

## 〈研究ノート〉

### ホートレーにおける商人 —消費財と投資財—

小 峯 敦

#### I はじめに—従来のホートレー研究—

大蔵省に勤務していた R. G. ホートレー (1879-1975) は 1920 年代までに、純粋貨幣要因説をとる金融問題の専門家としてその地位を確立していた (Haberler [1937] (5 版 [1964]) や Saulnier [1938] の評価)。だが、ケインズ革命の勃興・拡大とともに、ホートレーの見解 (在庫投資の重視や公共支出への反対等) は旧式として、いつしかその名も完全に忘れ去られた。しかしその死やケインズ全集の刊行 [1971-1989] を機としてやや状況が変化し、ホートレーの名も散見されるようになった (先駆として Hicks [1977] ([1969] 改稿)、概説論文として Black [1977]・Howson [1978]・Davis [1981])。そして近年の研究は 2 つの方向性を持っていると思われる。第 1 はケインズ経済学の形成史を主題とする上でホートレーを取り上げる経済学史の研究である。第 2 は、流通過程での在庫変動分析の中でホートレーに言及する理論モデルの研究である (小谷 [1987])。第 1 の方向はさらに 2 つに分かれる。① Eshag [1963]・Bridel [1987]・Bigg [1990] のように、ケンブリッジ貨幣理論 (貨幣需要論・利子論・景気論) の発展という視点からホートレーを扱う論稿 (マーシャル～ホートレー～ケインズの連鎖)。② Davis [1980]・Cain [1982] のように、ホートレーを乗数理論 (数量調節) の先駆者と扱う論稿 (ホートレー～カーン～ケインズの連鎖)。

ところでここに Deutscher [1990] という唯一のホートレー研究書が出版され、従来と異なる視点が打ち出された。それはホートレー経済学の最大の特徴を、貨幣的景気変動論よりは、商人 dealer の価格・在庫に関する決定的な役割に見出すことである。この視点は学説史はもちろんのこと、現代経済学にとっても大きな意義を有しているように思われる。なぜなら、現代経済学の 1 つの動向はケインズ理論のミクロ的基礎 (あるいは非ワルラス的経済学) だが、そこではワルラスの競売人 (価格の伸縮性) が存在しない世界が描かれており、不安定な経済の中で情報を収集するホートレーの商人は大いに注目されてよいはずだからであ

る。以下でホートレー経済学では消費財（在庫）と投資財における商人の役割が全く違うことを指摘し、合わせてそれがケインズ経済学形成史にとっていかなる示唆を持つのかも考察したい。

## II 用語の説明

ホートレーはケインズ等とともにマクロ経済学の構築に貢献し、様々な独自概念を発明した。以下では現代用語と対照しながら、それらを説明する。ホートレーの立場を理解するには、独自概念に踏み込むことが不可欠である。

消費者所得 consumer's income……貨幣タムで表現された総所得。総需要の源泉とされる。今日用語では「名目の国民所得」。

消費者支出 consumer's outlay……消費者所得から支出されるすべてのもの。財サービスの購入と証券の購入を両方含む。総需要そのもの。証券購入は特に資本支出 capital outlay と呼ばれる。今日用語では「消費（名目値）+証券購入」。(CCp. 41)

未消費余剰 unspent margin……流通している貨幣（現金）+未決済の銀行信用。使用されていない購買力。遊休残高。ほぼ「貨幣需要」とみなしてよいが、「貨幣供給」の意味にも使われる。消費者所得と消費者支出の差が、未消費余剰の変化分にあたる。(CCp. 35)

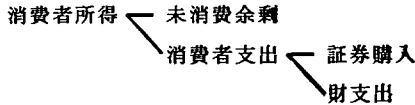
商人 dealer……生産者と消費者の間に立つ中間業者。狭義では消費財の在庫を扱う流通業での卸売業者を指す。広義では証券市場の仲買人 jobber を含める。

ここで消費者所得とケインズ『貨幣論』の用語を比較しておく必要があるだろう。『貨幣論』ではホートレーと違って、資産保有の2段階決定が明言されていた。すなわちケインズによると、第1段階（フロー次元）で所得は支出と貯蓄に分かれる。第2段階（ストック次元）で貯蓄は「貯蓄預金」<sup>1)</sup>（『一般理論』では投機的動機にあたる貨幣）と証券に分かれる。これに対しホートレーの場合、消費者支出は証券購入（資本支出）を含み、フローの貨幣循環のみが考慮されているにすぎない。

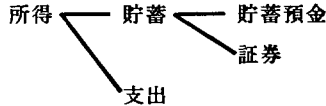
## III 消費財における商人

ホートレーは経済主体を生産者 producer・消費者 consumer・商人 dealer（特に卸売業者）の3階級に分け、商人の注文によって生産が行なわれるような製造業の世界を前提とし、景気変動の始動原因を次のように考えた。①銀行信用の変動：例えば銀行信用の拡大（貸出条件の緩和）は商人の未消費余剰（貨幣残高）

## ◎ホートレー



## ◎『貨幣論』のケインズ



の拡大を意味する。商人は通常（製造業者にくらべ）自己資金をはるかに超える貸出を受けて在庫を保有し、言わば投機業者の側面を持っている。銀行信用の拡大は商人により大きな利潤期待を抱かせる。なぜなら景気がより上向き、自己の保有する財の売上額や含み益の増大が期待されるからである。この事態を受けた商人は在庫拡大を企図する。②総需要の変動：たとえ当初に銀行信用が変化していなくても、景気変動は発生しうる。商人は自己の未消費余剰だけでなく、現実の売上額や売上予想額という指標を見て、生産者への発注を決める。例えば消費者支出（＝総需要）の変動が見込まれば、商人はただちに最適な在庫を確保する行動に出るだろう。③公定歩合の変動：在庫管理に心を砕いている商人は、信用条件の微妙な変化にも敏感になる。商人は銀行から巨額の短期融資を受けているため、短期利子率を直接に規制する公定歩合の変動は商人に大きな影響を与える。この3通りすべての場合、商人が景気動向の情報を敏感に察知し、それを在庫変動という形で他の経済主体に伝達していることに注目したい。

この始動原因を出発点として、景気変動はどのように波及していくのか。総需要の変動に直面した商人は、消費財価格を改訂する選択もあるはずである。しかし商人は最適在庫（例えば売上額の一定率）を確保するための在庫数量の変化で事態に対応しようとする。このホートレーの想定は、小売と卸売が分離して、日々の売上額変化に価格がすぐに対応しない現実経済の観察から導かれた。この価格のある程度の硬直性<sup>2)</sup>の中で、例えば在庫を積み増すために消費財の注文増加を指示された生産者は、ただちにその産出を拡大し、それを可能にするような労働を追加的に需要することになろう。労働需要の追加が残業でも賄われな時は、追加的な雇用や賃金上昇が選択されるだろう。こうして在庫→産出→雇用という道筋の拡大波及は確認されるが、ここでホートレー景気論が終わるわけではない。その特徴はむしろ次の点にある。すなわち一連の拡大過程が、消費者所得（＝国民所得）と消費者支出の増大を通じて累積的に繰り返されることである。



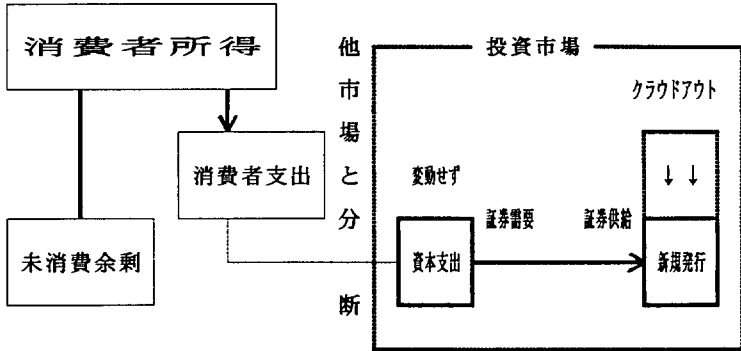
額・総需要の予測などのシグナルを集約し、最適在庫を確保するための発注増減という手段で、それらの情報を生産者に伝達する。この意味で商人は経済体系で最重要の価値を占めており、価格・在庫数量の自律的な設定者というワルラスの競売人（総供給と総需要の調停者）になっている。しかしこの役割にもかかわらず、ホートレーの商人は経済の均衡化（例えば景気変動の緩和）に失敗している。商人はミクロ的には多量の情報を収集し戦略的な判断を下しているながら、マクロ的には消費者所得や消費者支出の拡大・縮小を他部門に伝えるだけという受動的な立場に置かれているのである。この総供給と総需要の調停者でありながら、その均衡化に失敗するという二重性こそ、ホートレーの（消費財における）商人の最大の特徴である。

#### IV 投資財における商人

商人は卸売業者に限られず、外国為替市場や投資市場・信用市場にも存在する。この節では投資市場の商人の働きが、前節の消費財（在庫）を扱う商人のそれと対極にあることを指摘する。ホートレーによれば投資市場の機能は、投資可能資金の需給を均衡化させることである。実物的な資本財そのものではなく、貸付資金という貨幣的な側面だけが考慮されている。一方で新たな事業を展開するために資金を需要（証券を供給）する生産者が存在し、他方で有利な資産保有をするために資金を供給（証券を需要）する消費者がいる。証券需要はホートレーの用語では資本支出 *capital outlay* と呼ばれ、消費者支出の一部分である。所得から発生した資本支出は投資市場をへて生産者に渡り、そこから結局は投資財支出に向かっている。さてこの投資市場で仲買いをする商人は、証券の新規発行の受理と証券の価格付けの作業を行っている。ここで新規発行が過剰であれば、商人はまず自己資金や借入金で引き受けられなかった部分を自己保有しようとする。それにも限度がある時は、発行を拒絶することによって証券の需給一致を図る。以上の議論は4つの特徴を持っている。第1に、市場の流れこむ資本支出は全く動いていない。第2に、常に資金の超過需要の状態が前提とされ、証券の新規発行の削減によって需給一致が達成されている。第3に、均衡の達成も証券価格（長期利子の逆数）の下落という価格の働きではなく、*short-side principle* による数量調整によっている。第4に、『貨幣論』とは違って、既発債の取引は何ら考慮されていない。

この投資市場の構造を理解すれば、ホートレーがなぜ公共支出に頑迷な反対をしていたかがわかる。政府が失業対策のため公共支出を計画した時、公債発行によって資金を賄おうとすると、投資市場が資金の超過需要の状態では民間債がク

図2



クラウドアウトされるだけで全体の新規発行量は変化しない(図2)。資本支出も元のままであり、消費者所得が動かないのだから雇用改善もない。ケインズのように、政府投資が乗数過程を通じて国民所得を動かすという発想もない。公共支出が雇用に貢献するのは次の2例だけである。第1に遊休残高(つまり未消費余剰)から資金を吸い上げれば、貨幣供給が一定でもクラウドアウトの可能性は小さくなる。消費者所得は前と変わらないが、遊休していた貨幣が活動的な用途に転換(証券購入)され資本支出が増えるのである。この時貨幣の流通速度が上昇(マーシャルのkが下落)している。しかしホートレーはこの場合を例外的とみる。遊休残高を持つ商人は不況の際、生産を切り詰めて生じた経営資本(賃金・原料の支払)を流動的な形で保有しているだけである。商人は生産拡大の機会をうかがっているのであり、コンソル債を買って流動性を手放すことはない。要するにケインズ的な貨幣の投機的動機を商人は持たないのである。第2に、前述のように消費者所得からの資本支出ではなく、銀行の信用創造によって公共支出が賄われればクラウドアウトは生じない。この場合、最初から消費者所得自体が信用拡大によって増加するからである。これで雇用は増大するが、もしそれならば、救済は公共支出ではなく信用拡大である。政府の支出計画は実行の困難や無駄が多い。ゆえに公定歩合を低下させて信用条件を緩和させる方がはるかに機動的であろう<sup>3)</sup>。どの場合にしてもホートレーは公共支出による失業救済に否定的だったのである。

以上のように投資市場でも商人が決定的な地位にいる。商人はここでも売りと買いの情報を集め、主に新規発行の調整によって消費財市場ではなしえなかった市場の均衡化を達成している。この違いは投資市場の均衡化の過程で、(信用創造がなければ)資本支出が一定・したがって消費者所得と消費者支出が一定と暗黙に仮定されていることから生じる。投資市場が証券の需給一致によって完結し、

在庫変動の場合とは異なり他の市場に全く影響を与えないのである。消費財市場では消費者所得と信用の振幅的な変動によって、当初の均衡乖離が他市場に伝播したのだった。Kaldor [1938] が指摘するように、ホートレーは貯蓄（≒資本支出）が円滑に投資になり、投資市場には何の問題もないという古典派の考えを堅持していた。そして投資市場の円滑な運行のために商人が必要とされている。この両市場での商人の役割の違いから、ホートレー経済学のすべての帰結が発生する。すなわち消費財市場での商人は市場の安定化に失敗している。そこで商人の行動を規定すべく、公定歩合による経済管理が望まれた。ここに在庫変動・公定歩合の重視が導かれる。また投資財での商人は市場の均衡化に成功している。ゆえにこの均衡を崩すような人為的な介入（つまり公債発行）は好ましくない。ホートレーの投資市場はフローの貸付資金市場であり、ケインズが問題とした固定資本は何ら考慮されていない。ここに固定投資変動・公共支出の軽視が導かれる。これらを貨幣のフロー循環重視、貨幣のストック機能の軽視と読み替えることも可能だろう。

## V 結語

従来の研究でもホートレーは短期利率と在庫投資を、ケインズは長期利率と固定投資を重視したとはつとに言及されてきた。しかしホートレーの主張が消費財と投資財における商人の役割の差を根源に持つことは、本稿で初めて明らかにされた。またケインズがホートレーの貨幣経済論に親近感を持ちながら、なお、「細部では同意できない」(CW 13巻 p.127) 理由もはっきりする。『貨幣論』(1930) でストックとしての貨幣に着目し始めたケインズは、信用経済の不安定性には同意したものの、ホートレーの投資市場の扱いには納得しなかったはずである。現在までのホートレー研究は極めて乏しい。海外の文献は冒頭の展望で網羅されたし、日本の研究も吉沢 [1986] 第1・2章・堀家 [1988] 第10章・吉沢 [1992] などわずかにすぎない。しかしホートレーとケインズの影響関係というまだ解決されていない学説史の謎にとってはもちろんのこと、ノンワルラシアン経済学や景気変動論にとっても、そして（ここでは考察されなかったが）中央銀行政策を強化するための国際協調の議論にとっても、ホートレーは忘却されるべきではない経済学者と考えられる。

\* 美濃口武雄教授には初稿を見て頂いた。また本稿のレフェリー氏のコメントによって内容と表現が大幅に改善された。さらに明石茂生氏（成城大学）と大平哲氏（慶応大学）から初稿の詳細なコメントを頂いた。合わせて

感謝したい。もちろんありうべき誤りの責任は筆者にある。

- 1) 貯蓄預金 *saving deposits* とは支払いの目的ではなく、資産運用のために保有される貨幣である (CW 5巻 p. 32)。これに加えてもう1つのストック次元の概念が弱気関数である。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) である。
- 2) CC 3版 pp. 49—50 では稼働率と物価の関係が描かれている。稼働率が上限に近ければ信用拡大は大きな物価上昇をもたらし、そうでなければ産出の拡大をもたらす、つまり「物価の上昇と産出の増加はかなりの程度“代替的”である」。1927年という時期に資源の過小雇用を前提としていたホートレーの先駆性は注目に値する。
- 3) 厳しい不況のために利子率を低下させても借手の資金需要が刺激されないことがある (信用デッドロック・Hawtrey [1933] p. 446)。しかし公定歩合100年以上の歴史でこれが観察されたのは1930年代代だけであり、ホートレーはあくまで公定歩合政策を信頼していた。

#### 参 考 文 献

(参考文献の一部は Black と Deutscher を見よ)

- CBT *Good and Bad Trade* Constable & Co. 1913
- CC *Currency and Credit* Longmans, Green & Co. 1919  
*Currency and Credit* 3rd ed. Longmans, Green & Co. 1927
- TC *Trade and Credit* Longmans, Green & Co. 1928『景気と信用』経済同政会訳 同文館 1931
- ACB *The Art of Central Banking* Longmans, Green & Co. 1932
- CE *Capital and Employment* Longmans, Green & Co. 1937
- CBR *A Century of Bank Rate* Longmans, 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 1977  
'Public Expenditure and Trade Depression' *Journal of Royal Statistical Society* 1933  
'Interest and Bank Rate' *Manchester School* 1939
- CW 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 1979
- CW 13巻 vol. XIII *The General Theory and After: Part 1* 1973
- Black, R, D, C "Ralph Groege Hawtrey" *Proceedings of the British*



*Academy* 63 1977

- Davis, E. C. "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
- Haberler, G. *Prosperity and Depression* 5th ed. George Allen & Unwin, Ltd. 1958 (1937)『景気変動論』松本達治・他訳 東洋経済新報社 1966-1967
- Hicks, J. R. *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
- Saulnier, R. J. *Contemporary Monetary Theory* Columbia U. P. 1938  
小谷清『不均衡理論』東京大学出版会 1987
- 小峯 敦「マーシャルの貨幣論」一橋論叢 107 (6) 1992・6
- 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「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) 1992・3

(一橋大学大学院博士課程)