

はじめに

2020年以降、日本では、大幅な円安が進んでいます。円安が進んだことにより、スマートフォンが高くなったり、海外旅行の値段が上がるなど、私たちの生活にも影響が出ています。

このような状況で、議論に上るのが為替介入です。為替介入とは、財務省が円安や円高が行き過ぎていると判断する際、為替市場に介入して、財務省が望ましいと思う水準に誘導する行為を指します。例えば、円安が行き過ぎていると判断される場合、財務省は円を買うことで、円高へと誘導を試みます。

為替介入では、1回の介入で数兆円もの規模で市場に資金が投入されることもあり、為替レートは短時間で大きく動きます。財務省は為替介入を実施するにあたり、けんせいきゅう牽制球をなげるように市場に段階的にメッセージを出すことで、為替市場の行き過ぎに警告を發します。そのため、近年では円安が進むと、為替介入の報道が増えるという状況が続いてい

ます。

実はこの為替介入によって、日本政府が保有する巨額な外貨建て資産の蓄積につながっています。かつて円高が進んだ際、円売りの為替介入を繰り返したことにより、外貨建て資産の蓄積が進んだためです。財務省が保有している外貨建て資産は、2026年5月時点で200兆円規模になっています。

このように為替介入で得た資金は、外国為替資金特別会計（がいためとつかい外為特会）と呼ばれる会計で管理されています。最近では、政治的な文脈でも、外為特会の話題が増えています。例えば、2026年の衆議院選挙時には、外為特会が有する巨額な資産や含み益、その積極運用について議論がなされました。

しかし、財務省が保有する巨額な外貨資産に関して、多くの人が理解できる形で解説はされていません。その背景には、そもそも政府の予算や会計が多くのの人にとってなじみがないこと、さらに、外為特会の場合、その額の大きさから、マーケットへのインパクトを配慮し、情報の開示が限られていることなどがあります。

本書は、日本の政策に大きくかわる為替介入から議論を進めて、外為特会の仕組みを明らかにします。財務省が有する外為特会は外貨資産を有する金融機関（ファンド）とも

いえます。そのため、為替介入や外為特会を理解することは、資産運用やリスク管理を具体的に考えられるきっかけになります。また、財務省（外為特会）が有する外貨資産で得た利益は、政府の予算に組み込まれることで、政府の歳入を支えています。本書は、財務省や他省庁の予算編成などの具体例をふんだんに盛り込むことで、実際の政策形成についても理解できるように配慮しています。

本書は、実際の政策や金融に携わる人々の視点から具体的な議論を進めていきます。読者は時に中央省庁の公務員の目線、時に運用担当者の目線という形で説明することで、政策や金融がわかる工夫を施しています。金融をできるだけ立体的に理解できるよう、図表を多く入れ、大切な概念は繰り返し説明しました。

本書を読むことで、為替介入や外為特会の知識だけでなく、金融全般や財政への理解が深まれば幸いです。

目次

はじめに

3

第1章 為替介入と外為特会とはなにか

16

1. 1 為替レートの仕組み

1. 2 為替介入とはなにか

1. 3 日本の為替介入の歴史

1. 4 為替介入によりドル建て資産が積み上がる理由
1. 5 適正な為替レートと為替介入の効果
1. 6 第2章以降の流れ

第2章 為替介入を知るためには財務省の体制を知るべき

2. 1 財務省国際局
2. 2 財務官とは…対外交渉の事務方ヘッド
2. 3 為替市場課とは
2. 4 資金管理室…外貨資産運用の体制
2. 5 日銀は為替介入や運用の事務を担う

第3章 為替介入の実態

3. 1 単独介入と協調介入

3. 2 口先介入

3. 3 覆面介入と為替介入の開示

3. 4 代理人としての日銀の役割

3. 5 米ドル以外の介入

3. 6 為替介入の効果

BOX 3-1 日本の為替介入に関する学術的な研究

BOX 3-2 IMFにおける為替介入の評価

補論 為替介入規模の推定

第4章 財務省は外貨建て資産をどのように運用しているのか

91

4. 1 財務省による外貨建て資産運用の特徴

4. 2 バランスシートと損益計算書

4. 3 ヘッジファンドとして見た外為特会

4. 4 有価証券以外の運用先

BOX 4 外為特会と外貨準備の違い

第5章 予算と特別会計

5. 1 一般会計と特別会計

118

5. 2 特別会計の理解が難しい理由

5. 3 特定財源と財政の硬直化の問題

5. 4 予算のプロセス

5. 5 設置要件別に分類した特別会計設置の種類

5. 6 資金という概念…外国為替資金

BOX 5 外為特会の歴史

第6章 外為特会とリスク管理

6. 1 リスクとはなにか

6. 2 リスク管理の基本…ALM

第7章 財源としての外為会計

- 6. 3 どのようにリスクを定量的に見積もるか…VaR
- 6. 4 外為特会が有するリスクにどう対処するか…30%ルール

- 7. 1 一般会計と外為特会

- 7. 2 埋蔵金問題と一般会計繰入のルール化

- 7. 3 どうやって一般会計に繰り入れるか

- 7. 4 外為特会剰余金の一般会計繰入の具体例

BOX 7 特別会計改革…積立金の廃止

第8章 外為特会によるドル貸し出し

- 8. 1 国際協力銀行（JBIC）と政府系金融機関
- 8. 2 外為特会によるJBICへのドル貸し出し
- 8. 3 アジア金融危機とチェンマイ・イニシアティブ
- 8. 4 外為特会とチェンマイ・イニシアティブ
- BOX 8-1 世界銀行とJICAの違い
- BOX 8-2 特別引出権（SDR）について

第9章 為替介入と資金調達

9. 1 国庫とFB（政府短期証券）

9. 2 FBと為替介入

9. 3 FBの公募化

9. 4 外為特会はなぜ短期の借入を繰り返しているのか

9. 5 Tビルについて

9. 6 不胎化介入と非不胎化介入

BOX 9 外為特会において1年のFBの発行が許されている理由

第10章

為替市場とデリバティブ（金融派生商品）

10. 1 スポット取引とフォワード取引

第11章

フォワード（為替スワップ）とカバー付き金利平価

- 10. 2 店頭取引と取引所取引
- 10. 3 外為特会とデリバティブ

- 11. 1 カバー付き金利平価とは
- 11. 2 為替スワップ（フォワード）とヘッジコストの考え方
- 11. 3 ドル調達コストの高まり
- 11. 4 為替スワップ（フォワード）を使った為替ヘッジの事例
- 11. 5 フォワード（為替スワップ）と通貨スワップの違い

BOX 11 カバーなし金利平価

第12章 通貨先物と海外の投機筋のポジション

318

12. 1 先物とはなにか

12. 2 I M M通貨先物と投機筋

12. 3 通貨先物の商品性の詳細

B O X 12 - 1 大阪取引所とは

B O X 12 - 2 原油先物とは

おわりに

356

参考文献

362

本文中の肩書きは当時のものです。