

ホートレーとケインズ

—共通点を主眼として—

小 峯 敦

- I 本稿の目的と命題
- II 比較的共通する部分
- III 相容れない部分
- IV 本稿の課題

I 本稿の目的と命題

本稿の目的は、ホートレー (R.G.Hawtrey) 体系とケインズ (J.M.Keynes) の『貨幣論』体系を中心に比較することによって、両者が念頭におく貨幣経済の異同を顕示することである。ホートレーを取り上げる主な理由は、＜ケインズ経済学の形成史＞を研究する上で、考察が不可欠な人物であるにもかかわらず、これまでやや軽視されていたためである。また特に『貨幣論』を選択する理由はさまざまな留保はあるにせよ、ケインズの貨幣経済に対する認識が、初めてまとまった形でそこに具現化したためである。

本稿の結論を次の命題の形で先取りしておく。以下の論稿は、この命題の妥当性を検証していく作業である。

命題 ホートレー・ケインズともに貨幣が本質的な役割を演じる経済学を1930年代までに構築し、投資変動による信用循環を中央銀行の貨幣政策によって安定化させようと考えた。この共通点にもかかわらず、大きな差もある。ホートレーは貨幣のフロー循環のみに注視していたが、ケインズはそれに加えて、貨幣のストック機能も重視したのである。

本稿では紙幅の関係で両者の共通点を前面に出す論述をする。相違点を強調するのは小峯 [1993] のIV「投資財における商人」や次稿にまかせる。なお字

数制限によって割愛した小峯 [1993] の注と参考文献も、合わせて最後に載せた。

II 比較的共通する部分

この節では両者が比較的近い考えの項目を2つ指摘する。その2つとは、貨幣需要論・不安定な貨幣経済の観点である。ただし前者には共通点といっても埋めがたい溝も覗かせていることを予め指摘しておきたい。これらの項目を考察する前に、お互いがどう評価していたかを短く記しておこう。

(1) 寸評

ケインズは4歳年上で同じような経歴を辿ったホートレーに対し、ある種の尊敬の念を抱いていた。ホートレーの処女作『好況と不況』(1913)はピグーによって評された⁽¹⁾が、景気変動の原因を貨幣的要因におくという見解は「極端に浅薄」(Pigou [1913] p.582)とみなされた。しかし第2作『通貨と信用』(1919)を評したケインズは次のように言う。

「これはここ何年かに現われたもののうち、最も独創的で深遠な貨幣理論の1つである。…それは基本的な考えが内包され、私の判断では、貨幣理論の将来の説明に重大な影響を及ぼしそうである…。」(CW11巻p.411)

またハロッドは銀行政策については、ケインズがホートレーから多大な影響を受けたと指摘した後、「1922年の秋、彼[ケインズ]は通貨と信用に関する最もすぐれた学者としてホートレー氏を私に挙げた」(Harrod [1951] p.357, 訳p.401)と証言している。ホートレーも『貨幣改革論』(1923)を取り上げて、「完全に発達した信用体系では、通貨は“管理”されなければならない、自動的であるはずがない」(Hawtrey [1924] pp.229-230)と言い、ケインズの管理通貨体制の発想に全面的に賛成した。

さらに1924年4月14日のイギリス経済学会で、ホートレーが講演した直後、ケインズは次のように演説した。

「ホートレー氏はその主題『信用循環と失業の関連』の探求について偉大

な先駆者である。私自身、その関連を疑う理由は何もないと信じている。」
 (CW19巻 p.207)

この早い時期に貨幣的原因と失業が結びついていたことに注意しよう。ケインズは後年、新しい経済理論を模索していた時期を次のように懐述した。

「ホートレー氏とロバートソン氏は古典派 [ではなく]、反対に私より早く
 囲いを迷い出た。遍歴の途において、私はホートレー氏を祖父と、ロバート
 ソン氏を父とみなす。私は彼らは非常に影響を受けたのである。」
 (CW14巻 pp.202-203)

ただし両者の関係を最も的確に捉えたのが次の引用であろう。それは1929年
 12月17日のイギリス経済学会での、ホートレー講演への論評である。

「この [貨幣的な] 主題について、基本的に同感と同意を感じさせてくれる
 論者は (ホートレー以外には) ほとんどいない。それにもかかわらず、い
 つも細部では同意できないのは逆説だ。」 (CW13巻 p.127)

この「細部では同意できない」という自覚的な表現こそ、両者の関係を正確
 に示したものである。この二重性はまさに両者の理論・政策を研究する際に、
 常に念頭におくべき評価である。ホートレーやロバートソンの評価が概して微
 妙になるのもこのためである。これらを踏まえた上で、両者の共通点に入ろう。

(2) 貨幣需要論

まず第1に、両者とも20世紀の貨幣需要論の先駆となった点である。前世紀
 には、貨幣供給量と物価を機械的に結んだだけの単純な貨幣数量説が支配的だっ
 たが、両者ともにこれを不満を感じ、代替的な接近方法を試みた。物価と貨幣
 残高の関係を需要側から研究する態度は、マーシャル以来のケンブリッジ学派
 の伝統である (小峯 [1992b] pp.867-869)⁽²⁾

(a) ホートレー

ホートレーは未消費余剰unspent marginという鍵概念を用いて、貨幣需要論を展開した。まず、未消費余剰の定義は⁽³⁾

未消費余剰＝流通している貨幣＋未決済の銀行信用である（CCp.35）。これは同時に消費者所得consumers' incomeと消費者支出consumers' outlayの差でもある。貨幣供給の側から眺めると、この定義から「未消費余剰の変化は…信用を創造する銀行の行動に依存する」（CCp.39）。小峯 [1993] III で詳細に展開したように、銀行の信用創造を出発点として消費者支出を通じた物価変動が発生する。ゆえに貨幣量の増減という（実物的でない）貨幣的な始源的要因が、未消費余剰という中間項をへて最終的に物価変動をひきおこすことになる。ホートレーはこうした変動の考察を「静態を扱う数量説の範囲にない」（CCp.39）とみなしている。

貨幣需要の側から眺めると、この定義は消費者所得のうち、どれだけを未消費余剰という形で持つかという資産選択の問題に直結している。ここで個人は貨幣（＝現金＋銀行預金）残高の保有量を自分の所得や富に、企業はその売上に結びつけると考えられている。この枠組みは所得と貨幣需要を結合しているという意味で、ケンプリッジ型の残高方程式に適合的である。それに加えて、消費者所得の限界的な増加は未消費余剰と消費者支出の限界的な増加につながることから、所得→支出の直接的な関係を導いたことになる。このためホートレーは「現金残高アプローチと、後に発展した消費関数を架橋した」（O' Brien [1984] p.12）と評価されているのである。こうした資産選択について、既にホートレーとケインズ『貨幣論』を比較しておいた（小峯 [1993] p.902）。再述しておく、消費者所得の定義に証券購入まで含み、消費と投資・貨幣のフローとストックが区別されていない。こうした定義上の差異は見かけ以上の違いをもたらすことになる。

さて、ホートレーの場合は貨幣保有の動機分析も進んでいる。ホートレーによると信用ではなく貨幣を持つ程度は、人々の便宜や慣習や選好によって決まる。そして次の3つが貨幣保有の目的になる。：①所得と支出は同時に発生しないため、手元に持ち合わせを持つ。②予測できない危機に備える。③貯蓄する者はそれを少量ずつ連続的に投資するのではなく、ある量にまとまってから投資する。：以上をそれぞれ①取引動機 ②予備的動機 ③投資動機⁽⁴⁾

と呼ぶことができるだろう。注意すべきなのは、取引動機と区別されて予備的

動機がはっきりと指摘されている点である。これは将来の不確実性・不安定性に備えるために、現在の購買力プールが選択されることを意味し、ここに将来に対する予想・期待と貨幣が連結しているのである。

こうしたホートレーの貨幣需要論は貨幣数量説への批判である。なぜなら貨幣を需要するという主体的な行為と、貨幣量～物価の中間項の考察が、貨幣数量説の機械的・恒等的性質から免れているためである。たびたび指摘したように、これはケンプリッジ的である。このためケインズは『通貨と信用』を評した時に、未消費余剰などの考えは「マーシャル博士やピグー教授によって最初に説明されてきた命題と速くない」(CW11巻p.413)と言い、ホートレーの貨幣数量説批判に賛意を示したのである。

(b)ケインズ

ホートレーの鍵概念が未消費余剰であったのに対し、ケインズのそれは貯蓄預金と弱気関数である。まず前者の位置付けを理解するために、『貨幣論』における貨幣分類を略述する。ケインズは「銀行貨幣の圧倒的重要さ」(CW 5巻p.27)を認識していたので、貨幣≡銀行貨幣として議論を進める。貨幣は保有者の立場から①所得預金 ②営業預金 ③貯蓄預金の3つの分類される。所得預金は個人の、営業預金は商人の受取と支出をつなぐために備えられ、両者を合わせて現金預金と呼ばれる(CW 5巻p.31)。この型の預金と全く異なるのが貯蓄預金saving depositsである。これは支払いのためではなく、貯蓄を運用する手段(=投資)として保有されるもので、「短期間の予告でそれを現金に換えうることに重きを置いている」(CW 5巻p.32)。さらにこの3つの分類は産業と金融というケインズ独特の意味付けによって、再構成される。

すなわち、
 産業的流通=所得預金+営業預金の一部(A)
 金融的流通=貯蓄預金+営業預金の一部(B)

である。ここで<産業>とは経常的な所得の支払いを意味し、<金融>とは富の権利を保有・交換する活動を意味する(CW 5巻p.217)。

この分類の中で資産選択の問題に関わるのは、貯蓄預金または金融的流通であることは明らかだろう。ケインズは次のように言う。

「これら2つの型の意思決定〔貯蓄の決意と貨幣～資本の選択〕には、さ

らにもう1つの重要な相違がある。貯蓄量に関する決定…は、もっぱら経常的な活動に関わる。しかし銀行預金か証券を保有するかについての決定は、…現存の資本全体に関わるのである。」(CW 5巻p.127)。

ここではホートレーとは違って、資産保有の2段階決定が明確にある。第1段階(フロー次元)で所得は消費と貯蓄に分解される。第2段階(ストック次元)で貯蓄は貨幣(流動資産)と貸付資本・実物資本に分かれる。『貨幣論』の場合、貸付・実物資本は証券と同一視されている。

鍵概念のもう1つが弱気関数である。弱気bearishnessとは「他の形態の富に対する貯蓄預金への選好の増加」(CW 5巻p.128)と定義される。そして弱気関数は「貯蓄預金と他の証券とのそれぞれから得られるはずの、将来の収益に関する予想によって左右される」(CW 5巻pp.127-128)とある通り、貯蓄預金(確定利率)と証券(変動利回り)の資産選択を表わす関数である。言うまでもなくこの弱気・強気という用語は、証券市場(特に株式市場)を強く意識した用語である。則武[1990]によれば弱気関数は右図のように書ける。証券価格 P_s が上昇すれば弱気筋つまり「証券の現金価値が下落すると予測」(CW 5巻p.224)する人が増え、貯蓄預金への需要が増加する。また曲線の左上シフトは強気の見解が強まったことを意味する。なぜなら同じ証券価格でも貯蓄預金への需要が減っているからである。市況に関する予想は弱気関数そのものをシフトさせることに注意しておこう。

ところでケインズは新投資財の価格 P' の決定理論として弱気関数を説明している。この事情はケインズが新投資財・資本財・証券を同一視したためである。まず、「経常的な増加分は、現存の富の総体のうち極めて僅かな部分にすぎない」(CW 5巻p.127)から新投資財の価格は資本財

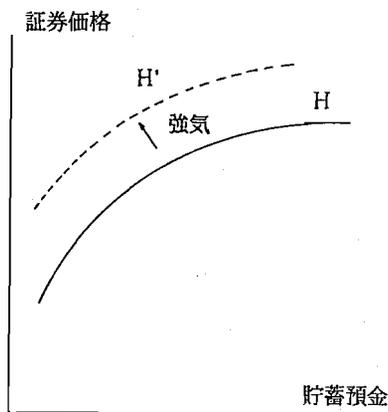


図 弱気関数

の価格 P_K に従属的と仮定される (CW 5 巻 p.180)。さらに現存する富は証券の量と表現されている (CW 5 巻 p.222)。結局、 P_S が動けば P_K を通じて P' が変動することをケインズは想定しているのである。ここに見られるのは、フローの新投資財よりもストックの資本財が、実物的な資本財よりも金融的流通が優位にあるという思考である。このことは次の引用ではっきりする。

「これらの取引 [金融的流通] はただ単に非常に変化しやすく、また生産および消費から生ずる取引 [産業的流通] とは違った仕方に変化するばかりでなく、後者の取引にくらべて統計を混乱させるほど巨額である。」(CW 5 巻 p.42)

この想定はホートレーには見られない。

さてホートレー同様、ケインズにも貨幣保有の動機分類と貨幣数量説批判もある。まず動機だが、これは前出の預金分類に内包されている。所得預金→所得動機、営業預金→営業動機となるのはもちろんであり、両者を合わせた現金預金は取引動機に相当するだろう。用語はいずれも『一般理論』における分類による (CW 7 巻 pp.195-196)。これだけでなく、現金預金には予備的動機も未分のまま含まれている。なぜなら「不時の出来事に備えて余裕を持っておくこと」(CW 5 巻 p.31) という説明があるからである。そして貯蓄預金は投機的動機に対応する。弱気関数では証券価格の水準に対する予想が考えられている。以上より『貨幣論』では、ホートレーより明確に『一般理論』の投機的動機が示されていた。しかし予備的動機については、ホートレーの方が独立した項目として立てていた。

貨幣数量説への批判は 2 種類ある。第 1 は貨幣数量説に向けている。

「貨幣数量説は、物価水準はもっぱら銀行業者の創造する貨幣残高の量だけに依存しているように見せようとして、あまりにもしばしば一方に偏した仕方では述べられていた。」(CW 5 巻 p.204)

つまり物価水準は銀行の意思決定 (供給側) に影響されると同時に、預金者の意思決定 (需要側) によっても左右される。とケインズは主張するのである。

この型についてはほとんど顧みられていない。むしろ強調があるのは第2の、ケンブリッジ型の残高方程式に対する批判である。ピグーやケインズはマーシャル以来の残高方程式を発展させてきたが、いまやケインズは『貨幣論』で大いに反省する。「かつて…魅力を感じていた」(CW 5 巻p.205) 残高方程式の欠点は「所得預金についてのみ適切」(CW 5 巻p.200) な点にある。『貨幣改革論』の定式は消費単位で測定され、貨幣タームになっていない。さらに貯蓄預金は言うまでもなく、営業預金も考慮されていない。要するに、「現金預金もっぱら経常消費に対する支出のためにのみ使用される」(CW 5 巻p.200) という限定しすぎた仮定のため、定式が貨幣の購買力を正しく投射していないのである。ホートレーの論法が貨幣数量説の静態性を批判することに重点があったのに対し、ケインズのそれはストック優位の観点から貨幣数量説が攻撃されていた、と結論づけることができよう。

(3) 不安定な貨幣経済

共通点の第2は、両者とも貨幣をその経済学の中心に据え、著しく不安定な貨幣経済を描いた点である。つまり貨幣価値変動(景気循環)の研究を自らのテーマの中核にしていた。この態度は時代の差を勘案するにしても、マーシャルとは異なる。『経済学原理』のマーシャルは貨幣抜きという(ワルラス的な)虚構は考えないが、貨幣の購買力は一定という暫定的な仮定を施し、正常(均衡)状態⁽⁶⁾に議論を集中したのだった。

(a) ホートレー

これに対し、ホートレーの立場は処女作の冒頭から明らかである。

「私の現在の目的は、現代の経済的機構のある要素を説明することである。その要素は変動fluctuationsと密接に連結しているようである。…変動は使用できる“貨幣”ストックの攪乱による。」(GB Tp.3)

ここで「貨幣による攪乱」という表現に拘泥しすぎてはならない。この表現は例えば『価格と生産』(1931)におけるハイエクとは内容が違う。ハイエクは貨幣抜きの相対価格体系が内在的な均衡への傾向を持つのに対し、主に銀行

信用による貨幣供給がその均衡を攪乱すると論じたのだった。ホートレーはこのような2段階ステップ⁽⁶⁾を踏まない。貨幣経済はもともと不安定であり、貨幣抜きの世界と比較した思考法はありえないのである。ホートレーは現実の世界が貨幣をみな使用しているという事実から出発する。

「景気変動論で貨幣が特別に重要な理由は、すべての商業と産業が同等に同じ仕方で貨幣の使用に依存しているという事実のためである。」

(GBTp.4)

ホートレーは「景気変動は純粋に貨幣的現象である」という純粋貨幣アプローチを最初から提唱する。この立場は「有益な経済分析は物々交換経済よりも貨幣経済monetary economicsのモデルに基礎を置き、…貨幣をヴェールとみなす可能性を拒絶されている」(Deutscher [1990] p.22)と評価されている。このため最初の現代的な貨幣論の本を、ホートレーの第2作である『通貨と信用』(1919)とみなす論者もいる(Saulnier [1938] p.8)。

貨幣がヴェールではないという認識は、ホートレー経済学がすべて貨幣タームで構成されていることから確認できる。

「いま問題となっているの所得や支出は、当然“貨幣”所得や“貨幣”支出、つまり貨幣単位の量の受取や支払である。実質real所得や時間あたりの富への請求権には、我々は直接の関心はない。」(CCp.40)

例えば消費者所得は貨幣で測定した総所得のことだから、所得からの支出を表わす消費者支出も当然貨幣タームになる。そこでもし相対価格が変化せず貨幣価値のみが動いたとしても消費者所得の値は変わり、したがって経済主体の行動も変更を余儀なくされるのである。このように貨幣タームの体系であることは、必然的に経済主体の期待の重視と、それによる貨幣経済の本質的不安定性につながっていかざるを得ない⁽⁷⁾。

(b)ケインズ

ケインズもホートレー同様、静学的な均衡状態にはさほど関心がない。

「私の目的は、単に静学的な均衡の特徴だけでなく、不均衡の特徴を叙述するのにも役立つような1つの方法を見出し、そして貨幣的組織の1つの均衡状態から他の均衡状態への推移を支配している動学的な諸法則を発見することであった。」(CW 5 巻p.xvii)

この序文から、ホートレーの「他の事情にして等しければ、という慣用句を避ける」(CCp.v) 決意と相俟って、マーシャルへの對抗意識を嗅ぎつけることも可能である。マーシャルの『経済学原理』は貨幣の購買力が一定と仮定していたのだった。しかしケインズにとっては、貨幣の購買力の変動こそ研究対象である。しかもその研究は単純な貨幣数量説が想定するように、貨幣量と一般物価水準とを対応させるのではない。その貨幣数量説では、貨幣は均衡外の一時的攪乱を演じるだけで、次の均衡で名目値を変化させるだけである。ケインズは「貨幣的变化はすべての価格に対して同じように…影響するのではない」(CW 5 巻p.84)と述べて、一般物価水準しか考慮しない貨幣数量説を批判した。この批判が消費財価格Pと投資財価格P'の区別と結びつくのだろう。こうした単なる攪乱ではない物価の変化は、均衡への回復力を失わざるを得ない。ここから貨幣経済の不安定さの認識が出てくる。

「この種の貨幣制度はある内在的な不安定性を持つであろう。その理由は…銀行の行動に同方向の影響を与える傾向を持つ出来事は、…全体の組織の激しい運動を引き起こしうるからである。」(CW 5 巻p.23)

ケインズは購買力不均衡の原因を基本方程式にしたがって、3つに分類している。

$$\Pi = E/O + (I - S)/O$$

E (貨幣所得) の変化を貨幣的要因・I - S の変化を投資要因・O (産出量) の変化を産業的要因と呼ぶ。ケインズは投資要因に最大の頁を割り、それを信用循環と名付けている。ここにも信用を重視した態度がわかる。

『貨幣論』が貨幣経済論であることは、貨幣タームのマクロ変数と期待の役割に端的に示されている。まずケインズが考慮する大部分のマクロ変数は、ホートレーと同様に貨幣タームである。基本方程式において、Eは総貨幣所得・S (貯蓄) は貨幣所得と経常消費への貨幣支出との差額・I (投資) は資本の増

加分の市場価値と定義されている。ケインズは定義では $I - S$ が意外の利潤 Q に等しいので、 Q も貨幣タームである。以上のように、ケインズが考慮する主要な変数はすべて貨幣単位で説明されており、したがって相対価格のみが重要な実物体系は何の役割も演じていないのである。そして変数が名目値で示されているために、経済主体の（物価変動などに対する）期待の役割が目目されてくる。ケインズは次のように強調する。

「生産には時間がかかる以上、…企業家に影響を及ぼすものが…新しい取引からの予想利潤もしくは予想損失であることは明らかである。…変化の主因となるものは“予想”利潤…であり、銀行組織が物価水準に影響を及ぼしうるのは、目的に適するような予想を生じさせることによってであると言うべきである。」(CW 5 巻p.143)

ケインズは $I - S$ の乖離こそ、経済を変動させる主因とみなすのだが、その意外の利潤が期待に大きく左右される。なぜなら意外の利潤の定義そのものが、次のようになされているからである。

「実際の報酬と…正常報酬…との差額が [意外の] 利潤である。…“正常”報酬とは…その操作の規模を増大もしくは減少させるようないずれの動機も与えない報酬率と定義したい。」(CW 5 巻p.112)

ここでは $Q = 0$ という均衡条件（細かく言えば正常状態）が、企業家の動機に依存していることだけが表に出ている。相対価格体系は均衡点でも考慮外に置かれている。 $I = S$ の時の利率は自然利率と呼ばれる⁽⁸⁾わけだが、「ヴィクセルのこの概念が、始源的に持っていた“実物的な”性質をできるだけ払拭して、貨幣的な概念に変換しよう」(菱山 [1990] p.84) とケインズが評価されるのはこの文脈である。

III 相容れない部分

相違点のうち、在庫投資の重視・軽視と公共支出の是非については小峯 [1993] で検討したので、ここでは利率に関する議論⁽⁹⁾に絞る。

ホートレーは生涯「通貨政策の手段として公定歩合に信頼を置く」(CBRp. xii 訳p. xvi) 立場を崩さなかったが、その信念は自らの景気論から導入されたものだった。つまり政策論でも商人の存在が決定的に重要である。商人が消費者支出(=消費財の需要)の増減を睨むことによって、最適在庫の確保から発注を変動させることがホートレーにおける景気循環の出発だった。しかし在庫管理に影響を与えるのは、消費者支出の実現である販売額だけでなく在庫費用もある。それが利子費用⁽⁴⁰⁾である。ホートレーは具体的な表を掲げて(CW13巻p.155)、純利益が売上の0.5~1.5%になっている業種では、売上の1.5~2.75%にもなる利子支払いに敏感にならざるを得ないと結論している。確かに製造業者は経営資本の動向に関心が奪われているので、高金利から生じる営業費用の増加に大きな影響を与えない。だが小売商や卸売商は、自己資本にくらべて巨大な財と資金を動かしている。この資金が銀行からの借入ならば利子費用のわずかな増減も商人に大きな衝撃を与えるだろう。以上の想定がホートレーによる経済管理の要石である。「貨幣経済は本質的に不安定」だから、貨幣残高や財需要の増減が消費者所得を動かすことによって累積的な産出・雇用・物価の均衡乖離をもたらしてしまう。そこで根源にある(消費財における)商人の行動を規定すべく、公定歩合政策が必要とされるのである。

公定歩合政策の目的は取引・物価・消費者所得・雇用に上下させることだが(CBRp.246, 訳pp.241-242)、特に「心理的反応」⁽⁴¹⁾の要素が重視される。信用引き締めのために公定歩合を用いることが慣行になった時、商工業者と銀行はイングランド銀行の意図を先取りする傾向にあった。この見解を抱いた業者は買入れを制限し、そして需要が減退する。かくして小幅の公定歩合引き上げも十分な効果を持つ。もちろん人々の心理に依存する効果は不確実であるし、特に公定歩合引き下げによって信用拡張を刺激するには限界がある。景気の底では極端な低金利でも商工業者は借入をしぶるからである。ただし歴史を顧みれば、この事態が現実になったのは1930年代の大不況だけだったとホートレーは判断している。ゆえに次のような楽観的な見通しが描けたのだった。

「よく管理された信用制度では、不況や過度の好況に向う傾向は、…悪循環に結びつく以前に、公定歩合の引き下げ・引き上げによって抑制されるだろう。」(CBRp.252, 訳p.248)

これに対しケインズによると「固定資本の投資率…は、長期利率と関係がある」(CW 6 巻p.316)から、投資の制御は長期利率(債券利率)によらなければならない。ところが「銀行組織の最も重要な直接的な影響は、短期利率に対してである」(CW 6 巻p.316)から、ケインズは次の2点を主張することで、中央銀行が投資率を制御できると論じた。第1に短期利率から長期利率への影響は非常に大きいこと。第2に公開市場操作を重視したこと。まず第1の点でケインズは短期証券と長期証券の強力な代替性を理由に挙げているが、より重要なのは株式市場の心理的特性である。証券の売買に関連している大部分は、将来に対する無知のために一時的な事にたやすく左右される。専門の金融業者もごく短い期間で転売することを考えており、群衆心理に追随することになる。ゆえに「市場のなかば不条理な特徴こそが、多くの困難な事態の源泉をなしている」(CW 6 巻p.324)。投資意欲も急激な変化にさらされるから、短期的な影響力(例えば短期利率)に頼ることも不合理ではない。この理由で長期利率が短期利率に従属的になるのである。第2の点に関してはケインズは次のように言う。

「銀行は二重の機能を持っている—その第1は…産業的流通での…經常的現金の…供給をすることで…、これに対しその第2は…金融的流通の…貯蓄預金の…供給を管理すること…である。」(CW 6 巻pp.310-311)

ロバートソン⁽¹²⁾やホートレーは第1の機能(銀行の貸付行動)を重視したがケインズはそれに加えて第2の機能(銀行の証券市場への介入)⁽¹³⁾に注目したのである。後者の典型例が中央銀行の公開市場操作である。中央銀行の金融資産は①金②「投資」(手形など)③貸出に分類されるが、この資産の変化を目的とする行動が公開市場政策と呼ばれる(CW 6 巻p.202)。ケインズはこの政策が金利政策の付録にすぎないとする伝統理論に反対し、公開市場操作は即時的・直接的に市中銀行の準備金(したがって一般の預金量と信用量)に効果を与えると論じた。つまり公開市場での証券売買は長期利率を通じて投資率を制御する。例えば市中銀行に過剰準備がある時、売りオペによってその部分が中央銀行に吸収され、経済には収縮的な効果が波及していくだろう。このように中央銀行による債券の意図的な増減が市中銀行の行動を変化させ、貨幣

当局が望む方向へ漸進的に向かう。こうして「公定歩合を変更しなくても多くのことが達成できる」(CW6巻p.228)。要約すると、利子率→投資→物価という景気の因果的波及のため、利子率(←公定歩合)や投資(←証券市場)を制御することで物価変動という信用循環を緩和できる。ここには証券というストックに注目した経済管理という発想がある。

ホートレーはこれらの主張を認めない。まず短期利子率から長期利子率への影響という点では、ホートレーはそれを軽微と主張してケインズを批判する。その理由は主に2つである。第1に、両者は同一の原因(市況)の結果として同時に変動しているにすぎない(CBRp.149, 訳p.146)。好況では経営資本と固定資本が大いに刺激され、公定歩合がチェック機能を発揮してやがて上昇するだろう。商工業者は資金調達のために保有していた債券を売却し、また投資家は上昇している株式に魅力を感じ、その結果コンソル債価格は下落する。株式と債券は競合しているのである。第2にその影響は「市場が現在の短期利子率が続くと予見しうるような、比較的短い期間だけ借入した資金で証券を保有することから生じる利益・損失に限定される」(CBRpp.184-185, 訳p.180)。3%の短期利子率が7%に上昇したとする。3ヵ月後に再び3%になると予想される時、借入金で長期債を保有する費用は1%に匹敵する価格下落があれば相殺される。つまりコンソル債価格が100から99に下落すれば、長期債の売却による資金と借入金は無差別になる。しかし実際には高い短期利子率がいつまでも続くかは予想できないから、この計算は成立しない。したがって短期利子率変更の衝撃が正確に長期利子率に反映せず、両者の依存関係がばやけてしまうのである。以上2点に加えて、長期利子率から投資への経路も疑問視される。投資計画は常に予想収益が利子を上回る領域でなされるし(CBRp.171, 訳p.167)、投資市場は証券価格(長期利子率の逆数)によるよりも、新規発行量の調整によって均衡化が達成される(CBRp.176, 訳p.172)。証券の新規発行は応募不足が生じればすぐに削減される。

「投資市場がこのように余分の新規発行を拒絶する場合は、そうでない場合よりも小さい長期利子率の上昇で、市場は均衡化作業を達成する。しかも市場は長期利子率によって可能になる以上に、迅速かつ確実に均衡化の役割を達成する。」(CBRp.177, 訳p.173)

ここにもストック（既発債）の無視・数量調整というホートレー経済学の大きな特徴がうかがえる。

IV 本稿の課題

本稿の結論は冒頭の命題にあるので繰り返さない。ここでは本稿の課題とすべき点が少なくとも3つあることを明らかにしておこう。第1に、金本位制についての議論を捨象した点である。第1次世界大戦による金本位離脱・1925年の旧平価での復帰・1931年の大恐慌下での再離脱など、イギリスを含む国際通貨制度は20世紀初頭から大きなうねりに晒されていた。ホートレーとケインズはこの議題でも大いに論争を重ねたが、本稿では省かれた。吉沢 [1986] 第1～2章・Eshag [1963]などを参照されたい。

第2に、なぜ『貨幣論』との対照なのかという疑問である。『一般理論』をケインズ経済学の完成とする立場から見れば、むしろ『一般理論』とホートレーを比較すべきだったということになろう。しかしストック優位（証券市場の重視）という思想は『貨幣論』で初めて明らかにされたという認識から、フローを注視するホートレーとの比較作業はまず『貨幣論』からと考えられた。なおこれに付随してケインズの見解は『貨幣論』一時点だけなのに対し、ホートレーの見解はさまざまな時期から採られているという批判もありえるだろう。実際にホートレーの引用は1913年（GBT）から1938年（CBR）まで多岐に渡った。この事情はケインズにくらべ、ホートレーの立場はほとんど変わらなかったとの判断からである⁽⁴⁾。

第3に、『貨幣論』に向けたホートレーの批判をケインズがどう受け止めたかという視点に関してである。ホートレーは消費者所得を通じた産出の変動・消費関数・乗数の示唆など、『貨幣論』の根幹に触れる批判⁽⁵⁾を展開した。ケインズが『一般理論』に至る過程でこの批判をどう消化したかは、ケインズ経済学形成史上の謎⁽⁶⁾である。本稿で直接に答えていないのはこの視点が欠けているためではなく、別稿による考察を考えているためである。『貨幣論』との対照はこの視点も踏まえてのことだった。本稿を前提としながら、特に第3点について次稿の課題としたい。

* 1992年11月21日(土)の経済理論史研究会(於・早稲田大学)における発表から、本稿と小峯[1993]が生じた。その際、明石茂生氏(成城大学)と大平哲氏(慶応大学)から詳細なコメントを頂いた。その時指摘して頂いたいくつかの論点(乗数など)は本稿では保留(または削除)とし、次稿の課題としたい。両氏および参加者に感謝すると共に、お詫びしたい。

** 訂正 小峯[1992a] p.111注(10) 誤った方向に導いた(誤) → 遍歴の途において(正)

註

- (1) Laidler [1991] p.112も参照。また本文中の略記号は参考文献を見よ。
- (2) ホートレーをケンブリッジに含めるかどうかは議論の余地がある。まず Eshag [1963] p.19, 訳p.23によって「マーシャルの弟子」と認定されたことが影響力を持った。しかしBlack [1977] p.366はホートレーが「決してマーシャルの弟子ではなかった」と言う。これはホートレーがマーシャルの講義を受けたことはない、との意味である。理論的には両者は親近感がある。「ホートレーの分析はマーシャリアンの考えに強く依存している。」(Laidler [1991] p.101)
- (3) ホートレー独自の概念について小峯[1993] II 「用語の説明」を見よ。
- (4) 掘家[1988] p.173は③をケインズの投機的動機と同一視しているが、これは誤りである。投資動機は投資のコスト(手数料や手間)を考へて投資を見合わせていることである。それに対し、投機的動機は債券～貨幣の選択をすることである。
- (5) 「正常的という用語は、…当面とりあげている条件に適合していることを含意している。」(P E p.34)
- (6) 実物経済学を考慮せず、最初から貨幣価値の変動を扱うという方法は、ホートレー・ケインズに共通する。これは実物経済→単純信用経済→組織された信用経済というステップを踏むヴィクセル(明石[1988] p.12)とは対照的である。この理由はおそらく、両者がいわゆる新古典派の相対価格理論の体系を自然に受容し、そこに付け加えるものがないと考えたからだろう。
- (7) その不安定性がヴィクセル的な枠組みを使って説明されている(GBT p.76)のは注目に値する。しかし貨幣利率・実物利率を使った累積過程の分析はGBTのみで、CC以後は消費者所得・消費者支出を通じた変動に主眼が移っていく。なおホートレーによれば景気の拡大が制約されるのは、銀行の金準備による。ホートレーは金本位制という制約によって規則的な景気循環が発生すると考えた。GBT1913では循環に、CC1919で

は不安定性に強調点があるのは、イギリスの金本位制停止（1914）という歴史的事情からであろう。

- (8) ケインズもヴィクセル的手法を体得している（CW5巻p.177）。しかし『貨幣論』でケインズは信用循環に力点を置いており、物価の累積的上昇（下降）というヴィクセルの発想には、さほど親近感を抱かなかったようである。
- (9) ヒックスは「貨幣的制御について、大概のイギリスの経済学者をケインズがホートレリアンに分けた論争」（Hicks [1939] p.21）を記録している。
- (10) ケインズ（CW6巻p.130）とは異なり、在庫の保管費用や貨幣価値変動の危険費用は無視されている。
- (11) ヒックスはこの指摘を高く評価している（Hicks [1939] p.34）。ヒックスは次のように言う。「ホートレーの分析において本質的なことは、中央銀行が“決定的な”行動をとりうること—あるいはそう見えること—である」（Hicks [1977] p.127 訳p.166）
- (12) 『銀行政策と価格水準』（1926）のこと。ロバートソンとケインズの交流について小峯 [1992a] を見よ。
- (13) 松川 [1991] pp.213-216も『貨幣論』でのフローとストックの区別・証券市場への注視を指摘している。
- (14) ただし掘家 [1988] 第10章の指摘するように、『通貨と信用』は何度も改定されてその度に進化した、という事情は考慮すべきだろう。
- (15) カーンは1931年3月25日にホートレーが「とてもよく『貨幣論』を理解している」と判断し、産出が変化する可能性について、ホートレーの線上で研究を進めるべきと、ケインズは進言した（CW29巻p.11）。
- (16) Patinkin [1977] p.6 訳p.11を参照。

参考文献

(A) ホートレーの原典

GBT *Good and Bad Trade* Constable & Co. 1913CC *Currency and Credit* Green & Co. 1919*Currency and Credit* 3rd ed Green & Co. 1927TC *Trade and Credit* Green & Co. 1928 『景気と信用』経済同攻会
訳 同文館 1931ACB *The Art of Central Banking* Green & Co. 1932CE *Capital and Employment* Green & Co. 1937CBR *A Century of Bank Rate* Green & Co. 1938 『金利政策の百年』
英国金融史研究会訳 東洋経済新報社 19771924 'Review of *A Tract on Monetary Reform*' *Economic Journal* 19241933 'Public Expenditure and Trade Depression' *Journal of Royal
Statistical Society* 19331939 'Interest and Bank Rate' *Manchester School* 1939

(B) ケインズ全集CWおよびその他

PE *Principles of Economics* 8th Ed. Macmillan 1920 (1890) 『マ
ーシャル経済学原理』永沢越郎訳 岩波ブックセンター信山社 19851913 'Review of *Good and Bad Trade*' *Economic Journal* 23 1913
By A. C. PigouMCE *Minutes of Evidence* vol.1 (Committee on Finance and Industry
=Macmillan Committee) His Majesty' Stationery Office 1931
『マクミラン委員会証言録：抜粋』西村閑也訳 日本経済評論社 1985CW 4巻 vol.IV *A Tract on Monetary Reform* 1971 (1923) 『貨幣改革
論』中内恒夫訳 東洋経済新報社 1978CW 5巻 vol.V *Treatise on Money* vol.1 1971 (1930) 『貨幣論 I』
小泉明・長澤惟恭訳 東洋経済新報社 1979CW 6巻 vol.VI *Treatise on Money* vol.2 1971 (1930) 『貨幣論 II』
長澤惟恭訳 東洋経済新報社 1980CW 7巻 vol.VII *The General Theory of Employment, Interest, and
Money* 1973 (1936) 『雇用・利子および貨幣の一般理論』塩野谷

祐一訳 東洋経済新報社 1983

- CW11巻 vol.XI *Economic Articles and Correspondence* 1983
- CW13巻 vol.XIII *The General Theory and After : Part 1* 1973
- CW14巻 vol.XIV *The General Theory and After : Part 2* 1973
- CW19巻 vol.XIX *Activities 1922-1929* 1981
- CW29巻 vol.XXIX *The General Theory and After : A Supplement* 1979
- (C) 英語文献
- Bigg,J.R. *Cambridge and the Monetary Theory of Production*
Macmillan 1990
- Bridel, p. *Cambridge Monetary Thought* Macmillan 1987
- Davis,E.G. "The Correspondence between R.G.Hawtrey and J.M.Keynes
on the *Treaties*" *The Canadian Journal of Economics* Dec.
1980
- "R.G.Hawtrey 1879-1975" in O' Brien and Presley (ed)
Pioneers of Modern Economics in Britain Macmillan 1981
『近代経済学の開拓者』井上琢智・他訳 昭和堂 1986
- Deutscher,P *R.G.Hawtrey and the Development of Macroeconomics*
The University of Michigan Press 1990
- Eshag,E *From Marshall to Keynes* Basil Blackwell 1963 『マーシャ
ルからケインズまで』宮崎暉一訳 東洋経済新報社 1967
- Harrod,R.F *The Life of John Maynard Keynes* Macmillan 1951 『ケイ
ンズ伝』改訳版 塩野谷九十九訳 東洋経済新報社 1967
- Hicks,J.R. "Mr Hawtrey on Bank Rate and the Long-Term Rate of
Interest" *Manchester School* Apr.1939
- *Economic Perspectives* Oxford U.p. 1977 『経済学の思考法』
貝塚啓明訳 岩波書店 1985
- Howson,S "Monetary Theory and Policy in the 20th Century : the Career
of R.G.Hawtrey" in Flinn (ed) *Proceedings of the Seventh
International Economic History Conference* Edingburgh U.p.
1978
- Kaldor,N "Mr.Hawtrey on Short and Long Term Investment"

Economica 1938

- Laidier, D. *The Golden Age of Quantity Theory* Philip Allan 1991
- O' Brien, D.P. 'Monetary economics' in Creedy and O' Brien (ed)
Economic Analysis in Historical Perspective Butterworth
1984
- Patinkin, D and J.C. Leith ed. *Keynes, Cambridge and The General
Theory* Macmillan 1977 『ケインズ・ケムブリッジおよび「一
般理論」』保坂直達・菊本義治訳 マグロウヒル好学社 1979
- Peden, G.C. *Keynes, the Treasury and British Economic Policy* Macmillan
Education 1988
- Saulnier, R.J. *Contemporary Monetary Theory* Columbia U.p. 1938
(D) 邦語文献
- 明石茂夫『マクロ経済学の系譜』東洋経済新報社 1988
- 小峯 敦「ロバートソンの個人録」一橋研究 17 (1) 1992・4a
——「マーシャルの貨幣論」一橋論叢 107 (6) 1992・6b
——「ホートレーにおける商人—消費財と投資財」一橋論叢 109 (6)
1993・6
- 玉井籠象「ケインズと大蔵省見解」経済論集 [金沢大学] 27 1990.3
- 則武保夫「ケインズの『貨幣論』と『一般理論』の比較研究」経済学季報
[立正大学] 39 (2) 1989・9
——「ケインズの国際貨幣論」経済学季報 [立正大学] 39 (4) 1990・3
- 菱山 泉「スラッファ理論の現代的評価 (2)」経済評論 [日本評論社] 1990・7
- 平井俊顕『ケインズ研究』東京大学出版 1987
- 堀家文吉郎『貨幣数量説の研究』東洋経済新報社 1988
- 松川周二『ケインズの経済学—その形成と展開』中央経済社 1991
- 吉沢法生『イギリス再建金本位制の研究』新評論 1986
——「R.G.ホートレーの貨幣的経済論 (1)」商経論叢 [神奈川大学]
27 (4) 1992・3