

R. G. ホートレーの金融・財政政策論（2）

古 川 顕

III 金融政策と信用のデッドロック

2 ホートレー仮説とケインズ仮説

ケインズは『貨幣論』において、金融政策の波及メカニズム（ケインズの用語に従うと「銀行利率の作用様式」）に関して、従来の伝統的な学説を検討しているが、その中でホートレーに言及して次のように指摘する。「ホートレー氏の初期の諸著作までくると、われわれは投資率に影響するものとしての銀行利率という観念にはるかに近づくように思われる。しかし強調の全部は一つの特種な種類の投資，すなわち商人および仲買人による流動的財貨への投資におかれており—それらについては銀行利率の変化に対するある程度の感応性があるとされているが—、それは恐らく実際には存在しないであろう」（Keynes [1930] 邦訳199ページ）。ケインズはホートレーの見解の特徴を明らかにするために、『好況と不況』から長い引用を行い、短期市場金利の変化が商人の保有在庫に及ぼす影響を重視する考え方に関して、「これは銀行利率の上昇の正常な作用様式に関するきわめて不完全な説明だと思う」（*Ibid.*, 邦訳200ページ）と断言する。

よく知られているように、ホートレーは商人保有の在庫水準，いわゆる運転残高（working balance）が利率に感応的であると一貫して主張する。例えば、次のように述べている。「商人が販売されない財を手元に保有する期間は、保有している財の数量に直接比例する。利子費用はこの期間に比例する。しかし（市場価格の変動を別にすれば）、財の売り上げは在庫の保有期間とは独立

である。かくて利率の上昇は、商人がその在庫を減らし新たな注文を遅らせる直接のインセンティブを与える」(Hawtrey [1919] p. 25)。「銀行が通常行う貸付や前貸しは、製造業者やディーラーに対して、生産中や輸送中、あるいは販売待ちの商品の費用を賄うように行われるものが大部分である。製造業者について言えば、彼が生産期間中に借りた貨幣に支払う利子は、生産費用の中ではまったく小さな項目であり、注文に応ずる際に付ける価格にほとんど影響しないのは疑いない。利率に敏感なのは、ディーラーないし商人、とりわけ卸売りディーラーである。彼の利益は、その取引高に対して小さな比率であり、彼が借りた貨幣に対して年利2-3%の上乗せがあると完全に食われてしまうかもしれない。高い利率の効果は、ディーラーに商品在庫を持つ気を無くさせることにある。すなわち、これにより彼らは、一部は消費者への価格を下げることにより在庫を減らす」(Hawtrey [1923b] p. 28)。

以上のように、ホートレーは短期金利の変動が商品在庫の変動を通じて経済活動に影響を及ぼす経路を重視し、それゆえに、短期金利に直接的な影響を及ぼす金融政策の有効性を主張する。こうした金融政策の波及経路に着目した点は、ホートレーのユニークな貢献の一つである。

ホートレーとケインズは、利率の変化が貨幣供給量の変化という経路を媒介とせず、経済活動に影響を及ぼすとみなす点で、ほぼ同時代のフィッシャー(I. Fisher)に見られるような古典的な貨幣数量説を信奉する立場とは明確に異なっている¹⁾。しかし、ホートレーが短期利率の在庫保有行動への影響を重視するのに対し、ケインズが長期利率の固定資本支出への影響を重視する点で、両者は対照的である。

ホートレーが、ケインズとは違って固定資本支出(設備投資)に対する長期利率の感応性を否定するのは、利率の変動など市場情勢に応じてそれを急に変更することは困難であるとの理由による。彼は次のように述べる。「資本支出の(その効果が依存する)市場の状態に対する反応は、あるプロジェクト

1) フィッシャーの景気循環論については、古川 [2005a], [2005b], [2005c] を参照されたい。

の最初の着手と、その据え付き開始の間にほとんど常に介在する金融のおよび技術的要因による長期間の準備のために、きわめて鈍いものとなる」(Hawtrey [1937] p. 112)。すなわち、固定資本形成における企業の最初の計画と現実の資本形成の間に相当長いタイムラグが存在するという事実が、その長期利率に対する感応性を鈍くさせるという。

それだけではない。ホートレーはケインズとは異なり、短期利率と長期利率との連動性にも否定的である。このことは、「過去の経験は、長期利率の変動が、(戦時の特殊な混乱を別にすれば)非常に軽微であったことを示している」(*Ibid.*, p. 114)と述べ、「実際、長期利率の変動は、短期利率の変動とは程度の異なる大きさである。前者の動きは、もっぱら後者の動きによって引き起こされる、あるいはそれによって主に引き起こされるとはみなしがたい」(*Ibid.*)と述べていることから明らかである。「高い短期利率は、必ずしも高い長期利率を意味しない」(Hawtrey [1946] p. 63)のである。

金融政策の波及経路に即して、ホートレーの考え方(ホートレー仮説)とケインズのそれ(ケインズ仮説)の違いを要約すると次のようになる。中央銀行が短期利率を引き下げた場合について言えば、ホートレー仮説においては、短期利率の低下は、主として流通業者の在庫保有に対する需要を増加させ、在庫需要の増加を媒介にして企業の生産量や売上高の増加を招き、経済活動を活発化させる。この場合、生産量や売上高の増加は結果として投資の増加として現われる。これに対してケインズ仮説では、短期利率の低下は、金利裁定を通じて長期利率を低下させ、長期利率の低下は企業部門における投資活動を活発化させる。こうした有効需要の増加は、生産量や売上高の増加を通じて経済活動を増大させることになる。

ホートレーは、短期利率の経済活動に及ぼす効果、とりわけ在庫投資に及ぼす効果に関する否定的な見解に対して、やや感情的ともいえる厳しい批判を行う。彼は言う。「商品購入のための借り入れに及ぼす短期利率の効果を考慮しないことは、過去一世紀にわたって信用調節の手法が築かれてきた銀行利

率政策の効果を主要な理論的基礎を奪ってしまうので特に有害である。経済学者はかくて実際の経験によって展開された信用調節の手段を拒否し、それに代わるべき適当な考え方を何ら持ってはいない。彼らは様々な疑わしい、かつあまり信頼できない提案に訴える。そして当然なことに、彼らのアドバイスは、実際的で責任のある人々の間では信用されないようになる」(Hawtrey [1937] pp. 4-5, 傍点は古川)。さらに次のように続ける。「この本の主な目的は批判的であるけれども、第2章から第4章まではその後の理論に用いられる資本と利子の古典的な理論のいくつかの部分を説明する。それにもかかわらず、それらは、私が机上の経済学 (blackboard economics) の限界から解き放そうとし、理論的な原則を実際の事実と行動にできるだけ密接に関係付けようとした点で、批判的な側面を持っている」(*Ibid.*, p. 5, 傍点は古川)。ここでの「ブラックボード・エコノミクス」とは、マーシャルからケインズに至るケンブリッジ学派を暗黙に指していることは、前後の脈絡から明らかであろう。「ブラックボード・エコノミクスの限界」という表現には、経済の現実を知らずに抽象的な理論をもてあそぶアカデミックな経済学者に対するホートレーの強烈な風刺が込められているように思われてならない。

ホートレーは『資本と雇用』出版の翌年、『公定歩合の一世紀』を著している。これは、1854年から1914年までの英国経済を主として歴史的・経験的に分析した書物であるが、この実証的な分析を通じて、これまで主張してきた公定歩合 (あるいは短期利子率) の在庫投資に及ぼす有効性を証明したとみなし、逆にケインズの議論に対し、承服させるに足る公定歩合 (短期利子率) の長期利子率への影響は見出せなかったとの判断を下している²⁾。

ホートレーはケインズ経済学隆盛の第2次大戦後においても自己の主張を変えていない。彼は次のように述べる。「不幸にも、利子率は費用のささいな要素なので、経済活動には少しも明らかな影響を及ぼさないという対立的な見方があった (そして依然としてある)。……しかし、このことは長期の利子率と

2) Hawtrey [1938] 第5章および第6章を参照されたい。

短期の利子率を誤解しているのである」(Hawtrey [1961] p. 4)。「金融政策手段としての銀行利率の有効性は、取引者の在庫の借入費用の感応性に依存する。銀行利率は短期金利であり、その変化の長期金利に及ぼす効果はわずかなものである。資本支出額は長期金利の大幅な変化にさえすぐには反応しない」(*Ibid.*, p. 5)そして、「利子率に対する取引者の在庫の反応を否定することは、経済活動に対する銀行利率の重要な効果を否定することである。少なくともケインズ『貨幣論』の公刊以来、少なくともこの国では、それがアカデミックな経済学者の支配的な見解となってきた」(*Ibid.*)と慨嘆する³⁾。

カルドアは、ホートレーの『資本と雇用』の書評で次のような指摘を行っている。「運転資本と固定資本の相違が存在しない世界では、景気循環についてのホートレー氏の理論は、スウェーデン学派(ネオ・ヴィクセル学派)やケインズ氏あるいはハロッド氏およびその他多くの理論とほとんど区別できなくなる。真の違いは、ホートレー氏が、景気の上昇と下降の原因となるのは保有される在庫量(とくに、原材料や農産物よりも製品の在庫量)の変動であり、そして、これらの変動の原因となるのは、短期利子率の変動(あるいは、その不十分なコントロール)であると信じているから生じるのである」(Kaldor [1938] p. 461)。そして、このことを明らかにするのは、結局は実証的な問題に帰着するとみなしている⁴⁾。

一方、ヒックスは、金融政策の波及経路に関するホートレー仮説について、次のような見解を表明する。「筆者は、景気変動の原因として在庫保有の性向

3) ケインズとの論争において、ホートレーが在庫保有の短期利子率に関する感応性という自己の主張にいかにかどわったかは、彼の最晩年の書物『所得と貨幣』からも窺われる。彼は、「記録された証拠の綿密な調査から導かれる意見の天秤は、非常にはっきりと在庫保有の借り入れ費用に対する感応性の側にあったように思われる」(Hawtrey [1967] p. 80)と、これまでの主張に強い自信を示している。なお、このホートレーとケインズの論争までは、ケインズの考え方は、基本的にホートレーに依拠していたとして、シュンペーターは、「『貨幣改革論』から『貨幣論』までは、ケインズはホートレイヤン(Hawtreyan)であった」(Schumpeter [1946])と述べている。

4) 古川・林 [2002b] では、以上のようなカルドアの指摘を受けて、最近の日本経済を対象として時系列分析に基づく実証分析を行った。実証分析の結論として、総じてホートレー仮説の方がケインズ仮説よりも妥当性が高いとの推定結果が得られた。

よりも固定投資に対する性向の変化がより重要である経済を扱っていると考える点ではケインズが的確であると確信している。しかし、このことから、固定投資を行うか否かの意思決定に対する直接の操作（少なくとも第一の局面においてケインズが長期利率を通じて働きうると考えた効果）がコントロールのための便利な、あるいは現実的な方法であるとは直ちには言えない。今日においても重要視されている計画上の硬直性を考慮に入れても、固定投資の場合においてすらも、貨幣政策はタイミングに影響を与えることができる。……ホートレーのモデルにおいて、短期利率への強調によって示されているのは、ホートレーの意味でのタイミングの重要性なのである。しかし、短期利率自体は、兆候であってもよく切れる刃物ではない。信用のアヴェイラビリティと期待への影響が重要である」(Hicks [1977] 邦訳164-165ページ、傍点部分は原文ではイタリック)。

このヒックスの見解は、どちらかと言えば、ホートレー仮説よりもケインズ仮説を支持している。確かに、第2次大戦以降の急激な産業構造の変化を背景に、景気変動に与える固定資本投資の変動が圧倒的な重要性を持つ一方、在庫投資の変動が小さくなっている現代では、一見ホートレーが想定した「商人モデル」の妥当性が失われているようにも見える。ただし宇沢 [1986] は、現代のような経済でも、ホートレーが強調した流通中間業者の役割がますます高まっているとしてホートレー仮説に共感を寄せ、次のように述べている。「生産物が生産企業によって生産され、消費者または他の企業によって購入され、消費または投資されるまで、たんに時間的経過を伴うだけでなく、その間にはさまざまな形態をとった流通過程が存在し、多くの中間業者が入り組んだかたちで参加している。これらの流通中間業者の存在は、もともと初期の資本主義経済においてもっともきわ立った制度的特徴の一つであったが、たとえば第3次産業の比率の増大が示すように、その重要性はますます大きくなりつつあるというのが、長期的な趨勢であるともいえよう」(7-8ページ)。

この宇沢 [1986] の指摘は傾聴に値する。「商人」が経済活動の中心を担う

とのホートレーの考え方の背景には、ただ単に、商業が当時の経済活動の中心であったという実状にとどまらず、情報の不完全性や取引費用の存在という意味での「市場の不完全性」に対する認識が潜んでいたように思われる。「市場の完全性」の仮定のもとでは、そもそも生産者と消費者を結ぶミドルマン（仲介業者）としての商人が存在する余地がないからである⁵⁾。

また、先に触れたように、ヒックスは経済活動に及ぼす影響として、短期利子率よりも「信用のアヴェイラビリティと期待への影響が重要である」としているが、実はこの点についてもホートレーは十分に認識していたようである。これについては、第IV節で改めて考察する。

3 信用のデッドロック

既に説明したように、ホートレーは景気安定化政策としての金融政策、特に利子率政策（公定歩合政策）の有効性を強調する。反面、1930年代がそうであるように、非常に深刻な不況に直面した場合、金融政策にも限界があることを認識していた。彼は『不況と救済策』において、「貨幣市場の行き詰まり」（deadlock in the money market）という小見出しのもとに次のように述べている。「適度の不況は金融緩和政策によって救済しうる。もし低い銀行利率が中央銀行による公開市場での証券の購入によって補強されるならば、その回復はより速やかとなろう。しかし、不況が穏やかである限り、低金利それ自体は借入を刺激するのに十分であろう。他方、不況が非常に深刻であるならば、事業は成り立たない。いかに金利が低くとも、ディーラーに財を購入させようとするのは不可能である。もし借手が考えられるどのような機会に貨幣を使用しようとも、損失を予想するなら、利子の付かない貨幣を貸し出すことすら何の助けにもならない」（Hawtrey [1931] p. 30）。

『資本と雇用』においても、「信用の行き詰まり」（credit deadlock）という小見出しのもとに、不況が深刻でディーラーが在庫ストックの蓄積に直面して

5) これについては古川 [2000] も参照されたい。

いるような条件のもとでは、金融政策は有効ではないとして次のように述べる。「金融緩和政策」ないし極端に低い短期利子率は景気回復を呼び起こすのには失敗するかもしれない。そして、ひとたび金融緩和政策が実施され失敗すると、その長所の多くが消えてしまう。取引者 (trader) が十分な資金を持っていようとまいと、金融緩和それ自体では解消できない悲観的な需要の予測によって、彼は商品の購入を妨げられる。完全なデッドロックが生じるのである」(Hawtrey [1937] p. 86, 傍点は古川)⁶⁾。

信用のデッドロック (ないし貨幣市場のデッドロック) という用語は、世界大恐慌の渦中にあった英国経済の現実を前に書かれた書物『不況と救済策』以降に現れる。しかし、実質的には同じ内容のものが、それ以前の書物にも登場する。例えば、『好況と不況』において、ホートレーは「特殊で例外的なケース」と断ったうえで次のように言う。「もし物価の下落率が現実に自然利子率よりも大きいならば、どのような事態になるだろうか。もしそうなら、銀行家を取り得るいかなる手段も借入れを十分に魅力的なものにすることはできない。景気は悪循環をきたすであろう。ディーラーは価格が下落する市場では購入を好まないだろうし、製造業者は絶えざる注文の減少に直面してその生産を維持することが不可能となろう。ディーラーも製造業者も売上高の減少に比例して借入れを削減するだろうし、信用貨幣の縮小に比例して需要も減少し、そして需要の減少とともにディーラーは以前よりもいっそう購入を好まなくなろう」(Hawtrey [1913] p. 186)。すなわち、物価の下落率が大きく、企業などが悲観的な需要の見通しを持っているような場合には、いかに低い利子率で

6) ホートレーによれば、「取引者」とは、「継続的な販売を目的に商品を生産したり、販売する人々」(Hawtrey [1950] p. 8) である。また、「われわれは、利潤を獲得するすべての人々、すなわち、販売する目的をもって商品を購入したり生産したりするすべての人々を含むという意味で、“取引者”という便利な言葉を用いるならば、取引者は大きく生産者とディーラーの2つの種類に分かれる」(Hawtrey [1944] p. 28) と述べている。ドイッチャーが言うように、「ホートレーは、ほとんどの近代経済学者の通常の意味とは異なるいくつかの言葉を使用してすら、彼の著作に特有の (そして、ほとんどの近代経済学者にはなじみのない) 多くの表現を用いた」(Deutscher [1990] p. 22)。ついでに言えば、次節で触れる「消費者支出」(consumers' outlay) という用語もホートレー独自の表現であり、「国内総支出」概念に対応する。

も景気の回復には効果がないと指摘する。また『貨幣の再建』においても、経済活動における期待ないし信頼の重要性を強調したうえで次のように述べる。

「“信頼の喪失”は、物価が下落する、ないしは需要が縮小するという期待を意味する。利子率がどんなに低くとも、ディーラーは財を購入しようとしないう場合も理論的には考えられ得る。もし借り手が考えられるどのような機会に貨幣を使用しようとも、損失が予想されるなら、利子の付かない貨幣を貸し出すことすら何の助けにもならない」(Hawtrey [1923b] p. 142)。以上のように、ホートレーは繰り返し信用のデッドロックの存在に言及する⁷⁾。

ホートレーの「信用のデッドロック」論に関して、3つの点を付言しておきたい。

第1は、金融政策効果の非対称性の問題、すなわち、金融引き締め政策によって景気を抑制することは比較的容易であるが、金融緩和政策によって景気を刺激することはそれほど容易ではないという問題である。彼は「景気回復を刺激しようとする金融緩和政策の失敗は、経済活動を抑制しようとする金融引き締め政策の失敗よりも信用調整におけるずっと深刻な欠陥である」(Hawtrey [1937] p. 86) と述べ、これに続いて、「金融引き締め政策がまったく有効でなくなるという問題は生じない。高い利子率が経済活動を抑制するのに不十分ならば、それをいっそう高く引き上げることができるし、それは現実の貸し出し拒絶を伴うこともできる。他方、金融緩和政策は、デッドロックのような極端な場合には、まったく有効ではなくなる」(Ibid) と述べていることから明らかであろう。「需要の不足を修正する金融緩和の力には限界がある」(Hawtrey [1967] p. 93) と言うのである⁸⁾。

7) ホートレーは次のようにも述べている。「さらにデフレーションの悪循環は、ひとたび始めると中断するのは非常に難しい可能性がある。生産者および取引者が彼らの行動を引き延ばすよう説得され、すべてに対する需要が減少したとき、銀行が最も良い条件で貨幣を貸そうとする意欲によってさえ、彼らは事業を再び始める気にはならないかもしれない。事業は溝の中に落ち込み停滞する」(Hawtrey [1946] p. 40)。

8) ケインズやロバートソンも金融政策効果の非対称性を指摘したことはよく知られている。例えば、ケインズは、「不況を救済するための低い利子率よりも、好況を阻止するための高い利子率の方がいっそう有効であるという議論には、たしかに説得力がある」(Keynes [1936] 邦訳ノ

第2は、金融緩和政策の実施に際して、利子率政策と公開市場操作の併用を推奨している点である。ホートレーは、不況が深刻な場合、銀行利率政策が有効でない恐れがあり、その場合は、公開市場操作が有力な武器になるとして次のように指摘する。「中央銀行は証券を購入することによって貨幣を生みだすが、その貨幣は、顧客が証券を売却した銀行への預金という形で出現する。銀行はかくて遊休貨幣で溢れ、そのことが追加的な借り手を見出すための新しく強力な誘因となる」(Hawtrey [1931] p. 31)。「銀行は、より多く貸し出す新しい動機が与えられるならば、追加的な借り手を見いだすことはできないということにはならない。借り手は、支払わなければならない利子率以外に他の環境を考慮する。これらの中で最も重要なのは、彼らの銀行が貸そうとする意欲、もしくはその反対である。中央銀行による市場での証券の購入は、新しい貨幣を創造する効果があり、その新しい貨幣は、他のところで必要とされない限り、他の銀行の準備の追加として現れる。この過程によって、銀行の準備は何らかの望ましい程度にまで拡大され得る。銀行は遊休貨幣で溢れる。ここに、追加的な貸し出しの機会がある」(*Ibid.*, p. 74, 傍点部分は原文ではイタリック)。

このように、銀行の準備保有量を増大させる公開市場政策の有効性を是認する限り、ホートレーが信用のデッドロックを極めて稀にしか発生しない例外的なもの、あるいはそれは政策的な失敗に基づくとみなすのも当然であろう。ドイッチャーは、『通貨と信用』の第4版における、「この種の信用のデッドロックを例外的とみなすことは正当化しうる。もし中央銀行が信用を調節する力を賢明に發揮すれば、信用が潜在的に拡大する傾向がはっきりと現れよう」

、320ページ)と述べ、またロバートソンは、「著者の見るところでは、貨幣組織が独力で、景気上昇(または景気上昇に類似した現象)と闘うのと同じほど有効に、景気下降(または景気下降に類似した現象)と闘うことは、到底できそうにない」(Robertson [1948] 邦訳178ページ)と述べている。このように、ホートレーがケインズやロバートソンなどと同様、金融政策効果の非対称性を認識していたことは確かである。ただし、ホートレーがケインズやロバートソンなどケンブリッジ学派と異なる点は、すぐ後に述べるように、いかに不況が深刻であっても、適切な金融政策の運用によって克服することができるかとみなしている点である。

(Hawtrey [1950] p. 101) という文章を引用して、「信用のデッドロックは政策の誤りに起因する」(Deutscher [1990] p. 67) とのホートレーの立場を確認する。それゆえ、「唯一の実効的な救済策は中央銀行による信用の拡張である」(Hawtrey [1931] p. 74, 傍点部分は原文ではイタリック) というのが、ホートレーの基本的な立場であると考えられる。

第3は、第2の点とも関連するが、ホートレーの考え方が、日本銀行が実施した近年の「量的緩和政策」の論拠と極めて類似していることである⁹⁾。量的緩和政策を支持する有力な考え方は、大量の流動性を供給し続けた場合、金融機関や企業などの経済主体はいつかは流動性の飽和状態に到達し、これによって相対的にリスクの多い資産の保有を増加させる結果、経済活動を刺激する効果が生じるというものである。この効果は、アセット・リアロケーション効果 (asset-reallocation effect)、ないしはポートフォリオ・リバランス効果 (portfolio-rebalance effect) と呼ばれている。

経済が信用のデッドロックに直面した場合のホートレーの政策提言が、量的緩和政策の論拠と驚くほど似ていることを見いだすのはそれほど難しくない。ホートレーは、「銀行が慣習化された比率 [預金に対する銀行準備の比率] を超えた遊休貨幣で一杯になり始めるやいなや、個々の銀行はその競争者以上に貸し出すことによって収益の得られない過剰準備から逃れようとする。借りを求める顧客に対する銀行の態度にははっきりとした変化が生じる」(Hawtrey [1931] p. 75) と述べ、さらには次のようにも述べている。「追加的な銀行信用の創造は、流通せず、ただ遊休残高に追加されるだけであるから役には立たないとしばしば主張される。いくらでも銀行残高を追加すれば、必然的かつ自動的に、需要の比例的な増加を伴うと考えるべきではないことは当然である。しかし、人々は遊休残高を無制限に保有しようとは思わない。既に通常よりも多く保有しているから、なおいっそう保有しようということにはなら

9) 日本銀行の量的緩和政策については、古川 [2002] 第9章、古川・田中 [2003]、内閣府 [2005] 第1章、鶴飼 [2006]などを参照されたい。

ない。最初は信用拡張が必要を増加させることなしに遊休残高を膨らませるだけに過ぎないようであっても、いっそうの信用拡張は最終的には需要が反応する点に達するはずである」(Ibid., p. 77)。筆者には金融政策に対する過信とも思われるほどに、ホートレーは金融政策の役割、なかでも資金供給オペとしての公開市場操作を重視するのである。

IV ホートレー理論の現代的意義

ハーバラーは名著『景気変動論』の序論において、「景気循環のただ一つの原因について説くのは容易なことではない。ただ一つの要因を取り上げ、これが景気循環、特に不況の真の原因であると、臆せず公言した論者はまれである。事実、ただ一つの原因による説明はますます信用されなくなってきており、まゆにつばをつけてみる必要がある。近時の学者の大多数はこの点について慎重であり、好況と不況とを交互に生み出すのは一連の要因の組み合わせなのであって、しかもいつも同じ組み合わせであるとは限らない、と指摘することを忘れはしない」(Haberler [1958] 邦訳5ページ、傍点部分は原書ではイタリック)と述べている。そして、景気循環の「純貨幣要因説」(the purely monetary theory)を取り上げ、その主唱者としてひとりホートレーのみを組上に載せる。ハーバラーはホートレーの景気循環理論について概括した後、次のように結んでいる。「ホートレーの貨幣的循環理論の最も興味ある特色は、拡大ならびに縮小の累積の性質の分析である。……この点に関してのホートレーの命題は、主としてマーシャルならびにケンブリッジ学派の伝統から引き継がれたものであるが、きわめて多数の著者たちの理論のなかにとりいれられている」(Ibid., 邦訳25ページ)。「しかしながら、ホートレー理論の他の特色は疑問の余地が多い。ブームの崩壊はつねに貨幣的要因によるものであり、貨幣供給が無尽蔵でありさえすれば、無限に好況局面を長引かせ、不況をくいどめることができようとの彼の主張は、疑いもなく、たいがいの経済学者の反論を受けよう」(Ibid., 邦訳25ページ)。

以上のハーバラーの指摘は、ホートレーの経済学に対する多くの経済学者の最大公約数的な見解を代表しているように思われる。実際ホートレーは、ピグー、ロバートソン、ケインズなど、いわゆるケンブリッジ学派と称される有力な経済学者と論争し、しばしば批判の対象とされてきた¹⁰⁾。金融政策に対するホートレーの楽観的ともいえる見方が示すように、筆者は、そうした批判がある程度ポイントを突いていることを認めざるを得ない。しかし反面、そうした批判の多くが的はずれであることも確かなようである¹¹⁾。

これまで、ホートレーの業績はあまりにも不当に低く評価され、その業績の独創性や先見性は看過される、あるいは、あったとしても、マーシャルに始まるケンブリッジ学派の「伝統」として片づけられてしまう傾向があったように思われる。しかしながら、現時点から振り返ってみると、ホートレーの著作には多くの独創性や先見性が溢れている。

ホートレーは、ケインズ『一般理論』に先だつかなり早い時点から、マクロ経済の需給の不均衡における数量調整メカニズムを主張する。本稿では立ち入る余裕はないけれども、ホートレーが商人ないしディーラーの在庫保有行動に着目することによって、価格調整よりも固定価格での数量調整を主張していることは注目に値する¹²⁾。また既に説明したように、不況対策としての公共事業

10) ホートレーとケインズとの関係や両者の論争点などについては、Deutscher [1990] 第4章および第5章が、ホートレーとロバートソンとの論争については、同書第6章が参考になる。また、ホートレーに対するピグーの批判としては、Hawtrey [1928] に対するピグーの書評 (Pigou [1929]) を参照のこと。

11) ホートレーに対する批判のなかでもとりわけ手厳しいと思われるものは、ホートレーが、貨幣的要因が景気変動の唯一の原因であると主張するという Pigou [1929] の批判である (こうした批判がピグーのみによるものでないことは、上のハーバラーの文章が示す通りである)。事実、ホートレー自身、「景気循環は純粋に貨幣的現象である」(the trade cycle is a purely monetary phenomenon) (Hawtrey [1922] p. 298, Hawtrey [1923b] p. 141) と述べている。しかし、ホートレーが反論するように、こうした批判は大きな誤解なのである (Hawtrey [1928] chap. 8)。ホートレーの真意は、有効需要の変動こそが景気変動の実体であり、貨幣的要因はその有効需要の変動を増幅する一種の触媒 (いわゆるフィナンシャル・アクセラレーター) であるとみなすところにある。ホートレーに対するピグーの批判については、小島 [1997] 第5章第5節も参照されたい。

12) この点については、Davis [1981]、小島 [1997] 第5章などを参照されたい。

支出の有効性を否定し、1930年代当時の有力な経済学者としてはホートレーがただ一人、そのクラウディング・アウト効果を重視した点も彼の先見性をよく示している。

金融政策および金融的要因と経済活動との関連などについても、ホートレーは多くの重要な貢献を行っている。以下では、主として金融政策との関連で、彼の先駆的な業績と思われるものについて検討する。

参考文献

- Bebczuk, R. N. [2003] *Asymmetric Information in Financial Markets*, Cambridge University Press.
- Bernanke, B. S. [1983] "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review*, Vol. 73, pp. 257-276.
- Bernanke, B. S. and M. Gertler [1989] "Agency Cost, Net Worth, and Business Fluctuations," *American Economic Review*, Vol. 79, pp. 14-31.
- [1990] "Financial Fragility and Economic Performance," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105, pp. 87-114.
- [1995] "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, pp. 27-48.
- Bernanke, B. S., M. Gertler and S. Gilchrist [1996] "The Financial Accelerator and the Flight to Quality," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 78, No. 1, pp. 1-15.
- [1999] "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle" in *Handbook of Macroeconomics*, eds. by J. B. Taylor and M. Woodford, Vol. 1, Chap. 21, pp. 1341-1393, Elsevier Science.
- Black, R. D. C. [1977] "Ralph George Hawtrey, 1879-1975," *Proceedings of the British Academy*, Vol. 63, pp. 363-397.
- Blaug, M. [1962] *Economic Theory in Retrospect*, Richard D. Irwin, Inc., Illinois.
- [1985] *Great Economists since Keynes: An Introduction to the Lives and Works of One Hundred Modern Economists*, Wheatsheaf Books, 1985. (中矢俊博訳『ケインズ以後の100大経済学者』同文館出版, 1994年)。
- Boot, A. W. A. [2000] "Relationship Banking: WHAT Do We Know?," *Journal of*

Financial Intermediation, Vol. 9, pp. 7-25.

- Davis, E. G. [1981] "R. G. Hawtrey 1879-1975" in *Pioneers of Modern Economics in Britain*, eds. by O'Brien, D. P. and Presley, J. R., Macmillan: (井上琢智・上宮正一郎・八木紀一郎他訳『近代経済学の開拓者』昭和堂, 1986年).
- Deutscher, P. [1990] *R. G. Hawtrey and the Development of Macroeconomics*, Macmillan, London.
- Friedman, M. and A. J. Schwartz [1963] *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press.
- Gertler, M. L. and R. G. Hubbard [1988] "Financial Factors in Business Fluctuations," *Financial Market Volatility*, A Symposium Sponsored by Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 33-71.
- Haberler, G. [1958] *Prosperity and Depression*, fifth edition, George Allen & Unwin. (松本達治他訳『景気変動論』上・下, 東洋経済新報社, 1966-1967年).
- Hawtrey, R. G. [1913] *Good and Bad Trade, An Inquiry into the Causes of Trade Fluctuations*, Longmans, Green and Co. (Reprints of Economics Classics, Augustus M. Kelley, New York, 1962).
- [1919] *Currency and Credit*, first edition, Longmans, Green and Co., London.
- [1922] "The Genoa Resolution on Currency," *The Economic Journal*, Vol. 32, pp. 290-304. (reprinted in Hawtrey [1923b] pp. 131-147).
- [1923a] *Currency and Credit*, second edition, Longmans, Green and Co., London.
- [1923b] *Monetary Reconstruction*, Longmans, Green and Co., London.
- [1925] "Public Expenditure and the Demand for Labour," *Economica*, Vol. 5, No. 13, pp. 38-48.
- [1928] *Trade and Credit*, Longmans, Green and Co., London.
- [1931] *Trade Depressions and the Way Out*, Longmans, Green and Co., London.
- [1932] *The Art of Central Banking*, Longmans, Green and Co., London.
- [1937] *Capital and Employment*, Longmans, Green and Co., London.
- [1938] *A Century of Bank Rate*, Longmans, Green and Co., London.
- [1944] *Economic Destiny*, Longmans, Green and Co., London.
- [1946] *Economic Rebirth*, Longmans, Green and Co., London.
- [1950] *Currency and Credit*, fourth edition, Longmans, Green and Co., London.

- Hawtrey, R. G. [1954] *Towards the Rescue of Sterling*, Longmans, Green and Co., London.
- [1961] *The Pound at Home and Abroad*, Longmans, Green and Co., London.
- [1967] *Incomes and Money*, Longmans, Green and Co., London.
- Hicks, J. R. [1977] *Economic Perspectives, Further Essays on Money and Growth*, Clarendon Press, Oxford. (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)。
- Hubbard, R. G. [2005] *Money, the Financial System, and the Economy*, fifth edition, Addison Wesley Longman.
- Kaldor, N. [1938] "Mr. Hawtrey on Short and Long Term Investment," *Economica*, Vol. 5, pp. 461-467.
- Keynes, J. M. [1923] *A Tract on Monetary Reform, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, eds. by E. Johnson, and D. Moggridge and A. Robinson, London, Macmillan, IV, (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)。
- [1930] *A Treatise on Money I, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, eds. by E. Johnson, and D. Moggridge and A. Robinson, London, Macmillan, IV. (小泉明・長澤惟恭訳『ケインズ全集第5巻 貨幣論I——貨幣の純粹理論——』東洋経済新報社, 1979年)。
- [1936] *General Theory of Employment, Interest and Money, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, eds. by E. Johnson and D. Moggridge and A. Robinson, London, Macmillan, VII. (塩野谷裕一訳『ケインズ全集第7巻 雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社, 1983年)。
- *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, eds. by E. Johnson and D. Moggridge and A. Robinson, London, Macmillan, XIX. (西村閑也訳『ケインズ全集第19巻 金本位制復帰と産業政策』東洋経済新報社, 1998年)。
- Petersen, M. and R. Rajan [1994] "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data," *Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 3-37.
- Pigou, A. C. [1929] "The Monetary Theory of the Trade Cycle," *The Economic Journal*, Vol. 39, pp. 183-194.
- Robertson, D. H. [1948] *Money*, Nisbet and Co. Ltd., London and the University Press, Cambridge, fourth edition. (安井琢磨・熊谷尚夫訳『貨幣』岩波書店, 1956年)。
- Schumpeter, J. A. [1939] *Business Cycles; A Theoretical, Historical, and Statistical*

Analysis of the Capitalist Process, McGraw-Hill Book Company, Inc. (吉田昇三監修『景気循環論』有斐閣)。

Schumpeter, J. A. [1946] "John Maynard Keynes 1883-1946," *American Economic Review*, Vol. 36, pp. 495-518.

Smith, A. [1789] *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, in three volumes, the fifth edition, London, printed for A. Strahan and T. Cadell, in the Strand. (大河内一男監訳『国富論1』中公文庫, 1978年)。

伊東光晴 [1997] 「ケインズ政策を無力化させる日本の現実」『エコノミスト』2月11日号, 56-61ページ。

鵜飼博史 [2006] 「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」『金融研究』第25巻第3号。

宇沢弘文 [1986] 『経済動学の理論』東京大学出版会。

小島専孝 [1997] 『ケインズ理論の源泉』有斐閣。

内閣府 [2005] 『平成17年版経済財政白書』。

古川 顕 [1976] 「クラウドディング・アウトについて」『経済学論集』神戸学院大学, 第8巻第3号, 84-112ページ。

—— [2000] 「信用の経済学——R. G. ホートレーを中心に——」『経済論叢』第166巻第5・6号, 1-35ページ。

—— [2002] 『テキストブック 現代の金融』(第2版), 東洋経済新報社。

—— [2005a] 「アーヴィング・フィッシャーの景気循環論(1)」『経済論叢』第175巻第4号, 1-23ページ。

—— [2005b] 「アーヴィング・フィッシャーの景気循環論(2)」『経済論叢』第175巻第5・6号, 1-23ページ。

—— [2005c] 「アーヴィング・フィッシャーの景気循環論(3)」『経済論叢』第176巻第1号, 1-17ページ。

古川 顕・田中 敦 [2003] 「1990年代以降の日本の金融政策」『政策分析2002——90年代の軌跡と今後の展望——』九州大学出版会, 61-92ページ。

古川 顕・林 秉俊 [2001] 「日本の地価と設備投資(1)——フィナンシャル・アクセラレタ仮説の検証——」『経済論叢』第168巻第5・6号, 1-21ページ。

—— [2002a] 「日本の地価と設備投資(2)——フィナンシャル・アクセラレタ仮説の検証——」『経済論叢』第169巻第1号, 1-21ページ。

—— [2002b] 「金融政策の波及メカニズム——ホートレー仮説対ケインズ仮説をめぐって——」『経済論叢』第169巻第3号, 1-26ページ。

—— [2002c] 「銀行の貸し渋り行動(1)」『経済論叢』第170巻第1号, 1-21ページ。

- 古川 顕・林 秉俊 [2002d] 「銀行の貸し渋り行動(2)」『経済論叢』第170巻第3号, 1-18ページ。
- 古川 顕・王 凌 [2006] 「マネタリーベース, 銀行貸出およびマネーサプライの関係について——時系列分析による検証——」『甲南経済学論集』第47巻第1号, 39-61ページ。
- 王 凌 [2005a] 「銀行貸出とマクロ経済(1) ——クレジット・ビューの理論・実証研究の展望——」『経済論叢』第176巻第1号, 43-62ページ。
- [2005b] 「銀行貸出とマクロ経済(2) ——クレジット・ビューの理論・実証研究の展望——」『経済論叢』第176巻第5・6号, 118-130ページ。