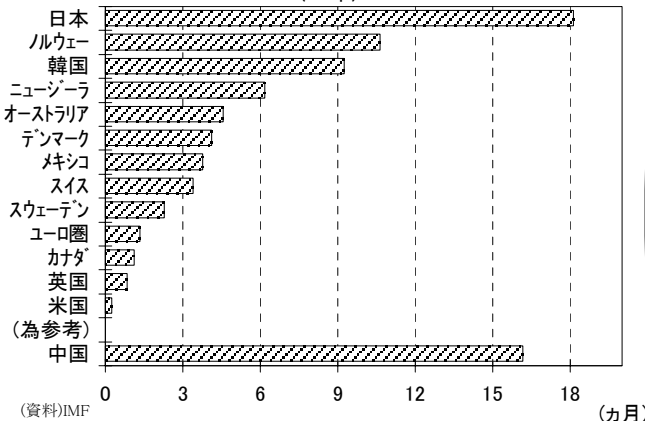


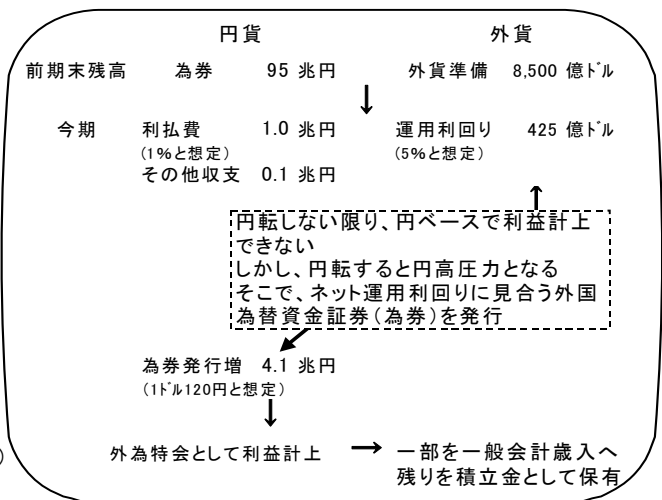
外貨準備運用積極化の是非 ～外貨準備の裏には借金。むしろ外貨準備の縮減を～

- (1) わが国で外貨準備の運用積極化が議論され始めている。この背景には、中国が外貨準備の一部を米投資ファンドに出資するなど、世界的に公的資金を積極運用する傾向が強まっていることに加え、わが国が過剰な外貨準備を抱えていることがある。わが国の外貨準備は月間輸入額の18ヵ月分と、1～6ヵ月分にとどまっているその他先進国と比べ、異常な規模となっている(図表1-1)。ちなみに、外貨準備の増加が問題視されている中国でさえ同16ヵ月分であり、発展途上国と対比しても突出している。ただし、わが国が外貨準備の運用積極化を図っていくには、いくつかの課題がある。
- (2) 第一に、外国為替資金特別会計法上のルールである。外貨準備は、単なる資産ではなく、その裏側に国の借金(外国為替資金証券、通称「為券」)がある。現行の外国為替資金特別会計法上のルールに従う限り、外貨準備の増加は必然的に国の借金増加をもたらすことになる。具体的には、未曾有の円売り介入が停止された2004年4月以降も、わが国の外貨準備は増加し続ける一方、為券発行残高もそれに併せて増加し続けている(図表1-2)。外貨準備の増加は、主に既往外貨準備の運用益(5%の利率の米国債で運用していれば毎年400億ドル強増加)によるものであるが、利息分とはいえ円買いドル売りを行えば、円高ドル安を招きかねないことから、運用益と見合いの為券を発行する形で、外国為替資金特別会計(通称、外為特会)の利益として計上しているという事情が背景にある(図表1-3)。こうした外為特会の利益は、07年度において1兆6,290億円が一般会計の歳入に繰り入れられるなど、一見財政再建に貢献しているようにみえるが、その実態は単に為券と中長期債の間で債務の振替を行っているに過ぎない(図表1-4)。

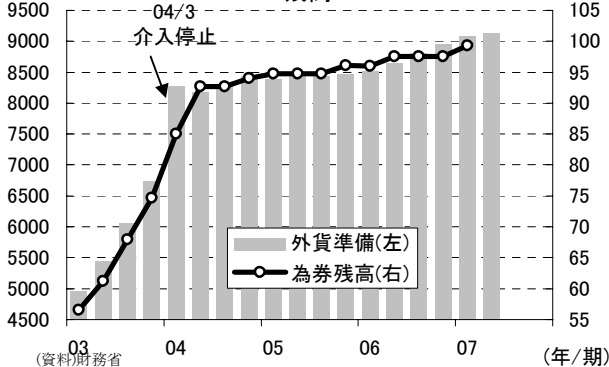
(図表1-1)主要先進国の外貨準備対月間輸入額比率(06年)



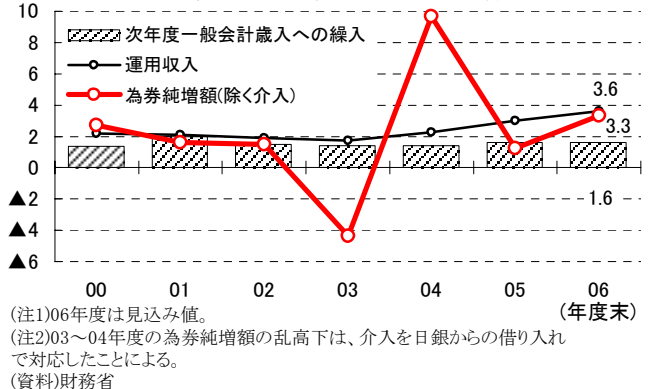
(図表1-3)外為特会の仕組み



(図表1-2)本邦外貨準備と外国為替証券発行残高



(図表1-4)外為特会と為券発行額



- (3) 第二に、**公営ファンドを持つことの是非**である。外貨準備の裏付けとして為券という借金がある以上、運用で損失を出した場合には、必然的に為券の償還困難化等を通じて、**国民負担の増大に直結することになる**。そうしたリスクを負ってまで公営ファンドを創設する価値があるのか、本来、国民の意思が反映されるべき問題である。
- (4) 第三に、わが国政府が外貨準備の主要な運用資産である**米国債から他の資産に乗り換えることが現実的に可能なのか**という問題がある。わが国の外貨準備での米国債運用額は、米国債発行額の約12%を占めていると推察され、その運用見直しは、米国債市場に多大なインパクトを与える(図表2-1)。ましてや、日本には中国等と異なり、安全保障上の問題も抱えている。保有米国債を売却しなければ、年400~500億ドル程度の運用益を他の高利回り資産に振り向けたところで、運用利回りの大幅な向上は期待できない。
- (5) 外貨準備のための資金調達コスト(為券利払い費)は、超低金利が維持されていたことから、これまで100億円未満にとどまっていたが、**超低金利が是正されていくなか、今後為券の利払い負担増加は避けられない**(図表2-2)。そうした資金調達コストの増加が運用積極化を駆り立てる要因といえるが、外貨準備は、その他先進国、及びわが国でも80年代~90年代初頭には月間輸入額の2~6ヵ月分の保有にとどまっていたこと(図表2-3)を踏まえると、運用利回り向上を目指すよりも、むしろ、**外貨準備を減らしていく、少なくとも増やさないようにするという選択肢もあってしかるべき**といえる。それは、資金調達コストの上昇を抑制すると同時に、過度な円安抑制、今後の円売り介入余力を高めることに繋がることになる。具体的には、外為特会が抱える累積評価損が解消され、むしろ評価益が生じる120円台半ばを超える円安局面では、円買いドル売り介入も検討すべきであり(図表2-4)、米国債を売却できないという状況であるならば、少なくとも**米国債利払い分を臨機応変に円転し、外貨準備、為券発行の累増を防止すべき**といえる。

