「流動性ポートフォリオ」と「投資性ポートフォリオ」に分割され、前者は残存期間 1 年以内の債券と預金、後者は残存期間 5 年以内の債券と預金によって運用されていた。表 1 から判断する限り、「流動性ポートフォリオ」と「投資性ポートフォリオ」の比率はおおむね 1 : 4 程度だったと思われる。また、「投資性ポートフォリオ」は日銀自身が運用する「自家運用ポートフォリオ」と「外部委託ポートフォリオ」に分割して運用することとされており、表 1 上段の「外貨投資・金銭信託」が後者に対応していると思われる。

日銀が保有する外貨の残高は 2009 年から 2010 年にかけて急減しているが、これは外貨貸付金の変動を反映したもので、2010 年以降が正常な状態である。2008 年に欧米の短期金融市場が機能不全に陥ったことを受け、日銀は同年 9 月にアメリカの連邦準備制度（Board of Governors of Federal Reserve System、FRB）とスワップ協定を締結し、FRB から調達したドル資金を民間金融機関に貸し付ける米ドル資金供給オペを実施した。同オペは 2010 年 5 月にいったん終了した後に再開され、2011 年末から 2012 年初にかけて再び活発に利用されている。今次の世界金融危機においては多数の国々の中央銀行が FRB や欧州中央銀行（European Central Bank、ECB）などとスワップ協定を締結し、後者から調達した資金を利用して民間金融機関の資金繰りを支援した（Obstfeld et al. 2009）。日銀のオペレーションもその一例と考えることができる。

しかし中央銀行と政府の間に存在する潜在的な緊張関係を考慮すると、日銀が明白な目的なしに大量の外貨を保有しつづけることには少なからず問題がある。外為特会と異なり、日銀は時価会計ベースで毎期の決算を行っている。一国の中央銀行は民間金融機関を指導する立場にあり、民間の企業や金融機関の間で時価会計が必須になり

つつある以上、これは当然であり妥当でもある。しかし日銀が相当額の外貨を保有しつつ時価ベースで損益計算を行えば、為替変動が決算収益に直結し、国庫納付金に大きな影響が発生する。

表 2 は近年の日銀の年度末決算における外国為替収益と剰余金、国庫納付金の推移をまとめたものである。この表における外国為替収益とは保有外貨の利息収入や売買差益、評価損益の和だが、為替レートが大きく変動する年には巨額の評価損益が発生し、全体の収益が左右されている。また、それによって決算剰余金が変動し、国庫納付金が不安定化する原因にもなっている[25]。とりわけ平成 22 年度には欧米諸国の金融緩和によって金利収入が激減する中で円高による評価損が拡大したため、決算剰余金が対前年度比で約 86%も減少し、国庫納付金が予定額を 2,400 億円余りも下回る結果となった。

今日の日銀の置かれた状況を考えれば、上記のように決算収益が変動するのは当然であり、それを日銀の不始末であるかのように考えることが適切だとは思われない[26]。しかし平成 22 年度の決算報告が東日本大震災の復興財源に関する議論が本格化し始めていた矢先に行われたこともあり、政治家の注目や批判を集める結果になった。たとえば、参議院の財政金融委員会は 2011 年 7 月に「平成 22 年度歳入歳出の決算上の剰余金の特例に関する法律案に対する付帯決議」という文書を発表し、「保有外貨資産の為替差損等により平成 22 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(…)、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管理の在り方について検討する」よう命じている。

おそらく上記の指示も一因となって、日銀は 2012 年 5 月に上述の「運用基本要領」を廃止し、代わりに「保有外貨資産の管理に関する見直しについて」という文書を公表した[27]。日銀が平成 22 年度のような国庫納付金の下振れを避けようとすれば、外

---

[25] 毎期の国庫への納付額は剰余金から一連の引当金等を控除することによって決定される。国庫納付金の計算方法は日本銀行法や日銀の会計規定において定められているが、これらは日銀の裁量による規則ではなく、政府の認可の下で取り決められているものである。

[26] ただし平成 22 年度には上述の「外貨投資・金銭信託」においても少額の運用損が発生しており、為替差損以外のリスク管理体制も必ずしも万全だったとは言えない。しかし McCauley and Rigaudy（2011）らが指摘するように、これは他の多くの中央銀行に関しても言えることである。本稿の末尾で述べるように、通貨当局の資産が国民からの預り金である以上、それを長期間に渡って運用する場合、収益性を度外視して安全性や流動性だけを追求しつづけることは難しい。

[27] この文書には別添として「保有外貨資産の管理基本要領」という文書が含まれている。日本銀行ホームページ（http://www.boj.or.jp/intl_finance/ex_assets/hyoryo02.htm/）参照。

貨を売却するか、デリバティブなどを活用してその為替リスクを厳格に管理することが必要となる。しかし上記の文書を見ると、「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にあって、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になっている」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」との方針が示されている。そして翌月には既存の貸出制度の一つである「成長基盤強化を支援するための資金供給」に米ドル建て融資のスキームが追加され、日銀の外貨を民間金融機関の対外投融資のために供給する道が開かれた[28,29]。

近年、我が国のデフレと経済停滞が続く中、政治家やマスコミの間で日銀の金融政策を批判する声が高まっている。日銀もそのことを強く自覚しており、従来は買い入れ対象にしていなかった高リスクの金融資産を順次買いオペの対象に加えるなどして、非伝統的な金融政策の規模と範囲を広げている。上記の成長基盤強化支援のための米ドル融資もその一環に位置づけられるが、これは先述した外為特会による JBIC 経由の融資と同じ性質のものであり、「従来以上に安全性と流動性を重視した管理を行う」という方針とは明らかに矛盾する。それにも関わらず日銀がこのような融資に乗り出したのは、第 2 節で解説したように、自行が潜在的・顕在的に政治家や財政当局の影響の下にあり、最終的には政府の財政政策や通貨政策に沿って行動せざるを得ないことを理解しているためだと考えられる。

4　諸外国の通貨政策

次に、主要な諸外国の通貨政策を概観し、それらを日本の政策と比較してみよう。ただし第 2 節で検討したように、日本のように代議制民主主義を基礎とする国々の政策運営には固有の難しさがあり、政治家や官僚が国民の代理人として振る舞うことが義務付けられていない中国などは比較対象として相応しくない。また、ある国にとって固定相場制が望ましいか変動相場制が望ましいか、変動相場制の採用国において通

[28] 上記の米ドル融資は 2012 年 9 月の開始が予定されていたが、London Interbank Offered Rate（LIBOR）の不正操作事件が持ち上がったことを受け、一時的に延期されている。

[29] 上記の文書には既存のポートフォリオをどうするのかが示されていないが、少なくとも外部委託ポートフォリオは廃止する方針だと思われる。その傍証として、上記の「管理基本要項」では従前の「運用基本要項」にあった運用委託先募集に関する文言が削除されている。

貨当局がどの程度為替レートの動向に関与すべきかといったことはその国の経済環境（海外との貿易額や投資額、金融市場の発展度など）によっても異なってくる（Frankel 1999）。そこで本節では経済協力開発機構（Organization for Economic Cooperation and Development、OECD）加盟国のうち、相対的に所得水準が高く経済規模の大きい 9 カ国・地域（アメリカ、ユーロ圏の国々、イギリス、韓国、カナダ、オーストラリア、スウェーデン、スイス、ニュージーランド）を参照対象とする。

表 3 は上記の 9 カ国・地域の為替介入の運営体制と実施状況を、政府と中央銀行のどちらが中心になって為替介入の判断を行っているか、為替介入がどのような頻度や規模で実施されているか、為替介入に関する情報がどれだけ公開されているかに注目して整理したものである。この表では 9 カ国・地域を実質 GDP で測った経済規模の順に配置し、参考として日本に対する各国の経済規模の比率も示している。また、表 4 では、外貨準備の管理体制に関して、政府と中央銀行のどちらが外貨資産を所有しているか、誰がその運用を担当しているか、ポートフォリオの選択やリスク管理がどのように行われているか、外貨の運用状況や実績がどのように報告されているかをまとめている。

さらに表 3 と表 4 の情報をもとに、各国・地域の通貨政策の定性的な特徴を日本と比較しながら整理したのが表 5 である。この表の上段では、「政府（財務当局）と中央銀行のどちらが通貨政策を主導しているか」、「為替介入と外貨準備の管理が不可分であることを前提とした政策運営が行われているか」という二つの基準にしたがって日本を含む 10 カ国・地域を分類している。また、下段では、後者の基準を「通貨政策の担当部局に対して事前に明確な行動指針が示され、事後的に実績を説明させて責任をとらせるという狭義のガバナンスが機能しているか、そして十分な情報開示や外部審査を義務付けることによってそれを補完するという広義のガバナンスが機能しているか」という基準に置き換えた上で同様の分類を行っている。

本節で取り上げた 9 カ国・地域のうち、中央銀行が中心となって通貨政策を運営しているのはユーロ圏の国々、オーストラリア、スウェーデン、スイス、ニュージーラ

ンドの 5 カ国・地域である[30]。これらの国々では金融政策の判断主体が通貨政策の判断主体と一致しているため、政府が中央銀行の判断を尊重している限り、不適切な通貨政策によって金融政策が阻害される可能性は小さい。また、これの国々の外貨準備は例外なく中央銀行が自行のバランスシート上で管理しており、無計画な為替介入によって外貨準備残高が乱高下することを抑止する力も働いていると思われる。したがって上段の表においてこれらの国々はいずれも左下の升目に属し、右下の升目は空欄になっている。さらに、これらの国々では 1980 年代から 1990 年代にかけて中央銀行の独立性が強化された際に情報公開や国会への業務報告の義務も強化され、政策運営のアカウンタビリティーが高められた。そのため、下段の表において中央銀行が通貨政策を担当している国々はいずれも左上の升目に分類している[31]。

ただし上記のことは、中央銀行が通貨政策を担当すれば必然的に最適な政策運営が行われることを意味するものではない。たとえば、政府や議会が中央銀行の判断を尊重していても、中央銀行自身（やその幹部）が組織保全のために政府や議会の意向を優先して行動すれば[32]、結果的に好ましくない政策運営が行われる可能性がある。ま

---

[30] ただし多数国で単一通貨を共有するユーロ圏では、他の国々に比べて政策形成のしくみが複雑になっている。ユーロ圏の通貨政策に関与しうる主体としては、ECB と各国の中央銀行から構成されるユーロシステム（Eurosystem）、各国の財務大臣の協議体であるユーログループ（Eurogroup）、EU 加盟国の財務担当省と中央銀行の高官によって構成される経済金融委員会（Economic and Financial Committee、EFC）などが挙げられる。基本的な手続きとしては、ユーロシステムが事前にユーログループから為替介入の方針に関する了解を取り付け、具体的なタイミングや規模に関しては ECB とユーロシステムが決定することになっている。しかし 2000 年に ECB がユーロ買い介入を実施した際に事前連絡が不十分だったことが問題視され、十分に時間のゆとりを持ってユーログループと EFC に意志伝達を行うべきことが確認された（Henning 2007）。

なお、溝口善兵衛前財務官は 2003 年の G3 財務相代理会議の場で日米欧によるターゲット・ゾーン構想を持ちかけ、当時のジョン・テイラー米財務次官とカイオ・コッホウェザー独財務次官に一蹴されている（Taylor 2007, Chapter 10）。溝口氏はコッホウェザース氏の消極的な反応を基軸通貨化が進むユーロに対する自信の表れだったと解釈しているが（日本経済新聞 2007 年 12 月 17 日 17 ページ）、ユーロ圏における上記のしくみの下で一国の財務官僚がターゲット・ゾーン構想などにコミットできるはずがなく、溝口氏は交渉相手の置かれた状況を十分に理解していなかったと思われる。

[31] ただしいずれの国においても外貨準備の管理状況が詳細に報告されているのに対し、為替介入に関する情報開示の程度やタイミングは国によって異なっている。これは為替介入に関する情報公開がその効果を低下させると考えている国があるためだと考えられる。

[32] Dickens（2007）は 2000 年代半ば以降のニュージーランド中央銀行の金融政策と為替市場

た、中央銀行があらゆる政治的束縛から自由だったとしても、その判断が常に的確である保証もない。たとえばスイス中央銀行は急激なスイスフラン高に対応するために2009年3月に大規模な外貨買い介入を開始し、2011年9月には1ユーロ＝1.20スイスフランの為替レートを下限として無制限に介入する方針に転じた。スイス中銀はデフレと景気悪化を食い止めるために大胆な為替介入が必要だと主張しているが、すでに国会議員などから外貨準備の含み損の急増を批判する声が上がっている。ただし通貨政策の責任の所在が明確であるため、スイス中銀は自らの政策が失敗して威信が損なわれるリスクを十分に認識した上で行動していると思われる[33]。

一方、日本と同様に政府（財務当局）が中心になって通貨政策を運営している国々として、アメリカ、イギリス、カナダ、韓国の4カ国が挙げられる[34]。本節で取り上げた国々の中で、これらはいずれも相対的に経済規模が大きい国々である。

大国において政府が通貨政策を主管しているケースが多いことにはいくつかの理由が考えられる。まず、第二次大戦後のブレトン・ウッズ体制の下では主要国が平価を維持するために金融・財政政策を一体的に運営する必要があり、政治任用の財務大臣が一国を代表して諸外国との交渉に当たることが自然だった。1970年代初頭にブレトン・ウッズ体制が崩壊した後は国際間でマクロ経済政策を調整する必要性は後退したが、その後もG7/8やG20などの場で主要国間の経済政策協調が議論され、財務当局が国際交渉を主導する状況が続いている。

第二に、これらの国々において中央銀行が通貨政策を担当することを必ずしも望んでいないことも指摘できる。大国では国内の経済活動に比べて海外との取引が少なく、中央銀行が物価や金融システムの安定を維持する上で名目為替レートの変動は必ずしも大きな障害とならない。むしろ為替レートに関して明示的な任務を負ってしまうと、それが金融政策を束縛する可能性が考えられる。

介入に関してこのような可能性を指摘している。

[33] なお、スイス中銀が今回のような非常措置を採ることは初めてではなく、1978年にもドイツ・マルクを対価として同様の措置を講じている。

[34] ただしこれらの国々において中央銀行が通貨政策にまったく関与していないわけではなく、国によっても時期によってもその程度にバリエーションが認められる。たとえばアメリカにおいて財務省が通貨政策の主役であることはよく知られているが、ブレトン・ウッズ体制崩壊後の1970年代半ばには財務省がほとんど介入を行わない中でFRBが自己資金を用いて積極的に為替レートの平準化を行っていた時期があり（実際のオペレーションはニューヨーク連銀が担当）、1980年代前半のドル高期にFRBやニューヨーク連銀の高官が財務省にドル売り介入を促したこともあった（Henning 1994; Bordo et al. 2010a,b, 2011）。日銀も1980年代以前は今日より積極的に大蔵省の通貨政策に関与していたようである（太田 1991）。

ただし上記の 4 カ国のうち、アメリカとイギリス、カナダでは近年ほとんど為替介入の実績がないのに対し、韓国では日本以上に活発な為替介入が行われている。この違いは何に起因するのだろうか。一つの理由は、韓国では日本と同様に重商主義的な思潮が根強く、企業経営者や政治家が輸出振興の障害となる自国通貨高を嫌う傾向があることだろう。とは言うものの、アメリカやイギリスなどにおいても自国通貨高が進むと輸出財や輸入競争財の生産者から不満の声が上がることに変わりはなく[35]、それだけが理由だとは考えにくい。より重要な点として、アメリカやイギリス、カナダでは財務当局が為替介入と外貨準備管理に関する定期的な情報開示や国会等への報告を義務付けられ、両者を一体的に運営せざるを得ない環境に置かれているのに対し、韓国においてはこのようなしくみが十分に機能していないように思われる。以下ではカナダと韓国の通貨政策を比較することによってこの点を検討してみよう。

カナダの場合、財務省（Department of Finance）が為替介入に関する最終的な権限を有しているが、実施に当たっては中央銀行と協議を行うことになっている。外貨準備は連邦政府の特別会計である外国為替資金勘定（Exchange Fund Account、EFA）において管理されている。同勘定の基本的な管理方針は財務大臣の責任によって取り決められているが、具体的な運用方法の決定や実際の運用管理は財務省と中央銀行の幹部から構成される資金管理委員会（Funds Management Committee）によって行われ、財務省と中央銀行のリスク管理部門の意見も反映されている。カナダの外貨準備は日本の 20 分の 1 程度にすぎないが、その大半が通貨スワップや外貨建て債券の発行によって調達され、資産と負債の平均残存年数も極力統一されているため、為替リスクや金利リスクはほとんどない。また、財務省は毎会計年度末に厳格な時価会計手法にもとづく詳細な財務報告を行い、国会の場で EFA の管理状況や運用成績を説明することも義務付けられている[36]。

カナダでは自国の経済規模に比べて海外との貿易や投資の金額が大きく、為替レートはきわめて重要な経済変数である。そのため、かつては当局が頻繁に為替介入を行って名目為替レートの安定化に努めていたが、1995 年から徐々に政策を変更し、1998 年に基本的に市場の相場形成を尊重する政策に転換した（D'Souza 2002）。同時に為替介入に関する情報開示を強化し、介入が実施された場合、直ちに中央銀行のホームページを通じてその理由や規模を説明する方針が打ち出された。その後は他国の依頼

[35] たとえば中国の為替政策に対する批判の声は日本や韓国よりむしろアメリカや欧州において強い。

[36] 2006 年には民間のコンサルティング会社に EFA の外貨運用状況を審査させ、その結果とそれに対する当局の回答を公表することまで行っている。

による協調介入以外の介入は一切行われておらず、協調介入の場合でもその背景や金額が報告されている。また、少なくとも現在までのところ、為替介入を停止したことによって為替レートが極端に不安定化したり、国内の経済活動に明白な悪影響が及ぶ事態は生じていないようである。

一方、韓国においては中央官庁の一つである企画財政部（Ministry of Strategy and Finance）が為替介入に関する主たる決定権を有し、中央銀行である韓国銀行の影響力は限定的なものにとどまっている[37]。日本と同様に、政府が保有する外貨は外国為替平衡基金（Foreign Exchange Equalization Fund）という特別会計において管理され、企画財政部は同基金の管理の責も負っている。ただし日本と異なり、企画財政部は自ら外貨を運用せず、それを韓国銀行に預金して運用させている。この点はアメリカやイギリスでも同様であり、日本のように財務当局が外貨の運用まで行っている国は例外的である。

韓国では政府（企画財政部）が為替介入の判断を行っているにも関わらず、それによって生じるコストやリスクの相当部分が中央銀行によって負担されている。この点に関しては韓国の政策と日本のそれと類似している。企画財政部が自ら外貨買いを行う場合、外国為替市場安定用国債と呼ばれる政府債券を発行してウォン資金を調達するが、同国債には毎会計年度の予算において発行限度額が定められている。韓国は大統領制国家であることもあって国会の執政部に対する目が厳しく、日本のように柔軟に外為市場安定用国債の発行枠を引き上げることが難しい。そのため、企画財政部が同国債の上限額を超えるウォン売り介入を望む場合、韓国銀行に自己資金を用いて外貨を購入するよう求めてきた。その結果、今日の韓国の外貨準備の大半は韓国銀行が保有し、外為平衡基金からの委託分と併せて運用している（山本 2009）。

上記の政策は、明らかに韓国銀行の財務環境を悪化させている。韓国銀行がウォン売り介入を実施する場合、通常は中央銀行債券を発行して市場に放出したウォンを不胎化する。新興市場経済国である韓国の金利は欧米や日本の金利を上回るため、韓国銀行が保有する外貨建て資産のリターンがウォン建て負債の金利を下回り、フローベ

[37] 企画財政部は 2008 年 2 月に旧財政経済部と企画予算処が統合して発足した。韓国銀行法には「韓国銀行は政府の為替レート政策、外国為替銀行の外貨与・受信業務及び外国為替買入・売却超過額の限度設定に関する政策に対し協議する機能を遂行する」と定められているが（同法第 83 条）、実質的な介入政策の決定権は政府（企画財政部）側にある（山本 2009）。

ースでは恒常的な赤字が発生する[38]。韓国銀行は企画財政部から預かった外貨に関して運用益以上の利払いを行っており、その分のコストも負担している[39]。実際、ウォン高が進んだ 2004 年から 2007 年にかけて韓国銀行の決算収益が巨額の赤字に転じ、法定準備金の取り崩しが不可避となる事態が発生している[40]。韓国では 2005 年に外貨準備を原資として韓国投資公社（Korea Investment Corporation、KIC）という政府系ファンドが設立されたが、その背景に韓国銀行の国庫納付金が滞ったことに対する企画財政部や国会議員の不満があったことが指摘されている（Rhee 2008）。

また、企画財政部の為替介入はしばしば短期的な景気浮揚を目的として実施され、政府財政の健全性や韓国銀行の金融政策に対しても好ましくない影響を与えている。たとえば企画財政部は韓国銀行に為替介入を命じるだけでなく、多くの原資を要さない通貨デリバティブ市場において自ら大規模な介入を実施し、結果として巨額の損失を発生させている。また、インフレーション・ターゲッティングが採用されている韓国では政府が中央銀行の物価政策を尊重して行動する義務がある。しかし 2007 年後半から消費者物価の上昇率が高まり、2008 年に入ってウォンがドルに対して減価し始めていたにも関わらず、企画財政部は経済成長を重視する新政権に配慮して為替介入に消極的な態度を崩さなかった。その後、ウォン安が加速する中でリーマン・ショック後の資本逃避が発生し、企画財政部と韓国銀行が共同で事態の収拾に追われることになった（山本 2009）。

韓国において通貨政策のガバナンスが適切に機能していない理由の一つは、客観的に政策の運営状況を評価できるだけの情報が公開されていないことにあると思われる。韓国の通貨当局はかつての日本と同様に為替介入の実績を公表することを拒んでおり、部外者はノイズの大きい外貨準備統計などを用いてそれを推量せざるを得ない。また、韓国銀行は外貨準備の一部をリスクの高い資産（社債や株式、不動産担保証券など）に投資しているが（Choo 2011）、具体的なポートフォリオの内容や運用実績に関する情報公開は相当貧弱である[41]。大統領制を採る韓国では立法府と行政府の潜在

[38] 第 3 節の(1)式が成立していれば、為替変動による外貨資産の評価損益を含めると収益と費用は一致する。しかし金融市場の規模が小さく製造業の生産性上昇率が高い新興経済諸国の場合、リスク・プレミアムとバラッサ・サミュエルソン効果によって(1)式が必ずしも成立せず、外貨建て投資のリターンが自国通貨建て負債の維持費用を下回ることが多い（Rodrik 2006; Kumakura 2007）。

[39] ただし外為平衡基金の資産と負債に関しても恒常的な逆鞘が生じている（山本 2009）。

[40] ただし韓国銀行は簿価ベースで決算を行っており、保有外貨の評価損益は決算収益に直接的な影響を与えていない。

[41] 2011 年末時点で韓国の外貨準備の約 15.8%は外部に運用委託されており、その大半が上述

的な緊張関係が強く、国会の企画財政委員会が毎年外為平衡基金に関する検討を行っているが、これらによっても実態を十分に把握できる状況にはなっていない。

最後に、本節で取り上げた 9 カ国・地域の外貨準備の保有額を日本の保有額と比較しておこう。表 6 は各国が IMF に報告している統計を利用し、直近の公的外貨資産の残高とその大まかな内訳をまとめたものである。[A]欄の公的準備資産総額には通貨当局が柔軟に残高を調整することが難しい IMF リザーブポジションや SDR などが含まれており、これらを除いた金額が[B]欄に示されている。また、[C]欄の「今後一年間の受け払い（純）」は今後一年間に予定されている外貨準備の入出金の純額（入り超なら正、払い超なら負）を表している。日本や韓国のように為替介入で購入した外貨が外貨準備の大半を占めている国では、先物市場などで活発な介入を行っていない限り、この欄の値は小さくなる。一方、先のカナダのように為替介入の頻度が低く、当局が財務リスクを考慮して外貨建て債券の発行や通貨スワップ取引によって外貨準備残高を管理している国の場合、この欄の値が負になること多い[42]。

表 6 から分かるように、日本の外貨準備の残高は他の先進諸国に比べて非常に大きく、この傾向は[B]欄と[C]欄の値を合計した純額においてとりわけ顕著である。他の国々に関しても、経済規模が大きいアメリカやイギリスなどの保有額が非常に少ない一方、韓国やスイスの残高が大きくなっている。なお、ユーロ圏においては各国の中央銀行と ECB の両方が公的準備資産を保有している。各国中銀は有事の際に自行の外貨を ECB に提供することを約束しているが、優先して為替介入に利用されるのは ECB の保有分であり、過去の介入においても後者だけが利用されている。

自国通貨が国際的なキー・カレンシーであるアメリカやユーロ圏、イギリスなどは別として、カナダやスウェーデンのような国々が少額の外貨準備しか保有していないと、通貨当局が通貨価値の安定という政策目標を達成できなくなるのではないかという疑問を持つかも知れない。しかし政府財政を含めた一国の経済が健全に管理されている限り、突発的な資本逃避などに備えて通貨当局が巨額の外貨準備を保有し続ける必要は必ずしもない。前節で述べたように、中央銀行がスワップ協定などを利用して迅速に外貨を手当てできるしくみを整えておけば、一時的な対外流動性ショックに対

の KIC への委託分だと思われる。KIC が韓国銀行の影響を排除する形で設立された経緯も考慮すると（Rhee 2008）、韓国銀行がこれらの外部委託ポートフォリオの内容やリスクに関して十分な説明を受けているかどうかも必ずしも明らかでない。

[42] 今次の国際金融市場の混乱を受け、スウェーデン中央銀行は 2009 年 5 月に外貨準備を約 1,000 億スウェーデン・クローナ増額する措置を行った。しかしこれらのすべてがドルとユーロ建ての借入金によって賄われたため、中央銀行の財務リスクは増えていない。

応することは可能だと思われる[43]。今日のほとんどの中央銀行間スワップ協定は貸手と借手のいずれにも為替リスクが発生しないように設計されており、その点でも各国当局が自ら外貨準備を保有するより望ましいと言える。

5. 今後の日本の通貨政策のありかた

本節では日本の通貨政策を今後どのように改革してゆくべきかという問題を考える。前節までに議論したように、日本の現行の通貨政策には明らかな欠陥が存在する。また、諸外国の例を見る限り、適切な政策のガバナンスのしくみが構築されれば、これらの問題を相当程度解消することが可能だと考えられる。以下では現実的な政策提言を行うために、まず財務省が通貨政策を専管している現行の制度を所与とし、その範囲内でどのような改革が可能かを考える。その後、より長期的な課題として、通貨政策の担い手の再考も含めた改革案を提示する。

5.1 当面の課題

第 3 節で議論したように、今日の我が国の通貨政策の一つの問題は、為替介入と公的外貨準備の管理を一体的に考える機運が欠如していることである。その根因は両者に関する統一的な方針が存在せず、政策のガバナンスが確立されていないことにあるが、外為特会の特殊な会計制度によって政策担当者が両者の関係を意識せずに行動することが可能になっていることも影響を与えていると思われる。したがって当面はこれらの問題に取り組むことが課題となる。

まず、財務大臣と財務省には通貨政策全体に関する基本方針を公表させ、為替介入の目的は何か[44]、どのような目的で外貨準備を保有するのか、外貨準備残高の適正水準をどのように考えるのか、為替介入と外貨準備管理の整合性をどのように確保する

[43] 韓国では上述した事情により 2008 年後半から 2009 年初頭にかけて通貨危機に近い状況が発生したが、事態の収拾に当たっては外貨準備を原資とした為替市場介入より、韓国銀行が FRB から調達したドル資金を用いた民間金融機関の流動性支援の方が効果的だったことが報告されている（Baba and Shim 2010）。

[44] 財務大臣や財務官は為替介入の実施後にしばしばそれが投機的な資本取引や極端な為替変動への対応策だったと説明するが、円売り一本やりの為替介入を為替レートの平準化措置だと主張しても海外から理解を得ることは難しいと思われる。

つもりなのかを明示させるべきである。そして財務官には定期的に大臣に政策の運営状況を報告させ、大臣にも国会等の場で状況報告を行うことを義務付けるべきである。その際、当該期間中に実施した為替介入が費用に見合う効果を発揮したか、円売りに偏った介入によって過剰な外貨準備が蓄積されていないか、蓄積されている場合にはそれをどうするつもりなのかを説明させ、その根拠を示す文書も提出させるべきである。

また、外為特会の運用状況に関する情報開示を欧米諸国並みに充実させ、それを定期的に第三者機関に審査させるべきである。外為特会は他の政府会計と同様に会計検査院の検査を受けているが、この検査では会計規則が順守されているか否かが関心の中心となり、経済学的な視点から会計規則自体の適切性を問うことはほとんど行われない。また、財務省には外部の有識者や実務関係者をメンバーとする関税・外国為替等審議会（外国為替等分科会）という審議会が設置されており、それが同省の通貨政策に関して客観的な立場から助言や提言を行うことが期待されている。しかし同審議会や分科会の委員の人選が財務省自身によって行われていることもあり、現行の制度や政策の問題点を洗い出してその改革を求める機関としては機能していない[45]。したがって上記の第三者機関に関しては、国会の中で相対的に財務当局の影響が及びにくい参議院に指名委員会を設けるなどして民間から審査能力のある人材を集め、その実効性を確保する必要がある。

外為特会の経理に関しては、まず、ストックの評価損を放置したままフローの収益だけを実現させている現行の経理規定を直ちに改訂すべきである。現行の決算方式の下では為替介入の有無によらず外為特会のバランスシートが無制限に拡大するだけでなく、剰余金の繰り入れを行えば行うほど外為特会の債務超過が拡大する。公的部門において時価会計の原則が十分に浸透していない中、外為特会だけにそれを求めるのはおかしいという意見もあるかも知れないが、政府財政全体の維持可能性が問われる中で現行の経理を続けることはきわめて危険である[46]。

---

[45] たとえば、2007 年 1 月に開催された第 9 回外国為替等分科会では外為特会関連の事項が取り上げられ、外為特会の経理の問題点の一部が外部委員によって指摘されている。しかし篠原尚之国際局長（当時）は「外為特会の方から一般会計の方に（剰余金を）入れますと、単にマチュリティ・トランスフォーメーションをしているだけではないかという御指摘でございますけれども、一方で外貨という資産がこっちに残っているわけでございますので、外為特会という特会で見ると必ずしも不健全なことをやっているわけではない」と述べ、事実上外為特会に問題があることを否定している。なお、最近は関税・外国為替等審議会の議事録が財務省のホームページにおいて公開され、以前に比べると情報公開が進んでいる。

[46] 他の国々では日本とは逆に外貨資産の評価損は直ちに実現させ、評価益は特別会計や中央

外為特会を標準的な時価会計方式に移行させるために、外為特会はまず財投会計への預託金をすべて回収し、それを原資として既発の外為証券を可能な限り償還すべきである。そうして外為特会の負債残高が減少すれば、その見合いとして資産側の外貨の評価損を圧縮することが可能になる。これらの処理は 2012 年 1 月に閣議決定された「特別会計改革の基本方針」の内容ともおおむね一致している。

ただし既に外為特会から一般会計に 30 兆円超の繰り入れが行われている以上、上記の処理だけで外為特会の債務超過を解消することは不可能である。今後の円のドルやユーロに対する為替レートの動向しだいで含み損が減少する可能性はあるものの、外貨の評価損が完全に解消され、さらに将来の為替変動に対する備えとして十分な準備金が確保されるまで、一般会計への繰り入れは停止すべきである。財務省自身の説明によれば、為替レートや金利の変動によって外為特会が債務超過に陥ることを防止するためには、外貨資産の約 30%分の積立金が必要である[47]。したがって、仮に今後円売り介入をまったく行わないとしても、現行の評価損と積立金の差額分に当たる十数兆円の償却を終えた後、さらに 30 兆円前後の内部留保を行う必要がある。

しかし近年のいわゆる埋蔵金論争などを考慮すると、一特別会計が上記のような巨額の内部留保を行うことはおそらく政治的に許されないだろう。外為特会が巨額の準備金を持たずに保有資産のリスクを適切に管理するためには、論理的に言って外貨資産の残高を大幅に圧縮するしかない[48]。そこで、これまでのようになし崩し的に為券の発行枠を引き上げることを止め、逆に一定のスケジュールに則ってそれを徐々に削減することにより、外為特会が保有可能な外貨資産の残高を引き下げてゆくことが望ましい。

具体的な手続きとしては、以下のような方法が考えられる。まず、剰余金の繰り入れを停止すれば、その後はその分の為券の発行が不要となる。また、外貨資産の利息や売買差益を再投資することを止め、それらを円に兌換して持ち帰れば、その分の為券を償還することができる。最近の外貨資産の年間運用収入は 3 兆円前後に上るため、その円兌換が市場の混乱を招かないように注意する必要はあるが、計画的な取引を行えば大きな問題は生じないはずである。事実、他の国々の通貨当局は外為市場への影響に配慮しながら外貨準備の残高を適切に管理している（河村 2003）。

銀行の準備金の一部として留保しているケースが多い（Horáková 2011）。

[47] 財務省主計局『平成 23 年度特別会計ハンドブック』60 ページ。なお、日銀は前述した約 5.87 兆円の保有外貨に対して約 0.79 兆円の特別引当金を積んでいる（平成 23 年度末現在）。

[48] 為替スワップ取引などによってリスクを削減することも不可能ではないが、その場合は先渡し市場において巨額の円買いを行う必要があり、明らかに円高要因となる。

また、いったん発行した為券を期限の定めなくロールオーバーしている現行の慣行は、「国庫や特別会計等の一時的な資金不足」を補うという FB の主旨から明らかに逸脱している。経済学的に見て合理的だと思われるのは、外貨準備を突発的な資本逃避などの非常事態への備えとして保有する分と平時の為替介入のために（あるいはその結果として）保有する分に二分し、それぞれの見合いとなる円建て負債の発行残高に上限を設けることである（Kumakura 2007）。前者に関しては無期限で保有することが原則となるため、資産側の外貨との残存期間がおおむね同一になるよう、短期の FB ではなく、中長期の国債によってファイナンスすべきである。後者に関しては、引き続き為券によってファイナンスすることを認めるとしても、長期的にはその発行枠を現行の 1 割程度にまで引き下げるべきである。このような制約が課されれば、将来の為替介入に備えて円安時に外貨を売却しておこうとする機運も生まれ、無計画に外貨準備が蓄積される状況に歯止めがかかるだろう[49]。

5.2　長期的な検討課題

次に、財務省が通貨政策を決定し、それに日銀が受動的に応じるという現行の制度の妥当性について考えよう。第 2 節の分析によると、純粋に経済学的に考えた場合、変動相場制の下でも中央銀行が金融政策と通貨政策の両方を担当し、それらを一体的に運営することが合理的である。また、今日の日本では政府と日銀がそれぞれ独立に外貨準備を保有して運用しているが、海外においてこのようなケースは稀である。したがって現行の日本の制度が最適だと信じる理由はなく、他のオプションも検討すべきである。

ただしこれも第 2 節で述べたように、国民や政治家が為替レートに関して強い選好を持ち、かつ中央銀行が政治家や財務当局の有形・無形の影響下にある場合、中央銀行に通貨政策の責を負わせることは却って好ましくない結果を招く可能性がある。上述した外為特会の改革が行われれば、現状のように外貨準備のコストやリスクを無視して巨額の為替介入を続けることは困難になると思われるが、それによって円売り介入を望む輸出企業や外貨準備の戦略的活用を求める政治家の声が消失するわけでは

[49] ただしすでに外為特会の外貨準備が巨額化していることから、その整理に当たっては外為市場や海外債券市場の混乱を引き起こさないよう、細心の注意を払う必要がある。中央政府全体のバランスシートの整理と圧縮が不可避になっている現状を考慮すると、政府が財政健全化に向けた包括的な行動計画を作成し、その一環として外為特会の改革も進めることが望ましい。

ない。国民や政治家の間で中央銀行の独立性の意義が十分に理解されているとは言い難い状況にあること、そして為替介入がきわめて政治性の強い政策になってしまっていることを考えると、日銀に通貨政策を移管することは長期的な課題とし、当面は他の方法を模索することが現実的だと思われる。

通貨政策の担い手の問題を考える際に留意すべきなのは、現行の我が国の制度の下では為替介入のための円資金の調達から購入した外貨の運用、外為特会と他の会計との資金のやりとりといった一連の業務がすべて財務省の内部で行われ、恣意的な政策運営が行われやすい環境になっていることである。仮に為替介入を担当する国際局が財務省以外の組織に属していたとして、円売り介入のたびに財務省に円資金の調達を依頼しなければならないとすると、今日のような無計画な為替介入は困難になるだろう。また、外為特会の管理を担当する部局が財務省以外の組織に属している場合、外貨の評価損を放置したまま毎会計年度の剰余金を一般会計に繰り入れることには抵抗するだろう。さらに、現行の財務省の中で主計局や理財局などが担当している業務と国際局が担当している業務は相当性質を異にしており、其々に必要となる知識や経験も異なっている（榊原 2012、第 2 章）。これらのことを考えると、通貨政策の担当部局が財務省に設置されていることは必須とは言えず、少なくとも同省の他の部局との間に一定の距離を持たせる必要があるように思われる。

上記の点に関して最も簡便で分かりやすい制度改革は、現行の国際局を丸ごと金融庁に移管し、後者に国内金融行政と対外金融行政の両方を担わせることだろう。このような措置はラディカルにすぎて現実的でないという意見が予想されるが、1996 年に金融監督庁（金融庁の前身）の設立に向けた議論が開始された時点では、旧大蔵省から銀行局、証券局、国際金融局（現国際局）の三局を切り出し、財政と金融に関する行政を分離することが想定されていた。しかし 1997 年に入って金融危機が深刻化し、金融機関の検査・監督業務だけでも早急に大蔵省から分離すべきだという意見が強まったことや、大蔵省改革案の起草に係った与党プロジェクトチームや自民党の関係者が国際金融に関する知識を欠いていたことなどにより、国際金融局に関しては十分な検討が行わないまま「将来的に省庁再編の際に外務省および通産省の関係部局との統合を視野に入れて再編することとして、当面は現状のままとする」こととされてしまった（真渕 1997、第 4 章）。その後の 2001 年の中央省庁再編に至る過程においても、国際金融行政の担い手のあり方に関して真剣な議論が行われた形跡は認められない。

国際金融行政の金融庁への移管には財務省の事務官僚が強く反発することが必至だが、一つの政策オプションとして今一度真剣に検討するべきである。今次の世界金融危機においても、マクロ的な金融システムの安定性の維持とミクロ的な金融機関の

規制や監督が不可分の関係にあること、そして国際金融市場の変調が直ちに各国の金融システムを揺るがすほど大きな影響力を持っていることが明らかになった。このような状況の下で複数の行政機関が国内金融行政と国際金融行政を独立に運営することの意義は明らかでなく、むしろ単一の組織がこれらに関する責任を持ち、それに見合った人材を集めたり養成したりすることが望ましい。また、現行の金融庁は内閣府の外局であるため、原理的に総理大臣が為替介入の最終的な責任者となり、責任の所在が明確化されるというメリットもある。

上記の改革が困難な場合、財務省に国際局を保持しつつ、第 4 節で紹介したカナダのような半独立の通貨政策委員会（あるいは国際金融政策委員会）を設立し、それに実質的な決定権を委譲する方法も考えられる。この委員会の座長は財務大臣とし、主なメンバーとして財務省から財務官と国際局長、為替市場課長、日銀から総裁と国際関係統括理事、国際局長、金融庁から担当大臣ないし長官、金融国際政策審議官などを参加させる。この委員会は平時には国際金融市場の動向に関する意見を交換したり外貨準備の運用状況を確認する場とし、円の為替相場が著しく不安定化したり海外において緊急事態が発生する局面ではその対応策を検討するものとする。為替介入に関する最終判断は財務大臣の責任で行い、他の委員は外貨準備の管理や国内金融政策など、各々の担当業務の視点から意見を述べることにする。このようにすれば為替介入の度に他の業務との整合性を確保することの必要性が意識され、政治任用の大臣が独断で望ましくない政策を指示するリスクを多少なりとも減じることができるだろう。

ただし上記の方法で通貨政策を運営する場合、いわゆる覆面介入を行う余地は相当狭くなる。また、定期会合以外の会合が開催されれば市場関係者の間で為替介入の可能性が取り沙汰され、かえって相場を不安定化させる可能性も考えられる[50]。したがってひとたび上記のような政策運営方法が定着すると、外国為替市場の機能不全など、明らかに早急な対応が必要な場合以外には為替介入が実施されなくなるだろう。そのことを好ましくないと考える者もいるだろうが、第 4 節で見たように、多くの先進諸国では 1990 年代半ばから為替介入の頻度が激減したにも関わらず、それによって為替レートや国内の経済活動が著しく不安定化する事態は生じていない。

また、長期的には外為特会と日銀が保有する外貨をプールし、これらを一括して管理することも検討すべきである。上記の通貨政策委員会が外貨準備全体の運用管理に関する指針を作成する場合、外為特会と日銀がそれぞれ独立に外貨を保有して運用す

[50] もちろん緊急時に委員が実際に参集する必要はなく、電話会合などで代用してもよい。より重要なポイントは、為替介入の判断にいたる過程で関連業務の専門家の意見を聴取することを制度的に義務付けること、そして最終的な責任者を明確化することにある。

るのはいかにも非効率である。多くの国々において外貨準備の管理が中央銀行に委託されているのは、中央銀行が財政当局より民間投資家や金融市場に近い立場にあり、金融資産の運用管理に関する比較優位を持っているためだと思われる。そこで日銀の外貨を外為特会に移管した上で上記の通貨政策委員会の下部に運用管理委員会を設立し、財務省と日銀（と場合によっては金融庁）から適切な人材を派遣して実務を担当させるしくみを考えてはどうだろうか。また、それと同時に日銀と財務省の間でスワップ協定を締結し、日銀が必要に応じて外為特会の外貨を民間銀行の流動性支援などに利用することを可能にするしくみも考えておくとよい。そうすれば、現行のように為替変動とともに日銀のバランスシートが不安定化し、国会や財務省の無用な干渉を招くことも防止できる。

外貨準備管理のガバナンスをどのような形で設計するにせよ、今日の日本のように通貨当局が巨額の外貨資産を保有し、それを国益に適う形で運用しつづけることがきわめて難しいことも認識すべきである。本稿では外貨準備に関しては為替差損の問題を中心に議論したが、公的機関が大量の外貨を保有して運用することにはより本質的な問題が存在する。一国の公的外貨準備は一義的にはその国の対外流動性を維持するための保険の意味を持っている。通貨当局が有事の際に外貨準備を迅速に活用できるようにするためには、それらをできるだけ安全で流動性の高い資産の形で保有しておく必要がある。しかし通貨当局が外貨準備を取り崩して対応せざるを得ないような緊急事態が永い間発生せず、その間に外貨準備の規模が顕著に増加した場合、国民や政治家の間でそれらを保有することの機会費用に関する関心や不満が強まり、当局としてもより積極的な運用を検討せざるを得なくなる[51]。

実際、1990 年代末から 2000 年代前半にかけて新興市場経済諸国の外貨準備が急増する中、それらの一部をアメリカの資産担保証券に投資したり、保有している外国政府債を利用したレポ取引などを取り組む動きが広がった[52]。金融市場が正常に機能している限りこのような運用を行っても大きな問題は生じないが[53]、ひとたび今次の金

[51] 最近の財務省や日銀の外貨運用方針の変更の理由の少なくとも一部はこのような事情に求めることができる。

[52] 通貨当局が外国政府債のレポ取引や現先取引によって収益率を高めることができるのは、これらの取引が実質的に投資対象を信用力の劣る民間銀行の預金性商品や社債等に切り替える意味を持っているからである。財務省の「外貨準備等の状況」によると、日本の通貨当局の間でも 2005 年から 2007 年頃にかけてこのような取引の残高が急増し、ピーク時には保有外債残高の 10%超に上っていた。

[53] ただしこのような取引に関する情報が十分に開示されていないと、公式の外貨準備の運用方針が有名無実化する可能性がある。

融危機のような事態が発生すると、通貨当局はきわめて困難な状況に追い込まれる。すなわち、国民の資産を預かる身としては安全性が揺らいだ資産を迅速に処分して損失を最小限に食い止める責任があるが、それを行えば当該資産の価格下落や金融市場の混乱を煽ることになり、通貨当局の本来の使命を果たすことができなくなる[54]。また、これらの資産を売却すると損失が確定してしまい、国民や政治家から批判を受ける可能性が高いため、それらの市場価格が急落すればするほど満期まで持ち切ろうする誘因も働き、結果的に損失をいっそう拡大させる可能性もある。これらのことを考慮すると、通貨当局が平時から巨額の外貨を保有することはむしろ緊急時の行動を制約する可能性が高く、その点からも外貨準備の大幅な削減が急務だと考えられる。

6. おわりに

一国の政策が適切に運営されるためには、国民から立法府、立法府から行政府、そして個々の部局や担当者に至る各段階において適切な委任と責任の関係が成立していること、そして現実の政策運営を外部から監視して適宜再考を促すしくみが整備されていることが必要である。しかし今日の日本の通貨政策に関してはこれらがいずれも機能しておらず、無計画な為替介入によって公的外貨準備の残高と評価損がとめどなく拡大している。また、現行の外為特会の特殊な会計制度により、外為特会自身の債務超過を放置したまま一般会計に巨額の資金供与を行うことが可能になっているだけでなく、近視眼的な為替介入や外貨準備の利用を助長する一因にもなっている。

日本の通貨政策を成熟した先進国として恥ずかしくないものにするためには、財務省の内部でアドホックな運営を行っている現状を改め、為替介入と外貨準備管理に関して一貫性のある方針を作成すべきである。また、外為特会の含み損を放置したまま経常利益を一般会計に繰り入れることを禁止し、積立金の回収や将来の運用収入を元手に評価損の解消に努めるべきである。さらに、短期の円債務を原資として長期の外貨投資を行うことを止め、長期保有する外債を適正な償還期間を持つ国債によってファイナンスしながら、外貨準備と為券の残高を可能な限り圧縮すべきである。

変動相場制の下では通貨政策の意義がもともと曖昧であり、通貨当局がどれだけ積極的に為替市場に介入すべきか、どれだけの外貨準備を保有すべきか、政府と中央銀

[54] 実際、2008 年以降に国際金融市場が混乱する中で多くの通貨当局が民間金融機関に預けていた外貨準備を引き揚げ、これらの金融機関の資金繰りがいっそう困難になったことが指摘されている（Pihlman and van der Hoorn 2010）。

行のどちらが中心になって通貨政策を遂行すべきかに関して議論の余地がある。原理的には中央銀行が金融政策と通貨政策を一括して担当することが合理的かつ効率的だと思われるが、国民や政治家が為替レートの動向に強い関心を持っている場合、このような政策は必ずしも良い結果をもたらさない可能性が高い。諸外国の例を見ても、財務当局が通貨政策の主体になっていても大きな問題が生じていないと思われる国もあり、より重要なのは政策運営にガバナンスを機能させることだと考えられる。したがって当面は上記の外為特会の適正化や情報開示の充実、外部評価制度の導入などによってガバナンス体制の強化を図り、より長期的な課題として財務省が一連の国際金融行政を占有している現状を改革する方法を検討すべきである。

なお、今日の日本の通貨政策の諸問題の直接的な原因がガバナンスの欠如にあるとしても、国民の間で円高や為替介入に対する考え方が変化しない限り、円売りに偏った為替介入の弊害を完全に解消することは難しいと考えられる。本稿で解説した外為特会などの問題は政府に円高対策を求めるマスコミや企業経営者の間でほとんど理解されていないと思われ、それが円売り介入を無制限に実施可能でコストのかからない政策だと考える傾向を生み出していると思われる。また、過去の為替介入の効果がきわめて曖昧であるにも関わらず、より巨額の介入を求める声が後を絶たないことにも、国民の間に政策の有効性を冷静に評価して政府に適切な行動を求める機運が不足していることが現れている。今後、為替変動や為替介入に関してバランスのとれた世論を醸成してゆく上で、経済学者が果たすべき役割は大きいと思われる。

参考文献

太田赳（1991）『国際金融　現場からの証言－日銀から見た激動の 30 年－』中公新書

加藤隆俊（2002）『円・ドル・元　為替を動かすのは誰か』東洋経済新報社

加野忠（2006）『ドル円相場の政治経済学－為替相場にみる日米関係－』日本経済評論社

河村小百合（2003）「外貨準備政策運営の見直しを」日本総合研究所 *Business & Economic Review* 2003 年 12 月号（http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=14664）

黒田東彦（2003）『通貨外交－財務官の 1300 日』東洋経済新報社

榊原英資（2000）『日本と世界が震えた日－サイバー資本主義の成立－』中央公論新社

榊原英資（2012）『財務省』新潮新書

白川方明（2008）『現代の金融政策』日本経済新聞社

鈴木克洋（2010）「外国為替市場介入をめぐる諸問題－防衛ライン、不胎番化政策、外為特会積立金－」参議院調査室・経済のプリズム No.85
（http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/index.html）

真渕勝（1997）『大蔵省はなぜ追いつめられたのか－政官関係の変貌－』中公新書

溝口善兵衛（2004）「為替随感」国際金融情報センター（www.jcif.or.jp/docs/20040917.pdf）

山本一哉（2009）「韓国の為替介入政策とその問題点」鹿児島大学『経済学論集』第73 号、107－134 ページ

Baba, Naohiko and Ilhyock Shim. 2010. "Policy responses to dislocations in the FX swap market: the experience of Korea," *BIS Quarterly Review*, June 2010, 29−39.

Bordo, Michael D., Owen F. Humpage and Anna J. Schwartz. 2010a. "U.S. foreign-exchange intervention and the early dollar float: 1973−1981," *NBER Working Paper* No. 16647.

Bordo, Michael D., Owen F. Humpage and Anna J. Schwartz. 2010b. "U.S. foreign-exchange market intervention during the Volcker-Greenspan era," *NBER Working Paper* No. 16345.

Bordo, Michael D., Owen F. Humpage and Anna J. Schwartz. 2011. "U.S. intervention during the Bretton Woods Era: 1962−1973," *NBER Working Paper* No. 16946.

Chinn, Menzie D. and Guy Meredith. 2005. "Testing uncovered interest parity at short and long horizons during the post-Bretton Woods era," *NBER Working Paper* No. 11077.

Chiu, Priscilla. 2003. "Transparency versus constructive ambiguity in foreign exchange intervention," *BIS Working Paper* No. 144.

Choo, Heung-Sik. 2011. "Risk management of the foreign reserves – practices and challenges," presentation at the conference on "SWFs and Other Long-Term Investors: From Savings Glut to Sustainable Growth," Columbia University, October 2011

Dickens, Rodney. 2007. "New Zealand breaks with the Brash era," *Central Banking*, XVIII(1): 71−74.

D'Souza, Chris. 2002. "A market microstructure analysis of foreign exchange intervention in Canada," *Bank of Canada Working Paper* 2002-16.

Fatum, Rasmus, and Michael M. Hutchison, 2010. "Evaluation foreign exchange market intervention: self-selection, counterfactuals and average treatment effects," *Journal of International Money and Finance* 29(3): 570–584

Frankel, Jeffrey A. 1999. "No single currency regime is right for all countries or at all times," *Essays in International Finance* No. 215, Princeton University Press.

Horáková, Martina. 2011. "Central bank capital levels: do they matter and what can be done?" *Central Banking* 21(4): 89−94.

Hayward, Tore, Paxton McKenzie, and Warren Potter. 2002. "Managing New Zealand's foreign reserves," *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 65(4): 24−32.

Henning, Randall C. 1994. *Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan*, Institute for International Economics.

Henning, Randall C. 2007. "Organizing foreign exchange intervention in the Euro Area," *Journal of Common Market Studies* 45(2): 315−342.

Idesawa, Toshio. 2007. "How do we manage the reserves held by the Bank of Japan?" *Central Banking* XVII(2): 41−45.

Ito, Takatoshi. 2005. "Interventions and Japanese economic recovery," *International Economics and Economic Policy* 2(2/3): 219−239.

Kearns, Jonathan, and Robert Rigobon. 2005. "Identifying the efficacy of central bank interventions: evidence from Australia and Japan," *Journal of International Economics* 66(1): 31−48.

Kumakura, Masanaga. 2007. "Monetary policy, international liquidity and central bank balance sheet in emerging market economies," in Hisayuki Mitsuo (ed.), *Financial Fragilities in Developing Countries*, Chiba, Japan: IDE-JETRO, pp. 55−86.

Kumakura, Masanaga. 2012. "Reforming Japan's foreign exchange policy," *World Economics* 13(1): 83−98.

McCauley, Robert N. and Jean-François Rigaudy. 2011. "Managing foreign exchange reserves in the crisis and after," in Bank for International Settlements Papers No.58, *Portfolio and risk management for central banks and sovereign wealth funds*, Proceedings of a joint conference organized by the BIS, the ECB and the World Bank in Basel, 2–3 November 2010, pp.19−47.

Moon, Woosik, and Yeongseop Rhee (2009) "Financial integration and exchange-rate coordination in East Asia," in Duck-Koo Chung and Barry Eichengreen (eds.), *Fostering Monetary & Financial Cooperation in East Asia*, World Scientific, pp.51−72.

Newman, Vicki, Chris Potter and Michelle Wright. 2011. "Foreign exchange market intervention," *Reserve Bank of Australia Bulletin* December Quarter 2011, 67−76.

Obstfeld, Maurice, Jay C. Shambaugh, and Alan M. Taylor. 2009. "Financial Instability,

Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008," *American Economic Review* 99(2): 480−486.

Philman, Jukka and Han van der Hoorn. 2010. "Procyclicality in central bank reserve management: evidence from the crisis," *IMF Working Paper Series* No.WP/10/150.

Rhee, Changoyong. 2008. "KIC and the Bank of Korea relations," in Jennifer Johnson-Calari and Malan Rietveld (eds.), *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publications.

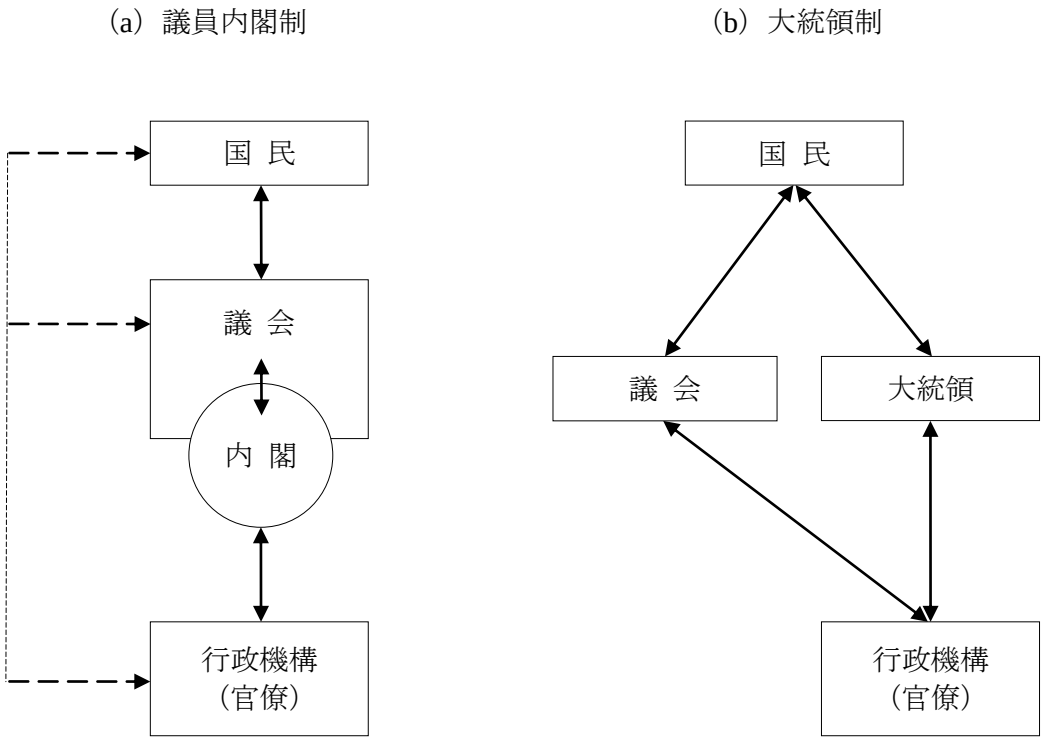
Rodrik, Dani. 2006. "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves," *International Economic Journal*, 20(3): 253−266.

Scalia, Antonio, and Benjamin Sahel. 2011. "Ranking, risk-taking and effort: an analysis of the ECB's foreign reserves management," *European Central Bank Working Paper* No. 1377.

Stella, Peter. 2004. "Why central banks need financial strength," in Robert Pringle and Nick Carver (eds.), *New Horizons in Central Bank Risk Management*, Central Banking Publications, pp.129−138.

Taylor, John B. 2007. *Global Financial Warriors*, Norton.

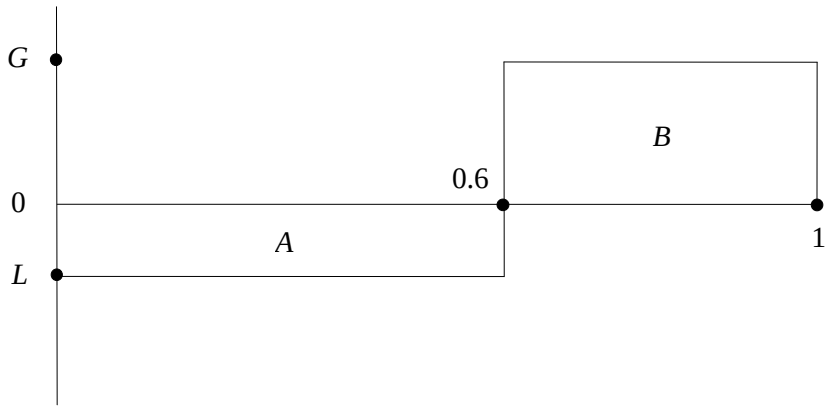
図 1　議員内閣制と大統領制の下での政策運営のガバナンス



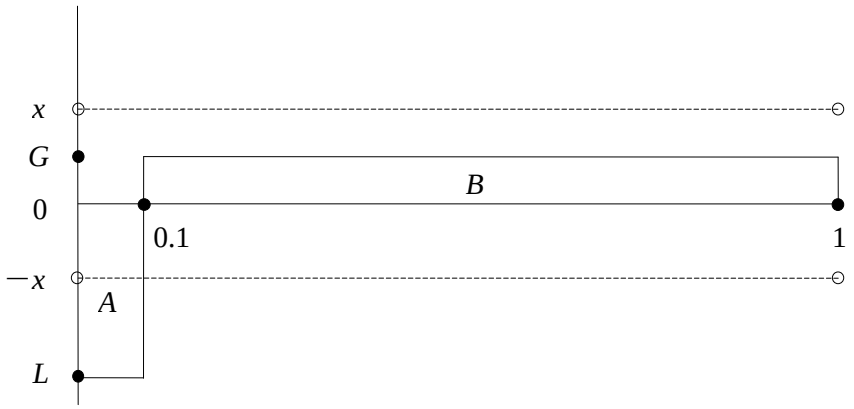
(注)実線は直接的な委任と責任の関係を表す。点線はそれ以外の意志伝達やモニタリングの経路を表す。
(出所)著者作成。

図 2　中位投票者と政策の選択

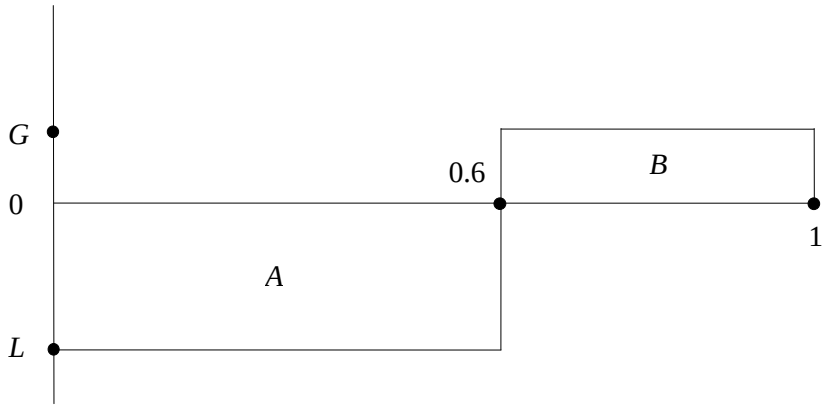
例(1):棄却



例(2):棄却

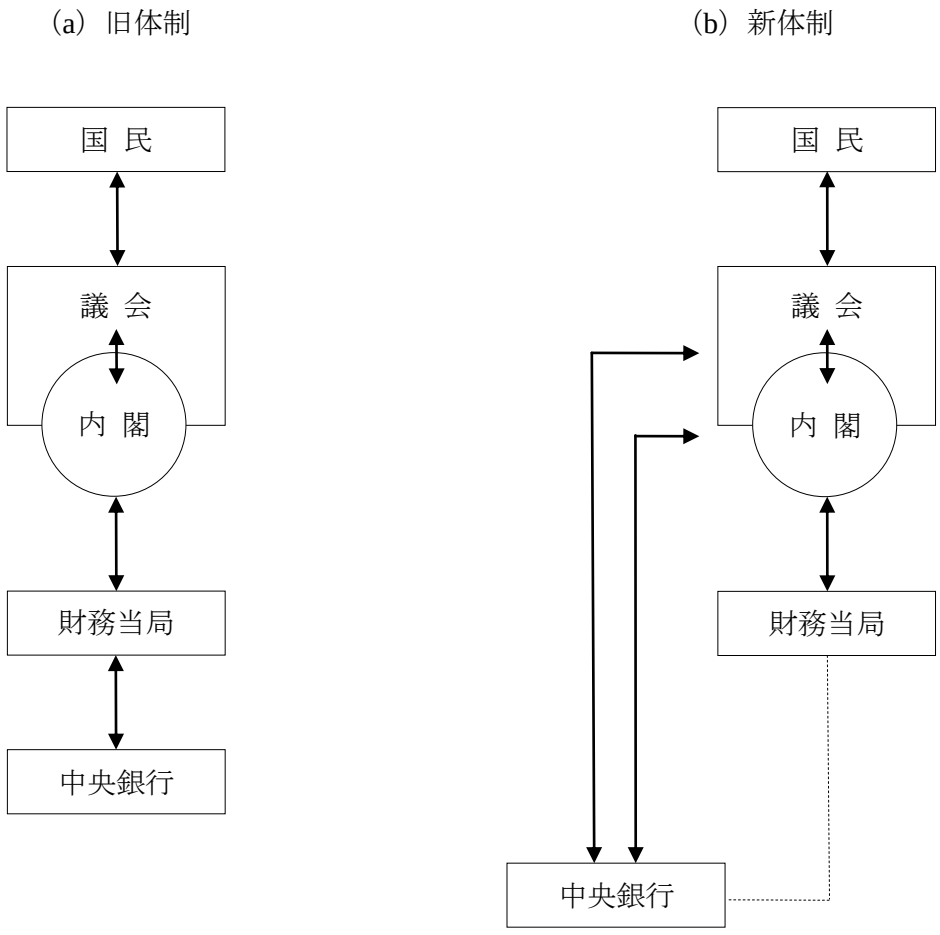


例(3):採択



(注) G と L は各人が受ける便益と損失の大きさを表している。
(出所) 著者作成。

図 3　議員内閣制の下での金融政策のガバナンス

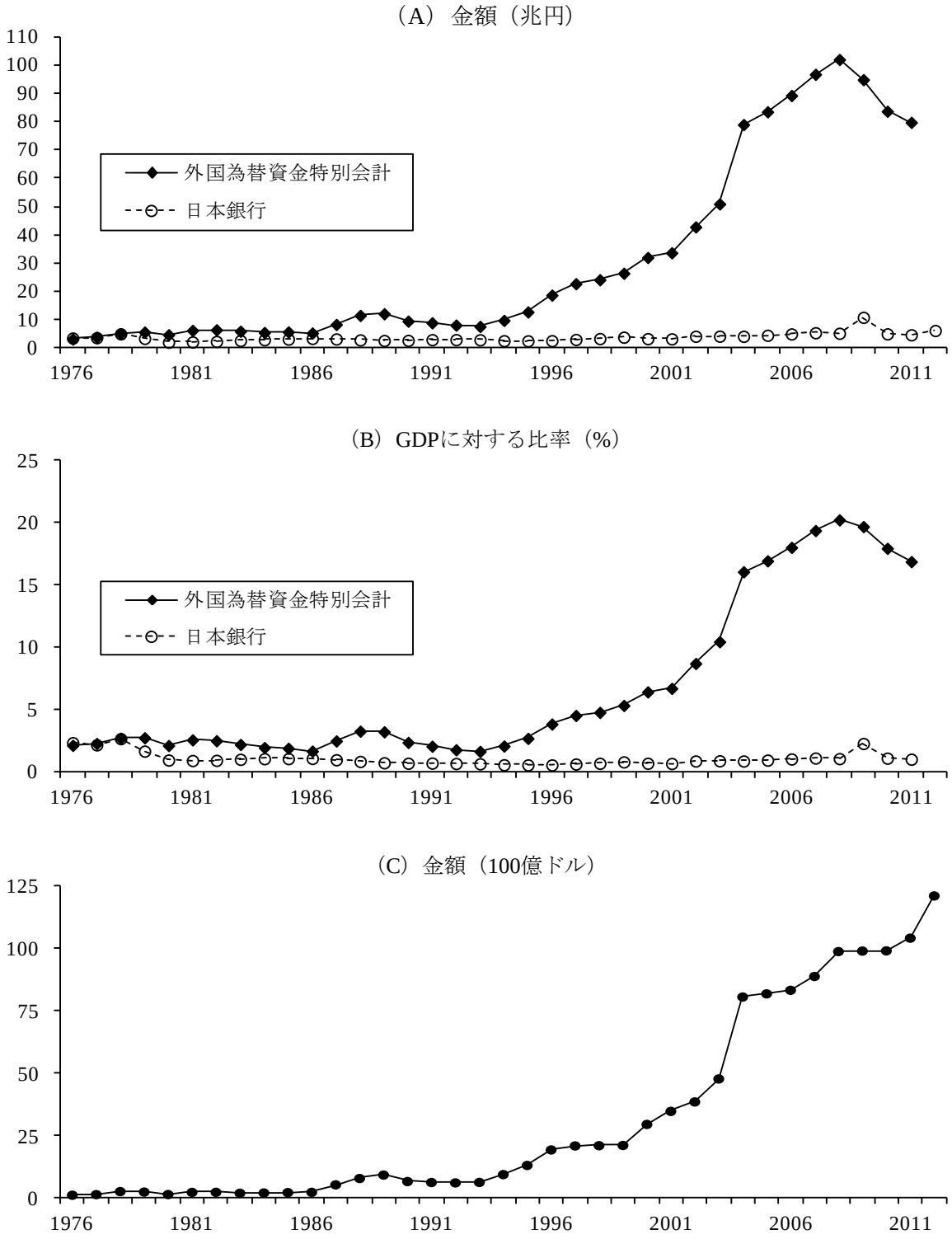


（出所）著者作成。

図 4　円の為替レートと外国為替市場介入

（注）円の実質実効為替レートは国際決済銀行の集計による対先進国通貨を対象とした指数（数値の上昇が実質ベースの円高を表す）。外国為替市場介入のデータは 1991 年 4 月以降のみで正の数値が円売り介入、負の数値が円買い介入を表している。
（出所）日本銀行ホームページ統計、財務省「外国為替平衡操作の実施状況」、Bank for International Settlement, BIS effective exchange rates をもとに著者集計。

図 5　日本の公的外貨準備残高の推移



（注）外貨準備残高は各年 3 月末現在で金地金や SDR 等を含まず。(C)は日本政府が IMF に報告している数値で日銀保有分を含む。GDP は前年度の実績による。
（出所）内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算」、外国為替資金特別会計および日本銀行決算資料、IMF, *International Financial Statistics* をもとに著者集計。

図 6　外国為替資金特別会計の経理

（A）バランスシート

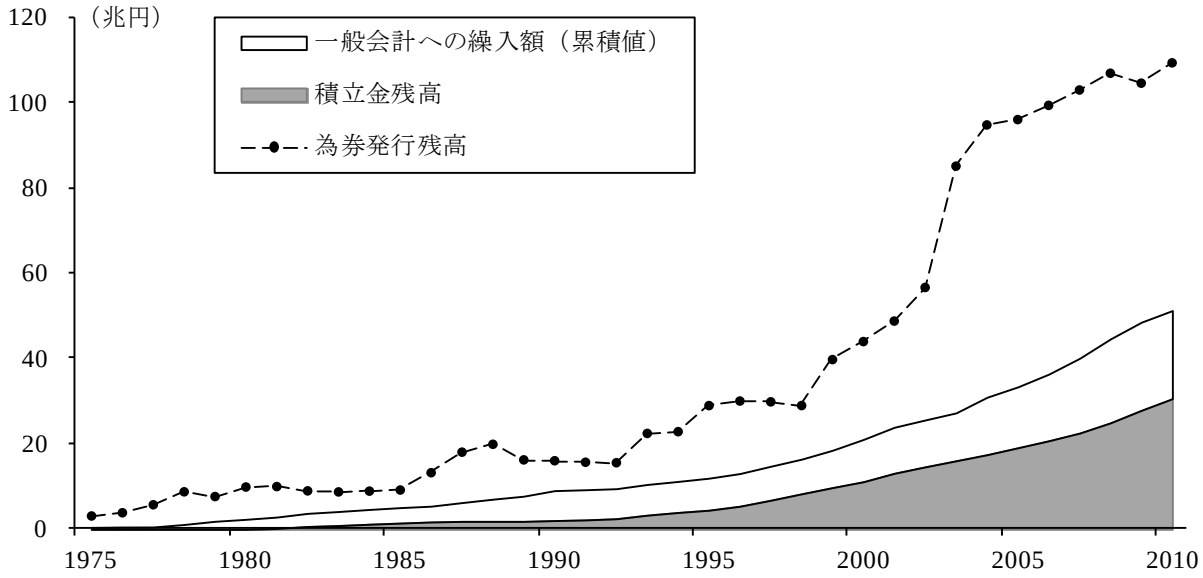
<table>
<tr><td>外貨資産</td><td rowspan="2">FB
（外国為替資金証券）</td></tr>
<tr><td>評価損</td></tr>
<tr><td>預け金</td><td>積立金</td></tr>
</table>

（B）損益計算書

<table>
<tr><td rowspan="2">収入</td><td>支出</td></tr>
<tr><td>剰余金</td></tr>
</table>

（注）網掛けは外貨を表す。
（出所）著者作成。

図 7　外国為替資金証券の発行残高の推移



（注）各年の値は同年度末時点の金額を表している。
（出所）特別会計の決算資料などをもとに著者集計。

表 1　外国為替資金特別会計と日本銀行の外貨保有残高と運用状況（単位：10 億円）

項目	外国為替資金特別会計				日本銀行			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
外貨資産	106,165 (100.0)	99,453 (100.0)	85,489 (100.0)	81,898 (100.0)	8,547 (100.0)	10,865 (100.0)	5,023 (100.0)	4,690 (100.0)
外貨預け金	13,716 (12.9)	8,863 (8.9)	3,371 (3.9)	981 (1.2)	48 (0.6)	89 (0.8)	89 (1.8)	160 (3.4)
外貨証券	92,449 (87.1)	90,044 (90.5)	81,969 (95.9)	79,423 (97.0)	5,188 (60.7)	4,870 (44.8)	4,755 (94.7)	4,363 (93.0)
外貨貸付金	0 (0.0)	546 (0.5)	150 (0.2)	1,494 (1.8)	3,127 (36.6)	5,726 (52.7)	0 (0.0)	0 (0.0)
外貨投資・金銭信託	-	-	-	-	183 (2.1)	179 (1.6)	179 (3.6)	167 (3.6)
運用利回り（%）	4.32	3.69	3.08	3.13	-	-	-	-
外貨証券	92,449 (100.0)	90,044 (100.0)	81,969 (100.0)	79,423 (100.0)	5,188 (100.0)	4,870 (100.0)	4,755 (100.0)	4,363 (100.0)
国債	63,092 (68.2)	61,744 (68.6)	58,000 (70.8)	54,709 (68.9)	3,927 (75.7)	3,581 (73.5)	3,382 (71.1)	3,200 (73.3)
国債以外の外貨証券	29,357 (31.8)	28,300 (31.4)	23,969 (29.2)	24,714 (31.1)	1,261 (24.3)	1,289 (26.5)	1,373 (28.9)	1,163 (26.7)
残存期間1年以下	24,591 (26.6)	20,934 (23.2)	14,512 (17.7)	8,766 (11.0)	1,274 (24.5)	996 (20.5)	828 (17.4)	836 (19.2)
残存期間1年超5年以下	42,864 (46.4)	45,937 (51.0)	46,414 (56.6)	47,397 (59.7)	3,915 (75.5)	3,874 (79.5)	3,926 (82.6)	3,527 (80.8)
残存期間5年超	24,994 (27.0)	23,174 (25.7)	21,043 (25.7)	23,260 (29.3)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)
平均残存年数	3.42	3.45	3.59	3.90	2.39	2.49	2.57	2.52

（注）いずれも3月末時点の実績で金やSDR等を含まず。データの制約により日本銀行の2008年の数値は同年9月末の実績。括弧内の数値は全体に占めるシェア（%）。外国為替資金特別会計の運用利回りは前年度の運用収入を当該期間中の平均資産残高で除した簿価ベースの値で保有資産の評価損益を含まず。平均残存年数は便宜的に「残存期間1年以下の資産の平均残存期間＝0.5年、残存期間1年超5年以下の資産の平均残存期間＝3年、残存期間5年超の資産の平均残存期間＝7年」と仮定して計算した値（公表値ではない）。

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

表 2　為替変動と日本銀行の国庫納付金

項目（百万円）	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
外国為替収益（純）	437,531	424,010	-202,781	-40,967	-95,259	-408,686	109,860
うち為替差益	336,290	201,198	-603,773	-416,591	-218,589	-481,028	-60,623
（参考）円ドルレートの変動（%）	9.8	0.5	-15.8	-1.1	-5.1	-11.2	-0.8
剰余金	333,850	780,524	640,752	300,291	367,115	52,140	529,067
国庫納付金	317,152	741,492	608,709	255,243	348,754	44,314	502,609
（参考）国庫納付金（当初予定額）	447,800	492,700	721,000	669,400	328,500	286,200	275,200

（注）国庫納付金（予定額）は翌年度の当初予算における金額。円ドルレートは各年度中の変化率で正の数値が円安を表す。
（出所）一般会計予算および日銀財務諸表、日銀ホームページ資料等ををもとに集計。

表 3　主要国における為替介入の運営体制と実施状況

国・地域	決定主体	規模・頻度	情報開示	経済規模
アメリカ	主たる権限は財務省（Department of the Treasury）にある。ただし慣例では連邦準備委員会（Board of Governors of the Federal Reserve System）と協議した上で政策を決定し、介入資金も折半している。	1990年代以降、協調介入をのぞきほとんど実績なし。	近年は介入直後に公表。四半期毎の詳細な実績を約1カ月後に下院に報告し、ニューヨーク連銀のホームページでも公開。	336.0
ユーロ圏	欧州中央銀行（European Central Bank）とEurosystem。ただしEurogroupの意向に沿った介入であること、事前にEurogroupとEconomic and Financial Committeeに通知することが条件。	ユーロ導入直後の2000年に数回実施されたが、その後は他国の依頼による協調介入以外に実績なし。	介入実施の事実を直ちに公表。介入額は未公表。	250.9
イギリス	財務省（HM Treasury）。ただし中央銀行も金融政策の一環として独自に介入可能。	1992年以降、政府、中銀とも協調介入以外の実績なし。	月次の外貨準備レポートにおいて介入の実績を報告。	50.5
韓国	企画財政部（Ministry of Strategy and Finance）。ただし中央銀行法に政府に通貨政策に関する助言を行う旨の規定あり。	頻繁に実施されている。	未公表。	33.9
カナダ	政府。財務省（Department of Finace）が中銀と協議の上決定。	従来は対ドルレートのボラティリティー管理を目的とした少額・高頻度の介入が行われていたが、1998年に特段の理由がない限り介入しない方針に変更された。その後は他国の依頼による協調介入以外の実績なし。	介入の事実や目的、金額を直ちに公表。	30.9
ｵｰｽﾄﾗﾘｱ	中央銀行	1983年にフロートに移行。1990年代初頭に高頻度・小規模の介入から相対的に低頻度・大規模の介入へと方針変更。その後も何度か集中的な介入の実績あり。不胎化措置には通貨スワップが利用されている。	リアルタイムの公表はその時々の当局の判断による。2011年から為替介入を目的とした日次の取引データが一定のタイムラグを経て公表されるようになった（現在は1989年以降の統計が得られる）。	20.4
ｽｳｪｰﾃﾞﾝ	中央銀行	2001年以来実績なし。	通常の金融政策と同様に理事会で審議。実施前に介入の理由と予定期間などを公表。一定期間後に詳細な実績を公表。	8.2
スイス	中央銀行	2011年9月に政策変更。1ユーロ＝1.20スイスフラのを下限を維持するために無制限の介入を実施中。	未公表。	7.6
ﾆｭｰｼﾞｰﾗﾝﾄﾞ	通貨危機時の介入は政府、それ以外の介入は中央銀行が決定。ただし事前に政府と中銀の間で外貨準備の上限値と下限値を取り決め、中銀が独自に実施可能な為替介入の範囲が定められている。	従来は危機的状況にのみ介入する方針だったが、2004年から中期的な為替変動の平準化を目的とした介入も行う方針に変更された。その後はしばしば実績あり。	介入のアナウンスメントは当局の判断による。ただし月次の中銀の純外貨取引額が約1カ月遅れで公表され、介入の有無を推量することが可能。	2.7

（注）経済規模は日本を100とした値（PPPベースの実質GDP、2010年の実績による）。
（出所）Chiu (2003), D'Souza (2002), Hayward et al. (2002), Henning (2007), Moon and Rhee (2009), Newman et al. (2011), 各国通貨当局ホームページ資料などをもとに著者作成。

表 4　主要国における外貨準備の管理体制

国・地域	保有主体・勘定	運用主体	運用方法・リスク管理体制	情報開示（注1）
アメリカ	政府保有分はExchange Stabilization Fund、FRB保有分はSystem Open Market Accountにおいて管理。残高はほぼ同じ。	NY連銀が政府、FRB保有分ともに運用。	ほとんどがユーロと円建ての国債と中央銀行預金。	週次でIMF様式統計を公表。NY連銀が四半期毎に為替介入の実績及びESFとFRBの外貨の運用状況をまとめた報告書を作成。財務官が毎年大統領と議会に対してESFに関する報告書を提出。月次の会計報告書もあり。
ユーロ圏	ECBとEurosystemに属する各国中央銀行（National Central Banks、NCB）が分散保有。ECBの保有分はユーロ導入時にNCBから移管されたもので、ECBはその分に関して定期的な利払いを行っている。	ECB及びNCB。ECB保有分の大半もファンド化して複数のNCBに運用委託（ただしECBが全体のリスクを管理）。	ECB保有分に関しては、まず政策委員会が基本的な運用モデルを提示し、それをもとにECBの担当部局が実践的なポートフォリオを設定。各NCBはそれをベンチマークとして委託された資金を運用。個々のNCBの運用実績は理事会に報告されている。	ECBは週次で時価会計ベースのバランスシートを公表。ECBの年次報告書ではECB単体とEurosystem全体のバランスシートが報告されている。
イギリス	政府保有分はExchange Equalization Accountにおいて経理。中銀保有分は外貨建て債券や通貨スワップによって調達されているため、純資産はほとんどない。	EEA保有分は財務省が中銀とともに運用方針の大要を設定し、中銀が実際の運用を担当。財務省と中銀の担当者が定期的に会合を開いて運用状況を確認。	EFA保有分は為替・金利リスクをヘッジする分としない分に分けて運用。運用対象の大半はドル、ユーロ、円建ての公債と中央銀行預金。	財務省は月次で外貨準備レポートを公表し、介入の実績とともにEEAと中銀が保有する外貨資産と負債の前月からの変動の要因を解説。年次でEEAの詳細な会計・運用報告書を公表し、下院に提出。
韓国	政府と中銀が保有しているが、中銀の保有額が多い。政府分は外国為替平衡基金において経理。	中銀が政府、中銀保有分とも運用。ただし一部は韓国投資公社（Korea Investment Corporation）に運用委託。	流動性トランシュ、収益性トランシュ、外部委託トランシュの三つに分けて運用。2011年末時点の比率は4.5、79.7、15.8%。外部委託トランシュの大半はKICの運用分。	韓国銀行が年次報告書の中で三トランシュの比率や資産別の投資比率の概要を報告。外為平衡基金の損益は政府決算資料の一部として公表。全体の情報量が少ない。
カナダ	財務省のExchange Fund Accountにおいて管理。	財務大臣が基本的な運用方針を決定。財務省と中銀の幹部から構成される資金管理委員会が実務を担当。	運用方針は毎年見直して公開。保有資産の大半は米ドルとユーロ建ての公債や国際機関債。保有外貨の大半が通貨スワップや外債発行によってファイナンスされているため、為替リスクはほとんどなし。	毎月4回中銀が概要を公表。財務省が月次で詳細な運用状況を公表。各会計年度末に詳細な報告書。

（続く）

ｵｰｽﾄﾗﾘｱ	中央銀行	中央銀行	積極的な運用を試みたこともあったが、リターンが安定しないため、2000年に受動的な運用方針に変更。運用対象は先進国通貨の国債や国際機関債、銀行預金等。通貨スワップと金利先物によって為替・金利リスクを管理。	月次で為替取引額や外貨準備残高、評価損益などを公表。中銀の年次報告書において基準となるポートフォリオの構成や保有外貨資産の通貨別内訳、残存期間別内訳、通貨別のリターンなども公表。
ｽｳｪｰﾃﾞﾝ	中央銀行	中央銀行	中央銀行の理事会が毎年運用方針を見直し、保有外貨の7割以上を公債や国際機関債などで運用。ドルとユーロ建て資産が中心だが、為替リスク分散のために他の先進国通貨にも若干投資。	中央銀行の年次報告書において運用状況とその背景要因等を解説。通貨別、発行体の国別の残高比率、デュレーション、VaRなどを報告。
スイス	中央銀行	中央銀行	中央銀行の理事会が運用方針の大要を決定し、行内の投資委員会とリスク管理局がそれぞれ運用実務とリスク管理を担当。	中央銀行の年次報告書において運用実績とその背景要因等を詳細に解説。四半期毎にホームページで保有資産の種類別内訳等の概要を公表。
ﾆｭｰｼﾞｰﾗﾝﾄﾞ	中央銀行	中央銀行。ただし外貨準備の目標水準やファンディング方法の大幅な変更には政府の許可が必要。	中央銀行が事前に公表する運用管理方針にもとづいて運用。2006年までは外貨借り入れによって全額がファイナンスされていたが（注2）、2007年の外貨準備積み増しの際に一部を外為市場で購入。	年次報告書で当該年中の運用実績とその背景要因を解説。会計年度末の実現損益、含み損益、保有外貨のヘッジ比率なども公表。

（注1）いずれの国もIMF様式による月次の外貨準備統計を自国の担当部局とIMFのホームページを通じて公表している。この欄にはそれ以外の情報の開示状況を記述している。
（注2）財務省が外貨を借り入れ、それを中銀に貸し出す形を採用している。
（出所）山本（2009）、Choo (2011)、Hayward et al. (2002)、Scalia and Sahel (2011)、各国通貨当局ホームページの資料等をもとに作成。

表 5　主要国における通貨政策の運営状況

		為替介入と外貨準備管理が一体的に考えられているか	
		Yes	No
為替介入の判断主体	政府	アメリカ イギリス* カナダ*	日本 韓国*
	中銀	ユーロ圏 オーストラリア* スウェーデン* スイス ニュージーランド*	

		為替介入と外貨準備管理が一体的に考えられているか	
		Yes	No
ガバナンスが機能しているか	Yes	アメリカ イギリス* カナダ* ユーロ圏 オーストラリア* スウェーデン* スイス ニュージーランド*	
	No		日本 韓国*

（注）*はインフレーション・ターゲッティングの採用国を表す。
（出所）著者作成。インフレターゲッティングに関する情報はIMFの資料による。

表 6　主要国における公的準備の保有状況（単位：100 万米ドル）

項目	日本	アメリカ	ユーロ圏（ECB）		イギリス	韓国	カナダ	ｵｰｽﾄﾗﾘｱ	ｽｳｪｰﾃﾞﾝ	スイス	ﾆｭｰｼﾞｰﾗﾝﾄﾞ
[A] 公的準備資産	1,288,703	148,445	936,196	(81,591)	125,693	315,804	69,795	53,103	52,220	321,727	19,356
[B]　うち外貨準備	1,210,477	46,487	210,005	(52,066)	59,114	308,163	56,424	41,301	39,983	253,718	15,263
[C] 今後一年間の受け払い（純）	35,516	-46,482	-204,499	(212)	-85,329	64,530	-8,278	-18,476	-5,252	-25,545	-20,399
[A]＋[C]	1,324,219	101,963	731,697	(81,903)	40,364	380,334	61,517	34,626	46,968	296,181	-1,043
[B]＋[C]	1,245,993	5	5,506	(52,278)	-26,215	372,693	48,146	22,824	34,731	228,173	-5,136

（注）日本、アメリカ、イギリスは2012年3月、その他の国々は2012年2月末の実績。ユーロ圏の左側の値はEurosystem全体の値。右側の括弧内の値は欧州中央銀行の保有分で内数。イギリスは中央銀行保有分を公的準備資産の対象から除外しているが、ここでは他の国々との比較の便を考え、政府保有分と中銀保有分を合算した。
（出所）International Monetary Fund, *International Reserves and Foreign Currency Liquidity* のデータをもとに著者集計。