国際金融論

外国為替相場（がいこくかわせそうば、foreign exchange rate）

自国通貨と外国通貨の交換比率。外国為替相場といった場合、様々な概念や表記方法がある。通常、新聞やテレビで報道される外国為替相場は、銀行間市場における相場であり、企業が輸出為替を買い取る相場や海外送金をする時の相場である対顧客相場とは異なる値を示している。とはいえ、対顧客相場は銀行間相場を基準として一定の規則で算定されており、銀行間相場が為替相場体系のかなめとなっている。外国為替相場を表示する場合、邦貨建相場とは外国通貨一単位に対して自国通貨何単位が交換できるかを示し、例えば1ドル＝100円のように表示される。また、外貨建相場とは自国通貨一単位に対して外国通貨何単位が交換できるのかを示し、例えば1円＝0.01ドルのように表示される。他方、基準相場と裁定相場という表現も使われる。前者はその国にとって最も重要な外国通貨との間の為替相場のことであり、為替相場体系の中心を構成する。日本の場合対米ドル相場（円・ドル相場）がそれにあたる。後者は、基準相場以外の外国為替相場のことを言い、対ユーロ相場（円・ユーロ相場）や対ポンド相場(円・ポンド相場)がこれに相当する。対ユーロ相場を求めるには、円・ドル相場とドル・ユーロ相場を用いて算定されるが、ここで裁定相場の算定に用いられるようなドル・ユーロ相場のことをクロス・レートと呼ぶ。通常、外国為替相場について言及する場合、特にことわらない限りは直物相場を意味する。それは契約から２営業日以内に外国為替とその対価の支払いが行われる場合の為替相場である。これに対して２営業日を超えた取引は為替予約と言い、そこで成立する為替相場が先物為替相場である。また、経済分析でよく使われる外国為替相場の概念に実質為替相場と実効為替相場がある。前者は二国の物価変動を考慮に入れた為替相場であり、名目為替相場に国内物価と外国物価の比率をかけて求められる。後者は当該国と経済的に関係が深い複数の国との為替相場を貿易額をウェートとして加重平均した為替相場の総合指数であり、名目為替相場の加重平均である名目実効為替相場と実質為替相場の加重平均である実質実効為替相場がある。

外国為替市場（がいこくかわせしじょう、foreign exchange market）

外国為替・外貨が取引されている市場。外国為替市場は狭義では銀行間市場のことを、広義では対顧客市場を含めた市場のことを言うが、単に外国為替市場といえば銀行間市場のことを指す。外国為替市場は市場とは言うものの物理的な空間はなく、電話・テレックス・コンピュータ端末などを利用して仮想の空間を作って取引をするものであり、テレフォン・マーケットとも呼ばれている。銀行間市場の参加者は銀行を中心とした金融

機関、外国為替ブローカー、通貨当局である。外国為替ブローカーは自己勘定での外国為替取引は禁止され、あくまで金融機関同士の取引の出合いをとり、取引成立時に両者から手数料を得ている。しかし、近年では銀行間のダイレクト取引やコンピュータの端末を利用した電子ブローキングが増加しており、外国為替ブローカーの役割は後退しつつある。通貨当局は外国為替相場の動きをにらみ、相場展開がファンダメンタルズ（基礎的条件）から逸脱する場合には外国為替市場に介入して相場の動きを抑制する。この様な相場展開をチェックするための介入を風向きに逆らう介入と呼ぶ。日本の場合、財務大臣の代理として日本銀行が介入の実務を担当し、円高が進むと外国為替資金特別会計が国債（政府短期証券）を発行して円資金を手にし、これで外貨（米ドル）を購入することで円高を阻止しようとする。この介入の結果として外貨準備が増加することになる。介入の規模は外国為替市場での取引規模に比べると圧倒的に小さい。しかし、通貨当局が為替介入に対して断固たる意思を表明し、それに対して市場の信認が得られれば介入規模が小さくとも、あるいは介入自体がなかったとしても為替相場は通貨当局が意図した方向に動いていくことがある（アナウンスメント効果）。なお、世界の外国為替市場での取引は2007年4月時点で、ドル対価の取引は86.3%、ユーロ対価の取引は37%となっており、円対価の取引は16.5%に過ぎない。

購買力平価（こうばいりょくへいか、purchasing-power-parity）

それぞれの通貨が持つ購買力の比率から算定される為替相場のこと。通貨の購買力は物価指数の逆数となるので、二国間の物価の比率が為替相場となる。このような考え方は、スウェーデンの経済学者G.カッセルによって20世紀初頭に論じられた。この考え方の背景には「一物一価の法則」が国際的にも作用しているという想定がある。もし、外国商品の価格が上昇すると、裁定取引が発生して輸出が増加することから外国為替市場において自国通貨に対する需要が増大して為替相場は自国通貨高となる。この動きは裁定取引が終わるまで続き、二国間の商品価格を等しくさせるように為替相場が決定されることになる。購買力平価を計測する場合、共通の財とサービスからなる商品バスケットを想定し、これを直接比較して購買力平価を算定する方法がある（絶対的購買力平価）。しかし、この方法だと商品バスケットの作成が難しく、正確な購買力平価の算定が困難になる。また、実際に裁定取引が行われる場合、輸送費などの取引費用が発生するので上のように算定された絶対的購買力平価が現実の為替相場に一致するとは限らない。そこで両国の物価水準を絶対比較するのではなく、変化率としてこれを比較するならば、取引費用が一定である限りその変化率はゼロとして計算されることとなり、これを無視することができる。この考え方によると、為替相場の変化率は二国間の物価上昇率（インフレ率）の差に等しいことになる。そこで、絶対的購買力平価と現実の為替相場が一致して

いたと考えられる時点を基準として、その時点から現在までの両国の物価変動の比率を求め、それに基準時点の為替相場に乗じて購買力平価を求めることもできる（相対的購買力平価）。それによるとインフレ率の高い国の通貨は低い国の通貨に比べて減価することになる。購買力平価は長期的な為替相場の変動を推定する上では有効であると考えられている。その一方で、裁定取引が不可能なサービス価格などを含む物価指数の変動から購買力平価を算定する場合、現実の為替相場との乖離を生み出してしまう問題などがある。

金利平価（きんりへいか、interest rate parity）

国際間で活発に金利裁定取引を行った時に成立する金利差と為替相場の関係。例えばアメリカ利子率が６％、日本の利子率が１％であったとすると、日本で資金を借り入れアメリカで運用すると５％の金利差を得ることができる。ここで金利裁定取引が発生するが、現時点の為替相場と投資満期日の為替相場が同じであるとは限らない。そこで、リスク回避的な投資家は、先物為替予約を行い満期日の利益を確定させてから投資を行うことになる。そのため外国為替市場では直物相場は円売りドル買いで円安・ドル高になり、逆に先物相場はドル売り円買いで円高・ドル安になる。市場に多数の投資家が参加し、活発に金利裁定取引を行う結果、金利裁定の利益はなくなってしまう。この時には日本の利子率－アメリカの利子率≒（先物相場－直物相場）／直物相場という関係が成立する（為替相場は邦貨建相場）。これをカバー付き金利平価(covered interest rate parity)と呼ぶ。右辺は直先スプレッド率を意味し、金利差≒直先スプレッド率となる。ここで金利差（日本－アメリカ）＞直先スプレッド率であるならば日本で調達した資金をアメリカで運用すると金利裁定利益を得ることができる。逆に、金利差（日本－アメリカ）＜直先スプレッド率であるならば、アメリカで資金を調達して日本で運用すると金利裁定利益を得ることができる。他方、投資家がリスク中立的だったり、先物為替市場が存在しない中で金利裁定取引を行おうとすると、投資家は投資の満期時点の為替相場を予想して投資行動を行うことになる。市場にこの様な投資家が多数存在して投資を行った場合、日本の利子率－アメリカの利子率≒（為替相場の期待値－直物相場）／直物相場という関係が成立する。これをカバーなし金利平価(uncovered interest rate parity)と呼ぶ。この右辺は為替相場の予想変化率であり、金利差≒為替相場の予想変化率となる。カバーなし金利平価が成立しているならば、もし金利に変化がない中で市場参加者の為替相場の予想に変化があった場合には直物為替相場が変化することになる。その意味でこの考え方は、為替相場の予想を為替相場決定の中心におく現代的な為替相場理論の基礎をなしている。

アセット・アプローチ（asset　approach）

外貨建金融資産の交換が為替相場を決定すると考える近年の為替相場の理論。世界的に変動為替相場制度が採用されるようになり、資本移動も活発化すると、

為替相場の変動が激しくなり、商品取引を前提に理論が組み立てられている購買力平価説では短期の変動を説明できなくなってきた。そこで短期的な為替相場の変動を資本移動によって説明しようとするアセット・アプローチが登場してきた。アセット・アプローチはさらに内外金融資産の完全代替を想定するか否かによってマネタリー・アプローチとポートフォリオ・バランス・アプローチに分けられる。マネタリー・アプローチは、投資家はリスク中立的であり、金融資産の通貨建てにはこだわらず、予想収益率のわずかの差によって金融資産を乗り換えると想定する。そのため、カバーなし金利平価が常に成立していると考える。すなわち、自国利子率＝外国利子率＋為替相場の予想変化率という関係が成立し、マネーサプライによる利子率の変化、あるいは為替相場の予想の変化が直物為替相場を変化させると考える。このマネタリー・アプローチは、価格が伸縮的で短期においても購買力平価が成立すると仮定するマネタリスト・モデルと価格は短期的には伸縮的ではなく、購買力平価は長期にしか成立せず、マネーサプライの変化による為替相場の変化は一時的に長期の均衡為替相場を飛び越すことがあるとするオーバーシューティング・モデルに分けられる。他方、ポートフォリオ・バランス・アプローチでは内外金融資産は完全には代替的ではなく、カバーなし金利平価は成立しないと考える。そのため、投資家は自分が持つポートフォリオの中身を常に気にして、外貨建金融資産の予想収益率が自国通貨建金融資産の予想収益率よりもかなり高かったとしても、全額を外貨建金融資産で保有しようとはしない。追加的な外貨建金融資産への投資にはリスクプレミアムを要求するため、為替相場は予想収益率の差から想定される方向には必ずしも動いていかないのである。

固定為替相場制度（こていかわせそうばせいど、fixed exchange rate system）

為替相場に何らかの基準を設定し、その変動をこの基準を中心とした上下の狭い範囲内で安定させようとする為替相場制度。歴史的に見て1973年以前は固定為替相場制度が基本的な為替相場制度であり、そこに回帰することが常態となっていた。その中で世界的に固定為替相場制度が比較的長期にわたって維持されたのは、第一次大戦前の国際金本位制と第二次大戦後のブレトンウッズ体制であった。金本位制は、各国が自国通貨と金との交換比率を法律によって定め（金平価）、この交換比率で通貨当局が無制限に金の売買を行う制度である。この場合、金平価を基礎に二国間の為替相場が決定されるが、実際上の為替相場は外国為替市場における需給によって決定され、金平価から導き出される為替相場に等しくなるわけではない。しかし、通貨当局が金と自国通貨の無制限の売買を認め、金が国際的に自由に移動するならば、市場で決定される為替相場が金を輸出することに伴う費用（金現送費）を超えて変動すると、外国為替で決済するよりも通貨当局から金を購入してそれを現送して決済する方が有利になる。その結果、為替相場は平価の上下の狭い範囲内でしか変動しなくなる。金本位制には為

替相場を安定させるメカニズムが組み込まれているが、他方で中央銀行によるマネーサプライは金の産出という偶然的な事情に左右されるという欠陥を持っていた。第二次大戦後のブレトンウッズ体制は国際通貨基金（IMF）を設立し、加盟国は一定の金額（クオータ）を出資する見返りにIMFから国際収支危機の時には援助を得られる一方、自国通貨と金または米ドルとの交換比率＝平価を事前に設定し、自国の為替相場の変動をこの平価の上下各１％以内に収める義務を負っていた。ここで通貨当局による介入義務が発生したが、資本移動に制限が設けられていたために平価を維持するのは比較的容易であった。このようなシステムが有効に機能したのは、ほとんどの国が米ドルに平価を設定する一方、アメリカ政府が米ドルと金との交換を保証していたためであった。ここではアメリカ以外の国は対米ドル平価を維持する義務を負い、アメリカはその調整を円滑に進めるために健全なマクロ経済政策を実施する「ゲームのルール」がシステムの安定条件となっていた。しかし、アメリカはベトナム戦争や偉大な社会計画を遂行する中で、インフレーションを発生させるとともに国際収支を赤字化させた結果、アメリカの対外短期債務が金の保有額を超えてしまったことから1960年代に入ってシステムは不安定化した。そして、1971年8月15日にニクソン大統領が公式に金とドルの交換停止を発表したことからブレトンウッズ体制は崩壊した（ニクソン・ショック）。その後、一時的に固定為替相場制度に復帰することが試みられたが（スミソニアン体制）、1976年以降はIMFも固定為替相場制以外の制度を採用することを認めている。

変動為替相場制度（へんどうかわせそうばせいど、floating exchange rate system）

外国為替相場が主として外国為替市場における外貨に対する需給によって決定され、維持すべき何らかの水準が想定されていない制度。歴史的に為替相場制度は固定為替相場制度が正統な為替相場制度と見なされて来ており、変動為替相場制度が認知されたのは1973年のことであった。この時以降世界的に変動為替相場制度が普及して来たといってよいが、それは様々なバリエーションを持っている。通貨当局が外国為替市場に介入せず、相場の決定が外国為替市場における需給の実勢に完全に委ねられる場合はクリーン・フロートと呼ばれる。しかし、現実には為替相場の過度な変動を避けるために通貨当局はしばしば介入を行う。頻繁に介入を行い日々の変動をならすのが管理フロートであるが、通貨当局が為替相場の目標水準を決定しその水準に為替相場を介入によって意図的に誘導する場合はダーティ・フロートと呼ぶ。変動為替相場制度は固定為替相場制度に比べ為替相場の変動が貿易収支不均衡を自動的に調整するメリットがあると考えられている。また、他国がインフレーションになり、自国の輸出が増え為替相場が増価したとしても、外国為替市場で自国通貨売りの介入は必要とされないため固定為替相場制度の場合のようなインフレ圧力が発生することはない。さらに介入義務が無いため多額の外貨準備を保有する必要もない。しかしながら、対外依存度

の高い経済では変動為替相場制度を採用した結果として、貿易収支の赤字から自国通貨が下落した場合、輸入インフレが発生し、それが貿易収支の赤字を増幅させるという悪循環が発生する可能性がある。また、外貨準備に制約されずに金融政策を実行できることから、金融政策の運営が放漫となりインフレーションを発生させる可能性もある。実際の変動為替相場制度では、為替相場の変動が均衡水準から大きく逸脱する現象（ミスアラインメント）がしばしば発生しており、為替相場の不安定が国際的な貿易取引や資本取引の障害となる場合が見られている。

国際収支表（こくさいしゅうしひょう、balance of payments）

一定期間においてその国の居住者と非居住者との間で行われた経済的取引の結果を複式簿記の原理によって記録したもの。各国の国際収支表はIMFのマニュアルに従って作成されている。ここで居住者と非居住者とは、国籍とは無関係で主たる経済利益の中心によって区別される。具体的には、日本では原則として６か月以上日本に滞在する外国人や海外法人の日本支店・事務所は居住者に区分され、外国に２年以上滞在する本邦人や外国にある本邦法人等の支店・事務所は非居住者と見なされる。また、複式簿記の原理で記帳されるので、経済的取引の背後で必ず資金の移動があると考え、貸方と借方に同金額を記帳することになる。そのため貸方総額と借方総額は常に等しく、国際収支総額は常にゼロに等しいことになる。しかし、国際収支が不均衡であるなどと言われる時は国際収支を区分して収支を計算するところから生じる。国際収支は、経常収支、資本収支、外貨準備増減に区分される。このうち経常収支は、(1)商品の輸出入を表す貿易収支、(2)輸送、旅行、その他のサービスの受け取りと支払いを表すサービス収支、(3)海外への投資の収益や雇用者報酬の受け取りと支払いを表す所得収支、(4)無償資金援助、労働者送金、国際機関分担金等からなる経常移転収支、に分類される。経常移転収支は、一方的移転であり、そのままでは両建てにはならないが、経常移転の項目を建てて複式簿記の原則を貫いている。他方、資本収支は、(1)直接投資、証券投資、その他投資の受け取りと支払いを表す投資収支と(2)資本移転やその他資産の受け取りと支払いを表すその他資本収支からなっている。国際収支総額はゼロになることから、経常収支＋資本収支＋外貨準備増減＝０となるが、ここで外貨準備に変化がないとすれば経常収支は常に資本収支に等しいことになる。つまり、経常収支が黒字であることは常に同額の資本収支の赤字が生じており、経常収支の黒字を対外的に貸し付けていることになる。国際収支表の原則からすると、世界各国の経常収支総額はゼロになるはずであるが、集計の結果は大幅な黒字を示しており、その傾向は次第に大きくなっている。このことは各国の国際収支統計の捕捉が必ずしも正確になされていないことを意味している。

国際収支の理論（こくさいしゅうしのりろん）

国際収支の変動を規定する要因を明ら

かにする理論として２つのアプローチがある。一つは、弾力性アプローチであり為替相場の変動が貿易収支の動きを規定するというものである。例えば、為替相場が自国通貨高になると自国通貨建てでの輸入価格が下がり、外国通貨建てでの輸出品の価格が上昇するので輸出額減少・輸入額増加から貿易収支は悪化する。反対に自国通貨安になると貿易収支は好転することになる。しかし、為替相場の変動が上のような結果をもたらすには為替相場の変化から生ずる輸出入価格の変化に伴い輸出入量が十分大きく変化する必要がある。これはマーシャル・ラーナー条件と呼ばれ、輸出の価格弾力性（輸出価格の変化率に対する輸出数量の変化率の比率）と輸入の価格弾力性（輸入価格の変化率に対する輸入数量の変化率の比率）の和が１よりも大であることが必要である。しかし、短期的には輸出入の価格弾力性は十分高くなく、結果として自国通貨安になっても貿易収支の悪化は継続し、しばらくしてから改善を始めるというJカーブ効果が発生することがある。また、企業によっては為替相場の変動を100%輸出価格に転嫁せず、輸出価格を安定させることで輸出先の市場シェアを維持しようとする行動（pricing-to-market）をとることもあり、為替相場の変動が国際収支に影響を与える経路は複雑な過程をたどっていると考えられる。国際収支の変動に関する別の理論は、貯蓄投資バランス・アプローチで、マクロ経済学の国民所得分析の視点から一国の総貯蓄と総投資の差額が経常収支に等しいと考える（経常収支＝国内総貯蓄－国内総投資）。さらに、民間部門と政府部門を明示的に分けるならば、経常収支＝民間貯蓄－民間投資＋財政収支となり、財政赤字も経常収支の赤字要因となる。経常収支の黒字国は国内に投資機会が不足し、貯蓄が過剰であることを、逆に経常収支の赤字国は投資が貯蓄に対して過剰になっていることを意味しており、その国の貯蓄率の違いが経常収支のあり方を規定していると考えられる。しかし、貯蓄率の違いは消費の時間選好の違いに規定される。すなわち、貯蓄率が低い国は消費に対する時間選好が高く、現在の消費を優先していると考えられ、貯蓄率が高い国は消費に対する時間選好が低く、現在よりも将来の消費を選好していると見ることができる。経常収支が資本収支に等しいこととあわせれば、経常収支の赤字国と黒字国との間では、赤字国が現時点で消費を輸入して将来にはこれを輸出する選択を行い、逆に黒字国は現時点で消費を輸出して将来にはこれを輸入する選択を行う異時点間貿易を行っていると捉えることができる。

国際金融システムのトリレンマ（こくさいきんゆうしすてむのとりれんま）

資本移動の自由、為替相場の安定、金融政策の独立性は同時に達成できない。これは、IS・LM分析を開放マクロ経済に適応したマンデル・フレミング・モデルの「金融政策は変動為替相場制度での下では有効であるが固定為替相場制度下では無効である」という政策的インプリケーションから導き出される考え方である。例えば、景気後退に際して中央銀行が金融緩和政策を実行した場合を考えてみよう。金融緩和の結果、国内利子率が

低下するため資本移動が自由な場合には内外金利差から資本が国外に流出する。そのため外国為替市場では、外国通貨買い自国通貨売りが生じて為替相場は自国通貨安になってしまう。しかし、ここで中央銀行が為替相場の安定を望むならば、外国為替市場に介入して自国通貨の買介入を実施する必要があるが、それはマネーサプライを吸収することから金融緩和政策に対立してしまう。あくまで金融緩和と為替相場の安定を追求しようとするならば、資本移動規制を導入しなければならない。このように国際的な資本移動が完全な世界を考えた場合、為替相場の安定を追求しようとすれば、金融政策の独立性を放棄せざるを得ず、逆に金融政策の独立性を維持しようとすれば、為替相場の安定を放棄する必要がある。このことから、資本移動の自由化の流れが行き着く先を想定すると、今後生き残りうる為替相場制度は完全な変動相場制（フリー・フロート）か極めて厳格な固定相場制（ハード・ペッグ制）のいずれかしかなく、両者の中間にある管理為替相場制度のような為替相場制度（ソフト・ペッグ制）は生き残れれないという主張が登場してきている。しかし、現実の為替相場制度では、金融政策の独立性を確保しながら為替相場のある程度の安定性を追求するために様々なバリエーションを持つソフト・ペッグ制が採用されている。この傾向は発展途上国に多く見られる。