



Title	安定的成長のための金融政策
Author(s)	漆崎, 健治
Citation	北海道大學 經濟學研究, 12(3), 113-128
Issue Date	1963
Doc URL	http://hdl.handle.net/2115/31100
Type	bulletin (article)
File Information	12(3)_P113-128.pdf



[Instructions for use](#)

安定的成長のための金融政策

漆 崎 健 治

1. ま え が き

サミエルソン、ハロッド以後の乗数・加速度の相互作用の理論においては、これまで貨幣金融的効果は殆んど無視され、所得の変化とそれから誘発される投資量との比率である加速度係数は常に技術的に一定であるとされている。それはデュゼンベリイの言葉をかりていうならば加速度原理が企業に対する無限に弾力的な貨幣供給という仮定に基づくということの意味する¹⁾。それでは、この仮定をとりぞくならば、どのような結果が得られるであろうか。

乗数・加速度理論に貨幣的要因を加味した数少ない理論家であるヒックスは、その著「景気循環」において、加速度係数が利子率の上昇によって減衰することを示唆し、貨幣体系がみずからの拡大の行きすぎを認め貨幣的収縮及びそれに基づく利子率上昇という貨幣的要因により下方への転換が生ずる可能性を認めている。しかし、その彼においてすら、下方転換の直接的原因は貨幣的であるよりも実物的であるとする方が自然であるとみている。何故なら、実物的拡張の過程は、信用の拡張に非常に有利であるからである。利潤は申し分なく、危険は低い様に思われ、そして貨幣代用物の発展の機会は大である。それ故に貨幣的反作用がブームの最中において突如として現われる理由は認めがたく、彼にとっては、実物的原因が終焉をもたらすまでブームは継続するという方がずっと理解しやすいというのである²⁾。

これに対して、ミンスキーは、貨幣的要因の積極的作用を認め、乗数・加速度モデルと多くの代替的な貨幣供給政策とを結合させ、貨幣市場の諸条件（特に貨幣供給の増加率及び利子率）と企業のバランス・シートの構成が

所得変化に対する企業のビヘイビアに影響を及ぼすことによって、いかに加速度係数が変化するかを分析している。即ち彼は投資のための貨幣供給のいかんが、加速度原理の作用を条件づけるものとして、加速度係数を内生変数化しているのである。彼はこの様に加速度係数は利率と企業資本の構成比率とに依存するものとして、金融問題を無視している加速度原理においては所与の所得変化から誘発される投資がそのまま実現されるのに対して、金融問題を考慮したものにおいては意図された投資と実現された投資とが異なる可能性が生じるものとしている³⁾。

現実にもみられる様に、貨幣供給は必ずしも無限の弾力性を示すものではなく、ブームにおいて資金不足による投資の抑制が生ずる。この様な貨幣供給の制限は、経済成長率に悪い影響を及ぼすものと考えられるかもしれない。例えば、デュゼンベリーによると、“制約されざる貨幣所得の成長率”が貨幣供給の増加率より小さければ、貨幣所得の現実の成長は制約されざる率で行なわれるが、逆に“制約されざる貨幣所得の成長率”が貨幣供給の増加率より大であるならば、利率は押し上げられ、信用割当が一時的に強化される。その結果、彼は投資は(制約されざる状態に比して)減少し、実質所得と貨幣所得との成長率は減少するだろうと述べている⁴⁾。

しかしながら、成長率の速度が多少減ぜられるという犠牲を払っても、持続的(安定的)成長を維持するということが、経済政策の目的であるとするならば、無限に弾力的な貨幣供給は必ずしも望ましいものではなく、むしろ政策的に制約された貨幣供給が必要とされてくるのである。

本稿は乗数加速度モデルにおいて出てくる貨幣供給と経済成長との関係から持続的成長をもたらす貨幣供給政策の理論づけを行なおうとするものである。

註 (1) J. S. Duesenberry: “Business Cycles and Economic Growth”, 1950, p. 31, p. 39.

(2) J. R. Hicks: “A Contribution to the Theory of the Trade Cycle” 古谷弘訳「景気循環論」1951年, 227頁, 219~220頁, ヒックスはこの著書の最後の二

章を経済変動と貨幣的要因との関連のために費している。

- (3) H. P. Minsky: “*Monetary System and Accelerator Models*” American Economic Review, December 1957, p. 859.
- (4) J. S. Duesenberry: op. cit. p. 329.

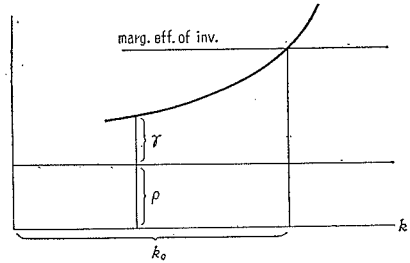
彼によれば、貨幣ストックと貨幣所得の水準との間のいかなる比率も、一定の利率構造と一定の信用供与規準の組とを生み出すだろうと考えられ、極小信用規準が達成せられる比率においては、貨幣所得に比して貨幣供給のより一層の増加は投資に対するいかなる効果をももたないとされる。この様な極小信用規準が支配する貨幣的狀態の下での貨幣所得の成長率が“制約されざる貨幣所得の成長率”とよばれるものである。

2. 無限弾力的な貨幣供給と乗数・加速度プロセス

貨幣供給が無限に弾力的な場合、たとえ事前の投資と貯蓄とのギャップが、いかに大きいとしても、その超過投資額は十分に融資される。したがって、企業の事前の投資は、そのまま何の制約もなく実現される。そのため、この貨幣供給システムは、発散的な乗数・加速度プロセスと両立する様にみえる。換言すれば、この貨幣供給政策から可能となる貨幣所得の成長率は、デュゼンベリーの“制約されざる成長率”に対応するものであって、恰も貨幣所得は下降することなしに上昇を続けるかの様にみえる。しかし、この場合でも所得が下方転換すると考えられる理由がある。何故なら、拡張期において投資のための資金供給の結果、企業のバランス・シート（企業の資本構成比率）が悪化するかもしれないからである。発散型のモデルにおいては、加速度係数の値がかなり大きいので、所得の拡張が続くにつれて投資資金の需要は益々大きくなる一方、事前の貯蓄の総投資に対する割合は益々低下するために、企業の行なう投資のうち、貯蓄で賄われる部分が漸次減少して行き、創造された貨幣によって賄われる部分が相対的に大きくなる。公衆の事前の貯蓄を企業に融資する場合において株式購入と社債購入とに対する選好を一定とすると、即ち事前の貯蓄の（企業の）equities と debt とへの分布割合が一定であるとすると、貨幣の創造に基く拡大プロセスは、他の事情にして等しければ、企業のバランス・シートにおける持分金融 equity の借入金融

debt に対する割合の低下をもたらす。この様にして企業のバランス・シートが悪化すると借入者の危険 *borrower's risk* が上昇し、そのため所得の上昇によって誘発される投資額が低下することになる¹⁾。

そして、更に企業の資本構成比率の悪化によって借入条件の悪化(主として利子率の上昇)がもたらされるならば、企業の投資は、益々抑制される。この点に関する理論づけとして、カレッキーの“危険増の原理”があげられる²⁾。それによると、投資量 k_0 は投資の限界効率が利子率 ρ と危険率 r の合計に等しくなる水準で決定される³⁾。そして危険率と投資量とは無関係のもの



ではないと考えられている。何故なら資本主義経済において、危険率は投資にとっていわば内生的要因であり、投資量の増大とともに危険は増大するのである。この様に投資量とともに限界危険 *marginal risk* が増加する理由として、次の二つが考えられる。

- (a) 企業家の投資が大きくなればなるほど事業に失敗した場合に危険にさらされる企業家の富のポジション *wealth position* がより大になること。
- (b) 設備等に投下された資本は、非流動資産と考えねばならないため、投資量が多くなるほど、非流動性 *illiquidity* の危険が大となること。その様な場合、準備(現金預金、証券類)の全額を設備等に投資し、且つあまりにも借入りに頼っている企業家は、資金の必要にせまられた時、市場利子率より高い利子率で資金を借り入れなければならなくなる。

この様な理由で $\rho + r$ 曲線は図の様に上方に傾斜する曲線に描かれる。そして、この曲線と投資の限界効率との交点で投資量が決定されるのである。

投資量に比して企業の自己資本が少なければ少ないほど、そのこうむる

危険は益々大となる。何故なら、その可能的な損失は、その富に対して、より大きな割合を占め、そして（その債権者によって“正常”とみなされる信用額はその自己資本に比例するので）非流動性の危険も又より大きいからである⁴⁾。

この様に、カレツキーの“危険逡増の原理”は企業の投資の進行とともに、その富のポジションと悪化及び非流動性の増大にともない、企業の危険度が逡増し、従って投資が抑制されるということであった。この危険逡増から逃れる道は、企業バランス・シートにおける企業者資本の増大によって、総資産に対する割合を大きくすることである。しかしながら、この要請は、先の発散的な乗数・加速度プロセスにおいては、充たされることは出来ないのである。

以上の様に、事前の投資のすべてが実現されることを許す貨幣供給システムにおいてすら、借入金融による投資資金の供給は、企業のバランス・シートを悪化させ、従って加速度係数を低めることによって、所得の成長率を低下させるのである。そして、このことは加速度係数が十分に低減して、発散的なタイム・シリーズが、循環的なタイム・シリーズによって置き換えられるまで続くのである⁵⁾。

註 (1) H. P. Minsky: op. cit. pp. 871~873.

(2) M. Kalecki: “The Principle of Increasing Risk” *Economica*, November 1937.

(3) *ibid.* pp. 440~441.

$$g = P_m - (\rho + r)k$$

(g : 企業の予想利益, P_m : 極大予想利潤, ρ : 利子率,
 r : 危険率, k : 投資量)

$$\frac{dP_m}{dk} = \rho + r \text{ を充たす } k \text{ が企業に極大利益をもたらす。}$$

$$\text{また } \frac{dP_m}{dk} = f'(k) \text{ は投資の限界効率を示す。}$$

(4) *ibid.* pp. 442~443.

(5) H. P. Minsky: op. cit. p. 873.

3. 貨幣供給の制限と乗数・加速度プロセス

(1) 貨幣量が不変で流通速度のみ増大する場合

ハンセンによると、貨幣当局が所得が拡張しつつあるにも拘らず、貨幣量を一定に保っていると、増大する取引貨幣に対する需要に応ずるために、資産貨幣（遊休貨幣）が引き出され、取引分野に移されるわけであるが、遊休貨幣をその保有者から取引貨幣として移転させるためには、即ち限られた貨幣供給のより集約的な利用を誘発するにめは、より高い利子率が提供されなければならない。そして遂には貨幣供給はすべて取引分野に引き入れられてしまい、遊休貨幣が全くなくなってしまうと場合には、取引量が高まれば、それは恒常的な取引貨幣供給の流通速度を高めることによって回転させられねばならない。そしてこの流通速度の増加は体制の中から絞り出すことができる。何故ならば、多くの個人や企業は、彼らが貸し出しうる余剰現金に対して高利子率を提供すれば、その現金をより集約的に利用しそれによって最も必要としている使用者に対して資金を任かすように誘引することができるからである¹⁾。

かくして流通速度の増加、換言すれば遊休貨幣の活動分野への移転、ないしは取引貨幣の節約的使用による資金の供給が、事前の貯蓄を上まわる事前の投資超過額をまかなう唯一のものであるならば、市場利子率の騰貴は避けられない。利子率の騰貴は加速度係数の値を下落させる。従って実現される投資は事前の（意図された）投資に及ばない。この様な投資の減少は所得の増加を小さいものにし、その結果、その後の投資額は逡減し、遂には所得の下方への転換が生ずるのである。しかし遊休現金残高の吸収による投資資金の供給は、必ずしも企業の負債一持分比率 *debt-equity ratio* を変えない。何故なら公衆の負債一持分選好 *debt-equity preferences* は、前述の事前貯蓄を企業へ融資する場合と、遊休現金残高が企業の投資資金を供給するために用いられる場合とでは、著しく異ならないと仮定することができるからである。従って、この様な貨幣供給のもとでは、加速度係数に働きかけるもう一

つの要因である企業の資本構成比率は、その役割を演じない様にみえる。しかしながら、上記の様に貯蓄をこえる投資に資金供給を行なうために、資産貨幣が使われる場合、家計や企業のバランス・シートの構成変化、特に企業における資産貨幣の総資産に占める割合の低下（即ち企業流動性の低下）は、先の利子率上昇とともに加速度係数を低下させる傾向をもつ²⁾。

(2) 貨幣供給が一定率で増大する場合（流通速度不変）

ここで最も一般的な乗数・加速度モデルを書くと次の様になる。

$$Y_t = C_t + I_t$$

$$C_t = \alpha Y_{t-1}$$

$$I_t = \beta(Y_{t-1} - Y_{t-2})$$

Y : 国民所得, C : 消費, I : 投資, α : 限界（平均）消費性向,

β : 加速度係数, t : 期数

以上の諸式より

$$Y_t = \alpha Y_{t-1} + \beta(Y_{t-1} - Y_{t-2})$$

が導き出せるが、この二階の定差方程式の一般解は、次の様な形をとる。

$$Y_t = A_1 \mu_1^t + A_2 \mu_2^t$$

ここで A_1 , A_2 は初期条件に依存する。 μ_1 と μ_2 とは α と β の値によって決定され、次の二次方程式の二根である³⁾。

$$\mu^2 - (\alpha + \beta)\mu + \beta = 0$$

従って

$$\mu_1, \mu_2 = \frac{(\alpha + \beta) \pm \sqrt{(\alpha + \beta)^2 - 4\beta}}{2}$$

となるが、 μ_1 は二根の中の大なるもの、 μ_2 は小なるものと定義する。ここでは所得の成長が問題となっているので、 α と β は μ_1 と μ_2 とに共に 1 より大なる値を与えるのものであると仮定する。1 より大きい μ_1 , μ_2 は波動の伴わず、単調に発散していくタイム・シリーズを生み出す。そして、所得の成長率は μ_1 , μ_2 という二つの成長率の加重平均である。しかしこの様に α と β の

初めの値を設定したとしても、貨幣的条件のいかんによって β の値が変化するとすれば、このモデルは単調発散型であるとはいえなくなる。もし事前のI-事前のSのギャップが貨幣供給の増加額よりも大ならば、実現された投資は利用可能な投資資金の範囲内に制約され、従って β の値は変化し、下方への転換が生ずるかもしれない。このことをより詳しく分析するために、ミンスキーに従って貨幣供給の増加率を μ_3 として、次の三つのケースについて考えてみることにしたい⁹⁾。

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{(i)} \quad \mu_1 > \mu_2 > \mu_3 > 1 \\ \text{(ii)} \quad \mu_2 = \mu_3 \\ \text{(iii)} \quad \mu_1 > \mu_3 > \mu_2 > 1 \end{array} \right.$$

$$\text{(i)} \quad \mu_1 > \mu_2 > \mu_3 > 1$$

過剰流動性がなければ、所得の達成しうる最大の成長率は貨幣供給の増加率に等しい。そして、この所得の成長率を持続するためには、誘発投資は利用可能な資金量と等しいかより大であることが必要である。しかるに、 $\mu_2 > \mu_3$ ならば、誘発投資は利用可能な資金量を吸収するのに十分大きくはない⁹⁾。従ってこの所得成長率は貨幣供給の増加率より小さい。そして、この新しいより小さな所得成長率はまた維持されえない。この累進的に小さな所得の成長率は、事前のSを埋め合わせるのに不十分な誘発投資を結果する。そして、その期に所得はまた下落する。この様にして貨幣供給の増加率が加速度プロセスが(もし制約されないならば)生ぜしめるであろう最小の成長率より小さければ、所得の下方への転換が生ずる。

何故なら

$$Y_0 = A_1 + A_2$$

$$Y_1 = A_1\mu_1 + A_2\mu_2$$

しかるに

$$\mu_1 > \mu_2 > \mu_3 > 0$$

$$Y_1 = \mu_3 Y_0$$

従って

$$A_1 = Y_0 - A_2$$

$$\mu_3 Y_0 = (Y_0 - A_2) \mu_1 + A_2 \mu_2$$

$$\therefore \frac{Y_0 (\mu_3 - \mu_1)}{\mu_2 - \mu_1} = A_2$$

$$Y_0 > 0, \mu_3 - \mu_1 < 0, \mu_2 - \mu_1 < 0 \quad \therefore A_2 > 0$$

同様に

$$A_2 = Y_0 - A_1$$

$$\mu_3 Y_0 = A_1 \mu_1 + (Y_0 - A_1) \mu_2$$

$$\therefore \frac{Y_0 (\mu_3 - \mu_2)}{\mu_1 - \mu_2} = A_1$$

$$Y_0 > 0, \mu_3 - \mu_2 < 0, \mu_1 - \mu_2 > 0 \quad \therefore A_1 < 0$$

発散的な加速度プロセスの後期に支配的な値をとって所得成長率を規定する μ_1 の係数 A_1 がマイナスの値なので

$$A_1 \mu_1^t + A_2 \mu_2^t$$

はおそかれはやかれマイナスとなり、従って所得は下方に転換しなければならなくなる。

所得の下降期においては、銀行システムの過剰流動性の蓄積及び企業のバランス・シートの改善（誘発投資を上まわる事前の S は企業による銀行借入の返済を可能にする）等の諸変化は所得低下にブレーキをかける。そしてひとたび何かの理由で上昇運動が始まると制約されざる拡張は、この過剰流動性が吸収されてしまうまで可能である。そしてその時貨幣供給の増加率 μ_3 は、再び所得成長率を制約することになる。

以上から明らかな様に、あまりにも小さな貨幣供給の増加率は持続的成長 steady-growth よりも、むしろ循環的成長 cyclical-growth をもたらず⁶⁾。

(ii) $\mu_2 = \mu_3$

貨幣供給の増加率が加速度プロセスの小さい方の根と等しい場合、所得の成長率は初めから貨幣供給の増加率によって制約される。そして初めから

終りまで、所得の成長率は貨幣の供給の増加率に相等しい。何故なら、貨幣供給の増加率に等しい所得成長率を持続するための条件（誘発投資 \geq 利用可能な資金量：事前の S +貨幣供給の増加分）を充たすからである。このことを数式を用いて表現すると次の様になる。

貨幣の流動速度を1と仮定すると、所得 Y と貨幣量 M との間に次の関係が成立する。

$$M_{t-1} = Y_{t-1}, M_t = Y_t = \mu_3 M_{t-1} = \mu_3 Y_{t-1}$$

所得の持続的成長の条件（誘発投資 \geq 利用可能な資金量）は、次の様に表わすことができる⁷⁾。

$$\begin{aligned} \beta(Y_t - Y_{t-1}) - [(1-\alpha)Y_t + \Delta M_{t+1}] &\geq 0 \\ \therefore \beta(\mu_3 - 1)Y_{t-1} - [(1-\alpha)\mu_3 Y_{t-1} + (\mu_3 - 1)\mu_3 M_{t-1}] &\geq 0 \end{aligned}$$

この式は $Y_{t+1} = \mu_3 Y_t$ のための必要条件である。

この不等式を方程式の形で表わすと、

$$\begin{aligned} \beta(\mu_3 - 1) - (1-\alpha)\mu_3 - (\mu_3 - 1)\mu_3 - \theta &= 0 \\ \therefore \mu_3^2 - (\alpha + \beta)\mu_3 + \beta + \theta &= 0 \end{aligned}$$

$$\mu_3 = \frac{\alpha + \beta \pm \sqrt{(\alpha + \beta)^2 - 4(\beta + \theta)}}{2}$$

$\mu_3 \geq \mu_1$ のケースは、貨幣供給の無限弾力性のケースと同一の結果をもたらすので、それをのぞくと、適切な根の値は次の様になる。

$$\mu_3 = \frac{\alpha + \beta - \sqrt{(\alpha + \beta)^2 - 4(\beta + \theta)}}{2} \quad ^8)$$

$\theta = 0$ （誘発投資=事前の S +貨幣供給の増加分）ならば、 $\mu_3 = \mu_2$ となる。

$\theta > 0$ （誘発投資 $>$ 事前の S +貨幣供給の増加分）ならば、 $\mu_3 > \mu_2$ となる。

従って自己持続的成長のための必要条件は、貨幣供給の増加率 $\mu_3 \geq$ 加速度プロセスの小さい方の根 μ_2 である。

持続的成長のための十分条件は、企業のバランス・シートが悪化しないということが言えればよい⁹⁾。前述の様に $\mu_3 = \mu_2$ のもとでは貨幣供給の増加

率と所得の成長率は相等しい。従って、事前の S も每期 μ_3 の割合で増加し、創造された貨幣量（企業の銀行借入金の形態をとるものとされている）も μ_3 の割合で増加するから、もし事前の S が持分金融と借入金融とに分けられる割合が変化しなければ、企業のバランスシートにおける借入資本対自己資本の比率は一定に保たれる。即ち企業のバランス・シートは悪化しない。又利子率の作用はこの場合全く無視されている。

以上の様な理由で $\mu_2 = \mu_3$ の場合には、所得の下方への転換に導く何物も存在しない。そしてこの所得成長率はかなり安定的な価格水準と両立するだろう。そこで、持続的な成長は発散的な加速度プロセスと適正に増大する貨幣供給との結合から生ずるということができる。そして、ミンスキーは、ハロッド、ドーマー型の持続的な成長は、この様に適正に制約された貨幣供給の結果でありうると述べている¹⁰⁾。

(iii) $\mu_1 > \mu_3 > \mu_2 > 1$

この場合、所得の変動プロセスがどの様になるかは、微妙な問題である。所得の成長率は、いかなる期間であれ、二根 μ_1 , μ_2 に付されるウェイトの大きさに依存している。従って所得の変動経路は、どちらにウェイトがかかるかによって二通りに分けられる。

(1) μ_1 のウェイトが相対的に高い場合

この場合、所得の成長率は初めから高く、 μ_3 は所得の初めの成長率より小である。従って所得の成長率は μ_3 に抑えられ、上記の $\mu_3 = \mu_2$ の場合と類似した変動経路をたどることになる。所得は μ_3 の比率をもって持続的に成長していくが、この場合上記の $\mu_3 = \mu_2$ の場合より所得は早い割合いで成長する。従って、その様な持続的な成長率は、かなりの価格水準の増加率と結びつけられうる。そして、この場合、注意しなければならないことは、貨幣供給の増加率が増大するにつれて、事前の S に対する貨幣創造（銀行借入の形態をとるものとされている）の割合は上昇するということである。

(2) μ_2 のウェイトが相対的に高い場合

この場合、所得は初め μ_2 に近い比率で成長し始める。従って加速度 ρ

ロセスは貨幣供給の増加率より小さい成長率を生ぜしめる。しかしながら、 $\mu_1 > \mu_2$ であるので遅かれ早かれ μ_1 は所得成長率の優位を占める¹¹⁾。その結果、所得は貨幣供給より早く増加していくことになる。しかし貨幣供給は所得の成長の総計 total growth of income が貨幣供給の増加の総計 total growth of the money supply に等しくなるまで、所得の成長を制約しない。何故かな、このシステムは過剰流動性をもつからである。この過剰流動性が吸収されてしまう時点において、所得成長率は貨幣供給の増加率を上まわる。そのため貨幣的制限が有効となると、貨幣市場はひきしめる様 tight になる。その結果、融資条件 financing terms の上昇、従って利子率の上昇は悪化している企業資本の構成比率とともに加速度係数を低下させる。そのため所得成長率は減少し、遂には所得の下方への転換が生ずるのである。下降期とそれに続く上昇期における所得の動きは、上記 (i) $\mu_2 > \mu_3$ の場合と同様である¹²⁾。

註 (1) A. H. Hansen: "Monetary Theory of Fiscal Policy" 1949, pp. 66~68.

小原敬士・伊東政吉訳: 「貨幣理論と財政政策」, 75~77 頁。

(2) H. P. Minsky: op. cit. pp. 866~868.

(3) ibid. p. 860.

(4) ibid. p. 877.

(5) このことの証明は本稿の 10 頁に書かれている。

(6) H. P. Minsky: op. cit. pp. 877~878.

(7) ibid. p. 878, p. 877.

(8) 本稿の 29 頁に書かれている様に $\mu_1 = \frac{\alpha + \beta + \sqrt{(\alpha + \beta)^2 - 4\beta}}{2}$ であり、
 $\mu_2 = \frac{\alpha + \beta - \sqrt{(\alpha + \beta)^2 - 4\beta}}{2}$ である。

(9) ミインスキーは、その十分条件として、企業バランスシートが悪化しないということのみをあげているが、更に利子率の騰貴が β の値を引き下げることによって、誘発投資を利用可能な資金量以下に低減させないという条件も必要であると考えられる。これについては後に再び言及する。

(10) H. P. Minsky: op. cit. p.878.

(11) 発散的な所得成長過程においては、初期の段階では、通常小さい方の根 μ_2 のウェイトが高く、所得の成長率は μ_2 に近い値をとるが、それから、逐次成長率は

高まり、次第に μ_1 に近づいていく。

(12) H. P. Minsky: op. cit. p. 878~879.

4. 政策的帰結

ミンスキーは、政策目標として、完全雇用を達成するに十分な所得成長率、しかも所得の下方への転換のない持続的成長が望ましく、そのためには最少限の長期的インフレーションも止むをえないという立場に立っている。そのために用いられるべき政策手段は、貨幣政策と財政政策とである。ここでは貨幣政策は貨幣供給システムの選択を意味する。

先の分析で、持続的成長は、一定率で増大する貨幣供給システムを必要とすることがわかった。しかし、あまりにも急速に増加する貨幣供給（例えば $\mu_3 > \mu_1$ のケース）は、急速な価格インフレと企業バランス・シートの悪化をもたらす。他方、あまりにも小さな貨幣供給の増加率（例えば $\mu_3 < \mu_2$ のケース）は、所得の下方への転換をもたらす。

従って、 $\mu_2 = \mu_3$ となる様な貨幣供給政策と $\mu_2 < \mu_3$ となる様な貨幣供給で且つ μ_1 のウエイトが大であるところの貨幣システムという二通りの貨幣政策が持続的成長のために望まれる。この二つの政策のうち、どちらがより望ましいかという点、後者の方がより望ましい。何故かという点、第一のケースである $\mu_2 = \mu_3$ となる様な貨幣供給政策は、自己持続的所得成長のうち最小の成長率をもたらすからである。この場合、生産能力もこの率で成長しうるなら、インフレのない成長が可能となる。

しかし、一般に、インフレは起らないが、低い所得成長率よりは、多少のインフレの犠牲を払っても完全雇用を達成する程の高い所得成長率（従ってこの場合の所得成長率は生産能力の極大可能成長率より大きい）の方が望ましい。従って、第一のケースよりも所得成長率が高く、しかも持続的成長をもたらす第二のケース（ $\mu_2 < \mu_3$ で μ_1 のウエイトが大である様な貨幣システム）の方がより良いということになる。

以上の分析では、すべて貨幣の流通速度が一定で1であると仮定されて

いたが、流通速度が1よりも大であるとすると、持続的成長のための条件が緩和され、第二のケースよりも更に高い持続的成長が可能となる。次にそれについて説明しよう。

流通速度が1の場合、貯蓄性向を一定とすれば、貨幣供給の増加率が大きいほど、企業バランス・シートにおいて貨幣創造額（銀行よりの借入の形態をとるものとされている）が相対的に大となり、事前の*S*（公衆からの持分金融と借入金融の形態をとる）は相対的に小となる。そのために企業のバランス・シートの悪化を通して誘発投資が抑制されるという効果が生ずるのである。しかし、この効果に反作用を及ぼす二つの政策手段がある。

- (1) 1より大きい流通速度を保つ様に立案された利子率政策
- (2) 銀行に対する企業の借入を増大せしめることなしに、貨幣供給を増大する様に立案された財政政策⁽¹⁾

1より大きな流通速度が、何故、貨幣の急速な増加に伴う企業のバランス・シートの悪化を、かなりの程度くい止めるのかということ、流通速度 V の増大は、企業の投資（総資産の増分）に対する銀行借入（貨幣創造額）の比率を低めるからである。即ち t 期において投資資金として企業に供給される追加貨幣は $\Delta M = Y_t - Y_{t-1}$ であるが、 $V > 1$ の仮定により、新しい取引貨幣は $\Delta M/V$ であり、公衆の資産貨幣の増分は $\Delta M - \frac{\Delta M}{V} = \left(1 - \frac{1}{V}\right) \Delta M$ であり、この過剰流動性は企業による株式・社債の発行によって吸収され、銀行に返済されるものとしよう。公衆が企業の社債や株式を購入した後に、企業の銀行に対する負債の純増は

$$\frac{1}{V} (Y_t - Y_{t-1})$$

であり、また投資額は $Y_t - \alpha Y_{t-1}$ である。従って

$$\frac{\Delta \text{Bank Debt}}{\Delta \text{Total Assets}} = \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_t - \alpha Y_{t-1}} = \frac{1}{V} \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_t - \alpha Y_{t-1}}$$

この式において、発散的な加速度プロセスが進むにつれて、 $\frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_t - \alpha Y_{t-1}}$ は

上昇し、 $\frac{\Delta \text{Bank Debt}}{\Delta \text{Total Assets}}$ は $\frac{1}{V}$ に接近する。この場合、公衆の分配（事前の S +過剰流動性の debt と equity とへの分配）が拡張の期間において一定であるなら、企業のバランス・シートは悪化するわけであるが銀行融資のウェイトは、速度1のケースよりも小さいので、その悪化は、次の様なケース即ち銀行による貨幣創造が事前の事前の I -事前の S を賄う唯一のものであるケースほど急速ではない。従って流通速度 V が1より大きい場合、企業のバランス・シートの悪化が加速度係数を低める可能性はより小さいといえることができる。そのため投資が抑制される度合はより小さくなるわけである。

この様に貨幣の流通速度を上昇させるということは、一面、利子率を上げることによって公衆の過剰流動性を遊休残高から活動残高へシフトさせることを意味している。従って、1より大きい流通速度を保つために、高利子率政策が望まれることになる。しかしその反面、加速度係数は利子率にも依存するとされているのであるから、1より大きな速度を保つ様に立案された貨幣政策があまりにも強度に実行されると、加速度係数は低下し、従って自己持続的な所得成長が中断されてしまうおそれがある。そのため一概に高い利子率が好ましいとすることはできない。

以上述べてきたことにも拘らず、貨幣供給が銀行からの企業借入によってのみ増加しうらば、やがては企業のバランス・シートにおける借入金融に対する持分金融の割合の低下は、誘発投資の低減に通ずるという結果を生ずるだろう。従って銀行からの借入によって政策赤字を賄うという財政政策は望ましい政策手段であるといえることができる。何故なら、この様な政府赤字は企業負債を伴うことなく、貨幣供給の増加をもたらすからである。

註 (1) H. P. Minsky: op. cit. p. 882.

(2) ibid. pp. 880~881, p. 883.

5. む す び

デュゼンペリーにあっては、貨幣所得の制約されざる成長率を実現せしめる貨幣供給が望ましかった。しかし、ここでの結論は、貨幣所得の成長率

が貨幣供給の増加率によって適正に制約されている故に、その成長率は自己持続的たり得るということである。そして持続的成長を可能ならしめる貨幣供給は、流通速度のいかんによって、かなり幅のあるものなのである。以上の分析では、多少成長の速度が減ぜられるという犠牲を払っても、確実な持続的成長率を達成するための貨幣的な条件が追求されているのである。その際、分析の重点は企業の資本構成の加速度係数への影響に置かれているのであるが、企業のビヘイブアーがどの程度、そのバランス・シートの構成に敏感な反応を示すかということが大きな問題となる。ここでの分析では、企業の単純な行動パターンが前提とされているが、持続的成長のための貨幣供給という問題に対するきめのこまかい分析は、企業ビヘイブアーに対するより精密な研究を必要とする様に思われる。

また先の分析では、貨幣供給の増加率が所得の成長率より小さい場合即ち貨幣供給が政策的に制約されて資金不足の時 ($\mu_1 > \mu_2 > \mu_3$, $\mu_2 = \mu_3$, $\mu_1 > \mu_3 > \mu_2$ 等のケース) において、利子率の作用は全く無視されているわけであるが、企業家の投資のための資金獲得競争の結果利子率が上昇するであろうことは当然予想されるところである。従って、その上昇は加速度係数の値にマイナスの影響を与えるものと思われる。ミンスキーは $\mu_2 = \mu_3$ 及び $\mu_3 > \mu_2$ の(1)のケースにおいて持続的成長がもたらされるとしているが、利子率の騰貴は加速度係数にマイナスの作用をもつのであるから、所得の下方への転換は生じないとは必ずしも言えなくなるのではないかと考えられる。