

「安定化」とその批判： 1920年代貨幣景気循環論発展史の一側面*

若田部昌澄

早稲田大学政治経済学部

I. 序論：運動としての安定化論

1920年代の貨幣景気循環論は「安定化 (stabilisation)」とそれに対する批判として整理できるというのが本報告の仮説である。

安定化論に注目する意義は三つある。第一に、「安定化」という概念への着目は最近の大戦間期貨幣・景気循環理論研究が明らかにする大恐慌までの多様な経済思潮を整理するのに役立つ (Laidler 1999; Dimand 2003 に研究展望がある)。当時「安定化」は論争的な概念であり、多くの批判を受けた。批判に答える形で安定化論者たち (G・カッセル、J・M・ケインズ、R・G・ホートリー、J・R・ベラビー、I・フィッシャー、C・スナイダーら) は自らの議論を鍛えていった。また、一つの思想運動として彼らは積極的にその主張を広める努力を行った (安定貨幣連盟など)。¹ 第二に、この時代は政治経済社会の大変動期であり、安定化論とそれに対する批判がこの時代から引き出した教訓が異なることは経済学と経済の関連を理解する上で興味深い。第三に、この時代の安定化論を理解することは大恐慌、第二次世界大戦を経て成立する「マクロ経済学」の特徴を理解するためにも重要である。

本報告の構成は以下の通りである。第 II 節では安定化論とその批判について整理する。安定化論が貨幣の実物経済への効果について留意したのに対して、その批判は実物的景気循環論に基づき貨幣の影響を軽視ないしは無視した。第 III 節では理論的發展と現実経済の動向との関連に留意する。大戦後の経済を理解する鍵は金本位制の再建である。ここではそれと 20 年代の FRB による金融政策運営をとりあげ、安定化論者とその批判者がこれらの経験をいかに解釈し、教訓を引き出したかを論じる。第 IV 節は要約である。

* 本報告の基となる研究に対しては、日本学術振興会 (科学研究費基盤研究(C)(2)課題番号 15530127)、日本経済研究奨励財団 (研究課題:「1930 年代大恐慌期における経済政策と経済学者の役割」)、早稲田大学 (特定課題研究費課題番号 2003B - 002) から貴重な資金援助を受けた。記して感謝したい。Robert Dimand, Deidre McCloskey との議論も参考になった。本報告は、Wakatabe 2005 の一部をなす。E-mail: wakatabe@waseda.jp

¹ 「安定化」論を一つの思想運動として理解する視点は当時の文献からも明らかである。たとえば安定化運動の推進者フィッシャーによる整理 (Fisher 1934) や同時代の批判的検討 (Lawrence 1928) がある。

II. 安定化論者とその論敵たち

最初に安定化の正確な意味を明らかにする必要がある。安定化論者たちは経済の安定化は望ましいものでありかつ可能であると考えた。この場合、安定化の一次目標は物価水準であるが、その主たる目標は生産と雇用の安定化である。とくに安定化論者は失業問題に関心を払った。ホートリーは「景気循環はきわめて深刻な害悪の源である。そのうち最も深刻なのは失業という伝染病の発生である」と述べた (Hawtrey 1927, 82)。しかし、国内経済の物価安定化 (対内均衡) は為替レート安定化 (対外均衡) と衝突するものであった (いわゆる「不整合な三角形」)。国内経済の安定化を重視する論者が金本位制の批判に向かったのは当然であった。

安定化論の理論的基礎は絶えず進化する研究プログラムであった。そこには二つの潮流があった。第一に「マクロ経済学」に当時最も近い存在であったのは貨幣数量説であった。第二にヴィクセル以降の世界においては、さまざまな貯蓄 投資理論が開発されていた。第一の潮流の代表はフィッシャーであり、第二のそれを代表するのはホートリーであった。通貨のみを貨幣とみなすフィッシャーに対し、ホートリーは信用を重視した。フィッシャーが貨幣数量説を発展させたのに対し、ホートリーは厳密な比例説としての貨幣数量説を批判しながらも基礎理論としての貨幣数量説には一定の意義を認めていた。

彼らの主たる関心は貨幣の謎であった。「貨幣は富ではないにも関わらず、経済組織においてもっとも重要な要素の一つである」 (Hawtrey 1913, 5)。この関心から彼らは貨幣数量説を (ときとして批判的に) 発展させ、貨幣的景気循環理論を構築しようと試みた。フィッシャーは「移行期」、「ドルのダンス」としての景気循環について議論し、また失業と物価変動の間に統計的関係を見出した (Fisher 1926。後のフィリップス曲線の先駆)。同様の関係はベラビーも発見した (Bellerby 1923)。彼らは「先を見る」政策の重要性を強調し (Hawtrey 1926, 105; Keynes 1923, 148) 特に関心はデフレーションが累積的に不況をもたらす危険性をいち早く指摘していた (Hawtrey 1913)。貨幣経済学者として出発したケインズは『貨幣改革論』では先物為替の理論、カバー付利子パリティ、インフレーション税について新しい知見をもたらした。『貨幣論』はロバートソンらの批判にこたえようとした野心的な著作であり、安定化論の総決算とでもいうべき著作である。ケインズは、比較静学を考えるとときには貨幣数量説でよいと考えながらも、均衡から均衡への過程を問題にするときには不十分であると考えた (Keynes 1930, xvii)。その第 II 巻は準備 reserves の役割をはじめと認識し、公開市場操作を大きく取り上げている。けれどもこの著作は「好況と不況」について語っていたものの、景気循環理論の構築にはいたっていない。その作業は主としてホートリーが試みることになる。

安定化論の主たる政策手段は金融政策であった。もちろん、さらに具体的な手段については意見の相違がみられた。たとえばホートリーは短期利子率を操作する金利政策、アメリカの安定化論者は公開市場操作に期待をかけていた。けれども 1920 年代の FRB の金融政策の発達をうけて、ホートリーもケインズも公開市場操作に注目するようになる。反面、財政政策はせいぜいのところ副次的な役割しか割り当てられなかった。

当時の学界状況からすると、安定化論者は少数派であったといっていよう。それは何よりもフィッシャーの位置に象徴されている。²けれども Deutscher 1990 が明らかにしたように安定化論者の引用件数は群を抜いていたし、安定化論者の存在は批判者にとって明確な論敵として意識されていた (Lawrence 1928)。「安定化」の批判者には、D・H・ロバートソン、金融論の専門家 (E・キャンナン、T・E・グレゴリー、B・M・アンダーソン Jr.、L・エディー、E・ケメラー)、オーストリア学派 (F・A・ハイエク、L・ロビンズ、J・A・シュンペーター) がいた。

批判者たちの理論的根拠はさまざまであった。ロバートソンやオーストリア学派が経済主体の異時点間の選択に基づく、いわばミクロ的基礎を伴った実物的景気循環論を展開した (ロバートソン、シュンペーターが技術革新を変動の中心にすえた一方で、ハイエク、ロビンズらは投資期待錯誤を中心とした) のに対して、金融論の専門家たちは真正手形学説に依拠していた。前者の実物的景気循環論は、景気変動を必要、不可欠かつ望ましいと考えており、安定化の発想そのものに抵抗した。またその景気変動の原因診断からして貨幣的要因には懐疑的であり、金融政策による安定化には二重の意味で懐疑的か否定的であった。その一方で実物支出と考えられた財政政策にはより好意的であった。後者はそもそも安定化を不可能と考えており、また金融政策に積極的な役割を見出すことはなかった。

安定化論の思想運動としての側面が良く現れているのは安定貨幣連盟・協会 (Stable Money League、後に Stable Money Association に改称) である。フィッシャーの肝いりで設立されたこの組織は、学界のみならず銀行業界にも支持者を広げ、また国際的に連携しながら各種の講演会、出版活動による啓蒙活動を行った。

III. 経験と教訓：金本位制と FRB の金融政策をめぐって

大戦間期は政治、経済、社会における大きな変動期であった。第一次世界大戦は主要各国の金本位制停止、インフレ、計画経済をもたらした。大戦終了とともに、主要各国は金本位制への復帰を模索し、先陣を切ったアメリカの旧平価復帰 (1919 年) はその後に激

² アメリカではどちらかといえば制度学派が多数を占めていたといえよう。その中にはアリン・ヤングや J・R・コモズのように安定化論に理解を示すものもいた。

しいデフレ不況（1920 - 1 年不況）をもたらす。しかし、このデフレ不況を乗り切った後に、アメリカには繁栄の 20 年代が訪れる。他方中欧諸国ではハイパーインフレーション（1922 - 3 年）が起き、その収束には金本位制への新平価復帰が必要とされた。イギリスは 1925 年 4 月に旧平価復帰を行い、その是非・平価の設定をめぐる論争が起きた。

安定化論者たちは物価安定化を阻害する金本位制そのものに懐疑的であった。ホートリー、フィッシャー、ケインズはそれぞれに金本位制への疑問を呈した。しかしこれらの論者は金本位制を完全に廃止する提案にまでは至らなかった。名目アンカーなき一国中心の管理通貨制度運営に信頼を置くことが出来なかったからである。最も興味深いのはケインズである。彼の場合、1925 年の苛烈なチャーチル批判を境に、金本位制の再離脱はおろか、平価切下げすら提案しなくなった。彼が平価切り下げを提案するのは 1931 年 8 月であった。

他方、安定化の批判者たちは第一次世界大戦以前の歴史に依拠しながら金本位制を擁護した。³その最善の議論は金本位制の規律効果に着目したものだ。金本位制において一時的に物価・生産・雇用の安定化は犠牲にされる。しかし政府・中央銀行の政策の自由度を拘束することで長期的には物価の安定化も図ることができるというのが彼らの議論であった。安定化論者もこの点は理解していた。しかし、ホートリーが指摘したように金本位制の採用・維持は究極的には政府の決断に任されている。金本位制の規律効果の基盤は磐石ではない。この点をさらに進めて、金本位制のもつ規律効果を金本位制なしでいかに実現するかを追及したのがフィッシャーであった。それにしても、規律効果による擁護論は、金本位制の擁護とはなりえても旧平価解禁の擁護ではない。旧平価による金本位制復帰の失敗後、ロビンズ、ハイクら新世代は旧平価復帰の失敗を認め、その上で金本位制擁護論を展開しようとする。

1920 年代を通じて、アメリカ FRB の金融政策運営は貨幣経済学者たちの関心の焦点であった。1913 年の連邦準備制度法で規定された FRB の政策目標に見られる曖昧さはよく知られていた。それは真正手形学説と安定化思想との妥協の産物であった。この曖昧さはニューヨーク連銀総裁ベンジャミン・ストロングが 1923 年から 28 年まで金融政策に大きな影響を及ぼしている間は表面化することはなかった。FRB は公開市場操作を活用するようになり、これを安定化論者は安定化政策の可能性を示しているととらえた。⁴

³ もっとも、第一次世界大戦以前においては金融恐慌や戦争の勃発といった緊急事態においては金本位制からの一時的停止が認められていた。この意味で金本位制は「条件付ルール」であった。当時の金本位制擁護論の興味深い点は、金本位制についての理解が現実以上に「理想化」され、硬直的になったことにある。

⁴ この金融政策転換の背景には 1920 - 21 年のデフレ不況の影響があるという見方もある（Meltzer 2003）。当時の FRB の立場を表したのが 1924 年に発表された著名な『第 10 回年次報告書』である。

けれどもいかに有能であるとはいえ個人の力量に金融政策運営を頼りすぎるのは危険である。このことを理解していたフィッシャーは、FRB に物価安定化を義務付けるべく、1919 - 24 年、26 - 27 年、および 28 年に立法措置を求めて運動した(Fisher 1934; Meltzer 2003)。1928 年には、ストロングもフィッシャーの提案を考慮しはじめる。しかし、FRB 理事とエコノミストたちはほぼ全面的に反対であり、A・ヤングのような中道派中央銀行主義者ですら懐疑的であった。ストロングが 1928 年に急逝したこともありフィッシャーの提案が現実化することはなかった。

他方、反安定化論者たちは FRB に対して批判的であった。その理由はときとして正反対であった。たとえばロバートソンは、FRB は真正手形学説に影響されていると考えていたし、技術進歩によって生産性が向上しているときには、生産性向上の分だけデフレを許容すべきと考えていた。一方でもっとも激しい安定化論批判は真正手形学説の信奉者アンダーソンによるものであった。彼の主たる標的はフィッシャーであった。1921 年には安定化を「完全な悪かつ不健全」(Hepburn and Anderson 1921, 35) と批判した彼は、1920 年代を通じて金融政策の批判者となり、とくに 1927 年秋からの株価高騰を FRB の金融政策がもたらされた投機とみなした。また彼は当時流行していた「新しい時代」(New Era) という概念にもきわめて批判的であった。

IV. 結語：成果と課題

安定化という概念に着目することによって、1920 年代の貨幣・景気循環論は次のように要約することができよう。第一に、安定化の焦点は物価の安定化によって生産、雇用を安定化することにあった。第二に、貨幣の位置と性質は大きな論争的であった。景気循環は貨幣的要因によるものかそれとも実物的要因によるものか。貨幣的景気循環論者は、実物的要因の存在を否定せず、そのような場合でも金融政策による安定化は可能であると考えた。その一方で、実物的要因論者は貨幣的要因を軽視ないし無視したため、金融政策は無効であると考えた。第三に、以上のような理論的相違は当時の歴史的経験をめぐる評価の相違と軌を一にしていた。安定化論者は物価の急激な変動に伴う不況を安定化の望ましさの証拠として、1923 年から 28 年までの FRB の政策を安定化政策の可能性として捉えた。他方、批判者たちは物価の急激な変動を金本位制の必要性和捉え、FRB の政策についてはきわめて批判的であった。またそこでは適切な政策と適切な政策枠組みについての議論が同時に進行していた。

1920 年代を通じて安定化論は発展を遂げていた。とはいえ、安定化論は学界の主流でもなければ多数派でもなかった。安定化論に対する批判は根強く、その批判者たちも理論

的革新を達成し続けていた。この対立を抱えながら、経済学は大恐慌を迎える。

References

- Bellerby, J. R. (1923), *Control of Credit as a Remedy for Unemployment*, London: P.S. King & Son, Ltd.
- Deutscher, Patrick (1990), *R. G. Hawtrey and the Development of Macroeconomics*, Houndsmills, Basingstoke: Macmillan.
- Dimand, Robert W. (2003), "Interwar Monetary and Business Cycle Theory: Macroeconomics before Keynes," in *A Companion to the History of Economic Thought*, edited by Warren J. Samuels, Jeff E. Biddle, John B. Davis, Malden, MA : Blackwell, pp.325-342.
- Fisher, Irving (1926), "A Statistical Relation between Unemployment and Price Changes," *International Labour Review*, Vol.XIII, No.6, pp.785-92. Reprinted in *Works*, 8, pp.47-54.
- (1934), *Stable Money: A History of the Movement*, assisted by Hans R.L. Corhssen, New York: Adelphi Company.
- Hawtrey, R.G. (1913), *Good and Bad Trade*, London: Constable and Co. Reprinted by Augustus M. Kelly, New York in 1962 with Foreward.
- (1926), *Monetary Reconstruction*, Second edition, London: Longmans, Green and Co.
- (1927), *The Gold Standard in Theory and Practice*, London: Longmans, Green and Co.
- Hepburn, J., and B. M. Anderson (1921), "The Gold and Rediscount Policy of the Federal Reserve Banks," *Chase Economic Bulletin*, Vol.1, No.4.
- Keynes, John Maynard (1923), *A Tract on Monetary Reform*, in CW IV.
- (1930), *A Treatise on Money*, in CW V-VI.
- (1971-89), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, edited by E. Johnson and D. E. Moggridge, London: Macmillan. [Abbreviated as CW]
- Laidler, David (1999), *Fabricating the Keynesian Revolution: Studies of the Inter-war Literature on Money, the Cycle, and Unemployment*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Lawrence, Joseph Stagg (1928), *Stabilization of Prices: A Critical Study of the Various Plans Proposed for Stabilization*, New York: Macmillan.
- Meltzer, Allan H. (2003), *A History of the Federal Reserve*, Vol.1, Chicago: University of Chicago Press.
- Wakatabe, M. (2005), "Was the Great Depression the Watershed of Macroeconomics?," Mimeo.