

# ホートレイ・ケインズ論争の再評価

—— 金融の調節機能をめぐる対立 ——

小畑二郎

## はじめに

この論文では、ケインズの貨幣・金融理論に対する同時代における最も有力な批判者の一人であったホートレイ (R.G.Hawtrey) の見解と、彼のケインズに対する論争とについて検討する。現代ではほとんど顧みられなくなっているこの論争について、あらためてここで検討する理由は次のようである。

第1にホートレイによるケインズ批判は、ケインズの金融理論の主要な欠陥を鋭く突いており、またいくつかの重要な点でケインズの見解を凌駕する視点をうち出していた。その批判は、後のマネタリストによる批判を先取りしており、いくつかの点ではマネタリストよりもはるかに優れた批判の論点を提出していた。そのような意味で、ホートレイの見解と彼のケインズに対する批判とを検討することは、ケインズ理論の論争的な側面を現代に甦らせるための橋渡しの役割を果たすものと期待される。

第2に、この論争は、両大戦間期、1920-30年代の金融経済の歴史的過渡性を鮮明に反映していた。ホートレイの信用調節理論は、明らかに第1次大戦前の国際金本位制とイギリス商業銀行による国際金融上の指導的役割とによって裏付けられていたのに対して、ケインズの理論は、国際金本位制の崩壊とイギリス商業銀行の信用調節機能の行き詰まりとをその背景にもっていた。そのよう

な意味では、ケインズの金融理論のほうが、ホートレイのそれよりも明らかに新時代に対応するという積極的側面を示していた。しかし、ケインズの金融理論は、他の側面では、いくつかの重要な欠点をもっており、そのような欠点をホートレイは正しく批判していた。またホートレイの信用調節理論は、適当な修正または視野の拡大をはかるならば、けっしてケインズの金融理論に比べて、見劣りするものではなかった。それは、ケインズのものよりも、むしろ現代の金融理論の考え方を先取りしていたということすらいえる。

そして第3に、この論争を検討することは、のちに検討する我々の「金融調節仮説」を議論するための不可欠の前提となる。ホートレイの信用調節理論は、第1次大戦前のイギリス商業銀行の活動の復活に固執するものであり、その意味では、たしかにケインズに対しては、旧時代の理想を反映するものであり、後向きの側面をもっていた。しかし、彼の理論は、現代の資産運用理論の視野から適切に再構成されたならば、ケインズの理論よりもむしろ現代の金融問題に対してより積極的に答えるための出発点とすることができる。しかも、より重要なことには、『確率論』の再評価から出発するケインズ革命の見直しという観点から見ると、適切に修正されたホートレイの見解のほうが、ケインズの理論よりも、むしろケインズ革命の真髄に迫っているということすらいえるのである。

ケインズがもう少し長生きして、もし『一般理論』を書き直すか、あるいは、同様の目的をもった別の著作をものにすることができたならば、たぶん、ホートレイの批判に応えるような修正を加えたであろうと思える根拠がある。いずれにしても、ホートレイとの論争を検討することは、ケインズの金融論を現代に甦らせ、マネタリストを含めた有力な批判との間に生き生きとした論争を復活させるための重要な前提となることは間違いない。そして、それは、ケインズ革命の文脈を再生させることにつながる。

ところで、ホートレイ・ケインズ論争については、これまでも注目される機

会が幾度かあった。J.R.ヒックスは、ホートレイの主張に注目し、主として彼が計画された投資の概念の正しい定義を与えている点と、投資と貯蓄との不均衡をより正しく設定している点とにおいて、ケインズに対してホートレイのほうが、スウェーデン学派とともに、より優れていたことを事実上、指摘した(Hicks (1977) chap. 1 p. 10(12))。しかし、ホートレイがもっぱら短期利率の操作をつうじて、投資と貯蓄との不均衡を調節することを主張している点については、ケインズの見解のほうが正しいとした(同上, chap. 5 p. 164-65(126))。また、かつて、小谷清(小谷(1987) pp. 79-81)は、商人の在庫調整による経済の調節機能に注目した点で、ホートレイを高く評価した。しかし、これらの研究は、いずれもホートレイの見解の一部について評価したにとどまっていた。我々は、これらの諸研究に対して、ホートレイの信用調節理論全体のメリットを強調し、この理論全体のメリットを現代に甦らせるための前提として、以下でホートレイ・ケインズ論争の全体をできるだけ詳しく検討することにする。<sup>(1)</sup>

## 第1節 論争を知るための文献的基礎

ケインズの見解を知るための文献については、これまでも十分検討されてきたものと思われるので、ここでは、ホートレイのケインズに対する批判と、両者の間で闘わされた論争の内容を知るための主要な文献について、あらかじめ簡単に紹介しておこう。

貨幣・金融理論に対するホートレイ自身による貢献は、ケインズによるものよりもむしろ先行しており、ホートレイは、1919年の『通貨と信用』Currency and Credit (Hawtrey (1919))において、すでにこの分野での学問上の評価を確立していた。この分野におけるホートレイの論調は、ほとんどすべてこの著作から出発していたが、この著作における論点は、後のケインズとの論争をすべて暗示していたわけではなかった。

(1) 『中央銀行の技芸』 *The Art of Central Banking* (Hawtrey (1932))

ケインズの貨幣・金融理論に対するホートレイの批判がはじめて具体的に示されたのは、この『中央銀行の技芸』の中の第6章「ケインズ氏の貨幣論」においてであった。またこの本の他の章においても、ホートレイは中央銀行の政策について詳説しており(同上書、第4章)、これらの一連の論述もまた、この論争の全体像を知るための不可欠の文献的基礎となる。J.R.ヒックスがのちに書いているように(Hicks (1977) p. 118(155)), ケインズの『一般理論』の主要な論争相手がロバートソンやピグー(Pigou)であったのに対して、『貨幣論』の主要な論争相手は、まさにこのホートレイなのであった。そのような意味でも、この本はケインズ『一般理論』の論争上の背景を知るためには、必読の文献の1つである。

(2) 『資本と雇用』 *Capital and Employment* (Hawtrey (1937))

つづいて、ホートレイによるケインズの『一般理論』に対する批判が本格的になされたのは、『一般理論』出版の直後に発表された、『資本と雇用』と題されたこの本の中の第7章「ケインズの『一般理論』」においてであった。この本の中には、このほかにも、ハイエクの『価格と生産』、ピグーの『失業の理論』、ハロッドの『景気循環論』に対する評論(同上書、第8章-第10章)も含まれており、さらにまた、資本と雇用に関するホートレイ自身の理論体系について詳細に述べられている。それゆえ、この本は、ホートレイ・ケインズ論争の背景をホートレイの主張の側から理解するためには不可欠の文献となる。

(3) 『金利政策の百年』 *A Century of Bank Rate* (Hawtrey (1938))

前の本の翌年に出版されたこの本の中には、これまでのケインズ批判の論点がより整理された形で再論されているだけでなく、イギリスの金利政策とその役割について歴史的に詳論されている。著者自身もその序文の中で述べている

ように、この本は、それまで伝統的に受け入れられてきた公定歩合政策と信用調節の理論とが第1次大戦以降に軽視されてきていることに対して抗議するという、明らかな政策批判の企図をもって書かれていた。高利禁止法が改正され、イングランド銀行の金利政策がある程度、銀行自身の自由裁量によって遂行できるようになった1832年から、公定歩合が2%に引き下げられ、大蔵省の公債政策によって金融政策が拘束されるようになり、再びイングランド銀行独自の金利政策が事実上遂行できなくなった1932年までの、まさにちょうど百年間にわたるイギリスの金利政策について、詳細に考察されている。このような研究によって、ホートレイは、公定歩合の変更とそれによる信用調節の役割とを軽視しようとする当時の支配的論調に対して抗議しようとしたのである。ところで、そのような当時の支配的な論調とは、短期信用よりも長期信用のもつ国民経済体系への影響力を重視し、また私的金融よりも政府の財政支出による調節機能に頼ろうとする、ケインズおよびケインズ派の経済学者たちの政策と理論のことを指していた。したがって、この本は、ケインズ派の理論を、歴史的および理論的に批判したホートレイの代表作として、しばしば引き合いに出され、かつ日本語にも翻訳されている（英国金融史研究会訳（1977））。

(4) 「マクミラン委員会報告書」および「マクミラン委員会証言録」Committee on Finance and Industry, *Report and Minutes of Evidence* (Committee on Finance and Industry (1931))

これらは、ケインズまたはホートレイ自身による独自の著書ではないが、両者の見解と論争の要点とを知るためには、もう1つの重要な文献である。ホートレイは、1930年4月10日と4月11日の2日間にわたって、このマクミラン委員会において証言し、自らの見解を述べ、またその見解を要約した論文を提出している (*ibid.*, *Evidence* p.157-161)。またこの委員会では、ホートレイはケインズからの質問を受け、これに答えている。ケインズは、この委員会の中心

的な常任のメンバーとして、同委員会を指導し、また報告書の主要な部分を執筆している（ケインズの執筆部分について詳しくは、岩本（1999）p.152, n2, およびKeynes, CW20 p.309を参照）。

ちなみに、このマクミラン委員会は、第1次大戦後のイギリス経済の不況から脱出するために、イギリスの国内的または国際的な金融機構のあり方を再検討するという目的で、イギリス政府によって設置された政策検討のための委員会であった（マクミラン委員会の目的については、加藤三郎、西村閑也 訳（1985）解説を参照せよ）。また、この委員会は、私見によれば、これまで金融政策について検討してきたどの国の、どの委員会と比べても、もっとも優れた内容と成果を示しており、現代において改めてもう一度、再評価され、現代の金融問題に対処するための参考とされるべきであると考え。それは、たんに理論的または歴史的な検討が優れているというだけでなく、政治的な観点から見ても、模範とすべきものを示していたからである。すなわち、現代の代表民主制という政府形態において、もっとも自由かつ公正な公開の討論をつうじて、金融政策その他の経済政策が立案されていくという理想的な過程がそこには示されていた。しかも、そのような討論過程や討論資料はすべて公開され、採用されなかった少数意見も公表されるという、公開の原則が貫かれている。このようなやり方によって、たんに成功を納めた政策からだけでなく、失敗した政策やその理論的背景からも、後世の我々は貴重な教訓を学ぶことができる。しかも、そこで検討された政策は、今日でも十分に参考とされるべき内容をもっていた。この委員会の資料は、ケインズの金融政策に関する同時代の証言としても十分に検討されるべきなのである。

(5) ケインズ『貨幣論』および『一般理論』J.M.Keynes CW5 (1930), CW7 (1937)

ケインズの見解については、またホートレイとの論争についても、ケインズ

のこれらの著作が参考とされるべきであろう。『貨幣論』における主要な論争相手は、J.R.ヒックスも指摘しているように、まさにこのホートレイであったし、また、『一般理論』において、ケインズが投資概念その他の国民所得概念を『貨幣論』のそれらから変更した主要な理由は、他の事情とともに、ホートレイによる批判に対応しようとしたためであった。『一般理論』は、そのような意味でホートレイとの論争に対するケインズによる解答としても部分的には読むことができるのである。<sup>(2)</sup>

しかし、ホートレイに対するケインズによる反論についてその他の文献によって知ることは難しい。それは、1つには、『一般理論』執筆後に、ケインズは、一時健康を害しており、また第2次世界大戦後には、ブレトン・ウッズ協定に至るまで、国際通貨体制の再建のために貢献し、彼自身に対する諸々の批判に対して答えている余裕はなくなっていたからであった。ホートレイによれば、ケインズは、彼の批判に答えて、『一般理論』をやがて書き直す意向を表明していたようである（1936年8月31日のケインズのホートレイ宛書簡、および、Hawtrey (1937) 第2版への序文を見よ）。しかし、そのような目的をもった論文または著書は、ケインズ自身によっては、ついに書かれないまま、1946年にケインズは、病により没している。

(6) このほかに、ホートレイ・ケインズ論争を扱った文献として注目すべきものとして、J.R.ヒックスによるものがある (Hicks (1977))。とくに第5章「ホートレイ」は、直接にホートレイを論評し、その見解を高く評価したものであった。本稿の主題もこのヒックスの評論から大いに啓発されたものである。

このほか、日本におけるホートレイ再評価の貴重な試みとしては、小谷清『不均衡動学』第4章 (小谷 清 (1987) p.p.79-81) があげられる。ただし、この評価は、ホートレイによる商人の在庫調節理論に、ほぼ限定されている。

## 第2節 論争の概要

ホートレイ・ケインズ論争の概要を知るためには、まずホートレイの見解を理解することがその前提となる。前述の文献によりながら、ホートレイの主張を整理すると、とくにケインズ批判に関連したものは、以下のように5つないし6つの項目に分けて考えることができる。

### (1) 投資と貯蓄の概念に関する論争

ホートレイ・ケインズ論争の口火を切ったのは、ケインズ『貨幣論』における投資と貯蓄にかんする独特の概念規定に対するホートレイによる鋭い批判であった。ケインズは、『貨幣論』において、古典派以来支持されてきた投資と貯蓄との概念的同一性のドグマに対して、独自の所得概念を用いて、投資と貯蓄との不均衡を設定して議論を展開した。これに対して、ホートレイは、投資と貯蓄との乖離に関するケインズの主張は、売上金額と費用価格総額との乖離に基づくものであり、意外の利潤（または損失）のたんなる別名にすぎず、これによっては、貨幣経済的な不均衡の原因となる投資と貯蓄との不均衡の要因が本当に明らかとされたことにはならないと、ケインズを鋭く批判した。

このようなホートレイの批判に反応して、ケインズは『一般理論』では、『貨幣論』の概念規定を変更して、今度は、投資と貯蓄との概念的同一性の古典派のドグマに舞い戻っているかのように思われた。これに対してホートレイは、これでは、投資と貯蓄の不均衡が所得の変化によって調整されるという、『一般理論』におけるケインズの主要な構想さえもが無内容なものになるとして、ケインズを再び批判した。ホートレイは、独自の投資概念（初期には「資本支出 Capital Outlay」、後期には「積極的投資 Active Investment」）を導入して、ケインズによっては本当には明らかにされなかった投資と貯蓄との不一致という事実から出発した、独自の貨幣的動学理論を打ち立てようとした。のちにJ.R.



ヒックスは、この論争におけるホートレイの主張を高く評価している（Hicks (1977)第5章）。

### (2) 金融論争その①：短期信用と長期金融との関係をめぐる論争

つぎに、ホートレイ・ケインズ論争の焦点となったのは、投資と貯蓄との不均衡を調整するための金融的経路に関してであった。このような金融論争は、よく調べてみると、大きく2つの問題に分けて考えることができる。その1つは、不均衡を調整するものが、主として短期信用をつうじた商人の在庫調整によるものか、それとも長期金融をつうじた製造業や公益事業などにおける資本形成によるものか、という論争である。前のほうの主張がホートレイによる信用調節理論であり、後のほうの主張がケインズの『一般理論』の中心をなす投資と所得の調整理論であった。このような対立は、イギリスの商業銀行システムによる調節機能に対する歴史的評価によるものであり、ホートレイがそのシステムをなお高く評価したのに対して、ケインズは、むしろその限界を認識し、工業の資本形成の役割を高く評価した。のちにJ.R.ヒックスは、短期信用の重要性はなお存続するが、ケインズの見解のほうが新しい時代の金融方式に対応するものだとして、この点に関しては、ケインズのほうを支持している（Hicks (1977) chap. 5 p. 164-65(126)）。しかし、J.R.ヒックスをはじめとするこれまでの評者のほとんどは、ホートレイの見解が包含していた、もっと基本的な論点を発展させることを怠ってきた。そして、そのために、これまではホートレイの見解が不当に低く評価されてきたように思われる。

### (3) 金融論争その②：信用調節 対 所得調整論争

ホートレイ・ケインズ論争から真に学ぶべき論点は、短期信用か長期金融かというような金融的な調節手段をめぐる部分的対立にあるのではなく、実物的分析と貨幣的分析との二分法に基づくセイ法則と貨幣数量説とを二本柱とする古

典派理論に対して、どちらのほうがそれらを乗り越える革新的な貨幣的動学理論を提示する可能性があったのかという点にこそあった。これまでは、ケインズ理論こそ、そのような経済学の革新を遂行した理論であったことが強調されてきた。しかし、この点に関しては、以下のような論争を知るかぎり、ホートレイの議論のほうに、注目すべき論点が含まれていたように思われる。

ケインズの『一般理論』においては、投資と貯蓄とは、結局は同一の概念に帰着させられていたために、両者の均衡は、貨幣・金融市場の運行とは独立に達成されるものとされていた。このような考え方は、ヒックス流のIS-LM図式においても、踏襲されていた。他方で、貨幣・金融市場における調整は、貨幣と債券との間の人々の二者択一的な選択をつうじて、遂行されることとされていた。また貨幣量は、独立の政策変数とされた。そのような前提の下に、政府は、貨幣量を操作して、長期利子率に影響を与え、長期利子率と資本の限界効率との関係を変化させて、企業家の投資活動を促進させるものと想定されていた。そして貯蓄は、投資活動の結果として所得が変化することによって、事後的に、投資と等しくなるものと想定された。したがって、ケインズにおいては、なお独立の政策変数としての貨幣量のもつ役割は評価され、また投資と貯蓄との自動的な均衡という古典派の考え方は、全面的には否定されてはいなかった。そのような意味では、セイ法則と貨幣数量説の一部の側面は、弱められた形ではあったが、なお残存していたといってもよい。

これに対して、ホートレイにおいては、まず貨幣量が独立の政策変数であることは事実上否定されていた。すなわち、貨幣量そのものは独立の政策変数ではなく、民間の貨幣需要に対応して変化する従属変数であり、また民間の貨幣需要は、独立に変化するのではなく、企業の商品在庫や運転資本に対する投資や、家計を含めた証券保有やその他の資産保有の変化に対応して、それらの投資に対する遊休資金 (idle balance) として増減するにすぎない。したがって、政府は貨幣量を独立に操作することはできず、むしろ中央銀行の公定歩合政策

をつうじて、短期信用の価格（利子率）と数量とを操作し、企業の商品や証券の在庫保有および消費者需要に影響を与え、国民経済体系に対して影響を与えることができる。貨幣量は、その結果として、受動的に変化するにすぎない。このようにホートレイは、貨幣数量説のもつ政策的含意の1部を否定していたのである。

他方で、ホートレイにおいては投資と貯蓄とは、以上のような変化と独立には均衡に達することができないものとされていた。すなわち、投資と貯蓄との不均衡は、まず企業に対する銀行制度全体の信用の創造または信用の消滅によって、補完されなければならない、そのような信用の変化は、結局は中央銀行の信用と貨幣供給の変化を多かれ少なかれ伴わざるをえない。したがって、投資と貯蓄の不均衡は、必ずそれに対応する金融市場の不均衡を伴うことになる。このように、ホートレイにおいては、実物と金融との二分法は事実上否定されていた。中央銀行および銀行制度全体は、このような投資と貯蓄の変化に対して、たんに受動的に対応することもできるが、また他方では、利子率と信用量とを積極的に操作して、商工業の投資活動に影響を与えることもできる。

中央銀行および銀行制度全体がこのような積極的な信用政策を遂行することによって、商工業界の投資活動や消費者需要の動向に影響を与え、貨幣価値の変動をつうじた信用循環を緩和させ、そのような信用循環に伴う国民経済の弊害を取り除くことこそが、銀行制度の発達した国々における金融政策の目標とされなければならない。いいかえれば、このような信用調節の能力があるかどうかということが、それぞれの国の金融制度を評価する基準とされなければならない。このような主張がホートレイの信用調節理論の骨子であった。このように、ホートレイにおいては、貨幣数量説とセイ法則との古典派的な二分法がケインズよりも明瞭に乗り越えられており、そのような意味では、ケインズが『貨幣論』や『一般理論』でめざした古典派の貨幣・金融論の乗り越えの方向を、さらに前進させる視点をもっていたということが出来る。ただし、ホートレイ

の信用調節理論には、いくつかの欠陥があり、そのような欠陥は資産理論の最近の成果を導入して、克服されなければならない。

#### (4) 政府の財政政策の有効性をめぐる論争：先駆的クラウド・アウト論

ケインズは、『一般理論』において、金融的な調節が公衆の貨幣保有と債券保有との二者択一的な選択をつうじて行われることを想定し、また慣習的・心理的に決められる長期利率の変更をつうじて、金融政策が行われるものとしていた。その結果、金融政策による調整機能に対しては、『一般理論』の段階では、その有効性を疑うようになっていた。金融政策に代わって、そのような調整機能を果たすものと期待されたのが政府の財政政策であった。

これに対して、ホートレイは、政府の財政支出は、信用量と貨幣量とを一定としたままでは、たんに民間支出と交替するだけであり、全体としての有効需要を拡大せず、また信用量と貨幣量の増加を伴う場合には、それはインフレによって補足されることとなり、結局は、その有効性を全体としては発揮できない、という注目すべき批判を展開した。それゆえ、彼は、現代のマネタリストによって本格的に主張されるようになったクラウド・アウト論の先駆者の1人とみなされるべきであろう。

ただし、ホートレイが現代のマネタリストよりも優れており、またある意味では、ケインズにむしろ接近しているとおもわれる点は、彼が政府支出の有効性を全面的に否定するのではなく、その支出の内容を問題とし、政府支出が民間では不可能かまたは危険が大きすぎて困難な事業に対して真に有効に向けられた場合には、それらは雇用や所得の増加に対して有効に作用するだろうとしている点である。これとは反対に、政府支出が誤った方向に向けられ、しかも民間の投資や消費を連鎖的に拡大することができないならば、それらは全くの無駄となるばかりでなく、かえって有害なものとなる。なぜならば、政府事業をたんに維持するだけでも、膨大な費用が投下され続けられなければならない、

結局は、将来の国民経済や納税者に対する負担となってしまうからである。

したがって、ホートレイは、現代のケインジアンたちのように、たんなる浪費としての公共投資をけっして弁護しない。政府支出が有効かどうかを判断するためには、それらが信用調節機能によって補足され、しかも民間の企業活動にとって真に補完となることができるかどうかを吟味する必要があるとしたのである。このような議論もまた、十分に現代の問題の解決のために参照されるべきホートレイの批判の論点であろう。

#### (5) 技術革新を伴う雇用政策について

ホートレイは、ケインズ理論に対して、このほかにもいくつかの重要な点について批判を加えているが、なかでも注目すべき論点は、ケインズが技術革新についてほとんど言及していなかった点についてであった。ケインズの雇用理論は、技術水準を一定としたまま、余剰設備を抱えた経済が、投資の拡大によって、いかにして所得と雇用とを拡大することができるのかということについて、議論を集中させていた。だが、ホートレイによれば、投資の拡大は、資本/労働比率を不変としたまま、資本と雇用を比例的に拡大することもありうるし（資本拡張 Capital Widening）、または、資本/労働比率を上昇させながら、労働を相対的に節約しつつ資本規模を拡大することもありうる（資本深化 Capital Deepening）。ふつう、この両方の進行を伴いながら、投資活動は行われる。だが、資本拡張と資本深化とでは、利子率の変更の効果は異なるし、また雇用への影響も異なる。

たしかによく考えてみれば、技術革新と無関係な投資などは、現代では、およそ問題とはなりえないであろう。歴史上のほとんどすべての経済拡張は、自分たちによって開発されたか、あるいは外国から導入されたかのちがいはあれ、いずれにしても新しい技術、もしくはシュムペーターのいう「革新」と結びついて遂行された。したがって、技術の問題と、それに伴う資本/労働比率の変化

について考察しなかったことは、ケインズの投資・金融理論の重要な欠陥の1つといってもよいだろう。

しかし、ホートレイ自身も、ケインズ理論に十分に代わりうるような技術と投資、そして雇用の理論を準備できたわけではなかった。ただし、ケインズの加速度原理（または投資乗数理論）は、信用拡張についての考慮なしには、たんなる空論に終わること、また資本拡張と資本深化とでは、利子率の変更の効果も異なることを指摘したことは、現代の問題の解決にまで及ぶ重要な論点を提出しているものとして評価できるであろう。

#### (6) 金本位制に代わる国際的信用調節機能について

さいごに、ホートレイは、ケインズの国際通貨機構に対する提案について、議論している。ただし、結論的に述べれば、この点では、ホートレイの見解は、ケインズのものと同様異なるものではない。すなわち、国際的な信用上の協力をつうじて、為替レートが調節され、金本位制に頼らずに、各国通貨の価値を安定させる方策について、両者はともに提案しているのである。そのようなホートレイの議論は、ケインズの『貨幣論』における提案と、ほとんどその主旨は同じである。ただホートレイは、第1次世界大戦以前の国際金本位制の機能について、ケインズよりも高く評価しており、金本位制の廃止に関する議論は、ケインズよりも不徹底なものであった。

### 第3節 ホートレイ・ケインズ論争の解剖

#### (1) 投資と貯蓄との不均衡についての論争

ケインズは、『貨幣論』において、投資と貯蓄の概念的な同一性に関する古典派のドグマを批判して、投資と貯蓄とは本来的に等しくないことを主張した。すなわち、投資は企業家による生産拡張のための積極的な決断によるものであるのに対して、貯蓄はたんに所得の一部を消費しないという家計による消極的な選

択の結果にすぎない。両概念は、意思決定の主体がちがうだけでなく、国民経済体系における役割も異なる。このような両者のくいちがいから、経済の様々な変動要因を説明することができると考えたのであった (Keynes (1930) 第12章, p.177(155))。

この点については、ホートレイは、ケインズと問題意識を共有する。投資と貯蓄との不一致を前提として、そのような不一致はどのようにして修復されることができるのかということを探求する中から、経済変動やそれに対処する経済政策に関する様々な重要な議論が出てくるものと考えたのであった。

しかし、ホートレイによれば、ケインズは『貨幣論』において、投資と貯蓄とが不均衡となることの本当の原因と、その克服のための方策とを明らかとしたわけではなかった。ケインズにおいては、投資と貯蓄の不一致は、かなり特殊な所得概念の設定の結果として、論理的に可能となったものにすぎなかった。すなわち、『貨幣論』における所得概念Eは 労働者の賃金や企業者の正常利潤などのすべての所得を含むものとして定義されていたが、その中からは、消費財または投資財の価格の値上りによって発生する、「意外の利潤(または損失)Q」は、除外されていた。また、このような意外の利潤(または損失)は、すべて、投資額に対する追加(または控除)となるものとされていた (Keynes(1930)I, p.178-81 (155-58))。他方で、このような意外の利潤(または損失)は、所得の一部ではないのだから、所得から消費を差引いて得られる貯蓄の一部でもない。この結果として、投資と貯蓄の差が生まれる。それゆえ、ケインズの定義する投資と貯蓄の不一致は、意外の利潤(または損失)Qの額と、つねに同額となるものとされたのであった(この点についての指摘は、Hawtrey (1932) 6-III, pp.336-337)。

ところで、『貨幣論』においては、社会全体の総生産物の売上高POは、所得に分配されるすべての費用Eと、「意外の利潤(または損失)Q」の合計であった。つまり、 $PO = E + Q$ であった。また投資と貯蓄の差(I-S)は、先の定義によつ

て、「意外の利潤(または損失)」 $Q$ に等しくなるから、総生産物の売上高 $PO$ は、全額所得に分配される費用 $E$ と、投資と貯蓄の差 $(I-S)$ とを合計したものとなる。つまり、 $PO=E+(I-S)$ となる。したがって、ケインズの定義する投資と貯蓄の乖離 $(I-S)$ は、まさに総生産物の売上高 $PO$ とそれらの総費用 $E$ との差と一致するのである。つまり、 $I-S=PO-E$ である。いいかえれば、ケインズの投資と貯蓄の乖離は、売上高と費用との乖離のたんなる別名にすぎなかったのである。

このようなケインズの議論は、投資と貯蓄との不一致の原因を本当に明らかとしたものとはいえなかった。なぜならば、この議論のために設定されたケインズの所得概念、すなわち意外の利潤(または損失)を全額控除した所得概念は、かなり特異な概念であって、これをすべての利潤(または損失)を含めて定義される普通の所得概念によって置き換えたならば、たちまちのうちに、投資と貯蓄との不一致の可能性は消滅してしまうからである。つまり、ケインズの投資と貯蓄との不一致に関する議論は、彼の特異な所得の定義によって生まれたことになり、投資と貯蓄とが一致するかどうかは、たんに所得の定義の問題にすぎなくなってしまうのであった。事実、所得概念をすべての利潤を含む普通の概念に置き換えた『一般理論』では、投資と貯蓄とは概念的に一致するという、古典派の理論に復帰している(Keynes(1936)第6章(二))。これでは投資と貯蓄が必ずしも一致しない本当の原因はつきとめられないし、また両者の不一致から出発する動学理論は展開できなくなってしまう。

ホートレイによれば、ケインズがこのように投資と貯蓄との不一致の原因を本当にはつきとめることができなかったのは、彼が投資の概念を正しく定義しなかったためであった。『貨幣論』においては、投資の概念は、実物的資本資産の期中の正味の増加額と等しいものと定義されていた(Keynes(1930)第9章)。この定義によれば、企業家が生産の拡張を目的として設備や在庫の購入のために支出した金額ばかりでなく、生産したが売れ残ったために在庫に追加された



財の価格も、またその他の目的で保有する資産の評価額が変化したために実物資産の総額に追加される（またはそこから控除される）金額も、すべて投資額の中に含まれてしまう。

他方で、貯蓄額は所得額のうち消費財の支出に費やされなかった金額に等しく、また所得額は産出額に等しいものとされているのだから、実物資産の評価額が不変のものとするならば、貯蓄額と投資額はつねに等しいことになる。なぜならば、この場合には、投資額は産出額のうち消費されずに蓄積された額に等しく、それは産出額と等しい所得額のうち消費されなかった貯蓄額につねに等しいことになるからである。したがって、このように投資の概念を設定するかぎり、投資と貯蓄とが乖離する可能性は、実物資本資産の評価額の変更を除けば、どこからも出てこないことになる。

ホートレイは、ケインズの投資概念のこのような欠陥を是正するためには、企業家が資本資産に追加することを積極的に企図した支出額と、たんに売れ残ったために結果として増加した資本資産の額とを区別する必要があると考えた。そして、たんに所得額（産出額）のうち消費されなかった貯蓄額につねに等しくなる受動的な投資額から区別される、積極的な投資額をもって、真の投資額とすることを提案したのであった。このような積極的な投資額は、『中央銀行の技芸』（Hawtrey(1932)）では、「資本支出(Capital Outlay)」とよばれ(*Ibid.*(1932) 第6章IV p.346-)、のちに『資本と雇用』（Hawtrey(1937)）では、「積極的投資(active investment)」とよばれた(*Ibid.*(1937) 第7章 p.79-)。要するに、産出額（＝ 所得額）のうち消費されずに保存される、たんなる貯蓄額に等しい投資の概念に代えて、企業家によって企図された投資の支出額を厳密に問題とすることを提案したのであった。

このように概念の定義を変更することによって、企業家が生産の拡張のために、あらかじめ企図して、設備や在庫などを増加しようとして支出した金額（「資本支出」または「積極的投資」の金額）は、貯蓄額とは自動的に等しくなく

なる。資本支出額と貯蓄額との差は、売れ残った商品の在庫を表しており、経済体系の不均衡の原因と、そのような不均衡を前提として可能となる貨幣的動学理論を展開するための出発点とすることができると考えたのであった。じつは、このような議論のためには、資本会計の動学的な取り扱いが不可欠となるのだが、そのような考察は後にゆずることとして、我々は、しばらくの間、この問題についての両者の論争を検討しよう。

ホートレイは、ケインズの所得概念に対して、次のように批判する。すべての生産要素に支払われた後に企業者の手に残された利得は、ふつうは企業者の所得とみされるだろう。ところが、ケインズは価格の上昇によって得られた意外の利潤を所得額から控除する。そして、そのような利潤をすべて投資額の追加分として処理してしまう。しかし、企業者の所得額の一部とならない「意外の利潤」は、企業の未分配の留保利益 (Retained Earning) として、企業の蓄積 (貯蓄) の一部を形成するものとして、ふつうは会計処理されるであろう。それがやがて投資に向けられるかどうかは、その後の企業者の決断にかかっている。投資に向けられない場合には、たんなる蓄積として取り扱われるのが妥当であろう。したがって、すべての「意外の利潤」=投資というケインズの考え方は、企業者の投資決定の重要な側面を不明にするのである。

つぎにホートレイは、未販売の財を投資額に含めてしまうケインズの投資概念の矛盾を鋭く批判する。未販売の財の蓄積は、企業家の投資決定とは無関係に存在するだけでなく、やがて売上予定額から控除され、むしろ「意外の損失」の一部として会計処理されなければならない項目であろう。ところが、ケインズの定義によれば、この項目は投資の一部とされてしまう。ケインズによれば、 $\text{投資} = \text{意外の利潤} + \text{貯蓄}$  であるから、未販売財の増加は、真実とは反対に、意外の損失ではなく、意外の利潤と同類のものとして分類されてしまう。この点でもまた、企業者の投資決定の過程は曖昧にされてしまうことになる。

また次のようなホートレイの批判の論点も重要である。投資額と貯蓄額との

不一致は、ケインズによれば、財の価格の一般的上昇（または下落）か、もしくは費用の一般的減少（または増加）かのいずれかを伴って、起こされることにされている。しかし、投資と貯蓄との不一致は、価格や費用の変化とは無関係に発生しうる。たとえば、企業者が将来の需要の拡大を予想して、投資を拡大する最も一般的な経済拡張の場合を想定してみよう。この場合には、財の価格の上昇なしにも、あるいは技術革新を伴う場合には、価格の下落を伴いながら、投資額が増大し、貯蓄額との差を変化させることは、ふつうにありうることである。ケインズの投資概念によっては、このような投資拡大の状況は把握されない。ケインズの投資と貯蓄の不一致は、売上価格と費用価格との全体としての乖離のたんなる別名にすぎず、企業者の投資決定の具体的な過程をうまく表現できていないからである（以上について、Hawtrey(1932)第6章III, pp. 336-337, およびVI, pp.343-46)。

このようなケインズ理論の欠陥を是正するために、ホートレイは、投資と貯蓄の概念、とくに投資概念を企業者の決定に即したものに換えることを提案する。ホートレイによれば、ふつう投資＝貯蓄額とされる消費額をこえる産出額は、次の3つの部分から構成される。(1)そもそも資本設備などの資本財として産出され、販売された財の金額、(2)生産過程にある原料や半製品など、運転資本とよばれている金額、(3)消費財または資本財として産出されたが、売れ残って、企業または商人の在庫に蓄積されている金額、以上の3つの範疇に分けられる(Hawtrey(1932)第6章IV p.338)。ホートレイは、このうち最初の2つの範疇は、企業者が投資を決断したために増加する産出額であるが、最後の(3)は、企業者の投資判断と無関係に、あるいはむしろ彼らの意図に反して、売れ残った結果として存在するたんなる蓄積（滞貨）にすぎない。したがって本来は投資概念から除外すべき蓄積額であると主張した(Hawtrey(1932)第6章IV p.344-49)。

このように定義し直された投資額（「資本支出」）は、自動的に貯蓄額と等

しくならない。今期の投資額は、売れ残った財の在庫に等しい金額だけ、今期の貯蓄額を下回る。そして、このような投資額と貯蓄額の差は、財市場の需要と供給との不均衡を表現する。したがって、ホートレイによって修正された投資と貯蓄の概念は、実物財市場の不均衡を反映し、経済変動のメカニズムを理解する出発点となるものとされたのである。

その後、ケインズは『一般理論』を著わして、『貨幣論』における概念上の不備を訂正した。今度は、所得概念の中に正常利潤だけでなく、意外の利潤を含むすべての利潤を加えて、考えるようになった。これに伴って、投資と貯蓄とは、概念的に同一の事柄の別の表現だとみなされて、古典派的な考え方に後退するかのようには思われた。しかし、じつはそうではなかった。

まず未販売の財の在庫を投資額から除外すべきだとするホートレイの提案に対しては、次のような理由から、それを採用しなかった。たしかに消費財の場合には、未販売の財の在庫の変化が企業の将来の生産規模を決定する際に重要な参考事項となるだろう。しかし、企業の投資決定は、そのほかにも様々な要因に依存し、とくに将来の有効需要の変化に対する予測が決定的となる (Keynes (1936) 第7章 p.77(76)およびHawtrey(1937) 第II章 pp.162-63)。また消費財の場合には、未販売の財の在庫の増加を投資から取り除くとしたならば、資本財、とくに固定資本の場合には、未使用の遊休能力を投資資産から取り除かなければならなくなるだろう。だが、未使用の能力を投資から取り除くならば、投資活動の連続性の実態は把握されなくなり、不合理である (Keynes (1936) 同上 p.77(76))。結局、ケインズは、投資と貯蓄との乖離が一時的にはあったとしても、投資の大きさによって所得は変化し、そのような所得の変化に従って貯蓄が変化するので、ある一定の期間の後には、投資と貯蓄は事後的に等しくなるように調節されるものと考えた。いいかえれば、投資と貯蓄との不均衡は、所得の変化によって調節されるという、「所得調整理論」によって、ホートレイの批判に応じようとしたのである (以上については、Keynes (1936)

第7章およびHawtrey (1937) pp.162-64参照)。こうして、ケインズの有名な「所得調整理論」は、部分的には、ホートレイとのこのような論争の中から生まれたのである。

このようなケインズの見解に対して、ホートレイは次のように反論する。未販売財の在庫や未使用の固定資本が増加して、投資額がたんに名目的にだけ増加したとしても、そのことによって、所得や雇用にはほとんど何の影響も与えない。ケインズが強調する投資の所得に対する乗数効果にしても、それが未販売財の在庫や未使用の固定資本の累積によるものとしたならば、所得を増加させる力はほとんどもない。かえって、それらは、将来の投資活動を減退させて、所得を減少させる効果をもつとしたほうが妥当であろう (Hawtrey (1937) pp.163-64)。したがって、投資の範疇から未販売の在庫の増加を除外し、たんなる貯蓄額の別名である蓄積または消極的な投資とは区別される、「積極的投資」の概念を使って、所得や雇用の増加に直接に影響を与える投資活動の要因と、その結果について、より正確に分析することができるようになる、と主張したのである (Hawtrey(1937) pp.160-62)。

以上のようなホートレイ・ケインズ論争の対立点に関しては、我々は、おおむねホートレイの言い分に与したい。この点については、ケインズのもっとも有力な後継者の一人であったJ.R.ヒックスも、我々と同意見のようであり、ケインズ『一般理論』においては、「貯蓄と投資を常に等しくするという不幸な定義によってケインズ自身による主張の重要性の一部は曖昧」となってしまった、と後に書いている (Hicks (1977) p.12)。企図せずに、たんに売れ残ったという理由だけから蓄積される商品在庫を、企業家によって企図された積極的投資から除外することによって、投資と貯蓄とはつねに等しくなくなり、企図しない在庫の蓄積に等しい財の供給超過に対応して、投資は貯蓄を下回る。また、ここでは十分には分析されないが、信用を考慮して、将来の投資活動を問題とするならば、これとは反対に、財の需要超過に対応して、投資が貯蓄を上回る

ことも可能となる。このように、ホートレイの投資概念を採用することによって、ケインズの投資理論の主張は、むしろより良く表現されるようになり、ここから出発して、投資と貯蓄の不均衡とその調整過程として、動学的金融理論が展開されるようになるものと期待される。

ただし、その際にホートレイの主張に関する若干の問題点を考慮する必要がある。1つは、ケインズも指摘したように、企業家の投資決定は、たんに未販売の商品在庫のみを考慮してなされるわけではなく、広く有効需要の動向を配慮してなされるという点である。たしかにこの点では、ホートレイの投資理論は、未販売財の在庫変化に重点をやや置きすぎたきらいがあり、この点は修正されなければならないであろう。もう1つの問題は、ケインズの反論にもあるように、未使用の固定資本を投資から取り除くかどうかという問題である。この点は、じつは動学的な会計処理方式の問題に関連しているのだが、我々はいまの時点では次のように考える。未使用の固定資本能力は、当面は投資の一部として加算されるだろう。しかし、何年間も、それらが未使用のままに残されるならば、利益を生まない過剰な投資が累積されたことになり、やがてその企業はその投資資産を消却 (write off) しなければならないだろう。つまり、この場合には、そのような消却分は投資からの控除となる。いいかえれば、マイナスの投資 (disinvestment) となるだろう。このような関連は、のちに検討する「金融調節」の重要な要因となる。

## (2) 金融論争その①：短期信用と長期金融との関係をめぐる論争

それでは、我々もホートレイに与して、投資と貯蓄とは概念的に一致せず、必ずしもつねに等しくなるとは限らないことを認めるとして、このような投資と貯蓄との不均衡を調整する過程はどのように理解されたらよいのであろうか。この問題に関して、ホートレイは、ケインズの見解を批判して、彼自身、独自の「信用調節 (Credit Regulation)」の理論を展開した。つぎに、このよう

な問題に関する両者の対立について検討していこう。

ところで、このような「信用調節」に関連する両者の論争は、大きく2つの問題に分けて考えることができる。その1つは、投資と貯蓄との不均衡を調節するための主要な経路に関して、ホートレイが主として信用または金融市場にその機能を求めたのに対して、ケインズは、むしろ所得変化にその調節機能を求めた点である。また、他の1つは、投資と貯蓄の不均衡を調節する機能の一部が信用または金融市場に求められたとしても、その調節の経路は、商工業者の商品在庫の調節に影響を与える短期信用や短期利率の変化に求められるべきものなのか(ホートレイ)、それとも、むしろ製造業者や公益事業における資本形成に影響を与える長期金融や長期利率の変化に求められるべきものなのか(ケインズ)、という論点であった。これら2つの論点は、もちろん完全には切り離すことはできないが、議論を整理するために、まず第2の論点から検討していくこととしよう。

ホートレイは、『中央銀行の技芸』(Hawtrey (1932))の序文の中で、ケインズの『貨幣論』に対するもっとも重要な批判の1つは、ケインズが商人の在庫ストックの保有量は、短期利率に対して感応的ではないと断定して、短期信用による伝統的な調節を過小評価したことに向けられている、と書いている(*ibid.*, 序文xix-xx)。もし商人の在庫保有に対する短期利率の影響力が僅かなものにすぎないと評価されたならば、貨幣政策には、長期資本支出に対する影響に期待することしか、もはや残されていないことになる。ところが、ホートレイによれば、このような目的の貨幣政策のほうこそ、それに対する反応はきわめて鈍く、制限された効果しかもたないのである。結局、ケインズは、第1次大戦以前の百年間にもわたって、多くの人々が有効だと信じてきた公定歩合と短期信用の調節による伝統的な貨幣政策を放棄し、その効果が疑わしい長期利率と長期金融に対する政策に依存することになり、その結果、金融政策全般の効果に対して、懐疑的となってしまったというのである。

『貨幣論』の中心テーマは、銀行制度がその信用政策をつうじて、第1に消費支出に対して、第2に資本支出に対して、影響を及ぼし、それらのことをつうじて諸物価の変動と、それを伴って起こる信用循環を調整していく方法を検討することにおかれていた。そのような信用政策の波及経路は、ホートレイによれば、次のように理解された。短期信用の拡大が消費者の支出を増大させ、それによって企業の売上が増大し、また商人の現金の回収を早め、在庫を減らし、製造業者への注文と運転資本とを拡大させる。そして、このような企業の運転資本の拡大が資本財に対する需要や雇用をもやがて増大させていく。このように、拡張的な信用政策は、まず消費者需要や商人の在庫に影響し、間接的に企業の資本形成や雇用の大きさにも、好ましい効果を及ぼすものとされたのであった (Hawtrey (1932) 第6章pp.363-71)。

ところがケインズは、『貨幣論』では、価格の全般的な変化なしには、運転資本や流動資本への投資量は変化せず、それらは短期利子率の変化に対しては、きわめて非感応的であるものとしている (Keynes (1930) I, pp. 199(173)-202(175))。また『一般理論』では、固定資本のほとんどは、建設業や交通業、公益事業においては、短期利子率ではなく、長期利子率の変化に対して感応的である。なぜならば、これらの産業においては、企業者は、固定資本投資の将来の予想収益率と長期利子率とを比較しながら、投資の決定をするからである (Keynes (1936) pp. 201(204))。

これに対して、ホートレイは、長期利子率は投資決定にはほとんど関連性をもたないと主張する。いま、長期利子率が何らかの理由で引き上げられたとしよう。それまで設備拡張を計画してきた製造業者は、それによって、計画を中止するだろうか。または、長期利子率の引き上げは、投資活動を大いに萎縮させるだろうか。ホートレイは、そのようなことはほとんどないと断じる。企業の設備投資は、たしかにそのための資金調達の子率と関連するが、計画と交渉のための長年にわたる過程は、多少の利子率の変化によっては、けっして中



断されない。もし投資計画が中断されたとしたならば、そのために大きな犠牲と派生的な費用がかかり、そのような費用の増加は、利子率のわずかな差をはるかに凌駕するだろう。また長期利子率は、ケインズも認めたように (Keynes (1936) p. 201 (203-04)), 慣行的・心理的に決められる要素が強いために、たとえ変更されたとしても、それは僅かなものであり、また漸次的にのみ変化するものとしたほうが現実的である。これに対して、企業家の設備拡張計画が予想する投資収益率は、もしそれらが周到に計画され実行に移されたものならば、ほとんどの場合は、長期利子率をはるかに上回るほど、それらの期待は、高いものであろう。したがって、長期利子率の変化は、企業の投資決定や投機に対しては、ほとんど影響を与えないとしたほうが現実的なのである (以上については、Hawtrey (1932) 第6章XII pp.379-84)。

他方で、ケインズは、『一般理論』において、長期と短期の複合利子率を問題としながらも、実際には長期利子率と資本の限界効率との関連を中心に分析している (Keynes (1936) 第15章 p.201 (204) を見よ)。そして、長期利子率については、中央銀行は、直接に影響を与えることは難しいから、実際には、公定歩合の操作をつうじて短期利子率が長期利子率に対して間接的に影響を与えることを期待していた (この点については、Keynes (1930) 第37章の1919-29年の経験についての分析が参考とされている)。しかし、長期利子率と短期利子率との関連性に関しては、それらの密接な運動性は、きわめて疑わしいというのが、ホートレイを含めた当時の大方の見方であった (この点については、Hawtrey (1938) p.179における1844-1914年の経験の分析を見よ)。

この点に関しては、ケインズはそれ以上の分析を加えていないが、たしかに短期利子率が長期利子率に影響を与える径路は、ここで、いくつか指摘できるだろう。たとえば、株式市場におけるジョッパーやブローカーは、株式保有高を調節するために短期に借り入れる機会が多い。また投資家は、将来の大規模な長期投資を控えて短期に借り入れるかもしれないし、また投資を延期させた

ほうが良いと判断するときには短期の利付き定期預金に資金を運用するかもしれない。また銀行やその他の短期の貸し手は、長期投資の収益率と比較しながら短期の貸付利率を決定するだろう。さらに商工業者は、短期の借入と長期の借入とを比較し、選択できるし、また固定資本の拡大のためにさえ短期の回転信用を利用できる。このような様々な経路をつうじて、短期利率と長期利率とは、比較され、両者の間には密接な関連性が出てくるものとすることができる。

しかし、以上の事例は、長期資本支出や長期投資市場においても、短期信用や短期利率が依然として重要な役割を果たしていることを逆に証明している。投機家や証券業者にとっては、株式やその他の証券の在庫を調節するために短期借入が重要であるし、また商工業者にとっては、長期資本支出を決定する上で短期借入によって金融された在庫や運転資本の保有高の動向が大切な参考事項とされることがここで明らかとなる。

さらに、ホートレイの批判は、『一般理論』におけるケインズの流動性選好説に及ぶ。ケインズは、人々が無利子の貨幣を保有するのは、将来の利率の変動について不確実性を感知するからだとしている。それゆえ、投機的動機の貨幣保有は、このような不確実性または危険と関連する利率の変動につれて変化する。このような関連性に従って、ケインズは、ホートレイがいうほどには単純明解ではないが、貨幣当局が貨幣量を操作して、利率、とくに長期利率を望ましい水準にまで変化させることを貨幣政策の中心とすべきだとした (Keynes (1936) GW7 第13章p.169(171)-170(172))。

しかし、ホートレイによれば、このような力を中央銀行に帰するには、いくつかの困難がある (Hawtrey(1937)第7章p.179)。人々にとって重要な選択は、長期投資（債券保有を含む）と貨幣との二者の間で行われるのではなく、企業が将来の利益を期待して危険を冒して断行する投資（資本支出）と、短期借入と、貨幣保有との主として3つの項目について行われる (*ibid.*, p.181)。人々の

貨幣保有は、あくまで、ほかの2つの項目に対する遊休勘定をなし、活動的な投資や短期借入による在庫保有の裏面をなすものにすぎない。このような関連の中で、貨幣保有と短期借入との間には明らかな代替関係があるが、貨幣保有と長期利子率（または長期借入）との間にはほとんど関連性はないものと判断せざるをえない。したがって、貨幣保有と長期利子率とを結び付けるケインズの流動性選好理論は、問題を誤ってとらえているといわざるをえない（以上、Hawtrey (1938) pp.173-82）。以上により、貨幣保有と長期利子率とを結び付けるケインズの流動性選好説と、それに基づいた貨幣政策の提案とには、いくつかの難点があるものと、ホートレイによって批判されたのである。

さて、以上のようなホートレイ・ケインズ論争のいくつかの論点に対しては、我々は次のように評価する。投資と貯蓄との不均衡を調節するものが、短期信用または短期利子率か、それとも長期金融または長期利子率か、という論点に関しては、我々はその両方であり、またどちらが重要かという事に関しては、それは、それぞれの国民経済における産業と金融との関係をめぐる諸条件の歴史的变化に依存する、と考える。ケインズ自身も利子率を、たんに長期利子率にだけ限定して、分析したわけではなかった。ホートレイが『金利政策の百年』（Hawtrey (1938)）で分析したように、第1次世界大戦までのおよそ百年間は、イギリスでは公定歩合または短期利子率が経済過程における在庫保有高に大きな影響を与え、それをつうじて、経済規模の拡大または収縮がひきおこされるという傾向が見られた。しかし、この論争が行われた1930年代には、このような短期信用の影響力は著しく弱まり、長期資本形成が国民経済にとって大きな比重を占めるようになりつつあった。のちにJ.R.ヒックスが述べているように、「景気変動の原因として在庫保有の性向よりも固定投資に対する性向の変化がより重要だと考える点で、ケインズが的確であると確信している」（Hicks (1977) 第5章 pp.164-65）とされる根拠が、やがてますます強くなる傾向が出てくるものといってよい。ただし、この論争が行われた1930年代は、まだ過

渡期であった。やがて交通や通信手段の革新によって商社の委託販売方式は重要性を失い、在庫金融の役割もその比重を低下させていった。

しかし、だからといって、現代においてさえ、銀行の短期信用の役割は、決して軽視できない。J.R.ヒックスも同じ論文で書いたように、固定投資の場合にもそのプロセスのどこかの段階で銀行の短期信用の利用可能性に依存しないような拡張計画はほとんどない。また公定歩合による貨幣政策や銀行信用のタイミングは、信用の利用可能性とともに、固定投資にとってさえ、きわめて重要な要素であり続けている（以上の点は、Hicks (1977) 第5章 p.165参照）。銀行信用は企業に対して決済の便宜を与え、そのキャッシュ・フローの管理に対して決定的に重要な役割を果たしているし、また公定歩合や短期利子率の変化は、人々の期待に対して少なからず作用する。さらに、我々は、信用の量や利子率の変化ばかりでなく、信用の変化の速度も重要であると考え。銀行の短期信用は、その変化の速度が迅速である点で、長期信用をはるかに凌駕する。企業のキャッシュ・フローの水準を維持し、その継続性を保証することをつうじて、企業の投資判断に対して決定的に重要な役割を果たすのである。

したがって、我々は、短期信用か長期金融かという論点に関しては、歴史的には後者の重要性が増してきたことを評価するが、短期信用の役割はなお重要であり、そのような評価を前提とすれば、短期か長期かの区別は、それほど重要ではなく、両者を含めた金融機構全体の経済に対する調節能力を問題とすることを支持する。

つぎに、ケインズの流動性選好説については、たしかに貨幣と債券との二者択一の選択を前提とするケインズ説には、難点があることは認めるが、これに対するホートレイの批判は十分なものではなく、この点に対する満足のいく批判は、トービンの論文 (Tobin (1958)) などまで待たなければならない。

しかし、金融による調節手段をめぐる以上のような論争は、じつはホートレイ・ケインズ論争の中心ではなかったものであり、これまでのほとんどの評者は、

このことを看過したために、ホートレイの見解を不当に過小評価することになったのである。

### (3) 金融論争その②：信用調節 対 所得調整

短期信用が重要か、それとも長期金融が重要かという論争は、我々にとってそれほど重要な論争ではなかった。それよりも重要なのは、投資と貯蓄との不均衡を調節する能力が果たして銀行制度に備わっているのか、それともこの目的のためには政府の公的金融などの他の方策に依存しなければならないのか、という論点であった。このような論点に関しては、ホートレイの「信用調節 (Credit Regulation)」理論は、重要な問題とその解決のための展望とを我々に提供してくれるように思われる。

このような論点に関するホートレイの主張は二面的であった。ホートレイは一方では、投資と貯蓄の不均衡は、貨幣・金融市場における反対の不均衡によって補足されなければならないことを指摘する。そしてそのような不均衡は、インフレ的またはデフレ的な信用の悪循環を招く恐れのあることを主張する。この論点は、現代のミンスキーの「金融的不安定仮説」につづじる考え方である (Minshy (1975) 参照)。だが他方で、ホートレイは、貨幣・金融市場は実物市場における投資と貯蓄の不均衡をたんに受動的に補足するだけでなく、銀行制度をつうじて、より積極的に、そのような不均衡を是正する能力をもつし、またそのように組織されるべきであると主張する。このように主張する中で、ホートレイは、ケインズによっても明確には克服できなかった実物的分析と貨幣的分析との古典派的な二分法を、事実上克服する方向に向かっていたものと評価できる。

さらにホートレイは、今日のケインジアンやマネタリストたちが論争したように、貨幣量を調節すべきか、それとも短期または長期の利子率を調節すべきかというような、政策手段の選択の問題に論争が歪小化されるべきではないと

考えていた。ホートレイによれば、貨幣量や利子率は、貨幣の流通速度や価格変動などの諸要因とともに、信用調節のための1つの接近方法もしくは1つの中間的な指標にすぎないのであった。信用調節の中心は、あくまでも中央銀行を含む銀行制度全体の適切な資産運用の管理をつうじて国民経済体系の有効需要に影響を与え、貨幣価値や所得、雇用といった経済指標を安定させることにあるとされた。このような展望こそ、今日の我々が参考としなければならない貴重な論点の1つであった。

そしてホートレイは、このような論点を提供することによって、古典派の価格調整やケインズの所得調整に代わる、独自の「信用調節」理論を提供することができた。この信用調節理論は、ケインズによって、「超短期(Short Short)」の理論として、無視できるほどの時間的経過のみを問題とするものだととして、退けられた。これに対して、ホートレイは、その中に重要な移行が認められるかぎり、いかなる期間も短期ではないとして、これに反論した(以上は、Hawtrey (1932) 序文xixによる)。我々の見解によれば、インフレとデフレとはその過程は異なるが、ケインズの所得調整のためには、一定の時間がかかり、その過程で、賃金の変動や投資価値の破壊などの犠牲を伴わざるをえない。これに対して、信用調節がもし迅速かつ有効に作用したならば、国民経済全体このようむるそのようなシステミック・リスクを回避することができる。したがって、このような信用調節理論の可能性が示されたことこそが、ホートレイ・ケインズ論争の成果であり、核心だったのである。以下では、これらの点を中心に、この論争の詳細について吟味していこう。

ホートレイの「信用調節」理論は、まず、『中央銀行の技芸』第4章において、主張された(Hawtrey (1932) 第4章pp.116-302)。ホートレイによれば、中央銀行の金融政策は、科学ではなく、あくまでも技術や芸術(Art)の一種なのであった。そのような中央銀行の技芸は、まず民間銀行の貸出に対する統制力、すなわち、信用調節として展開される。銀行の貸出高は現金準備高によって制

限されるから、中央銀行は、自ら保有する資産を増減させることによって、銀行の現金準備高を変化させ、そのことをつうじて銀行制度全体の貸出量に影響を与える。それは、主として中央銀行の公開市場操作と貸出政策との組み合わせによって行われるが、たとえば、中央銀行は、貸出政策における公定歩合の引上げを効果的にするために売りオペをすることができるし、また多すぎる貨幣供給の弊害を適切な公開市場操作によって相殺することもできる（Hawtrey (1932) pp.150-55）。

国民経済全体に対する貨幣供給は、中央銀行や銀行制度全体の資産運用の結果として増減するのであり、中央銀行は貨幣供給量を直接に操作するのではない。これは、ちょうど対外的な経常収支の不均衡が対外信用によって調節される場合とその原理は同じであり、金本位制においても、対外的な経常収支の不均衡は主として短期の対外信用によって調節され、金の移動それ自体は、その結果として、たんに不均衡の徴候を示すものにすぎない。これと同じ原理が国内金融に対しても適用されて悪いわけではない。ケインズは、『貨幣論』において、対外的な不均衡に対しては、適切にも、貿易収支の受取（または支払）超過Bの大部分は、資本収支の支払（または受取）超過Lによって相殺され、残された差額についてのみ、金の国際移動gによって決済されるというメカニズムについて説明した（Keynes (1930) CW5, 第21章pp.335 (293) -38 (95)）。しかし、国内金融については、不釣合にも、同様の分析をほとんどしていない。国内における投資と貯蓄の不均衡は、銀行信用における与信超過または受信超過によって補足され、貨幣量の増減はそれらの結果として引き起こされることは、対外収支の不均衡に対応する対外信用による調節とまったく同じ原理による（Hawtrey (1932) IV p.204）。

従来の古典派の貨幣理論においては、貨幣数量や貨幣の流通速度、取引量や価格水準といったような諸変数が銀行信用の動向から切り離されて、重視されてきた。だが、これらの諸変数は、貨幣経済の変動の基本的要因ではなく、む

しる従属的な要因にすぎない。中央銀行および銀行制度全体が信用政策において操作できるのは、銀行制度の資産運用の管理についてであって、そのような管理の結果として、先の諸変数は変動するのである。そして、そのような信用調節の最終的な目標は、国民経済全体の有効需要や所得水準に影響を与えて、価格変動を伴う信用循環の振幅や雇用水準を安定させることにある（Hawtrey (1932) pp.264-73）。

ケインズは、『一般理論』において、公衆への貨幣供給量を操作して長期利率を変化させ、それらをつうじて、投資を刺激して国民所得および雇用量を大きくすることを示唆しているが、そもそも貨幣量そのものは中央銀行によってさえ直接に操作できるものではない。公衆の貨幣保有量は、家計や企業の様々な支出活動と、それらに影響を与える銀行制度やその他の金融市場における信用量その他の資産運用の変化の結果として、変化するのである。中央銀行および銀行制度が直接に操作できるのは、自らの制度の保有する資産に関する運用についてだけである（Hawtrey (1937) 第7章 pp.199-206）。

しかし、銀行制度は、信用調節の過程では、投資と貯蓄の不均衡を是正するよりも、しばしばそのような不均衡をかえって助長してしまいがちとなる。それは、銀行制度が信用創造能力をもつことに起因する危険な傾向の1つによるものである。そのような、危険な傾向が発動すると、信用循環はインフレまたはデフレの悪循環に陥ってしまう。ホートレイは、このようなインフレまたはデフレの悪循環について詳述している。

まずインフレ的悪循環について見てみよう。この場合には、消費者需要は拡大し、価格は一般的に上昇し、企業家の多くは、さらなる需要拡大の期待をいだくようになる。商人の在庫は、販売が迅速となるために標準以下に減少し、生産者に注文が殺到し、また投資財需要も急増する。企業または商人は、このような投資超過をまかなうために銀行から借入れるか、または他の金融手段によって資金を調達する。その結果、銀行は与信超過（オーバー・ローン）に陥り、



それによる準備金不足を中央銀行からの借入によって補充しようとする。その結果、銀行の与信超過と貨幣供給の急増とがもたらされ、またそれらによるインフレーションとが引き起こされる。だが、事態が順調に経過するかぎり、投資の拡大によって、やがて所得も増加し、それにつれて貯蓄も増加するので、当初の投資超過は緩和され、物価も安定してくる。しかし、銀行の信用創造能力を考慮すれば、このような循環は、さらにその先に進むことが推定できる。企業や商人は、消費者需要のさらなる拡大を期待して、銀行からの借入れやその他の手段に依存して、投資超過をさらに拡大させ、インフレ的悪循環に突入してしまうのである (Hawtrey (1937) IV pp.63-68)。

しかし、歴史の教訓によれば、このような悪循環は、無限には続かない。ケインズは、完全雇用水準に達し、産出高がもうこれ以上に増大しないという局面に至って、絶対的インフレーションによって、循環が停止されることを一方で、暗示しているが (Keynes (1936) 第21章5), 歴史の経験によれば、そのような局面までに至ることはめったにない。むしろそれ以前に、信用恐慌または金融機関の全般的な破綻と、金融システムの運行停止とによって、ほとんどのインフレ的悪循環に対しては、終止符が打たれてきたのである。ホートレイは、この点について詳しく述べていないが、インフレ的悪循環の過程で信用能力の点で疑わしい企業や金融機関が排出し、一部の企業が支払不能に陥り、それらのことをきっかけとして信用不安や将来への期待に対する下方修正が全般的に引き起こされる結果、このような循環には終止符が打たれ、今度は全般的な投資の縮小傾向が支配的となったのであった。

つぎに今度は、デフレ的悪循環について見てみよう。この場合には、多くの点で、インフレ的悪循環とは正反対の傾向が出てくるが、いくつかの重要な点で、インフレとは非対称的な傾向をもつことが重要である (以下については、Hawtrey (1937) 第4章, pp.63-68)。消費者需要は縮小し、価格は一般的に下落し、企業や商人は将来の需要の縮小を予想して、投資や在庫の買付けを減少

させていく。その結果、遊休貨幣残高 (Idle Balance) はかえって増大し、積極的な借入需要は起こらない。ただし、このようなデフレ傾向に対しては、ふつうは、その下限がおおまかに設定できる。消費者需要は最低限の生活を維持する水準まで下落することはめったにないだろうし、また財の価格は、コスト、とくに賃金コストを大幅に下回る水準まで下落することはめったにないだろう。また賃金水準が下落する局面に入ると、デフレ的悪循環はさらに深刻化するが、賃金の下落も労働者の生存水準を下回るまでにはめったにいかない。ただし、大量の失業者の排出は、深刻な社会不安をひき起こすだろう。

このように、デフレ過程においても所得の減少に対しては、おおまかな下限が設定できるので、消費支出の減少と相まって、貯蓄は、全体としてそれほど減少しないのに対して、投資需要は大幅に減退する。既存企業の投資需要の極端な減少に加えて、企業倒産や企業資産の評価替えによるマイナスの投資が行われ、投資額は貯蓄額を大きく下回るようになる。銀行信用は全体として縮小するだけでなく、著しく選別的となり、また銀行その他の金融機関の保有する金融資産の下方への評価替えが一般的に行われる。株価は下落し、証券市場における売買も著しく不振となる。他方で信用不安から、この過程で倒産する金融機関も続出し、資本資産の大幅な価値破壊が続行する。

しかし、このようなデフレ的悪循環にも、ふつうは終わりがある。それは、消費者需要や所得の減少に下限が設定されることに加えて、金融市場の調節能力によるところが大きい。銀行信用の停滞は、銀行の過剰準備や金融市場の超緩慢をもたらし、金利は全般的に低下する。このような金融緩和は、株価の低落と相伴って、一部の企業家や投機家に絶好の機会を提供する。これらの企業家や投機家は、この機会をとらえて、他の人々に先駆けて新しい事業や投機に乗り出し、そのことが他の企業家や投機家を刺激する。したがって、デフレ下の金融緩和は、次の経済拡張への、十分ではないが必要な条件をつくり出すと  
いってよい。

さて、このようにインフレとデフレの悪循環について調べてくると、古典派のように経済体系の不均衡が各々の市場における価格変動によって調整されるという見解も、またケインズ派のように投資と貯蓄の不均衡が所得の全般的変化によって調整されるという見解も、両者はともに、実際のほとんどの歴史的経過を反映していないことが分かってくる。とくにデフレ的悪循環が、経済全体の所得水準の大幅な縮小によって調整されるというケインズ派の見通しは、もしそれが正しいとしても、大規模な企業倒産や失業を伴うことなしには実現されず、そのような所得調整過程に代わる他の調整政策が是非とも必要となってくる。またインフレ的悪循環が所得の増大によって調整されるという見通しも、あまりにも楽観的にすぎるように思われる。現代のインフレ的悪循環の過程であったバブル経済は、信用恐慌と金融機関の倒産、または金融資産と実物資産の大幅な価値破壊、失業の発生によって、最終的には調整されざるをえなかったのである。歴史上の多くの好況は、ついには金融恐慌によって終止符を打たれたことを、古典派もケインズ派もその理論において、うまく説明し切れていないのである。

以上のような歴史的経験をふまえた信用調節に関する記述的な著述とは別に、ホートレイは信用調節のより積極的な、規範的な側面についても強調する。すなわち、信用循環の各々の局面で、銀行はたんに受動的な役割だけを演じるわけではない。もっと積極的に、インフレまたはデフレ的な悪循環に陥る危険性を未然に防止できるし、また防止すべきである。たとえば、銀行がインフレ的な過程の中で、短期金利を引き上げるならば、商人は、借入金によって在庫を保有することに魅力を感じなくなり、在庫保有を減らし、インフレ的悪循環の始動を未然に防止できるかもしれない。またデフレ過程の中で、銀行は早めに短期利子率を引き下げて対応するならば、商人の在庫保有を奨励し、製造業者は生産の縮小を思いとどまるかもしれない (Hawtrey [1937] IV章 p.76)。

しかし他方で、ホートレイは、このようなデフレ過程の信用調節には限界が

あることを指摘するのを忘れない (Hawtrey, *ibid.*, pp.78-80)。すなわち、不況期に、一定の水準以下に消費者需要が落ち込んでしまった後では、商人は販売額以下に購入を手控えることによって在庫を減らそうとするが、販売がさらに減少すると、いくら購入を手控えても、受動的に在庫ストックは累積するだろう。このような状態の下では、在庫金融はまさに滞貨金融となり、低金利による信用供与によってさえ、不況からの脱出は困難になるかもしれない。また不況下での不良資産の温存のための金融や、あるいは不良資産の切捨て (*write off*) のための金融によってさえ、積極的な投資活動の回復は期待できないかもしれない。このように金融引き締めがインフレ的悪循環を阻止できないこと以上に、金融緩和は、デフレ的悪循環を阻止できない局面に陥る可能性がある。このような局面のことを、ホートレイは、信用調節のデッド・ロックとよぶ。

さらにホートレイは、『金利政策の百年』(Hawtrey (1938))において、投資の所得増加に対する加速度効果に言及し、これまでとは少しちがった論点からケインズを批判する。これまでは商人の在庫調整に対する信用の効果に力点をおいてきたが、今度は、投資金融市場全体に目を転じて、投資の大きさが投資金融市場の利用可能な資金量によって制限されることの含意について検討している。すなわち、今期の投資の大きさは、現行の貯蓄額と銀行信用によるインフレ的補足分との合計額からなる投資金融市場全体の利用可能な資金量によって制限される。投資(資本支出)が、ケインズのいうように、所得を加速度的に大きくすることが出来るのは、あくまでもこのような銀行信用によるインフレ的な補足分が提供される限りにおいてである(Hawtrey (1938) 第6章, p. 178 (183))。いいかえれば、ケインズの指摘した投資の乗数効果や所得の調整効果は、銀行制度による信用創造機能を抜きにしては論じられないことになる。

しかし、銀行は、このようなインフレ的な拡張過程をたんに受動的には容認しないだろう。なぜならば、そのような信用膨張は、やがて固定貸付または不良債権を生みだし、不良債権の償却によって膨大な損失を生じる危険性をもつ

ことを、銀行は、経験上よく知っているからである。銀行は、まず投機目的の借入に対して直接に制限を加えたり、または担保や掛目を厳格にし、場合によってはそのような借入を全く拒否する。また、インフレの危険に対しては、中央銀行は、公定歩合の引き上げによって対処するだろう。このように、ホートレイは、信用調節の積極的側面をも強調したのであった (Hawtrey (1938) 第6章, pp. 178 (183) ~180 (185))。ただし、このような積極的な信用調節の方法については、ホートレイは、なお第1次大戦前のイギリスの伝統から脱却してはいなかったのである。

さて、以上のように整理されたホートレイの信用調節理論と、ケインズに対する批判の論点とに対して、我々は、これらをどのように評価したらよいだろうか。論争の焦点は、ここでは、先の論点のように短期信用か長期金融かというような信用調節手段をめぐる特殊な問題ではなくなっていた。それは次のような普遍的な問題を提起していたのである。

(1) 経済体系の不均衡を集約的に表現し、また経済変動を動機づける投資と貯蓄の不均衡とその調整とは、発達した銀行制度をもつ経済では、そのような不均衡に対応する信用需給の不均衡によって、まず補足されなければならない。そして中央銀行の貨幣供給は、そのような信用需給の不均衡を是正するために変動することが明らかとされた。また所得や雇用の増加に対する投資の乗数効果は、そのような信用の増加なしには不可能である。後に見るように、同様のことは、政府の財政支出の効果に関してもあてはまる。歴史的経験に照らして見れば、古典派の想定する各々の市場における価格調整機能や、ケインジアンが主張する所得変化によるマクロ的な調整過程も、単独では現実の景気循環過程を十分には説明しきれていない。たんにそればかりでなく、ほとんど全ての景気循環が信用不安や金融恐慌によって画期づけられていることを見れば、信用調節過程の分析なしには、景気循環に関する十分な分析はできないであろう。そのような点を指摘した点で、ホートレイのケインズ批判は妥当なものであつ

た。

(2) このような信用循環に対して、中央銀行や銀行制度は、たんに受動的に対応するだけでなく、能動的に、投資と貯蓄の不均衡によって表現される経済体系の不均衡を調整しようとする。このような調節能力があるかどうか、中央銀行の「技芸」や銀行制度全体の能力を判定する重要な試金石となるだろう。しかし、発達した銀行制度をもつ経済では、このような調節は、たんに貨幣量や利率を直接に操作することだけによっては十分には達成できない。銀行制度の保有する信用量を含めた金融資産の運用を適切に管理することが必要となる。中央銀行は自ら保有する金融資産の運用を、公開市場操作や貸出政策をつうじて、変更することによって、民間銀行の準備高の水準や貨幣量などに影響を与えることができる。したがって、ホートレイは、ケインズが貨幣量の操作によって長期利率に影響を与えることだけをもって中央銀行の主要な政策としたことを批判した点では正しかった。また不完全雇用の原因を、一時的な投資水準の低下に求めるよりも、むしろ不安定な信用循環や、とくに過剰投資の反動として訪れる負の投資活動または大規模な資産価値の破壊などに求めたことも事態を正しくとらえていたといつてよい。しかし、これらの弊害に対するホートレイの提案は、けっして十分なものとはいえなかった。

(3) さらに、ホートレイのこのような批判の論拠の中には、ケインズが『貨幣論』や『一般理論』でめざした動学的貨幣経済論の目標への到達を、ケインズよりもさらに前進させる構想があったように思われる。ケインズ『貨幣論』の1つの大きな欠陥は、投資と貯蓄の不均衡に関する適切な概念を欠いていたこと、および、ホートレイのような信用調節理論を欠いていたこと、いいかえれば基本方程式の中に信用需給を表す一項を欠いていたことにあった。国際金融に関しては、貿易の不均衡に対して、金の移動によるよりも、むしろ主として対外的な信用によって調整されるという展望をもっていたにもかかわらず、国内金融に関しては同様の考察が十分になされていなかったのである。

また『一般理論』の中では、貨幣量の操作によって長期利子率を変化させ、それらのことを通じて投資量に影響を与える政策が強調されたために、銀行制度による信用量を含めた資産運用が投資金融市場の資金量をつうじて投資量に影響を与える側面は軽視された。その結果、投資に対する金融の役割は正しく評価されなかったのである。以上のように、ホートレイの信用調節理論は、もし適切な修正によってその欠陥を補うならば、ケインズが本来めざした動学的貨幣理論をさらに前進させる展望をもっていたといえることができる。

(4) 最後に、ホートレイの信用調節理論は、以上のことを考慮すれば、古典派の実物的な分析と貨幣的な分析の二分法と、それに基づくセイ法則と貨幣数量説とを克服するための重要な出発点とすることができる。実物市場での投資超過は、財市場の価格変動によっては調整されず、銀行制度の与信超過によって補足されることによって、初めて有効需要を拡大し、所得と雇用とを増加させることができる。そして貨幣量は、そのような国民経済全体の動向の結果として変動する、という展望は、古典派の二分法と、セイ法則および貨幣数量説の展望とを、事実上、乗り越える方向を示していた。これに対して、一方で投資と貯蓄とが、銀行制度からは独立に、利子率と所得の変化の組み合わせによって、均衡にまで到達させられることができ（IS曲線）、また他方で中央銀行の貨幣供給量の変化と、利子率と所得の変化が結び付けられていた（LM曲線）、IS-LM図式によるケインズ解釈では、古典派の二分法は、完全には克服されていなかったといえる。この点で、ホートレイの信用調節理論の可能性は高く評価されるべきであろう。

#### (4) 政府の財政支出の有効性をめぐる論争：先駆的クラウド・アウト論

つぎに検討する論点は、政府の財政支出の効果をめぐる両者の見解の対立についてである。この点に関するホートレイの批判は、先に検討した「信用調節」理論のいわば応用問題に対する解答でもあった。すなわち、政府の財政支出は、

民間部門の投資超過の場合と同様に、銀行制度の信用創造によって補足されない限り、有効需要を創造し、所得と雇用を増加させる原動力とはならない。銀行による信用創造を伴わない場合には、政府の支出は、増税によって、賄わなければならないであろう。これらは、全て民間の支出またはその資金源を縮小しながら行わなければならないため、政府支出とちょうど同じ金額の民間の有効需要を削減することとなり、全体としての有効需要は、以前と少しも変わらないことになる。

政府支出が有効に作用するのは、それが銀行制度による信用創造によって補足される場合だけであるが、この場合には、中央銀行の追加的貨幣供給が多かれ少なかれ誘発されることとなる。ところで、中央銀行が何らかの資産運用によって民間に貨幣を供給するのは、銀行制度が必要な信用サービスを独立には果たせなくなっている場合に限られる。いいかえれば、それは、銀行制度がその機能を独立には果たせなくなっていることを前提として遂行される政府および中央銀行による経済干渉の一手段に他ならない (Hawtrey (1937) 第5章, p.118)。政府支出は、民間部門が信用のデッド・ロックに陥った時の避難場所の1つに投下されたときに、初めて有効となるに過ぎない。したがって、その結果は、実物市場で発生している不均衡、すなわち投資と貯蓄とのギャップを必ずしも埋めることにはならない。このような場合の一般的な状況、すなわち、滞貨がたまり、企業が有利な投資対象を見出せないでいるような状況を考えれば、政府支出とそれに伴う貨幣供給は、たんなる現金放出とその結果としての物価上昇とをもたらすだけの結果に終わることがきわめて多いといえよう (*ibid.*, p. 116)。以上のようなホートレイの批判は、明らかに後年のマネタリストのケインジアン批判を先取りしているといえる。

しかし、ケインズ派の財政主義に対するホートレイの批判が、後年のマネタリストの批判と決定的に違っている点があった。それは、ホートレイが政府の財政支出の内容もしくはその投下分野を問題としていた点であった。



ホートレイは、『中央銀行の技芸』の第8章から第10章にかけて、政府の財政支出について検討しており、その中で次のように述べている。政府の財政支出が増税や、資本市場からの資金調達によって賄われる場合には、それは民間部門の資本支出とたんに交替するだけである。しかし、もしそのような政府支出が、私的資本には適合しないか、または機が熟していない事業分野に投下されたならば、その場合には事情は違ってくる。その場合には、政府支出は、たんに民間の資本支出を締め出すのではなく、私的資本支出を誘発する可能性が出てくる (Hawtrey (1933) p.435-40)。

同様の考え方は、『金利政策の百年』において、次のように明瞭な形で述べられている (以下、Hawtrey (1938) pp.258 (263) -66 (72))。政府支出は、貨幣量が一定で、消費者所得が貨幣量と密接に関連していると仮定すれば、いかなる追加的雇用をも創出しない。消費者所得が拡大されている限り、政府支出による雇用創出は、私企業の雇用減によって相殺されてしまうからである。しかし、それが民間部門では不可能か困難であり、しかも有用な事業に投下された場合には、その限りではない。

公共事業は、それが実際に有用であることが、所得や雇用の増加に寄与するための必要条件である。政府支出が実質的な資本資産を形成するとみなされるためには、社会の環境改善にとってまず有用でなければならない。もしそうでなければ、たんなる浪費に終わるだけでなく、さらに経済全体に対して悪い影響を与えつづけることになる。なぜなら、公共事業がもし何の利益も上げず、また民間部門の関連する投資も刺激しないならば、そのような公共事業の資産を維持するためだけでも膨大な追加費用がかかり、そのような費用は、結局は将来の納税者によって負担されざるを得ないからである。このような場合には、公共事業は、将来の負の投資と所得および雇用の減少の原因を作り出してしまふ (以上、Hawtrey (1938) p.p.261,266-267)。さらにこのような財政支出が何よりも悪いことは、それが中央銀行の信用調節の独立性を奪い、その調節機能

の働く余地を矮小化してしまうことである。このようなホートレイの批判は、たんなる浪費として公共投資を弁護する後年のケインジアンたちの見解と、または、公共投資をたんなる貨幣供給の一手段とみなす後年のマネタリストたちの批判とも異なっている。だが、ホートレイのこのような主張は、じつはケインズ自身によっても支持されていたのである。

たしかにケインズは、一方では、たんなる浪費としての公共投資を支持しているように誤解されるような叙述も残しているが (Keynes (1936) CW7, 第10章p.127-)、他方では、公共投資の内容を限定するような叙述も各所に残しているのである (たとえば, Keynes (1940-46) CW27, 『戦後世界の形成——雇用と商品——1940~46年の諸活動』第2部第5章「雇用政策」p.309 (270))。

さらに、ここで付け加えておきたいことは、ケインズによる資本予算に関する提案についてである。ケインズは、雇用政策に関連させて、単年度会計の弊害を克服するために、資本予算を導入することを政府に提案している (同上, 第5章, p.318)。これは、数年度にわたって利用可能な予算を設定し、将来に必要なことが予想される公共事業へと、数年度にわたって先行投資することを可能とするような予算制度である。この制度によって、金融的側面では、市場条件が有利な時期に、あらかじめ資金調達をしておき、必要な時期にその資金プールから財政資金を引き出すことが可能となる。これは、年金基金など長期の資金計画の必要な分野にとくに適した制度である。また、この制度によって、政府の公共投資の事業としての効率性をはかる基準と、そのための資本勘定とを設定することができ、環境問題の解決や年金基金の運用などの長期にわたる事業計画が可能となる。また単年度会計に伴う政府による浪費や、それを利用したレント・シーキングを防止することができる (レント・シーキングについては, Tullock (1970) 参照)。

政府組織は、それ自体が公共性をもつとはいえ、1つの独立の経営組織であることに変わりはない。このような経営組織が貸借対照表や資本勘定という合

理的な会計規則を備えないことに伴う弊害は、多くの公共企業体や社会主義的経営組織においてすでに経験されている。したがって、以上のようなホートレイ・ケインズによる政府の公共事業に対する提案は、現代の問題に対してもなお有効でありつづけているといえることができる。<sup>(4)</sup>

ホートレイは、ケインジアン財政主義を批判して、第2次世界大戦後に書き加えられた『資本と雇用』の「第2版への序文」において次のように述べる(Hawtrey (1937))。政府や公的機関の支出を増大させて、低金利政策を遂行することは、1930年代に信用秩序が崩壊していたような環境の下では、たしかに説得力をもっていた。しかし、そのような経済環境が一変して、むしろインフレの危険が問題となってきた第2次世界大戦後において、なおそのような政策をとりつづけることは明らかに誤っている。このようなホートレイの警告は、かつてケインズの警告がそうであったように、カサンドラの予言となって、1970年代のスタグフレーションの時期に証明されたのであった。

#### (5) 技術革新を伴う雇用政策について

ホートレイによるケインズに対する批判の論点として、もう1つここで注目しておきたいのは、技術革新を伴う雇用政策に対する批判の論点である。たしかに、ケインズの体系の中では、ほとんど、技術革新に関する考察はなされていなかった。ケインズは、不完全雇用下で投資を続けていくと、既存の資本と労働とを雇用しつくした先には、たんに物価が上昇することしか予想されなことを指摘した (Keynes (1936) CW7, 第21章(5)pp.302 (303) -03 (04))。ここで暗黙のうちに前提されていたことは、既存の技術水準とその下での資本／労働比率が変わらないという仮定であった。しかし、現代の経済では、技術革新は、経済発展の原動力であるし、また技術革新を伴わない投資活動などはおよそ考えられないであろう。

ホートレイは、ケインズが暗黙のうちに技術水準の不変を仮定し、技術革新

の問題を分析から排除したことを批判した。資本支出には2つの形態があり、それぞれ利子率や利潤率の変化の影響が異なるだけでなく、雇用に及ぼす影響も異なってくることを指摘したのである。(Hawtrey (1937) 第3章pp.30-38)。

まず資本支出は、新しい企業をおこすときにも、また既存の企業を拡張する時にも、既存の技術水準を一定として、資本/労働比率を変えないまま遂行されることがある。これをホートレイは、資本拡張 (capital widening) と呼ぶ。この場合には、企業は需要の動向や対抗企業との競争状態を判断して、技術水準や価格水準を変えないまま産出量をどこまで増やすことができるかということ を考慮する。ここでは、企業家は、利子率ではなく、むしろ利潤率の変化に対して、より多くの注意を払う。

この点で、古典派経済学は、利潤と利子とを混同し、二つの概念が投資判断に対して異なった作用をすることを見逃してきた。ホートレイは、F. ナイトによって利潤の根拠が初めて明らかにされたことを高く評価する。利潤は、F. ナイトによって、究極の責任行使を伴う真の不確実性に対処することに対する企業家の報酬である、と定義された (Knight (1921) 第10章p.386)。資本拡張においては、企業家は、このように定義された利潤を予想して投資を決定する。そしてこのような投資は、比例的に労働の雇用を増加させる。それゆえ完全雇用下では、それ以上の資本拡張は不可能となる。

しかし、企業は他方で、他の企業との競争や需要の動向を考慮して、技術革新を自ら企てたり、また新しい技術を導入しようとする。そのような技術革新は、大部分は、資本/労働比率を変化させながら遂行される。企業家が考慮することは、技術革新によって、資本/労働比率が変化する中で、コスト構造がどのように変化するかについてである。なお資本/労働比率を高めながら行われる投資計画は、ホートレイによって、資本深化 (capital deepening) と名づけられた。

資本深化のコストは、(a)新しい資本設備が導入される場合の当初コストと、

その設備の寿命、メンテナンス・コスト、減価償却費および利子負担率などを考慮した総合的な資本コストと、(b)賃金支払いや保険などの、労働費用の増加に伴うコストとの、2つに大きく分けられる。そして、(a)が(b)をはるかに下回ることが予想される場合に、そのような技術革新は、企業家によって採用される。

さて、利子率の変化は、このような資本深化において、大きな役割を果たす。利子率の一般的な低下は、商品の在庫金融を企業家にとって有利とするとともに、技術革新に伴う資本コスト（先の(a)）を低下させ、また資本市場からの調達のコストを引き下げる。このように、利子率の低下は資本深化を促進するのである。そして、このような資本深化は、完全雇用を前提しても投資機会を広げるが、反面、雇用を比例的には増加させない。しかし、資本深化は、他方で資本拡張を促進し、両者は相互に刺激しあって、投資活動を促進するものと思われる。

ケインズは、このような投資活動のダイナミックな側面を分析せず、一律に利子率と資本の限界効率が一致するところまで、投資が進むものとしているが、そのようなことは、資本拡張においても、また資本深化においても、必ずしも真理ではない。ただし、ケインズは投資における危険の要素を重視しており、この点ではF. ナイトの見解と一致する（以上、Hawtrey (1937) 第3章pp. 33-50)。このようにホートレイは、ケインズの投資理論を批判したのであった。

#### (6) 金本位制に代わる国際的信用調節機能について

さいごに国際金融に関するホートレイの見解について検討してみよう。この分野でのホートレイの見解は、主としてケインズの『貨幣論』の第35～36章および第38章に対する批評という形で示された（Hawtrey (1932) 第4章, pp. 261-302および第6章XVIII～XIX, pp.400-411)。ただし、ホートレイのケインズに対する批判の論点は、それほど明解なものではなかった。結論的に述べ

れば、ホートレイは、ケインズの世界共通通貨の発行と超国家的通貨管理についての提案を、国際的信用調節という観点から、結果的には支持しているように思われる。

まず『中央銀行の技芸』第4章において、ホートレイは、為替レートの「金なしの安定化」について述べている(Hawtrey, *ibid*, p.261-)。ケインズは、『貨幣改革論』(Keynes (1923))において、I. フィッシャーと同様に、中央銀行が金の売買において固定価格でなく、価格を変化させてオペレーションを行うことが必要であることを述べていた。これに対して、ホートレイは、必ずしもそのようなことは必要ではないことを指摘する。通貨管理の要点は、国際通貨の場合であっても、やはり信用調節によるものでなければならず、国民の有効需要も、金本位制のときと同じやり方で、信用の拡張または収縮によって、統御することにおかれるべきである。金本位制は、貨幣の購買力を中央銀行が統御する力に完全に依存していた。金本位制の放棄された後にも、この原則は守られるべきであり、中央銀行は貨幣の購買力を、金の売買によってではなく、信用調節に基づいて安定させることを目標としなければならない。

金本位制の放棄後には、外国為替レートを参考にしながら信用調節を遂行することは不要となった。貿易収支の不均衡は、為替レートの変動そのものによって調整されるようになり、中央銀行は信用調節によって国内の有効需要や貨幣価値を安定化させることに専念できるようになった。このようなホートレイの指摘は、ケインズの主張とそれほど大きく乖離してはいなかった。むしろケインズの『貨幣論』の国際的通貨管理についての見解とほぼ同調するといつてよい。事実、ケインズは、戦後のIMF設立時に、アメリカのホワイト案に対抗して、信用調節をつうじて各国通貨の交換比率の安定化をはかるべきことを主張したのであった(Horsefield (1969) pp.3-25)。すなわち、ケインズは国際的通貨管理の問題に関しては、ホートレイと同じく、まさに「信用調節」論者であったと言うべきであろう。

さらにホートレイは、『中央銀行の技芸』第6章のXVIII～XIX節において、国際収支の不均衡に対するケインズの対外的調整の理論について詳細に批判する。ケインズは、貿易収支の不均衡は、各国の相対的価格水準の開きに依存して発生し、そのような不均衡は、公定歩合をはじめとする各種の利子率の操作による対外貸出（または対外借入）の統御によって是正されるべきことを、主張した（Keynes (1930) CM5, 第21章）。これに対する批判の論点は、必ずしも明解なものではないが、整理すれば次のようになる。

ケインズは、信用調節を主として対外信用に対して用いることを主張するが、ホートレイはこれには反対する。信用調節は、むしろ国内の消費者需要を統御して自国通貨の価値を安定化させることを、その主要な目的とすべきである。その結果、対外信用の変動が起こるかもしれないが、そのような変動は、国内の貯蓄と投資の不均衡を補足するものであり、そのような変動を制御することは、各国の中央銀行だけに託された課題ではなく、むしろ国際的な金融同盟による信用調節によって行われるべきことである。このように考えれば、ケインズが『貨幣論』において問題としたディレンマ、すなわち国際的資本移動を調整しようとするれば、国内の貯蓄と投資の不均衡を調整できなくなり、結局は、国内の物価水準の変動をつうじて貿易収支が調整されていかざるをえなくなる、というディレンマから免れることができる（Hawtrey (1936) 第6章pp. 400-25）。

このように、ホートレイの国際的信用調節理論は、後にケインズがIMF設立時に行った提案の理論的根拠となったことは、けっして不思議なことではない。ホートレイが伝えるところを信じるならば、ケインズはホートレイの批判を受け入れて、『一般理論』を書き直すことを考えていたようであり（Hawtrey (1937) 「第2版への序文」参照）、もしそのような改正版を見ることができたならば、その中にはIMFに関するケインズ構想を根拠づけるような国際的信用調節についての分析も含まれていたのかもしれない（ケインズのIMF構想につ

いては、*ibid*, Horsefield (1969) 第1章参照)。

### 第3節 結論 ホートレイ・ケインズ論争の総合評価

本章のさいごに、この章の結論として、ホートレイ・ケインズ論争の総合評価と、この論争から得られる教訓とについて述べてみよう。まず、この論争を評価する場合の前提として、ホートレイの主張の要点を、もう一度、要約しておこう。ホートレイは、『マクミラン委員会』の第22日と第23日(1930年4月10日、11日)の2日間にわたって、証言し、また証言資料を提出し、さらにケインズからの質問に答えている。これらの証言を記録した『マクミラン委員会報告書』(Committee on Finance and Industry (1931))の中に、ホートレイの見解がより集約された形で要約されている(同書, p.157-)。我々は、この資料から彼の見解を以下のいくつかの項目に分けてまとめてみよう。なお、ホートレイ自身による証言録の対応する項目については、末尾の( )内の番号で示すこととする。

#### 金融政策全般にわたるホートレイの見解(要約)

(1) 信用制度が産業に対して提供しうる最大のサービスは、通貨価値の安定を継続することである。通貨価値の安定の利点は、その不安定の弊害を回避させるという消極的なものにすぎない。しかし、それは債権者と債務者との間の不公正を排除し、物価と賃金およびその他の固定費用との間の正常な関係を維持させ、事業にとって好ましくない全般的変動を防止する(1, 2)。

(2) あらゆる種類の生産物の需要は、消費者支出(有効需要)に依存し、その支出の源泉は消費者所得(国民所得)である。消費者支出の中には投資が含まれるが、売れ残ったために蓄積される消極的な投資は含まれない。また過去の投資の売却または償却、償還の手取り金の再投資は含まない(6, 7)。

(3) 消費者支出と物価水準の間には密接な関係がある。消費者支出が変動



すれば、まず当面は、商工業者の在庫が変動し、やがて少し時間をおいてから価格水準が変動する。しかし、失業または諸設備の不完全雇用の直接の原因は、物価水準の低下ではなく、有効需要の縮小に求められる。

(4) 貨幣を出発点とする過去の貨幣数量説に代えて、信用を主動力とする「信用調節」理論を提案する。発達した銀行・信用制度をもつ経済では、支払手段としての貨幣の供給は、銀行信用の創造またはその減少によって、間接的に統制されうる。中央銀行は、自らの資産運用を操作することによって、民間銀行の準備金を統御し、民間銀行の信用創造またはその消滅を指導することができる。ただし、このような信用調節の目的は、消費者所得および消費者支出を統御して、価格水準を安定させることにおかれるべきである(14-20)。

(5) 国際収支の均衡もまた、「信用調節」をつうじて達成される。輸入超過と金流出(または為替レートの逆調)は、対外信用の収縮により、また輸出超過と金流入(または為替レートの順調)は、対外信用の拡張によって調節される(21-31)。

(6) 第1次大戦前の条件の下では、景気循環はつねに「信用循環」を伴っていた。信用の膨張と物価上昇の時期は、活発な取引と完全雇用によって特徴づけられたが、そのような活況は数年後には金準備の不足と信用の引締めによって終止符が打たれた。その後には、数年間の不況と物価の下落および失業の時期が続いた。これらに対するイングランド銀行の対応は非常に遅かった。金不足のおそれが生じてから2-3年間は、なお信用を膨張させつづけ、また反対に、金の過剰が予想されたあと長い間、なお信用を収縮させ続けた(38, 39)。

(7) 中央銀行は、金準備の変動がおこってから、それに機械的に対応するのではなく、物価の変動に対して信用の適切な引締めまたは緩和によって迅速に対応しなければならない(44)。だが中央銀行は、物価の変動ばかりに頼るべきではなく、消費者所得と支出との基礎的な動きの徴候や、雇用の動向などにも注意を払わなければならない(59)。

(8) 以上の目的のために、1922年のジェノア会議で提唱されたように、国際協調プランが作成され、そのための定期的な国際会議が開かれるべきである。各国の中央銀行は、物価の安定という共通の目標と、経済動向と統計資料の解釈について定期的に協議し、適切な信用の管理について協調する。参加国は、国内の金準備のほかに他の参加国の外国為替の準備、銀行預金その他の流動性資産の準備を保有する。そしてそのような準備に基づいて、通貨価値の安定のために、相互に融通し合うことによって、大戦前よりも迅速に適切な行動が取れるような慣行を確立すべきである。

ホートレイは、以上のような提案をマクミラン委員会に提出した。そして、同委員長の質問に答えて、次のように証言する (*ibid.*, p.161-)。景気循環が信用循環という形をこれまで取ってきた原因は、1つには信用制度の本質的な不安定性のために、信用の膨張または収縮が一度はじまると、その加速は停止できないばかりか、反対にそれを激化させる傾向にあったためである。もう1つの原因は、信用膨張の収縮を矯正する力の働きはきわめて遅いということにある。このために、金本位制の下では、最終的に金準備の不足をひきおこすまでに調整に長い時間がかかってしまったのである。これと同様の洞察は、現代の「金融不安定仮説」(Minsky (1975) 参照) にひきつがれている。したがって、ホートレイの「信用調節」理論の背後には、「金融不安定仮説」が存在し、そのような不安定を克服するために「中央銀行の技芸(アート)」に期待するところに、彼の主張の要点があったといえよう。

さて以上の8つの項目に要約されたホートレイの見解の中に、ホートレイの信用調節理論のエッセンスが述べられていた。ただし、その中には政府支出に対する批判や、技術革新の問題に対する指摘は含まれていない。このようなホートレイの信用調節理論は、ケインズの見解と必ずしもすべて対立するわけではなく、多くの点で共通の部分を含んでいた。とくに、あとでJ.R.ヒックスによって

正しく評価されたように、両者はともに自動安定化要因のない経済システム、すなわち政策によって安定化させられなければならない経済システムを抜おうとした点では共通していた。ただし、そのための政策手段が、ホートレイでは銀行の短期貸出利率や信用量の調節に求められたのに対して、ケインズでは長期利子率と政府支出を含む投資活動の統御とに求められた点はちがっていた。

しかし、ホートレイの見解は、以下の重要な点では、ケインズの見解と鋭く対立し、そのような対立点に関しては、ホートレイの見解のほうにむしろ支持されるべき論点があったように思われる。

①ホートレイは、ケインズの投資と貯蓄の概念を批判し、経済体系において投資と貯蓄とが乖離する原因をつきとめ、そこから出発して、経済体系の不均衡とそこから導かれる動学的な貨幣経済の変動要因を明らかにしようとしたこと。

②投資と貯蓄との不均衡を調整し、かつ経済体系の不均衡を調整する過程として、古典派の価格調整やケインズ派の所得調整とは区別され、またそれらを補う「信用調節」の理論を開拓したこと。また信用制度の本質的な不安定と、それを調整する信用および金融政策の機能の可能性を研究したこと。

ただし、②に関しては、ホートレイは短期信用と商人の在庫調整とのつながりと、第1次大戦前のイギリスの商業銀行の役割とを過大評価し、一般化しすぎていた。またホートレイの議論は、ケインズの見解のように、説得力のあるモデルによって補強されてはいなかった。しかし、ホートレイの議論は、金融資産市場や金融機関の機能にまで、もっと広い視野の下に拡大され、また分かりやすいモデルによって表現し直されたならば、または、現代の金融理論によって適切に解釈し直されたならば、たぶん現代の金融問題に対する助言力を増したものである。

それでは、我々はケインズによってではなく、ホートレイの見解に全面的に依拠して現代の金融問題に対して立ち向かうべきなのであろうか。我々はそう

は思わない。それは、ケインズの見解のほうにホートレイに比べて決定的に優れた知見があったからである。それは、本研究のはじめから強調されてきたように、ケインズが不確実性の下での人々の将来に対する期待の果たす役割を重視し、人々の経済行動について分析するとともに、政府の経済政策や中央銀行の金融政策について考察してきたためである。このような洞察は、ホートレイには、たとえあったとしても、そのような問題は十分には彼の理論の中では表現されてはいなかった。

ホートレイの問題提起は、ケインズ理論の重要な欠陥を補い、また『貨幣論』と『一般理論』との間の概念的な断絶を修復し、真に操作的な動学的貨幣理論を構築していくための、貴重な修正または対立命題として、ケインズ革命の文脈の中に、論争的に取り入れられ、その地平の拡大のために役立てられるべきであると我々は考える。

## 注

- (1) このほか近年、ホートレイを扱った文献として、小島（1997）がある。ただし、この研究は、ケインズ理論の形成に影響を与えたホートレイの見解を扱い、ケインズと論争的に対立したホートレイに焦点をあてる本研究とは立場が異なる。
- (2) ケインズは『一般理論』第2編「定義と基礎概念」において、ホートレイの批判を大きくとりあげている（p.76-77（75-76））。『一般理論』の中に組み込まれているこのような論争的な叙述は、きわめて重要である。
- (3) ただし、政府支出の有効性を究極的に保証するのは、政府指導者および官僚の倫理基準であり、この点ではブキャナのケインズ批判は注目されるべきであろう（Buchanan（1975））。

引用文献

- Buchanan, J.M., Burton, J., Wagner, R.E. (1978) *The Consequences of Mr. Keynes*, JEA 水野正一, 亀井敬之 訳 (1979) 『ケインズ財政の破綻』 日本経済新聞社
- Committee on Finance and Industry (1931) *Report*, London, HMSO. 加藤三郎, 西村閑也 訳 (1985) 『マクミラン委員会報告書』 日本経済新聞社
- (1931) *Minutes of Evidence*, London, HMSO. 西村閑也 訳 (1985) 『マクミラン委員会証言録技粋』 日本経済新聞社
- Hawtrey, R.G. (1919) *Currency and Credit*, London; Longman
- (1932) *The Art of Central Banking*, London; Frank Cass&Co.
- (1937) *Capital and Employment*, London; Longman
- (1938) *A Century of Bank Rate*, London; Frank Cass&Co. 英国金融史研究会訳 (1977) 『金利政策の百年』 東洋経済新報社
- Hicks, J.R. (1977) *Economic Perspectives : Further Essays on Money and Growth*, Oxford; Oxford University Press. 貝塚啓明 訳 (1985) 『J.R.ヒックス 経済学の思考法-貨幣と成長についての再論』 岩波書店
- Horsefield, J.K. (1969) *The International Monetary Fund 1945-1965 : Twenty Years of International Monetary Cooperation, Vol. I : Chronicle*, Washington D.C.; I.M.F
- Keynes, J.M. (1930) *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. 5,6, Treatise on Money*, 『貨幣論 I, II』
- (1936) (CW7) *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, 『雇用, 利子および貨幣の一般理論』
- (1940-46) (CW27) *Activities 1940-46, Shaping the Post-War World : Employment and Commodities*, 平井俊顕, 立脇和夫 訳 (1996) 『戦後世界

- の形成-雇用と商品-1940-46年の諸活動』
- Knight, F.H. (1921) *Risk, Uncertainty and Profit*, New York ; Augustus M. Kelley, 奥隅栄喜 訳 (1959) 『危険, 不確実性および利潤』 文雅堂書店
- Minsky, H.P. (1975) *John Maynard Keynes*, New York ; Columbia University Press. 堀内昭義 (1988) 『ケインズ理論とは何か-市場経済の金融的不安定性-』 岩波書店
- Tobin (1958) "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk", *The Review of Economic Studies*, Feb., 1958. 水野正一, 山下邦男 監訳 (1965) 『現代の金融理論 I -流動性と貨幣需要-』 勁草書房, 第2章 J.トービン 「危険に対する行動としての流動性選好」
- Tullock, G. (1993) *Rent Seeking*, Hants ; Edward Elgar
- 岩本武和 (1999) 『ケインズと世界経済』 岩波書店
- 小谷 清 (1987) 『不均衡動学』 東京大学出版会
- 小島専孝 (1997) 『ケインズ理論の源泉』 有斐閣