

<書 評>

ハモヴィッチ

金 融 政 策

——ケインズの貨幣論からフリードマンまでの概要——

原 純 子

Monetary Policy

the argument from Keynes' Treatise to Friedman

Edited by William Hamovitch

Printed June 1966, Boston, U.S.A.

50年代の貨幣政策もしくは金融政策¹⁾の復活、60年代の財政政策のもと経済安定効果²⁾への関心、60年代後半でのその確立はすでに資本主義諸国においては周知のことからであるといえよう。こうした世界的潮流に対し、わが国では貨幣・金融政策と財政政策はいかなる位置づけをえ、また現実の日本経済のなかでどのような役割りを果してきたのか。現状は、あるいは将来のそれはどのようにあるべきなのか。これはつねにわれわれの関心事である。

昭和30年以降の高水準の経済成長は、昭和36年前後からのいわゆる転型期の成長鈍化を経て、40年代に入って再び急激かつ長期的な拡大を継続している。ただ、同じ成長路線をたどったとはいえ、30年代と40年代では成長のパターンにかなりの構造的変化が認められる。そのひとつは国際収支面での明らかな対比であり、他は景気調整政策としての金融政策と財政政策のあり方であった。後者についていえば、30年代においては金融政策の有効性はきわめて顕著であったといえる、というより

現実の景気政策は金融政策にほとんど依存してきたといいうる。これは理論的・実
際的な意味での貨幣金融政策の有効性の基盤が存在しただけではない。対比される
べき財政政策は昭和24年のドッジライン以降の超均衡財政堅持のたてまえから、景
気に対して中立的むしろ引き締め基調に終始していることにもよる。³⁾ 30年代のわが
国の金融構造の特殊性は、企業の自己資本率の脆弱さ、それゆえの間接金融偏重、
オーバーローン現象の普遍化、低金利政策の意識社採択などで表現され、こうした
特殊性から金融政策はこの年代の高度成長に貢献したことはすでに一般化されてい
る。そのもたらすもろもろのひずみとともに。それにひきかえ40年代では金融構
造自体の変化と初頭の投資意欲の減退は財政政策中心の先進国パターンへの接近な
いしは転化をもたらしした。国債発行、公共投資の増大が一端を示すように積極的に
財政政策が景気政策の⁴⁾になどい手として登場してきている。

このことに異存はない。だがこのことはただちに貨幣金融政策の有効性への疑問
や廃位を意味するものではけっしてない。その意義は本文で明らかにされるからこ
こではふれない。強調されるべきことは安定化要因としての両者の交替ではなくて
両者の協調とそれぞれのもつ課題や特質の認識である。この問題に関しては欧米諸
国とくにアメリカでの研究に負うところが多い。経済成長の水準がGNPにおいて
アメリカに次ぐ日本としてはそのままの形ではないとしても、金融財政政策の以上
の問題、⁶⁾とりわけポリシーミックス⁷⁾については吸収すべき段階に到達しているし、
現に一部はすでに実施の途上にある。とはいえ、これについては日本経済の特質か
らしても、理論的な構成からしても検討の余地は十分に残されている。そこで、こ
うした新しい問題に接近するひとつのステップとして、それにいたる発端のすじみ
ちをさかのぼることにも現代的な意義は十分に認められよう。こうした意図のもと
で、W.ハモヴィッチの編集による本書の検討と概略的な紹介をこころみることと
しよう。

本書の構成は以下のとおりである。

I. 金融政策の有効性：視角の変化

J・M・ケインズ

投資率のコントロール

P. 1

H・D・ヘンダーソン

利子率の意義

P. 13

R・V・ローザ

利子率と中央銀行

P. 26

Ⅱ. 公債と金融仲介機関の意義：2つの対立的見解

W・L・スミス

金融政策の包括的な有効性についての限界

P. 53

J・アシャイム

商業銀行と金融仲介機関の対比

P. 78

Ⅲ. 自由裁量に対する定式：フリードマンのテーゼ

M・フリードマン

金融政策の目標と基準

P. 87

A・P・ラーナー

M・フリードマンの貨幣的安定のプログラム：その検討 P. 102

J・カレーキンとR・M・ソロー

金融政策におけるラグ

P. 117

結び

P. 128

読者のための文献

P. 129

I

第一部では経済安定と成長を促進する貨幣政策の役割りないし有効性についてのJ・M・ケインズの理論とそれに対する批判から構成される。この意味での貨幣政策は1920年代には当時の経済繁栄の手段でもあり、ケインズの「貨幣論」⁸⁾では効果的な安定要因として貨幣政策的な視角が展開された。すなわち、ケインズは中央銀行は貨幣政策とりわけ利子率操作で投資に強力な効果を及ぼすことができ、それゆえに所得と価格の安定を維持しようという見解である。同上書で彼は過去における信用循環と経済の非安定性は、利子の市場率と自然率との乖離によるもので、これは賢明な中央銀行の行動による防禦についての主張である。「貨幣論」は、1929年

に始まる世界的大不況の直後に書かれたものであるが、貨幣当局が利子率を低位に保ちえるならば、投資は価格を安定させるよう十分に刺激され、不況は終結にいたる立場を依然として貫いている。もちろんケインズはその後安定政策についての彼のアプローチを順次発展的に転換して、6年後に刊行された「一般理論」⁹⁾では財政政策のクローズアップと貨幣政策の相対的低下を認識している。しかし、本質的には貨幣・金融政策の安定力に大なる信頼をよせたものとみなされる。(PP.1~2)

以上のケインズの利子率操作を中心とする貨幣政策の総括を与えたのち、編者は、銀行制度 banking system は価格水準を統制しうるか？(PP.2~11)、銀行制度は投資率を統制しうるか？(PP.11~12)を設問し、1930年代のスランプの例証から以上の設問に否定的な結論を導いている。しかし一方では前にもふれたように大不況の洗礼と経済思考の変革は当然ケインズの所論に影響を与え、中央銀行の経済変動に対する統制能力へ疑問を向けたことも認めている。新しいケインジアンモデルにしたがえば、貨幣当局は貨幣供給に対するコントロール——それは流動性選好表 liquidity preference schedule とともに利子率を決定する——によって経済になお効果を及ぼしうることを、また利子率は投資量を決定する主要変数のひとつではあるが、どのようにして利子率を感度よく投資に反映させるかについては疑問が残ることを指摘している。(v)

つづいて対立的な見解が紹介される。H・D・ヘンダーソンの所説は1930年代及び1940年代の多くの経済学者によって支持されたように、利子率は長期固定資本への投資を除き、投資量に——それが在庫投資であれ、設備投資であれ——さしたる効果を与えるものでない、との明確なケインズ理論に対する対立的主張である。利子率の変化は公社債や株式など証券市場に対する影響を通じて、間接的に経済に効果を及ぼすことを認めたが、投資決定に関してはごく僅かな役割りを果たすかあるいはまったく果しえないと言明している。(P.14) これはより効果的な補足手段、景気補正的 countercyclical な考慮の必要を意味し、いいかえればそうしたものとしての財政政策の有効性が前面に押し出される。このことは貨幣・金融政策の有効性の相対的減退の示唆にほかならない。(PP.13~26)

ヘンダーソンの著しい対立的視角に対し、R・V・ローザの両者の融合的な所論

を展開して第一部のしめくくりが行なわれる。ローザは上述の貨幣政策の有効性ないし役割りの一般的な低下観は、不況時の諸条件——景気刺激的要素の弱体であることなど——の余りに誇張された反論的見解であることと論証した。すなわち、第二次大戦以降の新しい経済環境において貨幣政策の経済安定力を再確認する周知の貨幣政策復活の立場に立つ。これは1930年代以前のケインズの熱狂的ともいえる貨幣政策の重視と、その後の20年間の経済推移を背景にしたヘンダーソンの対古典的見解への軽視のほぼ中間に位置づけられるものである。(P.26) 更にいえば、中央銀行制度及び利子率操作を中心とする貨幣政策は第一の局面では万能薬 panaceas として把握され、第二の局面では他の万能薬たる財政政策にとって代られ、現在においては貨幣政策は新しい視角から再認識されつつあり、すべての経済活動を安定化する方策のひとつとなっている (P.51) のである。ところでローザの論証を補足すべき若干の点が明らかにされる。論点のひとつは大量の公債・政府証券の存在である。債務証券 debt instrument の供給と需要の分析 (PP.34~35) から、利子率のささいな変動も貨幣市場に大なる影響を及ぼす。いいかえれば中央銀行その他の貨幣当局が公開市場で利子率を上昇させ、公社債その他の証券価格を下げるため、かなりの証券を売却したさい、金融機関はキャピタル・ロスをうけるよりむしろ政府証券の保持を指向しよう。このことは貸出機関一般に投資対象のチャンネルを増大させることとなる。同時に潜在的借手に供与さるべき資金量の減少を意味し、かくて貨幣政策の意義は借手に対する直接的なものから、貸手に対する方向へシフトの傾向が明白となる。(P.27) 市場利子率の変化で表現される金融引き締め政策または緩和政策は経済決定——設備投資の借入・貯蓄・貸付け——にかなりの効果を及ぼすものである。(P.37) とはいえ、中央銀行のかかる活動には当然の限界が示される (PP.43~49) というのが第二の論点である。貨幣政策は信用収縮やデフレーションに対する補正効果より、信用膨張やインフレーションへの防止効果により効果的であるとの今日一般的に認められている包括的見解にたつ。(P.27) この観点からローザは、財政政策はより強力な安定化要因として経済学者の注目を惹くものであるが、貨幣政策はより弾力的かついわゆるキメの細かさをもつものとしての再認識の必要を見落さない。(P.27)

以上のケインズ、ヘンダーソン、ローザのそれぞれの見方に対し編者は若干の論評を加えつつも、総括的、並存的にある程度の容認の立場を示している。と同時に中央銀行制度および貨幣政策の有効性に関して、中央銀行の行動は過剰な信用を抑制するのに強力であり、循環的な不況のシビアな段階においての信用拡大への刺激には弱体であることを認めている。こうした状況のもとで貨幣政策は初期のタイミングと敏感さを備えた操作の必要が説かれる。中央銀行は短期・長期の貨幣市場に出動して一般的信用のアベイラビリティの調整者として、これら市場の *impersonal mechanism* を通じて貢献しうると自らの見解で結んでいる。(P.52)

II

すでに第一部でその一部分が取扱われた公債の存在と、金融仲介機関 *financial-intermediaries*¹⁰⁾ の意義についての対立的見解が、第二部の主題としてW・L・スミスとJ・アシャムを代表に展開される。まず、スミスは、公債の規模と増大しつつある金融仲介機関——保険会社、貯蓄銀行、貯蓄貸付組合 *saving-and-loan association* 及びその他——は、貨幣・金融政策の効果を減殺するものであろうか？ の設問を発し、肯定的に論をすすめる。つまり貨幣政策の効果に焦点をあて、例えば、金融引き締め効果は政府証券の売却によって相殺され、同時に商業銀行ほど大でないとしても、金融仲介機関も政府債の売りに転ずることがある。(P.53) これはさきのローザの言明とは趣きを異にする。さらにスミスはより高い金利水準は、金融仲介機関の預金準備率の低いこと（商業銀行のそれに比して）を理由に、要求払預金から高金利を支払う他の金融機関へのシフトを招き、一層の貸出しさへ許容するとの見解に達している。そのさい、この効果は遊休残高 *idle balance* を出動させ、流通速度をも増大し、かくて部分的にか全体的にか、引き締め効果を否定する結果を招くとする。スミスは1947年～1950年のサイクリカルな変動が、貨幣供給においての変動より、流通速度における変動により照応した事実を以上の論拠として挙げるのである。(P.54)

これに対しJ・アシャムは商業銀行と金融仲介機関の対照という表題のもとに、以上のスミスの所論——要するに大量の公債や金融仲介機関の存在は貨幣政策

の効果を引下げる——に反論を加える。その概略はつぎのとおりである。1) 商業銀行 commercial bank の相対的な地位低下¹¹⁾について、政府系金融機関を除けば、商業銀行のシェアはすべての私的金融機関のうち、1900年の52.8%から1929年41.4%と下落したが1952年には44.5%を保持していること。2) 大量に保有されている公債の存在は、すべての金融機関の相互依存関係を増大し中央銀行の公開市場操作と同じく全金融仲介機関にも影響を与える。かくして連邦準備制度（その実施する貨幣金融政策）はすべての金融機関に大なるインパクトを及ぼす。3) 最後は、スミスの唱えたかなり意義ある主張、すなわち貨幣供給の増減を意図する諸政策は流通速度の増大によって相殺されうる、という点についての反論である。「中央銀行は貨幣供給を、流通速度のどのような変化についても、その効果を相殺する程度まで制限しうる」(P.78) のである。

III

第三部は自由裁量的な貨幣政策 discretionary monetary policy に対する定式的制度または定式的体制 system of rules についてのM・フリードマンの周知の学説とそれに対するA・P・ラーナー、J・カレーキン、R・M・ソローの対立諸論稿から成っている。フリードマンのアプローチは新しい自由主義支持者としての立場から論を展開する。第一に、連邦政府その他特定の金融機関などに過大な権限を与えることに鋭い反対を示している。というのは、自由裁量的な貨幣政策は経済安定に貢献するどころか、悪化さえ生ぜしめるからであるとする。第二に、彼の理論的な検証によれば、貨幣供給の変化は経済に大きな影響を与えるが、ビジネスサイクルのピークで平均16カ月、沈滞期で12カ月の長いラグのあとでのみ効力を発するのである。第三に、フリードマンは貨幣ストックは年々規則的に経済の総生産の現実の平均成長にともなって増大するとする。流通速度における現実の減少を度外視すれば、貨幣供給増大の指数は年平均およそ4%である、(PP.87~88) 裁量的な貨幣政策に対し貨幣当局を導く適切なルール（定式）は、それゆえに自らの統計的ところみにしたがって実施されねばならない。もし「このようなルールが連邦準備制度開始以来、施行されてきたならば、経済の不安定性は現実に発成したよりはるか

に少なかったであろう」(P.88) との推論がなされる。そしてこの方式は、戦時中にとくにそうであるが第二次大戦後の期間にも妥当することを強調する。このフリードマン方式に対し、ラーナーその他の反論に先立ち、編者も対立的見解でこれに答えている。貨幣・金融政策の目標は経済安定、完全雇用、価格安定、経済成長などであるが、この目標に達しうるのは貨幣政策のみではありえない。(P.89) 経済政策のうち、貨幣政策は特殊なゴールとしての価格水準の安定に寄与するものといわれてきたが、連邦準備制度による価格水準のコントロールに対しては疑問なしとしない。定式化された貨幣的ルールにしたがったとしても、意図されたパターンが自動的になしとげられるとは限らない。このように考えた編者は結局、貨幣供給の変動が予算(財政政策の導入として)の状態にリンクする広範な枠組に到達するのである。(P.93)

フリードマンの定式的制度 system of rules については A・P・ラーナーも鋭い反論を加えている。フリードマンが自由裁量的な貨幣政策は非安定的であると論証した23にわたるすべてのケースに新たな角度で論評を加え、うち繰返されるおそれのある誤りは3つのケースにすぎないことを指摘した。つづいてラーナーは、フリードマンの自由裁量的貨幣政策に対する反論は、政府もしくは貨幣当局の限定された役割りに対するある種の先入観、敵対心によるものと激しく攻撃し、それが自由裁量的政策であれば、たとえ経済にとって有益であったとしても異議を唱えるであろうときめつけている。さらにこの定式的制度は貨幣の流通速度の短期変化が考慮されていないとする。ラーナーにしたがえばかかる流通速度の変化は経済における十分なかつ累積的な変動を導きうるもので、貨幣供給の恒常的な増大を相殺しうるのみでなく、適切な手段の変化によって流通速度の増大をも相殺するのである。要するに、ラーナーは、貨幣当局は支出の総量における変動にもとづいて考慮すべきであり、貨幣供給における変動にのみとらわれてはならないと主張するのである。流通速度の非安定性については、すでに述べたスミスの見解がここで想起される。(PP.102~116)

またフリードマンのビジネスサイクルを調整すべきプログラムに対しても、経済がある特定の傾向にそって作用することはかなりの失業をふくむ結果になると反対

した。それに代えてラーナーは完全雇用（2%の失業は許容される）をめざしたより野心的なゴールを設定している。

ラーナーはフリードマンの定式的制度の構想を「妄想」 obsession とさえ批判したが、彼の貨幣的変化の経済的効果におけるラグに関する重要点には言及しなかった。このラグについてのアプローチをJ・カレーキンやR・M・ソローは第一の問題としている。貨幣的変動は前出のように12~16月あるいはその前後、一般的な経済諸条件の変化に先行するという事実は、因果論的な関係を証明しうるものではないとする。加えて、彼らはフリードマンの変数選択にも批判的であり、経済政策の indicator と同じく、貨幣ストックの使用はその変化率よりも適切であるとしている。事実、彼らは総生産高の変動にともなう貨幣供給の変動について識別しうるラグは認めていない。だがカレーキンやソローの分析は自由裁量的な貨幣政策の強力なケースを考えているのではない。彼らはむしろ、自由裁量的な政策が、貨幣的変動と経済的変動の間に認められる長いラグに根ざす非効率性を除外できない、という否定的な結論に到達している。彼ら自身の結論は「自由裁量的な貨幣政策の有効性の程度は依然として公開の問題点」(P.118) であるのである。

そこで編者ハモヴィッチもまた「フリードマンの立場は経験的にも理論的にも支持しえない」(P.124) ことを明らかにする。それは彼のアプローチの一般的方法が与えられても、その資料は彼がそれからひき出した結論を支持するものではない。また理論的にも、フリードマンは彼のラグの確実性と長さを、貨幣部門と経済活動水準の間の相互関連において、因果的な推進力は本来的に前者から後者に作用することの強力な証明としている。これの本質をあばけば、このフリードマンの散水方式 Freidman-Sprinkel method は単に季節的に集合した貨幣ストックの変化率を測定した時系列をつくったにすぎない、と指摘している。(P.124)

IV

本書の内容は、編者も指摘するように、(P.128) 安定化要因としての貨幣政策の有効性と、多様でかつときとしては矛盾する目標についての諸観点を包摂している。くり返しふれたように貨幣政策は万能薬としてのケインズの時代から、大不況

につづく20年間の沈下，50年代に入ってから再評価から現在のポリシーミックスの必要性へと経過している。資本主義経済の変容それ自体と若干の理論的変遷をその背景として。

貨幣・金融政策はそうした中で浮沈を体験しながら，その目標，手段，評価についてなお多くの問題点を残している。以上で展開されたようなさまざまな論点から，一方で現在の管理通貨制に固有な自由裁量的政策に，あるいは古典的ともいえるこれまでの典型的な貨幣政策に反論や大なる疑問を抱く一連の見解をみることができた。他方で「貨幣論」の段階のそれではないとしても，自由裁量的政策を安定目的にとって重要であり，かつ利用可能な手段視する立場も理解しえた。本書の後に属する人達，ローザ，アシャム，ラーナー，カレーキン，ソローらは，だが，確かに政策担当者としての貨幣当局が直面せざるをえない困難性，複雑性を明らかに認識している。このことは同時に財政政策との協調の必要性を明示するものと理解できる。とはいえ，再び編者が結論づけるように，「たとえ第一義の強調が財政政策に与えられるとしても，これら著者達の意識は，貨幣政策がのぞましいゴールに到達する補完的手段 complementary tool として用いられるべきである。」(P.128)ということである。

昨年の経済白書は，昭和43年度景気の諸特徴の一環として，財政金融政策はポリシーミックスを採用し，経済の根強い拡大傾向に対し，慎重に運営がなされたことを挙げている。「42年9月にはじまったポリシーミックスによる景気調整策は，43年度に入ってから継続され，43年度予算の編成にあたっては景気抑制機能が重視された。43年8月になると，国際収支の急速な改善から景気調整策は漸次緩和された。しかし，その後も国内経済が根強い拡大基調にある一方，海外情勢もひきつづき不安定なことから，総じて慎重な政策運営態度が維持されてきた¹²⁾」と。

去る8月30日，日銀は公定歩合，預金準備率の引上げを中心に一連の金融引き締め政策の実施にふみきった。安定成長をかけた政策転換ないしは予防的引締めといわれる今回の金融政策の発動は，消費者物価の恒常的上昇のほか，卸売物価の44年度初頭からの急騰，旺盛な設備投資意欲，鉱工業生産指数の急伸，市中銀行の貸出し増，日銀発行の著しい増大など景気過熱の徴候に対処したものである。しかし従来

の金融引き締めとはことなっており、国際収支の連続的黑字を背景になされたことは、すでに前文でふれたとおりである。さらに今回の政策措置は、日本銀行の単独引き締め効果のみを期待したものではない。財政政策との強調が、ポリシーミックスの出動が予想されたものといえよう。つまり、この引締め効果がここしばらくの間に十分発効しないさい、具体的には財政支出の削減などによって、その効果の浸透がはかられ、ばあいによっては来年度の予算規模も弾力的に考えられるというかたちで行なわれるとみられる。現在の金融政策は、金融の他の問題としての金融効率化とともに¹³⁾きわめて複雑多岐な課題を抱えている。ポリシーミックスによる補完は当然のこととしても今後なお十分に検討の余地が大きなひろがりをもって残されている。

注 1) 表題に明らかなように原語は monetary policy である。1930年代までは、貨幣政策と金融政策はシノニムとして扱われてきた。現在これは厳密に区分する立場もあれば、ほぼ同義に扱うそれもある。一般には金融政策と使用すべきであるが、その対象の大部分は貨幣の供給量に関するものである。それとケインズの古典的見解の概略から出発する関係上、ほとんど貨幣政策と訳出した。以上の意味をふくめて筆者は金融政策と同義に解している。

2) ビルトインスタビライザーとしての一般的見解でなく、narrow band とよばれる安定成長の条件として、景気の過熱や物価水準の騰貴現象を伴うことなく、経済成長を促進するためには、総需要の増大を、潜在的な総供給にみあう限定されたきわめて狭い範囲内でのコントロールを指すものである。

3) ここでいう引締め基調とは、予算における収入と支出の対比からのみ見たものである。したがって一貫したわが国経済の成長促進的作用と矛盾するものではなく、この

	収 入	支 出
日 本	21.3	19.8
西ドイツ	35.7	31.7
イタリア	30.8	30.7
アメリカ	26.0	26.3
イギリス	31.0	31.5

間の財政そのものは高投資型、高貯蓄型の成長促進的なタイプであった。

財政規模対国民総生産比率中、収入と支出のみ抽出。
(1950～60年平均、%表示)

- 4) 昭和30年代と40年代の財政金融政策については、藤野正三郎，宇田川 璋仁著「経済成長と財政金融政策」勁草書房，1967年6月刊，23～7頁，71～7頁，102～4頁，265頁～290頁に，すぐれた詳述がある。
- 5) これについては，館竜一郎，小宮隆太郎著「経済政策の理論」勁草書房，1968年2月刊，とくに第三部金融（190～270頁）を参照されたい。
- 6) 最近のこの問題については，Milton Friedman, Monetary Policy versus Fiscal Policy, 1969 がある。
- 7) ポリシーミックスの意義，問題点については「金融学会報告」東洋経済新報社，1968年7月刊，119頁～152頁に詳細な記述がある。
- 8) John Maynard Keynes, A Treatise on Money. 1930.
- 9) John Maynard Keynes, The General Theory of Employment, Interest and money, 1936.
- 10) J・G・ガーレイ，E・S・ショーは商業銀行も金融仲介機関のなかのひとつという同次元の見解をとっているが，ここでは商業銀行以外の金融機関の意味に使用されている。
- 11) 上にみたような商業銀行以外の金融機関の増大は，商業銀行に対し相対的成長を意味し，したがって競争関係，金融政策の効果に及ぼす影響も問題となる。
- 12) 経済企画庁編「昭和44年度経済白書〈総論編〉豊かさへの挑戦」昭和44年8月，大蔵省印刷局発行，39頁。
- 13) 金融効率化についても議論はつきないが，最近の著作として川口弘貴任編集「金融革命，効率化のための再編制への考察」昭和44年4月，日本エース刊，を挙げておこう。