

論 文

ポスト・ケインズ派経済学と貨幣

渡 辺 良 夫[†]

要 旨

本稿の目的は、2008年のグローバル金融危機を契機に期せずして関心が復活したケインズの貨幣経済思想に焦点を当て、ポスト・ケインズ派がこの貨幣経済思想をいかに発展させてきたかを次の3つの論点、すなわち貨幣の非中立性、金融の不安定性および貨幣の内生性について考察することにある。ケインズは、貨幣的变化が実物経済に影響する貨幣の非中立性を強調するさい、貨幣が意思決定に深く食い込んでおり、流動性選好をつうじて投資決定にインパクトを与えると同時に、投資のファイナンス需要が銀行の利潤追求に基づく内生的な信用貨幣供給を駆動する点を重視している。資本主義経済が潜在的に金融不安定性に晒されていると同時に、それが持続的に機能するためにはそれ相応規模の投資支出をファイナンスする貨幣の内生的供給の増加が必要になる。ポスト・ケインズ派経済学は、貨幣の非中立性 不安定性 内生性のネクサスを一体的に展開することが要請されるのである。

1. はじめに

リーマン・ショックからすでに10年が経過したにもかかわらず、資本主義経済はグローバル金融危機の後遺症が癒えないまま、多くの国が大後退から長期停滞へ陥った。こうしたグローバルな規模の経済・金融危機が発生したという事実は、自由市場主義を信奉する主流の経済学に対する信用を失墜させるとともに、はからずもケインズの貨幣経済思想に対する関心を復活させる契機にもなった。このようにケインズ経済学と政策に対する関心が再び復活したことは、ノーベル経済学賞の受賞者であるアカロフとシラーといった主流の経済学者たちでさえ、「経済の本当の仕組みを理解するには、マクロ経済理論にアニマル・スピリットを組み込む必要がある……マクロ経済学をきれいに科学的にしようとする中で、標準のマクロ経済学者たちは、完全に合理的に行動したら経済がどう動くかだけに専念することで研究の構造と規律を課してきた」¹⁾と述べるように変わってきたことにも見てとれる。

[†] 明治大学商学部教授

1) Akerlof and Shiller [1], p. 268.

さて、貨幣がケインズのマクロ経済学の中心に位置づけられていることは、よく指摘されるところではあるけれども、必ずしもよく理解されているとはかぎらない。ケインズが焦点を当てた貨幣中心の資本主義経済においては、企業が生産に用いる実物資本財に投資支出する場合であれ、投機家が利殖目的で証券資産や土地・家屋を保有する場合であれ、貨幣はさまざまな取引契約を履行する手段となっている。貨幣は、債務の支払い期限が到来したときにその債務契約を履行する能力を持っているという理由に基づいて、ひとつの資産となっている。貨幣は、契約決済手段であることが流動性を生み出す源泉であり、それを不確実な将来に立ち向かう防御機能や債務不履行に備える保険機能を果たすのに相応しい手段にしている。貨幣は、その収益が明示的な金銭的報酬というよりもむしろ、暗黙の主観的な流動性プレミアムという形でもたらされる資産である。したがって、こうした貨幣と交換に実物資本財あるいは消費財に支出するとき、または証券資産を購入してポートフォリオを拡大しようとするさいには、どの程度転売しやすいかを表す流動性プレミアムが問題となる。こうした流動性プレミアムは、配当、利子、キャピタルゲインおよび資産保有に伴う費用と並んで、さまざまな貨幣表示の利子率を構成する要素をなすものである。

貨幣経済分析の出発点は、将来に立ちはだかっている不確実性のもとでの利子率決定の流動性選好説であり、それはケインズが『一般理論』（これ以降はGTと略記する）で打ち立てた理論的革新のひとつである。もうひとつの革新的要素は投資決定の有効需要理論であり、ケインズは投資決定論の構築において、不確実性の下で企業家のアニマル・スピリットが果たす役割を重視した。ポスト・ケインジアンはこうしたケインズのヴィジョンを受け継ぐとともに、資本主義経済のもつ不安定性が不確実性下でなされる個々人のミクロの意思決定と経済全体のマクロの諸結果との間の矛盾や対立から生じると認識して研究を展開してきた。

本論文の目的は、こうしたケインズの貨幣経済思想に焦点を当て、ポスト・ケインジアンがケインズからいかなる視点を受け継ぎそれらをどのように発展させてきたかを、貨幣の非中立性、金融の不安定性および貨幣の内生性を中心に検討することにある。ケインズは、貨幣的変化が実物経済に影響する貨幣の非中立性を強調するさい、貨幣が意思決定に深く食い込んでおり流動性選好をつうじて投資決定にインパクトを与えることと、営利企業である銀行が貨幣を創出する貨幣供給プロセスは利潤追求によって左右されるという文脈で論を進めている。したがって、ケインズ経済学が資本主義経済の分析であるという論理立てにおいて、貨幣は非中立的であるとともに、民間銀行によって金融市場において内生的に創造されるものである。潜在的に不安定化しやすいとはいえ、資本主義経済が機能し続けるためには、十分な投資をファイナンスする貨幣は内生的に供給されなければならないからである。

このように、以下で取り上げる論点をこれらの3点に絞っている関係で、この論文ではポスト・ケインジアンの範囲を比較的狭く規定し、ケインズの貨幣的分析を基礎に据えて現代の諸問題の分析に応用しようと試みる「ファイナンシャル・ケインズ主義 (Financial Keynesian-

ism)」²⁾を指すものとする。

2. 貨幣の非中立性

ケインズは、貨幣の長期的な非中立性を理論的基盤として据えるため、古典派の実物交換経済 (real exchange economy) とは対置される貨幣的生産経済 (monetary production economy) を分析対象とした。ケインズは、雇用の一般理論とこうした非中立貨幣観の統合を目指して「自己利子率」の理論を展開した。ポスト・ケインジアンはケインズからこの自己利子率フレームワークを継承して、流動性選好説を多種多様な資産が存在する状況の分析に拡張し、不確実性のもとで運動する資本主義的生産経済を「貨幣的均衡分析」として展開してきた³⁾。

古典派の貸付資金説はケインズの流動性選好説によって利子理論の中心の座から追われたが、それも一時的な転落にすぎなかった。むしろ流動性選好アプローチが照準を十分に定めずに発射されたため、こうして難を逃れて再生された一般均衡理論は逆にケインズ理論を巧みに取り込み、ヴィクセル流の自然利子率の教義も知らぬ間に蘇ってきた。ここで思い起こされるのは、ケインズは『貨幣論』(ケインズ [8]) がヴィクセルの強い影響下で生み出された研究成果であることを自ら認めて、GT で次のように述懐していることである。すなわち、

「私は『貨幣論』において唯一の利子率というべきものを定義して、それを自然利子率と呼んだ。それは……貯蓄額と投資額との均等を維持する利子率であった。……しかし私は、どんな社会においても、この定義によれば、仮説的な各雇用水準に対して、一つの異なつた自然利子率が存在するという事実を見逃していた。……したがって、唯一の自然利子率について語ったり、以上の定義が、雇用水準にはかかわりなく、唯一の利子率の値を与えるものであると示唆したりすることは誤りであった。私は当時、ある水準においては、経済体系が完全雇用以下の水準のもとで均衡しうることを理解していなかったのである」(GT, pp. 242 3. 強調はケインズによる)。

このようにケインズは、現実の市場経済において総需要と総供給を均等化してくれる一義的な自然利子率など存在しない、と異議を申し立てたのである。ケインズは、雇用理論と貨幣および利子の理論を統合するため、スラッファが最初に提案した商品利子率の概念⁴⁾をベースに

2) Wray [30] を参照。

3) Rogers [26] は、第7章と第8章において、ポスト・ケインズ派の貨幣的均衡分析をコンパクトに整理しているので、参照されたい。

4) Sraffa [27] は、直接にはハイエクの『価格と生産』に対する批評であるが、ハイエク理論が引き

「自己利子率」(own rates of interest)として改めて定式化し、これを貨幣経済分析の理論的基礎として活用したのである。そこでケインズは、現実の市場経済では完全雇用均衡よりもむしろ不完全雇用均衡がノーマルな状態であることを論証するさい、不確実性の下における貨幣が演じる役割と利子率の重要性を強調した。

このスラッファによる批評論文が契機となって、ケインズは、GT刊行直前の「生産の貨幣理論」と題する論文(ケインズ [9])において、古典派が実物交換経済に基づいているのに対し、自らの分析対象が貨幣契約に基づいて組織された貨幣生産経済であると強調するようになった。さらにケインズは、GT刊行直後の論文(ケインズ [11], [12])でも主要な問題関心が貨幣にかかわっていることを表明し、古典派とは代替的な利子理論の構築をつうじて、有効需要論に基づいた雇用の一般理論を精密に仕上げようと試みていたのである。

ケインズは、まず「貨幣利子率はたとえば、1年先というような先渡契約の貨幣額が、その先渡契約額の『現物』価格あるいは現金価格と呼ばれるものを超過する百分率にほかならない。したがって、あらゆる種類の資本資産について、貨幣に対する利子率に類似したものが存在しなければならないように見える。……このようにして、あらゆる耐久財について、それ自身によって測られた利子率が存在する」(GT, pp. 222-3.)と述べた。

ケインズによれば、さまざまな耐久財の自己利子率は、次の4つの属性によって特徴付けられる。すなわち、

生産用役あるいはキャッシュ・フロー(利潤、利子、配当など)の形で生み出される当該資産で測った収益 q_i ,

資産の保有・保管に伴う持ち越し費用 c_i ,

資産の安全性と処分の容易さに対して資産保有者が進んで支払おうとする流動性プレミアム l_i ,

資産価値の予想されるキャピタル・ゲイン(ないしロス) a_i ,

である。これらの属性は、資産に対する需要を規定する要因であると考えられる。貨幣表示の自己利子率 r_i は、耐久財の貨幣で表わした将来価値と現在価値との差の現在価値に対する比率であるから、(1)式のように示すことができる。そこで P_1 は資産の現物価格、 P_2 は資産の先物価格、 Q_1 は現在の資産量、 Q_2 は将来の資産量を表している。

$$r_i = (P_2 Q_2 - P_1 Q_1) / (P_1 Q_1) = q_i - c_i + l_i + a_i \quad (1)$$

そこで長期期待の状態を所与とすれば、資産保有者はより高い自己利子率が期待できる資産を需要するので、そうした資産の市場価格は上昇するであろう。他方、より低い期待収益しか提

継いでいるヴィクセル理論をも批判の俎上にのせていた。したがって、ここから推察されるのは、スラッファの批判は間接的にケインズ『貨幣論』に対する批評という側面を有していた。スラッファのこの論文はきわめて短いものであったが、その後与えた影響はきわめて大きかったといえよう。

供しない資産に対する需要は減少するので、その資産価格は低下するであろう。資産市場の均衡において、資産価格はこれらの収益率、すなわち自己利子率を均等化するように調整されるであろう。ケインズは、既存の資産ストックの現物価格と先物価格の關係に各資産の収益に関する将来の期待を連結することによって、資産保有者の投機的行動と裁定行動に注目した。

ある商品に関する当該商品それ自身で表示される自己利子率すなわち実物利子率 R_i は、実物財で表示される現在の商品量と将来に取引される商品量の比率であるから、

$$R_i = (Q_2 - Q_1) / Q_1 = q_i - c_i + l_i \quad (2)$$

として表される。これはヴィクセルのいう自然利子率であり、あたかも実物財によって貸借がなされたかのように、現在財の将来財に対する評価を反映した異時点間における実物財の数量の比率を表現した概念に他ならない。こうした見方は、資本の生産力を重視した実物的利子論の典型であるといえよう。この点に関してケインズは、「私は現在では、以前きわめて有望な考えであるように見えた『自然』利子率の概念が、われわれの分析に対して何らかのきわめて有益な、重要な貢献をするものとはもはや考えていない。それは、たんに現状を維持する利子率にすぎないのであって、一般に、われわれは現状そのものには主たる関心をもってはいない」(GT, p. 243.) と手厳しい批評を遺している。

ケインズは、現実の貨幣経済における金融的關係に精通していたので、既存の資産ストックの現物価格と先物価格との相対価格調整に注目することによって、資産保有者の行動を捉えようとした。そこで諸資産の期待収益率の間に生じるスプレッドを均等化する資産価格調整要因を a_i で表すならば、これは実物表示の自己利子率を貨幣表示の自己利子率に転換する役割を果たすことになる。異なる種類の資産に対して期待される収益の間の均衡を決定するためには、ケインズは自己利子率の方程式の中に資産価値の変化 a_i を含めることにより、資産の相対的価値にどのような変化が期待されるかを考慮した。(1) 式と (2) 式から、

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

となり、個々の経済主体は共通の価値標準で測った自己利子率が等しくなるように資産を選択し、全体としての資産市場において共通の価値標準で測った収益率に格差が存在する場合には、金利裁定のメカニズムをつうじて資産価格を均衡へ収斂させる諸力が作用するのである。

ヴィクセル理論では、貨幣利子率が自然利子率に対して調整されるとき、経済システムが均衡に到達することになる。長期均衡に至るプロセスにおいては、実物的要因によって決定される自然利子率が調整作用の中心としての役割を演じる。さきの (3) 式に即していえば、商品の供給価格 P_2 が市場価格 P_1 を超える利潤は、市場での競争をつうじてゼロに近づいていくので、すべての商品の利子率は自然利子率に引き寄せられ、そこで (実物形態での) 貸借利子率とも等しくなり長期均衡が達成されると考えられている。

これに対して、ケインズはGTに移ると投資の決定因を強調するようになり、次のように述べている。すなわち「当期の投資量は、投資誘因と呼ばれるものに依存し、投資誘因は……資本の限界効率表と満期および危険を異にする貸し出しに対する利子率の複合体との間の関係に依存する」(GT, p. 27.)。さらにケインズは、「資本の限界効率表は、貸付資金が新投資のために需要されるさいの条件を支配するものであるということができ、他方、利子率は資金が当期に供給されるさいの条件を支配する」(GT, p. 165.)と主張するようになる。ケインズがこうした見方をとるようになったのは、『貨幣論』では曖昧なままになっていた金融資産へのポートフォリオ投資と資本資産への実物的投資とを切り離そうとしていたからである。ケインズがヴィクセルから大幅に乖離することになるのは、一義的な自然利子率という概念をはっきりと否定し、実物収益率と貨幣収益率の間の調整の方向を逆転させる点からである。これについてケインズは、次のように述べている。

「正統派理論は、さまざまな資産の限界効率の一般的な価値を決定する諸力が貨幣から独立しており、いわばそれは自律的な影響力を与えないし、また諸価格が貨幣の限界効率すなわち利子率が他の諸力によって決定され、他の資産の限界効率の一般的な価値と一致して低下するまで変動すると主張するのである。これに対して、私の理論は、それが特殊なケースであり、考えられる広範なケースでは、その反対のことが一般的である、すなわち貨幣の限界効率はある程度はそれ自身に固有な諸力によって決定され、資産の限界効率が利子率と一致して低下するまで価格は変動すると主張している」(ケインズ [12], p. 103. 強調は筆者による)

このように、ケインズが伝統的な自然利子率概念から離れるようになるのは、諸資産の自己利子率が収斂していく調整の中心を決定する諸力にかんする点においてである。自然利子率は唯一でなく、存在する商品の数と同じだけ多数成立するのである。これに対して、貨幣利子率は貨幣がもつ固有な諸力、すなわち後述する貨幣の基本的性質によって決定されることから、多数存在する自然利子率の方から、むしろ独立性をもった貨幣利子率に向かって収斂していく。古典派とケインズでは自己利子率間の調整の方向が反対になっており、これは両者を分ける根本的な相違が利子理論にあることを示唆している。ケインズをして古典派からの訣別を決定付けたものは、資本の限界効率を導入したことに加えて、流動性選好に基づく利子率決定という着想に他かならなかった。ケインズの貨幣経済理論の考え方は、実物的諸力と貨幣的諸力の双方が長期均衡の決定に関与し、貨幣が長期均衡状態に影響を与える持続的な決定因のひとつだということである。

ケインズの自己利子率の枠組みでは、すべての資産市場におけるストック均衡と財市場におけるフロー均衡は、資産価格および収益率の体系によって連結される。単純化して考えるなら

ば、生産のために保有される新資本財の限界効率を d 、第 i 番目の資産の供給価格を P_{Ki} 、将来の期待収益の流れを Π_i とし、 P_{Ki} と Π_i とを与えられたものとすれば、

$$P_{Ki} = \sum \frac{\Pi_i}{(1+d)^t} \quad (4)$$

という関係式を得る。これを d について解くと、当該資本財の限界効率を得られる。ここで留意していただきたいのは、ポートフォリオ投資と実物資本投資を切り離れたうえで、資本の限界効率 d を自己利子率体系に組み入れた点にある。そうすると、資本の限界効率 d は、自己利子率構造における諸資産ストック・フローの調整をつうじて、第 i 番目の資産の自己利子率に等しくなるので、単純化して示せば

$$d = r_i = q_i - c_i + l_i + a_i \quad (5)$$

と表される。すなわち、新たな資本財に対する投資フローは、既存資産のストック市場で決定される収益率 r と新投資から期待される限界効率 d との比較考量がなされ、需要価格と供給価格が均等になる水準に決まる。さまざまな資本資産の需要価格と供給価格という資産の相対価格は、すべての自己利子率の均等化プロセスで重要な役割を果たすとともに、ストックとフローの主要な連結環の役割も演ずるのである。ここで、インフレ期待は a_i の項をつうじて与えられた資産ストックの限界効率に影響することになる。ケインズによれば、「物価上昇の期待がもつ促進的な効果は、それが利子率を高めることによるのではなく、……与えられた資本ストックの限界効率を高めることによるのである」(GT, p. 142. 強調は筆者による)。

ケインズの自己利子率の枠組みにおいて、貨幣保有に対する便益は、名目価値の安定性から生じる資産の処分能力に対して、資産保有者が主観的に評価する流動性プレミアムという形で暗黙の収益からなっている。その意味で貨幣はきわめて素早く処分することができ、しかも資本価値の損失から免れているため、最も高い流動性プレミアムをもつ。貨幣の備えたこうした特徴こそが、他の金融資産に比べて低い収益しかもたらさない手段をポートフォリオに加えて保有しようとする理由である。これらの流動性プレミアムに関する期待は、さまざまな資産の自己利子率の構成における l_i の大きさに依存して、諸資産の自己利子率（限界効率）に対して異なったインパクトを与える。したがって、貨幣の自己利子率が下がる際には、流動性プレミアムに収益の多くを依存する流動的資産に比べて、非流動的な諸資産の現物価格は上昇し、その投資量が増加し自己利子率も上昇するであろう。

このようにして、現物資産価格が供給価格を超えるとき、生産弾力性の高い固定資本資産は、資本財生産企業によって新たに生産されるであろう。こうした固定資産に対する投資の増加は、次いで関連産業における生産・雇用および所得を拡大する波及効果を引き起こし、関連産業の固定資産に対する投資の増加を促すであろう。現物資産価格の上昇によって始発された投資の増大は、関連産業だけでなく経済全般に波及する乗数効果を引き起こすとともに、資産市場お

けるさまざまな資本資産間の相対価格の調整を生じることになるのである。有効需要の原理が働いている背後において、目立たない形で流動性選好による資産の相対価格調整メカニズムが作用していると言い換えられる⁵⁾。

このように、貨幣が経済主体の生産および投資に関する意思決定に深く入り込んでいるがゆえに、流動性選好説は、諸資産の相対価格の決定に関与することをつうじて、有効需要の理論と不可分に結び付いている。有効需要の原理の背後では流動性選好メカニズムが作用しており、それと同時に流動性選好説の背後では有効需要メカニズムが働いているという見方が、ケインズ経済学における貨幣の非中立性の基礎に据えられているのである。

ケインズを実物的均衡分析から貨幣的均衡分析へ移行させたのは、貨幣が長期均衡に影響する持続的要因となることを認め、自然利子率に代わって貨幣利子率が支配的な役割を果たすという着想にあった。貨幣利子率がこうした戦略的な位置に着くためには、産出量が低下するにつれて、貨幣の自己利子率を低下させにくくするような独特な性質が存在する、とケインズは考えた。貨幣の第1の基本的性質は、生産弾力性がゼロか非常に低いことである。将来にかんする不確実性に直面する経済主体が、追加的な資源の投入を延期したいと欲するならば、彼らの行動を延期するためのひとつの形態としての貨幣に対する需要は、企業家に対し貨幣商品の追加的数量の生産に追加的資源を使用するよう促進させないであろう。貨幣の第2の基本的性質は、代替の弾力性がゼロかきわめて低いことである。もし貨幣の自己利子率とその価格上昇とともに低下するならば、貨幣に対する需要の増加は他の対象物に対する需要の増加となって殺到するであろう。その場合には、資産としての貨幣に対する需要は、生産可能な財との代替性が存在するかぎり、少なくとも間接的には新たな雇用を引き起こすようになるであろう。しかし、貨幣と生産可能財との代替性がきわめて低いならば、そのとき貨幣は購買力の大部分を吸い尽くすブラックホールとなりうるのである。

貨幣のこれら2つの特性により、貨幣需要の増大は資本財の新規生産を直接に引き出すことができないし、ポートフォリオ内の代替をつうじて間接的にさえも資本財生産を引き出すことができない。たとえ貨幣需要の増加が貨幣供給の内生的増加を引き起こすとしても、こうした2つの特性により、貨幣の自己利子率の動きは相対的に緩慢になり、多くの未利用の投資機会が残されているにもかかわらず、貨幣という特殊な性質を持った資産の存在が生産可能財に対する需要を飲み込む底なし沼と化すことによって、実物資産の新規生産を促すルートを閉ざす障害になってしまう。行き場を失った貨幣の逃げ込む先は、主として既存の資産、不動産、所有権および特許などの購入が避難港になるであろう。これらはすべて転売しやすい市場流動性の高いものである。

ケインズはこうした非中立貨幣観に立脚して、貨幣経済においてはなぜ投資支出は完全雇用

5) Kregel [13] 第2章を参照。

を生み出すに十分なほど拡大しないのかという理由を明らかにし、貨幣中立性の公理を放棄することによって古典派貨幣理論に引導を渡そうとしたのである。ケインズ経済学における不確実性・貨幣・流動性の不可分な関係を重視する立場は、デヴィッドソン [4]、クレーゲル [13], [14], [15], ロジャース [26] 等によって推し進められてきた。これらのポスト・ケインジアンは、貨幣の中立性公理を前提とする主流の貨幣理論に対して批判的であるだけでなく、貨幣錯覚、賃金・価格の硬直性あるいは情報の非対称性の下での短期的ないし一時的な貨幣の非中立性に限定する現代のニュー・ケインジアン・アプローチに対しても批判的である。

3. 金融の不安定性

ミンスキーは、ケインズ経済学の主題が資本主義経済の分析にあり、企業の投資決定と資本主義的金融の密接不可分な関連を重視し、半世紀も前から一貫して金融不安定性仮説を唱えてきた。ミンスキーは、資本主義経済におけるキャッシュフローの不確実性や資産価格決定において流動性選好が果たす役割を重視する。

ポスト・ケインジアンのうち、不確実性と金融的要因の密接な結び付きを重視する学者たちは、流動性選好説がGT第17章で展開された自己利子率理論を根底に据えた「資産価格決定の理論」であるという見方をとってきた。そうした中でもミンスキーは、流動性選好説がもつ「はるかに強力で真に独創的な側面」が、貨幣の投機的需要を利子率および資産価格に結び付けている点にあることを強調した⁶⁾。さらに、ミンスキーは「真の姿において、GTは『雇用、資産価格および貨幣の一般理論』という標題が付けられるべきであろう……事実、利子の流動性選好説は、資本主義経済における資産価格決定の理論である⁷⁾」と主張する点で傑出した存在になった。ミンスキーが資産価格決定理論として自己利子率理論を重視するようになった理由は、彼自身によって次のように説明されている。

「第17章に含まれている考え方の潜在的な力を明らかにするために、債務構成を明示的に考慮し、議論を景気循環理論と投機の枠組みに基づいて据え直すことによって、この章の議論を手に入れることが必要である。これらの点に修正を施せば、第17章の議論は投機的な投資ブームの説明と、そのような投資ブームが危機に陥りやすい拡大の段階において、なぜ自らを破壊する種子を内包しているのかを説明する糸口をわれわれに与えてくれる⁸⁾」。

このようにミンスキーは、GT第17章の自己利子率理論で展開された資産価格決定とそれが

6) Minsky [17], p. 77.

7) Minsky [18], p. 51.

8) Minsky [17], p. 80. 強調は筆者による。

実物投資や金融投機に与えるメカニズムに対し注目を払っているのである。なぜなら、金融危機を発生させる引き金となる資本資産に対する需要の崩壊はなぜ起こるのかを説明することができるからである。そこからミンスキーは、GTの金融的側面に関する独自の解釈に基づき、現代の資本主義経済における複雑精緻な金融取引がもたらす結果が本来的に不確実であるという認識に立って金融不安定性仮説を提示する。いうまでもなく、貨幣経済において、企業家は不確実性に立ち向かって現在の貨幣を資本資産に投資し、時間をつうじて資本資産が現在の貨幣額よりも大きな将来の貨幣額の流れを生み出すかどうかを推測する。こうした企業家の投資決意やファイナンスは、不確実性から切り離して論じることはできないし、不確実性に対処するための流動性選好と不可分に結び付いている。

流動性選好説がよって立つ礎石は、現実の資本主義経済において貨幣と契約が密接不可分の関係にあるという認識の上に置かれている。なぜならば、経済システムへの貨幣の導入と、時間的要素をもったさまざまな貨幣表示の契約が採用されることは、未発達な資本主義経済社会の在り方や状況を根底から変えてきたからである。貨幣で契約が締結され貨幣で決済される諸契約は、ときには経済成長を促進し資本主義経済の発展に大いに寄与することもあるが、またあるときには経済を不況に陥れ苦境をもたらすという「両刃の剣」の作用を生み出す源泉になると思われるのである。

こうした貨幣契約は、ケインズ理論における貨幣の役割について思考するときの出発点を与えてくれる。貨幣は、債務の支払い期限が到来したときにその債務契約を履行する能力を持っているという理由に基づいて、ひとつの資産となるのである。契約決済手段であることが流動性を生み出す源泉であり、貨幣を不確実な将来に立ち向かう防御機能や債務不履行に備える保険機能を果たすのに相応しい手段にしている。貨幣は、その収益が明示的な金銭的報酬というよりもむしろ、暗黙の主観的な「流動性プレミアム」の形でやってくる資産である。他の資産は、貨幣と同じ程度のこうした防御・保険機能を提供しない代わりに、資産保有者に対し利子支払いによってこうした流動性の面での不完全性を埋め合わせる。

流動性選好説は、貨幣に対する需要という狭い枠の中で考えるよりもむしろ、流動性の程度が低い資産と引き替えに、比較的流動性の程度が高い資産を選ぶという「相対的な選好」として見る方が相応しい。ポスト・ケインジアンは、実際このような方向で流動性選好説をさらに一步押し進めてきた。ミンスキーは、流動性選好説を個別の資産の間の選択としてではなく、資産ならびに負債の双方を含むバランスシートの中の選択に拡張してきた。いまや流動性選好は、比較的流動性の低い諸項目によって構成されるバランスシートから、比較的流動性の高い諸項目によって構成されるバランスシートへ変換する相対的な選好として捉えることによって、分析の射程がいっそう広がることになる。

ミンスキーによれば、資本主義経済にとって適切であるモデルの構造は、経済主体の相互に関連したバランスシートの体系によって表すことができる。当該経済に存在する実物資本資産

を企業部門のバランスシートに記載し、経済の正味資産を家計部門のバランスシートに記載するという点を除けば、あらゆる資産は他の部門のバランスシートの負債であり、あらゆる負債は他部門のバランスシートの資産である。こうしたバランスシート上の資産・負債の諸項目は双方とも同じ貨幣単位で表示され、資産がさまざまな期待される収益や所得受け取り（キャッシュ・イン・フロー）を示しており、負債がさまざまな契約上の返済や支払い（キャッシュ・アウト・フロー）を表している。ミンスキーが明らかにしてきたように、経済主体は保有すべき資産を選択するとき、自己資金によって制約されるとはかぎらない。経済主体がいかほどの資産を購入できるかどうかは、銀行借入れや負債の発行など信用に対するアクセスによっても、補完されるであろう。現代的な視点から流動性選好を戦略を分析するためには、われわれは資産面だけでなく負債面も考慮しなければならない。

流動性がいかなる価値を有するかについて、ケインズは予期しない出来事が生じた場合、コストをかけないで即座に安全資産に取り替えることができるという価値を強調したが、ミンスキーはさらに負債を支払う能力を流動性概念に追加した。いうまでもなく、経済主体のバランスシートは契約上の支払いをするために借入をしたり、資産を流動化する必要性を生じさせるが、そうした資産や負債のリストからもたらされるキャッシュ・イン・フローとキャッシュ・アウト・フローは時間的特質が異なっている。前者は時間をつうじて不確定であるのに対し、後者の多くは契約締結時点でほぼ確定的な性質をもつ。したがって、狭い意味での流動性は、契約上の固定的なキャッシュ・アウト・フローの支払いを履行する能力ということになる。この場合、資産の処分力（市場性）は流動性が与える形のひとつにすぎない。一定の種類の資産を保有することは、それが生み出すと期待されるキャッシュ・イン・フローがどの程度確定であるか、資産の処分力や負債発行のための担保となりうる可能性に依存して、ポートフォリオ全体の流動性に影響を与える。これらの条件の下では、ポートフォリオの流動性プレミアム、すなわち資産保有者によって資産処分力について認識されている価値は、資産購入をファイナンスするために発行される負債の性質にも依存する。

ミンスキーによれば、不確定性が資本主義経済の動きにインパクトを与える仕方は、資本資産価格をつうじて、経済主体の相互に関連したバランスシートに表される財務構造を変化させることによって引き起こされる。財務構造がどの程度脆弱であるか（逆にいえばどの程度堅牢であるか）を検討するとき、次の2つの要因が注目されるであろう。第1はバランスシートの「流動性の状態」である。すなわち、投資家の保有している資産および負債の現在価値はいくらであるかを推定し、それら資産・負債のキャッシュ・イン・フローおよびキャッシュ・アウト・フローが生じると期待されるプロファイルを調べなければならない。これは投資家の債務が満期時に資産からの期待収益や、借入れあるいは手持ち資産の売却などによってによって契約を決済することができるかどうかである。第2の要因は投資家や銀行の「支払い能力」であり、その保有する資産ポジションが少なくとも負担している債務と同等の価値を持っているかどうか

かにかかわっている。将来の資本資産価格はどのような水準になるかは、投資家および資産保有者の資産に対する需要がどのようになるか依存するであろう。負債発行の可能性や借り入れ余力がどの程度あるかも、資産に対する需要に影響を及ぼすであろう。このように、ミンスキーの金融不安定性仮説における流動性選好は、諸資産のみならず諸負債も取り扱うように拡張されている。

自己利子率と資産価格決定の関係を明らかにするため、ミンスキーの議論にしたがって、資産および負債が持つ属性を次のように名目額で定義し、ケインズの自己利子率に関する表記法と区別するため大文字で表すことにしよう⁹⁾。任意の資産*i*について、 Q_i はバランスシート全体によって生み出されるキャッシュ・イン・フローを意味する。 C_i はそのバランスシートを持ち越すさいに要する金融費用であり、投資や資産保有をファイナンスために発行される負債に伴うキャッシュ・アウト・フローを含むものに拡張される。 L_i は貨幣の形で保有された契約決済手段としての即時的な流動性の評価額を意味するが、その他の諸流動資産、金融機関によって提供される事前に合意されたバックアップ・ファイナンス枠や、保有資産を負債発行のために担保として使用する可能性などの潜在的な流動性を加えたものまで拡張される。 A_i はバランスシート全体に生じうる資産価値の予想される増加額（減少額）を表している。

そこで、任意の資本資産が生み出すと期待される名目キャッシュ・フロー総額を $(Q_i - C_i + L_i + A_i)$ 、資本資産価格を P_i 、貨幣表示の自己利子率を r_i とすると、資本資産価格は

$$P_i = \sum \frac{(Q_i - C_i + L_i + A_i)^t}{(1 + r_i)^t} \quad (6)$$

で表される。貨幣表示の自己利子率 r_i は、前の節において (1) 式で示されたように、

$$r_i = q_i - c_i + l_i + a_i$$

単純化のため、1期間についての資産選択を考えるならば、貨幣表示の自己利子率と資本資産価格との関係は、

$$r_i = \frac{(Q_i - C_i + L_i + A_i)}{P_i} - 1 = q_i - c_i + l_i + a_i \quad (7)$$

として表すことができる。

さまざまな資産は、それらが提供する金銭的な名目収益 $(Q_i + A_i - C_i)$ と、偶発時に保険の役割を果たす流動性に対する主観的な評価 L_i との組合せに基づいて、実物資本資産、金融資本資産および貨幣に大きく分類される。貨幣は、資産を自由に処分しうる能力に対する主観的

9) Minsky [17], pp. 79-85.

な価値評価である流動性プレミアムのみを生み出す資産である。ケインズの表現を借りるならば、「貨幣の特徴は、その収益がゼロであり、その持ち越し費用は無視しうるほど小さいが、その流動性プレミアムはかなり大きいという点にある」(GT, p. 226.)。不確実性に晒された世界においては、不確実性が高まったと知覚し認識するとき、流動性の程度が最も高い項目は特別に高い事前的な価値をもつので、そうした項目の流動性プレミアム l_i が最も高くなるであろう。なぜならば、貨幣は債務の支払い期限が到来したとき、そうした債務契約を履行し決済する能力を有している資産であるからである。貨幣経済において、貨幣保有の効用は、支払い・返済契約残高の規模、諸資産の予想収益に関する不確実性、および債務手段のアヴェイラビリティに関する不確実性に反応して、流動性プレミアムに反映されていく。ここからわれわれは、貨幣の流動性プレミアムが、さまざまな資本資産の自己利子率の構成要素として含まれている当該資産の流動性プレミアムの大きさに依存して、諸資本資産の限界効率、したがってそれらの資産価格全般に影響を与えていることを読み取ることができよう。

ミンスキーは、金融不安定性が高まり金融危機が頻発するようになった1980年代以降、企業や銀行の流動性の程度にとどまらず、支払い能力の程度も加味し財務構造の安全性のゆとり幅を注目するようになった¹⁰⁾。この安全性のゆとり幅は、予期できない将来のキャッシュフローの変化を吸収するためのクッションを意味しており、流動性クッションよりも広義の不確実性に対する備えであるといえよう。

ミンスキーのキャッシュ・フローの分類によれば¹¹⁾、キャッシュフローは(1)所得キャッシュフロー、(2)バランスシート・キャッシュフロー、(3)ポートフォリオ・キャッシュフローから構成される。(1)は企業の生産・投資活動に結びついた「営業キャッシュフロー」であり、先の自己利子率フレームワークでいえば、 $(Q_i > C_i)$ の状態であれば健全金融の状態である。(2)と(3)は、単純化のため「財務キャッシュフロー」として一纏めにして扱うことにする。投機的金融は、基本的には $(Q_i + A_i > C_i)$ という財務状態になるが、一時的には不等号が逆になり、キャッシュ・イン・フローがキャッシュ・アウト・フローを下まわるかもしれない。ポンツィ金融は、基本的にキャッシュ・イン・フローがキャッシュ・アウト・フローを下まわり、 $(Q_i + A_i < C_i)$ という状況である。こうした財務状況では支払い能力が不足しており、手持ち資産売却によって解消するか、債務返済のための新たな負債発行に依存するか、あるいは利子費用を資本に繰り入れることが必要になる。したがって、安全性のゆとり幅はほとんど消滅してしまい、雪だるま式に債務累積が進行するきわめて不健全な財務状況に陥る。

ポーリンが指摘するように、ミンスキーの投資決定の金融理論は、債務構造が投資価値に影響しないとするモディリアーニ - ミラー (M M) 仮説とは異なり、企業の債務構造に織り込

10) ミンスキーが安全性のゆとりの幅という概念を用いて金融不安定性仮説をいっそう深化させた研究成果は、いうまでもなくミンスキーの代表作となった [18] である。

11) Minsky [18], p. 246-264.

まれた借り手リスクと貸し手リスクが重要な役割を演じる¹²⁾。手短に述べるならば、初めは企業の財務構造が健全金融の状態にあるものと仮定する。やがて景気拡張につれて、企業は内部資金の範囲を超えて外部資金調達を用い、将来の債務返済の借り換えをあらかじめ織り込んでファイナンスするようになると、キャッシュ・イン・フローがキャッシュ・アウト・フローをわずかに上回るにすぎない脆弱な投機的金融に変換していく。しかし、実現される利潤の増加が借り手および貸し手に楽観的な期待を形成を促し、負債の累積を招くようになると、キャッシュ・イン・フローがキャッシュ・アウト・フローを下回り、債務不履行が生じる不健全なポンツィ金融の状態に陥る。このとき、借り手リスクは投資資金に占める外部負債への依存度が高まるにつれて、財務上の安全性のゆとり幅が狭くなることから生じる。また貸し手リスクは、内部金融比率の低下、利払い額のキャッシュフローに対する比率の上昇および債券の格付けの引き下げが生じるときに高まる。

ここで強調されるべきは、次の2つである。第1に、ミンスキーは景気拡張期に企業が投資ファイナンスの多くを借り入れに依存するようになると、債務膨張・累積が引き起こすリスクの高まりを強調していることである。安全性のゆとり幅は、ミンスキーの金融不安定性仮説にとっては不可欠な概念であり、投資企業の借り手リスクの変化や確信の程度における変化をさぐる「早期警戒シグナル」の役割を演じる。もしキャッシュインフローの増加が拡張期のあいだに形成される楽観的な期待を満たさないならば、この投資企業は財務状態が脆弱化していることに気がつくや否や、支払い不能の脅威を感じるにつれて、債務圧縮に方向転換するであろう。これはいわゆる「レバレッジの巻き戻し」(de leverage) と呼ばれる現象である。

第2は、ミンスキーが安全性のゆとり幅という概念を用いて流動性準備を超える支払い能力の問題を分析に取り込むとともに、(7)式に示されるように、流動性選好が自己利子率をつうじて資本資産価格体系に影響を及ぼすメカニズムとの統合を図っていることである。ミンスキーは、外生的なショックや政策当局の危機対応能力などに金融危機発生の責めを負わせるのではなく、資本主義経済の内部的運行過程に金融不安定化の源泉があり、内生的に金融を脆弱化させる要因のひとつとして投機的な流動性選好の作用がある、ということを示している¹³⁾。

現在ではすっかり有名になったが、金融不安定性仮説は、2007-8年のサブプライムローン危機の発生により「ミンスキー・モーメント」として脚光を浴び、現在ではポスト・ケインズ派経済学の中核を占めるようになってきている¹⁴⁾。景気拡張期には企業と銀行のリスクが低く見積もられ、不健全なほどの信用膨張が内生的貨幣供給プロセスをつうじて引き起こされる。ケインズ経済学が資本主義の運動に関する分析であるという論理立てでは、資本主義が首尾良く機

12) Pollin [26], p. 79.

13) Minsky [18] 第10章を参照されたい。

14) ポスト・ケインズ派経済学の全体像については、鍋島 [22] を参照されたい。

能するためには、貨幣は内生的であることを要請される。次に、こうした貨幣の内生性について検討してみよう。

4. 貨幣の内生性

ポスト・ケインジアンによるケインズ貨幣理論の拡張の第3の流れは、貨幣経済における投資の主導的役割を重視し、投資支出のファイナンスをつうじて貨幣供給が内生的に決定されることを強調する内生的貨幣供給理論の展開に向けられた。内生的貨幣供給理論は、貨幣の非中立性論や金融の不安定性論とともに、ポスト・ケインジアン貨幣理論の支柱をなしている。しかし、内生的貨幣供給理論の領域の中において、中央銀行が金融の状態に与える影響の性質と程度や、銀行セクターと非銀行セクターに対して与える相対的な影響の性質と程度を巡って、重要な相違点が浮かび上がってきた。これらの考え方は、大きく2つのグループに分かれる。ホリゾンタリスト・アプローチは、貨幣供給内生化の推進力が民間部門による信用需要と中央銀行の短期利子率であると強調する。もうひとつの見方は、信用および貨幣量の決定において、信用需要および流動性選好とともに、金融システムの構造的変化に多くの関心を払うところから、ストラクチャリスト・アプローチと呼ばれる。

カルドアは、マネタリズムに対する透徹した批判を展開する一方、ケインズの流動性選好説における外生的貨幣供給の想定を批判し、貨幣供給の内生化と中央銀行による利子率の外生的決定を提唱する¹⁵⁾。カルドアの内生的貨幣供給理論は、中央銀行の金融政策の運営方式に依存したものとなっており、商業銀行が貨幣供給の内生化において果たす役割を明らかにしていない。ムーアはカルドア・モデルに欠けていた銀行行動を取り上げ、ホリゾンタリスト・アプローチのミクロ的基礎にあたる銀行の資産・負債管理と短期金融市場の役割を考察することによって理論の肉付けを図る。

ムーアは金融市場をリテイル市場とホールセ - ル市場に分け、商業銀行がリテイル貸出・預金市場において「価格設定者・数量受容者」として行動するものと把握する。そこでは、銀行貸出が顧客関係をつうじて創出される市場性の低い資産であり、銀行にとって非裁量的な変数であるとみなされる。したがって、銀行がなしうることは利子率や担保などの貸付条件を定めることに限定され、貸出量は主として借り手主導的な性質が強いということが強調される¹⁶⁾。ホリゾンタリスト・アプローチが基礎に据えている信用貨幣経済では、当座貸越制やクレジッ

15) 内生的貨幣供給理論の詳細な展開については、内藤 [21] と拙著 [28] を参照されたい。

16) ムーア [20] のホリゾンタリスト・アプローチは、需要追従型であるとか中央銀行依存型であるとかという理由で多くの批判に晒されてきた。しかし、同書はマネタリズムに対する対抗軸となった貨幣供給の内生理論を提示しただけでなく、銀行行動分析やアメリカ銀行市場に関する実証分析も含んだ優れた研究書である。

ト・ラインなどの制度が広く普及しているものと想定されるので、銀行貸出の増加は借り手側のイニシアティブで創り出されると考えられているからである。銀行はリテイル金融市場において価格設定者・数量受容者として行動するので、貸出量によって誘発される預金量を裁量的に調整することができない。また、中央銀行も最後の貸し手として銀行システムに弾力的な準備供給を行うことが最優先の責務とみなされるので、中央銀行がコントロールできるのは準備の供給価格としての短期利子率であると考えられる。

このように、ホリゾンタリスト・アプローチは中央銀行が短期利子率を外生的に設定するという点を強調し、銀行が短期利子率に（金融市場における競争の程度によって決められる）マークアップを上乗せした貸出利子率で信用需要をすべて充足するとしている。また貨幣需要は信用需要と混同され、流動性選好が経済に与える潜在的な抑制力を取り去っている。流動性選好を軽視するホリゾンタリスト・アプローチは、現代経済における貨幣と銀行の理解にとって根本的な帰結をもたらしかねない。ケインズ貨幣理論から流動性選好を取り除くことによって、資本主義経済における貨幣の役割は分析の視界から消えてしまう。

ポーリンは、流動性選好説と両立する形で内生的貨幣供給理論を構築しようと試みる内生的貨幣供給理論をストラクチャラリスト・アプローチと命名した¹⁷⁾。ストラクチャラリスト・アプローチは、(1) 貨幣供給が必ずしも貨幣当局によって外生的に決定されないし、(2) 貨幣が信用市場をつうじて創出される、と考える点ではホリゾンタリスト・アプローチと一致をみている。しかしながら、ストラクチャラリスト・アプローチは以下を強調する点でホリゾンタリスト・アプローチと異なっている。

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

第2の特徴は、静態的な長期均衡論よりもむしろ景気循環論の視角に立ち、貨幣経済の正常な運行から生み出される金融不安定性を重視し、こうした金融不安定性論の構成要素のひとつとして貨幣供給の内生性を捉えようとしていることである。経済がブームに向かう過程において、借り手リスクと貸し手リスクはともに過小評価され、不健全なまでの信用拡張が行われる。銀行はレバレッジ比率を高めて信用拡大をはかり、他方借り手の企業も外部負債調達にいつそ

17) Pollin [23], pp. 373-77.

う依存するようになり、貨幣供給の内生的増加は加速されていく。企業および銀行の流動性比率は極端なまでに低下し、その財務構造もいっそう脆弱化する。流動性選好がいっそう低下し、貨幣供給の内生的増大が大きければ大きいほど、金融恐慌へ陥る危険は高まるであろう。

第3に、ホリゾンタリスト・アプローチにおいて、銀行システムが民間部門の貸出需要を充足するチャンネルは、中央銀行の利子率設定スタンスのもとでの需要追従型の受動的な準備供給に依存しており、商業銀行の負債管理行動は積極的な存在意義をもたなかった。これに対しストラクチャリスト・アプローチにおいては、銀行の負債管理行動は顧客の貸出に応ずるための主要なチャンネルを形成することとなり、金融政策のスタンスよりもむしろ短期金融市場をつうじる流動性の調節が重視されるのである。パリーは銀行の予備的動機にもとづく第2線準備を明示的に導入し、銀行の負債管理による流動性調節が準備節約行動を可能にすることを重視する。

ダウやカルバロは、ストラクチャリスト・アプローチを支持しながら、銀行の流動性選好が信用創造に与えるインパクトと銀行業における構造変化とを重視している。ダウとチックは、貨幣供給の内生化の進展を銀行構造の変化と結び付けて論じている¹⁸⁾。1970年代以降、先進主要各国は貨幣供給量を金融政策の中間目標とするマネタリー・ターゲティングを採用してきたが、度重なる金融不安に見舞われた。各国中央銀行は、金融不安定性を防止するため最後の貸し手機能を行使し、銀行システムに対する確信を維持しようと試みた。しかし、こうした最後の貸し手介入は中央銀行の貨幣供給量に対するコントロールを実質的に弱め、貨幣供給の内生性の程度を高める結果をもたらした。80年代の後半になると、規制を受けない投資銀行などのノンバンクの急速な成長は、金融市場シェアをめぐる銀行との新たな競争を招き、負債管理という形で銀行業のなかに構造変化をもたらした。銀行は流動性需要を充たすため新しい債務手段を創造することによって市場シェアを引き付けたが、それは同時に中央銀行の貨幣的コントロールを侵食することになった。さらに、90年代の金融の自由化・グローバル化の進展は、銀行規制を所要準備規制から適正資本比率規制へと移行させ、銀行業にさらなる構造変化をもたらした。ダウはこうした構造変化が所要自己資本を節約するためセキュリティゼーションを促進させ、銀行をオフバランス取引による利潤追求へ駆り立てるメカニズムを含んでいると指摘しており、正鵠を射たものであるといえよう。銀行業における構造的変化は、銀行の信用創造と流動性選好の相互作用を生み出し、貨幣供給量と利子率の内生的変化をもたらすことになった。

カルバロは、銀行が信用創造にさいして流動性の程度を選好していることに注目する。金融仲介者としての銀行は、貸し手が短期の流動資産を選好し借り手が長期の固定金利債務を選好するという暗黙の前提のもとで、金融資産の満期を短期から長期へ変換する。こうした満期の

18) Dow [5], Chick [3] および Carvalho [2] において、興味深い議論が展開されている。

変換に加えて、銀行は長期資産に対して短期債務を発行することによって流動性を供給する。このプロセスにおいて、銀行は民間部門が保有する非流動資産をより流動的にする一方、銀行自身は非流動的になる。こうした銀行の流動性選好は、銀行によって選択されたバランスシートに反映される。民間部門向け貸付によって銀行が流動性を供給する意欲は、銀行自身の流動性選好に依存する。銀行業において資産・負債管理手法が広範に用いられている事実は、銀行が流動性選好を行っている証左のひとつとみなすことができる。こうした流動性創出に対して銀行が課す価格は、流動性プレミアムにほかならない。このように、銀行の流動性選好はバランスシート戦略を表しており、流動性選好を行う銀行は信用需要に受動的に応じるのではなく、買い入れ可能なすべての資産について期待収益と流動性プレミアムを比較考量しているのである¹⁹⁾。

要するに、議論のポイントは貨幣供給曲線が水平になるか右上がりの形状をとるかではなく、流動性選好が銀行の信用創造プロセスに作用を及ぼすことを認めるか否かにある。貸出需要の増加が利率の上昇を伴う理由は、ストラクチャリスト・アプローチによれば、銀行の流動性選好の高まりが信用創造プロセスに収縮的な作用を及ぼすからにほかならない。銀行の流動性選好の程度は融資審査における貸し手リスクに反映され、次いでリスク・プレミアムはマークアップ率に織り込まれるであろう。投資増加によって生じる景気拡大期には、企業および銀行はともに金融上のリスクを低く見積もるようになる傾向がある。一般に、ブーム期には借り手の外部負債調達比率と貸し手のレバレッジ比率は急上昇するが、企業および銀行の流動性選好が低く貨幣供給の内生的拡大も生じるので、市場利率はほとんど上昇しないことが多い。これらは楽観的な期待のもとでさらなる投機的金融を助長するので、負債の急増と利払い額の膨張を招く。こうして、企業および銀行の金融構造は脆弱で不健全なものとなり、ブーム期をつうじて金融不安定性の火種が形成されていくことになる。

欧米においては金融規制緩和や撤廃が進むことにより、銀行は簿外の投資子会社 (SIV) を設立し、債券取引などの資産運用に傾斜するようになった。また、OCT デリバティブ取引が銀行の収益源として急速に比重を増してきた。一方、投資銀行はヘッジファンドなどの投資ファンドを起ち上げ、証券本体以外でも大量の証券取引を行って収益を飛躍的に高めてきた。今回の住宅バブルの膨張・崩壊において、金融機関は本体だけでなく、むしろ規制がほとんどない SIV や投資ファンドなどの影の銀行システムをつうじて、住宅ローンを証券化し、さらに債務担保証券 (CDO) などのデリバティブに組み替えることによって信用を膨張させてきた。金融当局の規制監督が及ばないため、これら影の銀行システムは、事実上いくらでもレバレッジを効かせて信用を膨張させることできたが、他方このプロセスで安全性のゆとり幅 (流動性比率) は大幅に低下した。これら影の銀行システムは、資産担保コマーシャルペーパー

19) Carvalho [2], pp. 66-69.

(ABCP) の流出や投資信託解約の増大にさいして、正式な流動性支援の仕組みを備えてはいない。こうしたレボ取引をつうじる市場性資金に大きく依存した影の銀行システムは、金融市場が強いストレスを受けたときには資産の投げ売りに追い込まれ、市場流動性 (market liquidity) の収縮と資金流動性 (funding liquidity) の強い制約を被ることになった。市場流動性の急減は、金融機関相互の疑心暗鬼を高めることによって、金融機関の資金調達をも困難にする。他方、こうした市場性資金に依存した金融機関の資金調達構造は、カウンターパーティー・リスクに過敏に反応するとき、市場流動性の急減を招きやすくなる。

5. 貨幣経済における期待と慣習の重要性 むすびにかえて

GT 第17章の冒頭で指摘していたように、貨幣利子率が投資を規制する要因として雇用水準に限界を画するという特殊な役割を演じると考え、ケインズは「これらの問題に答えるまでは、われわれの理論の完全な意義は明らかとはならないであろう」(GT, p. 222.) と述べた。これまでわれわれは、中立貨幣経済と非中立貨幣経済の相違を明らかにするべく、難解かつ難渋と評される GT 第17章の自己利子率理論をポスト・ケインジアン視点から検討してきた。しかし、ポスト・ケインジアンでなくても、GT の本質的特徴は不確実性が投資決定と利子率に与える影響を重視したことにある、と考える多くのケインジアンが存在しているはずである。この論文が強調してきたことは、ケインズが非中立貨幣経済の理論を構築するステップのひとつとして自己利子率理論を用いて流動性選好説の本質を再説しているという点にある。

貨幣に対する利子率は、こうした自己利子率フレームワークにおいては、実物資産に対する投資および雇用量を規制する要因になる。ケインズは「貨幣が存在しない場合には、また貨幣がもつと想定された性質をもつ他のいかなる商品も存在しない場合には、利子率は完全雇用の存在する場合のみ均衡を達成するであろう」(GT, p. 235.) と指摘した。ケインズは、貨幣がゼロの生産弾力性および代替弾力性という特質を備えている場合、組織された金融市場において投機の対象となり、投資家などの資金が駆け込む流動性の避難所と化すことによって、貨幣が失業の究極的な原因になるという診断を下したものと推察される。

ケインズにおいて、貨幣利子率は資産価値の将来の推移に関する不確実性に直面するさいの流動性に関する主観的な評価から生じるものであり、利子率が将来どのように動いていくのかについての慣行に基づいた判断に依存することになるであろう。将来の不確実性と期待の形成を余儀なくされる経済主体は、一種の慣行に依拠するようになる。しかし、こうした慣行に基づく判断はまた、投資者が期待を形成するにあたっての確信の状態や市場における群集心理によっても影響を受ける。このため組織された金融市場は、次のような特徴を持つようになった。第1に、金融市場は多様な意見——例えば強気筋と弱気筋——が同時に存在し、こうした異質的な期待が存在することによって機能する。ケインズの言葉を借りれば、「経済体系の安定性

と、貨幣量の変化に対する経済体系の感応性とは、不確実なことがらについての意見の多様性に著しく依存している」(GT, p. 171) のである。第2は、慣習的な判断の基礎が脆くなると、金融市場が急激な変動を生じやすくなる。ケインズが述べたように、「将来に関する実際の[資産価格]理論は、……脆い基礎の上に成り立っている。それは突然の激しい変化に晒されている」(Keynes [11], p. 114.)。このように、ケインズの見方においては、不確実性の下での資産価格に関する期待を係留するものが、金融市場における異質的な期待の存在と、安定性への契機となる慣習的・制度的な諸要因によると考えられているのである。

こうした期待の慣行依存性は、実物資産や金融資産の資産価値に関する評価をつうじて、経済主体の意思決定に深く入り込んでくる。そこでは、投資収益に関する期待と資産価格の推移に関する期待の双方が、 q , c , a および l をつうじて、さまざまな自己利子率の間の均衡に影響を与える。貨幣の自己利子率が戦略的な重要性を持つのは、通常、貨幣がさまざまな債権・債務や賃金を定める標準となっているからである。ケインズによれば、「契約が貨幣表示で定められ、貨幣表示の賃金がある程度安定的であるという事実は、疑いもなく、貨幣にきわめて高い流動性プレミアムを付与するのに大きな役割を演じている」(GT, p. 236.)。次に、貨幣がタイムマシンとして流動性機能を十分果たすためには、貨幣の持越費用 c が低いということは不可欠の役割を演じる。このことは流動性プレミアムが持越費用を上回る ($l > c$) という推定根拠を与えるであろうし、貨幣経済の「貨幣性」を規定する。なぜならば、投資家の視点からすれば、重要なものは「流動性プレミアムと持越費用との差」(GT, p. 237. 強調はケインズによる) がどれくらいになるかにほかならないからである。

このようにして、ケインズは、貨幣経済における価格体系の安定性が慣行に基づく期待の安定性、貨幣の基本的性質および貨幣賃金の粘着性の相互作用に依存すると考えて、次のように結論した。

「賃金がそれによって測られた場合最も粘着的であると期待される商品は、生産の弾力性が最小であり、また持越費用の流動性プレミアムを超える額が最小のものである。いいかえれば、貨幣表示の賃金が比較的粘着的であるという期待は、流動性プレミアムの持越費用を超える額が貨幣の場合には他のいかなる資産の場合よりもいっそう大きいということの必然的な結果である。このようにして、われわれは、全体として貨幣利子率を重要なものにするさまざまな性質は、相互に累積的な仕方で作作用し合うことを知るのである」(GT, p. 238.)。

これまでの議論を要約するならば、ケインズは、資本主義経済における貨幣的变化が実物経済に影響する貨幣の非中立性を強調した。貨幣が意思決定に深く織り込まれていることは、貨幣が流動性選好をつうじて投資決定にインパクトを与え、それと同時に貨幣供給が利潤追求に依存するという文脈の中に置かれている。したがって、ケインズ経済学が資本主義経済の分析

であるという論理立てにおいて、貨幣は非中立的であるとともに、内生的にもなることを要請される。資本主義経済が安定して首尾良く機能するためには、十分な投資をファイナンスする貨幣が内生的に供給されなければならない。2008年のグローバル金融危機の発生は、高度に発達した金融システムが潜在的に不安定であり、その安定性を維持するためにマクロ・プルーデンス政策が必要であることが明らかになり、自己資本比率規制の補完的指標として「流動性カバレッジ比率」と「安定調達比率」が導入されることになった。資本主義経済における貨幣および金融的要因に関するケインズ思想とそれを引き継いだポスト・ケインジアンは、貨幣の非中立性、金融の不安定性および貨幣の内生性の3つの視点を一体化して展開する必要がある。そうすることによって初めて、われわれはグローバル金融危機から長期停滞に至る過程を理解するための理論的基礎と政策対応の諸手段を手にすることができるであろう。

参考文献

- [1] Akerlof, G. A. and Shiller, R. J. (2009), *Animal Spirits*, Princeton University Press, (山形浩生訳『アニマルスピリット』東洋経済新報社).
- [2] Carvalho, F. J. C. (2015), *Liquidity Preference and Monetary Economies*, Routledge.
- [3] Chick, V. (1986), "The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest," *Economie et Societe*, pp.111-126.
- [4] Davidson, P. (1978), *Money and the Real World*, Macmillan, (原正彦監訳, 金子邦彦・渡辺良夫訳『貨幣の経済理論』日本経済評論社).
- [5] Dow, S. C. (2006), "Endogenous Money : Structuralist," in P. Arestis and M. Sawyer ed., *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Edward Elgar, pp.35-51.
- [6] 平井俊顕 (2003) 『ケインズの理論 複合的視座からの研究』東京大学出版会.
- [7] Kaldor, N. (1982), *The Scourge of Monetarism*, 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).
- [8] Keynes, J. M. (1930), *A Treatise on Money, Vol. I and II, CWK, Vol. V and VI*, (小泉明・長澤惟恭訳『貨幣論』東洋経済新報社).
- [9] — (1933), "A Monetary Theory of Production," *CWK, XIII*, pp.408-411.
- [10] — (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money, CWK, Vol. VII*, (塩野谷裕一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社).
- [11] — (1937A), "The General Theory of Employment," *Quarterly Journal of Economics*, pp.209-223. (ハリス編『新しい経済学』東洋経済新報社).
- [12] — (1937B), "The Theory of the Rate of Interest." *CWK, XIV*, pp.101-108.
- [13] Kregel, J. A. (1983), *Effective Demand: Origins and Development of the Notion*, Macmillan, (緒方俊雄・渡辺良夫訳『ポスト・ケインズ経済学の新展開』日本経済評論社).
- [14] — (1997), "The Theory of Value, Expectations and Chapter 17 of The General Theory," in G. C. Harcourt and P. A. Riach ed., *A Second Edition of The General Theory, Vol. I*, Routledge, pp.261-282. (小山庄三訳『一般理論 - 第2版』多賀出版).
- [15] — (2010), "Keynes's Influence on Modern Economics : Some Overlooked Contributions of Keynes's Theory of Finance and Economic Policy," in B. Bateman, T. Hirai and C. Murcuzzo ed., *The Return to Keynes*, Harvard U. P., (『リターン・ツー・ケインズ』東京

大学出版会).

- [16] 間宮陽介 (1986) 『モラル・サイエンスとしての経済学』 ミネルヴァ書房.
- [17] 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』 岩波書店).
- [18] — (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, 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』 多賀出版).
- [19] Moore, B. J. (1979), “The Endogenous Money Stock,” *Journal of Post Keynesian Economics*, pp. 49 70.
- [20] — (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press.
- [21] 内藤敦之 『内生的貨幣供給理論の再構築：ポスト・ケインズ派の貨幣・信用アプローチ』 日本経済評論社, 2011年.
- [22] 鍋島直樹 (2017) 『ポスト・ケインズ派の経済学 マクロ経済学の革新を求めて』, 名古屋大学出版会.
- [23] Palley, T. I. (1994), “Competing Views of the Money Supply Process: Theory and Evidence.” *Metroeconomica*, Vol. 45, No. 1, pp. 67 88.
- [24] Pollin, R. (1991), “Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence,” *Journal of Post Keynesian Economics*, pp. 366 396.
- [25] Rochon L. P. and S. Rossi. (2013), “Endogenous Money: The Evolutionary versus Revolutionary Views,” *Review of Keynesian Economics*, pp. 210 229.
- [26] Rogers, C. (1989), *Money, Interest and Capital: A Study in the Foundations of Monetary Theory*, Cambridge U. P., (貨幣的経済理論研究会訳 『貨幣・利子および資本』 日本経済評論社).
- [27] Sraffa, P. (1932), “Dr Hayek on Money and Capital,” *Economic Journal*, Vol. 42, pp. 42 53.
- [28] 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.
- [29] Wray, L. R. (1990), *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Edward Elgar, 1990.
- [30] — (2013), “Financial Keynesianism and Market Instability,” in T. Hirai, M. C. Marcuzzo and P. Mehrling ed., *Keynesian Reflections: Effective Demand, Money, Finance, and Policies in the Crisis*, Oxford University Press, pp. 244 267.