

# 安定的貨幣成長論について

伊 東 政 吉

## I

安定的貨幣成長論とは、現在行なわれている自由裁量の貨幣政策に代わって、貨幣供給を経済の実質成長率に見合う一定率で着実に増加させることを主張するものである。この主張は Milton Friedman と Edward S. Shaw の2人によって、近年相前後してのべられたから、Friedman-Shaw proposals]と呼ばれる。しかし安定的貨幣成長の提唱については Clark Warburton の名を忘れることはできない。Warburton と Friedman は近代的貨幣数量説論者とでも名づけるべき立場の人たちであるから、安定的貨幣成長論を唱えるのは当然であるとしても、いわゆる Gurley-Shaw thesis の主唱者の1人である Shaw が、いまさら安定的貨幣成長を唱えるのは奇異に感ぜられるかもしれない。なぜならば Gurley-Shaw thesis の policy implication は、貨幣制度だけを統制対象とする現在の monetary control に代わって、銀行以外の金融機関をも統制対象とする financial control が行なわれなければならないということであったからである。Shaw の安定的貨幣成長論はその政策的提案において Friedman と軌を一にするが、その意味づけにおいては A. H. Hansen にきわめて近いことがわかる。以下安定的貨幣成長論の内容、メリットおよび安定的貨幣成長を実現する場合の困難さについて2,3気のついたことをのべよう。

## II

まず安定的貨幣成長論者の代表者と目される Friedman の説から取上げよう。Friedman は経済的自由主義を信奉するシカゴ・スクールの伝統にしたがって、自由裁量の貨幣政策に反対し、貨幣ストックは一定のルールにしたがって供給されるべきことを早くから主張していた。彼は1948年の論文<sup>1)</sup>でこの貨幣的ルールを方式

1) Milton Friedman, "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability," *American Economic Review*, June 1948. この論文は彼の書物 *Essays in Positive Economics*, 1953 に再録されている。

化するにあたり、貨幣供給を連邦予算の状態に結びつける自動的な機構を提案した。この場合連邦予算はある妥当な高水準雇用が達成された時に均衡し、景気の動きに応じて自動的に赤字と黒字が生ずるように立案され、他方貨幣供給は予算の赤字と黒字に応じて自動的に増減する仕組みになっている。

その後 Friedman は National Bureau of Economic Research で Anna J. Schwartz と行なった貨幣の動きについての共同研究を通して、より単純なルール、すなわち年々一定率で貨幣供給を増加することが経済安定に役立つという意見に傾いていった<sup>2)</sup>。上述の共同研究によって Friedman は貨幣供給の変化率は経済活動一般の循環と密接に対応しているが、両者の間にはかなり長い time lag があることを見出した。「貨幣供給の変化率は一般市況のピークよりも約16ヵ月前にそのピークに到達し、一般市況の谷の約12ヵ月前にその谷に到達した。」<sup>3)</sup> 貨幣供給の変化が経済に及ぼす効果の間にこのような長い lag が存在する以上、自由裁量の貨幣政策はたとえそれが正しい分析に基づいて、速かに始められたとしても、偶然以外には成功しない。むしろ景気後退期においてとられた貨幣供給の増加が次のブーム期において漸くその効果を発揮し、同様にインフレ期における貨幣供給の減少が次の景気後退期において効果を発揮することさえありうることになる。J. M. Culbertson は貨幣政策の time lag に関する Friedman の見解を批判し、その直接的効果は3ヵ月～6ヵ月以内にあられるとし<sup>4)</sup>、また Albert Ando 等の「結論は貨幣政策は Friedman

2) この意見の最初の表現は Board of Governors of the Federal Reserve System, *Consumer Installment Credit*, 1957, vol. 2, pt. 2, p. 76 にみられる。

3) Milton Friedman, "The Supply of Money and Changes in Prices and Output," U. S. Congress, Joint Economic Committee, *The Relationship of Prices to Economic Stability and Growth: Compendium*, 1958, pp. 249-250.

4) J. M. Culbertson, "Friedman on the Lag in Effect of Monetary Policy," *Journal of Political Economy*, December 1960, p. 621.

が考える程ゆっくり作用するものでもなく、また連邦準備自身が考える程速やかに作用するものでもない<sup>5)</sup>とし、その主要な安定化の効力は6ヵ月ないし9ヵ月後にあらわれるとしている。この程度が常識的ではないかと思われるが、もしFriedmanのように事実長いtime lagが存在するならば、貨幣的要因以外で景気変動が生じることも考えられるから、安定的貨幣成長の提案自体が矛盾することになる。不況の時に貨幣需要に比べて相対的に豊富になった貨幣供給が次の好況期に効果を発揮する可能性が出てくるからである。

Friedmanの安定的貨幣成長論が最も明確な形をとったのは、彼のFordham University Lecturesにおいてである。そこで彼は公衆によって保有される通貨と商業銀行における預金(調整済み)の合計額が年当り4パーセント増加するよう連邦準備が公開市場操作を行なうよう勧告した。この4パーセントの増加率は季節変動を調整することなく、毎週あるいは毎月できるだけ着実に保持することが要請された<sup>6)</sup>。4パーセントが選ばれたのは、過去90年間の平均で産出高の成長率3パーセントに、貨幣の所得速度の長期的低下1パーセントを見込んだからである<sup>7)</sup>。貨幣の所得速度の長期的低下は、1人当りの実質所得が増加するにつれて、所得1単位当りの貨幣保有は増加することによって生ずると考えられている。

WarburtonもFriedman同様に貨幣数量とその流通速度に関する長い研究の成果を基にし、貨幣供給がその適正成長率から乖離することが景気変動を強めることを観察した。Warburtonによれば、貨幣の適正成長率は年当り約5パーセントと考えられる。なぜならば人口の増加と生産性の上昇によって国民所得は年当り3.67パーセント上昇し、他方貨幣の所得速度は年当り1.33パーセントの長期的低下傾向を示しているからである<sup>8)</sup>。Warburtonは公衆保有の現金通貨と商業銀行の調整済み要求払預金という通常の貨幣の定義を採用しているの

に対し、Friedmanはそれに商業銀行の有期預金を加えた定義を採用している。その他time lagの重要性に対する認識、安定的貨幣成長率に季節変動の調整を加える必要性等に関し両者間に相違がみられるが、自由裁量による貨幣政策が不安定な貨幣供給の変化を生ぜしめ、それが経済不安定の原因となるという点では一致している。

次にShawの見解を取上げよう。Shawはこれまでの連邦準備の自由裁量による貨幣政策の効果に満足していない。そこで自由裁量に代わるものとして貨幣統制のためのformulaを提示する。そのformulaは彼によって需要本位制(demand standard)と名づけられる。それは貨幣方程式 $MV=PY$ を基にして次のように説明できる。ただし $M$ は名目貨幣供給量、 $V$ は所得速度、 $P$ は物価水準、 $Y$ は実質国民所得である。所得速度 $V$ の代りにマーシャリアン $k$ ( $=\frac{1}{V}$ )を用いると、上式は

$$M=PkY$$

と表現される。この式から名目貨幣供給量 $M$ は社会の名目貨幣需要量 $PkY$ に対応することがわかる。 $kY$ は実質貨幣需要であって、 $k$ は季節的、循環的変動をならずと著しく安定的である。したがって実質貨幣需要は実質国民所得と同一の割合で増加するから、この実質貨幣需要をみたすためには、物価水準安定の前提の下では、名目貨幣供給量は実質国民所得の成長率と同一の割合で増加することが必要である。いいかえれば、「貨幣統制の需要本位制の下では自動的パイロットは $M$ を $Y$ の長期成長率と歩調を合せて増加するように指令されることになる<sup>9)</sup>」。

Shawの需要本位制によってわかるように、Shawは $M=PkY$ の $M$ に全く受動的役割を与えているにすぎず、 $Y$ の成長を貨幣供給と切離して考えている。ケインジアンにとっては $Y$ の成長に大きな役割を果たすものは財政政策であろうし、Gurley-Shawにとっては貯蓄—投資過程に介入し貸付資金の流れを円滑にする経済単位の活動であろう。 $Y$ の成長率によって決定される実質貨幣需要の増加率に見合っただけの貨幣供給の増加がないと、貨幣側からの攪乱が生ずる。Shawの安定的貨幣成長の提案はこのような攪乱的要因をなくすためのものにすぎない。Hansenの言葉を借りれば、貨幣供給の増加は経済成長維持のための1つの必要条件ではあるが、十分条

5) Albert Ando, E. Cary Brown, Robert M. Solow, and John Kareken, "Lags in Fiscal and Monetary Policy," Commission on Monetary and Credit, *Stabilization Policies*, 1963, p. 2.

6) Milton Friedman, *A Program for Monetary Stability*, 1960, p. 100.

7) *Ibid.*, p. 91.

8) Richard T. Selden, "Stable Monetary Growth," Leland B. Yeager ed., *In Search of a Monetary Constitution*, 1962, p. 327 参照。Warburtonの説については、桜井欣一郎「経済成長と貨幣供給」『バンキング』第111号昭和32年6月がくわしく紹介している。

9) Edward S. Shaw, "Money Supply and Stable Economic Growth," Neil H. Jacoby ed., *United States Monetary Policy*, 1st ed., 1958, p. 61. この論文は同上書の改訂版(1964年)では内容に変更が加えられている。

件ではない。腰回り(Y)が大きくなると腰幅の広いズボン(M)が必要となるが、大きなズボンをはいたからといって、その人の目方が増えるものではない<sup>10)</sup>。Shawの安定的貨幣成長論の考え方は、ここで一々指摘しないが、Hansenの考え方にきわめて近く、またGurley-Shaw理論として知られる彼本来の立場と矛盾するものではない。

### III

安定的貨幣成長の最大の利点は、景気後退期においては自動的に需要される以上に貨幣を供給し、したがって景気後退を制限し、ブーム期には需要されるよりも少なく貨幣を供給することによって、ブームの行きすぎを阻止することである。貨幣政策は景気変動の初期の段階で行なわれる場合に効果があるといわれるが、実際にはその初期の段階を見出すことがむずかしい。貨幣当局が金融緩和か金融引締めの方針を打出すためには、いくつかの経済指標の同一方向の動きが総合的に観察されねばならない。したがって貨幣的措置をとることの必要性を認識するまでの recognition lag はかなり大きいと考えねばならない。安定的貨幣成長の利点はこの recognition lag がないということである。このような利点を認めた上で、安定的貨幣成長を実施するとして、どのような困難があるかを考えてみよう。

第1に安定的貨幣成長率をどのようにきめるかの問題がある。先に掲げた  $M = PkY$  を微分の形に変えると、

$$\frac{dM}{M} = \frac{dY}{Y} + \frac{dk}{k} + \frac{dP}{P}$$

となる。最も単純な安定的貨幣成長率の算定は  $\frac{dk}{k}$  と  $\frac{dP}{P}$  を零と前提して、 $\frac{dM}{M}$  を実質国民所得の成長率  $\frac{dY}{Y}$  に見合せることである。 $\frac{dY}{Y}$  を過去における長期の趨勢値から算定すると、アメリカの場合は約3パーセントになるから、それが  $\frac{dM}{M}$  の値となる。しかしアメリカにおいて  $k$  は戦前については長期的にわずかの上昇趨勢を示していたから、 $\frac{dk}{k}$  を1パーセントとすると、 $\frac{dM}{M}$  は3パーセントに1パーセントが加わり4パーセントとなる。Friedman と Warburton は物価安定の前提の下に、 $\frac{dY}{Y}$  と  $\frac{dk}{k}$  から  $\frac{dM}{M}$  を算定していることになる。 $\frac{dY}{Y}$  を過去における

国民所得の長期趨勢値とせず、将来における高水準雇用下の国民所得の potential な成長率とすると、たとえば3.5パーセントという値が選ばれるかもしれない。このような高い成長率が政策目標として選ばれる場合には、それに応じて貨幣供給の成長率も高められなければならない。 $\frac{dM}{M}$  が  $\frac{dY}{Y}$  に及ばない場合は、所得速度の上昇か物

価下落が生じないかぎり、すなわち  $\frac{dk}{k}$  が  $\frac{dP}{P}$  が負値にな

らないかぎり、所期の  $\frac{dY}{Y}$  の達成は不可能であるからである。国民所得の potential な成長率を選ぶ場合には、ある程度の物価上昇も見込まなければならないであろう。

貨幣の所得速度についてはなおいっそう面倒である。戦前の数字については貨幣の所得速度の長期低下傾向、したがって  $k$  の上昇傾向が示され、それは1人当りの所得と富が増加すると、所得1単位当りの貨幣保有額が増加するからであると説明された。しかし戦後の貨幣の所得速度の動きは戦前と全く異なり、顕著な上昇傾向を示し、1946年の1.92から1964年の4.02へ2倍以上に増加している。これは複利率で年当り3.7パーセントをこえる。このような所得速度の上昇は、戦後において金融引締め政策が基調をなし、貨幣供給の増加が抑えられたことに主因があるとしても、他方貨幣近似資産の増加による影響も無視できない。国民所得を所与とすると、価値の保蔵手段としての貨幣需要量は、貨幣の代替物である貨幣近似資産の増加によって減少し、 $k$  を低める傾向をもつ。貨幣近似資産の増加は戦前における  $k$  の上昇傾向を打消すかもしれない。 $\frac{dk}{k}$  の値が将来どうなるかを予測することは困難であり、アメリカでも定見がない。このようにみると、安定的貨幣成長率の決定は論者のいうように容易なものではない。多少のインフレーションを認めても、比較的高い経済成長率を意図するか、あるいは物価安定を重視し、低い経済成長率でがまんするかによって、安定的貨幣成長率の算定は大きな相違を示す。それゆえ、Shaw がのべているように安定的貨幣成長率は「議会の同意によってのみ調整されうるであろう。なぜならば長期的インフレーションもしくはデフレーションの問題に関する十分な自由な討議は、租税負担、対外援助もしくは宇宙探険のような問題に対する十分な自由な討議に劣らず重要だからである<sup>11)</sup>」。

それでは安定的貨幣成長率が決定したとして、それをどのように実現するか。その方法としては、Friedman

10) A. H. Hansen, *Monetary Theory and Fiscal Policy*, 1949, pp. 185-6 and 198 参照。

11) Shaw, *op. cit.*, revised ed., 1964, p. 86.

がのべているように、公開市場操作が主役となることは疑いない。この場合に Friedman の提案する 100 パーセント準備金制が採用されれば、貨幣供給は連邦準備銀行に全面的に委ねられるから、安定的貨幣成長の実現は容易になる。しかし安定的貨幣成長を実現するために、現行制度にこのような改革が加えられる可能性は現在のところ全くない。現在の一部準備金制の下では、連邦準備の公開市場買操作によって商業銀行の支払準備金を増加させても、欲するだけの要求払預金の増加を生ぜしめるとはかぎらない。準備金の増加分の 1 部は過剰準備として銀行にとどまるかもしれない。このような困難はあるが、Friedman のように毎週あるいは毎月着実に一定率で貨幣供給を増加させるというのではなく、一年を通じて平均値で貨幣の安定成長率を保てばよいというのであれば、現行制度の下でも公開市場操作をきめこまかく実施することによって、かなりの程度実現できるであろう。

#### IV

安定的貨幣成長論と対比するために、連邦準備が自由裁量によって貨幣政策を決定する場合にどのような判断を下しているかに一言しよう。その「判断は国内の経済・信用状況、国際収支に生じているフローおよび世界経済一般に影響しつつある主要な諸力に関するすべての関係資料を十分分析することを必要とする。したがって連邦準備が政策決定に到達する際には多面的な指針を考慮する。これらは産出高、雇用、平均物価および国際収支に関する究極的ゴールから、銀行準備金のアベイラビリティのような、より直接的な目的にわたっている。……もし産出高、雇用、および国際収支の最適状態の継続的実現を保証するような単純な統計的基準——たとえば貨幣供給の特定の成長率とか、あるいは利子率の特定水準——があれば、準備制度の政策決定は、より容易になるであろう<sup>12)</sup>」。しかし連邦準備の見解によれば、そのような政策指針となる単純な基準は、経験からも経済理論からも見当らないのである。この引用から連邦準備当局の貨幣政策決定の態度と安定的貨幣成長論に対する批判は明瞭に読みとりうる。安定的貨幣成長論者の Shaw も自由裁量による貨幣政策が経済の安定的成長を増進させ、成長に対するショックを除去するという奇蹟を行なう可能性を否定してはいない。ただ経験の示すところに

よれば、そのような奇蹟は生じていないのであって、貨幣管理の熟練度は貨幣政策の可能能力を実現するまでに達していないというのである。

アメリカで展開された安定的貨幣成長論は精緻な理論であるとは決して思えない。それにもかかわらず、貨幣当局に対する 1 つの警鐘としての役割を果していると思う。貨幣当局は経済の成長よりも物価の安定を重視しがちである。たとえば日本銀行の出版物である『日本銀行——その機能と組織』によれば、「一般に経済政策の目標は、安定と成長にあるといわれている。つまり、通貨価値の安定をはかりながら、なるべく高い経済成長を実現することが経済政策の中心課題であるといわれている。……しかし、日本銀行が金融政策を運営するにあたっては、何よりもまず通貨価値の安定を維持することを目標としている。なぜならば第 1 に、中央銀行は通貨価値の安定を直接目的とする唯一の機関であるからである<sup>13)</sup>」。また他の論文で、「日本銀行が通貨価値の安定を目標として金融調節を行なっていくうちに、後からふりかえてみて、健全な経済成長に必要な通貨がおのずから供給されていたというようになることを期待しているのである<sup>14)</sup>」とのべられている。

貨幣当局が政策目標として物価安定を優先させることはアメリカでも経験されている。アメリカでは通貨価値の安定を目標として金融調節を行なっていくうちに、後からふりかえてみて、健全な経済成長に必要な通貨が供給されていなかったことが見出されたのである。特にアイゼンハワー政権下においてこの事態は顕著であった。同政権下の 1953～1960 年における貨幣供給の成長率は 1.3 パーセントにすぎず、この期間の実質 GNP の成長率は 2.4 パーセントにとどまった。このような成長率は過去の趨勢値からみても、また potential な成長率から判断しても低くすぎることは明らかである。目前の物価安定にとらわれすぎると、経済成長率の低下を招きがちである。このような事態を避けるためにも、経済成長率となんらかの形でリンクさせた貨幣供給の成長率は、自由裁量の貨幣政策のためにも、1 つの重要な目安として役立つものと考えらる。

12) Board of Governors of the Federal Reserve System, *The Federal Reserve System: Purposes and Functions*, 5th ed., 1963, p. 237.

13) 日本銀行調査局『日本銀行——その機能と組織——』昭和 37 年 1 月, p. 2.

14) 日本銀行調査局「日本銀行信用の性格と新金融調節方式」『日本銀行調査月報』昭和 37 年 11 月, p. 9.