

# 金利と為替相場、資本移動について

## はじめに

近時、米国金利を中心として、金利の高騰とその変動は、かつてない規模のものとなつてゐる。一例として、ユーロドラー金利（3ヶ月もの）をみると、54年夏には11.38%であつたものが、55年3月には20.0%もの高率に達した。同年4月以降は一転して下落し、6月には9.81%を記録したが、その後再び上昇傾向に転じてゐる（第1表参照）。

このような金利の乱高下ともいえる変動は、一各国の経済にさまざまな影響を与えてゐるが、なかでも、その為替相場・資本移動に与える影響については、各国で強い関心の的となつてゐる。

本稿では、この問題に関し、従来の議論等をふりかえるとともに、若干の整理・検討を行うこととする。

なお、本稿中、意見・見解にわたる部分は、筆者の個人的なものにすぎず、大蔵省としての公式の見解ではないことをあらかじめお断りしておく。

## 1. 金利と為替相場、資本移動に関する概念

この問題については、さまざまな概念の内容・意義についての食い違いが見解の相違につながることもあつたようであり、ここではまず本稿で用いる概念の整理を行つておくこととしたい。

### （1）内外金利差

資本移動に関連する内外金利差としては、表面金利差（例えば、ユーロドラー金利 - 手形レート）と、これを直先スプレッドで調整した実質金利差（例えば、ユーロドラー金利 - 直先スプレッド（年率、%）- 手形レート）を区別しておく必要がある。

また、裁定者・期間に応じて、資本移動の契機となる金利が異なつてくることも注意すべきである（詳細については5-（1）参照）。

### （2）為替相場

直物相場・先物相場については周知の通りであるが、この他に、いわゆる「期待」との関係で、「期待相場」の概念を考えることもできよう。期待相場とは、「将来において成立するものと人々が予測する直物相場」と定義できようが、このような期待相場は、人によつて様々であり、またある個人をとつても一義的なものではありえず、幅をもつたものとなろう。

### （3）筆本移動

国際収支表上の長期資本収支、短期資本収支、為銀勘定には様々な性格の取引が含まれてあり、内外金利差との関連で資本移動を考える場合には、これらを第2表のように区分しておく必要がある。

基礎的資本取引は、内外金利差から同時に影響を受けるわけではなく、我が国の場合、この取引においてはほぼ一貫して資本流出傾向にある。ファイナンス取引は、基本的には輸出入の動向に対応した動きを示す。内外金利差、為替相場の動向に最も敏感に対応する取引が資金取引等、就中短期の資金取引である。

次に、資本取引の形態に関する区分として、先物カバーベースの資本取引とアンカバ「ベースの資本取引との区分が重要である。前者は為替リスクの回避のために先物で何らかの反対取引を行う場合を指し、後者はそのような反対取引を行わない場合を指す。

また、スワップで行われる資本取引と、アウトライ特で行われる資本取引とを区分する必要がある。前者は先物での反対取引を直物取引と同時に行う場合であり、後者はそのような反対取引を行わない場合である。スワップによる資本取引は外国為替市場において必ず他のスワップの資本取引に対応するのに対し、アウトライ特の資本取引に市場で対応するのは資本取引の場合もあれば、貿易の場合もあり、外為特会の平衡操作の場合もある。

## 2. 金利と為替相場、資本移動に関する議論

第1表 各 国 の 短 期 金 利 の 推 移(各月末, %)

		79/7	8	9	10	11	12	79/7	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	81/1	2	3	4	5
米国	TB(3ヶ月入札)	9.15	9.86	9.99	12.26	11.02	12.07	12.04	13.70	15.04	10.79	7.68	8.15	8.22	10.12	11.52	13.34	14.38	13.91	15.20	14.10	12.50	14.19	16.75
	BA(4ヶ月)	10.75	11.75	12.38	15.50	14.50	14.75	14.63	16.25	19.13	12.20	8.85	8.85	9.40	10.90	12.60	13.90	16.60	15.90	16.05	14.85	13.00	15.70	16.23
	CP(4~6ヶ月)	9.98	10.95	11.68	14.14	11.25	13.26	13.01	14.80	17.25	12.00	8.50	8.37	8.50	11.00	12.87	13.62	16.25	18.00	16.00	15.50	13.37	15.25	16.50
	CD(3ヶ月)	10.00	10.87	11.50	13.75	12.12	13.12	13.00	14.75	17.25	12.25	7.50	8.95	8.65	10.62	12.37	13.50	16.80	16.50	16.25	14.50	13.37	15.12	16.37
	プライム	11.75	12.25	13.50	15.00i	15.50	15.25	15.25	16.75	19.25~19.50	18.50~19.5	14.00	11.50~12.00	10.75~11.00	11.50	13.00	15.50	17.75	21.50	20.00	19.00	17.00~17.50	18.00	20.00~20.50
英國	TB(3ヶ月)	13.59	13.34	13.38	13.47	16.05	15.86	15.94	16.06	16.23	16.00	16.02	15.65	14.75	14.94	14.31	114.41	12.94	13.00	12.84	11.88	11.50	11.27	12.50
	プライム	15.00	15.00	15.00	15.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	17.00	17.00	17.00	17.00	15.00	15.00	15.00	15.00	13.00	13.00	13.00
西ドイツ	インターバンク(3ヶ月)	6.95	7.53	8.20	9.90	9.60	9.55	8.85	9.35	10.23	10.125	10.20	10.00	9.28	8.90	9.25	9.20	9.73	9.50	9.65	14.75	13.50	13.05	13.35
	プライム	7.00	7.50	7.75	8.00	8.25	8.75	9.00	9.00	10.00	10.25	10.75	10.50	10.75	10.75	10.75	10.50	10.50	10.75	10.50	10.75	12.00	12.50	NA
フランス	インターバンク(3ヶ月)	10.69	11.69	11.69	11.75	12.44	12.69	12.13	13.81	13.41	12.75	12.47	12.38	11.56	11.56	12.44	11.38	11.44	11.63	11.38	13.69	12.81	13.19	18.25
	プライム	10.75	11.05	11.75	12.05	12.50	12.50	12.50	13.50	14.25	14.00	14.00	14.00	13.25	13.25	13.25	13.25	13.25	13.25	13.25	13.25	13.75	13.75	18.00
イタリア	インターバンク(3ヶ月)	11.58	11.69	11.75	13.06	13.56	17.38	18.06	17.94	18.31	17.06	17.19	17.56	17.56	17.31	18.50	17.50	17.44	17.44	17.44	17.56	19.94	20.06	20.44
	プライム	15.00	15.00	15.00	16.50	16.50	19.50	19.50	19.50	19.50	19.50	19.50	19.50	19.50	19.50	21.00	21.00	21.00	21.00	21.00	21.00	22.50	22.50	22.50
日本	コール(無条件)	5.56	6.75	6.87	6.94	7.75	8.38	8.19	9.44	12.13	12.38	12.69	12.69	12.75	11.56	11.31	10.81	9.50	9.44	8.88	8.63	7.44	7.19	6.94
	プライム	5.50	5.50	5.50	5.50	6.50	6.50	6.50	7.50	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	8.50	8.50	8.50	7.50	7.50	7.50	7.50	6.75	6.75	6.75
	手形売買レート(2山越)	7.00	7.00	7.00	7.44	8.28	8.38	8.34	9.84	13.50	13.56	13.69	13.19	12.75	11.47	11.50	10.25	9.63	9.63	8.78	8.38	7.44	7.25	7.44
ユーロダラー(3ヶ月)		11.38	12.25	12.94	15.44	14.38	14.56	14.44	17.00	20.00	14.00	9.81	9.81	9.88	12.56	14.00	15.31	18.38	17.19	17.38	16.75	14.69	17.0	17.81

この問題については、最近多くの分析が行われてあり、それぞれ異なる視点・立場から検討を加えている（以下、引用では全て敬称略）。

第2表 資本取引の性格別分類

項目	内容
基礎的資本取引	直接投資、円借款等
ファイナンス取引	輸入ユーベンス、輸出前受金、輸入前払金等
資金取引等	
うち長期	円貸付、外債、証券投資等
うち短期	非居住者現先、非居住者円預金、居住者外貨預金等

これらの各々を紹介することは紙面の制約上不可能であるため、そのごく一部を紹介するにとどめたい。

まず挙げられるのは小宮・須田「管理フロート下の短資移動」である。この論文が分析の拠り所としているのはツイアン・ゾーメンの理論であり、この理論では内外金利差の変化の為替相場・資本移動に与える影響は第1図によつて示されるところとなる。

この理論を背景として、彼らは我が国の外国為替市場の分析を行つてゐる。彼らの結論のうち、本稿の主題に関連するものを列挙すれば下記の通り。

円・ドルの直先レートについても、1975年以降では金利裁定の機能は十分働いており、内外金利差によつて規定される一定の幅の中に直先スプレッドを止めるような力が不斷に働いてゐる。

フロート下では短資が金利の低い国から高い国に流れるという観念は誤りである。フロート下で先物カバーをとらずに短資が移動するとしたら、それは金利差を稼ごうとする動機に基づくよりは、為替レートの変動に基づくキャピタル・ゲインを嫁ごうとする投機的動機に基づく。

内外金利差が変化しても、そのことは、短資の流れにほとんど影響を及ぼさない。

「利鞘」（金利差と直先スプレッドのギャップ）が大きいから大量に金利裁定資金が流れる、というような観念は誤りである。

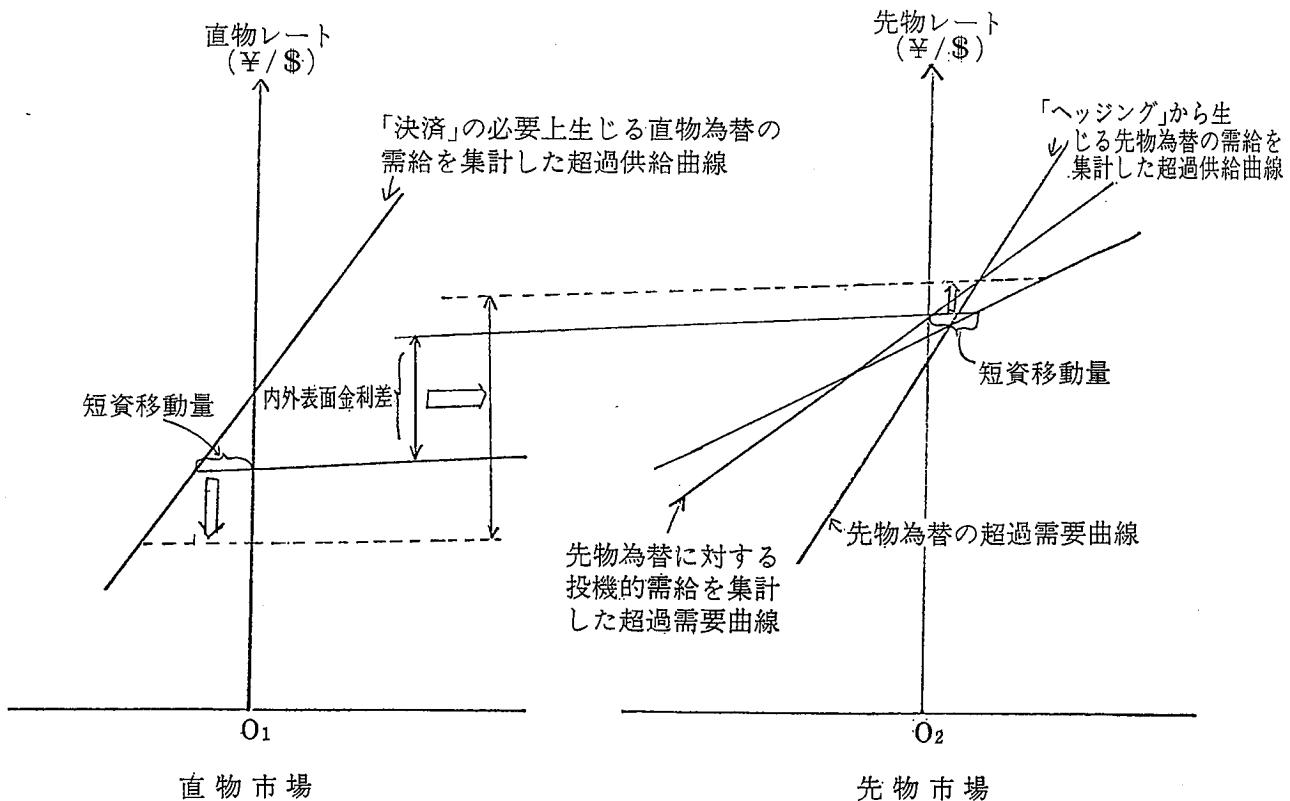
金利裁定資金の流入（出）量を決める主要因は、直先市場での反対方向の二つの需給ギャップと為替当局による市場介入量の二つである。

この小宮・須田論文に対しては、「「フロート下では先物カバーなしの金利裁定はありえない」とか、「国内金利が下がつたからといって、そのことだけで短資の流れの一形態である円シフトが生じるということはありえない」とかいう強い断定は誤解を招き易いという他はない。」（天野「管理フロート下の為替レートと資本移動」）とか、「私が本論文に対してもつとも疑問を感じる点は、いわば静学的な分析において、内外の金利差は短資の流れに直接、直ちには影響を及ぼさないという命題を強調するがあまりに、結論において、短資移動には金利差が全く関係ないという印象を強く与えるように書かれているという点である。…簡単化された静学モデルでそのような結論が出るということと、政策問題として短資は金利差に感応的でないと主張することの間にはかなりの隔りがある。」（浜田「小宮・須田論文および新開論文へのコメント」）といつたコメントがあり、また須田自身、「ツイアン・モデルにも理論的な欠点がある。それは本来フロー变数である貿易による為替取引とストック变数である投機、金利裁定による為替需給を足し合わせて為替市場の均衡条件を考えている点である。」（武藤・須田「国際金融理論の発展と現状」）としている。

一方、このような学術的な分析に対し、より「実務的立場からの分析も盛んに発表されており、その中で山下は

「資本移動と為替相場」を挙げることができようが、この論文は、資本移動を長期性資本の移動と“Volatile”な資本移動に分け、後者を決定する主たる要因につき「内外金利差ではなく、先行きの為替相場に関する予想である。」としている。また、この論文は直物相場と先物相場との関係について、「最近ではわが国においても通常は概ね金利パリティが成立している。…ただし、わが国の場合、時として大きなディスパリティが生じることがあるのは、その始発因は、外国為替市場に対して強度の公的介入が行われた場合であり、より本源的な要因はわが国の外国為替市場ならびに金融・資本市場にまだ多かれ少なかれ効率的でない部分が残されているためであると考えられる。」と述べている。

第1図 ツイアン・ゾーメン理論における金利差と短資移動



### 3. 資本移動と為替相場

内外金利差の為替相場・資本移動への影響を考える前に、まず、資本移動と為替相場の関係について整理を行つておくこととする。

小宮・須田論文等では、外国為替市場を直物市場と先物市場とに分けて考え、直物市場において超過供給（又は超過需要）があり、先物市場において超過需要（又は超過供給）がある場合には、直・先の為替相場の変動と短資移動が同時に起こり、結果として、短資移動が直物市場の需給ギャップ = 先物市場の需給ギャップを埋める形となり、また、同時に直先スプレッドが内外表面金利差に等しくなるとされている。

これを、実務的立場でみると、このような資本移動はスワップで行われることになるのではなかろうか。そして、実務家の見方ではスワップによつては直物相場は動かないものとみられる。

というのは、実務家においては、外国為替市場は、アウトライトの市場とスワップの市場に区分され、直物相場は直物アウトライトの市場の需給で決定され、スワップの市場の需給によつて直先スプレッドが決まるものと考えられているからである。すなわち、スワップで取引が行われる場合、直物相場をいくらとし、先物相場をいくらとするという考え方で取引が行われるのではなく、直物相場を所与とし、これに直先スプレッドをいくらのせるかという考え方で取引が行われているのである。これに対しては、スワップといえども直物市場の需終に影響があるは

ずだという考え方もありえよう。しかし一方で、実務家の見方から過去の現象をふり返ると、昨年4月の事態は資本移動が専らアウトライトで行われた結果、為替相場の局面を円高に転換させるという影響があつたのに対し、本年3月のような事態は、資本移動が専らスワップで行われ、その結果、為替相場に大きな影響を与えたものと解釈することもできよう。

#### 4. 金利と為替相場

##### (1) 金利と直物相場

第2図において、53年～56年3月の内外表面金利差(ユーロドラー金利(3カ月もの)-手形レート(2山越え))と直物相場の毎日の推移を示した。ここからみると、内外表面金利差が直物相場に影響を与えた場合もあり、与えなかつた場合もあるということとなる。

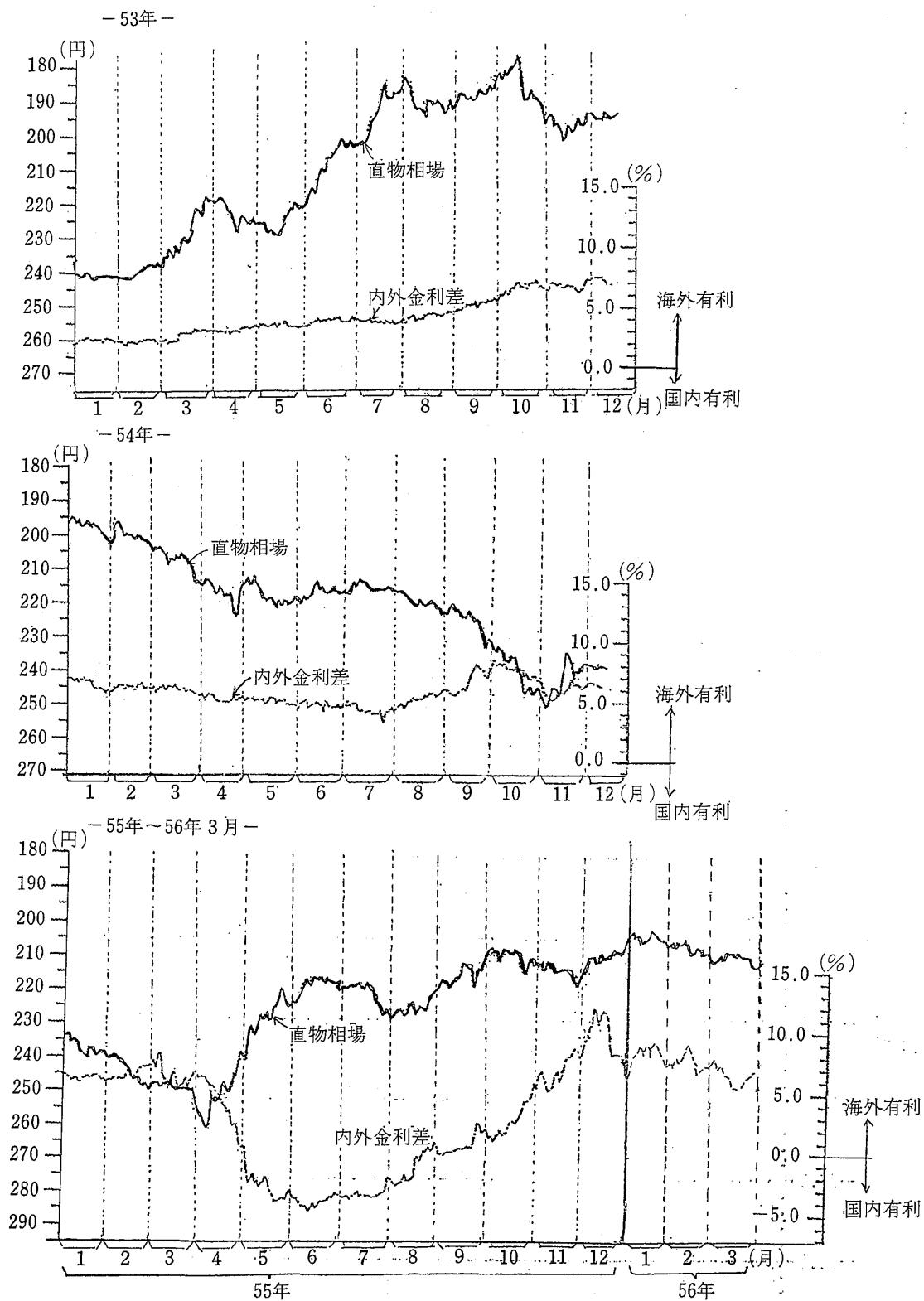
この点については、下記のように側面を分けて考える必要があると思われる。

短期の金融的側面…毎日のデータを用いて回帰分析を行つてみると、内外表面金利差の変動幅が海外有利になると、翌日の直物相場は円安に向うとの結果がえられた。

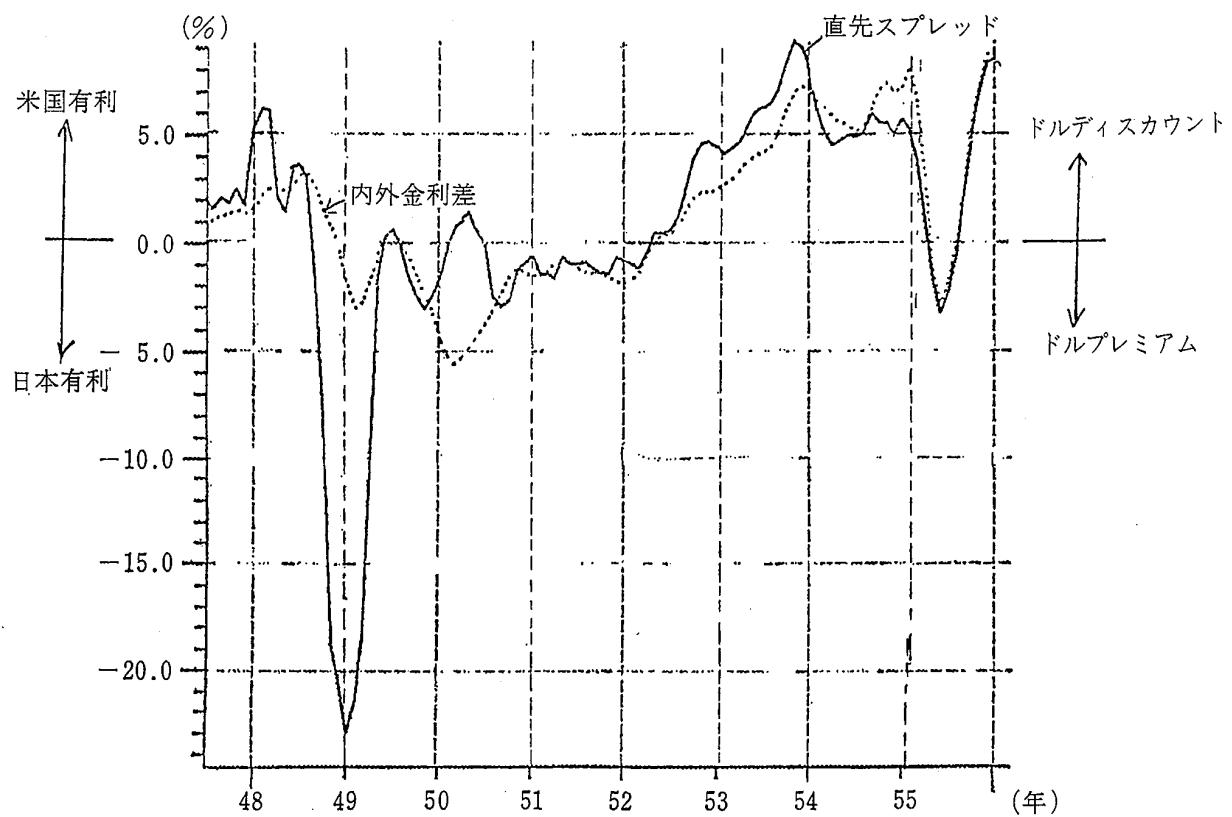
長期の実物的側面…海外金利の上昇がファイツシヤー効果により当該国のインフレ期待を反映したものであるか、実質金利が上昇したものであるのか、また金利上昇が当該国の実体経済に引締め効果をもち、インフレ鎮静・経常収支改善をもたらすものかどうか等により直物相場への影響如何が異なつてくるものと考えられる。

期待…上述の実物的側面への金利の影響を人々がどう予測するかによって期待相場が形成され、それに基づいて資本の流入出及びその圧力が変化し、直物相場が期待相場の方向へ向う。過去の直物相場の動きをふり返ると、経済のファンダメンタルズの動向如何により、金利が期待にドラスチックな変化をもたらした例もあつたとみられる。

第2図 内外面金利差と直物相場の推移

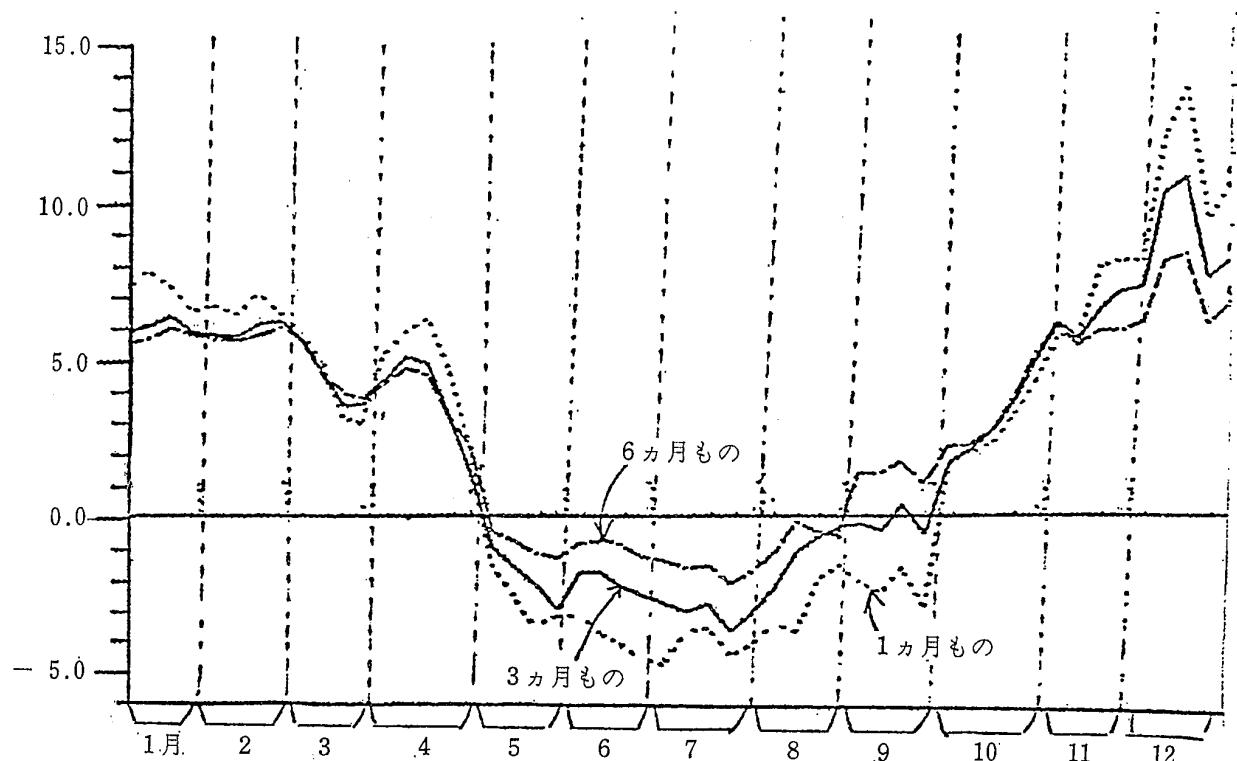


第3図 内外表面金利差と直先スプレッド(1)



(資料) IMF 'International Financial Statistics'

第4図 期間別直先スプレッド推移 - 55年中 -



## (2) 金利と直先スプレッドの関係

理論的には、内外表面金利差と直先スプレッドとは、常時一致することになるはずである。しかしながら、現実には、かなりのディスパリティが存在した時期もあつた。

まず、フロート制移行後の概略の動向をみるために、指標のとり方はやや乱暴ではあるが、月次データを用い、直先スプレッドと日米コールレート差（いずれも月中平均）を第3図に示した。ここからみると、48年後半～49年前半の極端なディスパリティを別としても、我が国の為替相場に金利平価が成立するようになつたのは、51年以降のことであつたことがうかがえる。

次に、金利平価が成立しているとすると、異なる期間の直先スプレッド間に金利の期間構造で説明されるような関係が成立しているはずである。そこで、第4図において、55年中の毎週水曜日のデータを用いて1カ月もの、3カ月もの、6カ月ものの各々の直先スプレッドの動きを示した。

最近の内外表面金利差と直先スプレッドの推移を、毎日のデータを用いて示したのが第5図である。金利差については、現実には様々な金利が存在し、どれをとるべきかは難しい問題ではあるが、本稿では、ユーロドラー金利（3カ月もの）と手形レート（2山越え）との差をとることとした。ここからみると、54年春からはかなり厳密に金利平価が成立しているものの、なお55年3月、6月等において1%を越えるディスパリティが生じている。

このようなディスパリティが生じる理由としては、為替市場における制約、為替・金融政策による制約及び期待の備りが候補として挙げられよう。以下、項を分けて検討を加えることとする。

### (イ) 為替市場における制約

近年、自由な国際金融市場として、ユーロカレンシー市場が巨大な存在となつていていることは衆目の認めるところである。そこで、ユーロドラー金利とユーロ円金利との金利差をとれば、これはユーロカレンシー市場における直先スプレッドに相当するものと考えられ、このスプレッドと、東京市場における直先スプレッドとの差をとれば、東京外国為替市場に固有の制約を反映した指標となるといえよう。

第6図においては、毎日のデータを用いて「東京市場の直先スプレッド（3カ月もの）- ユーロ市場の直先スプレッド（3カ月もの）」を示してある。ここからみると、恒常にユーロ市場のドルディスカウント幅が大きいが、これは統計のとり方等によるものとも考えられ、むしろその鋸状の動きが注目するに値するに思われる。

この点に関し、54年、55年及び56年の1～3月につき、毎日のデータを用いて両市場の直先スプレッドに対してコイク・ラグを用いて回帰分析を行い、その調整速度を計測してみると、年による調整速度の変化は大きいものの、各年とも東京市場の調整速度の方が遅いとの結果がえられた。これがたまたまそうなつたのか、単純に時差の反映なのか、それとも為替市場の制約を示すものは今後の検討課題である。

### (ロ) 為替・金融政策による制約

ユーロカレンシー市場が自由な国際金融市場であることから、ユーロ円金利は制約が全くない場合の円の金融市場金利であると考えることができ、これと国内の金融市場金利との差をとれば、我が国の通貨当局の政策の影響を反映した指標となると考えることができる。

第7図では手形レートとユーロ円金利の金利差を、第8図では現先レートとユーロ円金利の金利差をそれぞれ毎日のデータを用いて示してある。第7図からは、55年3月において大幅なユーロ円有利のディスパリティが生じ、同5月、6月には反対方向に大幅なディスパリティが生じていることが観察される。また、第8図においても同様の現象がみられるものの、その動きはやや緩やかであるように思われる。また、水準自体が0.5%程度ユーロ円有利となつているが、これは統計のとり方、取引コスト等の問題であろうとも考えられる。

このような現象の背景にある通貨当局の政策としては、銀行に対するポジション指導、為銀に対する円転規制及び外国為替市場に対する介入等が挙げられよう。

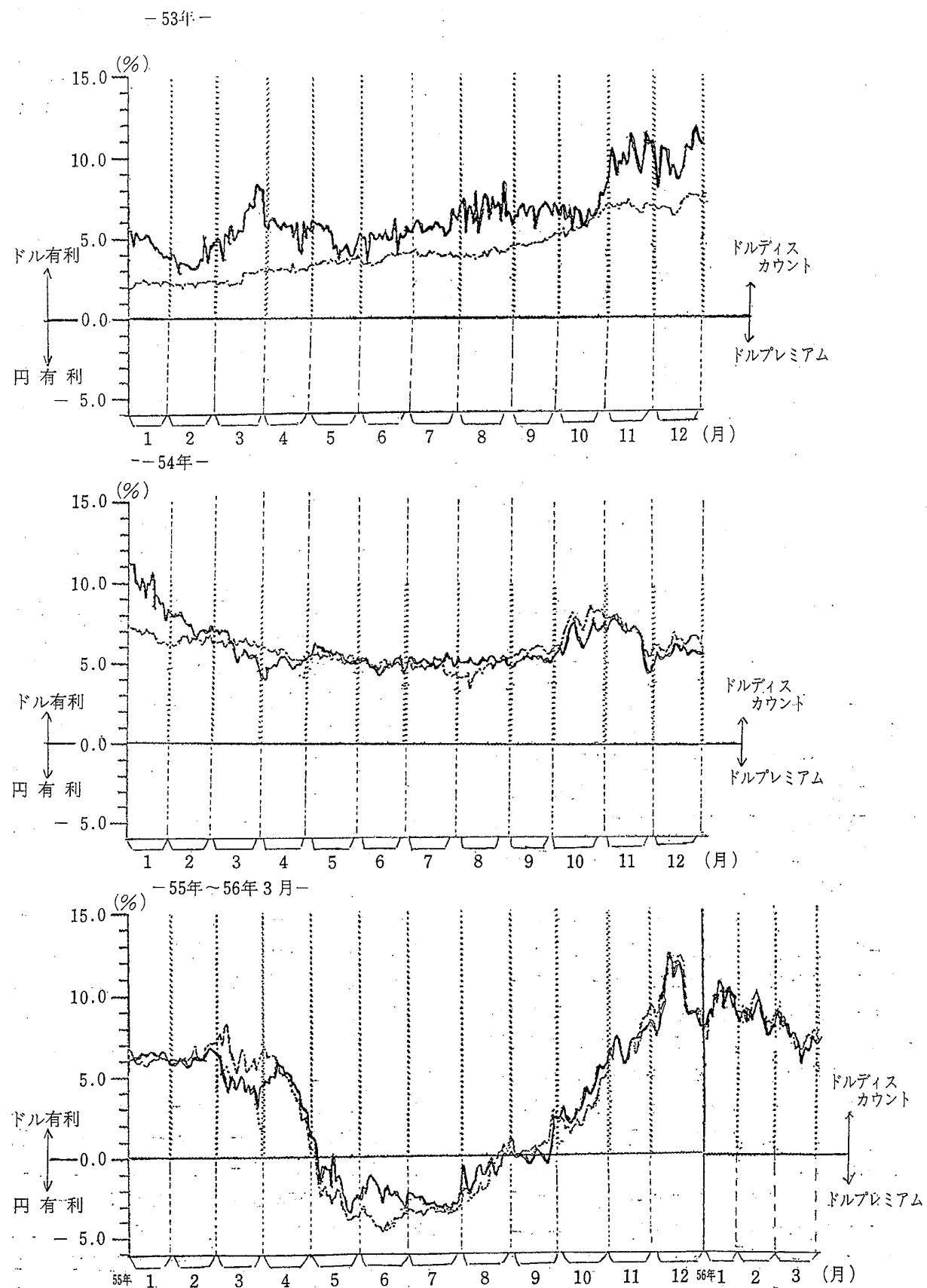
### (ハ) 期待の偏り

将来の直物相場について一方向に強い期待が生じた場合、期待相場は、その予測の幅を考えても、なおかつ内外表面金利差によって規定される金利平価の先物相場と明確に乖離することがありうると考えられる。

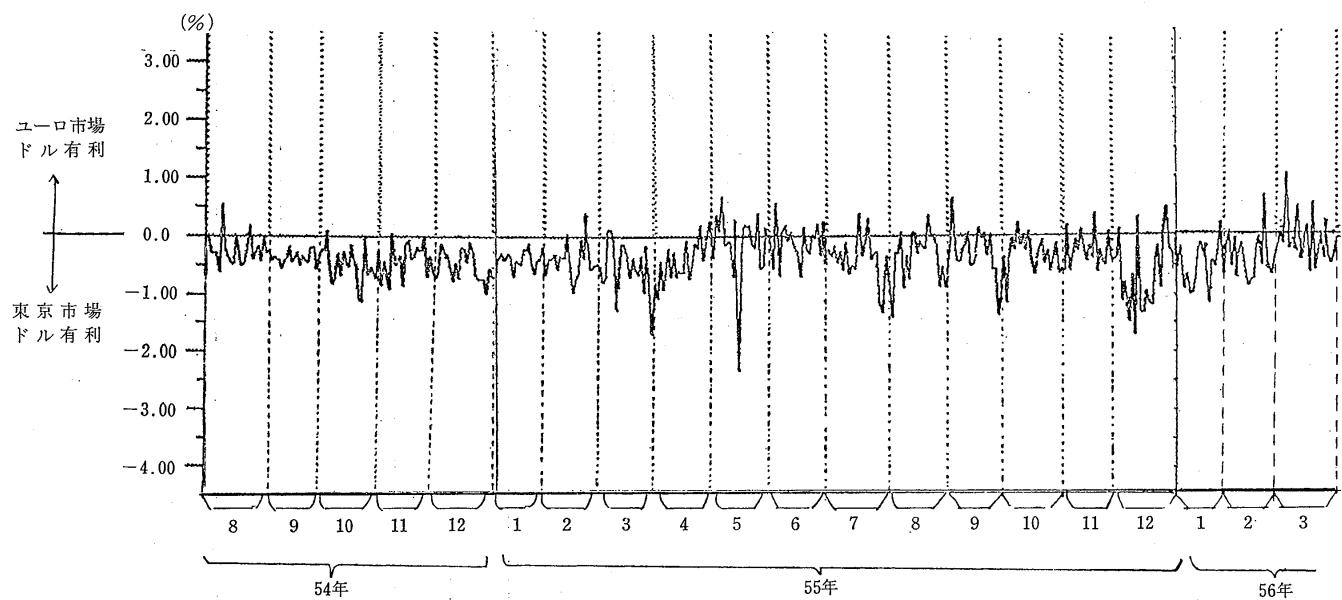
このような場合、期待相場と先物相場との間の裁定が起こり、先物相場が金利平価から乖離するが、或る程度の乖離が生ずると、今度は金利裁定がメインとなり、直・先の為替相場が動くことにより期待相場と直物相場の間の乖離幅が直先スプレッドに一致するようになるというような現象が起こるのではないかと推測される。しかしながら、その際に摩擦的にディスパリティが生ずることがありうるのであるまいか。

上記の推測を検証するためには、先物カバー・ベースの為替取引と先物アンカバー・ベースの為替取引の比率を知ることが手がかりとなろうが、為替市場のスワップ・アウトライト別の出来高にしても、インターバンクの戻だけが表われているものであつて、残念ながらそのような比率は把握不可能である。

第5図 直先スプレッドと内外表面金利差(2)

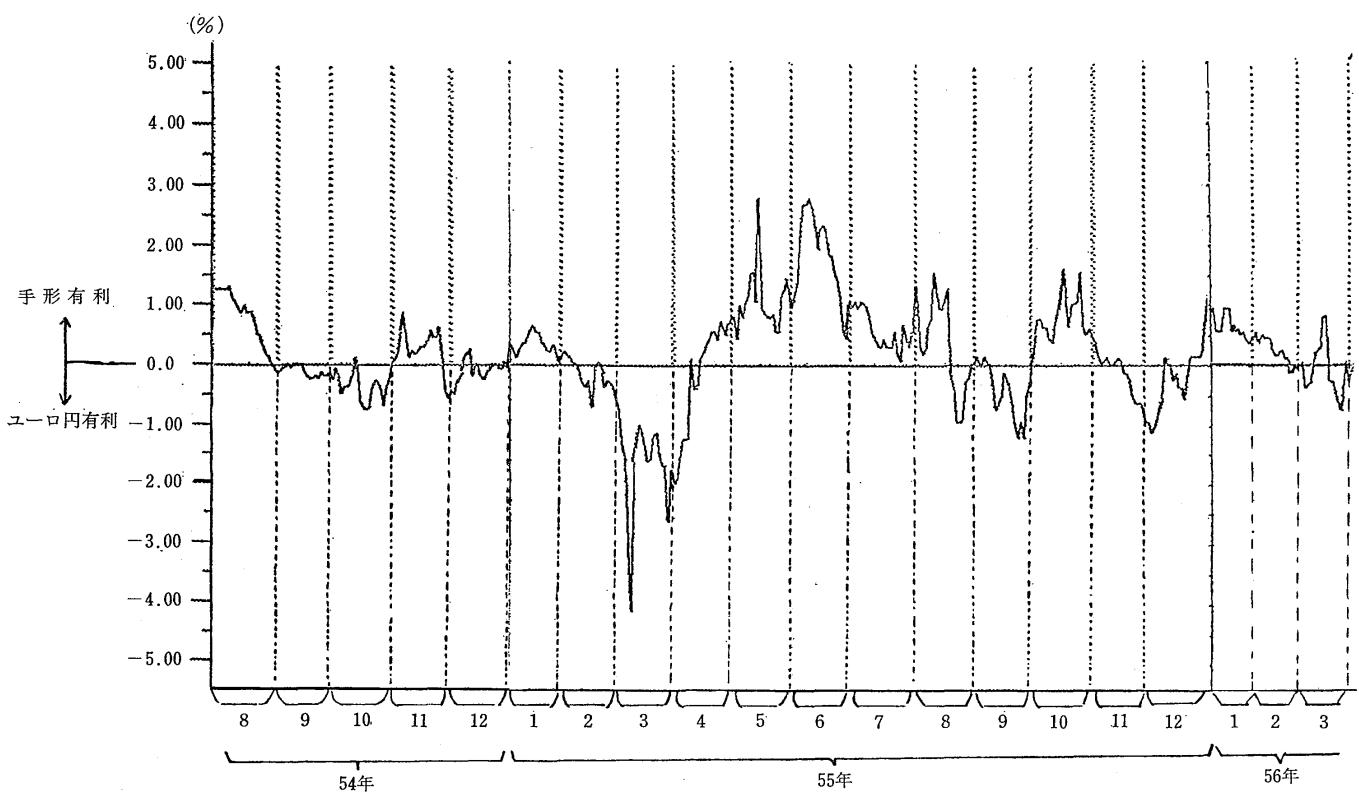


第6図 ユーロ市場と東京市場との直先スプレッド乖離幅

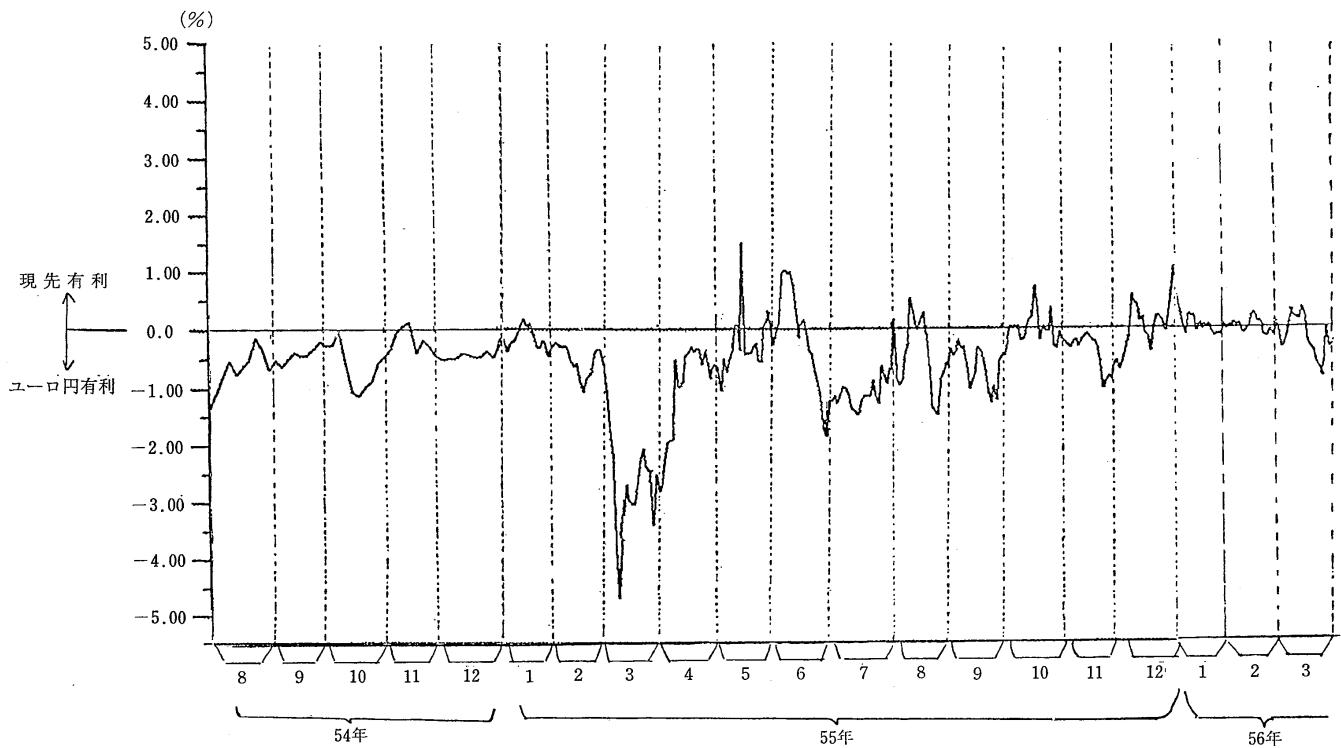


(注) スプレッドは年率、パーセント

第7図 手形レートとユーロ円金利の金利差



第8図 現先レートとユーロ円金利の金利差



## 5. 金利と資本移動

### (1) 金利と短期的資金取引

短期の資金取引に含まれる項目としては、居住者外貨預金、非居住者現先、非居住者自由円、インパクト・ローン、為銀の円転・円投等を挙げることができよう。

このような取引は、アウトライトの場合もスワップの場合もあるが、スワップの場合に取引の契機となる内外実質金利差は下記のように項目によつて異なる。

居住者外貨預金…裁定の形態としては、居住者が他の預金や現先に運用するか、外貨預金に運用するかという裁定が考えられる。従つて、スワップ取引の契機となる実質金利差は、現先レート又は他の預金金利と外貨預金金利との金利差となる。

非居住者現先…裁定の形態としては、非居住者がユーロ市場で運用するか、非居住者現先に運用するかという裁定となる。一従つて、取引の契機となる実質金利差は、ユーロ円金利（又はユーロダラー金利一直先スプレッド）と現先レートとの金利差になる。第9図では、現先レートとユーロダラー金利の実質金利差と、非居住者現先を通ずる資本の流出入を示した。なお、非居住者現先については決算期前に資本が流入し、決算期後に流出するというパターンが定着しているようである。

非居住者自由円…本支店自由円と、一般自由円とではかなり性格が異なり、区別してみる必要があると考えられる。本支店自由円の裁定の形態としては、為銀が手形市場で調達するか、ユーロカレンシー市場で調達するかの裁定となり、契機となる実質金利差は、ユーロ円金利と手形レートとの金利差である。一方、一般自由円の裁定の形態としては、非居住者がユーロ市場で運用するか、自由円で運用するかの裁定となり、契機となる実質金利差は、ユーロ円金利と自由円金利の金利差である。

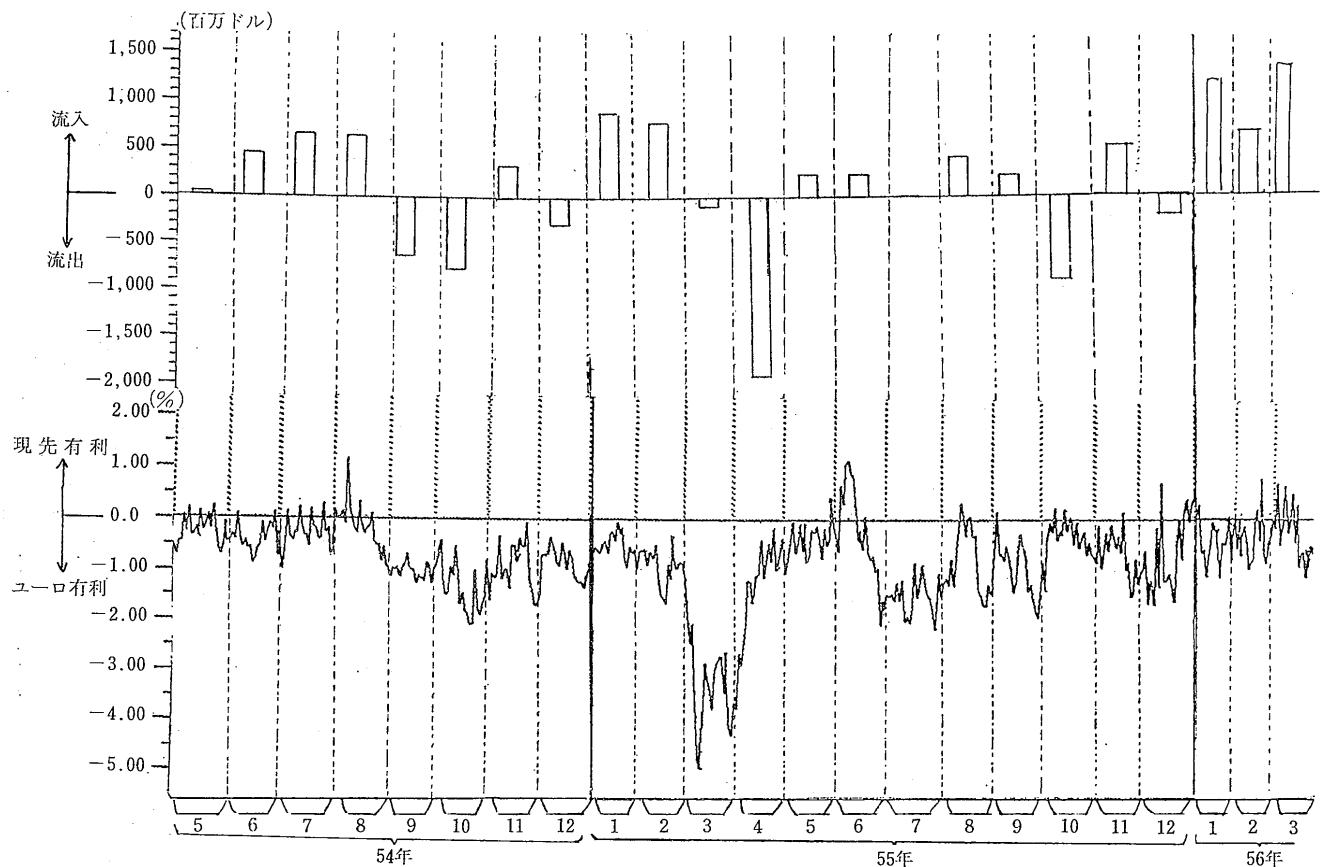
インパクト・ローン…ヘッジ手段としてインパクト・ローンの取引が行われる場合にはアウトライトで取引されるが、金利裁定としてスワップで取引が行われる場合、証券会社がインパクト・ローンで調達するか、現先市場で調達するかという裁定、又は一般企業がインパクト・ローンで調達するか、銀行借入で調達するかの裁定となる。従つて、スワップ取引の契機となる実質金利差は、インパクト・ローン金利と現先レート（裁定者が証券会社の場合）又は銀行借入金利（裁定者が一般企業の場合）との金利差となる。

為銀の円転・円投…裁定の形態としては、為銀が円資金を投入してユーロカレンシー市場で運用するか、ユーロ

ダラー等を円転して手形市場で資金運用を行うかの裁定となろう。従つて裁定の対象となる実質金利差は、ユーロダラー金利 - 直先スプレッドと手形レートとの金利差となる。第10図は、岡「短期金融市場自由化の方向と金融政策」中に示されたものであるが、岡が論じているごとく、「外銀は手形レートと円転コストとの関係いかんによつてきわめて活発に金利裁定を行つていることがわかる。」といえよう。

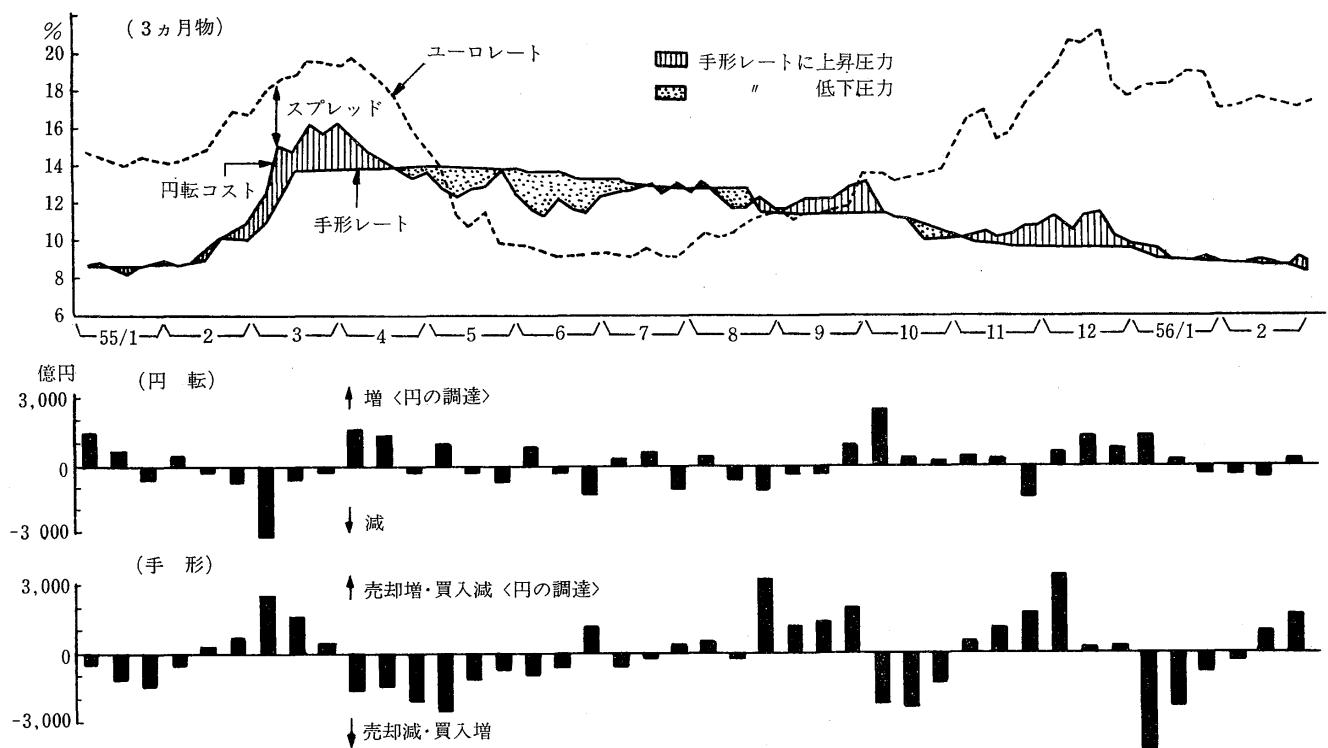
以上、各項目について述べたが、このように、現実には、理論上用いられるような単一の「国内金利」が存在しないため、金利裁定取引も複雑なものとなつてゐることに注意する必要がある。

第9図 非居住者現先を通ずる資本移動、現先レートとユーロダラー金利の内外実質金利差



(注) 非居住者先は「外資導入状況」による。

第10図 内外金利差と外銀の裁定行動



この関連で、短期的資金取引の項目間に互いに相殺するような動きがあるように見受けられたことが注目に値する。具体的には為銀の円転・円投と非居住者現先がそうであつて、このような現象の背景には、従来、銀行は買現先ができず、証券会社は手形市場に参入しろないため、国内金融市場では手形と現先の裁定が切断されており、その結果、外国為替市場において、非居住者現先の売買のためのスワップ取引に対応して為銀がスワップで円転・円投を行つたというようなことがあつたのではないかと考えられる。

## (2) 金利と長期的資金取引

長期的資金取引の動きが内外金利差による直接の影響を受けないことは従来より定説となつてゐるところであり、我が国経済のファンダメンタルズへの評価を反映した動きをしているものと考えられる。従つて本稿の関連では、内外金利差の変動が我が国経済のファンダメンタルズにどのような影響を及ぼすか、またその点について人々の期待がどのように形成されるかにより、長期的資金取引への影響が異なるといえよう。

### <参考文献>

- 1 小宮隆太郎・須田美矢子 「管理フロー下の短資移動」 (経済学論集46巻1号)
- 2 \_\_\_\_\_ 「石油危機と為替政策」 (経済学論集46巻4号)
- 3 \_\_\_\_\_ 「石油危機と為替政策(2・完)」 (経済学論集47巻1号)
- 4 天野明弘 「管理フロー下の為替レートと資本移動」 (日本銀行金融研究資料第8号)
- 5 浜吊宏一 「小宮・須田論文および新聞論文へのコメント」 (日本銀行金融研究資料第8号)
- 6 武藤武彦・須田美矢子 「国際金融理論の発展と現状」 (季刊現代経済 SPRING1981)
- 7 石山嘉英 「最近の国際資本移動理論」 (季刊現代経済 SUMMER1980)
- 8 William H.BTANSON and Raymond D. Hill,Jr. 「Capital Movements in the OECD Area」 (OECD Economic Outlook Occasional Studies, December 1971)
- 9 白川方明 「マネクリー・アプローチによる国際収支・為替レートの実証分析」 (日本銀行金融研究資料第3号)
- 10 「外国為替市場における期待形成について」 (日本銀行金融研究資料第3号)
- 11 和田謙三編 「ユーロドラーのはなし」
- 12 大橋宗末 「フロート制移行後の各国の為替レートの分析」 (財政金融統計月報第338号)

- 13 東京銀行調査部 「資本移動の要因と最近の動向(日本)」 (東銀週報 24巻 23号, 24号)
- 14 山下英次 「資本移動と為替相場」 (東京銀行月報 32巻 12号)
- 15 岡 昭 「短期金融市場自由化の方向と金融政策」 (金融財政事情 56年 4月 20日号)  
(国際金融局調査課 木下信行)