

R. G. ホートレーと 国際金本位制度

古 川 顕

1. はじめに

R. G. ホートレーは、貨幣・信用理論や景気循環理論などの分野に数多くの独創的な業績を残したが、その大きな業績の一つに、再建金本位制を中心とする国際金融（および国際貿易）についての理論的分析がある。彼は、1904年から1945年に至るまで英国大蔵省に在職したが、在職期間中、多くの著書や論文の執筆を通じて国際金融の諸問題に精力的に取り組んできたことはよく知られている。

ホートレーの活動・研究は国際金融に始まり、国際金融に終わると言っても決して過言ではない。彼は1919年、大蔵省の金融研究局長（Director of Financial Enquiries）に任命されたが、その任務は国際金融・貿易を含む経済のすべての分野にわたって分析・論評することにあつた。その同じ年に、彼は主著『通貨と信用』（*Currency and Credit*）を著した。この書物では、貨幣や信用の歴史的・理論的分析に加え、外国為替市場や国際通貨の動向、国際金本位制度などの分野について制度的な分析や理論的分析を展開している。

さらにこの同じ年に、ホートレーは英国学術振興協会（the British Association）⁽¹⁾において「金本位制」と題する講演を行った。この講演は、1922年の

(1) この講演録は後に *Economic Journal* 第29巻 [1919] pp. 426-442 に公刊され、Hawtrey [1923] 第3章に再録されている。

イタリア・ジェノアの国際経済会議（いわゆるジェノア会議）における決議案に大きな影響を及ぼしたとされている。すなわち、ジェノア会議は、第1次世界大戦後の国際通貨制度のあり方を検討し、金本位制への復帰（再建金本位制の確立）を決定したが、ホートレーはこの会議の決議案の作成に主導的な役割を果たしている。また、ホートレーは大蔵省を退官してから95歳で亡くなる直前まで、*Bankers' Magazine* 誌などを中心に国際金融に関する精力的な評論活動を行った。⁽²⁾ こうして見ると、確かにドイッチャーが指摘するように、「国際経済学の諸問題はホートレーの業績の中心的な位置を占めた」（Deutscher [1990] p. 42）と言えよう。

近年、ホートレーの業績を再評価する動きが強まっている。しかしそれでも、経済学史の分野におけるホートレーについての研究の蓄積はまだまだ少なく、ましてや彼の国際金融の分野における業績を再検討し、それを正当に評価しようとする研究は内外ともに寥寥たるものであると言わねばならない。⁽³⁾

以上のように、ホートレーの業績の相当部分は再建金本位制を中心とする国際金融分野の研究が占めているが、重要な点は、彼の貨幣・信用理論や景気循環理論は、その国際金融理論と不可分の関係にあると思われる点である。したがって、彼の経済理論の全貌を的確に把握するためには、後者についての体系的な研究が不可欠であると考えられる。こうした観点から、本稿では古川 [2000, 2006, 2007a, 2007b] を踏まえ、なるべくホートレーの著作に沿

(2) ホートレーは1967年6月、87歳の時にサリー大学で「国際流動性」というテーマで講演し、金本位制の歴史から第二次大戦後の国際流動性の問題に至るまで幅広い展望を行っている (Hawtrey [1967])。なお、彼の業績についての優れた展望論文として Black [1977] があるが、この論文におけるホートレーの出版目録 (bibliography) を見ても、彼が終始一貫して国際金融の諸問題に大きな関心を持ち続けたことが理解できよう。

(3) 筆者が知る限り、日本における数少ない例外として、吉沢 [1975] および杉沢 [1993, 1996] が挙げられる。

いながら、彼の国際金融理論について考察することにしたい。

本稿の構成は次の通りである。まず次節では、景気循環と金本位制の関係についてホートレーの考え方を検討する。第3節では、従来の金本位制に関する伝統的・標準的な考え方であると思われる「カンリフ委員会報告」を祖上に上げ、この報告書における理論の輪郭と問題点を明らかにする。第4節では、金本位制の調整メカニズムに関するホートレーの考え方を分析し、国際金融の分野における彼独自の所得分析アプローチについて検討する。最後に第5節では、結びに代えて、ホートレーの国際金融理論や景気循環理論などに通底する特色について言及する。

2. 金本位制度と景気循環

2.1 信用の拡張と現金流出

ホートレーが金本位制の機能やその各国経済に及ぼす影響などをどのように把握していたかを考えるとき、金本位制と景気循環との関係を明らかにすることが不可欠であるように思われる。そのためにも、金本位制のもとの景気循環がどのようなメカニズムによって生じるかをホートレーの説明に即して検討することにしよう。⁽⁴⁾

よく知られているように、ホートレーの景気循環分析において重要な役割を果たすのは、景気の上昇や下降のプロセスにおける人々の現金需要の変動である。とくに彼は、銀行貸出の変化に伴う現金需要の変動と銀行準備との関係を重視する。例えば、次のように言う。「銀行による追加的な貸し出しは、借り手の信用に置き換えられるが、借り手はそれをおそらく事業の資金として用いようとする。その資金が用いられ始めるやいなや、現金はこの信用から引き出され始める。しかし、現金は主に賃金の支払いのために必要で

(4) 本節については、小島 [1997] pp. 121-124 も参照されたい。

あり、利潤の増加は最初のうちはそれに見合う賃金の増加を伴わない。それゆえ、準備を犠牲にする流通（現金）の増加は、最初の銀行の貸し出しと最後の賃金の調整の間の期間にわたって、徐々に拡大する過程となろう」(Hawtreys [1913] p. 75)⁽⁵⁾。すなわち、銀行の貸し出しによって借り手の信用（預金通貨）が創造され、その信用から主として労働者に対する賃金支払いのために現金が引き出されると、流通現金の増加に見合う銀行の支払い準備の減少がもたらされる。しかし、当初の銀行貸出の増加と流通現金の増加（銀行準備の減少）の間には時間的遅れが存在し、時間の経過につれて次第に銀行準備の減少も大きくなるというのである。

ホートレーは、銀行の貸し出しと現金流出の関係について次のようにも説明する。「雇用が良好で賃金が高いとき、毎週労働者に支払われる一定の貨幣額は次の週には銀行には戻ってこない。実際、いわゆる「対内流通」(internal circulation) という貨幣の漏出がある。この鑄貨の漏出が生じるといふ事実は、通貨理論において非常に重要である。銀行の手元にある鑄貨残高は限られている。それがひとたび使い尽くされると、銀行はいかに健全であっても、要求に応じて貨幣を支払う義務を果たすことはできない。銀行がこの災難を避けたいならば、鑄貨の流出を阻止する手段をとらなければならない」(Hawtreys [1919a] p. 22)。すなわち、銀行準備からの鑄貨の流出が続くと、最悪の場合には銀行は預金者の支払い要求に応えることができないという事態に直面する。それゆえ、こうした“災難”を回避するためには、銀行は貸し出しの抑制に踏み切らざるをえないというのである。ホートレーが、「銀行によってとられる行動は、その準備の状況に依存する。もし銀行の準備が既に不足しているなら、場合によっては顧客の需要を完全に拒絶するほど、銀行はその圧力に抵抗しうるあらゆることを行う。もし銀行の準備が余

(5) この引用文における現金とは、金本位制における正貨としての鑄貨（金貨）および金兌換が保証された紙幣を意味する。

っているなら、銀行は借り手への誘因を提供し、借り手にとってのあらゆる条件を緩和する」(Hawtrey [1928b] p. 167) と指摘するのも、銀行の保有準備状況がその貸出行動に決定的ともいえる影響を及ぼすからである。ホートレーの時代には、銀行準備の調整の場としてのインターバンク市場など短期金融市場が発達していなかったために、準備の変動が銀行貸出にストレートな形で影響を及ぼすのは当然であろう。

上に引用したように、ホートレーが「鑄貨の漏出が生じるという事実は、通貨理論において非常に重要である」と指摘するのは、現金の流出が銀行貸出の減少を通じて経済活動を抑制し、逆に流通過程から銀行への現金の還流は、銀行の支払準備の増加、ひいては銀行貸出の増大を通じて経済活動の拡大をもたらすからである。つまりホートレーは、現金通貨の漏出および還流という「対内流通」の変動こそが、景気循環の周期性をもたらす基本的要因であると判断するのである。⁽⁶⁾

銀行における現金流入と貸出行動の関係は以上の通りであるが、次にホートレーは銀行の貸出行動の変化が経済活動全体に対する影響についても、その重要性を強調する。彼は両者の関係について、具体的に次のように説明する。「銀行の側における貸し出しの増加は、未支出余剰 (unspent margin) を増加させる。というのは、貸し出しは現実に現金を創造するからである。所得と現金残高との間の適切な比率はそれによって攪乱され、回復されねばならない。銀行預金の合計額は、貯水池に例えられる。銀行によって貸し出

(6) 以上のように、ホートレーは景気上昇期における人々の現金需要の増大が銀行の準備の減少を通じてその貸し出しを抑制し、逆に景気下降期における現金通貨の還流が銀行の準備の増加を通じて貸し出しを増大させる点を重視した。こうした景気循環過程における現金需要の果たす役割は、ホートレーに先立ってアメリカのミッチェルによっても打ち出されている (Mitchell [1913], Part III)。ケイガンは、景気変動における現金需要の変動を重視する考え方をミッチェル＝ホートレー理論 (Mitchell-Hawtrey Theory) と呼んでいる (Cagan [1965] pp. 143-150)。このミッチェル＝ホートレー理論については古川 [1985] pp. 44-46 も参照されたい。

された毎日の額は、それに注ぎ込まれ、銀行への返済額はそこから流出する。もしこれらの流れが等しいならば、預金額は不変にとどまる。もし貸し出しの流れが増大するなら、貸し出される追加的な貨幣は財の生産における借り手によってすぐに用いられ、その財の生産に参加する人々の所得となる。取引者の利潤は、最初は急速な販売によって増加し、次には価格の上昇によって増加する。賃金の上昇がこれに続く。つまり、消費者所得 (consumers' income) は増大する」(Hawtreys [1927] pp. 12-13)⁽⁷⁾。「同様に、銀行は貸出額を

(7) 引用文中の未支出余剰 (unspent margin) および消費者所得 (consumer's income) という概念はホートレーの多くの著作に類出する分析概念であり、彼独自のキー概念であると言ってよい。このうち「未支出余剰」とは、人々の即時的な購買力の大きさ、したがって人々が保有する未支出の支払い手段の総額を意味する。すなわち「未支出余剰は事実上、流通貨幣と銀行の負債の合計に等しい。これらの負債は銀行の負債から資本を引いたものに等しい。……もし銀行がその貸し出し (loans) あるいは割引き (discounts) を増加ないし減少させると、未支出余剰は同額だけ増加ないし減少する」(Hawtreys [1919a] p. 38)。これよりホートレーのいう未支出余剰とは、今日的な意味でのマネーストック (現金プラス銀行預金) に対応することは明らかである。

一方、「消費者所得」については、次のように説明される。「人々の所得の増加ないし減少は支出の増加ないし減少を導く。いま問題にしている所得および支出は、もちろん貨幣所得と貨幣支出、すなわち (信用の形態であれ貨幣の形態であれ) 受け取られる、あるいは支出される貨幣単位の数量である。……真の所得および最終的な支出のみが計算される。つまり、その後には販売されるための財の生産あるいは財の購入は除外される。……それらは、便宜上、“消費者所得” および“消費者支出” と呼ばれる。投資は所得が支出される目的の一つであるから、“消費者” は“投資家”を含む、と理解されねばならない」(*Ibid.*, pp. 40, 傍点部分は原文ではイタリック)。これが、「消費者所得」および「消費者支出」という用語がはじめて登場する『通貨と信用』(初版)におけるホートレー自身の説明である。要するに、「消費者所得」とは「貨幣で表示された所得の総額」(Hawtreys [1932] p. 84) であり、「消費者支出」とは、「所得からの支出総額」(*Ibid.*) である。現在の用語法では、前者は国内総生産 (=国内総所得) の概念に相当し、後者は「国内総支出」の概念に相当する。

さらに、引用文中の「取引者」(traders) とは、「継続的な販売を目的に商品を生産したり、販売する人々」(Hawtreys [1950] p. 8) である。また、「われわれは、利潤を獲得するすべての人々、すなわち、販売する目的をもって商品を購入したり生産したりするすべての人々を含むという意味で“取引者” という便利な言葉を用い

制限することによって貯水池に通じる流れを減少させ、消費者所得を減少させる」(*Ibid.*, p. 13)。

以上のように、ホートレーは銀行の貸し出しの増加は借り手の所得、ひいては消費者所得（国民所得）の増加をもたらす、逆に貸し出しの減少は借り手の所得、したがってまた消費者所得の減少をもたらすという。彼は、この銀行貸出と経済活動との相乗作用において、「注意を払うべききわめて重要な事柄は、その貸し出しを加速させたり遅らせたりする銀行の行動は、所得および支出額に直接的な影響（傍点部分は原文ではイタリック）をもたらす、そして物価はすぐに反応するということである」(*Ibid.*, pp. 13-14, 傍点部分は原文ではイタリック)と述べ、両者間の直接的な関連を重視する。ホートレーが、「貸し出しは貨幣を生む」のみならず、「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) という指摘を行っているのも、こうした銀行の貸出行動が経済活動に及ぼすストレートな影響を重視するからである。⁽⁸⁾

ホートレーは、銀行貸出が経済活動に影響を及ぼす場合の具体的な経路に

るならば、取引者は大きく生産者とディーラーの2つのクラスに分かれる」(Hawtrey [1944] p. 28) と言う。

(8) 銀行貸出が経済活動に直接的な影響を及ぼす理由として、ホートレーが好んで用いる表現によれば、「遊ばせておくために貨幣を借りる者はいない」という考え方である。すなわち、何らかの事業目的のために銀行に対する企業などの資金需要が存在することを前提にすると、銀行がその資金需要に応じて貸し出しを行うことは、投資支出などの増加を通じて所得の増加を生じさせる。彼は、次のように言う。「銀行がその貸し出しを増加させると、借り手が誰であろうと、彼らの目的が何であろうと、貸し出しは貨幣を生む。人々は貨幣を遊ばせておくためにそれを借りるのではない。それゆえ借入れは常に現金の放出および消費者所得拡大の前兆である」(Hawtrey [1932] pp. 290-291, 傍点部分は原文ではイタリック)。つまり、「貸し出しは貨幣を生む」と同時に、「貸し出しは所得を生む」のである。なお、「現金の放出」(release of cash) というのもホートレー独自の表現で、簡単に言えば、商人や製造業者などの取引者が、ある一定期間に受け取るよりも多くの貨幣を支払っている場合のことであり、その逆をホートレーは「現金の吸収」(absorption of cash) と呼んでいる (*Ibid.*, pp. 145-148)。

ついて、次のように指摘する。「銀行がその貸し出しを増やすと、それに続いて現金の放出と消費者所得および消費者支出の増大が生じる。消費者支出の増大は一般に財に対する需要の増大を意味し、取引者は彼らの最終製品の在庫が減少しているのを見出す。生産者に対するいっそうの注文の増大、生産活動、消費者所得と消費者支出および需要のいっそうの増大が生じ、在庫のいっそうの減少が生じる。経済活動の増大は需要の増大を意味し、需要の増大は経済活動の増大を意味する。悪循環が始まり、生産活動の累積的な拡大が始まる」(Hawtrey [1932] p. 167, 傍点部分は原文ではイタリック)。

もちろん、銀行貸出の変化は経済活動全体に対して直接的な影響を及ぼすのみならず、経済活動の変化も銀行貸出の変動をもたらす。経済活動が活発化すれば、企業などの資金需要の増加を通じて銀行貸出の増加をもたらし、この銀行貸出の増加が経済活動のいっそうの活発化をもたらす。逆に、経済活動の縮小は銀行貸出の減少をもたらし、銀行貸出の減少はさらなる経済活動の縮小をもたらすのである。こうした銀行貸出と経済活動との相互依存的な関係を通じて、経済活動の累積的な拡大ないし縮小が生じる。ホートレーが「信用の内在的不安定性」(inherent instability of credit)を繰り返し強調し、「信用は本質的に御しがたい (credit is by nature unruly)」(*Ibid.*, p. 127) ⁽⁹⁾ と言うのも、銀行貸出と経済活動との相乗作用を重視するからである。そし

(9) ホートレーはしばしば経済活動の累積過程について言及するが、もちろん、その累積過程が無限に続くと考えているわけではない。彼は次のように述べている。「生産活動は際限なく増大することはできない。累積過程が次から次へと産業の生産能力の限度まで発展するにつれ、生産者はますます高い価格を付け始める。悪循環は中断するのではなくて、経済活動の累積的な成長は、物価の累積的な上昇に向かう。インフレーションの悪循環が始まる」(Hawtrey [1932] p. 167)。また、すでに指摘したように、経済の拡大が続いて銀行の現金準備が枯渇するような事態に近づくと、銀行は預金の支払い準備確保の必要のために貸し出しを抑制せざるを得ない。銀行部門全体としてそうした行動をとると、やはり経済活動に抑制的な影響を及ぼすに違いない。さらに言えば、金本位制度のもとでは、固定平価を維持することが中央銀行にとって最大の使命であるから、例えば為替レートが固定平価と乖離

て彼は、信用（銀行貸出）をコントロールすることが困難であるがゆえに、その結果として経済活動の不安定化が生じると考える。彼によれば、「インフレーションは、あまりにも自由な信用創造を意味する」(Hawtrey [1919] p. 365) ことになる。

このように、ホートレーは誰よりも信用の内在的不安定性を重視し、その原因を経済活動と信用（銀行貸出）とが互いに因となり果となるような相互依存関係⁽¹⁰⁾に求めている。

これに加えて、ホートレーは経済主体における期待の要因を重視し、それが経済活動の累積過程を引き起こす一つの原因であるとみなす。彼は言う。「楽観と悲観は、当然のことに誤っていると考えられている。しかし、実際はそうではない。楽観は物価が上昇する、ないしは一定の価格で需要が拡大するという期待を意味する。悲観は物価が下落する、ないしは一定の価格で需要が縮小するという期待を意味する。好況期には楽観は少しも誤っていない、

するような状況が生じると、中央銀行はこうした事態を回避するように金融政策を運営しなければならない。このように固定為替制度を維持しようとすること自体、経済活動の累積過程を遮断する要因となる。

ハーバラーは名著『景気変動論』の「純粋貨幣要因説」(the purely monetary theory) と題する第2章において、「ホートレーの貨幣的循環理論の最も興味ある特色は、拡大ならびに収縮過程の累積的性質の証明と分析である。のちにみるように、異なった考え方の学派の理論家の間でも、この点については、広範な意見の一致がある」(Haberler [1958] 邦訳25ページ) とする一方、「ホートレー理論の他の特色は疑問の余地が多い。プームの崩壊はつねに貨幣的な要因によるものであり、貨幣供給が無尽蔵でありさえすれば、無限に好況局面を長びかせ、不況をくいとめることができようとの彼の主張は、疑いもなくたいがいの経済学者の反論を受けよう」(同) と批判している。確かにホートレーは、「信用の制限が生じなければ、景気循環の好況局面は無限に延長されることが可能である」(Hawtrey [1928b] p. 98) と述べてはいるが、「もちろん、無限の物価上昇と金本位制の放棄という犠牲を払う限り」(Ibid) と言い添えていることを忘れるべきではない。この点については、小島 [1997] 128ページも参照のこと。

(10) ホートレー経済学の中心的概念である「信用の内在的不安定性」については、古川 [2000] 第3節も参照されたい。

完全に正しい考え方である。同じことは不況期での悲観に当てはまる。それぞれの期待の状態は、それ自らの実現をもたらす傾向がある」(Hawtrey [1928b] p. 99, 傍点部分は原文ではイタリック)。すなわち、好況の予想が好況を実現させ、不況の予想が不況を実現させるという「予想の自己実現性」を考慮に入れるのである。ホートレーは、「楽観は借り入れを促進し、借り入れは販売を加速させ、そして販売は楽観を強める。悲観は借り入れを思いとどまらせ、結果としての販売の減少は悲観を強める」(*Ibid.*, pp. 100-101)と述べ、銀行信用と実体経済との相互依存的な累積過程における期待の果たす役割にも着目する。

2.2 金準備率と景気循環

ホートレーは、これまで述べてきた現金需要と景気循環や銀行貸出と経済活動との関係を踏まえ、さらに立ち入って金本位制度の機能やその問題点を明らかにする。まず、金本位制度の機能に関して、次のように指摘する。「未支出余剰の一部分は銀行預金で成っているけれども、他は貨幣から成っている。もし貨幣部分 (the money portion) が限定されているなら、信用部分 (the credit portion) は無制限に増大し得ない。そのことは、英国や米国のように、信用部分がはるかに大きい場合でさえそうである。貨幣の供給を調整することによって、銀行信用の供給を間接的にコントロールすることは可能である。そしてここに、金本位制度の主要な機能の一つがある」(Hawtrey [1927] p. 14)。

すなわち、ホートレーの時代がそうであるように、小切手制度が普及し、銀行の貸し出しによって供給された預金通貨が決済の大部分に使用されるといふ事実を前提にすると、⁽¹¹⁾貨幣の供給を調整することによって未支出余剰の

(11) 既にフラートンは、1840年代のイギリス社会において、およそ商取引の10分の1が铸貨と銀行券で決済され、残りの10分の9が銀行勘定間の移転による預金通貨

圧倒的な部分を占める銀行預金をコントロールすることは可能であり、その銀行預金をコントロールするためには銀行信用（貸し出し）を間接的にコントロールすればよいというのである。ここでの脈絡で、ホートレーのいう貨幣とは金それ自体、あるいは金と兌換しうる法貨としての紙幣を意味している。つまり、ホートレーの言う「金本位制度の主要な機能の一つ」とは、銀行貸出の変動がいわゆる正貨準備（金準備）によって制約されるなら、貨幣当局がその正貨準備を調節することによって、銀行貸出や未支出余剰をもコントロールすることができるというのである。

ところで、ホートレーのマクロ経済活動に対する考え方の大きな特色の一つは、「景気循環の真の实体は有効需要の変動であり、その有効需要の変動は銀行信用の変動にまで遡らなければならない」(Hawtrey [1928b] p. 94) という主張である。彼の、従来の経済学者には見られない銀行信用重視の考え方がこの主張によく表れている。この考え方をさらに要約して言えば、「景気循環は信用循環である」(the trade cycle is a credit cycle) (Hawtrey [1927] p. 82) ということになる。ホートレー経済学の中核をなす最も基本的な考え方であるということができよう。

ホートレーはこうした考え方を土台にして、景気循環と金本位制との関係を考察する。彼は言う。「景気循環は信用循環であり、景気循環は信用の調節者 (regulator) としての金本位制の欠点にまで遡り得る。金本位制に従うことは、遅かれ早かれ、信用の動きをある範囲内に保つものの、しかし十分に速やかではない。信用循環は、金の制限的な影響それ自体が感じられるようになるまで数年もかかるから生じる」(Ibid., 傍点部分は原文ではイタリック)。ホートレーは、この理由を「信用の内在的不安定性」に求める。すなわち彼は、「景気循環ないし信用循環は金本位制それ自体によって引き起こ

や為替手形などの信用手段によって決済されるという推定事実を明らかにしている (Fullarton [1845] pp. 30-31)。

されると主張することは、いまや確かに正当化できないだろう。その積極的な原因は、信用の内在的な拡張傾向である」(Ibid., p. 84, 傍点部分は原文ではイタリック)と述べ、具体的に次のように説明する。

銀行が自由に貸し出しを始めると、経済活動の活発化を通じて所得の増加と物価の上昇をもたらされる。金本位制はその貸し出しを調節し、それに限度を課す。なぜなら、第1に、金本位制はすべての金本位諸国を信用の拡張において互いに同一の歩調をとらせる。というのは、他を追い抜こうとするどのような国も金を失うからである。つまり、ある国が他の国より信用を拡大しようとする、所得の増加と物価の上昇を通じて、前者の輸入の増加と輸出の減少がもたらされ、結果として前者から後者への金の移転が生じる。

第2に、信用の拡張は、その結果として所得と物価の上昇をもたらし、結果的に、より多くの法貨の流通への流入を導く。もしこの法貨が金貨、あるいは全面的にせよ部分的にせよ金によって支えられる紙幣であるならば、その効果は、信用の拡大が停止されるようになるまで、金本位制国の金の利用可能な供給を侵食する。

第3に、金本位制は信用拡張および収縮が阻止され、逆転されるようになるまでは、そうした信用拡張と収縮があまりにも行き過ぎてしまう事態を許容する (Ibid., pp. 80-81)。

ホートレーは、「これら3つの特徴の中で、最初の2つはそれ自体望ましいものであり、金本位制がまったく満足にそれらの特徴を果たさないのは、もっぱら第3の特徴による」(Ibid., p.84)と言う。すなわち彼は、信用拡張と収縮に制限を課し、それらを逆転させるという金本位制のメリット(一種の自動安定化作用)よりも、むしろ反対に、信用拡張と収縮の累積的な進展を可能にさせるという金本位制の不安定化作用の方を重視する。彼が金本位制の現実として力点を置くのは、こうした金本位制の欠点である。

それでは、なぜホートレーは信用拡張ないし収縮が止めどなく拡大し続け

るといった事態を現実のものとして考えるのだろうか。その基本的な理由は既に述べたように、銀行の信用拡張（あるいは収縮）と法貨の対内的流通の増加（あるいは対内的流通からの還流）の間に大きな時間的ギャップが存在し、後者は前者より大幅に遅れるからである。信用の拡張よりも法貨の対内的流通の増加が大幅に遅れ、しかも「信用をコントロールする当局が金ストックの適合性によってその行動を導かれるとすれば、その介入は極めて遅れてしまうに違いない」(Ibid., p. 81) からである。

ホートレーは、金本位制の問題点として、政策当局が保有する金準備を指針として信用調整を行う点を繰り返し強調する。例えば、次のように指摘する。「信用が準備比率を考慮して調節される限り、景気循環は繰り返す宿命にある。流通への法貨の流出入は、信用拡張および信用収縮の極めて緩慢な結果の一つである。もし中央銀行がその準備に影響を及ぼすこうした法貨の流れを座視し、それが何らかの決定的な行動をとるずっと前に、拡張や縮小が勢いを増すのを受け身的に傍観しているなら、われわれは熱狂的な好景気と不況および失業との交替から免れることはできない」(Hawtrey [1923] p. 144)。あるいは次のように言う。「信用政策に対する指針として、あまりにも積極的に準備率に依存したことが第1次大戦以前の景気循環の真の原因であった。準備比率は信用拡張のあまりにも遅い警告を与え、信用拡張は銀行がそれを止めるための有効な手段をとるまでに数年にわたって勢いを増した。不況は、銀行の現金ポジションが回復するのにその後必要となる長期にわたる信用圧縮の産物であった。もし拡張が行き過ぎるまでに阻止されるならば、軽微で一時的な不況以上に必要なものは避けられる」(Hawtrey [1928b] pp. 102-103)⁽¹²⁾。

金準備を指針とする中央銀行の信用調整に伴う大きな問題は、結局は信用

(12) なお、ここで準備比率というのは、「銀行のバランスシートに示される負債に対する現金準備の比率」(Hawtrey [1919a] p. 86) を意味する。

の内在的不安定性に起因する。ホートレーは、「好況は信用拡張をもたらし、信用拡張は需要を増大させ、需要はいつその好況を呼び起こす。不況は借入れを沈静化させ、借入れの減少は需要の削減をもたらし、需要の削減はいつその不況を意味する」(*Ibid.*, p. 97) と述べたうえで、「わずかな、あるいは偶然の信用の動きは、拡張であれ縮小であれ、それ自身拡大する傾向がある。そうした動きがひとたび始まると、それは拡大し、銀行がその動きを止めるための積極的な方策を講じるまで拡大し続ける。われわれが仮定した条件のもとでは、銀行は準備ポジションが影響を受けるまでこうした方策を取らない。そしてそうした影響が生じるまでに、その動きはかなりの勢いを増す。この勢いを阻止し逆転する過程は、相当時間がかかるだろう」(*Ibid.*) と指摘する。

あるいは、「ひとたび需要の拡大がはっきりと始まると、それはそれ自身の勢い (*its own momentum*) によって進む。もはや銀行から借り手へのいつその貸し出し増大は必要ない」(Hawtrey [1932] p. 167) とも述べている⁽¹³⁾。そのために金融政策の運営においては、銀行の貸出行動に影響を及ぼす中央銀行の迅速な行動が何よりも必要である。それゆえ、「危険は常に [中央銀行の] 行動が遅すぎることである」(*Ibid.*, p. 169) とホートレーは言う。以上のように、ホートレーは中央銀行が信用の累積的拡大を阻止し、逆転するのに時間がかかること、そのために中央銀行の迅速な行動の必要性を強調

(13) この点について、デイビスは次のように指摘する。「ホートレーは銀行制度が準備率で規制されているから問題が起こるのだと考えた。賃金は物価の変化に遅れるので、物価の上昇は法貨が流通へ流出するのに先立ち、逆の物価下落も同様である。通貨の流出は、銀行政策の指標としては遅すぎる。……ホートレーはこの過程が戦前の景気循環の根本的な原因であると感じていた。この説明は、銀行の側の近視眼的な行動を前提としているように思われる。というのは、銀行は経験から学び得ると考えられるからである」(Davis [1981] 邦訳227ページ)。しかし、ホートレーは、こうした反論を予想してか、「事實は、信用の拡大を一定の範囲内に抑えるための黄金律は存在しないということである」(Hawtrey [1919a] p. 28) と述べている。

するのである。

もう一つ彼の主張として、銀行準備の減少にもかかわらず、銀行が貸し出しを拒絶することが容易ではないと述べている点も注目に値する。彼は次のように言う。「一定の限度内で、銀行は自らに提出されたより投機的な事業に対し直接に貸し出しを制限することはできるが、実際は、そうした行動は新規の事業を除きほとんど妥当しないと指摘できよう。事業の確立した顧客が前と同じ規模の操業を続けるための融資を申し込むなら、銀行は通常は拒絶できないだろう」(Hawtrey [1913] p. 61)。あるいは、「危険は信用の過度の増加から生じる。その対策は信用の削減においてのみ見出される。信用供与は銀行の絶対的な裁量に依存する。銀行は借り手に融資するのに何ら法的な義務に従わない。しかし、真に妥当な取引のために貸し出しを必要とする取引者への貸し出しの全面的な拒絶は、悲惨な結果をもたらすかもしれない」(Hawtrey [1919a] p. 23)、さらには「銀行は信用を圧縮しようとするが、製造業者および商人の貪欲な需要に明らかに直面している。製造業者および商人は商品を生産ないし購入することを既に契約によって決定しており、もし銀行から借りることができないなら、その約束を果たすことができない」(*Ibid.*, p. 89) と述べ、「製造業者が注文を抱えている限り、どんな条件でも借り入れする必要があるから、信用収縮は有効にはならない」(Hawtrey [1928b] p. 96) とも言うのである。⁽¹⁴⁾

(14) 興味深いのは、ホートレーがこうした銀行の貸出拒絶の困難性を信用の内在的不安定性が生じる一つの原因とみなしている点である。彼は次のように述べている。「銀行には、常にあまりにも多く貸し出そうという誘因が存在する。貸し出しは銀行の利潤の源泉であり、銀行は現金準備の不足といった反対の何らかの明確な理由がなければ、できるだけ多く貸し出そうとする。そして銀行が貸し出しを増やすことに成功するときはいつでも、その効果は取引者による販売の増加を通じて感じられる。そうすると、悪循環が生じる。というのは、取引者の売り上げが大きくなり儲かれば儲かるほど、彼らはより多く借りようとし、一方、銀行はより多く貸そうとするので、取引はいっそう刺激されるからである。それゆえ、利潤を求めて銀行業務を営む人々が貸し出しを抑制するとは期待されない」(Hawtrey [1927] pp. 14-

以上のような一連のホートレーの指摘には、企業（商人や製造業者など）相互の間の契約の重要性と、銀行と企業の間長期継続的な取引関係の重要性に対する認識が見られることは明らかであろう。

こうした貸し手と借り手の間の取引関係に関して、ホートレーは貸し手としての銀行が借り手の資金需要に引きずられつつも、自らの裁量でその貸し出しに大きな影響力を行使することが可能であることは認めている。彼は次のように言う。「貸し出しの絶対的な拒絶を別とすると、銀行は信用を削減するために多くのことをすることができる。彼らは、提供される担保に対していっそう厳しい基準を適用することができるし、進んで貸し出そうとする最大期間を減らすこともできよう。借り手が借り入れを望む目的について識別することもできる。銀行は顧客の事情の多くを知っており、冒険的な、あるいは不必要な事業をしばしば事実上拒否したり、あるいは注意を喚起して無視できない影響を行使することができる。しかし、信用を調節する銀行の主な手段は利子率であることが認識されるようになった」（Hawtrey [1919a] pp. 23-24, 傍点は引用者）と言うのである。

これらの表現には、情報の生産者としての銀行の役割に対するホートレーの的確な認識が窺われる。金融契約の重要性や貸し手と借り手の間の長期継続的な取引関係の重要性、情報生産者としての貸し手の役割などに対するホートレーの認識は、彼がいかに現実を知悉していたかの証左であり、従来の経済学者にはない大きな特質であると言わねばならない。

それはともかく、金準備は信用調節のための非常に遅いシグナルであり、しかも金準備が枯渇するような事態になったとしても銀行が容易には貸し出しを抑制するのが一般に困難であるとすれば、金準備が危機的な水準にまで減少すると、中央銀行は思い切った金融引き締めを実施せざるを得ない。ホ

15)。

ートレーは、そのことが19世紀の深刻な金融危機をもたらした原因の一つであると指摘する。彼は『経済的運命』という本の中で、「周期的な金融危機は過剰な信用拡大のペナルティであった。盲目的な金兌換および準備比率に対する固執は、こうした過剰な信用拡張を阻止するには十分ではなかった」(Hawtrey [1944] p. 76) と述べている。

いうまでもなく金本位制とは、一国の貨幣単位が金の一定分量と結び付けられ、政府ないし中央銀行は両者の等価関係を維持するために、この一定の価格で金と貨幣との無制限の交換（兌換）に応じることが義務付けられ、また、対外的には金の輸出入の自由が保証されている通貨制度を指している。したがって金本位制度のもとでは、各国通貨間の交換比率（為替レート）は金を媒介にして固定されている。こうした制度的な枠組みでは、例えば不況期に国際収支の赤字を通じて自国の金準備の減少や為替レートの下落が生じると、各国中央銀行は固定為替レートの維持や金準備の防衛のために金融引き締めを採用に迫られ、そのことが不況の深刻化をもたらす。つまり、金本位制は国内均衡を犠牲にして国際均衡を優先するという制度的な制約があり、「盲目的な金兌換に対する固執」(blind adherence to convertibility into gold) は、金準備率への固執と相まって、周期的な金融危機をもたらすと指摘するのである。

ホートレーは、そうした金融危機が深刻な経済恐慌をもたらしたとして次のようにも述べている。「19世紀の大きな金融危機は、あまりにも急激な信用の収縮に続く物価の暴落によって引き起こされた。収縮が始まると、すべての金本位制諸国は彼らの隣人に金を失う痛みのために、信用収縮に参加しなければならない。そうすることができず、金準備の枯渇を見出す国は、その状況を回復させ金準備を維持したいならば、もっと徹底的な信用収縮〔政策〕を採用せざるを得ない」(Hawtrey [1927] p. 83)。そして、「銀行利率は非常に高率に引き上げられ、その迅速な効果は、すべての商人や商品のディ

ーラーが借り入れた貨幣で財のストックを保有することを控えさせる。強制販売は物価を押し下げ、そして多くの取引者は破産する。支払い不能の取引者に貸し出した銀行は脅かされ、それに伴って恐慌が生じる」(*Ibid.*, pp. 83-84) と言う。

こうしてホートレーは、よく知られたフィッシャー (Fisher, I) の負債デフレーション理論 (the debt-deflation theory) と相前後して、ほぼ同様の考え方を打ち出すのである。⁽¹⁵⁾

3. 金本位制とカンリフ委員会報告

ホートレーが国際金本位の機能に関してどのように認識していたかを確認する前に、この節ではカンリフ委員会報告 (Gregory ed. [1964]) の概要を明らかにし、次いでそれをホートレーの金本位制に対する理解と対比させることにしよう。カンリフ報告は、通常、第1次世界大戦以前の金本位制の有効性を支持する標準的・伝統的な考え方とされているからである。

第1次大戦終了直前の1918年1月、イギリス政府は戦後の通貨体制のあり方を検討する目的で、「戦後の通貨および外国為替に関する委員会」(Committee on Currency and Foreign Exchanges After the War) を設置した。当時のイングランド銀行総裁カンリフ卿 (Walter Cunliffe, 1914年 Lord Cunliffe) を委員長とする委員会 (いわゆる「カンリフ委員会」) は、同年8月に「第1次中間報告書」(first interim report) を発表し、翌年の1919年12月に「最終報告書」(last report) を発表した。⁽¹⁶⁾ このカンリフ報告は、旧平価

(15) I. Fisher の負債デフレーション理論について、詳しくは古川 [2005a, 2005b, 2005c] を、またホートレー自身の同様な考え方については古川 [2000, 第4節] を、それぞれ参照されたい。

(16) カンリフ委員会のメンバーは、委員長のカンリフ卿の他に、大蔵省次官のブラッドベリー (John Bradbury) ——「最終報告書」では同じ大蔵省のブラケット (B. P. Blackett) に交替——やケンブリッジ大学のピグー (A. C. Pigou) を除けば、ほ

(1ポンド=4.866ドル)によるイギリスの金本位制復帰を勧告し、その勧告に基づいて1925年4月イギリスは金本位制に復帰した。このようにカンリフ報告は再建金本位制を提言したが、それはまた金本位制の機能やそれに対する当時の評価を理解するためにも不可欠の報告書である。⁽¹⁷⁾

カンリフ報告は、第1次世界大戦以前のイギリスの通貨制度の展望を踏まえて様々な提言を行っているが、金本位制の自動調整機能を高く評価し、それゆえに金本位制復帰を勧告しているところに最大の特色がある。以下では、この金本位制の自動調整機能に関する同報告書の見解をまず明らかにしたい。報告書は、金本位制の機能と評価にかかわる公式見解であり、以下では報告書の根幹の部分をしてできるだけ丁寧に記すことにしたい。

まず報告書は、1844年に成立したイングランド銀行条例の基本的な目的を次のように述べる。「イングランド銀行条例 (Bank Charter Act of 1844) 成立以来、小切手制度の顕著な発展があった。この制度の本質は、購買力の大部分が、小切手が処理される銀行預金の形態をとり、法貨はこれらの預金に対して銀行によって保有される準備の目的、および賃金と小口取引の支払いとの関連で現実の流通のための目的のためにのみ必要とされてきた。1844年法の諸条項はその制度に適用され、不利な為替相場を修正するとともに信用の不当な膨張を阻止するように作用した」(Gregory (ed.) [1964] pp. 335-336, パラグラフ 3)。

次いで、こうした制度のもとで、為替相場の低落と貿易収支の赤字を抑制

とんどが実務に通じた銀行家であった。「ピグーは、この委員会の‘アカデミックな’メンバーであり、疑いなく、委員会の理論形成のうえに大きな影響を及ぼした」(Ford [1962] p. 3, f 1)とされている。

(17) カンリフ委員会報告の2つの報告のうち、実質的に重要なのは「第1次中間報告」であり、「最終報告」はその「中間報告」への補足的報告に過ぎない(塩野谷 [1975] 31ページ)。したがって本文でカンリフ委員会報告という場合は、特に断らない限り「中間報告」を指している。

し、銀行信用の膨張を阻止するためのイングランド銀行の金融政策が具体的に説明される。

「為替が順調である〔為替相場が上昇している〕ときは、金がイギリスへ自由に流入し、それに伴う法貨の増大は取引の発展をもたらした。貿易収支が赤字となり為替相場が低落すると、金を輸出することが得策となる。輸出業者は金をイングランド銀行から購入し、それを自己預金宛の小切手で支払う。イングランド銀行はその銀行準備から引き出した銀行券と交換に発行部 (Issue Department) から金を手に入れる。その結果、同行の対預金者債務と銀行準備が同額だけ減少し、準備の債務に対する比率も低下する。この過程がしばしば繰り返され、その比率が危険であると考えられるほどに低下するならば、同行は割引利率を引き上げる。割引利率の引き上げは、そうでなければ外国へ送金される資金を国内にとどめると同時に、より高い利子率を有利に利用する海外からの送金を引きつけるという即時的な効果をもたらし、こうして金の流出を阻止し、流れを逆転さえするようになった」(Ibid., p. 336, パラグラフ 4)。

しかし、為替相場の低落が単なる季節的変動ではなく、永続的な貿易収支の逆調をもたらすような事情によるものなら、上記のようなプロセスは十分には機能せず、イギリスの短期の対外債務を積み上げ、その結果としてイギリスの信用や世界の金融センターとしての地位を損なうことにもなりかねない。したがって報告書は、より長期の調整メカニズムについて次のように要約する。

「イングランド銀行の割引利率の引き上げと、それを市場で有効ならしめるために採用される諸手段は、必然的に利子率の全般的な上昇と信用の制限を導く。それゆえ、新規の事業は延期され、建設資材および他の資本財に対する需要は減少する。その結果生じる雇用の減少は、消費財需要をも減少させ、他方、主に借入れ資金で商品在庫を保有している人々は利子率の上昇

R. G. ホートレーと国際金本位制度

に直面し、借入れを更新する現実の困難はなくとも、価格下落の見込みから、弱気の市場で商品を売り急ぐことになる。その結果、国内市場では一般物価が下落し、それは輸入を抑制し輸出を刺激することによって、困難の主たる原因であった貿易収支の逆調を修正する」(Ibid., pp. 336-337, パラグラフ5)。

さらに同報告書は、為替相場や貿易収支に及ぼす国内の信用拡張の影響とは別に、信用拡張が国内の物価騰貴を通じてもたらす影響について次のように述べる。この報告書の最も核心的な部分である。

「金の対外流出とは別に、戦前の通貨制度は国内の信用が十分に拡張されるようになるとそれを抑制し、信用拡大に伴う国内物価の上昇、それより最終的に生じる金の流出を抑制するように作用してきた。信用の拡張は、物価騰貴をもたらすことによって法貨に対する需要を2つの面から増大させることを意味する。債務に対する正常な現金比率を維持しようとする銀行および貸金や小売り取引のための支払いが必要である一般公衆、の両方からである。この場合も、法貨に対する需要はイングランド銀行の準備に影響を及ぼし、同行は債務に対する準備比率の低下を阻止するために割引利率を引き上げざるを得ない。この結果、上述したのと同じ事態の連鎖が続き、同様にして投機的な取引活動も抑制されることになる。それゆえ、イギリスにおける購買力が世界の一般物価水準に絶えず調整されるような自動的装置 (automatic machinery) が存在した。国内物価は自動的に輸入超過を防ぐように調整された。そして銀行信用の創造は、銀行がより厳格ではない通貨制度のもとでは可能ではなかった国家の介入からの自由を享受できるように統制された」(Ibid., p. 337, パラグラフ6, 傍点は引用者)。この記述は明らかに、金本位制の自動調整メカニズムとされるものに対応する。

以上の分析に基づいてカンリフ委員会報告書は、「こうした仕組みのもとに、イギリスは完全に有効な金本位制度 (a complete and effective gold stan-

dard) を備えていた」(Ibid., p. 337, パラグラフ 7, 傍点は引用者) と述べ、最終的に次のような結論を下す。

「イギリスには有効な金本位制を維持するのに必要な諸条件はもはや存在せず、それらを遅滞なく復活させることが必須である。戦後、わが国の金保有が潜水艦の危険によって保護されることはもうないだろうし、為替相場が海外からの借り入れによっていつまでも維持され続けることも可能ではないだろう。長い間の経験によって、貿易収支の逆調や信用の不当な拡大に対する唯一の有効な救済策であることが明らかとなった機構がもう一度作用するようにならなければ、わが国の銀行券発行の兌換性と国際貿易上の地位を危険にさらすイギリスにおける信用膨張と金の海外流出という非常に深刻な危険が生じるだろう。貨幣状況の不安定性はわが国産業に不利な条件を与え、国際金融センターとしてのわが国の地位が痛手を受け、世界の人々の目から見たわが国の一般的な商業上の地位は低下するだろう。これらの事柄の死活的な重要性について、委員会に登場した証言者の間に意見の不一致がなかったことを見出してわれわれは喜んでいる」(Ibid., p. 343, パラグラフ 15, 傍点は引用者)。

イギリスは1821年5月の無条件正貨兌換の再開によって名実ともに金本位制の時代を迎え、それ以来、1914年8月の金輸出禁止に至るまで金本位制は約100年間持続した。以上が、ほぼ100年間にわたるイギリスの金本位制に対する同委員会の評価であり、それはまた再建金本位制への道を開く提言となった。

以上のように、カンリフ報告は第1次大戦以前のイギリスの通貨制度を「完全で有効な金本位制」と述べ、その金本位制を「貿易収支の逆調や信用の不当な拡大に対する唯一の有効な救済策」として高く評価した。また、金本位制が有効に機能するための重要な条件として、割引利率（公定歩合）変更の役割を重視した。「有効な」金本位制の維持のためには、金輸出

R. G. ホートレーと国際金本位制度

のための金兌換の自由が確保されることが不可欠の前提であり、そのためには割引利率の引き上げによる金準備の枯渇が防止されなければならないからである。同報告書は、この割引利率の役割を次のように具体的に説明している。

「戦前、イングランド銀行の金準備が減少しつつある時にはいつも割引歩合が引き上げられた。これは、すでに説明したように、市場金利全般に影響を与え、2つの方法で抑制作用を及ぼした。一方では、市場金利の引き上げは直接にイギリスに金を引き寄せるか、あるいは金利の引き上げがなかったならば流出したかも知れない金を国内にとどめる傾向があった。他方、それは事業目的のための借り入れ需要を減少させることによって支出を抑制し、国内の物価を引き下げ、その結果、輸入が抑制され輸出が刺激され、それによって為替相場がわが国に有利に転じる傾向があった。この二重の抑止作用が円滑に維持されない限り、通貨制度全体が危険にさらされることになるだろう。金の流出と割引歩合の引き上げとの間の関連を維持することは、準備の安全性にとって重要である。為替が逆調で金が流出している時には、わが国の割引利率を他国の支配的な利率よりも相対的に引き上げることが不可欠である。このことが戦後すぐに必要となるかどうかは、わが国の物価が世界全体の金価格よりも実質的に高くなるかどうかにか依存する。現在のところ、わが国の物価はおそらく世界全体の金価格よりも高いだろう。しかし、他国の急速な信用拡張が続くと、結果的にそうならない可能性がある」(Ibid., p. 345, パラグラフ18)。

すなわち、貿易収支が赤字で為替相場が下落しているような時には、割引歩合の引き上げによって対処することによって、短期的には外資の流入の促進（あるいは短資流出の抑制）を通じて資本収支を改善し、貿易収支の赤字を埋めることができる一方、より長期的には国内物価の下落を通じて貿易収支の改善を図ることができるというのである。

以上のようなカンリフ報告に展開された国際収支調整モデルは、ヒューム (D. Hume) に代表される古典派の物価・正貨流出入メカニズム (price-specie flow mechanism) やリカード (D. Ricardo) 貨幣理論などにおける貨幣の自動調整作用を重視する伝統的な考え方に立脚していると見られる。例えば、フォード (A. G. Ford) は同報告書を要約し、「金の流出は、短期的には短期資金を引きつける利子率の上昇によって抑制されるが、利子率の上昇は長期的には国内投資を抑制し、それによって物価を引き下げることによって貿易収支の均衡的な動きを招く。このモデルは、古典派の物価・正貨流出入理論に類似している」(Ford [1962] p. 6) と述べている。

よく知られているように、ヒュームの物価・正貨流出入メカニズムにおいては、①貨幣量の増加→②物価の上昇→③貿易収支の赤字→④金流出(貨幣量の減少)→⑤物価の下落→⑥貿易収支の改善という調整メカニズムを通じて、貨幣量、物価水準および貿易収支(国際収支)が均衡状態へと回復す⁽¹⁸⁾る。この場合、①から②への過程、あるいは④から⑤への過程がそうであるように、物価・正貨流出入メカニズムは貨幣数量説の成立を前提としている。ヒュームの時代においては、貨幣とは正貨(金)であったから、貿易収支の

(18) 物価・正貨流出入メカニズムの考え方について、よく知られたヒューム自身の説明を見てみよう。彼の説明は以下のように明快である。

「かりに、グレート・ブリテンの全貨幣の5分の4が一夜のうちに消滅し、わが国民が正貨に関してはヘンリー諸王やエドワード諸王の時代と同じ状態に戻ったとすれば、どのような結果が生ずるであろうか。きっと、すべての労働と財貨との価格はこれに比例して下落し、あらゆるものはこれらの時代と同様に安く売られるであろう。こうなれば、いったいどのような国民が外国市場でわれわれに対抗したり、われわれには十分な利益を与えるのと同じ価格で製造品を輸出したり販売したりするようなまねができようか。したがって、ごく短期間のうちに、この事情はきっと、わが国が失った貨幣を呼び戻し、わが国の労働と財貨との価格を近隣のすべての国民の水準にまで騰貴させるであろう。われわれがこの点に達したのちには、労働と財貨との廉価という利点は直ちに失われる。そして、これ以上の貨幣の流入は、わが国の飽和状態によって止められるのである」(Hume [1752] 邦訳66ページ)。貨幣が増加する場合は、この反対である。

不均衡が国際的な金の移動によって自動的に調整されるメカニズムを想定していたとすることができる。その意味で、物価・正貨流出入理論は金本位制の自動調整メカニズムの根幹をなす考え方であり、ヒューム以降の「地金委員会報告」やリカード貨幣理論なども基本的には物価・正貨流出入理論を踏襲しているのである。

これまで詳しく見てきたように、カンリフ委員会報告書は、物価・正貨流出入メカニズムに示される単純な貨幣数量説には依拠していないし、市場利子率の変動が国内景気や物価に及ぼす影響を重視している点も物価・正貨流出入理論とは異なっている。しかし、金の国際的な移動を媒介にして各国の貿易収支不均衡が自動的に是正されるとみなす点では、物価・正貨流出入理論と同一である。フォードが、カンリフ・モデルは古典派の物価・正貨流出入理論に類似していると指摘する理由もこの点にある。

同モデルは、小切手制度の発達に見られる制度的な発達のもとで、市場金利の変化が資本の国際移動に影響を与えるばかりではなく、国内の支出活動や物価にも影響する点を注目し、また割引歩合の変動を基軸とする金融政策の短期的効果と長期的効果を識別している点など、古典派の素朴な物価・正貨流出入理論をより精緻化していることは確かである。

しかし、同モデルはいくつかの点でかなり重要な問題点を有していることも多くの論者によって指摘されている。おそらく、最も簡潔で要領を得た批判としては、先の Ford [1962] の指摘が挙げられるように思われる。彼が指摘する主な問題点は次の4つである。

第1は、所得効果 (income effects) が無視されるか不十分にしか取り扱われていないことであり、所得の変化が輸入に及ぼす効果が除外されているという問題である。カンリフ委員会報告のパラグラフ5に述べられているように、「その結果生じる雇用の減少は、消費財需要をも減少させ……」と指摘しながら、その後続く貿易収支の調整の議論は価格の変化に基づいて行っ

ている。フォードによれば、こうした所得効果を見捨てて価格効果 (price effects) のみに立脚した論理展開は、「最も顕著な省略」であり、「奇妙な省略」でもあるということになる (Ibid., p. 7)。

第2は、国内の経済活動が割引歩合の変化に起因する市場金利の変動に感応的であると仮定されていることである。彼によれば、割引利率の変化の資本の限界効率に及ぼす心理的な効果は重要ではあるけれども、利子率の変化のコスト効果に関する限り、このメカニズムの有効性には少なからず疑問の余地があるとされる。

第3は、物価の変化——それは、金の国際的な流出入に誘発される信用の収縮ないし拡大に感応的であると仮定されている——は、どの程度貿易収支の必要な調整を達成しうるのかどうか、つまり貿易収支の変化に対する短期的な物価の感応性を仮定することは適切かどうかという問題である。この点は、第1の所得効果を見捨てた問題とかがわってくる。

第4は、割引歩合の変更をはじめとするイギリスの行動に対して、海外諸国がどのように行動するかという海外諸国の反応が見捨てられていることである。この点は、小国を考慮する場合は許されるけれども、主要な貿易相手国を考慮するときには不適切である。

この他、同報告に対しては多くの論者によって様々な問題点が指摘されているが、⁽¹⁹⁾同報告が第1次大戦以前のイギリスの金本位制度を「完全で有効な金本位制」とみなす伝統的な見方を代表していたことは否定しがたいように

(19) カンリフ委員会報告をめぐる議論については、Gregory [1929] vol. 1, Introduction, Moggridge [1972] 序章および第8章, Sayers [1976] 第5章, 塩野谷 [1975] 第1章, 田中 [1979], 金井 [2004] 第2章などを参照のこと。同報告に対する評価は多様であるが、「1918年のカンリフ委員会の金融組織に関する報告にみられる教科書的な単純さ」(田中 [1979] 8ページ), あるいは「高度に様式化した (highly stylized) 戦前期 (金本位) システムの作用の説明」(Moggridge [1972] p. 171, 傍点部分は引用者) といった評価が正鵠を得ているように筆者には思われる。

思われる。

4. ホートレーの国際金本位制批判

4.1 景気、物価、利子率の同調作用

この節では、カンリフ委員会報告で提示された考え方、いわゆるカンリフ・モデルを国際金本位制のベンチマークとみなして、現実の国際金本位制がそうしたベンチマークとどれほど乖離していたかという観点から、金本位制についてのホートレーの考え方に迫っていきたい。

ホートレーは、カンリフ委員会報告と同様、割引利率の変更を基軸とする金融政策の効果について強い信頼を寄せていた。したがって、国内物価の安定の観点からすると、物価が上昇し、金の流出に直面している場合には金融を引き締め、物価が下落し、金の流入が続く場合には金融を緩和することが望ましい政策となる。これについて彼は次のように述べる。「金を輸出する国は超過準備の減少を見出し、金を受け取る国は準備の増大を見出す。……一方は、金準備がまったく枯渇することを恐れて信用の縮小に導かれるだろうし、他方は、余分でそれゆえ無用な過剰の金の蓄積を回避するために信用の拡大に導かれよう。こうした信用の縮小と拡大が生じないなら、2国間の貨幣単位の不均衡は維持され、この不均衡から生じる金の流出も持続する。一国における準備の減少と他国における準備の増加は累積的に続くだろう。事実、信用の調整が長引けば長引くほど、それだけ信用の調節が緊急のものとなる。実際、素早い行動が原則である」(Hawtrey [1919a] pp. 87-88, 傍点は引用者)。

このような考え方、すなわち金準備の減少と増大に対応して、信用縮小政策と信用拡張政策を採用するという考え方は一種の「ゲームのルール」であり、金本位制の自動安定化作用を補強するための不可欠なルールとしてカンリフ報告でも重視されている⁽²⁰⁾。しかし、これに続いてホートレーは次のよう

に述べる。

「こうした金の流出を避けようとする信用の調節は、あらゆる困難の解決策であり、外国為替は絶えず信用拡張に過度に依存する傾向への早期警報を与え、その結果として、拡張は常に阻止されると推測されるかもしれない。しかし、問題のこうした解決は不適切である。というのは、それは全体の金を使用している国々に共通する世界的な信用の拡張の事例を無視しているからである。一国で信用の拡張がどれほど大きくても、また物価の上昇がどれほど大きくても、それ以外の国々で近似的に等しい信用の拡張と物価の上昇が生じるならば、何ら金の喪失は生じない。金本位制の全般的な採用は、信用の秩序だった調節と結びついて、信用の拡大および収縮を妨げないで、それらが他の国々で近似的に等しく同時に生じることを保証するにすぎない」(Ibid., p. 89, 傍点部分は原文ではイタリック)。すなわち、前節でのフォードの指摘にもあるように、例えば金本位制に参加する諸国の中で、一国が割引利率の引き上げを行い、他国も金の流出を抑制すべく同様の政策を実施するなら、金本位制の円滑な自動調整作用は期待できない。この場合、「貨幣単位の価値 [物価のこと - 引用者] の自動的な調節はもはや機能しない」(Ibid., p. 88, 傍点部分は原文ではイタリック)、換言すれば「大きな金融センターの一つでの信用の制限ないし緩和は全世界に広がる傾向がある」(Hawtrey [1932] p. 187) ため、結果として景気の国際的な同調作用が働く

(20) 金本位制の「ゲームのルール」という用語は、多用される割には論者によって様々に用いられており、厳密に定義するのは意外と難しい。通常は、国際収支の赤字によって本国からの金の流出が生じる場合には金融引き締めを行い、逆に金の流入が生じる場合は金融緩和を行うという対称的な政策パターンを指して用いられる。金本位制下のこうした政策パターンの前提には、中央銀行に課せられた固定平価維持という役割があるように思われる。この点で、ホートレーは次のような指摘を行っている。「中央銀行に課せられた通常の仕事は、外国為替における所定の平価 (parity) の維持である。中央銀行は通貨単位が所定の平価を上回る傾向があるか、あるいはそれを下回る傾向があるかに応じて、消費者所得および支出を拡大させたり縮小させることによってこの仕事を果たす」(Hawtrey [1932] p. 280)。

ことになるというのである。

ホートレーのもう一つの重要な指摘は、カンリフ・モデルが、金の流出入に基づく物価の変動を通じて貿易収支の改善が図られるとみなしている点に向けられる。彼は言う。「銀行金利の貿易収支に及ぼす効果に関するカンリフ委員会の解釈は、ホースリー・パーマーとまったく同じリカード理論に依拠していた。それは、価格水準の調整に依存するものであった。しかし、過去数百年間のコミュニケーション手段の革命的变化は、いつも国際貿易に登場するどのような商品に対しても実際には単一の世界市場と単一の世界価格が存在するほど市場を統合した。そのことは、同じ商品に対して異なった場所ではまったく同一の価格を意味するわけではないが、価格は輸出の中心地から輸入の中心地への輸送費用の差だけ異なるに過ぎない。この基準からの地域的相違は小さくかつ偶然であり、市場が自由に機能する限り迅速に排除される」(Ibid., p. 144, 傍点部分は原文ではイタリック⁽²¹⁾)。

この引用文において、ホートレーはカンリフ報告がリカード理論に依拠すると述べたうえで、国際貿易が活発になってくれば、金本位制に参加する各国の価格差の存在が早晩解消され、「一物一価」の世界が実現すると指摘するのである。

このホートレーの指摘は、金本位制の自動調整機能を考えるうえで決定的に重要であると思われる。なぜなら、金本位諸国間の物価水準の乖離こそが

(21) ここでホースリー・パーマー (J. H. Palmer) というのは、1830年代はじめのイングランド銀行の総裁であり、銀行券の発行額を規制することによって物価の安定を図るというリカード貨幣理論 (あるいは物価・正貨流出理論) と共通する地金主義的ないしは通貨主義的な考え方の持ち主であるとされ、その考え方は当時のイングランド銀行当局の見解を代表するとされている。とりわけパーマーが有名なのは、1832年の「イングランド銀行の特許状に関する国会委員会」(The Committee of Secrecy on The Bank of England Charter, 1832) の陳述である。詳しくは、Schumpeter [1954] 邦訳 (中) .587ページおよび吉川 [1970] 48-49ページを参照されたい。

各国の貿易収支の赤字ないし黒字をもたらし、そうした貿易収支の逆調ないし順調が金の流出入（とそれより起こる物価の変化）を通じて改善されることが、金本位制の円滑な機能のためには不可欠の前提条件となるからである。したがって、金本位諸国間の物価が連動して動くというホートレーの見方に立つと、金本位制に期待される自動調整作用はまったく機能しないということになってしまう。

そうした認識に基づいて、「リカードの時代には、異なった〔国際的な〕センター間で比較的大きな価格の相違が可能であった。商人は、ある場所での価格相場の最新の情報を異なった場所で持つことは決してできなかった。……そのような状況のもとでは、価格水準の実質的な差が、ある国から別の国に商品を引きつけるのには必要であった」(*Ibid.*, 傍点部分は原文ではイタリック)とホートレーは述べ、次のように続ける。「それにもかかわらず、その調整を完全に価格水準の観点から説明することは誤りであった。その当時でさえ、世界価格への近似があった。価格水準の違いがある国から別の国へ商品を引きつけると、価格水準の違いを減らし、恐らくは一定期間後にまったく価格差を消滅させる（輸送費用を別にして）という効果があった。それが起こると、輸入国は価格水準が上回るという理由からではなく、世界的な価格水準での超過需要という理由から、貿易収支の逆調に苦しんだ。価格水準の差があろうがなかろうが、根本的な要素は、こうした需要の差 (difference of demand) である」(*Ibid.*, pp. 144-145)。それゆえ、「国際システムの一環を形成する国では、信用の調整に反応する価格水準の動きは限定される」(*Ibid.*, p. 148) のである。

このようにホートレーは、貿易収支の不均衡を金本位諸国間の物価水準の乖離で説明することの誤りを指摘し、各国間の景気動向の相違、すなわち「需要の差」によって説明しようとした。貿易収支不均衡の価格効果による調整よりも、所得効果による調整を重視したのである（この点については、

すぐ後にもう一度検討する)。

もう一つ、ホートレーが指摘する金本位制の調整メカニズムの問題点として見逃せないのは、利子率の資本収支に及ぼす影響である。ホートレーは一貫して利子率の変化が資本移動に及ぼす影響を限定的なもののみなしていた。彼は最初の書物『好況と不況』において次のように述べている。「高金利がかなりの程度外国からの貸し出しを引きつけると、為替業者はすぐには輸入現送点まで為替を引き下げず、金は外国から流入する。このことは国内の銀行業者の準備を満たし始めると同時に、外国の準備を枯渇させ始める。次に、外国の銀行業者はそれぞれの国における利子率を引き上げることによって自らの準備を守らざるを得ない。こうして通貨の縮小は、すぐに金を使用する世界全体に広がる傾向がある」(Hawtrey [1913] pp. 105-106)。つまり、ある国の利子率の引き上げは、他国の金流出の恐れから防衛的な利子率引き上げを誘発し、結果として国際的な金利水準の平準化が生じるというのである。

この点は、第2次大戦後に改訂された『通貨と信用』の第4版において、いっそう明確にされる。ホートレーは「金本位制のもとでは、異なった[金融]センターの短期の利子率は互いに独立ではない」(Hawtrey [1950] p. 139)と述べ、「1871年と1914年の間に支配的であった条件のもとでは、異なった金融センター間の短期利子率の差はめったになく、仮にあったとしても、大幅な残高の移動を引き起こすようなことは決してなかった。イギリスの銀行金利が変更されると、すべての主要な金本位諸国も追随し、ある金融センターと別の金融センター間の短期利子率の乖離は生じなかった」(*Ibid.*, p. 140)と指摘し、高い短期利子率によって外国資本を誘引するのは「一時的効果」(a transitory effect)に過ぎないと断言する(Hawtrey [1919] p. 118 および Hawtrey [1950] p. 164⁽²²⁾)。

(22) ホートレーは利子率が国際資本移動に及ぼす影響についても考察しているが、その考え方については、デイビスの次の言葉を引用するにとどめたい。「ホートレ

第2節で検討したように、ホートレーは金本位制の自動調節作用と呼ばれるものに懐疑的であった。そうした彼の認識は、本節での検討からいっそう明白であろう。金本位諸国間の物価水準の格差のみならず、利子率の格差も比較的容易に解消され、これらの国際的な平準化作用が働くという見方、さらには容易に景気の国際的な同調化作用が生じるという見方に立つと、国際的な貿易収支の不均衡や資本収支の不均衡を短期間に解消することは困難であり、したがってまた金本位制の自動安定化作用に多くを期待することは難しい。少なくともホートレーは、そうした考え方を堅持するのである。

4.2 所得分析アプローチ

上で検討したように、ホートレーは国際収支調整における価格効果の存在を限定的なものであるとみなし、それに代えて所得効果の重要性を強調した。筆者が知る限り、ホートレーの分析の特徴として、その所得分析アプローチの重視を最初に指摘したのはシュンペーターであったと思われる。シュンペーターは『経済分析の歴史』において、「われわれは、トゥークがその『第13命題』のなかで、貨幣表示の物価の説明は消費者所得から出発すべきであると示唆したことに、すでに注目してきた。われわれの知っているように、彼〔トゥーク〕はみずから拒否した、貨幣数量による物価水準の説明に対する代案として、これを提示したのであった。それ以来つねに所得による接近法 (Income Approach) は、数量説ないし交換方程式さえも嫌悪した分析家たちに訴えるところがあった」(Schumpeter [1954] 邦訳 (下) 660-661ページ) と評価したうえで、⁽²³⁾ 「所得による接近法の主唱者のなかでももっとも

ーは利子率の国際資本移動に与える影響を強調しなかった。彼は、そのような資本移動の利点は限られていると感じていた。ひとたび資金が移動するのをやめると、危機の際には引き揚げられやすいために、それは脆弱性をもたらす原因となった」(Davis [1981] 邦訳327ページ, 注17)。

(23) トゥークの「第13命題」とは、シュンペーターによれば、「物価に影響するも

傑出しているホートレー」(同662ページ, 注3)と指摘して彼の業績を認めている。

またエシャッグは、「年代史的にいえば、為替相場への利子率の行動様式に関する『所得的接近方法』を進展させ普及させたことについて、ケンブリッジで最初の榮譽を与えられるべき人は、ホートレーでなければならぬ。彼は1913年以降、貨幣的主題についての著述のすべてを通じて、利子率の変化が所得水準や『消費者支出』水準に与える効果、それによって輸出量や輸入量に与える効果を通して為替相場に及ぼす影響を、繰り返し説明している」(Eshag [1963] 邦訳46ページ)と述べ、先駆的なホートレーの所得分析アプローチを高く評価するのである。⁽²⁴⁾

実際、ホートレーは至るところで所得の変化が貿易収支や為替レートに及ぼす効果について言及している。例えば、彼は価格効果を重視する古典派の

のは、どのように金融されるかにはかかわりなく、支出額である。あらゆる種類およびあらゆる目的のための総支出額のなかで、家計による消費と投資のための支出額は、とくに重要な地位を占める」(Schumpeter [1954] 邦訳(中) 608ページ)という考え方である。トウク自身の言葉を借りれば、「ここにわれわれは、貨幣による価格を究極的に規制する原理<の問題>に到達する。地代や利潤や俸給や賃金の項目のもとに一国のさまざまな階層の人々の収入を構成し、種々の階級や欲望や習慣にしたがって日々の支出に向けられる。貨幣の量のみが、貨幣による価格の総額 (aggregate of money prices) —— 一般物価水準 (general prices) の名称のもとに適切に呼び得る唯一のものであるが——の制限原理を形成するものである。生産費が供給の制限原理であるように、消費にむけられるべき貨幣収入の総額が、諸商品にたいする需要の制限原理である」(Tooke [1840] 邦訳256ページ, 傍点部分は原文ではイタリック) というものである。

- (24) デイビスは、「伝統的な考え方と新しいアプローチを組み合わせるのがホートレーの特徴である。……彼は所得アプローチの初期の提唱者として最も顕著な人である。このアプローチの源泉は、物価が貨幣数量ではなく、むしろ消費者所得から始められなければならないというトウクの示唆である」(Davis [1981] 邦訳228ページ)と述べ、それに続いて「ホートレーは所得アプローチを国際貿易理論に導入するのに貢献した。彼は、消費者支出の増加は輸入財の消費の比例的な増加を招きやすいと考えた。その結果、国際収支は悪化する。それゆえ、彼は所得の変化と国際収支の状態を結び付け、所得の拡大は為替レートを下落させ、逆に所得の収縮はそれを上昇させるとした」(同, 邦訳229ページ)と述べている。

国際収支調節モデルを批判して次のように言う。「ホースリー・パーマーの時代には、割引利子率は銀行券発行額に影響を及ぼし、それゆえ通貨量に影響を及ぼすから、物価水準にも影響を及ぼすというのが受容された理論であった。そのことは、その理論全体が貨幣数量説に依存することを意味しない。仮定されねばならなかったのは、これまで通貨の拡張ないし縮小は、物価水準の上昇ないし下落を引き起こす傾向があり、必要な物価の上昇ないし下落は、通貨の適切な拡張ないし縮小によって確保しようというものだった。そのことは、物価の上昇ないし下落が、通貨の拡張ないし縮小に正確に比例するというのとは非常に異なったものである」(Hawtrey [1932] p.145) と述べたうえ、「しかし、通貨の数量を分析の中に導入することは実際に少しも必要ではない。どのような社会においても需要を支配するのは、消費者所得（貨幣で表示されたすべての所得の合計）と消費者支出（投資を含む、所得からのすべての支出の合計）である」(Ibid.) と断定する。

その意味で、ホートレーの考え方に立脚すると、「消費者所得および消費者支出は、貨幣システムが調整される過程における基本的な要素」(Ibid., p. 279) であり、「信用の調節の直接的な目的は、物価水準ではなく、消費者所得および消費者支出の調整である」(Ibid., p. 280, 傍点部分は原文ではイタリック) ということになる。

既に第2節で説明したように、ホートレーは銀行の貸し出しが所得を生み、その増加は消費者所得（経済活動）を増大させる点を強調する。彼は、この消費者所得の増大はその国の輸入を増加させ、輸出余力を減少させることを通じて貿易収支の悪化をもたらし、逆に銀行の貸し出しの減少は消費者所得の減少を通じて輸入の減少と輸出の増加を招き、結果として貿易収支を改善させると考える。すなわち、ホートレーは従来の伝統的な考え方と違って、こうした所得効果の貿易収支に及ぼす影響に注目する。そして彼によれば、その消費者所得および消費者支出の調整に決定的な力を与えるのは中央銀行

による信用の調整である。「信用の増加は国際収支の悪化をもたらし、その減少は国際収支の改善をもたらす」(Hawtrey [1928a] p. 75) と強調する。

これまで繰り返し述べたように、信用の内在的不安定性、つまり経済活動は本質的に不安定であり、何らかのショックによって均衡が攪乱され不均衡が拡大するというホートレーの考え方は、カンリフ・モデルに示されるような金本位制の自動調整メカニズムを信奉する立場とは明らかに相容れない。ホートレーにあっては、価格効果を通じる金本位制の自動調整メカニズムよりも、所得効果を通じる国際収支の不均衡が重要であり、その不均衡を是正するためには中央銀行の裁量的な政策こそが重要なのである。

このことは彼が、「外国為替が逆調で金の流出が生じたり、その恐れがあると、中央銀行は銀行利率の引き上げと証券の販売に踏み切る。信用の制限は一般の銀行に伝達され、銀行はその顧客の借り入れを抑制する。その結果は、消費者所得と消費者支出の圧縮となる。あらゆる種類の財およびサービスに対する需要は減少し、……輸入は減少する。逆調の国際収支は改善される」(Hawtrey [1932] p. 175) と述べていることから明らかであろう。すなわち、銀行の貸出行動が消費者所得（および消費者支出）に大きな影響を及ぼし、その消費者所得が国際収支に大きな影響を及ぼすのであれば、そうした一連のプロセスの出発点となる銀行の貸出行動を金融政策の適切な運営によってコントロールすることが重要だということになる。そのために、ホートレーは終始、マクロ経済政策としての金融政策に全面的な信頼を寄せるのである。⁽²⁵⁾

ただし、ホートレーは金融政策の運営において中央銀行の迅速な行動こそが重要であると繰り返し指摘する。例えば、「信用の管理においてとりわけ必要なのは速やかな行動 (early action) である。信用は不安定であり、ひと

(25) この点については、古川 [2006, 2007a, 2007b] を参照されたい。

たび動きが始まると、拡張であれ縮小であれ、それが阻止されるまで勢いを強める」(Hawtrey [1923] p. 118) と述べ、「実際、その危険を回避しうるのは、どんな場合でも、信用を統制する当局が裁量を発揮しなければならないからである」(*Ibid.*, 傍点部分は原文ではイタリック) と付言する。政策当局の初動の遅れは、事態をいっそう悪化させるというのである。

以上述べたように、ホートレーが一国の貿易収支に及ぼす影響として、価格効果よりも所得効果を重視したことは明白であるが、どちらの効果が重要であるかは、すぐれて実証的な問題である。この点、彼自身はそうした実証的な分析は行っていない。しかし、その後の研究は、ほぼ例外なく価格効果よりも所得効果が妥当することを検証している。例えば、1880-1914年の金本位制下のイギリス（およびそれとほぼ同時期のアルゼンチン）を対象に先駆的な実証分析を行ったフォードは、「結論として、研究した事例では、国際収支の攪乱に応じる基本的な調整力は、価格の変動によるよりもむしろ所得および産出高の変動によって与えられた」(Ford [1962] p. 192) と断定している。すなわちフォードは、物価・正貨流出入機構やカンリフ・モデルの根幹をなす価格効果よりも、それと代替的な所得効果の妥当性を、素朴な分析ではあるけれども、実証的に明らかにしたのである。

第2次大戦後、ケインズ経済学の隆盛とともに所得アプローチが主流をなし、それがケインジアン“の専売特許”のように見られる傾向が強い。しかし、ケインジアンに先立って国際収支に影響を及ぼす所得効果の重要性を繰り返し主張したのはホートレーであり、この点にも彼の先見性がよく表れているように思われる。

5. むすびに代えて

ホートレーが大蔵省に在職して金融研究局長の要職に就いた1919年、彼の著書『通貨と信用』が出版され、同年12月、旧平価での金本位制復帰を提言

するカンリフ委員会の最終報告書が提出された。第1次大戦後の1925年4月には、イギリスはカンリフ委員会報告の勧告に基づいて旧平価で金本位制に復帰し、他の主要国も相次いで金本位制に復帰して国際的な再建金本位制が確立した。

しかし、1930年代初頭の世界恐慌の中で、各国とも国際収支均衡よりも国内均衡を優先せざるを得なくなり、1931年9月、イギリスは再建金本位制から離脱し、他の国々も次々と離脱して国際通貨制度としての金本位制は崩壊するに至った。

第2次大戦終了後は、金本位制度に代わる管理通貨制度のもとで、安定した通貨制度と為替制度の確立を目的として、国際通貨基金(IMF)の創設を中心とするブレトンウッズ体制が成立した。この新体制は、米ドルを基軸通貨として各国通貨はドルに対して一定の為替平価を保つという固定為替相場制を基本としたものであるが、ドルの信認低下や国際間の投機的資本移動の活発化などを背景に、1971年のドルの金交換性停止を経て、1973年には変動為替相場制に移行した。これによって、ブレトンウッズ体制は崩壊した。以上が、金本位制から変動為替相場制に至る国際通貨体制の大雑把なスケッチである。

ホートレーは大蔵省入省以来、以上のような激動する国際通貨体制の渦中であって、英国経済およびスターリング・ポンドの盛衰をつぶさに観察し、国際金融制度を対象とする多くの著書や論文を発表してきた。⁽²⁶⁾ 当時の経済学

(26) ホートレーは激動する国際金融制度の傍観的な観察者ではなく、1919年にイギリス大蔵省の金融研究局長に任命されて以来、新しい国際通貨体制の構築に努力し第一線で活躍したことはよく知られている。とくに、1922年4月にイタリアのジェノアで国際経済会議(ジェノア会議)が開催されたが、この会議をリードしたのはイギリスの代表団であり、なかでもホートレーは金本位制への復帰や金の節約を狙いとする金為替本位制(Gold Exchange Standard)の勧告など、会議における決議案の作成に主導的な役割を果たしたとされる。この点については、Sayers [1976] 邦訳218ページ、Black [1977] pp. 381-382、Davis [1981] 邦訳236-237ページ、を参

者の中で、カンリフ委員会報告の提言や問題点、再建金本位制を中心とする国際金本位制の内実などについて、ホートレーほど知悉していた経済学者はいなかったのではあるまいか。

これまで検討してきたように、どのような観点からしても、ホートレーは金本位制の自動的な調整メカニズムについて懐疑的であり、そうした自動調整作用に代わる中央銀行の裁量的な政策の必要性を一貫して主張してきた。それにもかかわらず、ジェノア会議の提言に示されるように、ホートレーはなぜ一時期、金本位制の再建を提唱したのだろうか。大きな疑問である。いくつかの理由が考えられる。

第1は、当時のイギリスにおいては、第3節において述べたように、既にカンリフ委員会報告が金本位制復帰を勧告しており、金本位制復帰はイギリス政府における既定路線であったという理由が挙げられよう。⁽²⁷⁾

第2に、ホートレーが提唱した金為替本位制は、国際的な決済手段として、金のみならず金本位制を採用する主要国の外国為替を含み、これによって金の節約とその購買力の安定を図るという考え方であるが、こうした仕組みはイギリスの国益にもかなうものであった。というのは、金為替本位制のもとで、外国為替市場の中心である国際金融センターとしてのロンドンの役割を維持・確保することが要請されたからである。⁽²⁸⁾

第3に、最も重要であると思われるのは、ホートレーが金本位制を円滑に機能させるための条件として国際協調の必要性を強調していることである。ドイッチャーが、「彼は、金の価値を維持する目的で国際的協調の精神に基づいて管理された金本位制を主張した。中央銀行は1914年以前の金本位制下

照されたい。

(27) この点については、杉沢 [1996] 38ページを参照されたい。

(28) エシャグは、ホートレーが世界的な「金融中心地と手形交換所としてのロンドンの特異な地位」を維持しようと考えたとの見方を示している (Eshag [1963] 邦訳154ページ)。同様な見方は、吉沢 [1975] 42ページにもみられる。

の条件と同じ手段を用いるが、信用条件を変更するシグナルは、金準備の動きからというよりも経済的諸条件の評価から現れる。政策的イニシアチブは、世界の金融センターの賢明な当局によってとられるだろう」(Deutscher [1990] pp. 41-42, 傍点は引用者)と述べているのは、そのことを指している。つまり、ホートレーの金本位制復帰への主張は、金本位制参加国間の政策協調を前提とする条件付き賛成説であったことを銘記すべきであろう。

事実、ホートレーは繰り返し国際協調の重要性を指摘する。例えば、1930年代における世界恐慌の進展を食い止められなかったのは、国際的な協調が損なわれたからだとして、「もし協調的な行動が可能であったなら、すべての国が信用の縮小を防止するのに同意し、不況のいっそうの進展は阻止されただろう。実際、信用の協調的な拡大はいっそう進み、正常な経済活動が回復したかも知れない。1930年の夏までに、いわゆる金融緩和 (cheap money) という一般的な低金利政策の採用があった。しかし、その時までには信用縮小の悪循環がしっかりと根を下ろし、金融緩和それ自体は、もはや適当な期限内にそれを打ち破る力を持たなかった」(Hawtrey [1944] p. 89)と述べている。

既に詳しく述べたように、ホートレーは信用の内在的不安定性を重視し、対内均衡を維持し経済を安定軌道に乗せるためには、中央銀行の「迅速な行動」(early action)が必要であると主張した。一方、金本位制下において対外均衡を維持するためには、各国の「協調的な行動」(concerted action)が必要であるとも強調した。すなわち、ホートレーの見方に立てば、early action と concerted action は、対内均衡と対外均衡を達成するために政策当局(中央銀行)に要求される不可欠な行動であると言えよう。

また、ホートレーが「協調的行動」の必要性を一貫して主張したことは、彼が国際金本位制の自動安定化作用の限界を認識し(あるいはそうした安定化作用を否定し)、各国中央銀行の裁量的政策を重視した証左に他ならない。

「ほとんどすべての通貨問題の根源に、信用の内在的不安定性が見出される」(Hawtrey [1919a] p. 86) と喝破するホートレーにとって、信用の内在的不安定性を克服するためには、各国中央銀行の「迅速な行動」と「協調的行動」がその前提条件としてどうしても必要なのである。

もう一つ、ホートレーの国際金融制度に対する考え方を知るためには、彼が物価の安定を重視し、金本位制であれ、管理通貨制であれ、変動相場制であれ、国際通貨制度の選択の基準となるのは、物価の安定にとってどのような制度選択が望ましいのかという基準であった。そのことは、「望ましい基準は、金本位制であろうがなかろうが、何らかの意味で貨幣単位の資産価値の安定性に見出される」(Hawtrey [1944] p. 91, 傍点部分は原文ではイタリック) という彼の言葉によっても窺い知ることができる。ここでの資産価値の安定性というのは、彼の好んで用いる表現であるが、要するに物価の安定に他ならない。つまり、ホートレーにとって、物価の安定に資するような国際通貨体制こそが最も望ましい通貨制度であるということになる。彼は、『プレトンウッズ』という第2次大戦直後に出版された書物において、「プレトンウッズ・プランが成功裏に機能するためには、[資産価値の]安定化の協調的な政策が不可欠である」(Hawtrey [1946] p. 123) と主張している。この主張は、資産価値の安定(物価の安定)こそ最重要であるという終始一貫したホートレーの考え方をよく示している。⁽²⁹⁾

(29) ホートレーは第2次大戦後に出版された『通貨と信用』の第4版序文で、次のように述べている。「本来の形でのこの本の主題は、いくつかの経済的な出来事、すなわちインフレーション、循環的景気変動、金融危機、国際収支の攪乱および為替レートについての背後にある統一性であった。これらはすべて資産価値ないしは貨幣単位の購買力の変化に由来するものであり、物価水準に示される貨幣単位の資産価値の変化は、消費者所得および支出の変化の徴候である。全体の理論の基礎は、貨幣の源泉としての信用システムの機能である。銀行は貸し出しによって支払い手段を創造し、それによって貨幣の流れを調節する立場にある」(Hawtrey [1950], 序文 vii)。この序文は、これまでの一貫したホートレーの姿勢をよく表しているように思われる。

ホートレーは、固定為替システムを機軸とするブレトンウッズ体制には批判的であり、最適な国際通貨制度の選択は、物価の安定という観点から決定されるべきであるという自らの考え方に基づいて、いち早くイギリスの変動相場制への移行を提唱した。そのことはデイビスの、「結局、彼はイギリスを世界的インフレから守るために、変動相場制の提唱者となった」(Davis [1981] 邦訳243ページ) という指摘からも明らかである⁽³⁰⁾。

以上のように、物価の安定が重要であるという考え方は、国内金融と国際金融を一体化してみなすホートレーの根本的な見方であり⁽³¹⁾、数多くの書物や論文などを通じて展開された彼自身の信念でもありと言えよう。そして、物価の安定を達成するために金融的要因を誰よりも重視する。経済活動に影響を及ぼす金融的要因の重視は、ホートレー経済学の最大の特色であると言って差し支えない。「生産活動におけるあらゆる変動は貨幣的要因によって条件付けられる。さし当たって貨幣的環境に恵まれた者だけが実を結ぶことができる」(Hawtrey [1928b] p. 169, 傍点部分は原文ではイタリック) という彼の言葉は、バブルの生成と崩壊を経験し、不良債権問題に苦しんだ1980年代後半から90年代前半の日本経済、あるいは2007年後半以降のアメリカのサブプライム・ローン問題に端を発する世界的な金融危機を考えると、ますます輝きを増しているように思われてならない。

(30) ホートレーは亡くなる5年前、1970年11月16日付けの新聞 The Times への投稿 (letter to the editor) でイギリスの変動相場制への移行を提唱した (Davis [1981] 邦訳243ページ)。実にホートレー90歳の時であった。イギリス政府は1971年6月、変動相場制への移行を発表した。

(31) 吉川 [1977] は、「イングランド銀行史をひもとくものはだれでも、そこに展開される重要な問題のほとんどすべてが国内金融と国際金融との接点ないし両者の結び付きの問題に帰着することを認めるであろう」(45ページ) と述べているが、ホートレーのほとんどの著作は、こうした国内金融と国際金融の融合ないし一体化を図った典型であるように思われる。

参 考 文 献

- Black, R. D. C. [1977] "Ralph George Hawtrey, 1879-1975," *Proceedings of the British Academy*, Vol. 63, pp. 363-397.
- Cagan, P. [1965] *Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money*, Columbia University Press, New York.
- Davis, E. G. [1981] "R. G. Hawtrey 1879-1975" in O'Brien, D. P., and Presley, J. R. edited., *Pioneers of Modern Economics in Britain*, 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.
- Eshag, E. [1963] *From Marshall to Keynes, An Essay on the Monetary Theory of the Cambridge school*, Basil Blackwell, Oxford (宮崎犀一訳『マーシャルからケインズまで——貨幣理論と貨幣政策——』東洋経済新報社, 1967年)。
- Ford, A. G. [1962] *The Gold Standard 1880-1914*, Oxford University Press, Clarendon Press, Oxford. Oxford University Press.
- Fullarton, J. [1845] *On the Regulation of Currencies*, 2nd ed., John Murray, London (Reprinted 1969 by Augustus M. Kelley Publishers, New York).
- Gregory, T. E. (ed.) [1929] *Select Statutes Documents and Reports Relating to British Banking 1832-1928*, 2 vols. London (new impression, London, 1964)
- Haberler, G. [1958] *Prosperity and Depression*, 5th ed., George Allen & Unwin. (松本達治ほか訳『景気循環論』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).
- [1919a] *Currency and Credit*, first edition, Longmans, Green and Co., London.
- [1919b] "The Gold Standard," *Economic Journal* Vol. 29 (Dec.), pp 428-442.
- [1923] *Monetary Reconstruction*, Longmans, Green and Co., London.
- [1927] *The Gold Standard in Theory and Practice*. Longmans, Green and Co., London. *Currency and Credit*, Longmans, Green and Co., London.
- [1928a] *Currency and Credit*, third edition, Longmans, Green and Co., London.
- [1928b] *Trade and Credit*, Longmans, Green and Co, London.
- [1931] *Trade Depression and the Way Out*, Longmans, Green and Co, London.
- [1932] *The Art of Central Banking*, Longmans, Green and Co, London.
- [1944] *Economic Destiny*, Longmans, Green and Co, London.
- [1946] *Bretton Woods for Better or Worse*, Longmans, Green and Co, London.
- [1950] *Currency and Credit*, fourth edition, Longmans, Green and Co, London.
- [1967] *International Liquidity*, University of Surrey, London.
- Hume, D. [1752] *Political Discourses*, Edinburgh (田中敏弘訳『ヒューム政治経済論集』,

- 御茶の水書房, 1983年)。
- Mitchell, W. C. [1913] *Business Cycles*, University of California Press, Berkley.
- Moggridge, D. E. [1972] *British Monetary Policy 1924-1931*, the University Press, Cambridge.
- Sayers, R. S. [1976] *Bank of England Operations, 1890-1914*, P. S. King & Son, London.
(西川元彦監訳・日本銀行金融史研究会訳『イングランド銀行-1891-1944年(上)(下)』, 東洋経済新報社, 1979年)
- Schumpeter, J. A. [1954] *History of Economic Analysis*, Oxford University Press, New York (東畑清一・福岡正夫『経済分析の歴史』(中)(下)岩波書店, 2006年)。
- Tooke, T. [1840] *A History of Prices, and of the State of the Circulation, in 1838 and 1839*
(藤塚知義訳『物価史』第3巻, 東洋経済新報社, 1980年)。
- 金井雄一 [2004] 『ポンドの苦悩』名古屋大学出版会。
- 小島専孝 [1997] 『ケインズ理論の源泉』有斐閣。
- 杉沢一美 [1993] 「ホートレーと再建金本位制」『経済科学』(名古屋大学) 第41巻第1号。
- [1996] 「ホートレーの金為替本位論」『経済科学』第44巻第1号。
- 塩野谷九十九 [1975] 『イギリスの金本位復帰とケインズ』清明会新書。
- 田中生夫 [1979] 「金本位制小考——イギリス金本位制に関するR. S. セイヤーズの見解の発展——」『岡山大学経済学会雑誌』第11巻第1号。
- 古川 顕 [1985] 『現代日本の金融分析』東洋経済新報社。
- [2000] 「信用の経済学——R. G. ホートレーを中心に——」『経済論叢』(京都大学) 第166巻, 第5・6号, 1-35ページ。
- [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。
- [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。
- [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。
- [2006] 「R. G. ホートレーの金融・財政政策論(1)」『経済論叢』第178巻第5・6号。
- [2007a] 「R. G. ホートレーの金融・財政政策論(2)」『経済論叢』第179巻第1号。
- [2007b] 「R. G. ホートレーの金融・財政政策論(3)」『経済論叢』第179巻第号。
- 吉川光治 [1970] 『イギリス金本位制の歴史と理論』けい草書房。
- 吉沢法生 [1975] 「ホートレー金為替論の学說的意義について」『経済学研究』(九州大学) 第41巻第1号。
- (上の英語文献のうち, 引用した邦訳については, 必ずしもそれに従っていない場合

があることをお断りしたい)