

[共同研究]

為替介入の効果と日銀の金融調整に関する理論及び実証分析

共同研究者

代表 小 卷 泰 之 (日本大学経済学部教授)

竹 田 陽 介 (上智大学経済学部教授)

はしがき

私たちは、日本大学経済科学研究所共同研究プロジェクトとして、「為替介入の効果と日銀の金融調整に関する理論及び実証分析」という課題に基づき、為替市場における為替介入に関するデータベースの構築(日次ベース)及び、介入の経済効果に関する実証的研究を実施した。以下の論文は、構築したデータベースを基に、1985年から87年の為替が大幅に変動した時期について得られた成果の一部をまとめたものである。

為替介入の経済効果に関する先行研究は、米国を中心に多くみられるものの、日本での介入効果を分析した研究は、近年までほとんど限られていた。これは、介入実施に関する情報開示が不十分であったことが主因である。また、為替介入が定期的かつ頻繁に行われるものでなく、一旦実施されると集中的に実施されることなどから、実証分析を困難にしていることも指摘できよう。

情報開示については、米国ではFRBの四半期報告である“Federal Reserve Bulletin”の中(“Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations”)で、為替介入オペレーションの実施日、通貨、金額、実施の背景等といった情報が公表されている。しかしながら、日本では、2001年7年になってようやく1991年7月以降の介入状況(「外国為替平衡操作の実施状況」)が公表されており、それ以前の為替介入の効果について分析しようにも、日本からの為替調整に関する分析は困難なものとなっている。

したがって、本研究ではその研究期間の多くの時間をデータベースの構築に時間を割く結果となった。為替市場の価格形成に影響を与える情報としては、為替介入だけでなく、日々の資金需給調整を含む金融政策の変更に関する情報、GDP、物価、失業率、国際収支などの経済ファンダメンタルズに関する経済統計、さらに、通貨当局者の発言も含まれる。また、経済ファンダメンタルズの情報に関しては、多くの場合、その実績値よりも事前に市場で予測されている市場コンセンサスともいうべき情報と実績値との乖離が重要な情報となっている。しかも、実績値は、現時点で入手できる経済統計は既に改訂されたデータであり、当時のデータとは大きく異なる可能性が高い。

そこで、データベースの構築にあたっては、外国為替相場の場合に関する新聞報道(日本経済新聞、日経金融新聞)ベースの情報に加えて、リアルタイムな実績値、当時の市場コンセンサスについても、日次ベースにて、1980年から2000年まで21年(約7700日分)のデータ(全133系列)の収集をおこなった。地味な作業であるものの、これにより1980年代以降の外国為替市場に関するデータベースが構築できた。

もちろん、新聞報道ベースの介入情報が必ずしも実際に介入が行われたことを保証するものではない。

新聞報道ベースの情報を用いた先行研究によれば、かなりの部分に偽の情報が含まれていることが示されている。しかし、現実には介入の事実が全てリアルタイムに伝わるとは限らず、仮に介入情報が誤報であるにせよ介入に関する情報が市場に伝われば、価格形成に影響を与えていると考えられる。

ただし、公式情報が入手できるとしても、介入効果に関する分析が十分になるとは限らない。公式情報では、介入の形態(自己勘定か委託かなど)及び実施された市場や時間が明らかではなく、一つの市場を基準とする分析では、その間に複数の市場で伝わった他の情報の効果が混在している可能性がある。新聞報道ベースの情報では、公開情報の問題点を改善できると期待できる。

本研究のもう一つの課題である「為替介入と日本銀行の金融調整との関係」については、データの利用可能性から進展していない。日次ベースのデータでは、資金需給の結果のデータであり、市場においてどのような形で介入後に、不胎化介入が実施されたのか明確ではない。この点については、さらに High frequency なデータが必要であり、今後の課題とした。

本論文では、上述のデータベースをもとに、1980年代後半の介入情報の影響について分析をおこなっている。

データ収集およびデータセット、推計については小巻が主に担当している。ただし、データの精査は共同でおこなった。1980年以降および2006年時点における為替介入を巡る外部環境のサーベイ、推計モデルの構築は主に竹田陽介教授が担当している。1980年代後半以降の為替介入の効果に関する先行研究のサーベイは共同でおこなっている。

当時は、1985年9月のプラザ合意により為替レートが大きく変動し、為替介入を含む通貨当局の為替市場への人為的な介入の成功例として取り上げられている時期でもある。データベースの特性を活かすために、介入に関する情報の「第1報」が伝わった市場を起点として、介入情報による為替市場の価格形成への影響について、即効的な効果の検証を行う。また、実際の介入は、全てが突然実施されるわけではない。その前後に、通貨当局関係者による発言も市場に伝わるのが通例である。このような発言を口先介入として、その効果も検証する。

1980年代後半の介入情報の影響について、本論文で得られた結論を要約すれば、以下の通りである。

- 1) 観測介入の効果は認められるものの、口先介入の効果の方が有意である場合が多く、効果も持続性が高い。
- 2) 観測介入は、東京市場ではドル買い介入の場合有意であるものの、ドル売り介入は有意ではない。プラザ合意を含む介入は、他国での市場で効果が有意である。
- 3) 口先介入の効果については、NY市場で伝わった発言が有意である。しかも、その効果は持続性が高い。口先介入の所属別の効果は、中央銀行より政府当局者の発言が為替市場に影響を与えている。

東京市場で伝えられた介入情報は多いにも関わらず、NY市場で伝えられた口先介入がドル円相場の価格形成に大きな影響を及ぼしている。また、実際の為替介入も東京市場で多数実施されたにも関わらず、為替相場は当局の意図とは異なり、一方向の大きな変動を引き起こすこととなった。東京市場における1980年代後半期の為替介入の効果を弱めた要因は、中央銀行と政府間、及び国際間における非整合な政策の結果といえるのではないかと考える。

(小巻泰之稿)