

翻訳

A. D. Bain 『The Control of the Money Supply』 (Ⅲ) (Penguin Books. 1980)

訳者 河合正修*

Masanobu Kawai

目次

編集者の序文

序文

- 1 序章
- 2 銀行預金の供給 (前号)
- 3 貨幣需要 (本号)
- 4 貨幣、信用と経済活動 (次号)
- 5 金融統制の技術
- 6 金融目標と金融指標

3. 貨幣需要

序文

経済学の文献において遙か 200 年以上もの間、貨幣と物価と経済活動が何らかの方法で関連しているという通念を反映して、貨幣量は特別な注意を必要とするために選び出されてきた。従来のような理論は、貨幣所得の水準が必要とされる貨幣量への唯一とは言えないが決定的な影響力であるという仮設を通じて、貨幣量とそれが維持することのできる取引量——あたかも貨幣が一定の技術係数の状況で最終生産物の生産に利用される中間生産物であるかのごとく——との間に確固たる関係が存在するという想定から貨幣が富の保蔵に関するいくつかの代替的な方法の内間で最善な方法として見なされるという意見と貨幣需要は貨幣の相対的利回りとその他の属性によって決定されるというような意見にまで及んだのである。一定の技術的係数理論は貨幣数量説の最も厳格な見解の基礎である。すなわち、所得理論はこの貨幣数量説のそれほど厳密ではないケンブリッジ学派の

解釈の背後にある——この理論はケインズによって具体化され、拡充された——。そして資産理論は現代の貨幣数量説の基礎である。

実際にこれらのアプローチのそれぞれを考察する前に、我々は全ての理論が貨幣の均衡需要を説明しようと努めていることに留意すべきである。そして、現実には、変化に従って社会で実際に保有されている貨幣量は静止状態において期待されるであろう長期の均衡水準からかなり逸脱しうに思われるということに留意すべきである。例えば、貨幣は交換手段であるから、個人の所得と支出の間の何らかの一時的な不均衡は個人の貨幣残高の変化に反映されることになるが、それに続いてそれに対して個人は金融資産を購入するか売却するかによって、あるいは所得と支出の動きを調整することによって反応する。この調整過程は決して瞬間的なものではないが、均衡が達成される以前には不確定な長さの時間的隔たりが存在する。同様なことは貨幣需要に影響を及ぼすような金融状態の何らかの変化に対する反応に当てはまる。個人に当てはまることはまたこのような全体としての社会の事例においても有効である。すなわち、借手の需要と利用しうる貯蓄の供給との間の不均衡は初めに貨幣数量に反映されるところの一時的な短期信用の拡大あるいは収縮として現れる¹⁾。

制度における調整のために必要とされた時間は、年次データが使用される際には、貨幣ストックに関する連続的な観測の間隔との関わりにおいて取るに足らないものであるという仮設に基

*教授

1) 第6章の第4節を参照せよ。そこでは、この点がさらに展開されている。

づくことによって、貨幣需要に関するほとんどの実証研究は現在の貨幣量を均衡量として取り扱っている。しかし、四半期データが使用される際には、各四半期の期末時における短期均衡は制度が最後に達成することになるであろう長期均衡への部分的調整だけを反映する動態モデルを構築することが常であった。

数量説的アプローチ

貨幣量が取引額と厳密に関連しているという考え方は貨幣数量説の一つの解釈によるものである。Irving Fisher (1911) (*The Purchasing Power of Money*, Macmillan.) は周知の数量方程式を展開した。

$$MV=PT$$

この式では、それぞれMは貨幣量、Vは取引流通速度、Pは物価水準、Tは商品取引量に相当する。

この方程式それ自体は貨幣需要の理論ではない。むしろM・P・Tの経験的事実が与えられるならば、これはVの値を規定する恒等式となる。しかしながら、経済行為についての三つの仮定の助力をえることによって、これは物価水準の決定理論に転換されうることになる。Mは外生的に決定され、Vは一定のものとして、そしてTは経済の完全雇用産出高によって決定されることになると仮定せよ。

その時、 $P = \frac{V}{T}M$ となり、

そして、Mのあらゆる変化はPの比例した変化において反映されることになる。

Mが外生的に決定され、経済が完全雇用において均衡しているであろうという仮定は共通した古典派の仮定であるが、しかし、Vが一定であるということについてはさらに説明を要する。産業構造、決済機構及び社会の支払い慣行を与件とすると、一定の貨幣量が何らかの一定水準の取引がどこおりに行えるようにするのに必要とされるという見解をそれは反映している。まさに、一定量のある原材料がある生産物を製造するのに単位毎に必要とされるように——生産過程において一定の技術的係数がある——、一定の貨幣量も取引単位毎に必要とされるのである。もし支払い慣

行、産業集中度あるいはその他の経済の構造的な性格が変容するとしたならば、技術的係数は変化するのであろう。しかし、短期的には、少なくともこれら全ての特徴は一定のものみなされるであろうから、技術的係数もまた一定のものとして取り扱われうるであろう。このことは、例えば、それが経済の周期的な動向によって影響を及ぼされることはないということの意味した。もちろん、長期的には、技術的係数の値に影響を及ぼすであろう構造の趨勢的な変化があろう。 $1/V (=M/PT)$ は取引単位当たりが必要とされる貨幣量を測定したもので、その逆数Vは一定期間の各貨幣片の回転率を測定したものである。

数量方程式のこのような定式化において、物価水準は行われる全ての取引に関係しなければならず、そして商品、サービスの売買はむろんのこと単なる金融取引をも含めねばならないということに気付く。この理論を所得水準に結び付けるために、取引総量が直接所得によって変化するという仮定はなされなければならない。そして、且つまた物価水準は実質産出高の価格に結び付けて規定されねばならない。数量方程式は次のようになる。

$$MV=PY,$$

この式におけるYは実質所得、Vは今や所得流通速度に相当する。この方程式から、我々はあらゆる水準の所得Yと価格Pによって要求される(必要とされる)貨幣量が次のようになるということを示す。

$$M = \frac{1}{V}PY,$$

この式では、Vは一定である。

これは最も簡単な貨幣需要に関する数量説である。すなわち、貨幣需要は直接所得の貨幣価値とともに経済構造と結び付いた技術的諸要因によって決定された $1/V$ の比例要因によって変化する。この理論はMがさらに複雑な諸要因とかわりなく直接PYによって変化するであろうことを予言している。この簡単明瞭な予言のために、この理論は魅力的な理論であるが、残念ながら、この理論は事実によって支持されていない。すなわち、経験的事実はVが短期的には一定でないということを示している。

数量理論に対するそれに代わる理論——ケンブリッジ等式——は例えば Marshall (1923) (Money, Credit and Commerce, Macmillan) と Pigou (1917) ('The Value of money', Q. J. Econ., Vol. 32, November pp. 38-65.) のようなケンブリッジの経済学者によって展開された。形式的には、ケンブリッジ方程式は所得版 Fisher 方程式と同一のものである。すなわち、 $M=KPY$ であり、この方程式で K は Fisher 方程式における $1/V$ である。しかし、このアプローチはこの場合には、ケンブリッジ学派は貨幣需要の決定要因として所得の重要性を強調したが、ケンブリッジ学派はその他の諸要素、例えば利率率がまた重要であるという見解をとったという点で異なっていた。かくして、ケンブリッジ方程式における K はその他のもの——利率率を含む——が一定であるときだけ、一定となるであろう。混乱を防ぐために、もしこのことが次のように明示的に示されるならば、それはさらに適切なものとなる。すなわち $M=K(r)PY$ と示すことであり、この方程式における r は利率率にあたる。なぜなら、形式的な方程式からの r の省略はあたかも K が一定であるかのごとく論じること及び、貨幣供給の変化が貨幣所得の比例的な変化にいたるであろうということを結論付けることに全く容易すぎたからである。ケインズ以前には、 K の利率率への依存度の性質を分析する試みはほとんどなかった。

ケインジアンのアプローチ

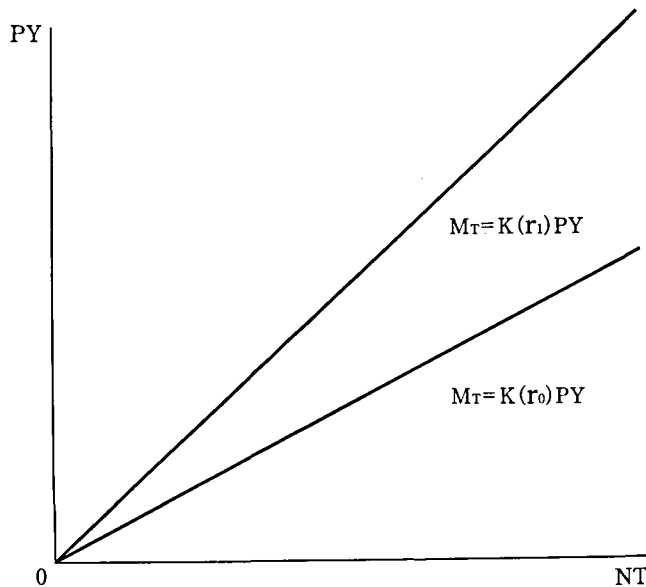
貨幣需要の理論に対するケインズ (1936) (The General Theory of Employment, Interest and Money, Macmillan Co.) の貢献は需要に影響を及ぼす諸要因の詳細な分析である。この分析は貨幣所得から注意を引き離し、その代わりに利率率によって演じられた役割に注意を集中するのに役立ったのである。

ケインズは貨幣保有の三つの動機を区別した。取引動機は‘個人と企業の現在の取引交換のために必要とする現金’を反映したものである。予備的動機は‘全体の資金源のある一定の割合に相当する現金に関する安全に対する要望’に相当する。投機的動機は‘将来生ずるであろう事態を市場よりも熟知していることから得られる利益を確保する目的’として規定された。それぞれの動機に相応じて貨幣の一定額に対する需要があった。¹⁾ 貨幣の取引需要——取引動機から生じる——は技術的係数を一定とする見解に最も類似したものになる。貨幣は所得の受取と支出との間及びかかった費用と販売利益の受取との間に隔たりを橋渡しするために必要とされる。このような目的によって必要とされるような貨幣額は直接所得水準を変化することを期待されるであろう。しかしながら、それは例えば利率率のようなその他の要因によっては影響を受けないことはないが、とはいえその他の諸要因は所得ほど重要たりえないのではあるが。例えば、利率率が高い時には、一時的に投資することによって得られうる利子を目的として貨幣を節約することからくる何らかの不便さを我慢することは価値のあることである²⁾。

予備的動機は合成物のようなものである。予備的残高は突然の支出を必要とするような偶発的な事態及び予期せぬ有利な購入の機会に備えるために必要とされる。そして、一定の貨幣価値を持つ次期債務を相殺するために、一定の貨幣価値を有する資産として必要とされる。これらの理由によって保有された残高の規模はまた所得水準によって影響を受けそうであるが、しかし、さらに重要な決定要因は短期信用を得ること及び他の資産を現金化する方法の費用と信頼度と言ってもよいであろう。しかしながら、これらの残高は通常あたかもこれらの残高が取引残高と一致して動くかのごとく取り扱われている。それゆえに、これらの残高は M_T ——活動残高——を形成するためにこ

2) 議論の余地のない単純化した仮説によれば、もし貨幣が他のいくつかの資産に投資されるとしたならば、所得を極大化するために保有貨幣額は得られうるであろう利率率の二乗根に反比例して変化することになると示しうる。この点については、Baumol (1952) ('The transactions demand for Cash-an inventory theoretic approach', Q. J. Econ., vol. 66, November, pp. 545-56.) および Johnson, H. G (1967) ('Notes on the theory of the transactions demand for Cash', in Essays in Monetary Economics, Unwin.) を参照せよ。

図2 活動残高の需要



これらの残高に総計されることになる。 M_T と PY との関係は直線として示されることになるが、その傾斜は r に従って変化することになる。図2においては、 r_1 は r_0 よりもより高い利率を示している。それゆえに、 M_T はあらゆる PY の値に対して低くなる。

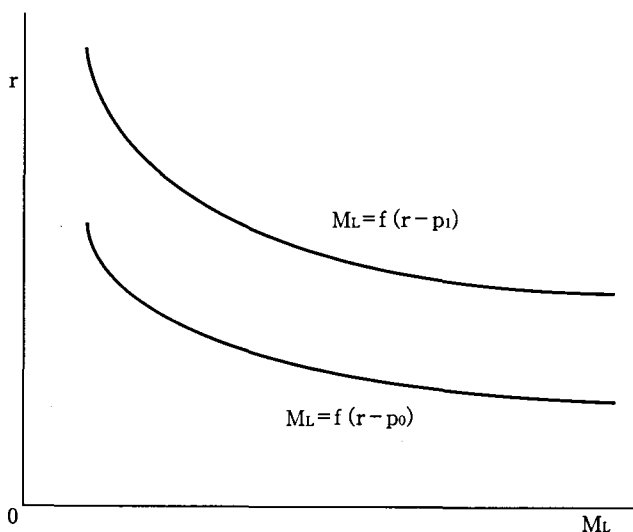
投機的貨幣需要を考察する際に、ケインズは金融資産の保有についての二つの代替的な方法、すなわち貨幣と長期債との方法に焦点を当てている。前者の貨幣価値は固定されているが、後者の貨幣価値は利率が変化する時には変化することになる。市場を支配する利率の上昇は毎年一定の利子額を約束している債券価格の低下と一致するであろうし、もし、利率が低下する際には、逆の事態を引き起こすことになる。貨幣を保有するか債券を保有するのかどうかということを決定するに際して、投資家は自分たちが受け取るであろう利子に加えて、債券保有からくる資本利得および損失の見込みを考慮するであろう。もし、資本価値が受け取る利率を相殺する程に十分下落すると予想されないのであれば、貨幣よりも債券を保有することは利益になる。さもなければ、例えゼロの収益しかないとしても、貨幣が保有され

べきであろう。

将来の利率が不確実であるから、利率がどのように動くのかということについての資産保有者による期待はおそらく多岐に渡ることになる。一部の人は利率が急騰することを期待するであろうし、さらに他の一部の人は利率がそれほど変化しないと期待するであろうし、またなおかつ他の一部の人は利率が低下すると期待している。最初のグループの全員が債券を保有しているとしたならば、彼らはかなりの資本損失を未然に防ぐことになる。すなわち、彼らはきっと現金保有を選ぶことになる。第2のグループの一部の人々にもこのことが妥当する。しかし、債券のごくわずかな資本損失を期待している第2のグループの残りの人々——彼らが受け取るであろう利子を相殺するには不十分である人々——と第3のグループの全員は債券を保有するであろう。かくして、見解の相違は資産保有者の債券保有者と現金保有者との分割と結び付くことになる。そして、これらのグループの規模は一般的な人々の評価が利率は上昇するかあるいは低下するという期待に依存することになる。もし大多数の投資家³⁾が利率は低下すると期待するのであれ

3) 厳密に言えば、各投資家に彼の資産保有額に等しい加重を与えなければならない。

図3 投機的貨幣需要



ば、債券の需要は大きくなり、貨幣需要は小さくなる。また一般的に利率が上昇すると期待されるのであれば、逆に、債券の需要は小さくなり、貨幣需要は大きくなる。

この理論においては、‘問題は r の絶対水準にあるのではなく、まさに安全な r の水準と考えられる水準からの乖離度にある’。利率についての個人的な評価はおそらく何らかの標準 p のあたりに分散することになる。標準との関係で現在の利率 r が高ければ高いほど、 r が下落すると期待する資産保有者の比率も多くなり、それゆえに、債券保有を選ぶことになる。そして、 r が標準との関係で低い時には、貨幣保有を選んだ資産保有者の比率は高くなる。投機的残高⁴⁾ M_L の需要を示す関係は流動性選好曲線として知られている。その標準自体は変化するであろう。それゆえに、図3は二つの p の値に対応する流動性選好曲線の二つの実例を示している。この図では、 p_1 は p_0 よりも大きいと仮定されている。

かくして、投機的貨幣需要は $r-p$ の減少関数である。

すなわち、 $M_L = f(r-p)$ 、であり、 $f'(r-p) < 0$ 。

ケインジアンはあらゆる正の利率で流動性選好曲線が無限にあるであろうことをさらに議論し

た⁵⁾。すなわち、人々は低い利率は持続するであろうということを信じていないであろう。それゆえにわずかな収益によって資本損失のリスクが埋め合わされることはないであろう。さらに低い収益で債券を保有するより、彼らは保有する資産を貨幣に転換するであろう。流動性選好曲線のこの部分は流動性の罫として知られている。実際に問題となる何らかの利率でこの事態が生ずるのか否かということは経験上の問題である。

さらに次の作業において、 p の値は一定として取り扱われており——ケインズは標準の決定要因についての何らのモデルも与えなかった——、そしてこれは投機的貨幣需要を次のように簡略化した。すなわち、 $M_L = f(r)$ 。

ケインズの分析は批判されている。なぜなら、それは、取引残高と予備的残高を除いて、各個人が貨幣か債券の両方ではなく、そのどちらかを保有するということを仮定しているからである。投機的貨幣需要は貨幣保有のカテゴリーに入る投資家の割合が上昇するにつれて増加し、そして債券保有のカテゴリーに入る投資家の割合が低下するにつれて増加する。個人投資家によるあるカテゴリーから他のカテゴリーへのこのような完全な転換は受け入れがたいように思われる。Tobin

4) あるいは遊休残高ともいう。

5) Leijonhufvud (1968) (On Keynesian Economics and the Economics of Keynes, Oxford University Press.) はケインズ自身がこのような主張をしたわけではないということを指摘している。

(1958) ('Liquidity Preference as behaviour towards risk', Rev. econ. stud., vol. 25, February, pp. 65-86.) は貨幣として保有されている各個人の資産の比率が利率によって変化するということを予見したモデルを用意した。

ケインズの流動性選好の説明が将来の利率に関する期待に基づく一方で、Tobin の流動性選好の説明は不確実性に根拠を置いている。投資家は将来の利率に関して不確実であるがために、債券は資本利得あるいは資本損失を生み出すであろうリスクな資産としてみなされている。ところが現金残高は一定の貨幣価値を備えている。投資家の債券と貨幣の全体としての保有資産を考察するとしても、債券の割合の増加はより多くの所得とより多くの危険との両方を伴う。

貨幣と債券との間の選択を行う際に、投資家は所得を得ようとするが、リスクを嫌う。我々は図4に示したように一組の選好関数を規定することができる。

もし μ が保有資産の予想収益を測定し、 σ が保有資産のリスクを測定するのであれば、投資家は何らかのリスクの増加を補うようより多くの所得を必要とする。すなわち、それゆえに選好関数は

右上がりに傾斜する。もしさらに投資家が自分達の保有資産のリスクが増加するにつれて追加的なリスクの受入れを徐々に拒むようになると仮定するならば、選好曲線は下方にとつ状となる。図4では、曲線が選好の高い順位に達している。

債券の利率を r とすれば、一定額の資金を持つ投資家に開かれた機会は図5における例えば OX_1 というような原点を通ずる直線によって示すことができる。

0では保有資産が完全に貨幣として保有されている——そこでは所得もリスクもないのである。 X_1 では、保有資産は完全に債券で保有され、そして所得とリスクが共に最大になる。債券の割合が0から100%にまで上昇するにつれて、投資家は OX_1 に沿って移動する。このような機会範囲の下で、最高の達成することのできる選好曲線は I_2I_2 であり、投資家の均衡状態はPである。このPでは投資家の保有資産は貨幣と債券の混合として含有している。もし利率が上昇するのであれば——不確実性の何らの変化のない下で——、同様な投資家の機会範囲は OX_2 に移動するであろう。そして均衡状態は P_2 であり、この P_2 では、保有資産のより多くの割合は債券として保有され

図4 所得—リスク選好関数

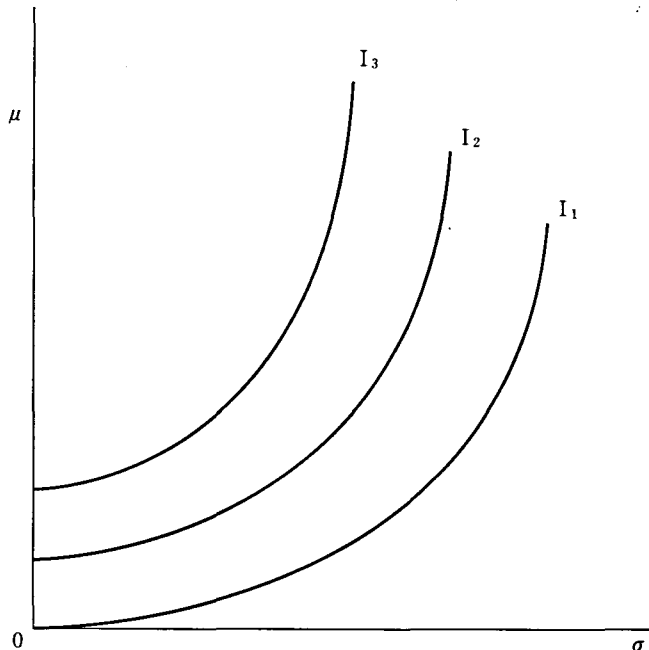
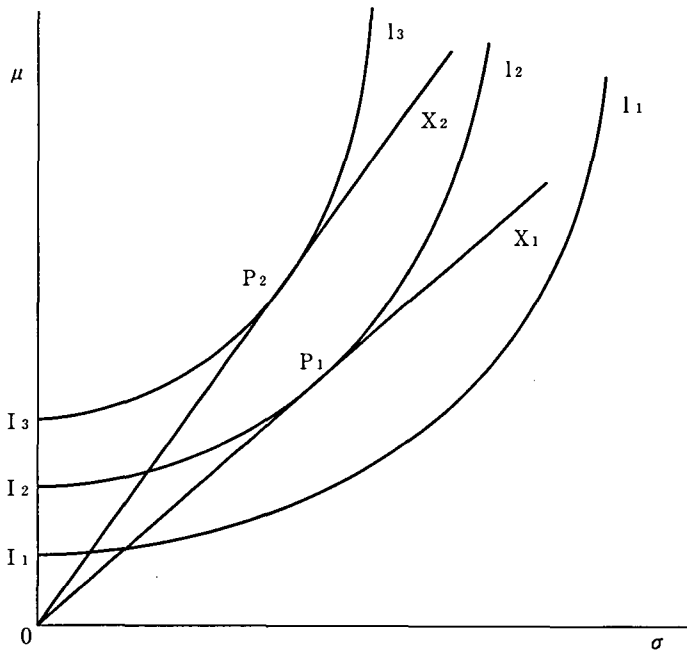


図5 資産選択



る。

我々はこの分析が何故に不確実性が数人の投資家に貨幣と債券との間で彼らの保有資産を多角化するよう導くのかということ及び、何故に利率の変化がそのような分割に影響を及ぼすのかということの説明していることに注意すべきである。全ての投資家が彼らの保有資産を多角化することを選ぶであろうと予言することをこの分析は我々に許していない——投資家の選好に関する様々な仮説が構築される。それゆえに、これらの仮説の場合でさえ、特定の視点に立った解答は単一の資産構成に導くことになる。それゆえ、この分析は流動性選好関数表の形状を予見することを我々に許してはいないのである。なぜなら、それは流動性選好曲線の正確な形状に依存するからであり、この選好曲線の形状についてはほとんど経験によらずして言いうるものではない。投機的貨幣需要は利率に反比例して変化するという仮定はなおケインジアンによる期待分析に基づかなければならない。

このような貨幣需要へのアプローチについてのさらに二つの解説が必要である。第1に、もしケインジアンの分析が受け入れられるのであれば、

貨幣需要の安定は決定的に‘標準’であるところの p の安定性あるいは予見可能性に依存する。もし、投資家が予見しえない方法かあるいは並外れた方法で標準であるところの値に関する見解を変更するならば、これらの変更は需要関数表において反映されるであろう。それゆえに、金融統制は経済に影響を及ぼすには当てにならない諸手段となる。投資家が自分たちの期待を近年の利率の趨勢についての推測に基づくために、もし、その標準が短期的に激しく移動するとしたら、需要関数表は著しく不安定になる。

第2に、貨幣と債券との間の選択にそれほど多くの重きを置くことは今日かなり奇妙なことに思われる。一定の貨幣価値を有し、且つ利子を生む多くの可能な貨幣の代替物、例えば、地方公共団体への一時的な貸付あるいはイギリスにおける建築組合の出資等がある。将来の利率についての期待が貨幣と債券との間というよりもむしろこれらの資産と債券との間の選択に影響を及ぼすことは起こりえる。それゆえに、投機的貨幣需要はどちらかと言えば量的にはさほど重要ではないであろう。しかしながら、これらの貨幣代替物の収益は取引貨幣需要に相当な影響を及ぼすであろう。

現代の貨幣数量説

現代の貨幣数量説の理論家は貨幣需要を何らかの他の金融資産及び物的資産の需要とまさに同様な方法で取り扱っている。消費理論においては、一つの財の需要は他の財との相関関係において財の価格を含んだその財の属性によって決定される。そして、購入者の選択の組合せは所得制約に支配されている。同様に、資産理論においては、ある特定の資産の需要はその他の資産の需要との相関関係においてその資産の収益を含んだその資産の特徴によって決定される。そして、資産保有者の選択の組合せは資産制約によって支配される。消費財あるいは金融資産の需要に関するあらゆる経験的研究において、残された選択の全ての範囲からはっきりと取り扱われるであろう少数を選び出すことが重要である。相対価格あるいは相対収益の簡潔な計測が必要とされる。そして、所得制約あるいは資産制約についての厳密な性格がある程度詳細に明示されなければならない。貨幣を含んだ金融資産の需要関数を明確にする際に直面する諸問題は基本的に消費者需要の分析と相違するものではない。

Friedman (1956) ('The quantity theory of money-a restatement', in *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago University Press.) は貨幣が富の保有に関する5つの広範な方法の一つとして見なしようと論じている。すなわち、5つの保有方法は貨幣、債券、株式、物的財貨及び人的富という方法である。これらのそれぞれは特有な性格を備えており、これらのそれぞれは貨幣もしくは同種のもので何らかの利益を与える。

貨幣に対する利益は主に同種の貨幣である——もし、現金が利用できるのであれば、困難及びたいい回避しうるような費用を反映する便益が生じる。我々は貨幣のいくつかの形態を見てきたのであるが、例えば銀行の貯蓄性預金はまた明示的な貨幣収益を備えている。貨幣の名目利回りに対して貨幣の実質利回りは物価水準の動向に依存する。もし、物価水準が低下するとしたならば、貨幣は価値が上がり、それは名目利回りに加えられねばならない実質単位の資本利得を示す。他方、

物価上昇のより一般的な状況においては、実質上の資本損失は名目利回りから差し引かれねばならない。

債券は一定額の恒久所得の水準を約束する資産を表す。貨幣と同じく債券の実質収益は物価水準の変動によって影響されるが、しかし、それは債券利率の変動によっても影響を受けることになる。もし、債券の利率が r_b であるとしたならば、名目収益率は次のように概算しうる。すなわち、 $r_b - (1/r_b)dr_b/dt$ となる。そして、そこでは、 $(1/r_b)dr_b/dt$ は利率の変化に起因する資本増加率を測定する。

株式は一定の実質額による恒久所得の流れを約束する資産を表す。もし株式の利率が r_s になるとしたならば、物価が安定している時には、例えば1株の株式は毎年 r_s の収益を生み出すと期待しうる。そして、名目収益率はこのような利率の変化及び物価水準の変化によって影響を受けることになる。連鎖した資本価値の変化はそれぞれ次のように概算しうる。すなわち、 $-(1-r_s)dr_s/dt$ 及び $(1/P)dP/dt$ とそれぞれ概算しうるのである。それゆえに、名目収益率はまた物価水準 P を考慮せねばならない。

物的財貨はいかなる明示的な利率によってもめったに測定しえない同様な種類の所得を生み出す。しかしながら、物的財貨の名目収益率はまた明らかに考慮しうる物価水準の変化率 $(1/P)dP/dt$ によっても影響を受けることになる。人的富は稼得所得の期待水準の割引価値である。それは一つの問題を提示する。なぜなら、それはごく限られた範囲の他の資産保有の形態にのみ代替しうるからである。それにもかかわらず、いくつかの代替が可能である。すなわち、人々は自らの将来所得を増加するであろう訓練の代金を払うために資産を売却することができる。それゆえに、人々の期待所得はまた人々が借入ることのできる金額、従って彼らの総資産保有額に影響を受けることになる。原則的には、代替可能性の限度は需要関数における人的富と非人的富とを区別するための一例である。そして、それは人的富 w に対する非人的富の割合をそれに含めることによって成されうるのである。

最後に、資産制約が需要関数に入らねばならぬ

い。人的富を含んだ富の直接評価を欠く場合には、間接評価が使用されねばならない。Friedmanは恒久所得 Y_p ——現在所得額と過去の所得額の加重平均——を指標として使用する⁶⁾。その他の何人かの研究者は非人的富 W に制約をとどめた。

結局、これは貨幣需要関数に入れるべきである諸要素についての非常に優れた一覧表になる。

$$P_b, r \frac{1}{r_b} \frac{dr_b}{dt}, r_e + \frac{1}{p} \frac{dP}{dt} - \frac{1}{r_e} \frac{dr_e}{dt}, \\ \frac{1}{p} \frac{dP}{dt}, w \text{ and } Y_p, \text{ or } W.$$

もちろん、選好 u の相違による個人の需要関数の相違がまた存在する。

経験的な研究に向けて、より一層の簡易化がなされなければならない。第1に、ケインジアンによる投機的貨幣需要についての分析に立ち戻って言及すれば、我々は債券と株式の相互の資本利得が実際に生じたものであるというよりも、むしろ生じると期待されたところの資本利得であるということを示すべきである。利子率の変化に起因する期待資本利得あるいは期待資本損失に関するいかなる基準も利用することができない。それゆえに、これらの項目は通常需要関数から除かれることになる。物価変化率もまた、ハイパー・インフレーションの研究を除いて、通常省略されてきた。そして人的富に対する非人的富の比率はほとんど含められることはなかった。最後に、統計上の理由から、これまで研究者は様々な金融資産の利回りを同時に考慮する代わりに一つの利子率を指標として使用することに甘んじなければならなかった。このような簡素化をもって、需要関数は次のように書きうる。

$$M=f(P, r, Y_p, u),$$

いくつかの場合には Y_p に代わって W が用いられた。

このような需要関数が定立する場合には、貨幣保有の需要に見合うことのない上昇に帰着する貨幣以外の全ての資産の貨幣価値の比例的上昇と物価の比例的な上昇を妨げる何らの理由も存在しない。これは不合理であると考えられている。なぜ

なら、これはまちがいでなく貨幣需要が実質残高の需要であると思われているからである。例えば、それは価値を測定するために使用される尺度とは独立しているのである。従って、実質残高の需要関数は完全に P によって除されることによって得られる。

$$\frac{M}{P}=f(r, \frac{Y_p}{P}, u) \text{ or } \frac{M}{P}=f(r, \frac{W}{P}, u).$$

これらの需要関数とケインジアン・アプローチから導出された需要関数との主な違いは前者の經常所得とは対照的に富の強調と、例えば、投機的貨幣需要によって意味されるようなあらゆる不安定要素の省略である。後者は理論において除外されているというよりも——利子率の期待が需要関数の充実した細目に載っている——、むしろそれが実際には含められていないのである。最後に、利子率に関する貨幣需要の弾力性はあらゆる正の利子率で無限大となることを示すような資産アプローチには根拠がない——この理論は流動性の罫が存在するであろうということを示唆していない。

経験的事実：序論

いかなる理論も証明される以前に、理論的概念の経験的な基準を定めることが必要である。貨幣需要の諸理論を検証することになれば、これは決して容易な問題ではない。主な困難は富あるいは所得と利子率と貨幣それ自身の適当な基準を見出すこと及びそれを選択する際に現れる。大部分の経験的研究はアメリカ合衆国を取り扱ってきた。しかし、イギリス及びその他のいくつかの諸国に関する二三の研究がある——特にハイパー・インフレーションの研究である。

貨幣特有の特徴——交換手段としての貨幣の使用——はあらゆる貨幣手段が要求次第引き出される商業銀行の通貨と預金を含めねばならない（アメリカにおける要求払預金とイギリスにおける当座預金）。これはほとんど解決済である。しかしながら、貨幣手段は商業銀行のその他の預金債務、例えば、アメリカにおける定期預金とイギ

6) もし、 Y_p が年間総所得の評価であり、 r が‘その’利子率であるとしたならば、恒久所得水準である Y_p の資本価値である Y_p/r は全体の富の尺度である。 r が一定の下では、 Y_p の変化は富の変化に比例するであろう。

リスにおける貯蓄預金勘定を含めて拡張されるべきであるのか否かという問題が起こる。このような預金は、実際にイギリスでは、ロンドン手形交換所加盟銀行及びスコットランド銀行の持つそのような預金は要求次第現金化することができるが、理論的には、それは一定期間の解約通知がなされることなくして現金化されえないのである。何人かの研究者は一層進めて、例えば、アメリカにおける貯蓄貸付組合やイギリスにおける貯蓄銀行のようなその他のいくつかの預金取扱機関の債務を含んでいる。その理由はこれらの債務の一定の貨幣価値——そして、常に現金化の容易さ——がそれらを利付き銀行預金のかかなり適切な代替物としえるからである。

経済的な機能の理由で合理的に貨幣手段に含められるであろう資産グループの範囲で、二者のいづれかを選択するための2つの基準がある。まず第1に、もし安定した需要関係が別の手段を利用することなく一つの手段を利用することによって確立されうるならば、前者が利用されるべきである——安定的な関係を欠いている場合には、その理論は経済動向を説明しえないし、また予測することもできない。第2に、もし一つ以上の貨幣手段がこの基準を満たすならば、経済政策の方策の適切さが考慮されるべきである。もし、政策措置が、その他の金融仲介機関からの複雑な問題を生み出すことなく、通貨と銀行預金に限定されるならば、それですます結構である。すなわち、もし政策が通貨と銀行預金とを区別することができないのであれば、他方のものを省略し一方のものに焦点をあわせるような理論はほとんど価値がないものである。しかしながら、我々が見ていくように、実証研究はあらゆる特定の貨幣手段の明確な便宜をまだ立証していない。それゆえに、我々は二つのことを問題にするであろう。我々は狭義の貨幣（通貨+要求払預金）を M_1 と呼び、広義の貨幣（ M_1 +定期預金）を M_2 と呼ぶことにする。我々はこれよりももっと広い意味の資産総量を取り上げたような研究を議論しないことにしよう。

アメリカ合衆国に関しては、かなりの一定期間に渡って（非人的）富の統計が利用することができる。しかし、イギリスに関しては長期間に渡っ

て利用しうる富の統計は存在しない。後者においては、研究が Y_P と Y の使用に限定されていた。両国において、数年間の期間に渡る平均所得を取上げ、そしてごく最近の記録に大きなウェイトを与えることによって、 Y_P は経常所得の連続から構成されている。人的富を含んだ全体の富が恒久所得の流れの割引価格として評価されうるために、 Y_P は富の代用品として取り扱われうる。現代の貨幣数量説のアプローチに基づく経験的研究は通常 Y_P あるいは W の両方ではなく、そのどちらかを説明変数として伴っている。なぜなら、 Y_P の代用品である全体の富は非人的富 W を含んでいるからである。ケインジアンにに基づいた研究は Y を強調する。アメリカ合衆国において、何人かの研究者は三つの全ての可能性を検証した。

利子率の選択はある面では適当な統計の利用可能性によって、他の面では研究者の理論的アプローチによって指示される。ケインジアンは当然例えばアメリカにおける20年債の利回り、イギリスにおいては大蔵省証券の利回りというような長期利子率を利用するであろう。なぜなら、これは流動性選好説の中心だからである。しかしながら、取引需要と利子率との関係についての理論的な研究に鑑みて、彼はまた例えばアメリカにおける商業手形、イギリスにおける大蔵省証券の短期利子率を選ぶ権利がある。貨幣数量説の理論家は Friedman（フリードマン）の理論的アプローチにしたがって長期利子率を選ぶか、あるいは貨幣需要を説明するような中軸となる利子率が最も類似した代替物のそれであるがために短期利子率を選ぶことになる。その他の預金取扱機関によって提示された利子率がまたこの理由によって使用される。理論が利子率の選択に対する明確な解答を与えないがために、経験的な研究は通常様々の利子率を試みている。そして、何方が貨幣需要の説明に大きく寄与しているのかをそれは調べている。

これまで存在する経験的証明を吟味することに目を向ける前に、我々はさらにもう一つの統計上の問題に気付いていなければならない。簡単に貨幣量といくつかの説明変数との間の関係を簡素化することは推計されたパラメーターが需要関係を反映するということを保証するものではない。す

図 6 a

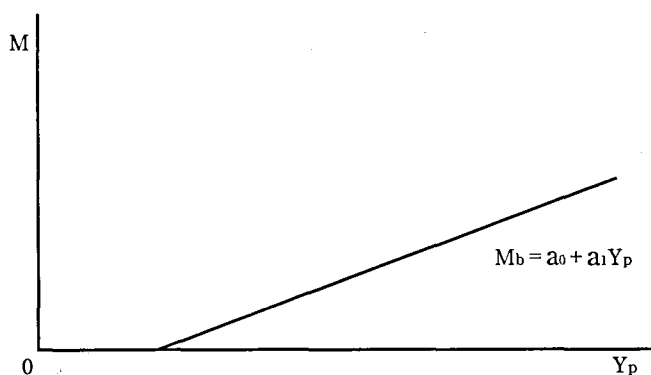
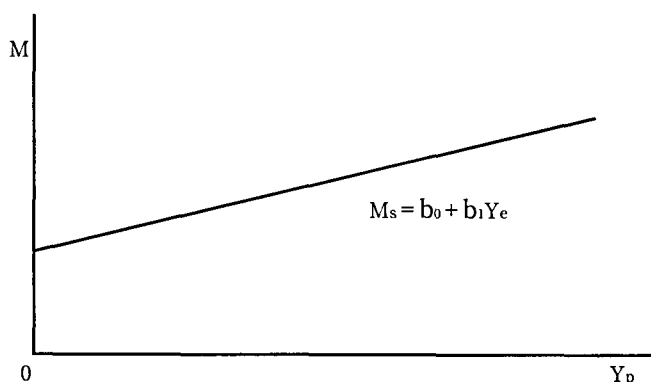


図 6 b



なわち、理論的には、それはまさしく供給関係かあるいは需要と供給のいくつかの組合せと同様になりうる。

例えば、 M と Y_p との間の関係を考慮せよ。図6 aは線形需要関係を示す。需要された貨幣量 M_D は恒久所得 Y_p と共に増加する。さて、恒久所得が長期的に上昇するにつれて、金融機関が一般的に拡大する。かくして、図6 bで示されているように、供給された貨幣量 M_S もまた Y_p と共に増加する。もし、我々があらゆる計測が均衡を示すということを仮定としたならば、各計測は、例えば図6 cのような、いくつかの供給曲線と需要曲線の交点に見出されねばならない。もし需要曲線が安定しているままで、供給曲線がシフトしたならば、我々は一連の点 $M^0, M^1, M^2, M^3, \dots$ を得ることになる。そして、これらの点は、例えば図6 cの需要曲線を引くことに

なる。しかし、同様にも供給曲線が安定しているままで、需要曲線がシフトしたならば、その点は供給曲線を引くことになる。そして、もし需要曲線と供給曲線の両曲線がシフトしたならば、何方の曲線も識別されないであろう。図6 dを参照せよ。独立方程式の手法は我々が推計する関係を需要曲線として認識するには不十分である。

幸運にも、大部分の調査が実際に供給関数というよりもむしろ需要関数を解き明かしているということを信ずる二つの理由がある。まず第1に、需要関数と供給関数との両関数が同一のものであるということを認めているアメリカ合衆国の連立方程式モデルは独立方程式モデルで得られたパラメーター評価を立証するのに役立つ。第2に、特にアメリカにおける貨幣供給を決定する諸要因の考察は M_S が少なくとも短期的には需要関数の変

図 6 c

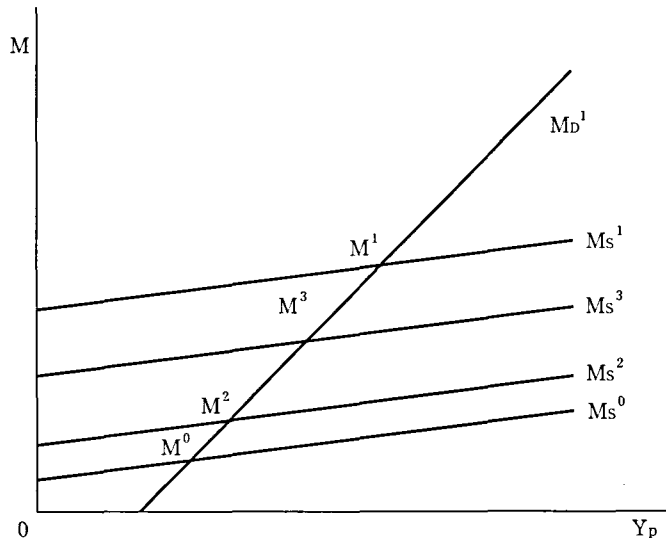
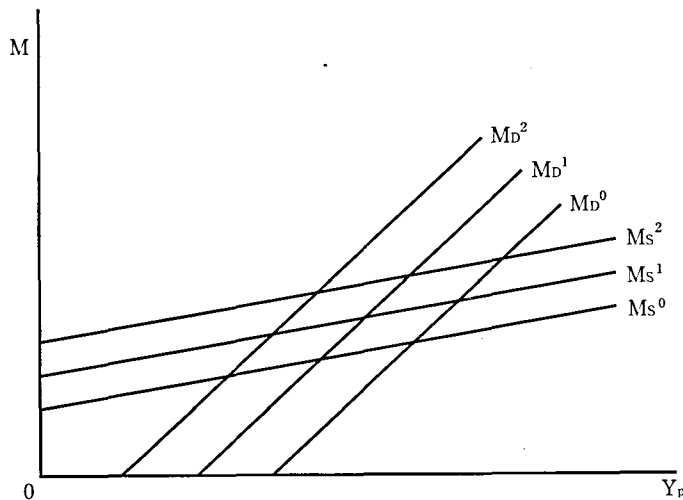


図 6 d



化に独立して変動しがちである。このことは、もし需要関数が安定しているとしたならば、我々はそれを見ることができはずであり、それゆえに、もし需要関数が不安定であるならば、我々は何らの明確な関係も全く見出しえないということを意味する。

経験的証拠：アメリカ合衆国

貨幣需要についての最近の著作において、Laidler (1969) (The Demand for Money:

Theories and Evidence, International Text book Co.) はアメリカの合衆国の経験的証拠を概観した。近年、大部分の研究は需要関数の形式を駆使した。

$$\frac{M_d}{P} = aX^{\beta_1} r^{\beta_2}$$

この形式において、 M_d は貨幣需要であり、 X は W 、 Y_p あるいは Y として扱われ、 r は長期利子率 r_1 、あるいは短期利子率 r_s として取り扱われた。一体安定的な関係が存在するかどうか、

そして、安定的な関係があるとしたならば、貨幣需要は利子率の変化にどれくらい感応的であるのかということを見出す目的で貨幣需要と利子率との関係に多大の注意が払われた。

何人かの研究者、例えば、Meltzer (1963a) (The demand for money: the evidence from the time series; J. Polit. Econ., vol. 71 June, pp. 219-46), Laidler (1966) ('The rate of interest and the demand for money—Some empirical evidence', J. polit. Econ., vol. 74, December, pp. 543-55), Teigen (1964) (Demand and supply functions for money in the united States: Some structural estimates, Econometrica, vol. 32, October, pp. 476-509.) は長期間に関する金融統計を分析した。例えば、Laidler は1892—1960年の期間を分析した。そして、これらの研究者は過去数十年に渡って持続した安定的な関係が存在したことを立証したのである。 r_1 に関して言えば、貨幣 M_1 の需要弾力性は約 -0.7 と推計された。それに代わって、もし M_1 が r_s に結び付けられるのであれば、弾力性は約 -0.2 である。弾力性のより低い数値は r_1 と比較された r_s のより大きな変動幅に起因すると考えられうる。これらの弾力性は、所謂5%から51/2%への長期利子率の上昇が典型的に約7%の貨幣需要の低下に結び付くということを意味する。およそ同様な効果を達成するためには、短期利子率は要するに41/2%から6%(33%の上昇)に上昇する必要がある。この程度の利子率の変化は景気循環の周期内において必ずしも異常なものではないので、利子率が貨幣需要にかなりの影響を及ぼしたと認識されうる。1952—60年の期間における貨幣 (M_1) の家計部門の需要の動態的四半期モデルにおいて、Hambueger (1966)

(‘the demand for money by house holds, money substitutes and monetary policy, J. Polit. Econ., vol. 74, December, pp. 600-623.) は株式の利回りがまた重要な要因であることに気付いた。しかし、債券利回りの弾力性と株式利回りの弾力性のいづれについてもいくぶん低い評価を得たのである。例えば、貯蓄貸付組合のような他の金融機関によって提供された利子率は、Lee (1967) ('Alternative interest rates and the

demand for money: the empirical evidence', Amer. econ. Rev., vol. 57, December, pp. 1168-81.) による戦後期の一時期の研究に示されているように、また重要である。

この検証は貨幣数量説の最も厳密な解釈の決着をつけるのに十分であるが——今や我々はおっともらしくあたかも貨幣と産出高が一定の技術係数によって結び付いているかのごとく論じることができない——、しかし、それはケインジアン理論家と現代貨幣数量主義者とを正しく区別することはできない。その結果として、より詳細に流動性選好曲線の特徴を研究するいくつかの試みがあった。何よりもまず、流動性の罍に関する何らかの検証は存在するのか？ もし、流動性の罍が存在するのであれば、我々は、 r との関係で M_d の弾力性が高金利においてよりも低金利で大きくなると信じるであろう。Bronfenbrenner and Mayer (1960) ('Liquidity functions in the American economy', Econometrica, vol. 28, October, pp. 810-34.) and Laidler (1966) ('The rate of interest and the demand for money—Some empirical evidence', J. Polit. Econ., vol. 74 December, pp. 543-55) は、貨幣の計量尺度である M_1 と M_2 及び長短利子率を利用して、アメリカ合衆国の証拠においてこのことが本当であるのかどうかを検証するために分析した。しかし、彼らは流動性の罍の仮説を支持するような如何なる証拠も見出しえなかった。

しかしながら、ケインジアン理論において重要であるのは利子率の絶対水準だけでなく‘安全な’水準あるいは正常な水準に応じた利子率であると反対するであろう。それゆえに、これは違ったものになろう。Starleaf and Reimer (1967) ('The demand for money: the evidence from the time Series', J. polit. Econ., vol. 71, June, pp. 219-46.) は現在の利子率と標準となる正常利子率との相違を利用することは——恒久所得に類似した方法と期間によって計算された過去の利子率の加重平均——貨幣需要を説明するのに役立つのかどうかを検証するために分析した。それは検証されなかった。彼らが正常利子率に利用した標準の妥当性が問われているかぎり、このような独特の流動性選好説の特徴について言

及しうることはせいぜいアメリカ合衆国においてはそれを支持すべく何らの証拠もまだ見出しえないということである。

アメリカ合衆国における経験的な分析が方向付けた第二の主要な問題は貨幣需要を説明することにおいて非人的富 W と恒久所得 Y_p と現在所得 Y の相対的な重要性に関係する。Meltzer (1963a) ('The demand for money: the evidence from the time Series', J. polit. Econ., vol. 71, June, pp. 219-46.) は W が Y_p もしくは Y のいずれよりもより適切な説明を与えてくれるということを発見した。そして、 W に加えて Y を含むことは彼のモデルの説得力に何も加えるものではなかったことを発見したのである。Laidler (1966) ('The rate of interest and the demand for money—Some empirical evidence', J. polit. Econ., vol. 74, December, pp. 543-55.) の分析において、 W と Y_p は共に Y よりも適切に役割を演じた。そして、Chow (1966) ('On the long-run and short-run demand for money', J. polit. Econ., vol. 74, April, pp. 111-31.) による研究は長期の均衡状態を予言するうえで Y に対する Y_p の優位を立証した。しかし、貨幣需要がいくつかの期間に渡ってその長期的均衡に向かって調整されるような短期モデルにおいては、Chow は Y が重要であることを発見した。しかしながら、彼の分析は現在所得の遅れを伴う値を含むモデルは統計に基づいて恒久所得——それ自体現在所得の遅れを伴う値に依存する——を伴う別のモデルとは区別しえない。そして、Feige (1967) ('Expectations and adjustments in the monetary Sector', Amer. econ. Rev., vol. 57, Papers and proceedings, May, pp. 462-73) によるごく最近の動態モデルは Y_p が短期的にもまた Y より重要であることを示唆している。家計部門の貨幣需要に関する限りでは、Hamburger (1966) ('The demand for money by households, money substitutes and monetary Policy', J. polit. Econ., vol. 74, December, pp. 600-623) は Y または W の何れも M_1 の短期的変動を説明することに重要な貢献をなすわけではないことを発見した。これらの研究は共にアメリカ合衆国では現在所得を中心的な要

因とする強調へと導く貨幣保有の取引動機と予備的動機概念は有益には思えないということを示唆している。貨幣需要に対する資産アプローチによって示唆された諸要因は常に適切な説明を提供する。

これらはアメリカ合衆国における経験的研究の最も重要な結論である。しかし、いくつかの研究はその他の問題に変えられてしまった。何年もの長期間に渡り、広義の貨幣 M_2 はまさに '贅沢品' であるように思える。すなわち、貨幣需要は富や恒久所得に比例するよりも若干上回って増加する。しかし、弾力性は数年に渡って低下した。戦後期においては、狭義であれ広義であれ貨幣需要は所得よりも急速に増大しなかった。過去百年において、物価インフレーションあるいは物価デフレーションはアメリカ合衆国では実際の関係において貨幣需要に対して重要な影響を及ぼさなかった。他の事情が同じならば、貨幣需要が物価水準につりあうという仮説は実証された——名目残高よりもむしろ実質残高の需要として貨幣需要を表すことは正しい。最後に、例えば、Meltzer (1963b) ('The demand for money: a cross-section study of business firms', Q. J. Econ., vol. 77, August, pp. 405-22.) のような横断面の研究は貨幣保有についての規模の経済の証拠をほとんど示していない。

一つの重要な答えのない問題は最適の貨幣の尺度の性格についての問題である。経験上の研究は安定的な需要関数が M_1 と M_2 の両方に見出しえるということを示唆している。Hamburger の短期の家計部門の研究は広義の総量を採用することから得られるであろうものはほとんどないことを示唆した。なぜなら、彼が調査した期間においては、要求払預金と定期預金とのほとんど全く説明不可能な代替があったからである。それにもかかわらず、より確かであり包括的な証拠が何れかの尺度に対するあらゆる強力な優位を判断するために必要とされた。

経験的証拠：イギリス

Kavanagh and Walters (1966) ('Demand for money in the United Kingdom, 1877-1961: Some preliminary findings', Bull. Oxf.

Univ. Instit. Econs, stat., vol. 28, May, pp. 93-116.) はイギリスにおける貨幣需要の最初の重要な戦後研究を成したのである。通貨と銀行部門の純国内預金を含めて貨幣を定義することによって、長期利子率との関係で需要の弾力性は、1880—1961年の期間の統計を分析すると、様々な推計は需要関数の様々な評価を反映しているが、 -0.2 から -0.5 の範囲に見出されるように思う。この期間の後半において——1926—60年——、最近10年の統計だけがその範囲の下限に接近したけれども、弾力性はより高いものであったように思われる。イギリスの金融部門についての動態モデルにおいて Crouch (1967) ('A model of the United Kingdom's monetary Sector', *Econometrica*, vol. 35, pp. 398-418) は全て調整された後に1954—65年の期間における手形交換所加盟銀行預金の需要弾力性を -0.5 と推計した。他方、Fisher (1968a) ('The demand for money in Britain: quarterly results, 1951-1967', *Manchester Sch, econ, soc. Stud.*, vol. 36, December, pp. 329-44.) は1951—67年の期間の短期の動態モデルを用いて利子率に対する貨幣(通貨と手形交換所加盟銀行預金)のごく低い感応性を発見した。すなわち、Fisherの分析において、短期利子率——大蔵省証券利率——は重要な影響を及ぼさなかった。そして長期利子率との関係で十分な調整の後に弾力性はわずか -0.3 であった。

これらの結果は、貨幣保有が一年の間に均衡に向けて部分的にのみ調整された動態モデルを構築した El-Mokadem (1969) ('A study of personal Savings in the UK, 1948-1966', unpublished Ph. P. thesis, University of Manchester.) による1952—66年の期間における個人部門の貨幣需要についての未公表の研究において確認されなかった。貨幣を現金プラス個人部門の銀行預金と定義することによって、彼は長期債券の利回りも普通株の利回りも共に何らの重要な影響を及ぼさないことを発見した。しかし、他の金融機関によって提示された利回り——建築組合と信託貯蓄銀行の特別投資部門によって提示された利回りを標準的なものとして取り扱う——が重要であることを彼は発見した。最初の年には、

このような利回りとの関係で家計部門の貨幣需要の弾力性は -0.2 であった。しかし、全て調整された後に、弾力性は -0.5 であった。

この研究はまた貨幣需要を利子率の期待に結び付ける試みを含むものであった。何時でも名目利子率の尺度は期待が最近の経験、特にここ半年の経験によってしっかりと重きを置かれたということを示唆する定式を用いることによって構築された。このような期待利子率からの現在の長期利子率の乖離を測定する変数は分析に含まれており、それが重要であることが証明された。そして、それは -0.1 の弾力性(部分調整)を与えている。これはケインジアン流動性選好関数の支持にいくつかの証明を提供する。そして、この流動性選好関数においては、貨幣需要は何らかの標準に対応して利子率の水準を反映する。それゆえに、これは以前に議論された Starleaf and Reimer (1967) ('The Keynesian demand function for money: in the United states: some structural estimates', *Econometrica*, vol. 32, October, pp. 476-509.) のアメリカの研究成果——しかしながら、これは正常な利子率を測定する際に最近の利子率に対してほとんど重きを置かなかった——と対照をなす。El-Mokademはその効果が重要であることを発見したけれども、このような弾力性の値の測定はあまり正確なものではないことが付け加えられねばならなかった。それゆえに、家計部門の貨幣需要に対する効果はさほど大きいとは思われなかった。例えば、もし、現在の長期債券利回りがいわば $7\frac{1}{2}\%$ であるとしたならば、そして、同時に名目水準が 6% であり、 $11\frac{1}{2}\%$ (あるいは 6% の 25% にあたる)の乖離を示しているとしたら、 -0.1 の弾力性は家計部門の貨幣需要が $21\frac{1}{2}\%$ だけ減少することを意味する——それゆえに、最近の経験によってかなり重きを置かれた期待変数があれば、それほど大きく現在の利率と正常な利率との間の開きが長きに渡って持ちこたえるとは期待しえなかった。それにもかかわらず、貨幣需要の比較的わずかな変化でさえ金融統制に重大な影響を与えた。

長期に関して Kavanagh and Walters (1996) ('Demand for money in the United Kingdom, 1877-1961: Some preliminary findings',

Bull. Oxf. Univ. Instit. Econs, State., vol. 28, May, pp. 93-116.) は貨幣需要が所得に比例する以上にわずかに増加するということを発見した。そしてそれは貨幣が贅品であるか需要関数が嗜好の変化あるいは金融構造の変化のためにシフトするということのいずれかを示唆している。趨勢変化が除去されれば、貨幣需要は所得に比例するよりも少なく変化するということが彼らは発見した。これは景気循環に対するアメリカの経験と密接に結び付いた結果である。戦後期の El-Mokadem の研究成果は、家計部門の貨幣保有が恒久所得の変化に対して十分に調整されることでは、貨幣がかなり明らかに贅品——その推計の弾力性は 1.8 である——の役割を演じているように示している。しかし、部分調整の弾力性は 1 以下であることを彼は示している。彼の研究はまた恒久所得が家計部門の貨幣需要を説明する変数として現在所得よりも優れていることを示した。Fisher は彼の分析における二つの概念のいずれかを選ぶことをほとんど認めなかった。最後に De Alessi (1966) ('The demand for money: a Cross-Section Study of British business firms', *Economica* vol. 33, August, pp. 288-302.) によるイギリス企業の横断的研究は貨幣保有における規模の経済についてのいかなる証拠も示すことができなかった。

総括すれば、研究は比較的ほとんどのなされていないけれども、イギリスで得られた研究成果はただ一つの点でアメリカでの研究成果と相入れないように思われる。すなわち、投機的貨幣需要が個人部門において重要であるといういくつかの徴候がある。イギリスでは、恒久所得が現在所得に対する何らかの明確な優位性を備えているとは言いえない。それゆえに、利子弾力性の評価はアメリカよりも低いものであると思われる¹⁾。しかし、正常利子率の効果は別として、前者あるいは後者

の理論を支持してアメリカの検証に異議を唱えるものは何もないのである。

経験的証拠：その他の諸国

1959—63年の間の代表的な諸国における貨幣需要に関する Wallich (1967) ('Quantity theory and quantity policy', in W. Fellner et al, (eds.), *Ten Economic studies in the Tradition of Irving Fisher*, Wiley.) の研究はわずか一カ国で観察された貨幣需要についてのいくつかの特徴がまた国際的にもあてはまるということを示唆している。貨幣需要は、かなりの程度に貨幣が狭義に定義されている時よりも広義に定義されている時に、1人当たりの所得に比例する以上に増大する。実質利子率の相違は狭義の貨幣で評価された弾力性-0.25で貨幣需要に影響を及ぼす。そして、Wallichはまたイギリスやアメリカの何れにおいても見出しえなかった重要な特徴に気付いたのである。すなわち、両国での数カ年の間の平均インフレ率の相違——期待インフレ率の測定手段として使用される——は貨幣需要に小さなものであるが重要な影響を及ぼす。その推計は期待インフレ率の1%の開き、所謂年率5%と6%との開きはざっと11/2から2%だけ貨幣需要を引き下げるように期待されるであろうことを意味する。これは重要な研究成果である。なぜなら、それは物価インフレが緩やかなインフレでさえも貨幣需要に影響を及ぼすという理論的前提を確認するからである。その研究成果はまた実質利子率との関係で狭義の貨幣の需要弾力性が物価インフレとの関係よりも相当に大きいことを示唆するものであるが、しかし、広義の貨幣の場合にはほとんど相違がないこと、例えば、前者については、弾力性が名目利子率よりも実質利子率との関係で大きくなるということを示唆している。

ハイパー・インフレーションの状況において

注1) しかしながら、Kavanagh and Walters (1966) ('Demand for money in the United Kingdom, 1877-1961: Some preliminary finding', Bull. Oxf. Univ. Instit. Econs, State., vol. 28, May, pp. 93-116.) は、従属変数としてのMの選択が間違っている時には、彼らの利子弾力性の評価が低下傾向をもつであろうと指摘している。彼らは貨幣供給が外生的に決定されるのであれば、回帰分析において利子率を従属変数として取り扱うことはさらに適切であろうということを示唆している。1880—1961年の全期間に渡って、これは-0.8から-0.2の範囲の内に利子弾力性を示す。そして、このことは、彼らが言うところの「流動性の異は錯覚ではない」ということを示している。

——1カ月当たりおよそ50%かそれ以上物価が上昇する時——、Cagan (1956) ('The monetary dynamics of hyperinflation', in M. Friedman (ed.) Studies in the Quantity theory of Money, Chicago University Press.) and Allais (1966) ('A restatement of the quantity theory of money', Amer. econ. Rev., vol. 56, December, pp. 1123-57.) は既にこの前提を立証していたのである。Cagan は1920年代初頭と第2次世界大戦末期に生じたヨーロッパ7カ国のハイパー・インフレーションを分析した。そして、彼は物価期待変化率の尺度が実質現金保有残高の変化のほとんどを説明したことを示した。さらに、より大きな期待インフレ率がインフレ率との関係でより高い貨幣需要の弾力性と結び付けられた。物価上昇は貨幣需要に対して増大効果を持つと示された。Allais のごく最近の研究はハイパー・インフレーションの諸条件についてのいくつかの部分についてのより優れた説明を与えており、それがフランス、イギリス、アメリカにおける正常な状態に適用されていた。

経験的証拠：結論

このような証拠についての概観には一つの特徴が浮かび上がってくる。すなわち、貨幣需要は一つあるいは二つの変数の何らかの単純な関数によって適切に要約されうるものではない。利子率が最も重要であるということに関する意見の一致をみることはないで、証拠のいくつかは対立するが、長期債券の利回り、手形割引率、貯蓄預金の利回り、株式の利回りとインフレ率は全て貨幣需要を決定する際に役割を演じていることが見出された。このことは、様々の金融資産と実質資産を含む富のポートフォリオの内訳での代替に対する現代の貨幣数量主義者の力説によって、現代の貨幣数量主義者のアプローチが最も実りあるものであるということを示唆している。また、現在所得が長期の貨幣需要の説明として富もしくは恒久所

得のいずれかよりも劣っているという証拠はこの結論を支持する。

対照的に、ケインジアンによる貨幣保有の動機についての分類は経験上特に重要であるということは証明されていない。さらに、投機的貨幣需要と流動性の罍に対するケインズの力説は誇張されているように思われる。流動性の罍の仮説を支持するようないかなる証拠も発見されなかった。そして、重要な投機的貨幣需要を見出した唯一の研究 (El-Mokadem, 1969) はこれが短期的な現象であることを意味していた。なぜなら、正常な利子率は急速に現在利子率に調整されるからである。これを正しいつりあいであることは重要である。1カ月あるいは四半期毎の概観を取り上げるならば、投機的な要因は貨幣の需要関数におけるいくつかの不安定性を説明するであろう——もし、期待が短期的に外挿されるのであれば、恐らくかなりの不安定性であろう——。しかし、1年あるいはそれ以上の期間に渡って、証拠は投機的需要が取るに足らないものになるということを示唆している。すなわち、期待利子率の変化が長期の期間に渡る貨幣需要の実際のシフトを説明するという徴候はないのである。

その証拠は長期間に渡って、少なくとも第2次世界大戦迄は、両国間で貨幣需要が所得あるいは富に比例する以上に増加しており、もし M_1 よりも M_2 が考慮されるのであれば、増加率はより高くなるということを明らかに結論付けているように思われる。これらの結果がどれほど所得もしくは富の相違によって引き起こされるのか、そしてこれらの結果がどれほど単に金融構造の変化と金融構造の精巧さの相違を反映しているのかはわからない。短期的には、貨幣需要に対する所得——恒久所得あるいは現在所得——の変化の効果は確かに一層少ないものである。そして、利子率の変化の影響によって支配されるのもっともなことであろう。(未完)

(1998. 12. 24 受理)