

日本の通貨政策とその問題点

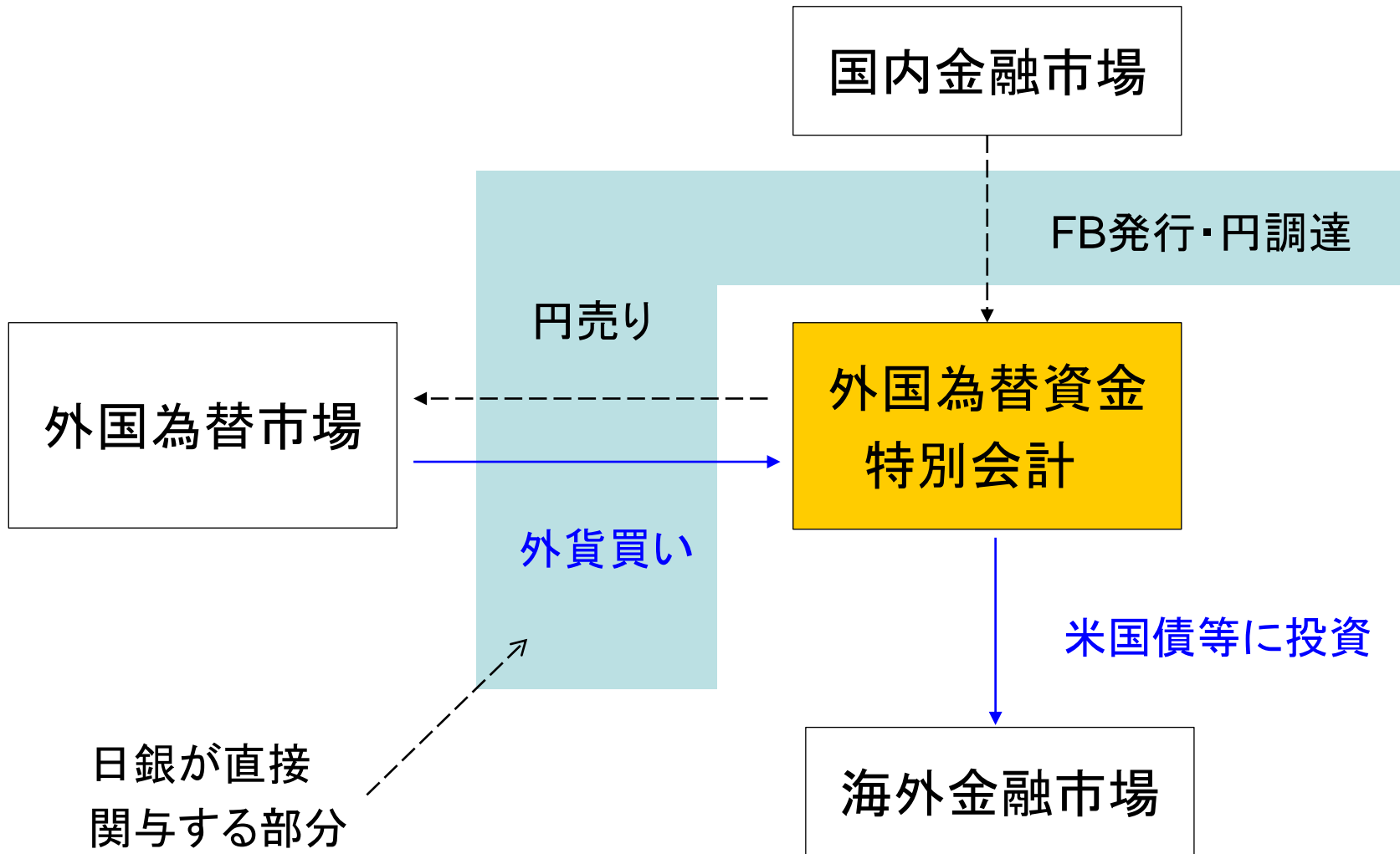
大阪市立大学 大学院経済学研究科

熊倉正修

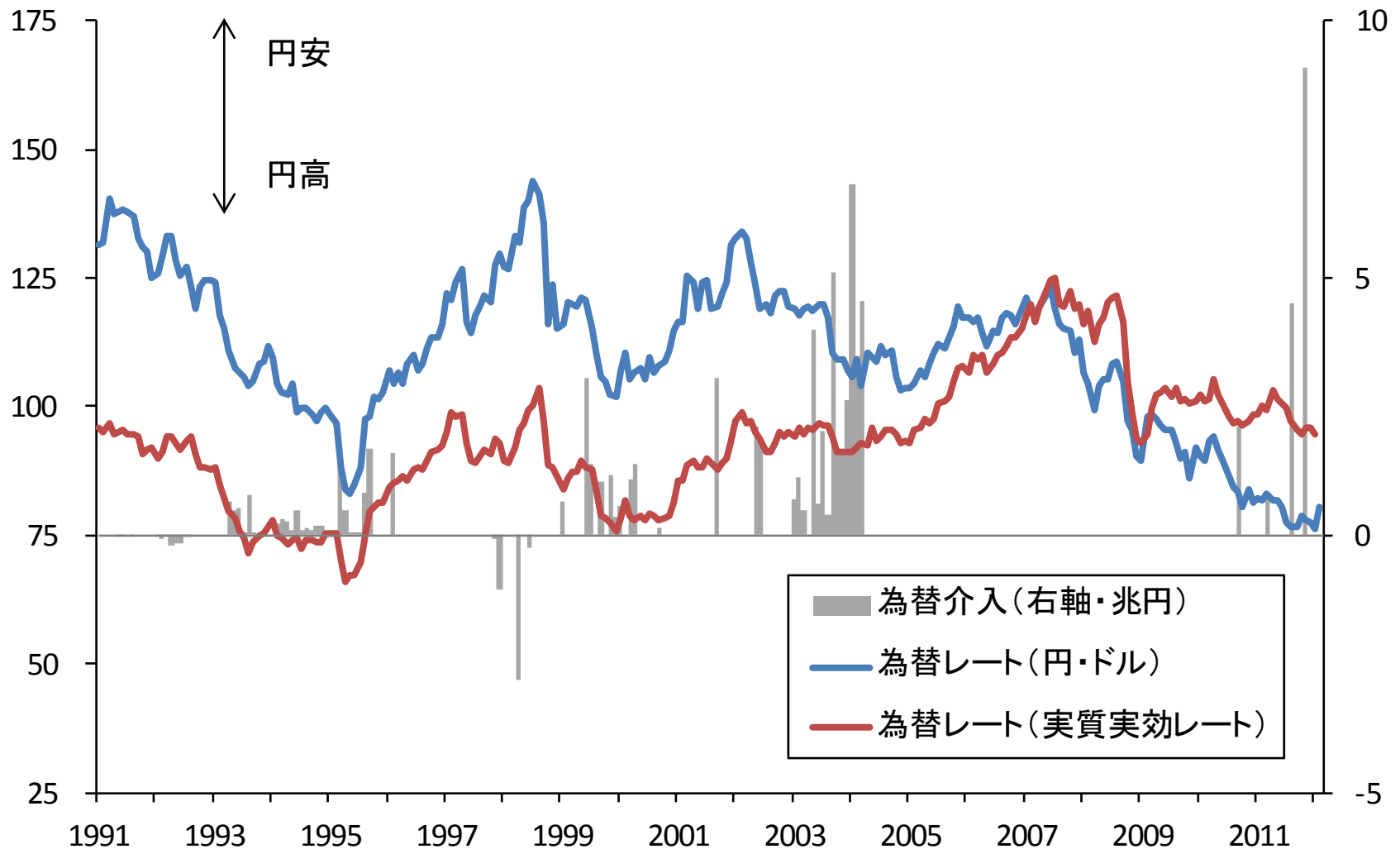
背景と主旨

- 日本は主要先進国の中で例外的に巨額の外国為替市場介入を続けている。また、円売り一辺倒の介入によって公的外貨準備が累積し、巨額の含み損が発生している。
- [仮説①] 他の国々との違いには輸出や為替介入の効果に関する考え方の違いも影響しているが、本質的な原因は政策のガバナンスが機能しているか否かである。
- 日本では政府(財務省)が通貨政策(=為替介入と外貨準備管理)を担当している。これは一見すると中央銀行(日銀)を為替レート平準化の義務から解放し、金融政策の自由度を高めているように見える。
- [仮説②] 政府の通貨政策がガバナンスを欠いているため、むしろ日銀の独立性が損なわれ、金融政策に望ましくない影響が生じる可能性がある。

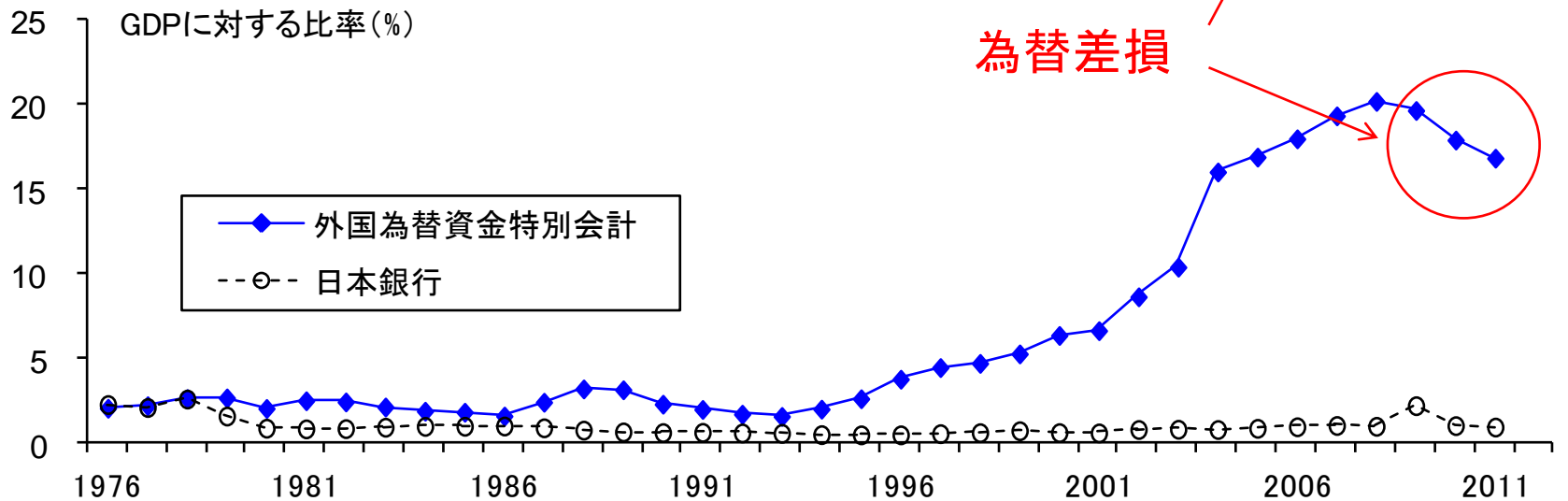
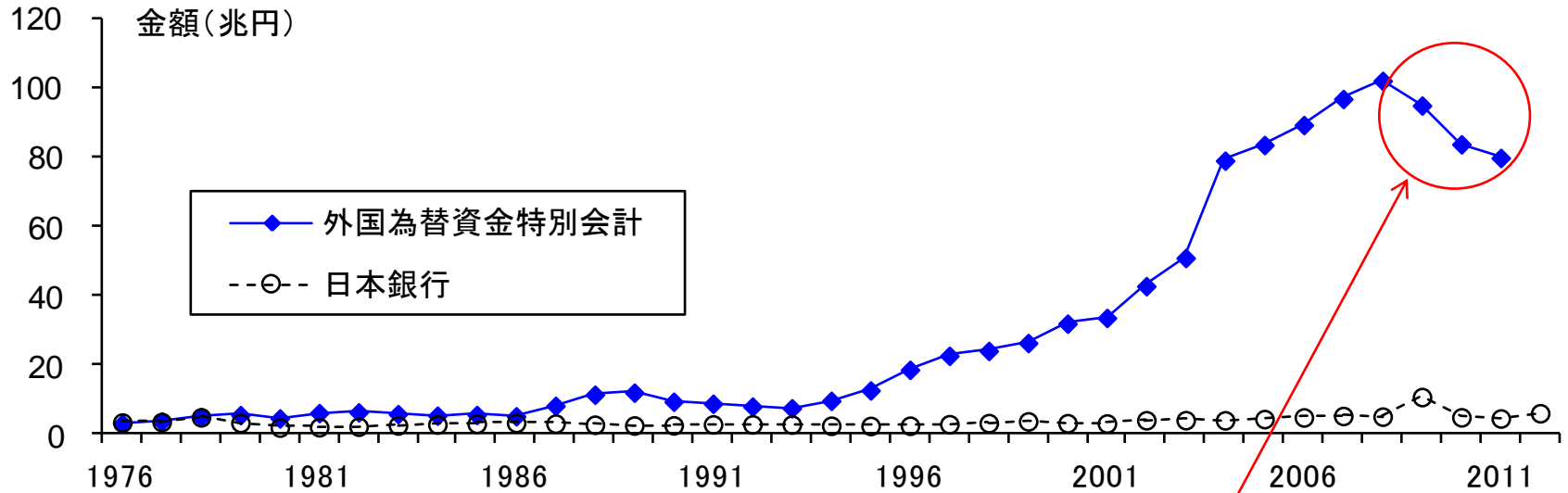
財務省の通貨政策の制度的枠組み



為替変動と外国為替市場介入



日本の外貨準備残高の推移



外国為替資金特別会計の経理

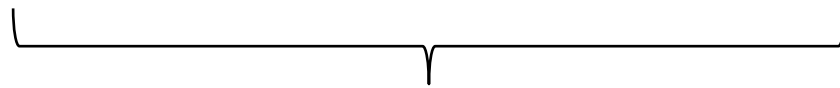


金利裁定と外国為替資金特別会計の経理

$$\text{ドル短期金利} - \text{円短期金利} = \text{円のドルに対する増価率}$$



$$\text{ドル長期金利} - \text{円短期金利} > \text{円のドルに対する増価率}$$



含み益

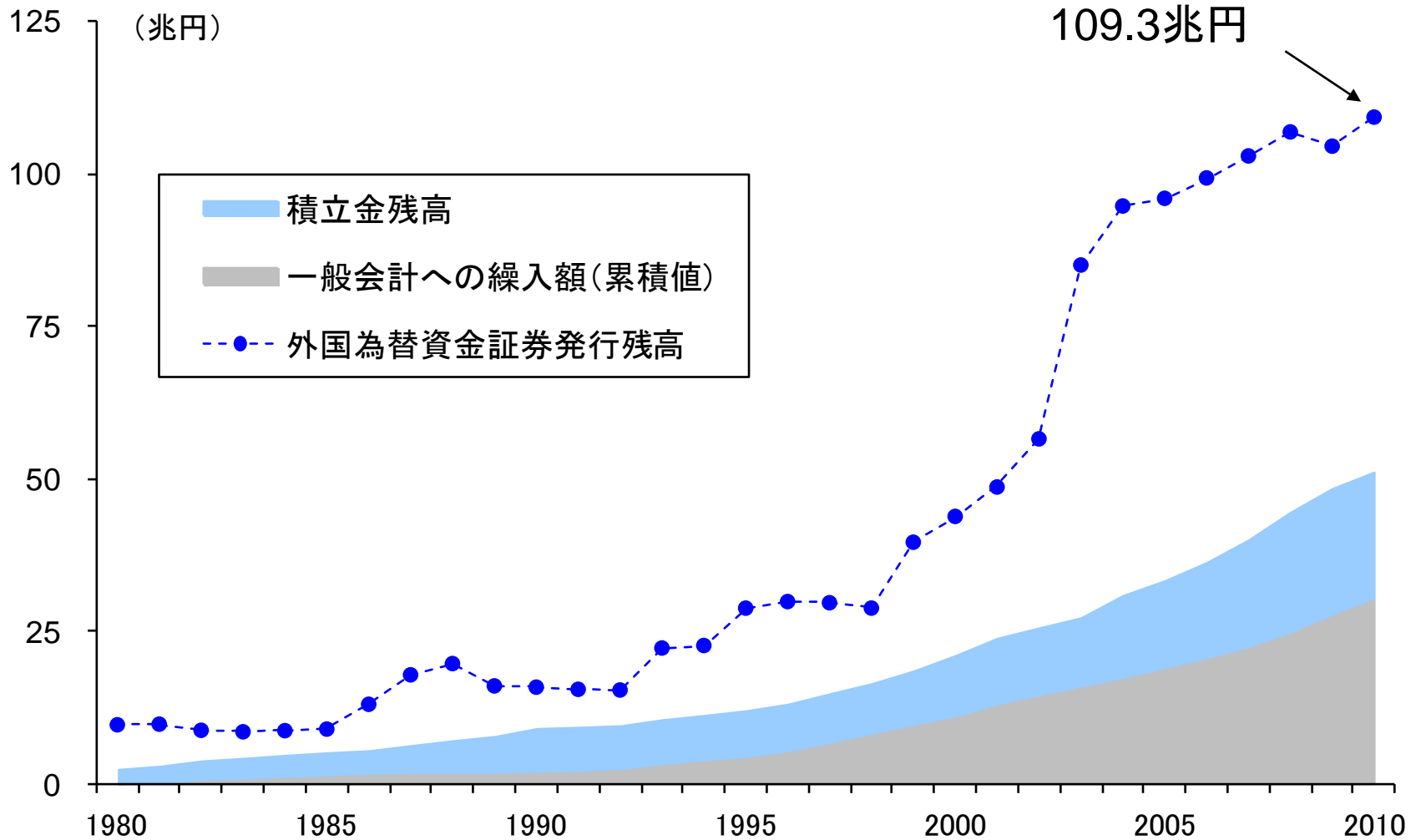
(無理やり実現させている)



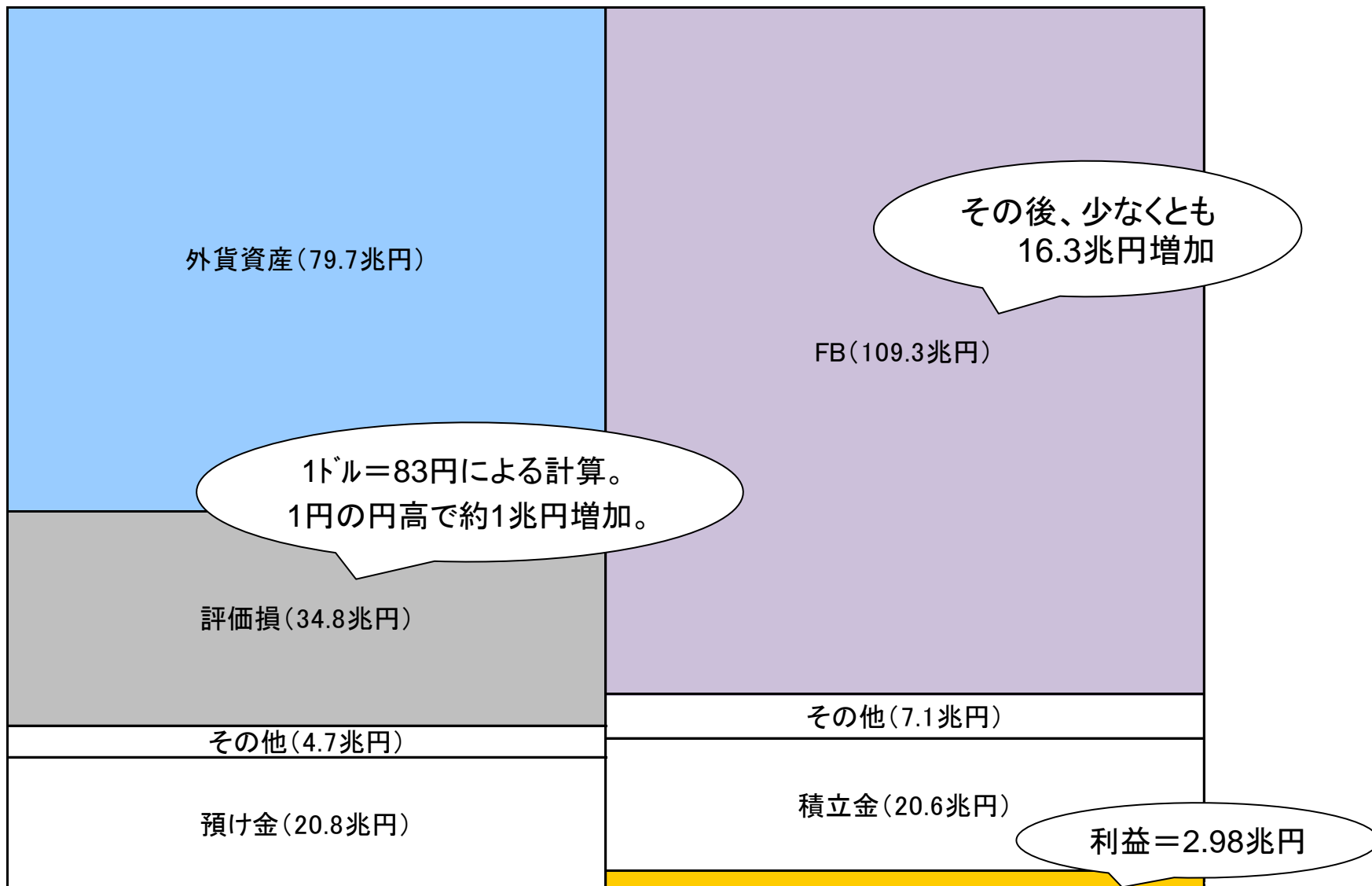
含み損

(放置している)

外国為替資金証券の発行残高の推移



外替特会のバランスシート(2011年3月)



外国為替資金特別会計の問題点

- 短期の負債を元手に長期の投資を行い、為替リスクのヘッジもしていない(ダブル・ミスマッチ)。
- 経済的に連動している含み損と含み益のうち、含み損を無視し、含み益を實現益と見なしている。
- 剰余金を使用するために借金を重ねている。他の政府会計が本来禁じられている短期債による資金調達を行う抜け道になっている。
- 間接的に円売り介入の巨額化とリスクの高い外貨準備の運用を促進している。
- 関連部局内に現状を改革する誘因が存在しない。

外貨準備の運用状況(単位:10億円)

項目	外国為替資金特別会計				日本銀行			
	2008		2011		2008		2011	
外貨資産	106,165	(100.0)	81,898	(100.0)	8,547	(100.0)	4,690	(100.0)
外貨預け金	13,716	(12.9)	981	(1.2)	48	(0.6)	160	(3.4)
外貨証券	92,449	(87.1)	79,423	(97.0)	5,188	(60.7)	4,363	(93.0)
外貨貸付金	0	(0.0)	1,494	(1.8)	3,127	(36.6)	0	(0.0)
投資・金銭信託	—		—		183	(2.1)	167	(3.6)
外貨証券	92,449	(100.0)	79,423	(100.0)	5,188	(100.0)	4,363	(100.0)
残存期間1年以下	24,591	(26.6)	8,766	(11.0)	1,274	(24.5)	836	(19.2)
残存期間1—5年	42,864	(46.4)	47,397	(59.7)	3,915	(75.5)	3,527	(80.8)
残存期間5年超	24,994	(27.0)	23,260	(29.3)	0	(0.0)	0	(0.0)

日本銀行への影響

- 政府と日銀の統合会計だけで考えることは不適切。→日銀の財務環境への影響を検討すべき。
- もともとFBは低利で日銀が引き受けていた。今後さらに残高が増えたり財政の信任が揺らぐ場合、日銀が大量に購入せざるを得ない。
- 過去の介入への協力によって日銀のバランスシートに相当額の外貨が累積し、それが国庫納付金の不安定化を招いている。
- 納付金の不安定化は財務省や国会が日銀の外貨管理や金融政策に影響を与える原因になる。

日本銀行のバランスシート(2011年9月末)

項目(資産)	兆円	項目(負債)	兆円
国債	84.4	銀行券	78.9
長期国債	59.1	預金	34.7
短期国債	18.2	政府預金	1.3
その他の証券	4.7	売現先勘定	16.9
外国為替	4.4	外為等取引損失引当金	0.8
その他	44.3	その他	2.5
合計	137.7	合計	135.1
		純資産	2.6

為替変動と日銀の国庫納付金(単位:億円)

項目	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
外国為替収益(純)	4,375	4,240	-2,028	-410	-953	-4,087	1,099
うち為替差益	3,363	2,012	-6,038	-4,166	-2,186	-4,810	-606
(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	3,338	7,805	6,408	3,003	3,671	521	5,291
国庫納付金(a)	3,172	7,415	6,087	2,552	3,488	443	5,026
(参考)納付金予定額(b)	4,478	4,927	7,210	6,694	3,285	2,862	2,752
(a)-(b)	-1,306	2,488	-1,123	-4,142	203	-2,419	2,274

(注)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。

主要先進国における通貨政策の運用状況

		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
判断主体 の 為替介入 の	政府	アメリカ イギリス(IT) カナダ(IT)	日本 韓国(IT)
	中銀	ユーロ圏 オーストラリア(IT) スウェーデン(IT) スイス ニュージーランド(IT)	

		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
機能しているか が バナンス ガ	Yes	アメリカ イギリス(IT) カナダ(IT) ユーロ圏 オーストラリア(IT) スウェーデン(IT) スイス ニュージーランド(IT)	
	No		日本 韓国(IT)

(注) 青字は近年ほとんど為替介入の実績のない国を示す。

主要先進国の外貨準備保有額(単位:10億ドル)

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	スウェーデン	スイス	ニュージーランド
[A] 公的準備資産	1,289	148	936 (82)	126	316	70	53	52	322	19
[B] うち外貨準備	1,210	46	210 (52)	59	308	56	41	40	254	15
[C] 今後一年間の受払い	36	-46	-204 (0)	-85	65	-8	-18	-5	-26	-20
[A]+[C]	1,324	102	732 (82)	40	380	62	35	47	296	-1
[B]+[C]	1,246	0	6 (52)	-26	373	48	23	35	228	-5

(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。

通貨政策のガバナンス改革の方向性

- 為替介入と外貨準備管理に関して一貫した方針が必要。それにもとづく定期的な報告と審査。
- 外為特会の会計規則の適正化（時価会計の導入、預け金の回収、一般会計繰入の停止）。定期的な第三者評価制度。情報開示とリスク管理体制の強化。
- 外貨収入の再投資の停止。為券の発行枠の漸進的な削減。外貨資産と円負債の残存期間ミスマッチの緩和に向けた方策の検討。
- 長期的には通貨政策の担い手の再考が必要。
- 関係者に現状を変えるインセンティブがない。→経済学者の役割大。