

IV. 討議の概要

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 私の報告論文は、為替レート変動についての経験則、為替理論、為替政策論の三つに大別される。まず、為替レート変動の経験則についてだが、1970年代以降に発展した様々な為替理論を検討する前提として、何よりも事実の確認が重要だと考えたので、経験則を整理してみた。ただし、実際の統計数字をどのように整理するかは研究者の立場に依存するわけであり、私が参考にした文献が資産アプローチによるもの中心であっただけに多少とも資産アプローチの影響を受けている可能性のあることをあらかじめことわっておきたい。

経験則を整理するにあたって、私としては短期・中期・長期と区分し、しかも週、月、年といったカレンダー式のもの（短期：日々から月々の変動、中期：四半期から1～2年くらいの変動）とした。一般に経済学者は、こうした具体的な時間の区分を好まないが、実務家をまじえての討議にはこの方が適当であろうと判断した。経験則の中で、①直物レートと先物レートがほとんど常に平行して動いていること、②金利平価式が概ね成立していることが重要と思うが、最も強調したいのは①である。

為替理論についてはフローの理論とストックの理論との区別を強調したい。フローの理論は為替レートの水準を決める理論であり、ストックの理論は為替レートの変化率ないし

は予想変化率を決める理論である。ストックの理論では為替レートの水準自体は決められないとするのがここでの考え方である。

なお、私のペーパーの中では触れなかったが、ストック理論の一種であるポートフォリオ・バランスの理論では、円建資産と外貨建資産との代替関係によって為替レートの水準が決まるとされている。しかし、このポートフォリオ・バランスの理論は、「期待」の役割を無視したストック理論なので私はとらない（ポートフォリオ・バランス理論重視の例として、R. Dornbusch, "Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?" B PEA, I 1980、をあげておく）。

江口（特別研究室長）^(注) 新開教授の報告論文の中で、金利平価式は、off-shoreでは成立するが、on-shoreでは成立しないとされているが、このような現象はどう理解したらよいか。

新開 金利平価式が on-shore で成立しないと言いきっているわけではない。金利平価式については、資本流出入規制など為替管理によって成立しない場合があろうし、また課税の問題もあるので、取引税を考慮した上でネット・ベースでの金利平価を考える必要もあろう。いろいろ細かい計算をすれば、金利平価式が成立しない場合も出てこようが、大まかにいって金利平価式が成立しているといえよう。

天野 金利裁定の問題は、どの程度まで誤差を許容するか、いわば程度の問題であり、私も大まかに言うのであれば金利平価式が成立していると思う。

(注) 発言者の肩書きは研究会開催当時のものとする。

為替レートと国際収支

新開 為替レートと国際収支の関係について、私から問題を提起すると、日本では為替レートの変化率と経常収支との間に、とくに為替レートの水準と経常収支累積額との間に密接な関係がある。そこで、この関係をどう解釈するかが一つの問題点である。また、日本以外の国では必ずしもそうした関係が見られないと思うので、日本と外国とでは何故違うのかというのが、二つ目の問題点である。

ポートフォリオ・バランスの理論では、日本の経常収支の黒字累積額が、日本での外貨建資産の残高増加となり、これが為替レート水準の上昇（円増価）をもたらすということで、一応上述の経常収支累積額と為替レートとの関係を説明するかにみえる。しかし、外貨建資産に比べて、円建資産が例えば国債だけでも年間10数兆円の発行という形で、より巨額に増加していることを考えると、大きさのまるで違う二つのストックのポートフォリオ・バランスでレートが決まるという理論は現実的でないという気がする。

天野 私が試算したところでは、カナダ、フランス、イタリア、ドイツの各国についても、自国の経常収支累積額と相手国の経常収支累積額とを説明変数とした為替レート関数の説明力は高い。従って、どのように理由づけするかははっきりしないとしても、経常収支の累積額と為替レートの水準の間には各国とも何らかの関係があるといえよう。

浜田 為替レートが資産の相対価格として決定されたとすると、将来の「期待」に依存するはずである。ところで次期の為替レートについての「期待」は、その次期の「期待」に依存するという形で、永遠の将来にまで続いていくことになる。従って、そうした遠い

将来における為替レートの「期待」を何が決めるかが重要となるが、私はそれが長期の経常収支均衡であると考ええる。つまり、経常収支の黒字（赤字）が、永遠に累積していくことはありえないから、経常収支の黒字（赤字）が累積すると円高化（円安化）するとの「期待」が生じると考えられる。このような意味で経常収支の累積額と為替レートの水準との長期的関係を一応説明できると思うが、勿論これが為替レート決定のすべての要因ではない。

なお、ポートフォリオ・バランスの理論に関して言えば、外貨建資産はわが国だけでなく外国においても保有されているわけであり、外国での資産増加を考えると、新開教授が論文で指摘された理由では、この理論を棄却できるかどうか疑問である。もっとも、一般的に異種通貨建の資産を持ち合うモデルを作ることが、理論的に難しいということは事実である。

天野 円の対ドル・レート決定に例をとり、為替レートをドル建資産と円建資産の交換比率と考える場合に、現実の為替市場に流入する円建資産はごくわずかであるのに対して、国内で保有されているドル建資産のほとんどは、外国為替市場に出てくるとの事情を考える必要があるのではないか。

新開 ポートフォリオ・バランスの理論では、為替レート決定について「期待」を明確に取り扱っていない。従って、為替レートを経常収支累積額でよく説明しうるとの実証結果についてもとりあえず「期待」は一定としておいて計測してみたら、たまたま良い結果が出たというに過ぎない。為替レートの決定において「期待」の役割を無視することは理論的にみて納得できず、為替レートを経常収支累積額で説明する計測結果がポートフォリオ・バランス理論の妥当性を実証しているという議論には首をかしげざるを得ない。

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

新開 短期として大胆ではあるが、1か月以内の期間を考えている。こうした短期においても、「期待」は勿論大きく変動するわけであり、短期の為替レートはほとんど「期待」によって決定されると言ってもよい。

ところで、短期の為替レート変動を資産（ストック）理論によって説明できるというとき、その資産理論と小宮教授が報告論文で用いておられるティアン＝ゾーメン型理論とはほとんど同じものだと言えると思う。

小宮 ティアン＝ゾーメン型理論は、ある期間を限って、例えば各週ごとの為替需給を分析する理論である。各種のフローとしての為替需給のうち、投機的な需給はストックの量についての意思決定から導き出されているものとして私は考えており、その意味では背後にストックについての資産選択があると考えられるわけである。そのような意味でストックについての分析をフローの形に翻訳しているといえる。

私は、短期、中期、長期の区分について新開教授のような特定の期間を考えるのは無理であると思う。為替レートに関する短期の分析とは「期待」や金利差、経常収支などを外生変数として扱える期間であるとする理論構成である。

安田（特別研究室次長） 小宮教授のモデルでは「期待」は期間の長さに拘らず、所与であると考えてよい。

小宮 ティアン＝ゾーメン型の為替理論において「短期」については、経常収支をはじめ、国民所得、物価、金利などマクロの経済変数及びそれらについての「期待」をすべて

外生変数として扱っており、ここでそうした外生変数、例えば金利差が変化したときに、どのような影響が生じてくるかを分析している。「所与」といっても overtime に一定である（stationary である）というわけではなく、そのモデルでは内生変数として扱っていないということにすぎない。

天野 「期待」が所与であるとは、ある期間に亘って所与（given for a certain period）の意味ではなく、モデルにとって外生的に扱われるという形で所与（given outside the model）ということになる。

ところで、新開教授は報告論文の中で合理的期待を考えている一方で、短期の為替レートが大幅に変動する説明要因としてバンドワゴン効果を挙げているが、これは相互に矛盾しないか。

新開 まず、合理的期待とは、私の考えでは、人々が「期待」を形成する場合に、その「期待」を正しく形成することにより、自分がどれだけ得をするかということと、そのためにどれだけのコストがかかるかということと比較考量して、最も有利な形で期待形成がなされるというものであり、そうした一般的な合理的期待形成の考えに私は反対できない。

次に、バンドワゴン効果は人々が、他の人達がどう動くかに注意を集中している場合に生ずると考えられる。株式なり、為替なりで利益を上げるためには、長い目でみてどう動くかということよりも、明日どう動くかが問題なのであり、この場合には経済全体についての情報よりは、他人の動きの方が重要となる。

小宮 合理的期待形成の下では、オーバーシュートすることも正しく予想されているわけだから、それを利用して儲けようとの動きが出てくるはずで、合理的期待形成の立場に

立つかぎり、オーバーシュートして、また戻ってくるということは説明できないのではないか。

新開 明日、明後日の為替レートの動きについて、そうした意味での正しい予想はできない。ここでバンドワゴン効果と呼んでいるのは、皆がある予想に従って同じように動く、と価格が予想通りの方向に実際に動くとの現象のことであり、事後的にみると確かに予想は正しかったという結果が得られるけれども、これは合理的期待形成のモデルにおける予想の正しさとは意味が違う。

バンドワゴン効果ということばによって、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を考えている。こうした予想のメカニズムを定式化すると次のようになる。(為替上昇率の予想) = a (定数) $\times$ (今期の為替上昇率)、つまり、昨日から今日にかけて何%かレートが上昇したときに明日もその一定割合だけ上昇を続けると予想することだ。

小宮 外国為替市場で、実際にバンドワゴン効果と呼ばれるような現象が観察されるのか、実務家に伺いたい。

菊井 (外事審議役) 石油会社や商社で、為替相場の読みがよく当たると言われているところが動くと、皆もそれにつられて動くとの現象はある。ただ、そうした現象をバンドワゴン効果と呼んでよいものかどうかは解らない。

浜田 昨日の価格あるいは今日午前中の価格といったローカルな情報をつなげていったときに、完全情報に基づく合理的期待形成のモデルで考えているような期待の経路すなわちいずれは長期の予想均衡値に達する経路に乗っていくかどうかの問題であり、もしそうした均衡経路から乖離してしまう場合があれば、累積的な不均衡が生じる。それがバン

ドワゴン効果と呼ばれるべきものかもしれない。

ところで、本年の4月頃にドル相場が実際に天井を打つ少し前に、新聞誌上で“現在のところドルは上昇を続けているけれども、もうすぐ天井を打つ”とのニュースが流れたがあれはどういった事情で出てきたものか。

戸谷 (外国局為替課長) 本年4月頃の相場はいわゆる金利相場であった。当時のアメリカの経済指標をみると、实体经济についてマイナスの動きを示すものがふえており、金利もそろそろ天井との見方が広まった結果、為替レートもそろそろ天井との予想が生まれたわけだ。

菊井 相場がかなりの程度上昇を続けると、それが理論的であるかどうかは別として、どこかでそろそろ天井ではないかとの相場感が出てくるものだ。そこに新しい情報が入れば、現実に相場が反転することもありうる。逆に、そうした市場全体の相場感が出てこない、例えアメリカの金利が下がるとの情報を流しても相場は反応しない。

鈴木 (特別研究室参事) いま出された議論について理論的な意味を確認するために質問したい。まず①昨日相場が上がれば今日も上がるというのは、もし現実にそうであれば、相場は無限に上がっていくということであり、相場の発散という妙な結論につながる。②次に、アメリカの金利予想の修正により、相場が反転したというが、金利水準が為替レートの水準を決めるというのは固定相場制下ならばともかく、変動レート制下では妥当しないではないか。③最後に、相場を反転させるのは、要するに皆の相場感が変わってくるからだというのはトートロジーではないか。

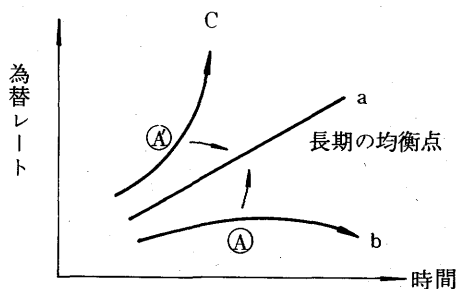
天野 まず、①については、相場の動向は様々な条件に依存しているわけであり、昨日

上がったから今日も必ず上がるというような単純な外挿的予想が現実的だとは思えない。次に、②の金利が為替相場に与える影響だが、金利の変化は為替レートの予想に変化をもたらしうる。ただし、金利変化がすでに織込み済みであれば、為替相場への影響力は無いはずである。最後に、③については、相場の一定方向への動きが続くことによって、相場反転への不安感が生じてくる場合はありうると考えられる。

中・長期にわたる為替レート決定のメカニズム

新開 相場が上がりすぎて不安だという場合には、比較している対象があるはずであり、それが、「アンカー」又は「ファンダメンタルズ」ではないかと考える。私は、そうしたものとして経常収支を均衡させるような実質為替レートを考えている。

浜田 これまでの議論を（金利が為替レートの決定にどのような影響を与えるかを別として）まとめれば、下図のようになるであろう。まず、長期的にみて、ファンダメンタルズにより決まってくる均衡点があり、それに合うような経路（曲線 a）を人々が最初から当てるとというのが、合理的期待の最も単純なモデルの考え方である。



これに対して、昨日上がったから今日も上がるというようなローカルな情報に基づいた

経路（曲線 b、c）がありうるものであり、数学的モデルではこれらの経路は、均衡値から乖離して発散する（これが、バンドワゴン効果に対応するであろう）。ところで、こうした経路において例えば A 点や A' 点まで進んだときに、人々は曲線 a からの乖離を感じ始めて、相場が行き過ぎであると思うようになり、その結果として相場が曲線 a の方向へ反転することになる。

合理的期待形成を考える人は、長期均衡とコンシステントな経路（曲線 a）にいつでも乗っているとの仮定の下でモデルを作ることが多い。現実にはそうした経路がよく解らないために離れてしまうことがありうるから、人々が不完全情報下で合理的に期待形成を行おうと努めることとバンドワゴン効果とは決して矛盾するわけではない。

須田（専修大講師） 新開教授の「アンカー」とは最終的な均衡点を決めるものか、又は、均衡解から一旦離れたときそれを元に引戻すものなのか。

新開 両方とも同じことを表現しているのだと思う。まず「アンカー」が存在し、実際の相場が上又は下に大きくはずれると、人々は不安になってきて相場を元に戻す力が働くということだ。ただし、短期的には、完全情報下での合理的期待形成論者の考えるような長期の均衡点につながる経路に必ず乗るというメカニズムはないと考える。例えば日本の場合に、私は経常収支を均衡させるような為替レートを「アンカー」だとするが、明日の為替レートが直ちにそのような水準に調整されるわけではない。

小宮 「アンカー」が経常収支を均衡させるようなレート水準であるとの考え方は納得できない。例えば経常収支が常に大幅な黒字であるサウジアラビアの均衡レートについて

はどう考えるのか。また先進諸国の場合でも、経常収支の黒字又は赤字が長期にわたって続くことは必ずしも異常な現象とはいえないだろう。

新開 経常収支の均衡という場合、国際収支の発展段階説に沿って、例えば年率50億ドルの経常収支の黒字を長期間続けることは構わない。そうした構造的な部分を除いたベースでの経常収支の均衡を考えればよい。

天野 経常収支は内生変数であり、経常収支がそもそも何によって決まるかを明らかにしないと、為替レートの決定理論とはならない。また、実際に1～2年先の為替レート決定を考える場合に、人々が経常収支の均衡を念頭において行動しているとは考えにくい。例えば、直接投資の水準がどう動くかということなどまで考えないといけない。

新開 全体の国際収支から、為替レートの期待に非常に強く依存する部分を除こうと言うわけであり、例えば直接投資を含めた均衡を考えてもよい。それを経常収支の均衡ではなく、基礎収支の均衡と呼ぶならば、それはそれでよい。

鈴木 新開教授は、経常収支をファンダメンタルズとして挙げているが、通常ファンダメンタルズとして挙げられる貨幣供給との関係はどのようなものか。

新開 ファンダメンタルズとして交易条件と両国の物価水準比（購買力平価）を考えているわけだが、ここで物価水準はマネーサプライによって決まると考えるので、マネーサプライもその意味でファンダメンタルズの一つである。

江口 為替レートの決定要因として、購買力平価と交易条件の2つがそれぞれどのような意味で使われているのか。

新開 概略を説明すれば、次のようになる。

貿易をしている2国をとり、まず貨幣的要因により1国のみにおいてインフレの生じている状況を考える。この場合、両国において経済の実体面には何の変化もなく、一方の国において物価水準のみが変化しているので、交易条件は変わらずに物価水準の差が為替レートを決定することとなろう。つまりこの場合には、為替レートは購買力平価によって決定される。次に貨幣的要因抜きでの2国間の貿易モデルを考えると、いろいろな実体面の変化によって交易条件が変化し、為替レートは交易条件の変化を反映して決まることになる。ところで現実の経済では、以上の2つの要因が混在しているため、為替レートは購買力平価と交易条件の2つによって決定されるのである。具体的な状況に即していえば、ハイパー・インフレーションの場合には為替レート変化の大部分は購買力平価の変化によって説明されようし、オイル・ショックのような実体面での大きな構造変化のある場合には、交易条件の変化が為替レート変化の大部分を占めるであろう。

さて、「アンカー」を示すものとしてとりあげた、名目為替レート＝実質為替レート（又は交易条件）×購買力平価は、定義式にすぎないとの天野教授のコメント論文における指摘だが、例えば、経常収支を均衡させるような交易条件ないしは購買力平価によって（名目）為替レートが決定されると考えれば、上式は単なる定義式ではなく、為替レート決定要因を説明する式としての意味を持つてくる。

天野 新開教授の示された式は、同じものの両側面を表現しているだけであって、どちらがどちらを決定するとは一般的には主張できない。ただし、非常に大きな実体面での外生的ショックがあったとき、交易条件の変化

が、為替レートの変化をもたらすとは言えよう。また、購買力平価についても同様に、外生的なマネーサプライの変化に伴う両国間の物価水準の差が顕著な場合にのみ、購買力平価の変化が為替レートを決定すると言えるのである。ともあれ、新開教授が提示された式を為替レートの決定要因を説明する式とするには、交易条件ないしは購買力平価が何によって決まるのかを明らかにしなければならない。

浜田 為替レートは、あくまで貨幣と貨幣との相対価格であり、金融政策のスタンスと無関係に決定されるものではない。現在の世界でインフレの無い状況を考えるのは現実的ではなく、それ故に購買力平価によって為替レートが決定されるかどうかは、意味のある議論と思う。これに対して、交易条件については実体経済面での諸変化が、交易条件の変化をもたらし、更に貨幣的要因とあいまって為替レートを決定していくのであり、交易条件と為替レートとは極端な前提条件を付さない限り1対1の関係は無い。

新開 私が「アンカー」と呼んでいるのは、人々が中期の為替レートを予想する場合に用いる「公式」(formula)のようなものである。合理的期待を厳密に仮定すると、人々は経済全体のモデルを解いて為替レートの「期待」を形成することになるが、現実には、もっと簡単な「公式」により例えば、交易条件ないしは購買力平価をみながら、中期の為替レートを予想するというのが、ここでの考え方である。

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

戸谷 金利裁定の実態あるいは投機の実態について実際に業務を担当している者として

説明したい。

まず金利裁定の実態についてだが、これは①先物カバー付資金による裁定と、②アンカバ資金による裁定との2つに分かれる。

先物カバーのついた金利裁定の対象となるのは、円サイドでは、コール・手形、自由円、現先等であり、ドル・サイドではユーロ・달러、米国TB等である。このように円サイド、ドル・サイドともに金利裁定の対象金利が複数となるのは、主としてわが国における金融市場の構造、規制の存在等によるものであり、例えば金利裁定の主体が誰であるかにより、裁定対象となる金融資産が異なってくる。従って、金利裁定の影響等を考える場合には、裁定が主としてどのような主体によって実行されているかをみていく必要がある。

金利裁定の規模について非居住者の現先投資、居住者の海外TB投資をみると、この2年間はかなり活発化しており、現先の場合には、最も多い時で四半期当り10数億ドルの資金が動いている。裁定資金が何故大量に動くかということであるが、これは内外金利差と為替の直先スプレッドとの間にかなり乖離が生じるためであると考えられる。昨年の5月頃からの月末時における直先スプレッドと内外金利差の乖離をみると1%以上開いている例も少なくなく、最も開いたときには3%以上となっている。

こうした乖離の理由として次の4つの場合が考えられる。①最も大きなのは、業者の輸出入予約が一方に偏って出される場合。業者の相場感が一方向に偏ると、輸出予約、輸入予約が一方向にふれるが、そうした事態は2~3か月にわたって生じうる。②裁定取引の対象となる金融資産の取引が不活発な場合。例えば、現先については5と0のつく日に取引が集中し、その他の日は玉不足のため裁定

取引も不活発となる。③時差の影響。例えば、ドルのディスカウント幅が縮小して海外投資が有利になっても、その時間にはニューヨーク市場が閉まっているので裁定は直ちには働かない。④資金調達面にネックがある場合。例えば、ある企業が金利裁定取引を行うとき予算面での資金制約があり、弾力的な資金運用のできないことがある。

以上はカバー付資金による金利裁定の説明であるが、次にアンカバーの資金の動きを考える。アンカバーの資金の規模を正確に把握するのは難しいが、試みに米国、英国、ドイツでの各国通貨建非居住者預金の数字を昨年の初め頃からみることにする。英国は高金利が続いたので一貫して非居住者預金が増加、米国はドル金利の上昇が続いた今年の1～3月まで増加のあと、4～6月には金利の反転に伴い純減。またドイツは昨年末頃まで増加傾向であったのが、今年の1～3月にはドルとマルクの金利差拡大により急減している。今年の1～3月から4～6月はドルの金利が急騰したあと、急反落した局面であるが、このうち前半の段階において外銀の担当者は、ドル金利の上昇をドル相場の堅調予想に結びつけてアンカバーの資金を動かしていたようだ。主要国の間で物価、国際収支などのいわゆるファンダメンタルズについて、この時期はさしたる差は無かったため、各国間の金利差のみに注目した資金の動きがあったと思われる。

次に投機について考える。投機は①先物市場を通ずるものと②直物市場を通ずるものに分けられる。まず、先物市場での投機はわが国の場合、輸出入業者がどれだけ予約を持ちこむかにつきる。これに対して、直物市場での投機には様々な形態があり、例えば円高局面では輸出前受金の取り入れ、対外支払の繰延べ、輸出貨物の船積み急ぎ、輸出手形の

為銀への持ち込み急ぎ、非居住者による円建債券の取得、居住者によるインパクトローン等外貨債務の取入れなどである。

直物市場と先物市場とでいずれの方が投機の量が多いかについては、はっきりしたことは言えない。しかし、先物市場での投機は、大量の輸出入成約を背景としており、大幅に変動するとみてよいのに対して、直物市場での投機は、例えば輸出船積みを早めるといってもある限度以上は物理的に困難であるなど、いろいろな制約があるとはいえる。もっとも、直物市場での投機が、実際に相当な規模で行われているのは確かであり、例えばやや円高傾向であった今年の10月前半において、主要銀行から買為替と売為替について予想と実績とのギャップを聞くと買為替の実績が20～30%程度予想に比べて上ぶれた時があった。これは直物市場での投機がかなりあることを示唆していると思われる。

天野 これまで理論的に考えてきたことと、今の実務的観点からみたこととの間には、全般的に大きな差は無いという感じだ。内外金利差と直先スプレッドとが、乖離することの説明としては、とくに4番目の理由が説得的である。つまり、企業は為替取引のみに従事しているわけではなく、裁定取引に用いる資金量にも制約があるので、ある程度のプレミアムがつかないと実際に裁定取引が行われないと考えれば、必ずしも内外金利差と直先スプレッドが一致しなければならないというわけではない。

小宮 内外金利差と直先スプレッドとの差が、(取引コストを考慮したあとで)少しでも残っていれば、銀行、多国籍企業、機関投資家がそれをそのままにしておくはずはないというのが、プライス・メカニズムの機能を重視する立場からの感想である。為替市場にお

いて税金や各種の取引コスト、為替管理上の制約等を考慮したあとに、はっきりと利鞘が残るような状態が何日にもわたって続くということは私には理解しにくい。もしそういうことがあるとしたら、銀行、企業の財務の責任者はよほど無能力か無責任だということになる。

次に「投機」について伺いたい。まず、いま使われた「投機」、「裁定」という言葉、さらにしばしば投機に対立するものとして使われる「実需」という言葉は、それぞれどのような意味のものとして理解されているのか。実務家と話していると「実需」とは結局、たんに self-liquidating な取引のことを指す言葉のように思われるが、そのように解してよいのだろうか。

菊井 「実需」が何かについて必ずしも明確な定義はない。以前は実需でないとされていたもので、最近は実需と認められているものもある。

天野 債券等についての先物取引（ヘッジング）は、従来できなかったのが、最近になって認められた。しかし、同時に許可された個人の外貨預金取得については、ヘッジングが許可されていない。こうした例をみると、まことに恣意的な分類がなされていると言わざるをえない。

小宮 先ほど輸出前受金の取入れは、直物市場での投機との説明があったが、輸出契約をしたあと、為替リスク回避のために前受金を取入れるというのは、為替リスクを回避するためだから「投機」ではなく「ヘッジング」ではないか。先ほどの説明において様々な投機の形態を挙げられた場合に、「投機」と「ヘッジング」とがほとんど区別されていないように思われる。

浜田 先ほど直物市場での投機がありうる

という説明があったが、ツィアン＝ゾーメン型のモデルにおける直物＝実需、先物＝投機との関係でいえば、投機が仮に直物市場で行われても、これを先物市場での投機とスワップ取引の組み合わせとみなすことができるわけであり、小宮教授の導かれた結論に変わりはない。小宮教授の議論は、実需及び過去の投機の決済の合計としての直物超過供給曲線が垂直に近ければ正しい。

小宮 経済学者が「投機」と「ヘッジング」を厳密に区別しようとするのは、「投機」が aggressive で相場を動かすものであるのに対して、「ヘッジング」は受け身に為替リスクを回避するためのものと考えからである。実務家の観点からはそのような区別は重要でないのか。

菊井 前受金が「ヘッジング」だといっても過去の動きを見ると相場が急激に動く時には、前受金も大量に出てきて、それが相場に影響をもたらしたこともある。従って、相場に対して「投機」と「ヘッジング」のいずれの影響力が大きいのかいちがいに言えないと思う。

小宮 相場が円高に動くときに、輸出前受金が大量に出てくるのは、輸出業者が円高になって損失を蒙るのを避けようとするからで、それを規制して輸出業者に損失を強制するのは酷ではないか。

金利変動と短資移動

天野 小宮教授の主張は経常収支及び長期資本収支の裏として短資移動が決まるので、前者が所与ならば、後者も所与ということであろう。これについて考えている期間が、例えば1～2日であれば異存はないが、3か月位の期間になると、経常収支や長期資本収支が、為替レートや金利に反応するかどうかという実証的な問題が生じてくると考えられる。

浜田 天野教授とはほぼ同じ意見である。すなわち、小宮理論は日々の描写としては正確だがやや長い期間をとると、金利の変化が価格メカニズムを通して経常収支に影響してくると思う。私は中期では、マンデル流の考え方が今でも成立しているのではないかと思う。すなわち、金利を上げると資本収支が黒字になるため、経常収支はその分だけ赤字になって全体がバランスすると思われる。

岡咲（特別研究室・調査役） 小宮教授の議論は直物の超過供給は全く価格非弾力的であり、先物の超過供給は価格弾力的であるとの前提ではエグザクトに成立し、また政策運営にあたり、このような局面があることも認識すべきであろう。しかし、もし弾力性についての前提をゆるめると結論は多少とも変わってくるのではないかと思う。

例えば金利差の変化の影響を考えると、それにより人々の期待が変りSS曲線の傾きが変化したり、SS曲線がシフトしたりすることがないかが問題となるほか、今少し長い目でみると、天野教授、浜田助教授ご指摘のように金利の変化でSS曲線がシフトすることも考えられる。

また、金利政策や介入の為替レートの効果を考えると、これらに伴う期待の変化が先物市場でのQQ曲線のシフトや傾きの変化をもたらすかどうか重要で、さらに介入については、その方式如何により、介入を加えたS'S'曲線は傾きをもつ（たとえば円安を冷やすドル売介入は円相場が立ち直ると売介入額が減少する等）ことになる。このように考えると、これらの政策が相応に為替レートに影響をもたらす場合もあると思う。

なお、小宮教授の議論では、短資はすべて金利裁定資金と定義されていて、直物での投機は先物投機と金利裁定に分解されている。

この結果、SS曲線は垂直となるとされるが、実務家サイドでみた場合、実際に流出入する資金のどこまでが短資で、どこまでが投資等のSS曲線を構成する要素と捉えたらよいのか判断しにくいところがある。

小宮 変動相場制下では、経常収支の裏側が短資である。私の論文では短資とは国際収支統計上の短資に加えて金融部門の取引もすべて含めて広義に使っている。経常収支の裏側が短資であるとする、金利が変化したり、公定歩合の変更による期待の変化があっても、経常収支は短期的には反応しない。従って短資の流れの方向も流量も変化しない。

さらにJカーブ効果ということを見ると、為替レートの引下げは、長期的には経常収支の改善効果をもつが、短期的にはむしろ経常収支を悪化させる。また為替レートの下落に伴う経常収支の悪化は、3～6か月続くと考えられる。また、逆に円高になったとき、3～6か月間については経常収支の黒字は一層増大すると考えられる。そうすると、たとえば日本で公定歩合を引下げたとき、人々が将来経常収支が赤字に向かうと予想し、その期待の変化から円安になったとすると、さしあたってのインパクトとしては経常収支は悪化し、したがって短資は日本に向かって流入することになる。そういう効果が3～6か月位は続くというのが、Jカーブ効果の考え方とconsistentな結論である。

須田 ツィアン＝ゾーメン型モデルはあくまでも短期の議論であり、事後的には短資の動きは経常収支によって制約されていて動きようがない。金利変化に伴う短資の動きの変化を議論する場合に、流れようとする短資の事前的な量と現実に流れる短資の事後的な量とをはっきりと区別する必要がある。

浜田 天野教授のモデルでは、他の条件を

一定にした場合にJカーブ効果が出るのにどの位の時間がかかると計算されるのか。もし、それが3～6か月というのであれば小宮教授の主張は正しいということになる。

天野 結論は出せない。輸出入関数の計測の仕方によって、Jカーブ効果が出つくす期間は大きく変わってくる。

4. 市場介入政策、金融政策の効果と意義

市場介入政策

新開 介入は無効とは言えない。民間のちらばった予想を一点に集中させるという点で多少なりとも介入は有効といえるのではない。ただし、介入行為そのものよりも、参照レートの提示の方がベターとの感をもつ。

浜田 介入によって期待が変るような時には効果が出るのではないか。

天野 介入は①ある期間をとると売り買いが相殺してゼロになる場合、②一方的な売り又は買い介入をする場合の2つに分けられる。前者はS S曲線を斜めにすると考えられるので、為替レートの安定化効果をもっており、意味があると思う。一方、後者については、例えば1978年暮の介入は、より一段の円高を抑えたという意味で効果があったといえる。ただ、この場合は結果論であり、一般的には何ともいえない。いずれにせよファンダメンタルズと整合的な介入のみが有効であるといえよう。

新開教授のいわゆる参照レートの考え方については、通貨当局がはたして自分の一存で参照レートを決められるのかどうか疑問である。従って、参照レートを公表するよりも、為替レートの決定にとって重要な情報で、当局は知っているが民間は知らないといったものを公表し、予想形成は民間に任せるとい

ことでよいのではないか。

小宮 市場介入について、さしあたり私が考えていることを述べると、まず、為替レート平準化のための介入について、天野教授は効果があると主張されるわけだが、M. フリードマンはそうした介入は成功するかどうか解らないから、民間に任せておくべきだとの議論をしており、実際 smoothing-out は必ずしも容易ではなかろう。次に、特定レート支持のための介入は無理であるというのが学者間の一致した意見であろうが、それでは特定レートの維持を念頭に置かないでの一方面的な買い又は売り介入も無意味かといえ、私は最近では必ずしもそうとはいえないと考えている。すなわち、石油や食料については緊急時のための備蓄の必要性が強調されるわけだが、外貨準備も同じような意味での備蓄という面がある。平常時に石油を備蓄しておいて、需給が逼迫したときに備蓄を放出することと同じように、通貨危機の際に外貨準備を放出すること（一方的な売り介入をすること）があながち無意味だとはいえないように思う。石油の備蓄に民間と並んで国家備蓄という政策がありうるように、外貨についても民間と並んで当局が外貨準備をもつとすれば、それの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かないように思う。

菊井 介入がなくとも相場が突込みすぎれば、いずれ反転することは確かだが、介入することにより多少とも相場の振れ幅を狭めることができるのではないかとこの観点に立ったスムージング・オペレーションを行っている。

次に為替レートが安定することに意味があるかどうかという問題だが、例えば大商社とはかく、ロットが小さく利の薄い商売をしている中小貿易商社は為替レートが短期間

に大幅に変動すると商談がストップしたり、その他輸出先との関係維持に支障をきたすこともあるようであり、やはり為替レートはどちらかといえば安定している方が望ましいのではない。

小宮 為替レートについて2～3か月で14～15%といった程度の変動は各国間でこれだけインフレ率格差があり、しかもイラン危機とかソ連のアフガン侵攻とか予想外の事件が頻発する今日の世界では不可避で、それを防ぐことはまず不可能だと思う。次に、レートを安定化させようというのであれば、私はできるだけ民間に外貨を持たせ、また外貨債務を負わせた方がよいと考えている。つまり、なるべく民間に外貨債権、債務を持たせ資本の流れに厚みと多様性をもたせる方がよい。これは株式市場で大型株の値動きが小さいのと同じ原理に基づく考え方である。

新開 民間に任せた方が、為替レートは安定化すると議論は、投機以外の取引、つまり実需を示すS S曲線が価格非弾力的でないことを必要条件としている。しかし、今日の議論では、短期的には必ずしもそうした条件はみたされないということであり、バンドワゴン効果等を考えると、民間に任せれば為替レートは安定化すると小宮教授の主張には賛成しがたい。

天野 円の国際化が、円レートにある程度安定化させるということは根拠があると思う。しかし、円の国際化についてはレートの安定化だけでなく、ほかに様々な要素を考えて判断すべきであろう。

浜田 マネーゾドフロート下において、どのような時に外貨準備という在庫でショックを吸収し、またどのような時に市場の需給による価格調整で対応すべきかについての選択があるわけであるが、在庫による調整の方が

ベターな場合はありうると思う。しかし、当局が在庫の調整によって相場を安定化しうるかどうかについては疑問が残る。相場を安定化しうるか否かは民間の投機と当局の介入とのいずれがより巧みに将来をいい当てるかに依存してくるところもあると思う。

為替管理を自由化すれば、当局の為替市場への介入の必要性は減ってくると思う。為替管理で民間をがんじがらめにしてあるために、為替レートの変動が大きくなり、介入が必要となるといった側面もあるのではない。

菊井 為替市場への介入の効果は、その時々状況に依存するので一般的なことは言えない。しかし、介入しない場合には、介入した場合よりも為替レートが鋭角的に変化する可能性が大きいと思う。また、為替レートは基本的には日本及び海外の経済全体のパフォーマンスの反映として決まる性格のものであり、為替レートの安定化を図るためには、経済全体のパフォーマンスを各国とも安定化する以外にないであろう。

金融政策と為替レート

小宮 金融政策の目標の一つとして為替レートの安定を掲げるのは無理だと思う。為替レートの安定を金融政策の直接の目標に含めると、マクロ経済政策の目標の数に対して手段の数が足りなくなってしまう。金融政策はもっぱら国内経済の安定に割当てて(assign)べきである。また、そもそもマネーサプライの増加率によってインフレ率が決まり、インフレ率から名目利子率が決まってくる。金利はこのような内生的に決まってくるものであり、マネーサプライと金利水準との間に自由度は1しかない。したがって、金融政策の一部に独立の金利政策があると考えるのは誤りだと思う。

天野 政策割当の問題は大体において小宮教授に賛成する。ただし、対外面の調整を為替レートの上に任せておくと、極端な為替レートの変動により、例えば特定の産業における企業倒産などの形で調整コストが大きくなることにも注意を払う必要がある。

小宮 これまでの日本銀行の政策運営を振り返ってみると、表面的な姿勢はともかく、実態としては為替レートの安定にはあまり配慮せず、国内のマネーサプライの安定に重点を置いてきたのではなかろうか。つまり、円高だから金融を緩めるといような政策はとらなかったのではないか。そして、それでよかったのだというのが私の意見だ。

蔵原理事 通貨価値の安定を念頭においているので、円安傾向の場合にはナーブスになるが、円高傾向の場合には、それが徐々に進

む限り、むしろ望ましいことと考えている。

浜田 小宮教授の政策割当論についていうと、金融政策は、国内の通貨価値を決める一方で、同時に為替レートを決めているわけであり、マネタリー・アプローチの成立する世界では両者が違ったものであると考える必要はないのではないか。

小宮 国内での目標としては、例えば消費者物価の3～4%位の水準をめざすことができるが、為替レートについては相手国がどのような政策をとるかにも依存する。つまり相手国のインフレ率によって為替レートの水準は違ってくるわけであり、為替レートを一定水準に固定するというようなことは政策目標としては意味が無いのではないか。

以 上