

2023年5月11日  
No.2023-002

# 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

調査部 理事／主席研究員 牧田 健

## 《要 点》

- ◆ 外国為替資金特別会計は 2000 年代半ば以降毎年 3 兆円前後の利益を生み出し、2 兆円前後を一般会計歳入に繰り入れている。防衛費増額でも 3.1 兆円が充当されることになっているが、同特会は実質的に円キャリートレードを行っており、今後 5 年程度は一般会計への繰り入れをもう一段積み増すことが可能と思われる。
- ◆ その具体的な手法の第 1 が、円安地合いのなか、円買いドル売り介入を通じた資金捻出である。為替介入を通じた実現益の一部を間接的に一般会計に繰り入れできる。第 2 が、内部留保の抑制を通じた一般会計への繰入率引き上げである。バランスシートに影響を及ぼす大幅な円高リスクが低下するなか、内部留保をこれまでのペースで積み増す必要性は薄らいでいる。第 3 が、そもそも米金利上昇を受けた日米金利差拡大と円安ドル高により運用収入の一段の増加が期待できる。
- ◆ 外為特会剰余金は市場動向に左右されるだけに、本来安定財源とはなりえない。しかし、当面外為特会が利益を生み出しやすい環境が続くとみられるなか、社会保障関連費の増加に見合うだけの消費税引き上げが実現するまでは、あくまで時限的なものと認識したうえで、一般会計への繰り入れを増やすことは検討に値しよう。

日本総研『Viewpoint』は、各種時論について研究員独自の見解を示したものです。

本件に関するご照会は、調査部・牧田健宛にお願いいたします。

Tel: 080-3179-1907

Mail: makita.takeshi@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>



本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

## 1. 政策遂行に向けての財源探し

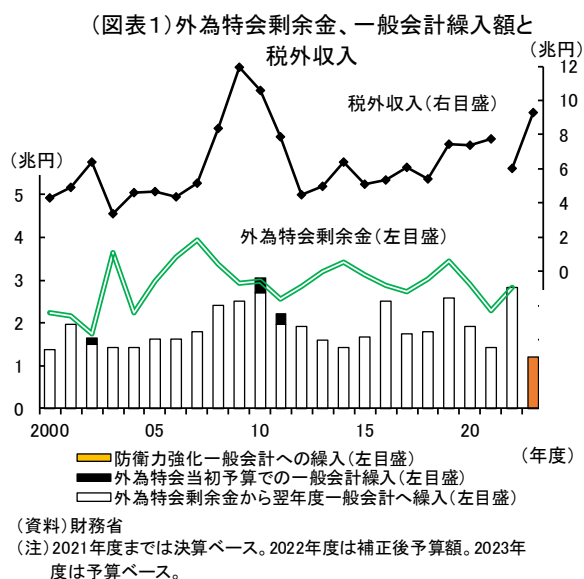
昨年2月のロシアによるウクライナ侵攻や、習近平国家主席の中国統一に向けた強硬な姿勢を受けた「台湾有事」に対する懸念の強まりなど、わが国の安全保障を取り巻く環境が大きく悪化するなか、岸田政権は同年6月の骨太方針で「防衛力を5年以内に抜本的に強化する」と明記し、12月の2023年度予算案作成に当たり、防衛費を「2023年度から5年間の総額を43兆円程度」とすることを閣議決定した。さまざまな工夫を行うことで5年間の予算総額は40.5兆円程度としたうえで、その財源、歳出追加額（2022年度予算5.2兆円、5年累計で25.9兆円を上回る分）14.6兆円については、歳出改革で3兆円強、毎年一般財源に繰り入れられている決算剰余金を充当することで3.5兆円、税外収入の活用で4.6～5兆円強が確保された。もっとも、増税に対する国民の根強い警戒感や、国債発行で対応すべきとの自民党の一部派閥の強い声もあり、残りの5年累計3兆円強、2027年度で1兆円強は「税制措置」として掲げられただけで、財源を特定できていない。2023年度税制改正大綱では、法人税率引き上げ、復興特別所得税の課税期間延長、たばこ税増税が盛り込まれているものの、増税の時期については、「24年以降の適切な時期」とされるにとどまり、先行き不透明な状況にある。

岸田首相肝煎りの「少子化対策」も、3月末にたたき台としてのメニューは掲げられたものの、財源についての議論は先送りされている。財源を巡って、一部では社会保険料の活用等が議論されているものの、現役世代に負担増加が集中すれば、折角の少子化対策の効果も減殺されかねないだけに、どこまで実行に移されるのか、若年層にネットですれだけの恩恵が及ぶのか、見通しが定まらない状況となっている。

いずれにせよ、膨大かつ構造的な財政赤字を抱えるなか、いかなる政策を行っていくにしても、今後財源をどのように確保していくかが、わが国にとって極めて頭の痛い問題となっている。

## 2. 安定的な稼ぎ頭の外国為替資金特別会計

こうしたなか、5年間で5兆円前後が防衛費増額に充当されるなど、税外収入の存在感が増している。税外収入は、日本銀行や日本中央競馬会などが納める国庫納付金、国立印刷局や国立療養所の収益、国有財産の売却、特別会計剰余金からの繰入などから構成されるが、深刻な景気後退に陥り特別会計等のいわゆる「埋蔵金」をかき集めて膨らんだリーマンショック後の局面を除き、2000年度以降緩やかな増加傾向をたどり、2019年度以降は7兆円を上回る規模にまで拡大している。このうち、外国為替資金特別会計（以下、外為特会）からは毎年度2兆円前後が安定的に繰り入れられている（図表1）。防衛費に関しても、税外収入4.6兆円程度のうち、3.1兆円が外為特会からの繰入金（2022年度剰余金見込み2.84兆円、2023年度1.2兆円）となっており、外為特会からの繰り入れがなければ、防衛費の財源確保はさらに難航を極めたと推察される。もっとも、外為特会剰余金の一部はもともと一般会計の歳入に繰り入れられていただけに、それを防衛費に充てることは単



に資金の紐づけを行うにすぎない。外為特会剰余金のうち、一般会計の歳入への繰入部分が大幅に増えない限り、新たな財源が得られるわけではなく、防衛費の追加歳出額を完全にカバーできる財源とは言えないのが実情である<sup>1</sup>。

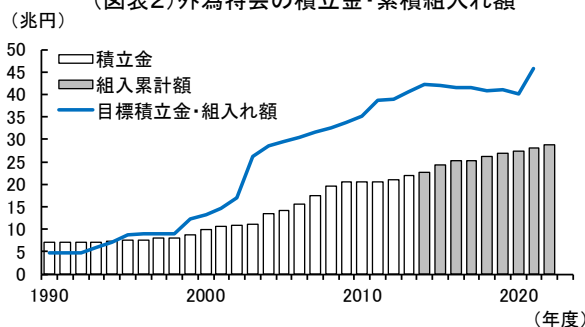
ここで、外為特会について、財務省の解説<sup>2</sup>をもとに改めて整理すると、「外国為替相場の安定（為替相場の急激な変動の際の為替介入など）のために設けられて」おり、「円売り外貨買い介入に伴って取得した外貨を資産、円を調達するために発行した政府短期証券を負債として保有して」いる。また、「保有外貨資産の利子収入等を歳入とし、政府短期証券の利払い等を歳出とし」、「歳入と歳出の差額」が毎年度の利益となっている。

本来は為替相場安定のための特別会計であるが、①2012年までの長期円高傾向、②わが国産業界における円高に対する強い警戒姿勢、等から従来実施されてきた介入は円売りドル買いに著しく偏り、同特会は、実質的には、円で資金を調達し外貨で運用するという「円キャリー取引」を行うソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）の様相を呈している。こうした状況下、わが国は1兆ドル強の外貨準備を保有する一方、国内のゼロ金利が長期化していることから、毎年度200億ドル前後の外貨運用益を安定的に稼ぎ出し、諸経費を除いた部分が利益（剰余金）となっている。剰余金は、内外金利差が拡大（縮小）すれば拡大（縮小）、円安（高）が進行すれば拡大（縮小）し、そのうちの一部が一般会計の歳入に繰り入れられている<sup>3</sup>。

なお、外貨資産運用益は基本的に外貨で再投資されているが、一般会計の歳入に繰り入れるに当たり円貨で確定させる必要があるため、同額を外国為替資金証券の発行により円貨を調達し、その分を一般会計の歳入に充てている<sup>4</sup>。その意味で、同特会剰余金の一般会計歳入への繰り入れは、外貨運用で得た追加の外貨資産を担保に政府短期証券を発行したものと見え、中長期国債と合わせた政府債務自体の抑制に寄与するものではない。

一方、フローベースでは安定的に大幅な利益を計上しているものの、巨額の保有外貨資産は、満期保有を前提に会計上取得原価ベースで計上されており、為替相場動向次第でストックベースでは大幅な評価益（損）が発生しうる。そのため、財務省は同特会自体が債務超過にならないよう、剰余金の一部を資本増強（内部留保）に充てている。財務省は、組入必要額として保有外貨資産の100分の30を目安としているが、内部留保は足元で

（図表2）外為特会の積立金・累積組入れ額



（資料）財務省  
 （注1）積立金が廃止された2014年度以降は剰余金のうち外国為替資金に組入れられた金額を加算したもの。  
 （注2）目標額は、各年度末における保有外貨資産（円貨貸付金、外貨預け金、外貨貸付金、金地金、外貨証券、特別引出権証券、特別引出権、外国為替等評価円及び外国為替等繰越評価額の合計から外国為替等評価益及び外国為替等繰越評価益を控除）の金額の100分の30。

<sup>1</sup> 2.5兆円繰り入れられた2017年度、2020年度を除き、総じて1.5～2.0兆円が繰り入れられていること踏まえると、2023年度の繰入額のうち1兆円前後は追加の歳出拡大に見合った新たな財源とみることができる。

<sup>2</sup> [https://www.mof.go.jp/policy/international\\_policy/gaitame\\_kawase/foreign\\_exchange\\_fund\\_special\\_account/index.html](https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/gaitame_kawase/foreign_exchange_fund_special_account/index.html)

<sup>3</sup> 財務省は、原則剰余金の30%以上を外国為替資金特別会計に留保し、残りを特別会計の財務状況や一般会計の財政状況も勘案して一般会計繰入額を決定するとしている。

<sup>4</sup> 2013年度までは、利益の大半を外国為替資金証券発行を通じて円貨を調達し、一部を一般会計歳入に繰り入れ、残りを積立金として国債整理基金特別会計に預託していた。もっとも、外国為替資金証券残高の累増と国債整理基金特別会計への円貨預託金の累増という形でバランスシート的大幅な拡大を招いていたことから、2013年の法改正で外国為替資金証券の発行は原則一般会計繰入分に限定されるようになった（「特別会計に関する法律等の一部を改正する等の法律案」平成25年法律第76号）。

100分の20弱にとどまっており、まだまだ内部留保の増強が必要な状況にある<sup>5</sup>（前頁図表2）。内部留保が十分な規模に拡大すれば、より多くの剰余金を一般会計歳入に繰り入れることが可能になることを踏まえると、内部留保に充てられている部分を減らしその分を一般会計の歳入に繰り入れることは、その実現を遅らせるという意味で、実質的には将来の歳入の前借りといえる。これは、一時的な追加財源となりうるものの、その規模が大きくなればなるほど、また、期間が長くなればなるほど内部留保の拡充が遅れることになるため、持続的かつ安定的な財源とはなりえない。その意味で、防衛費増額に関し、2023年度からの5年間は2022年度実現予定の外為特会剰余金を全額一般会計歳入へ繰り入れることによって賄うことができたものの、2028年度からの5年間も同じ手法を使えるかは予断を許さない。当然、現在検討されている「少子化対策」に流用することも不適當と判断される。

### 3. 外国為替資金特別会計からの資金活用余地

しかし、わが国の厳しい財政事情を踏まえると、安定的に数兆円もの利益を生み出す外為特会をもう少し活用していく余地はあるのではないか。そのさまざまな可能性を検討していく。

第1が、昨年秋にみられた大幅な円安進行局面を捉えた資金捻出である。実際、玉木国民民主党代表は、昨年秋に円安進行により外貨準備に約37兆円の含み益が発生（年初の116円から145円までの円安進行）しているとして、それを財源とした物価高対策の提案を行った。しかし、含み益はあくまで「含み」であり、含みがなくなれば何ら実物面での裏付けのない単なる赤字国債発行と同じになる。実際、足許では130円台前半まで円安が修正されており、玉木代表が言うところの含み益は20兆円弱まで縮小している。

含み益は水物で消失してしまう可能性があるという点で、それを当てにすることは凡そ政府の対応として非現実的と判断せざるを得ないが、昨年9月、10月には大幅な円安進行に歯止めをかけるために実際に9兆円を超える円買いドル売り介入が行われており、含み益の一部は実現益となっている<sup>6</sup>。これを活用することは必ずしも無責任な対応とはいえず、今回の外為特会剰余金の積極的な活用も、円買い介入が一定の影響を及ぼしていると推察される。

円売り外貨買い介入に当たり、外国為替資金証券を発行する一方、その逆の外貨売り円買い介入によって得られた資金は、既存の外国為替資金証券の償還に充当されるのが外為特会のルールであり、実際、過去の円買い介入と外国為替資金証券発行残高の推移をみると、介入で得られた円資金の大半が同証券の償還に充てられている

<sup>7</sup>（図表3）。一方で、今回の介入により保有外貨資産は、取得原価ベースであるため円買い介入規模ほどではないものの、相当程度減少するため、目標資本増強額もその3割（保有外貨資産が6兆円減れば、1.8兆円）は目減りする。したがっ

（図表3）円買い介入と外国為替資金証券残高

円買い介入局面		介入額 (兆円)	外国為替資金証券残高 (兆円)		
開始月	終了月		直前月	介入終了後	減少額
1991/5	～ 92/8	0.79	15.43	15.04 (92/9)	0.39
1997/11	～ 98/6	4.18	30.45	27.02 (98/6)	3.43
2022/9	～ 22/10	9.19	115.44	106.26 (22/12)	9.18

（資料）財務省を基に日本総研作成

（注）外国為替資金証券残高には国庫余裕金繰替金を含む。

<sup>5</sup> これが、財務省が剰余金の30%以上を外国為替資金特別会計に留保している背景。

<sup>6</sup> 140円台後半での円買いドル売り介入において、ドルの取得原価が100円と想定すれば、その3分の1にあたる3兆円程度は実現益とみることができる。

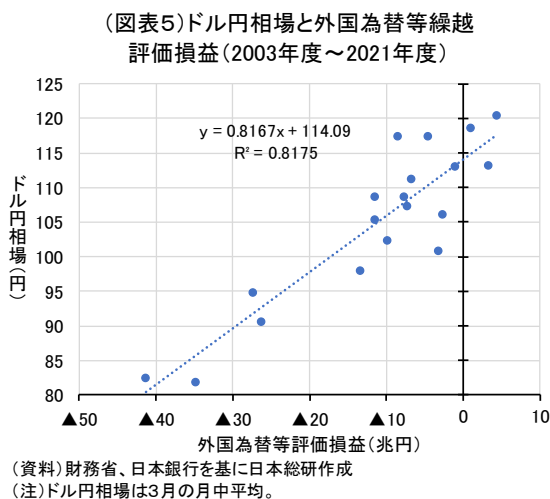
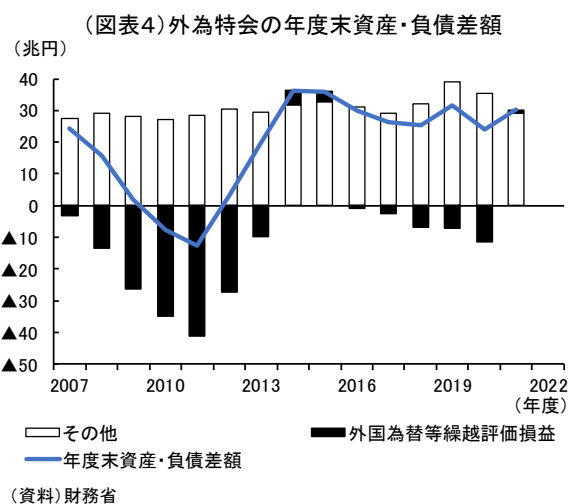
<sup>7</sup> 外国為替資金証券に金利がある時期及び国債整理基金特別会計へ預託されていた時期は、経常的に同証券の発行があり、円買い介入規模と同証券発行残高減少幅が必ずしも一致していない。

て、その分を一般会計歳入に充当しても内部留保の目標達成率に大きなマイナスの影響は与えない。また、現状ゼロ金利であることから外国為替資金証券発行残高減少の恩恵はないものの、金利がある局面になれば借入利子の減少という形で、運用利回りの目減りを一定程度抑制する要因ともなる。

その点で、大幅な円安が進行した局面での円買い介入は、それに伴う実現益を直ちに活用することはできないものの、実質的には介入規模のうち一定部分を一般会計に繰り入れることを可能にすることで、わが国財政にとって有効に活用することができる。円買い外貨売り介入を頻発すれば、外貨運用資産が減少し運用益も大きく目減りしていくこと、また、大幅な円安ドル高が常に想定されるわけではないことから、これを安定財源として活用することはできないものの、臨機応変に活用していくことは検討して然るべきだろう。

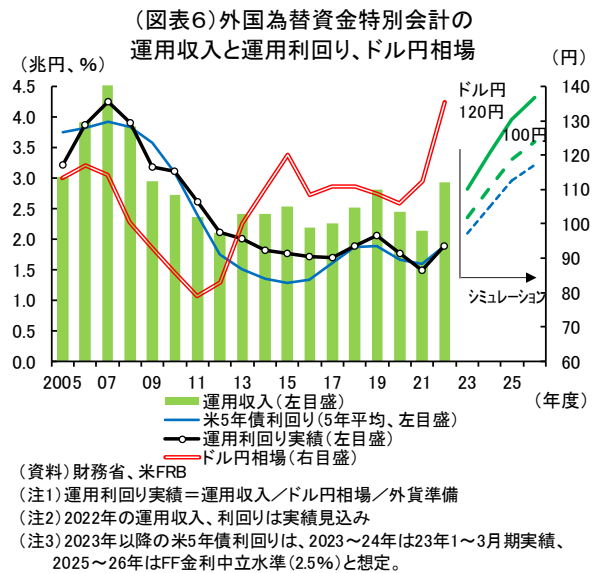
第2に、果たして保有外貨資産の100分の30の内部留保が必要なのか、という問題がある。仮にそこまで内部留保を積み増す必要がなければ、一般会計歳入への繰り入れをもう一段積み増すことが可能になる。そこで、これまでの積立金なども組み入れられた資産・負債差額の推移をみると、確かに2009～2011年度末にはマイナスになり、2011年度末には12.7兆円もの負債超過となっている(図表4)。当時実際の積立金が目標としていた積立金(保有外貨資産の100分の30)よりも18兆円不足していたことを踏まえると、仮に同水準まで積立金が厚ければ、債務超過に至る事態は回避されたとみることができる。

しかし、同差額はほとんど為替相場によって左右されており、大幅な円高進行さえ回避されれば、資産・負債差額が大幅なマイナスには至らないと判断される。外為特会における外国為替等繰越評価損益とドル円相場の関係をみると、110円台前半が損益分岐点となるが、外国為替以外の評価損益が概ね30兆円前後で安定していることを踏まえると、ドル円相場が90円前後まで円高が進行しない限り、資産・負債差額がマイナスに陥る事態は回避できると試算される(図表5)。今後わが国の輸出競争力が劇的に強化される、または、エネルギー価格が急落することなどにより、わが国の貿易収支が大幅な黒字基調に復帰すれば、あるいは、金融危機の再発や国家分断の深刻化等によりアメリカの国力が大幅に低下する事態となれば、リーマンショック後にみられたような90円を大幅に超える円高ドル安水準が定着する可能性は否定できない。しかし、人口減少や競争力低下、巨額の公的債務といったわが国経済の実情を踏まえると、もはや円高よりも大幅な円安進行へのリスクの方が大きくなっているとみるのが妥当であろう。こうしたなか、90円超の円高進行に備えて内部留保を一段と積み増す必要性が必ずしも高いと



は思えない。当面、内部留保の積み増しペースを緩め、剰余金の一般会計歳入への繰入割合を高め  
ていくことは、景気動向や経済実態を勘案した合理的な政策対応といえるだろう。

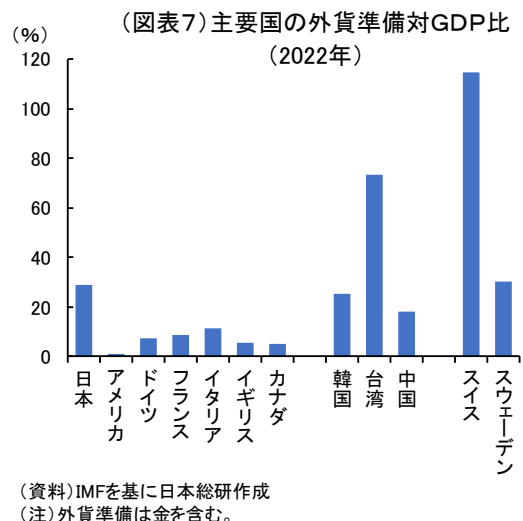
第3に、そもそも外貨資産運用利回りの一段の上昇が期待できることである。当面剰余金の上振  
れが見込まれるなか、一般会計歳入への繰り入れを積み増すことは可能だと推察される。アメリカ  
でのインフレ高進、それを受けた大幅な利上げの影響を受け、2020年度には0%台まで低下してい  
た米5年債利回り、10年債利回りは、足許とともに3%台後半まで上昇している。今後一定の期間  
を要しながら、低利回りの債券が償還され、高金  
利の債券に乗り換えられていくなか、運用利回りは過去10年よりも着実に高まる方向にある。こう  
した状況下、今後5年程度は安定的に2%を大幅  
に上回る運用利回りが想定される。また、先述の  
通り、わが国の輸出競争力の低下やエネルギー価  
格の高騰を背景に貿易収支の赤字基調が当面続  
くと見込まれるなか、100円を大きく超えるよう  
な円高ドル安は見込み難しくなっている。こうした  
外貨運用利回りの上昇や円安傾向を勘案すると、  
外為特会の運用収入およびその結果としての剰余  
金は2024年度以降安定的に3兆円を超える可  
能性が高い(図表6)。



日米金利やドル円相場といった相場は時々の情勢次第で大きく変動するのが常であり、過度に楽  
観的な見通しを前提に予算を作成するのは慎重であるべきであるが、世界的なディスインフレで日  
米金利差が縮小し、円高ドル安圧力が強まったリーマンショック後とは明らかに環境が変わってき  
ているだけに、リーマンショック前に実現していた3兆円超の運用収入を想定してさまざまな予算  
措置を講じても欠損金が生じる可能性は小さいと判断される。日米金利差の縮小や大幅な円高ドル  
安に見舞われた2011～2021年度の期間も一般会計への繰り入れが平均で1.9兆円であったことを踏  
まえると、当分の間は少なくとも2兆円を大きく上回る規模の繰り入れを継続して行っても大きな  
問題は生じないだろう。

#### 4. 内外金利差が大幅に縮小するまでは外 貨準備の有効活用を

わが国の外貨準備は、約1兆ドル強、GDP比  
で28%とG7のなかでは突出した規模となっ  
ており、過大な外貨準備を抱えているとの見方  
もあるかもしれない(図表7)。しかし、G7とい  
っても、ドルという基軸通貨を有するアメリカ、  
共通通貨ユーロを採用しているドイツやフラン  
ス、イタリアと同列に論じることはできない。  
G7以外に目を転じると、リーマンショック、  
その後の欧州債務危機を受けた大幅なユーロ  
安に対抗するた



め、スイスやスウェーデンは対GDP比で日本以上に外貨準備を抱えている。また、東アジアにおいては、管理通貨制を採用する中国が人民元を割安な水準に維持するなか、韓国・台湾も輸出競争力確保に向け自国通貨安政策を採用しており、GDP比で見れば韓国はわが国と同水準、台湾はその3倍近い水準の外貨準備を抱えている。こうした状況下、変動相場制を採用する国際通貨を有する国だからといって、足元の外貨準備保有高が著しく過剰とはもはや言い切れなくなっている。

また、巨額の外貨準備を抱えるリスクも低減している。これまでは剰余金の増大に伴い外国為替資金証券残高も累増してきたことから、国内金利上昇リスクを抱えていたものの、財投への預託が見直されたルール変更により外国為替資金証券の増加ペースも大幅に鈍っている(図表8)。こうしたなか、今後の国内金利上昇リスクへの警戒は怠れないものの、わが国の成長力が主要先進国のなかで相対的に見劣りする状況が続くなか、当面は大幅な内外金利差の恩恵を享受しつつ、過度な円安進行に対する防波堤として外貨準備を活用していくことが望ましい姿といえるだろう。

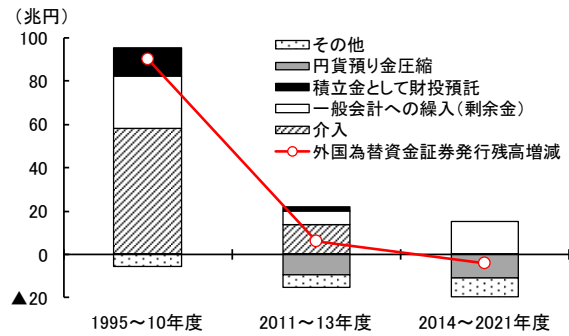
わが国では、高齢化に伴う社会保障関連費用の急増に対し、その財源となるべき消費税率の引き上げが大幅に遅れており、GDP比で2%超の構造的財政赤字を抱えた状況にある。この結果、財源論が常にネックとなり、わが国を取り巻く環境が激変するなかにあっても有効な施策を打ち出せず、そのため成長力を低下させていくという、まさに「貧すれば鈍す」の状況に陥っている。増大していく社会保障関連費を賄うため、国民に広くかつ薄く負担を求める消費増税を通じて財源を確保し、他の税収でワイズ・スペンディング(賢い支出)を行っていくことが何より重要であることは論を俟たない。しかし、ようやく賃金が上昇し、プラスのインフレ率が定着する兆しがみえ始めているなか、そうした芽を摘み取ってしまうリスクのある消費増税の実施時期は慎重に判断せざるを得ない。こうした状況下、消費増税を実現するまでのつなぎ資金として、拡大する内外金利差の恩恵を享受し、かつ、内部留保の積み増しペースを緩めることで、外為特会剰余金の一般会計歳入への繰り入れを追加で1兆円前後多くしていくことは、合理的な政策対応として検討に値しよう。問題は、そうした資金をまるで「打ち出の小槌」であるかのように捉えがちで、中期的な財政ビジョンの下に歳出削減や消費増税に真剣に取り組もうとしない政治家の姿勢、およびその背後にある国民の財政状況に対する無関心である。外為特会の利益を活用していくにあたっては、あくまで時限的なものであるとの明確な認識の下に、他方で歳出削減や増税への取り組みを強化していく必要があるだろう。

以上

#### 参考文献

- ・財務省主計局「令和4年版特別会計ガイドブック」(2022年)
- ・藤井亮二 [2014]、「外国為替資金特別会計剰余金の発生と一般会計繰入」、参議院『経済のプリズム』No. 129 2014.9

(図表8) 外国為替資金証券発行額の変化



(資料)財務省

(注1) 外国為替資金証券発行額には、国庫剰余金繰替金を含む。

(注2) 2010年の行政刷新会議を受け、従来の外貨運用益を外国為替資金証券で円に換えるやり方が見直され、「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)の成立をもって、2014年度より積立金制度が廃止された。これにより、剰余金のうち一般会計への繰入額以外は、直接外国為替資金に組み入れることになり、これまで円を借り入れるため発行してきた外国為替資金証券は一般会計への繰入分のみになった。