

内生的貨幣供給と日本の金融政策

松 本 直 樹

1 は じ め に

日本銀行の金融政策をめぐる、いわゆるマネーサプライ論争があったことは、記憶に新しいところである。論争の当事者の一人である岩田 (1992, 1993 a, 1993 b) は、マネーサプライの乱高下を招いた日本銀行の金融政策そのものが、バブルを発生させ、そして崩壊¹⁾させた原因であるとして、マネーサプライを軽視した金融政策を批判する。これに対して、もう一方の当事者である翁 (1991, 1992 a, 1992 b, 1993) は、マネーサプライを中心にした金融政策に対して懐疑的な態度をとっている。

小論の目的は、金融政策に対する日本銀行の基本的なスタンスが明らかになるような簡単なモデルを構築し、それによって過去の金融政策の評価を試みることである。まず第2節でマネーサプライ論争を簡単に整理し、主張の相違が、マネーサプライを外生変数と見るか内生変数と見るかの違いであることを明らかにする。つづく第3節では、マネーサプライを外生変数とする場合と、内生変数とする場合のモデルをそれぞれ提示する。つぎに第4節で、モデル分析の結果をもとに、日本の金融政策を検討する。第5節では、残された問題を整理する。

1) たとえば、岩田 (1993 a: p. 2) を参照。

2 マネーサプライ論争と日銀理論

本節では、今回のマネーサプライ論争について簡単に整理しておく。²⁾ まず、今回の論争の直接の対象となっている 1980 年代後半以降の現実の動きを見ることにしよう。いわゆるバブルという言葉が示すように、株価・地価ともに 80 年代後半に急上昇し、90 年代に入ってから急激に下落している（図 1 および図 2 参照）。貨幣量の動きを見ると（図 3 参照）、80 年代後半に増加率が上昇し、90 年代に入ってから低下、92 年後半にはマイナスを記録している。またマーシャルの k の動きを見ると（図 4 参照）、株価・地価の動きと歩調を合わせるように一つの山をつくっている。このように見ると、株価・地価の動きと貨幣量の動きとの間には、何らかの関係があると考えられよう。岩田の主張は、貨幣量の変動が原因で株価・地価が変動したのであり、日本銀行はハイパワード・マネーのコントロールを通じてマネーサプライをコントロールすべきであった、ということである。これに対して翁は、日本銀行はハイパワード・マネーをコントロールすることはできないと反論する。

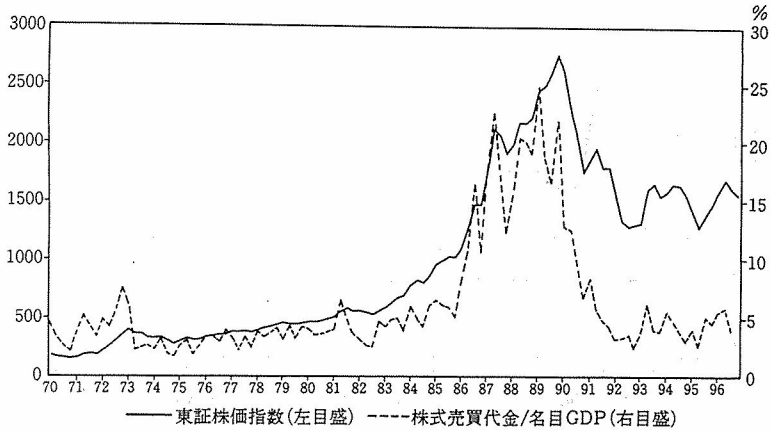
この論争の中心にあるのは、いわゆる「日銀理論」である。岩田は、³⁾「日銀理論」を次の 3 点に要約している。

1. 日本銀行はハイパワード・マネーをコントロールすることはできない。
2. 日本銀行はハイパワード・マネーをコントロールできなくても、コール・手形レートを直接変化させることによって、市場の金利を変化させたり、マネーサプライを変化させることによって金融政策を運営できる。

2) マネーサプライをめぐるのは、過去にも論争があった。この点については、黒田（1995）を参照。

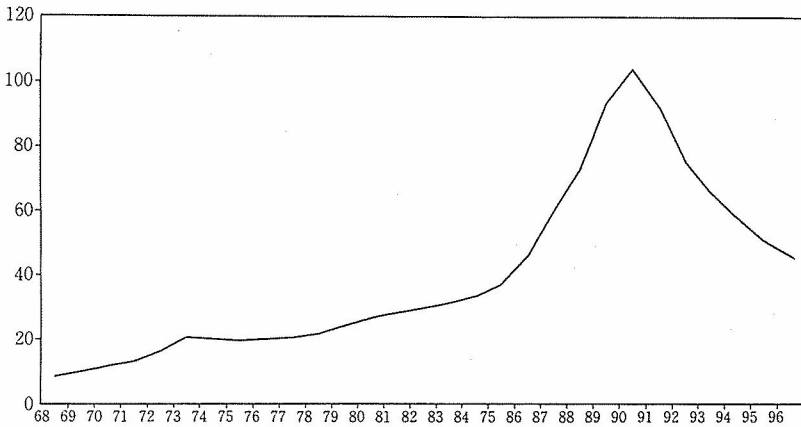
3) 岩田（1993 a: pp. 7-8）

内生的貨幣供給と日本の金融政策



データの出所：日本経済新聞
 東京証券取引所『東証統計月報』
 経済企画庁『国民経済計算年報』

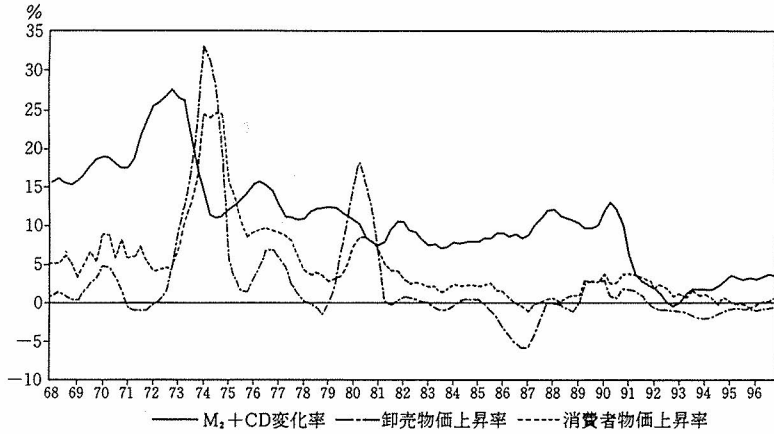
図1 株式市場



データの出所：日本不動産研究所『市街地価格指数』

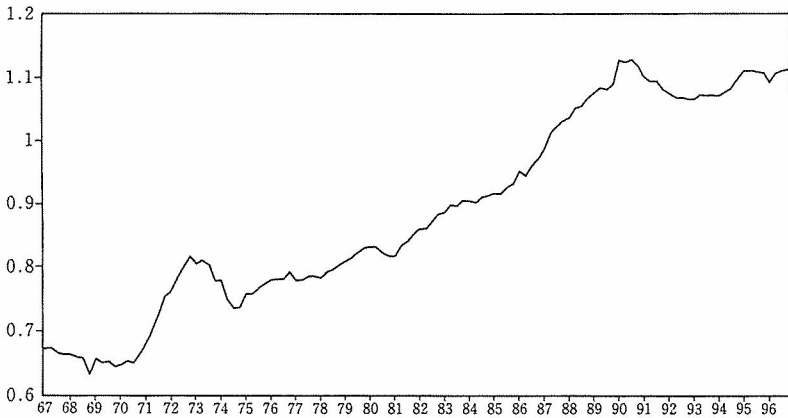
図2 六大都市市街地価格指数 (1990年3月末=100)

内生的貨幣供給と日本の金融政策



データの出所：日本銀行『経済統計月報』
日本銀行『物価指数月報』
総務庁『物価統計月報』

図3 貨幣量と物価の変化（対前年同期比％）



データの出所：日本銀行『経済統計月報』
経済企画庁『国民経済計算年報』

図4 マーシャルの k ($M_2 + CD$ / 名目 GDP)

3. マネーサプライの変化は経済活動の結果であって、日本銀行の金融政策とは関係がない。

岩田は、日本銀行はこのような「日銀理論」を放棄して、ハイパワード・マネーをコントロールすべきであると主張する。これに対して翁は、基本的に後積み方式の準備預金制度のもとでは、日本銀行はハイパワード・マネーを受動的に供給せざるをえないとしている。⁴⁾

それでは、「日銀理論」を基礎とした場合、金融政策の起点は何であろうか。翁によれば、それは利率率であり、次のように考えられている。

「日本銀行は通常の場合、金融政策スタンスの基本的シグナルとしては公定歩合を用い、日常的なシグナルとしては準備供給のペース（いわゆる積み進捗率）を用いて（早く積ませる時は金利低下方向、遅く積ませる時は金利上昇方向）、短期金利を誘導している。」⁵⁾

そして翁は、日本銀行は、「1988年11月の短期金融市場改革以降はオーバーナイト金利を操作目標金利⁶⁾」として金利操作を実施しているというのである。

このように見てくると、マネーサプライ論争は、ハイパワード・マネーのコントローラビリティに関わる論争であることがわかる。さらに、日銀理論を支持する立場と支持しない立場との違いは、マネーサプライを内生変数と考えるか、外生変数と考えるかの違いであると見ることができよ

4) たとえば、翁（1991：p. 1）や翁（1993：p. 46）を参照。

5) 翁（1993：p. 54）

6) 翁（1993：p. 57）

7) もし日本銀行が「日銀理論」に基づいて金融政策を実施しているとするならば、その政策を評価するためには、マネーサプライを内生変数としたモデルを用いて考察することが必要であると考えられる。そこで次節では、マネーサプライを外生変数とした場合と内生変数とした場合の双方についてモデル分析を行い、日本銀行の金融政策について考えることにしたい。

3 貨幣供給とマクロ・モデル

3.1 基本モデル

まず、基本的なマクロ・モデルを考えてみよう。封鎖経済を前提とすると、体系は次のように示される。

$$\dot{P} = \alpha (y - y^*) \quad (1)$$

$$\dot{y} = \beta \left[I(i) - S\left(y, \frac{M}{P}\right) \right] \quad (2)$$

$$I_i \equiv \frac{dI}{di} < 0, \quad S_y \equiv \frac{\partial S}{\partial y} > 0, \quad S_m \equiv \partial S / \partial \left(\frac{M}{P} \right) < 0$$

$$L(y, i) = \frac{M}{P} \quad (3)$$

ここで、各記号の意味は次のとおりである。

P ：物価水準， y ：実質所得， y^* ：完全雇用所得， I ：投資， i ：利率， S ：貯蓄， M ：貨幣供給量， L ：実質貨幣需要

なお， $\alpha > 0$ ， $\beta > 0$ は調整係数である。

7) 翁 (1992 a: p. 109) は、次のように述べている。「前月の預金量と準備率からすでに決まっている所要準備を積ませる，ということはマネーサプライの大宗をなす預金が準備量を決めているということであり，岩田教授の想定とは逆の因果関係を意味している。」

(1)式は、現実の所得水準と完全雇用所得水準とに差があれば物価が変動することを示している。(2)式は、生産物市場の需給関係によって所得水準が変動することを示している。(3)式は、貨幣市場の均衡条件であり、貨幣市場は瞬時に均衡が成立すると仮定されている。

3.1.1 貨幣供給が外生変数のケース (基本モデル)

まず、貨幣供給が外生的であると仮定して、モデルを検討してみよう。(3)式から、次式を導出することができる。

$$i = i(y, P; M) \quad (4)$$

$$i_y \equiv \frac{\partial i}{\partial y} = -\frac{L_y}{L_i} > 0, \quad i_P \equiv \frac{\partial i}{\partial P} = -\frac{M}{P^2 L_i} > 0,$$

$$i_M \equiv \frac{\partial i}{\partial M} = \frac{1}{P L_i} < 0$$

(4)式を (2)式に代入してモデルを整理すれば、基本モデルは次のようになる。

$$\dot{P} = \alpha (y - y^*) \quad (1)$$

$$\dot{y} = \beta \left[I(i(y, P; M)) - S\left(y, \frac{M}{P}\right) \right] \quad (5)$$

両式を、それぞれ均衡点の近傍でテーラー展開して一次近似し整理すれば、次のようになる。ただし、アスタリスクはその変数の均衡値を示している。

$$\begin{bmatrix} \frac{d}{dt} (P - P^*) \\ \frac{d}{dt} (y - y^*) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0 & \alpha \\ \beta \left(I_i i_P + \frac{S_m M}{P^2} \right) & \beta (I_y i_y - S_y) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} P - P^* \\ y - y^* \end{bmatrix} \quad (6)$$

ここから特性方程式を求めると、

$$\lambda^2 - \beta(I_i i_y - S_y)\lambda - \alpha\beta\left(I_i i_p + \frac{S_m M}{P^2}\right) = 0 \quad (7)$$

$$-\beta(I_i i_y - S_y) > 0$$

$$-\alpha\beta\left(I_i i_p + \frac{S_m M}{P^2}\right) > 0$$

となり、体系は動学的に安定であることを確かめることができる。

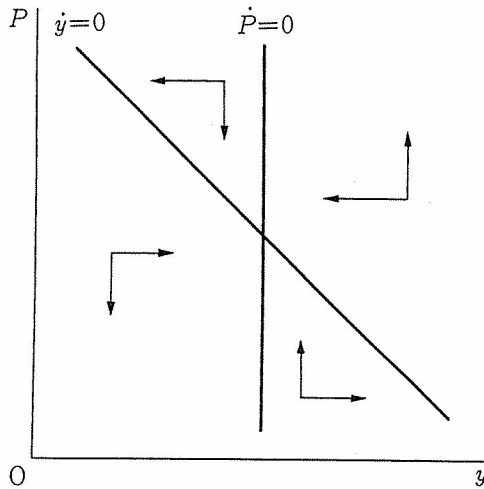


図5 基本モデル

ここで、比較静学を行ってみよう。均衡状態は次の2式で示される。

$$y - y^* = 0 \quad (8)$$

$$I(i(y, P; M)) - S\left(y, \frac{M}{P}\right) = 0 \quad (9)$$

両式を全微分して整理すれば、次のようになる。

$$\begin{bmatrix} 0 & 1 \\ I_i i_P + \frac{S_m M}{P^2} & I_i i_y - S_y \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dP \\ dy \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0 \\ -\left(I_i i_M - \frac{S_m}{P}\right) dM \end{bmatrix} \quad (10)$$

外生変数（政策変数）である貨幣量の変化が物価水準と所得におよぼす影響は、次に示すとおりである。

$$\frac{dP}{dM} = \frac{P}{M} \quad (11)$$

$$\frac{dy}{dM} = 0 \quad (12)$$

すなわち、貨幣量の変化は物価水準を同率で変化させ、貨幣数量説が成立する。また、貨幣量の変化によって所得水準は影響を受けない。

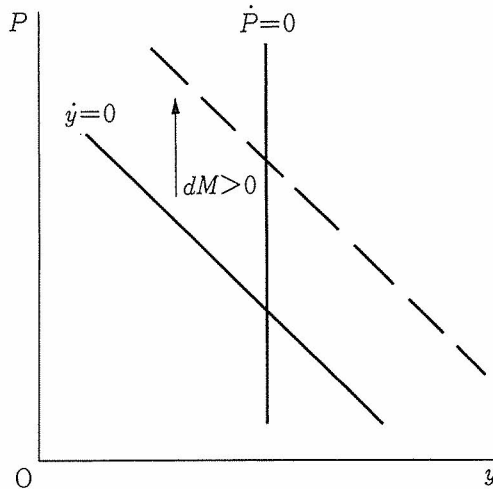


図6 貨幣量の変化（基本モデル）

3.1.2 貨幣供給が内生変数のケース（基本モデル）

つぎに、貨幣供給が内生変数であると仮定して、モデルを構築してみよう。（3）式から、貨幣供給量は次式によって決定されることになる。

$$M = M(y, P; i) \quad (13)$$

$$M_y \equiv \frac{\partial M}{\partial y} = PL_y > 0, \quad M_P \equiv \frac{\partial M}{\partial P} = \frac{M}{P} > 0,$$

$$M_i \equiv \frac{\partial M}{\partial i} = PL_i < 0$$

(13)式を（2）式に代入すれば、体系は以下の2式によって構成されることになる。

$$\dot{P} = \alpha(y - y^*) \quad (1)$$

$$\dot{y} = \beta \left[I(i) - S\left(y, \frac{M(y, P; i)}{P}\right) \right] \quad (14)$$

両式をそれぞれ均衡点の近傍でテーラー展開して一次近似し整理すれば、次式が得られる。

$$\begin{bmatrix} \frac{d}{dt}(P - P^*) \\ \frac{d}{dt}(y - y^*) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0 & \alpha \\ 0 & -\beta \left(S_y + \frac{S_m M_y}{P} \right) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} P - P^* \\ y - y^* \end{bmatrix} \quad (15)$$

この式の右辺の係数行列から明らかなように、体系はたかだか中立安定となり、したがって物価水準が決定されないことになってしまう。

3.2 内生的貨幣供給モデル

前節の分析から、貨幣供給を内生変数とした場合、基本モデルでは物価が決定されないことが確認された。そこで、物価が生産者の行動から決ま

ると仮定してモデルを構築してみよう。ここでは、企業が、貨幣賃金率を所与として、実質賃金率が労働の限界生産力に等しくなるように生産物価格を設定すると仮定する。そうすると、物価決定式は、次式で示される。

$$P = P(y; W) \quad (16)$$

$$P_y \equiv \frac{\partial P}{\partial y} > 0, \quad P_W \equiv \frac{\partial P}{\partial W} > 0$$

物価が生産者によって決定され、かつ貨幣供給が内生的な場合、体系は次のように示される。

$$0 = P - P(y; W) \quad (16)$$

$$\dot{y} = \beta \left[I(i) - S\left(y, \frac{M(y, P; i)}{P}\right) \right] \quad (14)$$

両式を均衡点の近傍でテーラー展開して一次近似し整理すると、

$$\begin{bmatrix} 0 \\ \frac{d}{dt}(y - y^*) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & -P_y \\ 0 & -\beta \left(S_y + \frac{S_m M_y}{P} \right) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} P - P^* \\ y - y^* \end{bmatrix} \quad (17)$$

となる。これより、特性根 η を求めると、

$$\eta = -\beta \left(S_y + \frac{S_m M_y}{P} \right) \quad (18)$$

となる。以下の分析では、 $\eta < 0$ を仮定する。

ここで、比較静学を行ってみよう。均衡状態は、次の2式で示される。

$$P - P(y; W) = 0 \quad (16)$$

$$I(i) - S\left(y, \frac{M(y, P; i)}{P}\right) = 0 \quad (19)$$

両式を全微分して整理すると、次のようになる。

内生的貨幣供給と日本の金融政策

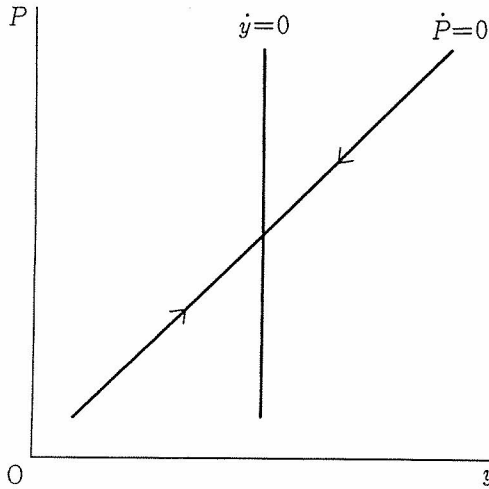


図7 内生的貨幣供給モデル

$$\begin{bmatrix} 1 & -P_y \\ 0 & -\left(S_y + \frac{S_m M_y}{P}\right) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dP \\ dy \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} P_w dW \\ -\left(I_i - \frac{S_m M_i}{P}\right) di \end{bmatrix} \quad (20)$$

利子率の変化が物価水準と所得水準におよぼす影響は、次のようになる。

$$\frac{dP}{di} = \left(I_i - \frac{S_m M_i}{P}\right) P_y / \left(S_y + \frac{S_m M_y}{P}\right) < 0 \quad (21)$$

$$\frac{dy}{di} = \left(I_i - \frac{S_m M_i}{P}\right) / \left(S_y + \frac{S_m M_y}{P}\right) < 0 \quad (22)$$

金融引締め政策として利子率を上昇させれば、物価の下落と所得の減少が生じ、金融緩和政策として利子率を引き下げれば、物価上昇と所得増加が生じる。(図8参照)

貨幣貸金率の変化が物価と所得におよぼす影響は、次のとおりである。

内生的貨幣供給と日本の金融政策

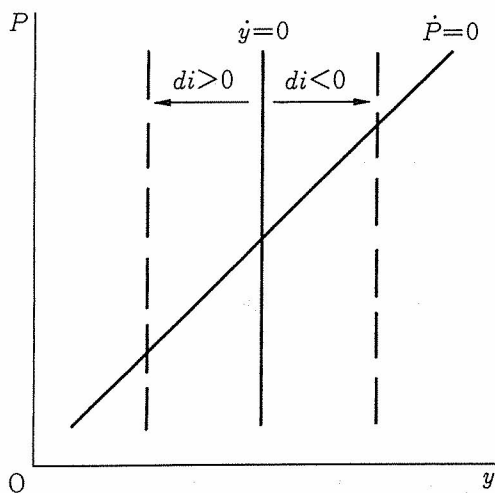


図8 金融政策（内生的貨幣供給モデル）

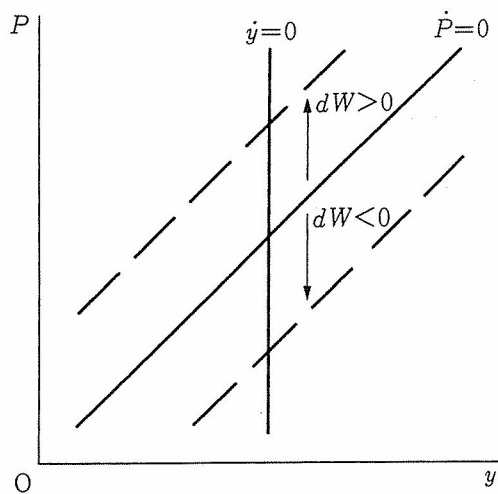


図9 貨幣賃金率の変化（内生的貨幣供給モデル）

$$\frac{dP}{dW} - P_w > 0 \quad (23)$$

$$\frac{dy}{dW} = 0 \quad (24)$$

すなわち、貨幣賃金率の上昇は物価を上昇させるだけで、所得には影響をおよぼさない。

4 モデル分析の結果と 70 年代以降の動向

日本銀行関係者の主張、すなわち経済活動の結果まずマネーサプライが決まり、それに応じてハイパワード・マネーの供給量が決定されるという立場は、言い換えれば、マネーサプライを内生変数とみる立場である。これをモデル化したのが、前節の内生的貨幣供給モデルである。ここでは、利子率が当局のコントロールできる政策変数になっており、これを操作することによって、(21)式と(22)式で示されるように、物価と所得が影響を受ける。金融緩和政策として利子率を引き下げれば、物価上昇と所得増加が生じ、金融引締め政策として利子率を引き上げれば、物価が下落し所得が減少する。利子率を操作したときの貨幣量の変化は、(13)式から、

$$\frac{dM}{di} = M_y \frac{dy}{di} + M_p \frac{dP}{di} + M_i < 0 \quad (25)$$

となって、利子率の引き下げ（引き上げ）により、貨幣量が増加（減少）することがわかる。さらに、マーシャルの k への影響を調べてみよう。マーシャルの k は、

$$k = \frac{M}{P_y} \quad (26)$$

で定義され、利子率を操作したときのマーシャルの k の変化は、次式で示される。

$$\frac{dk}{di} = \frac{M}{Py} \left[\frac{1}{y} \left(\frac{\partial L}{\partial y} \frac{y}{L} - 1 \right) \frac{dy}{di} + \frac{PL_i}{M} \right] \quad (27)$$

ここで、貨幣需要の実質所得弾力性を 1 と仮定すれば、⁸⁾

$$\frac{dk}{di} = \frac{L_i}{y} < 0 \quad (28)$$

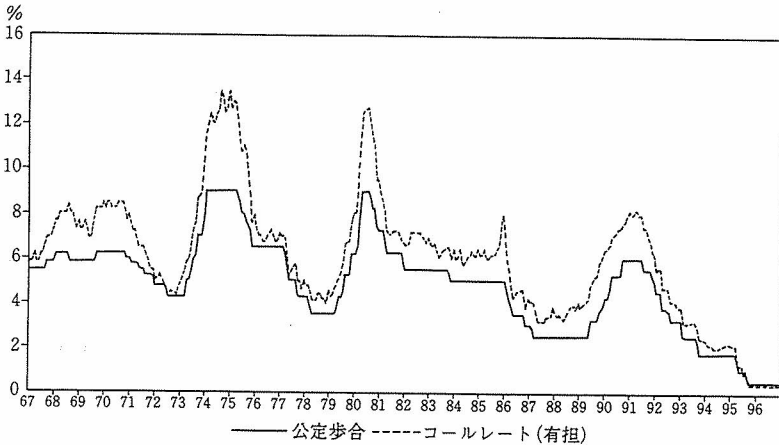
となる。つまり、金融緩和政策として利子率を引き下げればマーシャルの k は上昇し、金融引締め政策として利子率を引き上げればマーシャルの k は下落する。

そこで、もう一度現実の動きに戻ってみよう。まず利子率の動きを見ると（図 10 参照）、80 年代後半に公定歩合とコールレートは急激な下落と急上昇を示し、90 年代に入ってから再び急低下している。一方、マネーサプライの増加率は、80 年代後半に上昇し 90 年代に入ってから急激に低下している（図 3 参照）。これは（25）式の結果と符合している。また、マーシャルの k の動きを見ると（図 4 参照）、80 年代後半に上昇し 90 年代に入ってから低下しており、これも（28）式の結果と符合しているのである。つまり、日本の金融政策は利子率のコントロールにより実施されているという日本銀行関係者の主張は、小論の内生的貨幣供給モデルによって理解することができるのである。マネーサプライ論争との関連で言い換えれば、日本銀行は、結果的に貨幣量の増加率が急激に上昇しそして急激に下落するような利子率操作を行ったということになる。⁹⁾

8) Friedman (1974: p. 42; 邦訳 p. 61) を参照。

9) この点について、堀内（1993: p. 81）は次のように述べている。「率直に言って、評者には日本銀行がどのような金融調節方式を採用すべきかという問題は些末な問題のように思われる。日本銀行がコールレート・コントロールの方式を採用しているという前提に立てば、マネーサプライ増加を防止することは、1980 年代後半の日本銀行のコールレートの目標値をより高い水準に設定すべきだったということになるにすぎない。あるいは、不必要な低金利政策が、資産価格の急騰の基本的原因だったといっても良い。」

内生的貨幣供給と日本の金融政策



データの出所：日本銀行『経済統計月報』
日本経済新聞

図10 公定歩合とコールレート

ところで、貨幣量の急激な変化は、1970年代はじめにも見られる。70年代に入って利子率は低下し、そして72年末には上昇に転じ、73年半ばから75年はじめにはかなりの高金利が続いている(図10参照)。この時期、貨幣量の増加率は急激に上昇しそして下落しているのである(図3参照)。また、マーシャルの k も、大きな変動を示している(図4参照)。70年代前半の動きも、内生的貨幣供給モデルによって理解することができよう。

しかしながら、70年代前半と80年代後半以降の二つの時期で大きく異なっている点がある。それは、物価の動向である(図3参照)。70年代前半には、貨幣量が増加した後物価水準が急激に上昇している。もちろんこれには、第1次石油ショックの影響が大きく関係しているであろう。しかし、貨幣量の増加がなければ、その影響を軽減することができたかもしれない。これに対して、80年代後半以降の時期には、物価水準はきわめて安定している。その代わり、株価と地価が高騰した。つまり、利子率操作

の結果生じた貨幣量の増加が、70年代には物価水準に影響を与え、80年代後半には株価と地価に影響をおよぼしたと考えられるのである。これに関連して、一つの目安となるのが名目GDPに対する株式売買代金の比率である（図1参照）。これは、株式市場のもつ重要性を示す一つの指標と考えられる。70年代前半に比べて80年代後半には、その比率がきわめて高いことが読みとれよう。

ところで、これら二つの時期の間の期間（1970年代後半から1980年代半ば）は、少し状況が違っているようである。利子率がかかなり変動しているにもかかわらず、マーシャルの k は安定的に推移している。この期間は、日本銀行がある程度マネーサプライの動向に注意を払っていた期間である。それは、つぎのような表現に現れている。

「実際の政策運営にあたっては、その時のマネー・サプライ残高の伸びの下で、いかなる経済の状態が実現しているかを常に分析しながら、目先格別の問題がないと判断される場合には、そのマネー・サプライの伸び率をできるだけ維持していく方向で政策運営を行い、また問題があると思われる場合はその原因を分析し、先行きマネー・サプライの伸び率を修正する方向で政策運営を再検討するというやり方の繰返しによって臨んでいくことが、現実的な政策態度である¹⁰⁾と考える。」

もし70年代半ばから80年代半ばの期間に、日本銀行がマネーサプライをコントロールしていたとすれば、異なったモデルを考える必要があろう。¹¹⁾

10) 日本銀行（1975：pp. 10-11）

11) 物価水準が生産者によって決定され、貨幣供給が外生的であるモデルについては、補論を参照。

5 残された問題——むすびに代えて——

小論の分析で明らかになった点をまとめておこう。まずマネーサプライ論争における日銀関係者の主張から読みとれることは、日本銀行は、利子率を操作することによって金融政策を実施しようとしており、貨幣供給を内生変数と考えているということである。きわめて素朴な形ではあるが、これを具体的に示したのが小論の内生的貨幣供給モデルである。このモデルを用いた分析で明らかになったことは、もし貨幣供給が内生変数であるとするれば、金融緩和政策として利子率を引き下げればマーシャルの k が上昇し、逆に金融引締め政策として利子率を引き上げればマーシャルの k が低下するということである。ここで、もしマーシャルの k と資産価格の間に、前者から後者への何らかの因果関係があるとすれば、80年代後半以降のバブルの発生と崩壊は、日本銀行の政策によってもたらされた可能性があるということになろう。また、マーシャルの k と物価水準との間に何らかの因果関係があるとすれば、70年代前半の物価変動についても説明することができるかもしれない。そうだとすれば、貨幣量の安定、あるいはマーシャルの k の安定をめざした金融政策を実施することが、マクロ経済の安定につながると考えられよう¹²⁾。

しかしながら、この結論には、多くの留保条件がつけられねばならない。まず第一に、マーシャルの k と資産価格あるいは物価との間に因果関係があるかどうかを調べなければならない。第二に、提示したモデルは封鎖経済モデルであり、より現実に即した分析を行うためには、変動為替レート制を前提とした開放経済モデルを用いる必要がある。第三に、バブルの時期を対象とする場合には、資産市場の分析に株式と土地の存在を明示

12) 原田・牧(1993)も参照。

的に考慮することが必要である。¹³⁾ 第四に、小論では恣意的に物価決定式((16)式)を導入したが、現実には物価がどのように決定されるかは実証分析を積み重ねる必要がある。

補論：外生的貨幣供給モデル

ここでは、物価は生産者の行動から決まるが、貨幣供給は外生的であるケースについてモデルを示しておこう。

$$0 = P - P(y; W) \quad (16)$$

$$\dot{y} = \beta \left[I(i(y, P; M)) - S\left(y, \frac{M}{P}\right) \right] \quad (5)$$

両式を均衡点の近傍でテーラー展開して一次近似し整理すると、次式が得られる。

$$\begin{bmatrix} 0 \\ \frac{d}{dt}(y - y^*) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & -P_y \\ \beta \left(I_i i_P + \frac{S_m M}{P^2} \right) & \beta (I_i i_y - S_y) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} P - P^* \\ y - y^* \end{bmatrix} \quad (29)$$

これより特性根を求めると、次式のようになる。

$$\omega = \beta \left[(I_i i_y - S_y) + \left(I_i i_P + \frac{S_m M}{P^2} \right) P_y \right] < 0 \quad (30)$$

したがって、体系は動学的に安定である。

ここで、比較静学を行ってみよう。均衡状態は、以下の2式で示される。

$$P - P(y; W) = 0 \quad (16)$$

13) この点に関しては、吉川(1996:第6章)を参照。

$$I(i(y, P; M)) - S\left(y, \frac{M}{P}\right) = 0 \quad (9)$$

両式を全微分して整理すると、次式が得られる。

$$\begin{bmatrix} 1 & -P_y \\ I_i i_P + \frac{S_m M}{P^2} & I_i i_y - S_y \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dP \\ dy \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} P_w dW \\ -\left(I_i i_M - \frac{S_m}{P}\right) dM \end{bmatrix} \quad (31)$$

貨幣量の変化が物価と所得におよぼす影響は、以下のとおりである。

$$\frac{dP}{dM} = -\left(I_i i_M - \frac{S_m}{P}\right) P_y / \left[(I_i i_y - S_y) + \left(I_i i_P + \frac{S_m M}{P^2}\right) P_y\right] > 0 \quad (32)$$

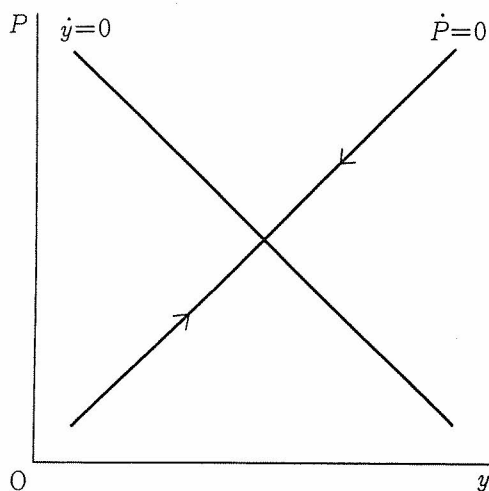


図 A-1 外生的貨幣供給モデル

内生的貨幣供給と日本の金融政策

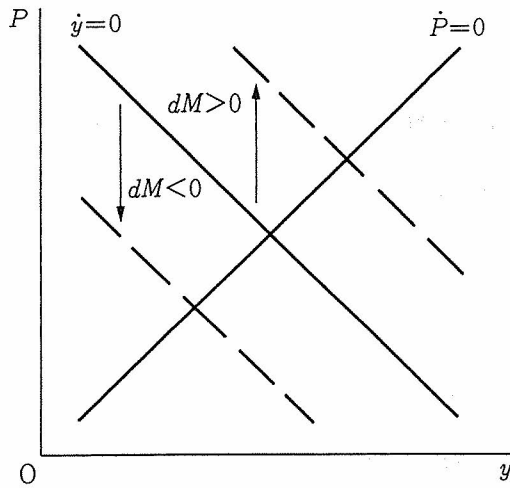


図 A-2 金融政策（外生的貨幣供給モデル）

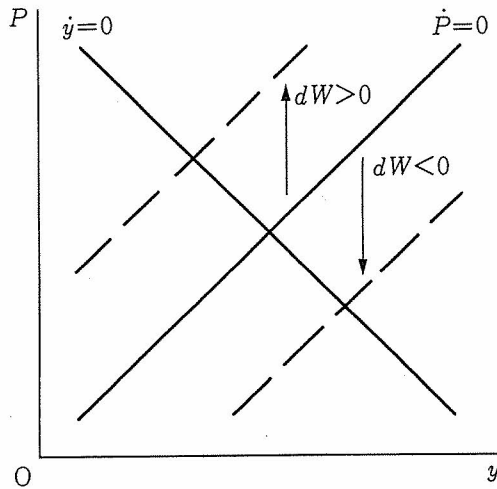


図 A-3 貨幣賃金率の変化（外生的貨幣供給モデル）

内生的貨幣供給と日本の金融政策

$$\frac{dy}{dM} = -\left(I_i i_M - \frac{S_m}{P}\right) / \left[(I_i i_y - S_y) + \left(I_i i_p + \frac{S_m M}{P^2}\right) P_y\right] > 0 \quad (33)$$

貨幣賃金率の変化が物価と所得におよぼす影響は、以下のとおりである。

$$\frac{dP}{dW} = P_w (I_i i_y - S_y) / \left[(I_i i_y - S_y) + \left(I_i i_p + \frac{S_m M}{P^2}\right) P_y\right] > 0 \quad (34)$$

$$\frac{dy}{dW} = -P_w \left(I_i i_p + \frac{S_m M}{P^2}\right) / \left[(I_i i_y - S_y) + \left(I_i i_p + \frac{S_m M}{P^2}\right) P_y\right] < 0 \quad (35)$$

なお、この外生的貨幣供給モデルは、実質的に、いわゆる総需要・総供給分析と同じものである。

参 考 文 献

- Friedman, M. (1974), "A Theoretical Framework for Monetary Analysis," in Gordon, R. J. (ed.), *Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate with His Critics*, The University of Chicago Press: 加藤寛孝訳 (1978)『フリードマンの貨幣理論—その展開と論争』マグロウヒル好学社
- 原田 泰・牧 寛久 (1993)「1980年代以降のマクロ金融政策の評価」貝塚啓明・原田泰編著『90年代の金融政策』日本評論社, 第6章所収
- 堀内昭義 (1993)「金融理論の展開と金融政策の課題: コメント論文」『金融研究』(日本銀行金融研究所) 第12巻第1号, 3月, pp. 78-83
- 岩田規久男 (1992)「『日銀理論』を放棄せよ」『週刊東洋経済』9月12日号, pp. 124-128
- 岩田規久男 (1993 a)『金融政策の経済学』日本経済新聞社
- 岩田規久男 (1993 b)「再考・日本の金融政策——ハイパワード・マネーのコントロールをめぐる——」『金融』(全国銀行協会連合会) No. 560, 11月, pp. 12-23
- 黒田晃生 (1995)「日本銀行の金融調節とハイパワード・マネー」『政経論叢』

内生的貨幣供給と日本の金融政策

- (明治大学) 第 63 巻第 1 号, 2 月, pp. 327 - 354
- 日本銀行 (1975) 「日本におけるマネー・サプライの重要性について」『調査月報』7 月, pp. 1 - 19
- 翁 邦雄 (1991) 「日本における金融調節」『金融研究』(日本銀行金融研究所) 第 10 巻第 2 号, 7 月, pp. 1 - 32
- 翁 邦雄 (1992 a) 「『日銀理論』は間違っていない」『週刊東洋経済』10 月 10 日号, pp. 106 - 111
- 翁 邦雄 (1992 b) 「政策論議を混乱させる実務への誤解」『週刊東洋経済』12 月 26 日号, pp. 142 - 147
- 翁 邦雄 (1993) 『金融政策』東洋経済新報社
- 吉川洋編著 (1996) 『金融政策と日本経済』日本経済新聞社

(1998 年 4 月 30 日受理)