

第8回月島経済レポート—追い詰められる日銀

目次

1. 不十分な金融機関の対外証券投資	P 1
2. 追い詰められる日銀	P 3
3. 日銀の国債引き受け	P 6
4. 金利裁定	P 8
5. ヘッジ	P 1 2
6. 多通貨会計	P 1 4

1. 不十分な金融機関の対外証券投資

第4回レポートにおいて、1999年度からの5年間における日本の金融機関の資金の源は、通貨の増発と償却の形をした貸金の回収であり、その両方で年間30兆円から60兆円にのぼる規模であった事がわかった。これ以外にも、持ち合い株の解消による日本株の売却と保険・年金掛け金の受取があるので、それらを合わせて年間約40兆円から60兆円規模の資金が（広義の）金融機関に入ってきた。そして、この金がどう使われたかを資金循環統計に基づく主要資金使途明細により分析したところ、それが財政投融资資金の返済と国債の購入にあてられたことを突き止めた。

(億円)

年度	財政投融资資金	株式以外の証券	対外証券投資	資金過不足	主要資金使途
1999FY	-44,726	423,984	38,660	-76,258	341,660
2000FY	4,725	473,880	100,792	63,496	642,893
2001FY	152,588	111,088	40,310	-9,427	294,559
2002FY	169,623	409,293	75,422	-94,398	559,940
2003FY	215,013	300,653	66,272	104,767	686,705

それが、上記主要資金使途明細における財政投融资資金と株式以外の証券に現れているのであるが、規模はだいぶ落ちるもののもう一つの重要な資金使途は対外証券投資である。

対外証券投資は、それが経常収支以外に唯一国内の資金循環を世界と連結する市場原理に基づく資金移動であるため、きわめて重要である。なぜなら、経常収支では日本には年間10兆円以上の金はどうしても入ってきてしまうので、対外証券投資でこの金を世界に還流させなければとんでもない円高になり、経常収支そのものが赤字になってしまうからで

ある。経常収支の黒とは海外から稼いだ金である。日本が経常収支の黒字ということは必ずそれと同額の外国の経常収支の赤字があることになる。日本だけが、毎年毎年経常収支の黒字を続け他国の赤字の犠牲の上に稼ぎまくるとい事が続けられるかどうか。

貿易摩擦とは一人勝ちはルールがおかしいのではないかという単純な国際感覚からきている。ルールとは為替レートであり、為替レートは総変動制で、市場原理で決定されるルールを採っているのであるが、日本は円高に対しては常に円売り介入を行い、円を安く誘導してきている。この安い円で高品質の製品を輸出してくれるのであるから、世界はたまらない。日本の貿易収支は膨大な黒字になるのに決まっており、それはルール違反ではないかというのが諸外国の素直な本心である。あの黄色い肌と黒い髪の毛をもち、いつも黙って、なにか聞かれると何もいわず不思議な笑顔をみせ（ニヤッと笑う）、いつも群れて行動し、なにかといつとすぐ写真を撮りたがる人たちはまことに不気味である。

過去日本の経常収支が増大するたびにこの貿易摩擦が起き、円は世界中から袋叩きになるのが常であったが、現在の日本の経常収支の黒字はさほど強烈な貿易摩擦は起こしていない。中国のお陰である。中国が極めて不自然な人民元レートを国家管理し世界中から貿易収支の黒字を稼ぎまくってくれているため、日本の経常収支は目立たない。人民元の切り上げを契機として、円高になるといわれるのはここに原因がある。外国為替が人民元問題を解決すれば、主要通貨での未解決事項は円しかなく、そして両者は冷静に考えてみれば同じ構造で過小評価されているのである。

貿易収支で稼ぎまくって、経常収支を大幅な黒字にしても貿易摩擦を起こさず、円高にさせない方法が一つだけある。既に第1回レポートで述べたが、経常収支の黒字に見合う資本収支の赤字を出してあげる事である。世界から経常収支で稼いだ金を、資本収支で世界に還流してあげれば世界は丸く収まる。そして、その方法は、対外直接投資と対外証券投資しかない。金融機関は海外に巨大な設備投資をすることはありえないので、対外証券投資を行うことが金融機関に唯一できる国策に沿った国際貢献なのであるが、少なくとも現在までのところその規模は不十分である。国債を毎年毎年数十兆も買っているのであるから、金は余っているのであるが、彼らの対外証券投資の規模は国債の購入額の数分の一にしかない。

資金使途明細で対外証券投資と出てくるのは、主として生損保会社が外貨建債券を買っているのである。生損保会社はその投資ポートフォリオ構成の必要上かならず一定量の外貨建債券を買う。生損保会社には、每期自動的に被保険者からの保険の掛け金が集金され、それは将来の保険金の支払いに備えて運用しなければならない。安全運用として分散投資を基本としているので、投資の一定量は外貨建債券にならざるを得ない。一定量の外貨建

債券を買うことにより分散投資でバランスをとっているのである。また、もちろん円の金利が安すぎるため円建債券では十分な運用収益が上がらない事も外貨建債券投資の理由の一つである。

意外かもしれないが、生損保会社がこのような分散投資で買う外貨建債券については為替のヘッジを行わず、為替のポジションをオープンで買っていくのが通例である。なぜなら、生損保会社が外貨建債券を買う一つの理由は内外金利差のためであるが、これを先物外国為替でヘッジしてしまうと、先物外国為替の直先スプレッドが内外金利差を相殺してしまう、結局日本の国債を買うのと同じ金利収入しか得られなくなってしまうからである。このことは、少し外貨取引に精通していないとわかりにくいかもしれないので、今回のレポートの最後において補講として詳しく説明する。

2. 追い詰められる日銀

2003年度の金融機関の主要な資金使途は、財政投融资資金の返済が約22兆円、国債の買い入れ等が約30兆円、そして不十分な対外証券投資が約7兆円ということになるが、実はこの年に金融機関の資金は大幅に余っている。上記主要資金使途明細で資金過不足欄に計上されている金額約10兆円が金融機関の2003年度の資金余剰である。1999年からの5年間の金融機関の資金の源泉は、通貨の増発と償却の形をした貸金の回収であり、その規模が年間30兆円から60兆円にのぼるものである事は、何度も指摘したところであるが、ついにその使い道がなくなってしまったのである。この5年間に使った金は、財投資金の返済、国債の借入そして対外証券投資なのであり、驚くべきことに本来の金融機関としての役割である貸付には金は回っていない。この5年間銀行は本来の仕事をせず、それどころか反対に貸金をせせせと回収していたのである。不良債権の償却はもちろん必要な事であるが、そのことと新規貸付をしないことは全く違う次元の問題であろう。

少なくとも2003年度においては、銀行は金が10兆円も余っているのに民間企業に金を貸していない。このことを一体どう理解すればいいのであろうか。金を貸さない銀行など存在価値はないのであるが、貸さない銀行が悪いのか、借りない民間企業が悪いのか。その善悪はさておき、いずれにしても銀行の貸出金が伸びないことには絶対に景気は良くならない。確かに銀行も不良債権で散々痛めつけられたので、新規融資には必要以上に消極的になっているのであろうが、銀行も貸さないことには商売にならないのであるから正常な融資先には貸したくて仕方がない。しかし、現在の日本の企業で正常先に区分されている企業は金を借りてくれないのである。民間優良企業もまた借入金の返済に回っているのであり、資産デフレと過剰債務で散々痛めつけられたバブル以降の15年間の経験がトラウマとなり、新規借入には必要以上に消極的になっている。銀行も貸さない、企業も借

りない。従ってデフレのスパイラル効果が継続し、いつまでたってもデフレの出口が見えなくなってしまうている。まことに現在の日本の国内景気の回復力はか弱いのである（ただし輸出は別）。

第7回レポートにおいて、政府の公共事業が2000年以降年々減少していることを把握した。この国の国民はもともと金を使わず、企業が金を使わない上に、財政政策で政府も金を使わなくなってしまったのであるから、現在の日本では金を使う人は誰もいない。まさに八方塞の景気情勢の中で、金融政策により景気を支えるべく、日銀は2001年以降圧倒的な低金利政策と量的緩和をしてきていることは第7回レポートにおいて小泉モデルとして紹介した。しかし、どうもここにきてその量的緩和にも限界がきているようである。量的緩和は2002年度までは確かに日本の金融機関の資金繰りを助けてきたのであるが（これらの年度では資金不足であったことが確認できる）2003年度から現在に至っては、資金は大幅に余りだしているのである。

このように、企業も銀行も金は要らないといっているのに、日銀はその口をこじ開けてでも金を流し込もうとしている。現在日銀は量的緩和の目標額として、銀行の日銀に対する当座預金勘定残高を30兆円とするように誘導している。しかしここ数ヶ月日銀が資金供給のため入札を行っても札割れとなり、なかなかこの30兆円の資金供給がはけていかない。現在の落札価格を知っているだろうか。0.001%である。これはたとえば1億円に対して年間千円の金利であり、これでは入札の諸経費も出ないという金利水準である。タダの金利でも市場は金が要らないといっているのであるから、日銀も量的緩和をやめればいいのであるが、止めると言い出せない事情がある。止めるといった瞬間にそれは金融引き締めということになり、せつかくのか細い国内景気の回復に水をさしてしまう。（このことについては、私は若干異論があるのであるがここでは留め置く）日銀は“消費者物価の対前年上昇率がプラス”という指標を、この量的緩和の解除条件としてきているが、現在の国内景気は消費者物価を押し上げる力はとてもまだない。

さらに日銀にとって空恐ろしいのは、この4年間の量的緩和の結果、日銀には国債がたまりにたまっている事である。量的緩和とは貨幣の増発であるが、日銀は貨幣の増発を国債の買い入れという形で行ってきた。このことは第3回レポートの非不胎化政策の項（第3回第7項）で説明した理屈と同じである。日本経済新聞の3月20日付朝刊によると、本年3月10日時点で日銀の資産が150兆円を突破し、その3分の2が国債で100兆超となり、国債が日銀の総資産の3分の2を上回るようになった事を報じている。量的緩和の当然の帰結であるが、このことは日銀が量的緩和を解除し金融引き締めに入ると、当然金利が上がり、そのことは日銀の手持ちの国債の価格を下げるので日銀自身が膨大な含み損を抱える事を意味する。たとえば金利が倍になったとしても現在のゼロ金利からすれば

たかが知れているのであるが、それでも日銀の抱える100兆円の国債から50兆円の評価損が出てしまう計算になる。自らの手で自らの首を絞めるとはこのことである。

日銀としては、金利を上げずに量的緩和を解除し、国債をもう一度市場に戻したいところであるが経済原理に基づいてそれはありえない。結局日銀に選択の可能性は2つしかない事がわかる。このまま消費者物価の上昇を待ち、それまでは歯を食いしばってでも量的緩和を続けるか、それとも量的緩和を解除するかであるが、どちらも大きな問題を抱えてしまう。まず、現在のような貨幣需要のないところで量的緩和を継続すると、それは過剰流動性を引き起こしてしまう。市場で必要とされない資金を大量に供給するのであるから、行き場所を失った資金は投機資金となり資本市場や不動産市場あるいは為替市場や商品市場に流れ込んでしまう。不景気の株高や土地の一極集中的な値上がりを起こしてしまうのである。一方、量的緩和を解除すると、金利が上がり景気は腰砕けをし、さらに日銀は膨大な国債の含み損を抱え債務超過となってしまう。日銀の資本金は、(びっくりするかもしれないが)1億円に過ぎない。さらに日銀が債務超過になれば、日銀の信用力は根底から崩れ、日銀券の信用がなくなる。偽札どころか本物の札の信頼がなくなるのである。

現段階において世論は金融緩和の継続を望んでいるが、冷静に考えればもともとこの異常な量的緩和は無理があったのであり、理論上はその修正をできるだけ早くやるべきで、すなわち金融緩和の解除をやらなくてはならない。量的緩和の解除が遅れば遅れるほど日銀に国債がたまり、たまった国債に対していつかは必ず金利が上がるのであるから、いつかは必ず日銀の含み損は巨額に発生してしまう。日銀はもう待たななくなってしまった。

量的緩和の早期解除については現段階では五分五分の可能性としかいえないが、私個人としては、追い詰められた日銀は、問題の先送りに過ぎないとは知りつつも、量的緩和を今しばらく続けるのではないかと予想するものである。日銀総裁が量的緩和の解除をおこなうためにはまず国債の値下がりによって日銀の増資をしなければならぬ。しかし政府は一方で相変わらず国債を市場で売っているのであるから、日銀も国債が値下がりするから増資してくれとは口が避けても言えない。この増資は難しく、それでもなんとかしてでも増資はやるのであろうが、すくなくとも根回しに時間がかかる。さらに、量的緩和の解除はまだ景気回復を実感できない国民世論を敵に回す。これだけの障害を乗り越えて解除をおこなう根性が現日銀総裁にあるであろうか。それであれば自分の任期中にたまりまくった国債の時限爆弾の地雷を踏むよりも、過剰流動性を犠牲にして問題の先送りをしたほうがいいではないか。国民もとりあえずそれを喜ぶ。すなわち、株や土地あるいは国際商品のいずれか、またはその全てが、過剰流動性により今年は意外な高値を付けるのではないかと思うのであるが、どうであろうか。

大胆な予想をしてしまったかもしれないが、仮にこの推論が正しいとすると、ここでの過剰流動性はきわめて足が早い事に注意しなければならない。なぜなら、過剰流動性は日銀が量的緩和を解除するまでの時限的な現象と考えられ、生み出される貨幣はその時限性のため、より流動性の高い投資先をより高速で駆け回るはずだからである。つまり、株と言えば発行済株数の多い大型の国内系優良株で国際的にも知名度のある銘柄、土地で言えば東京都23区内で駅から徒歩3分以内の外国人好みの優良物件、商品でいえば原油あるいは金といった国際的な高速流動商品がよいということである。買った瞬間からすぐ右左に売れるような流動性を備えたものが有望で、地味であるがじっくり時間をかけて収益を上げるような投資スタイルはここでは実を結ばない。本レポートは来年の3月までの発行予定であるので、おそらく来年の3月時点ではこの推論の結果がはっきりとでてはいるはずである。

3. 日銀の国債引き受け

2001年からの量的緩和に基づき日銀が国債を買いまくり、その残高が100兆円に達して二進も三進も行かなくなっている事を指摘したが、だいたい日銀が政府の発行する国債を買うこと事態が尋常ではない。ちなみに、財政法と日銀法では日銀による国債の引き受けを禁止しているのを知っているだろうか。以下に財政法第5条を抜粋する。

財政法第5条 すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りではない。

政府の発行する国債を発券銀行たる日銀が引き受けるということは、結果的に政府の出した借用証書が紙幣に転換される事を意味し、実質的には政府が金利付きの紙幣を発行するのと変わらない。これを許すと、財政規律がなくなり、政府は自己の政策的都合により無制限に国債を発行して日銀券を引き出す事ができる。このため、およそ近代的といえる国であればどの国家でも、通貨の発行は政府から独立した中央銀行により行われることとし、政府の通貨発行への介入を禁止している。これを中央銀行の独立性といい、通貨の信頼性を守る根本原則とされている。中央銀行が政府から独立して独自に通貨を発行するからこそ、もともと紙切れに過ぎない紙幣に信頼が置かれるのである。

このように財政法第5条により、国債の日銀引き受けが禁止されているため、表向き政府の発行する国債は民間の金融機関による公募入札で売却されている。しかし、民間の金融機関の買った国債はあとで必ず日銀が買ってくれるのであるから、これは八百長の出来レースなのである。確かに国債は日銀には直接は引き受けられていないのであるが、民間金

融機関を通じて間接的には引き受けられている。いや、民間金融機関が引き受けたときには日銀がそのあと買い取るかどうかはわからないのであるから、あくまでも日銀の国債の買い取りはその時々の日銀の通貨政策と市場原理によるものであると言うかもしれないが、それは詭弁であろう。日銀は30兆円の量的緩和を満天下に公言しており、その量的緩和は民間金融機関の手持ちの国債を買い取る事で行われるのであるから、民間金融機関は国債を落札したときにはその国債が最終的に売れ残るかもしれないとは全く心配しなくてよいのである。国債を国民が買って欲なくても（事実買っていない）全く入札に心配がないのは、日銀が買うということを約束しているからである。日銀が量的緩和の目標値を公表している以上、日銀の国債買い入れは国債の間接引き受けであり、財政法第5条の精神に違反している。

日銀による国債の間接引き受けも違法すれすれで問題が多いが、もっと凄いのは政府短期証券である。政府短期証券（Financing Bills）とは、国庫の一時的な資金不足を補うために発行される短期の国債をいう。短期国債の発行は、先ほどの財政法の第7条に根拠がある。以下に財政法第7条を抜粋する。

財政法第7条 国は、国庫金の出納上必要があるときは、財務省証券を発行しまたは日本銀行から一時借入金をなすことができる。2 前項に規定する財務省証券及び一時借入金は、当該年度の歳入を以て、これを償還しなければならない。3 財務省証の発行及び一時借入金の借入の最高額については、毎会計年度、国会の議決を経なければならない。

政府短期証券は、1999年3月以前に発行されていた一般会計による大蔵省証券（蔵券）食糧管理特別会計による食糧証券（糧券）外国為替資金会計による外国為替資金証券（為券）を統合して、同年4月より政府短期証券としたものである。短期国債にはこの政府短期証券以外に割引短期国債（Treasury Bills）がある。割引短期国債は、1970年代から大量に発行された国債の償還・借換えを円滑に行うための資金繰り目的で1986年から発行されているもので、同じく短期国債ではあっても政府短期証券とはその目的と形態が違う。

さて、財政法第7条の規定に基づき発行される政府短期証券であるが、同第2項の規定に明らかなように、この短期国債は当該年度の歳入を以て償還しなければならないのであるから、当然1年を超えて発行する事はできず、年度内に満額償還されなければならない。現在発行されている政府短期証券は期間60日の超短期のものであるが、しかし、この政府短期証券は60日ごとにどんどん借換えされており一向に償還されないのはどうか。先ほど日銀の資産総額中100兆円が国債である事を指摘したが、この百兆円中13兆円は政府短期証券である。又、第4回レポート第7項により膨張する国債発行残高の

残高推移を示したが、政府短期証券残高も膨張するばかりである。平成13年3月末の政府短期証券の残高48兆円は年々増加の一途をたどり、昨平成16年9月末には87兆円に達している事も既に第4回において指摘した。

財政法が第5条において日銀の国債引き受けを禁じているのは、政府の財政規律の確立と日銀の独立性のためである。その例外として、財政法第7条は、一時的あるいは季節的な財政資金の不足については予算年度内償還を条件として短期国債の発行を認めているに過ぎない。この例外規定の更なる例外について、政府短期証券の借換えに次ぐ借換えを続けるというのはもはや詐欺に近いのではないか。60日間の短期証券といいながら、もう何年も借換えをし続けているのであるから、その実態は長期国債と何等変わらない。赤字国債の発行は国家予算で管理されるため国民の監視が行き届くのであるが、政府短期証券は国会の議決だけで行うことができ、国民の監視の目が行き届きにくい。それを逆手にとって政府短期証券の増発に次ぐ増発を続ける現政権は既に財政規律を失っているとしか言いようがなく、又、それを引き受けている日銀も独立性を失っている。

まるでできの悪い金持ちのドラ息子ではないか。本来やるべき財政政策と財政再建に真剣に取り組む事をせず、金が足りないといっては赤字国債を発行し、その赤字国債が批判されるところりと政府短期証券で金を引き出している。その金を与え続ける日銀もまた通貨の番人たる中央銀行として情けなくはないのか。政府は財政再建に向けて赤字国債の新規発行を減らすといっているが嘘ではないか。本心から赤字国債を減らすつもりなら、国債の発行残高は政府短期証券を含めて国家の一般会計予算とすべきであろう。政府は、欺瞞に満ちた財政法第7条違反の政府短期証券を直ちに償還せよ。金は過剰流動性を生もうとするほど余っているではないか。やる気があればできるのである。国会議員はなぜ政府短期証券の際限ない借換えを国会で追及しないのか。赤字国債の問題などいくら追及しても政権はびくともしない。なぜなら、赤字国債の問題は今に始まった事ではなく、少なくとも小泉政権の問題とはいえない。しかし、政府短期証券がでてきたのは選択の幅のない小泉政権が苦し紛れに行った為替の市場介入の結果であり、少なくとも政府短期証券の膨張について小泉政権は歴史の批判から逃れる事はできないのである。

4. 金利裁定

第1項の末尾で出てきた外国為替の内外金利差について補則説明を行なう。内外金利差は為替市場で金利裁定として働き、金利裁定により為替市場は債券市場と密接に連結しているのであるが、そのことを理解するためには内外金利差の理論的構造をどうしても把握しておかなければならない。以下に事例を設定して解説する。

今1ドル105円として、1億5百万円の円を持っている人が、金利の高い1年物の米ドル預金をするでしょう。現在1年ものの定期預金金利は円が0.03%で、米ドルが2.0%である。この人が米ドルの定期ではなく円の定期預金をした場合、1年後の元利合計は105,031,500円（計算1）となる。1億円超の1年物の定期預金をして利息は31,500円である。一方、米ドルの1年定期をすると1,020,000ドル（計算2）となる。仮に1年後の為替レートが現在と同じ1ドル=105円であったとすると1年後の元利合計は107,100,000円（計算3）となり、利息は2,100,000円である。この人は円で運用するより遥かに高い収益を上げることに成功したことになるが、それはあくまでも円が現在の為替レートのまま推移した場合という前提であり、通常これはありえない。

番号	計算過程		計算過程		計算結果
1	105,000,000	×	1.0003	=	105,031,500
2	1,000,000	×	1.02	=	1,020,000
3	1,020,000	×	105	=	107,100,000

この事例で、1年後の満期時に、為替レートが円高になり円が105円より上昇していると手取りは減り、反対に円安になるとさらに手取りは増える。そこで、このような将来どうなるかわからない為替レートの変動による収益の変動を避けるため、一般に先物外国為替を利用したヘッジが行われる。1年物の先物外国為替を利用して、1年後に入金される予定の元利合計1,020,000ドルをあらかじめ売っておくのである。そうすれば、1年後の実際の直物の為替レートがどうなるだろうが、それとは関係なく既に確定したレートでの入金ができることになる。このように将来の予見不可能なリスクにさらされている取引を、コストをかけて現在の予見可能な管理下の取引に置き換える行為のことをヘッジという。

それでは、この事例で1年後のドルの元利合計1,020,000ドルを先物為替で売ってみよう。1年物の先物為替レートの理論値は1ドル=102.97円なので、先物でヘッジした場合の1年後の元利合計入金額は105,029,400円（計算4）となる。つまり、先物為替でヘッジしてしまうと、1年後の元利合計は円の1年物の定期預金をした場合に得られる105,031,500円とほとんど同じになってしまい、金利差を狙ってドル預金をした意味はなくなってしまう。

番号	計算過程		計算過程		計算結果
4	1,020,000	×	102.97	=	105,029,400

このような直物の為替レートと先物の為替レートの差のことを直先スプレッドという。この事例の場合は、直物レートが105円で1年の先物レートが102.97円なので、直先スプレッドは2円3銭ということになる。また、この事例は先物レートが円高ドル安になっているので、このことを先物で円にプレミアムがついているといい、同じことを先物でドルにディスカウントがついているともいう。この事例では、1年の先物外国為替レートは、1ドルについて2円3銭のディスカウントとなっている。日経新聞の朝刊マーケット欄に前日のドルの1-3ヶ月物の先物外国為替レートの直先スプレッドが載っているが、このことをいっている。

先ほどの事例で、ドルの1年の先物為替レートの理論値が1ドル=102.97円であるとしたが、実はこのレートは次の計算で演算している。今、直物為替レートは1ドル105円なのであるから、1ドル=105円という関係が成立している。また、円の1年物金利が0.03%なのであるから、現在の105円と1年後の105.0315円（105円×1.0003）もまた等価関係にある。同様に、ドルの1年金利が2%なのであるから、現在の1ドルと1年後の1.02ドル（1ドル×1.02）も等価である。この関係を一覧にしてみると次のようになる。

時点	ドル	円	レート
現在	1.00	105.00000	105.00
1年後	1.02	105.03150	102.97

つまり、1年後の1.02ドルと1年後の105.0315円は等価なのであるから、両者の比率を求めれば1年後の先物の為替レートが算出され102.97円となる。

実際の市場での先物為替レートもこの理論値に基づいて刻々と価格変動している。直物レートとそれぞれの通貨の金利が決定されれば、自動的に理論値の先物レートが決定される。もちろん市場ではこの理論から外れたレートがつくこともあるが、その場合には必ずその異常レートを相殺する反対売買が行われ先物レートはこの理論値の束縛から逃れる事はできない。このように理論値から外れた価格に対して反対売買を行い、確実な利益を得る取引のことを裁定取引（arbitrage）と呼んでおり、日本古来の言い方では、鞆取り取引というのがこれにあたる。

裁定取引は、必ず利益が出る。たとえば、この事例で1年の先物レートが異常値をつけ1ドル=104円となったとしよう。理論値に比べて異常な円安である。そこで裁定取引者は、105円の直物で円売りドル買いを行うと同時に、104円の1年先物で円買いドル売りを行うのである。先物の円が安いので先物の円を買い（ドル売り）、そのために直物の

円を売る（ドル買い）のである。このように直物と先物で同金額の外貨を反対方向に売り買いすることをスワップ取引とよんでいる。裁定取引たるこのスワップ取引が百万ドルで行われたとするといくらの利益が出ているのであろうか。少し煩雑であるが、以下がこのスワップ取引に関する損益計算である。

まず、この人は直物で1,000,000ドルを買い105,000,000円を売るのであるから、売るべき105,000,000円を借りなければならない。この借りた105,000,000円に対して0.03%の金利すなわち31,500円（計算5）がかかる。しかし、買った1,000,000ドルからは2%の金利が入るのであるから、この人は1年後に20,000ドルの金利を手にすることができる。さて1年後には、この人は最初借りた105,000,000円の返済期日が来るが、同時に1,000,000ドルの満期も迎える。そこで、1,000,000ドルを円に変えるのであるが、既に先物為替でスワップ取引により1,000,000ドルの元本と20,000,000ドルの金利合計1,020,000ドルは104円で売ってあるので、この人は1年後に106,080,000円（計算6）の円を手にしていることになる。借りた円の元金と金利は合計105,031,500円なのであるから、ドルから入金した106,080,000円から支払いをすれば、この人の手元には全ての決済後1,048,500円の利益（計算7）が残り、それがこの人に純利益ということになる。

番号	計算過程		計算過程		計算結果
5	105,000,000	×	0.0003	=	31,500
6	1,020,000	×	104	=	106,080,000
7	106,080,000	－	105031500	=	1,048,500

裁定取引の構造がわかったであろうか。この人は一瞬のスワップ取引を行うことにより、百万円を超える利益を瞬時にして稼ぎ出したことになる。これを為替のナイス・ディールというのであるが、当然のことながらこんなうまいチャンスがそうそう市場にいつも転がっているわけではない。市場にはこのような裁定取引の機会をうかがうディーラーが常に市場を見つめているので、理論値に対して異常な先物為替レートは必ず理論値に収斂し、裁定取引の可能性のない理論値で均衡するのである。このことを、金利裁定が働くという言い方をしている。日米の金利差が為替レートを適性水準に調整するという意味である。為替市場には常にこの金利裁定が働いているので、美味しい裁定取引のチャンスはそうそうあるものではなく、またママある裁定取引のチャンスの利幅はきわめて薄く、その幅は外国為替の手数料にも満たないのが一般的である。世の中はそう甘くできていない。しかし、この裁定取引の構造とスワップ取引の仕組みを知っているのといないのでは、国際金融の理解と実践に関して天と地ほどの差がある。是非一度紙と電卓を使って自分で計算を

してみるべきであろう。

5. ヘッジ

金融機関の外国為替のディーラーというのは、このような為替取引を常時行うことを業とするもののことをいう。金融機関にはその顧客である輸出入業者から、輸出業者であればドル売りの、輸入業者であればドル買いの注文が毎日寄せられる。輸出業者（自動車や電機の輸出会社）は販売代金をドルでもらうので、そのドルを円に代える必要があるのであり、輸入業者（石油の精製会社や原油を輸入する電力会社）は仕入れ代金をドルで払うので円をドルに変える必要がある。顧客の日々のドル売りおよびドル買いの注文は各支店・営業部で取り次がれ、ディーリング部門で集計される。集計は、ドル買い・ドル売りごとにそれぞれ直物・先物と先物の期日毎に区分され、各区分ごとの売り買いは金融機関内で相殺されその金融機関としての正味の期日別売り買いの残高が出来上がる。これをポジションとよんでおり、買いのポジションをロング (Long)、売りのポジションを (Short) という。当然のことながら、銀行は顧客に対して行った外貨取引の反対のポジションを持つことになる。そしてディーラーは、この銀行としての正味ポジションに対して外国為替市場でヘッジをかけていくのである。簡単なようであるが、これが難しい。

金融機関は為替のポジションを持ってしまうと、為替レートの変動により大きな差損益をかぶってしまうので、基本的にはポジションを持たないことになっている。ヘッジ取引を行い正味ポジションを持たないことを、ポジションをスクエア (square ; 貸し借り無し) にするといっている。これは、金融機関同様外貨取引が多く、ほうっておくと自動的にポジションを持ってしまう総合商社も同じである。どんな会社も表向きは経営安定のために為替のポジションは全てヘッジし、ポジションを持たないというのであるが、実際は常にポジションを持っている。なぜなら、先物外国為替でポジションを完全にヘッジすることは技術的に不可能なためである。先ほど日経新聞に1-3ヶ月の直先スプレッドが掲載される事を紹介したが、ということは4ヶ月を超える先物外国為替の取引は頻繁には行われないう事を意味する。しかし、銀行の顧客は6ヶ月先、1年先の先物外国為替の予約をしてくるのであり、注文がある以上銀行は受けざるを得ない。受けた瞬間に銀行にポジションが発生するが、それを為替市場でヘッジできるかどうかはたまたま反対売買の相手がいるかどうかによるのであり、つまりヘッジできるとは限らない。また、たまたま顧客の注文が米ドルではなくたとえオーストリア・シリングであったとすると市場そのものがないに等しくヘッジの可能性は限りなく薄い。

このような技術上の理由が多々あり、ポジションの完全なヘッジは不可能であるので、金融機関や総合商社は常に意図せざるポジションを持っている。ポジションを持つというこ

とは、それが為替の変動リスクにさらされるという事なので、すなわち投機をしているのと同義である。意図せざるポジションを持つということは、意図せざる投機をしているのと同じ事になる。そして、意図せざる投機と、意図的な投機は外観上全く区別を付ける事ができない。市場で取引されている一つ一つの外国為替取引について、それがヘッジ取引なのか投機取引なのかの区別をつけることなどできない。ここに銀行や商社で定期的に大規模な外国為替の投機の失敗事件が起きる根本原因があるのである。ディーリングはこのような危険性をはらんでいるため、内部管理体制を整え管理されない意図的な投機が発生しないようチェックをしているのであるが、人の心を管理する事ができないのと同じで為替のポジションの完全な管理はありえない。

ヘッジとは常に変動する為替レートを先物為替により固定する事により損益を確定しようとする試みである。しかし、先物レートによる為替レートの固定が完全にはおこなえない様に、もともと変動しようとする価格を固定化しようとする行為そのものに根源的な無理がある。歴史的に為替の固定相場制が崩壊し総変動性に移行したように、また一部の国でおこなっている管理相場制が長期の存続に耐えられないように、市場原理で動く為替レートを固定させるには膨大なエネルギーが要る。そして、そのコストは為替レートの固定化によるメリットを遥かに上回ってしまう。天高く飛ぶ鳥を鳥かごに押し込めてみれば、もうそれは鳥としての機能は失われてしまう。私は、同じ事が為替の管理にも言いうるのではないかと思うものである。

外貨取引をおこなうほとんどの企業が、為替レートの変動に悩まされ、円相場の動きで損益が大幅に変動する。このため、銀行や商社に限らず、一般企業でも当たらぬ為替レートの予想をし、この予想に基づき先物でヘッジをしたりしなかったりしている。多かれ少なかれ圧倒的多数の日本企業が望まざる為替の投機を行い、円の1円2円の変動に一喜一憂しているのは、企業経営としてまことに奇妙な現象ではないか。企業経営者自身為替のディーラーになりたいわけではないであろう。

日本の企業経営は外国為替について発想のコペルニクス的転換が必要である。彼らが円高で損をしたとか言っているのは、輸出債権についてドルでロングのポジションを持っているからであろう。しかし、彼らの総資産のうち圧倒的多数は円の資産なのであり、その中でドル建ての債権部分は多いといってもたかが知れている。ドル建て債権以外にも円の債権が多くあるのであろうし、円の貸付金や有価証券もあるはずである。この企業は（ほとんどの日本の企業がそうであるが）総資産のおそらく小さな債権だけを取り出し、円高により損をしたと嘆いているのであるが、実はこの企業の圧倒的に大きな円資産からは円高による大きな利益が出ているはずである。この企業は、たまたま円で決算をしたからドル資産の損が出たのであるが、反対にドルで決算をすれば円資産から円高による利益が出て

くることになる。確かに現行会計に従えば円で決算するため、その中のドル債権のみの損が損益計算書に表示されるのであるが、そのことはこの企業の国際的な業績評価とは別次元の問題に過ぎない。

圧倒的な円資産を有している日本のほとんどの企業が、そのわずかなドル債権のヘッジであるとして揃いも揃って皆先物外国為替によるヘッジをおこなっているのは、まことに非論理的で不思議な現象である。仮にそのヘッジにより表面上の為替の損を免れたとしても、このヘッジはこの企業が圧倒的に所有している大多数の円資産から得られる利益を相殺してしまっているのである。しかもヘッジのために相当な手数料を銀行に払わなくてはならない。論理的に考えれば、ドル資産が総資産の50%を超える企業にして初めて、その50%を超える資産部分の正味ポジションについてのみ、先物外国為替によるヘッジは意味がある。こんな会社が日本にそれほど沢山あるであろうか。

6. 多通貨会計

日本の会計もまた外貨の管理には不適切な制度を強制している。現行の制度会計は円による会計記録を強制している。このため、円以外の取引の多い企業であっても、ドルの取引があるそのたびごとにドルを円に換算し、その記録を別途とっておき、決算期末にドルの評価替えをするという煩雑極まりない手続きをとらざるを得ない。このように円という基準通貨を決めすべての外貨取引をことごとくそのつど基準通貨に換算するという会計制度を単一通貨会計制度（Single Currency System）という。外貨取引の多い企業にとっては手数も大変だけでなく、ポジションを知るためには別途その通貨を抜き出して再計算しなければならないため、外貨管理にこれほど不向きな会計制度はない。これに対して多通貨会計制度（Multi Currency System）では、ドル取引はドルで円取引は円で記帳すればいいのであり、換算の手数がないだけでなくポジションも瞬時にわかる。日本企業は外貨取引がどれだけ多かろうがことごとく円で会計帳簿を付けているのであるが、国際市場においては円で会計帳簿を付ける事のほうが例外的である。ロンドンの金融機関は、そのほとんどが多通貨会計であるか、単一通貨であってもポンドではなく米ドルで会計帳簿を付けている。日々変動する外貨を管理するためには外貨を円で固定する単一通貨会計制度は無理があるのである。変動するものには変動を捕まえる多通貨で多面的に管理する必要がある。

グローバルなエコノミーでは、全ての価格は変動し、固定価格という概念そのものが存在し得ない。円の固定金利という世界に長く慣れ親しんできた日本は、外国為替の世界では一種の鎖国状態にあったことになる。円の固定金利であれば価格変動にさらされないというのは、円の小さな世界の中だけで成立する論理であり、その固定金利を支える円そのも

のが大きく変動しているのであるから、視野を国際的に変えてみると、実は円の固定金利もまた変動している事がわかる。地平が水平で動かないというのは自分の視界という小さな世界でのみ成立する局所論であり、その動かなく水平な地球もまた球体として太陽の周りを公転している。不動の地球の大地もまた時空の運動律から無縁ではないという物理学の原理と同じ法則がここでも成立する。

おりしも、銀行預金のペイオフが4月1日から始まり、日本国民一人ひとりが価格の総変動における資産防衛を考えざるを得なくなった。一物の価格は万物の価格の関数であるとするのがワルラスの価格の一般均衡理論であるが、外国為替市場もこの原則の中で価格変動を続け、それが株式市場、商品市場、債券市場といった市場とも常に連動している。そして4月1日以降日本の個人もまたワルラス的価格の一般均衡理論の体系の中に入っていくことになる。

2005年3月26日 細野祐二