

R. G. ホートレーの金融・財政政策論（3）

古 川 顕

IV ホートレー理論の現代的意義

1 金融政策運営の指針

先にも述べたように、ホートレーは、長い間の大蔵省での実務経験およびイングランド銀行やロンドン・シティの金融関係者との交流などを通じて、経済・金融の現実の動きに精通していた。彼の理論が現実に対する鋭い洞察の中から紡がれ、彫琢を加えられ、当時の（あるいはそれ以前の）アカデミックな研究者にはない独自の視点を持つようになったのは、そうしたホートレーの経歴と密接に関係しているように思われる。ホートレーのユニークな見方は、彼の多くの書物の中に見いだされるが、ここでは具体的に金融政策運営の指針とも呼ぶべきものについて、ホートレーが重視する2つの点を挙げておきたい。

第1は、いわゆるフォワード・ルッキング (forward-looking) な金融政策運営の重要性を指摘している点である。ホートレーは、『貨幣の再建』という書物の第5章において、米国連邦準備制度成立後の米国の金融政策運営を概観し、物価が高騰している場合の公定歩合政策の有効性に言及する。彼は、物価が年率で30%の割合で上昇している状況のもと、より低い割引利率（公定歩合）の水準で物価を抑制することはできるかと問いかけ、次のように述べている。

「抑制しなければならないのは過去の物価騰貴ではなくて、将来の物価騰貴であるというのがその説明である。問題は心理的なものである。利子率が取引者の将来の利潤見込みを相殺するのに十分に高くなるやいなや、それは抑制的となる。そして、心理的な問題と非常に密接にかかわる要因は、利子率を固定さ

せる当局の意図に関する取引者の期待である」(Hawtrey [1923b] p. 108, 傍点部分は原文ではイタリック)¹⁾。また、『通貨と信用』(第2版)においても、「取引者が借りようとする利子率に影響を及ぼすのは、物価の将来の動向についての彼の期待である。実際、物価が上昇しているときは、利子率は通常、物価の動向が正当化するほど完全には上昇しない」(Hawtrey [1923a] p. 394)とも述べている。

以上のホートレーのメッセージは、近年、金融政策運営の望ましいあり方としてしばしば指摘されるフォワード・ルッキングな金融政策運営を示唆しているように思われる。「先見的な」政策運営は、企業や家計などの経済主体が将来どのような事態が起こるかを予想し、その予想に基づいて行動を決めるという前提に立って、そうした経済主体の予想形成に働きかけることを狙いとしている。こうしたフォワード・ルッキングな政策運営は、バックワード・ルッキング (backward-looking) な政策運営とは対照的である。後者の「後ろ向き」政策運営においては、通常、景気の動向に遅れて変動する物価を見ながら政策を運営する。この場合、例えば物価の上昇に対処して中央銀行が利子率を引き上げると、金利上昇の過程で実質金利が低下し、かえってインフレ率が加速する恐れがある。その結果、中央銀行が大幅な金利引き上げに追い込まれると、急速な景気後退を引き起こすことにもなりかねない。ホートレーは、こうした過去の経済指標に基づく金融政策運営の問題点をわきまえ、それに代わるフォワード・ルッキングな金融政策運営の必要性を認識していたのではないかと推測される。

第2は、ホートレーが金融政策運営の機動性を重視している点である。彼は、金融政策が即効性を発揮するためには機動的な政策運営が不可欠であるとして、「信用の調整においてとりわけ必要なことは、速やかな行動 (prompt action)

1) ケインズは、「物価の変動が実際に生じてから救済策を講ずるのでは、すでに遅すぎるかもしれない」(Keynes [1923] p. 203, ケインズ全集第4巻, 邦訳153ページ)と述べたうえ、ホートレーのこの文章を引用している。

である。信用は不安定であり、ひとたび動き始めると、拡張的であれ縮小的であれ、それが阻止されるまで勢いを増す」(Hawtrey [1923b] p. 118) と指摘する。このホートレーの指摘は、近年の中央銀行の金融政策運営において早め早めの予防的・機動的な政策運営の必要性がいわれるのと同様の問題意識に立っている。

以上のようなホートレーの政策提言は、断片的ではあるものの、当時としては極めてユニークなものであると言えよう。こうした金融政策技術にかかわる問題は、ともすればアカデミックな研究者によって軽視されがちであるが、金融政策効果の有効性を考えるうえでは極めて重要な問題である。

2 レンディング・チャンネルの重要性

前節で説明したように、金融政策の波及経路において、ホートレーが利子率の変動が経済活動に及ぼす政策波及経路、いわゆる利子率経路(金利チャンネル)を重視していたことは確かである。しかし、利子率経路とは別に、銀行の貸し出しの変動が経済活動に及ぼす政策波及経路、すなわちレンディング・チャンネル(貸出経路)をも重視していたことは、従来の経済学者には見られない大きな特徴である。

ホートレーは英国における度重なる金融危機の経験を踏まえ、銀行の貸出行動の変化が実体経済に直接的な影響を及ぼすとして、次のように指摘する。

「銀行は自分の顧客の事情をよく知っている。もし銀行が破産すると、その顧客は彼らにとってなじみではない他の銀行からそれほど容易に借り入れを受けることはできない。それゆえ、少なくとも銀行から借り入れた総額の一部に損失の見込みがあれば、顧客の財務状況が脆弱化するのみならず、彼らはその財務状況を依然として正当化して貸し出しを行おうとする貸し手を容易に見つけることはできない。破壊された購買力はすぐには代替されず、それが代替され始めるまでには、消費者支出は以前より減少する」(Hawtrey [1919] p. 133, 傍点は古川)。この一文は、銀行信用がほとんど密接な代替物を持たず、それ

ゆえ銀行破産や銀行のバランスシートの毀損に伴う銀行信用供給の中断は、实体经济に無視できない直接的な影響を及ぼす可能性を論じている。つまり、ホートレーが主張するのは、こうした銀行信用の「特殊性」である。したがって彼が、「生産が増加するとき、生産者は銀行から増大した所得を支払う手段を獲得する。生産の増加はそれゆえ、銀行の行動に制約される。銀行が貸し出すとき、彼らは所得を生む (When the banks lend, they generate incomes)」(Hawtrey [1931] p. 5) と述べているのも、そうした脈絡のもとではじめて理解できる。

ホートレーにとって、経済活動に果たす銀行の役割は決定的に重要である。それは、一方で、貸し出しの供給を通じて決済手段としての預金通貨を供給すると同時に、他方で、銀行の貸し出しそれ自体が経済活動に直接に働きかけ、それゆえ「貸し出しが所得を生む」という能動的な側面を併せ持っている。ホートレーは言う。「銀行による貸し出しの促進ないし遅延は、直接に所得の増加ないし減少をもたらすのであり、貨幣量の変化を通じて所得に影響を及ぼす必要はない。貨幣量の変化はそれ自体、貸出量の変化の結果である。貸し出しは貨幣を生む (The lending generates money)」(*Ibid.*, p. 9, 傍点部分は原文ではイタリック)。そして現代の社会がそうであるように、銀行の貸し出しによって供給された預金通貨が決済手段の核をなすのである。彼によれば、「銀行〔の預金〕残高は、簡単に言えば、銀行から顧客への即時払いの負債であり、小切手はその負債を異なった顧客に割り当てる手段である。かくて銀行システムは、本質的には負債を相互に相殺することによって決済を可能にする装置である」(Hawtrey [1946] p. 37)。「銀行は貨幣の源泉である (The banks are the source of money)。そして貨幣の供給を削減する力を持っている。貨幣の供給が依存する銀行の負債 (貨幣および紙幣) は銀行の資産によって支えられ、銀行はその資産を減少することによってその負債を減少することができる」(Hawtrey [1954] p. 73)²⁾。

2) 「貸し出しは貨幣を生む」と同時に、「貸し出しは所得を生む」というホートレーの秀抜な表

以上のホートレーの指摘は、次の3つの点で非常に重要である。

第1は、貨幣数量説を否定し、利率ないしそれとは独立な銀行貸出の変動が直接に経済活動に及ぼす効果を重視している点である。もともと、ホートレーは貨幣量と物価ないし経済活動との直接的なリンクを考える貨幣数量説には懐疑的であるが、伝統的な貨幣数量説が依然として支配的な当時の状況下で、それを明確に否定しているのである。

第2は、ホートレーが銀行貸出を媒介にして貨幣が供給されるという意味で、貨幣供給の内生的な性格を的確に把握している点である。貨幣供給の内生的な側面は、J. S. ミルや I. フィッシャーなどによっても早くから主張されているものの、内生的貨幣供給理論を全面に押し出していることは、やはり注目に値しよう。この点は、外生的貨幣供給理論に依拠するケインズとは対照的である³⁾。

第3は、個々の銀行の貸し出しは、他の銀行をもって置き換えることが困難であるため、銀行の破綻やクレジット・クラッチ（信用閉塞）による貸出供給の減少は、顧客の購買力の減少を通じて实体经济に直接的な影響を及ぼすこと

、現は、経済活動への影響において、「貨幣」と「信用」のいずれがより重要であるかという根本的な問題を考慮する糸口を与えてくれる。この点にかかわって重要なのは、1920年代末から30年代半ばに至る「大恐慌」の原因をめぐる2つの異なった考え方である。一つは、M. フリードマンらの貨幣供給の減少を重視する見方であり、本来、米国連邦準備制度が貨幣の供給を図る必要があるにもかかわらず、逆にその減少を図ったことが不況の深刻化をもたらしたとする政策ミス説を主張する (Friedman and Schwartz [1963] chap. 6)。これに対して近年の有力な批判は、貨幣供給の減少が生じた背後には、銀行など金融仲介機関のバランスシートの急激な劣化があり、それに基づく信用量（銀行貸出）の大幅な減少があった点を重視する。この考え方は、銀行・金融機関の貸し倒れ回避の行動に伴う金融仲介費用（リスク・プレミアム）の飛躍的な増大にその原因を求めている (Bernanke [1983])。銀行貸出と預金は、銀行のバランスシートの両側の関係をなし、「貸し出しは貨幣を生む」ことは確かであるけれども、後者の見解は、銀行貸出が経済活動、ひいては所得に直接的な影響を及ぼし、その意味で「貸し出しは所得を生む」という視点を強調するものである。

3) この点は古川 [2000] を参照されたい。また、古川・王 [2006] では、1979年以降の日本経済を対象に、マネタリーベース（ハイワード・マネー）、銀行貸出、マネーサプライという3つの主要な量の金融変数間の関係を時系列分析の手法を用いて検証している。これによると、マネタリーベースからマネーサプライへの一方向の因果性を当然の前提とみなす貨幣乗数アプローチが疑問視される一方、銀行貸出からマネーサプライへの安定した因果関係が検出される。この事実は、「貸し出しは貨幣を生む」というホートレーの指摘を支持している。

的に正確に把握している点である。近年の情報の経済学や金融仲介の理論が教えるように、一般に銀行は顧客についての情報収集・情報の分析に優れ、顧客との情報の非対称性を軽減することができることから、一般投資家にとって信用度を評価することが困難な中小・零細企業等に対しても、その信用度に応じた比較的低金利での資金供給が可能である。特に、銀行が借り手企業との長期継続的な取引関係の維持を通じて借り手企業の情報を蓄積すればするほど、情報の非対称性の問題が軽減される結果、資金仲介のパイプも太くなる⁴⁾。逆に言えば、もし何らかの理由で銀行と企業との間の安定的・長期的な関係が切断されてしまうと、銀行の破産はその銀行と取引のある企業の資金調達を困難にさせる。この場合、企業が新しい資金調達先を確保するに至るまで、「破壊された購買力はすぐには代替されない」のである。

近年の有力な考え方であるリレーションシップ・レンディング (relationship lending) の理論は、こうした銀行と顧客との長期継続的な取引関係を重視するものであるが、ホートレーの考え方が、現代の金融理論のフロンティアに位置する考え方と通底していることは強調に値しよう⁵⁾。

- 4) 「情報の生産者」としての金融仲介機関の働きは、結構古くから認識されていたようである。例えば、アダム・スミスは『国富論』において、「銀行業のもっとも賢明な操作によって一国の産業は増進するものであるが、それは、国の資本が増加するからではなくて、銀行のこうした操作がない場合よりも、その資本のいっそう大きい部分が活動的で生産的なものになるからである」(Smith [1789] 邦訳499ページ)と述べている。また、シュンペーターは『景気循環論』において、「銀行業者は、融資を求められている取引がどのようなものであるか、またそれがどのような結果になりそうであるかを知らなければならないばかりでなく、その顧客、その顧客の事業、さらにその顧客の私的な習慣さえも知らなければならないし、またしばしば『その顧客と事情を相談する』ことによってその顧客の立場をはっきりと掴んでいなければならない。しかしもし銀行が術語上そう呼ばれようが呼ばれまいが、革新にたいして融資するなら、すべてこれらのことは測りしることができないほどずっと重要なものとなる」(Schumpeter [1939] 邦訳170ページ)と述べている。これらの記述の中に、情報の生産者としての金融仲介機関の機能ないし存在意義を読みとることができよう。
- 5) リレーションシップ・レンディングに関する研究は枚挙に暇ないが、代表的なものとして、Petersen and Rajan [1994] および Boot [2000] を挙げておきたい。

3 フィナンシャル・アクセラレーター仮説

ホートレーは大恐慌のさなかに執筆した書物『不況と救済策』において、「不況から脱出させる唯一の満足すべき方法は、銀行が貸し出し、所得および需要を生み出すという正常な過程を再始動させることによるのはまったく明らかである」(Hawtrey [1931] p. 73) と述べ、不況の渦中においても経済活動のエンジンとしての銀行貸出の重要性を強調する。その場合、銀行貸出の供給サイドのみならず、需要サイドにも注意を払っている。彼は次のように述べる。「1930年5月から1931年7月の危機に至るまで、すべての主要な金融センターは金融緩和政策をとった。しかしこのこと自体は、借り渋り (the reluctance of borrowers) を克服するにはまったく不十分であった。貸し出しが所得を生み出すという正常な過程は、1929年のように、貸し手の側からの障害によって妨げられたのではなく借り手の側の障害によって妨げられた」(Ibid., p. 32)。そして、「不況は往々にして、貨幣市場では“貨幣の過剰”が存在するから、“貨幣の不足”によるものではないといわれることがある。しかしそのことは、貨幣の貸し出し申し込みの過剰、換言すれば、借り入れ申し込みの不十分さが存在することを意味するに過ぎない。貨幣を生み出すには、貸し手と借り手が組み合わされなければならないが、その過程がどちらかの側の不十分さによって妨害されるかもしれない」(Ibid.) と続けている。このようにホートレーが銀行貸出と経済活動との直接的なリンクを重視する際、その需要サイドの動きにも注意を払っていることは明らかである⁶⁾。先述したように、彼が信用のデッドロックの存在に言及し、金融政策効果の非対称性を的確に指摘しているのも、この点にかかわっている。

しかしホートレーは、こうした銀行の借り手の資金需要の側面のみならず、

6) 以上のホートレーの指摘は、1990年代におけるバブル経済崩壊以降の日本経済において、銀行貸出 (およびマネーサプライ) の低迷が銀行の「貸し渋り」(貸出供給の減少) によるものか、それとも企業の「借り渋り」(貸出需要の減少) によるものかという論争を想起させるものがある。「貸し渋り」ないし「借り渋り」を明確に定義すること自体容易ではない。こうした定義の問題や、銀行の貸し渋り行動についての実証分析については、古川・林 [2002c], [2002d] およびそこで引用した文献を参照されたい。

借り手のバランスシートの変化が銀行の行動に及ぼす影響をも注視している。すぐ後に述べるように、この点におけるホートレーの議論は、近年注目されているフィナンシャル・アクセラレーター (financial accelerator) 仮説と基本的には同一である。ここで、フィナンシャル・アクセラレーター仮説とは、金融市場における情報の非対称性・不完全性が、借り手の正味資産 (あるいは担保価値) の変化を通じて景気変動を増幅させるというメカニズムを重視する考え方である。具体的に言えば、金融政策を含む金融的要因あるいは何らかの実物的要因に基づく初期ショックが、借り手の正味資産を変化させ、この正味資産の変動が借り手の借入能力、あるいは借り入れ費用 (いわゆるエージェンシー・コスト) の変化を引き起こす結果、借り手の支出活動や生産活動、ひいては経済活動全般に大きな影響を及ぼすというものである⁷⁾。この仮説に従えば、金融市場において高いエージェンシー・コストに直面する借り手、例えば内部資金や担保となる資産が乏しい中小企業などは、何らかの要因で経済が不況に陥ると、金融市場へのアクセスが困難となり、バランスシートが健全な企業に比べ、資金調達への制約による支出活動や生産活動をいち早く、かつより大きく抑制せざるを得なくなる。これを資金の貸し手の立場から言えば、借り手のバランスシートの脆弱な企業から健全な企業への「質への逃避」 (flight to quality) が生じ、貸出総額に占める前者のウエイトが減少し、後者のウエイトが高まることを意味する⁸⁾。

7) Bebczuk [2003] はフィナンシャル・アクセラレータ仮説に関して、「企業が望ましくない出来事——例えば、利子率の上昇、売り上げの落ち込み、あるいは生産コストの増大——に直面した時、その収益に及ぼす直接的な影響に加えて、内部留保および資産価値の減少を通じる付加的な効果が存在する。自己金融能力や潜在的な信用保証価値が減少することによって、外部金融の必要性が増大するのみならず、そのコストも増大する。換言すれば、金融的な制約が進行中の景気後退を加速させる」(p. 105, 傍点部分は原文ではイタリック) と説明している。この説明からして、フィナンシャル・アクセラレータ仮説が必ずしも金融政策と直接には結びついていないことは明らかであろう。

8) フィナンシャル・アクセラレータ仮説に関する文献として、Bernanke and Gertler [1989], [1990], [1995], Bernanke et al. [1996], [1999], Gertler and Hubbard [1988] などがある。また、Bebczuk [2003], 古川・林 [2001], [2002a], 王 [2005a], [2005b] なども参照されたい。特に古川・林 [2001], [2002a] は、日本経済を対象にして、フィナンシャル・アクセラレータ仮説を実証的に検証したものである。

以上のようなフィナンシャル・アクセラレーター仮説にはるかに先行して、素朴な形ではあるけれども、それと基本的には同一の考え方がホートレーによって提起されていることは非常に興味深い。ホートレーは、19世紀末から20世紀初頭における度重なる英国の金融危機の実態を踏まえ、その原因が何であれ、物価の下落なり証券価格の下落が深刻化すると、借り手の資産価値の減少ないしは負債価値の増大が生じ、それによって借り手の正味資産が大幅に減少する、あるいは債務超過に陥るため、貸し手としての銀行の破産の可能性が高まり、結果として経済活動にも大きな打撃を与えると強調する。

例えば、ホートレーは『通貨と信用』において、次のように述べている。「銀行は支払い能力に懸念がある取引者に対しては、貸し出しを回避するのに熱心であるけれども、支払い能力に問題がないか、あるいは十分な担保を提供できる者に対しては、躊躇なく貸し出しを行う。銀行は前者に対する貸し出し回避によって縮小した業務の穴埋めとして、後者に対する貸し出しを増やすことによって業務を拡張する」(Hawtrey [1919] p. 132)。

すなわち、ホートレーは、銀行が借り手の債務償還能力に疑問を抱くようになれば、そうした借り手に対する貸し出しを抑制する一方、債務償還能力に問題がない健全な借り手への貸し出しを積極化させるという、「質への逃避」行動をとるというのである。そしてホートレーは、この銀行にとっての合理的行動が経済活動全体に極めて深刻な影響を及ぼすと続けている。こうしたホートレーによっていち早く指摘された「質への逃避」という概念は、近年のフィナンシャル・アクセラレーター仮説を支える基本概念である。

また、彼は『不況と救済策』においても次のように言う。「物価の下落は、その負債と比べて債務者の資産の減価を意味する。換言すれば、貨幣価値の上昇は債務負担を増加させる。商業ないし製造企業の場合、その状況は明らかである。商品在庫の市場価値は低下する。製造業あるいは農業の固定資本の価値は、その利潤獲得能力に比べて減少する。当座貸越、社債および抵当借入は貨幣額では固定されているのに対し、それらの担保となっている資産の貨幣価値

はいっそう低下する。以前は支払い能力があり業績好調な企業は、その正味価値がマイナスであることを見出す。他方、依然として正味資産がプラスである企業も、意欲的な貸し手を十分に満足させることはできない。こうした破産への流れは、貸し手をいっそう厳格にさせる」(Hawtrey [1931] p. 42)。こうして、借り手のバランスシートの脆弱化は貸し手の貸し出し意欲を阻害させ、そのことがまた不況に拍車をかけるという悪循環を生じさせる。

以上のように、物価の下落が借り手のバランスシートの劣化と結びついて、経済活動の深刻化をもたらすという考え方は、有名な「負債デフレーション理論」(debt-deflation theory) そのものである。いうまでもなく、負債デフレーション理論の提唱者は一般的には I. フィッシャーとされているが、フィッシャーほど体系的ではないにせよ、それと基本的には同じ考え方がホートレーによって提唱されていることはほとんど知られていない⁹⁾。

さらにホートレーは、好況期の銀行貸出の増加がその後の不況の種を蒔くという興味深い指摘を行っている。彼は言う。「実際、不健全な貸し出しをする危険が最大となるのは不況期ではない。もちろん [不況期には] 経営困難である借り手は存在するが、銀行は彼らに対して厳しい条件を設定することができるし、もし条件に応じられなければ、彼らを破産に追いやるという犠牲を払ってでも貸し出しを拒絶する。不健全な借り手が融資を受けるのは好況期である。不況が到来し、彼らの資産価値が低下する (あるいは貨幣価値が上昇する) とき、彼らは破産する」(Ibid., p. 75)。このホートレーの記述は、銀行が借り手のバランスシートの劣化の程度に応じて、リスク・プレミアムを設定したり、場合によっては貸し出しそれ自体を拒絶するというフィナンシャル・アクセラレーター仮説の考え方に対応するものと言えよう。

V 結 び

ホートレーは、他の多くの高名な経済学者とは異なり、経済学に関しては

9) これについては、古川 [2000] を参照されたい。

まったくの独学であり、英国大蔵省における実務経験を通じて先見的かつ独創的な学問体系を構築したように思われる。ホートレーの経済理論は、金融・財政政策の分野に限ってみても、次のような点で現在でも斬新さを失わない。① 財政政策の有効性の否定、② 信用のデッドロックと金融政策効果の非対称性の指摘、③ フォワード・ルッキングな金融政策運営の主張、④ レンディング・チャンネルやバランスシート・チャンネルを含む金融政策波及経路の多様性の認識、などである。とりわけ④の金融政策の波及経路、すなわち金融政策が発動されてからその効果が实体经济に影響を及ぼすまでの経路については、ホートレーの考え方が、これまで言われている経路のすべてを網羅していることは今や明らかであろう。

近年の有力な考え方によれば、金融政策の波及経路としては、金融政策の発動による市場金利の変化が経済活動に及ぼす伝統的な経路（金利チャンネル）と、信用量の変化を通じた経路（クレジット・チャンネル）の2つに大別される。このうち前者の金利チャンネル（利子率経路）は、IS・LM分析に示されるように、貨幣量の変化が利子率の変動をもたらすとの考え方からマネー・チャンネルと呼び、またこうした利子率の変化や貨幣量の変化が経済活動に及ぼす経路を重視する考え方をマネー・ビュー（money view）と呼び慣わすことが多い。これに対して、後者のクレジット・チャンネルを重視する考え方をクレジット・ビュー（credit view）と呼び、それは銀行・金融機関の貸し出しの変動が経済活動に影響を及ぼす経路（レンディング・チャンネル）と、企業・家計など民間非金融部門のバランスシートの変化が経済活動に影響を及ぼす経路（バランスシート・チャンネル）に大別される¹⁰⁾。上に説明したフィナンシャル・アクセラ

10) ただし、こうした分類については、厳密には問題がないわけではない。例えば、「金利チャンネル」と「クレジット・チャンネル」をそれぞれ独立の経路とみなすことには疑問の余地がある。なぜなら、伝統的な銀行行動の理論が教えるように、金融政策の発動による市場金利の変化は、銀行の貸し出しの機会費用の変化を通じて、貸出量それ自体を変動させるからである。Bernanke and Gertler [1995] および Bernanke et al. [1996] などが指摘するように、金利チャンネルとは、金融政策が市場金利の変動に及ぼす直接の効果であり、クレジット・チャンネルとは、この市場金利の変動に上乗せされるリスク・プレミアム（彼らの用語で言えば、external finance premium）の変動の効果、と解釈する方がより適切である（これについての明快な説明として、ノ

レーター仮説が重視する経路は、このバランスシート・チャンネルに対応する。いずれにせよ、これまで詳述したホートレーの信用理論が、これらのすべての経路を含んでいることは強調に値する。

かつてケインズは、『貨幣改革論』のフランス語版の序文で次のように述べたことがある。「貨幣の世界では事態の動きは急である。だからといって、原理が即座に変わるわけではない」¹¹⁾。ホートレーが多くの著書において主張した「原理」が、1980年代後半から90年代を通じてバブルの生成と崩壊を経験した日本経済にほとんどそのまま妥当することを考えると、このケインズの言葉に深い共感を覚えざるを得ない。

ヒックスは、ケインズ『貨幣論』の基礎がホートレーの主著『通貨と信用』への回答という形をとったことを指摘し、「話はホートレーから始まったことを、筆者は主張したい (I maintain that it is from Hawtrey that the story begins)」(Hicks [1977] 邦訳155ページ) と述べたことがある。この言葉を受け継ぐならば、現代の金融理論やマクロ経済理論の潮流には、ホートレーから始まった考え方が少なからず含まれているように思われる。

金融部門と実物部門との関係、あるいは金融と経済活動との関係は、経済学の最も基本的かつ古典的なテーマである。その重要性は現在でも少しも変わらない。むしろ、金融部門が肥大化するにつれて、両者の関係がいっそう重要になってきていると言えるかもしれない。過去の経済学者の中で、ホートレーほど両者の関係を徹底的に追及し、しかもその理論が現在でも光彩を放っている

Hubbard [2005] も参照されたい。また、クレジット・チャンネルを形成するバランスシート・チャンネルとレンディング・チャンネルの関係についても同様の問題がある。例えば、不況に陥って資産価格が下落すると、借り手となる企業の自己資本（正味資産）が減少し、債務不履行の可能性が高まるために貸出額が減少する。他方、資産価格の下落に起因する借り手の債務不履行の増大は、貸し手となる銀行の自己資本を減少させる。その結果、銀行のリスク負担能力が低下し、これによって貸出額はさらに減少する。それゆえ、レンディング・チャンネルとバランスシート・チャンネルの関係も独立ではなく、それぞれの効果を同一方向に増幅し合う相互依存の関係にあると考えられる。

11) この『貨幣改革論』のフランス語版序論は、『ケインズ全集第4巻 貨幣改革論』に掲載されている。

経済学者はいなかったのではあるまいか。ホートレーはすっかり忘れ去られた経済学者ではあるが、今なお決して過去の人ではない。

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.
- [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)。

—— [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。
- 鶴飼博史 [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] 「クラウドイング・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 乗俊 [2001] 「日本の地価と設備投資(1)——フィナンシャル・アクセラレータ仮説の検証——」『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・アクセラレータ仮説の検証——」『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。
- [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。

王 凌 [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。