

日本の外国為替市場介入政策*

—— 1974 ～ 1992 年 ——

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たが、その後も絶えず外国為替市場に介入してきた。IMFの取決めににおいても、為替レートの変動を助長するような介入は原則として認められていないが、為替レートの無秩序な変動に対しては、これを抑制するような介入が積極的に支持されている。さらに、1985年9月のプラザ合意、1987年2月のルーブル合意、そして同年12月のクリスマス合意は、各国が協調して外国為替市場に介入することを公言したものと一般に受けとめられている。そして実際、このプラザ合意以降の為替レートの変化は、急激なものであった。

小論は、変動為替レート制に移行してから後の期間において、日本の通貨当局がどのような外国為替市場介入政策を実施してきたかを、実証分析によって明らかにしようと試みるものである。外国為替市場介入政策につ

* 小論は、1993年度金融学会春季大会における報告（報告論題「日本の外国為替市場介入政策 — 1974 ～ 1992 年 —」1993年6月5日、於 東京大学経済学部）に基づいている。報告の際、討論者の深尾京司氏（一橋大学）から有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝する。また江口英一氏（東京国際大学）、鈴木恒一氏（文教大学）、三宅武雄氏（中央大学）にも感謝したい。もちろん、ありうべき誤謬はすべて筆者の責任である。

日本の外国為替市場介入政策

いて論じる場合、一般に次の2点が問題にされる。一つは、外国為替市場における直接的な介入政策であり、いま一つは、不胎化政策、すなわち介入政策の結果生じる貨幣量の変動への対処の仕方である。さらに直接的な介入政策については、為替の乱高下に対処するためにのみ介入を行ってきたか、それとも通貨当局が何らかのターゲットを念頭において介入を行ってきたかが問題となろう。これまでの実証研究によれば、若干の例外を除いて、ターゲットを念頭においた介入は行われてこなかったというのが一般的な結論である。

以下では、まずⅡ節で直接的な介入政策をとりあげ、その目的を明らかにした後、実証分析を行う。そこでは、ターゲットを意識した介入が行われていた可能性があることを示す。ついでⅢ節では、不胎化政策の実証分析を試みる。最後のⅣ節はむすびにあてられる。

Ⅱ 外国為替市場介入政策

1 為替市場介入の目的

一般に、外国為替市場介入の目的は、大きく二つに分けられる。一つは、¹⁾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、以下LAW介入と呼ぶ）であり、もう一つは、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（以下ターゲット介入と呼ぶ）である。

日本の通貨当局の反応関数を調べるため、次のような推定式を考えることにしよう。

1) 介入の目的については、Working Group on Exchange Market Intervention (1983) を参照。

日本の外国為替市場介入政策

$$INT = a_0 + a_1 EAV\% + a_2 (EAV - TGR) + u \quad (1)$$

INT : ドル建て介入額 (正はドル買い, 負はドル売り)

$EAV\%$: 為替レート (EAV) の変化率

TGR : ターゲット・レート

邦貨建て為替レートを前提にすると,

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

が予想される。 a_1 は LAW 介入を示す係数であり、 a_2 はターゲット介入を示す係数である。まず a_1 について考えておこう。為替レートが上昇しているとき ($EAV\% > 0$)、すなわち為替レートが円安にむかっているとき、LAW 介入が行われているとすると、それはドル売り介入 ($INT < 0$) のはずである。逆に、為替レートが下落しているとき ($EAV\% < 0$)、すなわち為替レートが円高にむかっているとき、LAW 介入が行われているとすると、それはドル買い介入 ($INT > 0$) のはずである。したがって、 a_1 は負と予想される。つぎに a_2 であるが、現実の為替レート (EAV) がターゲット・レート (TGR) よりも高いとき ($EAV > TGR$)、すなわちターゲット・レートから見て円安の状態にあるとき、ターゲット介入を行うとすると、それはドル売り介入 ($INT < 0$) のはずである。逆に、現実の為替レートがターゲット・レートよりも低いとき ($EAV < TGR$)、すなわちターゲット・レートからみて円高の状態にあるとき、ターゲット介入を行うとすると、それはドル買い介入 ($INT > 0$) のはずである。したがって、 a_2 も負と予想される。

さて、ここで実際の介入額について少し考えておくことにしよう。日本の通貨当局は外為市場への介入額をいっさい公表しないので、これを推定する必要がある。もし通貨当局が外為市場にまったく介入しなければ、通貨当局の保有する外貨準備は変動しないはずである。逆に言えば、外貨準

備の変動があれば、それだけ介入が行われていることになる。ただし、通貨当局は外貨準備を外貨での預け金や外国の政府短期証券の形で保有しているので、この資産ストックに対して利子収入が生じるはずである。したがって、実際の介入額は、外貨準備の変動額から利子収入の額を差し引いたものに等しくなる。そこで小論では、次式によって介入額を推定することにした。²⁾

$$INT = (RES - RES(-1)) - i \cdot (RES + RES(-1)) / 2 \quad (2)$$

RES : 外貨準備高 (-1) は前期)

i : 利子率

(1)式の右辺第1項は、外貨準備の変動額を示し、第2項は利子収入の推定額である。この利子収入の推定額として、外貨準備の前期末の残高と今期末の残高の平均に利子率をかけるという方法をとった。そして後の実証分析においては、利子率としてアメリカのTBレートをを用いている。このようにして求めた介入額の推定値を図示したのが、図1である。

2 ターゲット・レートの推定

外為市場介入に関する通貨当局の反応関数を推定するにあたって問題になるのは、ターゲット・レートの具体的な数値をどのようにして求めるかということである。これまでに行われた実証研究を見ると、ターゲット・レートとしてよく用いられているのは、購買力平価である。しかし、購買力平価と現実の為替レートとの間にはかなりの乖離がある、というのが一般的な意見であろう。³⁾ 通貨当局がそのような購買力平価をターゲット・

2) 介入額の推定式は、Mutoh and Hamada (1984) および Takagi (1991) と同じである。Dornbusch (1980) も参照。ただし、これによって正確な介入額を求めることには限界がある。この点については、小宮・須田 (1983: 理論編) pp. 50-51 を参照。

3) たとえば、吉川 (1992) 第6章参照。

日本の外国為替市場介入政策

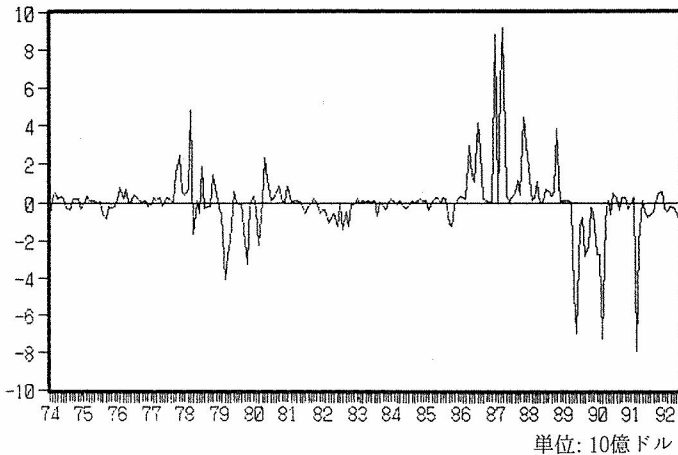


図1 介入額（推定）

レートにするとは考えにくい。実際、過去の実証研究においても、購買力平価をターゲットとして推定した結果、ターゲット介入は行われていなかったと結論するものがほとんどである。⁴⁾

小論では、まったく違った視点からターゲット・レートを推定することにした。基本的な考え方は、次のとおりである。

- (i) 為替レートが円高の方向に動いているときに、通貨当局がドル売り介入をしているとすれば、ファンダメンタルズから見て円が安すぎるという判断があるはずである。

4) たとえば、日本について実証分析を行った Quirk (1977)、イギリスについて実証分析を行った Kearney and MacDonald (1986) と Pilbeam (1991) を参照。ただ例外として、Artus (1976) は、変動為替レート制移行直後の西ドイツにおいてターゲット介入が行われた可能性があることを示唆している。松本 (1992) も参照。

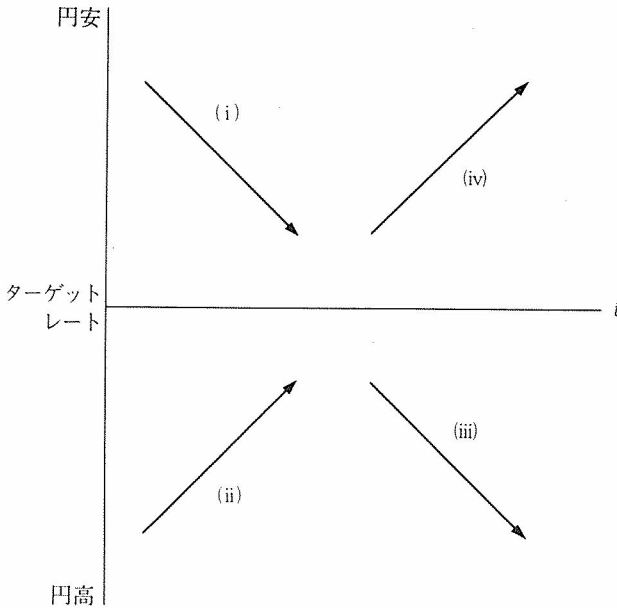


図 2

- (ii) 為替レートが円安の方向に動いているときに、通貨当局がドル買い介入をしているとすれば、ファンダメンタルズから見て円が高すぎるという判断があるはずである。

少なくともこの2つのケースについては、ターゲット介入が行われたと考えられる。その理由は次のとおりである。まず上記の (i) と (ii) のケースは、図2の (i) と (ii) にそれぞれ対応している。もし通貨当局がLAW 介入しか行わないとすれば、図2 (i) のケースではドル買い介入が、(ii) のケースではドル売り介入が、それぞれ行われるはずである。しかし、もし図2 (i) のケースでドル売り介入が行われたとすれば、円高をさらに進行させようという意図が当局にあると考えられる。また図2

(ii) のケースでドル買い介入が行われたとすれば、円安をいっそう進行させようという意図があると考えられよう。さらに「少なくとも」と書いたのは、次の理由からである。図2の(iii)の場合には、為替レートが円高の方向に向かっているので、LAW 介入をするとすれば、ドル買い介入が行われ、またターゲット・レートから見て、円高の水準にあるので、ターゲット介入を行うとすると、これもドル買い介入になる。逆に(iv)の場合には、LAW 介入とターゲット介入の双方とも、ドル売り介入になる。したがって、(iii) と (iv) のケースについては、LAW 介入とターゲット介入を区別することができない。つまり、介入額のうちのどの部分が LAW 介入で、どの部分がターゲット介入であるかを峻別することはできないのである。実際に1974年1月から1992年6月までの222か月について、上記の(i)(円高進行時のドル売り介入)と(ii)(円安進行時のドル買い介入)に該当するケースがどれくらいあるかを調べたところ、プラザ合意以前(1974年1月～1985年9月)の141か月のうち、44か月(約31%)、プラザ合意以後(1985年10月～1992年6月)の81か月のうち、29か月(約36%)がこれに該当した。ただし、前述のとおり、(iii)および(iv)に該当するケースでもターゲット介入が行われた可能性は否定できないので、実際のターゲット介入はこれより多いかもしれない。

そこで、きわめて恣意的ではあるが、次のような仮定をおいて、具体的なターゲット・レートの数値を推定することにした。

- ① ターゲット・レートは10円単位で設定されると仮定する。

たとえば、\$1=¥120, ¥130, ¥140……

- ② 標本期間を四半期ごとに区切り、各四半期のうちで上記の(i)あるいは(ii)に該当する月があれば、その月の為替レートの近傍のターゲット・レートを当該四半期を通じてのターゲット・レートとみなす。

たとえば、ある月の為替レートが前月よりも円高になって1ドル＝125円であり、この月にドル売り介入をしていた場合、ターゲット・レートは1ドル＝120円に設定されていたと考える。一方、ある月の為替レートが前月よりも円安になって1ドル＝125円であり、この月にドル買い介入をしていた場合、ターゲット・レートは1ドル＝130円に設定されていたと考える。

- ③ 四半期のうちに上記の（i）あるいは（ii）に該当する月がなければ、原則として、その前の四半期のターゲット・レートを当該四半期のターゲット・レートとみなす。

これらの仮定の下で推定したターゲット・レートを図示したのが、図3である。この図を見るかぎり、もしターゲット・レートが設定されていたとすれば、それはかなり頻繁に変更されていたと思われる。

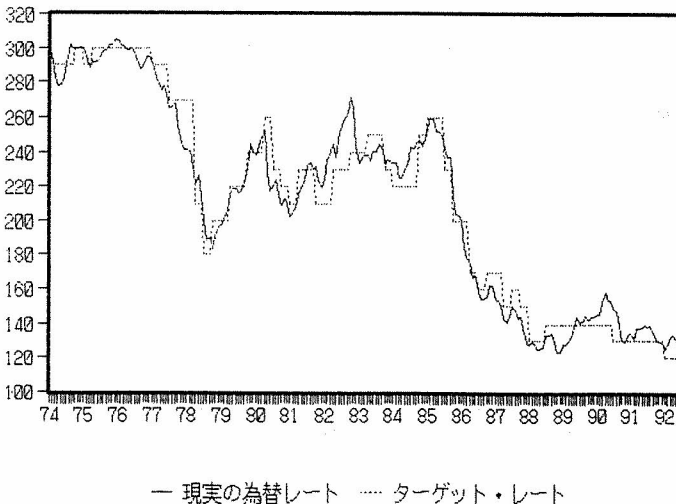


図3 現実の為替レートとターゲット・レート（円／ドル）

3 実証結果

以上のような考え方で、1974年1月から1992年6月までの期間について介入政策の実証分析をOLSを用いて行ったところ、以下に示すような結果を得た。⁵⁾ただし、前述の基本的な推定式と異なり、ターゲット介入の推定に関して、期間の前半と後半の比較がしやすいように、現実の為替レートとターゲット・レートとの乖離率($TGR\%$)を説明変数にした。また、期間の初期と最近とでは、同じ名目の介入額でも外為市場における相対的な重要性は違っているであろう。そこで、何らかの標準化をしておく必要がある。ここでは介入額(INT)を被説明変数とした推定式と、(介入額/外貨準備高)($INT\%$)を被説明変数とした推定式の両方を示すことにした。⁶⁾

1974年1月～1992年6月(全期間)

$$INT = -108.81 - 206.57 EAV\% - 73.20 TGR\% - 787.16 DUM2OS + 4929.53 DUML \quad (3)$$

(−1.24) (−6.64) (−4.96) (−2.09) (7.65)

$$\bar{R}^2 = 0.46 \quad DW = 1.63 \quad () \text{内の数値は} t \text{値}$$

$$INT\% = -0.035 - 0.60 EAV\% - 0.22 TGR\% - 4.97 DUM2OS + 7.61 DUML \quad (4)$$

(−0.15) (−7.13) (−5.55) (−4.87) (4.37)

5) もし介入政策が有効であれば、同時性バイアスの問題が生じるので、本来は操作変数法あるいは2段階最小自乗法を用いるべきであろう。しかし介入が完全に不胎化された場合の介入政策の効果には疑問の余地があること、また為替レートに関してはランダム・ウォーク仮説が有力なため、適当な操作変数を見つけることが困難であることから、OLSの結果だけを示すことにした。この点については、Takagi (1991) および Gärtner (1987) を参照。ただし渡辺 (1992) は、介入のシグナル効果は認められるとしている。

6) Takagi (1991) p.153 参照。

日本の外国為替市場介入政策

$$\bar{R}^2=0.45 \quad DW=1.85 \quad () \text{内の数値は} t \text{値}$$

DUM2OS : 1979 年 1 月～12 月を 1, その他を 0 とする.

DUML : 1987 年 1 月～4 月を 1, その他を 0 とする.

1974 年 1 月～1985 年 9 月 (プラザ合意以前)

$$\begin{aligned} INT = & 37.31 - 112.66 \text{ } EAV\% - 57.64 \text{ } TGR\% \\ & (0.61) \quad (-4.76) \quad \quad \quad (-5.15) \\ & - 1090.85 \text{ } DUM2OS \\ & \quad \quad \quad (-5.10) \end{aligned} \quad (5)$$

$$\bar{R}^2=0.43 \quad DW=2.15 \quad () \text{内の数値は} t \text{値}$$

$$\begin{aligned} INT\% = & 0.15 - 0.67 \text{ } EAV\% - 0.27 \text{ } TGR\% \\ & (0.51) \quad (-5.73) \quad \quad \quad (-4.90) \\ & - 5.06 \text{ } DUM2OS \\ & \quad \quad \quad (-4.81) \end{aligned} \quad (6)$$

$$\bar{R}^2=0.45 \quad DW=2.00 \quad () \text{内の数値は} t \text{値}$$

1985 年 10 月～1992 年 6 月 (プラザ合意以後)

$$\begin{aligned} INT = & -391.80 - 335.09 \text{ } EAV\% - 101.76 \text{ } TGR\% \\ & (-1.91) \quad (-5.16) \quad \quad \quad (-3.30) \\ & + 4569.40 \text{ } DUML \\ & \quad \quad \quad (4.81) \end{aligned} \quad (7)$$

$$\bar{R}^2=0.52 \quad DW=1.59 \quad () \text{内の数値は} t \text{値}$$

$$\begin{aligned} INT\% = & -0.32 - 0.51 \text{ } EAV\% - 0.16 \text{ } TGR\% \\ & (-0.83) \quad (-4.20) \quad \quad \quad (-2.71) \\ & + 8.73 \text{ } DUML \\ & \quad \quad \quad (4.89) \end{aligned} \quad (8)$$

$$\bar{R}^2=0.47 \quad DW=1.57 \quad () \text{内の数値は} t \text{値}$$

日本の外国為替市場介入政策

変数：月次データ

INT ：介入額 (100 万ドル)

$$INT = (RES - RES(-1)) - TB * (RES + RES(-1)) / 2$$

RES ：外貨準備高 (外国為替) (100 万ドル, 月末値)

TB ：アメリカの TB レート

$INT\%$ ：介入額/外貨準備高 (%)

EAV ：為替レート (円/ドル, 月中平均)

$EAV\%$ ：為替レートの変化率 (対前月比, %)

$TGR\%$ ：現実の為替レートとターゲット・レートとの乖離率 (%)

$$TGR\% = (EAV - TGR) / TGR$$

TGR ：ターゲット・レート (円/ドル)

データの出所：IMF, *International Financial Statistics*.

以上の結果において、 LAW 介入とターゲット介入の双方とも、予想された符号で有意な結果が得られた。したがって、 LAW 介入だけでなくターゲット介入についても、それが実施されていた可能性は否定できないということになる。しかも、このことはプラザ合意以降の期間についてだけでなく、それ以前の期間についても同様にあてはまるのである。また $DUM2OS$ の係数の符号が負になっているということは、1979年には介入が売り介入にかたよっていたことを示している。これは、当局が為替レートを円高方向に誘導し、輸入インフレを阻止しようとしたものと考えられる。 $DUML$ の係数の符号が正になっているということは、1987年初めに介入が買い介入にかたよっていたことを示しており、これはルーブル合意の前後に円高を阻止しようとしたものと考えられよう。

Ⅲ 不 胎 化 政 策

さて前節において、日本の通貨当局が外為市場に頻繁に介入していたことが明らかになった。ところで外国為替市場介入は国内の金融市場にどのような影響をおよぼすであろうか。通貨当局が外国為替市場に介入した場合、それは外国為替資金特別会計（略称、外為会計）を通じて、国内のハイパワード・マネー残高を変化させることになる。たとえば、通貨当局がドル買い・円売り介入を行うと、外為会計保有のドル資金が増加し、これに見合った円資金が国内金融市場に供給されることになる。⁷⁾ 不胎化政策とは、外為市場介入のために生じたハイパワード・マネー残高の変化を相殺するように、国内市場で通貨当局が行う政策のことである。前述のように、通貨当局がドル買い・円売り介入を行った場合には、外為会計を通じて、ハイパワード・マネーが増加することになるが、このとき通貨当局が自国通貨建て債券を売却すれば、ハイパワード・マネーの増加を相殺することができ⁸⁾であろう。

日本において不胎化政策が実施されていたか否かを調べるためには、まずハイパワード・マネー残高およびその増減を推定する必要がある。なぜなら、日本銀行の発表する統計の中には、ハイパワード・マネーという項目は見当たらないからである。まずハイパワード・マネーの増減については、日本銀行の発表する「資金需給」表から推定することができる。それによれば、ハイパワード・マネー残高の変化は、金融調節と財政要因およびその他に分けることができる。

7) 外為市場介入と外国為替資金特別会計については、川口・古川（1992）*p.* 94 および *pp.* 126 - 127 を参照。

8) 不胎化介入については、小宮・須田（1983：歴史政策編）*p.* 268 を参照。

日本の外国為替市場介入政策

ハイパワード・マネー残高の変化
 = 金融調節 + 財政要因 + その他

そして、ここで問題にしようとしている外為会計を通じたハイパワード・マネーの変化は、財政要因に含まれているので、

$$\begin{aligned} & \text{ハイパワード・マネー残高の変化} \\ &= \frac{\text{金融調節}}{(dBf)} + \frac{(\text{外国為替資金以外の財政要因} + \text{その他})}{(dZT)} + \frac{\text{外国為替資金}}{(dR)} \quad (9) \end{aligned}$$

と書き直すことができよう。ハイパワード・マネー残高については、一般には、「マネタリー・サーベイ」の通貨当局勘定を用いているようであるが、小論では、日本銀行勘定の負債欄の発行銀行券プラス金融機関預金を用いることにした⁹⁾。

さてここで、日本銀行は需要されるだけのハイパワード・マネーを供給すると仮定しよう。そうすると、ハイパワード・マネーの増減は、その需要の変化を反映しているはずである。ここで、ハイパワード・マネーの需要関数に関して、ゴールドフェルド型の部分調整モデルを考えることにしよう¹⁰⁾。それは次式のように表わすことができる。

$$HPM - HPM(-1) = \lambda (HPM^D - HPM(-1)) \quad (10)$$

HPM : ハイパワード・マネー残高 ((-1) は前期)

HPM^D : ハイパワード・マネー需要量

λ : 調整係数

9) このようにしたのは、「マネタリー・サーベイ」から求めたハイパワード・マネー残高の変化額と「資金需給」から求めた変化額との誤差、および日本銀行勘定から求めたハイパワード・マネー残高の変化額と「資金需給」から求めた変化額との誤差を比較してみた結果、後者の誤差のほうがはるかに小さかったからである。

10) Goldfeld (1973) および Goldfeld (1976) を参照。

この式の左辺はハイパワード・マネー残高の増減を表わしているので、

$$HPM - HPM(-1) = dBJ + dZT + dR \quad (11)$$

と書くことができる。さらに、ハイパワード・マネーの需要関数を次のように特定化しよう。¹¹⁾

$$HPM^D = \alpha_0 + \alpha_1 GNP + \alpha_2 RSVR + \alpha_3 CART \quad (12)$$

GNP : 名目GNP

$RSVR$: 預金準備率

$CART$: コールレート

もしハイパワード・マネーの需要が一定であると仮定すると、外為市場介入の結果生じる外為資金の増減は、金融調節の反対方向への同額の増減で相殺されなければならない。なぜなら、外為資金以外の財政要因とその他については、通貨当局は能動的に変化させることはできず、通貨当局が能動的に変化させることができるのは、金融調節の項目だけだからである。そこで (10)(11)(12)式を整理すると、

$$\begin{aligned} dBJ = & b_0 + b_1 dZT + b_2 dR + b_3 GNP + b_4 RSVR \\ & + b_5 CART + b_6 HPM(-1) + v \end{aligned} \quad (13)$$

という式が得られる。この式が、不胎化政策に関する基本的な推定式とな

-
- 11) 日本のハイパワード・マネーについて、ゴールドフェルド型の需要関数を推定したところ、次のような推定結果を得た。

1974年1Q～1992年2Q

$$\begin{aligned} HPM = & -1603.24 + 0.18 GNP + 16958.90 RSVR \\ & (-0.14) \quad (5.99) \quad (4.18) \\ & -1011.05 CART(-3) + 0.48 HPM(-1) + \text{季節ダミー} \\ & (-2.04) \quad (5.81) \end{aligned}$$

$OLS : \bar{R}^2 = 0.989762$ () 内の数値は t 値

日本の外国為替市場介入政策

る。そして推定の結果、もし $b_2 = -1$ であれば、完全な不胎化が行われたことになる。

実際に、1974年第1四半期から1992年第2四半期までの期間について実証分析を行ったところ、以下のような結果を得た。

1974年1Q～1992年2Q

$$\begin{aligned}
 dBJ = & -12860.83 - 0.86 dZT - 1.17 dR + 0.21 GNP \\
 & (-1.11) \quad (-12.34) \quad (-6.59) \quad (6.62) \\
 & + 19606.29 RSVR - 929.04 CART(-3) \\
 & (4.77) \quad (-1.93) \\
 & - 0.59 HPM(-1) + \text{季節ダミー} \\
 & (-6.80)
 \end{aligned} \tag{14}$$

OLS: $\bar{R}^2 = 0.91$ DW = 2.13 () 内の数値は t 値

変数：四半期データ

- dBJ : 金融調節 (億円) 『経済統計月報』「資金需給」
 dZT : 財政要因－外国為替資金＋その他 (億円) 『経済統計月報』
 「資金需給」
 dR : 外国為替資金 (億円) 『経済統計月報』「資金需給」
 GNP : 名目 GNP (億円, 原数値) 『国民経済計算年報』
 $RSVR$: 準備預金制度における準備率¹²⁾ (%) 『経済統計月報』

12) 統計の内容が推定期間の途中で変更されているため、次のような手続きで準備率を求めた。1974年第1四半期から1986年第2四半期までは、銀行・長期信用銀行・外国為替銀行および相互銀行・信用金庫のそれぞれについて、預金残高ごとに定期性預金とその他の預金の準備率の月次平均をとり、それらすべての月次平均を求め、さらに3か月ごとに単純平均して四半期データとした。1986年第3四半期から1992年第2四半期までは、定期性預金とその他の預金のそれぞれについて預金残高ごとに準備率の月次平均をとり、それらの月次平均を求め、さらに3か月ごとに単純平均して四半期データとした。

日本の外国為替市場介入政策

CART : コールレート (有担保翌日物 (中心) 平均: 1990 年 10 月までは, 有担保無条件物 (中心) 平均) 『経済統計月報』

HPM : ハイパワード・マネー残高 (四半期, 末残, 億円) 『経済統計月報』『日本銀行勘定』(発行銀行券+金融機関預金)

回帰分析の結果, dR の係数の標準誤差は 0.18 であり, したがって係数の値は -1 と有意に異なっていないことがわかる. つまり, 日本の通貨当局は, 外国為替市場に介入した場合には, それがハイパワード・マネー残高に影響をおよぼさないように, 不胎化を行っていたと思われる.

IV 結 論

日本の外国為替市場介入政策について, 実証分析を行った結果, 次のようなことが明らかになった. まず, 直接的な介入政策については, LAW 介入とターゲット介入の双方ともに実施されていた可能性を否定できない. ここで注目しておいてよいと思われるのは, プラザ合意以降の期間についてはもちろん, それ以前の期間においてもターゲット介入が行われていた可能性があると考えられることである. 言い換えれば, 変動為替レート制に移行してからのほとんどの期間において, 頻繁に変更されているが, 通貨当局がターゲット・レートを設定していた可能性を否定できないということになる. また不胎化政策については, 推定期間を通して介入はほぼ不胎化されたと考えられる.

最後に, ターゲット介入について少し考えておくことにしよう. 小論では, ターゲット介入として, 通貨当局がターゲット・レートを設定するという仮定をおいて実証分析を行った. しかし実際には, 通貨当局が設定す

るのはターゲット・ゾーンである、と考えるほうが一般的であろう。¹³⁾ その場合でも、ターゲット・ゾーンの中心付近のレートをターゲット・レートと考えれば、小論の分析はターゲット・ゾーンの考え方と整合的であると思われる。

参 考 文 献

- 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.
- Dornbusch, R. (1980), "Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1: 143-185.
- Gärtner, M. (1987), "Intervention Policy under Floating Exchange Rates: an Analysis of the Swiss Case," *Economica*, Vol. 54, No. 216, November: 439-453.
- Goldfeld, S. M. (1973), "The Demand for Money Revisited," *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 577-638.
- Goldfeld, S. M. (1976), "The Case of the Missing Money," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 3: 683-730.
- 川口慎二・古川顕 (1992)『現代日本の金融政策』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.
- 小宮隆太郎・須田美矢子 (1983)『現代国際金融論』日本経済新聞社
- 松本直樹 (1992)「外国為替市場介入について ―各国の実証研究のサーベイ―」『追手門経済論集』第27巻第3号, 12月: 84-102.
- Mutoh, T. and K. Hamada (1984), "International Short Term Capital Flow

13) 実際、ルーブル合意の際の会議においては、為替レートを上下各2.5%の範囲に維持するよう努め、もしレートが上下いずれかに5%乖離した場合には、レートの範囲を変更することを協議するというターゲット・ゾーン構想について、合意には至らなかったものの話し合いはなされたようである。この点については、Volcker and Gyohten (1992) 邦訳 pp. 387-388 参照。

日本の外国為替市場介入政策

- and the Foreign Exchange Rate: Japan 1973-1980," *Economic Studies Quarterly*, Vol. 35, No. 2, August: 97-115.
- 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.
- Takagi, S. (1991), "Foreign Exchange Market Intervention and Domestic Monetary Control in Japan, 1973-89," *Japan and the World Economy*, Vol. 3: 147-180.
- Volcker, P. and T. Gyohten (1992), *Changing Fortunes*, Times Books; 江澤雄一監訳『富の興亡』東洋経済新報社
- 渡辺努 (1992) 「外為介入のシグナル効果：日本に関する実証分析」『金融研究』第11巻第4号, 12月: 27-49.
- 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
- 吉川 洋 (1992) 『日本経済とマクロ経済学』東洋経済新報社

(平成5年9月9日受理)