

## カルドアの内生的貨幣供給理論

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	<a href="http://hdl.handle.net/10291/2062">http://hdl.handle.net/10291/2062</a>

## カルドアの内生的貨幣供給理論

Kaldor's Theory of Endogenous Money Supply

渡辺良夫

Yoshio Watanabe

### I. はじめに

ケインズの貨幣的思考の発展を展望する中で、パティンキンは「確かに、ケインズの三部作を数量説からの自由を求める人間の闘争についての英雄武勇伝のごとく見る者も多い——そして、わたくしは、ケインズ自身が三部作をそのように見ていたことは疑う余地がほとんどありえないと思う」と指摘した。こうしたパティンキンのケインズに対する評言は、そのままカルドアにもあてはまるであろう。ケインズが『貨幣改革論』、『貨幣論』および『一般理論』からなる三部作において貨幣数量説的な思考から脱却しようと試みたのと同様、カルドアも貨幣的利子理論の展開<sup>1)</sup>やラドクリフ報告への積極的な貢献<sup>2)</sup>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った、と見ることが可能であろう。

カルドアの貨幣数量説に対する批判の矛先は、当初主として、貨幣需要の利子率に対する高い弾力性、したがって流通速度の可変性に向けられた。貨幣の流通速度の可変性を強調することは、貨幣量と名目支出額との直接的なリンクを断ち切り、貨幣需要関数の安定性というマネタリズムの理論的前提を突き崩すと考えられていたからである。しがたって、1970年代までの

1) パティンキン [22] 訳書 p.16. こうしたパティンキンの見方は、ケインズ自身の認識と一致していると考えられるであろう。というのも、『一般理論』のフランス版への序文において、ケインズは「本書における分析は、かつて私が陥った貨幣数量説の混乱から最終的に離脱したことを示すものである」(ケインズ [19] p.xxxiv, 訳書 p.xxxix.) と明言しているからである。

2) カルドアは、[10] および [11] において、所得調整による投資・貯蓄均衡を裏付けるための在庫投機分析の展開、貨幣需要の(短期)利子率に対する弾力性と長短利子率の関係、およびケインズ自己利子率理論の明確化を図った。

3) ラドクリフ委員会で証言を行った者のうち、経済学者は30名にのぼったが、「カルドアの証言は最も影響力があった」(デサイ [5] p.171.) といわれる。1981年にイギリスのワーウィック大学で開催されたラドクリフ記念講演会(『ラドクリフ報告と金融政策』, カルドア [14] に所収)の講師を依頼されたことも、彼の影響力の高さを物語っている。

カルドアの議論においては、貨幣供給の内生性は必ずしもマネタリズム批判の主役として位置付けられていたわけではなかった。しかし、1980年代に入って先進主要各国の貨幣供給コントロールを目指した金融政策に疑問が投げ掛けられるようになると、カルドアは貨幣需要の利子弾力性から貨幣供給の内生性へ議論の力点を移し、内生的貨幣供給理論にもとづくマネタリズム批判を展開するようになったのである。

カルドアは、貨幣供給の外生性を想定していることにマネタリズムの理論的弱点があると見るだけでなく、第III節で取り上げるように、ケインズの流動性選好説に対しても批判の矛先を向けている。第IV節では、こうした外生的貨幣供給に対する徹底的な批判をつうじて、カルドアが中央銀行の金融政策に強く依存する形で提示した内生的貨幣供給理論を検討する。最後に、カルドアの内生的貨幣供給理論からえられる金融政策へのインプリケーションを考察することにする。

## II. マネタリズムに対する批判

カルドアは、これまで多くの機会をとらえてマネタリストの理論と政策に対する批判的研究を展開してきた。数多くの著作の中で、彼の主張を最も集約的に表しているものは、主としてフリードマンに対する批判を行った〔12〕と、マネタリストに限らず外生的貨幣供給の想定する貨幣的分析に対する批判を展開した〔14〕の2本の論文であろう。これらの論文で提起されたマネタリズム批判の主な論点は、次の3点である。

第1は、貨幣供給と名目所得の間の因果関係にかんする問題である<sup>4)</sup>。カルドアは貨幣から名目所得へ向かうとするフリードマンの見解に対して、問われるべき重要な疑問点として、貨幣供給と名目所得の間の高い相関関係はどちらの方向への因果関係を示しているのかをあげている。すなわち、貨幣供給が名目所得を決定するというものか、それとも逆に名目所得の変化が貨幣供給の変化を引き起こすのか、あるいは貨幣供給と名目所得の双方が第3の要因によって決定されるのか、ということである。フリードマンは、貨幣供給と名目所得の時間的な

4) カルドア〔12〕p.5.訳書p.40.

5) ただし、フリードマンは貨幣供給と名目所得の間に双方向の関係があることを認めて、次のように述べている。「貨幣ストックの変化は……貨幣所得と物価変動の独立した源泉であると同様、それらの結果でもある。すなわち、貨幣は長期的変動や大幅な循環的変動においては上位のパートナーであるが、短期の緩やかな変動においては貨幣所得と物価の対等のパートナーである。これはわれわれの証拠から示唆される一般化である」(フリードマン=シュワルツ〔6〕p.695.)。それだからといっても、これはあくまでも主要な因果ルートが貨幣供給→名目所得であって、名目所得→貨幣供給という逆の因果ルートが副次的なものであるにすぎないことを意味する。

前後関係について、貨幣量の変化率が名目所得の変化率に規則的に先行しているという経験的証拠にもとづいて、貨幣供給から名目所得への因果関係が存在すると主張する<sup>5)</sup>。しかし、貨幣供給が名目所得に先行するという事実が前者から後者への因果関係の証明になるかどうかは、論理学上も否定されているし、トービンによる有力な反証もある<sup>6)</sup>。時系列データの間の前後関係は、因果関係を意味するものではない。貨幣供給の増加が名目所得の増加の原因であるか結果であるかにかかわりなく、貨幣供給が名目所得に先行する考えるべき理由は十分に存在するのである。

第2に、貨幣供給と名目所得の間に高い相関関係があることは、貨幣供給をコントロールすることによって名目所得に予測可能な変化を引き起こすことが可能かどうかである。これは貨幣需要関数の安定性と貨幣供給関数の外生性がはたしてレリバントな想定といえるのかどうかにかかわる問題である。1970年代に活発に展開されたケインジアン—マネタリスト論争においては、もっぱら貨幣需要関数の利子率にかんする弾力性をめぐって議論が行われたのは、よく知られているとおりである。ケインジアンと目されるトービンは、マネタリストとケインジアンとの相違を貨幣需要関数(LM曲線)の勾配によって考える傾向があり、主要な論争点が貨幣需要の利子弾力性(LM曲線の形状)とクラウディング・アウトの有無にあるとみなした<sup>7)</sup>。トービンが自省を込めて回顧するように、「ケインズおよびケインジアンにとり戦略上誤りであったのは、貨幣ストックが外生的に決定される政策変数であるという[マネタリストの]定式化を批判もせずとうっかり黙認したことであった。……貨幣供給の内生性は……マネタリズムを流行させた擬似誘導型相関の多くを説明するものであった。……今にして思えば、貨幣需要の利子弾力性はマネタリスト論争にとって適切なものではなかった<sup>8)</sup>」と述懐し、外生的貨幣供給の想定を批判的考察の対象に取り上げるべきであったということを示唆している。

これに比べ、カルドアの議論の基盤はラドクリフ報告以来一貫して、流通速度の受動性と貨幣供給の内生性に置かれている。狭義の貨幣量でみた流通速度の安定性——フリードマンの主要な論点のひとつ——は、たんに「貨幣需要の増加が貨幣供給の増加を喚起したのであり、貨

6) トービンによれば、貨幣量と貨幣所得の相関関係、すなわち貨幣の流通速度が示す短期的変化と長期的トレンドとのあいだの一見矛盾する関係は、マネタリスト流の恒常所得仮説とタイム・ラグの考えを用いなくても、貨幣供給が完全に内生的であるモデル——トービンはこれを ultra-Keynesian model と呼んでいる——では、貨幣が所得に先行するからといって前者が後者の原因とならない形で、十分論証されるのである(トービン[26]p.501.)。トービンによれば、こうした時間的な前後関係から、ただちに貨幣供給の変化が貨幣所得や物価の変動の原因であると速断するのは甚だ危険なのである。貨幣と所得の間のタイミング・パターンは、内生的貨幣供給によって容易に説明がつくのである。

7) ゴードン [7] p.77.

8) トービン [27] p.36. [ ] の挿入は引用者による。

9) カルドア [12] p.8, 訳書 p.45.

幣供給は取引の必要に順応した<sup>9)</sup>結果である。もし中央銀行が狭義の貨幣量のコントロールに成功する場合には、貸出需要は商業銀行から他の金融機関に転換され、やがてさまざまな貨幣代替物の供給を生み出すであろう。このとき、狭義の貨幣でみた「流通速度は自動的にスピード・アップされている<sup>10)</sup>」のである。金融政策の直接的インパクトは、カルドア・モデルにおいては利子率に対するものであり、フリードマン・モデルにおけるように流通速度に対してではない。ラドクリフ報告で強調されたように、経済主体の支出決意を促す要因は全体の流動性状態であって、一般流動性は利子率政策に依存する。貨幣供給は一般流動性の一部分にすぎず、「貨幣供給のコントロールは、それが何を意味しようと、それ自体では信頼しうる政策手段ではない<sup>11)</sup>」。したがって、流通速度の動きは貨幣需要の決定要因に依存するだけでなく、それよりもむしろ金融当局の政策スタンスによって左右される。金融引締政策が比較的長期にわたってとられる場合には、狭義の貨幣に対する代替手段が開発され、それによって貨幣需要の一部が充足されるから、狭義の貨幣でみた流通速度は上昇するであろう。流通速度が安定しているということは、名目所得に対する貨幣供給の速やかな内生的反応が生じることによって、流通速度の変化を不要にしているのである。貨幣供給の内生的反応がまったく生じず、貨幣供給が一定のままである（つまり貨幣供給が外生的である）場合には、名目所得の変化を吸収するよう、流通速度は伸縮自在に変化することになる。それゆえ、流通速度の安定性にかんする実証的証拠は、「貨幣供給が内生的であって外生的でない<sup>12)</sup>」ことを示しているのである。

第3は、サッチャー政権がとったインフレ鎮静のための貨幣供給抑制政策に関係するが、広義の貨幣的集計量  $M_3$  ( $M_1$  + イギリス民間部門のポンド建て定期性預金 + 公共部門預金) が公共部門の借入必要額 (Public Sector Borrowing Requirement) をおさえることによってコントロール可能であるとする “Fiscal Monetarism” に対する批判である<sup>13)</sup>。1979年以降、サッチャー政権がとった金融政策は「中期財政金融戦略」(Medium Term Financial Strategy: MTFS) と呼ばれ、その政策の主要な内容はマネーサプライの削減と財政赤字の縮小 (= 財政支出の削減) にあった。MTFS のもとでは、金融政策の中間目標は広義の貨幣的集計量  $M_3$  である。 $M_3$  が中間目標に選ばれた理由は、これを用いるとマネーサプライと財政政策および国債管理政策の関係がはっきりとした対応関係のもとに示されうることにあつた。

いま公共部門の借入必要額を PSBR という記号で表わし、単純化のため海外部門の金融取引

10) カルドア [12] p. 8, 訳書 p.45.

11) ラドクリフ委員会 [23] para.504.

12) カルドア [12] p. 9, 訳書 p.47.

13) ターゲッティによれば、70年代末からイギリスにおいては、PSBR が過大な貨幣供給の原因であり、それが非銀行民間部門から資金調達されるならばクラウドディング・アウトを引き起こすとする Fiscal Monetarism が台頭してきた (ターゲッティ [25] pp.283-4.)。

を無視すると、事後的には次のような恒等式が成立する。

$$\text{£}M_3 = \text{PSBR} - \text{公共債売却額} + \text{民間銀行貸出}$$

この式からは、財政赤字を減らして PSBR を削減する、あるいは公共債の非銀行民間部門への売却額を増やせば、広義の貨幣的集計量  $\text{£}M_3$  は減少するように見える。事実、MTFS の狙いは財政支出の削減と財政赤字の縮小をつうじて PSBR を減少させ、それによって  $\text{£}M_3$  を低下させることにある。しかし、式の右辺の各項は互いに独立していない。たとえば、財政支出を削減して PSBR を減らせば、民間部門は資金不足に陥り、銀行借入を増加させることになるからである。これは上の式を

$$\text{民間銀行貸出} = \text{£}M_3 - \text{PSBR} + \text{公共債売却額}$$

と書き換えれば、ただちに明らかとなるであろう。

銀行貸出需要の増加は、PSBR の削減計画がうまくいかなかったことと相まって、 $\text{£}M_3$  を大幅に増加させた。そこで、民間部門に対して PSBR を超える額の公共債を売却する「オーバー・ファンディング」という方法が用いられたが、長期金利の高騰と財政当局の利子負担を増加させたため、PSBR に等しい額の公共債を売却する「フル・ファンディング」方式への変更を余儀なくされたのである。

カルドア自身の言葉を借りてここまでの議論を要約すれば、次のようになる。すなわち、「1950 年代の初めに、私がフリードマンの実証的な検証結果を初めて耳にしたとき、そのニュースをいささか不審の念を抱きながら受け取った。そして、私にはフリードマンの結論は逆に読まなければならないことが、突然わかりはじめてきた。すなわち、その因果関係は Y から M へと進まなければならないのであって、M から Y へではない。それで、私はそのことについて時間をかけて考えれば考えるほど、商品貨幣経済に基礎を置く貨幣価値の理論は、信用貨幣経済に適用しえないといっそう確信するようになった<sup>14)</sup>」と述べ、ホリゾンタリスト・アプローチと呼ばれる内生的貨幣供給理論の研究領域を切り開いた。

ポスト・ケインズ派にとっては皮肉にも、カルドアはあまりに厳密な内生的貨幣供給理論を展開しようとしたため、勢い余って返す刀でケインズの流動性選好説も批判するようになったのである。

### III. 流動性選好説に対する批判

パティンキンによれば、ケインズは三部作の執筆をつうじて貨幣数量説からからの自由を求

14) カルドア [14] 訳書 p.71-2.

めて挑戦し、ついに『一般理論』での有効需要理論の確立をもって貨幣数量説的な思考と表現の慣習的方式から完全に脱却した、ということである。こうしたパティンキンの見方は、ケインズ自身の認識と一致していると考えられるであろう。というのは、『一般理論』のフランス語版への序文において、ケインズは「本書における分析は、かつて私が陥っていた貨幣数量説の混乱から最終的に離脱したことを示すものである<sup>15)</sup>」と明言していることから明らかである。それにもかかわらず、ケインズが貨幣数量説の混乱から完全に脱却することに成功したとはいえないとするのが、カルドアの評価である。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<sup>16)</sup>」と判定されるのである。カルドアが陳述する判定理由は、次のとおりである。

ケインズは、まず『貨幣改革論』においてマーシャルから受け継いだケンプリッジ型貨幣数量説を、

$$n = p(k + rk') \quad (1)$$

と表している。ただし、 $n$  は現金通貨ストック、 $p$  は消費単位の平均価格（生計費指数）、 $k$  と  $k'$  はそれぞれ経済主体が現金通貨と預金通貨で保有しようとする消費単位で表した購買力、 $r$  は銀行の現金準備率である。したがって、(1)式の右辺は非銀行部門と銀行部門の現金残高に対する需要を表す。ここで注目すべき点は、貨幣数量説では現金通貨供給  $n$  が右辺の現金通貨需要から独立的に扱われていることを「数量説の不注意な信奉者がしばしば犯す誤謬<sup>17)</sup>」であると批判し、ケインズがすでに現金通貨供給の内生性を認識し始めていたことである。こうした貨幣供給の内生性と流通速度の可変性にかんする認識が芽生え始めたにもかかわらず、ケインズは『貨幣改革論』の段階では貨幣数量説の伝統的な思考の信奉者にとどまっていた。

次いで『貨幣論』に至ると、ケインズは貨幣数量説が長期の静学分析にのみ妥当するにすぎない点に不満をもち、適切な動学分析による補充をつうじて、貨幣数量説の一般化を図ろうと試みた。ケインズが貨幣数量説に対して唱えた基本的な異議は、数量説が「現代の経済組織において現実にその因果過程を動かしているような諸要因を識別可能にするという長所をそなえてはいない……〔貨幣理論の〕真の任務は問題を動学的に取り扱い、そこに含まれている種々の要因を分析して、物価水準が決定される因果過程と、均衡の1つの位置から他の位置への移動の仕方とを示すようにする<sup>18)</sup>」ことであつた。このためケインズは自然利子率と市場利子率を区別するウィクセル流のメカニズムを導入し、周知の基本方程式にもとづいて物価水準の動学

15) ケインズ [19] p. xxxiv, 訳書 p. xxxix.

16) カルドア [14] 訳書 p. 69.

17) ケインズ [16] p. 65, 訳書 p. 65.

18) ケインズ [17] p. 120, 訳書 p. 136.

的分析を展開するようになった。ケインズは基本方程式にもとづく分析によって3つのタイプのインフレ・プロセスを識別することに成功したが、その分析は産出量を一定と仮定した上での瞬間描写にすぎなかった<sup>19)</sup>。『貨幣論』では、銀行貨幣の供給は銀行貸出によって内生的に決定されるものとして取り扱われるようになった。貨幣供給が内生化されたにもかかわらず、ケインズの考えでは、基本方程式にもとづく物価理論は、経済全体の産出量の決定原理が確立されないうちは、依然として貨幣数量説の修正にとどまるとみなされた<sup>20)</sup>。

最終的に、ケインズは『一般理論』において数量説的思考と分析方法とを完全に放棄することになった。しかし、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ケインズのたえず求めていた貨幣数量説からの「真の脱却法」となりうるのに、彼はそのことを十分には理解していなかったとされる<sup>21)</sup>。

ケインズの知的発展の第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、集団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。貨幣賃金率がこうした特性をもっているという事実認識が、ケインズをして集計量の理論的測定単位に「賃金単位」を採用させ、生産可能財の不可欠の価値標準であると考えさせたのである<sup>22)</sup>。そしてケインズは、長期において、物価水準が賃金単位(現代においてはエネルギー価格を含む「費用単位」のほうが適切であろう)の上昇と労働生産性の増加との比較に依存すると主張した<sup>23)</sup>。物価を  $P$ 、産出量を  $O$ 、雇用量を  $N$ 、貨幣賃金率を  $w$ 、マークアップ率を  $\pi$  とすると、

$$P = (1 + \pi) w N / O \quad (2)$$

として表される。

知的発展の第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」を意味し、そこでは貯蓄と投資の間の因果関係は逆転することになるのである。いかえれば、これは投資と貯蓄のギャップが所得調整をつうじて均等化されるのであって、利子率調整をつうじてなされるのではないということの意味する。貨幣量を  $M$ 、流通速度を  $V$ 、

19) ケインズ [19] p. xxii, 訳書 p. xxiv.

20) ケインズ [19] p. 242, 訳書 p. 241.

21) カルドア [14] 訳書 p. 68-70. またカルドア [13] も参照.

22) ケインズ [19] pp. 302-4, 訳書 pp. 300-3.

23) ケインズ [19] pp. 270-1, 309, 訳書 pp. 268, 309.

総需要を  $D$ 、名目所得を  $Y$ 、投資を  $I$ 、限界消費性向を  $c$ 、利子率を  $i$  とすると、

$$M V \equiv D \equiv Y = \frac{1}{1-c} I(i) \quad (3)$$

として表される。

しかし、ここで何か追加的な方程式を1本導入しないと、利子率は「未決定」となってしまう。利子率が循環論に陥らないよう、ケインズが俄に導入したのが流動性選好説であったとされる。カルドアは明言していないが、これが知的発展（むしろ後退というべきか）の第3段階であろう。 $M$  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

$$M = k(i) Y = \frac{Y}{V(i)} \quad (4)$$

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すべて、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。カルドアが指摘するところによれば、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。

このようにして、カルドアの眼から見れば、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、「可変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。いいかえれば、外生的貨幣供給を想定した流動性選好説に依拠して流通速度の可変性・受動性を強調するというケインズの研究戦略は、結果として貯蓄・投資の均等による貨幣所得決定の機構と貨幣数量説とのあいだにはからずも妥協点を残すこととなったのである。古典派との対話を続けるための譲歩あったにせよ、あるいは貨幣供給の内生性が数量説からの真の脱却手段であることを理解しえなかったにせよ、ケインズが外生的貨幣供給の想定のもとで流動性選好利子理論を展開したことは、やがてフリードマンをしてケインズ理論の妥当性が貨幣量と名目所得の相関関係が低いことにかかっていると思わせしめ、不本意ながらもニュー・マネタリズムの復活に貢献してしまった、とカルドアは判定するのである。

#### IV. 金融政策依存型の内生的貨幣供給理論

カルドアはケインズの知的発展の第1段階と第2段階までを重視し、マネタリズムの遠因とみなされる流動性選好説を排除しようとする。彼の目論見は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ようとするものである。カルドアは内生的貨幣供給理論を構築するさい、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<sup>24)</sup>。

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。商品貨幣の典型である金属貨幣は、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。商品貨幣は利子を生まないが、生産費がその価値（購買力）に等しいので、それは信用リスクを伴わない資本確実性を備えた完全流動資産である。商品貨幣経済においては、貨幣以外の商品価格が上昇する場合、第1に商品貨幣の生産費を上昇させ、商品貨幣の供給を抑制するであろう。また第2、に商品としての貨幣を相対的に安価にするから、貨幣としての用途以外の目的に使用することを促すであろう。このように、商品貨幣にはインフレを抑制する望ましい特性が含まれている。商品貨幣がこうした安定性の特質をもつということが、現実の銀行貨幣をあたかも商品貨幣であるかのごとく振る舞わせようとする外生的貨幣供給の考え方を導く基礎にあるのであろう。貨幣乗数アプローチの背後には、ハイパワード・マネーをあたかも商品貨幣に見立て、貨幣乗数の安定性を前提として、貨幣供給量をコントロールするという考えが陰伏されている。もしわれわれの分析対象である現代資本主義が商品貨幣経済であるならば、その場合貨幣供給量は外生的な要因とみなされ、マネタリスト・アプローチが力説するように、

ハイパワード・マネーのコントローラビリティ→外生的貨幣供給→貨幣から名目所得への  
因果関係→貨幣的現象としてのインフレーション

という論理の筋道が成立するであろう。そして、貨幣ストックを外生的とみなすことは、商品貨幣経済では適切であろうが、もし賃金・物価の伸縮性が仮定されるならば、完全雇用均衡における一義的な実物利子率の成立をもたらすことになる。その結果として、貨幣は長期均衡において中立的となり、実物的要因のみが利子率を決定する。もし利子率が総需要と総供給の均衡化メカニズムとして作用するのであれば、少なくとも長期均衡にかんするかぎり、われわれはセイ法則経済に逆戻りする羽目に陥るであろう。

しかしながら、上記の商品貨幣がもつ安定化のメリットも、相当な量の資源をその生産に投下する対価を負担して得られるものにすぎない。いっそう安価な交換手段を使用することから得られる潜在的な資源節約は、商品の裏付けをもたない不換紙幣や信用貨幣の発達に導いた。

24) カルドア〔14〕訳書 pp.66-89を参照。

信用貨幣はたんに預金金融機関が発行する債務証券であり、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・サービス市場にスピル・オーバーしていくが、信用貨幣の場合にはそのようなスピル・オーバー作用は生じない。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<sup>25)</sup>。

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。銀行預金が決済手段として一般的な受容性をもつかぎり、供給された銀行預金は経済主体によって取引決済でいつでも受け入れられるであろう。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を行なうから、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。したがって、信用貨幣ストックが需要決定的なものとして扱われ、利子率が中央銀行によって決定されるとなると、(2)、(3)および(4)式からなる単純なモデルを閉じるためには、利子率体系を外生変数として扱わなければならない。そこで、短期利子率を  $i$  とすると、カルドアは次のような単純な形で利子率設定関数を表している<sup>26)</sup>。

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

もちろん、実際の利子率設定関数は複雑な方程式で表現される。カルドアも、利子率が公定歩合、基準貸出利子率(MLR)、短期金融市場利子率、海外の金融センターの利子率、為替レート、外貨準備などの関数として表されるということを指摘している。もし利子率  $i$  が長期利子率を意味するならば、(5)式を金利体系とみなすことができるかもしれない。いずれにせよ、信用貨幣の供給関数は、外生的に決定される利子率のもとで、第1図の  $M_s$  のような水平線で表されることになる。

他方、貨幣需要関数はどうなるのであろうか。(5)式によって貨幣需要および流通速度と利子率の関連は事実上断ち切られる、すなわち(4)式は

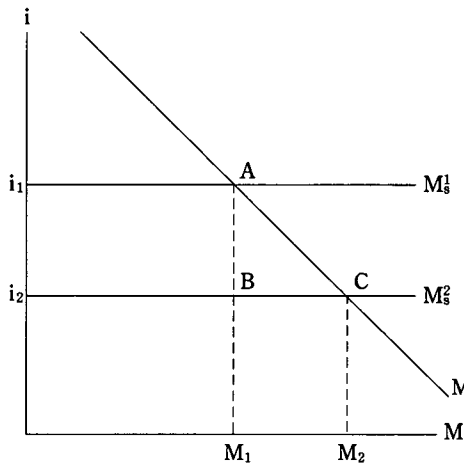
25) ヒックス〔8〕訳書 pp.79-82 を参照。

26) カルドア〔14〕訳書 p.74.

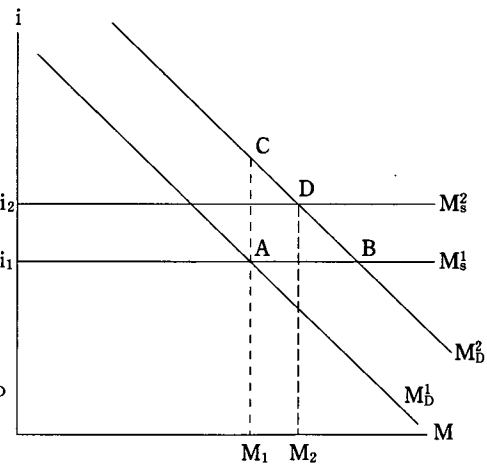
$$M = \frac{Y}{V (i=i)} \tag{6}$$

となるので、カルドア・モデルにおける貨幣需要は名目所得（名目支出） $Y$ と貨幣賃金率  $w$  に依存する、すなわちケインズ体系でいえば取引動機にもとづく貨幣需要と、なんら明確には特定化されていないが、金融動機にもとづく貨幣需要という活動貨幣需要だけから構成されることになる。もはや利率は貨幣保有欲求に影響を及ぼさず、たぶん投資の乗数・加速度プロセスをつうじて生じる取引貨幣需要の変化からのフィードバックを受けるだけとなる。

第1図



第2図



上の2つの図において、貨幣需要関数  $M_D$  は名目所得水準  $Y$  および貨幣賃金率  $w$  の関数であると考えられている。貨幣需要関数が右下がりの勾配を示しているのは、すでに指摘した理由により、利率に対する貨幣需要の弾力性ではなく、名目所得水準が高くなれば高くなるほど、貨幣需要も大きくなるという関係である。図の縦軸は中央銀行によって設定される利率を示しており、いかなる利率水準においても「水平な」貨幣供給曲線  $M_S$  が描かれる。このような理論構成をとるならば、貨幣量に影響を及ぼすためには利率を変更するしか方法はない。たとえば、第1図において、中央銀行が利率を  $i_1$  から  $i_2$  へ引き下げるならば、これによって始動される投資の乗数・加速度過程をつうじて生じる名目所得増大とそれに伴う活動貨幣需要の増加  $BC$  を、中央銀行は最後の貸し手としてすべてを充足するよう、貨幣供給を  $M_1$  から  $M_2$  へ増加するということを意味する。

第2図は、貨幣賃金率が独立的に上昇したケースを表している。いま、集团的労使交渉をつうじて貨幣賃金率が独立的に上昇するならば、単純化のため実質産出量を一定とすると、(2)式

で物価上昇を引き起こし、名目所得を増加させるであろう。こうした名目所得の増加は、これまで説明してきた仕組みによって、貨幣需要を  $M_D^1$  から  $M_D^2$  へシフトさせる。当初の利子率  $i_1$  において、貨幣需要は貨幣供給を AB だけ超えることになる。このとき中央銀行が貨幣需要の増加を完全に充足するよう、水平な貨幣供給曲線  $M_S^1$  にもとづいて貨幣供給量を増加させるならば、体系は A 点から B 点へ移動することになる。

これら2つの図を用いた説明はきわめて単純ではあるが、カルドアの内生的貨幣供給モデルのエッセンスを示している。マネタリー・ベースのコントラビリティと貨幣乗数の安定性を論拠にして、貨幣供給は中央銀行のコントロール下にあると主張されることが多い。信用貨幣システムは、あたかも商品貨幣システムと類似しているかのごとく取り扱われる。そこでは上部構造である信用貨幣供給量は、下部構造であるマネタリー・ベースに比例して変化すると想定されるので、中央銀行が適格手形の割引や公開市場操作をつうじて下部構造をコントロールするならば、上部構造もおおむねコントロールすることができるものと考えられている。こうした見方に対して、カルドアは次のように反論する。

実際のところ、中央銀行は……適格手形の割引を拒否することはできない。もし中央銀行が日々の基準あるいは週ごとの基準にしたがって割引に応じようとする額に一定の制限を設けることによって割引を拒否するならば、中央銀行は銀行システムにとっての「最後の貸し手」としての機能を果たし得ないであろう。その機能は、手形交換所加盟銀行が流動性不足により支払い不能に陥らないようにするためには、必要欠くべからざるものである。まさしく、金融当局は銀行システムの崩壊という不幸な結末を黙認できないのである<sup>27)</sup>。

以上のように、中央銀行が適格手形のいかなる数量をも規定の割引率で買い上げてハイパワード・マネーを供給せざるを得ないので、中央銀行は貨幣供給量を直接にコントロールする能力をもたないとされる。中央銀行は不規則な利子率の変動を回避するよう短期利子率を適切に調節し、銀行システムの流動性状態をサポートするという「最後の貸し手機能」の十分な行使を要請されるのである。

しかし、カルドアが流動性選好の作用を事実上封じ込めることによって、「つねに貨幣ストックは需要によって決定され、利子率は中央銀行によって決定される<sup>28)</sup>」とするのは問題である。第2図のケースのように、貨幣賃金率の独立的な上昇によって始発された貨幣需要の増加が  $i_1$

27) カルドア [14] 訳書 p.113.

28) カルドア [14] 訳書 p.74. 強調は引用者による。

の利子率で全額充足されるならば、こうした内生的貨幣供給の増加はコスト・インフレをアコモデートする結果をもたらすであろう。この場合、中央銀行は利子率を引き上げざるをえないであろう。かりに中央銀行が利子率をC点まで引き上げるならば、第2図のABの超過貨幣需要は、やがて物価および実質産出量の低下と名目所得の減少をつうじて、取り除かれることになるであろう。こうした大幅な金利引き上げは、金融システムを不安定化させるであろう。したがって、中央銀行は金融システムの安定性維持と両立する範囲で短期利子率を $i_2$ に引き上げるであろう。このとき貨幣供給曲線は $M_s^1$ から $M_s^2$ へ上方へシフトし、D点で貨幣需要曲線 $M_D^2$ と交差する。このように、カルドア・モデルにおいても貨幣需要関数と貨幣供給関数の相互作用が見られることになり、貨幣供給の内生的拡大は $M_2$ にとどまるであろう。

カルドアの議論は、(5)式で表されるように、金融政策の特定のレジームに依存し過ぎているように思われる。一時的にはともかく相当の期間にわたって、中央銀行が短期利子率を固定化し、貨幣需要の変化に対し完全同調的な貨幣供給を行うと考えるのは、必ずしも現実的といえない。上述のような部分的ないし準同調的な金融政策がとられている場合には、貨幣供給量と利子率がともに内生的な変数となる可能性を排除することはできないであろう。

このように、金融政策依存型の理論構成であることの結果として、貨幣供給の内生化プロセスにおいて商業銀行が果たす役割がほとんど分析されていない。カルドア・モデルにおいては、借り手である非銀行民間部門の信用需要と、究極的な貸し手とされる中央銀行の準備供給だけが強調され、実際に信用貨幣を供給する商業銀行の行動は背景に退いている。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理論的な肉付けがなされていくことになる<sup>29)</sup>。

## V. 金融政策へのインプリケーション

1970年代に入り、マネタリスト的な思考が浸透するにつれて、厳格な貨幣供給コントロールのもつ「ベネフィット」に関心が集められるようになった。これに対して、ポスト・ケインズ派は、貨幣供給コントロール政策が社会的に望ましくない「コスト」を伴うという側面を重視する。貨幣供給過程が本質的に内生的であるという考えに加え、貨幣供給コントロール政策のコストがベネフィットを超えるという認識が、ポスト・ケインズ派の基礎にある。金融当局は断固とした貨幣供給コントロールによってインフレを抑制しようとするれば、金融不安定性および産出量・雇用量の低下というコストを負担しなければならないし、金融市場の安定性を維持

29) ムーア [20], [21] を参照。

するためにはインフレ圧力を容認しなければならないという深刻なディレンマに陥るからである。こうした状況に直面するとき、ポスト・ケインズ派は、金融当局の果たすべき最優先の責務が安定した金融システムを維持することにあり、流動性構造を支えるための弾力的な貨幣供給の必要性を強調する。

ポスト・ケインズ派が内生的貨幣供給の必要性を唱える基礎には、資本主義経済が潜在的に不安定であって、この不安定性は不確実性下での個人的な意思決定とマクロ経済的な諸結果との対立から生じるという認識が存在する。半世紀以上前にケインズが強調したように、不確実性の存在は、現代経済の主たる経済的欠陥、すなわち「完全雇用を提供することができないことと、富および所得の恣意的で不公平な分配<sup>30)</sup>」の究極的な原因である。ポスト・ケインズ派の金融政策論は、価格・利率メカニズムに一定の有効性を認めつつも、資本主義経済の金融不安定性を引き起こす源泉としての不確実性を減少させることに主眼を置くと考えられる。金融面の不確実性は、主観的および客観的なさまざまな源泉から生じるであろう。ここで重要と思われるのは、金融市場における利率のボラティリティーと流動性不足の危惧から生じるものである。これらの要素は貸手リスクや借手リスクに影響を及ぼし、銀行の貸出行動と非銀行部門のポートフォリオ選択を変化させることによって、企業の投資行動に波及するであろう。それゆえに、金融政策は完全雇用に到達するまでは利率の引き下げとボラティリティーの防止によって投資増大を支持すべきであり、内生的貨幣供給によって経済拡張にともなう流動性不足を充足すべきである。

金融政策手段の選択問題にかんする標準的な見解は、外生的な攪乱が実物セクター (IS 関数) で起こる場合には利率よりも貨幣量を操作することが望ましく、他方攪乱が貨幣セクター (LM 関数) で生じるときには貨幣量より利率を政策手段に用いるほうが望ましいとされる。これは一方を手段変数として選ぶことが他方に対するコントロールを緩めるということの意味だけでなく、他方の変数が攪乱をこうむりやすい内生変数となることを意味する。貨幣量および利率の大幅な短期的変動が経済に対してともに望ましからざるコストをもたらすとみなされる場合、金融当局は2つの手段の間のトレード・オフがどれくらいであるかを評価しなければならないであろう。インフレの抑制のため貨幣供給量を countercyclical に減少させ、利率を procyclical に上昇させることが必要とされるとしても、こうした利率の騰貴が利子感応的な支出の減少、資本資産価格の低下および金融市場の不安定化という相当な規模の対価をとらざる場合、金融当局は流動性システムを崩壊の危機にさらしてまで貨幣供給量のコントロールに執着するとは思われないのである。金融不安定性への配慮が貨幣供給量コントロール

30) ケインズ [19] p.372, 訳書 p.375.

政策の自由度を限定するであろう。

問題となるのは、公定歩合やフェデラル・ファンド・レートなどの短期利率が長期利率に対してどのように影響を与えるかである。カルドア・モデルにおいては、中央銀行は公定歩合を設定するか、あるいは一定に範囲内でフェデラル・ファンド・レートを裁量的に操作することによって、銀行の金利裁定をつうじて他のホールセール短期利率を決定すると考えられている。次いで、リテイル貸出・預金利率はこのホールセール利率に一定のマークアップを上乗せして決定される。したがって、長期利率はフェデラル・ファンド・レートにかんする市場参加者たちの期待と、中央銀行の将来の金融政策スタンスに依存して決まると考えられている。

こうした長期利率が短期利率にかんする期待によって決定されるとする見方は、きわめて問題の多い考え方であるといわざるをえない。事実、ロビンソンやカーンといったケインズの直系の弟子たちは、長期利率がたんに将来の短期利率の期待によって決まるとする見方を批判してきた<sup>31)</sup>。彼らは長期利率が長期利率それ自体にかんする投機的期待によって決定されると考える。したがって、短期利率にかんする期待は、それが長期利率についての期待を変化させる範囲で長期利率に対し影響を与えるにすぎないのであって、長期利率それ自体を決定するものではない。

いま、次式のような比較的単純な利率構造を考えてみることにしよう。

$$r_L = r_N + b r_S \quad (7)$$

$r_L$ は長期利率、 $r_N$ は正常利率、 $r_S$ は短期利率である。bは利率期待の調整パラメータ ( $0 < b < 1$ )であり、単純化のために外挿的に与えられるものと仮定する。通常の右上りの利回り曲線を想定しよう。もし  $b=1$  であるならば、これは一定の短期利率の変化に対して期待される長期利率が同一方向へ同じ幅で動くことを意味する。すなわち、短期利率の変化に対する長期利率の弾力性が1であるということであり、期待される長期利率が粘着性をもつとするケインズの考えとは異なるし、長期利率の性質に照らしても現実的なケースであるとはいえない。もし  $b=0$  であるならば、長期利率と短期利率の間には連動性はみられないことになる。この場合には  $r_L = r_N$  となり、中央銀行が短期利率を変更しても長期利率に対

31) ロビンソンは、カルドアやヒックスの利率の期間構造論に対して、「長期利率が短期利率の予想のみで決定されうという見解は支持し難い」(ロビンソン〔24〕訳書 p.23.)と批判する。なぜならば、もしわれわれが短期利率の将来の変化を予想することができ、それによって長期永久債券の予想される変化を計算できるならば、今日から来世までの利率がどうなるかを正確に知っていると考えなければならなくなるからである。カーンも、ヒックスやカルドアの利率の期間構造論が長期利率それ自身を説明するものではなく、ケインズの利率理論が循環論法に陥っているとの批判からの「逃げ道」を見出そうとするものであると指摘する(カーン〔9〕訳書 pp.91-100.)。

して影響を及ぼすことはできない。このような極端なケースに対して、もし  $0 < b < 1$  であるならば、短期利率と長期利率の間になんらかの連動性が存在することになり、中央銀行は短期利率を調節することによって長期利率に影響を与えることが可能である。ケインズは、現行利率が変化しても投機家はそれと同じ幅で期待利率を変化させない、すなわち現行利率の変化に対して期待利率の粘着性があると考えていた<sup>32)</sup>。したがって、期待利率が現行利率の変化に対して粘着的であるので、 $b$  は比較的小さな値になると予想される。ケインズが「短期利率は貨幣当局によって容易に操作される<sup>33)</sup>」と述べたのは事実であるが、彼の真意は「高度に慣行的な現象<sup>34)</sup>」である正常利率が立ちただかることによって、長期利率を引き下げるのに大きな困難があると考えていた点にある。短期利率と長期利率の間に連動性があるから、中央銀行は短期利率を操作することによって長期利率に影響を及ぼすことができるが、長期利率それ自身を決定することはできないのである。

もしカルドアが主張するように、中央銀行が実際に利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水準に利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率を生む傾向をもつ<sup>35)</sup>。こうした「誤った利率」が成立する理由は、ケインズの自己利率理論によれば、貨幣にかんするゼロの生産・代替の弾力性、低い持越費用、および貨幣賃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、資本資産の自己利率の動きが完全雇用貯蓄に見合うだけの新資本財の生産増加を促す途は、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。

このように、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。疑いもなく貨幣供給は内生的性質をもつ。現実の貨幣供給システムは完全にリジットではないが、しかし完全に同調的なシステムでもない。ケインズの貨幣経済理論の視点に立つならば、流動性選好はあらゆる資産価格にインパクトをもたらすことによって貸し手および借り手のバランスシート調整を引き起こす。銀行の貸付意

32) ケインズ [19] pp.203-4, 訳書 pp.200-1.

33) ケインズ [19] p.203, 訳書 p.200.

34) ケインズ [19] p.203, 訳書 p.201.

35) ケインズ [19] pp.204, 351, 訳書 pp.201, 351.

欲と能力は、流動性制約を受けるのである。流動性選好を排除する極端な内生説は、現実の貨幣供給プロセスにかんする許容度を越えた単純化であって、レリバントな貨幣供給理論とみなすことはできないであろう。

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見捨てるのは、実際的にも問題がある。さらに、実物的要因から独立した膨大な量の貨幣がグローバルな規模と非常に低いコストで取り引きされるようになっていたので、中央銀行がマーケットによって「正常」でないとみなされるような水準に利子率を設定することは、実際的にも大きな困難が伴うであろう。

カルドアは、基本的に金融政策を金融システムの安定性を支えるための重要な手段として位置付けるけれども、インフレ抑制の手段とはみなさない。その理由の第1は、資本の限界効率を規定する長期期待のボラタイルな変化を、金融当局が公開市場操作によって即座に相殺するのが困難だからである。第2に、貨幣賃金率や利潤マージンの自生的な上昇を引き起こすような強い社会的・政治的な諸力が存在する場合、実質産出量と雇用量のきわめて大きな低下をとまなうことなく、金融政策によって「所得インフレ」(incomes inflation)を抑制するのは困難であろう<sup>36)</sup>。第1の理由は、ポスト・ケインズ派をしていわゆる「投資の社会化」(socialization of investment)、すなわち社会資本形成、租税政策による民間投資刺激策および民間の投資決定への協調的介入の提唱へ導くことになる<sup>37)</sup>。第2の理由は、インフレを加速しない失業率を引き下げするため、貨幣賃金率の決定について労働者・経営者・政府および中央銀行が、過去、現在および将来の平均労働生産性のトレンドを考慮して貨幣賃金上昇の目標値を決定する恒久的かつ協調的な所得政策の提唱と結び付くのである。

実体経済に有効なインパクトを与えるためには利子率を大幅に変化させなければならないが、そうしたドラスティックな利子率の変更は金融・資本市場に不安定性をもたらす。上記のような理由にもとづいて、ポスト・ケインズ派は総需要調整には主として財政手段を、物価安定策としては所得政策や緩衝在庫機構を、金融システムの安定化手段として金融政策を割り当てる。カルドアの内生的貨幣供給理論は、現代の貨幣供給システムを過度に単純化したものであることは否めない。けれども、カルドアがこのような極端な貨幣供給の内生性を図った背後には、金融政策を単独ではなく他の政策との協調を前提に、広くポリシー・ミックスの一環として位置付けていると理解すべきであるように思われる。これは本論文の守備範囲をはるかに

36) ケインズ [17] p.314, 訳書 p.367.

37) ケインズ [19] pp.377-78, 訳書 pp.380-81.

超える問題であり、今後の研究課題としなければならない。

#### 参考文献

- [1] Davidson, P., *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)。
- [2] —, “Endogenous Money, the Production Process and Inflation Analysis”, *Economie Appliquee*, 1988, pp.151-69.
- [3] —, *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)。
- [4] ……and Weintraub, S., “Money as Cause and Effect”, *Economic Journal*, Dec. 1973, pp.1117-32.
- [5] Desai, M., “The Scourge of the Monetarists: Kaldor on Monetarism and on Money”, *Cambridge Journal of Economics*, 1988, pp.171-82.
- [6] Friedman, M. and Schwartz, A., *A Monetary History of the United States 1868-1960*, Princeton University Press, 1963.
- [7] Gordon, R.J., *Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate With His Critics*, 1974 (加藤寛孝訳『フリードマンの貨幣理論: その展開と論争』マグローヒル好学社, 1978年)。
- [8] Hicks, J.R., *Economic Perspectives*, Oxford University Press, 1977 (貝塚啓明訳『経済学の思考法』岩波書店, 1985年)。
- [9] 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)。
- [10] Kaldor, N., “Speculation and Economic Stability”, *Review of Economic Studies*, Oct. 1939, pp.1-27.
- [11] —, “Keynes's Theory of the Own Rate of Interest”, in his *Essays in Economic Stability and Growth*, Duckworth, 1960.
- [12] —, “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)。
- [13] —, *Origins of New Monetarism*, University College of Cardiff Press, 1981.
- [14] —, *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）。
- [15] —, “How Monetarism Failed”, *Challenge*, May/July 1985, pp.4-13.
- [16] Keynes, J.M., *Tract on Monetary Reform*, Macmillan, 1923, *The Collected Writings of John Maynard Keynes (CWK)*, Vol.IV (中内恒夫訳『貨幣改革論』東洋経済新報社，1978年)。
- [17] —, *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)。
- [18] —, *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)。
- [19] —, *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)。
- [20] Moore, B.J., *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press, 1988.
- [21] —, “A Simple Model of Bank Intermediation”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1989, pp.10-28.
- [22] Patinkin, D., *Keynes' Monetary Thought*, Duke University Press, 1978. (川口弘・吉川俊雄・福田川洋二訳『ケインズ貨幣経済論』マグローヒル好学社)。
- [23] 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)。
- [24] 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)。
- [25] Targetti, F., *Nicholas Kaldor: The Economics and Politics of Capitalism as A Dynamic System*, Clarendon Press, 1992.
- [26] Tobin, J., “Money and Income: Post Hoc Ergo Propter Hoc”, *Quarterly Journal of Economics*, May 1970, reprinted in his *Essays in Economics*, pp.497-514.
- [27] —, “Comment”, in Worswick, D. and Trevithick, J. ed., *Keynes and the Modern World*, Cambridge University Press, 1983.