

III. コメント

管理フロート下の為替レートと資本移動

— 小宮・須田論文および新開論文へのコメント —

神戸大学 天野明弘

1. 小宮・須田論文へのコメント

2. 新開論文へのコメント

1. 小宮・須田論文^(注1)へのコメント

この論文の特徴は、ツィアン＝ゾーメンの先物為替理論を基礎として変動レート制度の下での短期資本移動（および直・先為替レート）の決定要因を明らかにし、その理論的分析の成果を用いて管理フロート下の日本経済が経験したいくつかの事実にきわめて明快な理論的解釈を加えたことである。著者達が縷々説明しているように、このような理解は多くの点でジャーナリズム、実務家、政策当局、そして時として経済学者も含めた一般的ないし通俗的見解と異なるものである。ゾーメンが十数年も前に述べているように、^(注2)直・先為替市場の関連を詳しく理解することなしに国際金融問題にバランスのとれた判断を下すことは、ほとんど不可能であるということが改めて実感されるのである。

この問題に関しては、筆者も以前から関心

を抱いており、^(注3)(i)変動為替レート制度の下では、為替投機が大規模な短資移動を生じさせることはないこと、(ii)為替投機は正常な輸出入取引に関連して行われる普通の商業活動を含むこと、(iii)円シフト、ドルシフトは為替銀行・商社等の利子裁定的短期資本移動として理解できること等を主張していたので、^(注4)小宮・須田論文と基本的には同じ考え方をとっている。したがって以下のコメントはやや細かい点や表現上の問題に関連したものが多くなるが、同じ問題を少し違った視点から見直すことも問題点の理解に役立つのではないかと思われる。以下、理論的分析に関するコメントと、具体的な事例への応用に関するものとに分けて述べることにする。

(1) 短期資本移動の理論

本論に入る前に、カバーとヘッジ（正確には covering と hedging）の区別について述

(注1) 小宮隆太郎・須田美矢子「管理フロート下の短資移動 — その理論と最近の経験 —」経済学論集、第46巻1号（1980年4月）参照。

(注2) Egon Sohmen, Flexible Exchange Rates, rev.ed. 1969, P.81 参照。

(注3) 天野明弘「先物為替政策の効果と限界」研究年報X（神戸大学経営学部）（1964年9月）。同「為替政策」館龍一郎・鎌倉昇編『金融経済講座第Ⅳ巻国際収支と金融』第2章（東洋経済新報社）（1968年6月）、同「短期資本移動」天野明弘・渡部福太郎編『国際経済論』第8章（有斐閣）（1975年5月）、同「国際短期資本移動と為替レート」日本経済新聞（1975年8月1日～9日）等参照。

(注4) (注3)の「短期資本移動」参照。

べておきたい。一般的な用語法では、この論文でも述べられているように、「投機的ポジションをとらないため、あるいはそれを解消するための行為」（『経済学論集』東京大学第46巻第1号のP.14）をヘッジングとして定義する。しかし、このような定義では、ヘッジングの中に商業上の取引から生じる為替リスクを回避するための先物カバー取引も含まれてしまうことになる。（事実、小宮・須田論文では、「ヘッジングの手段は必ずしも先物カバーのみにかぎらない」（同P.14）と述べられている）。しかし、他方では、為替取引の動機（あるいは機能）に基づいて、「決済」、「投機」、および「ヘッジング」が区別されており（同P.13）、しかも本論文の基本的な分析手段となる第1図（同P.17）の説明では、(i)「決済」の必要上生じる直物為替の需給、(ii)将来の決済（傍点筆者）にそなえて現在の時点でヘッジしておくための「ヘッジング」から生じる先物為替の需給、および(iii)先物為替に対する投機的需給（これには、過去に行われた投機に基づく投機的ポジションを解消するためのヘッジング（傍点筆者）の為替需給が含まれる）の3つが区別されている（同P.17）。先物為替理論の文献に相当精通した読者でなければ、恐らく上記の説明は理解し難いのではないだろうか。さらに、海外子会社の流動資産が為替レートの変動によって減価することを懸念して先物で外貨を売ってヘッジする場合は、「将来の決済に備えた」ものではないが、「ヘッジング」である。このような取引は、(i)～(iii)のどれに含まれるのであろうか。

著者達は、covering と hedging を明別すべきだというアインツィヒの議論を、「今日では Einzig の用語法が広く行われていると

は思われない」（同P.14、注5）という理由だけで退けているが、上述のような混乱を避けるためには、むしろ一般の用語法によらず、商業上のカバー取引による先物需給と狭義のヘッジング（市場価格の変動が予想されて、ある資産の評価損失が生じる危険があるとき、ほぼ同方向に価格が変動すると予想される別種の資産を売却することにより前者の危険を軽減ないし防止しようとする行為）を区別することが必要である。両者の間には、為替需給の動機と、為替市場の需給関係への影響という2つの点で重要な相違がある。第1に、先物カバーの場合には、先物契約の実行時に新たな為替取引は生じないが、狭義のヘッジングの場合には、先物契約の実行時に直物為替市場で新たな為替取引が生じる（たとえば、先物売予約をした輸出業者は、実行時には輸出代金をそのまま相手方に引渡せばよいが、海外流動資産のヘッジのために先物為替を売った企業は、当該資産を処分する意図はなく、したがって実行時には直物市場で外貨を調達して相手方に渡さねばならない）。第2に、先物カバーは、為替レートの変動から生じると予想される利益・損失のいずれをも消滅させるのに対して、ヘッジングは意識的に新たな為替リスクを負担することによって、他の評価損失を相殺しようとするものであり、基本的には投機と同じ動機に基づいている。^(注5)

以上の理由から、先物市場の需給の分析には covering と狭義の hedging を区別することが、各動機に基づく為替需給の決定要因および先物期間経過後の直・先市場の需給状態を考える上で不可欠であると思われる。小宮・須田論文では、(i)は契約と同時に決済が行われる取引からの直物為替需給、(ii)は商業上

（注5）『国際経済論』前掲書、276～277ページ参照。

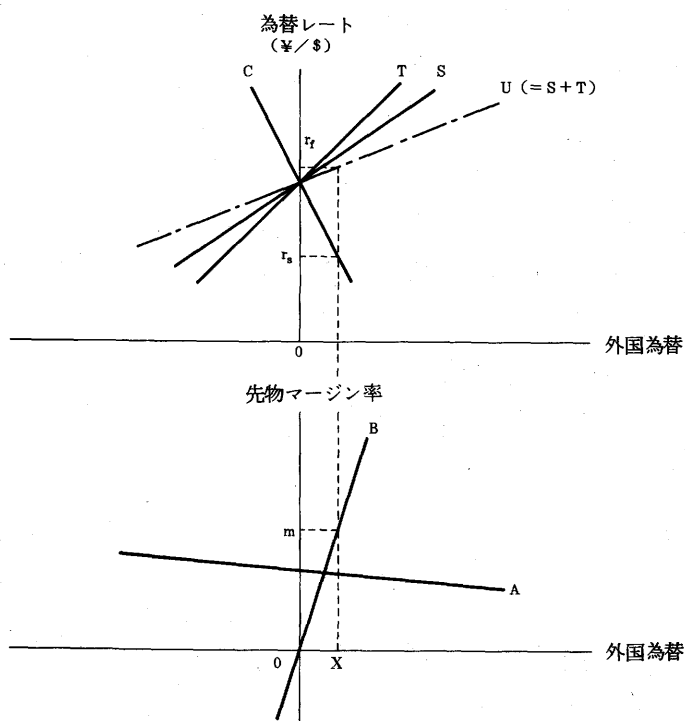
のカバー取引からの先物為替需給、そして(iii)は投機および狭義のヘッジングに基づく先物需給を表わしているものと考えれば、概念上の混乱は生じない。

なお、「過去に行われた投機に基づく投機ポジションを解消するためのヘッジング」(同P. 14, P.17およびP.19注18)は、本来複数の先物期間をもつ先物為替市場においてのみ可能な取引であり、同論文のように先物期間が唯一つしかない理論モデルにそのような取引を持込むのは論理的整合性に欠ける。

さて、ティアン＝ゾーメン理論による直・先両市場の均衡は、小宮・須田論文の第1図の代わりに、本稿a図を用いても分析できる。^(注6)

上部のパネルでは、縦軸に直物および先物為替レート(邦貨建)が、また下部のパネルでは縦軸に、先物マージン率(先物レートの直物レートに対する百分比乖離率)が測られ、横軸にはいずれも外国為替の需給量が示されている。T曲線は商業上のカバー取引による先物超過供給、S曲線は投機(および狭義のヘッジング)による先物超過供給、UはSとTの合計、C曲線は直ちに決済される取引による直物超過需要、A曲線は利子裁定による先物超過需要と直物超過供給を同時に示す。直・先市場の需給均衡条件は、先物投機の清算をしばらくの間無視すれば、 $S+T (=U) = A$ 、および $C=A$ で表わされるが、グラフ上で

a 図



(注6) 以下のグラフは、筆者がロチェスター大学大学院在籍中に、ティアン教授の国際金融論セミナー(1961年)で教わったものを変動レート制の場合に応用したものである。ティアン教授によれば、彼の1959年の論文に対するベント・ハンセンの手紙によるコメントの中で、このグラフが示唆されていたということである。なお、『国際経済論』前掲書、292～294ページ参照。

は、C曲線とU曲線から導かれたB曲線を用いることによって、両市場の均衡点を容易に知ることができる。

いま、任意の量OXをとり、それに等しい先物為替の超過供給と直物為替の超過需要を生じさせる先物レートと直物レートを上のパネルから読みとり (r_f および r_s)、それから計算される先物マージン率 ($m = (r_f / r_s - 1) \cdot 100$) を下のパネルに印す。B曲線は、OXをさまざまに変化させて得られたこのような点の軌跡であり、したがって、B曲線とA曲線の交点が直・先両市場の同時均衡を示すことは明らかであろう。

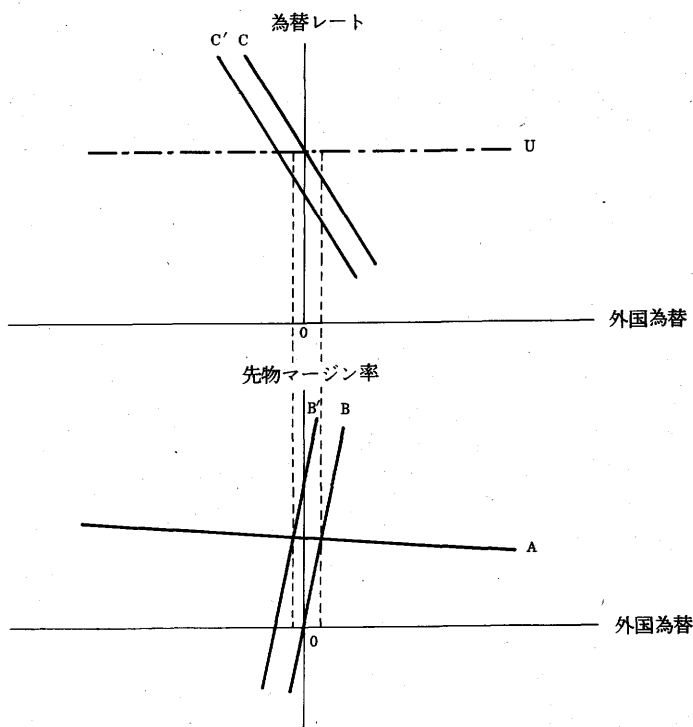
なお、小宮・須田論文のS、F、P、Q曲線は、a図のC、T、S、U曲線にそれぞれ対応する。a図では、利子裁定が与えられた利子率の下で先物マージン率に関して無限に弾力的でない場合も簡単に扱うことができる。以

下では、このようなグラフを用いながら、小宮・須田論文のいくつかの論点を検討してみよう。

投機の安定化機能

いま、S曲線がほぼ水平に近い情况进行てみよう。S曲線は、市場参加者の投機的先物超過供給曲線を集計したものであるから、その縦軸との交点は、さまざまな予想をもつ市場参加者の「平均的予想レート」を表わしている。したがって、S曲線がある予想レートの下できわめて弾力的となるという情况は、市場参加者の予想レートがほぼ等しく、しかもその予想に対する確信がきわめて強い場合である。この場合には、b図のようにU曲線もほぼ水平となり、C曲線がC'のように左右にシフトしたとしても、直物レートおよび先物レートはほとんど動かない。同様にT曲線

b 図



が左右ヘシフトしても、それは投機的需給の中へ「埋没」してしまい、U曲線には何の変化も生じない。したがって、非投機的需給（CやT）が大幅に変動しても、「もし「期待」が安定的であり、それに基づく投機的需給が安定的であれば、為替市場は全体として安定的に推移するであろう」（同P.20）といえる。しかしこのことは投機がつねにこのような意味で安定化機能を果たすということとは意味しない。個々の投機者の予想レートがまちまちであり、しかもそれに対して強い確信が持てないような不確実な経済情勢の下では、集計されたS曲線は非弾力的で、かつvolatileなシフトを続けるであろう。この場合には、投機が直・先のレートを大幅に動かすことは、著者達も認めるとおりである（同P.20）。とすれば、「投機の安定化機能なしにはフロート制の運営は不可能に近い」（同P.57）という結論はどう理解すればよいのであろうか。もしそれが、「投機はつねに不安定化的」であるという考え方に対する反例を出す意味であれば、それほど問題はない。

しかし、期待が安定的でない場合のフロート制の運営はどうなるかという点については、十分な論及がなされていない。

筆者は、スムービング・オペレーションと呼ばれている当局の市場介入がこのような場合には為替市場を安定化させる機能を持っていると考えており、またフロート制の運営の中で、そのような介入が行われていたと思われる若干の証拠もある。そのような介入は、b図でいえばC曲線の弾力性を高める役割を果たし、高価格での売却と低価格での購入を意味するものであるから、いわば民間投機の安定化機能の低下を補っているものと理解す

ることができる。^(注7) ただし、スムービング・オペレーションである以上、そのような介入は比較的短い一定期間内でネット・ポジションがゼロとなるべきものであり、また直物市場だけに限られるべき性質のものでもない。

為替投機と短期資本移動

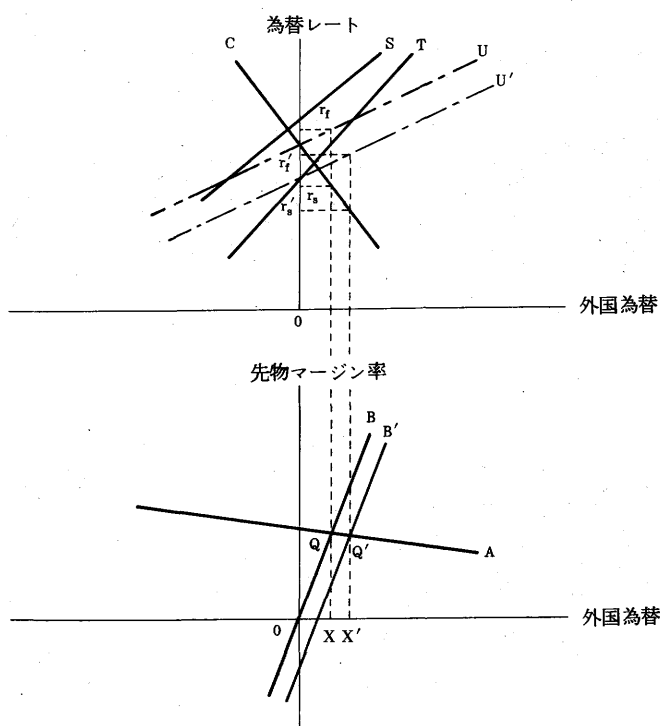
いま、C図において当初の状態がC、S、T、A曲線で与えられていたときに、投機的先物供給曲線が右方ヘシフトしたため、U曲線がU'の位置ヘ移動した場合を考える。均衡点はQからQ'ヘと移り、直・先レートは r_s, r_f から r'_s, r'_f と大幅に動くが、資本移動（純流入）の規模はOXからOX'ヘとあまり大きくはならない。

固定レート制下では、C曲線が無限に弾力的となるため、同程度のU曲線のシフトに対してB曲線のシフトは大幅となり、大規模な短期資本の流入が生じるが、為替レートはほとんど変化しない。変動レート制の下で、投機的曲線の右方ヘのシフトとともに通貨当局が直物市場ヘ買介入をする場合は、C図において、C曲線を同時に右方ヘシフトさせて考えればよく、この場合にはB曲線はC図のB'よりもさらに右方ヘシフトするから、短期資本移動の規模は介入のない場合よりも大きくなるが、直物レートの変化は小さくなり、利子裁定曲線Aの弾力性が大きければ、先物レートの変化も同様に小さい。要するに、介入が行われる場合は、固定レートと変動レートの中間と考えればよいのである。

したがって、介入がなければ投機のインパクトは主として直先の為替レートが変化するだけで、短資の移動は僅かであり（同P.29）、他方、期待が変化したときに大規模な短資移

（注7） もし民間投機の安定化機能が回復すれば、スムービング・オペレーションの必要も当然消滅する。

C 図



動が起こるのは、介入によって通貨当局が利子裁定取引の直物為替需給の相手方として登場するからに他ならない（同PP.51-52）のである。しかし、それと同時に、介入によって短資移動が増大するのは、直物レートの変動が小幅となって先物マージンが開くためであり、その限りでは介入の無効性を主張する根拠とはならないことに注意する必要がある。介入が効果をもたなくなるのは、当局が介入を行おうとしている直物レートの水準と大きく離れた水準に民間の平均的予想レートがあり、かつその水準で投機的為替需給曲線の弾力性が著しく大きくなる場合である。このいずれかの条件が存在しない場合には、介入は（その是非を別にして）直物レートに対して影響を及ぼすことができる。

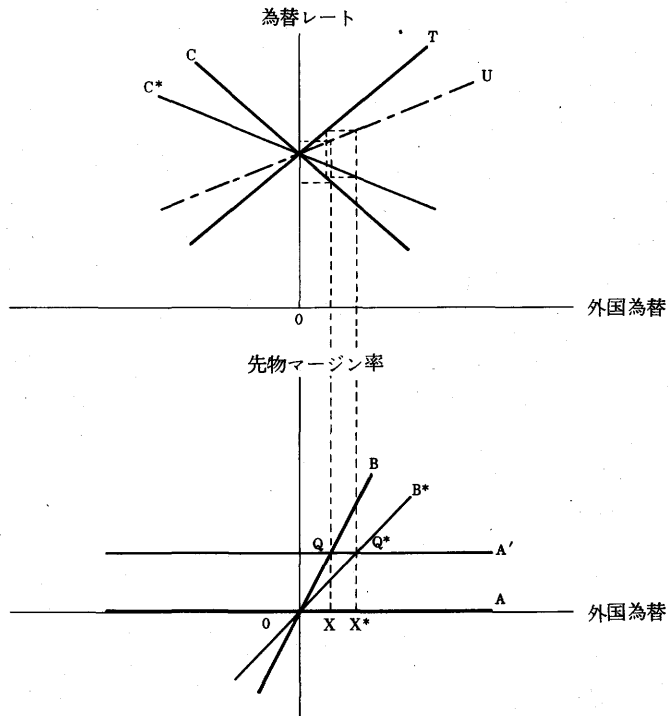
金利差と短期資本移動

d 図において、当初の状態がC、T、U、B、

A等の曲線で示されていたとしよう。金利差はなく、当初の均衡点は下のパネルの原点Oである。いま、自国で金利引上げ政策がとられたために、A曲線がA'へシフトしたとすれば、均衡点はQへ移り、先物マージン率の上昇、先物レートの上昇、直物レートの下落、短期資本流入（OX）等が生じる。つまり、自国の金利引上げは、他の事情が変化しないかぎり、短期資本の流入を増加させる効果をもつ。A曲線がある程度の弾力性をもっているとすれば、金利差の変化が先物マージンの変化によって完全に吸収され、短期資本移動が全く生じないというようなことは、B曲線が完全に非弾力的な場合しかあり得ない。ただ、問題はOXの大きさである。

小宮・須田論文で主張されているように、C曲線の弾力性が小さい場合には、B曲線の弾力性も小さくなり、したがって誘発される短期資本移動の量も少なくなる（同P.39）。し

d 図



かし、この論文の他の個所で主張されているように、S曲線が時にはかなり水平に近い勾配を持つ（同P.53）のであれば、C曲線が完全に非弾力的でない限り、これはB曲線を弾力的にし、短期資本移動の規模を大きくする要因である。

なお、Q点は一時均衡であって、永続的な均衡点ではない。というのは、先物期間経過後には、先物予約の実行が直物市場に現われるが、投機（および狭義のヘッジング）による先物超過供給は直物市場で新たな超過需要を生み出すからである。永続的な均衡は、 $S + T = A$ という先物市場均衡条件と、 $C + S_{-1} + A_{-1} = A + S_{-1} + T_{-1}$ （ただし、添字の-1は1先物期間前を示す）という直物市場均衡条件とを満たすものでなければならない。後者の条件は、 $A_{-1} = S_{-1} + T_{-1}$ から $C + S_{-1} = A$ と同じである。d図のC*曲線は、投機の清算を含めた直物為替の超過需要曲線であり、

これとU曲線から導かれるB*曲線とA曲線の交点Q*が長期均衡点である。ただし、OXからOX*への裁定取引の増加は、毎期間の短期資本移動がこのような増加することを意味しているのではない。なぜなら、C、S、T、Aの基本的な曲線の位置が変化しないかぎり、先物期間経過後は前回の還流分と新規の移動分とが相殺するからである。したがって、OX*は、ネットの短資流入額の累積額を示しているのである。

なお、議論の内容ではなく、表現上やや適切さを欠くと思われる2つの点を指摘しておきたい。1つは、「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」（同P.35）というものである。しかし、フロート制下でも投機的利子裁定と呼ばれる先物カバーをとらない短期資本移動を行うことが合理的行動となる場合があることは著者の認めるとおりであり（同P.36）、しかもそれは投機的動機だけ

に基づくものではなく、利子裁定の動機も当然含まれているのである。いま1つは、「国内金利が下がったからといって、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ない」（同 P.47）という叙述である。しかし、既に述べたように、他の事情が一定であれば、直ちに決済される直物為替の需給が直物レートの変化に多少とも正常な反応を示さざり、国内金利の低下は（規模の大小はとも角）短期資本の流出を生じさせるのであるから、上述のような強い断定は誤解を招き易いという他はない。

長期資本移動

上の議論との関連で、金利の変化と長期資本移動の関係について述べておきたい。小宮・須田論文におけるこの問題の取扱い（同 P.16）は甚だ不満足なものである。機能的に短期資本と同じ行動をしながら統計上は長期資本に分類されているようなものを除くとすれば、3年とか5年に及ぶ外国証券への投資や対外借入は、当然為替リスクを含む。そして、長期の満期をもった先物市場が事実上存在しないために、全期間にわたる先物カバーをとることによって為替リスクを排除することはできない。しかし、そうであるからといって、そのような長期の投資や借入が「合理性を欠きはなはだ無責任な行動である」（同 P.16）とは思えない。外国の長期利率と外国通貨の長期の予想増価率の和が、自国の長期利率より大きい場合には、自国で借入れ、外国で投資を行う誘因が存在する。いま、自国および外国の長期利率を i 、 i^* とし、外国通貨の価格の予想上昇率を $\hat{e}$ で表わせば、 $i^* + \hat{e} = i$ となるまで長期資本の移動が行わ

れ、そして $\hat{e}$ が長期の予想物価上昇率の差を反映しているのであれば、上記のような長期資本移動は、両国における長期の予想実質利率を均等化させる傾向を持つのである。^(注8)

もっとも、投資（または借入）期間中に、短期的に大幅な為替レートの変動が予想される場合には、先物ヘッジングによって評価損失を回避する方法がとられるであろう。これは、いままで用いてきたグラフの S 曲線の 1 つの構成要素である。他方、長期資本移動の名目トランスファーに伴う外国為替の需給は、上述のグラフでは C 曲線に含まれているはずであるから、長期利率の変化は、それが予想物価上昇率格差を反映した長期の予想為替レート変化率によって完全に相殺されてしまわないかぎり、C 曲線をシフトさせるであろう。たとえば、長期の為替レート予想上昇率に影響を与えない自国長期利率の上昇は、C 曲線（したがってまた B 曲線）を左方へシフトさせるであろう。小宮・須田論文が主張しているように、C 曲線（および B 曲線）の弾力性が小さく、U 曲線、A 曲線の弾力性が大きければ、先物レートはあまり変化せず、直物レートは低下する（自国通貨は増加する）。そして、長期資本流入の大部分は、短期資本の流出によって相殺されるであろう。すなわち、長期資本流入による直物為替の供給は、外向的利子裁定による直物為替の需要によって吸収されるのである。

結局、長期利率の変化は、上のような情況の下では資本移動を引き起こさないということではできないが、資本勘定全体としてみればネットの移動はきわめて小規模となる。したがって、直接的なインパクトは、直物レートの変化に現われるということができる。ま

（注8）『国際経済論』前掲書、248 ページ参照。

た、直物レートを变化させないように当局が介入して直物為替を買入れたとすれば、相殺的短期資本の流出が生じないため、民間資本収支が黒字を呈するという点も、小宮・須田論文の短期資本移動に関する結論と同様である。

(2) 短期資本移動の実際

この部分に対するコメントはあまり多くないが、以下の3点だけを述べておきたい。

金利平価の成立

e図は、手持ちの月次データ(1971年1月～1978年10月)を用いて、先物マージン率の日米間利子平価からの乖離、および対米ドル直・先レートの対前月比変化率を図示したものである。用いたデータは、直物レート、3か月先物レートがいずれも月末終値、利子率は、日本については3か月現先平均利回り(高値と安値の平均)、米国については3か月TBレートである。利子平価からの乖離率は、 $(3\text{か月先物レート}/\text{直物レート}-1) \cdot 400$

— (日本の金利—米国の金利)

として計算したものである。後の議論との関連もあるので、e図から観察されるいくつかの事実をまとめると以下ようになる。

- (i) アジャスタブル・ペッグの時期および、フロート移行後の約1年半には、先物レートの利子平価からの大幅な乖離が見られる。アジャスタブル・ペッグの下でも利子裁定曲線がきわめて弾力的であれば、これほど大幅な乖離は生じないはずであるから、このような現象は利子裁定曲線の弾力性を低下させる為替管理と密接な関係があるように思われる。
- (ii) 上述の期間においては、先物レートが直物レートよりも大幅な変動を示している。これは、利子裁定曲線の弾力性が小さく、直物

為替の超過需要曲線の弾力性が大きく、かつ投機的先物超過供給曲線の弾力性が小さいときに、予想のerraticな変化が生じている場合の典型的な例と思われる。その意味で、1973年2月から1974年6月までの期間は、フロート制とはいってもどちらかといえばアジャスタブル・ペッグの特徴を多分に残した期間と考えるほうが良さそうである。

(iii) 1974年7月以降は、直・先両レートは、きわめて密接な変動を示し、先物マージンの利子平価からの乖離率は大幅に低下した。とくに1976年の初めから1977年の終り頃にかけては、利子平価説は、ほぼ完全に成立していると考えられる。しかし、1974年後半から1975年前半にかけてと、1978年にはかなり持続的な乖離が見られる。もっとも、年率5パーセントの乖離を大きいと見るか小さいと考えるかは、観点によって異なり得る。

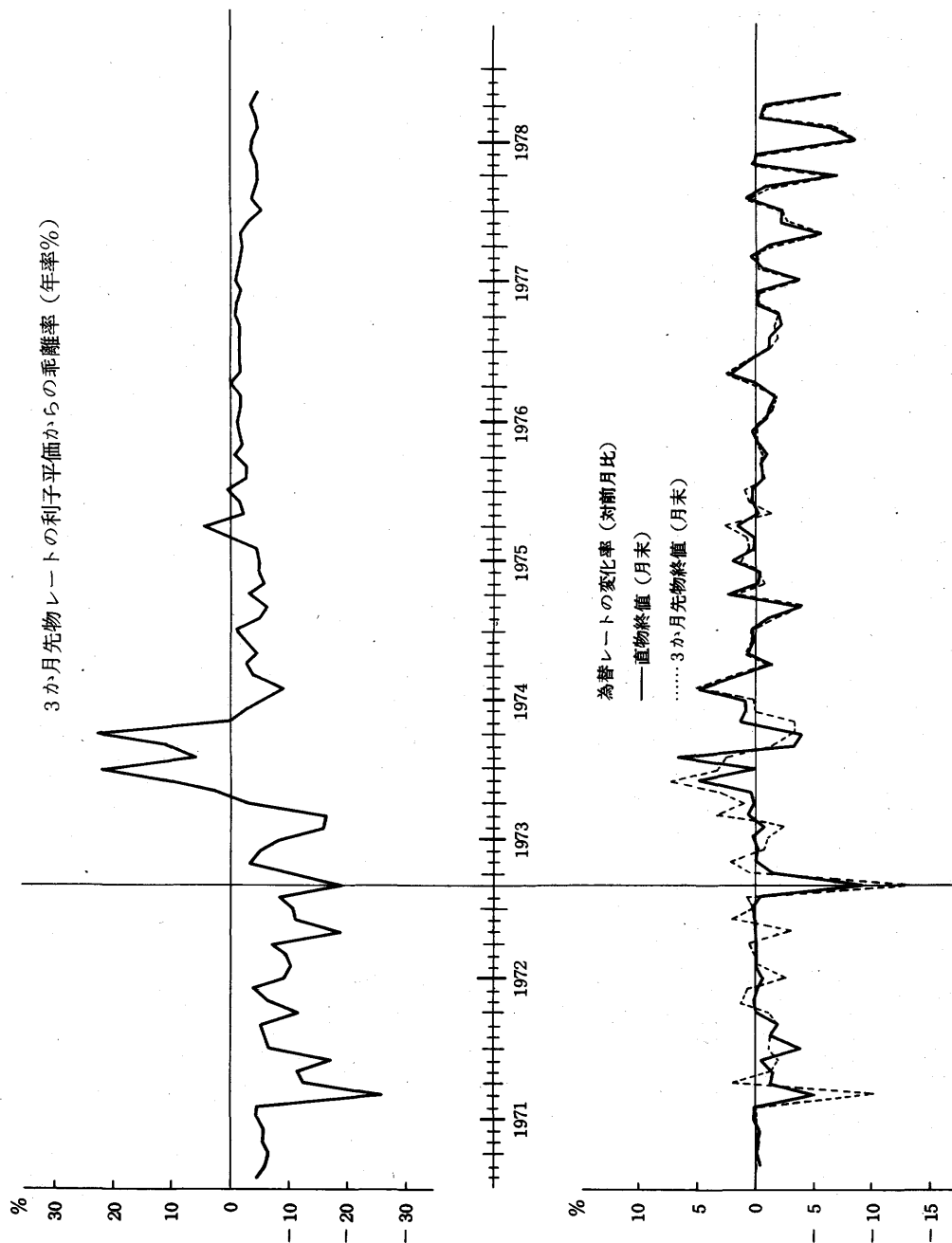
(iv) フロート制が定着したと思われる1975年以降をとっても、直物レートの対前月比変化率がランダムな動きを示しているとは考え難い。

以上のような観察から、「金利裁定の均衡関係を成立させるような力が不断に働いている」(同P.33)という著者の主張は、妥当なものと思われるが、たとえば先物レート(あるいは先物マージン率)を利子平価だけで説明するような方程式を推定すれば、推定誤差に系列相関が現われるであろう。

円 シ フ ト

著者は、円シフトの定義を、日本の居住者によるドル建借入の円建借入への変更というように狭義に解釈したほうがよいと主張しているが、利子裁定取引の誘因が存在する場合には、どの国の居住者であれ同一方向への資本移行を行うはずであり、ことさらに日本の

e 図



居住者だけのものを区別する必要はどこにあるのであろうか。

また、「円シフトは円安要因か」という設問をして、ある種のタイプの円シフトは円安要因といえるが、別種のタイプのものは、「全体としては為替レートの水準に対して中立的であって、円安要因でも円高要因でもない」（同P.48）と論じている。しかし、円シフトも円安（あるいは円高）も、いずれも内生的現象であって、一方が他方の原因になるか否かという議論の仕方に意味があるかどうか疑わしい。むしろ、どのような外生変数の変化が生じたときに短資の流出と円安が同時に生じ、他の場合にはそうならないかを明らかにすべきであろう。f-1図～f-3図は、各曲線のシフトによって短資流出が生じうる3つの場合を示したものであり、(i)自国の利子率の低下は直物レートの上昇（円安）をもたらすが先物レート of 低下（円高）をもたらすこと（f-1図）、(ii)直物為替超過需要の減少は、短資の流出とともに直・先両レート of 低下（円高）を伴うこと（f-2図）、そして(iii)先物超過供給の減少（これは、外貨の予想価格の上昇によっても、また先物でカバーされる貿易収支の悪化によっても起こる）は、直・先両レートの上昇（円安）を引き起こすこと（f-3図）等を知ることができる。

1977～78年の介入

1977年秋から1978年春にかけての大規模な為替市場介入が、一方的選択権の状況を作り出し、投機的資本流入を促す一方、円高防止にはならなかったという著者の主張に何ら

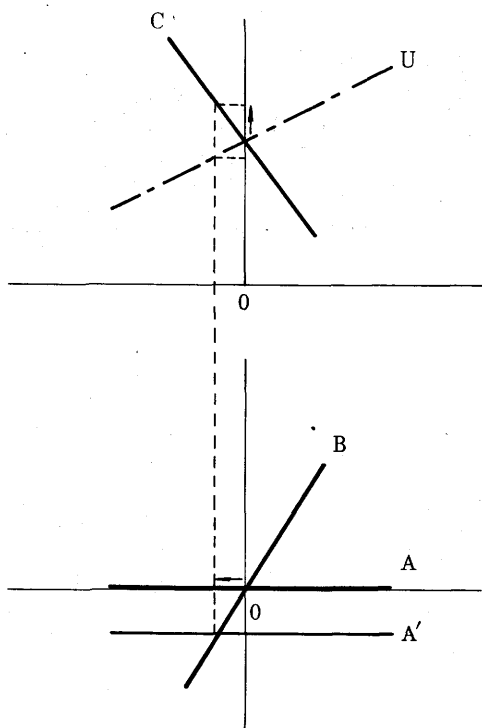
異論はなく、ここでは筆者の研究でも同様な結論が得られていることを示しておきたい。

8図は、フレックス・モデル（為替レートを内生化した日本経済の四半期マクロ計量モデル）を用いて1977年第1四半期から1978年第4四半期にかけての直物為替超過供給曲線の推移を推定したものである。^(注9) 各実線が当該四半期における超過供給曲線の一部を表わしており、その左下の端点が各期の直物レートの水準と、為替レート支持のために行われた介入額を示している。1978年の第1四半期から第2四半期にかけての超過供給曲線の動きは、「ニクソン・ショック」前後のそれと酷似しており、それが前年第4四半期における超過需要曲線の位置と大幅な当局の介入によって誘発されたことは明らかである。

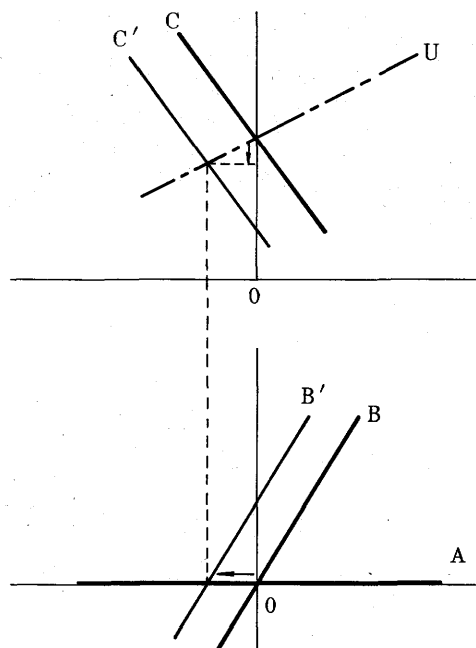
他方、1978年第4四半期にも1977年第4四半期のそれに匹敵する規模の介入が行われているが、小宮・須田論文では、この時期は不問に付されている。（この点は、やや公平さを欠くといえるかもしれない）。周知のように、超過供給曲線の右方へのシフトはこの期を境にして逆転し、1979年に入ってから、円レートは減価に転じたのである。その意味では、1978年第4四半期の介入は円レート of それ以上の変動を防止するのに有効であったというべきではなかろうか。「為替当局が、期待の全般的な変化に基づく市場の投機的需給の実勢に逆って」いるかどうか（同P.57）の判断は決して容易なものではないと思われるが、当局が誤った判断を下したり、それに固執したりする可能性を少なくすることは不可欠であり、そのためにも為替市場やマクロ経

(注9) A. Amano, "Flexible Exchange Rates and Macroeconomic Management: A Study of the Japanese Experience, 1973-78," the Annals of the School of Business Administration, Kobe University, No.24 (1980), P.40

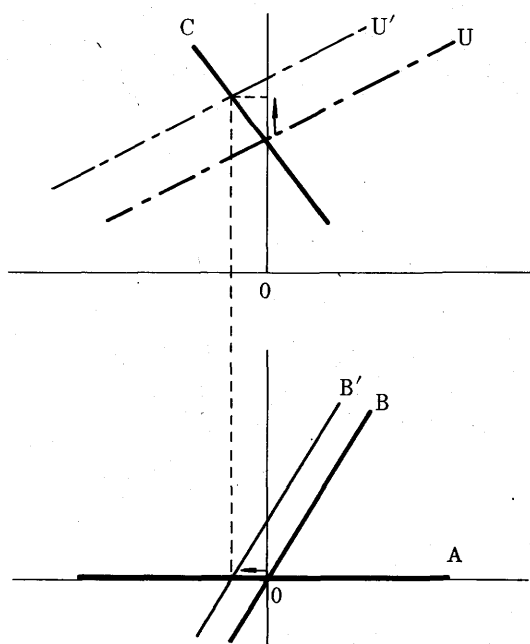
f - 1 图

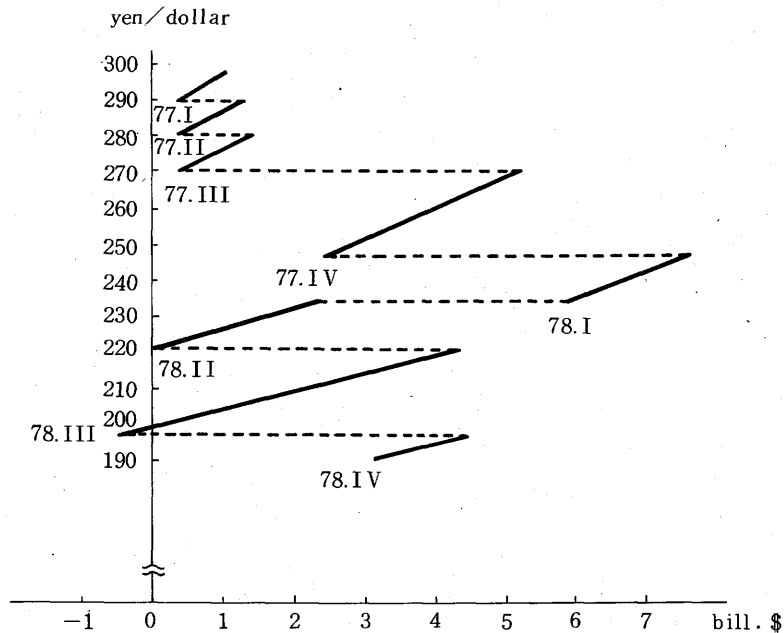


f - 2 图



f - 3 图





済の運営に関する理論的理解を深めることの意義は大きいといえよう。

2. 新開論文^(注10)へのコメント

この論文は、最近における為替レート決定をめぐる理論的・実証的研究を短期・中期・長期という時間的視野による区分によって整理しながら、為替レートの決定についての洞察ある見方を確立しようとしたもので、あわせて国際収支目標および為替レート政策といった政策的問題も論じられている。論争の多い分野を包括的に取扱った論文であることから、コメントは必ずしも容易ではないが、ほど論文の構成順序に従って議論を進めたい。

(1) 為替レートについての経験則

為替レートについての事実観察から、経験

的規則性 (empirical regularities) と呼ばれるいくつかの特徴的な傾向が見出されてきている。新開論文では、それらが短期 (日次ないし月次の変化)、中期 (四半期ないし年次の変化)、長期 (明示されていないが、数年以上にわたる期間についての変化) という観察期間の長短に関連づけて整理されているが、それを適当に要約してみると、下記のような。

短 期

① 名目為替レートは、短期の変動幅が大きい。その幅は、相対物価のそれより相当大きい、株価ほどではない。

② したがって、短期の為替レートは購買力平価から乖離する。

③ 短期名目為替レートの変動は、ランダムすなわち予測不可能である。

(注10) 新開陽「為替レート決定の諸理論と実際」金融研究資料第8号 (昭和56年4月) 参照。

④ 為替レートの短期的変化率は、直先スプレッド率より大幅である。

⑤ 直先レートは、大まかにはほぼ平行して変動している。

⑥ 金利平価説は、大まかには成立する。

中 期

⑦ 名目為替レート変動の予測不可能性については、明確なことはいえない。

⑧ 金利平価説は、中期的にも成立する。

⑨ 購買力平価説は中期的にも成立しない。

⑩ 名目（実効）為替レートと名目経常収支の関係は国により異なる。

⑪ 日本については、実質為替レートと実質経常収支の間に逆の共変関係が見られる。

長 期

⑫ 購買力平価説は、長期的には（かなりの誤差を許して）成立する。

⑬ 名目為替レートは、大まかには購買力平価と交易条件の変化を反映する。

⑭ 名目為替レートが減価する国ではインフレ率が高く、名目金利も高い。

これらの経験則は、次節の為替レート決定理論と密接に関連した形で述べられているので、内容的な検討は後に譲るとして、ここでは上記の経験則に直接関係するいくつかのコメントだけを述べることにする。

第1に、経験則③が、日から日、あるいはは週から週程度のごく短期の変動について成立つとしても、ここで短期と考えられている月から月への変化についても成立つかどうかは必ずしも明らかでない（本金融研究資料第8号のP. 7）。平均値か期末値かによって結論が異なってくるとすれば、それは観察期間の取り方が問題とされている時間的変動パターンに対して長すぎるためであろう。

第2に、「金利裁定取引は危険の小さい金融取引であり、取引費用も小さいはずであっ

て、これが活発に行われず金利平価からの乖離が続くとすれば驚くべきことである」（同P. 7）のであれば、「on-shore 取引…をとると、金利平価関係からの（取引費用の推定値をこえた）乖離はしばしば生じる」（同P. 7）のはなぜだろうか（h図参照）。

第3に、経験則⑪は、日本以外の国についても広くあてはまるほどの規則性があるのだろうか。また、名目貿易収支がつねにバランスしておれば、実質レート（価格交易条件）と数量貿易収支率の共変関係は完全になるが、その逆は成立たないから、「両者のあいだには時系列的に逆の共変関係がみられる」からといって、「中期的に名目経常収支は意外にバランス状態に近い」（同P. 12）とは結論できないはずである。

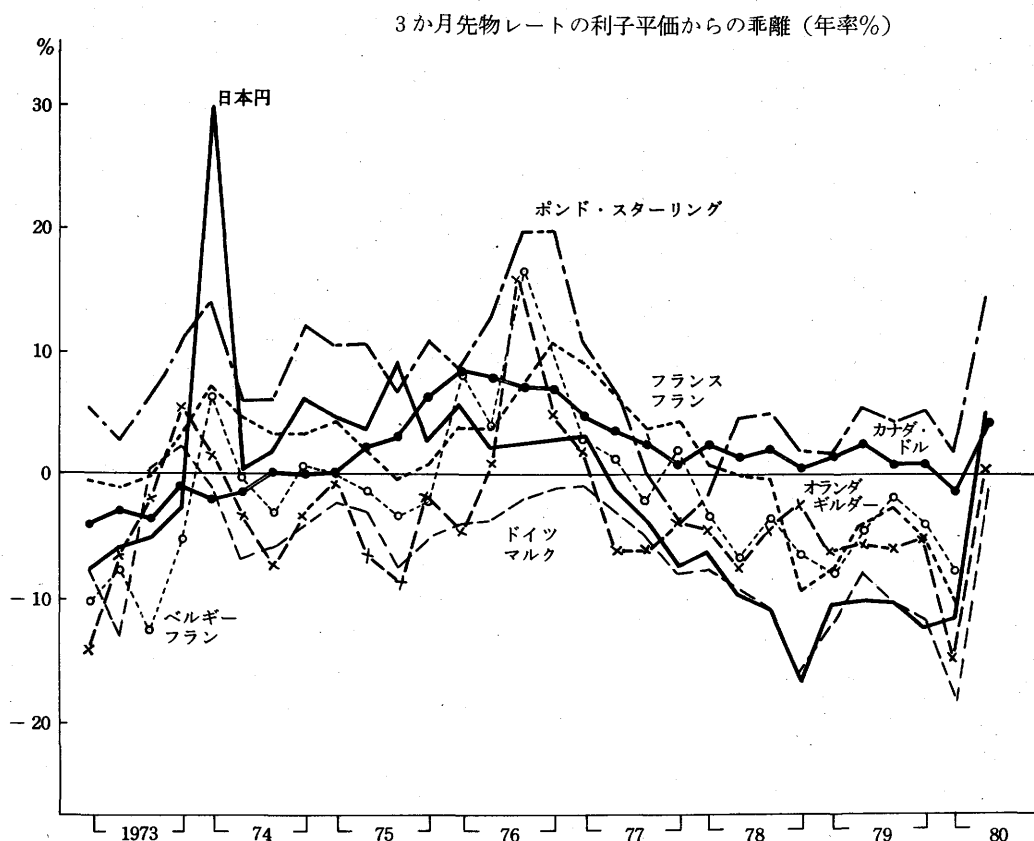
最後に、経験則⑬は、次のような関係の存在を指しているように受取れる。すなわち、自国と外国のGDPデフレーターを P 、 P^* 、自国の外貨表示輸出価格および輸入価格を P_x 、 P_m 、そして自国の邦貨建名目為替レートを S とすれば、 $(S \cdot P^* / P) = k (P_m^* / P_x^*)$ という関係がそれである。しかし、それぞれが単一の財に完全特化している二国のみモデルを考えれば、 $P = S \cdot P_x^*$ 、 $P^* = P_m^*$ であるから、上式は $k = 1$ のトートロジーになってしまう。経験則⑬は、このような理論モデルの名目為替レートの動きとどのような関係にあるのであろうか。

（2） 為替レートの決定理論

資産価格理論とフロー理論

経験則における短期・中期・長期という区分に対応して、ここでは資産価格として為替レートの決定を考える理論とフロー要因の重要性とが時間的視野の長短との関連で区別されているように思われる。確かに、資産価格

h 図



理論は短期の経験則を説明する上できわめて有効である。1日とか1週間といったきわめて短い期間を考えれば、フロー変数を所与として、資産価格の決定を分析する理論は明確な基礎を持っている。しかし、月から月への変動においては、フロー変数の変動を無視できるかどうかは疑問である。たとえば、貿易収支動向の発表が為替市場の予想形成に新しい情報として影響を与える場合があるが、もしフロー変数の大きさが資産価格の形成に重要な役割を果たさないのであれば、それは予想にも影響しないはずだからである。したがって、ある程度以上の時間的視野で問題を考える際には、フロー需給も、ストックの需給

もともに為替レートの決定に影響していると考えらるべきであろう。そのような期間については、資産需要関数に含まれているフロー変数も内生変数であり、またストックの供給も内生的に変化する。為替レートが貿易収支（あるいは経常収支）だけによって決定されとか、あるいは保有資産間の代替だけによって決定されるという極端な見方をしないかぎり、ストック理論とフロー理論を対立させて二者択一であるかのような議論をすることにあまり実質的な意義はないというのが、筆者の考え方である。

ただし、ストック量を内生変数として考えれば、理論体系は必然的に動学的となるから、

フロー変数だけ、あるいはストック変数だけで内生変数が構成されているモデルのように、比較静学分析によって体系の諸性質をすべて明らかにすることができず、解析的モデルはきわめて複雑となり易い。また、解析的モデルから一義的な結論を導くことが困難となる場合も多い。自然科学では、そのような場合実験が行われるが、社会科学の場合には計量モデルによるシミュレーション分析がそれに近い役割を果たしているといえるであろう。

anchor

新開論文で最も理解し難い概念がアンカーである。これは、人々が合理的に期待形成を行ったときに理論モデルが鞍点的不安定性を持つことを防ぐことを目的として導入されたものである。しかし、「何をもって anchor あるいはファンダメンタルとするかは、理論的には決められない」(同 P. 18)。これは、合理的期待とどのように両立するのだろうか。もともと、合理的期待形成は、人々が与えられた情報を取捨選択しながら経済のメカニズムを理解し、その「理論」を基礎として予想を形成するということである。もしその予想形成のアンカーとなる要因が理論的には決められないというのであれば、それは(i)合理的期待形成そのものが合理的とは呼び難いものであるか、あるいは(ii)市場参加者は経済のメカニズムを熟知しているが、経済理論はそれを理論化するまで進歩していないかのどちらかを意味することになってしまう。要するに、アンカーあるいはファンダメンタルズとして挙げられる要因の恣意性と期待形成の合理性との関係が筆者には明らかでない。

オーバーシュート

オーバーシュートの理論的説明に関するド

ンブッシュの貢献は、ストック＝フローの相互作用の重要性を指摘した点にあるのではないだろうか。たとえば、最も単純な場合として完全雇用下の小国モデルを考え、貨幣供給が増加させられた場合を想定してみよう。余分の貨幣は財・サービスへの支出と証券の保有増加に向けられるから、当初は経常収支の赤字と資本収支の赤字を調整するまで自国通貨は減価しなければならないが、金融資産の調整が完了すれば、為替レートの減価は経常収支の赤字を調整するだけでよいのである。このような理由から生じるオーバーシュートは資本収支の動きが静学的予想や合理的予想によって多少異なっても生じるものであるから、予想のモデル化という観点からドンブッシュの結論を批判するのは必ずしも妥当とは思われない。

オーバーシュートの原因の1つとして挙げられている bandwagon 効果(同 P. 16)については、合理的予想の仮説との関係およびアンカーの存在との関係が問題になる。もしすべての人が、それぞれ独自の予想に基づいて集中的にある行動をするのであれば、それをバンドワゴン効果と呼ぶのは適切ではない。他方、確たる根拠もなしに市場参加者が予想を形成するというのであれば、それを合理的というのも奇妙である。さらに、アンカー(それがどういうものであれ)の存在を人々が認識しているのであれば、それを超える価格変動を予想するのも合理的とは思われない。

なお、ジェフリー・アーチャーの小説『百万ドルをとり返せ』にもあるように、市場参加者の一部が誤った情報を流すことによって、価格が実勢を反映しない大幅な変動を示すことはあり得る。これは、故意を含むか否かにかかわらず、一般に情報が正確でない場合には起こり得ることである。しかし、ある均衡

のまわりで生じる価格の変動と、均衡価格の変化に対する過度調整とは、概念上は区別すべきものではなからうか。

(3) 国際収支目標と為替政策

国際収支問題

為替レート制度の相違は、国際収支アンバランス調整方法に差異をもたらすけれども、調整の必要は国際取引が存在するかぎり厳存するものであり、調整に関連して生じてくる「国際収支問題」についても同様である。調整の必要によって、インフレーション・デフレーション（または過剰在庫の蓄積や失業）とか、相対価格の変化に伴う産業調整や所得分配の急激な変化が生じるかぎり、「国際収支問題」はなくなる^(注11)。

このような意味での国際収支問題の政策的重要性に比べると、経常収支とか、個別の資本収支、とくにフローとしてのそれらの大きさに対して政策的目標を設定することの意義や重要性は、むしろ二義的なもののように思われる。

介入政策

為替市場への介入政策の効果については、小宮・須田論文へのコメントでも触れたが、ここでは、次の2点だけを述べておきたい。第1に、「円債とドル債の代替性が高ければ、先物介入の効果はほぼゼロである」(同 P. 23)

という主張は、投機者の先物純供給曲線が無限に弾力的であれば成立つが、その弾力性が小さい場合には先物介入は、先物期間の間だけ有効である。第2に、「予想レートが所与のとき〔すなわち、投機者の先物純供給曲線が、一定の予想レートの水準で無限に弾力的となっているとき〕、小規模の介入は直物レートを変化させることができない」(同 P. 23) という主張はその通りであるが、当該曲線が非弾力的となって左右にシフトするために生じる直物レートの変動に対する直物介入政策の効果を否定するものではない。

参照レート

参照レートの役割は、予想を集約させて為替レートの変動幅を小さくすることにあり、それはファンダメンタルズと矛盾するものであってはならないようなものである(同 PP. 23~24)。それでは、関係諸国の政策当局は、どのようにしてファンダメンタルズの動きを予想するのであろうか。政策当局は合理的予想をするのであろうか。むしろ、政策当局の行動は、利害の対立によってしばしば左右されるから、経済のメカニズムから外れた方法によって参照レートが決定される場合が多いのではなからうか。そのような要素を含むおそれのある参照レートよりも、当局の持つ情報上の優位があるのであれば、それをそのまま公表するほうが有効なのではないだろうか。

(注11) W. M. Corden, Inflation, Exchange Rates, and World Economy (Oxford: Clarendon Press, 1977), ch. 3 参照。

小宮、須田論文および新開論文へのコメント

東京大学 浜田 宏一

1. 小宮・須田論文「管理フロート下の短資移動」

この論文はわが国の変動制下の為替レートの決定を、簡明な分析用具を用いて経済学的に明らかにしたものである。小宮氏がいつも行われるように常識に挑戦して経済学の切れ味を示すという特色がいかに発揮された論文である。われわれが暗黙に理解していると思ったことが明確な形で展開され、あるいは、実は理解していると思っていたことが誤りであったことがわかるという点で両氏の鋭い分析視角と現実感覚に敬意を表わしたい。ただし、両氏の結論はかなり挑戦的に、いわば誇張して主張されている面があるので、誤解や必要以上の論争を招く源となる恐れがある。両氏の指摘がどのような前提条件の下で、どのような限度まで正当化されるのかを論ずることによってコメントに代えたい。

本論文の主要な結論は56ページ（『経済学論集』東京大学、第46巻第1号）以下に箇条書されているので、それを主に対象としながら議論を進めることとしよう。

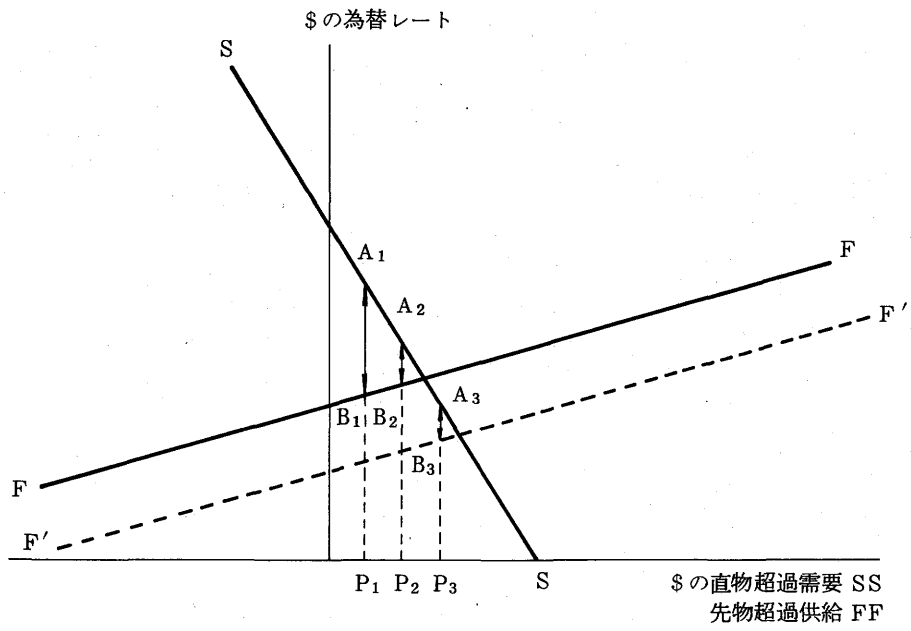
まず第1に、両氏の、為替投機が輸出入にかかわる企業や商社の輸出入予約の変化によって、たえず行われているという指摘は正しい。投機の潜在的な源泉が十分存在し、投機が為替レートをある時にはなだらかにし、ある時には期待変化に応じて大幅に揺れ動かしているという指摘に関しても賛成である。したがって、結論(1)から(5)までに関して特に筆者は異論がない。

結論(9)の示すように、固定制下においては

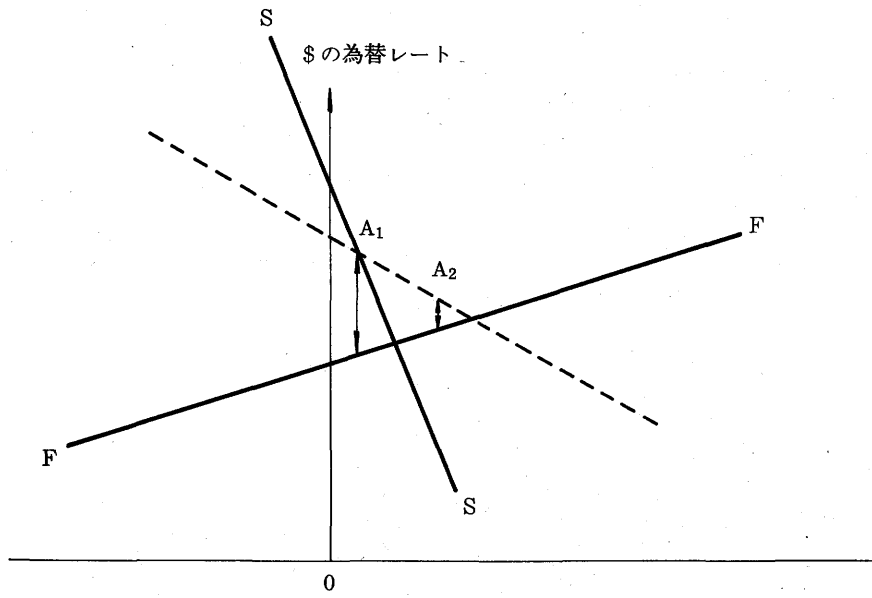
金利の低い国から高い国へ短資が流れるが、フロート下では金利差と直先スプレッドとの差によって短資が移動するということは、当然のこととはいえ重要な指摘である。そして、第1図以下において、直物市場の超過需要曲線が為替レートに対して非弾力的であるという主張も近頃学界の通説になりつつある為替決定のストック理論と斉合的である。すなわち、為替レートは資産と資産との相対価格であるから、現存する円建ての資産とドル建ての資産を保有しようとする需要の強さによってストックの均衡として決まるという理論と斉合的である。すなわち、小宮・須田論文においては、形式上フローのアプローチがとられているが、それは直物市場における裁定以外の需給が非弾力的であるところに、資産の価格は丁度ケインズの流動性選好理論のように資産をリチャフルしようとするインセンティブによって決まることが表われている。

さて、コメントに移ると、まず、本論文が金利政策が為替レートには影響が及ばないといった印象を与えるとすれば、それは誤解であることを注意しておきたい。両氏は日経紙（55年4月15日）上において、年率1%の金利差の変化は3か月の先物の直先スプレッドをわずか63銭だけ変化させるにすぎないから、金利政策が予想を変化させない限りにおいて、極めてわずかな影響しか直物為替相場に与えることができないことを指摘している。しかし、同時に、そして本論文の39ページ（同上）においても金利差の変化と同時に人々の期待が大きく変化すれば、直先スプレッドのみならず両レートとも大幅に変動する

第 1 図



第 2 図



ことになる」と述べているが、この点の認識なしに最近の円レートの動きを理解することはできない。予想変化の重要性を要約においても書かれてよかったのではないかと考える。

われわれは本年春円レート防衛のために公定歩合が引き上げられ、その後円の為替レートのトレンドが変わったという経験をもっている。金利政策が予想にはね返って、人々の先物市場に対する期待を変化させ、為替レートに影響を及ぼしたと理解することも可能である。

私が本論文に対してもっ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。確かに本論文におけるチアン式の分析において、直物市場の超過需要が非弾力的なときには内外金利差が変化しても短資の流れにほとんど影響を及ぼさないことは明らかに導かれる。その短資の移動の相手方を見出すことは不可能であるからである。しかし、単純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。現に、日本の短期資本収支をみるときに、それが日本の金利政策と無関係だとは考えられない。

第1に、短資が内外金利差と直先スプレッドとの差（利鞘）に反応しないということは決してない。短資はたえず金利裁定を充たすように流れようとする。流れようとするにもかかわらず、一時点をとったときに、ストックとしての円資産、ドル資産の存在量を変えるわけにはいかないからこそ、大幅に為替レートが変化するのである。いわば、短資が流れようとするから為替レートが変化すること

を、この論文の前提としている理論モデルは指摘しているのである。しかし、結論には、金利差は短資に何らの影響を及ぼさないかのような誤解を招きやすい表現がみられる。短資移動の重要性は本論文の理論モデルの分析の正しさにもかかわらず何ら失われていないのである。

第2に、ここでも予想の変化の可能性は短資移動をより起こりやすくする。第1図（同『経済学論集』p17）は、すなわち直物の超過需要と先物の超過供給をそれぞれSS、FFで同時に表わした図である。SSは非弾力的ではあるが垂直でないと考えよう（極端なことをいえば1ドル=100円となったときに直物市場に実需に基づく\$の超過需要は必ず発生するであろう。今日発生しなくても、明日は、来週は大幅に発生するであろう）。この図において、当初の均衡が A_1 であるものとしよう。たとえばアメリカの方が金利水準が高く、ドルの先物レートはディスカウントである場合を想定しよう。ここで日本の金利が上昇すると、均衡は A_2 のような点に到達する。そこで移動する短資は A_1 と A_2 の間の横軸上で測った距離 P_1P_2 でしかないというのが本論文の指摘である。しかし、日本の金融引き締め政策の結果、ドルに先安感が生じたとすればFFは $F'F'$ のようにシフトし、新たな均衡直物レートは A_3 のような点で決まるであろう。したがって、このような予想の効果は、短資移動をより起こしやすくする。

第3に、（この点は須田氏の指摘に仰ぐところが多い）金利変更を長く続けていると、投機の決済の影響が現われてくる。たとえば、金利政策が予想を変化させると、先物市場においては裁定以外のドルの超過供給が P_1P_3 だけ増加するが、実需に基づく先物需要が一定である限り、投機によってなされるドルの超

過供給部分が増加することを意味している。この投機資金の決済は、（たとえば）3か月経過した後に、直物市場への超過需要として現われ、その分だけ3か月後のSS曲線は右側へと移動する。したがって、直物市場と先物市場とが時間を経て運行していく連鎖を考えると、SSカーブは $P_1 P_3$ の距離だけ右側にシフトする。そのことは3か月後に裁定資金の流入への圧力となって働いてくる。仮に1期における $P_1 P_3$ の大きさは小さくてもこれが各期累積され、塵も積もれば山となるのである。

第4に、金利政策の結果、為替レートが直先ともにドル安になると、輸出入を行う主体も次第に影響を受ける。すなわちSSが非弾力的であるという主張の裏には、SSのほとんどは前期に決定された実需と投機によって決まってくるという考え方がある。その前期の投機の影響は、すでに示した通りであるが、実需の影響も次第に現われてくる。このような状態を続けて先物レートが B_3 であるような状態が続くと、そこでは過去からの輸出入に基づくドルに対する需要が累積してくる。したがって、SSは右側にシフトする。第2図（同、p21）の点線にみるように、裁定を除いた直物市場の超過需要曲線は中期的、長期的には、より弾力的なものとして描かれなければならないのである。時間が経過するにつれて、均衡値はFFのシフトが起こらないときにも A_1 から A_2 のような点に移動していくと考えざるを得ない。したがって、時間を経るにつれて、金利政策の影響はじわじわと有効になりうる。

以上第3点と第4点は、いわば為替レートの決定に本質的に静学的なアプローチを、小宮・須田論文がとっているにもかかわらず、その結論を動学的な現実 directly適用したことに基づくギャップを示している。物事を簡単に

するために静学的な分析を用いることはなんらかまわらないし、この論文においても静学分析が事態の本質を明らかにするのに役立っている。しかし、その結論を現実の政策問題に適用する場合には、その分析用具が限られた条件下において展開されたものであることを無視してはならない。いわば映画のスチール（連続写真）として見るべき現実を、一枚のスナップ写真、あるいは一点の直物市場と先物市場という二枚の断層写真だけで裁断し、そこから得られる結論を以て事体の運行を示す原理だと主張している、あるいは少なくとも主張しているかのような印象を与えるのが小宮・須田論文である。われわれのように考えると金利差の変更は直ちには為替レートに影響を与えるのみであるが、次第次第にフローの変化を伴うことによって、短資の移動にも大きく影響しうるのである。

2. 新開論文「為替レート決定の諸理論と実際」

一般にサーベイ論文のコメントは難しい。とくに新開論文はいわば良識の集積であり、常識に挑戦しようとする小宮・須田論文とは違って非常にコメントしにくい論文である。この論文は為替レート決定に関するさまざまな考え方を冷静な観点から鳥瞰し、それに関してバランスのとれた評価を下しており、教えられるところが多い。そして新開氏自身の考え方は所々に一、二行ずつ散見するという形なので、本稿に異論を唱えることは難しい。あえてコメントを加えると次のようなことになる。

まず細かい点から始めよう。ストック決定理論によって為替レートが決定されるとする考え方をとると、為替レート変動は株価変動と同じく、一種のランダム・ウォークになる。

ランダム・ウォークは将来に向けて分散が無限大になると発散する可能性を否定できないという指摘がある。しかし、また将来に関して分散が大きくなることが必ず発散することを意味しているわけではない。経済体系に系列的に独立な攪乱項が加わるという計量モデルは数多くある。それが将来無限の彼方において変動幅が無限になることは、むしろ将来が人間にとって不可知であることの表現だともいえる。したがって、分散が無限大になることをそれほど心配する必要はないであろう。

第2に、経常収支の政策目標に関していえば、経常収支の政策目標に関しては短期的に考えればやはり総需要を調節することが有効であると考え。たとえば財政赤字を減らすことによってわが国の総アブソープションを変化させる政策が経常収支の赤字解消のためには有効であると思われる。もちろん財政収支を改善した部分だけ民間経済主体が貯蓄を減少するといった超合理的な行動がわが国経済主体にビルト・インされていれば、この効果は有効でなくなる。

第3に、マネタリー・アプローチの批判として貨幣供給の実績値が為替レートの予測に貢献しないという実証結果が挙げられているが、新開氏も述べているように、現在の直物レートないし先物レートに現在までの情報が反映されていると考えれば、真のテストは貨幣的なインフレーション、予想されない貨幣供給の変化が、為替レートに影響するか否かでなければならない。その意味で新開氏が結論として述べているように、貨幣供給が一つの fundamentals であると想定することは誤りではない。同様に、貨幣政策のスタンスを示す公定歩合も当然 fundamentals の一要素として取り扱うのではないかとも思われる。

第4の点——これが私の最大のコメントであるが——は、為替レート決定におけるアンカーの役割である。現在一番もっともらしい為替レート決定理論と考えられるものは、次のようになるのではないだろうか。まずストックの市場において現存の外貨資産と国内資産、たとえば円建て資産とドル建て資産の残高が与えられると、ストック市場で為替レートの値が決まる。しかし、先物レート、そして直物レートを決定するのは、将来における為替レートの値の予想値であらざるを得ない。将来の為替レートの予測を行うためには、さらに将来の時点での先物市場の予想がなされなければならない。このように考えると、未来永劫にわたって、いわば回帰的 (recursive) に将来が現在を規定するということになる。しかし、現実の場合、将来無限の彼方についてまでわれわれは想像できないし判断できないという限界に突き当たらざるを得ない。そこで何かしら長期的な均衡レートの水準といったものを漠然と想定することによって、それから現在の為替レートがストックの価格として決定されると考えるしかない。

それでは、長期的にはたして何が一番もっともらしい為替レートなのであろうか。人々が暗黙の内に考えているのは、やはり一国は無限に経常収支の赤字を計上して無限に債務国とはなり得ないのではないかといったことであろう。いいかえれば、平均すれば経常収支はゼロとなるか、あるいは発展途上国で資本蓄積が未成熟な債務国の場合には赤字の累積がそれが有限の上限値以下に限られているといった概念であろう。すなわち一種の積分の形の制約条件のような形で、(すなわち変分法の等周問題として) 経常収支の均衡値への制約条件が与えられていて、それによって将来の為替レートの予想が決まってくると考

えざるを得ないのではなかろうか。

このことはWallaceのように、所詮紙幣と紙幣との価格は政府が介入して決めるしかないという理論との関係では次のように言うこともできるであろう。確かに、円もドルもいずれも不換紙幣 (fiat money) であることは事実であり、円とドルとの相互関係は政府が介入することによってのみ可能だということは原則的には正しいであろう。しかし、そのことが正しいのは、政府が円やドルの国内購買力を変化せしめることができることを前提としている。各国の物価と無関係に為替レートを操作するわけにはいかない。すなわち、一種の長期における経常収支均衡は、あるいは限定された意味での不均衡は、少なくとも

貿易財に関する限り一物一価の法則が成り立つこと、いいかえれば為替レートが購買力平価説 (P.P.P) から大幅な乖離がないことを意味するであろう。そのような形で貨幣政策を行って国内的にも物価を操作していくことと円とドルとの資産としての為替レートを変化させていくことは、実は違ったことではない。いかに紙幣と紙幣でマニピュレートできるといっても、購買力平価と全くかけ離れたようなところに為替レートを固定するわけにはいかないのである。そういう意味で理解する限り、結局のところ長期の経常収支均衡が一種のアンカーになりうるという点は新開論文の意見に賛成である。^(注)

(注) モデルの世界では合理的期待形成のいうように、鞍点 (サドル・ポイント) に近づいていく予想の経路を選ぶことが理論的には可能かもしれない。現実には極めて多くのノイズの下に経済体系が存在し、経済主体も行動している。将来が不可知であって、しかも攪乱の多い現実の世界では、各経済主体はいわば中期の見通しをもって進んでいく。そして、将来の予想を学習によって少しずつ修正することによって、発散してしまうような鞍点から大幅にはずれる不安定経路をとらないようにしているということができよう。