

ホートリーとヴィクセル

— R・G・ホートリーの貨幣的経済論（三） —

吉沢 法生

はじめに

前稿に於いて、貨幣的景気変動論的視角を中心とする『好況と不況』の基礎的な論理構成が検討された。とりわけホートリーの立場が、自然利子論を重要な要素の一つとして持つことが示された⁽¹⁾。言うまでもなく、自然利子率と市場利子率との相対関係を手がかりとして経済活動を把握しようとする試みは、いわゆる貨幣的経済論の、この段階における基本的な特徴を示している。

小稿は、前稿を引き継いで、自然利子を含むホートリーの三種の利子論が、彼の景気変動論の具体化の中でどのように展開されていくかを検討する。その後、K・ヴィクセルの同じく自然利子を中心とする理論体系と、ホートリーのそれとを対比して、そのような観点から得られる両説の異同を明らかにすることにした。

右のような課題が立てられることになるのは、ホートリー経済学の成立の事情を検討するためである。ホートリーの処女作であるこの『好況と不況』の理論的特徴が、ヴィクセルのそれに「近い」ということは既に指

摘されてきた通りである。⁽²⁾しかしその詳しい内容については、これまで殆ど言及されてはこなかったように思われる。一般的には、ホートリーに対するヴィクセルの影響は否定されていると言えよう。たとえばP・ドイッチャーは、自然利子論を展開した『好況と不況』の執筆時に、ホートリーはヴィクセルの著作に通じていなかったと指摘している。勿論ドイッチャーは、一九〇七年にヴィクセルが『エコノミック・ジャーナル』誌上に自己の理論の要旨を掲載したことをも踏まえて、そのように結論しているのである。一九一三年に公刊された『好況と不況』に対して、一九〇七年に英国の代表的な専門誌に掲載されたヴィクセルの論文が、影響を与えることはなかったという右の結論は、どのような意味で述べられているのであろうか。ドイッチャーによれば、ハーバラーは、ホートリーの自然利子論をヴィクセルとI・フィッシャーの理論の「見事な混成物」と呼んでいる。しかしこのハーバラーは、『好況と不況』における自然利子率という概念の導入は、ヴィクセルとは無関係であるとも記している。⁽³⁾両者の自然利子論が内容的に検討されなければならない。上に記したような順序で、この問題を見ていくことにしよう。

一、景気変動と利子

前稿に於いて、貨幣(法貨)量の変動が経済活動にどのような影響を及ぼすかが検討された。その際にホートリーは、利子率の体系的な動きに注目した。たとえば法貨量が膨張した場合、労働者の賃金水準の上昇は緩慢である為、トレーダーはより大きな利潤を受け取ることが出来る。銀行は、準備金との関連で決まる信用供与量の限度を越えないようにする為、取引先の利潤率か或いはその近辺に、ローンの利子率を設定する。この場合、法貨量の膨張による銀行信用の拡大が終っても、賃金の調整(物価の動きに対して遅れて実現される引き上げ)

が続いている間、「利潤利子率は（従って又市場利子率も）、自然利子率の上にあるであろう。」⁽⁴⁾（因に、後述する通り、ヴィクセルの場合には、利潤利子率と自然利子率を比較するという問題設定は行われていない。）

このようにして三種の利子論をその理論の枠組みの中に導入したホートリーは、引続き「孤立した共同体に於ける貨幣的攪乱の起因」と題して、その理論の具体化を図っていく。その場合、まず初めにホートリーは、「法貨たる流通通貨量の恣意的な変化」を出発点とする前稿での議論のパターンを変更する。法貨量の恣意的な変化は、稀にしか起らず、實際上、大きな重要性を持つものではないと考えたからであった。当時、世界の大きな商業諸国は全て金通貨を使用していたが、「金通貨においては、恣意的な変化は全く起り得ない。」^(七三頁)とホートリーは書いている。金供給量の漸次的な変化は生じるが、そしてそれは景気変動論にとって非常に重要なことではあるけれども、前稿において検討されたような諸結果を生み出すほどに急速なものではない、という判断からである（七三、四頁）。この議論は、法貨の形態上の差異を問題としているのではなく、前稿で取り上げられた紙券であれ、或いは金通貨であれ法貨の量的変化自体を議論の出発点とすることを問題にしているのである。従って「我々が求めているものは、必ずしも法貨たる通貨量の変化の起因ではなくて、信用貨幣量に基づく購買力の量的変化の起因なのである。」^(七四頁)たとえ法貨量には変化が無くとも、銀行家が支払準備率の割合が低過ぎると判断したような場合には、法貨量の減少が生み出すと仮定されてきた様な預金通貨量の減少が生じるであろう。このように適正な準備率に関する銀行家の判断基準が変わることによっても、また個人の現金保有残高に関する慣習の変更などによって現実を生ずる準備率の変動によっても、同様に購買力の量に変動が生じるであろう。特に後者のような場合には、銀行家が準備率低下の原因を正確に把握することは困難であるかもしれない。従って銀行家は、適正と考えられる準備率を維持するために行動を起すのであるが、

それは何らかの形で經濟過程の進行を攪乱する可能性がある。しかしホートリーは、そのような銀行家の行動それ自体が、「基本的な變動の原因」であるとは考えていない。すなわち「銀行家達が彼らのローンを拡大した時、理論上は、同時に彼らの準備が減少する傾向が存在する、何故なら購買力の総額の増大は、流通にある通貨の比例的な増大を求めるからである。」(七七頁)銀行信用の拡大傾向そのものが、直ちにその反対傾向を生み出してしまふ。銀行準備金の減少が、速やかに生起するとすれば、銀行信用の拡大には直ちに歯止めがかけられ、經濟は均衡状態に戻る。ホートリーはむしろ、變動論にとっては、銀行家が經濟過程の進行を攪乱した時、その攪乱を「ますます激しくする」要因こそ重要であると考えた。すなわち「購買力の、何らかの時々の変化をますます激しくするこれらの二つの原則(後述「引用者」)の効果が、實際上、基本的な變動の原因なのである。」(七七頁)

右の二つの原則のうち、一つは、流通の拡大と収縮に伴うとされる銀行準備金の變動が、実際には購買力の増減に遅れて生じることを指している。銀行準備金はいわゆる現金の需要に応じて増減し、後者は購買力の變動に対して遅れて調整される賃金の動向と関連しているからである。賃金に固有の硬直性によって、初発の銀行ローンの拡大が停止された後も、銀行準備金の減少は続くであろう。ブームが過ぎても、不況からの回復過程が始まる以前には、労働階級の手許現金の蓄積が続くからである。このような状況の展開に備えていない銀行家達は、更に一層、信用供与量を制限せざるをえない。逆に上昇局面に於いては、賃金の上昇の遅れによって銀行信用は一層膨張することが可能となる。第二の原則としてホートリーが取り上げるのは、小槁の主たる関心の対象である利子率の動きと関連する。彼によれば、支配的な利潤率とローンに対する利子率との乖離は、直ちに拡大する傾向がある。トレードの状態が安定している時には、市場利子率と利潤率とは相等しい。何ら

かの理由によって利潤率が市場利子率を超過するようになれば、現行の市場利子率でのローンに対する需要が刺激される。それは購買力総額の拡大につながり、利潤率は更に上昇していく。この過程は、支払準備金の減少に対応して、銀行が利潤率か、あるいはそれ以上の水準に利子率を引き上げる迄、加速して進行する（七六頁）。市場利子率が利潤率を上回る場合には、銀行が利子率を引き下げる迄、以上とは逆の過程が加速して進行する。

以上が、基本的な経済変動の原因についてのホートリーの説明である。彼の三種の利子論は、その「累積」過程の説明に不可欠の役割を果している。その際、これらの原則が、「二つの非常に重要な経済原則」（七四頁）として、一括して変動の累積過程の説明にあてられていることを確認しておかなければならない。前々稿において、ハーバラーが、ホートリーの理論をどのように要約しているのかを見た⁽⁵⁾。そこでは、上述の第一の原則については明示的に言及されているものの、第二の原則についてはそうではなかった。彼が述べるその理由については前稿に於いて触れている⁽⁶⁾。確かにホートリーは、右の第二の原則を説明する箇所では「自然利子率」という用語自体は使用していないが（内容的に言及する必要がない）、先に提示した三種の利子率体系論を前提として利潤率と市場利子率との相対関係を論じていることは明らかである。そうであるとすれば、同様に「累積」過程を説明しようとするヴィクセルの理論体系と、上記の二つの原則に拠るホートリーの説明とは、かなり異なったものであると考えざるを得ない。前者には後者の言う第一の原則がなく、また第二の原則における自然利子率の取り扱いが後述の様に異なっている。

ホートリーの変動論について、若干の点を補足説明しておくことにしよう。一つは、一たん開始された変動をますます激しくする要因として、利子率の操作とは別個に、銀行の貸出態度が重視されていることである。

すなわち「諸銀行が、単に貸出すことを嫌うこと」(八〇頁)が、利子率の上昇とは独立に、信用貨幣量を減少させる要因となる。この銀行の貸し渋りは、利子率の上昇を補完する役割を果すだけではない。「また銀行が信用貨幣の十分な収縮を完了して、再び利潤率の水準へと利子率を引き下げた時、なお、認められたローンの額が、依然として減少し続けているということがあるかもしれない。」(八一頁)借手の支払能力に対する銀行家の信頼が、未だ回復していないからである。逆に拡大局面では、利潤率以下への利子率の引き下げによる貸出増加とは独立に、借手の支払能力に対する銀行家の信頼が強められて、貸出が増大していく。勿論、個々の貸出先の支払能力と、仮にそれが十分なものであっても銀行自身の貸出限度とが、供給される信用のアヴェイラビリティの限界を画する。

第二の補足点は、需要供給条件の変化が、経済変動に及ぼす影響についてのホートリーの見解である。或る消費財に対する需要が減退したとしよう。小売商人がそのような変化を最初に感知して、卸売商人や製造業者への注文を減少させる。製造業者は、減産か価格引下げを迫られるが、他の産業分野の賃金は不変であるから、価格引下げには限界がある。ホートリー理論の特徴と言える賃金の硬直性によって、減少した需要を回復させることが出来ず、減産と失業者の発生が不可避となる。この減退した需要部分は、ホートリーによれば、他の消費財か資本の供給に向けられる。後者の場合には、消費財生産部門に対して生産財生産部門の比重が高まるという形で産業構造の変化が生じる。またホートリーは、需要の減退に直面した特定の消費財生産部門の銀行借入額は減少するが、銀行が融資額と支払準備率に関する経営方針を変更しない限り、他部門の銀行借入が減少分を相殺するように増加すると考える。従って需要が減少しなかった諸部門では、販売額、利潤額、雇用量はそれぞれ増加し、商品価格と賃金率も上昇することになる。すなわち貨幣供給量を一定とすれば、一部門の

不況は、他部門を不況に引き摺り込むのではなくて、逆にその活動を刺激するのである。ホートリーは次の様に述べている。「……貨幣のストック総額が不変に留まる限り、貨幣所得の総額は、（實際上）不変であろう、そしてたとえ強制的に職を奪われて、彼らを支えるための慈善事業或いは公的援助に依存している数千の人々が存在しているとしても、産業機構は着実に作動し続けるであろう。雇用されていて、失業者を支えるためにその稼得の一部を支出している人々もまた、勿論損失を被っているのであるが、それにもかかわらず、一般的不況に特有の諸特徴は見られない。」（八四頁）

或る商品に対する需要が増大する場合には、当該産業部門には生産額、販売額、利潤額の増加と、価格、賃金率の上昇などが生じるが、その他の部門では産出額が減少するなどの僅かな不況の様相が見られるようになる。しかしこの場合にも、全体としての景気状態の変化を示す徴候は全く現われない、とホートリーは考えている。従って「事実上、貨幣ストックが不変にとどまる限り、他の商品と比べた時の或る商品に対する需要の変化は（一商品の「過剰生産」は需要が誤算された結果である、そして「過剰生産」は、原則として需要が不足している場合と異ならない）、全体としてのトレードを刺激したり抑制したりはしないのだと、大まかに言うことが出来る。」（八五頁）

しかし供給条件が変化する場合には、事情が異なるケースも発生する。ホートリーはそのことを示すために、まず生産に要する原材料の供給量が過少または過剰となる場合を取り上げる。生産される財には、その需要が価格変動に対して弾力的であるものと、そうでないものがある。原材料の供給量が過少である場合、それらを用いて価格弾力的な財を生産する部門は、価格上昇に伴う需要の減退に直面して損失を被る。非弾力的な財の生産部門は、価格が上昇しても需要量の減退は小さいから、利潤が増す。原材料が過剰供給される場合には、

右のそれぞれの部門について逆の結果が生じる。従って好況部門と不況部門とを合わせた全体的な景氣動向には、供給条件の変動に伴う大きな変化は見られないであろう。しかし最も重要な商品である食料の供給状況に大きな変化が生じた場合には、そうとは言えない。すなわち飢饉の場合には、食料は需要の弾力性が小さい為、農業部門に対して支払われる貨幣額は平常より大額となる。その結果、現金残高を維持するための貨幣量が増加しない限り、貨幣所得の総額は一定であるため、他の全ての商品に対する支出が減額される。非農業部門には、価格下落、産出額減少、そして失業が生じる。農業部門は例外的な利潤を受け取るが、それによって労働に対する需要を増加させることはない。收穫量の落ち込んだ農産物の取扱いには、より多くの労働は不要である。従って非農業部門の失業者は吸収されず、賃金率が下方硬直的であれば、失業状態は継続する。このようにして発生する經濟不況は、「貨幣供給の減少によって引き起こされた不況が持つ全ての特徴を示している。」

(八七頁)

かつてハーバラーが「純粹貨幣的」景氣論と名付けたことにも示されている通り、従来、ホートリーの理論体系はかなり制約されたイメージの下で理解されてきたので、右のような点を補足しておくことは重要なことであろう。

累積的な變動過程を惹起する二つの原則を明らかにしたホートリーは、理論を經濟世界の諸事実と対応させるための次のステップとして、外国貿易及び外国為替の要因を取り入れる。變動の國際的側面を考察しようとするのであるが、その際便宜の為に、次の様な「抽象世界」を想定する。「この抽象世界は、その国以外のどの様な国の法貨でもない不換の紙券通貨を、その各々が使用する、多数の独立国から構成された、完全に安定的な經濟制度であると仮定することが出来る。我々はまた、如何なる保護関税も存在しないと仮定しよう。」(八八

頁) 外国貿易が行われて、A 国の輸出業者に対する B 国の輸入業者の債務が発生した場合、この抽象世界では、各国に共通の貨幣が無いために、貨幣の送金によって債務を決済することが出来ない。A 国居住者が B 国居住者に対して支払うことを義務づけられた、別の信用関係がその目的の為に利用される。完全な安定という条件を満たす為には、財とサービスの輸出入のバランスがとれていることが必要であり、もしも他国に対する支払超過が生ずるとすれば、それは借入金に対する利子のような定期的に生ずる債務の支払いを示している (八九〜九〇頁)。二国間の貿易の均衡点において、一国の商品の生産費は、一般に他国の生産費とは異なっている。両国間の通貨の交換比率を基にして、両国間の生産費を貨幣によって比較することが出来る。それによって各国の生産物は、次の三つに区分される。(一) その貨幣コストが、他国における貨幣コストを、両国間の輸送コストよりも大きく超過している商品。(二) その両国間の貨幣コストの相違が、両国間の輸送コストよりも小さい商品。(三) その貨幣コストが、他国における貨幣コストを、両国間の輸送コストよりも大きく下回っている商品。従って(一)の商品は、他国から輸入され、(二)の商品は、それぞれの国で生産が続けられる。(三)の商品は、他国へ輸出されるであろう。

右に示された通り、ホートリーにとって、経済的安定性を備えた「抽象世界」の為替相場は、両国間の輸入の厳密な一致、或いはもしも一国の他国に対する純債務がある場合には、利子の為に発生した債務を丁度支払うだけの輸出または輸入の超過を、生み出すことになる。そしてそのような為替相場の水準は、「労働時間、および使用された土地、資本、および監督の労働時間で計算された、二つの国における商品のそれぞれの生産費の間の関係から完全に独立している」ことを、ホートリーは強調する(九二頁)⁽⁷⁾。たとえば或る国の産業的効率が、他国のそれに対して非常に優れており(いわゆる絶対優位)、第二の国によって生産される商品は一つも存

在しない場合がある。より少ないコストで生産された商品が、第二の国へ輸出されることになる。この際、輸出入の均衡が維持されるためには、より生産効率の高い国の貨幣賃金は、支配的な為替相場で換算された他国の貨幣賃金よりも、非常に高い水準に位置していなければならない。たとえばヨーロッパは、産業的効率という点でインドに対して優越しているが、ホートリーによれば、その結果は、ヨーロッパに対するインドの債務が永続的に増加することではなくて、両者間の貨幣賃金率の格差となってあらわれる。

このようにして商品の生産費を構成する諸要素のウェイトは国によって異なるけれども、「實際上、為替相場は、ある国の商品価格の一般的水準が、他国のそれと相等しいことを示している。」⁽⁸⁾（九二—三頁）換言すれば仮定されているような安定な諸条件の下での為替相場は、価格水準従ってまた二国の通貨単位の購買力を、同等にするような通貨間の交換比率を示している（購買力平価説）。

以上の様に、安定した国際的経済制度の諸条件を検討したホートリーは、次にその様な均衡状態が攪乱されることを考える。これ迄の方法に倣って、彼はまず関係諸国が如何なる銀行制度も、従ってまた如何なる銀行信用通貨も保有していないと仮定する。そのようなA国において通貨の収縮が起ったとすれば、既に示された通り、現金残高の減少↓支出の削減↓財・サービスの販売額の制限↓小売業者の卸売業者と生産者への発注額減少↓生産額の制限↓失業の発生↓賃金水準の低下↓価格下落↓生産額と雇用労働量の増加↓均衡回復、という過程が生じる。A国の貿易相手国であるB国は、A国通貨の収縮以前には、A国との間に輸出入の完全な均衡を保っていた。しかしA国通貨の収縮に伴って、A国産品に対する国内需要だけではなく、B国輸出商のA国との取引高も減少する。その結果として生ずるB国の対A国債務は、上記の仮定によりB国通貨の送金により決済されることは出来ない。ビル・ブローカーを通じる外国為替取引が行われるが、A国では輸出手形の割

引代金の支出が増えて、ブローカーの運転残高は減少傾向を示す。B国では手形代金の受取額が増加して、A国とは逆の傾向が生じる。ブローカー達の運転残高を旧に復させる唯一の手段は、為替相場の変更である(九五頁)。A国通貨の切上げによって両国間の貿易収支は均衡に向かうことになるが、ホートリーは「A国の商品価格の下落に正確に比例した(為替相場の)変更は、その目的に役立たないであろう。」と述べている(九六頁)。その場合には、A国輸出商品のB国通貨建て価格は不変であり、A国からB国への輸出に対する影響は見られないであろう。(いわゆる為替相場の「名目的変動」)一方、B国からのA国への輸入は、価格が下落したにもかかわらずA国内における商品需要の縮小によって減少させられるであろう。従ってホートリーは、A国に対するB国の債務を減少させるためには、A国の価格の下落率よりも大きな為替相場の調整を必要とすると述べる。(九七頁)(為替相場の「実質的変動」)A国の物価水準の低下が続けば、やがて同国における商品に対する需要が刺激され、為替相場は再度両国の通貨単位の購買力と比例したものになるであろう。

以上の様な抽象的な為替相場の調整論を具体化して、利子率の問題を取り入れるためには、A、B両国に銀行制度を導入しなければならない。法貨量の収縮がA国で発生したとすれば、A国の銀行家は法貨量に対する銀行信用通貨の量的比率を適当な水準に維持するために、利子率を引き上げる。上記の諸結果が生じるが、ホートリーがこの際に重視するのが利子率の変更に伴う資本の移動である。(九七―八頁)資金に余裕のあるB国人は、高い利子率を持つA国でその資金を運用するが、利子率格差のみでなく、A国からの資金回収時の為替相場の動きからも利得するであろう。A国通貨の対外価値が上昇するからである。従ってB国からA国への資本移動が活発化し、このことは外国為替市場におけるB国通貨の対外価値を、ますます引き下げることになる。B国通貨の軟化は、B国からA国への財貨の輸出を刺激することになり、A国はB国に対して債務を負う。

B 国からの輸入品の A 国通貨建て価格は安価であるから、それによって A 国における一般的な価格の下落が促されるとホートリーは述べている。

彼はこのような国際的調整が行われるための条件として、三種の利率の関係考えた。上記の過程は、A 国における信用貨幣量の制限が終るまで続くことになるが、その際銀行利率は A 国の利潤利率より高い必要がある。価格が下落しつつあるので、利潤利率は自然利率よりも低率であろう。高金利によって銀行の支払準備が回復すれば、銀行利率は利潤利率と同じ水準に戻る。

右の様な場合について、ホートリーが次の様に付言していることを指摘しておかなければならない。「この最終段階の間、A 国の利潤（利率）率は自然（利率）率以下に留まるであろう。そして市場利率は利潤率に等しいであろう。しかし貸付けるための貨幣を持った A 国の人が、そこでは利潤（利率）率が自然（利率）率に等しい B 国において支配的であるより高い（市場）利率率を利用することは出来ない。何故なら、もし彼がその貨幣を B 国で貸付けるとするならば、彼は、そのローンが満期となる時、為替相場が、彼にとってその期間中に、不利な方向に変化したことを見出すであろう、そして為替の純損が特別利子を食い尽してしまうであろう。」（九八―九頁）この引用文では銀行利率が引き下げられた後の A 国から、B 国への資金移動が生じた際に、資金回収時の為替差損が両国の利率格差を上回るようになることが述べられている。その場合に留意すべきことは、この両国間の為替相場の変化が A 国において生じた市場利率の引き下げを反映したものではないということである。この A 国資金の B 国での運用期間中に生じる為替相場の変化は、引き下げ以前の A 国の利率の影響によるものと考えなければ、為替差損の発生が説明出来ない。A 国の居住者が所有する一定額の A 国通貨建て資金が、B 国通貨に換えられて運用され、増殖した後、再び A 国通貨の一定額として回収される。この際、

為替の純損失額がB国通貨の増加分(利子額)を上回る為には、A国通貨に対するB国通貨の為替相場が軟化していることが条件となる。この条件は、A国の市場利子率の引き下げが影響力を持ち始めるようになると満たされ難くなる。上述の「最終段階」においては、利子率の動向は転換しているものの、その変化は未だ為替相場に影響を及ぼすことはなく、むしろ旧水準の利子率の影響力が強まることが指摘されている。勿論このことは、単に偶然に生ずる不規則な現象が叙述されていることを意味するのではなく、このようなタイム・ラグを伴う景気変動の叙述の中に、ホートリーの理論構成の特徴が示されている。すなわちホートリーは、景気の累積的変動過程を、ヴィクセルのそれとは異なるものの、ある意味ではそれに類似した自然利子率論と、物価変動の局面転換に同調することが出来ず、それに遅れて変動する賃金の動向とに依拠して説明していた。これらの二つの要因に関連することであるが、ホートリーは利子率の動向の変換が為替相場に影響を及ぼす過程は重層的であって、上記の「最終段階」においては、利子率の動きに逆行するような累積過程が進行することを指摘しているのである。とりわけそのことは、賃金水準の変化と関連した銀行準備金の増減と銀行利子率との関係に類似している。

これまでのホートリーの考え方を整理すれば、まず法貨量が減少することによって市場金利が上昇する。それに伴う価格の下落によって利潤率は自然率以下となる。銀行準備金の回復によって下落を開始した市場利子率は、そのような利潤率の水準に近づく。しかし市場利子率の下落にもかかわらず、緩慢な賃金の低下は続いており、それはデフレーションの状態にある地域の産出額の回復を促す。低い利子率の下で、物価が更に少々下落するであろう。為替相場は、利子率の低下後も、むしろ当該国通貨の対外価値の堅調さを示し続けるが、右のような物価の下落に比例するよりも幾分小さく調整されることになる。

ホートリーは、通貨量が収縮してA国が高金利状態となった時、同国で資金を運用するB国人は、金利格差だけではなくて、為替相場の動きからも差益を得ることが出来ると考えていたことは上述した通りである。しかし立場が変わって、低金利国となったA国の投資家がB国から運用資金を回収する時には、為替差損が生じるのであった。金利変動の影響が、非対称的に把握されているように思われる。⁽⁹⁾

「必然的にかなり複雑なものである上記の叙述」(九九頁)に対して、後述する通り、ヴィクセルの累積過程の説明はより簡潔であるように思われる。

法貨量減少の場合に倣って、法貨量の増大の場合を縮約して示しておく、以下のようなになる。法貨量増大
↓市場金利低下↓価格上昇↓市場金利上昇(自然利子率を上回って利潤率と同水準へ)↓緩慢な賃金上昇↓インフ
レ地域の産出額減少↓物価が更に少々上昇↓物価上昇に比例するよりも幾分か小さい為替相場の調整(二〇〇
頁)。

ホートリーは、変動為替相場制の下における貨幣的原因に基づく景気変動と各種利子率の関連を右の様に論じている。全体として、それぞれに独立した貨幣制度を持つ二つの地域が、相互に及ぼし合う経済的影響力は、為替相場自体の調整が行われることによって、それほど大きなものではなくるとホートリーは結論している(九九頁)。変動相場制下の今日ではよく知られることになったいわゆる隔離効果についての言及であると見なすことが出来る。一方の国における貨幣量の増減が他方の国に及ぼす「唯一の重要な」結果は、両国間に生み出された利子率格差に基づく国際的な資本移動であった(九九頁)。

しかしながら一九一三年当時、世界の主要な商業諸国は金本位制を採用していた。それにもかかわらずホートリーが、変動相場制の場合をまず問題として取り上げたのは、「何ら実質的な為替『平価』を有しない不換の

紙券通貨は、金属通貨よりも、為替相場の本当の性格をはるかに良く「示す」からであった（二〇二頁）。為替相場は二つの通貨単位の購買力の比率を示す傾向があり、その比率が攪乱された時には、それに従って変動する。

当時の現実であった国際金本位制の下での景気変動と各種利子率との関連を、ホートリーはどのように把握していたのであろうか。金本位制を採用している国における景気変動が、国際的にどのような結果をもたらすかを調べるために、ホートリーはそのような国の流通過程から大量の金回収された場合を想定する。最初に現われる結果は、銀行の支払準備金の涸渇である。銀行家はその利子率を引き上げる。高い利子率を求めて、海外から大量の資金が流入する。為替相場は、正貨輸入点に達して、金自体が海外から流入する。国内の銀行の準備金は充足されていくが、海外の銀行ではその涸渇の兆候が見られ始める。海外の銀行家達は、その準備を守るために利子率を引き上げる。「かくして通貨の収縮は、直ちに、金使用世界の全体にわたって、自己を拡大する傾向がある。」（一〇五頁）最初に通貨を収縮させた国の不況は、これによって緩和される。しかしその結果、当該国を除く他の全ての国々に、程度の差こそあれ、不況が波及していくことになる。

右の論理展開は、貨幣的原因によって発生した一国の不況が、他の金本位制諸国に伝播して国際的な不況状態を惹起する、と考える点に特徴がある。景気的世界的な同調を強調する論理であって、好況世界と不況世界とを対峙させるリカードウ的ないわゆる物価・正貨流出入機構による説明とは、説明すべき対象を異にしている。今日ではよく知られるようになった国際金本位制の現実と合致した現象が説明されている。副次的には、シーソー・ゲームにもたとえられる物価・正貨流出入機構の考え方が用いられているのであるが、金本位制諸国全体の景気の同調が説明されることが出来るようになるのは、出発点において、金本位制諸国全体としてみた貨幣用金の総量が変化するように仮定されているからであると思われる。すなわち右の例においては、或る

金本位制国の流通過程から大量の金が回収されるが、この金は少なくとも当面、当該国或いはその他の金本位制国の流通過程に復帰することはないと仮定されている。⁽¹⁰⁾ ホートリーの場合、或る金本位制国の貨幣量の变化によって惹起される金本位制諸国全体の貨幣用金量の変動が、世界的な景気の動向を規定し、そのような条件の下で、各国間の金移動が考察される、という論理構成になっている。

さて、最初に金融逼迫に陥った国以外の、或る外国を考えると、後者から前者への金移動が生じない場合がある。その理由としては、両国が互いに非常な遠隔地に位置していることによって、金現送費が大きくなること、また金融逼迫国の金利引き上げが相対的に小さな両国間の金利格差しか生み出さなかった、ということが挙げられる。金利要因について言えば、金融逼迫国以外の金利が高水準であればあるほど右の傾向が生じやすくなる。何故なら、金現送点と平価との開きが拡大するからであり、また金融逼迫国への外国からの送金動機が弱まるからである。このような場合には、状況は、不換の紙券通貨制度が採用されている場合と近似していることになる（一〇六頁）。

一国の金利の引き上げは他国に波及していくが、影響を受ける国の引き上げ幅は、最初の国のそれに比べて、より小さい。いわゆるゲームのルールによってこのような現象を説明することは出来ないのであるが、ホートリーの立論は、既述のようにそれとは異なる。最初の引き上げによって生じた金利格差によって国際的な金移動を生じるが、その進行過程において両国間の金利格差は縮小していく。それによって、右記の通り、金移動は起りにくくなっていく。一国の金利引き上げの影響を受ける他国の引き上げ幅が相対的に小さいのはこの為である。従って他国における金融引締効果も、相対的に小さくなるので、最初に金利を上げた国の貿易収支は、輸出の増加と輸入の減少によって改善するであろう（一〇七頁）。

このようにして金融逼迫地における銀行準備金が回復するにつれて、そこにおける銀行利子率は利潤率の水準に戻っていく。利子率が上昇傾向にある外国からの利子格差を利用しようとする資本の流入は減るが、国際的な価格格差は残存するので、金融逼迫地の輸出代金の受取りが続く。輸入超過となる外国においては、銀行貸出を減少させる為に、利潤率より高い銀行利子率が維持され続けることになる。やがて金融逼迫状態にあった国は、流入してくる金の影響を受けて、その銀行利子率を、更に利潤率以下に引き下げることが出来るようになる。

ホートリーは、国際金本位制下の経済変動と利子率との関連を右の様に説明している。しかし彼の場合には、変動の原因として二つの原則が挙げられていたことは先述の通りである。従ってここでもホートリーは、次の様な説明を付加してその変動論の特徴を示している。「このようにして、一般に、賃金と物価とが購買力の減少に、より感応的である国々は、より少量の金を失う傾向があるであろう、そして賃金と物価とが購買力の減少に対して抵抗する国々は、そうでない場合よりも多くの金を失う傾向があるであろう。(最初に金融が引締まった)緊縮地域において銀行家達の準備金が均衡水準にまで回復し、また利子率が利潤率(の水準)にまで逆戻りする最初の局面の末期には、物価の下落が依然として続いているであろう。しかし、より小さな割合の金を失う経験をした国々は、より大きな割合の金を失う経験をした国々よりも、より早期に、またより高い物価水準で均衡状態に到達するであろう。この均衡が持続することはあり得ない、というのはこの二種類の国々の間での輸出入の均衡が乱されるであろう、そしてその差額を決済するために金が移動しなければならないからである。／實際上、より早い段階では、とりわけ賃金と物価が硬直的である国々から金がより多く引き出される、そしてより後の段階では、そのような国々(に生じる)金の余分な損失が、賃金と物価とがより速やかに反

応した国々から埋め合わせられることになる。従って変動は、前者においては急速な激しいものであり、また後者においてはゆっくりとした緩やかなものである。」(一一四―五頁) この引用文においては、或る国において発生した金融逼迫状態は、諸外国に対して、それぞれの国の賃金・物価の硬直性の程度に応じて、異なった影響をもたらすことが述べられている。賃金・物価がどちらかと言えば弾力的に変動する国では、より早期に、従って失う金の量も比較的少なく、物価もそれほどには低下しないうちに、新たな均衡に達する。より強い賃金・物価の硬直性を示す国では、より長期にわたって、大量の金が急激に流出し、物価水準はより低い水準にまで下落する。しかし賃金・物価の硬直性を異にするこれらの国々の間に生じる右のような物価格差が、副次的な金の移動を、従ってまた二次的な経済変動を惹起することが述べられている。賃金の硬直性を介して購買力の増減と銀行準備金の増減との間にズレが生じることが、利子率の要因と並んで、ホートリーが重視する変動要因であった。金本位制下の国際的変動を論ずる場合にも、そのような手法が取られている。

ホートリーは、『好況と不況』における分析を、銀行と隣国とを持たない抽象的な共同体に生じる変動の検討から開始した。その後、それらの前提条件を外していく具体化の道を歩んだ。その場合、単一の独立した貨幣的変動要因が議論の出発点となったが、その他の経済的諸条件は安定であることが仮定されていた。そのことが、ホートリーにとっては、自己の理論が現実に応用される際に取り除かれねばならない最後の制約であった。貨幣的要因を除く経済的変動の原因としてホートリーが挙げているのは、産出額の増大、物的な富の蓄積の増大、人口の増大、及び慣習、嗜好、生産方法の変化、などである。これらのうち、慣習や嗜好の変化は、単に一時的な影響を及ぼすに過ぎないものと評価されている。これとは逆に、技術的な知識が増加して、その結果として生ずる生産過程(方法)の改善は、長期間にわたって同一の方向に作用するものと見做されている。

(二二五頁)。しかしホートリーが、非貨幣的要因として最も詳しい説明を行っているのは、富(資産)及び人口の増大という要因であった。彼によれば、人類はその努力を組織化する為に、共同体を形成する。人口の増大は、新しい共同体を創出するが、そこには最低限の資産又は資本の蓄積が必要とされる。衣食住に関する生活必需品は勿論、港湾、道路、鉄道などの付帯設備を伴う、船、自動車、鉄道車輛などのコミュニケーション手段が必要とされる。各種の産業には建物や機械を含む固定設備(資本)が設けられねばならない。新しい街の建設や、新しいコミュニケーション網の形成には大変な労働量が必要とされる。従ってそれらは、長期にわたって、しかも徐々にしか、進められない。それでも世界の人口は、毎年、数百万人ずつ増加している。彼らの成長に伴って新しい固定資本が供給されねばならない。新しい固定資本は、人口の集中地に可及的に近く、しかもまた自然の生産物の供給をも増加させる必要から、天然資源の未開拓地にも近い地域に設置される。新しい共同体ないしコロニーは、その人口に比べると、自然資源が相対的に豊富であり、古くからある共同体の場合よりも少ない労働費用で食糧や原材料の獲得が可能になる。従って国際的な分業が行われ、新しい共同体からは食糧や原材料が、古くからある共同体からは工業製品が輸出される。人口の増加、従ってまた新しい共同体の発展は、その地における資本供給の速度によって制約を受ける。それが自給自足の性格の強い共同体であれば、生産力のうち、消費に向けられる部分の残余が、資本の拡大に役立てられる。もしそれが消費財を輸入することが出来る共同体であれば、より急速な資本の拡大が可能となる。更にそれが、生産用機械等の固定資本を輸入することが出来る共同体であれば、資本の拡大はますます迅速に行われることになる。古くからある共同体の内部にも、既存企業の改良や拡大のための、或いはまた増加した人口のうちで新しい共同体に移住しなかった人達の必要に備えるための、投資機会が存在する。しかし新しい共同体の内部にも、これらの投資機会

は存在するし、その上に、新しい交通手段の建設や、その他の新しい発展計画によってより以上の投資機会がもたらされる。従つて古くからある人口の多い共同体から、新しい人口の少ない共同体へと資本が輸出される、また新しい固定資本にはそれに対応した人手が必要なところから、外部からの移民を継続的に受け入れることが、新しい共同体が発展する条件となる。

ホートリーは、これまでの理論展開の途上では捨象されていた着実に進行する富(資産)と人口の増加現象を右の様に説明している。このような現象が、貨幣的要因による変動の説明にどのように関わるかという問題の一端が、直ぐ後に例示されるであろう。ホートリーは、このようにして現実の經濟變動に対する非貨幣的要因の影響力を視野の内に収めようとするのであるが、しかし貨幣的要因自体についても、議論がこの段階にまで具体化して来れば、言及しなければならぬ問題が出て来る。それは、通貨の供給がどのような現実の諸条件の下で行われているか、という問題である。ホートリーは、「利用可能な通貨ストックの恣意的な変化」(二六頁)ということを議論の出発点に置いていた。非貨幣的要因は一定であるという前提の下で、通貨の供給量の変化の影響が検討されたのである。けれどもこのような抽象的議論のレヴェルを脱して、非貨幣的な社会的・經濟的要因の変化を考慮に入れるとなると、貨幣的要因は、これまでとは異なる經濟的意味を持つようになる。当時は、銀本位制を採る中国などを除いて、世界の大商業諸国は金本位制を採用していたから、世界の通貨供給量は、實際上、世界の金供給量を意味していると、ホートリーは考えた。先に記した通り、彼は金通貨の供給量には恣意的な変化は全く起り得ないと認識していたから、或る金本位制国の流通過程から大量の金が回収されるという事態を想定する場合にも、その「具体的」な説明としては、礼拝用の黄金の子牛の鑄造というような、かなり非現実的な場合が仮定されていた。しかし議論が具体化して、非貨幣的要因の變動が考慮に

入れられるようになると、金の供給は、次の様な現実的条件を満たすように行われなければならないと述べられている。「もしも他の商業、工業、及び銀行業の状況が、実質上、不変に止まるならば、年々の金供給が金を使用する諸国の人口の増加と歩調を合わせなければならないことは明らかである。もしもその人口が年率1%だけ増加して、新規の金の供給が全く無かったとすれば、その時には諸価格が年率1%だけ下落するであろう、またこれらの状況が継続すると予想される期間中の（銀行の）ローンに対する利子率は、自然（利子）率を1%下回っているであろう。価格と所得の平均水準を不変に保つためには、世界の金ストックが人口と同じ比率で増加しなければならない。」（二二六頁）この引用文では、これまでの議論の運びとは異なって、貨幣用金の供給量が変化しない場合にも、人口という非貨幣的要因の変動により、銀行の貸付利子率と自然利子率との乖離が生じ、物価や所得の水準に変動が生じることが示されている。またここでは、銀行利子率と自然利子率とが、直接に比較されて前者の低下が指摘されている。ホートリーの三種の利子論の構成に即して言えば、まず金の供給量が相対的に過少となることによって生じる銀行利子率の上昇と価格水準の低下が利潤を減少させる。それによる利潤利子率の低下を媒介として、反転した銀行利子率と自然利子率との乖離が生まれるのである。後述する通り、このような説明の仕方には、ヴィクセルとは異なる点がある。

尤もホートリーは、金本位制下の金供給量の「恣意的」な変化を否定しながらも、金の年生産額の変化が持つ影響力は肯定している。彼は一八九〇年前後に、金の年生産額が二千万ポンド以下の最低限にまで減少したことを記している。しかしその後、南アフリカ及び他の金鉱山が開発されたことと、採金作業の改良によって、一九一〇年頃には年生産額は九千万ポンドを超過するようになった。このような金の年生産額の減少傾向から増加傾向への転化と共に、支配的な利子率の水準も低利子率から高利子率へと変化した。人口要因に対し

て、貨幣的要因の影響力を再確認しているわけであり、予想もつかない金の生産額の変動は「非常に重要」(一二七頁)であると述べている。同時にホートリーは、金の生産額の変化は、通常非常に長期間にわたって発生するので、トレードは殆ど無自覚的にそれに順応しているとして、その影響の仕方が比較的にマイルドであることを指摘している。また長期的に見れば、生産された金は人口の増加部分の必要を満たすために使用されるところを考えているけれども、短期的には金の移動はそのような必要に応じて行われるものではなかった。すなわち金を生産する国は、金が最も稀少であり、それに対して最高値が付けられる国に金を輸出する。換言すれば、金の移動を直接に決定するものは、当面する外国為替相場の状態である。勿論金本位制下の金の高値は、購買力の不足を意味していると考えられるから、人口の増大という事情と無関係であるとは言えない面もあるが、為替相場の直接的な規定因を人口の動向に求めることは出来ないであろう。従って為替相場の動きを介して新産金の移動は景気変動に影響を与えることになるが、その場合でも、景気変動を実際に惹起するというような強い影響を及ぼすことが出来るのは「豊かな新鉱山の発見というような、金供給(量)の例外的で急速な変化のみ」であると述べられている(一二八―九頁)。

議論がこのように具体化された段階に至ると、ホートリーにとっては、更に問題とすべき変動要因が残されている。「供給と需要の諸条件から生じる攪乱」要因であって、右に取り上げた人口等の要因と同様に、「金融的攪乱」要因とは区別されている(一四六頁)。この供給(生産)と需要(消費)の変動という要因は、小稿における議論の早い段階で既に登場しているが、そこでの考察は「孤立した共同体」という制約の下で行われた。より現実に近い開放的な経済システムの中で、これらの要因は景気変動に対してどのような影響を及ぼすのであろうか。各国はそれぞれの不換紙券通貨を使用するという仮定の下で、或る国の生産物、たとえば帽子

に対する他国からの需要が減少したとする。輸出品である帽子に対する需要の減少を受けて、小売業者は卸売業者や製造業者に対する注文を減らす。製造業者はその操業水準を維持する為に製品価格を引き下げ、帽子産業の販売代金の受取総額は減少する。帽子生産国の輸出は減少し、帽子製造業者はそのビジネスの縮小に伴い（原材料、賃金支払額、利潤、配当の減少）、貨幣市場の資金に対する帽子産業のシェアが低下する。帽子輸出国では、相対的に輸入額が大きくなるのでその外国為替相場が軟化して、それは輸出を刺激し輸入を抑制する。輸入品価格の上昇は物価水準を引き上げ、それと競合する国内産品の産出額を増加させる。帽子部門が低利潤か損失を生み出す状態であるのに反して、その他の部門は物価上昇による利潤増加を受けて銀行ローンに対する高利の支払いさえ可能になる。この時、一時的な均衡が達成されよう。そこでは①非帽子部門の商品の貨幣価値と貨幣賃金とは上昇している。②帽子部門から解雇された労働者は未だ雇用されていない。③帽子部門の余分の資本が遊休している。やがて帽子部門によって解雇された労働者は、他部門に就業するようになり、それと共に他部門の生産量は増大し、商品の価格と、貨幣賃金の下落が生じる。この過程が完了すれば、貨幣賃金と物価水準は、帽子産業の不況以前の水準に戻る⁽¹¹⁾。ホートリーの右の主張は、一産業部門の不況は、そこで働く人々の購買力を減少させることによって、他部門をも不況に陥れるという考え方と対照的である。しかしホートリーの議論の場合には、「銀行業の何らか重大な攪乱が、必然的に又は蓋然的にでさえ、いずれかの段階で発生したであろうと予想する如何なる理由も存在しない。」⁽¹²⁾（一三四頁）従って彼の場合には、当該国の貨幣量、従って商品に対する総需要は不変であり、一部門での需要の減少は他部門でのそれを刺激することとが仮定されている。縦軸に価格、横軸に需要量をとった一部門に関する需要曲線の左方へのシフトは、他の諸部門に関する同曲線の右方へのシフトによって相殺され、市場全体の需要曲線には大きな変化は生じない。

以上は変動相場制の場合であるが、国際金本位制の下での輸出商品（帽子）に対する需要の減少は、どのような影響を及ぼすのであろうか。帽子に対する外国からの需要の減少は、帽子産業の手許にある貨幣（現金と信用）の相対的な量を減少させ、また帽子輸出の為替相場を軟化させる。やがて為替相場が金現送点に達して金が輸出されるようになると、銀行家はその利子率を引き上げる。外国からの貸出が増加して輸入超過分の決済の延期が可能となり、また銀行ローンの総額が減少することから、銀行の金準備が増加傾向に転じる。銀行の利子率は低下を始め、金が輸出されるようになる。この時、どれだけの金が輸出されることになるのかを調べるために、ホートリーは当初の帽子生産額が、世界の商品・サービス等の生産額の二分の一であること、また帽子輸出の生産額の十％であると仮定する。次に世界の帽子需要が五分の一減少し、これに対応して帽子生産額も世界の商品・サービス等の生産額の五分の二％へ、また帽子輸出の生産額の八％へ減少したとされる。通貨及び銀行準備金として使われる金量が、金使用国全体として十五億ポンドであるとすると、この十五億ポンドの二分の一％または七五〇万ポンドが、不況開始以前の帽子産業が必要とした金量であったと考えられる。世界の帽子需要が五分の一だけ減少すれば、帽子産業の金融に必要な額は六百万ポンドに減少する。従って世界の他の産業部門の為に使用される金は、十四億九二五〇万ポンドから十四億九四〇〇万ポンドへ、約十分の一％だけ増加する。ここで帽子輸出の金通貨保有額が二五〇〇万ポンドであるとすれば、不況以前の帽子産業はこのうちの二五〇万ポンドを必要とするが、不況以後にはそれが二百万ポンドとなる。（ホートリーの右の仮定から、彼は世界の商品・サービス等の生産額に占める帽子輸出の割合を五％としていることがわかる。十五億ポンドの五％は七五〇〇万ポンドであるから、帽子輸出は生産規模から算定される額の三分の一の金量しか保有していないことになる。その為に七五〇（六〇〇）万ポンドと二五〇（二〇〇）万ポンドの差が生じている。）従って金の輸出

が無ければ、帽子輸出国のその他の産業部門は、五〇万ポンドの追加の金を利用出来る。それらの産業部門の価格水準が二%強上昇すると考えられるが、それが現実化する為には、金の相対的な購買力を示す為替相場が、価格と同率程度、軟化しなければならない。しかし最も近い外国への金現送費用が二分の一%であるとすれば、金本位制下の為替相場はこの金現送費用に相当する比率を超えて変動することは出来ない。従って帽子輸出国の非帽子部門で利用されていた二二五〇万ポンドの二分の一%、すなわち十一万二五〇〇ポンドだけが当該国において利用され続けることになる。輸出されるのは、帽子部門で過剰となった五〇万ポンドのうちの残りの部分、三八万七五〇〇ポンドである。ホートリーは、輸出される金による世界的な価格上昇による影響を考慮すれば帽子輸出国への金の滞留分は僅かに増加すると付言しつつ、右の様に算出した。しかしそれだけの金が輸出されたとしても、未だ均衡状態には達しないという。何故なら、帽子の輸出額が二〇%減少したが、他の諸産業の支配的な物価水準が、諸外国のそれと比べて以前と同じであるとすれば（ホートリーのここでの議論は、非帽子産業における二分の一%の価格上昇と、金輸出に伴う諸外国における僅かな物価上昇とを捨象している）、帽子以外の商品の輸入額は不変であるからである。輸出に対する輸入の超過によって金の流出が継続するであろう。帽子輸出国の物価は低下し、貿易収支の不均衡は是正に向かう⁽¹³⁾。以上の一連の過程は、帽子産業から排出された労働者が、徐々に他の産業に吸収されることによって最終段階を迎える。流出した金が、流入を開始する。先述した変動相場制の場合には、失業労働者を非帽子部門が雇用し始める段階で不況の要素である物価の下落が生じたが、金本位制の場合にはそうした状況は回避されている。ホートリーは金本位制の下で、輸出商品に対する外国からの需要が減退したケースを、右の様に考察した。金の輸出を媒介にして、一産業の不況がその他の産業に伝播していく状況も確かに想定されていた。しかしホートリーは、外国からの需要の減退に直面した

産業で働く人々の購買力の減少は、輸入の削減による商品に対する国内需要の増大によって補整されることを強調する。「かくして我々は、一産業に於ける需要の減少は、重大な損失と大きな困窮の原因となるかもしれないけれども、一般に他の諸産業に不利な影響を及ぼすことはなく、また事実上、一般・的・な・景・氣・の沈滞を生み出さないであろう、という結論に達する。」(二三九頁) 需要の増大の場合も、一般的な景氣の浮揚をもたらさないとホートリは考える。

次に供給量の変動の影響が取り上げられる。生産量が減額した時の市場への最初の効果は、卸売商人の注文に応じ切れない製造業者による商品価格の引き上げである。そして価格上昇の効果は、当該商品に対する需要の弾力性の如何に依存していた。それが弾力的であれば、価格の上昇は、販売代金の総額が価格変更以前のその水準に戻る途中で停止し、消費者が当該商品に対して支出する額は、以前より減少する傾向がある。逆に需要が非弾力的であれば、価格の上昇は、販売代金の総額が価格変更以前のその水準を十分に超える点まで続き、消費者が当該商品に対して支出する額は、以前より増加する傾向がある。供給曲線が左方へシフトした場合、需要曲線が水平に近い形状であれば、新しい需給の均衡点は、価格上昇よりも需給量の減少を強く反映した位置にある。需要曲線が垂直に近い形状であれば、その逆になる。従って或る商品の生産量の減少は、その商品に対する需要の弾力性に依りて、需要の減少、或いは増大を生み出すことになり、その後の経過は、先に検討した需要量の変動の場合とほぼ同様になる。或る商品の生産量が増大した場合にも、その効果は、右方へシフトする供給曲線に対する需要曲線の形状が、先述の通り水平に近いか垂直に近いかに依りて、需要量増減の効果に帰着する。従って或る商品の生産量の変動が、全般的な景氣變動に及ぼす効果については再説を要しない。しかし先の閉鎖經濟を前提とした議論においても例外として重視された飢饉の発生は、開放經濟の場合にも、

同等に位置付けられており、それが非農業部門に与える影響の大きさが再確認されている。⁽¹⁴⁾ このようにしてホートリーは、需要と供給の変動から生じる攪乱は、金融的攪乱とは異なっており、常に「厳密に限定された効果」を及ぼす傾向がある、と考えた。すなわち需要と供給の諸事情から生じる攪乱が、「直接にその影響を受ける諸産業の外側にある諸産業に、重大な程度にまで影響を与えることは、稀なことであるに過ぎない」のである。⁽¹⁵⁾ (一四六頁)。

ホートリーにとって、貨幣と信用の機構こそ景気変動の主因であり、右に見た通り非貨幣的ないし非金融的要因の影響力は、相対的に小さい。このことを彼は次の様にも表現している。「変動の最も重要な原因は、銀行家が信用貨幣の創造を適当に統制し続けることに失敗することに見出される筈である」。(一四七頁) 銀行が貸出を実現する時と、その貸出が銀行の準備金に影響を及ぼす時との間にはラグが存在すること、銀行貸出が市場の必要を超過した場合、適当な貸出抑制の措置が採られなければ、貸出の増加それ自体が銀行貸付に対する需要の増大を引き起して、加速度的・累積的な効果を生み出すこと、銀行家には、結果として信用貨幣量を全滅させるような無分別な貸出への誘因が存在すること、等が指摘されている。すなわちホートリーの変動論に於いては、「財貨のディーラー」とは区別される「債務のディーラー」としての銀行による市場調節の失敗が、最も重要視されている。⁽¹⁶⁾

また銀行行動の基盤となる貨幣・信用機構について、ホートリーは、特に小切手制度の発展に注目している。同じく銀行信用通貨ではあっても、その上に遙かに大きな信用貨幣の上部構造が預金の形で設けられる基礎を形成する銀行券は、小切手を用いて機能する銀行預金残高よりも現金の性格が強い。更に銀行券の発行銀行とその銀行券の保有者との関係は、非人格的な性格が強いのに対して、銀行とその預金者との関係は、より人格

的なものである。銀行券の保有者は、単純にその銀行券を貨幣と見做している。そしてそれを発行した銀行の支払可能性に疑問が生じれば、彼は直ちにその銀行券を現実の貨幣に代えて使用する。これに反して預金者は、彼の銀行家との関係を大切にす。もしも彼が不必要に大きな預金残高を保有しているとしても、銀行家の立場を考慮すれば、そうすることが彼にとって全くの浪費ではないことを彼は知っている。彼の取引銀行の支払可能性に疑問が生じたとしても、預金者は安易にその残高を引出したりはしない。また彼の事情に通じていない他の銀行家に、預金者が安易にその勘定を移転したりはしないであろう。ホートリーはこのような理由から、次の様に述べている。「銀行家と預金者との人格的な関係は、不信認の結果として銀行に対して発生するかもしれない厄介な需要に対する重要な安全装置である。この安全装置は、銀行券保有者の場合には大抵そのような役割を果たさない。彼にとって銀行券は、金証券と同様に単なる便宜に過ぎないものである。その結果は、預金者達の需要は実際のビジネスの必要によって規制される一方、銀行券保有者の需要は、発券諸銀行の信認の損失からいつでも生じ得る気まぐれな変動に従う、ということである。」(一五三頁)換言すれば、全体として銀行勘定は富裕な人々の特権であり、小額取引の為の銀行券は、資産が少ない人々によって利用される。大額の預金残高を現金(金貨幣)で引き出すことに対しては右の様な抵抗、或いは不便が生じるが、小額銀行券の現金化にはそのような不便は伴わない(因に、五ポンド以下の小額銀行券の回収と発行禁止が行われたのは一八二六年のことである)。銀行史に於いては、長期間にわたって銀行券の方が小切手制度よりも重要な位置を占めてきた。そのような期間には、銀行家にとっての最も重要な問題の一つは、銀行券の信認を維持することであった。兌換制度は、銀行券保有者達が一斉に利用すれば直ちにその機能が麻痺するという限界を内包したものであったから、信認を維持するために、流通銀行券に対する現金準備比率を高めたり、銀行券発行権を、事実上政府の一

部門である特定の銀行に独占させた。また、保証発行部分に対して保有される証券の種類を規定したり、銀行券に法貨規定を与えたりした。ところが銀行信用貨幣の支配的な形態が、現金化した銀行券から小切手制度に移行してくると、銀行に対して現金を求める需要が、信認状態によって影響を受けることが少なくなる。預金者が現金を引き出すのは、銀行が崩壊して損失を被ることを恐れるためではなくて、賃金の支払いのような小切手の使用に適さない目的のために現金を必要とするからである。しかしホートリーによれば「金融及び銀行業の理論において、依然として、信用の状態を過度に重要視する或る傾向が存在している。」(二五六頁)たとえば銀行家が度を越した信用貨幣の創造を続けた時、その現金準備は減少し始め、利子率が引き上げられるが、この現金に対する需要と高い利子率とは、信認の欠如を示す二つの徴候であると見做されることがある。この場合銀行家は、その現金準備の涸渇を予測してそれを回避しようとしているのであるが、ホートリーは「このことは、たとえ或る銀行または営利企業の健全性について疑念のかけらも存在し無い場合でも発生することがある。」ということ強調している(二五六頁)。すなわち彼にとっては、貨幣市場機構の正常な活動を理解するために、銀行または他の営利企業が、各々の債務の履行に失敗するであろうという予測に基づく信用の損壊は、相対的に付随的な役割をしか果たしていないということを知る必要があった。恐慌でさえ、それが通常の景気沈滞と異なるのはその程度においてのみであり、一般的な信認の崩壊によって十分に説明されるものではないのであった。「信用の損失は非常に広汎なものであるかもしれないが、それはなお崩壊の徴候に過ぎないものであってその原因ではないのである。」(二五六頁)ホートリーの景気変動論にとって、銀行券から預金通貨への銀行信用通貨の主要形態の変化は、以上のような意味を持つものであった。

更にホートリーは、自己の変動論の具体化を進めるために、中央銀行を中心とする各国の銀行制度に目を向

けている。まず自国イギリスについて見れば、その銀行券発行制度が、次の様な点から付随的な重要性をしか持っていないことに特徴があった。第一に、五ポンド以下の額面を持つ銀行券が存在せず、銀貨は二ポンド以上の支払いに対しては法貨ではなかった。従って小切手が常用されない小額取引の分野に於いては、銀行券による金鑄貨の置換が行われておらず、大量の金が諸銀行の外部に流通していた。第二に、当時一八四五万ポンドであった保証準備発行の部分を除けば、イングランド銀行券はいわば金証券であった。従って同行券は、金に対して追加される信用貨幣の一手段であると言うよりも、大額取引に際して金を使用する不便を回避する為の手段であるに過ぎなかった（一五八―九頁）。周知の通り、以上の二点は恐慌対策として採用されたものであり、銀行信用通貨の主要形態の変化として先にホートリーが説明しようとした事柄と符合している。彼は、このようにして中央銀行を導入しても、先に展開した考え方に重要な変更は不要であると述べている。信用貨幣量が増大したとすれば、国内的には利潤と価格が上昇して流通する法貨量が増えるため、諸銀行はその手許現金を中央銀行から補充する。外国為替市場では、相場が金輸出口に向かって移動する。中央銀行は国内流通と輸出の二方向からの金需要に直面して、利子率の引き上げによってこれらの抑制を図る。中銀貸出が速やかに収縮しない場合には、中銀自身が直接に借手として市場に介入する。既に国際的な金本位制度の下では、貨幣的変動が国際的に同調する傾向があることが示されている。或る国の中央銀行は利子率を上げて他国の金を引き寄せ、自国の準備を補強しようとするのであるが、世界中で同時にインフレーションが発生した場合には金準備は減り続ける。各国の中央銀行が同調した高金利政策のみがその対策となる。

フランスに於いては、小切手の使用はイングランド程には普及していなかった。従ってフランス銀行券は、信用貨幣の中でより重要な位置を占めていた。同行券は法貨であったから、厳密には単なる信用貨幣ではなく、

その保有者に要求次第コインを受取る権利をあたえたけれども、それ自身がコインと同等の流通媒介物であった。しかもフランス銀行は、同行券が法貨ではない場合でも、十分にその兌換性を維持することの出来る大額の準備を備えていた。一八七六年に五フラン銀貨の自由鑄造は停止され、その価値は低下したが、依然としてそれは金貨と並ぶ無制限法貨であり、フランス銀行の準備の一部を成していた。同行券と金貨との法貨としての同等性から、「かつて誰も輸出以外の何らかの目的の為に金を得ようとして（フランス銀行にその）銀行券を呈示する必要はなかった。」（一六四頁）のであるが、輸出用の金需要に対しても、フランス銀行は右記の銀貨を銀行券に対して交付するという選択肢を持っていた。フランス銀行は金の輸出をチェックすることが出来たのであり、その結果フランスは、他の大商業諸国に比べて、外国で発生した景気変動の影響に晒されることが少なかった。一種の兌換制限であり、不換の紙券通貨制に通ずる方法であった。法貨であるフランス銀行券の発行は、基本的には今日の我国に於いても見られる最高発行額制限制度に拠っていたのである。従って印刷機を使って簡単に法貨の供給を増加させることが出来るが、それに伴って外国為替相場は金輸出点に近付くことになる。フランス銀行は、結局は金を手放す用意をしなければならないが、しかし同行は利子率を引き上げることによってその金を確保することが出来る。外国の資金を引き寄せて、為替相場を金輸出点から引き戻すことが出来るからである。しかしこの措置は国内経済を引締めて、余分の銀行券を同行に還流させる。ホートリーは、以上の事から、銀行券と金との間の平価が維持されている限り、フランス銀行の行動はイングランド銀行のそれと非常に近い原則によって支配されていると結論している。その場合、両者の間の最も重要な相違は、フランス銀行が先の様な兌換制限を行うことが出来ることから生じており、同行がその利子率の調整をイングランド銀行の様に迅速に行う必要が無いということ、従ってフランスの利子率は、イングランドの利子率程に

は変動しないということであった（二六六頁）。

ドイツのライヒスバンクは、通常の銀行券の発行に際しては、コインまたは地金を全額準備として発行する他は、「緊急」と呼ばれる一定額をその限度としていた。しかしこの二種の発行額の合計を超過する場合でも、超過する銀行券額の五％の特別税を支払えば、銀行券を発行する権限が与えられていた。換言すれば、ライヒスバンクが、第三の種類の銀行券を利潤を得て発行する為には、その利子率が五％を超過していることが必要であった。ホートリーは、このような規定の背後にある考え方を自動理論 (the automatic theory) と呼んでいる。すなわちそれによれば、通貨に対する需要が増大する時には利子率が高くなり、それによってライヒスバンクは追加の銀行券をいわば自動的に発行するように導かれる。その追加して発行された銀行券は、需要が減って利子率が低下すれば、流通から還流するであろう。このような考え方に対して、ホートリーは次の様に述べている。「実際に、自動理論には明瞭な誤りが存在する、何故なら単に法貨量が増大することによって、ビジネスはより多くの利潤を得、また利子率が引き上げられる傾向があるからである。従って高い利子率は、貨幣供給量が不十分であるどころか、余りにも急速に増大しつつあることを意味するのかもしれないのである。」（二六九頁）言うまでもなく、ここには今日の金融政策を巡る論争にも通じる重要な論点が表示されている。ライヒスバンクの右の規定は、インフレーションという火に油を注ぐ可能性を内包していた。尤もホートリーは、れども実際にはライヒスバンクは、過剰な銀行券の発行に際して少なからぬ思慮分別を働かせること、そして直接的な利得損失に従うよりはむしろ公益という観点からその行動を決定することが望ましい、ということを知った。」（同上）既に記した三種類の発券の規制とは別に、ライヒスバンクの発券の限度は、その準備の三倍迄

と規定されていた（比例準備制）。従って発行税を払う発券の場合にも、一応の限度が設けられていたわけである。しかしホートリーは、ドイツの中央銀行制度が幾つかの特徴を持っているとしても、結局ライヒスバンクは、インフレーションを抑制する為に、利子率を利潤率を上回る水準に迄引き上げることに主として依存しているものであって、他国の中央銀行と同様であることを強調している。

『好況と不況』の刊行時には、アメリカ合衆国の連邦準備制度は未だ成立していなかった⁽¹⁷⁾。しかし同制度は成立直前の段階に至っていた。中央銀行論者⁽¹⁸⁾であるホートリーは、他の銀行の準備預金を受け入れる中央銀行の代りに、ニューヨークの一群の銀行をその頂点として持つ合衆国の銀行制度を簡単に説明した後、次の様に述べている。「合衆国の銀行業は不幸な歴史を負ってきた、そして上述の制度は非常に敵意のある批判の対象となっている。金融界の支配的な意見は、中央銀行が設立されるべきであるというものであり、その中央銀行は時宜を得た利子率の調整を行うことによって、国家の金ストックを守護するという責任を明確に引受けるべきである。」⁽¹⁹⁾（一七二頁）このようにして連邦準備制度の成立を目前に控えていた合衆国であったが、同国が金銀複本位制から金単本位制へ移行したのは一九〇〇年の三月であった。その時以降、財務省は銀証券を含む全ての紙券を、要求があり次第金と兌換する義務を負っていた。政府紙幣であるグリーンバックスは新たに発行されることは無く、銀は補助通貨としてのみ鑄造された。また国法銀行券は、合衆国債の保有額によってその発行額を制限されていた。従って貨幣量の変動は、金貨の鑄造額、或いは金地金の預金から生ずる金証券の発行額の変動を反映していた。ホートリーによれば、三億五千万ドルのグリーンバックスのうちの二億ドル、国法銀行券については實際上その全額、及び銀証券は、それらに対して金が保有されていない紙券通貨であった。この様な紙券通貨の額が「異常に大きくて、その額が絶対的に固定されていない」というところに、イギリスに

対するアメリカ合衆国の通貨制度の特徴が認められている。しかし「その全ての複雑さにもかかわらず、現在、合衆国の通貨が、イングランドで実施されている制度と非常に大きく異なるということはない」というのが、ホートリーの結論であった（一七四頁）。

ホートリーは自己の理論を国際的な経済関係を導入するレヴェルにまで具体化した段階で、主要諸国の現状を右の様に概観した。その目的は、利子率を主体とする自己の理論を現実に適用する際の障害となる非イギリス的な、すなわち自己の理論にとっては異質な要素を検出することにあつたと思われる。その結果は既述の通りであつて、中央銀行を有しない唯一の国であつたアメリカ合衆国についても、先の引用文によれば連邦準備制度の成立は殆ど見通されていた様に思われる。

ところで景気変動を現実に近いレヴェルで論じるとなれば、ノーマルな波動から逸脱する状況も生じてくる。銀行の利子率操作が、為替相場の変動によってその予期された効力を発揮しない可能性が既に指摘された。国際的な金移動は、必ずしも金現送点に達する為替相場の変動を介して発生するものではなかつた（一七九―一八〇頁）。また前稿で簡単に触れたホートリーの言うスタグネーションもそのような例である。⁽²⁰⁾ 彼の三種の利子論との関連で、スタグネーションについて次のことを付言しておこう。銀行家の利子率引上げは、それに対して最も敏感に反応するディーラー等の経済主体の行動に影響を与え、注文減少、生産制限、信用貨幣量の収縮、需要減退、価格下落、雇用減退などを生み出す。とりわけ価格の下落は、利潤率の低下を伴っていた。信用貨幣量と準備金量との比率の調整を終えた銀行家は、その利子率を利潤率と等しい水準にまで引き下げる。「今やディーラーにとって、（商品）ストックを維持する費用は、自然利子率によってではなくて、利潤率によって表わされる。」（一八五―一八六頁）在庫を維持するコストを直接に示すのは銀行利子率であるが、それは均衡ないし平

均的狀態では自然利率に、右の状況では利潤利率に引き寄せられる。銀行家は、価格下落の効果を相殺するために、その利率を価格の下落が予想される率に相当する分だけ自然利率より低く固定する。景氣の浮揚を図るのであるが、この際「もしも価格の下落率が、現実に自然利率よりも大きいならば、どうなるのか？もしそうであれば、銀行家が為し得るどのようなことも（銀行からの）借入を十分に魅力的なものにすることはないのであろう。」（一八六頁、強調は原著者。）価格の予想される下落率が自然利率を上回れば、銀行利率がそこに引き寄せられる予想利潤率の水準はマイナスの領域に入ることになる。ホートリーの言うスタグネーションの狀態である。この袋小路からの一つの脱出策として彼が考えたのは、貨幣賃金の徹底した引下げであった。それによって卸売価格は急速に下落し、それ以上の価格の下落に対する期待は止むであろう。ディーラーは在庫の補充を開始し、製造業者は生産額を拡大するので、銀行信用に対する両者の需要は増大する。利潤率は上昇して、自然率の水準か或いはそれを上回る水準に達する。しかし銀行利率は、豊富な準備金を反映して利潤率以下に保持される。以上の点から、また「諸銀行が借入を刺激する力を決して失うことのない、従ってまたディプレッションがスタグネーションと言ってもよい程度まで決して悪化させられることのない正常のケース」（一八七―八頁）というホートリーの叙述からも、彼は銀行自体にはスタグネーションを克服する力はないと考えていたことは明らかなようである。しかし一旦回復が始まる時には、あり余る準備金を背景にして熱心な貸出活動を行うので、そうなれば活況期が後続することは疑いが無いと述べている。

二、ヴィクセルの見解

「物価に対する利率の影響」と題されたヴィクセルの論文⁽²¹⁾を見ていくことにしよう。当時のヴィクセルは、

自然利子論に関する主要な書物を既に刊行し終えていた。『貨幣利子と物価——貨幣の交換価値を決定する原因についての研究——』が一八九八年に、『経済学講義』の第一巻が一九〇一年に、その第二巻が一九〇六年に、それぞれの初版を出していた。⁽²²⁾従って一九〇七年のこの論文は、「ヴィクセルのテーゼの要約を構成している。」と見なされている。⁽²³⁾

論文は次の様に始められている。「私が慎んで批判を受けようとする命題は、これである。もしも世界の主要諸銀行が、他の事柄は同じままであるとして、彼らの利子率を、その通常の水準 (ordinary level) 以下に、たとえば一%引き下げるとすれば、そうして数年の間それをそのままに維持するとすれば、その時には全ての商品の価格が、どのような制限も無しに、上昇し続けていくであろう。反対に、もしも主要諸銀行がその利子率をその通常の水準 (normal level) 以上に、たとえば一%引き上げるとすれば、そうして数年の間それをそのままに維持するとすれば、その時には全ての価格が、零を除いてどのような制限も無しに、下降し続けていくであろう。」⁽²⁴⁾尤もヴィクセルは、この命題は経験によって直接に証明されることは出来ない、付言している。他の事柄が不変である場合に、諸銀行がその利子率を変動させることが仮定されているが、他の事柄が不変であるとすれば、銀行の利子率は同一の水準に止まるか、或いは誤って利子率が操作されたとしても、それは直ちにその本来の水準に回帰する、というのである。しかしヴィクセルは、この命題の抽象性は、その有用性を否定するものではないことを力説している。⁽²⁵⁾

更にヴィクセルは、自身が右に設けた仮定は、非現実的であるという批判を受けるばかりではなくて、論理的にも不可能であるのかもしれないと付言している。もしそうであるとすれば、その命題の有用性は損なわれる。問題は、次の様な「経済学者達の間での一般的な見解」に在る。すなわちそれによれば、貨幣に対する利

子は、長期的には資本に対する利潤によって規制される。そしてこの利潤は、「現実資本の生産性とその相対的な豊富さによって、或いは現代の政治経済の用語で言えば、その限界生産性（*marginal productivity*）によって決定される。⁽²⁶⁾」ヴィクセルにとっての問題は、資本の限界生産性が一定である場合に（先の彼の命題ではそうであることが仮定されていた）、従って又平均利潤が一定の水準にある場合に、諸銀行がその利率を正常の水準（*normal level*）以上に、或いはそれ以下に維持することが可能であるか否かにあった。仮に不可能であるとすれば、すなわち上記の一般的な見解が正しいとすれば、上記のヴィクセルの命題は成立しない。

彼は、「非常に注意深い考察に値する」⁽²⁷⁾この問題に、次の様に答えている。まずヴィクセルにとって、貨幣に対する利子と、資本に対する利潤とは同一の事柄ではなく、また互いに直接に結び付いているのでもない。もしも直結しているのであれば、両者は全く相違することが出来ないか、或いはいつでも一定量だけしか相違することが出来ないからである。しかしヴィクセルによれば、利子と利潤とが明白に結び付いている場合があるという。それは、「どのような銀行の仲介も行われない個人間の信用取引」⁽²⁸⁾が行われる場合である。もしもある個人がその資本をある企業に投資（出資）して一定のリスクを負担した後、たとえば一〇%の利潤を得ることが出来るとすれば、その個人は、その資本を一〇%よりも低い利率で貸出すことはないであろう。借手もまた、右のような個人に依存する以外に無いとすれば、一〇%以下の利率で貨幣を得ることは出来ない。このようにして利潤率と利率とは、同率化して結び付く。しかし現代の信用の諸形態について見れば、事情は非常に異なるとヴィクセルは言う。今日の信用取引は、殆ど常に銀行或いはその他の専門的な貨幣の貸手によって仲介されている。その場合には利子と利潤とは直接に結び付かなくなる。なぜなら「銀行はその貸出業務に於いて、彼ら自身の資本によって制限を受けないばかりではない。銀行はまた、少なくとも直接的には、どのよう

な資本によっても制限を受けない。⁽²⁹⁾」からである。銀行は、経済社会の殆ど全ての支払いを自らの手許に集中させる。そのことを基礎として銀行自身による貨幣の創造が行われる。換言すれば、銀行は貨幣の流通速度を任意に変化させることが出来る。ヴィクセルは、次の様な Emil Struck の言葉を挙げている。「我々の時代に於いては、貨幣の需要と供給とは、ほぼ同じ事柄になってしまった。すなわち需要は、大いに、それ自身の供給を生み出す。⁽³⁰⁾」銀行制度が大きな役割を果たすようになった経済社会に於いては、資本の利潤と貸付利子との直接的な結び付きが絶たれてしまう。従ってヴィクセルによれば、全ての支払いが銀行の帳簿の処理によって為される純粹の信用制度の下では、諸銀行は、いつでも、どんな利子率でも（どれほど低率であるとしても）、どのような額のローンでも認めることが出来るようになる。

しかし右の事情は、利子と利潤の「直接的な」結び付きを否定するものではあっても、「両者の間に存在する連結環それ自体を全く否定するものではないと、ヴィクセルは考えている。「疑いなく、それらの間には何らかの連結環が存在しているが、この結び付きの特有の性格とその程度とは、定義することがそれ程容易ではないのである。⁽³¹⁾」と問題の困難さを示しながらも、「私見では、正確に（言えば）、それら（利子と利潤）の相違によって引き起こされるであろう物価に対するその効果を除いては、そのような連結環は何ら存在しない。」と結論を出している。利潤率に比べて利子率が低い場合には、価格が上昇するであろう。その時には、より多くのソヴァリン貨や銀行券がトレードの為に必要とされ、銀行の準備金が減少することになる。銀行は利子率の引き上げを迫られる。利潤率に比べて利子率が高い場合には逆の事態が生じる。

このようにしてヴィクセルは、先に掲げた命題を擁護する。更に彼は「私の命題のより直接的な証明が必要」であるとして、次のような説明を加えている。もしもある商人が三ヵ月物の（為替）手形又は約束手形と交換

に、その財貨を四百ポンドで販売したとする。そしてその商人はその手形を、直ちに銀行又は手形ブローカーに持ち込んで、年率四％の割引率で割引いてもらうとする。その時この商人は、その財貨の現金価格の九九％を受け取ったことになる。⁽³³⁾この時、もしも利子率が年率四％から三％に変化して、銀行が新しい利子率で手形を引き取ったとすれば、この商人の財貨の価格は、たとえ一％の四分の一に過ぎないとしても、上昇したことになる。この利子率の低下は、商人に特別利潤をもたらしたことになるが、ヴィクセルは、競争によって商人がその利潤の一部を財貨の購入者に譲渡させられる（値下げを迫られる）可能性のあることを示している。そして右のような短期の場合に比べて、より長期の信用が関係する場合には、価格の直接的な上昇が、より大きなものであるかもしれないことを指摘している。すなわち手形の割引率が低下するならば、長期のローンに対する利子率も低下する。従って建設会社や鉄道会社等は、従来の五％に代わって、たとえば四％の利子率で長期の資金を調達することが出来る。従来通りの利子額を払い続けると仮定すれば、これらの会社は、利子率の低下によって以前よりも二五％増しの資金を調達して、これを賃金や原材料費として支出することが出来る。競争が、そのような支出の増額を強制し、物価を押し上げる。

利子と利潤とが物価の変動を介して、間接的に結び付いていることを、ヴィクセルは右の様に説明しているが、しかし彼の先の命題が示している通り、そのような三者の連関を明らかにすることにのみ、ヴィクセルの狙いがあるのではなかった。むしろ「私（ヴィクセル……引用者）が貴方々に特別に注意して頂きたい基本的な点」というのは、利子率とその正常の率（normal rate）、すなわち実物資本の限界生産性と一致する率よりも低い位置にある限り、価格の上昇の動きは「決して停止することが出来ない」ということであった。⁽³⁴⁾銀行利子率がその正常の高さ（normal height）に迄上昇するならば、物価は現存水準に維持されるが、銀行利子率が平均

利潤を上回る水準に達すれば、物価水準は停止することなく下落を続ける。ここではまた、ヴィクセルが「利率の正常の率ないし高さ」、「実物資本の限界生産性と一致する率」、「平均利潤」といった諸用語を、いずれも同義のものとして使用していることにも留意しておかねばならない。更に、ヴィクセルによる次の様な叙述を、先に検討したホートリーの所説と比べてみれば、両者の変動論には明らかな相違のあることが看取されるであろう。すなわち、「丁度、電極間の電圧の差が残っている限り、電気の流れが決して止まることが無いのと同じ様に、二つのレート間の相違が残存していれば、物価の運動は決して停止することが出来ない⁽³⁵⁾。」ヴィクセルの場合には、銀行利率と利潤率との乖離によってスイッチが入り、乖離の仕方によって特定の方角に作動する電気仕掛けの装置のような経済像がイメージされている。ホートリーの場合には、両レート間の乖離の仕方が変わって、運動の方角が変わっても、旧来の方角へいわば慣性的に動こうとする硬直的な賃金・物価という要因を抱え込んだより錯綜した経済像がイメージされていた。

ヴィクセルはまた、自己の主張が貨幣市場に関して生起する諸事実と極めて良く合致するものであることを自覚していた。というよりも、むしろ彼は低い利率が物価を上昇させ、高い利率が物価を低下させるといふ主張は、新味のないものであるとさえ述べている。それにもかかわらず、彼が右のような理論を積極的に展開することになった契機としては、勿論それが事実を説明する真正の理論であるということの他に、次のような事情が存在した。その一つは、ヴィクセルによれば、トマス・トウク及び初期のリカードでさえ、低い利率は、生産要素の一つを安価にすることによって価格を低下させる。反対に高い利率は価格を引き上げるであろうと考えていたということである。ヴィクセルはこの議論を、他の生産諸要素の報酬（価格）がそのような状況の下で、一定に止まるといふ正当化し難い事態を仮定した見せかけの議論であると批判しているが、重

要な点は、そのような議論から導かれる銀行政策は、現実の政策とは正反対のものとなるということであった。つまり銀行は、物価水準が上昇して自らの準備金が減少する際に、その原因が高い利子率にあると考えるならば、利子率を引き下げることになる。逆の場合には、利子率を引き上げることになる。ヴィクセルの主張は、このような現実に反する理論の一掃に役立つ筈であった。

もう一つの事情としては、低い利子率が物価を上昇させ、高い利子率が物価を低下させるというヴィクセル流の主張は、現実を反映したものであるとは言いがたも、統計的事実に立脚する反対論に絶えず直面してきていたのである。ヴィクセルはその例として Sauerbeck の業績を取り上げ、それによれば、高物価が低利子率と対応してはいないこと、またその逆も同様であることを確認している。より明確に言えば、Sauerbeck による統計的な検討によって、利子と物価は非常にしばしば騰落を共にしていることが示されたのである。そのことは、ヴィクセルにとって一見したところでは深刻な反対論であったと思われるが、しかしヴィクセルは、「それは、我々が貨幣に対する利潤との必然的な結び付きに注目するや否や、我々の理論の積極的な支持論に転じる」と述べている。⁽³⁶⁾ すなわち彼によれば、銀行利子率の高低は、それ自身としてではなく、利潤率との相対的な関係によってのみ判断されねばならない。そしてこの利潤率が好況時には高く、不況時には低い。貨幣に対する利子率も、景気の状態に応じて利潤率と同様に化する。但し利子率の変化の仕方は、景気や利潤の動きに直ちに反応するのではなく、またそれらの動きをリードするわけでもない。銀行利子率は、その利潤率との乖離によって生ずる物価の変動がもたらす銀行準備金の増減によって上下することになるから、利潤率の動きを後から追いかける形になる。従って先のヴィクセルの譬えを用いれば、利子率の水準は高くても、物価を押し上げる方向での「電極間の電圧の差」は残っていることになる。貨幣に対する利子率の絶対的な水準とは区

別されねばならないのであって、このことが「上述の反対論に対する適切な回答」⁽³⁷⁾となる。

ヴィクセルは自己の理論を以上の様に展開した後、それが実際の経済社会の中でどのような意義を持ち得るかを考える。具体的に言えば、貨幣を取扱う主要な諸機関はどの程度物価を規制することが出来るかという問題に対して、ヴィクセルの理論はどのように答えることが出来るのであろうか。彼によれば、単独の銀行が市場の状態によって規定された水準を離れてその利子率を設定することは出来ない。その利子率が、市場利子率よりも高ければ銀行としての業務を失い、反対に低ければ支払準備金の急減に見舞われて、物価水準を規制することは出来なくなる。単一国の全ての銀行が共同して行動すれば、個々の銀行にとっての右の制約は取り除かれ、当該国の物価水準を銀行が規制することが可能になる。しかし、そのような規制の有効性も短期間に限定される。長期的な観点からは、国際的な経済関係を捨象することが出来なくなるからである。利子率が、国際的に見て高過ぎるか低過ぎる場合、当該国の貿易収支がその影響を受けて、国際的な金の流出入が惹起される。それによって当該国の銀行利子率は、世界の貨幣市場の状態に適合するように変更されることを余儀なくされる。従って、個別の銀行は勿論であるが、一国の全銀行であっても、それ自体としては自国の物価水準を十分に規制出来るとは言えない。けれども、世界の全ての指導的な銀行が同一の方針に従って行動するとすれば、国際的な貨幣移動から生じる右の妨害を排除することが出来る。すなわち、共同歩調をとる世界的な銀行群を考える場合に、銀行の物価に対する規制力は最も大きくなると、ヴィクセルは主張するのである。

同時に彼は、その場合にもなお銀行の規制力に限界があることを指摘せざるを得なかった。銀行の利子率は、物価に作用する諸要素のうちの一つに過ぎないからであった。「他の要素は、金属貨幣それ自身の量であり、とりわけ我々の時代には、金の供給(量)である、そして金自身が価値の尺度に止まる限り、長期的には、明らか

にこの要素が、優位を占めるであろう。⁽³⁸⁾」金の生産額が減少すれば、銀行券に対する法的規制が緩和されたとしても、産業目的の為の金需要が金の貯蔵量を減少させる。それは、金価格の引き上げ、従って平均的な価格水準の低下によってのみ、抑制されることが可能となる。ヴィクセルは、この逆のケースである貨幣供給の過剰を、当時においては発生の可能性がより大きい場合と見なしている。そしてそれによって惹起される物価の上昇は、金の自由鑄造が行われている限り、それに対する有効な対処法を持たない、と述べている。

ヴィクセルは、利子と利潤は価格水準を介して間接的に結び付いているとした。論文の冒頭に掲げられた彼の命題は、そのような三者の関係を前提としていた。その命題は、同時に物価の安定条件をも示していた。物価に対して、長期的には利子率よりもより大きな影響力を認められた右の要因は、先の命題に対してどのような意味を持つのであろうか。ヴィクセルによれば、先の命題は経験によって直接に証明されることが出来ない抽象的な性格のものである。他の事柄が一定であるという命題の前提自体が、金の供給量の変動という要因となじまない。この要因は、ヴィクセルの非現実的な命題が、実際の経済社会に対してどのような意義を持ち得るか、という問題の追及に際して、彼が導入したものであった。二つの議論のレヴェルを区別しておくことが必要であろう。金の生産額が減少した場合には、諸銀行が暫くの間、その利子率を引き下げて物価の動きに対抗していたとしても、やがて物価は下落するという、抽象的な命題からは導かれない事態が敢えて言及されているのはその為であろう。この点は、ヴィクセルの議論事態の特徴を示すだけではなく、ホートリーの議論の展開との相違を示すという意味においても重要である。これ迄に見た通り、ホートリーの景気変動論の議論は、貨幣ストックないし法貨量の変動を出発点としており、銀行の準備金ないし利子率は、それに従属して変化するという議論の方法が採られていた。ホートリーは「単純化されたモデルから出発して、単純化の為の仮定を

次々と外していくという叙述の方法」を標榜していたが、ヴィクセルの利子論の基準から言えば、現実的なレヴェルの變動論であると言えよう。

ヴィクセルは、金の供給量の變動が物価に対して影響を与えることは疑いないとしても、それがどのようにして物価に影響を与えるのかを厳密に叙述することは容易なことではないと、述べている。新産金が大量に銀行の許に集まり、銀行の貸付可能資金を増大させたとすれば、利子率の下落を惹起することになる。しかしそのことが十分に真実であると言えるのは、新産金の全体が、貸付目的の為の資本として、その所有者達によって銀行に預金される場合であると、ヴィクセルは注記している。すなわちヴィクセルは、多くの場合、金はスウェーデンに貸付資本としてではなくて、金生産諸国の輸入品の為の支払代金として入ってくるものと考えている。従って、もしそうであるとすれば、新産金の物価に対する作用はより間接的なものであり、利子率に対する効果は非常に僅かなものでしかない。ヴィクセルは述べている。更に彼は、金生産国からの需要の増大が、金の到着に先行して、商品価格を上昇させる可能性を指摘した。その場合には、新たに必要とされる交換媒介物が信用通貨によって供給されることになる。銀行利子率は下落するのではなくて、当初から上昇し始めることさえあり得ることになる。いずれのコースを辿るとしても、金供給量の増大は、利潤の増大を生み出して、窮極的には利子率を上昇させる効果を持つ。このようにしてヴィクセルは、先述の通り、金が価値の尺度であり、金の自由鑄造が行われている限り、金の供給量の變動は、銀行利子率の攪乱要因となり、銀行の物価に対する規制力を弱めていると考えた。

従ってヴィクセルは、銀と同様に、金の自由鑄造を停止して、銀行信用通貨を価値の尺度とすることを、合理的な貨幣制度へと向かう為の最も基本的な措置であると考えた。もしもそのような措置が採られるならば、

貨幣の価値、従って又貨幣価値の平均水準を安定したものにするという問題は、理論的にもまた実践的にも、或る程度解決可能なものとなる。彼は、その場合に、時として提案されるような世界全体の為の中央発券銀行という多少とも幻想的な計画の中に、その解決の手段を求める必要はないと述べている。すなわち、問題解決の手段は「単純に、物価が低下しつつある時には銀行利子率を引き下げ、そして物価が上昇しつつある時には銀行利子率を引き上げるという一般的な銀行利子率の適切な操作の中に、求められる必要がある⁽³⁹⁾」ヴィクセルによる金本位制廃止の提案である。金本位制の下では、金の供給量の変動が、銀行の利子率操作を上回る影響力を、物価水準の上に及ぼす。そのような影響力を排除して、論文冒頭の抽象的な命題が、現実の経済社会の中でも、妥当性を持ち得るようになるための提案であった。各国民経済は、銀行利子率が物価安定の為に有効に機能する条件を整えることになる。しかもヴィクセルは、このような制度が決して不自然なもの、或いは人為的なものではないことを強調している。何故なら銀行利子率の操作は、必ずしも恣意的なものではなく、銀行利子率はヴィクセルが、先に「正常の」水準ないし高さと呼んだものの周辺を振動し、また絶えずそれに向かつて引き寄せられるものだからである。同時にこの「正常の」水準は、実物資本の限界生産性の状態によって規定されている。

結びに代えて——ホートリーとヴィクセル

ホートリーとヴィクセルの変動論の概要を見てきたのであるが、中心となっているそれぞれの利子論の特徴を把握しておくことにしよう。換言すれば、学説史上、既に一定の確固たる位置を与えられているように見えるヴィクセルの考え方に対して、ホートリーのそれはどのような特徴を持っているのであろうか。前節で検討

したヴィクセルの論文に於いては、他の著作に於けるとは異なつて、自然利子率という用語は明示的には使用されていなかった。⁽⁴⁰⁾そこに於いては、自然利子率の水準が、自然利子率それ自体によってではなくて、貨幣利子率の「正常の」水準として示されていた。それは貨幣利子率が示す自然利子率の水準なのであるが、自然利子率自体、或いは「正常」な利子率はヴィクセルによってどの様な内容を持つものとして把握されていたのであろうか。ヴィクセル説の内在的な批判と発展とを試みたとされるG・ミューダールは、それを三つの側面から整理している。「……ヴィクセルに従えば『正常利(子)率』は、(1)、実物資本の技術的限界生産力(即ち「実物」利(子)率または「自然」利(子)率)に等しくなければならず、(2)、貯蓄に対する需要とその供給とを等しくするものでなければならず、最後に、(3)、安定した物価水準(第一次的には消費財の)を保証しなければならぬ。／ヴィクセルは正常利(子)率を示すこれらの三つの標識がすべて同値である——即ち相互に矛盾することがない——と仮定しているのであるが、然し彼はこれを証明し得てはいない。……以下において私はこれらの三者が同一たり得ないこと、ただ第一均衡条件と第二均衡条件とのみがお一致しうること、を証明しようと思ふ。⁽⁴¹⁾」ホートリーとヴィクセルの考え方の相違を見る為に、ここでは特に第一の均衡条件を取り上げよう。貨幣利子率が正常利子率となる均衡水準は、迂回的な生産過程に於ける資本の生産力に関連している。資本と、その限界生産力と、利子との関係は、ヴィクセルによって次の様に規定されていた。「資本とは、貯蓄された労働および貯蓄された土地のことである。利子とは、貯蓄された労働および土地の限界生産力と、現行年度の労働および土地の限界生産力との、差額のことである。⁽⁴²⁾」右の様なヴィクセルの自然利子ないし実物利子の規定に対して、ホートリーは彼自身の自然利子率の内容を次の様に語っていた。「……産業界によって到達された資本化の水準での、資本の現実の労働節約価値を表わす比率があった。年当り節約される労働の、最初の費用として

支出された労働に対するこの比率は、現実使用されているその資本の物理的な特性である、そして完全に安定した貨幣的状况の下では、(この比率は)市場利子率に等しい。それを、便宜上『自然(利子)率』と名付けることが出来る。」(六六頁)ヴィクセルの場合には、貯蓄された一定量の労働と土地である資本の限界生産力が、現行年度の、従って直接的に充用されるこれらの生産諸要素の限界生産力よりも大きい、という点から実物的な自然利子が説明されている。ホートリーの場合には、資本を生産する為に支出された労働量と、資本を用いて生産が行われる際に節約される労働量との比率が、自然利子率であると見做されている。表現の仕方は異なるけれども、迂回生産による生産力の向上に着目している点では、基本的な共通性を認めることが出来る。尤もホートリーが「労働」の節約に資本の特性を求めようとしたのに対して、ヴィクセルは労働の他に土地を生産要素として挙げていた。この点に関連して、ヴィクセルは次の様に述べている。「……われわれは、資本をば、貯蓄された労働および貯蓄された土地の一つの凝集量であってしかも複数の年度を経て蓄積された凝集量である、とみなすことにしたい。土地を加えることは重要である。なぜなら、イギリスの経済学は、資本の一部が貯蓄された土地の諸用役を成分としているという事実を見落したために、終始、苦しみどおしてきたからである。ジョン・ステュアート・ミルはこの事実をきっぱりと否認している。しかしながら、資本のこの部分が他の部分と同じくらい重要なものであることに、疑問の余地はない。精巧さの一段と増した道具や機械は、人間労働によって主として産出されるといってもよいであろう。しかし、家畜、原料、等々は、土地資源がこれらのもののなかに具体化されるという方法によって主として産出される、そのような種類の資本財なのである。」⁽⁴³⁾この様なヴィクセルの考え方に立てば、ホートリーの自然利子論は、既にその基本的な概念規定において、ヴィクセルのそれとは大きな相違点を持つことになる。右の様な意味でのイギリスの経済学者としてヴィ

クセルはJ・S・ミルやジェヴォンズの名前を挙げているわけであるが、ホートリーもまた自国の経済学の伝統の上に立って自説を展開したことになる。

利子を中心とするホートリーとヴィクセルの考え方の相違について、更に若干の点を指摘しておくことにしよう。ホートリーの自然利子率の概念が労働節約効率とでも呼ぶことが出来るのに対して、ヴィクセルの自然ないし実物利子率は二つの生産要因と関連させられていたが、それに加えてヴィクセルは、その「自然的資本利子」について次の様に説明している場合がある。「自然的資本利子は生産の収益性、固定資本と流動資本の存在数量、求職者数量、地力の供給などに依存する。簡単にいえばそれは問題とする国民経済のそのときの経済状態を構成する一切の事情に依存し、またこれらの事情に伴って不断に變動しつつあるのである。」⁽⁴⁴⁾求職者数量は失業労働者数を示し、その増減が賃金を變動させる。同様に地力の供給は地代の動きに関連する。ヴィクセルは賃金の低下又は地代の下落は、自然利子率を高めると述べている。⁽⁴⁵⁾また実物資本あるいは流動資本の輸入の増大によって、国内に於けるそれらの存在数量が増加すれば自然的資本利子率は低下すると述べられている。⁽⁴⁶⁾この様な自然的資本利子率の低下を生じさせる現実資本の蓄積は、同時に「生産の収益性」を増大させるという側面をも持っている。現実資本の資本形成という「産業的進歩」のために企業の「平均的生産力」は増大している筈だからである。または「技術の進歩による労働と自然力の生産力増大」の結果として、自然利子率は高まるであろう。⁽⁴⁷⁾以上の諸要因は、資本の利潤を決定する限界生産性の内容として、先にヴィクセルが述べていた「実物資本の生産性と相対的な豊富さ」ということを説明している。しかし右の引用文は、自然的資本利子が、更に「国民経済のそのときの経済状態を構成する一切の事情」に関わっており、その為にこれらの事情の變更に応じて常に變動しつつあることを指摘していた。ヴィクセルが、自然利子率についてこのように常時

変動するものであるという側面を強調したことは、ホートリーの考え方に対する大きな特徴となっているように思われる。すなわちホートリーは、均衡状態から新しい均衡状態に移る調整期間中に、価格変動に応じて市場利子率の変動は生じるが、自然利子率は、調整期間中にも、またその両端をなす新旧の均衡が達成されている時にも、変化しないという形で、議論を展開していた。⁽⁴⁸⁾（四四～四五頁）ホートリーにとって自然利子率とは、資本の物理的な特性としての労働節約率を示すものであったからである。尤もそうであるとすれば、それは価格変動などの影響を受けにくいものではあっても、生産技術の革新などの影響は強く受けるものと考えられる。ところが『好況と不況』に於いてはこの点への言及が極めて消極的にしか行われていないのである。確かに「完全に安定した」「景気変動を有しない」社会の一条件として「有らゆる嗜好、需要、工程（processes）が不変であること」が挙げられていた（三四頁、強調は引用者）。従ってホートリーにとって製造工程の革新などは、変動を惹起する要因として認識されていた筈であり、とりわけ自然利子率との関連に於いて一つの重要な要因であった筈である。しかしホートリーは、富、人口、慣習、嗜好、「生産方法（productive methods）」（一一頁）などを対象として「社会的及び経済的諸変化」を論じた章の中でも、結局、次の様に述べていたのである。「富と人口との着実な増加というこれらの現象の他にも、経済的变化の数え切れないほどの他の諸要因が存在する。……これらは、大体において詳細に考察される必要はない。」（一二五頁）この様にして『好況と不況』に於いてホートリーが変動を論ずる場合には、事実上、生産の技術的条件は一定と想定されているようである。従って、資本の技術的性質を強く反映する彼の自然利子率⁽⁴⁹⁾は、極めて安定したものとして取り扱われているのである。それに対してヴィクセルは、技術進歩によって生産性が上昇する場合を明示的に取り上げて問題としており、それに関する「ヴィクセルの説明には、シュンペーターの経済発展論を想起させるものがある」とも

評されている⁽⁵⁰⁾。しかし前稿に於いて触れた通り、ホートリーの景気変動論の緊急の課題は、景気変動と、当面する失業との関連を究明することであった。その意味では、技術進歩の停滞は究明の対象となる経済社会の特徴としてふさわしいものであったのかもしれない。

ヴィクセルの利子論について指摘される他の論点は、自然利子率と利潤率との区別が不分明であることであつた。「かくて、ヴィクセルが、かなり明白に、貨幣のない経済にあらわれる自然利子率に、貨幣経済において計算された利潤率を代用する意図があつたとしても……⁽⁵¹⁾」先に検討したヴィクセルの論文に於いても、銀行の貸付利子と、それを長期的に規制する資本の利潤との直接的な結び付きは否定された。しかし資本の利潤と、それを決定する資本の限界生産性との関係については、それに相当する考察は行われなかった。自然利子率と貨幣利子率の比較が問題でありながら、実際には利潤率と貨幣利子率とが比較されていた。そのようにならざるを得ないのは、ヴィクセルの自然利子率には、貨幣利子率との比較の為にそれを実際に測定しようとする次の様な困難が伴つたからであつた。すなわち貨幣が存在しない実物経済に於いて実物利子率を測定することが出来るのは、たとえば地力と労働力は無償であると仮定した場合の或る穀物の播種量と収穫量のように、投入された資本とその生産物とが、同質のものである場合に限られる。同一の実物単位によって実物利子率を測定することは一般的には困難であるから、自然利子率と貨幣利子率とを直接に比較することも困難になる。貨幣という共通単位を導入して求められる利潤率が、自然利子率に代って用いられることになる。従つてヴィクセルの場合、貨幣利子率との比較に際して、自然利子率と利潤率とを截然と区別することは難しい。それに対してホートリーの場合には、自然利子率と利潤率とが、それぞれに銀行利子率と比較されている。ホートリーが、単純化されたモデルから出発して、単純化の為の仮定を次々と外していくという叙述の方法を採用してい

たことには既に触れているが、この利子率の問題に関して言えば、彼は貨幣の無い実物経済に貨幣を導入して具体化を図るという方法はとっていない。これまで検討してきた様に、ホートリーの主要な関心は、銀行の無い貨幣経済に銀行を導入することに置かれていた。そのことによって別種の留意点が生じるとしても、ヴィクセルの方法に伴う困難は免れている。ヴィクセルの場合には、自然利子率或いはそれを現実に表現する利潤率と、貨幣利子率とが両立し、ホートリーの場合には、上記の三種の利子率が鼎立している。

両者の所説を検討する過程で述べられた通り、経済変動を説明する要因としての利子率の位置付けについても、ホートリーとヴィクセルの間には重要な相違があった。ヴィクセルが利潤率と利子率の乖離から変動を説明するのに対して、ホートリーはそれが二つある変動要因の一つに過ぎないものであることを強調していた。銀行の準備金量の変化は、流通の拡大や収縮に対して、一定のタイム・ラグを伴って発生するというもう一つの事情が、変動の累積的な性格を強めていた。そのことには、購買力の変動に対する賃金の調整の遅れが関わっていた。そしてホートリーの場合には、そのような賃金の硬直的な性格が、失業を生み出す要因ともなっていたのである。強いて対比すれば、同様に自然利子論を基礎、或いは基礎の一つとしながら、ヴィクセルは物価の理論を、ホートリーは失業の理論を展開したとも言えよう。

両者の景気対策論の中には、それぞれの理論的特徴が端的に示されているようである。既述の通りヴィクセルは、金本位制の下では金の供給量の変動が長期的には銀行利子率の動きを上回る影響を及ぼすことを認識していた。従って金本位制を停止すれば、「正常な」銀行利子率が物価の安定をもたらすことを確信していたようである。これに対してホートリーは、銀行業の統制によって景気変動を妨げることが出来るかどうかは、非常に不確定であると述べている（二六五頁）。何故なら国際的な中央銀行間の協調政策が望ましいものであるとし

ても、当時、その影響力を強めつつあった合衆国には、既に見た通り、肝心の中央銀行が存在しないという事情があった。またホートリーには、当時の状況の下では、金を媒介とする国外からの影響を遮断する上で、それがどの様に望ましいものであるとしても、金本位制を廃止することは不可能であると思われたからであった。その代りに彼は、自己の変動理論の教えるところに従って、たとえばスライディング・スケール制のように、貨幣価値の変動に遅れないように賃金を調整することによって、景気変動を克服する可能性を探っている（二六五～七頁）。

ホートリーが、彼の言うスタグネーションが発生した場合の銀行利子率操作の有効性に疑問を呈したことも、ヴィクセルとの比較に於いて逸することの出来ない論点であろう。

以上、利子論を中心としながら、またその周辺領域をも取り上げながら、最初に、ホートリーの貨幣的景気変動論の具体化を検討し、その後、ヴィクセル理論の基本的な論点について学んだ。最後に、冒頭に設定した課題に従って、両者の主張の比較を試みた。その結果、ホートリーの利子論には、利子の概念規定、存在形態、機能、理論体系中の位置付け、景気対策等の諸論点について、ヴィクセルのそれとは異なる特徴が見られることが明らかとなった。しかしヴィクセルとの関係は、ホートリー経済学の生成を巡る諸問題の中の一論点に過ぎず、利子論に限定してもなお検討を要する問題が残されている。

注

(1) 拙稿『『好況と不況』の分析視角について——R・G・ホートリーの貨幣的経済論(二)——』、『商経論叢』第二十九卷第三号、一九九四年二月。

(2) 前掲拙稿、一一二～四頁。

- (3) 以上の出典等の詳細は、前掲拙稿、同上頁、を参照。
- (4) R.G.Hawtrey, *Good and Bad Trade—An Inquiry into the Causes of Trade Fluctuations*—, First Edition 1913, Constable & Company, Reprinted 1962, 1970 by Augustus M. Kelly Publishers, Reprints of Economic Classics [with a new Foreword by the Author 1961], p. 71. 以下に於いて同書の該当頁の指定に際しては、括弧の中にその頁数のみを記しておく。
- (5) 拙稿「R・G・ホートリーの貨幣的経済論(一)」、『商経論叢』、第二七巻第四号、一九九二年三月、二〇一七頁。
- (6) 拙稿『好況と不況』の分析視角について——R・G・ホートリーの貨幣的経済論(二)——、前掲、一一三頁、参照。
- (7) ホートリーの生産費論については前掲拙稿『好況と不況』の分析視角について、九三―六頁を参照されたい。
- (8) 勿論、為替相場は二国間で取引される諸商品によってのみ影響を受けるのであるから、上記の引用文は近似的にのみ正しい。(九三頁)
- (9) 拙稿『好況と不況』の分析視角について、前掲、一一五頁、参照。
- (10) 「もしも読者が具体的な例を望まれるとすれば、金が溶解されて、人々が礼拝する子牛に作られたと仮定することが出来る。」(一〇三頁)
- (11) しかしその場合でも、輸出産業の衰退によって次の様な事態が生じることが指摘されている。①資本蓄積は停滞する。②国内の生産資源は、(恐らく)以前よりも低利潤で利用される。③当該国の外国貿易量は(恐らく)恒久的に減少し、外国為替相場も同様に变化する(一三三―四頁)。
- (12) ホートリーは重要な産業が崩壊した場合には、一般的な信用状態がショックを受ける可能性を認めている。企業の破産が生じれば、その産業を相手とする金融に特化していた諸銀行は、回収不能の債権を抱え込む。またその産業に重大な利害関係を持つ諸企業は、銀行から借入れることが困難となる。いずれも信用貨幣量の削減を生み出す。「それは、それと共に、不況と、恐らくは更に恐慌の全現象をもたらすであろう。」(一三四頁)
- (13) 従ってホートリーによれば、金の流出は二つの原因から生じている。一つは、外国からの需要の減少に伴う帽子産業における資本と労働の部分的な遊休と、それを反映した生産額従って又国民所得の減少に対応した流出である。他の一つは、輸出品としては帽子に劣る生産性しか持たない商品を輸出して貿易収支の均衡を図らなければならない

ために、より一層の価格や生産費用の低下を実現するための流出である（一二三八頁）。

- (14) ホートリーは、飢饉が、世界経済から見れば地域的である共同体の全体に大きな影響を及ぼすことを認めているが、世界的な規模で飢饉が発生することはまずないであろう、と考えている。生活必需品の生産は世界中に非常に広く分散して行われているからである（一二四二頁）。

- (15) ホートリーは「最近の石炭ストライキ」を取り上げ、それによってこの国の重大な産業部門が殆ど完全に麻痺させられたこと、それにもかかわらず石炭の供給に直接に依存した事業を除けば、その影響は予想外に僅かであったこと、そしてストライキが終った時、景気の回復は顕著であったことを指摘している（一四六頁）。

- (16) ホートリーのディーラー概念については、拙稿「R・G・ホートリーの貨幣的経済論（一）」、前掲、五一頁、参照。

- (17) 両者は同じ一九一三年の出来事であり、連邦準備法が公布されたのは同年の十二月二十三日であった。

- (18) 「健全な銀行業が、法律によって定められた規則や公式によって確立されることは不可能である。裁量権を行使する何らかの責任ある当局無しには、過去多年にわたって合衆国貨幣市場の特徴となってきたような常軌を逸した行為は、絶対に避けられないのである。」（一九七頁、強調は原著者）

- (19) また「……数千の銀行に現金準備を分散することは、（合衆国の制度の）重大な弱さの原因である。」とも述べられている。（一二二頁）イギリスにおけるこの点の議論については、拙稿「シティとカンリフ委員会—金準備問題を中心に—」、拙著『イギリス再建金本位制の研究』、新評論、一九八六年、第五章、を参照。

- (20) 拙稿「『好況と不況』の分析視角について」、前掲、一一四頁。

- (21) Knut Wicksell, 'The Influence of the Rate of Interest on Prices', *The Economic Journal*, June, 1907.

- (22) Joan Gustaf Knut Wicksell; *Geldzins und Güterpreise. Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen*, Jena, 1898. 北野熊喜男・服部新一訳／北野熊喜男改訳、『利子と物価』日本経済評論社、一九八四年。Joan Gustaf Knut Wicksell, *Föreläsningar i nationalekonomi. I. Teoretisk nationalekonomi. I : 1. Teoretisk nationalekonomi*, Lund, 1901. I : 2. *Om penningar och kredit*, Stockholm (tr. i Lund), 1906. 橋本比登志訳『経済学講義 I』、日本経済評論社、一九八四年、（スウェーデン語の原書名は、上記邦訳書から転載。）上記の邦訳書は英語版を底本としている重訳書であるが、同様にドイツ語版を底本とする邦訳書として下記がある。堀経夫・三谷友吉共訳『国民経済学講義（理論の部第一巻、理論の部第二巻（貨幣・信用））』、経済図書株式会社、昭和十八年（訂

正再版)。

- (23) J・マルシャル、J・ルカイヨン著、菱山泉訳、『貨幣的分析の基礎—ヴィクセルからケインズまで—』、ミネルヴァ書房、昭和五三年、一〇頁。
- (24) Knut Wicksell, 'The Influence of the Rate of Interest on Prices', *op. cit.*, p. 213.
- (25) 因にホートリーの議論は、既述の通り、銀行利率率の変動を招来する法貨量の増減から始まっていた。
- (26) *Ibid.*, p. 214. 強調は原著者。以下に於いては限界生産力という訳語が用いられている場合もある。複数の生産要素を使って行われる生産は、 $y = f(x_1, x_2, \dots, x_n)$ という生産関数で表わされ、 y は生産物の産出量を、 x_i は生産要素の投入量を示す。企業の利潤を R 、 P を生産物の価格、 q_i を生産要素の価格とすると、 $R = P - \sum_{i=1}^n q_i x_i$ が成り立つ。利潤を求めて行動する企業は、各生産要素の限界生産物の価値がその生産要素の価格に等しくなるまでその生産要素を購入するから、 $P \times \partial y / \partial x_i = q_i$ という関係が成り立つ。この式の偏導関数が、生産者の立場から見た生産要素の限界生産性を示していることは、周知の通りである。(伊賀隆「所得分配」、大阪市立大学経済研究所編『経済学辞典(第二版)』、岩波書店、一九七九年)但し、現実資本の限界生産性を考える場合、ホートリーとヴィクセルの間には、資本自身を生み出す本源的な生産要素に関する考え方について、後述の様な相違が存在することに、留意されねばならない。また一九一三年段階のホートリーは、自然利率率の基礎となるべき概念を、資本を生産する為に支出された労働量と、資本を用いて生産が行われる際に節約される労働量との比率として定義しており、一見したところでは、限界ではなく平均の概念に拠っている様にも思われる表現の方法をとっている。しかし、たとえば彼の後年の著作である *Income and Money*, Longmans, 1967, p. 21. に於いては、「資本設備の限界労働節約効率(力)」(the marginal labour-saving efficacy of capital equipment) という表現がなされている。
- (27~29) Knut Wicksell, *op. cit.*, p. 214.
- (30) *Ibid.*, pp. 214~5.
- (31) *Ibid.*, p. 214. 強調は原著者。
- (32) *Ibid.*, p. 215. 強調は原著者。
- (33) 原文では九九「ポンド」であるが、「%」の誤植であろう。 *ibid.*, p. 215.
- (34~35) *Ibid.*, p. 216. 強調は原著者。

- (36) *Ibid.*, pp. 216 ~ 7.
- (37) *Ibid.*, p. 217.
- (38) *Ibid.*, p. 218.
- (39) *Ibid.*, p. 219.
- (40) 「一九〇七年の『エコノミック・ジャーナル』の論文において、ヴィクセルは、自然利子率という表現を使うことを差しひかえ、そこではもう、正常利子率についてしか語っていない。正常利子率とは、「投下された資本について実現された利潤—それ自体は、実物資本の生産性と相対的な豊富さとに依存する、あるいはまた、現代の経済学の用語にしたがうと、実物資本の限界生産性に依存する—の」率として定義されるのである。ノオリーンが強調しているところによれば、こうした変化は、「貨幣のない経済に現われるような資本の限界生産性」と同一視された自然利子率の概念を不毛なものとみなす一群の経済学者のすべてに対して、分析を受け入れ易くしようとするものである。」J・マルシャル、J・ルカイヨン、前掲、三七頁。
- (41) 傍島省三訳『ミルダル・貨幣的均衡論』、實業の日本社、一九四三年、四六頁。但し、この訳書の文体は、読み易くするために改められている。
- (42) ヴィクセル著、橋本比登志訳『経済学講義Ⅰ』、前掲、二九四頁。
- (43) 同上、二八九〜二九〇頁、また他の書物では次の様に述べられている。「……資本はその「自由な、投下されていない形態」では、ただ労働者がそれによって自己の消費をまかなっていく生計資料 (Unterhaltsmittel) だけから成り立っているのではなく、さらにまた他のいろいろな生産力の所有者、とりわけ土地所有者がそれによってその消費をまかなう生計資料からも成り立っているのである。資本はその本質上ただの「賃金基金」であるのではなく、さらに「賃金と地代基金」であるわけである。ノジェヴォンズがこれを見すごしたことは、たしかに英国経済学者の伝統的なしかし誤った観念すなわち地代は「資本家の前払い部分を形成するものではない」(ミル) という観念と連絡をもつものである。」ヴィクセル著、北野熊喜男改訳『利子と物価』、前掲、一五〇〜一五一頁。
- (44) 同上、一三〇頁。
- (45) 同上、一七〇頁。
- (46) 同上、一三八、一九四頁。

(47) 同上、一七〇、一八一頁。

(48) 拙稿『『好況と不況』の分析視角について』、前掲、一〇一頁を参照。

(49) ホートリーは、自然利子を直接的にはそのような側面から規定しているのであるが、市場利子率が自然利子率に一致して、ヴィクセルの言う正常利子率が成立した場合、貯蓄と投資の均等や物価の安定が実現するといった諸側面を看過しているわけではない。それらは景気変動のない安定した社会の諸条件（三四頁）という形で間接的に示されている。

(50) 岡田元浩「ヴィクセルの物価と利子をめぐる論争」、『経済学論叢』（同志社大学）、四一卷二号、一九八九年九月、二〇頁。本文に於いて問題となっているのは自然利子率の変動であるが、この自然利子率に向かって貨幣利子率が収束していく場合についてのヴィクセルの考え方の特徴については、菱山泉『スラッファ経済学の現代的評価』、京都大学学術出版会、一九九三年十月、三五頁以下を参照。

(51) J・マルシャル、J・ルカイヨン、菱山泉訳『貨幣的分析の基礎』、前掲、三八頁。また『ミルダル・貨幣的均衡論』、前掲、解説十頁、参照。