

ポストケインジアンの内生的貨幣供給論とケインズの貨幣的経済学

一橋大学審査博士学位論文

2009年1月

一橋大学大学院経済学研究科経済理論・経済統計専攻

内藤敦之



## 目次

### はじめに

#### 第1部 内生的貨幣供給論の枠組と起源

第1章 内生的貨幣供給論の基本的枠組	1
第1節 はじめに	1
第2節 貨幣の定義と性質	2
第3節 貨幣的循環理論の基本的枠組	18
第4節 バランスシートアプローチによる検討	21
第5節 ポストケインジアン理論との関係	32
第6節 小括	35
第2章 ホートリーの信用貨幣論－貨幣的循環と銀行	36
第1節 はじめに	36
第2節 信用貨幣論	37
第3節 ホートリーの貨幣的経済学	42
第4節 小括	49
第3章 ケインズの内生的貨幣供給論と計算貨幣説	50
第1節 はじめに	50
第2節 貨幣の弾力的供給と管理通貨制度	51
第3節 貨幣本質論と信用貨幣論の展開－『貨幣論』	54
第4節 貨幣保有の動機－『一般理論』とその後の諸論文	58
第5節 ホートリーとケインズ	61
第6節 『貨幣論』と『一般理論』における貨幣観	62
第4章 ケインズの金融的動機とポストケインジアン解釈	66
第1節 はじめに	66
第2節 金融的動機の形成過程	66
第3節 ロバートソンによる批判とアシマコプロスによる批判	70
第4節 金融的動機の位置付けとポストケインジアン解釈	72
第5節 小括	76

#### 第2部 内生的貨幣供給論の理論的展開

第5章 内生的貨幣供給論の展開 1－ポストケインジアンにおける起源とホリゾンタリスト	77
第1節 はじめに	77
第2節 ポストケインジアンにおける起源－カレツキ、デヴィッドソン、ミンスキー	77
第3節 ホリゾンタリスト 1－カルドアのマネタリズム批判	83
第4節 ホリゾンタリスト 2－ムーアの內生的貨幣供給論	89
第5節 小括	100
第6章 内生的貨幣供給論の展開 2－論争と新たな理論	102
第1節 はじめに	102

第2節	ストラクチャリスト1ーレイによる批判	102
第3節	ストラクチャリスト2ーポーリンによる内生的貨幣供給論の分類	108
第4節	サーキュレイショニスト1ール・ブールヴァとラヴォワ	110
第5節	サーキュレイショニスト2ーロシヨンのサーキュレイショニスト的内生的貨幣供給論	116
第6節	小括	123
第7章	内生的貨幣供給と投資ファイナンス	127
第1節	はじめに	127
第2節	内生的貨幣供給と乗数論	128
第3節	投資ファイナンスと乗数論	130
第4節	内生的貨幣供給と投資の貯蓄からの独立性を巡る論争	133
第5節	内生的貨幣供給とファイナンス	134
第8章	内生的貨幣供給論と流動性選好	137
第1節	はじめに	137
第2節	流動性選好説	138
第3節	流動性選好と貨幣的循環の過程	144
第4節	貨幣的循環理論における流動性選好の位置付け	151
第9章	内生的貨幣供給と金融市場	153
第1節	はじめに	153
第2節	貨幣需要を巡る論争	153
第3節	銀行の行動	157
第4節	流動性選好	165
第5節	貨幣供給曲線の傾き	166
第6節	小括	171
終章	結論と残された課題	176
第1節	内生的貨幣供給論の意義	176
第2節	残された課題	183
参考文献		186

## はじめに

ポストケインジアンはケインズと同様に貨幣が中心となる理論を構築することを試みてきた。このことは現代の経済社会においては、貨幣および金融が経済だけでなく社会にも広く影響を及ぼしていることから、まさに経済学に求められていることである。実際、日本においては、近年、バブル経済の崩壊後、金融政策、特に中央銀行の政策を巡る議論が盛んになり、量的緩和政策、インフレーションターゲットの導入の可否などが焦点となっている。さらに、中央銀行だけでなく、民間の銀行の抱える不良債権や、銀行及び金融の役割に関しても関心が高まっている。また、海外との関係では、いわゆるグローバルライゼーションの一環として、グローバルな金融市場の動きが、アジア通貨危機や最近のアメリカのサブプライム・ローン問題に端を発する金融危機などを通じて、日本経済にも多大な影響を与えている。様々な問題が存在するが、その根底には貨幣および金融が関わっていることは言うまでもない。このため、こういった問題を解明するためには貨幣及び金融に焦点を当てる必要があるであろう。しかし、ここで例示した問題は多岐にわたっており、全てを対象とすることは困難であろう。本稿では、一国内の問題を考察の対象としていきたい。というのは、確かにアメリカ・ドルのように国際通貨として国境を越えて流通する貨幣も存在するが、金本位制がもはや採用されていない現在において、流通している通貨はどこかの国家の通貨である。すなわち、通貨主権が存在して、国家による何らかの管理下に通貨は存在している。このため、世界的な規模の問題を解明するためにも、一国単位での貨幣のあり方を検討する必要があるのである。この点は世界規模での貨幣、金融を巡る問題を無視することではなく、世界規模での問題を検討するためにもまず、一国内の貨幣及び金融面を対象にした分析を行う必要があるということでもある。

対象を一国内に限定しても、貨幣及び金融に関しては、貨幣量及び利子率の決定メカニズム、銀行及び金融機関の役割、金融システムが経済に与える影響、さらには貸し渋りや金融危機といった様々な論点や現象が存在する。こういった問題や現象に接近する方法はどのようなものであろうか。いくつかの方法が考えられるが、ここでは銀行と貨幣の関係、すなわち、貨幣のあり方に注目する。現代では、確かに日本なら日本銀行の発行する日本銀行券は通貨であり、このような現金通貨は流通しているが、実際に通貨として流通しているものの大半は預金通貨である。預金通貨は、銀行の預金であって、通貨としての機能を果たしているものをそう読んでいるのであるが、別の言い方をすれば、以前から信用貨幣、あるいは銀行貨幣と呼ばれているものである。このため、信用貨幣を軸に貨幣経済を捉える必要があるだろう<sup>1)</sup>。この研究では、現代の発達した信用制度を前提として信用貨幣を軸に経済を捉えていく。

信用貨幣を中心としてマクロ経済を分析する枠組みとして登場してきたのが、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論である。ポストケインジアンの内生的貨幣供給論は、マネタリズムに対抗する形で登場したため、貨幣供給の内生性を強調しているが、信用貨幣を中心とした理論であり、その意味では信用貨幣論である。現代的な信用貨幣論としての内生的貨幣供給論は、カルドアに始まるが、約 20 年以上の歴史を持ち、ポストケインジアン内部においても、一つの確立した領域として認められている。内生的貨幣供給論の内部においては、ホリゾンタリストとストラクチャリストという二つのグループによる論争

が繰り広げられ、さらにフランス、イタリアを中心とするサーキュレイショニストもこの論争に加わり、現在、研究が活発になされている。ホリゾンタリストは、中央銀行の順応的行動、すなわち需要に応じて貨幣を供給するような貨幣供給の方法によって貨幣の内生性を説明し、中央銀行が設定する外生的利子率を主張するといった特徴がある。ストラクチャリストは、中央銀行による完全に内生的な貨幣供給を批判し、ある程度の外生性を導入し、さらに利子率に関しても、貨幣供給量が増大するにつれて利子率が上昇するといった議論をおこなっており、金融市場の影響を重視している。サーキュレイショニストは、ホリゾンタリストと類似している面が多いが、マクロ経済を貨幣的な循環の過程として捉え、明確に定式化しているのが特徴である。この研究では、そのようなサーキュレイショニスト的な枠組みを導入して、内生的貨幣供給論の再構成を図ることを第一の目的とし、さらに、ホリゾンタリストとストラクチャリストの論争をサーキュレイショニスト及びホリゾンタリスト的な視点から、再検討を行う。金融市場の分析に関してはストラクチャリスト的な見解を積極的に摂取して、分析を行う。

以上がこの研究の目的となる点であるが、信用貨幣論を取り上げるこの意味を以下では二つの大きな論点を軸に、検討する。

### マクロ経済論としての内生的貨幣供給論

この研究ではポストケインジアンの内生的貨幣供給論を中心に論じるが、内生的貨幣供給論に基づいたマクロ経済論を展開するということにはどのような意味があるのだろうか。これが第一の論点である。ここではさらに三点に分けて検討する。

第一に何故、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論を中心に論じるのかという点である。というのは、単に貨幣を重視するだけならば、マネタリズムをはじめとして、貨幣(的)経済学を名乗る理論は多数存在するからである。それらに対して銀行を重視する信用貨幣論の現代的なバージョンとしては、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論とフランス、イタリアを中心とするサーキュレイショニストの貨幣的循環理論が存在する。ポストケインジアンの内生的貨幣供給論は、ケインズの理論が出発点となっている。ケインズの理論自体の問題点は、別途、詳細に検討するが、ケインズの経済学においては、その最初の著作である『インドの通貨と金融』から、貨幣や金融を主題として銀行や信用の役割が重視されており、その意味では一貫して信用貨幣論者であったと評価しうる。特に『貨幣論』は信用貨幣を軸にした貨幣的経済学の試みであった。また、『一般理論』においても貨幣の性質を不完全雇用均衡の存在に結び付けており、その意味では貨幣を中心とした理論を展開している。けれども、戦後、マネタリズムが盛んになり、ケインズ的な理論への批判を行い始めたが、マネタリズムは外生的貨幣供給を理論の出発点に置いている。ところが、『一般理論』においても、貨幣供給は外生的であり、ポストケインジアンにおいては、マネタリズム批判に際してその点が問題となった。そこで、内生的貨幣供給を中心としたマクロ理論の構築が試みられるようになり、ポストケインジアンにおける一つの中心的な理論として確立している。内生的貨幣供給理論は当初はマネタリズムへの批判として展開されているが、単にそこに留まるだけでなく、ケインズの目指した「生産の貨幣的理論」を構築することを目標としており、また、銀行及び信用を重視するという点では信用貨幣論の現代的なバージョンであり、すなわち、貨幣を中心としたマクロ経済の理論として展

開されている。

このようなポストケインジアンの内生的貨幣供給論は、ポストケインジアンにおいても、単に貨幣論、金融論的な部分に関わるだけでなく、一つのマクロ経済の見方を提示する基本的な枠組みとして認められてきている。内生的貨幣供給論自体は、1980年代から、カルドア、ムーアを代表とするホリゾンタリストをはじめとして、その後、ストラクチャラリストとの論争、さらにフランス、イタリアにおけるサーキュレイショニストの理論の導入を経て、議論の発展と蓄積が見られる。サーキュレイショニストはフランス、イタリアにおける信用貨幣を軸に貨幣的循環を重視したマクロ経済論を展開しているグループである。その理論は、マクロ経済全体に関わる枠組みを提示している。より具体的には、生産をファイナンスするための貨幣を中心とした理論であり、内生的貨幣供給論の基本的な枠組みとなっている。その特徴は、生産をファイナンスするための信用から貨幣が生じ、実際に企業から生産要素への支出が行われ、受け取った主体が生産物を購入し、企業が生産物の売り上げを銀行への返済に充てることにより貨幣が銀行へ還流し消滅するという貨幣的な循環過程として経済を描いていることである。サーキュレイショニストの理論はケインズ、カレツキの影響もあり、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論、特にホリゾンタリストと類似している。また、マクロ経済論として一貫性のある枠組みとなっている。この論文では、このようなサーキュレイショニスト的な枠組みを採用し、それに基づいて理論を構成していく。

このようにサーキュレイショニスト的な枠組みを採用して理論を構成する場合においても、ストラクチャリズムをどのように位置付けるかは問題である。ストラクチャリズムは内生的貨幣供給論における一つの考え方であり、ホリゾンタリストの主張と比較すると、中央銀行による完全な順応的貨幣供給を否定し、貨幣供給が増えるにつれて利子率が増大すると主張し（貨幣量－利子率平面における貨幣供給曲線の傾き正）、金融市場の動きを重視するといった特徴がある。このため、ホリゾンタリストとの間で論争が展開されている。ストラクチャリズムの位置付けに関してはいくつかの方法が考えられるが、ここでは Fontana(2004)に従って、ヒックスの動学の方法の分類を参照する。これは、Hicks(1982, 1985)における単位期間(single-period)理論と継起(continuation)理論という二つの方法である。両者の違いは単位期間分析においては、分析の対象となる単位期間において期待を一定と仮定するのに対して、継起分析では期待の変化を考慮し、期間を超える動きを分析する。サーキュレイショニストのモデルは期間分析を採用し、通常、期待を一定と考えているので、単位期間分析であり、それに対して、ストラクチャリズムは金融市場における期待の変化を伴うダイナミックな動きを分析の対象としており、継起分析となっている。このように考えれば、サーキュレイショニストとストラクチャリズムの対立は分析方法の違いとなるが、問題はその意味である。ここでは、まず、信用貨幣の基本的な性質を捉えるために、サーキュレイショニストの理論を採用し、それに沿って理論を構成していく。しかし、金融市場における現象はより複雑であり、サーキュレイショニストのモデルでは捉えきれない面が存在するので、貨幣的循環理論を前提とした上で、ストラクチャリズム的分析を導入し、より現実に即した分析を行う。このため、この論文の前半部分ではサーキュレイショニストの枠組みを前提として議論を行い、後半のより具体的な分析においてストラクチャラリスト的な視点を導入していく。

第二に、このような内生的貨幣供給論及び貨幣的循環理論を中心に論じるということは、現実の経済との関係では何に注目するのかという点である。貨幣的循環理論では、銀行及び中央銀行を通じて、貨幣が経済において、信用創造に伴って生成され、実際に支出され、支払われる過程を通じてマクロ経済を循環し、最終的に信用＝銀行貸出の返済によって、銀行システムに還流し、消滅する過程を軸に経済を捉えている。このような経済過程において、銀行は景気循環の過程で重要な役割を果たしていることは言うまでもないであろう。この論文においては実証的な分析は行わないけれども、例えば、近年のいわゆるバブル経済とその崩壊において、バブルが発生し、加速していく際に銀行による積極的な貸出行動が見られ、また、バブル崩壊後は不良債権により、貸し渋りが生じたりしている。こういった現象を分析するためにも、まず、銀行行動に注目した理論を構築する必要がある。

ただし、銀行中心の貨幣・金融的アプローチに対しては、近年のグローバリゼーション、アジア通貨危機、サブプライムローン問題から派生した最近の国際的な金融システムの動揺といった現象に関して、また、バブル経済とその崩壊に関して、金融市場あるいは（国際的な）短期資本の動向の方が重要であるという見解も存在する。実際、国境を越える短期資本は、一国の経済に大きな影響を与え、一国内においても、証券市場は存在感を増している。このような観点はポストケインジアンにおいては、古くはケインズの『一般理論』、最近ではミンスキー的な金融不安定性仮説として、盛んに分析が行われている。しかし、確かにこのような観点は現代の資本主義経済を分析する上では欠かせないけれども、金融市場における資金はそもそも、銀行システムから供給されており、投機資金も銀行貸出によってファイナンスされる場合も多い。さらに、金融市場の決済システムも銀行間の決済システムと最終的に中央銀行を通じて、密接に関連しており、相互に影響を与えている。こういった点を考えれば、金融市場を分析するためにも、まず、銀行を中心とした貨幣的循環の過程の解明が前提となるであろう。

さらに、いわゆる信用貨幣論においては、銀行からの信用貨幣の供給は内生的であるのが特徴であり、その点は一貫して主張されている。特に、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論においてはマネタリズムへの対抗上、その点を強調している。しかし、現実の貨幣供給の過程においては、ストラクチャリズムが主張するように、特に中央銀行は準備供給に対してある程度の量的制約を課すことが可能であり、外生的な側面は存在する(Chick and Dow, 2002)。こういった点を考えれば、貨幣供給が内生か、あるいは外生かは必ずしも、最も重要な論点ではないであろう<sup>2)</sup>。とはいえ、信用貨幣論的な枠組みにおいては、基本的には信用貨幣は内生的に供給されており、その重要な特徴であることは当然である。

第三に、ケインズの理論との関係及び、経済学史的な論点である。ケインズは、ポストケインジアンの議論全体の源泉の一つであり、大きな影響を与え続けているが、内生的貨幣供給論に関しては、既に述べたように、ケインズとの関係は未だに大きな論点となっている。これは、ケインズが『一般理論』において外生的な貨幣供給を採用していたからである。また、『一般理論』では利子率の決定理論として流動性選好説を主張しているが、内生的貨幣供給論において重視されているのは貨幣の取引需要であり、投機的需要あるいは資産需要に関してはホリゾンタリズム及び貨幣的循環において重視されていない。さらに投機的需要はストックとして貨幣の性質と関係が深い、その点を強調している第 17

章の自己利子率理論は、内生的貨幣供給論とは必ずしも、単純に統合できない内容を含んでいる。このため、ケインズが貨幣についてどのような見解を抱いていたかを中心にケインズの理論との関係を考察する必要がある。

他方、サーキュレイショニストによる貨幣的循環理論は、外生的利子率論、フローとしての貨幣の重視、不確実性と貨幣の関係など、いくつかの点で伝統的なポストケインジアン議論とは異なっており、検討が必要である。ただし、『一般理論』において強調された貯蓄の投資からの独立性及び有効需要の原理は内生的貨幣供給論においても重要な論点である。というのは、信用貨幣論においては生産を行うためには前もっての貯蓄は必要ではなく、銀行からの貸出によって賄われ、企業の貯蓄は生産物が売却されてから、また、労働者の貯蓄は賃金を受け取り、消費を行う際に決定されるため、投資によって貯蓄が生み出される。有効需要の原理は労働者の需要の大きさによって企業の売り上げが決定され、さらに次期の生産に影響を与えるという点で重要な役割を果たす。

また、信用貨幣論は経済学の歴史上は、既に様々な形態で、多くの論者が主張してきている。ケインズもその一人であり、銀行と信用を重視するという意味では信用貨幣論の枠組みにおいて理論を展開していたと評価しうる。しかし、信用貨幣論は同時代においてはそれなりに多くの論者によって主張されており、相互に影響を与えている。そういった相互の関係も興味深い主題であるが、ここではケインズの信用貨幣論に影響を与えているホートリーを取り上げる。ホートリーの信用貨幣論は、貨幣本質論を含み、さらに現代のサーキュレイショニストの貨幣的循環の過程に類似した枠組みを採用している。また、ホートリーの貨幣本質論はケインズに影響を与えている。このため、ここではケインズだけでなく、ホートリーも信用貨幣論という視点から取り上げる。

### 貨幣本質論における信用貨幣の位置付け

ここまでは、内生的貨幣供給論を取り上げることを検討してきたが、ここでは第二の論点、すなわち、貨幣本質論の領域における信用貨幣論の位置付けに関して検討する。信用貨幣論では、名目主義を採用して貨幣の名目性を重視し、貨幣が商品から進化してきたという商品貨幣説を否定している。この名目主義と商品貨幣説の対立は、実は第一の論点で述べた貨幣の内生説と外生説の対立と並行的である。というのは、外生的な貨幣供給論を採用している理論は、商品貨幣説と親和性が高く、商品貨幣説では貨幣の供給は商品と同様に供給者が外生的に制御可能であると考えられるからである。

このような貨幣本質論における対立は貨幣観だけでなく、貨幣理論全体に及んでいる。その対立を検討する前に商品貨幣説とはどのような説であるかという点に簡単に触れておく必要がある。商品貨幣説は、貨幣をもっぱら交換手段としてのみ扱う主張である<sup>3)</sup>。この説は、貨幣が商品から進化して生成したと唱え、貨幣は取引費用を削減するために存在すると考え、古くは金などの貴金属との結び付きを強調したため、金属主義とも呼ばれている。しかし、この主張には大きな欠点が存在する。というのは、貨幣を交換手段としてのみ考えているので、何らかの技術的要因によって、取引費用の削減が可能になれば、貨幣はもはや必要ではなくなるからである。また、現実において、貨幣を交換手段以外の目的で保有することに関しては全く考慮し得ない。このため、現代のグローバルな資本主義における金融的な面や金融市場を分析に上手く統合することは困難である。さらに、商

品貨幣説であるため、貨幣量を一定と考え、自由にその量を制御しようという外生説に結び付くことが多く、貨幣数量説をも主張しがちである。

貨幣本質論においては、様々な対立軸が存在する。ここでは、信用貨幣論と商品貨幣説との対立以外に名目主義に関する別の対立軸との関係を検討する。信用貨幣論では貨幣は内在的価値を持たず、単に負債の表示単位、計算単位として導入される。実際に貨幣として使われるものは、表示単位自体にせよ、貨幣の物理的実体にせよ、恣意的に選択されている。その意味で信用貨幣論においては貨幣は名目的な存在であり、名目主義とも呼ばれている。他方、商品貨幣説では交換手段としての貨幣を重視しており、計算貨幣を重視する信用貨幣論とはこの点でも相違している。また、商品貨幣説では何らかの商品が進化して貨幣となると考えているが、貨幣としての価値は結局、元々の商品に由来することになる。特に（貴）金属が貨幣として用いられることが歴史上、多く見られ、金属主義とも呼ばれている。ここで重要なのは、実は貨幣の材質ではなく、その貨幣が内在的な価値を持つとされている点である。言い換えれば、商品貨幣説、あるいは金属主義においてはある貨幣はそれ自体が価値を有するという理由で貨幣であるのであって、貨幣の価値の恣意性を主張する名目主義とは対立している。

他方、名目主義は、考え方としては古くから存在するものの、最近までそれほど体系的には論じられてはいない。これは、ケインズやホートリーなどの信用貨幣論だけでなく、クナップなどの表券主義にも共通する立場である。表券主義は、国家貨幣説、国定貨幣説とも呼ばれ、貨幣は国家が制定するものとして定義されている。この場合、国家は何であれ、恣意的に貨幣を制定することが可能であり、そのため、貨幣は名目的なものとなるため、表券主義も名目主義の立場である。表券主義も名目主義であり、商品貨幣説あるいは金属主義に対抗している。表券主義の商品貨幣説に対する批判としては、商品貨幣説的な発想の場合は、信用貨幣であっても一般の商品と同一視するため、発券銀行による外生的な制御を主張し、他方でフリーバンキングによる競争的規律付けを強調するため、中央銀行及び国家の役割は無視されがちであるという点である。信用貨幣論においても、現実的な場合としては中央銀行及び国家は貨幣の管理という点で重要な役割を果たしており、その点では表券主義と共通の立場となっている。ただし、表券主義は他方で、必ずしも信用貨幣を前提としないため、信用貨幣論とは異なる点があり、この点に関しては詳しい検討が必要である。しかし、貨幣本質論の領域においては名目主義という点で共通の立場を有していると評価しうる。

このように貨幣本質論においては、信用貨幣論は、商品貨幣説に対抗する立場であり、その内容としては、貨幣を負債の支払手段として定義し、計算貨幣を重視し、信用／債務関係から貨幣を説明している。ここでの貨幣はいわゆる信用貨幣、あるいは銀行貨幣が主となるが、現実においても、預金通貨が大半を占めており、商品貨幣説よりも現実的な理論であろう。また、名目主義を採用するという点で表券主義とも共通の立場に立っている。それに対して、商品貨幣説は、貨幣を交換手段として定義し、貨幣にそれ自体の価値を認め、多くの場合は金属主義である。この対立軸は貨幣本質論だけでなく、貨幣的経済学全体に及んでいる。商品貨幣説では貨幣供給は外生的とされ、フリーバンキング的な発想に基づき、中央銀行及び国家の役割は曖昧となる。これに対して、信用貨幣論の場合は貨幣供給は内生であり、銀行がマクロ経済において重要な役割を果たすだけでなく、中央銀行

及び国家による貨幣の管理は必要である。このように信用貨幣論は商品貨幣説に比べると、現実により即した理論となっている。けれども、信用貨幣論を基礎にしたマクロ経済論の構築は近年まで、それほど成功はしていない。それでも、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論はそのような試みの一つであり、体系化も為されている。この研究では、現代的な信用貨幣論として内生的貨幣供給論を主題とする。

### 内生的貨幣供給論における主要な論点：本論文の課題

以上の論点を踏まえ、この研究では、以下の四つの論点を解明することを課題としたい。第一に、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論の内容及び特徴を明らかにし、マクロ経済論として、一定の枠組みを提示することである。具体的には、第一に、内生的貨幣供給論、あるいは貨幣的循環理論の基本的な枠組みを提示することである。第二に、内生的貨幣供給論の内部の論争の基本的な論点、対立軸を明らかにすることである。すなわち、ホリゾンタリズム、ストラクチャリズム、サーキュレイショニストの理論をそれぞれ明確にし、その対立点を整理し、統合及び収斂の可能性を探ることである。また、そのような論争を踏まえた上での到達点と今後の見通し、さらに残された課題を明らかにすることである。

第二に、この研究では単に理論的な論点を明示するだけでなく、経済理論史的な観点からの検討も行っている。というのは、既に貨幣供給の内生性は、信用貨幣論として歴史上、ある程度展開されてきたからだけでなく、ポストケインジアンの理論の場合は、常にケインズの理論との関係が問題となるからである。具体的には、第一に、ケインズ自身の貨幣の取り扱いを検討する。第二に、ケインズに影響を与えているホートリーの信用貨幣論の内容を明らかにし、経済理論史的な評価を行う。第三に、ポストケインジアンにおける内生的貨幣供給論の起源、歴史を検討する。

第三に、この研究全体を通じての一つの軸として、流動性選好に関して検討を行う。流動性選好説はケインズ及びポストケインジアンにおいて有効需要論と並んで重要な理論であるが、内生的貨幣供給論においては論争点の一つとなっている。第一に、流動性選好説自体の検討を行う。まず、流動性選好の形成過程を考察し、特に金融的動機と内生的貨幣供給論の関係を検討する。また、利子率決定理論としてだけでなく、貨幣需要論としてもその役割を考察し、内生的貨幣供給論における位置付けを明らかにしたい。第二に、関連する論点としては、投資の貯蓄からの独立性についても検討を行う。これはケインズ及びポストケインジアンにおいては有効需要論とも結び付いた重要な論点である。この点は、内生的貨幣供給論内部の論争だけでなく、ポストケインジアン全体に関わる論争、さらには『一般理論』後の利子率に関する論争においても問題となっている。これらの論争と内生的貨幣供給論の関係も考察すべき課題となっている。

第四に、貨幣本質論的な視点からの検討も行う。第一に、信用貨幣とはどのようなものであるかを考察する。第二に、最近のポストケインジアンにおいて復活を遂げた表券主義的な議論を検討し、信用貨幣論との比較を行う。その際、信用貨幣と国家貨幣の関係を貨幣のヒエラルキーという視点から評価し、統合の可能性を探りたい。ここでは、国家の役割に関しても考察し、中央銀行に関しても検討する。

## 本論文の構成

構成は2部構成となる。第1部では、内生的貨幣供給論の基本的枠組を提示した上で、貨幣に関する基礎的な検討と内生的貨幣供給論の経済学史的な検討を行う。第2部では、内生的貨幣供給論の理論的な展開を検討する。最後に、終章で全体の結論と残された課題を提示する。内容の詳細は以下の通りとなる。

第1章から第4章までが第1部となる。第1部では、内生的貨幣供給論の基本的な枠組を提示した上で、経済学史的な検討を行う。

第1章では、内生的貨幣供給理論の基本的な枠組を最初に展開した上で、貨幣の基本的な性質を論じる。第2節では貨幣とは何かということをも簡潔に展開している。というのは、内生的貨幣供給論はまさに貨幣を中心とした理論であるからである。ここでは、いわゆる貨幣本質論を内生的貨幣供給論、信用貨幣論の立場からケインズ及びホートリーを参考に展開する。また、近年の(新)表券主義の議論を批判的に検討することによって、貨幣と国家の関係、中央銀行の役割についても考察し、表券主義的な議論の内生的貨幣供給論への統合を試みている。第3節では、貨幣的循環理論に沿って、貨幣的循環の過程を展開し、内生的貨幣供給論の基本的枠組を検討する。第4節では、バランスシートを用いて、貨幣的循環理論の基本的な枠組を具体的に確認する。第5節では、従来のポストケインジアン理論において重要な役割を果たしている有効需要の原理、流動性選好、不確実性などの論点を内生的貨幣供給論との関係で検討する。

第2章から第4章では経済学史的な検討を行っている。ポストケインジアン理論はケインズの経済学に大きな影響を受けているが、必ずしも、ケインズの理論と同一ではない。他方、ケインズに関しては既に多くの研究がなされているけれども、特に内生的貨幣供給論と関わる部分においてはさらなる研究の必要性が存在する。さらに、ケインズの『貨幣論』に影響を与えているホートリーについても検討する。また、ここでは、経済学史的な検討を通して、内生的貨幣供給論における基礎的な概念を明らかにしていく。

第2章ではホートリーに関して検討する。というのは、ケインズは『貨幣論』において計算貨幣を中心とする貨幣本質論を展開しているが、これはホートリーの影響を受けている議論であり、そのためホートリーについても詳細な検討が必要である。ホートリーは信用貨幣論者であり、内生的な貨幣供給の枠組を採用しているだけでなく、サーキュレイショニスト的な貨幣的循環の過程をも採用していた。また、貨幣本質論を展開し、計算貨幣を重視し、ケインズの『貨幣論』にも影響を与えている。ここでは第2節でその貨幣本質論を検討した上で、第3節でホートリー独自の景気循環論やマクロ経済論を内生的貨幣供給論の視点から検討し、内生的貨幣供給論の先駆的な理論の一つとして評価している。

第3章では、ケインズの貨幣観はどのようなものであるかを検討する。ケインズが内生的貨幣供給と外生的貨幣供給のどちらを採用していたかに関する研究は既に存在するが、そのことがどのような意味を持つのかを考察するためには、ケインズの主要な著作全体にわたってケインズがどのような貨幣観を抱いていたのか、あるいはそれがどのように変化しているのかを調べる必要がある。ここでは、計算貨幣を中心とする貨幣の定義に焦点を当て、内生的貨幣供給と関連づける。第2節では『貨幣論』以前のケインズを扱い、その時点から、すでに貨幣供給が内生と捉えられていたことを確認する。第3節では、『貨幣論』における貨幣本質論を詳細に検討する。第4節では『一般理論』とそれ以降における

貨幣に取り扱いを考察する。また、第 5 節ではホートリーのケインズへの影響と両者の比較を簡潔に行っている。第 6 節では、『貨幣論』以降のケインズの貨幣観の構造を考察している。ここでは、『貨幣論』と『一般理論』を比較すると、フローとしての貨幣からストックとしての貨幣へと、強調点が移行しているが、『貨幣論』における貨幣本質論派『一般理論』移行の時期も存在することが確認される。

第 4 章では、ケインズの金融的動機に関して検討する。金融的動機は、内生的貨幣供給論者によって、貨幣の内生性と結び付けられて理解されているが、それがどのように形成され、どのような意味を持つのかをケインズに即して明らかにする。まず、第 2 節では金融的動機の形成過程におけるオリーンとの論争を中心に検討する。第 3 節では、金融的動機導入後のケインズとロバートソンの間の金融的動機に関する論争を取り上げる。第 4 節では、その後のポストケインジアンにおけるアシマコプロスによって引き起こされた論争との関係を考察し、さらにデヴィッドソンなどのポストケインジアンによる解釈を検討した上で、金融的動機の位置付けを考察する。ここでは、内生的貨幣供給が暗黙の内に仮定されていた可能性を指摘している。

第 5 章から第 9 章までは、第 2 部となる。第 2 部では、内生的貨幣供給論の理論的な展開を検討する。ここでは、第 5、6 章で、ポストケインジアンにおける内生的貨幣供給論の簡潔なサーヴェイを行い、対立軸を明らかにする。第 7 章から第 9 章までは、理論的な論点を扱う。

第 5、6 章では、内生的貨幣供給論の個別の論点に入る前にその簡潔な歴史を扱う。内生的貨幣供給論はケインズの理論から直接、派生したものではないため、その歴史的起源についてはそれほど、知られているわけではない。実際、ケインズ以外の影響も大きく、その点を含め、ポストケインジアンにおける戦後の展開を検討する。

第 5 章では、カルドア、ムーアに代表されるホリゾンタリストによって、内生的貨幣供給論が確立されるまでを扱う。第 2 節では、カレツキ、デヴィッドソン、ミンスキーを検討している。彼らの理論は必ずしも内生的貨幣供給論ではないけれども、やはり内生的貨幣供給論には大きな影響を与えている。ここでは、彼らの理論における貨幣供給のあり方について検討している。第 3 節以降が内生的貨幣供給論の展開となる。第 3 節ではポストケインジアンにおける内生的貨幣供給論の起源となるカルドアを検討する。ここでは、カルドアの内生的貨幣供給論の主張がどの時点からであるかを検討した上で、カルドアの内生的貨幣供給論の主張を明らかにしている。第 4 節では、カルドアの議論を受け継いで、体系的な理論を構築したムーアの議論を詳細に検討し、ホリゾンタリストの特徴についても考察する。

第 6 章では第 5 章に引き続き、ホリゾンタリスト以降の内生的貨幣供給論の歴史を扱っている。第 2、3 節ではホリゾンタリストに批判的なレイ、ポーリンなどのストラクチャリストの立場を検討する。第 2 節では、ムーアに次いで、内生的貨幣供給論を主題とする著作を発表したレイの議論を取り上げている。レイはムーアに批判的であり、その後の論争との関わりも深いため、詳細に検討する。第 3 節では、ストラクチャリストの議論を確立したポーリンを検討する。また、ストラクチャリストの特徴も明らかにしている。第 4、5 節では、フランス、イタリアを中心とするサーキュレイショニストの主張を検討する。第 4 節では、先駆的なサーキュレイショニストであるル・ブールヴァを最初に検討

し、次にラヴォワによる 1980 年代に行われた英語圏への紹介論文を取り上げ、サーキュレイショニスト的理論の概要を明らかにする。第 5 節では、サーキュレイショニストの理論をポストケインジアン的に再構成し、体系化しているロシヨンの議論を詳細に検討している。第 6 節では、第 5、6 章のまとめとして、ホリゾンタリスト、ストラクチャリスト、サーキュレイショニストの基本的な立場と対立点を明確にしている。

第 7 章から第 9 章までは内生的貨幣供給論の理論的な問題を検討する。第 7 章と第 8 章では、内生的貨幣供給論の基本的な論点を取り上げる。第 9 章では、残りの重要な論点を一括して扱う。

第 7 章では投資ファイナンスと乗数過程を巡る二つの論争を取り上げ、それらの論争における内生的貨幣供給の意味を検討する。第 2 節ではまず、内生的貨幣供給の枠組みと乗数過程が両立しうるかどうかという論争を検討する。第 3 節では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を検討し、第 4 節ではその論争と内生的貨幣供給との関係を考察している。第 5 節では、二つの論争は実は密接な関係にある論争であることを指摘し、さらに金融的動機を巡る論争との関連についても考察した上で、ムーアによる「便宜的貯蓄」という概念が両者において重要な位置を占める点を明らかにしている。

第 8 章では、内生的貨幣供給論における流動性選好の位置付けを論じる。その際、貨幣的循環理論の枠組みにおいて検討する。第 2 節では、まず、流動性選好説のポストケインジアンにおける展開を検討し、利子率決定理論として内生的貨幣供給論においてどのように扱われているかを検討する。第 3 節では、貨幣需要論としての流動性選好が貨幣的循環理論の枠組みにおいてどのような意味を持つかを貨幣的循環の過程の各段階毎に考察している。第 4 節では流動性選好の位置付けを考察し、貨幣需要論として重要な役割を果たしていること、及び、有効需要論との関わりも指摘している。

第 9 章では、内生的貨幣供給論におけるその他の論争点を、ホリゾンタリズムとストラクチャリズムの対立を軸に検討する。その際、最終的な対立点の一つとして金融市場の扱いについて考察する。ここでは、非常に多岐にわたる論点を三点ほどに集約し、それぞれ、検討した上で、両者の論争における焦点となっている貨幣供給曲線の傾きについて検討する。また、ここまでの分析においては、ホリゾンタリズム、あるいは貨幣的循環理論の枠組みを採用してきたが、ここではストラクチャリズムの視点も導入し、両者の違いを明確にする。第 2 節では貨幣需要を巡る論争を検討する。ここでは取引需要以外の貨幣需要を考慮する必要性に関する批判と、さらに貨幣の超過供給が生じないメカニズムについて、扱っている。第 3 節では銀行の行動として商業銀行と中央銀行の行動と役割についての議論を検討する。商業銀行に関しては、信用割当、銀行の負債管理、銀行の流動性選好に関して考察している。中央銀行に関しては構造的内生性について検討する。第 4 節では流動性選好、ここでは特に利子率決定理論というよりもむしろ、貨幣需要に関する論点を銀行の行動との関係で検討する。第 5 節では以上の検討を踏まえて、貨幣供給曲線の傾きを巡る論点を整理した上で、論争を検討する。第 6 節では金融市場の動きと内生的貨幣供給の関係を考察する。

終章では、以上のような内生的貨幣供給論の検討と経済学史的な研究を踏まえて、結論として内生的貨幣供給論とケインズの関係について考察し、今後の課題についても言及す

る。第2節では内生的貨幣供給論の展望と限界を検討する。結論の具体的内容は、以下の四点にまとめられる。第一に、信用貨幣論の視点に基づき貨幣的循環理論の枠組みを採用してマクロ経済を特に貨幣的側面から明らかにしている。すなわち、貨幣の循環を軸に、生産者、家計、銀行から成るモデルを展開し、各部門の動きと機能を描き出している。第二に、貨幣とは何かについても検討を行った。ここでは貨幣を負債の支払手段として定義し、信用／債務関係から説明を行い、貨幣の機能として計算貨幣を強調している。第三に、経済学史的な検討を行い、特にケインズ及びホートリーにおける貨幣本質論と貨幣的経済学のあり方を明らかにした。残された課題に関しては、政策論、実証面、経済学史的側面の三点が存在するが、政策論に関しては内生的貨幣供給論の現状に簡潔に触れた上で提示している。

この研究では以上のように、信用貨幣論の視点から貨幣的循環理論、あるいは内生的貨幣供給論を展開し、マクロ経済理論として貨幣を軸にした経済の姿を描き出すことを目的としている。このアプローチは、現実の経済現象において、貨幣及び金融の果たす役割がますます、増大している現状を解明する上で、欠かせないものとなる筈であり、この研究ではその基礎的な面を中心に分析が展開されている。

## 謝辞

この論文の作成過程では、多くの人々の指導、支援を頂いた。ここに記して感謝したい。まず、修士課程及び博士課程の指導教員であった一橋大学経済学研究科の美濃口武雄名誉教授、美濃口教授退官後は西澤保教授には指導教員としてご指導いただいた。また、サブゼミとして出席した石倉雅男教授には、特に政治経済学的視点からの有益なコメントを頂いた。また、学外においては、この論文の元となった原稿を発表する機会を与えて下さったポスト・ケインズ派経済学研究会のメンバー、特に内生的貨幣供給論の専門家である渡辺良夫教授（明治大学）からは有益なコメントだけでなく励ましの言葉を頂いた。さらに、本論文の一部と成った原稿は、経済理論史研究会、経済学史学会、進化経済学会、経済理論学会で報告を行い、その際、様々な方々から有益なコメントを頂いた。その他、美濃口ゼミ、西澤ゼミ、石倉ゼミの参加者にも有益なコメントと励ましの言葉を頂いている。

---

1) 現実においては信用貨幣が重要な役割を果たしているのに対して、経済学の理論上は貨幣に関しては信用貨幣を不規則なものとし、あたかも商品貨幣であるかのように扱う見解が主流となっている。そのような理論では、貨幣的な現象に接近することも困難であるため、信用貨幣を中心とした理論の必要性が存在する。

2) 現実には純粋信用経済ではなく、一定量の現金通貨も存在しているため、外生的な面はある程度存在する。しかし、貨幣供給量の大半を預金通貨が占めているため、それほど、重要な問題ではなくなっていると思われる。

3) これは現在においてはオーストリアンや新古典派の一部が採用している。

## 第1章 内生的貨幣供給論の基本的枠組<sup>1)</sup>

### 1, はじめに

内生的貨幣供給論とは何か。簡潔に言えば、需要に応じて貨幣が供給されるという考え方を軸に貨幣経済の姿を描く理論であり、銀行貨幣、あるいは信用貨幣を中心に経済を捉えるため、信用貨幣論とも呼ばれている<sup>2)</sup>。内生的貨幣供給という概念自体は、古くから存在し、それを巡る論争も繰り返り起きている。例えば、古典派の時代においても、内生的貨幣供給を主張する銀行学派と外生性を重視する通貨学派の間で生じた通貨論争などが存在する。また、20世紀になってからも、『貨幣論』のケインズや、同時代のホートリー、ロバートソンも内生的貨幣供給を採用していた。この論文では、ケインズとその周辺以外の歴史に関しては、扱わないが、経済学史においては重要なテーマである。

近年、内生的貨幣供給論を中心とした理論を提示しているのは、ポストケインジアンである。これは、1960年代以降のマネタリストに対する反発から、登場した。すなわち、1970年にカルドアがフリードマン批判の論文を発表してからである。この時は、マネタリズムの外生的貨幣供給論の批判を行っており、代替的な理論としての内容はそれほど豊かではなかった(Kaldor, 1970)。カルドアは1980年代に入ってから、内生的貨幣供給論を本格的に展開し始めた。これがポストケインジアンにおける出発点である(Kaldor and Trevithik, 1981, Kaldor, 1982)。その後、ムーアが1988年に著作を発表したが、これは体系的で包括的な内生的貨幣供給論を展開しており、これを契機にいくつかの論争が展開され、ポストケインジアンにおいても、一つの重要なテーマとして定着した。その論争においては、カルドア、ムーアに代表され、中央銀行の順応的な貨幣供給を強調するホリゾンタリストとポーリン、パリー、ディムスキー、レイなどに代表され、金融市場の役割を重視するストラクチャリストの二つの立場が形成されている。ポストケインジアンのここまでの議論は、基本的にイギリス、アメリカを中心とするものであったが、それとは別個に、フランス、イタリアにおいて内生的な貨幣供給を採用して、マクロ経済的な枠組みを展開しているサーキュレイショニストと呼ばれるグループの議論が、1990年代頃から本格的に英語圏に紹介されるようになった<sup>3)</sup>。サーキュレイショニストの理論的な背景は、ポストケインジアン以上に様々であるが、ケインズおよびカレッツキの影響を強く受け、ポストケインジアンと類似した理論を展開している人々も存在する。そういった点から、最近ではポストケインジアンにサーキュレイショニスト的な枠組みを導入しようとして試みている人々も存在する。サーキュレイショニストの理論は、ポストケインジアン内部の論争との関連では、ホリゾンタリ

---

1)本章の第2節は内藤(2007)を元に加筆、修正したものである。

2)ここでは、信用貨幣についてのみ扱うが、いわゆる貨幣とある程度代替的に扱われる信用としては、短期国債(TB類)、企業間信用(為替、手形)なども存在する。企業間信用に関しては金融史的には、信用貨幣との関係も興味深い。この点に関しては、Wray(1990)及び楊枝(2004)を参照せよ。また、短期国債に関しては、表券主義的な文脈においてはやはり、貨幣的な面が存在するのも確かである。

3)ホリゾンタリズムとストラクチャリズムに関しては、第5,6章で詳細に検討を行っている。サーキュレイショニストの理論に関しては、本章第3節で基本的な枠組みを展開している。

ストに近く、論争の軸は、サーキュレイショニスト的な枠組みとストラクチャリズムの間に移行している。

以上のようにポストケインジアンの内生的貨幣供給論は展開されてきたが、その理論的な枠組みは必ずしも、整合的に構築されてきたとは思われない。そこで、ここでは、ロンドンと同じく、サーキュレイショニストの枠組みを導入して、内生的貨幣供給論の理論的な構成を試みる。この章では、特にそのような内生的貨幣供給論の基本的な枠組みを提示する。まず、第2節では前提として貨幣の性質について論じる。というのは、内生的貨幣供給論はまさに貨幣を中心とした理論であり、貨幣とは何かという点から始める必要があるからである。第3節では内生的貨幣供給論の基本的な枠組みを展開する。第4節では、内生的貨幣供給論の基本的枠組をバランスシートアプローチを用いて説明している。第5節では、ポストケインジアン的一般論との関係を検討する。というのは、ケインズの『一般理論』においては外生的貨幣供給が採用され、さらに富の貯蔵手段としての貨幣、流動性選好利子率論、貨幣と不確実性の関係が展開されているが、これらは内生的な貨幣供給とは、必ずしも、一致する論点ではない。そこで、ここでは、有効需要の原理、流動性選好説、不確実性といった論点について、ポストケインジアン理論との関係を簡潔に検討する。

## 2、貨幣の定義と性質

### (1)はじめに

貨幣とは何か。これはいわゆる貨幣本質論という議論であり、現在に至るまで非常に多くの議論が成されている。ここで、貨幣の一般的説明ではなく、信用貨幣に限定した説明を行う。その理由は、現実の経済においては、流通している貨幣の多くは預金通貨、すなわち、信用貨幣である以上、信用貨幣を中心に貨幣を捉える視点が重要であるからである<sup>4)</sup>。信用貨幣論では、中央銀行は重要な役割を果たすが、基本的には、商業銀行を中心とした銀行貨幣の分析となっている。しかし、現実においては、国家には貨幣主権が存在し、貨幣を国家が制定するだけでなく、様々な管理を行っている。すなわち、ケインズが述べているように、「今日、全ての文明社会の貨幣は、議論の余地なく表券主義的である」(Keynes, 1971, p. 4)。表券主義あるいは、貨幣国定説とは、国家による貨幣の制定を貨幣の本質と見なす議論であり、国家と貨幣の関係を強調しているが、近年、ポストケインジアンにおいて、復活を遂げている<sup>5)</sup>。

信用貨幣論と表券主義の間にはどのような関係があるのだろうか。一見すると、信用貨

---

4)ただし、ケインズの『貨幣論』における冒頭の貨幣本質論は信用貨幣から出発しているが、より一般的な説明を目的としている。その内容については、以下で検討する。また、ここでの説明は信用貨幣論に基づくため、地域通貨といった最近の話題をどう考えるべきかといった問題点が存在する。しかし、例えば、地域通貨は信用創造機能を通常は持たないため、ここでの説明の対象外となる。

5)ポストケインジアンにおける表券主義は Wray(1998)から始まるが、それとは別に EUにおける通貨統合を主題としている論文集である Bell and Nell(2003)も存在する。また、ポストケインジアン貨幣論に関しては、Smithin(2000)、Ingham(2004)を参照せよ。

幣論では貨幣供給が内生であるのに対して、表券主義では国家による外生的貨幣供給となるため、対立する見解のように見なされる可能性が存在する。また、扱っている貨幣もそれぞれ、銀行貨幣と国家貨幣であり、異なっている。しかし、両者共にポストケインジアン理論を背景としており、共通の基盤が存在するだけでなく、Pastoret(2006)のように、両者は補完的な関係であるという主張も存在する。すなわち、信用貨幣論は民間レベルでの貨幣を扱い、表券主義は国家レベルでの貨幣を論じている。また、Bell(2001)も貨幣のヒエラルキーにおいて表券主義的な水準と内生的な貨幣の水準とに分けて論じている。

信用貨幣論と表券主義は、確かに補完的な関係であるが、共通の基盤を有している。特に貨幣本質論の領域においては、名目主義を共有している。表券主義においては、国家による貨幣の制定を貨幣の本質と見なし、そこでの貨幣は実物的な価値との関係を基本的には持たない名目的なものである。この名目主義は、貨幣論の領域においては金属主義、及び商品貨幣説に対抗する考え方である。信用貨幣論は、銀行貨幣を重視する考え方であり、貨幣の実物的な価値との関係を前提としない点で名目主義でもある。実際、20世紀初頭の信用貨幣論者、例えば、『貨幣論』のケインズは表券主義を導入し、ホートリーも名目主義を採用していた。この節ここでは、名目主義の立場に立ち、第一に、貨幣の定義について検討した上で、詳細な議論を行っていく。第二に信用貨幣論における貨幣本質論を展開した上で、第三に表券主義の議論を検討し、第四に両者を統合しうる貨幣本質論の枠組みの構築を試みる。

ここでは、貨幣本質論を展開するが、信用貨幣論に限定した説明をまず、行う。というのは、貨幣とは何かといういわゆる「貨幣論」を本格的に展開することは困難であるし、また、量的にも一冊の著作が書けるほどである。このため、ここでは、内生的貨幣供給論において、その枠組みを展開するのに必要な限りで、貨幣とは何かについて論じる<sup>6)</sup>。

## (2)貨幣の定義

貨幣とは何であるかという貨幣の充分で、簡潔な定義を与えることは難しい。実際、貨幣として通用しているものは、時代と場所によって、非常に様々である。そのため、通常は、貨幣を機能面から定義している。すなわち、貨幣とはある機能を持つものであると定義することになる。しかし、このような定義は循環論的でもある。というのは、ある機能を持つものを貨幣として定義することは、結局、貨幣としての機能を分析した上で、そのような機能を持つものを貨幣として定義していることに過ぎないからである。さらに、貨幣の持つ機能は幾つか存在するため、その機能の内、どれを重視するかで貨幣の定義が異なり、論争となるけれども、そのような論争は結局、不毛なものとなりがちである。また、機能面からの定義は、貨幣と貨幣でないものの境界線が曖昧になりがちである。

とはいえ、貨幣の定義は必要である。以上のような循環論的な問題は存在するが、経済学的な議論においては、通常は、貨幣の交換手段、計算単位、価値貯蔵手段の三つの機能の内どれかによって貨幣を定義している。例えば、交換手段を持って貨幣として定義す

---

6)ここでは、経済学的な議論に集中する。例えば、人類学な議論については、フランスのサーキュレイショニストにおいても、アグリエッタやカルトゥリエなどが「主権貨幣」について議論を行っており、興味深い点も存在するが、ここでは取り扱わない(Aglietta and Orléan, 1998)。

るのは、商品貨幣説であり、古典派及び、オーストリアン、新古典派の一部において採用されており、現在においても、主流派の一部はこのような主張を行っている<sup>7)</sup>。それに対して、価値貯蔵手段を強調するのが、『一般理論』のケインズと、それに影響を受けたデイヴィッドソンに代表されるポストケインジアンの一部である<sup>8)</sup>。他方、信用貨幣論では、ケインズの『貨幣論』、及びホートリーの『通貨と信用』においては計算貨幣を貨幣の定義としていた。また、ポストケインジアンにおいても、インガムなどが採用している。これは三機能のみを貨幣の機能と考えるならば、正しい議論である。しかし、これ以外の機能をも考えるならば、やや不正確な議論である。というのは、ケインズに影響を与えたホートリーの場合は、その議論を詳細に検討すると、確かに計算貨幣として貨幣を定義しているが、実際には負債の支払手段として貨幣が導入されている。すなわち、貨幣を支払い手段として定義しているのである。そこで、以下では、ホートリーとケインズの議論を参考に信用貨幣論における貨幣の定義を行い、その上で、実際に貨幣を供給している銀行を導入する。

### (3)信用貨幣論における貨幣の位置付け

ここでは、信用貨幣論における貨幣とはどのようなものを具体的に検討していく。まず、第一に、ホートリーによる貨幣の説明を検討し、第二に、そこで導出された計算貨幣の性質を、特に名目主義との関わりを中心に検討する。第三に、表券主義に関しては、その後で検討するが、その前に信用貨幣論的な貨幣本質論における国家の役割を扱う。第四に、信用貨幣論における貨幣の定義と機能に関して、ここまでの検討をふまえ、考察を行う。

#### (i)貨幣の論理的説明

貨幣の起源、あるいはその生成を考察する際には二つの方法が存在する。すなわち、論理的な説明と歴史的な説明である。通常はケインズの『貨幣論』にあるように論理的な説明を行った上で歴史的な例証に頼るという手続きが行われている。しかし、ここでは紙幅の都合と歴史的な分析への深入りを避けるために、もっぱら論理的説明を行い、歴史的な説明に関しては二次文献への参照にとどめる。貨幣の論理的説明は、商品貨幣説の場合は、メンガーに代表されるような、商品から貨幣への進化が説かれている。しかし、ここでは信用貨幣を採用するため、商品から貨幣への進化はあり得ない。そこで、信用／債務関係から貨幣を説明する。

ホートリーによれば、物々交換の不便を避けるために、何か特定の商品を経済単位として使用するのではなく、二者間で財、サービスの取引を行う場合には、信用取引となる。すなわち、ここでは、財、サービス同士を同時に交換するのではなく、一方から他方に財、サービスが移転した後に、決済を行うとする。その場合、財の売り手には財の買い手に

---

7)古くは様々な論者が存在するが、新古典派においては、メンガーが代表的である(Menger, 1892)。

8)価値貯蔵手段としての貨幣の定義はストックとしての貨幣に関わるものであり、それ自身重要な論点であるが、ここではフローとしての貨幣に関わる議論を先に展開する。ケインズにおけるフローとストックに関しては、第3章で触れている。

対する信用が生じ、反対に財の買い手には財の売り手に対する負債が生じる。このような信用／債務は何時かは解消される必要がある。ところで、財の買い手は常に財の買い手であるわけではない。通常は経済主体は様々な財，サービスを必要としており，また，自ら供給も行う。そのため，ここで想定している経済においては無数の取引が行われ，その結果，無数の信用／債務関係が存在することになる。それ故，財の買い手は他方で，財の売り手でもあるのが通常の場合であり，ある経済主体においては信用と債務が同時に存在することになる。このような信用／債務関係をどのように相殺するか，あるいは決済を行うかが問題となる。ホートリーは自らの商人概念を導入して，信用／債務の相殺，あるいは決済を行う主体である「債務の商人」として，銀行を定義している。これは様々な主体の信用／債務を相互に相殺し，決済する主体である。このような主体を導入すれば，確かに信用／債務の解消は行いうる。けれども，信用／債務はこの場合は二者間においてそれぞれ定義されており，ある二者間での信用／債務と別の二者間での信用／債務は共通の単位がない限り，そのままでは相互に比較，及び決済は不可能である。そのため，ここでホートリーは共通の負債の計算単位，表示単位を導入する。これが計算貨幣である。このように貨幣として機能するものは計算貨幣として登場する。このため，計算貨幣をもって信用貨幣論では貨幣の定義としている。

このように計算貨幣，すなわち，共通の負債の表示単位は導入されているが，ここで行われているのは，単に二者間の負債をまとめて，それぞれ相殺しているだけである。それ故，二者間の信用取引の利便性は増大しているけれども，そこでの負債はあくまでも買い手の負債であって，売り手にとっては一般的な受領性は存在しない。そこで，第三者の負債が用いられることになる。この第三者の負債の発行者が銀行である。ここで問題になるのは貨幣がどのように供給されるかである。というのは貨幣は銀行の負債であるため，ある経済主体が何らかの財を銀行に売れば，売り手は銀行の負債を入手し，確かに負債は発行される。しかし，通常は銀行は直接，財，サービスの取引は行わない。銀行は貸出を行うことによって貨幣を供給することになる。銀行貸出は実際は二つの契約，取引から構成される。第一に，借り手は銀行から貸出を得る。これは借り手にとっては負債であり，銀行にとっては信用となる。同時に，第二に，銀行の負債としての銀行預金が借り手の口座に現れる。これは銀行にとっては負債であり，借り手にとっては信用（資産）としてバランスシートには現れる。バランスシート上では，銀行の資産に貸出が，銀行の負債に銀行預金が記入されることになる。すなわち，貸出によって，銀行の負債である預金が創造され，貨幣として通用することになる。このように貨幣は貸出に対する需要によって創造される (Hawtrey, 1919, pp. 1-9)。

## (ii) 計算貨幣と名目主義

以上のように信用貨幣論においては，計算貨幣から議論が始まり，貨幣の最も根本的な機能を計算単位としての機能とみなしている。実際，ケインズにおいては計算貨幣は「貨幣理論の本源的な概念」(Keynes, 1971, p. 3)であり，ホートリーにおいては「貨幣的理論の基礎は計算貨幣でなければならない」(Hawtrey, 1919, p. 182)。ポストケインジアンにおいても，「抽象的価値の貯蔵」(Ingham, 2000, p. 21)や，「生産の組織化と交換取引のための契約的義務がなされる価値の標準」(Fontana and Venturino, 2003, p. 398)として定義されている。

以下ではこのような計算貨幣の重要な性質を中心に検討していく。

まず、計算貨幣の性質にかんしては、このような信用貨幣論においてはホートリー及びケインズが強調しているように、計算貨幣から議論が始まるということである。すなわち、貨幣の最も根本的な機能は計算単位としての機能である。計算貨幣としての機能がはじめにあり、そこから他の機能が派生してくるという構造になっている。このような計算貨幣の性質は、四点存在する。

第一に、ホートリーにおいては、計算貨幣として貨幣が導入されているが、貨幣の定義としては、「負債を支払う手段」(Hawtrey, 1919, p. 15)となっている。すなわち、貨幣を支払い手段として定義しているのである。この点は、貨幣を交換手段や価値貯蔵手段と見なす議論とは異なっている。

第二に、計算貨幣の最も重要な性質は名目性、恣意性である。これは貨幣の単位は任意に恣意的に決定されるものであるという点である。貨幣の単位は現実には国家がそれぞれ、円、ドル、ポンド、ユーロなどのように決定している。また、計算貨幣に対応する「本来の貨幣」、すなわち、実体としての貨幣の内容も名目的、恣意的である。例えば、それが金のような貴金属であろうと、単なる紙幣であろうと、さらには穀物、家畜のような商品貨幣であろうと、国家が指定する、あるいは一般に社会に認められている限りでは、何であってても良いのである。

第三に、計算貨幣自体は名目的で、恣意的なものであるが、実際に負債の決済に使われる際には連続性が必要となる(Hawtrey, 1919, p. 3, Keynes, 1971, p. 4)。これは、現実には決済の繰り越し、あるいは一定期間内に決済が完了しない場合が存在するからである。現金通貨が全く存在しない純粋信用経済において、銀行が単に負債の決済を行う場合を考える。このとき、ある一定の期間、例えば、一日という単位において、ある経済主体に負債、あるいは信用の残高が生じる可能性が存在する。この時、この残高を次の日に繰り越す場合には、その計算単位である貨幣が次の日にも使われることが必要である。これはいわゆる「デノミ」が行われる場合においても、それが円滑に行われる条件でもある。すなわち、計算単位が変更される場合でも、変更以前との変換が行われる限りは、取引は継続されることになるのである<sup>9)</sup>。このように、貨幣の名目性の前提としても、少なくとも社会が必要であり、現実においては、名目的な貨幣を決定するのは国家の役割となっている。

第四に、計算貨幣はそもそもは負債の表示単位であるが、同時に価格の表示単位ともなることである。なぜなら、財、サービスの取引において、信用／債務が発生し、その大きさを表す単位として計算貨幣が導入されている。この時、計算貨幣は信用／債務の大きさを示しているが、同時にそこで取引される財、サービスの大きさ、すなわち、価格をも表示することになるからである。これは、商品貨幣説との違いでもある。商品貨幣説においては、貨幣をまず、交換手段として定義した上で、貨幣が計算単位としても機能すると論じているが、その場合は価格の表示単位という意味であるからである。

---

9)最近の例としては、EU各国における各国通貨からユーロへの切り替えが存在する。この場合も国によっては便乗値上げなどの現象も存在したが、切り替え自体は特に混乱もなく行われた。これは各国通貨とユーロとの変換レートが厳密に定められていたからである。ただし、これは連続性の議論と言うよりも貨幣の名目性を示す例でもあろう。

名目性はこのように計算貨幣の重要な特徴であるが、その性質は単に信用貨幣論に留まるだけではない。信用貨幣論のように貨幣の名目性を重視する立場は、貨幣本質論においては名目主義と呼ばれている。名目主義は、表券主義にも共通する点である。表券主義における名目主義についてはこの後において検討するが、貨幣本質論の領域においては、金属主義、あるいは商品貨幣説と対立する立場である。貨幣本質論における重要な対立軸の一つは、このような商品貨幣説と反商品貨幣説の対立である。ここで、金属主義は貨幣の実物的な価値との繋がりを重視する立場であり、商品貨幣説において採用されている。商品貨幣説は、簡潔に述べれば、貨幣が商品から進化して成立するという主張であり、金属主義においては貨幣の特に（貴）金属としての価値を重視し、貨幣と実物的な価値との間の密接な関係を主張している。金属主義が商品貨幣説でもあるのは、商品が貨幣に進化する際に、受領性の高い貴金属のような実物的な価値を有するものが貨幣として選択されると論じているからである。これに対して、名目主義では、貨幣の価値を名目的なものとして扱い、貨幣の実物的な価値との繋がりを否定するため、金属主義及び商品貨幣説を否定する主張となっている<sup>10)</sup>。

このような商品貨幣説との対立は貨幣本質論の領域だけでなく、貨幣理論全体に及んでいる。商品貨幣説の典型的な議論においては、物々交換の状態においては、それぞれの経済主体が望む商品やサービスを手に入れるためには、欲望の二重一致が達成される必要があるが、これは物々交換によって達成するのは困難である。その困難を解消するために、全ての主体によって受容可能なある商品が登場する必要がある。この全ての主体によって受容可能な商品が貨幣である。この場合の貨幣は、交換手段としてまず、定義されており、ある商品が何らかの理由で、全ての主体によって受容可能になることによって貨幣になる。すなわち、商品が貨幣へと進化するというのが商品貨幣説であり、貨幣の商品との類似性を強調している(Menger, 1892)。また、商品貨幣説においては、商品との類似性を強調するため、商品と同じくその需要と供給で貨幣自体の価格が決定されるという考え、すなわち、貨幣数量説と結び付きやすい。しかし、貨幣数量説は信用貨幣や内生的貨幣供給とは相容れない説である。さらにこの考え方では、信用貨幣の説明が困難である。実際、商品貨幣説では、現実の貨幣の大部分を占める信用貨幣を不規則なものとして捉え、最終的には金本位制などの実物的な価値とのリンクを主張することになる。また、貨幣をもっぱら交換手段としてのみ見なし、貨幣を実体経済に影響を及ぼさない中立的な存在と考えている。そのため、新古典派の一部においては、技術的要因によって物々交換が可能であるならば、貨幣なき実物交換の世界を理想的な状態とみなしがちである(Dow and Smithin, 1999)<sup>11)</sup>。

---

10)歴史的な説明の水準では、確かに価値貯蔵手段としての機能を持つ貴金属が貨幣となっている。しかし、ケインズの『貨幣論』の議論を援用すれば、貨幣は計算貨幣としてあくまでも名目的なものであり、実際の支払手段としての本来の貨幣に価値貯蔵手段としての機能を持つ金などの貴金属が選ばれることもあると言うべきであろう。

11)ここで批判の対象としている商品貨幣説は、メンガーに代表される新古典派的、オーストリア的な理論である。マルクス及びマルクス経済学に関しては、ここでの批判が単純に適用しうるかどうかは、それ自体大きな問題であると思われるため、ここでは扱わない。

### (iii)信用貨幣と国家

名目性は信用貨幣の重要な性質であるだけでなく、表券主義とも共通の性質であるため、ここで国家との関係を検討しておく。第一に、信用貨幣は銀行の負債であり、経済主体にとって受領可能なものと想定されている。けれども、計算貨幣にせよ信用貨幣にせよ、名目的な貨幣であり、最終的な決済において受領されるかどうかは定かではない。ここで必要なのは、二者間の信用／債務関係において最終的に決済可能な負債の支払手段である。これは一定の閉じた範囲、すなわち、社会や共同体において全ての主体が受領可能な支払手段、あるいは最終的な支払手段である。全ての主体が受領可能であるためには、何らかの保証、すなわち、慣習や法、権力者（主権）による保証が必要である。ホートリーは「負債の支払いのために法律（あるいは慣習）によって確立された手段」（Hawtrey, 1919 p. 17）として貨幣を位置付けている。このことは論理的には、少なくとも、社会による保証が必要であるという意味であり、国家は必ずしも、この水準では必要ではない。実際、ポストケインジアンにおいては、貨幣は「社会的関係」（Ingham, 2000, p. 22）であり、「社会的に創造された社会的慣習」（Swanke, 2004, p. 84）として定義されている。

第二に、最終的な支払手段は、現実においては、必ずしも、信用貨幣だけではない。すなわち、実体としての貨幣、あるいはケインズが「貨幣それ自体」、「本来の貨幣」と呼ぶものが存在している（Keynes, 1971, p. 3）。そのため、信用貨幣と実体としての貨幣の関係が問題となるが、このような現実的なシステムの場合には、通常、中央銀行が存在しており、信用貨幣と実体としての貨幣が結び付き、一定の関係を成している。この点についても後で詳細に検討する。

### (iv)貨幣の定義と機能

次に、貨幣の定義と機能について検討する。ここでは、ケインズとホートリーと同様に計算貨幣から議論を始めているが、貨幣の定義としては通常のいわゆる「貨幣の三機能」のどれかから定義するのではなく、負債の支払手段として貨幣を定義する。というのは、貨幣の機能としては計算単位としての機能が最も重要で根本的であるが、そもそも、貨幣は何のために用いられるかという問いに対して応えるためには、負債の支払手段がその答えとなるからである。このような信用貨幣論においては、物々交換の不便さを解消するために用いられる共通の商品を貨幣と見なすのではなく、財、サービスの取引において発生する負債を支払うものとして貨幣が登場すると考えるのである。このように貨幣を負債の支払手段として定義した場合に、他の貨幣の機能はどのように考えるべきなのだろうか。

負債の支払手段としての定義は、直ちに計算単位としての機能を前提としている。というのは、負債が支払われるためには、その大きさを確定する必要があり、計算貨幣はそのために登場するからである。計算単位としての機能が確立されると、貨幣は信用貨幣の形態で、財、サービスの取引に用いられるようになる。この時、貨幣は交換手段として機能することになる。伝統的な信用貨幣論、あるいは商品貨幣説においても、計算単位としての機能と交換手段としての機能について論じると、残りの価値貯蔵手段としての機能に関しては付随的なものとして扱われている。実際、ここまでの議論の流れとしては、確かに価値貯蔵手段としての機能は、貨幣がこのように確立された場合には、後から生じてく

る物として見なされることになる。この点は、さらに検討する必要がある。

すなわち、価値貯蔵手段としての貨幣の機能、あるいはストックとしての貨幣をどのように位置付けるべきかは問題である。というのは、既に述べたように、信用貨幣論的な議論においては価値貯蔵手段としての貨幣は、付随的、二次的、補助的なものに過ぎないからである。ところで、負債の支払手段としての貨幣の定義、及び計算単位、交換手段としての貨幣の機能は、いわゆるフローとしての貨幣の働きである。これに対して、価値貯蔵手段としての機能は、いわゆるストックとしての貨幣であり、ケインズが『一般理論』において重視していた。現実の経済においては、ストックとしての貨幣や金融市場の動きは経済全体に非常に大きな影響を及ぼしている。このため、単に二次的なものとしてのみ価値貯蔵手段としての貨幣を位置付けることはもはや許されないであろう。ここで、参照すべきであるのは、ケインズの議論である。

ケインズは『貨幣論』では、計算貨幣の定義から議論を始めている。「計算貨幣は繰り延べ支払の契約である債務および売買契約の付け値である価格表とともに現れる」(Keynes, 1930, p. 3)。計算貨幣は名目的な存在であり、これに対応する実体としての貨幣をケインズは「本来の貨幣」、「貨幣それ自体」あるいは単に「貨幣」と呼んでいる。ここで重要なのは、「本来の貨幣は、・・・ただ計算貨幣との関わりでしか存在することはできない」(Keynes, 1930, p. 3)という点である。すなわち、計算貨幣が貨幣理論の本源的概念」(Keynes, 1930, p. 3)となっている。「貨幣と計算貨幣との区別は、計算貨幣は記述あるいは称号であり、貨幣はその記述に照応する物である」(Keynes, 1930, p. 3)点にある。ケインズは、表券主義的な議論を導入して、国家が何を貨幣として使用するかを定め、本来の貨幣が国家貨幣となると主張している。表券主義的な議論に関しては後で論じる。

ケインズは、このように計算貨幣として貨幣を定義し、それに対応するものとして本来の貨幣を導入しているが、それは通常は国家が定めるので国家貨幣となる。他方、計算貨幣から信用貨幣が派生している。「計算貨幣の導入が二つの派生的範疇—この計算貨幣で表示される契約の付け値、契約及び債務の承認と、この計算貨幣に照応しその引き渡しによって契約あるいは債務を履行する本来の貨幣と—を発生させる」(Keynes, 1930, p. 5)。債務の承認は信用貨幣、すなわち銀行貨幣であり、ここでは計算貨幣から実体としての本来の貨幣、すなわち、国家貨幣と銀行貨幣が派生してくる構造になっている。ここまでのケインズの議論は貨幣の機能との関係で言えば、計算単位としての機能としてまず、貨幣を定義し、そこから実際の支払手段としての本来の貨幣を派生させている。また、計算貨幣は直ちに信用貨幣として現れることになる。本来の貨幣は、明示されていないけれども、交換手段として用いられる。

『貨幣論』においては、価値貯蔵手段としての機能は、預金の分類として述べられているだけであり、それ以上の分析は存在しない。『一般理論』では『貨幣論』における貨幣本質論的な議論はほとんど行わず、流動性選好説と自己利子率理論に関する限りで展開しているのみである。そこでは、『貨幣論』に存在した預金の分類、あるいは貨幣需要論を利子率決定理論として再編した上で、利子率が高止まりしている理由を自己利子率理論における分析で説明し、価値貯蔵手段としての貨幣を理論の中心に置いている。このため、一般に、流動性選好説に関しては『貨幣論』からの発展と見なし、貨幣本質論に関しては、『貨幣論』と『一般理論』は断絶していると言われている。すなわち、フローとしての

貨幣からストックとしての貨幣へと分析の焦点が移行している。しかし、両者の関係はそれほど明らかにされているわけではない。そこで、『一般理論』後の諸論文に目を向けると、「雇用の一般理論」においては、「貨幣は、良く知られているように、二つの重要な目的を果たしている。貨幣は、計算貨幣として機能することによって、現実の物体としてそれ自身決して関与する必要なくして、交換を容易にしている。・・・第二に、それは富の貯蔵である」(Keynes 1973b, pp. 115,116)と述べているように貨幣の機能として、第一に計算貨幣を挙げ、第二に価値貯蔵手段を挙げている。これは『一般理論』後の時期においても、ケインズは『貨幣論』における貨幣本質論を放棄はしていないことを示している。ただし、計算貨幣と価値貯蔵手段としての貨幣が並んで存在することになる。これをケインズに即してどのように考えるべきかは、困難であろう。しかし、ここではケインズを離れて、両者の関係を検討すべきである。

価値貯蔵手段としての貨幣の機能はどのようなものであるのか。まず、いわゆる貨幣の三機能の内、計算単位と交換手段としての機能とは異なっている。と言うのは、計算単位と交換手段としての機能はフローとしての貨幣の機能であり、経済におけるフローの財、サービスの取引に伴って存在している。しかし、価値貯蔵手段は、それ自体をストックとして保有するという意味で、ストックとしての貨幣の機能であり、計算単位と交換手段としての機能とは異質である。このため、貨幣の定義を巡る議論においては、フローとして貨幣を捉えるのか、それとも、ストックとして考えるのかという点が最も大きな対立点である。計算貨幣あるいは支払い手段として定義する見解と交換手段と見なす主張の対立はフローとして貨幣を捉える視点の中の対立軸に過ぎないことになる。そこで問題になるのは、価値貯蔵手段として貨幣を第一に定義する考え方をどのように位置付けるべきかである。

価値貯蔵手段として貨幣を重視する考え方はケインズの『一般理論』に見られ、その後のポストケインジアンも採用している。これは現実の経済の分析としてはストックとしての貨幣の及ぼす影響を重視するという点で、大きな業績を生み出している。しかし、問題は貨幣を第一に価値貯蔵手段として定義可能かという点である。この点に関しては、まず、価値貯蔵手段としての機能しか持たない貨幣はいわゆる貨幣として機能するのだろうかという疑問が存在する。例えば、現在、金は通貨としての機能を全く果たしていないが、それでも、価値貯蔵手段としては一定の機能を有している。このように単に価値貯蔵手段としての機能を持つだけでは貨幣とは言えないであろう。それでは、価値貯蔵手段としての機能を満たすものが、フローとしての貨幣の機能、すなわち、計算単位と交換手段としての貨幣の機能を得て、貨幣になる可能性はあるのだろうか。歴史的に見れば、こういった可能性も存在するが、論理的な説明の水準では、むしろ、フローとしての貨幣の機能を果たすものが、その一般的な受領性により流動性を持つようになり、その結果、価値貯蔵手段としても役立つと考えるべきである。

価値貯蔵手段としての貨幣を重視する立場においては、その存在意義は主に不確実性の存在から求められている。ここで問題になるのは、信用貨幣論の貨幣本質論において不確実性をどのように位置付けるべきかである。貨幣的循環の過程の枠組みを前提とすれば、不確実性は生産者が貨幣を欲する理由である。すなわち、不確実性の存在する環境下においては、生産者は利潤を求めて、企業者(アントルプルナー)として投資を行う。もし、

不確実性が存在しなければ、あるいはせいぜい、確率的リスクしか存在しなければ、企業者と銀行はその確率に従って、投資を実行するのみであり、賭としての投資、生産は存在せず、そのための貨幣も必要ではない。このため、不確実性は生産者が賭としての投資のための貨幣を求める理由ともなっている。また、労働者が受け取った貨幣の一部を貯蓄として保有し続ける理由としては不確実性が作用するのは、流動性選好説と同様である。ただし、貨幣的循環理論の枠組みにおいては、消費者による貨幣の保有は二次的なものである。そのため、不確実性は第一に生産者が貨幣を求める理由として作用することになる。すなわち、貨幣が発生する理由としては二次的なものにとどまるが、貨幣が存在し続ける理由として不確実性を位置付けることは可能である<sup>12)</sup>。

次にいわゆる貨幣の三機能の位置付けに関して再び検討する。ここでは、まず、負債の支払手段としての貨幣と、そのために必要な計算貨幣が存在する。この計算貨幣は負債の表示に使われるが、同時に価格の表示手段でもある。というのは、既に述べたように売買契約においては負債が生じるが、その負債の大きさを示す計算単位は同時に取引される財、サービスの大きさ、すなわち価格を示すことになるからである。このように財、サービスの取引に計算貨幣は用いられるが、いくつもの取引を全体として見れば、貨幣は交換手段として機能していることになる。残りの価値貯蔵手段としての機能は、このような信用貨幣論の枠組みにおいて実際には重要な役割を果たしている。というのは、負債の支払手段としての貨幣、計算貨幣、交換手段としての貨幣だけでは、ストックとして貨幣が存在し続ける理由を説明することは不可能であるからである。また、現実との関わりでいえば、金融市場の動きは実物経済に大きな影響を及ぼしているのはいうまでもない。すなわち、この枠組みにおいては価値貯蔵手段としての機能は二次的な位置付けとなる。価値貯蔵手段としての機能は、ここでは貨幣が保蔵される条件となる。

ここで、若干考える必要があるのは、貨幣の機能と実際の貨幣のあり方とは必ずしも、直接には結び付かないという点である。例えば、信用貨幣は通常、負債の支払手段及び計算貨幣と結び付けられて理解される。これは確かにそうであるが、問題は残りの交換手段と価値貯蔵手段である。交換手段は、必ずしも信用貨幣でなくても、むしろ、実体としての貨幣、「本来の貨幣」にしばしば結び付けて理解される。しかし、既に述べてきたように、貨幣の機能を計算貨幣、すなわち名目貨幣と、実体としての貨幣にそれぞれ割り振って理解する必要はないのである。価値貯蔵手段としての貨幣も、ケインズ的な理解としては、何も金や現金通貨である必要はなく、銀行預金として公衆の元に存在することが重要である。このように、貨幣の機能を全て、純粋信用経済、すなわち、名目的な貨幣しか存在しない場合においても説明可能であるという点は、商品貨幣説に対する信用貨幣論の利点の一つである<sup>13)</sup>。

---

12) ロションなどは、不確実性と貨幣の関係を否定しているが、ストックとしての貨幣が存在する理由としては不確実性は重要である。

13) 商品貨幣説の場合でも、計算単位としての機能は存在するが、実体としての貨幣に付随する名目的なものとしてのみ理解されることになる。また、信用貨幣自体も負債に伴って登場するイレギュラーな存在として把握される傾向があり、そういった点で貨幣のごく一部の機能や意味しか説明できていないことになる。

#### (4)表券主義

ここでは、第一に、表券主義とは何かを簡潔に述べた上で、第二に、表券主義における貨幣の位置付けに関して検討する。

##### (i)表券主義の概要

既に述べたように、信用貨幣論では国家あるいは社会は議論の前提となっている。ケインズは『貨幣論』で、クナップに触れて表券主義を導入している。表券主義、あるいは国家貨幣説、貨幣国定説は、「貨幣は特に国家の創造物であるという学説」(Keynes, 1971, p. 4)である。また、ホートリーにおいても、国家や社会は議論の前提となっており、実質的に表券主義的な論理を採用していたと考えられる。このように、信用貨幣論においては表券主義的な立場が採用されていたが、近年、内生的貨幣供給論との関わり、あるいはEUでの貨幣統合との関わりで、表券主義が復活を遂げている。特にWray(1998)は新表券主義ともいえる立場で、Knapp(1905)の表券主義が貨幣の法的、制度的な面に集中していたのに対して、内生的貨幣供給論を前提に論じており、検討する必要がある。

Wray(1998)は表券主義を現代的な文脈において再構築している。表券主義は、端的に規定すれば、「全ての現代経済において、政府は税の支払いにおいて受領するものを選ぶことによって貨幣を決定している」(Wray, 1998, p. viii)という主張である。表券主義の概要は以下の通りである。第一に、貨幣を決定するのは国家であるという国家貨幣説である。貨幣を決定する理由は税の支払いにおいて国家が受領可能なものを指定するためである。第二に、貨幣が流通するのは、税の支払いにおいて国家が受領するからである。表券主義では国家貨幣以外の貨幣を必ずしも排除はしない。しかし、ある国家においてその国民は納税義務を負っており、そのため、取引において何を貨幣として用いようが、納税義務を有する者は国家貨幣によって税を支払わなければならない。このため、国家貨幣は有力な貨幣として流通することになる。第三に、国家は実体としての貨幣を決定するだけでなく、同時に計算単位としての貨幣を決定している。税の大きさはこの計算単位によって表示される。さらにこの計算単位は国家が受領しない貨幣にも共通に用いられることとなる。第四に、納税者は最終的に国家貨幣を獲得する必要がある。それに必要な国家貨幣はどのように供給されるのだろうか。納税者は国家以外の他の経済主体から国家貨幣を得ることは取引において可能であるが、その最終的な供給方法は、国家が財、サービスを購入することである。これは財政政策としての公共支出に他ならない<sup>14)</sup>。第五に、国家は貨幣を供給する際に、貨幣を発行しさえすればよい。このため、「政府は支出するために「公衆の貨幣」を「必要」とはしない。・・・税も政府債券も政府支出を「ファイナンス」しないことが明らかになる」(Wray, 1998, p. ix)すなわち、家計などの民間主体とは異なり、政府は事前のファイナンスを必要としない。

---

14)レイの表券主義では、内生的貨幣供給論以上に積極的な財政政策を主張している。そこでは、ラーナーの「機能的財政」論との類似性を指摘するだけでなく、「最後の雇用者(Employer of Last Resort)」政策も主張している。機能的財政論の最近の評価に関しては、Nell and Forstater(2003)を、「最後の雇用者」政策に関しては、Wray(1998)、Mitchell and Mosler(2001)、Mitchell and Muysken(2008)を参照せよ。

以上のようなレイの（新）表券主義においては、信用貨幣はどのように扱われているかを次に検討する。一見すると、表券主義においては、信用貨幣は国家貨幣とはそれほど関係のないもののように思えるが、レイの議論においては、信用貨幣論は前提となり、統合されている。第一に、信用貨幣、あるいは銀行貨幣は国家が受領する限りで国家貨幣となる。現実においては、多くの国家で税の支払いは預金通貨によって可能である。その意味で銀行貨幣は国家貨幣として統合されていることになる。第二に、信用貨幣論は内生的貨幣供給論であるが、表券主義においても貨幣供給は内生となる。表券主義においては、国家が税を設定し、同時に税の支払い手段として貨幣を制定する。ここで実体としての貨幣しか存在しない場合は、税が全額納められるためには、貨幣保蔵を考慮すると、税額以上の支出を政府が行う赤字財政が通常の場合となり、貨幣的貯蓄の大きさに応じて貨幣を供給せざるを得なくなる。しかし、現実においては、信用貨幣も用いられ、財、サービスの生産をファイナンスするために創造され、支出され、最終的に銀行に還流し、破壊されることになる。この場合、国家貨幣だけでなく、信用貨幣も税の支払いに用いられる。信用貨幣は、財、サービスの生産のファイナンスのためだけでなく、税の支払いの需要にも応じて供給されることになる。このように、どちらの需要であれ、貨幣は内生的に供給されることになる。

## (ii)表券主義における貨幣

表券主義における貨幣はどのようなものであろうか。第一に、貨幣は国家が制定するものであり、国家貨幣説となっている。その意味では国家が前提となっている。第二に、貨幣は国家が制定しているが、その際、国家が行うことは、本質的には、円、ドルといった貨幣の表示単位を指定することである。これは計算単位としての貨幣であり、計算貨幣から議論が始まるという点で信用貨幣論と共通している。また、実体としての貨幣の形態や材質などもまた、国家が指定する。国家が指定する貨幣の実体は様々であり、表示単位もまた、様々であり、重要なのは国家が指定するという点のみである。これは貨幣が名目的な存在であることを示しており、信用貨幣論の場合と同様に、名目主義を採用している。第三に、表券主義における貨幣は国家との関係で定義されており、特に租税の支払い手段としての機能を果たしている。支払手段としての定義は、信用貨幣論とも共通しているが、租税を国家への負債と見なせば、負債の支払手段とも考えられる。

第四に、表券主義の信用貨幣論への統合の試みは既にケインズが『貨幣論』において行っている。そこで、簡潔にケインズの議論を検討する。ケインズは『貨幣論』では、計算貨幣の定義から議論を始めている。計算貨幣は名目的な存在であり、これに対応する実体としての貨幣をケインズは「本来の貨幣」、「貨幣それ自体」あるいは単に「貨幣」と呼んでいる。さらに、計算貨幣から「銀行貨幣」が派生し、本来の貨幣は「国家貨幣」でもある。本来の貨幣が「国家貨幣」でもある理由は、「国家または社会が、・・・計算貨幣を持って締結されている契約の合法的あるいは慣習的な履行として引き渡されなければならないものは何かということをも決定する」(Keynes, 1971, p. 4)からである。他方、計算貨幣自体も国家が決定している。さらに、ケインズによれば、「銀行貨幣は、・・・、国家の負う債務を表すものになり、そして次に国家はその表券主義的特権を行使して、この債務それ自身が負債を弁済するものとして受領されるべきことを布告する」(Keynes, 1971, p.

5)。このように、ケインズは国家が受領するという点で、銀行貨幣も国家貨幣に含めている。すなわち、信用貨幣論において、国家が貨幣を決定するという重要な役割を果たしていることを強調している (Keynes, 1971, pp. 3-5)。

## (5)貨幣と国家

ここでは、信用貨幣論と表券主義の関係を検討する。まず、第一に、信用貨幣論における国家の役割として、従来から重視されてきた中央銀行に関して検討する。第二に、表券主義における中央銀行の役割を検討する。第三に信用貨幣論と表券主義の関係をこれまでの議論をふまえた上で考察する。

### (i)信用貨幣論における中央銀行

信用貨幣論における国家の役割は、既に述べたようにいくつか存在するが、ポストケインジアンにおいて、伝統的に重視されてきたのは中央銀行である (Minsky, 1986)<sup>15)</sup>。中央銀行は、より現実的な貨幣システムを前提とした場合、重要な役割を果たす。中央銀行は通常、現金通貨や準備との関わりで理解されている。けれども、純粹信用経済においても中央銀行は必要である。今までの議論では、暗黙に銀行は一つと仮定されていた。しかし、銀行が複数存在する場合には中央銀行が必要となる。この場合は、異なる銀行の顧客間での決済が問題となる。まず、ある銀行の顧客間の取引ならば、実際に貨幣として用いられるのは、その銀行の負債であるため、その取引の決済は銀行の内部で完結する。けれども、複数の銀行が存在する場合には、異なる銀行の顧客間での決済を行うために、既に述べた二者間での信用取引の場合と同じく、第三者の負債が必要となる<sup>16)</sup>。この第三者の負債を発行し、集中的に決済を行う機関が中央銀行である。中央銀行はまず、異なる銀行間の決済を行うが、その場合に普通の銀行が顧客に提供しているのと同じサービスを銀行に提供している。すなわち、「銀行の銀行」として中央銀行は定義される。具体的には中央銀行の負債によってそれぞれの銀行は銀行間の決済を行うが、決済のために不足が生じる場合には、他の銀行からの短期借入によって賄い、それでも不足する場合は、中央銀行からの借りに頼ることになる。このように現金通貨が存在しない場合でも、基本的に貨幣は内生的に供給されることになる。ここでの中央銀行の役割は、第一に決済手段としての中央銀行の負債の提供と、第二に決済不能に陥ることを回避するための貸出である。後者はいわゆる「最後の貸し手」としての機能である。

次により現実的に法定貨幣（現金通貨）が存在する場合を検討する。この場合、銀行は一定の準備率を維持することを課されている。これは法定貨幣が存在する場合には、常に現金での払い出しの可能性が存在するため、準備が必要であるからである。準備率はそれ

---

15)日本の信用論研究においても、楊枝(1988, 2004, 2008)といった中央銀行論が存在する。特に楊枝(1988)は、ポストケインジアンとは理論的な前提が異なるが、中央銀行の位置付けに関しては、ある程度類似した議論になっている。

16)複数の銀行が存在する場合の中央銀行の必要性に関しては、Rochon and Rossi(2004)においてより詳細な議論が展開されている。なお、ポストケインジアンの中央銀行論に関しては、Arestis and Sawyer(1998), Lavoie and Seccareccia(2004)を参照せよ。

それぞれの銀行で決定しても構わないが、複数の銀行が存在する場合には、何の利子も生まない現金準備を削減するインセンティブが存在する。そこで、中央銀行が存在する場合には、通常は準備率は中央銀行、あるいは金融当局が決定している。そして、中央銀行は銀行に準備を供給する。準備の供給は内生的に行われる。というのは、銀行貸出によって内生的に貨幣が創造されており、さらに消費者による現金の保蔵が存在するため、準備への需要もそれに応じて決定されているからである。銀行貨幣だけでなく、法定貨幣（現金通貨）が存在する場合は、消費者による現金保蔵はシステムからの漏出となり、その分だけ銀行システムへ還流しないことになる。このため、金融システムを維持するためには準備を内生的に供給する必要がある。また、銀行は自らのアニマル・スピリッツに影響されて、企業の投資計画への貸出を行うが、不確実性が存在するため、貸出が常に全て返済されるとは限らない。このため、銀行の準備は不足する可能性が存在する。その時、中央銀行は最後の貸し手として、銀行システムの支払い能力を維持する必要があり、結果として、準備は内生的に供給されることになる。

信用貨幣論においては、貨幣供給は内生となるため、中央銀行は貨幣量を直接操作することはない。そのため、政策手段は、公定歩合やコールレートなどを通じて利子率によって行う。この過程では、中央銀行が公定歩合あるいはコールレートを決定するが、これは銀行が実現しなければならない最小の利潤率に影響を与えるため、貸出利率は公定歩合に連動して決定される。このように、利子率は中央銀行が外生的に決定しており、金融政策の手段ともなっている。

## (ii) 表券主義における中央銀行

以上のように信用貨幣論における政府の重要な役割として、中央銀行について述べたが、表券主義的なシステムにおいても、中央銀行は存在する。しかし、表券主義においては、政府の銀行としての役割を果たしている。そのため、中央銀行には、現実には、二つの機能を併せ持つものとして、漠然と理解されている面が存在する。けれども、両者には密接な関係が存在し、政府の銀行が信用貨幣システムのヒエラルキーの頂点としても機能する必然性が存在する。以下では、表券主義における中央銀行の役割を簡潔に論じ、その意味を検討する。

表券主義においては、中央銀行は、第一に政府の銀行としての役割、すなわち、政府支出と収入のための口座のある場所としての役割を果たす。表券主義的なシステムにおける貨幣の循環は、財政支出、すなわち、政府による民間からの財、サービスの購入により開始される。民間の経済主体は、貨幣を受け取って、それをを用いて、経済活動を行う。国家は、決まった時期に税を徴収するが、集められた税は、中央銀行の政府の口座に納められる。このように、貨幣の循環が見られるが、国家が供給した貨幣が全て、税として回収されるわけではない。というのは、国家貨幣も価値貯蔵手段として、民間の経済主体が一部を貨幣的貯蓄のために使用するからである。このため、貨幣的貯蓄が存在する場合には、完全雇用は達成されるとは限らない。というのは、貨幣的貯蓄が何らかの原因で増大すると、消費が減少し、企業の売り上げが減少し、その結果、雇用が減少するからである。政府が完全雇用を目標とすれば、財政赤字は必須となる。財政赤字には、近年、多くの批判が行われているが、このシステムの場合は、むしろ、ある程度の財政赤字は通常の状態と

なる。

次に、表券主義的な中央銀行の役割として、国債と財政赤字の関係について検討する。財政赤字に関しては、いわゆる負債の貨幣化(支出をファイナンスするための貨幣創造)が生じないかという批判も存在する。このシステムにおいては、国家貨幣の供給は財政支出が基本的な場合となり、国債の購入は金融政策の手段となっている。そこで、財政支出の増大による貨幣供給の場合を検討する。この時、消費が増大し、支出がさらに行われるが、最終的な現金保有者が受け取った貨幣の一部を現金で保有する。増大した貨幣の残りは銀行システムへ還流し、商業銀行の中央銀行における決済勘定の超過準備として現れる。この超過準備は放置しておく、流動性が過剰なため、コールレートが低下する傾向をもたらす。この場合、中央銀行は利子率の水準を維持したいならば、国債を売却して、流動性を減少させる必要がある。すなわち、国債の役割は、支出のファイナンスではなく、利子率の維持である<sup>17)</sup>。もし、財政赤字が累積している場合に、利子率の維持を行わなければ、ゼロ金利が実現することになり、政府財政のデフォルトが生じたりはしない。インフレーションや為替の減価は、財政赤字ではなく、低利子率の結果、生じる。利子率の操作を行うもう一つの理由としては、民間からの税の徴収により、貨幣が中央銀行の政府口座へと還流していく。その結果、流動性は減少し、短期利子率は上昇する。そのため、短期利子率を一定に保つためには、中央銀行は内生的に準備を供給せざるを得ない(Mitchell and Mosler, 2001)。

### (iii) 国家と貨幣

表券主義と信用貨幣論に関して、個別に検討を行ってきたが、ここでは、両者の関係を考察する。両者は基本的には補完的な関係にあるが、特に貨幣本質論においては、見かけ以上に共通の基盤を有している。第一に、両者共に名目主義を採用している。すなわち、計算単位としての貨幣が最も重要であり、貨幣の実体は何であっても構わない。次に、貨幣の機能としては、両者共に支払手段と見なしている。信用貨幣論においては、負債の支払手段であり、表券主義においては、租税の支払手段であるが、租税を国家に対する民間の経済主体の負債と見なせば、ほぼ同じ定義と考えられる。第二に、貨幣の名目性を現実に保証するのは、国家の役割となっている。信用貨幣論においては、計算貨幣が出発点となっているが、計算貨幣が連続的に使用されるために、また、計算単位を指定する主体として、実際上は、国家が前提となっている。さらに、実体としての貨幣、すなわち、「本来の貨幣」を指定するのも、通常は国家が行っている。このため、「今日、全ての文明社会の貨幣は、議論の余地なく表券主義的」(Keynes, 1971, p. 4)となっている。すなわち、現実的な水準では、国家による計算単位の制定は重要である。これが信用貨幣論における国家の役割の一つである。

信用貨幣論と表券主義は、貨幣本質論において、共通の基盤を有しているが、それでも、異なっている点も存在する。第一に、信用貨幣論における国家の役割は貨幣本質論の水準では、既に述べたように、貨幣が実際に使用されるためには、少なくとも、社会による保

---

17)内生的貨幣供給論では、短期金融市場を分析する際には、国債が、相当量存在すると前提しているが、表券主義的な分析によって、はじめて国債の果たす役割が明確になっていると言えよう。

証，承認，信認といったものが必要であるという点である。貨幣が流通するためには，必ずしも国家は前提とはなっていない。これに対して，表券主義では，貨幣は国家が前提となっている。

第二に，信用貨幣論においては国家の役割が強調されるのは，中央銀行論となっている。現実的，制度的な水準では，信用貨幣自体は銀行が創造しているが，銀行間の決済のためには中央銀行が存在し，通常は国家がその運営を行っている。その結果，信用貨幣の管理も国家の機構の一部を成す中央銀行を通じて，国家が行っている。中央銀行の役割は，決済手段の提供と金融システムの内在的な不安定性を回避するための最後の貸し手としての機能である。中央銀行の位置付けに関しては，その政府からの独立性を巡る議論及び，フリーバンキング論などの批判が存在している。しかし，現実には中央銀行の独立性を強めるという動きは存在しても，中央銀行無き貨幣制度は実現の可能性は低いであろう。中央銀行が民営でない理由の一つは，中央銀行の業務だけで利潤を追求するのが困難であるという点であるが，より重要な理由としては信用貨幣システムに内在的な不安定性を回避するという役割があるからである。このため，中央銀行は政府の一部として貨幣の管理を行うという役割を果たすのである<sup>18)</sup>。

中央銀行の役割に関しては，既に述べたように，決済手段としての中央銀行の負債である準備の供給とそれに伴う政策の実行と，最後の貸し手としての機能の二つが存在する。しかし，現実には中央銀行は表券主義で重要な役割を果たす政府の銀行としての機能をも通常は併せ持っている。表券主義における中央銀行は確かに政府の銀行としての機能を果たしているが，その具体的な機能を検討すると，信用貨幣論における中央銀行と全く，矛盾せず，相互に補完的な機能を有している。さらに，政策手段も短期利子率の操作という点で共通である。このように，表券主義的なシステムにおいても，中央銀行は貨幣の管理を行っている。

以上のように，信用貨幣論と表券主義が補完的な役割を果たしているシステムにおける国家及び中央銀行の役割はそれぞれ明らかになっている。ここでは，両者を統合したシステムにおける国家の意味を検討する。信用貨幣論においては，信用貨幣は名目的な貨幣であり，支払い手段として流通するためには，少なくとも社会による，現実的には国家による保証が必要である。他方，表券主義では，国家貨幣は国家が恣意的に制定する名目的な貨幣となっている。さらに，信用貨幣論は中央銀行を必要とする。中央銀行は，銀行間の決済手段を提供するだけでなく，最後の貸し手としての機能も果たしている。銀行間の決済手段としての準備の供給により，貨幣の管理も可能となっており，金融政策を行っている。他方，表券主義においては，中央銀行は政府の銀行としての役割を果たすが，財政資金の移動による貨幣量の変動を緩和するため，また，財政赤字に伴う過剰な流動性による利子率への影響を緩和するためにも，国債の売買に代表される公開市場操作により，短期

---

18)近年，中央銀行の独立性に関する議論が盛んであり，一見すると，ここでの議論とは逆の方向性の議論のようにも思えるが，そう言った議論では国家の機構の一部としての中央銀行の位置付けに焦点が当てられており，中央銀行の民営化論となっていない点に注意すべきであろう。ただし，中央銀行の位置付けには，曖昧な側面も存在する。実際、ケインズは、イングランド銀行を「半自治的組織体」として位置付けている (Keynes, 1972, pp. 288, 289)。この点に関しては、楊枝(2008)を参照せよ。

利子率の操作を行って、貨幣を管理している。短期利子率の操作は信用貨幣論的な中央銀行の政策手段でもあり、中央銀行の実際の行動は信用貨幣論と表券主義では一致している。この点は中央銀行が政府の銀行でもある理由であろう。このように信用貨幣論と表券主義では、中央銀行を通じて貨幣の管理を行っている。

## (6)小括

この節では、貨幣の性質について様々な点について論じてきた。第一に負債の支払手段として貨幣を定義する。これは信用／債務関係から貨幣を説明していることになる。この定義から直ちに計算貨幣としての貨幣の性質が生じる。第二に、実体としての貨幣と信用貨幣は計算貨幣としての貨幣の性質からは導き出される。第三に、貨幣は信用に付随して生じているが、信用と貨幣は区別されなければならない。第四に、信用貨幣論と表券主義は名目主義という立場を共有している。これは商品貨幣説に対抗する見解であり、主流派の貨幣理論を批判する上で重要な議論となっている。第五に、貨幣本質論の領域においては、信用貨幣論と表券主義は名目主義という立場を共有しているが、貨幣と国家、社会との関係に関しては、違いも存在する。すなわち、純粋に論理的な水準では信用貨幣論では少なくとも社会が必要であり、国家は必ずしも前提とは成らない。しかし、現実の制度的な水準では、国家は計算単位を指定し、実体としての貨幣を制定しているという点で、ケインズが主張するように貨幣は全て表券主義的なものとなっている。第六に、信用貨幣論では国家の役割は中央銀行として議論されているが、表券主義では中央銀行は政府の銀行としての役割を果たし、その機能は異なっている。その意味で、信用貨幣と表券主義的貨幣は、貨幣のヒエラルキーを成し、それぞれ独自の役割を果たしている。しかし、貨幣の管理という点では、短期利子率の操作という点で一致しており、信用貨幣論と表券主義の結節点として中央銀行が機能している。第七に貨幣の価値貯蔵機能は内生的貨幣供給論の枠組みにおいては二次的な役割しか果たさない。すなわち、ストックとしての貨幣よりもフローとしての貨幣が分析の対象となる。

## 3、貨幣的循環理論の基本的枠組

この節では、貨幣的循環理論の基本的な枠組みを提示する。これはいわゆるサーキュレイショニストの理論であり、論者によって、そのモデルは異なっているが、ここでは、Rochon (1999)に従う。このモデルの特徴は、信用貨幣を中心に、あるいは貨幣の内生性を軸にマクロ的な枠組みを展開していることである。すなわち、現代の発達した産業資本主義のマクロモデルであるが、それを貨幣、信用面から記述していることになる<sup>19)</sup>。この節では、

---

19)ここで対象としているのは、現代の発達した産業資本主義である。歴史的には、貨幣循環的なアプローチはいくつか存在したが、ここでは、ホートリー以外の源泉に関しては省略する。また、現代でも、黒田(2003)のような歴史学からのより一般的な貨幣循環的なアプローチも存在するが、ここでは取り扱わない。これは手交貨幣を分析の中心としており、信用貨幣についてはほとんど扱っていない。けれども、このようなアプローチとの統合により、貨幣循環の一般理論を考えることの可能性は存在するであろう。

第一にこのモデルにおける主体と期間分析という方法論について簡単に述べる。第二に、基本的なモデルを提示する。

### (1)マクロ的主体と期間分析

以上のような貨幣の性質を前提として、ここでは貨幣的循環理論の基本的な枠組みを展開する。まず、このモデルにおける主体について検討する。主体、あるいはマクロ的な集団としては、(民間)銀行、企業(生産者)、家計(賃金稼得者、労働者)とさらに中央銀行の三つないし四つの主体が存在する<sup>20)</sup>。中央銀行に関しては、後で述べることにすると、このモデルはこの三つの主体から構成される。銀行は、既に述べたように、貸出を行うことによって貨幣として使用される自らの負債を創造する機関であり、企業に銀行貸出を行うことによって利潤を得る。企業は銀行から貸し出しを得て、その資金で原材料の購入と労働者の雇用によって生産を行い、生産した商品を販売し、生産費と利潤を獲得し、売り上げの中から銀行への返済を行う。家計、あるいは労働者は労働を企業に提供して、報酬として賃金を受け取り、その賃金で生産者の生産した商品を購入して、消費する。また、賃金の内、消費しない分は貯蓄となる。ここでの主体間の重要な違いは、信用へのアクセスとして定義されている<sup>21)</sup>。すなわち、銀行は信用を創造する機関であり、企業は銀行から信用を得ることが可能であるが、家計は直接、銀行から信用を得ることは出来ない。ここでの特徴は、銀行を明示的に分析に組み入れていることである。すなわち、銀行-企業の関係性を軸にマクロ的な関係を分析する。

貨幣的循環理論では、期間分析、すなわち、段階を追って、経済の過程を分析している<sup>22)</sup>。また、この方法は貨幣が期間ごとに創造と破壊を繰り返すというその性質を示している。論者によって、期間の区切り方は様々であるが、ここでは Rochon(1999, pp.19-37)に従って五段階に分けて分析を行う。

### (2)貨幣的循環理論の基本的モデル

貨幣的な循環の第1段階は、企業による投資の決意、決定である。ここで、企業は生産のための投資を決定する。これは生産によって利潤が生じると企業が期待することによって行われる。すなわち、企業はアニマル・スピリッツに基づき、投資を決意する。また、この段階では企業は投資計画を作成することによって、生産量とその価格、雇用量の決定などを行う。ここで企業は生産費に対するマークアップを乗じて生産物の価格を決定する。

---

20)家計、賃金稼得者、労働者に関しては、サーキュレイショニストにおいては、論者によって、呼び方が異なる。また、『一般理論』とは異なり、金利生活者は明示的には登場しない。この点は、流動性選好の位置付けとも関わっている。ここでは、家計を賃金稼得者、あるいは労働者と見なすが、分析の後の段階においては、家計が預金を行い、さらに、債券を購入するので、利子を受け取ることとなり、実質的には、金利生活者としての側面も存在する。その意味では、労働者は貯蓄を行わないとするカレツキーとは異なっているが、現代の経済を反映している。

21)この点はロションが強調している(Rochon, 1999, p.20)。これはカレツキーと同様に、ビジネス・デモクラシーの仮定が存在しないことを示している。

22)期間分析(sequential analysis)は経過分析とも言い、段階ごとに各主体の行動や事象を検討する動学的な方法である。ケインズの『貨幣論』(1930)や同時代の Robertson(1926)、Hawtrey(1913)なども採用していた。

これはポストケインジアン<sup>23)</sup>のマークアップ価格論とほぼ同じであるが、マークアップ率は市場の状態ではなく、銀行の設定する利子率の影響を受ける。というのは、企業は銀行からの借入れによって生産を行うため、その銀行貸出の利子率を上回る利潤を獲得する必要があるからである。また、この段階で企業は銀行からの貸出を申し込む。これは投資に前もって必要なファイナンスであり、ケインズの「金融的動機」による貨幣需要である。

第2段階は銀行によるファイナンスの供与である。企業は、必ずしも、投資、生産に必要なファイナンスを銀行からのみ調達するわけではなく、自己資金、あるいは証券の発行といった直接金融の場合もあり得る。しかし、その場合はストックとしての貨幣の存在が前提となるが、その貨幣がどこから生じるかを考えると、銀行からのファイナンスが貨幣的な循環においては最も基本的な場合と考えられる。すなわち、預金通貨を主体とする銀行貨幣システムにおいては銀行によって貨幣が創造される。銀行はここでファイナンスを企業に供与するが、無条件で供与するわけではない。返済の見込みがない投資計画には応じないであろうし、貸出利率やファイナンスの量に関しても、銀行と企業の交渉の余地は存在する<sup>23)</sup>。ここでも様々な場合が考えられるが、基本的には利子率は銀行が決定し、ファイナンス量に関しては企業の要求通りとなるであろう。但し、利子率は中央銀行が設定する公定歩合などの水準に連動したものとなる。というのは、ここでは中央銀行は銀行に自ら設定する公定歩合（割引率）で準備を貸し出すと想定されているからである。銀行による貸出利率の決定はそれ故、公定歩合などのベース利子率に対するマークアップに基づくものとなる。中央銀行と銀行の関係および、マークアップ利子率論に関しては後で述べる。この段階で、貨幣が銀行預金の形態で創造される。あるいは、企業の銀行口座に銀行預金が見れる。すなわち、銀行は、企業に貸出を行う際に、企業の負債を設定すると同時に、企業の預金口座に同額の預金を設定する。

第3段階は、企業による投資あるいは、生産の実行と生産要素への支払い、すなわち、賃金と原材料費などへの支払いである。ここで、重要なのは賃金の支払いである。というのは企業の生産物を最終的に購入するのは賃金を受け取った労働者であるからである。このとき、純粋信用経済であれば、貨幣は労働者の預金となる。

第4段階は労働者による企業の生産物の購入とそれによる貨幣の還流である。すなわち、労働者が賃金として受け取った所得から企業の生産物を購入することにより、企業は収入

---

23)すなわち、信用割当の可能性が存在する。ケインズやホートリーも信用割当の可能性を認識していた。例えば、「危険は信用の未払いの増大から生じる。解決策は信用の削減に見出されうる。信用の受諾は銀行の絶対的な裁量下にある。・・・銀行家が信用を制限することの可能なより良い方法が存在する。銀行は提供された担保へのより厳しい基準を適用可能である。銀行は貸し出すつもり最大の期間を減らせる。・・・しかし、信用の規制に対する銀行の主要な手段は利子率である。・・・貸出に課される価格はそれに対する利子である」(Hawtrey, 1919, pp.23,24)。あるいは、「要求債務を引き受ける時、銀行の機能は受動的である。銀行が取引において能動的な役割を演じるのは貸出においてである。貸し出す時、銀行は二種類の決定の責任を取る。銀行は借り手を選択し、利子率を決定する。借り手は生産のために信用を求める。全ての生産は幾分投機的である。というのは、その成功は、それが完了し生産物が顧客に売却されるまで、測定され得ないからである。貸し出すことによって、銀行はある程度、投機に参加している。・・・市場利子率を決定することによって、銀行は、集団として、貸出需要とその結果、信用供給を制御下に置いている」(Hawtrey, 1919, p.197)。

を得る。企業は受け取った収入を基本的には銀行への返済に用いると考えられる。企業は、銀行への返済以外に、その収入を内部で留保したり、新たな投資に用いることも考えられるが、貸出の返済はどこかで行わなければならないし、貸出の利息を支払う必要もある。企業が銀行に返済すれば、貨幣は銀行に還流して消滅することになる。ここでの企業にとっての問題は、生産物が全て売却できるとは限らないことである。すなわち、労働者が受け取った貸金所得を全て消費に向けないで、一部を貨幣のまま保有したり、場合によっては貨幣以外の金融資産、すなわち、企業の発行する証券の購入に向ける場合が存在する。この銀行に還流せずに、特に労働者の手元に留まる貨幣がストックとしての貨幣、あるいは残余としての貨幣であり、貨幣的生産システムからの漏出である。これまでの貨幣は全てフローとしての貨幣であったが、ここで、初めてストックとしての貨幣が登場する。ストックとしての貨幣、あるいは貨幣の漏出がなければ、貨幣的循環の過程はここで完了し、企業が新たな生産、新たな投資をする場合は、再び第1段階から過程が進行する。また、ケインズの意味での流動性選好が作用するのもこの段階においてである。すなわち、労働者は貨幣を現金、預金の形態で保有するか、証券を購入するかを決定する。

第5段階は、金融市場からの資金の調達である。労働者が、貨幣を預金の形態で保有する場合は、その預金は銀行の負債として存在するが、銀行はそれを企業への貸出に回す。もし、労働者が、貨幣を保蔵しないならば、システムからの漏出はこれによって回収されることになる。また、労働者が企業の発行する証券を購入する場合でも、同様に貨幣が回収されることになる。特に銀行を通じての労働者の貯蓄、貨幣の企業への融資はいわゆる金融仲介である。ただし、金融仲介はここでは二次的な役割しか果たさない。また、労働者の銀行への預金は、ムーアが「便宜的貸出(*convenience lending*)」と呼んでいるものに相当する。というのは、「便宜的貸出」は投資ファイナンスの過程で蓄積される銀行預金であるからである(Moore, 1988, p.298)<sup>24)</sup>。

以上が簡単な貨幣的循環のモデルである。これは投資ファイナンスによって貨幣が創造され、生産の実行と生産物の売却が行われ、生産物が消費され、最終的に銀行に還流して、消滅する過程を描いている。ここでの貨幣は基本的に、内生的に創造され、循環し、最終的に破壊される内生的貨幣であり、フローとしての貨幣である。ストックとしての貨幣は第四段階になって初めて現れる。流動性選好もこの段階で作用する。

#### 4、バランスシートアプローチによる検討

以上のような貨幣的循環の過程をバランスシート上の説明によって検討する<sup>25)</sup>。ここでは、第一に中央銀行が存在せず、現金通貨も存在しない純粹信用経済の場合を検討する。第二に、中央銀行が存在しないが、現金通貨が存在する場合を検討する。第三に中央銀行が存在しない場合において、現金、預金、社債の間の貯蓄の選択が存在する場合を検討する。第四に中央銀行が存在する場合を検討する。第五に中央銀行が存在して、貯蓄の選択

24)「便宜的貸出」と乗数過程の関係に関しては、Cottrell(1994)、内藤(2001)及び、第7章を参照せよ。

25)バランスシートによる説明は、Wray(1990)でも行われているが、ここでは、より単純な場合を扱っている。むしろ、Lavoie(2003)に近い。ここでは、特に現金(銀行券)の場合に関しては、それを参考にした。

を行う場合を検討する。

### (1)中央銀行なき純粋信用経済の場合

第一に中央銀行が存在せず、現金通貨も存在しない場合を検討する。貨幣的循環の過程の第1段階は企業による生産の決意であるが、これはバランスシート上では、何も起きていない状態である。それ故、第2段階から記述されることになる。第2段階は銀行によるファイナンスの供与である。ここでは、銀行は貸出 L を企業に供与するとする。バランスシートは図1となる。

図1 第2段階：銀行による融資の実行

銀行		企業		家計	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 L	預金 L	預金 L	借入 L		

この段階では、銀行が貸出 L を企業に供与すると、同額の預金が企業の口座に現れる。

第3段階は企業による生産の実行、すなわち、生産要素への支払いである。ここでは銀行は一つしか存在しないが、企業も消費財を生産する企業が一つだけ存在するとする。すなわち、消費財生産部門のみ存在し、資本財については捨象する<sup>26)</sup>。このため、生産要素は労働だけとなる。企業は労働を提供する家計部門に対して賃金を支払うが、生産要素が労働だけなので、生産費用も賃金に等しくなるため、貸出 L に等しい賃金を家計に支払うことになる。また、企業は家計から生産要素として労働力を購入し、商品を L だけ生産している。そのため、企業のバランスシートの資産に商品が計上される<sup>27)</sup>。これは図2に示される。

図2 第3段階：企業による生産と家計への賃金の支払い

銀行		企業		家計	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 L	預金(企業)0 預金(家計)L	預金 0 商品 L	借入 L	預金 L	

ここでは純粋信用経済を考える。その場合は、家計は受け取った賃金をそのまま、預金の形態で保有する。

第4段階は家計による企業の生産物の消費と家計から企業への貨幣の還流である。バランスシート上ではこの段階はさらに二つに分けて考察する。まず、家計による消費と貯蓄の選択である。家計が受け取った所得を全て消費に回す場合は、企業は生産費を全て回収し、借入を全額返済することが出来る。この場合は、貸出が全て返済されることにより、貨幣が銀行へ還流して、全て消滅することになる。これは消費性向が1の場合であり、こ

26)ここでは、単純化のために資本財は消費財生産企業が内部で生産し、使用すると仮定する。原材料も、自ら生産すると仮定する。

27)ここでは、単純化のために企業が生産した商品の価値を貸出 L に等しいとしているが、これは企業が家計に支払う賃金が生産物の価値に等しいと想定され、企業部門における利潤の発生は捨象されている。

の段階で循環の過程は終了する。問題は消費性向が 1 でない場合、すなわち、家計が貯蓄を行う場合である。貯蓄の形態によって、この先は幾つかの場合に分かれるが、現金通貨が存在しない場合は、預金のまま保有するか、あるいは企業の発行する債券を購入するかのどちらかである。

### (i) 預金形態での貯蓄の場合

ここでは、第一に、預金の形態で貯蓄を保有する場合を検討する。家計は受け取った所得の一部を消費し、残りを預金の形態で貯蓄する。家計の消費性向を  $c$  とすると、家計は企業の生産物を  $cL$  購入して、消費する。すなわち、家計の消費は  $cL$  となり、残りの  $(1-c)L$  が貯蓄となる。家計が企業から生産物を購入し、消費した段階が図 3a となる。

図 3a 第 4 段階 a：家計による企業の生産物の購入と預金の還流：預金形態での貯蓄

銀行		企業		家計	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 L	預金(企業) $cL$ 預金(家計) $(1-c)L$	預金 $cL$ 商品 $(1-c)L$	借入 L	預金 $(1-c)L$	

この段階では、企業に家計での消費額  $cL$  が預金として還流する。

次に、企業は家計から還流した預金を次の期の生産に回したり、留保したりするのではなく、負債の返済を行うとする。これは図 4a で示される。

図 4a 第 4 段階 b：企業による借入の返済（一部）

銀行		企業		家計	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 $(1-c)L$	預金(企業)0 預金(家計) $(1-c)L$	預金 0 商品 $(1-c)L$	借入 $(1-c)L$	預金 $(1-c)L$	

ここでは、企業の借り入れの返済に伴い、銀行のバランスシートにおいて、その分だけ、預金も減少している。これは貨幣の還流により、貨幣がこの段階で消滅したことを示している。

### (ii) 債券形態での貯蓄の場合

第二に、家計が企業の債券を購入する場合を検討する。家計は預金の形態で貯蓄する時と同様に、債券を  $(1-c)L$  購入するとする。預金形態での貯蓄との違いは、預金はその分だけ、減少し、代わりに債券が企業のバランスシートにおいて債務として別に現れる点である。これが図 3b となる。

図 3b 第 4 段階 a：家計による企業の生産物の購入と預金の還流：債券形態での貯蓄

銀行		企業		家計	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 L	預金(企業)L 預金(家計)0	預金 L 商品 $(1-c)L$	借入 L 社債 $(1-c)L$	社債 $(1-c)L$	

ここで、企業の預金は、生産物の売り上げ(家計による生産物の購入額) $cL$ と債券の発行による資金 $(1-c)L$ を合わせた  $L$  となり、借入額に等しい預金を保有していることになる。ここでは、企業は銀行借り入れの返済を優先的に行うと仮定しているため、最初の借入額  $L$  をすべて返済することにする。これは図 4b で示される。

図 4b 第 4 段階 b：企業による借入の返済（全額）：家計が企業の債券を保有

銀行		企業		家計	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 0	預金(企業)0 預金(家計)0	預金 0 商品 $(1-c)L$	借入 0 社債 $(1-c)L$	社債 $(1-c)L$	

このように、銀行の貸出は全て返済され、その結果、最初の貸出によって創造された預金は消滅しているが、企業には発行済み社債 $(1-c)L$ の負債を負っていることになる。

## (2)現金通貨が存在する場合

次に現金通貨が存在する場合を検討する。ただし、ここでは最初に、中央銀行が存在しない場合を考えているが、国家が保証する法定通貨が存在する場合を検討する<sup>28)</sup>。この場合は、細かい点に関しては、様々な場合が考えられるが、ここでは、第 3 段階に戻り、企業が家計に現金で貸金を支払う場合を検討する<sup>29)</sup>。企業は、銀行からの融資を預金の形で受け取るが、実際の支払いは現金となるため、何らかの手段で現金を手に入れる必要がある。ここで、企業は第三の主体  $X$  と預金と現金の交換を行うとする<sup>30)</sup>。このようにして、企業は現金を獲得し、家計へ貸金として支払う。支払った後の状態が、図 2a となる。

図 2a 第 3 段階：企業による生産と家計への現金での貸金の支払い

銀行		企業		家計		X	
資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 L	預金(企業)0 預金(家計)0 預金(X)L	預金 0 商品 L	借入 L	現金 L		預金 L	

家計は貯蓄（消費しない分） $(1-c)L$ を現金で保有する。これは図 3c で示されている。

28)この場合は、中央銀行は存在しないので準備が存在しないため、現実的なインプリケーションは純粹信用経済の場合と同じであるが、中央銀行が存在しない場合においても貨幣の保蔵が存在することを示すために、敢えて検討する。歴史的には、中央銀行制度が確立する以前の預金通貨と国家が何らかの意味で保証しているような現金通貨の両方が存在する場合に近い。例えば、インドの通貨制度は、中央銀行が存在せず、この場合に類似していた。ケインズの『インドの通貨と金融』（1913）を参照せよ。

29)家計が預金形態で貸金を受け取り、その後、何らかの方法で、預金を現金化する場合でも、実質的には同じである。近年においては、たいていの労働者は、給与を口座振り込みで受け取っており、現実はこの場合の方が近いであろう。

30)この第三の主体  $X$  は銀行のバランスシートを均衡させるために、導入しており、現実には銀行がこの種の業務も行っていることになる。

図 3c 第 4 段階 a：家計による企業の生産物の購入と預金の還流：現金形態での貯蓄

銀行		企業		家計		X	
資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 L	預金(企業)0 預金(家計)0 預金(X)L	現金 cL 預金 0 商品(1-c)L	借入 L	現金(1-c)L		預金 L	

ここで、企業には現金が  $cL$  だけ還流してきている点が、家計が預金で貯蓄する場合との違いである。しかし、企業は現金のままでは、銀行と取引ができないと仮定すれば、現金を何らかの方法で、預金に換える必要がある。そこで、第三の主体 X と現金と預金の交換を行う。交換を行った状態が、図 3c' である。

図 3c' 第 4 段階 a：家計による企業の生産物の購入と預金の還流：現金形態での貯蓄

銀行		企業		家計		X	
資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 L	預金(企業)cL 預金(家計)0 預金(X)(1-c)L	現金 0 預金 cL 商品(1-c)L	借入 L	現金(1-c)L		預金(1-c)L 現金 cL	

また、銀行において、家計の預金がゼロとなっている点が異なる。すなわち、現金保有の分だけ、銀行システムから漏出したことになる。ここで企業が借入を還流してきた預金  $cL$  だけ返済したとする。これは図 4c で示される。

図 4c 第 4 段階 b：企業による借入の返済（一部）：家計が現金を保有

銀行		企業		家計		X	
資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出(1-c)L	預金(企業)0 預金(家計)0 預金(X)(1-c)L	預金 0 商品(1-c)L 現金 0	借入(1-c)L	現金(1-c)L		預金(1-c)L 現金 cL	

このように、現金が家計において保蔵されている。

### (3)貯蓄の選択

ここまでは、家計の貯蓄は一種類で、預金、債券、現金のそれぞれの場合について検討してきた。以下では、二種類の貯蓄を保有する場合を検討する。次に、家計が貯蓄を社債と預金、あるいは現金の形態で保有する場合を検討する。すなわち、家計が貯蓄の資産選択を行う場合である。現金と預金は銀行が破綻しない限りは、ほぼ同様な性質を持つとこ

ここでは仮定し、社債と預金、あるいは現金の間の資産選択を考える<sup>31)</sup>。

### (i) 社債と預金の場合

ここで、現金、あるいは預金を貯蓄から保有する割合を  $l$  とする。これは流動性選好を示すパラメーターとなる。これは図 3d で示される。

図 3d 第 4 段階 a：家計による企業の生産物の購入と預金の還流：預金と社債形態での貯蓄

銀行		企業	
資産	負債	資産	負債
貸出 $l$	預金(企業) $(1-l)(1-c)L$ 預金(家計) $l(1-c)L$	預金 $(1-l)(1-c)L$ 商品 $(1-c)L$	借入 $l$ 社債 $(1-l)(1-c)L$

家計	
資産	負債
社債 $(1-l)(1-c)L$ 預金 $l(1-c)L$	

ここで、企業の預金は、生産物の売り上げ(家計による生産物の購入額)  $cL$  と債券の発行による資金  $(1-l)(1-c)L$  を合わせた  $(1-l)(1-c)L$  となる。次に企業が借り入れの内、 $(1-l)(1-c)L$  返済したとする。その結果、貸出は  $l(1-c)L$  となり、図 4d で示される。

図 4d 第 4 段階 b：企業による借入の返済(一部)：家計が預金と社債を保有

銀行		企業		家計	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 $l(1-c)L$	預金(企業) $0$ 預金(家計) $l(1-c)L$	預金 $0$ 商品 $(1-c)L$	借入 $l(1-c)L$ 社債 $(1-l)(1-c)L$	社債 $(1-l)(1-c)L$ 預金 $l(1-c)L$	

このように、この場合は銀行システムに還流してくる預金が変化する。すなわち、銀行システムに還流する貨幣の量は消費性向だけでなく、流動性選好にも依存することになる。

### (ii) 社債と現金の場合

次に家計が社債と現金の間で資産選択を行う場合を検討する。ここでも、現金と預金を交換する第三の主体  $X$  を導入する。社債は、企業が発行して、家計が現金で購入すると仮定する。企業は、受け取った現金を預金に交換する。その状態が、図 3e で示される。

図 3e 第 4 段階 a：家計による企業の生産物の購入と預金の還流：現金と社債形態での貯蓄

31) 家計は実際には、現金と預金の両方を保有している。ここでは簡単化のためにどちらか一方の場合のみを検討する。また、実際には、預金といっても、定期預金の保有も考えられるが、家計にとっては社債の保有と同様に考えられうる。このため、現実的には、定期預金と普通預金の間での資産選択とも見なしうる。

銀行		企業	
資産	負債	資産	負債
貸出 L	預金(企業)( $1-l(1-c)$ )L 預金(家計)0 預金(X) $l(1-c)$ L	預金( $1-l(1-c)$ )L 商品( $1-c$ )L	借入 L 社債( $1-l$ )( $1-c$ )L

家計		X	
資産	負債	資産	負債
社債( $1-l$ )( $1-c$ )L 現金 $l(1-c)$ L		預金 $l(1-c)$ L 現金( $1-l(1-c)$ )L	

この場合もほぼ同じである。企業が獲得した預金の額だけ、借り入れを返済すると図 4e で示される。

図 4e 第 4 段階 b：企業による借入の返済（一部）：家計が現金と社債を保有

銀行		企業		家計	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 $l(1-c)$ L	預金(企業)0 預金(家計)0 預金(X) $l(1-c)$ L	預金 0 商品( $1-c$ )L	借入 $l(1-c)$ L 社債( $1-l$ )( $1-c$ )	社債( $1-l$ )( $1-c$ )L 現金 $l(1-c)$ L	

X	
資産	負債
預金 $l(1-c)$ L 現金( $1-l(1-c)$ )L	

#### (4) 中央銀行が存在する場合

中央銀行が存在する場合を検討する。中央銀行は銀行の準備率を設定し、必要な準備を供給する。ここで、準備率を  $r$  とする。準備は全て内生的に供給されると仮定する。すなわち、民間銀行の準備需要に応じて、中央銀行は順応的に準備を中央銀行貸し出しの形で供給している。ここでは、まず、家計の貯蓄が預金の形態でなされる場合を検討する。貨幣的循環の第 2 段階は図 5 で示される。

図 5 第 2 段階：民間銀行による融資の実行

中央銀行		民間銀行		企業		家計	
資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 $rL$	準備 $rL$	貸出 L 準備 $rL$	預金 L 中央銀行借入 $rL$	預金 L	借入 L		

すなわち、民間銀行が貸出  $L$  を供与すると、同額の預金が企業の口座に現れるが、銀行は預金に対して決められた率の準備を持たなければならない。そのため、銀行は準備  $rL$  を保有することになるが、ここでは完全に内生的に準備が供給されると仮定しているので、法定準備量に等しい額を中央銀行から借り入れることになる。この準備は、銀行が企業に

貸出を行うのと全く同一の手続きで生み出される。準備は中央銀行の預金の形態で民間銀行が保有することになるので、中央銀行が民間銀行に貸出  $rL$  を供与すると同時に、民間銀行の中央銀行における預金  $rL$  が生じることになる。

第三段階では、企業による賃金の支払いと商品の生産が行われる。これは図 6 に示される。

図 6 第 3 段階：企業による生産と家計への賃金の支払い

中央銀行		民間銀行		企業		家計	
資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 $rL$	準備 $rL$	貸出 $L$	預金(企業) $0$	預金 $0$	借入 $L$	預金 $L$	
			預金(家計) $L$	商品 $L$			
		準備 $rL$	中央銀行借入 $rL$				

第四段階ではここでも幾つかの場合が考えられる。

### (i) 預金形態での貯蓄の場合

第一に、家計の消費  $cL$  を通じて預金の一部が企業に還流し、家計が貯蓄を全て預金の形態で保有する場合である。

図 7a 第 4 段階 a：家計による企業の生産物の購入と預金の還流：預金形態での貯蓄

中央銀行		民間銀行		企業		家計	
資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 $rL$	準備 $rL$	貸出 $L$	預金(企業) $cL$	預金 $cL$	借入 $L$	預金 $(1-c)L$	
			預金(家計) $(1-c)L$	商品 $(1-c)L$			
		準備 $rL$	中央銀行借入 $rL$				

この場合は民間銀行における預金の総額は変わらないため、中央銀行のバランスシートも変わらない。次に、企業が借り入れの一部  $cL$  を返済すると、図 8a で示される。

図 8a 第 4 段階 b：企業による借入の返済（一部）：家計が預金を保有

中央銀行		民間銀行		企業	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 $rL$	準備 $rL$	貸出 $(1-c)L$	預金(企業) $0$	預金 $0$	借入 $(1-c)L$
		準備 $r(1-c)L$	預金(家計) $(1-c)L$	商品 $(1-c)L$	
		超過準備 $rcL$	中央銀行借入 $rL$		

家計	
資産	負債
預金 $(1-c)L$	

ここでは、企業が受け取った貨幣を返済に用いると、民間銀行における預金総量が減少するので、それに対応して、準備も減少し、超過準備が発生する。超過準備は保有していても利子を生まないだけでなく、内生的に供給されているので、中央銀行からの借入でもあ

り、利子を支払わなければならない。そのため、民間銀行は、中央銀行借入を返済して、超過準備を減らすか、貸出をさらに行うなどの方法により、長期的には超過準備をゼロとするであろう。

### (ii) 債券形態での貯蓄の場合

第二に、家計が企業の発行する債券を購入する場合を検討する。これは図 7b で示される。

図 7b 第 4 段階 a：家計による企業の生産物の購入と預金の還流：社債形態での貯蓄

中央銀行		民間銀行		企業		家計	
資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 $rL$	準備 $rL$	貸出 $L$	預金(企業) $L$	預金 $L$	借入 $L$	社債 $(1-c)L$	
		準備 $rL$	預金(家計) $0$	商品 $(1-c)L$	社債 $(1-c)L$		
			中央銀行借入 $rL$				

ここで企業が借入の全額  $L$  を返済したとする。図 8b で示される。

図 8b 第 4 段階 b：企業による借入の返済（全額）：家計が社債を保有

中央銀行		民間銀行		企業	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 $rL$	準備 $rL$	貸出 $0$	預金(企業) $0$	預金 $0$	借入 $0$
		準備 $0$	預金(家計) $0$	商品 $(1-c)L$	社債 $(1-c)L$
		超過準備 $rL$	中央銀行借入 $rL$		

家計	
資産	負債
社債 $(1-c)L$	

このように、貸出が全て返済されるため、準備は全て超過準備となる。

### (iii) 現金形態での貯蓄の場合

第三に家計が現金通貨で保有する場合を検討する。中央銀行が存在するため、現金通貨のあり方もより現実的なものとなる。ここでは、中央銀行券が存在するとする。家計は、預金よりも現金での貯蓄を選好するので、預金口座から現金を引き出すことになる。様々な場合が考えられるが、ここでは、家計が消費しなかった預金を現金に換えると仮定する。図 7c となる。

図 7c 第 4 段階 a：家計による企業の生産物の購入と預金の還流：現金形態での貯蓄

中央銀行		民間銀行		企業	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 $rL$	準備 $rL$	貸出 $L$	預金(企業) $cL$	預金 $cL$	借入 $L$
	現金 $(1-c)L$	準備 $rcL$	預金(家計) $0$	商品 $(1-c)L$	
		超過準備 $r(1-c)L$	中央銀行借入 $rL$		
		現金 $-(1-c)L$			

家計	
資産	負債
現金(1-c)L	

このように預金量が減るため、超過準備が発生する。ここで企業が負債を返済するとする。  
図 8c で示される。

図 8c 第 4 段階 b：企業による借入の返済（一部）：家計が現金を保有

中央銀行		民間銀行		企業	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 rL	準備 rL	貸出(1-c)L	預金(企業)0	預金 0	借入(1-c)L
	現金(1-c)L	超過準備 rL	預金(家計)0	商品(1-c)L	
		準備 0	中央銀行借入 rL		
		現金-(1-c)L			

家計	
資産	負債
現金(1-c)L	

このように、この場合も超過準備が発生する。

#### (5)貯蓄の選択：中央銀行が存在する場合

中央銀行を含むモデルにおいても、再び、家計による社債と現金、あるいは預金の間の資産選択を考える。

#### (i)社債と預金での貯蓄

図 7d 第 4 段階 a：家計による企業の生産物の購入と預金の還流：社債と預金形態での貯蓄

中央銀行		民間銀行		企業		家計	
資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸出 rL	準備 rL	貸出 L	預金(企業)(1-l(1-c))L	預金(1-l(1-c))L	借入 L	社債(1-l)(1-c)L	
		準備 rL	預金(家計)l(1-c)L	商品(1-c)L	預金 l(1-c)L	預金(家計)l(1-c)L	
			中央銀行借入 rL				

ここで、企業の預金は、生産物の売り上げ(家計による生産物の購入額)cL と債券の発行による資金(1-l)(1-c)Lを合わせた(1-l(1-c))Lとなる。次に企業が借り入れの内、(1-l(1-c))L

返済したとする。その結果、貸出は  $l(1-c)L$  となり、図 8d で示される。

図 8d 第 4 段階 b：企業による借入の返済（一部）：家計が預金と社債を保有

中央銀行		民間銀行	
資産	負債	資産	負債
貸出 $rL$	準備 $rL$	貸出 $l(1-c)L$	預金(企業)0
		超過準備 $r(1-l(1-c))L$	預金(家計) $l(1-c)L$
		準備 $rl(1-c)L$	中央銀行借入 $rL$

企業		家計	
資産	負債	資産	負債
預金 0	借入 $l(1-c)L$	社債 $(1-l)(1-c)L$	
商品 $(1-c)L$	社債 $(1-l)(1-c)L$	預金 $l(1-c)L$	

このように銀行システムへの還流の大きさは流動性選好によって決定されている。

### (ii) 社債と現金の場合

社債と現金の間の資産選択の場合は、図 7e となる。

図 7e 第 4 段階 a：家計による企業の生産物の購入と預金の還流：社債と現金形態での貯蓄

中央銀行		民間銀行	
資産	負債	資産	負債
貸出 $rL$	準備 $rL$	貸出 $L$	預金(企業) $(1-l(1-c))L$
	現金 $l(1-c)L$	超過準備 $rl(1-c)L$	預金(家計)0
		準備 $r(1-l(1-c))L$	中央銀行借入 $rL$
		現金 $-l(1-c)L$	

企業		家計	
資産	負債	資産	負債
預金 $(1-l(1-c))L$	借入 $L$	社債 $(1-l)(1-c)L$	
商品 $(1-c)L$		現金 $l(1-c)L$	
		消費 $cL$	

この段階で、超過準備が発生する。企業が借り入れを返済すると図 8e となる。

図 8e 第 4 段階 b：企業による借入の返済（一部）：家計が現金と社債を保有

中央銀行		民間銀行	
資産	負債	資産	負債
貸出 $rL$	準備 $rL$	貸出 $l(1-c)L$	預金(企業)0
	現金 $l(1-c)L$	超過準備 $rL$	預金(家計)0
		準備 0	中央銀行借入 $rL$
		現金 $-l(1-c)L$	

企業		家計	
資産	負債	資産	負債
預金 0	借入 $l(1-c)L$	社債 $(1-l)(1-c)L$	
商品 $(1-c)L$	社債 $(1-l)(1-c)L$	現金 $l(1-c)L$	

最後に第 5 段階について検討する。第 5 段階は、「金融仲介」であるが、あるいは銀行による資産選択の場合でもある。ここで再び、図 4a の場合を検討する。この時、銀行には、 $(1-c)L$  の家計の預金が存在するが、これを企業への貸出に回すことを考える。これによって、銀行の貸出がそれだけ増加し、企業の預金もそれだけ生み出される。企業の借り入れは、 $2(1-c)L$  となる。しかし、この時、企業が新たな借入によって、以前の借入の返済に充ててしまうと、バランスシート上は、図 4a の段階に戻ってしまう。けれども、この第 1 期の借入は全て返済されたことになり、ここでの新たな貸出は実質的に第 2 期の貸出の一部と考えられる。

そこで、第 2 期の状態を考えてみる。まず、消費性向が 1、すなわち、貯蓄がゼロの場合は、第四段階において、貸出が全て返済され、預金も全てゼロになるので、第 2 期は第 1 期と同じ状態が繰り返されるだけである。そのため、ここではそれ以外の場合を検討する。まず、今、検討した家計が貯蓄を預金形態で保有している場合である。この場合は、新たに生産を行うために、企業は銀行から借り入れる。

## 5、ポストケインジアン理論との関係

以上のような貨幣的循環の理論は、ポストケインジアンにおいては、既に重要なテーマとして認められているが、それでも、ケインズ・ファンダメンタリスト的な議論との違いが指摘されている。そこで、ここでは有効需要の原理、流動性選好説、不確実性といった点を簡単に取り上げる。

### (1)市場と有効需要の原理

このモデルにおいては、市場は二つないし、三つ存在する。すなわち、財市場、労働市場、金融市場である。このうち、労働市場はそれを市場と言って良いかどうかという問題は存在するが、貨幣的循環の過程に先立って賃金が決定されている。企業は投資の決定の段階において、労働市場で決定された賃金を所与として生産計画を作成する。その意味では、労働市場は貨幣的循環の過程においては他の二つの市場とは異なり、前提となっているに過ぎない<sup>32)</sup>。残りの二つの市場の内、貨幣的循環の最初の段階では、いわゆる財市場が問題となるが、後の段階では金融市場が重要な役割を果たす。財市場では、企業の生産物を労働者が購入する。ここでは、セイ法則ではなく、有効需要原理が作用し、労働者がどれだけ購入するかによって、企業の所得が決定され、企業の銀行貸出の返済量を決定することによりさらに銀行の利潤を決定する。労働者がどれだけ消費するか、すなわち、消

32)ただし、賃金は有効需要の大きさを決定するため、重要である。

費性向の大きさが問題となっている。他方、金融市場は、企業の生産に必要なファイナンスが基本的には銀行貸出によって賄われるならば、労働者が消費と貯蓄の決定をした後で、貯蓄をどのように保有するかという決定において現れる。全て信用貨幣の場合には、労働者の貯蓄はそのまま、労働者の預金となるので、銀行はそれを企業に再び貸し出し、銀行からの最初の貸出は全て返済される。この場合は金融市場は存在するが、その実態は銀行による「金融仲介」である。他方、現金通貨、あるいは企業の発行する証券、債券類が存在する場合は、金融市場はより現実的に複雑なものとなる。まず、現金通貨が存在する場合は、労働者は貯蓄を預金するか、貨幣のまま保蔵するかのどちらかを決定する。この場合は、保蔵された貨幣は銀行へは還流しないので、銀行は追加的な貸出を行い、さらに貨幣を創造する必要がある。他方、企業が債券を発行している場合は、企業は売上げとして回収できない貨幣を債券発行によってファイナンスしようとするため、労働者が債券を購入すれば、その購入量を企業は調達可能である。この場合の労働者の選択は、預金と債券の間で行われる。債券の発行は金融市場で行われることになり、そこでどれだけ、必要な貨幣を調達できるかが、企業にとっては重要である。

有効需要の原理は、既に述べたように、このモデルにおいては重要な役割を果たしている。内生的貨幣供給論では、貨幣量は貨幣需要によって決定される。貨幣需要に関しては、取引需要および、金融的動機による需要としての側面が重視されており、それらは結局、有効需要量によって決定されることになる。また、このシステムが、円滑に作用するためには有効需要が一定の水準以上でなければならないであろう。すなわち、企業が生産を続けるためには一定の売上げが必要であるからである。また、投資と貯蓄の関係も『一般理論』におけるケインズと同じである。すなわち、投資には前もっての貯蓄は必要ではなく、逆に投資が貯蓄を生み出す。実際、このことは貨幣的循環理論においては、さらに明確に示されている。投資をファイナンスするために貨幣が創造され、実際に生産が行われ、労働者が生産物を購入し、貨幣が銀行システムに還流するが、労働者が受け取った賃金の内で消費されなかった分が貯蓄となる。このように、投資が貯蓄を生み出す過程を詳細に示しているのである<sup>33)</sup>。

## (2)流動性選好

流動性選好説は、内生的貨幣供給論とは矛盾すると言われている。この点に関しては第5,6,7章で詳細に論じるため、ここでは簡単に扱う。実際、カルドアやムーアは流動性選好説を批判している。そこでは、貨幣量が所与であるという点が問題とされていた。この点は、ストックとしての貨幣を扱っている流動性選好説としては当然のことであるが、フローとしての貨幣を主に扱う内生的貨幣供給論と対立することになる。さらに、内生的貨幣供給論の場合は、利子率は中央銀行が外生的に決定するため、内生的に利子率が決定する流動性選好説とは矛盾する。こういった考え方に対して、金融市場をより重視するレイ、ポーリン、ディムスキーなどのストラクチャリストは流動性選好を再び導入している。

---

33)投資の貯蓄からの独立性は、このように内生的貨幣供給論においても重要な論点であるが、この点を巡る論争に関しては、第4, 7, 8章を参照せよ。

そこでは、特に銀行の流動性選好に注目している。こういったストラクチャリストの批判を受けて、ラヴォワは流動性選好を利子率理論に再び統合しようと試みている。これは、短期のベース利子率は中央銀行が決定するが、それ以外の利子率とのスプレッドに流動性選好が影響を及ぼすというものであった。

このように流動性選好との関係がポストケインジアンにおいては論争点となっている。ところで、流動性選好説には、利子率決定理論の側面と貨幣需要論としての側面の二つが存在する。内生的貨幣供給論と矛盾するのは、利子率決定理論としての側面である。これに関してはラヴォワのように統合すべきであろう。他方、貨幣需要論としての側面は、必ずしも内生的貨幣供給論とは矛盾しない。なぜなら、ケインズによる貨幣保有の動機の種類において、取引動機と金融的動機は内生的貨幣供給論において扱われているものである。問題となるのは、ストックとしての需要である投機的動機である。これはストックとしての貨幣に対する需要であるため、貨幣的循環の過程においては、貨幣が労働者の手許に来るまでは生じない。労働者は受け取った貨幣の全てを消費するわけではなく、消費しない分が貯蓄となる。ここで労働者が流動性選好を高めれば、有効需要は減少する。その意味で、流動性選好はこの枠組みにおいても重要な役割を果たしている<sup>34)</sup>。

### (3)不確実性

不確実性もポストケインジアンにおける重要な点である。不確実性に関する論点は幾つか存在する。第一に、流動性選好と関わる点である<sup>35)</sup>。これは人々が貨幣を保有する動機を不確実性に求める議論である。既に述べたように、流動性選好説は利子率決定理論としては内生的な貨幣供給の枠組みとは矛盾するが、貨幣需要論としては重要な役割を果たしている。そのため、不確実性と貨幣の性質に関する議論もこのモデルにおいては重要である。というのは、労働者の流動性選好が何故存在するのかを説明するからである。もし、不確実性が存在しなければ、投機的動機も存在しないであろう。また、不確実性というより、リスクが存在しても、確率的に計算可能な場合は、そこから貨幣保有の動機が生じるが、これは投機的動機ではなく、予備的動機であろう。すなわち、このモデルにおいて、ストックとしての貨幣が存在するのは、不確実性が存在するからなのである。

第二に、不確実性と投資の関係である。不確実性は貨幣の存在理由でもあるが、このモデルでは、議論の出発点にも関わっている。すなわち、不確実性は企業が投資、生産を行う動機に影響を与えている。企業はアニマル・スピリッツにより利潤を求めて投資を決意するが、これは不確実性が存在するからなのである。もし、確率的リスク（危険）しか存在しなければ、企業者はアニマル・スピリッツを持たないであろう。その場合は、生産は行われるであろうが、賭としての投資ではなくなり、企業者の存在する余地はなくなるで

---

34)流動性選好を巡る論点に関しては、第8章を参照せよ。

35)貨幣の存在理由としての不確実性は、『一般理論』後の「雇用の一般理論」(Keynes, 1937)において強調されており、ポストケインジアンにおいては Davidson(1978)が重視している。他方、サーキュレイショニストは、この点に関しては否定的である。例えば、「貨幣は、・・・根本的な不確実性の結果ではない」(Rochon, 1999, p.16)。

あろう。根本的な不確実性が存在するため、企業者は利潤を期待して、アニマル・スピリッツに導かれて、投資計画を立案し、銀行から貸出を得て、生産を行う。銀行は、銀行自体の利潤動機によって、企業の投資計画に賛同して、貸出を行い、企業の投資計画を実行させる。このように、このモデルでは不確実性は前提となっている。

## 6、小括

この章では、貨幣的循環理論の基本的な枠組みを提示している。第2節では、枠組みの提示を行う前に、この枠組みで用いられる貨幣について、検討を行っている。貨幣的循環理論は現代的な信用貨幣論であり、貨幣的経済学の試みの一つでもある。そのため、貨幣が出発点となる理論となっているが、貨幣とは何かを最初に確定する必要がある。そこで、この節では、信用貨幣論におけるいわゆる貨幣本質論を簡潔にケインズ及びホートリーの議論を踏まえて、展開、考察している。さらに、名目主義という点で、共通性のある(新)表券主義の貨幣本質論とその国家の必要性に関する議論を批判的に検討している。第3節では、貨幣的循環理論の基本的な枠組みを展開している。ここでは、分析の方法と基本的なモデルを提示した上で、第4節でバランスシートを用いた検討を行っている。第5節では、ポストケインジアン議論との関わりを有効需要の原理、流動性選好説、不確実性といった論点に関して、簡潔に検討している。

## 第2章 ホートリーの信用貨幣論－貨幣的循環と銀行<sup>1)</sup>

### 1、はじめに

この章では、ホートリーの経済理論を信用貨幣論として検討する。すなわち、内生的貨幣供給論及び、貨幣的循環理論の先駆的な業績であるという点を中心に、また、その独自の理論の評価を行う。Hawtrey(1879-1971)はケインズと同時代の経済学者および実務家（大蔵官僚）であり、その業績は貨幣、金融を軸としながら多岐にわたっていた。その死後は、なごらく忘れられていた経済学者であったが、1980年代から再評価が行われ、近年も継続的に研究がなされている。例えば、金融政策史、景気循環論、貨幣数量説の立場からの評価、さらに乗数論を巡る論争など、研究内容も多岐にわたっている<sup>2)</sup>。この章ではその中でも、貨幣、信用を軸にホートリーの理論を捉える。このような視点においても、貨幣数量説を批判し、商品貨幣説を否定し、信用貨幣としての貨幣を強調する流れとして位置付ける研究が存在する。第一に、ケインズだけではなく、ケンブリッジ学派の貨幣論研究においても、Eshag(1963)、Bridel(1987)、Bigg(1990)はホートリーを重視している。第二に、小峯(1993b)のようにケインズへの影響を重視する研究であり、小島(1997)は貨幣的経済学として位置付け、ホートリーの独自性を重視している。第三に、現代の信用貨幣論の立場、すなわち、ポストケインジアン、サーキュレイショニストの視点からの研究も存在する(Realfonzo 1998, Ingham 2004)<sup>3)</sup>。

しかし、このような研究においても十分に論じられていない点が、少なくとも三点存在する。第一に、ホートリーの貨幣的経済学の基礎には信用貨幣論が存在していることである。信用貨幣論とは、簡単に定義すれば、信用貨幣すなわち銀行の創造する預金通貨、あるいは銀行貨幣が貨幣として広く用いられていることに注目し、信用－負債関係を貨幣の基礎と見なす理論である。このような信用貨幣論は、現代の内生的貨幣供給論、あるいは貨幣的循環理論の先駆者として位置付け可能である。特にホートリーは貨幣的循環の過程を明確に提示しており、その点では単に内生的貨幣供給論者であったと言うだけではなく、直接的な影響は存在しないと思われるけれども、貨幣的循環理論の先駆者として改めて評価すべきである。第二に、ホートリーのマクロ経済論としては景気循環論が注目されてきたけれども、その基礎として貨幣的循環の過程が存在することである。第三に、最も強調すべき点としては、銀行に注目することである。従来、ホートリーのマクロ経済論における独自の要素としては Deutscher(1990)、小峯(1993a, 1994)のように「商人(dealer)」に注目

---

1)本章は、内藤(2004b)を元に加筆、修正を行ったものである。

2)詳しくはホートリーに関するサーヴェイ論文である小原(1999)を参照せよ。金融政策史的な研究としては Howson(1985)、吉沢(1986)が、景気循環論に関しては吉沢(1992, 1994)が存在する。Laidler(1991, 1999)は貨幣数量説の立場からの評価である。乗数論を巡る研究は Davis(1980)に始まるが、最近、Dimand(1997, 2000)と Darity and Young(1997, 2000)、Ahiakpor(2000)の間で論争が行われた。

3)Realfonzo(1998)はサーキュレイショニスト、すなわち貨幣的循環理論の立場からの 20 世紀初頭の貨幣および銀行に関する経済学史的研究であり、Ingham(2004)は現代の信用貨幣論の理論的な研究である。ただし、ホートリーに関する記述は少ない。

する研究も存在するけれども、信用貨幣論との関係は重視されていない。反対に、貨幣、信用を重視する研究においては銀行は重視されているものの、商人の位置付けはやや不明確となりがちである。そこで、この二つの立場を統合するために、「負債の商人」として定義されている銀行に焦点を当てる。銀行は信用貨幣論において定義されており、信用貨幣論とマクロ経済論の関係を解明する上でも重要である。また、銀行はマクロ経済論においては商人と並んで一つの部門としての役割を果たすだけでなく、商人に対する優位性が存在するため、マクロ経済論においても中心的な役割を占めている。この三点がホートリーの信用貨幣論およびマクロ経済論全体を理解する上では欠かすことのできない点であろう。

このような点を踏まえ、この章では第2節において、貨幣本質論に始まる信用貨幣論を検討する。第3節ではホートリーのマクロ経済論を検討する。ここでは、銀行と商人の位置付けを明らかにした上で貨幣的循環の過程と景気循環論を検討する。特に銀行の役割に注目し分析を行う。最後に第4節では結論として、ホートリーのマクロ経済論における信用貨幣論の位置付けを考察する。

## 2、信用貨幣論

### (1)用語の定義

ホートリーの理論は貨幣、信用面を重視している。実際、その中心的な理論の一つである景気循環論においても、貨幣は中心に位置している。例えば、『好況と不況』の序文において、「私が示したい一般的な結果は、変動は「貨幣」の利用可能なストックにおける攪乱によるものであるということである。」(Hawtrey 1913, 3)と述べ、変動の原因を貨幣に求めている。また、そこでの貨幣の定義は、「「貨幣」という語は、即座の使用のために利用可能な全ての種類の購買力、すなわち、・・・法定貨幣と信用貨幣の両方を含む」(Ibid., 3)となっており、法定貨幣だけでなく信用貨幣をも重視している。信用貨幣に関しては、『好況と不況』においては、詳しくは論じられていないけれども、『通貨と信用』(1919)において詳細に論じられている。

このような『通貨と信用』における信用貨幣論を検討する前に、ホートリーの理論における独自の概念、用語に触れる必要がある。ホートリーはマクロ的な集計概念を駆使して、理論を展開しているが、その概念はやや独特である。まず、消費者所得は消費者が「自らの必要で支出するために利用可能なもの」であり、消費者支出は「消費者が支出するもの」であるが、証券購入も含んでいる(Ibid., 41)。今日の用語では、それぞれ「名目国民所得」と「消費+証券購入」に相当する。「未支出マージン」は「未払いの全ての銀行信用の集計量」であり、「流通している未支出の購買力の集計量」に等しい(Ibid., 34)。これは現金通貨が存在する場合は、「流通している貨幣と銀行の債務を合わせたものに等しい」(Ibid., 38)。そして、消費者所得と消費者支出の差が、未支出マージンの変化分に等しいという関係が成り立っている。ところで、消費者支出には、証券購入も含まれており、貯蓄に関しては、このような形態でしか考慮していない。これはフローの貨幣循環しか扱っていないことを意味している。また、ここでのホートリーのマクロ的な集計概念は全て貨幣ター

ムである。ホートリー自身、「景気変動理論における貨幣の特別な重要性は、商業と工業の全ての部門が、貨幣の使用に等しく依存し、そして同じように依存しているという事実  
に帰せられるべきである」(Hawtrey 1913, 4)と述べているように、全て貨幣を通して理解されるという意味で貨幣的経済学として評価しうる。

## (2)信用貨幣の起源

ホートリーの貨幣論は信用貨幣論である。すなわち、「信用を一次的な支払い手段とし、貨幣を補助的な支払い手段として扱う」(Hawtrey 1919, 377)立場であり、負債、信用から貨幣が生じるという理論である。信用貨幣論の特徴は、信用－負債関係をもとに貨幣を定義、説明することだけでなく、商品貨幣説に対抗し、貨幣数量説にも否定的な点にもある。これはケインズにも影響を与えている立場であり、古典派から新古典派に受け継がれている商品貨幣説と貨幣数量説を中心とした見解に対抗する議論である。実際、ホートリーはそのような見解を「古典的な学説」として批判の対象としている<sup>4)</sup>。「古典的な学説」とは、第一に貨幣を交換手段として定義する議論であり、貨幣は商品から発展するという商品貨幣説が採用されている。すなわち、物々交換の不便を避けるために交換手段として一つの標準商品が選択され、その標準商品は同時に共通の価値尺度としても機能することになる。この議論においては、物々交換から交換手段としての貨幣が発生し、計算単位としての機能はそこから派生するという構造になっている。こういった議論においては、通常、貨幣の起源を示すために、貨幣が用いられる以前の社会、あるいは用いられていない社会との比較、すなわち、歴史的、あるいは人類学的な比較を行う。しかし、ホートリーは「そのような比較は貨幣の重要性を過大視するかも知れない」(Hawtrey 1919, 1)と述べ、そのようなアプローチを否定して、「我々は貨幣の歴史的ではなく、論理的起源を見出さなければならない」(Ibid., 2)としている。すなわち、歴史的、人類学的アプローチを採用せずに、完全に文明化された社会において貨幣がない場合にどのようなようになるかを検討するという思考実験的アプローチを採用しており、これが貨幣の起源に関する方法論となっている<sup>5)</sup>。

ホートリーによる思考実験的、あるいは論理的アプローチは以下の通りである。まず、貨幣のない社会においては物々交換しかあり得ないので、取引において買い手には負債が、売り手には信用が生じる。買い手はまた、売り手でもあり得るので、買い手に対する信用も生じる。すなわち、債務関係が生じるけれども、債務はいつかは解消される必要がある。このような負債と信用を「市場における商人(dealer)」は相殺可能である。このためには、負債と信用の共通の尺度、単位が必要である。「貨幣がないところでは、単位は全く慣習的で恣意的な何かでなければならない。これが技術的には「計算貨幣」と呼ばれるものである」(Ibid., 2)。すなわち、計算貨幣は負債の測定単位として現れ、それ自体は恣意的な

---

4)ただし、誰がそのような説を述べているかに関しては、全く言及はない。

5)通常、商品貨幣説が歴史的、人類学的説明を行っているのに対して、ホートリーは論理的な説明のみで貨幣の起源を論じた。より具体的な制度や政策に関しては、『通貨と信用』の後半部分で、歴史的な議論を行っている。また、ホートリーの議論を受け継いでいるケインズは、『貨幣論』において貨幣の起源に関して歴史的な実証を試みている。さらにこのアプローチを再評価しているのは、Hicks(1977)である。

ものであり名目性を有している。

このようなシステムでは、確かに負債の清算は可能であるけれども、常に上手くいくとは限らない。というのは、売り手や買い手であるそれぞれの主体の負債には、一般的な受領性が存在しないからである。このため、最終的な決済手段が必要となり、第三者の信用としての銀行貨幣、すなわち信用貨幣と、決済手段を提供する銀行が導入される(Ibid., 3)。この点をホートリーは傘製造業者の例で説明している。まず、傘製造業者で働く労働者は傘製造業者の負債の形態で賃金を受け取るが、これは実際に支出する場合には問題が生じる。というのは傘製造業者の負債を他の人が受け取ってくれるとは限らないからである。この問題は負債、あるいは信用を専門に取り扱う銀行の導入によって解決される。「負債、あるいは信用の商人(dealer)が銀行である。共同体全体の負債が銀行の帳簿における移転、あるいは銀行券のような銀行の債務の代理である文書の引き渡しによって清算されうる」(Ibid., 4)。すなわち、銀行は信用によって負債の清算を行う。また、負債を取り扱う機関として銀行の定義もなされている。

銀行の信用がどのように供給されるかは問題である。というのは、銀行は負債を扱うのであって、直接、財の取引は基本的には行わないからである。そこで、銀行は貸出を行うことによって、支払い手段として用いられる銀行の信用を創造する(Ibid., 7)。より具体的には、信用を創造するということは実際には二つの取引から構成されている。「銀行は顧客の将来の期日での銀行への債務と交換に顧客への即時的な債務を引き受ける。・・・このように二つの信用あるいは負債が実際に創造されたけれども、これらの内の一つのみが支払手段として用いられるように運命付けられている」(Ibid., 9)。すなわち、銀行の貸出によって、顧客の負債が生じ、同時に同額の銀行の負債が顧客の口座に現れて、これが支払い手段として用いられる。このように銀行は単に決済手段を提供するだけでなく、貸出も行う。これは銀行を負債創造の機関として扱い、金融仲介を行う機関とは見なしていないことでもある<sup>6)</sup>。

### (3)信用貨幣と計算貨幣

ホートリーの信用貨幣論は以上のように、貨幣を負債の支払手段として定義し、そこから負債の測定手段としての計算貨幣の機能を導き、また、負債の清算手段としての銀行信用の利用を説明している。このような信用貨幣論の特徴としてはさらに三つの論点が存在する。

第一の論点は計算貨幣の重要性である。実際、ホートリーは「貨幣的理論の基礎は計算

---

6)銀行の機能に関してホートリーは「銀行の業務の二つの側面、すなわち、支払手段を提供する要求債務と、商人への一時的貸出の間には何の必然的なつながりもない」(Hawtrey 1919, 187)と述べているように、決済機能と貸出機能を区別している。しかし、『景気と信用』(1928)において、「一時的貸出と信用貨幣の形態での支払い手段の供給という二つの機能の一つの機関における組み合わせは金融の問題の大部分の特に幸福な解決法である」(Ibid., 49,50)と述べているように、決済機能と貸出機能の分離を主張する現代のナローバンク論とは一線を画している。

貨幣でなければならない」(Ibid., 182)として位置付けている<sup>7)</sup>。これは、負債の計算のための計算貨幣が、信用貨幣の前提となっており、信用貨幣は「社会の経済的関係の根底にある」(Ibid., 182)からである。さらにホートリーのアプローチは「金属貨幣での売却はいつでも、負債の創造と消滅、すなわち、二つの信用の取引に分析可能であるという理論的利点を持っている」(Ibid., 185)。すなわち、信用を中心に貨幣を分析するという意味での信用貨幣論となっている。

第一の論点の中で、さらに計算貨幣の特徴として四点指摘しておこう。第一に、計算貨幣は「まず負債の計算のための単位であり、価格の計算におけるその使用は価格の相場付けが負債の創造のための申込みであるという事実から生じているに過ぎない」(Ibid., 182)。これは財の取引は買い手に負債が生じ、売り手に信用が生じるという意味で負債契約でもあるが、この時、負債の大きさは同時に取引される財の価格を示すという点で、負債の測定単位が価格の測定単位としても用いられるということの意味している。また、「古典的な学説」においては、交換手段としての貨幣が計算単位として用いられるという議論を行っているが、この場合は価格の表示単位であり、同じ計算単位であっても、意味は異なっている。

第二に、計算単位としての貨幣の名目性である。例えば、「ルピーは単なる切符、あるいはトークンである」(Ibid., 172)<sup>8)</sup>。すなわち、商品貨幣説におけるような実物的な価値とのつながりは存在しない。実際、貨幣の商品との違いを強調している。例えば、「たとえ、紙幣が供給と需要の法則に従って商品のように振る舞うとしても、それは感知できる生産費用を持たないという点で他の商品と明らかに異なる。それは商品よりも資格を与える他の文書に似ている」(Ibid., 168)。ここでは貨幣の特殊性を強調し、貨幣の名目性を重視している。

第三にこのように名目性を有する計算貨幣は貨幣として使用するためには、連続性が要求される<sup>9)</sup>。ここでは、ある「日」という期間内における負債と信用の相殺を考慮しているが、その日の内に決済が完了しない場合には残高が次の日に繰り越されることになる。「それ故、同じ単位が必然的に日々使われるであろう」(Ibid., 3)。

第四にこのように名目的で連続性を持つ計算貨幣であるが、どのようにそれが決定されるかに関しては、ホートリーは、社会や国家を前提としている。例えば、貨幣を「負債の支払いのために法律（あるいは慣習）によって確立された手段」(Ibid., 17)として位置付けたり、「法によって強制できる負債の概念は全ての人間社会の経済的関係の根底にある」

---

7)この論点はケインズにも影響を与えている。例えば、『貨幣論』の冒頭において、「計算貨幣、すなわちそれによって債務や価格や一般的購買力を表示するものは、貨幣理論の本源的概念である」(Keynes 1971b, 3)と計算貨幣から議論を始めている。また、ポストケインジアンにおいても重視されている。例えば、「貨幣は社会的慣習であり、生産の組織化と交換取引のための契約的義務がなされる価値の標準としての必要性を満たす」(Fontana and Venturino 2003, 398)。

8)これはケインズの『インドの通貨と金融』(1913)からの影響とも考えられる。実際、「ルピーは名目貨幣であって本質上は銀に印刷された紙幣に等しい」(Keynes 1971a, 26)と述べている。

9)例えば、「負債と負債が数えられる単位は、たとえ富の単位での価値が変更されても、連続する」(Hawtrey 1919, 183)と述べているように、実物的な価値とのリンクが変更されても、貨幣として連続的に使用される。

(Ibid., 182)と述べたりしているように、法律、あるいは慣習による承認が必要とされており、表券主義的あるいは国家貨幣説とも考えられる。すなわち、貨幣は国家による承認が必要であるという貨幣固定説的な立場である<sup>10)</sup>。また、具体的な制度に関する議論では、既に見たように中央銀行の必要性を強調しており、国家や政府といったものが、議論の前提となっている。

第二の論点としては貨幣の定義が存在する。ホートリーの信用貨幣論における貨幣の定義は、「負債を支払う手段」(Ibid., 15)であり、この機能から「価値の標準を提供する機能」が生じている。また、貨幣は「交換手段として使われる。それは購入が負債を創造し、貨幣が負債を支払う手段を提供するからである」(Ibid., 15)と述べているように、商品の取引は負債を生じさせるけれども、その負債を支払う手段が貨幣であり、結果として取引においては商品が貨幣と交換されることになり、その意味で結果として貨幣は交換手段でもある。すなわち、貨幣を交換手段として最初に定義し、そこから計算単位としての機能が派生するという「古典的な学説」とは全く逆の理論となっている。反対にホートリーの議論では、貨幣を負債の支払い手段として定義し、そこから計算単位としての機能、さらに交換手段としての機能が導出されている。

第三の論点としては貨幣数量説批判が存在する。信用貨幣を重視する理論においては、貨幣数量説に関して一般に否定的であり、ここでもそうである。しかし、全面的に否定しているのではなく、紙幣の価値決定理論としてのみ評価している。すなわち、「通貨という主題の科学的な取り扱いは何らかの形態での貨幣数量説なしには不可能である。・・・しかし、貨幣数量説はそれ自身では不適切」(Ibid., v)であるというのが、全体的な評価になっている。ところで、ホートリーにおいては計算単位としての貨幣は、表券主義的に国家や政府が決定している。金本位制の場合は、信用貨幣が存在するにしても、実物的な価値とのリンクが存在している。しかし、不換紙幣の場合は、計算単位としては国家が決定しているけれども、その価値がどのように決定されるかは問題である。そこで、ホートリーは貨幣数量説を導入している(Ibid., 164)。まず、純粋信用経済においては、「全ての経済状態を所与とすると、商品の価格は購買力の未支出マージンに含まれる価値の単位の数に直接に比例する・・・それはもし流通している価値の単位の数が変化すれば、商品の価格が正確に比例的に変化するということを意味しない」(Ibid., 34)。これは紙幣のみの場合において、価格の合計が流通している貨幣量に比例するけれども、貨幣量の変化に伴う価格の比例的な変化を既に否定しているということである。次に法定貨幣が存在している場合、未支出マージンは流通法定貨幣量と未払いの銀行信用量の合計となる。「紙幣の場合、・・・価値の単位は流通している量に逆に比例的である。ここに、貨幣数量説と呼ばれるものの最も単純な形式が存在する。しかし、全ての他の経済状態が所与でなければならないという限界にこの原理が従う限り、それは必然的に不毛である」(Ibid., 35,36)。この場合は「全ての他の経済状態が所与」という条件で貨幣数量説が成立するけれども、非常に限定

---

10)例えば、「重要な区別は法定貨幣である銀行券とそうではない銀行券の間にある」(Hawtrey 1919, 31)。ここでは、法定貨幣であるか否かの区別を重視している。なお、ケインズは『貨幣論』において、明示的に表券主義を採用しているが、実質的な論理はホートリーとそれほど違わない。表券主義に関しては、第1章で検討している。

的なものとして扱われている。

このように貨幣数量説は紙幣の価値決定理論としてのみ扱われ、常に成立するものとは見なされていない。ただし、ここでホートリーが批判している貨幣数量説はいわゆる長期比例説的な理解によるものであることには注意すべきであろう。例えば、成立するのは「均衡の時、すなわち、信用と流通している貨幣の量が、増大も減少もしていない時のみである。・・・実際上は、均衡の状態に現実に到達することが生じるのは滅多に、あるいは恐らく決してない」(Ibid., 46)と述べているように均衡でしか成立せず、動学的、あるいは因果的な関係に関しては否定している。すなわち、「静学的状態を扱う数量説」(Ibid., 39)としてのみ位置付けている。

### 3、ホートリーの貨幣的経済学

ホートリーのマクロ経済論を貨幣的経済学として分析を行う場合、中心となるのは銀行である。銀行は以下で詳しく見るように、「負債の商人」として定義されている。ところで、「商人」はホートリーにおける独特な概念であり、マクロ的な経済主体として理論において大きな役割を果たしている。そこで、本格的な分析を行う前に、ホートリーにおけるマクロ的部門、あるいは階級はどのように捉えられていたかを第一に検討し、第二に、その上で景気循環論だけでなく貨幣的循環の過程を検討し、第三にホートリーにおける銀行と商人の役割、意味について考察する。

#### (1)マクロ的な部門－銀行と商人

ホートリーの理論においては、経済的な主体、階級、あるいは部門は一見すると、生産者、消費者、「商人(dealer)」という三階級から構成されると捉えられる。ここで「商人」はホートリーに特有の概念である。確かに景気循環論においてはそのように考えられるけれども、信用貨幣論として捉える場合には、一この場合は階級というよりは部門といった方が良いと思われる－銀行も重要な役割を果たしている。すなわち、生産者、消費者、商人に銀行を加えた四部門として考えるべきである<sup>11)</sup>。ここで生産者と消費者に関しては、ケインズやロバートソンなどとほぼ同じ一般的な定義が採用されている。そこで、残りの商人と銀行に関して検討する。けれども、以下で検討するように銀行も実は一種の商人と見なせるので、商人概念から検討する。「商人」概念に関しては既に研究が存在するので、ここでは、貨幣や信用との関連でどのような役割を果たしているかを中心に考察する。

商人は、生産者と消費者の間に位置し、生産者に商品の注文を出し、在庫を保持し、商品を最終的には消費者に販売する。ただし、ホートリーが注目しているのは、小売り商人ではなく、ある程度規模の大きな卸売り商人である。「卸売り商人は商業システムにおいて非常に重要な位置を占めている。彼らは需要を判断し、供給を調整する」(Ibid., 8)。すなわち、財のフローにおいては中心的な役割を果たしている。また、ここで注意すべきで

---

11)現代の貨幣的循環論者は、生産者、労働者、銀行の三部門モデルを展開しており、銀行を部門と考えることは妥当性があると思われる。

あるのは、商人が価格設定者であることである。例えば、「消費者支出の増大の直接的な効果は、信用拡張によるものであれ、[現金] 残高からの支出の増加によるものであれ、現行の価格での販売量の増大である」(Hawtrey 1928, 156)と述べているように、商人は価格を設定し、売り上げの変動に対してはまず、在庫の調整によって対応する。これはホートリーが価格調整ではなく、数量調整を基本と見なしていたとも評価しうる。

銀行については、ホートリーは「負債、あるいは信用の商人(dealer)」(Hawtrey 1919, 34)と定義している。その意味では、商人の一種とも見なせるが、信用貨幣論においては、信用貨幣の供給者であり、景気循環論においても重要な位置を占めている。銀行は既に見たように、信用貨幣の供給者であり、基本的には需要に応じて信用創造の際に貨幣を供給している。このため、内生的貨幣供給論では、常に受動的に信用を供給しているような印象を与えかねないが、銀行は私企業である以上、利潤を追求しており、貸出に応じる時には、能動的に決定を行う。ホートリーによれば、銀行は預金を引き受ける時には受動的であるけれども、

「銀行が取引において能動的な役割を演じるのは貸出においてである。貸し出す時、銀行は二種類の決定の責任を取る。銀行は借り手を選択し、利子率を決定する。借り手は生産のために信用を求める。全ての生産は幾分投機的である。というのは、その成功は、それが完了し生産物が顧客に売却されるまで、測定され得ないからである。貸し出すことによって、銀行はある程度、投機に参加している」(Ibid., 197)。

すなわち、銀行は借り手の選択を行った上で、利子率を決定するが、その際、投機としての生産に積極的に関わっている。銀行は、貸出量ではなく、利子率を決定するのが通常ではあるが、信用割当の可能性についても、触れている。例えば、貸出の返済が滞るような時、「解決策は信用の削減にのみ見出されうる。・・・しかし正当な事業のために貸出を純粋に必要としている商人への貸出の全くの拒絶は悲惨な結果をもたらすかも知れない」(Ibid., 23)。このため、別の方法としては、「銀行は提供された担保へのより厳しい基準を適用可能である。銀行は貸し出すつもりの最大の期間を短縮可能である」(Ibid., 23)。このように、信用割当の可能性を論じているけれども、量的な制限よりも、むしろ担保や貸出期間による調節をより良い方法としている。「しかし、信用の規制に対する銀行の主要な手段は利子率である」(Ibid., 24)と述べているように、銀行が信用量の調節に用いるのは利子率であることを強調している。

ホートリーは信用貨幣から出発しているけれども、現実の経済においては中央銀行が不可欠であることを認識していた。実際、中央銀行に関しては、紙幣の制御と信用供給の制御を結び付けるために必要であるとしている(Ibid., 50)。紙幣の制御と信用供給を結び付ける具体的なメカニズムに関しては、以下のように貨幣の内生性に基づいている。

「銀行はその顧客の需要に従って中央銀行への法定貨幣の需要を決定する。中央銀行は、銀行の需要に応じて、場合に応じて、紙幣を発行したり、あるいは金を払い出す。貨幣需要を制御するためには、需要が究極的に由来する個人に影響を与えることが必要である。個人の貨幣の必要性は、その信用取引に付随して生じる。・・・そのため貨幣の制御に影響を及ぼすのは信用の制御を通じてのみである」(Ibid., 178)

すなわち、個人のレベルでは、信用に付随して貨幣需要が決定されるため、貨幣の制御を行うために信用の制御が必要となる。法定貨幣、あるいは準備の供給に関しては、「銀行

がその要求払い債務を支払うことが出来ることを保証するために法定貨幣の適切な準備を維持し、他方で、法定貨幣が最後の手段として、中央銀行からの借入によってのみ獲得するという事実は、中央銀行に信用に対する大きな支配力を与えている」(Ibid., 50)。中央銀行は法定貨幣、すなわち準備の供給者であるため、信用を制御可能である。

中央銀行に関してはこのように貨幣の内生性とそれに基づく信用の制御だけでなく、最後の貸し手としての機能も強調している。例えば、「危機に必死に取り組んで、全ての銀行が絶望的な通貨の不足に直面する時、救済の手段をとる責任は必然的に国家に帰する。・・・緊急に必要なことは支払手段を提供することであり、国家のみがそれを可能である」(Ibid., 201, 202)と述べている。すなわち、中央銀行の必要な理由として最後の貸し手としての役割を挙げている。

## (2)貨幣的循環と景気循環論

ホートリーのマクロ経済論は今までは景気循環論を中心に評価されてきたけれども、景気変動しない場合、あるいは変動する以前の状態についても分析が存在する。これは貨幣的な循環を中心に捉えたものであり、単に貨幣が信用から創造されることだけでなく、経済において、取引に用いられ、循環していく様子をも描いている。これは貨幣的循環の過程と呼ぶことが可能である。例えば、

「商人によってある量の財を供給するようという注文が製造業者へ出される。製造業者は原材料費を含む必要な製造の費用を支払うのに十分な信用を、財が引き渡され支払いが商人から受け取られる前に存在するであろう期間、銀行から借り入れる。財が引き渡される時、商人は今度はそれが手元にあるであろう期間、その財の価値を借り入れる。・・・この負債は財が扱われるためではなく消費されるために売られた時にのみ最終的に支払われる。・・・それ故、新たな信用は、・・・個人的なサービス、あるいは自らの資産の使用によって生産に貢献する人々の利潤、報酬、利子などを支払うために創造される」(Ibid., 7)。

と記述している。これは期間分析に基づくものであり、ある期間を設定した上で、ある事象が起きた時に次に何が起きるか、段階を区切って記述している<sup>12)</sup>。この貨幣的な循環の過程は、以下のような段階から構成されていると見なしうる。

- (i)商人が生産者に財の注文を出すところから始まる。それに応じて生産者は財の生産に必要な費用、すなわち、原材料費と賃金を支払うために必要な額だけ、銀行から借り入れる。
- (ii)生産者は生産を行い、原材料費と賃金を支払う。
- (iii)生産された財は商人に引き渡されるが、その代金を支払うために、商人は銀行から

---

12)期間分析(sequential analysis)は別名、step by step method と呼ばれる。同時代では、ロバートソンやケインズの『貨幣論』においても採用されており、現代ではサーキュレイショニストが採用している。ロバートソンに関しては、下平(1995)を参照せよ。貨幣的循環論者に関しては、Rochon(1999)、Graziani(2003)を参照せよ。また、ホートリーは期間分析を用いて、貨幣的循環の過程だけでなく、景気循環論をも展開している。

借り入れる。

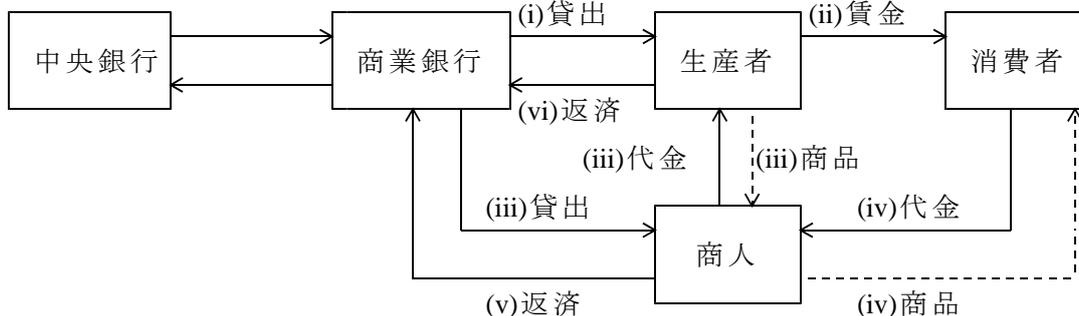
(iv)生産者は商人から支払われた貨幣を銀行への返済に充て、貨幣は銀行へ還流する。

(v)商人は生産された財を消費者に最終的に販売するが、消費者は同時に労働者であるため、支払われた賃金の内から財の消費を行う。

(vi)商人は販売した財の代金を銀行からの借入の返済に充て、貨幣は銀行に還流する<sup>13)</sup>。

結論としては、「消費者の購買力はそれゆえ、商人が銀行から借り入れる信用から主に供給されている。信用は生産から生じ、消費において消滅する。・・・創造された信用は消滅した信用と等しくなければならない」(Ibid., 10)。ここでは、簡単ではあるが、生産のために創造された信用貨幣が、支払手段としても用いられ、最終的に消費によって消滅する過程が描かれている<sup>14)</sup>。

図 1



\* 実線は貨幣フロー、破線は商品フロー

以上のような貨幣的循環の過程を基礎として景気循環の理論が展開されている。ホートリーの景気循環理論は、銀行信用の変動あるいは総需要の変動により商人が在庫調整を行い、その結果、生産量に影響を及ぼし、最終的に景気変動をもたらす過程である。貨幣的循環の過程および銀行は景気循環理論においも重要な役割を果たすだけでなく、特に景気循環の原因に大きな影響を与えている。まず、貨幣的循環の過程と景気循環の原因の関係を検討する。そこで銀行信用の変動と総需要の変動という景気循環の原因の内、貨幣的循環の過程と関係の深い銀行信用の変動の場合を第一に検討する。銀行信用の変動は、銀行が主導権を握っている。ホートリーの描く銀行は、受動的に貸出に応じるのではなく、積極的に、貸出の決定と利子率その他の貸出条件の設定を行っている。それでは、何故、銀行は信用量を調節するのか。その理由の一つは、既に述べた貨幣的循環の過程から生じて

13)信用は生産、さらには賃金の支払いのために創造されていることは明確に示されている。例えば、「銀行によって創造された負債は、・・・通常は当然、固定資本の建設を含む生産から生じているものである」(Hawtrey 1919, 186)、あるいは「法定貨幣への需要の大半は賃金の支払いのためである」(Ibid., 72)。

14)このような貨幣的循環の過程はサーキュレイショニストの分析と類似している。ここでのホートリーの分析は現代のサーキュレイショニストほど明確には定式化されてはいない。しかし、期間分析を用いており、サーキュレイショニスト的な解釈は可能である。その意味で、サーキュレイショニストの分析の先駆者と見なすことは十分可能である。しかし、ホートリーの議論のサーキュレイショニストへの影響はほとんどないと思われる。ただし de Boyer(1985)によると、ホートリーの唯一のフランス語訳は『通貨と信用』であり、そのタイトルは *La circulation monétaire et le crédit* (『貨幣的循環と信用』) となっており、当時から既にホートリーの理論が貨幣的循環として見なされていたことは興味深い。

いる。「景気の後退は、存在している信用貨幣量が、銀行の現金保有との関係で、銀行が健全と考えるよりも多い時に生じ、銀行はその超過分を削減するために利子率を上昇させる」(Ibid., 267)。すなわち、準備が減少した時に、利子率を上昇させて、準備を回復しようとする。ここで準備の減少が起きる原因は、現金の循環過程への吸収である。「ある給料日に支払われた貨幣が翌日までに小売店を通じて銀行へ戻る限り、何の追加的な圧力も銀行の現金準備には掛からない」(Hawtrey 1919, 125)。すなわち、賃金として支払われた現金通貨が銀行に還流しない限り、必要な現金準備は増大することになる<sup>15)</sup>。利子率が上昇することにより、景気の後退が始まると、現金は循環過程から銀行に還流していく。その結果、銀行の準備は回復し、超過準備が発生する状態となり、利益の得られない超過準備を貸出に向けるために銀行は利子率を下げ、景気の回復が始まる。すなわち、現金の循環過程への吸収とそこからの還流が銀行信用量の変動に遅れることによって、銀行の準備を変動させ、銀行による利子率の操作を引き起こし、景気循環の原因となっている。

第二に総需要の変動に関しても、銀行が関わっている。消費が増大する時、消費性向が単純に変化する場合もあり得るけれども、基本的には消費者所得が変化するにつれて消費者支出が変化する。ここで、消費者所得と消費者支出の差は未支出マージンの変化分に等しいが、これは貨幣残高の変化分に等しく、結局、銀行が決定している。

以上の二つの原因によって主として商人の在庫調整を通じて景気の変動がもたらされる。ここでは商人と並んで銀行も大きな役割を果たしている。「高利子率は、第一に卸売り商人に作用し、彼らは生産者への注文を制限する」(Ibid., 108)とあるように、商人は銀行信用の変動、あるいは利子率の変動に敏感である。というのは、商人は在庫を保有しているが、その在庫のファイナンスは銀行から得ているからである。例えば、何らかの原因により、貸出量が増大する、あるいは利子率が低下して、借入を増大させる場合、商人は在庫を積み増すことが可能になり、生産者に追加の注文を行う。また、総需要の変動の場合は、何らかの原因により、売上げが増加したり、売上げの増加が予想される時に、商人は同様に在庫を積み増すであろう。在庫が増大すると、好景気の累積過程が開始される。これは、在庫の増大により、生産が増大するが、それによって、雇用量が増大し、結果として労働者でもある消費者の所得が増大することになる。消費者所得が増大すれば、消費者支出も増大し、商人の売上げが増大し、在庫が減少するため、商人は生産者にさらに追加の注文を行う。この過程においては、銀行の果たす役割も大きい。というのは、生産者が生産を増大させる時に、銀行は貸出に応じなければ、この過程は進行しないからである。また、商人が売上げの増大によって、さらに在庫を積み増す際に、借入を増大させる(Hawtrey 1913, 267-270)。

以上の景気循環の過程においては、現金の貨幣的循環の過程への吸収により、準備の変動が生じ、準備の水準を一定に保つために銀行は利子率の操作を行う。利子率の変動に対応して商人は在庫調整を行う。あるいは総需要の変動に対応して、商人は在庫調整を行う。在庫調整の結果、生産量の変動がもたらされ、景気の変動が生じることになる。

---

15)貨幣的循環理論においては、システムからの漏出(leakage)と呼んでおり、循環の過程の円滑な運行を妨げる要因となっている。そこでは漏出の原因は、労働者の流動性選好の高まりであるが、ホートリーの場合は、貨幣のストック需要を考えないので、循環過程への吸収、あるいは滞留と見なされている。

### (3)商人としての銀行の役割

次に両者の理論的な意義について考察する。銀行も商人も貨幣的循環の過程において中心に位置すると考えられ、その果たしている役割には共通性が存在する。これは銀行も商人の一種と見なされていることから明らかであり、まず、両者とも一種の仲介者である。商人は生産者と消費者の間に立ち、財の取引に関わっている。銀行は、通常の意味での金融仲介者ではなく、信用貨幣の供給者であり、貨幣の供給過程においては、銀行以外の主体への貸出に応じてはじめて貨幣が供給されることになる。そして、貨幣は最終的に銀行に還流することになる。あるいは、財のフローで考えれば、財は生産者、商人、消費者へと順に動いていく。貨幣のフローとしては、商人が貸出を得て、生産の注文を行い、生産者も貸出を得る。生産者の得た貨幣は、原材料費への支払いを無視すれば、賃金として労働者でもある消費者へ支払われる。消費者へ支払われた賃金の大部分は生産された財を消費するために商人に渡され、商人はそれを貸出の返済に充て、貨幣は銀行に還流する。他方、商人は生産された財と引き替えに、貨幣を生産者に支払うが、生産者はその貨幣を貸し出しへの返済に充てる。このように、財と貨幣のフローのそれぞれで商人と銀行は中心的な役割を果たしている。

商人と銀行の類似性としては、さらに、貨幣的循環の過程において、両者とも出発点となっていることがあげられる。すなわち、生産が行われるためには、まず、商人が生産者に注文を行い、同時に銀行から貸出を得ることが起点となっている。さらに、両者ともに得られた情報を元に、決定を行い、財の需給、あるいは信用の供給の調整を行っている。また、商人は既に述べたように価格の決定を行っている。ホートリーが描く商人は主に工業製品を扱う卸売り商人であり、価格決定力を持っている。他方、既に述べたように銀行は利子率を決定している。このように両者ともに、価格あるいは利子率の決定者である。これは数量調整としては実物面だけでなく、貨幣、信用面においても一貫していると評価可能である。

商人と銀行は、財と信用の取引において中心的な役割を果たしているけれども、対等な位置付けではない。というのは、貨幣的循環の過程においては、商人の生産者への注文によって過程は始まるが、銀行による貸し出しがなければ、実際には開始され得ないからである。また、景気循環論においては、商人の銀行信用量および、利子率の変動に対する反応が重要であるが、貸出量および利子率を制御しているのは銀行である。すなわち、銀行の行動、あるいは信用貨幣の変動が商人を通じて経済全体に波及していく構造となっている。

利子率の変化はホートリーの理論においては重要であるけれども、利子率を決定するのは銀行であり、その結果、信用供給を制御している(Ibid., 197)。市場利子率に影響を与えているのが、中央銀行の決定する公定歩合であり、この理論における政策手段となっている。けれども、ホートリーの理論には、自然利子率あるいは、貸付資金説的な面も存在する。利子率に関しては、三種類の利子率を区別している。第一に「自然利子率」であるが、これは資本の物理的性質によって決定されるいわゆる自然利子率であり、均衡では市場利子率に等しい。第二に、貨幣の価値が変動する時には、市場利子率は自然利子率から乖離

するが、その時の利子率を「利潤率」と呼んでいる。これは物価の変動を考慮した実質利子率に相当する。第三に、「銀行システムが作用している場合、市場利子率はこの第二の利子率とさえ一致しない・・・市場利子率は実際、銀行の利子率である」(Hawtrey 1913, 66)。すなわち、ホートリーの利子率論では、均衡状態では貸付資金説による自然利子率が達成されており、銀行システムが存在する場合には、結局、銀行の決定する利子率が市場利子率となっており、外生的な利子率論と見なしうる。

このように銀行が利子率を決定しているけれども、現実には中央銀行が存在し、公定歩合の操作によって、貨幣市場の利子率を決定し、さらに信用の制御を行っている。具体的には、「準備を提供するのに必要な現金を、好む利子率で、他の銀行に貸し出す中央銀行は非常に支配的な位置を占めている」(Hawtrey 1919, 51)。すなわち、「利子率を変動させることによって中央銀行は新しい紙幣の流れを拡張したり、収縮することが可能である」(Ibid., 50)。このように利子率操作によって紙幣量の制御を行っている。その結果、「市場利子率は常に中央銀行によって課される利率、すなわち「公定歩合」と呼ばれるものに近づく傾向があるだろう」(Ibid., 50)。ここでは、中央銀行の決定する公定歩合が貨幣市場における利子率を決定するという外生的な利子率論を展開している。また、同時に信用貨幣量の外生的な制御に関しては否定的である。例えば、「紙幣発行当局は〔銀行に〕信用を拡張、あるいは収縮するようにシグナルを与える以上のことは出来ないし、必要な手段を彼らが取ることには頼らなければならない。直接に貨幣単位の価値に影響するのは彼らの行動であって、紙幣発行ではない」(Ibid., 49)。

最後にホートリーのマクロ経済論全体の独自性も、二点だけ触れておく<sup>16)</sup>。第一に、全体的な構造としては供給ではなく、需要重視の構成となっている点が特徴である。ホートリーは「有効需要」(Hawtrey 1913, 4)という語をケインズに先駆けて使用しているけれども、ケインズの意味での有効需要論は存在しているとは認められないものの、銀行による信用貨幣の供給によって、消費者の需要が経済活動全体を決定している。

第二に、信用貨幣論が前提となっている以上、避けられない点ではあるが、フローとしての貨幣のみを扱っている点である。これは消費者の貨幣需要が経済全体活動全体を決定するという需要重視の構成において、ストックとしての貨幣は残余としてのみ存在するという意味である。実際、ホートリーは貨幣需要論においてもほぼフローとしての貨幣のみを論じている。また、ホートリーは投資市場においても新規発行のみを問題にしていた<sup>17)</sup>。とはいえ、フローとしての貨幣、すなわち信用貨幣を通じて経済の循環の過程、さらに景気循環論を論じたという点で貨幣的経済学としての一貫性が存在し、完成度も高いと評価しうる。

---

16)ケインズとの比較は第3章で簡潔に行っている。全体としてはケインズと比較的類似しているけれども、ケインズの意味での「古典派」的側面も存在する。例えば、投資-貯蓄の関係については、「投資需要を削減する貯蓄不足」(Hawtrey 1913, 214)とあるように、貯蓄が投資を決定すると主張している。

17)実際、『好況と不況』において、「投資市場が最も重要であるのは、新規発行に関してである。というのは、固定資本ストックへの追加を表し、直接にあるいは間接に投資を待つ貯蓄を使い切るのは新規発行であるからである」(Hawtrey 1913, 209)。

#### 4、小括

本稿では信用と貨幣を軸に、ホートリーの信用貨幣論と貨幣的循環過程、景気循環論を含むマクロ経済論について論じてきた。その結果、以下の三点が重要な論点として存在する。

第一に、信用貨幣に基づく貨幣本質論である。ホートリーは信用貨幣を前提として論じるだけでなく、貨幣を負債の支払手段として定義し、計算貨幣を中心に貨幣の機能を展開し、そこから信用貨幣を説明している。これは、貨幣を交換手段として定義し、商品貨幣説に基づく、新古典派および貨幣数量説的な考え方に對抗しうる理論である。そのような理論としては、十分な形態で主張されており、現代の水準からも評価可能である。

第二に、ホートリーのマクロ経済論としては、従来、景気循環論を中心に検討がなされてきたけれども、それだけではなく、貨幣的循環の過程が存在することが明らかになった。貨幣的循環の過程は経済が変動しない一種の定常状態であり、理論における基準ともなっている。さらに、この貨幣的循環の過程は、現代の貨幣的循環理論の枠組みと非常に類似したものである。直接的な影響は存在しないと思われるが、このようなアイデアは、ケインズの『貨幣論』においても、産業的循環と金融的循環の区別として、見出されることを考慮すれば、間接的には、影響を与えているとも評価可能である<sup>18)</sup>。

第三に、銀行が重要な役割を果たしている。この点は従来の貨幣、信用を重視した研究においても主張されていたが、ここでは「負債の商人」としての銀行、すなわち、特殊な商人として銀行の果たす役割に注目している。銀行は信用貨幣論において定義される存在であり、その意味では信用貨幣論とマクロ経済論を繋いでいる。また、銀行はホートリー独自の概念である商人の一種として定義されている。マクロ経済論においては生産者、消費者、銀行、商人からなる四部門モデルとして把握可能である。銀行は財を扱う商人に対する優位性を持ち、マクロ経済論においては最も重要な主体となっている。

以上の三点はホートリーの経済理論全体、すなわち信用貨幣論と貨幣的循環の過程、景気循環論の統一的な理解を得るためには必要な論点であろう。

---

18)ホートリーとケインズの関係に関しては、主に貨幣本質論の領域について、第3章で検討している。

### 第3章 ケインズの内生的貨幣供給論と計算貨幣説<sup>1)</sup>

#### 1、はじめに

この章では、ケインズと内生的貨幣供給論の関係を貨幣本質論を中心に検討する。ケインズが貨幣を中心とした経済理論を構築しようと試みていたことはよく知られている。実際、『一般理論』において、ケインズは、貨幣の持つ特殊な性質を自己利子率理論を通して、有効需要が不足する原因と見なし、不完全雇用均衡を論証していた。ところが、『一般理論』の序文では、「貨幣は本質的かつ独特の仕方では経済機構の中に入り込むことが示されているが、貨幣に関する技術的な詳細は背景に退いている」(Keynes 1973a, xxii)と述べられているように、ケインズ自身は、貨幣についての詳細な議論を行っていないことを認めていた。貨幣に関する詳細な議論は、『貨幣論』に存在しているが、必ずしも、今まで、十分な検討が行われてきたわけではなく、さらに『一般理論』との関係もそれほど明確ではない。このように、ケインズの経済学全体を通して、貨幣が中心であることは否定できないが、どのような意味でケインズの経済学が貨幣経済学として成り立っているのかを明らかにするために、ケインズの貨幣観、あるいは貨幣の取扱いに関して検討する必要がある。

ここで、先行研究を振り返ると、主に二つの論点が存在する。第一に、流動性選好説とストックとしての貨幣の性質を論じている研究、すなわち、『一般理論』を中心とした視点である。流動性選好説における貨幣需要論に焦点を当てる研究では、『貨幣論』(1930a, b)だけでなくマーシャル以来のケンブリッジ学派の伝統が重視され、利子率決定理論、および、ストックとしての貨幣と不確実性の関連を重視する研究においては、『一般理論』(1936)における革新性が強調されている<sup>2)</sup>。第二に『一般理論』に留まらず、ケインズの著作全体を検討する視点としては、例えば、内生的貨幣供給に注目する研究が存在する。そこでは、『インドの通貨と金融』(1913)から『貨幣論』まで、貨幣供給は内生であるに対して、『一般理論』では理論的には貨幣供給は外生と仮定しているけれども、内生的貨幣供給の場合を排除しているわけではないと主張している<sup>3)</sup>。いずれにせよ、流動性選好説における貨幣需要論的側面を重視する研究を除けば、『貨幣論』と『一般理論』の断絶、違いを強調している。そこでは、一般に『貨幣論』においてはフローとしての貨幣を主に扱い、『一般理論』においてはストックとしての貨幣の性質を軸に理論を構成していると評価されている。また、これらの研究は、『貨幣論』に関しては、フローとストックの区別、あ

---

1)本章は内藤(2008)を加筆、修正したものである。

2)流動性選好説に関する経済学史的な研究としては、Eshag(1963)、Bigg(1990)が代表的である。他方、ポストケインジアンにおいては、例えば、Davidson(1978)は貨幣の価値貯蔵機能を重視している。さらに内生的貨幣供給論においても、流動性選好理論を採用する Wray(1990)などは、ストックとしての貨幣を重視している。

3)貨幣供給の内生性に関する経済学史的な研究としては福田川(1983)、美濃口(1986)、Moore(1988)、Docherty(2005)などの研究が存在する。このような研究はポストケインジアンにおける内生的貨幣供給論の発展によって影響されている。

るいは貨幣供給の内生的性、外生的性という視点からの評価であり、『貨幣論』における詳細な議論の持つ意味が検討されていないと思われる<sup>4)</sup>。

このようにケインズの貨幣に関する考え方は『貨幣論』と『一般理論』においてだけではなく、それ以前の著作においても、それぞれ異なっている面が存在する。すなわち、ケインズの貨幣に関する考え方の変化を検討する必要があるが存在する。この章では、第一に、『インドの通貨と金融』及び『貨幣改革論』における貨幣の取り扱いを簡潔に検討する。第二に『貨幣論』における貨幣の定義を中心にその主張を明らかにする。第三に、そのような議論が『貨幣論』以降において、どのように受け継がれているのか、あるいは位置付けられるのかを検討する。また、従来の研究における諸論点、特に『一般理論』におけるストックとしての貨幣の強調、内生的貨幣供給といった点との関係についても考察する。この三点を目的として、具体的には、第2節では『インドの通貨と金融』と『貨幣改革論』における考え方を検討する。第3節では『貨幣論』における貨幣本質論を検討する。第4節では『一般理論』とそれ以降の諸論文における関連する論点を整理する。第5節では、『貨幣論』に大きな影響を及ぼしているホートリーの議論との簡潔な比較を行う。第6節では結論として、考察を行う。

結論としては、第一に、ケインズは一貫して信用貨幣の枠組みを採用していたことが確認される。第二に『貨幣論』における計算貨幣を中心とした貨幣の定義とその構造が示され、また、『一般理論』後の時期においても採用されていることが明らかになり、そういった貨幣の構造に、『一般理論』以降の新たな論点が位置付け可能であることが示される。第三に『貨幣論』と『一般理論』の貨幣的な側面に関する違いとしては、『貨幣論』においては貨幣の分類を中心とした視点が採用されていたが、『一般理論』においてはフローとストックの区別を中心とした視点へ移行し、ストックとしての貨幣が重視されていることが確認される。

## 2、貨幣の弾力的供給と管理通貨制度

### (1)貨幣の弾力的供給と金為替本位制－『インドの通貨と金融』

ケインズは、『インドの通貨と金融』(1913)において、インドの実際の制度に基づいた議論を展開している。ここでのケインズの貨幣に関する考え方の第一の特徴は、金貨本位制ではなく、金為替本位制を主張していることである。金為替本位制とは金が実際には流通せず、必要な金準備を外国の証券や手形の形態で保有するような制度である(Keynes 1971a, 21, 22)。ケインズが金為替本位制を擁護する理由は、金貨を流通させることの費用が高いことと、金貨が流通することによって準備が減少することと、金貨は弾力的な通貨供給と

---

4)ここでのフローとストックの区別は、一般的な意味であり、フローというのは経常的な取引に関わり、ストックは既に蓄積された富の交換に関わっていると定義する。また、フローとストックの区別、あるいは貨幣供給の内生的性と外生的性の視点は、結論で検討するが、この二つは従来の研究の視点であり、この論文の目的は、計算貨幣を中心とする貨幣の構造において、これら二つの視点も統合可能であることを示すことである。また、フローとストックの区別の視点に関しては結論で考察する。

いう点からは好ましくないことである。もう一つの理由は、イギリス以外の国においては、大量の金準備、金の支払いの部分的停止、外国の債権と手形の保有といった公定歩合政策以外の政策手段が必要であり、その中でも外国の債権と手形の保有が最も有効な手段であるとしている。外国の証券を準備として保有することはまさに金為替本位制である (Ibid., 14-18)。ケインズがここで金本位制を擁護していることは、後に管理通貨制度を主張したことと比べて、伝統的な見方に留まっていたと評価可能であるが、むしろ、金本位制においても自動的な部分ではなく裁量的、弾力的な部分を主張していたと考えるべきであろう。

第二の特徴は、ケインズはインドにおける中央銀行の設立を主張していることである。これは、より弾力的で、柔軟な制度を重視していたからである。例えば、ケインズはインドの紙幣制度の特徴を述べている。第一に紙幣発行は銀行機能から分離されており、第二に中央銀行が存在しないことである。そのため、「税金が流入する一定季節には活動資金がしばしば急速に貨幣市場から引き揚げられる」 (Ibid., 40)。第三に、その結果、「インドの通貨は国内的には（外国からの資金の輸入を別とすれば）完全に非弾力的である。・・・交換手段の一時的な増加は海外からの資金の導入によってのみ実現することが出来る」という事実は、ある程度まで、繁忙な季節のインドにおける高い割引率を説明する」 (Ibid., 39-41)。すなわち、通貨の供給は非弾力的であり、その結果、割引率が季節毎に変動している。そのため、ケインズは近代的な中央銀行の導入を主張しているが、それは弾力性のある貨幣制度を確立することを目的としているからである<sup>5)</sup>。このように、この著作でケインズは一貫して貨幣の弾力的な供給を擁護している。これはケインズが貨幣の季節的な内生性を理解していたと思われる点である。すなわち、ケインズは初期の段階から、貨幣の内生的な理解を既に持っていたと評価できる。

第三の特徴は、ケインズが「ルピーは名目鑄貨であって本質上は銀に印刷された紙幣に等しい」 (Ibid., 26) と述べているように、名目貨幣であることを認識していることである。また、金貨ではなく、紙幣の流通を主張している。これは『貨幣論』における認識に近い面であり、ケインズが古典的な金本位制メカニズムの信奉者ではなかったことを示している。

## (2) 貨幣数量説と管理通貨制度－『貨幣改革論』－

『貨幣改革論』(1923)は物価水準の変動に関する議論を中心とし、貨幣制度についても論じているが、時論的な色彩が強く、必ずしも理論書ではない。ここでの、ケインズの貨幣に関する考え方の特徴は、第一に第三章の貨幣数量説に関するところに述べられている。ケインズは貨幣数量説に基づいて定式化を行っている。

$$n=p(k+rk')$$

ここで、 $n$  は現金量、 $p$  は各消費単位の価格（生計費指数）、 $k$  は現金での保有量、 $k'$  は当座預金での保有量、 $r$  は銀行の現金準備率である (Keynes 1971b, 63)。これはケムブリッジ残高方程式であるが、ケインズは貨幣数量説を柔軟に解釈している。たとえば、「これらの

---

5) 実際、アメリカ合衆国の連邦準備銀行は、利率の季節的な変動を緩和するために導入されている (Moore, 1988)。

うち二つ、 $n$  と  $r$  は中央銀行当局の直接管理のもとにある。・・・物価を安定させるには、ある程度まで  $k$  と  $k'$  を安定させることが必要であり、・・・ $k$  と  $k'$ 、特に  $k'$  の動きを安定させる通常の方法は割引率を用いる方法である」(Ibid., 68)。ここでケインズは貨幣数量説に従って外生的な貨幣供給を認めているが、政策論としては、通常の場合には割引率を用いるべきとしており、常に現金量や現金準備率を変動させるべきであるとは主張していない。また、貨幣数量説に関しても、この時点でも懐疑的な面は存在する。「長期的には」、恐らくこれが正しいであろう。・・・だが、この長期的観点は、現在の事柄については誤謬を生じやすい。長期的に見ると、我々はみな死んでしまう。・・・実際の経験では、 $n$  の変化は  $k$ 、 $k'$  および  $r$  に影響を及ぼしやすい」(Ibid., 65)。

第二の特徴は、金本位制に反対し、管理通貨制度を主張している点である。その理由は「購買力から見て金自体が安定性を欠くことである」(Ibid., 116)。すなわち、ケインズは金本位制復帰に関連して金自体の安定性を問題にしている。19世紀には金の価値は比較的安定していたが、それは、「第一に、金鉱発見の進展は、大体において、他の方向における発展と歩調を合わせた」(Ibid., 133)ためであり、第二に、金は「それ自体の価値」を持っていたからである。けれども、第一次大戦後は、金本位制が停止され、金の価値は不安定になってきている。「最も重要なことは、不換紙幣と銀行信用を有する現代世界においては、好むと好まざるとにかかわらず、「管理」通貨は不可避であり、金兌換制度を採用するとしても、金の価値自体が中央銀行の政策に依存するという事実は変わらないであろう」(Ibid., 136)。また、「事実上、金本位制は既に未開社会の遺物と化している。・・・規制された紙幣本位制は、気付かぬうちに、入り込んでいる。それは現存している」(Ibid., 138)と述べ、貨幣の管理の必要性を強調している。

第三の特徴は内生的な貨幣観である。

「銀行券および政府紙幣の形を取る現金は、・・・信用創造の量と国内物価水準とによって、必要とされる量だけ、つまり、いくらでも供給される。・・・不況の後、活発な取引と高雇用の年が到来すると、通貨への需要増加が起こるだろう。そのとき景気回復を意図的に抑圧するというのでないならば、その需要に応じなければならない。かくして、今日の傾向は、・・・信用創造を監視、抑制して、通貨発行をこれに従わせる」(Ibid., 145, 146)

ことである。すなわち、ここでは、明らかに需要に応じて貨幣を供給すべきであるという内生的な貨幣に関する考え方が見出される。

第四の特徴は貨幣の機能として価値保蔵手段についても触れていることである。第二章でケインズはインフレーションと国家財政の関係について論じている。ここでは、政府がインフレーションによって利益を得るといいういわゆるインフレーション税の議論を行っているが、「現代社会における貨幣の若干の他の用途に関しては、インフレーション課税は、もっと早い段階から禁止的になる。例えば、減価がいつそう進むという予想が確かになれば、価値保蔵手段としての貨幣は急速に廃棄される」(Ibid., 43, 44)。

以上のようにここでのケインズの主張の特徴は、第一に貨幣数量説を主張しているが、懐疑的な面も存在することである。第二に、金本位制に反対し、管理通貨制度を主張していることである。第三に、その後の議論につながるような面も見られる。すなわち、内生的な貨幣や価値貯蔵手段としての貨幣である。

### 3、貨幣本質論と信用貨幣論の展開－『貨幣論』－

『貨幣論』(1930a, b)においては、ケインズは計算貨幣としての貨幣の定義から議論を始め、そこから、いくつかの貨幣の概念を派生させている。さらに、貨幣の分類、特に銀行預金の分類を行うだけでなく、国家貨幣と銀行貨幣のそれぞれの特徴を詳細に議論している。この節では、最初に貨幣の定義と大きな分類を検討し、次に国家貨幣と銀行貨幣の性質と詳細な分類を取り上げ、最後に内生的貨幣供給との関係を検討する。

#### (1)貨幣の定義と分類

ケインズは『貨幣論』(1930a, b)において、貨幣の定義として、「計算貨幣、すなわちそれによって債務や価格や一般的購買力を表示するものは、貨幣理論の本源的概念である。計算貨幣は、繰延支払の契約である債務および売買契約の付け値である価格表とともに現れる」(Keynes 1971c, 3)と述べている。ここで定義されている貨幣は計算貨幣であり、債務契約、あるいは売買契約を前提としているが、実際の支払い手段としての貨幣に関しては、「貨幣」、「貨幣それ自体」、あるいは「本来の貨幣」と呼んでいる。ケインズは「貨幣それ自体」を「債務契約および価格契約がその引き渡しによって履行され、貯蓄された一般的購買力がその形を取って保持されるもの」(Ibid., 3)と定義している。すなわち、支払い手段としての貨幣である。このような「貨幣」と「計算貨幣」の関係は、「本来の貨幣は、・・・ただ計算貨幣との関わりでしか存在することは出来ない。貨幣と計算貨幣との区別は、計算貨幣は記述あるいは称号であり、貨幣はその記述に照応する物である」(Ibid., 3)とあるように、計算単位としての貨幣が貨幣の本質であり、実体としての貨幣はそれに対応するものに過ぎないとしている。

ケインズはこのように貨幣を定義した上で、計算貨幣と本来の貨幣のそれぞれについて、より細かい議論を展開している。それによると、計算貨幣から「銀行貨幣」が派生し、他方、本来の貨幣は「国家貨幣」でもある(Ibid., 5)。ここで、問題となるのは、本来の貨幣が「国家貨幣」でもある理由であるが、これに関してはケインズは国家、あるいは社会を導入して、貨幣国定説、あるいは表券主義的な立場を採用している<sup>6)</sup>。例えば、「国家または社会が、・・・計算貨幣を持って締結されている契約の合法的あるいは慣習的な履行として引き渡されなければならないものは何かということをも決定する」(Ibid., 4)のである。この点は、計算貨幣としての貨幣が売買契約であれ、債務契約であれ、契約を前提としていることから導かれており、国家、あるいは社会が計算貨幣だけでなく、本来の貨幣を決定している。また、ここでの表券主義は国家による貨幣管理の前提ともなっている。

以上のようにケインズは表券主義的な議論を展開した上で、銀行貨幣と国家貨幣の導入

---

6)ケインズは、クナップに言及しており、その点では影響を受けていると思われる。ただし、『貨幣論』の貨幣本質論に大きな影響を与えているホートリーの『通貨と信用』においても明示的ではないが、国家や社会を貨幣の前提としており、基本的な立場は共通していると思われる。ホートリーに関しては第2章及び内藤(2004)を参照せよ。また、表券主義に関しては、Wray(1998)、及び第1章を参照せよ。

を行っている。すなわち、「計算貨幣の導入が二つの派生的範疇—この計算貨幣で表示される契約の付け値、契約および債務の承認と、この計算貨幣に照応しその引き渡しによって契約あるいは債務を履行する本来の貨幣と—を発生させる」(Ibid., 5)ことになる。ここでは、計算貨幣から「債務の承認」が派生している。この「債務の承認は取引の決済においてそれ自身本来の貨幣に対する便利な代替物である」(Ibid., 5)が、「それを銀行貨幣と呼んでよいであろう」(Ibid., 5)。さらに、「国家貨幣すなわち本来の貨幣と、銀行貨幣すなわち債務の承認とは、相並んで存在する」(Ibid., 5)と述べているように、いわゆる信用貨幣である銀行貨幣を導入している。銀行貨幣は、銀行預金からなっている(Ibid., 6)。すなわち、計算貨幣から、本来の貨幣と債務の承認が派生しているが、本来の貨幣に対して国家が保証を行うと国家貨幣となり、他方、債務の承認は銀行貨幣と見なすことが出来る。また、銀行貨幣の中で、国家が保証するものは、代表貨幣と定義している(Ibid., 6)<sup>7)</sup>。

このようなケインズによる貨幣の分類は、貨幣の定義として計算貨幣を採用し、そこから本来の貨幣、すなわち実体としての貨幣である国家貨幣と、債務の承認である銀行貨幣の二種類の貨幣を派生させる構造になっている。すなわち、売買契約、あるいは債務契約においてその価格や債務の大きさを示す計算貨幣を貨幣の最も基本的な定義としている。ここで計算貨幣自体は名目的なものであり、「記述あるいは称号」であるため、実際の支払手段としては、それに対応する貨幣それ自体、あるいは本来の貨幣を必要となる。他方、計算貨幣は特に債務契約の場合は、その債務の承認として、取引の決済において貨幣として通用している。この債務の承認はいわゆる信用貨幣であるが、ケインズはこれを銀行預金から構成されるものとして銀行貨幣と呼んでいる。また、計算貨幣は契約を前提としているが、その契約において実際に支払われる本来の貨幣を社会、特に国家が決定することから、国家貨幣と呼んでいる。このような貨幣の構造は、信用貨幣を中心に、国家貨幣の側面も論じることが可能であるという点に特徴がある<sup>8)</sup>。そして、ケインズは国家貨幣と銀行貨幣のそれぞれの詳細な分類を行っている。

## (2)国家貨幣と銀行貨幣

国家貨幣に関しては、三種類に分類している。まず、商品貨幣はある特定の商品から構成されており、貨幣としては偶然によって、選択されたものであり、その供給は希少性と生産費によって決定されている。法定不換紙幣は、象徴的貨幣であり、国家が創造し発行

---

7)銀行貨幣は「私的な債務の承認」であって、国家貨幣は国家が受領することを保証されているという違いが存在するが、代表貨幣は銀行貨幣でありながら、国家貨幣でもあるように、実際には複雑である(Keynes 1971c, 5,6)。

8)小島(1997)によると計算貨幣としての貨幣の定義はホートリーの影響によるものである。この点に関しては第2章及び内藤(2004)を参照せよ。内生的貨幣供給論者の中では、Wray(1990)、Ingham(2004)が計算貨幣としての貨幣の定義を重視している。このような計算貨幣を中心とする貨幣の構造を展開した理由としては、ホートリーの影響以外に、信用貨幣だけでなく、国家貨幣をも位置付けることが可能であるという点が考えられる。また、他の貨幣の定義、特に交換手段としての貨幣の定義を採用しなかったのは、信用貨幣を論じにくい、あるいは商品貨幣と国家貨幣のどちらを採用するかといった困難を避けるためとも考えられる。

するが、他のものと兌換されることはなく、一定の客観的価値を持っていないものである。そして、「管理貨幣は法定不換紙幣に類似しているが、しかし国家が、それにある客観的標準で測って確定した価値を持たせるように、兌換その他の方法でその発行条件を管理することを引き受けている点でそれとは異なっている」(Ibid., 6,7)。ここでは管理貨幣を重視している。「管理貨幣はある意味では貨幣の最も一般化された形態」(Ibid., 7)である。すなわち、管理貨幣を最も一般的なものと見なしている。

次にケインズは計算貨幣に始まり、国家貨幣を重視する議論の歴史的な実証も簡単に試みている。ここで興味深いのは、ケインズは商品貨幣から信用貨幣へと発展してくるという考え方を取らない点である。すなわち、貨幣の本質をあくまでも計算貨幣とし、商品貨幣は貨幣の起源ではなく、貨幣の一つの形態に過ぎないと主張している(Ibid., 10, 11)。

管理貨幣に関しては具体的な管理の方法についても論じている。例えば、公定歩合政策である。また、『インドの通貨と金融』で述べた金為替本位制や、『貨幣改革論』での管理通貨制度の主張も管理通貨の一種として位置付けられている(Ibid., 15-18)<sup>9)</sup>。

他方、銀行貨幣、すなわち、銀行預金の詳細な分類も行っている。まず、ケインズは、預金の分類を行っている。第一の分類は所得預金である。これは個人が「受け取りと支出との時間的な隔たりをつなぐことと、また不時の出来事に備えておくこととの両方の目的のために」保有する預金である(Ibid., 30, 31)。第二の分類は営業預金である。これは、所得預金と同じ目的で、商人、製造業者などが営業目的のために保有する預金である(Ibid., 31)。ケインズは、所得預金と営業預金を合わせて、現金預金と呼んでいる。第三の分類は貯蓄預金である。これは「支払いをするためではなく貯蓄を運用する方法として、すなわち一つの投資としても保有される」預金であり、「経常的な支払いのために必要とされるものではなく、また何らかの理由により、預金者にとって何か他の形態の投資の方が好ましくなった場合には、何の不都合もなく手放すことが出来るであろう」(Ibid., 31,32)。ここでは、経常的な取引のための現金預金と投資目的の貯蓄預金の二つに大きく分類しているが、『一般理論』における流動性選好の動機の分類に繋がる議論である。

ケインズは次に貨幣循環の分類を行い、それを銀行預金の分類と組み合わせて詳細に分析を行っている。貨幣循環に関して、「経常的な産出、分配および交換」(Ibid., 217)に関わる産業的流通と「富に対する既存の権利を保有しまた交換する経済活動」(Ibid., 217)である金融的流通に分類している。これは現代的に言い換えれば、それぞれ、フローの循環とストックの循環と見なせる。そして、営業預金に循環の分類を適用している。すなわち、「(i)生産機能の分業から生ずる取引、・・・(ii)資本財あるいは商品の投機的取引(iii)金融的取引、たとえば大蔵省証券の償還と借り換え、あるいは投資物件の変更」(Ibid., 41)ここで、ケインズによれば、(i)は産業的流通を構成し、(ii)と(iii)は経常取引とは無関係で、安定的ではなく金融的流通を構成している。産業が使用する預金は所得預金と一部の営業預金であるが、ここでケインズは産業の使用する営業預金を営業預金 A とし、金融は貯蓄預金と営業預金の一部を使用するが、これを営業預金 B と呼んでいる(Ibid., 217)。

ケインズは、貯蓄預金に関しては、さらに細かく分類を行っている。第一に「短期の予

---

9)このようにケインズ自身も位置づけているが、貨幣の管理は『インドの通貨と金融』(1913)、『貨幣改革論』(1923)においても重要な論点であった。

告で換金可能な流動的性質を持つ貨幣請求権」(Ibid., 223)として保有される場合があり、これが貯蓄預金 A である。第二の種類は、「弱気」の資産配分を行う場合に保有している預金であり、貯蓄預金 B と呼ばれている。これは、「その時点で証券を避けて現金の貸出の方を選んでいる人」(Ibid., 224)である弱気筋によって保有されており、強気の意向が増大する場合には貯蓄預金は減少する。これが流動性選好説における投機的動機に繋がる点である。

ここでのケインズによる銀行預金の分類は、非常に複雑である。というのは、最初の預金の三つの分類において、所得預金と営業預金との区別は預金の所有者による分類であるが、所得預金と営業預金を合わせた現金預金と貯蓄預金との区別は、預金保有の目的による分類である。さらにこのような分類に対して産業的流通と金融的流通の区別を適用している。ここでの複雑な分類は、流動性選好説における貨幣保有の動機として再編されることになる。

### (3)貨幣の内生性

『貨幣論』における貨幣供給の内生性に関しては、既にいくつかの研究文献でも触れられており、実際、貨幣の内生性に関する記述は、数カ所存在する。ここでは、代表的な箇所を取り上げ、計算貨幣を中心とする議論との関係を検討する。

貨幣の定義においても、内生性と密接に関わっている。既に引用したように計算貨幣は債務契約や売買契約の計算単位として現れるものである。すなわち、債務が前提となっている。そして、計算貨幣は、「記述あるいは称号」であり、その記述に対応するのが契約や債務を履行するための本来の貨幣である(Ibid., 3)。このような名目的な計算単位としての貨幣が債務の承認として貨幣の「代替物」として通用する時、銀行貨幣と呼ばれている(Ibid., 5)。すなわち、計算貨幣は「記述」に過ぎないが、このような記述が特に債務契約の場合には「債務の承認」、あるいは信用であるが、これは貨幣として用いられる。このように、計算貨幣としての定義において、債務が前提となっており、そこから、信用貨幣である銀行貨幣が派生している。ケインズの議論においては、ほぼ銀行貨幣で議論しており、銀行貨幣は信用貨幣であるため、貨幣の内生性は計算貨幣としての貨幣の定義に密接に結び付いている。

銀行貨幣の内生性に関してはケインズは、銀行預金の創造の方法とそれに由来する銀行システムの不安定性を述べているところで、論じている。銀行預金の創造の方法は二種類存在する。すなわち、現金や小切手を受け取って預金を創造する方法と、「銀行が、借主の後日返済するという約束と引き換えに、借主のために自己に対する請求権を創造する、すなわち貸付あるいは前貸しをする」(Ibid., 21)という方法である。後者の方法は、まさに内生的な信用貨幣の創造である。すなわち、銀行が貸出を実行するのに伴って、銀行預金である銀行貨幣が創造される。そして、ケインズは、このような貨幣の内生性を銀行システムの内在的な不安定性に結び付けている。まず、主導権が預金者の側にあるという意見に反対している。というのは、「ある銀行が受動的に創造する預金の率が、一部はその能動的に創造しつつある預金の率に依存することは、明らかである。・・・能動的に創造される預金は、受動的に創造される預金の結果であるどころか、その逆である」(Ibid., 22)か

らである。すなわち、貸出に伴って創造される預金が原因となって、さらに預金が創造されるという信用創造のメカニズム、あるいは貸出から預金への因果性を主張している。

ケインズはこのように理論的な内生性を主張しているだけではなく、実際の制度に則して、議論を展開している。例えば、貨幣の管理や中央銀行との関連で内生性に触れている。

「銀行組織は、・・・実際には、貨幣の数量についても、何らの直接的な調節力を持ってはいないのであって、その理由は、中央銀行が、ある一定の型の適格と認めた有価証券のいかなる数量をも、規定の割引率でいつでも貨幣と引き替えに買い上げる用意を持っているということが、近代的な制度の特徴であるからである。したがって、全体の組織を支配するものは割引率である」(Keynes 1971d, 189)。

すなわち、銀行組織は貨幣量を直接制御出来ず、割引率によってのみ制御可能であるという貨幣の内生性を述べている。これは既に述べたように『貨幣改革論』におけるのとほぼ同じ議論である。

以上のように、内生的貨幣供給は、銀行貨幣、すなわち信用貨幣の重要な性質であり、計算貨幣としての貨幣の定義にも密接に関わっていることが明らかになっている。

また、銀行預金に関連して、ケインズは、当座貸越についても触れている。ここで、ケインズは、「現金預金に相当するものは、銀行の貸借対照表の資産の側に現れる顧客使用済みの当座貸越額ではなく、その当座貸越未使用額で」(Ibid., 37)あることを強調している。これは『一般理論』後の諸論文における金融的動機の議論に繋がる部分である。

#### 4、貨幣保有の動機－『一般理論』とその後の諸論文

##### (1) 価値貯蔵手段としての貨幣と流動性選好－『一般理論』－

『一般理論』(1936)においては、既に引用したように「貨幣に関する技術的な詳細は背景に退いている」(Keynes 1973a, xxii)。このため、貨幣に関して直接に論じている箇所は、流動性選好理論と自己利子率論について述べている箇所がほとんどである。そこで、ここではその点を中心にさらに貨幣供給に関しても簡単にケインズの主張を検討する。

まず、流動性選好説について検討する。流動性選好説は、貨幣の需要と供給によって利子率が決定されるという理論である。ここでは、貨幣の供給は後で触れるように外生的に決定されており、貨幣の需要だけが問題となっている。流動性選好は貨幣に対する需要であるが、ケインズはその存在理由を考察している。まず、貨幣の用途を日常経済生活の取引と富の貯蔵の二つに分けている。富の貯蔵として貨幣を保有するための「必要条件は、利子率の将来に関する不確実性、すなわち将来の各時点に成立する様々な満期についての利子率の複合体に関する不確実性の存在である」(Ibid., 168)。すなわち、不確実性が存在するために富の貯蔵手段として貨幣を保有するのである。そして、ケインズは流動性選好の動機の分類を行っている。

「(一) 取引動機、すなわち個人および企業の行う交換の経常取引のための現金の必要、(二) 予備的動機、すなわち資産総額のある割合を将来現金の形で持とうとする安全確保の欲求、および(三) 投機的動機、すなわち将来起こることについて市場よりもよりよく知ることから利益を得ようとする目的」(Ibid., 170)。

さらに第 15 章で、ケインズは『貨幣論』における銀行預金の分類との関連を述べている。それによると、取引動機は所得預金と営業預金に相当し、そこでは所得動機と営業動機に言い換えているが、残りの予備的動機と投機的動機は貯蓄預金に相当する(Ibid., 195, 196)。また、理論的には所得に依存する取引動機と予備的動機に対して、利子率に依存する投機的動機を対比させて論じている。このように貨幣保有の動機の分類は、『貨幣論』の銀行預金の分類を基本的には受け継いでいるが、より単純に再編されている<sup>10)</sup>。

以上のように流動性選好説において、富の貯蔵手段としての貨幣が不確実性との関連で、重要な役割を果たしていることが明らかになっているが、第 17 章では、そのことの『一般理論』全体における意味とその理由について述べられている。そこで、ここでは自己利子率理論と貨幣の性質について検討する。新たな投資が行われるためには、貨幣の利子率はその投資の資本の限界効率の最低基準となるので、貨幣利子率の水準がどこまで、下がりうるかが問題となる。そのため、「他の資産から区別される貨幣の特殊性はどこにあるのか」(Ibid., 222)を検討している。ケインズはここで様々な商品の自己利子率を検討している。ある商品の自己利子率は、その商品の収益  $q$  から、持越費用  $c$  を引き、それに流動性プレミアム  $1$  を足したものと定義されている。流動性プレミアムは「処分しうる力によって与えられる潜在的な便益あるいは安全性のために、人々が喜んで支払おうとする額」(Ibid., 226)である。貨幣の特徴は、その収益がゼロで、持越費用がほぼゼロで、流動性プレミアムがかなり大きいことであるが、他の資産と比較した場合には、流動性プレミアムが持越費用をはるかに上回るということであり、その結果、貨幣の自己利子率はほぼ流動性プレミアムによって決定されることになる。また、貨幣は、「その自己利子率が、資産一般のストックが増加する中で、他の全ての資産のそれ自身によって測られた自己利子率に比べて、いっそう低下しにくい」(Ibid., 229)。その理由は、第一に、「貨幣当局ではなくて私的企業の活動を問題とする限り」(Ibid., 230)、生産の弾力性がほぼゼロであり、第二に、代替の弾力性がほぼゼロであるということである。この結果、「貨幣はそれに対する需要が増加する場合には、購買力の流れを底知れず吸い込む湖沼となるのである」(Ibid., 231)。このように、貨幣の利子率が低下しにくい理由を、生産と代替の弾力性がそれぞれほぼゼロであると貨幣の性質に求めているが、これはストックとしての貨幣の性質と見なしうる。ケインズは、このような貨幣の性質によって不完全雇用均衡の論証を試みている。

『一般理論』において、貨幣供給は外生と仮定されていることは一般に知られている。実際、例えば、第 18 章におけるそこまでの理論的なまとめにおいて、「時にはわれわれの究極的な独立変数が次のものから成ると見なすこともできる。・・・(三) 中央銀行の行動によって決定される貨幣量」(Ibid., 246, 247)と述べているように理論的には外生的貨幣供給は前提となっている。けれども、『一般理論』では、内生的貨幣供給の場合が完全に排除されているわけではない。実際、ケインズは第 19 章で、

---

10)ただし、三つの動機をどのように二つにまとめるかは、曖昧である。何故なら、フローに関わる取引動機とストックに関わる予備的動機、投機的動機と分類可能であるが、ケインズ自身の理論的な取り扱い、所得に依存する取引動機と予備的動機に対して利子率に依存する投機的動機を対比させているからである。予備的動機に関しては、フローであるのか、ストックであるのか曖昧な点は存在するが、重要な区別は取引動機と投機的動機の間には存在するであろう。

「経済体系の自動調節的な性質を信じる人々が彼らの推論の重みをかけなければならぬのは、賃金水準及び物価水準の低下が貨幣需要に及ぼす効果である。・・・もし、貨幣量そのものが賃金水準及び物価水準の関数であるならば、もちろんこの方向に望みをかけることは出来ない」(Ibid., 266)

と述べている。これは貨幣供給が内生的であるならば、「賃金水準及び物価水準の低下が貨幣需要に及ぼす効果」、すなわち、いわゆるピグー効果によって完全雇用が成立する可能性を否定している箇所である。逆に貨幣供給が外生的であるならば、完全雇用が成立する理論的な可能性を認めているということである。このように、内生的な貨幣供給の場合を認めている。

## (2)不確実性と金融的動機－『一般理論』後の諸論文－

ケインズは、『一般理論』出版後に批判に応えるために幾つかの論文を発表している<sup>11)</sup>。それらは、主に貨幣、利子論に関わるものである。ここでは、貨幣の性質と内生的貨幣供給に関して、検討する。まず、「雇用の一般理論」(1937a)においては、不確実性を強調し、富の貯蔵手段としての貨幣を重視していることが知られている。確かにその通りであるが、ケインズは、

「貨幣は、良く知られているように、二つの重要な目的を果たしている。貨幣は、計算貨幣として機能することによって、現実の物体としてそれ自身決して関与する必要なくして、交換を容易にしている。・・・第二に、それは富の貯蔵である。・・・何故なら、一部は合理的な、一部は本能的な理由で、富の貯蔵としての貨幣を保有したいというわれわれの欲求は、将来に関するわれわれ自身の計算と慣習へのわれわれの不信の程度の指標であるからである」(Keynes 1973b, 115, 116)

と述べている。ここで、「第二に」以下は『一般理論』と同じく富の貯蔵手段としての貨幣と不確実性との関係を強調している部分であり、しばしば引用されるが、その前に、貨幣の第一の機能として計算貨幣をあげて、富の貯蔵手段としての貨幣と並列に論じていることが注目される。すなわち、計算貨幣としての貨幣の議論はこの時期においても放棄されていないことになる。

他方、「利子率の代替的理論」(1937b)と「利子率の「事前」的理論」(1937c)は利子率理論を巡る論争の中で発表された。ここでは、金融的動機を導入し、流動性選好理論の擁護に努めている<sup>12)</sup>。金融的動機は、投資の実行に前もって必要な現金としてのファイナンスへの需要であり、フローとしての貨幣が強調されている。また、当座貸越制度にも言及しており、ある程度、内生的貨幣供給を前提として考察しているとも思われる。金融的動機の位置付けに関して、ケインズは、「利子率の代替的理論」において、ファイナンスは「それ自身の特別な変動に従っている・・・それは、活動残高と非活動残高の間に、いわば、中間に存在するように見なされるかもしれない」(Ibid., 208-9)と述べており、ケインズは明

11)「雇用の一般理論」(1937a)は主にヴァイナーの書評に対する反論として書かれている。また、オリーン、ロバートソンとの利子率を巡る論争については、注11を参照せよ。

12)金融的動機に関しては、Ohara(2000)、内藤(2000)を参照せよ。

らかに取引動機とも投機的動機とも異なるものとして扱っている。また、ロバートソンへの反論において、現金の活動需要を「企業者の決定の初めと実行の間のタイムラグによる需要と公衆による所得の受け取りと処分の間と、また、企業者による売上収入の受け取りと賃金などへの支払いの間のタイムラグによる需要」(Ibid., 230)に分類している。ここで、前者は貨幣のファイナンス需要であり、後者は取引動機の中の所得動機と営業動機に相当する(Ibid., 195-6)。このことから分かるようにケインズは、明確に取引動機とは異なったものとして金融的動機を提示していると思われる。また、当座貸越制度に関しては、「事前のファイナンスの需要の増大が銀行システムに与える影響を緩和する理想的なシステム」として言及しているが、当座貸越制度の下では、「低い活動水準から高い活動水準への移行は、流動性需要と利子率に対する圧力がより少ないところで、遂行されうる」(Ibid., 223)と主張している。当座貸越制度は、内生的に貨幣が供給されるシステムであり、内生的貨幣供給の下では流動性の不足が生じる可能性が低いと主張している。すなわち、ケインズはここでも内生的に貨幣が供給される場合を認めている。

## 5、ホートリーとケインズ

ホートリーとケインズの貨幣本質論の領域の議論は既にそれぞれ第2章と本章の第3節で検討した。この節では、ホートリーのケインズに対する影響を確認した上で、両者の違いを簡潔に考察する。

ホートリーの『通貨と信用』における貨幣本質論がケインズの『貨幣論』冒頭における貨幣の定義から始まる議論に影響を与えているのは明らかである。すなわち、計算貨幣から議論を始めている点である。また、計算貨幣の連続性についても、表券主義の議論と関連させながら、ケインズは触れている(Keynes, 1971c, pp. 4, 5)。さらに、銀行貨幣を重視するという意味では、両者とも信用貨幣論の枠組みにおいて議論を行っている<sup>13)</sup>。

両者の議論は類似している点も多いが、貨幣本質論に限定しても、違いが存在する。第一に、ホートリーは貨幣の起源に関しては、「論理的説明」しか行わず、「歴史的起源」に関する議論は行っていない。それに対して、ケインズは貨幣の歴史に関して、簡潔ながらも論じている。これはケインズの「貨幣論」全体の構成にも関わっている点である。

第二に、ケインズは明示的に表券主義を導入している。ホートリーにおいても、国家ないし社会は貨幣が存在し、流通するための前提となっていたが、ケインズはクナップに言及して、計算貨幣における国家の役割を強調している。この点は、ケインズが国家による貨幣の管理を重視している点とも関係していると思われる。

第三に、ホートリーに比較して、ケインズにおいては、単に貨幣の定義を信用貨幣論の立場からまとめているだけでなく、貨幣の分類及び、構造といったものを考察している。ホートリーは信用貨幣だけでなく、現金通貨や金本位制などについても論じているが、貨幣の分類は行っていない。それに対して、ケインズは詳細な分類を行っており、その議論

---

13)ケインズは、ホートリーと比較すると、信用貨幣に留まらないより一般的な貨幣本質論の展開を試みており、そのため、「歴史的説明」も行っていると思われる。

はさらに『一般理論』における貨幣保有の動機の分類へ繋がっていく<sup>14)</sup>。その意味では、信用貨幣論に留まらず、より包括的な貨幣論を構築しようとしていたと評価しうる。

第四に、ホートリーは信用貨幣論として、フローとしての貨幣のみをほぼ扱っているのに対して、ケインズは、『貨幣論』の時点で、ストックとしての貨幣に対する需要を銀行預金の分類として指摘している。このストックとしての貨幣への注目は『一般理論』において、焦点の一つとなる。

以上のように、ホートリーが信用貨幣論の枠組みにおいて、貨幣本質論を展開していたのに対して、ケインズは信用貨幣を中心としながらも、より包括的、あるいは一般的な貨幣本質論を展開しようとして試みていた。この点が両者の差となっている。

## 6、『貨幣論』と『一般理論』における貨幣観

以上のように、『インドの通貨と金融』から『一般理論』後の諸論文まで、ケインズの貨幣に関する議論を検討してきた。ここでは、主に『貨幣論』と『一般理論』における共通性と違いを中心に検討するが、まず、問題となるのは、既に述べたように、『一般理論』においては貨幣に関する詳細な議論が省略されていることである。このため、今までの研究では、両者の違いに注目し、主として『一般理論』における流動性選好説とストックとしての貨幣の性質、および不確実性との関係が強調されてきた。しかし、ここでは『貨幣論』における貨幣に関する議論は「背景に退いている」だけであり、基本的には受け継がれていると考える。そこで、『貨幣論』における論点が『一般理論』以降においてどのように扱われているかを検討する。

### (1)『貨幣論』と『一般理論』の共通性

第一に、計算貨幣としての貨幣の定義である。この点は、『貨幣論』における出発点であり、重要な論点であるが、『一般理論』においては、言及されていない。けれども、既に見たように、『一般理論』後の「雇用の一般理論」において、貨幣の機能として、富の貯蔵手段と並んで、計算貨幣としての機能があげられている。すなわち、計算貨幣としての貨幣の定義は『一般理論』の段階においても、放棄されてはいないことになる。そこで、以下では『貨幣論』における計算貨幣としての貨幣の定義に始まる議論のいくつかの論点が『一般理論』以降において、どのように継承されているのか、あるいはされていないのを考察する。

第二に、銀行貨幣に関しては、『貨幣論』においては、実際の分析の中心に置いていたが、『一般理論』においてもその点是不変である。例えば、流動性選好説について論じているところで、「通常、私は、『貨幣論』の場合と同じように、貨幣は銀行預金と同じ広がりを持つと想定する」(Keynes 1973a, 167)と述べている。また、銀行預金の詳細な分類に関しては、基本的な分類は、流動性選好説の貨幣保有の動機に受け継がれている。ただし、

---

14)貨幣の分類に関しては、ロバートソンの『貨幣』の影響も考えられる。但し、そこでの分類は『貨幣論』の分類とそれほど類似はしていない。

流動性選好説においては、産業的流通と金融的流通による分類を全面的に採用し、「弱気」に基づく貯蓄預金を投機的動機に発展させて、それを軸に『貨幣論』の複雑な分類が再編されている。

第三に貨幣供給の内生性に関しては、『貨幣論』においては、内生的貨幣供給に基づいて議論が展開されているのに対して、『一般理論』では外生的貨幣供給が採用されており、この点は確かに両者の大きな違いである。しかし、外生的貨幣供給は理論的な仮定であり、実際には内生的貨幣供給の場合を認めていたことも明らかになっている。また、『一般理論』後の金融的動機を巡る論文においては、内生的な貨幣供給に基づく議論が見られる。すなわち、内生的貨幣供給に関しては、基本的には内生的であるとケインズは認識していたと思われる<sup>15)</sup>。『一般理論』において外生的な貨幣供給を採用した理由は幾つか存在するが、一つは、既に述べたような理論的な理由である。すなわち、外生的貨幣供給の場合においても不完全雇用均衡を証明するためである。もう一つは、流動性選好理論との関係である。流動性選好理論においては、ストックとしての貨幣の性質を重視しているが、ストックとしての貨幣は、一定と見なしても良いので、貨幣供給量を固定して、利子率の決定を考えることが可能になるからである。また、政策面からは流動性選好理論によって利子率が内生的に決定されるので、貨幣の管理として外生的な貨幣供給を想定することになったと思われる。

第四に国家貨幣と貨幣の管理の側面である。国家貨幣に関しては、『一般理論』では特に言及されることはない。他方、貨幣の管理の問題は、『貨幣論』では詳細に検討されているが、『一般理論』では強調されてはいない。けれども、『貨幣論』においては、貨幣を管理する手段としてバンク・レート政策が重視されていたが、『一般理論』においては、流動性選好説によって利子率が内生化されたため、政策手段としては外生的貨幣供給が主張されているとも考えられる。

## (2)フローとストックの貨幣

ここまで、『貨幣論』と『一般理論』の共通性を中心に検討してきたが、『一般理論』において新たに登場した貨幣的な側面は、流動性選好理論、不確実性と貨幣の関係、富の貯蔵手段としての貨幣の性質、自己利子率理論である。これらは『一般理論』の革新的な部分でもある。ここで問題になるのはこれらの新たな要素が、『貨幣論』における貨幣を巡る議論とどのような関係にあるかである。特に、富の貯蔵手段、すなわちストックとしての貨幣の性質が計算貨幣としての貨幣の定義と矛盾しないかという点である。というのは、『一般理論』における新たな要素は、全てストックとしての貨幣の性質に関係しているからである。その問題を考察する前に、フローとストックという視点に関して、『貨幣論』と『一般理論』以降を検討する。

第一に、フローとストックに関して『貨幣論』と『一般理論』を詳細に検討する。とい

---

15) 『一般理論』において、ケインズは理論的には外生的貨幣供給を採用していたが、制度上の認識としては内生性を認めていたと評価すべきであろう。何故なら、『一般理論』の体系において内生性を導入すると、矛盾が生じる可能性があるからである。この点に関しては美濃口(1986)、福田川(1983)を参照せよ。

うのは、一般的には、『貨幣論』はフローとしての貨幣を扱い、『一般理論』ではストックとしての貨幣の性質を強調し、『一般理論』後の諸論文では、特に利子率に関わる論争においては、流動性選好説にフローとしての側面を再び強調したと評価されている。これは誤った評価ではないけれども、それぞれに関して、より詳細な検討が必要である。まず、『貨幣論』においては、確かに銀行貨幣の議論を中心として、フローとしての議論が重視されているが、国家貨幣に関する議論もそれと並んで、重要な役割を果たしている。また、銀行預金の分類における「産業的流通」と「金融的流通」の区別は、既に見たように、それぞれ、フローの循環とストックの循環と見なすことが可能である。この区別は、銀行預金の分類に適用されているが、その最終的な分類を受け継いでいるのが、『一般理論』における流動性選好説の貨幣保有の動機の分類である。ここでは、大きく、フローに関わる取引動機と、ストックに関わる予備的動機と投機的動機の二つに分かれている。この意味では、フローとストックの区別は、『貨幣論』において登場し、『一般理論』において全面的に採用されており、ケインズの理論に内在的な視点とも考えられる。他方、『一般理論』においては、確かに富の貯蔵手段、および自己利子率理論における貨幣の性質はストックとしての貨幣に関わっているが、そこで採用されている貨幣の定義は、銀行貨幣である。さらに、『一般理論』後の時期においても、「雇用の一般理論」では富の貯蔵手段としての貨幣と不確実性の関係を強調しており、ストックとしての貨幣が重視されているが、利子率に関わる論争においては、フローとしての貨幣需要と見なされうるファイナンス需要を流動性選好説に導入している。このように、詳細に検討すると、それぞれの時期においても両方の要素が見られる。

第二に、『一般理論』における新たな要素が、『貨幣論』における議論と矛盾しないかという点を検討する。まず、『貨幣論』では計算貨幣として貨幣を定義しているが、そこから、銀行貨幣と国家貨幣の二つを派生させる議論の展開を行っている。そして、銀行貨幣を中心に、フローとしての貨幣の側面が強調されている。これに対して、ストックとしての貨幣の性質は、どちらかと言えば、銀行貨幣だけでなく国家貨幣、あるいは「本来の貨幣」、実体としての貨幣に関連している<sup>16)</sup>。その意味では、ストックとしての貨幣の性質の強調は、計算貨幣を中心とする貨幣の定義とは矛盾することなく、その議論に位置付けることが可能であると思われる。また、貨幣の国家による管理も表券主義を採用し、国家貨幣を重視することにより、当然の政策的結論として導かれることになる。このため、ケインズは「雇用の一般理論」において、計算貨幣と富の貯蔵手段としての貨幣の機能の

---

16)一般的には、貨幣の機能を分類した時に、計算貨幣と交換手段としての機能はフローに関わり、価値貯蔵手段としての機能はストックに関わるとされている。ケインズの『貨幣論』における貨幣の構造は、計算貨幣としての機能から、残りの二つの機能を派生させているようにも、考えられるが、銀行貨幣と国家貨幣の区別は厳密にフローとストックの区別に対応しているわけではない。ただし、それぞれ、フローとストックの両方に関わっており、ストックに関わる側面もこのような貨幣の構造において議論可能であり、その意味では矛盾しないと思われる。

二つを並列に論じることが出来たのであろう<sup>17)</sup>。

### (3)『貨幣論』と『一般理論』の違い

最後に、『貨幣論』と『一般理論』の違いを検討する。貨幣の定義、および機能という点からは、両者の間には、以上のようにそれなりの連続性が存在することが明らかになった。他方、両者の違いは、『一般理論』におけるストックとしての貨幣の性質の重視である。この点は不完全雇用均衡の論証に結びつけられており、そのような貨幣の性質を軸として理論が構築されている。しかし、フローとしての貨幣の性質に関しては、『一般理論』においても、放棄されたわけではなく、金融的動機を巡る議論においては、論争の結果とはいえ、重視されている。理論の内容としては、このようにフローとしての貨幣からストックとしての貨幣へと強調点が移行したと見なしうるが、既に述べたように、むしろ、『一般理論』においては、フローとストックの区別という視点が強調されていると考えられる。すなわち、『貨幣論』における計算貨幣を中心とする議論においては、銀行貨幣と国家貨幣の区別が重要であったが、既にそこにも産業的流通と金融的流通という形態で存在していたフローとストックの区別が『一般理論』では軸となっており、その中でも、ストックとしての貨幣の性質が重視されている。このように考えるならば、『貨幣論』と『一般理論』の違いは、視点の違いとして見なすことができるであろう<sup>18)</sup>。

### (4)小括

この章の結論としては、第一に、貨幣に関する幾つかの論点に関しては『貨幣論』と『一般理論』の間に、連続性が見出される。第二に、貨幣的な側面に関する両者の重要な違いは、『貨幣論』では貨幣の分類を中心とした視点が重視されているのに対して、『一般理論』ではフローとストックとの区別という視点から、ストックとしての貨幣の性質が強調されていることである。第三に、計算貨幣を中心とする貨幣の定義は、『一般理論』の時期においても、認められるが、『一般理論』におけるストックとしての貨幣の側面は計算貨幣を中心とする議論の構造においても位置付けることが可能である。第四に、ホートリーとの比較を行ったが、ケインズの貨幣本質論は、単に信用貨幣論に留まるものではなく、より包括的な議論を志向していたと評価しうる。

---

17)表券主義は、ケインズにおいては、確かに『貨幣論』で導入されているが、必ずしも、詳細な議論が展開されているわけではない。ケインズの議論を引き継いで、表券主義を展開しているのが、Wray(1998)であり、第1章及び、内藤(2007)で取り上げている。

18)ここでは貨幣の定義、機能面から考察したが、自己利子率理論に関しては、より大きな視点から検討すべき問題でもある。自己利子率理論と内生的貨幣供給の関係に関しては、この論文では詳細な検討は行っていないが、それ自体、大きなテーマでもあり、残された課題となる。ただし、自己利子率理論と外生的な利子率論は、必ずしも、矛盾するものではなく、統合の試みも存在する。例えば、渡辺(1998)を参照せよ。

## 第4章 ケインズの金融的動機とポストケインジアン解釈<sup>1)</sup>

### 1、はじめに

この章では、内生的貨幣供給論における出発点ともなる金融的動機の形成過程とその後のポストケインジアンによる解釈を検討する。ケインズは『一般理論』出版後の諸論文において、金融的動機という第四の貨幣の保有動機を導入し、新たな理論的發展を示している。『一般理論』に関しては、多くの研究が存在するが、1937年以降の諸論文に関しては、経済学史的な研究は比較的少なく、ポストケインジアンによるものが多い<sup>2)</sup>。ここでは、金融的動機の形成過程をオリーンを中心に検討し、ポストケインジアンの解釈を参考にロバートソンとの論争や金融的動機の位置付けに関して考察する。第2節では、ケインズの金融的動機の形成過程をオリーンの批判を中心に検討する。第3節ではロバートソンとの論争を扱い、第4節ではまず、ロバートソンとケインズの論争とポストケインジアンの解釈との関係を扱い、次に金融的動機の意味に関して考察する。第5節ではここでの結論を述べる。

### 2、金融的動機の形成過程

#### (1) 『一般理論』における貨幣保有の動機と流動性選好説

ケインズは、『一般理論』において「古典派」の利子率論とは異なる新たな流動性選好利子率論を展開している。その前提となるのは、利子率は投資と貯蓄が等しくなるような水準に決定されるのではないということである。流動性選好理論においては、利子率は「資産を現金の形態で保有しようとする欲求と入手可能な現金量を均衡させる「価格」」(Keynes, 1973a, p.167)として定義されている。すなわち、利子率は貨幣の需要と供給によって決定される。『一般理論』においては貨幣供給は外生的に決定されているので、結局、利子率は貨幣への需要である流動性選好によって決定されることになる。次にケインズは流動性選好を三種類に分類している。第一に、日常生活における取引に必要なものとしての取引動機、第二に将来の安全確保のために資産の一定割合を現金で保有しようとする場合の予備的動機、第三に、資産の貯蔵手段として貨幣を保有する場合の投機的動機である(Ibid., p.170)<sup>3)</sup>。また、流動性選好説においては、フローではなく、ストックとしての貨幣が利子率を決定している。

以上が流動性選好説の概要であるが、このケインズの利子率論を巡って、『一般理論』出版後にオリーン、ロバートソンなどと論争が行われた。

---

1)本章は内藤(2000)を元に加筆、修正したものである。

2)経済学史的な研究は確かに少ないが、明石(1988)、及び、Ohara(2000)が存在する。Ohara(2000)は金融的動機に関して、この論文で取り上げない論点に関しても包括的に扱っている。

3)流動性選好説全体に関しては、第8章で論じている。

## (2) Ohlin(1937a, b)による批判

オリーンは Ohlin(1937a, b)でヴィクセルに始まる北欧学派の紹介とケインズの『一般理論』への批判を行っている。第一に、オリーンは事前的現象の説明において、投資計画の実行に関して、「収益性があるように思われる可能な全ての投資〔計画〕の中で、幾つかのみが次期に計画され、実際に始まる」(Ohlin, 1937a, p. 61)と指摘している。その理由は、「企業の現在の現金と信用資源が更に投資を許すほど十分ではないこと、あるいは期待される現金と信用資源が投資を阻止すること」(Ibid., p. 61)である。そして、「企業が期首に自由に使い、その期に獲得する現金と信用資源は企業の購買能力の上限を与え、それらに関する期待は企業の投資計画への制限を設けることは明らかである」(Ibid., pp. 61, 62)。これは投資の実行において前もって必要なファイナンスの重要性を指摘しており、ケインズの「金融的動機」に影響を与えていると思われる点である。

第二に利子率に関しては、ケインズに類似した理論を展開している。まず、利子率が貯蓄の需給を等しくしたり、貯蓄と投資が等しくなるような条件で決まることを否定し、また、計画貯蓄と計画投資を等しくさせるものでもないと主張している。さらに、ケインズと同様に「正常利子率」の概念を否定している。というのは、オリーンのマクロ理論においても、ケインズと同様に「事後的には定義上、貯蓄と投資の間の均等性が存在する」(Ibid., p. 69)からである。このように、利子率論の前提となるマクロ理論はケインズ理論と類似した部分が存在する。

しかし、第三に利子率の決定に関しては、ケインズとは異なっている。オリーンによれば、「利子率は単純に信用の価格であり、それ故、信用の供給と需要によって支配されている」(Ohlin, 1937b, p. 221)。そして、個人と企業の貯蓄性向は間接的にしか利子率に影響しないとしている。オリーンは事前-事後分析を用いて利子率理論を展開している。事後的には、その期の新規信用の合計は個人の正の貯蓄の合計に等しい。すなわち、オリーンの利子率論では利子率はフローの信用需給によって決定される。

第四に、流動性選好説への批判を行っている。批判点は二つ存在し、一方は現金市場を特別扱いすることへの批判である。すなわち、信用の価格である利子率は通常的需求と供給によって決定されることを強調している。「現金の「市場」は他の市場との関係において何の重要な位置も占めていない。現金保有で得られる利子率がゼロであるということも確かですらない」(Ibid., pp. 225-6)。他方、利子率の実物体系との関係に関してもケインズを批判している。すなわち、「信用の価格である利子率と、貯蓄のフローがその一部である経済活動の過程の間には関連がある」(Ibid., p. 224)。結局、「ケインズの構成は利子率を主に価格体系の「外部」で決定されるもの、あるいは少なくとも、相互に依存的な価格と量のシステムとはほとんど何の関係もないものと見なすように思われる」(Ibid., p. 227)とケインズの利子率論が、実物体系と直接には関係ないことを批判している。

この論文において、オリーンは金融的動機につながる点を指摘し、利子率論の前提となるマクロ理論においてはケインズと類似した議論を展開しているが、流動性選好説を批判し、信用の需給による利子率決定論を主張している。

## (3) 「利子率の代替的理論」(1937b)におけるケインズの反論

ケインズは以上のような Ohlin(1937a, b)による批判に対して、「利子率の代替的理論」(1937b)で応えた<sup>4)</sup>。第一に、ケインズはオリーの理論はケインズ自身の理論と似ているが異なっていると主張し、その違いを明確にしようとしている。ケインズは、「信用」の意味に関して、「銀行貸出量の変化は、ある条件に従って、銀行貨幣量の変化に等しくなるかもしれないが、このことの私の理論への類似性は見かけだけである。というのは、それは銀行借入需要の変化に関わっているのに対して、私は貨幣需要の変化に関わっているからである」(Keynes, 1973b, p. 207)と述べている。すなわち、ケインズの流動性選好理論においては利子率は貨幣の需給に依存し、信用の需給には依存していない。

第二に、「投資決定は投資が行われる前に一時的な貨幣需要を引き起こすことがあるが、これは投資が行われている間に投資活動の結果としてもたらされる活動残高とは全く異なっている」(Ibid., p. 207)と新たにファイナンス需要を導入している。次にケインズはこのような需要が生じるメカニズムを説明している。「計画投資は、投資が行われる前に、すなわち、対応する貯蓄が生じる前に、その

「金融的準備」を確保しなければならないかもしれない。・・・それ故、投資の決定が行われる時と、関係する投資と貯蓄が実際に生じる時との間のこのギャップを繋ぐ技術がなければならない。このサーヴィスは新規発行市場、あるいは銀行によって供給される。・・・もし、[企業家が]前もって現金残高を蓄積するならば、まだ実行されていない、あるいは、不完全にしか実行されていない投資決定の蓄積はさしあたり過剰な特別な現金需要をもたらすかもしれない。・・・この前もっての現金の準備を現在の投資決定に必要な「ファイナンス」と呼ぼう」(Ibid., pp. 207, 8)。

これはケインズによる「ファイナンス」の定義である。すなわち、ケインズは「ファイナンス」を投資を行うときに前もって必要な現金として定義している。

第三に、ケインズは「ファイナンス」の性質を述べている。「もし、投資が一定の率で行われているならば、必要なファイナンスはほぼ一定量の回転資金から供給される。・・・しかし、もし投資決定が増大するならば、余分なファイナンスが追加的貨幣需要を構成するだろう」(Ibid., p. 209)。また、「「ファイナンス」の意味での信用は投資フローに関わる。それは繰り返し用いられる回転資金である。同じ「ファイナンス」がある投資から別の投資に対して関わる」(Ibid., p. 209)。すなわち、投資が増大する時にのみファイナンスは必要であり、一定の率で行われる場合はファイナンスは回転資金から供給される。

第四にファイナンスと利子率の関係に関しては、「通常よりも多くのファイナンスを獲得しようとする圧力がその貨幣需要への影響を通じて利子率に容易に影響するかもしれない」(Ibid., p. 209)と述べている。これは銀行システムが貨幣供給を増大させない場合である。このようなファイナンスの不足は投資への障害となりうるが、「「ファイナンス」は貯蓄とは無関係である」(Ibid., p. 209)。このようにケインズは「ファイナンス」の増大によって利子率が上昇する可能性を認めている。

この論文では、ケインズはオリーの批判に対して、第一に利子率は信用の需給ではなく、貨幣の需給によって決定されることを強調し、第二に投資が行われる際に必要な現金需要として新たな貨幣需要である「ファイナンス」需要を導入し、第三にファイナンスの

---

4)ケインズはオリーの批判のみを実質的に取り上げている。

性質として、投資が増大する時にのみ必要であり、投資が一定の率で行われる場合には回転資金によって必要な資金は賄われると主張し、第四にファイナンス需要の増大によって利子率が上昇する可能性を認めている。

#### (4)オリーンによる再批判とケインズの「利子率の「事前的」理論」(1937c)

オリーンはケインズの反論に対して、Ohlin(1937c)で第一に「事後的には貯蓄と信用、さらに商品の供給と需要の間の均等性が常にあることは、信用の価格、あるいは商品の価格が自由市場においてこの価格での供給と需要が等しくなるような条件によっては決定されえないということを証明しない」(Ohlin, 1937c, p. 423)と述べている。すなわち、信用の価格は商品の価格と同様に信用の需給によって決定されると主張している。第二に、ケインズの理論とオリーンの理論の違いは、「ケインズは現金の量に重要な位置を与えているのに対し、私の意見では、債券の量が「根本的な」役割を果たし、貯蓄、投資、そして経済過程全体との直接的なリンクを与えていることにある」(Ibid., p. 427)と結論付けている。すなわち、利子率と実物体系の間の直接的な関係を重視している。

以上のように「利子率の代替的理論」に対して、オリーンなどからの反論が行われ、それに対して、さらにケインズは「利子率の「事前的」理論」(1937c)で反批判を行った<sup>5)</sup>。ここでも、基本的には『一般理論』と同じであるが、オリーンの批判に対して修正を行っている。それは以下の部分である。投資の計画と実行の間に、企業者は追加的な流動性需要を必要とする。そして、

「事前の貯蓄者は現金を持っていないが、事前の投資者が必要としているのは現金である。投資の意図とその達成の間の空白期間に必要なファイナンスは流動的なファイナンスの回転資金を組織し、管理する専門家、特に銀行によって、主に供給される。というのは「ファイナンス」は本質的に回転資金である。それは貯蓄を用いることはない。・ ・ ・ファイナンスは支出されるという意味で「使われる」や否や、流動性不足は自動的に賄われる。・ ・ ・この空白期間をカバーするファイナンスは社会全体にとって「自己回収的」である」(Keynes, 1937b, p. 219)。

現在の事前の投資に必要な新たなファイナンスのフローは現在の事後的な投資によって解放されたファイナンスによって供給される。投資のフローが一定の率でなされるならば、事前の投資のフローは事後的な投資のフローに等しい。この場合は流動性ポジションに変化はない。ここでは、第一に、ファイナンスの過程における銀行の役割に注目している。第二に、投資が一定の率でなされる場合には、投資への支出が実行されれば、銀行は流動性不足にはならないと主張している。

第三に投資のフローが増大する場合を考察し、「重要な結論」(Ibid., p. 220)を導いている。公衆と銀行の流動性選好が一定の時、現在の事後的な産出によって解放されたファイナンスよりも現在の事前の産出に必要なファイナンスが大きいならば、利子率は上昇する。この点は「利子率の流動性理論の笠石である」(Ibid., p. 220)すなわち、投資のフローが増大

---

5)ここでも、ケインズは実質的にオリーンに対してのみ反論している。ロバートソンによる批判は、第3節で取り上げる。

する場合には、他の条件が一定ならば、利子率は上昇する。

最後に銀行の役割を強調している。

「低い活動水準から高い活動水準への移行は流動的資源への需要の増大をもたらし、現在の利子率水準で銀行がさらに現金を貸し出したり、そのほかの公衆がより多くの現金を解放しない限り、利子率が上昇する。・・・一般に、銀行は活動の低い水準から高い水準への移行において重要な位置を占めている。・・・投資市場は現金の不足を通じて混雑しうる。それは貯蓄の不足を通じて混雑することはあり得ない。これがこの分野における私の最も重要な結論である」(Ibid., p. 222)

とケインズは結論付けている。すなわち、投資が増大する場合において、銀行が順応的に行動しない時には利子率が上昇することを認めているが、これは貯蓄不足によるものではなく、現金不足によるものであることを強調している。

この論文でのケインズの主張は第一にファイナンスを組織、管理する銀行の役割を重視していること、第二に、投資のフローが一定の場合には、ファイナンスが実際に支出されれば、銀行は非流動的にはならないこと、第三に、投資のフローが増大する場合には、銀行が順応的に貨幣を供給しない限り、利子率が上昇するが、これは貯蓄不足によるものではなく、現金の不足によるものであるということである。

ケインズの金融的動機は以上のような文脈で導入されたのであるが、ここでのケインズの意図は、流動性選好理論の擁護であろう。実際、ケインズの結論は、投資水準が直接には利子率に影響を及ぼさないということである。しかし、オリーの議論は金融的動機に対しては影響を与えている。その意味では、ケインズはオリーに譲歩したと評価できるが、それは流動性選好説自体に影響を与えるものではなく、投資が増大した時にファイナンスの需要を通して、利子率が上昇する可能性を認めたということである。また、オリーは、Ohlin(1937a, b)の段階では、自らの利子率論はケインズの利子率論と似ていると認識していたが、この論争を通じて、オリーの利子率論は、ケインズの流動性選好理論とは異なる貸付資金説であることが、明らかになってきている<sup>6)</sup>。

### 3、ロバートソンによる批判とアシマコプロスによる批判

ケインズの 1937 年の諸論文は主にオリーの批判に対して書かれたものであったが、特に「利子率の「事前的」理論」以降は、ロバートソンとの論争が重要になってきている。利子率に関する論争は、「利子率の代替的理論」へのコメントである Robertson(1937)から実質的に始まっている<sup>7)</sup>。そこでは、まず、ケインズの流動性選好理論を批判しているが、その批判はオリーとほぼ同じである。第一にロバートソンは貸付資金の供給曲線を使っ

---

6)オリーの利子率論は、Ohlin(1937b)において初めて詳細に論じられている。実際、「スウェーデン語の著作は利子率に関してわずかな分析しか含んでいないので、私のセクションの後半部分がどの程度まで私のストックホルムの同僚達に認められるかは分からない」(Ohlin, 1937b, p. 221fn)と述べており、この論争によって貸付資金説が明確に定式化されたと思われる。

7)ロバートソンによるケインズの『一般理論』への批判は、Robertson(1936)においても行われているが、利子率論に関しては、ほとんど何も述べていないので、ここでは取り扱わない。

た分析を行うべきであると主張している。「ケインズの装置と「貸付資金」の装置は「お互いに根本的に対立する」のではなく、装置の代替的な一部である」(Robertson, 1937, p. 432)と述べているが、これは貸付資金説は流動性選好説とは補完的であると見なしている点である。第二に、ロバートソンはケインズの「ファイナンス」に関する譲歩を評価している。このように、Robertson(1937)では、貸付資金説の立場から批判を行い、ケインズが貸付資金説に譲歩したと評価している。

ケインズの「利率の「事前的」理論」に対しても、Robertson(1938)において批判を行っている<sup>8)</sup>。第一に、ケインズはオリーンの説を誤解しているとロバートソンは指摘している。オリーンは信用供給曲線と貯蓄供給曲線を区別しており、利率の決定に直接関係するのは前者である。また、ケインズの理論とオリーンの理論は似ているが、事前、事後の概念はケインズには当てはまらない。

第二にロバートソンは「ファイナンス」の準備において銀行システムが非流動的な状態になるが、その状態が解消される過程に関してケインズが三つの異なった説明を与えていると批判している。第一は、「常に事後的投資を引き受けるのに十分な事後的貯蓄が存在し、事後的投資が以前に用いていたファイナンスを解放するだろう」(Keynes, 1973b, p. 222)という説明である。ロバートソンは事後的貯蓄が発行された証券の購入に使われることによって「ファイナンス」を解放すると解釈しているが、実際に返済される銀行貸出は少なく、さらにもし、銀行貸出が全て返済されるならば、当座貸越制度の下では銀行貸出量はわずかになってしまうが、これは事実ではないと批判し、次に述べる第二の説明と変わらないと主張している。

第二の説明は「ファイナンスは支出されるという意味で「使われる」や否や、流動性不足は自動的に賄われる。」(Ibid., p. 219)というものである。この点に関しては、「銀行は単純に借りている企業者の代わりに別の人の債権者になるだけである」(Robertson, 1938, p. 315)と反論している。第三に「銀行の流動性は貸出の支出ではなく、商品の売却の収入からの返済によって通常は回復されるという普通の意見に一時的にケインズは戻っているように思われる」(Ibid., 1938, p. 315)。ロバートソンはこれは「正統派的」であるが、そのことは運転資本の合計を一定に保つだけであって、正の純投資率を維持することは出来ないと批判している。このように Robertson(1938)では、ファイナンスの過程における銀行の流動性に関して、ケインズを批判している。

Keynes(1938)では Robertson(1938)に対して、さらに反批判を行っている。しかし、銀行が非流動的になる可能性については、「「ファイナンス」の必要による現金需要はファイナンスが支出されるや否や自動的に終わる」(Keynes, 1973b, p. 230)と述べており、「利率の「事前的」理論」と全く同じ主張を繰り返している。

以上のようなケインズとロバートソンの論争で最大の論点はファイナンスの過程において銀行が非流動的になる可能性に関してであった。しかし、ケインズは、結局、この点に関しては全く譲歩しなかった。

---

8)ケインズは「利率の「事前的」理論」においては、オリーンの批判に対してのみ答えており、ロバートソンの批判に関しては触れていない。

#### 4、金融的動機の解釈

金融的動機に関する文献の多くはポストケインジアンによるものである。けれども、その解釈は、大筋では一致しているが、細かい点では対立も見られる。そこで、ここでは、ケインズとロバートソンの論争に関する点と金融的動機の位置づけを巡る点を検討する。

##### (1)ロバートソンによる批判と Asimakopulos(1983)

ロバートソンによるケインズの批判点に関しても、ポストケインジアンにおいて論争が行われている。Asimakopulos(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、特に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<sup>9)</sup>。

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。

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, 1973b, 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がファイナンスされる際に銀行が非流動的になる可能性を指摘し、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。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、実物的な側面から議論を行っている。しかし、ここでは貨幣的側面か

---

9)Asimakopulos(1983)はカレツキにも触れているが、ここではケインズのみを扱う。なお、その後のポストケインジアンによる批判もほとんど、ケインズに関してのみ論じている。

ら批判を行っている Richardson(1986)による反論を中心に取り上げる<sup>10)</sup>。

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、企業が投資を行う場合を考える。企業は銀行からの貸出によって投資を行うとする。貸出が行われると銀行システムの流動性は減少するが、企業が実際に投資を行って支出すると、他の企業が支出を受け取ることになるが、その支出は全て銀行システムに預金されると仮定する。その結果、銀行システムには貸出に等しい預金が存在することになり、流動性は回復している。この過程は乗数過程の作用とは関係なく生じている。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。

Chick(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 Asimakopulos(1983)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 Richardson(1986)と同じであるとしている。

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」(Ibid., p. 175)。これは、貸出が投資として支出され、預金として銀行に還流してくるが、預金が増大するのに伴って準備量も増えるため、自由準備は増大した準備量に等しい分だけ減少することになり、当初の流動性は準備率だけ減少したことになるということである。

そして、チックは Asimakopulos(1983)における完全な流動性は乗数過程が終了した時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。しかし、結局、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思われる。すなわち、チックはケインズ、リチャードソンの場合は現実の準備率が低いので、基本的には正しいと主張している。

以上のように確かにチックの主張は正しいと思われる。けれども、特に Chick(1997)は、貨幣供給が一定の場合を考慮していると思われる。しかし、内生的貨幣供給を仮定すれば、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

---

10)Asimakopulos(1983)によって引き起こされた論争に関しては、Dalziel(1996)において簡単なサーヴェイと文献リストが存在する。また、第7章で検討している。

くなる<sup>11)</sup>。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。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には流動性は全て回復する。

このように内生的貨幣供給の場合を考えれば、ケインズとロバートソンの論争を今までは少し違った面から見るができると思われる。すなわち、ケインズがロバートソンの批判に対して、実質的に無視したのは、暗黙の内にケインズが内生的貨幣供給の場合を想定していた可能性があるということである。実際、ケインズは『一般理論』後の諸論文では銀行の役割を重視している。例えば、「利子率の代替的理論」において、「銀行システムが貨幣供給を増大させる準備が来ているのでないならば、ファイナンスの欠如は同時に考慮中のある量以上の投資決定にとって重大な障害となるかもしれない」(Keynes, 1973b, p. 209)と述べている。また、「利子率の「事前的」理論」においても、「低い活動水準からより高い活動水準への移行は銀行がより多くの現金を貸し出す準備が来ていないならば、利子率の上昇無しには満たされ得ない流動的資源への需要の増大をもたらす」(Ibid., p. 222)と主張している。すなわち、銀行が内生的に貨幣を供給すれば、利子率は上昇しないということをケインズは認識していたと思われる。

また、ケインズは「利子率の「事前的」理論」において、「最も重要な結論」(Ibid., p. 222)を述べた後で、「理想的なシステム」としての当座貸越制度に言及しているが、当座貸越制度の下では、「低い活動水準から高い活動水準への移行は、流動性需要と利子率に対する圧力がより少ないところで、遂行されうる」(Ibid., p. 223)と主張している。当座貸越制度は、貨幣が内生的に供給されるシステムとみなすことができる。『一般理論』以降の諸論文において、全面的に内生的貨幣供給を採用したかどうかは、議論の余地があると思われるが、少なくとも、以上のような文脈においては、暗黙の内に内生的貨幣供給の場合を考えていた可能性は否定できないであろう<sup>12)</sup>。

## (2)金融的動機の位置付け

金融的動機の位置付けはポストケインジアンにおいても、一定ではない。ポストケインジアンにおいては、Davidson(1965)以来、金融的動機と取引動機を関係付けているが、それに対して、独立した第四の動機としての側面を強調している論者もいる。

デヴィッドソンは、金融的動機を新たな動機として、位置付けているが、実際、修正されたIS-LM分析においては取引貨幣需要関数のシフトとして扱っており、取引動機と関係付けていた。ビボウは、「取引動機と金融的動機との密接な関連」(Bibow, 1995, p. 648)を

---

11)ここでは、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論に沿って考えている。

12)ケインズは『一般理論』においては外生的貨幣供給を採用していたが、『貨幣論』においては内生的貨幣供給を採用していた。この点に関しては、美濃口(1986)、福田川(1983)が詳しい。『一般理論』後の諸論文においては、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論者は、内生的な貨幣供給をケインズが採用していたと主張している。例えば、Moore(1988)、Rochon(1999)などが代表的である。

強調し、金融的動機は取引動機への追加であるとしている。というのは、取引動機は受け取りと支出の不完全な同期によって生じるが、金融的動機はある特定の量の計画投資をファイナンスするために生じるので、一般に支出をファイナンスするための取引動機の一部と考えられるからである。

これに対して、ポストケインジアンにおいても Rochon(1999)などは金融的動機を第四の動機として位置付けている<sup>13)</sup>。実際、金融的動機を取引動機に解消できるかどうかは問題である。確かに、取引動機と金融的動機は定義上、類似している部分も存在する。すなわち、何らかの時間的間隔を橋渡しするという点は共通であろう。けれども、ケインズは、「利率の代替的理論」において、ファイナンスは「それ自身の特別な変動に従っている」ので、私は貨幣需要の様々な源泉を分析した時にそれを強調するのが賢明であったに違いない。それは、活動残高と非活動残高の間に、いわば、中間に存在するように見なされるかもしれない」(Keynes, 1973b, pp. 208, 9)と述べており、ケインズは明らかに取引動機とは異なるものとして扱っている。また、ロバートソンへの反論において、現金の活動需要を「企業者の決定の初めと実行の間のタイムラグによる需要と公衆による所得の受け取りと処分の間と、また、企業者による売上収入の受け取りと賃金などへの支払いの間のタイムラグによる需要」(Ibid., p. 230)に分類している。ここで、前者は貨幣のファイナンス需要であり、後者は取引動機の内所得動機と営業動機に相当する(Keynes, 1973a, p. 195, 6)。このことから分かるようにケインズは、明確に取引動機とは異なったものとして金融的動機を提示していると思われる。

金融的動機は以上のように第四の新たな動機として位置付けられるべきであることは明らかになっているが、ケインズの利率論において、どのように考えるべきは別の問題である。金融的動機はオリーの批判に対抗して登場したが、確かにオリーに譲歩した面は存在する。というのは、投資が増大する場合に貨幣供給が一定ならば、利率が上昇する可能性を認めているので、投資が利率に影響している。しかし、ここで重要なのは、投資が利率に影響するのはファイナンスを通して間接的にのみであり、直接に利率に作用するのではないことであり、利率が貨幣の需給によって決定されるという流動性選好説自体には何の変更もないことである。すなわち、金融的動機はオリーの批判に対して流動性選好説を擁護するために導入されたのである。

金融的動機の位置付けを考察することは、ケインズの『貨幣論』、『一般理論』とその後の諸論文の関係をどのように考えるかという問題でもある。この問題はケインズの『一般理論』後の諸論文を検討するだけでは解決できない問題であるが、『一般理論』においては、ほとんど触れられていなかった金融システム、特に銀行の役割に関して詳細に論じている点は、『貨幣論』との関係を考察する上では重要であると思われる。

---

13)ポストケインジアンにおいて、金融的動機を強調する論者は、ポストケインジアンというよりも、フランス、イタリアのサーキュレイショニストと言われるポストケインジアンに類似した議論を展開している人々である。彼らの議論においては、生産過程における投資のファイナンスによる貨幣の内生性が理論の中核にあるため、金融的動機が重視されている。サーキュレイショニストに関しては、Dielplace and Nell(1996)、Rochon(1999)、第1, 6章を参照せよ。

## 5、小括

ケインズの金融的動機に関して、ポストケインジアン解釈を中心に検討してきたが、幾つかの点が明らかになった。第一に、金融的動機はオリーンの批判に応える形で導入され、ある意味ではオリーンへの譲歩とも考えられ、流動性選好説を修正しているが、ケインズの理論全体に及ぶようなものではないことである。第二に、ロバートソンによる批判は、銀行が非流動的になる可能性を指摘していたが、ケインズがその批判を無視した理由として、ケインズが暗黙の内に内生的貨幣供給の場合を考慮していた可能性があることである。第三に、金融的動機と取引動機を関係付ける見解よりも、むしろ、金融的動機は第四の新たな動機と考える方がよいと思われることである。ただし、この点に関しては、ケインズの1937年の諸論文だけでなく、ケインズの著作全体にわたって検討が必要である。

ロバートソンによる批判との関係では、ポストケインジアン解釈の内生的貨幣供給論においては、金融的動機は、「細かい修正点」と見なされる傾向がある<sup>14)</sup>。これは、ケインズが、金融的動機を導入しておきながら、最後に当座貸越制度に言及することによって、金融的動機自体が、それほど重要ではないような印象を与えていたからでもある。というのは、内生的貨幣供給を想定すると、金融的動機は自動的に満たされてしまうからである。けれども、金融的動機はそもそも、流動性選好説の擁護するために導入されているが、投資が増大する場合には、利子率が上昇しないためには内生的な貨幣供給が必要であり、また、ロバートソンの批判に応えるためには、内生的貨幣供給は有効な仮定となっていると思われる<sup>15)</sup>。

この章では、ケインズの金融的動機に関して、ポストケインジアン解釈を中心に検討を行ったが、残された課題としては、金融的動機をケインズの著作全体、あるいは少なくとも、『一般理論』との関係において考察することがある。ここでは、1937年の諸論文において、金融的動機を考察する際に、内生的貨幣供給との関わりは無視できない可能性があるということが結論となるが、この点は、『貨幣論』、および『一般理論』との関係を検討する上で重要となるであろう。

---

14)Graziani(1984)、Wray(1990)などは、そのような見解である。

15)サーキュレイショニストは、金融的動機を内生的貨幣供給論の中心に位置付けているが、ケインズの『一般理論』後の諸論文においては投資が増大する場合には、利子率が上昇しないためには内生的貨幣供給が必要であり、投資が一定の率でなされる場合には回転資金によって賄われるとケインズは主張しているため、そのような解釈は困難であろう。実際、サーキュレイショニストは投資が一定の率でなされる場合にもファイナンスは必要であると論じているが、ケインズの主張とは異なる解釈であろう。

## 第5章 内生的貨幣供給論の展開 1 – ポストケインジアンにおける起源とホリゾンタリスト<sup>1)</sup>

### 1、はじめに

第5、6章では内生的貨幣供給論のサーヴェイを行う。第1部では、内生的貨幣供給論の経済学的な起源について、ケインズとホートリーを中心に検討を行い、同時に基本的な概念についての考察も行った。ここでは、内生的貨幣供給論自体の歴史的検討及び、理論的な展開についてのサーヴェイを行う。内生的貨幣供給論はテーマとしては、古くは地金論争、通貨論争にまでも遡りうるし、ヴィクセルにもそのアイディアは見られる。このように、起源を辿ろうとすると、他にもそのアイディアを記している著者は多く存在し、その包括的な歴史を描くことは困難であろう。そこで、ここではポストケインジアンの内生的貨幣供給論に限定する<sup>2)</sup>。ただし、ケインズとホートリーに関しては既に第1部で論じたので、ここでは除外する。また、ポストケインジアンの中でも現在の議論に大きな影響を与えているものを取り上げる。第5章ではケインズ以外の大きな影響を与えている論者を最初に取り上げ、その上でカルドア、ムーアと言ったホリゾンタリストの議論を検討する。それ以降の展開は第6章で扱う。

第2節では、ケインズと並んでポストケインジアンに大きな影響を与えているカレツキと、ポストケインジアンにおいて大きな存在感を示しているデヴィッドソン、ミンスキーを取り上げる。第3節ではポストケインジアンにおける議論の直接の出発点となったカルドアを取り上げ、第4節では本格的な内生的貨幣供給論を展開したムーアを検討する。

### 2、起源 – カレツキ、デヴィッドソン、ミンスキー

ポストケインジアンの内生的貨幣供給論がどこから始まるかは議論の余地はあるが、現在の議論に直接関係があるのは、カルドアであろう。カルドアは内生的貨幣供給論を定式化し、大きな影響を与えている。しかし、内生的貨幣供給論に影響を与えているのは、カルドアだけでなく、カレツキ、デヴィッドソン、ミンスキーなども考えられる。そこで、この節では、カレツキ、デヴィッドソン、ミンスキーに関して簡潔に検討する。

#### (1)カレツキの貨幣的景気循環論

カレツキは有効需要論をケインズとは独立に発見したことで有名であり、その理論はポ

---

1) 本章は、修士論文及び、単位取得論文の一部を加筆、修正、再構成したものである。

2) ケインズ、およびカレツキ以前の内生的貨幣供給論の歴史に関しては、Moore(1988)において非常に簡潔に、Wray(1990)及び、Docherty(2005)においてある程度詳しく述べられている。Realfonzo(1998)は20世紀前半の貨幣、金融理論に関する経済学史的検討を行っている。また、サーキュレイショニスト的な観点からの歴史はDeleplace and Nell(1996)が扱っている。また、ポストケインジアン全体における位置付けに関しては、King(2002)を参照せよ。

ストケインジアンに多大な影響を与えている。内生的貨幣供給理論においても、マークアップ利子率論や危険逋増の原理など、カレツキ的な議論は多く見られる。それだけではなく、そもそも内生的貨幣供給論自体がカレツキ的であるという見方も存在する<sup>3)</sup>。例えば、

「ポスト・ケインズ派の貨幣的分析においても、不確実性と期待の演じる役割に焦点を当てる貨幣需要側の分析に加えて、近年では貨幣の供給側の要因に注目する分析が活発となっている。すなわち、内生的貨幣供給理論の展開がそれである。さらに、ケインズ的な貨幣・金融分析の拡大・進化と並行して、最近ではカレツキの貨幣的分析に対する関心が大きな高まりを見せている。その研究の主題は、カレツキによる内生的貨幣供給理論の展開、経済成長における信用の役割、流動性選好に焦点を当てた利子理論、資本主義経済の金融的不安定性などと多岐にわたっている」(鍋島、2001、p. 149)。

このように、内生的貨幣供給理論へのカレツキの影響は大きく、カレツキに関する検討が必要であることはいうまでもないであろう。

カレツキはケインズとは異なって、貨幣に関するまとまった議論を行っているわけではない。1933年の「景気循環理論概説」では、景気循環論を展開しているが、「投資財生産量や資本家消費の増加、すなわち、実質利潤の増加は総生産量の増加に反映されなければならない・・・この増加は流通している貨幣、すなわち現金と当座勘定に対するより高い需要を引き起こし、信用インフレーションによって満たされる」(Kalecki, 1971, p. 13、訳15頁)と述べている<sup>4)</sup>。すなわち、投資財は信用によってファイナンスされる。ここでは明らかに内生的な貨幣供給を前提としている。

1935年の「景気上昇のメカニズム」では、景気循環論に関する議論を行っているが、そこでは内生的貨幣供給が前提となっている。例えば、

「ある重要な発明の結果、その普及に伴って投資が増加すると仮定してみよう。・・・銀行信用に対する需要が増加し、それらの信用は銀行によって供与されるのである。・・・追加的な利潤は預金として銀行に還流する。追加的な投資額だけ銀行信用が増加し、追加的な利潤額だけ預金が増加するのである。・・・産出量が増加すれば通貨の需要が増加し、したがって中央銀行に対する信用の増加を招くであろうことは指摘しておくべきである。もし中央銀行が、利子率を新発明によって引き起こされた追加的な投資の増加と同額だけ総投資が減少する水準まで引き上げることによってこの事態に対処すれば、経済状態は全く改善されないであろう。したがって、景気上昇のための前提条件は、現金需要の増加に反応して利子率があまり急速に上昇してはならないということである」(Kalecki, 1971, pp. 28-30)。

このようにカレツキは明確に内生的貨幣供給を前提とし、投資のためのファイナンスは結局銀行に還流してくるというサーキュレイショニスト的な議論も行っている。また、中央銀行が需要に応じて貨幣を供給しなければ利子率が上昇すると主張している。

1954年の『経済変動の理論』(1954)でも、基本的にはそれ以前と同じである。例えば、投資と利潤が等しいという関係に関連して、

「もしも、追加投資が銀行信用によって賄われるならば、この投資額の支出は、同額の

---

3) カレツキと内生的貨幣供給理論の関係については、Sawyer(1985)、鍋島(2001)が詳しい。

4) なお、引用箇所は、カレツキ著作集では、本文ではなく、注に収められている(Kalecki, 1990, p. 472)。

銀行預金として蓄積される利潤からの貯蓄を生み出すであろう。かくて、投資を行った資本家は、同額の社債を発行し、銀行信用を返済することの可能性を発見するであろう。

・・・利子率は新資本の需給によって決定されるものでない・・・投資は「それ自身のための資金を調達する」からである」(Kalecki, 1991, p. 244)

と述べている。

利子率に関しては、「短期利子率  $\rho$  は取引金額  $T$  と、銀行政策によって決定される貨幣の供給量  $M$  とによって決定される」(Kalecki, 1991, p. 263)。他方、「長期利子率は現行短期利子率よりもむしろ、数年先に期待される平均短期利子率に基づいて決められ」(Kalecki, 1991, p. 276)る。利子率に関しては曖昧ではあるが、短期利子率は貨幣への需要と供給に決定され、長期利子率は短期利子率の期待によって決定されると考えている<sup>5)</sup>。

以上のように、カレツキにおいては、第一に投資のファイナンスにおいて貨幣の内生的供給が前提となっている。第二に、利子率の決定は曖昧である。貸付資金説を否定しており、短期利子率は貨幣の需要と供給によって決定されると解釈すれば流動性選好説的な理論であると思われる。しかし、長期利子率は将来の短期利子率についての期待で決定されるとしており、やはり全体としては確固とした利子率決定理論は存在しないと考えるべきであろう。

このように、カレツキにおいては内生的貨幣供給は理論の前提となっており、その内容も現在のポストケインジアンとほぼ同じであり、大きな影響を与えている<sup>6)</sup>。

## (2) デヴィッドソンの貨幣的経済理論

デヴィッドソンはポストケインジアンの創始者の一人としてその後多大な影響を与えている。内生的貨幣供給論の分野においては体系的な業績は存在しないが、それでも内生的な貨幣に関する議論を行っており、その意味ではある程度の影響を与えている。

デヴィッドソンの 1972 年の『貨幣的経済理論』においてはストックとしての貨幣と不確実性の関係が強調されているが、他方で貨幣供給は内生的と見なされている<sup>7)</sup>。第一に、「貨幣は天空からのマナのように体系に入り込むのではなく、またそれはヘリコプターから撒布されるものでもない」(Davidson, 1978, p.226)と述べ、マネタリズム的な貨幣の外生性を否定している。第二に貨幣供給を二つの過程に分類しているが、その第一のケースは内生的である。すなわち、

「所得創出金融過程・・・では、一期間あたりより多くの生産可能な財を購入しようとする欲求の増加－金融的動機－は、銀行家がゲームのルールの下で利用できる追加的な銀行－債務契約を進んで結ぶ限り、個人、企業、政府さらに外国人を問わず、貨幣量を

---

5) ムーアは第 3 節で見ると、長期利子率に関しては短期利子率の期待によって決定されると考えているので、カレツキと類似していることは興味深い。

6) カレツキ的な要素は内生的貨幣供給理論にも多く見られる。例えば、利子率理論にマークアップ価格理論を応用したり、右上がりの貨幣供給曲線の説明として危険逓増の原理が用いられたりしている。

7) ここでは、1978 年の第二版を参照したが、第一版との違いは新章を付け加えただけであり、引用した部分は第一版に既に存在する箇所である(Davidson, 1978, p. xx)。

増加させる過程を開始させる。この貨幣供給の内生的な増加は、それゆえ生産者および労働者からの追加的な提供契約の引き受けを融資するのに用いられるであろう。・・・実質所得あるいは物価の変動がこの貨幣の内生的増加を引き起こす」(Davidson, 1978, pp. 226, 227)

と述べており、内生的な貨幣供給を認めている。第三に、ここで興味深いのは、金融的動機と内生的貨幣供給を明確に結び付けて議論していることである<sup>8)</sup>。

1973年のS. ワイントロープとの共著論文"Money as Cause and Effect"(Davidson and Weintraub, 1973)も貨幣の内生性に関して議論を行っている。この論文はマネタリズムに批判的なだけでなく、貨幣賃金が市場で決定されるモデルへの批判ともなっており、そのタイトルにもかかわらず、貨幣の性質を主題にしているわけではない。それでも、冒頭で、

「貨幣理論の長い進化において繰り返されるテーマは、(銀行) 貨幣供給の変化が経済現象への影響において原因となる役割を果たすのか、それともその変動が経済活動の結果であるのかという論争である。・・・原因としての貨幣観は通貨学派の伝統を示し、・・・結果として見なされる貨幣は「真正手形」銀行原理の学説の中核を成している」(Davidson, 1990, p. 152)

と述べているように貨幣供給が外生であるか、内生であるかという問題が19世紀の通貨学派と銀行学派の論争に遡ることを認識している。さらに結論部分では、「貨幣賃金の上昇はほぼ常に、中央銀行が何らかの理由で引き締め政策によって貨幣賃金の上昇を妨げることを望まない限り、貨幣供給の上昇をもたらすであろう」(Davidson, 1990, p. 166)と述べており、内生的貨幣供給を前提とした議論を展開している。しかし、ここでのモデルは外生的貨幣供給を前提にしており、この論文において全面的に内生的貨幣供給が採用されているわけではない(Davidson, 1990, p. 163)。この論文も、ポストケインジアンによってしばしば参照されており、影響を与えているが、それはその冒頭のマニフェスト的な部分によると思われる。

このようにデヴィッドソンも1970年代に内生的貨幣供給をある程度分析に取り入れているが、そのメカニズムについては詳細に検討することはなく、利子率に関しては流動性選好説を採用し、外生的な利子率には触れていない。また、金融的動機と内生的貨幣供給を関連付けているのは、その後のサーキュレイショニストの議論と共通する面があり、興味深い。このようなデヴィッドソンの議論はその後の内生的貨幣供給理論の展開に直接的な影響を及ぼしているわけではないが、間接的には影響を与えていると思われる。

### (3) ミンスキーの金融不安定性仮説

ミンスキーはポストケインジアンの金融的アプローチを代表する論者であり、その金融不安定性仮説は内生的貨幣供給理論においては特にストラクチャリストに多大な影響を与えている。また、そこでは貨幣供給も内生であり、制度を強調した議論を展開している。そこで、ここではミンスキーの著作を1950年代から取り上げ検討していく。ミンスキーは早くから金融的な議論を行っているが、元々はシカゴ大学の出身であり、ミンツやシモ

---

8) 金融的動機に関するデヴィッドソンの議論に関しては第4章で述べる。

ンズなどの古いシカゴ学派の影響もあり、新古典派的な伝統から出発している。しかし、カルドアとは異なり、徐々に新古典派から離脱し、金融不安定性仮説を作り上げていったようである<sup>9)</sup>。

ミンスキーの論文はかなり多いが、ここでは 1982 年に出版された論文集である『投資と金融』を中心に取り上げ検討する。その中には 1950 年代の論文から 1980 年代まで幅広く収められている。ここでは、発表順に取り上げる。

#### (i)1957 年の諸論文

1957 年の「中央銀行業務と貨幣市場の変容」(Minsky, 1957a)はフェデラルファンド市場と国債のいわゆるレポ取引の発展を取り上げ、その金融市場に与える影響を考察している。ここでは既に金融革新について述べられている。まず、「金融制度や金融慣行の内生的変化は利潤追求活動の結果であるから、このような金融上の変化は利子率が高い水準にあるか、あるいは利子率が上昇しつつある時に最も頻繁に生じるものと予想される」(Minsky, 1982, p. 163)。すなわち、高利子率下において金融革新が促進されると主張している。ミンスキーは具体的にフェデラルファンド市場と国債のレポ取引の発展について論じた後で、これらの発展によって、「(1)一定量の準備で、今やより多くの預金残高を維持することが出来る。(2)一般事業に対して一定量の要求払い預金から今やより多くの銀行貸出を行う」(Minsky, 1982, p. 171)という二つの命題を主張している。これは高い利子率が金融革新を促進し、その結果準備の圧縮が可能になり、一定の準備に対してより多くの預金残高が維持可能になり、より多くの銀行貸出が可能になるという「構造的内生性」の議論に他ならない。「構造的内生性」の議論は後に、ミンスキーの影響を受けたレイ、ポーリンなどが内生的貨幣供給と結び付けて論じている。

第二に、流通速度の変化も強調している。例えば、「金融引き締め新时期における顕著な制度上の革新は流通速度を高める性質を持つ」(Minsky, 1982, p. 172)と述べている。第三に確かに金融革新による構造的内生性を論じてはいるが、貨幣供給は中央銀行が制御すると見なしている。例えば、「中央銀行が貨幣供給量を減少させる行動を強力に取らない限り、インフレ的圧力をコントロールするという金融政策の有効性はほんの限られたものにとどまる」(Minsky, 1982, p. 173)。

第四に金融不安定性仮説も実質的に主張されている。すなわち、

「一般の事業の資金調達手段として新しいものを出現させるとか、現金資産に代わる新しい代替的運用手段を生み出すとかの制度上の革新は、経済全体の流動性水準を引き下げるであろう・・・流動性資産のピラミッド的構成のこのような変化は経済全体にとってリスクが増大することを意味している。・・・長期にわたる繁栄の時期に、・・・この繁栄にいささかのかげりでも見えれば、それは金融恐慌の引き金にさえなりうる」(Minsky, 1982, p. 173)。

第五に結論として中央銀行の役割を強調している。「中央銀行の機能は経済を安定化す

---

9) ミンスキーと内生的貨幣供給論の関係に関しては、Wray(1990)と Lavoie(1996b)、King(1996)が存在する。レイはミンスキーを内生的貨幣供給論の先駆者として評価しているが、ラヴォワとキングはそれを批判し、初期のミンスキーには主流派の要素が見られることを指摘している。

ること以上に、最後の貸し手として機能することにあると言うべきである。中央銀行がなすのはまさに最後の貸し手として行動することなのである」(Minsky, 1982, p. 176)。

この論文では、構造的内生性の議論を行い、金融不安定性仮説の原型も存在する。そして、中央銀行の最後の貸し手機能も重視している。しかし、貨幣供給は中央銀行が外生的に制御可能であるとしており、また、貨幣の流通速度の変化も強調しており、全体としては内生的貨幣供給が見られるわけではない。

1957年の別の論文「代替的な金融方式と加速度原理モデル」(Minsky, 1957b)は、加速度原理－所得乗数モデルにおいて貨幣システムがどのような影響を与えるかを考察している。第一にミンスキーは貨幣システムを四種類に分類してそれぞれの場合を検討している。そこでは「(A)流通速度も貨幣量も変化しないシステム、(B)流通速度だけが変化するシステム、(C)貨幣量だけが変化するシステム、そして(D)流通速度も貨幣量も変化するシステム」(Minsky, 1982, p. 234)に分類しているが、その内のケース(C)では貨幣供給が無制限に弾力的な純粋な信用経済と貨幣供給増加率が外生的に決定されている金本位制の二つに分けて考察しており、確かに内生的貨幣供給の場合を扱っている。

ところが、第二にミンスキーはスウェーデン学派の事前と事後の概念を用いて利率の決定を論じている。すなわち、事前の貯蓄と事前の投資が等しくなるところで利率が決定されるといういわゆる貸付資金説に従った説明を行っている。第三に同時に流動性選好も考慮している。ただし、この場合は流動性選好によって利率が決定されるのではなく、流動性選好の状態が利率に影響を及ぼすだけである<sup>10)</sup>。第四に金融不安定性仮説的な発想も存在する。結論部分では、

「利率をしかるべき水準に維持するためには、商業銀行からの需要に応じて、中央銀行はこれら商業銀行に対し所与の割引率で無制限に準備を供給する必要がある。したがって、割引率は中央銀行政策のための適切な手段であると思われる。そうは言っても、貨幣供給量が企業の銀行借入によってのみ増加するとすれば、企業の貸借対照表における負債－資本比率は高まり、その結果誘発投資水準は低下するであろう。そこで、政府の赤字支出が銀行借入の形で賄われると、貨幣供給量は企業の銀行借入債務を増加させることなく増やさう。・・・したがって、成長と物価上昇が持続的に実現している期間においても、一層の成長のための条件を維持する上では政府の赤字支出金融が望ましいと思われる」(Minsky, 1982, p. 252)。

このように内生的貨幣供給の場合には利率が政策手段となることを主張し、さらに企業の負債－資本比率に注目している。

この論文では、内生的貨幣供給の場合を検討、企業の負債－資本比率に注目して、金融不安定性仮説を象徴している。ところが、利率は貸付資金説によって決定されると見なしている一方で、流動性選好も考慮するというかなり折衷的な理論を構築している。全体としては様々な要素が見られるが、未だ新古典派的な枠組みに従っていると思われる。

---

10) 流動性選好が利率の水準自体ではなく、例えば、長期と短期利率のスプレッドに影響するというのは、その後の内生的貨幣供給論において、ホリゾンタリストも採用している考えであり、その意味では、こういった考えの先駆者とも見なすことが出来るかもしれない。

## (ii)1970年代

1972年の「金融不安定性仮説の再考」(Minsky, 1972)では、内生的貨幣供給を前提にしている。例えば、「われわれの部分準備銀行制度の下では、名目貨幣供給量はほとんど無限に弾力的でありうる」(Minsky, 1982, p. 132)。

1960年代後半からミンスキーはケインズに関する研究を行ってきたが、1975年の『ケインズ理論とは何か』において、自らのケインズ解釈を提示している。ここでは、流動性選好に関連して、「貨幣類似資産を導入すると、その債務が貨幣類似資産となるような金融機関の行動を通じて、貨幣の実質的な供給量が内生的に決定されることになる」(Minsky, 1975, p. 76)と述べ、構造的内生性を主張している。それだけではなく、「投資資金需要が資金供給を引き出すような金融メカニズム」(Minsky, 1975, p. 163)に言及しており、貨幣の内生性を認めている。

## (iii)小括

以上のようにミンスキーは内生的な貨幣の議論を行っている。ミンスキーの特徴は第一に、1957年からいわゆる「構造的内生性」の議論を行い、金融不安定性仮説の原型が述べられていることである。第二に、内生的貨幣供給についても言及はしているが、やはり構造的内生性の議論が主であり、内生性の具体的なメカニズムを検討しているわけではないことである。第三に、以下で取り上げるようにストラクチャリストに大きな影響を与えていることである。

## 3、ホリゾンタリスト1－カルドアのマネタリズム批判

ポストケインジアンの内生的貨幣供給論は、カルドアに始まると言ってよいが、一つの大きな流れとして定着したのは、このテーマに関する初めての体系的な著作であるムーアの *Horizontalists and Verticalists*(1988)からである。ここでのムーアの立場はホリゾンタリズム、あるいはアコモデーショニズムと呼ばれるようになる。そこで、この節ではまず、カルドアの理論を検討する。

ポストケインジアンの内生的貨幣供給論はその起源は様々な論者に遡ることが出来るが、直接の出発点としてはカルドアが存在する<sup>11)</sup>。内生的貨幣供給論が実質的に確立されたのは、「A Keynesian perspective on Money」(1981)と『マネタリズム その罪過』(1982)であるが、それ以前にも内生的な貨幣供給に繋がる議論を行っている。どこまで遡ることができるかに関しては意見が分かれており、1939年の"Speculation and economic stability"に遡るとする論者も存在している(Musella and Panico, 1993, Targetti, 1992, Docherty, 2005)。また、Wray(1990)では、1950年代後半のラドクリフ委員会の頃からとしているが、Rochon(2000)などは、1970

---

11) カルドアの内生的貨幣供給論に関しては、様々な論者が言及している。まず、Wray(1990)は先駆者の一人として扱っている。Lavoie(1991)は、カルドアの内生的貨幣供給論に関して詳細に検討している。最近では、Rochon(2000)は1958年までの初期のカルドアを取り上げて、内生的貨幣供給論の原型というよりは、貨幣数量説の修正に過ぎないと主張している。Bertocco(2001)はカルドアの内生的貨幣供給論を積極的に評価している。Docherty(2005)もホリゾンタリストの立場から、カルドアを高く評価している。

年のマネタリズム批判論文からとしている。このように、意見は分かれているが、ここでは、ラドクリフ委員会の時期から扱うこととする。というのは、1939年論文は、確かに、ケインズの『一般理論』の影響下にあつて、新古典派からケインジアンへと、カルドアはこの時期には転向していると考えられるが、この論文自体は、流動性選好理論を取り上げており、必ずしも、内生的貨幣供給を明確に提示しているとは思われないからである。ラドクリフ委員会の時期についても意見は分かれているが、マネタリズムを批判する論拠の一部は既にこの時期から存在していたと思われるので、ここでは1950年代後半のラドクリフ委員会に関わるカルドアの著作から取り上げる<sup>12)</sup>。以下では、1950年代後半のラドクリフ委員会の時期、1970年代のマネタリズム批判の開始、1980年代の内生的貨幣供給論の確立、の三期に分けて、論じる。

### (1)ラドクリフ委員会－1950年代

カルドアは元々新古典派であり、ケインジアンに転向して以降も、基本的には実物的な成長論および分配論などを中心に議論を行っている。そのため、貨幣や金融に関する議論は必ずしも多くはないが、それでも第二次大戦後は1957年からのラドクリフ委員会に参加している。ラドクリフ委員会は戦後のイギリスの金融政策の有効性に関して「貨幣と信用制度の作用を調査し、勧告を行うため」に設置された(Kaldor, 1982, p. 4)。その報告書は1959年に刊行された。1958年に書かれたラドクリフ委員会への覚書きである"Monetary policy, Economic Stability and Growth"(Kaldor, 1958)において、この時期のカルドアの考え方が現れている。ラドクリフ委員会の報告書自体は一般に「一般的流動性」を強調したと評価されているが、カルドア自身は貨幣の流通速度の可変性を強調したと評価している(Kaldor, 1982, p. 9)。実際、まずカルドアはその点を主張している。例えば、「イギリスでは特に1955年以来、流通速度の大幅な上昇が見られたが、それは貨幣供給が価格と貨幣所得の上昇と同調して拡大されなかったことを十分に補償した。「貨幣供給」は一定に保たれていた」(Kaldor, 1989, p. 449)と述べている。また、「貨幣供給のどんな変化の衝撃も全く支払いの水準には影響しないが、流通速度には影響する」(Kaldor, 1989, p. 450)。第二に、貨幣数量説に対する他の批判も存在する。例えば、「貨幣供給の変化は財とサービスの貨幣的需要の水準には全く直接的には影響しないが、そのことによって誘発される利子率の結果として生じる変化を通じてのみ影響する」(Kaldor, 1989, p. 454)。これは貨幣供給と物価の間の直接の関

---

12) 1939年の"Speculation and economic stability"に関しては、内生的貨幣供給論に結びつく主張する論者と否定的な論者が存在して論争が行われている。なお、否定的な論者は、レイを除いてカルドア全体をあまり高く評価していない。ここでは、時期的にも離れており、内容的にも内生的貨幣供給論に必ずしも結び付くとは思われないので、取り扱わない。その点に関してはRochon(2000)を参照せよ。Docherty(2005)は、内生的貨幣供給論がその時期から見られるかどうかよりも、むしろ、1939年論文が、『一般理論』を解釈する上で、有効な批判、あるいは論点を提示している点を強調しており、興味深い。さらに、第4章及び第7章で取り上げるAsimakopulos(1983)は1939年論文を引用して、ケインズを批判している。実際、アシマコプロスの立場は後で述べるようにロバートソンに近く、その意味でもこの論文はどちらかといえば「古典派」的な立場からケインズを批判していたと考えられる。

係を批判している。すなわち、ここでは、貨幣数量説の批判を貨幣の流通速度と利子率の変化の影響の点から行っている。

この時期のカルドアの貨幣に関する他の議論としては、1960年の *Essays on Economic Stability and Growth* の序文が存在する。カルドアはそこでは貨幣的政策について、

「貨幣当局は唯一の貨幣需要曲線に直面しているのではない。・・・その曲線の本質と弾力性は貨幣当局が直接に貨幣量を調節しようとする方法に関して、あるいは間接的に公定歩合や貨幣市場利子率を変化させることによって貨幣量を調節しようとしているのかによって異なるだろう」(Kaldor, 1960, p. 5)

と述べている。そして、「貨幣当局がその広い意味で貨幣供給を「制御」していると言えるのは短期利子率の全体を制御する貨幣当局の力を通じてのみである」(Kaldor, 1960, p. 6)。ここでは、貨幣供給量ではなく、短期利子率を政策手段と見なしている。

以上のように 1960 年頃においては、カルドアは貨幣数量説の批判を試みていると評価可能である。その理由は貨幣の流通速度は必ずしも安定的ではないことと、貨幣量と物価の間の直接的な関係を否定していることである。しかし、貨幣量と物価の間の間接的な関係までは否定していないので、その因果性を否定している訳ではなく、貨幣数量説から脱却したとは言えない。すなわち、その後の内生的貨幣供給論につながる議論も見られるが、まだ、本格的には展開されていないと評価すべきであろう<sup>13)</sup>。

## (2) マネタリズム批判の開始－ 1970 年代

1970 年の "The New Monetarism" (Kaldor, 1970) は当時、勢いのあったマネタリズムを批判するために書かれた論文である。そこでは、第一にマネタリストが貨幣供給と GNP の間の高い相関があることから貨幣供給から GNP への一方的な因果関係を主張していることへの疑問が述べられている。ここでは逆の因果関係を主張しており、有名なクリスマス の例で説明している。

「イギリスではもっとも良い相関はいわゆる「貨幣供給」と GNP の間ではなく、公衆の手元現金量の四半期毎の変動と市場価格での個人消費の対応する変動の間に見出される。・・・公衆の手元現金は規則的にクリスマスに増大し、1月に減少し、再び、夏の銀行休日のあたりで増大する」(Kaldor, 1989, p. 479)。

そして、もし、中央銀行が貨幣を内生的に供給しない場合には、「数日間は混乱するであろう。しかしすぐにあらゆる種類の現金代替物が出現するであろう」(Kaldor, 1989, p. 480)。これは恐らく、逆の因果性をカルドアが初めて明確に述べている箇所である。ここでは、マネタリストの貨幣供給から国民所得への一方的な因果関係を否定し、逆の因果関係を主張しているが、例として使われているのは季節的な内生性である。

第二に、この論文における貨幣は明らかに信用貨幣である。「貨幣」として見なされ

---

13) Wray(1990)はこの時期において既に内生的貨幣供給論が見られると主張し、また、ラドクリフ委員会を高く評価している。これに対して、Rochon(2000)はまだ、この時期は貨幣数量説の枠内にあり、そこから脱却していないと見ている。なお、ロションはカルドアよりもジョーン・ロビンソン、カーンをより高く評価している。

るものは負債を清算する手段として一般に使われている金融的請求権の諸形態である」(Kaldor, 1989, p. 481)。第三にラドクリフ委員会の頃はカルドアは内生性を貨幣の流通速度の可変性に求めていたが、この論文においても流通速度の可変性はある程度重視されている。「中央銀行が「伝統的な貨幣」の量の制御に成功すると、貸出と借入は別の源泉へ迂回し、「流通速度」は自動的に上昇する」(Kaldor, 1989, p. 482)。しかし、フリードマンの流通速度は現実には実証的に比較的安定しているという意見を受け入れ、それは「貨幣供給が不安定である」(Kaldor, 1989, p. 482)からであるとしている。すなわち、「貨幣への増大した需要は供給の増大を喚起する。貨幣供給は取引の必要に対して「順応」する」(Kaldor, 1989, p. 482)。また、「「安定的貨幣関数」に関する経験的発見への説明は「貨幣供給」が「外生的」ではなく、「内生的」であるということである」(Kaldor, 1989, p. 483)と述べ、明確に内生的貨幣供給論を主張している。

この論文において、内生的貨幣供給論がポストケインジアンにおいて恐らく初めて展開されていると思われる。ここでの特徴は第一に逆の因果性を主張していることである。第二に、明確に信用貨幣で議論を行っている点である。第三に、しかし、マネタリズム批判が第一の目的であるためか、内生的貨幣供給論としては十分には展開されていないことである。例えば、この時点でもラドクリフ委員会での貨幣の流通速度の可変性が重視されており、内生性の具体的なメカニズムに関する議論が欠如している。

### (3)内生的貨幣供給論の確立－ 1980 年代

#### (i)"A Keynesian perspective on Money"(Kaldor and Trevithick, 1981)

1981年のトレヴィシックとの共著論文"A Keynesian perspective on Money"はマネタリズム批判を目的として書かれた論文である。ここでは、まず、内生的な貨幣論、特に逆の因果関係が主張されている。例えば、「貨幣供給の増大は増大した貸出支出の結果であって、その原因ではない」(Kaldor and Trevithick, 1981, p. 5)。第二に、当座貸越にも注目している。「支出が存在する当座貸越能力を使用することによって、あるいは新たな貸出の取り決めによって「ファイナンス」される時追加的支出が受取人の銀行預金を増やすという単純な理由で貨幣供給の自動的な増大があるだろう」(Kaldor and Trevithick, 1981, p. 6)。これは、貸出が預金を創造する過程を明らかにしている。第三に外生的な利子率と水平の貨幣供給曲線を主張している。

「貨幣的政策の所与のスタンスは存在している信用貨幣の選択された量ではなく、選択された利子率によって最も良く表現される。そして、貨幣の需要弾力性が大きくても、あるいは小さくても、貨幣供給の弾力性は所与の選択された利子率の下で、無限である。

(これは貨幣の需要と供給を両方とも利子率の関数として示す図において、貨幣供給が垂直な線ではなく、水平な線として示されるべきであるということの意味している)」

(Kaldor and Trevithick, 1981, p. 6)。

これは後にホリゾンタリストといわれる主張の原型であろう。

第四に貨幣の過剰供給は存在しえないというホリゾンタリスト的な特徴も見られる。

「商品貨幣と異なって、信用貨幣は銀行からの借入の結果として存在するようになり、銀行負債の返済の結果として消滅する。(これは支出への受け取りの過剰が直接に未払

いの当座貸越の削減に当てられるシステムでは自動的に起こる。) それゆえ、信用貨幣経済では商品貨幣経済とは違って、「貨幣ストック」は個人が保有したい量を超過することは決してない。そして、このことのみが支出の上昇の原因であるべき貨幣の「超過」供給の可能性を除外している」(Kaldor and Trevithick, 1981, p. 7)。

ここでは、貨幣の超過供給を否定し、その理由として、信用貨幣は負債の返済に充てられるので、過剰な貨幣は存在しないとしている。貨幣の超過供給を否定するのは、マネタリズム批判としても行われていると思われる。ただ、この点は後のホリゾンタリストとストラクチャリストの論争で問題になる点でもある<sup>14)</sup>。

第五に何故、貨幣当局は順応的に貨幣を供給しなければならないかについては、中央銀行の最後の貸し手機能によって説明している。「貨幣当局が需要の変動に対して貨幣供給を一定に維持する力は信用貨幣に基づく貨幣的システムが中央銀行が信用のピラミッドが保たれるように保証しようとする限りにおいてのみ機能しうるという事実によって厳しく制限されている」(Kaldor and Trevithick, 1981, p. 7)。

この論文は内生的貨幣供給論を明確に主張している。すなわち、貨幣需要から貨幣供給への逆の因果性を主張した上で、利子率は外生的に決定されるとし、貨幣量-利子率平面における水平な貨幣供給曲線を導出している。ここでの特徴は第一に当座貸越制度に言及していることである。第二に、外生的な利子率と水平な貨幣供給曲線である。第三に負債の自動的返済メカニズムによる貨幣の超過供給の否定である。第四に中央銀行の最後の貸し手機能を重視している。

## (ii) 『マネタリズム その罪過』

『マネタリズム その罪過』は 1982 年に出版された新たなマネタリズム批判の書である。当時のイギリスでは、サッチャー政権において、マネタリズム政策が採用されており、カルドアは再び、マネタリズムを批判して、内生的貨幣供給論を主張した。内生的貨幣供給論としては Kaldor and Trevithick(1981)とほとんど同じであるが、詳細な現状分析をも行っている。まず、この著作の第一部の前半ではラドクリフ委員会の報告について検討している。ラドクリフ委員会が貨幣数量説に反対する立場に到達したことをカルドアは評価している(Kaldor, 1982, p. 9)。そして、「政府も中央銀行も公衆がどれだけの金融資産をある特定の定義の、あるいは別の定義の「貨幣」の形態で保有しようとしているかを制御出来ない。政府と中央銀行が出来る全てのことは利子率を変更することによって利子の付かない現金と利子付きの預金の間の相対的な誘因を変更させることである」(Kaldor, 1982, p. 14)。ここにおいても貨幣供給の内生性と利子率の外生性が主張されている。

後半では内生的貨幣供給論が展開されている。フリードマンは M (貨幣供給) から Y (国民所得) への因果性を主張しているが、カルドアはここでいわゆる逆の因果性を主張している。「因果関係は Y から M であって、M から Y ではない」(Kaldor, 1982, p. 22)。さらに、

「商品貨幣経済に基づく貨幣の価値理論は信用貨幣経済には適用できない。ある場合には貨幣には生産費に基づく独立の供給関数が存在するが、もう一方の場合には新たな貨幣は銀行信用の拡張の結果、あるいはその一局面として現れる。その結果、もし、所与

---

14) この点は、第9章で論じる。

のあるいは期待される所得水準、支出水準で、公衆が保有したい以上の貨幣が創造されるならば、過剰な貨幣は負債の返済か、利子生み資産への転換のどちらかによって、自動的に消滅させられるだろう」(Kaldor, 1982, p. 22)。

これはホリゾンタリストの議論の原型であろう。ここでは信用貨幣の内生性が述べられている。貨幣供給に関しては、

「信用貨幣の場合は適切な表現は垂直な貨幣の「供給曲線」ではなく、水平な「供給曲線」である。貨幣政策は所与の貨幣ストック量ではなく、所与の利率によって示される。需要は以前と同様に所得とともに変動し、中央銀行の利率が信用を制限したり、拡張させる手段として、上方あるいは下方に変更させられるのは可能である。しかし、このことによって、いつでも、常に貨幣ストックが需要によって決定され、利率が中央銀行によって決定されるという事実は変わらない」(Kaldor, 1982, p. 24)

と述べ、貨幣供給曲線が水平であると主張している。そして、貨幣供給が何故、内生的であるかについては、「中央銀行は刺激政策か引き締め政策以外によって、「ハイパワードマネー」の減少あるいは、増加も防げられない。・・・しかし、中央銀行は銀行システムの支払い能力を危うくすることなしに「割引窓口」を閉鎖できない。中央銀行は「最後の貸し手」としての自らの機能を維持しなければならない」(Kaldor, 1982, p. 25)と述べている。

けれども、ラドクリフ委員会への覚え書の時期と同様の貨幣の流通速度の可変性の考え方を否定しているわけではない。マネタリズムの

「理論が決定的に依存している「速度の安定性」は確固とした特徴ではないという別の証拠が存在した。それは幻想であった。ラドクリフ委員会は速度が非常に広い範囲で変化しうるということを正しく強調した。・・・貨幣ストックの変化と速度の変化は互いに代替物なのである」(Kaldor, 1982, p. 29)。

この著作は、Kaldor and Trevithick(1981)と並んで、ポストケインジアンの本格的な内生的貨幣供給論を展開している。ここでの主張は、第一に逆の因果性と利率の外生性および水平な貨幣供給曲線である。第二に内生性の理由を中央銀行の最後の貸し手機能と結び付けている。第三に、ラドクリフ委員会における貨幣の流通速度の可変性も強調している。この点は Kaldor and Trevithick(1981)と比較した時の特徴であるが、この著作は前半においてラドクリフ委員会の再評価を行っているからでもあろう。

1980年代のカルドアの論文から、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論が確立されたと思われる。内容的にもその後のホリゾンタリストと呼ばれるアプローチの特徴をほぼ備えていると評価できる。ただ、ムーアも指摘しているように商業銀行の果たす役割についての詳細な分析が欠如しているなど、不十分な面も見られる(Moore, 1991b, p. 239)。

#### (4)小括

このように、カルドアはポストケインジアンの内生的貨幣供給論を最初に主張している。しかし、内生的貨幣供給論が主張されたのは、1970年の"The New Monetarism"からであろう。1950年代後半のラドクリフ委員会の時期においては、確かに貨幣数量説への批判を試みているが、貨幣の速度の可変性というある意味では実証的な側面からの批判に過ぎないとも評価可能である。とはいえ、この論点はその後も、カルドアにおいては引き継がれてい

くことになるが、広い意味での貨幣数量説の枠内に留まっていたと評価すべきであろう。この時期の特徴としては、第一に貨幣の流通速度の可変性を強調し、第二に貨幣供給量と物価の間の直接的な関係を否定し、第三に短期利子率を政策手段と見なしていることである。1970年の"The New Monetarism"においては、貨幣需要から貨幣供給量へのいわゆる「逆の因果性」を主張し、内生的貨幣供給論を本格的に展開し始めている。ここでの特徴は第一に信用貨幣による議論を行い、第二に貨幣の流通速度の可変性を重視していることである。けれども、内生的貨幣供給論としてはそのコアに当たる「逆の因果性」を主張しているだけで、その具体的なメカニズムに関しては約10年後に展開されることになる。

1981年のトレヴィシックとの共著論文"A Keynesian perspective on Money"と1982年の『マネタリズム その罪過』においていわゆるホリゾンタリズム的な内生的貨幣供給論を展開している。これらの著作では、まず、逆の因果性を主張した上で、第一に当座貸越に注目し、第二に、外生的な利子率と水平な貨幣供給曲線を主張し、第三に貨幣の超過供給を否定し、その理由として過剰な信用貨幣は負債の返済に充てられるという負債の自動的返済メカニズムを主張し、第四に貨幣当局が順応的に貨幣を供給する理由として中央銀行による最後の貸し手機能を重視している。『マネタリズム その罪過』では、ラドクリフ委員会の再評価に関連してか、貨幣の流通速度の可変性をも強調している。この時期の主張はほぼ、ムーアの主張にほぼ全て含まれる。実際、ムーアはかなりカルドアから影響を受けていると思われる。カルドアの特徴としては、全体としては、貨幣の流通速度の可変性を重視したことと自動的な負債返済メカニズムを主張したことであり、マネタリズムを意識した理論構成となっていると評価可能であると思われる。しかし、具体的な内生性のメカニズムに関しては、ムーアによって全面的に展開されることになった。

#### 4、ホリゾンタリスト 2 – ムーアの内的貨幣供給理論

ムーアは1988年に *Horizontalists and Verticalists* を発表し、それはこの分野における初めての体系的な著作となった。ムーアはカルドアの内生的貨幣供給論を継承し、さらに詳細に分析している。そして、それ以降の議論はほぼ、これを基礎に展開されている。その後、この著作への批判を中心として論争が展開されている。しかし、その批判は利子率の決定理論など、幾つかの点に集中しており、具体的な貨幣供給のプロセスに対する批判はほとんどない。その点からも、この著作はポストケインジアンの内生的貨幣供給論として、重要な位置を占めている。ムーアは内生的貨幣供給論に関して様々な論点を指摘しているが、その主要な主張と特徴について述べる。ここでは、貨幣の内生性のメカニズム、利子率論、マクロ経済学的考察、信用貨幣の特徴という、四点に分けて、論じていく<sup>15)</sup>。

##### (1) 貨幣の内生性

貨幣供給の内生性に関しては、カルドアとは異なり、より詳細な議論を展開している。ムーアは以下で述べる中央銀行がマネタリーベースを変化させる能力の非対称性として、

---

15) 他の論点の一部は第7、9章でも取り上げている。

貨幣の内生性を説明している。しかし、単にそれだけではなく、具体的に商業銀行がどのように市場において機能しているかを銀行仲介のモデルとして具体的に描いている。さらに、アメリカの連邦準備制度の下での貨幣供給のあり方に即した説明も行っている。また、内生的に貨幣を供給せざるを得ない背景として金融革新と負債管理についても、論じている。ここでは、中央銀行の能力の非対称性、負債管理と貨幣の内生性の関係、銀行仲介のモデル、具体的な貨幣供給の方法の四点に分けて検討していく。

### (i)中央銀行の能力の非対称性

貨幣が内生的に供給される理由としては、第一に、中央銀行がマネタリーベースを変化させる能力の非対称性を主張している。伝統的な説明では中央銀行は公開市場操作でハイパワードベースを自らのイニシアティブで増減できるとしている。しかし、実際には中央銀行はベースを増大させる能力は持っているが、減らす能力は制限されている。というのは、

「発達した金融資産の流通市場が存在する限り、中央銀行は常に単に公開市場での購入によってベースを増大させることが可能である。・・・このことによって商業銀行は利子の付かない超過準備を得る。通常はこれらの超過準備は銀行によって市場性のある利子付き証券の購入に費やされ、証券価格を上昇させ、市場利子率を低下させ、銀行資産と負債の水準を増加させる。・・・通常の説明が崩壊するのは、ハイパワードベースの減少の場合である。中央銀行が公開市場での売却によってベースを減少させることが出来るという想定、すなわち、そのことによって、銀行が資産の売却によって自らの意志で消滅させる準備不足がもたらされるということは、暗黙に、銀行が常に自由に売ることが出来る市場性証券の超過保有を行っていることを仮定している。持続的な拡張期には、商業銀行は、典型的にはその収益資産ポートフォリオのほとんどを顧客貸出に振り向けている。そのような貸出は通常は非市場的な資産である。というのは、異質な貸し手のリスクによって、売り買い可能な流通市場が存在しないからである。通常の反応は、銀行は満期になった貸出を削減可能であると言うことであろう。しかし、銀行貸出は常に借り手のイニシアティブによってなされる。・・・発達した経済では、企業と家計の借り手は典型的には銀行と事前に設定したクレジットラインを持っている。その結果、銀行信用需要が拡張しているときに貨幣当局がハイパワードベースを量的に削減するのは一般的に不可能である」(Moore, 1988, pp. 15, 16)。

このように中央銀行がベースを減少させることの困難さを商業銀行の資産、すなわち、銀行貸出の特徴によって説明している。銀行貸出の特徴は、第一に市場性が低く、自由に売却しにくいことであり、第二に通常は借り手のイニシアティブによって決定されるもので商業銀行がその量を制御しにくいことである。さらに、当座貸越やクレジット・ラインにより、ある限度内までは、自動的に貸出が行われるため、貸出量は需要に応じて決定されている(Moore, 1988, p. 24)。

### (ii)負債管理と貨幣の内生性

第二に、ムーアは商業銀行が貨幣を内生的に供給せざるを得ない背景の一つとして、金融革新と負債管理の発達を論じている。ムーアは、まず、負債管理の歴史を簡潔に描いて

いる。負債管理の出発点を 1961 年の譲渡性預金(CD)の発明としている。第二次大戦後の時期は、銀行は国債を大量に保有していた。また、当時は、連邦準備制度の政策によって、利子率は低く抑えられていた。このため、負債管理のインセンティブは存在しなかった。しかし、1951 年に連邦準備制度は長期の利子率のペッグ政策を中止し、長期利子率は徐々に上昇した。この時期は、貸出需要も急増しており、他方で、レギュレーション Q により預金利率には上限が設定されていた。このため、高利回りの債券への需要が増大し、預金需要が減少した。商業銀行も、低利の国債の保有を減少させている。そこで、ニューヨークの銀行は、預金金利の制限を回避するために、1961 年に CD を発明し、積極的に負債を発行する「負債管理」を行うようになった(Moore, 1988, p. 28)。商業銀行は追加的な CD の発行によってどんな貸出の要求にも応じられるようになってきている。

「その結果、予防目的での流動資産の保有の重要性は大幅に減少した。・・・以前は、銀行家は公衆が保有したいと望む預金債務を何であれ受動的に受け入れ、これらの資金を潜在的な借り手に配分していた。負債管理の結果、負債構造を受け入れ、それに応じてその資産を調整するよりも、個々の銀行は資産成長率の目標を定め、そしてその資金需要に合うように負債を調整する」(Moore, 1988, p. 27)。

すなわち、新たな負債の発行により、バランスシートの調整を行うようになってきている。

CD のような新たな金融的手段の発明は、金融革新の一環であるが、金融革新の結果、負債管理はさらに促進されていく。このような金融革新と負債管理の関係を次に分析している。CD は金利規制の範囲外であるだけでなく、連邦準備銀行にとっては金融引締政策の有効性を損なう。

「もし、銀行が貨幣市場において資金を購入することによって新たな貸出需要を満足するならば、連邦準備制度はどのようにインフレーション的な信用圧力を制限しうるのか。このことによって、連邦準備制度は、利子率を低下させ、銀行による CD の売却を制限させるために、1966 年と、1969 年に再び、レギュレーション Q の上限を用いることになった。それに対して、銀行は貸出需要を満たすために、ユーロダラーや銀行持株会社によるコマーシャル・ペーパーの発行のような負債管理の新たな手段を開発した。・・・負債管理に伴う金融手段は継続的に開発されている。量的には、CD、フェデラル・ファンド、ユーロダラー、レポ(Repos)は現在、最も重要である。・・・望ましい規制環境は特に役立つ。というのは、例えば、何が預金を構成するのかといった法の解釈は、実質的に新たな手段の開発を助けたり、あるいは妨げるからである」(Moore, 1988, p. 31)。

これは、規制と金融革新の馳ごっこ的な事態、すなわち、新たな金融商品を規制すれば、また、別の商品が生み出されるという動的な過程を描いている<sup>16)</sup>。

ムーアは続いて、商業銀行の行動と流動性やリスクの関係を分析している。

「徐々に、銀行システムの流動性は、流動資産、特に財務省証券 [TB] の市場の発展において、証券ディーラーへの流動性枠の中央銀行による供与によってますます保証されるようになってきている。・・・全体としての銀行システムの流動性は、危機の時に無制限の支援を提供する中央銀行の準備に依存しており、銀行の現金と準備の総保有額に依

---

16) この点は、ストラクチャリストとの論争においては重要な論点の一つとなっている。

存するのではないと思われる」(Moore, 1988, p. 32)。

すなわち、金融革新の結果、金融危機の際の銀行システムの流動性は、最後の貸し手としての中央銀行の行動によって供給されるようになっており、その重要性を指摘している。

ムーアは、負債管理を以上のように、貨幣供給の内生性の原因の一つとして評価しているが、他方で、その問題点も分析している。第一に「負債側の流動性に関連した主要な問題は測定である」(Moore, 1988, p. 33)。すなわち、どれだけさらに流動性を調達できるかを測定することは困難である。第二に、「資産側の流動性と負債側の流動性にはもう一つの重要な違いが存在する。すなわち、負債側の流動性の場合には現金を調達する能力が銀行の信用力に依存しているのに対して、資産側の流動性の場合、現金を調達する能力と銀行の信用力は独立していることである」(Moore, 1988, p. 33)。このため、「貨幣のより高い利子費用によって、確かに、いくつかの銀行はより収益性が高く、リスクの高い資産を購入し、目標の株式収益率を稼ぐために資本比率を切り詰めることを余儀なくさせられた」(Moore, 1988, p. 34)。

以上の二点は金融危機の可能性を増す要因であるが、第三に、ある銀行の支払不能が他の多くの銀行に波及するというシステムティックリスクも存在する。

「流動性を提供するために準備資産保有よりも負債管理に頼ることは商業銀行のリスク水準を増大させた。・・・銀行が市場性証券のポートフォリオを預金債務における「即時的買い戻し」条項を維持するのに最小限必要な水準近くに削減してしまったので、中央銀行はより多額の銀行仲介を支えるために需要された必要な準備を入手可能にせざるを得なくなる。すなわち、増大した銀行信用需要全てに順応せざるを得なくなるのである。・・・スプレッドバンキングに固有の潜在的な不安定性のために非常に抑圧的な貨幣的政策を追求する連邦準備銀行の能力は制限されている。というのはその究極の責任は金融システムの流動性と安定性にあるからである。・・・連邦準備制度は最後の貸し手としての流動性を供給する際の利子率を設定する権限を保持している。しかし、準備の需要量以下に準備供給量を制限する能力は非常に限定されている」(Moore, 1988, pp. 38, 39)。

ここでムーアは金融革新と負債管理の発達によって商業銀行のリスクが増大し、危機の際には、中央銀行が最後の貸し手として機能せざるを得ないことを重視している。

以上のように、ムーアは金融革新と負債管理の発達を貨幣を内生的に供給せざるを得ない背景として描いている。また、金融革新と規制の動的な関係も重視している。けれども、貨幣供給の内生性において、負債管理の占める位置付けに関しては、どの程度、本質的であるかに関しては、やや曖昧であるため、ストラクチャリズムからの批判を招き、論争となっている。論争に関しては第9章で検討する。

### (iii) 銀行仲介のモデル

貨幣の内生性の第三の説明としては、商業銀行と金融市場の関係を銀行仲介のモデルとして展開し、リテールとホールセールの金融市場の分析を行っている。ムーアは最初に正統派の理論を要約している。

「正統派の貨幣供給理論は超過準備仮説とベースマネー乗数過程の仮定に見出される。

・・・[正統派の説明]における銀行の資産決定はポートフォリオマネージャーの決定

と類似しているように考えられている。ポートフォリオマネージャーのように、銀行は全ての市場において価格受容者で数量設定者として見なされている。・・・実際、現実の信用貨幣経済では、事象の本当の因果関係は「正統派の説明とは」逆である。・・・貨幣は預金受入機関によって供与された新たな貸出の副産物として創造される。**貸出が預金を創造するのである**」(Moore, 1988, pp. 45, 46)。

次にムーアは金融仲介機関としての商業銀行の役割を強調している。なぜなら、商業銀行は量的にも理論的に重要であり、「商業銀行は、特に、借入行為において銀行の債務者によって創造された非譲渡性の本源的証券を貨幣化する権限を有している。銀行の当座預金はほとんどの取引での一般的に受容される支払手段として役立っている」(Moore, 1988, p. 46)からである。

ムーアは商業銀行の具体的な役割について述べている。商業銀行が利潤の最大化を行うことを指摘している。「商業銀行はバランスシートの資産と負債の間の利子率のスプレッドで利潤を生みだしている」(Moore, 1988, p. 49)。銀行は不確実な預金の引き出しと貸出需要のリスクに対処するため、様々な資産を保有する。商業銀行の保有する資産は二種類に分類可能である。第一に収益性のある資産、すなわち銀行貸出と、第二に防衛的資産、すなわち、一次準備と二次準備を構成する証券である。同様に銀行の負債も二種類に分けられる。第一にリテール負債、すなわち、様々な種類の預金、第二にホールセール負債、あるいは管理債務である。リテールの貸出と預金とホールセールの証券との違いは預金と貸出は非譲渡性の証券であるのに対して、ホールセールの証券は流通市場で売買可能である点にある。「どの個々の銀行の貸出と預金の量もほとんど完全にその裁量的な制御外である」(Moore, 1988, p. 50)。また、

「非流動性による支払不能に対する緩衝としての一次的、二次的準備の重要性は、中央銀行による最後の貸し手機能の便宜の迅速な利用可能性と政府による預金の保証、そして最も重要な点であるが負債管理によって減少する。ホールセール市場から自由に借り入れるこの能力によって銀行は大規模なクレジットラインの供与が可能になり、ほぼ無限に顧客の需要に応じて信用を供給可能になっている」(Moore, 1988, p. 52)。

しかし、銀行はポートフォリオの決定として資産の量と構成を選択しているのではなく、リテール貸出市場では価格設定者であり、数量受容者である。負債管理の発達によって、商業銀行の行動が変化し、リテール貸出市場での数量受容者としての機能が增大した。商業銀行の予防的動機による流動性資産の保有の重要性は負債管理によって減少した。さらにムーアは金融市場での商業銀行の価格設定行動に注目している。民間部門のポートフォリオ行動はグループによって異なっている。特に金融部門と非金融部門では異なる。

「非金融部門はある金融市場価格に直面している。・・・彼らは価格受容者である。対照的に、金融部門は大抵の市場では価格受容者としては行動しない。銀行の市場支配力は多くの国で広く有力である。・・・銀行と他の金融仲介機関は貸出の利率と信用基準と、預金の利率を設定する」(Moore, 1988, pp. 54, 55)。

次にムーアは以上のような金融市場のあり方を踏まえて銀行仲介のモデルを展開している。これはマークアップアプローチに基づくものであり、2投入、2産出モデルである。投入は負債であり、リテールとホールセールの預金からなる。産出は資産であり、リテールとホールセールの貸出からなる。まず銀行貸出と銀行預金のリテール市場では、

「寡占者として、彼らの管理する貸出と預金の利率は典型的には価格リーダーの利率に従う。・・・個々の銀行のマークアップの大きさは利潤最大化と矛盾しないようにその限界費用と限界収入を等しくするものとして見なされる。マークアップは銀行のコスト効率性と特定の市場での市場支配力に依存する。長期では銀行は平均貸出利率が資金の平均費用とそれへのマークアップを足したものに等しくなるように設定する。・・・個々の銀行は、それ故銀行システム全体として、リテールの預金と貸出市場では価格設定者であり、数量受容者である」(Moore, 1988, p. 57)。

他方、ホールセール市場では

「個々の銀行は価格受容者で数量設定者である。ホールセール市場は銀行の防衛的な資産の特性を示し、そこでは発達した流通市場が存在する。・・・リテール市場での需要に応じて預金を受け入れ、貸出を行うために、銀行はホールセール市場で結果としての資金のネットの赤字、あるいは余剰に応じられなければならない。ホールセール市場は銀行の限界的な資金の源泉である」(Moore, 1988, p. 58)。

ホールセール市場の特徴はリテール市場と比較して、完全競争的であるということである。ホールセール市場での利子率の変動はリテール市場に影響を与える。「中央銀行は流動性の究極的な供給者としての役割において、ホールセール市場への資金の純流入の量と価格を制御するという決定的な役割を果たす。・・・広い範囲内で、短期のホールセール利子率を決定する立場にあるのである」(Moore, 1988, p. 59)。

次に商業銀行の行動を定式化している。「商業銀行の最適資産選択ルールは異なる資産のリスクを調整した限界収入と限界費用を等しくすることである。・・・貸出からの限界収入が債券の平均収益率と等しくなるようにすることである。そして、リテール預金の限界費用を市場性金融手段の平均ホールセール利子率と等しくさせなければならない」(Moore, 1988, p. 59)。すなわち、長期的には銀行は貸出と預金の量が等しくなるようにそれぞれの利率を調整するが、短期的には正確には等しくならないので、防衛的資産と負債管理をバッファとして活用する。結局、「利潤最大化を行っている銀行は評価された限界収入が資金の評価された限界費用に等しくなるようにそれぞれの市場で資金の利率を設定しようとしている」(Moore, 1988, p. 61)。このようにここではムーアは商業銀行が直面している市場の性質を元にその行動を分析し、利子率の決定にも触れている。

#### (iv) 貨幣供給の方法

貨幣供給の内生性の第四の説明として、ムーアは中央銀行による貨幣供給の方法に即して論じている。まず、貨幣乗数論を批判した上で、アメリカの場合に即して論じている。

「貨幣ストックの正確な制御は二、三週間といった短期では不可能であると一般に認められている。・・・マネタリストは貨幣ストックの短期的な制御は連邦準備銀行の操作方法の変更によって徹底的に改善されるだろうとも論じている。・・・連邦準備銀行は利子率の短期的なヴォラティリティーが増大するという理由で常に全てのそのような手段に反対してきた」(Moore, 1988, p. 78)。

さらに中央銀行によるハイパワードベースの供給の方法を考察している。多くの国では中央銀行による再割引が行われており、ホールセール市場の短期利子率を設定している。すなわち、「貨幣当局はマネタリーベースや銀行の現金準備保有よりも短期利子率を操作す

ることによって目的を達成しようとしている」(Moore, 1988, p. 89)。貸出の需要決定性により準備も需要に応じて供給されなければならないため、「唯一の裁量的な問題はそのような準備が供給される価格だけである」(Moore, 1988, p. 92)。

必要準備に関しても考察している。必要準備は非常に強力な手段であるためほとんど使われないとされている。「商業銀行の必要準備は非利子生み政府負債の銀行需要における法的に制定された増大として見なされうる。・・・必要準備は銀行から連邦政府への強制的な寄付金を示している」(Moore, 1988, p. 96)。それは、結局、銀行の株主や顧客によって負担されている。

次に公開市場操作について考察している。大抵の教科書では、中央銀行の公開市場操作での証券の購入はハイパワードベースを増大させることによって貨幣ストックに対して拡張的効果を持つと説明されている。しかし、実際にそうならない理由としては、

「多くの確率論的な非政策要因が銀行システムに準備を増大させたり、引き出させたりするように作用している。・・・このことはベースのどんな変化をも伴う様々な金融的フローを示している。すなわち、為替レートの変動、公衆の通貨保有の変化、海外資本の流出入、連邦準備銀行での国庫残高の変化、割引窓口からの銀行借入の変化である。これら全てのフローは完全に貨幣当局の制御外にある。望ましいベースの水準を達成するためには、これらのフローは公開市場操作によって完全に相殺されなければならない。・・・その結果、ほとんどの連邦準備銀行の公開市場操作は「防衛的」でこれらの非政策的諸力の効果を相殺するように計画されている」(Moore, 1988, pp. 98, 99)。

また、アメリカの貨幣供給の方法を具体的に論じている。マネタリストは中央銀行は貨幣供給の目標成長経路を公表し、それに従うようにすべきであると主張している。マネタリズムの影響により、「連邦準備制度は銀行システムの準備の借入量を量的に制御していると主張している先進国では唯一の中央銀行である」(Moore, 1988, p. 111)。他の国では中央銀行は需要に応じて現金準備を自動的に供給しており、その場合には貨幣供給関数は水平になる。アメリカでは連邦公開市場委員会(FOMC)の方針に従って、ニューヨーク連邦準備銀行の公開市場局が預金受入機関の非借入準備を増減させるために連邦政府証券の売買を行う。金融機関は異なる市場を通じて裁定を行うので、介入の効果が波及し、リスク等を調整した利子率は均等になる。その均衡した利子率が準備の供給価格になる。アメリカ以外では、「操作的な供給価格は中央銀行が銀行システムに貸し出す有効な最低利子率である」(Moore, 1988, p. 113)。

さらにムーアはアメリカでの1979年からのマネタリズム的な実験に触れている。

「1980年初頭にFOMCは選ばれた貨幣集計量の年間の成長率の目標を特定した。・・・目標経路からの貨幣ストックのずれが借入準備の大きな変動をもたらし、その結果、フェデラルファンドレートの変動も増大した。・・・連邦準備制度はインフレーションにもはや順応しないことを示すために中間目標の貨幣集計量の目標成長率を低くする意向を発表した。・・・これは実際の経済や利子率の状態を無視して行われた。その結果、利子率は急激に大幅に上昇した。1982年10月にこの方法は単純に放棄された」(Moore, 1988, pp. 116, 117)。

次にムーアは割引窓口の役割について考察している。「割引窓口から借り入れる銀行は二種類の費用に直面している。すなわち、借入の明示的費用(割引率)と暗黙の非金銭的

費用である」(Moore, 1988, p. 117)。この暗黙の費用は銀行が頻繁に割引窓口を使う、あるいは多額の使用を行うことによって、中央銀行が将来、貸出を拒否したり、監視を強化する可能性から生じている。銀行が借入を繰り返しを行う度に、中央銀行による監視が強化され、暗黙の費用が上昇するため、割引率は一定でも、追加的にかかる費用は増大する。「連邦準備銀行は伝統的に割引率を通常支配的な短期市場利子率以下に設定している。割引窓口からの借入は「特権であって、権利でない」。・・・連邦準備銀行は銀行が割引窓口を「最後の貸し手」としてのみ見なすことを意図している」(Moore, 1988, p. 118)。すなわち、それゆえ、頻繁に窓口を使うことは好まれず、暗黙の費用が上昇するのである。割引窓口からの借入は通常は4週間以内であり、それ以上長い期間の信用は流動性危機などの時に限られている。

フェデラルファンドレートについても検討している。

「フェデラルファンドレートは今や、連邦準備銀行によって直接に設定されていないという意味で、技術的に「市場で決定」されている。しかし、連邦準備制度は割引率を直接に設定し、借入準備量を直接に目標とし、割引窓口での暗黙の費用を設定しているので、・・・正の傾きの借入準備供給関数の傾きを設定している。全体の過程は、より正確には「ダーティ」な利子率目標であるとか、利子率の「範囲」目標であるとも述べられる」(Moore, 1988, p. 124)。

ムーアは信用の直接的な制御についても述べている。銀行貸出量を間接的に制御するのは困難なので、多くの国では直接的な銀行信用の制御を行ったことがある。例えば、銀行信用の上限や預金利率の規制である。しかし、この方法は「貸出利率と借入利率の差を拡大させ、銀行以外での信用取引への誘因を提供している」(Moore, 1988, p. 124)。すなわち、直接的な信用規制は金融革新を促進させるため、有効ではないのである。

## (2)利子率

利子率に関しては、ムーアの主張は二点存在する。第一に、既に述べたようなマークアップ利子率論である。既に引用したように、リテールの銀行貸出と預金は需要に応じてその量が決定されるため、商業銀行はその価格である利子率を設定し、価格設定者として行動している。

第二に、外生的利子率論と流動性選好説の批判である。ここでムーアはケインズを批判している。

「ケインズは『一般理論』において商品貨幣経済と信用貨幣経済の間の決定的な違いを強調することに失敗したことによって貨幣の自己収益率の外生性に関するこれらのいくつかの説得力に欠ける比喩的な議論へと強いられてしまった。・・・ケインズの根本的な論理的な間違いは「中央銀行によって決定されるものとしての貨幣量」(Keynes, 1973a, p. 247)を受け入れようとしたことであつた。彼の有名な貨幣の性質は明確に商品貨幣、または信用貨幣にのみ適用されうる」(Moore, 1988, p. 246)。

このようにムーアはケインズの自己利子論とそこでの貨幣の性質を否定している。

次にムーアは自らの利子率理論を展開している。

「資本市場が自由である限り、資産保有者による裁定は異なった満期の資産のリスク調

整済みの期待保有期間収益を等しくことに依存している。このため、長期利子率は金融手段の全期間にわたる金融市場の参加者の将来の短期利子率に関する期待を反映している。短期利子率は外生的に中央銀行によって管理されているので、長期利子率は中央銀行が確立するであろう将来の短期利子率に関する資本市場の集団期待を反映するであろう」(Moore, 1988, p. 259)。

このように短期利子率は中央銀行によって外生的に決定され、長期利子率は将来の短期利子率の期待によって決定されるとしている。確かに短期利子率は外生的に決定されているが、貨幣当局が全く自由に設定できるわけではない。まず、「生産性と節儉の実物諸力は利子率が中央銀行の究極的な政策目標を追求して動かされるであろう上限と下限を設定することによって間接的にのみ名目利子率に影響する」(Moore, 1988, p. 263)。また、

「中央銀行が国内の短期名目利子率を制御する範囲は時と国によって大きく異なる。それは、貨幣的政策の技術、利子率変化への経済行動の感応性、経済の規模と開放度、資本可動性の程度、中央銀行が外国為替準備と為替レートの変動を許容する程度、国内と海外の期待インフレ率、政府が経済に対する制御を課すかという程度、政策が国を通じて強調されている程度に依存するだろう。資本が移動可能な開放経済では、この範囲の中心点は海外金融市場で支配的な平均名目利子率に近づくかもしれない」(Moore, 1988, p. 266)。

### (3)マクロ経済学的考察

ムーアは内生的貨幣供給論のマクロ経済学的な意味も考察している。ここでは、名目貨幣供給の決定要因と、貨幣の超過供給を解消するメカニズムの一つとしての「便宜的貸出」という概念の二つを検討する。

第一に、名目貨幣供給に影響を及ぼす要素を考察している。ムーアは、企業の生産のための運転資本の役割を強調している(Moore, 1988, pp. 221-223)。この点は、第9章で詳細に検討する。

第二に貨幣の超過供給の解消メカニズムについて検討する。この点に関連して、乗数過程への批判も存在するが、第7章で詳細に検討する。ムーアはマクロ経済において信用貨幣の果たす役割について考察し、独自の概念を提示している。

「貨幣経済では、個々の経済主体がどの期間においても稼得以上に消費することが可能である・・・それでも、経済全体では総収入は総支出に常に等しくなければならない。・・・そこから、どのようにして総所得と総需要が増大するのかという問題が生じる。・・・この貨幣の可能な二つの源泉のみが存在する。1, 以前に蓄積した貨幣残高からの引き出し。そして、貨幣の所得速度は上昇する。2, 新たに創出された貨幣残高。・・・信用貨幣の場合にはこれは既に存在している、あるいは新たに創造された金融資産の銀行による純購入から生じる」(Moore, 1988, pp. 294, 295)。

すなわち、信用貨幣は赤字支出をファイナンスするために創造される。次に赤字支出を信用貨幣によってファイナンスする場合を考察している。信用貨幣が新たに創造された後で、生じる「財やサービスの売り手による銀行預金の蓄積は便宜的貸出(convenience lending)と見なされる」(Moore, 1988, p. 298)。これは、貨幣の超過供給が生じないためのメカニズムで

ある。

そして、「保蔵」と「便宜的貸出」について考察している。「保蔵」は経済主体による貨幣残高の蓄積である。商品貨幣経済では保蔵、すなわち、

「現在の所得を追加的な貨幣残高の蓄積に向ける決定は、・・・総需要に対してデフレーション効果を持つ。・・・対照的に信用貨幣経済では、貨幣供給は信用誘発的である。経済主体は赤字支出をファイナンスするために自らの意志で新たに創造された貨幣を借り入れることが可能である。・・・貨幣が新たに創造されている時に、追加的な信用貨幣残高を蓄積する決定、すなわち、保蔵することは総需要を減少させない。むしろ、保蔵や「便宜的貸出」は赤字支出による総需要の増大に伴うファイナンスを借入主体に供給する。・・・信用貨幣残高の蓄積はむしろ赤字支出を可能にするファイナンスを供給する増大した便宜的貸出を反映している。信用貨幣ストックが増大するときはいつでも、「保蔵」は銀行システムへの「便宜的貸出」の増大を示す」(Moore, 1988, pp. 329-331)。

さらに、乗数過程の批判を行っているが、これに関しては第7章で取り上げる。また、「便宜的貸出」に関しては、第8章でも論じる。

#### (4)貨幣の性質

貨幣の性質に関しては、それほど、詳細に論じているわけではないが、ここでは、信用貨幣の重要性と一般的受容性の重視という二つの論点を検討する。

第一に、既に述べたように内生的貨幣供給論は、現代的な信用貨幣論であるため、信用貨幣の特徴から議論は始まっている。まず、「商品貨幣、法定貨幣、信用貨幣の間には根本的な違いが存在する」(Moore, 1988, p. 19)。マネタリズムは「独立した貨幣供給関数が存在するという仮定」(Moore, 1988, p. 7)に依存していると指摘している。しかし、これは商品貨幣や法定貨幣にのみ当てはまる性質である。というのは、信用貨幣の

「供給スケジュールはもはや需要と独立ではない。・・・しかし、どんな所与の金融政策の下でも、金融システムへの中央銀行の貸出率によって示されるように、銀行貨幣ストックは完全に借り手の信用への需要によって決定される。信用貨幣は発行金融機関の負債であり、・・・それには、信用リスクがあるかもしれないし、利子を支払うかもしれないし、元本が保証されていないかもしれない。・・・銀行貨幣の超過供給は銀行信用の返済を通して単純に削減されうる」(Moore, 1988, p. 14)。

ここでムーアは信用貨幣の定義を行っているが、信用と貨幣の区別は若干曖昧である<sup>17)</sup>。基本的にはカルドアとほぼ同じであろう。

第二に、貨幣の性質に関しては、一般的受容性を重視している(Moore, 1988, p. 292)。この点は第9章で論じる貨幣需要を巡る論争におけるムーアの主張の基礎となっているため、そこで詳細に検討する。

#### (5)小括

---

17) この点は、サーキュレイショニストに関するところで述べるが、ロションによって批判されている点の一つである。

ムーアの内生的貨幣供給論の特徴は、第一に貨幣供給の内生性の説明として、四点の理由を挙げている点である。第一に、中央銀行のベースを増減させる能力の非対称性である。これは、普通、中央銀行は容易にベースを増大させられるが、減少させる能力は制限されているということである。そして、その非対称性の理由を商業銀行の保有する資産の形態に求めている。すなわち、商業銀行の主要な資産である貸出は、商業銀行が自由に量を制御可能ではないからである。第二に商業銀行の負債管理を取りあげている。負債管理によって商業銀行は証券の保有を減らしたが、このことはリスクを増大させ、そのため中央銀行の最後の貸し手機能が重要になってきている。第三に銀行仲介のモデル化である。ここでムーアはリテールとホールセールに市場を分け、市場の性質の違いを強調している。すなわち、貸出と預金のリテール市場では商業銀行はプライスセッターであるが、ホールセール市場ではプライステイカーとなる。第四に中央銀行に関して内生性を説明している。特に貨幣供給量を直接に制御しようとする利子率のヴォラティリティーが増大することを指摘している。

ムーアの第二の特徴は、利子率の決定である。利子率は商業銀行のマークアップによって決定され、長期利子率は短期利子率の期待によって決定されるという外生的利子率論を主張している。第三に、マクロ経済学的には、名目貨幣供給を決定する要因として運転資本を強調している。また、貨幣の超過供給が生じないメカニズムとして、新たな信用貨幣が創造され、実際に財やサービスへの支出が行われた後での、銀行預金の蓄積である便宜的貸出という概念を重視している。第四に貨幣の性質としては、信用貨幣を強調し、さらに貨幣の一般的受容性を重視している。

けれども、他のポストケインジアンと比較すると、ある程度、独特な主張も見られる。第一に商業銀行がリテール部門において、数量受容者である点を強調していることがある。あるいは銀行がかなり受動的に描かれている点である。第二はマークアップ利子率論と、短期利子率の期待としての長期利子率である。第三に傾きが水平な貨幣供給曲線である。第四に支払手段としての貨幣を強調していることである。第五にはケインズの乗数過程を否定していることである。

## (6) ホリゾンタリズムの特徴

カルドアとムーアのホリゾンタリズムに共通する特徴としては、第一にマネタリズム批判が強調されていることである。特にカルドアは 1950 年代後半から、貨幣数量説、あるいはマネタリズム批判を軸にその議論を展開させている。また、ムーアにおいてもマネタリズム批判は見られる。これは時代的な背景として見なされるべきであるが、新古典派との関係を中心に理論を構成しているとも考えられる。第二に、貨幣供給の内生性を主張した上で、利子率を外生とし、水平な貨幣供給曲線を採用していることである。ここからホリゾンタリズムという名前が生じており、その後の批判もこの点に集中している。第三に、利子率を外生とし、マークアップ利子率論を採用し、流動性選好理論を完全に否定していることである。第四にいわゆる構造的内生性をあまり重視しないことである。また、その点に関連して、商業銀行が受動的な存在と見なされうることである。

以上の点は、その後のストラクチャリストとの論争において問題となっている。けれども、サーキュレイショニストとは、マネタリズム批判を除いて、ほぼ共通している特徴でもある。その後の論争は、第6章でも取り上げるが、個別の論点に関しては、第7、8、9章でも論じていく。論争は、ホリゾンタリズムに対して、ストラクチャリストたちが批判を行い、さらにムーアが反論するという形で行われるが、ホリゾンタリズム的な立場でラヴォワがさらに批判を行っている。ラヴォワは、主張としてはホリゾンタリズムと言っても良いが、その背景には、第6章で取り上げる貨幣的循環理論が存在しており、やや立場は異なる。論争は1990年代後半には、下火となったが、2005年にDochertyはその著作において、カルドア、ムーア的なホリゾンタリズムの立場から、議論を行っている<sup>18)</sup>。

## 5、小括

以上のように、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論の展開をホリゾンタリストまで検討した。ここでは、それらの位置付けを検討する。まず、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論の起源を何処に求めるべきかという問題が存在する。この内生的貨幣供給というテーマ自体は古くから存在するが、ここでは影響ではなく、ポストケインジアンにおける直接的な始まりを考えている。それはカルドアであろう。もう一つ問題となるのは、カルドアにおいても何処まで遡るかという点である。そこで、ここでは、1960年頃のラドクリフ委員会の時期のカルドアを取り上げて、検証を試みたが、結論としては、内生的貨幣供給論を主張したのは、1970年の論文からであろう。この論文はマネタリズム批判を目的としたものであるが、明確にそれに対抗する理論として内生的貨幣供給論が主張されている。しかし、そこでは貨幣の内生性の具体的なメカニズムは欠如しており、その意味では、内生的貨幣供給理論が確立されたのは、1980年代に入ってからということになる。1981年の論文と1982年の著作で、内生的貨幣供給論がポストケインジアンにおいて確立されたと思われる。ここでは、より具体的な内生性のメカニズムが示され、体系的な理論となっている。けれども、詳細なメカニズムにおいて欠ける点も存在し、1988年のムーアの著作によって十分に展開されることになる。ポストケインジアンにおいて、一つの領域として確立されたのは、このムーアの著作によってであろう。実際、この著作はその後の議論の出発点となっているのは確かである。

その後のポストケインジアンにおける展開を追う前に、内生的貨幣供給論に影響を与えている論者を取り上げた。様々な点で最も影響を与えていると思われるのは、当然、ケインズであるが、ケインズはその主著である『一般理論』においては外生的貨幣供給を採用しており、内生的貨幣供給論との関係は単純ではない。そこで、ケインズに関しては第3、4章で論じている。ケインズ以外で、ポストケインジアンの貨幣的経済学に大きな影響を与えているのは、カレツキである。カレツキは、景気循環論において内生的貨幣供給を前提としており、生産をファイナンスする銀行を重視している。また、マークアップ価格決定理論、危険逡増原理などポストケインジアンにおいて採用されている議論は多く存在する。

---

18) ただし、議論の中心は、理論的な展開よりもケインズと内生的貨幣供給論の関係についての議論である。

このように内生的貨幣供給理論に限定すれば、ケインズと並んで、非常に大きな影響を及ぼしていると思われる。初期のポストケインジアンの中では、デヴィッドソンとミンスキーを取り上げた。まず、デヴィッドソンは、金融的動機を命名し、その重要性を早くから指摘している。金融的動機に関しては第4章で述べる。また、1972年の著作においても、内生的貨幣供給の場合に言及している。さらに、貨幣と不確実性の議論を強調しているが、この点も大きな影響を与えている。しかし、内生的貨幣供給に関しては若干触れているだけで、ほとんど議論を展開していない。ミンスキーは金融不安定性仮説を主張し、内生的貨幣供給に関しては確かに前提としている面も存在するが、詳しい議論は存在しない。けれども、金融不安定性仮説は構造的内生性の議論として内生的貨幣供給論に統合されている。その点で、多大な影響を与えている。

## 第6章 内生的貨幣供給論の展開 2 – 論争と新たな理論<sup>1)</sup>

### 1、はじめに

この章では、第5章に引き続き、内生的貨幣供給論の歴史を扱う。第5章では、内生的貨幣供給論が本格的に確立したホリゾンタリストの時期までを対象としていたが、この章では、それ以降の展開を検討する。第2、3節ではカルドア、ムーアといったホリゾンタリストに対抗して、議論を深めていったレイ、ポーリンといったストラクチャラリストを取り上げる。第4、5節では、ポストケインジアンとは独立に内生的貨幣供給論を展開させてきたフランス、イタリアのサーキュレイショニストの議論を中心に論じる。第6節では、ホリゾンタリスト、ストラクチャラリスト、サーキュレイショニストの三者の関係を簡潔に論じる。

### 2、ストラクチャラリスト 1 – レイによる批判

ストラクチャラリストはカルドア、ムーアのホリゾンタリズムに批判的なグループである。ホリゾンタリズムへの批判は様々な論者が行っているが、ここでは特に構造的内生性を主張している論者のみを取り上げる。ストラクチャラリストはミンスキーの影響が強く、金融不安定性仮説を内生的貨幣供給論に統合したとも評価可能である。ストラクチャラリストの立場が明確に示されたのは、1991年のポーリン論文であるが、1990年に出版されたレイの著作も内容的にはストラクチャラリズムを含んでいる。そこで、ここではまず、レイを取り上げる。

レイの *Money and Credit in Capitalist Economies* (Wray, 1990) は内生的貨幣供給論を主題とするポストケインジアンにおいて二冊目のまとまった著作である。ムーアとは若干違った理論が展開され、その後のストラクチャラリストといわれる立場とほぼ同じであると思われる。ここでは、貨幣の性質、貨幣の内生性、傾き正の貨幣供給曲線、利子率論の四点に分けて論じる。

#### (1) 貨幣の性質

貨幣の性質に関しては、計算単位としての貨幣の定義、貨幣の歴史、特異な貨幣需要の定義の三点を検討する。

第一に貨幣の定義、および歴史については、通常の物々交換における欲望の二重一致を可能にするために貨幣が生成されるという考え方を批判している。例えば、「貨幣は最初に発達し、市場は後から発達した。物々交換は決して重要な交換メカニズムではなかった」(Wray, 1990, p. 4)。また、「物々交換は決して重要な経済活動ではなく、物々交換は市場の発展に結び付かず、貨幣は物々交換からは発達してこなかった。実際、初期の貨幣は交換を容易にするために発達してきたのではなく、計算単位として創造された」(Wray, 1990, p.

---

1)本章は、修士論文及び、単位取得論文の一部を加筆、修正、再構成したものである。

6)。結局、「貨幣は計算単位であり、私有財産が生じ、個人が債権者、あるいは潜在的な債権者になる時に生じる」(Wray, 1990, p. 8)。そして、「資本主義的生産が経済を支配するようになると、貨幣は普遍的に重要となる。・・・貨幣は生産に時間が掛かり、負債契約に関わるので、生産過程に関わる」(Wray, 1990, p. 10)。そして、貨幣の定義を行っている。「貨幣は最初に計算単位として存在する。貨幣はある経済主体の他の主体に対する未払いの債務関係であり、貨幣は財、サービス、資産の保有あるいは生産のファイナンスの過程で創造される。そのように、貨幣は時間の隔たりを繋ぎ、今日購入して、後に払うことを許す」(Wray, 1990, p. 11)。あるいは、

「貨幣は貸借対照表の項目、あるいは計算単位であり、支出のフローをファイナンスする。それは購買力を未来から現在に移転するにつれて想像される。一般に認められた購買力の形態で、普遍的に認められた負債の返済手段であるため、期待された、あるいは予期せぬ支払債務を満たすための保険として不確実な世界において保有される」(Wray, 1990, p. 13)。

このように計算単位としての機能を強調した上で、信用貨幣として定義している。

さらに、「貨幣は単純に負債であり、それは交換手段としては役立ったり、あるいは役立たないかもしれない」(Wray, 1990, p. 13)。また、「貨幣はフローを容易にするために創造されたストックである」(Wray, 1990, p. 14)と述べている。すなわち、貨幣は第一に計算単位であり、そこから債務としての貨幣が内生的に創造される。けれども貨幣自体はストックとして定義を行っている。また、信用と貨幣の区別は曖昧である。

第二に、貨幣の歴史についても述べている。そこでも、計算単位としての貨幣を重視している。資本主義の発展においては、

「信用貨幣が貨幣の「正常な」形態であり、商品貨幣が逸脱であることをシステムのロジックが要求している。・・・資本主義経済では、生産は必要を満たすため、あるいは交換されうる財を生産するために生じるのではなく、貨幣を実現するために市場での売却のための財を生産するために生じている。・・・生産は継続的な過程であり、資本家は運転資本支出の資金を供給する信用を提供する銀行家との関係を発達させる」(Wray, 1990, p. 55)。

すなわち、資本主義経済においては、貨幣は生産の過程において必要な運転資本をファイナンスする時に創造されている。

第三に、貨幣需要の定義はかなり特異である。流動性と流動性選好に関しては通常の定義である。ところが、

「流動性選好は貨幣需要と同じではない。ある企業が資本資産の持ち高をファイナンスするために商業銀行の負債を欲するかも知れない。すなわち、企業は自らの借用証を貸出を得て当座預金を受け取ることによって銀行の負債と交換する。「貨幣需要」と「貨幣供給」の両方が、企業が購買をファイナンスするために負債を増大させ、銀行が企業の負債を自らの負債に代替したので、増大している。明らかに、しかしながら、流動性選好は増大していない。実際、企業の資本資産を購入するために負債を増大させる意欲は流動性選好の減少を示している。企業はより非流動的なポジションを取っている。・・・流動性選好の増大はポートフォリオをより流動的なポジションに変化させたいという欲求を意味する。・・・増大した流動性選好は貨幣供給の成長率がバランスシートを

拡張させる意欲が減少したので、減少していることを意味する。流動性選好の増大は貨幣需要と貨幣供給の減少とさえ結び付けられる」(Wray, 1990, pp. 17, 18)。

すなわち、貨幣需要は「バランスシートを拡張する意欲」(Wray, 1990, p. 288)として定義されているので、例えば、企業が銀行貸出によってファイナンスを行う時、貨幣需要と貨幣供給は上昇するが、負債は増えているため、企業の流動性選好は低下していることになるからである。

あるいは、

「貨幣需要という語を負債を発行する意欲、あるいは財、サービス、資産を支出するためにバランスシートを拡張させる意欲を示すことに用いる。・・・流動性選好は、バランスシート上の非流動的な項目をより流動的な項目に交換する選好、あるいは負債を返済することによってバランスシートの大きさを減少させたいという選好である」(Wray, 1990, p. 20)。

これは、貨幣と信用の区別が曖昧であるからであろう<sup>2)</sup>。

## (2) 貨幣の内生性

貨幣の内生性に関しては、その基本的な枠組み、構造的な内生性、金融革新との関係、商業銀行の行動、制度的な分析の五点に分けて検討する。

第一に、内生的貨幣論としては、まず貨幣と不確実性の関係も重視している。貨幣は「負債を返済するために用いられる手段である。・・・貨幣の蓄積は不確実な将来に対処するための方法である」(Wray, 1990, p. 73)。内生的貨幣論は、「第一に貸出が預金を創造する、第二に、預金が準備を創造する、第三に貨幣需要が貨幣供給を誘発する」(Wray, 1990, p. 73)とまとめられる。レイも貨幣の超過供給や超過需要を否定している。すなわち、「貨幣需要は常に満たされうる」(Wray, 1990, p. 74)。レイによる内生的貨幣供給論は、

「連邦準備銀行は貨幣供給をどんな望ましい水準であれ、自由に設定出来ない。・・・貨幣需要は通常は〔貨幣〕供給を決定し、連邦準備銀行は通常は順応的である。連邦準備銀行は貨幣供給の成長率に影響を与えられるが、銀行行動は大抵銀行が連邦準備銀行の制約から逃れることを可能にしている。連邦準備銀行の制約が実際に有効になる時、連邦準備銀行は時には制約を廃止し、貨幣需要に順応せざるを得なくなる」(Wray, 1990, p. 83)。

中央銀行のベースを増減させる能力の非対称性にも触れている。すなわち、「連邦準備銀行は利子率を上昇させる能力においても限定されている。・・・上昇する利子率は、低収益率の非流動的資産を保有する金融機関を損なう」(Wray, 1990, p. 87)。

第二に、レイはいわゆる構造的な内生性を重視し、ミンスキー的な金融不安定性を内生的貨幣供給論に導入している。例えば、

「内生的過程はシステム自体が必要な流動性を提供出来ない点に達するまで、システム

---

2) このように貨幣と信用の区別が曖昧である点は、Rochon(1999)によって批判されている。なお、レイは、その後の著作においては、表券主義的な立場へと移行しており、必ずしも、明確ではないが、貨幣と信用をより区別していると思われる(Wray, 1998)。

的な脆弱性を増大させがちである。もし連邦準備銀行が厳しい金融政策を遂行し、利子率を上昇させ、銀行が流動性需要に応じるのをより困難にするならば、より速やかにこの点に達するかもしれない。・・・強制的な清算が進行するにつれて、このことは遂にシステム全体の完全性を損なうのに充分大きな機関にも影響する。この点で、連邦準備銀行はシステムに必要な流動性を提供する最後の貸し手として介入せざるを得なくなる」(Wray, 1990, p. 89)。

すなわち、中央銀行の最後の貸し手機能を重視している。

金融革新と内生的貨幣論の関係についても論じている。「銀行は信用適格な顧客の申込みを受けると、貸出を行い、それから準備を補充するために資金を購入する。・・・銀行は負債に比べて準備を大きく削減し、資産に比べて二次的準備(政府債券)も削減している。ある量の準備がより多くの銀行負債の拡張を支えている」(Wray, 1990, pp. 242, 243)。そして、「最近、20年間で金融革新の速度は上昇しているが、それは商業銀行がインフレーションと金融引き締め政策による名目利子率の上昇に対して、中央銀行の制約から逃れようとしたためであると言われている」(Wray, 1990, p. 244)。しかし、レイは別の説明を紹介している。それによると、

「第一に取引費用を削減し、高価なリテールオフィスの維持の必要なしに顧客に幅広いサービスを非銀行金融機関が提供することを可能にしている重要な技術的革新を無視できない。・・・第二に主に1930年代にアメリカにおいて課された規制は地理的、機能的障壁を創造することによって激しい競争を消滅させた。・・・しかしながら、技術的革新と規制者の態度の変化は徐々に新規参入者と激しい競争を導入した。・・・信用市場は顧客-銀行関係に基づいているというよりも競売的な市場になっている。・・・借り手は利子率のみに制約されるような競売型市場の発達を革新と規制緩和が可能にしている。・・・価格制約のみに従う信用システムは根本的に不安定である。・・・革新を規制的な環境への対応と見なすよりも、失敗が不可能であるように政府が保証する環境下での規制緩和への対応と見なす」(Wray, 1990, pp. 244, 245)。

すなわち、レイは規制緩和の結果として金融革新が促進されたと見なしている。この点は次に取り上げるポーリンとは微妙に異なる点である。

第三に、金融革新と政府の介入の関係性を考察している。

「政府の規制やディスインターミディエーション、制度的障壁から生じる貸出への制約から企業が逃れるために意図された一連の革新をわれわれは見てきた。・・・それぞれの新たな技術革新は信用を供給するシステムの能力を増大した。これはある主体が新たな信用手段によって債務不履行になるまで、流動性比率を引き延ばし、バランスシートをレバレッジする。革新は遂に多くの場合、債権放棄を避けるために連邦準備銀行の介入によって保証される」(Wray, 1990, p. 246)。

すなわち、規制緩和の結果、あるいは規制や様々な制約から逃れるために金融革新が行われ、その結果新たな金融手段が誕生し、それがバランスシートを拡張させる。景気の反転などに金融危機が生じる時には、その新たな金融手段は本格的な危機を避けるために中央銀行や政府による保証が実質的に行われる。

第四に、レイは商業銀行の受動性を否定するだけでなく、商業銀行の流動性選好を重視している。この点は第9章で論じる(Wray, 1990, pp. 187-193)。

第五に、制度的な分析も行っている。割引窓口に関して述べている。

「連邦準備銀行は割引窓口を通じての準備の割当に加えて量的制約を用いている。連邦準備銀行は通常は割引率を他の銀行の資金源の市場価格以下に保っているため、量的制約は必要である。・・・連邦準備銀行は頻繁な借り手を追い返し、その結果、銀行は緊急の状態以外では借入を思いとどまらせていると通常は論じられている。・・・しかしながら、これは状況をいくらか誇張している。割引窓口でなされる多くの貸出は一時的貸出ではない」(Wray, 1990, pp. 203, 204)。

中央銀行の役割に関しては、「連邦準備銀行は活発な役割を果たし、価格と量的制約の組み合わせを用いている。そしてこのことは連邦準備銀行は価格制約だけを用いて、受動的に準備需要を供給していると論じているムーアの立場とは矛盾する。・・・現実には銀行と連邦準備銀行は活発なプレイヤーである」(Wray, 1990, p. 207)。すなわち、中央銀行は必ずしも順応的に行動しているのではない。

### (3) 傾き正の貨幣供給曲線

傾きが正の貨幣供給曲線を主張している。これはカルドア、ムーアなどのホリゾンタリストと異なる点の一つである。この点は、第9章で詳細に検討するが、ストラクチャリストの重要な特徴である。

### (4) 利子率論

利子率論においては、ムーアのマークアップ利子率論を批判して、流動性選好説を採用している。しかし、実際にはポストケインジアンによる拡張された流動性選好説を採用している。レイは流動性選好理論の再定義を行っている。「金融機関が発達し、預金が保証され、中央銀行が最後の貸し手であるような経済では現金や狭義の貨幣の保蔵は比較的重要ではない。さらにクレジットラインや当座貸越が「金融的動機」を現金の保蔵の必要なく満足させる」(Wray, 1990, p. 164)。このため、流動性選好理論をモット(1985-86)に従って、「長期資産に対して短期資産を保有する欲求の理論」(Mott, 1985-86, p. 230)として再定義する<sup>3)</sup>。すなわち、「流動性選好は黒字主体が銀行預金と長期債券を交換するように誘発するために必要な利子率の差として測定されうる。この流動性選好の尺度は利潤期待が上昇すると減少するであろう」(Wray, 1990, p. 164)。また、「信用供給と流動性選好は相互依存적である。・・・流動性選好が上昇すると、・・・信用割当が順応的行動に取って代わる」(Wray, 1990, p. 165)。

また、レイはケインズは制度的側面を論じていないと批判している。「利子率は部分的には期待と慣習によって決定される。しかし、また、銀行以外の金融機関との競争、公衆の選好、中央銀行の行動、海外の利子率によっても影響される」(Wray, 1990, p. 165)。利子率は既に述べたように、貸出が増大していく上昇していく。長期利子率も同様である。「拡張されたファイナンス量が増大するにつれて投資銀行家が長期ファイナンスに課され

---

3) 流動性選好理論の拡張に関しては、第8、9章で検討している。

る利子率を上昇させる傾向があるかもしれない」(Wray, 1990, p. 167)。

次にムーアのマークアップ利子率論を批判している。ムーアの議論は、中央銀行が短期利子率を設定し、長期利子率は将来の短期利子率の水準に関する現在の期待によって決定されるということである。これは一種の期待理論であり、まず、ジョーン・ロビンソンとカーンによる期待理論への批判を紹介している。それは「ケインズは、長期利子率は長期利子率自体に関する投機によって決定されるのであって、短期利子率の将来の進路に関する投機によって決定されるのではないと主張している。カーンは短期利子率に関する期待はそれが長期利子率の期待に影響する限りでしか長期利子率に影響を与えないだろうと論じている」(Wray, 1990, p. 177)。また、マークアップ利子率論では貨幣供給曲線は水平であるが、貨幣供給曲線は水平ではない。「将来は不確実で、貨幣契約は必然的に将来指向であるので、銀行業はリスクな事業である。これらの理由で、銀行は信用を割り当てるために価格と量的制約の組み合わせを用いる」(Wray, 1990, p. 177)。すなわち、リテール市場で銀行は単純に価格設定者で、量的受容者であるのではない。結局、「利子率と貸出量は主に行動の規範によって決定される。・・・期待は緩く保たれ、可能な利子率への制約もむしろ緩いので、市場は指導者に従いがちである。この理由で、中央銀行の行動はより大きな影響を与えている」(Wray, 1990, p. 182)。これがレイの商業銀行の利子率決定論である。

中央銀行に関しては、

「最近の中央銀行行動の変化と最近の金融革新は信用割当行動の重要性を減少させている。アメリカでは、中央銀行は金融市場の規制緩和を行い、地理的、機能的、制度的な参入障壁を減らした。・・・証券化と競売市場化の傾向は中央銀行の保証がなければ、迅速に逆転するであろう。・・・しかしながら、金融市場はより競売市場のように作用するようになった。・・・中央銀行は債務不履行を避けるために介入するので、新たな制度的観光は保証され、新たな金融手段はその流動性を保つ。公衆は保証されていない預金証書や貨幣市場勘定を保証された当座預金のほとんど完全な代替物として適切に見なす」(Wray, 1990, p. 183)。

結局、「中央銀行はもし幅広い金融資産の流動性を保証するならば、利子率の制御を失うであろう。しかし、そのような保証は競売型市場の維持に必要である。中央銀行は利子率を決定出来ないが、それに影響を与えられる」(Wray, 1990, p. 184)。ムーアへの批判としては、「もし流動性選好が利子率の決定において何の役割も果たさないならば、中央銀行が利子率がある低く一定の率に永久に保たれることをアナウンスすることによって完全雇用を達成出来るであろう。・・・マークアップアプローチはどのように動的な諸力が失業と金融不安定性を生み出すかを示すモデルを提供しない」(Wray, 1990, p. 185)。

レイの利子率論は、結論としては、

「利子率は主にバランスシートを拡張させるようとする銀行と他の金融機関の意欲によって決定される。この意欲は目の子算、慣習、期待によって決定される。・・・ケインズが述べているように、利子率は人々が期待している水準によって影響される。・・・それは目の子算と行動の規範によって確立される。・・・貨幣供給と利子率の両方は内生的に決定されている」(Wray, 1990, p. 188)

となっている。すなわち、利子率も内生的に決定される。

## (5)小括

レイの内生的貨幣供給論の特徴は、第一に、計算単位としての貨幣の定義から始めていることである。また、定義としては信用貨幣になっているが、貨幣のストックとしての側面を強調している。第二に、信用と貨幣の区別が曖昧であることである。その結果、貨幣需要の定義が通常とは異なっている。第三に、構造的内生性を重視していることである。第四に傾き正の貨幣供給曲線を主張していることである。第五に、利子率論として流動性選好理論を採用し、利子率も内生的に決定されるとしていることである。

以上のようなレイの内生的貨幣論はその後の Pollin(1991)による内生的貨幣論の分類におけるストラクチャリズムとほぼ一致している。しかし、独自の主張も見られる。特に貨幣と流動性選好の定義が独特である点である。このような独自の特徴は存在するが、初めて、体系的にストラクチャリズムを展開したと言える。そして、この著作とポーリンの論文によってレイやポーリンなどのストラクチャリズムとムーアのようなホリゾタルリズムの論争が始まった。

### 3、ストラクチャリスト 2 –ポーリンによる内生的貨幣供給論の分類

#### (1) Pollin (1991)によるストラクチャリズムの確立

Pollin(1991)はカルドア、ムーアとは異なるアプローチであるストラクチャリズムを最初に定式化した論文であろう。まず、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論の分類を行っている。

「両方のアプローチは「現実世界では銀行は信用を拡張し、その過程で預金を創造し、その後、準備を探す」という・・・評価を受け入れている。二つのアプローチが分かれるのは「その後、準備を探す」という過程を説明する点を越えたところにある。すなわち、銀行は「信用をより拡張し、その過程において預金を創造した」時にどこで、どのように必要な追加準備を獲得するのかという点である。一方の視点は、銀行と他の金融機関が不十分な準備しか保有していない時、中央銀行は必然的に需要に応じなければならないと論じている。そのように行動しないことは金融構造、そして経済全体の存続可能性を脅かすであろう。・・・中央銀行は割引窓口で準備需要に応じなければならないので、銀行の準備の必要に対するどんな有効な量的制約も存在しない。われわれはそこでこのアプローチを順応的貨幣供給内生性の理論と呼ぶであろう」(Pollin, 1991, p.367)。これがアコモデーションイズムと呼ばれ、カルドアやムーアに代表される考えである。

「もう一方の視点によると、公開市場での制限を通じての非借入準備の成長を制御しようとする試みは準備の入手可能性に有効な量的制約を課す。この考えでは、割引窓口は公開市場操作の密接な代替物ではない。しかし、この見解が強調するのは、中央銀行が非借入準備の成長を制限することを選択した時に、追加的準備は、完全に十分である必要はないけれども、金融構造自体の中で、すなわち、フェデラルファンド、ユーロダラー、CD市場での借入のような革新的な負債管理による実践を通じて、創造されると

ということである。われわれはそこで、この第二のポストケインジアンのアプローチを構造的内生性の理論と呼ぶであろう」(Pollin, 1991, pp.367.368)。

これがストラクチャリズムと呼ばれる立場である。すなわち、アコモデーションニズムは商業銀行が不十分な準備しか保有していないので、中央銀行は順応的に貨幣を供給しなければならないと考える立場であり、他方、ストラクチャリズムは必要な準備はある程度は金融革新によって創造されると考える立場である。

次に、アコモデーションニズム、すなわち、順応的貨幣供給論の特徴を詳しく述べている。

「第一の概念、すなわち、貸出が預金を創造し、預金が準備を創造するという考え方は、当然、正統派はこの文献において主張されている因果的關係とは完全に反対である。・ ・ ・ 利率に関しては順応的内生性の主張者は中央銀行が本質的にその行動、特に短期利率を決定していると主張している。この力は二つの源泉からもたらされる。第一に、割引率に対する中央銀行の直接の権威である。他方で、銀行の民間市場での準備借入に関する短期利率、すなわちアメリカではフェデラルファンドレートへの公開市場操作を通じての中央銀行の制御する影響力である。中央銀行が割引率を直接に、フェデラルファンドレートを間接的に設定すると、この見解によると、他の利率は比例的に動くであろう」(Pollin, 1991, pp.369, 370)。

すなわち、アコモデーションニズムにおいては短期利率は中央銀行が外生的に制御している。また、ムーアによる負債管理の扱いに対する批判も行っている(Pollin, 1991, pp.370,371)。そこでは、ムーアの議論においては負債管理は何の役割も果たさないと主張している。この点は、第9章で論じている。

ストラクチャリズムの特徴としては

「第一に、構造的内生性の主張者は非借入準備の成長を制限しようとする中央銀行の試みは金融市場で入手可能な総準備に対して有効な量的制約を課すであろうと信じている。・ ・ ・ ストラクチャリストの見解の二番目の要素は中央銀行は自ら供給する準備を量的に制約する権威を実際行使している。・ ・ ・ 従順な中央銀行にとってでさえ問題であるのは、順応的な公開市場操作を遂行する能力を制限する一連の強い制約の下で中央銀行が機能していることである。・ ・ ・ 公開市場でのある程度の制限は規範であり、そのような制限は中央銀行によって供給される準備量への制約として振る舞う。何らかの制限を仮定しても、構造的内生性アプローチでは、負債管理は「最初に貸出、その後準備を探す」という銀行の実践を通じて需要された準備を提供するようになってきている。・ ・ ・ それゆえ、負債管理が広く成功的に追求されてきたことの結果は、(a)ある量の準備がより多くの負債管理型預金を支え、(b)ある量の当座預金がより多くの事業貸出を支えるようになっている。・ ・ ・ 負債管理の増大は一定の制度的構造の下で利率の上昇圧力をもたらす。この圧力は負債管理が銀行のバランスシートの負債側に課すであろうより高い利率費用によるものである。・ ・ ・ しかしながら、このような一般的な利率上昇圧力はそれ自体不安定な状態である。・ ・ ・ 利率上昇圧力は金融革新をもたらし、たとえ、中央銀行が準備成長を制約し続けたとしても、管理型負債の利率が上昇する必要がないような新たな制度的環境を創造する。・ ・ ・ 利率決定はもっぱら中央銀行によって開始され、制御される一方向の過程ではない」(Pollin, 1991, pp.373-375)。

また、

「構造的内生性から生じる別の重要な考えは、負債管理を通じる準備－創造過程は需要に応じる適切な準備供給を必ずしも創造するわけではないということである。・・・金融危機はこのアプローチでは完全に内生的な現象である。・・・最後に負債管理の増大は、必要な準備を創造する別の手段として見なされるが、本質的に貨幣速度の上昇現象の別の見方であることを忘れないことが重要である。・・・結局、構造的内生性の主張者によって記述される金融市場は中央銀行が必ずしも完全に順応する必要が無く、また順応せず、その結果仲介機関が負債管理を実行している市場である。三つの重要な結果がこの枠組みから生じる。(1)制限の期間とある所与の制度的環境の中での利子率上昇圧力、(2)利子率上昇圧力に対抗するための金融革新への誘因、(3)特に、制限される期間において、金融市場が速度の上昇を通じて適切な準備供給を創造できないときの金融市場の混乱の増大」(Pollin, 1991, p.376)。

すなわち、中央銀行は準備の量的制約が可能であるが、負債管理の結果、金融革新によって準備が内生的に創造される。このような金融革新は準備が十分に創造されることを保証してはいないので、金融危機の可能性が存在する。

この論文はムーアやカルドアを批判するストラクチャリズムの立場を初めて明確にしたといえる。ここでは、中央銀行の順応性を批判し、中央銀行による準備の量的制約は可能であるとしているが、負債管理によって準備が内生的に供給されるとしている。また、金融革新と金融危機の関係を結び付け、ミンスキーの金融不安定性仮説を内生的貨幣供給論に導入している。さらに、利子率の外生性を批判しており、ここでは明示していないが、実質的に傾き正の貨幣供給曲線を導入しており、レイとほぼ同じ主張であると思われる。そして、その後のポストケインジアンの内生的貨幣供給論の展開にかなり影響を与えている。実際、ムーアとの論争のかなりの部分はストラクチャリズム的な論点に関わるものである。

## (2) ストラクチャリズムの特徴

レイ、ポーリンなどのストラクチャリストは、ムーアなどのホリゾンタリストを批判している。レイはポーリンだけでなく、他の論者と比べても多少、特異な点が存在するが、それでも、ポーリンとの共通点は多く存在する。ストラクチャリズムの特徴は第一に、貨幣供給曲線が右上がりであることである。これは、中央銀行が必ずしも順応的に貨幣を供給しないことを意味する。第二に右上がりとなる理由として、構造的内生性を主張している。第三に、外生的利子率を批判し、流動性選好理論を重視している。これらの点はホリゾンタリストとの論争点となっている。

## 4、サーキュレイショニストール・ブールヴァとラヴォワ

内生的貨幣供給論は、最近のポストケインジアンにおける重要なテーマであるが、それ自体は、他にも主張している論者が存在する。特にフランス、イタリアのサーキュレイショニストと呼ばれるグループは、ケインズの影響も受けており、ポストケインジアンとの

類似性も存在する。そこで、ここではサーキュレイショニストの中でも、ポストケインジアン4)の議論との比較、対話が可能と思われる論者を取り上げる。まず、最初に、サーキュレイショニストの出発点と思われるル・ブールヴァの議論を紹介する。次に、ラヴォワの議論を紹介する。ロシヨンの議論は次節で検討する。

### (1)ル・ブールヴァの先駆的な内生的貨幣供給論

ル・ブールヴァは1959年と1962年の論文において、その後のポストケインジアンと比較しても、本格的な内生的貨幣供給論を展開している<sup>4)</sup>。

1959年の論文はインフレーションに関する論文である。まず、

「貨幣の供給と需要の関係に関する二つの対立する見解が存在する。一方では、数量説論者とケインズにおいては、貨幣量は銀行システムによって独立に固定されている。それゆえ、所与の経済では、貨幣需要の増大は銀行が流通している貨幣量を増大させることを決定しない限り、利子率の対応する増大をもたらす。・・・他方、銀行学派とヴィクセルにおいては、銀行は量を設定するのではなく、価格を設定している。銀行システムは貨幣市場での（諸）利子率を固定し、それから借り手が十分な見返りを提供可能である限り、借り手が要求するだけ貸出す。・・・銀行によって固定された利子率で、貨幣需要が貨幣量を決定する。・・・それゆえ貨幣量は実質国民所得、物価、流動性選好という概念に依存している」（Le Bourva, 1959, pp. 719, 720）。

ここでは、貨幣量－利子率平面における貨幣供給曲線で図示している。貨幣数量説の場合は垂直な貨幣供給曲線となり、銀行学派とヴィクセルの場合は水平な貨幣供給曲線となる。さらに具体的に議論を展開している。

「民間部門のために創造された貨幣量は二重の動きから生じている。すなわち、需要された新たな貸出に影響するものと古い貸出の返済に関わるものである。企業家が銀行に債務を負っている限りでしか銀行は存在しないので、新たに借り入れることなく負債を返済することによって経済は貨幣量を常に減少させることができる。言い換えれば、望まれた貨幣のみ存在可能である。貨幣は貸出の機会に創造されるので、イニシアティブはまず銀行の顧客にある。・・・貸出は費用がかかるので、借り手は自らの行動をファイナンスする他の全ての手段を使い切った時、すなわち、予備的な現金残高を使い切った時にのみ貸出を申し込む」（Le Bourva, 1959, p. 721）。

すなわち、貨幣は貸出によって創造される。

また、このような民間投資のメカニズムには、均衡に自動的に向かう傾向はなく、インフレーション的な過程も存在する。これは、「返済の機会に過剰な貨幣を吸収する可能性はそれ自体均衡メカニズムである。しかし、増大した取引をファイナンスする能力は不均衡を維持するメカニズムである。・・・弾力的な貨幣レジームにおいては一般物価水準は何にも依存していない。・・・物価水準に依存しているのは貨幣量である」（Le Bourva, 1959, p. 722）。ここでは物価水準から貨幣量への因果性を主張している。

1962年の論文では、内生的な貨幣供給論を展開し、信用乗数論を批判している。まず、

---

4)ル・ブールヴァに関しては、Lavoie(1992)で紹介が成されている。英訳も存在する(Le Bourva, 1992)。

貨幣数量説を批判しているが、その理由として、貨幣の流通速度の不安定性よりもむしろ、「根本的な批判は貨幣量の決定に掛かっている」(Le Bourva, 1962, p. 29)。

そして、ヴィクセルの「純粋信用貨幣」モデルを用いている。このモデルにおいては、銀行は一つであり、貨幣は預金である。

「閉鎖的な回路」が帳簿上、自動的に実現される。・・・この場合、銀行が応じる貸出量には何の制限もないのは明らかである。しかしながら、信用量が非決定的であると言うことにはならない。実際、銀行は企業家が行われている利子率で借り入れることを受け入れる限りでしか貸出を行わない。自らのために貨幣を創造しないことは良く確立された銀行業の実践の規則である。・・・銀行は負債の貨幣化を根本的な任務としている。・・・銀行は別の制約に従わなければならない。すなわち、全ての企業と同じように、銀行はその収支を均衡させなければならない。・・・銀行の収支は生産的企業者の収支が均衡するや否や均衡する。企業者は生産費用を支払うために銀行から借り入れる。生産物を売ることによって貸出を返済し、利子率と銀行の手数料を支払い自らの所得を生み出すのに十分な資金を回復する。企業者の収支は均衡し、開始した貨幣的回路を貨幣が戻る時に企業者が再び閉じる。・・・同時に貸し手の銀行の収支もまた均衡する。・・・理想的システムの機能は信用乗数理論において記述されるのとは全く異なっている。・・・はじめに銀行は貸出を行う。次に、銀行は預金の形態で取り戻す。すなわち、「貸出が預金を創造する」ということである。最後に、貸出が返済されると負債は消滅し、対応する預金も消滅する。このような状況においては、銀行は預金者と借り手の間の仲介機関ではなく、貨幣の創造と解消に特化した機関である。・・・貨幣は単にストックであるだけでなく、フローでもある。・・・保蔵、あるいは流動性選好は貨幣量自体に関わる現象と比べて周辺的な現象であると思われる」(Le Bourva, 1962, pp. 36-38)。

ここでは、貨幣的なサーキットが簡単ではあるが描かれている。

より現実との対応を考えて、第一に中央銀行について考察している。貨幣を過剰に発行した場合を検討している。「もし中央銀行が銀行券を過剰に発行した場合、銀行への預金と貸出の返済を通じて戻ってくる。しかしながら、中央銀行も需要に応じて貸し出すので、この仮説は馬鹿げている」(Le Bourva, 1962, p. 40)。すなわち、貨幣の過剰発行を否定している。

第二に普通銀行について考察している。

「銀行行動におけるミクロ経済学とマクロ経済学を区別することは重要である。第一の視点は、一つの銀行と一人の顧客の間に結ばれる関係に対応している。・・・他の条件が同じでも、ある銀行がある顧客に貸し出す量は明らかに無限に弾力的ではない。というのは、カレッツキが既に強調しているように銀行の増大するリスクが銀行が承諾する貸出の大きさを制限するからである。・・・マクロ経済学的視点は全ての銀行と全ての顧客の間に結ばれる関係に関わっている。・・・貸出から預金への回路は個々の銀行と全体としての銀行の両方に大して自動的に終結する。・・・大数の法則が、まず、貸出需要が様々な銀行に分配され、次に、創造された貨幣がその間で再分配されることを保証することは必然であり充分である。もし、このことによって銀行の市場シェアが安定的であるならば、回路の終結は保証される」(Le Bourva, 1962, pp. 42-45)。

ここではミクロ的な観点では、信用割当の可能性が存在するが、マクロ的な視点では、貸

し出された貨幣が銀行に還流してくることが保証されている。

ラヴォワは Le Bourva(1959, 1962)の紹介論文である Lavoie(1992)において、ポストケインジアンとの類似性を強調している。これによると、その後のポストケインジアンの内生的貨幣供給論、例えば、Kaldor(1982)とほぼ同じような理論を展開している。実際、貨幣乗数理論を否定し、貸出から預金、預金からベースへのいわゆる「逆の因果性」を主張している。また、生産活動を通じて経済に入り込むものとして貨幣をとらえ、フローとしての貨幣を重視している。さらに、流動性選好や保蔵を重視していない。インフレーションの理論に関しても、ポストケインジアンと同じコンフリクト的な見方をしている。

これは、Kaldor(1982)、Moore(1988)とほぼ同じである。すなわち、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論の中でも、ホリゾンタリストといわれるグループの主張に非常に近いと思われる。ホリゾンタリストは、水平な貨幣供給曲線を主張し、利子率は外生的であり、過剰な貨幣が存在しないメカニズムとして、負債の自動的な返済によるメカニズムや預金として吸収されるという便宜的貸出のメカニズムを主張し、フローとしての貨幣を重視し、流動性選好を否定している。これらの点において、ストラクチャリズムと呼ばれるグループとは異なっている。

けれども、ポストケインジアンとは異質な特徴も存在する。その点は、その後のサーキュレイショニストにつながってくると思われる。それは特に、貨幣の「循環」あるいは「回路」といった概念を重視していることである。すなわち、貨幣が創造されるだけでなく、循環して、最後に破壊されるということである。このような概念は、ケインズにおいてもある程度見られるが、現代のポストケインジアンにおいてはそれほど重視されていない概念である。

このル・ブールヴァの論文は、その後のポストケインジアンと比較してもかなり完成度の高い内生的貨幣供給論を展開している。この論文は、ラヴォワによれば、ポストケインジアンに影響を与えていないようであるが、内生的貨幣供給論としては、研究の余地があると思われる。サーキュレイショニストの内生的貨幣供給論はこの論文から始まると思われる。

## (2)ラヴォワによるサーキュレイショニストの紹介

ラヴォワはポストケインジアンであるが、サーキュレイショニストの影響が強く、1980年代半ばの論文においてもサーキュレイショニスト的な面が見られる。これらの論文もポストケインジアンの内生的貨幣供給論の展開においても、それなりに重要ではあるが、サーキュレイショニスト的な視点を重視してここで取り上げる。

ラヴォワも 1984 年の論文で貨幣の内生性を主張している。まず、貨幣は生産に伴って経済に現れる。すなわち、「銀行システムの基本的な機能は生産を可能にする新たな貨幣的単位を創造することである。・・・ポストケインジアンの見解にとって決定的な要素は信用のフローである。・・・貨幣ストックは実際は信用の拡張の結果的な要素である。・・・貨幣ストックは残余であり、そのようなものとしてそれは原因とは成り得ない」(Lavoie, 1984, p. 775)。ここではまず、生産をファイナンスするための貨幣から始め、その内生性を主張している。

次にポストケインジアンによるマネタリストの批判を四点にまとめている。

「第一に、・・・貨幣当局に外生的制御の結果としての信用乗数の存在は、ハイパワードベースから貨幣ストックへの因果性を必ずしも意味しない。・・・第二に、・・・中央銀行は商業銀行の必要に順応することを一般に選好している。第三に、もし中央銀行が貨幣のストックを制御しようとして試みたとしても、利子率水準を通じてのみ可能である。最後に、・・・金融市場を崩壊させるという費用を払ってのみそのことは可能である」(Lavoie, 1984, pp. 776, 777)。

より具体的な議論も展開している。まず、「中央銀行は通常は「防御的」な行動に従事している。・・・中央銀行が利子率を安定化しようとする限り、・・・貨幣供給は自ら貨幣需要に順応する」(Lavoie, 1984, p. 779)。また、貨幣当局が流動性制約を課すと、「様々な経済主体は貨幣の使用を避けるために全ての種類の口実を用いるであろう。銀行業の活動から、非銀行業の金融的活動への動きがあるだろう。・・・その結果、貨幣の速度は上昇するであろう。・・・制約が耐えられるものである限り、中央銀行の主権は揺らがない」(Lavoie, 1984, pp. 779, 780)。

次に、フランスの当座貸越学派の議論を紹介している<sup>5)</sup>。

「当座貸越経済では、商業銀行は中央銀行に準備を保有しているかも知れない。しかし、商業銀行の負債の大部分は中央銀行からの貸付から構成される。中央銀行は、要求される時にはいつでも、一定の利子率で、ハイパワード貨幣を生み出すことを約束する。それゆえ、フランスの商業銀行は最初に貸出を配分し、それから中央銀行から借り入れることによってそのポジションを均衡させようとする」(Lavoie, 1984, pp. 783, 784)。

また、「中央銀行は貨幣量に対しては何の力も持っていない。企業者による貨幣需要に対する利子率の影響と、銀行が承諾する貸出量に対する利子率の影響を通じてのみ貨幣供給に影響を及ぼせる」(Lavoie, 1984, p. 785)。

さらに、「企業は預金、あるいはその未使用の当座貸越から小切手を振り出すので、ケインズは未使用の当座貸越は見えない貨幣供給と等価であることを示している。・・・法的に拘束力のあるクレジットラインの価値は公開市場操作によっては制御され得ない。それゆえ、・・・中央銀行が貨幣のストックを制御したり、必要な準備を提供しないことは不可能である」(Lavoie, 1984, p. 786)。

ケインズの金融的動機に関しても論じている。「金融的動機の存在を主張している人々は、貨幣需要は企業が実現することを期待する追加的支出の結果として最初に増大すると述べている。また、投資支出のいくらかは追加的資金が必要となり獲得されたはるか後に、完成とともにのみ記録される」(Lavoie, 1984, p. 787)。結局、「生産の価値を増大させるためには企業は追加的なファイナンスを必要とする。この増大は生産の単位費用、すなわち、正常な賃金率に関連している。貸出の増大は貨幣残高の増大に繋がり、生産支出の増大を可能にする」(Lavoie, 1984, p. 787)。また、「貨幣は所得－貨幣、あるいは信用－貨幣として本質的に理解されるべきである。・・・外生的貨幣ストックに言及するのをやめ、貨幣

---

5) 貨幣的循環理論は、ポストケインジアンと同様に、かなり多様な見解から構成されており、さらにいくつかの学派から構成されている。当座貸越学派もその一つであるが、最近の状況に関しては、Delplace and Nell (1996)、Rochon and Rossi (2003)等を参照せよ。

の内生的フロー、あるいはむしろ信用の内生的フローを考慮し始めるべきである」(Lavoie, 1984, p. 791)。すなわち、ラヴォワは内生的貨幣供給論を展開している。ここでは貨幣のフロー的側面が強調されている。

1985年の論文は、サーキュレイショニストを最初に紹介した論文の一つであると思われる。最初に内生的貨幣供給論を展開している。貸出と預金の関係について述べている。「貸出が預金を作り出す。・・・信用は無から創造される。・・・銀行が新たな貸出を行う時、借り手は直ぐに預金を貸し方に記入され、その量は貸出の量に正確に等しい。・・・このことは信用－貨幣という見解の名前を説明する。・・・貨幣は銀行システムによって提供される貸出の副産物として創造される」(Lavoie, 1985, p. 68)。預金と準備の関係については、

「商業銀行が信用貨幣を創造した時に、新たに創造された預金によって必要とされる準備をどのように獲得するのか？あるいは、公衆によって必要とされる現金通貨をどのように獲得するのか？・・・商業銀行は単純に必要な額をハイパワード貨幣で借り入れる。大抵の銀行は常に中央銀行に負債がある。・・・銀行は全体として、より多くのハイパワード貨幣が必要な時には、中央銀行によって設定された割引率で中央銀行からの借入を増大させる。・・・何らかの制限的信用政策を行っていない限り、中央銀行は銀行システムからのハイパワード貨幣のどんな増大した需要にも応じる用意がある。・・・銀行は最初に貸付と貸出を増やし、後で保有しなければならない流動的な資金を探す」(Lavoie, 1985, pp. 68, 69)。

結局、「貸出が預金を作り出し、預金が準備を作り出す。貨幣供給は中央銀行、あるいは銀行システムによって固定された利子率で内生的である。それは所与の利子率で水平な供給曲線によって表されうる」(Lavoie, 1985, p. 71)。これがポストケインジアンとサーキュレイショニストに共通する内生的貨幣供給の理論である。

ラヴォワは次にそれぞれの学派の違いを述べている。まず、ポストケインジアンに対する辛辣な批判を行っている。

「『一般理論』においてケインズによって記述された貨幣的な枠組みは信用－貨幣経済学者によって分析された金融システムとは矛盾する。例えば、外生的な貨幣のストックに関するケインズの強調はそのような合流を排除している。・・・ケインジアンの伝統を保持しようとしている経済学者は正統派理論の罫から完全には逃れられないかも知れない。・・・主な二つの点は以下の通りである。1) 貨幣は内生的ではない、2) 活動水準が上昇する時に利子率は上昇しなければならない。一致しない研究計画によって創造された混乱は大きく、何人かの著者は異なった時に反対の意見を採用しているほどである。・・・これらの混乱の原因はケインズのポートフォリオアプローチと垂直に与えられた貨幣供給に留まろうとするあまりにも大きな欲求から生じている」(Lavoie, 1985, pp. 75, 76)。

さらにミンスキーの金融不安定性仮説を批判している。

「利子率の水準が活動とともに上昇するという、特にミンスキーのシステミックな不安定性仮説において、示唆されているように思われる分析を扱う。ミンスキーによれば、資本主義は本質的に欠陥が存在する。・・・主要な理由は「投資ブームのファイナンスの必要が利子率を上昇させる」(Minsky, 1982, p. 124)ということである。ミンスキーによ

れば、このことはファイナンスの需要の急速な増大と多幸症的期待に従う安全資産の廃棄の結果であるように思われる。この説明は貯蓄不足命題に近似している。・・・『一般理論』の第 23 章においては、ケインズは利子率の上昇は危機の結果として起こることを明らかにしている。・・・利子率は通常は自然的な諸力の結果としては上昇しない。貨幣当局が利子率の上昇を望むので、利子率は上昇する」(Lavoie, 1985, p. 77)。

このように外生的利子率を主張している。そして、利子率を決定する要因としては、

「第一の答えは利子率を対外収支の必要に結び付けている。中央銀行はその割引率、あるいは公開市場での介入の利子率を海外利子率や外貨準備の為替レート、あるいは何であれそのような対外的な変数に調整する。第二の答えは利子率を貸出利率を設定する銀行家（中央銀行を含む）とその貯蓄が連続的にストック市場で再評価されている金利生活者との間の連合の結果として見なしている。利子率は銀行の流動性選好と公衆の流動性選好の間の対立の市場的结果ではない。・・・利子率は慣習の結果である。・・・中央銀行は、ある程度の範囲内で、金融的カルテル連合によって設定された利子率を追認、あるいは修正することが可能である」(Lavoie, 1985, p. 78)。

ここでは明確に外生的利子率論を採用し、水平な貨幣供給曲線を主張している。

これらの論文もポストケインジアン文脈において内生的貨幣供給をかなり早く主張している。しかし、その後には大きな影響を必ずしも与えたとはいえないが、その後のホリゾンタリズム的な視点が既に存在している。また、フランスのサーキュレイショニストの議論を英語圏に恐らく初めて紹介したと思われる。

## 5、ロシヨンのサーキュレイショニスト的内生的貨幣供給論

ロシヨンの *Credit, Money and Production* (1999) はサーキュレイショニストの本格的な内生的貨幣供給論を主題とした著作である。サーキュレイショニストの内生的貨幣供給論は、これまで、紹介はなされてきたが、体系的な著作は英語では初めてである。また、内生的貨幣供給論としても、これまでのポストケインジアン議論を踏まえており、ポストケインジアン文脈でも理解可能となっている。ここでは、貨幣の性質、サーキュレイショニストの特徴、貨幣的循環の過程、ストラクチャリストとの違いの四点に分けて論じる。

### (1) 貨幣の性質

貨幣に関しては、まず、

「貨幣残高への需要に基づいて貨幣を考えるよりむしろ、貨幣循環論者は「貨幣」の創造と究極的な破壊を強調している。そこでは売上げは企業が負債を返済するために生み出される。実際、貨幣は企業の負債を追うという決意のために創造される。・・・貨幣は生産が銀行信用によってファイナンスされる時にのみシステムに現れる。・・・銀行信用と預金の創造は同時であるけれども、信用と貨幣は別の存在として見なされる。・・・強調は信用に対するフローアプローチに置かれており、ポートフォリオ決定ではない。・・・信用と貨幣は貨幣や中央銀行のどんな単一の決定のためでもなく、むしろ生産の必要のために内生的になる。・・・貨幣はそれゆえ、生産とともに登場する。しか

し、また信用が使われた時のみである」(Rochon, 1999, pp. 14, 15)と述べている。

また、「貨幣はポストケインジアン理論におけるように根本的な不確実性の結果ではない」(Rochon, 1999, p. 16)。すなわち、貨幣は生産のために創造され、信用と貨幣の区別を強調しており、ケインズのように不確実性と貨幣を結び付けてはいない。「サーキュレイショニストは、・・・資本主義経済の様々な段階を通じて貨幣を内生的であると見なし、ポストケインジアンのように特定の期間に結び付けたりはしない。・・・貨幣は特定の制度に依存するのではなく、生産とファイナンスの論理的過程に依存する」(Rochon, 1999, p. 16)。これは、貨幣の基本的な性質として内生性を捉えており、商品貨幣から信用貨幣への進化といった考え方を否定している。

信用と貨幣の区別に関してはさらに詳細に論じている。

「信用は、貨幣需要の構成要素ではない。・・・信用は生産手段であり、貨幣は取引手段である。・・・貨幣は信用の結果である。・・・銀行の観点からは、信用はバランスシートの資産側に現われ、貨幣は負債側に現れる。・・・信用はシステムの全体の活動を決定する点で原因となる。・・・信用は、それ自体は交換手段でも計算単位でも価値の貯蔵手段でもない。・・・ホリゾンタリストは貨幣と信用を区別している。・・・この信用貨幣のフロー需要はゼロになりうる貨幣ストック需要における変動とは独立である。この結果、標準的な供給と需要のスケジュールは信用の需要と供給として利子率／信用空間において描かれるべきである。・・・信用は生産が行われ、所得が支払われることを可能にする事前の変数である。・・・他方、貨幣は所得が支払われるにつれて生産とともに生じる。・・・貨幣はストック、あるいは「資金」である。それは生産をファイナンスしない。・・・歴史的時間に対する過程分析は、どのように信用が事前変数であり、貨幣が事後変数であるかを示す」(Rochon, 1999, pp. 53-56)。

すなわち、信用はフローであり、貨幣は事後的に生じるストックである。

## (2) サーキュレイショニストの特徴

ロシオンはポストケインジアンとの違いからサーキュレイショニストの基本的な特徴を展開している。「速度と金融革新は役割を果たすけれども、これらは事後的に考慮されるべきであり、信用の入手可能性の決定において原因とはならない。それらは二次的な問題となる」(Rochon, 1999, p. 15)。また、ロシオンはポストケインジアンにおける「貨幣」、「信用」、「信用－貨幣」といった概念の曖昧さを指摘している。「貨幣需要」と「信用需要」に関しても混乱していると批判している。すなわち、信用と貨幣を明確に区別していないと主張している。

「ポストケインジアンがこれら二つの概念を明確に区別できないことには二つの理由がある。第一に、過程分析の強調の欠如によるものである。第二に、ポストケインジアンがケインズ、特に『一般理論』にあまりにも密接に従おうとしていること、あるいはケインズの金融的動機と貨幣供給が外生的に中央銀行によって制御されている『一般理論』の一般的枠組みと分析を和解させようと試みていることによるものである」(Rochon, 1999, p. 47)。

歴史的時間に関しても批判を行っている。

「ポストケインジアンは歴史的時間と自称の不可逆性をかなり強調している。・・・問題は、歴史的時間と過程分析が一致しないことである。時間において、事象は互いに先行し、後続する。しかし因果性を証明することはしばしば困難である。他方、過程分析は歴史的時間を含むが、始めと終わりの用語の議論で構造化することを可能にし、残りが時間に固定されている間に理論化することを容易にする」(Rochon, 1999, p. 47)。

ここでロションは過程分析をサーキュレイショニストの方法論として採用している。

そして、サーキュレイショニストの基本的な考え方を述べている。また、サーキュレイショニストの理論の特徴としては、

「企業によって「欲求された」信用量以外の信用「供給」は存在しない。・・・貨幣循環論者は「貨幣市場」という概念を拒絶する。・・・利子率は中央銀行によって外生的に決定される。・・・中央銀行の役割は危機を避けるために準備を供給することには限定されない。それは回路の不可欠で不変の要素である。・・・回路は単に貨幣が循環するのに必要な時間として定義されるだけでなく、・・・家計の流動的貯蓄とともに期末に全ての負債の再ファイナンスに基づく生産決定を企業が再評価するのに必要な時間としても定義される」(Rochon, 1999, pp. 17, 18)。

すなわち、生産のために貨幣が創造され、銀行に還流し、最終的に消滅する過程を回路として描いている。

### (3) 貨幣的循環の過程

次にサーキュレイショニストの理論を詳細に展開している。サーキュレイショニストの理論における社会の分割はカレツキの理論に従っている。「第一に、・・・サーキュレイショニストの貨幣のマクロモデルは、・・・特に主体の貨幣へのアクセス、あるいは制御に従って分類されている。・・・これらの三つの部門は銀行、企業、賃金稼得者から構成される」(Rochon, 1999, p. 19)。そして、その分割の意味は、「第二に、この社会の分割は、貨幣の所得分配の役割、すなわち、資本家が信用へのアクセスを通じて自らの利潤水準と、投資および消費計画を決定する能力の理解を可能にしている」(Rochon, 1999, p. 20)。すなわち、銀行、企業、賃金稼得者の三つの部門を信用へのアクセスによって分類している。

ロションは、貨幣が経済を循環する過程、すなわち、貨幣的サーキットを五段階に分けて述べている<sup>6)</sup>。

#### (i) 第一段階：生産と価格の決定

第一の段階は「生産の決定と価格」(Rochon, 1999, p. 20)である。

「貨幣的なサーキットは企業の二つの根本的な決定とともに始まる。サーキットの始まりで、企業は産出の貨幣的価値を決定しなければならない。このことは単に産出高、あるいは生産量をだけでなく、売られる価格をも決定することを必要としている。・・・

---

6) 貨幣的循環の過程の段階区分は、論者によって、異なっている。また、ここで取り上げた貨幣的循環の過程に対するポストケインジアン的な評価は、第8章で行っている。

この決定は不確実な将来に関する期待に基づいている。・・・生産水準は売上の短期期待によって決定される有効需要の期待に影響されている。・・・貨幣的サーキットにおいて不確実性は生産と投資の決定に影響を及ぼしている。・・・すなわち、サーキットは将来に対する「純粋な賭」である」(Rochon, 1999, pp. 20, 21)。

すなわち、まず、企業は生産するかどうかを不確実性を考慮に入れて決定している。次に、企業は価格の決定を行う。「この段階で、既知の費用を所与として、企業はその生産物が売られるであろう価格をも設定する。・・・貨幣循環論者も価格のマークアップアプローチを受け入れている」(Rochon, 1999, p. 21)。

しかし、ポストケインジアンマークアップ価格理論を批判している。

「ポストケインジアン理論においては、企業のマークアップは投資をファイナンスするために必要な内部金融を増大させるように決定される。貨幣的サーキットの文脈においては、・・・二つの理由で、これは十分なアプローチではない。第一に、銀行は企業の投資支出をファイナンス可能な貨幣創造機関である。それゆえ、企業は事前にファイナンスを増大させる必要はない。第二に、企業の目的は初期ファイナンスの返済と負債の取り消しのために十分な利潤を生み出すことである」(Rochon, 1999, p. 21)。

このため、サーキュレイショニストの場合は、「マークアップは市場の寡占的構造とは関係なく設定される。・・・銀行の影響は企業の価格方程式に二つの方法で入り込む。第一に、利子率を設定することによって、企業の費用関数に含まれる信用コストを企業に課す。第二に、銀行ファイナンスの返済を保証する還流原則に必要な最低限の利潤要求を企業に課す」(Rochon, 1999, pp. 20-22)。ここでは、企業は生産の決定を行い、生産物の価格の決定も行う。その際、生産物の価格はマークアップによって決定される。また、この生産の決定には不確実性が影響している。

## (ii) 第二段階：初期ファイナンスと貨幣の内生的創造：ケインズの金融的動機

サーキットの第二段階は「初期ファイナンスと貨幣の内生的創造：ケインズの金融的動機」(Rochon, 1999, p.22)である。「貨幣的サーキットの第二段階は、企業による銀行信用への実際のアクセス、すなわち、ケインズの金融的動機である。重要なことは、生産のファイナンスには企業あるいは家計にとっての前もっての貯蓄には結び付けられていないことである」(Rochon, 1999, p. 22)。また、「投資は、全部ではないにせよ、銀行信用を通じてファイナンスされる」(Rochon, 1999, p. 25)。これはケインズの金融的動機を理論の中心にしている。「サーキットにおいて、短期ファイナンス（賃金と原材料）と長期ファイナンス（資本財）の間の葛藤が存在する。・・・短期ファイナンスはサーキットの完了までには常に銀行に全て返済される」(Rochon, 1999, p. 25)。

問題は長期ファイナンスに関してであるが、この点に関連して、ケインズとは異なった主張を行っている。

「ポストケインジアンは金融的動機は生産が増大する時にのみ必要であると主張している。・・・サーキュレイショニストは反対に金融的動機は経済が成長しているかどうかには無関係に経済活動に不可欠であると見なしている。・・・サーキットの終了時に、企業は銀行に返済しなければならない。同じ売上げを生産を継続するために用いることは不可能である。銀行は返済される必要がある。・・・これは貨幣循環論者によって「還

流原則」と呼ばれている」(Rochon, 1999, pp. 26, 27)。

すなわち、生産量が一定の場合でも、ファイナンスは一度返済され、また貸し出されることになる。「貨幣は負債と企業の生産の結果であり、不確実性の結果ではない。生産は決して家計のポートフォリオ決定の変化によってはファイナンスされ得ない。信用が企業に与えられるや否や、貨幣は無から創造される。・・・サーキットのこの段階では、銀行が企業に信用を拡張すると、企業の銀行口座は、需要され供給された信用量に等しいだけ増大する」(Rochon, 1999, pp. 30, 31)。すなわち、信用が供与されてはじめて貨幣が創造されるのである。

また、クレジットラインにも触れている。「もしクレジットラインによって信用が拡張されたならば、同じ論理が現れる。・・・企業がクレジットラインを使うまで、貨幣は創造されない」(Rochon, 1999, p. 31)。すなわち、生産を決定した企業が銀行からファイナンスを得る。このファイナンスは少なくとも賃金と原材料をカバーするものである。ケインズとは異なって金融的動機は生産が一定であっても常に必要である。貨幣は信用が供与される時に創造される。

### (iii) 第三段階：所得フローの創造

サーキットの第三段階は「所得フローの創造」(Rochon, 1999, p. 31)である。これは、「所得の支払い（賃金と配当）と投資財の購入である。これはサーキットにとって重要な段階である。というのは、企業が貨幣と利潤を得るためには支出しなければならないという概念を例証しているからである」(Rochon, 1999, p. 31)。すなわち、生産物の売却に先立って、所得の支払いが行われなければならないことを示している。

### (iv) 第四段階：貨幣的還流と利潤の創造

サーキットの第四段階は「貨幣的還流と利潤の創造」(Rochon, 1999, p. 32)である。

「所得がサーキットを通じて支払われると、還流原則が開始され、企業はその生産物の売却から売上を受け取り始める。・・・貨幣的還流は、企業がこの貨幣的サーキットの段階で取り戻す流動性として定義される。企業が売却から受け取る売上で、サーキットが開始されるのを可能にした初期ファイナンスを返済する。企業は銀行に返済し、負債は消滅する。貨幣は破壊され、サーキットは閉じられる。・・・サーキットの終わりでは、家計貯蓄がなければ、企業は銀行に対して何の負債もない」(Rochon, 1999, p. 32)。これが還流原則であり、家計に留まる貨幣が存在しなければ、サーキットはこれで完結する。

ここでも、生産量が一定の場合でも金融的動機が必要な理由を述べている。

「貨幣循環論者は金融的動機は、一定の生産、あるいは費用の場合においてさえ、常に重要であると主張している。還流原則はこの重要な点を明らかにしている。企業が売上を受け取った時、二つの内のどちらかを行える。第一に、企業が財の売却から受け取った売上を保持し、新たな生産過程を開始することを決定可能である。・・・第二に、企業が売上を初期ファイナンスに等しい量のを銀行への返済に用いることが出来る。・・・第一の場合は非常にありそうでもない。・・・企業にとっては、初期ファイナンスは利子支払いにおいて高くつくので銀行に返済するであろう。・・・ケインズの金融的動

機は、・・・生産が一定の時は一定であり、生産と費用が増大する時は増大する」(Rochon, 1999, pp. 32, 33)。

次に貯蓄について考察している。

「異なった種類の貯蓄を明確に分けることは重要である。・・・一方で、家計は貯蓄の一部を流動性残高を増大させるために用いる。すなわち、保蔵貯蓄が家計の貯蓄勘定に預けられる。他方で、残りの貯蓄を企業の負債、すなわち、証券を購入するために用いる。これは金融的貯蓄と呼ばれうる。第一の場合は、貨幣で「保有」という家計の決定は資産としての貨幣需要を構成するだろう。これは流動性選好である。貨幣需要は事後的な概念であり、信用需要と生産決定に対して事後的である。・・・[金融的貯蓄]は企業にとっては、還流の追加的源泉である。金融市場のメカニズムを通じて家計の貯蓄の一部を再び獲得しようとしている」(Rochon, 1999, p. 33)。

ここでも、ポートフォリオ決定が二次的な物であることを強調している。

「ケインズと貨幣循環論者は金融市場の役割を新鮮なファイナンスの供給、あるいは投資のファイナンスであるとは見なさず、むしろ、サーキットの完結であると見なしている。・・・事後的状況では、すなわち、貨幣が無から信用から創造された後では、不確実性に基づく資産としての貨幣のポストケインジアン的な分析は状況に適合する。・・・しかしながら、・・・サーキュレイショニストの理論では、ポートフォリオ決定は投資をファイナンスするためには用いられない。・・・銀行預金の増大は貨幣的サーキットの完了に対して問題となる。保蔵貯蓄は漏出を表している。・・・今までの議論はどの程度貨幣需要が体系の残余であるかを例証している」(Rochon, 1999, pp. 34-36)。

すなわち、所得が支払われた後で、実際に生産物が売却され、売上を企業が受け取り、貨幣が銀行に還流してくる。そこで貸出は返済され、貨幣は消滅する。所得を受け取った家計は貯蓄を貨幣の形態で保蔵、あるいは企業の負債である証券を購入する。ここで流動性選好が作用している。証券の購入に向けられた貯蓄は企業にとっては還流の一部となる。

#### (v) 第五段階：金融仲介者としての銀行

サーキットの最終段階は「金融仲介者としての銀行」(Rochon, 1999, p. 36)である。

「貨幣供給の最終的な増大は企業が短期負債を完全には返済できないことを現している。企業の負債は家計が保蔵している部分の貯蓄と一致する。すなわち、経済の総負債は貨幣需要に等しくなるだろう。・・・貨幣的サーキットの終わりで、企業は家計が貯蓄預金として銀行に預けることに決定した量だけ、銀行に負債を負っている。銀行はこれらの資金をより長期の条件の下で企業の負債を再ファイナンスするために用いるだろう。・・・サーキットの終わりで、これらの貯蓄は循環に導き戻される。・・・銀行は金融仲介機関としての役割を満たし、保蔵貯蓄をサーキットの完結を可能にする企業へと導く。・・・この役割は正統派の預金と貸出の議論に似ているけれども、主流派の貨幣的理論とはもはや何も共有していない。・・・始めに、この銀行の役割は期末にのみ生じ、いわば、ルールの外である。第二に、正統派の思考では、銀行預金は貸出供給を決定するが、ここでは預金は貸出を再ファイナンスするための企業からの需要を決定している」(Rochon, 1999, pp. 36, 37)。

すなわち、ここで家計が保蔵する貨幣は全て銀行に預金されると見なせば、その預金は還

流しなかった不足分を企業に貸し出すのに用いられる。これは銀行がある種の金融仲介機関としての役割を果たすことを意味する。

#### (4) ストラクチャリストとの違い

ロシオンは、ストラクチャリストの批判を行っている。まず、ロシオンは、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論を「ポートフォリオ・アプローチ」と「革命的内生性アプローチ」に分類し、ポートフォリオ・アプローチを主に批判している。ここで、ポートフォリオ・アプローチとはいわゆるストラクチャリストに相当し、革命的内生性アプローチはホリゾンタリストに相当する。

次にロシオンは、革命的内生性アプローチの特徴を述べている。

「1) 貨幣と所得の間の逆の内生性、企業の期待（望ましい）所得から信用需要、そして貨幣所得、有効所得への因果性

2) 準備、預金、貸出の間の逆の因果性、準備は内生的で、貸出に対して何の因果的影響も与えない

3) 貯蓄と投資の間の逆の因果性、企業はどんな貯蓄も創造される前に生産をファイナンスしなければならない

4) 外生的なベース利子率、ベース利子率は需要と供給のスケジュールが相互作用するどんな市場メカニズムによっても決定されない

5) 貨幣供給は「需要決定的で信用誘発的」である。「貨幣」は無から創造され、ポートフォリオ決定の結果ではない。この意味で、「貨幣」は連続的な循環的フローにおいて存在し、企業が支出計画を満たすことを可能にする信用需要の結果である。信用供給は内生的で、商業銀行の決定に基づく。「貨幣」は第一にフローであり、信用によって創造され、貸出の返済を通じて消滅する」(Rochon, 1999, p. 63)。

ロシオンは二つのアプローチに共通する点についても述べている。第一に、ベース利子率の外生性である。第二に、自然利子率の排除である。すなわち、貸付資金説の排除である。第三にマークアップ利子率論である。第四に商品貨幣の概念を批判して、信用－貨幣として貨幣を扱っている。第五に準備、預金、貸出の逆の因果性である。また、中央銀行の最後の貸し手としての役割を重視している。第六に、動学的信用供給曲線である。信用供給曲線の傾きに関しては論争があるが、短期の信用曲線に関しては水平であることはほぼ一致している。長期、すなわち、動学的信用供給曲線の場合は、ホリゾンタリストも傾きが正になる可能性を認めている。しかし、ホリゾンタリストの場合は傾きが負になる場合もある。第七に制度の重要性を強調している。第八に、不確実性を強調している。

#### (5) ロシオン(1998)の特徴

以上のようなロシオンの議論の特徴は第一に、生産をファイナンスするための貨幣が創造され、支出され、銀行に還流して、負債の返済によって最終的に消滅する過程をサーキットとして描いていることである。これがサーキュレイショニストの議論の中心にあるものである。第二に、貨幣と信用を明確に区別していることである。これによって生産をフ

ファイナンスする過程を明確にすることが可能になっている。第三に過程分析を採用していることである。第四に外生的利子率論を採用し、利子率決定論としては流動性選好説を否定していることである。資産選択理論としての流動性選好説は否定していないが、生産のための貨幣が創造され、所得として支払われた後での家計の選択であり、このような金融市場は二次的なものとして扱われている。

ロシヨンの内生的貨幣供給論は、サーキュレイショニストの枠組みに基づくものである。しかし、それだけではなく、ポストケインジアンにおけるホリゾンタリストに近い議論を展開しており、さらにケインズの金融的動機を強調し、広い意味でのポストケインジアンと見なすことは可能である。とはいえ、ホリゾンタリストよりも、いわゆるポストケインジアンとは異なっている点も多い。最も大きく異なっているのは、貨幣の役割であろう。サーキュレイショニストの場合は、貨幣は交換手段であるが、ポストケインジアンの場合は価値の貯蔵手段を重視している。

## (6) サーキュレイショニストの特徴

サーキュレイショニストはここで取り上げた論者だけでなく、他にも存在するが、その主張はかなり多様であり、ここで紹介したのは、ポストケインジアンとの比較、あるいは接合が可能な論者である。その主張はホリゾンタリストに近いが、それでも独自の特徴が存在する。第一に、貨幣的循環として経済を捉えることである。すなわち、生産のために貨幣が創造され、実際に投資、生産が行われて、貨幣が支出され、支出された貨幣を家計が消費することによって銀行に還流し、還流した貨幣が負債の返済に用いられて消滅する過程として描かれる。第二に、貨幣と信用を厳密に区別することである。ポストケインジアンの場合は信用貨幣として曖昧に取り扱っている。第三に外生的利子率を採用している。第四に、過程分析を用いている。

## 6、小括

以上のように、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論の展開をサーキュレイショニストも含めて、述べてきた。ここでは、それらの位置付けを検討する。ムーア以降の内生的貨幣供給論の展開はムーアへの批判を一つの軸として行われている。ここでは、最初にストラクチャリストの批判を検討している。しかし、個々の論点に関しては、第 8、9 章で個別に検討する。レイの 1990 年の著作はムーアとは異なった立場を明確にしている。そこでの内容は独特な要素も存在するが、ポーリンの 1991 年論文とほぼ同じであり、ストラクチャリスト的立場を十分に示している。レイの主張は多岐にわたっているが、ポーリンの主張を軸にストラクチャリズムの特徴を捉えれば、構造的内生性、すなわち、景気循環を考慮に入れた貨幣供給の過程が動的に認識されているといえよう。

第 8、9 章で検討するように、ストラクチャリズムによるホリゾンタリズム批判は、ある程度は誤解に基づくものとも見なせるが、序文で触れたように、方法の違いによるものである。Fontana(2004)によれば、ヒックスの動学の方法の分類に相当している。これは、Hicks(1982,1985)における単位期間(single-period)理論と継起(continuation)理論という二つの方

法である。両者の違いは単位期間分析においては、分析の対象となる単位期間において期待を一定と仮定するのに対して、継起分析では期待の変化を考慮し、期間を超える動きを分析する。単位期間分析は、ホリゾンタリストにおいては、暗黙の内に採用されており、サーキュレイショニストにおいては、その期間分析で期待は一定と通常は見なされているので、ヒックスの単位期間分析と同じである。それに対して、ストラクチャリズムは、景気循環を導入して、金融市場の分析を行うため、期待も景気の動向に応じて変化しており、景気分析である。すなわち、分析の対象、視点がホリゾンタリズムとストラクチャリズムでは異なっていると評価しうる。両者の論争において、議論が平行線に近いのも、この点に関わっていると思われる。レイ、ポーリン以外にもストラクチャリズム的な視点による批判は、行われている。しかし、ストラクチャリストの主張は、それ以外にも、流動性選好利子率論の重視といった点が存在する。これらの点は、ホリゾンタリズムへの批判というよりも、カルドア、ムーアの主張に対する批判であり、論争により新たな展開が生まれている<sup>7)</sup>。

以上のようなポストケインジアンにおける内生的貨幣供給論の展開と並行して、フランス、イタリアを中心にサーキュレイショニストと呼ばれるグループもポストケインジアンに類似した理論を構築していた。サーキュレイショニストに関しては、ラヴォワの 1985 年論文で、恐らく初めてポストケインジアンとの関連での紹介がなされているが、本格的には 1996 年のドゥルプラスとネルの編集した論文集によって紹介および検討がなされている。サーキュレイショニストはポストケインジアンに劣らず、あるいはそれにもまして多様なグループの集合体ともいえるべき存在であり、そのため、ここではケインズの影響が強く、ポストケインジアンとの比較、対照が可能である論者を取り上げる。

まず、ル・ブールヴァは 1960 年頃にその当時のポストケインジアンよりも本格的な内生的貨幣供給論を展開している。ル・ブールヴァとその後のサーキュレイショニストとの直接的な関係はあまり明確ではないが、現在のサーキュレイショニスト的な理論の原型は既にそこに存在すると思われる。次に、ラヴォワの 1984 年と 1985 年の論文はポストケインジアンの内生的貨幣供給論の流れに位置付けることも可能であるが、ここではサーキュレイショニストの紹介とそれに近い理論を展開していることを重視している。ロションの 1999 年の著作は、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論としても考えられるが、むしろ、サーキュレイショニストの理論との統合を図っていると評価すべきであろう。そのようなことが可能である理由は、サーキュレイショニストの理論とホリゾンタリストの理論には共通する要素が多いからである。実際、ラヴォワはポストケインジアンの文脈においてはホリゾンタリストと見なされている。また、ロションも広い意味でのホリゾンタリストと見なすことが可能である。

以上のようにここで取り上げた論者を中心に内生的貨幣供給論の展開を見てきたが、残る問題は現在の状況とその先の展望であろう。現在においては、内生的貨幣供給論の議論も一段落しており、新たな理論的展開が望まれている。具体的には、ムーア以降はムーアに批判的なストラクチャリスト的な議論が多かったが、第 8 章で取り上げる 1996 年のラヴォワ論文によってホリゾンタリストの立場からの統合が試みられ、さらに最近、サー

---

7) Moore (1988) 以降の展開に関しては、Rochon (1999)、渡辺 (1998)、内藤 (1999) 及び、第 10 章を参照せよ。

キュレイショニストの立場とホリゾンタリストの立場を融合させたロションの著作が現れている<sup>8)</sup>。現時点では、サーキュレイショニスト的立場からの研究が多くなされているが、金融政策論を中心に政策論の展開も見られる<sup>9)10)</sup>。残された問題は、やはり、サーキュレイショニストを含む広い意味でのホリゾンタリストの議論とストラクチャリストの要素をいかに統合するかであろう。

この章では、簡潔に内生的貨幣供給論のサーベイを行ったが、ムーア以降は、ストラクチャリストが登場し、論争が盛んに行われた。その後は、サーキュレイショニストも論争に参加し、活発に研究が展開されている。以下の章では、論争となった点をいくつか取り上げ、検討しているが、ここでは、以下の章との関係を先に述べておく。

カルドアの主張は、ホリゾンタリストの原型ともいべき単純ではあるが、中心となる論点を含んでいた。しかし、その後の論争の焦点のいくつかもそこには存在している。第一に、水平な貨幣供給曲線である。この点は、ストラクチャリストがある意味で、最も攻撃している点でもあり、第9章で、その論争を扱う。第二に、流動性選好説の否定である。これは、言い換えれば、外生的利子率論の採用でもあり、やはり、ストラクチャリストとの対立点となっている。この論点は、第8章で扱う。第三は、やや細かい点であるが、貨幣の超過供給が起きない仕組みとしての負債の自動返済メカニズム、あるいは当座貸し越しによる説明である。この点は、貨幣需要をどのように考えるかという点を中心に論争が生じている。これに関しても、第9章で扱う。

ムーアの主張の中心的な論点は、ほぼ、カルドアを引き継いでいる。このため、以上の三つの論点はムーアにも共通しているので、ここでは、ムーアの主張の内、新たな論点を挙げる。第一に、負債管理の位置付けである。ムーアは負債管理を確かに強調はしているが、必ずしも、必須の論点ではなく、負債管理の進展とは関係なく、内生的貨幣供給の重要性が強調されている。このため、論争が生じており、第9章で扱う。第二に、商業銀行の受動性である。ムーアの議論では、商業銀行は、顧客の求めに応じ、必要な貨幣をいくらかでも貸し出しているかのような印象を与えかねない。すなわち、商業銀行が受動的に描かれているのである。この点も、ストラクチャリストが批判している。これに関しても第9章で扱う。第三に、中央銀行の順応性である。ムーアにおいては、商業銀行だけでなく、中央銀行も、準備を必要なだけ、供給している。これに対して、ストラクチャリストは、中央銀行は、準備供給を外生的に制御可能であると主張し、論争になっている。この論点も第9章で扱う。第四に、ムーアもカルドアと同様に、流動性選好説を否定しているが、それだけでなく、利子率の決定の仕方として、マークアップ利子率論を主張している。この点も、ストラクチャリストから批判されている。利子率に関しては、第8章で

---

8) ラヴォワの1996年論文(Lavoie, 1996)に関しては利子率を中心に内藤(1999)で取り上げた。

9) 本章で取り上げた以外にも、サーキュレイショニストを中心とした議論としては、Graziani(2003)の単著や、Rochon and Vernango(2001)、Rochon and Rossi(2003)、Arena and Salvadori(2004)、Fontana and Realfonzo(2005)などの論文集が存在する。また、ムーアの記念論文集である Setterfield(2006)も刊行された。

10) 金融政策に関しては、Arestis and Sawyer(2004)、Arestis, Baddeley, and McCombie(2005)、Gnos and Rochon(2006)などが存在し、特に中央銀行を扱っているものとしては、Arestis and Sawyer(1998)、Lavoie and Seccareccia(2004)が存在する。

検討している。第五に、ムーアは貨幣の超過供給を否定して、便宜的貸出概念を導入している。貨幣需要に関しては、第9章で扱うが、便宜的貸出概念に関しては、第1章でも触れており、さらに、第7章でも検討している。第六に、ムーアは乗数過程を否定している。この点は、後に論争を引き起こしているが、第7章では、その論争を中心に、他の論争との関係も考察している。

レイの主張は、基本的には、ポーリンなどのストラクチャリストと共通である。しかし、独特の主張もいくつか見られ、その点は、批判の対象となっている。第一に、貨幣需要などの独特の定義である。この点は、ロションが批判しており、この章でも触れている。第二に、ストラクチャリスト的な主張である傾き正の貨幣供給曲線と流動性選好利子率論に関しては、第9章で検討する。ポーリンのストラクチャリスト的な主張は、ムーアのホリゾンタリストの主張と併せて、第9章で詳細に検討している。

## 第7章 内生的貨幣供給とファイナンス<sup>1)</sup>

### 1、はじめに

本章では、内生的貨幣供給論に関連する二つの論争を取り上げ、両者の関係を考察する。第一の論争は、内生的貨幣供給論において、ムーアが乗数過程を否定したことによって引き起こされた論争であり、第二は、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、投資のファイナンスに関するマクロ経済学の古典的テーマに関わっている。そこで、ここではその背景を先に述べておく。

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』出版後にオリーン、ロバートソンなどとの論争が起きた。オリーンは、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が、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ポスト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<sup>2)</sup>。

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、ポストケインジアンにおいて大きな論争を引き起こしている。この論争は、第4章で検討した金融的動機の成立過程とその後における論争と共通の論点を含んでいる。それは内生的貨幣供給に関わる点であるが、他方で、ムーアによって引き起こされた論争も、乗数過程が内生的貨幣供給と両立するかという点が問題となっており、やはり、投資ファイナンスの過程が

---

1)本章は内藤(2001)を元に加筆、修正したものである。

2)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)及び、第4章を参照せよ。

3)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、Stiglitz and Weiss(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、いわゆる信用のアベイラビリティ理論において、Bernanke and Gertler(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)、Blanchard and Fisher(1989)、Stiglitz(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の比較に関しては、Rochon(1999)、Rotheim(1998)を参照せよ。

焦点となっている。そこで、本章では、この二つの論争の間の関係を検討する<sup>4)</sup>。

構成は、以下の通りである。第2節では、ムーアによる乗数論の否定とそれに対する批判を検討する。第3節では、アシマコプロスによって引き起こされた論争を検討する。第4節では、その論争と内生的貨幣供給論との関係を論じている文献を検討する。第5節では、本章の結論として、二つの論争の間の関係を論じている。

## 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、Moore(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<sup>5)</sup>。さらに乗数過程に関しても、ムーアは批判を行っている<sup>6)</sup>。

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

---

4)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、その点で本章のテーマとは異なっている。

5)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)及び、第5、6、9章を参照せよ。

6)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、Wray(1990)を参照せよ。

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り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<sup>7)</sup>。

## (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 Cottrell(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

---

7)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ニ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ニストに関しては、Deleplace and Nell(1996)及び、第 6 章を参照せよ。

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な対応物である。」(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。

Dalziel(1996)は Cottrell(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2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、Asimakopulos(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

Asimakopulos(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。<sup>8)</sup>

---

8)Asimakopulos(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 Dalziel(1996)において述べられている。また、この論争は『一般理論』出版後の流動性選好利率論を巡るオリーンやロバートソンとの論争とも関連している。この点に関しては、第3章で検討している。2008年8月に出版された乗数論に関する論文集である *The Keynesian Multiplier*(Gnos and Rochon, 2008)においても、Moore(1988)によって引き起こされた論争と Asimakopulos(1983)によって引き起こされた論争のどちらも、ある程度扱われている。

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、ケインズとカレッツキは「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「利子率の事前的理論」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子率のみを扱っていることである。あるいは、利子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

Asimakopulos(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 Richardson(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

Chick(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Richardson(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 Asimakopulos(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

Asimakopulos(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、Wray(1988)、Pollin(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

Wray(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 Asimakopulos(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 Davidson(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 Asimakopulos(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

Pollin(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が、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の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な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。

## (3)小括

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。

## 第8章 貨幣的循環理論と流動性選好<sup>1)</sup>

### 1、はじめに

本章では、内生的貨幣供給論における個別の論点の一つとして、流動性選好説を扱う<sup>2)</sup>。利子率論としての流動性選好説は、ホリゾンタリストとストラクチャリストの間の論争の一つの焦点である。ホリゾンタリストは、流動性選好を否定し、外生的な利子率を主張しているのに対して、ストラクチャリストは流動性選好を内生的貨幣供給論において積極的に位置付けようとしている。このようなホリゾンタリストに近い主張を行っているのが、フランス、イタリアを中心とするサーキュレイショニストであり、最近では論争はサーキュレイショニストとストラクチャリストとの間で行われている。

一般に内生的貨幣供給論と流動性選好利子率理論は、互いに相容れないとされている。その理由は、形式的には、モデルを考慮する場合、貨幣を内生変数とすれば、利子率は外生変数とせざるを得ないからである。もう少し具体的に検討すれば、貨幣当局の政策手段として、貨幣供給量か、利子率の制御かという話になり、そのどちらかを外生変数とする必要がある。このため、内生的貨幣供給論と利子率を内生的に決定する流動性選好説は矛盾するというのが一般的な評価であるが、内生的貨幣供給論において、貨幣需要としての流動性選好がどのように働く余地があるのかを詳細に検討している研究は少ない。そこで、本章では、ポストケインジアン視点からサーキュレイショニストの理論を検討し、その上で、流動性選好、および投資決定といった側面がその枠組みにおいてどのように作用するかを明らかにしたい。

また、ここで検討するサーキュレイショニストの理論は、ケインズやカレツキの影響も受けているが、いわゆるポストケインジアンとは独立に発展してきた理論であり、異なる点も多い。ポストケインジアン理論の特徴は幾つか存在するが、流動性選好と有効需要の原理は重要である。そこで、この論文では流動性選好だけでなく、有効需要の原理に関しても、流動性選好との関わりで簡単に検討する。なお、本章では、主に利子率決定理論としての側面、及び、貨幣的循環の過程における位置付けを扱っているため、その他の側面、特に銀行の流動性選好などについては、第9章で扱う。

この章では、第一にポストケインジアン立場から、貨幣的循環理論の枠組みが流動性選好に関してどのように解釈可能であるのか、あるいは統合可能であるかを検討する。第二に、その上で内生的貨幣供給を前提とする立場における流動性選好の意味を考察する。

構成は以下の通りである。第2節では、ポストケインジアン理論における流動性選好説の扱いを簡潔にサーベイし、さらに内生的貨幣供給論における論争とその到達点を検討する。すなわち、流動性選好説がもはや利子率決定理論ではないけれども、貨幣需要論としての役割を果たし、利子率の決定に影響を与える一つの要因として作用することが明らか

---

1)本章は内藤(2004a)を元に加筆、修正したものである。

2)金融的動機に関しては第4章で論じている。自己利子率理論に関しては、この論文では第3章で、ごく簡潔に触れているのみであるが、内生的貨幣供給論との関わりはそれ自体大きな問題であり、この論文の残された課題の一つとなっている。

かになる。第3節では、貨幣的循環理論の枠組みにおける流動性選好の位置付けを検討する。まず、貨幣的循環理論の基本的な前提を明らかにした上で、資産選択とは区別される流動性選好が労働者の消費行動に影響を与え、有効需要を決定するという役割を果たしていることが示される。また、有効需要の原理も貨幣的循環理論において重要な役割を果たしている。第4節では結論として貨幣的循環理論における流動性選好の位置付けを考察し、この枠組みの可能性を明らかにしている。

## 2、流動性選好説

### (1)ケインズによる流動性選好説の定式化とその後の展開

流動性選好を貨幣的循環理論の枠組みにおいて検討する前に、流動性選好がケインズ以来、内生的貨幣供給論においてどのように扱われてきたかをここで検討する。まず、ケインズ自身の定義から始める。ケインズは、『一般理論』において「古典派」の利子率論とは異なる新たな流動性選好利子率論を展開している。その前提となるのは、利子率は投資と貯蓄が等しくなるような水準に決定されるのではないということである。流動性選好理論においては、利子率は「資産を現金の形態で保有しようとする欲求と入手可能な現金量を均衡させる「価格」」(Keynes, 1973a, p. 167)として定義されている。すなわち、利子率は貨幣の需要と供給によって決定される。『一般理論』においては貨幣供給は外生的に決定されているので、結局、利子率は貨幣への需要である流動性選好によって決定されることになる。次にケインズは貨幣保有の動機を三種類に分類している。第一に、日常生活における取引に必要なものとしての取引動機、第二に将来の安全確保のために資産の一定割合を現金で保有しようとする場合の予備的動機、第三に、資産の貯蔵手段として貨幣を保有する場合の投機的動機である(Ibid., p. 170)。さらに、『一般理論』後のオリーンの論争において、第四の動機として「金融的動機」が導入されている。これは投資に前もって必要なファイナンスへの需要として定義されている<sup>3)</sup>。また、流動性選好説においては、フローではなく、ストックとしての貨幣が利子率を決定している。

このようなケインズ自身の流動性選好説に対して、ポストケインジアンにおいては、拡張の試みがなされている。そして、そのような拡張された流動性選好説は、ストラクチャリストの内生的貨幣供給論に影響を与えている。まず、Wells(1982)は流動性選好理論の再解釈を試みている。ケインズの流動性選好理論は不確実性の存在する世界においてそれに対処するために貨幣、すなわち流動性を保持しようとする傾向があるという考え方に基づいているとしている。しかし、現代では貨幣以外の高い流動性を有する資産、例えば、貯蓄預金、MMF、CDなどが広く使われている。このような事態は流動性選好理論が現実的でなくなってきたことを示している。すなわち、貨幣は交換手段としてのみ機能するようになってきている。ここでは、「短期利子率は貨幣の需要と供給によって決定され

---

3)金融的動機に関しては、Ohara(2000)、内藤(2000)を参照せよ。また、金融的動機の議論においては、銀行の役割が重視されており、その点でも、貨幣的循環理論との統合を可能にしている。ホリゾンタリストとサーキュレイショニストは実際、金融的動機を重視している。

る」(Wells, 1983, p. 533)。このため、貨幣がもはや保蔵されないような金融システムにおいては流動性選好が短期利子率と長期利子率の間のスプレッドを決定するように機能することになる。

Mott(1985-86)も流動性選好理論の再定義を試みているが、Wells(1982)とは異なってカレツキの危険逡増原理を導入している。危険逡増原理とは「固定資本投資量への制約は規模の不経済や市場の制限からではなく、拡張をファイナンスするために入手可能な内部資金への制約から生じるということ」(Mott, 1985-86, p. 230)である。この制約は、第一に特定の形態により多くの資産が結び付くにつれて所有者の資産ポジションの危険が増大するからであり、第二に別の用途の資金が突然必要になった場合におけるそのような資産ポジションの非流動性によるものである。この原理は流動性選好の一種と見なされうるが、利潤率により敏感になっているといえる。この場合でも、流動性選好は利子率の期間構造における流動性プレミアムに関するものになる。というのは、危険逡増の原理に基づいて考えるならば、内部資金の入手可能性が重要であり、狭義の貨幣需要を考慮する必要がないからである。すなわち、「流動性選好は長期資産に対して短期資産を保有したいという欲求の理論であり、流動性選好の状態は第一にビジネスの収益性によって支配されている」(Mott, 1985-86, p. 230)。

## (2)内生的貨幣供給論における流動性選好の位置付け

既に述べたように流動性選好説は、内生的貨幣供給論とは矛盾すると言われている。実際、Kaldor(1982)や Moore(1988)といったホリゾンタリストは流動性選好説を貨幣量が外生的に決定されているという点で批判し、利子率決定理論としては中央銀行が設定する外生的利子率論および、マークアップ利子率論を採用している。これに対し、Pollin(1991)や Wray(1990)などのストラクチャリストは、流動性選好が利子率決定に及ぼす影響を重視し、利子率を再び内生的なものに見なしている。このようにホリゾンタリストとストラクチャリストの間の論争では流動性選好が一つの焦点となっていた。

ホリゾンタリストは当初、流動性選好説を否定した。まず、カルドアは 1970 年代から当時、影響力の強かったマネタリズムに対抗するために内生的貨幣供給論を展開しているが、Kaldor and Trevithick(1981)において本格的に展開している。ここでは、

「貨幣的政策のスタンスは存在している信用貨幣の選択された量ではなく、選択された利子率によってもっとも良く表現される。・・・(これは貨幣の需要と供給を両方とも利子率の関数として示す図において、貨幣供給が垂直な線ではなく、水平な線として示されるべきであることを意味している)」(Kaldor and Trevithick, 1981, p. 6)。

すなわち、貨幣供給が内生的であるのに対して利子率は外生的である。

『マネタリズム その罪過』(1982)においてもカルドアは内生的貨幣供給論を展開している。内容は上記の論文とほぼ同じであるが、利子率に関しては、流動性選好説は、「貨幣数量説の修正であって、その放棄ではなかった」(Kaldor,1982,p. 21)として、否定している。「貨幣数量説の修正」というのは、「貨幣数量Mはいまだに金融当局によって決定される独立変数として示されている」(Kaldor, 1982, p. 21)からである。

カルドアは水平な貨幣供給曲線を提示し、利子率の外生性を主張しただけでなく、流動

性選好説を否定した。このようなカルドアの立場は、貨幣供給曲線が水平であると主張しているのも、ホリゾンタリズムと呼ばれている。また、カルドアが流動性選好理論を否定したのは、マネタリズム批判が目的であったからであると思われる。

次にムーアはカルドアの影響を受けて、1980年代から内生的貨幣供給論を主張しているが、Moore(1988)において、ポストケインジアンにおいて初めての体系的な内生的貨幣供給論を展開した。カルドアと同様にムーアにおいても、「外生変数は中央銀行が需要に応じてベース貨幣を供給する際の価格であり、それは短期利率の一般的な水準を決定する」(Moore, 1988, p. 19)。さらに商業銀行の行動に即してマークアップ利率論を主張している。ここではホールセール市場とリテール市場の二つを考えている。商業銀行はフェデラルファンド、CDなどのホールセール市場においてはプライステイカーであるが、預金や貸出などのリテール市場においてはプライスセッターとなる。これはホールセール市場では完全競争的に市場で価格が決定されるが、リテール市場では寡占的であり、銀行は価格、すなわち利率を設定するからである。利率の設定は、ホールセール市場で決定される資金のコストに一定のマークアップ率を乗じて行われる。他方、ホールセール市場の利率は中央銀行が制御している。このように銀行貸出や預金の利率はマークアップで決定される。中央銀行が決定している利率に関しては、「貨幣当局はマネタリーベースや銀行の現金準備保有ではなく、短期利率を操作することによって目的を達成しようとしている」(Moore, 1988, p. 89)と述べている。というのは、例えば、貨幣ストックの成長率を目標にしようとしても短期利率の変動性が高まるので実際にはそのことは困難であるからである。

以上のような短期利率に関してはマークアップ利率論を展開しているが、長期利率に関しては、「流動性選好理論は長期利率にのみ適用されるべきである」(Moore, 1988, p. 247)と述べている。他方で、長期利率は「中央銀行が設定するであろう将来の短期利率に関する資本市場の集団的期待を反映するであろう」(Moore, 1988, p. 259)というのは、第一に資産保有者の決定は事後的な収益ではなく事前の収益、すなわち期待に基づいている。従って、第二に資産保有者の決定は事前の実質収益率の主観的推測に基づいているので、貨幣錯覚は生じない。また、第三に資本市場が自由ならば資産保有者による裁定は異なった満期の資産のリスク調整済みの期待保有期間収益率を等しくするように行われるからである。このように、流動性選好説の位置付けに関しては、利率決定理論としては否定しているが、特に長期に関しては曖昧であり、否定しているわけではないが、短期と長期の利率の関係として期待利率論を主張している。

また、主流派とは異なって、「生産性と節儉の実物的諸力は中央銀行の究極的な政策目標の追求において動かされる利率の上限と下限を設定することによって、間接的に名目利率に影響する」(Moore, 1988, p. 263)。すなわち、短期名目利率は中央銀行がある範囲内で制御し、長期名目利率は金融市場の期待短期利率を反映している。このように利率は貨幣的現象であり、短期利率は中央銀行が外生的に設定しているのも、市場現象ではないと主張している。

ムーアの場合も貨幣供給曲線は水平で利率は外生的なので、ホリゾンタリズムと呼ばれる。ムーアの利率論は、外生的な短期利率とマークアップによって決定される銀行の預金と貸出利率、短期利率の期待によって決定される長期利率をその内容としてい

る。ムーアはカルドアの外生的利子率論を発展させている。カルドアとムーアは流動性選好説を否定したが、既に述べたようにポストケインジアンにおいて流動性選好理論を再解釈する動きが1980年代に現れた。

ポストケインジアンにおいて、流動性選好説の拡張は、Wells(1982)とMott(1985-86)によって、試みられており、そこでは、流動性選好が長期と短期の利子率のスプレッドを決定すると見なされている。このような考え方を内生的貨幣供給論の枠組みで検討したのが、Dow and Dow(1989)である。例えば、

「流動性選好は、実際、流動的な預金とより流動的ではない代替物の間の差を決定する。貨幣当局はスペクトラムの短期の端で利子率を設定する。流動性選好は（他の要素とともに）長期利子率へのマークアップを決定する。・・・実際、流動性選好概念はあらゆる非流動的な資産に対する流動資産への選考として広義には表現されうる」(Dow and Dow, 1989, pp. 148, 149)。

すなわち、流動性選好を内生的貨幣供給論の枠組みにおいて、長期利子率へのマークアップを決定するものとして統合している。

Wray(1990)は、ムーアのマークアップ利子率論を批判して、流動性選好説を採用している。しかし、実際にはポストケインジアンによる拡張された流動性選好説を採用している。レイは流動性選好理論の再定義を行っている。「金融機関が発達し、預金が保証され、中央銀行が最後の貸し手であるような経済では現金や狭義の貨幣の保蔵は比較的重要ではない。さらにクレジットラインや当座貸越が「金融的動機」を現金の保蔵の必要なく満足させる」(Wray, 1990, p. 164)。すなわち、現金や狭義の貨幣ではなくて、預金を中心とする広義の貨幣を中心に考えるべきであるとしている。このため、流動性選好理論をMott(1985-86)に従って、「長期資産に対して短期資産を保有する欲求の理論」(Mott, 1985-86, p. 230)として再定義する。すなわち、「流動性選好は黒字主体が銀行預金と長期債券を交換するように誘発するために必要な利子率の差として測定されうる」(Wray, 1990, p. 164)と述べているようにモット、ウェルズの考え方を採用している。流動性選好の動きに関してはミンスキー的な景気循環論を採用している。例えば、「信用供給と流動性選好は相互依存적이다。・・・流動性選好が上昇すると、・・・信用割当が順応的行動に取って代わる」(Wray, 1990, p. 165)<sup>4)</sup>。レイは以上のようにモットによって拡張された流動性選好説を導入しているが、利子率の決定に関しては、流動性選好のみによって決定されることを否定し、ケインズは制度的側面を論じていないと批判している。

レイはムーアの外生的利子率論とマークアップ利子率論の両方を批判している。外生的利子率論、すなわち、中央銀行に関しては、

---

4)信用供給が減少する時、流動性選好が増大し、信用供給が増大する時は流動性選好が低下している。これはオーソドックスな議論であるが、Wray(1990)においては、貨幣需要の定義が通常と異なるため、注意が必要である。例えば、貨幣需要は「バランスシートを拡張する意欲」(Wray, 1990, p. 288)として定義されているため、企業が銀行貸出によってファイナンスを行う時、貨幣需要と貨幣供給は上昇するが、負債は増えているため、企業の流動性選好は低下することになり、貨幣需要と流動性選好は同じではない。この独特な定義に対する批判も存在する。例えば、「信用と貨幣の相違ということは忘れられている」(小島, 1997, p. 160)。

「最近の中央銀行行動の変化と最近の金融革新は信用割当行動の重要性を減少させている。アメリカでは、中央銀行は金融市場の規制緩和を行い、地理的、機能的、制度的な参入障壁を減らした。・・・証券化と競売市場化の傾向は中央銀行の保証がなければ、迅速に逆転するであろう。・・・しかしながら、金融市場はより競売市場のように作用するようになった。・・・中央銀行は債務不履行を避けるために介入するので、新たな制度的慣行は保証され、新たな金融手段はその流動性を保つ。公衆は保証されていない預金証書や貨幣市場勘定を保証された当座預金のほとんど完全な代替物として適切に見なす」(Wray, 1990, p. 183)。

結局、「中央銀行はもし幅広い金融資産の流動性を保証するならば、利子率の制御を失うであろう。しかし、そのような保証は競売型市場の維持に必要である。中央銀行は利子率を決定出来ないが、それに影響を与えられる」(Wray, 1990, p. 184)。ここで、レイは構造的内生性の議論に基づき、中央銀行の行動がそれによって制約されると主張している。すなわち、中央銀行が保証しなければならない金融資産が増大し、最後の貸し手としての機能が重要になるため、利子率の決定に際して、制約となる。

次にムーアのマークアップ利子率論、すなわち、商業銀行による利子率の設定に関して批判を行っている。既に見たようにムーアの議論は、中央銀行が短期利子率を設定し、長期利子率は将来の短期利子率の水準に関する現在の期待によって決定されるということである。これは一種の期待理論であり、まず、ジョーン・ロビンソンとカーンによる期待理論への批判を紹介している。それは「ケインズは、長期利子率は長期利子率自体に関する投機によって決定されるのであって、短期利子率の将来の進路に関する投機によって決定されるのではないと主張している。カーンは短期利子率に関する期待はそれが長期利子率の期待に影響する限りでしか長期利子率に影響を与えないだろうと論じている」(Wray, 1990, p. 177)。また、マークアップ利子率論では貨幣供給曲線は水平であるが、貨幣供給曲線は水平ではない。「将来は不確実で、貨幣契約は必然的に将来指向であるので、銀行業はリスクな事業である。これらの理由で、銀行は信用を割り当てるために価格と量的制約の組み合わせを用いる」(Wray, 1990, p. 177)。すなわち、リテール市場で銀行は単純に価格設定者で、量的受容者であるのではない。結局、「利子率と貸出量は主に行動の規範によって決定される。・・・期待は緩く保たれ、可能な利子率への制約もむしろ緩いので、市場は指導者に従いがちである。この理由で、中央銀行の行動はより大きな影響を与えている」(Wray, 1990, p. 182)。利子率は規範によって決定されるが、中央銀行の影響を大きく認めている。また、レイは商業銀行の流動性選好を重視している。例えば、「銀行の流動性選好は非銀行公衆の流動性選好とともに貸出利率を決定し、債券利子率をも決定する」(Wray, 1990, p. 187)。これがレイの商業銀行の利子率決定論である。

中央銀行と商業銀行のそれぞれに関する議論をまとめると、結局、レイの利子率論は、「利子率は部分的には期待と慣習によって決定される。しかし、また、銀行以外の金融機関との競争、公衆の選好、中央銀行の行動、海外の利子率によっても影響される」(Wray, 1990, p. 165)。また、

「利子率は主にバランスシートを拡張させるようとする銀行と他の金融機関の意欲によって決定される。この意欲は目の子算、慣習、期待によって決定される。・・・ケインズが述べているように、利子率は人々が期待している水準によって影響される。・・・

それは目の子算と行動の規範によって確立される。・・・貨幣供給と利子率の両方は内生的に決定されている」(Wray, 1990, p. 188)。

すなわち、外生的利子率論に対しては、構造的内生性との関連で、中央銀行が設定する利子率の制約を指摘し、マークアップ利子率論に関しては銀行の行動だけでなく、様々な要因を考慮して、利子率は内生的に決定されると主張している<sup>5)</sup>。

Pollin(1991)もムーアの批判を行っている。ムーアは「長期利子率は市場参加者の将来の短期利子率の予想に基づいている」(Moore, 1988, p. 286)としているが、これは利子率の期間構造に関する期待理論に基づくものであって、これ自体受け入れられるものではない。そして、「利子率決定はもっぱら中央銀行によって開始され、制御される一方向の過程ではない」(Pollin, 1991, pp. 373-375)として、利子率の外生性を批判している。

Lavoie(1996)では、Moore(1988)以降の文献がムーアに対して批判的なストラクチャリストの立場を表すものであったのに対して、ホリゾンタリズムの立場を主張している。しかし、ホリゾンタリズムといっても、ムーアとはかなり違っており、中央銀行の非順応的行動、金融革新、ポートフォリオ調整、流動性選好理論、危険逡増の原理を組み込んでいる。Lavoie(1996)はホリゾンタリストであるが、流動性選好理論を内生的貨幣供給論に統合することを試みている。その際、Wells(1982)や Mott(1985-86)によって拡張された流動性選好説を用いている。

利子率の決定理論に関しては、流動性選好理論と内生的貨幣供給論は基本的には矛盾しないとラヴォワは主張している。ポストケインジアンが強調する根本的不確実性の環境下では商業銀行の流動性選好とアニマル・スピリッツは結びつく。また、クリーゲルが主張しているように流動性選好理論と有効需要論は結びついている。というのは経済活動の増大は低下した流動性選好を伴うからである。このため、ホリゾンタリズムの「低いアニマルスピリッツ」と他の内生的貨幣供給論での「高い流動性選好」は等価となる。というのは両方とも、革新の状態や期待に関わっているからである。ここでの広義の流動性選好は短期利子率と長期利子率の差で測られる。すなわち、「中央銀行がベース利子率を決定し、他の利子率は流動性選好を通じて、ベース利子率に対して調整される」(Lavoie, 1996, p. 293)。中央銀行がベース利子率を決定すると、他の利子率は流動性選好を通じて、ベース利子率と調整される。ここで、流動性選好は利子率を決定しているのではなく、ベース利子率と他の利子率の差を決定している。このような流動性選好理論はホリゾンタリズムと矛盾しないとラヴォワは主張している。また、ムーアのように長期利子率が将来の期待短期利子率によってのみ決定される必要もない。

けれども、ホリゾンタリズムと他の内生的貨幣論との違いはベース利子率自体の決定に

---

5)これはムーアへの批判としてはそれなりに有効であるが、貨幣的循環理論においては、レイの批判も取り入れられている。まず、中央銀行が、全く自由に利子率を設定可能であるとは想定されていない。また、商業銀行の設定する貸出利率や預金利率は中央銀行の設定する利子率に対してマークアップを乗じて設定されるが、マークアップには、様々な要因が影響し、慣習や期待も作用する。それ以外の債券利子率に関しては市場で決定されるため、市場参加者の流動性選好が作用する。このように考えれば、Wray(1990)の批判は、ムーアにおける余りにも単純化された部分への批判であったと見なすことも可能であろう。

ある。流動性選好を強調する内生的貨幣論では、経済にとって重要な利子率はそれ自身のトレンドを持つ長期利子率である。これに対して、ホリゾンタリズムでは重要な利子率はベース利子率である。この違いは利潤率と利子率の関係にも表れている。市場の影響、すなわち、流動性選好を強調する内生的貨幣論では、利潤率が利子率を支配することになる。というのは、経済が拡張しているときには成長率は高く、利潤率も高くなる。そして、資産の収益率の均等化によって、長期利子率も上昇するが、これは他の利子率にも波及する。この考えは傾きが正の貨幣供給曲線と同じである。これに対して、ホリゾンタリズムでは利子率が正常な利潤率を決定することになる。

結論として、ラヴォワは傾きが正の貨幣供給曲線は非順応的フィードバックルールに基づく特別な場合であるとし、ホリゾンタリズムと他の内生的貨幣論との違いはベース利子率の決定を除けば、強調の差に過ぎないとしている。

以上のように流動性選好理論の拡張がなされているが、まず、流動性選好理論自体の特徴について考察する。第一に、流動性選好説は利子率の決定理論であり、実物的要素が影響する貸付資金説を否定していることである。第二に、投機的動機、すなわち、ストックとしての貨幣への需要が重要な役割を果たしていることである。他方、ポストケインジアンによって拡張された流動性選好説の特徴は、第一に、流動性選好が短期と長期の利子率の間のスプレッドを決定することにし、短期利子率の決定と分離したことである。これは貨幣に代わるような価値貯蔵手段が多く存在し、遊休現金残高がゼロに近くなっている現実に流動性選好理論を対応させようとする試みである<sup>6)</sup>。ここで、短期利子率の決定を流動性選好理論と分離したことにより内生的貨幣供給論に流動性選好理論を統合することが可能になった。第二に、貨幣を広く定義することによって資産選択的な側面を強調している点である。逆に言えば、もはや利子率決定理論と言うよりは、貨幣需要論、あるいは貨幣を含めた資産の需要決定論となっている。

### 3、流動性選好と貨幣的循環の過程

この節では貨幣的循環理論の枠組みにおける流動性選好の位置付けを検討する。しかし、その前に貨幣的循環理論の特徴と前提を明らかにする必要がある。というのは、貨幣的循環理論は英語圏でも紹介、および導入が行われているが、その枠組み自体はそれほど知られているわけではないからである。また、この論文で議論の前提とする枠組みは特にRochon(1999)に沿っている。これはサーキュレイショニストの議論としてはかなり単純な

---

6)以上のような流動性選好理論の再定義においてはケインズを批判していることになるが、ケインズの流動性選好理論と実際に異なっているかどうかは微妙である。というのは、ケインズ自身、『一般理論』において、「例えば、所有者が三カ月以上手放さない一般購買力に対する支配力を貨幣として取り扱い、これより長い期間回収できないものを債権として取り扱うことが出来る。・・・実際、貨幣の中に銀行の定期預金、時には(例えば)大蔵省証券のような証券を含めることがしばしば便利である。通常、私は、・・・貨幣は銀行預金と同じ広がりを持つと想定する」(Keynes, 1973, p. 167)と述べていることから分かるように、流動性の高い資産を貨幣に含むように流動性選好理論を拡張することは容易であり、また、自然である。

ものであるが、かえって、ポストケインジアン7)の議論との比較、あるいは接合を試みるという点では扱いやすいからである。そこで、第一に貨幣的循環理論の方法論と前提を明らかにし、第二にその枠組みにおいて具体的に流動性選好の位置付けを検討していく。

### (1) 貨幣的循環理論の枠組み－前提と方法論

サーキュレイショニストの理論では、貨幣的循環の過程は、いくつかの段階に分けて記述される。貨幣的循環において、実際に循環しているのがフローとしての貨幣であり、生産のために創造され、最終的に銀行システムに還流して消滅する。ストックとしての貨幣、すなわち、価値の貯蔵の対象としての貨幣が登場するのは、その後半の段階に入ってからとなる。その意味で、ストックとしての貨幣は事後的に、あるいは残余としてシステムに登場し、流動性選好は二次的な意味しか持たない。ここでは、貨幣循環の過程に即して、ロシヨンの段階区分に従って検討する。また、このモデルの特徴は、信用貨幣を中心に、あるいは貨幣の内生性を軸にマクロ的な枠組みを展開していることである。すなわち、現代の発達した産業資本主義のマクロモデルであるが、それを貨幣、信用面から記述していることになる。

貨幣的循環理論の最も基本的なモデルにおいては、三つの主体、あるいは集団が存在する。すなわち、労働者（賃金稼得者、家計）、企業（生産者）、銀行である8)。労働者は労働を生産者に提供して、報酬として賃金を受け取り、その賃金で生産者の生産した商品を購入して、消費する。また、賃金の内、消費しない分は貯蓄となる。企業は、銀行から借り入れて、その資金で原材料を購入し、また、労働者を雇用して生産を行い、生産した商品を販売し、生産費と利潤を獲得し、そこから銀行への返済を行う。銀行は貸出を行うことによって貨幣として使用される自らの負債を創造する機関であり、企業に銀行貸出を行うことによって利潤を得る。ここでの主体間の重要な違いは、信用へのアクセスとして定義されている9)。すなわち、銀行は信用を創造する機関であり、企業は銀行から信用を得ることが可能であるが、家計は直接、銀行から信用を得ることは出来ない。ここでの特徴は、銀行を明示的に分析に組み入れていることである。すなわち、銀行－企業9)の関係を軸にマクロ的な関係を分析する。

これ以外の主体として重要なのは中央銀行である。ここでの中央銀行の役割は、第一に決済手段としての中央銀行の負債の提供であり、第二に決済不能に陥ることを回避するための貸出、すなわち、いわゆる「最後の貸し手」としての機能である。中央銀行が銀行間の決済を行う際に提供するサービスは通常の銀行とほぼ同じであり、銀行の銀行として定義されることになる。すなわち、中央銀行の負債によって銀行は決済を行うが、決済のた

---

7)サーキュレイショニストにおける細かい議論は、Deleplace and Nell(1996)、Graziani(2003)、Rochon and Rossi(2003)及び、第1、6章を参照せよ。

8)『一般理論』とは異なり、金利生活者は明示的には登場しない。この点は、流動性選好の位置付けとも関わっている。

9)この点はロシヨンが強調している (Rochon, 1999, p. 20)。これはカレツキーと同様に、ビジネス・デモクラシーの仮定が存在しないことを示している。

めに不足が生じる場合には中央銀行からの借入れによってまかなう。特に現金通貨が存在する場合には準備を供給することになる。というのは常に現金での払い出しの可能性が存在するため、準備が必要であるからである。準備の供給は内生的に行われる。というのは、銀行貸出によって内生的に貨幣が創造されており、さらに労働者による現金の保蔵が存在するため、準備への需要もそれに応じて決定されているからである。特に労働者による現金保蔵はシステムからの漏出となり、その分だけ銀行システムへ還流しないことになる。また、銀行は企業への貸出を行うが、不確実性が存在するため、常に貸倒れの可能性が存在し、銀行の準備が不足する可能性も存在する。その時、中央銀行は最後の貸し手として、銀行システムの支払い能力を維持する必要があり、結果として、準備は内生的に供給されることになる。中央銀行は貨幣の制御を準備量ではなくて、公定歩合を通じて利子率によって行う。このモデルでは、中央銀行が公定歩合を決定するが、これは銀行が実現しなければならない最小の利潤率に影響を与えるため、貸出利率は公定歩合に連動して決定される。このようにこのモデルでは利子率は中央銀行が外生的に決定する。

貨幣的循環理論では、期間分析(sequential analysis)を採用している。これはある期間を設定した上で、ある事象が起きた時に次に何が起きるかを段階ごとに各主体の行動や事象を検討する動学的な方法である<sup>10)</sup>。この方法は貨幣が期間ごとに創造と破壊を繰り返すという性質を示している。

貨幣的循環の過程における具体的な検討に入る前に簡単に貨幣的循環の過程を提示する。論者によって、期間の区切り方は様々であるが、ここでは Rochon(1999, pp. 19-37)に従って五段階に分けて分析を行う。貨幣的な循環の第一段階は、企業による投資の決意、決定である。ここで企業は投資に必要な資金を銀行からの貸出しによって賄うために銀行に貸出を申し込む。この貨幣需要がケインズの「金融的動機」である。第二段階は銀行による貸し出しの供与であり、それに伴い銀行貨幣としての貨幣が創造される。第三段階は企業による投資、生産の実行と生産要素、特に労働者への支払である。第四段階は消費者でもある労働者による賃金からの企業の生産した商品の購入、消費とそれによる貨幣の銀行への還流である。ここで消費されない貨幣がストックとしての貨幣である。第五段階は金融市場からの資金の調達である。これは全ての貨幣が還流しない場合に企業は還流してこない分を金融市場から調達して、銀行からの借入れの返済に充てなければならないからである。

このモデルにおいては、市場は二つないし、三つ存在する。すなわち、財市場、労働市場、金融市場である。労働市場では、貨幣的循環の過程に先立って賃金が決定されている。企業は投資の決定の段階において、労働市場で決定された賃金を所与として生産計画を作成する。その意味では、労働市場は貨幣的循環の過程においては他の二つの市場とは異なり、前提となっているに過ぎない<sup>11)</sup>。残りの二つの市場の内、最初の段階では、いわゆる財市場が問題となり、後の段階では金融市場が重要な役割を果たす。財市場の意味に関し

---

10) 期間分析(sequential analysis)は経過分析、step by step methodとも呼ばれるものであり、ケインズの『貨幣論』(1930)や同時代の Robertson(1926)、Hawtrey(1913)なども採用していた。

11) 労働市場は有効需要の大きさに影響を与える賃金水準を決定するという意味で大きな役割を果たしている。この点に関しては、Graziani(1984)が強調している。

ては有効需要の原理との関係で後で論じる。金融市場は後の段階において重要な役割を果たすけれども、ストックとしての貨幣、あるいは労働者による現金の保蔵が存在して初めて登場することになる。この意味では他の二つの市場に比べれば補完的な役割を果たしているとも評価可能である。

## (2) 貨幣的循環の過程における流動性選好

この節では、貨幣循環の過程における流動性選好の位置づけに関して、検討する<sup>12)</sup>。以上で示された簡単な貨幣的循環のモデルでは投資ファイナンスによって貨幣が創造され、生産の実行と生産物の売却によって生産物が消費され、最終的に貨幣が銀行に還流して、消滅する過程を描いている。ここでの貨幣は基本的に、内生的に創造され、循環し、最終的に破壊される内生的貨幣であり、フローとしての貨幣である。ストックとしての貨幣は第四段階になって初めて現れる。流動性選好もこの段階で作用する。すなわち、形式的にはストックとしての貨幣が登場する段階において初めて流動性選好が作用することになる。けれども、第二節で述べたように流動性選好理論における貨幣需要論が内生的貨幣供給論の枠組みでは問題となる。貨幣需要論はケインズにおいてはストックとしての貨幣が重視されていたがフローとしての貨幣需要も存在する。また、資産選択理論としての側面も存在する。そのように考えた場合、貨幣的循環の過程において流動性選好がどのように作用するのかは検討する必要がある。まず、問題になるのは、資産選択との関係である。これは流動性選好の定義と関わるが、ここでは流動性選好を資産選択、ポートフォリオ選択と区別する<sup>13)</sup>。すなわち、流動性選好はストックとしての貨幣に対する選好であり、資産をどのような形態で保有するかという意志決定とは区別すべきである。

このような区別に基づいて貨幣的循環の過程の各段階毎に検討を行う。まず、第一段階は企業による投資決意、投資決定と銀行への貸出しの申込みである。この段階での企業の意志決定は流動性選好ではない。けれども、企業による投資計画は資産選択の一環として考えるべきかという問題が存在する。確かに資産選択としての投資計画という側面は全く存在しないわけではないが、投資が将来に対する賭である以上、単なる資産選択ではなく、

---

12)以下で検討している流動性選好は、かなり広い意味で用いている。すなわち、単に貨幣の投機的需要のみを示すのではなく、より広い意味での貨幣需要を示している。

13)流動性選好と資産選択を厳密に区別することは恐らく不可能ではあるが、ここでは出来る限り区別して検討する。

アニマル・スピリッツに導かれる行動と考えるべきであろう<sup>14)</sup>。すなわち、企業が生産によって利潤が生じると期待することによって行われている。また、この問題は企業とはどのような主体であるかということに関わっている。投資家の場合には、生産のための投資も、国債などの債券投資も全て、同じ投資対象であり、リスクを考慮して、投資を行う。これに対して、ここでの企業は、アントルプルナーとしての企業者であり、不確実な将来に対する賭を行っているのである<sup>15)</sup>。さらにここでの企業による貨幣需要はケインズの「金融的動機」、すなわち、投資に前もって必要なファイナンスである。

貨幣循環の過程の第二段階では銀行が貸出の決定を行い、実際にファイナンスを企業に供与する<sup>16)</sup>。これによって銀行の貸出と同額の銀行預金が企業の銀行口座に現れ、貨幣が銀行預金の形態で内生的に創造される。ただし、銀行は無条件に企業にファイナンスを供与するわけではない。返済の見込みがない計画には応じないであろうし、貸出利率やファイナンスの量に関しても、銀行と企業の交渉の余地は存在し、信用割当の可能性も存在する。しかし、ここでも様々な場合が考えられるが、基本的には利率は銀行が決定し、ファイナンス量に関しては企業の要求通りとなるであろう<sup>17)</sup>。このような銀行の意志決定には銀行の流動性選好も影響している。しかし、それが強く作用するのは、金融危機の時であり、通常は中央銀行の設定する準備率を維持し、超過準備を持たないようにしている。そのため、銀行の意志決定は、そのバランスシート上での資産選択と考えられる。けれども、貸出は銀行にとって最大の収益源であるため、貸出の決定自体は資産選択というより

---

14)これは利率が投資決定に影響しないということをも意味している。この点は、古典的な問題であるが、確かに全く利率が投資決定に影響しないということもあり得ないであろう。しかし、投資決定としては、第一にアニマル・スピリッツに導かれるのであり、その後、利率が影響すると思われるが、利率はむしろ、銀行が貸出に応じるか否かに影響を与えていると思われる。また、この段階では企業は投資計画を作成することによって、生産量とその価格、雇用量の決定などを行う。ここで企業は生産費に対するマークアップを乗じて価格を決定する。これはポストケインジアンマークアップ価格論とほぼ同じであるが、マークアップ率は市場の状態ではなく、銀行の設定する利率の影響を受ける。というのは、企業は銀行からの借り入れによって生産を行うため、その銀行貸出の利率を上回る利潤を獲得する必要があるからである。

15)将来に対する賭としての投資が存在するために根本的な不確実性が必要である。ここにポストケインジアンにおいて重要な要素である不確実性に関わっている。このようにこのモデルでは不確実性は前提となっている。また、貨幣の存在理由としての不確実性は、『一般理論』後の「雇用の一般理論」(Keynes, 1937)において強調されており、ポストケインジアンにおいては Davidson(1978)が重視している。他方、サーキュレイショニストはこの点に関しては否定的である (Rochon, 1999, p. 16)。

16)企業は、必ずしも、投資、生産に必要なファイナンスを銀行からのみ調達するわけではなく、自己資金、あるいは証券の発行といった直接金融の場合もあり得る。しかし、その場合はストックとしての貨幣の存在が前提となるが、その貨幣がどこから生じるかを考えると、銀行からのファイナンスが貨幣的な循環においては最も基本的な場合と考えられる。すなわち、預金通貨を主体とする銀行貨幣システムにおいては銀行によって貨幣が創造される。

17)企業が投資を行う場合は、企業の必要なファイナンス量が得られない場合は、投資計画の内容にも依存するが、投資自体を行えなくなる可能性も存在する。このため、企業と銀行の貸出に関する交渉では、利率や担保がむしろ問題となる。但し、これは通常の場合であり、銀行の収益が脅かされているような場合においては、この限りではないと思われる。

も、銀行自体のアニマル・スピリッツに基づき、貸出からの期待利潤を求めての行動と解釈されるべきであろう。但し、銀行のポートフォリオ選択的な側面を全く無視するわけではない。実際、銀行は資産負債管理(ALM)を盛んに行っている。それによって、準備が金融市場を通じて調達され、貨幣が内生的に供給されるという議論も存在し、確かにそのような現象も存在する。しかし、そのような現象には限界が存在し、中央銀行の最後の貸し手機能を考慮すれば、貨幣は中央銀行による準備供給を通じて内生的に供給されている<sup>18)</sup>。

第三段階は、企業による投資、生産の実行と生産要素、特に賃金の支払いである。この段階では流動性選好や資産選択の作用の余地はない。

第四段階は労働者による企業の生産物の購入とそれによる貨幣の還流である。すなわち、労働者が賃金として受け取った所得から企業の生産物を購入することにより、企業は収入を得る。企業は受け取った収入を基本的には銀行への返済に用いると考えられる。企業は、銀行への返済以外に、その収入を内部で留保したり、新たな投資に用いることも考えられるが、貸出の返済はどこかで行わなければならないし、貸出の利息を支払う必要もある。企業が銀行に返済すれば、貨幣は銀行に還流して消滅することになる。というのはここでの貨幣は銀行預金であるため、貸出に伴って創造され、返済によって消滅するからである。この段階における企業にとっての問題は、生産物が全て売却できるとは限らないことである。すなわち、労働者が受け取った賃金所得を全て消費に向けないで、一部を貨幣のまま保有したり、場合によっては貨幣以外の金融資産、すなわち、企業の発行する証券の購入に向ける場合が存在する。この銀行に還流せずに、特に労働者の手元に留まる貨幣がストックとしての貨幣、あるいは残余としての貨幣であり、貨幣的生産システムからの漏出である。これまでの貨幣は全てフローとしての貨幣であったが、ここで、初めてストックとしての貨幣が登場する。ストックとしての貨幣、あるいは貨幣の漏出がなければ、貨幣的循環の過程はここで完了し、企業が新たな生産、新たな投資をする場合は、再び第一段階から過程が進行する。

ケインズの意味での流動性選好はこの段階で作用する。すなわち、労働者は貨幣を現金、預金の形態で保有するか、証券を購入するかを決定する。ケインズと同じく、労働者は二段階の意志決定を行っている。第一に、消費と貯蓄であり、第二に貨幣保蔵、すなわち流動性選好と、債券投資である (Keynes, 1973a, p. 166)。この過程全体においてはストックとしての貨幣は二次的なものであり、フローとして銀行に還流していかない残余として登場している。しかし、流動性選好は重要である。何故なら、もし、流動性選好が存在せず、ストックとしての貨幣が重要でないシステムにおいては、フローとしての貨幣のみ存在する世界はかえって、古典派の貨幣ヴェール観に近づいてしまうからである。また、流動性選好の程度によって、保蔵する貨幣、すなわち、システムからの漏出の大きさが決定される。あるいは、企業の収入の大きさも流動性選好に影響を受けるため、経済全体の活動水準に影響を与えている。

第五段階は金融市場からの資金の調達である。労働者が、貨幣を預金の形態で保有する

---

18)金融市場で準備を調達することにより、貨幣が内生的に供給されることを強調しているのが、ストラクチャリストであり、Pollin(1991)、Wray(1990)の議論が代表的である。Rochon(1999)はこのような現象の限界を指摘している。

場合は、その預金は銀行の負債として存在するが、銀行はそれを企業への貸出に回す<sup>19)</sup>。もし、労働者が、貨幣を保蔵しないならば、システムからの漏出はこれによって回収されることになる。また、労働者が企業の発行する証券を購入する場合でも、同様に貨幣が回収されることになる。特に銀行を通じての労働者の貯蓄、貨幣の企業への融資はいわゆる金融仲介である。ただし、金融仲介はここでは二次的な役割しか果たさない。ここでは銀行、企業による資産選択的な行動が重要である。貨幣的循環理論では、この段階はシステムから漏出した貨幣をいかに金融市場で回収するかということに注目している。あるいは、システムの事後的な調整はこの段階で行われることになる。中央銀行の介入もこの段階である。

ここまでは貨幣的循環の過程において貨幣需要論としての流動性選好の位置付けについて検討してきたが、利子率についても簡単に検討する。既に内生的貨幣供給論においては、ラヴォワが短期利子率は中央銀行が決定するが、短期利子率と長期利子率のスプレッドには流動性選好が影響すると主張している。これは貨幣的循環理論においても適用可能である。中央銀行は公定歩合を決定するが、銀行の貸出利率は銀行がマークアップを乗じて決定する。銀行の貸出利率と公定歩合、あるいは預金利率との差が銀行の利潤を示しているが、貸出利率に関しては流動性選好の影響する余地はほとんどないと思われる。しかし、預金利率に関しては、このモデルでは銀行に還流してこない貨幣を回収するための銀行預金であるため、流動性選好の状態によって預金利率は変動するであろう。具体的には、流動性選好が高い時には、預金利率を引き上げ、預金の獲得を試みるが、貸出利率を超えることは通常はないであろう。このように狭い範囲ではあるが、流動性選好が預金利率に影響を与える。また、企業が債券を発行する場合にも、同様に流動性選好が利子率に影響を与えるであろう<sup>20)</sup>。

以上のように貨幣的循環理論における流動性選好の位置付けを検討してきたが、ポストケインジアンにおける重要な要素としては他に有効需要の原理が存在する<sup>21)</sup>。有効需要の原理はこのモデルにおいても重要な役割を果たす。財市場では、企業の生産物を労働者が購入する。ここでは、セイ法則ではなく、有効需要原理が作用し、労働者がどれだけ購入するかによって、企業の所得が決定され、企業の銀行貸出の返済量を決定することによりさらに銀行の利潤を決定する。労働者がどれだけ消費するか、すなわち、消費性向の大きさが問題となっている。また、内生的貨幣供給論では、貨幣量は貨幣需要によって決定さ

---

19)このような労働者の銀行への預金は、ムーアが「便宜的貸出(convenience lending)」と呼んでいるものに相当する。というのは、「便宜的貸出」は投資ファイナンスの過程で蓄積される銀行預金であるからである(Moore, 1988, p. 298)。また、「便宜的貸出」と乗数過程の関係に関しては、第7章及び、Cottrell(1994)、内藤(2001)を参照せよ。

20)ここでの利子率論は基本的には Moore(1988)と同じく、マークアップ利子率論であるが、流動性選好が中央銀行の設定する利子率以外の利子率に影響するという点が異なる。

21)投資と貯蓄の関係も『一般理論』におけるケインズと同じである。すなわち、投資には前もっての貯蓄は必要ではなく、逆に投資が貯蓄を生み出す。実際、このことは貨幣的循環理論においては、さらに明確に示されている。投資をファイナンスするために貨幣が創造され、実際に生産が行われ、労働者が生産物を購入し、貨幣が銀行システムに還流するが、労働者が受け取った賃金の中で消費されなかった分が貯蓄となる。

れる。貨幣需要に関しては、取引需要および、金融的動機による需要としての側面が重視されており、それらは結局、有効需要量によって決定されることになる。このシステムが、円滑に作用するためには有効需要が一定の水準以上でなければならないであろう。すなわち、企業が生産を続けるためには一定の売上げが必要であるからである。このように流動性選好は消費性向の大きさを通じて有効需要を決定している。

#### 4、流動性選好の位置付け

以上のように、貨幣的循環理論の各段階において、流動性選好と資産選択について詳細に検討してきた。ここではそれを踏まえて、流動性選好説と貨幣的循環理論の関係について、考察する。

第一に、流動性選好説には、利子率決定理論の側面と貨幣需要論としての側面の二つが存在する。利子率決定理論としての側面に関しては、内生的貨幣供給論と矛盾すると言われているが、利子率が基本的には中央銀行によって外生的に決定されている以上、このことは正しい。しかし、これは利子率決定理論としての流動性選好説が内生的貨幣供給論と両立しないと言うことを意味するだけであり、貨幣需要論としての流動性選好説は貨幣的循環理論においても重要な役割を果たしている。

第二に、貨幣需要論としての側面は、必ずしも内生的貨幣供給論とは矛盾しない。なぜなら、ケインズによる貨幣保有の動機の分類における取引動機と金融的動機は内生的貨幣供給論において扱われているものである。問題となるのは、ストックとしての需要である投機的動機である。これはストックとしての貨幣に対する需要であるため、貨幣的循環の過程においては、貨幣が労働者の手許に来るまでは生じない。労働者は受け取った貨幣の全てを消費するわけではなく、消費しない分が貯蓄となる。ここで労働者の流動性選好が高まれば、有効需要は減少する。すなわち、労働者の流動性選好はシステムからの貨幣の漏出をもたらし、有効需要を決定し、活動水準に影響を与える。また、短期利子率は基本的には中央銀行が決定しているが、それでも、貸出利率や預金利率には特に銀行の流動性選好が影響を及ぼし、また、長期利子率には市場参加者の流動性選好が作用する。さらに、金融的動機の議論は、投資に前もって必要なファイナンス需要として、貨幣的循環理論における出発点ともなっている。すなわち、貨幣が創造されるためには企業による金融的動機が必要である。このように、流動性選好説はもはや利子率の決定理論ではないけれども、内生的貨幣供給論に統合されている。

第三に貨幣的循環理論の枠組みにおいては流動性選好が重要な役割を果たすことが明らかになっているが、有効需要の原理も重要である。というのは、労働者の流動性選好は、貯蓄を決定することにより消費に影響を及ぼし、その結果有効需要を決定することになる。有効需要は企業の収入を決定し、次の期の企業と銀行の行動に影響を与える。この意味で有効需要の原理はこの枠組みにおいても中心に位置している。

第四に、貨幣的循環理論における流動性選好の位置付けは明らかになったが、資産選択的な行動をどのように考えるべきかは残された課題である。ここでは、金融市場は、銀行と企業が、バランスシートを均衡させるために、資金を調達する場であり、補完的な役割を果たすものと見なされている。このため、金融市場固有の動きやその影響を分析する枠

組みとはなりがたく、ミンスキー的な金融不安定性といった現象をどのように、統合するかは簡単ではないであろう<sup>22)</sup>。

---

22)但し、金融システムに固有な不安定性を全て扱えないわけではない。例えば、不良債権問題は、まさに銀行システムの問題であり、貨幣的循環理論においても分析は可能である。証券市場の問題をどのように扱うかは残された課題であろう。金融市場を考慮したストラクチャリズム的な議論は第9章で検討している。

## 第9章 内生的貨幣供給論と金融市場<sup>1)</sup>

### 1、はじめに

内生的貨幣供給論における議論の展開は、Moore(1988)以降の文献はそれへの批判としてなされている。その論点は、いくつも存在するが、基本的には三点ないし、四点にまとめられるであろう。第一に、貨幣需要の問題、第二に、中央銀行と商業銀行の行動、第三に流動性選好の問題である<sup>2)</sup>。さらに第四の論点としては、貨幣供給曲線の傾きを巡る論争が存在している。この論争は、他の論点とも非常に関係が深く、また、イメージ的にも理解しやすいため、象徴的な論点であり、ホリゾンタリストとストラクチャリストの間の論争において、焦点となっている。ここでは、順にそれぞれ、何が論点となっているのかを中心に検討する。また、Fontana(2004)に従い、ホリゾンタリズムを基本的な枠組みとして採用した上で、期待の変化を容認するようなより現実的な文脈での分析としてストラクチャリズムを捉える。このような視点から、ホリゾンタリズムとストラクチャリズムの論争を検討する。すなわち、単に論争の内容をサーベイするだけではなく、ストラクチャリストの主張によって明らかになっている金融市場の分析を以上のような視点から再構成する。最後にムーアやカルドアといったホリゾンタリストへの批判点とストラクチャリズムの関係についても考察する。

### 2、貨幣需要を巡る論争

Moore(1988)に対する最初の批判は貨幣需要に関してであった。ムーアの議論では、第5章で触れたように、貨幣需要の要素としては、生産に関わる運転資本が重視されていた。すなわち、生産のための貨幣需要のみを考慮しているとも見なされる。これに対しては、それ以外の貨幣需要について検討する必要があるという批判が寄せられている。この点は、言い換えれば、取引需要以外の投機的需要、あるいはストックとしての貨幣への需要の存在を無視しているという批判である。これは Goodhart(1989)によって提起された論点であったが、論争においては Howells(1995)によって、貨幣の超過供給が生じないメカニズムを巡る論争へと、論点が移動している。この貨幣の超過供給が生じないメカニズムという論点は、内生的貨幣供給の中心に位置する議論でもあり、その意味で、この論争は非常に重要である。この節ではこの論争全体を取り上げ、貨幣需要だけでなく、貨幣の超過供給が生じないメカニズムについても検討する。

#### (1)ムーアの主張とグッドハートによる批判

---

1)本章は、修士論文及び、単位取得論文の一部を大幅に加筆、再構成、修正したものである。

2)ここでは便宜的に三つに分けて論じているだけで、必ずしも独立な論点ではない。特に第二と第三の論点は関係が深い。また、批判の多くは水平な貨幣供給曲線に集中しているが、その論拠は様々である。流動性選好に関しては、既に第8章で取り上げているので、ここでは簡潔に論じる。

グッドハートによる批判を検討する前に、ムーアの主張を検討する。ムーアは名目貨幣供給の決定要因として運転資本への需要を強調している。

「名目賃金水準の上昇への貨幣的順応の過程が生じるのは、信用市場を通じてである。生産には時間がかかる。・・・全ての近代的な経済では生産費用が売上収入の受け取りの前に生じ、支払われるのが通常である。これらの生産費用は運転資本への企業の需要を表しているが、企業は何らかの方法でその運転資本のためのファイナンスをを獲得しなければならない」(Moore, 1988, p. 221)。

ここでのファイナンスはケインズの金融的動機とほぼ同じであろう。また、明らかにサーキュレイショニスト的な議論も行っている。例えば、「もし生産と分配の期間が正確に固定されたならば、全ての生産費用は期間の終わりに完全に取り戻されるであろう。定常状態が確立されたならばいつでも、在庫の変化はゼロになるであろう。売上からの現在の収入は現在の費用と利潤の和に正確に等しくなるであろう」(Moore, 1988, p. 222)。名目貨幣供給の決定要因に関しては、「運転資本ファイナンスへの企業の需要の構成要素として、また、家計の支出と貸出需要の個人可処分所得の決定因子として、貨幣賃金の成長は、民間部門の銀行信用需要を説明する際に最も重要な役割を果たす」(Moore, 1988, p. 232)と述べているように運転資本を重視している。

また、貨幣の性質に関しては、「常に貨幣の正の交換価値を保証するのに必要な最小条件は何であるのか？価値貯蔵機能は明らかに財の異時点間再配分を容易にするために貨幣にとって必要である。しかし、他の多くの資産もまたこの価値貯蔵機能を満たしている。支払い手段としての一般的受容性が鍵であるに違いない」(Moore, 1988, p. 292)と述べている。すなわち、貨幣の性質として一般的受容性を重視している。この点は、フローとしての貨幣を重視している点であるが、貨幣需要を巡る論争におけるムーアの主張の基礎ともなっている。

Goodhart(1989)ではムーアへの批判が行われている。その論点は「ムーアは交換における貨幣の一般的受容性と基礎にある貨幣需要を区別していない」(Goodhart, 1989, p. 32)点である。すなわち、ムーアにおいては、独立の貨幣需要は存在しないが、グッドハートは、例えば、貨幣が受け取られるのはそれが一般的な支払手段であるからであるという一般的受容性と、余分な貨幣を保有していただきたいかどうかという貨幣需要に関わる問題を区別すべきであると主張している。そして、信用拡張によって創造された貨幣ストックと均衡において需要されるであろう貨幣のストックの量の間の差によって、均衡が回復されるまで、ポートフォリオの再調整が行われるというレイドラーの「バッファーストック」概念によって、貨幣の超過供給が生じないメカニズムを説明している。

この論文に対しては、Moore(1991a)で反論が行われている。もし、貨幣が過剰に供給されたとしても、負債の返済に使われるか、あるいは法定貨幣の場合であっても現代ではほとんど全ての人が預金口座を持っているため、預金として預けられるため、非自発的な貨幣の保有は生じないことになる。これは、カルドア以来の負債の自動的な返済メカニズムである。

## (2)ハウエルズによる新たな論点：貨幣の超過供給の解消メカニズム

この論点に関しては、Howells(1995)がさらに詳細に論じている。ここでは、Palley(1991)に従って、問題を提示している。すなわち、「貸出からの預金と公衆の貨幣保有意欲を何が調停するのか」(Palley, 1991, p. 397)ということである。あるいは、赤字主体の銀行貸出への事前の選好と社会全体の貸出からの追加的預金への事前の選好がどのように事後的に一致するのかということである。さらに言い換えれば、貨幣の超過供給がどのように解消されるかということでもある。

ハウエルズはこの問題に対して可能な答えを五つ指摘している。第一に Kaldor and Trevithick(1991)で述べられた「自動的」負債返済メカニズムがある。これは過剰な預金は当座貸越によって、自動的に負債の返済に充てられるため、貨幣の超過供給は生じないというメカニズムである。しかし、「問題は全ての人が当座貸越を持っているわけではない」(Howells, 1995, p. 93)ということである。

第二にムーアのこの論文への反論(Moore, 1997)でまとめられているようにチックの「所得乗数過程が自動的に活発な残高への需要を増大させる」(Moore, 1997, p. 424)というメカニズムである<sup>3)</sup>。すなわち、貨幣供給の増大は同時に所得、支出の増大であるが、追加的所得の一部が財やサービスに消費され、乗数効果を生じさせ、所得が増大するにつれて取引目的の貨幣の追加的需要を生じさせる。しかし、新たに創造された預金を吸収する所得の乗数的増加は一つの可能性に過ぎない。というのは、その増大した預金が何に使われるかで結果が異なるからである。例えば、現存している証券の購入に使われた場合は所得は直接には増大しない。

第三にレイドラーのバッファーストック概念を取り上げている。「個人の「貨幣需要」は一定量に対する需要というよりも、むしろ、一定期間のある「平均」貨幣残高に対する需要である」(Howells, 1995, p. 97)。すなわち、過剰な預金はそれに対する反応を決定するまで、あるいはある限界量までは保有される。

第四にムーアの主張している「便宜的貸出」概念が存在する。ムーアの議論では、支払手段としての貨幣は常に受容されるので、貨幣の超過供給はあり得ない。すなわち、貸出によって創造された新たな預金そのまま蓄積されるのが、「便宜的貸出」である。しかし、ハウエルズは「もし、新たに創造された預金が消費と投資に関するさらなる決定の段階として保有され、その期間も短ければ、・・・「貨幣需要」関数がどのように伝統的な役割を果たしていないかを理解することは困難である」(Howells, 1995, p. 101)と批判している。すなわち、「便宜的貸出」として預金が蓄積されるとしても、どこかで、その余分な預金をどのように保有するかという選択が生じることになり、貨幣需要がそこで再び問題となる。

第五にハウエルズは相対的利子率のメカニズムを主張している。これは貨幣と非貨幣的資産のスプレッドと非貨幣的資産の収益率と銀行貸出とのスプレッドが連続的に変化して、新たな貸出への事前の需要とそれによって生じる預金の保有意欲を調停することである。例えば、新たな預金の過剰なフローが債券に投資され、その結果、債券の価格が上昇し、利回りが下落する。それによって、債券と預金の利子のスプレッドが減少し、貨幣需要が増大する。これは、ケインズの主張した流動性選好説による利子率決定と全く同じで

---

3)乗数過程と内生的貨幣供給論の関係に関しては、第7章で取り上げている。

ある。

このハウエルズの批判は基本的には上で述べたグッドハートの批判と同じ問題である。グッドハートはレイドラーのバッファーストック概念を示唆しているが、ハウエルズは可能な解答として、五つのメカニズムを取り上げている。しかし、結論としては、第五の相対的利子率のメカニズムを主張している。ただし、他のメカニズムに対しては否定しているわけではなく、限界を指摘している。

### (3)小括

この論争は、必ずしも、ホリゾンタリストとストラクチャリストの間の論争とは、関係がない論点を巡るものであった。しかし、ストラクチャリスト的な視点から、検討すると、特にムーアの議論では、貨幣の取引需要のみが扱われており、そのため、貨幣需要を特に検討する必要がなくなる。しかし、ムーアへの批判で明らかになったように、取引需要以外の貨幣需要も現実には存在するため、貨幣需要を内生的貨幣供給論の枠組みにおいて考察する必要が生じている。特に貨幣の投機的需要は、金融市場の分析を行う際には、前提となっている。

以上の点を貨幣的循環理論において検討する。貨幣需要はまず、金融的動機として現れ、貨幣が創造されると、企業と家計による取引需要として存在する。家計による流動性選好は投機的動機である。このように、貨幣需要の面から考えることが可能であり、さらに投機的動機がこの枠組み全体に影響を及ぼしている。このように貨幣的循環理論においても、貨幣需要は重要な論点である<sup>4)</sup>。ところで、グッドハートとウエルズによって、提起された論点は、貨幣の超過供給がどのように解消されるかについてであった。この点に関しては、貨幣的循環理論においても、ハウエルズと同様に幾つかの可能性が存在する。そこで、順番に検討していく。

第一に、カルドア＝トレヴィシックの負債の自動的返済メカニズムであるが、貨幣的循環理論においても、成り立つ。これは預金者が当座貸越を利用する場合を想定しているが、特に企業の場合には、そのような契約を銀行と結んでいる場合が存在する。しかし、ハウエルズの批判の通り、問題は全ての主体が当座貸越を利用するわけではないという点である。第二に、乗数過程を通じたメカニズムである。貨幣的循環理論の枠組みでも、これはありうるメカニズムである。第三に、ムーアの便宜的貸出の概念であるが、貨幣的循環理論の枠組みでは、その存在が明確に認識可能である。ただし、ハウエルズの批判のように、このような預金はまさに「便宜的」な存在であって、長期的には、流動性選好が作用するであろう<sup>5)</sup>。第四に、バッファーストック概念であるが、これも貨幣的循環理論の枠組みにおいて、作用しうる。例えば、家計は消費しなかった分の貨幣を預金であれ、現金であれ、そのまま保有する場合があるが、ある一定量以上になった時に、別の形態での保有を

---

4)ここでは、流動性選好説における予備的動機は無視されているが、ケインズと同様に、所得に依存すると考えられる。このため、取引需要とほぼ同様に動くと思われるが、不確実性が増大した際には、取引需要とは異なる動きをされると思われる。

5)第1章で示したバランスシートアプローチにおいても、明示的に示されている。

検討するようなケースである<sup>6)</sup>。第五に、相対的利子率のメカニズムであるが、これは流動性選好が利子率に影響を与える場合である。具体的には、家計が社債などの金融資産を保有する場合であり、その行動が利子率に影響を与え、最終的には利子率の変動によって、調整されることになる。

ここで論争となった点は、第一に、ホリゾンタリズムの枠組みでは、貨幣需要は生産のための貨幣需要だけを考慮しており、特に家計の貨幣に関する意志決定の側面が見落とされているのではないかという批判であった。これは、後で取り上げる流動性選好とも関わっているため、ここではこれ以上検討しない。実際、ムーアは家計の流動性選好に関してはほぼ無視していたが、貨幣的循環理論の枠組みでは議論可能である。むしろ、第二の論点としては、貨幣の超過供給が解消されるメカニズムとの関わりで、議論された。そのようなメカニズムは幾つか存在するが、その中で、積極的な貨幣需要が働くメカニズムも提示されている。ホリゾンタリズムは、その中でも、カルドアの「負債の自動的返済メカニズム」とムーアの「便宜的貸出」概念を主張していたが、どちらも家計の流動性選好とは無関係なメカニズムであり、グッドハートとハウエルズは、家計の貨幣需要を重視していると評価可能である。

### 3、銀行の行動

この節では、商業銀行と中央銀行の行動に関する論点を取り上げる。ここで、問題になるのは、「銀行」の受動性である。すなわち、商業銀行の場合は、顧客の借り入れ需要に応じて貸出を行い、中央銀行の場合は、準備の需要に対して順応的に行動すると描かれている。商業銀行と中央銀行に関してそれぞれ、論争が展開されている。ホリゾンタリストの議論では、どちらの銀行に関しても、どちらかといえば、受動的な役割を果たしているように描かれており、この点がストラクチャリストから批判されている。

#### (1)商業銀行の役割をめぐる論争

商業銀行に関するムーアの議論に対する批判は、商業銀行は完全に受動的に企業の要求通りの額の貨幣を貸出し、貸出利率を決定する以外は、受動的な役割しか果たしていないという点であった。批判はさらに、信用割当、銀行の負債管理、銀行の流動性選好の三つの論点に分かれている。

##### (i)信用割当

信用割当とは、顧客の貸出需要が全ては満たされず、銀行が何らかの理由で借り手の要求額以下の貸出ししか行わない場合である。ホリゾンタリズム及び、貨幣的循環理論では、

---

6)このような考え方は、ケンブリッジ学派においても見られる。例えば、ホートリーは「第三に、貯蓄している人は絶えず、少しずつ貯蓄に投資できるわけではない。彼は、あるかなりの合計を残すことが出来るまで、残高を蓄積させる。彼はそれからあまりにも残高を枯渇させることなしに、出来る限り全てを投資する。そして貯蓄を再び始める」(Hawtrey, 1919, p. 36)と述べている。

基本的に信用適格と見なした借り手に対して、希望通りの貸出を行うと想定している。しかし、現実には、そもそも、様々な理由で借入自体を拒絶されたり、あるいは、借り入れ需要以下の貸出ししか得られない場合も存在する。近年の日本においても、バブル崩壊後は、貸し渋りやさらには貸し剥がしといった現象が話題となった。このような信用割当は、ホリゾンタリズム及び貨幣的循環理論では、例外的な現象と位置付けられているため、批判を招いた。批判の論点としては、第一に一般的な現象として、銀行は企業の要求通りの額を必ずしも貸し出すわけではないという点がある。ポストケインジアンにおいては、信用割当の議論は基本的にはムーアへの批判として展開されている。

Dow and Dow(1989)は内生的貨幣供給の枠組みにおける流動性選好を論じているが、銀行の流動性選好に関連して、ミンスキー的な景気循環において、信用割当が生じる可能性を論じている。景気が過熱して、金融構造が脆弱になった時、

「銀行は、金融的な困難における借り手によるデフォルトの予想と自らの投資のキャピタルロスに直面して、明示的でなくても、暗黙の内に、誇張された危険回避によって、信用割当を行い始めるであろう。・・・全体の構図は、流動性選好が低い時には、需要に応じる信用創造、しかし、流動性選好が高い時にはそうではない」(Dow and Dow, 1989, p. 161)。

このように、景気循環の過程における信用割当の可能性を論じている。

Wray(1990)も信用割当の議論を行っている。例えば、「短期利子率は完全には市場決定的ではない。というのは、多くの信用は既存の顧客にのみ供与され、信用割当は通常の場合であるからである」(Wray, 1990, p. 290)。このように、銀行が利子率を設定するだけでなく、貸出に対して量的な制約を課しうることを強調している。また、「銀行は受動的に需要に応じて貨幣を供給しているのではない」(Wray, 1990, p. 92)。以上のようにムーアにおける商業銀行の受動性を批判している。

Dow(1996)では信用割当の観点からムーアを批判している。第一に銀行の流動性選好を考慮して、一般的な信用割当について考察している。これは既に触れた Dow and Dow(1989)とほぼ同じ議論である。第二にシステム全体としての信用割当ではなく、必ずしも景気循環とは関わりなく行われる特定のクラスへの信用割当として、小企業への信用割当を取り上げている。この原因は小企業の「実績の相対的な欠如のためと借入の規模が情報収集の費用を正当化しないかもしれないため」(Dow, 1996, p. 505)であるが、主流派、特にニューケインジアンにおいて「均衡割当」の議論として行われており、その原因は情報の非対称性に求められている。それらに対して、ここでは、不確実性が強調されている。不確実性が存在するためリスク評価の完全な基礎は存在せず、リスクの評価は慣行に依存しているが、「小企業の問題は慣行が欠如しているという事実によって増大させられている」(Dow, 1996, p. 506)。すなわち、小企業の場合はキャッシュフローも小さく実績も乏しいため慣行によってはリスクを評価しがたく、信用割当が行われる。このようにダウは一般的な信用割当だけでなく、特定のクラスへの割当を考察している。

以上のような議論は、第一に景気循環における信用割当の可能性と、第二に特定のクラスへの信用割当の可能性の問題と分類可能である。第一に、景気循環における信用割当の可能性であるが、この論点は、以下で述べる利子率の決定や貨幣供給曲線の傾きの問題とも密接に関連している。まず、問題になるのは、ミンスキー的な景気循環論をどこまで、

内生的貨幣供給論に統合しうるかという点である。ここでは、その点については検討しないが、一般的に景気循環に伴って、信用割当が発生する可能性は存在する。実際、1990年代後半の日本においては、いわゆる「貸し渋り」が社会的な問題となったが、これはまさに信用割当である。このような議論は、ストラクチャリスト的な視点からの議論であるが、期待が景気循環の過程の中で変化していくことが、信用割当の原因の一つとなっている。その意味では、ホリゾンタリストにおいては、そもそも、議論の枠組みからは外れており、ストラクチャリスト的な視点の導入が必要となる論点である。

第二に特定のクラスへの信用割当の問題であるが、これはニューケインジアン議論の影響を受けており、そのまま、貨幣的循環理論に統合可能かどうかは検討が必要であろう。実際、Dow(1996)は、単に情報の非対称性によって説明するのではなく、不確実性の問題として論じている。但し、このような論点は中小企業の場合にだけ、生じるのではなく、不確実性が存在する場合には、大企業に対しても生じうると思われる。その意味では、より一般化すべきであろう。貨幣的循環理論の枠組みにおいても、不確実性の存在により、銀行の貸出は、期待や慣行によって決定される。この期待や慣行が企業の期待や慣行と一致する保証は存在せず、常に乖離する可能性がある。このため、信用割当も常に起こりうる。

貨幣的循環理論の枠組みでは、典型的な場合としては利子率は銀行が決定し、量に関しては企業の要求通りと考えているが、信用割当の場合を排除しているわけではない。信用割当といっても、実際には二段階の過程が考えられる。まず、貸出に応じるか否かの審査である。銀行も利潤を求めて貸出に応じる以上、返済の見込みの低い貸出には応じないであろう。次に、貸出条件の交渉と決定である。これも様々な場合が考えられるが、典型的には利子率は銀行が決定し、貸出額に関しては企業の要求通りとなるであろう。というのは、企業は投資、あるいは生産のために貸出を必要としているが、投資、あるいは生産のために必要な資金量は企業の投資、生産計画において、あらかじめ決定されているからである。あるいは、必要な資金が得られない場合には、計画された投資、生産が実行不可能になる場合もあり得る<sup>7)</sup>。また、貸出の条件としては利子率だけでなく、担保なども考えられる。しかし、この場合は、利率と貸出量とは独立である。

## (ii)銀行の負債管理

第二に、銀行の負債管理を巡る議論である。この点は構造的内生性の問題とも密接に関係しているが、ここでは商業銀行の行動の問題として検討する。銀行は、伝統的に資産としては貸出を保有し、負債としては預金を保有していた。銀行の行動としては、貸出をどのように行うかが問題となっていた。というのは、伝統的な銀行の資産構成では、貸出が最も重要な収益源であったからである。このため、銀行の行動は、資産管理と見なすこと

---

7)様々な場合が考えられるが、例えば、ある小企業がある商品を生産するために機械に投資する場合を取り上げる。この時、機械の価格は既に決定されており、その額より少ない貸出しか得られない場合は、他に資金の獲得先がなければ、この投資は実行不能になる。この場合は、企業にとっては、全額、貸出を得られなければ、全く、貸出を拒否された場合と同じことになる。このように、投資や生産に必要な額は既に決定されている場合が多く、量に関する交渉は不可能な場合も多いであろう。

が可能であった。ところが、近年、銀行の資金の調達手段が、金融市場の発達によって、多様化している。例えば、アメリカでは、預金、コール以外に、フェデラルファンドやレポ、ユーロダラーなどの短期資金が金融市場から調達可能になっている。このため、負債の構成をどのように行うかが銀行の行動において重要となり、負債管理と呼ばれるようになってきている。また、資産に関しても、伝統的な貸出だけではなく、様々な証券、さらに証券化された債権、デリバティブなど、非常に多様化している。このため、資産についても、貸出の配分だけではなく、様々な資産全体に関して管理を行う必要がある。このため、両者を併せて、資産負債管理（ALM）と呼ばれている。この点はムーアも強調していたが、その位置付けに関してはグッドハートから批判されている。

Goodhart(1989)では銀行の行動に関してもムーアへの批判を行っている。第一に、例えば、「ムーアは、幾分、銀行が、貸出利率を設定して、借り手の貸出需要に受動的に反応することを強調しすぎている」(Goodhart, 1989, p. 30)点である。これは個々の借り手や短期の銀行の決定においては正しいが、どの市場で競争するかといった中長期の銀行の「戦略的」決定は銀行のイニシアティブによってなされるということを見逃している。第二に、「ムーアは銀行仲介の過程を「転換」した革新としての負債管理の重要性を強調しすぎている」(Goodhart, 1989, p. 30)ことがあげられている。すなわち、負債管理によって、中央銀行はシステムの流動性を維持するために内生的に準備を供給しなければならない。しかし、ムーアの議論ではそもそも負債管理とは独立に準備は内生的である。実際にはむしろ、規制の撤廃と二次的準備の削減によって負債管理が促進されたとグッドハートは主張している。

Wray(1990)もまた、銀行の負債管理を重視している。「銀行は活発に資産負債管理に従事し、貸出需要に応じ、貸出が用いられた時に引き出されるにつれて、準備を置き換えるのに必要な資金を求める」(Wray, 1990, p. 193)。すなわち、銀行の受動性を否定している。

Pollin(1991)もムーアへの批判を行っている。

「どんな有効な量的制約も存在しないと仮定しておいて、何故、負債管理が金融仲介機関にとって持続的で体系的な実践として現れるのか理解するのは困難である。負債管理は貸出需要に応じるのに不十分な準備の仲介機関がフェデラルファンド市場、・・・などを通じて獲得した資金の市場利子率を払うことを必要とする。・・・全体として、何の量的制約も存在しないような制度的枠組みは負債管理の体系的実践を促進しないであろう」(Pollin, 1991, pp. 370, 371)。

これはグッドハートとほぼ同じ内容であるが、中央銀行が完全に内生的に貨幣供給している場合には、負債管理を行うインセンティブが生じないとして批判している。

このような点は、貨幣的循環理論においても考察することが可能である。負債管理は現代の銀行において、重要な役割を果たしている。しかし、貨幣的循環理論における位置付けは、グッドハートのムーアへの批判が、ある程度、当てはまる。というのは、貨幣的循環理論においては、負債管理は、貨幣供給の内生性の議論とは独立であり、その基本的な枠組みにおいては、登場しないからである。あるいは、貨幣的循環理論は、銀行の貸出を中心に貨幣の内生性を論じているため、負債管理自体は、二次的な位置付けにならざるを得ない。とはいえ、第8章で検討したように、銀行の戦略的行動、すなわち、どの程度の銀行貸出の成長を目標とするかと言った点は、貨幣的循環の第二段階である銀行によるファイナンスの供与が行われる時に、影響を及ぼしている。第五段階では銀行は金融市場か

らの資金の調達を行うが、銀行は還流してこない貨幣をどのように回収するかが問題となる。ここでは、当然、銀行は負債管理を行うことになる。ここでは、負債管理がもたらすいわゆる「構造的内生性」については、後で述べる。また、銀行の流動性選好の議論は、銀行による資産負債管理を背景としている。さらに、銀行の受動性の批判としては、次に検討する銀行の流動性選好に関する論点でさらに検討する。

### (iii)銀行の流動性選好

第三に、銀行の流動性選好を巡る議論である。この点は流動性選好全体を巡る議論と関わるが、ここでは銀行の流動性選好に限定して検討する。これは、銀行も流動性選好に基づく行動を行う、あるいは資産選択を行うという点である。ただし、構造的内生性については次の節で触れる。この点も貨幣的循環理論の枠組みにおいて考察可能である。

内生的貨幣供給論の枠組みで銀行の流動性選好を強調したのは、Dow and Dow(1989)である。すなわち、「非銀行資産保有者と同様に、銀行もまた、自らのポートフォリオを構築する際に流動性選好に従う」(Dow and Dow, 1989, p. 154)。これは例えば、銀行は自らの流動性選好に影響されて、貸出の決定を行うという議論である。

Wray(1990)も商業銀行の流動性選好を重視している。例えば、「銀行の流動性選好は非銀行公衆の流動性選好とともに貸出利率を決定し、債券利子率をも決定する」(Wray, 1990, p. 187)。

このように、銀行自身の流動性選好を考慮する必要があるが存在する。貨幣的循環理論においても、銀行の流動性選好はその枠組みに統合可能である<sup>8)</sup>。既に述べたように、銀行は貸し出し、その他の決定において、自らの流動性選好に影響されて、行動を行う。但し、その影響が強く現れるのは、やはり、流動性選好が上昇する時、すなわち、金融危機にまで至らないけれども、少なくとも、金融引き締め期であろう。その意味では、通常は、それほど、作用することはないと思われる。

### (iv)小括

以上のように三つの論点に分けて、銀行の行動について検討してきた。これはホリゾンタリストの枠組みでは、銀行は需要に応じて、貸出を行うだけであり、銀行が決定するのは利子率だけであって、受動的な役割しか果たしていないという点に対する批判でもある。この点は、貨幣的循環理論においては、必ずしも、当てはまらない。すなわち、信用割当も、負債管理も、銀行の流動性選好も、銀行の行動として、統合されており、銀行は単に受動的に貸出に応じている存在ではない。けれども、この枠組みにおいては、その積極性が限定されているとも評価可能ではある。また、負債管理に関しては次に述べる構造的内生性の問題として中央銀行の役割とも密接な関係が存在する。

## (2)中央銀行と構造的内生性

「銀行」の行動に関するもう一つの大きな論点は、主にストラクチャラリストによるも

---

8)この点は第8章でより詳しく検討している。

のであるが、中央銀行は常に順応的に準備を供給するわけではないという点である。この点だけを主張すると、外生的貨幣供給論と同じであるが、ストラクチャリズムの場合は、ここで構造的内生性の議論を導入する。構造的内生性とは、銀行の行動により内生的に準備が生み出されるという議論である。このため、中央銀行が必ずしも順応的に準備を供給しなくても、準備が内生的に生み出されるので、貨幣は内生的に供給されることになる。貨幣的循環理論、あるいはホリゾンタリズムからは、こういった点を全面的に否定はしないが、特に構造的内生性の限界を指摘している。

中央銀行は常に順応的に準備を供給するわけではないというストラクチャリズムの考え方を提示したのは Pollin(1991)であるが、Wray(1990)もほぼ同様の考え方を提示している。「ムーアの分析は流動性の究極的な供給者としての中央銀行の役割に決定的に依存している」(Wray,1990,p. 91)。このアプローチは「順応的でない中央銀行が存在するどんな経済にも適用不能である」(Wray,1990,p. 91)。というのは、ここでは「貨幣供給関数は民間の借り手、貸し手、中央銀行の行動の複雑な相互作用である。中央銀行は貨幣的政策を実行するために量と価格の制約の組み合わせを用いる」(Wray, 1990, p. 91)からである。しかし、量的な制御には限界が存在する。

#### (i)構造的内生性

構造的内生性の考え方は、内生的貨幣供給論においては Pollin(1991)で提示されている。そこでは、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論の分類とムーアへの批判が行われている。その内容に関しては、既に第 5、6 章で詳細に論じている。そこでは、第一にポストケインジアンには二つの立場が存在すると指摘している。その違いは、商業銀行が信用を拡張したときに必要な追加準備をどのように獲得するかという点に現れる。一方のアプローチでは、中央銀行が常に順応的に準備を供給していると見なしており、貨幣需要に順応(accommodate)しているため、ポーリンはアコモデーショニズム(accommodationism)、あるいは順応的貨幣供給内生と呼んでいる。もう一方のアプローチでは、中央銀行が順応的に準備を供給しない場合でも、フェデラルファンドや CD 市場からの借り入れのような革新的な負債管理によって、準備が創造され则认为している。このアプローチがストラクチャリズム(structuralism)、あるいは構造的内生性(structural endogeneity)と呼ばれている。すなわち、アコモデーショニズムは商業銀行が不十分な準備しか保有していないので、中央銀行は順応的に貨幣を供給しなければならないと考える立場であり、他方、ストラクチャリズムは必要な準備はある程度は金融革新によって創造されると考える立場である(Pollin, 1991, pp. 367, 368)。

ストラクチャリズムの特徴としては第一に中央銀行によるある程度の準備の量的制約は可能である点がある。すなわち、割引窓口からの借入による制約は有効であり、その結果、借入準備と非借入準備はあまり代替的ではない。第二は公開市場での中央銀行による制限は存在し、それは中央銀行によって供給される準備への制約となっている。

しかし、確かに中央銀行による制約は存在しても、商業銀行の資産負債管理(ALM)によ

って必要な準備が生み出されるようになってきている<sup>9)</sup>。負債管理はより必要準備の少ない CDなどを積極的に活用しようとする手段であり、「負債管理は「最初に貸出し、その後準備を探す」という銀行の実践を通じて需要された準備を提供するようになってきている」(Pollin, 1991, pp. 373-375)。その結果は、「(a)ある量の準備がより多くの負債管理型預金を支え、(b)ある量の当座預金がより多くの事業貸出を支えるようになってきている」(Pollin, 1991, pp. 373-375)。そして、このような負債管理は一定の制度的環境の下で利子率上昇圧力をもたらし、この結果、金融革新が促進され、また、金融不安定性が増大する。金融革新が成功すれば、利子率の上昇圧力は消滅する。このように、ここでは利子率は中央銀行によって設定されるものではなく、中央銀行や市場の相互作用によって決定される。けれども、このような負債管理を通じての準備創造過程は需要に応じる準備の適切な供給を生み出すとは限らないので、信用逼迫や金融危機の可能性が存在する。すなわち、このアプローチでは金融危機は内生的現象である。ポーリンは負債管理に関する結論として、「(1)制限の期間とある所与の制度的環境の中での利子率上昇圧力、(2)利子率上昇圧力に対抗するための金融革新への誘因、(3)特に、制限される期間において、金融市場が速度の上昇を通じて適切な準備供給を創造できないときの金融市場の混乱の増大」(Pollin, 1991, p. 376)と述べている。すなわち、中央銀行は準備の量的制約が可能であるが、負債管理の結果、金融革新によって準備が内生的に創造される。このような金融革新は準備が十分に創造されることを保証してはいないので、金融危機の可能性が存在する。

この論文はムーアやカルドアを批判するストラクチャリズムの立場を初めて明確にしたといえる。ここでは、中央銀行の順応性を批判し、中央銀行による準備の量的制約は可能であるとしているが、負債管理によって準備が内生的に供給されるとしている。また、金融革新と金融危機の関係を結び付け、ミンスキーの金融不安定性仮説を内生的貨幣供給論に導入している。そして、その後のポストケインジアンの内生的貨幣供給論の展開にかなり影響を与えている。実際、ムーアとの論争のかなりの部分はストラクチャリズム的な論点に関わるものである。

## (ii) 貨幣的循環理論における構造的内生性

貨幣的循環理論の枠組みにおいても、構造的内生性を示すことは可能である。ここでは、再び、バランスシートアプローチに基づいて検討する。中央銀行が存在し、家計が貯蓄を預金形態で持つ場合の第四段階において、企業が借り入れを返済した時の状態は図 1 で示される。

---

9)負債管理は、ミンスキーの影響を受けた議論であるが、「負債管理の増大は、必要な準備を創造する別の手段として見なされるが、本質的に貨幣速度の上昇現象の別の見方であることを忘れないことが重要である」(Pollin, 1991, p. 376)と述べているように、貨幣速度の不安定性による貨幣の内生性とは別の議論である。

図1 第4段階 a：企業による借入の返済（一部）：家計が預金を保有

中央銀行		銀行	
資産	負債	資産	負債
貸出 $rL$	準備 $rL$	貸出 $(1-c)L$	預金（企業）0
		準備 $r(1-c)L$	預金（家計） $(1-c)L$
		超過準備 $rcL$	中央銀行借入 $rL$

企業		家計	
資産	負債	資産	負債
預金 0	借入 $(1-c)L$	預金 $(1-c)L$	

この時、超過準備が発生しているが、超過準備は利子を生まないため、保有する必要はないので、中央銀行に返済するとする。この場合は、図2で示される。

図2 第4段階 b：貨幣の還流

中央銀行		企業	
資産	負債	資産	負債
貸出 $r(1-c)L$	準備 $r(1-c)L$	預金 0	借入 $(1-c)L$

銀行		家計	
資産	負債	資産	負債
貸出 $(1-c)L$	預金（企業）0	預金 $(1-c)L$	
準備 $r(1-c)L$	預金（家計） $(1-c)L$		
超過準備 0	中央銀行借入 $r(1-c)L$		

この状態を所与として、企業が生産を再び行う場合を検討する。この時、幾つかの可能性が考えられるが、第1期と同じ量の生産を行うとする。そのため、企業は再び、 $L$ だけ借り入れることになる。この時、中央銀行が完全に内生的に準備を供給すれば、第1期と同様に第2期も進行することになる。しかし、ここでは何らかの理由で中央銀行が内生的に準備を供給しない場合を考える。簡単化のために、中央銀行が新たな準備を全く供給しないとする。この場合は、銀行は新たな貸出を行えなくなる。ところで、構造的内生性の場合、銀行が金融市場、あるいは負債管理を通じて内生的に準備を生み出す現象であった。これは具体的には、準備率の低い、あるいは法定準備の必要ない負債を発行することによって行われる。ここでは、銀行が預金だけでなく、準備率がゼロのCD（譲渡性預金）を発行することが可能であるとする<sup>10</sup>。この場合は、銀行は貸出を行うと同時に同額のCDを企業に対して発行する。図3で示される。

10)現実には、準備率は様々であり得るが、ここでは簡単化のためにゼロと仮定している。重要なのは、他の形態の負債に比べ、準備率が低いという点である。

図3 負債管理

中央銀行		企業	
資産	負債	資産	負債
貸出 $r(1-c)L$	準備 $r(1-c)L$	預金 0	借入 $(2-c)L$
		CD L	

銀行		家計	
資産	負債	資産	負債
貸出 $(2-c)L$	預金（企業） 0	預金 $(1-c)L$	
準備 $r(1-c)L$	預金（家計） $(1-c)L$		
	中央銀行借入 $r(1-c)L$		
	CD（企業） L		

このように、準備の供給がなされなくても、銀行は貸出を行うことは可能であり、結果として貨幣が内生的に創造される。但し、ここではCDという形態で預金を創造しているが、これが普通の預金と同じように貨幣として通用するかどうかは問題が存在する。企業にとっては、貨幣として見なしうるが、家計にとっては、利便性などの問題で、必ずしも貨幣と見なされない可能性がある。また、そもそも、構造的内生性は、金融市場、あるいは特に貨幣市場において、銀行が資金余剰主体から、資金を調達することが前提になっている。すなわち、ストックとしての貨幣が既に市場に存在しているのである。

このように構造的内生性は貨幣的循環理論の枠組みにおいても、扱うことは可能であるが、全ての場合に起こるような普遍的な現象ではないであろう。

### (3)銀行の行動の意味

この節では、商業銀行と中央銀行の行動を検討した。ホリゾンタリズムにおいては、商業銀行にせよ、中央銀行にせよ、その行動は受動的であるというのが、批判者の主張である。確かに、カルドアとムーアに関しては、銀行は、受動的に描かれているとも解釈可能であり、批判はある程度、正しいであろう。しかし、貨幣的循環理論においては、銀行の積極的な行動の分析は可能であり、必ずしも、ホリゾンタリズムに対する批判は当てはまらない。ただし、そもそも、内生的貨幣供給論は、信用貨幣論であり、銀行が大きな役割を果たす点に特徴がある。その意味では、ストラクチャリズムによるホリゾンタリズムへの批判は銀行中心のマクロ経済論である信用貨幣論として内生的貨幣供給論を位置付ける試みであるといえよう。

## 4、流動性選好

ポストケインジアンにおいて、内生的貨幣供給論が主張された当初は、カルドア、ムーアなどのホリゾンタリストは流動性選好説を否定していた。このため、ストラクチャリストとの論争では、この点は重要な論点となっている。流動性選好説の否定は、より細か

く論じると、第一に利子率決定論としての側面と、第二に貨幣需要論、および金融市場との関係の側面が存在する。しかし、第 8 章で、流動性選好については、かなりを論じているので、ここでは簡潔に検討する。

### (1)利子率と流動性選好

利子率の決定に関しては、第 8 章で詳細に論じている。利子率に関しては、ムーアは外生的利子率論と銀行に関してはマークアップ利子率論を主張し、流動性選好説を否定していた。これに対して、ムーアに対する批判としては、まず、流動性選好を擁護し、右上がりの貨幣供給曲線を主張している。その後、ラヴォワが、流動性選好説の外生的利子率論への統合を試みている。ここでは、結局、利子率決定理論としては流動性選好説は否定されているが、流動性選好が外生的に決定される短期利子率とそれ以外の利子率との間のスプレッドに影響を与えている。

### (2)金融市場と流動性選好

既に論じてきた論点と内容的には重複するが、ストラクチャリズムの特徴としては、金融市場と流動性選好を重視している点が存在する。これはミンスキーの影響を受けた点とも思われるが、ホリゾンタリズムや貨幣的循環理論とは異なり、金融市場における主体として、銀行、企業、家計、さらに中央銀行を扱っている。これは現代の資本主義経済を考える上では、一つの有効な視点であることは間違いない。けれども、問題はこのような視点は内生的貨幣供給論と矛盾しないのかということである。

既に検討したように、貨幣的循環理論においては、利子率決定理論としての流動性選好説に関しては、短期利子率と長期利子率のスプレッドに影響を及ぼすという形で、統合している。貨幣需要論としての側面は、貨幣保有の動機の内、取引動機、予備的動機、および、金融的動機に関しては、内生的貨幣供給論において、充分に取り扱われている。問題となるのは、投機的動機であるが、これも貨幣的循環理論の枠組みにおいて、考察可能であることも既に論じている。ここで、検討するのは、投機的動機および、金融市場の内生的貨幣供給論における位置付けである。貨幣的循環理論では、銀行と企業の間を軸に、財市場と労働市場の貨幣的側面を中心に描いている。このため、金融市場は、銀行、中央銀行、企業、家計といった全ての経済主体が参加するところではあるが、この枠組みにおいては一部しか分析していない。特に、証券市場に由来する金融不安定性に関しては、どのように統合するかは、今後の課題となっている。

## 5、貨幣供給曲線の傾き

ホリゾンタリズムとストラクチャリズムの対立点は、いくつも存在しているが、最大の、かつ、わかりやすい論点は、貨幣供給曲線の傾きである。この点は、象徴的な論点でもあり、様々な議論が行われている。実際、貨幣供給曲線の傾きに関する議論は、この章でここまで論じてきた論点が、何らからの形で関係しており、議論の焦点、収束点でもある。しかし、曲線の傾きという分かりやすい論点でもあったため、様々な立場からの議論が行われ、却って、議論は錯綜、発散してしまったようにも思われる。そのため、ここで

は、論点の整理を行い、再検討していく。

カルドア、ムーアなどのホリゾンタリストは貨幣供給曲線は水平であると主張した。すなわち、利子率は外生的に決定され、一定であるということになる。これに対して、ストラクチャリストは幾つかの理由で、貨幣供給量が増大するに従って、利子率が上昇する傾向があるので、貨幣供給曲線は常に水平であるのではなく、右上がりとなると主張している。こういった主張に対して、Lavoie(1996)では、主にミクロとマクロの混同であるという批判を加え、水平な貨幣供給曲線を擁護している。

傾きが正の供給曲線の理由としては、幾つかの点が主張されている。Lavoie(1996)では、細かく、分類されているが、大きく分けると、構造的内生性を背景にしたものと、短期と長期の関係に基づくものの二種類が存在するであろう。ここでは、この二つの論点を順に検討した上で、最後に Lavoie(1996)での批判を取り上げる。

### (1)構造的内生性による傾き正の貨幣供給曲線

ここでは、まず、ストラクチャリスト的な主張として、構造的内生性に基づく Wray(1990)と Pollin(1991)を取り上げる。傾きが正の貨幣供給曲線は、第一に、Wray(1990)によって主張されている。まず、「ムーアの分析は流動性の究極的な供給者としての中央銀行の役割に決定的に依存している。・・・このアプローチは・・・順応的でない中央銀行が存在するどんな経済にも適用不能である」(Wray, 1990, p. 91)。そのため、レイは傾きが正の貨幣供給曲線を主張している。ここでは「貨幣供給関数は民間の借り手、貸し手、中央銀行の行動の複雑な相互作用である。中央銀行は貨幣的政策を実行するために量と価格の制約の組み合わせを用いる」(Wray, 1990, p. 91)。貨幣供給曲線の傾きが正である理由は、

「期待が高い時、銀行は利子率を上昇させる必要なくしてバランスシートの規模を増大させるであろう。・・・ある点を超えると、その点は慣習によって第一に決定されているのだが、銀行はレヴァレッジを増大させ、流動性を減少させるためにより高い貸出利率を必要とするであろう。しかしながら、革新と目の子算の修正は貨幣供給曲線を外へシフトさせる。このように、貨幣供給曲線は傾き正のステップ関数として適切に見なされる」(Wray, 1990, p. 92)。

そして、貨幣供給曲線の傾きは景気循環の過程で変化する。すなわち、「楽観的な期待とともに、貨幣供給曲線はほとんど水平である。拡張が進行し、バランスシートがますます非流動的になるにつれて、傾きが大きくなり始める。景気循環の頂点のちょうど前にはほとんど垂直になる。[景気の]悪い時には貨幣供給曲線は垂直になるであろう」(Wray, 1990, pp. 92, 93)。あるいは、

「拡張するバランスシートは、商業銀行のリスクの認知に影響するかもしれない。銀行が短期貸出を提供し負債を発行すると、それは株と現金資産をレバレッジする。慎重なレバレッジ比率は経験と目の子算の組み合わせによって確立されている。レバレッジ比率の適切な水準に関する通常、受け入れられている見解の革新あるいは修正は、銀行が利子率を上昇させることなくポートフォリオを拡張させることを許す。遂に、しかしながら、金融機関は最大の「慎重な」レバレッジ比率に直面するであろう。・・・しかしながら、その間に、流動性プレミアムの上昇だけが銀行に貸出をさらに拡張させるよう

に誘発するであろう。すなわち、貨幣供給曲線は行動の規範の革新あるいは修正の欠如の下では、たとえ、銀行貸出への厳格な量的制約が無くても、利子率に関して傾きが正である」(Wray, 1990, pp. 166, 167)。

すなわち、貨幣供給量が増大していく時、商業銀行の流動性が減少していき、ある点に達すると貸出利率を上昇させる。このため、貨幣供給量が増大すると利子率が上昇するので、貨幣供給曲線は正の傾きを持つことになる。

第二に、Pollin(1991)でも事実上、傾き正の貨幣供給曲線が想定されている。

「負債管理の増大は一定の制度的構造の下で利子率の上昇圧力をもたらす。この圧力は負債管理が銀行のバランスシートの負債側に課すであろうより高い利子費用によるものである。・・・しかしながら、このような一般的な利子率上昇圧力はそれ自体不安定な状態である。・・・利子率上昇圧力は金融革新をもたらし、たとえ、中央銀行が準備成長を制約し続けたとしても、管理型負債の利子率が上昇する必要がないような新たな制度的環境を創造する。・・・利子率決定はもっぱら中央銀行によって開始され、制御される一方向の過程ではない」(Pollin, 1991, pp. 373-375)。

これは構造的内生性との関連で主張されており、中央銀行が必ずしも順応的に行動しない場合に、負債管理の増大によって流動性が減少するため、どこかで利子率が上昇する。この利子率上昇によって金融革新が誘発され、負債管理がさらに増大するという過程を描いており、ここでもミンスキーと同様に階段状の貨幣供給曲線を想定している。

## (2)短期と長期の貨幣供給曲線

水平な傾きの貨幣供給曲線への批判の第二の論点は、短期と長期、あるいはフローとストックの区別に関わるものである。Arestis and Howells(1996)ではムーアの批判を行っている。ここでは、水平な貨幣供給曲線を批判しており、その理由として、銀行のマークアップが景気循環において変動することも認めているが、さらに「ストックについての行動を示すように意図されている図においてフローの分析を示そうとしていることに問題がある」(Arestis and Howells, 1996, p. 540)。このため、ストックに関するグラフを用いるならば、「供給曲線として見なされているものは、実際、右方にシフトする供給曲線と需要曲線の間の一連の交点の軌跡である」(Arestis and Howells, 1996, p.540)。そして、貨幣供給曲線の具体的な形状について考察している。「結果としての、ここでは事後的と呼ぶが、貨幣供給は預金の増大するストックを保有する主体の意欲によって決定されている。貨幣需要曲線が独立して現れる図において供給曲線として結果としての貨幣ストックを描くことには何の意味もない」(Arestis and Howells, 1996, p. 541)。すなわち、フローとしての貨幣需要と事後的に実現するストックとしての貨幣供給を同じ図に示すことは無意味であるとしている。「内生的な貨幣の場合の中心的な主題は、マネタリーベースが、一定の当局の政策反応関数の下で、取引需要の状態に応じて連続的に拡張していることである。・・・貨幣供給曲線は連続的に右方にシフトしている」(Arestis and Howells, 1996, p. 541)。

内生的貨幣供給論ではフローが問題となっているが、貨幣供給曲線の図は貨幣ストックと利子率によって示されているが、短期では貨幣フローへの需要と供給を表す曲線の交点で貨幣供給量と利子率が示されている。ここで問題となる貨幣供給曲線はストック曲線で

あるが、これ自体は短期の貨幣供給曲線と貨幣需要曲線の交点の軌跡で示される。内生的貨幣論の場合は需要に応じてベースが増大するので、フローの貨幣供給曲線は右方へ連続的にシフトし続ける。そのため、ストックの貨幣供給曲線、すなわち、貨幣供給スケジュールは連続的にシフトする貨幣供給曲線と貨幣需要曲線の交点の軌跡として表されるものである。「そのような軌跡は水平になるかも知れないが、そうでないかも知れない。それは、全て、（中央銀行を含む銀行システムの行動を表す）供給曲線と、結果としての預金を保有する共同体の意欲を示す需要曲線との相互作用に依存する」（Arestis and Howells, 1996, p. 541）。すなわち、従来の議論ではストックとフローを混同しており、非銀行公衆の流動性選好を無視している。ここでは、水平な貨幣供給曲線は特別な場合となっている。

### (3) ストラクチャリズムに対する批判

Lavoie(1996)では、Moore(1988)以降の文献がムーアに対して批判的なストラクチャリストの立場を表すものであったのに対して、ホリゾンタリズムの立場を主張している。しかし、ホリゾンタリズムといっても、ムーアのはかなり違っており、中央銀行の非順応的行動、金融革新、ポートフォリオ調整、流動性選好理論、危険逡増の原理を組み込んでいる。この論文では傾きが正の貨幣供給曲線を批判しているが、その理由は「IS/LM モデルの主要な結果が依然として保たれている。すなわち、産出水準の増大は、投資スケジュールのシフトを伴って、必然的に利子率の上昇につながる」（Lavoie, 1996, p. 276）からであり、そこでは貸付資金説が想定されている。

ラヴォワは、貨幣供給曲線の傾きが正である理由を二つに分類している。第一の理由は「貨幣当局の順応の程度」（Lavoie, 1996, p. 277）である。これは景気拡張期に中央銀行が完全に順応しない場合、利子率が上昇するということである。この点に関するラヴォワの批判は第一に「ベース利子率は市場的現象ではなく、官僚的に決定される価格である」（Lavoie, 1996, p. 278）ということである。そして、この利子率は常に固定されているわけではなく、中央銀行は状況に応じて変化させている。第二に、「傾きの正の曲線は、より一般的な水平の描写の内の、特定のフィードバックループに基づく、特殊な場合である」（Lavoie, 1996, p. 280）。これは例えば、中央銀行の設定する利子率が需要決定的な貨幣ストックとその目標値の差に依存する場合である。また、水平な貨幣供給曲線のシフトによって傾きが正の動学的貨幣供給曲線が生じる。これは中央銀行が順応的に行動しない場合である。逆に中央銀行が順応的に行動する場合は貨幣供給曲線は水平になる。さらに中央銀行が利子率を低下させる場合には傾きが負の貨幣供給曲線となる。この点は実はストラクチャリストの主張と矛盾していない。違いは非順応的な場合がどれだけ一般的であるかということであると思われる。第三に「貨幣当局による順応の欠如が、必要準備と必要な現金を節約するために、ポートフォリオ構成の変化と金融革新によって相殺されるであろう」（Lavoie, 1996, p. 281）という構造的内生性の概念である。すなわち、非順応的な場合に銀行は、定期預金の利率を上昇させたりして、定期預金の獲得を行うが、そのための費用が貸出利率に反映される。これはホリゾンタリズムとは矛盾しない。というのは、中央銀行が順応的でない場合であり、ホリゾンタリズムでも、準備を節約するために何らかの行動を行うのは当然であるからである。

傾きが正の貨幣供給曲線の第二の説明は流動性に関してである。これは「銀行が非流動的になるので利子率が上昇するか、銀行の顧客が非流動的になるので利子率が上昇するか、あるいは銀行と公衆から見て不確実性が高まるので利子率が上昇する」(Lavoie, 1996, p. 276)からである。これは「傾き正の信用貨幣供給曲線と商業銀行の非順応的行動」(Lavoie, 1996, p. 283)による説明である。ここでの第一の論点は商業銀行による量的制約、すなわち、信用割当である。これは、銀行が受動的に行動しているのではないということであり、適格でない借手手を排除するために利子率ではなく、量的制約を用いるということである。しかし、これはホリゾンタリズムと矛盾する考えではなく、例えば、ムーアも「商業銀行の貸出係は貸出の要求が銀行の所得と資産の付带的条件を満たすことを保証しなければならない」(Moore, 1988, p. 24)と述べている。第二の論点は、「貸出利率は顧客の負債／資本比率が上昇するにつれて上昇する。・・・これはカレツキの 1937 年の危険逡増原理（あるいはケインズの借手と貸し手のリスク）に対応する」(Lavoie, 1996, p. 285)。これはクロスセクション、すなわち、負債／資本比率の異なった企業を比較した場合には個々の企業のリスクに応じて貸出利率が異なるのは当然であり、正しい。また、ある企業を単独に考えた場合に、負債が増大にするにつれて負債／資本比率が増大し貸出利率が増大する可能性が存在するので、これも正しい。すなわち、ミクロレベルでは正しいが、時系列のマクロレベルで成り立つかどうかは疑問である。というのはこの考えはミンスキーの金融不安定仮説と対応するが、それ自体、理論的にも歴史的にも批判されているからである。理論的には「投資が増大する時、家計によるより高い貯蓄率、あるいは貿易収支の悪化のような他の要素が利潤の減少をもたらさない限り、利潤も増大する。これらの外部要因を除いて想定すれば、実現したレヴァレッジ比率は、企業者と銀行が負債比率を増大させたいにもかかわらず、低下するであろう」(Lavoie, 1996, p. 286)。また、カレツキの危険逡増原理に関しては「確立された企業は通常、その必要を大幅に超えるクレジットラインを持っている。・・・借入費用は、前もって、どんな負債／資本比率の尺度よりも企業の収益資産の絶対的な規模により依存するであろう、企業に割り当てられたリスクの段階によって設定される」(Lavoie, 1996, p. 287)。

傾きが正の貨幣供給曲線の第三の説明は銀行の流動性比率に関してである。例えば、レイ(1990)では「流動性選好の程度を一定とすると、銀行のバランスシートが拡張するにつれて、貸し手と借手手の認知されたリスクが上昇し、その結果、銀行はリテールの貸出利率を上昇させる。そして、貨幣供給曲線は利子率に関して傾きが正となる」(Wray, 1992, p. 305)と述べている。これはケインズの主張に基づくものであり、利子率が上昇するかどうかは「銀行が幾分流動的になる準備が出来ている程度に依存する」(Keynes, 1973, p. 221)という議論によるものである。これは確かに、ある銀行に関しては正しいが、マクロ的なレベルでは、他の銀行の行動にも依存しており、「銀行が「同調する」」(Keynes, 1971, p. 23)時、銀行は生産を増大させるために必要な信用貨幣を全て安全に創造できる」(Lavoie, 1996, p. 289)ように、常にマクロ的には当てはまるとは限らない。この点は、景気循環論において、景気の拡張期には、貸出が増大している時に、直ちに銀行が利子率を上昇させないという点でもある。

#### (4)小括

以上のように、ラヴォワは傾きが正の貨幣供給曲線を批判している。このように、貨幣供給曲線の傾きはポストケインジアンの内生的貨幣供給論においては、大きな論点であった。貨幣的循環理論においては、ホリゾンタリズムと同じく、一般に水平な貨幣供給曲線が想定されている。傾きが水平である理由は、ここでの Lavoie(1996)とほぼ同じであろう。ところで、この論争から得られる結論は何であろうか。貨幣的循環理論においても、傾き正の貨幣供給曲線を完全に排除可能であるのか。理論構成上は、確かにそうであるが、むしろ、傾き正の場合も包摂可能であろう。というのは、貨幣的循環理論においては、基本的には貨幣供給曲線の傾きは水平となるが、期待の変化を考慮すれば、適当な時期区分を行えば、階段状の傾き正の貨幣供給曲線を描くことは可能であるからである。ただし、Lavoie(1996)の批判は傾き正の貨幣供給曲線の根拠が薄弱であることを示しており、特殊な場合としてのみ傾き正の貨幣供給曲線を位置付けるべきであろう。

## 6、小括

以上のようにホリゾンタリズムおよび、貨幣的循環理論と、ストラクチャリズムの間の違いを軸に論じてきた。そこで、明らかになっているのは、ストラクチャリズムは内生的貨幣供給論ではあるが、ストックとしての貨幣の性質を強調し、金融市場と流動性選好を重視している。ロションによると、資産選択、あるいはポートフォリオ選択的な視点ということになる。ロションは、そういった視点は新古典派と共通するものとして排除しようとしている。確かにそのような側面があるのは否定できないが、問題は、貨幣的循環理論において、どのようにそういった視点を統合するかであろう。あるいは、ストラクチャリズムの理論的意図は何であるのかといった点を検討することである。ここでは、貨幣需要、銀行の行動、流動性選好、貨幣供給曲線の傾きと四点に分けて論じてきたが、それぞれ独立した論点ではなく、相互に密接な関係が存在する。そこで、全体としてのストラクチャリズムの論理を再検討した上で、その意義を考察する。

第一に、貨幣の性質から検討する。この点は、この章では明示的には検討していないが、貨幣の性質として何を重視するかという点で、対立は存在する。ここでの対立は、ホリゾンタリズムと貨幣的循環理論ではフローとしての貨幣を重視し、ストックとしての貨幣の性質はあまり重視しないのに対して、ストラクチャリズムではストックとしての貨幣をも重視している。これは、不確実性の働きを重視しているとも考えられる。言い換えれば、ホリゾンタリズムでは交換手段としての貨幣の機能を重視しているのに対して、ストラクチャリズムでは価値貯蔵手段としての機能を重視しているが、そこに不確実性の存在と関連付けている。この対立は、実は他の論点における対立の基礎となっていると考えられる。例えば、ストラクチャリズムの場合、貨幣需要を明示的に論点としているが、これは逆にホリゾンタリズムの場合は、フローとしての貨幣を中心に考えるため、貨幣需要も生産のために必要な貨幣、すなわち、取引需要と金融的需要だけを考えればよいことになり、貨幣需要論を展開する必要がないからである。ストラクチャリズムの場合は、取引需要だけでなく、投機的需要を別に考えるため、貨幣需要の構成が論点となっている。このように貨幣の性質と貨幣需要の間には密接な関係が存在する。また、フォンタナによる

ホリゾンタリズムとストラクチャリズムの違いを考慮すれば、ストラクチャリズムにおいて不確実性を重視することは、必然的に、不確実性に基づく期待の変化を分析に取り入れることになり、やはり、ストックとしての貨幣を重視することに繋がっていると考えられる。

第二に、貨幣需要論は、ケインズ的な伝統においては、流動性選好論の一側面でもある。以上のように、ストラクチャリズムは、貨幣需要一般を検討すべきであると主張したが、次に問題になるのが、各マクロ的な集団ごとの貨幣需要、すなわち、流動性選好である。ストラクチャリズムが問題にしたのは、特に家計の流動性選好と銀行の流動性選好である。というのは、企業、あるいは生産者の流動性選好は基本的には取引需要と金融的需要からなるため、ホリゾンタリズムでも十分に検討されているからである。家計の流動性選好の意味に関しては、有効需要論との関係で、既に第8章で検討している。ストラクチャリズムでは、むしろ、銀行の流動性選好に注目している。これはホリゾンタリズムにおける銀行が受動的であるという批判にも関連している。すなわち、ホリゾンタリズムでは、銀行は企業からの貨幣需要に応じて貸出を行い、中央銀行も銀行を通じての貨幣需要に順応的に供給しているだけであるという論点である。銀行の流動性選好は、むしろ、銀行の負債管理の要素として見なされるべきであるが、負債管理はまさに銀行の積極的な活動である。このように、銀行の受動性という論点にも関わっている。銀行の流動性選好については、必ずしも、ストラクチャリズムにおいて、詳細に論じられているわけではないが、例えば、銀行の流動性選好が高まると、貸出利率を上昇させるなどの行動が取られるであろう。このように、貨幣供給曲線の傾きの問題とも密接な関係が存在している。銀行の流動性選好の変化も不確実性の認識の変化によって期待の変化から生じる。このため、ストラクチャリストが重視している。

第三に銀行の行動あるいは役割である。これは商業銀行の行動と中央銀行の行動の二つに分かれている。商業銀行の積極性を評価する論点は、一つには、現実の銀行の行動との比較もあるが、以上のように理論的には銀行の流動性選好を通じて、銀行の行動をより詳細に検討する必要と結び付いている。ストラクチャリズムの批判では、銀行が受動的に需要に応じて貸出を行うだけの機関に過ぎないと批判されていたが、実際、商業銀行も営利企業である以上、積極的に利潤を求めて、日々、活動を行っている。すなわち、ホリゾンタリズムはそのような銀行の行動の内、貸出だけに焦点を当てているという批判でもあった。そのため、ここでは、銀行の負債管理、信用割当、さらには貸出利率の決定（マークアップ利子率論への批判）が問題となっている。銀行の負債管理は、ストラクチャリズムの場合は、構造的内生性の議論として中央銀行の行動も関係している。信用割当は、ホリゾンタリズムの場合、貸出量は要求通りで、利率を銀行が決定するのが基本であるというのに対して、量的な制約、あるいは貸出量の決定も銀行が行うのが通常であるという批判である。中央銀行に関しても、商業銀行の場合とほぼ平行な批判がなされている。すなわち、中央銀行も完全に受動的に準備を供給しているわけではなく、場合によって量的制約を行っているという議論である。ストラクチャリズムの場合はこれだけでなく、商業銀行の行動との相互作用である構造的内生性を主張している。これは商業銀行の利潤追求による金融革新によって、中央銀行の行動にかかわらず、ある程度は内生的に貨幣が創造され、さらに金融市場の安定化のために、中央銀行は内生的に貨幣を供給していなか

ったとしても、最後の貸し手として行動せざるを得ないため、結局、危機に際して、貨幣を内生的に供給し、金融革新によって新たに創造された金融商品を実質的に保証することになるという議論である。ホリゾンタリズムでは、中央銀行は常に内生的に貨幣を供給しており、外生的に貨幣を供給することはないという点から、この議論を批判しているが、むしろ、ここでは金融革新が活発に行われる市場では、中央銀行が外生的に貨幣を供給しようとしても、結局、内生的に貨幣を供給せざるを得なくなると解釈することも可能である。その意味では、構造的内生性は現実に行われている負債管理や金融革新を内生的貨幣供給論に統合していると評価可能である。

第四に利子率決定理論と流動性選好である。論争の展開を簡単に振り返ると、ホリゾンタリズムでは利子率は外生的に中央銀行が決定するとし、流動性選好説を否定していた。ストラクチャリズムでは、論者によって違いは存在するが、ウェルズ、モットによって拡張された流動性選好説を採用し、短期と長期の利子率のスプレッドに影響するものとして流動性選好を見なし、単純な利子率の外生性を批判した。ラヴォワはホリゾンタリズムの立場に立っているが、ベース利子率を中央銀行が外生的に決定するとし、他の長期利子率とのスプレッドに流動性選好が影響すると主張し、論争は終結している。貨幣的循環理論でもラヴォワの立場を採用するが、ここで問題になるのは、どの利子率を重視するかという点である。というのは、ホリゾンタリズムで問題にしている利子率は中央銀行の決定する利子率と銀行の貸出利率、預金利率が中心であり、これらは短期利子率と見なせる。ところが、ストラクチャリズムはケインズの『一般理論』の影響を強く受けて、短期利子率よりもむしろ債券利子率のような長期利子率を問題にしている。このため、論争はある程度、錯綜してしまっただと思われるが、最終的には長期と短期を明確に区別することにより解決されたと見なされる。このように短期利子率に関しては、中央銀行による外生性を認めるとしても、長期利子率に関しては、議論の余地があると思われる。

第五に貨幣供給曲線の傾きである。ホリゾンタリストは水平であると主張し、ストラクチャリストは傾きは通常は正であると主張している。ストラクチャリズムでは、貨幣供給曲線の傾きが正であるが、Lavoie(1996)の批判にあるように、そこでの議論は必ずしも、ミクロ（個々の企業、銀行）とマクロ（経済全体）の区別が付いていない。また、中央銀行の行動も関係するため、もう少し検討が必要である。まず、貨幣供給量が増大する時に、景気が過熱して金融引き締め政策が必要であると貨幣当局が判断して、利子率上昇政策が採られた場合は、マクロレベルで、貨幣供給曲線の傾きは正となる。奇妙なことに、ホリゾンタリストはこのような場合にはほとんど言及しないが、ストラクチャリストの場合は論理は微妙に異なる。むしろ、利子率が上昇する原因を中央銀行ではなくて、銀行の行動に求めている。すなわち、中央銀行が利子率を一定に保っていても、銀行の貸出利率は貨幣供給量が増大するにつれて上昇すると考えている。ストラクチャリストによる説明はラヴォワも指摘しているように、基本的には流動性選好に基づくものである。問題は、ミクロレベルで成り立っても、マクロレベルでどうかということであり、このミクロとマ

クロの関連に関しては基本的にミンスキー及び、カレツキーに依拠している<sup>11)</sup>。このため、ミンスキーとカレツキーの説明を受け入れるかどうか焦点になっているが、ホリゾンタリズム、およびサーキュレイショニストは、ミンスキーにはほぼ批判的である。

以上のように五点ほどに分けて、検討してきたが、ストラクチャリズムの主張は、ほぼ、全て相互に関連していることが明確になった。すなわち、ストックとしての貨幣を重視し、不確実性の影響を強調しているが、ストックとしての貨幣を重視することは、生産のための貨幣需要以外のストックとしての貨幣需要、すなわち、投機的需要が問題となる。これは流動性選好を導入することになる。また、貨幣需要が複数の動機から構成されることから、家計、銀行の流動性選好が問題となり、特に銀行の行動が単純に受動的なものではないということにもつながっている。銀行の行動を考えるとということは、負債管理、および構造的内生性の問題へと展開していく。また、流動性選好を再び導入することは利子率決定理論の見直しともつながり、他方で、貨幣供給曲線の傾きが論点となる。また、フォンタナの分類にあるように、ストラクチャリズムでは、不確実性の変化などの理由によって期待が変化する場合を扱っていると見なすことは確かに可能である。このように、ストラクチャリズムの主張をかなり一貫したものと考えすることは可能であり、サーキュレイショニストもそのように考えて批判を行っている。

しかし、ストラクチャリズムの主張はそれほど一貫しているのだろうか。というのは、ストラクチャリズムというのは、そもそも、Pollin (1991) から展開されているが、そこでの主張は、構造的内生性と傾き正の貨幣供給曲線である。それ以外の貨幣需要や流動性選好といった論点は、確かに前提とはなっているが、強調点はそこではないと思われる。そのように考えると、ここでストラクチャリズムの主張としてまとめて扱ってきた問題は、二つに分けられる。第一に、ストックとしての貨幣需要と流動性選好、銀行の受動性批判である。第二に構造的内生性である。第一の論点は、ポストケインジアンにおいては、主要な論点であり、ホリゾンタリズムがそう言った点をほとんど無視していたため、論争となったと思われる。他方、第二の論点は、ポストケインジアンにおいても、ミンスキーの影響を受けた議論である<sup>12)</sup>。ここで、問題となるのは、何を批判すべきなのかということである。ホリゾンタリストは、両方とも批判していたが、サーキュレイショニストは、両方とも批判はしているが、むしろ、第二の論点を中心に批判を行っている。ここでは、第一の論点、すなわち、ストックとしての貨幣需要、流動性選好、銀行の受動性批判といった論点は、既に貨幣的循環理論においても統合可能であることを示している。問題となるのは、構造的内生性である。実は既に述べたように、構造的内生性自体は、貨幣的循環理論においても考察可能である。むしろ、それが一般的な現象であるのかという点が問題

---

11) ストラクチャリストは、金融的な景気循環論を傾き正の貨幣供給曲線の説明に導入している。ミンスキーが代表的であるが、カレツキーの危険遞増の原理も用いられている。このような金融不安定性の議論、あるいは金融攪乱の理論に関しては、Toporowski(2005)を参照せよ。ただし、そこでは、ミンスキーの理論とカレツキ、シュタインドルの理論を区別しており、内生的貨幣供給論との関係でも、さらに検討が必要であろう。

12) 但し、第一の論点と第二の論点を完全に分離できるわけではない。というのは、構造的内生性は、ケインズの『一般理論』から展開されている第一の論点を前提としているからである。

となる。これは貨幣の内生性をどのように捉えるかという点に掛かっている。貨幣的循環理論においては、信用貨幣の創造過程に、貨幣の内生性を見ているが、ストラクチャリズムは必ずしもそうではないと思われる。また、ロシオンも批判しているように、構造的内生性の議論自体は、貨幣供給が外生的であっても成立する議論であり、より一般的には貨幣の流通速度の変動論とも見なせる。こういった点を考慮すると、ここでは、その現象自体を否定するわけではないが、非常に重要な現象であるとは思われない<sup>13)</sup>。それでも、残る問題は、金融市場の位置付けであろう。貨幣的循環理論では、金融市場は二次的な役割を果たすに過ぎない。ストラクチャリズムは金融市場を中心に貨幣供給の内生性を考えるという構造になっており、その意味では銀行－企業－家計の関係を軸に貨幣の内生性を捉える貨幣的循環理論とはかなり異質である。しかし、ポストケインジアン理論としては、ストラクチャリズム、あるいはミンスキー的な視点は、ケインズ自身は展開していないけれども、『一般理論』に遡るものと見なすことが可能である<sup>14)</sup>。そのため、金融市場の位置付けは、残された課題となるであろう。

---

13) ミンスキーの金融不安定性仮説においては、重要な構成要素となっている。しかし、金融市場の影響を重視する理論においては、必ずしも、最も重要な要素であるとは限らない。例えば、Toporowski(2005)では、カレツキの危険逡増の原理を重視しているが、構造的内生性に関しては、あまり取り上げられていない。この点を考慮すると、内生的貨幣供給論において、金融市場の影響を検討する場合も、ミンスキー的な議論の導入以外にも、他の異なったアプローチがあり得ることになる。実際、貨幣供給曲線の傾きを巡る論争においては、ミンスキーだけでなく、カレツキの危険逡増の原理も大きな役割を果たしており、より詳細な検討が必要であろう。

14) 金融市場を重視する視点は、ケインズにおいては『一般理論』において展開されているが、『貨幣論』においても「弱気」の分析のようにある程度は認められる。

## 終章 結論と残された課題

### 1, 内生的貨幣供給論の意義

以上のようにこの論文では内生的貨幣供給論を主題としていくつかの領域にまたがって論じてきた。この章では、ここまでの検討で得られた考察を述べるとともに、残された課題について検討する。

#### (1) 課題と分析

「はじめに」において設定した課題は、第一に、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論の内容及び特徴を明らかにし、マクロ経済論として一定の枠組みを提示すること、第二に、経済理論史的な観点からの検討を行うこと、第三に、流動性選好に関して検討を行うこと、第四に、貨幣本質論的な視点からの検討を行うことである。これらの課題に関しては、以下のような考察を加えた。

第一の課題は、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論の内容及び特徴を明らかにし、マクロ経済論として、一定の枠組みを提示することである。具体的には、第一に、内生的貨幣供給論、あるいは貨幣的循環理論の基本的な枠組みを提示することである。この点に関しては、第1章第3節で貨幣的循環理論の枠組みを採用し、内生的貨幣供給論の内容及び特徴を明らかにしている。ここでは Fontana (2004) に従い、二段構えのアプローチを採用した。すなわち、期待が変化しないという前提を採用し、貨幣的循環理論、あるいはホリゾンタリストの基本的な枠組みを簡潔に提示した。そこでは、信用貨幣が創造され、経済において流通し、最終的に銀行に還流して消滅する過程を期間分析を用いて明らかにした。この分析により信用貨幣の基本的な性質が明らかになり、マクロ経済における各集団の機能と役割が描かれている。また、第4節ではバランスシートアプローチを用いて貨幣循環のメカニズムを確認した。

第二に、内生的貨幣供給論の内部の論争の基本的な論点及び、対立軸を明らかにすることである。第5, 6章で内生的貨幣供給論におけるホリゾンタリズムとストラクチャリズムの内容と特徴を明らかにし、また、サーキュレイショニストの議論も検討した。第5章では主にホリゾンタリズムを検討している。カルドアとムーアのホリゾンタリズムに共通する特徴としては、第一にマネタリズム批判が強調されていることである。特にカルドアは1950年代後半から、貨幣数量説、あるいはマネタリズム批判を軸にその議論を展開させている。また、ムーアにおいてもマネタリズム批判は見られる。第二に、貨幣供給の内生性を主張した上で、利子率を外生とし、貨幣供給量-利子率平面において水平な貨幣供給曲線を採用していることである。ここからホリゾンタリズムという名前が生じており、その後の批判もこの点に集中している。第三に、利子率を外生とし、マークアップ利子率論を採用し、流動性選好理論を完全に否定していることである。第四にいわゆる構造的内生性をあまり重視しないことである。また、その点に関連して、商業銀行が受動的な存在と見なされうることである。

第6章では、ストラクチャリストとサーキュレイショニストの議論を検討した。スト

ラクチャラリズムの特徴は第一に、貨幣供給曲線が右上がりであることである。これは、中央銀行が必ずしも順応的に貨幣を供給しないことを意味する。第二に右上がりとなる理由として、構造的内生性を主張している。第三に、外生的利子率を批判し、流動性選好理論を重視している。これらの点はホリゾンタリストとの論争点となっている。サーキュレイショニストの主張はホリゾンタリストに近いが、それでも独自の特徴が存在する。第一に、貨幣的循環として経済を捉えることである。すなわち、生産のために貨幣が創造され、実際に投資、生産が行われて、貨幣が支出され、支出された貨幣を家計が消費することによって銀行に還流し、還流した貨幣が負債の返済に用いられて消滅する過程として描かれる。第二に、貨幣と信用を厳密に区別することである。ポストケインジアンの場合は信用貨幣として曖昧に取り扱っている。第三に外生的利子率を強調している。第四に、期間分析あるいは過程分析を用いている。

このようにホリゾンタリズム、ストラクチャリズム、貨幣的循環理論の特徴を明らかにした上で、さらに、第 8, 9 章でホリゾンタリズムとストラクチャリズムの論争における対立点を検討し、サーキュレイショニスト的な視点からの評価も行った。第 8 章では、流動性選好を巡る論点を検討したが、これは第三の課題でもあるため、そこであらためて論じる。第 9 章では、ホリゾンタリズムとストラクチャリズムの間の論争の残りの論点を一括して扱った。すなわち、第一に、貨幣需要の問題、第二に、中央銀行と商業銀行の行動、第三に流動性選好の問題、第四に、貨幣供給曲線の傾きを巡る論争の四点に分けて検討した。第一の貨幣需要を巡る論争においては、生産のための貨幣需要、すなわち、取引需要及びファイナンス需要のみがホリゾンタリストにおいて考慮されているというストラクチャリストからの批判が行われ、投機的需要あるいはストックとしての貨幣需要も重要であると主張されている。この論争はさらに貨幣の超過供給が生じないメカニズムを巡る論争へと発展した。そこで提示されたメカニズムの内、ホリゾンタリズムが主張するメカニズムは「負債の自動的返済メカニズム」と「便宜的貸出」概念によるものであるが、どちらも家計の流動性選好とは無関係であるのに対して、ストラクチャリスト的な論者は家計の流動性選好を重視したメカニズムを主張しており、この点でも流動性選好をどの程度重視するかで議論は分かれている。

第二の銀行の行動を巡る論争は、商業銀行であれ中央銀行であれ、ホリゾンタリズムにおいては常に受動的なものとして描かれているという批判から始まっている。商業銀行に関しては、信用割当、負債管理、銀行の流動性選好が論点となっており、中央銀行に関しては、必ずしも中央銀行が受動的には行動しない可能性と構造的内生性が論点となっていた。この論争では、ホリゾンタリズム及びサーキュレイショニスト的な立場においては、銀行が常に受動的であることは否定されている。ただし、構造的内生性に関しては、現象自体を否定はしないが、それほど重視していない。第三の流動性選好あるいは利子率決定論を巡る論争に関しては、第三の課題に関するところで触れる。第四の貨幣供給曲線の傾きを巡る論争は、ホリゾンタリズムの水平な貨幣供給曲線に対し、ストラクチャリストが傾き正の貨幣狂曲線を主張したところから展開されている。その後、ホリゾンタリズム的なラヴォワの反論により、傾き正の貨幣供給曲線の根拠はそれほど、確固としたものではないことが明らかになっている。

このような論争を検討することにより、ストラクチャリズムの主張は、ほぼ、全て相

互に関連していることが明確になっている。すなわち、ストックとしての貨幣を重視し、不確実性の影響を強調しているが、ストックとしての貨幣を重視することは、生産のための貨幣需要以外のストックとしての貨幣需要、すなわち、投機的需要が問題となる。これは流動性選好を導入することになる。また、貨幣需要が複数の動機から構成されることから、家計、銀行の流動性選好が問題となり、特に銀行の行動が単純に受動的なものではないということにもつながっている。銀行の行動を考えるとということは、負債管理、および構造的内生性の問題へと展開していく。さらに、流動性選好を再び導入することは利子率決定理論の見直しともつながり、他方で、貨幣供給曲線の傾きが論点となる。フォンタナの分類にあるように、ストラクチャリズムでは、不確実性の変化などの理由によって期待が変化する場合を扱っていると見なすことは確かに可能である。

ストラクチャリズムとホリゾンタリズム及び貨幣的循環理論の対立点は二点にまとめられる。第一に、ストックとしての貨幣需要と流動性選好、銀行の受動性批判である。第二に構造的内生性である。この二つの論点は既に貨幣的循環理論においても統合可能であることが示されている。けれども、構造的内生性は貨幣的循環理論の枠組みにおいては非常に重要な現象であるとは思われない。残る問題は、金融市場の位置付けである。貨幣的循環理論では、金融市場は二次的な役割を果たすに過ぎない。ストラクチャリズムは金融市場を中心に貨幣供給の内生性を考えるという構造になっており、その意味では銀行—企業—家計の関係を軸に貨幣の内生性を捉える貨幣的循環理論とはかなり異質である。この点は、フォンタナのようにホリゾンタリズム及び貨幣的循環理論とストラクチャリズムの違いを時間の取り方、すなわち、期待が変化する期間を考慮するかどうかと見なしでも、なおそのような考え方には還元できない重要な問題として残されている。

第二の課題は、経済理論史的な観点からの検討である。信用貨幣論、あるいは内生的貨幣供給論は歴史的には 19 世紀に遡ることが可能であるが、ここでは現代の議論とある程度の関連を有するという理由から 20 世紀前半の議論を検討した。第一に、第 3 章では、ケインズが貨幣に関してどのような見解を抱いていたかを主に『貨幣論』、『一般理論』、その後の諸論文の時期を中心に検討を行った。その結果、第一に、貨幣に関する幾つかの論点に関しては『貨幣論』と『一般理論』の間に、連続性が見出される。例えば、流動性選好説における貨幣保有の動機の分類は、『貨幣論』においては貨幣の分類として既に現れており、また、貨幣供給の内生性も『一般理論』に部分的に引き継がれていると解釈可能である。第二に、貨幣的な側面に関する両者の重要な違いは、『貨幣論』では貨幣の分類を中心とした視点が重視されているのに対して、『一般理論』ではフローとストックとの区別という視点から、ストックとしての貨幣の性質が強調されていることである。第三に、計算貨幣を中心とする貨幣の定義は、『一般理論』の時期においても、認められるが、『一般理論』におけるストックとしての貨幣の側面は計算貨幣を中心とする議論の構造においても位置付けることが可能である。第四に、ホートリーとの比較を行ったが、ケインズの貨幣本質論は、単に信用貨幣論に留まるものではなく、より包括的な議論を志向していたと評価しうる。また、第 4 章では、流動性選好説における金融的動機の形成過程について検討を行っているが、この点は第三の課題でもあるので、そこで再び触れる。

第二に、第 2 章ではホートリーの信用貨幣論を検討した。というのは、ケインズの『貨幣論』で冒頭に展開されている貨幣本質論では計算貨幣を中心とした議論が見られるが、

この議論にはホートリーの影響が考えられるからである。ホートリーの特徴は第一に、信用貨幣に基づく貨幣本質論である。ホートリーは信用貨幣を前提として論じるだけでなく、貨幣を負債の支払手段として定義し、計算貨幣を中心に貨幣の機能を展開し、そこから信用貨幣を説明している。これは、貨幣を交換手段として定義する商品貨幣説および貨幣数量説的な考え方に対抗しうる理論である。そのような理論としては、十分な形態で主張されており、現代の水準からも評価可能である。第二に、ホートリーのマクロ経済論としては、従来、景気循環論を中心に検討がなされてきたけれども、それだけではなく、貨幣的循環の過程が存在することが明らかになった。この貨幣的循環の過程は、現代の貨幣的循環理論の枠組みと非常に類似したものである。直接的な影響は存在しないと思われるが、このようなアイディアは、ケインズの『貨幣論』においても、産業的循環と金融的循環の区別として、見出されることを考慮すれば、間接的には、影響を与えているとも評価可能である。第三に、銀行が重要な役割を果たしている。この点は従来の貨幣、信用を重視した研究においても主張されていたが、ここでは「負債の商人」としての銀行、すなわち、特殊な商人として銀行の果たす役割に注目している。銀行は信用貨幣論において定義される存在であり、その意味では信用貨幣論とマクロ経済論を繋いでいる。また、銀行はホートリー独自の概念である商人の一種として定義されている。マクロ経済論においては生産者、消費者、銀行、商人からなる四部門モデルとして把握可能である。銀行は財を扱う商人に対する優位性を持ち、マクロ経済論においては最も重要な主体となっている。

第三に第5章では、内生的貨幣供給論のポストケインジアンにおける起源として、カレツキ、デヴィッドソン、ミンスキーを検討し、内生的貨幣供給論を最初に本格的に展開したカルドアについても検討を行った。第一に、ケインズ以外で、ポストケインジアンの貨幣的経済学に大きな影響を与えているのは、カレツキである。カレツキは、景気循環論において内生的貨幣供給を前提としており、生産をファイナンスする銀行を重視している。また、マークアップ価格決定理論、危険逡増原理などポストケインジアンにおいて採用されている議論が多く存在する。このように内生的貨幣供給理論に限定すれば、ケインズと並んで、非常に大きな影響を及ぼしていると思われる。第二に、初期のポストケインジアンの中では、デヴィッドソンとミンスキーを取り上げた。まず、デヴィッドソンは、金融的動機を命名し、その重要性を早くから指摘している。また、1972年の著作においても、内生的貨幣供給の場合に言及している。さらに、貨幣と不確実性の議論を強調しているが、この点も大きな影響を与えている。しかし、内生的貨幣供給に関しては若干触れているだけで、ほとんど議論を展開していない。ミンスキーは金融不安定性仮説を主張し、内生的貨幣供給に関しては確かに前提としている面も存在するが、詳しい議論は存在しない。けれども、金融不安定性仮説は構造的内生性の議論として内生的貨幣供給論に統合されている。その点で、多大な影響を与えている。

第三に、内生的貨幣供給論という論点がカルドアにおいて何処まで遡るかという点を検討した。ここでは、1960年頃のラドクリフ委員会の時期のカルドアを取り上げて、検証を試みたが、結論としては、内生的貨幣供給論を主張したのは、1970年の論文からであると思われる。この論文はマネタリズム批判を目的としたものであるが、明確にそれに対抗する理論として内生的貨幣供給論が主張されている。しかし、そこでは貨幣の内生性の具体的なメカニズムは欠如しており、その意味では、内生的貨幣供給理論が確立されたの

は、1980年代に入ってからということになる。1981年の論文と1982年の著作で、内生的貨幣供給論がポストケインジアンにおいて確立されたと思われる。これらの文献においてはより具体的な内生性のメカニズムが示され、体系的な理論となっている。

第三の課題は、流動性選好の位置付けである。第一に、流動性選好説自体の検討を行った。まず、第4章では、流動性選好説における金融的動機の形成過程を検討した。第一に、金融的動機はオリーンの批判に応える形で導入され、ある意味ではオリーンへの譲歩とも考えられ、流動性選好説を修正しているが、ケインズの理論全体に及ぶようなものではないことである。第二に、ロバートソンによる批判は、銀行が非流動的になる可能性を指摘していたが、ケインズがその批判を無視した理由として、ケインズが暗黙の内に内生的貨幣供給の場合を考慮していた可能性があることである。第三に、金融的動機と取引動機を関係付ける見解よりも、むしろ、金融的動機は第四の新たな動機と考える方がよいと思われることである。

第8章ではホリゾンタリズムとストラクチャリズムの間の利子率決定理論を巡る論争、すなわち、流動性選好の扱いに関する議論を検討している。第一に、利子率決定理論としては、ラヴォワのように、短期利子率は外生的に中央銀行が決定しているが、それ以外の利子率に関しては、外生的なベース利子率とのスプレッドを流動性選好が決定すると考えるべきである。第二に、そのため、流動性選好説は利子率決定理論としてではなく、貨幣需要論として貨幣的循環理論において位置付けるべきである。流動性選好の位置付けはサーキュレイショニストの枠組みにおける貨幣的循環の過程の分析によって得られる。実際、取引需要及びファイナンス需要は内生的貨幣供給論において最も重要な貨幣需要であり、議論の起点ともなっている。また、ストックとしての需要である投機的需要は、企業、銀行、家計の各主体においてそれぞれ存在し、特に家計の流動性選好はシステムからの貨幣の漏出をもたらし、有効需要に影響を与えている。さらに、投機的需要においても、銀行と企業を中心とするポートフォリオ選択的な需要は、貨幣的循環理論の枠組みに統合はしうるが、必ずしもその具体的な分析には適した枠組みではないため、ストラクチャリズム的な枠組みにおいて、検討の必要が存在する。

第二に、流動性選好説及び有効需要論において重要な役割を果たしている貯蓄からの投資の独立性に関しても検討を行った。第4章で扱った『一般理論』出版後の利子率を巡る論争においてもこの点が焦点となっていた。金融的動機は、オリーンとの論争において導入されたが、その理由の一つは貯蓄からの投資の独立性を主張するためであった。さらにロバートソンとの論争はこの点を巡るものであったが、ケインズは決して譲歩せず、貯蓄の投資からの独立性という主張を堅持した。第7章では、内生的貨幣供給論における乗数過程の位置付けを巡る論争と、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の二つを検討した。乗数過程を巡る論争では、内生的貨幣供給論と矛盾しないことが明らかになっている。他方、投資の貯蓄からの独立性を巡る論争は、内生的貨幣供給の場合を検討することにより、投資が貯蓄から独立であることが示されている。この論争は、金融的動機に関するケインズとロバートソンとの論争と実質的に同じ論点を巡るものである。また、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。

第四の課題は、貨幣本質論的な視点からの検討である。第1章では、信用貨幣論における貨幣本質論の検討を行い、表券主義との関係も考察している。第一に、信用貨幣とはどのようなものであるかを考察した。第一に負債の支払手段として貨幣を定義する。これは信用／債務関係から貨幣を説明していることになる。この定義から直ちに計算貨幣としての貨幣の性質が生じる。第二に、実体としての貨幣と信用貨幣は計算貨幣としての貨幣の性質からは導き出される。第三に、貨幣は信用に付随して生じているが、信用と貨幣は区別されなければならない。第四に、信用貨幣論と表券主義は名目主義という立場を共有している。これは商品貨幣説に対抗する見解であり、主流派の貨幣理論を批判する上でも重要な議論となっている。第五に貨幣の価値貯蔵機能は内生的貨幣供給論の枠組みにおいては二次的な役割しか果たさない。すなわち、ストックとしての貨幣よりもフローとしての貨幣が分析の対象となる。

第二に、表券主義に関して検討を行った。第一に、表券主義の概要を明らかにした上で、信用貨幣論と両立しうる理論であることを明らかにした。第二に、貨幣本質論の領域においては、信用貨幣論と表券主義は名目主義という立場を共有しているが、貨幣と国家、社会との関係に関しては、違いも存在する。すなわち、純粋に論理的な水準では信用貨幣論では少なくとも社会が必要であり、国家は必ずしも前提とは成らない。しかし、現実の制度的な水準では、国家は計算単位を指定し、実体としての貨幣を制定しているという点で、ケインズが主張するように貨幣は全て表券主義的なものとなっている。第三に、信用貨幣論では国家の役割は中央銀行として議論されているが、表券主義では中央銀行は政府の銀行としての役割を果たし、その機能は異なっている。その意味で、信用貨幣と表券主義的貨幣は、貨幣のヒエラルキーを成し、それぞれ独自の役割を果たしている。しかし、貨幣の管理という点では、短期利子率の操作という点で一致しており、信用貨幣論と表券主義の結節点として中央銀行が機能している。

## (2) 結論：内生的貨幣供給論の意義

以上のように四点の論点に分けて考察したが、必ずしも独立した課題ではなく、相互に関連している。第一の課題は、ポストケインジアンの内生的貨幣供給論の内容及び特徴を明らかにし、マクロ経済論として一定の枠組みを提示することであり、本論文の主題となっている。第二の課題は経済理論史的な接近であるが、これにより、内生的貨幣供給論の起源としてのケインズの理論の形成過程の一部を解明したという純粋に理論史的な観点だけでなく、ケインズ及びホートリーの理論を再解釈することにより、内生的貨幣供給論の枠組みの新たな再構築に寄与している。また、ホートリー、ケインズの信用貨幣を中心とした貨幣本質論は、第四の課題である信用貨幣論における貨幣本質論の基礎ともなっている。さらに、表券主義に関しても、ケインズ及びホートリーの理論史的な検討が基礎の一つとなっている。第三の課題は、流動性選好説及び投資の貯蓄からの独立性を問題にしている。これらは有効需要論と並んで、ケインズ及びポストケインジアン理論において重要な要素となっているが、内生的貨幣供給論では少なくとも流動性選好説の利子率決定理論としての側面は否定されている。しかし、有効需要論、貯蓄からの投資の独立性、貨幣需

要論としての流動性選好説は、内生的貨幣供給論においても重要な役割を果たすという点が示されている。第四の課題は、内生的貨幣供給論における貨幣本質論の展開であり、これは内生的貨幣供給論が貨幣を中心とした理論である以上、その基礎を提供する点で欠かせない作業である。また、表券主義に関しても検討したが、その理由は、ポストケインジアンにおいて近年復活している点だけではなく、また、名目的な貨幣という点で信用貨幣論と共通している理論的な点だけでもなく、信用貨幣がある一国内で通用するのは実質的には国家による保証が存在しているという意味で国家との関係を詳細に検討するためでもある。その結果、中央銀行の役割に関しても考察が深められた。

本論文においては以上のように内生的貨幣供給論を展開し、いくつかの結論を導いている。ここでは、最後に内生的貨幣供給論の意義をマクロ経済及び貨幣という視点から考察する。マクロ経済論としては、第一に貨幣、特に信用貨幣を中心とした理論を構築している点である。これはマクロ経済の循環において貨幣と銀行が軸になっているという意味で、貨幣的経済学である。現実の経済においては、貨幣及び金融がいわゆる実体経済に大きな影響を及ぼす現象は、最近のサブプライム・ローンに端を発する金融システムの動揺をはじめとして、歴史上幾度無く繰り返されている。内生的貨幣供給論はこのような貨幣の非中立性を特徴としている。また、貨幣的経済学を名乗る理論は他にも存在しているが、信用貨幣に注目し、銀行の信用創造を重視している点は第二の特徴である。現実との関係では、中央銀行及び商業銀行による貨幣供給のメカニズムを明らかにすることは、短期金融市場の仕組みを理解する上で必要な作業である。最近の金融危機においても、住宅ローン市場でのデフォルトの上昇がサブプライム・ローン問題の出発点であったとしても、今や焦点は銀行をはじめとする金融機関のバランスシート及び金融機関が参加する短期金融市場における流動性の問題になりつつある。こういった事象に関する直接的な分析は本論文では行っていないが、分析を行うための基礎を展開している。他方、金融政策論の具体的な分析も残された課題ではあるが、内生的貨幣供給論の理論的コアを軸に展開が可能であり、求められている。第三に、内生的貨幣供給論は当初はマネタリズムに対抗するために登場し、そのため、貨幣の内生性を強調してきた。けれども、カルドアが 1970 年代にその基本的なアイデアを主張してから、30 年以上経ち、批判の対象であったマネタリズムも廃れ、主流派の貨幣的理論も大きく変貌している。主流派においてもさまざまな主張が存在するけれども、インフレーション目標政策論やテイラー的な政策ルール論を含むマクロ経済学の新たな合意 (New Consensus Macroeconomics) とでも呼ぶべき潮流が現在では優勢となっている<sup>1)</sup>。このような現在における主流派の批判的な検討は本論文では行っていないが、批判するための視座ともなっている。これは別の言い方をすれば、内生的貨幣供給論においてはマネタリズム批判を目的として研究が開始されているが、その後、信用貨幣を軸に銀行を中心としたマクロ経済の分析を掘り下げる方向で研究が展開され、類似したマクロ経済像を追求している貨幣的循環理論との交流を深めている。その結果、現代の主流派に対するオルタナティブな視点を提供しうる理論として確立していると評価しうる。

---

1) ポストケインジアンによる呼称であり、Fontana and Palacio-Vera (2002)、Lavoie and Seccareccia (2004)、Arestis et al. (2005) などで詳細な批判的検討が成されている。

貨幣という点に関しては、本論文では、貨幣とは何かという論点を信用貨幣論に必要な限りで検討している。貨幣的経済学あるいは、ケインズの目指した生産の貨幣的理論を構築するためには、この論点の検討は不可欠である。ここではまず、信用貨幣と商品貨幣説の対立を一つの軸として取り上げたが、これは貨幣の供給の内生説と外生説の対立に繋がるという点で重要である。けれども、貨幣本質論においては、名目主義として信用貨幣論を捉えるべきである。というのは、名目主義を採用する見解としては他に表券主義が存在するからである。表券主義は貨幣を国家との関係で捉えており、信用貨幣論とは単純に対立するのではなく、むしろ補完的と見なすべきであり、信用貨幣論における国家や中央銀行の役割を分析する上でも一つの有効な視点を提供している。

以上のように本論文では、信用貨幣論の視点から内生的貨幣供給論を再構成し、マクロ経済理論として貨幣を軸にした経済学、すなわち、貨幣的経済学として内生的貨幣供給論が十分に有効な枠組みであることを示している。このアプローチは、現実の経済現象において、貨幣及び金融の果たす役割がますます、増大している現状を解明する上で、欠かせないものであり、本論文ではその基礎的な面を中心に分析を行った。

## 2、残された課題

### (1) 政策に関する論点

残された課題はいくつか存在するが、その中でも重要なものとしては政策論的な検討がある。ここまで、ほぼ、理論的な面を中心に内生的貨幣供給論を展開してきたが、ポストケインジアンにおいては、そもそも、内生的貨幣供給論は、マネタリズムの理論だけでなく、その政策論に対する批判として登場している。けれども、内生的貨幣供給論固有の政策論は、相対的にそれほど充実はしておらず、文献が増大したのも、2000年代に入った頃からである。そこで、ここでは、ごく簡潔に内生的貨幣供給論における政策論を検討した上で、さらに近年の主流派の金融政策論の批判的検討にも触れ、こういった論点を研究すべきかを提示したい。

第一に財政政策である。ポストケインジアンは伝統的に財政政策を重視してきたが、主流派においては財政政策は非常にマイナーな地位を占めるのみとなって来つつある。内生的貨幣供給論においては、ムーア(1988, pp. 386, 387)は主流派の影響を受けたのか、あまり重視していないが、レイ(1990, p. 300)は金融政策では不十分な場合に財政政策の役割を見出している<sup>2)</sup>。その後、登場した(新)表券主義及び「最後の雇用者(employer of last resort, ELR)」政策論では、財政政策が非常に重視されている。

第二に「最後の雇用者」政策である。ポストケインジアンにおいては、近年、積極的な財政政策の一環として、雇用政策に対する関心が高まっている。この雇用政策は、いわゆる公共支出による財政政策ではなく、公共部門が失業者を雇用するというものであり、Wray

---

2)内生的貨幣供給論の立場からの主流派の財政政策無効論に対する批判に関しては、Sawyer(2002)を参照せよ。また、ポストケインジアンの立場から、財政政策を検討したものとしては、Bougrine(2000)、Arestis and Sawyer(2004)、Berglund and Vernengo(2006)が存在する。

(1998)の「最後の雇用者(Employer of Last Resort, ELR)」政策(最近では、公共サービス雇用(Public Service Employment)とも呼んでいる)、及び、Mitchell and Watts(2002)、Mitchell and Muysken(2008)の「雇用保障(Job Guarantee, JG)」政策が代表的なものである。これは単なる財政政策ではなく、雇用政策の一つでもあるが、失業給付やベーシック・インカムなどと同様の役割を果たしうるという点で社会福祉政策でもある<sup>3)</sup>。この政策の理論的な背景は、第1章で簡潔に述べた表券主義である。この政策は必ずしも、内生的貨幣供給論のみを前提としているわけではないが、表券主義を通じて密接な関係が存在し、また、ポストケインジアンによる積極的な提案としてさらなる検討は必要である。

第三に金融政策である。金融政策は、手段としては理論から直接導かれるように利子率政策となる。理論上、信用の直接管理政策もあり得るが、実践上は困難であると主張している(Moore, 1988, pp. 65-68)。利子率政策に関しては、どのような水準に利子率を設定すべきかについては、それほど、明確な議論はまだ存在しない、あるいは形成途中であるというべきであろう<sup>4)</sup>。このため、主流派のインフレーション目標政策論、政策ルール論などの批判的検討を通じて、内生的貨幣供給論固有の具体的な政策論を構築することが課題でもある。インフレーション政策に関しては、伝統的なポストケインジアンと同様にディマンドプル型よりも、コストプッシュ型インフレーションを重視し、インフレーション対策としては所得政策を主張している(Moore, 1988, Wray, 1990)。中央銀行の役割に関しては、最後の貸し手機能を重視している。中央銀行と国家の役割に関しては表券主義との関係で第1章である程度検討したが、中央銀行の独立性などと言った論点に関しては、ポストケインジアンにおいても、主張は未だ明確ではなく、主流派の批判的検討を通じて、新たな議論の展開が必要であろう。

第四に主流派の金融政策論の批判的検討である。内生的貨幣供給論が誕生した際には、マネタリズム批判がその主張の一つであったが、その後、主流派の金融政策論も大きく変化し、インフレーション目標政策とテイラーによる政策ルールが定着している。このため、内生的貨幣供給論としての金融政策論を展開するためにも、こういった現在の動向を検討する必要がある。2000年代に入ってから、ポストケインジアンにおいても、現代の主流派金融政策論の批判的検討が盛んになっている<sup>5)</sup>。既に、様々な論点から批判が行われているが、重要な論点としてはヴィクセル的な自然利子率論が前提となっている点がある

---

3) 社会福祉政策としての位置付けに関しては、Jackson(1999)を参照せよ。ベーシック・インカムとの比較に関しては、Watts(2002)、及び Farrelly(1999)を、ワークフェア政策との比較に関しては Rose(2002)を参照せよ。最後の雇用者の歴史的な検討としては、Rose(1994, 2002)が存在する。ベーシック・インカム論自体に関しては、Van Parijs(1995)、Fitzpatrick(1999)、小沢(2002)を参照せよ。この段落は、「ポストケインジアンの「最後の雇用者政策」」として、2006年10月の経済理論学会で報告したものに基いている。ベーシック・インカムとの関係では、ポストケインジアンの労働論に関しても検討が必要であろう。

4) どういった水準に利子率を設定すべきかに関するポストケインジアンの議論については、Rochon(2007)を参照せよ。

5) Fontana and Palacio-Vera(2002)、Lavoie and Seccareccia(2004)、Arestis et al.(2005)、さらに、*Journal of Post Keynesian Economics*(2006, Summer)、*Review of Political Economy*(2007, July)の特集号が代表的な文献である。

6)。内生的貨幣供給論にせよ、インフレーション目標政策論にせよ、政策手段としての利子率の設定が焦点となっており、利子率をどのように考えるべきかはその意味で最も重要な問題となる。特に、自然利子率概念は設定すべき利子率の規準となっているので、単に理論的に検討するだけでなく、経済理論史的な検討も行う必要があるであろう。

## (2) その他の論点

残された課題のその他の論点をここでは検討する。第一に、この論文では貨幣的循環理論の枠組みを採用し、内生的貨幣供給論としての基本的な構造を展開することに集中したため、より現実的な分析が手薄になっていることである。実際、ストラクチャリズムの分析のサーベイを通して、中央銀行や銀行、さらには金融市場の動き、相互作用といったものに触れてはいるが、踏み込んだ分析が必要である。また、ここでの議論は制度面にはやはり踏み込んだ議論にはなっておらず、制度論的な分析も必要である。さらに必要があれば、実証分析も行うべきであろう。実証分析に関しては政策論的な面でも必要である。

第二に、経済学史的な検討に関しては、ケインズとホートリーのみを取り上げている。しかし、第二次大戦以前の時期には、既に信用貨幣論は現実の銀行、金融市場の発達を背景として展開されていた。それらの議論は必ずしも、現代の内生的貨幣供給論に直接繋がるわけではないが、それ自身検討に値するであろうし、また、ケインズやホートリーとの相互の関係も興味深い。また、貨幣的循環理論に関しては、フランスにおける文脈は全く検討されていないが、これも検討に値するであろう。さらに、戦後の信用貨幣論の展開に関しては内生的貨幣供給論及び貨幣的循環理論に直接影響を与えているもの以外は検討されていない。

---

6) 他には、設定される利子率が金融的利害を強く反映したものとなる可能性を論じる政治経済学的論点や、中央銀行の独立性、透明性、アカウントビリティなどを巡る論点などが存在する。これらも、検討すべき課題である。

## 参考文献

- Aglietta, M. and A. Orléan, eds., 1998. *La monnaie souveraine*, Paris: Editions Odile Jacob.
- Ahiakpor, J. C. W. 2000. Hawtrey on the Keynesian Multiplier: A Question of Cognitive Dissonance?, *History of Political Economy*, 32(4):889-908.
- Arena, R. and N. Salvadori, eds., 2004. *Money, Credit and the Role of the State: Essays in Honour of Augusto Graziani*, Ashgate.
- Arestis, P., M. Desai, and S. Dow eds., 2002. *Money, Macroeconomics and Keynes: Essays in Honour of Victoria Chick, Volume One*, London:Routledge.
- Arestis, P. and P. Howells, 1996. Theoretical Reflections on Endogenous Money: the Problem with 'Convenience Lending', *Cambridge Journal of Economics*, 20(5).
- Arestis, P. and M. C. Sawyer eds., 1998. *The Political Economy of Central Banking*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Arestis, P. and M. C. Sawyer 2004. *Re-examining Monetary and Fiscal Policy for the 21st Century*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Arestis, P., M. Baddeley, and J. McCombie, eds., 2005. *The New Monetary Policy: Implications and Relevance*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Asimakopulos, A. 1983. Kalecki and Keynes on Finance, Investment and Saving. *Cambridge Journal of Economics*, 7(3,4).
- Bell, S. 2001. The Role of the State and the Hierarchy of Money, *Cambridge Journal of Economics*, 25(2): 149-163.
- Bell, S. and E. Nell, eds., 2003, *The State, the Market and the Euro: Chartalism versus Metallism in the Theory of Money*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Berglund, P. G., and M. Vernengo, eds., 2006, *The Means to Prosperity: Fiscal Policy Reconsidered*, Oxon: Routledge.
- Bernanke, B. S. and M. Gertler, 1989. Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations, *American Economic Review*, 79(1).
- Bertocco, G. 2001. Is Kaldor's Theory of Money Supply Endogeneity Still Relevant?, *Metroeconomica*, 52(1):95-120.
- Bibow, J. 1995. Some Reflections on Keynes's 'Finance Motive' for the Demand for Money, *Cambridge Journal of Economics*, 19.
- Bigg, R. J. 1990. *Cambridge and the Monetary Theory of Production*, London: MacMillan.
- Blanchard, O. J. and S. Fisher, 1989 *Lectures on Macroeconomics*, MIT Press. 高田聖治訳『マクロ経済学講義』、多賀出版、1999年。
- Bougrine, H. eds., 2000. *The Economics of Public Spending: Debts, Deficits and Economic Performance*, Cheltenham: Edward Elgar.
- de Boyer, J. 1985. Note sur la theorie monetaire de R. G. Hawtrey, *Studi Economici*, (25):3-27.
- Bridel, P. 1987. *Cambridge Monetary Thought*, London: Macmillan.
- Carlson, E. and W. Mitchell, eds., 2002. *The Urgency of Full Employment*, Sydney: University of New South Wales Press.

- Chick, V. 1997. The Multiplier and Finance, in Harcourt, and Riach(1997).
- Chick, V. and S. C. Dow, 2002. Monetary Policy with Endogenous Money and Liquidity Preference: a Nondualistic Treatment, *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(4):587-607.
- Gnos, C. and L-R. Rochon, eds., 2008. *The Keynesian Multiplier*, London: Routledge.
- Cottrell, A. 1994. Endogenous Money and the Multiplier, *Journal of Post Keynesian Economics*, 17(1).
- Dalziel, P. 1996. The Keynesian Multiplier, Liquidity Preference, and Endogenous Money. *Journal of Post Keynesian Economics*, 18(3).
- Darity, W. and W. Young, 1997. Reply to 'Hawtrey and the Multiplier' by Robert W. Dimand. *History of Political Economy*, 29(3):557-559.
- Darity, W. and W. Young, 2000. Reply to Ahiakpor. *History of Political Economy*, 32(4):915-918.
- Davidson, P. 1965. Keynes's Finance Motive. *Oxford Economic Papers*, 17(1).
- Davidson, P. 1978. *Money and the Real World*, 2nd Edition, London: Macmillan. 原正彦監訳『貨幣的経済理論』日本経済評論社、1980年。
- Davidson, P. 1986. Finance, Funding, Saving, and Investment, *Journal of Post Keynesian Economics*, 9(1).
- Davidson, P. 1990. *The Collected Writings of Paul Davidson, Volume 1 Money and Production*, ed. by Davidson, L., London: Macmillan.
- Davidson, P. 1994. *Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-first Century*, Aldershot: Edward Elgar. 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。
- Davis, E. G. 1980. The Correspondence between R. G. Hawtrey and J. M. Keynes on the Treatise: The Genesis of Output Adjustment Models, *Canadian Journal of Economics*, 13:716-724.
- Deleplace, G. and E. J. Nell, eds., 1996. *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, London: Macmillan.
- Deutscher, P. 1990. *R. G. Hawtrey and the Development of Macroeconomics*, London: Macmillan.
- Dimand, R. W. 1997. Hawtrey and the Multiplier, *History of Political Economy*, 29(3):549-556.
- Dimand, R. W. 2000. Hawtrey and the Keynesian Multiplier: A Response to Ahiakpor, *History of Political Economy*, 32(4):909-913.
- Deleplace, G. and E. J. Nell eds., 1996. *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, London: Macmillan.
- Docherty, P. 2005. *Money and Employment: A Study of the Theoretical Implications of Endogenous Money*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Dow, A. C. and S. C. Dow, 1989. Endogenous Money Creation and Idle Balances, in Pheby(1989).
- Dow, S. C. 1996. Horizontalism: a Critique, *Cambridge Journal of Economics*, 20(4).
- Dow, S. C. 1997. Endogenous Money, in Harcourt and Riach(1997).
- Dow, S. C. and J. Smithin, 1999. The Structure of Financial Markets and the "First Principles" of Monetary Economics, *Scottish Journal of Political Economy*, 46(1):72-90.
- Eshag, E. 1963. *From Marshall to Keynes*, Oxford: Basil Blackwell. 宮崎犀一訳『マーシャルからケインズまで』東洋経済新報社、1967年。
- Farrelly, C. 1999. Justice and Citizen's Basic Income, *Journal of Applied Philosophy*, 16(3):283-296.
- Fitzpatrick, T. 1999. *Freedom and Security*, London: Macmillan. 武川正吾・菊地英明訳『自由と保

- 障 ベーシック・インカム論争』勁草書房、2005年。
- Fontana, G. 2004. Rethinking Endogenous Money: A Constructive Interpretation of the Debate between Horizontalists and Structuralists, *Metroeconomica*, 55(4):367-385.
- Fontana, G. and Palacio-Vera, A. 2002, Monetary Policy Rules: What Are We Learning?, *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(4):547-568.
- Fontana, G. and Realfonzo, R. 2005. *The Monetary Theory of Production: Tradition and Perspectives*, London: Palgrave Macmillan.
- Fontana, G. and Venturino, E. 2003. Endogenous Money: An Analytical Approach, *Scottish Journal of Political Economy*, 50(4):398-416.
- Gnos, C. and L-R. Rochon, eds., 2006. *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Gnos, C. and L-R. Rochon, eds. 2008. *The Keynesian Multiplier*, London: Routledge.
- Goodhart, C. A. E. 1989. Has Moore Become too Horizontal? *Journal of Post Keynesian Economics*, 12(1).
- Goodhart, C. A. E. 1991. Is the Concept of an Equilibrium Demand for Money Meaningful? A Reply to "Has the Demand for Money been Mislaid?", *Journal of Post Keynesian Economics*, 14(1).
- Graziani, A. 1984. The Debate on Keynes's Finance Motive, *Economic Notes*, 13(1):15-33.
- Graziani, A. 2003. *The Monetary Theory of Production*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Harcourt, G. C. ed. 1985. *Keynes and His Contemporaries*, London: Macmillan.
- Harcourt, G.C. and P. A. Riach, eds., 1997. *A 'Second Edition' of The General Theory Vol. 1*, London: Routledge.
- Hawtrey, R. G. 1913. *Good and Bad Trade*, London: Constable & Co.
- Hawtrey, R. G. 1919. *Currency and Credit*, London: Longmans, Green & Co.
- Hawtrey, R. G. 1928. *Trade and Credit*, London: Longmans, Green & Co. 経済同攻會訳『景気と信用』同文館、1930年。
- Hicks, J. R. 1977. *Economic Perspectives: Further Essays on Money and Growth*, Oxford: Clarendon Press. 貝塚啓明訳『経済学の思考法－貨幣と成長についての再論－』岩波書店、1985年。
- Hicks, J. R. 1982[1956], Methods of Dynamic Analysis, in *Money, Interest and Wages, Collected Essays on Economic Theory Volume II*, Oxford: Basil Blackwell.
- Hicks, J. R. 1985. *Methods of Dynamic Economics*, Oxford: Clarendon Press.
- Howells, P. G. A. 1995. The Demand for Endogenous Money, *Journal of Post Keynesian Economics*, 18(1).
- Howells, P. G. A. 1997. The Demand for Endogenous Money: a Rejoinder, *Journal of Post Keynesian Economics*, 19(3).
- Howson, S. 1985. Hawtrey and the Real World, in Harcourt(1985).
- Ingham, G. 2000. 'Babylonian Madness': on the Historical and Sociological Origins of Money, in Smithin(2000).
- Ingham, G. 2004. *The Nature of Money*, Cambridge: Polity Press.
- Jackson, W. A. 1999. Basic Income and Right to Work: a Keynesian Approach, *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(4).
- Jarsulic, M. ed. 1985. *Money and Macro Policy*, Boston: Kluwer Nijhoff Publishing.
- Kaldor, N. 1958. Monetary Policy, Economic Stability and Growth, reprinted in Kaldor 1989.

- Kaldor, N. 1960. *Essays on Economic Stability and Growth*, London: Gerald Duckworth & Co. Ltd.
- Kaldor, N. 1970. The New Monetarism, *Lloyds Bank Review*, July:1-17, reprinted in Kaldor 1989. 笹原昭五他訳『貨幣・経済発展そして国際問題』所収、日本経済評論社、2000年。
- Kaldor, N. 1982. *The Scourge of Monetarism*, Oxford: Oxford University Press. 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。
- Kaldor, N. and J. Trevithick 1981. A Keynesian Perspective on Money, *Lloyds Bank Review*, January:1-20.
- Kalecki, M. 1954. *Theory of Economic Dynamics*, Allen & Unwin, reprinted in Kalecki 1991. 宮崎義一・伊東光晴訳『経済変動の理論』新評論、1958年。
- Kalecki, M. 1971. *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy 1933-1970*, Cambridge: Cambridge University Press. 浅田統一郎・間宮陽介訳『資本主義経済の動態理論』日本経済評論社、1984年。
- Kalecki, M. 1991. *Collected Works of Michal Kalecki Volume 2 Capitalism: Economic Dynamics*, Oxford: Oxford University Press.
- Keynes, J. M. 1913. *Indian Currency and Finance*, in Keynes, J. M. 1971a.
- Keynes, J. M. 1923. *A Tract on Monetary Reform*, in Keynes, J. M. 1971b.
- Keynes, J. M. 1937a. General Theory of Employment, *Quarterly Journal of Economics*, February, in Keynes, J. M. 1973b.
- Keynes, J. M. 1937b. Alternative Theories of the Rate of Interest, *Economic Journal*, June, in Keynes, J. M. 1973b.
- Keynes, J. M. 1937b. The 'Ex-ante' Theory of the Rate of Interest, *Economic Journal*, December, in Keynes, J. M. 1973b.
- Keynes, J. M. 1938. Mr Keynes and 'Finance', *Economic Journal*, June, in Keynes, J. M. 1973b.
- Keynes, J. M. 1971a. *The Collected Writings of John Maynard Keynes Vol.1 Indian Currency and Finance*, London: Macmillan. 則武保夫・片山貞雄訳『ケインズ全集第1巻 インドの通貨と金融』東洋経済新報社、1977年。
- Keynes, J. M. 1971b. *The Collected Writings of John Maynard Keynes Vol.4 A Tract on Monetary Reform*, London: Macmillan. 中内恒夫訳『ケインズ全集第4巻 貨幣改革論』東洋経済新報社、1978年。
- Keynes, J. M. 1971c. *The Collected Writings of John Maynard Keynes Vol.5 A Treatise on Money Vol.1 The Pure Theory of Money*, London, Macmillan. 小泉明・長沢惟恭訳『ケインズ全集第5巻 貨幣論1 貨幣の純粹理論』東洋経済新報社、1979年。
- Keynes, J. M. 1971d. *The Collected Writings of John Maynard Keynes Vol.6 A Treatise on Money Vol.2 The Applied Theory of Money*, London, Macmillan. 長沢惟恭訳『ケインズ全集第6巻 貨幣論2 貨幣の応用理論』東洋経済新報社、1980年。
- Keynes, J. M. 1972. *The Collected Writings of John Maynard Keynes Vol.9 Essays in Persuasion*, London, Macmillan. 宮崎義一訳『ケインズ全集第9巻 説得論集』東洋経済新報社、1981年。
- Keynes, J. M. 1973a. *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan. 塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』普及版、東洋経済新報社、1995年。
- Keynes, J. M. 1973b. *The Collected Writings of John Maynard Keynes Vol. 14 The General Theory and After Part2 Defence and Development*, London: Macmillan.

- King, J. E. 1996. Hyman Minsky: the Making of a Post Keynesian, in Pressman(1996).
- King, J. E. 2002. A History of Post Keynesian Economics Since 1936, Edward Elgar.
- Knapp, G. F. 1905. Staatliche Theorie des Geldes, Leipzig: Duncker & Humblot. 宮田喜代藏訳『貨幣國定學説』有明書房、1988年。
- Laidler, D. 1991. The Golden Age of the Quantity Theory, Princeton: Princeton University Press. 石橋春男他訳『貨幣数量説の黄金時代』同文館、2001年。
- Laidler, D. 1999. Fabricating the Keynesian Revolution: Studies of the Inter-War Literature on Money, the Cycle, and Unemployment, Cambridge: Cambridge University Press.
- Lavoie, M. 1984. The Endogenous Flow of Credit and the Post Keynesian Theory of Money, Journal of Economic Issues, 18(3):771-797.
- Lavoie, M. 1985. Credit and Money: the Dynamic circuit, Overdraft Economics, and Post Keynesian Economics, in Jarsulic(1985).
- Lavoie, M. 1991. Change, Continuity and Originality in Kaldor's Monetary Theory, in Nell and Semmler(1991).
- Lavoie, M. 1992. Jacques Le Bourva's Theory of Endogenous Credit-Money, Review of Political Economy, 4(4):436-446.
- Lavoie, M. 1996. Horizontalism, Structuralism, Liquidity Preference and the Principle of Increasing Risk, Scottish Journal of Political Economy, 43(3):275-300.
- Lavoie, M. 2003. A Primer on Endogenous Credit-Money, in Rochon and Rossi(2003).
- Lavoie, M. and M. Seccareccia 2004. Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives, Cheltenham: Edward Elgar.
- Le Bourva, J. 1959. La théorie de l'inflation, le rapport des experts et l'opération de décembre 1958, Revue Économique, 10:713-754.
- Le Bourva, J. 1962. Création de la monnaie et multiplicateur du crédit, Revue Économique, 13: 29-56.
- Le Bourva, J. 1992. Money Creation and Credit Multipliers, Review of Political Economy, 4(4):447-466.
- Menger, K. 1892. On the Origin of Money, Economic Journal, 2(6):239-255.
- Minsky, H. P. 1957a. Central Banking and Money Market Changes, Quarterly Journal of Economics, 71(2), reprinted in Minsky 1982.
- Minsky, H. P. 1957b. Monetary Systems and Accelerator Models, American Economic Review, 47(6), reprinted in Minsky 1982.
- Minsky, H. P. 1972. Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster, reprinted in Minsky 1982.
- Minsky, H. P. 1975. John Maynard Keynes, Columbia University Press. 堀内昭義訳『ケインズ理論とは何か』岩波モダンクラシックス、岩波書店、1999年。
- Minsky, H. P. 1982. Can "It" Happen Again?, M. E. Sharpe. 岩佐代市訳『投資と金融』日本経済評論社、1988年。
- Minsky, H. P. 1986. Stabilizing an Unstable Economy, New Heaven: Yale University Press. 吉野紀・浅田統一郎・内田和男訳『金融不安定性の経済学 歴史・理論・政策』多賀出版、1989年。
- Mitchell, W. and E. Carlson, eds., 2001. Unemployment: The Tip of the Iceberg, Sydney: University of New South Wales Press.
- Mitchell, W. and W. Mosler, 2001. Unemployment and Fiscal Policy, in Mitchell and Carlson(2001).

- Mitchell, W. and J. Muysken, 2008. *Full Employment Abandoned: Shifting Sands and Policy Failures*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Mitchell, W., and Watts, M., 2002. Restoring Full Employment: the Job Guarantee, in Carlson and Mitchell(2002).
- Moore, B. J. 1988. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Moore, B. J. 1991a. Has the Demand for Money been Misaid? A Reply to "Has Moore Become too Horizontal?", *Journal of Post Keynesian Economics*, 14(1).
- Moore, B. J. 1991b. Marx, Keynes, Kalecki and Kaldor on the Rate of Interest as a Monetary Phenomenon in Nell and Semmler(1991).
- Moore, B. J. 1991c. Money Supply Endogeneity: "Reserve Price Setting" or "Reserve Quantity Setting"?, *Journal of Post Keynesian Economics*, 13(3).
- Moore, B. J. 1994. The Demise of the Keynesian Multiplier: a Reply to Cottrell, *Journal of Post Keynesian Economics*, 17(1).
- Moore, B. J. 1997. Reconciliation of the Supply and Demand for Endogenous Money, *Journal of Post Keynesian Economics*, 19(3).
- Mott, T. 1985-86. Towards a Post-Keynesian Formulation of Liquidity Preference, *Journal of Post Keynesian Economics*, 8(2):220-232.
- Nell, E. J. and M. Forstater eds., 2003. *Reinventing Functional Finance: Transformational Growth and Full Employment*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Ohara, H. 2000. Reexamination of Keynes's Finance Motive, *The Bulletin of the Institute of Social Sciences*, Meiji University, 22(2):1-30.
- Ohlin, B. 1937a. Some Notes on the Stockholm Theory of Saving and Investment I, *Economic Journal*, 47 March.
- Ohlin, B. 1937b. Some Notes on the Stockholm Theory of Saving and Investment II, *Economic Journal*, 47 June.
- Ohlin, B. 1937c. Alternative Theories of the Rate of Interest: Three Rejoinders I, *Economic Journal*, 47 September.
- Palley, T. I. 1987-88. Bank Lending, Discount Window Borrowing, and the Endogenous Money Supply: a Theoretical Framework, *Journal of Post Keynesian Economics*, 10(2).
- Palley, T. I. 1991. The Endogenous Money Supply: Consensus and Disagreement, *Journal of Post Keynesian Economics*, 13(3).
- Palley, T. I. 1996a. *Post Keynesian Economics: Debt, Distribution and the Macro Economy*, London: Macmillan.
- Palley, T. I. 1996b. Accomodationism versus Structuralism: Time for an Accommodation, *Journal of Post Keynesian Economics*, 18(4).
- Pastoret, C. 2006. Fiscal Policy, Government Intervention and Endogenous Money: Are Chartalist and Circuitist Theories Complementary?, in Gnos and Rochon(2006).
- Pheby, J. ed. 1989. *New Directions in Post-Keynesian Economics*, Aldershot: Edward Elgar.
- Pollin, R. 1991. Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence, *Journal of Post*

- Keynesian Economics*, 13(3):365-395.
- Pollin, R. 1996. Money Supply Endogeneity: What are the Questions and Why do They Matter? in Deleplace and Nell(1996).
- Pollin, R. 1997. Financial Intermediation and the Variability of the Saving Constraint in Pollin(1997).
- Pollin, R. ed. 1997. *The Macroeconomics of Saving, Finance and Investment*, Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Pressman, S. ed. 1996. *Interactions in Political Economy: Malvern after Ten Years*, London: Routledge.
- Richardson, D. 1986. Asimakopulos on Kalecki and Keynes on Finance, Investment and Saving, *Cambridge Journal of Economics*, 10(2).
- Realfonzo, R. 1998. *Money and Banking: Theory and Debate 1900-1940*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Robertson, D. H. 1926. *Banking Policy and the Price Level*, London: P. S. King & Son.
- Robertson, D. H. 1936. Some Notes on Mr. Keynes' General Theory of Employment, *Quarterly Journal of Economics*, 51 November.
- Robertson, D. H. 1937. Alternative Theories of the Rate of Interest: Three Rejoinders II, *Economic Journal*, 47 September.
- Robertson, D. H. 1938. Mr Keynes and "Finance", *Economic Journal*, 48 June.
- Rochon, L. 1999. *Credit, Money and Production: An Alternative Post-Keynesian Approach*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Rochon, L. 2000. 1939-1958: Was Kaldor an Endogenist?, *Metroeconomica*, 51(2):191-220.
- Rochon, L. 2007. The State of Post Keynesian Interest Rate Policy: Where Are We and Where Are We Going?, *Journal of Post Keynesian Economics*, 30(1):3-12.
- Rochon, L. and S. Rossi, eds. 2003. *Modern Theories of Money: The Nature and Role of Money in Capitalist Economics*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Rochon, L. and S. Rossi, 2004. Central Banking in the Monetary Circuit, in Lavoie and Seccareccia(2004).
- Rochon, L. and Vernengo, M., eds. 2001., *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Rose, N. E. 1994. *Put to Work: Relief Programs in the Great Depression*, New York: Monthly Review Press.
- Rose, N. E. 2002. Workfare, Fair Work and the Job Guarantee, in Carlson and Mitchell(2002).
- Rotheim, R. ed. 1998. *New Keynesian Economics/Post Keynesian Alternatives*, London: Routledge.
- Sawyer, M. C. 1985. *The Economics of Michal Kalecki*, Macmillan. 緒方俊雄監訳『市場と計画の社会システム』日本経済評論社、1994年。
- Sawyer, M. C. 2002. Economic Policy with Endogenous Money, in Arestis, Desai, and Dow(2002).
- Setterfield, M. 2006. *Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory: Essays in Honour of Basil J. Moore*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Smithin, J. ed. 2000. *What is Money?*, London: Routledge.
- Stiglitz, J. E. and A. Weiss 1981. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*, 71(3).
- Stiglitz, J. E. 1993, *Economics*, W W Norton & Co. 藪下他訳『マクロ経済学』東洋経済新報社、1995年。
- Swanke, T. A. 2004. Understanding the Implications of Money Being a Social Convention, in Wray and

- Forstater(2004).
- Toporowski, J. 2005. *Theories of Financial Disturbance: An Examination of Critical Theories of Finance from Adam Smith to the Present Day*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Van Parijs, P. 1995. *Real Freedom for All: What (If Anything) Can Justify Capitalism?*, Oxford: Oxford University Press.
- Walters, B. and D. Young 1997. On the Coherence of Post-Keynesian Economics, *Scottish Journal Political Economy*, 44(3).
- Watts, M. 2002. Basic Income versus the Job Guarantee: A Review of the Issues, *Journal of Economic and Social Policy* 7(1):23-45.
- Wells, P. 1983. A Post Keynesian View of Liquidity Preference and the Demand for Money, *Journal of Post Keynesian Economics*, 5(4):520-536.
- Wray, L. R. 1988. Profit Expectations and the Investment-Saving Relation, *Journal of Post Keynesian Economics*, 9(1).
- Wray, L. R. 1990. *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Aldershot: Edward Elgar.
- Wray, L. R. 1998. *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Wray, L. R. and M. Forstater, eds., 2004. *Contemporary Post Keynesian Analysis*, Cheltenham: 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.
- 小原英隆, 1999. 「ロバートソンとホートリーのマクロ的貨幣理論－ケインズ以外の戦間期イギリスの貨幣・景気循環理論に関する研究動向－」『経済学史学会年報』、(37):126-133.
- 小沢修司、2002. 『福祉社会と社会保障改革 ベーシック・インカム構想の新地平』高菅出版。
- 小島専孝 1997. 『ケインズ理論の源泉 スラッファ・ホートリー・アバッティ』有斐閣.
- 小峯敦, 1993a. 「ホートレーにおける商人－消費財と投資財－」『一橋論叢』、109(6):901-909.
- 小峯敦, 1993b. 「ホートレーとケインズ－共通点を主眼として－」『一橋研究』、18(3):85-104.
- 小峯敦, 1994. 「ホートレーからケインズへ－「商人経済論」と乗数理論の影響」『経済学史学会年報』、(32):74-85.
- 下平裕之, 1995. 「D. H. ロバートソンの貨幣経済論－信用経済の安定分析－」『一橋論叢』、114(6):1062-1076.
- 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』、122(6):787-801.
- 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』、38:146-157.
- 内藤敦之, 2001. 「内生的貨幣供給とファイナンス」『一橋論叢』、125(6):702-717.
- 内藤敦之, 2004a. 「貨幣的循環理論と流動性選好」『季刊 経済理論』、41(3):66-74.
- 内藤敦之, 2004b. 「ホートリーの信用貨幣論－貨幣的循環と銀行－」『経済学史学会年報』、46:48-61.
- 内藤敦之, 2007. 「貨幣・信用・国家－ポスト・ケインズ派の信用貨幣論と表券主義」『季

- 刊 『経済理論』、44(1):54-64.
- 内藤敦之, 2008. 「ケインズの貨幣観－内生的貨幣供給論と計算貨幣説」『大月短大論集』、39:23-48.
- 鍋島直樹, 2001. 『ケインズとカレツキ ポスト・ケインズ派経済学の源泉』名古屋大学出版会.
- 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』、16(1).
- 福田川洋二, 1983. 「ケインズ貨幣供給論の検討－内生・外生問題を中心として－」『経済学論纂』(中央大学)、24(6).
- 古川颯, 2000. 「信用の経済学－R. G. ホートレーを中心に－」『経済論叢』(京都大学)、166(5・6):337-371.
- 美濃口武雄, 1986. 「ケインズの貨幣供給論－内生説と外生説－」『一橋論叢』、96(5).
- 楊枝嗣朗, 1988. 『貨幣・信用・中央銀行－支払い決済システムの成立－』同文館.
- 楊枝嗣朗, 2004. 『近代初期イギリス金融革命－為替手形・多角的決済システム・商人資本－』ミネルヴァ書房.
- 楊枝嗣朗, 2008. 「貨幣・中央銀行・国家の連関」『季刊 経済理論』、45(2):5-14.
- 吉沢法生, 1986. 『イギリス再建金本位制の研究』新評論.
- 吉沢法生, 1992. 「R. G. ホートリーの貨幣的経済論(1)」『商経論叢』(神奈川大学)、27(4):1-54.
- 吉沢法生, 1994. 「『好況と不況』の分析視角について－R. G. ホートリーの貨幣的経済論(2)」『商経論叢』(神奈川大学)、29(3):85-122.
- 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.