

〈研究ノート〉

外国為替市場介入について

—— 各国の実証研究のサーベイ ——

松 本 直 樹

I は じ め に

1973年に主要各国は変動為替レート制に移行し、その後フロート制は1978年のIMF協定第2次改正を経て現在に至っている。この間、1974年6月に「ガイドライン」(Guidelines for the Management of Floating Exchange Rates)が、そして1977年4月に「サーベイランス」(Surveillance over Exchange Rate Policies)¹⁾が採択され、両者はともに無秩序な為替レートの変動に対しては外国為替市場介入政策の実施を支持している。本稿の目的は、各国の通貨当局が実際に外国為替市場に介入したかどうか、そして介入したとすればどのような態度で介入したかを調べるため、これまでに行われた各国の実証研究をサーベイすることである。

以下では、まずⅡ節で介入政策について概観し、ついでⅢ節でこれまでに行われた実証研究を国別にサーベイする。Ⅳ節はむすびにあてられる。

1) 「ガイドライン」と「サーベイランス」については、De Vries (1985: pp. 487-494)を参照。

Ⅱ 介 入 政 策

ここでは、1982年のベルサイユ・サミット後に発足した「為替市場介入に関する作業部会」が提出した『為替市場介入に関する作業部会報告書』（以下、『報告書』と略記）をもとに、介入政策について概観しておこう。

まず外国為替市場介入の定義であるが、『報告書』では、狭義の実践的な定義として、「自国通貨の為替レートに影響を与えることを目的」として、「通貨当局が為替市場において行う自国通貨を対価とする外国為替の売買のすべて」を介入と呼んでいる。さらに、これに対顧客取引およびIMF取引と外貨準備の運用益の項目を加えると、介入額は通貨当局の保有する外貨資産の増減と等しくなる。

つぎに、介入の種類については、不胎化介入と不胎化されない介入の2種類があるとされる。不胎化介入とは、「介入に伴う通貨当局のネットの外貨建て資産の増減が、ネットの自国通貨建て資産の逆方向の同額の増減によって相殺され」、その結果、マネタリーベース（表1の民間銀行準備預金と現金の合計）が不変にとどまるような介入である。これに対して、不胎化されない介入とは、「通貨当局のネットの外貨建て資産の増減」がマネタリーベースの増減を伴うような介入を指している。²⁾

表1 通貨当局の貸借対照表

資産	負債
外貨準備	民間銀行準備預金
自国資産	現金

- 2) 理論的には、自国通貨建資産と外貨建資産が完全代替で、かつ市場が効率的であれば、不胎化介入は無効であり、両資産が不完全代替であれば、不胎化介入は有効であると考えられる。深尾（1983：p. 193）および Henderson and Sampson（1983：p. 833）を参照。また Bordo and Schwartz（1990：pp. 6-7）は、不胎化されない介入政策は外国資産を用いた公開市場操作であって、介入政策の有効性を問題にする場合には、それは不胎化介入でなければならないと考えている。この点については、Marston（1988：p. 97）と Henderson and Sampson（1983：p. 830）も参照。

最後に、介入の目的であるが、『報告書』は二つの目的をあげている。一つは、「為替市場の無秩序な状況に対処する」ために行う「一方方向の相場変動をなだらかにするための介入 (leaning against the wind)」であり、いま一つは、「為替レートの変動がファンダメンタルズからみて正当化できないものと判断した場合に、これに対抗するため」に行う介入である。以下では、前者をLAW介入、後者をターゲット介入と呼ぶことにしよう。

図1と表2はこれら二つの介入の基本的な方向を示したものである。³⁾たとえば、為替レートが市場の需給関係によって(i)のような動きをした場合には、LAW介入をするとすれば、通貨当局は円高がこれ以上進行しないようにドル買介入をしなければならない。しかしターゲット・レート

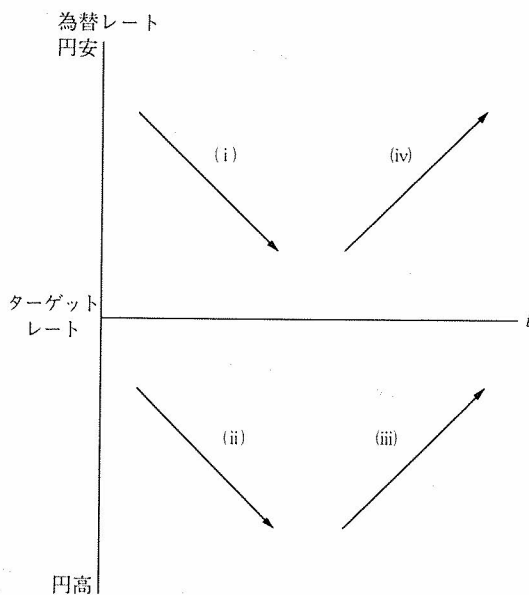


図1

3) 図1と表2は、Gärtner (1987)を参考にした。

外国為替市場介入について

表 2

	LAW介入	ターゲット介入
(i)	ドル買	ドル売
(ii)	ドル買	ドル買
(iii)	ドル売	ドル買
(iv)	ドル売	ドル売

から見れば、依然として円安の水準にあるので、ターゲット介入をすれば、通貨当局はドル売介入をしなければならない。また (ii) のような動きをした場合には、LAW 介入とターゲット介入の双方の場合ともに、通貨当局はドル買介入をするであろう。

しかし、前述の「ガイドライン」においては、為替レートのターゲット・ゾーンという考え方がとられており、これを考慮にいとると、介入態度は少し変わってくる。「ガイドライン」は、為替レートの無秩序な変動に対しては介入を支持し、さらに変動を助長するような介入をしてはならないとしている。ただし、為替レートの水準がターゲット・ゾーンの外にあるときは、この限りではない。たとえば、為替レートが図 2 の (v) のような動きをしている場合には、ターゲット・ゾーンの外にあるので、円高の動きをさらに強めるようなドル売介入が認められ、またドル買介入によって為替レートの動きを抑えるという LAW 介入を行う必要もない。しかしターゲット・ゾーン内（たとえば、(vi) の場合）では、ドル売介入⁴⁾をしてはならないのである。

次節では、これまでに行われた実証研究をサーベイして、介入政策の実態を考察する。ただし、介入政策の実証研究には、通貨当局の介入態度に関するものと、介入政策の有効性に関するものがあるが、本稿では前者のみを扱うことにする。

4) De Vries (1985: pp. 488-489) を参照。

外国為替市場介入について

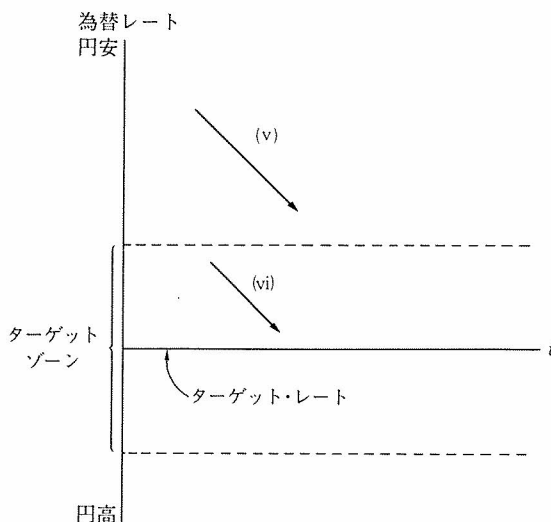


図 2

Ⅲ 各国の実証研究

これまでに介入政策について行われた実証研究には大きく分けて二つのタイプがある。一つは (a) 通貨当局の反応関数を推定するものであり、もう一つは (b) 不胎化政策を推定するものである。それぞれの基本的な推定式は、以下に示すとおりである。

(a) 通貨当局の反応関数を推定するもの

$$\Delta R = a_0 + a_1 \dot{E} + a_2 (E - E^{PPP}) + u$$

ΔR : 外貨準備の変化(介入額) $\dot{E}$: 為替レートの変化率

- 5) 外貨準備は介入によって変動するが、資産運用の結果得られる利子収入によっても変動する。したがって、厳密に言えば、介入額は外貨準備の変化額から利子収入を差し引いたものである。具体的な介入額の推定については、たとえば、Mutoh and Hamada (1984) を参照。

$E-E^{PPP}$: 購買力平価(あるいはターゲット・レート)からの乖離

この式で, a_1 は LAW 介入を, a_2 はターゲット介入をそれぞれ示している. そして E が邦貨建の場合, 予想される符号は

$$a_1 < 0, \quad a_2 < 0$$

であり, E が外貨建の場合, 予想される符号は

$$a_1 > 0, \quad a_2 > 0$$

である. E が邦貨建の場合を例に考えてみよう. $\dot{E}$ が正, つまり為替レートが円安の方向に動いた場合 (図 1 の (iii) あるいは (iv) のケース), LAW 介入をするためには, ドル売りをしなければならず, このとき外貨準備は減少するはずである. したがって, a_1 は負と予想される. また為替レートがターゲット・レートに比べて円安の水準にあるとき (図 1 の (i) あるいは (iv) のケース), ターゲット介入をするためには, ドル売りをしなければならない. このときも外貨準備は減少し, したがって a_2 は負と予想される.

(b) 不胎化政策を推定するもの

$$\Delta DC = b_0 + b_1 \Delta R + v$$

ΔDC : 通貨当局の保有する自国資産の変化

この式で, もし介入が完全に不胎化されたとすれば,

$$b_1 = -1$$

となるであろう.⁶⁾

以下では, 通貨当局の反応関数を推定したものには (a) を, 不胎化政策を推定したものには (b) を, それぞれつけることにする. また各記号の

6) もちろん, 外貨準備の変化 (介入額) ΔR は自国通貨建に換算したものである.

外国為替市場介入について

意味は次のとおりである。

ΔR : 外貨準備の変化(介入額)

E : 為替レート

$\dot{E}$: 為替レートの変化率

$E - E^{PPP}$: 購買力平価(あるいはターゲット・レート)からの乖離

ΔDC : 通貨当局の保有する自国資産の変化

とくに断らないかぎり、各係数の下の()内の数値は、 t 値

変数の後の $(-n)$ は、その変数の n 期前の値

H : ダービンの h 統計量

[カナダ]

Longworth (1980): 1970 年 7 月～1977 年 12 月

(ただし、1976 年 12 月を除く)

$$(a) \quad \Delta R = -1.46 - 145.30 \Delta E \quad (C-1)$$

(7.29) (6.97)

$$\bar{R}^2 = 0.831 \quad DW = 1.50 \quad () \text{内の数値は標準誤差}$$

$$(a) \quad \Delta R = 0.96A - 145.50A * \Delta E - 5.99D - 142.49D * \Delta E \quad (C-2)$$

(16.40) (23.12) (12.49) (9.66)

$$\bar{R}^2 = 0.828 \quad DW = 1.50 \quad () \text{内の数値は標準誤差}$$

E : Can. \$/\$

ΔE : Can. cent/\$ の変化

A と D はダミー変数

A : カナダ・ドルが増価した期間は 1, 減価した期間は 0

D : カナダ・ドルが減価した期間は 1, 増価した期間は 0

為替レート変化の係数が有意であることから、1970 年代のカナダでは、LAW 介入が実施されていたと考えられる。また (C-2) 式によると、カ

ナダ・ドルが増価した時期と減価した時期で、介入態度にはほとんど差はみられない。

[ドイツ]

Artus (1976) : 1973 年 4 月 ~ 1975 年 7 月

$$(a) \quad \Delta R = -18.60 + 0.463E + 25.36(P/P^{US} - 1) + 0.359\dot{E} \quad (G-1)$$

$$\quad \quad \quad (-4.471) (5.00) \quad (3.490) \quad (6.300)$$

$$2SLS \quad \bar{R}^2 = 0.80 \quad DW = 2.08$$

この推定式は、次の 2 式から導出されている。

$$\Delta R = \alpha_1(E - E^{PPP}) + \alpha_2\dot{E}$$

$$E^{PPP} = \beta_0 + \beta_1(P/P^{US} - 1)$$

したがって、推定結果から反応関数を推定すると、以下の結果が得られる。

$$(a) \quad \Delta R = 0.463(E - E^{PPP}) + 0.359\dot{E} \quad (G-2)$$

$$\quad \quad \quad (0.093) \quad (0.057)$$

()内の数値は標準誤差

$$(b) \quad \Delta DC = 2.132 + 0.144U - 0.264\dot{P} - 0.745\Delta R \quad (G-3)$$

$$\quad \quad \quad (0.471) (0.376) \quad (0.476) \quad (4.080)$$

$$2SLS \quad \bar{R}^2 = 0.49 \quad DW = 1.95$$

E : \$/DM

P : 消費者物価(ドイツ)

P^{US} : 消費者物価(アメリカ)

U : 失業率

$\dot{P}$: インフレ率

外国為替市場介入について

Argy (1982) : 1973 年 3 月～1979 年 12 月

$$(a) \quad \Delta R = -41.2 + 115.4\dot{E} \quad (G-4)$$

$$(-0.1) \quad (5.1)$$

$$\bar{R}^2 = 0.25 \quad DW = 2.0$$

$\dot{E}$: 実効為替レートの変化率

Dornbusch (1980) : 1973 年 3 Q～1979 年 4 Q

$$(a) \quad \Delta R = 0.96 + 0.003\dot{E}_u + 0.018U - 0.007\dot{P} \quad (G-5)$$

$$(22.4) \quad (3.99) \quad (1.88) \quad (-1.89)$$

$$\bar{R}^2 = 0.54 \quad DW = 2.00$$

E : \$/DM

$\dot{E}_u$: 予想されなかったドルの減価

U : 失業率

$\dot{P}$: インフレ率

Obstfeld (1983) : 1975 年 2 月～1981 年 10 月

$$(b) \quad \Delta DC = -0.9245\Delta R + 0.5277GAP - 0.6942\dot{P}(-1) \quad (G-6)$$

$$(0.0730) \quad (0.2326) \quad (1.1667)$$

$$\bar{R}^2 = 0.7426 \quad DW = 2.13 \quad () \text{内の数値は, 標準誤差}$$

GAP : 産出高の趨勢的水準と現実の水準との差

総体的に決定係数は低いが、為替レート変化の係数の t 値がいずれも高いことから、1970 年代のドイツでは、LAW 介入が実施されていたと考えられる。さらにアータス (1976) ((G-2)式) が示しているように、70 年代前半においては、ターゲット介入も行われていたと思われる。これらの中で、ドーンブッシュ (1980) の結果 ((G-5)式) は興味深い。失業率の係数が正であることは、失業が増加すると、通貨当局がドルを買ってマルク

が増価しないようにすること、つまり近隣窮乏化政策がとられていたことを意味している。またインフレ率の係数が負であることは、インフレがおきると、通貨当局がドルを売ってマルクを増価させ、輸入インフレを防止しようとしたことを意味している。そしてアータス（1976）とオブズフェルド（1983）の結果から、これらの介入はほぼ不胎化されたと考えることができよう。（G-3）式から、変動為替レート制に移行直後、介入の75%が不胎化されたと考えられるし、（G-6）式から、70年代後半には、介入はほぼ100%不胎化されたと言ってよいであろう。またウィルムズ（1987）は、1982～83年のほぼ2年間について、日次データを用いて実証分析を行っている。そこでは、介入額を説明変数、為替レートの変化を被説明変数として、介入の効果を調べ、1983年については、介入によって為替レートの変化のスピードが落ちたという意味でのみ有効であったとしている。

[日 本]

Quirk (1977): 1973年3月～1976年10月

$$(a) \quad \Delta R = -1318 + 156\dot{E} + 0.120V + 0.334\Delta R(-1) \quad (J-1)$$

(-3.6) (5.1) (3.4) (3.4)

$$\bar{R}^2 = 0.60 \quad H = 0.72$$

$$(a) \quad \Delta R = -1819 + 151\dot{E} + 13(E - E^{PPP}) + 0.138V + 0.329\Delta R(-1) \quad (J-2)$$

(-3.4) (5.0) (1.2) (3.6) (3.4)

$$\bar{R}^2 = 0.60 \quad H = 0.09$$

ΔR : ドルに換算した外国為替資金の変化（『資金需給実績』）

E : \$/¥

V : 為替直物出来高

$E - E^{PPP}$: ターゲット・レートからの乖離率(1970年を基準年として、
日米の卸売物価から計算した購買力平価をターゲット・レート

外国為替市場介入について

とする.)

Argy (1982): 1973 年 3 月～1979 年 12 月

$$(a) \quad \Delta R = 11.2 + 210.5\dot{E} + 0.16\Delta R(-1) \quad (J-3)$$

(0.1) (3.7) (1.5)

$$\bar{R}^2 = 0.24 \quad H = -0.026$$

$\dot{E}$: 実効為替レートの変化率

Dornbusch (1980): 1973 年 3 Q～1979 年 4 Q

$$(a) \quad \Delta R = 0.97 + 0.004\dot{E}_u \quad (J-4)$$

(50.5) (4.41)

$$\bar{R}^2 = 0.44 \quad DW = 1.94$$

E : \$/¥

$\dot{E}$: 予想されなかったドルの減価

深尾 (1983): 1973 年 2 Q～1980 年 4 Q

$$(a) \quad R = 256.77 + 42.65 \ln(PE/P^*) \quad (J-5)$$

(13.07) (12.07)

$$\bar{R}^2 = 0.93 \quad DW = 1.85$$

E : \$/¥

P : 日本の GNP デフレーター

P^* : アメリカの GNP デフレーター

Hutchison (1984): 1973 年 3 月～1981 年 11 月

$$(a) \quad \Delta R = -103 - 41674\dot{E} + 0.44\Delta R(-1) \quad (J-6)$$

(-0.49) (-6.12) (5.87)

$$\bar{R}^2 = 0.41 \quad DW = 2.17$$

$$(a) \quad \Delta R = \frac{-468}{(-1.63)} \frac{-23697\dot{E}}{(-2.01)} - \frac{35559D}{(-1.85)} * \frac{\dot{E}}{(6.08)} + 0.45\Delta R(-1) \quad (J-7)$$

$$\bar{R}^2=0.43 \quad DW=2.17$$

$$\begin{aligned} \text{(a)} \quad \Delta R = & -\frac{333}{(-1.13)} - \frac{25788\dot{E}}{(-2.20)} - \frac{32409D}{(-1.70)} * \frac{\dot{E}}{(-1.79)} - 0.66INT^{US} \\ & + 0.44\Delta R(-1) \\ & (6.09) \end{aligned} \quad \text{(J-8)}$$

$$\bar{R}^2=0.45 \quad DW=2.14$$

 $E: \text{¥}/\$$

D : ダミ一変数

円が増価した期間 $D = 1$

円が減価した期間 $D = 0$ INT^{US} : アメリカの通貨当局の外貨の購入 (アメリカの介入額)

日本についても、深尾（1983）を除いて、決定係数は高いとはいえない。しかし為替レート変化の係数の t 値から判断するにせよ、1970 年代の日本でも LAW 介入が実施されていたと考えられる。ただし、ターゲット介入が実施されたとは言い難い（(J-2)式）。またハチソン（1984）によれば、とくに円が増価している時期には、減価している時期に比べて、積極的に介入が行われ（(J-7)式および（J-8）式）、またアメリカが介入しているときには、日本も協調して介入を実施したと考えられる（(J-8)式）。

[スイス]

Gärtner (1987): 1974 年 1 月 ~ 1984 年 6 月

$$(a) \quad \Delta R = \frac{-8.25}{(-5.20)} \frac{-0.28\dot{E}}{(-1.57)} - \frac{0.10(E-E^{PPP})}{(-2.28)} - \frac{0.14\Delta R(-1)}{(-1.62)} \quad (S-1)$$

OLS $\bar{R}^2=0.759$ $H=-2.16$

外国為替市場介入について

$$(a) \quad \Delta R = \begin{matrix} -8.41 \\ (-5.45) \end{matrix} \begin{matrix} -0.62\dot{E} \\ (-3.05) \end{matrix} - 0.08(E - E^{PPP}) - 0.12\Delta R(-1) \quad (S-2) \\ \begin{matrix} \\ (-1.50) \end{matrix}$$

$$IV \text{ (操作変数法)} \quad \bar{R}^2 = 0.772 \quad H = -2.09$$

$$(a) \quad \Delta R = \begin{matrix} -8.15 \\ (-5.82) \end{matrix} \begin{matrix} -0.19\Delta R(-1) \\ (-2.40) \end{matrix} - 0.96D\dot{E} + 0.50(1-D)\dot{E} \\ \begin{matrix} \\ (-4.18) \end{matrix} \begin{matrix} \\ (1.48) \end{matrix} \\ \begin{matrix} -0.43D\dot{E}(-1) \\ (-2.25) \end{matrix} \begin{matrix} -0.11(1-D)\dot{E}(-1) \\ (-0.42) \end{matrix} \\ \begin{matrix} -0.49D\dot{E}(-2) \\ (-2.49) \end{matrix} \begin{matrix} -0.02(1-D)\dot{E}(-2) \\ (-0.07) \end{matrix} \quad (S-3)$$

$$IV \quad \bar{R}^2 = 0.807 \quad H = -0.24$$

E : S. Fr/\$ (実質)

E^{PPP} : 1973 年 3 月～1973 年 12 月の平均実質為替レート

D : ダミー変数

実質為替レートが PPP から乖離する傾向のある期間は 1

実質為替レートが PPP に近づく傾向のある期間は 0

ゲートナー (1987) の研究によれば, 1970 年代半ばから 80 年代半ばまでのスイスにおいて, 為替レートがターゲット・レート (PPP) から乖離しようとしているときには, LAW 介入が行われたといえるが, 為替レートがターゲット・レートに近づいているときには, LAW 介入が行われたとはいえない。このような介入は, 前述のガイドラインに沿ったものと言えよう。⁷⁾

[イギリス]

Argy (1982): 1972 年 3 月～1977 年 10 月

$$(a) \quad \Delta R = 112.8 + 163.1\dot{E} + 0.62\Delta R(-1) \quad (UK-1) \\ \begin{matrix} (1.4) \quad (3.6) \quad (5.3) \end{matrix}$$

7) ただし, この時期にはスイスはまだ IMF に加盟していない。スイスが正式に IMF に加盟したのは, 1992 年 5 月である。

外国為替市場介入について

$$\bar{R}^2=0.53 \quad H=0.00113$$

$\dot{E}$: 実効為替レートの変化率

Argy (1982): 1977 年 11 月 ~ 1979 年 12 月

$$(a) \quad \Delta R = -13.2 + 252.6\dot{E} + 0.08\Delta R(-1) \quad (\text{UK-2})$$

$$(-0.2) \quad (5.5) \quad (0.8)$$

$$\bar{R}^2=0.61 \quad H=-0.0098$$

$\dot{E}$: 実効為替レートの変化率

Kearney and MacDonald (1986): 1973 年 2 Q ~ 1982 年 4 Q

$$(a) \quad \Delta R = -425.10 - 53.812\dot{E} + 0.388\Delta R(-1)$$

$$(-0.97) \quad (-2.48) \quad (2.55)$$

$$-1826.18(1-P/P^{US}) \quad (\text{UK-3})$$

$$(-1.27)$$

$$OLS \quad \bar{R}^2=0.35 \quad DW=1.85$$

$$(a) \quad \Delta R = -496.01 - 63.03\dot{E} + 0.37\Delta R(-1)$$

$$(-1.03) \quad (-1.63) \quad (2.29)$$

$$-2160.12(1-P/P^{US}) \quad (\text{UK-4})$$

$$(-1.38)$$

$$IV(\text{操作変数法}) \quad \bar{R}^2=0.35 \quad DW=1.80$$

$$(b) \quad \Delta DC = 175.59 - 0.99\Delta R + 30.00GAP$$

$$(3.23) \quad (-38.98) \quad (2.82)$$

$$+ 25.20\dot{P}(-1) + \text{seasonals} \quad (\text{UK-5})$$

$$(1.71)$$

$$IV \quad \bar{R}^2=0.99 \quad DW=2.03$$

E : £/\$

P : 消費者物価 (イギリス)

P^{US} : 消費者物価 (アメリカ)

外国為替市場介入について

GAP: 実質所得の趨勢的水準と現実の水準との差

Pilbeam (1991): 1973 年 3 月～1988 年 12 月

$$(a) \quad \Delta R = 24.10 + 74.14\dot{E} + 8.36\dot{E}(-1) + 0.55\Delta R(-1) \\ (0.51) (4.25) (0.45) (9.29) \\ + 278.69(E - E^{PPP}) \quad (UK-6) \\ (1.59)$$

$$\bar{R}^2 = 0.25 \quad DW = 2.02$$

$$(b) \quad \Delta DC = 47.88 - 0.97\Delta R + 7.28GAP + 21.57\dot{P}(-1) \quad (UK-7) \\ (1.37) (-36.99) (1.99) (0.71)$$

$$\bar{R}^2 = 0.88 \quad DW = 2.48$$

E : \$/£

$E - E^{PPP}$: PPPからの乖離

GAP: 産出高の趨勢的水準と現実の水準との差

為替レート変化の係数の t 値から判断すると、イギリスにおいても、LAW 介入が実施されたと考えられる。しかし、カーニー＝マクドナルド (1986) ((UK-3)式および (UK-4)式) とピルビーム (1991) ((UK-6)式) の結果から、ターゲット介入が行われたとは言い難い。また (UK-5)式と (UK-7)式から、70年代と80年代を通じて、介入はほぼ100%不胎化されたと考えられる。

[アメリカ]

Wonnacott (1982): 1977 年 10 月 1 日～1980 年 3 月 31 日

(ただし、1978 年 1 月 4 日および 11 月 1 日を除く)

上記期間のすべての日についての推定結果

$$(a) \quad \Delta R = -12.4 + 59.7\dot{E} + 0.47\Delta R(-1) \quad (US-1) \\ (-3.63) (10.57) (14.05)$$

$$\bar{R}^2=0.33$$

上記期間のうち、介入が実施された日のみについての推定結果

$$(a) \quad \Delta R = -23.6 + 65.5E + 0.58\Delta R(-1) \quad (US-2)$$
$$(-3.32) (7.01) (10.85)$$

$$\bar{R}^2=0.39$$

E : DM/\$

アメリカでも、為替レート変化の係数の t 値が高いことから、LAW 介入が実施されたと考えられる。

IV む す び

以上の実証研究のサーベイから、次のように言うことができるであろう。1973年に各国が変動為替レート制を採用し、現在までそれが続いているといっても、つねに外国為替市場への介入が行われてきたのであって、いわゆるクリーン・フロートは存在しなかったといつてよい。そしてその介入の目的は、ほとんどの場合 LAW 介入、すなわち為替レートの急激な変動を抑えるための介入であり、為替レートをなんらかのターゲットに近づけるための介入はほとんど実施されてこなかった。さらに、ドイツでは近隣窮乏化政策と考えられるような介入が行われ、日本でも、円が減価している時期よりも増価している時期の方が介入が積極的であったと考えられる。つまり介入態度は、非対称的であったと言えよう。またドイツとイギリスでは、外為市場への介入はほとんど不胎化されている。新開(1991)によれば、日本でも介入はほぼ不胎化されたと考えられる。

最後に、介入政策の効果について少しだけ触れておくことにしよう。前述の『報告書』は、不胎化介入の効果は、不胎化されない介入のそれに比

外国為替市場介入について

べて、格段に小さいとしている。また、協調介入は単独の介入よりも有効であったとし、その要因として、シグナル効果をあげている。このシグナル効果は、各国の通貨当局が同じ目的をもって政策を実施するという意志を市場に伝える効果、と考えればよいであろう。同様に、マーストン(1988)は、1985年のプラザ合意以降、為替レートが急激に変化したのは、介入それ自体の効果というよりも、介入がその後の金融政策の変更を示唆する⁸⁾というシグナル効果によるところが大きかったとしている。

参 考 文 献

- Argy, V. (1982), "Exchange-Rate Management in Theory and Practice," *Princeton Studies in International Finance*, No. 50.
- Artus, J. R. (1976), "Exchange Rate Stability and Managed Floating: The Experience of the Federal Republic of Germany," *IMF Staff Papers*, Vol. 23, No. 2, July: 312-333.
- Bordo, M. D. and A. J. Schwartz (1990), "What Has Foreign Exchange Market Intervention since the Plaza Agreement Accomplished?," *NBER Working Paper*, No. 3562.
- De Vries, M. G. (ed.) (1985), *The International Monetary Fund 1972-1978* (Vol. III: Documents), International Monetary Fund.
- Dornbusch, R. (1980), "Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, : 143-185.
- 深尾光洋 (1983)『為替レートと金融市場』東洋経済新報社.
- Gärtner, M. (1987), "Intervention Policy under Floating Exchange Rates: an Analysis of the Swiss Case," *Economica*, Vol. 54, No. 216, November: 439-453.
- Genberg, H. (1981), "Effects of Central Bank Intervention in the Foreign Exchange Market," *IMF Staff Papers*, Vol. 28, No. 3, September: 451-476.
- Henderson, D. and S. Sampson (1983), "Intervention in Foreign Exchange Markets: A Summary of Ten Staff Studies," *Federal Reserve Bulletin*,

8) Obstfeld (1990: p. 228) も同様の指摘をしている。

- Vol. 69, No. 11, November: 830-836.
- Hutchison, M. M. (1984), "Official Japanese Intervention in Foreign Exchange Markets: Leaning against the Wind?," *Economics Letters*, Vol. 15, No. 1-2: 115-120.
- 河合正弘 (1986) 『国際金融と開放マクロ経済学』 東洋経済新報社.
- Kearney, C. and R. MacDonald (1986), "Intervention and Sterilisation under Floating Exchange Rates: The UK 1973-1983," *European Economic Review*, Vol. 30, No. 2, April: 345-364.
- Kenen, P. B. (1987), "Exchange Rate Management: What Role for Intervention?," *American Economic Review*, Vol. 77, No. 2, May: 194-199.
- 小宮隆太郎・須田美矢子 (1983) 『現代国際金融論』 (歴史・政策編) 日本経済新聞社.
- Krugman, P. and M. Obstfeld (1988), *International Economics: Theory and Policy*, Scott, Foresman and Company; 石井菜穂子他訳 (1990) 『国際経済: 理論と政策 I・II』 新世社.
- Longworth, D. (1980), "Canadian Intervention in the Foreign Exchange Market: A Note," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 62, No. 2, May: 284-287.
- Marston, R. C. (1988), "Exchange Rate Policy Reconsidered," in Feldstein, M. (ed.), *International Economic Cooperation*, University of Chicago Press.
- Mutoh, T. and K. Hamada (1984), "International Short Term Capital Flow and the Foreign Exchange Rate: Japan 1973-1980," *Economic Studies Quarterly*, Vol. 35, No. 2, August: 97-115.
- Obstfeld, M. (1982), "Can We Sterilize? Theory and Evidence," *American Economic Review*, Vol. 72, No. 2, May: 45-50.
- Obstfeld, M. (1983), "Exchange Rates, Inflation, and the Sterilization Problem: Germany, 1975-1981," *European Economic Review*, Vol. 21, No. 1-2, March/April: 161-189.
- Obstfeld, M. (1990), "The Effectiveness of Foreign-Exchange Intervention: Recent Experience, 1985-1988," in Branson, W. H., J. A. Frenkel, and M. Goldstein (eds.), *International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations*, University of Chicago Press.

外国為替市場介入について

- Pilbeam, K. (1991), *Exchange Rate Management: Theory and Evidence*, Macmillan.
- Quirk, P.J. (1977), "Exchange Rate Policy in Japan: Leaning against the Wind," *IMF Staff Papers*, Vol. 24, No. 3, November: 642-664.
- 新開陽一 (1991)『通論 国際経済』岩波書店.
- Willms, M. (1987), "The DM/Dollar Rate and the Exchange Market Intervention Policy of the Deutsche Bundesbank, 1974-1984," in Hodgman, D.R. and G.E. Wood (eds.), *Monetary and Exchange Rate Policy*, Macmillan.
- Wonnacott, P. (1982), "U.S. Intervention in the Exchange Market for DM, 1977-80," *Princeton Studies in International Finance*, No. 51.
- Working Group on Exchange Market Intervention (1983), "Report of the Working Group on Exchange Market Intervention," ; 邦訳「為替市場介入に関する作業部会報告書」『エコノミスト』1983年5月24日号.

(平成4年9月30日受理)