

外国為替資金特別会計と外国為替政策

須田美矢子

はじめに

為替レートの大幅なオーバーシュートイングに対して、その動きを阻止すべく通貨当局は外国為替市場に時として介入する。介入が為替レートに与える影響の評価については、その効果を認めるものから全くその必要性を否定するものまで様々であるが、評価を行うには介入自体がどのように行われているかを具体的に知る必要がある。ところが日本の通貨当局は介入政策について、米国と異なり、事後的にも公表しない姿勢をずっと取り続けている。したがって介入政策が為替レートに与える短期的な効果は、当事者以外評価することができない。

公表データから評価可能な方法は、より長い時間的視野に立って、介入政策を政府による外貨投資と考え、結果的にえられたネットの収益率から、介入政策を評価する方法である。この場合には、外国為替資金特別会計の公表データが用いられる。しかし、外国為替資金特別会計には、様々な問題が含まれている。それは介入政策の評価という観点からの問題ばかりではない。本稿の目的は、この外国為替資金特別会計を取り上げ、それによって介入政策の評価を行うとともに、特別会計の問題点を指摘し、その改善策を示すことにある。

1. 外国為替資金特別会計とは

外国為替資金特別会計は、平衡操作による

外貨の売買を行い、政府の保有する外国為替等を管理運用する会計である。IMF(国際通貨基金)に対する出資等IMF関係の取引もこの会計を通じて行われることになっている。外国為替資金特別会計は、「外国為替資金」とその運営に関する経理を行う狭義の特別会計の二つから成り立っている。「二本建ての構成をとることにより、外国為替等の売買そのものは歳入歳出外とし、これに伴う損益のみを歳入歳出に計上することによって、為替相場の変動に応じた平衡操作の機動的な実施が可能となっている。」¹⁾

1. 1. 特別会計の仕組

外国為替資金は1951年3月30日(施行は4月1日)に、そもそもは固定レート制かつ外貨全面集中制のもと、「政府の行う外国為替等の売買を円滑にするために」(外国為替資金特別会計法第一条)創設された。そして外国為替資金特別会計がその運営に関する経理を行うものとして設置された。当初、この会計は外国為替管理委員会が取り扱い、その管理は内閣総理大臣が行っていたが、1952年7月21日の法律改正で月末をもって外国為替管理委員会が廃止された。その後は大蔵大臣の管理下に置かれ、新設された大蔵省為替局がそれを担うことになった。現在は、大蔵省国際局が運営し、その事務は日本銀行が行っている。

次節で述べるように、政府の外国為替売買を取り扱う会計は、戦後変遷を遂げてきた。外国為替資金はそれ以前の会計の資産・負債

を引き継ぐとともに、一般会計からの繰り入れを原資とした。² しかしそれでは資金が十分でない想定され、会計に属する現金が不足するときには、一年以内に償還される一時借入金ないしは融通証券（外国為替資金証券。略称は外為証券）を発行してそれを補足することができることとされた。融通証券を含む一時借入には年度毎に限度があり、その限度額は国会の議決により定められることになっている。また予算の範囲内で一般会計から繰り入れることができる一方で、歳入・歳出の結果、残余があるときには、一般会計に繰り入れるか積立金として積み立てることができる。³ なお、積立金相当額は法律により資金運用部に預託されることになっている。⁴

外国為替等の売買については、前述したように、外国為替の売買そのものは歳入歳出外とされ、売買に伴って生じた利益、損失のみが歳入、歳出に組み入れられる。また外貨建て資産の為替レート変化による評価損益も歳出入には含まれず、評価益、評価損として整理され、繰り越される。

外国為替資金特別会計について我々がアクセスできるデータは、国会に提出されるものであり、歳入・歳出予定計算書、決定計算書、貸借対照表、損益計算書である。歳入・歳出計算書の記載内容は、表1に示されたとおり

である。外国為替等の売買の結果、差益が生じたときには歳入に、差損が出たときには歳出に組み入れられる。歳入にはそのほか、運用収入、雑収入があり、歳出には一般会計への繰入、事務取扱費（人件費、旅費、外国為替事務取扱手数料、通信料など）⁵、諸支出金（その主なものは現在では手数料）、国債整理基金特別会計へ繰入（借入金への利子支払）がある。またこれら歳入と歳出の差がプラス（マイナス）であれば、それはその年度の利益（損失）となりその絶対額が歳出（歳入）に記載される。

表1には1996年度、97年度の歳入・歳出の決算額が示されている。96年度には、特別な歳出として、「平成8年度における財政運営のための公債の発行の特例等に関する法律」に基づく一般会計への繰入れが2000億円ある。⁶ 97年度の歳入の合計は、1兆8813億円であり、会計ができた昭和26年（19.7億円）の955倍もの大きさに拡大している。また、項目別でみると、歳入では運用収入、歳出では借入金利子が目立ち、特に運用収入が突出している。その結果96年度には歳出として一般会計に2000億円繰り入れたものの多額の利益を生んでいる。また、97年度の利益は特別歳出を考慮に入れても前年以上となっている。

表1 1996年度、97年度の歳出入決算額

百万円

歳出	1996年度	1997年度	歳入	1996年度	1997年度
一般会計への繰入	200,000				
事務取扱費	993	1,011	外国為替等売買差益	24,377	173,682
諸支出金	1,621	2,736	運用収入	1,524,756	1,702,761
国債整理基金特別会計へ繰入	109,719	116,162	雑収入	36	4,865
本年度利益	1,236,836	1,761,399	本年度損失		
外国為替等売買差損					
合計	1,549,169	1,881,309			

出所：『決算書』。

外国為替資金特別会計と外国為替政策（須田）

外国為替資金特別会計は「外国為替資金の年度間の損益を、正確にはその損失を、予算をもって規制するために設けられ」、⁷ 歳入・歳出計算書は外国為替資金の損益計算書を予算という形式に引き写したものとなっている。したがって歳入・歳出と損益計算書とは項目、金額ともにほとんど同じである。⁸

なお、外国為替資金の資金繰りは表1からは分からない。そのためには外国為替資金収支実績表を見る必要がある。これは月ベースでデータが公表されており、97年度には、特別会計の現金不足・余剰が融通証券の発行・償還と国庫余裕金繰替使用・返済によってまかなわれていることがわかる（表2参照）。資金不足について、かつては一時借入金⁹や日銀との外貨売買によってファイナンスされたこともあるが、最近それらは行われていな

い。年度内では国庫余裕金の繰替使用が行われているが、年度越はできず3月末にはゼロとなっている。年度末残高でみた場合には、現金不足は、現在では、すべて外為証券によってファイナンスされているということになる（後述第2章2節を参照）。

外国為替資金特別会計のもう一つの重要な表は、残高を示した特別会計貸借対照表である。この表には特別会計の円や外貨建ての保有資産等の残高（借方に記載）や外国為替資金証券発行残高、資金や積立金（貸方に記載）が記載されるとともに、その年度の利益ないしは損失（歳入・歳出決算額に示されたもの）が記されている。

外国為替資金の外国為替等の基準為替相場変化に伴う評価差損益は、この貸借対照表に記される。評価益の場合は貸方、評価損の場

表2 外国為替資金収支実績表 1997年度

億円

	収支尻			資金調達・返済				支払元受増・減(Δ)
	対民間	対国庫	対日銀	外為証券発行・償還(Δ) (同残高)	外為証券公募発行 (Δ)・市中償還調整	国庫余裕金繰替使用・ 返済(Δ)(同残高)	外貨売・ 買(Δ)	
4月	Δ718	Δ106	-	Δ10 (298,350)	717	- (-)	-	Δ117
5月	Δ781	Δ1,174	-	1,180 (299,530)	781	- (-)	-	5
6月	90	Δ1,622	-	1,220 (300,750)	Δ91	- (-)	-	Δ403
7月	275	Δ79	209	670 (301,420)	Δ275	- (-)	-	800
8月	Δ697	68	320	Δ21,080 (280,340)	697	21,880 (21,880)	-	1,188
9月	Δ802	Δ3,003	41	23,210 (303,550)	802	Δ21,880 (-)	-	Δ1,632
10月	Δ430	Δ97	-	920 (304,470)	430	- (-)	-	823
11月	9,561	Δ96	1,490	Δ14,880 (289,590)	Δ9,568	14,580 (14,580)	-	1088
12月	16,435	Δ3,285	2,573	Δ360 (289,230)	Δ5,850	Δ11,500 (3,080)	-	Δ1,987
1月	Δ10,872	Δ76	-	Δ19,860 (269,370)	10,871	20,900 (23,980)	-	964
2月	Δ7,173	Δ109	604	7,940 (277,310)	7,173	Δ7,470 (16,510)	-	964
3月	Δ772	Δ4,119	-	19,160 (296,470)	772	Δ16,510 (-)	-	Δ1,470
合計	4,116	Δ13,697	5,237	Δ1,890	6,458	-	-	224

出所：『財政金融統計月報』国庫収支特集号，1998年11月。

表3 外国為替資金特別会計貸借対照表

百万円

借方	1990年度	1991年度	1992年度	1993年度	1994年度	1995年度	1996年度	1997年度
円貨預け金	7,404,735	7,418,986	7,611,235	11,245,912	7,939,210	8,240,083	8,852,553	9,541,692
当座預け金	418,699	179,639	202,338	3,604,765	124,985	316,219	100,461	122,765
資金運用部預け金	6,986,036	7,239,347	7,408,897	764,148	7,814,225	7,923,864	8,752,092	9,418,927
円貨貸付金	562,843	531,558	512,022	458,938	312,809	0	0	0
外貨預け金	2,555,420	2,349,001	2,196,627	2,363,667	2,755,774	5,647,489	5,097,484	5,041,923
当座預け金	13,765	29,618	9,124	21,888				338,474
定期預け金	1,849,263	1,670,125	1,582,879	1,824,923				4,703,449
外貨預け金	692,392	658,260	604,624	516,856				
金地金	59,827	54,300	47,625	44,149	42,724	40,846	47,104	43,071
外貨証券	6,375,386	5,767,986	5,448,879	7,413,152	10,013,716	13,067,424	17,647,813	19,105,065
特別引出権	356,681	321,536	159,881	183,679	359,306	283,845	304,121	330,997
国際通貨基金出資	810,564	752,070	1,413,678	1,267,116	1,199,888	1,241,339	1,366,731	1,397,336
仮払金	31,641	13,686	24,182	24,706	4,019	2,596	6,352	12,693
外国為替等評価損		642,703	472,800	1,830,424	745,226	303,931		
外国為替等繰越評価損	6,185,530	6,097,170	6,739,874	7,212,674	9,043,098	9,788,324	10,092,255	7,137,069
合計	24,342,628	23,948,995	24,626,803	32,044,418	32,415,770	38,615,877	43,414,414	42,609,845
貸方								
外国為替資金証券	15,800,000	15,446,000	15,332,000	22,221,000	22,634,000	28,761,000	29,836,000	29,647,000
国際通貨基金通貨代用証券	677,050	635,091	1,148,030	1,059,428	995,416	925,377	1,016,863	1,094,806
特別決済勘定借	1	1	1	1	1	1	1	1
仮受金	19	17	16	13	12	85,341	50,085	15
資金	378,595	378,595	552,655	552,655	552,655	552,655	552,655	552,655
特別引出権純累積配分額	167,294	158,789	152,953	137,096	129,822	139,412	144,695	151,204
外国為替等評価益	88,360						2,955,186	1,473,838
積立金	6,983,899	7,041,308	7,006,442	7,161,148	7,244,225	7,473,864	7,622,092	7,928,927
本年度利益	247,409	289,194	434,706	913,078	859,638	678,228	1,236,836	1,761,399

出所：『決算書』,各年度。

合には借方に記載される。繰越評価損益も同様に扱われている。

表3は1990年度末から1997年度末までの貸借対照表である。91年度以降円高の進行で外国為替等評価損が生じていたが、96年度には円安に転じたため、評価益になっている。

また、資産としては外貨証券、外貨預け金、円貨預け金がかなりあるとともに、負債である外国為替資金証券残高が莫大であること、外国為替等評価益を考慮に入れると、1991年度以降増大していた外国為替等繰越し評価損が97年度末には1990年度末の残高以下にまで

減少していることなどがわかる。

1. 2. 外国為替取引に係わる特別会計の歴史

現在の特別会計の仕組みは以上のとおりであるが、その当初の特徴は、戦後の政府による貿易から民間による貿易への移管、あるいは司令部から日本側への外国為替取引管理権移管のプロセスを経て、外国為替に係わる特別会計の変遷を重ねた上、できあがったものである。当初の特徴がどのようにできあがったかを知るために、以下では簡単にその形成までの過程をみておこう（表4参照）。

第二次大戦後、貿易はすべて司令部の管理下にあった。外貨の取り扱いが司令部が行う一方で、円の取扱いは外貨と切り離して日本側（貿易庁）が行うことになり、そのために戦前からあった貿易交易調整特別会計の剰余金の中から5000万円を繰り入れて貿易資金が作られた（1945年12月22日）。貿易資金が行なう取引は歳出入外とされ、その運用利殖金や事務取扱費の経理は当初、貿易交易調整特別会計によるとされたが、実際にはそのために貿易資金特別勘定が新たに設置された（46年3月25日）。しかし、司令部の意向によって、貿易資金特別会計が46年11月に設置され、貿易資金の運用利殖金や事務取扱費はそこに計上されることになった。

貿易資金特別会計では、前年度の貿易資金の運用利益や借入金等が歳入となり、前年度の運用損失や借入金の償還金や利子支払い、事務取扱費等が歳出とされ、また47年7月に発足した貿易公団（繊維、食糧、鉱工品、原材料の4公団）の納付金がプラス（マイナス）であれば歳入（歳出）に加えられ、損益計算上の資金過不足は一般会計との間で決済されることとされた。貿易資金特別会計では、一年以内に償還される一時借入金が50億円限りで認められた。しかし後に隠れた価格補助金として批判されることになる輸出入による為替レートの違い（輸出の方が円安レートを採用）¹⁰

や円貨受け払い時期のずれによって、資金不足が続いたため、1947年12月に法改正が行われ、一年以内に償還すべき借入枠を100億円に拡大するとともに、その範囲で融通証券の発行が可能になった。その後も資金不足に対して借り入れ枠が拡大され、1949年3月には借入枠が300億ドルまで拡大された（表5参照）。

1949年、戦後の高インフレを克服すべく、ジョゼフ・ドッジが来日し、単一為替レート（1ドル360円）の設定、財政収支均衡などの改革を次々に行った。貿易資金、貿易資金特別会計についても、それらには不明朗な点が多々あったので廃止されることになった。歳出入外である貿易資金は貿易・貿易外取引に伴う円取引だけでなく、貿易公団の経費や事実上の価格補助金などその他の取引も含んでおり、他方、貿易資金特別会計はそれら取引の運用収入や運用取扱費だけを経理する会計であったからである。そのかわりに同年4月に設置されたのが貿易特別会計である。この会計は事業費、経費、清算の三勘定からなり、これまで歳入・歳出外であった貿易・貿易外取引自体を事業費勘定の歳入・歳出に記載することになった。

1949年5月には、将来的には外貨取引をすべて取り扱うことを想定して、貿易特別会計の特別勘定として外国為替資金が設置された。¹¹ その外貨取引は歳出入外とされ、その運営は3月に設置された外国為替管理委員会に任された。同時に、援助に伴う補助金を明確にすべく、貿易特別会計から援助物資勘定が独立した。したがって貿易特別会計は5つの勘定によって構成されることになった。外国為替資金は事業費勘定からの繰入金（5億円）で発足し、資金不足が生じたときには国庫余裕金の一時的な繰り替えによって対処されるとされた。しかし外貨経理事務が日本側にシフトしたのは11月であり、それまでは貿易・貿易外取引に主として貿易特別会計内の

表4 外国為替資金特別会計の成立まで

1941年	持高集中制と外国為替損失補填制採用
1943年3月26日	為替交易調整特別会計設置（1947年3月廃止）
戦後	政府貿易の形で対外取引復活
1945年12月22日	貿易資金設置、為替交易調整特別勘定に属することに
1946年 3月25日	貿易資金実施、新規設置の貿易資金特別会計に属することに
1946年11月23日	貿易資金特別会計設置（49年4月廃止）
1947年12月13日	貿易資金特別会計法改正（借入限度50億円から100億円に拡大。融通証券発行可能に）
1949年3月16日	外国為替管理委員会設置
1949年4月25日	単一為替レート設定。1ドル360円に
1949年4月30日	貿易特別会計設置（貿易資金、貿易資金特別会計を引き継ぐ）
1949年5月28日	貿易特別会計法の一部を改正する政令（貿易特別会計の中に外国為替資金設置。事業費勘定から援助物資勘定を独立させる）
1949年11月	外貨資金の記帳経理を日本側に変更
1949年12月	外国為替及び外国為替管理法制定 基準外国為替相場の決定 外国為替特別会計法制定（外国為替資金が独立し外国為替特別会計に。51年3月廃止）
1950年1月	外貨勘定日本側に移管。外国為替及び外国貿易の管理権日本に委譲
1950年4月	在米外銀とのコルレス契約開始 貿易会計の再編成（米国対日援助見返り資金特別会計設置）
1951年3月30日	外国為替資金特別会計設置
1952年	外為銀行持高保有認可
1953年8月1日	外国為替資金特別会計法改正（積立可能に）
1963年4月22日	為替平衡勘定創設。平衡操作開始
1964年	外貨予算制度廃止

事業費勘定が用いられた。¹²

1950年1月からは輸出入とも民間によって行われ、外貨勘定も日本に移管されることになった。その直前の1949年12月には外国貿易及び外国為替管理法とともに、外国為替特別会計法が制定され、外国為替特別会計が新たに設置された。外国為替資金はこれに引き継がれ、その運営主体は外国為替管理委員会とされた。

民間貿易に移行しても政府への外貨全面集中制が依然としてとられていたので、貿易ごとに政府と外貨を取引する必要がある。それに対応する円資金の受け払いを行うのがこの外国為替特別会計であって、外国為替取引の全ての収支が歳入歳出に計上された。¹³ この会計では現金不足に対して年度内償還の一時借入金または融通証券を発行でき、借入（融通証券発行を含む）限度は会計年度償還で

表5 借入枠の推移

億円

1946年11月	50	1971年度	8,000→10,000
1947年12月	100	1972年度	24,000→32,000
1948年7月	150	1973年度	55,000
1948年12月	250	1974年度	47,000
1949年3月	300	1975年度	45,000
1949年11月	200	1977年度	45,000→55,000
1950年度	500	1978年度	70,000→95,000
1951年度	500→700	1979年度	110,000
1952年度	1,000→2,000	1981年度	130,000
1957年度	2,500	1987年度	160,000→190,000→210,000
1964年度	4,000	1988年度	280,000
1969年度	5,000	1995年度	330,000
1970年度	8,000	1996年度	390,000

注) →は補正予算による増枠を示す。

200億円（1950年度500億円）とされた。

この時点では為銀の外貨保有が認められていないので、文字通りすべての外貨はこの特別会計に持ち込まれた。したがって運転資金が巨額になり、この会計のもとでも輸出為替の円貨代わり金支払いのための円資金不足は続いた。1950年度の資金不足は、同年9月25日から日本銀行外国為替貸付制度（日銀ユーザンス）¹⁴が実施されることによって、さしあたりは解消された。

1951年4月に外国為替特別会計が現行の外国為替資金特別会計に組み替えられた。前会計と異なり、外国為替資金特別会計では外貨の売買に伴う円貨の受け払いを歳入歳出外に置くことになった。外国為替資金特別会計でも外貨の全面集中制がとられたため、これまでと同じ扱いをすると全ての為替取引を歳入・歳出に計上することになるが、政府の立場は受動的であるため、その予算をたて実施することが無理であることが明らかになったからである。¹⁵

とはいえ、「単に外国為替の売買を一つの事業として独立採算をはかるために、特別会計が設けられている」ということから、¹⁶当然のことながら前述したように、借入金については予算上の制限が置かれた。外国為替資金特別会計における大きな変更は、借入金の償還が年度内から一年以内の償還と変わったことである。前会計については、「本会計の運転資金はいうまでもなく確実な外貨資産に見合うものであり、これを借入金によって調達するのが常道であるのみならず、一般会計によれば輸出を伸張するほど、租税負担がかさむという奇異な結果に陥るのである。……年度越しの借入金を認めこれによって必要な運転資金を賄うことが必ずしも否定されるべきではないとみられる」とあり¹⁷、その考えが受け入れられたものと思われる。

なお、従来、外貨運用収益は外貨面のみで処理されていたが、この会計で、それも円貨表示することによって歳入に加えられることになった。これについて、会計が「真の意味

の損益を示すものとして意義深い」とある。¹⁸

1. 3. 外国為替資金特別会計の役割の変遷

この会計が設置された時点では、固定レート制（1ドル＝360円）が採用されていた。また、日本ではまだ外貨の全面集中管理が行われており、すべての外貨取引がこの勘定を通じて取引された。このような状況のもとでは、予算措置を必要とする歳入・歳出から民間との売買額を外したことは、納得のいく措置であったといえる。

なぜならば全ての取引を予算化した外国為替特別会計の経験では、例えば1949年度の外国為替等受取収入は予算と決算とで24パーセント、1950年度の歳入は8.5%の開きがあり、予算と決算に大きな乖離が見受けられる。先に述べたように、この会計は民間の対外取引から生じる外貨と円との交換に係わる会計であるので受動的なものであり、民間の取引を予測することは困難であった。この場合、売買額を予算に計上するメリットがあるとはいいがたく、この時点においてこの措置は理解できるものであった。

1952年度に外貨集中制がなくなり為銀がポジションをとってディーリングできるようになると、為銀と顧客の取引のネット部分のみがこの会計を通じて取引されるようになり、1953年度には取引高に比例する外国為替等売買差益が急減した。¹⁹ その後、対外取引の拡大とともに再び売買差益が増大していった。

このような受動的な存在である特別会計が問題をかかえるのは、輸出超過でその買い取り資金が不足するときであった。円資金不足はこれまでの特別会計でも重大な問題であったが、この会計でも、現金不足をどうファイナンスするかが問題となった。特に最初の年度である1951年度には2700億円にものぼる大幅資金不足が生じ、大きな問題となった。しかし資金不足の問題が次章2節で述べるような借入金枠の拡大によって対処可能になると、

この会計に対する注目度は低下していった。実際、1954年度には、別の問題解決のためであるが、外国為替資金特別会計廃止も論じられている。²⁰

特別会計が単なる受動的な存在から能動的な機能を果たすようになったのが、1963年4月である。このとき米ドルの変動幅が公定レートの上下0.5%から0.75%に拡大されるとともに、この特別会計に為替平衡勘定が創設され、為替レートの変動を緩和するための平衡操作が行われるようになった。²¹ つまり、外国為替資金特別会計が、為替レートの動きをにらみながら能動的に、外国為替市場での外貨の売買を行うようになった。

日本は1960年代後半から国際収支が黒字基調となったことから、このような平衡操作によるドル買い円売り介入が活発化し、外貨準備が大きく増大することになった。1971年8月から一時的に変動レートを経験した後、12月のスミソニアン会議で、公定レートは1ドル＝360円から1ドル＝308円とドル安・円高となり、その後ドル紙屑論なども台頭した。そのため、この外貨の有効利用をめぐる、外貨貸しをする主体として第二外為会計の創設が1972年に通産省から提示され、議論されたこともあった。²²

この特別会計の能動的な機能がより重視されるようになったのが、1973年に変動為替レートに移行してからである。変動レート制のもとでは民間による外国為替需給が一致するように為替レートが決まるので、クリーンフロートであれば、この会計の位置づけは大きく低下するはずであった。しかし現実の変動レート制、なかんずく変動レート移行直後は、為替レートの動きに対応して政府（外国為替資金）はかなり日常的に外国為替市場に介入し、民間を相手に積極的に外貨の売買を行った。

その後、70年代後半に急激な円高期を経験してから、日本でも介入政策の効果は限定的

なものであるとの認識が高まっていった。しかし、今日でも介入政策が依然として重要な政策の一つというのが一般的な認識であることは否めない。

特別会計のもう一つの変化は、IMFがらみの取引がすべて一般会計からこの会計に移動してきたことである。IMF関連については別の会計、仮称「国際金融特別会計」を設置して処理するという考えも最初にはあったが、それは設置されなかった。²³ また、国際通貨機関を通じる取引だけでなく、国際協力等のための資金支援もこの会計が関与するようになっており、この面でも外国為替資金の役割が増大しつつある。

このように受動的な機能から能動的な機能へと変化していったにもかかわらず、会計自体は1951年に成立したときのままである。通貨制度としては固定レートから変動レートへの移行し、政府と民間取引の内容・意味が変化していったにもかかわらず、会計の原則は最初のままであることが、様々な問題を引き起こすことになった。

以下第2章では、制度が不変であることがもたらしている、市場介入の不透明性、介入資金の過剰な準備、為替評価差損益の軽視という三つの問題をとりあげ検討する。

2. 特別会計の問題点

2. 1. 介入政策の不透明性

前述したように、外国為替資金の外国為替売買を歳出入から除いたことは、創設当時には納得のいく措置であった。しかし、今日ではそれが介入政策のディスクロージャーを不可能にすることになった。もし外国為替特別会計のように全ての取引を予算化し続けていたら、今日、特別会計の公表データから為替市場への介入を結果的に知ることができたであろう。

米国の介入政策については、後に詳しく述

べるように、介入レートは必ずしも公表されないが、どの通貨でどの程度介入したかは事後的に報告される。また四半期ベースで外国為替保有残高が報告され、増減の内訳として、介入による変化分も明示される。しかし、日本ではそのような公表はなされていない。

かつては外国為替専門銀行（東京銀行）など一定の銀行等を用いて市場介入していたので、市場筋なるものが介入額を推計できた。しかし介入の詳細を知られないために多くの金融機関を用いて介入するようになるにつれて、介入の実態が次第にわからなくなっていた。もっとも、最近では介入が稀になり、一度の介入額が非常に大きくなったので、介入があったかどうかの判断は容易になっているようである。また稀ではあるが、介入を行ったことを事後的に大蔵大臣が発表したこともある。²⁴

日本では介入額の推計は二つの方法で可能である。一つには外貨準備の変化から求める方法がある。外貨準備は市場介入による外貨売買によって変化するからである。しかし外貨準備は、介入以外にも保有外貨等の為替評価差損益や投資収益によっても変化する。また、政府は介入によって獲得した外貨を全て外貨準備に入れるとは限らない。例えば長期資産に運用すると、それは外貨準備には含まれない。金融機関への半年以上の外貨預託も外貨準備から除かれる。したがってこの推計方法は今日では正確だとはいえない。

より正確な推計方法は、外国為替資金の対民間収支から推計する方法である。この収支尻には介入取引だけでなく、為券の市中応札・償還分や手数料も含まれるが、収支尻を為券の市中公募・償還分によって調整することによって、各月の円ベースでの市場介入額を求めることができる。²⁵

これら二つの推計方法によって1996～97年度の介入額を推計してみると、表6のようになる。推計方法によって、介入推計額は大き

く違っている。このうち96年度については、97年1月には欧米市場で委託介入を行ったという噂が流れ、かつ、外貨準備残高が減少したこともあって、96年度に介入したという観測が皆無ではないものの、²⁶ この年度には介入は行われなかったともいわれている。²⁷ このような情報をもとにこの表を検討してみると、最後の列（為券発行・償還による調整を

行ったケース）が市場介入を行ったかどうかを判断する上で最もふさわしい推計方法であることになる。最近ではかつてのように小額の介入は行われていないから、この表によると、96年度には市場介入が行われず、97年度には97年12月にのみドル売り・円買い介入が行われたことになる。ただしドルベースでの介入額はその月の平均レートを用いてドル額

表6 市場介入推計額：1996-97年度

	外国為替	金利収入	介入推計額	外国為替資金	為券公募発行(-)	為券発行(-)	介入推計額(1)	介入推計額(2)
	変化額	推計額		対民間収支	市中償還調整	還債調整		
	(百万ドル)			(億円)				
1996年4月	1,869	722	1,147	-361	175	359	-186	-2
1996年5月	2,659	735	1,924	-143	325	143	182	0
1996年6月	1,739	791	948	-211	210	210	-1	-1
1996年7月	1,869	808	1,061	-610	610	609	0	-1
1996年8月	1,825	822	1,003	-1,871	1,871	1,871	0	0
1996年9月	1,183	846	337	-912	912	912	0	0
1996年10月	1,086	864	222	-337	336	336	-1	-1
1996年11月	885	859	26	-676	677	676	1	0
1996年12月	871	875	-4	249	-248	-249	1	0
1997年1月	-183	856	-1,039	-1,029	1,029	1,029	0	0
1997年2月	1,126	864	262	-474	473	473	-1	-1
1997年3月	1,084	862	222	701	-702	-701	-1	0
1997年4月	811	872	-61	-718	717	717	-1	-1
1997年5月	1,756	865	891	-781	781	781	0	0
1997年6月	637	894	-257	90	-91	-90	-1	0
1997年7月	-29	904	-933	275	-275	-275	0	0
1997年8月	923	902	21	-697	697	697	0	0
1997年9月	1,527	870	657	-802	802	802	0	0
1997年10月	2,446	898	1,548	-430	430	430	0	0
1997年11月	-465	911	-1,376	9,561	-9,568	-9,562	-7	-1
1997年12月	-9,102	887	-9,989	16,435	-5,850	-5,846	10,585	10,589
1998年1月	849	892	-43	-10,872	10,871	10,871	-1	-1
1998年2月	1,063	932	131	-7,173	7,173	7,173	0	0
1998年3月	620	913	-293	-772	772	772	0	0

注) 96年4月の金利収入推計額は外国為替の95年12月末残高と96年1月末残高の平均値に1月の米TB利子率(3ヵ月もの)をかけ12で割ったもの。以下同様。

表7 一般会計からの繰入

億円

	一般会計からの繰入	備 考
1947年4月	9.5	貿易資金特別会計の資金を10億円まで増額するため
1947年度	0.0664	46年度損益上損失分
1949年度	400	貿易会計
1950年度	100	外国為替特別会計
1951年度	800	外国為替資金特別会計
1952年度	350	同上

を導出するしかなく、それは正確とはいえない。

介入の効果にはポートフォリオ効果とシグナル効果があり、前者については否定的な分析が多く、効果があるとしたら後者であるという評価が高くなっている今日、なぜいまだに日本の通貨当局が介入後にそれを秘密にしたがるのかわからない。かつては市場の需給バランスから為替レートの動きに変化が出てきたと感じさせるために市場介入を隠密に行うということもあったようであるが、世界で1日に1兆ドルを超える為替取引が行われるといわれている今日、表6に示されている程度の介入を隠密に行って、為替レートに影響を与えることはできない。

介入が多少なりとも効果を持つには介入時に市場を驚かす必要があるため、介入が行われる前に介入時や介入方法など秘密であって当然であるが、市場介入が行われた後にはそれを秘密にしておく必要はない。シグナル効果を期待したいのであれば、介入したときにはそれを公にしなければその効果が期待できない。

現在進行中の日本版ビッグバンの流れは、透明性というのが一つのキーポイントとなっている。まずはこの不透明性をなくすことから改革を進める必要がある。外国為替資金特別会計で民間との取引をすべて予算化すべきだとは思わないが、貸借対照表の注などの形

で、ぜひ介入額を公表すべきである。

2. 2. 介入資金のファイナンスの問題

外国為替資金特別会計ができるまでも、それができた当初も、1. 2. でも述べたように、外貨を購入するための円資金調達は非常に大きな問題だった。

1946年11月に設置された貿易資金特別会計では、当初、資金不足は日銀と預金部からの1年以内の借入金によって対処され、損益計算上の不足は一般会計から補填されるようになっていた。しかしその後も資金不足が続いたため、47年度には資金の増大のために9.5億円が一般会計から繰り入れられるとともに、²⁸前述のように、借り入れ限度枠が拡大され、融通証券発行が可能となった。ただし融通証券は発行されず、46年度末から48年度末まで日銀借入残高は、14億円、66億円、250億円と急増した。²⁹ 46年度には損益上損失664万円が生じたが、それは次年度一般会計より繰り入れられた（表7参照）。³⁰

49年度に貿易資金特別会計を引き継いだ貿易特別会計（外国為替資金を含む）では、ドッジの指導のもと、一時借入金や融通証券の限度額は200億円で、年度内に償還するように改められた。また運転資金の一般会計からの繰入方針と政府の債務償還政策から、同年度には400億円が一般会計から繰り入れられ、そのうち250億円が旧会計の借入金返済に充

てられた。資金不足は49年度3月末には、一時借り入れ金の未済分（日銀からの250億円³¹）を合わせて352億円となり、4月分の収入を充ててそれに対処した。

49年12月に創設された外国為替特別会計（外国為替資金を吸収）でも、一時借入金ないし融通証券の発行の年度越しの借入金は原則として認められていない。³² したがってこれらは、運転資金、ないしは年度内の「つなぎ資金」に過ぎなかった。³³ 49年度の資金不足は197億円にのぼり、日銀からの年度越し借入（54億円）と国庫余裕金（年度越し）繰替使用（143億円）で対処した。また政府輸出による貿易特別会計に対する支払119億円を繰り延べした。この316億円の補填は次年度会計より行われた。それに加えて、49年度3月末には16億円余の赤字が生じたが、それ

は4月の歳入によって補った。³⁴

50年度も資金不足は続き、貿易特別会計からの繰入260億円、補正予算による一般会計からの繰入100億円があったものの、新借入限度500億円をもすぐ使いきったので、日本銀行外国為替貸付制度（日銀ユーザンス）を実施することにした。特別会計が日銀にドルを売って円を受け取り、日銀は外貨を為銀に貸して、為銀はそれをもとに輸入信用状を開設する。その外貨は預り金という形で特別会計に預ける。対外決済の時点で日銀は外貨を為銀に渡して為銀から円を受け取るというのがこの制度の仕組みであった。特別会計は信用状開設時に外貨を売って円を受け取ったが、対外決済時点までは外貨を預かっているので保有外貨は表面上変わらず、預り金にみあうだけ円が増えることになった。これは実

表8 外国為替資金特別会計と日銀との外貨の売買

外国為替資金特別会計の対日本銀行外貨売却・買入れ状況1952-65年度

年度	ドル（百万ドル）		ポンド（1000£）	
	売り	買い	売り	買い
1952	60	10	—	—
1953	—	—	—	—
1954	30	—	10,000	—
1955	368	—	2,500	—
1956	28	—	—	12,800
1957	27	301	—	—
1958	150	—	—	—
1959	130	—	7,000	—
1960	430	—	3,000	—
1961	214	540	—	8,500
1962	50	—	—	—
1963	200	66	—	—
1964	50	150	—	—
1965	225	101	—	1,500

1971年第四半期—73年第一四半期

百万ドル

	アウトライト売り	アウトライト買い	累計
1971Ⅳ	3900	(2450)	14457.4(0)
1972Ⅰ		1200	13257.4(0)
Ⅱ		1160	12097.4(0)
Ⅲ	344(1550)	(800)	12441.4(750)
Ⅳ	(1700)	(750)	12441.4(1700)
1973Ⅰ		500(1700)	11941.4(0)

注) ()内はスワップ取引を示す。

出所:『昭和財政史—昭和27—48年度』第12巻,12頁,488頁。

資金調達・運用における外貨売買

億円

1954年度	208	1969年度	3506
1955	1350	1970	2090
1958	974	1971	41076
1959	538	1972	-973
1960	1290	1973	-21022
1961	-832	1975	-1525
1962	800	1976	-1107
1963	745	1977	15720
1964	-238	1978	-15720
1965	148	1979	-14144
1966	-367	1986	900
1967	-1028	1987	-1967
1968	4143		

注) 1988年度以降はなし。マイナスは外貨の買入れ。表示方法には一貫性がなく、また必ずしもすべての取引が記載されておらず、正確ではない。別口外貨貸付の返済に伴う外貨売買やIMFや世銀関係の外貨売買はそれが明らかな場合は表から除いた。

出所:外国為替資金収支実績表, 財政資金収支分析表による。

質的には特別会計と日銀の間でのスワップ取引によるファイナンスと同じことである。実際、これは均衡予算の大原則を破るということで連合国最高司令部経済科学局もこれに基づく日銀の信用供与増大の影響を懸念した。³⁵

その後53年3月にはこの制度からの新規貸付が停止されたが³⁶, 50年度はこの貸付制度によって円資金が潤沢になり、対民間収支の散超をファイナンスできた。³⁷

51年度には外国為替資金特別会計が創設さ

れたが、同年度には信用状開設保証金を半分にしたことや輸出増でまたもや円資金不足に陥った。補正予算で一般会計への繰入を500億円から800億円に増やすとともに、一時借入金500億円の限度を補正予算で700億円（限度まで外為証券発行）まで拡大した。それでも円資金がたりず、急遽日本銀行へ外貨を買い戻し条件付きで売却する円ドルスワップの取り決めを行い、920億円実施した。³⁸

この年度の大量の一般会計からの繰入（インベントリー・ファイナンス）は問題となり、52年度にはそれは350億円と減額され、この年度で廃止された。³⁹ 53年度からは「蓄積外貨に見合う資金の調達も、運転資金と合わせて外為証券で行うこととされた。」⁴⁰

為券の実際の発行は1951年11月からであった。⁴¹ それでも図1からわかるようにすぐに残高が大きく増大していったわけではない。表6で示した借入枠が制約要因になっていたからである。変動レートに移行した71年には大量のドル買い介入が行われたが借入枠の制約のため、もう一つの円資金不足対策である日銀とのアウトライト売買が大量に行われた。実際、それ以前にも日銀との外貨売買がコンスタントに行われており（表8参照）、⁴² 特に1968年から日銀への外貨売却による資金調達が盛んになった。その結果、保有外貨の半分以上が日銀にシフトした。そこで71年度に特別会計予算総則が改正され、一時借入の限度額が8000億円から1兆円に引き上げられた。「際限なくこうした方法（日銀への外貨売却による資金調達のこと）に依存することは国際国内両面における金融政策の円滑な遂行を確保する上で必ずしも好ましい方法ではない」というのが改正の理由であった。⁴³ それにもかかわらず、1972年から73年にかけても外貨売却が続き、73年3月には外貨準備の85.4%、保有外貨の64%が日銀に集まった。その後はドル買い介入の減少、借入枠の拡大に伴い、外貨は引き揚げ基調となった。⁴⁴

そのため、主要なファイナンスの方法は為券の発行ということになった。特に急速な円高期の大量ドル買い介入のときには為券依存が高まり、それが返済できず、その枠の拡大は顕著であった。その結果為券残高も図のように増大していった（図1参照）。

このように、外国為替を取り扱う会計は戦後直後から現金不足に悩み続けた。政府と民間との為替取引を円滑にという目的が、その問題の解消へむけてファイナンスの枠を拡大しつづける正当化理由となった。それが変動レートの場合になっても見直されることはなく、変動レート下での市場介入を円滑にするためにファイナンス枠の拡大が正当化されていった。

前述したように、現在でも、資金調達手段としては、日銀との外貨売買取引や国庫余裕金繰り替え使用もある。しかし、日銀との外貨売買取引は最近行われておらず、また国庫余裕金繰り替え使用は年度内に返済されるので、基本的には資金調達に外為証券が用いられている。⁴⁵ そして、一時借入金の枠の拡大は簡単に認められてきたので、最近では資金調達について気にせず介入できる状況となっている。

日本と米国やドイツの介入量を比較すると、日本の介入量の大きさが目立つが、米国が市場介入に積極的になれない理由の一つが介入資金調達の困難さにある。米国連銀が外国為替市場介入に参加するようになったのも、資金不足のために財務省が連銀に介入への自己資金での参加を求めたからである。⁴⁶ 連銀が介入することを決めたのは1962年であったが、実際に一緒に介入したのは78年であった。最近では介入資金の分担は財務省と連銀とで半々であるが、連銀は自らの外貨のポジションにかなり厳しい枠を定めており、それがネックとなって介入参加を見合わせ、財務省のみが介入したこともある。

また、1994年に発生したメキシコ問題解決

図1 外国為替資金証券の発行残高の推移

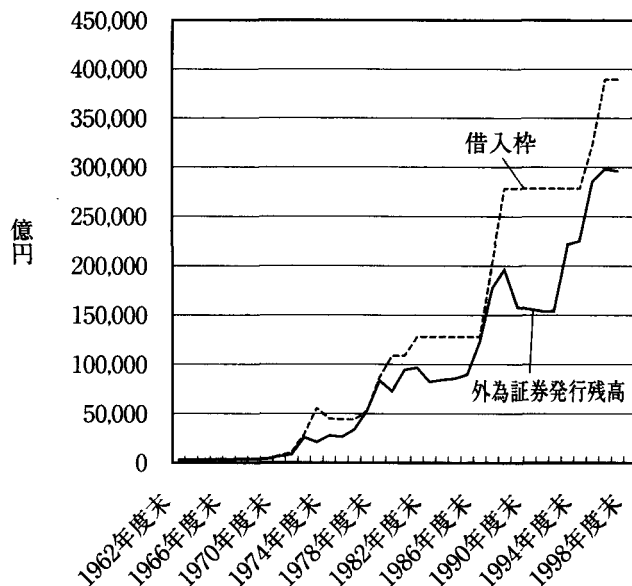
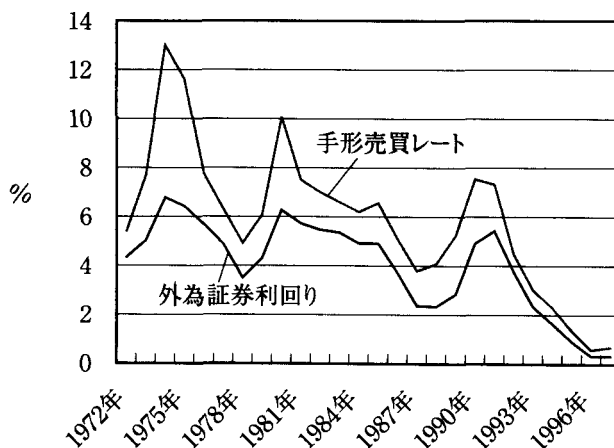


図2 外為証券利回りと手形売買レート



のために米国が資金を出すことに議会が反対したため、米国大統領は彼の承認があれば資金供給できるウェアハウスを用いて資金を調達したが、それについても批判があり、その後ウェアハウスによる資金調達の自由度が減らされた。このように米国では介入資金の調達がかつての日本のように大仕事となっている。米国に比べて資金調達を気にしないですむことが、介入にもコストがかかるという認

識を薄れさせている面は否めない。

日銀銀引き受け

多額の外為証券発行を介入当局が懸念しないですんできたのは、日本銀行がそれをすべて引き受けてくれたからでもある。

外為証券を日銀が引き受けるのが当然という状況は最初からあったわけではない。外為証券を発行するならばそれは市場で消化が原則と考えられていた。⁴⁷ 実際、56年度からは政

府が発行する短期証券は原則として市中公募の方法によることになった。但し、公募により調達出来ないものは、従来通り日本銀行引き受けの方法によるとされた。⁴⁸ 実際はその後原則どおりの方向では発展せず、市場償還は微々たるものにとどまり、日銀の引き受けが大きく増大した。⁴⁹

1989年から94年までは93年の2月を除いて公募は全くなかった。ただし、95年度はジャパン・プレミアム問題で外銀の円調達コストが非常に低下したため、7月、9—12月、2月に応募があったが、それは一時的なことであった。

96年3月現在で、FB為券残高は28兆7610億円あり、公募残高は50億円ではない。FB残高のうち日銀保有分は17兆5493億円であり、オペ分が1兆3050億円となっている。日銀の保有比率は61%である。⁵⁰ また、96年12月現在で、FB26兆5380億円中、18兆9677億円を日銀が保有しており、それは全体の71.5%を占めている。

日本銀行の引き受けは、資金調達が容易というだけでなく、もうひとつのコスト削減要因となっている。外為証券金利が市場金利よりも低いからである。図2は外為証券と手形の金利の推移を示している。金利が公定歩合よりも低くおさえられているため、日銀引受を余儀なくされてきたのである。

海外の介入当局の資金調達方法を見てみると、米国はウェアハウスから市場金利で、英国は政府以外からはオーバードラフト (Ways and Means Advances) で市場金利で資金調達している。カナダでは中央銀行とに貸借関係はない。ドイツは連銀が介入するのでファイナンスの問題は生じない。このように中央銀行が低金利で国に介入資金を供給している主要国はない。

日銀引受によるファイナンスは、現金の供給に影響を与え、金融政策の遂行の邪魔になる可能性があることも見逃せない点である。

日銀引受によって、日銀券の発行が増大する。⁵¹ もちろんそれを不胎化することはできるが、そのような操作を必要とする。米国などでは自動的に不胎化されているといわれるが、ファイナンスが日銀引受によらなければ、そもそも不胎化しなければならないというような状況が生じない。

幸いなことに、1999年4月から、政府短期証券FBの発行方式が、現行の定率公募残高日銀引受方式から、原則として公募入札方式に改められた。外国為替資金証券も含めて全額市中公募でまかなわれ、二重の意味で、介入資金のコスト意識が高まることが望まれる。

2. 3. 評価差損益の取り扱い

外国為替資金特別会計では、評価差損益が歳出・歳入には加えられず、貸借対照表にのみ載せられ繰り越されていることは既に指摘したが、為替評価差損益の認識はもともとあまりこの会計にはなかった。これはこの会計が固定レートのときに、しかも平衡操作をやらないときにできたものだからである。⁵²

固定レートの場合には平価の変更がないかぎり為替評価差損益が生じないことはいうまでもない。日本は1971年8月のニクソンショックが起こるまで1ドル=360円を維持し続けたので為替評価差損益は限られたものであり、それを繰り越しても、それが累積することもあまりなく、ほとんど問題にならなかった。⁵³ しかし為替レートが不断に変化する変動レートの場合には、為替評価差損益は無視できない。しかも円高基調にある場合には為替評価差損が大きくなる。ところが、その扱いが制度創設時の固定レート時代から変わっておらず、評価差損、差益として外国為替資金に累積されるままにされている。したがって為替評価差損の繰越額が表3にみられるように、巨大化することになった。

為替評価差損益の取り扱いに対するこの特

別会計の特徴は、1971年夏のニクソン・ショック以降の日銀との対応の違いをみればわかる。つまり、ニクソンショック以降、円高となり、スミソニアン合意の発効で評価替えが不可避となったが、特別会計では「貸借対照表上の外国為替等の評価損はそれによって現金不足が生じるわけではなく、直ちに、外為特別会計の運営に支障を生ずるものではないので、特別会計法第8条第2項の規定どおり、貸借対照表上の評価損として整理し、なんら特別の措置は講じないこと」とされた。⁵⁴ これに対して、日銀では同様の評価替えで4508億円の損失がでたが、71年度下期に3657億円を純損金として計上、これに準備金を戻し入れて1376億円のロスとし、これを別途積立金の一部取り崩しで補填した。

73年のフロート移行時には「『円の相場がフロートしても基準外国為替相場は変化していないので、保有外貨の価額を改定し、評価損を出す必要はない』として、評価損益を計上することなく処理された」。⁵⁵

現在は変動レートであり、為替評価差損益が大きく変化する。それにもかかわらず会計処理が評価差損益のほとんど問題なかった時期から変更されていないということが問題である。そのために、後で説明するようにクロスでみて会計が非常に大きくなっている。

今日の企業会計において、為替評価差損益を各年度の損益に加えないことは問題だとされるようになった。政府の会計でも同様である。為替評価差損益も歳出入に加えるべきである。

このような為替評価差損益の繰越しは、日本の介入当局の為替リスクに対する認識を低めることになる。これが米独通貨当局に比べて、日本の介入を大きくしているもう一つの理由である。米国では為替リスクをとりたくないということで介入資金はスワップで調達している。資金調達と為替リスクの問題があるため、それほど大量に介入できる状況にな

い。

ドイツは連銀が自己資金で介入しているので、資金調達には困難を伴わない。しかし、外国為替をアウトライイトで保有すると自らが為替リスクを保有することになるので介入には慎重であって、大量の介入はしない。

どこまで政府が為替リスクを負担することが望ましいのかについて答えを求めるのは難しい。外貨の保有には予備的動機の面や国際協力に貢献するという重要な面もあるからである。しかし日本だけが大量に市場介入をし、アウトライイトで外貨をため込んで行く姿勢は、介入コストを正当に認識した上で、再検討されるべきである。⁵⁶

3. 介入政策の評価と特別会計貸借対照表

前章では、この特別会計が状況の変化にもかかわらず、制度変更が行われなかったため問題を引き起こすようになってきたことを指摘した。しかし問題点はそれだけではない。本章では、この特別会計の主たる役割である介入政策を評価するという観点から、特別会計のその他の問題点を指摘するとともに、介入政策の評価を行うことにする。

3. 1. 介入政策の評価の必要性和評価基準

市場介入政策の効果について疑問視されるようになってきている今日、介入政策を事後的に評価する必要性が増している。日本は介入額が米国やドイツに比べて非常に大きい。したがってこの評価はより一層重要である。

その評価は本来、介入によってどの程度為替レートを望ましい方向に動かせたか、あるいは望ましくない変化を止められたかで判断される。その観点からの介入政策へのこれまでの評価は、G7やG10、G10Dなどのワーキンググループなどで行われている。その結果は、介入政策は非常に短期的には効果を持ちうるとか、不胎化しない介入であれば効果

を持ちうるという評価もあるものの、全般的にその評価は低いものになっている。⁵⁷ 日本の介入当局もそれを承知であり、したがって介入頻度が減るとともに一回当たりの介入額が非常に大きなものになっているのであろう。

介入政策が為替レートに与える直接的な効果は、あるとしても非常に短期的なものだと考えられる。日々の介入について公表されていない日本では、最短期間としては表6で示したような月次の介入額が推計できるだけであり、それでは介入の為替レートへの影響を評価できない。可能なのは、介入政策を為替リスクをとる一つの对外投资と考え、介入当局は儲かる投機を行ってきたかどうかで介入政策を評価する方法である。

介入政策はそれによって儲けることを目的にしているわけではないものの、介入は基本的に通貨価値が安すぎると判断されるときに

その通貨を購入し、高すぎると判断されるときにその通貨を売却する。時として、円高(円安)を促進させる介入政策をとることもあるが、それも中長期的な観点からは円安(円高)すぎると判断しているからである。したがってもし介入の結果儲かっていたら介入は成功しているといえることができる。⁵⁸

為替市場介入を投資と考えた場合、それが儲かった投資であったかどうかは、為替差損益と内外金利差によって判断できる。内外資産の収益率には、

$$\text{国内金利} (+ \text{リスク・プレミアム}) = \text{外国金利} + \text{為替レート変化率}$$

という関係がある。リスク・プレミアムが存在するかどうかは議論の別れるところであるが、リスク・プレミアムがない場合には、国内金利 - 外国金利 = 為替レート変化率となる。したがって外国金利の方が国内金利よりも高いときには、外貨はその差だけ減価し続

表9 米国の最近の市場介入実績

	百万ドル			
	1995年 I	II	III	1998年 II
円買(円売-)	-335.2	-750	-566.7	416.7
	-335.2	-750	-566.7	416.7
売買損益	5.3	1.1	-24.8	0
	5.3	1.1	-24.8	0
投資収益	23.1	45.5	33.6	4.3
	29.1	85.9	40.8	5.9
評価差損益	1213.7	217.9	-1220.7	-192.6
	1696.1	310.5	-1784.0	-282.9
実現した売買損益	105.6	284.7	192.9	0
	105.9	285.1	193.0	0
円残高(期末)	9416.9	8931.4	7152.9	5589.8
	13196.3	12843.9	10509.3	8000.1

注) 上段は連銀、下段は為替平衡基金。

実現した売買損益は獲得為替レートで評価したもの。

出所: Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations.

表10 米国為替平衡基金の貸借対照表：1998年3月末と6月末
百万ドル

	1998年3月末	1998年6月末
資産		
米財務省証券	15627.5	15691.2
特別引出権	10108.1	10000.7
外国為替・証券		
ドイツマルク	5703.1	5898.2
日本円	7878.6	8018.0
未収金	109.9	119.1
合計		39727.3
負債		
未払金	63.7	222.7
SDR証券	9200	9200
SDR分配金	6545.2	6523.9
資本金	23618.3	23780.7
資金	200	200
純所得	23418.3	23580.7

けることになる。

介入政策は、そのような外貨の減価トレンドと比較して、外貨が安すぎるときに購入し、高すぎるときに売るので、成功していれば、リスク・プレミアムがない場合でも、外国金利－国内金利＋為替レート変化率はプラスになるはずである。米国の方が近年金利が高いので、ドル買い介入が為替評価差損をもたらしてもそれ自身は問題ではない。為替レート差損よりも内外金利差から来る収益の方が大きければよいのである。

日本の場合を検討する前に、米国の公表データをみてみよう。米国では二つの介入当局である米国の財務省が替安定基金と連邦準備それぞれが日々行った介入の実績を報告しているだけでなく、⁵⁹ 四半期ベースの介入額、為替操作による未実現の純利益・損失（直近

の為替レートで評価したもの）、投資所得、残高の為替評価差損益が一つの表に記載され公表されている。外国為替残高も同表に示されている。また為替操作によって実現した純利益・損失（過去の取得為替相場で評価したもの）も公表されている。為替平衡基金全体の貸借対照表もある。表9は90年代後半に介入したケース（1995～98年に、円ドル介入したのは95年第一～第三四半期と98年第二四半期）の介入の状況を示したものである。表10は1998年3月末と6月末の為替平衡基金の貸借対照表である。

この表によると、95年の円売り介入については、過去の取得価格で評価すると儲かった介入を行っていることになる。円ドル・レートは円高基調にあるのでこれは当然であり、正しくは内外利子金利所得差を考慮に入れて

判断する必要がある。残念ながら、円やマルクを取得してから売るまでの期間やそのときの利子所得が示されていないので、米国の統計でも個別の介入が儲かったかどうかを判断することはできない。したがって、介入政策は個別に評価するのではなく、全体として儲かった売買を行ってきているかどうかで判断するしかない。それは介入政策の結果生じた資産・負債残高の時価評価（利子所得を含んだもの）によって行うことができる。米国の場合、それは為替平衡基金の貸借対照表によって求められる。⁶⁰

米国の介入資金は、連銀は自己資金であり、財務省の為替安定基金も最近では資金調達の一つのルートであるウェアハウスを利用しておらず、基本的に自己資本である。そしてネットの収益（金利所得＋評価差損益）が累積されて資本に組み込まれている（表10参照）。為替平衡基金は最初200百万ドルの運転資金から出発し、98年6月末ではネットの所得の累積値は23,581百万ドルとなり、資本は23,781百万ドルとなっている。これが1934年から64年間で蓄積されたので、自己資金は年率7.75%で運用されたことになる。短期資産に運用されているので、これはかなり高い収益率であるといえる。この介入政策がもうかったかどうかは、最初の自己資金が国内資産に運用された場合の収益と比較する必要があるが、この収益率はTBに運用した場合よりも高収益であったといえる。

日本の介入の評価も貸借対照表によって行うしかないが、日本の場合には、介入資金を政府短期証券の発行でファイナンスしており、その金利が損失に含まれているので、その点米国よりもネットの収益を求めやすいという面がある。しかし日本の貸借対照表には後に述べるように様々な問題があるので、収益を生んでいるかどうかの判断をするのにそれだけでは情報が足りず、米国ほど分析は簡単ではない。

以下では、まず最初に、介入という投資行動が全体として収益を生んでいるかどうかの判定基準を、単純なケースで示すことにする。

3. 2. 貸借対照表の導出

資金調達は外国為替資金証券の発行のみによるとする。介入の事務取扱費やIMF関連取引はないと仮定する。t期首にのみドル買い介入をしてその前後には全く介入していない状況（t期より前には対外資産ゼロ）を考えよう。t期の介入の為替レートを $e(t)$ 、介入額を $R(t)$ 、為券のt期の発行額を $F(t)$ とし、t期に発行される為券に対する金利を $i(t)$ 、積立金（資金運用部への預託）金利を $r(t)$ 、外国金利を $i^*(t)$ 、t-1期末からt期末までの基準レートを $E(t)$ とし、t期末には基準レートが変更され、 $E(t+1)$ となるとする。

外国為替資金特別会計では、前述したように、現金ベースの歳入歳出の差である剰余金と発生主義である損益計算書の利益とが一致しているという特徴がある。損益計算書の運用収入のうち対外資産の金利収入については、そのまま対外資産に積み増しされているので、実際にはそれが現金（円）として手に入るわけではない。また介入に伴う外国為替の売買益は、介入レートと介入時の基準レートとの差で評価され、 $(E(t) - e(t)) \times R(t)$ で示されるが、これは介入によって実際に手にできる現金ではない。しかしそれらが実際に現金として特別会計に入らなければ損益計算書の利益と剰余金とが一致しない。そのためにはそれらが一致するように外為証券を発行して、現金を手にする必要がある。

外為証券の発行によって手にした現金は、実際には外貨買い介入 $e(t)R(t)$ と金利支払い $i(t)F(t)$ のために支出される。その結果手元に残る現金（剰余金）が損益計算書の利益となるには、以下の式が成立する必要がある。

表11 t 期末の貸借対照表

借 方	貸 方
$E(t+1) R(t) (1+i^*(t))$ 外貨預け金・外貨証券	$F(t)$ 政府短期証券
$(E(t)-E(t+1)) R(t) (1+i^*(t))$ 外国為替等評価損	$P(t)$ 利益
$D(t)$ 円貨預け金	

表12 t + 1 期末の貸借対照表

借 方	貸 方
$E(t+2) R(t) (1+i^*(t)) (1+i^*(t+1))$ 外貨預け金・外貨証券	$F(t)+F(t+1)$ 政府短期証券発行残高
$(E(t+1)-E(t+2)) R(t) (1+i^*(t)) (1+i^*(t+1))$ 外国為替等評価損	$P(t)$ 積立金(=t期利益)
$(E(t)-E(t+1)) R(t) (1+i^*(t))$ 外国為替等繰越評価損	$P(t+1)$ t+1期利益
$P(t)$ 資金運用部預託金	
$D(t+1)$ t+1期円貨預け金	

$$F(t) - e(t) R(t) - i(t) F(t) = (E(t) - e(t)) R(t) + E(t) i^*(t) R(t) - i(t) F(t) \quad (1)$$

上式の両辺に $e(t) R(t) + i(t) F(t)$ を加えると、期末の時点では、介入額と介入による外貨獲得によってえた金利所得の合計を t 期（介入時）の基準レートで評価した額 $E(t) R(t) (1+i^*(t))$ だけ為券が発行されていなければならないことがわかる。つまり、

$F(t) = E(t) (1+i^*(t)) R(t)$ が成立する。t - 1 期以前には介入も政府短期証券の発行もないと仮定しているので、これは t 期末の発行残高でもある。

期末には基準レートが変化するので、新しい基準レートで対外資産を評価しなおすと、右辺は新基準レートで評価した残高 $E(t+1) R(t) (1+i^*(t))$ と評価差損 $(E(t) - E(t+1)) R(t) (1+i^*(t))$ の合計に書き

換えることができる。

t 期の利益 P (剰余金) は、さしあたり当座預け金 D に運用されると思われるので (円貨預け金)、当座預け金を左辺、利益を右辺に加え、上式を現行の貸借対照表の形に表すと、表11のように示せる。

t + 1 期には全く介入しなかったとすると、t + 1 期の為券の追加発行額は、t + 1 期の外国利子収入をそのときの基準レートで評価した額 $E(t+1) R(t) (1+i^*(t)) i^*(t+1)$ となる。つまり、

$F(t+1) = E(t+1) R(t) (1+i^*(t)) i^*(t+1)$ が成立する。t 期に発行された為券は借り換えられるので、t + 1 期末の為券残高は $F(t+1) + F(t)$ となり、t + 1 期末の対外資産残高 $E(t+1) R(t) (1+i^*(t)) (1+i^*(t+1))$ と繰越評価損の合計に一致する。t + 1 期末には基準レートが $E(t+2)$

に変化し、新たに外国為替等評価差損益が生じる。

$t + 1$ 期には、 t 期の利益が積立金となって資金運用部に預託されるとすると、その利子所得が利益に加わる。すなわち、新たな為券発行額から為券の利払いを差し引いたもの $F(t+1) - i(t+1)(F(t+1) + F(t))$ に $P(t) r(t+1)$ を加えたものが $t + 1$ 期の利益 $P(t + 1)$ をとなる。これは t 期と同様に、 $t + 1$ 期には円貨預け金として当座預金に預けられるとすると、 $t + 1$ 期末の貸借対照表は、表12のようになる。⁶¹

この場合、政府短期証券の発行額よりも外貨預け金・外貨証券の円評価額と円資産残高の計が大きければ、為券を発行して外貨建て資産と円建て資産に運用する投資行動によって、特別会計全体として利益を生んでいるということになる。言い換えれば、積立金（これまでの利益の累積）と当期の利益の合計が、外国為替等累積評価損と当期の評価損の合計よりも大きければ、全体として儲かった投資を行ってきたことになる。

しかし、このような単純なモデルをそのまま日本のケースに当てはめるわけにはいかない。実際の貸借対照表（表3）と比較するとわかるように、実際には米国と同様にIMF関連の取引を含んでいるし、資金もある。したがって、積立金プラス利益が外国為替等評価損の累積値よりも大きければ儲かっていると単純にいうわけにはいかない。またそれ以外にもいくつか考慮しなければならない点がある。

3. 3. 貸借対照表の問題点

介入政策の評価という観点からこの貸借対照表をみたときに、いくつか問題点が浮かび上がってくる。第一に、日本では介入資金を政府短期証券でファイナンスし、利益を積立金として円で運用している。米国のように実現した投資所得を外貨と円とに区分して報告

していないのでその実態は明らかではないが、円を借り入れ、円で運用している部分からの収益がかなり含まれていると思われる。米国為替平衡基金でも、最近の外国為替と外国証券の残高は米国政府証券の残高よりも少なく、最近の収益の主たる要因は米国政府証券の金利収入である。それでも基本資産は最初の資本金200百万ドルであるので、自国資産からの収益には日本と違って限りがある。

ネットの所得の問題はそれだけではない。外国為替資金証券（政府短期証券、通稱為券とも呼ばれている）の金利が公定歩合よりも $1 / 8\%$ 程度低く、市場金利よりも低いため（図2参照）、資金調達コストが過小評価されていることはすでに指摘した。また年度内では国庫余裕金もかなり利用されているが、これは無利子であり、同様にコストを過小評価させる要因である。⁶² 前会計から引き継いだ資産については、機会費用として金利コストを考える必要がある。

第二に、為替差損益の取り扱いについての問題である。前述したように、この特別会計では、介入時の基準為替レート⁶³ で評価した為替の売買差損益は歳入・歳出に含まれる一方で、基準レートの変化による為替評価差損益はそれには含まれず、貸借対照表にのみ含まれている。この場合、基準レート如何で、利益に含まれる売買差損益と繰り越される為替評価差損益がかなり影響を受けることになる。例えば、1971年度の損益計算書における外国為替等売買差益が前々年度の20倍、前年度の10倍の1372.6億円に増加しているが、それは12月に1ドル=308円に決定されるまで、売買差益の基準レートが1ドル360円に維持されたからである。また1973年度に1014.7億円の売買損がでたのも（注55参照）、変動レートに移行したにもかかわらず基準レートが1ドル=308円に維持されたためである。そのため、外国為替等評価差損については、円高にもかかわらず評価益となっている。

基準レート1ドル=308円は1978年1月に1ドル=262円に変更されるまで、維持された。したがってそれまでは評価差損はあまり生じず、77年度に多額の評価差損を生じさせるということとなった。

その上、為替評価損益の累積値（会計の外国為替等累積評価損益+当該年度外国為替等評価損益）を貸借対照表で求めても、それは半年程度前の為替レートで評価されており、各時点の為替評価差損益としては正確さにかけるという問題もある。

第三に、特別会計から一般会計への繰入がしばしば行われている。それが積立金として運用に回っている場合に比べて収益が過小評価されることになる。しかも一般会計への繰入の情報が得にくいという問題もある。

第四に、経費の問題がある。本来外国為替資金の運営にかかる事務経費はその投資プロジェクトが儲かっているかどうかを計算するとき考慮に入れなければいけないコストであるが、現行の会計では事務取扱経費には課長をはじめ38人分の給与、⁶⁴ 外国旅費、外国人招へい旅費、滞在費等も含まれている。これらには、介入にかかわるものとは必ずしもいきれないコストが含まれている。

第五に、IMF関係の取引や新宮沢構想に代表される金融支援がらみの取引について、この会計との関係が明確ではない。つまり、1970年4月に一般会計保有のIMF関係の権利・義務をこの会計が引き継いだ、両者間の取引は明らかではない。また、金融支援がどの程度この会社から支出されているのかも、明らかではない。これらについても米国と同様に情報開示が必要である。

以上の指摘には、収益を過大評価する要因も過小評価する要因も含まれている。貸借対照表から介入政策の評価を行う場合には、これら要因を考慮に入れる必要があるが、それらについて有効な情報をえることはむずかしい。以下、これら問題があることをふまえて、

これまでの介入政策の評価を1996年度末、97年度末の貸借対照表をもとに行うことにする。

3. 4. 1996年度末、1997年度年度末での評価

1996年度、97年度の貸借対照表をみても、積立金と利益の合計は、外国為替等繰越評価損と外国為替等評価損（益の場合はマイナス）の合計よりも大きい（表13表参照）。

実際には利益の全てが積立金に回らず、一般会計に繰り入れられたものがあるので、積立金プラス96年度利益の代わりに平衡介入の始まった1963年度からの利益を全て加えると外国為替等評価損の残額との差額は大きく拡大し、これら数字からは、日本の介入政策がかなり儲かる介入を行ってきたかにみえる。

ところが先に指摘したように為券の金利が低いために市場金利で調達した場合と比較すると、利益が過大評価されている。そこで、為券年度間平残に手形売買レートと為券利回りとの差をかけて、利益の過大評価分を求めると、それは4兆円を超える額となる。95年度ではそれを考慮に入れると、評価損の残高が利益の累積値よりも大きくなり、外国為替資金特別会計は債務超過となった。⁶⁵ したがって、介入政策を投資と考えた場合、全体として失敗であったといえる。しかし、96年度、97年度は、95年以降の円安によって、評価損がかなり減少したため、これらを考慮に入れても利益の累積値の方が大きい。

利益が過大評価されているのはこれだけではない。先に指摘した第一の問題点、評価損に見合うだけ為券を発行し、それを資金運用部に預託していることが過大利益をもたらしている。資金運用部の金利が高いからである。市場金利（手形売買レート）と為券金利の乖離がもたらす過大評価分はすでに求めたので、ここでは評価差損額に見合うだけ為券が発行されなかった場合に、失われたであろう利子所得（手形売買レートと資金運用部預託

表13 貸借対照表による介入政策の評価

10億円

	1996年度	1997年度
積立金+当該年度利益	8858.8	9690.3
繰越評価損+今年度評価損	7137.1	5663.2
1963年度からの利益の合計	13683.6	15445.0
為券と手形売買レートとの利子差額	4031.3	4133.0
手形売買レートと資金運用部預託金利との利子差額	1554.2	1776.4

注) 手形売買レートのない71年まではコールレートを用いた。初期時点は平衡介入の始まった1963年度である。

金利との差) を計算すると、表13に示されているように、96年度、97年度それぞれ1兆5540億円、1兆7760億円と多額にのぼる。

ただし、これら額は利益超過を逆転させるほどではなく、累積利益から外国為替等評価差損、為券と手形売買レートの差と、資金運用部預託と手形売買レートの差による利子額を差し引いても、96年度、97年度ともにプラスとなり、全体としては儲かる介入を行ってきたことになる。⁶⁶

なおこのように様々な工夫をしなければ、あるいは工夫をしても正確な評価ができない会計であることがそもそも問題であり、これこそ今民間の企業がビッグバンのもと改善を求められている一つの柱である。それではこのような実態を改善するにはどのような方法が考えられるであろうか。その一つの方法はより一層の情報開示である。最後に、これまで示した問題点を解決すべく、その他のいくつかの改善策を検討することにする。

4. 特別会計の改善策

4. 1. 経費

特別会計にかかる様々な経費をそれぞれの会計に振り分けるべきか、一般会計に移すべきかについては、会計全体の問題にもかかわるので、ここでは深く論じることはしない。

しかし現在はあまりにも運用収入と借入金利子が大きすぎるので、その他の経費に目が向かない可能性がある。それにこの経費は外為証券を発行して賄っていることになるが、必ずしも会計にかかわる費用のみが計上されているとはいえない。⁶⁷ 市場介入の実態の把握と評価をしやすくするためにも、人件費などの事務取扱経費を一般会計に移す方が望ましい。

なお米国でもESFの取り扱い費用は1980年に一般会計に移されている。

4. 2. 為券問題

そもそも1年以内に償還されるべき政府短期証券を借換続け、その多くを日銀に引き受けさせていることは、年度を越える資金の調達のために発行される国債を日銀が引き受けなくてはならないという財政法65条の観点から、問題あるのではないかという指摘がされてきたが、これに対する大蔵省の見解は、外為証券は経費に使われる大蔵省証券と異なり、外貨建て資産が背景にあるから、大蔵省証券と違って借換は問題なく、また一年以内に償還されるものであるから法律違反ではないというものであった。この問題に関しては、二点改善すべき点がある。一つは発行残高について、もう一つは99年4月から改善されることになった日銀引き受けについてである。

発行限度

資産が見合いにあるので為券の借換発行を認めるとしても問題がないわけではない。先に示した例からわかるように、保有資産の価値が減少しても、評価差損に見合うだけ為券が発行されつづけているからである。このような状況は民間の企業で許されるはずはない。差損を隠してこのような会計処理を行ってきた企業がその後不良債権問題に悩むパターンを最近日本で数多くみてきたが、それが日本版ビッグバンの一つのきっかけとなったことは周知のことである。

したがって、評価差損に応じて為券の発行残高も減らすことを考えるべきである。実際、評価差損を積立金で相殺するという考え方がかつてなかったわけではない。⁶⁸ そのためには、外為証券の発行残高は現在のように、介入等による外貨資産増をその時点での基準レートで評価した額に一致させるのではなく、期末基準レートで評価した期末の外貨建て資産残高額と為券発行残高を一致させればよい。

そのためには損益計算上の利益に、外国為替等評価差損益を含める必要がある。それは頁の（1）式の右辺に、 $- (E(t) - E(t+1)) R(t) (1 + i^*(t))$ を加えることを意味する。この場合には、表11、12の外国為替等評価損益は貸借対照表に載らなくなる。つまり、外為証券の年度末発行残高は、年度末の基準為替レートで評価した資産残高にまで、減少する。

評価差損分については為券発行をなくすと、会計規模が大きくなっていく。低い円金利で資金を調達し、高い円金利で運用して、見かけ上、利益を水増しすることもなくなる。

また、為券の期末発行残高を外貨建て資産残高の期末基準レート評価額に限ると、歳出入に為替評価差損益が含まれるので、介入の結果として生じる為替差損益に関心をもた

ざるをえないだろうし、安易な資金調達も避けられるであろう。為替リスクを考慮するようになればドル買い介入は減るだろうが、大量の介入をしないというのが米国やドイツの姿勢なので、それに合わせる方が日本のみが大量の介入をするといった無駄な介入をしなくてすむので望ましい。⁶⁹

日銀引き受け

円が基本的に円高基調になっているので、介入が買い介入に傾いているのは仕方がない。その際に介入資金を自己資金に頼ることができなければ外為証券に依存する現在の体制を否定するわけには行かない。

問題であった外為証券の日銀引受も1999年4月から市中公募入札に変更されたことは前述した。これは、東京市場の短期金融市場の厚みを増し、東京金融市場をロンドン、ニューヨークなみの金融市場にするという日本版ビッグバンの目的達成にも役立つ。これは円の国際化に貢献するばかりでなく、公開市場操作を用いた金融政策がやりやすくなるというメリットもある。

市中償還の場合、当然ながら金利は市場金利となる。会計自身の真のコストを知るには、今のような低金利は問題であることは前に指摘した。また現在は日本の金利が非常に低いため、金利収入と支出のギャップが非常に大きなものになっており、それが特別会計の利益をますます増大させ、積立金を増やし資金運用部への預け金を増やすことになっている。そもそも運転資金というものであったはずの特別会計の資産・負債がますます増大するという状況は会計の望ましい姿とは思われない。

為券の金利を高くしても日銀の所得が増え、それが納付金として国に戻るから、国全体としてみれば同じであるという見解もあったが、それは正しくない。今日のように財政逼迫のもとでは特別会計に剰余金が多額に発生すれば一般会計に繰り入れられる可能性

表14 一般会計（次年度）への繰入

億円

1952年度	13.98	前年度決算余剰分	1987年度	2600	前年度決算上の剰余
1965	161.56	IMF,世銀出資がらみ	1988	1400	以下同上
1966	142.92	一般会計歳出財源とアジア 開銀出資財源36億円	1990	1125	湾岸支援金
1967	36	アジア開銀出資財源	1991	1900	昨年度決算上の剰余
1968	36	以下同上	1992	1000	以下同上
1969	36		1993	2800	
1970	36		1994	8300	
1976	753.64	一般会計未決済分の繰り入れ	1995	9800	特例措置による3500億円を含む
1982	2000	昨年度決算上の剰余	1996	7300	特例措置による2000億円を含む
1983	4600	以下同上	1997	9300	
1984	2200		1998	14000	
1985	3100		1999	15000	
1986	2650				

注) 予算書や決算書等に記載されていたもののみを示す。

が高い。90年代に入ってから円高期に利益が拡大するとともに外国為替等評価損が多額に出たが、差損に見合うように積立金を積み増すことを考えるよりも、一般会計の都合が前面に出ており、結果的に積立金の額が決まるという形になっている。実際、平成11年度、12年度にそれぞれ1兆4000億円、1兆5000億円の一般会計への繰り入れが決まっている。為券の金利が低いほどその可能性が高くなる。他方、日銀では剰余金のうち5%は法的積立金となるし、その他の積立もあるので、為券の金利が上昇すればそれだけ日銀の納付金が増えるとも限らない。⁷⁰

今回の改正で、特別会計に現れる一つのひずみがなくなることは、非常に望ましいことである。ただし、残額がある場合と予期しない資金需要が生じた場合には、日本銀行は例外的に政府短期証券を引き受けることになっている。介入は隠密でやるので、急を要する

ときには為券を公募発行してられないという議論もあるので、外為証券について、このような例外規定が適用されることが懸念される。実際、99年6月のドル買い介入資金は日銀による政府短期証券引き受けで全額調達された。⁷¹ 外為証券についても全額市中償還の原則が守られることが望まれる。

4. 3. 基準レートの変更

4.2.で述べたように、全ての為替評価差損益を歳出歳入に組み込むのであれば必要ないが、現在のような会計が維持されるのであれば、基準レートをより頻繁に変更すると、現在の為替評価差損益の取り扱いについての問題が少しは解決される。

現在の会計のもとでは、評価差損益を歳出・歳入に加えるか評価差損益として繰り越していくかについての分け目は基準レートである。先にいくつか例示したように基準レ-

トによって、売買損益は大きく影響を受ける。米国の例で示されているように（表9参照）、売買損益は評価レートをいくりにするかで売買益がプラスマイナス逆になることさえありうる。

現在のように半年に一回の基準レートの変更では急激な円高期には、ドルの基準レートは購入時よりも高いため外貨を大量に購入すると巨額の売買益がでてくる。

他方、基準レートは円高方向に半年たったら改定されるので、そのときには多額の為替差損が生じ、それは貸借対照表に載せられる。もし米国のように介入時の実勢レートで売買益を評価するようになれば、売買益は大きく減少し、それとともに評価損益も少なくなる。しかも各期末の残高評価はより正確な時価評価になる。

国際収支は96年の改訂までは、報告のための為替レートとして、基準レートを省令レートとしていたが、それでは為替レートの評価方法の違いによって誤差が生じるため、省令レートは毎月変更されるようになって、基準レートが用いられなくなった。基準レートの方も毎月改定して、売買損益が実勢とかけ離れたレートで評価されないようにすべきである。

4. 4. 一般会計への繰入

最後に指摘したい問題は一般会計との関係である。外為証券発行によって得られた現金は、事務取扱費として会計事務に直接かわからないものに使われたり、一般会計に繰入れられていることは既に指摘した。最近では表面上の利益が非常に大きいため、一般会計への繰入額も大きく、とりわけ最近の繰り入れが増大している（表14参照）。

資産運用がうまくいってれば、資産超過（最低限資産＝負債）となってしかるべきで、その場合にはともかくも、95年度以前には債務超過でもかかわらず表面上の利益の一部

を一般会計に繰り入れており、このような行為は改められるべきである。それは積立金よりも為替評価差損を大きくすることにつながり、その調整をせまられた将来の世代に、そのつけをまわしかねない。

これは結局外為証券で一般会計をファイナンスしていることになりかねず、大きな問題である。ファイナンスを為券に依存し、かつ会計の利益が前述のように様々な意味でいびつな形となっているままでの一般会計への資金の繰入はやめるべきである。外為証券が赤字国債と同じような働きをする可能性が捨てきれないからである。

また外為証券にあまり依存しないためには米国のように自己資金を充実させることも必要である。現在のような方法では、逆に日本の金利の方が高くなったときには資金不足の問題が顕在化する可能性もある。とはいうものの、最近のように、積立金を取り崩して資本金を増大させるという方法も問題である。⁷² 結局は外為証券発行で得た資金が積立にまわっていることになるからである。その場合には一般会計からの繰入で資本金を増やすのが常道であろう。

参考文献

- 『大蔵省国際金融局年報』各年度
- 『国の予算』各年度
- 『予算書』各年度
- 『予算の説明』各年度
- 『国の予算と決算』各年度
- 『決算書』各年度
- 『国庫の状況報告書』各年度
- 『財政金融統計月報』国庫収支号
- 『日銀統計年報』
- 『日本経済新聞』
- 『エコノミスト』1995年9月5日
- Federal Reserve Bulletin, 各号
- Treasury Bulletin, 各号
- International Financial Statistics, IMF

- 『昭和財政史－終戦から講和まで－』各巻、大蔵省財政史室編、東洋経済新報社
- 『昭和財政史 昭和27～48年度』各巻、大蔵省財政史室編、東洋経済新報社
- 『日本銀行百年史』各巻、日本銀行百年史編集委員会、日本信用調査株式会社出版部
- Anna Schwartz (1996) ,"From Obscurity to Notoriety: A Biography of the Exchange Stabilization Fund, *NBER Working Paper* 5966, Aug.
- 河村小百合 (1996) 「わが国の外国為替市場介入・外貨準備政策の問題点」『ジャパンリサーチレビュー』日本総研、1996年6月
- 須田美矢子 (1995) 「マクロ経済運営と介入政策」河合正弘編『円高はなぜ起こる』東洋経済新報社
- 吉田堯躬 (1973) 「『円切り上げ』と財政」『会計と監査』日本会計職員協会、24巻9号
- 吉田堯躬 (1991) 「外国為替資金特別会計〈1〉」『宮崎産業経営大学設立記念論文集』1991年12月12日

[注]

- 1) 『大蔵省国際金融局年報』
- 2) 旧外国為替特別会計からの引継資産は112,426百万円、一般会計からは、1951年度に800億円が繰り入れられた。なお、『国の予算』昭和31年度(519頁)によると、引継ぎ資産の内容は、貿易特別会計から約30億円、占領軍からの引継ぎ資金が約734億円、1950年度のインベントリーが360億円であった。
- 3) もともとは、決算上の剰余金は一般会計に繰り入れ、不足の場合には一般会計から補填することになっていた。したがって当初の利益は一般会計に繰り入れられた。1953年8月1日の特別会計法改正によって、剰余金は積立金にもまわすことができるようになり、足りないときには積立金から補足することになった。
- 4) 『国の予算』昭和31年度、520頁。
- 5) 事務取扱費の中では、現在、庁費が一番大きい項目であり、1998年度の予定額では事務取扱費全体の36%を占めている。
- 6) 歳出入に含まれるという意味で同様の一般会計への繰入れは、1995年度にも3500億円の支出がある。また1990年度には湾岸戦争支援金1125億円がある。
- 7) 『国の予算』昭和31年度、520-1頁参照。
- 8) 両者の数字を比較すると、事務取扱費、国債整理基金特別会計へ繰入(損益計算書の借入利子に対応)が少し異なる。損益計算書の事務取扱費が歳入・歳出決算のそれよりも少し大きく、その分、借入金利子が国債整理基金特別会計へ繰入よりも少なくなっている。
- 9) 最も近いところでは、1972、73年に一時借入金が行われている。
- 10) 貿易資金の期間(終戦から1949年3月末まで)、全体では輸入超過であるので、本来ならば円資金不足に苦しむということにはならないが、外貨と円貨の輸出入収支を比較し、1ドル360円で評価すると、約3600億円の為替差損が生じ、これは貿易上の補給金として支出されたことになる。『国の予算』昭和24年度、300-301頁。
- 11) 49年5月20日の閣議決定によると、外国為替資金は一般会計に設置されるようになっていた。『昭和財政史－終戦から講和まで－』第18巻、295頁。
- 12) 11月までは、外国為替資金は外国旅行者の現金や旅行小切手を買入れたり、海外送金の円貨の受け入れなどのみを行っていた。1949年12月には外国為替特別会計が設置されたので、この会計が民間貿易・貿易

- 外取引に伴う外国為替売買を取り扱ったのは11月の一ヶ月だけということになる。
- 13) 前身の外国為替資金の外貨取引は歳出入外であったので、外国為替特別会計でそれを歳出入に計上するように変更したことが国会の論点になった。吉田（1991）527頁。
- 14) 輸入信用状の開設とともにその代わり金を特別会計が日銀から受領する制度。詳細は2.2.を参照せよ。
- 15) 外国為替の売買を特別会計の歳入歳出からはずしたことに對して、外国為替の運用等を秘密裏に行うためだと日本共産党が反対したようである。吉田克躬（1991），533頁。実際、特別会計が取引内容を明らかにしない最近の理由の一つがそれである。
- 16) 『国の予算－その構造と背景－』昭和26年度，410頁。
- 17) 国の予算－その構造と背景－』昭和25年度，567頁。
- 18) 『国の予算－その構造と背景－』昭和26年度，411頁。
- 19) 1952年6月より，米ドル表示のものについてのみ，外為銀行は外貨債権の保有を認められ，53年3月からはポンドについても認められるようになった。つまり，全面集中制から残高集中制へ切り替えられた。しかし内外金利差から採算上得策ではなかったため，外貨保有は行われなかった。為銀の自己勘定を通じて外国為替取引が行われるようになるのは，外国為替銀行へ外貨預託が行われるようになってからであった（ドル預託は52年12月，ポンド預託は53年3月。）『国の予算』昭和28年度，427頁。
- 20) 当時問題となっていた企業及び金融機関のオーバーボローイング解消のために，外貨活用方法が考えられた。つまり，外国為替資金を廃止して，資金保有の外貨をすべて日銀に売却するとともに，外為資金を政府系金融機関の出資に運用し，日銀からの借入の肩代わりをするという方策である。
- これを1954年度中に実施するということが議論されたようである。『昭和財政史 昭和27~48年度』18巻，301頁参照。
- 21) 1949年12月に売り相場，買い相場はそれぞれ，1ドル=360.35円，359.65円と定められたが，1959年9月に，為替相場の自由化が行われ，為替レートの変動幅0.5%（売り相場，買い相場，それぞれ，1ドル=361.80円，358.20円）が導入された。しかし，このときには平衡勘定は導入されなかった。
- 22) 『昭和財政史 昭和27~48年度』第12巻，446-7頁，第18巻，288-289頁参照。
- 23) 『昭和財政史 戦後から講和まで』第18巻，308頁を参照せよ。
- 24) 1998年4月9日にニューヨーク市場で介入を実施したことを認める「異例の談話」を松永光蔵相が発表した。『日本経済新聞』1998年4月10日付。
- 25) 市中公募・償還については二つのデータがある。外国為替資金収支実績表の「外国為替資金証券発行・償還」のデータと，「政府短期証券公募発行・市中償還」のデータである。公団等が為券を購入するときには日銀から行い，償還は外国為替資金と直接行っているが，後者のデータは公団等による償還を含んでいるため，両者の数字が異なっている。
- 26) 『日本経済新聞』1997年1月17日付，1月25日付，2月4日付。
- 27) 97年12月にドル売り・円買い介入が行われたが，そのとき（ドル売り介入としては）5年四ヶ月ぶりの介入と報道されている。『日本経済新聞』1997年12月22日付。このことは96年度にはドル売り介入が行われなかったことを示唆している。
- 28) その結果，資金は10億円になった。
- 29) 「常に円資金の不足に悩み，借り入れ限度の相次ぐ拡張（はじめ50億円が最後には300億円）によって辛うじて切り抜けるこ

- とができたのである。』『国の予算』昭和25年度、553頁。
- 30) 他方、47年度、48年度には損益計算上の利益が生じ、47年度の利益670万円が48年度の一般会計に、48年度決算上の剰余金838百万円は次の貿易特別会計へ繰り入れられた。
- 31) 一時借入金は年度内償還が原則であり、決算上は返済していることになっているが、実際には49年度3月末に未済が残った。限度額の超過分50億円は、旧会計の49年度に入ってから借入金をこの会計の借り入れ分と見なし、それを借入限度額には算入しないことにした分である。
- 32) ただし年度内に償還できないときにはその金額に限り一年内償還の借り入れ金または融通証券を発行できる(14条)。『昭和財政史-終戦から講和まで-』第6巻、99頁。
- 33) 『国の予算-その構造と背景-』昭和25年度、566頁。
- 34) 年度末の現金不足を切り抜ける方法として、「会計が出納整理期間を有するという法文解釈により、4月分の歳入をもって1949年度収支不足を補った。』『国の予算』昭和25年度、566頁。その結果49年度の決算では数字の上では歳入と歳出が一致している。
- 35) 『日本銀行百年史』第5巻、389頁。
- 36) この制度は1957年7月に完全に廃止された。
- 37) その結果、50年度の決算は317億円の剰余が生じ、次の外国為替資金特別会計に引き継がれた。
- 38) スワップの限度は300億円であったが年度末には950億円に拡大された。「なおスワップについては日銀信用の積極的な利用にほかならないものであり、これについては、その見合いの財源として一般会計からのインベントリーファイナンスと国際通貨基金への出資等がその引き当てとされている。これはスワップが無条件・無制限に行いうる資金調達的手段ではなかったことを示しているとともに、可及的に財政の総合均衡の枠を維持しようとしてとられた措置であったことを示していると考えられる。』『昭和財政史-終戦から講和まで-』第15巻、252-253頁。
- 39) インベントリー・ファイナンスの減額に対して、「何よりも超均衡予算方式の放棄という点に画期的な意義が認められる」と記されている。『昭和財政史-昭和27~48年度』第2巻、37頁。また『国の予算』昭和28年度によると、その繰り戻し論がすぐに台頭したことがわかる。『国の予算』昭和28年度、429頁。その後1963年度予算の財源補填のための取り崩しがかなり主張された。それに対して、大蔵省は反対した(第2巻189頁、14巻251-252頁、参照)。実際には、インベントリー(1950年度から52年度まで3年間で1250億円)の取り崩しはそれ以前から行われており、「対インドネシア特別決済勘定債権の放棄による資金の減額整理(58年7月)、国際通貨基金及び国際復興開発銀行の増資(66年3月)、日韓オープン勘定債権の整理(65年度から74年度まで)、アジア開発銀行の出資(66年度から70年度まで)並びに66年度一般会計の歳出財源の補てん(66年度)による減額を行うと1975年3月末には約57百万円の残額となる見込みである」とある。『国の予算』昭和42年度、672頁。なおインドネシア特別決済勘定債権の放棄は636.89億円、アジア開銀出資の財源は180億円、一般会計への繰入は10,692百万円であった。
- 40) 吉田堯躬「円切り上げと財政」『会計と監査』1973年、24巻9号、185頁。
- 41) 貿易資金証券は50年8月~10月に230億円発行されている。これは年度末に全額償還されている。

- 42) 例えば1955年度に375百万ドル（表8によると368百万ドル）アウトライトで米ドルを日銀に売ったが、その理由として、「(昭和)30年度予算における外国為替資金の借入金の限度額は1500億円に規制されていたため、予想外の国際収支の好調による外貨等の買上げのための円資金の調達を借入金に求めることができなかった」ことがあげられている。『国の予算』昭和31年度、521頁。
- 43) 『昭和財政史－昭和27年～48年度』第12巻、432頁。特別会計にすべての外貨を集中させるという考えは当初はなかったようである。1955年度の日銀への外貨売りの理由の一つとして、「経常的国際取引に必要な外貨等は外国為替資金で保有するが、この必要を超えると考えられる額は正貨準備的な意味で適宜日銀に保有させる」ことがあげられている。『国の予算』昭和31年度、521頁。また、日銀には、一時期、外貨準備はすべて日銀が保有すべきであるという意見もあった（1959年、金融制度調査会中央銀行制度特別委員会小委員会報告での井上敏夫日銀副総裁の意見、同18頁）。このような考え方への強力な支持があったためか、1961年度の予算について、「外為会計の本来の機能を果たしつつ、その収支の均衡を維持する方針の下に、今後、適時適切に保有外貨を日銀に売却することとし」とある。『国の予算』昭和36年度、633頁。しかし、1971年にニクソンショック後の為替差損問題の発生で、日銀としてもこのような形での外貨保有増大は為替リスクを増大させるので望んでいなかったようである。1972年9月に日銀の要請で外貨の売買はスワップで行われるようになったという記述がみられる。実際日銀の要請で1972年10月から73年5月まではスワップ取引のみであった（表8参照）。同476－77頁、486－488頁、参照。
- 44) 77年の円高期の大量ドル買い介入時に一時的に日銀へのドル売りが増大している。
- 45) 繰替使用については、1978年1～6月、79～81年の1～3月、88年1～3月に利用されている。最近では93年には僅かに、95年、97年（表2参照）にはかなり利用されている。ただしすべて年度末にはゼロとなっており、年度越えはない。
- 46) 米国の介入については、Anna Schwartz（1996）を参照。
- 47) 為券の市中消化という考えは昔からあったようである。インベントリーファイナンスに代わる方法として、「公債財源によるインベントリー・ファイナンスは市中消化の限りにおいて健全な資金調達と云う」と述べられている。『国の予算』昭和27年度、494頁。
- 48) 1956年度『国庫の状況報告書』の財政資金収支分析表に、新たに「短期証券公募発行、市中償還」の項目が加えられた理由として、「この項目は今年度から政府が発行する短期証券（食糧証券、外国為替資金証券）は、原則として市中公募の方法によることとなったので、市中の公募額および償還額を計上するため新たに設けられた項目である。ただし、政府の所要資金のうち、公募により調達できないものは、従来どおり日本銀行引き受けの方式によることとなった」とある。
- 49) 財政資金収支分析表によると、56年度第一四半期には日銀引き受け2531億円に対して、公募発行、市中償還額が149億円に上っているが、その後の公募発行、市中償還額はあまりない。他方、『国の予算』昭和31年度（522頁）、32年度（627頁）によると現在は外国為替資金証券はすべて日本銀行の引き受けで発行しているとある。また同昭和34年度（643頁）では、市中応募分はごく僅少にすぎないとある。
- 50) その他の主要な保有機関としては、国債

整理5兆2276億円、運用部3兆5756億円などである。

- 51) かつての国会論議で財政当局はインベントリーファイナンスの必要性については、「外為会計の金が足りないのを日本銀行から借りて出すとインフレートすることになる」旨の考えを述べている。吉田（1991）536頁。
- 52) 為替平衡勘定は63年4月に創設されたが、平衡操作導入にあたっては介入の事務をめぐって様々な議論が行なわれた。『昭和財政史—昭和27～48年度』第12巻61～64頁参照。
- 53) 71年にニクソンショックが起こるまでは僅かであるが、評価益が続いていた。
- 54) 『昭和財政史—昭和27～48年度』第12巻、432頁、『日本銀行百年史』第6巻、1986年3月、341頁、参照。
- 55) 『昭和財政史—昭和27～48年度』第12巻、477頁。なお、『昭和財政史—昭和27～48年度』第5巻、70頁には、「最終的に特別会計の保有外貨の評価替えがなされることになり、昭和48年度予備費より226億円と・・・国債整理基金・・・からの移用788.72億円の計1014.72億円が特別会計の外国為替等売買差益補填として特別会計より支出され、基準相場の変更に伴う為替評価損を一掃した」とある。しかしこれは、変動レート移行後にも基準レートが1ドル＝308円に維持されたため、1000億円を超える売買差損がでたということであって、為替評価損を一掃したわけではない。
- 56) 援助は決して外貨建てではない。それは為替リスクをとりたくないからという答えが大蔵省から返ってくる。これは一方でドルをため込んでいる姿勢と矛盾する。
- 57) 須田美矢子（1995）参照。
- 58) 大場智満元財務官の持論はそうである。『エコノミスト』95年9月5日参照。
- 59) 95～98年の間で米国通貨当局が日本の通

貨当局とともに協調介入したのは2回である。95年には3月から8月まで8回にわたり、33億3百30万ドルのドル買い・円売り介入を行った。98年には6月17日に142円21銭で8億33百万ドル、円買い・ドル売り介入を行った。両介入とも、連銀と為替平衡基金（財務省）の折半で行われた。Federal Reserve Bulletin 各号。

- 60) ただしこれは日本と同様にIMF関係の取引を含んでおり、必ずしも介入の結果だけを表しているわけではない。
- 61) 1期からt期まで介入した場合の、t期末の貸借対照表は、以下のように示される。

借方	貸方
$E_{t+1} \sum_{k=1}^t R_k (1+ik)^* \cdots (1+it)^*$	$\sum_{k=1}^t F_k$
$(E_t - E_{t+1}) \sum_{k=1}^t R_k (1+ik)^* \cdots (1+it)^*$	$\sum_{k=1}^{t-1} P_k$
$\sum_{k=1}^{t-1} R_k \sum_{s=k}^{t-1} (E_s - E_{s+1}) (1+ik)^* \cdots (1+it)^*$	P_t
$\sum_{k=1}^{t-1} P_k$	
D_t	

- 62) インベントリーの引き揚げ問題に絡んで、インベントリーを引き揚げると、「外為証券の増発行が必要になるので、現在国庫余裕金の使用により漸く黒字を保っている外為会計の損益を著しく圧迫することになる」とある。『昭和財政史—昭和27～48年度』第14巻、252頁。
- 63) なおここで基準レートというのは大蔵省が外貨建て資産・負債を円に変換するとき用いる為替レートである。これは現在一年に2回調整され、1月から6月までの基準レートは前年の6月から11月までの、7月から12月までは前年12月から当年5月までの、それぞれ毎日の直物中心相場の平均値となっている。
- 64) 平成10年度の予算では職員基本給、諸手当、超過勤務手当で、277百万円が計上されている。

- 65) 日本総研では為券の低金利のために日銀等政府部門全体が被った低金利による損失を取り上げ、95年度の外国為替資金特別会計の債務超過は5830億円と試算している。河村小百合（1996）参照。
- 66) これはひとつの試算でしかない。より正確に分析するには、各年度の利益の過大評価分・過小評価分の現在価値を加える必要があるが、ここでは行っていない。前節で指摘したように、貸借対照表を用いて介入政策を評価する際に、解決すべきいくつかの問題点も残ったままである。
- 67) 事務取扱費に含まれる外国人の招へい費、滞在費、委員の海外旅行費等は、直接会計に関係しない。
- 68) 「47年度末の貸借対照表上の評価損は4169.33億円となり、48年度に繰り越されたまま残った。この48年度末積立金残高2235.34億円ではまだ償却しうる額ではなかった」とある。『昭和財政史—昭和27~48年度』第5巻，70頁。
- 69) 1973年の後半に、基準レートの改定による売買損の発生等により外国為替資金特別会計収支が逼迫すると、一般会計負担を生ぜしめる等の理由から、ドル売り介入を再検討すべきという議論が台頭した。『昭和財政史—昭和27年度~48年度』第12巻，487頁。
- 70) 日銀法では、剰余金の処分（53条）について、以下のように規定されている。
- 日本銀行は、各事業年度の損益計算上剰余金を生じたときには、当該剰余金の額の百分の五に相当する金額を準備金として積立てなければならない。
- 2 日本銀行は特に必要があると認めるときには、前項の規定にもかかわらず、大蔵大臣の認可を受けて、同項の剰余金の額のうち同項の規定により積み立てなければならないとされる額を超える金額を、同項の準備金として積み立てることができる。
- 3 前二項の規定により積み立てた準備金は日本銀行において生じた損失の補填又は次項の規定による配当に充てる場合を除いては取り崩してはならない。
- したがってどちらに利益が集まっても一般会計に入る資金は同じということにはならない。
- 71) 『日本経済新聞』99年7月4日付。急を要する場合、秘密保持の必要性を考えると市中公募はむずかしいかもしれないが、日銀とのスワップや円資産の取崩しなどで一時的に資金を調達する方法など、日銀引受け以外の方法も考えられる。
- 72) 78年度3.15億円，80年度558.2億円，83年度1069.41億円，92年度1740.6億円が資本金にまわされた。