

《応募論文》

ポスト・ケインジアンによるケインズ貨幣理論 の拡充と展開

渡辺良夫☆

The Post Keynesian Extensions and Developments of Keynes's Monetary Theory

Yoshio Watanabe

1 はじめに

ケインズは、『一般理論』（以下 GT と略記）の序文や第 1 章において、古典派理論の基礎となっている前提が現実の世界と大きく乖離しており、実際の貨幣経済の分析にとって不適切であると指摘した。ケインズ革命の幕開けを予告した「生産の貨幣理論」と題する論文で、古典派理論が物々交換経済ないし実物交換経済のパラダイムに基づいているのに対し、ケインズは分析対象が古典派とは異なる原則と目的に基づいて組織された貨幣経済にあることを強調した（ケインズ [33]）。ケインズの貨幣の捉え方は、古典派理論が貨幣を瞬時に行われる交換プロセスに配置するのに対して、貨幣を「現在と将来を結ぶ連鎖」（ケインズ [34] p. 293.）として生産および投資プロセスに組み込むというものである。貨幣経済において、企業家は不確実性に立ち向かって現在の貨幣を資本資産に投資し、時間をつうじて資本資産が現在の貨幣額よりも大きな将来の貨幣額の流れを生み出すかどうかを推測する。こうした企業家の投資決意やファイナンスは、不確実性から切り離して論じることができないし、不確実性に対処するための流動性選好と不可分に結び付いている。貨幣が「本質的かつ独特な仕方で経済機構に入り込む」（ケインズ [34] p. xxii.）貨幣経済の理論は、貨幣が形式上存在してはいるが中立的な要因であるにすぎない実物交換経済理論とは、理論の構成自体が根本的に異ってくるはずである。

ケインズが貨幣理論に課した任務は、「貨幣はそれ自らの役割を演じ、動機や意思決定に影響を及ぼすのである。端的にいえば、貨幣が状況の枢要な要因となっている経済であり、初めの状態と終わりの状態との間での貨幣の運動に関する知識なくして、長期あるいは短期のいずれにおいても、事態の推移は予測され得ない」（ケインズ [33] pp. 408-9.）と表現されるような、貨幣が資本主義経済で演じる独特な役割を分析することにある。一言でいえば、こうした短期だけでなく長期における貨幣の非中立性と

いうパラダイムこそ、貨幣経済を特徴付ける最も重要な性質に他ならない。

これに対して、流動性選好説に冷淡な評価を下したサムエルソンとクラインによる実物的なケインズ解釈と、ヒックスの「ケインズ氏と古典派」(ヒックス [21] 第7章所収)を契機として開始された新古典派総合は、GTの貨幣経済理論を無時間的な実物交換の一般均衡理論に変質させることによって、ケインズ貨幣理論の矛先を異なった研究進路に向けてしまった。流動性選好はたんなる貨幣需要という狭い範囲に閉じ込められ、不確実性や流動性プレミアムについてほとんど言及しなくても、貨幣需要が利子感応的となりうることを示す試みに限定されてしまった。その結果、貨幣の非中立性に関する議論は、経済主体が貨幣錯覚に陥っているか(実質値のみ重要とする公理)、あるいは賃金・価格の硬直性など供給サイドの不完全性や情報の非対称性を想定する場合に見られる一時的な非中立性に限定され、長期非中立性のパラダイムは主流の貨幣理論によって中立貨幣の公理で置き換えられるようになった。

新古典派総合が流動性選好説のもつ意義を希薄化する一方、ケンブリッジ・ケインジアンはケインズのオリジナルな洞察を発展させようと試みた。ジョン・ロビンソンはケインズの単一(代表的)利子率モデルを利子率構造理論に拡張しようと試みたし(ロビンソン [66])、カーンはケインズの予備的動機に基づく貨幣需要を再検討し、予備的動機と投機的動機の相互関係を明らかにした(カーン [25])。ハロッドは、ケインズの流動性選好説が「今世紀においてこれに匹敵するものを見出しえない権威のある深い研究」(ハロッド [20] 訳書 p. 180.)であり、それがケインズ貨幣理論の中心であると強調した(ハロッド [19] 訳書 pp. 103-4.)。またシャックルは、流動性選好が不確実性のもとの多様な期待に基礎を置いているために、時間をつうじて資産市場の均衡が本来的に不安定であることを示した(シャックル [72] 訳書 pp. 170-75, 187-91.)。

こうしたケインズ本来の流動性選好説を追究するスタンスは、デヴィッドソン、ミンスキー、ワイントローブのような1970年代初めにアメリカで勃興しつつあったポスト・ケインジアンによって受け継がれ、その後クレーゲル、チック、ダウなどを代表とする第二世代のポスト・ケインジアンによって再び取り上げられることになった⁽¹⁾。第2節で考察するように、ポスト・ケインジアンは上述したケインズ貨幣理論の視点を受け継ぎ、流動性選好説をGT第17章で展開された自己利子率理論に沿って、貨幣から実物耐久財までを含む「貨幣的均衡分析」として適用範囲を拡張し、貨幣理論と資本蓄積理論との結合を試みている。

ポスト・ケインジアンによるケインズ貨幣理論の拡張は、貨幣経済における投資の主導的役割を重視し、投資支出のファイナンスをつうじて貨幣供給が内生的に決定されることを強調する「内生的貨幣供給理論」の展開に向けられた⁽²⁾。よく知られているように、外生的貨幣供給理論と内生的貨幣供給理論の対立の起源は、貨幣量の変化が経済変動の原因であるとする通貨主義と、逆に経済変動の結果であるとする銀行主義の間の古典的な論争まで遡ることができ、前者の見解が現代マネタリズムに引き継がれ、後者の見方がポスト・ケインジアンによって継承されてきた。貨幣供給が本質的に内生変数であるという見方は、ポスト・ケインジアンの間で基本的に合意されている。しかし、貨幣供給プロセスをどのように内生化するのが適切であるかについては、必ずしも意見の一致が見られず、ホリゾンタリスト・ア

アプローチとストラクチャリスト・アプローチの間で活発な議論が戦わされてきた。第 3 節では、これら二つの内生的貨幣供給アプローチについて取り上げ、双方が流動性選好説をどのように取り扱っているかを検討する。

ポスト・ケインジアンによるケインズ貨幣理論の拡張は、金融的要因に起因する不安定性が景気循環を引き起こすメカニズムを解明する方向に向けられた。こうした貨幣・金融関係の不安定性がミンスキーによって強調されたことはよく知られており、第 4 節ではケインズ貨幣理論がミンスキーの「金融不安定性仮説」の展開でどのように拡張されているかを中心に考察する。ミンスキーの金融不安定性アプローチは、貨幣供給プロセスの内生化にあたって、利潤を追求する銀行による新しい金融手段の開発、準備節約を可能にするような効率的な負債管理行動、および金融不安定性への懸念による中央銀行の最後の貸し手介入といった、金融システムの進化をもたらす制度的要因を重視している点でストラクチャリスト・アプローチと共通点を有している。

2 流動性選好アプローチ

周知のように、流動性は経済学で広く用いられている用語のひとつである。ヒックスによれば、流動性という用語はケインズの『貨幣論』に起源を発するものであり⁽³⁾、グッドウィンによれば、流動性は経済学の「受け入れられた概念にケインズによって付け加えられたもの」である(グッドウィン[15]p. 199.)。

1936 年以降ほぼ 20 年間にわたり、流動性選好説のもつ斬新性に注目が集まり、流動性に対する関心は最高潮に達することになった。イギリスにおいて、ラドクリフ委員会は総需要に影響する主要な要因が一般流動性であることを強調し、金融政策立案者たちの間においても流動性概念が重視されるようになった⁽⁴⁾。それにもかかわらず、ケインジアン貨幣理論の展開において、流動性選好説が次第に否定的な評価が下されるようになったことは、奇妙というほかない。流動性選好説を過小評価する傾向はアメリカ・ケインジアンに顕著であり、たとえばサムエルソンは、「利子率はケインズが考えたほど重要ではない。それゆえ、流動性選好は非常に決定的な重要性をもつものではありえない」(サムエルソン [70] 訳書 p. 229.) と低い評価を下している。クラインは、サムエルソンと同じ立場から、ケインズ革命の核心が貯蓄・投資均等による所得決定理論にあり、「この流動性選好説をもって、現代ケインズ体系の本質的要素と見る必要はない。それはたんにこの[所得決定]理論をまとめあげ、これを完結させているだけである」(クライン [40] 訳書 p. 46. [] の挿入は筆者による) と冷淡に評価している。またレイヨンフーヴッドも、「筆者は、ケインズ『一般理論』の流動性選好利子論、あるいはそこからわき出るいかなる副命題をも容認しない。筆者は、その利子論を、理論的に不合理であり、実証的に誤りであり、かつ実践上は危険であると確信するものである」(レイヨンフーヴッド [45] 訳書 p. 197.) と論難している。

よく知られているように、流動性選好に関する GT における定義は、利子率が流動性を手放すことに対する報酬であり、富を貨幣の形態において保有しようとする欲求と現存の貨幣量を均衡させる価格である、というものであった(ケインズ [34] p. 167.)。ケインズ自身が述べたように、流動性選好が生じる

理由は貨幣保有の取引動機、予備的動機および投機的動機に基づいており、他方貨幣量は「究極的な独立変数であり……中央銀行の行動によって決定される」（ケインズ [34] pp. 246-7.）。そのため多くのケインジアンは、流動性選好が貨幣需要を意味するものとみなし、貨幣の需要と供給によって利子率を決定する理論であると解釈したのも無理のないことであった。

ロビンソンは、流動性選好説を貨幣需給による利子決定理論とみなす考え方が有用な単純化であったことを認めるものの、「いっそう洗練された理論を発展させるためには、資産家を誘って彼らに貨幣以外の資産を持たせるに必要な報酬によって測定される流動性選好という概念は、多くの面に分けられねばならない」（ロビンソン [66] 訳書 p. 6.）と注意を喚起した。ロビンソンは、ケインズが GT で考察したよりも広範なリスク、すなわち不便宜性（狭義の非流動性）、資本不確実性、所得不確実性、貸し手リスク（借り手の部分的もしくは全面的不履行についての危惧を含む）に分類するとともに、流動性選好説をより一般的な「資産需要の理論」として解釈する必要があることを示唆した⁽⁵⁾。彼女が示唆した重要な点は、流動的な資産と非流動的な資産との二分化を考えるのではなく、種々の資産と結び付いた「流動性の程度」を考えるべきであるということにある。もしポートフォリオを処分しなければならない時期について不確実性が存在するとき、流動性の程度が高いということは特別に高い価値を持つであろう。その場合、流動性に価値を認める資産保有者は、得べかりし収益を手放してでも、流動性を維持するために高いプレミアムを進んで支払うであろう。このように、不確実性が高まっていると知覚することは、流動性に対する事前的な価値を高め、各種の資産からなる一定のストックについて、流動性選好が異なった種類の資産に対する需要表のシフトを引き起こし、主として流動性プレミアムを求めて需要される資産の価格を、流動性の低い資産の価格に比べて、上昇させることを意味する。たとえば、何らかの理由により貸し手リスクが高まるとするならば、貸し手は相対的に低い流動性を体化した危険資産から相対的に高い流動性を体化した安全資産に乗り換えようと試みるであろう。こうした諸資産間で起こる「質への逃避」は、いまや流動性選好が高まるさいの典型的な現象として理解することができる。

ロビンソンとともに GT の形成で重要な役割を果たしたカーンは、異なる満期をもった証券を考察するとき、投機的動機に基づく貨幣需要が働くことを明らかにすることによって流動性選好説をサポートした⁽⁶⁾。貨幣が貨幣経済で独特な役割を演ずるものと考えられるのは、不確実な将来に備える予防手段としての役割にあるにもかかわらず、ケインズは予備的動機を驚くほど表面的に取り扱った。カーンは確信の状態が予備的動機に基づく貨幣需要に与える影響を考察し、予備的需要をキャピタル・ロスおよびインカム・ロスの双方のリスクを避けるために、経済主体が貨幣ならびに証券を同時に保有することを明らかにした。こうした予備的動機分析は、最近ケインズ『確率論』との関わり合いで不確実性や方法論を探究しているルンデによって彫琢が加えられている⁽⁷⁾。

事実ケインズは、GT 刊行後の論文で、自らの主たる問題関心が貨幣にかかわっていることを表明し、古典派に取って代わる代替的な利子理論の構築をつうじて、有効需要に基づいた雇用理論を精密に仕上げようと試みていたのである⁽⁸⁾。そこでケインズは、現実の経済では完全雇用均衡よりもむしろ不完全雇用均衡が一般的であることを論証するさい、貨幣および利子の重要性と不確実性および期待が演じる役

割とを強調した。ケインズは、雇用の一般理論と両立するような形で貨幣および利子の理論を統合する試みにおいて、スラッファがハイエク批判に用いた商品利子率概念をさらに厳密化したものを「自己利子率」(own rates of interest)と命名し、こうした自己利子率概念を貨幣経済の分析の理論的基礎として活用したのである(スラッファ [73])。

先に述べたように、ロビンソンは流動性選好説の狭い解釈を捨て、それを資産需要の理論ないし資産選択の理論として拡張するよう示唆した。ポスト・ケインジアンは、ロビンソンやカーンによって与えられた示唆と GT 第 17 章でケインズによって示された線に沿って、流動性選好説を多種多様な資産が存在する状況の分析に拡張し、以下で素描するような「貨幣的均衡分析」(monetary equilibrium analysis)を展開している⁹⁾。

ケインズは、GT 第 17 章の冒頭において、「貨幣利子率はたとえば、一年先というような先渡契約の貨幣額が、その先渡契約額の『現物』価格あるいは現金価格と呼ばれるものを超過する百分率にほかならない。したがって、あらゆる種類の資本資産について、貨幣に対する利子率に類似したものが存在しなければならぬように見える。……このようにして、あらゆる耐久財について、それ自身によって測られた利子率が存在する」(ケインズ [34] pp. 222-3.)と述べた。ケインズは、さまざまな耐久財の自己利子率が次の 4 つの属性によって特徴付けられると論じた。すなわち、①生産用役あるいはキャッシュ・フロー(利潤、利子、配当など)の形で生み出される当該資産で測った収益 q_i 、②資産の持越費用 c_i 、③「潜在的な便益あるいは安全性が提供する資産の処分力」(ケインズ [34] p. 226.)に対して資産保有者が進んで支払おうとする流動性プレミアム l_i 、および④資産価値の予想される増加ないし減少 a_i である。これらの属性は、資産に対する需要を規定する要因であると考えられる。資産保有者は、次の式によって示される貨幣表示の自己利子率 r_i にしたがって、各種の資産を需要するのであろう。

$$r_i = (q_i - c_i + l_i + a_i) ; \quad \forall i, i=1,2,\dots,n \quad (1)$$

そこで長期期待の状態を所与とすれば、資産保有者はより高い自己利子率が期待できる資産を需要するので、そうした資産の市場価格は上昇するであろう。他方、より低い期待収益しか提供しない資産に対する需要は減少するので、その資産価格は低下するであろう。資産市場の均衡において、資産価格はこれらの収益率、すなわち自己利子率を均等化するように調整されるであろう。

スラッファは、長期均衡において、あらゆる商品の現物価格と先物価格の均等化によってすべての自己利子率と貨幣利子率が均等化するような、産業間での資源の流れに注目した。これに対しケインズは、現実の貨幣経済における錯綜した金融的關係に精通していたので、既存の資産ストックの現物価格と先物価格の關係に各資産の収益に関する将来の期待を連結することによって、資産保有者の投機的行動と裁定行動に注目した。異なる種類の資産に対して期待される収益の間の均衡を決定するためには、ケインズは自己利子率の方程式の中に資産価値の変化 a_i を含めることにより、資産の相対的価値にどのような変化が期待されるかを考慮した。この資産価格調整要因 a_i は、当該資産それ自身で表される実物的な

自己利子率、すなわち

$$R_i = (q_i - c_i + l_i) ; \quad \forall i, i=1,2,\dots,n \quad (2)$$

を貨幣表示の自己利子率に転換する役割を果たす。(1)式と(2)式から、

$$a_i = r_i - R_i = (P_2 - P_1 / P_1) \cdot (Q_2 / Q_1) \quad (3)$$

という関係式が導かれる。そこで P_1 は資産の現物価格、 P_2 は資産の先物価格、 Q_1 は現在の資産量、 Q_2 は将来の資産量を表している。個々の経済主体は共通の価値標準で測った自己利子率が等しくなるように資産を選択し、全体としての資産市場において共通の価値標準で測った収益率に格差が存在する場合には、金利裁定のメカニズムをつうじて資産価格を均衡へ収斂させる諸力が作用するのである。

ウィクセルの貨幣理論では、貨幣利子率が自然利子率に対して調整されるとき、経済システムが均衡に到達することになる。長期均衡に至るプロセスにおいては、実物的要因によって決定される自然利子率が調整作用の中心としての役割を演じ、貨幣利子率は自然利子率に吸い寄せられると考えられているからである。これに対して、ケインズの貨幣的均衡分析の考え方は、実物的諸力と貨幣的諸力の双方が長期均衡の決定に参画し、貨幣が長期均衡状態に影響を与える持続的な決定因のひとつであるということである。ケインズがウィクセルから大幅に乖離することになるのは、一義的な自然利子率という概念をはっきりと否定し、実物収益率と貨幣収益率の間の調整の方向を逆転させる点からである。

このことに関して、ケインズは「正統派理論は、さまざまな資産の限界効率の一般的な価値を決定する諸力が貨幣から独立であり、いわばそれは自律的な影響力を与えないし、また諸価格が貨幣の限界効率つまり利子率が他の諸力によって決定される他の資産の限界効率の一般的な価値と一致して低下するまで変動すると主張するのである。これに対して、私の理論は、それが特殊なケースであり、考えられる広範なケースでは、その反対のことが一般的である、つまり貨幣の限界効率はある程度はそれ自身に固有な諸力によって決定され、資産の限界効率が利子率と一致して低下するまで価格は変動すると主張している」(ケインズ [38] p.103.) と述べた。ケインズが伝統的な実物的分析から逸脱するようになるのは、諸資産の限界効率が収斂していく調整の中心を決定する諸力にかんする点においてであり、古典派とケインズの根本的な相違が利子理論にあることを示している。ケインズをして古典派からの訣別を決定付けたものは、流動性選好に基づく利子率決定という着想にほかならなかった。ケインズの貨幣理論が流動性選好説を軸をとって動いていることを理解するため、われわれは自己利子率理論に遡って検討しなければならない。

この自己利子率理論のフレームワークにおいて、さまざまな資産は、それらが提供する貨幣的収益 ($q_i - c_i + a_i$) と流動性プレミアム (l_i) の組み合わせにしたがって、完全流動資産(貨幣)、流動資産および非流動資産に大きく分類される。貨幣(および他の流動資産)に対する収益は、名目価値の安定性から

くる資産を自由に処分しうる力に対して、資産保有者が主観的に評価する流動性プレミアムからなっている。その意味で貨幣はきわめて素早く処分することができ、しかも資本価値の損失から免れているため、最も高い流動性プレミアムをもつ。これらの流動性プレミアムに関する期待は、さまざまな資産の自己利子率の構成における li の大きさに依存して、諸資産の自己利子率（限界効率）に対して異なったインパクトを与える。たとえばいま、将来の利潤に関する長期期待に抱いている確信が高まるならば、この場合流動性に割り当てられた主観的な価値評価＝流動性プレミアムは低下するであろう。したがって、流動性プレミアムに収益の多くを依存する資産に比べて、非流動資産の現物価格は上昇し、その自己利子率＝限界効率も上昇するであろう。このように、現物資産価格が供給価格を超えるとき、（たとえば自動車産業を例にとれば）自動車生産に用いられる固定資本資産は新たに生産されるであろう。こうした固定資産に対する投資の増加は、次いで関連する部品産業における生産・雇用および所得を拡大する波及効果を引き起こし、部品産業の固定資産に対する投資の増加を促すであろう。現物資産価格の上昇によって始発された投資の増大は、関連産業だけでなくひいては経済全般に影響が及ぶ乗数効果を引き起こすとともに、資産市場におけるさまざまな資本資産間の相対価格の調整を生じることになるのである⁽¹⁰⁾。このように、「将来に対する期待の変化によって影響される現在の経済の動きを分析するわれわれの方法は、……価値の基本理論と結び付いて」（ケインズ [34] p. xxii.）おり、貨幣は産出量や雇用量の決定に深く入り込んでいる。それゆえに、流動性選好説は資産価格の決定に関与することによって、有効需要の理論と不可分に結び付いているのである。

ケインズを実物的均衡分析から貨幣的均衡分析へ移行させたのは、貨幣が長期均衡に影響する持続的要因となることを認め、自然利子率に代わって貨幣利子率が支配的な役割を果たすという着想にあった。貨幣利子率がこうした戦略的な位置に着くためには、産出量が低下するにつれて、貨幣の自己利子率を低下させにくくするような独特な性質が存在する、とケインズは考えた。貨幣の基本的性質のひとつは、長期においても短期においても、貨幣当局ではなく私的企業の活動を問題とするかぎり、ゼロか低い生産弾力性をもっているという事実である。生産の弾力性とは、需要の変化によって引き起こされる可変的な投入量の比例的変化に対する、任意の産業における産出量の比例的変化のことである。貨幣について生産弾力性がゼロであるということは、貨幣が価格の変化に反応して、たやすく生産することができないということを意味する。貨幣は容易に生産できるようなものであってはならないし、企業も労働を貨幣の増産に振り向けることはできないのである。したがって、将来にかんする不確実性に直面する経済主体が、追加的な資源の投入を延期したいと欲するならば、彼らの行動を延期するためのひとつの形態としての貨幣に対する需要は、企業家に対し貨幣商品の追加的数量の生産に追加的資源を使用するよう促進させることがないであろう。

貨幣の第2の基本的性質は、代替の弾力性がゼロであることである。ケインズによれば、「それは、貨幣の交換価値が上昇しても、他のなんらかの要素がそれに代わって用いられるという傾向が存在しないことを意味する」（ケインズ [34] p. 231.）。もし他のレントを生む要因と同様、貨幣の自己利子率がその価格上昇とともに低下するならば、貨幣に対する需要の増加は他の対象物に対する需要の増加となっ

て殺到するであろう。その場合には、資産としての貨幣に対する需要は、生産可能な財との代替性が存在するかぎり、少なくとも間接的には新たな雇用を引き起こすようになるであろう。しかし、貨幣と生産可能な財との代替性がきわめて低いならば、そのとき貨幣は「購買力の流れを底知れず吸い込む湖沼」(ケインズ [34] p. 231.) となりうるのである。

貨幣のこれら二つの独特な性質により、貨幣に対する需要は資本財そのものの新規生産を直接に引き出すことができないし、純粹にレントを生む要因の場合のように、代替をつうじて間接的にさえも生産を引き出すことができない。これら二つの理由のため、資本資産の自己利子率の動きが新規生産を促すルートは、貨幣という独特な資産の存在によって閉ざされている。デヴィッドソンが強調するように、ケインズ貨幣理論において粗代替性の公理は妥当しないのである⁽¹¹⁾。

流動性選好説を第17章の自己利子率理論をとおして解釈するならば、われわれは貨幣供給について次のような理論的含意をえる。流動性選好の低下が流動性プレミアムの低下と現物資産価格の上昇を引き起こすので、企業家は現物価格と供給価格の乖離に反応して、固定資産に対する需要を増加させるであろう。企業はこの固定資産への投資支出をファイナンスするため金融動機にもとづく貨幣需要を増加させ、新規の負債を発行するであろう。他方、銀行がこうした負債を買い上げて貨幣を発行するならば、負債の貨幣化をつうじて、貨幣供給の内生的増大が生じることになる。このように、流動性選好の低下(上昇)は、利潤期待の上昇(低下)および貨幣需要の増加(減少)と結び付いている。ここでわれわれは、流動性選好の動きと貨幣需要の変化が逆方向になっていることに注目しなければならない。

次節で考察するように、金融動機に基づく流動性選好の上昇は利子率の上昇をもたらすことになるので、企業に投資決意を促した現物資産価格が維持されるためには、こうした貨幣需要の増加が銀行システムをつうじる内生的な貨幣供給の増大によって充足されなければならない。

3 内生的貨幣供給アプローチ

貨幣供給プロセスが外生的(exogenous)か内生的(endogenous)かをめぐる論争は、金融理論や金融政策における古くて新しい基本問題である。こうした貨幣外生論と貨幣内生論の対立の起源は、貨幣量の変化が経済変動を引き起こす原因であるか結果であるかをめぐる、通貨学派と銀行学派の古典的な論争までさかのぼることができる⁽¹²⁾。通貨学派の考えは現代のマネタリストに引き継がれ、銀行学派の見解はポスト・ケインジアンに引き継がれている。ポスト・ケインジアンは精力的に内生的貨幣供給理論を構築してきたが、それはポスト・ケインジアンがマネタリズムに対する批判を展開するさいのコアを形成してきた。

コットレルが指摘するように、内生的貨幣供給理論は、貨幣の非中立性論とともに、ポスト・ケインジアン貨幣理論の二つの支柱とみなされる(コットレル [7])。しかし、内生的貨幣供給理論の領域の中において、中央銀行が金融的状态に与える影響の性質と程度や、銀行セクターと非銀行セクターに対して与える相対的な影響の性質と程度を巡って、重要な相違点が浮かび上がってきた。これらの考え方は、

大きく二つのグループに分かれる。ホリゾンタリスト・アプローチ (Horizontalist Approach) は、貨幣供給内生化の推進力が民間部門による信用需要と中央銀行の短期利子率であると強調する。もうひとつの見方は、信用および貨幣量の決定において、信用需要および流動性選好とともに、金融システムの構造的変化に多くの関心を払うところから、ストラクチャリスト・アプローチ (Structuralist Approach) と呼ばれる (ポーリン [63])。

3-1 ホリゾンタリスト・アプローチ

ホリゾンタリスト・アプローチ (以下 HA と略記) は、ケンブリッジ学派の一翼をなすカルドアによって先鞭がつけられた。ケインズが『貨幣改革論』、『貨幣論』および GT からなる三部作において貨幣数量説からの脱却を図ったのと同様、カルドアもまた貨幣的利子理論の展開、ラドクリフ報告への積極的な貢献をつうじて貨幣数量説に挑戦し、ついに内生的貨幣供給理論の確立をもってニュー・マネタリズムからの決別を図ろうとしたと見ることができるであろう。

カルドアによれば、ケインズは貨幣供給の内生性を認識していたにもかかわらず、内生的貨幣供給という見方が貨幣数量説からの「真の脱却法」となりうることを十分には理解していなかったとされる⁽¹³⁾。ケインズ貨幣理論の発展の第 1 段階は、貨幣賃金率が競売市場ないし伸縮価格市場における模索過程をつうじて決定される商品価格とは異なって、集团的交渉をつうじて貨幣先物契約によって定められるので、労働市場の超過供給や超過需要に対して即座に反応しないことを認識したことである。ケインズ貨幣理論の発展の第 2 段階は、全体としての財に対する有効需要が貨幣供給量によって決定されるのではなく、銀行借入によってファイナンスされる独立的支出と乗数によって決定されることを理解し認識したことである。指摘するまでもなく、これはセイ法則に取って代わる有効需要の原理を意味する。

投資と貯蓄の不一致は所得調整によって均等化されるので、こうして何か追加的な方程式を導入しないと、利子率の決定は宙に浮いてしまう。カルドアによれば、ケインズは利子率の決定を循環論に陥らせまいよう、にわか導入したのが流動性選好説であったとみなす。M を貨幣量、Y を貨幣所得、i を利子率、k をマーシャルの k、V を流通速度とすると、ケインズの流動性選好関数は

$$M = k(i)Y = Y / V(i) \quad (4)$$

として表わされる。(4) 式は、もし貨幣供給が金融当局によって外生的に決定される独立変数であると想定されるかぎり、実物的要因に対する貨幣的要因の調整は流通速度の受動的な変化をつうじて行なわれることを意味する。カルドアによれば、ケインズは外生的な貨幣供給のもとで流動性選好説を展開し、流通速度が可変的で受動的な性質をもつ点を強調することが貨幣数量説から脱却しうる方途であると考えていたということになる。

このように、カルドアの視点から見れば、ケインズはたしかにある段階までは貨幣数量説からの脱却に成功したが、「可變的流通速度型の数量説者」としての名残をとどめるがゆえに、その解決法は不徹底

であったということになる。それゆえカルドアによれば、

「不幸にしてケインズが示した解決法は貨幣数量説の修正であって、その放棄ではなかった」(カルドア [29] 訳書 p. 69.)。カルドアは、ケインズ経済学のうち有効需要の原理のみを重視し流動性選好説を排除して、外生的貨幣供給と流動性選好による利子率決定を、内生的貨幣供給と金融政策による利子率決定で取り替えることが必要であると主張する。こうしてカルドアは、内生的貨幣供給理論の構築にあたり、商品貨幣と信用貨幣の相違および中央銀行の最後の貸し手機能と金利政策を重視する⁽¹⁴⁾。

商品貨幣の主要な特性は、生産費の法則によって規定される商品である点にみられる。商品貨幣は、その供給の増加が現存ストックに比べて小さいから、供給の非弾力性が事実上保証されることになる。したがって、商品貨幣を使用する経済においては、その貨幣供給量は生産・費用条件によって規定されるので、貨幣需要から独立した外生変数と考えることができるであろう。これに対して、信用貨幣はたんに預金金融機関が発行する債務証書であり、商品貨幣のように生産費に基礎を置いた供給関数は存在しない。また、商品貨幣や不換紙幣とは異なり、信用貨幣には利子が支払われるし、資本価値の不確実性という信用リスクがともなう。商品貨幣の超過供給は、あたかも「ホットポテト」のごとく、財・サービス市場にスパル・オーバーしていくが、信用貨幣の場合にはそのような作用は生じない。信用貨幣の超過供給が生じて、それは既存の銀行借入の返済をつうじて、あるいは高い利子を生む非決済性の金融資産への転換をつうじて、自動的に消滅するからである。信用貨幣のもっとも重要な特質は、その供給が信用貨幣需要に対して感応的であるということであり、なによりも貨幣数量説を信用貨幣経済に適用させなくするのは、信用貨幣のもつこうした内生的な性質である。

信用貨幣は銀行の貸出行動をつうじて創造され、借入の返済によって消滅する。銀行は設定した利子率で預金需要をすべて受け入れるので、預金量は需要によって決定されることになる。銀行は設定した利子率において融資するから、貸出量も需要によって決定されることになる。これら預金および貸出の利子率は、究極的には中央銀行が定める短期利子率によって決定される。中央銀行は、次のような利子率設定関数

$$i = \bar{i} \quad (5)$$

にしたがって短期利子率を外生的に定めると仮定される。こうして、貨幣供給曲線は利子率—貨幣量の座標において水平線・ラインによって表されることになる。中央銀行は貨幣量を増加させるためには短期利子率を引き下げるしか方法がない。短期利子率の引き下げは名目所得を増加させ活動貨幣需要を増加させるが、このとき中央銀行は新しい利子率水準で貨幣需要の増加をすべて充足するように貨幣供給量を増やすと考えられている。

マネタリズムに対する透徹した批判を展開する一方、カルドアは流動性選好説における外生的貨幣供給の想定を批判し、貨幣供給の内生化と中央銀行による利子率の外生的決定を提唱する。カルドアの内生的貨幣供給理論は、マネタリズムの理論と政策の数量説的基礎を批判する点では相当の成果を収めた

が、中央銀行の金融政策の運営方式に依存したものとなっており、商業銀行が貨幣供給の内生化において果たす役割を明らかにしていない。

このようにして、水平な貨幣供給関数をいかなる商業銀行行動によって裏付けるかという課題は、ムーアに受け継がれていくことになる（ムーア [55]）。ムーアはカルドア・モデルに欠けていた銀行行動を取り上げ、HAのミクロ的基礎にあたる銀行の資産・負債管理と短期金融市場の役割を考察することによって理論の肉付けを図る。ムーアは金融市場をリテイル市場とホールセール市場に分け、商業銀行がリテイル貸出・預金市場において「価格設定者・数量受容者」として行動するものと把握する。そこでは、銀行貸出が顧客関係をつうじて創出される市場性の低い資産であり、銀行にとって非裁量的な変数であるとみなされる。したがって、銀行がなしうことは利子率や担保などの貸付条件を定めることに限定され、貸出量は主として借り手主導的な性質が強いということが強調される（ムーア [56]）。ホリゾンタリストが基礎に据えている信用貨幣経済では、当座貸越制やクレジット・ラインなどの制度が広く普及しているものと想定されるので、銀行貸出の増加は借り手側のイニシャティブで創り出されると考えられているからである。銀行はリテイル貸出・預金市場において価格設定者・数量受容者として行動するので、貸出量とそれによって誘発される預金量を裁量的に調整することができない。また、中央銀行も最後の貸し手として銀行システムに弾力的な準備供給を行うことが最優先の責務とみなされるので、中央銀行がコントロールできるのは準備の供給価格としての短期利子率であると考えられる。

ホリゾンタリストの内生的貨幣供給理論の特徴は、次のように要約することができる。第1に、商品貨幣と信用貨幣との相違を強調し、信用貨幣の供給量は銀行貸出の変化によって誘発され信用需要によって決定される（credit-driven and demand-determined）、ということを強調する。第2に、銀行はリテイル貸出市場において価格設定者・数量受容者として、またホールセール市場において価格受容者・数量設定者として行動する。銀行はホールセール市場での調達利子率（限界資金調達費用）に間接費や正常利潤をマークアップして貸出利子率を設定し、その利子率水準で生じる借手の貸出需要を全額充足する。第3に、貨幣供給量およびベース・マネーは内生的であり、貨幣当局が外生的にコントロールするのは、ホールセール市場へ準備を供給するさいの短期利子率である。

もっとも単純な形のホリゾンタリスト・モデルは、次のような形で表すことができる。

$$L^D = L(i_L, w, Y) \quad (6)$$

$$i_L = (1+m) i_F \quad (7)$$

$$L^S = L(i_L) \quad (8)$$

$$L^S + R^D + E^D = D + T^D \quad (9)$$

$$R^D = k_1 D + k_2 T^D \quad (10)$$

$$H^D = C^D + R^D + E^D \quad (11)$$

$$L^S = L^D \quad (12)$$

$$M = C^D + D \quad (13)$$

$$T^D = tD \quad (14)$$

$$E^D = eD \quad (15)$$

$$C^D = cD \quad (16)$$

記号と式の意味は、次のとおりである。L^Dは貸出需要であり、貸出需要関数は貸出利率 i_L 、貨幣賃金率 w 、名目所得 Y の関数として表される。リテール貸出利率は、中央銀行によって外生的に決定されるフェデラル・ファンド・レート i_F に、一定のマークアップ m を上乘せして設定される。L^Sは貸付資金供給関数である。Rは所要準備、Eは超過準備、Dは要求払い預金、Tは定期性預金である。添字 D は需要を、Sは供給を表している。(9)式は銀行のバランスシート制約を表す。Mは貨幣量、Cは現金通貨、Hはベース・マネーである。 k_1 と k_2 は、要求払い預金と定期性預金に対する所要準備率を示す。 t 、 e および c は、それぞれ要求払い預金に対する定期性預金、超過準備および現金の比率を表すパラメータであり、一定であると仮定する。

このモデルにおいて、内生的貨幣供給プロセスを駆動するのは、銀行貸出に対する需要である。フェデラル・ファンド市場において、準備供給曲線は中央銀行によって外生的に決定される i_F で完全に水平となる。準備需要曲線は、銀行が超過準備の保有を可能な限り圧縮して経営していることや、現行の準備預金制度のもとでは所要準備が前もって与えられる変数になると考えられるため、事実上垂直に近い直線で表される。リテール貸出市場において、貸付資金供給曲線は i_F に一定のマークアップを賦課した水準で完全に水平となり、銀行は自らが管理する i_L で生じる貸出需要 L^D をすべて充足する。この銀行貸出によって駆動された派生預金が再び銀行組織に預け入れられるものとすれば、要求払い預金は

$$D = \frac{1}{(1+t+k_1-k_2t-e)} L\{(1+m) i_F, w, Y\} \quad (17)$$

という形で決定される。こうして、貸出によって生み出された預金は、交換手段としてパッシブに保有される。次いで、ベース・マネー需要は

$$H^D = (c+k_1+tk_2+e) \frac{L\{(1+m) i_F, w, Y\}}{(1+t+k_1-k_2t-e)} \quad (18)$$

として決定され、それは最終的貸手である中央銀行によって完全に充足される。したがって、(17)式と(18)式を(13)式に代入すると、

$$M = \frac{1+c}{(1+t+k_1-k_2t-e)} L\{(1+m) i_{F,w}, Y\} \quad (19)$$

となり、貨幣供給は主として銀行貸出需要によって内生的に決定される⁽¹⁵⁾。

このように、HA は中央銀行が短期利率を外生的に設定するという点を強調し、銀行が短期利率に（金融市場における競争の程度や構造によって決められる）マークアップを上乗せした貸出利率で信用需要をすべて充足するとしている。また貨幣需要は信用需要と混同され、流動性選好が経済に与える潜在的な抑制力を取り去っている。事実、信用貨幣は貨幣が信用の供与から生じることを意味するものとして用いられ、貨幣と信用は区別する必要がないとみなされている。HA において、当座貸越制度は遊休貨幣残高を保有する必要がないことを意味する。しかしながら、流動性選好は諸資産を流動的な形態で保有しようとする欲求であり、借入を行うという欲求ではない。ラヴォアによれば、流動性選好の役割は HA においては否定され、「貨幣は何の役割も持たない」（ラヴォア [44] p. 791.）とされる。

こうした貨幣を軽視する HA は、現代経済における貨幣と銀行の理解にとって根本的な帰結をもたらしかねない。ケインズ貨幣理論から流動性選好を取り除くことによって、資本主義経済における貨幣の役割は分析の視界から消えてしまう。ケインズ貨幣理論において、有効需要理論と流動性選好説が不可分の関係にあることは、疑う余地もない。したがって、われわれの次の課題は、貨幣が果たす独自の役割を保持しながら、貨幣供給の内生性と流動性選好とが両立するような内生的貨幣供給理論を模索することにある。

3-2 ストラクチャラリスト・アプローチ

ポーリンは、ホリゾンタリストの内生的貨幣供給理論と代替的なアプローチとして、内生的貨幣供給理論のストラクチャラリスト・アプローチ（以下 SA と略記）を提唱した最初の学者であった（ポーリン [63] pp. 373-77.）。ポーリンによる問題提起に呼応して、ダウ、パリー、レイおよびカルバロなどの第二世代のポスト・ケインジアンは、流動性選好説と両立する形で内生的貨幣供給理論を構築しようと試みている。ポスト・ケインジアンの内生的貨幣供給理論が二つのアプローチに分岐しているけれども、基本的に両者は（1）貨幣供給が必ずしも貨幣当局によって外生的に決定されないし、（2）貨幣が信用市場をつうじて創出されると考える点では見解の一致をみている。しかしながら、SA は次にあげるような特徴を強調する点で HA と異なっている。

SA の第 1 の特徴は、金融制度上の規制や金融引締政策がしばしば金融イノベーションを引き起こし、投資および資産ポートフォリオをファイナンスする新しい金融手段を生み出してきたことに注目することにある。SA において、銀行はけっして中央銀行の政策に機械的に反応する経済主体としてではなく、他の産業の企業と同様、積極的に利潤を追求する主体として把握される。こうした資本主義的企業としての銀行と借り手が規制や政策を回避する新たな金融手段を開発・利用しようとする試み、金融イノベーションの過程において流通速度の上昇と貨幣供給量の拡大がもたらされるところから、貨幣供給の内生性は「構造的」であるとみなされる。

第 2 の特徴は、静態的な長期均衡論よりもむしろ景気循環論の視角に立ち、貨幣経済の正常な運行から生み出される金融不安定性を重視し、こうした金融不安定性論の構成要素のひとつとして貨幣供給の内生性を捉えようとしていることである。次節で考察するように、ミンスキーの金融不安定性論では、投資と金融の相互作用が景気拡張期をつうじて脆弱な金融構造を生み出す。経済がブームに向かう過程において、借り手リスクと貸し手リスクはともに過小評価され、不健全なまでの信用拡張が行われる。銀行はレバレッジ比率を高めて信用拡大をはかり、他方借り手の企業も外部負債調達にいっそう依存するようになり、貨幣供給の内生的増加は加速されていく。企業および銀行の流動性比率は極端なまでに低下し、その財務構造もいっそう脆弱化する。流動性選好がいっそう低下し、貨幣供給の内生的増大が大きければ大きいほど、金融恐慌へ陥る危険は高まるであろう。

第 3 に、HA において、銀行システムが民間部門の貸出需要を充足するチャンネルは、中央銀行の利子率設定スタンスのもとでの需要追従型の受動的な準備供給に依存しており、商業銀行の負債管理行動は積極的な存在意義をもたなかった。これに対し SA においては、銀行の負債管理行動は顧客の貸出に応ずるための主要なチャンネルを形成することとなり、金融政策のスタンスよりもむしろ短期金融市場をつうじる流動性の調節が重視されるのである。パーリーは銀行の予備的動機にもとづく第 2 線準備を明示的に導入し、銀行の負債管理による流動性調節が準備節約行動を可能にすることを重視する。ダウやカルバロは、銀行の流動性選好が信用創造に与えるインパクトと銀行業における構造変化とを重視している。

ストラクチャリストの内生的貨幣供給モデルは、パーリーによって次のような形で示される⁽¹⁶⁾。

$$L^D(i_L, i_B, Y, A) = L^S(i_L, i_B) \quad (20)$$

$$H^D = C^D + kD^D \quad (21)$$

$$C^D = C(i_D, i_T, i_B, Y) \quad (22)$$

$$D^D = D(i_D, i_T, i_B, Y) \quad (23)$$

$$T^D = T(i_D, i_T, i_B, Y) \quad (24)$$

$$H^S = NBR + BR\{i_F - i_d\} \quad (25)$$

$$MR_L = i_B = i_F = i_T = i_d + \phi(BR) = (i_D + c_D) / (1 - k) \quad (26)$$

$$L^S + S + kD^D = D^D + T^D + BR \quad (27)$$

$$Y = Y(L) \quad (28)$$

$$M = C(i_D, i_T, i_B, Y) + D(i_D, i_T, i_B, Y) \quad (29)$$

新たに登場する記号は、次のとおりである。 i_B は債券利子率、 A は企業家の長期期待、 i_D は預金、 i_T は定期預金利子率、 NBR は非借入準備、 BR は借入準備、 i_d は公定歩合、 MRL は貸出の限界収入、 $\phi(BR)$ は借入準備に伴う心理的・非金銭的費用、 c_D は預金勘定の限界管理費用、 k は所要準備率、 S は銀行の第 2 線準備を表している。

貸付資金供給曲線が右上がり曲線となる点は HA と異なるが、民間部門の貸出需要が貨幣供給の内生化

を推進するとみなす点は同じである。銀行の準備調整は、(25)式に示されるように、HA と異なっている。SA においては、中央銀行はつねに準備需要増大をすべて充足するとはかぎらず、非借入準備の供給を抑制的に操作することによって、銀行が短期金融市場から調達する準備資金の「アベイラビリティ」に対して制約を課すと考える。(25)式は、銀行部門の借入準備残高がフェデラル・ファンド・レート i_f と公定歩合 i_d のスプレッドに依存し、このスプレッドが大きくなるほど中央銀行からの借入も増加することを表している。(26)式は銀行の利潤最大化のための条件を表す。(27)式は銀行のバランスシート制約であり、銀行がホールセール短期金融市場においてローン・ポジションであれば S はプラスとなり、マネー・ポジションであれば S はマイナスとなる。(28)式は銀行貸出しが所得創出・金融過程において支出をファイナンスし、名目所得を決定することを表す。(29)式は貨幣の定義である。

SA は、公衆の貨幣需要および銀行のポートフォリオ選択の影響を重視する。HA との相違は、銀行の第 2 線準備 S を導入したことと、資産・負債保有にかんする銀行の決定を明示的にモデル化していることにある。SA では、準備調達手段として非借入準備と借入準備が完全に代替的であるとはみなされない。中央銀行は非借入準備供給について必ずしも同調的な公開市場操作を行なわないとすれば、銀行にとって総準備の「アベイラビリティ」に対して何らかの制約が働くことになるからである。そうであるからこそ、銀行にとっては流動性を調節するため積極的に負債管理を行う理由が生じるのである。銀行の第 2 線準備は、貸出需要、要求払い預金および定期性預金の予期せざる変動を吸収する「流動性バッファー」として機能するものである。もし銀行が要求払い預金から現金通貨への予想しないシフトに直面する場合には、銀行はこうした資金流出に対処するため第 2 線準備として保有する流動資産の一部を債券市場で売却するであろう。もし貸出需要が増加するならば、銀行は追加的貸出を賄うため第 2 線準備から一部の資産を売却するであろう。銀行の積極的な負債管理は、第 2 線準備が流動性ポジションの変動を吸収することにより、また短期利率の上昇が銀行に対し準備節約を促すことによっても、銀行の貸出能力を向上させる。市場利率の上昇は資産保有者のポートフォリオ構成を流動性の低い形態にシフトさせ、定期性預金比率の上昇と現金比率の低下をつうじて、信用貨幣乗数の値を高めるであろう。このように、貨幣供給と利率の内生的変化がともに生じることによって、貨幣（および流動資産）に対する需要は、公衆および銀行の流動性選好をつうじて、銀行貸出量および貨幣供給量にフィードバックするであろう。

ダウとチックは、こうした貨幣供給の内生化の進展を銀行構造の変化と結び付けて論じている⁽¹⁷⁾。1970 年代以降、先進主要各国は貨幣供給量を金融政策の中間目標とするマネタリー・ターゲティングを採用してきたが、度重なる金融不安に見舞われた。各国中央銀行は、金融不安定性を防止するため最後の貸し手機能を行使し、銀行システムに対する確信を維持しようと試みた。しかし、こうした最後の貸し手介入は中央銀行の貨幣供給量に対するコントロールを実質的に弱め、貨幣供給の内生性の程度を高める結果をもたらした。80 年代の後半になると、規制を受けない投資銀行などのノンバンクの急速な成長は、金融市場シェアをめぐる銀行との新たな競争を招き、負債管理という形で銀行業のなかに構造変化をもたらした。銀行は流動性需要を充たすため新しい債務手段を創造することによって市場シェアを引き付

けたが、それは同時に中央銀行の貨幣的コントロールを浸食することになった。さらに、90年代の金融の自由化・グローバル化の進展は、銀行規制を所要準備規制から適正資本比率規制へと移行させ、銀行業にさらなる構造変化をもたらした。ダウはこうした構造変化が所要自己資本を節約するためセキュリティタイゼーションを促進させ、銀行をオフバランス取引による利潤追求へ駆り立てるメカニズムを含んでいると指摘する。ダウは銀行業における構造的変化が銀行の信用創造と流動性選好の相互作用を生み出し、貨幣供給量と利子率の内生的変化をもたらすとしている。

カルバロは、ケインズにしたがって「銀行の直面する問題は、どれだけ貸出をしておくべきかではなく、その貸付のうちどれだけの割合を、安全に、比較的流動性の低い形態にしておくことができるか」(ケインズ [32] 訳書 p. 47.) という点にあることを指摘し、銀行が信用創造にさいして流動性の程度を選好していることに注目する。金融仲介者としての銀行は、貸し手が短期の流動資産を選好し借り手が長期の固定金利債務を選好するという暗黙の前提のもとで、金融資産の満期を短期から長期に変換する。こうした満期の変換に加えて、銀行は長期資産に対して短期債務を発行することによって流動性を供給する。このプロセスにおいて、銀行は民間部門が保有する非流動資産をより流動的にする一方、銀行自身は非流動的になる。こうした銀行の流動性選好は、銀行によって選択されたバランスシートに反映される。民間部門向け貸付によって銀行が流動性を供給する意欲は、銀行自身の流動性選好に依存する。銀行業において資産・負債管理手法が広範に用いられている事実は、銀行が流動性選好を行っている証左のひとつとみなすことができる。こうした流動性創出に対して銀行が課す価格は、流動性プレミアムにほかならない。このようにして、カルバロは「銀行の流動性選好はバランスシート戦略を表しており、貨幣に対する需要を表すものではない。流動性選好を行う銀行は信用需要に受動的に応じるのではなく、買い入れ可能なすべての資産について期待収益と流動性プレミアムを比較考量するであろう」(カルバロ [4] pp. 134-5.)」と主張している。

このように、SAの特色は貨幣供給曲線が利子率-貨幣量座標において右上がりの形状をとるか否かではなく、銀行の信用創造プロセスに流動性選好が作用を及ぼすことを認める点にある。したがって、貸出需要の増加が利子率の上昇を伴う理由は、SAによれば、銀行の流動性選好の高まりが信用創造プロセスに収縮的な作用を及ぼすからにほかならない。銀行の流動性選好の程度は融資審査における貸し手リスクに反映され、次いでリスク・プレミアムはマークアップ率に織り込まれるであろう。

次節で考察するように、ミンスキーは、こうした貸し手・借り手のリスクの変化が銀行および企業の流動性選好と信用循環の相互作用をつうじて金融脆弱性を引き起こし、こうした脆弱性を金融不安定性へ変換するメカニズムを解明した。

4 金融不安定性アプローチ

ミンスキーは、ケインズ貨幣理論をベースにして資本主義経済における投資決定の金融理論を追究し、一貫して金融不安定性仮説を提唱してきたことでつとに有名である⁽¹⁸⁾。ミンスキーは、GTの金融的側面

に関する解釈に基づき、そこから現代の資本主義経済における複雑精緻な金融取引がもたらす結果が本来的に不確実であるというウォール・ストリート・パラダイムを提示する。

タウンシェンド [74] が指摘して以来、流動性選好説は自己利子率理論を根底に据えた資産価格決定の理論である、という見方がポスト・ケインジアンの中で次第に一般的となりつつある。デヴィッドソンは早くから流動性選好説を現物価格と先物価格の関連の中でとらえてきたし⁽¹⁹⁾、ミンスキーも「真の姿において、GTは『雇用、資産価格および貨幣の一般理論』という標題が付けられるべきであろう……事実、利子の流動性選好説は、資本主義経済における資産価格決定の理論である」(ミンスキー[51]p. 51.)と強調する。以下、ミンスキーがケインズ貨幣理論をどのように拡張してきたかを概観することにしよう。

ミンスキーの投資決定の金融理論は、産出物価格と既存資本資産価格からなる二組の価格体系に基づいて展開される。前者は産出物市場と労働市場における条件に依存するが、後者は資本資産の期待収益の流れと金融市場における流動性の程度に依存する。ケインズはGTにおいて経済主体が資産購入をどのようにファイナンスするかに関する問題について明確に言及しなかったが、ミンスキーは投資およびポートフォリオがどのようにファイナンスされるかに焦点をあて、資産の価値評価や種々の負債を発行する決意を含めた全体のバランスシート選択の決定へアプローチを拡張した。そうするために、ミンスキーは自己利子率理論を個別の資産に対して適用するのではなく、負債面を含むポートフォリオ全体に関連付けるようにした。具体的には、ミンスキーはケインズの自己利子率を構成する資産属性を次のように定義し直した。すなわち、 q_i は種々の資産からなるポートフォリオによって生み出されるキャッシュインフローを意味する。 c_i は主としてそのポートフォリオを持ち越すさいの金融費用、すなわちポートフォリオ保有をファイナンスするために発行される負債に伴うキャッシュアウトフローを意味するものに拡張される。 l_i は貨幣ないし流動資産の形で保有されるポートフォリオ全体の流動性の評価額を意味し、それには流動資産として金融機関によって提供される事前に合意されたバックアップ・ファイナンス枠や、保有資産を負債発行のために担保として使用する可能性も含まれることになる。 a_i はポートフォリオの期待される価値の増加を表す。

このようにして、ミンスキーは自己利子率フレームワークにファイナンスの側面を導入することによって、流動性選好説を資産選択の理論よりもむしろバランスシート選択の理論として拡張した。流動性がいかなる価値を有するかについて、ケインズは予期しない出来事が生じた場合、即座にコストをかけないで安全資産に取り替えることができるという価値を強調したが、ミンスキーはさらに負債を支払う能力を流動性概念に追加した。いうまでもなく、経済主体のバランスシートは契約上の支払いをするために借入をしたり、資産を流動化する必要性を生じさせるが、そうした資産や負債のリストからもたらされるキャッシュインフローとキャッシュアウトフローは時間的特質が異なっている。前者は時間をつうじて不確実であるのに対し、後者は契約締結時点でほぼ確定的な性質をもつ。したがって、狭い意味での流動性は、契約上の固定的なキャッシュアウトフローの支払いを履行する能力ということになる。この場合、資産の処分力(市場性)は流動性が与える形のひとつにすぎない。一定の種類の資産を保有

することは、それが生み出すと期待されるキャッシュインフローがどの程度確実であるか、資産の処分力や負債発行のための担保となりうる可能性に依存して、ポートフォリオ全体の流動性に影響を与える。これらの条件の下では、ポートフォリオの流動性プレミアム、すなわち資産保有者によって資産処分力について認識されている価値は、資産購入をファイナンスするために発行される負債の性質にも依存する。

ミンスキーによれば、資本主義経済を一組のバランスシートと損益計算書の相互関係として把握するならば、自己利子率理論で明らかにされたようなバランスシートの諸項目が時間をつうじて生み出すキャッシュフローを集計することにより、われわれは全体のバランスシートと投資決定を連結することができる⁽²⁰⁾。ミンスキーの投資決定の金融理論は、企業家が期待するキャッシュフローと内部資金および外部資金の組み合わせによって投資をファイナンスするニーズを強調する。前者は投資誘因としてのキャッシュフローであり、後者の内部資金は資金源泉のひとつとしての実現されたキャッシュフロー（利潤）である。利潤 Π は、カレツキー・モデルに政府部門と国際部門を加えることにより、次のような関係式によって与えられる。

$$\Pi = I + D_f - \text{BTD}_f + c\Pi - sW \quad (30)$$

そこで I は投資、 D_f は政府財政赤字、 BTD_f は貿易収支赤字、 $c\Pi$ は利潤所得からの消費、 sW は賃金所得からの貯蓄を表す⁽²¹⁾。したがって、企業が投資に利用しうる内部資金総額は、利潤から法人税、借入・債券に対する元利支払いおよび株主に対する配当支払いを差し引いたものになる。利潤が投資や財政赤字などの支出に依存する一方、借入・債券など外部資金に対する元利支払い額や配当支払額が大きくなるほど、企業が内部資金として利用しうる総額は小さくなる。利潤に比較した負債の増加、利子率の上昇および配当性向の上昇は、負債に対する支払額や配当支払額を増加させ、投資をファイナンスするのに利用しうる内部資金を減少させる。

ポーリンが指摘するように、ミンスキーの投資決定の金融理論は、債務構造が投資価値に影響しないとするモディリアーニーミラー（M-M）仮説とは異なり、企業の債務構造に織り込まれた借り手リスクと貸し手リスクが重要な役割を演じる（ポーリン [64] p. 79.）。一般に、景気循環の初期には企業のバランスシート構造は、キャッシュインフローがキャッシュアウトフローを上回る「健全金融」の状態にある。やがて景気拡張につれて、企業は内部資金の範囲を超えて外部資金調達を用い、将来の債務返済の借り換えをあらかじめ織り込んでファイナンスするようになると、キャッシュインフローがキャッシュアウトフローをわずかに上回るにすぎない脆弱な「投機的金融」に変換していく。しかし、実現される利潤の増加が借り手および貸し手に楽観的な期待を形成を促し、負債の累積を招くようになると、キャッシュインフローがキャッシュアウトフローを下回り、債務不履行が生じる不健全な「ポンツィ金融」の状態に陥る。このとき、借り手リスクは投資資金に占める外部負債への依存度が高まるにつれて、財務上の安全性のゆとり幅が狭くなることから生じる。また貸し手リスクは、内部金融比率の低下、利払

い額のキャッシュフローに対する比率の上昇および債券の格付けの引き下げが生じるときに高まる。

要約すると、投資増加によって生じる景気拡大期には、企業および銀行はともに金融上のリスクを低く見積もるようになる傾向がある。一般に、ブーム期には借り手の外部負債調達比率と貸し手のレバレッジ比率は急上昇するが、企業および銀行の流動性選好が低く貨幣供給の内生的拡大も生じるので、市場利利率はほとんど上昇しないことが多い。これらは楽観的な期待のもとでさらなる投機的金融を助長するので、負債の急増と利払い額の膨張を招く。こうして、企業および銀行の金融構造は脆弱で不健全なものとなり、ブーム期をつうじて金融不安定性の火種が形成されていくことになる。ミンスキーは「恵まれた時期においては、当初は健全金融の状態にある経済主体数が多く、ついで投機的金融状態やさらにはポンツィ金融状態にある主体数が増えていく」（ミンスキー [52] p. 83.）とき、こうした金融状態の進行は金融システムを頑健な状態から脆弱な状態へ変換させ、さらに小さな政府と裁量性に乏しい中央銀行のもとでは金融不安定性へと発展させていく、と結論している。

5 結論

現代マネタリスト理論は、一部の経済主体が価格によって与えられるシグナルを誤って解釈し続けるかぎり貨幣的変化が非中立的となるが、シグナルを誤解していた経済主体が誤りに気付いて学習するので、貨幣的変化が中立的になるとしている。経済主体の価格期待は、外生的な貨幣供給の変化を反映して合理的に形成されるならば、所得は選好や生産技術によって決定される均衡値に収斂するであろう。またニュー・ケインジアン理論においては、情報の非対称性が存在するとき、経済システムは選好、技術および競争的市場によって決まる均衡から乖離することになり、したがって短期的には貨幣が中立的ではなくなる。しかしながら、貨幣の非中立的性は経済システムがもつ根元的な性質ではなく、情報の非対称性や市場支配力のいずれかによる市場の不完全性がもたらす結果であり、長期においては貨幣の中立性が成立するとみなされている。

これとは対照的に、ケインズが意図していたことは、貨幣の非中立的性を基本的な前提に据える貨幣経済の理論を展開することにあった。ケインズ理論における貨幣は、不確実性の下にある経済主体の動機付けや意思決定に影響を与えることにより、短期だけでなく長期においても、実体経済の動向に全面的な作用を及ぼす実質的な要因である。

ポスト・ケインジアンによるケインズ貨幣理論の拡充は、こうした非中立貨幣が演じる独特な作用を現代的な視点からさらに掘り下げるための試みである。ポスト・ケインジアンの貨幣的均衡分析は、流動性選好が貨幣利利率を決定し、貨幣利利率が資産価格を決定することによって、貨幣を資本蓄積に接合する試みである。貨幣の非中立的性を経済理論の基盤に据えようとするためには、われわれは（新）古典派の貨幣理論と本質的に異なる仕方では貨幣を組み込まなければならない。内生的貨幣供給理論においては二つのアプローチへの分岐が見られたが、銀行の流動性選好を摂取することによって、われわれはホリゾンタリスト・アプローチをストラクチャリスト・アプローチの特殊ケースとして吸収すること

ができる。貨幣供給の内生理論と投資決定の金融理論の展開は、ケインズ貨幣理論をアップツーデートにすることによって、ケインズが着想した貨幣経済理論を再構築するという要請に応えるための試みである。ケインズおよびポスト・ケインジアンは、流動性選好、内生的貨幣供給および金融不安定性の3つの構築素材を一体化して組み立てられなければならない。

注

- (1) わが国のケインズ貨幣理論の研究において、鬼頭 [39]、川口 [30]、原 [17]・[18] および浅野 [1]・[2] は、流動性選好説をケインズ体系の中心に据えてきた指導的なポスト・ケインジアンである。
- (2) これまで外生的な貨幣供給理論は多くの学者によって展開されてきたが、これに比べて貨幣供給の内生化に関する研究はきわめて不十分であった。主流のマクロ経済学においては、貨幣供給は外生変数として取り扱われることが多く、ときおり貨幣供給の内生性が論じられるにすぎなかった。内生的貨幣供給理論が外生的貨幣供給理論に対する対抗軸として本格的に展開されるようになったのは、記念碑的な労作であるムーア [55] が刊行されてからのことである。最近のインフレ・ターゲット政策をめぐる議論におけるように、主流の貨幣理論は、中央銀行が短期利率を政策的に操作するレジームに転換した結果、利率を外生的変数、貨幣供給を内生的変数として扱うようになってきた。
- (3) ヒックスは、流動性がケインジアン用語であるという証拠がかなりあることを示唆している（ヒックス [21] 訳書 p.3.）。ヒックスは、流動性が経済学の確固とした概念として用いられるようになったきっかけをケインズ『貨幣論』に見出ししている（ケインズ [32] 訳書 pp.59-60.）。
- (4) イギリスのラドクリフ委員会は、支出決意に関連するのが全体の流動性ポジションであり、銀行準備よりも資産売却や借入による資金調達を強調するようになった。こうした一般流動性に関する理論的基礎はガーレイ＝ショウ [16]、セイヤーズ [71]、トービンによって率いられたエール学派の研究からもたらされたが（トービン [75]）、それらの研究は貨幣を経済分析の主座から退けようとする一面をもっていた。
- (5) ロビンソンによれば、「種々の型の資産のこのような性質は、人によってそれぞれ異なった評価を受ける。……利率の一般的な型は、種々の資産の供給との相対的な関係において、[リスク] 趣向の違う資産家間に富がどのように分配されているかによって決定される。それぞれの型の資産は、他のいずれの資産に対しても、代替しうる可能性をもっている。つまり各資産は、他のいずれの資産とも、また貨幣ともいわば共通の限界領域をもっている。市場における均衡が達成されるのは、いかなる富も限界領域を超えて、移動しないような利率の下においてである。[資産] 価格は、市場が各種の型の資産についてその瞬間にまさに利用可能な数量をちょうど保有することに満足するようなものとなる」（ロビンソン [66] 訳書 p.11. [] の挿入は筆者によるものである）。
- (6) 予備的動機は、確信の状態が貨幣需要に与える影響に関する明確な考察を必要とする。カーン [25] が明らかにしたように、われわれは予備的需要をキャピタル・ロスおよびインカム・ロスのリスク

の双方を避けるために、経済主体が貨幣ならびに証券の両者からなるバッファ・ストックの保有に導くものと考えることができる。資産保有者は自分の抱く期待が外れやすいことを認識し、期待外れに対する後方の備えとして役に立つ資産の準備を保持することによってこうした期待はずれをヘッジするであろう。この意味では、強気筋といえども将来の利子率の低下を確実に予想しえない場合には、自己のすべての資金を証券に投下することはないであろう。かくして、予備的動機と投機的動機の組合せは、投機的動機が将来の利子率の動きに関する特定の期待に関係し、予備的動機がそうした期待に対する確信の程度に関係する、ということ意味する。

- (7) ルンデは、将来の利子率や資産価格に関する不確実性が高くなるほど、資産保有者にとっては将来における学習の機会がいつそう増え、流動性選好が高まることを指摘する。流動性は意思決定者に対して決意を修正する伸縮性、すなわち将来においてポートフォリオの構成を変える伸縮性を与える、と考えられている。流動性が与える伸縮性は、(1) より多くの情報が得られ、予想に対する確信が行為を正当化するに十分高くなるまで、あるいは(2) 金融市場において予期し得ない利潤機会が現れ、意思決定者が利潤機会について十分な確信を感じるようになるまで、意思決定者が行動を延期することを可能にさせるものである。ルンデ [68] , pp. 129-144. およびルンデ [69] pp. 222-243. (訳書 pp. 679-701.) を参照。
- (8) 具体的には、ケインズの次の4本の論文 [35]、[36]、[37] および [38] である。
- (9) ロジャーズ [67] は、実物的均衡分析と貨幣的均衡分析を徹底的に比較検討し、後者の理論的フレームワークを明確に示している。
- (10) クレーゲルは、ケインズ価値理論と有効需要の理論とが不可分の関係にあることを強調してきたポスト・ケインジアンの一ひとりである。詳しくはクレーゲル [41] , [42] および [43] を参照されたい。
- (11) デヴィッドソンの最も重要な研究の焦点は、非自発的失業の原因に関して厳密な評価をすることにあつた。セイ法則は、相対価格の適切な変化が経済主体に対して自己の所得から他人の所得へシフトさせるという意味で、すべての財が互換性のある代替財であるかぎり成立するであろう。消費に支出されない1円は、再生産可能な資産の購入に自動的に蓄えられる、すなわち貯蓄はそれ自らの投資を常に創造するであろう。したがって、粗代替性の公理はセイ法則を復位させ、非自発的失業が発生する論理的な可能性を否定するのである。
非自発的失業は、実物財やサービスに対する制約された需要関数が原因となって生じるのではなく、むしろ労働によっては生産不可能であるとともに、その需要が労働によって生産しうる諸資産に資源を注入させない流動資産に対する需要が原因となって発生するのである。そこでデヴィッドソンは、ケインズが貨幣の基本的性質と呼んだ考えの重要性を強調することになる。生産弾力性がゼロということは、貨幣需要の増加がその生産への資源の転用を引き起こさない、ということ意味する。貨幣と生産可能資産との代替弾力性がゼロということは、その需要が増加するとき、貨幣の相対価格の上昇はそうした需要を非貨幣的な生産可能資産に転換させない、ということ意味する。

こうした独特な性質により、貨幣は価値貯蔵機能をもつのであり、こうした貨幣の基本的性質は粗代替性公理に対する対抗軸を示すとともに、非自発的失業が存在するための理論的な基礎をなしている。粗代替性の公理を拒否することによって明確になるのは、非自発的失業が硬直的な賃金が直接の原因となって生じる現象ではないということである。

- (12) ケインズ＝ポスト・ケインジアンの内生的貨幣供給理論のルーツについては、とりあえずデヴィッドソン＝ワイントロブ [11] や渡辺 [76] 第1章を参照されたい。
- (13) カルドア [29] 訳書, pp. 66-70. およびカルドア [28] を参照されたい。
- (14) カルドアは、ケインズにおける外生的貨幣供給と流動性選好による利子率決定を、内生的貨幣供給と金融政策によって置き換えようとしている。
- (15) この式は形式的には標準的な貨幣乗数式と似ている。しかし、貸出にあたって借手のイニシャティブが強調され、マクロ的には貸出が預金を創造すること、そして最終的貸手である中央銀行が金融システムの安定性を維持するためには、ベース・マネーを内生的に供給しなければならないことを強調する点で、貨幣乗数アプローチとは異なる。
- (16) なお、パリー [61] は HA を「純粋貸出需要アプローチ」(pure loan demand approach) と呼び、SA を「混合ポートフォリオ貸出需要アプローチ」(mixed portfolio-loan demand approach) と呼んでいたが、パリー [62] では前者を「ホリゾンタリスト・アプローチ (HA)」に、後者を「ストラクチャラリスト・アプローチ (SA)」に改めている。
- (17) チック [6] は銀行システムの進化が貨幣供給プロセスをいかに変容させてきたかを考察したが、ダウ [12]・[13] もこうしたチックの銀行発展段階論を重視して内生的貨幣供給を論じている。
- (18) 2007年8月、アメリカにおけるサブプライムローン市場の崩壊に端を発する金融危機は、アメリカの金融システムを金融危機に陥れただけでなく、世界中の金融市場に大混乱を引き起こしグローバルな金融危機に発展させてきた。多くの人々は今回の金融危機を「ミンスキー・モメント」(A Minsky Moment) として言及しており、ミンスキーの金融不安定性仮説に対する関心は最高潮に達している。
- (19) 詳細な説明は、デヴィッドソン [9] の第4章および第9章を参照されたい。
- (20) ミンスキーは、ケインズの投資決定論に欠けていたファイナンス面の分析を補強し、貸し手ならびに借り手の金融上のリスクと内部金融と外部金融の関連を明示的に取り入れることによって、投資決定の金融理論を構築している。
- (21) 詳しくはミンスキー [50] 第7章(とくに訳書 pp. 175-86.) を参照されたい。

参考文献

- [1] 浅野栄一「自己利子率論再考」, 中央大学経済学研究所編『ケインズ経済学の再検討』中央大学出版部, 1987年.
- [2] ———, 『ケインズの経済思考革命—思想・理論・政策のパラダイム転換—』勁草書房, 2005年.
- [3] Carvalho, F. J. C., “Post-Keynesian Developments of Liquidity Preference Theory”, in Wells, P. ed., *Post-Keynesian Economic Theory*, Kluwer Academic Publishers, 1995, pp. 17-33.
- [4] ———, “On Bank's Liquidity preference”, Davidson, P., and J. A. Kregel ed., *Full Employment and Price Stability in a Global Economy*, Edward Elgar, 1999, pp. 123-38.
- [5] Chick, V., *Macroeconomics after Keynes*, MIT Press, 1983 (長谷川啓之・関谷喜三郎訳『ケインズとケインジアンのマクロ経済学』日本経済評論社, 1990年).
- [6] ———, “The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest”, *Economie et Societe*, Aug. / Sep. 1986, pp. 111-26.
- [7] Cottrel, A., “Post-Keynesian Monetary Economics: Critical Survey”, *Cambridge Journal of Economics*, Dec. 1994, pp. 587-605.
- [8] Davidson, P., “Keynes's Finance Motive”, *Oxford Economic Papers*, March 1965, pp. 46-65.
- [9] ———, *Money and the Real World*, Macmillan, 1972, 2nd edition, 1978 (原正彦監訳, 金子邦彦・渡辺良夫訳『貨幣的経済理論』日本経済評論社, 1980年).
- [10] ———, *Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-first Century*, Edward Elgar, 1994 (渡辺良夫・小山庄三訳『ポスト・ケインズ派のマクロ経済学—21世紀の経済政策の基礎を求めて—』多賀出版, 1997年).
- [11] ——— and Weintraub, S., “Money as Cause and Effect”, *Economic Journal*, Dec. 1973, pp. 1117-32.
- [12] Dow, S. C., “Horizontalism: A Critique”, *Cambridge Journal of Economics*, 1996, pp. 497-508.
- [13] ———, “Endogenous Money: Structuralist”, in P. Arestis and M. Sawyer ed., *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Edward Elgar, 2006, pp. 35-51.
- [14] Eichner, A. S. and Kregel, J. A., “An Essay on Post-Keynesian Theory: A New Paradigm in Economics”, *Journal of Economic Literature*, Dec. 1975, pp. 1293-1314.
- [15] Goodwin, R. M., “Liquidity and Uncertainty—Discussion”, *American Economic Review*, May 1949, pp. 199-201.
- [16] Gurley, J. G. and E. S. Shaw, *Money in A Theory of Finance*, Brookings Institution, 1960. (桜井欣一郎訳『貨幣と金融』至誠堂, 1963年).
- [17] 原正彦『金融論』同文館, 1983年.
- [18] ———, 『ケインズ経済学の再構築—リアルとマネーの統合—』東洋経済新報社, 1994年.
- [19] Harrod, R. F., “Keynes, the Economist”, in S. M. Harris ed., *The New Economics*, 1947 (ハリス編『新しい経済学』東洋経済新報社, 1949年, 第8章, 所収).

- [20] —, Money, Macmillan, 1969. (塩谷九十九訳『貨幣』東洋経済新報社).
- [21] Hicks, J. R., "Liquidity", *Economic Journal*, Dec., 1962, pp. 787-802. (水野正一・山下邦男監訳『現代の金融理論』I, 勁草書房, pp. 1-24. 所収)
- [22] —, *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford University Press, 1967. (江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』東洋経済新報社, 1972年).
- [23] 平井俊顕『ケインズの理論—複合的視座からの研究—』東京大学出版会, 2003年.
- [24] 岩佐代市「銀行行動と貨幣量の内生的決定—B. J. ムーアの所説に依拠しつつ—」, 『経済論集』(関西大学) 第39巻第4・5合併号, 1989年.
- [25] Kahn, R. F., "Some Notes on Liquidity Preference", 1954, reprinted in his *Selected Essays on Employment and Growth*, Cambridge University Press, 1972 (浅野栄一・袴田兆彦訳『雇用と成長』日本経済評論社, 1983年).
- [26] Kaldor, N., "Keynes's Theory of the Own Rate of Interest", in his *Essays in Economic Stability and Growth*, Duckworth, 1960.
- [27] —, "The New Monetarism", *Lloyds Bank Review*, July 1970 (新飯田宏訳『インフレーションと金融政策』日本経済新聞社, 1972年).
- [28] —, *Origins of New Monetarism*, University College of Cardiff Press, 1981.
- [29] —, *The Scourge of Monetarism*, Oxford University Press, 1982 (原正彦・高川清明訳『マネタリズム: その罪過』日本経済評論社, 1984年).
- [30] 川口弘『ケインズ経済学研究—「一般理論」基本体系の吟味—』中大出版社, 1953年.
- [31] Keynes, J. M., *A Treatise on Money, Part I*, 1930, *CWK*, Vol. V. (小泉明・長沢惟恭訳『貨幣論 I: 貨幣の純粹理論』東洋経済新報社, 1979年).
- [32] —, *A Treatise on Money, Part II*, 1930, *CWK*, VI, (長沢惟恭訳『貨幣論 II: 貨幣の応用理論』東洋経済新報社, 1980年).
- [33] —, "A Monetary Theory of Production", 1933, *CWK*, X III, 1973, pp. 408-11.
- [34] —, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936, *CWK*, Vol. VII, 1973 (塩野谷裕一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社, 1983年).
- [35] —, "The General Theory of Employment", *Quarterly Journal of Economics*, 1937, pp. 209-223. (ハリス編『新しい経済学』東洋経済新報社, 1949年, 第15章, 所収).
- [36] —, "Alternative Theories of the Rate of Interest", *Economic Journal*, June 1937, pp. 241-52.
- [37] —, "The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest", *Economic Journal*, Dec. 1937, pp. 663-69.
- [38] —, "The Theory of the Rate of Interest", 1937, *CWK*, X IV.
- [39] 鬼頭仁三郎『貨幣と利子の動態』岩波書店, 1942年.
- [40] Klein, L., *The Keynesian Revolution*, 1947. (篠原三代平・宮沢健一訳『ケインズ革命』有斐閣, 1965年).

- [41] Kregel, J. A., “Money, Expectations and Relative Prices in Keynes' Monetary Equilibrium”, *Economie Appliquee*, Vol. 35, No. 3, 1982, pp. 449-465.
- [42] ———, “Effective Demand: Origins and Development of the Notion”, 1983 (緒方俊雄・渡辺良夫訳『ポスト・ケインズ経済学の新展開』日本経済評論社, 第2章所収, 1991年).
- [43] ———, “The Theory of Value, Expectations and Chapter 17 of The General Theory”, in G. C. Harcourt and P. A. Riach ed., *A Second Edition of The General Theory, Vol. 1, Routledge*, 1997, pp. 261-82. (小山庄三訳『一般理論—第2版』多賀出版、2005年所収).
- [44] Lavoie, M., “The Endogenous Flow of Credit and the Post Keynesian Theory of Money”, *Journal of economic Issues*, 1984, pp. 771-97.
- [45] Leijonhufvud, A., *Information and Coordination*, 1981 (中山靖夫監訳『ケインズ経済学を超えて』東洋経済新報社, 1984年).
- [46] 間宮陽介『モラル・サイエンスとしての経済学』ミネルヴァ書房, 1986年.
- [47] 美濃口武雄「ケインズの貨幣供給論—外生説と内生説—」『一橋論叢』第96巻第5号, 1986年.
- [48] Minsky, H. P., “Central Banking and Money Market Change”, *Quarterly Journal of Economics*, May 1957, reprinted in his *Can 'It' Happen Again?: Essays on Instability and Finance*, M. E. Sharpe, 1982 (岩佐代市訳『投資と金融—資本主義経済の不安定性—』日本経済評論社, 1988年).
- [49] ———, *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, 1975 (堀内昭義訳『ケインズ理論とは何か』岩波書店, 1988年).
- [50] ———, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, 1986 (吉野紀・浅田統一郎・内田和男訳『金融不安定性の経済学』多賀出版, 1989年).
- [51] ———, “Financial Structures: Indebtedness and Credit”, in A. Barrere ed., *Money, Credit and Prices in Keynesian Perspectives*, Macmillan, 1988.
- [52] ———, “The Essential Characteristics of Post Keynesian Economics”, in Deleplace, G. and Nell, E. J. ed., *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, Macmillan, 1966, pp. 70-88.
- [53] Moore, B. J., “The Endogenous Money Stock”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1979, pp. 49-70.
- [54] ———, “Unpacking the Post Keynesian Black Box: Bank Lending and the Money Supply”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Summer 1983, pp. 537-56.
- [55] ———, *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press, 1988.
- [56] ———, “A Simple Model of Bank Intermediation”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1989, pp. 10-28.
- [57] 鍋島直樹「カレツキ有効需要理論と貨幣供給の内生性」, 『経済研究』第44巻第1号, 1993年. (鍋島直樹『ケインズとカレツキー—ポスト・ケインズ派経済学の源泉—』名古屋大学出版会, 2001年,

第8章所収).

- [58] 野下保利「2つの貨幣供給ルートと管理通貨制度の変容」, 深町郁彌編『ドル本位制の研究』日本経済評論社, 第12章所収, 1993年.
- [59] 小野善康『貨幣経済の動学理論』東京大学出版会, 1992年.
- [60] ———, 『不況のメカニズム:ケインズ『一般理論』から新たな「不況動学」へ』中公新書, 2007年.
- [61] Palley, T. I., “Competing Views of the Money Supply Process: Theory and Evidence”, *Metroeconomica*, Vol. 45, No. 1, 1994, pp. 67-88.
- [62] ———, “Beyond Endogenous Money: Towards Endogenous Finance”, in Deleplace, G. and Nell, E. J. ed., *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, Macmillan, 1966, pp. 516-31.
- [63] Pollin, R., “Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring 1991, pp. 366-96.
- [64] ———, “The Relevance of Hyman Minsky”, *Challenge*, Mar./Apr. 1997, pp. 75-94.
- [65] Radcliffe Committee, “Committee on the Workings of the Monetary System: Report”, Her Majesty's Stationary Office, Aug. 1959. (大蔵省金融問題研究会訳「ラドクリフ委員会報告」大蔵省印刷局, 1959年).
- [66] Robinson, J., *The Rate of Interest and other Essays*, Macmillan, 1952 (大川一司・梅村又次訳『利子率その他諸研究』東洋経済新報社, 1955年).
- [67] Rogers, C., *Money, Interest and Capital: A Study in the Foundations of Monetary Theory*, Cambridge U. P., 1989. (貨幣的経済理論研究会訳『貨幣・利子および資本』日本経済評論社, 2004年).
- [68] Runde, J., “Keynesian Uncertainty and Liquidity Preference”, *Cambridge Journal of Economics*, April 1994, pp. 129-144.
- [69] ———, “Keynesian Methodology”, in G. C. Harcourt and P. A. Riach ed., *A Second Edition of The General Theory, Vol. 2*, Routledge, 1997, pp. 222-243. (小山庄三訳『一般理論-第2版』多賀出版、2005年所収).
- [70] Samuelson, P. A., “The General Theory”, 1947. (ハリス編『新しい経済学』東洋経済新報社, 1949年, 第13章, 所収).
- [71] Sayers, R. S., “Monetary Thoughts and Monetary Policy in England”, *Economic Journal*, Dec. 1960, pp. 710-24.
- [72] Shackle, G. L. S., “Recent Theories Concerning the Nature and Role of Interest”, *Surveys of Economic Theory*, Macmillan, 1965. (神戸大学経済理論研究会訳『現代経済理論の展望』I, ダイヤモンド社, 1971年, 第3章所収).
- [73] Sraffa, P., “Dr. Hayek on Money and Capital”, *Economic Journal*, 1932, pp. 42-53.
- [74] Townshend, H., “Liquidity-Premium and the Theory of Value”, *Economic Journal*, 1937, pp. 157-69.

- [75] Tobin, J. , “Commercial Banks as Creators of Money”, in Carson, D. , ed. , *Banking and Monetary Studies*, Irwin, New York, 1963, reprinted in his *Essays in Economics, Vol. I. , Macroeconomics*, North Holland, pp. 272-82.
- [76] 渡辺良夫『内生的貨幣供給理論－ポスト・ケインズ派アプローチ』多賀出版, 1998年.
- [77] ———, “The Post Keynesian Theory of Endogenous Money Supply as a Development of Keynes's Monetary Thought”, *The Bulletin of Social Science*, Meiji University, Vol. 30, No. 1, pp. 1-19, Feb. 2008.
- [78] Wray, L. R. , *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Edward Elgar, 1990.

(わたなべ よしお)