

# 貨幣の流動性と交換方程式

山崎 匡毅

## I 問題の所在と分析視角

### I-1 フィッシャーの交換方程式の限界

第2次世界大戦後、先進国経済に指針を与えたケインズ主義が凋落すると共に、マネタリズムが急速に浸透してきた。マネタリストは経済政策において貨幣供給量を極端に重視するが、その思考の基礎にはI.フィッシャーの交換方程式が存在する。

周知のように、フィッシャーの交換方程式は、

$$M \cdot V = P \cdot Q \quad (1-1)$$

で表わされる。ここでMは貨幣量、Vはその流通速度、Pは一般の物価水準、Qはそれに対応する数量である。この式を一国の最終生産物の価値に適用すれば、交換方程式の所得形式

$$M = k \cdot Y \quad (k = 1/V) \quad (1-2)$$

が得られる。kはマーシャル(ないしケンブリッジのk)と呼ばれている。また、Yは国民所得である。

フィッシャーの交換方程式およびその所得形式は、定義式ないし恒等式である。そのため、大きな限界が存在する。すなわち、ケインズが指摘したように、PやQは様々な財の曖昧な混合物であり、それぞれ独立に求められるものではない。<sup>(註1)</sup>この意味で、PとQは仮想的経済変数である。<sup>(註2)</sup>マーシャルのkにしても、定義として[貨幣量/国民所得]という次元の量として求められるにすぎない。交換方程式の有するこの弱点は、前稿に示したΔ法によってある程度回避できるにしても、交換方程式を基点とする限り、その弱点を完全に克服することは不可能である。<sup>(註3)</sup>

それにもかかわらず、マネタリストが交換方程式から出発するのは、それが貨幣量と物価ないし国民所得との関係を示す唯一の確定的関係だからである。問題は、それらの経済変数が有する具体

的意味である。特に、貨幣(通貨)とは何か、という問題である。

貨幣を最も狭義にとれば、現金通貨であるが、これがすべてではない。貨幣形態としては、よく知られるように、その他に当座預金、普通・通知・別段預金、定期預金、CD、郵便預金等がある。通常、M<sub>0</sub>は流通現金と当座預金との和、M<sub>1</sub>はM<sub>0</sub>と普通・通知・別段預金との和、M<sub>2</sub>はM<sub>1</sub>と定期性預金とCDとの和、M<sub>3</sub>はM<sub>2</sub>に郵便預金等の和、として用いられている。

マネタリストは、貨幣量の指標としてM<sub>2</sub>を用いて、その物価との関係を議論する。しかし、この考え方には、大きな落とし穴が存在する。それは定期性預金を多く含むM<sub>2</sub>を貨幣の指標とする必然性である。定期性預金は、大衆が使わないで保蔵する貨幣形態であり、交換方程式を通じて物価へ影響を及ぼすと短絡的に考えることには疑問がある。保蔵貨幣が増加するだけでは、M<sub>2</sub>の指標がいくら増加しても、マネタリストのいうようには物価上昇は生じないかもしれない。

明らかに、貨幣はどこまで貨幣的かという問題であり、それは通常考えられるよりも厄介な問題である。貨幣の最も基本的機能を交換機能であるとすれば、最も貨幣的な形態は現金通貨であり、逆にそうでない形態は定期性貯蓄である。換言すれば、現金通貨が最も流動性の高い貨幣形態であり、逆に定期性貯蓄は最も退蔵性の高い貨幣形態である。

従来の分析においては、貨幣形態における流動性と退蔵性との間の相互関連性を曖昧にして議論してきた。マネタリストは貨幣供給量と物価水準を極度に重視する反面、通貨の回転率の変動を軽視してきた。<sup>(註4)</sup>すなわち、貨幣の流通速度の変動という面倒な問題を回避し、その問題を単にマーシャルのkの変動という形式論に摩り替えてしまった。この方法によれば、貨幣の流動性の高まり

は、単にマーシャルのkが低下するだけの形式論に還元されてしまうのである。

### I-2 貨幣の流動性・退蔵性とその可能性

かくして、マネタリストの方法の弱点は明らかである。マネタリストの見解によれば、貨幣供給量が一定に保持されるとき、物価はほぼ一定に維持される。ということは、貨幣の流通速度Vを一定とみなし、その変化率を無視している。流通速度Vはマネタリストのいうように大きく変化しないものであろうか。この点は後に論及するが、実は経済社会の激変期において、流通速度はかなり変動し、物価水準への影響もかなり大きい。さらには、金融革命と呼ばれる現象が進み、貨幣Mの概念が混乱するにつれて、ますます大きな問題となってくるであろう。<sup>(註4)</sup>

流通速度Vの変化は、具体的には貨幣の流動性の変化となって現われる。たとえM<sub>2</sub>が一定であるにしても、その一部が流動化して、物(財)と交換されれば、物価水準は上昇する。逆に、退蔵性向が強まれば、物価水準は下落する。この際、問題を面倒にしていることは、ある貨幣形態がいつまでもその貨幣形態にとどまっていなかったことである。たとえば、流動性の低い定期預金が現金化し、流動性が高まれば、たとえM<sub>2</sub>が一定であっても物価水準は上昇するであろう。もちろん、社会全体として流動性や退蔵性が一定に保たれるとすれば、そのような問題は発生せず、マネタリストの見解は妥当する。しかし、現実には後述するように、一国における現金貨幣や定期預金などの比率は傾向的に推移するだけでなく、社会の激動期には大きく変動し、流動性や退蔵性の変化も顕著に現われる。

昭和46年旧IMFの崩壊後の約2年間、周知のように、過剰流動性が生じた。マネタリストの見解によれば、この過剰流動性によって昭和48年後半からの物価騰貴が生じた。すなわち、この物価騰貴は、単に石油危機という外生的要因だけでなく、むしろ2年前からの貨幣供給量の増大に要因を求めるべきであるとの見解がなされた。貨幣供給量の増大が時間の遅れを伴い物価上昇に結びつくという現象は、アメリカなどほとんどの国にみられることから、マネタリストはそれを普遍的

経済現象であると主張し、経済政策に応用しようとする。

確かに、マネタリストの主張には、傾聴に値する多くの点があるとしても、それが唯一の正当な見解であるとは限らない。高度に複雑化している現代資本主義経済にあっては、マネタリストのいうような単純な経済原則では不十分である。また、マネタリスト的な経済政策によって、スタグフレーションに代表される経済問題を有効的に解決できるわけでもない。この点を明確にするためには、マネタリストが基礎とする貨幣の交換方程式の意義と限界を十分に論及しなければならない。

本稿における問題意識と分析視角は明らかである。第一に、貨幣供給量と物価の変動において、交換方程式の意義を再評価し、マーシャルのkの形式性を暴露することである。それは、前稿における交換方程式の再評価をマーシャルのkまで含めて敷衍することである。<sup>(註3)</sup>第二に、マネタリストが軽視した貨幣の流通速度の変動に関し、貨幣の流動性と退蔵性を考察することであり、その中で貨幣形態の可換性と物価変動の問題を分析することである。第三に、1970~80年の約10年間に焦点をあて、貨幣供給量、物価、国民総生産などの相関を実証的に分析し、この過程において、マネタリストとわれわれの考え方の相違を明確にすることである。最後に、このような実証的分析を踏まえ、マネタリストの経済政策の有効性と限界、さらには狭義の経済政策の限界について論述することである。

## II 若干の理論的展開

### II-1 Δ法による変換方程式の変形<sup>(註3)</sup>

経済変数の変動を考察するためには、Δ法を援用することが便利である。ある時点の経済変数の増加(減少)分をΔとし、それを交換方程式に適用すれば、

$$M \cdot \Delta V + V \cdot \Delta M = P \cdot \Delta Q + P \cdot \Delta Q \quad (2-1)$$

となる。この式を変形すると、

$$\frac{\Delta P}{P} = \frac{\Delta M}{M} + \frac{\Delta V}{V} - \frac{\Delta Q}{Q} \quad (2-2)$$

となる。すなわち、物価の上昇率は貨幣供給の増

加率と流通速度の上昇率との和から総生産量の増加率を差し引いたものに等しい。マーシャルの  $k$  を用いると、 $k=1/V$  であるから、(2-3) 式は、

$$\frac{\Delta P}{P} = \frac{\Delta M}{M} - \frac{\Delta k}{k} - \frac{\Delta Q}{Q} \quad (2-3)$$

と表わされる。いま、一国における貨幣の使用形態が不変であるとすれば、 $k$  は不変にとどまるから、(2-3) 式は、

$$\frac{\Delta P}{P} = \frac{\Delta M}{M} - \frac{\Delta Q}{Q} \quad (2-4)$$

と簡単化される。ここで、貨幣の供給弾力性を

$$\epsilon = \frac{\Delta Q}{Q} / \frac{\Delta M}{M} \quad (2-5)$$

と表わすとすれば、貨幣供給量の増加による物価の変動は、供給弾力性の大小に依存する。

もし、 $\epsilon=1$  であれば、貨幣供給量の増加に対して  $\Delta P/P=0$  となるから、物価は不変にとどまる。この状態は不完全雇用化におけるケインズ的世界に相応する。 $\epsilon=0$  であれば、貨幣供給の経済効果はすべて物価の変動に還元される。この場合は、マネタリストの世界に近いものといえる。現実には、多くの場合  $\epsilon$  は 0 と 1 との間になる。わが国では大雑把に言えば、高度成長期においては  $\epsilon=0.6\sim 0.7$  であったが、70年代の後半の低成長期においては  $\epsilon=0.3\sim 0.5$  である。この数字からも、わが国でも多少ケインズの世界からマネタリストの世界へシフトしたことがうかがえる。

一国における貨幣の使用形態が不変ではないとき——多くの場合社会の激変期に生ずる——においては、(2-4)式は妥当しなくなる。事実、1973年の石油危機時においては、(2-4)式の妥当性は失われている。このような場合は、(2-2)式ないし(2-3)式を用いる必要がある。この点における先進国の実証分析は後に述べるとする。

## II-2 流動性と退蔵性との可換性

これまでわれわれはフィッシャーの交換方程式を基点として話を進めてきたが、すでに指摘したように、このような思考方法には大きな限界が存在する。ケインズは交換方程式に関する無味乾燥な議論からの脱却を目指し、もっと実り多い形式を採用している。

ケインズは、貨幣需要の役割として取り引き動

機（ここでは予備的動機も含める）と投機的動機に区別する。貨幣需要を  $M$  とすれば、

$$M = M'_1 + M'_2 \quad (2-6)$$

と表わされる。ここで  $M'_1$  は取り引きに利用される貨幣需要であり、主として国民所得に関係している。 $M'_2$  は投機的利益のための貨幣需要であり、これは主として市場の利子率に関係している。もちろん、この区分は多分に便宜的なものであり、現実に  $M'_1$  と  $M'_2$  を区別することは不可能である。

ケインズは『一般理論』において交換方程式に關与する貨幣形態は  $M'_1$  であることを示唆しているが、それ以上の深入りは避けている。<sup>(註5)</sup>この点さらに敷衍すれば、次のようになるだろう。

いま、ケインズの区分法を援用して、貨幣形態  $M$  を

$$M = M_V + M_L \quad (2-7)$$

と表わす。 $M_V$  は交換に供せられる貨幣形態であり、ここでは流動貨幣と呼ぶ。 $M_L$  は退蔵性の貨幣形態であり、退蔵貨幣と呼ぶことにする。

問題は、 $M_V$  と  $M_L$  が不変ではなく、互に可変性を有することである。すなわち、流動貨幣から退蔵貨幣へ変換し、逆に退蔵貨幣から流動貨幣へ変換し、この過程の中で国民所得や物価水準が複雑に変動する。流動貨幣と退蔵貨幣の変換について形式的に分析すると次のようになる。

(2-7) 式に  $\Delta$  法を援用すると、

$$\Delta M = \Delta M_V + \Delta M_L \quad (2-8)$$

ここで、 $M_V$  は交換方程式に現われる貨幣形態であり、 $M_V = k' \cdot P \cdot Q$  となるから、(2-8) 式は、

$$\Delta M = \Delta(k' \cdot P \cdot Q) + \Delta M_L \quad (2-9)$$

になる。 $k'$  はマーシャルの  $k$  に対応するが、流動性の貨幣に対してのみ適用される。(2-9) 式は

$$\Delta M = k' \cdot P \cdot \Delta Q + k' \cdot Q \cdot \Delta P + P \cdot Q \cdot \Delta k' + \Delta M_L \quad (2-10)$$

であるが、両辺を  $k' \cdot P \cdot Q$  で除し整理すると、

$$\frac{\Delta P}{P} = \frac{M}{M_V} \cdot \frac{\Delta M}{M} - \frac{M_L}{M_V} \cdot \frac{\Delta M_L}{M_L} - \frac{\Delta Q}{Q} - \frac{\Delta k'}{k'} \quad (2-11)$$

が得られる。この式はさらに

$$\frac{\Delta P}{P} = \frac{\Delta M}{M} - \frac{\Delta Q}{Q} - \frac{\Delta k'}{k'} + \frac{M_L}{M_V} \left( \frac{\Delta M}{M} - \frac{\Delta M_L}{M_L} \right) \quad (2-12)$$

と変形される。k'を一定と仮定すれば、上式は、

$$\frac{\Delta P}{P} = \frac{\Delta M}{M} - \frac{\Delta Q}{Q} + \frac{M_L}{M_Y} \left( \frac{\Delta M}{M} - \frac{\Delta M_L}{M_L} \right) \quad (2-13)$$

になる。(2-12)式と(2-3)式を比較すれば、その意味は明らかになってくる。もし、 $\Delta M/M = \Delta M_L/M_L$ であれば、すなわち、全貨幣量の増加率が退蔵貨幣の増加率に等しいならば、(2-12)式の第4項は消去され、それは(2-3)式に一致する。この場合、明らかに流動貨幣の増加率も一致するから、全体の比率としては流動性と退蔵性が不変であることを意味する。つまり、全体として流動貨幣と退蔵貨幣の相対的変化が生じなければ、(2-3)式と(2-12)式は一致するという当然の帰結を得る。

さらに、(2-3)式と(2-12)式との比較から、次のことがわかる。両式の相違は、

$$\frac{M_L}{M_Y} \left( \frac{\Delta M}{M} - \frac{\Delta M_L}{M_L} \right) \quad (2-14)$$

である。もし $\Delta M/M > \Delta M_L/M_L$ であれば、(2-14)は正となり、物価を押し上げる力が働く。逆の場合は(2-14)は負となり、物価を押し下げる力が働く。すなわち、貨幣全体に比較して相対的に退蔵貨幣が減少する(つまり流動貨幣が増加する)場合、物価は上昇し、逆の場合は下落する。もちろん、全貨幣量Mが一定であっても( $\Delta M/M = 0$ )、流動性と退蔵性の変化によって物価は変動する。また、(2-14)の大きさの評価であるが、この項は $M_L/M_Y$ および $\Delta M/M - \Delta M_L/M_L$ が大きいほど大きくなる。換言すれば、流動貨幣に比して退蔵貨幣が大きいほど、また流動貨幣と退蔵貨幣の変換幅が大きいほど、それによる物価への影響は大きくなる。

従来の分析と本稿における分析方法の相違がここで明らかになる。従来の方法では、貨幣の流動性や退蔵性の変化に関する問題は、すべてマーシャルのkの変動という形式論で処理してしまう。われわれは、マーシャルのkの変

動だけでなく、貨幣形態を流動貨幣と退蔵貨幣に区分し、その可換性を通じて物価への影響を明確にする。

### III 方程式の実証および考察

#### III-1 貨幣供給量、物価およびマーシャルのk

前述した方程式を現実の経済に適用し、それがどの程度妥当するかを検討する。この際、貨幣供給の変化率 $\Delta M/M$ 、総数量の変化率 $\Delta Q/Q$ に対して、いかなる経済変数を対応させるかという問題がある。この点は、近似式にならざるをえないが、当面Mに対応する貨幣形態として $M_2$ を、 $\Delta Q/Q$ として実質GNPの変化率を適用する。また、現実の物価水準には、消費者物価指数、卸売物価指数、輸出入物価指数などの指標があるけれども、ここでは国内の総合的物価指数であるGNPデフレーターを用いる。もちろん、消費者物価指数を用いても、経済の激変期を除いてはそれほど大差はないであろう。

したがって、ここで用いる理論計算式は、(2-3)式を援用して、

$$\frac{\Delta P}{P} = \frac{\Delta M}{M} - \frac{\Delta Q}{Q} + \frac{\Delta k}{k}$$

但し、 $\Delta M/M$ として $M_2$ の変化率

表1 国民総生産、マネーサプライ、マーシャルのk

昭和年	国民総生産		日銀券 (末残高)	$M_1$ (末残高)	$M_2$ (末残高)	マーシャルのk(%)
	名目	実質				
42	44463	84567	34115	133688	340977	76.69
43	52703	95319	40419	151550	391538	74.29
44	62018	107035	48113	182825	463998	74.82
45	73128	117591	55560	213595	542373	74.17
46	80522	123104	64077	276931	673982	83.70
47	92313	134147	83107	345261	840405	91.04
48	112441	145977	100991	403115	981885	87.32
49	133922	144167	116678	449512	1094943	81.76
50	147874	147655	126171	499487	1253304	84.75
51	165695	155502	140200	561791	1422487	85.85
52	184368	163752	154380	607867	1580331	85.72
53	202708	172133	177093	689289	1789201	88.17
54	219336	181741	190686	710201	1937203	88.32
55	235734	189431	193472	695727	2069873	87.81

(注) 単位：国民総生産 10億円 日銀券・ $M_1$ ・ $M_2$  1億円

(備考) 経済企画庁、日本銀行の資料による

表2 わが国の物価計算値と実測値

昭和年	M <sub>2</sub> の変化率 (ΔM/M)	実質GNP の変化率 (ΔQ/Q)	マーシャルの kの変化率 (Δk/k)	物価上昇 理論値 (ΔP/P)	GNPデフ レーター 実測値	物価の理論 値と実測値 の誤差
43	14.8%	12.7%	-3.1%	5.2%	5.2%	0.0%
44	18.5	12.3	0.7	5.5	4.8	0.7
45	16.9	9.9	-0.9	7.9	7.3	0.6
46	24.3	4.7	12.8	6.8	5.2	1.6
47	24.7	9.0	8.8	6.9	5.2	1.7
48	16.8	8.8	-4.1	12.1	11.9	0.2
49	11.5	-1.2	-6.4	19.1	20.6	1.5
50	14.5	2.4	3.7	8.4	7.8	0.6
51	13.5	5.3	1.3	6.9	6.4	0.5
52	11.1	5.3	-0.2	6.0	5.7	0.3
53	13.1	5.1	2.9	5.1	4.6	0.5
54	8.4	5.6	0.2	2.6	2.5	0.1
55	6.8	4.2	0.6	2.0	3.1	1.1

(備考) 経済企画庁, 日本銀行の資料より作成

表3 主要3カ国の物価計算値と実測値

国名	西暦年	M <sub>2</sub> の変化率 (ΔM/M)	実質GNP の変化率 (ΔQ/Q)	マーシャルの kの変化率 (Δk/k)	物価上昇 理論値 (ΔP/P)	GNPデフ レーター 実測値	物価の理論 値と実測値 の誤差
アメリカ	1973	11.1%	5.8%	-0.4%	5.7%	5.7%	0.0%
	1974	9.2	-0.6	1.2	8.6	8.8	0.2
	1975	6.1	-1.1	-2.1	9.3	9.2	0.1
	1976	8.1	5.4	-2.5	5.2	5.2	0.0
	1977	10.4	5.4	-1.1	6.1	5.8	0.3
	1978	10.2	4.8	-1.7	7.1	7.3	0.2
	1979	7.2	3.2	-4.0	8.0	8.5	0.5
	1980	10.9	-0.2	2.1	9.0	9.0	0.0
イギリス	1973	27.5	8.3	10.1	9.1	7.2	1.9
	1974	12.9	-1.6	-0.7	15.2	15.4	0.2
	1975	7.1	-1.5	-14.2	22.8	26.7	3.9
	1976	11.6	4.2	-6.6	14.0	14.7	0.7
	1977	9.8	0.0	-1.3	11.1	13.9	2.8
	1978	14.6	3.9	-0.3	11.0	10.6	0.4
	1979	12.5	1.1	-3.2	14.6	14.8	0.2
	1980	18.2	-1.8	1.5	18.5	18.9	0.4
西ドイツ	1973	11.9	4.9	0.2	6.8	6.1	0.7
	1974	9.5	0.4	2.1	7.0	6.9	0.1
	1975	-2.0	-1.8	-6.6	6.4	6.7	0.3
	1976	7.5	5.3	-1.1	3.3	3.2	0.1
	1977	10.5	2.8	3.5	4.2	3.8	0.4
	1978	10.2	3.6	2.5	4.1	3.9	0.2
	1979	4.8	4.5	-3.3	3.6	3.8	0.2
	1980	4.6	1.8	-2.1	4.9	5.1	0.2

(備考) 『国際比較統計』(日本銀行調査統計局)の資料より作成

$\Delta Q/Q$  として実質 GNP の変化率  
(3-1)

となる。この近似式で導かれる物価の変化率と現実の GNP デフレーターを比較して、交換方程式の妥当性を検討する。

まず、わが国において計算の基礎となる若干の統計数値を表 1 に示す。また、この統計数値を近似的な理論式 (3-1) に適用して算出された物価上昇率と、現実的に計測された GNP デフレーターと比較して表 2 に示す。

第 2 表からわかるように、理論式 (3-1) は近似式であるにもかかわらず、実測値とかなりよく一致する。理論的に導かれた物価の変化率と現実の GNP デフレーターの絶対誤差は、2%以内となっている。この誤差は経済が順調に推移している時期にとくに小さくなるが、昭和46~49年のような変動期には若干大きくなる傾向がみられる。

次に近似的な理論式 (3-1) が他の先進国でどの程度妥当するかを調べてみよう。第一次石油危機以後について、アメリカ、イギリス、西ドイツの3カ国の結果を表 3 に示す。この表からもわかるように、理論式はかなりよく妥当する。物価変動率の激しいイギリスにおける誤差は若干大きくなっているものの、アメリカや西ドイツでは理論式は驚くほど妥当する。この結果は、われわれの方法の妥当性を示すと共に、フィッシャーの交換方程式の実証でもある。

### III-2 貨幣の流動化と物価変動

すでに述べたように、たとえ全貨幣量が不変であっても、貨幣の流動性と退蔵性の変化は物価水準を変動させる。貨幣の流動性、退蔵性および物価水準の関連は重要であるが、このような分析はかなりの困難に直面する。なぜならば、現実の経済においては流動貨幣と退蔵貨幣が明確に区別できず、公式統計もそのような観点から作られていないからである。

したがって、流動性や退蔵性に関しては、定性的な議論とならざるをえない。ここでは、公式統計

を参照しながら若干の考察を行う。貨幣の流動性や退蔵性に関して援用すべき方程式は、(2-12) 式ないし (2-13) 式であり、物価への影響は (2-14) で表わされる項で与えられる。この際すでに指摘したように、貨幣の流動性が大きくなれば物価は上昇し、逆に退蔵性が大きくなれば物価は下落する傾向が生ずる。この点は、全貨幣供給量さえ適正に管理すれば、物価は適正に操作するというマネタリストの主張とは必ずしも一致しない。換言すれば、マネタリストの主張は、貨幣供給量の適正管理が物価安定の条件であるという点では正しいが、貨幣供給量の操作すべてが物価問題を解決することはない。すなわち、マネタリストの主張は必要条件は与えるが十分条件までは与えないのである。

このような点に留意しながら、昭和46~50年におけるわが国の物価変動を流動性に関連して定性的に論ずると次のようになる。

流動貨幣と退蔵貨幣の区分は不可能であるが、流動貨幣に最も近い形態は現金通貨であり、その大部分は日銀券である。そこで、ここでは流動貨幣の指標として日銀券の発行状況(残高)を考える。退蔵性の最も大きい形態は定期貯蓄であるから、退蔵貨幣の指標として便宜的に  $M_2 - M_1$  を対応させる。なお、わが国においては  $M_2$  の約2/3が定期貯蓄であり、 $M_2$  は退蔵貨幣に近い指標であることに注意すべきである。日銀券、 $M_2$ 、 $M_2 - M_1$

表 4 マネー・サプライの変化とその流動・退蔵性

昭和年	日銀券変化率(平均比)	$M_2$ 変化率(平均比)	$M_2 - M_1$ (末残比)	流動・退蔵性(流 ↔ 退)	GNP デフレーター
43	16.2%	15.6%	15.8%	≒	5.2%
44	18.0	17.3	17.2	≒	4.8
45	18.6	18.3	16.9	≒	7.3
46	15.9	20.5	20.8	→	5.2
47	18.2	26.5	24.7	→	5.2
48	26.9	22.7	16.9	←	11.9
49	20.3	11.9	11.5	←	20.6
50	13.6	13.1	16.8	≒	7.8
51	11.1	15.1	14.2	→	6.4
52	9.1	11.4	13.0	≒	5.7
53	9.8	11.7	12.9	≒	4.6
54	11.7	11.5	11.8	≒	2.5
55	7.1	8.5	12.0	≒	3.1

(注) 流動・退蔵性の目安: 0~3%の差 ≒, 3~6% →, 6%~ →

(備考) 日本銀行の資料による

の変化と GNP デフレーター の関係を表 4 に示す。この表において、日銀券、 $M_2$  の平均残高比を示したのは、平均残高比は末残高比に比較して平均的かつ安定的な、物価変動という平均的指標と合致するからである。

表 4 からみてわかるように、昭和 46 年と 47 年に  $M_2$  は 20% 以上増加している。しかし、GNP デフレーターは 5% 台であり、それほどの物価上昇は生じていない。ここで注意すべきことは、流動貨幣の指標とした日銀券の平均残高比は 10% 台にとどまっており、43~45 年の水準にほぼ等しい。一方、 $M_2 - M_1$  で示される退蔵貨幣の指標や  $M_2$  は、46~47 年に 20% 以上増加している。すなわち、46~47 年に  $M_2$  が大幅に増加したにもかかわらず、それほどの物価上昇が生じなかった理由は、貨幣の退蔵性向が強まったことにあり、その行動の背景として、ニクソンショックと呼ばれる旧 IMF の崩壊という経済の混迷があった。

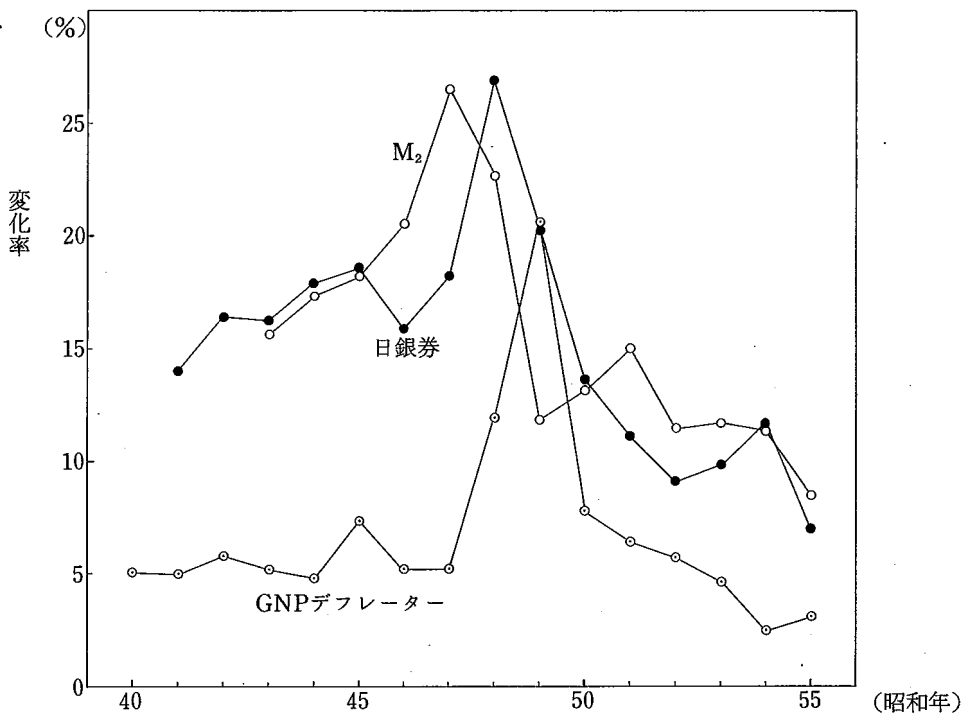
ところが、当時の政策当局が積極的財政運営を展開し、経済に過熱感が出はじめているところに、突然石油危機が襲った。物不足が生ずるとい

況の中で、貯蓄より物へという流動化が生じ、物価は急激に騰貴した。事実、48 年から 49 年にかけて、日銀券の前年度平均残高比は 20% 台に上昇し、流動性の高まりを示している。このことをわかりやすく表わすために、表 3 にわが国に生じた流動性と退蔵性の方向を矢印で示した。⇐は流動性と退蔵性の差が対前年度比 3% 以内、→が 3~6%、⇨が 6% 以上に対応している。

### III-3 貨幣形態の変化と物価変動の時間的ずれ

流動性と退蔵性および物価水準の時間的相関を知るために、時間的経過における日銀券、 $M_2$  の対前年平均残高比と GNP デフレーター の推移を図 1 に示す。この図から、大雑把にいて  $M_2$  の増加の約 1 年後に日銀券が増加し、さらにその 1 年後に物価が上昇していることがわかる。マネタリストはこの時間的ずれを普遍化して、 $M_2$  の増加は時間的遅れを伴って必ず物価上昇につながると主張するが、それは片手落ちの見解である。すでに強調したように、 $M_2$  が増加してもそれが流動化せ

図 1 日銀券、 $M_2$ 、GNP デフレーター の時間的ずれ



(備考) 経済企画庁、日本銀行の資料より作成。なお、日銀券、 $M_2$  は平均残高比である。

ず、生産活動に向って実質 GNP を押し上げれば、それほどの物価騰貴は生じない。事実、昭和35～37年においては、 $M_2$ が20%以上増加したにもかかわらず、さほどの物価騰貴が生じなかった。

それでは、今日なぜマネタリスト的考え方が強くなったのであろうか。この答を一口で言えば、戦後四半世紀にわたって先進経済に指針を与えたケインズ主義の凋落にあり、その反作用としての大きな潮流である。その背景には、現実の経済がケインズ的世界からマネタリスト的世界へと変質してきたことにある。

時間的遅れに関するマネタリストの主張は、結局のところ、流動性や退蔵性に関連して貨幣とは何か、という問題に帰着する。この点に関し、赤羽隆夫氏の見解が明快である。<sup>(\*)</sup>赤羽氏は貨幣はどこまで貨幣的かという問題に正面から取り組み、貨幣量と物価変動の相関を明らかにしている。それによると、 $M_0$  (現金+当座預金) を貨幣形態として交換方程式に適用し、物価として株や土地などのすべての取り引き価格を含めて計算すれば、物価は時間の遅れをほとんど伴わずに貨幣量と比例的に変動する。すなわち、流動貨幣を中心に考えれば、交換方程式は自明の理として成り立ち、この意味で、マネタリストが主張する以上に貨幣的世界である。もし、何らかの時間的遅れが確認できるとすれば、それはマネタリストが主張するような要因ではなく、貨幣供給の際に生ずる金融(資本)市場と実物市場における時間的ずれであるとしている。

結局のところ、時間の遅れに関するマネタリストの見解は不十分であり、不確実な関係にすぎない。マネタリストの見解の欠陥は、貨幣の流通速度の変動、流動性と退蔵性との互換性を軽視している。流動性と退蔵性の問題は、単にマーシャルの  $k$  の変動という形式論に埋没されると共に、貨幣供給と物価変動の時間のずれ、という表面的現象に帰着される。

## 経済政策に新たな展開を

——まとめにかえて——

### ケインズ主義の凋落とマネタリズムの台頭

アメリカを中心に台頭しているマネタリストの

主張には種々のものが含まれる。その政策的骨子は二通りに大別される。一つは、物価に関する見解である。物価を規定する因子は貨幣供給量であり、貨幣供給量の増加によって、物価はある時間の遅れを伴いながら上昇する。他は、失業に関する見解である。失業はケインズ的な有効需要の不足にあるのではなく、むしろ経済社会の構造的欠陥による失業——自然失業——に依存する。

このようなマネタリストの主張の是非は本稿の論題ではないが、物価と貨幣供給量との関係について、その妥当性を経済政策との関連で吟味すると次のようになる。

物価を規定する主因子は、安定的な生産水準を仮定すれば、貨幣供給量であるという主張は、本稿の考察からわかるように妥当である。ただし、このことは何もマネタリストの業績ではない。貨幣供給量が物価を規定する主要因であることは、古くからの経験的事実であるし、素朴な貨幣数量説の主張でもある。

物価上昇が貨幣供給に対してある時間の遅れを伴って生ずる、というマネタリストの主張は多少曖昧である。貨幣供給が物価に与える様式は、マネタリストが考えるような様なものではない。貨幣供給が実物生産と結びつくか、金融・資本市場へ向かうか、流動的貨幣形態になるのか、それとも退蔵性の強い貨幣形態になるのか、というような種々の場合があり、それらが時間的経過の中で複合し、その結果として物価変動が生ずる。貨幣がどのような形態となり、それが現実経済にいかなるインパクトを与えるかは、各国によって異なるし、またその経済社会の段階や状況にも依存する。たとえば、わが国では貨幣供給が実物生産の増加に結びつきやすい。要するに、貨幣供給量の変動によって生ずる物価上昇と時間のずれ、および時間のずれの周期は、マネタリストの主張するような確定的な関係ではなく、もっと不確実な関係——確率的な関係——である。この意味で、時間的ずれに関するマネタリストの主張は、確率的意味においてのみ妥当である。

### 狭義の経済政策の目標とマネタリズム

狭義の経済政策の主要目標は二つある。第一は物価の安定であり、貨幣価値の維持である。第二



は雇用の確保であり、経済成長力の問題に関係している。よく知られているように、この二つの目標の間には、トレード・オフの関係があり、理論的にはフィリップス曲線の問題に帰着する。各国において、二つの目標を達成するために種々の政策が導入されているが、必ずしも成功しているわけでもない。最近においては、物価も雇用も維持されない状態——スタグフレーションと呼ばれる現象——が顕著になり、旧来の経済政策は破綻しつつある。

市場経済を前提にして経済政策を考えるうえで、重要なことは、操作可能な経済変数と不可能な経済変数とを峻別することである。もちろん、操作可能な経済変数のみが政策的因子になりうる。

政策当局によって操作可能な代表的経済変数として、貨幣供給量、公定歩合、公共投資、租税負担率などがある。これに反して、操作不可能な経済変数の代表例として、消費性向、貨幣の使用形態(マーシャルの $k$ )、民間投資などがあり、経済計画の変動ないし攪乱要因になる。

ケインズは、操作可能な変数として、一つには公共投資、他には市場の利子率を重視する。貨幣供給は、大衆の流動性選好と利子率との関連で論及される。この思考的背景には、1930年代における深刻な不況が存在した。当時の経済状況は、インフレーションではなくデフレーションが問題であり、それは金本位制度の欠陥に深く関連していた。失業者は街にあふれ、物価は急速に下落し、企業はバタバタと倒産していった。このような状況において、公共投資を奨励して有効需要を創出すると同時に、貨幣供給量を増加させ利子率の騰貴を防ぐ、というケインズの主張は理にかなったものであった。

それから50年、今日の経済社会は大きく変質した。産業構造は極めて高度化し、福祉志向が強まり、各種の社会制度も充実した。経済はかつてのデフレーション体質からインフレーション体質へ、さらにはスタグフレーション体質と変化してきた。その過程の中でケインズの政策的有効性が失われ、それに代わって新自由主義が台頭してきたのである。既述したように、マネタリストはケインジアンとは異なり、操作可能な変数として貨

幣供給量を重視しながら、市場原理の回復を図かり、困難な経済問題に対処しようとする。

### 構造的・制度的困難——広義の経済政策の展開

それでは、マネタリスト的政策は現在の資本主義の病状——スタグフレーション——に有効な処方箋となりうるだろうか。答えは残念ながら「否」である。マネタリストの業績は、ケインジアンが軽視しがちな貨幣供給量の重要性を再認識させたことにあるとしても、それだけでは複雑な現在の資本主義の病を治すことはできない。マネタリストの意義は貨幣の重要性の再発見というよりは、むしろ行き過ぎたケインズ主義への警鐘ないし反撃にある。このような視点から捉えたほうが、マネタリズムと呼ばれる経済思想は明確になる。<sup>(47)</sup>

行き過ぎたケインズ主義においては、一国の貨幣供給量は膨張し、財政は構造的に硬直化し、市場活力は失われていく。ブキャナンらも指摘するように、とくに議会制民主国家においては財政の構造的膨張に歯止めをかけることはむずかしい。<sup>(48)</sup>その結果、ケインズ政策は破綻していく。このような状況から脱却するために、貨幣供給量を厳しく統制することは理にかなっており、また市場活力の回復や小さな政府を求めることも当然である。

貨幣供給量の適正化は、物価の安定という第一目標に対しては有効である。事実、最近のアメリカにおけるマネタリスト的政策は、インフレの収束という点ではそれなりの成果をあげている。ところが、第二目標である雇用の維持に関しては、惨憺たる状況であり、失業率は10%を超える深刻さである。ある意味で、物価を鎮静化させるために、失業の大幅増大という犠牲を払っているわけであり、マネタリストの主張とは裏腹にむしろフィリップス仮説の世界である。

失業問題に関しては、マネタリストは「自然失業率仮説」を提唱するが、これは失業問題の解決を回避するものである。われわれは、「失業率は長期的には自然失業率に定まる」というような見解を求めているのではない。アネタリストのいう自然失業の概念は、ケインジアンという構造的失業を多少拡張したにすぎない。問題は自然失業率をいかに下げるかということであり、この重要な問

題に対して、マネタリストは具体的解決策をほとんど示していない。

現在の失業問題は、経済社会の構造的かつ制度的問題に深くかかわっており、ケインズ的方法であろうとマネタリスト的方法であろうと、狭義の経済政策では解決不可能である。高度産業社会とか福祉国家とか呼ばれる現在の資本主義にあっては、経済政策は社会の構造面や制度面に整合してはじめて有効に機能しうるものであり、ここに狭義の経済政策の限界がある。

明らかに、狭義の経済政策を超える広い経済政策——広義の経済政策——が要請されている。広義の経済政策においては、単にケインズ的ないしマネタリスト的経済政策だけでなく、経済社会の構造的ないし制度的病理を解明し、そこにメスを入れなければならない。しかし、広義の経済政策が有効に機能するためには、大衆の意識革命が必要になり、その実行は多くの困難に直面するであろう。

#### 注および参考文献

- (1) J. M. Keynes: *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan Press Ltd., 1936 [塩野谷九十九訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社), 第2編第4章, 第5編第21章。
- (2) 拙著『市場価値分析の再構築——現代市場経済の病理——』学文社, 第4章。
- (3) 拙稿「 $\Delta$ 法による交換方程式の再評価——マネタリストの見解は妥当か——」(長野大学紀要, 第4巻, 通巻第17号, 1983)を参照のこと。本稿はこの前稿との関連で論述したものである。
- (4) マネタリズムの政策的欠陥に関しては, 吉富勝「レーガノミックスの総合的評価」(『週刊東洋経済』, 近経シリーズ, No. 66, 1983)が的をえている。
- (5) J. M. ケインズ, 前掲『雇用・利子および貨幣の一般理論』, 第4編第15章。
- (6) 赤羽隆夫『“非”常識の日本経済論』, 日本経済新聞社, 第4章, 昭和56年。
- (7) この点に関しては, 飯田経夫「飯田経夫の自由奔放経済入門」(『週刊東洋経済』, 近経シリーズ, No. 63, 1982)が面白い。
- (8) J. M. Buchanan and R. E. Wagner: *Democracy in*

*Deficit—The political Legacy of Lord Keynes*, Academic Press, Inc., 1977 (深沢実, 菊池威訳『赤字財政の政治経済学』文真堂)などが代表的なものである。