

# 覆面介入はなぜ行われるのか？

## - ポートフォリオ・バランス・チャンネルによる考察と実証

一橋大学大学院 清水 順子

### < 報告要旨 >

本稿は覆面介入がなぜ行われるかという疑問に対して、マーケット・マイクロストラクチャー理論に基づく Evans and Lyons(2001)のモデルにより覆面介入が為替レートに対して持続的な効果を持つという仮説をたて、その解明を試みるものである。具体的には、これまで不胎化介入が為替レートに影響を与える経路として考えられるポートフォリオ・バランス・チャンネルとシグナリング・チャンネルについて、公表介入と覆面介入という異なった介入手法を用いたときにどのような効果を持っているのかについて、日本の通貨当局の介入データを用いて検証した。

実証分析により得られた結果は以下の通りである。1) 介入時に通貨当局者の発言によって介入を公表する公表介入は介入日の取引高が多く、ボラティリティも高くなる。このことは公表介入が広く介入情報を市場参加者に伝達することによって、シグナル効果が最も高いことを裏付けるものである。2) 覆面介入は市場参加者が介入の事実を知らないまま通常取引を行うことから、介入当日の為替レートに与える効果はほとんど見られないが、為替市場のボラティリティを下げるという効果がある。また、覆面介入の目的がスムージング・オペレーションであるという仮説の下に、介入前の相場トレンドを調整したトレンド調整済み為替リターンの平均がそれぞれの介入手法によってどのような値をとるかを比較した結果、3) 公表介入は介入当日の為替リターンにプラスの効果を与えるが、その効果は介入当日のみ限定される。4) 覆面介入は介入後翌日から4日間は持続的な効果を保つことができる。

公表介入と覆面介入の効果をそれぞれ主にシグナリング・チャンネルとポートフォリオ・バランス・チャンネルを通じた効果であると見なすならば、本稿の実証結果は介入のシグナリング・チャンネルを通じた効果は介入当日に大きく発揮されるのに対して、ポートフォリオ・バランス・チャンネルを通じた効果は介入後数日間持続するという点で有益であることを示唆するものである。

< 討論者からのコメント >

追手門学院大学 松本直樹

本報告は、覆面介入の目的とその有効性を、マーケット・マイクロストラクチャー理論を用いて明らかにしようとしている。為替市場介入の効果としては、一般的に、シグナル効果とポートフォリオ・バランス効果があるとされる。本報告の結論は、シグナル効果は介入当日に現れるが、ポートフォリオ・バランス効果は介入後数日間持続するというものである。

先行研究のサーベイにおいては、シグナル効果は一定の評価がなされているが、ポートフォリオ・バランス効果については評価が分かれていることが示される。ただし、マーケット・マイクロストラクチャー理論による分析においては、ポートフォリオ・バランス効果が有効に作用していることが紹介されている。

清水氏は介入手法を、公表介入、非公表・周知介入、覆面介入の3つに分類し、公表介入はシグナリング・チャンネルを通じて為替レートのトレンドを修正することを目的とし、覆面介入はポートフォリオ・バランス・チャンネルを通じて為替レートの乱高下を防ぐことを目的としているとする。そして、2003年1月から2004年3月までの期間については、介入のあった129日のうち覆面介入が96日に達していることを指摘する。

ついで、介入手法と出来高およびボラティリティとの関係、および介入手法と介入後の為替レートの動きとの関係について、実証分析が行われている。まず介入手法と出来高およびボラティリティとの関係については、公表介入が実施された日は出来高が多くボラティリティが高い一方、覆面介入が行われた日の出来高とボラティリティは、介入がなかった日と違いがないことが明らかにされる。

介入手法と介入後の為替レートの動きとの関係については、トレンド調整済みの為替リターンと介入方向のデータを用いて、介入の効果を分析している。その結果、公表介入は介入当日にのみ効果があるが、覆面介入は介入のあった翌日以降に持続的な効果があることが明らかにされる。

以下、疑問点を指摘する。

1. マーケット・マイクロストラクチャー理論について、たとえば Evans and Lyons(2001)の考え方は、次のようなものであろう。為替レートの決定においては、order flow が重要な要因になっている。両国の資産が不完全代替であれば order flow が為替レートに影響をおよぼす。これがポートフォリオ・バランス効果である。Evans and Lyons は、この order flow が為替レートに影響をおよぼしているということを実証分析によって明らかにしたのである。ところで、もし介入が不胎化された覆面介入であるとすれば、order flow において民間の取引と介入による取引を区別することはできない。したがって、不胎化された覆面介入は、ポートフォリオ・バランス効果によって為替レートに影響を与えることができる。ところが、清水氏の論文では、実証分析の中にこの order flow に対応する変数も具体的な介入額も現れない。覆面介入が実施された日とそれ以降の日の為替レートが比

較されているだけである。これが、ポートフォリオ・バランス・チャンネルを通じた為替市場介入の効果に関する実証分析になっているのかどうか、疑問が残る。

2. 介入後翌日、2日後、3日後、4日後の為替リターン(トレンド調整済み)のデータを作成しているが、介入以外に為替レートに影響する要因はないと考えているのか。より頻度の高いデータを用いるべきではないのか。
3. 介入が実施されているのは主として東京市場であると考えられるが、実証分析における為替レートのデータはニューヨーク市場のそれが用いられている。なぜニューヨーク市場のデータでよいのか。

< 討論者からのコメントに対するリプライ >

1. 本稿が order flow の理論を用いてポートフォリオ・バランス・チャンネルを通じた効果を論じながら、order flow について具体的な数値を用いて分析を行っていないという討論者のご指摘はごもっともである。もし介入金額を order flow の代理変数として使うことができれば実証分析を行うことが可能であるが、そもそも order flow の定義は売りオーダーと買いオーダーをネットしたものであり、介入金額をそのまま order flow に当てはめることはできない。したがって、今回の分析は介入手法をダミー変数としてイベント・スタディによる実証を用いて公表介入と覆面介入の効果の差を示すに留まっている。order flow の代理変数となりうるデータを工夫することが今後の課題である。
2. 介入後翌日、2日後、3日後、4日後の為替リターン(トレンド調整済み)のデータが為替介入の効果以外に他の経済ニュースによる影響を受けている可能性がある。今回は日次データを用いた分析であるため、討論者のご指摘の通り介入後のニュースの影響を調整していない点が欠点であると考えられる。この点については、より頻度の高い intra-daily データを用いて再度検証する必要があるだろう。
3. 財務省が公表している日本の介入データは介入日と介入金額(及び介入方向)のみに限られており、介入がどの時間帯に行われたかは定かではない。介入データは東京市場で行われているものやロンドン市場、NY 市場で行われたものも含んでいるため、その効果を全て含むためにはNYの終値を用いて1日のリターンを計るのが最適であると考えられる。