

フロート制下における為替市場への介入について

— 介入是非論に関するサーベイを中心に —

厚 母 義 夫

1. 要 旨

フロート制下における為替市場介入の是非は、既に固定相場制の時代から、変動相場制是非論の一環として様々な形で論じられてきたところである。確たる結論が見出されないまま、73年以降の「管理されたフロート制」下で、市場介入が既成事実となっているが、本稿は、為替市場介入の有効性と妥当性に関するこれらの議論を整理するとともに、介入を通ずる monetary discipline 確立の問題についても若干検討したものである。

(介入の有効性)

介入の有効性は為替レート決定メカニズムをどう考えるかということと不可分の関係にある。

最近では、為替レートは日々のフローとしての為替需給によって決まるというよりも、各通貨ストック間の需給（以下通貨需給という）によって決まるという考え方が強くなっており、しかも通貨需給の先行きに関する市場関係者の予想が現時点における為替レートに大きな影響を及ぼすと考えられるようになってきている。

為替レートがこのようにして決まるという考え方をとると、短期的には、介入それ自体が為替需給の一構成要素であることから生ずる効果よりも、介入が市場関係者の通貨需給に関する予想に及ぼす影響を通ずる効果の方がより重要であることとなる。

また介入の長期的有効性は、介入に伴うハイパワード・マネーの増減が通貨需給を長期的にどの程度変化させるかによって決まることとなる。

(介入の妥当性)

まず、介入の妥当性を為替市場の安定化（所謂 smoothing operation）という観点から論ずる場合には、①民間投機は本来為替市場を不安定にするものか否か、②為替レート変動それ自体が新たな攪乱要因として働くか否か、が中心的な論点となっている。いずれについても、古くから肯定・否定両論が鋭く対立して決着はつけ難いが、少なくとも次のような点については多くの論者の見解が一致しているといえよう。

①については、民間投機はケース・バイ・ケースで安定的にも攪乱的にも作用するので、民間投機との関連で介入の妥当性を一概に論ずることはできない。

②について決め手となるのは、為替レート変動の基本的な要因（fundamentals）に関する情報がどの程度市場関係者の予想に、ひいては現実の為替レートに反映されているかであり、十分反映されていれば為替レート変動それ自体が新たな攪乱要因となることにはならない。例えば、Jカーブ効果による貿易収支不均衡拡大がみられる時でも、同効果の一過性を民間が正しく認識して為替レートの予想を形成しているのであれば、Jカーブ効果による貿易収支不

均衡拡大→為替レート変動→Jカーブ効果による貿易収支不均衡の一層の拡大、といった悪循環的な為替レートの変動は生じない筈である。

次に、経常取引者（輸出入業者）の負担軽減、資源配分の効率化など、厚生経済学的観点から介入が必要であるとする議論もある。しかし、こうした議論には、①上記のような目的達成のために何故介入という政策手段が割当てられねばならないのか不明瞭なこと、②極めて特殊な前提（例えば、経常取引者は投機的な為替ポジションを形成しない）を置いていること、などの問題点があり、十分な説得性をもっているとはいえない。

（介入を通ずる monetary discipline の確立）

以上とはやや視点を異にするが、近年共同介入の必要性を訴える主張が強まっていることも見逃せない。その背景には、為替レートの安定のために基本的に必要な国際的政策協調が困難な状況下では、共同介入という国際的な枠組によって赤字国のインフレ圧力に「タガ」をはめ、赤字国に monetary discipline を取戻させる他ない、という現実的な判断があるものとみられる。もっとも、こういった構想は黒字国にとって、介入に伴うハイパワード・マネー増加→調整インフレの可能性というリスクを含んでいる。

この黒字国側のリスク負担を避けるため、赤字国こそ本格的介入を行うべしと主張されることも多い。しかし、①介入が赤字国によって行われても、結局は黒字国のハイ

パワード・マネーが増加する、②介入を行う赤字国の介入外貨調達方法如何によっては、当該外貨発行国（黒字国）当局の赤字国通貨保有が増加するが、それが同赤字国市場で運用されると、結局赤字国のハイパワード・マネーは減少しないこととなる。

2. 介入の有効性

為替市場に対する介入の有効性、つまり介入が為替レートにどの程度まで影響し得るかについては、次のとおり為替レートの決定メカニズムをどう考えるかに応じていくつかの考え方があられる。

（フローの重視）

為替レートの変動は、市場心理によって左右される（為替心理説）面もあろうが、基本的にはフローとしての為替需給動向に依存するというのが従来からの考え方（為替需給説ないし国際収支説）である。かかる観点に立つと、それ自体為替需給の一構成要素である介入が為替レートの変動に対して影響力をもつのは当然ということになる。

介入がこのような効果をもつことは否定できないが、これだけでは、介入額がその日の為替取引の過半に及んでも、為替レートを意のままに動かし得ないこともあるという現実を、十分説明できない。

（ストックの重視）

これに対して最近では、為替レートはフローとしての為替需給の背後にある各通貨ストック間の需給（以下通貨需給という）によって決まるとする見方が支配的である。

このような見方に立てば、介入額は通貨

（注1） 換言すれば介入によって生じたハイパワード・マネーの増減を不胎化ないし中立化すると介入の効果はなくなるということになる。

残高に比すれば僅小であり、従って介入の直接的有効性は極めて小さく、本格的効果は介入の結果生じたハイパワード・マネーの増減が通貨乗数を介して通貨供給の増減につながるのを待たねばならないこと^(注1)になる。

(予想の重視)

しかし、現実には介入の即時的、短期的効果が大きかったとみられるケースも少ない。^(注2)

最近のストック重視の理論はこのようなケースを、市場関係者の「予想」が通貨需給、為替レートに及ぼす影響によって説明しようとする。例えば、先行きドルが過剰になるとの予想＝ドルの先安予想が生ずると、その時点で直ちにドル需要減、ドル・レート低下が生ずるとの考えである。^(注3)このような観点に立てば、介入は先行きの通貨需給に関する市場関係者の予想への影響を通じて現在の為替レートに働きかける効果をも持つことになる。

以上から介入の有効性は、①短期的には、

市場関係者の予想に影響を及ぼして通貨需要をシフトさせ得るか否かに大きく依存し、②長期的には、ハイパワード・マネーの増減を通じて通貨供給をどの程度変化させるかに依存するといえよう。^(注4)

3. 介入の妥当性

73年以降の所謂「管理されたフロート制」の下では、介入の妥当性を巡る議論は為替市場安定化のための smoothing operation との関連で行われてきた。そこで以下では、先ず smoothing operation の妥当性を、①民間投機は本来為替市場を不安定にするものか否か、②為替レート変動それ自体が新たな為替市場の攪乱要因となるか否か、という議論を通じて検討し、これとの関連で、③時間稼ぎといった現実的な視点からの介入必要論をも検討する。次いで、厚生経済学的観点から介入が必要とする所説について検討する。

(1) 為替市場安定化のための介入(所謂 smoothing operation)

(注2) 介入の「ガイドライン」についての議論も、このような短期的効果があるということを前提にして進められている。例えば、R. F. Mikesell, H. N. Goldsteinは、相場変動をならすための中立的介入について、一定期間内における売ないし買の一方方向への介入額に限度を設け、また、当局は適当な期間経過後には介入前の当初の外貨準備水準に復帰するよう努力すべきである、と主張している〔12〕。更に周知の如く、IMFの「フロート制の運営のためのガイドライン」(74/6月～78/3月)及び「為替相場政策に関するサーベイランス」(78/4月以降)において、短期攪乱的変動ないし乱高下に対する smoothing operation の必要性が謳われている。これらの考え方は暗に介入それ自体が直ちにある程度効果を発揮すると想定しているものとみることができよう。

(注3) 最近発展が目立つ「合理的期待」の理論とマネタリー・アプローチの主張を合わせ考えると、為替レートの予想は為替レート決定の基礎的要因 (fundamentals)、とりわけ、内外金融政策スタンスの差に関する民間の予想に根ざしているといえよう。従って、介入もかかる fundamentals に関する予想に対して働きかけないと効果がないということもできよう。なお、マネタリー・アプローチや合理的期待の理論については当室資料〔3〕、〔4〕を参照。

(注4) このような考え方によれば、米国のドル防衛強化策が持続的な効果をもつためには、介入強化が同国の通貨供給減につながり、市場関係者の期待を裏切らないことが必要である(この点に関する問題点は後述する)。

イ. 攪乱的民間投機に対する介入 — 民間投機は為替市場を短期的に不安定にするとの見方 —

民間投機が存在するため為替市場は短期的に不安定であるという見方（「民間投機は概して攪乱的である」、「民間投機はたとえ攪乱的ではないにしても、すべての相場変動を smooth out する保証はない」など）から介入の必要性を説く考え方がある。^(注5)

しかし、これに対しては、フリードマンに代表される如く、民間投機の為替レート安定効果を重視する議論^(注6)が鋭く対立しており、両者間の決着はつけ難い^(注7)というのが現状であろう。

まず、フリードマン〔7〕の介入不要論は次のとおりである。

① 為替レートの不安定性は経済の基礎的条件に関する不安定性を反映したものであり、フロート制の結果ではない。

② 経済の基礎的条件に関してその先行きを予想する場合、民間投機家の判断よりも政策当局の判断の方が優れていると考える根拠に乏しい。^(注8)

③ 民間投機が一般的に不安定化であるとの主張は、民間投機家は当該通貨を高い時点で買い、安い時点で売り、平均して損失を被っているとの主張に他ならない。しかし、そのような投機家はやがて市場から駆逐される筈であり、すべての投機家が平均して損失を被っていると考えるのは合理的でない。また、H. Giersch〔8〕も「為替レートの急激な変動は、経済の基礎的諸条件における大きな変化の結果であり、かかる条件の変化は民間部門の動きよりも、当局の政策態度（例、予想されぬ stop and go 政策、短期間における多額の介入）によってもたらされる場合が多い」と指摘している。^(注9)

(注5) Macdougall, Kindleberger, Einzig, Triffin, Roosa, Ethier, Bloomfield, Hirsch, Salant等どちらかといえばフロート制反対論の立場。

(注6) 上記介入必要論者を除く多くの学者がこの立場をとるが、中でも Sohmen, Yeager, Haberler, Johnson, Tsiang, Wonnacott, Machlup, Giersch等が著名である。

(注7) 例えば小宮〔10〕。

(注8) かかる見方の根拠は、自己のリスク負担の上に立つ民間投機家の判断の方が、リスクを自己負担しない政策当局の判断よりも適切であるということである（Friedman, Giersch等）。これに対して、当局の判断に優位性を与える視点としては、Triffin〔14〕の主張に代表される如く、政策当局は民間投機家よりも多くの情報を保有しているという点あげられるが、必ずしも説得的ではない。また、この議論に対しては「かかるインフォメーション・ギャップの問題は、例えばマネーサプライ・ターゲットの公表によって解消してしまう」（Giersch）との反論もなされている。

(注9) このほかの介入反対の論拠としては、(i) IMFのフロートに関するガイドライン・サーベイランスに盛られている smoothing operation は、相場の manipulation をもたらす可能性があるとの批判、(ii) leaning against the wind 的な介入は却って国際収支調整を遅らせる、などがある。

(注10) "A more balanced view would admit that speculative activity can be either stabilizing or destabilizing, depending on the circumstances. The task then becomes one of identifying the circumstances under which speculation might be destabilizing, ----."

しかし、留意を要するのは、フリードマン等の主張から言い得ることはあくまで「民間投機は常に不安定化作用をもつとはいえない」というにとどまり、逆に「常に安定化作用をもつ」とはいい得ない点である。つまり Artus [1] も指摘^(注10)しているように、民間投機はケース・バイ・ケースで安定化的にも不安定化的にも働きうる訳であり、介入の必要性もまさにその不安定化的局面において正当化されるということである。

ただ、ここで問題となるのは、ある為替レートの変動が安定化方向への動きなのか不安定化方向に向っているのかの判断は、単なる現実のレート変動の大きさや方向のみからではなく、内外の基礎的諸条件の変化との対応関係の的確な把握の上で行われるべきものである、ということである。

ロ. 為替レート変動自体が新たな不安定化要因となることを防ぐための介入 — とくに J カーブ効果発現時における介入 —

為替レートの短期的変動自体が為替市場に対して新たな不安定要因をもたらす可能性も考えられる。こうした例としてしばしばとりあげられるのは、J カーブ効果の発生による為替レートのオーバー・シュートである。即ち、為替レートが貿易収支不均衡を是正するに十分なほど変動したにも拘らず、短期的には J カーブ効果による外貨建貿易収支の不均衡拡

大が為替レートに対する投機的予想を誘発する結果、一方向への過大な相場変動が持続するという可能性が指摘されている。そしてこのような場合には、為替レートの過大なフレを防ぐため介入が必要であると主張されることが多い。

例えば、J. Williamson [15] は、J カーブ効果により短期的に貿易収支不均衡が拡大している局面では、介入姿勢を強化した方が為替レートの変動を縮小させ、結局介入に伴う外貨準備の変動も小幅にとどまるとしている。^(注11)

しかし、このような議論の妥当性は、J カーブ効果が為替レートに関する民間の予想にどう織込まれているかによって異ってくる。すなわち、フロート・アップに伴う J カーブ効果によって貿易収支黒字が最終的な姿よりも拡大している状態に現在あるということは、いずれ J カーブ効果が消滅すれば貿易収支黒字は縮小するということである。もしこの点を市場関係者が正しく予想しているとすれば、J カーブ効果を背景に為替市場で外貨の売り圧力が当面増加していても、先行き為替需給は確実に逆転すると予想する筈である。このような予想の下では、J カーブ効果に伴う外貨の売り圧力増大の一方で、必ずこれを相殺するような取引が生ずる（この場合、民間投機は安定的に働く）筈であり、J カーブ効果がさらにフロート・アップを誘発し続けることはあり得ない。

(注11) Williamsonのこの結論は彼の理論モデルから導き出されたものであるが、Jカーブ効果のあることを当局のみが知っており、また当局のみが最終的な均衡レートを把握していると前提（この問題点については次項で述べる）しているほか、民間資本の移動はないとの特殊な前提をおいている。民間資本の移動を考慮したモデルでは上記のような結論が一般的には得られない点については Williamson も認めている。

従って、もしそういう現象が生じている場合には、以下のいずれかの要因によるものと考えることが妥当であろう。

- ① 貿易収支黒字の増加がJカーブ効果によっているにも拘らず、民間がそれを知らないため、あるいは先行きも黒字は縮小しないと誤って予想したため、民間の投機的行動が生じフロート・アップが続いている。
- ② フロート・アップの継続が、実際には内外の基礎的諸条件格差の拡大（例、内外インフレ率格差の拡大）に起因したものである。

このようにみれば、Jカーブ効果の存在を理由に介入が正当化されるのは、上記①のように、Jカーブ効果に関して民間が無知であったり、誤った予想を行っている反面、当局は正しい判断^(注12)を有している場合に限られる。

ハ、時間稼ぎとしての介入 — 為替レートの変動速度の調整 —

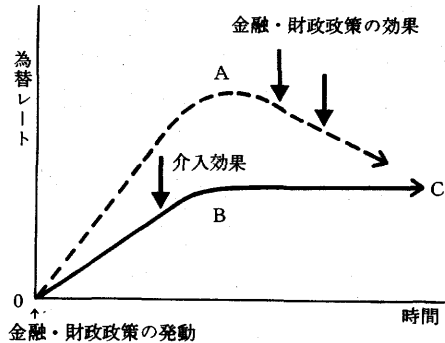
現実の介入に際しては、前述のような理論的視点ばかりでなく、「時間稼ぎ」といった現実的、政治的配慮も重要であると指摘されよう。

このような介入としては次の2つのケースが挙げられる。

第1のケースは、国際収支の不均衡を為替レートの変動だけでなく、金融・財政政策等他の手段をも併用して調整する

こととし、介入により為替レートの過大な変動を防ぎつつ、その効果発現を待つといった場合である。

第1図



例えば、経常収支黒字国で介入を行わない場合、為替レートは第1図点線のとおり、まずAまで上昇し、その後金融・財政政策の効果発現による経常収支黒字解消（ないし縮小）とともにCまで低下していくものとする。この場合、金融・財政政策の為替レートに対する最終効果を正しく予想し、介入によって当初の為替レート上昇を例えばBにとどめる（図の実線）ことができるならば、為替レートの変動幅は介入のない場合に比し縮小し、調整コストが軽減されるであろう。

このような介入は、金融・財政政策の国際収支調整効果がいずれ発現することを当局のみが的確に知っており、民間はこれを十分知らない場合には確かに正当

(注12) 無論、現実には貿易収支黒字とフロート・アップが併存している状況を上記①と②に明確に区別できる訳ではなく、真の原因が当局にも民間にも不明のまま、民間が先行き黒字拡大を予想している、というのが通常であろう。しかし、このような場合でも介入が正当化されるか否かは、先のフリードマンによって提起された「経済の基礎的条件に関する予測について、当局と民間のいずれが優っているか」という議論に帰着する。換言すれば、Jカーブ効果の存在だけを理由に介入を正当化する議論は、民間はJカーブ効果について無知であるか、誤った判断をしているが、当局はこれを正しく知っていることと主張していることにほぼ等しい。

化されるものであろう。(注13)

第2は、「自国通貨高に対する企業の対応を容易にする」ためのものである。確かに為替レート変動が緩慢であるほど様々な調整行動が容易であることは事実であろうが、次のような点にも留意する必要がある。すなわち、為替レートの変動は、基本的には経済の基礎的条件の変化の反映であり、何らかの調整の必要性を示すシグナルであるといえる。従って、為替レートを介入によって凍結すれば、基礎的条件の変化に伴う調整の時期を後らせ、将来もっと大きな調整を余儀なくされる恐れもある。(注14)

(2) 厚生経済学的観点からの介入

イ. 経常取引者の負担を軽減するための介入

かかる観点からの議論として、W.H.Dayの論文〔6〕がある。すなわち、フロート制下では民間投機家が経常収支の赤字（ないし黒字）を眺めて大きな為替ポジションを形成（自国の赤字に対しては外貨の買持、黒字に対しては外貨売持）するので、直物相場の予想変化率即ち直先スプレッドは、本来の姿である内外金利差からリスク・プレミアム分だけ乖離することになる。このリスク・プレミアムは結局は経常取引者の負担になるので、かかる負担の発生を防ぐため介入によって

民間投機家が大きな為替ポジションを張るのを抑えることが望ましいという主張である。

これをわが国の現状に即していうと、短期外貨資金取引者でもある為銀がその相場観に基づいて為替ポジションの買持化（経常赤字の時）ないし売持化（経常黒字の時）を企図する場合には、この為銀のオープン・ポジション操作により経常取引者は割高のドル先物買予約<輸入予約>（赤字の時）ないし割安なドル先物売予約<輸出予約>（黒字の時）を余儀なくされるということになる。

しかし、この経常取引者の負担・厚生論は必ずしも当を得たものとはいえない。即ち、為替ポジションを張るのは必ずしも短期外貨資金取引者に限定されている訳ではなく、経常取引者（とくに輸出入双方の取引に従事する者）が自らの相場観により積極的に為替ポジションを張って為銀のポジション形成面に影響を与えている面も多く、経常取引者が常に受身に不利な先物予約を余儀なくされている訳ではないのである。

ロ. 資源配分の効率化等のための介入

適正・効率的な資源配分の確保または national welfare の最大化という観点からの介入支持論としては、Cooper や Artus の主張がある。その骨子は以下

(注13) 民間が当局同様に金融・財政政策の最終効果を予想している場合には、Aにおいて為替レートの先安予想が生じ、為替レートはBにまで低下する筈であり、結局介入がなくとも、為替レートは図の実線（O→B→C）のような経路を辿るであろう。

(注14) この点に関してFriedman〔7〕は次のように述べている。

“Instability of exchange rates is a symptom of instability in the underlying economic structure. Elimination of this symptom by administrative freezing of exchange rates cures none of the underlying difficulties and only makes adjustment to them more painful.”

のとおりである。

① R. Cooper〔5〕の主張

各国は為替レートが自国のnational welfare を最大化するように動くことを望むものである。完全競争、価格の完全な伸縮性、完全情報、完全予見性等の存在を前提にすれば、市場メカニズムによって形成される為替レートがwelfare maximizing rateとみられるので介入は不要であろう。しかし、現実にはこのような前提条件は満たされていない。例えば、為替レート変動の結果としての資源再配分の過程で生ずる失業という摩擦的・社会的コスト（frictional social cost）も賃金の硬直性の存在によりなかなか解消されないし、また、資本市場も不完全である結果、同一リスクをもつ投資対象の収益率が国際資本移動によっては均等化されていないとみられる。こうした現実を鑑みれば、その時々の実際的な為替レートとwelfareの最大化をもたらすそれとは一致していない筈であり、この点に通貨当局が介入する理由が存在する。

② J. Artus〔1〕の主張

為替レートは、(f)民間部門のリスク回避行動、(g)予期せざる金融政策措置に対する為替市場の反応、といった要因によって長期的均衡レートから短期的に乖離する。かかる乖離が極く短期

間の動きにとどまらない場合には、以下の如き諸コストが無視出来ず介入が必要となってくる。

- (i) 資源の非最適配分に起因する厚生上の損失
- (ii) 国際収支不均衡の調整過程で生ずる失業等の形での調整コスト（不均衡が長期化する程コストは増大傾向）
- (iii) 各国間における為替政策上の衝突による政治的摩擦

このような主張には、次のような問題点がある。確かに、現実には成立する諸価格は市場の不完全性や調整の遅れなどにより完全競争下の均衡価格とは一致せず、従って厚生経済学上の一つの基準であるパレート最適を満たさないのが通常である。このような状況に対する対策は、むしろできるだけ市場メカニズムを働かせることではなかろうか。^(注15) CooperやArtusは介入によって完全競争均衡価格に等しい価格を達成することが必要であると主張している訳であるが、何故これを介入政策を通じて実施すべきなのか、他の手段によっては達成できないのかについて言及していない以上、説得力に乏しいと思われる。

4. 介入を通ずるmonetary disciplineの確立

ブレトン・ウッズ体制の下では、非基軸通貨国（米国以外の諸国）は平価の遵守義務

(注15) パレート最適とは、如何なる経済主体も他人の効用を減少させることなしに自己の効用を現状以上には増加させることができないという意味で、すべての経済主体のwelfareが最大になっている状態にすぎない。従って、このような状態がすべての点で望ましいとは無論言えない。他の何らかの基準によって（例えば政治的プロセスによって）価格を誘導することが望ましいと判断される場合も十分あり得る。もっとも、CooperやArtusはこのような観点から介入の必要性を主張しているとは思われない。

を通じて、他方基軸通貨国（米国）は外国公的当局保有のドルに対する金兌換義務を通じて、それぞれ対外均衡の達成のために国内的な monetary discipline を働かせざるを得ないというメカニズムが存在していた。これに対して同体制の崩壊、フロート制移行後は、各国は平価維持ないし金兌換義務から解放され、各国のアンチ・インフレ・マインドの強弱、政策スタンスに関する伝統的な指向性、更には政治環境といった要素に応じて独自の政策をとりうる状況に変わったため、monetary discipline の有無がより直接的に対外均衡を左右するようになったことは否めない。こうした点に着目し、フロート制下においても介入に義務的性格を付与することが、とくに赤字国に対して固定相場制的な discipline を取戻させることになる、と主張されることが多い。そこで以下ではこのような観点から介入の効果と問題点を検討する。

(1) 共同介入

1977年のローザ構想〔13〕、更に遡っては1974年のマキノン構想〔11〕は、ともに世界経済の安定のためにはドル価値の安定が不可欠であるとの立場から、日米独3か国間の通貨協定構想を提起し、共同介入による為替レート安定化の必要

性を強調している。^(注16)

このような構想に対しては、①インフレ率等基礎的諸条件の格差是正のための政策協調こそ必要である、②政策面での協調なくして為替相場の安定だけを図れば、かつてのアジャスタブル・ペッグの下と同様 one-way option 的投機を招来する惧れもある、といった批判も可能であろう。

ローザ、マキノン等国際金融の権威がこのような批判を踏まえつつなお共同介入の必要性を訴えたのは、米ドルの価値不安定が新たな不確実性の原因となっているという認識に立って、難しい政策協調の糸口とすることを狙ったものと考えられる。

すなわち、赤字国側にも市場介入を義務付けるようなメカニズムをもつ国際通貨制度は、赤字国通貨当局がインフレ抑制策をとる際国内を説得しやすくなる、換言すれば国際的な枠組によって国内のインフレ圧力に「タガ」をはめる効果をもたら得るといふ点に意義があると考えられる。因みに、マキノンは共同介入のもつ効果につき、「共同介入を通じ為替レートの安定化に踏み切ること自体が、各国政府に対して金融政策協調の必要性を認

(注16) 両構想の概要は以下のとおり。

- (i) ローザ構想……日米独3極通貨間にターゲット・ゾーンを設け、決定的な国際収支不均衡が明確となるまでは適宜共同介入を行う。本構想ではインフレ率格差是正のための政策協調は明示されていないものの、implicit には前提とされているとみられる。
- (ii) マキノン構想……為替レートの真の安定のためには、本来インフレ率格差を是正するための金融政策協調が必要としつつも、共同介入が各国当局に政策協調の必要性を認識させることになる面を強調。マキノンの共同介入論は、それに伴うハイパワード・マネーの増減は中立化すべきでない主張している点が特色。なお、本構想ではターゲット・ゾーン的な考え方は展開されていない。

なお、各国は自国通貨の為替相場に対するターゲット・ゾーンを設けるよう努めるべきとの主張は、Fred Hirsch, John Williamson, Walter Salant〔9〕にもみられる。

識させるばかりでなく、民間に対しても各国当局が協調して安定政策を遂行するであろうとの信頼感を取戻させることになる」と指摘している。

他方、この共同介入論には黒字国にも負担を強いるという問題点がある。とくにマキノン構想では、黒字国、赤字国双方とも介入に伴うハイパワード・マネーの増減を相殺しないことが前提となっており、赤字国に monetary discipline を要請する反面で、黒字国（物価が相対的に安定な国）は調整インフレへの道を歩まざるを得なくなる危険性を伴っている。従って、この構想が実現するとすれば、黒字国がかかるリスク負担を引受ける必要性が出てくる。^(注17)

(2) 赤字国の介入

赤字国とくに基軸通貨国たる米国が本格的な介入に踏切ることが、国際的な通貨不安解消にとって不可欠な要因の一つであるとする見方がある。1978年11月初の米国のドル防衛強化策がスワップの拡充等介入姿勢の強化を含む点で評価されているのはこうした観点によるものとみられ、また、同対策の発表後為替相場の動向にかなりの変化がみられたことを、こうした見方を裏付ける一証左と受けとめる向きもある。

赤字国介入の効果については次のような諸点が挙げられることが多い。

- ① 赤字国の介入姿勢強化が、同国の通貨問題解決への決意表明と解釈され、これが市場関係者の予想を通じて為替レートの安定をもたらす。
 - ② 赤字国が外貨の売介入を行うことにより、同国のハイパワード・マネーが減少するので引締め効果が期待できる（赤字国介入論の主張の1つとして、「monetary discipline をもたせるため」ということがいわれるのは、この視点に基づいている）。
 - ③ 黒字国の介入に伴うマネーサプライ・コントロール上の負担を軽減できる。上述①の効果は長期に亘って持続するためには、fundamentalsの改善のための金融・財政政策の実行が必要であることはいままでもない。
- 他方②、③の効果についても次のような2つの問題点を指摘しうる。
- その第1は、赤字国通貨支持のための介入が黒字国で行われるのではなく、委託介入ないしはスワップ取極の発動等に基づき当該赤字国（以下では米国を前提）の為替市場で行われたとしても、黒字国のハイパワード・マネーは結局増加することとなり、黒字国が自国で外貨買介入

(注17) もっとも、「共同介入を前提にするとしても、黒字国側の不胎化措置を認める一方、赤字国側の中立化措置は認めない（ハイパワード・マネーの減少を補填できない）」といったいわば片務的負担のルールが適用されうるなら、黒字国の負担は軽減し、調整インフレの危険もなくなる。しかし、このようなルールは結局赤字国の国内引締め政策だけで問題を解決しようすることに他ならないので、feasibilityの面では問題はあろう。

(注18) NY連銀がスワップ取極の発動等により円売ドル買する場合を考えると、円の米国市中銀行への売却に伴い、日銀におけるNY連銀預り金が減少する一方（但し、スワップ発動に伴い同預り金は一旦増加している）、円を取得した米国市中銀行の円建債権は最終的に本邦為銀（外銀を含む）の日銀預け金増につながってくるので、日本におけるハイパワード・マネーは増加する（詳細は参考資料参照）。

した場合と変わりがないということである。^(注18)

第2の問題は、赤字国（例えば米国）が自国市場で外貨売介入を行えば、その介入外貨の調達方法如何によっては当該外貨発行国（黒字国）の公的ドル建流動資産が増加するが、通常これは米国市場で新発ないし既発のTB等に運用され、この結果米国の外貨売介入に伴う同国ハイパワード・マネー減少効果が相殺されてしまい、^(注19) 結局は黒字国におけるハ

イパワード・マネー増だけが残ってしまうということである。すなわち、黒字国が保有外貨増を米国TB等に運用することに伴い、ハイパワード・マネーの変化が黒字国・赤字国間で非対称的となる訳である^(注20)（この点は黒字国のみの介入や共同介入の場合でも生ずる問題である）。

以上

（53年12月）

（54年7月加筆訂正）

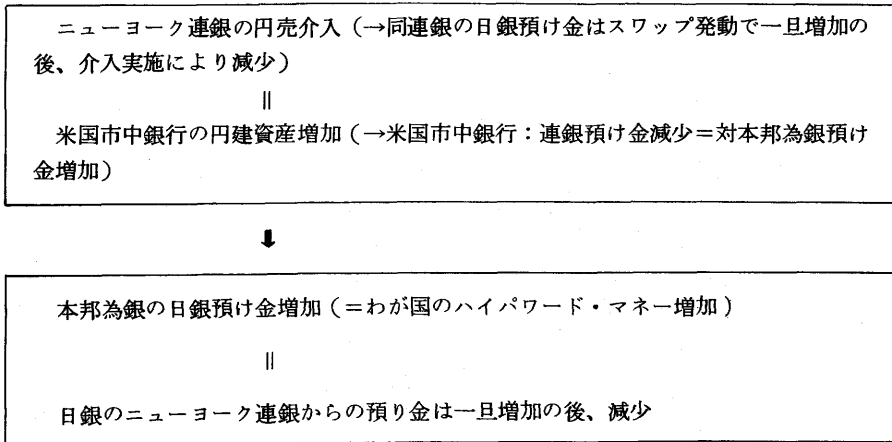
（注19） 黒字国保有外貨の新発米国財務省証券への運用は米財務省の連銀預け金増加をもたらすが、この場合財務省は無利子の連銀預け金増よりも公開市場からのTB買戻し（あるいは新規発行の削減）を選択することとなろうから、買オペ（ないし売オペの圧縮）と同様の効果をもつことになる。また、黒字国が既発TBに運用する場合も、FRBにおける米国市中銀行預り金増をもたらすこととなり、結局米国におけるハイパワード・マネーは不変となる（詳細は参考資料参照）。

（注20） かかる非対称性の発生に対しては、①黒字国保有外貨が「米国TB運用効果」をもたらさないような形で運用される方策を黒字国単独ないし国際的に考案するか、②米財務省の上記（注19）の如き行動がとられないこと、ないしは③米国で実質的にハイパワード・マネー減となるよう売オペ策等がとられること、が必要であるということになる。

〔参考資料〕

米国外中央銀行及び米国による為替市場介入のメカニズム

日本等の米国以外の中央銀行が自国でドル買介入を行うと自国内で介入額相当のハイパワード・マネーが増加する訳であるが、ニューヨーク連銀が米国で円等の外貨売介入を行った場合でも、結局は売却通貨発行国におけるハイパワード・マネーを増加させることになる。そのプロセスを日米間について例示すれば次のとおり。



かかるメカニズムについては、セントルイス連銀月報（1978年2月号）の“The Mechanics of Intervention in Exchange Markets”（Anatol B. Balback）〔2〕と題する小論において説明されているが、以下その要旨を紹介する。同小論においては、1978年初の米財務省・FRBとブンデスバンクによる為替相場安定化のための合意をも踏まえて、①米国外中央銀行による介入、②スワップ取極の発動によるFRBの介入、③財務省保有の為替安定基金による介入（これは(i)FRB預け金を利用するケース、(ii)保有財務省証券を利用するケース、(iii)保有SDRを利用するケースの3つに分れる）に分けて介入メカニズムを分析している。

（前提条件）

- ① FRB、外国中央銀行のいずれも、介入によって生ずるハイパワード・マネーの増減を相殺するための不胎化（ないし中立化）措置をとらない。
- ② 米国以外の中央銀行は自国市場でのドル買介入ないし米国とのスワップ取極により得たドル債権を新発米国財務省証券に運用する。
- ③ 米国財務省の赤字額は介入によって影響を受けないものとする。また、FRBにおける財務省預り金は平均して一定残高に保たれるものとする。従って、②の外国中央銀行のTB購入分だけ公開市場からTBを買戻す（あるいは新規発行を削減^(註)する）。

(1) 米国外中央銀行によるドル買介入

	米財務省 (UST)		FRB		米国市中銀行 (cb)		外国中央銀行 (FCB)		外国市中銀行 (fcb)	
① 介入			FCB預金 + 100 cb預金 △ 100	FRB預け金 △ 100	fcb預金 △ 100	FRB預け金 + 100	fcb預金 + 100	FCB預け金 + 100 cb預け金 △ 100		
② FCBによるTB購入	FRB預け金 + 100	FCBへのTB売却 + 100	FCB預金 △ 100 UST預金 + 100			FRB預け金 △ 100 TB + 100				
③ 財務省による国内向けTB発行の圧縮	FRB預け金 △ 100	cbへのTB売却 △ 100	UST預金 △ 100 cb預金 + 100	TB △ 100 FRB預け金 + 100						
合計 (ネット)		FCBへのTB売却 + 100 cbへのTB売却 △ 100		TB △ 100	fcb預金 △ 100	TB + 100	fcb預金 + 100	FCB預け金 + 100 cb預け金 △ 100		

① 米国以外の中央銀行が自国でドル買介入すれば、

当該国市中銀行は米国市中銀行預け金としての対米債権を自国中央銀行に売却し、中央銀行預け金（ハイパワード・マネー）を増加させる。

これに応じて米国では、FRBの当該米国市中銀行からの預り金が引落され（米国におけるハイパワード・マネーの減少）、外国中央銀行からの預り金に振替わる。

② 外国中央銀行がFRBへの預け金増を米国TB購入に充当すれば、

財務省のFRB預け金は増加。

③ これに対し、財務省がFRB預け金増加分を既発債の買戻しないし新発債発行圧縮に

(注1) 後述の説明からも明らかなように、米国以外の中央銀行のドル買介入も米国の外貨売介入も、介入の段階では米国のハイパワード・マネーを減少させる。しかし、上記前提条件②の結果生ずる米財務省の行動（即ち、前提条件③）が買オペ（ないし売オペの圧縮）と同様の効果をもつため、結局、米国におけるハイパワード・マネーは減少しないことになる。換言すれば、前提条件③に従う限り、ドル支持のための介入がもたらすハイパワード・マネーへの効果は米国内外で非対称的となる。

なお、黒字国がその外貨増を既発TBに運用した場合でも、FRBにおける米国市中銀行からの預り金が増えるので、米国におけるハイパワード・マネー不変という結論には変わりはない。

充当すれば、

一時減少した米国市中銀行のFRB預け金は旧に復することとなる（ハイパワード・マネーは結局不変）。

(2) FRBによる外貨売介入（外国中央銀行との間のスワップ取極を発動）

	米財務省 (UST)		FRB		米国市中銀行 (cb)	外国中央銀行 (FCB)		外国市中銀行 (fcb)	
	FRB 預け金 +100	FCBへ のTB売 却 +100	FCB 預け金 +100	UST預 金 +100		TB +100	FRB預 金 +100		
① Swap取引 およびFCB のTB購入									
② 介 入			FCB 預け金 △100	cb預金 △100	FRB 預け金 △100 fcb 預け金 +100		FRB預 金 △100 fcb預金 +100	FCB 預け金 +100	cb預金 +100
③ 財務省による国内向け TB発行の 圧縮	FRB 預け金 △100	cbへの TB売却 △100		UST預 金 △100 cb預金 +100	FRB 預け金 +100 TB △100				
合 計 (ネット)		FCBへ のTB売 却 +100 cbへの TB売却 △100			TB △100 fcb 預け金 +100	TB +100	fcb預金 +100	FCB 預け金 +100	cb預金 +100

① FRBは外貨売介入の要資を外国中央銀行とのスワップ取極の発動により取得。

② FRBが外貨売介入をすると、

米国市中銀行のFRB預け金が減少（米国におけるハイパワード・マネーの減少）。

一方、米国市中銀行はFRBから取得した外貨債権（FRBの対外国中央銀行預け金）をコルレス先外国市中銀行（米銀在外支店も含む）への預け金として計上。これに応じて当該国中央銀行はFRBからの預り金を引落とし、国内市中銀行預り金に振替える（外国におけるハイパワード・マネーの増加）。

③ この間、外国中央銀行はスワップ取極により取得したドル資産を米国TBに運用するので、

前記(1)のケースと同様、上記介入に伴う米国におけるハイパワード・マネーの減少は相殺される。

(3) 米国財務省保有の為替安定基金による介入

同基金の外貨調達手段には、(i)FRBを介するスワップ取極、(ii)保有財務省証券を直接海外中央銀行に売却して調達、(iii)保有SDRを利用の3ケースがあるが、外貨売介入の効果

は前述の場合と変わらない。但し、(f)の場合のみは以下で示すように米国内ハイパワード・マネーはむしろ増加してしまう。なお、以下で本基金は無利息資産の保有を最小にするため、介入に伴うFRBへの預け金増を直ちに取崩し、TBを購入するとの前提が置かれている。

(f) FRBを介するスワップ取極

	財務省 (UST)		FRB		米国市中銀行 (cb)	外国中央銀行 (FCB)	外国市中銀行 (fcb)	
	①基金保有のSDRをFRBへ売却			SDR + 100	基金預金 + 100			
②スワップ取引				基金預金 $\Delta 100$ FCB預金 + 100		FRB 預け金 + 100	基金預金 + 100	
③介入				cb 預金 $\Delta 100$ 基金預金 + 100	FRB 預け金 $\Delta 100$ fcb 預け金 + 100		基金預金 $\Delta 100$ fcb 預金 + 100	FCB 預け金 + 100 cb 預金 + 100
④基金はTBを財務省より購入	FRB 預け金 + 100	基金へのTB売却 + 100		基金預金 $\Delta 100$ UST預金 + 100				
⑤FCBのTB購入	FRB 預け金 + 100	FCBへのTB売却 + 100		FCB預金 $\Delta 100$ UST預金 + 100		FRB 預け金 $\Delta 100$ TB + 100		
⑥財務省による国内向けTB発行の圧縮	FRB 預け金 $\Delta 200$	cbへのTB売却 $\Delta 200$		UST預金 $\Delta 200$ cb 預金 + 200	FRB 預け金 + 200 TB $\Delta 200$			
合計 (ネット)		基金へのTB売却 + 100 FCBへのTB売却 + 100 cbへのTB売却 $\Delta 200$	SDR + 100	cb 預金 + 100 TB $\Delta 200$ FRB 預け金 + 100 fcb 預け金 + 100		TB + 100	fcb 預金 + 100 FCB 預け金 + 100	cb 預金 + 100

(注) 本表では為替安定基金の勘定を省略(以下同様)。

為替安定基金は保有SDRをFRBに売却、その代り金（基金のFRB預け金）を原資に外国中央銀行とスワップ取極を発動、介入する。但し、上記(2)との比較では外国中央銀行のTB購入に加え、基金のTB購入も行われる結果、基金の購入分だけFRB預け金が増加、公開市場からのTB買戻し額（ないし新規発行の削減額）が増えるので、その分ハイパワード・マネーは純増する（(2)ではハイパワード・マネーは不変）。

(ロ) 基金が保有TBを直接外国中央銀行に売却して外貨を調達

	財務省 (UST)	FRB	米国市中銀行 (cb)	外国中央銀行 (FCB)	外国市中銀行 (fcb)
①基金の保有TB売却による外貨取得	基金へのTB売却 △100 FCBへのTB売却 +100			TB +100 基金預金 +100	
②介入		cb預金 △100 基金預金 +100	FRB預け金 △100 fcb預け金 +100		基金預金 △100 fcb預金 +100 cb預金 +100
③基金はTBを市場で購入(注2)	cbへのTB売却 △100 基金へのTB売却 +100	基金預金 △100 cb預金 +100	FRB預け金 +100 TB △100		
合計 (ネット)	FCBへのTB売却 +100 cbへのTB売却 △100		TB △100 fcb預け金 +100	TB +100 fcb預金 +100 FCB預け金 +100	cb預金 +100

(注2) 基金が財務省証券を直接財務省から購入する場合でも、財務省のFRB預け金増→財務省による国内向け発行の圧縮というプロセスを経て、結果は同じものとなる。

(ハ) SDRを利用^(注3)するケース(基金は保有 SDR を直接外国中央銀行に売却することにより外貨を調達)

	財務省 (UST)		FRB	米国市中銀行 (cb)	外国中央銀行 (FCB)	外国市中銀行 (fcb)	
①基金はSDRを外国中央銀行に売却					SDR + 100	基金預金 + 100	
②介入			cb 預金 △ 100	FRB 預け金 △ 100		基金預金 △ 100	FCB 預け金 + 100
③基金はTBをUSTより購入	FRB 預け金 + 100	基金へのTB売却 + 100	基金預金 △ 100	UST 預金 + 100			
④財務省による国内向けTB発行の圧縮	FRB 預け金 △ 100	cb へのTB売却 △ 100	UST 預金 △ 100	FRB 預け金 + 100 cb 預金 + 100			
合計 (ネット)		基金へのTB売却 + 100 cb へのTB売却 △ 100		TB △ 100 fcb 預け金 + 100	SDR + 100	fcb 預金 + 100	FCB 預け金 + 100

【参考文献】

- [1] Jaques Artus, Andrew D. Crockett "Floating Exchange Rates, Rate Management Policies, and the Need for Surveillance", IMF unpublished paper, July 1977.
- [2] Anatol B. Balbach "The Mechanics of Intervention in Exchange Markets", Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, Feb. 1978.
- [3] 白川方明 「マネタリー・アプローチについて」本金融研究資料
- [4] 白川方明 「合理的期待の理論について」特別研究室研究資料 52(Ⅲ)3 (金融研究資料第4号に掲載予定)
- [5] Richard N. Cooper The New International Monetary System, Mundell and Polak ed., 1977, P72 ~ P73.

(注3) 売介入のための外貨調達が本項でのSDR売却のほか、中長期債の売却やIMFリザーブ・ポジションの引出しによる場合にも、介入実施に伴って生ずる財務省の資金操作を通じて、米国のハイパワード・マネーは最終的に不変となる。

- [6] William Day "Flexible Exchange Rates: A Case for Official Intervention", IMF Staff Papers, July 1977.
- [7] Milton Friedman "The Case for Flexible Exchange Rates", Essays in Positive Economics, 1953.
- [8] Herbert Giersch The New International Monetary System, Mundell and Polak ed., 1977, P54, P60.
- [9] Fred Hirsch, Walter Salant The New International Monetary System, Mundell and Polak ed., 1977, P101.
- [10] 小 官 隆太郎 「国際経済学研究」、1975.
- [11] Ronald I. Mckinnon "A New Tripartite Monetary Agreement or a Limping Dollar Standard?", Essays in International Finance, No.106. Princeton Univ., Oct. 1974.
- [12] R.F. Mikesell, H.N. Goldstein "Rules for a Floating-Rate Regime", Essay in International Finance, No.109, Princeton Univ., Apr. 1975.
- [13] Robert V. Roosa "The Standing of the Dollar", Testimony prepared for submission to the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs on Nov. 1977.
- [14] Robert Triffin Gold and Dollar Crisis, 1960.
- [15] John Williamson "Exchange Rate Flexibility and Reserve Use", Scand. J. of Economics, 1976.