

内生的貨幣供給とファイナンス

内 藤 敦 之

1 はじめに

投資のファイナンスはマクロ経済学において、古典的なテーマである。ケインズの『一般理論』が登場する前は、投資のファイナンスには前もっての貯蓄が必要であると主張されていた。ケインズは『一般理論』で、貯蓄は投資によって生み出され、投資のファイナンスに関して何の貯蓄も必要ないことを明らかにした。このようなケインズの主張に対して、『一般理論』出版後にオーレン、ロバートソンなどとの論争が起きた。オーレンは、投資に必要な前もっての現金の必要性を指摘し、ケインズはそのようなファイナンスの必要性を認めたと、ファイナンスが利率に直接影響を与えることを否定した。ロバートソンは、投資のファイナンスが行われて、乗数過程が展開される時に、商業銀行において流動性が不足する可能性を主張し、貸付資金説の立場から批判を行った。このように論争は展開されたが、ケインズとその後のケインジアンにおいては、投資はそれに等しい貯蓄を生み出すので、貯蓄は投資への制約にはならない。投資への制約となるのは、投資を実行する前に必要なファイナンスのみである。他方、貸付資金説的な立場では、投資の実行のために前もっての貯蓄が必要であり、貯蓄は投資への制約となりうる。¹⁾²⁾

ポストケインジアンはケインズと同様に投資のファイナンスの問題を考えているが、近年、関連する論争が二つ起きている。その論争とは、第一にポストケインジアンの内生的貨幣供給論においてムーアによる乗数論の批判によって引き起こされた論争であり、第二にアシマコプロスによって引き起こされた投資の貯蓄

からの独立性を巡る論争である。この論争は、ケインズとロバートソンの論争とほぼ同じ問題を扱っている。これらの論争は乗数過程とファイナンスの問題に関わっている。そこで、この論文ではこの二つの論争を検討し、内生的貨幣供給論における投資ファイナンスについて考察する。³⁾

2 内生的貨幣供給と乗数論

内生的貨幣供給論においては、投資ファイナンスの問題は重要であり、多くの議論がなされている。実際、投資ファイナンスの過程で貨幣が内生的に供給されることは、投資が円滑に実行されるための一つの条件であろう。他方、ポスト・ケインジアンにおいて、投資が増大する場合として乗数過程を考察するのは普通である。しかし、乗数過程は一般に実物面から考察される場合が多いが、貨幣的な側面に関しては、それほど議論されているわけではない。内生的貨幣供給論において、乗数過程と投資ファイナンスの関係を最初に考察したのは、ムーア(1988)であるが、そこでは、乗数論を批判していたため、論争となった。この節では、ムーアによって引き起こされた論争について検討する。

(1) ムーアによる乗数論への批判

ムーアはポストケインジアンにおいて内生的貨幣供給に関する最初の体系的な著作(Moore, 1988)を著しているが、そこでは流動性選好理論を否定するなど、ケインズの『一般理論』とはかなり異なっており、彼の立場はホリゾンタリズムと呼ばれている。⁴⁾さらに乗数過程に関しても、ムーアは批判を行っている。⁵⁾

ムーアは投資ファイナンスに関して考察している。始めに投資が増大する場合を考えている。もし、貨幣の速度が安定的であるならば、総需要の増大によって信用貨幣供給は増大する。また、赤字支出は速度が安定的ならば、信用の拡張によってファイナンスされる。非銀行主体から借り入れる場合は増大した自発的貸出の中からファイナンスされ、銀行から借り入れる場合は増大した便宜的貸出からファイナンスされる。ここで、「自発的貸出」は経済主体による金融資産の意

識的な蓄積であり、「便宜的貸出」、あるいは「便宜的貯蓄」とは「財やサービスの売り手による銀行預金の蓄積」(Moore, 1988, p.298)である。「投資支出の全ての増大は、同じ期間における等しい貯蓄の増大を伴う。計画投資と計画貯蓄の等しさは、ケインジアン所得乗数アプローチが主張するような所得の調整を通じては起こらない。」(Moore, 1988, p.312)

投資が増大した銀行借入れによってファイナンスされる場合は、預金残高が増大する時に便宜的貯蓄も同調して増大する。すなわち、投資はファイナンス過程を通じてそれに等しい貯蓄を創造する。他方、ケインズの乗数論では、所得は計画貯蓄が新たなより大きな水準の計画投資に等しくなるまで、増大し続ける必要がある。乗数論は現在の所得を超える計画支出がどのようにファイナンスされるかについては何も語っていない。「経済主体は過剰な貨幣残高を保有しているのに、貨幣供給は暗黙に一定であると仮定されている。」(Moore, 1988, p.312) すなわち、所得が増大すれば、次期の総需要は今期の総需要を超える。このことは経済主体が赤字支出を行っていることを意味し、速度が安定的である限り、純赤字支出は銀行信用の増大と新たな貨幣創造の増大によってファイナンスされなければならない。投資と貯蓄は異なった経済主体によって独立に行われるが、事前の差の事後的な一致は所得乗数過程を通じては起こらない。投資支出の増大をファイナンスする貨幣残高の純蓄積は便宜的貯蓄の増大を伴うが、それは増大した赤字支出からの「乗数」効果から生じる所得のどんな増大とも全く独立である。「総貯蓄と総投資はケインズ的な所得調整と非計画在庫の増減を通じてではなく、銀行預金が銀行貸し出しの増大と共に増大するにつれて銀行システムへの便宜的貸出の増大を通じて事後的に連続的に均等する。」(Moore, 1988, p.314)

以上のようにムーアは乗数過程を否定しているが、それは、投資のファイナンスの過程において投資によってそれに等しい貯蓄が生み出されるが、そのことは乗数過程とは関係なく行われると主張しているからである。⁶⁾

(2) ムーアへの批判

このようなムーアによる乗数過程の批判に対する反論としては、第一にコット

レル (1994) が存在する。コットレルはムーアによる批判は、投資－貯蓄の均等に関する点に関わっているとしている。この点についてはコットレルは1930年代に行われた投資と貯蓄に関する論争との類似性を指摘している。すなわち、それは投資と貯蓄が常に等しいならば、何が投資と貯蓄を均衡させるのかという問題であった。この問題への解答はケインズの場合は、所得水準の変化によって投資と貯蓄は均等することである。この点は乗数理論とは矛盾しない。そして、コットレルはムーアに即して批判している。すなわち、ムーアの「総貯蓄と総投資はケインズ的な所得調整と非計画在庫の増減を通じてではなく、銀行預金が銀行貸し出しの増大と共に増大するにつれて銀行システムへの便宜的貸出の増大を通じて事後的に連続的に均等する。」(Moore, 1988, p.314) という主張を批判している。というのは、事後的な投資と貯蓄が等しいと定義されているならば、事後的にどんなメカニズムを通じても均等化させられる必要はないからであり、均等化されなければならないのは計画投資と貯蓄であるからである。

コットレルは次に、ムーアの「便宜的貸出」という概念について考察している。例えば、巨額の投資が行われた時に、その過程において、在庫の取り崩しが行われたり、一時的な消費性向の低下が生じ、一時的に預金が増大するかもしれないが、「ムーアによって示された「便宜的貸出」、あるいは「便宜的貯蓄」はこれらの効果の単なる貨幣的対応物である。」(Cottrell, 1994, p.118) すなわち、便宜的貸出と便宜的貯蓄は乗数過程における預金の連続的なフローの一定期間における蓄積であり、一時的な現象である。コットレルは以上のように乗数過程と内生的貨幣供給は矛盾しないと結論づけている。

ダルジエル (1996) はコットレル (1994) をふまえて同じくムーアを批判している。そこでの特徴は、乗数理論とケインズの投資ファイナンスの回転資金の理論を結び付け、更にその点に関するアシマコプロスの批判にも触れている点である。すなわち、コットレルにおいても実質的に問題となっていた投資のファイナンスを明確に議論している。

以上のように、投資のファイナンスにおいて、乗数過程と内生的貨幣供給は矛盾しないことが明らかになった。

3 投資のファイナンスと乗数論

第二節では内生的貨幣供給論における投資ファイナンスと乗数過程の関係について検討したが、ここでは貨幣供給が必ずしも内生的でない場合における投資ファイナンスと乗数過程の関係を論じる。乗数過程に関しては、既に様々な考察がなされているが、その金融的な面、特に投資ファイナンスとの関係を論じている文献は多くはない。そこで、アシマコプロス(1983)によって引き起こされた貯蓄からの投資の独立性を巡る論争を検討する。

(1) アシマコプロスによる貯蓄からの投資の完全な独立性の否定

アシマコプロス(1983)はカレツキとケインズにおけるファイナンス、投資、貯蓄の問題を論じているが、ここではケインズだけに限定する。アシマコプロスはケインズにおける貯蓄からの投資の完全な独立性を批判したため、論争を引き起こした。⁷⁾

まず、アシマコプロスはケインズの理論において経済活動水準を決定する重要な要素は投資率であるが、企業が投資を行うためのファイナンスの入手可能性は貯蓄からの投資の独立性の前提条件になっていると指摘している。しかし、アシマコプロスは、ケインズとカレツキは「計画投資と所得に対して望ましい関係にある貯蓄」の「均等が達成されるまでに必要な時間、すなわち、より高い水準の投資の完全な乗数効果が作用するのに必要な時間に対して十分な注意を払っていない。ケインズは貯蓄と投資の定義的な均等とその二つの間の均衡関係を時に混同しているようにさえ思われる。」(Asimakopulos, 1983, p.222)と批判している。

さらにアシマコプロスはケインズの「利率の事前的理論」において述べられている投資の二つの条件、すなわち、第一に十分な短期ファイナンス、第二に満足可能な条件で長期の負債の発行によって短期の債務を借り換え可能である点に関して批判している。それはケインズが実際には短期のファイナンスだけを問題にし、銀行貸出に対して支払われる利率のみを扱っていることである。あるい

は、利率の期間構造が一定であると暗黙に仮定していることである。そして、ケインズの「投資市場は現金の不足を通じて混雑しうる」が、「貯蓄の不足によっては決して混雑し得ない」(Keynes, 1973, p.222)という結論に対して批判を行っている。それは、「投資支出がなされるや否や」「流動性の不足は自動的に回復される」と述べる際に、ケインズは完全な乗数が瞬時的に作用し、投資支出がなされるや否や、新たな短期均衡の状態が達成されると暗黙に仮定している。」(Asimakopulos, 1983, p.227)からである。すなわち、ケインズは投資支出自体は投資決定の増大に結び付けられたファイナンスを解放するのに十分であると主張している。しかし、このような「解放」のためには計画投資の増大に等しい「望ましい貯蓄」の増大が銀行の負債の返済に用いられなければならない。投資が増大すると銀行システムは乗数過程が完全に作用し、「望ましい貯蓄」の増大が計画投資の増大に追いつくまでより非流動的なポジションを維持するとアシマコプロスは指摘している。

このようにアシマコプロスは投資ファイナンスと乗数過程を考慮した場合に投資が貯蓄によって制約される可能性を指摘し、貯蓄からの投資の完全な独立性を否定したため、多くのポストケインジアンから批判されることになった。

(2) アシマコプロスへの批判

アシマコプロス (1983) はポストケインジアンからの多くの批判を受けた。大抵の論者はアシマコプロスを批判して、貯蓄からの投資の独立性を擁護している。しかし、ここでは貨幣的側面から批判を行っているリチャードソン (1986) による反論を中心に取り上げる。

まず、リチャードソンは「アシマコプロスの取り扱いにおいて欠けているものは現代の銀行システムのサービスの適切な認識である」(Richardson, 1986, p.192)と指摘している。そして、銀行システムの貸借対照表に基づいて考察している。まず、銀行システムの負債は1億ドルの預金のみであり、他方、資産は貸出が9000万ドル、自由準備(現金)が1000万ドルであると仮定する。そこで企業が1000万ドルの投資を行うとする。銀行システムは1000万ドルの自由準備を企

業に貸し付けるとする。1000万ドルの投資が実際に支出されると他の企業は支出を受け取ることになるが、それは銀行システムに全て預金されると仮定するので、預金が1000万ドル増大することになる。その結果、銀行システムのバランスシートにおいては預金が1億1000万ドルになり、貸出は1億ドル、自由準備は1000万ドルとなる。このように銀行システムにおいては流動性不足は生じない。また、乗数過程の作用とは関係なく、この過程は生じている。このようにリチャードソンはアシマコプロスを批判している。

(3) チックによる評価

チック(1997)はケインズにおける乗数とファイナンスの問題を取り扱っているが、その中でアシマコプロスについて触れている。まず、チックはケインズの『一般理論』後の諸論文における金融的動機の議論に関してケインズが初期の投資において銀行のファイナンスの役割を認めたことに関連づけている。しかし、ケインズは投資の決定と投資の実行の間に現金が必要なときに限定しており、当座貸越を考慮するとそのような現金は必要がないことになる。結局、問題は銀行が一時的に非流動的になる意志に関わっている。けれども、「ケインズはこのような考え方を貨幣が銀行システムに戻ってくれば、流動性は回復されるという理由で否定した。」(Chick, 1997, p.174) チックはこのケインズの考え方はリチャードソン(1986)と同じであるとしている。それに対してチックはリチャードソンとケインズは基本的には正しいとしながらも、批判を行っている。というのは、確かに貨幣が支出されると銀行システムに還流して流動性は回復されるが、「これは $(100 - x)\%$ の流動性を回復する。ここで、 x は準備率であるが、しかし流動性を100%は回復しない。というのは、貸出ポートフォリオと預金水準が上昇しているからである。」(Chick, 1997, p.175)

以上のようなチックの批判は基本的には正しいと思われる。まず、そのことを確認するためにリチャードソンの数値例を修正して考えてみる。最初の段階で銀行システムの負債は1億ドルの預金のみであり、他方、資産は準備率を10%とすれば1000万ドルの準備と1000万ドルの自由準備(現金)、さらに貸出が8000万ド

ルあるとする。ここで、企業が1000万ドルの投資を計画して、銀行から1000万ドルの貸出を得るとする。この場合は自由準備を貸し出すと考えるので、自由準備はゼロになるが、預金量に変化はないので、準備量にも変化はない。実際に支出が行われると1000万ドルの預金として銀行システムに還流するとする。準備量は預金が1億1000万ドルに対して1100万ドルとなる。貸出は1000万ドル増大して9000万ドルになっているため、自由準備は900万ドルとなり、最初の段階に比べて低下することになる。すなわち、流動性は最初の1000万ドルに対して、900万ドル、すなわち、90%しか回復しないことになる。結局、流動性は10%、すなわち、準備率だけ、減少したことになる。その意味でチックはケインズ、リチャードソンは全く正しいわけではないが、現実の準備率は低いので、基本的には正しいと主張している。

そして、チックはアシマコプロス（1983）における完全な流動性は乗数過程が終了したときに実現する返済によってのみ回復され、貯蓄が投資をファイナンスするという考え方はロバートソンと同じであると指摘している。結論として、チックはケインズ、リチャードソンにも、ロバートソン、アシマコプロスにも賛成できないとしている。それでも、現金準備率を除いた分は銀行システムに還流すると主張しているので、基本的にはケインズ、リチャードソンを擁護していると言えよう。

4 内生的貨幣供給と投資の貯蓄からの独立性を巡る論争

アシマコプロス（1983）によって引き起こされた論争では、大抵の論者は乗数過程の取り扱いなど、実物的側面から論じており、金融的側面に注目している文献は少ない。特に内生的貨幣供給との関係を論じている文献は少ないが、レイ（1988）、ポーリン（1997）などが存在する。そこで、この節ではそれらの文献を取り上げて検討する。

(1) レイによる内生的貨幣供給とファイナンスの取り扱い

レイ（1988）は利潤期待と投資－貯蓄関係に関連して内生的貨幣供給論とカレ

ツキの剰余アプローチを結び付けようとしているが、その中でアシマコプロス(1983)によって引き起こされた投資の貯蓄からの独立性を巡る論争にも言及している。投資を銀行貸出によってファイナンスする場合、「貨幣供給が内生的に決定されているので、貸出自体は利子率に圧力を加えられない。」(Wray, 1988, p.141)

また、アシマコプロスは長期のファイナンスと短期のファイナンスの区別は分析を複雑にしていると主張し、貯蓄が実際に存在したとしても、長期債券を保有したくない人の手に貯蓄が存在しているかもしれないと指摘しているが、それはデヴィッドソン(1986)が指摘しているように長期ファイナンスの存在は投資プロジェクトが行われる前に保証されているから問題ではない。また、投資が自らの資金を供給するという考え方に対する反対は投資の増大をファイナンスするために貸出が必要であるか、投資支出の一部が保蔵として銀行システムから漏出するという考え方に基づいている。前者の場合は投資プロジェクトの期待収益性に対する銀行の評価が企業のととは異なっていることになるが、その場合は投資は行えず、乗数過程の長さは議論とは無関係である。後者の場合は確かに投資が自らをファイナンスする事を妨げるがやはり、乗数過程の長さとは無関係である。アシマコプロスはケインズは投資-貯蓄関係の分析において瞬時的な乗数を用いているのは正しくないとして主張しているが、乗数過程の長さは投資が貯蓄を生み出すという議論とは無関係である。また、金融的動機は投資の増大が信用の増大によってファイナンスされなければならないということにのみ関係している。さらに限界貯蓄性向の増大がファイナンスの必要性を減少させ、投資の増大を許すという考えも誤っている。というのは、もし労働者が貯蓄を増やすならば、カレツキの原理により同じ量だけ利潤の水準が減少するからである。ここでの特徴はアシマコプロス(1983)によって引き起こされた論争と内生的貨幣供給論を明示的に結び付けている点である。しかし、乗数過程に関する議論がほとんどであり、具体的に投資が貯蓄によっては制約されないメカニズムを示しているわけではない。

(2) ポーリンによる貯蓄制約の取り扱い

ポーリン (1997) は貯蓄制約と金融仲介に関する論文において、投資の貯蓄からの独立性の問題を論じている。ポーリンは、銀行が一時的に自らの流動性を減少させる意志があるならば、貸出を増大させるが、この流動性の低下は一時的であって、乗数過程が完全に作用する前でも、自律的投資資金の受け取り者がその資金を銀行に預金すると流動性は再び上昇するとしている。ここで、ポーリンはリチャードソンと同様に貸借対照表を用いて、流動性が一時的に低下することを認めている。この点はチックと同じである。

しかし、「カルドアとアシマコプロスは貸出供給スケジュールの正の傾きを仮定している」(Pollin, 1997, p.319) と批判している。すなわち、貸出供給スケジュールのシフトや傾きの変化と貸出需要曲線の変化を無視し、貸出の均衡の量と価格が金融構造の性質に依存していることを無視している点を批判している。ここで、ポーリンは内生的貨幣供給論におけるストラクチャリズムの立場から、現代の金融構造においては、一時的に低下した流動性は金融市場から調達可能であり、貯蓄制約はあまり問題にならないとしている。このようにポーリンは貯蓄制約の問題に関して内生的貨幣供給論を導入している。

5 内生的貨幣供給とファイナンス

以上のように貯蓄からの投資の独立性を巡る論争において、その金融的側面からの議論は存在するが、チックの評価のように完全に解決したわけではない。また、この論争と内生的貨幣供給との関係を指摘している文献は存在するが、踏み込んだ議論を行っているとは思えない。そこで、まず、チックの批判とアシマコプロスによって引き起こされた論争に関して検討し、第一節で取り上げた内生的貨幣供給論における乗数論に関する議論に関して再び検討し、二つの論争の関係を考察する。

(1) 内生的貨幣供給とファイナンス

既に確認したようにチックの主張は正しいのであるが、貨幣供給のメカニズム

としては伝統的な信用乗数モデルに従って思考しているとも考えられる。というのは、最初の段階の自由準備が銀行から貸し出され、信用創造が進行していくのであるが、これはまさに貨幣を外生的に供給し、それに対して準備率を考慮すれば、信用創造量には一定の限界があるという信用乗数モデルの最初の段階を示しているとも考えられるからである。

けれども、内生的貨幣供給を考慮すれば、確かに準備率を除いた分までしか流動性は回復しないが、その不足する流動性を必要に応じて中央銀行が内生的に供給すれば、流動性不足は銀行システムにとって問題とはならなくなる。すなわち、中央銀行がどれだけ内生的に貨幣を供給するかが問題となっている。内生的貨幣供給論においても、ホリゾンタリズムという立場では、商業銀行は需要に応じて貸出を行っているので、常に中央銀行は必要な準備を供給しなければならないと主張しているので、商業銀行の流動性不足は解消され問題にはならないことになる。この意味では、乗数過程と内生的貨幣供給は矛盾するはずはない。他方、内生的貨幣供給論でも特にストラクチャリズムの場合は中央銀行は常に内生的に貨幣を供給するわけではないとしているが、経済が過熱してインフレーション的傾向があらわれたりしない限りは通常は内生的に貨幣を供給すると考えている。また、中央銀行が内生的に貨幣を供給しない場合でも、ある程度は準備率の低い、あるいは準備率がゼロであるようなCDなどの負債の発行によって資金を調達可能であるという構造的内生性を考慮すれば、流動性不足に必ず陥るとは言えないのである。すなわち、商業銀行は流動性不足に陥った場合に、中央銀行が引き締め政策を行っているような時でも、一定の限界はあるにせよ、内生的に準備を創造することは可能である。このように内生的貨幣供給の場合を考えると銀行システムの流動性が不足し、投資が貯蓄によって制約されることは基本的にはないことになる。チックの指摘のように、貨幣供給が内生的でない場合でも、ほとんど流動性は回復するのであるが、内生的貨幣供給の場合は流動性は全て回復する。内生的貨幣供給論でもストラクチャリズムの立場では、インフレーションの恐れなどによって中央銀行が内生的に貨幣を供給しないケースを認めているが、それは景気循環の過程で起こりうる一時的な現象であり、その他の場合においては内

生的に貨幣を供給している。以上のように現実に即して考察すれば、基本的に銀行システムの流動性は回復し、投資が貯蓄によって制約されることはないといえる。

(2) 二つの論争と内生的貨幣供給

以上のようにここでは内生的貨幣供給と乗数の関係を巡る論争と乗数過程におけるファイナンスに関する論争の二つを取り上げた。これらは一見すると、それほど関係のないものと思われるかも知れないが、実はかなり密接に関係した問題である。というのはどちらもファイナンスと乗数過程に関わる問題であるからである。

実際、第一の内生的貨幣供給論における乗数過程を巡る論争においては、ムーアは内生的貨幣供給を考慮すると投資と貯蓄の均等は乗数過程を通じては達成されないと主張し、それに対してコットレルはムーアの「便宜的貯蓄」という概念は乗数過程における一時的現象、すなわち、貨幣的な対応物であるとムーアを批判しているが、結局、投資のファイナンスが行われる場合に内生的貨幣供給と乗数過程は矛盾しないことが示されている。他方、アシマコプロスによって引き起こされた論争では、アシマコプロスは乗数過程が完全に作用するまでの間、銀行は非流動的になると主張し、その結果、貯蓄は投資を制約するとしている。これに対する批判は投資が実行されれば、それに等しい貯蓄が生み出されるのだから投資は貯蓄によっては制約されないということであり、より具体的なメカニズムとしてはリチャードソンによる批判のように投資が実行されて支出が実際に行われると銀行システムに還流するので、銀行システムは流動性不足に陥らないということである。このリチャードソンによる批判に対してはチックによる留保が存在するが、ここで内生的貨幣供給を導入すれば、やはり銀行システムが流動性不足に陥ることはない。すなわち、ファイナンスと乗数過程は内生的貨幣供給を考慮すれば、貯蓄が投資への制約になる場合を排除できる。

このように、どちらの論争においても、結局、内生的貨幣供給論において、投資のファイナンスを考察する場合に乗数過程は矛盾を引き起こさないのである。

また、どちらも同じ現象をそれぞれ別の側面から記述しているといえよう。実際、ムーアの「便宜的貯蓄」という概念はアシマコプロスによって引き起こされた論争にも適用可能である。というのは、リチャードソンの議論において、投資支出が実際に実行されると、貸出に等しい預金が銀行システムに還流してくるが、この預金は「便宜的貯蓄」に他ならないであろう。

6 結論

投資のファイナンスはポストケインジアンにおいて重要なテーマであるが、ここでは二つの論争を手掛かりに投資のファイナンスと乗数過程の間の関係を考える際に、内生的貨幣供給の枠組みを考慮すれば、この二つの論争は同じ現象を別の側面から記述しており、また、両者の関係を考察する時には内生的貨幣供給の枠組みで考えるのが自然であることが明らかになっている。すなわち、内生的貨幣供給論において、投資が増大する場合を考える時に、そのファイナンスの問題は乗数過程と何ら矛盾するものではなく、対応しており、他方、一般にポストケインジアンにおいて、乗数過程を考える際に、投資ファイナンスにおいて、流動性不足の可能性は存在するが、内生的貨幣供給の枠組みで考察すれば、流動性不足はもはや問題にならないということである。また、これらの論争は過去に行われた論争と関連があることも明らかになっている。両者ともケインズの『一般理論』の諸論文における金融的動機と関わっており、その解釈は残された課題であろう。

- 1) これらの点に関しては明石(1988)が全体的に参考になる。金融的動機に関してはさらにOhara(2000)、内藤(2000)を参照せよ。
- 2) 現代経済学の主流派においては、流動性制約や信用割当の問題は主にニューケインジアンが扱っている。例えば、スティグリッツ=ワイス(1981)などは信用割当の問題を情報の不完全性の観点から分析している。また、流動性制約に関しては、いわゆる信用の「アヴェイラビリティ」理論において、パーナスキー=ガートラー(1989)などは金融政策の波及経路の問題として分析している。しかし、ニューケインジアンによる信用割当の理論は、銀行と企業間の

ミクロ的な分析であり、また、金融政策の波及経路の問題では、金融引き締め政策の効果を扱っており、この論文のテーマである乗数過程における銀行の流動性の問題とは異なっている。以上のような主流派における流動性制約や信用割当の問題に関しては、星 (1997)、脇田 (1998)、ブランチャード=フィッシャー (1989)、スティグリッツ (1993) を参照せよ。また、ポストケインジアンとニューケインジアンと比較に関しては、ロション (1999)、ロートハイム (1998) を参照せよ。

- 3) 投資ファイナンスの問題の現実的なインプリケーションに関しては紙幅の都合で省略せざるを得ないが、最近のいわゆる「貸し渋り」と言われる現象については言及する必要がある。「貸し渋り」はまさに投資ファイナンスにおける重要な問題であるが、この論文で取り扱う現象とはそれほど関係はない。というのは、この論文のテーマは投資が増大する局面において、投資の増大によって投資のファイナンスが制約されるかどうかに関してであるからである。しかし、「貸し渋り」は投資が増大している局面において生じているのではなく、投資のファイナンスが制約される理由は銀行の流動性選好と借り手の信用適格性に関わっている。確かに「貸し渋り」は銀行の流動性が原因として生じているが、乗数過程が進行している時に起きる現象ではなく、むしろ、乗数過程が開始される前の現象であり、その点でこの論文のテーマとは異なっている。
- 4) ポストケインジアンの内生的貨幣供給論に関しては、ムーア (1988)、レイ (1990) が代表的な文献である。ホリゾンタリズムとストラクチャリズムの違いに関しては、渡辺 (1998)、内藤 (1999) を参照せよ。
- 5) ポストケインジアンの内生的貨幣供給論において全ての論者が乗数過程を否定しているわけではない。特にストラクチャリズムと呼ばれる人々は乗数過程を認めている。例えば、レイ (1990) を参照せよ。
- 6) ポストケインジアンに類似した議論を展開しているフランスのサーキュレーションイストも内生的貨幣供給を導入して、所得乗数論を批判しているのは興味深い。しかし、そのロジックはムーアとは異なっているが、ここでの議論とは結び付かないので触れないことにする。サーキュレーションイストに関しては、ドゥルプラス=ネル (1996) を参照せよ。
- 7) アシマコブロス (1983) によって引き起こされた論争に関する簡単なサーヴェイと文献リストはダルジェル (1996) において述べられている。

参考文献

- Asimakopulos, A. (1983), "Kalecki and Keynes on Finance, Investment and Saving" *Cambridge Journal of Economics* Vol.7 No.3,4.
- Bernake, B. S. and Gertler, M. (1989), "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations" *American Economic Review*, Vol.79 No.1.
- Blanchard, Olivier J. and Fisher, Stanley (1989), *Lectures on Macroeconomics*, MIT Press. (『マクロ経済学講義』高田聖治訳 多賀出版 1999年).
- Chick, Victoria (1997), "The Multiplier and Finance" in Harcourt, G.C. and Riach, P.A. ed. A 'Second Edition' of *The General Theory Vol.1*, London, Routledge.
- Cottrell, Allin (1994), "Endogenous Money and the Multiplier" *Journal of Post Keynesian Economics* Vol.17 No.1.
- Dalziel, Paul (1996), "The Keynesian Multiplier, Liquidity Preference, and Endogenous Money" *Journal of Post Keynesian Economics* Vol.18 No.3
- Davidson, Paul (1986), "Finance, Funding, Saving, and Investment" *Journal of Post Keynesian Economics* Vol.9 No.1.
- Deleplace, Ghislain and Nell, Edward J. ed. (1996), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, London, Macmillan.
- Keynes, John Maynard (1973), *The Collected Works of John Maynard Keynes Vol.14 The General Theory and After Part 2 Defence and Development*, London, Macmillan.
- Moore, Basil J. (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Ohara, Hidetaka (2000), "Reexamination of Keynes's Finance Motive" 明治大学社会科学研究所紀要 第22巻第2号.
- Pollin, Robert (1997), "Financial Intermediation and the Variability of the Saving Constraint" in Pollin, Robert ed. *The Macroeconomics of Saving, Finance and Investment*, Ann Arbor, University of Michigan Press.
- Richardson, David (1986), "Asimakopulos on Kalecki and Keynes on Finance, Investment and Saving" *Cambridge Journal of Economics* Vol.10 No.2.
- Rochon, Louis-Philippe (1999), *Credit, Money and Production: An Alternative Post-Keynesian Approach*, Cheltenham, Edward Elgar.

- Rotheim, R. ed (1998), *New Keynesian Economics/Post Keynesian Alternatives*, London, Routledge.
- Stiglitz, Joseph E. and Weiss, Andrew (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information" *American Economic Review* Vol.71 No.3.
- Stiglitz, Joseph E. (1993), *Economics*, W W Norton & Co. (『マクロ経済学』 薮下他訳 東洋経済新報社 1995年).
- Wray, L. Randall (1988), "Profit Expectations and the Investment-Saving Relation" *Journal of Post Keynesian Economics* Vol.9 No.1.
- Wray, L. Randall (1990), *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Aldershot, Edward Elgar.
- 明石茂生 (1988) 『マクロ経済学の系譜 対立の構造』 東洋経済新報社.
- 内藤敦之 (1999) 「内生的貨幣供給と流動性選好：ポストケインジアンにおける論争」 一橋論叢第122巻第6号.
- 内藤敦之 (2000) 「ケインズの金融的動機—ポストケインジアンの解釈を巡って—」 経済学史学会年報第38号.
- 星岳雄 (1997) 「資本市場の不完全性と金融政策の波及経路—最近の研究成果の展望—」 金融研究第16巻第1号.
- 脇田成 (1998) 『マクロ経済学のパースペクティブ』 日本経済新聞社.
- 渡辺良夫 (1998) 『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.

1999年11月19日受稿

2000年9月12日レフェリーの審査をへて掲載決定

(一橋大学大学院博士課程)