

一般均衡モデルによる日本金融市場の計量分析

日本金融市場的 一般均衡計量分析 (日文版)

冯宪中 著

同 济 大 学 出 版 社

日本金融市场的一般均衡计量分析

(日文版)

冯宪中 著

一般均衡モデルによる
日本金融市場の計量分析

馮 憲中 著

同濟大学出版社

同濟大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

日本金融市场的一般均衡计量分析/冯宪中著. —上海: 同济大学出版社, 2002. 5

ISBN 7-5608-2387-4

I. 日… II. 冯… III. 金融市场—经济计量分析—日本—日文 IV. F833.135

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 005816 号

日本金融市场的一般均衡计量分析(日文版)

作者 冯宪中 著

责任编辑 宙舟 责任校对 徐栩 装帧设计 潘向葵

出版 发行	同济大学出版社
	(上海四平路 1239 号 邮编 200092 电话 021-65985622)
经 销	全国各地新华书店
印 刷	苏州望电印刷厂印刷
开 本	787mm×1092mm 1/16
印 张	10
字 数	256000
印 数	1—1000
版 次	2002 年 5 月第 1 版 2002 年 5 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 7-5608-2387-4/F·238
定 价	30.00 元

本书若有印装质量问题, 请向本社发行部调换

写在本书出版之际

本书是笔者在日本留学和工作期间写成的学术论著。回国前因忙于其他事务,未来得及在日本出版。回国后,笔者又对国内的同类研究作了些观察,所以在时隔两年多才付梓出版。

在发达国家,计量经济分析是一种主要的经济分析方法。这是因为随着研究的深入,人们已不再满足于定性的分析,而希望通过计量分析得到更为明确的结论。虽然,作为一种社会现象的经济活动,要用精确的数理模型进行抽象、概括,进而将其量化,难度是很大的,但一门学科如果不能用精确的数量来论证问题,它便难以升华为科学。尽管现今的计量经济分析论著中往往还存在着一些不尽如人意的地方,但我们应该承认,在把经济学发展成为真正的科学的探索方面,发达国家是走在我们的前面的。

本书以日本的金融资产市场为对象,对包括外汇汇率在内的所有的金融资产的价格决定问题,运用一般均衡的分析方法进行了计量分析。众所周知,如果市场是完善的,价格便是使市场均衡的唯一因素。所以,如果能把握价格决定的过程,就可完全掌握市场经济的机制。然而,完善的市场只是理论上的假设,即使在发达国家,市场的完善性往往也只是政府政策的目标,而非终点。这便是经济学的计量分析的困难之处。对于这个问题,通常有两种处理方法:一是无视这种假设的现实性,而去寻找能够得到理论所预期的结果的方法,来证明理论的正确性,并以此来解释经济现象;二是在充分认识理论与现实之间可能存在的差距的前提下,借助理论来探索最为接近现实的结论。不难看出,前者难免有先验论之嫌。本书采用了后者——实事求是的分析方法。

由于经济活动涉及面广,一种经济现象往往是众多的经济活动的综合反映,为了利用有限的人力、物力,在有限的时间内得出相对可靠的结论,在经济分析中常常采用局部均衡的分析方法。我们不能否认简洁明快的局部均衡的分析方法的合理性,但也必须认识到采用这种方法所得到的结论是舍去了许多在这种分析的框架下无法考虑的因素的产物。所以,旨在把问题考虑得更全面一些的一般均衡的分析方法,无疑是更为理想的分析方法。

笔者曾觉得,既然已经回到了祖国,就应用母语向国人介绍笔者在国外的研究成果(实际上,笔者也已翻译了本书的很大一部分),但是后来考虑到对本书内容感兴趣的人,当也是对日本经济有所研究的人,而他们大多应该是懂日语的。笔者也感到用日语可以更准确地表达自己多年辛勤研究的成果。这就

是以日文出版本书的理由,也不妨看作这是本书具有的一个特色。

众所周知,比起一般的商品,金融商品的价格具有更大的不确定性,尤其是外汇汇率,以至它的决定机制,已成为国际金融学的一大主题。对于这样的研究课题,即使是部分均衡的定性分析,尚且不易,更何况一般均衡的计量分析,其中所包含的抽象劳动之巨是可想而知的。但愿这种劳动所创造的附加价值能被认可。还有,对可谓是计量经济分析的大敌之一的多重共线性问题,本书未采用通常的规避方法,而是对它展开了正面的进攻——不管是否算成功,这里的挑战是具有原创性的。

在本书出版之际,笔者特别要感谢日本神户大学名誉教授斋藤光雄、教授新庄浩二和日本大阪大学教授小川一夫三位导师。三位导师都曾留学美国宾夕法尼亚大学,受该校世界著名经济学家克莱因教授的影响走上了计量经济分析的研究道路。是斋藤教授引导笔者进入了这个研究领域。尔后,由于斋藤教授的退休,小川教授指导了笔者对日本金融市场的计量经济分析。又由于小川教授的调离,新庄教授承担了指导笔者撰写本书的工作。笔者要感谢三位导师对本书的成功之处的充分肯定以及对本书中尚存的不足所给予的理解。

笔者也要感谢日本佐贺大学给笔者提供了良好的工作环境,使笔者终于能完成持续了多年的本书的写作。

笔者还要感谢同济大学出版社的编辑对书稿提出了很好的修改意见,使本书能以更完美的内容和形式与读者见面。

毋庸置疑,对本书中可能存在的谬误,笔者承担全部责任,也衷心欢迎读者批评指正。

冯宪中

2001年12月

于同济大学

(中文译文)

序 论

本书是以日本的金融资产市场为对象,对包括外汇汇率在内的所有的金融资产的价格决定问题,运用一般均衡模型进行计量分析的学术研究论著。至今为止,关于汇率决定虽存在着各种理论,但决定汇率的最终因素究竟是什么,事实上还不存在明确的答案。然而,要对外汇汇率的变动进行计量分析,不依据某种理论又是不可能的。详细内容留待正文介绍,在此概述一下本书的理论背景及分析方法。

所谓汇率的决定是指汇率的数值是在怎样的过程中趋于一个定值的。众所周知,过去的汇率决定理论认为,汇率是在外汇市场中以商品、劳务的出口为主的外汇的供给与以它们的进口为主所需的外汇的需求相等时趋于一个定值的,也就说是使国际收支趋于均衡时确定下来的^①。但是,当今的外汇市场正发生着巨大的变化——以国际贸易和通常的资本流动所引起的外汇供需的均衡为基点的汇率决定理论,正面临着当今的投机时代的挑战。BIS(Bank of International Settlements,即国际清算银行)每3年发表一次有关世界货币市场规模的报告书。1995年公布的数字为每天1.2万亿美元。因为世界的外汇市场在过去20年间大约以每年10%的速度发展,在1998年秋季发表的世界外汇市场的规模,大约为每天1.8万亿美元左右。而上次全世界国际贸易总额大约为6万亿美元。这就是说,在世界外汇市场中,比由于国际贸易而发生的外汇的交易至少多50倍的货币交易,是以各种各样的投资或投机的目的而发生的。很明显,这种活动单以通常的汇率决定理论来描述是困难的,所以,产生了下述汇率分析方法:先用概率模型来描述投机性的不确定性因素,然后,将其同传统的汇率决定理论结合起来,形成一种新的汇率决定模型。但是,由于以回归分析为主要手段的计量分析的方法还不能与概率分析的方法完全对应,在定量分析中理论模型中所包含的这种不确定性要素往往变形或消失,使得精确的理论未必能带来准确的计算结果。因此,是否可以在金融资产市场变动的大范围中来把握汇率的变动,把汇率作为金融资产市场一般均衡模型的一个解,以这种方法来寻找汇率的决定过程呢?这是本书构想的出发点。

本来,所谓“一般”(general)是指能适用于所有的场合,包括所有的东西之意。但是,由于存在着各种各样的限制,经济学的一般均衡分析中的“一般”也只是一个相对性的“一般”的概念。这种一般均衡分析的范围也受到一定的限制。比如,在一般均衡分析的框架上存在以下各种差异:仅局限于一个国家,或者把多个国家的经济活动都包括在内的这种地理单

^① 例如,在荒井好和(1981)中即有这样的论述。这里,由商品、劳务的进出口而发生的外汇的供求的均衡被换说为国际收支的均衡,这也许是由于在资本流动未达到完全自由化的时期,伴随着物的移动以外的资本流动对汇率决定的影响未被重视所致。

位上的差异；仅以相互间具有直接关系的商品（普通商品或金融商品等）为分析的对象，或者不管其具有的关系是直接的还是间接的，把所有的商品都列入分析的范围的这种物理单位上的差异；在时间上仅以一期，或者以多期为范围的这种时间单位上的差异。但是，尽管有这些差异，它们共同的特点在于，在限定的范围中，作为分析对象的供需的决定因素的价格，是同时在各自的市场中供给与需求趋于一致的条件下决定的。如果市场是完善的，则价格是使市场均衡的唯一的因素。所以，如果能正确地把握价格的决定过程，就可完全把握市场经济的机制。在本书中，这种一般均衡的概念在地理单位上限于一个国家（日本），在物理单位上限于所有的金融资产，在时间单位上限于一期，在这种框架下来处理外汇汇率的决定问题的。

随着国际资本流动日趋活跃，在日本逐渐积蓄了大量的海外金融资产。这种金融资产存量的变化通过资本收支给包括汇率在内的各种金融资产的价格以巨大的影响。所以，外汇汇率可以说是在金融资产市场中被确定下来的。具体地说，各经济主体对各金融资产的需求量是由各金融资产的收益率、各经济主体的资产总额以及各经济主体的总收入所决定的。当它们的供给量被给定时，使供求均衡的各金融资产的价格，或者其收益率便在金融市场中确定下来。资产存量的变动决定外汇汇率的变动，这是被称为资产组合平衡理论的主要观点。当今的学术界似乎也较倾向于这种理论。其理由还是在于，上述的现在外汇不再只是单纯的结算手段，而已变成了生利的投机性资产，其规模也远远超过国际贸易所需的外汇交易的规模。所以，前述的本书的限于金融市场的一般均衡分析的框架可以说是基于这个理论的。

为了描述各经济主体的资产选择的的活动，本书采用了基于资产选择理论的托宾（Tobin, J.）的资产需求函数。由于这种函数主要以各金融资产的收益率作为说明变量，而这些变量间存在着较高的相关性，因此，在这种函数的参数估计中，很容易产生计量经济学上的多重共线性的问题。所以，本书在介绍了分析方法及一般均衡模型体系之后，对多重共线性的诊断法及规避法作了详细的探讨。以上内容分别被列入了本书的第Ⅰ篇及第Ⅱ篇。第Ⅲ篇运用了第Ⅰ篇介绍的分析框架及第Ⅱ篇说明的处理多重共线性问题的方法，对资产需求函数进行了参数估计及计量分析，最后，运用由此而得到的一般均衡模型进行了政策模拟分析，以探索各金融资产价格的决定机制。

序 論

本書は日本の金融市場を対象として為替レートを含む諸金融資産の価格および収益率の決定問題を一般均衡モデルにより検討するものである。これまでも数多くの為替レート決定の理論が提唱されてきたが、為替レートを決定する要因は何であろうかという問いに対して明快な答えは今のところ得られていない。しかし、為替レートの動きを計量的にとらえるためには何らかの理論がなければならない。詳細は本文に譲るが、ここでは本書の理論的な背景や分析の枠組みを概述する。

周知のように、従来の為替レート決定理論においては為替レートは、外国為替市場において主に財・サービスの輸出を中心とした外貨の供給が、財・サービスの輸入に必要な外貨の需要と等しくなるように、すなわち国際収支が均衡するように決定されると説明されていた^①。しかし、現実の世界外貨市場は急激に変化しつつあり、通常の国際貿易や資本移動による外貨の需給均衡に立脚している為替レート決定の理論は今日の投機的時代の挑戦に直面していると思われる。BIS(Bank of International Settlements, 国際決済銀行)が3年に一度、世界の通貨マーケットの規模に関する報告書を出している。1995年に発表された数字は一日に1兆2千億ドルというものであった。外国為替市場は過去20年間、年におよそ10パーセントの割合で成長してきたので、1998年秋に発表される数字はおそらく1兆8千億ドルくらいになった。一方、世界全体の貿易は前に約6兆ドルである。つまり、すくなくとも外国為替市場では貿易によって生じる通貨の交換よりも約50倍の金額が様々な投機の目的で売買されている。明らかに、このような投機を従来の為替レート決定理論のみで説明することは困難である。そこで、投機的な不確実性を確率過程としてとらえ、それらを既存の為替レート決定理論に盛り込むような分析手法が広くとられているのである。しかし、回帰分析を主としている計量分析の手法は確率過程の理論に十分に適応できず、定量的な分析においては理論モデルに含まれている、このような不確実的な要素が殆ど変形されるか消えてしまうため、結局精緻な理論が必ずしも正確な計測結果をもたらさないようである。したがって、為替レートの動きを経済変動の大域の中でとらえ、それを資産市場の一般均衡モデルの解の一つとして見いだすことができるのではないかという考え方が本書の出発点である。

本来、“一般”(general)とは全ての場合に適応でき、全てのものが含まれるということの意味するが、現実にはいろいろな制約があるため、経済学の一般均衡分析も相対的な概念になっており、その範囲も限定されている。例えば、一国のみか、複数の国の経済的な動きも含まれているかという地理的単位の差、互いに直接的な関係をもつもの(財や金融

① 例えば、荒井好和(1981)ではこのように述べている。ここで、財・サービスの輸出入による外貨の需給均衡が国際収支均衡と言い直されたのは、資本移動の自由化になっていない段階においては資本収支の為替レート決定への役割が重要視されていないからであろう。

商品など)のみを分析の対象とするか、直接的、間接的な関係に関わりなく全ての取引を分析の範囲に入れるかという物理的単位の差、一期間のみか、或いは多期間にわたるかという時間的単位の差によって、一般均衡分析の枠組みが異なる。しかし、それらの共通点はその限定された範囲内で分析対象となるものの需給を決める要因であるそれらの価格を、それらの市場において同時に需給均衡が成立する状態のもとで求めるということである。市場が完全であるならば、価格は市場を均衡させる唯一の要因になるので、その決定メカニズムを正しくとらえることができれば、市場経済のメカニズムをも完全に把握することができる。本書では、この一般均衡の概念を地理的単位は一国(日本)、物理的単位は全ての金融資産・負債、時間的単位は一期間に限定して為替レート決定の問題を取り扱う。

一方、国際資本移動の活発化に伴って、海外金融資産が大量に蓄積されるとともに、金融資産の側面での変化は、資本収支の変化を通じて為替レートを含む種々の経済変数に大きな影響を及ぼすので、為替レートが金融市場で決定されるようになってきていると考えられる。これは各経済主体の各金融資産に対する需要量が各金融資産の収益率や富および所得により決定され、金融資産の供給量が与えられているとすれば、それらの需給を均衡させるように為替レートを含む各資産の価格および収益率が金融市場で決定されるからである。資産の変動が為替レートの動きを決めるという考え方は資産市場アプローチと呼ばれる為替レート決定の理論である。この理論が為替レートの決定要因をもっともコンパクトに説明しているということに関しては、かなりのコンセンサスが得られているようである。その理由は、前述のように外貨は単純な決済手段というよりもすでに利益を生む投機的な資産になっており、その取引の規模も圧倒的に大きいからである。したがって、前述のような本書の金融市場に限定する一般均衡分析の枠組みは為替レート決定理論の資産市場アプローチに立脚していると言える。ただし、資産市場アプローチと言っても、その定義は正確に確定されているとはいえないので、本書ではこのアプローチを次の意味で用いることにする。つまり、為替レートが基本的に人々の金融資産の資産選択の結果として決定されると考える。というのは、金融の自由化や国際化の時代を迎えている今日、各経済主体の金融行動はなんと言っても多くの金融資産間での資産選択を背景としており、このような行動のもとで各市場の均衡が達成され、為替レートも金融市場の一般均衡のもとで決められると考えられるからである。

このような各経済主体の資産選択の行動を計量的にとらえるために、本書では後述のような資産選択の理論に立脚したトービン型の資産需要関数を採用する。しかし、この資産需要関数が各金融資産の収益率を主要な説明変数とするので、各金融資産の収益率間の高い相関性により、その計測においては多重共線性という計量経済学上の問題が発生する。したがって、本書では分析の枠組みや一般均衡モデル体系を提示した後、この多重共線性の問題に対する診断法と回避法を説明する。それらはそれぞれ第Ⅰ部と第Ⅱ部にまとめられている。第Ⅲ部では、第Ⅰ部で提示した分析の枠組みと第Ⅱ部で述べた多重共線性に対処する方法を用いて資産需要関数の計測や分析を展開し、最後に一般均衡モデルによるシミュレーション分析を行って各金融資産価格の決定メカニズムの解明を試みる。

(中文译文)

目 录

序论

第 I 篇 分析的框架

第 1 章 理论框架	3
第 1 节 资产组合平衡理论	3
第 2 节 资产选择与资产市场的一般均衡	6
第 3 节 资产市场的一般均衡与外汇汇率的决定	12
第 2 章 日本金融市场的一般均衡模型体系	17
第 1 节 经济统计表与一般均衡模型	17
第 2 节 金融资产与实物资产的关系	20
第 3 节 资金循环与一般均衡	22
第 4 节 资产需求函数的微观经济学基础	29

第 II 篇 多重共线性的诊断法和规避法

第 3 章 多重共线性的诊断法	39
第 1 节 多重共线性的定义	39
第 2 节 逐步参数估计法	43
第 3 节 VIF 与状态指标	45
第 4 章 多重共线性的规避法	55
第 1 节 主成分回归法	55
第 2 节 Ridge 参数估计法	58
第 3 节 混合信息参数估计法	63

第Ⅲ篇 计量分析

第5章 各经济主体的资产组合的特点	73
第1节 各资产组合图的制作方法和视图法	73
第2节 金融部门的资产组合的特点	74
第3节 非金融部门的资产组合的特点	78
第6章 资产需求函数的参数的初步估计	85
第1节 资产需求函数的参数估计的方法	85
第2节 资产需求函数的参数的初步估计	89
第7章 多重共线性的诊断和规避	97
第1节 多重共线性的诊断	97
第2节 用主成分参数估计法对资产需求函数的参数的修正	104
第3节 用混合信息参数估计法对资产需求函数的参数的修正	106
第8章 运用一般均衡模型的政策模拟分析	117
第1节 政策模拟的标准解的比较	117
第2节 运用一般均衡模型的政策模拟分析 ——中央银行利率提高1%的金融政策的效果	128
第3节 股票市场的泡沫对政策模拟的影响	132
第9章 总结与展望	139
参考文献	142

目 次

序論

第Ⅰ部 分析の枠組み

第1章 理論的な枠組み	3
第1節 資産市場アプローチ	3
第2節 資産選択と資産市場の一般均衡	6
第3節 資産市場の一般均衡と為替レート決定	12
第2章 日本金融市場の一般均衡モデル体系	17
第1節 統計勘定と一般均衡モデル	17
第2節 金融資産と実物資産との関係	20
第3節 資金循環勘定と一般均衡	22
第4節 資産需要関数のミクロ的基礎	29

第Ⅱ部 計測上の多重共線性の診断法と回避法

第3章 多重共線性の診断法	39
第1節 多重共線性の定義	39
第2節 逐次推定による多重共線性の診断	43
第3節 VIFと状態指標	45
第4章 多重共線性の回避法	55
第1節 主成分による回帰法	55
第2節 リッジ推定法	58
第3節 混合情報推定法	63

第Ⅲ部 計量分析

第5章 各経済主体のポートフォリオの特徴.....	73
第1節 ポートフォリオ・グラフの作成方法と見方	73
第2節 金融部門のポートフォリオの特徴	74
第3節 非金融部門のポートフォリオの特徴	78
第6章 資産需要関数の予備的推定	85
第1節 資産需要関数の推定方法	85
第2節 資産需要関数の予備的推定	89
第7章 多重共線性の診断と回避	97
第1節 多重共線性の診断	97
第2節 主成分推定法による資産需要関数の再推定	104
第3節 混合情報推定法による資産需要関数の再推定	106
第8章 一般均衡モデルによるシミュレーション分析	117
第1節 シミュレーション標準解の比較	117
第2節 一般均衡モデルによる政策シミュレーション ——公定歩合1%引き上げの場合——	128
第3節 株式市場と株価のバブル	132
終章 総括と展望	139
参考文献	142

第 I 部

分析の枠組み

第1章 理論的な枠組み

理論は仮定的な条件と結果の間の関係を説明するものであるから、理論の成立に必要な条件がそろっているならば、同様な条件の下で必ず同様な結果が発生する。本章では、理論の成立に必要な条件に着目し若干の理論的な考察を行い、序論で概説した本書の理論的な背景や分析の枠組みを明らかにする。第1節では為替レート決定理論の資産市場アプローチを述べ、第2節では資産選択の理論を取りあげ、資産選択による一般均衡的な為替レート決定の枠組みを説明する。続いて、第3節では資産市場アプローチに属する一般均衡的な計量モデルを解説する。

第1節 資産市場アプローチ

為替レートが資産市場における需給均衡の過程で決定される、と考える諸理論は資産市場アプローチと呼ばれている。これには、貨幣市場の均衡に中心的な役割を持たせる狭義の資産市場アプローチである貨幣的アプローチと、貨幣や証券等のより広い範囲での金融資産選択の過程を重視する資産選択アプローチ(ポートフォリオ・バランス・アプローチ)とが含まれる。本書では一般均衡的な分析手法をとるので、当然、後者の資産市場アプローチが適用される。

通常、この理論は後述のブランソンのモデルにより説明される。それは各金融資産(負債)の需要を主に各金融資産の収益率の関数として特定化し、それらを与えられた各資産(負債)の供給額と均衡させるように同時に解くことによって為替レートを含む各金融資産の価格を求めるというものである。しかし、このような特定化は幾つかの仮定的な条件に依存している。冒頭で述べたように、どんな理論でも条件付きのものであるので、その理論を応用するとき、仮定に注意する必要がある。資産市場アプローチは次の三つの仮定を前提としている。

- (1) 外国証券と自国証券が完全に代替的であること
- (2) 為替レート予想に関する仮定
- (3) 金融資産市場の即時的調整

仮定(1)は自国証券と外国証券が無差別であり、互いに完全に交換できることを意味する。仮定(2)は、予測期の為替レートがどんなプロセスで予想されるか、或いは、それがどんな関数にしたがっているかについての仮定である。本来、予想値や予測値を引き出す

のは為替レート決定理論の究極的な役目であるが、ここではもし為替レートの予測値を直接に求めることができれば、為替レート決定理論や本書のような一般均衡モデルにより為替レートを求める試みはもはや必要がなくなる。このようなことが不可能であるからこそ、この為替レート決定理論の接近方法が生まれたのである。つまり、これはこの予想の段階においてある程度予測期の為替レートに接近して、それをモデルにフィードバックし、そして次の段階の接近を繰り返すという考え方である。したがって、この為替レート予想に対して回帰的予想や完全予見など色々な為替レートの予想式が仮定されているが、それらは独自に為替レートの決定式にはなれない。仮定(3)は実物資産の調整速度に比べて、金融資産の方が遙かに速いということから考え出されたものである。

多くの自然科学の理論の仮定的な条件は人為的に作り出すことができるが、経済学の世界においては、このようなこと、いわゆる管理実験が不可能であるため、これらの仮定がどれでも厳しいものであるにも関わらず、分析において無視されざるを得ない場合が多い。金融の自由化や国際化が完全に達成されたら、内外証券が完全な代替物になると考えられるが、現実にはその段階にはまだ至っていない。また、序論のところで述べたように、投機的な不確実性は精緻なモデルで描写することはできても、計測の手段に制約が存在するため、現在のところそれを十分にとらえることができないと思われる。管理実験が不可能である世界においては、理論と現実との間のギャップが付きまとうものであるので、このような理論はあくまでも元々観察することが不可能なことをある程度観察できるようにするものに過ぎないので、その利用価値もそこにあると思われる。したがって、理論を応用しようとするとき、その理論の限界、その本質的なものを把握しなければならない。

この三つの仮定のもとで、資産市場アプローチの金利裁定条件(或いは、金利平價)が成立する。その金利裁定条件は次のようなものである。

ここでは、日米両国の金利裁定について考える。

日本の投資主体がQ円をドルに替えてドル資産に投資する場合、裁定条件は次のようになる。

$$Q(1+i^J) = [(1+i^U)Q/S_t]S_{t+1} \quad (1-1)$$

ただし、 i^J と i^U はそれぞれ日本とアメリカの金利、 S_t と S_{t+1} は今期と投資満期時の円対ドルの直物為替レートである。(1-1)は右辺の今期の Q/S_t ドルをドル資産に投資する場合の期末収益 $(1+i^U)Q/S_t$ を次期の為替レートで円に建て直せば、左辺のQ円を直接に円資産に投資する場合の収益に等しければ、どの資産に投資しても無差別であるということの意味する。ここで、 i^J 、 i^U および S_t を今期ですでに決まったものとするれば、ドル資産への投資により利益を得るには、 S_{t+1} の減価しか期待できない。つまり、ドル高と予想された時ドル資産を買い、ドル安と予想された時ドル資産を売るという投機である。このような調整が仮定(3)により即時に行われるため、(1-1)の等号が常に保たれるわけである。もちろん、(1-1)の成立も仮定(1)の内外資産の完全代替性と仮定(2)の投資満期時の為替レート S_{t+1} を何らかの方法で予想できることを前提としている。この予想直物為替レート S_{t+1}^e を(1-1)の S_{t+1} に代入し、両側のQを消去すれば、(1-1)は、

$$(1+i^J) = [(1+i^U)/S_t]S_{t+1}^e \quad (1-2)$$

となり、これはカバーなしの金利裁定条件と呼ばれる。しかし、もし実際には S_{t+1} が増価に