

## 貨幣理論と経済政策 (7)

吉 澤 昌 恭

### 第2部 ケインズ経済学の再検討

#### 第6章 貨幣量削減か平価切り下げか

##### 6.1. 国際収支不均衡への対応

##### 6.1.1. 「国際収支不均衡」という概念の成立条件

「国際収支不均衡」という概念が成り立つためには、複数の通貨供給主体の存在が必須の条件である、ということをロビンズは指摘している。<sup>(1)</sup>今日の、幾多の国々から成る世界が統一されて、世界国家が形成され、その世界国家の下、世界中央銀行が全世界で通用する世界貨幣を発行する、という場合を想定されたい。その場合には、国際収支問題は存在しないし、ある国の通貨と他の国の通貨の交換比率についての問題（例えば、円高、ポンド安など）も存在しないのは明らかである。

ロビンズは次のように述べている。

「(世界中で) ひとつの貨幣と信用統御のためのひとつの中央機関が存在する場合には、正しく、国際収支問題 (balance of payments difficulties) は全く存在しない。実際の所、そうした問題は、いわば、定義によって排除されているのである。

なぜそうなのか？ここで把握すべき重要な点は、国際収支問題とは本

---

(1) Robbins, Lionel: *Money, Trade and International Relations*, Macmillan, St Martin's Press 1971, p. 124.

質的には貨幣交換の問題であり、ある貨幣を別の貨幣に切り換える際の問題である、ということこれである。そして、もしただひとつの貨幣しか存在しないのであれば、その時には、明らかに、そうした問題は生じようがないのである。<sup>(2)</sup>〔（ ）内は吉澤が挿入した。〕

#### 6.1.2. 国際収支不均衡と物価—正貨流出入メカニズム

##### (1) 国際収支と貿易収支

反地金派のヒルが、国際収支 (balance of payments) と貿易収支 (balance of trade) を明確に区別している、ということを2.4.2.で指摘した。ヒルによれば、国際収支は、①輸出入（貿易収支）、②政府の対外支出、③国際資本移動、によって規定されてくる。そして、国際収支不均衡が発生すれば、貴金属の輸出入によって、不均衡が是正される。

さて、現代の国際金融論の教科書では、国際収支に関する諸概念は、古典派経済学者のそれと比べて、はるかに精緻なものになっている。貿易収支、貿易収支・貿易外収支・移転収支から成る経常収支、長期資本収支、短期資本収支、経常収支と長・短の資本収支から成る総合収支、金融勘定、そして、総合収支と金融勘定から成る国際収支、という具合である。

そして、総合収支と金融勘定の合算と定義される「国際収支」は、原理上、常にゼロになる。しかし、日常の会話で「国際収支」の赤字とか黒字とか言われる場合、それは何を意味するのであろうか？「国際収支」が赤字であるとか黒字であるとかいうのは、国際収支上の一部の取引のみが取り上げられて論じられており、例えば、経常収支が赤字（或いは黒字）であるとか、総合収支が赤字（或いは黒字）である、ということなのである。

2.4.2.で取り上げたヒルの「国際収支」は経常収支と長・短の資本収支から成る「総合収支」にほぼ相当するものである。

##### (2) 経常収支不均衡と物価—正貨流出入メカニズム

(2) Robbins, Lionel, *ibid.*, p. 124.

ヒューム自身は「経常収支」という用語を用いてはいないが、経常収支不均衡の均衡化プロセスを、物価—正貨流出入説にのっとって説明すれば次のようになる。「経常収支赤字→経常収支赤字国からの金流出→同国の貨幣量の減少→同国の物価下落→同国商品の国際競争力の上昇→輸出増加・輸入減少→経常収支均衡」「経常収支黒字→経常収支黒字国への金流入→同国の貨幣量の増加→同国の物価上昇→同国商品の国際競争力の下落→輸出減少・輸入増加→経常収支均衡」

しかし、経常収支の不均衡と反対方向に資本の移動が生じれば、均衡化プロセスは上記のような形では起らない可能性がある<sup>(3)</sup>。19世紀半ばから20世紀初めにかけての、イギリスとアメリカの関係は、こういった意味から、非常に興味深いものである。経常収支は黒字であるが、投資収益率の低いイギリスから、投資収益率の高い、経常収支赤字のアメリカへ、国際資本移動が起り（つまり、イギリスの資本収支赤字、アメリカの資本収支黒字が起り）、その結果として、①イギリスでは物価上昇が起らず、他方で、②アメリカでは、イギリスから流入した資本は有効に投資され、アメリカの生産能力が高まり、やがて、アメリカは経常収支黒字国へと転じていったのである。

以上は、「国際収支の発展段階説」と呼ばれるものであり、貯蓄—投資バランスを重視した議論である。古典派経済学者は、この手の議論を展開してはいない。古典派流の議論にもどることにしよう。

### 6.1.3. 経常収支赤字の起源とそれへの対応

古典派流の議論に立脚する時、経常収支赤字は、貨幣的要因によって生じることとあれば、非貨幣的要因によって生じることもある。

(3) 植田和男「経常収支の長期変動」〔吉川洋・岡崎哲二編『経済理論への歴史的パースペクティブ』（東京大学出版会、平成2年）所収〕／須田美矢子編『対外不均衡の経済学』日本経済新聞社、平成4年、特に、第1章、第2章並びに第6章参照。

何らかの理由で、ある国の「預金－準備比率」が上昇して、預金通貨（トレンズの「信用貨幣」、4.3.3.2.参照）の増大が起った、と想定しよう。そうなれば、その国では、物価水準の上昇、輸出減少・輸入増加が起って、やがて、経常収支の赤字（或いは、経常収支の黒字の縮小）が生じるであろう。もし、経常収支赤字の原因が貨幣量の膨張にあるとすれば、貨幣量の削減が正しい政策ということになろう。

しかし、経常収支赤字は、非貨幣的な要因によっても発生し得る。農業での不作為が経常収支赤字を招来するかもしれない。ソートンは、不作為のような「一時的な」原因による経常収支赤字に直面した時、イングランド銀行からの金流出を黙って見ているより他はないと言い（2.2.2.2.），他方、トレンズは、そのような場合でも、「通貨原理」に基づいて貨幣量を削減せよと主張している（4.4.2.）。筆者は、ソートンの行き方の方がより望ましい、と考えてはいるが、短期的な経常収支赤字に対しては、ケース・バイ・ケースの判断が、むしろ、重要なものかもしれない。

より重大な決断を迫られるのは、経常収支赤字が長期化する場合である。やがて、核融合の技術が実用化されるであろう。そうなれば、産油国は非常な苦境に直面させられ、長びく経常収支赤字に苦しめられる、ということは想像するに難くない。そうなった時には、産油国にはどのような選択肢があるだろうか？「国際収支の発展段階説」のシナリオに従って、石油産業依存の産業構造の転換を図り、外国資本を導入する、という道がある。しかし、他方で、産油国の人々はその生活水準を引き下げねばならない、ということもどうやら避けられそうにない。生活水準引き下げの方法としては、少なくとも、次の3つが考えられる。

1. 輸入制限
2. 貨幣量削減
3. 平価切り下げ

まず第1に、石油輸出代金の減少した分だけ輸入も削減する、という方法がある。しかし、こうした行き方は、古典派経済学者の採る所ではなかったし、今日の貿易自由化の流れの中では、いつまでも続けてゆくのは難しいと思われる。

古典派経済学者、とりわけ、地金派並びに通貨学派の人々なら、2.の貨幣量削減を提唱するであろう。しかし、このやり方には、不況という激烈な副作用が伴っている。

そこで、第3の選択肢として、経常収支赤字国の通貨の価値を、他国通貨に対して、切り下げる、という方法が考えられる。つまり、交易条件の不利化を介して、間接的に、輸入を削減しようという行き方である。

勿論、こうしたことは金本位制度の下でも可能である。つまり、経常収支赤字国の通貨を、金に対して切り下げればよいのである。バーミンガム学派に分類し得るジェームズは、『貨幣、為替、並びに政治経済学についてのエッセイ』(1820)で、平価切り下げ後の兌換再開を提唱している。彼は、ナポレオン戦争終結後の農業の苦境を論じつつ、外国穀物に課税したり、外国穀物の輸入を禁止したりすることは、決して地主 (the landed proprietors) の利益とはなり得ない、と言う。<sup>(4)</sup>なぜなら、そうすることによって、資本と産業は国外へと追いやられ、通商は阻害され、社会の他の階級が苦境に陥り、それやこれやで、結局の所、地主にもツケが回ってくる、というのである。そこで、解決策として、平価切り下げが提唱される。

「彼ら (地主のこと、筆者註) は、減価された通貨 (a depreciated Currency) に立返って、それを流通させ続けるという方法によらずしては、農産物の価値を、自らの望む価格に維持することはできない。<sup>(5)</sup>」

---

(4) James, Henry: *Essays on Money, Exchanges, and Political Economy*, London, Printed for R. Hunter, St. Paul's Church-Yard; And T. J. Manchee, Bristol, 1820, No. I, pp. 42-43.

(5) James, Henry, *ibid.*, p. 43.

これに対して、ケインズは、『貨幣改革論』（1923）で、平価切り下げを提唱するのみならず、金本位制度そのものを廃棄せよ、と主張している。但し、このケインズの『貨幣改革論』が持つ意味を論ずるに先立って、古典派貨幣理論を、簡単に、振り返っておくことにしよう。

## 6.2. 古典派貨幣理論再考—地金論争以前と地金論争以後

### 6.2.1. ヒュームと物価—正貨流出入説

1797年の、イングランド銀行券と金貨との兌換停止は、古典派貨幣理論を見てゆく上で、非常に重要である。兌換停止以前と以後では様相はかなり異なっている。

兌換停止以前の貨幣理論を代表するのが、ヒュームであり、ヒュームは、貨幣数量説（1.1.1.）と物価—正貨流出入説（1.1.2.）を、非常に明瞭な形で提示したのである。

さて、本章冒頭で、世界中央銀行によって世界貨幣が発行される場合には、国際収支不均衡問題は発生しようがない、というロビンズの主張を紹介した。ヒュームが、物価—正貨流出入メカニズムを論ずる際のコアになる貨幣とは貴金属貨幣のことであるが、この貴金属貨幣は、ロビンズの言う意味での「世界貨幣」に近いものである。というのも、物価—正貨流出入メカニズムが、ヒュームの主張するような形で作動したならば、各国の政府や通貨当局に為し得ることはほとんどなくなってしまうからである。

### 6.2.2. 地金論争と通貨論争—銀行と信用の発達

兌換停止をもって、古典派貨幣理論は新局面を迎えるに到る。イングランド銀行券の不換紙幣化によって、銀行と信用の意味が問われることになったのである。

さて、ヒュームの貨幣理論は貴金属貨幣に焦点を当ててはいるが、ヒュームは銀行や信用について全く語っていない、というわけではない。ヒュームは、紙幣の利便性について語り、もし、紙幣流通が避けられないものな

らば、国立銀行によって紙幣を発行せしめよ、と述べている。

「なるほど、いかなる国であれ、その国が富裕であれば、多数のひとびとが貨幣（貴金属貨幣のこと、筆者註）よりも良質の保証のついた紙券の方を選ぶという情勢になります。というのは、彼らはすでに多額の貨幣を所持しており、紙券の方が輸送の点でより容易であり保管の点でより安全であるからです。もし国家がこの情勢を利用して銀行を設立しないならば、私営の銀行業者がこの機運に乗ずるでしょう。それは、ロンドンにおけるかつての金匠たち、そして、ダブリンにおける今日の私営の銀行業者たちに見られる通りです。それゆえ、その国が富裕になればつねに紙券信用 (paper-credit) は発生するというのであれば、紙券信用から得られる利点は国立の会社が享受するということにした方がましであるという考え方も成り立ち得ます。しかし、そのような信用の人為的増大に懸命になるということは、いかなる商業国家にとっても決して利益となるはずはありません。<sup>(6)</sup>」

上記引用文の最後の文章によって、ヒュームが紙券信用の拡張に乗り気でないことが分かる。ヒュームは次のようにも述べている。

「貨幣の保有量をその自然の水準以下に引き下げる方法としては、今日わが国で極めて広く行われています、銀行、国債 (funds)、および紙券信用の制度以外、わたくしはほとんど知りません。これらの諸制度は紙券を貨幣と等価値のものとみなし、それを国全体に流通させ、紙券に金貨や銀貨の代役をつとめさせます。ですから、労働と財貨との価格をその分だけ騰貴させ、したがって、その国の金銀貨の大半を国外に流出させ

---

(6) Hume, David: Of Money, in: *David Hume—The Philosophical Works*, Scientia Verlag, Aalen 1964, Vol. 3, P. 311. (小松茂夫訳『市民の国について・下』岩波文庫、昭和57年、54頁)。

るか、もしくは、その国の金銀貨のそれ以上の増大を阻止するかします。<sup>(7)</sup>」

ただ、以上の2つの引用文だけでは、ヒュームが教条的な紙幣非難者である、との印象を与えかねないので、ヒュームの次の言葉も紹介しておく。

「紙券信用と銀行との場合も、利点が欠点にまさると見なせるような観点も存在するのです。それらの制度がその国から金銀貨と金銀塊とを駆逐することは紛れもない真実です。そして、この事情以上のことは考慮に全く入れぬひとびとはすべて、それらの制度をいかにも分別顔で非難します。しかし、金銀貨と金銀塊〔とが駆逐されることは、全く取り返しのかねぬ重大な損失というものではありません。というのは、〕紙幣を正しく利用するとき生産活動と信用とは促進されて増大しますが、この増大による利益とちょうど相殺される程度の損失、いや相殺どころか、黒字が大幅に出てしまうような損失でしかないからです。必要なときに自分の手形を割引いてもらえることが商人にとりいかなる点で好都合であるかはあらためて述べるまでもありません。また、この種の取引を円滑にするものはすべてその国の商品流通全般にとり好都合です。」<sup>(8)</sup>

\* \* \*

以上の引用文からも分かるように、銀行と信用についての、ヒュームの分析は、相当の水準に達している。（また、スミスの議論については、1.2.1.並びに1.2.2.を参照されたい。）しかし、銀行と信用についての分析は、第2章で取り上げた「地金論争」、第3章（並びに第4章）で論じた「通

(7) Hume, David: Of the Balance of Trade, in: *David Hume—The Philosophical Works*, Vol. 3, P. 337. (小松茂夫訳『市民の国について・下』, 102頁)。

(8) Hume, David, *ibid.*, pp. 338–339. (同上, 106頁)。



貨論争」を通じて、飛躍的に発展していったのである。

地金論争とは、銀行と（不換）紙幣の位置づけをめぐる論争であった、と性格づけることができる。また、通貨論争の段階になると、紙幣以外の信用手段にまで広く議論が及ぶようになっていった。

地金派並びに通貨学派の人びとの主張は、金属通貨と紙幣から成る「混合通貨」を金属通貨の如くに変動せしめよ、ということに尽きる。しかし、銀行や信用制度が発達して行く中で、「金属通貨時代にもどれ」と言わんばかりの主張は、もし、それを100%実現しようとすれば、相当の摩擦を引き起さざるを得ないであろう。

他方、このような摩擦に対して、反地金派や銀行学派の人々が懸念を表し、地金派の要請した「イングランド銀行券の兌換再開」や通貨学派の提唱した「通貨原理」に反対が唱えられた。反地金派・銀行学派の理論的バックボーンとなったのが、真正手形学説であった。

平均して言うと、反地金派並びに銀行学派の理論的洗練度は、その対抗学派の理論的洗練度よりも劣っていた。このことが、通貨学派が最終的に勝利を収め、それが1844年法となって結実していったことの、最大の理由であろう。但し、反地金派時代のトレنزだけは例外であり、しかも、彼は、後に、通貨学派へと転向したのである。

### 6.2.3. トレンズ

ヒックスは、『貨幣理論』の第9章「貨幣理論と歴史—概観の試み」で、貨幣制度の進化に合わせて、貨幣理論の方も修正して行く必要がある、と説いている。

「すべての時代—リカード以前からケインズ以後まで—を通じて貨幣そのものが進化を遂げてきている。…中略…貨幣媒体の『完全に実体を備えた』硬貨から紙幣や銀行預金へ変化は明白であるが、この変化はより広汎な発展、つまり金融制度の発展の一部にすぎない。…中略…これら

の変化の過程において貨幣制度の全性格が変化してきた。…中略…この進化は、それが進むにつれて貨幣理論の根本的修正を要求したことは明らかである。<sup>(9)</sup>」

以上のヒックスの言葉に照らし合わせてみる時、トレنزの貨幣思想の「進化」は、とりわけ、興味深いものとなる。

筆者は、古典派経済学者の貨幣に関する著作の中で、ソートンの『紙券信用論』（1802）が最も優れたものである、と考えているが、トレنزが反地金派時代に著わした『貨幣と紙幣についてのエッセイ』（1812）は、『紙券信用論』と比べて、それほど見劣りするものではない。そして、トレنزの貨幣思想は、1833年以降更に発展していったのである。

ヒックスの主張との関連に於いて注目すべきことは、信用制度の発達につれて、「通貨原理」の信奉者としてのトレنزの自信が揺らいでいったように見えることである（4.3.3.並びに4.4.3.参照）。こうしたことが起ったのは、トレنزが、少なくとも潜在的には、貨幣理論の革新の必要性を認めていたからである—こう解釈してもそれほど的是はずれではないだろう、と筆者は考えている。

### 6.3. ケインズ『貨幣改革論』の位置づけ

#### 6.3.1. 古典派 vs. ケインズ

序章・3を皮切りに、既に何度も述べてきた如くに、古典派の貨幣理論に於いては、貨幣と物価と外国為替が三つ一組で論じられている。そして、国際収支不均衡が起った際の処方箋は、地金派並びに通貨学派にあっては、通貨量の削減であり、価格調整を通じての不均衡解消である。しかし、専ら価格調整にのみ依拠する行き方は、時として、耐え難いほどのコストを

---

(9) Hicks, John: *Critical Essays in Monetary Theory*, Clarendon Press, Oxford 1967, pp. 157-158. (江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』東洋経済新報社、昭和47年、214頁)。

伴う。そうしたコストに、ソーントン（穩健地金派，2.2.2.2.参照）も，トレنز（反地金派，4.2.5.参照）も，ジョプリン（5.3.2.参照）も言及している。

しかし，ソーントンも反地金派時代のトレنزもジョプリンも，そして，ボウズンキトやヒルやトロッター（反地金派）も，更には，トックやフラートン（銀行学派）も，金本位制度そのものの廃棄を主張するまでには到っていない。

筆者の知り得た限りでは，T.アトウッドのみが唯一の例外である。彼は，金本位制度廃棄の提唱とも解釈し得るような議論を展開している（3.1.2.参照）。しかし，アトウッドの議論は，地金派から通貨学派を経て，古典派貨幣理論に於いて支配的なものになって行く考え方に影響を与えることはできなかったのである。

これに対して，ケインズは、『貨幣改革論』（1923）で，金本位制度を廃棄せよ，と明言したのである。序章・4で述べた如くに，ケインズが『貨幣改革論』で論じたことは，「貨幣・物価・外国為替の三位一体関係を打ち破るべし」「対外均衡保持のために国内的安定を犠牲にすることなかれ」ということであった，と筆者は考えている。

### 6.3.2. ケインズ『貨幣改革論』

#### (1) 国際金本位制度

1870年代から1914年までと1920年代後半は，国際金本位制度の時代であった。イギリスを始め，フランス，ドイツ，アメリカなど世界の主要国が金本位制度を採用していたからである。

第一次世界大戦によって金本位制度は崩壊したが，戦後，各国で金本位制度の再興が試みられ，戦前に比べて物価の上昇幅が大きかったドイツ，フランス，イタリアでは，通貨の金平価切り下げの後，金本位制度が復活された。これに対して，物価の上昇幅が比較的小さかった，アメリカ，イギリス，日本は，戦前平価での金本位制度を目指したのである。

イギリスは、1925年4月28日に、戦前平価で金本位制度に復帰した。しかし、1929年10月の、ニューヨーク株式市場大暴落に端を発した世界恐慌の嵐が吹き荒れる中で、イギリスは、1931年9月21日に、金本位制度を離脱してしまう。

ケインズの『貨幣改革論』（1923）は、このような時期に書かれたのである。

## （2）ケインズ『貨幣改革論』

『貨幣改革論』で最も重要なのは、その第4章である。そして、ケインズは、金本位制度を廃棄せよ、と主張している。管理通貨は不可避であり、金本位制度は未開社会の遺物だというのである。

「最も重要なことは、不換紙幣と銀行信用を有する現代世界においては、好むと好まざるとにかかわらず、『管理』通貨は不可避であり、金兌換制度を採用するとしても、金の価値自体が中央銀行の政策に依存するという事実は変らないであろう。」<sup>(10)</sup>

「事実上、金本位制はすでに未開社会の遺物と化している。」<sup>(11)</sup>

ただ、『貨幣改革論』の第4章では、いきなり、「金本位制度を廃棄せよ」と主張されるのではなく、①金本位制度に復帰するとして、平価切り下げを行った上で金本位制度に復帰するのが良いのか、それとも、戦前平価で金本位制度に復帰するのが良いのか、②物価の安定と為替の安定のいずれを優先すべきか、③金本位制度の存続に有利に作用した条件が尚も存在しているか、という順序で議論が進められている。

(10) Keynes, John Maynard: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. IV—A *Tract on Monetary Reform*, Macmillan, St Martin's Press, 1971. p. 136. (中内恒夫訳『貨幣改革論』ケインズ全集第4巻、東洋経済新報社、昭和53年、141頁)。

(11) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 138. (同上、142頁)。

第1の問に対するケインズの答えは、平価切り下げである。戦前平価での金本位制度復帰が惹起するデフレーションには何のとりえもない、とケインズは言う。

デフレーションもインフレーションも『『不公平』であり、適切な期待を裏切るものである。だが、インフレーションは国債の負担を軽減し、企業を刺激するなど、若干のとりえもあるが、デフレーションから得るものは何も<sup>(12)</sup>ない。』

第2の「物価安定か為替安定か」という問に対して、物価安定を優先させよ、とケインズは言う。

「為替の安定は便宜的性格をもつものであり、外国貿易に従事する人びとの能率と繁栄に資するものである。他方、物価の安定は、第一章（『貨幣改革論』の第1章では、貨幣価値を安定化させることの必要性が説かれている、筆者註）に述べたような種々の弊害を除くために、きわめて重要である。為替の安定を前提とする契約や事業期待は、イギリスのような貿易国においてさえ、国内物価の安定を前提とするものに比べれば<sup>(13)</sup>はるかに少数である。」

そして、最後に、過去に金本位制度に有利に作用した諸条件は、もはや、存在せず、「金本位制はすでに未開社会の遺物と化している」と断じられている。

\*       \*       \*

---

(12) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 122. (同上, 126頁)。

(13) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 126. (同上, 131頁)。

古典派経済学者，とりわけ，厳格地金派の人びと（ボイド，キング，リカード）並びに通貨学派の人びと（オーバストン，ノーマン，トレنز）は，地金価格と外国為替相場を通貨価値の尺度とみなし，「イングランド銀行券の兌換再開（地金派）」や「鑄貨と紙幣から成る混合通貨を純粋金属通貨の如くに変動せしめよ，という通貨原理（通貨学派）」を要請したのである。もとより，彼らとて，紙幣を貴金属と連結することによって，紙幣の価値を安定させよう，という所から出発したと思われるが，やがて，「兌換」や「通貨原理」そのものが自己目的化し，それらが惹起する国内経済の不安定に無頓着になっていったように見える。その議論は何かしら倒錯したものになってしまっている。

こうした古典派の，一種倒錯した議論に接した後に，ケインズの『貨幣改革論』を読むと，一種爽やかな気分させられる。錯綜した議論の筋道を解きはぐし，再度，出発点にもどって考え直す，ということが可能になるからである。

### 6.3.3. 『貨幣改革論』と『一般理論』

ケインズの『貨幣改革論』が刊行された1923年と、『一般理論』が刊行された1936年との間には，世界恐慌の発生，イギリスの金本位制度復帰（1925年4月28日）と金本位制度離脱（1931年9月21日），ナチス政権の誕生（1933年1月30日），といった歴史上の大事件が起っている。

さて，国際収支不均衡が発生した時に，それに対する対応策のひとつとして，「平価切り下げ」という選択肢が付け加えられるなら，対外均衡問題と対内均衡問題の「直結状態」は終息することになる。かくして，一方で，長期にわたる大幅な国際収支不均衡に対しては「為替相場の変更」をもって対応し，その一方で，国内経済の不均衡，とりわけ，不況と失業に対して，個々の国の事情に合わせて独自の政策を展開する，ということが可能になる。

筆者は，『貨幣改革論』で対外均衡問題と対内均衡問題の直結状態が打

破され、『一般理論』で対内均衡問題への新たな視点が示された，という風に両著作を位置づけている。第7章以下の3つの章では，対内均衡問題に焦点を絞ることにしたい。

## 第7章 貨幣数量説，ケインズ，マネタリズム

### 7.1. 貨幣数量説とケインズ

#### 7.1.1. 自明の理としての貨幣数量説

第1章から第6章にかけて、「貨幣数量説」と「物価—正貨流出入説」のふたつが、議論の中心を占めていた。そして、これらふたつのものを結びつけているのが、それ自体価値を持つ「貴金属貨幣」であり、「貨幣・物価・外国為替の三位一体関係」であった。そこでは、対外均衡問題と対内均衡問題が直結させられている。

しかし、平価切り下げ（並びに切り上げ）という可能性が導入されるならば、少なくとも原理的には、対外均衡問題と対内均衡問題の直結状態は終息する。そして、以下では、対内均衡問題に専心することにした。このことは、「貨幣数量説」の当否を検討する、ということの意味しているのである。

さて、ロビンズは、貨幣数量説とは「他の事情が等しいなら、貨幣価値の変化は、貨幣量ないし貨幣の流通速度の変化によって惹起される」ということを説いた学説であり、「偉大なる自明の理 (the great truism)」以上のものではない、と述べている。しかも、この学説の起源は、古典派経済学の成立以前に遡るのである。

「他の事情が等しいなら、貨幣価値の変化は、貨幣量ないし貨幣の流通速度の変化によって惹起される、という偉大なる自明の理は、古典派体系が出現するはるか以前に、表明されていたのである。<sup>(1)</sup>」

こういった意味での「貨幣数量説」を正面切って否定しようとする者は、そう多くはない。ヒル (2.4.3. 参照)、トック並びにフラートン (3.3.3.1. 参

---

(1) Robbins, Lionel: *Robert Torrens and the Evolution of Classical Economics*, London, Macmillan & Co., New York, St Martin's Press 1958, p. 244.



照)等は例外的な存在である。しかも、トックもフラートンも「不換紙幣は過剰に発行され得るし、それはインフレーションを招く」ということを認めており、彼らが「自明の理としての貨幣数量説」を完全に否定し尽くしているのかどうか、が問われるなら、若干の疑念は残るのである。

### 7.1.2. 2つの問

「他の事情が等しいなら、貨幣価値の変化は、貨幣量ないし貨幣の流通速度の変化によって惹起される」ということは自明の理であるとしても、そこから、更に、次の2つの問を発することが可能である。

1. 貨幣の量はなぜ変化するのか？
2. 貨幣量増加が支出増加につながらないということが起り得るか？

ケインズが『一般理論』で問いかけているのは、正しく、上の2つの問である、と筆者は解釈している。

貨幣量の変化は、金鉱山の発見や閉鎖、戦争といった非経済的要因によって引き起され得る。しかし、経済学的に見てより重要なのは、貨幣需要の変化が貨幣量に及ぼす影響である。もし、人々の支出意欲が冷え込んでいるなら、彼らからは支出のための貨幣需要は発生せず、貨幣量は減少し、貯蓄が支出を上回る、ということになろう。こうなれば、デフレーションが招来される。人々の支出意欲が旺盛な時には、インフレーションが起る。このように、貯蓄と支出の關係に注目する、という発想は、古典派経済学者にはない。(但し、ジョプリンは例外である。第5章参照)。

更に、デフレーションの時期には、「流通する貨幣の量が増加しても、その流通速度が低下するならば、支出増加は望めず、デフレーションは長引くのではないか」という疑念が生ずる。

以上のようなことが、『一般理論』に於ける中心的な問題であった、と筆者は解釈している。

かくして、①デフレーションの時期に何らかの対策が必要か？（第8章でこれを論ずる）、②もし、必要だとすれば、どのような対策が妥当なものであるか？（第9章でこれを論ずる）、といったことの検討が必要になってくる。

但し、これらを検討するに先立って、マネタリズムに対する筆者の見解を明らかにしておきたい。

### 7.1.3. マネタリズムの位置づけ

序章・2で、「供給はそれみずからの需要を創造する」というセー法則が、恒等式なのか、それとも、均等式なのか、を区別することの必要性を指摘しておいた。セー法則が「恒等的に」成り立つというのであれば、貨幣は、ただ、交換媒介機能のみを果すに過ぎない、ということになる。しかし、第1章以下での、古典派経済学者の貨幣理論の検討によって、彼らが想定していたのは、セーの恒等式が成り立つ世界ではない、ということ は明らかになったであろう。

ブローグは次のように述べている。

「もしもかれら（古典派経済学者のこと、筆者註）がたんなるタワゴトを語るのでなければ、価格の変動にもかかわらず総需要はつねに総供給に等しいとか、完全雇用均衡からの離反はいかにしても起こりえないとかいうことを、かれらが意味しえたとは思われない。むしろかれらは、完全競争経済がつねに完全雇用への傾向をもつという観念を求めつつあったのである。

自動調節的な価格変動と利子変動を通じて、供給が微視的および巨視的経済水準においてそれ自身の需要をつくりだすので、不況は永続的ではありえない。この命題はセーの均等式とよばれてきたが、それはまた事実上、財の超過供給すなわち貨幣への超過需要が自己矯正的な傾向をもつということを主張する。<sup>(2)</sup>」

さて、財の超過供給が存在する時（或いは、ジョブリン流に言えば、貯蓄が支出を上回る時）、その均衡化プロセスに関して、古典派には2種類の考え方があった、とブローグは言う。貨幣数量と価格を「直接的に」結びつけようとする考え方と、貨幣数量と価格の間に「利子率」を介在させ、両者を「間接的に」結びつけようとする考え方がそれである。

「古典派貨幣理論は、本質的に二筋の考え方からなり、その両者とも貨幣の数量を価格水準に関係づける。すなわちその両者とは、カンティヨンとヒュームとによって説明された『直接的メカニズム』と、はじめはソーントンによって述べられ、つぎにはリカードによってくりかえされた『間接的メカニズム』とである。貨幣数量の増加はそれがまず需要に効果を与えるという経路を通じて直接に価格に影響するというのが、古典派分析の常識であった。<sup>(3)</sup>」

ブローグは、リカードを「間接的メカニズム」の提唱者のひとりに挙げている。そして、実際に、「地金の高い価格」で、リカードは次のように述べている。

「われわれが貨幣の潤沢に気がつくのは、ただイングランド銀行券の発行がおこなわれて同銀行券が諸価格に影響をおよぼしている間だけである。利子はその間、その自然的水準以下になるであろう。しかし銀行券もしくは貨幣の追加額が流通全体のなかに吸収されてしまうやいなや、利子率は、それが追加的に発行される以前と同じ高さになり、また新規の貸付けも、それが追加的に発行される以前と同じ熱心さをもって

(2) Blaug, Mark: *Economic Theory in Retrospect*, Richard D. Irwin 1962, 3rd ed., Cambridge University Press, Cambridge 1978, p. 159. (久保芳和・真実一男訳『新版・経済理論の歴史Ⅰ』東洋経済新報社, 昭和57年, 250頁)。

(3) Blaug, Mark, *ibid.*, p. 162. (同上, 255頁)。

要求されるであろう。」<sup>(4)</sup>（傍点は、吉澤が付した。）

もし、以上の如き論点が十分に発展させられたなら、それはウィクセル流の利子理論（これについては、9.2.で詳しく論ずる）を生み出したかもしれない。しかし、2.1.3.で見た如くに、リカードにあっては、①「物価－正貨流出入説」と「貨幣数量説」とが硬直的に適用され、②紙幣の過剰発行以外の要因が無視されることによって、「紙幣の過剰発行と金価格上昇・外国為替相場下落を直結させる」Ricardian Definition of Excess が優位したのである。

ソーントン（2.2.3.参照）やジョプリン（5.4.1.参照）が展開した「間接的メカニズム」についての議論が、ウィクセルやケインズの理論とどのような関係にあるか、が最終章（第9章）のテーマとなる。

\* \* \*

厳格地金派や通貨学派に於いては、「直接的メカニズム」が優位している。そして、この傾向は、フィッシャーからフリードマンへと引き継がれてゆくのである。（序章・4の「貨幣理論鳥瞰図」も参照されたい。）

フィッシャーは、『貨幣の購買力』<sup>(5)</sup>（1911）の第2章第4節で、次のような交換方程式（the equation of exchange）を提示している。

(4) Ricardo, David: The High Price of Bullion, a Proof of the Depreciation of Bank Notes, in: *The Works and Correspondence of David Ricardo*, edited by P. Sraffa with the Collaboration of M. H. Dobb, published for the Royal Economic Society, Cambridge University Press, 1951-1955, Vol. III, *Pamphlets and Papers 1809-1811*, 1951, p. 91.（末永茂喜監訳『前期論文集1809-1811年』ディヴィッド・リカード全集第3巻、雄松堂書店、昭和44年、113頁）。

(5) Fisher, Irving: *The Purchasing Power of Money*, 1911, Augustus M. Kelley Publishers, Fairfield 1985.（金原賢之助・高城仙次郎訳『貨幣の購買力』改造社、昭和11年）。

$$MV=PT$$

$M$  : 流通貨幣量       $V$  : 貨幣の流通速度

$P$  : 財貨の価格       $T$  : 財貨の取引量

もし、 $V$  と  $T$  に変化がないという条件の下で、 $M$  が 2 倍になったとすれば、 $P$  も 2 倍になろう。しかし、「 $M$  と  $P$  の比例的な変動」というような命題は、ただ長期についてのみ妥当するのであり、フィッシャーもこの点ははっきりと認識している。短期〔フィッシャーの用語に従うなら、過渡期 (transition period)〕に関して言うなら、 $M$  の変化は、少なくとも論理的には、 $P$  のみならず、 $V$  や  $T$  にも影響を及ぼし得るのである。フィッシャーが『貨幣の購買力』の第 4 章（過渡期に於ける方程式及び購買力の変動）を、短期（即ち、過渡期）の分析に当てている、ということはこうした事情を物語るものである。

フリードマンやマネタリズムは、以上の如きフィッシャーの考え方を受け継いでいる。

## 7.2. マネタリズム

### 7.2.1. マネタリズムの特徴

吉川洋教授は、マネタリズムの中心的な命題として、以下のようなものを挙げている。<sup>(6)</sup>

1. 貨幣供給量は貨幣当局によって制御可能であり、従って、経済体系にとっては外生的である。
2. 安定した貨幣需要関数（ないしは流通速度）が存在する。
3. 名目所得の変動は、貨幣供給量の変動によって主として説明される。
4. 貨幣供給に関する中立性、或いは、特に失業率に関する自然率仮説が

(6) 吉川洋『マクロ経済学研究』東京大学出版会、昭和59年、40頁。

提唱される。

5. 実質利子率はほぼ不変であり、名目利子率の変動は主として期待インフレ率の変化を反映するものである。
6. 貨幣供給の変化を伴わない「純粹の」財政政策は、実質国民所得の水準に大きな影響を与えない。
7. 金融政策のターゲットは、名目利子率ではなく、貨幣供給量に絞るべきである。
8. 金融政策の運営に際して、裁量的な政策を排し、貨幣供給量を一定率で成長させる「 $k\%$ ルール」が提唱される。

## 7.2.2. 『合衆国貨幣史 1867-1960』

### (1)13の章と9つの時期

フリードマンの数ある著作の中で、最も重要なもののひとつが、シュワルツとの共著『合衆国貨幣史 1867-1960』<sup>(7)</sup> (1963) である。この書物は、以下に示す13の章から成り立っており、1867年から1960年を9つの時期に分けて論じている。

## 『合衆国貨幣史 1867-1960』

第1章 インTRODakション

第2章 グリーンバック時代 (1867-1878)

第3章 銀政略と長期的物価下落 (1879-1897)

第4章 金インフレーションと銀行改革 (1897-1914)

第5章 連邦準備制度初期の時代 (1914-1921)

第6章 連邦準備制度の高潮期 (1921-1929)

第7章 大収縮 (1929-1933)

第8章 銀行業界構造と貨幣標準の変更

---

(7) Friedman, Milton / Schwartz, Anna J.: *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton 1963.

## 第9章 循環的变化 (1933-1941)

## 第10章 第二次大戦期のインフレーション (1939.9. -1948.8)

## 第11章 貨幣政策の復活 (1948-1960)

## 第12章 戦後の流通速度の上昇

## 第13章 要約

## (2)ハイパワード・マネー, 預金-準備比率, 預金-通貨比率

フリードマンとシュワルツの分析は、ヒュームやフィッシャーの分析よりも、はるかに精緻化されている。また、彼らは、預金を貨幣の一部として考えており、トレنزズの如くに (4.3.3.3.参照), 預金膨張を嘆いたり  
はしていない。

彼らは、①ハイパワード・マネー, ②預金-準備比率, ③預金-通貨比率, といった3つのものを中軸にすえて, 分析を進めてゆく。

ハイパワード・マネーは、(i)公衆保有の流通通貨, (ii)銀行保有の金庫内手許現金, (iii) (1914年の連邦準備制度成立以降に関しては) 連邦準備制度の対銀行預金債務, によって構成されている。<sup>(8)</sup> 預金-準備比率とは、商業銀行預金と商業銀行保有準備金の比率のことであり、預金-通貨比率とは、商業銀行預金と公衆保有通貨の比率のことである。<sup>(9)</sup>

商業銀行制度が発展するにつれて、預金-通貨比率は上昇してゆく。他方、諸銀行が苦境に陥る (widespread banking difficulties) 時には、公衆の銀行への信頼の低下が起り、預金-通貨比率は低下する。また、そうした時には、<sup>(10)</sup> 預金-準備比率も低下することになる。

## 7.2.3. フリードマンとシュワルツによる「大収縮」の説明

## (1)銀行危機以前と銀行危機以後

(8) Friedman, Milton / Schwartz, Anna J., *ibid.*, p. 50.

(9) Friedman, Milton / Schwartz, Anna J., *ibid.*, pp. 50-51.

(10) Friedman, Milton / Schwartz, Anna J., *ibid.*, pp. 56-57.

『合衆国貨幣史 1867-1960』の最も重要な章は、1929年から1933年の「大収縮」を論じた第7章である。この時期は、更に、以下のように細区分されている。

1. 株式市場暴落以後の時期：1929年10月-1930年10月
2. 第一次銀行危機以後の時期：1930年10月-1931年3月
3. 第二次銀行危機以後の時期：1931年3月-1931年9月
4. イギリスの金本位制度離脱以後の時期：1931年9月-1932年4月
5. 大規模な公開市場操作以後の時期：1932年4月-1933年1月
6. バンキング・パニック以後の時期：1933年1月-

フリードマンとシュワルツによれば、銀行危機を境にして様相が一変する。しかしながら、それでも、第一次銀行危機が収まった時点で有効な対策がとられていたなら大収縮は起らなかったかもしれない、と二人は言う。

「1931年2月のハイパワード・マネー削減にもかかわらず、銀行破綻の大波が鎮静化し、諸銀行への信頼が幾分か回復するにつれて、預金-通貨比率と預金-準備比率が上昇し、その結果として、マネーストックはわずかながらも上昇した。…中略…もし預金-通貨比率と預金-準備比率の上昇が、ハイパワード・マネーの削減によって減殺されるのではなく、その強力な拡張によって強化されていたならば、橋頭堡は固められ拡張されたかもしれない。」<sup>(11)</sup>

しかし、その後も失策が続けられ、結局の所、1929年8月から1933年3月にかけて、マネーストックは35%も低下する<sup>(12)</sup>。この間、ハイパワード・マネーは17.5%増加したにもかかわらず、預金-通貨比率と預金-準備

(11) Friedman, Milton / Schwartz, Anna J., *ibid.*, p. 343.

(12) Friedman, Milton / Schwartz, Anna J., *ibid.*, pp. 332-333.



比率が大幅に低下したからである。マネーストックが35%も低下すれば、そのデフレ効果は激甚なものとならざるを得ないであろう。

(2)なぜ収縮は始まったのか？

7.1.2.で、「自明の理」としての貨幣数量説に対して、①貨幣量はなぜ変化するのか？、②貨幣量増加が支出増加につながらないということが起り得るか？、という2つの問を発し得ることを指摘した。

『合衆国貨幣史 1867-1960』は、アメリカの貨幣制度の変遷を知る上では、非常に興味深い著作であり、ハイパワード・マネー、預金-通貨比率、預金-準備比率に焦点を当てたその分析は精緻なものである。しかし、フリードマンとシュワルツのこの大著は、上の2つの問には十分に答えてくれないのである。ケインズの『一般理論』を知る多くの者にとっては、『合衆国貨幣史 1867-1960』の読書は、何とももどかしいものに感じられるのではないだろうか？貨幣ストックと物価・所得に関しては詳細な分析が行われているのに対して、「そもそも貨幣量の変化がなぜ起ったのか」という視点が、全くと言っていいほどに、欠けているからである。

フリードマンとシュワルツは、『合衆国貨幣史 1867-1960』第7章で、かろうじて、「大収縮」の起源に関して次のように述べている。

「株式市場暴落は、消費者と企業双方の支出意欲を低下させた、或いは、より精確には、株式市場暴落は、利子率・物価・所得の所与の水準の下での、財やサービスに対する消費者並びに企業の所望支出額を減少させ、その反面で、消費者や企業が自分達の貨幣残高を増大させるべく望んだ貨幣額を増加させた——一般には、このように信じられている (It is commonly believed that<sup>(13)</sup>)」〔傍点は吉澤が付した。〕

フリードマンとシュワルツが、「一般に信じられている」上記の見解に

(13) Friedman, Milton / Schwartz, Anna J., *ibid.*, pp. 306-307.

同意しているのか否か、前後の文脈から必ずしも明らかではないのである。

(3)「貨幣政策はひものようなものである」という説の論駁の試み

「貨幣量増加が支出増加につながらないということが起り得るか」という問への取り組みは、「貨幣政策はひものようなものである」という説を論駁しようとする試みとなって現われている。

先に、1929年8月から1933年3月にかけて、ハイパワード・マネーは増加したにもかかわらず、預金－通貨比率と預金－準備比率の大幅低下の結果として、マネーストックが35%も低下した、ということを指摘した。預金－準備比率の下落（即ち、各銀行での過剰準備の出現）に関して、フリードマンとシュワルツは次のように述べている。

「過剰準備は、多くの人によって、銀行基金に対する需要欠乏の徴候であると解釈されている。つまり、それは、貨幣当局は『信用』を利用可能な状態にすることはできても、それが用いられるのを保証することはできない、ということの意味しており、最も簡潔に表現すれば、『貨幣政策はひものようなものであって、あなたはそれで引っぱることはできても押すことはできない』という立場を意味している。<sup>(14)</sup>」

フリードマンとシュワルツは、こうした解釈は誤っている、と主張する。

「我々の見解では、こうした解釈は誤っている。準備は、厳密に法的な意味でのみ過剰だったのである。諸銀行は、2回にわたる衝撃的な年月〔2度の銀行危機のこと、筆者註〕が経過する中で、法定準備 (legal reserves) も、想定されていた『最後の貸手 (lender of last resort)』の利用可能性も、困難が生じた時には大して役に立たない、ということを見したのであり、この教訓は、間もなく、再度自覚されることとなった

(14) Friedman, Milton / Schwartz, Anna J., *ibid.*, p. 348.

のである。諸銀行が妥当だと考えた準備が、法律によって保持することを要求されていた準備を大幅に超過した、ということにはほとんど何の不思議もない。<sup>(15)</sup>」

しかし、以上のように述べることは、論点のすりかえであって、「不況時に貨幣政策によって支出喚起が可能なのかどうか」という問に全く答えていない。

「貨幣政策はひものようなものである」という説を論駁しようとする、及び腰の試みは、『合衆国貨幣史 1867-1960』の第8章 (pp. 461-462), 並びに第9章 (pp. 517-518, pp. 534-543) でもくり返されている。

それにもかかわらず、『合衆国貨幣史 1867-1960』の第12章第4節で、次のように述べられている。

「他の事情が等しいなら、個人や企業が貨幣の形で、そしてまた貨幣の密接な代替物の形で保有したがる資産の割合は、個人や企業が安定的な景況を予測する時には、混乱と不確実を予期する時よりも、小さくなる、という主張は、非常にもっともらしい (plausible) ものである。結局の所、資産としての現金 (cash) の大いなる徳は、それが多目的に利用できる、という点にある。それは最小の傾倒 (a minimum of commitment) を含み、緊急事態に対応したり、好機をものにしたりする上での、最大の柔軟性 (a maximum of flexibility) を提供する。将来が不確実になればなるほど、そのような柔軟性の価値はより大きくなり、従って、貨幣需要もより大きくなりそうである。…中略…

1929年以降の収縮は、明らかに、『新時代』に対する諸信念を打ち砕き、今日の観点からすれば、1920年代後半に、さもなければ達成された水準以上に流通速度を上昇せしめた、安定の長期持続の可能性に対する諸信念を打ち砕いた。収縮は、それに代って、経済的不安定の持続・不

(15) Friedman, Milton / Schwartz, Anna J., *ibid.*, p. 348.

景気の危険・失業再発の可能性についての、誇張された恐怖を植え付けた。こうした観点から、貨幣需要の急増が帰結され、これが、1929年から1932年にかけての、流通速度下落の大きさを説明しているのである。<sup>(16)</sup>」

つまり、以上の如き主張は、「貨幣政策はひものようなものである」「不況期には、貨幣量の増加が支出増加につながらない」という説の容認に他ならないのである。

### 7.3. ひとつのたとえ

ひとつの比喩をつかって、マネタリズムがどのような性格のものであるのか、についてのイメージを与えることにしよう。「貨幣」は「食事」にたとえることができる。食事（貨幣）の量が多過ぎると、肥満（インフレーション）が帰結される反面、食事（貨幣）の量が少な過ぎると人は衰弱してゆく（デフレーション）。しかし、適正な食事をとっていても、人は時として風邪をひくものである。（デフレーションの原因の多様性。例えば、ある国の財に対する外国市場での需要が激減することによって、その国に深刻なデフレーションがもたらされる、というような場合がそれである。）

かくして、フリードマンとシュワルツの見解は、次のように性格づけることができる。

「人はなぜ風邪をひくのか（なぜデフレーションが起るのか）は分からないが、それを肺炎（大収縮）にまでこじらせてはいけない。」しかも、「風邪（デフレーション）がこじれて肺炎（大収縮）になってしまった時に、どう対応すべきか」についての明確な解答が示されていないのである。

結局の所、貨幣数量説は、「直接的メカニズム」（7.1.3.参照）の解明に止まっている限り、「偉大なる自明の理 (the great truism)」の域を大きく超えることはできないのであって、貨幣数量と価格の間に介在する「利子

(16) Friedman, Milton / Schwartz, Anna J., *ibid.*, p. 673.

率」の解明によって、即ち、「間接的メカニズム」の解明によって、前進させられねばならないのである。これが、以下の2章の課題となる。

そこへ進む前に、先の「貨幣と食事」の比喻を用いて、第8章並びに第9章で取り上げる、ウィクセル、ケインズ、ハイエクの貨幣理論の性格づけを行うことにしよう。彼ら3人はいずれも、食事（貨幣）に注目するだけではなく、風邪（デフレーション）の原因の解明に一步踏み出している。但し、そこから先が少々違ってくる。ウィクセルの、風邪に対する処方箋は、「もし風邪をひいたら、ゆっくり休んで風邪薬ぐらい（金融政策）は飲んでおけ」というものである。これに対して、ハイエクは、「風邪薬には副作用があるのだから、風邪をひいてもじっと我慢していなければならない、そして、そのことによって肺炎が併発されるかもしれないが、そうになったら諦めるしかない」と主張する。ケインズによれば、「資本主義という体質の持主が風邪をひいたら肺炎になるものと思わねばならず、そうになったら特別の措置（財政政策）が必要になる。」