

為替レート、資本移動及び経常収支

鬼塚雄丞

(横浜国立大学)

1. はじめに
2. 為替レートと経常収支の短期・中期の調整過程
——比較静学分析——
 - (1) 為替レート決定のメカニズム
 - (2) ストック・フローと時間的視野
 - (3) ドル高・高金利の短期分析
 - イ. 貨幣供給の引締め
 - ロ. ドル高期待の発生
 - (4) ドル高・高金利の中期分析——金融引締めと期待為替レートの上昇
 - (5) 減税・財政支出拡大の効果
 - (6) 経済政策と期待形成
3. 期待形成と為替レート及び経常収支
——動学分析——
(補論)

1. はじめに

1973年の変動相場制への移行以来、為替レートは多くの変動相場制支持者の予想を越えて激しい変動を示したことがしばしば指摘される。またこの変動は中期的うねりのような波動と比較的短期の乱高下等を伴っていた。またいわゆるレーガノミックスの下にもたらされた米国の高金利とドル高は貿易摩擦を深刻なものにして、為替レートの均衡化作用に疑問を投げかけている。ごく最近の共同介入による円・ドルレートの激しい動きもまた我々が持つ為替レート決定メカニズムに関する知識をテストするものである。本論文の目的は特に最近の為替レートの動きとその他のマクロ変数との関係を意識

しつつ、為替レート決定のメカニズムに関する理論をできるだけ統一的視点から整理し、その欠点と長所の検討を通じていくつかの新しい視点を提供することを試みることである。為替レートの理論と実証の全般はかなり膨大な文献から成るため、本論文では為替レートと経常収支(貿易収支)との関係に主として焦点を当て、為替レートを巡る他の諸問題には必要に応じて言及することにした。とはいえ、為替レートの問題で資本移動の果たす役割は当然のこととして前述の視点から取り上げられる。為替レートと経常収支の関係を論じるとき、分析の視点として同時に取り上げるいくつかの問題は、ストックとフローの相互作用の役割、期待、購買力平価との関係、短期、中期、長期という期間

の区別の問題等である。無論これらの問題はそれぞれがそれ自体大きな問題であるので、ここでは本論文の主題に関与する限りで取り上げることとする。特に国際収支発展段階説（長期IS バランス・アプローチ）を含む中長期の問題については、本格的に取り上げる余裕がなかったので、必要に応じて脚注や本文でふれる程度に止めた。¹⁾

2. 為替レートと経常収支の短期・中期の調整過程—比較静学分析—

(1) 為替レート決定のメカニズム

本論文ではアセット・アプローチを採用する。アセット・アプローチを採用する理由は、このアプローチが発達した国際金融市場に直面し、自らも発達した国内金融市場を持つ資本主義市場経済の金融現象の分析により適しているからである。すなわち金融市場における価格（利子や為替レート）の調整スピードは、市場の成熟と高い効率性によって財市場（貿易市場を含む）のそれより格段に速い。これに対してフロー・アプローチはこのような市場における調整スピードの差を考慮しないため、後でふれるように為替レート、利子、物価といった諸価格

と資本移動や生産、貿易等の変動の中で、ストック変数と、フロー変数との相互作用を分析するのに必ずしも適していない。²⁾

ここで採用したモデルは国際資本移動の不完全性、あるいは自国金融資産と外国資産との不完全代替性を明示的に考慮するため、トービン流の資産選択関数を開放経済に拡張したものをを用いる。このモデルは金融理論一般、特に資産選択の理論からみればスタンダードなものであるが、国際金融論あるいは開放マクロの分野では必ずしも充分スタンダードなものとなっていないように思われる。従来の研究では分析をできるだけ単純化するため、しばしば資産の完全代替性や閉鎖経済型に近い貨幣需要関数等の強い仮定が用いられてきた。しかし変動相場制の最も基本的な特徴は「為替相場が変動する」ということであり、このことによって自国通貨建資産と外国通貨建資産は不可避免的に不完全代替物となる。また日本の資本取引の為替管理が原則禁止型から原則自由型に段階的に移行した1970年代及び80年代には、この不完全代替性の程度自体が時々の非連続な変化を伴いつつ趨勢的に変化したと思われる。³⁾ これらの問題を考慮すれば資産の不完全代替性を明示的に考慮し

1) なお、コンファランスにおいて提出した論文に対して、コメンテーター諸氏から有益なコメントや批判を受け、含まれていた誤りや不備を訂正することができた。また、これらのコメントやコンファランスでの討議を部分的に考慮して、加筆修正を加えた。特に2.の(6)、3.の動学モデルの明示的説明、及び補論は提出論文にはなかったものであるが、このような観点から新たに書き加えた。これらの修正と各コメントの関係はある程度本論の脚注でも述べたが、全ての有益なコメントに対し、ここで一括して謝意を表したい。

2) 厳密に言えばアセット・アプローチとフロー・アプローチの差は先験的なものではなく、実証的問題である。経済が未発達であるか、資本移動が禁止されていれば、フロー・アプローチの方が有用であることもあり得る。アセット・アプローチの利点については討論者の大山氏もコメントの中で言及している。現在ではアセット・アプローチは為替レート決定理論においては主流を占めており、多くの学者が採用している。これらの多くの諸説の批判的展望とアセット・アプローチの利点の議論については例えば鬼塚（1983）参照。アセット・アプローチを巡る文献のサーベイについては深尾（1983）や植田（1983）及びChand and Onitsuka（1985）も参照されたい。

3) この点は深尾京司氏もそのコメントで強調している。また深尾（光洋）（1983）と深尾（京司）（1983）の両氏は不完全代替性をリスク・プレミアムの問題として理論と実証の両面から取り上げている。しかし深尾光洋氏は絶対リスク回避度一定という強い仮定を設定し、極めて特殊な資産需要関数を導出し、それに基づいて実証分析を行っている。変動相場制の下における資産の不完全代替性の問題や深尾（光洋）モデルの問題点については鬼塚（1985a）を参照。

たモデルの方が変動相場制下の為替モデルとしては望ましいことがわかる。⁴⁾ 以上の理由から金利裁定式から為替レートを決めるアプローチをとらず、各資産の需要関数をより一般的な形で示したのが以下のモデルである。⁵⁾

トービン流の金融資産の需要関数を国際的資産選択が可能な場合に拡張する。以下米国の高金利、ドル高等を取り上げるので米国を自国として、その他（日本 etc.）を外国とする。資産は4つあり、それらは自国通貨（ドル）、自国証券（ドル建証券）、外国通貨（円）、外国証券（円建証券）である。これらの資産に対する需要はそれぞれ、自国民、外国人の見地からみた期待収益率とそれぞれの所得及び総資産の関数である。両国の国民からみた期待収益率は以下の表に集約されている。

	自国通貨 (M_d)	自国証券 (B_d)	外国通貨 (M_f)	外国証券 (B_f)
自国民から見た収益率	0	i_d	λ	$i_f + \lambda$
外国人から見た収益率	λ_f	$i + \lambda_f$	0	i_f

但し i 、 i_f はそれぞれ自国と外国の利子率、 λ 、 λ_f は自国民からみた外国通貨の自国通貨建為替レートの期待上昇率、外国人からみた自国通貨のレートの期待上昇率である。すなわち

$$\lambda = \frac{e_{t+1}}{e_t} - 1 \quad \lambda_f = \frac{e_t}{e_{t+1}} - 1 \quad (1)$$

である。ここで e_t は t 期の直物レート（外国通貨（円）の自国通貨（ドル）建相場）、⁶⁾ e_{t+1} は t 期に $t+1$ 期に成立すると予想される直物

レートである。4つの市場における需給の均衡を通じて短期に直物為替レート、両国の金利 i_d 、 i_f が決定される。これを式で示せば下記のようにになる。

市 場 市場の均衡式

$$\text{自国通貨} \quad \frac{M_d}{P_d} = L_d^d(\cdot) + pL_d^f(\cdot) \quad (2)$$

$$\text{自国証券} \quad \frac{B_d}{P_d} = b_d^d(\cdot) + pb_d^f(\cdot) \quad (3)$$

$$\text{外国通貨} \quad \frac{M_f}{P_f} = \frac{1}{p}L_f^d(\cdot) + L_f^f(\cdot) \quad (4)$$

$$\text{外国証券} \quad \frac{B_f}{P_f} = \frac{1}{p}b_f^d(\cdot) + b_f^f(\cdot) \quad (5)$$

但し、左辺の M^d 、 M^f はそれぞれ自国通貨と外国通貨の供給（名目残高）を表わし、 B^d 、 B^f も同様に証券の供給を表わす。右辺の関数 b_j^i 、 L_j^i はそれぞれ j 国の発行する金融資産に対する i 国の需要を表わす。 d は自国（米国）を、 f は外国（日本とその他の国々）を表わす。また、 p は実質為替レート（ $\frac{eP_f}{P_d}$ ）である。 $L_i^d(\cdot)$ ($i=d, f$) と $b_i^d(\cdot)$ ($i=d, f$) の $(\cdot)$ の中は同じで例えば L_i^d の場合は次のように書ける。

$$L_i^d = L_i^d(i_d, \lambda, i_f + \lambda, y_d, w_d) \quad (6)$$

但し、 y_d は自国の国民所得、 w_d は自国の実質総資産である。同様に L_i^f ($i=d, f$) と $b_i^f(\cdot)$ ($i=d, f$) も $(\cdot)$ の中は同じで例えば L_i^f の場合は次のように書ける。

$$L_i^f = L_i^f(\lambda_f, i_d + \lambda_f, i_f, y_f, w_f) \quad (7)$$

但し y_f 、 w_f はそれぞれ外国の実質国民所得と民間部門の総資産である。総資産は次のよう

4) 勿論この場合、特殊ケースとして、あるいは極限的ケースとして、資産の代替性が無限大に近づくケースを分析することは有意義な理論分析である。しかしその際、代替性が不完全な場合との比較が充分なされる必要がある。

5) 言うまでもなく短期の資本移動と関連する為替レート決定メカニズムにおいては先物によるカバーが可能であるからカバーされた金利裁定が成立する。このようなチャン＝ゾーメン型のアプローチによる分析については小宮・須田（1983）を参照されたい。

6) すなわち1ドル x 円という為替レートがあればここでは $e_t = \frac{1}{x_t}$ である。

に定義される。

$$w_d = \frac{M_d^d + B_d^d + \hat{e}_t (M_d^f + B_d^f)}{P_d} = L_d^d(\cdot) + b_d^d(\cdot) + \hat{p} L_d^f(\cdot) + \hat{p} b_f^f(\cdot) \quad (8)$$

$$\begin{aligned} w_f &= \frac{\frac{1}{\hat{e}_t} (M_f^d + B_f^d) + M_f^f + B_f^f}{P_f} \\ &= \frac{1}{\hat{p}} L_f^d(\cdot) + \frac{1}{\hat{p}} b_f^d(\cdot) + L_f^f(\cdot) + b_f^f(\cdot) \end{aligned} \quad (9)$$

但し P_f 、 P_d は外国及び自国の物価水準である。 $\hat{e}_t$ は t 期に資産保有者が資産を評価するのに用いる為替レート（基準為替レート）でここでは一応 t 時点で所与と仮定する。⁷⁾

$\hat{p}$ は $\hat{e}_t$ に対応する実質為替レートで $\hat{e}_t P_f / P_d$ に等しい。ここで自国通貨（ドル）建対外純資産 (Z) という概念を導入すると

$$Z_t = \hat{e}_t (M_d^f + B_d^f) - (M_f^d + B_f^d)$$

であるから 2 国の民間部門の総資産である w_d と w_f は次のように書き換えられる。

$$w_d = \frac{\bar{M}_d + \bar{B}_d + Z}{P_d}$$

$$w_f = \frac{\bar{M}_f + \bar{B}_f - \hat{e} Z}{P_f}$$

但し、 M^i は i 国の通貨の名目発行総額、 B^i は i 国の証券の名目発行総額である。すなわち、

$$\bar{M}_d = M_d^d + M_f^d, \bar{M}_f = M_f^f + M_d^f$$

$$\bar{B}_d = B_d^d + B_f^d, \bar{B}_f = B_f^f + B_d^f$$

このモデルは鬼塚 (1983) で示したモデルを 2 国モデルで明示的に示したものである。このモデルを用いてストック・フローの相互作用を

含む時間的調整過程を次に述べる。

(2) ストック・フローと時間的視野

まず超短期には物価 (P_i , $i=d, f$)、所得 (y_i)、実質総資産 (w_i)、予想為替レート (${}_t e_{t+1}$)、資産保有者が資産の評価に用いる t 時点でのレート ($\hat{e}_t$)、諸資産の名目供給残高 (M_d , B_d , M_f , B_f) を所与として (2)~(5) 式に示された 4 つの市場の均衡式が 3 つの内生変数 i_d , i_f , e_t を決定する。⁸⁾ すなわち資産の残高（ストック）の次元での超短期の需給の調整によってこれら金融資産の価格である両国の利子と為替レートが決まる。次に短期となると、超短期より時間的視野が大きいため予想（期待）が所与でなくなり、期待が過去と現在の為替レートを比較しつつ、また将来に関する情報に基づいて調整される。ここでの期待の取り扱いが静的な調整（比較静学）に止め、明示的に動学的プロセスにおける為替レート期待の役割は後で取り上げる。短期にはまた超短期に決定された利子率と為替レートに対して投資、消費、輸出入が反応し始めるがその変化量は短期にはまだ極めて小さい。但し、アセット・アプローチにおいては e_t , i_d 及び ${}_t e_{t+1}$ の調整は資産選択における短期の調整を完了させる。但し ${}_t e_{t+1}$ の調整がまだ続いているとすれば、この意味では資産選択（資本移動）における調整も完了はしていない。短期の調整で重要なのは消費、投資、貿易収支の変動が惹き起こす所得（雇用）の調整である。すなわち両国の y と物価は次の動学式によって変化しはじめる。⁹⁾

7) $\hat{e}$ は一種の期待レートであるが ${}_t e_{t+1}$ とは異なる。

8) 4 つの式のうち 1 つは独立ではない。

9) このように総生産と実際の販売量（総需要）とが乖離するという定式化は、この乖離分が在庫変動で調整されることを意味する。この点は初稿で明確に示なかったので大山氏から指摘された。しかし以下の分析では在庫変動の問題は捨象してある。

$$\frac{dy_d}{dt} = \beta_1 [C_d + I_d + X_d - eI_{md} - y_d]$$

$$\text{かつ} \frac{dP_d}{dt} = k_1 \frac{dy_d}{dt} \quad (10)$$

$$\frac{dy_f}{dt} = \beta_2 [C_f + I_f + I_{md} - \frac{1}{e_t} X_d - y_f]$$

$$\text{かつ} \frac{dP_f}{dt} = k_2 \frac{dy_f}{dt} \quad (11)$$

$\beta_1, \beta_2, k_1, k_2$ は定数 ($\beta_1 > 0, \beta_2 > 0, k_1 > 0, k_2 > 0$)

但し y_i は i 国の国民総生産、 C_i, I_i はそれぞれの国の総消費と総(国内)投資、 X_d は自国の輸出、 I_{md} は自国の輸入である。これらのマクロ変数は次の関数で表わされる。

$$\begin{aligned} \text{消費関数} \quad C_i &= C_i(i_i, y_i, w_i), \quad i = d, f \\ \text{投資関数} \quad I_i &= I_i(i, y_i) \\ \text{輸出関数} \quad X_d &= X_d(eP_f/P_d, y_f) \\ \text{輸入関数} \quad I_{md} &= I_m(eP_f/P_d, y_d) \end{aligned} \quad (12)$$

なお対外純資産 B_{ni} と総資産 w_i は次の式に従って変化している。¹⁰⁾

$$\frac{dB_{ni}}{dt} = \frac{1}{e_t} (S_i - I_i) = \frac{1}{e_t} (X_i - I_{mi}), \quad i = d, f \quad (13)$$

$$\frac{dw_i}{dt} = S_i, \quad i = d, f \quad (14)$$

但し S_i は i 国の実質総貯蓄である。

(3) ドル高・高金利の短期分析

鬼塚 (1983) と同じ手法でレーガン政権下の金利及びドル高、財政赤字、貿易赤字を分析し

てみる。分析するのは金融政策の引締め、ドル高期待の発生の短期効果、次に財政支出、民需等内需の拡大が為替レート、金利に与える中期的効果である。2国モデルで明示的に分析するのが望ましいが、説明のやりやすさから上記のモデルを外国金利一定の1国モデルに単純化し、後でこの仮定を若干緩める。

イ. 貨幣供給の引締め

この政策はレーガン政権の初期にインフレ抑制のためにとられた。また米国のインフレは中長期的性格のものであったから反インフレ的金融政策は中期的にも維持された。これは鬼塚 (1983)、あるいは、Mundell (1968)、Dornbusch (1976) 等の方法によって容易にわかるように金利の上昇と為替レートの上昇(ドル高)を生む。この関係は第1図に示してある。ここでは自国は米国であり、 i_d は米国の金利、 e_t は外国通貨(円)の自国通貨建(ドル建)為替レートである。MLは国際資本移動を考慮に入れた上での自国貨幣需要が供給と一致する曲線である。¹¹⁾ MLが右上がりであるのは以下の理由による。所与の i_d と期待 ${}_te_{t+1}$ に対して直物為替レートが下落(e_t の増加)すれば、レートの上昇が将来起こる予想を生むから、自国通貨の期待収益率が上がり、需要が増える。この需要増を相殺するには金利 i_d が上昇しなければならない。Bb曲線は自国証券の需給が均衡している曲線である。右下がりなのは、 $e_t, {}_te_{t+1}$ 一定として金利 i_d を上げると自国証券に対する超過需要が生ずるが、これを相殺するには e_t を引下げ(直物為替レートの上昇、ドル高)

10) ここでは為替レートの変動、利子の変動によるキャピタルゲインは捨象している。また、ここでは経常収支における非貿易経常収支、特に海外投資収益(利子・配当の受け取り)も捨象している。この点は初稿で明確にできなかったので大山氏から指摘を受けた。しかし短期の分析では利子受け取りを無視しても大過ないと考え。しかし、中・長期分析においては利子受け取りは極めて重要な役割を果たす。中・長期の資本移動と利子受け取りの非貨幣的分析については Akiyama and Onitsuka (1985) と鬼塚 (1985c) を参照。

11) (2)式参照。

II. 報告論文

で将来ドル下落の期待をつくり出せばよいからである。¹²⁾ すなわち外国金利が所与の1国モデルでは、(2)式、(3)式で短期の内生変数 i_{d0} と e (直物レート) が決定される関係が第1図で示されている。公開市場操作による貨幣供給の減少は ML_0 曲線を左方 ML_1 へシフトさせる。これは所与の e 、 i_d に対して貨幣供給が減少すれば自国通貨への超過需要が生ずるため、 e 一定のまま利子率を引上げ、均衡を回復することが必要となるからである。同時に Bb 曲線も国債の供給増によって右方へシフトする。この2曲線のシフトによって超短期の新しい均衡は E_0 から E_1 にうつる。新しい均衡 E_1 においては米国の金利の上昇は明白であるが、為替レートの上昇は ML 、 Bb 両曲線のシフトの程度に依存するので、結果は両国の証券の代替の弾力性に依存する。しかし、資本移動の自由化によって現在では代替の弾力性はかなり高いわけであるから、この場合 Bb 曲線のシフトは小さいので図のように高金利とドル高がもたらされる。¹³⁾ 上記の1国モデルでは資本移動が活発である程、ドル高になる程度が大きく、金利が上昇する度合いは小さくなるが、現実には米国の金融引締めは外国金利も上昇させ、この結果自国金利はさらに上昇した。

以上はマンデル、ドーンブッシュ等によって既に示されたものを本モデルで資産間の不完全代替を考慮して示したものである。以上の分析では期待為替レートは一定としたが、もし為替レートの予想形成が前向き (forward-looking)

なものであれば超短期でも e_{t+1} が下方にシフトすることがあり得る。次に為替レートに関する予想の変化が為替レートに及ぼす影響を分析する。

ロ. ドル高期待の発生

金融引締め、あるいはその後の財政拡大等のニュースが伝わり、ドル高予想が強まる場合はどうであろうか。これは e_{t+1} の減少を意味するから λ (外国通貨一円一の予想収益率) の低下を意味する。また外国人にとっては、ドルの収益率 λ_f の上昇が起こったことを意味する。 λ の低下は自国通貨への需要を強めるから超過需要が生じ、これを相殺するためには国内金利が上昇しなければならない。

すなわち再び第1図に戻ると ML' 曲線の上方へのシフト (ML_0 から ML_1 へのシフト) が生じる。外国通貨の予想収益率 λ の低下は同様に自国通貨建証券の需要を高めるから Bb_0 曲線を Bb_2 または Bb'_2 へと下方にシフトさせる。¹⁴⁾ この場合 e_{t+1} の一度だけの下方シフトを仮定しているから新しい均衡は E_2 または E'_2 で表わされる。第1図からわかるように、もし Bb_0 のシフトが ML_0 のシフトより大きければ新しい均衡金利 i_{d2} は元の金利 i_{d0} より低くなる。

しかし、 ML_0 のシフトの方が大きければ逆に金利は上昇する。結局どうなるのかはいくつかの要因の大きさに依存して決まり、一概にいえない。超短期には金利が上昇する可能性がある。しかし、もし両国の証券間の代替性が非常に高ければ、短・中期には金利は不変か、わず

12) ここでは超短期分析であるので ML 、 Bb 曲線は e_{t+1} 、 $\hat{e}_t$ 、 y_t 、 w_t 、 P_t が所与であると前提されている。

13) Bb 曲線のシフトが何故小さいかと言えば、公開市場操作によって i_{d0} で自国証券の超過供給が生じたとき、証券間の代替性が高いため、わずかな自国金利の上昇で超過供給が消滅するからである。

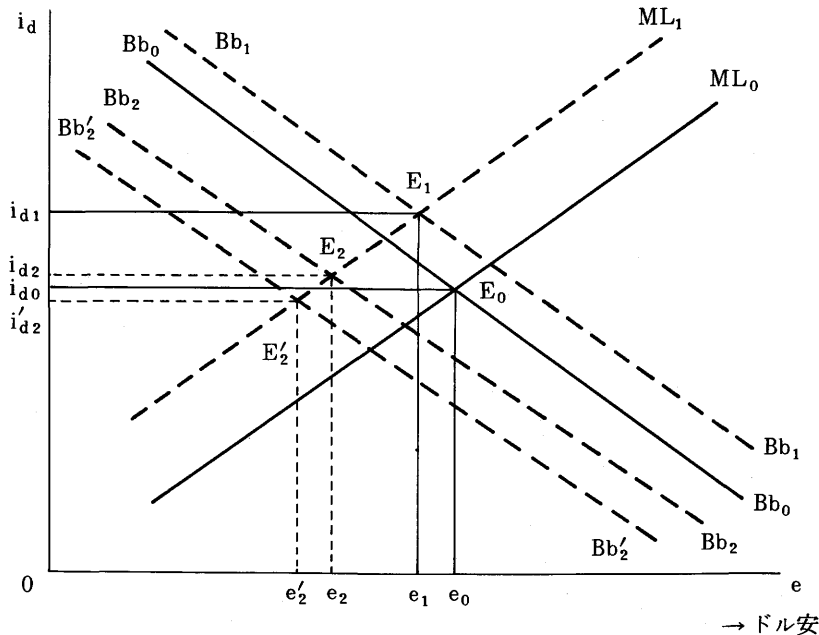
なお、初稿では Bb 曲線のシフトについて第2図に不備があったことをコメンテーターの諸氏から指摘していただいたことを感謝する。

14) 所与の e に対して e_{t+1} の下落は自国証券の超過需要をつくり出すから、 i_d を引下げて均衡を回復しなければならない。

Ⅱ. 報告論文

第1図 米国の金融引締め効果

自国利子率 ($i_f = \text{一定}$)



かに低下するであろう。¹⁵⁾ 証券の代替性がある限度内に止まるときは短・中期にも金利を押し上げる可能性もある。¹⁶⁾ 金利の動向を左右する要因は、(1)4つの資産間の代替性、特に両国の証券間の代替性、(2)期待レートの上昇に伴って起こる (i_{t+1} のシフトを超えた) 資産需要関数のシフトの度合い、(3)外国人の保有する自国通貨残高 (L_t) が自国の対外純資産の残高に、あるパラメーターをかけたものより大きい与否か、(4)実質資産や実質需要残高の評価に用いる基準為替レート e_t が期待レート (i_{t+1}) の変化に反応する度合い、である。これら全ての

要因を考慮したとき言い得ることは、(1)の証券間の代替性が高いとき、外国人の保有する自国通貨残高に比較して、(2)のシフトが大きいほど、(3)の自国の対外純資産が大きく、また対外純資産の変動による自国通貨需要の変化の度合いが大きいほど、自国金利が上昇する可能性が大きい。逆の場合には金利は低下しやすくなる。特に本論文では(1)において証券間の代替性はかなり高いが無限大よりはるかに小さい場合と(2)の要因を重視した。(2)の要因は以下の理由によって重要である。ドル高期待の発生の背後には超短期を超えて、短・中期的にドル高が持続

15) この点は深尾氏のコメントに負っている。初稿では証券の代替性が高いときは金利は上昇すると書いたが、これは鬼塚 (1983) のモデルのように外国人が自国通貨 (この場合ドル) を持たない場合、あるいはいくつかのパラメーターより小さいときには正しいが、これらの条件が満たされない場合は正しくない。詳しくは補論参照。

16) この場合金利は下がるが、証券間の代替性が高まるほど、金利が下がる度合いは小さくなる。代替性が無限大 (完全代替) のときは Bb は水平線となるから金利は不変である。

することが予想された。すなわち、既にふれたようにレーガン政権の登場を反映した(中期的)政治、経済情勢から、(i)金融引締め持続の見通し、(ii)高金利の見通し、(iii)消費、投資等民需の拡大の予想があり、景気の回復とG N Pの急速な成長が見込まれ、(iv)政府支出と財政赤字の拡大によってG N Pの拡大及び将来の資金の需要の逼迫の予想があった。現実にはこれらの予想の複合的組合せによって期待為替レートは上昇したと思われる。このような状況の下ではドル資産の期待レートの上昇による期待収益率の上昇のみならず、予想収益率のバラツキの減少が少なくとも短・中期的に起こる。このためドル建資産は純経済学的にもより安全な資産となり、このため同資産に対する需要は期待レートの上昇を上回って増大したと推測される。¹⁷⁾ 第1図には両国の証券間の代替性の効果が上記の需要のシフトを下回り、金利がわずかであるが上昇する場合が点E₂によって示されている。すなわちML₀はML₁にシフトしたのにBb₀はBb₂までしかシフトしなかったため、金利の上昇が生じている。もし外国人の自国通貨保有が大きく、超短期や短期に基準レートの調整が充分すみやかになされ、かつ証券の代替性も充分高ければBb₀はBb₂までシフトし金利はE₂点が示すようにわずかながら低下することになる(上記諸要因と金利の動向についてのより詳しい分析は補論に収録されている)。

(4) ドル高・高金利の中期分析

——金融引締めと期待為替レートの上昇——

(3)で述べた外生変数の変化の短期的効果は国内金利を上昇させ、為替相場を引上げる、つまりドル高をもたらしことであるが、これは金融

市場のストック調整を通じて瞬時に(超短期)に行われる。やや時間のスパンを広げて短期的視野を持ち込めば、期待レートも前記の方向にさらに変化し、所得、輸出入といったフロー変数の調整が始まる。

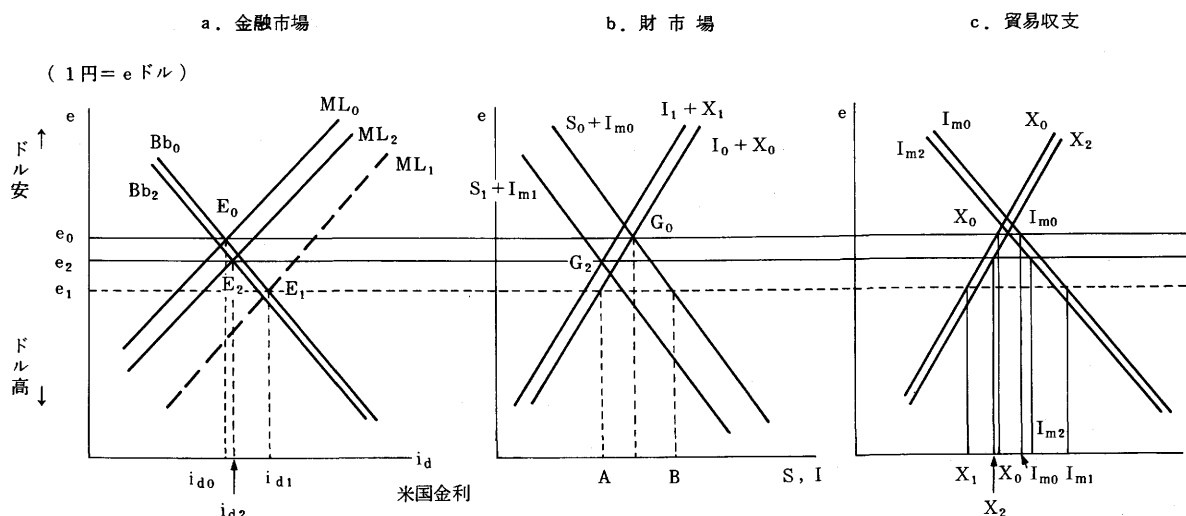
ドル高、高金利は国内の投資と輸出を抑制する。輸入はドル高では増大するが所得効果では減少する。(10式)によって所得は縮小し始め物価も下落する。貿易収支(経常収支)は一般に悪化する。これは貯蓄マイナス投資のI Sバランスでみることによってよりはっきりする。この所得の減少によって貨幣需要は減少し、高金利とドル高はある程度下がり始める(ストック調整)。これは鬼塚(1983)やDornbusch(1976)が示した貨幣供給の拡大によるオーバーシュート現象を逆向きに示したものである。¹⁸⁾ このようなストックとフローの短・中期的相互調整はこの国の所得が充分縮小して金融市場で決定される金利と、財市場を均衡させる金利とが一致したとき終了する。この金融市場(ストックの市場)と財市場(フローの市場)と貿易市場(フローの市場)の相互連関を図で表したのが第2図である。今、単純化のために外生変数の変化は貨幣供給の縮小であるとしよう。超短期の均衡の変化はまずストックの市場(第2図a参照)で起こる。政策の変化が起こる前に財市場も金融市場も均衡していたとしよう。この同時均衡は第2図aのE₀と第2図bのG₀で示される。このとき経常収支(貿易収支)は一般に均衡しないのが通常である。なぜなら貿易収支や経常収支は中長期のI Sバランスによって決定されるからである。最近では例えば米国のように短・中期的構造要因として財政赤字が、I Sバランスに大きな影響を与えるようになって

17) これは需要関数の e_{t+1} の変化によるシフトを越えてシフトすることを意味する。

18) 鬼塚(1983) 21ページ参照。

II. 報告論文

第2図



た。いずれにせよ貿易収支は均衡しないのが開放経済の通例であり、その赤字や黒字の大きさは短期的、景気循環的要因の他、長期的要因に左右される。¹⁹⁾ 金融市場の均衡点 E_0 に対応する貿易収支はどのように当然均衡しておらず、 S_0 (i_{d0} , Y_{d0}) と I_0 (i_{d0} , Y_{d0}) の差に等しく、また X_0 (e_0 , Y_{f0}) と I_{m0} (e_0 , Y_{d0}) の差に等しい (第2図参照)。

貨幣供給が引締められると、先にふれたように ML_0 は ML_1 へシフトし、金利と為替レートは (e_0 , i_{d0}) から短期的に (e_1 , i_{d1}) へ変化する (以下では Bb のシフトは小さいとして無視する)。すなわち為替レートは上昇し (ドル高)、金利は高騰する (高金利となる)。この短期のストック調整において所得は Y_{d0} 、 Y_{f0} 水準に不変である。しかし金利と為替レートの上記の変化は時間の経過と共に財 (フロー) 市場へ効果を及ぼす。財市場 (第2図b) では高金利に

よる国内投資の低下、ドル高による貿易赤字の拡大 (黒字の縮小) によって所得の縮小が開始される。短期にはJカーブ効果が発生し、国内投資や消費の冷え込みが貿易収支を通じる効果より大きな影響を持つかもしれない。所得の縮小 (フロー調整) は時間の経過と共に効果を表わし、金融市場に反作用を及ぼす。第2図aにみられるように自国の所得の減少は ML_1 を ML_2 の方向へ、すなわち最初の ML のシフトを部分的に相殺する方向へシフトし始める。このことは金利の低下、ドル高の修正という動きを生む一方、 Y_d の減少は財市場において $S_0 + I_{m0}$ の左へのシフト、 $I_0 + X_0$ の左へのシフトを惹き起こしている。一般に $S_0 + I_{m0}$ のシフトが $I_0 + X_0$ のシフトより大きいから、財市場が均衡する点 G_2 は G_0 の左下に位置している。 ML_0 が ML_1 へシフトした段階で為替レート e_1 が新しい金利 i_1 と共に財市場を支配するとき財市場

19) この長期的要因によるパターンを歴史的パターンの具体例に則って定式化したのが国際収支発展段階説である。この発展段階説の理論的分析については鬼塚 (1985c) を参照 (但し、モデルは実質為替レート一定の小国モデルである)。

の超過供給は0からABで示される大きさに拡大し(第2図b)、貿易収支赤字は $(X_0 - I_{m0})$ から $(X_1 - I_{m1})$ へ拡大している。しかし所得水準の低下と共に、 ML_1 の ML_2 への逆シフトが起こり、第2図bの G_2 で示される点で再び財市場は均衡する。 G_2 は金融市場の新しいストック均衡点 E_2 に対応する。このとき貿易収支赤字は、 $X_2(e_2, y_f) - I_{m2}(e_2, Y_{d2})$ であり、これは $X_1 - I_{m1}$ より小さいが、貨幣供給が縮小する前の水準 $X_0 - I_{m0}$ より大きい。

以上インフレ抑制のための貨幣供給の縮小の効果の超短期、短期、中期の動きを図解したが、この間の期待為替レートの動きは一時捨象した。当然為替レートが上昇する過程で期待レートの上昇も生じ、上のドル高、高金利を強める役割を果たす。特に重要なのは金融引締めが実施されるにあたり、マーケットがどのような情報を持っているかによって期待レートへの効果は異なってくることである。この問題には後でふれるが、米国の例ではカーター政権の下で米国の慢性インフレがさらに悪化し、レーガン政権はインフレの根本的除去と「強いアメリカ」の回復を旗印として登場したという経緯から、本格的インフレ抑制に取り組むであろうという予想が成立しやすかった。このような状況の下では金融引締めの効果は大きく、かつ期待レートの上昇も明確であったと思われる。

(5) 減税、財政支出拡大の効果

次にレーガン政権の実施した減税や軍事支出の拡大による財政赤字拡大が為替レートや所得、貿易収支に与えた効果を短期・中期の視点から簡単にみてみよう。この効果も2つの効果から成る。1つは財政支出が所得の拡大をもた

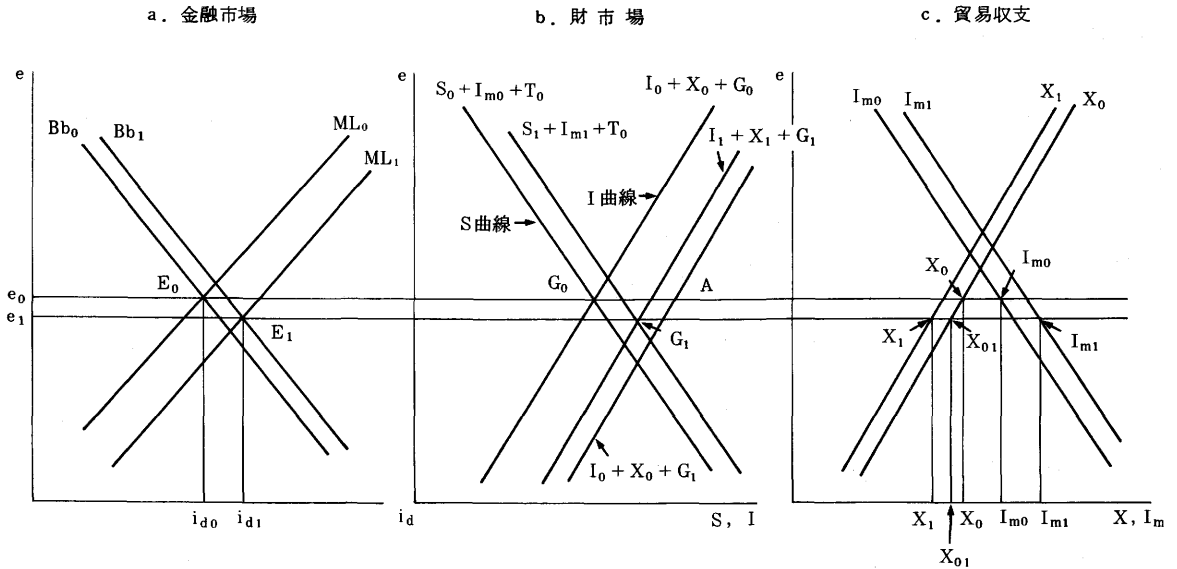
らしドル高をもたらす効果である。所得の拡大は(金融政策が反インフレ的、または許容的でないものとして)貨幣需要の増加を通じて金利を押し上げ、この結果為替レートが上昇し、ドル高が生じる。第2の効果は財政赤字が当分存続しかつ増大する、という予想から高金利がドル高をもたらすという予想が発生し、現実のドル高が生ずる効果である。最初の効果についていえば、減税と支出増大が民間需要(住宅投資を含む)を刺激して生じるGNPの増大が活発であるほどドル高の効果は大きい。このとき第2の期待レートの上昇もそれだけ強いことになる。逆にいえば財政赤字や政府支出がかなり拡大しても、それに応じて民需の大幅な増加がなければ、GNPの急速な拡大はみられず、GNPの急速な拡大がなければ貨幣需要増大が高金利をもたらし、ひいてはドル高をもたらすという連鎖反応も起こらない(あるいはとても弱い)ということになる。²⁰⁾ このとき期待レートの上昇(e_{t+1} の下落)も弱いことになろう。レーガン政策の後半における米国経済のダイナミックな回復は住宅投資、設備投資、消費の拡大を伴っていたから、ドル高・高金利への圧力はそれだけ高かったと思われる。このダイナミックな回復と成長は本格的インフレ抑制の成功が第1の原因であり、第2には企業減税による投資の回復、住宅投資への利子補給、1970年代の低迷への反動としての本格的景気回復等が原因と考えられる。

第1の財政支出の効果第2図と同じように金融市場と財市場の相互作用として描いたのが第3図である。財政支出の拡大は財市場において財・サービスの需要曲線である $I_0 + X_0 + G_0$ (I曲線)を右方へシフトさせて $I_0 + X_0 + G_1$ の

20) この限りではレーガン政権の高官達が述べたように、財政赤字自体はドル高・高金利の元凶ではなく、米国経済の強力な回復こそその原因であるということになる。この点についてより詳しくは鬼塚(1985b)を参照。

II. 報告論文

第3図



位置をとる（第3図b）。金融市場はE₀点で均衡しており、均衡為替レートと利子はe₀とi_{d0}で示されている。このとき貿易（経常）収支はX₀ - I_{m0}で国際収支や内外の景気の動向、財政、金融政策のあり方によって決まるが、通常0でない（均衡しない）のは既に述べた通りである。財市場のI曲線が右へシフトした結果、財市場で超過需要G₀Aが発生する（第3図b）。このため国民所得が拡大を開始するが、それには時間がかかるので短期及び中期的視野での分析が必要となる。このとき所得の増加のスピードは前記(10)式を修正した以下の式で示される。

$$\frac{dy_d}{dt} = \beta [C + I + G + X - e \cdot I_{md} - y_d] \quad (15)$$

$$\frac{dP_d}{dt} = k_1 \frac{dy_d}{dt} \quad (16)$$

所得y_dの上昇は物価の上昇と共に金融市場に反作用を及ぼし（第3図a）、貨幣の取引需要等の増大により、ML曲線は右下へシフトし、Bb曲線は右上へシフトし始める。このため金融市場の均衡点E₀は右下へシフトし始める。

すなわち為替レートは上昇し（ドル高）、国内金利も上昇する（高金利）ことになる。これらの金融市場の変化は貿易収支（フロー）に影響を与え、ドル高、高金利の原因である所得の増加と共に、輸入の増加、輸出の減少をもたらし、貿易赤字を拡大する（第3図c）。所得y_dの拡大はまた財の供給関数にあたるS₀ + I_{m0} + T₀曲線を右へシフトさせ（e₀, i_{d0}, G₁）で生じた財の超過需要を減少させる。金融市場における為替レートと金利の上昇は、貿易収支赤字の拡大、国内投資の高金利による抑制（投資は所得拡大によって増加し続けてはいるが）を通じて、所得の増加のスピードを抑制する。すなわちI₀ + X₀ + G₁曲線是最初の上へのシフトを相殺する形で左へシフトし始める。財市場と金融市場の新しい同時均衡はE₁点（第3図a）またはG₁点（第3図b）で示される。これらの点をE₀とG₀と比較すれば、為替レートの上昇、自国金利の上昇、国民所得の拡大、貿易（経常）収支赤字の拡大（黒字の縮小）が生じていることがわかる。

以上の分析では物価の動きは明示的に考慮し

なかったが、(16)式に従って E_0 から E_1 への過程で所得が拡大するとき物価も上昇する。この物価上昇（あるいはインフレ率の上昇またはインフレ率の下落の停止）は既に述べた為替レートの上昇と自国金利の上昇を強め、それだけ財政政策の効果を弱め、海外への需要流出が大きくなる。すなわち物価上昇は貨幣供給の実質残高を減らし、高金利、ドル高を強める。財市場では実質所得 y_d の拡大を制限し、また実質為替レート (eP_f/P_d) の上昇を強めて、貿易赤字の拡大を促進する。第3図cにおいて X_0 は X_1 へシフトし、 I_{m1} はさらに右へシフトする。

以上は外国金利一定の小国モデルによる分析であるが、初めの2国モデルに戻って、以上の1国内の調整の外国への影響とその自国への反作用をみてみよう。但しここではスケッチに止め、明示的モデル分析は行わない。自国の財政拡大による貿易赤字の拡大は外国所得をその貿易収支の改善を通じて増加させる。この所得増加は外国の金利を高める。外国金利の拡大は（それが一定である場合に比して）自国の為替レートの上昇、自国金利の上昇をもたらす。為替レートの上昇は（外国金利一定の下での）財政支出の拡大による貿易赤字の増加を抑制し、自国金利の上昇は投資の抑制を通じて所得の増加を減らす。従って貿易収支や国民所得へのネットの効果は明確でなく、各種のパラメーターに依存する。

以上は財政支出の増加の効果であるが減税の効果も $I_0 + X_0 + G_0$ 曲線の右へのシフトを $S_0 + I_{m0} + T_0$ の左へのシフトで置き換えればあとは上記と同じ分析を適用することができる。さらに減税の場合 (T_0 の減少) は企業減税、住宅減税を含めれば、民間需要である消費や投資が拡大するが、これらの効果も G_0 の拡大や T_0 の減少と同じやり方で分析できる。

第2の期待為替レートの上昇の効果である

が、上記の財政拡大によるドル高、高金利が先取りして予想レートの中に組み込まれれば財政拡大の効果はどうなるであろうか。これまでの財政拡大の効果の分析では期待レートは一定か、わずかにしか変動しないものと仮定された。期待レートの上昇は(3)でもふれたように、それ自体が為替レート（直物）の上昇をもたらす。ここではそれが先取りされるわけであるが、一般に財政支出拡大による高金利、為替レートの上昇を早く実現するため、所得の拡大や貿易赤字の拡大はそれだけ早く、かつ強められて現れる。ここでの問題は期待形成が「合理的」か否か、どんな形成のパターンによるかという2点あり、この問題への明示的解答には動学分析が必要である。この問題は(6)で取り上げる。

(6) 経済政策と期待形成

(5)までの分析では将来の為替レートの予想は所与の変数、つまり外生変数として取り扱ってきた。しかし同時に米国のドル高が、レーガン政権の一連の経済政策によるものであるばかりではなく、その政策とその背景によって作り出されたドル高期待にも支えられたものであることは繰り返し指摘した。つまりその一連の政策が人々の納得する理由によって、短・中期に亘って持続し、かつそれらが（財政大幅赤字という予想外の副産物を生みつつも）一定の中期的成功を収めるという背景によってドル高（高金利）期待が発生し、持続した。これらの事情は米国の経済成長の復活が一時的にせよめざましかったこと、米国の軍備拡大と東西緊張の激化が米国の安全保障上の相対的強みを顕著にした等に助けられて、いわゆるドル買いのバンド・ワゴン効果を生み出した。以下これまで、外生変数として扱ってきた期待為替レートと、(2)や上記のバンド・ワゴン効果との関連に若干ふれておきたい。期待為替レートを内生化した

本格的動学分析は次節で(より単純化した形で)行うとして、ここでは問題のスケッチに止める。

期待為替レートを生変数として扱う場合、適応的期待形成といわゆる合理的期待形成という2つの考え方がある。前者が過去の為替レートの変動へ経済主体が時間をかけて「適応」という意味で後向きと考えられているのに対して、後者は前向きの予想形成とされる。しかしここでは両者の違いが通常信じられているほど大きくないことを指摘しておきたい。

適応的期待形成の立場に立てば、本節(1)で述べたモデルを動学的に再解釈して次のような期待形成が考えられる。

$$\Delta e_{t+1} = e_{t+1} - e_t = \beta (e_t - e_{t-1})$$

但し、 $0 < \beta < 1$

すなわち t 期に $t+1$ 期に成立すると予想される為替レート (e_{t+1}) は $t-1$ 期に t 期に成立すると予想されたレート (e_t) に Δe_{t+1} だけ上乗せする形で形成されるが、この上乗せ分は $t-1$ 期に現実に成立した直物レート (e_{t-1}) と $t-1$ 期の予想との差 ($e_{t-1} - e_{t-1}$) のある一定部分 (β) である。今期の期待形成は前期の現実の直物レートと前期の期待レートとを比較しつつ、後者を前者に時間をかけて近づけるという適応が行われる。

他方、前向きの期待形成においては経済主体は毎期の現実の為替レートを決定する諸変数と、これらの変数が為替レートを決定する経済の構造を知っており、この前者の将来値と後者から将来の為替レートを予想すると考える。我々の1国モデルでいえば、(2)及び(3)式と外国金利が外生変数であるという関係から為替レートの誘導形をまず導く。

$$e_t = f\left(\frac{M^s(t)}{P_d(t)}, \frac{B^s(t)}{P_d(t)}, \bar{i}_t, y_t, w_t, e_{t+1}\right)$$

合理的期待形成、あるいは前向きの期待形成では人々が上の式によって e_t が決まることを知っている以上、為替レートの予想形成にもこの知識を合理的に用いると考える。こうして上の式では外生変数である e_{t+1} が時間を通じて内生化され、 $t+1$ 期の f の内の外生変数、 $M^s(t+1)/P_d(t+1)$, $B^s(t+1)/P_d(t+1)$ ……等が e_{t+1} を決める以上、予想レート e_{t+1} もそのようにして決まる e_{t+1} に一致するように形成され则认为。しかし $t+1$ 期の f の内の変数には e_{t+2} が外生変数として含まれるから e_{t+2} についても e_{t+1} と同じような推定がなされなければならない。このように f の変数のうち、 e_{t+i} 以外の全ての変数の流れが予想され、それに応じて e_{t+i} が予想されるとき、 e_{t+1} も初めて首尾一貫して内生化されたものになる。²¹⁾ 合理的期待形成の利点はその合理性と首尾一貫性である。しかし難点は合理的期待形成のモデルにしばしば仮定される完全予見と無限大の視野である。人々は経済の構造に対する完全な知識を持つことはあり得ないし、時間的視野も意外と短いと考えられる。しかし人々が前向きに経済の見通しを得るため(ある限度内で)努力することは事実であるし、経済の構造のある部分や、一時期のパターンについて比較的正確な知識を持つこともある。従って、いわゆる合理的期待形成の示唆するところに近い行動パターンを現実の経済主体が示すことはあり得る。しかしこの場合も注意すべき重要な点は人々が経済の構造について完全に

21) 但し、その場合より厳密には(10)、(12)、(13)、(14)式をも考慮に入れて、GNP(y)や物価(P_d)や総資産(w)の内生化も同時に行われなければならない。このような考えで為替レート決定のメカニズムを理論と実証の両面から分析したものに深尾(京司、1983)がある。

近い情報を持ったり、信頼に足る長期予測を持つことは、かりに多額の資金を投下しても不可能であるということであろう。²²⁾ 経済主体が不完全情報の下でいわば手探りの状態で意志決定をし、かつそのとき、経済の構造全体を知ることにはできず、今知っている構造の一部もいつ変化するかかわからないということを知りつつ、行動していることに留意さるべきである。このような不確実性の下で人々を一定方向の行動に駆りたてるのは必ずしも合理的とはいえない（かつ比較的短期の見通しに基づく）アニマル・スピリットのものと、経済活動が示すサイクルの動きの組合せであろう。期待レートの形成に必ずしも合理的要因で説明されないバンド・ワゴン効果がサイクルの一定の局面で重要な役割を果たすのもこうした事情によると思われる。そしてこのような局面で前向きの期待形成が行われるとしても、その時の調整スピードが早いのはその前の経済政策のあり方と経済の動向の組合せから「適応的」に学習しているからである。このような制約付きの合理的期待形成といわゆる適応的期待形成の差はさほど大きくないと思われる。1980年代前半のドル高や1970年代後半のドル安にはファンダメンタルズによって説明できる部分と、政治や経済政策の中期的サイクル²³⁾によって作り出されたバンド・ワゴン効果が含まれていたと考えられる。

最近のG-5共同介入と日米の金利調整によるドル高の大幅修正は、米国のGNP成長率の減速と双子の赤字の拡大というファンダメンタルズへの（ラグ付きの）調整という面と、上記のバンド・ワゴン効果の消滅²⁴⁾という面の双方を含んでいると思われる。

3. 期待形成と為替レート及び経常収支 ——動学分析——

次に動学分析にうつる。異なる期待形成の型と、為替レートの変動のパターンや経常収支の動向との対応関係をストック・フローの相互作用として分析する場合、動学分析が便利である。ここでは貨幣代替モデルを採用する。²⁵⁾ このモデルには為替レートの決定自体はアセット・アプローチによるものであるが、同時に（分析の単純化のため）財市場における購買力平価（PPP）の成立が仮定されている。また利付き証券は捨象され、国際的資産選択の対象となる資産は自国通貨と外国通貨の2種類しか存在しない。また国民所得は完全雇用水準に固定されている。これらの強い仮定は分析の結論を一般化する場合充分注意しなければならないことを意味する。

モデルを要約すると以下の通りである。自国通貨と外国通貨の需要関数は次のようにそれぞれ定式化される。

22) 従って、現実の行動にはいわゆる適応的期待形成に近いものも含まれることになる。

23) しばしば政治的景気循環と呼ばれるものと同一ではないが類似の概念である。ここでのサイクルは一定期間、ある特徴を持つマクロ政策が持続し、またこのことを人々が期待の中に織り込んで行動するが、このサイクルがいつどのように終るかについては本源的な不確実性が残り、この不確実性が政策の持続と相俟ってバンド・ワゴン、あるいはバブルの効果を生じさせると考える。為替レートの変動を合理的期待の手法に依拠しつつ、理論と実証の両面から分析したものに翁（1985）がある。

24) 現在、米国のGNPやその他のファンダメンタルズにかなりの不確実性が存在している以上、バンド・ワゴン効果が完全に消滅したか否かは未確定である。

25) Kouri（1976）のモデルが代表例である。ここではこれを修正したモデルを用いる。この修正したモデルと、それによる分析の詳細については、Chand and Onitsuka（1985）を参照されたい。

II. 報告論文

$$\left(\frac{M^d}{P}\right) = \hat{L}(\lambda^e, y, A) = \hat{L}(\lambda^e) \cdot A \quad (17)$$

$$\begin{aligned} \left(\frac{M^f}{P}\right) &= f(\lambda^e, y, A) \\ &= [1 - \hat{L}(\lambda^e)] \cdot A \end{aligned} \quad (18)$$

但し M^d , M^f は自国及び外国通貨の名目需要残高、 P は自国の物価水準である。 λ^e は外国通貨の為替レートの期待上昇率（自国通貨の期待切下げ率）である。すなわち E を外国通貨の自国通貨建為替レートとすれば $\lambda^e = (\dot{E}/E)$ である。 A は自国の実質総資産であって、 $P P P$ の成立を前提とすれば、

$$A = M/E + F$$

と書ける。但し、 M は自国通貨の実質供給残高、 E は名目為替レート、 F は外国通貨保有実質残高であるが、ここではドル建の名目残高とも等しい。²⁶⁾ 2つの需要関数は次の性質を持つと仮定する。

$$L_1 < 0, L_2 > 0, L_3 > 0$$

$$F_1 > 0, F_2 < 0, F_3 > 0$$

自国通貨の名目供給残高を M^s とすれば、為替レートの水準は自国通貨の需給の均衡によって決定される。

$$\begin{aligned} \frac{M^s}{P} &= \frac{M^s}{E} = \hat{L}(\lambda^e) A \\ &= \hat{L}(\lambda^e) \left[F + \frac{M^s}{E} \right] \end{aligned} \quad (19)$$

ここで M^s/E について上の式の誘導形を求めて $L(\lambda^e) = 1/[1 - \hat{L}(\lambda^e)]$ と書き直せば

$$\frac{M^s}{E} = L(\lambda^e) F \text{ または } E = \frac{M^s}{L(\lambda^e) \cdot F} \quad (20)$$

と書ける。すなわちある時点で自国通貨の名目供給残高 (M^s)、外国通貨保有名目残高 (F)²⁷⁾ 及び外国通貨の期待上昇率を所与として資産市場の需給均衡（ストックの次元での均衡）によって為替レートの水準 (E) が決定される。

資産市場におけるストック均衡によって為替レートの水準が決まると、この為替レートによって為替レートの（予想）変化率と外貨保有高の変化率が次のように決定される。すなわち

$$\lambda = \lambda^e + \rho(\dot{\lambda}^e/\lambda^e) - \dot{F}/F - (\lambda^e - \theta) \quad (21)$$

$$\dot{F} = y - C(Y - T - \lambda^e m, A) - T - \theta m \quad (22)$$

ここで λ は為替レートの変化率 ($\lambda = \dot{E}/E$)、 ρ は貨幣需要の利子（保有の機会費用）に関する弾力性、 θ は名目貨幣供給残高の増加率 ($\theta = \dot{M}^s/M^s$) である。 y は実質国民総生産、 C は消費（実質）、 T は所得税（実質）、 m は貨幣の実質残高 ($m = M/E$) である。ここで $y - T - \lambda^e m$ は家計の（期待）実質可処分所得である。ここでは財政支出の拡大は増税 (T の増加) か貨幣発行によってファイナンスされると仮定されている。

すなわち政府支出と所得税と貨幣の新規発行との間には次のような関係が成立する。

$$G - T = \dot{M}^s/P = \frac{\dot{M}^s}{M^s} \cdot \frac{M^s}{P} = \theta m \quad (23)$$

以下の分析では拡張的金融政策（貨幣供給の増加）は T を一定にして θ が上昇し、(23)式の成立を保障する形で政府支出が増加する政策と定義する。²⁸⁾ 他方、財政政策の拡大は θ を一定として G と T が同時に上昇するケースと定義す

26) $P_d = EP_f$ という仮定の下では $\frac{M}{P_d} = \frac{M}{E}$ となる ($P_f = 1$ と仮定する)。また外国通貨の名目保有残高（外国通貨建）を F とすれば、自国民の実質外貨保有残高 (f) は EF/P_d であるが、 $P P P$ の成立を前提とすれば $f = EF/P_d = F/P_f = F$ である。

27) 以下の分析では外国人は自国通貨を持たないと仮定する。この仮定の下では外貨保有残高 (F) は対外純資産名目残高に等しい。

28) 従ってここでの金融政策は通貨発行でファイナンスされた拡張的財政政策と同じである。

る。²⁹⁾ F と λ^e からなる動学体系の経路を明確にするには(21)式で決まる λ と期待切下げ率 λ^e との関係が明確とならなければならない。ここでは為替レートの予想切下げ率の形成過程の特定化が重要である。以下期待形成の代表的なものを3つ取り上げる。

(i) 適応的期待形成

$$\dot{\lambda}^e = b(\lambda - \lambda^e) \quad (24)$$

(24)式の下では λ に関する(21)式は次のようになる。

$$\lambda = (1 - \frac{1}{Z}) \lambda^e + (\theta - \dot{F}/F)/Z \quad (25)$$

但し $Z = 1 + (L'/L)b$ または $1 - \rho(b/\lambda^e)$

である。但し、 $L' = \frac{dL}{d(\lambda^e)}$

(ii) 合理的期待形成の下では

$\lambda = \lambda^e$ が常に成立し、(21)式は

$$\lambda = \rho(\dot{\lambda}/\lambda) + (\theta - \dot{F}/F) \quad (26)$$

となる。

(iii) 長期静態的期待形成³⁰⁾ の下では

$\lambda^e = \theta$ 、 $\dot{\lambda}^e = 0$ となり、(21)式は

$$\lambda = \theta - \dot{F}/F \quad (27)$$

と書ける。

これらの方程式は為替レートの時間的経過をストックとフローの相互決定過程として示している。開放経済において、ある時点で名目貨幣残高(M)、対外純資産(F =外貨保有高)、といったストックの次元を持つ変数が期待為替レートと共に、その経済のおかれている状態を示すデータとして与えられると、為替レートの水準(E)がアセット(資産)市場での均衡の達成によって決定される。 E が決まると実質貨幣残高(m)と総資産(A)が決まり、このことによってフロー変数である経常収支(F)が決定する。同

様にアセット市場における E の決定はその決定の半面として E を決定することを意味する。こうして決まる為替レートの切下げ率(λ)は、(24)、(26)、(27)式を通じてその期の $\dot{\lambda}^e$ (期待為替レートの変化率)あるいは $\dot{\lambda}$ を決定する。このような動学的メカニズムによって拡張的財政、金融政策が為替レートの水準と経常収支にどのような影響を与えるかを示したのが第4図及び第5図である。

貨幣供給の変化や財政支出の拡大が惹き起こす調整過程では期待形成のあり方が重要な役割を果たす。期待形成を動学的に定式化したとき得られる(調整過程に関する)結論のいくつかを前期モデルの諸特徴を前提として挙げると以下の如くである。

(1) 拡大的金融政策(マネーサプライの拡大)

が中・長期的に外貨保有高(対外純資産)に与える影響は期待形成の型には依存せず、資産需要関数の価格の弾力性の大きさに依存する。例えば貨幣需要の弾力性がある数値より大きければ、外貨保有高は究極的に増大し、少なければ減少する。

財政支出の拡大³¹⁾は期待形成の型の如何を問わず究極的に常に外貨保有高を減少させる。

(2) 調整過程(短期・中期)における為替レートと経常収支の関係は期待形成のタイプに依存する。以下は拡大的金融政策の場合の例である。

(i) 貨幣供給の増加率が θ_0 (一定)から θ_1 に増加した場合、超短期の調整としては期待形成が将来を先取りした(forward-looking)もの、すなわち合理的期待形

29) すなわち金融的に中立的財政政策である。均衡財政(限界的にはあるが)型の財政拡大である。

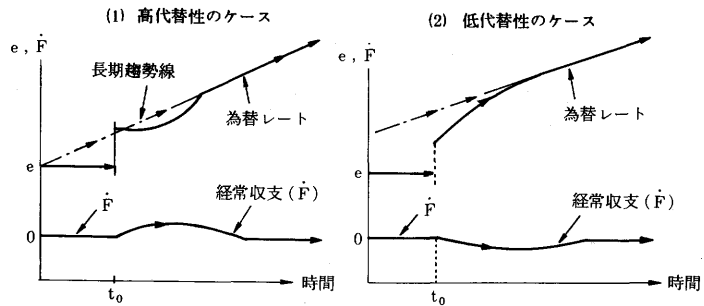
30) 金融政策の変更(θ の θ_0 から θ_1 への変更)が中央銀行によって発表されると、人々は予想切下げ率を直ちに θ_0 から θ_1 へ調整し、次の変更まで、 λ^e をその水準(θ_1)に保つという期待形成過程を想定している。

31) この拡大によって発生する財政赤字は所得税の増加によってファイナンスされる。

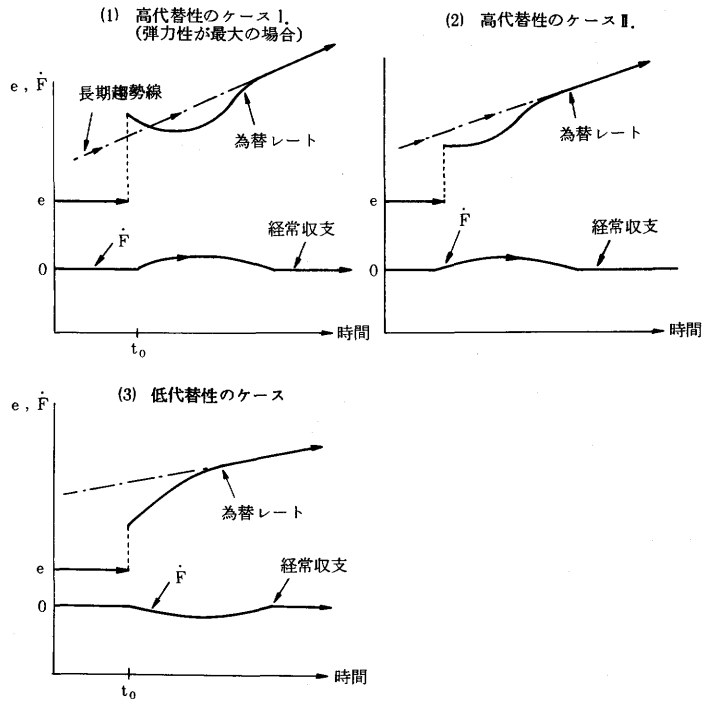
II. 報告論文

第4図 拡大的金融政策の効果

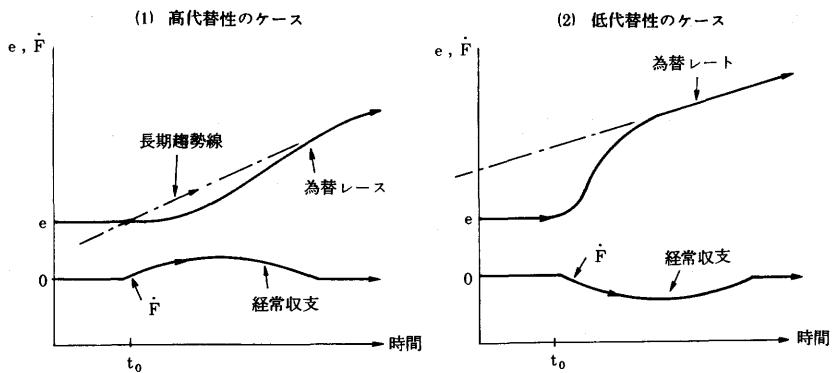
1. 合理的期待形成



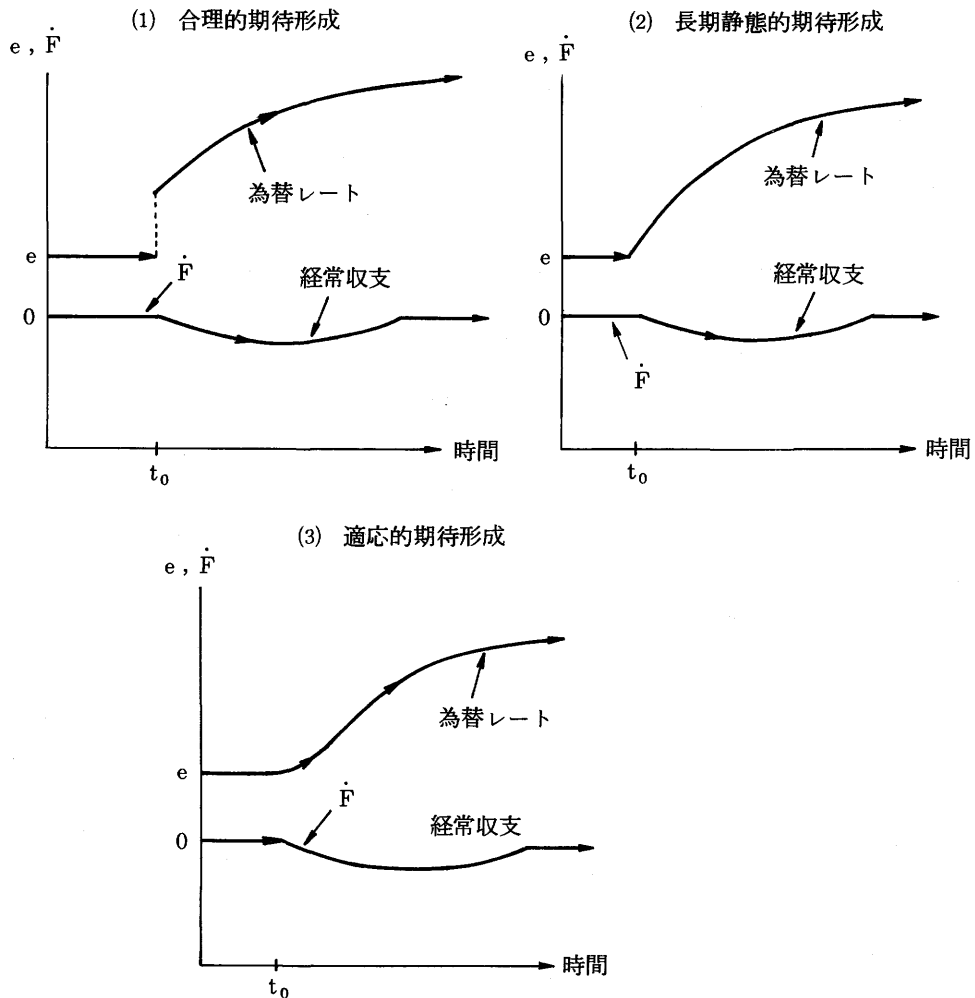
2. 長期静態的期待形成



3. 適応的期待形成



第5図 拡大的財政政策の効果



成か、長期的静態的³²⁾なものか、いずれかの場合、政策発動直後に為替レートと為替レート上昇率、期待為替レート上昇率の全てが上方にジャンプする。そしてこのジャンプも含めて為替レートの「オーバーシュート」が起こり得る。適応的期待形成においてはこのようなジャンプやオーバーシュートはみられない。

(ii) (i)が正しいことを前提として長期静態的期待形成の場合に、拡大的金融政策が超短期には為替レートの切下げ率を減少させる（相対的切下げ）場合が起こり得る。これは貨幣需要関数の利子弾力性が非常に大きい場合である（第4図2.(1)、(2)のうち、(1)は弾力性が最も大きい場合）。すなわち超短期における自国通貨の期待為替レート

32) “long-run static” ケースで為替レートの期待上昇率が θ_0 から θ_1 に（政策発動後）直ちに調整され、その後は θ_1 のレベルに長期的に静止しているという期待形成である。

切下げ率の双方の瞬時的調整の大きさが3つのタイプの期待形成のうち最大のものが(1)である。この場合、政策発動時における為替レートのジャンプはそれだけ大きく、その直後には自国通貨の為替レートの絶対水準の切上げが起こり得る(第4図2.(1)高代替性ケースI.)。

- (iii) 拡大的金融政策が惹き起こす中期的調整過程における為替レートと経常収支の関係は³³⁾ Dornbusch・Fischer (1980) が示したほど、また一般に広く信じられているほど単純ではないが、彼等の結論の本質的特徴は期待形成が「前向き」(forward-looking)である限り大ざっぱに言えば正しいといつてよい。しかし期待形成が適応的なものであれば、経常収支の黒字が為替レートの切上げと対応し、為替レートの切下げが赤字と対応しているとはいえなくなる。Chand and Onitsuka (1985) の第1図と第2図及び本論文の第6図³⁴⁾ からわかるように、貨幣需要の価格弾力性が高いときは(かつ期待が forward-looking な場合) 為替レート切下げ(減価)率(λ)の上昇と経常収支の黒字(外貨の増加)が対応している。しかし逆に貨幣需要の利子弾力性が低い場合には、為替レートの切下げ($\lambda > 0$)と経常収支の赤字($\dot{F} < 0$)が対応している。しかもこの場合、超短期には為替レートの減価率の大幅上昇(すなわち減価率のオーバーシュート)と経常収支赤字が対応している。³⁵⁾

期待形成が適応的である場合は為替レ

トと経常収支との関係はさらに複雑なものとなるが、ある種の規則性を識別することができる。第4図からわかるように、貨幣供給の増加率が θ_0 から θ_1 に増加したとき、短期的には経常収支の赤字が発生するが、中期的には黒字が発生する場合がある。貨幣需要の利子弾力性が低ければ、この中期における黒字発生が起こらないケースもあり得る(第6図(b)参照)。この弾力性が高い場合は中期的黒字発生は必ず生じ、かつ初期の赤字を圧倒する大きさであるため中・長期的には(究極には)外貨保有高は(貨幣供給の拡大前より)増加する。すなわち動学的調整過程の段階によって為替レートの切下げ率(減価率)の絶えざる上昇(相対的切下げ)と経常収支の赤字が対応したり(短期)、黒字が対応したり(中期)する(Chand and Onitsuka (1985) 第3図a及びbの経路1と2のケース)。また、中期的にはレートの減価率の低下(相対的切上げ)が経常赤字と対応するという通説通りのケース(Chand and Onitsuka (1985) 第3図(b)経路3のケース)もある。

- (3) 財政政策の拡大の場合は為替レートの切下げと切下げ率の上昇(相対的切下げ)が常に経常収支の赤字と対応しており、この結論は期待形成の型に依存しない。なお調整過程を超短期、短期、中・長期に分ければ、調整のパターンが期待形成の型に依存していることがわかる。このパターンは合理的期待形成と長期的静態的期待とはほぼ同じで、超短期にレートの切下げ率の大きなジャンプがみられ

33) Dornbusch (1980) 参照。

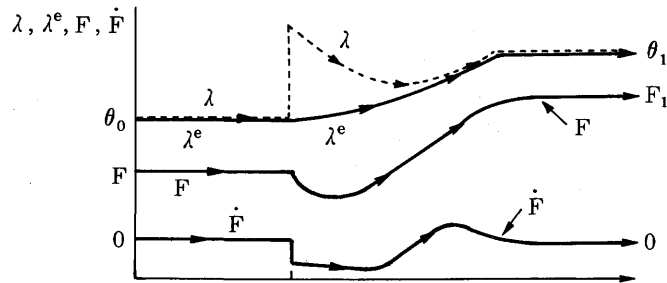
34) 第6図において λ は自国通貨の切下げ率、 λ^e は予想切下げ率、 F は外貨保有高、 $\dot{F}$ は経常収支($\dot{F} = \frac{dF}{dt}$)である。

35) この議論といわゆる“accelerationist hypothesis”との関係についてはChand and Onitsuka (1985) の脚注26参照。

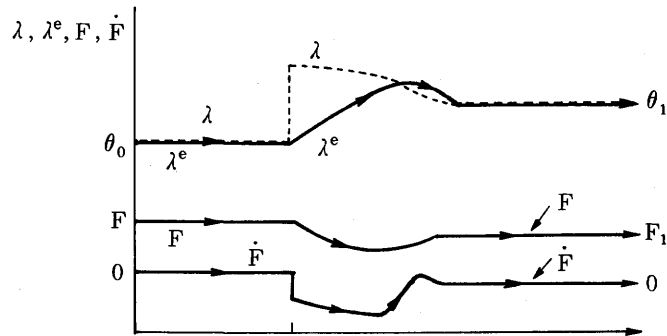
II. 報告論文

第6図 適応的期待形成の下における調整のパターン

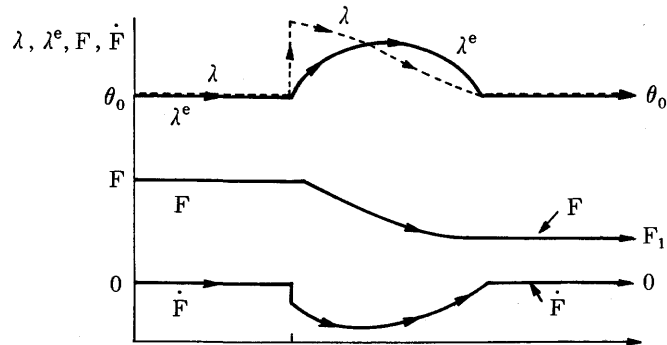
(a) 貨幣供給の増加（代替の弾力性が大きい場合）



(b) 貨幣供給の増加（代替の弾力性が小さい場合）



(c) 財政支出の拡大



λ : 自国通貨の減価率、

λ^e : 期待レートの減価率、

F : 外国通貨保有高、

$\dot{F}$: 経常収支 ($\dot{F} = dF/dt$)

θ : 貨幣供給の増加率、

θ_0 : 拡大前、

θ_1 : 拡大後 ($\theta_1 > \theta_0$)

II. 報告論文

る。適応的期待の場合はこのジャンプはみられない。Chand and Onitsuka (1985) の第 1 図(d)と第 2 図(c)及び本論文の第 6 図(c)から為替レート期待減価率(λ^e)と直物減価率(λ)との動きを比較しつつ、為替レートそのもの(水準)の動きを分析すると次のことがわかる。合理的期待形成の場合は期待減価率($\lambda^e = \lambda$) そのものが政策発動直後に上方にジャンプするため、ストック調整を通じて為替レートそのものの(水準の)ジャンプ(瞬間的切下げ)が起こるのに対して、その他の期待形成のときは為替レートそのもののジャンプは起こらない。

財政支出の拡大が経常収支の赤字をもたらすことはマンデル＝フレミング等の分析と同じであるが上記分析とマンデル等の短期分析との違いにも注目する必要がある。第 1 の違いは財政の拡大はマンデル流の分析では為替レートの切上げをもたらす、それが経常収支の赤字につながるわけであるが、ここでは為替レートの切下げが対応している。この違いがマンデル流の分析が短期モデルに基づいており、財政赤字のファイナンスを中長期の視点から明示的に分析していないのに対して、本分析では財政赤字は所得税の増加でファイナンスされていると仮定している点が異なる。マンデルの場合はストック調整(ポートフォリオ調整)による瞬時的資本流入が起こり、このため財政の拡大は高金利の発生を通じて為替レートの切上げを惹き起こすが、このような瞬時的資本流入はここでは起こらないと仮定されている。このモデルのフレームワークの差を認識した上で次のことが指摘し

得る。仮りにストック調整による資本流入が可能だとしてもこのことはこの国のその時点の対外純資産の大きさを変えるものではない。もし本分析の外貨保有高(F)を対外純資産高と解釈すれば、Chand and Onitsuka (1985) の結論は財政拡大と財政赤字は究極には対外純資産の減少(対外純債務の蓄積)を生じ、それに伴って為替レートも中・長期的には切り下げられなければならないという関係を示唆している。この中期的分析による結論と周知のマンデル流の分析との違いは既にふれた視野の長さの問題の他に、次の点によるものである。第 1 に、本分析では所得が一定であり、利付証券が存在しないため、財政拡大が所得拡大をもたらす所得拡大が金利の上昇をもたらす、そして金利上昇が為替レートの上昇をもたらすというメカニズムが明示的に分析されないことである。³⁶⁾ 第 2 は名目為替レートと実質為替レートとを区別しなければならないという点である。名目レートでは一方は上昇し、他方は下落し、対照的であるが、実質レートではマンデルのそれは上昇するが本分析では一定である。しかし、他方資本蓄積や経済成長を考慮した真に長期的な分析では赤字国(資本輸入国)の実質為替レートは緩やかに上昇し、黒字国(資本輸出国)のそれは緩やかに下降するものと思われる。³⁷⁾ 本分析においては所得の短期変動や資本蓄積や経済成長を捨象している。

しかし上記の単純な動学分析は、このような限界にもかかわらず、次のような重要な含意を持っている。すなわち財政赤字は経常赤字を通じて外貨保有を減少せしめるから、

36) この点は深尾氏のコメントから示唆をうけ書き加えた。深尾氏のコメント参照。

37) この点は厳密な分析によるものではなく、推定であるが、資本蓄積や経済成長モデルで IS バランスを考えれば黒字国の IS バランスは財と貸付資金が超過供給($S > I$)であるから実質金利と相対価格(実質為替レート)は下落し、赤字国のそれらは反対の動きを示すと考えられる。

II. 報告論文

短・中期には自国資産を外国資産に対して相対的に過剰にならしめる傾向が存在する。もし赤字国が財政赤字ではなく、民間部門の自律的發展によって中・長期のダイナミックな所得の成長を維持できれば、この自国資産の相対的過剰は表面化せず、逆に実質レートが中・長期になだらかに上昇することすら可能である。しかし経常赤字が財政赤字のものであれば、この赤字が所得の成長に貢献する限り、名目及び実質レートの上昇は続くが、早晚マンデル流の短期分析による為替レートの切上げ効果は下方修正されなければならない。なぜなら時間の経過と共に経常収支の赤字の累積は外国資産（対外債権）を減少させ、自国資産の相対的過剰をもたらしと共に、この過剰が表面化するのを防ぐ所得拡大が（財政拡大によるものである限り）一定期間後に鈍化し始めるからであると思われる。しかし、このとき生ずる名目レートや実質レートの下落はさきにふれたように現実には財政拡大以前よりも低い水準にレートを切下げるとは限らない。本分析においても名目レートは財政拡大以前よりも低い水準に下がったが、実質レートは下がらなかった。現実には米国のように、財政拡大によってかなりの所得拡大が（短・中期に）達成されたのであるから、成長が鈍化したことによって生ずる名目及び実質レートの下方修正はマンデル流の初期の大幅切上げの修正であって、名目実質レートともに拡大以前の水準に止まる可能性はある。特に名目レートは財政政策のみならず、貨幣政策に依存するので、大幅な下落もあり得る

と共に、小さな下方修正ですむこともある。

これらの分析は米国の高金利、ドル高、そして最近のドルの大幅下方修正については結論的に次のことを示唆しているといえる。すなわちここ5年来のドル高は第1にインフレ抑制のための本格的金融引締めとその後に来たかなり急激なG N Pの拡大及びそれに支えられた自国資産への需要拡大に支えられた短・中期的なものであり、第2に米国の急成長、防衛力の拡大等に刺激されたバンド・ワゴン効果（美人投票的心理）によってドル資産への需要がさらに高まり、ドル高がもたらされたことである。これらの点は、米国の財政拡大や短・中期的景気回復が米国の経済成長に与える効果がある限界に達するとき、ドル高の下方修正が早晚必要であったことを示している。しかし、このことは必ずしもドルの暴落や1980年以前の名目レート水準以下への下落を意味せず、今後達成される（と予想される）G N P成長率や金融政策の動向に左右されることになる。³⁸⁾

なお上記動学分析はあくまでもP P Pの成立と完全雇用の定常状態を前提としたものである。P P Pが成立しない場合の動学分析は今回は余裕がないので別の機会に譲りたい。また国際収支発展段階説の視点からみた経常収支、対外純資産、為替レート（実質）との関連の長期分析も省略する。³⁹⁾

補論 ドル高期待と米国金利

ドル高期待がドルの直物レートに与える影響を分析する場合、本文でもふれたように e_{t+1}

38) 米国のファンダメンタルズが極端に悪化すれば暴落はあり得るが、目下起こっているのは成長が持続する中の成長率の低下に過ぎない。

39) 経常収支と為替レート、財政政策に関する中期分析については、本コンファランスにおける植田氏の論文が本格的に取り上げている。

のシフトのほか、次の2つの要因が考慮されなければならない。それらは(1)ドル高が当分存続するという期待から生ずる期待収益率のばらつき⁴⁰⁾ (リスクの度合い) の縮小と、それによる資産需要関数のシフトである。(2)は外国の資産保有者がその名目総資産や名目需要残高を実質残高に計算する場合に用いる基準レートがドル高期待の発生に伴って変動する度合いである。これら2つの追加的要因のうち(1)は厳密には需要関数のシフトのみならず、資産間の代替性にも影響を与えるはずである。すなわち(1)のような需要拡大のシフトが起こるとき資産の代替性(需要関数の価格弾力性)は高まり、縮小のシフトがおこるとき代替性は低くなる。⁴¹⁾ しかし、以下の分析では分析の単純化のため資産間の代替性は変わらないのと想定する。もし代替性のシフトまで考慮すればドル高期待の発生は米国金利を低下させる可能性を高める。但し、低下の幅そのものは小さくなる。

(1)と(2)の要因を考慮すると次のように本文の資産の需給均衡式を書き換えられる。

自国通貨への需給均衡

$$\begin{aligned} \frac{M_d^s}{P} = & L^d(i_d, \lambda, i_f + \lambda, y, w(\alpha), \beta(\alpha)) \\ & + \hat{p}(\alpha) L^f(i_f, \lambda_f, i_d + \lambda_f, \lambda_f, y_f, \\ & w_f(\alpha), \beta(\alpha)) \end{aligned} \quad (A-1)$$

$$\begin{aligned} \frac{B_d^s}{P} = & b^d(i_d, \lambda, i_f + \lambda, y, w(\alpha), \beta(\alpha)) \\ & + \hat{p}(\alpha) b^f(i_f, \lambda_f, i_d + \lambda_f, y_f, w_f(\alpha), \\ & \beta(\alpha)) \end{aligned} \quad (A-2)$$

$$\text{但し } \lambda = \frac{e_{t+1}(\alpha)}{e_t} - 1$$

$$\lambda_f = \frac{e_t}{e_{t+1}(\alpha)} - 1 \quad \text{である。}$$

ここで、 α をドル高期待の発生によって生じる e_{t+1} のシフトを示すパラメーターとし、また β_i を資産 i ($i=m, b$) の需要関数のシフトを示すパラメーター、また h は基準レート $\hat{e}_t$ が e_{t+1} のシフトに伴って変化する度合いを示すものとしよう。これらのシフトパラメーターには次の関係が存在する。

$$\begin{aligned} d(e_{t+1}) &= \frac{\partial e_{t+1}(\alpha)}{\partial \alpha} d\alpha \\ &= e'_{t+1} d\alpha = \alpha < 0 \end{aligned}$$

$$\frac{\partial \beta(\alpha)}{\partial \alpha} = \beta' < 0, \text{ かつ } \frac{\partial L^d}{\partial \beta} > 0,$$

$$\frac{\partial L^f}{\partial \beta} > 0, \frac{\partial b^d}{\partial \beta} > 0, \frac{\partial b^f}{\partial \beta} > 0$$

$$\begin{aligned} \text{また、} \hat{p} &= \hat{e}(\alpha) P_f / P_d \text{ で、かつ } d\hat{e}_t = \frac{\partial \hat{e}_t}{\partial \alpha} d\alpha = \\ & h \cdot \alpha < 0, (0 < h < 1) \text{ である。}^{42)} \end{aligned}$$

40) 期待収益率の標準偏差または分散のことである。

41) コンファランスの討論において「G-5の共同介入以後のドルの大幅下落はドルをよりリスクのある資産とした。その結果ドル資産と円資産の代替性は低くなったと思われる」という翁氏の発言があったが、これは秀れた洞察であると思われる。しかし同時に何らかのバンド・ワゴン効果の存在の下では、ドルの大幅下落はドルの再上昇の可能性(あるいは一層の大幅下落の可能性の縮小)を生じさせるから、この面ではドル資産の安全性を高めたことも考慮されなければならない。

42) α はシフト前は0であったとすれば $d\alpha = \alpha$ である。また $\hat{e}_t, P_f, P_d, e_{t+1}$ は全てシフトの起る前は1であったとする。このとき $\hat{p}=1$ でもある。

II. 報告論文

(A-1) 式と (A-2) 式の 2 式は e_t と i_d を決定する式であるからこの 2 式を α について微分し di_d を求めると次式を得る。ここでは超短期の分析に限定するので y_i, w_i, P_i ($i=d, f$) は所与 (外生変数) とする。

$$di_d = \frac{\alpha}{\Delta} [C_1 A_{22} - A_{12} C_2] \quad (A-3)$$

但し $\Delta = A_{11} A_{22} - A_{21} A_{12}$ であり、 A_{ij} ($i=1, 2$) は次の意味を持つ。

$$\begin{aligned} A_{11} &= L_1^d + L_3^f, A_{12} = -L_2^d - L_3^d + L_2^f + L_3^f \\ A_{21} &= b_1^d + b_3^f, A_{22} = -b_2^d - b_3^d + b_2^f + b_3^f \\ C_1 &= -L_2^d - L_3^d + L_2^f + L_3^f + (L_6^d + L_6^f) \beta'_m \\ &\quad - (L^f - L_5^f Z) h \\ C_2 &= -b_2^d - b_3^d + b_2^f + b_3^f + (b_6^d + b_6^f) \beta'_b \\ &\quad - (b^f - b_5^f Z) h \end{aligned}$$

ここで L_j^i は自国通貨 (M_d^s) に対する i 国 ($i=d, f$) の需要を j 番目の変数について微分したもの、 b_j^i は同じく自国証券に対する i 国に需要関数を j 番目の変数について微分したものである。これらの微係数の符号は (A-1) 及び (A-2) 式の上に記した通りである。また L^f と b^f は外国が持つ自国通貨と自国証券の実質保有残高である。 Z は自国の自国通貨建純対外資産である。

e_{t+1} の α だけの減少によって生ずる自国金利の変化は次のようになる。

$$\begin{aligned} di_d &= \frac{\alpha}{\Delta} [-D_1 (L_6^d + L_6^f) \beta'_m \\ &\quad - h (L^f - L_5^f Z) D_1 + D_2 (b_6^d + b_6^f) \beta'_m \\ &\quad + h (b^f - b_5^f Z) D_2] \quad (A-4) \end{aligned}$$

ここで $D_1 = -b_2^d - b_3^d + b_2^f + b_3^f$, $D_2 = -L_2^d - L_3^d + L_2^f + L_3^f$ である。

di_d を構成する諸要因の符号は次の通りである。但し L_3^f と b_2^f が他の L_j^i や b_j^i (特に証券間の代替性を示す b_1^d, b_3^d, b_3^f) に比して比較的小さいと仮定する。すなわち両国の証券間の代替性が比較的大きいが無限大よりはるかに小

い場合である。これらの仮定の下では、次の関係が成り立つ。

$$\begin{aligned} \Delta &< 0, \\ D_1 &> 0, \\ D_2 &> 0 \end{aligned}$$

次に最初に述べた e_{t+1} のシフトに伴う他の 2 つの要因が随伴して起こった場合と随伴しなかった場合とに分けて考える。

(i) e_{t+1} の α だけのシフト ($\alpha < 0$) のみが生じ、 e_t も β もシフトしない場合 (すなわち $\beta'_i = 0, h=0$)

$$\begin{aligned} di_d &= 0 \\ \text{すなわち金利は不変である。} \end{aligned}$$

(ii) e_{t+1} のシフトに随伴して需要のシフトが生じたが e_t にはシフトが生じない場合 ($\beta'_i < 0, h=0, i=m, b$)

$$di_d = \frac{\alpha}{\Delta} [-D_1 (L_6^f + L_6^f) \beta'_m + D_2 (b_6^d + b_6^f) \beta'_b] \geq 0$$

この場合、金利の動向は各種パラメーターに依存し一義的にはわからない。しかし、もし証券間の代替性が貨幣間または貨幣と証券との代替より高ければ、 D_1 に含まれる b_1^d, b_3^d, b_3^f が D_2 をしのぐから

$$di_d > 0$$

となる。すなわち金利は上昇する。

(iii) もし e_{t+1} のシフトと共に e_t のシフトは起きるが、 β_i のシフトは起こらないとき ($1 > h > 0, \beta'_i = 0$)、

$$di_d = \frac{\alpha}{\Delta} [- (L^f - L_5^f Z) D_1 + (b^f - b_5^f Z) \cdot D_2] h \geq 0$$

しかし、もし証券間の代替性が非常に高ければ D_1 が他を圧倒するから di_d の符号は $L^f - L_5^f Z$ の符号に依存する。もし外国人の

II. 報告論文

自国通貨の保有残高 (L^f) が e_t によるキャピタルゲイン効果 ($L_5^f Z$) を上回れば金利は低下し、逆ならば上昇する。 L_5^f は 1 より小さいから、もし自国の純対外資産 (Z) が L^f に比してあまり大きくなければ $L^f > L_5^f Z$ が成立し、金利は低下する。しかし自国の純対外資産 (Z) が L^f に対して充分大きければ逆に金利は上昇する。

- (iv) e_{t+1} の下方シフトに e_t の下方シフトと β の上方シフトの双方が随伴したとき、 di_d は (A-4) 式そのものである。この符号は一義的に定まらないが、証券間の代替性が高くなれば D_1 が他の項目を圧倒するから、次のことがいえる。

$$-(L_4^d + L_4^f) \beta'_m > h(L^f - L_5^f Z) \text{ ならば} \\ di_d > 0$$

$$-(L_4^d + L_4^f) \beta'_m < h(L^f - L_5^f Z) \text{ ならば} \\ di_d < 0$$

すなわち貨幣需要関数のシフトの効果が e_t のシフトのもたらす効果より大きければ金利は上昇し、小さければ下落する。外国人が自国通貨を保有しない小国のケース ($L^f = 0$) では自国金利は必ず上昇する。また自国証券の需要のシフトが自国の内外で大きいほど金利が下降する可能性は強まる。

以 上

Ⅱ. 報告論文

【参考文献】

- [1] 深尾京司 「為替レートの決定要因と為替投機需要」『金融研究』第2巻第4号、日本銀行金融研究所、1983年12月、pp.27-66
- [2] 深尾光洋 『為替レートと金融市場』東洋経済新報社、1983年
- [3] 小宮隆太郎 『現代国際金融論』日本経済新聞社、1983年
須田美矢子
- [4] 翁邦雄 『期待と投機の経済分析』東洋経済新報社、1985年
- [5] 鬼塚雄丞 「国際収支および為替レートの決定メカニズム—アセット・アプローチ—」、宇沢弘文・鬼塚雄丞編、『国際金融の理論』第1章、東大出版会、1983年
- [6] ————— 「為替レート、資本移動、および変動相場制下の経済政策」『経済研究』、第36巻第1号、一橋大学経済研究所、1985年1月 (1985a)
- [7] ————— 「ドル高・高金利と財政赤字」『季刊現代経済』、1985年3月号 (1985b)
- [8] ————— 「国際収支の中長期的視点」『資本輸出国の経済学』第6章、通商産業調査会、1985年5月 (1985c)
- [9] 植田和男 『国際マクロ経済学と日本経済』第2章 東洋経済新報社、1983年
- [10] Akiyama, Taro, "Current Account, Capital Exports and Optimal Development Stages of Balance of Payments", Yokohama National University, Discussion Paper of the Center for International Trade Studies No.85-7, October 1985.
and Onitsuka, Yusuke,
- [11] Chand, Sheetal K., and Onitsuka, Yusuke, "Stocks, Flows, and Some Exchange Rate Dynamics for the Currency Substitution Model", Journal of International Money and Finance, 1 April 1985.
- [12] Dornbusch, Rudiger, "Expectations and Exchange Rate Dynamics", Journal of Political Economy 84, December 1976, pp.1161-76.
- [13] Dornbusch, Rudiger, W. and Fischer, Stanley, "Exchange Rates and the Current Account", American Economic Review, December 1980, 70 pp.960-971.
- [14] Kouri, Pentti J. K. "The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and the Long Run", Scandinavian Journal of Economics, May 1976, 78, pp.208-304.
- [15] Mundell, Robert A. International Economics, 1968.