

政府系ファンドの実情と課題

③

わが国の外貨準備高は、05年に首位の座を中国に明け渡したものの、その後も3位以下を大きく引き離す位置を維持している。外貨準備を原資に政府系ファンドを設立する国が多いなか、わが国の現状の外貨準備運用に問題はないのか、政府系ファンドの設立が容易ではないのはなぜか、といったあたりを今回はみてみよう。

◆わが国の外貨準備政策運営の経緯

85年のプラザ合意以降の、主要国の外貨準備の長期推移をみると(図表)、とりわけ2000年以降、中国とわが国が、加速度的なペースで外貨準備高を積み増したことがみてとれる。輸出立国の両国が、自国通貨高の進行を抑制すべく、自国通貨売り・外貨買いの大規模な外国為替市場介入を繰り返してきた結果がここに現れている。

これに対して、経済の成熟度合いや経済規模の面でわが国に類似する、欧米の主要先進国の外貨準備高は、この間、わが国の直近値のおよそ20分の1程度、300億〜800億ドル程度

わが国の外貨準備運用の実情と課題

の水準で、おおむね横ばいで推移している。そのなかには、わが国と同じく輸出立国で経済を支えてきたドイツも、また、ユーロに加盟していないため、主な貿易相手である欧州大陸各国との間で、依然、為替リスクに晒されているイギリスも含まれている。外貨準備の保有には、為替、金利などのさまざまなリスクが伴うため、必要な水準以上には決して保有しようとはしない、主要各国の明確な政策運営スタンスが読み取れる。

証券を発行し、借り換えを繰り返して調達しているため、その残高は外貨建て資産と両建てで膨張し、足元100兆円規模にまで達している。

ちなみに、諸外国の政府系ファンドには、オイル・マネーといった無償資金(返済する必要のない、使い切り出来る資金)を原資とするものが多い。前回みたノルウェーやカナダの運用利回り実績は、いずれもこうしたベースのものである。その利回りから資金調達コストを差し

引いたらどうなるか。わが国において、外貨準備を原資とする

大半は米ドル建て債券

◆外貨準備運用の仕組み

わが国の場合、外貨準備の大半は、米ドル建て債券(主として米国債)で運用されているとみられる。外貨準備は政府が保有し、外国為替資金特別会計で管理されているため、政府の他会計と同様、会計上は現金主義が採られ、その損益計算上、外貨建て資産の為替評価損益が勘案されることはない。外貨取得の原資は、外為特会が政府短期

証券を発行し、借り換えを繰り返して調達しているため、その残高は外貨建て資産と両建てで膨張し、足元100兆円規模にまで達している。

ちなみに、諸外国の政府系ファンドには、オイル・マネーといった無償資金(返済する必要のない、使い切り出来る資金)を原資とするものが多い。前回みたノルウェーやカナダの運用利回り実績は、いずれもこうしたベースのものである。その利回りから資金調達コストを差し

金利・為替に依存、はらむリスク

ことながら、外為特会の場合、為替差損は勘案する必要がないため、わが国の巨額の外貨準備運用は、これまでのところ、多額の運用収入を生み出している。その結果、近年では、毎年約1.5兆〜2兆円が、外為特会から一般会計に繰り入れられている。その規模は、相続税収にも匹敵し、わが国はもとより、外為特会からの繰り入れなしには、一般会計予算を事実上組めない状態に陥って久しい。

仮に政府系ファンドを設立する場合、一般会計が適用される特殊な経済主体のままでいることを、果たして国際金融界が容認するかどうか。現状もさることながら、市場における価格形成を歪めることになるのではないかと。であれば、外貨準備運用は、現状のまま当面継続させる方が、というのが、当局の本音かもしれない。

◆現状の外貨準備運用がはらむリスク

半面、わが国の外貨準備運用は、先行きの金利・為替情勢に依存する、大きなリスクを抱えている。今後仮に日米金利が逆転した場合、外為特会は一転して、運用損失を計上することになる。同特会のリザーブ(積立て今後の重い課題の一つといえ

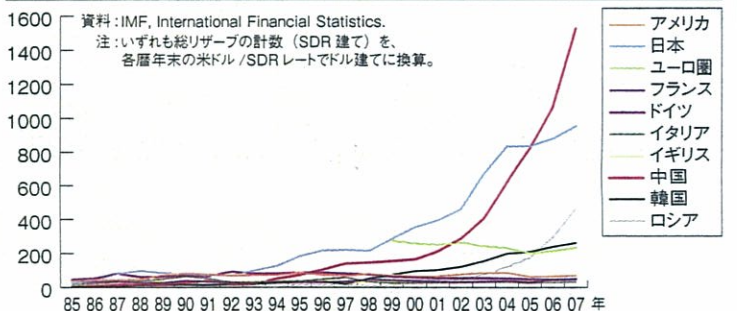
巨額の外貨準備運用を今後いかにすべきか、政府系ファンドの設立とも絡め、わが国にとって今後の重い課題の一つといえ

また、かなりの円高ドル安が進行した場合、特会の損益には直ちに影響しないとはいえず、減価したドル資産を処分しようとしても、見合いで受け取る円建て代金、ドル買い時点より大きく目減りする。巨額の政府短期証券の発行残高(債務)のみが国民の重い負担となっておりかねない。

わが国では、政府内、これほどの巨額のパランス・シートが、金利・為替リスクともノーカバースタイルで、投資先の分散を図ることもなく、保有されている。

主要国の外貨準備高の推移

(単位:10 億ドル)



一般会計から外為特会への繰り入れが必要となる事態も生じよう。



日本総合研究所
調査部主任研究員

河村 小百合

かわむら・さゆり 京大法学。日本銀行勤務を経て日本総合研究所入社。01年より現職。専門は金融・公共政策。本分野での執筆論文は「外貨準備政策運営の見直しを」(ジャパン・リサーチ・レビュー 03年12月号所収)、「日本版ソブリン・ウェルス・ファンドの課題」(ビジネス・アンド・エコノミクス・レビュー 08年1月号所収)ほか。



ゼミナル

ゼミナル

ゼミナル