

케인즈에서 프리드만에 이르는 貨幣理論의 展開

—貨幣數量說에 대한 離反과 還歸를 中心으로—

李 賢 宰*

<目 次>	
I. 序 言	V. 프리드만의 通貨量概念
II. 케인즈 以前의 貨幣數量說素描	VI. 프리드만의 貨幣需要函數
III. 케인즈의 傳統的 貨幣數量說로부터의 離反	VII. 貨幣需要函數의 安定性問題—貨幣의 流通速度函數의 安定性을 中心으로
IV. 프리드만에 의한 貨幣數量說로의 還歸—新貨幣數量說의 提起	VIII. 結語—貨幣理論展開의 展望

I. 序 言

現代經濟理論에 있어서 가장 精緻한 發展을 보이고 있는 部門의 하나가 貨幣理論이라 할 것이다. 이것은 수많은 理論으로서의 累積的인 展開가 그와 같은 結果를 招來한 것임은 贅言을 必要로 하지 않는 마이나, 他面으로는 現代經濟의 貨幣經濟로서의 背景위에서 經濟循環이나 經濟發展에 있어서 貨幣部門이 갖는 莫重한 役割이 또한 必然的으로 그와 같은 貨幣理論의 刮目할 發展을 促求한 것으로 解釋할 수도 있을 것이다.

貨幣理論의 發展過程을 回顧해 보면, 古典學派經濟學 以來로 貨幣數量說을 基軸으로 하여 이것으로부터의 離反 또는 還歸를 反復하면서 展開되어 온 커다란 하나의 脈流가 있음을 發見한다. 물론 廣義의 貨幣數量說의인 思想 自體는 貨幣經濟의 歷史와 더불어 오래 된 것이며, J. Locke, D. Hume, C. Montesquieu, A. Smith, D. Ricardo, J.S. Mill 등에 걸쳐 普及된 思想으로 상당히 높은 聲價를 얻어 온 터이다. 그러나 貨幣數量說은 이에 대한 近代理論的 展開는 I. Fisher 와 케임브리지學派에 의해서 비로소 試圖되었으며 다시 J. M. Keynes 에 의해서 否定되고 또한 M. Friedman 에 의해 還歸되는 歷程을 겪어 왔다. 이와 같은 歷程속에서 貨幣數量說은 經濟學說史上 가장 熾烈한 論爭對象의 하나로 浮刻되어 왔으며 특히 최근에 있어서의 프리드만 및 시카고學派에 의해서 主導되는 소위 mone-

* 本研究所 研究員·所長, 서울大學校商科大學 教授
본 논문은 문교부 학술연구조성비에 의해서 이루어진 것임.

tarists 와 W.W. Heller 및 P.A. Samuelson 등에 의해서 主導되는 fiscalist 와의 論爭은 그 歷卷이라 할 것이다.⁽¹⁾

II. 케인즈 以前の 貨幣數量說素描

먼저 모든 貨幣數量說의 基礎가 되고 있는 피셔의 去來數量說에 관해서 간단히 그 特徵을 提示해 보고자 한다. 周知되고 있다시피 傳統的인 貨幣數量說은 貨幣量과 物價水準의 比例의 關係를 基調로 하는 物價論인 동시에 景氣論이다. 즉 政策的인 觀點에서는 物價水準의 安定을 이룩하기 위해서는 通貨供給의 適正量을 維持하고 景氣沈滯期에 있어 景氣回復을 圖謀하기 위해서는 通貨供給의 增加를 통해서 物價를 刺戟하고 生産活動의 活潑化 나아가 景氣刺戟을 해야 되는 것으로 보고 있다. 따라서 여기서 우리가 理解할 수 있는 것은 貨幣數量說의 問題意識은 基本的으로 貨幣價值變動의 問題에 두어지고 있다는 事實이다. 피셔의 功績은 무엇보다도 이와 같은 貨幣數量說의 思考를 交換方程式에 의해서 定式化한 데 있다 할 것이다.⁽²⁾

周知的 피셔의 交換方程式 $MV + M'V' = PT$ 에 있어서 左邊은 總社會支出額을, 右邊은 總去來額을 表示하고 物價水準 P 를 未知數로 하여 이를 決定하는 要因을 實證적으로 分析하였다. 결국 그의 交換方程式은 그때까지 抽象적으로 論議되어 온 貨幣數量說을 經驗적으로 實證하기 위한 定式化이었다고 할 수 있을 것이다. 피셔는 1900年 前後 約 30年間의 美國經濟에 있어서의 通貨量 및 物價變動의 趨勢와 關係를 觀察함으로써 얻은 實證的 資料에 의해서 抽出된 法則의 傾向을 基礎로 하여 그와 같은 定式化을 企圖하였던 것이다. 결국 피셔는 貨幣의 價值를 貨幣의 購買力과 같은 概念으로 看做하고 이를 物價水準의 逆數로서 表示하며 貨幣價値의 決定要因에 대한 分析은 物價水準의 決定要因에 대한 分析과 同一한 意味를 지니는 것으로 보고 있다. 물론 피셔의 경우, 預金通貨量 M' 의 變動은 現金通貨量 M 의 變動에 比例하고, 現金通貨의 流通速度 V 와 預金通貨의 流通速度 V' 는 短期的으로 크게 變動하지 않고, 去來量 T 는 現金通貨量의 變動에 따라 크게 變動하지 않으며 現金通貨量만이 獨立變數이고 物價水準은 受動的으로 變動한다는 前提 밑에서 그 妥當성을 갖게 된다. 피셔의 貨幣數量說은 社會經濟的 背景이 이와 같은 諸前提를 充足시켜 주는

(1) M. Friedman and W.W. Heller, *Monetary vs. Fiscal Policy, A Dialogue*, New York, 1969에 있어서의 Heller의 "Is Monetary Policy Being Oversold?"와 Friedman의 "Has Fiscal Policy Been Oversold?", 그리고 이에 대한 각각의 應酬는 그 象徴的인 例가 된 것이다.

(2) I. Fisher, *The Purchasing Power of Money*, 1st ed., New York, 1911, (rev. ed., 1922), reprinted ed., 1963, pp. 47-54.

경우에 한해서 制限的인 妥當性을 지닌다는 留保는 있으나, 實證的 檢證을 통해서 貨幣數量說을 經濟學의 別號이었던 「陰散한 科學」(dismal science)의 領域으로부터 亮明한 科學의 領域으로 이끌어 낸 契機를 통해서 附與하였다 할 것이다.

피셔의 通貨量-物價關係에 관한 機械論的 貨幣數量說에 이어 이를 貨幣需要의 側面으로부터 接近하여 새로운 展開를 試圖한 것이 케임브리지學派의 마샬이나 로잔느學派의 왈라스의 現金殘高數量說이다. 이의 先驅는 피셔로서 그의 主張은 便宜上 現代의 感覺에 의해서 變形되어 恒用되고 있는 그의 現金殘高方程式 $M=kPy$ 에 따라 說明하던, 比例常數인 마샬의 k 와 y 가 각각 一定하다고 假定하면 通貨量 M 와 一般物價水準 P 와의 사이에는 比例關係가 成立한다는 것이다.⁽³⁾

여기서 피셔는 貨幣量을 MV 라는 流量으로서 把握하고 케임브리지學派에 있어서는 이를 一時點에 있어서의 社會的 現金殘高라는 貯量으로서 把握하고 있는 데에 각각의 重要한 特徵이 있으며 특히 後者의 思考方式은 케인즈의 貨幣理論 構成에 커다란 影響을 미치고 있는데 兩者의 主張에는 異同의 兩側面이 모두 있으나 貨幣量과 物價水準의 比例關係를 共通의 基礎로 하는 貨幣數量說은 케인즈 以前의 通貨政策과 金融政策의 理論的 背景을 이룬 것은 否定할 수 없는 事實이다. 케인즈 以前의 여러 貨幣數量說에 대해서는 일층의 說明과 批判이 必要할 것이나 本題의 主要部分이 아니므로 序說的인 說明에 그치고 여기서는 그 이상의 敷衍을 割愛하기로 한다.

III. 케인즈의 傳統的 貨幣數量說로부터의 離反

1930年代의 世界大不況을 契機로 해서 露呈된 通貨金融政策의 無力性은, 貨幣量과 物價水準의 比例關係를 基礎로 하는 傳統的 貨幣數量說의 精彩를 잃게 했으며 所得·支出의 接近方法이 이에 代替하는 地位를 갖게 되었다.

케인즈는 貨幣量의 變動에 대한 有效需要의 彈性性 및 物價의 彈性性 그리고 雇傭量의 變動에 대한 產出量의 彈性性을 考慮함으로써 貨幣量과 物價水準과의 關係를 說明하려 하고 있다. 그는

$$\begin{aligned} e &= e_d - (1 - e_w) e_d \cdot e_e \cdot e_o \\ &= e_d (1 - e_e \cdot e_o + e_e \cdot e_o \cdot e_w) \end{aligned}$$

(3) A.C. Pigou, "The Value of Money," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 32, 1917-18; reprinted in *Readings in Monetary Theory*, ed. by American Economic Association, 1952, pp. 162-83.

의 關係를 「貨幣數量說에 대한 一般化된 說明」(a generalised statement of the Quantity Theory of Money)이라고 表現하고 있다. (4) 이 式에서 貨幣供給量의 變動에 대한 物價의 彈力性은 네 가지 要因 즉 마이너스要因으로서의 有效需要變動에 대한 雇傭의 彈力性 e_c 및 雇傭量의 變動에 대한 產出量의 彈力性 e_o 그리고 플러스要因으로서의 有效需要의 變動에 대한 貨幣賃金의 彈力性 e_w 및 貨幣量의 變動에 대한 有效需要의 彈力性 e_d 에 依存하고 있음을 나타내주고 있다. 여기서 「 e_d 는 각각의 狀況에 있어서의 貨幣需要를 決定하는 流動性要因을, e_w 는 雇傭增大에 따른 貨幣賃金의 上昇程度를 決定하는 勞動要因(좀더 嚴格히 말하자면 原費構成要因)을, e_c 와 e_o 는 既存生産設備에 대해서 適用되는 雇傭이 增加하는 경우에 있어서의 收穫遞減率을 決定하는 物理的 要因을 表示하고 있다. 만약 사람들이 所得을 貨幣로서 保有하려는 比率이 一定하다면 $e_d=1$ 이 되고, 貨幣賃金이 固定的이라면 $e_w=0$ 가 되며, 收穫이 不變이고 限界收穫과 平均收穫이 一致된다면 $e_c e_o=1$ 이 된다. 그리고 勞動이나 生産設備중 어느편이 完全雇傭에 到達되어 있으면 $e_c e_o=0$ 가 된다.」

따라서 $e_d=1$ 이고 $e_w=1$ 이거나, $e_d=1$, $e_w=0$ 이고 $e_c \cdot e_o=0$ 이거나, 혹은 $e_d=1$ 이고 $e_w=0$ 인 경우 $e=1$ 이 되어 貨幣數量說의 原理에 接近하게 된다고 보는 것이다. 貨幣數量說이 適用되기 위해서는, 貨幣量의 變動이 有效需要의 變動에 比例的인 作用($e_d=1$)을 하여야 한다는 大前提위에, 나아가 國民經濟가 完全雇傭狀態($e_c \cdot e_o=0$)에 到達되고 貨幣賃金이 有效需要의 變動에 대해서 比例的인 變動($e_w=1$)을 하여야만 된다는 것이다. 그런데 케인즈는 $e=1$ 이 되는 경우는 特殊한 경우에 한하는 것이며 一般的으로는 e 가 1이 될 수 없다고 본다. 現實的인 假定에 立脚해서 볼때 e_d 와 e_w 가 커지는 「通貨로부터의 逃避」(flight from the currency)의 경우를 除外하고는 e 는 原則적으로 1보다 작다고 一般化시키는 것이 安全하다고 附言하고 있다.

여기서 窺察할 수 있다시피 케인즈의 傳統的 貨幣數量說에 대한 批判의 起點은 무엇보다도 古典學派의 經濟理論에 있어서의 完全雇傭을 前提로 하고 있다는 點이다. 즉 市場은 항상 完全競爭狀態가 維持되고 있는 것으로 假定되고 있으며 需要曲線과 供給曲線이 交叉하는 點에서 均衡價格이 成立되고 여기서 完全利用 내지 完全雇傭이 確保된다고 본다. 完全雇傭下에서는 貨幣供給의 增大은 必然的으로 價格上昇을 招來하고 反對로 貨幣供給이 減少하는 경우에는 完全雇傭은 確保되면서 物價의 下落을 招來한다고 보는 것이 傳統的 貨幣數量說의 結論이기도 하다.

(4) J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, 1936, pp. 305-6.

케인즈는 1930年代에 있어서의 失業과 遊休設備의 增大狀況을 有効需要의 不足과 貨幣貨金 및 物價의 下方硬直性에 의해서 說明하였는데 失業 및 遊休設備가 大量的으로 存在하는 狀況 밑에서는 通貨量의 供給이 增加한다고 해서 바로 物價를 上昇시키는 結果를 招來하지는 않으며 利子率 역시 最低水準으로 下落하여 그 이상 下落함으로써 投資誘因을 造成해 줄 것은 期待되지 않는다. 이 때 貨幣供給의 增加는, 流動性選好의 增大와 貨幣의 流通速度의 減少 즉 마샬의 k 의 增大에 의해서 物價나 貨幣所得에는 커다란 影響을 미치지 않게 된다. 이것이 바로 「流動性的 陷井」(liquidity trap)에 의한 傳統的 貨幣數量說에 대한 批判이다.

케인즈는, 大不況期에는 貨幣의 流通速度는 極端的으로 減退되고 通貨의 增發만에 의해서는 將來에 대한 悲觀的 豫想에 基因하는 投資減少를 克服하고 景氣回復을 刺戟할 수는 없다고 보았다. 케인즈는 이러한 不況의 昏迷相을 流動性選好에 따른 貨幣需要에 의한 接近에 의해서 說明하려 하였다. 大不況下에서 將來에 대한 悲觀的 豫想에 의해서 資産을 流動性이 높은 貨幣形態로써 保有하려는 性向이 高潮되기 때문에 利子率이 下落함에 따라서 投機的 動機에 의한 貨幣需要는 增大一路에 놓이게 되었다. 더구나 大不況下에서는 현재 우리가 經驗하고 있는 스테그플레이션과 같은 現象은 存在하지 않았기 때문에 貨幣의 價値下落에 대한 不安感은 完全히 排除되었으므로 더욱 그러한 傾向은 增大하였다.

이와 같이 貨幣의 流通速度의 減退 내지 마샬의 k 의 膨大現象이 持續되는 狀況 밑에서 貨幣의 流通速度의 安全性이 喪失됨으로써 傳統的 貨幣數量說의 基本前提가 崩壞되었고 이러한 階梯에 케인즈의 流動性選好說은 傳統的 貨幣數量說 批判의 最高的 理論武器로서 登場함으로써 傳統的 貨幣數量說의 理論的 實證의 基礎를 顛覆시켰다. 그러한 意味에서 流動性選好說은 또한 케인즈革命의 貨幣의 側面을 擔當하기도 한 셈이다. 이와 같이 理論的 側面에 있어서는 傳統的 貨幣數量說이 貨幣의 流通速度가 그 安全性을 喪失함으로써 케인즈理論에 의해서 否定되었고, 또한 政策的 側面에 있어서도 貨幣의 流通速度가 그와 같이 伸縮的 變數로 變質됨으로써 通貨量의 調節에 의해서 有効需要調節 나아가 景氣調節을 圖謀하는 通貨·金融政策의 有效性이 否定되고 有効需要造出策으로써 政府에 의한 財政政策의 重要性이 提起되게 되었다.

IV. 프리드만에 의한 貨幣數量說로의 還歸

——新貨幣數量說의 提起——

一世를 風靡했던 케인즈理論에 대해서는 그 革命性에 대한 反革命的인 氣運이 造成되기

시작했으며, 특히 第2次 世界大戰 이후 慢性的인 인플레이션이 進行되면서 反인플레이션 對策으로서, 貨幣의 重要性에 대한 認識과 通貨·金融政策의 有効性에 대한 再評價가 이루어지게 되었다. 즉 케인즈의 「流動性的 陷穽」으로부터의 脫出의 試圖가 當世의 有數한 經濟學者들에 의해서 이루어졌으며, 이것이 새로운 貨幣數量說의 展開를 誘導하게 된 基點인契機가 되었다 해도 過言이 아닐 것이다.

이러한 意味에서 피셔의 實證經濟學(positive economics)의 態度에 立脚한 프리드만의 貨幣要因分析은 가장 特出한 새로운 貨幣數量說 展開의 例라 할 것이다.⁽⁵⁾ 물론 케인즈의 「流動性的 陷穽」으로부터의 脫出을 試圖한 例로서는 A.C. 피구가 主張한 피구効果(Pigou effect)의 思考를 더욱 發展시킨 實質殘高效果(real balance effect)의 導入에 의해서 微視的 一般均衡의 體系위에 巨視的 均衡體系를 構築함으로써 現金殘高數量說과 流動性選好說을 折衷시키려는 一般化努力을 갖춘 돈 파틴킨과 같은 경우를 들 수가 있다.⁽⁶⁾ 그런데 파틴킨의 이와 같은 試圖는 케임브리지學派의 現金殘高數量說이나 케인즈學派의 流動性選好說과 마찬가지로 實證的 研究가 아닌 純粹한 理論的 接近이라는 點에서는 共通의 特徵을 지니고 있다. 1960年代 이후의 經濟學界 또는 政策立案者들에게 貨幣的 要因에 대한 重要性을 決定的으로 喚起시킨 것은, 케인즈學派의 經濟分析에 대한 所得-支出的 接近에 滿足하지 않고 貨幣數量的 接近으로 還歸한 프리드만을 爲始한 시카고學派의 業績에 의한 것으로 評價되어야 할 것이다. 그들은 單純히 通貨量만이 아니라 一般的으로 貨幣的 要因을 重要視하는 新貨幣數量說(neo-monetarism)을 展開함에 이른 것이다.

V. 프리드만의 通貨量概念

우선 프리드만에 있어서는 貨幣를 信用이나 所得으로서 보기는 交換手段 그리고 하나의 資産으로서 把握하는 데에 그 特徵이 있다 할 것이다.⁽⁷⁾ 그가 貨幣需要函數를 論議하는데 있어서 貨幣란 바로 이러한 意味에 있어서의 貨幣를 指稱하고 있다. 그리고 通貨量의 概

(5) 프리드만의 實證的 研究은 M. Friedman & A.J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, 1963 그리고 같은 共著者의 *Monetary Statistics of the United States—Estimates, Sources, Methods*, New York and London, 1970에서 集大成되고 있다. 특히 前者는 貨幣論者들의 經典처럼 되어 있는 龐大한 研究로서 그 標題가 말해주듯 1867年에서 1960年에 이르는 거의 1世紀間에 걸친 美國의 貨幣經濟에 대한 長期分析으로서, 通貨量 物價 國民所得 등 諸經濟變數의 變動과 相關關係를 分析하고 貨幣的 要因이 景氣變動의 重要한 原因이 있음을 究明하고 있다.

(6) Don Patinkin, *Money, Interest, and Prices—An Integration of Monetary and Value Theory*, Evanston, 1955; 2nd ed., New York, 1965.

(7) Friedman & Schwartz, *Monetary Statistics*, pp. 104-26.

念으로서는 가장 狹義의 通貨量의 概念 M_1 (現金通貨+要求拂預金)에 대해서 基本的으로는 M_2 의 概念(M_1 +商業銀行定期預金)으로서 把握하고 있으며 그 概念規定은 또한 狀況에 따라서 伸縮的일 수 밖에 있다고 보고 있다. B. Hansen도 그의 최근의 論文에서, 프리드만과 D. Meiselman은 通貨量概念의 規定에 대한 許多한 試圖를 해보았으나 결국은 대체로 M_2 의 概念에 近似한 것으로 歸結되고 말았다고 結論을 내리고 있다⁽⁸⁾. 여기서 通貨量에 商業銀行定期預金을 包含시키는데 대해서 論議의 餘地가 있음을 理解하게 된다. 貨幣의 가장 重要한 機能을 交換手段과 支拂手段으로 보고 또한 貨幣가 流動性의 實體라는 性格에 비추어 볼 때 宜當 通貨量은 現金通貨와 要求拂預金에 限定되어야 할 것이다. 더구나 앞에서指摘한 바와 같이 프리드만은 貨幣를 交換手段으로서의 貨幣에 대해서 가장 큰 意義를 附與하고 있는데 비추어, 定期預金을 通貨量에 包含시키고 있는데 대해서는 더욱 奇異한 느낌을 준다. 그러면서도 프리드만과 그 流派에 속하는 研究者들이 通貨量에 商業銀行定期預金を 包含시키고 있는 것은 經濟狀況의 變動에 따라 要求拂預金과 定期預金이 頻繁하게 交互的으로 代替되고 있는 事實에 着眼한 것으로 理解된다.

프리드만의 貨幣數量說에 있어서도 다른 경우에 있어서와 마찬가지로 通貨量을 基本的變數로 把握하고 있다. 그리고 프리드만은 通貨量의 變動을 決定하는 세 가지 要因을 想定하고 있다. 우선 通貨供給量 M 은 現金通貨 C 와 商業銀行의 預金殘高 D 로써 形成된다. 그리고 특히 프리드만은 現金通貨(一般과 商業銀行의 保有現金)와 聯邦準備銀行에 대한 加盟商業銀行의 預金を high-powered money 라 指稱하고 있으며, high-powered money H 는 다시 一般保有의 現金通貨 즉 流通殘高 C 와 商業銀行保有의 現金準備(商業銀行保有現金과 聯邦準備銀行預金) R 로 나누어 보고 있다. 이 關係를 다음 諸式과 같이 表示하고 있다.⁽⁹⁾

$$\begin{aligned}
 M &= C + D, \\
 H &= C + R, \\
 \frac{M}{H} &= \frac{C+D}{C+R} = \frac{\frac{C}{D} + 1}{\frac{C}{D} + \frac{R}{D}} \\
 \therefore M &= H \cdot \frac{\frac{C}{D} + 1}{\frac{C}{D} + \frac{R}{D}}
 \end{aligned}$$

이는 다시 다음과 같이 고쳐 쓸 수도 있을 것이다.

(8) Bent Hansen, "On the Effects of Fiscal and Monetary Policy: A Taxonomic Discussion," *American Economic Review*, September 1973, p. 566.

(9) M. Friedman, *A Program for Monetary Stability*, New York, 1960, pp. 105-6.

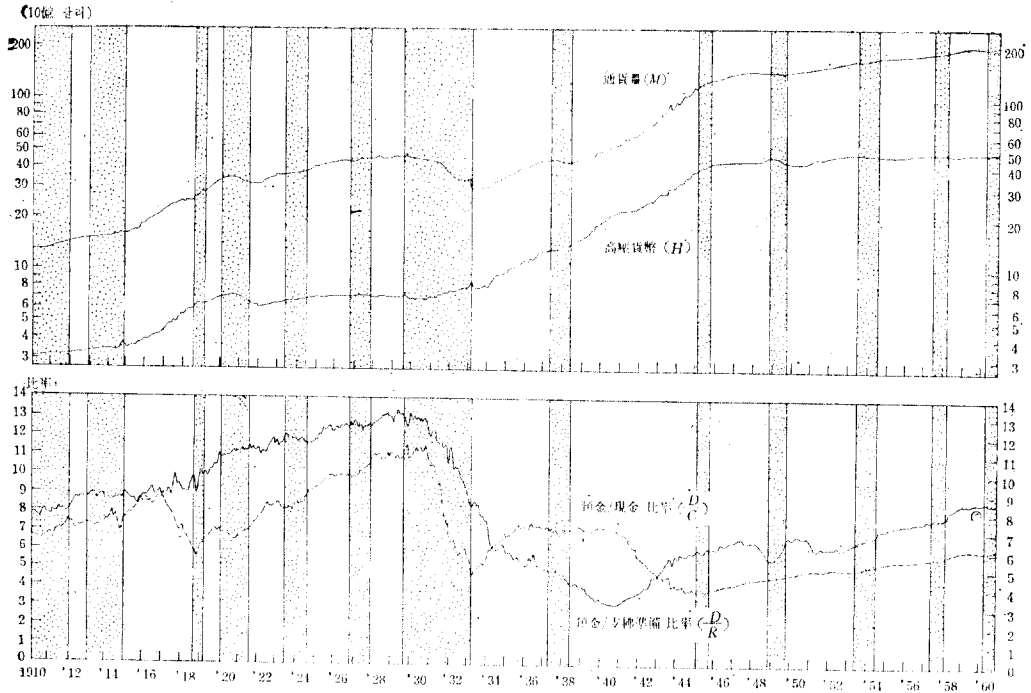
$$\frac{M}{H} = \frac{C+D}{C+R} = \frac{\frac{D}{R} \left(1 + \frac{D}{C}\right)}{\frac{D}{R} + \frac{D}{C}}$$

$$\therefore M = H \cdot \frac{1 + \frac{C}{D}}{1 + \frac{D}{C} / \frac{D}{R}}$$

여기서 프리드만은 high-powered money H , 預金通貨對現金通貨比率 $\frac{D}{C}$ 그리고 預金殘高對銀行現金準備比率 $\frac{D}{R}$ 을 通貨量變動 決定의 3要因으로 把握하고 있다. 즉 通貨供給量 M 은 H , $\frac{D}{C}$, $\frac{D}{R}$ 의 函數로 보고 있는 것이다.

이러한 通貨量變動要因分析은 通貨政策에 대한 接近方向에 대해서 커다란 示唆을 주고 있으며 특히 政策當局에 의해서 統制가 可能한 變數인 high-powered money 에 대해서 深甚한 關心을 表明하고 있다.

<그림 1>은 美國經濟史에 있어서, 通貨量變動要因으로서의 H , $\frac{D}{C}$ 그리고 $\frac{D}{R}$ 의 變動



<그림 1> 美國의 通貨量과 그 決定要因의 變動推移

註: 陰影部分은 景氣沈滯期, 非陰影部分은 景氣擴張期를 나타냄.
資料: Friedman & Schwartz, *Monetary History*, Chart 64에서 調整作成함.

態樣을 景氣變動過程과 關聯해서 表示하고 있다. 먼저 H 는 그 絕對量이나 通貨量에 대한 比率($\frac{H}{M}$)에 있어서 歷史的으로 增加趨勢를 繼續하고 있으며, 景氣上昇期에는 그 增加率 이 커지고 景氣沈滯 내지 不況期에는 그것이 減少하는 一般的 傾向을 나타내고 있음을 發見할 수가 있다. 다음에 $\frac{D}{C}$ 의 動向을 보면, 대체로 戰爭期和 不況期에는 急激한 減少傾向을 나타내고 있으며 이는 經濟的 不安定期에 있어서의 通貨나 金融制度의 公信력이 低下되고 預金通貨에 비해서 現金通貨에 대한 相對的 選好傾向이 커지고 있는 結果라고 判斷된다.

끝으로 $\frac{D}{R}$ 은 世界大恐慌期까지는 趨勢的인 上昇을 보여 오다가 그 이후에 急激한 減退를 보이며 1940年代 이후에 다시 漸次的인 上昇勢를 回復하고 있음을 發見하게 된다. 이는 世界大恐慌 특히 金融恐慌의 衝擊에 의한 通貨·金融秩序混亂의 深刻性을 說明해 주는 典型的인 例라 할 것이다. 프리드만은 앞서 指摘한 바와 같이 이들 3要因중에서 특히 通貨政策當局에 의한 強制統制가 可能的 變數인 high-powered money에 대해서 가장 큰 關心을 表明하고, high-powered money의 適正量의 供給은 바로 國民經濟의 安定과 適正成長을 위하여 決定的인 重要性을 갖는 것으로 보고 있다.⁽¹⁰⁾

VI. 프리드만의 貨幣需要函數

프리드만의 貨幣數量說은 其實 貨幣를 資産 내지 富의 一形態로 보는 케인즈的 流動性選好說의 影響을 크게 받고 있으며 貨幣理論을 資本理論 및 富의 理論으로서 把握하고 있다. 이러한 觀點에서 貨幣數量說은 결국 產出의 理論도 貨幣所得의 理論도 物價水準의 理論도 아닌 貨幣需要理論을 意味하는 것으로 보고 있는 것이다. 「貨幣는 窮極的 富의 所有單位에 대해서는 一種의 資産이고 富를 保有하는 한 方法이 된다. 그리고 그것은 生産企業에 대해서는 資本財이며 企業이 販賣하는 生産物을 產出하는 餘他的 生産用役과 結合되는 生産用役의 源泉이기도 하다. 이와 같이 貨幣需要理論은 資本理論의 한 特殊問題이다.」⁽¹¹⁾ 이와 같이 프리드만은 貨幣需要單位를 窮極的 富의 所有單位와 生産의 企業으로 보고 貨幣需要理論을 하나의 資本理論으로서의 位置로 定立하고 있다.

먼저 프리드만은 窮極的 富의 所有單位의 貨幣需要 要因은 各種形態로 保有되는 富의 總額, 어떠한 形態 또는 代替的 形態의 富의 價格과 收益 그리고 富의 保有單位의 嗜好와 選

(10) Fridman & Schwartz, *Monetary History*, pp. 684-6.

(11) M. Friedman, "The Quantity Theory of Money: A Restatement," *Studies in the Quantity Theory of Money*, ed. by M. Friedman, Chicago, 1956; reprinted in *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago, 1969, p. 52.

好등이라고 보고 있다. 그리고 富의 所有形態로서는, 固定的 名目單位로서 負債의 支拂을 위해서 一般的으로 受領되는 請求權 또는 商品單位로 認定되는 貨幣, 名目單位로서 固定된 一定期間의 支拂에 대한 請求權으로 認定되는 債券, 企業收益의 一定比率의 配當에 대한 請求權으로서 認定되는 資本所有分, 物的 非人的 財貨 그리고 人的 資本을 들고 있다. 이와 같은 窮極의 富의 所有單位的 貨幣需要 3要因과 富의 5個保有形態와의 關聯 밑에서 다음과 같은 貨幣需要函數를 導出하고 있다. (12)

$$M=f\left(P, r_b - \frac{1}{r_b} \frac{dr_b}{dt}, r_c + \frac{1}{P} \frac{dP}{dt} - \frac{1}{r_c} \frac{dr_c}{dt}, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}; w; \frac{Y}{r}; u\right) \dots (1)$$

여기서 M 은 通貨量, P 는 物價水準, r_b 는 債券의 收益率, r_c 는 株式配當率, t 는 時點, w 는 人的資本과 非人的 資本의 比率(또는 人的 資本에 의해서 產出된 所得과 非人的 資本에 의해서 產出된 所得과의 比率), Y 는 所得, r 은 利子率, u 는 貨幣用役의 效用에 대해서 作用하는 所得 以外的의 諸變數 즉 富의 所有單位的 嗜好와 選好에 대해서 作用하는 諸變數를 意味한다. 특히 $\frac{Y}{r}$ 에 관해서는, 富를 모든 所得의 源泉으로 보고 貯量인 富(W)와 流量인 所得을 利子率에 의해서 連結시켜 $W = \frac{Y}{r}$ 로서 表示하고 있다. (13) 프리드만은 (1)式의 貨幣需要函數를 더욱 單純化시키려 試圖하고 있다. 세 개의 利子率 r, r_b, r_c 에 대해서는 r 은 r_b, r_c 와 더불어 關聯的으로 變動하는 것인만큼 r 을 獨立的으로 表示하는 意義를 크게 評價하지 않고 이를 消去하여 r_b, r_c 만으로써 表示한다. 그리고 $\frac{Y}{r}$ 도 Y 를 窮極의 富의 所有單位가 貨幣 이외의 다른 富의 形態에 대해서 發生하는 所得으로 看做 單純化하여 $\frac{Y}{r}$ 를 Y 로 代置한다. 그리고 (1)式은 P 와 Y 에 관해서 1次同次函數로 看做되어야 한다고 본다. 이와 같은 單純化를 통해서 (1)式은 다음과 같이 고쳐 表示된다.

$$f\left(\lambda P, r_b, r_c, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}; w; \lambda Y; u\right) = \lambda f\left(P, r_b, r_c, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}; w; Y; u\right) \dots (2)$$

이 函數의 性格에 비추어 이를 다시 두 개의 選擇的이고 互斥인 平凡한 式으로 고쳐 쓸 수 있다. $\lambda = \frac{1}{P}$ 로 하면 (1)式은 다음과 같이 된다.

$$\frac{M}{P} = f\left(r_b, r_c, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}; w; \frac{Y}{P}; u\right) \dots (3)$$

이 式은 名目的 貨幣價値에 대해서는 獨立的인 諸「實質」變數의 函數로서의 實質殘高需要 (the demand for real balances)를 나타낸다. 다시 $\lambda = \frac{1}{Y}$ 로 하면 (1)式은 다음과 같이 된다.

(12) 誘導過程 및 處理過程에 대해서는 Friedman, *ibid.*, pp. 53-8 參照.

(13) *Ibid.*, p. 53.

$$\frac{M}{Y} = f\left(r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, w, \frac{P}{Y}, u\right) = 1/v\left(r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, w, \frac{Y}{P}, u\right) \dots (4)$$

혹은

$$Y = v\left(r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, w, \frac{Y}{P}, u\right) M \dots \dots \dots (5)$$

여기서 v 는 所得流通速度이며, (4)式의 右邊은 바로 마샬의 k 를 나타내고 있고 (6)式은 一般的인 貨幣數量說의 式으로 歸結되고 있음을 發見할 수 있다.

以上에서 窮極的 富의 所有單位의 貨幣需要에 관해서 프리드만의 所論을 整理해 보았는데 다음은 生産的 企業의 貨幣需要에 관해서 考察해 보기로 한다. 企業이 經營을 위해서 必要로 하는 貨幣額은 生産用役의 費用, 代替的 生産用役의 費用 그리고 生産用役에 의해서 產出된 價値生産物에 依存하는 것으로 본다. 첫째의 貨幣生産用役의 費用에 관해서 말하자면 이는 資本調達費用을 基準으로 하는 調達方法의 選擇의 問題인바, 이에 대해서는 (1)式에 導入되었던 $r_b, r_e, \left(\frac{1}{P}\right) \left(\frac{dP}{dt}\right)$ 등 諸變數가 그대로 適用될 수가 있다. 둘째의 貨幣代替的 生産用役의 費用의 問題는 各種 手段과 制度에 의한 貨幣保有에 대한 節約努力 등과 關聯되는 問題라고 본다. 세째의 貨幣生産用役에 의한 價値生産物의 問題는 生産條件과 關聯하는 問題로 보며 u 를 窮極的 富의 所有單位에만 關聯되는 變數가 아니라 生産의 技術的 條件과도 關聯되는 包括的인 變數로 보고자 한다. 그리고 產出單位當 貨幣需要額이 적어지면 總貨幣需要額은 總產出額 Y 에 比例한다고 본다. 그리고 企業의 貨幣需要와 關聯해서, 傳統的으로 頻繁하게 論議되는 去來量은 經濟의 均衡化過程에 있어서의 結果이며 그것을 하나의 變數로 取扱하여 函數에 導入할 必要는 없는 것으로 본다. 또한 역시 傳統的으로 論議되어 오고 있는 바, 貨幣의 流通速度에 影響을 준다는 制度的 諸條件 (*institutional conditions*)은 貨幣殘高의 變動에 의해서 左右되는 從屬的인 要因으로 보고 있다. 企業의 貨幣需要를 考察한 結果 이 경우 역시 窮極的 富의 所有單位의 貨幣需要를 나타내는 (1)式에 있어서의 變數를 同一하게 包含하는 函數로서 把握되며 基本的으로는 (3), (4), (5)式 역시 兩者에 同一하게 適用될 수 있음을 理解하게 된다.

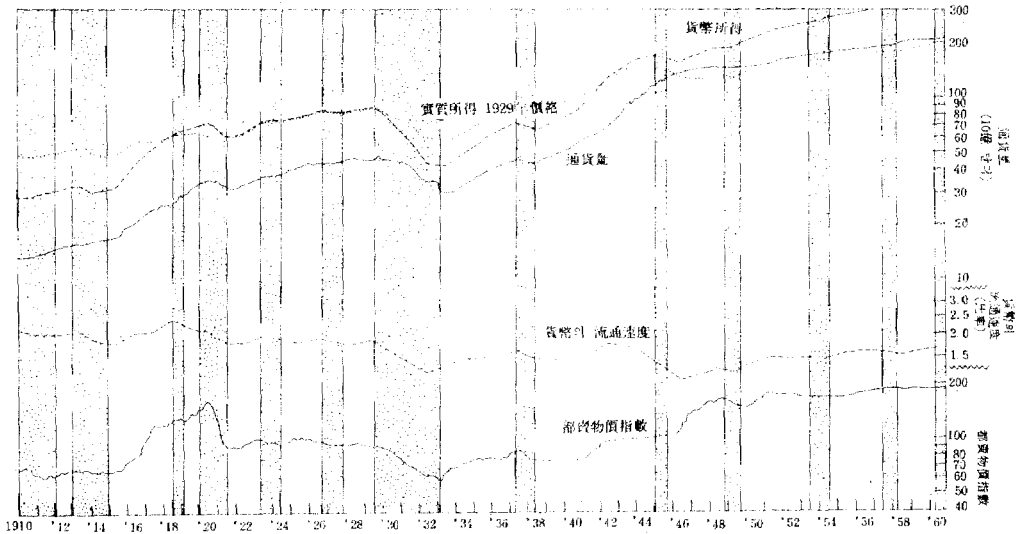
VII. 貨幣需要函數의 安定性問題

——貨幣의 流通速度函數의 安定性을 中心으로——

위에서 貨幣需要에 관해서 이를 窮極的 富의 所有單位와 生産的 企業과의 兩側面으로부터 接近하여 이를 概括 說明하였다. 그런데 프리드만 내지 新貨幣數量說에 있어서는 케인

즈나 케인즈學派가 消費函數의 安定性을 武器로서 使用한 것 처럼 貨幣需要函數의 安定性
 즉 貨幣需要量과 諸變數와의 函數關係의 安定性의 保證問題가 무엇보다도 重要한 意義를
 갖는 것이라 할 것이다. (14) 여기서는 貨幣의 流通速度函數의 安定性을 中心으로 이 問題에
 관한 實證的 檢證을 해보고자 한다.

貨幣의 流通速度가 A.C. 피구를 爲始한 傳統的인 貨幣數量說에서 想定한 것처럼 一定하
 라는 것은 만드지 貨幣의 流通速度函數가 安定的임을 意味하지는 않는다. 同函數가 安定的
 이기 위해서는 비록 貨幣의 流通速度 自體는 安定的이지 않을지라도 貨幣의 流通速度의 變
 動樣式이 安定的이어야 할 것이다. <그림 2>에서 觀察하면, 貨幣의 流通速度는 趨勢的으로
 微減하고 있으며 好況期에는 加速되거나 減速傾向이 鈍化되고 不況期에는 대체로 減速傾向
 이 일층 促進되고 있다. (15) <그림 3>은 특히 1次大戰 후의 大不況期과 2次大戰 中에 貨幣의
 流通速度가 顯著하게 減退하고 있는 事實을 對照的으로 나타내 주고 있다. 兩경우 모두 共
 通的으로 이와 같은 貨幣의 流通速度의 顯著한 減少에 대해서는 다시 高速의 回復過程이 繼
 起되고 있음을 發見하게 된다. (16) 여기서 景氣變動과 貨幣의 流通速度의 變動과의 사이에 --



〈그림 2〉 美國의 通貨量, 貨幣의 流通速度 및 都貨物價指數의 變動推移

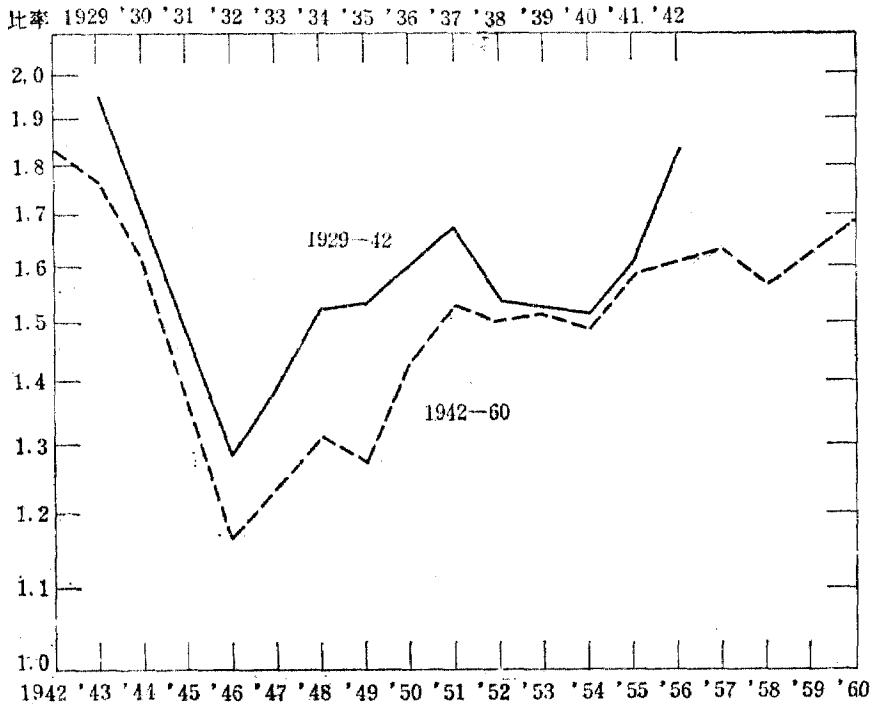
註: 陰影部分은 景氣沈滯期, 非陰影部分은 景氣擴張期을 나타냄.

資料: Friedman & Schwartz, *Monetary History*, Chart 62에서 調整作成함.

(14) H.G. Johnson, "The Keynesian Revolution and the Monetarist Counter-Revolution," *Further Essays in Monetary Economics*, Oxford, 1972, p. 62.

(15) Friedman & Schwartz, *Monetary History*, pp. 678-86.

(16) *Ibid.*, pp. 639-45.



〈그림 3〉 美國의 貨幣의 流通速度, 1929-42 및 1942-60

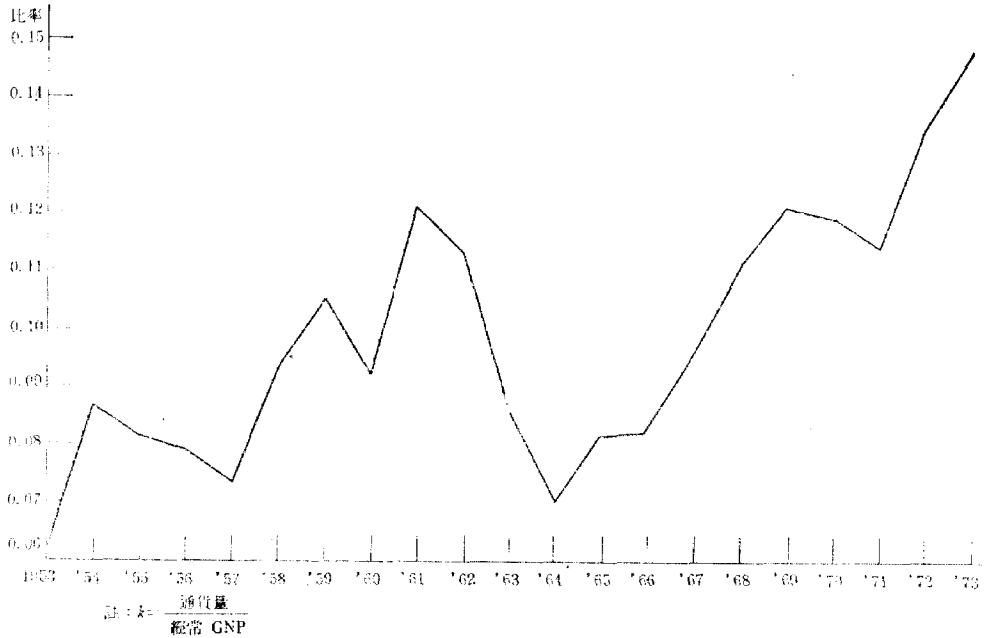
資料: Friedman & Schwartz, *Monetary History*, Chart 58을 譯轉載함.

聯의 法則의 傾向이 있음을 理解할 수가 있다. (17)

韓國의 경우에 있어서의 貨幣의 流通速度의 變動態樣을 보면 〈그림 4〉에서 보는 바와 같이 趨勢의으로는 減速傾向을 나타내 주고 있다. 이 圖表는 貨幣의 流通速度를 便宜上 마샬의 k 에 의해서 表示했으며, 마샬의 k 가 波動은 크나 趨勢의으로는 上昇傾向을 보이고 있어 貨幣의 流通速度는 減退傾向을 나타내고 있는 셈이 된다. 마샬의 k 의 上昇動向에 비추어 形式論理的으로만 說明한다면 經常GNP 成長率을 上廻하는 通貨量增加도 可하다는 說明이 될 수 있다. 그러나 마샬의 k 내지 貨幣의 流通速度가 通貨·金融政策의 唯一한 現實指標 일 수는 없고 실제로는 經濟政策一般의 性向, 産業의 與件, 諸國家政策의 構造 등과의 關聯 밑에서 通貨量問題가 考慮되는 것이 現實이다.

앞에서 指摘한 바와 같이 프리드만은 貨幣需要函數의 安定 즉 그가 實證的 研究를 통해서 얻은 結果인 貨幣流通速度와 景氣變動과의 變動態樣이 安定的이라는 事實에 基礎를 두

(17) P. Cagan, "Monetary Dynamics of Hyperinflation," in *Studies in the Quantity Theory of Money* (ed. by M. Friedman), 1956, pp. 25-117. 여기서 케인즈는 超인플레이션下에서 貨幣의 流通速度는 激動을 제도 貨幣需要函數關係는 安定的인 것으로 보고 있다.



<그림 4> 韓國의 「마살의 k」의變動推移

VIII. 結 語

—貨幣理論展開의 展望—

고⁽¹⁸⁾ 貨幣量의 變動이 物價水準에 미치는 影響에 대한 認識을 再喚起시키며 自由裁量的 貨幣政策을 否定하고 實質經濟成長率에 대한 一定比率의 通貨供給의 必要性을 力說하고 있다. ⁽¹⁹⁾ 이것이 대체로 프리드만 및 시카고學派의 新貨幣數量說의 核心的인 內容이 된 것이다. 프리드만은 金本位時代나 管理通貨時代를 莫論하고 長期的으로 通貨量과 物價水準사이에는 安定的인 相關關係가 存在하고 前者가 原因이 되고 後者가 結果가 되는 因果關係를 立證하려 하고 있다. 그런데 이와 같은 因果關係가 理論的 實證的으로 證明되었다 할지라도 그와 같은 原理를 基調로 하는 通貨·金融政策의 有効性은 價格機構의 伸縮性 如何에 의뢰

(18) 이러한 關係에 관한 實證的 研究은 前示한 Friedman & Schwartz의 *Monetary History*에 앞서 M. Friedman, "The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results", NBER Occasional Paper, No. 68, 1959가 있다.

서 制約될 것이다.

프리드만은 다시 通貨量의 變動이 物價나 貨幣所得뿐만 아니라 實質所得의 變動에 대해서도 影響을 미치는 것으로 擴張 說明하고 있다(〈그림 2〉參照). 만약 이와 같이 通貨量이 實質所得 내지 產出量에까지 作用하는 것이라면, 貨幣는 다른 生産要素와 마찬가지로 生産力 機能을 갖게 되는 것이며 單純한 交換手段이나 流動資産에서 生産要素의 한 形態로의 轉化가 일어나는 것으로 보아야 할 것이다. 實際로 1930年代의 大不況期에는 通貨量의 激減이 物價, 貨幣所得 그리고 實質所得을 아울러 減少시키는 要因으로서 作用한 것으로 解釋하고 있다. 따라서 國民經濟의 安定成長을 維持하기 위해서는 長期的으로 一定한 通貨量 增加率을 確保해 나가야 한다고 보는 것이다. 通貨量의 長期的 安定確保가 必要한 理由는, 단지 實長所得의 成長이나 物價安定을 위해서만이 아니라, 景氣政策으로 볼 때도 景氣變動을 狹幅으로 制止하기 위해서 通貨・金融面에서 緊縮과 緩和策이 지나치게 頻繁하게 適用되는 경우에는 通貨量을 變動的으로 變動시켜 政策效果波及過程에 있어서의 時差가⁽¹⁹⁾ 共同的으로 作用함으로써 景氣變動의 振幅을 더욱 擴大시킬 可能性에서도 찾아 볼 수가 있을 것이다.

이러한 新貨幣數量說은 포스트 케인즈안의 「流動性的 陷窰」에 의한 利子率政策의 限界와 投資의 利子非彈力性으로 말미암은 經濟에 대한 貨幣的 要因의 作用에 懷疑를 느끼고 貨幣政策의 重要性을 忽視한 데 대한 反動으로서 登場한 것이었다. 그러나 프리드만의 貨幣理論 특히 貨幣需要函數理論에 대해서는 다시 許多한 挑戰이 일어나고 있다. J. Tobin 등 네오 케인즈안이나 J.G. Gurley 및 E.S. Shaw 등에 의한 portfolio 理論등을 들 수가 있다. 前者는 케인즈의 流動性選好理論에 대한 擴張을 試圖한 것으로 貨幣需要理論을 資産需要의 一般의 理論으로 代置하고자 한 것이다.⁽²⁰⁾ J. 길레이 및 E. 쇼등은 經濟發展에 따른 金融構造의 高度化가 金融資産의 多樣化現象을 惹起시키고 있는데 着眼하여, 銀行의 信用創造機能과 아울러 非銀行金融機關의 債務創造機能도 統制對象이 되어야 한다고 보며 中央銀行에 의한 金融統制는 貨幣와 貨幣代替의인 金融資産에까지 이르러야 한다고 생각한다.⁽²¹⁾ 그리고 이들과 아울러 그 동단의 注目할만한 業績으로서는 金融政策의 效果를 利子率效果보다도 availability 나 流動性포지션에 대한 效果를 더욱 重視하는 立場에서는 R.V. Roosa 등의 availability doctrine을 들어야 할 것 같다.⁽²²⁾

(19) Friedman, *Program*, pp. 77-99.

(20) J. Tobin, "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk," *The Review of Economic Studies*, February 1958. 參照

(21) J.G. Gurley & E.S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, Washington, D.C., 1960. 參照

(22) 代表的인 것으로서 R.V. Roosa., "Interest Rates and the Central Bank," *Money, Trade and Economic Growth, Essays in Honour of John H. Williams*, New York, 1951, pp. 270-95.

특히 2次大戰 후의 通貨·金融政策에 대해서 가장 큰 影響과 論爭을 惹起시킨 것으로서 英國의 Radcliffe 報告⁽²³⁾와 美國의 CMC 報告⁽²⁴⁾를 들어야 할 것이다. 레드클리프報告는 一般流動性(general liquidity)의 概念을 提起하여 大規模의 準通貨나 政府證券등이 介在하는 今日的 通貨·金融政策은 通貨量만이 아니라 보다 廣義의 一般的 流動性을 統制해야 한다고 함으로써 傳統的인 貨幣供給論을 否定하고 있다. 이러한 主張은 길레이—쇼나 R.V. 로저가 그러한 思考의 背景을 이룬 것으로 理解된다. 레드클리프報告의 그와 같은 主張에 대해서 CMC 報告는 極 興味있는 對照를 이루고 있으며, 여기서는 貨幣供給量을 直接的 統制對象으로 해야 한다는 傳統的 主張을 다시 確認함으로써 monetarism의 새로운 復活提起라는 印象을 주고 있다. 新케인즈學派는 monetarist의 挑戰에 대해서 레드클리프報告를 擁護하는 立場에 서서 論陣을 펴고 있다. 한 例로서 N. Kaldor는 金利에 대한 貨幣需要彈性이 統計的으로 安定을 보이고 있는 것은 貨幣供給이 內生的 理由에 의해서 이루어지고 있기 때문이고, 또한 實質所得變動에 대해서 貨幣供給이 先行하고 있는 듯한 現象은 케인즈의 獨立的 支出의 所得效果에 時差가 隨伴하고 있기 때문일 公算이 크며 貨幣와 所得과의 因果關係를 統計的 分析만에 의해서 正確하게 立證된다는 保證은 없다고 보는 것이다.⁽²⁵⁾

以上 觀察한 바와 같이 通貨·金融理論에 있어서는 傳統的인 貨幣理論 내지 數量說에 대해서는 케인즈革命이, 그리고 이에 대해서는 다시 monetarism에 의한 反革命이, 그리고 또한 이에 대해서는 post-counter-revolution revolution이 繼起的으로 일어나 終熄없는 論爭이 繼續되고 있다.⁽²⁶⁾ 그러나 이와 같이 다른 分野에서 보기 드문 活潑한 理論的 琢磨의 過程을 통해서 理論의 일층의 精緻化 및 整序化가 이루어지고, 나아가 政策의 合理化 洗練化에도 크게 寄與해 나갈 것으로 確信한다.

(23) Committee on the Working of the Monetary System, *Report*, London, 1959.

(24) Commission on Money and Credit, *Money and Credit, Their Influence on Jobs, Prices, and Growth*, Englewood Cliffs, 1961.

(25) N. Kaldor, "The New Monetarism," *Lloyds Bank Review*, 7, 1970, p. 16.

(26) Johnson, *op. cit.*, p. 68.