

# 日本経済の為替介入効果に関する一考察

呉 惠 陽

## はじめに

1971年8月ニクソン・ショックを契機に戦後国際金融体制の要であった金・ドル本位体制が崩壊し、73年2月には主要国の通貨が、固定相場制から変動相場制へと移行した。固定相場制とは、名前の通りあらかじめ通貨の交換比率を一定の水準に決めておくものであって、通貨当局は、為替レートの維持に義務を負う。これに対して、変動相場制は、為替レートの形成を市場の需給実勢に従い、日々変動する通貨制度である。M. Friedman を中心とする変動相場制推進論者の主張によれば、変動相場制は、1)自動的な経常収支調整機能、2)安定化機能とするメカニズムが内蔵しているので、理論的には、政府の為替管理は必要がない<sup>1)</sup>。

しかし、現実の変動相場制は厳密な意味では「クリーン・フロート制」ではなかった。変動相場制は導入当初、変動相場制推進論者が主張した機能どおりに働かなかったのであった。変動相場制の導入後、日本のような経常収支の黒字国はますますその黒字を拡大し、機軸通貨国であるアメリカはますますその経常収支赤字を増加させることになってしまった。そればかりか、変動相場制を採用した主要先進国の為替相場は、安定化するどころか、短期間の周期で激しく乱高下をしばしば生じた。そのため、変動相場制を採用している先進諸国の場合でも、為替レートの形成は、一方では市場の為替需給の実勢に委ねられつつ、他方では通貨当局による為替市場介入を通じて管理されている。そういうわけで現在の為替フロートはしばしば「管理フロート制」と呼ばれる。

表1に示されたように「管理フロート制」のもとで、日本の通貨当局は、為替レートの安定化を図るために、外国為替の売買を通じて大規模な為替市場介入を行ってきた<sup>2)</sup>。平成13年7月13日財務省の公表によると、平成13年の7月まで過去10年間に外国為替市場で実施した介入の総額は単純累計で27兆円に達した。一日の介入額の最高は98年4月10日の2兆6000億円であった。そして、2001年9月11日アメリカでテロが起きた直後の一連の介入総額が3兆2107億円にのぼり、2002年アメリカでの一連の企業スキャンダルによる急激なドル安・円高に対抗するための介入規模は4兆162億円に達した。

新古典派的経済理論によれば、長期的に、為替相場は購買力平価によって決定され、為替介入は長期または中期の経済の基礎的条件に反するので、効果があってもごく短期的で、一般的には

表1 対米ドル介入回数・金額

年	介入回数 (回)	金額 (億円)		金額 (億米ドル)	
		ドル売り	ドル買い	ドル売り	ドル買い
1991	3	563	0	4.00086	0
1992	23	7,169	0	55.19378	0
1993	49	0	25,532	0	238.77585
1994	55	0	20,639	0	204.53347
1995	43	0	49,589	0	536.27639
1996	5	0	16,037	0	152.81590
1997	3	10,591	0	82.51746	0
1998	3	30,470	0	232.52500	0
1999	12	0	70,487	0	619.39439
2000	4	0	29,576	0	282.08410
2001	7	0	31,455	0	267.63476
2002	7	0	39,924	0	326.18757
合計	214	48,793	283,239	374.2371	2,627.70

- 注：1. 平成3年は第2四半期からの実績。  
 2. 介入回数，金額は対米ドル介入のみ。  
 3. 換算には，介入当日の東京市場の中心値を使い，年ごと集計。

資料：財務省

益よりも害の方が多い。しかし，現実では，外国為替市場における介入は，依然として自国通貨を過度の上昇もしくは下落から防衛するための，最大の手段となっているのである。

本論文では，日本の介入データに基づいて外国為替介入政策の効果を検証することを目的としている。まず外国為替市場制度的な側面，介入の方法，目的，効果などを理論的，現実的な視野から概観する。次に，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，これまで32年間のドル・円為替レートの推移と介入局面の関係を解説する。さらに，その介入はどの程度効果があるのかを，実証分析によって明らかにし，その介入政策はどのような条件のもとで効果を発揮しうるかを考察する。

## 第1節 為替市場介入の方法と目的

まず，介入の方法について説明しよう。日本における為替市場の介入は実務的には「為替平衡操作」と呼ばれ，通貨当局が為替レートの安定等のために，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ことである。介入の決定権は財務省（旧大蔵省）にあり，原則として財務省の大臣，財務官，国際局（旧国際金融局），為替市場課（旧為替資金課）長など少数のグループによって決定され，財務省国際局の委任を受けて日本銀行が介入の執行者として外国為替

市場において為替取引の注文を遂行する<sup>3)</sup>。介入がいかなるレートで、いくらで、いつ財務省の担当者が介入の実施を決め、そしていつ代理人である日銀に指示をだすのかは、その手順や戦略が徹底した秘密主義であって、当局者以外知る由もない。為替介入政策の目標、戦略、戦術、金額の決定から実施にいたる過程を財務省および日銀が秘密裏に行うのは、介入が事前に知れ渡ることなく、かつその介入を速やかに市場に浸透させ、またその効果を最大にするためである<sup>4)</sup>。

また、口先介入、すなわち、為替相場に関する声明をしばしば発表するのは、上述した為替介入の決定を行うグループに含まれるメンバーに限られている。それ以外では、市場に対する影響力を強化するために、総理が公式見解や声明を発表する場合があるが、総理も為替政策においては財務省に任せているといわれる。

介入は国際的な資金操作のために政府資金を一定額まで使用する権限を与えられている、外国為替資金特別会計（略称、外為特会）<sup>5)</sup>を通して実施される。これは、為替相場の変動が短期的に実体経済から乖離して無秩序な状況に陥ると判断された場合に、為替需給を調節し、為替相場を調整しようとする。

例えば、外国為替市場の急激な円高の進行は、為替リスクの増大、市場効率性の低下を招き、輸出企業の業績悪化懸念から景気の低迷につながる恐れが高まるため、望ましくないと考えられる。通貨当局は、円が「過大評価」され、民間部門の為替取引だけでは為替市場の効率性を達成できないと判断される場合には、日銀によるドル買い・円売り介入の余地がある。市場で購入する対価である円資金は、外務省が為替介入のための外国為替資金証券（通称、為券）を（原則、市中公募によって）発行して調達する。外為特計は、この為券残高を負債として、介入で獲得したドル資産を資産側に建てた勘定である。

また、通貨当局はマクロ経済安定化政策の一環として為替介入を行うことがある。有効需要管理政策を為替面から補完するため、最近ではデフレを救う奇策として通貨当局が1ドル=170円までドル介入により円の価値を減価させて需要刺激を図る、という円安を誘導する為替政策まで提案された、提案者によれば、こうした円安誘導に技術的な問題はないという<sup>6)</sup>。このような為替政策は、必ずしもレートの安定化を目指すとは限らない。

実際の介入にあたっては、各国の通貨当局が自国の外為市場で単独に行うケースが多いが、相場に対してよりインパクトを与えるために、各国の政府が協調して市場介入を行う「協調介入」が行われることもある。変動相場制の下で、投機的な資本移動による為替市場のオーバーシュートを、1国の中央銀行の介入よりも各国が協調して介入を行った方が効果的と考えられるので、1985年のプラザ合意以降、主要国の間では頻繁に協調介入が行われるようになった。

日本の単独為替介入は、直物に限られているが、それには二つの方法がある。一つは委託介入と言って、海外市場での円の乱高下を平準化するために、ニューヨーク連邦準備銀行やバンク・

オブ・イングランドに委託して、当該国の市場で日本の資金で介入してもらう方法である。もう一つの方法は、通貨当局が直接日本及び欧米の銀行に頼んで、ニューヨーク市場やロンドン市場でドル買売をしてもらうことである。

また、通貨の売買は行わず、各国の通貨当局は、為替相場水準の妥当性や将来の金融政策の方向について発言し、市場介入の実施を匂わせる「口先介入」によって、投機筋の市場心理に影響を及ぼすことを通じて為替相場に影響を与えることもできる。たとえば、財務大臣や財務省の国際金融局長など為替政策の行方を担当しているキーマンが、記者会見席上などで、「現在の円相場の水準は、日本のファンダメンタルズから見ても高く評価されすぎている」とコメントしたら、これまで積極的にドルを売って円を買い込んできた投機筋は、「これから政府のドル買い介入を実施してくるのではないか」と連想するはずである。このような方法は、為替市場介入と同時に行うことにより、介入の効果を補完したり、介入の効果を大きくすることができる。

もちろん、実際の為替市場介入額は、世界の外国為替市場での一日の売買高は言うに及ばず<sup>7)</sup>、日本通貨当局がおもに介入を委託実施しているニューヨークの外国市場やロンドン市場における外国為替売買高と比べても非常に小さく、為替市場介入によって為替相場の変動を抑制することは容易でない。ただ、為替市場介入に公定歩合の変更と言った金融政策をとまったり、あるいは市場の参加者に対して、将来における金融政策の変更を予想させることによって、外国為替の需給関係を変化させ、為替相場を調整する効果が期待されている<sup>8)</sup>。

なお、国際通貨基金（IMF）では、中央銀行の市場介入によって、自国の貿易取引にとって有利な形に相場を誘導することを抑制するため、為替市場介入について、ガイドライン（Guidelines for the Management of Floating Exchange Rates）を設けている<sup>9)</sup>。それは、「国際収支の効果的な調節を妨げるため、または他国の加盟国に対し不公正競争上の優位を得るために為替相場または国際通貨制度を操作することを回避する」と言うものである。

ところで、為替市場介入を実施した場合、ハイパワード・マネーを通じて国内のマネー・サプライに影響を及ぼすことになるが、他の多くの中央銀行と同じく日銀もこの影響を相殺するために公開市場操作という不胎化操作を実施している。このような操作をとまなう為替市場介入を不胎化介入（Sterilized intervention）という<sup>10)</sup>。例えば、円高を円安に導くために円売り・ドル買いをした場合、市場に円資金が増えるとインフレを誘発しかねないので、日銀が市場からその円を吸収してしまうと言うものである。その結果、マネタリー・ベース（表2に示されたように民間銀行準備預金と現金の合計、また、日本銀行の資産・負債の総額）が不変にとどまる。

理論的には、為替レートの決定にあたり、購買力平価、ポートフォリオ・モデルを考え、さらに自国通貨建ての債券と外国通貨建ての債券が完全代替するものと考え、中央銀行により不胎化操作が行われる場合は、介入の効果はない。1970年代から1980年代の半ばにかけては、為替介入の効果については、学界では、このような否定的な主張が多かった。

表2 外為特会と日銀のバランスシートの介入による変化

1. 外為特会と日銀のバランスシート			
外為特会 資産		負債	
外貨資産		円債券 (為券)	
		日本銀行 資産	負債
		為券	日銀券
		他の短期債券	
		長期国債	準備預金
2. 不胎化介入 (Sterilized intervention) によるバランスシートの変化			
外為特会 資産		負債	
外貨資産		円債券 (為券)	
$\Delta$ 外貨資産 (介入)		$\Delta$ 為券	
		日本銀行 資産	負債
		為券	日銀券 (不変)
		$\Delta$ 為券	
		$-\Delta$ 他の短期債券	
		長期国債	準備預金 (不変)
3. 不胎化されない介入 (unsterilized intervention) によるバランスシートの変化			
外為特会 資産		負債	
外為資産		円債券 (為券)	
$\Delta$ 外為資産 (介入)		$\Delta$ 為券	
		日本銀行 資産	負債
		為券	日銀券
		$\Delta$ 為券	$\Delta$ 日銀券・
			$\Delta$ 準備預金
		他の短期債券 (不変)	
		長期国債	準備預金

逆に、不胎化操作を伴わない非不胎化介入 (Unsterilized intervention) を実施すると、為替相場に対する影響はより大きくなるとする見方もある。非不胎化は国内の通貨供給に直接影響を及ぼすことによって国内の金利が変化するが、不胎化介入は国内の金融市場には何の変化も生じないので、単なるシグナル効果もしくは一時的心理ショックを通じてのみ影響を及ぼすことができると考えられているからである。

しかし、1990年代に入ると、為替介入の効果について、その考え方は、かなり変わってきた。学界の中では、不胎化介入でも、ある程度効果がある、との見解が増えてきた。例えば、Dominguez and Frankel (1993) の研究では、自国通貨建て債券と外国建て債券の代替性が不十分な場合、或いは、為替レートの期待が合理的でない場合には、不胎化介入でも為替レートに影響がありうる。実際、榊原英資によれば、彼が財務省で国際金融局長として為替政策を担当した時代行われた介入は全部不胎化介入であったが、効果があった<sup>10)</sup>。

介入が効果をもったかどうかを判断するにあたって、介入がそもそもどのような意図で行われ

たか、如何なる方法で判断するかを、明確にする必要がある。例えば、介入は為替レートの乱高下を回避し、安定的に推移させることを目的としているが、その際、どの水準・経路へ向けてのレートの安定化なのか、どの水準・経路と比較しての不安定化なのかと言う点を明確にしなくてはならない。だが、困ったことに、日本の為替介入政策に特有の特徴の一つは、その目標、戦略、戦術、金額における徹底した秘密主義であり、財務省でさえも介入の効果を判断するきちんとした方法がなく、実際に「見れば分かる」式のやりかたをとっているのが、為替相場のあるべき高さとその持続期間についての基準が見当たらないのである<sup>11)</sup>。

もともと長期的な適正レート、あるいは、Target zone などがあるわけがない。理論的に、為替レートの安定化、不安定化の判断基準として、基礎的均衡為替レートを用いて判断する方法がある。それは、理論モデルに依拠したあるべき為替レートの経路（経済厚生上最適な経路から、購買力平価、経常収支、内外金利差等により決定される経路）を指し、為替需給を規定する基楚的な諸条件を反映するものである。

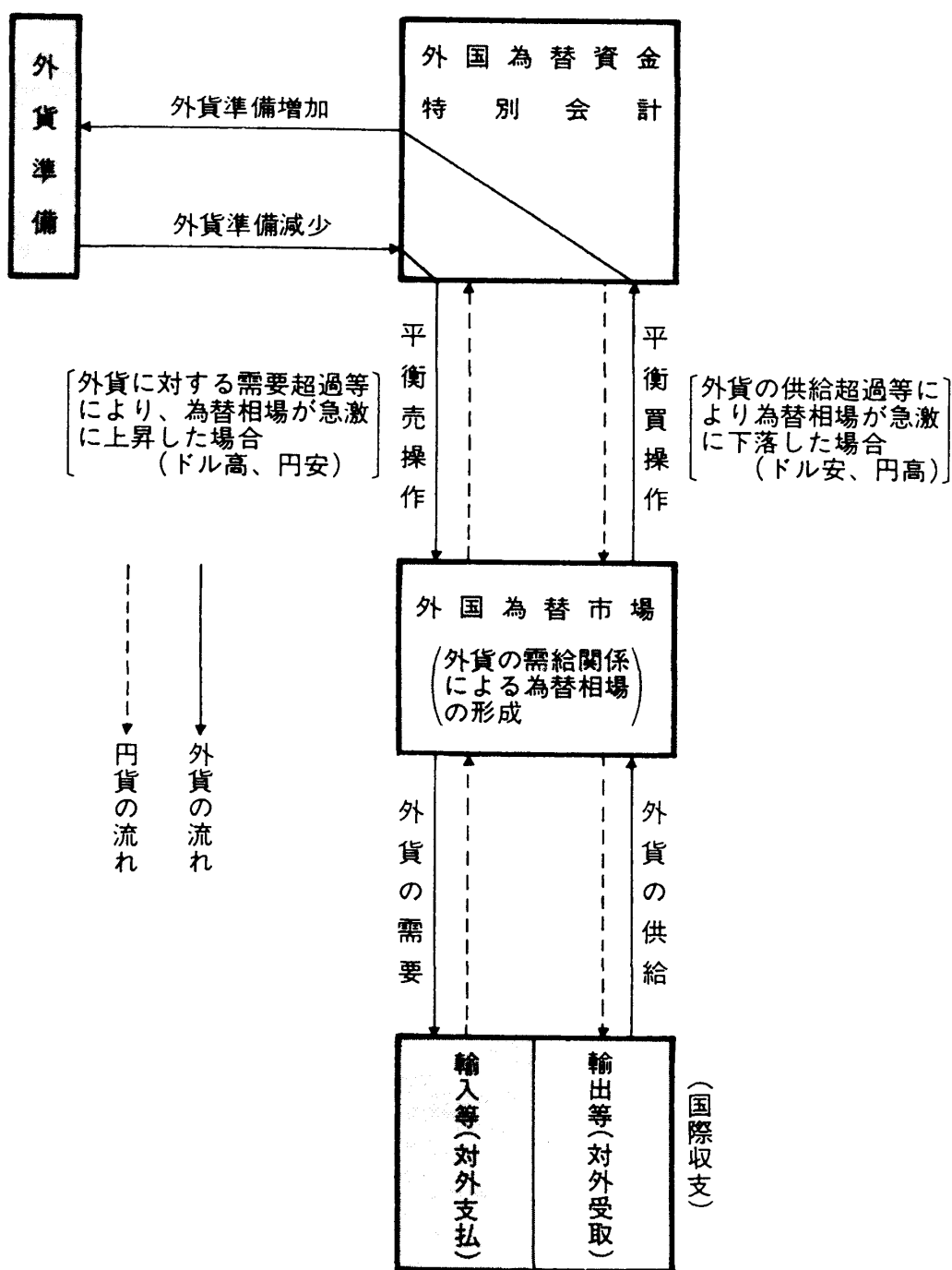
しかし、この理論的均衡レートは観測不能で、かつ為替レート決定モデルの特定化、基礎的諸条件の識別如何に大きく依存するから、一義的に確定するのが困難である。そのために、現実では、判断基準として、事後的に観察された為替レートの移動平均や回帰推定式から算定した市場レートの平均的トレンドを利用するほかはない。

## 第2節 変動相場制下の円相場の推移と介入の変遷

日本通貨当局による介入の効果を分析する前に、まず、為替介入と円レートとの関係についてその軌跡をたどってみよう。介入額について、1991年1月以降のデータでは最近になって財務省によって公表しているが、その以前の介入額が統計上把握することができなかつたため、ここでは、深尾（2000）の推計手法を応用して試算する<sup>12)</sup>。

図1は、1971年8月ニクソン・ショック前の固定相場制から2002年までの日本の円相場の推移と主要な出来事や米大統領との関係を図示したものである。図1からさまざまな要因により繰り返されたこの間の円・ドルの変動は、ある一定の範囲の中で、大きな波を描いていた、ということが出来る。この大きな変動のうち、円高が急激に進んだ局面では、ドル買い・円売りの介入、円安が急ピーチに進んだ局面では、ドル売り・円買いの介入が行われたが、それぞれでの介入に、特徴があることが分かる。以下では図1の円の変動軌跡を、いくつかの変動局面に分けて、その局面別にそれぞれどんな原因によって為替相場が変動し、どのような点で介入していたかを2つの時期に分けて概観する。

図1 為替平衡操作



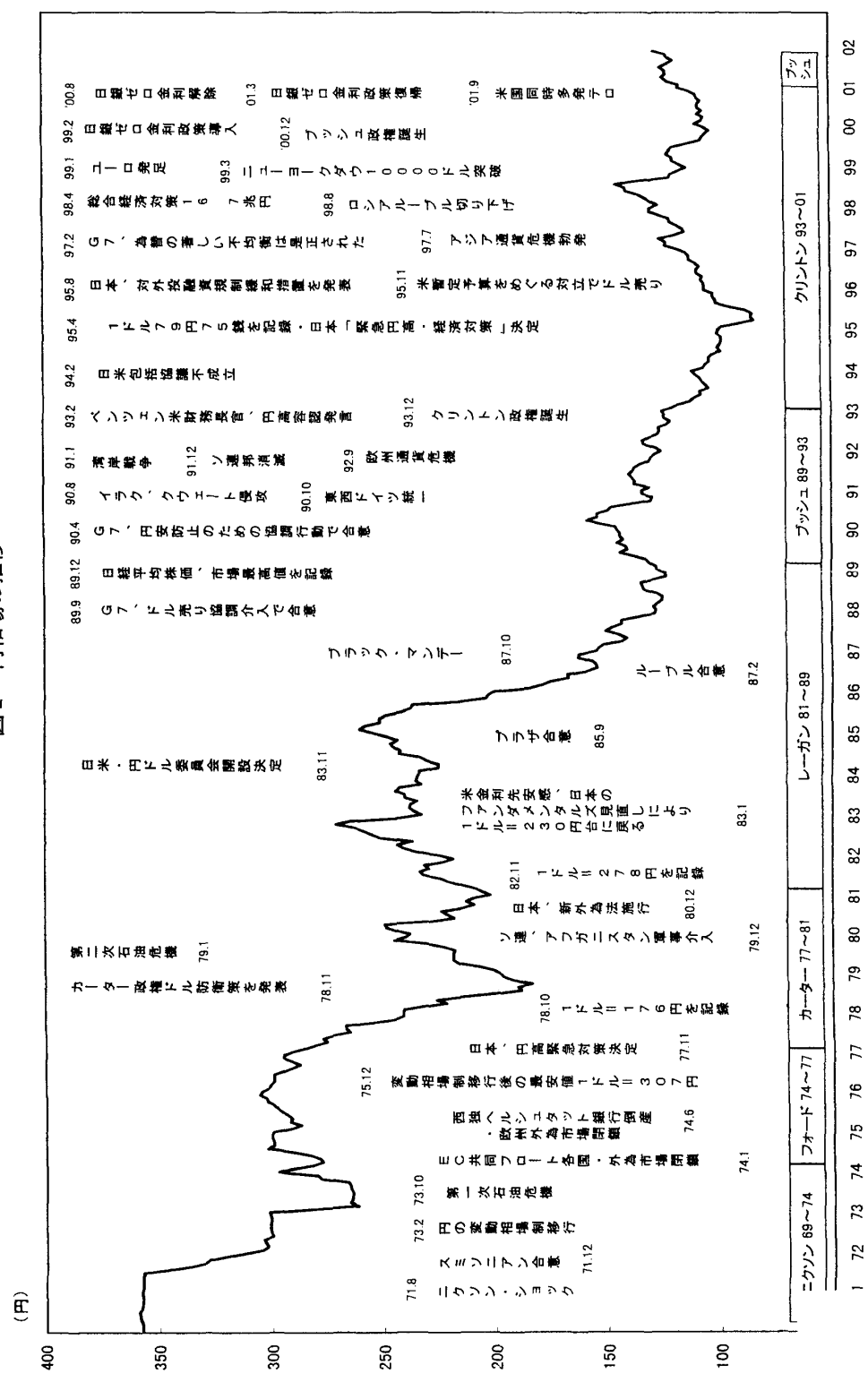
出所：『最新 金融・証券・キーワード』, P.165頁

1. 介入データが公表されていない時期：1970-1990年

① 1971年8月15日のニクソン・ショック：

これによりドルと金との交換性を停止，国際通貨体制は新しい時代へ突入した。東京市場は15日の取引中にこの衝撃を受けて，閉鎖を検討するどころか，そのまま取引を継続したのであった。ドル売りが連日に続く中，日本の通貨当局は懸命にドルを買い支えるべく，1ド

図2 円相場の推移



<お客様用>



ル=360円の公定価格で大量のドル買い介入（8月16日—27日：介入額は40億ドルに達した。）を実施したが、世界中の国々が保有するドルを、日本市場へ売りに殺到したため、円がついに8月28日から変動相場制に移行した。これにより円・ドル相場は一挙に341円台に急騰するとともに、その後も円高が進行した。

② 1971年12月17・18日のスミソニアン合意：

ワシントンのスミソニアンで開かれた10カ国蔵相・中銀総裁会議において、多角的な通貨調整と新しい国際通貨体制の枠組が合意され、金とリンクしないドルを基軸通貨とする国定相場制がつけられた。この合意によって円の対ドル公定相場は1=308円と設定された。

③ 1973年2月—73年10月円の本格的変動相場制移行後の円高への調整期：

1973年2月から、1973年10月までは、円高基調、この期間アメリカの経常収支の赤字が増大してドルに対する信認が低下した。円はドル売り圧力に対抗できず、スミソニアン体制による定められたセントラル・レートに離脱した後、253円台の最高値をつけた。

④ 1次石油ショックによる円安とその後フォード政権のドル安政策（73年10月—77年10月）：

1973年10月の石油ショックにより石油価格が4倍に上昇し、経常収支は73—75年の間赤字に転落した。それにより円相場は急落、1974年1月には300円をつけ、その後いったん戻した後8月には304円まで下落した。74年末からは数回にわたるアメリカの公定歩合の引き下げにより円高へ戻る動きが見られたものの、アメリカ経済の回復と共に75年も円相場は緩やかな円安基調に推移し、12月には307円の底値をつけた。

⑤ 77年10月から78年10月までの日本の経常収支黒字とドル安行き過ぎ修正：

カーター政権になってから日本の経常収支黒字は急速に拡大した。78年中にその累積経常収支黒字は150億ドルに増加し、一方、アメリカでは赤字が拡大したので、当時の財務長官ブルメンソールが「日独が黒字を減らす努力をしないなら、両国の通貨が市場で上がるのはかまわない」と口先介入を行ったため、円高が一本調子で進展した。1977年1月には1ドル=293円であった相場は、78年10月末には176円へと、2年弱の間に約66%も上昇した。

この円高に対抗するために、日本の通貨当局は77年10月、11月にそれぞれ20億ドル、78年3月には約50億ドルのドル買い介入を行い、アメリカのFRBも78年に入ると市場への介入強化を発表し、8月には公定歩合の引き上げ、輸出促進策の発表などが行われたが、円高は止まらなかった。

⑥ カーター政権ドル防衛策を発表、第2次石油ショックによる円安（78年11月—80年4月）：

円高に歯止めをかけたのは、1978年11月1日に発表されたカーター大統領のドル防衛策であった。旧ソビエト連邦のアフガニスタン侵攻による「有事なドル買い」や、第2次石油ショックもあって日本の経常収支は赤字に転じ、円高は収束し、80年4月に円は260円台に下落した。だが、その後、日本は経常収支赤字にもかかわらず、円高が進行し、81年1月には円は

再び200円割れを記録した。

⑦ レーガン政権下での強いアメリカ、強いドル（81年1月—85年9月）：

1981年1月レーガン大統領の登場によりドル高への反転が始まった。この期間日本は経常収支大幅黒字になったが、レーガン政権はドル暴落でカーターが失敗したと見て、この間「強いアメリカ、強いドル」を唱えてドル高の継続を是認する態度をとったため、円安が進み、1982年10月の下旬に278円台とこの年の最安値を記録した。当時の財務長官であるベリルスプリケルが「為替市場は市場自体の調整に任せるべきだ」と、原則不介入の方針をとったこともあって、1983年高金利とアメリカの景気好調からドルは高値圏で推移し、1984年も対米投資の増加からドルは堅調を続けた。1985年も当初は一層のドル高が進行したが、5月にアメリカの公定歩合の引き上げや6月財務長官の交替などにより、アメリカ経済の先行き不透明感、金利先安見通しも広がり、ドルは弱含みつつ238円台で9月22日のプラザ合意発表を向かえたのであった。

⑧ プラザ合意からルーブル合意までの円高の進行（85年9月—88年末）：

プラザ合意が行われる前、9月20日時点の為替相場は1ドル=242円だったが、1985年9月22日のプラザ合意（ドル高是正で合意、それは、第1、為替相場はファンダメンタルズを反映すべき、第2、各国が市場介入のみならず、為替相場を適正水準に保つための「政策協調」を行うことの合意を含んでいた。）を機に各国は思い切った介入に踏み切り、円高・ドル安が急ピッチで進み始め、24日には230円台と急激に上昇し、その週末の27日には、円高は一気に加速して220.80円になった。ニューヨーク連銀によると、9月22日から10月31日までの間に主要国が行ったドル売り強調介入の額は、102億ドルに上がったと言う。

輸出を有利にするために、伝統的に為替レートを安くすることに執着していると見られていた日本の通貨当局も約束通り必死のドル売り介入を行い、9月24日1日で介入金額は10億ドルに達した。当時の通貨当局は円を高誘導すれば、対米黒字が減ると計算していたので、ドル買い介入や、口先介入を積極的に進めていた。例えば、大場は「1ドル=211円程度のレートは、また適正とは思っていない。……介入は、ドル高是正で各国が強調していることを市場が認識するまで続ける」と10月30日、日本記者クラブの講演で発言した。そして、日銀総裁澄田は11月8日、参議院の国民生活・経済に関する調査特別委でこんな発言をしていた。「1ドル=200円に近づいた現在の相場水準はほぼ妥当なものだが、ドル買い圧力が強く、円高基調が定着したとは言えない。日銀は引き続き介入姿勢を堅持する」

その後、為替相場は竹下の「私は特定のレベルを越えたら困るといった固定的な考えは持っていません。だから、200円を越えたからどうってことはない。200円でも199円でも変わりはない」の発言を契機に円高に突入した。

1986年年初、日銀総裁は「これ以上の円高は望まない」旨を言明したが、円が1ドル=

175.40円の戦後最高値を記録する86年3月まで、大規模な介入は行われなかった。86年4月に10億ドルを超える介入が始まり、円高への動きは衰えず、86年5月の東京サミット時には170円を割り込み、円高は7月に158.60円と上昇し、8月にさらに進み154円と進んだ。そこで、7月に40億ドル、8月に27億ドルの介入が続いて実施された。円高はその後収まり、11月には1ドル=160円台まで反発した。

しかし、1987年の為替相場は、日本の経常黒字の大幅な拡大を受けて再び円高への動きが急となった。ベーカー財務長官によるドル安容認の発言もあって、円は急騰して1月中旬について150円を割った。ドル安を食い止めるために、日銀は当時として史上最大規模の介入を実施した(約88億ドル)。しかし、円高傾向は止まらなかった。

このような状況のなかで1987年2月22日に、パリのルーブル宮殿でG5(後にカナダが加わりG6となった)が開かれ、ドル急落を防ぐために「現行水準での相場維持」という合意がなされた。これを受けて、日銀や欧州各国の中央銀行はこの後、巨額のドル買い介入を実施した。3月には1ドル=151.5円の為替相場に対して日銀は60億ドル弱の介入が、4月には1ドル=143.0円に対して約100億ドルの介入が実施された。アメリカもようやく円売り介入に踏み切り、2-4月に40.636億ドルのドル買い介入を行った。そのうち対円のドル買い介入額は、39.646億ドルであった<sup>13)</sup>。

しかし、円高は止まらず、月末には1ドル=139.7円に上昇した。ルーブル合意の内容は、マーケットから無視された形になった。外国為替市場でドルは売られ続けたのであった。その理由は、経常収支の不均衡は依然として政治的に危険な水準にあり、米国の財政赤字には減少の兆しが見えず、欧州経済の成長の伸びは鈍化していた。マーケットがドルに対して懸念を抱いていた。87年6月に入って相場がようやく144.5円で落ち着いた。その後、87年10月19日のブラックマンデーを受けて円高はさらに進み、10月27日、円は一時1ドル=140円台まで円高が進行し、さらに28日の欧米市場では、138円台まで円高が進みました。同年末に1ドルは120円台になった。

この間、主要国の中央銀行は協調的なドル介入を実施したものの、介入効果はあまり見られなかった。株暴落に見舞われたアメリカは、景気後退を防ぐためにも金利を低めせざるを得ず、内外金利差の縮小からドルは売られやすい環境にあったのである。マーケット全体に広まったドル売り圧力は、各国の中央銀行がいくら市場介入を行っても防ぐことができないほど大きな流れになった。このドル安の流れに歯止めがかかったのは、88年2月に入ってからのことであった。

⑨ G7・ドル売り協調介入で合意、80年代末の円安期(89年1月-90年4月)

1980年代半ばの動きとは逆に、89年から91年にかけては円安の時期であった。当時内需拡大、バブル期国内経済の過熱により経常収支黒字が減少した上に対外直接投資が拡大したこ

とが主な理由と考えられる。

1989年5-6月に、ドル需要が急速に増えたため、円が140円台に円安が進みだ。この期間は約120億ドル売り円買い介入が実施された。これにより、年初からの円安傾向は145円のところで止まった。しかし、90年に入って日本では、「トリプル安」と言う稀に見る現象が生じたため、円安が再び進んだ。そのため、90年1-2月に30億ドル弱の、3月には約70億ドルの円買い介入と公定歩合の引き上げ（3月20日、4.25%から5.25%への1%引き上げ）が行われた。だが、円安は止まらず、90年4月末には158.47円まで円安が進んだ。

1990年4月にパリで開かれたG7で、各国が円安防止のために協調行動をとることを確認したことにより90年5月から為替相場は円高に転じた。

## 2. 介入データが公表された時期：1991-2002年

### ① バブル崩壊後の円安期：1991年1月-92年8月

1991年に入ると、日本の景気後退や金融不祥事の続発など悪材料により、国民の間では不信感が高まった。こうした状況を背景に91年4月からバブル崩壊後の第3波と言われた株式市場の大暴落が引き起こされた。こうした金融不安定性により、日本からの資金の逃げが生じ、円は再び円安の方向に転じた。

円安を阻止するため、通貨当局は、91年5月13日に139億円、そして、損失補填など証券不祥事が広がった6月に、6月10日に211億円、6月13日に213億円のドル売り・円買い介入を実施した。それにより、円は141.80円で反転し、円高に転じた。その後、2ヶ月間円相場は136-140円の範囲で推移し、1991年年末についに125円まで円高に転じた。

1992年1月の中旬に入り、円相場は再び円安の方向へと変わったため、1月17日に128円のところで、日本の通貨当局はアメリカの通貨当局と協調介入を行った。そのため、円は瞬間に125円台に上昇した。しかし、2月の半ばに円は再び下落したため、日本とアメリカの通貨当局は2月17と20日に再び協調介入を行った。だが、その効果は極めて短期的で、3月4日には、130円と突破して円安が進行した。その日では日銀は131円で単独介入を行ったが、反転させる効果はなく、さらに円安が進行、4月2日に前日比2円の円安が進み、134.75円に達した。その後、8月の128円まで、円安基調にならないようにドル売り介入が継続的に行われた。因みに、1月から8月11日までにかけて、23回、総額7170億円のドル売り・円買い介入が行われた。8月以降、為替相場は円高方向に転じたため、1997年年末まで、5年以上ドル買い・円売りの介入は行われなかった。

### ② 1993年1月-1995年4月19日超円高期

1993年に入ると為替相場は急激な円高を見せた。1月には、120円台半ばのドル・円相場は4月2日に114円に上昇したのであった。こうした急激な円高を阻止するために、日本の

通貨当局は4月2日から、円売り・ドル買い介入を始め、4月だけ14回の介入も行われた。

しかし、円高は止まらず、その後円高がじりじりと続き、4月27日までには110円を割る寸前に上昇した。その後、105円近づくまで、5月に7回、6月に10回と高い頻度で、介入が行われた。この間、4月1回、5月2回、6月1回、アメリカの通貨当局による同時介入が行われた。

いったん円は、反転して、105円から110円の間で、推移したが、7月下旬に、再び円高が起こり105円を割り込み、8月17日に100.50円と急激に上昇したのであった。日銀はこの超円高局面を断じて阻止するため、7月30日から、9月7日まで、18回の介入が行われた。100.50円と上昇したの8月17日では、日銀は100円を超える円高を断じて阻止するため、2千億円を超えるそれまで最高の介入額のドル買いを行った。そのため、円はこの日から円安の方向へ転換したが、そのあとも円は9月7日の104.5円に戻るまで、日銀による「押し上げ介入」が続けられた。こうした通貨当局の強い円高阻止介入により、その後、1993年年末にかけて、円は110円を越える水準に戻った。

外務省の公表データによると1993年に日本の通貨当局が外国為替市場で実施した介入回数は、49回、介入総額は2兆5532億円に達した。

1994年に入ると、再び円高が進み始め、2月の中旬から円高が激化した。2月の10日に108円だった円相場が、2月15日には、102円へと急激に円高になったのであった。そこで、その日から日銀による頻繁な円高介入が再び始まり、5月4日の101円台での反転までに25回の介入が行われた。その後、円相場は、6月にかけて、104円台で安定した。

しかし、6月中旬以降、急激な円高が再び始まった。円高が急進の中、日本の通貨当局は6月20日から7月12日まで、11回の介入を実施した。だが、市場の円買い姿勢を阻止することが出来ず、アメリカ通貨当局による同時介入など必死なドル買い介入が行われたにも関わらず、円高はついに6月21日にニューヨーク市場で100円を突破し、7月12日の97.30まで進行した。その後、度重なる介入により市場はより強い介入に警戒心を持ったのか、円高は行き過ぎと感じたのか、円相場は反転して、101円まで戻った。

8月中旬以降、円相場は再び100円台を割り込み、日銀による必死な円高介入にもかかわらず、11月3日に96.45まで円高が進行した。こうした超円高を受けて、日米の通貨当局はそれまでの最大規模の金額を費やして同時介入を行った。それにより円高基調は一服し、1994年年末には、100円台に載せた。その後、1995年2月16日まで介入が行われなかった。市場は因みに、1994年の介入回数は55回、総額は2兆639億円であった。この間、アメリカの通貨当局による同時介入は、4月29日、5月4日、6月24日、11月2日、3日、5回、総額26.1億ドルであった。

1995年2月の半ばに入ると、円相場は「明けても暮れても円高」で展開した。2月17日か

ら4月19日にかけて、円相場は、97円から79.75までに急騰、戦後最高値を更新した。この円高に対抗するために、通貨当局は2月17日から4月の18日まで連日のように、円売り介入を行い、合計34回、2兆2940億円の金額になった。しかし、必死のドル買い・円売り介入を続けているにもかかわらず、超円高が続進した。

95年3月2日の96円台で、日米の通貨当局は、4ヶ月ぶりにドル買いの協調介入に出動した。しかし、この同時介入は、効果をあげず、週明けの3月6日には、93円台、13日には90円台まで円高が進行した。3月13日から3月31日まで、日本の通貨当局は毎日連続で介入を行った。その結果、この間に円相場は、急激な円高はなく88円から90円の狭いレンジで、推移した。

だが、3月31日のニューヨーク市場で円相場は再び急騰し始めた。その日の東京市場では、日本の通貨当局による独力介入により、円相場は89円を保っていたが、ニューヨーク市場では、86円台へと円高が進行した。そのため、週明けの4月3日には、日米の通貨当局は一ヶ月ぶりにドル買い円売りの協調介入に出動した。しかし、この4月の市場介入は、「最悪」だった。「焼け石に水」どころか、帰って「火に油をそそぐ」形となり、円高・ドル安が一段と進むきっかけを提供することになり、4月19日の東京市場で円相場は一瞬80円台を割り込み、79.75円までの円高になったのであった。それは、この異常な円高をなんとかしたい通貨当局にとって、実に屈辱の日々であっただろう。榊原英資によれば、彼が国際金融局長として指揮を執るまで、当時、通貨当局内には、介入しても成功しないと言う見方が定説になっていた<sup>13)</sup>。

この頃の円高について、当時の新聞記事には「市場では、アメリカ系投資ファンドなどの投機筋が今後も円買い・ドル売りを仕掛けるとの見方が多い」と書かれている。だが、野村総研主任研究員のリチャード・クー氏によると、彼が複数のヘッジファンドのグループに後日、当時の状況をヒヤリングしたところ、全員が「ドル高・円安」にかけていたということをして、彼の『良い円高 悪い円高』（東洋経済新報社）のなかで紹介している。その本において、彼は、「貿易黒字は円高要因、対外投資は円安要因」と主張し、「現在の日本の円高原因は貿易黒字にある」と指摘した。

95年当時、日本が抱えていた貿易黒字額は5兆8700億円にも達していた。それだけの潜在的なドル売り需要があったと考えられるが、投機筋が円高を加速させたことは否定できないであろう。例えば、仮にヘッジファンドなどの投機筋が本当に円安・ドル高にかけて、円を売ってドルを買っていたとしても、急速な円高が進むとそれだけ損失を被ることになるから、損きりのドル売りの操作が行われることが十分に考えられる。当時は、90円を割り込んだあたりから、損きりのドル売り、ロックアウト・オプションによるドルなど、テクニカルな要因によるドル売りが続いたと言われている<sup>14)</sup>。

### ③ 超円高以降の政策相場：1995年5月—1996年2月末

超円高がピークを迎えた1995年の4月19日以降、それまでの「しつこい円高」が嘘のように円安に反転し、5月中旬には、87円台まで戻した。それは、円相場が戦後最高値を更新した4月19日の6日後、ワシントンで開催されG7の共同声明が、市場参加者の多くに冷水を浴びせる結果となったのかもしれない。そのG7の共同声明に「外国為替市場の最近の動向に懸念。経済状況により正当化される水準を越えている」、「相場を秩序ある形で反転させることが望ましい」などの内容が盛り込まれていった。確かに、金利差からみても、経済成長から見ても、好景気ムードに包まれているアメリカのドルが売られ、逆にバブル後の清算に追われている日本円が大きく買われていることは、正当化できるような動きではない。その後、5月30日、日米通貨当局により同時介入が行われたことにより6月に入っても、為替相場は概ね87円台で推移した。

その後、国際金融局長に新就任した榊原英資の一連の大規模な「追い打ち・押し上げ型」ドル買い介入により、収まった円高は再燃することなく、円相場は、9月8日について念願の100円台に戻った。因みに、6月28日から9月22日まで、榊原英資による介入は8回、介入額は、2兆6000億円にのぼったのであった。

1996年に入っても、さらに、2月に104円近傍の水準で、合計5回、1兆6036億円の円高防衛介入が続けられたが、円は104円、105円の間で推移するので、それ以上に円安を引き起こしたようには見えなかった。この後、為替相場は円安基調で定着したので、1997年年末の金融不安まで、介入は行われなかった。

### ④ 12月—1998年秋まで金融不安期の円安阻止：

1997年の秋、アジアの金融危機や日本国内での北海道拓殖銀行、山一証券の破綻を受けて金融システムの不安が生じた。金融危機に乗じて海外の投機筋が「日本売り」の攻勢を強め、それにより、円相場は12月に入り、130円台まで円安が急激に進んだのであった。そこで、日本の通貨当局はこの急激的な円安を阻止するため、5年半ぶりに円買い・ドル売り介入を行ったのであった。介入は、1997年12月の17、18、19日において連続3回、総額は1兆591億円であった。それにより、円は12月26日の130.45円で反転した。

しかし、1998年に入ると、円は再び円安の方向に動き、2月から6月にかけて、125円台から140円台までに円安が進行したのであった。円安・株安の「日本売り」を阻止するため、大規模の円買い・ドル売り介入は、4月9日、10日と2日連続行われた。4月10日1日の介入額は、2兆6210億円、史上最高の介入額であり、前日分を含めると3兆円近くにのぼった。だが、日本の投資家の外債投資は、中下旬とさらに2兆円程度の買い越しとなったため、空前の円買い介入にもかかわらずその後も円安が続いた。

5月の円相場は、132円から140円の近傍まで円安・ドル高が一段大きく進み、6月8日に

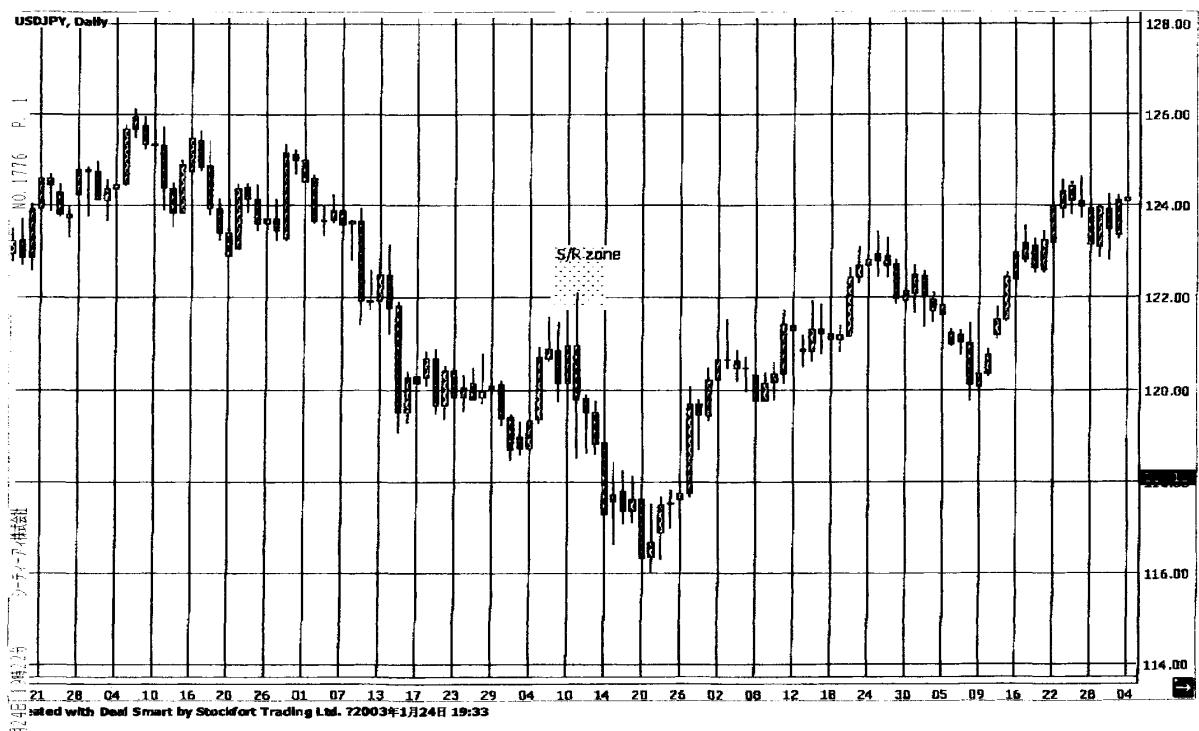
は、140円を超えて、円安が進行し、6月15日には、146.45円まで円安が急速に進行した。6月の為替相場は、6月17日、日米通貨当局の協調介入によって142円まで進んだ円安・ドル高が一転して136円まで一時急反転することとなった。その日、日本の介入額は2312億円、アメリカの介入額は、8.22億ドルであった。その後、円安は再び進み、日本の長期信用銀行の経営不安が広がっていた8月11日に147.64円の安値を記録した。このとき通貨当局による介入は行われなかったが、円安行き過ぎによる介入警戒感や、ヘッジファンドなどにより利食いの円買い戻しを大量に進めたことから、円相場は147円台を大きく超えることなく、円高に反転したと考えられる。

1998年9月から為替相場の潮目には急変し、9月以降、ヘッジファンドのキャリートレード巻き戻しに伴う円買い・ドル売りが注目されるようになった。そして、10月にはいと、「狂った円高」が襲来した。10月5日から9日にかけて、円相場は135円から116円まで、15円を超える急激な円高が生じ、3年間かけて実現した円安は僅か4日で消え去り、一気に円高時代へ後戻りしたのであった。その後、円高はさらに進み、年末に110円台まで進行した。

⑤ 1999年1月—2000年4月まで：円高防衛介入

1999年に入ると、日本の通貨当局は、再び円高を阻止するため、1月12日に、111円で、1回、介入額6563億円の円売り介入が行われた。この介入によって、円相場は、110円で反転し、120円前後に戻った。その後6月の下旬まで、通貨当局により介入がなく、円相場は120円前後の水準で推移した。

図3 米国同時多発テロ前後の円・ドルレートの推移





ところが、この水準から、通貨当局は6月10日から7月にかけて、猛然と円売り・ドル買い介入に6回（金額：3兆8677億円）も出動したのだった。だが、これだけ大規模な介入を実施したにもかかわらず、円安になったとは見えなかった。この時期の介入について、通貨当局は円高に対する「予防介入」と説明した。つまり、その円急騰リスクの芽をあらかじめ摘みとり、緩和させることである。それでも外為市場の円買い圧力は根強く、円高防衛介入ラインはじりじりと後退を余儀なくされた。

1999年後半には、円高はついに110円へ進み、さらにこの99年の年末にかけて100円突破寸前まで急進した。99年9月10日から、2000年4月米IT株バブルの破裂まで介入は継続的に行われた。

こうした一連の介入により、2000年1月に円相場は102.50円で反転した。反転してからも、円安を後押すように、4月まで介入が続けられた。1999年9月から2000年4月まで、通貨当局による介入は、合計9回、金額は5兆4823億円に達した。その後、アメリカの同時多発テロが起こしたまで通貨当局による介入は行われなかった。

⑥ 2001年9月11日米国同時多発テロ以降による介入：

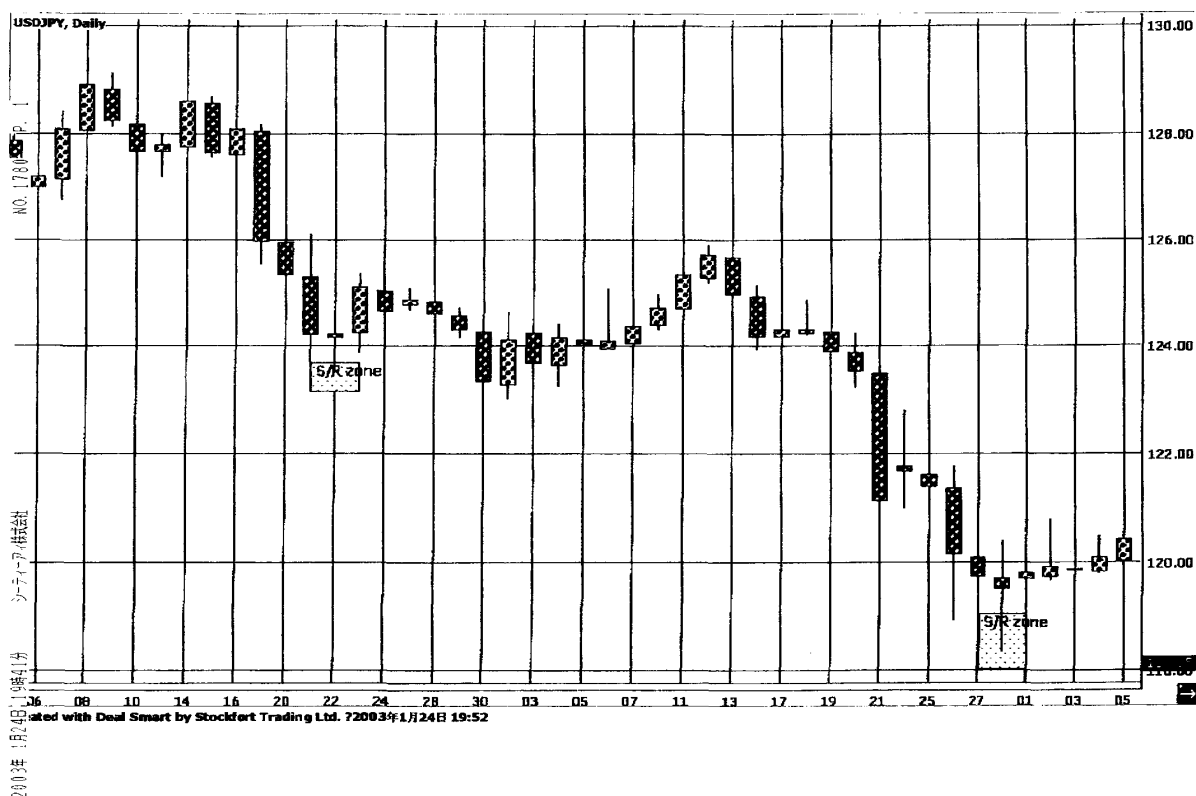
円相場は2001年の春には、120円台後半までに戻した。当時では、G7内では通貨政策転換が行われたようである。それにより、日米間、そしてG7内でも「弱いドル」から「弱い円」への変更が暗黙の了解事項になったのであった。

円相場は、7月まで122-126円台の間で推移したが、8月に入り、円相場は8月1日の125円台から月末に119円台を割り込み、円高局面に転じたのであった。9月に入り122円にもどしたものの、9月11日米同時多発テロにより、円は急上昇、その日だけで4円弱も円高が進んだのであった。その後、円高がさらに進行して、17日に116円台に突入した。この突発的な円高を阻止するために、通貨当局は一年5ヶ月ぶりに介入を行ったのであった。ドル買い介入は、9月17日の117円近傍で行われた。相場は20日の115円の半ばから反転して、円安へと向かったが、その後も引き押し介入が継続的に行われた。10月にはいり相場は再び120円台に戻り、その後、2002年の春まで、円相場は円安の方向で推移し、135円台まで円安が進んだ。

しかし、5月からアメリカ経済の低迷やエンロン、タイコ、ワールドコムなど企業のスキャンダルにより、アメリカ経済の先行きに対する不信感が強まり、加えて再びテロ事件に対する懸念からドルが売られ、円・ドル相場は、反転して円高ドル安に転じた。

そこで、5月22日から通貨当局によりドル売り・円買い介入が再び行われたのであった。介入は124円を割り込んだ時点で行われ、それにより、円は瞬間に1.5円の上昇見せたが、その後、投資筋のドル売りにより円は再び上昇した。そこで、23日から6月28日まで引き続き6回の介入が行われたが、円高の進行は一時的に緩められるものの、円高をとめることが

図4 米企業のスキャンダルによるドル安



出来なかった（図4を参照）。その後も円高基調が変わらなかった。

### 第3節 日本の為替介入の効果

第2節では、変動相場制の円ドル相場の推移と介入の局面について見てきた。円ドル相場の動きは日米の通貨当局により管理されているにも関わらずしばしば乱高下を繰り返した<sup>15)</sup>。この32年間のうち、円はドルに対して上昇を続け、最安値は固定相場制の360円、最高値は1995年4月19日の79.75円であった。その変動は極めて大きなものであった。つまり、この間で日本の株、土地、商品など全てがドル換算すると4.5倍になったことになる。

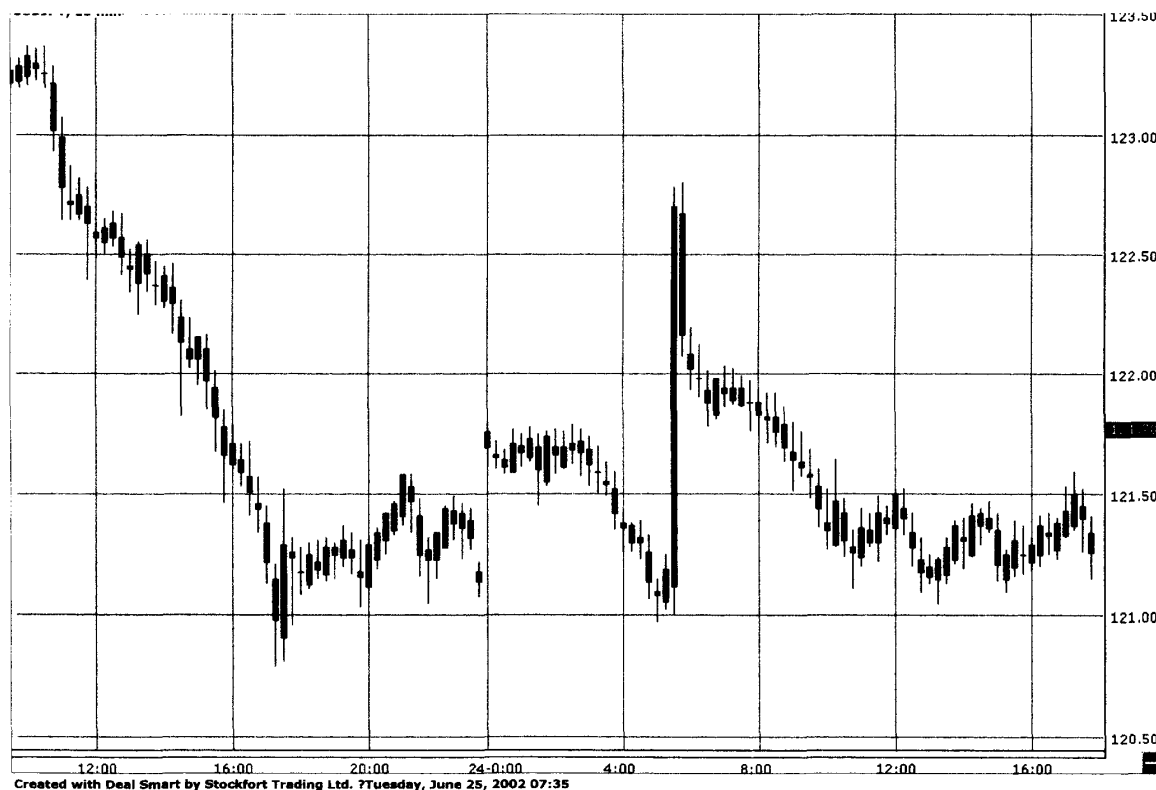
全観察期間を通じてみると、介入の防衛線が時代の推移・経済状況の変遷に伴って変わってきた。また、介入の意図も時の経済状況や為替の変動に応じて変わっているように見える。一般的に円高が行き過ぎの局面では、円売り・ドル買い介入が行われ、急速に円安が進行する局面では、通貨当局により円買い・ドル売り介入が実施されると言う「風に逆らう」タイプの反転・円滑化介入が多かったが、直近の為替の動きを助長するような「風に乗る」タイプの押し上げ介入も見られる。

介入効果について、単純に介入直前の為替レートの変化に比較して、介入直後の為替レートの

変化が、介入の意図していた方向に動いたかどうかを今までの介入の実績に見る限り、意図にかなった大きな成果をあげた介入もあれば、失敗に終わった例もある。例えば、プラザ合意による各国のドル高是正介入や、2001年9月にアメリカ同時多発テロが起こった後、通貨当局による米ドル安の阻止介入は、大きな成功と言えよう。逆に、ニクソン・ショックが起こった時期の介入や1995年前半為替相場が79.75円になった超円高期の日銀の単独介入でみても、その時期のアメリカの通貨当局との協調介入から見ても、期待された効果が得られたとは言いがたいであろう。実際、95年前半当時通貨当局内さえも介入しても成功しないという見方が定説になっていたのである。榊原当時の国際金融局長の分析によれば、その介入失敗の原因は、「①少額ずつ、②毎日のように、③市場に見え見えのやり方」にあるという<sup>16)</sup>。

確かに、介入は市場関係者に完全期待され、その上通貨当局の徹底的な介入決意がディーラーたちに浸透させないと、効果を上げることができない。図4は2002年夏に円高を阻止するため、通貨当局による連続の介入が行われた時期の為替レートを毎日のデータでプロットしたものである。そして、図5は6月の26日の円ドル為替を15分データでとったものである。図からわかるようにこの時期の介入にはそれほどの効果を上げていなかった。それが無効になった原因はまさに市場に見え見えのやり方、加えて、塩川財務大臣の115円の防衛線はどうしても守りたいものというような口先介入は市場に「通貨当局の限界防衛線は115円である」と思わせたことである。

図5 2002年6月26日介入前後の円ドルレートの推移



為替ディーラーから聞いた話だが、この時期では、当局の動きを事前に投機筋に読まれてしまうので、かれらはまず指値でドル買い介入に同調し、介入が終わった瞬間にすぐ利益を獲得するためドル売り仕切を行ったのであった。結局、円ドルレートは介入直前の水準に戻ったのであった。

逆に、介入は「サプライズ」が伴えば、おおむね成功しているように見える。反転レートに近いところで、少ない回数の大きい金額介入していた場合には、通貨当局の介入の強い意志を市場に印象づけるので効果大きい。また、財務大臣、財務長官といったメンバーが口先介入によって為替相場に影響を与えるような方法は、為替市場介入と同時にすることにより、介入による効果を大きくすることができる。さらに、単独介入よりも協調介入のほうが効率的である。例えば、95年8月2日に円高是正のために日米で押し上げ協調介入が行われたが、それは「サプライズ」は極めて大きな効果を上げていた。だが、ルーブル合意後のようなドル売りは止まらない異例もある。それは、ルーブル合意ではこれまでと同様、各国の強調介入水準が提示されなかったこと、ブラジルの債務不履行や、87年10月19日ブラックマンデーなどの問題がドル安を招くとの見方が市場内に根強く残っていたことに原因があると考えられる。

介入を成功させるために、情報戦略は極めて重要であることはいうまでもないであろう。情報をどうコントロールし、どのようなタイミングでどういう形で、どういう相手をターゲットとして発信していくかが重要な課題になる。

ところで、介入効果の分析手法はいろいろあるが、これまでの日本の通貨当局による介入効果の分析・研究を大きく分けると1)介入の為替レート変動への効果分析、と2)介入に関連した仮説の分析に分類することができる。1)は介入が行われたことによって、為替レートの動向にどのような影響を与えたのか、を分析したものであるが、2)は介入と金融政策との関連についての分析である。

日本の為替市場介入の効果について、これまでに行われた研究のうち、内外資産が完全代替で、合理的期待が形成され、介入が不胎化されるケースを扱った研究には、松本直樹(1997)があり、最適為替市場介入の理論モデルを構築した研究には、河合正弘(1986)がある。また、松本直樹(1997)は、実証分析によって通貨当局の反応関数を推定し、日銀の介入において不胎化政策が実施されていたか否かを調べ、介入政策がリスク・プレミアムを通じて為替レートに影響を与えるか否について検証した。一方、シグナル効果とその実証研究のサーベイ、および日本に関する実証研究として、渡辺(1994)を、レベルへの効果、介入の政策反応関数、介入利益の推定を行う分析として伊藤隆敏(2002)をあげることができる。そして、介入の有効性を「収益性基準」(Profitability criterion)の見地から捉え、日本の通貨当局による為替介入が為替レートの安定化に寄与したか否かを統計的分析したものとして、河合正弘(1986)、深尾光洋(2000)、伊牟田・森(2000)、伊藤隆敏(2002)等があげられる。

この「収益性基準」分析手法はM. Friedmanの理論によるものである。M. Friedmanによ

れば、民間の投機家は、外国通貨を、その価値が低いときに買い、高いときに売って為替差益を得ようとする。もし投機が成功し、利潤が発生すれば、投機家は為替レートの動きを安定化させるような取引を行ったと考えてよい。そこで、通貨当局も為替介入を一種の為替投機と見なして、当局が介入により利潤をあげるか損失を蒙るかにより介入の成果を判断できるはずである。つまり、為替レートの安定化と介入のもたらす収益性との間には強い相関が存在すると考えられる。介入により、ドル資産を買ったり、売ったりするわけで、為替差益・差損が売買の結果として生じる。また、売買の結果、ドルを買い越せば、その在庫の未実現評価益・損が発生する。介入により保有する外貨資産は、市場為替レートが変動するにつれて、評価益や評価損が生じるからである。さらに、円の調達金利とドルの資産運用金利差である利子差益・差損が発生する。ただし、市場介入の効果をこのような「収益性基準」により実際に評価する場合、注意すべき点がいくつかあげられる。

まず第1、通貨当局が将来の為替レートの動学経路や平均的トレンドを完全に予見することは不可能である。現実の為替市場には常に様々な需給攪乱が発生し、また新たなショック、情報がレートを大きく動かすものである。

第2、介入の収益性を正確に測定するためには、介入額のデータを正しく把握する必要がある。1990以前日本の通貨当局の介入額について、外務省によって発表されていなかったため、1990年以前の為替介入効果を分析する場合は、外貨準備の運用益を外貨準備額増減額から控除することにより介入額を試算するしか方法がないが、それは限界がある。

また、買い介入額と売り介入額とがバランスするような期間を取る必要がある。さもなければ、介入収益の大きさは評価為替レート（期末の為替レート）の水準に依存することになってしまう。例えば、ドル買い介入額がドル売り介入額よりも大きく、買い介入累積額がネットで正の場合には、為替レートの安定化にもかかわらず介入損失が発生する可能性がある。

第3、平均的な為替レートの上昇、または下降トレンドがある場合には、介入のもたらすキャピタル・ゲイン・ロスを検討するだけでは安定化的介入と収益性との間関係を十分に把握することは出来ない。このような場合には、外貨準備の運用による金利収入、金利機会費用を含めて介入収益を定義する必要がある。

上に述べた点を踏まえ、日本通貨当局による市場介入に収益をあげているのかどうかを算定する。推計に当たって、ここでは、1991年から2002年9月までの期間について、財務省が発表している為替介入のデータに基づき、為替介入の効果に関する分析を行う。データが公表された1991年以降の観察期間をみる限り、125円よりも円高（円ドルレートが、125円以下）の水準での円買い・ドル売りの介入実績はなく、125円よりも円安（円ドルレートが、126円以上）の水準での円売り・ドル買いの介入実績はなかった（表3を参照）。つまり、この期間を見る限り、日本の通貨当局は、1ドル=125円くらいを適正ラインと考え、ドルをそれよりドル価値が安いときに購

表3 各局面の介入の特徴

局面	始め	終り	介入方向	介入日 中心値 安値	介入日 中心値 高値	相場反 転日の 中心値	介入 日数	介入総額 (億円)
91年2Q	91. 5.13	91. 6.13	ドル売り	139.20 (137.20)	141.80 (141.80)	141.80	3	563
92年1-3Q	92. 1.17	92. 8.11	ドル売り	126.50 (123.30)	134.50 (134.75)	134.75	23	7,169
93年2-3Q	93. 4. 2	93. 9. 7	ドル買い	100.50 (100.50)	114.00 (114.05)	100.50	49	25,532
94年	94. 2.15	94.11. 3	ドル買い	96.45 (96.45)	105.10 (106.50)	96.45	55	20,639
95年1-3Q	95. 2.17	95. 9.22	ドル買い	81.80 (80.30)	99.90 (104.25)	80.30	43	49,589
1996年2月	96. 2.20	96. 2.27	ドル買い	104.40 (104.40)	105.70 (105.70)	104.40	5	16,037
1997年12月	97.12.17	97.12.19	ドル売り	127.00 (127.00)	129.00 (120.00)	134.30* (98.1.7)	3	10,591
98年2Q	98. 4. 9	98. 6.17	ドル売り	130.00 (128.00)	143.23 (146.70)	146.70	3	30,470
1999年1月	99. 1.12	99. 1.12	ドル買い	111.50	111.50	110.35* (99.1.11)	1	6,563
99年6-7月	99. 6.10	99. 7.21	ドル買い	118.93 (118.72)	122.65 (122.65)	118.72	6	38,677
99年9月- 2000年4月	99. 9.10	00. 4. 3	ドル買い	102.50 (102.15)	109.45 (111.70)	102.15	9	54,823
2001年9月	01. 9.17	01. 9.28	ドル買い	116.62 (116.00)	119.90 (120.02)	116.00	7	31,455
02年5-6月	02. 5.22	02. 6.28	ドル買い	123.87 (118.20)	120.20 (129.95)	115.50* (02.7.15)	7	39,924

注：1) 中心値安値・中心値高値の各欄については、各介入局面内の介入日のみ対象とした値、下段( )内は各局面内の、介入の有無にかかわらず全ての日を対象とした高値、安値の値である。

2) \*印は、反転が介入の開始日から終了日までの間には、起きなかったが、その近傍で起きた反転日のレートを入れている。

入し、高いときに売却するという資産運用をしていたとみなすことが出来る。表1に示されたように、この12年間で「ドル買い・円売り」は182回、合計28兆3239億円となっている。それに対して、「ドル売り・円買い」は、32回、合計4兆8794億円であった。この期間のドル買いがドル売りよりも金額が極めて大きいため、この期間で、外貨準備が大きく増加した。この期間購入時の円ドルレートと売却ときの円ドルレートの差によって生じた売買差益は、3兆4713億円近くになる。さらに、評価益、金利差益を加えると(詳細は表4を参照)、12年間の介入は、12兆円近くの利益を上げていたことになる。利益を出す介入は、相場の安定に貢献できると考えることができる。

表4 利子率格差利益

年	期	ドル金利 年率%	円金利 年率%	介入累積 ドル資産 100万ドル	介入累積 円資産 億円	利子率差益 億円	累積利益 億円
1991	2Q	5.6	5.5	-4	563		
	3Q	5.6	5.5	-4	563	0	0
	4Q	4.8	5.4	-4	563	1	1
1992	1Q	4.0	4.9	-14.4	1909	5	6
	2Q	3.8	4.4	-54.2	7094	11	17
	3Q	3.1	3.6	-59.2	7732	12	29
	4Q	3.1	3.1	-59.2	7732	4	33
1993	1Q	3.0	3.1	-59.2	7732	6	39
	2Q	3.1	2.4	97.8	-9381	27	66
	3Q	3.1	1.6	179.6	-1780	76	142
	4Q	3.1	1.6	179.6	-23404	79	221
1994	1Q	3.3	1.6	233.5	-31543	114	335
	2Q	4.1	1.6	313.6	-34882	206	541
	3Q	4.6	1.6	347.5	-3844	256	797
	4Q	5.4	1.6	384.1	-56394	359	1156
1995	1Q	5.9	1.6	582.2	-62445	601	1757
	2Q	5.8	1.6	653.7	-88029	551	2308
	3Q	5.5	0.9	920.4	-88029	993	3301
	4Q	5.4	0.4	920.4	-104066	1173	4474
1996	1Q	5.1	0.4	1073.2	-104066	1344	5818
	2Q	5.2	0.4	1073.2	-104066	1397	7215
	3Q	5.2	0.4	1073.2	-104066	1416	8631
	4Q	5.1	0.4	1073.2	-104066	1440	10071
1997	1Q	5.2	0.4	1073.2	-104066	1587	11658
	2Q	5.2	0.4	1073.2	-104066	1564	13222
	3Q	5.2	0.4	1073.2	-104066	1541	14763
	4Q	5.2	0.4	990.7	-93475	1520	16283
1998	1Q	5.2	0.4	990.7	-93475	1556	17839
	2Q	5.1	0.4	758.2	-63005	1249	19088
	3Q	4.9	0.4	758.2	-63005	1237	20325
	4Q	4.3	0.2	758.2	-63005	945	21270
1999	1Q	4.5	0.2	817	-69568	1036	22306
	2Q	4.6	0.03	1025	-94584	1416	23722
	3Q	4.8	0.04	1231.6	-118440	1670	25392
	4Q	5.2	0.12	1377.6	-133492	1832	27224
2000	1Q	5.7	0.07	1527.6	-149214	2305	29529
	2Q	5.9	0.05	1659.6	-163068	2589	32118
	3Q	6.2	0.25	1659.6	-163068	2665	34783
	4Q	6.2	0.41	1659.6	-163068	2658	37441
2001	1Q	4.9	0.23	1659.6	-163068	2307	39748

注：1) ドル金利は、Treasury bill 3ヶ月もの利回り、円金利は、為券3ヶ月もの利回りである。

2) t期におけるドル建て(円建て)資産残高は、t-1期におけるドル建て(円建て)資産残高にt期の介入によるドル建て(円建て)資産増加の合計である。マイナスは負債を表す。

3) 利子所得 = (ドル資産残高×金利×1/4) + (円資産残高×円金利×1/4)

ドル資産、円債務の場合には、ドル金利×ドル資産×円ドルレートが利子収入、円金利×円債務が、利子支払いを意味する。その合計は、t期における利子収入と支払いの差額となる。

4) t期の累積利子収入は、t-1期の累積利子収入とt期の利子収入の合計である。なお、それは過去の累積収入を運用したら得られたであろう利益を考慮していない。

## むすび

本論文では、変動相場制以降日本の為替介入実績のデータを用いて、介入いろいろ局面概観し、「収益性」の視点から介入の効果を分析した。まずは、外国為替市場介入の制度的な側面、介入の方法、目的、効果などを理論的、現実的な視野から概観した。次に日本の通貨当局がどのような外国為替市場政策を実施してきたかこれまで32年間のドル・円レートの推移と介入局面の関係を解説し、為替介入は時代や経済環境の変化に伴ってスタイルが変わりつつあることを述べた。さらに、介入効果の分析について、その判断基準を説明し、その介入はどの程度効果を上げているかを実証分析によって解明した。そして、その介入はどのような条件の下で効果を発揮しうるかを考察した。

介入直前の為替レートの変化に比較して、介入直後の為替レートの変化が介入意図した方向に動いていたかどうかと検討すると、顕著な効果を上げる介入もあれば、失敗に終わる介入もあった。介入は「サプライズ」が伴えば、おおむね成功しているに見える。反転レートに近いところで、少ない回数の大い金額介入していた場合には、通貨当局の介入の強い意志を市場に印象づけるので効果が大きい。また、財務大臣、財務長官といったメンバーが口先介入によって為替相場に影響を与えるような方法は、為替市場介入と同時に行うことにより、介入による効果を大きくすることができる。さらに、単独介入よりも協調介入のほうが効率的である。逆に、介入が、事前に市場関係者に読まれてしまうと効果が上げにくいものになる。

さらに、介入効果を「収益性基準」を用いて検討すると、1991年から2002年年末までの12年間通貨当局は円ドルレートの売買介入によって3兆4713億円の売買益が上げていることがわかる。さらに、評価益、金利差益を加えると、12年間の介入は、12兆円近くの利益を上げていたことになる。M・フリードマン的に考えて、利益を出す介入は、相場の安定に貢献できるといえよう。

## 注

- 1) Friedman, Milton (1953), pp.157-203
- 2) 日本の介入データについては、ごく最近まで、データは公表されていなかったが、財務省は、2000年4-6月に行われた介入のデータを2000年8月7日に公表して以降、四半期ごとに、日次介入データを開示している。また、2001年7月13日、外国為替市場における財務省・日本銀行による過去の10年分のデータを公表した。
- 3) 榊原英資 (2002), p.71-72。なお、介入については、アメリカにおいても、財務長官が主導権をもち、財務副長官や担当次官などを加えた少数のグループによって決定され、アメリカ連邦準備制度が協力して介入を実施する。上川孝夫・新岡智・増田正人 (2000) を参照。
- 4) 中央銀行の覆面介入の説明について、Bhattacharya and Weller (1992) は、中央銀行の目標為替相場を正確に市場参加者に伝えてしまうと、投機的攻撃を招く危険があり、これを避けるためには目標為替相場を曖昧な形で伝える必要があると主張している。

また、Dominguez and Frankel (1993) は、将来の金融政策を変更する意図がないにもかかわらず、他



国の中央銀行と協調介入をせざるを得ない状況では当該外中央銀行はこの介入が将来の金融政策変更のシグナルと受け取られることを避けるため、秘密に介入することを選択するとの仮説を提示している。

- 5) 政府が外国為替等の売買を円滑に行うためにおかれた、外国為替資金を経理する特別会計。この会計の実際の事務は日本銀行に委任されている。
- 6) 河野龍太郎「円安誘導」、『週刊 ダイヤモンド』第90巻, 49号, p.118。
- 7) 現在世界為替市場の一日の取引量は1.5兆ドルといわれている。
- 8) 介入のこうした効果はシグナル効果と呼ばれ、Friedman, Milton (1953), Mussa (1981) 等多くの経済学者によりその重要性が指摘されている。
- 9) 「ガイドライン」については、小宮・須田 (1983, pp.210-220) を参照。
- 10) 不胎化介入について小宮・須田 (1983, p.268), 深尾 (1983, p.193) を参照。
- 11) 榊原英資 (2002) p.174-176。
- 12) 1991年以前の介入額について、公表されていないため、ここでは、外貨準備の増減から保有外貨の利回り分を控除して推計した。円建ての介入額相当分をCD3ヶ月物金利で資金調達していると考える。
- 13) 上川孝夫・新岡智・増田正人 (2000) p.158, 表5-1を参照。
- 14) W. W. グライムス (2002), p.173.
- 15) 榊原英資 (2002), P.195。
- 16) 変動相場制の下では、為替レートの形成は市場の需給実勢に従うから、確かに管理が難しいですが、その変動はアメリカの為替政策に影響を大きく受けていることも否定できない事実である。アメリカは世界の基軸通貨などと言いながら、政権が変わるたびに、いとも簡単に為替に対する基本政策を変えた。それは、投機筋に動機を与え、異常なドル乱高下のきかけをつくった一つの原因である。

#### 参考資料一覧

- 大蔵省大臣官房調査企画課 (1990)『最新 金融・証券・為替キーワード』経済調査会。
- 上川孝夫・新岡智・増田正人 (2000)『通貨危機の政治経済学』, 日本経済評論社。
- 松本直樹 (1997)『為替レートと介入のマクロ分析』日本評論社。
- J. A. フランケル・服部彰 (1992)『1990年代の国際政策協調』同文館。
- 村松岐夫・奥野正寛 (2002)『平成バブルの研究』東洋経済新報社。
- 深尾光洋 (2000)『金融不況の実証分析』日本経済新聞社。
- J. ニーハンス (1986)『国際金融のマクロ経済学』(訳:天野明弘・井川一宏・出井文男) 東京大学出版会。
- 渡辺努 (1994)『市場の予想と経済政策の有効性』東洋経済新報社。
- P. D. グラウウェ (2001)『国際通貨』(監訳:寿崎雅夫・平島真一) 東洋経済新報社。
- W. W. グライムス (2002)『日本経済 失敗の構造』(監訳:太田昶) 東洋経済新報社。
- J. ウィリアムソン・M. H. ミラー (1988)『為替レートと国際協調』(監訳:天野明弘) 東洋経済新報社。
- 木村剛 (2002)『円が日本を見棄てる』実業之日本社。
- 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。
- 宮崎義一 (1993)『複合不況』中央公論者。
- 高尾義一 (1995)『平成金融不況』中央公論社。
- 国際通貨研究所 (2001)『外国為替の知識』日本経済新聞社。
- 吉川洋 (1999)『転換期の日本経済』岩波書店。
- 吉富勝 (1999)『日本経済の真実』東洋経済新報社。
- 松藤民輔 (1994)『脱・金融大恐慌』かんき出版。
- 古海建一 (1990)『外国為替入門』日本経済新聞社。

- 吉本佳生 (2001) 『ニュースと円相場から学ぶ 使える経済入門』 日本評論社。
- 福田慎一・堀内昭義・岩田一政 (2000) 『マクロ経済と金融システム』 東京大学出版社。
- 林康史 (1994) 『ゼミナール 相場としての外国為替』 東洋経済新報社。
- リチャード・クー (1999) 『日本経済・回復への青写真』 PHP 研究所。
- 佐美光彦 (1998) 『「大恐慌型」不況』 講談社。
- 丹羽春喜 (1999) 『日本経済再興の経済学』 原書房。
- 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。
- Friedman, Milton (1953), “The Case for Flexible Exchange Rates,” in his *Essays in Positive Economics* (Chicago: University of Chicago Press), pp.157–203.
- Dominguez, Kathryn and Jeffrey Frankel (1993), “Does Foreign Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect.” *American Economic Review* 83, No.5: 1356–69.
- Mussa, Michael (1981), *The Role of Official Intervention*. Group of Thirty Occasional Papers, No.6. New York: Group of Thirty.
- Bhattacharya, Utpal, and Paul Weller (1992), “The Advantage to Hiding One’s Hand: Speculation and Central Bank Intervention in the Foreign Exchange Market” CEPR Discussion Paper #737.