

金融研究会

為替レート決定の理論と実際

I. 会議の概況

日本銀行特別研究室（現金金融研究局）は、昭和55年11月26日、国際経済学、為替理論専攻の次の4先生にご参加頂き、表記テーマの金融研究会をパネルディスカッション方式で開催した*。

（報告者兼議長）

小宮隆太郎 東京大学教授

（報告者）

新開 陽一 大阪大学教授

（コメンター）

天野 明弘 神戸大学教授

（コメンター）

浜田 宏一 東京大学助教授（現教授）^(注1)

研究会は、予め提出のあった小宮・新開両教授の報告論文および天野・浜田両教授のコメント論文さらに小宮教授のリジョインダー論文^(注2)をベースとして、次のようなプログラムに沿って行われた。

（新開教授「為替レート決定の諸理論と実際」を中心に）

1. 管理フロート制下の経験則

短期、中期、長期の為替レート変動等
為替レートと国際収支

2. 為替レート決定のメカニズム

— 短期、中期、長期

短期の為替レート変動について

中・長期にわたる為替レート決定のメカニズム

（小宮教授「管理フロート下の短資移動」を中心に）

3. 短資移動のメカニズム

金利裁定及び投機の実態と短資移動
金利変動と短資移動

4. 市場介入政策、金融政策の効果と意義 市場介入政策

金融政策と為替レート

本稿は、その記録であり、Ⅱ、およびⅢ、にご執筆頂いた論文を掲載し（但し小宮教授の報

* 諸先生方には、今回の金融研究会への出席をご快諾、事前に論文等をご準備頂いたうえで、会議において終始熱心にご討議頂き、しかも、記録につきご校閲頂くというお手数をも煩わした。お蔭をもって、会議自体は半日という短時間のものではあったにもかかわらず、所期の狙いを十分果たすことができた。主催者として、改めて御礼を申し上げたい。

なお要約は主催者側の責任において行ったこととお断りしておきたい（文責：江口英一）。

（注1） 以下、本文中での肩書きは研究会開催当時のものとする。

（注2） 本論文は、館教授の還暦記念論文集に掲載の予定。

告論文は経済学論集で公開されているため要旨のみ)、Ⅳ.で討議の様子の概要を記した。

今回の会議開催の一つの趣旨は、為替レート決定の理論に関し、学界がどのような点でコンセンサスをえており、どのような点で意見の相違があるのかを明らかにすることであった。このため、経験則の判別をはじめ經常収支、内外金利等の変動と為替レートとの関係や為替市場への公的介入の是非、効果、金融政策を為替レートの安定に割当てべきか否かを含め広範囲の討議がなされた。

もともと為替レートの理論は複数の国の金融面、実体面のマクロ変数およびそれら変数についての期待に係っており、time horizonのとり方によっても変ってくる。このように理論が複雑であるうえ、当日の議論は広範囲に亘ったため、討議を一言でまとめるのは困難であるが、主催者としての主観も交え会議の結果について一応の整理を試みれば次のとおりとなる。

1. 管理フロート制下の経験則

短期・中期・長期の為替レート変動等

新開教授の報告論文で指摘された経験則については、各パネリストからさしたる批判もなく概ね合意が得られた。ただし、新開教授が実務家との対話促進という趣旨も込めて短期・中期・長期をカレンダーの単位で区分して夫々の経験則や理論を示されたのに対して、小宮教授はティアン＝ゾーメン型モデルの説明との関連もあって、短期をマクロの諸変数及びその期待を外生として扱える期間という形

で規定された。これは議論の目的に応じて使い分ければよいわけであるが、両教授の報告を読むにあたりこの点は留意すべきであろう。

為替レートと国際収支

新開教授より、わが国においては、為替レートの水準と經常収支の累積額との間に密接な統計的關係があるが、これを経験則とみなしてよいか、さらにそれをどう解釈すべきかとの問題提起があった。この事実は一見するといわゆる「ポートフォリオ・バランスの理論^(注)」を支持しているかのようであるが、その後の議論では全ての国についてこのような事実が成立しているとはいいたくないとの指摘があった他、「ポートフォリオ・バランスの理論」が、そうした事実によって直ちに証明されたとは言えないこと、「ポートフォリオ・バランスの理論」は資産選択を問題にしているにも拘らず期待を組み込んでいないのは理論的に不十分であること、外貨建資産の変動のみに注目し、邦貨建資産の増加に注意を払っていないのは片手落ちであること、などの意見が出された。

2. 為替レート決定のメカニズム

短期の為替レート変動について

まず、小宮教授のティアン＝ゾーメン型モデルを用いた理論は、①投機は全て先物市場で行われるとの単純化の仮定をおく、②投機的動機にもとづく為替需給は価格弾力的、それ以外の決済、ヘッジング、市場介入にもとづく為替需給は価格非弾力的、③直先両市場の

(注) 經常収支の黒字(あるいは赤字)累積は、外貨建金融資産の邦貨建金融資産に対する相対的増加(減少)を意味するので、外貨建金融資産の相対的値下り(値上り)、すなわち邦貨相場の上昇(下落)要因となる、という理論。

需要ないし供給超過が金利裁定のスワップ取引によって均衡、④その時、直先スプレッドは内外金利差に一致、という4点が骨子。

この理論は、外国為替のフローのタームで定式化されているが、期待に依存してストックとしての外貨に対する選好が決まり、そこから先物市場における投機的動機による為替の需要（供給）超過曲線の位置が導出され、それが為替相場の水準を制約しているという意味において純粋な資産理論（ストック理論）と同じであるとの結論が得られた。また浜田助教授から、上記①の仮定はやや恣意的にみえるかも知れないが、これを修正してみても、②の仮定が効いている限り、結論は変わらないとの指摘があった。

次に、為替レートの短期的な大幅変動やオーバーシュート現象の説明について様々な議論がなされたが、ほぼ集約されたとみられる考え方は次の通り。すなわち、まず完全情報があるときの合理的期待に基づく「アンカー」の経路、つまり、長期の均衡点から逆算されるレートの経路を理論的に想定することが可能である。一方、人々は短期で儲けようと狙い、この場合には他の人達がどのように行動するかが重要なファクターになるため、現実のレートはこの完全情報に基づく経路からはずれ、バンドワゴン効果（誰かが走り出すと皆がそれにつれて走り出すような状況）によって発散していく。ところが、現実のレートが完全情報に基づく経路から余りにも離れた場合には、人々が不安になり、「アンカー」に引き戻されることになる。

中・長期にわたる為替レート決定のメカニズム

中・長期の為替レート決定については、新開教授から為替レートの長期的動向を決定す

るものは交易条件と購買力平価の2つであるとの説明があった。このうち交易条件は経常収支を均衡させる実体面のファクター、購買力平価は主として両国のマネーサプライに依存する貨幣的なファクターである。長期における名目為替レートは、これら2つの要因を合わせる形で決定されるのであり、「アンカー」又は「ファンダメンタルズ」として経常収支やマネーサプライが取り上げられるのは、このような考え方に基づくものである。

3. 短資変動のメカニズム

外国局の戸谷為替課長より、実務面から金利裁定の実態、為替投機の実態などについての説明があった。その中で、金利裁定式の成立しないことが時々あるとの指摘があったが、これに対して、小宮教授が、そうした状態が長期にわたって継続するとは考えられないとの意見を出された一方、天野教授は資金調達面での制約による流動性プレミアムを考えると、金利差と直先スプレッドの一時的な乖離は十分ありうるとの見解を示された。

次に小宮教授より巷間よく使われている、「実需」という言葉の意味するところは何かとの疑問が出された。共通の意見は、self-liquidating か否かという基準を採用すれば多少ともすっきりしようが、いずれにせよ理論的にはかなり曖昧な概念であろうとのことであった。

金利変動の短資移動に及ぼす効果については、ツィアン＝ゾーメンのモデルに則した小宮教授の説明で議論はかなり整理されたが、その現実経済へのインプリケーションについては依然として多少とも不明確な部分が残った。すなわち、小宮教授は短資移動は経常収支の裏として決まる関係にあり、短期的には経常収支は所与なので、金利が変動しても短

資移動の方向と量は変化しないと主張された。これに対し天野教授、浜田助教授よりツィアン＝ゾーメン型の理論は、1日1日の動きの描写としては正確であるが、例えば3か月程度の期間をとると妥当しないのではないかと、疑問が出された一方、小宮教授は、やや長い期間を平均した1日を念頭においておられるようでもあり、見解が分かれたところである。

4. 市場介入政策、金融政策の効果と意義

市場介入政策

介入政策については、新開、天野両教授及び浜田助教授とも時と場合により有効且つ必要との比較的肯定的な意見を出された。つまり介入は全面的に無効だとは言えず、市場で不安感が支配的な時には一種の参照レートを示すことによって介入が有効となりうるということである。ただ、天野教授は、そうした参照レートが経済政策面以外の配慮（たとえば海外からの政治的圧力）によって決められることになれば問題があるとの意見であった。また小宮教授からも緊急時のための石油備蓄が必要なのも同じ意味で外貨準備にも備蓄という面があるので、通貨危機の際に外貨準備を放出することがあながち無意味だとはいえず、また外貨準備をある期間にわたって増し

たり減らしたりすることに対して一概に否定的な評価を下すわけにはいくまいとの興味深い発言があった。

しかしながら、為替レートが2～3か月で14～15%程度変動するのは不可避であり、それを介入政策により平準化しようとしても無理だとの発言があった他、市場介入がいつでも有効とは限らないというのがパネリスト共通の感触であった。

また、小宮教授より円の国際化を通じて非居住者の円資産保有が増加することが為替レートの安定化につながるのではないかとの問題提起があったが、新開教授からは必ずしもそうとは言えないこと、また天野教授からは円の国際化の是非は、その他の要素をも合わせて検討する必要があることが指摘された。

金融政策と為替レート

小宮教授は金融政策を国内経済の安定化に割り当て、対外面は為替レートの変動に任せるとのはっきりとした政策割当の立場をとった。これに対して天野教授は、金融政策の目標の1つとして為替レートの安定を掲げるのは無理との小宮教授の意見に大体賛成されながらも、対外面の調整を為替レートの変動のみに任せてしまうと、例えば特定の産業における企業倒産などのかたちで調整コストが余りにも大きくなり過ぎる可能性のあることを指摘された。