

内生的貨幣供給と流動性選好

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 明治大學商學研究所 公開日: 2009-03-09 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 渡辺, 良夫 メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/10291/2047

内生的貨幣供給と流動性選好

A Tentative Essay on the Integration of Endogenous Money Supply with Liquidity Preference

渡 辺 良 夫

Yoshio Watanabe

I. はじめに

この論文の目的は、近年ポスト・ケインジアン（以下PKと略記）によって展開されてきた内生的貨幣供給理論の2つのアプローチをサーベイし、流動性選好説との両立可能性について検討を加えることにある。

これまでPKという呼称は、ケインズ直系の弟子たちはもとより、新古典派総合ケインジアンの一部（たとえば後期のヒックス）から、カレッキアン、スラッフイアン、制度主義学派およびラディカリストに至る、新古典派経済学に批判的な経済学者を総称するものとして、広い意味で用いられてきた（デヴィッドソン [7] 訳書 pp. 8-9.）。しかし、広義のPKは「混成部隊」であることが否めず、内部においてさえ見解の相違が見られる。論点の拡散を避けるため、PKをより狭い範囲に限定する。本稿においてPKという場合、理論分析の基盤を「貨幣的生産経済」概念に据え（ケインズ [16]）、貨幣経済理論の展開とその現代的適用を試みるデヴィッドソン、ミンスキー、チック、ダウ、クレーゲル、ムーア、ロジャース、パリー、ポーリン、レイなどの"Monetary Keynesianism"（デサイ [9] p. 172.）を標榜する学者たちを指すものとする¹⁾。このようにPKを狭義にとることは、けっして不当ではないと思われる。なぜならば、ケインズが『一般理論』（以下GTと略記）で意図していたことは、「貨幣が中立的でない経済」（ケインズ [16] p. 411.）の理論を確立することにあつた、と考えられるからである。

こうした"Monetary Keynesianism"を志向するPK理論の特徴は、貨幣の長期的非中立性と内生性を強調する点にある²⁾。投資支出の多くの部分が銀行システムをつうじてファイナンスされるならば、貨幣供給は主として銀行貸出によって決定されることになる。貨幣供給プロセス

1) デヴィッドソン ([6], [7]) の学派の分類にしたがうならば、これらの経済学者たちは Keynes's School に属することになるであろう。

2) 詳しい議論については、コットレル [5] および渡辺 [40] を参照されたい。

を内生化する場合、貨幣供給曲線がどのような形で描かれるかを中心に、次の2つのアプローチが提示されている。

カルドア [15] やムーア [28] によって展開された内生的貨幣供給理論は、利子率—貨幣量平面において水平な貨幣供給曲線を描くところから、ホリゾンタリスト・アプローチ (Horizontalist Approach; HA) と呼ばれる。HAは、マネタリズムに対する透徹した批判を展開する一方、返す刀で流動性選好説における外生的貨幣供給の想定を批判し、貨幣供給の内生性と中央銀行による利子率の外生的決定を提唱する。HA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一定の成果を収めた。しかし、HAでは貨幣需要がつねに充足され、利子率がパラメータとして取り扱われることになるので、貨幣はマクロ経済プロセスにおいて独立した役割を果たしえないことになりかねない。その結果、HAを安易に受け入れることは、貨幣の中立性に暗黙裡に与する危険を伴うといえよう。HAのプロトタイプ・モデルと目されるウィクセルの純粹信用経済は、資本理論ないし価値理論的基礎に欠陥があり、ケインズ=ポスト・ケインズ派の貨幣的生産経済概念と矛盾する。ウィクセルにおいては、貨幣が実物経済の運行を妨げることはなく、信用貨幣経済は結局のところ実物経済と同じように振る舞うことになるからである³⁾。

流動性選好説を排除しようとする急進的なHAに対して、ダウ=ダウ [10]、パリー [31]・[32]、ポーリン [33]、レイ [41] は、流動性選好説と貨幣供給の内生性を両立させる貨幣内生論を唱える。こうした流動性選好説を内生的貨幣供給理論に織り込もうとする穏健な見方は、ポーリンによって、構造的貨幣内生アプローチ (Structural Endogenous Money Approach; SA) と命名される (ポーリン [33] pp. 373-77.)。SAは、銀行の予備的動機にもとづく第二線準備を明示的に導入し、準備節約を可能にする効率的な負債管理行動を重視する。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に依存するが、SAにおいてはこうした銀行の資産・負債管理が貸出に応ずるための別個のチャンネルを用意する。

ケインズにとって生産が完全雇用以下の水準で停止する理由は、貨幣の非中立的な作用にほかならず、有効需要の原理と流動性選好説は不可分の関係にある。それゆえ、内生的貨幣供給に訴えて利子率を外生化するHAは、実物経済と貨幣経済の本質的相違を考察する適切な方法であるとはいいがたい。これら2つの内生的貨幣供給アプローチの比較検討をつうじて、流動性選好説と内生的貨幣供給理論の調和を図るSAが適切なアプローチであることを示す。

3) この点については、ロジャース [34]、ローロア [24]、渡辺 [39] を参照されたい。

II. 実物的分析と貨幣的分析—古典派とケインズの分水嶺

かつて、シュンペーターが貨幣理論の系譜を「実物的分析」と「貨幣的分析」とに区分したことは、よく知られている（シュンペーター [36] 訳書 pp. 579-81.）。シュンペーターによれば、前者は中立貨幣という考え方に立脚しており、他方後者はこうした中立貨幣観を否定する立場である。実物的分析の系譜に属する貨幣理論は、ワルラスやウィクセルの一般均衡理論を引き継いだ新古典派ケインジアン（現代ではトービンがその代表である）からマネタリスト（例えばブルンナー＝メルツァー）に至るまで、現代においても貨幣経済に対するアプローチ法として広く用いられている⁴⁾。ウィクセル流の貨幣的均衡では、貨幣利率が自然利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率が調整作用の中心としての役割を演じ、貨幣利率は短期を除いて独自の作用を及ぼすことはないと考えられているからである。セイ法則と貨幣の長期的中立性が堅持されている以上、ウィクセリアン・アプローチは実物的分析の系譜に属するものと考えなければならない（ロジャース [34] p. 5.）。

これと対置される貨幣的分析において、貨幣はけっして中立的ではありえず、实体经济に影響を与える実質的要因であるとみなされる。ケインズ流の貨幣的均衡分析では、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も影響を与える持続的要因の一つとして位置付けられる。ケインズは、ウィクセルから強い影響を受けたし（GT訳書 p. 241.）、それが『貨幣論』に反映されたことを自覚していた（GT訳書 pp. xxii-xxiii.）。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。すなわち、ウィクセル・メカニズムとは「反対のことが一般的である。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率と一致して低下するまで価格は変動する」、とケインズは主張する（ケインズ [21] p. 103.）。ケインズが実物的分析から逸脱するのは、諸資産の限界効率が収斂していくターゲットないし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相違が利率理論にあることを示している。

それにもかかわらず、ケインズの流動性選好利率論は、現代の貨幣理論の展開において、肯定的な評価が与えられるよりもむしろ、否定的な評価が下されることが多かった（たとえば、

4) こうした実物的分析と貨幣的分析の相違に関心を寄せる優れた研究として、ロジャース [34] と原 [12] がある。

サムエルソン [35] 訳書 p. 150, レイヨンフーブッド [25] 訳書 p. 197.)。こうした否定的な見解に対して、ほぼ半世紀近く前に、ハロッドは次のように反論していた。

私の考えるところでは、利子の理論は、彼〔ケインズ〕の体系の中心点なのである。彼は経済システムが完全活動の状態に移行できないのは摩擦、硬直性、生産要素の移動不可能性、あるいはまた本質的に景気変動に関連した現象に起因するものではないと考える点で、正統派と相違している。もしも完全稼働と両立しない利子率の中心水準が確立されたならば、経済システムの他の部分がいかに伸縮性および可動性を有していたとしても、それは経済システムを完全稼働に導きえない。この誤った利子率 (wrong rate of interest), われわれはこう呼ぶことができるであろうが、この利子率はそれ自身硬直的であるとか非伸縮的であるわけではない。それは自然的であり、永続性があり、かつまたある意味において自由経済では不可避的である。これが、なぜ彼が利子は本質的に貯蓄に対する報酬でなく流動性の犠牲に対する報酬である、という理論を不当と思われるほどまでに強調したかということの理由である (ハロッド [13] 訳書 pp. 103-4. 強調と挿入は引用者による)。

このハロッドの指摘が正鵠をえたものであるとしたら、ケインズと古典派を分かち本質的な要素は、有効需要の原理を構築するにあたり、実物的利子論に代えて貨幣的利子論を採用したことにあるということになる。

Ⅲ. 貨幣的均衡分析としての自己利子率理論

事実ケインズは、GTの刊行後に発表した [18], [19], [20] および [21] の4本の論文で、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、古典派の実物的利子論に取ってかわる代替的な利子理論の構築をつうじて、有効需要の原理にもと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。そこでケインズは、現実の経済では完全雇用を伴う均衡よりもむしろ、不完全雇用均衡のほうが常態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、雇用理論と両立する形で貨幣および利子の理論を統合する試みにおいて、スラッフア [37] 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」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 (浅野 [1] pp. 5-7.)。

(1)流動性選好説の起源

クレーゲルによれば、流動性選好説の起源は、『貨幣改革論』の外国為替にかんする金利平價定理まで遡ることができる（クレーゲル [22] pp. 452-53.）。そこでケインズは、外国通貨保有のための資産市場の選好という形で、初めて流動性選好の萌芽的概念を導入した。クレーゲルの示唆は、流動性選好という考え方がGTで突如として現れたものでないことと、なぜケインズが流動性選好説を「不当と思われるほどまでに強調したかということの理由」（ハロッド [13] p. 69.）とを理解する上で、きわめて興味深い。

そこで、 i_{NY} をニューヨーク・マネー・センターにおける1カ月物ドル預金利率、 i_L をロンドン・マネー・センターにおける1カ月物ポンド預金利率、 P_f をドルの対ポンド1カ月物の先物レート、 P_s をドルの対ポンド直物レートとすると、各マネー・センターの代表的な2つの短期利率と直物・先物為替レートの間には、近似的に次のような公式が成立する（ロジャース [34] pp. 204-5.）。

$$i_{NY} = (P_f - P_s / P_s) + i_L \quad (1)$$

この式を書き換えると、

$$i_{NY} - i_L = (P_f - P_s / P_s) \quad (2)$$

となる。外国為替市場の均衡において、ある通貨にかんする先物プレミアムは、当該通貨保有にかんするそのマーケットの「選好」の程度を測る。この選好は、それと関連するマネー・センターの間の利率スプレッドに等しい。したがって、各センターの利率が異なっても、ある通貨を預金することによって得られる収益は、共通の通貨で測られるならば、金利裁定をつうじて、均等となるような自律的調整作用が働くことになる。

このような金利裁定をつうじる自律的調整作用は貨幣間だけにとどまるわけではなく、2つの国の金融資産の長期利率が流動性選好によって決定されるならば、その場合両国の資産市場において、利率格差に対応して国内通貨建資産と外国通貨建資産の間にも金利裁定の力が働いて、金融資産価格が決定される。さらに利率は、既存の実物耐久財の現物（需要）価格に影響を与えることによって投資の変動を引き起こし、実物資産の現物価格・先物価格という相対価格の調整をつうじて資産保有の限界効率を決定する。こうして、われわれはすべての耐久財の間の資産選択と資産市場均衡について論じたケインズの自己利率理論に到達することになる。

(2)自己利率フレームワーク

自己利率の錯綜した概念を明らかにするため、コナード [4] による定式化を援用することにしよう。コナードは自己利率を定義するとき、フィッシャーの資産保有にかんする「費

用「超過収益率」という概念を用いる。すなわち、

(将来価値－現在価値) / 現在価値

である。これを式で表わすため、貨幣を標準にとると、任意の資産（商品）にかんする貨幣表示の限界効率が自己利子率 r は

$$r = (P_2Q_2 - P_1Q_1) / P_1Q_1 \quad (3)$$

と定義することができる。ただし、 P_1 と P_2 はそれぞれ資産（商品）の現在価格と将来価格であり、 Q_1 と Q_2 はそれぞれ現在の資産量と将来の資産量である。他方、任意の商品にかんする当該財表示の自己利子率、すなわち実物収益率 R は

$$R = (Q_2 - Q_1) / Q_1 \quad (4)$$

示され、これはウィクセルの自然利子率と同じ概念である。

スラフファは、長期均衡における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。ケインズは、現実の貨幣経済における錯綜した金融的関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将来価格との関係の中に各資産の望ましさにかんする将来の期待を現在に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。異なったタイプ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調整要因 a 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する。(3)式と(4)式から、

$$\begin{aligned} a &= r - R \\ &= (P_2 - P_1 / P_1) \cdot (Q_2 / Q_1) \end{aligned} \quad (5)$$

という式が導かれる。この調整要因 a は、さまざまな資産（商品）の自己利子率を単一の価値標準に転換する、いいかえれば、実物表示の自己利子率を貨幣表示の自己利子率に転換する役割を果たす。個々の経済主体はこうした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。

さらに注目すべきことは、(5)式から

$$r - R = (P_2 - P_1 / P_1) \cdot (Q_2 / Q_1) \quad (6)$$

となり、右辺の第2項を除けば、この式がさきの金利平価定理の公式(2)と基本的に同じものである、ということである。ここからわれわれは、流動性選好にもとづいて貨幣利子率が定められ、財表示の自己利子率を所与とすると、流動性選好が耐久財の資産価格の決定に影響を及ぼしているということを読み取ることができる。そこで、 P_1 を現物価格、 P_2 を先物価格とみなす

ならば、現物価格・先物価格のスプレッドは、短期において、貨幣収益率と実物収益率を均等化する調整要因として機能しているのである。長期においては、資産ストックの数量が変動することになるから、(7)式の第2項も調整要因として作用するであろう。かりに前者を資産価格調整要因、後者を資産数量調整要因と考えるならば、ケインズ理論においては、価格変数と数量変数の双方が調整作用を果していることになる。

さまざまな資産の自己利子率の間の相違点と類似点を明らかにするため、ケインズは異なる資産の相対的な魅力を規定する4つの属性をあげている。すなわち、(1)当該資産それ自身で測ったアウトプットないし収益 q_i 、(2)資産保有にともなう持越費用 c_i 、(3)資産の処分能力によって与えられる潜在的な便益あるいは安全性、すなわち流動性プレミアム l_i 、および(4)現在の貨幣表示現物価格と比較される、将来の貨幣表示現物価格の期待される価値増加(低下) a_i である。これら資産の属性に関する議論は、本質的には、経済主体の資産需要を規定する諸要因を説明したものであると考えることができる。

そこで、第 i 番目の資産の実物表示の自己利子率は、

$$R_i = (q_i - c_i + l_i) ; \quad \forall i, i = 1, 2, \dots, n \quad (7)$$

で表される。同様に、貨幣表示の自己利子率は、

$$r_i = (q_i - c_i + l_i + a_i) ; \quad \forall i, i = 1, 2, \dots, n \quad (8)$$

によって与えられることになる。貨幣自身の自己利子率を i_m で表わすならば、

$$i_m = (Q^{m_2} - Q^{m_1}) / Q^{m_1} \quad (9)$$

となる。貨幣の自己利子率をこのような形で表わす理由は、貨幣が計算単位であり、数量の面でも価値の面でも同一となるからである。貨幣の自己利子率も、他の商品と同様、現物・先物価格によって表される異時点間の市場価値の関係とみなしうる。ケインズが定義したように(GT訳書p. 220-1.)、貨幣の場合には、将来の Q^{m_2} と引き替えに現在 Q^{m_1} が支払われる債券の一種と考えることができる。この債券に対する収益は、それがもたらす流動性にのみ起因するという特殊性を有する。貨幣の自己利子率は、流動性選好の強さを示す尺度にほかならない。

資産市場におけるストック均衡は、貨幣の自己利子率と他の資産の自己利子率が等しくなるとき、すなわち

$$\begin{aligned} & (Q^{m_2} - Q^{m_1}) / Q^{m_1} \\ & = (P_2 - P_1) / P_1 \cdot (Q_2 / Q_1) + (Q_2 - Q_1) / Q_1 \end{aligned} \quad (10)$$

となるときに達成される。

資産市場におけるストック均衡と財市場におけるフロー均衡は、資産価格・収益率体系によって連結される。資産のための転売市場が既存資産ストックをたえず再評価する自己利子率フレームワークにおいて、新資本財のフローは、既存資産のストック市場で確立される収益率と、

新投資プロジェクトから期待される限界効率との比較によって決定される。需要・供給価格の関係でいえば、資本財の需要価格 P_i は投資からの期待収益流列を、(自己利子率均衡によって決定される)市場利子率でもって現在価値に振り戻すことによって定められ、次いでこの需要価格は(その資産の限界生産費を示す)供給価格 P_i と比較される。需要価格が正常供給価格 P_i を超える場合には、新資本財が生産されることになる。

いま、もっとも単純な形で貨幣的均衡を考えることにしよう。生産目的のために保有される新資本財の限界効率を d 、第 i 番目の資産の供給価格を P_i 、将来の期待収益の流れを π_i とする。現在の供給価格と期待収益の流れを与えられたものとするれば、

$$P_i = \sum_{j=1}^n \frac{\pi_i^j}{(1+d)^j} \quad (11)$$

を d について解くと、当該資本財の限界効率を得る。この限界効率は、自己利子率フレームワークにおいて、第 i 番目の資産の期待自己利子率に等しくなるであろう。すなわち、式で表すならば

$$d = q_i - c_i + l_i + a_i \quad (12)$$

である。資産市場においては、すべての自己利子率が均等になるよう、資産価格調整要因が作用するから、資産市場の短期均衡は

$$r = d = q_i - c_i + l_i + a_i = i_m \quad (13)$$

として示され、さらに単純化すれば

$$i_m = d = r = a + R; \quad \forall i, i=1, 2, 3, \dots, n \quad (14)$$

として表される。このように、資本資産の相対価格は、すべての自己利子率の均等化プロセスで重要な役割を果たすとともに、ストックとフローの主要な連結環の役割も演ずるのである。さらに、貨幣利子率が資本需要(投資)と資本供給(貯蓄)によって決定されるものでないことは、明らかである。ケインズによれば、「提供される資本財と需要される資本財との間の均等化は資本財の価格によってもたらされるのであって、利子率によるのではない」(GT訳書p. 184)。むしろ貨幣利子率は、それ自身に固有の諸力によって決定され、「資本資産が新しく生産されるためには、その限界効率が達成しなければならない基準を設定する」(GT訳書p. 222. 強調は引用者)のである。

(3) 貨幣的均衡における期待および慣習の役割

貨幣的均衡にかかわる長期利子率の性質について、ケインズは「利子率が高度に心理的で……高度に慣行的な現象である」(GT訳書, p. 201.)としている。こうした心理的・慣習的

要素を重視する見方は、投機的動機にもとづく流動性選好に結び付けられたものである。投機的期待は l と a をつうじて、また長期期待は q をつうじて自己利子率フレームワークに入り込む。投機的貨幣保有を説明するさい、ケインズは「問題となるのは r 〔利子率〕の絶対的な水準ではなく、信頼されている確率計算からみてかなり安全な r の水準と考えられるものからの乖離の程度である」(GT訳書, p. 199.)と述べ、金融市場参加者達が慣習的判断, すなわち過去の経験, 制度的要因および中央銀行の政策スタンスから推して「正常」とみなされる安全な利子率水準をピボットとして行動すると考えた。こうした正常利子率は、市場参加者達が将来の利子率の推移にかんして(主観的)期待を形成するとき、アンカーとしての役割を果たすことになる。慣習的判断の基礎に強い確信が存在するならば、たとえ市場利子率の変動としても、正常利子率水準の廻りでの一時的な変動にとどまるであろう。逆に、確信が衰えるならば、利子率期待は弾力的となって、金融市場を不安定化させ、ときには急激な変動を起こすであろう。利子率の一時的・短期的な変化と、慣習的判断の変更を伴う長期的・持続的な変化とを区別しなければならない。潜在的に不安定な流動性選好関数という船舶に係留錨を与えるものは、金融市場において多様な意見が同時に存在することと、こうした利子率にかんする慣習的な見解が成立することにほかならない⁵⁾。

そこで、投資の収益性 q にかんする長期期待を一定とし、慣習的要素に依存する正常利子率が i_m の水準に定められるものとすれば、長期の貨幣的均衡は

$$i_m = r_i = R_i; \quad \forall i, i = 1, 2, 3, \dots, n \quad (15)$$

として表わされる。資産価格のタームでいえば、 $P_s = P_t = P_l$ となり、その場合明らかに $a = 0$ となる。いま、何らかの外生的な理由により、市場参加者達によって一時的とは認識されないような利子率の低下が生じると仮定しよう。こうした利子率低下が資本財市場に与えるインパクトは、他の条件を一定とすれば、資本財ストック需要曲線を上方へシフトさせる。資本財の現物価格は短期供給価格を上回り、さらに長期供給価格を超えることになる($P_s > P_t > P_l$)。単純化のため、貨幣賃金率を一定と仮定し、長期供給価格は変化しないものとする。 P_s の上昇は、短期において新規の資本財産産出を増加させ、粗投資額および純投資額を増加させる。短期においては、資本財産産量の増大にともなって P_t が上昇して、 P_s とのスプレッドは次第に縮小していく。しかし資本財ストックが増加するにつれて、 P_s は次第に低下していくであろう。 P_s が P_l を超えるかぎり投資は生じるが、最終的には資本財ストックの増大のよって3つの価格が均等となるよう調整される。このように、利子率が低下した水準で維持されるものとすれば、資本蓄積の進行とともに期待収益の低下および P_t の上昇によって資本の限界効率 d は低下し、

5) ローロア [24] pp. 65-7.を参照。

究極的には利子率に向かって均等化がはかられ、新たな長期の貨幣的均衡が成立することになる⁶⁾。

このように、長期期待を一定とするならば、究極的には全ての資産の収益率は、資産価格調整と資産数量調整をつうじて、重力作用の中心としての正常利子率水準に吸い寄せられることになる。しかし、諸資産は、さまざまな個人による将来の q 、 a および l にかんする評価が成立するところの慣習的判断にもとづいて保有される。そうであるとすれば、こうして成立する資産市場の均衡は、将来にかんする現在の期待の基礎が攪乱される時には、いつでもシフトするという意味で、潜在的に不安定な均衡となるであろう。かくして、ケインズ流の貨幣的均衡は、私的利益を追求する投資者達の資産選択行動に根ざしていると同時に、それはまた個々人の多様な期待の脆弱な釣り合いの上に基礎を置いていることになる。

資産一般のストックが増加するにつれて、その自己利子率が最も緩慢にしか低下しない資産＝貨幣は、貨幣経済システムを根底において支配する役割を演ずる。貨幣利子率を重要なものにする諸要因は、貨幣について、①ゼロの（低い）生産弾力性、②ゼロの（低い）代替弾力性、③ゼロの（低い）持越費用、④高い流動性プレミアム、および⑤貨幣貨金の粘着性である。これらの諸要因が相互に累積的な仕方で作作用し合うとして、ケインズは次のように結論する。すなわち、「貨金がそれによって測られた場合最も粘着的であると期待される商品は、生産の弾力性が最小であり、また持越費用の流動性打歩を超える額が最小のものである。いいかえれば、貨幣表示の貨金が比較的粘着的であるという期待は、流動性打歩の持越費用を超える額が貨幣の場合には他のいかなる資産の場合よりもいっそう大きいということの必然的な結果である」（GT訳書pp. 236-7.）。貨幣経済の前提条件ともいべきこれらの諸要因にかんする議論は、貨幣が他の資産の自己利子率の動きを規制する独特な資産であるという資本理論の議論と統合されて、貨幣利子率に対し際立った重要性を付与することになる。

IV. 貨幣の生産弾力性と内生性

急進的な貨幣内生論を提唱する一部のPKによって批判の俎上のにせられたのは、貨幣の生産弾力性がゼロ（低い）という想定である。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投入量の変化率に対する、任意の産業における産出量の変化率のことである。貨幣について生産弾力性がゼロであるということは、私的企業を問題とするかぎり、価格の変化に反応してたやすく貨幣を増産することができないということを意味する（GT訳書p. 228.）。

6) ロジャース [34] pp. 214-19.を参照。

カルドアやムーアは、こうした想定が妥当するのが商品貨幣ないし不換紙幣についてであって、信用貨幣には当てはまらないとする（カルドア [15] 訳書, pp. 72, 153-54. ムーア [28] pp. 13-14, 246.）。彼らによれば、ケインズの基本的な誤りは「中央銀行の行動によって決定される貨幣量」（GT訳書 p. 251.）という考えを自発的に受け入れた点にあり、こうした外生的貨幣供給を想定した流動性選好説は、結局のところ、「貨幣数量説の修正であって放棄ではない」（カルドア [15] 訳書 p. 69.）と批判する。またチックも、「私の見解では、戦後の貨幣組織の弾力性がおそらくケインズの仮定からの乖離を示す唯一最大の領域であり……徹底的な改造がもっとも必要な理論分野を示している」（チック [2] 訳書 p. 505.）として、貨幣の生産弾力性ゼロあるいは貨幣供給の非弾力性という、ケインズの時代には適切であった想定が現代では妥当性を失ったと批判する（チック [3] pp. 13-15.）。

HAは低い生産弾力性という性質を無造作に処理するが、これは正しくない。ケインズが主張したことは、貨幣が生産の追加的投入という通常の意味において生産可能な商品ではなく、またそのストックを変更するインセンティブが貨幣価格と貨幣賃金率の係数に依存しない、ということである。ゼロの生産弾力性は、貨幣供給が変更不可能であることを意味しない。

事実ケインズは、GT刊行の翌年に、投資支出の資金調達にともなう貨幣保有をあらゆる金融動機を導入し、流動性選好説と貨幣供給の内生性を両立させようと試みた。これは銀行の流動性選好と信用創造の重要性を再認識し、それらを付加することによって流動性選好説の完成度を高めようとする試みであることを意味する。すなわち、ケインズの金融動機分析は、貨幣供給量が不変であるならば、計画支出のいかなる外生的増加も貸出市場に（ケインズの用語を用いると）「逼迫」（congestion）を生み出すであろうという事実を強調する。こうした状況について、ケインズは次のように述べている。

もし流動性の状態に変化が生じないならば、少しも問題を緩和することなしに、公衆は疲労で青くなるまで、事前的にも、事後的にも、そしてその他なんであれ、貯蓄することができる。実際は、もし彼らの努力の結果が、経済活動水準を以前的水準よりも低下させるのでなければ。……銀行は、より低い経済活動水準からより高い水準へ移行する場合に主要な位置につく。もし銀行が緩和する [すなわち、追加的な内生的貨幣を供給する] ことを拒否するならば、たとえ公衆が将来所得からいかに多く節約しようと目論んだとしても、短期の貸出市場あるいは新規発行市場の逼迫が強まることは、場合によっては、事態の好転を妨げるであろう。……投資市場は現金の不足によって逼迫しうるのである。それはけっして貯蓄の不足によって逼迫するはずはない。これはこの分野における私の結論のもっとも基本的なものである（ケインズ [20] p. 668-9. 強調と挿入は引用者による）。

さらにケインズは、現実の貨幣経済の拡大を促進するさい、銀行業および金融機関の重要性を以下のように強調する。もし内生的貨幣供給システムが存在しない場合、

大量の投資需要は市場を枯渇させ、合理的な条件にもとづく金融手段の欠如によって妨げられうる。**新投資のペースを規制するのは、相当程度まで「金融的」手段である。**人びとのなかには、完全雇用点にいたるまで、現実の投資量がどんなに多くても貯蓄の供給を使い果たしたり、それを超えたりしない、ということが逆説であると思う人もいよう。……もしこのことが逆説であると思われるならば、銀行組織が貨幣供給をすすんで増加せず、しかも現在の保有者からの資金供給が非弾力的である場合、それはあまりにも多くの未完成の投資決意の圧力が、利用可能な資金をすっかり使い果たしうる、という事実と混同されるためである。実際、大規模な「新規証券発行」の流れをときおり阻止するものは、利用可能な資金の供給である。しかし、もし銀行組織が資金を利用可能ならしめるほうを選び、新規証券発行によって計画された投資が現実にかかるならば、その投資に見合った所得水準が創出され、まさにその新投資を賄うにたる貯蓄量が必然的に起こりつづけるであろう。**事実、資金の統制はときには危険なものであるけれども、投資率を規制するための（刺激としてよりも抑制として使用される場合に）有力な手段である**（ケインズ [19] p. 248. 強調は引用者による）。

デヴィッドソンは、こうしたケインズの金融動機分析を重視し、貨幣供給プロセスに次のように適用する。すなわち、所得創出—金融プロセスにおいて、企業家が需要の増加を予想するときにはいつでも、彼らはより多くの工場、機械設備および経営資本を購入するため、銀行組織から借入を増やそうという利潤インセンティブをもつであろう。もし銀行組織が追加的な銀行債務契約を利用可能にする意向である場合には、銀行家はこうした「取引の必要」には積極的に応じるであろう。銀行貨幣供給は貨幣需要の増加とともに内生的に拡大するであろう。この貨幣供給の内生的増加は、こうして刺激を受けた諸産業の短期生産フロー供給弾力性に依存して、（異なるタイムラグをとるが）実質所得の変化あるいは価格の変化を随伴するであろう。当然のことながら、もし企業家が生産可能財への需要の低下を予想する場合には、この金融過程は逆の方向に作用する。借入債務を積極的に増やそうとする他の借り手がない場合、総貨幣供給量は内生的に減少するであろう。

ポートフォリオ変更プロセスにおいて、貨幣当局は、公衆に多かれ少なかれ貨幣残高を保有させる行動（公開市場操作）を外生的に始発することができる。貨幣当局は、発行済み国債の価格を引き上げる（利子率を引き下げる）ことによって、債券保有者がいくばくかの政府証券を売却し、代替的な流動的価値貯蔵手段としての銀行預金に切り替えることを有利にする。逆

に、貨幣当局は債券を売りその価格を引き下げることによって、公衆にその貨幣保有を減らす気にさせるのに十分なほど利率を引き上げることができる。ポートフォリオ変更プロセスにおける貨幣供給の増加は、それを受け取った公衆によって、証券に代わる価値貯蔵手段としてただちに使用される。もし貨幣および証券もゼロの生産弾力性をもち、しかも両者は互いに優れた代替物ではあるが、生産可能財とは劣った代替物である場合には、こうした貨幣量の外生的増加は必ずしも産出物に対する需要の増大や資源利用度の向上には結びつかないであろう。貨幣当局によって始発される貨幣供給の外生的増加が生産可能な資本財に対する需要を増加させるのは、次のいずれかによってである。すなわち、(a) ケインズ効果—さまざまな投資プロジェクトと結び付いた外生的には一定の将来の期待準地代の流れを評価するために、企業によって用いられる割引率を低下させる効果、(b) 借り手のうち以前には充足されなかった底辺層の借り手に課されていた信用割当を緩和すること、あるいは (c) 期待される準地代の流れを改善することをつうじてである。貨幣供給の増加が総需要の歩調をそろえた増加を誘発しなければならない必然性はない。

以上のように、デヴィッドソンはこの金融動機分析を貨幣供給プロセスに適用し、所得(支出)創出-金融プロセスにおける貨幣の内生性とポートフォリオ変更プロセスにおける貨幣の外生性とを識別することによって、流動性選好説と両立可能な穏健な貨幣内生論を提唱する(デヴィッドソン [8] pp. 135-36.)。ゼロの生産弾力性は、貨幣供給が変更不可能であることを意味しない。貨幣供給は中央銀行の裁量的行動によって外生的に拡張されうるし、また銀行組織が貨幣需要の増大に応じる場合、内生的に拡張されうるのである。

ミンスキーも、金融不安定性論を展開するにあたって、資産および負債の双方を含む形で流動性選好説を拡張し、貨幣供給の内生性と調和させようと試みてきた。ミンスキーによれば、貨幣供給が内生的となるか外生的となるは経済的・制度的な条件に依存し、典型的には貨幣供給の一部分は内生的であり、また一部分は外生的となる(ミンスキー [27] p. 208.)。

こうした流動性選好説と内生的貨幣供給理論の調和を図る穏健な見方は構造的内生貨幣アプローチ(SA)に引き継がれて彫琢が加えられ、他方、所得創出-金融プロセスにおける貨幣供給の内生化を極端まで推し進めるのが、ホリゾンタリスト・アプローチ(HA)である。

V. ホリゾンタリスト・アプローチ

ホリゾンタリスト・アプローチの特徴は、次の点に見られる。第1に、商品貨幣や不換紙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)、ということ強調する(ムーア

[28] p. 220, [29] p. 11.)。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(ムーア [28] pp. 54-58.)。銀行はホールセール市場での調達利率(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率を設定し、その利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しうるのは、ホールセール市場に対する準備の供給価格たるフェデラル・ファンド・レートである。

これらの特徴を踏まえて、もっとも単純な形でカルドア=ムーア・モデルを定式化してみよう。

$$L^D = L(i_L, A, \dots) \quad (16)$$

$$i_L = (1 + m) i_F \quad (17)$$

$$L^S + R^D + E^D = D + T^D \quad (18)$$

$$R^D = k_1 D + k_2 T^D \quad (19)$$

$$H^D = C^D + R^D + E^D \quad (20)$$

$$L^S = L^D \quad (21)$$

$$M = C^D + D \quad (22)$$

$$T^D = t D \quad (23)$$

$$E^D = e D \quad (24)$$

$$C^D = c D \quad (25)$$

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(16)は貸出利率 i_L と借手の長期期待 A などの関数として表される。変数上の符号は、偏導関数の期待される符号を表す。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 は貸付資金の供給量、 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 は供給を表す。(18)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、グラフの操作を容易にするため、一定と仮定する。

このモデルにおいて、貨幣供給プロセスを駆動するのは、銀行貸出に対する需である。図1の[4]は、フェデラル・ファンド市場を示し、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。〔1〕はリテイル貸出市場を示し、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になる。企業家の長期期待 A を所与とすると、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、図1の〔2〕において、要求払い預金は

$$D = \frac{1}{(1+t+k_1-k_2t-e)} L\{(1+m) i_f, A, \dots\} \quad (26)$$

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量は、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〔3〕において

$$H^D = (c+k_1+tk_2+e) \frac{\{(1+m) i_f, A, \dots\}}{(1+t+k_1-k_2t-e)} \quad (27)$$

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、(25)式と(26)式を(22)式に代入すると、貨幣供給量は

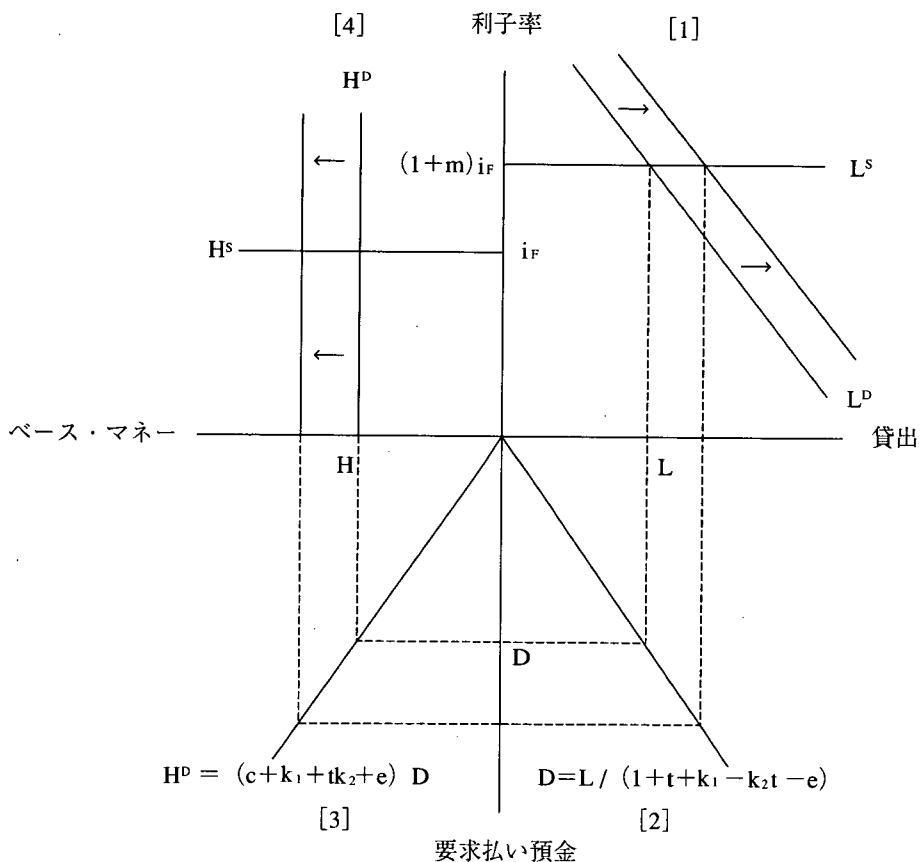
$$M = \frac{1+c}{(1+t+k_1-k_2t-e)} L\{(1+m) i_f, A, \dots\} \quad (28)$$

となり、銀行貸出需要によって内生的に決定される。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。

いま、企業家の長期期待 A が上昇して、投資資金調達のため、貸出需要曲線が右方へシフトすると仮定しよう。顧客企業の貸出増加要請に直面して、銀行は負債管理手法を用いて所要資金を調達し、こうした貸出需要を充足しようと試みる。銀行による管理債務の発行増大は短期金融市場利利率に上昇圧力を与えることになるが、中央銀行のフル・アコモデーションは準備に対する数量制約が作用しないことを事実上保証するため、 i_f は一定に維持される。銀行がリテイル貸出市場において価格設定者・数量受容者として行動するということは、設定した利利率のもとで貸出需要に等しい資金を供給するので、信用市場の均衡が常に達成され、信用割当は起こらないと想定されているに等しい。上の図を順にたどっていけば、貸出需要増加→貸出

量増加→支出・所得の乗数的拡大→預金需要増加→預金量増加→準備需要増加→準備量増加、という単純化されたシーケンスが得られる。したがって、ベース・マネーと貨幣供給量の関連は、貨幣乗数アプローチとは逆に、事後的な関係として捉えられるのである。

図1 ホリゾンタリスト・アプローチの図解



VI. 構造的内生貨幣アプローチ

ホリゾンタリスト・アプローチの最大の問題点は、内生的に供給された貨幣が経済主体によっていかに保有されるか、いいかえれば貨幣需要関数がどのように位置付けられるのかが不明なことである（コットレル [5] p. 599, ハウウエル [14] pp. 90-92.）。これはPK貨幣経済理論としてはきわめて重大な手抜きであるといわねばならない。もし貨幣が自発的に保有され

ないとしたら、それは他の資産購入に充てられるのか、財に支出されるのか、それとも既存の借入の返済に用いられるかのいずれかであろう。しかし、こうした貨幣（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し、最終的な均衡状態にも影響を及ぼすであろう。構造的貨幣内生アプローチは、こうした流動性選好を内生的貨幣供給理論に織り込もうと試みる点に特徴がある（レイ [41] 第6章）。

HAにおいては水平な準備供給曲線を前提とされた。しかしながら、中央銀行が外生的に短期利率を変更する一定の裁量範囲をもっていることは事実であるが、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ない。総準備供給を中央銀行が公開市場操作をつうじてコントロールできる非借入準備（NBR）と、中央銀行の貸出窓口から供給される借入準備（BR）からなるものとして、

$$H^s = \overline{NBR} + BR \{ (i_f - i_d) \} \quad (29)$$

のように表すことができる。(29)式は、銀行部門全体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。これは、図2 [4] の i_d の水準から、準備供給曲線が i_f の変化に感応的になることを意味する。すなわち、 $i_f > i_d$ の場合、借入残高とスプレッドには安定的な関係が見られ、借入残高はスプレッドが拡大するにつれて増加する。中央銀行は銀行の準備調達に圧力をかけ、銀行部門を割り引き窓口に追い込む。こうした準備需給の逼迫度をテコに、中央銀行は短期利率のコントローラビリティを確保する。中央銀行が外生的に短期利率を変更する一定の裁量範囲を有するのは事実であるが、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ない。金融市場諸力からのフィードバックを考慮すると、貸出需要が増加するとき、中央銀行は通常短期利率を引き上げ、部分的なアコモデーションを行うであろう。中央銀行がこうしたフィードバック・ルールにしたがう場合、動態的な貸付資金供給曲線は、図2の [1] における L_s で表されるような、右上がりの曲線となるであろう（パリー [32] p. 519.）。

さらに、構造的貨幣内生アプローチは、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家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資産・負債管理行動、および金融（不）安定性への配慮（懸念）による中央銀行の最終的貸手介入といった、金融システムの進化をもたらす制度的要因を重視する⁷⁾。しかし、構造的内生論は、まだ記述的なレベルでの展開にとどまっている。そのなかでパリー [31]・[32] は、試論的なものでは

7) たとえばポーリン [33] pp. 368, 373-75, 野下 [30] pp. 289-92, ミンスキー [27] pp. 207-8, パリー [31] pp. 284-90.を参照されたい。

あるが、構造的貨幣内生アプローチのいくつかの特徴を体現したモデルであると思われる。

単純化したパリー・モデルは、次のような方程式から構成される。

$$L^D = L(i_L, i_B, Y, A) \quad (30)$$

$$C^D = C(i_D, i_r, i_B, Y) \quad (31)$$

$$D^D = D(i_D, i_r, i_B, Y) \quad (32)$$

$$T^D = T(i_D, i_r, i_B, Y) \quad (33)$$

$$H^D = C^D + kD^D \quad (34)$$

$$H^S = NBR + BR \{(i_F - i_D)\} \quad (35)$$

$$H^D = H^S \quad (36)$$

$$MR_B = i_B + 1 \quad (37)$$

$$MR_L = i_L - c_L \quad (38)$$

$$MC_F = MR_F = i_F \quad (39)$$

$$MC_D = (i_D + c_D) / (1 - k) \quad (40)$$

$$MC_T = i_r - c_T \quad (41)$$

$$MC_{BR} = i_D + \phi(BR) \quad (42)$$

$$MR_B = MR_L = MR_F = MC_F = MC_D = MC_T = MC_{BR} \quad (43)$$

$$Y = Y(L^D) \quad (44)$$

$$L^S + S + kD^D = D^D + T^D \quad (45)$$

$$L^S = L^D \quad (46)$$

$$M = C(i_D, i_r, i_B, Y) + D(i_D, i_r, i_B, Y) \quad (47)$$

式と記号の意味は、次のとおりである。(なお、カルドア＝ムーア・モデルで用いた記号は、ここでも同じ意味で用いるので、繰り返さない。) i_B は債券利子率、 i_D は預金利子率、 i_r は定期性預金利子率、 Y は名目所得である。変数上の符号は、偏導関数の予想される符号を表す。 MR_j は資産 j の限界収益、 MC_j は負債の限界調達費用である。 ϕ は、借入準備にともなう銀行

に対するサーベイランス強化や借入窓口へのアクセサビリティの制約といった形での、非金銭的な心理的費用 (frown cost) を表す。 l は債券の流動性プレミアムである。 c_l , c_o および c_r は、それぞれ貸出、預金勘定および定期性預金勘定の限界管理費用を表す。(40)式は、預金の限界費用が(金利が自由化されたもとでは)リテイル預金の吸収費用に等しいことを示す。(43)式は、銀行の利潤最大化のための条件(一階の条件)を示し、すべての資産の限界収入がすべての負債の限界費用と等しくなることを意味する。 S は銀行の第二線準備としての債券保有である。(44)式は、銀行貸出によってファイナンスされる支出が名目所得を決定することを表す。(45)式は銀行のバランスシート制約を表す。(47)式は貨幣供給の定義式である。

構造的貨幣内生アプローチは、貨幣ストックが主として銀行貸出需要によって決定されるとする点では、ホリゾタリスト・アプローチと同じであるが、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点で異なる。ホリゾタリスト・アプローチとの具体的な相違点は、銀行の第二線準備 S を導入したことと、(43)式に表されるように、資産・負債保有に関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。銀行の S 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として機能し、いってみれば公衆の予備的動機にもとづく貨幣保有に対応するものである。(49)式の銀行のバランスシート制約から、

$$L^s(i_l, i_b, Y, A) = (1-k) D(i_d, i_r, i_b, Y) + T(i_d, i_r, i_b, Y) + BR\{(i_f - i_d)\} - S \quad (48)$$

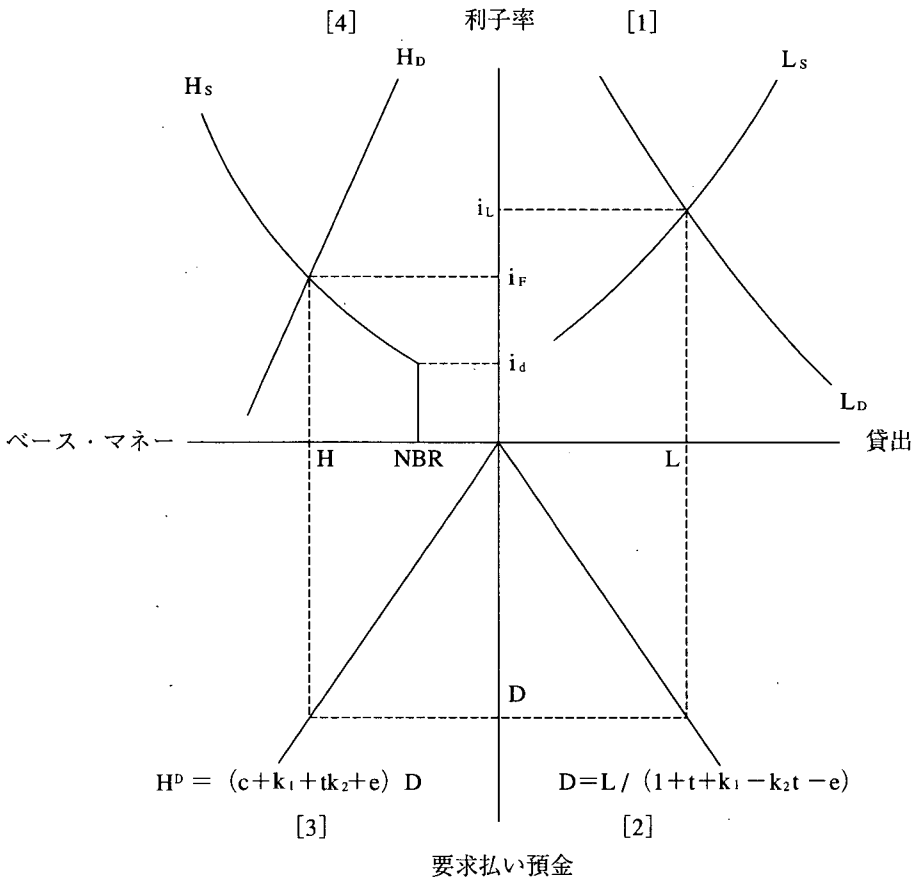
となる。もし銀行が要求払い預金から現金通貨への予想しない流出に直面する場合には、銀行はこうした資金流出に対処するため S を債券市場で売却するであろう。もし貸出需要が増加するならば、銀行は追加的貸出を賄うため S を売却するであろう。逆に、貸出需要が減少するかリテイル預金が増加すれば、銀行は債券を追加的に購入し、 S の保有を増加するであろう。

HAにおいては、銀行の追加的な準備需要に対する数量制約が事実上作用しないから、負債管理行動は積極的な意味をもたない。これに対して、SAにおける銀行の資産・負債選択行動は、貸出需要の増加にさいして、銀行がもっとも安価な資金調達源泉を探し求めるインセンティブを与える。ホールセール市場における銀行の資金調達・運用は、ホールセール利子率を変化させ、これが i_f にフィードバックしていくであろう。また、非借入準備の供給の増加は i_f を引き下げる。SAにおける i_f は、利子率政策の裁量の範囲内あるいは政策の起点という意味では外生性をもちうるものの、貨幣供給プロセスをつうじる市場諸力の作用によって、相当程度内生的性質を帯びた変数になると考えられている。

中央銀行が非借入準備の供給を抑制することによって準備供給を量的に制約するとしても、金融引締政策の効果は、銀行の資産・負債管理行動によって相当に減殺されるであろう。資産・負債管理手法は、一方で第二線準備が銀行システムの流動性ポジションの変動の衝撃を吸

収することにより、他方で i_F の上昇に反応して定期性預金利率を引き上げ、要求払い預金から定期性預金へのシフトを促すことによって銀行に準備を節約させ、より多くの貸出を行うことを可能にするからである。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 t の上昇と現金比率 c の低下を促すことによって、信用貨幣乗数の値を高めるであろう。HAとは異なり、利率は貸出量および貨幣量の決定において重要な役割を果たすのである。

図2 構造的貨幣内生アプローチの図解



企業家の長期期待 A の上昇は、貸出に対する需要を増加させ、銀行に対し追加的資金を調達するため S の売却を促し、当初、貸出市場を逼迫させるであろう。しかし、それに続く所得の増大は要求払い預金と定期性預金に対する需要を増加させ、他方、貸出利率の上昇が貸出需

要を減少させるので、一連の調整過程をつうじて最終的にSの保有を拡大させるであろう。また、公定歩合の引き上げは、当初、流動性不足をもたらし、Sの売却を引き起こすが、それに続く所得効果が貸出需要を減少させ、結局のところ第二線準備へのポートフォリオ・シフトをもたらすであろう。ホリゾンタリスト・モデルとは異なり、利子率調整は貸出需要量および貨幣供給量の決定において重要な役割を果たすのである。

貨幣供給は基本的に貸出によって創造されるが、現金および預金需要と貸出需要に対する所得効果と利子率効果が作用するため、狭義であれ広義であれ、貨幣供給量の決定はそれほど単純ではない。貨幣供給は、銀行がリテイル貸出市場において価格設定者・数量受容者であり、中央銀行が管理する短期利子率で需要に追従して準備を供給するから、内生的になるのではない。これは貨幣供給プロセスについての行き過ぎた単純化である。HAにおいて、銀行がリテイル貸出市場において価格設定者・数量受容者として行動するとことは、信用市場の均衡がつねに達成され、信用割当は起こらないと想定されているのに等しい。しかし、借手の信用状態などに関する情報が不完全な場合、銀行が価格割当よりもむしろ数量割当を行うことはきわめて合理的である（レイ [41] pp. 180-1）。信用割当は金融市場において頻繁に生じる現象である。これは銀行が価格設定者であるとともに、数量設定者でもあることを含意する。たとえリスクや担保要件を考慮して慎重に設定された利子率であっても、銀行が貸出需要に追従して融資を増やすことは、デフォルト・リスクを高めるであろう。貸倒準備金やモニタリング・コストの上昇は、(38)式の α をつうじて、銀行の貸出行動に影響を与えるであろう。

Ⅶ. 内生的貨幣供給理論と流動性選好説の統合：おわりに

貨幣供給プロセスの内生化をめぐるPKの2つのアプローチ相違点は、貨幣供給曲線の形状、すなわち水平か垂直かそれとも右上がりかということに関係するというよりもむしろ、流動性選好説をどのように位置付けるかにかかわっているのである。HAにおいては、流動性選好の役割は利子率の期間構造に限定され、利子率決定のマークアップ・アプローチが提唱される。中央銀行が利子率を定めるということは、中央銀行が望むいかなる水準にも利子率を自由に設定しようということの意味するものではない。中央銀行は短期利子率の決定に強い力を行使しうが、中央銀行が利子率を裁量的に管理しうる範囲は、①金融政策の最終目標、②長期期待の変化、③利子率変化に対する民間経済主体の感応性、④経済の規模と開放度、⑤資本移動の程度、⑥為替レートの変動許容範囲、および⑦海外金融センターにおける利子率水準に依存する。開放経済において、利子率変更にかんするマーケットの投機は、アメリカやドイツの海外の利子率変更から始まることが多い。投機はいまや外国為替市場において有力な力となってお

り、流動性選好説の核心部分を無視するのは、実際的にも問題がある。さらに、膨大な量の貨幣がグローバルな規模と非常に低コストで取引されるので、中央銀行がマーケットによって「正常」でない、あるいは不適切であるとみなされるような水準に利子率を設定することは、非常に大きな困難が伴うであろう。

もしHAが主張するように、中央銀行が実際に利子率を外生的に決定できるのならば、その場合、中央銀行が完全雇用を達成する最適な水準に利子率を定めることを妨げる障害は、自らの消極的ないし不適切な政策行動以外には、存在しないということになるであろう。しかし、ケインズが強調したように、不確実性にさらされた貨幣経済は本来、完全雇用と両立する有効需要水準をもたらすにはあまりにも高い利子率を生む傾向をもつ (GT訳書 pp. 201, 351.)。こうした「誤った利子率」が成立する理由は、ケインズの自己利子率理論によれば、貨幣にかんするゼロの生産・代替の弾力性、低い持越費用、および貨幣貸金率の粘着性が相互に累積的に作用することによって、貨幣に対し高い流動性プレミアムを付与することに起因する。これらの理由のため、資本資産の自己利子率の動きが新資本財の生産増加を引き起こす途は、貨幣という独特な資産の存在によって閉ざされているのである。

ケインズにとって生産が完全雇用以下の水準で停止する理由は、貨幣の非中立的な作用にはかならず、有効需要の原理と流動性選好説は不可分の関係にある。それゆえ、内生的貨幣供給に訴えて利子率を外生化するアプローチは、実物経済と貨幣経済の本質的相違を考察する適切な方法であるとはいいがたい。論文の初めの部分で取りあげたハロッドからの引用文が鋭く指摘するように、利子率はケインズおよびポスト・ケインズ派の貨幣経済理論の中核であるから、内生的貨幣供給と流動性選好説を統合することが要請されるのである。

参考文献

- [1] 浅野栄一「自己利子率論再考」、中央大学経済研究所編『ケインズ経済学の再検討』中央大学出版部、1987年。
- [2] 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)。
- [3] Chick, V., "A Question of Relevance : The General Theory in Keynes's Time and Ours", *South African Journal of Economics*, 1983. reprinted in her *On Money, Method and Keynes*, Macmillan, 1992, pp. 1-29.
- [4] Conard, J. W., *An Introduction to the Theory of Interest*, University of California Press, 1959.
- [5] Cottrel, A., "Post-Keynesian Monetary Economics : Critical Survey", *Cambridge Journal of Economics*, Dec. 1994, pp. 587-605.

- [6] Davidson, P., *Money and the Real World*, Macmillan, 2nd ed., 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)。
- [7] Davidson, P., *International Money and the Real World*, Macmillan, 1982 (渡辺良夫・秋葉弘哉訳『国際貨幣経済理論』日本経済評論社, 1986年)。
- [8] Davidson, P., *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』多賀出版, 近刊予定)。
- [9] Desai, M., "The Scourge of the Monetarists : Kaldor on Monetarism and on Money", *Cambridge Journal of Economics*, 1988, pp. 171-82.
- [10] Dow, A. C. and S. C. Dow., "Endogenous Money Creation and Idle Balances", in Pheby, J. ed., *New Direction in Post-Keynesian Economics*, Edward Elgar, 1989, pp. 147-64.
- [11] Eichner, A. S. and J. A. Kregel., "An Essay on Post-Keynesian Theory : A New Paradigm in Economics", *Journal of Economic Literature*, Dec. 1975, pp. 1293-1314.
- [12] 原正彦『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。
- [13] Harrod, R.F., "Keynes, the Economist", in S. M. Harris ed., *The New Economics*, 1947. (日本銀行調査局訳『新しい経済学』東洋経済新報社)。
- [14] Howells, P. G. A., "The Demand for the Endogenous Money", *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1995, pp. 89-106.
- [15] Kaldor, N., *The Scourge of Monetarism*, Oxford U. P., 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)。
- [16] Keynes, J. M., "A Monetary Theory of Production", 1933, *The Collected Writings of John Maynard Keynes (CWK)*, Vol. XIII, 1973, pp. 408-11.
- [17] Keynes, J. M., *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)。
- [18] Keynes, J. M., "The General Theory of Employment", *Quarterly Journal of Economics*, 1937, pp. 209-223.
- [19] Keynes, J. M., "Alternative Theories of the Rate of Interest", *The Economic Journal*, June 1937, pp. 241-52.
- [20] Keynes, J. M., "The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest", *The Economic Journal*, Dec. 1937, pp. 663-69.
- [21] Keynes, J. M., "The Theory of the Rate of Interest", 1937, CWK, X IV, pp. 101-108.
- [22] Kregel, J. A., "Money, Expectations and Relative Prices in Keynes's Monetary Equilibrium",

Economie Appliquee, Vol. 35, No. 3, 1982, pp. 449-465.

- [23] Kregel, J. A., "Effective Demand: Origins and Development of the Notion", 1983 (緒方俊雄・渡辺良夫訳『ポスト・ケインズ派経済学の新展開：分配，有効需要および国際経済』日本経済評論社，第2章所収，1991年)。
- [24] Lawlor, M. S., "The Own-Rates Framework as An Interpretation of The General Theory : A Suggestion for Complicating the Keynesian Theory of Money", in J. B. Davis ed., *The State of the Interpretation of Keynes*, Kluwer Academic Publishers, 1994.
- [25] Leijonhufvud, A., *Information and Coordination*, Oxford U. P., 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)。
- [26] Minsky, H. P., *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)。
- [27] Minsky, H. P., "The Endogeneity of Money", in Nell, E. J. and W. Semmler ed., *Nicholas Kaldor and Mainstream Economics*, Macmillan, 1991, pp. 207-220.
- [28] Moore, B. J., *Horizontalists and Verticalists : The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press, 1988.
- [29] Moore, B. J., "A Simple Model of Bank Intermediation", *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1989, pp. 10-28.
- [30] 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。
- [31] Palley, T. I., "Bank Lending, Discount Window Borrowing, and the Endogenous Money Supply : A Theoretical Framework", *Journal of Post Keynesian Economics*, winter 1987-88, pp. 282-303.
- [32] Palley, T. I., "Beyond Endogenous Money : Toward Endogenous Finance", in G. Deleplace and E. J. Nell ed., *Money in Motion : The Post Keynesian and Circulation Approaches*, The Jerome Levy Economics Institute Series, Macmillan, 1966, pp. 516-31.
- [33] Pollin, R., "Two Theories of Money Supply Endogeneity : Some Empirical Evidence", *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring 1991, pp. 366-96.
- [34] Rogers, C., *Money, Interest and Capital : A Study in the Foundations of Monetary Theory*, Cambridge U. P., 1989.
- [35] Samuelson, P. A., "The General Theory", in S. M. Harris ed., *ibid.*, 1947 (日本銀行調査局訳『新しい経済学』東洋経済新報社)。
- [36] Schumpeter, J. A., *History of Economic Analysis*, 1954 (東畑精一訳『経済分析の歴史』岩

波書店, 第2巻).

- [37] Sraffa, P., "Dr. Hayek on Money and Capital", *The Economic Journal*, May 1932, pp. 42-53.
- [38] Townshend, H., "Liquidity-Premium and the *Theory of Value*", *The Economic Journal*, 1937, pp. 157-69.
- [39] 渡辺良夫「ケインズの自己利子率理論」『明大商学論叢』第78巻第1.2.3号, 1996年3月, pp. 133-56.
- [40] 渡辺良夫「ポスト・ケインズ派と貨幣」『経済と社会』第6号(特集「ケインズ経済学と現代」), 1996年7月, pp. 39-52.
- [41] Wray, L. R., *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Edward Elgar, 1990.