

## 日本の外貨準備とファンド運用問題(後編) 発表日：2007年8月3日(金) ～ソブリン・ウエルス・ファンドが解決法になるのか～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

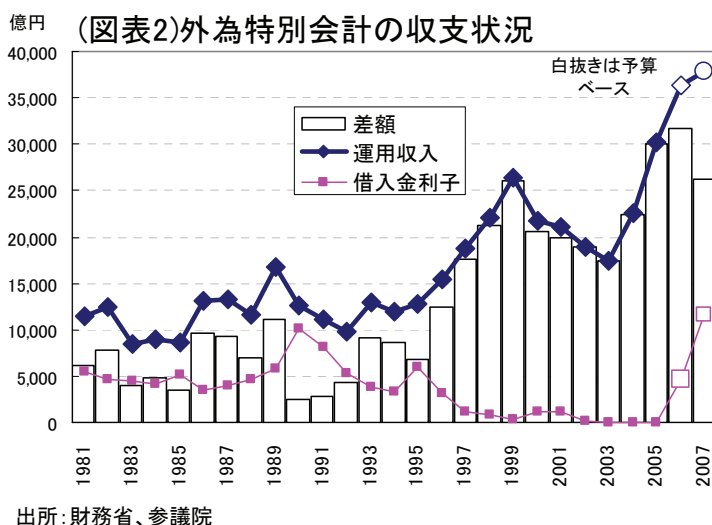
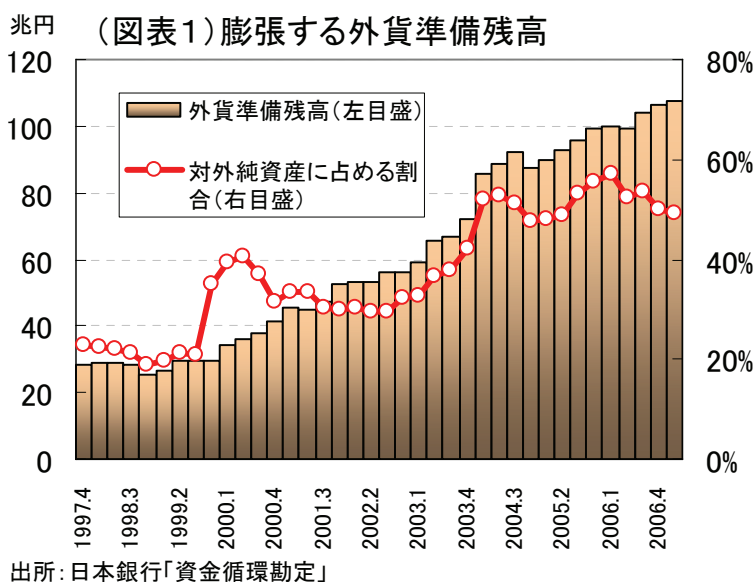
日本の外貨準備運用をソブリン・ウエルス・ファンド(SWF)に任せてはどうかという議論がある。そうした対応が資金運用の効率化を促すというメリットを挙げる人もいる。しかし、筆者はこの見解には懐疑的である。日本の外貨準備の問題は、潜在的な為替リスクにどう処しているかという問題であり、外貨保有の片側にある巨大な政府短期証券の発行を削減していくことが課題である。SWFに運用を任せても、ドル売りの思惑によってドル安を誘発する可能性は残る。リスク軽減のためには、長期間をかけて外貨準備を減らすルールをつくる考え方がある。

### 巨大なドル保有残高

外貨準備運用について、日本でも中国やロシアのようにSWF(ソブリン・ウエルス・ファンド)を導入し、そこで運用してはどうかという議論がある。結論から言えば、筆者はその導入にはやや懐疑的である。

そもそも、日本の外貨準備は、2002～2004年に大規模に膨らんだ経緯がある。最近の外貨準備残高は、113兆円(2007年6月末、9,136億ドル)であるが、その1/3は2002～2004年に実施された巨大介入によって増嵩したものだ。そのため、日本の対外純資産218兆円(2007年3月末)に対して、外貨準備の保有規模はその約半分(49.2%)に相当するまでに達している。

日本が過去の為替平衡操作で巨大なドル資産を保有したことは、外貨準備が潜在的に大きな為替リスクを抱えていることになる。しかも、外為特別会計では、ドル資産の裏側で95兆円の政府短期証券(FB)を発行している。2006年度までは短期金利がごく低位だったため、借入金利子は僅少で済んでいた(2004年度54億円、2005年度76億円、2006年度4,601億円<予算ベース>)。しかし、短期金利水準が上昇してくると、運用利益は縮小を余儀なくされる(2006年度予算31,766億円→2007年度予算26,268億円、図表2)。外為特会の運用利益は、外貨準備の円高リスクに対するバッ



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。

ファアの役割を果たしているため、日銀の利上げ局面では、外貨準備のリスク許容度は低下することになる。

本来、為替介入は急速に進行する円高に対する一時的な歯止めのはずであり、時間が経てばFBを償還して、ドルを円に換えて償還財源に充てるのが自然だったはずだ。それが為替介入が大規模になりすぎて、一旦日本がドルを売ろうとアナウンスすれば、大きなドル安圧力を伴うリスクになっている。従って、日本は売りに売れない巨大なポジションを引きずって今に至っていると言える。日本の外貨準備問題は、潜在的なドル安リスクをどう軽減していくかという問題である。

### 本当にSWFの運用は解決法になるか

日本の外貨準備運用をSWFに任せるというアイデアは、いくつかの動機に基づく。ひとつは、「官から民」への流れに基づいて、民間に任せの方が運用収益を多く稼げるという理由。もうひとつは、設立したSWFが民間ファンドなどを使って、企業の発行した債券・株式を買うことになれば、間接的に資金還流することにもなる効果である。しかし、このアイデアが、そもそもの「外貨準備の為替リスク軽減につながる」効果をもつと考えてよいのだろうか。もちろん、SWFを設立してドルを売ってユーロや他通貨を購入すれば、外貨準備のドル安リスクを平準化することはできる。しかし、財務省がそれをしないのは、同じようにドル売りをアナウンスしていれば、一気にドル安の思惑を生むかもしれないリスクに配慮するためだ。

そう考えると、SWFに資産運用を任せただけから、そうしたリスクがなくなる訳ではない。SWFを作って、体よくドル売りの口実をSWFでの運用に付託させたとしても、その思惑は市場から見透かされるだろう。その意味でSWFでの運用は、ドル安リスクを誘発させる可能性をはらんでいる。

加えて、外貨準備の運用成績に関して、SWFに任せの方がパフォーマンスが良いということにはならない。例えば、シンガポールの政府投資公社（GIC）は25年間の運用利回りが年率9.5%であったとされる。しかし、日本の外貨準備のような巨大な規模で、小回りの利くファンドと同じような高利回りを継続的に期待することは難しい。むしろ、高いリターンを狙って、政府資金が投機的な取引に用いられれば、市場の混乱を招く。現状のように外貨準備が米国国債を中心に運用していることは、中立性の観点から望ましいと考えられる。現状、外為特会の運用収益を外貨証券残高で割ったときの利回りは3~4%と見劣りするには、外貨準備がある程度流動性を確保しながら運用していることが原因かもしれない。

もうひとつ、大規模なSWFへの運用委託をしたとしても、現状の巨大なFB発行残高を圧縮していかなければ、金利上昇に伴うリスクの回避にはつながらない。95兆円という巨大な短期資金調達をしている前提条件をそのままにして、資産運用だけをSWFに任せるといっただけでは、全体的なリスク軽減への考え方が不透明である。運用収益の蓄積と、FBによる資金調達をどう考えるのかをもっと詰める必要がある。

### 政府が外貨準備を減らすと民間の資金運用額が増える??

外貨準備の一部を民間運用に任せれば資金効率に資するというのは、本当に正しいのだろうか。仮に、政府が外貨準備をすべて売却したとしても、対外純資産の保有者が政府から民間に移るだけという考え方もできる。外貨準備がどんな取引をしても、対外収支の帳尻は変わらない。結局、対外純資産の内訳の保有主体が官から民へと移ることになる。その場合、振り替わった外貨は民間企業によって、直接投資や多様な証券投資に回るはずである。ラディカルに考えると、政府が外貨準備を持たない方が、一国の資金効率を高めるという見方もできる。

もっと説得力を増すために、所得収支を考えてみよう。2006年の所得収支の黒字は13.7兆円であったが、そのうち3.6兆円は政府保有の外貨準備の運用益であった。218兆円（2007年3月末）の対外純資産の稼ぎ出す所得収支の黒字のうち、半分を占める外貨準備分の寄与度は相対的に低いということになる。対外純資産の資金効率だけを

---

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。

追求すれば、外貨準備を持たない方がよいという極端な言い方もできる。

米国は世界最大の対外純債務国にも拘わらず、所得収支はずっと黒字である。米国のドル不安が起こらないひとつの理由は、対外資産を占めている直接投資などが対外債務よりも遥かに大きな所得を稼いでいるからだとことである。外貨準備という範囲だけでなく、日本の対外資産の効率運用を視野に入れることも重要な論点である。

## 出口戦略を考える

外貨準備の問題は、潜在的なドル安リスクをどのように軽減していくかである。その際には、どうすれば現在の為替市場に無用の憶測を呼ばないかを十分に配慮する必要に迫られる。

ひとつの策は、6月末で113兆円の規模になる外貨準備の資産を、例えば10年間といった長期間をかけるというルールに沿って定期的に少しずつ圧縮することである。外貨準備の全額を圧縮する必要はないので、対名目GDPで21%と高止っているのを半減させるという目標を置く。単純計算すれば、名目成長率2%が続く前提で、外貨準備の対名目GDP比を半減させるには年間3,000億円分（月250億円）の売却で圧縮を図れる。一定金額のドル売りをルール化して、外貨準備の規模を縮小する。ドル売り圧力を細切れにして、為替市場への影響力を薄めながら、出口を探す方法である。

もうひとつ、長期間をかけてFB発行額を減らすのであれば、超短期で調達している構成を、1~5年へと多様化・長期化する方向で分散するのも一案だろう。資金調達を多様化することは、時間軸でみたときの調達コストを低下させることにつながるので、外貨準備の圧縮に時間がかかるマイナスを補うことになる。

今後、SWFの議論が活発化してくると、こうした外貨準備問題の処方箋に議論は発展していく可能性がある。