

為替介入と先物為替プレミアムパズル

早稲田大学大学院 佐藤 綾野

早稲田大学 秋葉 弘哉

先物外国為替市場における効率性の仮説は、先物為替レートが将来の直物為替レートの不偏推定量であるかどうかを巡って検討されてきた。しかしながら、多くの実証研究によると、先物レートは平均的には不偏推定量ではないばかりでなく、先物市場でプレミアムが存在し、外国通貨の将来価値の減価を予想していると考えられるにも拘わらず、現実の為替レートの増価を導くといった、理論的には逆説的な実証結果が得られてしまうことが知られている。これは「先物プレミアムパズル」(以下FPP)と呼ばれ、現代国際金融論の未解決問題の一つである。この実証結果によると、パズルの原因は時間とともに変化するリスクプレミアムの存在によると解釈されてきた。しかしながら、これまでに提示されてきた広範な問題をカバーするマクロ経済モデルを用いても、この実証結果を説明するようなリスクプレミアムの実証的な導出は極めて難しいという意味で、この問題は依然として極めて深刻である。

先行研究の結果を纏めると、将来の FPP に関する研究の方向性は、大別して、ペソ問題の影響の更なる考察、サーベイデータを用いる期待形成を巡る問題の考察、国際金融市場における各種の摩擦問題及びリスクプレミアムの分析の更なる深化となろう。本稿ではこの最後のリスクプレミアム分析の更なる深化を取り上げ、その中でも特に各国中央銀行による為替介入がもたらすリスクプレミアムの影響に注目する。

中央銀行がターゲットを明確にアナウンスし実際に為替介入が行われる場合、あるいは国際金融市場に参加している投資家が中央銀行の介入を予測する場合、Krugman(1992)はそのターゲットゾーンの近傍では為替レートがスムーズペースティングすることを理論的に証明している。このスムーズペースティングの観点からターゲットゾーンが存在する場合に為替レートが非線形の確率過程に従い、同時に為替レートが内外利子率格差にほとんど依存しなくなることが予想される。

本稿は、Michael, Nobay and Peel(1997)が購買力平価の乖離からの分析に取引費用を考慮した手法を FPP の問題に応用してみることである。購買力平価からの乖離に対しては、対称的な反応が考えられるであろうが、FPP では非対称の反応も考えられるので、選択される手法は当然異なったものとなるであろう。本論ではさらに Bansal and Dahlquist(2000)で FPP 問題が存在するとされた16カ国のデータに対して、為替介入によって FPP が説明できるかどうかを検討する。その結果 16カ国のうちのほとんどにおいて、為替介入の影響が確認された。