

貨幣数量説の歴史的発展

Historical Evolution of the Quantity Theory of Money

平 山 健二郎

The purpose of this paper is to review the historical evolution of the Quantity Theory of Money. I argue that one of the central tenets of the Quantity Theory is the neutrality of money which was also the maintained hypothesis of the Classical and Neoclassical Economics. Despite criticisms from Keynes, the Quantity Theory has revived itself in the form of Monetarism since the 1960s which is now the cornerstone of modern macroeconomics. However, Quantity Theory/Monetarism implicitly assumes the exogeneity and controllability of the money supply. These properties are increasingly cast into doubt as the range and magnitude of inside money (bank deposits and similar financial instruments) have substantially expanded.

Kenjiro Hirayama

JEL : B10, B20, E40

キーワード : 貨幣数量説、マネタリズム、貨幣の中立性

Key words : Quantity Theory of Money, Monetarism, Neutrality of Money

1 はじめに

貨幣数量説は経済学の歴史の中で最も古い経済理論の一つであり、かつ現在
にいたるまで論争の絶えないテーマである¹⁾。もちろん 20 世紀初頭に一つの

* 本稿作成に当たっては、関西学院大学経済学部竹本洋教授、篠原久教授、井上琢智教授に詳細なコメントを頂戴し、また文献に関する指導を賜った。また大阪大学経済学研究科・筒井義郎教授からも内容に関する多くの有益なコメントを頂いた。また MEW(金融経済研究会)での研究発表の際に参加者から寄せられた質問に啓発された。以上、記して感謝致します。なお、残った誤りはすべて筆者の責に帰すものです。

1) Laidler (1991b) および Blaug (1995).

完成をみた貨幣数量説²⁾がそのまま現在のマクロ経済学に組み込まれているわけではない。現在では貨幣数量説の主要な考え方はマネタリズムという形で継承されている。「マネタリズム」という用語は 1970 年代を中心によく聞かれた言葉であり、それは「ケインジアン」に対立する立場として主張されたものであった。その後、合理的期待学派の登場、新古典派マクロ経済学の発展の中で、マネタリズムという表現もあまり見られなくなった。マネタリズムは消えてしまったかのような印象を受けるかもしれないが、21 世紀の初頭の現在、マネタリズムは実はマクロ経済学の主流を占めているため、かえってその言葉を聞かなくなったというのがディロングの主要な結論なのである。彼によれば現在の新しいケインジアン・マクロ経済学では 5 つの主要命題が広く受け入れられているものと考えられる：

1. 価格の迅速な調整を妨げる摩擦が存在するため、名目ショックが雇用・産出の循環運動を引き起こす。
2. 通常、マクロ安定化効果が大きいのは財政政策よりも金融政策である。
3. 産出の循環は完全雇用水準を下回るのではなく、長期トレンドの周りで循環していると考えられる。
4. マクロ経済政策の分析は過去の個別のエピソードに基づくのではなく、政策ルールとして分析すべきである。
5. マクロ安定化政策には長いタイムラグと不確実性が伴う。³⁾

これら 5 つの命題は基本的にすべて M. フリードマンが述べたことであり、マネタリズムの根幹をなす主張なのである。また上の 1 番目の命題は、価格が調整される長期においては、名目ショックは実物的な影響を持たないことを示唆しており、「古典派の二分法」が長期には成り立っていることを想定している。ディロングはマネタリズムの主張がマクロ経済学のなかに完全に根づいたため、とくに「マネタリズム」という言葉を使わないのであって、マネタリ

2) Laidler (1991a) は 1870 年～1914 年の期間に貨幣数量説が黄金時代を迎えたということを詳述している。

3) De Long (2000), pp. 83-84.

ズムがなくなったのではなく、かえってそのヘゲモニーが確立されたことを示す、としているほどである。

次節以降で詳しくみるように貨幣数量説の歴史は古く、16世紀ヨーロッパで起きた「価格革命」のころから唱えられ始め、18世紀にはD. ヒュームが今日の原形となる貨幣数量説を明確にした。その後、19世紀の終わりから20世紀初めにかけてにアメリカではI. フィッシャーにより、イギリスではA. マーシャルを中心にさらに理論的な発展があった。しかし、ケインズの『一般理論』の登場で、古典派経済学と密接に結びついた貨幣数量説はいったん大きく後退する。しかし、1970年代以降の各国のインフレの昂進により、再び脚光を浴び、M. フリードマンによる統計的検証・理論の精緻化もあって、「マネタリズム」として見事に復活し、現在はマクロ経済学の完全な一部になっている、というのがディロングの主張なのである。その理由としてまず挙げられるのが、貨幣数量説が「貨幣の中立性」という経済学のもっとも基本的な命題と整合的であるからであろう。

現在のミクロ経済学のテキストにはほとんど貨幣は登場しない。消費者の効用最大化問題および企業の利潤最大化問題は相対価格について解かれる問題であり、絶対的な価格水準自体には存在意義はないに等しい。貨幣は交換の媒体として機能するだけで、貨幣は単なるヴェールでしかない。貨幣は実質的な経済活動に対して中立的である、というのはミクロ経済学の世界では誰も疑わない命題であり、「貨幣の中立性」は「理の当然」のことなのである。マクロ経済学のテキストになると貨幣は登場するものの、最近ではケインズ経済学はうまくいって短期の理論に過ぎず、下手をすると「ケインジアンのマクロ経済学にはミクロ的基礎がない」と切り捨てられる。長期的なマクロの動きの分析にはやはり古典派の世界が出現し、そこでは貨幣は中立的であり、貨幣数量説が妥当する。長期理論ではM. フリードマンの提唱した「自然失業率」「長期的には垂直なフィリップス・カーブ」が完全に市民権を得ている。短期的に賃金価格に伸縮性に欠けるとしても長期的には必ず調整されて、貨幣中立的な世界が出現する、というのが今のマクロ経済学の定説なのである。

しかしいっぽう、現代の代表的なマネタリストの一人であるレイドラーの論文⁴⁾が “The Quantity Theory is Always and Everywhere Controversial—Why?” と題されていることから分かるように、貨幣数量説をめぐる論争も少なからずある。「貨幣が価格を決定する」とする考え方は、貨幣が外生変数であることを前提としているが、19 世紀前半にこのことは地金論争や通貨論争を通じて議論されていた。また、貨幣が中立的といっても、それは M_1 なのか M_2 なのか、あるいは狭義のベースマネーについて妥当するのか。これら 3 つの貨幣概念すべてが同時に中立的になる、というのは偶然以外には考えにくいだろう。またベースマネーは違うにしても、 M_1 や M_2 の大部分は預金通貨であり、これは銀行の貸出によって創り出されるものであるから、その供給量が内生的に決まる側面があるため、貨幣の外生性が問題となってくるのである。また貨幣が価格を決定するといっても、その具体的な効果波及経路に関して定説がある訳でも決してない。貨幣が利子率に影響を与えることによって財への需要が変化するのか、それとも貨幣量が財への需要に直接影響するのか、明らかにされているとは言えない。

このように現在でも論争の続く貨幣数量説の発展の歴史を展望し、その体系の内容と問題点を明らかにするのが拙稿の目的である。ただし、いくつかの側面についてはここでは論究しない。とくに 20 世紀初頭までは各国の貨幣制度が金銀などを中心とした金属本位制であり、その供給や変動メカニズムが経済学上の大きな争点となっていたが、本稿ではこの点にはあまり注目せず、貨幣量の変動の持つ効果に関する議論に焦点を当てる。

2 貨幣数量説の基本命題

財・サービスが売買されると、買った人は売った人にその代金を支払う。財・サービスの流れとは反対方向に取引の決済資金が流れる。買った人の支払金額は売った人の受取金額に恒等的に等しい。この恒等関係は一定期間中に行われる取引を経済全体で合計しても当然、成り立つ筈である。売買取引の決済（支

4) Laidler (1991b).

払) 手段は「貨幣」と定義される。通常、貨幣の存在量は「残高」として計測されるストック概念である。つまりある一時点での存在量である。しかし、一定期間中の売買取引総額はフローの概念であるので、ストック・データの貨幣に一定期間あたりの支払回数 (=所有者が移転する回数) をかけることによって、その期間中の貨幣の支払いの「フロー」を計測することになる。たとえば1年間という期間をとると、同じ貨幣が何度も支払に使われて所有者が変わるので、その回数を貨幣残高にかけることによって貨幣の流れをとらえるのである。この回数のことを「貨幣の流通速度」(velocity of circulation) と呼ぶ。いっぽう販売される財は通常、物理的な単位で測られる。その数量に価格をかけることによって販売代金が計算されるが、それを経済全体で集計すると販売額の全体がえられる。本来は種々雑多な物理単位で測られる財であるが、なんらかの方法によって数量の全体をとらえるとして、それに平均価格をかけることで販売総額を計算できる。したがって、経済全体で一定期間に販売された財・サービスの総額と、支払われた貨幣の総額の恒等式を次のように書ける：

$$MV = PT.$$

ここで M は貨幣量、 V は「貨幣の流通速度」、 P は財の平均価格、 T は取引される財の総量であり、この式は「交換方程式」(equation of exchange) と呼ばれるものである。左辺は貨幣の支払われた総額を、右辺は売られた財の価値の総額を表す。またこの式は常に成立するので、恒等式あるいは定義式である。したがってこの式だけでは何が何を決めているのかを知ることは全くできない。たとえば P の上昇は、 T の下落、 M の上昇、 V の上昇のいずれか、あるいはこれら全部の組合せと整合的であり、さらにまたこれらの変数の間の因果関係についてもなにも分からないのである。そこで先験的あるいは経験的に、それぞれの変数の変動要因に関して仮定を置き、どの変数が外生的に変化したときに、どの変数が内生的に調整されるかについて仮説を提示することになる。

「貨幣数量説」はそのような仮説の一つであり、簡単に言えば「貨幣量が価格を決定する」という命題である。この命題ではまず第一に「貨幣量」が外生変数であり、「価格」が内生変数であることが重要である。さきに指摘したよ

うに現代の貨幣のほとんどは預金通貨であるので、貨幣量が内生的である可能性は否定できないのだが、貨幣数量説論者にとっては貨幣が外生的であり、しかも金融政策当局によってコントロールできるという想定がなされている。

第二に、この命題はあくまでも長期的に成立するものであって、以下で見るように古典派経済学においても短期的には V や T も変動することを認めていた。しかし、長期的には取引量あるいは生産量は実物市場で完全雇用水準に応じて決まるし、貨幣の流通速度は人々の貨幣保有行動、支払慣行などによって決定されるものであり、貨幣量の変動は最終的には価格 P を変化させるだけで、 V や T には影響を及ぼさないと考えるのである。すなわち長期的には「貨幣の中立性」が成立するし、逆に「貨幣の中立性」命題の要請の結果、「貨幣は価格を変化させるだけである」という命題が導き出されたとも言える。貨幣は取引の媒介手段に過ぎず実体経済に影響を及ぼさない、という考えは古典派の「貨幣ヴェール観」であり、またそれは実物変数と名目変数の決定の分離を意味する「古典派の二分法」の特徴の一つである。貨幣数量説にはこの「古典派の二分法の成立」が内包されていることが重要である。

以上の考察から、いくつかの推論が成り立つ。たとえば貨幣が倍になれば物価が倍になるだけで、実質的には何も変化しない、ということから、貨幣残高を物価で除した「実質貨幣残高」が一定になる、という結論が出てくる。したがって、実質貨幣残高に対する需要は一定である、という命題が生まれる。またケンブリッジ現金残高方程式を変形して、 $M/P = ky$ と書けば、 y が長期的に一定なのであるから、 k も長期的に一定である、という命題が導かれる。このように貨幣数量説には「実質貨幣残高に対する需要が安定している」という命題も含まれている。

「貨幣数量説」が「貨幣の中立性」を具体化した命題であるというのは現代では疑問なく受け入れられるであろうが、古典派経済学誕生以前には決してそうではなかった。16～17 世紀の重商主義の時代には金銀の量は一国の豊かさのバロメーターであり、金銀の増加は生産活動を促進するものと理解されてい

た⁵⁾。M の増加は T の増加をもたらすというのである。しかしあとで詳しく見るようにヒュームから M. フリードマンに到るまで、短期的には貨幣量の増加は生産の増加を招来することを認めているのであって、交換方程式の解釈は、短期的な場合と、長期的な場合で全く異なり、重商主義者の主張はあながち間違っていないのである。

3 貨幣数量説の起源

貨幣数量説の起源をたどれば中国の孔子やギリシャのクセノフォンにまで遡ることができるようだが⁶⁾、19 世紀末に一つの完成を見る貨幣数量説の直接の起源は 16 世紀のスペインに求められる。当時のスペインでは中南米の「新世界」から金銀が流入し、物価が大きく上昇した。のちに「価格革命」として有名になったこの現象は、スペインの貿易収支の赤字によりヨーロッパの国々（とくにイタリア・フランス・オランダ・イギリス）にも波及したので、当時の学者達の注意を惹いたものと思われる。当時のスペインではサラマンカ大学を中心に、スコラ主義の学問がさかんに研究され、その中で経済の現象に関しても多くの記述がなされた。たとえば 1556 年にアスピルクエタ・デ・ナヴァエロ (Azpilcueta de Navarro) は次のように述べている：

… 他の条件が同じであれば、貨幣が多い国よりも少ない国ではすべての商品や労働が安くなる。スペインよりも貨幣が少ないフランスでは、パン・ワイン・布・労働が安いことを我々は経験から知っている。スペインでさえ、インド諸島の発見で金銀が大量に流入する以前には貨幣が少なく、商品や労働は安かった。貨幣が豊富にあるのではなく貨幣が少ないときは貨幣の価値が高くなるからである。⁷⁾

上記引用中の「インド諸島」はコロンブスの発見した西インド諸島とメキシ

5) Blaug (1978), p. 18.

6) Hegeland (1951), pp. 7-10. なおこの研究書は全編を通して貨幣数量説の歴史的発展とその評価について詳述している。

7) Grice-Hutchison (1978), p. 104. 以下、原典の引用に際して、原典の日本語訳がある場合でも、参考にはしたが、すべて筆者の試訳である。

コ・チリ・ペルーなどの中南米植民地を含むものと理解してよさそうである。これらの地域からまず金、のちに銀が大量にスペインに流入し、スペインの物価が大幅に上昇したことはハミルトンの著作⁸⁾を通してよく知られている。アスピルクエタはスペインの物価上昇が新世界からの大量の金銀の流入によるものと理解し、「貨幣が多いと物価は高くなる」ことを経験的に知ったのである。

またフランスでは 1568 年にジャン・ボーダン (Jean Bodin) が、物価上昇は貨幣の悪鑄によるものであるとするマレストロワ (Jehan Cherruyt de Malestroit) に対して、新世界からの金銀の流入がその主な原因であると述べている⁹⁾。イタリアではダヴァンザーティ (Davanzati) が 1588 年に、「一国で作られる商品の価値は、その国の金（そして銀・銅）の価値に等しい」と、交換方程式の原初的な提示をしている¹⁰⁾。

これら初期の貨幣数量説では単に「貨幣量の増大（減少）は価格の上昇（下落）を招く」とする初歩的な主張に留まっており、流通速度や生産への影響のことはほとんど言及されていない。しかしこの程度の観察は孔子の時代の中国（紀元前 5 世紀頃）やクセノフォンのギリシャ（同じく紀元前 5 世紀頃）でもなされていたことはすでに述べた。この方面での発展はもう少し時代が下って、18 世紀のことである。

4 初期の貨幣数量説

貨幣数量説は 18 世紀中葉にはデービッド・ヒュームによって理論化が大きく進展したが、経済学が独立した学問体系として存在しなかった、ヒューム以前の時代には哲学者のジョン・ロックやモンテスキューが貨幣数量説的分析を示している。たとえば、モンテスキューは有名な『法の精神』のなかで、「インド諸島の発見によってヨーロッパに存在する金銀の量が 20 倍になったとし

8) Hamilton (1934).

9) Schumpeter (1954), p. 312 および Hegeland (1951), pp. 15-17. これらの文献はともに「ジャン・ボーダンをもって貨幣数量説の発見者（創設者）とする意見が多い」と記している。ボーダンの著作の発表年に関して、初稿の誤りを指摘して頂いた篠原教授に感謝致します。

10) Schumpeter (1954), p. 314 および Hegeland (1951), pp. 18-20.

たら、商品の価格は同じように 20 倍になったはずである。一方、その間に商品の量が 2 倍になっていたとしたら、その価格は 10 倍になったであろう¹¹⁾と述べており、貨幣量と価格の間の 1 対 1 の比例性命題を見事に述べているし、財の取引量の影響も正しく考慮に入れている点が注目される。またロックは貨幣の流通速度によって貨幣需要が異なることなども分析し、17 世紀末という段階では最も進んだ貨幣理論であったと言えよう。しかし、ビッカーズによると、「ロックの分析は変化のプロセスを扱っておらず、静学的なものであった¹²⁾」のであり、貨幣量が変化したあとにどのような効果が現れるのかの分析は不十分であった。

ロックが注目されるのは、彼の貨幣数量説というより利子論である。1692 年に出版された *Some Consideration of the Consequences of the Lowering of Interest, and Raising the Value of Money*¹³⁾ という書物では、当時のイギリス議会で議論されていた利子率を 6% から 4% に引き下げるという問題に対する反対論を展開している。ロックをはじめとする当時の重商主義的な人々は、利子率は「貨幣を借りることに対する代償」であるから、貨幣量が多いときは利子率が低くなると主張していた¹⁴⁾。このような利子率の貨幣理論とでもいふべきものもアダム・スミス以後、リカード、J.S. ミルを通じて、利子率は実物的な要因すなわち投資・貯蓄で決まるという説が主流となり貨幣と利子率の関係は打ち切られてしまった。ロック以後、利子率決定に果たす貨幣の役割を復活させたのがケインズ『一般理論』に展開された流動性選好理論である。歴史は繰り返す、の一例であろうか。もちろん重商主義の思考と、ケインズの理論枠組は異なるので両者を同一視できる訳ではないが、「貨幣」の役割を重視すると言う意味では相通じるものがある。

11) Hegeland (1951), p. 33 に引用。

12) "Locke's analysis did not deal with the process of change. It was static." Vickers (1959), p. 60.

13) 邦訳はジョン・ロック (田中正司・竹本洋訳) 『利子・貨幣論』東大出版会、1978 年に所収されている。

14) Blaug (1978), p. 23.

ヒュームは初期の貨幣数量説の最も明快な叙述としていられている¹⁵⁾。M. フリードマンは *The New Palgrave* の「貨幣数量説」(Quantity Theory of Money) の項目を執筆しているが、その冒頭でヒュームを引用しているし¹⁶⁾、メイヤーは現代のマネタリズムの 12 の命題のうち、5 つまでもがヒュームによって主張されたとしている¹⁷⁾。ヒュームは重商主義の貨幣観、すなわち貨幣の量を一国の富の指標とする考えを打破し、貨幣は交換の媒介に過ぎないと主張して、古典派経済学の「貨幣ヴェール観」を確立している。Of Money と題した論文¹⁸⁾で彼は、

正確に言うと、貨幣は取引の対象ではなく、商品の交換を容易にするために人々が合意した手段に過ぎない。それは取引を推進する車輪 (the wheels of trade) ではなく、車輪の回転を円滑にするための潤滑油である。ある国だけをとると、その国にある貨幣の多い少ないは重要ではない。というのは、商品の価格は常に貨幣の量に比例するからである。¹⁹⁾

と述べ、貨幣はあくまでも交換手段に過ぎず、貨幣量が多いと価格が高くなるに過ぎないと貨幣の中立性を明快に主張している。この論文の最後でも、「金銀の絶対量は全く重要でない」²⁰⁾ と述べて、貨幣量の多寡は重要ではないことを強調している。貨幣量が多ければ良し、とする重商主義的貨幣観を敢然と打破しているのが彼の特徴である。上の引用中、貨幣は「取引を推進する車輪」ではなくて、「車輪の回転を円滑にするための潤滑油」と書かれているのは、ロックが貨幣を「取引の車輪」にたとえたことを批判してのことである²¹⁾。

15) Hegeland (1951), p. 34.

16) Friedman (1987), p. 3. さらに、R.E. ルーカスもノーベル経済学賞の講演の冒頭でヒュームを何度も引用している。Lucas (1996), pp. 661-663.

17) Mayer (1980).

18) オリジナルは 1752 年に出版された *Political Discourses* に掲載されているが、ここでは 1955 年のリプリント版に依拠した。

19) Hume (1955), p. 33.

20) "The absolute quantity of the precious metals is a matter of great indifference."
Ibid., p. 46.

21) Hegeland (1951), p. 34.

このように貨幣の中立性を明瞭に主張しているが、ヒュームの貢献は短期的には貨幣量の増加が生産・取引を刺激することを指摘したことである。彼はスペインの植民地から金銀がヨーロッパに流入したことで生産活動が活発になったことを述べる：

... アメリカでの鉱山の発見以来、ヨーロッパ中の産業が活発になったことは疑う余地がない。... その原因はとりわけ金銀量の増加に求められるだろう。以前に比べて金銀が大量に流入した国々ではすべてが新しい様相を見せたのである。すなわち、労働と産業活動は活発になり、商人は勤勉に働き、商才を磨き、農民はてきぱきと農耕に従事するようになった。²²⁾

ヒュームはなぜ生産活動が活発になるかを次のように説明している：

一定量の貨幣がある国に流入すると、初めはそれが多くの人の手に渡るのではなく、少数の人達の金庫に入るだけである。この人達はしかしすぐに利益をもとめてこの貨幣を利用することを考える。たとえばカディス²³⁾への商品の販売で金銀を受け取った製造業者か商人がいたと想定しよう。彼らはそのお金で以前より多くの職人を雇えるようになる。職人は以前より高い賃金を要求することなど夢にも思わず、喜んでその職につくだろう。職人が不足してくると製造業者はより高い賃金を払うが、まず初めはすでに雇っている職人に労働時間を多くすることを求めるだろう。職人達は増えた仕事のおかげで前より良い食事にありつける。そして彼らはそのお金を持って市場に行くが、まだ価格は上がっていないので、家族のためにいつもよりたくさん、しかも質の良いものを買うだろう。商品が売れた農民はさらに多く売るために、生産を増やそうと懸命になる。また収入が増えたので彼らもまた商人から良い布地をたくさん買えるようになる。人々の収入が増えると、勤勉がさらに助長される。このようにして貨幣が国の隅々まで行き渡る道筋が容易に見えてくるのである。したがって、賃

22) Hume (1955), p. 37.

23) (訳注) Cadiz. スペイン南部の港町。

金が上がる前に、まず人々の労働意欲を高めるに違いない、ということが理解できる。²⁴⁾

初めは少数の人達の手に渡った貨幣が新たな雇用をよび、それが所得を増やし、消費を刺激し、生産活動を活発にする、という乗数プロセスが描かれている。また、労働には失業があり、賃金・物価は短期的に硬直的なのである。まことにケインズ的な世界が描かれていることに驚かされる。賃金・物価の硬直性によって、短期的には貨幣に非中立的な効果があることが明解に説明されているのである。

貨幣量の変化が少なくとも短期的には実物的な影響を持つことを指摘したのはヒュームだけではなく、ソーントン (Thornton)、マカロク (McCulloch)、ベンサム (Bentham)、マルサス (Malthus)、トレンズ (Torrens)、J.S. ミルと言った人々も、短期的に固定された名目値の存在が貨幣の非中立性を惹起することを認識していたことがハンフリーによって詳しく述べられている²⁵⁾。たとえば家賃や税金は名目額で固定されているため、貨幣量の増加が物価を上昇させ始めると実質タームでこれらの負担が減少し、再分配効果が発生することがマカロクによって主張されたこと、固定された名目賃金はインフレによって所得が労働者から雇用者に移転すること (強制貯蓄、forced saving) を述べたベンサムの例などが挙げられている。

古典派経済学者の多くが貨幣の短期的非中立性を認めていたにもかかわらず、長期的には貨幣の中立性が成立すると信じられており、スミスそしてリカード以降のイギリスの経済学では「古典派の二分法」が主流となり、実物理論としての経済学が発展していったのである。

5 古典派以前の貨幣数量説批判

貨幣数量説に対する批判は、しかし、ヒュームのほぼ同時代にも存在してい

24) *Ibid.*, p. 38.

25) Humphrey (1993), Part VI, Essay I. ハンフリーのこの "Nonneutrality of Money in Classical Monetary Thought." と題する論文の初出は *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, Vol. 77, No. 2 (March/April 1991), pp. 3-15 である。

る。それは一般に最後にして最大の重商主義者といわれるジェームズ・ステュアート (James Steuart) であり、アクターによれば、ステュアートは貨幣を単なるヴェールとみなさず、交換経済の存在や経済成長に欠かせない動学的な要因と考え、さらに金銀を正当な貨幣と見なすのではなく紙券貨幣こそが経済成長に適した貨幣であると当時としては先進的な主張を展開していたのである：

古典派経済学者と違ってステュアートは「実物」的分析の上に貨幣をヴェールとして覆うのではなく、貨幣を動学的な原因、すなわちそれなしには交換経済も存在しえないし、さらに経済の成長も考えられないものとみなした。彼は貨幣と金銀を同一視する重商主義に批判的であった。…彼の理想の貨幣は紙幣であった。というのは「紙幣には商品貨幣が持ち得ない性質と安定性がある」からである。…さらに彼は、紙幣によって産業や生産が発展することを強調した。²⁶⁾

貨幣数量説は「貨幣量が増加すると価格が上昇する」と主張するわけだが、ステュアートによると、価格の上昇はそれぞれの財の市場において、需要が相対的に増えて初めて観察されるものであり、貨幣量が増えたとしても具体的な財への「有効需要」が増えなければ、個別の財市場では価格上昇は起きないのである²⁷⁾。彼は価格はあくまでもそれぞれの市場における需要と供給の要因によって決まるのであり、「貨幣供給水準の増加と貨幣の支出水準の増加とのあいだに乖離」²⁸⁾が存在しうることを指摘している。すなわち貨幣供給量が増えても、それが退蔵されれば、貨幣支出として現れてこない。これは誇張して言えば、ケインズの「流動性のわな」の可能性に共通する見解であり、「有効需要論」とともに18世紀にあつては非常に斬新な主張ではなかつただろうか。このようにステュアートは、ヒュームにより主張され、その後の古典派経済学で一般化された「貨幣ヴェール観」あるいは「古典派の二分法体系に対する、今日なお、あるいはますます有効な批判的見地を先駆的に提示することになつ

26) Akhtar (1978), p. 64.

27) 竹本 (1995), pp. 192-203.

28) 同書、p. 198.

た」²⁹⁾ という評価を与えうる。

貨幣数量説では貨幣量の増加が具体的にどのような径路で価格を上昇させるのかが曖昧であることを指摘したのは、リチャード・カンティロン (Richard Cantillon) である。『商業試論』³⁰⁾において、彼は

ロック氏は貨幣量の増加が価格を高くすると理解しているが、どのようにして価格が上昇するのかを彼は考慮していない。この問題の難しさは、貨幣の増加がどのような径路で、どのような割合で価格を上昇させるのかを説明することにある。³¹⁾

と述べて、貨幣から価格にいたる因果性の問題を指摘している。また彼は M の変動以外に、 V の変動も価格に影響を与えうることを明らかにし、さらに貨幣がどのように経済に注入されるか (金銀の鉱山の発見か、あるいは貿易収支の黒字か等) によって相対価格への影響が異なりうることも指摘しており、以後、貨幣の注入のされ方によって価格への効果が異なることはカンティロン効果と呼ばれるようになった³²⁾。カンティロンはそれを次のように述べている：

... 増加した貨幣は... 消費を当然、刺激するであろうが、状況によって消費の増え方が異なるであろう。その貨幣を受け取る人の考え方によって、どの生産物・商品を買うかが違ってくる。貨幣が増えたと言っても、ある品物の市場価格が他の品物よりも高くなるということがありうる。³³⁾

29) 同書、p. 178.

30) Cantillon (2001).1755 年にフランス語訳としてロンドンで出版された本書は、実は 1730 年から 1732 年の間に書かれたものの如くである。津田内匠訳『商業試論』訳者解説、p. 240. この文献は竹本教授にお教え頂いた。

31) Blaug (1978), p. 21 に引用。

32) *Ibid.* また、齋藤 (1996) はこのカンティロン効果をとりあげ、現代のマクロ経済学では代表的個人を想定するので、この効果を忘れていたとしている。同書、p. 184. なお、齋藤は Cantillon を「カンティオン」と表記しているが、それは Cantillon 家がノルマン征服のころにフランスからやってきたこと、また Richard Cantillon 自身、パリにも住んでいたこと、彼の著作が英語ではなくまずフランス語で出版されたことなどから (この経歴は *The New Palgrave* の “Richard Cantillon” の項目による)、フランス語風に読むからであろう。Cantillon の日本語表記に関して、竹本教授ならびに篠原教授にご教示頂いた。

33) Vickers (1959), p. 206.

貨幣が増えると物価が上がるだろうが、どの財の価格が上がるかは貨幣を取得した人がなにの消費を増やすかによる、という訳である。したがって価格の上昇は一様ではないことを指摘しており、貨幣と物価の1対1の比例関係が保たれるのか、という自然な疑問が生まれてこよう。このように古典派経済学誕生の以前にも、単純な貨幣数量説の推論に対する現実的な疑問が呈されており、そしてその疑問がいまだに解明されていないことに気づかされるのである。

6 古典派経済学の貨幣数量説

17世紀のイギリスでは金匠 (goldsmith) が金貨銀貨の預り証を発行し、それが裏書きされて流通するようになっていたが、18世紀になると民間銀行があいついで設立され、銀行券が広まっていった³⁴⁾。地方で産業が勃興するにつれ、地方にも銀行が開かれ、地方銀行はロンドンの銀行への預金を準備とし、ロンドンの銀行は金との交換性の保証されたイングランド銀行への預金を準備とする仕組みが出来上がっていった。しかし、18世紀末のナポレオン戦争遂行のための戦費調達でピット首相の内閣はたびたびイングランド銀行に貸出を求め、その結果、銀行券の発行残高が急進し、イングランド銀行は銀行券の金との交換性を停止せざるを得ない状況に追い込まれた (1797年)。金準備のアンカーを失ったポンドはますます膨張し、インフレが発生したと言われている。19世紀初頭のイギリスではこの問題が議論され (地金論争、Bullion Controversy)、議会では地金委員会 (Bullion Committee) が結成されて、1810年に報告書が提出されている。金の交換性の回復は1821年に、旧平価での復帰が実行され、信用収縮のために多くの産業で倒産が多発した。その後もイングランド銀行の信用供与政策をめぐる、いわゆる銀行主義・通貨主義の論争が行われ、最終的には通貨主義が勝利して1844年のイングランド銀行条例 (Bank Charter Act of 1844, 通称 Peel's Bank Act) が制定された。このように19世紀のイギリスは銀行制度が発展した時代であり、産業革命による産業の発展もあって、金貨銀貨の他に預金・手形などが支払手段として広く普及し

34) イギリス金融史については Feavearyear (1931) を参考にした。

ていった。したがって経済学においても貨幣の範囲をどうとらえるのか、が一つの焦点となっていた。

18 世紀後半から 19 世紀後半にかけて発展した古典派経済学では経済の貨幣的側面はあまり重視されず、実物的な側面に焦点があてられ、貨幣数量説を含めた貨幣理論の進展はあまり見られなかったというのが定説のように思われる。シュンペーターは経済分析の歴史はほとんどが実物的な分析であるとしているし³⁵⁾、恒常的な需要不足が存在しうるか否かのマルサス対リカードの論争では、価格メカニズムによる調整がなされてそのような事態が発生しえないとしたリカードの勝利で終わったことをケインズは

有効需要が不足することはありえないとするリカードの学説に対して懸命に反論したのがマルサスであるが、彼の反論は及ばなかった。…異端審問がスペインを席卷したように、リカードは全イギリスを征服した。彼の理論はシティの人々のみならず、政治家や学者の世界にも受け入れられた。論争は終止し、反対意見は完全に消滅した。マルサスが格闘した「有効需要」の大問題は経済学の文献から消え去り、議論されることはなくなった。古典派経済学を完成に導いたマーシャル、エッジワースそしてピグー教授と言った人々の著作のどこを見ても、この問題はひとことも触れられていない。そしてそれはカール・マルクス、シルビオ・ゲゼルあるいはダグラス大佐³⁶⁾と言った人達の生息する地下経済に深く沈潜して生き残るしかなかったのである。³⁷⁾

と述べ、貨幣経済ではセー法則が成り立たない可能性があることがリカード以後、全く顧みられなかったことを惜しんでいる。

したがってこの時期の古典派経済学では、イングランド銀行券以外に発展しつつあった銀行預金・手形などの信用手段が貨幣と見なすべきかに関する論争

35) Schumpeter (1954), pp. 276-288.

36) (訳注) ゲゼルは土地の国有化やスタンプ貨幣を提唱した 20 世紀初頭のドイツの社会運動家で、Keynes (1936) の別の箇所詳しく触れている (pp. 353-358)。ダグラス大佐も同様に、人々の貧困や経済の停滞を打破するために「社会信用運動」を提唱した。これらの人達は所得が一部の人間に集中するために消費が不足すると考えていた。

37) Keynes (1936), p. 32.

やイングランド銀行の信用供与に関する議論はあったものの、貨幣数量説の基本命題についてはほとんどの経済学者は受け入れていたのであった。古典派経済学の集大成である『経済学原理』(*Principles of Political Economy*)は版を重ねて第7版が1871年に出版されたが、その中でJ.S. ミルは「貨幣を導入したとしても、前章までに説明した価値の法則の働きにはなんの支障もない」³⁸⁾と述べ、貨幣の中立性を強調している。そして、「貨幣量が倍に増やされると、価格も倍になるだろう。もし貨幣が4分の1増えたのなら、価格も4分の1だけ上がるだろう」³⁹⁾として、貨幣数量説の命題を繰り返している。注目すべきはミルにとっての貨幣とは支払手段として保有されている貨幣に限るのであって、退蔵された貨幣は物価を上昇させないという：

貨幣の残高を増やすものはなんでも価格を上昇させる傾向がある。しかし、退蔵された貨幣は価格には影響を与えない。起きもしない不測の事態に備えて蓄えられた貨幣は、価格には影響を与えないのである。⁴⁰⁾

この指摘は重要なポイントである。物価を上昇させる貨幣とはあくまでも財を購入するために保有されている貨幣であって、将来のなんらかの事態に備えて保有されている貨幣は物価に働きかけないのである。いわゆる資産保有の目的で保有されている貨幣は、貨幣数量説にとって貨幣ではない。とすると定期性預金などのいわゆる準通貨は貨幣とはみなされない、ということになる。現在の日本では広義の貨幣供給である $M_2 + CD$ が実体経済と最も関連が深いとみなされているが、貨幣数量説の立場からは容認されないことなのかもしれない。

結局のところ、古典派経済学は主体が実物理論であったため、貨幣数量説には理論的な発展があまりなかったと言わざるをえない。すなわちカンティロンが批判したように、貨幣数量説では貨幣から物価に到る効果波及経路が明らかにされていないという根本的な問題が残されている。

38) Mill (1871), p. 506.

39) *Ibid.*, p. 511.

40) *Ibid.*, p. 515.

7 貨幣数量説の黄金時代

1870 年から 1914 年の期間は貨幣数量説の「黄金時代」であったとレイドラーはいう⁴¹⁾。この期間はイギリスで始まった金本位制が主要国に採用され、一般物価水準の決定理論として貨幣数量説がその発展のピークを迎えた時期であった⁴²⁾。アメリカでは I. フィッシャーが取引アプローチによる貨幣数量説を展開したし、イギリスではケンブリッジ大学のアルフレッド・マーシャルと彼の弟子達がケンブリッジ現金残高方程式にみられるように貨幣需要の理論としての貨幣数量説を発展させた。

フィッシャーの第一の貢献は古典派が銀行預金を貨幣とすることに躊躇していたのに対し、支払手段としての銀行預金（ただし小切手の切れる当座預金）を積極的に貨幣として認めた点に求められる。フィッシャー以前にアメリカの貨幣数量説の信奉者であった F.A. ウォーカーは「もし商品が価値の貯蔵手段として用いられるようになると、それは貨幣ではなくなる」⁴³⁾とまで述べており、ウォーカーにとって支払に用いられる金貨銀貨およびそれとの交換性が保証されていた中央銀行券のみが貨幣であって、銀行預金は貨幣ではなかった。ところが、フィッシャーは金貨・中央銀行券を M とすれば、銀行預金を M' として認め、交換方程式を次のように書き直した：

$$MV + M'V' = PT.^{44)}$$

現金通貨と預金通貨のそれぞれに別個の流通速度をあてはめて支払われた貨幣額を計算するのである。そして物価 P （すなわち貨幣の購買力）を決定するのは、 M, V, M', V', T の 5 つの要因であるとし、 M と M' の比率が非常に安定していること、 V と V' は個人の習慣が規定していること、 T はフィッシャーの言う過渡期 (transition period) では変動するものの長期的にはもとの水準に戻ることから、長期的に M と P は 1 対 1 の比例関係にあることをあらためて

41) Laidler (1991a).

42) *Ibid.*, p. 1.

43) "When a commodity comes to serve as a store of value, it ceases to be money."
Walker (1878), p. 12.

44) Fisher (1911), p. 48.

主張している⁴⁵⁾。

フィッシャーの第二の貢献は、貨幣量が変化したとき、長期均衡に到るまでの過渡期に何が起きるかをある程度明確にしたことである。たとえば M が増加すると、 P はすぐに長期水準にジャンプするのではなくて緩やかに上昇を始める。そのときの物価上昇率が3%としたときに、名目金利はそれほど上がらないため、実質金利が下落して、企業家が借入を増やし (M' の増加を誘発する)、財への需要が刺激されるというのである：

物価が年3%の割合で上昇しており、正常な金利—すなわち、もし物価が安定しているならば成立したであろう金利—が5%の場合、実際の金利は(物価上昇分を補償するために)年8.15%でなければならないが、通常はそこまで上昇せず、まず6%に、そしてあとで7%というようにしか上がらないだろう。⁴⁶⁾

名目利子率と実質利子率を区別し、インフレ率の上昇に比べて名目利子率の調整が遅れるため実質利子率が下落することが財需要を増加させ、これが物価の上昇につながる、という波及経路が明解に説明されている。ただし、貨幣の増加が名目利子率を下げる可能性(いわゆる流動性効果)については指摘がされていない。つまり、貨幣の代替物として債券などの証券を保有する可能性については、全く触れられていない。フィッシャーによると、貨幣量が倍になれば、貨幣が過剰となり、「彼は過剰な貨幣を減らそうとして、財を購入するだろう」⁴⁷⁾と述べている。貨幣保有が過剰な場合は、それで財を購入しようとする、という古典派的な代替関係を想定している。なお、上記引用文から明らかなように、フィッシャーはいわゆる「フィッシャー効果」(インフレ率の上昇に応じて、名目利子率が同率で上昇すること)を少なくとも短期的には提唱していなかったことに注意すべきであろう⁴⁸⁾。

45) *Ibid.*, Chap. VIII.

46) *Ibid.*, pp. 57-58. なお、名目利子率が8.15%となるのは、厳密に考えると、実質利子率により元本が1.05倍になり、さらにそこへインフレ分の1.03倍を上乗せする必要があって、 $1.03 \times 1.05 = 1.0815$ と計算されるからである。

47) *Ibid.*, p. 153.

48) たとえば Fama (1975) は実質利子率を一定とすると、フィッシャー効果があれば名目利子率

彼の第三の貢献は以上の命題の統計的検証である。*The Purchasing Power of Money* の本文の約 4 分の 1 と補遺の約 3 分の 1 は統計的検証に当てられている。シュンペーターはこの検証を高く評価し、「フィッシャーの統計的検証の試みは時系列の相関に関して一定の批判は確かにあるのだが、それでも貨幣数量説に反対する人々による検証のどれよりもはるかに優れている」⁴⁹⁾ とまで述べている。ただ残念ながら、貨幣と物価の相関を実証したとしても、それが貨幣から物価への因果関係の証明にはならないのである⁵⁰⁾。

アメリカのフィッシャーの研究に対してイギリスではアルフレッド・マーシャルを中心としたケンブリッジ大学で異なった定式化が行われた。いわゆる「ケンブリッジ現金残高アプローチ」(Cambridge Cash Balance Approach) である。 $MV = PT$ という恒等式を修正して、

$$M = kPy$$

と変形し、有名な「マーシャルの k 」が現れる。この k は単に流通速度 V の逆数に過ぎないが、右辺の y は取引全体ではなくて実質国民所得である。一定期間のすべての取引 T から、その期間の国民所得 y への変更は、中間財取引と最終財取引の比率が一定であれば問題がないように思われる。しかし、取引 T は通常の財・サービスの売買を行う経常取引以外に、金融資産の売買に伴う資産取引もあり、ことは簡単ではない。16 世紀のヨーロッパであれば譲渡性のある債券などの証券類などはほとんど存在しなかったが、19 世紀末にもなれば株式をはじめ債券も数多く存在し、証券を売買する資産取引にともなう貨

の変動は期待インフレ率の変動を 100% 反映する、という仮説をアメリカの財務省証券 (TBill) 利子率に関して検証し、肯定的な結論を得た。その後、批判論文も多く発表されたが、そのいずれにおいても「フィッシャー効果」とはやはり (予想) インフレ率の上昇分がすべて名目利子率に反映されるという効果を指しており、I. フィッシャー自身の説明とは異なるのである。上の引用から分かるように、フィッシャーは実質利子率が少なくとも短期的には変動することは明確に認めていたのである。

49) “Fisher’s attempt at verification, though open to certain criticisms concerning the correlation of time series, is greatly superior to anything done by opponents.” Schumpeter (1954), p. 1104.

50) ただし、中路 (2002) はフィッシャーの経済学はそれまで静学的な分析から動学的な分析へと発展させた点を評価している。

幣の支払も相当額に上った筈である。資産取引はとくに景気の先行き見通しなどに影響を受けて、大きく変動するものと考えられるので、 T と y の間に一定の関係が成立すると仮定するのには無理があるのではないか。したがって上の式の変形は、単なる変形ではなくて、式の内容が変化しているのであり、ケンブリッジ学派は上の式が「実質残高への需要」を表す式であると考え。ところが長期的には古典派の想定により y は一定であるし、貨幣需要のパラメータである k も一定と仮定するので、結論は貨幣数量説そのものとなる。すなわち長期において M と P は 1 対 1 の関係を維持するのである。

フィッシャーの交換方程式はフローの概念であるが、ケンブリッジの現金残高方程式は「現金残高」というストックの需要を表している点で大きな違いがある。貨幣数量説を貨幣需要の理論に変換したのである。レイドラーはケンブリッジ学派はポートフォリオ選択の一環として人々が貨幣を保有することを主張しており、それがケインズの流動性選好理論に発展する、という説もあるとしている⁵¹⁾。短期の効果波及経路についてマーシャルは明確に利子率低下の効果を挙げている。手持ちの貨幣量が増えると：

過剰な資金があるため貸手は貸出金利をさらに下げるだろう。そして需要が供給に見合うまでその金利は下がり続ける。そのとき投機的な借手のもとにはより多くの資金があり、彼らは市場で財を購入するため、価格を上昇させる。⁵²⁾

貨幣量の増加が利子率の低下をうながし、それが投機的な商品の購入につながるため、価格の上昇が始まる、のである。古典派経済学では単に「支払手段たる貨幣が増えれば、それは財への支払が増える」という単純な動機でしかなかったが、「価値貯蔵手段としての貨幣が過大になれば、代替的な価値貯蔵手段である貸出が増やされる」というポートフォリオ調整に目が向けられている点で理論的な進展であり、レイドラーの指摘のようにその後のケインズの分析を予想させるものでもある。

51) Laidler (1991a), p. 60.

52) Marshall, A., *Official Papers of Alfred Marshall*, ed. by J.M. Keynes, London: Macmillan, 1925. Laidler (1991a), p. 66 に引用。

しかし恒等式である交換方程式から、貨幣需要関数を導出するというのは論理の飛躍ではなかろうか。財・サービスの購入額＝支払額という恒等関係そのものが、貨幣ストックに対する需要を表すものとは理解しにくい。またその貨幣需要が貨幣供給に等しいという均衡状態への調整は、 k や y の変動でなく、 P のみの変動による、という考えかたも古典派の二分法からの類推の域を出ない印象をうける。上で引用したマーシャルの説明だけでは、 M と P の正比例性は示されておらず、それはあくまでも「貨幣の中立性」命題の援用に過ぎないように思われる。そして貨幣が増えたときの調整プロセスに関しては十分な分析が加えられているとも考えにくい⁵³⁾。

レイドラーが貨幣数量説の「黄金時代」と名付けたこの期間に、フィッシャーやマーシャルらによって確かに貨幣数量説は実証的に検証され、理論的に深められた。が、1930年代に先進各国を襲った不況の嵐は貨幣数量説の古典派的前提、すなわち価格メカニズムが働いて完全雇用が長期的には達成される、という前提が現実妥当していないことを明らかにし、貨幣数量説はケインズによって根本的な批判にさらされることになる。次節ではそのことを簡単にみておこう。

8 貨幣数量説とケインズ

貨幣数量説は「貨幣が価格を決定する」理論であるとするれば、ケインズの流動性選好理論は「貨幣が利子率を決定する」理論であり、これら二つは当然、お互いに相容れない関係にある。ところが『貨幣改革論』(*Tract on Monetary Reform*) (1923) を書いたころのケインズは「貨幣数量説の熱狂的な (fanatic) 信者」⁵⁴⁾ だったのである。ケインズはこの書の第3章の冒頭で、貨幣数量説について、「この理論は基本中の基本である。それが事実と合致していること

53) Bridel (1987) は新しい均衡へと移る調整期間についてマーシャルの分析には、「一つの均衡から次の均衡へと移行する期間中に経済体系がどのように作用しているのかを分析する余地が残されていない」(p. 28) と述べており、かなり否定的である。この指摘は Laidler (1991a), pp. 64-68 がフィッシャーに比べてマーシャルの分析が優れていることを強調するのと対照的である。

54) Kahn (1984), p. 53.

に疑問をさしはさむ余地は全くない。」⁵⁵⁾と述べ、貨幣数量説を完全に認めていることが分かる。ところがこの章を読み進めると、彼が決して貨幣数量説を全面的に信頼していないことがすぐに明らかになる。貨幣と価格の比例性は長期的に成り立つものであって、現実を考える際には役に立たないとケインズは言う：

しかしこの「長期」というのは現在の状況からみればあまり当てに出来る話ではなかろう。「長期的には」我々は皆、死んでしまうからである。もし嵐の最中に経済学者が「嵐が過ぎ去りさえすれば、海は再び穏やかになる」としか言えないとすれば、それはあまりに安易で、無益なことである。⁵⁶⁾

そして短期的にはマーシャルの k が大きく変動することを、1920年10月と1922年10月のデータを比較して計算し、実際に証明してみせる。そして k が公衆や財界人の心理的要因で変わりうることを強調する⁵⁷⁾。これはそれまでの貨幣数量説論者に比べると、一步踏み出した議論である。価格の安定化のためには貨幣数量説が言うように M の安定化だけでは不十分で、 k の動きを相殺することが必要であることを認めている。しかし、1923年の段階ではまだ、この k が利子率の関数になっているという考えには到っていない。

ケインズの次の大著は1930年に出版された『貨幣論』(*A Treatise on Money*)であるが、その間に彼は貨幣数量説の呪縛から逃れる闘いを続けた。カーンによれば、「『貨幣論』が出版できる形になるまでのケインズの6年にわたる長い闘いの一部は貨幣数量説の束縛から逃れることに向けられた」⁵⁸⁾のである。『貨幣論』第1巻第10章の冒頭でケインズは貨幣理論の目的は価格が決定される因果関係を明らかにすること、均衡から均衡への移行過程で何が起きているのかを分析することにあるとし、貨幣数量説ではそれが不可能なことを述べる：

55) "This theory is fundamental. Its correspondence with fact is not open to question."

Keynes (1923), p. 61.

56) *Ibid.*, p. 65.

57) *Ibid.*, pp. 67-68.

58) Kahn (1984), p. 56.

我々すべてが親しんできた貨幣数量説はこの目的には適当ではない。それは単に貨幣的要因を結びつけて定式化された数々の恒等式のうちの特殊な例でしかない。それらのどれ一つとして現代の経済システムの中で変化の期間中に起こっている因果関係のプロセスを満足に分析することができない。⁵⁹⁾

そしてケインズ独自の（相当に複雑で混乱した）価格決定式を導いていくのだが、『貨幣論』ではまだ貨幣数量説の呪縛から十分解き放たれてはおらず、長期的には貨幣が倍になれば価格も倍になる、と考えていた⁶⁰⁾。

貨幣数量説に従う限り、少なくとも長期的には貨幣量の変化は価格の変化につながる、という考えに縛られてしまい、価格ではなくて産出が変化する、というケインズ『一般理論』の中心メッセージにつながらない。その大きな飛躍を促したのが、ホートレーであった。スキデルスキーによると：

1930 年、ホートレーはケインズに次のように説得した。「もし何らかの要因で財の需要が変化すれば、... まず最初に起きることは現行価格のままで販売量が増えることだ。価格が調整されるまでの間に必ずある程度の時間がかかるし、そしてその時間は相当の長さになるかもしれない。」財の価格ではなくて量こそが説明されるべき変数なのである。このことでケインズは問題を次のように設定しなおした。すなわち、貨幣経済において産出の量を決定するものは何だろうか。⁶¹⁾

そしてもちろんその答えは「有効需要」に求められたのであるが、いっぽうで貨幣市場の役割は価格を決めるのではなくて、(債券) 利子率を決めるものになった。この流動性選好理論（その中でもとくに貨幣の投機的需要の概念）の萌芽はやはり『貨幣論』の中に認められる。第 1 巻、第 3 章では銀行預金を普通預金 (income deposits)、当座預金 (business deposits)、定期預金 (savings deposits) の 3 つに分類し、前二者は貨幣の交換の媒体機能を果たし、三番目

59) Keynes (1930), vol. 1, p. 120.

60) "... if the quantity of money were double the price levels would be double also."
Keynes (1930), vol. 1, p. 132.

61) Skidelsky (1995), p. 93.

のものは価値貯蔵手段としての機能を果たすとしている⁶²⁾。そして第15章では定期預金の決定要因を分析している。人々は富の所有手段としてこの定期預金以外にも株式や債券などの証券を持つことができる。しかし株式や証券は価格が変動するリスクがあるため、将来の価格下落が予想されるときは証券を持たずに、定期預金を保有することが述べられている。市場に'bear'が多いときは価格下落を予想してこの預金の保有が多くなるし、逆に'bull'が多いときは証券を保有するので、定期預金の保有が少なくなる⁶³⁾。この論理は『一般理論』に展開された「流動性選好の投機的動機」と内容的には全く同じである。このようにケインズは貨幣には交換の媒介機能のみならず価値の貯蔵手段の機能があることに注目し、後者の機能を果たす貨幣の需要はポートフォリオ選択の一環として考えるべきであることに気づいたのであった。

ケインズの流動性選好理論は、過大な貨幣があればそれで財を買うのではなく、債券を購入することによって残高を調整することを前面に押し出した理論であって、貨幣の「価値貯蔵機能」に焦点が当てられている。いっぽう、貨幣数量説の場合は過大な貨幣は財の購入に向かい、それが価格を押し上げて結果的に貨幣の実質残高を減らすという調整が考えられている。貨幣は「支払手段」であり、貨幣が過大になるとこの機能を発揮するということになる。ロック以来、経済学では貨幣の支払手段としての機能がまず第一に考えられてきたが、ケインズにいたって貨幣がすぐに財購入に使われるのではなくて、貨幣と同じ価値貯蔵機能を持つ金融資産への代替が行われることに注目した点でケインズの革新性が見出される。

ケインズの『一般理論』は、貨幣市場は価格を決定するのではなくて利子率を決定する、とした点で古典派と決定的に異なる訳だが、財市場に関しても一大転換を図った。古典派は財市場では長期的に完全雇用が成立するので、産出 y は一定であり、 $S = I$ という財市場の均衡条件は利子率を決定するという体系であった。しかし、ケインズはホートレーに従って価格が短期的には硬直的

62) Keynes (1930), vol. 1, p. 32.

63) *Ibid.*, pp. 223-224.

であるという仮定の上に立ち、財市場均衡条件 ($S = I$) は産出という量を決めるという。そしてその決定要因は「有効需要」の大きさなのである。ところで、財市場では投資が利子率の影響を受けるし、貨幣需要も取引動機のもものは産出・所得の影響を受けるので、これらを同時方程式体系としてとらえたのがヒックスである⁶⁴⁾。『一般理論』は難解な書物であったので、ヒックスの説明した IS/LM モデルはそのわかりやすさによって経済学界に受け入れられ、戦後のマクロ経済学⁶⁵⁾ の標準的な理論モデルとして広く普及していったことは周知の事実である。

9 貨幣数量説からマネタリズムへ

第二次大戦後はケインズ革命が席卷し、先進各国はケインズの財政政策によって戦後不況を回避し、順調な経済成長を遂げていった（と言われている）のであるが、1960 年代後半よりアメリカのインフレ率が上昇し、それが固定相場制のもとで他国に「輸出」されるようになったあたりから、貨幣数量説の復活が始まった。とくにシカゴ大学の M. フリードマンの主張に現実妥当性が認められ、彼の主張する新しい貨幣数量説は「マネタリズム」という標語を与えられ、マクロ経済学に普及していき、現在は完全にその一部になっているというのが本稿冒頭で示した De Long (2000) の主張なのである。

さて、マネタリズムはそれまでの貨幣数量説が基本的に「価格の決定理論」であったのに対し、貨幣の影響力をより広汎にとらえるのがその特徴である。代表的なマネタリストの一人、フィリップ・ケーガンによると：

マネタリズムの主張は、貨幣量が経済活動と価格水準に大きな影響を与え、そして金融政策の目的は貨幣供給の成長率を目標として運営すれば最大の効果をあげる、というものである。⁶⁶⁾

64) Hicks (1937).

65) ケインズの時代にはそもそも「マクロ経済学」という用語は存在しなかったし、サミュエルソンの有名な *Economics: An Introductory Analysis* の初版 (1948 年) にもまだその言葉は存在していなかったと、サミュエルソンはブラウグとのインタビューの中で答えている。Blaug (1990), p. 57.

66) Cagan (1987), p. 492.

上の定義は二つの部分からなっており、前半では貨幣が単に価格を決めるだけでなく、実質的な経済活動に大きな影響を与えることを主張しているのが一つの特徴である。後半のいわゆるマネタリー・ターゲットリーは物価の安定と景気循環の平準化には貨幣成長率を安定化することが大事であるという見解である。それぞれの主張の背景を少し詳しく検討してみよう。

従来の貨幣数量説はあくまでも長期理論であり、貨幣の短期的な効果についての体系的な分析がなかったのが弱点であった。その点、マネタリズムは貨幣の短期的な効果についても明確にしているのが特徴である。1974年に出版された *Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate with His Critics*⁶⁷⁾ はフリードマンの主張と、彼への批判論文が掲載されており非常に興味深い書物である。この中でフリードマンは短期のマクロ分析を提示しているが、そこには消費関数・投資関数が現れ、一見して IS/LM モデルと変わらない。したがってこの本のなかでパティンキンが、”... his analytical framework is Keynesian.”⁶⁸⁾ と述べているほどである。短期分析に関してはマネタリズムとケインズ経済学との差はそれほどものではないことが分かる。違いがあるとすれば、貨幣の所得への効果は一時的であり、いずれ価格の上昇にすべてが吸収されて、長期的には貨幣は中立的になることを重視するかしないかであろう。フリードマンは $MV = Py$ という式の右辺を「名目所得」とし、 $MV = Y$ と書き換え、 M の効果は Y に現れるが、当初は P はほとんど変化せず、 y の変化に現れるが、時間とともに y の変化は消え去り、 P の変化につながる、というのである。これがフリードマンによる Monetary Theory of Nominal Income⁶⁹⁾ (名目所得の貨幣理論) である⁷⁰⁾。

それでは少なくとも短期的には金融政策は所得の安定化に使えるのかという点、それは難しいとフリードマンはいう。たとえば金融緩和によって一時的に

67) Gordon (1974).

68) Patinkin (1974), p. 114.

69) Friedman (1974), p. 46.

70) フリードマンのこのような貨幣数量説の解釈は貨幣数量説でない、とする批判もある。たとえば、「こうして、数量説を自称した者が、結局数量説を雲散霧消させてしまった」と堀家は述べている。堀家 (1988), p. 211.

利子率が下落したとしても、それがもつ拡張効果がいずれ価格を上昇させ、インフレ率の上昇が利子率を上昇させる（いわゆる「フィッシャー効果」）ので、長期的には実質利子率は下げられないし、インフレが当初の拡張効果を相殺して、貨幣の実質残高を押し下げ、最終的にはもとの水準にもどるだけなのである⁷¹⁾。

彼はさらにインフレと失業率の間のトレードオフ関係も長期的には消滅するという。彼のよく知られた「自然失業率」の概念がここでは使われる。第二次大戦後のアメリカでインフレが発生したとき、ケインジアンはいわゆるフィリップス・カーブの関係を使って、失業率とインフレ率の特定の組合せをマクロ安定化政策によって選択できると考えていた。ところが、フリードマンはこのカーブがある水準の期待インフレ率を想定して描かれる短期的なものではないことを看破し、人々の期待インフレ率が修正されるにつれてフィリップス・カーブがシフトすることを我々に知らしめた。その結果、自然失業率を下回る失業率を維持しようとするインフレ率が上方に発散し、究極的には自然失業率に回帰せざるを得ない、というのである。

経済の現状を把握するには認知ラグがあるし、現状から政策の発動までのラグ、発動してから実効が出るまでのラグ、等々数多くのタイムラグが存在するため、下手に金融政策を使って微調整しようとするとかえって経済が不安定化するというのがフリードマンの考えであり、その結果、最適な金融政策は貨幣供給の成長率を一定に保つ、という既述のケーガンの定義の後半部分が導出される。そして実際、1970年代にインフレ率が昂進すると、ドイツ・日本・スイスなどでは貨幣供給の成長率を直接・間接的にターゲットとした金融政策の運営がなされたのであった。ただし、その後、マネタリー・ターゲットリーは静かに消えていく。金融自由化により貨幣の範囲が不鮮明になったためか、もともと貨幣のコントローラビリティに問題があったのかは、稿を改めて検証したいと思う。

1970年代は第一次石油危機の影響もあって、インフレ率が高いにもかかわ

71) Friedman (1968), pp. 5-7.

らず、実質所得が伸びず、「スタグフレーション」という言葉がしばしば聞かれた時期である。ケインズの処方箋に基づいて行ってきたマクロ経済政策運営に対する M. フリードマンの批判が次々に妥当するよう思われ、マネタリズムが経済学界の主流として受け入れられていったのである。

10 貨幣数量説の問題点

本稿で概観してきた貨幣数量説の歴史的発展の過程をみると、古典派経済学の段階までは貨幣とは「価値貯蔵手段」ではなく、もっぱら「支払手段」として捉えられていた。支払手段の手持ち残高が過大になると、それを減らそうとして財の購入がなされ、財価格が上昇する、という波及経路が想定されていることが分かった。すなわち、貨幣と財との間の直接的な代替関係が注目されていた。ただし、古典派以前の重商主義の時代には貨幣の増加は利子率を下げる、というロックの指摘があったことはすでに述べた。古典派以降の 19 世紀末ごろには、銀行預金の普及もあって、それを貨幣と認めざるを得ない状況にあったようである。またフィッシャーにしてもマーシャルにしても、貨幣量の増大が利子率に影響することを認識していたが、その径路は二人では理解が全く異なる。フィッシャーはインフレ率の上昇ほどには名目利子率が上昇しないから実質利子率が下落する、という径路を考えているし、マーシャルの場合はロックと同じように貸出の名目利子率が下がる、と考えていた。フィッシャーの場合、名目利子率と実質利子率を区別するという点で理論的な進展がみられるものの、貨幣と代替的金融資産との間の関係は触れられていない。マーシャルの場合にはケインズの分析を予想させるようなポートフォリオ調整が視野に入ってきているという意味では理論的な発展があったといえるが、利子率の変動が k にどう影響を与えるのかはあまり議論されていない。

経済の発展とともに銀行をはじめとする金融機関の役割が高まり、多様な銀行預金、そして債券・株式のような金融資産が登場することにより、貨幣と金融資産の間の代替関係を分析する必要性が高まった。それに対する一つの答えがケインズの流動性選好理論である。貨幣量の変動が短期的にどんな影響を持つ

のかと言え、取引コストの低い資産市場における調整であろう。たとえば過剰な貨幣残高をどう減らすのかと言え、貨幣が価値貯蔵手段として保有されているなら、財を購入すると言うよりは他の代替的価値貯蔵手段である金融資産の購入に向かう、というのがもっとも妥当な選択であると思われる。その意味でケインズの流動性選好理論が貨幣数量説の想定より現実的であろう。

ケインズにより貨幣の価値貯蔵手段としての機能に着目した貨幣需要の理論が生まれ、その結果、貨幣の範囲を支払手段よりも広くとらえることができるようになったのだが、銀行預金には内生性の問題がある。この問題は貨幣数量説にとってもケインズ経済学にとっても大きな問題として残る。両者とも、貨幣量は外生的に決まるものとの仮定をおいているからである。

貨幣数量説の命題は基本的には、「貨幣が価格を決める」という長期理論である。「価格が貨幣を決める」のではなく、あくまでも貨幣が原因であると言うことは、貨幣が外生変数であることが前提とされている。この問題は 19 世紀初頭のイギリス（銀行主義と通貨主義の論争）以来、経済学上の論争として残されており、いまだに決着がついていない⁷²⁾。ほとんどの貨幣が金銀のような貴金属だけで成り立っていた 16 世紀ころでは、少なくとも短期では貨幣量は所与と考えて良かった⁷³⁾。しかし現在のように貨幣の大部分が内部貨幣（銀行預金）であると、貨幣が外生的であるとするには、中央銀行による完全な貨幣量のコントローラビリティが必須である。1980 年代半ば以降、マネタリー・ターゲットはそれが採用されていた国々でも放棄されたのであり、貨幣のコントローラビリティの仮定は成立していない疑いがある。したがって貨幣の外生性の仮定がどれだけ妥当するのか、が重要な問題となる。

つぎに、仮に中央銀行による貨幣のコントローラビリティがある程度あったとしても、その貨幣は M_1 なのか M_2 なのか M_3 なのか、という貨幣範囲の選択の問題が発生する。「貨幣の中立性」が、どのような貨幣の定義を用いても同

72) 日本でも 1992~3 年ころにいわゆる「岩田・翁論争」があったが、貨幣の外生性を巡る議論と捉えることもできる。

73) ただし、貿易収支の不均衡により、金銀が国際的に移動するので、長期的には商品貨幣の時代にあっても貨幣供給は内生変数である。

時に成立するとは考えにくい。それぞれの成長率が異なるだろうからである。したがって価格を決める貨幣とはどの貨幣なのかという具体的な選択に迫られる。これは金融政策担当者にとっては看過できない問題であろう。

より根源的な疑問は貨幣量変動の効果波及経路がどのようなものであり、そして最終的に「貨幣の中立性」が出現するのはどのようなメカニズムによるものかが明示されていないことであろう。 $MV = PT$ という恒等式からは M と P の 1 対 1 の対応関係は全く明らかではない。理論的な考察を経て、 T が長期的には一定であること、 V も制度的な要因等から一定と考えられる、という仮定を置いてはじめて、 M と P の 1 対 1 の関係が出てくるが、その際にも因果の方向性は全く明らかではない。この 1 対 1 の関係は古典派経済学体系の持つ「貨幣の中立性」「古典派の二分法」という性質から得られる推論であり、必ずしも現実の経験から結論づけられたものではないものようである。

さて、多くの国では長期的に経済は成長しており、貨幣や価格、所得の水準は定常状態にはない。成長し続ける貨幣がそれでも中立的である（すなわち超中立性 *superneutrality* がある）とは理論的には考えにくい。貨幣成長率の上昇はインフレ率の上昇をもたらすが、これが貨幣の実質利子率を下げるからである。貨幣の実質利子率の減少はポートフォリオ調整をひきおこし、実物資本への需要を高める可能性（トービン効果）は否定できないのである。貨幣数量説の歴史的発展をみると、この理論が静態的な経済を想定していることが分かるが、現実の経済は動的に成長しており、その場合には貨幣の超中立性の成立は理論的にも問題が出てくる。

以上をまとめると、貨幣数量説は、貨幣の外生性、貨幣から物価への因果関係、貨幣の中立性、と言った仮定を置いており、それぞれに疑問の余地が存在すると言えよう。

〔参考文献〕

- Akhtar, M.A. (1978) "Sir James Steuart on Economic Growth." *Scottish Journal of Political Economy*. Vol. 25. No. 1. pp. 57-74.

- Blaug, Mark (1978) *Economic Theory in Restrospect*. Cambridge: Cambridge University Press 3rd. edition. (久保芳和・真実一男訳『経済理論の歴史』東洋経済新報社 1982 年).
- Blaug, Mark (1990) *John Maynard Keynes: Life, Ideas, Legacy*. London: Macmillan. (中矢俊博訳『ケインズ経済学入門』東洋経済新報社 1991 年).
- Blaug, Mark (1995) "Why is the Quantity Theory of Money the Oldest Surviving Theory in Economics?" In Mark Blaug et al. eds. *The Quantity Theory of Money: From Locke to Keynes and Friedman*. Aldershot, Hants: Edward Elgar. pp. 27-49.
- Bridel, Pascal (1987) *Cambridge Monetary Thought: The Development of Saving-Investment Analysis from Marshall to Keynes*. London: Macmillan.
- Cagan, Phillip (1987) "Monetarism." In John Eatwell et al. eds. *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*. Vol. 3 London: Macmillan. pp. 492-497.
- Cantillon, Richard (2001) *Essay on the Nature of Commerce in General*. New Brunswick: Transaction Publishers. Original French version published in 1755. (津田内匠訳『商業試論』名古屋大学出版会 1992 年).
- De Long, J. Bradford (2000) "The Triumph of Monetarism?" *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 14. No. Winter. pp. 83-94.
- Fama, Eugene F. (1975) "Short-Term Interest Rates as Predictors of Inflation." *American Economic Review*. Vol. 65. No. 3. pp. 169-282.
- Feavearyear, Albert E. (1931) *The Pound Sterling: A History of English Money*. Oxford: Clarendon Press. 2nd. ed. 1963 (原著第二版邦訳 一ノ瀬篤・河合研・中島将隆訳『ポンド・スターリング: イギリス貨幣史』新評論、1984 年).
- Fisher, Irving (1911) *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*. New York: Macmillan.
- Friedman, Milton (1968) "The Role of Monetary Policy." *American Economic Review*. Vol. 63. No. 1. pp. 1-17.
- Friedman, Milton (1974) "A Theoretical Framework for Monetary Analysis." In Robert J. Gordon. ed. *Milton Friedman's Monetary Framework*. Chicago: The University of Chicago Press. pp. 1-62.
- Friedman, Milton (1987) "Quantity Theory of Money." In John Eatwell et al. eds. *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*. Vol. 4 London: Macmillan. pp. 3-20.

- Gordon, Robert J. ed. (1974) *Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate with His Critics*. Chicago: The University of Chicago Press. (加藤寛孝訳『フリードマンの貨幣理論：その展開と論争』マグローヒル好学社 1978年).
- Grice-Hutchison, Marjorie (1978) *Early Economic Thought in Spain 1177-1740*. London: George Allen & Unwin.
- Hamilton, Earl J. (1934) *American Treasure and the Price Revolution in Spain, 1501-1650*. Harvard Economic Studies, Vol. 43, 1934. Repr. New York: Octagon Books, 1977.
- Hegeland, Hugo (1951) *The Quantity Theory of Money*. Göteborg: Elanders Boktryckeri Aktiebolag. Repr. New York: Augustus M. Kelley, 1969.
- Hicks, John R. (1937) "Mr Keynes and the 'Classics'; A Suggested Interpretation." *Econometrica*. Vol. 5. No. 2. pp. 147-159.
- Hume, David (1955) *Political Discourses*. Edinburgh: A. Kincaid & A. Donaldson, 1752. Repr. In *Writings on Economics*, Edinburgh: Nelson, 1955. Ed. By Eugene Rotwin. (田中敏弘訳『経済論集』東大出版会 1967年).
- Humphrey, Thomas M. (1993) *Money, Banking and Inflation: Essays in the History of Monetary Thought*. Aldershot, Hants: Edward Elgar.
- Kahn, Richard F. (1984) *The Making of Keynes' General Theory*. Cambridge: Cambridge University Press. (浅野栄一・地主重美訳『ケインズ「一般理論」の形成』岩波書店 1987年).
- Keynes, John M. (1923) *A Tract on Monetary Reform*. London: Macmillan. (中内恒夫訳『貨幣改革論』東洋経済新報社、1978年。『ケインズ全集』第4巻).
- Keynes, John M. (1930) *A Treatise on Money*. Vol. 1 London: Macmillan. (小泉明・長沢惟恭訳『貨幣の純粹理論』東洋経済新報社、1979年。『ケインズ全集』第5巻).
- Keynes, John M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan. (塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社、1983年。『ケインズ全集』第7巻).
- Laidler, David (1991a) *The Golden Age of the Quantity theory: The Development of Neoclassical Monetary Economics 1870-1914*. Hertfordshire, UK: Harvester Wheatsheaf.
- Laidler, David (1991b) "The Quantity Theory is Always and Everywhere Controversial—Why?" *The Economic Record*. Vol. 67. No. 199. pp. 289-306.

- Lucas, Robert E., Jr. (1996) "Nobel Lecture: Monetary Neutrality." *Journal of Political Economy*. Vol. 104. No. 4. pp. 661-682.
- Mayer, Thomas (1980) "David Hume and Monetarism." *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 95. No. 1. pp. 89-101.
- Mill, John Stuart (1871) *Principles of Political Economy with Some of Their Applications to Social Philosophy*. London: Longmans 7th. edition. Repr. University of Toronto Press and Routledge & Kegan Paul, 1965.
- Patinkin, Don (1974) "Friedman on the Quantity Theory and Keynesian Economics." In Robert J. Gordon. ed. *Milton Friedman's Monetary Framework*. Chicago: The University of Chicago Press. pp. 111-131.
- Schumpeter, Joseph A. (1954) *A History of Economic Analysis*. Oxford: Oxford University Press. (東畑精一訳『経済分析の歴史』岩波書店 1955-1962年).
- Skidelsky, Robert (1995) "J.M. Keynes and the Quantity Theory of Money." In Mark Blaug et al. eds. *The Quantity Theory of Money: From Locke to Keynes and Friedman*. Aldershot, Hants: Edward Elgar. pp. 80-96.
- Vickers, Douglas (1959) *Studies in the Theory of Money 1690-1776*. Philadelphia: Chilton Company.
- Walker, Francis A. (1878) *Money*. New York: Henry Holt. Repr. New York: Augustus M. Kelley, 1968.
- 齋藤誠 (1996) 『新しいマクロ経済学：クラシカルとケインジアンとの邂逅』有斐閣.
- 竹本洋 (1995) 『経済学体系の創成』名古屋大学出版会.
- 中路敬 (2002) 『アービング・フィッシャーの経済学—均衡・時間・貨幣をめぐる形成過程—』日本経済評論社.
- 堀家文吉郎 (1988) 『貨幣数量説の研究』東洋経済新報社.