

変動為替相場（フロート）と資本移動

——金利裁定と為替投機を中心として——

建 部 和 弘

目 次

はじめに

- 1 1980年代前半の「不均衡拡大」問題とその要因
- 2 金利裁定と為替投機
- 3 アンカバーの金利裁定とファイナンスおよび為替相場
- 4 アンカバーの金利裁定と政策対応

むすび

はじめに

変動為替相場のもとで期待された経常収支（または経常収支と直接投資収支とを合計したある種の基礎的収支）の均衡化メカニズムは、とくに1980年代に入ってから、まったく期待外れに終わった。期待が外れた主要な理由は、レーガノミックスの失敗にあるが、それに関わる国際金融上の説明の問題としては、(理論的には)第1に為替リスクと予想と投機に関する捉え方の問題、第2に金融市場のオープン化の問題、第3に国際通貨システムの問題（「フロート・ドル体制」の不安定性）が指摘できる。本稿では、これらのうち、第2（オープン化）と第3（「フロート・ドル体制」）の問題については必要な限りの言及に止め、第1の問題に焦点をあてて、とくに1980年代半ばにかけて生じたアメリカの対外不均衡（赤字）に関わる国際金融上の基本

的問題を明らかにする。その中心を占める最も重要な論点は、国際間の金利裁定と為替投機との関係をどのように捉えるかにある。これら（とくに金利裁定）をめぐっては、すでに1980年代前半において、大きな議論のあったところである⁽¹⁾。

以下では、そうした議論に直接立ち入ることは避けて、そうした説明における未解明部分、または不十分と思われる部分、とくにアンカバーの金利裁定の位置づけとその為替投機との相違点、およびこれらと予想の変化との関係などの諸点を中心に（またそれに基づいてフロート＝変動相場のもとでの資本移動と国際収支＝外為需給との関係を中心に）、筆者の解釈に基づく説明を試みる。まず1980年代半ばまでの実態を、日米間を念頭において簡潔に示し、次いでその基本的要因としての金利裁定と為替投機について説明し、さらにアンカバーの金利裁定とファイナンスと為替相場との間の関係を述べ、最後にアンカバーの金利裁定と政策対応について言及する。

1 1980年代前半の「不均衡拡大」問題とその要因

1980年代前半期における最初の為替相場（ドル高）のヤマ場は、1981年末（第4四半期）から1982年秋にかけて訪れた。日本円は一気に280円近くまで下落して、1978年秋の円高と対比すると、100円以上にものぼる大幅な円安へと落ち込んだ。その後は、1983年にかけて一時的な反転（円高ドル安）となったが、間もなく、再逆転期を迎え、とくに1984年第3四半期から1985年のいわゆるプラザ合意まで、日本の通貨当局は、繰り返し円安局面に対処せざるをえない状況に陥ったのである。その間、日本の経常収支は1982年以降、急激に黒字を拡大していくこととなり、日米間では、全般的な経済摩擦

(1) 小宮隆太郎・須田美矢子『現代国際金融論〔理論編〕』第5章、第6章と同『現代国際金融論〔歴史・政策編〕』第9章（日本経済新聞社、1983.）参照。

表1-1 円・ドル為替相場と日米間長期金利差（四半期）

	1981				1982				1983			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
ドル実効	105	112	118	114	119	123	129	131	127	131	136	136
為替相場	205	220	231	224	233	244	258	259	235	237	242	234
最高値	198	211	225	213	217	231	249	233	227	230	235	231
最安値	213	229	247	236	248	258	269	278	241	243	247	237
US金利	12.7	13.4	14.5	14.1	14.2	13.7	12.9	10.7	10.8	10.8	11.7	11.9
J 金利	8.6	8.6	9.3	8.3	7.7	8.0	8.3	8.0	7.6	7.5	7.4	7.0

	1984				1985				1986			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
ドル実効	137	138	147	151	160	155	147	137	129	123	118	118
為替相場	231	229	243	246	257	250	238	207	187	170	155	160
最高値	220	222	237	240	250	246	215	200	174	160	153	153
最安値	234	238	248	251	263	256	246	218	200	182	164	164
US金利	12.0	13.2	12.8	11.7	11.7	11.1	10.7	10.2	8.9	7.6	7.3	7.2
J 金利	6.8	7.0	6.9	6.4	6.5	6.3	6.0	6.3	5.2	4.9	4.8	4.7

	1987				1988				1989			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
ドル実効	111	107	109	103	100	99	105	101	103	107	108	105
為替相場	153	142	146	135	128	125	133	125	128	138	142	143
最高値	144	137	140	121	120	123	131	120	123	130	135	138
最安値	159	147	153	147	131	133	136	133	133	151	148	144
US金利	7.0	8.3	8.8	9.1	8.4	8.9	9.1	8.9	9.2	8.7	8.1	7.9
J 金利	3.9	3.5	4.8	4.4	4.0	4.2	4.6	4.1	4.5	4.9	5.0	5.6

US=米国, J=日本

ドル実効相場 1980年=100 (小数点以下切り捨て)

為替相場 単位=円 (小数点以下切り捨て), 期中平均相場

最高値, 最安値=円の対ドル相場

US金利=US長期財務省証券の利回り, J金利=日本長期大蔵省証券の利回り, %

資料 ドル実効=ドル実効相場 (MERM), International Financial Statistics, 各号

為替相場=円・ドル相場, IMF, 同上, 各号

円・ドル相場, 最高値&最安値=『国際金融』各号

US金利, J金利=International Financial Statistics, 各号

表1—2 アメリカと日本の国際収支
アメリカの国際収支主要項目 単位：億ドル

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
BOC	69	-59	-401	-990	-1223	-1454	-1602	-1262	-921	-993
BODI	156	162	115	226	9	78	27	409	290	-107
BOPI	39	94	35	405	645	605	374	413	540	-237
BOBp	-221	-88	318	502	598	356	402	47	305	788
BOFo	2	14	-46	0	49	-359	-545	-357	167	-303

BOC=経常収支, BODI=直接投資収支, BOPI=証券投資収支,
BOBp=銀行部門収支, BOFo=通貨当局 (US=受取-)
なお政府資産取引は含まれていない。BOBpには誤差・脱漏が含まれている。
資料 US, Dept. of Commerce, Survey of Current Business, June 1991に基づき作成。

日本の国際収支主要項目 単位：億ドル

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
BOC	48	69	208	350	492	858	870	796	572	358
BODI	-47	-41	-32	-60	-58	-143	-184	-347	-452	-462
BOPI	-27	-124	-145	-480	-597	-1188	-943	-767	-233	242
BOBp	58	46	-19	208	165	630	649	480	-15	-215
BOFo	32	-51	12	18	2	157	392	162	-128	-78

BOC=経常収支, BODI=直接投資収支, BOPI=証券投資収支,
BOBp=銀行部門収支, BOFo=通貨当局 (日本=受取+)
BOBpには誤差・脱漏が含まれている。
資料 日本銀行『国際収支統計月報』1991. 4.

が深刻化することとなった。(表1—1, 表1—2参照。)

これらの一連の事態について、どのように説明すべきか、いろいろな試みが行われたが、いぜんとして明快な説明は現われていないようである。以下では、現実的なアプローチとも、あるいは中間的理論ともいべき立場から、ささやかな説明を試みるが、その前に、まず1980年代前半の問題状況を通説的立場から要約的に示すことから始めよう⁽²⁾。

1980年代前半の問題を一言でいえば、それは1980年前後におけるアメリカ

のポリシー・ミックス（財政・金融政策の組み合わせ）の大転換による、ということにつぎる。金融政策では、1979年のボルカーによる金利重視からマネー・サプライ重視への転換が、財政政策では、1981年からのレーガン政権によるいわゆるレーガノミックスの登場がそれぞれ指摘できる。とりわけ後者の政策が、とくに歳出削減面において、不完全なままで追求されたことは、財政赤字の急拡大と巨額化（財政大幅緩和策）をもたらし、それに伴うインフレ懸念を抑制するためのマネー・サプライの厳しい管理（金融引締め策）を強めることとなった。この新たなポリシー・ミックスが、高金利（内外金利差の拡大）とドル高の基本的要因となった。それでは変動相場のもとで、高金利がなぜドル高につながったのであろうか。通説では、金利差（または実質金利差）による高金利通貨ドルの選好（アメリカへの資金の流入）として説かれるのであるが、しかし十分に説得的に論じられたわけではない。それに対して重大な批判が理論的に提示されているからである⁽³⁾。その疑問に対して、まともな解答が示されたようにもみえない。

そこで以下では、まず金利裁定と為替投機に関する基本的な説明から始める。やや詳細になるが、それは、アンカバーの金利裁定と為替投機との区別が通説の未解明部分を明らかにするうえで、重要な位置を占めると考えられるからである。

2 金利裁定と為替投機

(1) カバーつき金利裁定（金利裁定関係）

居住者にとって、カバーつき金利裁定とは、海外との金利差（海外の高金

(2) 通説に基づく代表的な議論は、吉富勝『レーガン政策下の日本経済』（東洋経済新報社、1984.）である。第2章参照。

(3) 小宮・須田、前掲書参照。なお通説的立場からの反論としては、寿崎雅夫「わが国における経常収支黒字拡大のメカニズム」『東京銀行月報』38-3（1986. 3.）がある。

利)を考慮した対外債券投資など(直物外貨買い)に関連して、運用期間中のリスクを回避するために先物外貨売り予約を行う取引のことをいう。調達についても海外との金利差(低金利)を考慮した対外借入れなど(直物外貨売り)に関連して、調達期間中のリスクを回避するために返済時期の先物外貨買い予約を行うことをいう。非居住者は逆である。以下では、運用面に焦点をあてて、まず金利裁定関係(カバーつき金利平価)の説明から始める⁽⁴⁾。

日本の居住者(機関投資家)が資金運用を行う場合、国内と海外(US)とで同種で同期間(または同じ残存期間)の国債の利回りを比較して、高金利通貨であるUSドルを選好するものとしよう。日本の利回りを i_J 、USの利回りを i_A とし、1円を1年間運用した場合、日本では、 $1+i_J$ の元利合計を、アメリカでは、 $\frac{1}{r_s} \cdot (1+i_A) \cdot \overline{r_s}$ の元利合計を獲得できる⁽⁵⁾。

ここで、 r_s は投資時点における直物相場で、 $\overline{r_s}$ は1年後の回収時点における直物相場である。この両者がかりに同じであれば、投資家は高金利通貨のドルに投資(証券投資)することによって、日米間の金利差をそのまま稼ぐことができる。

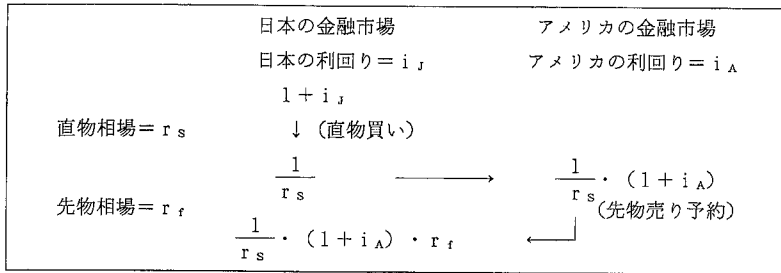
しかし変動相場のもとでは、1年後のドル相場は不明であり、金利差を上回るドル相場の下落によって逆に損失を被るかもしれない。したがって、この為替リスクを回避するための取引として、投資時点で1年先の先物ドルの売り予約を行って、金利差益を確定する必要が生じる。この先物相場を r_f とすると、対米運用における元利合計は、 $\frac{1}{r_s} \cdot (1+i_A) \cdot r_f$ となる。

(4) 前掲書のほかに、Peter Kenen, *International Economy*, 1985. の第15章や、深尾光洋『実践ゼミナール 国際金融』1990. の第2章がある。

(5) 運用期間はさまざまだが、ここでは便宜的に1年を想定して説明する。運用期間については、通常は長期資本として扱われる債券投資が実際には、1980年代に短期運用として行われることが多かったことをつけ加えておこう。

ちがいは、不確実であった1年後の直物相場に対して、投資時点において成立している1年後の先物相場で回収時点の相場を確定するところにある。そこで直物買いの先物売りが増加するなかで、直物相場に比べて、先物相場が安くなる（先物ドルのディスカウント）。この減価分だけ回収時点における為替差損が発生することになる。（図2-1参照。）

図2-1 カバーつき金利裁定
投資時点における回収時点の為替レートの予約（同時点の為替取引）= リスク回避



(a) 金利裁定関係 $1 + i_J = \frac{1}{r_s} \cdot (1 + i_A) \cdot r_f \rightarrow$ 資金移動なし
(金利平価)

$\frac{r_s - r_f}{r_s} = i_A - i_J$ 直先レート差 = 金利差

(b) 裁定損益関係 左辺 < 右辺 (US不利の為替差損 < US有利の金利差益)
→ 直物買い・先物売りの増加 → 直先レート差拡大 (金利差縮小)

(c) 裁定損益関係 左辺 > 右辺 (日本有利の為替差益 < 日本不利の金利差損)
→ 直物売り・先物買いの増加 → 直先レート差縮小 (金利差拡大)

金利差益が為替差損を上回る間は、高金利通貨ドルの選好が続くが、両者が等しくなれば、対米債券投資は停止することになる。この状態をカバーつきの金利平価（金利裁定関係）と呼ぶことにすると、国際間の資金移動が活発な状況のもとでは、金利差と直先レート差との間でわずかでも開きが生じるときには、カバーつき金利裁定が直ちに行われて、両者は一致する方向にサヤ寄せされる⁽⁶⁾。

またなんらかの事情で金利差益が為替差損を下回るときには、非居住者（アメリカ側）からみて、先物円高（円のプレミアム）の魅力が生じ、対日

債券投資を行えば、金利差損を上回る為替差益を獲得することができる。この場合にも、直物円買いと先物円売り予約の取引が増加して、円に関する直先レート差は縮小（金利差は拡大）する。こうして日米どちらの側からみても、国内の運用と相手国の運用とが同じ元利合計を得る状態に戻る。

為替も金利も変動する現代では、両者の変動のなかで活発な裁定取引が行われていることはいうまでもない。しかし能動的・積極的に裁定益の獲得を目的とする取引そのものは、その取引相手が裁定損を被ることを考慮すれば、実際にどの程度の額になるのか疑問が残るだろう。（取引額の多いスワップのうち、どれだけがこの目的に基づくものであるかは明らかではない。）またこの取引が為替相場の変動に大きな影響を及ぼすことはほとんどないとみてよいだろう。

(2) アンカバーの金利裁定

アンカバーの金利裁定は、2国間における金利差を利用した、有利な資金の調達や運用、つまり低い金利の通貨の借入れや高い金利の通貨への投資を行うことによってコストの引下げや金利差益の獲得を目指す一方で、運用期間中や調達期間中の為替リスクについては、さしあたり回避の措置（先物予約）をとらないままにしておく取引である。この場合、フロートのもとでありながら、なぜ為替リスクを負う先物未予約の状況が生まれるかが問題となる。ここで確認すべき重要な論点は、こうした取引を行う投資家が近い将来の為替相場について、どのような予想をもつかということである。（投機に関する予想は次項で取り上げる。）

予想の形成については議論の多いところであるが、ここでは理論レベルの

(6) カバーつき金利裁定については、スワップのかたちで活発に行われている。しかしこれは基礎的取引から生じる外為のニーズに受動的に応じた結果として、為銀が資金操作と為替操作のために行うものであって、ここでいう能動的・積極的な裁定操作とは性質が異なるものである。

問題には立ち入らない。必要なことは、アンカバーの金利裁定が行われるのは、投資家が当面の為替相場（高金利通貨の相場）について、その下げ止まりか、近い将来のある程度（たとえば内外金利差の範囲内）の安定かを予想することにあることを確認することである。変動する為替相場のもとでは、特定の通貨が、長期的なトレンドをめぐってときに大きく、ときに小さく下落局面と上昇局面とを短期的に、あるいは中期的に繰り返す。同時に、それぞれの局面のなかで、小安定や小反転の局面がある（中期サイクルにおける踊り場の局面）。

そうした中期的サイクルのなかで、たとえば、金利差を上回る為替リスクが予想される場合（為替相場の大幅下落局面）では、金利裁定益目的のアンカバーの金利裁定は停止する。このケースでは、基礎的収支の赤字国はそれを埋めるファイナンスが得られなくなり、それだけ為替相場が下落することになる。ここで注意すべきことは、たとえ金利差が大きくても、こうしたケースはいくらでも起こりうる、ということである⁽⁷⁾。為替相場の決定要因について、金利差説の一般化が困難で大きな限界をもつのは、この点に関わっており、無理な一般化に対して批判を受けるのは当然のことである。

そうしたケースに陥ることを防止するためには、政策面からの為替市場への介入による直先レート差の縮小や金融政策による金利差の拡大など、なんらかの積極的な対応が不可避となる。なお資金の流出防止に止まらず、必要なファイナンスを得るために行われる追加的な金利の引上げ分のことを、リスク・プレミアムと呼ぶが、ここでは立ち入らない⁽⁸⁾。

逆に金利差を下回る為替リスクが予想される場合（為替相場の下げ止まり局面か安定局面か）では、アンカバーの金利裁定は活発化する⁽⁹⁾。その結果、

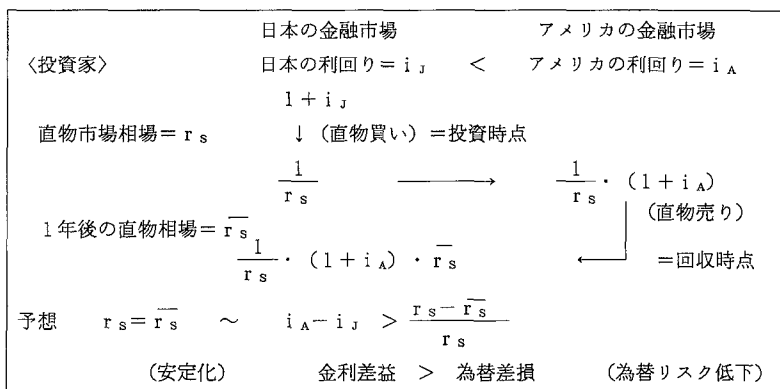
(7) この問題の深刻化のケースは、赤字国からの資金流出が加わる場合である。第3節でオーバーシュートングとして取り上げる。

(8) リスク・プレミアムを重視する説については、深尾光洋、前掲書、のほかに、『為替レートと金融市場』がある。

金利差は縮小し、赤字国の為替相場は一時的に上昇する。ここで注意すべきことは、アンカバーの金利裁定にとっては、下落局面の停止（下げ止まり）や安定化局面で十分だ、ということである。為替相場の決定要因について、一方で為替投機説は、予想の変化の一般化を重視する余り、この点の重要性を無視してしまった、他方で金利差（金利裁定）説もここで指摘した予想の「変化」との関連を明確化できないままにきてしまった、といわなければならない⁽¹⁰⁾。そうしてこのケースでは、通常これが基礎的取引における対外赤字のファイナンスの役割を果たすのである。（図2-2参照。）

ここで注意すべきことは、このアンカバーの金利裁定は、外国為替市場の需給関係に対して、追加的な需要となり、実際には、外国為替の需給バランスの状況次第で、外貨（高金利通貨）の為替相場の下げ止まりや安定化に止

図2-2 アンカバー金利裁定（先物未予約 金利差益の獲得目的）
投資時点と回収時点との為替取引の時間差（異時点間の為替取引）=リスク考慮



$r_s < \bar{r}_s$ のケース → 金利差益 + 為替差益 (通常 = 短期的収束)

同大幅持統のケース → ミスアラインメント (異常事態)

投資の結果

内外金融市場の各資金需給変化 → 内外金利差縮小

直先為替市場の各需給変化 → 直先レート差 (対応) 縮小

(9) 1980年代の金融自由化のもとでは、金利の予想（期待）も関わるが、ここでは明示的に取り上げていないことを断っておく。金利の予想を考慮に入れても、本論で示したことは基本的に変わらないだろう。

まらず、むしろファイナンス「過剰」となって予想を超えて為替相場の上昇をさえもたらず、ということである。そしてそのことがつぎの予想の修正や変化につながっていくのである。新たな問題は、その水準での相場の反転懸念（金利差を上回る程度）となるか、その水準での相場の暫時的安定継続となるか、である。アンカバーの金利裁定は、前者では停止するが、後者ではさらに増加する。これを左右する基本的要因は、この新たな為替相場の水準において「予想される国際収支」の動向とそれに関わる通貨当局の政策のありようである。これらについては後述する（第4節）。

これらの点の確認は、予想の形成に関する一般的問題というよりも、むしろ予想の修正や変化の問題が重要であるということを明確にする。この予想の修正や変化をもたらず要因は、主として市場と政策と海外（基軸国の政策変化や「ショック」現象、国際システムの問題化など）の動向に分かれるのだが、ここでは基軸国の政策を重視していることだけ指摘しておこう。そうすると、為替相場の下落局面とか上昇局面とかいっても、それがなんらかの法則性をもつことはまず考えられそうにない。政策のありようによっては、かなりの期間にわたって為替相場がある程度の方向性を示すこともあれば、また方向不定の状態が続くこともある。したがって予想の修正や変化といっても、暫定的にしきいえないのが普通であって、短期的にせよ持続化するところまでいくかどうかは分からない、というべきであろう。そこでつぎに問題となるのは、アンカバーの金利裁定を行う投資家は、先物未予約の状態（オープン・ポジション）をどこまで続けるか、ということである。

なんらかの理由によって、予想の再修正や再変化が起きると、金利差より

(10) 為替投機説は理論家に、金利裁定説は実務家に、それぞれ多いことはいうまでもない。なお、前者を基本的に承認しつつ、後者をも考慮する必要を説く立場もある。鬼塚雄丞「為替レート、資本移動および変動相場制下の経済政策」『経済研究』36-1（1985. 1.）参照。後者については、日本銀行「昭和59年の金融および経済の動向」『調査月報』（1985. 5.）や国際決済銀行『世界金融経済年報 1984～85』を参照のこと。

も為替リスクの方が大きくなる懸念が生じる。投資家は、そこで当初の対外投資についてリスク回避のための先物売りカバーをとらなければならない。カバーつき裁定に転換することによって金利差を確定しておかないと、金利差益を上回る為替差損を被る恐れが生じることになるからである。したがって投資家は、たえず為替相場を動かす新たな材料に注目しつつ、当初の修正した予想を継続して、アンカバーの状況を維持するか、予想を再修正してカバーつきに切り換えるかについて、タイミングをはかる必要に迫られるのである⁽¹¹⁾。

なお、投資家の運用について一点つけ加えておく必要がある。それはキャピタル・ゲインの獲得を目指すものである。長期資本（債券投資）に関するディーリングによる短期売買がそれである⁽¹²⁾。この取引は、金利差益獲得の期待というよりも債券の売買価格差による利益の獲得を目的とするものだが、機関投資家が預かり資金について一定の収益を確保する必要から判断すると、ここでも為替相場の動向との関係が重要となる。しかしその場合は、上述の議論があてはまる。繰り返しの煩雑さを避けて、最近の特徴として、金融資産の多様化のなかで、対外ポートフォリオ残高の増大、または海外金融資産運用比率の増大とそれに基づくディーリング業務の充実を目指す投資分が大きくなり、この点をも含めて、アンカバーの金利裁定の役割が重要になってきたことを考慮する必要がある、と指摘しておこう⁽¹³⁾。（1980年代前半は債券価格の上昇期＝金利の下降期であった。）

(11) この点は、ファイナンスの行き過ぎのケースや、「逆の」ファイナンスのケースも含めて後述する。

(12) 債券価格の変動、したがって金利の変動が目立つ1980年代には、機関投資家による債券運用が活発化した。アメリカでの国債発行が膨大化したことも運用対象として格好の材料を提供した。

(13) ポートフォリオに占める外貨運用の比率が増大する場合には、多様な投資時点と回収時点のポートフォリオについて、リスクの管理が不可欠となる。専門家の育成について力量が問われるのはここである。「横並び」の日本の場合、実情はどうであろうか。

(3) 為替投機

為替投機は、将来の（比較的短期における）為替相場についての予想に基づき、同一の通貨について現在の相場と将来の相場との差異を利用して、安い相場で購入し高い相場で売却する（安買い・高売りをする）という、両相場の時間差裁定を行うことによって利益を稼ごうとする取引である。これは、予想を当てて、為替差益の獲得を期待する取引である。直物投機ならば、現在の直物相場と将来の直物相場との開きが利鞘の源泉となる。先物投機ならば、現在の先物相場と将来の直物相場との差が為替差益となる。投機家にとっては、この差の大きさが最大の関心事である。なお、このときの取引相手は、通常の経常・資本取引に伴うリスクの回避を求める者を別とすれば、反対の予想をして市場に参加している投機家であって、予想を外した結果、損失を被るのである。（図2—3参照。）

図2—3 為替投機（先物取引 為替差益の獲得目的）（先物投機のケース）

投機時点（先物相場）と決済時点（先物期日の直物相場）との時間差＝リスク負担 （投機家）	ドル先高観（強気予想）	ドル先安観（弱気予想）
A 現在の先物市場	現在の先物買い	= 現在の先物売り
B 期日の直物市場	期日の直物売り	= 期日の直物買い
〈期日の結果〉		
ドル上昇＝強気予想者の予想通り	→ 先物安買い・直物高売り	→ 為替差益
弱気予想者の予想外れ	→ 先物安売り・直物高買い	→ 為替差損
ドル下落＝強気予想者の予想外れ	→ 先物高買い・直物安売り	→ 為替差損
弱気予想者の予想通り	→ 先物高売り・直物安買い	→ 為替差益

A＝投機時点，B＝決済・清算時点（先物期日）

金利差損益との関係

- ①ミスアラインメントのケース アメリカ有利の金利差＋ドル先高観 状況の断続
- ②オーバーシュートイングのケース アメリカ有利の金利差＋ドル大幅先安観 持続

この取引の特徴は、為替相場の大きな変動を期待するところにある。為替相場が乱高下またはミスアラインメントやオーバーシュートイングの傾向を示すときには、投機家にとっては、為替相場変動の方向を予想して、時間を通じた大きな変化のもとで差益を稼ぐ格好の場となる⁽¹⁴⁾⁽¹⁵⁾。通常は、投機家は、この取引を先物市場で行うのであって、金利裁定のケースとは異なっ

て、先立つ資金の保有や借入れは、取引費用を別とすると、不要である。先物の期日が到来したときに、為替相場が予想通りの結果であれば、期待した為替差益を獲得できるが、反対の予想をした取引相手は損失を被る。予想外れの結果であれば、期待に反して為替差損を被ることになる。そのときには、取引相手が為替差益を獲得する。(図2—3参照。)

ここでの問題は、対外赤字国(高金利通貨国)における為替相場の上昇のケースである。そこでは、為替相場の変化による為替差益獲得を目的とする為替投機と、金利差益が為替差損を上回ることを最低の条件とするアンカバーの金利裁定との区別がつかなくなるからである。アンカバーの金利裁定を重視する投資家は、金利差益に加えて為替差益の獲得が期待できるのだから、こうした状況のかなりの期間にわたる持続化や断続化が予想されるときには、ポートフォリオに占める高金利通貨の構成比率を高めるだろう。投機家もまた為替差益の獲得を目指して、直物と先物の両市場を利用して、活発な高金利通貨買いを行うだろう。もっともその動向は、予想とその材料に応じて、多様であろう。多くの場合、一本調子となることは少なく、断続化や一時逆戻りやを示すだろう。

この場合に重要なことは、まず第1にアンカバーの金利裁定において不可欠の条件、つまり為替相場の下げ止まりか当面の安定化の予想を確認することと、その上で第2にアンカバーの金利裁定の付加により、為替相場の上昇の予想までが上乘せされることを確認することである。第1の点を無視して、あまりにも第2の点にかかわる投機概念を拡張し過ぎ、上述の事態を

-
- (14) 後述のオーバーシュート・タイミングのケースでは、その過程では「不安定化投機」となる。高金利国通貨の一段の下落が予想されて、基礎的収支の赤字に短資化した資本の流出がつけ加わるからである。
- (15) オーバーシュート・タイミングのケースでも、ミスアラインメントのケースでも、投機が中心となる場合には、予想の変化(またはその継続)とともに、たちどころに為替相場の水準訂正が行われることに注意すべきであろう。そうした相場の一方向的動きの場合には取引相手が見出せないだろうからである。

為替投機としてのみ整理してはならない。

為替投機と対外赤字との関係で一言しておく、為替相場の下げ止まりや安定化だけでは対外赤字をファイナンスする「安定化投機」とは結びつかない、ということである。赤字国通貨の割安感（先高観）が生じるまで相場が下落することが安定化投機にとっての重要条件であり、アンカバーの金利裁定の条件とは異なることに注意する必要がある。

投機に関するここでの説明は、きわめて一般的なものであって、外国為替市場だけに限らず、主として1980年代以降、アメリカをはじめとして、相次いで登場した通貨先物や金融先物や証券先物などにもあてはまる。一つだけ異なる点は、外国為替市場では先物期日において実際に契約資金の受渡しが行われるのに対して、その他の市場では先物期日に先物相場と現物相場との差金が決済されることである。

(4) 要 約

以上を要約したものが表2-1である。プラス（マイナス）の金利差と先物ディスカウント（プレミアム）の直先レート差（年率）とがほとんど常に対応するという、金利裁定関係（カバーつき金利平価）のもとで、カバーつきの金利裁定とアンカバーの金利裁定と為替投機の各取引が、それぞれの特有の条件に基づいて行われる。金利裁定は、金利差と直先レート差（年率）とのわずかなズレを利用して、わずかな利鞘を獲得することを目的として、直物と先物との同時反対の売買を行う取引である。この取引では為替リスク

表2-1 金利裁定と為替投機との相違点

	現在の取引	取引の目的	相場の予想	取引の相手	予想外の懸念
C 金利裁定	直物・先物	両差裁定益	無	?	無
UC金利裁定	直物	金利差益	安定化	経常純輸出者	先物カバー
為替投機	先物	為替差益	変化	反対の予想者	?

C = カバーつき, UC = アンカバー

は発生しない。(この場合の取引相手が問題となるが、ここでの主題においてはそれほど重要ではない。)

アンカバーの金利裁定は、資金の運用を行う機関投資家などの投資家が、金利差益の獲得を目的に、当面は高金利通貨の為替相場の下げ止まりや安定化を予想して、直物で高金利通貨を買い、先物は未予約のまま(その限りでは為替リスクを負ったまま)にしておく取引である。資金の運用期間中に、為替相場について再下落の懸念が生じそうな状況だと判断するときは、投資家は適当なタイミングをはかって先物予約をとることになる。この取引の特徴は、投資家の為替相場に対する予想が当面の下げ止まりや安定化にあることと、金利差益の獲得と為替リスクの回避が目的であることである。

為替投機は、投機家が(資金が無くても)為替差益の獲得を目的に、近い将来の為替相場の変動を予想して、将来の値上がり(値下がり)期待のときには、現在の先物を買って(売って)将来の直物を(先物期日に)売る(買う)取引である。この取引の特徴は、多くの場合、反対の予想をする投機家が市場で出会いを求めて向かい合うという点であり、また当初の市場参加時点での為替相場の予想が近い将来の相場の「変化」(上昇や下落)であることと、積極的な為替リスクの負担(逆にいえば為替リターンの期待)をもつことの基本的な2点において、アンカバーの金利裁定⁽¹⁶⁾と決定的に異なる、ということである。

1980年代前半では、金融市場のオープン化のもと、内外資金交流の活発化のなかで、アンカバーの金利裁定取引が巨大化すると同時に、時にはそれが一方的に傾く対米債券投資を生み、ドル高の継続や行き過ぎを通じて、アメリカの巨大化する経常収支の赤字と対をなすに至ったのである。その過程で、ドル相場の高位安定下における金利差益獲得の経験が蓄積され、85年初めにかけてのもう一段の「ファイナンス過剰」(後述)とそれに基づく異常ド

(16) 基礎的取引との関わりから必要となるスワップの部分は除く。

ル高の加速とをもたらしたのであった。

こうした事態において問題になるのは、アンカバーの金利裁定と為替投機とが同方向で重なり合う事態である。基本的相違は既述の通りであり、投機概念を安易に拡張して適用すべきではない、ということである。

3 アンカバーの金利裁定とファイナンスおよび為替相場

以上によって、フロートとオープンのもとでは、アンカバーの金利裁定が国際資金移動において、ときには主導的な役割を果たすことが明らかになった。つぎに取り上げるべき課題は、このアンカバーの金利裁定が基礎的収支のファイナンスにおいて、どのような役割や影響力を示すか、またアンカバーの金利裁定のありようが為替相場の動向にどのような影響を及ぼすか、を明らかにすることである。以下では、基礎的取引の対外赤字のケースに焦点をあてて、一連の関係を述べる。(対外黒字のケースでは、この逆とみて問題の整理を行えばよい。対外赤字のケースと同様に、「ファイナンス過剰」＝資金の過剰流出が問題となるであろう。)

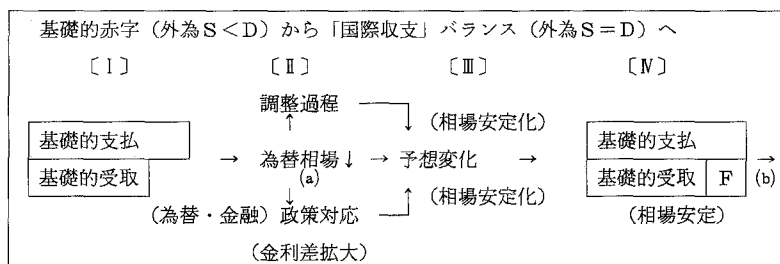
基礎的取引で対外赤字の国は、一般にその黒字国に比べて、高金利の国になる⁽¹⁷⁾。この赤字国の通貨は為替相場が下落する。その下落の程度は、これによって(一定の政策を前提とする)対外赤字の調整過程に結びつける程度と同時に、(政策の状況を前提とする)為替相場感や当面の相場に関する予想の程度とそれを通じたアンカバーの金利裁定の程度に依存する。アンカバーの金利裁定が作用し始めると、対外赤字を相殺する赤字国への資金の流入、つまりファイナンスの過程となり、国際収支(外為需給)はバランス(「均衡」)する方向をたどる。アンカバーの金利裁定が作用しなければ、なおも高金利化(金利差の拡大)と為替相場の下落が進む。これらのプロセス

(17) 為替相場下落から金利上昇を経て、高金利国になるのが通常の経過であろう。

は三つのケースに分かれ、それぞれが国際収支のバランスの状況を通じて為替相場に影響を及ぼす。以下にその過程を示す。

第1は、「ファイナンス」が「適正」のケースである。(図3—1参照。)このケースでは、なによりも為替相場の下落に対する政策の対応と調整過程の改善開始とが予想を変化させ、当面の為替相場の下げ止まり感や安定化感が市場で生じることが重要である。既述のように、為替リスクが低下すれば、拡大していた金利差が注目されるようになり、アンカバーの金利裁定が登場する。これが基礎的収支の赤字に対するファイナンスの役割を果たすのである。そうして、それが赤字をちょうど相殺する程度になる場合がこのケースに該当する。次節で取り上げる「正常なケース」はこれを巡って推移する場合、すなわち基礎的収支とそれを巡るファイナンスの「過不足」の動きとして捉えられる場合である。

図3—1 アンカバーの金利裁定とファイナンス「適正」と為替相場の関係



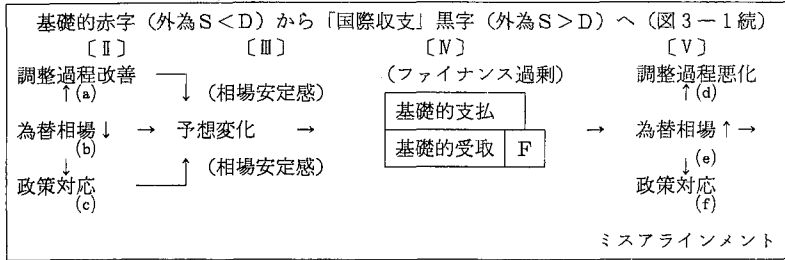
S=供給, D=需要, F=ファイナンス(資金流入)

(a)=為替相場下落, (b)=→ [IV] 為替相場安定

[I] [II] …… =作用過程の各段階

第2は、「ファイナンス」が「過剰」のケースである。(図3—2参照。)このケースでは、基礎的収支の赤字を上回る資金の流入が生じる。当然、本国通貨の為替相場は上昇する。これが短期間で収束するかどうかが問題となるが、収束する場合は、ある程度の長びく調整過程の問題が残るものの、比較的問題は少なくすむ。したがって、ここでは「なんらかの事情」のもとで、断続的にかかなりの期間にわたって継続するケースを取り上げる。この場

図3-2 アンカバーの金利裁定とファイナンス「過剰」と為替相場の関係



ここでは、いわゆるJカーブ作用については考慮していない。

- (a)=調整過程の改善, (d)=調整過程の悪化
- (b)=自国の為替相場下落, (e)=自国の為替相場の上昇
- (c)=引締めまたは大転換, (f)=放置?と限界?

合の最大の問題は為替相場の「ミスアラインメント」である。これは、本来あるべき基礎的収支の調整過程の方向とは「逆向き」の為替相場となり、それだけ調整過程の問題は長期化し、深刻化する。

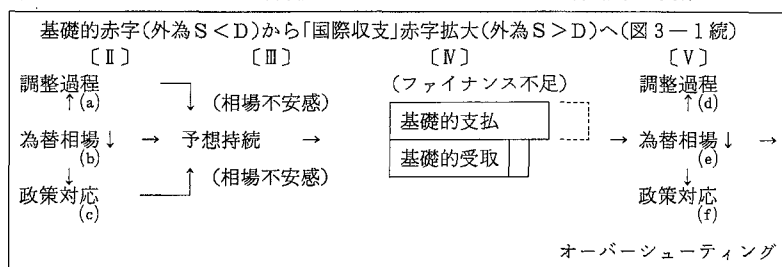
オープン下における一つの問題は、為替相場と金利の動向とその予想に対応する国際間の資金移動が迅速かつ大量になりがちなのに対して、為替相場の動向に対応する経常取引の変化は短期的には鈍く少量に止まることである。アメリカの場合、輸入依存度が増大し輸入弾力性も上昇したが、それでもファイナンスの「過剰」によってドル高「ミスアラインメント」が発生したときに、経常赤字の拡大のキャッチアップは遅れがちとなり、それがまた追加的な資金流入を引き起こすこととなった。もちろん、それは、直線的な過程ではなく、変動しつつトレンドとしてドル高「ミスアラインメント」の状態がかなりの期間生じたのであった。

フロートとオープンの条件下では、とくに基軸通貨国の政策対応次第で、一方的な資金移動とそれによる為替相場の大幅な上昇（「異常なケース」）が生じやすい。政策対応については後述する（第4節）。ここで注目されるのは、1983年以降は金利差の縮小下でも対米資金流入が続いたことである。これは、たぶん中期的トレンドとしてドル相場の比較的高位安定が期待（予想）されたことに基づくものといえることができるだろう⁽¹⁸⁾。レーガノミック

スの持続のもとで、ある種の当面の「安定」持続が期待され、奇妙な「均衡」状態が生じたとしかいいようのない事態が生じたのである。しかしそうした「ミスアライメント」の状況にはどこかで限界が訪れる。そしてそこで生じる問題は、基礎的赤字の巨額化と為替相場の大幅な下落となる。1985年のプラザ合意以降、1987年のルーブル合意にかけての事態がこれであった。次に第3のケースとして、その要点を示しておこう。

第3は、第2とは正反対の「ファイナンス」の「不足」のケースである。(図3-3。)このケースでは、基礎的赤字から生じる為替相場の下落のちにも、予想の変化は起こらず、そのために「ファイナンス」は「不足」するか、場合によっては赤字国からの資金の流出(「逆のファイナンス」)が生じるかして為替相場が一段と下落する。これが極端なかたちをとると、本来あるべき調整過程に見合う為替相場の水準をはるかに下回って為替相場が下落する、いわゆる「オーバーシュート」の事態となる。「逆のファイナンス」

図3-3 アンカバーの金利裁定とファイナンス「不足」と為替相場の関係



□ 部分 = 「逆の」ファイナンス,

□ 部分 = ファイナンス

(a) = 調整過程の微弱性

(b) = 自国通貨の為替相場の下落

(c) = 政策対応の不十分

(d) = 調整過程の開始?

(e) = 自国の為替相場の大幅悪化

(f) = 為替市場介入(協調)

金融引締め強化

(18) 予想の変化から再修正と再変化に結びつかなかったのはなぜかが問われなければならない。いいかえると、その水準でドル相場が「安定」したのはなぜかである。

ス」が生じるのは、一般に基礎的赤字の問題化に対する政策対応の不十分さのために、市場関係者の間で通貨に対する不信が強まるからである。したがってこうした問題を防止するものは、思い切った「なんらかの」政策対応しかない。それによって市場の信認が回復すると、今度は為替相場の割安感（あるいは先高観）に基づく為替投機（「安定化」投機）によって為替相場はある程度まで急速に回復するだろう。このケースは、ここでの主題ではないので、これ以上立ち入らない。

こうして、第2のケースが1980年代前半の問題を説明するものであることが明らかになった。この問題に関わる政策上の問題（とくに為替市場の介入とそれに関連した金融政策の問題）については、つぎに取り上げる。

4 アンカバーの金利裁定と政策対応

アンカバーの金利裁定によって引き起こされる「ファイナンスの過不足」問題と「対外調整の不十分」問題とに対して、政策上の対応はどのようなものになるだろうか。どちらの問題についても「為替相場」の問題が重要な位置を占めることからすれば、オープンの前提のもとでは、第1に為替市場への介入のあり方（為替政策）が問われる。関連して、第2に国内安定問題とのかねあいのなかで金融市場の動向への対応（金融政策）が問われる。ほかにも財政政策と（基軸通貨国の場合には）国際通貨政策とが問われることになるが、以下では、これらには立ち入らずに、為替市場への介入と、必要な限りでその関連政策（金融政策）を中心にみておくことにする。

さて為替市場への介入についてであるが、第1のケース（「正常なケース」）と第2のケース（「異常なケース」＝ミスアラインメント）とに分けて取り上げる。

「正常なケース」のうち、①「ファイナンス不足」と「為替相場下落」の初期段階の場合には、通貨当局は、一方で「調整過程」の方向と一致する為

替相場の水準を考慮しつつ、他方で「為替相場下落」に随伴する物価上昇への影響を避けるために「ファイナンス不足」の緩和を考慮する必要がある。この過程で適切と思われるタイミングをはかって、通貨当局は、市場の信認を回復するための政策対応として、自国通貨の買い介入や国際協調介入、さらには関連して金利上昇と金利差拡大の金融調節を行う。これが相応の効果をもつかどうかは、「調整過程」の程度、いいかえると「為替相場下落」に対する輸出入の弾力性の程度と政策に対する市場の評価の程度によって左右される。弾力性が小さいか政策評価が十分でないか、またはその両方が問われることになると、相応の効果が現われるように、それらに対する政策対応が問われることになる。こうして、追加的な市場介入や金融政策が問題を「正常なケース」の範囲内に止めるための政策上の条件となるのである。

「正常なケース」のうち、②「ファイナンス過剰」と「為替相場上昇」の初期段階の場合には、通貨当局は、「調整過程」の方向と逆向きの為替相場の水準に直面する⁽¹⁹⁾。こうした状況は、通常は、一時的な現象に止まる。市場の予想は、基礎的収支の赤字拡大に注目するようになり、相場の反転下落懸念によるリスクの増大のために、ファイナンスが停止するからである。しかしそれが一時的な現象を超えて進みそうなときには、早期の政策対応が必要になる。外貨買い介入や金利引下げ（金利差縮小）が政策上不可欠になるだろう。それによって「正常なケース」の範囲内にとどめることができるのである。しかしなんらかの事情（たとえば通貨当局者の不介入主義）のもとで、そうした必要な政策が実施されない場合には、どのようになるだろうか。つぎの「異常なケース」でそれを見ておこう。

③「異常なケース」（ミスアラインメント）では、「ファイナンス過剰」の断続的発生と「為替相場高水準」の継続とが生じる。そうした問題について

(19) しかし同時に「為替相場上昇」によるインフレ問題の緩和を享受しうることが問題を複雑にする。とくに初期条件が困難なケースにおいて重要となる。

の政策上の対応は複雑化せざるをえない。しかしここでは、フロートとオープンのもとでアメリカがとった政策、すなわち為替市場に対しては不介入政策を、金融市場に対してはディスインフレを重視したマネー・サプライの引締め政策がきわめて重要な役割を果たしたことの指摘が不可欠である。前者ではスプリンケル財務次官がイデオロギー的フロート論者の立場を貫こうとしたこと、後者ではボルカー連邦準備制度理事会議長が財政赤字拡大下で再発懸念の強かったインフレ問題に対して徹底したディスインフレ姿勢を貫いたこと、この2点が1980年代前半に一方的なアンカバーの金利裁定と「ファイナンス過剰」を長びかせ、未曾有の「異常なケース」（異常なドル高＝ミスマライメント）をもたらした基本的要因であった。財政政策の失敗については、まったく顧みられなかったのである。それはなぜだったのか。ここでは取り上げる余裕はないが、「初期条件」の実態経済の深刻さ（スタグフレーションの深刻化）とカーター政権の政策ミスに対する反動とがその背景にあったことだけを指摘しておこう。

一般に政府に対する批判が、とくにアメリカの1980年代において猛威を振るったが、1970年代のアンチテーゼとしての位置づけが与えられたために、レーガノミックスの失敗または問題状況が明確になった後にも、小さな政府のイデオロギーと増税拒否の公約のもとで、対応が、too little, too late の傾向を示して、上述の「異常なケース」の事態を強め、またそれに続く「後遺症」を深刻なものにした。多くの良識派の経済学者がそうした問題を指摘し、早期の政策転換を強調し続けたにもかかわらず、こうした事態に陥るがままに放置されたことをどのように評価するかが大きな問題となっている。

5 む す び

1980年代の国際金融問題について、本論文は、アンカバーの金利裁定に焦点をあてて若干の考察を行った。一般に為替投機として扱われているものの

うち、それとは重なる局面をもちながらも、基本的には異なる意義をもつアンカバーの金利裁定の役割を示して、それが基礎的収支の不均衡に対してファイナンスとしての性格をもつこと、しかしそこには、オープンのもとのファイナンスの性格を踏まえた政策上の対応が為替相場の行き過ぎた変動を回避するうえで、きわめて重要であることを明らかにした。1980年代後半のバブルにつながった、いびつな国際協調から最近では、かなりこうした行き過ぎ回避の方向につながる政策上の対応が行われるようになったとみられるが、1980年代前半の国際非協調政策が招いた「後遺症」のもとの、肝心のアメリカにおいて協調の遅れや弱さが続き、基礎的収支の均衡化がなおも微弱で不安定なままであることを考慮すると、1990年代においても国際金融問題の不安定性は免れがたいのが実情である。