

II. 提 出 論 文

為替レート決定の諸理論と実際

大阪大学 新 開 陽 一

1. 序
2. 為替レートについての経験則
3. 為替レートの決定理論
4. 国際収支目標
5. 為 替 政 策

1. 序

1973年2月から3月へかけて主要国通貨がフロート制に移行して以来、ほぼ8年の年月が経過し、高度に統合された国際金融市場における為替レートの動きについて何がしかの知識がえられた。為替レートの決定理論をめぐる理論的・実証的な研究はここ数年きわめて活発に行われており、学界の見方も1960年代からかなり変化したようである。他方では為替レートの大幅変動への苦情や、インフレ防止のための円高維持を念頭においた介入要求など、経済界の関心は依然として強いかに見える。

本稿の目的はこのような情勢下で、経済界や政策当局の関心を引きそうな側面に焦点をあわせながら、為替レート決定の諸理論の展望を試みることである。純粹の学界展望ではないから、各種モデル間の微妙な差異や研究者の貢献の大小などには一切触れない。また理論・実証両分野とも学術的に厳密な結論を紹介するかわりに、大まかな経験則や理論モデルから得られる洞察に力点を置いて叙述

を進めたい。学界の動向を詳しく知るには、Dornbusch[5]、Frenkel and Johnson[9]、Isard[14]などをみられたい。以下でも文献をいくつか引用するつもりである。

さて、次の2.では短期・中期・長期にわけて、為替レートに関する経験則をまとめてみる。期間の区切り方はかなりの程度恣意的であり、研究者のなかには（理論的根拠の欠如のゆえに）時間の長さに関係する命題に強く抵抗するむきもある。けれども期間の長さを区別しなければ有用な命題を導出できないというのが、私の暫定的な立場である。すぐのちに説明するように、短期と長期では反対の経験則が成立するかのごとくである。なお本文では大まかな傾向を要約し、2.への付録でやや技術的な説明を行うが、中期以上についてはサンプル数の不足のため、技術的な結果は限られたものにならざるをえない。

3.では、2.の経験則をふまえて、為替レート決定のメカニズムを理論的にどう捉えるべきかを考察する。短期の経験則を説明する理論は、為替レートを二国通貨の交換比率とみ、それが両国の通貨・金融資産などのストック

市場で決定されると考える資産アプローチである。ミードやマンデルらの国際収支均衡に焦点をあわせた理論は、短期の経験則を説明できないとの意味で、ただか中期・長期の理論でしかありえない。しかし学界で有力な地位を占めつつある資産アプローチは、実は為替レートの水準を決定できないという大きな難点をもっている。この点に注目すれば、国際収支のフローから導出される「ファンダメンタルズ」が重要な役割を担うことが想像されるのである。

国際収支がこのように重要な役割を担うとすれば、変動相場制下の国際収支の均衡あるいは国際収支目標をどう考えるべきであろうか。4.ではすこし本論からはずれるが、国際収支目標についての最近の学界の見解を要約してみる。そこでの暫定的な結論は、經常収支目標については2～3の基準を示すことができるが、資本収支について何事かをいうのは困難とする。

最後に5.では為替政策を簡単に論じる。介入政策については、国内金融政策との相互依存関係を強調したい。また、オーバーシュートを是正するための介入を正当化する余地はあるが、中期レートにある目標に誘導する介入は、かりに有効としても国際的な利害対立を生じやすいことを指摘するつもりである。

2. 為替レートについての経験則

変動相場制移行以来の為替レートの経験則（および両大戦間期の若干の例）については、Mussa [18] および Frenkel and Mussa [10] の展望がある。そこでは資産アプローチの立場から詳細な議論がなされているが、私は基本的には両論文によりつつ、やや視点をかえて期間の長さに基づく差異を強調してみたい。

(1) 短期の経験則

変動幅の大きさと予測の不可能性

ここで短期とは、日々の為替レート変動から、月次データにみられる変化までを念頭においている。まず変動幅の大きさを知るために、2～3の数字を引用しておこう。なお日ごとの変化率のグラフは Artus and Young [1, p. 674] にある。第1表はやや変動幅が大きかった時期の、日々のレートの変化率（平均・絶対値）であり、第2表は月次レートの変化率を、株価と物価の変化率に対比せしめたものである。

第1表 為替レートの日々の変化率の例
（平均・絶対値 %）

	1976 IV	1978 II
カナダ	0.22	0.19
フランス	0.17	0.26
ドイツ	0.22	0.33
イタリア	0.15	0.14
日本	0.15	0.48
イギリス	0.55	0.27

Finance & Development, March 1979.

第2表 為替レート等の月ごとの変化率
（平均・絶対値 %）

	株 価	対ドル 為替レート	各国 CPI の 対米CPI比率
イギリス	6.6	2.0	0.7
フランス	5.4	2.0	0.3
ドイツ	3.1	2.4	0.4
日本		2.6	

Frenkel and Mussa [10], 日本のみは
筆者が計算した標準偏差 (%)

1日の平均変化率が0.3%だと、同一方向に1か月変化すれば、月に9%という大幅な値になる。表の数字はこれを上回るものが散見されるので、その時期の為替レート変化率は大幅であったといわなければならない。月次データの数字をみると、株価変動率より小幅であるが、相対物価の変動率よりは1ケタ大きい。そうして月平均2%という値は、年率にすると25%になるのであって、やはり為替レート変動幅の大きさを示している。

短期の為替レートに関する予測不可能性とは、つぎのような意味である。いま直物レートの対数値を S と書くと、 $S_{t+1} - S_t = U_{t+1}$ において U_t はほぼランダムである。あるいは今期の為替レート S_t が与えられたとき、次期へかけての為替レートの変化率はランダム、すなわち予測不可能であるといってもよい。なお、 U_t が本当に系列相関をもたなければ、理論的に厄介な問題が生じうるが、この点はセクション3で論じたい。

わが国の月次データ（月末値）による直物レートの変化率と、直先スプレッド率を第1図に示す。直物レートの変化率は「静かな」時期と「荒れた」時期が観察されるが、いずれも直先スプレッド率より大幅である。直先スプレッドには明らかに系列相関があるが、直物レートの変化率はほぼランダムとみなせよう（なお本セクションへの付録を参照）。直物レートの変動にくらべて直先スプレッド率がごく小さいので、直物レートと先物レートは、大まかにはほぼ平行して変動しているといってもよい（白川 [22, p. 65] をみよ）。

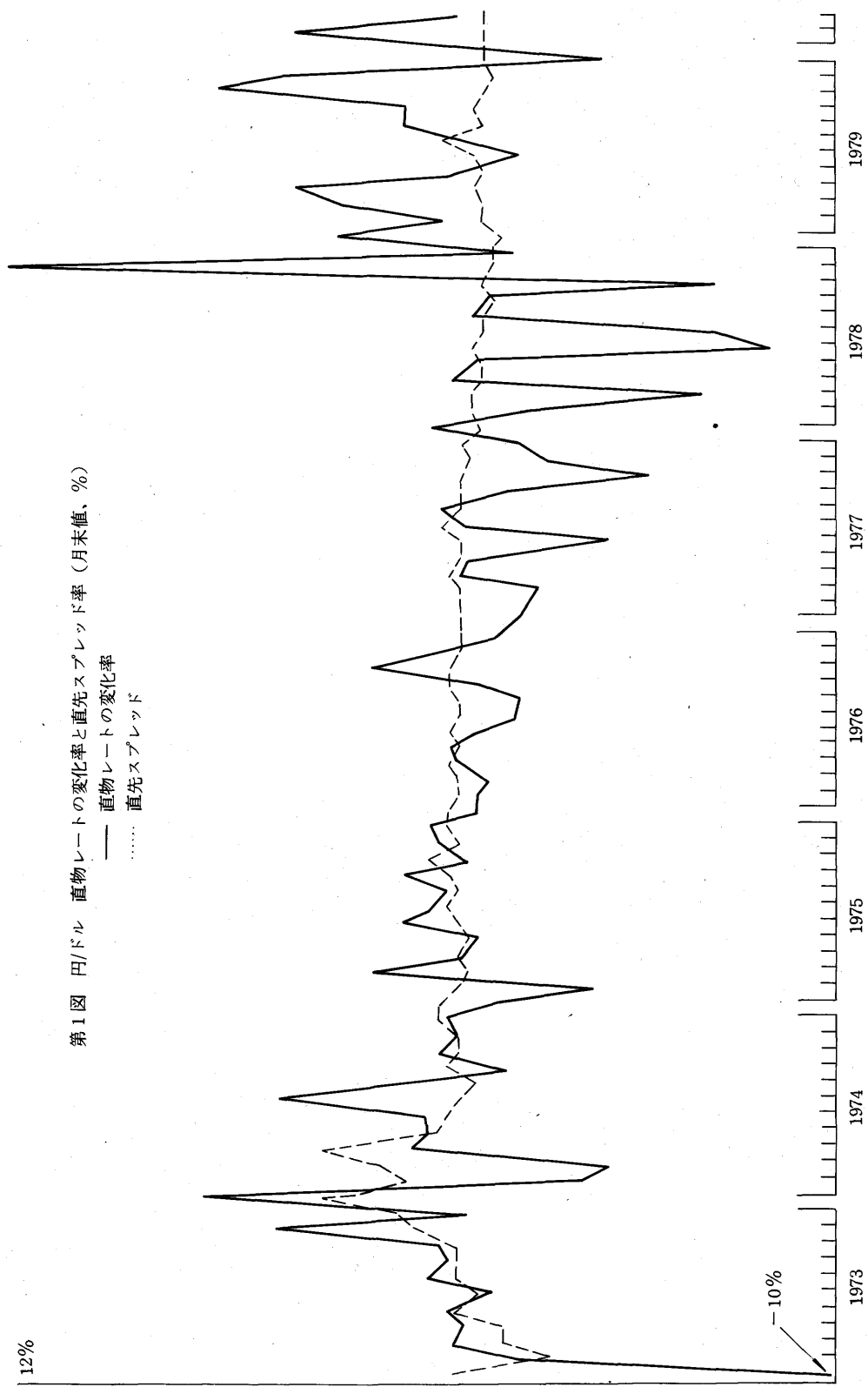
短期レートの研究は内外とも豊富であるが、大まかには上述の経験則がどの国についても成立する。けれども U_t が厳密にランダムであるといえるかどうかは、国によりまた時期によって（さらには研究者の予断によって）

異なる。概していえば、ドイツ・マルク（の対米ドル）およびカナダ・ドルの為替レートは、ランダムに変動しているようであるが、他の通貨に関しては必ずしもそうはいえない。日本円は月末値をとるとランダムに変化をしていると主張できそうであるが、月の平均値をとるとそうではなくなる。学界展望と最近の論文として、Levich [16] と Frankel [7] をあげておくが、私としては厳格なテストにはあまり固執したくない心境である。

金利平価の成立

円とドルの直先スプレッド率が日米の短期金利差に等しいかどうかは、金利になにを選ぶかで結論が異なりうる。円に限らず他の通貨に関しても、off-shore 取引の場合、すなわちユーロ円とユーロドルの預金金利などをとった場合には、金利平価がほぼ成立するという（Frankel and Levich [8]）。しかし on-shore 取引たとえば日本の現先レートとアメリカのTBレートなどをとると、金利平価関係からの（取引費用の推定値をこえた）乖離はしばしば生じるようである。

とはいえ、金利平価がおおまかには成立するとの経験則を否定する必要もなさそうである。もともと金利裁定取引は危険の小さい金融取引であり、取引費用も小さいはずであって、これが活発に行われず金利平価からの乖離が続くとすれば驚くべきことである。その意味では、為替レートの予測不可能性や後述の購買力平価に比べて、金利平価の成立は強力な理論的根拠をもっている。金利平価が成立しないのは、為替管理か資金の不足によって説明する以外には説明がつかないというべきであろう。



第1図 円/ドル 直物レートの変化率と直先スプレッド率（月末値、%）

—— 直物レートの変化率
 直先スプレッド

購買力平価からの乖離

短期の為替レートが大幅かつほぼランダムに変動し、物価比が小幅にしか変化せず、しかも系列相関をもっている以上、短期の為替レートが購買力平価から乖離するのは当然である。これは物価指数になにを用いても変りない。そこで、もし購買力平価をもって均衡為替レートの指標とみなすなら、均衡レートはスムーズに変動し、月次の直物レートはオーバーシュートすると受けとられることになる。この点は次セクションでやや詳しく検討してみたい。

(2) 中期の経験則

中期とは四半期から1～2年ぐらいを念頭においているが、この期間について経験則を論じるのは上述のように容易ではない。最近の変動相場制下の経験にかぎるなら、四半期データでもサンプル数は30強にすぎず、たとえば直物レートの変化が系列相関をもたないかどうかの厳密なテストは困難であろう。そのせいか学界での研究も多くはない。

名目レートの動き

四半期の為替レートの変化率を図示すると第2図のようになる。グラフからの印象としては、サイクルと名づけられそうな動きがみられること、カナダ・ドルが比較的安定しているらしいこと、ドイツ・マルクとスイス・フランが大幅な変化を示しているらしいこと、などが指摘できよう。カナダ・ドルについては、対米ドル1対1という参照レートの存在を一応想起しておくが、なお後述する。西ドイツとスイスの対米ドル取引は、圧倒的に資本取引の比重が高いことも想起しておこう。

データについて一言しておく、第2図は

日々の為替レートの対前四半期同日比をとったものであり、通常の四半期データとは異なる。このようなデータの用い方をすると、統計的に不純物が混入する可能性があり、たとえば第2図のサイクルらしい現象は統計的な不純物であるかもしれない。四半期データとしても、平均値を用いるのと期末値を用いるのとでは、結果は異なりうる。平均値をとれば、おそらく為替レートの変化率に系列相関があらわれ、したがって予測可能性を否定できなくなるであろう。

金利平価と購買力平価についてはどうか。四半期の平均について金利平価が成立する公算は大きいと思われる。月次またはそれより短いデータで金利平価が成立すれば、平均についても当然成立する。短いデータで成立しなくても、上下への乖離が相殺されれば、平均では成立することになるからである。他方、購買力平価は四半期では短すぎて成立しない。購買力平価に疑問をいだく研究者（たとえばIsard[13]）は、1年ないし2年の期間を念頭においている。

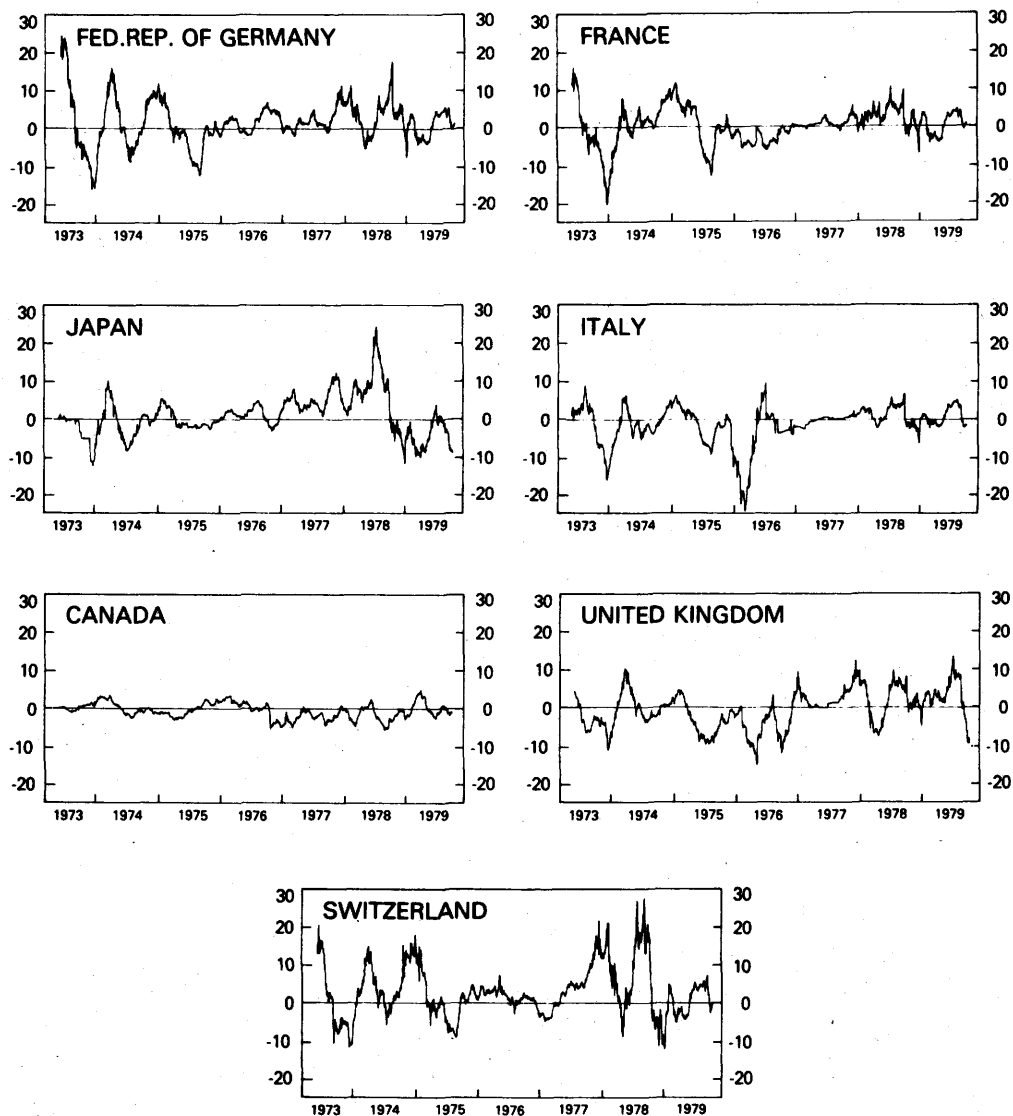
このようにみえてくると、四半期という期間は、デリケートな長さであるようにみえる。計測の仕方によっては（たとえば期末値をとると）、為替レートの予測不可能性の主張がある程度の妥当性もちうる。既掲のMussaは証拠をあげずに四半期の変化率の予測不可能性を経験則としているし、わが国のデータでは既掲の白川氏の研究がある。他方では購買力平価のようなファundamentalが成立するには短い。これより長い中期については、つぎに若干言及する。

名目レートと経常収支

主要国の名目実効レートと名目経常収支の動きは第3図のとおりである。わが国につい

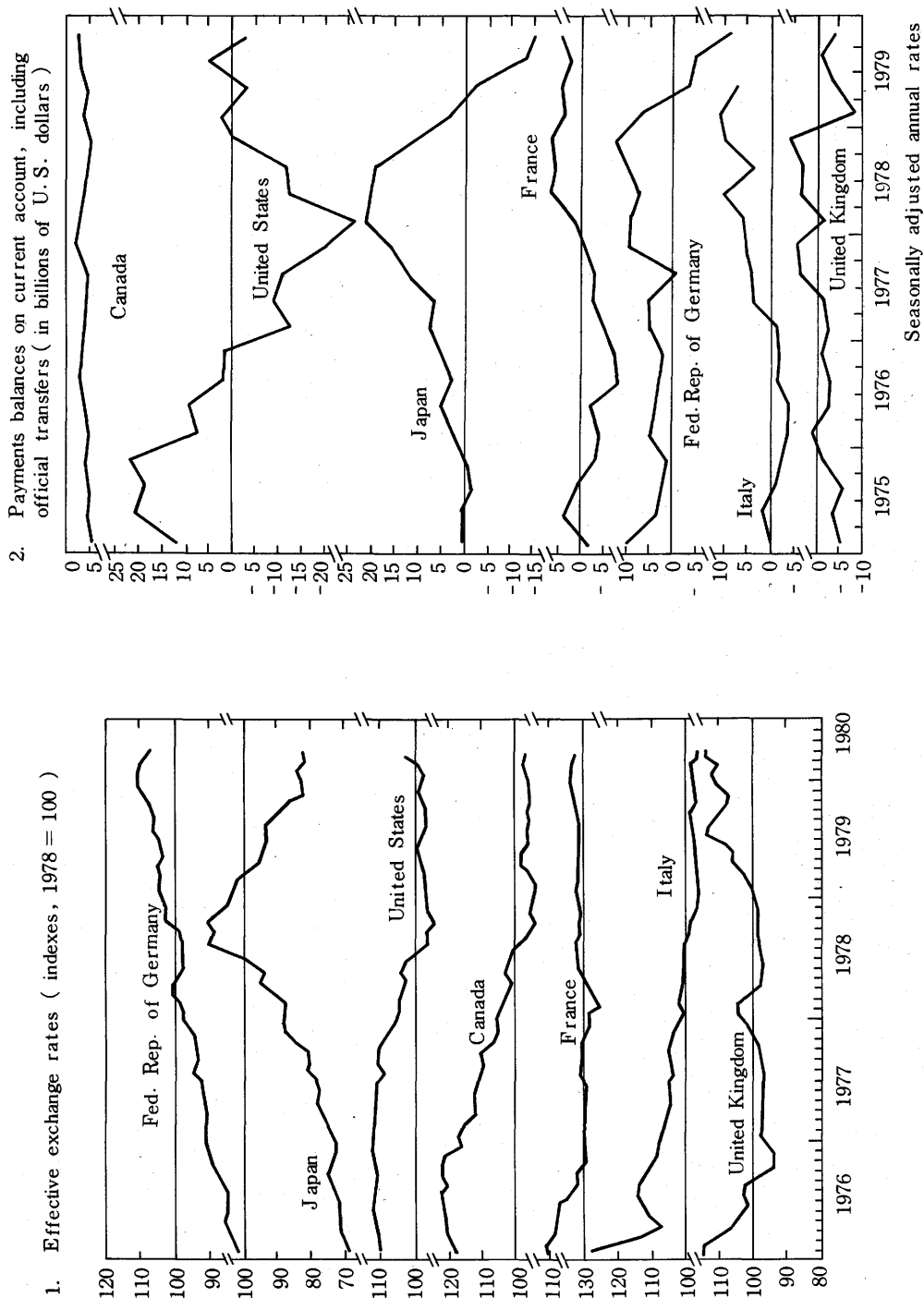
第2図 為替レート of 四半期の变化

SHORT-RUN VARIABILITY IN EXCHANGE RATES (QUARTERLY
PERCENTAGE CHANGE), APRIL 2, 1973–NOVEMBER 2, 1979
(In U. S. dollars)



出典：Artus and Young [1]

第3図 名目為替レートと経常収支



ては、経常収支の黒字と円高、赤字と円安が対応していることは明らかである。もっとも因果関係は必ずしも明らかではない。西ドイツとイギリスは為替レートと経常収支の関係はあまり明瞭ではない。アメリカは日本と類似の関係がありそうにみえるが、それほど密接とはいえないようである。フランス、イタリア、カナダもどちらかというと明瞭な関係を示していない。要するにやや長い中期をとると、名目レートと名目経常収支の関係は国によって異なる。

ちなみに、すでに何度も言及した論文のなかで、Mussa はつぎのように述べている。「広く信じられているところでは、貿易収支の不均衡と為替レートの変化のあいだに何らかの関係がある。両者の時系列を眺めると、大幅な赤字の国では為替レートが下落し、大幅な黒字の国では為替レートが上昇するとおおまかにいえる。……しかし為替下落が貿易赤字に必然的に関連しているわけでないことは強調しておかねばならない……」。

実質レートと経常収支

為替レートの経常収支調整効果については、かなりの時間の遅れを見込むのが常識化しているが、名目レートと実質レートの区別は必ずしも広く認識されていないようにみえる。いわゆる J カーブ効果は名目レートの変化が名目経常収支の調整にさいしての遅れを意味しており、今年の『通商白書』によると遅れは 1 年を越す。

実質レートと実質経常収支もしくは数量ベースの経常収支の関係は、もう少し緊密であるかのごとくである。実質レートとして価格交易条件をとり、実質経常収支として数量貿易収支率（輸出数量と輸入数量の比率）をとると、両者のあいだには時系列的に逆の共変

関係がみられる（たとえば昨年の『通商白書』、pp. 49～51）。名目貿易収支がつねにバランスしておれば両者の共変関係は完全になるはずであるから、中期的に名目経常収支は意外にバランス状態に近いということになる。この点は次セクションで再論する。

名目レートと実質レートとの関係はなかなか複雑である。中期をとっても購買力平価からの乖離がある以上、実質レートは安定的ではない。この問題に関係するのは、名目レートのオーバーシュートの存否、名目レート変化にともなう輸出価格の決定（企業の価格決定行動）、実質レートから名目レートおよび物価への反作用などであるが、経験則としても理論的にも未開拓の分野である。なお今年の『通商白書』によると、わが国の名目レートとドル建て輸出価格の偏弾力性は 0.6 ぐらいであるという。

(3) 長期の経験則

購買力平価の成立

国ごとのインフレ率格差が大きいときには購買力平価が成立するというのが経験則であるけれども、ここで成立するとの意味はかなりの誤差を許してのうえである。超インフレを経験した国では、物価上昇率と為替レート下落率の関係は密接であるが、それでも完全ではない。いま試みに、Officer [19] の最近の研究から、長期データによる購買力平価からの乖離を要約引用すると、第 3 表のようになる。

表のデータは長いもので 1 世紀にわたり、為替レートとしては貿易額でウェイトをつけた実効レート、物価としては GDP デフレーター加重和をもちいた本格的なテストである。平均絶対誤差率は 20% 前後であって、これを大きいとみるか小さいとみるかは立場で

第3表 購買力平価からの乖離 (%)

基準年	国の数	比較年		
		1938	1963～66	1975
1879－88	7	20.6	4.7	16.0
1905－13	11	19.4	13.0	22.8
1910	5	11.0	12.4	22.8
1913	12	23.7	15.9	27.4

Officer [19] から要約

異なろうが、私は驚くほど購買力平価が強力であるとみたい。なお誤差率が大いなのはスイスと日本である。基準を1905～13年にとったときの1975年における日本の誤差率は60%におよぶ。しかし、この間に日本の実効レートは90分の1に減価しているのであって、これほど大幅な為替レートの変化を購買力平価以外の要因で説明できるとは思えない。

実質レートの変化

購買力平価からの乖離は定義によって実質レートの変化分であるが、データとして購買力平価にはGDPデフレーター、実質レートに交易条件と独立のものをを用いても、両者のあいだには関係がある。すなわち、名目レートはおおまかには購買力平価と交易条件の変化を反映するといつてよさそうである。そうして、インフレ率格差が大きい時期には前の要因が支配的となり、物価が安定していて構造変化が大幅に生じている時期には後の要因が支配するとみられる。ただし構造変化を実証することは困難である。

名目レート・インフレ率・金利

名目レートが減価する国では、インフレ率が高く名目金利も高いという関係がみられるか。購買力平価が成立し、実質金利と名目金

利およびインフレ期待のあいだのフィッシャー式がインフレの実績値のあいだにも成立するとすれば、上の関係が長期に関して見られるはずである。ただ長期にわたっては交易条件、実質金利など他の要因も変化するから、誤差が大きくなるのは当然である。日米関係の数字を第4表に掲げたが、ごく大まかには上記の関係が成立しているといえそうである。

〔2の付録：日本の外国為替市場の効率性〕

本文で為替レートの予測不可能性と呼んだ現象は、学術論文では為替市場の効率性として研究されている。いま直物レートの対数の変化を ΔS とすると、

$$\Delta S_{t+1} - E(\Delta \tilde{S}_{t+1} | I_t)$$

がランダム（あるいはfair game）であれば、市場は効率的であるという。ここで $\Delta \tilde{S}$ は均衡レート変化率、 I_t は均衡レートを予想するときの情報である。すでに引用した白川論文では、この情報に直物レートの実績値、先物レート、（比較のために）輸出入額と経常収支累積額をもちいて分析をおこない、情報が直物レート実績値あるいは先物レートであるとしたとき、効率性の想定とは矛盾しない結果を導出している。

この結果は月次データについても四半期データ（期末値）についても成立し、また仏フ

第4表 円ドル・レート、インフレ率、金利差

	円レートの変化	短期金利差	G N Pデフレーター の 上 昇 率 の 差
1974年	20 円円安	5 % 日本高	10% 日本高
75	5 円円安	3 % 日本高	1% 米国高
76	ほぼ不変	3 % 日本高	ほぼ一致
77	28 円円高	ほぼ一致	ほぼ一致
78	58 円円高	4 % 米国高	3% 米国高
79	9 円円安	4 % 米国高	7% 米国高

(短期金利は日本が3か月物現先レート、米国が3か月物T Bレート)

ラン、独マルク、英ポンドについても(先物レートを情報に用いる場合だけが分析されているが)成立するという。むしろ Levich が指摘しているように、均衡レートを予想するさいの情報を完全に特定化することはできないから、この種のテストは最終的なものにはなりえない。けれども先物レートが近似的にのみ予想均衡レートに一致するとみなし、同変数に誤差がふくまれていると想定してテストを行っても、同じ結論がえられる。私は操作変数として先物レートの順位を用い、さらに情報に前期の予想誤差を加えてみたが、

$$\begin{aligned}
 \text{直物レート} &= 9.3 \\
 &\quad (7.5) \\
 &+ 0.96(\text{先物レート}) - 1 \\
 &\quad (0.027) \\
 &- 0.057(\text{前期予想誤差}) \\
 &\quad (0.12) \\
 \text{D.W.} &= 1.75
 \end{aligned}$$

をえた。つまり先物レートを予想均衡レートの誤差をふくんだ変数とみなしても、定数項がゼロ、予想均衡レートの係数が1という仮説は棄却できない(データは月末値)。これらの結果から、日本の外国為替市場は効率的であると主張しても大過ないと思われる。

3. 為替レートの決定理論

(1) 資産価格としての為替レート

少なくとも短期の為替レートについては、変動幅の大きさと予測不可能性が経験則として認められるが、これを説明するには為替レートを資産としての両国通貨の価格として理解するのが有用である。

よく組織された外国為替市場では、時々刻々新しい情報が市場参加者によって消化され、ただちに為替レートに反映される。たとえばイランに革命が起ったというニュースが円安要因として消化されると、円はただちに下落する。なぜなら近い将来円が下落すると予想すれば、円を売り、ドルを買えば大きな収益率を期待出来るので、市場参加者は円を売り、ために現在の為替レートが予想値にほぼ一致するにいたるのである。この種の新情報は大小さまざまでたえず発生し、その性質上予想不可能である。したがって、将来発生する新情報を反映するはずの将来の為替レートも、予測不可能ということになる。

変動幅の大きさについてはこう考える。資産価格としての為替レートに影響をおよぼす

のは、近い将来の予想レートだけではなく、かなり遠い将来の予想も現在のレートに影響を与える。しかも（フロー変数の役割が小さいときには）遠い将来の予想に付さるべきウェイトは、近い将来の予想のウェイトと大差ないはずである。そこでたとえば、政策的に円貨の供給が増加し、将来にまで続くとの予想（新しい情報）がもたらされると、近い将来から遠い将来にわたっての影響がすべて現在のレートに反映される。すなわち為替レートは大幅に下落しうるのである。

先物レートが不偏予測値であっても、予測誤差が大きいとの経験則は、資産アプローチと矛盾しない。現在の先物レートは、現在利用できる情報だけに基づいた予想値であるが、1期先の直物レートは現在から1期先までの間に生起する新情報に基づいて大幅に変化する。その結果、先物レートの予測誤差が大きくなるのは当然である。換言すれば、直物レートと先物レートがほぼ平行して大幅に変動するのは、資産アプローチの立場と両立するのである。

中期以上の為替レート決定理論では、フロー変数の役割を無視することはできない。経常収支の為替レート弾力性が大きいほど、資産価格理論からの乖離が顕著になることは想像がつこう。たとえば上述の遠い将来の予想にかかわるウェイトが小さくなるのであるが、くわしくはBlack [2]などを参照されたい。為替レートの資産アプローチの文献は多数あるが、何度も言及したMussa論文のほかに、サーベイとしてIsard [14]をあげるにとどめたい。

(2) オーバーシュートの説明

オーバーシュート現象が存在することはひろく認められているが、これは人々の念頭に

比較的安定した均衡レートが描かれているからであろう。スムーズに変化する均衡レートは後述のファンダメンタルを反映するものであり、その存在は必ずしも自明ではない。ともかく本セクションでは、為替レートの短期の大幅変動を説明する理論を列挙してみる。

ランダム要因の累積

短期の為替レートを資産価格ととらえる立場は、スムーズに変化する均衡レートを否定し、日々あるいは月々に実現されるレートだけに注目する。さきに示唆したように近い将来のウェイトも遠い将来のウェイトも同じであり、しかもフローの影響を受けない純粹の資産価格としてはウェイトは1とみなすのが自然であろう。2.の(1)ではこれを $S_{t+1}-S_t=U_{t+1}$ とあらわしたが、変形すれば $S_t=U_t+U_{t-1}+U_{t-2}+\dots$ である。このようなランダム要因の累積が、ときには為替レートの異常高または異常安とみえる現象をひき起こすとみるのが、資産アプローチの立場である。

資産アプローチは経験則と矛盾しないうえ、予想の役割の重視、イラン革命などの突発事件の効果の説明力など、為替レート決定理論としては魅力にとんでいる。また為替市場への介入がときに無力であることも、資産アプローチでは無理なく説明できる。けれども、すぐ後述する市場内部のbandwagon効果、フロー変数との相互作用などを無視するのは必ずしも現実的とはいえない。また上のパラグラフの定式に固執するなら、 U が系列的に独立のとき為替レートはいくらでも上下に発散しうる（分散が無限大）ことになるが、これは理論的に受け入れがたいであろう。後述のanchorが必要とされる所以である。

フロー変数の調整の遅れ

為替レート決定理論のなかで著名なものの1つに Dornbusch [4] に代表されるストック＝フロー相互作用モデルがある。それによると、為替レートは基本的には貨幣供給や交易条件などのファンダメンタルで表わせるが、後者が変化したとき物価などフロー変数の調整が遅れるので、為替レートは中期均衡値をオーバーシュートするというのである。モデルの解としてえられるレートは、短期・中期の完全予見（合理的予想）と矛盾せず、その意味で巧妙な理論であるが、つぎの2つの問題点が残っている。

1つは経験的な問題点である。上記モデルでは、中期均衡レートの変化に対して、直物レートがオーバーシュートする。合理的予想が仮定されているので、中期の均衡レートはほぼ正しく予想され、それは先物レートに反映さるべきものである。したがって、時系列をとれば、先物レートの変化にたいして直物レートがオーバーシュートするとの結果になるはずである。ところが Helliwell [12] が指摘しているように、少なくとも変動相場制移行後3年ばかりのデータをみると、直物レートの変動幅のほうが先物レートのそれより小さい。すなわち、フロー変数の調整の遅れによるオーバーシュートは、実証されたとはいえないのである。

第2は理論的な問題点である。上記モデルの解を正確に求めると、中期均衡レートに収束する経路が一本あるほか、任意の初期値から出発して均衡に収束しない経路が無数にあることがわかる（均衡は鞍点である）。多くの研究者は、これら無数の不安定解はモデルの崩壊につながるので無視する。あるいは中期の完全予見（合理的予想）を仮定すれば、

初期条件が安定解上にくると主張する。しかし多数の市場参加者の競争的な行動のもとで、初期条件が安定解上にくるとは考えにくい。この点は次の bandwagon 効果と密接に関連する。

bandwagon 効果

特別の新情報があるとも思えないときに、為替レートが上昇または下落しはじめ、それに市場参加者の多くが追随することがある（ようにみえる）。資産市場では市場参加者が先高を予想すれば、実際に価格が上昇することが多く、自己実現的予想が支配するという。このような現象を定式化したものが短期の完全予見の仮定であると私は解している。そうして短期の完全予見を仮定すると、モデルの解は不安定（均衡が鞍点）になる場合がしばしばある。

ファンダメンタルで定まる均衡から、現実の為替レートが乖離していく1つの理由が、自己実現的予想に基づくレート変化、もしくは bandwagon 効果に基づくレート変化ではなかろうか。そうすると不安定解を無視するのは正当でなく、むしろ不安定解の存在をオーバーシュートの説明にあてるのが正当と思われる。ただしモデルの崩壊は正当化できないから、anchor が作用して乖離が極端にすすむのを防ぐと考えるのである。この点は再述したい。

(3) フロー需給と為替レート

私はファンダメンタルあるいは anchor はフロー変数のなかに求めるしかないと考えているが、その点を論じるまえに、まず教科書的なフロー理論の難点を述べておこう。

フロー理論の難点

教科書的な為替レート理論は、フローの外為需要を貿易にともなうカバー、金利裁定、投機の三機能に分類し、直物レートと先物レートの同時決定を考える。より簡略化した理論では、マンデルのように直物為替のフロー需給のみを分析している。このような理論のもっとも初歩的な難点は、期間が短いとき経常取引にくらべて投機需要が潜在的にきわめて大きく（金利裁定は為替レート水準を定めない）、後者が為替レート決定で支配的な役割を担うことである。投機需要がストック取引であることは否定しにくく、フロー理論はその名に値しなくなりがちである。

これと関係するが、フロー理論では為替レートの短期の経験則である変動幅の大きさと予測不可能性を説明できない。為替レートが大幅かつランダムに変動するためには、フローの需要曲線と供給曲線のシフトが大幅かつランダムであると主張しなければならない。ところが経常取引にともなう需給曲線は系列相関をもつことが多いと思われる。今月的小麦輸入が平均より大きければ、来月のそれは平均より小さいであろう。またインフレが発生すれば、名目レートの関数としてのフロー需給曲線は多数月にわたってシフトしたままであろう。このようにフロー理論では短期の為替レートの経験則を説明できない。

政策当局による為替市場介入の効果をフロー理論では過大評価しやすい。一定期間あたりの介入はその分だけ需給曲線をシフトさせるので、為替レートが変化することは間違いないとの結論がえられる。しかし後述のように、介入は金融政策上の効果を伴うので、為替レートに与える影響はそれほど明らかではない。また将来レートの予想が変らなければ

介入は無効に近いし、介入が予想を変えたとすれば予想を明示した理論が望まれる。いずれもフロー理論ではうまく扱えない論点である。

もっともフロー理論を広義に解して、政策当局の収支制約までふくめた一般均衡理論をとりあげるとすれば、これを誤り、ないしは不適切と判定することはできなからう。その意味で一般均衡理論はつねに正しいのであるが（そうしてフロー理論とストック理論の区別も意味がなくなるが）、そのような正しいモデルはきわめて複雑になりうる。なお、為替レートを内生化したマクロ計量モデルは一般均衡理論の具体化とみなすべきであろうが、私は文献をよく知らないので本論では割愛し、ここでは好意的な立場からのサーベイとして、既掲の Helliwell [12] をあげるにとどめる。

anchor について

短期の為替レートの経験則に矛盾しない理論は、資産アプローチであってフロー・アプローチではないと述べた。しかし既述のように、資産理論で為替レートの上下への発散を抑えるには、人々の予想に影響を与える介入が行われるか、それとも市場に anchor が存在しなければならない。このような介入については後述するとして、以下では anchor を簡単に論じてみる。

まず anchor が純粹にフロー変数でなければならない理由を述べよう（この部分は学界の通説というには程遠いことをあらかじめお断りしておく）。純粹のストック・モデルでも、フローが混在したストック・モデルでも、合理的期待を仮定すれば均衡は（鞍点の意味で）不安定になる。ところが anchor は短期の値ではなく、中期ないし長期の値とみ

るのが自然であろう。なぜなら、短期には、anchor の力がごく弱いことは、経験則から知られるからである。中・長期には予想に関して合理性を仮定しなければ、予想誤差の累積などの不都合が生じる。よって anchor はフロー変数であるべきである。

とはいえ何をもって anchor あるいはファンダメンタルとするかは、理論的には決められない。若干の研究者、たとえば Kouri and de Macedo [15] は、つぎのようなファンダメンタルを提示しているが、私もこれを抵抗なく受入れられる。

$$S_t = \left(\frac{1 + R_{t,T}^*}{1 + R_{t,T}} \right) \cdot \tilde{S}_{t,T} \cdot \left(\frac{\tilde{P}_{t,T}}{\tilde{P}_{t,T}^*} \right)$$

ただし、

- S_t : 長期の均衡レート、anchor
- $R_{t,T}$: T期までの長期金利
- $R_{t,T}^*$: " 外国長期金利
- $\tilde{S}_{t,T}$: T期に予想される実質為替レート
- $\tilde{P}_{t,T}$: T期に予想される物価
- $\tilde{P}_{t,T}^*$: " 外国物価

上掲の長期均衡レートは、予想均衡実質レートあるいは交易条件と、両国の物価水準比というファンダメンタルからなる。これが長期の経験則に矛盾しないことはすでに示唆したとおりである。均衡交易条件は経常収支のバランスから逆算したものでよく、あるいは「国際収支段階」におうじた経常収支の黒字・赤字に対応した値でもよい。長期均衡レートは市場参加者の予想値であるが、確率変数とみるなら分散はかなり大きく、現実的にはある幅（210円から230円など）とみるべきであろう。

中期の anchor も当然考えられる。ここで

は物価の硬直性と、景気の状態におうじた経常収支動向がファンダメンタルになりうるかもしれない。中期の経常収支理論は Mussa [17] などによく知られているので省略する。ただし中期的に経常収支がバランス（あるいは一定の黒字・赤字を計上）すべき理由はなく、為替レートの anchor を定式化するのは必ずしも容易ではないと思われる。

(4) 中期・長期の為替レート理論

これまでフロー変数の役割を重視してきたがそれは結局のところ経常収支を調整する変数としての実質為替レートの役割にほかならない。換言すれば、anchor としてはミード・マンデル流の為替レート＝交易条件というヴィジョンが生きていることになる。しかし経常収支は中長期をとっても必ずバランス（あるいは一定の黒字・赤字を維持）すべきものとはいえない。しからばフロー変数たる経常収支と独立に、中長期の為替レート理論はありうるか。

実はフローから独立に為替レート水準は定まりえない、というのが学界の有力意見である。その一端はすでに説明した。つまり、中長期には合理的予想を仮定せざるをえないが、そうするとモデルの不安定解が無数に存在し、為替レートは不決定になる。Wallace [23] はさらにすすんで、2つの不換紙幣の交換比率のあいだには anchor は存在せず、いかなる為替レートの経路も主体的均衡と両立すると主張している。Wallace によれば、為替レートは株価（それには配当というフローの anchor がある）よりも徹底して不決定である。

こうして資産価格としての為替レートは不決定であるとの結論に追いこまれるのであるが、現実には為替レートの変動幅は株価のそ

れより小さい。この経験則はとりもなおさず強力な anchor の存在を示唆しているのであり、理論的な純粋性はともかくとして経常収支（から逆算される実質レート）が anchor の役割をはたしているなら、つぎのような均衡の姿を考えることができる。

直物レートの変化率

= 直先スプレッド率

= 金利差

= インフレ率差

最後のインフレ率差が購買力平価をとおして為替レートに anchor をつける。いうまでもなく、ここでの購買力平価は同質商品の裁定をとおして成立するのではなく（同質商品の貿易がたとえば日米間ではたす役割は小さい）、経常収支の異常アンバランスを防止する役割を担っているのである。

〔3の付録〕

本文では anchor もしくはファンダメンタルとしてフロー変数のみを挙げたので、読者は狭義のマネタリー・アプローチにおける貨幣供給というストック変数の役割はどうかとの疑問を抱かれたかもしれない。これは、為替レートを2国の貨幣需給で説明するアプローチであるが、私はその解釈に苦しんでいるのが現状である。

理論的には2つ問題がある。1つは購買力平価を仮定するが、同質商品の裁定取引で説明するのではないかぎり、経常収支のバランスというフロー条件を重視しているとみざるをえない。すると狭義のマネタリー・アプローチは、購買力平価モデルであって、物価決定に貨幣数量説を援用しているものと解釈できる。もう1つは貨幣代替を排除しているので、資産価格としての為替レートの見方とはかなり距離がある。

経験的な問題点は、短期の経験則とマネタリー・アプローチの通俗的理解が矛盾することである。短期の経験則は為替市場が効率的である、すなわち為替レートの予測には現在のレート以外は何ら貢献しないと示唆する。事実、カナダ・ドルについては Caves and Feige[3] が貨幣供給の実績値は為替レートの予測に貢献しないとの結果を得ている。円レートについての私の試算でも、今月から来月へかけてのレート変化率にたいして、今月までの貨幣供給（日本とアメリカの比）の貢献は無視できる（自由度が7と80で計算したF値は1.44）。ついであるが為替レート→貨幣供給という因果関係は有意で（F値は8.4）、貨幣供給が外生的でないことを示唆している。

貨幣供給の実績値が為替レートの予測に貢献しないとの結果は、（貨幣供給の将来の予想がその実績に依存するかぎりにおいて）貨幣供給の予想も為替レートの予測に貢献しないことを含意する。さらに、カナダ・ドルも日本円も、同じ期の貨幣供給の変化を加えても説明力は増さない。これらの結果は、貨幣供給をふくめてすべての情報が現在の為替レートに反映されているとの効率的市場論からみると当然であるが、マネタリー・アプローチの通俗的理解とは異なろう。ただし、理論的な問題点を別にして、日本の為替レートに関するファンダメンタルとして、日米のマネーサプライをあげることに私は反対ではない。

4. 国際収支目標

これまで概説してきた為替レート決定理論をふまえて、国際収支の調整政策あるいは為替政策をどう考えるべきか。本セクションと次セクションで、この問題をごく簡単にとりあげてみる。

(1) 国際収支問題は存在するか

短期の資産アプローチの立場から国際収支問題をみると、つぎのようになろうか。当局の介入がなければ（クリーン・フロート）、民間の外国為替需給はつねに均衡し、そのもとで生じる為替レートの変動はときに大幅になるが、それは市場の効率性を損うものではない。過大とみられやすい為替レートの変動は、これまで国際取引を妨げてこなかった。経常収支は正負のいかなる値をとろうとも、民間主体の均衡を反映しているかぎり、当局として懸念する必要はない。このような立場はマネタリストの多くが表明している。

民間主体の均衡というとき、さまざまな予想を前提にしているが、予想は当然ながら誤差をふくみ、予想誤差が国際金融市場の混乱をひき起しうる。この点は後述するとして、ここでは政府の介入が国際収支問題を生ぜしめる例をあげておこう。発展途上国で国内貯蓄が小さいとき、対外借入れ（経常収支の赤字）をとおして国内投資を実行したとする。国内投資が生産力向上に貢献しない大プロジェクト（今日のピラミッド）であれば、赤字は維持不可能であって、国際収支の是正すべきアンバランスにほかならない。

すなわち、中期・長期をとれば国際収支問題は存在する。上記の国際金融市場の混乱、政府の経済活動のほか、重商主義・石油赤字分担・対外投資形態など、いくつかの論点を指摘できる。

(2) 経常収支目標

経常収支の黒字は対外資産の蓄積であるが、中長期では経常収支を資産蓄積過程ととらえるのが、anchor 論からも自然であると思われる。

資産蓄積過程としての経常収支

日本のように貯蓄率の高い国では、富の蓄積が急速にすすむ。富の一部を対外資産で保有するのが人々の選好にかなうのであれば、経常収支の黒字が定着するはずである。これまでのデータをみるかぎり、わが国の富の蓄積にくらべて、対外資産の蓄積は過少であったかに感じられる。今後どうなるかは分らない。理論としては国際収支段階説がよく知られている。

日本の黒字が均衡であると主張するときには、どこかの国で対外資産の減少が生じていて、それもまた均衡でなければならない。相手国は欧米の成熟債権国であるか、それとも未熟債務国としての発展途上国であるか。前者のときには、対外資産蓄積の内容が問題になるか。たとえば（自動車産業への）直接投資ならよいが、債券購入なら望ましくないという反対をうけるか。後者の場合には、経常収支赤字の維持が可能であるか。このように経常収支を資産蓄積過程とみるのは正しいが、いくつも問題点があり、その分析の枠組みは確立されていない。

持続性と効率性

経常収支の黒字・赤字の持続性は表裏の関係にあり、黒字なら維持可能だが赤字は然らずという非対称性は論理的にありえない。経常収支の赤字の持続性は、純貯蓄が正、かつ国内投資の純収益率が正、という二条件で判断できる（Salop and Spitaller [20]）。まず経常収支の定義から、国内純投資＋経常収支＝純貯蓄をうるが、経常収支の赤字相当分の一部を消費にむけないというのが純貯蓄が正の条件である。つぎに、対外借入の元本利払い分を差引いた投資の純収益率が正なら、

対外借入れの処理をしたのちに国内の所得増加が可能になる。

上の持続性の条件はごく常識的なものであるが、たとえば途上国の石油赤字が持続可能かどうかを判断するときなどに有用である。また経常収支の赤字が自発的な民間資本の流入でファイナンスされているかぎり、後者は純収益率正の条件を満たすであろうから、持続性の条件が満足されていよう。反対に、民間資本でオイル・マネー還流がすすまない状況では、石油赤字は持続性をもたないというべきである。

効率性については、世界各国における資本の実質収益率の均等の条件が考えられる。しかしこの条件はストック均衡にかかわっており、それからフローの経常収支に関する効率性条件を導出するには、資本蓄積の調整速度を論じなければならず、厄介である。この種の国際資本移動理論もよく知られているので、本稿では立ち入らない。

グローバルな視点

経常収支目標を考えるさいグローバルな視点が要求されることは、これまでの議論から明らかである。日本は小国ではなく、小国モデルに基づく分析は不適切な結論を導出しやすいのである。たとえば途上国の石油赤字が維持不可能であるとすれば、その対応策（石油赤字の分担がよいかどうかは別にして）を示さなければならない。もちろん民間の活動にすべてをゆだね、国際貿易の縮小に甘んじるのも一つの対応策であるけれども。

ここで重商主義に一言ふれておく。輸出拡大を望ましいものとみ、輸入拡大を嫌う風潮はさまざまな理由で根強いが、最近の重商主義は輸出財・輸入代替財など貿易財の生産拡大が、設備投資をとおして技術進歩をひきお

こす点に着眼している（Schmitt〔21〕）。

すなわち、非貿易財部門の投資は技術進歩にあまり貢献しないとみるのであるが、その根拠は必ずしも明らかでない。また、世界全体をとれば、すべての国が重商主義政策を採用できないことはもちろんである。

（3）経常収支目標を実現する手段ありや

政策当局の立場から望ましい経常収支目標があったとして、それを実現する手段はあるか。まず為替レートの調整効果をみると、短期には全く期待できないことは、これまでの経験則から明らかである。中期・長期を考えるなら、実質レートが適当に変化するなら経常収支はそれに応じて調整される。けれども、政策当局の目標と民間の予想が異なるときには、当局の目標を実現すべき手段はなさそうである。たとえば当局が経常赤字（石油赤字の分担）を望ましいとみなしても、民間が経常バランスを予想すれば、ファンダメンタルとしての実質レートは低下するからである。

つぎに総需要の調整策はどうか。中期的には経常収支に与える効果は、総需要の調整策のほうが大きいと思われる。ただしこのような判断は、ファイン・チューニングの有効性を前提にした小国モデルを念頭においているので、日本経済に適用するさいには応分の注意が必要であろう。そのほか総需要調整策の問題点は、物価・雇用など他の政策目標との矛盾の可能性、長期には応用できないこと、などであるが、いずれも説明を要すまい。またマクロ分析の枠組みとしては、物価・賃金の伸縮性をどうみるか（名目・実質とも伸縮的か、名目硬直か、実質硬直か）、需要側と供給側のいずれを重視するかで、結論はかなり異なりうることに注意しなければならない。

(4) 資本収支の構成と国際金融市場の混乱の可能性

金融勘定をふくめた資本収支の全体は、經常収支の裏側であるから、これまでの議論でカバーしたといえる。しかしひとところ論じられた基礎収支バランス論などは、資本収支の構成についての目標になる。すでに言及したとおり、直接投資は調整速度を考えることができるので、フローとしての目標を定義するのは無意味ではなからう。しかし他の資本収支項目についてはどうか。

全体としての資本収支が經常収支から定まるとすれば、その構成はストックとしての対外資産・負債の reshuffling の結果である。これら金融資産の需給均衡はかなり短期間に成立するはずで、調整速度が有意義に定義できるとは思えない。実際に国際収支統計を眺めても、フローの資本収支項目は一見不規則な大幅変化を示しており、実物変数では在庫投資に似ている。在庫投資目標を語るのが困難なのと同じく、個々の資本収支目標を論じるのも困難であろう。

しかしストックとしての対外資産・負債項目についてなお、政策的に望ましい目標を定義できるかもしれない。国際金融市場の混乱の可能性（戦争、途上国の破産などによる）、lender of last resort の非存在を考慮するなら、非常時に強い形での短期資産を保有するのが望ましいといえようか。これはたとえば、一国全体としての純短期ポジションが正で、SDR・外貨のみならず金の比重がある値より大きいこと、などと表わせようか。そうして、民間の資産選択の結果が、当局の立場から望ましいストック構成とは異なることは十分にありうる。

このように望ましい対外資産構成と、現実

の構成の差として、資本収支目標を考えることができるかもしれない。対外資産のうち政策当局にかかわる部分は、むしろ政策的に変化することができる。民間にかかわる部分に関しては、政策効果はごく限られてこようが、為替管理は少しは有効かもしれない。目標と現実の乖離が大幅で、短期のうちに乖離をゼロにするのが困難なら、何年かにわたる資本収支目標が定義されることになる。

5. 為替政策

資産理論の立場からは、国際収支と為替レートは1対1に対応するわけではないので、国際収支目標とは別に為替政策を論じる価値がある。以下では介入を中心にいくつかの論点を取りあげてみる。

(1) 為替市場への介入

金融政策との相互依存

介入の短期効果を考えるには、まず金融政策効果と独立の介入はありえないことを見ておく必要がある。通貨・債券とも統合性が高い民間市場におけるストック変化が、諸政策によっていかに生じるかを図式化すると、第5表のようになる（Kouri = de Macedoによる）。ストックとして円とドル、円建債券とドル建債券を考え、政策としては日米当局の公開市場操作と直物為替・先物為替介入を考えている。

直物市場への介入は民間保有の円とドルのストックを変化せしめる。この点は周知であろう。もし日本当局が直物介入の効果を不胎化するとすれば、第5表で第1列と第3列を加えた効果が残る。すなわち民間ストックはドル減と円債増となる。さらにアメリカ当局も不胎化すれば、第2列を加えて、最終効果は円債増とドル債減となるが、これは先物

第 5 表

	公開市場売買		為替市場介入	
	日 本	アメリカ	直 物	先 物
円	- 100	0	+ 100	
ド ル	0	+ 100	- 100	
円 建 債 券	+ 100	0		+ 100
ドル建債券	0	- 100		- 100

(当局の先物ドル買い、先物円売りは、民間が円建債の保有を先物契約
期間中増加したとみなす)

市場への介入と同じである。もし円債とドル債の代替性が高ければ、先物介入の効果はほぼゼロである (Isard [14, p.23])。

介入の有効性

上記のように為替市場への介入は金融政策効果と独立でなく、不胎化を伴う直物介入の効果は小さいと思われる。介入の効果については、さらにつぎのような論点をあげておこう。

予想レートが所与のとき、小規模の介入は直物レートを変化することができない。なぜなら、金利平価が成立している (すなわち円とドルの代替性がきわめて大である) とき、

先物レート = 予想直物レート

が不変だからである。大規模介入で金利が変化すれば、直物レートも変化する。しかし金利のオーバーシュートが生じないかぎり、直物レートの変化の大きさはたかだか数パーセントであろう。

予想レートの変化をひきおこす介入は、むしろ直物レートの変化をも生ぜしめる (為替レート決定の短期理論)。あるレートを断固維持するとの当局の決意を民間主体が信じるなら、介入は有効である。しかし民間が信じていないなら、当局の目標レートと民間の予想とが乖離し、介入は有効性をもたないと思われる。中期的には民間の予想は anchor あるいは

ファンダメンタルに基づくとみられる。当局の介入目標がファンダメンタルと整合的ななら、介入は有効である公算が大きい。他方、介入しなくともファンダメンタルを変更するような政策は、為替レートに影響を及ぼす。その意味であらゆる政策とりわけ金融政策は為替レートを左右しうるのであって、本当のクリーン・フロートはありえない。

(2) 期待 (予想) と参照レート

上で介入の効果を論じたとき、予想レートをあたかも単一の確定値のごとく取扱ったけれども、実際には予想は散漫な (主体によって異なり、かつ分散の大きな) ものである。それだけに、何らかの参照レートが存在すれば、予想を集約せしめて為替レートの変動幅を小さくするのに役立つかもしれない。すでに言及したカナダ・ドルの安定は、対米ドル・パーという参照レートに負うのではないかと考えられる。

むしろ参照レートはファンダメンタルと矛盾するものであってはならない。関係二国の政策当局が定期的に協議し、ファンダメンタルと調整した参照レートを公表する。そうして場合によっては参照レートを維持するために介入することもありうると定めておくのが、Williamson [24] の提唱する為替政策であ

る。提唱は介入よりはむしろ参照レートの公表に意義があり、民間の信頼をうる参照レートなら、為替レートの変動幅の縮小に貢献する可能性がある。

これとは別に、ある期間をとおして売買額が相殺するような介入、したがって *leaning against the wind* の介入が提唱されてよい（たとえば Grubel [11]）。anchor のない短期レートの発散を抑えるには、この種の介入は有効であり、投機にかんする古典的命題からみて、為替レートの変動を和らげる効果をもつであろう。

(3) 為替レートの誘導政策

上で論じた為替政策がレートの変動幅の縮小を目指すのにたいして、その平均水準をある目標に誘導する措置がときに主張される。もっともこのような目標が実現可能かどうか

は疑問であるが。

ここでは論点をしぼるために、石油価格上昇に伴う物価上昇を少しでも防止するため、為替レートを高めに誘導する政策を考えてみよう。基本的にこの政策目標は成立しない。なぜならアメリカについては、石油価格は自国通貨建であるから、為替レートを高めに誘導しても物価抑制効果はないから。もしアメリカの立場からインフレ対策として有効だとすれば、それは石油以外の商品の輸入価格低下をとおしてであるにすぎない。

日本、西ドイツなどは、為替レートを高めに誘導できるなら、輸入価格を低下させうる。しかしこれはアメリカの犠牲においてである、すなわち対米インフレ輸出の近隣窮乏化策であることは明らかであろう。このように平均為替レートの誘導策は、グローバルな視点から否定されざるをえない。

【引用文献】

- [1] Artus, Jacques R. and John H. Young "Fixed and Flexible Exchange Rates: A Renewal of the Debate," IMF Staff Papers, 26, Dec. 1979, pp.654—698.
- [2] Black, Stanley W. "Rational Responses to Shocks in a Dynamic Model of Capital Asset Pricing," American Economic Review, 66, Dec. 1976, pp. 767—779.
- [3] Caves, Douglas W. and Edgar L. Feige "Efficient Foreign Exchange Markets and the Monetary Approach to Exchange-Rate Determination." American Economic Review, 70, March 1980, pp.120—134.
- [4] Dornbusch, Rudiger "Expectations and Exchange Rate Dynamics," Journal of Political Economy, 84, Dec. 1976, pp.1161—1176.
- [5] Dornbusch, Rudiger "Monetary Policy under Exchange Rate Flexibility," Federal Reserve Bank of Boston, Managed Exchange Rate Flexibility, 1978.
- [6] Dornbusch, Rudiger and Jacob A. Frenkel eds, International Economic Policy (Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1979).
- [7] Frankel, Jeffrey A. "Tests of Rational Expectations in the Forward Exchange Market," Southern Economic Journal, 46, April 1980, pp.1083—1101.
- [8] Frenkel, Jacob A. and Richard Levich "Covered Interest Arbitrage: Unexplored Profits," Journal of Political Economy, 83, 1975, pp.325—338.
- [9] Frenkel, Jacob A. and Harry G. Johnson, eds. The Economics of Exchange Rates (Reading: Addison-Wesley, 1978) p.218.
- [10] Frenkel, Jacob A. and Michael L. Mussa "The Efficiency of Foreign Exchange Markets and Measures of Turbulence," American Economic Review Papers and Proceedings, 1980, pp.374—381.
- [11] Grubel, Herbert G. "How Important Is Control over International Reserves?" Robert A. Mundell and Jacques J. Polak, eds., The New International Monetary System (N.Y.; Columbia University Press, 1977), pp. 133—161.
- [12] Helliwell, John F. "Policy Modeling of Foreign Exchange Rates," Journal of Policy Modeling, 1, Sept. 1979, pp.425—444.
- [13] Isard, Peter "How Far Can We Push the 'Law of One Price' ?" American Economic Review, 67, Dec. 1977, pp.942—948.
- [14] Isard, Peter Exchange Rate Determination: A Survey of Popular Views and Recent Models, Princeton Studies in International Finance No.42 (Princeton: Princeton University Press, 1978), pp.52.
- [15] Kouri, Pentti J.K. and Jorge B. de Macedo "Exchange Rates and the International Adjustment Process," BPEA, 1978 I, pp.111—150.
- [16] Levich, Richard M. "On the Efficiency of Markets for Foreign Exchange," in [6], pp.246—267.
- [17] Mussa, Michael "Macroeconomic Interdependence and the Exchange Rate Regime," in [6], pp.160—204.
- [18] Mussa, Michael L. "Empirical Regularities in the Behavior of Exchange Rates and Theories of the Foreign Exchange Market," in Karl Brunner and Allan Meltzer eds., Policies for Employment, Prices, and Exchange

- Rates, Vol. 11, Carnegie-Rochester Conferences on Public Policy, 1979, pp.9-57.
- [19] Officer, Lawrence H. "Effective Exchange Rates and Price Ratios over the Long Run: A Test of the Purchasing-Power-Parity Theory," Canadian Journal of Economics, 13, May 1980, pp.206-230.
- [20] Salop, Joanne and Erich Spitller "Why Does the Current Account Matter?" IMF Staff Papers, 27, Mar. 1980, pp.101-134.
- [21] Schmitt, Hans O. "Mercantilism: A Modern Argument," Manchester School, June 1979, pp.93-111.
- [22] 白川方明 「外国為替市場における期待形成について」日本銀行特別研究室『金融研究資料』3, 昭54年8月, pp. 57-87.
- [23] Wallace, Neil "Why Markets in Foreign Exchange Are Different from Other Markets?" FRB Minneapolis Quarterly Review, Fall 1979, pp.1-7.
- [24] Williamson, John The Failure of World Monetary Reform, 1971-1974 (N.Y.: New York University Press, 1977), pp.185-203.

管理フロート下の短資移動（要旨）

東京大学 小 宮 隆太郎

専修大学 須 田 美矢子

（１） 管理フロート制のもとで、「為替投機」とは時折市場に現われるものと考えるべきではない。今日のように国際経済関係が緊密化した状況のもとでは、多くの企業・銀行・各国政府・政府機関が常時投機的ポジションをとり、為替レートの先行きの期待（予想）に基づいて外貨を投機的に保有し、売買していると理解すべきである。したがって為替投機の防止は不可能である。

（２） 日本でのもっとも重要な投機の形態は、輸出入に關係の深い企業・商社の輸出入予約状況の変化である。彼等は先行き円高期待をもつ場合には、輸出予約を急ぎ輸入予約を遅らせ、円安期待をもつ場合には逆に輸入予約を急ぎ輸出予約を遅らせる。

（３） 円建（延払）輸出の相手方や円建借款の借手は、平常時にはその円売持ちのポジションを必ずしもすべてカバーしていない。彼等のなかには先行き円高期待が生じた場合に、円買いによって売持ちをカバーしようとし、円高が一段落すると円売持ちポジションに復帰するものがある。この場合のカバーは一種のヘッジングであるが、これも投機的需給の重要な源泉である。

（４） 為銀は随時、ドル買持ち・売持ちのポジションをとりそのかぎりにおいて投機を行っているが、その限度は「総合持高規制」によって制約されており、その額は上記（２）、（３）に比べればごくかぎられたものである。

（５） 投機の潜在的な源泉は十分にあり、投機が過小であるとは考えられない。フロー

ト制移行後の為替レートの大幅な変動の原因は「過小投機」よりもむしろ予想外の経済的変動・混乱や、各国ごとに予期しえない速度で進行しているインフレーションなどにより、為替関係者の「期待」がしばしば大きく揺れ動くことにある。

（６） 為替レートの先行きについての期待が大きく変化したとき、投機的為替需給が大きく変動しても、それによって大量の短資が流れることはなく、為替レートが大きく変化するにすぎない。

（７） 投機の安定化機能なしにはフロート制の運営は不可能に近い。期待が安定的であるときに投機が安定化機能を発揮するというメカニズムは、為替実務家たちの間でも理解されている。

（８） 円・ドルの直先レートについても、1975年以降では金利裁定の機能は十分働いており、内外金利差によって規定される一定の幅の中に直先スプレッドを止めるような力が不断に働いている。

（９） フロート下では短資が金利の低い国から高い国に流れるという観念は誤りである。フロート下で先物カバーをとらずに短資が移動するとしたら、それは金利差を稼ごうとする動機に基づくよりは、為替レートの変動に基づくキャピタル・ゲインを稼ごうとする投機的動機に基づく。

（１０） 内外金利差が変化しても、そのことは、短資の流れにほとんど影響を及ぼさない。

（１１） 「利鞘」（金利差と直先スプレッドの

ギャップ) が大きいから大量に金利裁定資金が流れる、というような観念は誤りである。

(12) 金利裁定資金の流入(出)量を決める主要因は、直先市場での反対方向の二つの需給ギャップと為替当局による市場介入量の二つである。

(13) 「円シフト」は、理論的には一種の金利裁定として理解すべきものである。これを政策的に促進することはほとんど不可能である。

(14) 為替当局が、期待の全般的な変化に

基づく市場の投機的需給の実勢に逆って、ドル買支えあるいは売支えの介入を行なっても、為替レートを支えることは不可能に近い。

(15) 1977年11月、78年3月に実施された「短資規制措置」はほとんど効果をもたないものであった。

(以上の詳細については、小宮・須田「管理フロート下の短資移動」『経済学論集』(東京大学)、第46巻第1号(1980年4月)、PP 11～57、を参照されたい。)