

以上を考慮して、ネット資本移動 (= 経常収支) の大きさとグロスの資本移動の大きさが大きくカイ離している内容を記述すればよい。

ネットの資本移動 (資本収支) はプラスでネットでは資本流出になっており、それとほぼ等しい金額だけ経常収支はマイナス (赤字) になっている。この経常収支の赤字幅は年々拡大傾向をたどっている。

それに伴って、グロスの資本収支の金額も拡大している。つまり、海外から資本流入分で経常収支の赤字幅を調達し、残った資金を海外に流出していることが読み取れる。つまり、米国が国際的な資金仲介機能を果たしていることが理解される。

問3 答えの例示以外であっても背景が正しければ採点されると思われる。解答は省略。

問題 No.20

為替介入政策とその有効性 (H21年・午後－第9問)

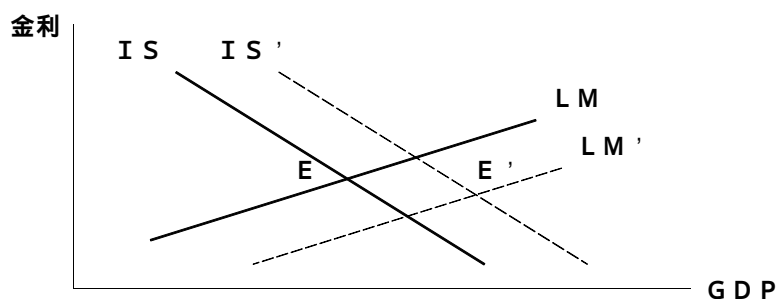
問1

(1)		政府 (中央銀行と統合)		民間金融機関	
外貨	+100	準備預金	+100	外貨	-100
		T-Bill	0	準備預金	+100
				T-Bill	0
(2)		政府 (中央銀行と統合)		民間金融機関	
外貨	+100	準備預金	0	外貨	-100
		T-Bill	+100	準備預金	0
				T-Bill	+100

問2

非不胎化介入の場合、政府 (中央銀行) の外貨保有増に応じてマネタリーベースが増加し、金利低下やマネーサプライの増加が起こり、それがさらに資本流出、輸入増を通して外国通貨高・自国通貨安をもたらす。この一方、不胎化介入の場合は、マネーサプライに変化がなく、為替レートに対する影響も限定的である (内外通貨建資産が完全に代替的であれば効果がない)。したがって、非不胎化介入の方が、効果が大きい。

問3



問4

- (1) 債券は非不胎化介入による金利低下によって価格が上昇するが、今後、景気上昇によって金利は上がるので、価格上昇は限定的と考えられる一方、株式は当面の金利低下と今後の景気上昇の両方から値上がりの可能性があるため、株式の方がよい。ただし、介入によるドル安が予想されるので、為替ヘッジをつける⑤。
- (2) 米国の介入によりユーロ高になると予想されるので、為替ヘッジなしでユーロ建の短期証券に投資して為替差益を狙う②。(ユーロ圏でも米国の金利低下に引きずられて金利は低下気味であるため、ユーロ高と債券価格上昇を狙って長期債に為替ヘッジ無しで投資するでもよい④。)

【解説】

問1

政府(中央銀行)による外国為替市場への介入には、「非不胎化介入(不胎化しない介入)」と「不胎化介入」がある。本問はそれぞれについての政府(中央銀行と統合)と民間金融機関のバランスシート(B/S)を記入する問題である。

(1) 「非不胎化介入」のB/Sの変化

① 外国通貨買い・自国通貨売り

民間の金融機関から外貨を購入すると、民間金融機関の外貨が減少し、政府には外貨が増加する。一方、自国通貨売りは政府・中央銀行の準備預金が減少し、民間の準備預金に振替えられる。

(a) [政府・中央銀行の仕訳]

(借) 外 貨	100	(貸) 準備預金	100
---------	-----	----------	-----

(b) [民間金融機関の仕訳]

(借) 準備預金	100	(貸) 外 貨	100
----------	-----	---------	-----

以上の仕訳を反映したものが、政府と民間金融機関のバランス・シート(B/S)となる(解答参照)。

(2) 「不胎化介入」のB/Sの変化

不胎化介入は、上記(1)の①外国通貨買い・自国通貨売りの介入に、さらに自国のマーケット(短期金融市場)の通貨供給量を変化しないようにするため、②国債(T-Bill)売りのオペレーション(公開市場操作)を実施することである。

② 国債(T-Bill)の売りオペレーション

売りオペレーションを実施すると、民間金融機関の当座預金(準備預金)が減少し、国債(T-Bill)が増加する。一方、政府・中央銀行では当座預金(準備預金)が増加し、国債(T-Bill)が減少する。

(a) [政府・中央銀行の仕訳]

(借) 準備預金 100 (貸) T-Bill 100

(b) [民間金融機関の仕訳]

(借) T-Bill 100 (貸) 準備預金 100

この国債 (T-Bill) 売りのオペレーションの仕訳を(1)のバランス・シート(B/S)に加えたものが、「不胎化介入」のバランス・シート(B/S)となる (解答参照)。

問 2

外国為替市場への介入は、目標の為替レート水準に誘導することである。

どちらの政策 (非不胎化政策、不胎化政策) が効果があるのか、それぞれの政策の波及プロセスを記述すればよい。

(1) 非不胎化政策

外貨買い・自国通貨売り介入を実施すると政府 (中央銀行) に外貨準備の増加と預金準備 (日本での日銀当座預金) が増加する。つまり、ベースマネー (=日銀券 + 日銀当座預金) が増加し、短期金融市場のマネーサプライが増加する。それにより、金利水準が低下し、海外への資本流出にともなって、自国通貨が減価 (外国通貨高) する。意図した為替レート水準に誘導することが可能になる。

(2) 不胎化政策

ベースマネーが変化しないので短期金融市場のマネーサプライを変化させることはできない。よって、為替レートへの影響は限定的なものとなる。

不胎化介入は実質的には、政府 (中央銀行) による自国通貨建債券と外国通貨建債券の交換ということになる。この不胎化介入が為替レートを変化させるかは、①内外通貨建資産の代替性の程度、②市場の効率性の程度に依存することになる。

①内外通貨建資産の代替性が完全であると、先物カバーなし金利平價説が成立するので為替レートを変化させることができない。また、②市場が効率的であると介入政策の情報を吸収して直先為替レートが決まるので、為替レートを変化させることができない。

よって、不胎化介入の場合、為替レートへの変化は限定的にならざるを得ないので、非不胎化介入の方が効果は大きい。

問 3

① LM曲線への影響

外国通貨買い・自国通貨売り介入が実施されると、ベースマネーが増加し、マネーサプライが増加する。マネーサプライが増加するとLM曲線は右下方にシフトする。

② IS曲線への影響

マネーサプライの増加により金利水準が低下し、資金が外国に流出する。それによって、自国通貨安・外国通貨高になり、輸出が増加し、経常収支が黒字となり総需要が増加する。総需要の増加によりIS曲線は右上方にシフトすることになる。

問4

米国の大規模な「ユーロ買い、ドル売り」の非不胎化介入を実施すると米国ドル安・ユーロ高になる。この為替レートの変化に対応して、短期債、長期債、株式のリターンを考えて記述すればよい。

米国の為替介入である「ユーロ買い・ドル売り」の非不胎化介入の意図は、自国通貨安により外需主導で景気回復を目指していると思われる。つまり、景気はあまり良くない状況（景気低迷の状況）にあると想定される。

(1) 米国

- (a) 債券価格は金利低下により上昇する。この為替介入により景気が回復してくれば、金利は上昇し、債券価格は下落する。
- (b) 株式は今後の景気回復期待により株価の値上がりが見込まれる。為替介入による米国の通貨安・円高が見込まれるので、為替はヘッジ付きがよい。
よって、⑤株式・為替ヘッジ付きの投資を採択すべきである。

(2) ユーロ圏

- (a) 逆に、米国の為替介入によりユーロ高・ドル安が想定される。ユーロ高であることはユーロ圏の経済は好況が見込まれる。しかし、今後の長期金利や株価の方向性は不透明である。
- (b) 債券については、現状の価格水準が、今後の短期金利の下落を見込まれると価格上昇する。好況と見込まれているのでユーロ高・円安が想定される。為替ヘッジなしで為替差益を享受することができる。流動性や為替差損益を獲得するために短期債に投資すべきである。
よって、②短期債・為替ヘッジなしの投資を採択すべきである。