

프리드만의 貨幣理論

林 元 澤*

<目 次>

- I. 序 論
- II. Friedman의 新貨幣數量說
- III. Fisher의 經濟變動論

I. 序 論

1. 「Habent sua fata libelli 책은 그 自體의 運命을 갖고 있다.」이 말은 R. Luxemburg의 著書『資本蓄積論再論』劈頭에 掲載되고 있는 말이다. 그런데 理論도 그 自體의 運命을 갖고 있다고 할 수 있다. 그러면 理論의 運命은 무엇에 의해서 決定된다고 할 수 있는가. 물론 그 理論의 現實에의 適用性如何에 따라서 決定된다고 할 수 있다. 바로 이 點에 있어 科學과 藝術의 差異點이 있다고 할 수 있다. Engels는 다음과 같은 말을 하고 있다. 「自由란 必然의 認識이다(die Freiheit ist die Einsicht in die Notwendigkeit). 自然法則으로부터의 獨立이라는 點에 自由가 있는 것이 아니고, 法則의 認識에 즉 法則과 같이 주어져 있다. 이 法則을 計劃적으로 一定의 目的을 위해서 作用시키는 可能性속에 自由는 있다.」⁽¹⁾ 이 Engels의 말이 옳다고 한다면 理論의 運命은 必然(法則)의 認識이 잘되고 있는가 또는 잘못되고 있는가에 따라서 決定된다고 할 수 있을 것이다.

2. Galbraith는 Friedman의 理論의 現實適用이 失敗했다는 것을 다음과 같이 말하고 있다. 「어떠한 어리석은 政府도 Friedman教授가 提示하고 있는 것과 같은 單純한 方法을 拒否할 만큼 어리석지는 않다. 그런데 그 方法이 잘 안되었으며 또 苦痛도 따르게 되었다는 것이 實際에 의해서 證明되고 있다. Friedman教授는 닉슨, 포드 大統領行政府에 대해서 影響力을 갖고 있었다. 포드大統領麾下의 사이먼스 財務長官과 그린스민 經濟諮問委員會委員長, 번즈 聯邦準備委員會議長은 1974~75年の 大인플레이션의 進行을 막기 위해서 貨幣政策을 採擇했었다. 그 結果 生産의 急激한 減退와 失業의 急激한 增加 즉 深刻한 景氣後退

* 本研究所 研究員, 서울大學校 經濟學科 教授

(1) F. Engels, *Anti-Dühring*, 1928, S. 112.

가 발생되었다. 그것은 大不況以來의 最惡의 不振이었다. 小企業은 엉망이 되었다. 그러나 사이먼스氏 그립스번氏 그리고 Friedman 教授는 何等 苦痛을 받지 않았다. 그러나 職場을 잃은 사람들에게는 苦痛이 대단했다. 포드氏도 그 가운데의 한 사람이었다. 그는 후버以來 再選되지 않았던 最初의 大統領이었다. 그를 失職하게 만든 것은 그의 經濟政策이었다. 그는 그의 顧問들의 經濟信仰의 犧牲物이라고 할 수 있다.»⁽²⁾ 그러면 Friedman의 理論은 一擲해 버려야 되는가. 本稿에서 筆者는 Friedman의 理論의 妥當性을 肯定的으로 再確立하는 것을 意圖하였다.

II. Friedman의 新貨幣數量說

3. 우리는, 『原版 세이의 法則과 케인즈版 세이의 法則』⁽³⁾에서, 「單純商品生産 $W-G-W'$ 에 있어서의 經濟變動」을 크게 3 個類型으로 整理해 놓은 바 있다. 즉, ① Walras의 法則이 適用되는 경우. 이 경우를 우리는 다시 또 2 個形態로 區分해 놓은 바 있다. ④ 「無制限의 貨幣流入」이 있을 경우에는 經濟變動의 樣態가 「均衡($t+1$ 期)→均衡($t+2$ 期)→均衡($t+3$ 期)」가 되고, ⑤ 「貨幣流出」이 있을 경우에는 그것은 原則적으로 「不均衡($t+1$ 期)→不均衡($t+2$ 期)→不均衡($t+3$ 期)」가 되는 데 대해서, ② 原版 Say의 法則이 適用되는 경우에는 經濟變動의 樣態가 原則적으로 「不均衡($t+1$ 期)→不均衡($t+2$ 期)→不均衡($t+3$ 期)」가 된다고.

다음에는 우리는 Friedman의 新貨幣數量說 즉 그의 所謂 「貨幣의 名目所得理論」이, 事實에 있어서, 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 있어서의 經濟變動에 관한 理論에 지나지 않으며 그것은 Walras의 法則이 適用되는 「特殊한 경우」 즉 「一定量의 貨幣流入」이 있을 경우의 經濟變動을 說明하는 理論이 된다는 것을 說明하고자 한다.

4. Friedman은 「3 個의 接近法」(three approaches)을 提示하고 있다. ① 「單純한 數量說」(the simple quantity theory) 또는 「物價의 理論」(the theory of prices), ② 「單純한 所得—支出理論」(the simple income-expenditure theory) 또는 「實質所得의 理論」(theory of real income), ③ 「數量說의 代替인 接近法」(alternative version of the quantity theory) 또는 「貨幣의 名目所得理論」(monetary theory of nominal income)等이다.⁽⁴⁾

(2) J.F. Galbraith and N. Salinger, *Almost Everyone's Guide to Economics*, 1978, p. 112.

(3) 『經濟論集』, 第XXIII卷 第3號, 1984年 9月 所載.

(4) M. Friedman, "A Theoretical Framework for Monetary Analysis," *Milton Friedman's Monetary Framework*, edited by R.J. Gordon, 1974, p. 31.

그런데 Friedman은 「單純化된 數量說」과 「單純化된 所得—支出理論」의 雙方을 「特殊한 케이스」로서 包含하고 있는 「高度의 單純化된 集計的 經濟모델」(a highly simplified aggregate models of an economy)을 다음과 같이 設定하고 있는 것을 볼 수 있다. (5)

$$\frac{C}{P} = f\left(\frac{Y}{P}, r\right) \quad (A)$$

$$\frac{I}{P} = g(r) \quad (B)$$

$$\frac{Y}{P} = \frac{C}{P} + \frac{I}{P} \quad \text{또는} \quad \frac{S}{P} = \frac{Y-C}{P} = \frac{I}{P} \quad (C)$$

$$M^D = P \cdot l\left(\frac{Y}{P}, r\right) \quad (D)$$

$$M^S = h(r) \quad (E)$$

$$M^D = M^S \quad (F)$$

이 6個의 方程式을 提示해 놓고, 그는 이 聯立方程式은 數量說의 支持者에 의해서도, 그리고 「所得·支出理論」의 支持者에 의해서도 다같이 認定될 수 있을 것이라고 말하고 있다. 그런데 앞으로 더 나아가 前에 이 6個의 聯立方程式에 관한 批判을 해 보기로 하자.

이 6個의 聯立方程式 가운데 (A) (B) (C)는 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P^m}{A} \dots P \dots W' - G'$ 에 있어 成立되는 데 대해서 (D)·(E)·(F)는 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 있어 成立되는 것이므로, 이 6個의 聯立方程式은 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P^m}{A} \dots P \dots W' - G'$ 과 單純商品生産 $W-G-W'$ 을 同一視乃至는 混同하는 誤謬를 범하고 있다는 것을 우선 指摘해 두어야 한다. 즉 Friedman의 理論의 「大前提」가 誤謬를 범하고 있다는 것이다.

5. 다음에 Friedman는, 上記 方程式은 6個이지만, 未知數는 C, I, Y, r, P, M^D, M^S 等 7個이며, 方程式이 하나 不足하다는 것을 上記 聯立方程式은 나타내고 있다고 말하고 있다. 그리하여 그는 이 「缺如된 方程式」(the missing equation)을 어떻게 補充시키느냐에 따라서 「單純한 數量說」 또는 「所得—支出理論」이 된다는 理論을 展開하고 있다.

즉 「單純한 數量說」은

$$\frac{Y}{P} = y = y_0$$

를 追加함으로써, 實質所得이 體系의 外部에서 決定된다는 것이다. (6) 즉 $\sum W_t - \sum G_t - \sum G'_{t+1} - \sum W'_{t+1}$ 에 있어 去來量이 t 期에 있어서나 $t+1$ 期에 있어서나 「同一」하다는 것이다.

(5) *Ibid.*, p. 29.

(6) *Ibid.*, p. 31.

한편 이에 대해서, 「單純한 所得—支出理論」은

$$\dot{P} = P_0$$

을 追加함으로써, 物價水準은 體系의 外部에서 決定된다고 하고 있다. (7) 이것은 무엇을 意味하고 있는가하면, 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P^m}{A} \dots P \dots W'-G'$ 에 있어 成立되는 Keynes의 所謂 有効需要 $C+I$ 는 流通過程 $W'-G'$ 에 있어 아무런 價格變動도 惹起시키지 않는다는 말이다.

이와 같이 上記 聯立方程式은 「上半身」(A)(B)(C)은 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P^m}{A} \dots P \dots W'-G'$ 에 관한 事項으로 되고 있는 데 대해서, 「下半身」(D)(E)(F)는 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 관한 事項으로 되고 있는 「矛盾의 結合體」라고 할 수 있다. 그러므로 「單純한 數量說」의 支持者에 의해서도 그리고 「單純한 所得—支出理論」의 支持者에 의해서도 다 같이 認定을 받을 수 있을 것이라는 Friedman의 말도 따라서 넌센스라고 하지 않을 수 없다고 생각한다.

그리고 또 한가지 Friedman의 上記 聯立方程式은 Samuelson의 $C+I+G=M \cdot V$ 의 發想과 一致된다는 것도 指摘해 두고자 한다. (8)

6. 그런데 Friedman은 장황스럽게 別려놓은 上記 6個의 聯立方程式가운데에서 「上半身」 즉 (A)(B)(C)로부터가 아니라, 「下半身」 즉 (D)(E)(F)로부터 그의 「第3의 接近法」(the third approach) 또는 「代替의인 모델」 또는 「貨幣的 名目所得理論」을 誘導해내고 있는 것을 볼 수 있다. 우선 그는 (D)로부터

$$M^D = Y \cdot l(r) \tag{D}'$$

을 誘導해내고 있다. (9)

그리고, 다음에 M^S 를 「外生的으로 決定된 貨幣供給」(exogenously determined supply of money) $M(t)$ 로 바꾸어 쓴 다음에 $M^D = M^S$ 에 의해서

$$Y(t) = \frac{M(t)}{l(r)} \tag{G}$$

또는

$$Y(t) = V(r) \cdot M(t) \tag{H}$$

을 誘導해내고 있다. 但, $V(r)$ 는 流通速度를 表示하고 있다는 것이다. (10) 이 方程式이야

(7) *Ibid.*, p. 32.

(8) P. Samuelson, *Economics*, 11 ed., p. 774.

(9) M. Friedman, "A Theoretical Framework," p. 38.

(10) *Ibid.*, p. 38.

말로 Friedman의 「貨幣的 名目所得理論」이 된다고 할 수 있다.

7. 그런데, 여기서 앞으로 나가기 前에, 暫時 그가, 『貨幣數量說·再說』에 있어, 展開해 놓은 그의 貨幣數量說과 (H)를 한번 比較해 보기로 하자. 『貨幣數量說·再說』에 있어서는 다음과 같은 形態의 貨幣數量說의 定式이 提示되고 있다. (11)

$$Y = V \left(r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, w, \frac{Y}{P}, u \right) \cdot M \quad (H)'$$

(H)와 (H)'을 比較해 보면 다음과 같이 될 것이다. ① V, 즉 流通速度가 (H)에 있어서는 r, 즉 利率만의 函數로 되고 있는 데 대해서, (H)'에 있어서는 r_b, 즉 市場債權收益率과 r_e, 즉 市場利率等 其他 變數의 函數로 되고 있다는 것이다. 그런데, 이러한 差異는 그다지 問題되지 않는다고 할 수 있다. ② 그리고, V, 즉 函數로서의 流通速度가 安定的이라는 것을 Friedman은 主張하고 있다. (H)'을 「完全한 所得決定모델」(“complete” model of income determination)로 만들기 위해서는, 貨幣需要가 V속에 있는 여러 變數에 대해서 「無限히 非彈力的이 되거나, 또는 그들 變數가 硬直的이고 固定的(rigid and fixed)이어야 된다」고 말하고 있다. (12) 즉, V가 安定的이 되어야 한다는 것이다. 이것은 (H)의 V에 있어서도 그대로 適用되는 말도 될 수 있을 것이다. ③ 『貨幣數量說·再說』에 있어서나 『貨幣分析의 理論的 構成』에 있어서나 「貨幣需要」가 크게 前面에 나타나고 있다. 그런데, Friedman에 있어서의 「貨幣需要」란 「貨幣 stock에 대한 需要」이며, 따라서 單純商品生産 $\sum W_t - \sum G_t - \sum G_{t+1} - \sum W_{t+1}$ 에 있어서의 「貨幣流出」을 意味하고 있는 것이다. 그런데, 「貨幣需要」에 관한 理論展開에 있어서도 Friedman은 單純商品生産 $W - G - W$ 과 資本主義的商品生産 $G - W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 을 混同하고 있는 것을 볼 수가 있다. 왜냐하면, Friedman은 「貨幣需要者」로서 單純商品生産 $W - G - W$ 에 있어 成立되는 「富保有者」(wealth holders)와 資本主義的商品生産 $G - W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 에 있어 成立되는 「企業」을 同一平面 위에서 取扱하고 있기 때문이다. (13) ④ 그런데, Friedman이 그렇게도 들먹거 리던 「貨幣需要」 M^D도 (D)' → (H)을 통해서 結局 「名目所得」 Y를 誘導해내기 위한 하나의 手段變數였었다는 것을 알 수가 있을 것이라고 생각한다. 그런데, 이것은 (H)'의 경우에 있어서도 適用되는 말이라고 할 수 있는데, 다만 (H)'의 경우에 있어서는, (H)의 경우에 있어서 보다 그 誘導節次가 鮮明하지 못하다는 것을 指摘하지 않을 수 없다고 생각한다. ⑤ 『貨幣數量說·再說』의 경우에 있어서는, 「貨幣供給」 M^S, 즉 $\sum W_t - \sum G_t - \sum G'_{t+1} - \sum W'_{t+1}$ 에 있어서

(11) M. Friedman, "The Quantity Theory of Money: A Restatement," *The Optimum Quantity of Money*, 1969, p. 58.

(12) *Ibid.*, p. 62.

(13) M. Friedman, "A Theoretical Framework.," p. 11.

의 「貨幣流入」은 「積極的」인 意味를 갖고 있지 않다는 印象을 받는다. 왜냐하면, 「단순히 名目的 貨幣供給은 固定되고 있거나, 보다 一般的으로 自動적으로 決定되는 것 (fixed or more generally automatically determined) 이라고 取扱될 수 있다」라고만 되어 있기 때문이다. ⁽¹⁴⁾ 한편, 『貨幣分析의 理論的 構成』에 있어서의 「貨幣供給」, M^s 즉 $\sum W_t - \sum G_t - \sum G'_{t+1} - \sum W'_{t+1}$ 에 있어서의 「貨幣流入」은 보다 「積極的인 意味」를 갖고 있다는 印象을 받는다. 왜냐하면, 前記한 바와 같이, 그것은 「外生的으로 決定」되는 것, 즉 「意圖된 一定量의 貨幣流入」이라고 할 수 있기 때문이다. 즉, 「自動的」보다 「外生的」이 더 「積極的인 意味」를 갖고 있다는 것이다. 여기서 우리는 (H)와 (H)'과의 差異點의 하나를 볼 수 있다고 생각한다.

8. 그런데 Friedman은 「單純한 數量說」도 「單純한 所得—支出理論」도 다음과 같은 「共通의 缺陷」을 갖고 있다고 말하고 있다. 「어떤 理論모델도, 名目所得의 變化가, 短期에 있어 物價의 變化와 生産量의 變化로 分割되는 比率을 決定하는 諸要素에 관해서는 전혀 言及을 하고 있지 않다. 하나의 理論은 名目所得의 變化는 全的으로 物價에 吸收된다고 主張하고, 또 하나의 理論은 名目所得의 變化는 生産量의 變化에 吸收된다고 主張하고 있다. 나의 見解에 의하면, 이것이 이들 2個의 接近法의 中心的인 共通의 缺陷 (the central common defect) 이라는 것이다.」⁽¹⁵⁾

그리하여 Friedman은 「第3의 接近法」을 이 「中心的인 共通의 缺陷」으로부터 救濟해내기 위해서 勞力을 하고 있다. 그리하여 그는 다음과 같은 말을 하고 있다. 「모든 모델에 共通된 缺陷을 없애기 위해서 꼭 必要한 것은 ㉠ 名目所得의 變化의 物價와 生産量으로의 短期的 分割 ㉡ 自律的變數의 變化에 대한 名目所得의 短期的調停, 그리고 ㉢ 이 短期的狀況으로부터 長期均衡으로의 移行을 說明할 수 있는 理論이다」⁽¹⁶⁾. 즉 그는 「名目所得의 變化와 物價와 生産量으로의 分割」(division of a change in nominal income between prices and output)을 理論化하려고 하고 있다. ⁽¹⁷⁾

그리하여 그는

$$Y = Py$$

부터

$$\frac{dP}{dt} = f \left[\frac{dY}{dt}, \left(\frac{dP}{dt} \right)^*, \left(\frac{dy}{dt} \right)^*, y, y^* \right] \quad (I)$$

(14) M. Friedman, "The Quantity Theory.," p. 61.

(15) M. Friedman, "A Theoretical Framework.," pp. 44~45.

(16) *Ibid.*, p. 48.

(17) *Ibid.*, p. 49.

$$\frac{dy}{dt} = g \left[\frac{dY}{dt}, \left(\frac{dP}{dt} \right)^*, \left(\frac{dy}{dt} \right)^*, y, y^* \right] \quad (J)$$

을 誘導해내고 있다. 但 變數에 붙혀진 星印은 豫想值를 表示하는 것이라고 하고 있다.

그리고 (I), (J)가 「特殊한 線形」이 될 때에는

$$\begin{aligned} \frac{d \log P}{dt} = & \left(\frac{d \log P}{dt} \right)^* + \alpha \left[\frac{d \log Y}{dt} - \left(\frac{d \log Y}{dt} \right)^* \right] \\ & + r [\log y - (\log y)^*] \end{aligned} \quad (K)$$

$$\begin{aligned} \frac{d \log y}{dt} = & \left(\frac{d \log y}{dt} \right)^* + (1-\alpha) \left[\frac{d \log y}{dt} - \left(\frac{d \log y}{dt} \right)^* \right] \\ & - r [\log y - (\log y)^*] \end{aligned} \quad (L)$$

이 成立될 수 있게 된다는 것이다. ⁽¹⁸⁾

그리하여 「單純한 數量說」은 (K) · (L)에 있어, $\alpha=1$, $r=\infty$ 의 경우에 있어 成立된다고 그는 말하고 있다. $\alpha=1$ 이라는 것은 名目所得의 어떤 變化도 物價가 吸收한다는 것을 意味하고 있으며, $r=\infty$ 라는 것은 $y=y^*$ 이 된다는 것을 意味하고 있다고 그는 말하고 있다. ⁽¹⁹⁾

9. 그리고 「單純한 所得—支出理論」에 관해서는 그는 다음과 같은 말을 하고 있는 것을 볼 수 있다. 「單純한 Keynes 派의 假定, 즉 所得의 變化는 失業이 存在하는 限 全的으로 生産量의 變化가 되며, 한번 完全雇傭이 成立되면, 全的으로 物價의 變化가 된다는 假定은, $y < y^*$ 의 경우에 成立되는 $[(d \log P)/(dt)]^* = 0$, $\alpha=r=0$ 로부터, $y \geq y^*$ 의 경우에 成立되는 $\alpha=1$, $r=\infty$ 이라는 數量說로의 特定化로 移行된다는 것에 의해서 說明될 수 있다.」⁽²⁰⁾

이리하여 「貨幣的 名目所得理論」은 다음과 같은 것이라고 說明되고 있다. 「名目所得의 上昇率이 어떠한 것이 되든, 그것은 (K), (L)에 의해서, 物價의 上昇(rise in prices)과 生産量의 上昇(rise in output)으로 分割될 수 있게 될 것이다. 만약 $\alpha < 1$ 이 되면, 生産量과 物價의 雙方이 上昇을 하게 될 것이다. 이들의 相對的 上昇率은 α 의 크기에 依存하게 된다.」⁽²¹⁾

이렇게 보면, Friedman의 「貨幣的 名目所得理論」은 外見上으로는 貨幣數量說과 Keynes의 有效需要의 原理를 그의 「特殊한 케이스」로서 包含하고 있는 一般理論이 된다고 할 수 있다.

10. 다음에는, Friedman의 「貨幣的 名目所得理論」에 대한 우리의 見解를 披瀝해 보기로 한다.

① 上記 6個의 聯立方程式 가운데에서 (D), (E), (F)로부터만 誘導되는 Friedman의

(18) *Ibid.*, p. 49.

(19) *Ibid.*, p. 50.

(20) *Ibid.*, p. 50.

(21) *Ibid.*, p. 59.

「貨幣的名目所得理論」이 資本主義의 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 에 있어 成立되는 것이 아니고, 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 있어 成立되는 經濟變動理論이라는 것이다. ② 다음에 Friedman의 「貨幣的名目所得理論」은 Walras의 法則이 適用되는 세계에서 「外生的으로 決定된 貨幣供給」이 있을 경우에, 즉 「一定量의 貨幣流入」이 存在할 경우에 成立되는 經濟變動理論이라는 것이다. 이 경우에는 原則적으로 「不均衡($t+1$ 期)→不均衡($t+2$ 期)→不均衡($t+3$ 期)」의 樣態의 經濟變動이 發生된다고 할 수 있다.

③ Friedman의 「貨幣的名目所得理論」 즉 新貨幣數量과 舊貨幣數量說 즉 Friedman의 所謂 「單純한 數量說」을 比較해 본다면 다음과 같이 될 것이다.

여기서 다시 한번 Fisher의 「交換方程式」

$$MV=PT$$

을 上程시켜 보기로 하자(211參照). 그런데 Fisher는 上記 「交換方程式」外에

$$MV+M'V'=PT$$

와 같은 「交換方程式」도 提示하고 있는 것을 볼 수 있다. (22) 여기서 M' 는 預金通貨, V' 는 그 流通速度를 表示하고 있다.

그런데 Fisher는 「預金通貨는 貨幣에 대해서 正常比例關係를 갖고 있다(deposit currency normally proportional to money)」고 말하고 있다. (23) 그리하여 預金通貨 M' 는 M 의 「倍數」(multiple)라고 하고 있다. (24) 그 理由로서, 銀行準備金이 銀行預金과 一定比率關係에 있다는 것과, 企業의 現金去來와 手票去來가 또한 一定比率關係를 가지고 있기 때문이라고 하고 있다.

그리고 그는 「貨幣量의 增加는 流通速度를 減少시키지 않는다.」(an increase of money does not decrease its velocity)라고 말하고 있다. (25)

이렇게 본다면

$$MV+M'V'=PT$$

는 結局

$$MV=PT$$

와 外見上 一致되는 것이라고 할 수 있다고 생각한다. 그리하여 舊貨幣數量說 즉 Friedman의 所謂 「單純한 數量說」, 즉 「貨幣量의 變化가 比例的인 物價의 變化를 가져 온다」는 理論

(22) I. Fisher, *Elementary Principles of Economics*, 1931, p. 179.

(23) *Ibid.*, p. 180.

(24) *Ibid.*, p. 180.

(25) *Ibid.*, p. 242.

이 成立될 수 있게 될 줄 안다(211 參照).

이렇게 본다면 Friedman의 「貨幣的 名目所得理論」과 Fisher의 「單純한 數量說」의 差異는 Friedman이 指適해 놓은 바와 같이, 前者가

$$M = \dot{P} + y$$

가 되는데 대해서, 後者는

$$M = \dot{P}$$

와 같이 된다고 할 수 있다. 그리하여 Friedman의 「貨幣的 名目所得理論」으로 부터는

$$\dot{P} = M - y$$

가 誘導될 수 있게 되며, 여기서 \dot{M} 가 「外生的」으로 適切하게 決定만 된다면 物價上昇을 抑制할 수 있다는 「積極的」인 政策的 含意도 誘導될 수 있게 된다고 할 수 있다.

11. ④ 그리고 또 한가지 Fisher의 貨幣數量說이나 Friedman의 「貨幣的 名目所得理論」이나, 둘 다 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 있어서만 成立되며, 그리고 또 둘 다 Walras의 法則이 適用되는 世界에 있어서만 즉 「貨幣流入」 또는 「貨幣流出」이 있을 경우, 즉 $\Delta M \equiv \sum G'_{t+1} - \sum G_t \geq 0$ 일 때에 있어서만, 成立된다는 것을 確認해 두기로 하자.

그리하여 原版 Say의 法則과 貨幣數量說은 一致된다고 하는 二分法(221·222·223參照)은 O. Lange가 指摘했는 바와 같이(224參照), 成立될 수 없게 된다고 할 수 있다. 왜냐하면 貨幣數量說, 즉 貨幣量의 變動에 따르는 貨幣價値(物價水準)變動에 관한 理論은 $\Delta M \equiv \sum G'_{t+1} - \sum G_t \equiv 0$ 에 있어서만 成立이 안되고 $\Delta M \equiv \sum G'_{t+1} - \sum G_t \geq 0$ 에 있어서만 成立되기 때문이다. 그러므로 $\Delta M \equiv \sum G'_{t+1} - \sum G_t \equiv 0$ 위에 立脚한 貨幣數量說은 틀렸다고 할 수 밖에 없게 된다. ⑤ Friedman은 「貨幣流入」은 「物價의 上昇」과 同時에 「去來量의 增加」도 가져온다고 했는데 ($\dot{M} = \dot{P} + y$) 이것은 옳지 못하다. 原則적으로 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 있어 「貨幣流入」은 「物價의 下落」과 「去來量의 增加」를 가져온다고 해야 될 것이다 (『原版세이의 法則과 케인즈版세이의 法則』 7.8). 「價格의 下落」이 「需要(去來量)의 增加」를 가져오게 하고, 따라서 또 「支出額의 增加」를 가져오게 한다고 經濟學教科書는 가르치고 있기 때문이다. ⑥ 그런데, Friedman의 理論의 「積極的」인 政策的 含意를 資本主義의 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 에 있어 適用시킬 경우에는 다음과 같이 되게 될 것이다.

$$\dot{P} = M - y$$

이란, 結局 「意圖된 一定量의 貨幣流入」, 즉 「意圖된 一定量의 貨幣供給」을 「生産量增加」와 비슷하게 「外生的」으로 決定하면 物價上昇은 抑制될 수 있다는 것이다. 바로 여기에 資本主義의 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 에 있어 適用되는 Friedman의 理論의 政策的 含

意가 있다고 생각한다. 그것은 물론 適用錯誤이다. 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 있어 成立되는 理論을 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W'-G'$ 에 適用시키려는 것은 重大錯誤라고 아니할 수 없다. 그것은 마치 원숭이(猿)에 있어 成立되는 것을 人間에게 適用시키고자 하는 것과 같다고 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 그 政策的 含意가 意義를 가질 수 있는 것은, 그 政策的 含意가 인플레이를 誘發했다고 斷罪된 Keynes의 經濟學에 대해서 하나의 好簡의 代替理論의 役割을 할 수 있다고 看做되고 있는 바로 그 點에 있다고 할 수 있다고 생각한다. 그러면 Friedman의 理論은 어떤 點에 있어 Keynes의 理論의 弱點을 찌르고 있다고 할 수 있을까, 그것은 바로 「財政政策에 대한 無視」라고 할 수 있다. 『貨幣分析의 理論의 構成』에는 다음과 같은 句節이 있는 것을 볼 수 있다. 「政府의 財政的 役割을 無視하는 것이 許容될 수 있다.」⁽²⁶⁾ 이것은, 바꾸어 말하면, 金融政策만이 唯一한 政策手段이 될 수 있게 된다는 것이다. Samuelson은 Keynes의 政策은 「赤字豫算의 인슐린 注射」(the insulin of budgetary deficits) 즉 財政政策과 「聯邦準備政策의 페니실린 注射」(the penicilin of Federal Reserve policy) 즉 金融政策의 2個로 構成되고 있다고 말하고 있는데,⁽²⁷⁾ Friedman의 理論의 政策的 含意는 이들 2個가운데에서, 「인슐린 注射」의 使用을 禁止하고 「페니실린 注射療法」만을 選擇한다는 말이 될 것이다. 그것이 바로 「外生的으로 決定된」 즉 「意圖된 一定量의 貨幣供給」이 「生産量의 增加」와 그 增加率이 비슷해야 한다는 理論의 政策的 含意에 다름이 없다. 이것은 또 「商品供給없는 投資」(investment without supply) 즉 財政投資를 避하고 「商品供給있는 投資」(investment with supply) 즉 金融投資를 選擇한다는 말도 될 수 있을 것이다. 그런데 이 政策은 30年代 物價가 暴落하고 在庫가 過多하던 時代에 있어서는 適用될 수가 없어도 (이 때에는 Keynes의 「인슐린 注射療法」이 效果的으로 適用될 수 있다.) 70年代 Keynes의 政策이 너무도 過度하게 適用됨으로써 인플레이를 誘發하고 있었던 時代에 있어서는 그런대로 Friedman의 金融政策이 存在理由를 가질 수도 있을 것이라고 생각한다.

12. ⑥ 그런데 Friedman의 理論의 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' \dots G'$ 에 있어서의 政策的 含意가 위에서 말한 바와 같다고 하더라도, Friedman의 理論을 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W'-G'$ 에 適用시킬 경우에는 역시 옳지 못하다는 것을 밝혀놓을 必要가 있다고 생각한다. 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W'-G'$ 에 있어서는, 뒤에서 보는 바와 같이, 價格 如何를 不問하고 一般的 過剩生産의 現象을 나타내는 것이 하나의 法則으로 되고 있다. 그리고 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W'-G'$ 에 있어,

(26) M. Friedman, "A Theoretical Framework.," p. 27.

(27) A. Levi, *Journey among the Economists*, 1973, p. 26.

Friedman의 理論을 適用시킬 때, 즉 「外生的으로 決定된」 즉 「意圖된 一定量」의 貨幣供給이 있다고 할 때, 우리는 그것을 「金融機關」으로부터의 貨幣資本의 借入으로 보아야 한다는 것을 말해두고자 한다. 따라서 이 경우에도, 즉 Friedman의 理論을 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 에 適用시킬 경우에도, 一般的 過剩生産에 의한 價格下落·生産量減少가 必然的으로 發生된다고 보아야 하며, 따라서 이 경우에도 物價上昇·生産性增加는 法則的으로 發生될 수가 없게끔 되고 있다는 것이다. 但 「金融機關」으로부터의 貨幣供給 대신에 社會的總資本의 回轉의 外部로부터의 赤字財政購買力이 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 에 있어서의 流通過程 $W' - G'$ 에 登場하는 경우에는 $M = P + y$ 가 成立되므로 價格上昇이 發生된다고 할 수 있다. 즉 赤字財政購買力에 의한 demand-full 인플레이션現象이 發生될 수 있다는 것이다. 이리하여 Friedman의 $M = P + y$ 의 理論이 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 에 있어 妥當性을 갖는 것은 資本回轉의 外部로부터의 赤字財政購買力이 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 에 있어서의 流通過程 $W' - G'$ 에 登場할 경우에 限한다고 할 수 있다. 그런데 Friedman의 理論의 경우, 즉 「金融機關」으로부터의 貨幣供給이 있을 경우에도, 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 에 있어서는 價格上昇·生産量增加의 現象은 發生되지 않고 도리어 一般的 過剩生産에 의한 價格下落·生産量減少의 現象이 나타난다고 볼 수 있으므로, Friedman의 理論을 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 에 適用시킬 경우에는 完全히 成立될 수 없다는 結論이 誘導되게 될 줄 안다. ⑦ A. Hansen은 다음과 같은 말을 하고 있는 것을 볼 수 있다. 「根本的으로 말하면 總需要의 問題에는 2個의 接近法이 있다. MV 接近法과 $I+C$ 接近法이 그것이다. 이 兩者의 差異는 極히 簡單하게 다음과 같이 表示할 수 있다. MV 接近法은 需要를 하나의 總量(demand as a global quantity)으로서 보고 獨立的으로 決定되는 構成成分의 總計로 보지 않는다는 것이다. ... $I+C$ 接近法은 大量的 固定資本——近代社會에 있어서는 資本의 存在量은 年生産量의 3배나 된다——을 使用하는 社會에 있어서는, 勞動을 直接(簡單한 道具의 도움을 받지만) 消費財生産에 適用하는 社會와는 根本的으로 다른 原理에 立脚해서 움직이고 있다는 事實을 強調한다. 資本主義社會에 있어서의 需要는 ㉔ 消費財 ㉕ 投資財라는 2個의 전혀 다른 生産物에 대해서 向해지게 된다.」⁽²⁸⁾ 하여튼 여기서 Hansen이, $I+C$ 接近法은 消費財生産과 投資財生産이 行해지고 있는 「資本主義社會」에 있어 成立되는데 대해서, MV 接近法은 이 以前의 形態의 社會에 있어 成立된다고 말하고 있는 것은, MV 接近

(28) A. Hansen, *A Guide to Keryves*, 1953, p. 26.

法이 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 있어 成立되는 데 대해서, $I+C$ 接近法은 資本主義의 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W'-G'$ 에 있어 成立된다는 것을 不完全한 形態로서 考證하고 있다고 볼 수 있다고 생각한다. 이러한 觀點에서 볼 때, Friedman이나 Fisher나 둘다 結局 MV 接近法에 立脚하고 있다고 볼 수가 있다고 생각한다.

⑧ Friedman은 「貨幣의 名目所得理論」이 Keynes의 有效需要의 原理도 包攝하고 있다고 생각하고 있는 模樣인데 이것도 옳지 못하다고 생각한다. 왜냐하면 「貨幣의 名目所得理論」은 「矛盾의 結合體」인 上記 6個의 聯立方程式 가운데에서 「下半身」 즉 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 있어서만 成立될 수 있는, 즉 MV 接近法의 $(G) \cdot (E) \cdot (F)$ 로부터만 誘導되고 있으며, 「上半身」 즉 資本主義의 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W'-G'$ 에 있어서만 成立되는 $(A) \cdot (B) \cdot (C)$ 즉 $I+C$ 接近法에 立脚하고 있는 Keynes의 有效需要의 原理와는 아무런 內的 聯關性도 갖고 있지 않기 때문이다. 여기서 Keynes의 理論과 Friedman의 理論을 類型的으로 區分해보면 다음과 같이 될 것이다. 즉 Keynes의 理論의 基本은 資本主義의 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W'-G'$ 에 있어 成立되는 Keynes版 Say의 法則에 對立되는 역시 資本主義의 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W'-G'$ 에 있어 成立되는 「有效需要의 原理」에 다름 없다고 할 수 있다. Keynes에 있어 「有效需要」란 資本主義의 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W'-G'$ 에 있어 成立되는 「貨幣資本=貨幣購買力=有效需要」 즉 $I+C$ 를 意味하고 있었다. 그런데 Friedman의 「貨幣의 名目所得理論」은, 上記한 바와 같이, 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 있어 成立되는 MV 理論에 다름이 없다. 따라서 Friedman의 책 어디를 찾아보아도 「有效需要」라는 概念이 나오지 않는 것을 볼 수 있다. 그리고 Keynes가 自己의 理論을 「有效需要의 原理」라고 불렀던 것을 Friedman은 「所得—支出理論」이라고 부르고 있다. Friedman이 가장 두려워했던 概念이 아마도 「有效需要」概念이 아니었던가 생각한다.

⑨ 그리고 Keynes는 有效需要의 價格에 미치는 效果 즉 「價格의 彈力性」 e_p' 와 有效需要의 生産量에 미치는 效果 즉 「生産量의 彈力性」 e_0 의 合計는 1이 된다고 하고 있다. (29)

$$e_p' + e_0 = 1$$

上記定式이 資本主義의 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W'-G'$ 에 있어 成立된다는 것은 말할 것도 없다. Keynes 對 Friedman의 對決은 $e_p' + e_0 = 1$ 對 $Y(t) = V \cdot M(t)$ 즉 $M = P + y$ 의 對決이라고도 볼 수 있다. 그런데 Friedman은 그의 책 어느 구석에서도 Keynes의 $e_p' + e_0 = 1$ 에 관한 言及을 전혀 하지 않고 있는 것을 볼 수 있다.

(29) J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, 1936, p. 284. 趙淳譯, 『雇傭·利子 및 貨幣의 一般理論』 286頁

⑩ 結局 Friedman의 新貨幣數量說은 Walras의 法則이 適用되는 「하나의 特殊한 케이스」로서의 즉 「一定量의 貨幣流入」을 前提로하는 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 있어서의 經濟變動理論이라는 것이 그 本質的 特色이라고 할 수 있다고 생각한다.

III. Fisher의 經濟變動理論

13. 우리는 Fisher의 $MV=PT$ 와 $MV+M'X'=PT$ 가 外見上 一致된다고 말한 바 있는데 (10 參照), 사실은 Fisher의 $MV+M'V'=PT$ 도 單純商品生産 $W-G-W'$ 과 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W'-G'$ 을 同一視 乃至는 混同하고 있다는 것을 이제야 말할 段階에 도달했다고 생각한다. 왜냐하면 $M'V'$ 는 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W'-G'$ 에 있어 成立되는 貨幣資本 $G-G'$ 를 表示하고 있기 때문이다.

14. 그런데 Fisher는 $MV+M'V'=PT$ 에 立脚해서 그의 經濟變動理論을 다음과 같이 展開하고 있는 것을 볼 수 있다.

그는 우선 「變動期間」(a period of transition)이라는 概念을 登場시키고 있다. 그에 의하면 「變動期間」이란, 「交換方程式에 包含되고 있는 6個의 變數가 變動을 일으켜서 그 變動效果가 作用을 다해서 均衡에 이르는 期間(the interval of time)을 意味하고 있다」는 것이다.³⁰⁾

그에 의하면 經濟變動은 ① 「物價上昇」(prices rise)으로부터 시작된다는 것이다. 그에 의하면 物價上昇의 理由는 여러가지 있을 수 있지만, 그는 特히 貨幣量 M 의 增加를 들고 있다. ② 다음에는 物價가 上昇하면 企業者들은 (費用은 上昇되지 않으므로) 「高利潤」(much greater profit)을 獲得하게 된다는 것이다. ③ 高利潤에 鼓舞된 「企業者債務者」(enterpriser-borrowers)들은 그의 「債務를 擴大시키게 된다」(expand their loans)는 것이다. ④ 그러면 또 預金通貨 M' 가 貨幣 M 에 대해서 相對的으로 擴張된다는 것이다. ⑤ 이 M' 의 擴張으로 物價는 계속 上昇하게 된다」(prices continue to rise)는 것이다. 그리하여 「物價上昇은 物價上昇을 發生시키고, 企業者들의 利潤이 더욱 더 커지는 동안 物價上昇은 繼續된다」고 Fisher는 말하고 있다. 이 過程이 Fisher의 經濟變動理論에 있어서의 所謂 「好況」期間이라고 할 수 있다고 생각한다. 즉 「好況」期間은 「物價上昇이 繼續된 物價上昇을 發生시키는 過程(a rise of prices generates a further rise)」이라고 할 수 있다.⁽³¹⁾

(30) I. Fisher, *op. cit.*, p. 184.

(31) *Ibid.*, p. 187.

15. 다음에 Fisher는 「恐慌」을 이렇게 說明하고 있다. ① 物價上昇은 「企業者債務者」에게는 좋지만, 債權者·俸給生活者·勞動者 等에게는 좋지 않은 現象이 된다는 것이다. 왜냐하면 「物價上昇만큼 收入增加를 確保할 수가 없기 때문」(paying higher prices, but not getting proportionally higher incomes)이라는 것이다. ② 그리하여 資金供給도 無制限 繼續될 수 없게 되고 「貸付를 얻기가 점점 어려워지게 된다」(make loans harder to get)는 것이다. ③ 그렇게 되면 銀行도 準備金에 對應해서 「貸出을 忌避하게」(refuse loans)되며, ④ 「企業者債務者」는 高利潤을 確保할 展望이 없어지게 되므로 「貸付는 擴張中止」(loans cease to expand)를 하게 된다는 것이다. ⑤ 그렇게 되면 新貸付를 만들 수 없는 企業은 舊負債를 償還하지 못하게 되고 따라서 「償還不能이 되고 만다」(become insolvent)는 것이다. ⑥ 銀行으로부터 많은 借入을 한 企業의 償還不能은 債權者들에게 銀行이 그들의 預金을 返還할 수 없지 않을까 하는 疑懼心을 갖게 만들고, 債權者들은 「銀行으로 몰려가서」(runs on the banks) 預金を 引出하게 된다는 것이다. ⑦ 結局 準備金不足으로 銀行은 貸付를 抑制하게 된다는 것이다. ⑧ 그리하여 企業은 破産하고 借入金에 대한 需要는 減少된다는 것이다. 「가장 必要할 때의 現金不足」(a lack of cash when it is most needed)에 의해서 觸發되는 「物價上昇運動의 反轉」(culmination of an upward price movement)이 바로 「恐慌」이라고 Fisher는 말하고 있다. (32)

16. 다음에, 「不況」過程을 Fisher는 다음과 같이 說明하고 있다. ① 銀行貸付는 적어지고, 預金通貨 M' 도 減少된다는 것이다. ② 「預金通貨 M' 의 減少」(contraction of deposit currency)는 「物價를 下落시킨다」(prices fall)는 것이다. ③ 그리하여, 「低價格」(lower prices), 「低利潤」(lower profits) 現象이 發生된다는 것이다. ④ 그렇게 되면, 「企業者債務者」는 借入을 減少하게 된다고 하고 있다. ⑤ 그것은 또 預金通貨 M' 의 貨幣 M 에 대한 比率도 縮小시킨다고 말하고 있다. ⑥ 이리하여, 預金通貨 M' 의 減少는 계속 物價下落을 가져오게 만든다는 것이다. 즉, 「物價下落이 繼續인 物價下落을 發生시키는 過程」(a fall of prices generates a further fall of prices)이 바로 「不況」過程이라고 그는 말하고 있다. (33)

이리하여, Fisher에 의하면, 經濟變動이란 「物價의 上昇·反轉·下落·再上昇」(the rise, culmination, fall, and recovery of prices)의 過程이 된다고 말하고 있다. 그리하여, 그에 의하면, 經濟變動은 「價格變動」(price cycles)이 된다는 것이다. (34) 그런데, Fisher에 의하면, 價格變動을 誘發하는 起動力이 되는 것은 預金通貨 M' 의 增減이므로, 그는 또 經濟變

(32) *Ibid.*, pp. 188-189.

(33) *Ibid.*, p. 189.

(34) *Ibid.*, p. 191.

動은 「信用變動」(credit cycle)도 된다고 말하고 있다. (35)

17. 그러면, 우리는 Fisher의 經濟變動理論을 어떻게 理解하여야 되는가 하는 問題에 直面하게 된다. 우선 우리는 Fisher가 預金通貨 M' 의 增減運動과 物價 P 의 上昇·下落運動을 結付시킴으로써 經濟變動을 說明하려고 하는 姿勢부터 問題삼아 보기로 하자. 이것은 明白히 「 MV 接近法에 의한 經濟變動理論」이 된다고 할 수 있다. ① 이것을 만약 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 에 適用시켜보면 어떻게 되는가하는 것을 보기로 하자. 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 에 있어서는 「貨幣資本=貨幣購買力=有效需要」가 成立되므로, 즉 $I+C$ 接近法이 成立되므로, 一般的 過剩生産이 法則적으로 發生된다고 할 수 있다. 이것은 M' 의 增減에 關係없이 成立되고, 또 이 경우 M' 의 增減이 物價 P 의 上昇·下落과 아무런 關聯도 갖지 않는 것이 原則이 되고 있다. M' 의 增減이 「金融機關」으로부터 貸出되는 貸付資本 $G-G'$ 일 때에도 이 關係는 成立된다고 할 수 있다. 但, M' 의 增減이 社會的總資本의 回轉의 外部로부터 流入될 때, 즉 赤字財政購買力이 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 의 流通過程 $W'-G'$ 에 有效需要로서 登場할 때에는 $M = P + Y$ 가 成立된다고 볼 수 있으므로, Fisher의 經濟變動理論을 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 에 適用시키는 限 「赤字財政購買力에 관한 理論」이 된다고 할 수 있다. ② 다음에는 Fisher의 理論을 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 適用시킬 경우에는 어떻게 되는가하는 것을 보기로 하자. 이 경우에는 「無制限의 貨幣流入」이 있을 경우의 Walras의 法則이 適用되는 경우가 되므로, 無制限의 貨幣供給 즉 $\sum W_t - \sum G_t - \sum G'_{t+1} - \sum W'_{t+1}$ 의 「無制限의 貨幣流入」은 均衡點에 이르기까지 價格下落·去來量增加를 가져오게 하고, 그 經濟變動의 樣態는 「均衡($t+1$ 期)→均衡($t+2$ 期)→均衡($t+3$ 期)」가 된다는 것은 이미 言及해 놓은 바와 같다. 따라서 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 있어 適用되어야 할 MV 接近法의 Fisher의 經濟變動理論은, 아이러니칼하게도 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 있어서는 成立될 수 없게 된다는 結論이 誘導되게 된다.

12. 結局 다음과 같이 말할 수가 있을 줄 생각한다. ① 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 있어 適用되어야 할 MV 接近法의 Fisher의 $MV + M'V' = PT$ 의 理論은 單純商品生産 $W-G-W'$ 에 있어서는 經濟變動理論은 될 수가 없고, Fisher가 意圖한 대로 「金融通貨」가 아닌 社會的總資本의 回轉의 外部로부터의 赤字財政購買力이 資本主義的 商品生産 $G-W < \frac{P}{A} \dots P \dots W' - G'$ 에 있어서는 流通過程 $W'-G'$ 에 登場할 때 成立되는 「赤字財政購買力에 관한

(35) *Ibid.*, p. 189.

理論」이 됨으로써 겨우 命脈을 維持할 수가 있게 된다는 것이다. ② 이렇게 되면 $MV=PT$ 에 있어 V 와 T 를 固定시켜 놓고 成立된 貨幣價值論으로서의 貨幣數量說은, 經濟變動理論이 되는 過程에서 T 가 「可變」이 됨으로써, 貨幣價值論으로서의 特性을 喪失하게 되었다는 것이다. 이리하여 Fisher의 $MV+M'V'=PT$ 즉 $\dot{M}=\dot{P}$ 의 理論도 $\dot{M}=\dot{P}+\dot{y}$ 로 表示될 수가 있으며, 結局 Friedman의 理論과 同巧異曲의 것이 된다고 할 수 있다고 생각된다.