

貨幣供給量と経済変数の変動(2)

——マーシャルのKと国民生産物の変動——

Influences of Money Supply on the Economic Variables (2)

——Variation of Marshallian K and National Products——

山崎 匡毅

Masaki Yamazaki

〔前稿目次〕

はじめに

1. 理論的基礎となる方程式
 - (1) フィッシャーの方程式と所得形式の再検討
 - (2) 方程式の微分形への変換とその意義
2. 貨幣数量と物価水準
 - (1) 理論的接近方法の妥当性——日本とアメリカについて
 - (2) 社会主義の状況について
 - (3) マネタリストの見解
3. マネタリズムの問題点とインフレーションのメカニズム
 - (1) 所得速度の変動の軽視
 - (2) 貨幣の範囲と自明の理としての貨幣数量説
 - (3) マネーサプライと経済変数の因果関係
 - (4) 一様でないインフレーションのメカニズム次の課題——結びに代えて

〔本稿目次〕

はじめに

- 1) 問題の所在
- 2) 若干の予備的知識
1. 長期的所得速度の一般的形状
 - (1) U字形パターン——Bordoらの分析
 - (2) 若干の主要国について
2. 近年の状況——日本とアメリカを中心として
 - (1) マーシャルのkと貯蓄性向について
 - (2) マーシャルのkの変動と過剰流動性の問題
3. マネーサプライと国民生産物の変動
 - (1) マネタリストの見解
 - (2) 供給弾力性の変動と貯蓄・投資
 - (3) 日米の経済体質の相違——若々しい日本の

経済体質

結び

はじめに

1) 問題の所在

前稿において、まず経済変数に与えるマネーサプライの影響をフィッシャーの数量方程式及びケンブリッジの形式を起点として一般的に論述した。その中で、貨幣数量の増加が3つの因子——実質国民生産物の増加、物価水準の上昇、マーシャルのk（逆数としての所得速度）の変動——に分解されることを示し、日本とアメリカについて定量的分析を行い、筆者の理論的展開の妥当性を吟味した（注1）。

次に、それらの分析を基礎として、日本とアメリカで経済体質の相違を明確にし、1970年代にアメリカでマネタリズムが抬頭した経済的背景を論じた。政策的観点からみれば、マネタリズムはむしろ特殊な経済状況に対応する思想として出現し、日本のような経済体質の国には、必ずしも妥当するものでないことを強調した。

また、前稿ではとくにマネーサプライをインフレーションとの関連で焦点を当て、それは自明の理として貨幣的現象であるが、インフレーションの生起がその時点の経済条件に大きく依存することを示した。つまり、現実には様々な形態——デ・マンド・プル・インフレーション、コスト・プッシュ・インフレーション、ハイパー・インフレーション、輸入インフレーション——がマネーサプライの増加と結びついて生ずることを明らかにした。

しかしながら、マネーサプライの増加が実質国民生産物の増加やマーシャルの k の変動に与える影響については、紙幅の都合もあり、次への課題とされた。そこで、本稿では、この課題に取り組むわけであるが、その影響を一般的に考案することは、現実の経済では分析上むづかしい面がある。というのは、実質国民生産物やマーシャルの k の変動は多分にその国の固有な経済特性——経済発展段階、産業構造、投資や貯蓄行動、人々の教育水準や勤労意欲、社会的風土など——に依存しており、理論的に明快な分析がむづかしいからである。

したがって、マネーサプライの増加に関連した本稿における国民生産物やマーシャルの k の変動の分析は、必ずしも十分とはいえない。ある意味では、本稿の分析がこれからの研究の第一歩として位置づけられる性格をもっているといえよう。

2) 若干の予備的知識

本稿を著すに当たり、前稿の続きの関係で数式や記号に関して若干の補足を行う。

筆者が起点としている基本方程式は、ケンブリッジ型の数量方程式（所得形式）であり、それは、

$$\frac{M}{P_Y} = \frac{1}{V_Y} T_Y = k T_Y \quad (k = \frac{1}{V_Y})$$

である。 M は貨幣のストック量、 T_Y は実質国民生産物、 P_Y はその価格水準、 V_Y は通貨の所得速度、 k はマーシャルの k である。

この形式を1年間というような時系列の変化分として、 \cdot （ドット）を付けて単純化すると、

$$\dot{M} = \dot{k} + \dot{P}_Y + \dot{T}_Y = -\dot{V}_Y + \dot{P}_Y + \dot{T}_Y$$

という微分形で表わされる。いま、

$$E_k = \frac{\dot{k}}{k}, \quad E_P = \frac{\dot{P}_Y}{P_Y}, \quad E_Y = \frac{\dot{T}_Y}{T_Y}$$

とすれば、

$$E_k + E_P + E_Y = 1$$

となる。ここで、現実の経済では近似値として、 E_Y はマネーサプライの増加に対する実質GNPの弾性値、 E_P はGNPデフレーター弾性値、 E_k はマーシャルの k の弾性値を示す。

なお、前稿でも論述したように、実際の分析に

おいては、貨幣の範疇が問題になる。本稿では、通常用いられる M_1 と M_2 の両方を採用する。その場合、 k_1 、 k_2 、 V_1 、 V_2 について

$$k_1 = \frac{M_1}{Y}, \quad k_2 = \frac{M_2}{Y}, \quad V_1 = \frac{1}{k_1}, \quad V_2 = \frac{1}{k_2}$$

として区別する。ここで Y は名目GNPの値である。

1. 長期的所得速度の一般的形状

(1) U字形パターン——Bordoらの分析（注2）

各国の所得速度が系統的にどのような形状になるかについては、BordoとJonungの詳細な研究がある。彼らは100年間に及ぶ所得速度について、世界の80カ国の国々を対象に分析した結果、長期的所得速度は一般にU字形パターンを有する傾向があることを見出した。本節では、Bordoら分析に沿って、その形状について述べてみよう。

Bordoらは、1983年の時点で世界の80カ国を一人当たりの所得別に4つのグループ——富裕な先進市場経済国、中の上位の所得経済国、中の下位の所得経済国、下位の所得経済国——に分け（表1）、その所得速度の推移を長期的時系列において分析した。その結果、通貨の所得速度 V_1 と V_2 の形状には共通した傾向があることを見出し、それを「U字形パターン」と名づけた。その形状を経済の発展段階に合わせてモデル的に示すと、図1のようになる。

図において、フェイズ(Phase)1は、所得速度 V_1 と V_2 の両方が下落する発展段階が低い時期である。フェイズ2は V_1 は上昇に転ずるが、 V_2 は依然低下する段階である。フェイズ3は V_1 と V_2 の両方が上昇する段階である。

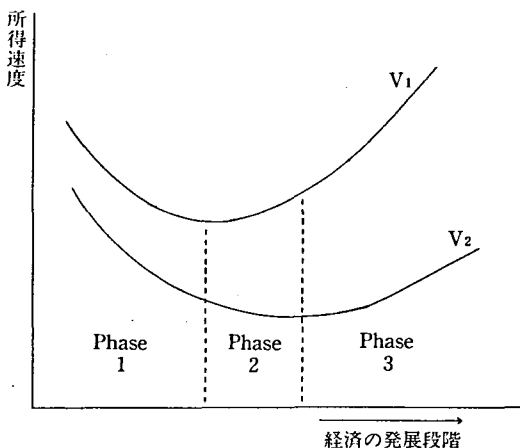
もちろん、所得速度のU字形パターンは一つの傾向法則であり、すべての国に一樣に当てはまる法則ではない。例えば、日本、西ドイツ、イタリアは第1グループの先進市場経済国に属するが、後にみられるように、所得速度がU字形になっただけでなく、その意味で3国はどちらかといえば例外に属する。この理由としてBordoらは3国とも第2次世界大戦の敗戦国であることをあげ、そのことによって経済が破壊され、金融制度が後もどろし、所得速度の時系列的傾向が変調をきたしてい

表1 経済発展レベルによる国のグループ分け

グループ	国名
上位の先進市場経済国 (1人当たり11,120ドル)	スイス, スウェーデン, ノルウェー, 西ドイツ, デンマーク, アメリカ, フランス, ベルギー, オランダ, カナダ, オーストラリア, 日本, フィンランド, オーストリア, イギリス, イタリア, スペイン, アイルランド, ニューージーランド
中の上位の所得経済国 (1人当たり2,490ドル)	サウジアラビア, リビア, シンガポール, イスラエル, ジリシャ, ベネズエラ, ポルトガル, 南アフリカ, ユーゴスラビア, ウルグアイ, アルゼンチン, チリ, メキシコ, ブラジル, アルジェリア, イラク, マレーシア, イラン, 韓国
中の下位の所得経済国 (1人当たり850ドル)	パラグアイ, ヨルダン, シリア, トルコ, コスタリカ, チュニジア, コロンビア, ドミニカ, コートジボアール, ジャマイカ, エクアドル, ペルー, グアテマラ, ナイジェリア, ニカラグア, モロッコ, フィリッピン, 台湾, エルサルバドル, エジプト, ザンビア, ホンジュラス, ボリビア, インドネシア, イエメン, セネガル, ケニア
下位の所得経済国 (1人当たり270ドル)	中国, トーゴ, スーダン, パキスタン, マダガスカル, シエラレオネ, スリランカ, ハイチ, タンザニア, インド, オートボルタ, ブルンジ, ウガンダ, ザイール, マラウイ, ビルマ, ネパール, エチオピア, バングラディシュ

(出所) World Development Report 1983, Washington, D.C. 1983.

図1 通貨の所得速度の3段階



るのではないかと説明している。

さらに, Bordo らは1950年代から80年代に至る30年間にわたって

$$V = a + bt \quad (a \text{ と } b \text{ は定数, } t \text{ は期間})$$

という形式に沿って回帰分析を行い, 各国のパターンを詳細に分析した。その結果を表2に示すが, ここでも日本, 西ドイツ, イタリアは例外として扱われている。

(2) 若干の主要国について

Bordo らは, 多数の国の所得速度 V_2 の形状を示しているが, 本節ではその中で興味深い国を取りあげ, 若干考察してみよう。

まず, U字形パターンの典型例はスウェーデン

表2 グループに対する所得速度の回帰分析

グループ	期間	回帰方程式 (係数)			所得速度の上昇率 (%)
		b	R ²	DW	
先進市場経済国	V ₁ : 1952~82	0.067	0.940	0.871	1.4
	V ₂ : 1952~82	-0.009	0.853	1.305	-0.5
中の上位の経済国	V ₁ : 1953~82	0.068	0.575	0.487	0.8
	V ₂ : 1953~82	-0.068	0.900	0.894	-2.6
中の下位の経済国	V ₁ : 1952~82	-0.034	0.462	0.863	0.0
	V ₂ : 1952~82	-0.118	0.957	1.270	-2.2
下位の経済国	V ₁ : 1962~82	-0.125	0.840	1.091	-1.6
	V ₂ : 1962~82	-0.176	0.960	1.178	-3.3
西ドイツ, 日本, イタリア	V ₁ : 1952~82	-0.031	0.797	1.100	-0.6
	V ₂ : 1952~82	-0.040	0.847	0.328	-2.6

(注) グループは表1に対応する。

である(図2-②)。スウェーデンでは1870年から
V₂は低下し1920年頃最小になり、その後は上昇基

調となり今日に至っている。アメリカもほぼ同様な形状をしており、1880年から1940年頃の経済発

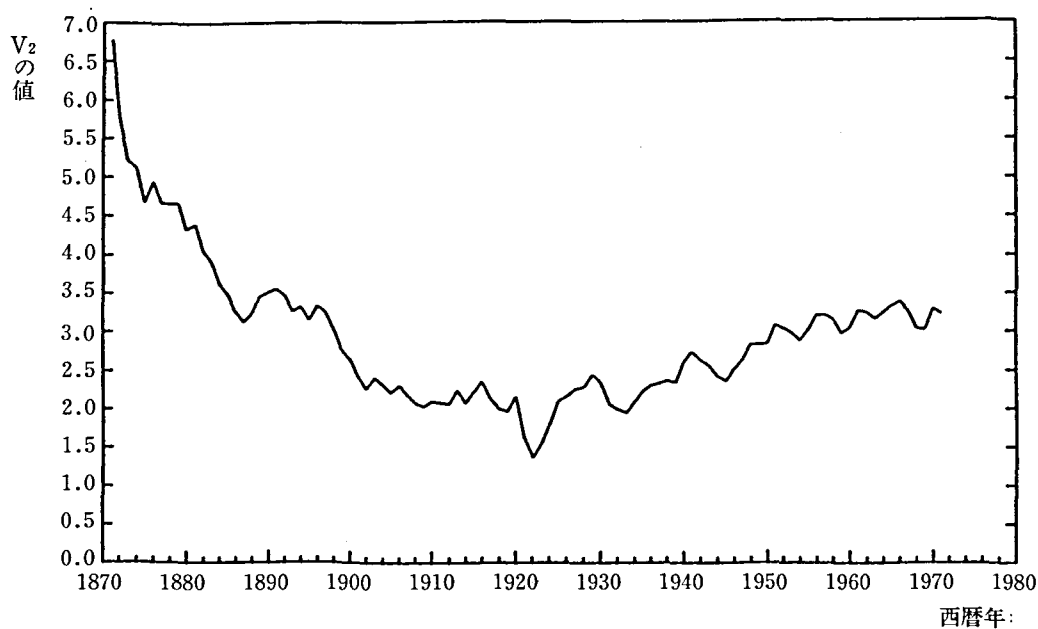
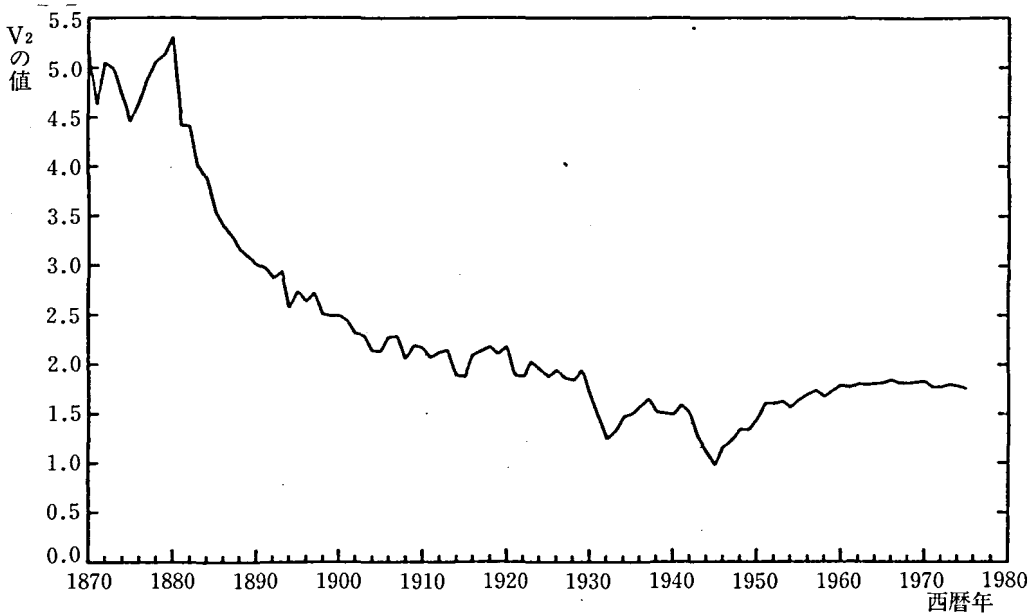
図2-② スウェーデンにおけるV₂の長期的推移

図2-⑥ アメリカにおける V_2 の長期的推移



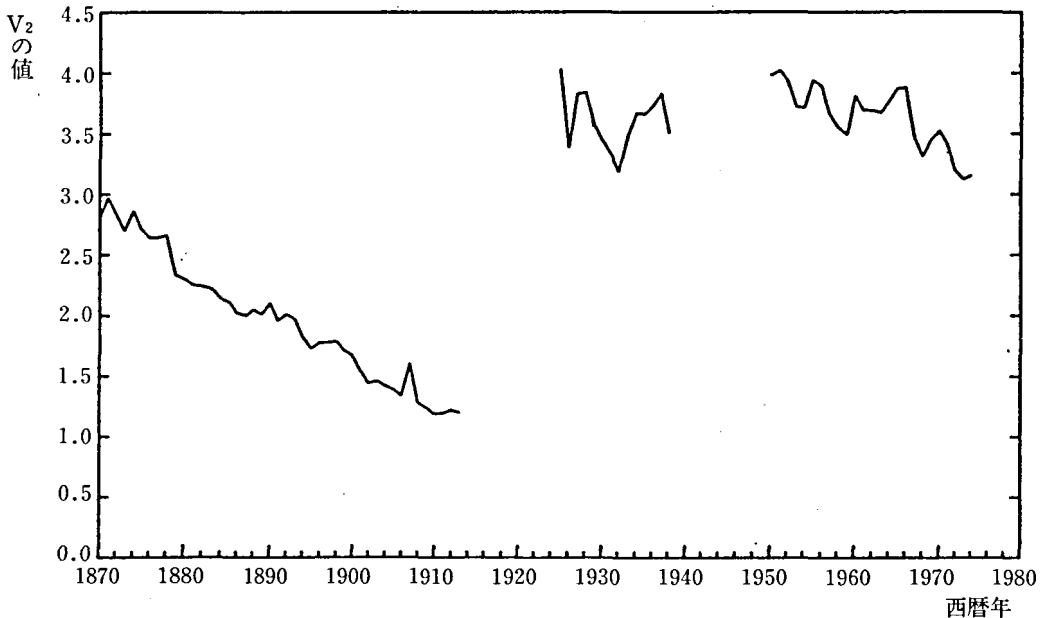
展期や経済成長期には V_2 は低下傾向を示した (図2-⑥). 最も国際的経済地位が高かった1940年代を最低点にその後は上昇傾向にあるが、最近ではほぼ一定値を保つようになってきた。もちろん、細かくみれば、短期的にはかなりの変動があり、その時期に何らかの激変があったことをうかがわせる。例えば、1930年代の世界恐慌時や1940

年代の第2次世界大戦時には、所得速度の大きな落ち込みが存在する。

次に、日本をみると、1890年から1940年の経済発展期において V_2 は下落傾向にある (図2-⑦)。しかし、第2次世界大戦の敗戦でそれは断絶してしまう。戦後は、その混乱期を除いて一貫して下落傾向にあり、後に詳しくみるように今日ま

図2-⑦ 日本における V_2 の長期的推移



図2-④ 西ドイツにおける V_2 の長期的推移

で続いている。

西ドイツをみると、この国は第1次世界大戦、第2次世界大戦の敗戦で、経済的つながりは断絶してしまい、所得速度は不連続となる(図2-④)。1870年から1910年代までは所得速度が下落傾向にあり、その後の2度の断絶後においても、所得速度は低下傾向にある。

このようにみえてくると、各国の所得速度は、その発展段階や経済状況に応じてかなり異なった形状を有している。また、所得速度の絶対値の相違も大きい。

すでに触れたように、経済発展段階の若い国ほど所得速度が低下する傾向が強いとすれば、わが国や西ドイツは、マネーサプライに関し、発展途上国に似た体質をもっているといえる。ある意味では、わが国や西ドイツは経済水準の高い先進工業国でありながら、いまだに成熟していないことであり、後に述べるように、若々しい成長体質を有しているともいえるのである。

2. 近年の状況

——日本とアメリカを中心として——

(1) マーシャルの k と貯蓄性向

前節では、100年間に及ぶ長期的視点から所得速度の推移を考察したが、本節ではここ20年間のマ

ーシャルの k (所得速度の逆数) を調べ、日本とアメリカを中心に分析すると共に、それらの経済体質の相違を若干検討してみよう。

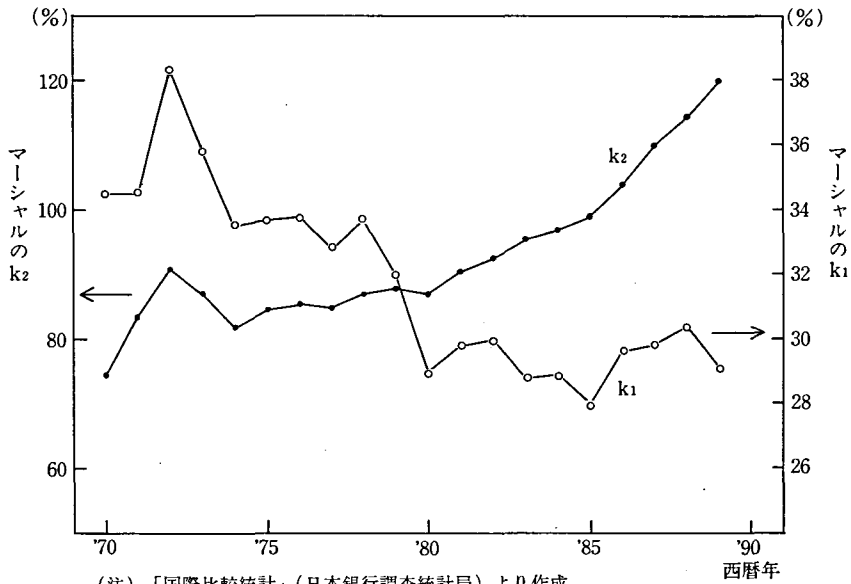
近年におけるマーシャルの k の推移を日本とアメリカについてみると、それぞれ図3-④と図3-⑤となる。この図を比較すれば次のことがわかる。

第1に、日本の k_2 は最近においても非常なスピードで急上昇してくる。これは、後にみるように、わが国が高貯蓄率を背景に金融大国になっていく過程に対応する。しかし、 k_1 についてみると、むしろ低下傾向にある。したがって、わが国は先に述べた phase 2 の段階に入っているとも考えられるが、80年代になるとほぼ一定にとどまっていることから単に一時的現象かもしれない。

第2に、アメリカであるが、既述したように、所得速度は長期的に上昇(マーシャルの k は低下)傾向にあるが、最近の20年間は上昇・下落の小変動にとどまっている。つまり、長期的に大きく変動していないわけであり、このことがマネタリストの抬頭の理由——所得速度はそれほど変化しない仮定——の根拠にもなっていると考えられる。

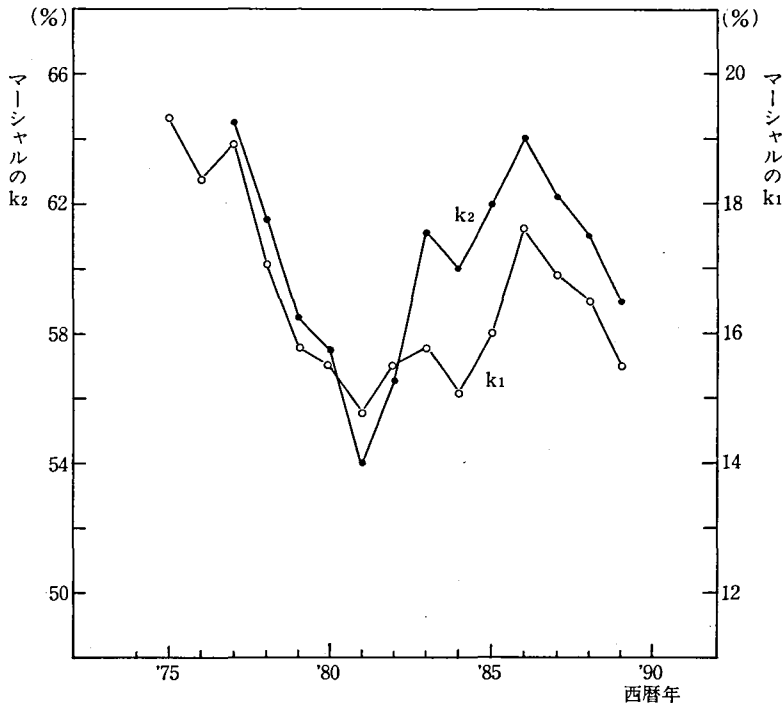
第3に、日本とアメリカのマーシャルの k の絶対値の相違である。 k_2 を例にとれば、日本はアメリカの値の2倍以上となっており、それだけ最近

図3-① 日本におけるマーシャルのkの推移



(注) 「国際比較統計」(日本銀行調査統計局)より作成

図3-② アメリカにおけるマーシャルのkの推移



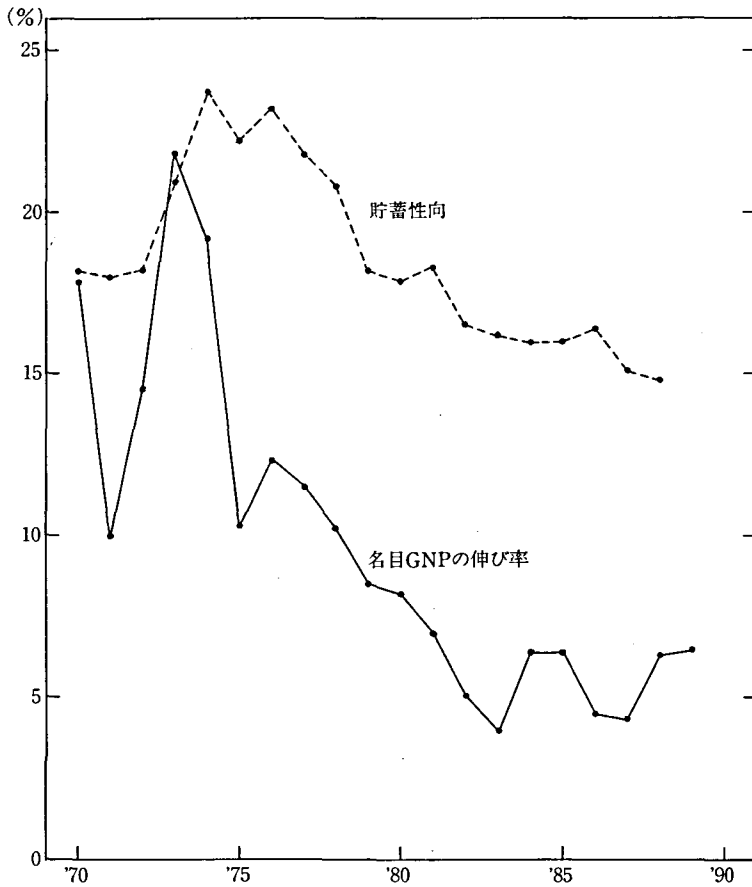
(注) 「国際比較統計」(日本銀行調査統計局)より作成

のわが国は、名目GNPに対して金融資産が大きくなっていることに対応する。さらに、わが国では M_2 に算入されない郵便預金もあり、円高という通貨価値の上昇ともあいまって、世界の金融

大国となっている。

さて、なぜわが国では k_2 が急上昇し、アメリカではほぼ一定にとどまっているかを説明するために、貯蓄率と名目GNPの増加率のギャップを調

図4-① 日本の名目GNPの伸び率と平均貯蓄性向



(注) 「国際比較統計」(日本銀行調査統計局)より作成

べてみよう。というのは、マーシャルの k が上昇するのは、名目GNPの上昇以上に貯蓄が増加することを意味するからである。

そこで、日本とアメリカの名目GNPの伸びと平均貯蓄性向の関係を図示してみると、それぞれ図4-①と図4-②となる。ここでわかるように、日本においては、1973年の第1次石油危機時を除いては、すべての期間において名目GNPの伸びを貯蓄性向が上回っている。つまり、名目GNPに対して相対的に M_2 などの金融資産が大きくなっている。しかも、そのギャップは1975年以降年々10%に及ぶ大きなものであり、このことはわが国経済が完全に低成長期に移行した80年代以降も変わっていない。この事実は、ある意味で驚くべきことであり、後に述べるように、わが国の経済体質を特徴づけると共に、日米経済摩擦のような

深刻な問題が生ずる伏線となっている。

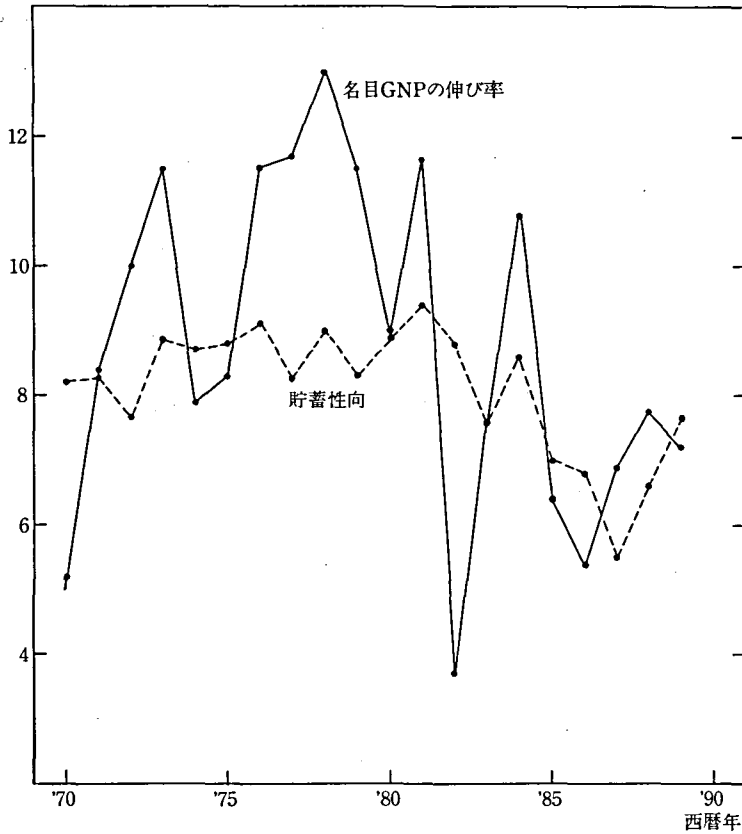
一方、アメリカをみると、日本に比較して貯蓄性向の絶対値が非常に小さく、わが国の半分以下の水準である。名目GNPの伸びと平均貯蓄性向とのギャップはそれほど恒常的でなく、プラス・マイナス交互に現われる。つまり、マーシャルの k は、平均的になれば比較的安定的となるはずであり、前節の分析と一致している。

このような日本とアメリカの相違は、所得水準の相違というより経済体質の相違としかいいようがない。この点については、経済成長に関連して後に述べる。

(2) マーシャルの k の変動と過剰流動性の問題

マーシャルの k の変動に関し、その急激な変化が「過剰流動性」をもたらし、投機現象の原因と

図4-⑥ アメリカの名目GNPの伸び率と平均貯蓄性向



(注)「国際比較統計」(日本銀行調査統計局)より作成

なることがある。過剰流動性とは、金融の緩和時に流動性の高い貨幣量が増加し、地価や株価を押し上げ、その後の一般的物価の上昇に結びつき易いことであり、その発生時点ではマーシャルのkの上昇を伴う。

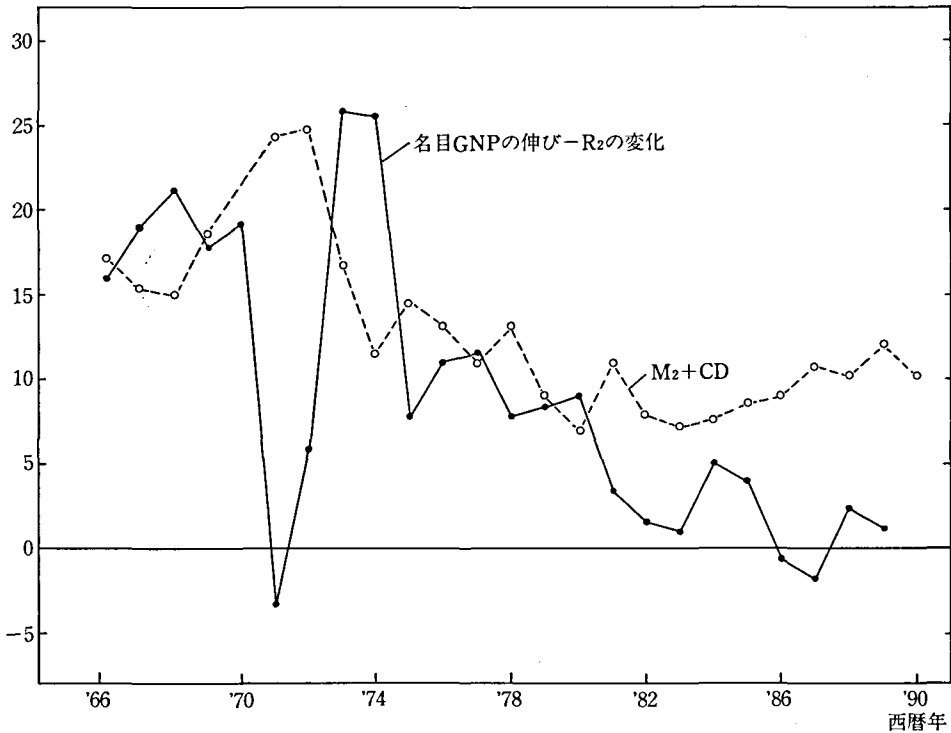
しかし、マーシャルのkが上昇するだけで、過剰流動性が生ずるわけではない。マネーサプライの増加やマーシャルのkが上昇しても、金利水準が高くそれが流動化しにくいならば、過剰流動性とはいわない。また、低金利でマネーサプライが増加しても、それが一般的物価を押し上げるならば、インフレーションとはいうが、過剰流動性とはいわない。

要するに、マーシャルのkの上昇は過剰流動性の必要条件であるが、十分条件ではない。過剰流動性はマネーサプライだけでなく、金利の状態、経済成長、インフレーションなどと密接に関連している。

過剰流動性が一般物価の上昇を伴わない潜在的貨幣数量の増加であることに注意すれば、その尺度として名目GNPの伸びとマーシャルのkの変化率の差をとり、その経時の変化をみることが重要である。1960年代後半から最近までのマネーサプライの増加率と、名目GNP伸び率-マーシャルのkの変化率を図5に示す。

図5からわかるように、名目GNPの伸び率-マーシャルのkの変化率がマイナスになった時期は、1971年(昭和46年)と1986~87年(昭和61~62年)である。周知のように、この2つの時期は金融緩和時でもあり、日本に大きな過剰流動性が生じたといわれる。

1971~72年時の過剰流動性は、国際基軸通貨ドルの金本位制の離脱と円切り上げのショック(ニクソンショック)による混乱の中で、不況対策として金利を低めに誘導し、マネーサプライを急増させたことに起因する。この過剰流動性は、73年

図5 名目GNPの伸びとマーシャルの k_2 のギャップの推移

の石油危機の発生とあいまって、「狂乱物価」といわれるインフレーションをひきおこした。

1971～74年の経験から、過剰流動性はやがて一般物価の上昇につながり、インフレーションとなっていくという考え方（マネタリスト的考え方）が強くなっていくが、それは必ずしも不変的に妥当するものではない。このことは、次に述べる1986～87年の過剰流動性の観察から実証される。

86年からの過剰流動性は、85年秋の先進5カ国蔵相会議（G5）による円高誘導から始まった。年間1000億ドルに及ぶ膨大な日本の貿易黒字を減らすために円高政策がとられ、G5当時1ドル＝240円前後の為替レートが、1年後には1ドル＝160円に、さらに2年後には130円以下になってしまったのである。

また、円高による不況を回避するために、政策当局は金利を極度に低め誘導し、金融を緩和した。この時期、円高による物価下落圧力によって物価上昇は全くとよいほど生じなかったが、名目GNPの伸びも低下し、大きな過剰流動性が生じた。前回の過剰流動性と相違は、GNPやマネーサプライがそれほど増加しない状況で生じたことで

ある。

過剰流動性の矛先は、不動産や株式市場に向った。いわゆる土地や株式への投機現象の出現である。過剰流動性は、土地の場合東京の土地に向かい、その地価を以前の2倍以上に押し上げ、それは1～2年の時間差をもって大阪や名古屋などの大都市、さらには地方の小都市へと波及していった（注3）。株価もこの時期急上昇し、多くの国民の間に財テクブームをひきおこした。その他、絵画などへの投機も行われた。もっとも、その反動で1990年の初頭から株価は急落し、土地も下落傾向を強めた。いわゆる「バブルの崩壊」であり、それはやがて設備投資の減退など、实体经济にも影響を及ぼしてくる（注4）。

1971～73年と85～88年の過剰流動性の最も大きな相違点は、その後の物価情勢である。既述したように、71～73年の過剰流動性では石油危機を契機に大きなインフレーションが生じた。しかし、85～88年の場合には、その後一般物価への高騰にはつながらなかった。つまり、過剰流動性は必ずしも一般物価の上昇にはつながらないのである。

3. マネーサプライと国民生産物の変動

(1) マネタリストの見解

M. フリードマンらは、1860～1970年の100年間にも及ぶアメリカの貨幣供給量と物価や国民所得の関係を分析し、その間に強い相関があることを見出した(注5)。貨幣供給量と物価(インフレーション)との関係については前稿で詳述したので、ここでは貨幣供給量と国民所得(国民総生産)や E_Y との関係を中心に考察する。

注意しなければならないことは、市場経済が貨幣を血液として機能する経済体制であるから、貨幣数量と国民所得の変動に強い相関があることは、むしろ自明の理である。問題なのは、経済の状況に応じて貨幣供給量の増加が、どのようにして、どのくらい国民所得に影響を与えるかを解明することである。

かつてケインズは、不完全雇用状態の下では経済資源(労働や資本)が遊休化しているのだから、マネーサプライの増加は遊休資源の活用へ向い、生産力の増大へつながると考えた。つまり不完全雇用状態である限り、第1次近似としてマネーサプライに関する国民生産の弾性値は1であり、その価格弾性値は0であるとした。本稿の記号でいえば、 $E_Y=1$ 、 $E_P=0$ と近似される。しかし、完全雇用に達する否や $E_Y=0$ 、 $E_P=1$ となり、マネーサプライの増加は単にインフレーションへとつながっていく。この考え方の背景には、市場機構が弾力的に作用する前提があり、ケインズ当時の経済状況の下ではかなり妥当したとはいえ、今日では市場は大きく変質してしまった。ここに近年マネタリズムが登場する土壌がある。

マネタリストの代表的考え方によれば、貨幣供給量と国民総生産とに次のような関係があるとしている(注6)。

(a) 価格調整機能が十分機能していれば、短期的には貨幣の伸び率の変化が国民総生産の水準に影響を与える。特に伸び率の変化が一般に予想されていない場合は、とくにそうである。

(b) 長期的にみると、国民総生産の成長率は貨幣ストックの水準や伸び率とは全く、あるいはほとんど無関係である。

この考え方からわかるように、マネタリストはマネーサプライの増加は短期的には国民総生産の

増大に寄与するが、長期的にはそれほど関係なく、それは単なるインフレーションとして消失してしまうことになる。また、マネタリストは、所得速度の変動を無視するが、それは一般には無視できるほど小さくない。前節でも述べたように、所得速度(マーシャルの k)の変動が、経済に大きな影響を与えることがある。

マネタリストの考え方をさらに押し進め、もしマネーサプライの増加によるすべての影響が各経済主体によって正確に予測されているとすれば、それは短期的にも何ら実質的效果を及ぼさないことになる(合理的期待形成仮説)。

このような考え方は、アメリカを中心に1970年代に登場したものであるが、それはアメリカの経済体質の変化の中で生じた。ある意味で特殊なケースであり、一般的なものではない。アメリカにおいては日本と異なり、1970年代になると貨幣が空回りしはじめ、その増加が実質国民生産の増加に結びつかなくなってしまった(注7)。つまり、貨幣供給に対して、実質国民生産の弾性値 E_Y の値が小さくなってしまった。問題はそれがなぜかということを投資・貯蓄や産業構造の変化の中で考察することである。

(2) 供給弾力性の変動と貯蓄・投資

周知のように、一国の経済成長力は投資水準に依存している。一般的に言えば、投資が大きければ、実質GNPの伸びが高く、高い経済成長体質になるが、ここでは、マネーサプライに関して次のような点が注目される。

前稿のアメリカと日本の比較において、以下の点を指摘した。まず、アメリカであるが、1960年代から70年代の初めまでは実質GNPの伸びが平均4～5%であり、 E_Y の値が平均0.5～0.6であった。70年代の第1次石油危機以降になると、実質GNPの伸びは低下し、同時に E_Y の値もかなり小さくなった。つまり、石油危機以降のアメリカ経済では、マネーサプライの増加が実質GNPの増大に寄与せず、むしろ E_P の値が大きくなる、というインフレーションにつながってしまったのである。

次に、日本をみると1960年代から70年代の初めまでは、実質GNPの伸びは10%近くのにぼり、

E_Y の値は71年と72年を除けば、平均0.6~0.7という大きな値である。つまり、高いマネーサプライの供給増加の大半が実質GNPの増大につながるという好循環が生じた。しかし、石油危機以後は低成長を余儀なくされ、実質GNPの伸びは3~5%となった。 E_Y の値も石油危機直後は0.1~0.3まで低下し、その代わりに E_P の値が大きくなった。この時期にはアメリカ同様インフレ体質となったのである。

ところが、わが国の場合はアメリカと異なり、 E_Y の値は平均0.5ぐらいまで回復し、 E_P の値は大幅に下落した。つまり、経済が低成長期になったにもかかわらず、インフレ体質は進行せず、実質GNPに対するマネーサプライの寄与は大きく維持されているのである。

さて、実質GNPの増加を決定する因子は、上述したように、一国の投資水準であり、それを可能にする貯蓄である。日本とアメリカを比較すれば、日本はGNPに占める民間投資——とくに設備投資——の比率が非常に高いし、家計の貯蓄率も大きい。したがって、日本の方が高い経済成長志向をもっていることは明らかである。

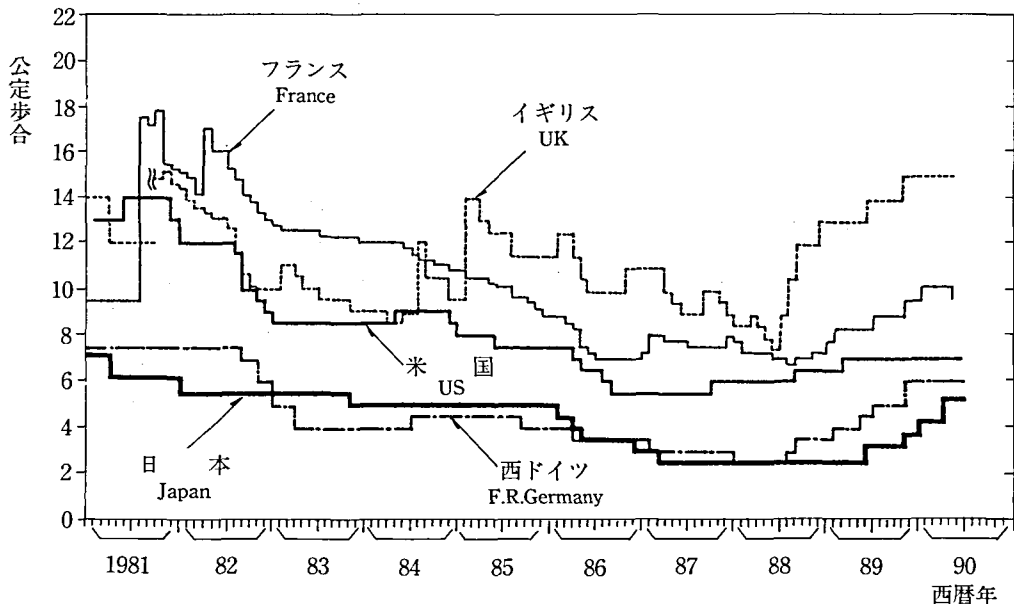
問題は、なぜ日本において投資水準が高いのかということである。この間の全体に解答するのは

むづかしいし、紙幅の都合もあるので、ここでは金利面からだけに注目すれば、日本の低金利政策がある。もちろん、一国の金利水準がどのように定まるかは、極めて重要であるにもかかわらず、それほど明快な理論があるわけではない。マネーサプライと金利の関係においても、マネーサプライが増加すれば金利が上がるか下がるか、というような単純な質問に対しても、明確な答が用意されているわけではない。

先進主要国の比較でいえることは、日本や(旧)西ドイツにおいては、アメリカ、イギリス、フランスなどに比較して、金利が低めに誘導されていることである(図6)。周知のように、日本と西ドイツは主要国では経済の優等生といわれる。この事実、低金利が政策的なものであるにせよ、市場的なものであるにせよ、投資環境をよくし、経済成長率を引き上げるばかりでなく、 E_Y の値も大きくするであろう(注8)。

さらに、マネーサプライにおける E_Y の大小を決定するのはどのような因子か、という問題があるが、これに解答を与えるのは容易ではない。というのは次節で述べるように、それは単にマネーサプライの絶対値に依存するだけでなく、その国固有の体質——産業構造など——に依存するからで

図6 主要先進国の公定歩合の推移



(出所)「国際比較統計1990」(日本銀行調査統計局)

ある。

(3) 日米の経済体質の相違——若々しい日本の体質

既にみたように、 E_Y の値は経済発展段階やその時の経済的状況を反映して経時的に変化するが、各国の経済体質にも大きく依存する。日本とアメリカで比較でいえば、 E_Y の値は日本の方が大きい。つまり、日本の方がマネーサプライの増加による実質GNPの増加への寄与度が大きいからであるが、問題は、なぜそうなのか、という点にある。

そのような問題を考えるうえで、マネーサプライはどのようになされるのか、について若干述べる必要がある。マネーサプライは、周知のように各国の中央銀行により行われるが、一般論をいえば、それ経済活動の原因であり結果でもある。つまり、一国経済活動が活発になると貨幣需要が生じ、それに応じてある条件下(金利などの条件)で供給される一方、不況期などには政策当局が金融緩和を行い、貨幣供給を促進させることもある。

貨幣需要の要因をあげれば、第1に商品(サービスを含む)の需要取引の増大に伴う場合、第2に商品の供給力増大に伴う貨幣の需要、第3に貯蓄や投機的需要の増大に伴う場合に大別される。

第1の場合、もし供給能力が限定されているならば、需要取引増加に伴うマネーサプライの増加は、価格上昇の原因となり、 E_P の値が大きくなる一方、 E_Y の値は小さくなる。供給能力が一定の中での財政赤字もこの範疇に属し、それは往々にしてハイパーインフレーションとなる。この種のインフレーションは、前稿でも示したように、資本主義国に限らず社会主義国でも同様にみられる。

第2の場合、マネーサプライの増加を通じて商品の供給能力を増大させ、実質GNPの増加に寄与する。その典型例が企業の設備投資(とくに生産能力の拡大投資)のための資本需要の増加である。この場合、他に隘路がなければ、物価の上昇を伴うことなく、実質GNPの増大につながるから、 E_Y の値は大きく、 E_P の値は小さくなる。

第3の場合であるが、貨幣が経済規模の相対的拡大に比して多く退蔵されるとすれば、 E_Y も E_P も大きくならず、単に E_K の上昇になる。先に述べ

たように、低金利下で過剰流動性が生じた場合、投機が発生しやすくなり、一般物価は上昇しないが地価や株価の上昇がみられる。

このように、貨幣需要の増大要因はさまざまであるが、 E_Y の値の上昇に寄与するのは、企業の設備投資にみられるような、第2の場合の商品の供給能力の増大が主となる。

ところで、商品の供給能力を高める産業は、どのような産業が効果的であろうか、明らかにサービス業のようなものではない。サービス業は労働力の直接商品化であり、供給能力を高める(生産性の向上)投資というのは本質的にありえない。例えば、理髪店で設備を更新しても、ロボットに理髪させるような革命がない限り、生産性が向上することはない。もちろん、一国においてサービス業人口が増加すれば、生産性の向上なくとも総体としては実質GNPは増加する。

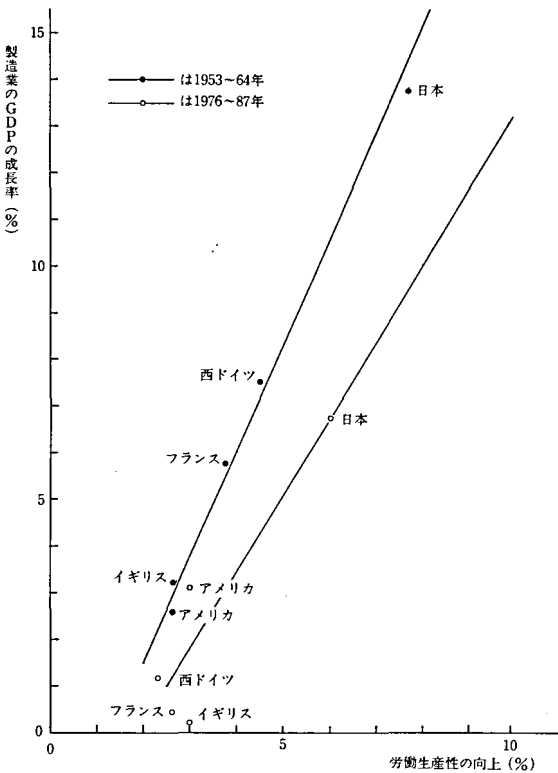
金融業や商業なども同様な性格をもっているが、サービス業よりは生産性の向上の余地がある。OA機器などの設備投資によって銀行などの生産性の向上がなされているし、流通業などもそのための投資が行われている。

最近成長しているコンピューターのソフトウェア産業は、商品の供給能力を高める観点から考えると、いささか厄介である。ソフトウェア産業は、それをOA機器やロボットなどに使用することによって、多くの産業の生産性向上に大きく寄与する。ただ、ソフトウェア産業そのものは、人間に帰属する「知的労働」産業であり、それ自体の生産性は現在ではそれほど上がっていない。

このように考えてくると、マネーサプライの増加に関係して商品の供給力を高め、実質GNPの増大の立役者は「モノ」をつくる産業が中心であり、それが E_Y の値の上昇に寄与する主因子と考えられる。第1次産業(農業など)もモノをつくる産業であるが、現在の先進国では農業の国民総生産に占める割合は非常に小さく、全産業の2~5%にすぎない。したがって、これによる生産性の向上は、全体とすれば大きく寄与することはない。

生産性向上によって商品の供給能力の向上につながる代表業種が、製造業である。製造業は生産設備の新鋭化によって生産性を大きく高めることが可能である。この連鎖によって、マネーサプラ

図7 製造業のGDPの成長率と労働生産性の向上との関係



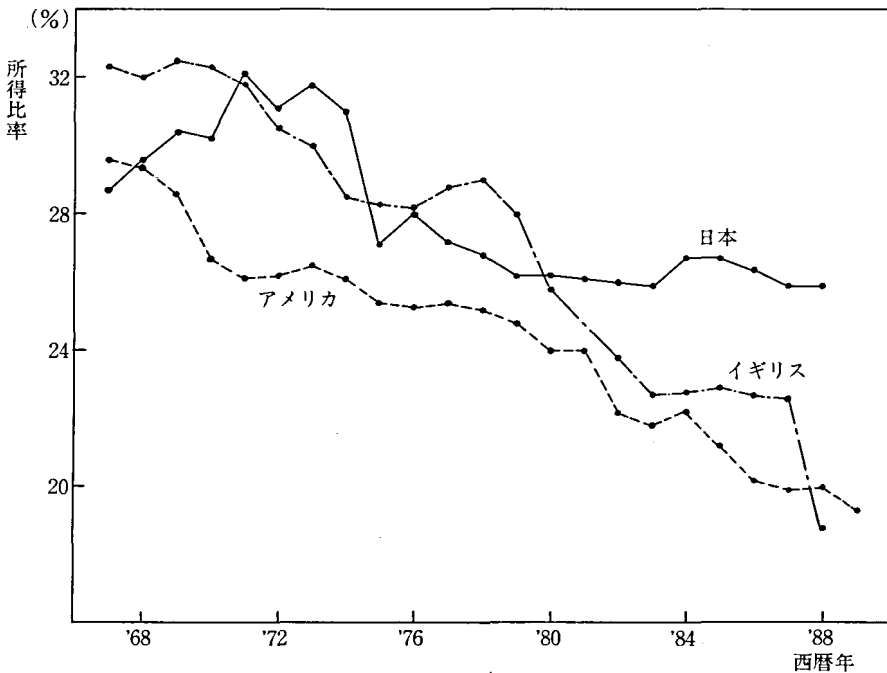
(注) OECD "National Account Year Book" および "Labour Force Statistics" より作成。

イを通じて E_Y を高め、ひいては実質GNPの成長を高めていく(図7)。もちろん、この背景には絶えまない技術革新の進行がある(注9)。

前稿でも強調したように、1960年代以前においては、アメリカにおいても日本同様 E_Y の値は比較的大きかったが、1970年代以降になるとその値は大きく低下しその代わりに E_P の値が上昇した。その大きな理由として、経済のサービス化・ソフト化・金融化が急速に進み、そのことによりマネーサプライの増加が実質GNPの増加に寄与しないような体質になってしまったと考えられる。

このような視点に立って、国民所得に占める製造業の比率を日本、アメリカ、イギリスについてみると図8となる。3国ともその比率は1970年代に入ると低下傾向にあり、経済のサービス化・ソフト化が進行したことを物語っている。とくに、アメリカとイギリスの落ち込みは急速である。日本は80年代になるとほぼ一定の水準を保っている。既に述べた日本の高い貯蓄率や投資比率、さらにはマーシャルの k の長期的上昇などを総合的に考えると、日本では「モノづくり」が健全に保たれた、著しい成長力を有する国であるといえる(注10)。

図8 日本・アメリカ・イギリスの製造業の所得比率の推移



もちろん、わが国のそのような経済体質の背景には、それを支える諸因子がある。それを若干あげれば、急速な技術革新の進行とそれを支える教育制度、企業の活力を保持する組織形態や金融支援体制、勤勉な国民性・高い労働モラル、比較的小さい政府と福祉などがあり、それらは経済成長を高めるのに都合のよい仕組みとなつて存在している。反面、そのことが先進国であるにもかかわらず、「真に豊かさを実感できない国」といわれる原因になっており、そこにわが国の後進的な体質を見出すことができる。

結 び

前稿と本稿において、一国のマネーサプライの影響を実質国民生産、物価水準、マーシャルの k （流通速度の逆数）の3つの経済要素に分析し、それぞれの弾性値 E_Y 、 E_P 、 E_k を算出して、日本とアメリカについて分析した。さらに、政策的視点から、ケインズ的思考方やマネタリズムの妥当性の検討を交えて、日米の経済体質の特性を考察した。それらを結論的にまとめると、まず前稿においては次のようになる。

① 貨幣数量方程式の所得形式を微分形に変換することにより、マネーサプライ増加の影響は、形式的には実質国民所得の増大、物価水準の上昇、マーシャルの k の変動の3つの近似値に分解される。

② その影響の度合は、それぞれの弾性値 E_Y 、 E_P 、 E_k という比率で表わされ、それらの値は各国の経済体質や経済状況によって異なる。

③ 日米の比較において特徴的なことは、相対的に日本では E_Y 、 E_k が大きく E_P が小さいのに対して、アメリカでは E_P が大きく E_Y 、 E_k が小さい。とくに、第1次石油危機以降において、アメリカでは E_P の値が上昇している。つまり、マネーサプライに対してインフレの体質へと変化したわけであり、この事実がマネタリズムの抬頭と深く関連していると考えられる。

④ したがって、マネタリストの主張は、一般的分析というよりむしろ、アメリカの経済体質を中心とした特殊的分析となっている。要するに、マネタリズムは、日本を含めたすべての国々に通用する一般的学説とは思われない。

⑤ マネタリストが主張するように、インフレーションは貨幣的現象である（自明の理）。しかし、インフレーションが生ずるメカニズムは一様ではなく、種々の因子や過程に依存する。

次に、本稿においては、マネーサプライにおけるマーシャルの k （または、その逆数としての所得速度）と国民生産物の変動を考察し、次の点が強調された。

⑥ 所得速度を長期的にみれば、経済の発展段階に対応して多くの国に共通形状がみられる。

Bordoらは、それを所得速度の「U字形パターン」と呼んでいる。

⑦ 日本は（旧）西ドイツやイタリアと共に先進国としては「U字形パターン」が妥当しない、どちらかといえば例外的国である。この理由として、3国とも第2次世界大戦の敗戦国であり、敗戦において金融制度等が崩壊し、そのためにある種の後進性——ある面では成長志向の強い体質——を残していると考えられる。

⑧ 低金利化の金融緩和時において、名目GNPの伸び率に対してマーシャルの k が相対的に上昇する際には、「過剰流動性」と呼ばれる状態が生じ、土地・株式に投機現象が現われる土壤が形成される。

⑨ マネーサプライに伴う国民生産物の変動について、実質GNPの伸びは、主として一国の設備投資などを中心とする投資の比率に依存する。それは、同時に家計の貯蓄率の大小に関係する。

⑩ マネーサプライに対する実質GNPの弾性値 E_Y の大きさを規定する因子は、主としてその国の産業構造や技術革新に依存する。わが国のように製造業の比率が高く、また技術革新の速い国では、投資によるモノの供給能力や生産性の向上が著しく、 E_Y の値は大きくなる。一方、アメリカのように、サービス化・ソフト化・金融化が進行している経済にあっては、マネーサプライの増加はモノの供給能力の増大に向わずに、むしろ物価上昇へと向っていく。

前稿と本稿の分析を通じて以上の点が明らかになったが、さらに解決しなければならない課題も多く残されている。主要なものを摘記すれば、次のようになる。

一つ目として、通貨の所得速度はなぜ長期的に

はU字形になるのか。また、日本ではそれがなぜ低下しつづけるのか、というような問題である。もし日本が成熟化すれば、それは将来本当に上昇するのであろうか。逆に、上昇することが社会の成熟化の条件なのであろうか。

二つ目として、マネーサプライに関連して経済成長力の源泉となる投資誘因は何か、という問題である。例えば日本の高い投資比率が低金利政策によるものなのか、いわゆる日本型資本主義や金融制度によるものか、速い技術革新によるものなのか、あるいはもっと他の因子——勤儉・貯蓄的風土——によるものかを明らかにしなければならない。

三つ目として、 E_Y の値の大きさを決める主因を製造業の強弱や生産性の大小に帰着させたが、多分に推論的である。この点に関しては、マネーサプライにおいて非製造業の生産性を考慮した、もっと広範囲な分析が必要である。本稿ではその段階には至っていないが、 E_Y の値を決定する因子を定量的に把握できれば、金融・財政政策において極めて有効な手段を得ることができる。この点も残された大きな課題といえる。

(やまざき まさき 教授)

(1991. 12. 20受理)

【注および参考文献】

(1) 拙稿「貨幣供給量と経済変数の変動(1)」

(『長野大学紀要』第12巻第2号, 1991年)。

(2) M.D. Bordo and L. Jonung, *The long-run behavior of the velocity of circulation: The international evidence*, Cambridge University Press, 1987.

(3) バブルの発生に伴い、土地への投機が東京から地方に波及した事実は、興味深いことである。これについては「平成2年版国民生活白書」など参照のこと。

(4) このバブル崩壊がなぜ生じたか、については今後の研究が期待される。株価の下落によって主要企業の時価発行増資、転換社債・ワラント債の発行は困難となり、そのために設備投資の縮小が生じ、実物経済に悪影響を与えるようになっていく。

(5) M. Friedman and A.J. Schwartz, *Monetary Trends in the United States and United Kingdom: Their Relation to Income, Price, and Interest Rates, 1867~1975*, The University of Chicago Press, 1982.

(6) W. Poole, *Monetary and the Economy: A Monetarist View*, Addison-Westey Publishing Co., 1987 (佐藤隆三監訳『マネタリズム入門』日本経済新聞社)。

(7) 1970年代以降のアメリカにおける貨幣をめぐる状況は、大きく変化したが、その変化の一端を示す代表的なものとして、A. Smith, *Paper Money*, Deborah Rogers Ltd., London, 1981., が興味深い。

(8) 日本の低金利要因には、政策面と市場面とがある。市場面から注目すべきことは、わが国特有な高株価形成と株式の法人持ち合いである。そのために、主要企業は、極端に低いコストの資金を手に入れることが可能になり、企業の国際競争力が強化された反面、国際貿易摩擦の原因にもなっている。

(9) 技術開発を経済成長や経済の対応力については、『平成2年版経済白書』第2章において、かなり詳しく分析されている。

(10) 最近のバブルの崩壊に伴って「モノづくり」の大切さが再評価されている。たとえば、解説書であるが、牧野昇『製造業は永遠です』(東洋経済新報社, 1990年)が代表的なものである。