

<b>Title</b>	新興市場経済の金融通貨政策と中央銀行のバランスシート
<b>Author</b>	熊倉 正修
<b>Citation</b>	経済学雑誌, 107 卷 4 号, p.64-89.
<b>Issue Date</b>	2007-03
<b>ISSN</b>	0451-6281
<b>Type</b>	Departmental Bulletin Paper
<b>Textversion</b>	Publisher
<b>Publisher</b>	大阪市立大学経済学会
<b>Description</b>	
<b>DOI</b>	

Placed on: Osaka City University

# 新興市場経済の金融通貨政策と 中央銀行のバランスシート

熊 倉 正 修\*

## 要 約

近年では新興市場経済諸国においても中央銀行の独立性が強化され、国内物価の安定を最優先する金融政策への移行が進みつつある。しかし新興市場経済では中央銀行の独立性やルール・ベースの金融政策に対する理解が必ずしも十分でなく、中央銀行が将来の政府の介入の懸念を払拭しがたい状況にある。また、一般に新興市場経済は外生ショックに脆弱であり、金融通貨当局としても内外資本移動や為替レートの動向に神経質にならざるを得ない。新興市場経済では外国為替市場介入や外貨準備管理に関する方針が曖昧なまま中央銀行が裁量的なオペレーションを行っているケースが多いが、このような状態は長期的な物価の安定を追求する上でも好ましくない。本稿では新興市場経済において中央銀行の組織防衛への意欲や政府との貨幣発行益の配分ルールが国内・対外金融政策にどのように影響するかを分析し、為替レートや外貨準備の管理に関して中央銀行と政府がどのような役割分担を行うことが望ましいかを考察する。本稿の分析によれば、外貨準備に関しては対外流動性の維持を目的としたものと平時の為替市場介入を目的としたものを峻別し、それぞれに関して政府と中央銀行の間で保有規模やコスト負担に関するガイドラインを作成することが望ましい。また、外国為替市場介入に関しても両者間で基本的な政策目標を共有しておくことが望ましく、外貨準備保有高の目標値や為替市場介入の方針と国内の物価目標が両立可能かどうかともあらかじめ検討するべきである。

## 1. はじめに

1990年代半ば以降の金融通貨危機の頻発化により、新興市場経済（emerging market economies, 以下 EME）においても固定為替相場制度を基礎とする金融政策の危険性が広く認識されるようになった。多くの EME では中央銀行（以下中銀）に一定の政策運営上の独立性を保障した上で物価安定を最優先する金融政策への移行が行われ、インフレーション・ターゲティング（inflation targeting, 以下 IT）などの明確なルールにもとづく政策枠組みの導入も

---

### [キー・ワーズ]

EME, 中央銀行の独立性, 中央銀行のバランスシート, インフレーション・ターゲティング, 外貨準備, 外国為替市場介入

\* 本稿の作成にあたり、(財)日本証券奨学財団および大阪市立大学大学院経済学研究科より研究調査奨励費の援助を受けた。記して感謝したい。

進みつつある。一方、多くの EME が依然として自国通貨の対外価値の動向に神経質であることも事実であり、一部の通貨当局は現在でも頻繁に外国為替市場介入を行っている (Ho and McCauley 2003)。また、内外資本移動の変調に対する懸念も根強く、相当数の EME がかつてない規模の外貨準備を積み上げている (Aizenman and Lee 2005)。

EMEの通貨政策や外貨準備に関しては多くの研究が存在するが、これらの大部分は為替市場介入の決定要因や効果、外貨準備保有の財政コストなどに注目したものである。これらの研究においては為替市場介入や外貨準備保有に関する政府と中銀の意向が同一であることが暗黙裡に仮定されており、誰が介入や外貨資産の保有額を決定すべきか、誰がそのコストを負担すべきかといった問題は十分に議論されていない。また、EMEの政策運営状況を見てもこれらの点が明確化されている国はむしろ稀であり、方針が曖昧なまま中銀が裁量的な政策運営を行っているケースが多い (Moser-Boehm 2005)。

中銀が自己勘定で大量の外貨準備を保有した場合、そのバランスシートに大きなリスクが生じる<sup>1)</sup>。中銀の財務リスクが効率的な金融政策運営の障害になるかどうかは議論の余地があるものの、中銀の独立の歴史が浅く政府が貨幣発行益 (シニョレッジ) に興味を示す要因の多い EMEにおいて、それが全く無視できる問題とも思われない。本稿では一国の国内物価政策や外貨準備管理、為替レート政策が中銀のバランスシートにどのように帰結するかを整理し、中銀と政府の貨幣発行益の配分方法や両者の政治経済学的関係がこれらの政策変数にどのような影響を与えるかを検討する。そしてこれらの分析の結果を手がかりとして、一国の対外流動性管理や外国為替市場介入が適切に行われるために政府と中銀の間でどのような役割分担を行うべきかを議論する。われわれの分析によれば、外貨準備に関しては対外流動性維持を目的としたものと平時の為替市場介入を目的としたものを峻別し、それぞれについて政府と中銀で規模や運用方法、コスト負担などに関する取り決めを行うことが望ましい。また、平時の外国為替介入に関しても政府と中銀の協議によって大まかな方針を決め、実際の介入の判断は中銀に委ねることが望ましい。さらに為替レート政策や外貨準備の保有目標と国内のインフレ目標が両立可能かどうかもあらかじめ検討しておくべきであろう。

本稿の構成は以下のとおりである。次節ではまず EMEの金融通貨政策と外貨準備の保有状況を概観し、多くの国の中銀が無視できない財務リスクを抱えていることを確認する。第3節では簡単な分析枠組みを用いて、中銀のインフレ目標値と外貨資産保有高、自己資本の関係を考察する。第4節では第3節の分析枠組みを短中期的な為替レートのみスアラインメントが生じる状況に拡張し、対外資産の評価損益や為替市場介入が中銀のバランスシートや物価目標にどのような影響をもたらすかを分析する。第5節では上記の分析を踏まえ、EMEが長期

1) 一国の外貨準備の保有主体が中銀である必然性はないが、多くの国においてはそれが実際の運用になっている。また、外貨準備管理や為替市場介入を政府の専管事項にしている国もあるものの、そのような政策にも利点と弊害がある (第2節および5節参照)。

的なマクロ経済の安定を目指す上で政府と中銀が外貨資産管理や為替レート政策に関してどのような役割分担を行うことが望ましいかを考察する。第6節は本稿の議論の総括である。

## 2. 新興市場経済における金融通貨政策と外貨準備

近年では先進国のみならず多くの EME においても中銀の独立性が強化され、金融政策の透明性が向上しつつある。1990年代末以降、多くの EME において金融政策の主要目標が通貨の対外価値（為替レート）の安定から対内価値（国内物価）の安定に変更され、明確なルールにもとづく IT などの政策枠組みを導入する国も増加している<sup>2)</sup>。その一方で多くの EME が依然として自国通貨の対外価値の変動に神経質なこと事実であり、国際資本移動の変調が自国経済に与える影響に対する懸念も根強い。表1は IMF の *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (2005年版) において IT 採用国に分類されている22カ国につき、(1) IT 採用年季、(2) IMF 分類による通貨制度、(3) Levy Yeyati (2005) による「事実上の」通貨制度、(4) 公的外貨準備総額の対 GDP 比率をまとめたものである<sup>3)</sup>。表を一瞥して分かるように、現在では IT を採用する EME がかなり増えており、数の上ではすでに先進国を凌駕している。一方、IMF 分類では表中のすべての先進国が変動為替相場制度を採用しているのに対し、EME では管理フロート制度を採用している国が少なくない。同様に Levy Yeyati (2005) の分類においても相当数の EME がクリーン・フロート以外の政策を維持していると判断されている<sup>4)</sup>。Ho and McCauley (2003) が18の IT 採用国を対象として行ったサーベイによれば、対象国の約2/3が IT 採用後に為替市場介入を実施しており、その大部分は EME である。IT 採用国は特別な場合を除いて為替市場介入を控えるべきとの立場もありうるが、このような見解とこれらの国々の現状の間にはかなりの懸隔があるように思われる<sup>5)</sup>。ただし、短中期的な為替レートの動向に影響を与えるための市場介入の頻度や規模は国によってかなり異なっており、過去数年の間ほとんど実績を持たない国も存在する。

先進国と EME における中銀の独立性や IT の導入過程の大きな違いは、前者においては政府や政治家の金融政策への介入の弊害や金融政策運営ルールが市場の期待に与える影響などを

2) 本節では事例として IT 採用国の金融通貨政策や中銀の財務リスクを概観するが、次節以降の分析は IT 採用国以外の国々においても適用可能である。なお、EME の中には中銀の政策目標を「通貨価値の安定」と定義し、為替レート安定化にも含みを残している国も存在する (Moser-Boehm 2005)。

3) 表1に含まれていない国々の中にも IT の採用を表明している国もあり (たとえばインドネシア)、それ以外にも中銀の独立性が強化されている国は多い。

4) Levy Yeyati (2005) は実現した名目為替レートや外貨準備の変動にもとづく純粋に統計的な分類であり、その解釈には注意が必要である。Levy Yeyati (2005) では各国の通貨制度が1=Inconclusive; 2=Float; 3=Dirty float; 4=Dirty float/Crawling peg; 5=Fix の5つに分類されている。

5) IT を採用する先進国では外国為替市場介入がほとんど行われていない国が多いが、これらの国々においても自国通貨の対外価値に影響を与えるための市場介入の可能性が必ずしも否定されている訳ではない (Chiu 2003)。

表1. インフレレシジョン・ターゲティング採用国の通貨制度と外貨準備残高

国名	IT採用年季 <sup>1)</sup>	通貨制度 (IMF) <sup>2)</sup>	通貨制度 (Levy Yeyati 2005) <sup>3)</sup>	外貨準備/GDP (%) <sup>4)</sup>
ブラジル	1999 : Q2	Independently floating <sup>5)</sup>	Float	7.4
チリ	1999 : Q3	Independently floating	Float	16.3
コロンビア	1999 : Q3	Managed floating with no predetermined path <sup>5)</sup>	Float	12.8
チエマ	1998 : Q1	Managed floating with no predetermined path	Dirty float	25.2
グアテマラ	2004 : Q1	Managed floating with no predetermined path <sup>7)</sup>	Dirty float / crawling peg	13.1
ハンガリー	2001 : Q3	Pegged exchange rates within horizontal bands <sup>6)</sup>	Float	17.9
インドネシア	1997 : Q2	Independently floating <sup>6,7)</sup>	Dirty float	22.5
韓国	1998 : Q2	Independently floating	Fixed	27.6
メキシコ	2001 : Q1	Independently floating	Float	10.4
ペルー	2002 : Q1	Managed floating with no predetermined path <sup>5)</sup>	Dirty float / crawling peg	19.1
フィリピン	2002 : Q1	Independently floating	Dirty float / crawling peg	16.2
ポーランド	1999 : Q1	Independently floating	Float	14.2
南アフリカ	2000 : Q1	Independently floating	Float	8.4
タイ	2000 : Q2	Managed floating with no predetermined path	Float	31.2
トルコ	2003 : Q1	Independently floating <sup>5)</sup>	Float	15.7
オーストラリア	1993 : Q1	Independently floating	Float	6.2
カナダ	1991 : Q1	Independently floating	Float	2.9
アイスランド	2001 : Q1	Independently floating	Fix	7.2
ニュージーランド	1990 : Q1	Independently floating	Fix	8.4
ノルウェー	2001 : Q1	Independently floating	Fix (2004, outlier)	17.5
スウェーデン	1993 : Q1	Independently floating	Dirty float / crawling peg	6.2
英国	1992 : Q4	Independently floating	Float	1.9

(注) 国名のアールファベット順。1) IMF WEO および各中央銀行ホームページ。2) 2004年末現在。分類方法はIMF AREAERを参照。3) 2004年末現在の事実上 (de facto) の制度。分類方法の詳細はLevy Yeyati (2005)を参照。4) 2005年末現在。5) 2005年末時点でIMFのプログラム上にあった国。6) 複数の金融政策のアンカーを採用している国。7) 公式の (de jure) 制度と実際の (de facto) の政策の間に乖離が認められる国。

(出所) IMF World Economic Outlook (September 2005, Chapter 4), Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2005, International Financial Statistics (CD-ROM), Eduardo Levy Yeyati, "LVS de facto classification of exchange rate regimes, updated December 2005" (<http://www.und.edu/~ely/papers.html>), 各中央銀行ホームページ。



幅広く検討した上で導入されたのに対し、後者においては通貨危機によって既存の金融政策の枠組みが破綻し、海外投資家の信頼回復や国際金融機関の支援確保のために短い準備期間で導入された国が多いことである<sup>6)</sup>。そのことを反映して多くの EME ではその後も制度や政策の変更が繰り返されており、中銀としては将来も組織や政策運営上の独立性が保障されることを楽観しにくい環境にある。また、通貨危機をきっかけとして中銀の独立性が実現したという経緯もあり、多くの中銀は対外流動性の維持を単に重要な政策目標の一つとみなしているだけでなく、少なくとも現時点では自らの威信の維持と政府からの介入回避のための要件と考えている可能性が高い。表1においても先進国に比べて EME では外貨準備の対 GDP 比率が高くなっており、これらの国々が対外流動性の維持に神経質になっていることが伺われる。

表2には IT 採用国における外貨準備総額 (IMF への報告額) と中銀のバランスシート上の外貨建て純資産残高が示されている。参考のため、後者については貨幣の市中流通残高やそれに民間銀行の法定準備金残高を加えた広義の貨幣発行残高に対する比率、そして中銀の広義の自己資本 (資本金に準備金や経過勘定を加えた値) に対する比率も記載した。国によって中銀のバランスシートの作成方法が異なるため単純な比較は困難だが、多くの国の外貨準備は中銀のバランスシート上に集約されており<sup>7)</sup>、大半の国ではバランスシート上のネットの外貨建て資産残高が貨幣発行残高を大幅に上回っている。外貨建て資産残高と比べた自己資本の規模も小さく、中には後者が負になっている国もある。これらのことは中銀が有利子の中銀債の発行や預金の受入れによって外貨建て債権をファイナンスしていること、中銀のバランスシートに無視できないリスクが存在することを示している<sup>8)</sup>。

とはいうものの、中銀のバランスシート・リスクの存在を問題視すべきかどうかは必ずしも簡単な問題ではない。とりわけ EME においては中銀の財務リスクはマクロ経済に無視できない影響を与えうるというのが本稿の立場であるが、これに対しては以下の二つの反論が考えられる。第一に中銀は必要に応じて政府の財政支援を仰げるため、重要なのは中銀と政府の統合勘定 (consolidated balance sheet) であり、中銀単独の財務リスクの議論は無意味であるという見解がありえよう。しかし、植田 (2003) や Stella (2004) によっても強調されているように、これは政治経済的視点を欠いた議論だと思われる。中銀が債務超過に陥った場合に政府が

6) 英国やスウェーデンでも欧州の為替相場メカニズム (Exchange Rate Mechanism, ERM) からの離脱が IT 採用のきっかけとなったが、それ以前に IT や中銀の独立性に関する多くの議論が行われていた。

7) 表2において(A)と(B)の差が大きくない国においては基本的に全ての外貨準備が中銀のバランスシートに計上されていると考えて差し支えない。両者の乖離は外貨準備の評価に用いられる為替レートやオンバランス項目のカバレッジの違いを反映している。

8) ただし中銀のバランスシートに記載されている外貨準備の一部ないし大半が政府によって所有されている国も存在する。また、一部の国ではオフバランス取引によって外貨資産の為替リスクの一部がヘッジされている。

表2. 公的外貨準備と中央銀行のバランスシート

国名	年月	(A) 公的外貨準備 (百万米ドル) <sup>1)</sup>	(B) 中央銀行のバラン スシート上の対外純 債権 (百万米ドル) <sup>2)</sup>	(B) / 貨幣発行残高	(B) / (貨幣発行残高 + 市中銀行の法定準備) <sup>3)</sup>	(B) / 中央銀行の 広義の自己資本 <sup>4)</sup>
ブラジル	2006年1月	53,596	54,991	2.57	0.56	-7.11
チロ	2004年12月	15,994	16,966	4.43	4.08	-7.65
コロンビア	2005年12月	13,289	14,957	1.78	1.50	2.08
チェコ	2005年12月	29,352	29,354	2.51	2.37	-7.79
グアテマラ	2006年3月	3,675	4,208	2.26	1.53	10.64
ハンガリー	2004年12月	15,913	14,835	1.85	1.05	23.16
イשראל	2005年12月	28,006	26,384	4.98	3.15	-38.43
韓国	2005年12月	210,340	211,084	8.17	4.96	55.75
メキシコ	2004年12月	74,060	63,153	2.00	2.00	34.67
ペルー	2004年12月	12,237	12,368	4.49	4.48	137.25
フィリピン	2005年11月	15,764	13,969	2.61	1.88	2.97
ポーランド	2005年11月	39,962	36,283	1.98	1.60	6.30
南アフリカ	2005年3月	14,359	12,441	1.57	1.02	13.41
タイ	2005年12月	50,826	52,075	2.84	2.64	1.09
トルコ	2005年12月	35,872	23,431	1.57	1.07	11.25
オーストラリア	2005年6月	41,905	47,672	1.75	1.72	6.56
カナダ	2004年12月	34,435	107	0.00	0.00	4.31
アイスランド	2005年12月	1,039	1,046	4.99	1.46	1.81
ニュージーランド	2005年12月	8,893	4,004	1.50	1.20	3.40
ノルウェー	2005年12月	46,986	37,658	4.91	2.70	3.72
スウェーデン	2004年12月	22,453	20,834	1.27	1.26	2.11
英国	2005年12月	44,031	-985	-0.02	-0.01	-0.03

(注) 1) IMFへの報告値 (金およびSDRを含む)。2) オフバランス項目をのぞく。3) 一部の国は最低法的準備を超える準備預金も含む。4) 中央銀行法にもとづく自己資本、貸し倒れ引当金、その他の準備金および経過勘定を含む。

(出所) 各中央銀行の年次報告書およびホームページ。

ら自動的に財政補填を受けることができれば中銀単独の財務リスクは意味を持たないが、実際にそのような取り決めがなされている国はごく少数である<sup>9)</sup>。そもそも中銀の独立性は政府が望む金融政策と社会的に望ましい金融政策が必ずしも一致しないからこそ意義を持つのであり、そのことは中銀に政策運営上の独立性が付与された場合、少なくとも短期的には中銀と政府の間に利害の確執が生じることを意味している。そのような状況において政府が中銀の財務損失の補填をあらかじめ保証する理由は乏しく、かりに迅速な財政支援が行われる場合でもその代償として中銀の組織や政策運営への介入が行われる可能性が高い。各国の中銀幹部を対象としたアンケート調査の結果を見ても、多くの中銀が自らの財務リスクにきわめて敏感になっていること、毎期の決算損益が極端に変動して政府に干渉のきっかけを与えることを懸念していることが伺える (Pringle and Carver 2004; 西原 2005)。

第二に、中銀の自己資本や準備金が民間銀行のそれと異なった意味を持っているため、一時的な中銀の債務超過が金融政策に悪影響を及ぼす蓋然性は乏しいという見解もありえよう (Cargill 2005)。確かに中銀の収益の源泉は貨幣発行の独占権にあるため、長期的に十分な貨幣発行益が期待されていれば中銀の一時的な財務損失が金融政策に直接的な影響を与える必然性はない。しかし中銀が政府の代理人として通貨発行業務を行っている以上、その経済的便益は最終的には政府に帰属すべきであり、中銀が貨幣発行益をどれだけ自らの財務リスクのバッファとして利用できるかは中銀の毎期の損益の政府との配分方法に依存している。各国の事例を観察すると、中銀の各会計期間 (通常は一年) の損益が正の場合はそのうち相当部分が国庫に納付され、負の場合は中銀自身の準備金によって一括償却するか経過勘定に保有して段階的に償却する取り決めになっている国が多い。そのような場合、中銀のバランスシートが著しく毀損すれば複数年に渡って会計上の債務超過が継続する可能性があり、それが中銀の政策の信頼性を損なったり政府に介入のきっかけを与えたりしないとはいえない<sup>10)</sup>。そして中銀がそのような可能性を憂慮すれば、社会的に望ましくない方向に金融政策を調整することによってそのような事態を回避しようとするかも知れない。

表3はIT採用国における(1)インフレ目標値の決定主体、(2)外国為替市場介入の決定主体、(3)為替市場介入の情報開示状況、(4)中銀の各期の利潤の国庫への納付方法をまとめたものである。政府と中銀のいずれがインフレ目標値を設定すべきかについては現在でもさまざまな議論がある (いわゆる目標設定の独立性 (goal independence) の問題)。EMEの中では中銀が決定権を持っている国が比較的多いが、先進国と比べると今日でも政府の関与方法が流動的な国が少なくない。為替市場介入に関しても大半のEMEにおいて中銀が裁量的な政策運営

9) 政府が国債を発行して中銀に財政支援を行い、中銀が注入された資金を用いて国債を購入した場合、中銀と政府の統合勘定は変化しない。ただし次節以降で分析するように、その後の中銀と政府それぞれのキャッシュフローは中銀の決算損益がどのように政府に配分されるかに依存している。

10) この点に関する近年の事例については Dalton and Dziobek (2005) や Ize (2005) を参照されたい。



表3. 金融政策と外国為替市場介入に関する役割分担と中央銀行の財務損益の配分ルール

国名	インフレ目標値の決定主体	為替市場介入の決定主体 <sup>1)</sup>	為替市場介入に関する情報公開 <sup>2)</sup>	中央銀行の財務収益の配分ルール <sup>3)</sup>
ブラジル	G <sup>4)</sup>	C B	Yes	C Bが25%留保。
チリ	C B	C B	Yes	C Bが10%まで留保できる。
コロンビア	C B	C B	Yes	あらかじめ規定されたC Bの法定準備金と引当金を満たした上で残額をGに納付。
チェコ	C B	C B	Yes	C Bは為替変動対策のための準備金の留保を認められている。
ハンガリー	Joint	C B	Yes	Gの定めた予算計画にもとづきC Bが収益を留保できる。残額はGに納付。
イスラエル	G	C B <sup>5)</sup>	No	C Bが各年の収益ないし過去の留保収益の一部を配当としてGに納付。GはC Bが準備金を越える損失を計上した場合、その差額を補填することを保証。
韓国	Joint	G	Yes	全ての収益をGに納付。ただし近年は納付の実績なし。
メキシコ	C B	C BとGの合議 <sup>6)</sup>	No	C Bが10%留保。
ペルー	C B	C B	Yes	実質ベースの自己資本を維持した上で残額をすべてGに納付。
フィリピン	Joint	C B	No	収益の25%をGに納付。C Bは準備金が資本金の100%に達するまで残りの収益を留保。
ポーランド	C B	C B <sup>5)</sup>	No	準備金を上回る損失が生じた場合、Gが譲渡不可能な利付債により差額を保証。
南アフリカ	G <sup>4)</sup>	C B <sup>5)</sup>	Yes	C Bが50%留保 <sup>8)</sup>
タイ	C B	C B	No	C Bが2%留保。
トルコ	C B	C B	Yes	10%を株主に配分。残額の10%をC Bが留保し、残りをGに納付。
オーストラリア	Joint	C B	Yes/No(裁量) <sup>7)</sup>	C Bが25%留保(ただし資本金の100%の上限あり)。
カナダ	Joint	G <sup>5)</sup>	Yes	C Bが20%留保。残金は中銀法にもとづき配分。
アイスランド	Joint	C B	No	C Bとの協議の上でGが決定。全額をGに納付。
ニュージーランド	Joint	C B	Yes	収益の2/3は常にGに納付。C Bは自己資本と留保金の和が国内与信残高の2.25%に達するまで残額を留保できる。
ノルウェー	G	C BとGが合意した詳細なルールにともなうC Bが決定	Yes	C BとGの間で5年毎に締結される協定にもとづき、毎年決められた金額をC Bが留保。残額はGに納付。
スウェーデン	C B (Gへの事前報告の義務あり)	C B <sup>5)</sup>	No	C Bの調整基金が為替リスクのある対外債残高の10%に達するまで留保できる。
英国	G	G <sup>5)</sup>	Yes	過去5年間の平均収益(為替レートと金価格の変動による評価損益をのぞく)の80%をGに納付。

(注) G=政府 (Government)。C B=中央銀行 (Central Bank)。1) C Bが為替市場介入の決定主体であってもGが通貨制度変更の権利を保持している国もある。2) 情報公開までのタイムラグや情報の詳細さは国によって異なる。3) C Bのバランスシートに外貨準備が記載されているも、為替変動による評価損益を損益計算書から除外している国も少なくない。4) 法改正を検討中。5) 近年は裁量的介入の実績なし。6) C Bと財務省スタッフにより構成される外国為替委員会によって決定され、委員会メンバーの過半数は財務省職員によって占められている。7) 過去の介入の実績や効果はC Bの文書においてかなり詳細に分析されている。8) C Bは資産や金融政策を含む諸業務から得た収益に関する納税義務を負っている。

(出所) Chiu (2003), Hawkins (2004), Moser-Boehm (2005), Tukadhar (2005) および各国の中央銀行法。

を行っており、介入に関する情報開示も国内金融政策に関する情報開示と比べると限定的な国が多い。多くの EME の中銀はバランスシート・リスクを考慮して厚めの準備金や引当金を積んでいるが、決算損益の政府との配分方法に関する中銀の裁量の余地は小さい<sup>11)</sup>。また、多くの EME では先進諸国に比べて高めのインフレ目標値が設定されており、政府部門の一般的な徴税能力も先進国に比べて見劣りするケースが少なくない。したがって、EME の財政当局は先進国のそれに比べて貨幣発行益により強い関心を抱く環境にあるといえよう。

### 3. 中央銀行のバランスシートと金融通貨政策

本節と次節では単純化された中銀のバランスシートの分析を通じ、一国の物価管理政策と外貨準備の保有額、外国為替市場介入、中銀の収益の政府への移管方法などが相互にどのように関係しているかを検討する。そして中銀が自らの組織防衛に配慮しつつ政策運営を行う場合、上記の関係が当該国のマクロ経済にどのように帰結しうるかを考える。ここではある EME の中銀が明示的・暗黙裡のインフレ目標値を参照しつつ金融政策を行っており、かつ自ら調達した資金を用いて外貨準備をファイナンスしている状況を念頭に置く。本節ではまず為替レートが常に均衡状態にある状態を想定し、次節では短中期的な為替レートのみスライメントが発生するケースを考える<sup>12)</sup>。

まず以下の単純化された中銀の貸借対照表を考えよう。

$$C_t + D_t + K_t = e_t F_t \quad (1)$$

上記の  $C_t$  は中銀の無利子負債残高を示している。 $C_t$  には市中に滞留する貨幣や民間銀行に課される無利子の法定準備金などが含まれるが、以下では便宜的に  $C_t$  全体を貨幣発行残高と呼称する。 $D_t$  は中銀の有利子負債残高を表しており<sup>13)</sup>、 $K_t$  は中銀の広義の準備金（自己資本や引当金、経過勘定などを含む）を示している。 $F_t$  は外国通貨表示による外貨準備を、 $e_t$  は名目為替レート（自国通貨表示による外国通貨1単位の価格）を表している。

以下では中銀が各期の期初に前期の損益を確定し、あらかじめ決められたルールにもとづいてその一部ないし全部を政府に配分（納付）するものと仮定しよう。(1)式の1階階差をとると

$$\Delta C_t + \Delta D_t + \Delta K_t = e_t \Delta F_t + \Delta e_t F_{t-1} \quad (2)$$

となり、この関係は連続する任意の2期間において成立する。 $t=0, 1, 2, \dots$  は中銀の決算期間に対応しており、ここではさしあたり各1年と考えよう。 $t$ 期の期初に確定する  $t-1$  期の中銀の会計上の損益は

11) 一部の国は外貨準備の評価損益を特別勘定に計上して毎期の損益計算から除外しているが、そのような国々においても中銀が最終的な評価損の償却を行うことが期待されているように思われる。

12) 本節の分析の一部は Ize (2005) に拠っている。

13) 中銀の保有する国内の有利子債権（国債や民間銀行貸し出しなど）の総額が有利子債務（中銀債など）の総額を上回っている場合、 $D_t$  は負の値をとる。

$$\Omega_{t-1} = i_t^* e_t F_{t-1} + \Delta e_t F_{t-1} - \Delta i_t D_{t-1} - O_{t-1} \quad (3)$$

である。上記の  $i_t$  と  $i_t^*$  はそれぞれ自国と外国における  $t-1$  期から  $t$  期にかけての名目金利を、 $O_{t-1}$  は  $t-1$  期中に発生する利払い以外の業務支出を表している。中銀が民間銀行の損失補填などの擬似財政政策 (quasi-fiscal operations) を行っている場合、その費用も  $O_{t-1}$  に含まれる。  $\Delta e_t F_{t-1}$  は当該期間中の外貨準備の評価損益を示している。

第2節でも見たように、多くの国では中銀の各期の決算において利益が生じた場合、その一部ないし全てが国庫に納付され、損失が生じた場合には中銀による自己償却が求められている。以下では中銀が自らの財務リスクに備えて一定水準まで準備金を積むことを許可されており、各期の利益の中から準備金の維持に必要な額のみを留保し、残りを全て国庫に納付する取り決めになっているものと仮定しよう。したがって各期の利益が負の場合には準備金の水準が低下するが、その場合にも政府からの補填は行われぬものとする<sup>14)</sup>。このような配分方法は広く認められるが、国によって準備金の上限値や下限値は異なっている。

一般に(1)式のバランスシートの構造は短期的にも長期的にも変化するが、中銀の利益の源泉が貨幣発行益である以上、貨幣発行残高に対する他の負債項目や資産項目の比率が無限に拡大したり縮小したりする事態は考えにくい。そこでここでは中銀が各期の貨幣発行残高  $C_t$  の  $k^*$  倍に当たる金額まで準備金を積むことを認められているものと仮定し、 $k^*$  を最大準備金比率と呼ぶことにする<sup>15)</sup>。その場合、 $t-1$  期から  $t$  期にかけての実際の準備金の変化は

$$\Delta K_t = \begin{cases} k^* C_t - K_{t-1} & \text{if } \Omega_{t-1} \geq k^* C_t - K_{t-1} \\ \Omega_{t-1} & \text{if } \Omega_{t-1} < k^* C_t - K_{t-1} \end{cases} \quad (4)$$

となる。

上記の収益配分方法を前提とした場合、政府は  $k^*$  にどのような値を設定するだろうか。この問題を考える準備として、まず(1)–(4)式中のバランスシートの各項目を当期の貨幣発行残高に対する比率の形に書き直すことを考えよう。それぞれの項目を  $d_t = D_t/C_t$  のように小文字のアルファベットを用いて表記することになると、(1)式と(2)式を

$$1 + d_t + k_t = e_t f_t \quad (5)$$

$$\Delta k_t + \Delta d_t = e_t \Delta f_t + \Delta e_t f_{t-1} \quad (6)$$

と書き直すことができる。(3)式の  $\Omega_{t-1}$  を(4)式に代入した上で(4)式を同様に書き改め、さらに(5)式と(6)式を利用して  $d_t$  と  $\Delta d_t$  を消去すると

$$k_t = k^* \quad (7)$$

14) 別の配分方法として、準備金の状況に関わらず各期の決算利益の一定比率が国庫に納付され、損失は中銀の内部留保によって償却するというルールもしばしば認められる。このルールの下では長期的な中銀の準備金は内生変数となり、他の政策変数を変化させることによって長期的な準備金の水準に影響を与えることが可能となる。ただし利益の国庫納付比率が十分に大きい場合、このルールの下でも定性的には以下とほぼ同様の結果が得られる。

15) 最大準備金比率を中銀の総資産残高に対する比率として定義した場合でも以下の結果は同様である。



$$i_t + (1+i_t^*)e_t f_{t-1} - (1+i_t)e_{t-1} f_{t-1} - (1+\pi_t+g_t)k_t + (1+i_t)k_{t-1} - o_{t-1} = 0 \quad (8)$$

となる。上記において  $\pi_t$  と  $g_t$  はそれぞれ  $t-1$  期から  $t$  期にかけての国内インフレ率と貨幣発行残高の実質成長率を表している。さらに(4)式中の  $\Omega_{t-1} \geq k^* C_t - K_{t-1}$  という条件を同様の手順で書き直すと

$$i_t + (1+i_t^*)e_t f_{t-1} - (1+i_t)e_{t-1} f_{t-1} - (1+\pi_t+g_t)k^* + (1+i_t)k_{t-1} - o_{t-1} \geq 0 \quad (9)$$

となる。

(8)式や(9)式中の名目為替レートは長期的には内外のインフレ率や生産性上昇率の格差を反映して変化し、短期的にはそれ以外の要因によっても変化するだろう。以下では長期的な購買力平価を仮定し、さらに本節では短期的にも購買力平価が成立するものと仮定する。簡単のために外国のインフレ率を0とすると、 $\Delta e_t/e_{t-1} = \pi_t$  という関係が成立する。これらの条件を利用して(9)式をさらに整理すると

$$i_t - \bar{r}_t e_{t-1} f_{t-1} - (1+\pi_t+g_t)k^* + (1+i_t)k_{t-1} - o_{t-1} \geq 0 \quad (10)$$

となる<sup>16)</sup>。ここで  $\bar{r}_t = r_t - r_t^*$  は内外の実質金利差を表しており、 $r_t = i_t - \pi_t$  および  $r_t^* = i_t^* - \pi_t^* = i_t^*$  である。

以下では中銀が  $\pi_t = \pi > 0$  というインフレ目標値を設定して金融政策を行っており、かつ各期にそれが達成されている状態を仮定しよう。また、自国の実質金利と実質貨幣需要の成長率もそれぞれ  $r_t = r > 0$  および  $g_t = g > 0$  の水準で安定しているとすると、自国の名目金利も  $i_t = r + \pi = i > 0$  という定数になる。さらに外国の実質金利も一定だとすると、内外の金利差  $\bar{r}_t = \bar{r}$  も定数となる。自国は EME であり外国は外貨準備資産の表示通貨国（米国などの先進国）であるため、通常の状態では  $\bar{r} > 0$  と考えられる（後述）。さらに経常支出の対貨幣発行残高も  $o_t = o$  という値で安定しているとしよう。

(10)式の  $e_t$  は長期的には内外のインフレ格差を反映して増加（＝自国通貨の減価）してゆくため、長期的に(5)式のバランスシートの構造が安定するためには、同じ比率で外貨ベースの外貨準備総額  $f_t$  が減少してゆく必要がある。ただし内外の物価水準を考慮して以下のように実質為替レートと実質外貨準備比率を定義すれば

$$s_t \equiv \frac{e_t P_t^*}{P_t}, \quad f_t^* \equiv \frac{F_t/P_t^*}{C_t/P_t} \quad (11)$$

$e_t f_t$  が一定で名目為替レートが均衡値と一致している限り  $e_t f_t = s_t f_t^* = 1 \times f_t^*$  となり、 $f_t^*$  も定数になることが分かる。ここではそのような  $f_t^*$  の値を  $f^*$  と書こう。 $t-1$  期に(10)式が満たされていれば  $k_{t-1} = k^*$  であることに留意しつつ(10)式を  $k^*$  について解くと、

16) 煩瑣を避けるため、 $r_t^* \pi_t \approx 0$  と見なしている。



$$k^* \geq -\frac{(r+\pi) - \bar{r}f^* - o}{r-g} \quad (12)$$

という結果が得られる。(8)式についても長期的に維持可能な準備金の値を求めると

$$k = -\frac{(r+\pi) - \bar{r}f^* - o}{r-g} \quad (13)$$

となる。

(12)式の右辺の分子と分母がともに正であれば右辺全体は負となり、 $k \geq 0$ なるあらゆる $k$ が(12)式の条件を満たすことが分かる。一般に一国の実質金利は実質経済成長率より高く、経済成長率は貨幣需要の成長率を上回っていることが多い。したがって右辺の分母は通常は正となろう。一方、分子は貨幣発行益から外貨準備の保有コストと経常費用を減じた値であり、これも通常の場合は正であろう。ただし実質金利格差 $\bar{r}$ や外貨保有高 $f^*$ 、経常費用 $o$ などが十分に大きければ負になることも考えられる。その場合には右辺全体が正となり、 $k$ の値が十分に小さいと(12)式が満たされなくなる。

政府が中銀の内部留保の上限を低く設定することによって利益配分を得られなくなるというのはややパラドキシカルに思われるかも知れない。しかし中銀が外貨準備の対貨幣発行残高比率（以下、「外貨準備比率」）を据え置いたままで準備金比率を圧縮しようとするれば、その分だけ有利子負債の対貨幣発行残高比率（以下、「有利子負債比率」）を増加させなければならない。有利子負債の利払い増加は毎期の収益を圧迫するため、最大準備金比率が低下して毎期の積み立て必要額が減少しても政府に納付できる金額も減少してしまうわけである。(12)式の条件が満たされない場合、(13)式の $k$ が長期的に維持可能な準備金比率となる。

ただし上記のことは最大準備金比率を高く設定するほど政府の収益が増加することを意味するわけではない。中銀が毎期の利益から新規の積み立てを行わない限り実際の準備金比率は名目貨幣発行残高の増加率と同じ比率で低下するため、実際の準備金比率を上限値 $k^*$ に維持するためには毎期の利益から $(g+\pi)k^*$ を準備金に繰り入れる必要がある。したがって中銀の最大準備金比率が限界的に引き上げられた場合、中銀の実質的な利益増加額はそれに対応する有利子負債の利払い減少分から準備金維持コストの増加分を減じた $[i - (g+\pi)]\Delta k^* = (r-g)\Delta k^*$ となる<sup>17)</sup>。しかし、中銀が $\Delta k^*$ を準備金として留保せず国庫に納付すれば政府はその分の債務を削減できる（たとえば国債を償還することができる）ため、政府から見ると最大準備金比率の引き上げはその分だけ自己の負債が増加することを意味している。したがって、かりに中銀が $(r-g)\Delta k^*$ をすべて国庫に納付したとしても、最大準備金比率引き上げが政府にもたらす真の収益はこの金額から自らの負債維持コスト増加分を減じた $[(r-g) - i]\Delta k^* = -(g+\pi)\Delta$

17) したがって中銀にとっての準備金（＝自己資本）の収益率は $r-g$ であり、これが(12)式と(13)式の右辺の分母の意味である。右辺の分子が正で $r$ と $g$ の値の差が小さい場合、中銀はかなり高い準備金比率を維持する必要がある。

$k^* < 0$ である。つまり政府としては中銀が独自に維持可能な最低の準備金比率を設定することが合理的であり、その値が(12)式と(13)式の右辺である。

(12)式および(13)式は中銀の準備金比率がインフレ目標値や外貨準備保有高と密接に関係していることを示している。(12)式の右辺の分子が負で分母が正であるとすると、インフレ目標値 $\pi$ の低下は(12)式の不等号を満たす $k^*$ の最小値を上昇させる。同様に、外貨準備比率 $f^*$ の増加も(12)式を満たす $k^*$ の最小値を上昇させる。したがって他の条件を変えずに政府が最大準備金比率の低下を求めた場合、そのしわ寄せは基本的には国内政策目標(インフレ目標値)か対外政策目標(外貨準備保有高)のいずれかに現れざるを得ない。なお、(12)式の分子の $rf^*$ は中銀が中銀債の発行によって外貨準備をファイナンスする場合のコストを意味しており、購買力平価により $\bar{r} = r - r^* = i - i^* - \Delta e/e$ であるため、 $\bar{r}$ は内外実質金利差であると同時に内外投資家が自国(通貨建て)資産に要求するリスク・プレミアムの意味も持っている。ここでは分析の単純化のために外生的に $\bar{r}$ を与えているが、国内インフレ率の低下や外貨準備の積み増しによって自国(通貨建て)資産に対する信頼性が高まるとすると、それに伴って $\bar{r}$ が低下する可能性が考えられる。その場合、 $\pi$ の低下や $sf^*$ の増加によって必要となる $k^*$ の引き上げ幅は(12)式や(13)式に示されたものより小さくなりうるものの、そのような効果が無制限に持続するとは考えにくい<sup>18)</sup>。一般に中銀の自己資本や準備金、引当金などの規模は中銀法に書き込まれているか政府側の判断で決定されている場合が多く、中銀のイニシアティブによる変更の余地は大きくない<sup>19)</sup>。したがって中銀は原則的に最大準備金比率を所与として長期的に維持可能なインフレ目標値と外貨準備保有高の組み合わせを探ることになり、インフレ目標値に関しても政府の意向が強く働いている場合には外貨準備が内生変数となろう。一方、インフレ目標値の設定が中銀の判断に任されており、かつ中銀が自らの威信と独立性の維持のために一定の対外流動性の維持を重要視している場合、インフレ目標値を高め設定して長期的に保有可能な外貨準備の量を引き上げようとする可能性も考えられる。

18) 本稿では分析の簡略化のために単純な購買力平価を仮定しているが、工業化の途上にある EME における貿易財産業と非貿易財産業の生産性上昇率格差は先進諸国のそれを上回っているケースが多いであろう。そのような環境において貿易財のみに購買力平価が成立している場合、 $e_t f_t$ の値を一定に保つためには $f_t^*$ を漸進的に増加させてゆく必要があり、その分だけ実質的な外貨準備の保有コストが上昇する。また、中銀が外貨準備を積み増せば中銀債の発行残高もそれだけ増加するため、国内金融市場のイールドカーブに対する影響を考慮すれば、次第に償還期間の長い債券にシフトせざるを得ない。そのような場合にも実質的な外貨準備保有コストは上昇してゆくだろう。

19) 対外準備資産の為替差損がきっかけとなって中銀の決算利益の国庫納付比率が引き下げられた事例として、2002年のノルウェーのケースが挙げられる。ただし同国の場合でも、短期的な対応策として政府預金への利払い停止を求める中銀と利払い後に特別措置として中銀に資金注入を行うことを主張する財務省の間で綱引きが行われた(Norges Bank 2003)。

## 4. 為替変動と中央銀行のバランスシート

本節では前節の分析を為替レートが均衡値から乖離する状況に拡張し、短期的な為替変動による外貨準備の評価損益が中銀のインフレ目標値と外貨準備保有高、準備金比率の関係にどのような影響を与えるかを検討する。短期的な為替変動に関しては何らかの確率的過程を考えるべきところだが、ここでは分析の簡略化のために以下のような単純な振動過程を仮定する。

$$e_t = \begin{cases} (1+\sigma)e_t^* & \text{if } t \text{ is odd} \\ (1-\sigma)e_t^* & \text{if } t \text{ is even} \end{cases} \quad (14)$$

上記の  $\sigma$  は  $0 < \sigma < 1$  なる定数であり、 $e_t^*$  は購買力平価による均衡為替レートを示している。

名目為替レートが(14)式の過程に従う場合、奇数年には中銀の外貨準備に一時的な評価益が発生し、偶数年には一時的な評価損が発生する。(3)式を見ると分かるように、これらの評価損益の大きさは外貨準備の保有高と為替変動のパラメーター  $\sigma$  が大きいほど大きくなる。ここでは中銀が奇数年に最大準備金比率  $k^*$  を達成することができ、偶数年には為替差損によって達成できなくなるものと仮定して議論を進めよう(そのような事態が生じる条件はすぐに導出する)。その場合、(7)式と(8)式からそれぞれの年の準備金比率が以下の条件を満たすことが分かる。

$$k_t = k^* \quad (15)$$

$$i_t - (\bar{r}_t + \sigma_t^*)e_{t-1}^* f_{t-1} - (1+g_t + \pi_t)k_t + (1+i_t)k^* - o_{t-1} = 0 \quad (16)$$

なお、ここで

$$\sigma_t^* = \sigma[2(1+i_t) - \bar{r}_t] \quad (17)$$

である。

(16)式を見ると分かるように、偶数年にどのような準備金比率が実現するかは前年(=奇数年)の外貨準備保有高  $f_{t-1}$  に依存しており、後者は外貨準備がどのような目的で保有されているかによって異なるだろう。ここでは具体的な例として以下の二つのケースを検討する。

第一に、中銀が短期的な為替レートのボラティリティーや中期的なミスアラインメントを問題視しておらず、突発的な資本逃避などに対する保険としてのみ外貨準備を保有するケースを考えよう。中銀が緊急時以外の外国為替市場介入の必要性を認めておらず、長期的な自己のバランスシート構造の安定を望んでいる場合、一つの合理的な選択は前節と同様に均衡為替レートの減価と同じ比率で外貨準備保有額を漸次減少させ、均衡為替レートベースでの外貨準備比率  $e_t^* f_t$  を一定に保つことであろう。短期的な為替変動によらず中銀が毎期のインフレ目標を達成しており、さらに前節と同様に  $r_t = r$ 、 $r_t^* = r^* < r$ 、 $g_t = g$ 、 $o_t = o$  であれば  $i_t = i = r + \pi$  および  $\bar{r}_t = \bar{r} = r - r^* > 0$  となる。これらを(16)式に代入した上で  $k_t$  について解けば

$$k = \frac{(1+i)k^*}{(1+i) - (r-g)} + \frac{i - (\bar{r} + \sigma)f^* - o}{(1+i) - (r-g)} \quad (18)$$



となり、これが偶数年に実現する準備金比率となる。上記の  $\sigma^*$  は(17)式の  $\pi_t$  と  $\bar{\pi}_t$  をそれぞれ  $\pi$  と  $\bar{\pi}$  に置き換えた値を示している。なお、一般に  $r-g$  は  $1+i$  に比べて著しく小さな値であるため、 $r \simeq g$  と考えて(18)式を

$$k \simeq k^* + \frac{i - (\bar{\pi} + \sigma^*)f^* - o}{1+i} \quad (19)$$

と読み替えても差し支えない。以下では簡略化のために  $r \simeq g$  を仮定して議論を続けよう。

上記の解は奇数年に最大準備金比率が達成され、偶数年に達成されないことを前提としている。(9)式を用いてこれらの事態が実現する条件を求めると

$$i - (\bar{\pi} + \sigma^*)f^* - o < 0 < i - \bar{\pi}f^* - o \quad (20)$$

であることが分かる。(20)式の最右辺は(12)式や(13)式の右辺の分子と同一であり、第二の不等式関係が成立していれば中銀が長期的には十分な貨幣発行益を得ていることになる。ただしそのような状態にあっても、 $\sigma^*$  と  $f^*$  が十分に大きければ第一の不等式関係も成立しうる。そして第一の不等式が満たされていれば、(19)式において確かに  $k < k^*$  となる。

先に見たように、実際に多くの中銀は自己の保有資産に著しい評価損益が発生して毎期の国庫納付金が過度に変動したり自己資本や準備金が枯渇したりする事態を懸念している。したがって中銀としては自己の政策への信認や組織防衛の必要性を考慮し、一時的であっても負の自己資本や準備金が発生するような事態は防止したいと考えるかもしれない。(19)式を見ると分かるように、偶数年の為替差損が大きくても最大準備金比率  $k^*$  が十分に高ければ  $k$  は非負となる。しかし先述したように多くの国の準備金の水準や規模は政府の意向を強く反映しており、中銀自身も準備金の引き上げ要請が政府に自らの政策や業務運営への介入のきっかけを与えたと考えるかも知れない。

そのような場合、中銀はいかにして負の準備金比率が生じる事態を回避することができるだろうか。(19)式を  $\pi$  と  $f$  について微分すると

$$\frac{dk}{d\pi} = \frac{1 + \bar{\pi}(1-o)f^* + o}{(1+i)^2} > 0 \quad (21)$$

$$\frac{dk}{df^*} = -\frac{\bar{\pi} + \sigma^*}{1+i} < 0 \quad (22)$$

となる。したがって、仮に  $k^*$  が政府によって固定されていたとしても、インフレ目標値を引き上げるか外貨準備比率を引き下げることができれば  $k$  の値が上昇し、負の準備金を回避することが可能となる<sup>20)</sup>。

第二のケースとして、中銀が短期的な為替変動を憂慮しており、外貨準備の一部が外国為替市場介入のために(あるいはその結果として)保有されている場合を考えよう。第2節におい

20) 外貨準備比率が十分に引き下げられると(20)式の第一の不等式が満たされなくなるため、単に偶数年に負の準備金を回避できるだけでなく、奇数・偶数年とも最大準備金比率を維持できるようになる。



でも言及したように、EME においては IT 採用国であっても通貨当局が積極的な為替市場介入を行っているケースが少なくない。

中銀が短期的な為替レートの変動を緩和しようとする場合、自国通貨が一時的に減価する奇数年には外貨売り・自国通貨買い介入を行い、自国通貨が増価する偶数年には外貨買い・自国通貨売り介入を実施することになる。外為市場介入によって自己のバランスシートが極端に不安定化することを中銀が望まないとする、一つの選択枝は自国通貨ベースでの外貨準備比率  $e_t f_t$  が一定に保たれる範囲内で介入を実施することであろう<sup>21)</sup>。その場合、前節と同様に  $e_t f_t = s_t f_t^* = f^*$  と書くことにすると、各期の  $e_t^* f_t$  は

$$e_t^* f_t \begin{cases} (1+\sigma)^{-1} f^* & \text{if } t \text{ is odd} \\ (1-\sigma)^{-1} f^* & \text{if } t \text{ is even} \end{cases} \quad (23)$$

となる。

先のケースと同様に、奇数年に最大準備金比率  $k^*$  が達成され、偶数年には達成されないものと仮定しよう。その場合、偶数年に実現する準備金比率の条件は(23)式を(16)式に代入することによって導出することができる。

$$i_t - (\bar{r}_t + \sigma_t^*) (1+\sigma)^{-1} f^* - (1+g_t + \pi_t) k_t + (1+i_t) k^* - o_{t-1} = 0 \quad (24)$$

先のケースと同様に  $r_t = r$ ,  $g_t = g$ ,  $o_t = o$  などとした上で(24)式を  $k_t$  について解くと

$$k = \frac{(1+i)k^*}{(1+i) - (r-g)} + \frac{i - (\bar{r} + \sigma^-) f^* - o}{(1+i) - (r-g)} \quad (25)$$

となり、これが偶数年の準備金比率となる。ここで

$$\sigma^- = \frac{2\sigma}{1+\sigma} [(1+i) - \bar{r}] \quad (26)$$

である。さらに先のケースと同様に  $r \approx g$  を仮定すれば

$$k \approx k^* + \frac{i - (\bar{r} + \sigma^-) f^* - o}{1+i} \quad (27)$$

となる。

(25)式と(27)式の解は(18)式および(19)式のそれとほぼ同様であるが、 $\sigma^+ > \sigma^-$  であるため、他のパラメーターが同一であれば先のケースより偶数年の準備金比率  $k$  は大きくなる。これは今回のケースでは為替市場介入によって奇数年の外貨準備の一部が取り崩され、結果的に偶数年の為替差損が小さくなることを反映したものである。

上記の解は奇数年に最大準備金比率  $k^*$  が達成され、偶数年に達成されないことが前提になっているため、これらの前提が満たされる条件を導出しておこう。先のケースと同様に計算

21) このことは奇数(偶数)年に購買力ベースでの外貨準備を100%売却する(積み増す)ことを意味している。このような「風向きに逆らう(leaning against the wind)」介入は中銀が外貨準備のリターンを高めるために積極的な運用を行っている状況とも整合的である。

すると、これらの条件が

$$i - (\bar{r} + \sigma^-)f^* - o < 0 \leq i - (\bar{r} - \sigma^+)f^* - o \quad (28)$$

であることが分かる。なお上記において

$$\sigma^+ = \frac{2\sigma}{1-\sigma} [(1+i) - \bar{r}] \quad (29)$$

であり、 $\sigma^-$ と $\sigma^+$ は $0 < \sigma^- < \sigma^+$ でありかついずれも $\sigma$ の増加関数であるため、適当な $\sigma$ と $f^*$ の組み合わせを選んでやれば(28)式の二つの不等式は成立する。したがって先のケースと同様に、一時的に自国通貨が増価する局面で外貨資産に大きな為替差損が生じ、国庫への利益納付が不可能になるだけでなく準備金比率の目標値も達成できないという事態が実際に生じることが分かる<sup>22)</sup>。

先のケースと同様に、最大準備金比率 $k^*$ が十分に小さく $\sigma$ と $sf^*$ の値が十分に大きい場合、(25)式や(27)式の $k$ は負になる。(27)式を $\pi$ と $f^*$ について微分すると、

$$\frac{dk}{d\pi} = \frac{1 + (\sigma^- / \sigma^+) \bar{r} f^* + o}{(1+i)^2} > 0 \quad (30)$$

$$\frac{dk}{df^*} = -\frac{\bar{r} + \sigma^-}{1+i} < 0 \quad (31)$$

となる。したがって先のケースと同様に、最大準備金比率 $k^*$ が政府によって決められている場合でも、中銀が自己裁量でインフレ目標値を高めるか外貨準備比率を低下させることができれば、偶数年に準備金が負に転じる事態を防止することが可能となる。

前節と本節の分析は一国の国内・対外金融政策が本質的に不可分であること、さらにそれらが中銀と政府の間の貨幣発行益の配分ルールや両者の政治経済学的関係から影響を受けうることを示唆している。ただしこのような影響が具体的にどのような形で表出するかは国によって異なるだろう。かりに政府が中銀に対してわずかな準備金の留保しか認めていない場合でも、実際に中銀が上記のようにインフレ目標値や外貨準備の目標保有高を変更しようとするか、そしてこれらのいずれに手をつけようとするかは、中銀が自らの組織防衛のために何を重要だと判断するかに依存しているだろう。もし中銀が社会的に最適なインフレ目標値を選択し、それを各期に実現することによってのみ自らの威信を維持することができると考えれば、外貨準備はあくまでも国内金融政策と両立可能な範囲で保有管理されることになる。一方、対外流動性の維持が中銀の責務として明確化されていない場合でも、突発的な資本逃避によって対外流動性危機が生じると中銀の信認が失墜して政府からの介入を招くと考えれば、それを防止するために十分な外貨準備を保有することが優先事項となり、国内物価はそれに抵触しない範囲内で

22) ただし今回のケースでは中銀は為替レート安定化を目指して介入を行っているため、介入が効果的であれば為替変動のパラメーター $\sigma$ は小さくなる。その場合、偶数年の準備金比率の $k^*$ からの乖離はより小幅にとどまることになる。

管理されることになろう。

また、中銀の組織防衛への配慮が平時の外国為替市場介入の頻度や手法に影響を与える可能性も考えられる。たとえば中銀が自らの組織の独立性と政策運営能力への信頼を保持する上で国内物価の安定だけを重要視していれば、かなりの為替変動を甘受しても国内物価の管理に専心しようとするかも知れない。一方、政府や国民が名目為替レートの安定を強く望んでおり、大きな為替変動を許容すると政府との緊張関係が高まると感じている場合、中銀は積極的な市場為替介入によってそのような事態を回避しようとするかも知れない。また、中銀が対外流動性の維持を自己の責任と見なしている場合、短期的な為替変動が深刻な為替市場の機能不全に発展する可能性を懸念し、緊急時以外にも頻繁に介入を行って市場の安定を追求する可能性も考えられる。

#### 5. 外貨準備管理と外国為替市場介入における中央銀行と政府の役割分担

それでは、国内の金融政策を歪めることなく一国の対外流動性や為替レートが適切に管理されるためにはどのような制度的枠組みが必要であろうか。第3節や第4節の分析結果を表面的に見る限り、政府が中銀に厚めの準備金を積むことを許可するか、あるいは毎期の収益の国庫への配分に関して一定の裁量権を付与することによって上記の問題は解決されるかに思われるかも知れない。しかしこのような解釈は問題の本質を捉えていないと言うべきである。これまでの分析から明らかになったことは、(a) 一国の国内金融政策（物価管理）と対外金融政策（外貨準備管理と為替レート政策）が本質的に不可分であり、いずれかの方針を決定する際にはそれが他方にどのような制約を与えるかを考慮する必要があること、したがって (b) いずれか一方のみに関して中銀の責務を明確化した場合、中銀はそれを制約条件とし、かつ自らの組織防衛上の必要性も考慮して他方の政策を決定せざるを得ないということである。先にも指摘した通り、中銀の収益の源泉は貨幣発行の独占権にあり、貨幣発行権が政府から借与されたものである以上、その収益の本源的な所有者は政府だと考えるべきである。中銀に必要な自己資本を積みませたり毎期の経常利益の国庫納付比率の自由な変更を許可することは政府が貨幣発行益（の一部）をあらかじめ放棄することを意味しており、それ自体が中銀と政府の緊張関係を高める原因になりかねないだけでなく<sup>23)</sup>、中銀のガバナンスの視点からも望ましくない。たとえば(12)式の右辺の分子が負、分母が正である状況において、 $\pi$ と $f^*$ が固定されていても政府が最大準備金比率 $k^*$ を十分に引き上げればこの不等式は満たされる。しかし、同様の結果は中銀の経常支出 $o$ を圧縮することによっても得られる可能性がある。最大準備金比率が過剰に引き上げられれば中銀の毎期の決算収益は準備金維持に必要な額を超えることになり、それ以上どれだけ収益を増やしてもそれは自動的に国庫に移管される。そのような状況において中銀は

23) 実際、多くの中央銀行は過剰な自己資本や準備金を持つことがむしろ政府に介入の誘引を与えると考えているようである（植田2003；西原 2005）。

自己の件費を含む経常支出を最小化する誘引を持つであろうか<sup>24)</sup>。これらの点は(19)式や(27)式において $\pi$ と $f^*$ の値を変えずに $k$ が負になることを回避しようとする場合でも同様である。

したがって問題の本質は、多くの国が対外流動性や為替レートの管理などの対外金融政策と国内物価の管理を一体として考える視点を欠いていること、後者において中銀と政府の役割分担や政策目標が明確化されつつある一方、前者に関しては政策方針や責任主体が不明瞭のままになっているケースが多いことにあると言えよう。国内物価政策において中銀と政府の意向に齟齬が生じうると同様に、外貨準備管理や為替市場介入に関しても少なくとも短期的には中銀（ないし国民全体）と政府の間に無視できない利害の対立が発生しうる<sup>25)</sup>。そして前者を克服するための方策としてルール・ベースの政策枠組みや中銀と政府の役割分担の明確化の意義が認められている以上、後者に関しても中銀と政府が基本的な政策目標を共有することやそれぞれの役割や責任を明確化することの意義が議論されてもよいはずである。

(12)式において不等号関係が満たされなくなる事態や(19)式や(27)式中の $k$ が負になる事態を回避する今一つの方法として、外貨準備の一部を政府に移管し、中銀の外貨準備の保有コスト負担を軽減することが考えられる。(12)式において $f^*$ の値が十分に小さければ、よほど内外金利差が大きいか中銀の経常支出が大きくない限り、かなり野心的なインフレ目標を追求しても不等式関係は成立するだろう。同様に(19)式や(27)式において $f^*$ の値が十分に小さければ、仮に(20)式や(28)式の不等式関係が満たされていても、為替差損によって中銀の自己資本が負になる事態は回避できる。ただしその場合には政府が外貨準備保有コスト（の一部）を負担することになるため、外貨準備の保有目的との関係においてそれが適切かどうかを議論する必要がある。

前節の後半で議論したケースでは、外貨準備は自国の対外流動性維持のための保険として保有されると同時に、短中期的な為替レートの動向に影響を与えることを目的とした市場介入のために（あるいはその結果として）も保有されていた。1990年代末以降の多くの EME における外貨準備の急増の背景要因を考えても、通貨危機の再来防止のために通貨当局が意図的に外貨資産の積み増しを行った部分と、2002年以降に先進国からの資本流入が加速する中で、自国通貨の急激な増価やそれが国内経済に与える影響を緩和するため介入を実施した結果積み上がった部分があるように思われる（IMF 2005）。突発的な対外流動性危機や深刻な為替市場の機能不全の保険として保有される外貨準備と平時の為替市場介入のために（ないしその結果と

24) Ize (2006) は多くの中銀がソフトな予算制約に直面しており、経常収益の増加に伴って経常支出も増加する傾向があると主張している。

25) たとえば政権党の支持基盤の中心が輸出産業である場合、政府は短期的に多少のインフレを甘受しても自国通貨安誘導によって輸出振興を図りたいと考えるかも知れない。また、外貨建ての政府負債が積み上がっている国や輸入原材料への依存度の高い産業が政権党の支持基盤になっている国の政府は自国通貨の急速な減価に抵抗を示すかも知れない。



して) 保有される外貨準備は目的を異にしており、これらの保持主体や適正規模は個別に議論することが望ましいように思われる<sup>26)</sup>。

まず、一国の対外流動性の維持に関しては、中銀がその最終的な責任主体になったり、そのために保有する外貨資産の量を単独で決定したりすることは適切でないように思われる。たとえば政府が大量の外貨建て負債を抱えており、市場が政府の返済能力や意思に疑念を感じている状況では、中銀がどれだけ外貨準備を積み増しても急激な資本逃避の懸念を払拭することは困難であろう。また、一国の外貨準備の適正規模は伝統的には当該国の輸入需要との関係で議論されることが多かったが、近年では短期対外債務の規模などとの関係で分析されることが多くなっている<sup>27)</sup>。しかし民間の金融機関や事業会社の借入行動はこれらを監督する機関の方針や監視体制に強く依存している。かつては中銀が商業銀行の監督業務も兼務するケースが多かったものの、近年では EME においてもこれらの業務を中銀の金融政策運営から切り離し、独立した機関に委ねるケースが増加している。さらに実際に深刻な対外流動性危機が生じた場合、事態の收拾のために外国や国際機関と折衝に当たるのは当該国の政府であり、(少なくとも実質的な意味では) 中銀ではありえない。これらのことは一国の対外流動性管理の本源的な責任主体が政府であること、そのために必要となる外貨準備の量が政府自身の行動や政策に依存していることを示唆している<sup>28)</sup>。

一方、平時の為替市場介入のためにどれだけ外貨準備を保有すべきか、誰がその適性規模の判断やコスト負担を行うべきかはやや微妙な問題である。そしてこれらは誰が為替市場介入の

---

26) なお、EME の中には中銀が外国為替市場におけるマーケット・メーカーの機能(の一端)を担っている国や、国内金融政策の政策手段として為替市場介入を利用している国も存在する。これらのオペレーションによっても外貨準備の水準は変化するが、その規模は相対的に小さいと考えられる。

27) IMF も事実上このようなアプローチを支持している (Fischer 2001)。

28) 近年では EME の間でも通貨スワップ協定などを通じて通貨当局が有事の際に外貨を融通し合う仕組みが工夫されている。適切なパートナー国と相当規模のスワップ協定が締結できれば、理論上は各国が独自に保持すべき外貨準備の量が減少することになる。通貨スワップは実質的に国家間の資金貸借を意味するため、その締結に当たって中銀が実質的な判断主体となることは考えにくい。東アジアにおけるチェンマイ・イニシアティブ (Chiang-Mai-Initiative, CMI) は近年の多国間スワップ協定の代表例であり、協定の形式的な締結主体は中銀になっているものの、実質的な推進役は参加国の政府が担っている。ただし CMI 参加国の中には財政当局が為替市場介入の判断主体になっている国々(たとえば日本や韓国)と中銀が主要な判断主体になっている国々が混在しており、パートナー国の選定や融資規模の上限値の決定に中銀の意向がどれだけ反映されているかは国によって異なるだろう。また、CMI のような国際金融協力には政治的な思惑も関与しがちであり、それが予期した経済効果を発揮するかどうかは必ずしも明らかでないように思われる。たとえば近年の通貨危機の事例において近隣諸国からの伝播効果の問題が指摘されており、過去の東アジア諸国の景気循環に強い連動性が認められることを考えると (Kumakura 2006)、これらの国々にとって近隣諸国が最適なスワップ協定のパートナーであるとは考えにくい。参加国における対外流動性危機の発生確率に正の相関がある場合、それだけ協定の価値が減じるからである。しかし CMI の交渉過程でこのような点が十分に議論された形跡は認められず、パートナー国の選定に非経済学的な意図が働いていたことを示唆している。

判断主体となるべきかという問題と密接に関係している。実際の政策の運用を見ても、EMEにおいては中銀が為替市場介入の実質的な判断主体になっている国が多いが、先進国の中には英国やカナダ、日本などのように中銀の役割が主として政府の決定した介入政策を実施することに限定されている国も少なくない。

平時の為替市場介入の判断を政府に委ねることの利点は、中銀が為替レート管理の義務から開放され、国内物価の管理に専心できることであろう。多くのEMEの中銀は中期的なインフレ目標値の達成を優先しつつ短期的な為替レートの動向にもそれなりの影響力を発揮しようと考えているように見受けられるが(Mihaljek 2005)、不胎化介入はあくまでも不完全な政策手段(fractional instrument)であり、中銀が恒常的に為替レートの安定化にコミットすれば遅かれ早かれ国内物価政策にしわ寄せが生じるであろう。また、先にも指摘した通り、為替レートは各国内においても国際間でも政治的綱引きの材料になりやすく、あらかじめ決められた方針なしに中銀に介入の判断を委ねた場合、中銀と政府の利害や見解の相違の先鋭化を通じてやはり国内の金融政策にしわ寄せが生じる可能性が考えられる。ただしこのことは政府が責任主体となってもあらかじめ適切なガイドラインが設定されていなければその時々の方針が政治的な思惑によって左右されることを意味しており、結果的に市場の混乱を招く可能性が高い<sup>29)</sup>。なお、政府と中銀のいずれが判断主体になっている場合でも、実際のオペレーションは中銀によって担われている国がほとんどである。不胎化介入の際に国内の資金需給管理との摺り合わせが不可欠であること、為替市場介入のカウンターパートとなる民間銀行と日常的に接触しているのが中銀であることを考えれば、この役割分担は妥当なものといえよう。

上記の諸点を考慮すると、一つのありうべき役割分担は政府と中銀の協議によって基本的な介入政策のガイドラインを作成し、それを前提とした上で日々の介入の判断や実際のオペレーションを中銀の手に委ねることであろう。このようなガイドラインがどの程度具体的なものであるべきかは当該国の経済の特質や為替レートに対する考え方などによっても異なるであろうが、国内物価の安定を最優先するITのような金融政策を採用する国においては長期に渡って名目為替レートのレベルをコントロールする意思を持たないこと、短中期的な為替変動に関しても可能な限り市場の力で消化するよう努めることを明示すべきと思われる。そして実際の介入の判断を中銀に預ける以上、政府が中銀の政策を定期的にモニターし、事後的に介入の是非や効果をチェックする仕組みを構築することが必要である。このような政策は国内金融政策における政府と中銀の役割分担を対外金融政策に拡張するものであり、介入のガイドラインにお

29) 日本は先進国の中で最も為替市場介入に積極的な国であり、政府が介入の実質的な決定権を独占している。実際の介入判断は財務省のごく少数の幹部スタッフによって行われており、事務部門トップの財務官や担当局長の交代によって方針が大きく変化することが指摘されている(山田 2000)。また、介入のガイドラインや事後的なチェック体制が欠如しているためにその時々の方針が政治問題化しやすい体質になっており、他の先進国と比べて財務大臣や財務官による口先介入の頻度が著しく高いことも指摘されている(Chiu 2005)。



いて国内金融政策が対外政策に優先することが明確化されていれば前者に著しい悪影響が生じる事態も回避できるであろう。また、効果的な為替市場介入を実施するためには平素から金融市場全体の動向を十分にモニターする必要がある、EMEの人的資源の制約を考えれば、そのための人材や知見を中銀に集約しておくことの意義も大きいであろう。なお、現状では事後的にも介入の実績が公表されていない国が多いが、あらかじめ明確な指針が示されていれば一定期間後に相応の情報開示を行っても大きな支障はないように思われる。先にも強調したように、現在では為替市場介入に関する目標・判断主体・実績の全てが不明瞭なまま裁量的な政策運営が行われているケースが多く、上記のような仕組みを構築することによって市場参加者の間で当局の意向に対する理解も深まるであろう。

かりに上記のように外貨準備の保有目的と為替市場介入の責任主体を整理した場合、必要となる外貨準備の規模やその保有コストを負担すべき主体も自ずと明らかになる。まず対外流動性の維持が究極的に政府の責任事項であると了解されれば、それにまつわるコストも一義的には政府によって負担されるべきであろう。対外流動性の維持のためにどれだけの外貨準備が必要かは簡単な問題でないが、突発的な危機の発生確率とそれが生じた場合のマクロ経済コスト、平時の外貨準備の保有コストなどを勘案し、社会的に最適と思われる保有額を決定することが望ましいであろう<sup>30)</sup>。なお、外貨準備の保有額の判断主体も一義的には政府であるべきと思われるが、その決定過程や定期的な見直しの際には中銀の見解も求めるべきであろう。

それ以外の目的のために保有する外貨準備に関しては、政府と中銀の間でまず為替市場介入のガイドラインを決定し、中銀が中心となってそれを遂行するために必要な外貨準備の金額を決定することが望ましい。短期的な為替レートのボラティリティー管理や中期的なミスアライメントの緩和のために行われる市場介入は長期的な為替市場の需給関係に対して中立であるべきであり、これらの目的のために平時から保有しておくべき外貨準備の量は必ずしも大きなものでないはずである<sup>31)</sup>。また、中銀の介入政策が適切に行われていれば長期的には介入は正の収益を生むはずであり、これらの目的のために保有する外貨準備に関しては中銀の自己勘定によるファイナンスを義務付けることも考えられよう。そのような取り決めは中銀が社会的に最適な規模や頻度を超えて為替市場介入を行うことを防止する上でも効果的だと思われる<sup>32)</sup>。

30) 第3節でも指摘したように、外貨準備積み増しに伴う保有コスト上昇分の一部は民間部門の対外借り入れコストの低下によって相殺される可能性が考えられる。ただし民間部門の対外借り入れ増加に応じて外貨準備の保有額を増やしてゆけば国全体として利用できる資金は増加せず、民間部門の借り入れ金利と外貨準備の収益率の差にあたる分だけが海外に流出することになる (Rodrik 2005)。

31) 外国が為替市場が正常に機能している限り、スワップ取引などを活用することによって実質的な外貨の在庫を圧縮することも可能である。

32) 先進国におけるこのような政策枠組みの事例として、近年のニュージーランドのケースを挙げることができる。ニュージーランドでは2003年に為替市場介入と外貨準備の保有方針に関する抜本的な見直しが行われ、深刻な為替市場の機能不全防止のための外貨準備と中期的な為替変動の平準化のための介入資金を峻別することが定められた。そして前者に関しては政府の責任の下で外貨を用意したメ

なお、近年では多くの国において外貨準備の保有コストや為替リスクに対する懸念が高まっており、保有資産の規模や運用方法を見直す動きも広まっている (IMF 2004; Pringle and Carver 2006)。外貨準備の保有目的が投資収入でない以上、保有資産の流動性や安全性を犠牲にしてまでリターンを高めようとすることは望ましくない。しかし平時の為替市場介入のための外貨準備と比べると対外流動性危機防止のための外貨準備は運用資産の種類や通貨の選択の余地が大きいものと思われ、これら二つの目的のための外貨準備を別個に運用管理することも可能であろう。しかし介入によって生じる外貨保有額の変動や効率的なポートフォリオ管理に必要な知識や経験を考慮すれば、一般的には中銀が両方の資産を管理することが効率的だと思われる。ただし対外流動性管理のための外貨準備の所有者が政府である以上、運用方針に関してもあらかじめ政府と中銀の間で一定のガイドラインを作成し、定期的に運用・管理状況をチェックする仕組みを用意すべきであろう。

上記のような仕組みが構築されれば、中銀の自己資本や内部留保に関する規定が一国の金融政策や対外流動性管理政策に好ましくない影響を与える可能性もかなりの程度回避できるだろう。先にも指摘したように、中銀の自己資本や準備金が過少であれば一国のマクロ経済に望ましくない影響が生じうる一方で、中銀が過剰な自己資金を持つことや貨幣発行益の国庫納付比率に関して過剰な裁量の余地を持つことはガバナンスの点で好ましくない。国内金融政策や外貨保有高、為替市場介入などに関するガイドラインを定める際、政府と中銀の協議によってこれらの政策目標と整合的な中銀の自己資金や準備金の規模も判断し、必要な金額を留保する権利を保障した上で各期の収益の国庫納付に際して過剰な恣意性が発揮されないよう配慮することが望ましいように思われる。

## 6. おわりに

近年では EME においても中銀の法的・制度的独立性が強化され、国内物価の安定に軸足を置いた金融政策の枠組みが定着しつつある。しかし EME の中には現在でも中銀と政府の関係や金融政策を支える制度の詳細が流動的な国が多く、中銀としても拘束された組織・政策運営上の独立性が将来に渡って保障されることを楽観しがたい環境にある。また、国内金融政策の目標や政府と中銀の役割分担の明確化が進む一方、為替レートや対外流動性の管理などの対外金融政策に関する目標や責任主体は曖昧なままになっている国が多い。

本稿では国際資本移動の活発な EME を念頭に置き、中銀の貨幣発行益の政府との配分方法と政府からの干渉に対する懸念が対内・対外金融政策にどのような影響を与えるかを検討した。中銀の決算損益の政府との配分ルールと外貨準備保有高、長期的に維持可能なインフレ率は相

---

\\上で中銀が財務省の代理人としてその管理にあたること、後者に関しては政府が中銀の払い込み資本に一定の積み増しを行い、それ以降の介入の判断と財務上の責任はすべて中銀が負うことが明確化された。ただし現在のところ実際に介入が行われた事実は報告されていない (Gordon 2005; Eckhold 2005)。



互に関係しており、原則的にこれらを全て独立に決定することは不可能である。多くの国において貨幣発行益の国庫納付額に関する中銀の裁量の余地が限られているため、中銀が政府からのアド・ホックな財政支援なしに自らの財務リスクを管理しようとすれば、少なくとも原理的には国内金融政策（インフレ目標値）か対外金融政策（外貨準備保有額および為替市場介入政策）のいずれかあるいは両方にしわ寄せが生じる可能性がある。過去数年間は EME においても外貨準備の保有コストが小さかったためにこれらの問題は顕在化していないが、今後の国際金融市場の動向いかんによって国内金融政策と対外金融政策の間の緊張度が高まる可能性が考えられよう。

国内金融政策を歪めることなく一国の外貨準備や為替レートが適切に管理されるためには、政府と中銀の間で基本的な政策方針に関するコンセンサスを形成し、それぞれの役割分担を明確化することが必要である。対外流動性危機防止を目的とした外貨準備と平時の為替市場介入を目的とした（あるいはその結果得られた）外貨準備では必要となる規模も適切な運用方法も異なっており、前者に関しては基本的に政府のイニシアティブによって保有額や大まかな運用方法を決定し、そのコストも政府に帰属させることが望ましい。為替市場介入の判断主体は国によって異なっているものの、通貨政策が政治性を帯びやすいことを考えると政府と中銀で一定のガイドラインを作成した上で実際のオペレーションを中銀に委ねることも一つの選択であろう。中銀が過剰に為替市場介入を行うことを防止するために政府との協約において国内金融政策の優先を確認し、政府が定期的に介入の効果や妥当性を審査する仕組みを整えると同時に中銀に為替市場介入に関する財務リスクの負担を求めることも考えられよう。

なお、ここ数年は多くの EME の外貨準備が未曾有の規模に達しており、基軸通貨ドルの将来に対する懸念も再燃しているため、市場においても通貨当局の外貨準備の運用方法に対する興味が高まっている。このような状況を鑑み、一部の識者は通貨当局の外貨資産ポートフォリオの調整が市場の混乱を招かないよう、主要国の通貨当局が協約を締結して相互に資産の売却や保有通貨比率の変更を牽制すべきだと主張している（Genberg et al. 2005; Truman and Wong 2006）。本稿ではこのような提言を詳細に議論することはできないが、各国内で対外流動性管理や為替市場介入に関する方針や責任の所在が曖昧な状態で上記のような国際協約を考えることは現実的にも適切とも思われない。現在の各国の外貨準備保有量が国内の物価目標と整合的かどうかを議論せずに国際協定によって前者を固定してしまえば、不適切な対外金融政策を前提として国内金融政策が行われる事態が恒常化することになり、中銀の独立性の意義も少なからず失われてしまうだろう。また、外貨準備の総額や保有通貨比率を固定するとその後の思い切った為替市場介入が困難になり、結局のところ為替レートの安定化という目標すら達成できなくなってしまう可能性が高いように思われる。

## 参考文献

- 植田和男 1993. 「自己資本と中央銀行」2003年度日本金融学会秋季大会における講演 (<http://www.boj.or.jp/type/press/koen/ko0310f.htm>)。
- 西原里江 2005. 「EMEAP 中銀のバランスシートと市場リスク管理」日本銀行調査季報2005年1月号。
- 山田良平 2000. 「外国為替介入の効果と収益」深尾光洋・日本経済研究センター編『金融不況の実証分析：金融市場情報による政策評価』日本経済新聞社 223-256ページ。
- Aizenman, J., Lee, J. 2005. "International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence." *IMF Working Paper* No. 05/198.
- Cargill, T. 2005. "Is the Bank of Japan's financial structure an obstacle to policy?" *IMF Staff Papers* 52(2): 311-334.
- Chiu, P. 2003. "Transparency versus constructive ambiguity in foreign exchange intervention". *BIS working papers* No. 144.
- Dalton, J., Dziobek, C. 2005. "Central bank losses and experiences in selected countries." *IMF Working Paper* No. WP/05/72.
- Eckhold, K., Hunt, C. 2005. "The Reserve Bank's new foreign exchange intervention policy." *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 68(1): 12-22.
- Fischer, S. 2001. Opening remarks at the IMF/World Bank International Reserves: Policy Issues Forum, Washington DC, April 28, 2001 (<http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/042801.htm>).
- Genberg, H., McCauley, R., Park, Y.-C., Persaud, A. 2005. *Official Reserves and Currency Management in Asia: Myth, Reality and the Future*. Geneva, Switzerland and London, UK: International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) and Center for Economic Policy Research (CEPR).
- Gordon, M. 2005. "Foreign reserves for crisis management." *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 68(1): 4-11.
- Hawkins, J. 2004. "Central bank balance sheets and fiscal operations". In Pringle, R., and N. Carver (eds.), *RBS Reserve Management Trends 2006*. London, UK: Central Banking Publishing, pp. 139-156.
- Ho, C., McCauley, R. 2003. "Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies." *BIS Working Paper* No. 130.
- International Monetary Fund. 2004. *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management: Accompanying Documents and Case Studies*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund. 2005. *Asia-Pacific Regional Outlook* (September 2005).
- Ize, A. 2005. "Capitalizing central bank: a net worth approach." *IMF Staff Papers* 52(2): 289-310.
- Ize, A. 2006. "Spending seigniorage: do central banks have a governance problem?" *IMF Working Paper* No. WP/06/58.
- Kumakura, M. 2006. "Trade and business cycle correlations in Asia-Pacific." *Journal of Asian Economics* 17(4): 622-645.
- Levy Yeyati, E. 2005. "Classifying exchange rate regimes: deeds vs. words." *European Economic Review* 49(6): 1603-1635.
- McCauley, R. 2003. "Unifying government bond markets in East Asia". *BIS Quarterly Review*, December 2003. pp. 89-98.
- Mihaljek, S. 2005. "Survey of central bank's views on effects of intervention." In Bank for

- International Settlements Monetary and Economics Department, *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques, and Implications* (BIS Papers No. 24), pp. 82-96.
- Moser-Boehm, P. 2005. "Governance aspects of foreign exchange interventions." In Bank for International Settlements Monetary and Economics Department, *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques, and Implications* (BIS Papers No. 24), pp. 19-39.
- Norges Bank. 2003. *Annual Report 2002*.
- Pringle, R., and Carver, N. 2006. *RBS Reserve Management Trends 2006*. London, UK: Central Banking Publishing.
- Rodrik, D. 2005. "The social cost of foreign exchange reserves". *International Economic Journal* 20(3): 253-266.
- Sims, C. 2004. "Fiscal aspects of central bank independence". In H. W. Sinn, M. Widgrén, and M. Köthenbürger (eds.), *European Monetary Integration*, Cambridge, MA and London, UK: MIT Press, pp. 103-119.
- Stella, P. 2004. "Why central banks need financial strength". In R. Pringle and N. Carver (eds.), *New Horizons in Central Bank Risk Management*, London, UK: Central Bank Publication, pp. 129-138.
- Truman, E., and Wong, A. 2006. "The case for an international reserve diversification standard." *Institute for International Economics Working Paper* No. 06-2.
- Tuladhar, A. 2005. "Governance structures and decision-making roles in inflation targeting central banks." *IMF Working Paper* No. WP/06/183.