

残されている為替介入の構造問題

発表日：10月20日(木)

～膨張したバランスシート～

(No. FT-16)

第一生命経済研究所 経済調査部

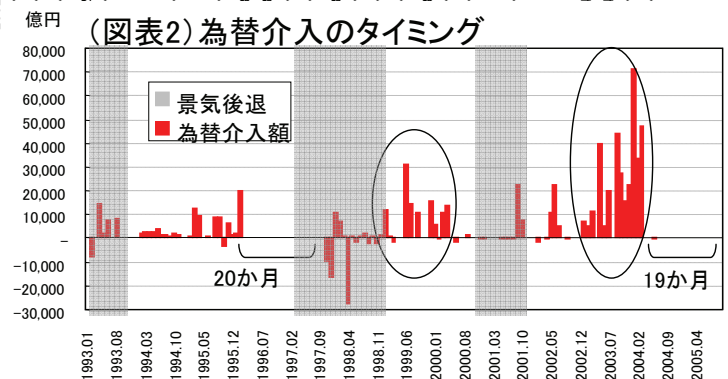
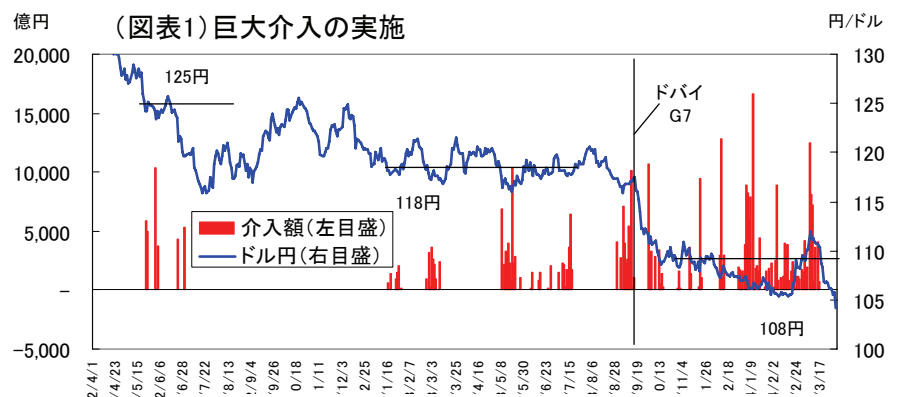
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

為替介入は、2004年3月16日を最後に実施されていない。2005年10月20日で介入なし期間はすでに19か月4日。ちょうど、あと1か月で1990年以降の最長期間を超える(最長は1996年2月～1997年11月の20か月と3日)。この期間は、当局が円高を静観していたという見方だろうが、巨大な介入によって膨張したバランスシートがそのまま放置された期間とも言える。以下では、2003年度に行われた巨大介入のことをレビューしながら、巨大介入が残したリスクについて考える。

長期化する介入なし期間

巨大介入は、2003年1月から2004年3月まで断続的に実施された(図表1)。その規模は累計35.0兆円である。当初介入は、景気認識が厳しい中で、2003年央にはサポートラインを118円/ドルにして行われた。前半までの介入政策は、円高への抑止効果としては成果を上げたと考えられるが、2003年9月にはドバイG7に遭遇する。それ以降は、105～108円の円高水準を108円以上に押し戻そうと、多額の介入資金を用いた。35兆円の巨大介入のうち、2/3に相当する23兆円を使ったのは、2003年度後半である。このときの介入の規模を指弾する人は多いが、欧米が通貨上昇圧力の矛先を日本・中国に向けたドバイG7が日本を孤立させた事情を考えると、無策で通せたとは思えない。

また、介入の意義について、長期的な視点でみると、景気拡大をサポートする役割を果たしている。介入の実施時期と景気局面を比較すると、介入が実施されたのは景気後退期よりも、景気拡大期の前半に集中している(図表2)。このことは、景気回復が進むと同時に、回復を先取りした円高が起これ、そのショックを除去しなければ、景気回復がおぼつかなくなるという政策判断があったから介入政策を発動したと理解できる。2003年初にしても、巨大介入が実施された時期は、不良債権処理のマイナスイメージが喧伝された頃である。2003年春先になると、株安と一時的な輸出減から日本経済もミニ調整色が表れていた。その一方で、2004年度からは景気拡大が軌道に乗ったということで、介入のサポートが発動されなくなったと考えられる。今の介入なし期間の長期化は、景気拡大局面の持続を反映する意味で、一面では好ましい状況とも言える。



出所：財務省、日本銀行

外為特会は短期調達・長期運用

巨大介入の構造問題は、為替介入を実施するために発行されたFB(政府短期証券、「為券」とも言う)が、外為特会のバランスシートに残ったままになっていることだ。外為特会では、バランスシートの負債側に介入を実施するために発行したFBが計上され、資産側には介入に伴って購入した外貨が証券などで運用されている(図表3)。ドルを買い支えるために購入した外貨資産を売らずに保有し続けているので、負債側のFBもずっと減らせない構造なのである。

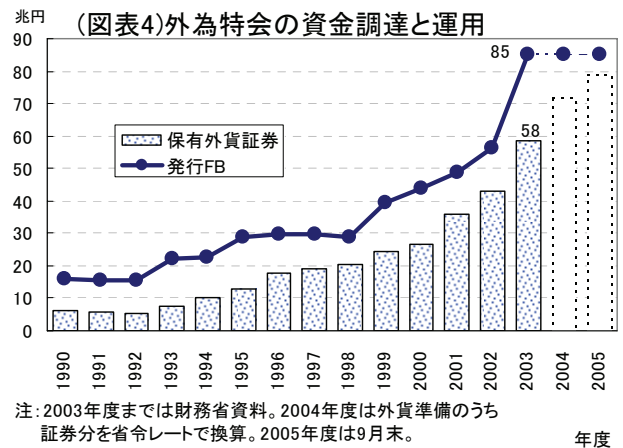
そもそも、FBの性格は、政府の資金繰りを助けるために短期間だけ発行されるものである。発行期間は13週末満なので、すぐに現金償還されて、残高は膨らまないはずである。しかし、(図表3)外為特別会計の資産・負債

資産		負債	
預け金(円)	13.3	為券(FB)	85.0
預け金(外貨)	20.5		
外貨証券	58.4		
外国為替等	7.7	積立金	11.2
評価損+繰越評価損			
合計	102.5	合計	102.5

出所:財務省「予算書」

外為特会では、資産側にある外貨を売ることのできないので、85兆円にまで膨らんだFBを減らせない。外債を長期保有するのに合わせて、資産側のFBも頻りに借り換え続けるほかはないのである(図表4)。

この問題は、借り換えのコストがごく小さいときには、何の問題にもならないが、将来的に借り換えコストが上昇したときには深刻なことになる。例えば、2003年度の収支をみると、外為特会の資金調達費用はFBの発行額が56兆円から85兆円に嵩んだのに、支払利息は74億円と量的

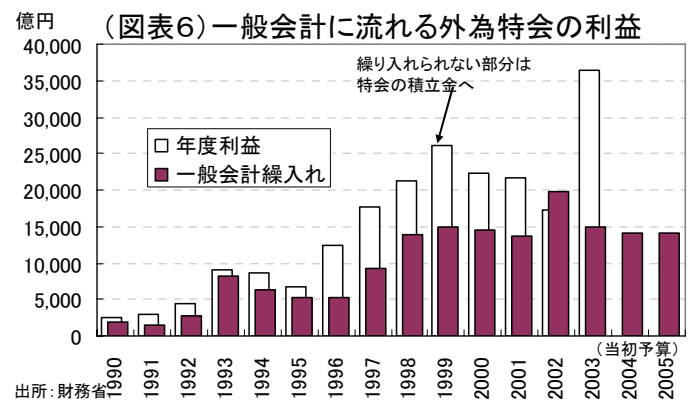
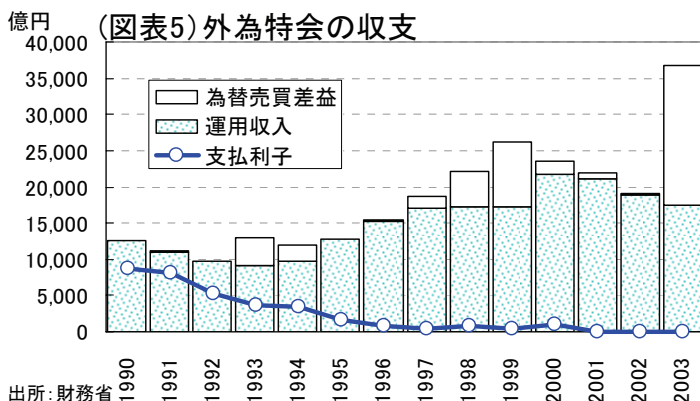


緩和の恩恵を受けて極めて低廉である。一方、外為特会の利益は、外債などの運用収入が1.7兆円にも及ぶ(図表5)。調達コストが事実上ゼロの資金を4%以上の利回りの米国債券で運用していることもあり、その利鞘は大きく膨らむ。2003年度は、利益のうち1.5兆円を一般会計に繰り入れして、財政収支の改善にも寄与している^注(図表6)。

もともと、今後、日銀が量的緩和を解除した場合には、外為特会がロールオーバーを続けているFBの調達コストは上昇するので、今までのような大規模な利益は出しにくくなる。日米金利差が開いている限り、収益のプラスは確保できそうだが、

評価損に対応するために積み上げている積立金を増やすことは行いにくくなる。量的緩和解除によって、外為特会の巨大なバランスシートの維持コストが高まる問題は、外為特会の現状維持が永続できないことを示している。

注: 外為特会の利益は、毎年1.5兆円程度が一般会計に繰り入れられ、そのほかの特会の積立金として蓄積される。一般会計への繰り入れは、1997年以降増加し、2004年度までの累計で11.5兆円の一般会計収入になった。この部分は財政収支の改善に寄与したという意味があるが、反面、利益金を使ってFBの規模を減らすチャンスを逸しているとも言える。FBが累増する理由は、債務の利益償還ができない仕組みにも原因がある。

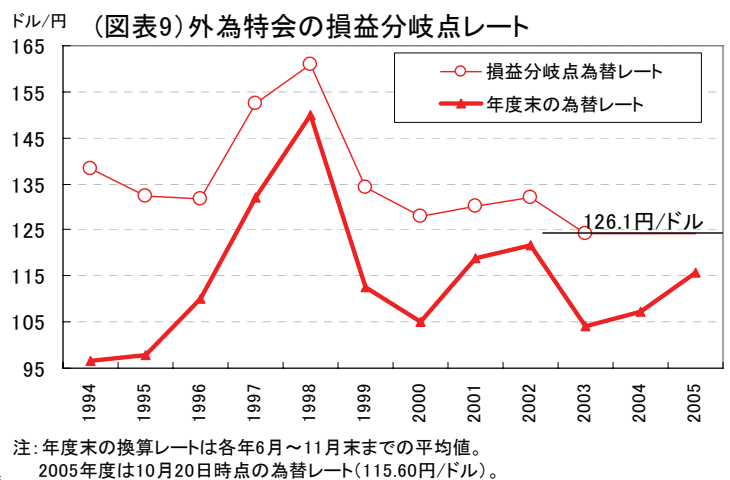
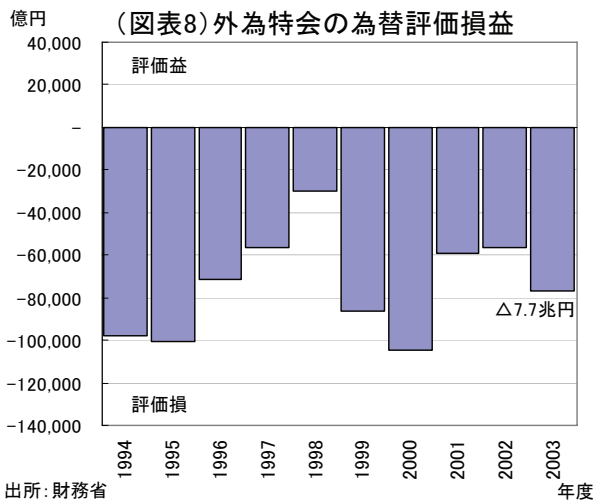
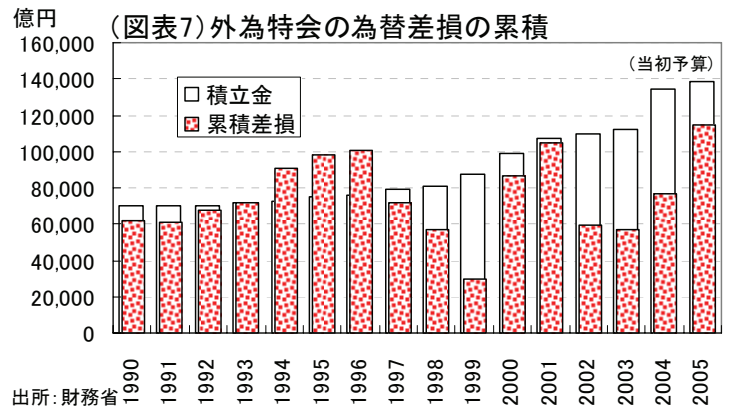


為替差損問題のリスクとチャンス

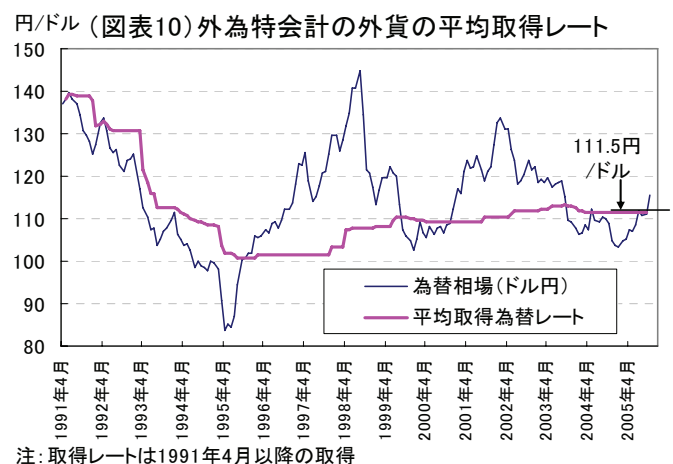
外為特会の規模が膨らむことに対しては、従来から為替リスクの増大が指摘されている。しかし、財務省の説明では、外為特会内の積立金が外貨資産の含み損に見合うかたちで、計上されているとされている(図表7)。この関係は、外貨資産の運用収益が含み損をカバーしているの、心配はいらないということを示している。確かにこれは正論だ。

だが、今後、FBの調達コストが上昇して特会の利益が縮小すれば、利益で含み損をカバーしにくくなる。将来のどこかでドル資産を売却しなくては、膨らんだ資産規模に対する潜在的リスクを回避することはできない。その場合、含み損が出ないようなタイミングで、バランスシートを手仕舞うことが必要になる。

そこで、外為特会の為替レートに関する損益分岐点がどこかを考えてみた。財務省の「予算書」によると、外為特会の評価損は2003年度は△7.7兆円の赤字である(図表8)。この評価損は、過去の年度決算をみてもずっとマイナスであった。2003年度の決算から計算すると、現在の外為特会の損益分岐点は126.1円/ドルになっていた(図表9、年度末の換算レートは当年度6月～11月の平均値)。ここだけを見ると、為替レートが126.1円/ドルよりも円安水準にならないければ、ドル資産を売却したときに売却損が顕在化することになる。



ところが、これとは別に、1991年以降の介入実績に対して平均取得レートを計算すると、1991年以降では111.5円/ドルになっている(図表10)。つまり、1991年以降に為替介入した取得額(累計69.4兆円)については、111.5円/ドル以上の円安水準で、含み損を出さずに円資金に換金できる(2003年1月～2004年1月の巨大介入の平均取得レートは111.7円/ドル)。現在のように為替が115円/ドルを超える円安の状況では、外為特会の規模を縮小しやすくと考えることもできる。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

どうやってジレンマと向き合うか

今は、外為特会を縮小させるチャンスではあるが、それでも外為特会がドル売りを始めた市場に知られば、それがドル安・円高のリスクになる。そうしたアナウンスメントを行うことは好ましくない。海外からの批判も起こるだろう。ここにジレンマが存在する。

しかし、為替水準が十分に円安になったときに、ドル資産を売って、為替差益を稼ぎながら、積立金を取り崩して、FB残高を減らすことはどこかの時点で必要だ。仮に、ドル資産を抱えたまま、FBの発行残高を減らそうとすれば、利益の一般会計の繰り入れを止めて、その利益をFB償還の原資に当てるしかない。

翻って、このジレンマを考えると、そもそも介入政策には、出口政策が存在しなかったことに問題がある。どこかでドルを売ることを想定せずに、介入を進めることに問題の本質がある。相場の買い支え政策を実施するときには、出口を定めて行う必要がある。

(追記) なお、外為特会の構造問題を緩和するには、いくつかの方法がある。短期金利の上昇が特会収支を悪化させる問題は、FBの資金調達を中長期国債で借り換えることで緩和できる。為替リスクに対しては、ドル資産で占められている外貨証券の運用を、ユーロ建てに部分的に切り替えることで対応できる。また、ドル資産の売却に関しては、マイルドなルールとして、外債の償還に合わせてその資金をドル資産でロールオーバーするのではなく、円資産に換えてFB償還に充てるというルールを設けておくことも有用だ。こうしたいくつかのルール、運用を組み合わせ、外為特会のジレンマを解消していくことが課題になるだろう。