

## 為替レート予想と金融政策

——ドーンブッシュ・モデルを中心に——

最 所 泰 博

### 〔I〕 序

ニーハンスが変動相場制下における金融政策の有効性を主張したマンデル＝フレミング・モデルに疑問を投げかけた一つのテーマは、資本移動における為替レート予想の役割であった<sup>1)</sup>。ニーハンスの分析は不完全な資本移動のケースであったが、翌年ドーンブッシュが同じテーマを完全資本移動のケースについて分析し、ニーハンスと同じ結果を導出するとともにマンデル＝フレミング・モデルとニーハンス・モデルとの折衷案を明らかにした。以下、ドーンブッシュに従って、変動相場制の下での為替レート予想と金融政策の効果を検討する<sup>2)</sup>。

ドーンブッシュは、貨幣的攪乱に対する調整プロセスを完全資本移動性と、伸縮為替レートというフレームワークの中でモデルを構築している。そのモデルのなかで為替レート予想が強調され、調整プロセスを描いている。短期に貨幣的拡張は、交易条件悪化による為替レートの減価と貯蓄の減少を惹き起こす。為替レートの短期的な減価は、長期的な減価を超過する。すなわちオーバーシュートである。短期には貿易収支は悪化する（この点に関してドーンブッシュは、現実の為替レートと、予想された直物レ

ート，すなわち恒常為替レート (permanent rate) を圧別し，短期の調整プロセスを詳細に分析したニーハンスにかなり影響を受けている) が，伸縮レートの下での長期均衡は，マンデル＝フレミングの結果に一致している<sup>3)</sup>。

資本移動を伴う伸縮レート下での貨幣的拡張は，産出量，雇用の増加，貿易黒字，資本の流出に導くというマンデル＝フレミングの結論に対し，ドーンブッシュはニーハンスの permanent rate という概念を援用し，貨幣的拡張は貿易収支の悪化，資本の流入に導き，極端な場合には (マーシャル・ラーナー条件が満たされない場合)，所得，雇用の縮少さえありうることを示している。この点については〔註〕において詳細に示すことにする。

次節では，マンデル＝フレミング・モデルと為替レート予想を，そして最後に為替レート予想と総支出について検討する。

## 〔II〕 マンデル＝フレミング・モデルと為替レート予想

本稿では一定の世界利子率に直面し，外貨タームでの一定の価格での輸入の完全に弾力的な供給に直面するという意味での小国を想定する。自国居住者による総支出  $E$  は，所得と利子率に依存する。また自国財と輸入財との間の支出の構成はそれらの財の相対価格 (ここでの状況では為替レートに等しい) に依存する。外需すなわち輸出は交易条件すなわち為替レートの関数である。

これらの仮定により自国財市場の均衡条件は

$$y = E(i, y) + T(e, y) \quad (1)$$

$$E_i < 0 \quad E_y = 1 - s > 0$$

$$T_e > 0$$

$$T_y = -m < 0$$

ここで  $y$  は自国産  
出量,  $i$  は自国利子率,  
 $T$  は貿易黒字,  $e$  は為  
替レートを表わしてい  
る。

貨幣需要は所得と利  
子率の関数であり, 貨  
幣的均衡のために, 貨  
幣需要  $L$  とマネーサ

プライ  $\bar{L}$  が等しくならねばならないから

$$\bar{L} = L(i, y), \quad L_i < 0, \quad L_y > 0 \tag{2}$$

自国, 外国の証券は完全代替である, したがって証券市場の裁定は, 必然的に自国利子率は一定の世界利子率 ( $i^*$ ) に等しくなる。

$$i = i^* \tag{3}$$

(1), (2)に(3)を代入すると, 図1の自国の財, 貨幣の市場均衡表が得られる。図1で  $\bar{X}\bar{X}$ 表は財市場をクリアーする為替レートと産出量水準の組み合わせを示している。限界支出性向が1より小さいため, 財市場は超過供給の状態にあり, それゆえに貿易収支を改善し, 需要を自国財へ転換する為替レートの下落を伴う。また  $T_e > 0$  より  $\bar{X}\bar{X}$ 表はマーシャル＝ラーナー条件が妥当するため右上りの傾きをもつ。

$L\bar{L}$ 表は貨幣的均衡を示している。初期均衡はA点 ( $e^0, y^0$ ) で得られる。

まずマネーサプライ増大の効果を検討する。所得の初期均衡水準では貨幣の超過供給が存在するから, 利子率不変の場合, 貨幣市場の均衡を得る

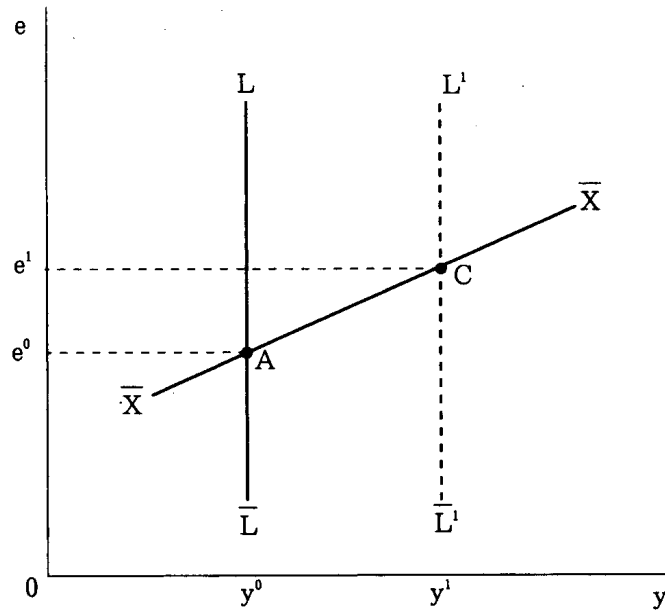


図1

(出所) R. Dornbusch, "Exchange Rate Expectations and monetary policy", P.233.

ためには所得は $y^0$ から $y^1$ に増加しなければならない。A点から新均衡点への調整プロセスは次のように考えられる。A点での貨幣の超過供給は、利子率の下落と為替レートの減価を引き起こす。次に為替レートの減価は自国財に対する需要を増加させ、貨幣需要が増大した貨幣供給に等しくなるまで所得を増加させる。より高い所得水準C点では貿易黒字が存在する。アブソープションの増分が所得の増分より少ないからである。次に貿易黒字は、世界の資本市場での国内居住者による世界に対しての証券の獲得によりファイナンスされる。すなわち資本の流出が生ずるのである。均衡回復のために必要とされる為替レート変化の大きさは自国財と外国財との間の代替性に関連してくる。

以上が伝統的なマンデル＝フレミング・モデルにおける変動相場制下における金融政策の効果と、その調整プロセスである。

次にマンデル＝フレミングの伝統的世界に、ドーンブッシュに従って為替レート予想を導入する。このことによって短期的には、貨幣的拡張は貿易収支を悪化し、資本流入を導き、極端なケースでは所得、雇用の減少に導くというニーハンスの結論を検証する。

為替レート予想は、自国利子率が世界利子率と異なるという可能性を導入する。この結果、投資家は内外金利差とともに、為替レート変動による資本利得も考慮しなければならない。つまり投資家にとって、自国と外国の証券が完全に代替的であれば、次式が得られる。

$$i = i^* + (\bar{e}/e - 1) \quad (3)$$

ここで $\bar{e}$ は予想された直物レート、ニーハンスの用語では“permanent rate”である。(3)から、もし外国為替の価格が上昇すると予想されれば、予想された減価、あるいは国内資産の保有者を償うために自国利子率は世界利子率を超過するはずである。貨幣的拡張が自国通貨の予想された増価を

惹き起こすかぎり、それは世界利子率に対して自国利子率を下落させる。次に自国利子率の下落は流通速度を低下させ、金融政策の効果を弱めることになる。

短期に予想を弾力性が1より小さく ( $\sigma < 1$ ), そして長期に ( $\sigma = 1$ ) と想定する。かくし

て短期には、直物レートの減価は為替レート予想された増価を引き起こす。その結果自国利子率の下落が生じる。長期には、為替レート予想が十分に調整されるため、為替レートの変動は利子率に影響を及ぼさない<sup>4)</sup>。したがって、

$$di/de = \sigma - 1 \leq 0 \tag{4}$$

初期均衡では、 $e = \bar{e} = 1, i = i^*$

以上を前提にして、為替レート予想を導入することによって短期のマンデル＝フレミングモデルを修正する。

(3)を(1), (2)に代入すると

$$y = E[i^* + (\bar{e}/e - 1), y] + T(e, y) \tag{1}$$

$$\bar{L} = L[i^* + (\bar{e}/e - 1), y] \tag{2}$$

これより自国居住者による総支出と、貨幣需要が直物レートに感応的になる。

図2において、この代替的規定の下で貨幣的均衡を反映する  $L\bar{L}$  表を得

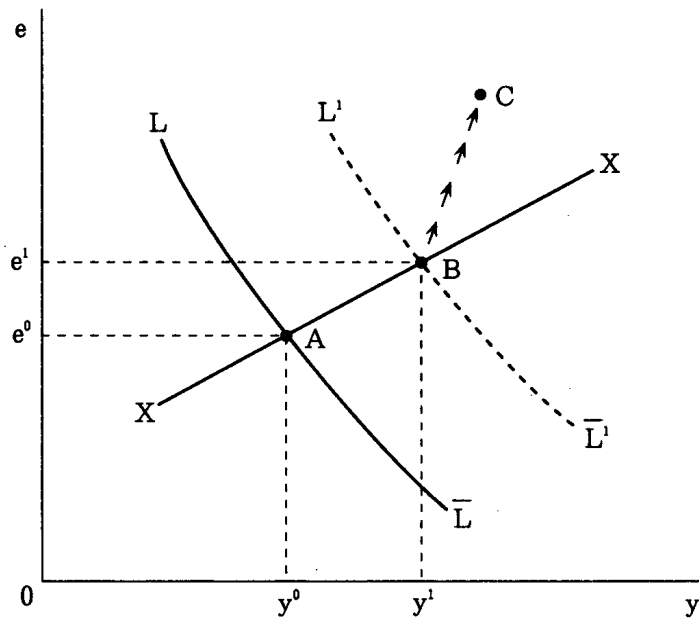


図 2

(出所) "Exchange Rate Expectations and monetary policy", P.240.

る。これによって直物レートの減価は、予想された増価を引き起こし、それゆえ利子率は低下し、貨幣需要は増大する。貨幣的均衡を維持するためには、より高い為替レートすなわちより低い利子率がより低い所得水準とマッチしなければならない。

財市場の均衡は交易条件の代替効果と為替レートが利子率、したがって支出に及ぼす効果を経て自国産出量に対する総需要を引き上げる。したがってXX表は、マンデル=フレミング・モデル(交易条件効果のみ)における $\bar{X}\bar{X}$ 表より傾きがゆるやかである。

ここでマネーサプライを増加すると、初期均衡A点で貨幣の超過供給が生ずる。貨幣的均衡を回復するためには、所得の増加、為替レートの減価、利子率の下落を必要とする。このことは貨幣市場均衡表が $L\bar{L}$ から $L^1\bar{L}^1$ へのシフトで示され、短期均衡点はBである。ここで自国利子率が下落しているため、流通速度の低下が所得増加を弱める。したがって所得の増加は、マンデル=フレミング・モデルほど多くない。B点での所得の増大は、

$$dy/d\bar{L} = [Ei(\sigma - 1) + Te] / \Delta > 0 \quad (5)$$

$$\Delta = Li(\sigma - 1)(s + m) + [Ei(\sigma - 1) + Te]Ly > 0$$

短期に $\sigma < 1$ と想定しているから、所得の増加はマンデル=フレミング・モデル( $\sigma = 1$ )のケースより小さい。つまり、( $\sigma = 1$ )を(5)に代入すると

$$dy/d\bar{L} = 1/Ly$$

次に、マネーサプライの増大が貿易収支に及ぼす短期的な効果をみると

$$dT/d\bar{L} = [sTe - mEi(\sigma - 1)] / \Delta \geq 0 \quad (6)$$

(6)式より短期的に貿易収支が改善するかどうかは判断できない。その理由は以下のとおりである。限界支出性向を1より小さいとすると、アブソープションは所得ほどには上昇しない。したがって産出量の拡張は貿易収支の改善を意味する。他方、下落した利子率がアブソープションに与える

逆の効果も考えられる。結局、マネーサプライの増大が貿易収支に及ぼす短期的効果は、総需要の利子感応性と予想の弾力性に依存することになる。マーシャル＝ラーナー条件が妥当する状況下でさえ、短期にマネーサプライの増加が、貿易収支を悪化させ資本の流入に導くというニーハンスの結論がここでも確認される<sup>5)</sup>。

次に為替レート予想の修正に誘発される調整プロセスを検討する。直物レートが permanent rate に対して減価すると想定、permanent rate は修正され、その後時間を通してC点でのマンデル＝フレミング均衡（現実レート＝予想レート）へ導びかれる。

その調整プロセスをドーンブッシュに従って検討する。

短期均衡点のBでは、permanent rate の上昇は(3)より自国利子率を引き上げ、貨幣市場と財市場で超過供給を引き起こす。利子率上昇に対して貨幣市場均衡表は右上方へシフトする。他方、財市場均衡表は左上方にシフトする。前述した総需要の利子弾力性と、予想の弾力性により、貨幣市場均衡表は財市場均衡表よりもシフトアップする。直物レートの減価は permanent rate の上昇、流通速度の上昇、所得の増大を十分埋めあわしてない。それは貨幣市場均衡表が予想レートの上昇と正比例して上方にシフトするからである。というのはこれらの条件でのみ利子率と所得を不変に保ち、貨幣市場均衡が維持できる。それに対し、為替レートは利子率のみならず、相対価格効果を通して国内産出量に対する総需要に影響を与えるため、XX表はわずかしきシフトしないからである<sup>6)</sup>。図2の調整プロセスは、予想レートが現実のレートに一致するまで続く。その時点で自国利子率は世界利子率と一致し、マンデル＝フレミングによって描かれた世界に達する。BからCへの調整は、permanent rate の修正が資本流出を引き起こし、それが直物レートの減価を導くことによる自国産出量の需要の増

加を誘発している。そしてその所得の増加が、貨幣需要の増加、したがって利子率の上昇を引き起こし、その結果として自国アブソープションが貿易黒字に転換される。

以上マーシャル＝ラーナー条件が妥当するケースを、ドーンブッシュとニーハンスに従って検討してきた。マーシャル＝ラーナー条件が妥当しない可能性は、短期的効果として認識され、貿易フローが現実のレートでなく permanent rate に対して調整する考え方から生じてくる。

次節ではドーンブッシュ、ニーハンスに従ってそれらの点を考慮しながら、為替レートと総支出の関係をみてゆく。

### (III) 為替レートと総支出

本節では、現実のレートと予想されたレートがアブソープションの構成にどのようなインパクトを与えるかを検討する。これは短期に貿易フローが為替レートの変化に対して比較的に非感応的であり、長期には商品間の代替性が高く感応的であるという点からはじめる。以上の点を公式化すると次式のようなになる。

$$T = X(\bar{e}) - eM(\bar{e}), \quad T_e = -M, \quad T_{\bar{e}} > 0, \quad T_e + T_{\bar{e}} > 0 \quad (7)$$

ここで permanent rate を所与とした場合、直物レート減価は所得への交易条件効果だけ作用し貿易収支を悪化させる。逆に permanent rate の減価は貿易収支を改善する。直物レートと permanent rate の等比例的变化は貿易収支を改善する。ドーンブッシュによると「permanent rate の関数として貿易を扱うにあたって、我々は所得への交易条件効果の十分なウイトを自国財市場に投じる。前節で想定されたように、もしも総支出が交易



条件に対して非感応的であれば、そのとき交易条件の悪化は Mde だけ国内産出量に対する需要の減少を意味する。しかしそのような取り扱いは対称性に欠ける。というのは相対価格の permanent な変化に対して輸入を調整させるものは、同様に自国財需要にも影響

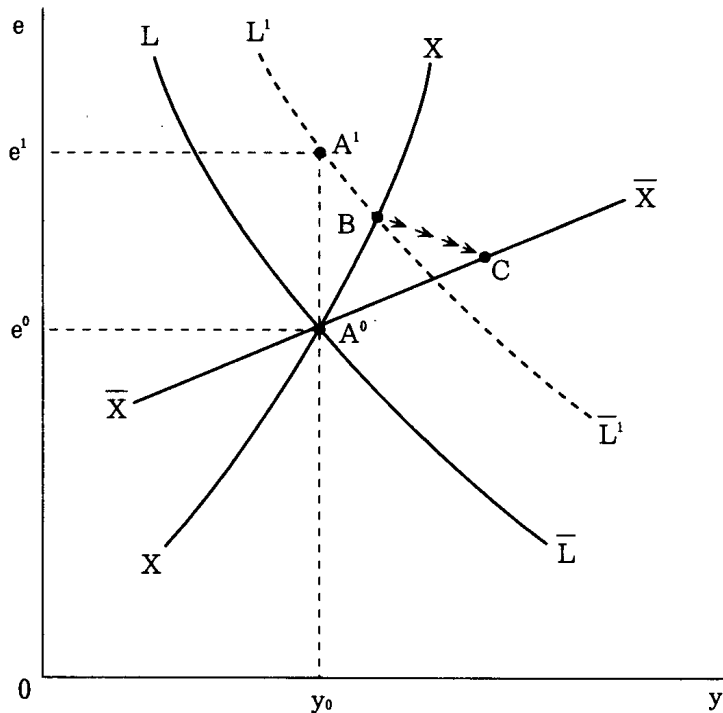


図 3

(出所) "Exchange Rate Expectations and monetary policy", P.238.

を及ぼすはずだからである。……所得への交易条件効果の十分なウェイトが、貯蓄の相殺的な減少により吸収され、その結果輸入も自国財需要も短期に相対価格変化により影響されないと想定するのは適切である<sup>8)</sup>。これにより、自国居住者による総支出  $E$  は、

$$E = E(i, y, e, \bar{e}), \quad E_e = -T_e = -E_e = M \quad (8)$$

財市場の均衡条件は

$$y = E(i, y, e, \bar{e}) + T(e, \bar{e}, y) \quad (1)''$$

(7)式では、短期に直物レートの減価が利子率を下落させ、permanent rate の減価を引き起こすかぎりにおいて自国財需要を引き上げる、つまり貿易収支を改善するというものであった。ドーンブッシュに従って、短期的効果が長期的効果より弱いと想定してみる。

$$E_i(\sigma - 1) + (E_{\bar{e}} + T_{\bar{e}})\sigma < T_e + T_{\bar{e}}$$

$$\theta \equiv E_i + T_e + T_{\bar{e}} > 0 \quad (9)$$

後者の条件は、総支出が比較的利子に対して非感応的であれば成立する。この条件は図3でみられるように興味ある調整経路をもたらす。財市場の長期均衡表は交易条件により十分調整されているという意味で  $L\bar{L}$  表、 $L^1\bar{L}^1$  表とともに図1でのマンデル=フレミング・モデルと同じものである。他方、財市場の短期均衡表は予想の部分的調整のみを考慮しており、したがって総需要は直物レートの変化に対してそれほど感応的でない。

これらを前提に貨幣的拡張に対する調整経路を考察する。通常の動学分析と同様に、まず貨幣市場が即座にクリアーし ( $A^0 \rightarrow A^1$ )、他方財市場調整は時間をかけて調整してゆく。

つまり貨幣的拡張の即時的効果は、所得を所与とした場合、利子率の下落を通して  $A^1$  点へ直物レートの減価を引き起こす。その減価が大きいほど貨幣需要の利子弾力性は小さく、予想の弾力性は高い。ここで(2)と(4)より、 $de/dL = a/L_i(\sigma - 1)$  である。利子率の下落と、 $A^1$  点での permanent rate の減価は自国産出物に対する需要の増加、所得の増大を引き起こし、B点で短期均衡ポジションが得られる。産出量の増加は、貨幣需要と利子率を引き上げ、資本の流入を引き起こし直物レートを増加させる。ここでの分析は、短期に為替レートはオーバーシュートし ( $A^0 \rightarrow A^1$ )、ひとたび所得調整が貨幣市場を引きしめると、このオーバーシュートは相殺される ( $A^1 \rightarrow B$ )。貨幣的拡張が所得に及ぼす短期的効果は

$$dy/d\bar{L} = (\sigma\theta - E_i)/\Delta \quad (10)$$

そこで  $\Delta \equiv (\sigma\theta - E_i)L_y + (s+m)L_i(\sigma - 1) > 0$

(10)式より予想の弾力性がゼロに近ければ、貨幣が所得に及ぼす短期的効果は資本移動のない固定相場制のそれにほぼ等しい。

$$\sigma = 0 \text{ であれば, } \frac{E_i}{E_i L_y + (s+m)L_i} \quad (10')$$

この結論は非弾力的な為替予想と、permanent rate に反応する貿易フローが、貨幣的拡張に対する短期の所得調整を弱めるというニーハンスの結論を確固たるものにする<sup>9)</sup>。

貨幣的拡張の短期国際収支効果は、予想の弾力性に依存する。もし予想の弾力性がゼロに近ければ、現実のレートと permanent rate が乗離すれば、貿易収支は悪化する。

$$dT/d\bar{L} = \{-m(\sigma\theta - E_i) + (s+m)(T_e + T_e\sigma)\} / \Delta \quad (11)$$

ドーンブッシュによると、それは「低い予想の弾力性の下で、所得の拡張と現実の交易条件の悪化による貿易収支の悪化は、permanent rate の調整、それゆえ実質貿易フローの調整により十分には相殺されない。同時に我々は期待の弾力性が上昇するにつれて、それゆえに現実のレートと permanent rate の乗離が消滅するにつれて、貨幣的拡張による貿易収支効果はマンデル＝フレミングの  $dT/d\bar{L} = s/L_y$  だけの黒字の予想によって示されるということに気付く。」<sup>10)</sup> 短期の貿易収支効果は、アブソープション・アプローチによっても解釈される。すなわち、貿易収支への所得拡張の好ましい効果は利子率の下落から生ずる所得に対しての支出の増加と、一時的なものと考えられる交易条件の悪化によって相殺される以上のものである。利子率変化が大きいにもかかわらず、低い予想の弾力性は所得と permanent rate 調整が小さいので、所得に比べてあるいは貿易赤字に比べて支出のネットの増加に導くと思われる。

B点での短期均衡は permanent rate の予想の誤りがあるため一時的なものである。したがって permanent rate についての予想の修正は、C点でマンデル＝フレミングの長期ポジションが達せられるまで時間を通して均衡を移動させる。その調整プロセスは次のようになる。予想されたレートの上昇は自国産出物に対する需要を増加させる。その結果として生じる所

得の増加が利子率を引き上げる。次に利子率の上昇が引き起こす資本の流入は、直物レートを増価させ、それによって予想されたレートと現実のレート間の乗離を減ずるのに役立つ。以上のように調整プロセスは、産出量と予想が調整される相対的速度に依存する。

#### (IV) 結論

本稿では、ドーンブッシュに従って伸縮レートと資本移動の下での貨幣的攪乱に対する調整プロセスをみてきた。そのなかで為替レート予想が、中期に重要な役割を果たすことが明らかになった。というのは為替レート予想は、産出量の増加が増加したマネーサプライに見合うように貨幣需要を増加させるまえに、経済の調整プロセスを引き起こすからである。短期に、非弾力的予想の下で既存のストックが保有されるためには、直物レートが減価し利子率が十分下落する。もしも為替レート予想が非弾力的であれば、国内資産と外国資産のネットの収益が等しいという意味で完全資本移動と整合性をもつ。より低い国内利子率は増価の予想により相殺される<sup>11)</sup>。

当然利子率の下落はアブソープションを刺激するであろうし、交易条件の悪化は徐々に貿易フローに影響を及ぼすはずである。しかしアブソープションの増加を意味しない。そして一定の実質所得で、貯蓄は所得への交易条件効果を相殺するため低下する。それゆえに短期には、産出量は増大し、予想が調整され、貿易収支は悪化し、対応する資本の流入が発生するはずである。

時間を通しての産出量の調整と、為替レート予想は、長期のマンデル＝

フレミング均衡が達成されるまで利子率を引上げ、実質貿易フローを調整するのに役立つ。この調整プロセスにおいて、初期の貿易赤字が最終的には黒字に転じ、為替レートのオーバーシュートが発生することになる。きわめて短期に、減価は貨幣需要の利子弾力性によって決定され、長期には、それは主として交易条件に対する貿易収支の感応性によって決定される<sup>12)</sup>。

本稿では、金融政策と併せて財政政策も検討する予定であったが時間的制約のため前者だけに焦点をあててきた。次稿以後、後者も含めて短期の動学分析、変動相場制下のマクロ経済分析を分析する予定である。

### 数学的付論

$$y = E(i, y) + T(e, y), \quad E_i < 0 \quad E_y = 1 - s > 0$$

$$T_e > 0 \quad T_y = -m < 0 \quad (1)$$

$$\bar{L} = L(i, y) \quad L_i < 0, \quad L_y > 0 \quad (2)$$

まず  $y$  を全微分すると、

$$dy = E_i di + E_y dy + T_e de + T_y dy$$

$$= E_i di + (E_y + T_y) dy + T_e de \quad (1. a)$$

次に  $\bar{L}$  を全微分すると、

$$d\bar{L} = L_i di + L_y dy \quad (2. a)$$

本稿の(4)式より  $di = (\sigma - 1) de$

したがって(1. a)式は

$$dy = E_i(\sigma - 1) de + (E_y + T_y) dy + T_e de \quad (1. b)$$

(2. a)式は

$$d\bar{L} = L_i(\sigma - 1) de + L_y dy \quad (2. b)$$

(1. b)式より

$$(1 - E_y - T_y) dy = [E_i(\sigma - 1) + T_e] de \quad (1. c)$$

$$dy = \frac{E_i(\sigma-1) + T_e}{(1-E_y-T_y)dy} \quad (1. d)$$

(1. d)を(2. b)に代入すると

$$\begin{aligned} d\bar{L} &= L_i(\sigma-1)de + L_y \frac{E_i(\sigma-1) + T_e}{1-E_y-T_y} de \\ &= \frac{(\sigma-1)L_i(1-E_y-T_y) + L_y[E_i(\sigma-1) + T_e]}{1-E_y-T_y} de \end{aligned}$$

したがって

$$(1-E_y-T_y)d\bar{L} = [(\sigma-1)L_i(1-E_y-T_y) + L_y(E_i(\sigma-1) + T_e)] de \quad (2. c)$$

(1. c)を(2. c)で割ると

$$\frac{dy}{d\bar{L}} = \frac{E_i(\sigma-1) + T_e}{(\sigma-1)L_i(1-E_y-T_y) + L_y[E_i(\sigma-1) + T_e]}$$

$E_y = 1-s$ ,  $T_y = -m$  より, 上式は

$$\frac{dy}{d\bar{L}} = \frac{E_i(\sigma-1) + T_e}{(\sigma-1)L_i(s+m) + L_y[E_i(\sigma-1) + T_e]} \quad (5)$$

以上で(5)式が成立する。

(5)式以降の式も同様の方法で導出できる。

### 〔註〕

1) Niehans, J. "Some doubts about the efficacy of monetary policy under flexible exchange rate" *J. Internat. Econ.* 5, 1975 August, pp. 275-282.

この論文の中でニーハンスは、伸縮レート下での金融政策の有効性について広く受け入れられた命題、すなわちマンデル＝フレミングの命題に反論している。たとえば「国内産出量を安定させるのに、変動相場制下で金融政策が有効であるという命題について疑いをもつ。もしも輸出入に対する需要の価格弾力性が伸縮レートへの移行によって影響されるのであれば、また資本フローが為替レートに依存するとされるのであれば、伸縮レート下での金融政策の有効性は必ずしも出てこない」としている。なおニーハンスは同論文の276ページから277ページにかけて、現実の為替レートと恒常的為替レートの圧別は、調整プロセスにおける貿易収支と資本フローの意義を強調している。さらにニーハンスは伸縮レート制の下での金融政策の有効性を主張するマンデル (1961, 1962), クルーガー (1965), ゾーメン (1967) を

正面から批判している。

2) Dornbusch, R. "Exchange Rate Expectations and Monetary Policy", *J. Internat. Econ.* 6, pp. 231-244.

3) Dornbusch, R. "Exchange Rate Expectations……" p. 231.

なお、伸縮レート制下での金融政策の効果を検討するにあたって、為替レート予想を役割を強調した初期の研究としてマンデル(1964)、アーギー=ポーター(Argy and Porter)の論文があげられる。

4) \_\_\_\_\_, op. cit., pp. 224-225.

5) Niehans, J. "Some doubts……" pp. 279-280.

6) Dornbusch, R. "Exchange Rate Expectations……" p. 237, 注6.

7) マーシャル=ラーナー条件が満たされないケースをみてゆく。

これは為替レートの変化が利子率効果を支配するときに見られる。こういった状況では、図4の財市場均衡表は負の傾きをもち、貨幣的拡張の短期効果は、直物レートの減価に沿って産出量を減少させる。すなわち、貨幣的拡張による利子率の下落は資本の流出と直物レートの減価を引き起こし、これが自国総支出へのデフレ効果に等しく可能性がある。この点はニーハンスにより極端なケースとして示された。

8) Dornbusch, R. p. 239.

ただしドーンブッシュは、ここでの仮定は特殊なケースであり、国内財と輸入財との取り扱いのシメトリーのためであるとしている。一般的ケースは、貯蓄への交易条件効果を認識したロールセン=メツラー(1950年)にさかのぼる。

9) Niehans, J. "Some doubts……" p. 280.

10) Dornbusch, R. op. cit., p. 241.

11) Dornbusch, R. *ibid.*, p. 243.

12) *ibid.*, p. 243.

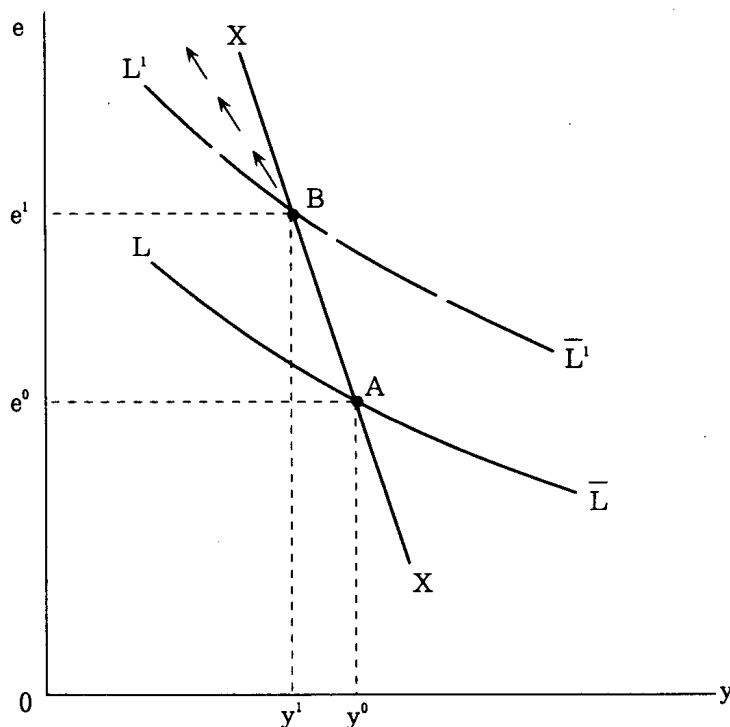


図4

(出所) "Exchange Rate Expectations and monetary policy", P.238.

参考文献

- Argy, V and Porter, "The forward exchange market and the effect of domestic and external disturbances under alternative exchange rate system," *I.M.F. Staff Papers*. November.
- Dornbusch, R. "Expectations and Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy*, 84 (December 1976), pp. 1161-1176.
- \_\_\_\_\_. "The Theory of Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Policy," *Scandinavian J. Econ.* 2 (May 1976) : pp. 255-275. (b)
- \_\_\_\_\_. *Open Economy Macroeconomics* (New York : Basic Books, 1980)
- 大山道廣・堀内俊洋・米沢義衛訳, 『国際マクロ経済学』文眞堂, 1984年.
- \_\_\_\_\_. "Exchange Rate Economics : Where Do We Stand?," *Brookings papers, Econ. Activity*, no. 1 (1980), pp. 143-185.
- Fleming, M. "Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates", *I.M.F. Staff Paper* 9, 1962, pp. 369-380.
- Laursen, S and L. Metzler, "Flexible exchange rates and the theory of employment", *Review of Economics and Statistics* 18.
- Mundell, R.A. "Exchange Rate margins and economic policy," in : C. Murphy, ed., *Money in the international order* (Southern Methodist University Press, Dallas, TX).
- 河合正弘『国際金融論』東京大学出版会, 1994年.