

日本の外貨準備の政策分析*

早稲田大学 商学大学院教授 谷内 満

要 旨

日本は、円高回避を目的としたこれまでの積極的な為替介入の結果、高水準の外貨準備を保有している。2006年に日本を抜いて世界最大の外貨準備を持つ中国は、07年には国有の投資会社を設立して外貨準備の運用の積極化に乗り出した。本稿は、累積している日本の外貨準備のあり方について分析を行う。

まず、日本の外貨準備と為替介入の制度的仕組みを明らかにする。外貨準備とは、政府が民間から借金をして外貨投資をしている政府保有の資産であり、外貨準備高が高水準になっている結果、政府は大きな為替リスクを負っている。また、外貨準備保有から得られる金利収入は、外貨準備を増加させるとともに、政府債務（為券）を増加させている。

為替介入は為替レートに影響を与える意図で行なわれるものだが、為替介入の為替レートへの効果を理論的に検討するには、非不胎化介入と不胎化介入を区別することが重要である。非不胎化介入は効果を持つが、それは金融政策の効果であるといえる。不胎化介入は理論的には、ポートフォリオ・バランス効果とシグナル効果の2つの経路を通じて為替レート決定に効果を持ちうると考えられる。

これらの効果が現実の世界においてどの程度重要かは、実証分析によって検証される必要がある。1980年代～90年代の実証分析の蓄積から得られる全体的な結論は、為替介入が為替レートに影響を与えるかどうかについてははっきりとした決着はついていないが、しかし、為替介入が金融政策の変更を伴うことなく為替レートに大きな影響があることを示す実証的な証拠はないというものである。また、最近の日本の実証分析から得られた結果を踏まえて考察すると、これまで頻繁にかつ大規模に行われた日本の為替介入が為替レートに与えた影

外貨準備が巨額になれば、それだけ政府が負う為替リスクが大きくなることを考慮すれば、外貨準備は低水準に維持する努力が求められる。その国の経済規模や為替市場規模を考慮した外貨準備の水準から見て、日本以外の主要先進国は日本よりも格段と低い外貨準備しか持たずに、特段の問題なく経済運営がなされている。これらの点を考慮すれば、日本は他の先進国の外貨準備水準を基準にして、現在の異例に高い外貨準備を大幅に引き下げていくことが望ましい政策だと言える。それでは、具体的にどの程度まで外貨準備を減らすべきであろうか。他の先進国の状況を踏まえ、日本は現在の外貨準備の約8割を市場で売却し、現在の5分の1程度の水準にすることを提案する。もちろん、数千億ドルを短期間に売却すれば、大幅な円高になったり市場をかく乱することになりかねないので、外貨準備の売却は時期を見ながら行う必要がある。

最近、一部の国の政府系ファンドの投資が世界的規模で拡大していることが、注目を集めている。このような世界的な投資動向の変化を背景に、日本でも多額に蓄積された外貨準備の一部を政府系ファンドとして運用し、現在の米国国債投資よりも収益を上げられる投資先に運用を多角化すべき、との考え方がある。本稿では、各国の政府系ファンドの特徴を分析

* 本稿は、先進国としては異例に高水準の日本の外貨準備のあり方に関する著者の論考である。このテーマについては様々な意見や提案が示されているが、建設的な議論へのひとつの貢献となれば幸いである。また、最近、特に注目されている政府系ファンドの特徴と対比させた論考も読者にご関心をもって頂けると期待している。このような著者の意図をご理解くださり、本稿の開発金融研究所報への掲載をご快諾頂いた安間匡明開発金融研究所副所長には記して謝意を表したい。ただし、本稿に残された誤りがあるとすれば、著者の責任に帰されるべきものである。

している。そうした分析を踏まえた結論は、政府系ファンドを運営している国々の事情は、日本とはまったく異なっており、日本でも政府系ファンドを創設すべきと考えるのは誤っているというものである。日本はリスクをとって外貨準備の利回りを良くすることを狙うのではなく、巨額の外貨準備を保有することによって現在政府が負っている過剰なリスクを軽減すべきなのである。

目次

はじめに：日本の外貨準備政策は再考の時

1. 外貨準備と為替介入の仕組み

- ・ 制度的仕組み
- ・ 外貨準備の運用損益

2. 介入効果の理論的検討

- ・ 不胎化介入 vs. 非不胎化介入
- ・ 非不胎化介入の効果
- ・ ポートフォリオ・バランス効果
- ・ シグナル効果
- ・ 理論のまとめと日本の制度から見た介入効果

3. 介入効果の実証分析の検証

- ・ 1980年代～90年代の研究蓄積の成果
- ・ 最近の日本の実証分析の解釈

4. 外貨準備の売却でリスク軽減を

- ・ 外貨準備は時機を見て大量売却すべき
- ・ 外貨準備売却への懸念の検討
- ・ 円高恐怖症からの脱却

5. 日本も政府系ファンドを創設すべきか

- ・ 世界的な政府系ファンドの台頭
- ・ 産油国の政府系ファンド
- ・ 外貨準備を原資とする政府系ファンド

おわりに：分析のまとめ

はじめに：日本の外貨準備政策は再考の時

中国の外貨準備は、2006年に日本を抜いて世界最大の規模となり、同年末には1.06兆ドルに達した。2007年に入ってから大幅な増加が続いており、年前半の6ヶ月間の増加ペースは年5000億ドルを上回るペースとなっている。中国の外貨準備が増加しているのは、人民銀行が元高を防ぐために為替市場に介入し、ドルを買い増しているからである。

中国の外貨準備のほとんどは、これまでドル建ての安全資産（米国国債など）で運用されてきたが、2007年9月に、中国政府は新たに国有の投資会社（中国投資有限責任公司）を設立し、ここに外貨準備の一部（約2,000億ドル）を移管して運用の多様化を図る方針を打ち出している。同投資会社の正式な発足

に先立ってすでに、中国政府は米国の投資会社ブラックストーンに30億ドルの出資を行っている。ブラックストーンは、世界最大の運用資産を有する企業買収ファンド（プライベート・エクイティ・ファンド）で、投資を始めた1987年から年30%の高収益率をあげていると言われている。

一方、日本の外貨準備は、中国に抜かれたとはいえ、9,734億ドル（2007年末）もあり、他の先進国の外貨準備高と比較すると異常に高い水準となっている。日本の累増している外貨準備の現状、中国の外貨準備の運用政策の変更、そして20数年来の円安傾向のもとで、日本の外貨準備政策は再考の時を迎えている。筆者は、日本は中国のように高収益ねらいの投資先にシフトするのではなく、むしろ外貨準備を為替市場で売却し、最終的には現在の1/5程度の水準まで引き下げるべきだと提案する。

本稿では、まず外貨準備増加のメカニズム

を明らかにするために、為替介入の仕組みを説明する。為替介入は為替レートに影響を及ぼすことを目的に行われるので、次に、為替介入の効果に関する理論的な検討を行い、理論的に考える介入効果の経路とその特徴を明らかにする。理論的な検討を踏まえ、現実には為替介入が為替決定に効果があったのかどうかを検討する。そのため、主要国為替レートに関する数多くの実証分析の蓄積からはどのような証拠があがっているかを整理する。日本は他の先進国と比べると頻繁かつ大規模に為替介入を行ってきたが、こうした日本の為替介入の効果に関する最近の実証分析も検討する。日本では為替介入の実態はなごらくベールに包まれていたが、2001年以降為替介入の実績が過去に遡って公表されるようになり、厳密な分析が可能となったのである。計量的な分析結果を踏まえて、結局日本の介入はどの程度効果があったと考えるべきかを明らかにする。

日本の制度的仕組みの特徴、介入効果の理論的・実証的分析の検討を踏まえて、日本の外貨準備政策のあり方を検討する。これまでの大規模なドル買い介入で外貨準備が累積している結果、日本政府は大きな為替リスクを負っている。日本は外貨準備を売却してリスク軽減を図ることが重要である。外貨準備を大幅に削減した場合の、為替市場、日本経済への影響の分析も行う。最後に、最近世界的に注目されている政府系ファンドについてとりあげる。日本の累積している外貨準備は米国国債などの安全資産だけで運用するのではなく、運用を積極化してより高い収益を狙うべきで、日本でも政府系ファンドを創設すべきとの提案がなされている。各国の政府系ファンドの特徴を明らかにした上で、日本の場合、外貨準備運用の積極化のために政府系ファンドを創設すべきと考えるのは誤りであると論ずる。

1. 外貨準備と為替介入の仕組み

(制度的仕組み)

外貨準備とは、通貨当局（日本の場合財務

省と日銀）が為替レートに影響を与えることを目的に為替市場介入するために保有する外貨資産等である。日本の外貨準備は、財務省が管理・運営する「外国為替資金特別会計」（以下、外為特会）にほとんどが計上されているが、日銀にも一部が計上されている。外貨準備には金やIMF出資金なども含まれるが、大部分は外貨資産（証券・預金）であり、その外貨資産の太宗は米国国債を中心としたドル建て資産である。

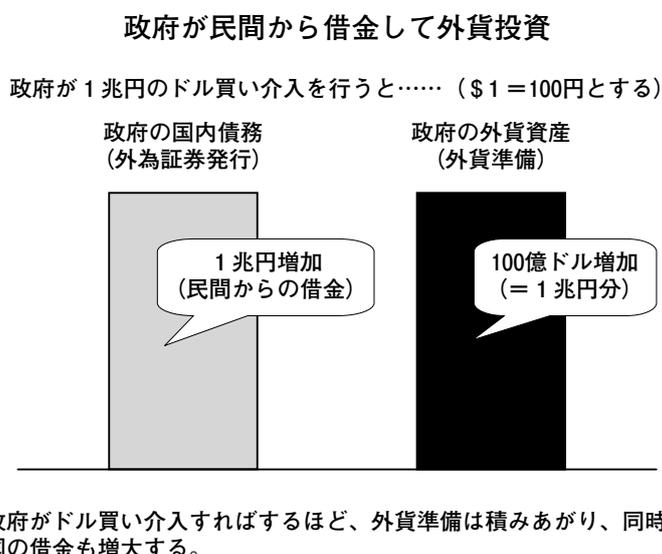
通貨当局が、円高阻止ないし円安誘導を目的にドル買い・円売り介入を行えば、外貨準備が増加し、逆にドル売り・円買い介入を行えば外貨準備が減少する（なお過去に一部だがユーロ買い介入なども行われている）。為替市場介入に関する決定は財務省が行い、日銀はその代理人として実務を担当している。

ドル買い介入に必要な円資金は、政府が外国為替資金証券（通称、為券）を発行して調達され、ドル売り介入が行われれば、為券は償還される。為券は政府短期証券の一種で、1年以内の償還が義務付けられているにもかかわらず、これまでドル買い介入の方が圧倒的に多いため、為券は毎年借り換えられて長期債務化し、累増している（2005年度末の政府短期証券の残高97.6兆円のうち、為券は96.0兆円）。為券は、かつては日銀が市場金利を下回る低金利でその大部分を購入していたが、1999年以降、原則として市場での公募入札で売却されて、民間の金融機関などが保有している。

こうした為券の残高は、外為特会の負債側に計上され、為券発行で調達された資金で購入された外貨資産（外貨準備）の残高は、外為特会の資産側に計上される。つまり、外貨準備とは、政府が民間から借金をして外貨投資をしている政府保有の資産なのである（図表1）。

外貨準備として保有する外貨資産には当然為替リスクがあるが、政府は先物取引などでヘッジしていない。したがって、外貨準備保有は、政府による円キャリートレードであるとも言える。円キャリートレードとは、内外

図表1 外貨準備増加のメカニズム



の金利差に着目して、低金利の日本で融資を受けその資金を外貨に転換して、高金利の国でヘッジなしで運用する取引であり、外国のヘッジファンドなどが行うリスクを伴う投資手法である。

(外貨準備の運用損益)

このように外貨準備保有はバランスシートの両建て取引なので、①為券の金利負担（資金調達コスト）と米国国債等の金利収入（資金運用収入）の差などから運用損益が生まれ、また②為替レート変動に伴って外貨資産の評価損益が生まれる。なお、運用損益には、外貨の売買損益なども含まれるが、ドル売り介入は稀にしか行われないので、運用損益の大きさは基本的に内外の金利差によって決まる。

これまでのところ、日米の金利差は日本の方が低金利であったために、2004年度決算までの累計で約32兆円の運用純益が生まれている^{*1}。このうち約18兆円は一般会計に

繰り入れられ、国の財政の一般財源として活用され、残りの約14兆円は外為特会の積立金として計上されている。

毎年の米国国債等の金利収入は、円に転換されず、外貨準備にそのまま上乘せされている。そして、運用純益に見合う為券が新たに発行されて円資金が調達され、それは外為特会の積立金として計上され、また一部は一般会計に組み入れられている。したがって、これまで約18兆円の運用純益が一般会計に繰り入れられたといっても、利子分のドル資産は売却されず外貨準備として貯め込まれているので、政府はより多くの為替リスクを背負い込む結果となっている。

このように外貨準備はこれまで運用純益を生んでいるが、評価損益面では損失となっている。2004年度決算において、評価損（当年度評価損と繰越評価損の合計）は11.4兆円となっている。2004年度末時点では、運用純益の累計は評価損を上回っており、外貨準備保有という政府投資は全体として利益を

^{*1} 為券は、1999年までは市場金利よりも低金利で発行され、日銀がそのほとんどを購入していた（日銀以外は、資金運用部などの政府機関が保有）。市場金利と為券金利の差は、日銀等にとっては機会費用であり、外為特会にとっては金利負担軽減となり、外為特会の運用純益を過大評価させることになる。なお、この機会費用は、日銀にとっては利益を減少させる要因となり、結局日銀の政府納付金を減少させる形で財政収入を減らすことになる。須田（1999年）は、為券金利と手形売買レートの差を使って、外為特会の利益の過大評価分を試算しているが、それによれば1997年度までの累積で4.1兆円となる。

生んでいる。しかし、評価損益は為替レートの動向次第で変動する不確実性を持っており、今後もし円高になれば、評価損がさらに拡大する危険があり、それは結局国民の負担になる。

2003年初めから2004年3月まで、日本政府は総額約35兆円にもものぼる極めて大規模なドル買い介入を実施した。筆者の試算によると、この時期の介入によって得たドル資産は、為替レートが $\$1 = 110$ 円であれば、評価損益はゼロとなる。もし $\$1 = 100$ 円となれば、この時期の介入分だけで3.2兆円の損失となる^{*2}。

これまで外貨準備保有に伴う損益を見てきたが、もちろん為替介入は外貨準備保有で儲けを出すことを目的に行われるわけではなく、為替レートの安定化、特に日本の場合は円高進行にブレーキをかけることに主眼がある。もしドル買い介入が円高阻止に一定の効果があるのであれば、経済安定化につながりうるので、介入で増加する外貨準備保有によってある程度損失を被っても、国にとって利益があると言えるだろう。

そこで、まず理論的に考えて、為替介入が為替レートに影響を及ぼしうるルートにはどのようなものがあるのかを整理し、この点に関する従来の実証分析の蓄積を検証する。その後、1990年代初め以降の日本における為替介入の効果に関する最近の実証分析に基づいて、近年の日本の為替介入が為替レートに対してどの程度影響を持ったのかについて検討する。

2. 為替介入の効果の理論的検討

(不胎化介入 vs. 非不胎化介入)

為替介入が為替レート決定に影響を持つかどうかの理論的検討に当たっては、介入が不胎化されるか否かの区別が重要となる。不胎化介入とは、マネタリーベース（したがってマネーサプライ）の変化を伴わない形で行われる為替介入である。一方、非不胎化介入は、マネタリーベースの変化を伴う（図表2）。

典型的な不胎化介入の例は、中央銀行が外貨買い介入を実施し、同時に（国内通貨で見て）同額の国債の売りオペを実施するものである（外貨売り介入の場合は、国債の買いオペが行われる）。この場合、外貨買い介入により、民間銀行の銀行準備（日本の場合「日銀当座預金」と呼ばれる）が増加するが、同時に国債の売りオペによって、民間銀行の銀行準備は同額だけ減少し、結局銀行準備の変化はゼロとなる。銀行準備はマネタリーベースの重要な一部なので、不胎化介入の場合は、マネタリーベースは不変に保たれる^{*3}。

一方、非不胎化介入は、中央銀行による国債の反対売買が行われないので、銀行準備が増減し、したがってマネタリーベースが増減する。マネタリーベースの増減は、民間銀行の与信行動の変化を通じてマネーサプライの増減につながる。非不胎化の外貨買い介入は、マネーサプライを増加させ、金融緩和の効果を持つことになる。逆に、非不胎化の外貨売り介入は、金融引締め効果を持つ。このように非不胎化介入は、自動的に金融政策の変更をもたらす。

ここで留意すべきは、民間銀行（部門全体）

*2 2003年初め～04年春の大量介入時におけるドル購入の平均価格（為替レート）の推計は、次の方法によって行われている。財務省が公表している「外国為替平衡操作の実施状況」から、2003年第2四半期から2004年第1四半期の各月におけるドル買い介入の金額（円表示）を求め、それに当該月の平均為替レートをかけて介入によって得たドル資産の総額（ドル表示）を計算した。それらを集計することによって、期間全体のドル買い介入額のドル価額が得られる。これを公表データのドル買い介入総額（円表示）で割ることによって、期間全体のドル購入の平均価格（ $\$1 = 110.2$ 円）が算出される。

なお、2003年前半には、ユーロ買い介入も実施されたが、以上の計算はドル買い介入のみについて行っている。なお、ユーロ買い介入は計1.795億円であり、ドル買い介入の計35.1兆円と比べ、規模は非常に小さい。

*3 マネタリーベース = 銀行準備 + 現金。マネタリーベースは、ベースマネーあるいはハイパワードマネーとも呼ばれる。銀行準備と現金はともに中央銀行の負債の重要な項目なので、マネタリーベースとは中央銀行の負債なのである。一方、マネーサプライ = 現金 + 銀行預金であり、マネーサプライは、中央銀行と民間銀行を合わせた統合銀行部門の負債である。

図表2 非不胎化介入と不胎化介入

- 為替市場介入は、中央銀行と民間銀行のバランスシート（貸借対照表）を変化させる。
- ここでは、為替レートを \$1 = ¥100 とし、中央銀行が 100 億ドル（=1 兆円）のドル買い・円売り介入を行った場合のバランスシートの変化を示している。
- 民間銀行のバランスシートは、各民間銀行を統合した民間銀行全体のバランスシートである。

(1) 非不胎化介入

中央銀行		民間銀行	
ドル資産 + 1 兆円		銀行準備 + 1 兆円	
		ドル資産 - 1 兆円	

- 外貨買いの非不胎化介入が行われると、マネタリーベース（= 銀行準備 + 現金通貨）が増加する。
- マネタリーベースの増加は、銀行の貸出積極化を通じて、マネーサプライ（= 現金通貨 + 銀行預金）の増加につながる。

(2) 不胎化介入

中央銀行		民間銀行	
ドル資産 + 1 兆円		国債 + 1 兆円	
国債 - 1 兆円		ドル資産 - 1 兆円	

- 外貨買い介入の不胎化は、中央銀行がドル資産を民間銀行から買うと同時に、中央銀行保有の国債を同額民間銀行に売る操作によって行われる。
- 不胎化介入の場合は、マネタリーベース（したがってマネーサプライ）は変化しない。
- 不胎化介入の結果、民間銀行のバランスシートの資産サイドでは、外貨資産（ドル資産）と国内資産（国債）がスイッチする。

のバランスシートの変化である。外貨買いの不胎化介入が行われると、民間銀行のバランスシートの資産サイドでは、外貨資産が減少し、同額の国内資産（国債）が増加する。外貨売りの不胎化介入の場合は、逆が起こる。つまり、不胎化介入とは、民間銀行の外貨資産と国内資産をスイッチさせる操作であると言える。

非不胎化介入の場合は、外貨資産と銀行準備が同額だけ変動する。外貨買い介入なら、外貨資産の減少額と銀行準備の増加額が等しいということになる。

(非不胎化介入の効果)

そこで為替介入の為替レートへの効果の有無についてみると、非不胎化介入が為替レートに影響を与えうるということについては、経済学者の間でコンセンサスがある。非不胎化の外貨買い介入は、上述のように金融緩和効果を持つので、金利低下、将来のインフレ率

上昇予想から、自国通貨安・外貨高につながる。自国の金利低下と将来のインフレ期待が自国通貨安要因となることは、「カバーなしの金利裁定理論」で説明される。非不胎化の外貨売り介入は、逆に自国通貨高・外貨安につながる。

このように非不胎化介入が為替レートに影響するのは、非不胎化介入が金融政策を変更させるからであって、非不胎化介入の効果は金融政策の効果であるとも言える。通常の金融政策との違いは、通常の金融政策では、中央銀行が市場で国債を売り買いするのに対し、非不胎化介入では中央銀行が市場で外貨資産を売り買いするという点にある。しかし、ともにマネタリーベースが変動するという点では違いはない。

各国の金融政策は、物価安定を主目的に、インフレ率や失業などの国内経済動向の変化に対応して運営されている。国内経済動向の観点からは金融政策を変更する必要がない時

に、為替介入に伴って金融政策が変更してしまう事態は望ましくない。したがって、為替介入は基本的に不胎化されると考えられる。ただし、金融緩和政策がとられているときに外貨買い介入が行われれば、完全に不胎化されない場合もありうる（金融引締めの場合は逆）。

なお、現在の日本では、為替介入は基本的に不胎化介入となる制度的な仕組みとなっている。日本では外貨買い介入を行う場合、財務省が為券を発行して円資金を調達し、その資金を使って外貨資産を購入している。1999年以前は、為券は市場金利よりも低い金利で発行され日銀が主に購入していたが、同年以降は、為券は公募で発行され民間金融機関などが購入している。外貨売り介入が行われた場合は、為券が償還される。

この仕組みのもとでは、為替介入は常に不胎化介入となる。なぜなら、外貨買い介入の場合、まず為券が発行されるが、それによって民間銀行の為券保有が増加し、その購入資金の支払いのため銀行準備、したがってマネタリーベースが減少する（なお民間銀行以外が購入しても結果は変わらない）。逆に、外貨買い介入が行われると、民間銀行の外貨資産が減少し、銀行準備が（先ほどの減少分と同額だけ）増加する。したがって、民間銀行の銀行準備は変化せず、マネタリーベースは不変である。外貨売り介入の場合も、同様にマネタリーベースに影響を与えない。つまり、現在の日本の制度的枠組みのもとでは、為替介入は常に不胎化された形で行われるということになる。

ただし、2003-04年の大量のドル買い介入の際は、円資金の調達規模が大きすぎて市場での資金調達が追いつかず、一部が不胎化されず、不胎化されるまでタイムラグが生じた。上述のように、為券は1999年からは原則公募発行によっているが、介入を機動的に行うため、ドル買い介入をする際は一時的に日銀が為券を引受け、後日公募発行で市場から資金を調達し日銀が引き受けた為券を償却する。通常はこの期間はごく短期間だが、こ

の時期の大量介入の際は、日銀への資金返済には時間がかかり、したがってその間不胎化が完全にはなされなかったことになる。2003年3月末の日銀の政府短期証券保有残高（そのほとんどが為券）は8.7兆円にのぼったが、04年央には2兆円台まで低下した（加野2006年）。

（ポートフォリオ・バランス効果）

以上では、非不胎化介入は為替レートに影響を与えうるが、それは金融政策が変更されるからだということを見た。問題は、金融政策変更を伴わない不胎化介入が、為替レートに影響を与えるかどうかである。

理論的には、不胎化介入は次の2つの経路を通じて、為替レートの決定に影響を及ぼしうる。第1は、民間部門のポートフォリオ・バランスを通じた経路であり、第2は、将来の金融政策に関するシグナル効果を通じた経路である。

第1のポートフォリオ・バランス効果は、国内資産と外貨資産の代替性の有無に依存する。つまり、両者が完全代替的でない場合のみ、不胎化介入はポートフォリオ・バランス効果を通じて、為替レートに影響を与えうる。両者が完全代替的な場合には、不胎化介入は為替レートに対して効果を持たない。なお、ここでの資産とは、金利を生む金融資産で、銀行預金や国債などである。

国内資産と外貨資産が完全代替的であるとは、リスクと期待収益率が同じなら、投資家は国内資産と外貨資産のどちらを保有するかにこだわらない状況を指す。一方、投資家が、リスクが同じでも期待収益率が高くなければ、国内資産（ないし外貨資産）を保有しようと思わない場合は、国内資産と外貨資産は完全代替的でないという。この場合の収益率の差は、リスクプレミアムと呼ばれる。完全代替性がある場合のリスクプレミアムは、ゼロということになる。

なお、理論的には、完全代替性があるときには、カバーなし金利裁定の関係が成立し、完全代替性がない場合は、カバーなし金利裁

定にリスクプレミアムを加えた関係式が成立する（詳しくは注3を参照）*4。

国内資産と外貨資産は完全代替的でない場合に、不胎化の為替介入が民間部門（主に銀行）のポートフォリオ選択を通じて、為替レートに影響を与えるメカニズムは、次のようなものである。外貨買い介入についてみてみよう。なお外貨売り介入の場合は、以下と逆のことが起こる。

通貨当局が外貨買い介入を行うと、前述のように、民間部門の外貨資産保有が減少し、国内資産保有が増加する。民間部門が自らの選択で、より多くの国内資産を保有するようになるためには、国内資産保有のリスクプレミアムが増加しなければならないが、リスクプレミアムは、以下のような民間部門のポートフォリオ選択の行動を通じて増加するのである。

民間部門は最適なポートフォリオを回復しようとして、国内資産を売り、外貨資産を購入しようとする。その結果、外貨高・自国通貨安となる。不胎化介入では金融政策は変更がないので、期待為替レート（市場における将来時点の為替レートの予想）は変化しない。したがって、外貨高になると、これから先の外貨の増価率（＝期待為替レート－現在の為替レート）が小さくなり、その分外貨資産の期待収益率（＝外国金利＋外貨の増価率）が小さくなる。金融政策不変で国内金利は変化しないので、金利裁定の関係から国内資産のリスクプレミアムは上昇することになる（詳しくは注4を参照）*5。このプロセスを通じて、外貨買い介入は外貨を増価させる効果を持つ。

一方、完全代替性がある場合は、民間部門は国内資産と外貨資産の構成比の変化にはこ

だわらないので、ポートフォリオ変更の行動をとらない。その結果、為替介入は為替レートには何の影響も与えない。

（シグナル効果）

不胎化の為替介入が為替レートに影響しう第2の経路は、将来の金融政策に関するシグナル効果である。これは、為替介入が将来の金融政策の変更を示唆するシグナルとして、市場が受け取るならば、為替レートが変化するというものである。

例えば、金融当局が外貨買い介入を行うことによって、今後金融政策を変更して金利を下げるというシグナルを市場に送るケースが考えられる。この場合、為替介入が不胎化されて現在の金融政策に変更はなく、したがって現在の金利は不変でも、将来の金利低下予想、将来のインフレ上昇予想から、市場の期待為替レートが自国通貨安になる。それは、カバーなしの金利裁定の関係から、市場は将来の為替レートが自国通貨安になると予測し、期待為替レートの自国通貨安は、内外の金利が一定なら、現在の為替レートの自国通貨安を引き起こすからである。なお、カバーなしの金利裁定が成立せず、リスクプレミアムがある場合でも、リスクプレミアムが一定なら同じことが起こる。

つまり、不胎化の外貨買い介入は、シグナル効果を通じて、現在の為替レートを自国通貨安・外貨高に変化させる効果を持つということになる。なお、シグナル効果は、ポートフォリオ・バランス効果と異なり、国内資産と外貨資産の完全代替性の有無にかかわらず生じうる点に留意する必要がある。

為替介入があっても、その後その介入が示唆する方向に金融政策が実際に変更されない

* 4 完全代替性がある場合に成立するカバーなし金利裁定の関係は、次の式で表される。 $r = r^* + (E^e - E)$ 。完全代替性がない場合には、次の関係式が成立する。 $r = r^* + (E^e - E) + \rho$ 。rは国内金利、 r^* は外国金利、Eは当期の為替レート、 E^e は為替レート期待（つまり市場における将来の為替レートの予測値）、 ρ は国内資産のリスクプレミアムである。なお、ここでの為替レート表示は、外国通貨1単位の国内通貨価格であり、したがって、Eの上昇は外国通貨高を意味する。

* 5 注3で見たように、完全代替性がない場合には、民間部門の金利裁定によって、 $r = r^* + (E^e - E) + \rho$ の関係式が成立する。外貨買い介入によって、Eが上昇する。その結果、外貨資産の期待収益率（ $r^* + (E^e - E)$ ）が低下する。この場合、上記の関係式から、リスクプレミアム ρ が上昇する

という状況が続けば、市場はそれを学んで為替介入を金融政策のシグナルと受けとらなくなるので、不胎化介入は為替レートに影響を与えないということになる。したがって、不胎化介入がシグナル効果を持つためには、介入が将来の金融政策変更のいわば「前触れ」として信頼に足るもの（credible）である必要がある。このように考えると、不胎化介入のシグナル効果は、非不胎化介入の効果と同様、結局は金融政策の効果であるといえる。

このように市場が為替介入を将来の金融政策の変更を示唆するシグナルだと受け取れば、為替レートに変化が起こるということは理論的には示されるが、しかし、そもそも金融当局は、なぜ為替介入を通じて、金融政策の変更のシグナルを市場に送るのかという点については疑問が残る。通常、為替介入を行ったかどうかは、介入時には公表されないの、なぜそのようなわかりにくい方法で金融当局はシグナルを送る必要があるのか。金融政策の変更を市場に伝えたいのなら、記者発表その他を通じて行うほうがより直接的で有効ではないかと考えるのが自然だとも言える。

（理論のまとめと日本の制度から見た介入効果）

ここで、為替介入が為替レートに与える効果に関する理論的検討について、要約しよう。

為替介入の結果ベースマネー（したがってマネーサプライ）が増減する非不胎化介入は、為替レートに影響を与え、外貨買い介入は自国通貨安にする効果を持ち、外貨売り介入は自国通貨高にする効果を持つ。この効果は、為替介入の効果と言うより、マネーサプライ変化つまり金融政策の効果であると言える。

金融政策の変更を伴わない不胎化介入が、為替レートに影響を及ぼしうるかについては、理論的には2つの経路が考えられる。

第1の経路は、ポートフォリオ・バランス効果である。為替介入によって民間部門のポートフォリオにおける国内資産と外貨資産の構成比が変化するが、国内資産と外貨資産が完全代替的でない場合には、民間部門は最適なポートフォリオ構成を回復しようとする。そ

の結果として不胎化介入は為替レートに影響を与えると考えられる。国内資産と外貨資産が完全代替的である場合には、ポートフォリオ・バランス効果は生じない。

第2の経路は、金融政策に関するシグナル効果である。為替介入が不胎化されて現在の金融政策に変化はなくとも、為替介入が将来の金融政策の変更を示唆するシグナルとして、市場が受けとるならば、為替レートが変化する。将来の金融政策の変更は、市場の期待為替レートを変化させ、期待為替レートの変化は直ちに現在の為替レートを変化させる。

以上で見た理論的に考えられる介入効果の経路は、現在の日本における為替介入および金融政策運営の制度的仕組みのもとでは、どの程度重要なのだろうか。この点を明らかにしておくことは、本稿後半で、日本の為替介入および外貨準備のあり方を検討するのに役立つ。

前述したように、日本では、外貨買い介入に必要な円資金は、為券発行で調達され、一方、外貨売り介入が行われれば、為券は償還される。1999年以降は原則として、為券は公募で売却されて民間部門が保有するので、この制度的枠組みのもとでは、日本の為替介入は不胎化介入となる。したがって、1999年以降の日本においては、為替介入がベースマネーを変動させるという経路を通じて、為替レートが変化することは基本的にないといえる。

不胎化介入の場合のポートフォリオ・バランス効果は、民間部門の投資家の選好に依存する問題である。したがって、為替介入や金融政策の制度的仕組みとは、直接関係なしに生じうる。

シグナル効果については、現在の日本の制度的仕組みのもとでは、大きい効果を持つ可能性は低いと考えられる。前述したように、わが国では、為替介入の意思決定は財務省が行い、日銀は代理人として事務を遂行している。そして、98年から施行されている改正日銀法のもとで、日銀の政策決定の独立性は

それまで以上に強まっている。最近の事例でも、2006年量的緩和解除の際、財務省は消極的な意向を示していたが、日銀は財務省の意向にかかわらず量的緩和解除を実施している。また、金融政策の政策決定機関である日銀政策決定会合には財務省代表が参加しているが、政策決定の際の投票権は持たない。このように日銀の独立性は高まっている。

したがって、財務省が行う為替介入実施の政策判断が、日銀が行う金融政策運営の政策判断の前触れとなる可能性は低いと考えられる。しかし、市場が日銀の政策判断は時に政府の圧力に影響されることもあると考えられるならば、シグナル効果を通じた為替レートへの影響は生じうるということになる。

3. 介入効果の実証分析の検証

(1980年代～90年代の研究蓄積の成果)

為替介入が実際に為替レートに影響を与えているかどうかを検証するために、主要国の為替レートと介入の関係について、これまで数多くの実証分析が行われてきた。前節(2.)で見たように、金融政策の変更を伴う非不胎化介入が為替レートに影響を与えることについては、研究者の間にコンセンサスがあるため、これまでの実証分析では主に不胎化介入の効果に焦点を当てて検証が行われている。

過去の実証分析の蓄積をレビューした研究論文としては、1980年代および1990年代初めに行われた実証分析をサーベイしたEdison (1993)と、1990年代に行われた実証分析をサーベイしたSarno and Talor

(2001)が重要である。

この2つのサーベイ論文からは、次のような全体的な結論が導かれる。為替介入が為替レートに影響を与えるかどうかについてははっきりとした決着はついていないが、しかし、為替介入が金融政策の変更を伴うことなく為替レートに大きな影響があることを示す実証的な証拠はない(Krugman and Obstfeld 2006)*⁶。

ただし、両論文では若干違いがあり、Edison論文は介入の効果はないか、あっても限定的であるとして、全体として介入効果を否定的に評価している。これに対しSarno and Talor論文は、Edison論文がレビューした以降の分析では介入効果が統計的に有意に検証されたものがあることに着目し、全体として分析結果の結論は入り混じっている(still mixed)としている。

主に80年代の実証分析を広範にレビューしたEdison論文によれば、為替介入によるリスクプレミアムの変化は、統計的に有意でないか、有意であってもその変化の度合いは小さく、したがって、ポートフォリオ効果はほとんどない*⁷。シグナル効果については、統計的に有意であるが、しかし、その効果は一時的なものにとどまると結論付けている。そして、介入効果に関する分析全体の総合的評価として、「為替介入が長期に持続し数量的に意味のあるような効果がある、ということを示す実証的証拠は見つからない」としている。

Sarno and Talor論文は、90年代の実証分

* 6 国際経済学の最もスタンダードな教科書として定評があるKrugman and Obstfeld 2006は、為替介入の効果について、本文で取り上げた2つのレビュー論文などを参考文献にあげて、次のように述べている。「不胎化介入が、金融政策・財政政策のスタンスとは独立して、為替レート決定に(マイナーな影響ではなく)主要な影響を与えるという考え方をサポートする証拠はほとんどない」(P467)。

* 7 これまでの実証分析では、カバーなし金利裁定条件は完全には成立しておらず、国内資産と外国資産の間の代替性は完全でないということがわかっている(Krugman and Obstfeld 2006)。つまり、リスクプレミアムはゼロではない。一方、ポートフォリオ・バランス効果の実証分析では、リスクプレミアムが為替介入によって変化するかどうかの検証されるわけだが、その結果が否定的であるとすると、2つの相互に矛盾する実証結果が得られることになる。つまり、国内資産と外貨資産の代替性は不完全で、リスクプレミアムが存在する。しかし一方で、為替介入によって民間部門のポートフォリオに占める国内資産と外貨資産の保有比率が変更されるにもかかわらず、民間部門はポートフォリオ・バランス回復のための調整を行わず、したがって為替介入は為替レートに影響を与えないということになり、理論的に整合性がとれない。このことは、為替レート決定に関するメカニズムが十分解明されていないということを示唆している。

析で介入効果について統計的に有意な分析結果が得られたのは、データの精度が改善されたからではないかと推測している。80年代までは各国は為替介入の実績（介入額、タイミングなど）を公表しておらず、研究者は公表される外貨準備額の変化額などから介入額を推計していた。しかし、90年代にはいつから米国などが介入実績（日ベース）を事後的に公表するようになったこと、加えて市場の為替レート予測について詳細なサーバー・データが利用可能となったことから、研究者はより精度が高いデータを使って分析することが可能となった。なお、日本では、後述のように、遅ればせながら2001年以降四半期ごとに、為替介入データを公表するようになっている。

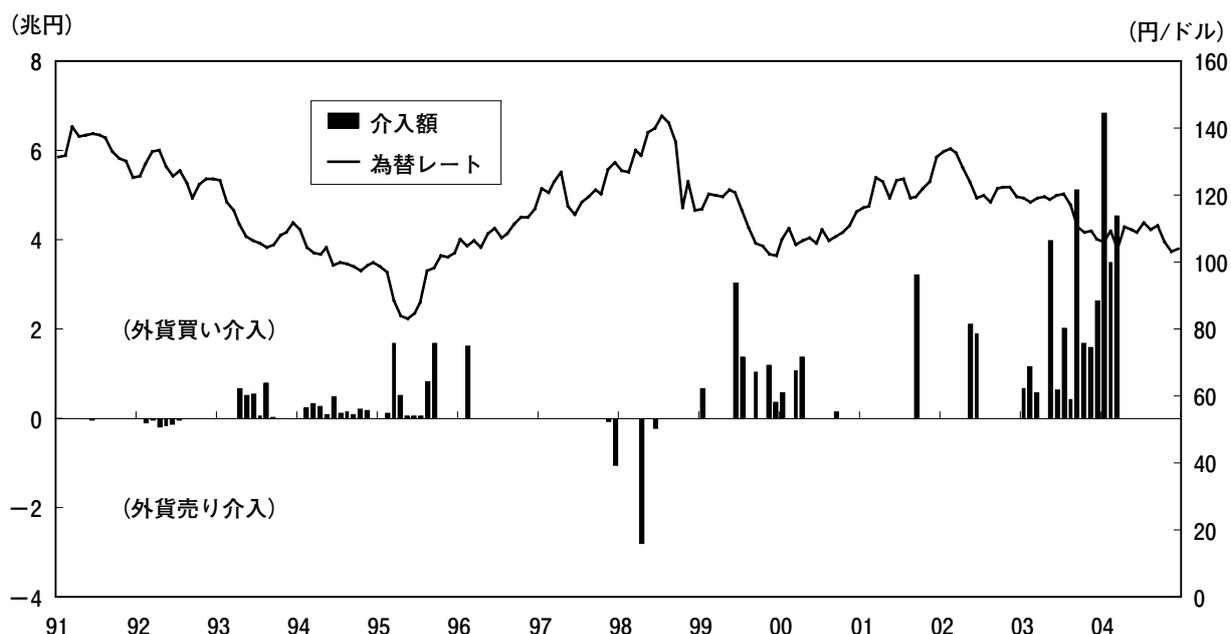
Sarno and Talor 論文は、ポートフォリオ・バランス効果を通じる為替レートへの影響は、国際金融の国際化の進展で、各国金融資産の代替性がますます高まるので、今後はその重要性が減少し、為替介入が今後為替レートに何らかの効果を持つとすれば、それはシグナル効果を通じてだろうとしている。そし

て、介入事実を公表し、また各国が協調介入した場合に、介入のシグナル効果があがるとする実証研究があることを重視している。しかし、次のような問題点も指摘している。シグナル効果では、為替介入行動を通じて将来の金融政策スタンスについての市場の期待に影響を与えることによって為替レートを動かさう。それにもかかわらず、現実には各国の通貨当局は介入に関して市場に情報を与えることなく秘密主義をとっていることは、なぞ（secresy puzzle）である（前述のように、主要国では事後的には1ヵ月ないし3ヶ月ごとに、介入実績が公表されるようになっている）。

（最近の日本の実証分析の解釈）

日本では比較的最近まで、介入に関するデータは非公表でベールに包まれていたが、政府は2001年以降、介入の行われた日・介入通貨・金額を4半期ごとに公表するようになり、また過去の介入についても1991年以降のデータを公表した（図表3）。これによって、為替介入が為替レートに与える影響を厳

図表3 日本の為替介入の実績



出所：為替介入額は、財務省ホームページ。

密に実証分析することが可能となり、これまで2つの分析が行われている(伊藤(2001年)と井澤・橋本(2004年))。なお、両者の研究は、為替介入が為替レートを動かす効果を持ったかどうかを見るもので、効果があった場合、それが非不胎化によるものなのか、あるいはポートフォリオ・バランス効果ないしシグナル効果によるものなのかについては分析していない。

伊藤と井澤・橋本はともに、為替介入によって介入実施日の終値が、期待された方向(つまりドル買い介入なら円安方向に)に変化したかどうかについて、その統計的有意性、影響の度合いを分析している。伊藤はそれに加え、介入の効果がその後15日間持続したかどうか、これまでの介入の結果として日本政府は利益を上げているかどうかについても分析している。

両者の研究は、分析内容・手法や使用データ(伊藤はニューヨーク市場、井澤・橋本は東京市場の為替レート)の違いから、為替介入の効果に関する総合的な評価は異なっている。伊藤の結論は「日本の通貨当局は、10年間にわたり、円ドル相場の安定に寄与してきた」と、肯定的なものである。一方、井澤・橋本は、為替介入は為替レートの安定化に一定の効果はあったが、しかし「その効果は非常に小さい」としている。

伊藤と井澤・橋本による最近の実証分析を踏まえ、日本の近年の為替介入の効果は、どのように考えればよいのであろうか。前述したように、介入の効果の総合評価では、伊藤は肯定的、井澤・橋本論文は消極的である。しかし、両論文の分析結果は、次の重要な点で共通している。①介入がその日の為替レートに与える影響は非常に小さい(1日1兆円の大規模なドル買い介入で70銭程度円安に)。②1990年代前半においては、介入の効果は認められない。③米国との協調介入の場合は効果が大きくなる。なお、これらの分析結果は、1980年代～90年代の研究蓄積の成果と基本的に同じ内容となっている。

こうした分析結果に加えて、以下の点を考

慮すると、介入の為替レートの与える影響は、非常に限定的なものに過ぎないと考えるべきである。

第1は、1993年から95年にかけて大幅な円高が進行したが(1993年3月\$1=115円が95年5月80円に)、上記②の分析結果は、この間行われた政府の懸命なドル買い介入が、まったく効果を持たなかったものであったということの意味している。介入によって為替レートの変動に一定のブレーキをかけることが期待される時は、為替レートが一方方向に大幅に振れて日本経済に重要な影響を与えうる場合である。為替レートが小幅に変動する時に介入の効果が一定程度あったとしても、1993～95年の時のような大幅な円高進行に介入がまったく効果を持たなければ、介入する意味はないと言える。

上記の2つの実証分析は、公表された1991年以降の介入データを使った分析であるが、1985年9月のプラザ合意以降の急激な円高進行とドル買い介入の経験も、示唆に富んでいる。当時のドル高修正を図るため、G7諸国は為替市場に共同介入した。この時の介入は、共同介入で介入規模が大きかったこと、介入は金融政策の変更を伴うと市場が期待したことから、各国通貨に対してドル安が始まった。

しかし、いったん始まったドル安・円高は、日本政府の思惑を超えてさらに突き進んだ。こうした状況に対して、日本政府は懸命なドル買い介入を行ったが、急速な円高の進行を止めることはまったくできなかったのである。

当時、大蔵省財務官として為替介入政策の最高責任者であった行天氏は、最近の経済雑誌インタビューで、次のように当時を回想している。中曽根総理から企業の3月決算を乗り切るために170円台を死守してほしいと直接指示された。しかし、プラザ合意後の急激な円高は市場の力を嫌というほど思い知らされ、「市場をコントロールしようとしてもできっこない」と述べている(行天2007年)。なお、プラザ合意前の1985年8月に\$1=

237円だった為替レートは、1987年12月には\$1=122円となっており、この間の対ドルでの円高は大変大幅なものであった。

第2は、ドル買い介入で円高にブレーキをかけようとするのは、輸出への悪影響を懸念するからなので、介入の為替レートへの影響は、少なくとも3～6ヶ月程度持続しなければ意味がない。しかし、上記の実証分析はともに、ある日の介入によってその日の（ないしその後の2週間の）為替レートが影響を受けたかどうかを見る極めて短期的なインパクト効果を検証している。短期的な効果が限定的なものにとどまっているという分析結果からすると、介入は為替レートに持続的な効果を持っているとは考えにくい。とすれば、介入によって短期的に為替レートに影響を与えてもそれは単なるノイズに過ぎないということになる。

なお、伊藤は、短期的なインパクト効果の分析に加え、日本政府がこれまでの介入によって利益をあげていることを示して、介入は為替市場の安定に効果があったとしているが、この分析アプローチの有効性には、基本的な疑問がある（詳しくは注7を参照）*8。

第3に、現在の米国は、変動為替レート制をとっている先進国が為替市場に介入することに対して否定的な立場をとっており、今後米国が日本と協調介入する可能性は非常に低い。実際日本が2003～04年に総額35兆円にのぼる大規模介入をした際にも、米国はまったく協調介入しなかった。

なお、日本の場合、為替介入の為替レート

に対する影響は非常に限定的であるが、中国の場合は、政府の積極的なドル買い介入によって元高を防いでおり、中国の為替介入は為替レートの決定に大きな影響を持っている。その違いは、中国では資本取引が厳しく規制されているのに対し、日本では資本取引は完全に自由化されており、為替市場での取引は金利裁定取引を含め活発にかつ大規模に行われていることからくる。

4. 外貨準備の売却でリスク軽減を

(外貨準備は時機を見て大量売却すべき)

外貨準備が大きくなれば、より大きな為替リスクにさらされる。円キャリートレードを大規模に行えば、大損をこうむるリスクが高まるのと同じである。現在日本が保有する外貨準備は他の先進国と比べると、絶対水準(金額)が大きいだけでなく、その国の経済規模(GDP)や為替市場の規模(1日の為替取引額)と比べた比率で見ても、ケタ違いに大きい(図表4)。このことは、これまでに日本が、他の先進国と比べ頻繁にかつ大規模に外貨買い介入を行ってきたことを反映している。

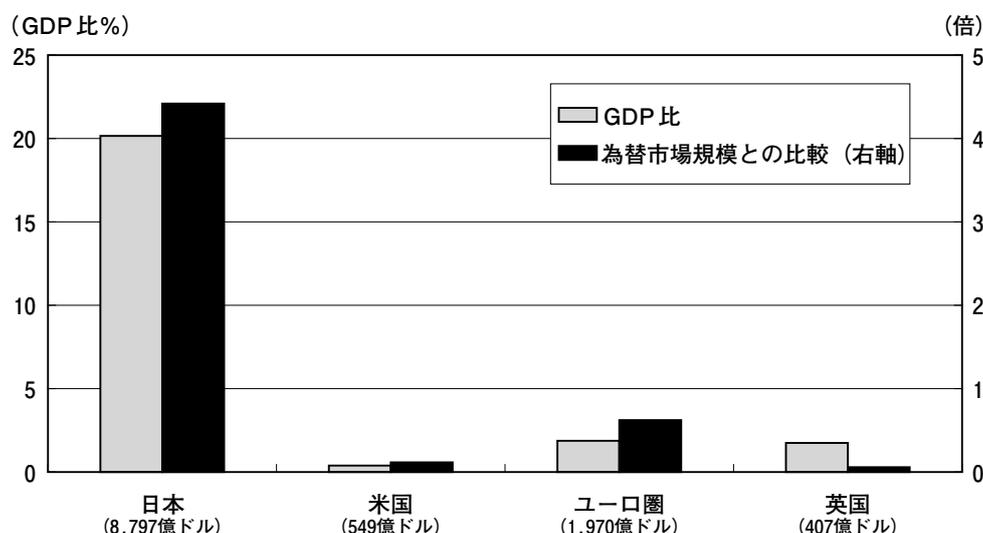
外貨準備の適正水準を見るのに、1ヶ月の輸入額や短期対外債務残高の何倍にあたるかという基準が、これまで使われてきた。しかし、国境を越える資本取引が活発となっている現在の世界経済においては、これらの基準は時代遅れのものとなっており、特に、資本取引を完全自由化している先進国においては、まったく意味を持たない。現在、これら

*8 本文で述べたように伊藤は、為替介入が為替レートの安定化に寄与したと結論づけているわけが、日本政府が為替介入の結果として利益をあげてきたことがその論拠の1つとされている点については、問題がある。この部分の分析は、ミルトン・フリードマンが1950年代に提案した考え方によっている。

フリードマンは、当時固定レート制のブレトンウッズ体制に批判的で、介入のない変動為替レート制を主唱していたが、介入の効果に関して、通貨当局が介入によって利益を上げたかどうか介入の効果を示すものになると提案した。このフリードマン基準は、市場で投機に関する考え方を、為替介入に当てはめたものである。安い時に買って高い時に売れば、投機は市場を安定化させる効果を持っており、同時にその時投機者は儲けを出していると考えられる。したがって、もし介入によって政府が利益をあげていけば、介入は市場を安定化させる効果を持っていると考えるのである。

しかし、フリードマン基準が、為替介入の効果を検証する有効なモノサシとなるかどうかは、かなり疑問がある。それは次の点を考慮すれば明らかである。もし介入によって為替レートが他の通貨に対して完全にベッグされたら、介入の効果が100%あるということになるが、この場合介入の利益はゼロとなる。また、介入が為替レートの動向になんらの効果を持っていなくても、通貨当局が安い時に買って高い時に売れば、通貨当局に利益が出る。利益が出ていることは、為替レートへの効果があるかないかとは関係ないということになる。

図表4 主要国の外貨準備の大きさ



注：外貨準備高(金除く)は2006年末値。為替市場規模は各国市場の1日の平均為替取引額(BIS調べ)
出所：IMF、BIS。

の古い基準にとって代わる新しい適切な基準というものはない。

しかし、外貨準備が巨額になればそれだけ政府が負う為替リスクが大きくなることを考慮すれば、外貨準備は低水準に維持する努力が求められる。その国の経済規模や為替市場規模を考慮した外貨準備の水準から見て、日本以外の主要先進国は日本よりも格段と低い外貨準備しか持たずに、特段の問題なく経済運営がなされている。これらの点を考慮すれば、日本は他の先進国の外貨準備水準を基準にして、現在の異例に高い外貨準備を大幅に引き下げていくことが望ましい政策だと言える。

ここで、外貨準備が必要なのは、円安進行に対抗するためのドル売り介入であるという点に留意する必要がある。前述のように、これまでの日本の為替市場介入は、もっぱら円高を恐れたドル買い介入であったが、ドル買い介入は国内で為券を発行して円資金を調達すればできるので、ドル買い介入のためには外貨準備はゼロでもかまわないのである。

それでは、具体的にどの程度まで外貨準備を減らすべきであろうか。他の先進国の状況を踏まえ、日本は現在の外貨準備の約8割を市場で売却し、現在の5分の1程度水準(約

1,900億ドル)にすることを提案する。その場合でも、GDP比は約4%、日本の為替市場規模の0.9倍となり、他の先進国と比べかなり高い水準の外貨準備を保有することになる。もちろん、数千億ドルを短期間に売却すれば、大幅な円高になったり市場をかく乱することになりかねないので、外貨準備の売却は時期を見ながら行う必要がある。

1990年代後半のアジア通貨危機を教訓に、将来アジア諸国が通貨危機に見舞われた場合、域内諸国の間で外貨を融通しあう通貨スワップ協定(チェンマイ・イニシアティブおよび新宮沢構想)が結ばれている。日本はアセアン諸国との2国間スワップ協定において、外貨準備からドル資金を融通することをコミットしているので、外貨準備の削減に当たっては、この点を考慮する必要がある。しかし、将来の通貨危機時に供与を約束しているドル資金の総額は245億ドルなので、外貨準備を現在の5分の1程度に減らしても国際的義務の履行にまったく支障は起こらない。

(外貨準備売却への懸念の検討)

伊藤(2007)は、外貨準備を売却することには、次の点から、大きな懸念があるとしている。第1に、「外貨準備の売却は、ドル売り・

円買い介入と同義であり、わざわざ円高の恐れのある施策を行うのは、賢い政策とは言えない。」第2に、「よほどのことがなければ介入しないという方針を掲げることは、最近の米国や国際通貨基金（IMF）の『為替操作国』認定を日本が受けないために非常に重要である。」

しかし、外貨準備売却提案に対するこのような批判はあたらない。第1の点に関しては、後述するように、円高は日本経済にとって悪で、円安が望ましいと考えること自身誤りである。また、これまで蓄積された介入効果に関する実証分析の結果を踏まえれば、市場の状況を見てタイミングをはかって売却を進めれば、若干の円高はあったとしても大幅な円高になる可能性はないと考えるべきである。

第2の点に関しては、外貨準備売却は過去の過剰なドル買い介入によって累積した外貨資産の保有リスクを軽減するために行うものであり、責任ある政府として当然の措置であり、為替操作批判は当たらない。「よほどのことがなければ介入しないという方針」をとるべきとの立場からは、90年代の頻繁なドル買い介入や2003~04年の巨額ドル買い介入を批判すべきで、これまでの誤った政策の結果を是正する措置が為替操作批判を受けるかもしれないと懸念するのは筋違いである。さらに、そもそも米国などが為替操作国として批判するのは、為替介入によって自国通貨を安くして米国への輸出拡大を図っている国であり、日本の外貨準備売却は影響があるとすれば円高・ドル安の方向であり、為替操作国として批判される可能性はないと考えるべきであろう。

（円高恐怖症からの脱却）

これまで円高を嫌ってしばしば為替介入を行ってきた背景には、日本の政策当局者、ビジネス界、マスコミに蔓延る円高恐怖症がある。円高は輸出に悪影響を与え、景気を悪化させると考えられているからである。これは、輸出などのGDP需要項目の動向が経済成長を決めるとする単純なケインズ経済学の影響

である。

しかし、経済成長にとっては経済の供給サイドが基本的に重要であって、為替レートの変動は需要の構成に影響を与えるが経済成長を押し下げるとは限らない。また、円高は日本経済の供給サイドの変化を反映する場合もあるし、円高が日本経済や世界経済にとって望ましい時もある。

一般に、為替レートの変化は、貿易財部門（主に製造業）と非貿易財部門（主にサービス業）の相対価格を変化させ、自国通貨増価の場合は、非貿易財部門が有利化して内需主導の成長パターンになるのに対し、減価の場合は逆に、貿易財部門が有利化して外需主導の成長パターンになる。

1980年代半ば以降のまれに見る急速かつ大幅な円高（1年半の間に約100%の円高）が起こった時の経験を見てみよう。短期間でのこれほどの為替レート増価（円高）は、確かに輸出を冷やして景気後退を招いた。しかし当時「円高不況」と騒がれた景気後退は、実は短期間でかつ落ち込み度合いも浅いものであった（不況期の86年の成長率は3.0%）。その後も円高状態が続いたにもかかわらず、日本経済は86年末から回復し、80年代後半を通じて、強い内需に支えられた高成長を実現している。他方、大幅なドル安となった米国経済は、1980年代後半には、それまでの内需主導から外需の貢献が強まり、高成長を維持した。

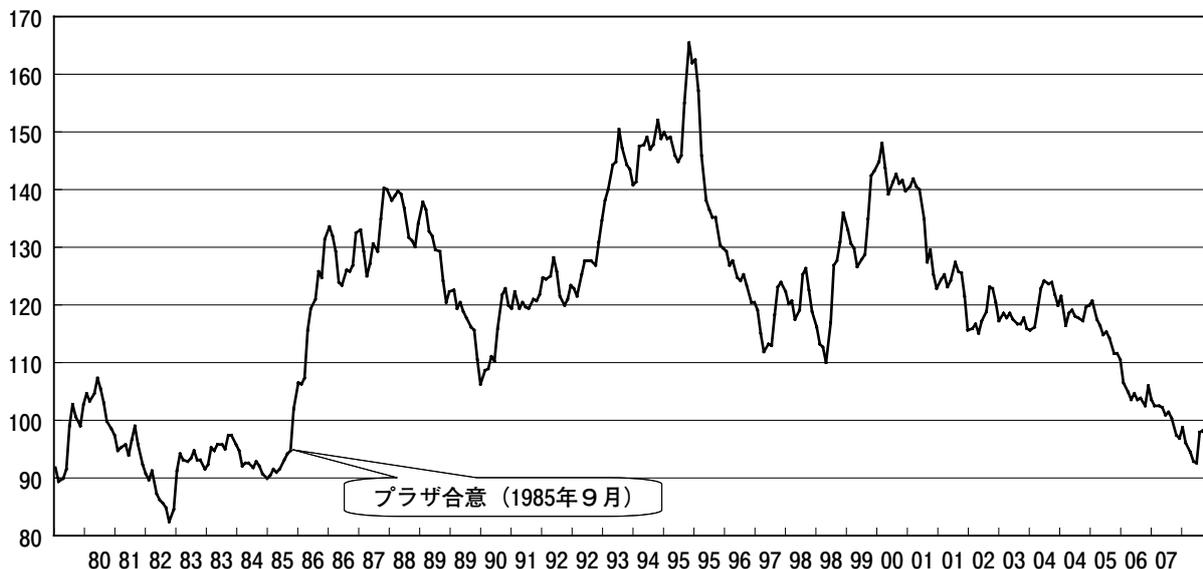
為替レートの大きな変動は、需要ショックとして短期的には経済成長に影響を与えうる。しかし構造改革を進めて柔軟な経済の供給サイドを維持していれば、経済はさまざまなショック要因を吸収して成長を続けることができるのである。

外貨準備を市場で大幅に売却した場合の為替レートや経済への影響は、どのように考えるべきであろうか。

第1に、為替介入の実証分析をもとにすれば、外貨準備の売却は円高要因となるが、その影響は限定的である。市場の状況を見ながら、徐々に外貨準備の売却を進めるならば、

図表5 円の実質実効為替レート

(1973年3月=100)



注：円の実質実効為替レートとは、円と他国通貨との2国間レートを平均して算出される円の総合的な為替レート。
出所：日本銀行。

為替市場にほとんど影響を与えない可能性が十分ある。

第2に、現在、円は主要通貨に対して大幅な円安となっており、実質実効為替レートで見ると、最近の水準は1980年代半ば以来の円安である(図表5)。外貨準備売却でやや円高になったとしても、経済動向に影響を与える実質実効為替レートでは、円は歴史的に見て円安水準にとどまる。なお、円の実質実効為替レートとは、円の総合的な為替レートであり、円と日本の主要貿易相手国の通貨との2国間為替レートを平均して算出される。

第3に、現在世界経済は、米国の大幅な経常収支赤字を中心にした世界的な国際収支不均衡問題(グローバル・インバランス)を抱えており、この不均衡はドル安が進むことによって調整される必要がある。ドルはすでに2002年からユーロなどの主要通貨に対してドル安が進行しているが、対円ではドル安となっていない。今後円高(=ドル安)になれば、日本も世界経済の安定的運営に貢献することになる。

5. 日本も政府系ファンドを創設すべきか

(世界的な政府系ファンドの台頭)

最近、一部の国の政府系ファンド(sovereign wealth funds)の投資が世界的規模で拡大していることが、注目を集めている(図表6)。このような世界的な投資動向の変化を背景に、日本でも多額に蓄積された外貨準備の一部を政府系ファンドとして運用し、現在の米国国債投資よりも収益を上げられる投資先に運用を多角化すべき、との意見がある。

例えば、自民党の有志議員は、外貨準備や公的年金資産を運用する国家ファンドの創設を目指して、2007年12月に議員連盟(会長は前金融担当大臣の山本有二衆議院議員)を発足させている。同議員連盟の構想は、後述のシンガポールの政府系ファンドGICをモデルにして、外貨準備の運用を多様化し運用利回りを高めることに狙いがあると報道されている。また、前述の伊藤(2007年)は、日本版政府投資基金を設立して、外貨準備の今後の利子収入分および現在の外貨準備の余剰分(常時必要とする外貨準備高を「科学的

図表6 世界の主要な政府系ファンド

名称	国名	運用資産（億ドル）
アブダビ投資庁	アブダビ首長国	6,250
政府年金基金	ノルウェー	3,220
サウジアラビア通貨庁	サウジアラビア	3,000
政府投資公社（GIC）	シンガポール	2,150
クウェート投資庁	クウェート	2,130
中国投資有限責任公司	中国	2,000（資本金）
安定化基金	ロシア	1,275
テマセク・ホールディング	シンガポール	1,080
カタール投資庁	カタール	600
リビア投資庁	リビア	400

出所：日本経済新聞 2007年11月20日朝刊

に検証」しそれを上回る分)を、民間金融機関に運用を委託して、長期・平均的に現在より高い利回りを追求すべきだと提案している。

このような日本でも政府系ファンドを創設すべき、とする主張の妥当性を検討しよう。以下での検討の結論は、政府系ファンドを運営している国々の事情は、日本とはまったく異なっており、日本でも政府系ファンドを創設すべきと考えるのは誤っているというものである。前節で議論したように、日本はリスクをとって外貨準備の利回りを良くすることを狙うのではなく、巨額の外貨準備を保有することによって現在政府が負っている過剰なリスクを軽減すべきなのである。

政府系ファンドには、原資の面からみると、大別して2つのタイプがある。第1は、原油、天然ガスなどの天然資源の輸出収入を原資とするものであり、第2は、外貨準備が高水準となった国が、その一部を政府系ファンドが収益性の高い投資先で運用するものである。

(産油国の政府系ファンド)

近年の原油価格高騰を背景に、第1のタイプの政府系ファンドの投資が急拡大していることが、最近大きな注目を集めている。中東諸国の政府系ファンドはすべてこのタイプに

含まれ、なかでもアブダビ投資庁の運用資産は世界の政府系ファンドのうちで最大規模の6,250億ドルにのぼり、今後さらに増加すると見込まれている。ノルウェーの政府年金基金（グローバル部門）も北海石油の輸出収入を主な原資としている。なお、ノルウェーの政府年金基金は国内とグローバルの2部門からなり、グローバル部門は従来のノルウェー石油基金が2005年に改称されたものである。

産油国の天然資源は国家が所有しており、石油輸出収入の太宗は政府の収入となる。近年のように石油価格が上昇した時に、拡大する石油輸出収入のすべてを今日の政府支出拡大（ないし減税）にまわして費消してしまうことは望ましくない。石油価格は変動し今後値下がり石油輸出収入が減少することもある。また将来的には石油資源が枯渇する事態にも備えなければならないのである。したがって、石油輸出収入の相当部分は投資に回して、将来の投資収益・元本回収を通じて、長期にわたってその国の消費を増加させることが、経済合理的な選択なのである。産油国では、石油価格上昇で大幅に増加する投資資金規模に比して、国内の投資機会は限られているので、それらの国の政府系ファンドは、外国企業の買収、資本参加などを含め、海外での投資を拡大している。

1970年代の第1次、第2次石油危機で石油価格が高騰した時は、産油国は拡大した石油輸出収入の多くを政府支出拡大に回すと同時に、余剰資金を主にヨーロッパのユーロドル市場で運用した。そしてユーロドル預金を受け入れている銀行が、石油消費国、特に当時躍進が期待されていた中南米諸国に対する融資を拡大し、オイルマネーのリサイクルが行われた。しかし、中南米政府に対する大型シンジケートローンの多くはその後債務不履行に陥り、1980年代初めに中南米債務危機を招くことになった。その後、中南米諸国はほぼ10年間経済低迷に苦しみ、この時期は中南米の「失われた10年」と呼ばれている。

今回のオイルマネーのリサイクルは、1970年代の経験と比較すると、次の2点で大きな特徴がある。①産油国政府自ら政府系ファンドを通じて、株式投資に乗り出している。②米国の経常収支赤字をファイナンスしている。

第1の点についてみると、1970年代の時は、産油国が先進国の銀行に預金し、銀行が石油消費国の政府や企業に融資した。つまり、前回のオイルマネー・リサイクルは、先進国の銀行を経由する間接的な形で行われ、かつ債務性資金（銀行預金、銀行融資）によるものであった。今回は、国有機関である政府系ファンドが、買収やポートフォリオ投資の形で先進国や新興国の会社の株式を取得しており、直接的な投資、かつ株式への投資を活発化している。そのため、先進国政府は、産油国などの政府系ファンドが自国の国防関連企業や基幹インフラ関連企業の株式を取得する可能性に、警戒するようになってきている。

第2に、1970年代のオイルマネー・リサイクルでは、産油国の大幅化した経常収支黒字（これは産油国からの純対外投資に等しい）は、主に中南米などの途上国の経常収支赤字拡大をファイナンスしたが、今回は、世界経済の中で米国が唯一大幅な経常収支赤字を出しており、産油国の投資は直接、間接に米国の経常収支赤字をファイナンスしているということになる。

（外貨準備を原資とする政府系ファンド）

政府系ファンドの第2のタイプは、外貨準備として保有している外貨資産を、米国国債などの安全資産ではなく、外国の株式取得などより高い収益を狙える外貨資産に運用するものである。こうした外貨準備を原資とする政府系ファンドとして最近注目を集めているのは、中国が新たに設立した国有の投資会社である。本稿「はじめに」で述べたように、中国政府は2007年9月に投資会社（中国投資有限責任公司）を設立し、累増している外貨準備の一部（約2000億ドル）を同投資会社に移管し運用の多様化を始めている。同投資会社の第1弾の投資は、米国の会社ブラックストーンが発行した議決権のない株式に対する30億ドルの出資である。ブラックストーンは、世界的に最大手の企業買収ファンド（プライベート・エクイティ・ファンド）である。

中国の外貨準備も、日本の外貨準備と同様、中国政府が国内から借金をして外貨で運用しているものである。中国の場合、外貨準備は中央銀行である中国人民銀行が保有する形となっているが、中国人民銀行が市場でドル買い介入を行うと、銀行部門（国有商業銀行など）の銀行準備（日本の日銀当座預金に相当）が増加する。銀行準備の増加はマネーサプライの増加につながり、経済を過熱させるので、中国人民銀行は中銀手形を発行して積極的に不胎化を行っている。しかし、為替介入の額が巨額になっているため、不胎化は十分とは言えず、銀行部門は累増する中銀手形を保有するとともに、法定準備以上の銀行準備（過剰準備）を抱えているのが現状である。

銀行準備と中銀手形はともに中国人民銀行の債務なので、ドル買い介入を行うと、中国人民銀行の資産が増加し、それに見合っ中国の債務が増加するのである。中国では、為替介入のオペレーション、外貨準備保有は中国人民銀行が行っているが、為替レート水準に関する決定、したがってどの程度介入するかは決定は、中国政府が行っている。為替介入、外貨準備に関しては、中国政府と中国人民銀行は一体としてとらえられる

ので、日本の外貨準備と同様、中国の外貨準備も、政府が国内から借金をして外貨で運用しているものだといえる。

しかし、中国の場合は、次の事情から、外貨準備を売却するという選択肢は、少なくとも当分の間とりえないのである。

第1に、中国政府は、弱い国内輸出企業保護のため元高阻止をいわば至上命令にしており、大幅なドル買い介入によって、これまで非常に緩やかな元高しか容認していない。仮にたまった外貨準備を売却すれば、現在行っているドル買い介入の効果を無にしてしまうことになるので、中国政府にとって外貨準備を売却するという選択肢は考えられないのである。なお、前述のように、資本取引を自由化している日本などの先進国と異なり、中国の場合は、資本取引が規制されているので、為替介入は為替レートを左右する効果を持っている。

第2に、中国では日本と異なり、政府がさまざまな国営事業を行っている。社会主義経済から市場経済に移行したとはいえ、国営企業が経済に占める割合は依然大きい。現在でも工業生産の約3割は国営企業によるものであり、また銀行、証券会社など金融機関のほとんどは国営である。このような国においては、政府が外貨準備の運用積極化という資産運用ビジネスを行うことには、まったく違和感はないといえよう。

以上の点において、日本では事情が異なっており、政府が資産運用ビジネスに乗り出すべきでない。外貨準備は民間の資金を借りて政府が運用している資産であって、民間が資産運用するより政府がやるほうがうまくいくというようなことはないからである。多くの国営企業を抱える中国と異なり、日本では「民ができることは民に」という基本を維持すべきである。

中国は最近、政府系ファンドを設立して外貨準備運用の積極化に乗り出したことで注目を集めているが、シンガポールは以前から、政府系ファンドを通じて外貨準備の運用を図っている。シンガポールの外貨準備を原資

とした政府系ファンドは、政府投資会社 GIC (Government Investment Corporation) である。前述の自民党議員連盟の国家ファンドの構想は、この GIC をモデルにしている。

しかし、シンガポールも日本とは事情が大きく異なっており、外貨準備を大幅に売却するという選択肢はとれない。シンガポールは、日本のように変動為替レートではなく、自国通貨 (シンガポール・ドル) を主要貿易相手国の通貨からなる通貨バスケットにリンクさせる管理フロート制度を採用している。この制度の下で、シンガポール政府は、シンガポール・ドルを通貨バスケットに対して一定のバンドの範囲内で変動させ、バンドの水準及びバンドの幅は裁量的に変更するという政策をとっている。シンガポール・ドルの推移を見ると、1981年の同制度採用以降、シンガポール・ドルはアジア金融危機直前まで (通貨バスケットに対して) 増値し、同危機時に大幅に減値した後は、ほぼ一定の水準で推移している。

シンガポールの管理フロート制のユニークな特徴は、国内物価水準の安定を目標に為替レート水準が決められているという点にある。シンガポールは小国で、かつ極めてオープンな経済である。シンガポールの輸出と輸入はそれぞれ、同国の GDP の約2倍もある (2000~06年平均で、財・サービスの輸出は GDP の2.2倍、輸入は1.9倍にのぼる)。そのような国では、為替レート水準が物価水準の動向を左右する重要な要因となる。通貨が割安となれば、輸入物価が上昇し、それはストレートに国内物価上昇を招く。シンガポールでは為替レート水準の操作が、物価安定を実現する金融政策の重要な手段となっているのである。

日本や欧米の先進国では、短期金利の目標水準を上げ下げすることによって、金融政策が運営されているが、シンガポールでは為替レートが、先進国の金融政策における金利の働きをしていると考えられる (McCallum 2006)。このような為替レート政策の下で、シンガポールのインフレ率は、1981年~

2006年の年平均で1.4%となっており、物価安定の実現、そして物価安定の下での高成長の実現に成功している。

このような政策運営をしているシンガポールの場合、これまでの為替介入で累積した外貨準備を売却するのは難しい。なぜなら、物価安定を目標として設定している為替レート（のバンド）水準が維持できなくなるからである。したがって、シンガポールは高水準になった外貨準備の一部を、より収益性の高い外貨資産に投資していると考えられる。実際、外貨準備の運用機関であるGICは、外貨資産を売却してシンガポールで運用することは禁止されている。

また、シンガポールは、もともと政府が数多くの政府系企業を通じて、国内におけるほとんどすべての産業の生産活動に深くかかわるといふ政策をとっており、累積した外貨準備の一部を政府系ファンド（GIC）が積極運用するのは、シンガポールとしては自然なことであろう。しかし、日本は、シンガポールとはまったく異なった為替レート制度を採用しており、また、民間でできる事業は民営化するという基本方針をとってきているので、日本もシンガポールのように政府系ファンドを設立して、外貨準備の一部を積極運用すべきと考えるのは間違っていると考えられる。

新聞報道などでは、シンガポールの政府系ファンドとして、しばしばGICのほかに、近年海外投資を積極化しているテマセク（Temasek Holdings）が注目されている。しかし、テマセクは投資ファンドではなく、数多くの政府系企業を束ねる持ち株会社である。テマセク・グループは、多種多様の業種（通信、航空、銀行、港湾運営、造船、食品その他）の企業からなる世界的にも稀な企業グループなのである。

沿革的には、シンガポール政府は建国以来さまざまな国有企業を設立し、当初財務省直轄で運営していたが、1974年に全額政府出資の持ち株会社としてテマセクを設立し、テマセクがさまざまな国営企業を所有する体制とした。現在では、テマセクが持ち株会社と

して直接株式を保有する企業のほかに、それら企業の子会社、孫会社が多く存在している。また、多くのグループ企業の株式は一部民間に放出・売却されているが、主要な企業については、現在でもテマセクが100%ないし過半の株式を保有している。このように、シンガポール政府は政府全額出資のテマセクを通じてテマセク・グループ企業の株式を全部ないし部分的に所有しているが、テマセクおよびテマセク傘下の企業は、基本的に民間企業の経営と同様の方式で運営されている。したがって、シンガポールではこれら企業は、国営企業ではなく政府系企業（government-linked companies）という名前で呼ばれている。

アジア金融危機以降、シンガポール政府は政府系企業が海外展開することを奨励しており、テマサック・グループの主要企業は活発に外国企業への出資や現地子会社の設立を行っている。例えば、シンガポール航空による英国バージン航空の株式49%取得、PSAコーポレーション（港湾運営会社）による世界各地の港湾運営会社への出資・子会社設立など、多くの海外投資の事例があげられる。同時に、テマサック自身も最近、中国の国営商業銀行（中国建設銀行、中国銀行）や英国スタンダードチャーター銀行などに投資している。このようにテマセクの海外投資は、1つの企業グループによる海外展開であり、例えば米国シティ・グループの海外展開と基本的に同じ性格のものであり、政府系ファンドの投資としてとらえるのは実は適切でないのである。

おわりに：分析のまとめ

日本は、円高回避を目的としたこれまでの積極的な為替介入の結果、高水準の外貨準備を保有している。2006年に日本を抜いて世界最大の外貨準備を持つ中国は、07年には国有の投資会社を設立して外貨準備の運用の積極化に乗り出したが、日本は累積している

外貨準備をどうすべきなのかという問題意識から、本稿では、日本の外貨準備のあり方について政策分析を行っている。

まず、日本の外貨準備と為替介入の制度的仕組みを明らかにした。外貨準備とは、政府が民間から借金をして外貨投資をしている政府保有の資産であり、外貨準備高が高水準になっている結果、政府は大きな為替リスクを負っているのである。また、外貨準備保有から得られる金利収入は、外貨準備を増加させるとともに、政府債務（為券）を増加させている。

為替介入は為替レートに影響を与える意図で行われるものだが、為替介入の為替レートへの影響を理論的に検討するには、非不胎化介入と不胎化介入を区別することが重要である。非不胎化介入は効果を持つが、それは金融政策の効果であるといえる。不胎化介入は理論的には、ポートフォリオ・バランス効果とシグナル効果の2つの経路を通じて為替レート決定に効果を持ちうると考えられる。

これらの効果が現実の世界においてどの程度重要かは、実証分析によって検証される必要がある。1980年代～90年代の実証分析の蓄積から得られる全体的な結論は、為替介入が為替レートに影響を与えるかどうかについてははっきりとした決着はついていないが、しかし、為替介入が金融政策の変更を伴うことなく為替レートに大きな影響があることを示す実証的な証拠はないというものである。また、最近の日本の実証分析から得られた結果を踏まえて考察すると、これまで頻繁にかつ大規模に行われた日本の為替介入が為替レートに与えた影響は、非常に限定的なものにとどまると考えられる。

外貨準備が巨額になれば、それだけ政府が負う為替リスクが大きくなることを考慮すれば、外貨準備は低水準に維持する努力が求められる。その国の経済規模や為替市場規模を考慮した外貨準備の水準から見て、日本以外の主要先進国は日本よりも格段と低い外貨準備しか持たずに、特段の問題なく経済運営がなされている。これらの点を考慮すれば、日

本は他の先進国の外貨準備水準を基準にして、現在の異例に高い外貨準備を大幅に引き下げていくことが望ましい政策だと言える。それでは、具体的にどの程度まで外貨準備を減らすべきであろうか。他の先進国の状況を踏まえ、日本は現在の外貨準備の約8割を市場で売却し、現在の5分の1程度の水準にすることを提案する。もちろん、数千億ドルを短期間に売却すれば、大幅な円高になったり市場をかく乱することになりかねないので、外貨準備の売却は時期を見ながら行う必要がある。

最近、一部の国の政府系ファンドの投資が世界的規模で拡大していることが、注目を集めている。このような世界的な投資動向の変化を背景に、日本でも多額に蓄積された外貨準備の一部を政府系ファンドとして運用し、現在の米国国債投資よりも収益を上げられる投資先に運用を多角化すべき、との考え方がある。本稿では、各国の政府系ファンドの特徴を分析している。そうした分析を踏まえた結論は、政府系ファンドを運営している国々の事情は、日本とはまったく異なっており、日本でも政府系ファンドを創設すべきと考えるのは誤っているというものである。日本はリスクをとって外貨準備の利回りを良くすることを狙うのではなく、巨額の外貨準備を保有することによって現在政府が負っている過剰なリスクを軽減すべきなのである。

(参考文献)

井澤秀記・橋本優子「わが国の為替介入に関する実証研究—1991年5月から2000年4月まで—」『国民経済雑誌』190巻4号、2004.10

伊藤隆敏「日本の通貨当局による為替介入の分析」『Discussion Paper Series A』一橋大学経済研究所、No.429、2002.3

伊藤隆敏「外貨準備を考える(上)：受け取り利息分は積極運用を」日本経済新聞 2007年10月4日朝刊『経済教室』欄

河村小百合「わが国の外国為替市場介入・外貨準備政策の問題点」『Japan Research

- Review』6巻6号、1996.6
- 行天豊雄 「巨額為替介入の問題点—規模だけの介入では市場は納得しない」 週刊東洋経済 2004年4月17日号
- 行天豊雄 「プラザ合意後の円高に苦闘—市場のコントロールは無理」 週刊東洋経済、2007年7月21日号
- 財務省理財局『債務管理レポート2006—国の債務管理と公的債務の現状—』2006、pp.66、72
- 須田美矢子 「外国為替資金特別会計と外国為替政策」『学習院大学経済論集』36巻2号、1999.8
- 谷内満 「日本は膨れ上がった外貨準備を減らせ」 週刊東洋経済 2007年9月1日号『寄稿論文』欄
- 谷内満 「外貨準備を考える(下)：大量売却でリスク軽減を」 日本経済新聞 2007年10月5日朝刊『経済教室』欄
- 日本銀行 「日本銀行における外国為替市場介入事務の概要」 <<http://www.boj.or.jp/type/exp/seisaku/expkainyu.htm>>
- Edison, Hali J., “The Effectiveness of Central-Bank Intervention: A Survey of the Literature after 1982,” Special Papers in International Economics, No. 18, Princeton University, July 1993.
- Krugman, Paul R., and Maurice Obstfeld, “International Economics: Theory and Policy”, Seventh edition 2006, Addison Wesley.
- McCallum, Bennett T., “Is Singapore the Model for China’s New Exchange rate Policy?,” Tepper School of Business of Carnegie Mellon University, February 2006 (revised).
http://business.tepper.cmu.edu/faculty-Admin/upload/url4_338069626440_SOMC-Singapore-4.pdf
- Sarno, Lucio, and Mark P. Taylor, “Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and If So, How Does It Work?,” Journal of Economic Literature, Vol. XXXIX, September 2001.
- US Embassy in Singapore, “Singapore Government-Linked Corporations Face the Future,” March 2001.
<http://web.archive.org/web/20030512010447/http%3A//singapore.usembassy.gov/ep/2001/GLC2000.html>