

## 国際通貨制度・外国為替問題とケインズ

——1931年から33年の時期を中心に——

松 川 周 二

### はじめに

1931年3月、ケインズは急激に悪化する国際収支のなか、緊急的、一時的な手段であると断りながらも、収入関税を提案して大きな反響を呼び、厳しい批判や反論をあびる。また金本位制から離れた後は、33年3月に小冊子『繁栄への道』を出版し、雇用乗数の理論にもとづき、各国に同時的な公債支出政策を求めるとともに、金と同価値の金証券の発行を提案し、33年6月に開催されるロンドン世界経済会議への期待を表明する。しかし、この会議が不首尾に終るとケインズは、保護主義への方向を示唆する論文「国家的自給」を発表し、大きな注目を集めることになる。

1931年から33年にかけての時期の、ケインズの以上のような活動は、比較的良好に知られているが、同時に彼はこの時期、新しいポンド本位制や金本位制の構想・共同の為替政策・最適な為替レートの決定とその実現のための具体的な提案など、国際経済関係にも多大な関心を示し、多くの論文や覚書を残している。そこでいま、それらを読み直してみると、30年代前半という激しい状況の変化のなかでも、『貨幣改革論』（1923年）から『貨幣論』（1930年）にかけて形成されたケインズの基本的な考え方は、部分的な修正を加えながらも（たとえば、国際通貨制度の「ケインズ案」に向けて）一貫していることに気がつく。そこで本稿では、そのようなケインズの見解を具体的に、ケインズのことばを最大限に引用しながら、明らかにしたい。

\* 本論の訳文には大胆な意識を行っている部分も多く、いわゆる引用に値するものではないことを予め断っておきたい。

\*\* ケインズは pound と同義で sterling も用いているが、本稿では sterling がわれわれにとってなじみが薄いという理由で、すべてポンドと訳している（たとえばスターリング・ブロックをポンド・ブロックの如くである）。

### I

1929年末のニューヨークでの株式市場の崩壊に端を発した大不況は、米国の輸入と資本輸出の激減を通じて各国へと波及し、世界的な大不況へと突き進んだが、さらにこの衝撃は国際的な金融恐慌をも引き起こす。

1931年5月、オーストリア最大の銀行であるクレジット・アンシュタルトが取付けにあつて破綻すると、信用不安による資本の流出は直ちにドイツに及び、6月に戦債や賠償の支払いを一時停止するフーバー・モラトリウムが発表され、ドイツは1億ドルの緊急借款が供与されたが、この借款も7月初めに使い果し、ドイツは金本位制の停止に追い込まれる。このため、英国のドイツへの短期貸付が約1億ポンドほど回収不能となったこと、7月13日に『マクミラン委員会報告』が出され、英国の金準備が対外短期債務に比べて過少であることが明らかになったこと、さらには8月1日に発表された『メイ委員会報告』が不況による財政赤字の拡大を予想したことなどにより、ポンドへの信認が大きく低下し、フランスなどへの急速な短期資金の流出が始まる。

このようななか、ケインズは“**Proposals for a Revenue Tariff**”<sup>1)</sup> (7/March/1931)において、国内の雇用回復のための拡張政策と収入関税の導入（貿易収支および予算への負担の軽減と確信の回復を目指す手段）を政府に求めるが、ポンド危機が深刻化した8月になると、“**Letter to MacDonald. J. M**”において、金本位制から離脱することを予想して、大英帝国の通貨会議の開催を求め、金平価を切下げた新しい通貨単位をもつ**通貨同盟**を提唱する。

「われわれは災いを成功に転換できるかもしれない。われわれは世界のほとんどの国々がわれわれと同様に非常に苦しい状況にあることを忘れてはならない。いま、大英帝国内のすべての国々を召集して、新しい通貨単位をもつ通貨同盟のヘゲモニーを直ちに手中にすべきである。参加国については、インドを含むすべての国々——南アフリカは不参加の可能性があるが——であり、さらにある段階に到れば、南アメリカ・アジア・中央ヨーロッパ・イタリア・スペインなど、参加の意思のあるすべての国々を招待すべきである。

新しい通貨単位は、少なくとも25%は減価した金単位であり、これ以下の減価ではないことが決定的に重要である。さらには、それは少なくとも当面は固定されないことが望ましく、依然として金本位制に留まる国々の将来の行動に左右されるだろう。このような政策の最初の効果は、金本位国の輸出への相当の打撃であることを忘れてはならない。このようにして為替問題を解決したならば、われわれは大胆な計画のもとに、国内外で活力と繁栄への行動の準備を進めるべきである<sup>2)</sup>」。

さらにケインズは金本位制離脱の直前の9月12日、*The New Statesman and Nation*誌に掲載した論文“**A Golden Conference**”において、今日の世界経済の危機を招いた責任は米国とフランスにあるとして両国を批判し、大英帝国の金本位制から離脱と新しい**通貨同盟**の可能性を示唆しながら、両国に金本位制の「ゲームのルール」に従った行動を求めるために、**国際金本位国会議**の開催を提案する。これはケインズの金本位制の維持のための最終通牒ともいべきものであり、本論文を全訳によって紹介しよう<sup>3)</sup>。

われわれは、非常に難しく失敗するかもしれないが、政府がなしうる代替的な緊急の政策を提案する。まず第一歩は、英国政府が世界に向けて、通貨の安定を維持するつもりであるが、もし他の債権国が金本位制の「ゲームのルール」に従わないならば、国際金本位制は機能しえないし、しないだろうと宣言することである。そのうえで、問題が率直に議論されうる**国際金本位国会議**を要求すべきであり、そして世界経済のために、現在の状況を続けるべきか、それとも英国は金本位制を離脱すべきなのかの決定が求められるべきである。国際会議が開催されるまでの間の緊

急の手段として、政府は国内資本の輸出禁止と外国為替の取引制限を提案すると宣言すべきである。同時に、それはポンドを防衛するために海外でさらに資本を調達することを意図するものではなく、金のさらなる流出に対する準備であり、そしてポンド為替の金平価を維持するための最後の努力であることを宣言すべきである。もしわれわれの政府がポンドの価値を破壊させたり、あるいはフランスがやったようにポンドの価値を大きく減価させるものではないことが、そしてさらに、もし他の債権国が金本位制のルールを従わない場合にのみ、英国は金本位制を離れることが明確に示されるならば、英国の金融上の威信は現在の成り行きまかせの政策よりも確実に回復すると信じる正当な理由がある。

世界全体は利己主義と国際金本位制がもたらす愚行という深刻な病いに陥っている。金本位制は国際貿易を促進する手段とならずに、世界経済に懸けた呪いになっている。金の世界的な不足によって世界の物価水準がどの程度下落したのかに関して学術的な問題に入り込む必要はない。世界の金ストックの半分以上を現在、米国が保有しており、1929年12月から30年12月の1年間で、米国の金ストックは8.8億ポンドから9.44億ポンドへ、フランスのそれは3.36億ポンドから4.31億ポンドへ増加し、現在、米国の金ストックは約10億ポンド、フランスが4.71億ポンドである。このように、米国とフランスに金が集中した理由は、かつて英国が行っていたような国際収支の余剰残高を貸付けることを行わなかったからである。フランスは、過去3・4年の間、国際収支の余剰の事実上すべてを、外国への長期投資にではなく金や短期債券の購入にあてたように思われる。米国の投資家の長期の对外投资の姿勢は、米国の証券発行会社が我れを忘れた時期を除くと、一般的には好ましくない方向に変化した。金を含む短期債券の購入にこれらの債権国が国際収支の余剰残高をあてたことが、世界的な物価の激しい下落の主たる原因であるというのが「マクミラン委員会」の見解である。しかし国際的な物価水準の安定を維持することが金本位制の目的の一つなのである。

債務国の立場から（金本位制の）ゲームを考えよう。「マクミラン委員会」が指摘したように、金貨が流通していないことを考慮すると金準備の唯一の実際的な目的は、均衡に再び戻すための手段がとられるまでの間、国際収支の赤字を補う手段として用いることである。『マクミラン委員会報告書』は次のように述べている。

今日、債務国の状況は金の輸出をしなければならないゆえに、改善よりもむしろ悪化の傾向にある。なぜなら借入れの完全な停止があまりにも急速かつ完全であったために、債務国にとって自らの国際収支を調整する能力の限界を超えてしまったからである。一方、債務国が金を輸出するかぎり、借入国としての彼らの信用が低下する。このように、彼らは金を失いかつ借入れもできないので、金本位制からの離脱を強いられている。

このように、われわれは南アメリカの主要な一次産品の生産国やオーストラリアが借入れも輸出もできない状況ゆえに輸入の制限による国際収支を均衡化を強いられ、それが工業国の不況を長期化させていることがわかる。

英国自身もいま、債務国の状況に陥りつつある。すなわち国際収支の余剰残高が去年の1.38億ポンドから3900万ポンドに落込み、Clay教授によれば現在はなくなっている（なぜイングランド銀行は今年の前半期に、ロンドンの資本市場での対外貸付けを4400万ポンドも認めたのだろうか？）。もしイングランド銀行がこの種の失敗をするならば、“非公式の禁止”はどんな価値があるのか？。英国が国際

収支の均衡化のために取った手段は有効でなかったことが証明された。（イングランド）銀行利率は4.5%まで引上げられたが、確信の欠如ゆえに海外の資金をロンドンに引き付けられなかったし、国内の資本家の確信も高めなかった。ポンドを支えるために外国資本を引き付けようとするほどそれは逆に、神経質になった愛国者に彼らの資金を損失することなく海外へシフトさせる機会を提供することになる。ポンドの英国からの流出は依然として続いており、健全な経済政策および金融政策が考案されるまでは、国内での確信の回復はないだろう。このような状況のもとでは、外国の資金をさらに調達してみても無駄である。ポンドはそのようなパニック的な手段では救えないだろう。

もし金本位国による国際会議がわれわれの提案のように開催されるならば、世界の金融機構を救済するチャンスが生じるだろう。そしてこの金本位国会議は、もし不況が世界的なデフレ政策によって長期化されたならば間違いなく引き起こされる大惨事から世界経済を救う手段として、常識から判断して米国とフランスに向け提唱されなければならない。その目的はロンドンの状況を安定化させることをはるかに超えるものである。国際的なデフレーションの流れを逆転させなければ、それは成功といえないだろう。成功しなければ英国は現行の金本位制から離脱するという脅し以外に、成功を確実にする手段はないだろう。なぜなら、もしわれわれが離脱するならば、離脱するのはわれわれのみではないからである。われわれは大英帝国とわれわれ以上に変化を必要としている世界の半分の国々が、喜んで参加する新しい通貨体制の盟主となりうる。

もし世界の国々がすべて信用のネットワークで結びつけられているならば、ロンドンが中枢として機能していることは、すべての国にとって利益となる。もしポンドの金平価が世界全体にとって決定的であるならば、われわれは金本位国の完全な参加を確実に期待することができる。われわれは金本位制の国々に対して、もし彼らが金本位制の「ゲームのルール」に従うことを拒むとしても、それが一世代の間、英国の生活水準を低下させるやむをえない理由にされないことを明らかにしなければならない。もし会議の失敗の結果、われわれが金本位制から離れるとしても、それは連立内閣がこの国を経済的自滅のレースに参加させようとするようなデフレ政策よりも望ましいだろう。

そして、その4日後の9月16日、ケインズは下院議員へのスピーチ“Notes for a Speech to Member of Parliament”で、国際会議の目的を明確に述べている。

「私は直ちに為替の管理および資本と在外残高の移動の禁止を実施すること、さらに次のような目的で国際会議を召集することを求める。①戦債と賠償の清算、②3年間での外貨建てによるすべての債務国の負債の借換え、③進歩と改善をファイナンスするための国際的な資金の大規模な共同出資、④各国での低金利政策、⑤すべての政府の大規模な公共事業計画の実施。

もしこの計画が受け入れられなければ、商品本位を基にしたロンドンを中核とする新しい通貨・信用体制に参加するように、受け入れを準備していた国々を招待すべきである<sup>4)</sup>」。

## II

1931年の8月末になると、ポンドの信認の低下によるポンドの流出が加速、ニューヨーク連銀とフランス銀行による第1時借款（5000万ポンド）に続いて、第2次借款（8000万ポンド）が英国政府に供与されたが、それでも十分ではなく、7月半ば以降の2ヶ月間で2億ポンド以上の資金が英国から流出する。9月19日、イングランド銀行の金準備が最低水準を割り込んだために、9月21日、英国は金本位制を停止し、変動相場制へ移行、その結果ポンドの対ドル為替レートは、8月（平均）の1ポンド＝4.86ドルから、4.53（9月）、3.89ドル（10月）、3.72ドル（11月）、3.37ドル（12月）へと急速に低下していく。それは3ヶ月間で30%という大幅な下落であり、それゆえ英国と貿易や金融関係で密接な関係にある国々は、ポンドの大幅な減価による負担を回避するために、相次いでポンドに追随して通貨価値を切下げた。

ケインズは金本位制から離脱した直後の9月28日、*The Times* 紙の編集長への書簡のなかで、収入関税案を撤回し、「極端な保護貿易制度を支持する提案は緊急なものでなくなっている。そのような提案に関する混乱のなかに国を巻き込み、他のより重要で急を要する問題を無視するのは、間違っており愚かなことであろう。われわれのあらゆる注意と結集したエネルギーを注いで、英国および諸外国のために、健全な国際通貨制度の考案に努めようではないか。なぜならそのような政策なしで、英国のかつての繁栄を回復できるとか、あるいは関税がその代替策になりうるとかを想定するのは無駄なことだからである」と述べ、さらに9月27日の *Sunday Express* 誌に寄稿した論文 “*The Future of the World*” において、「われわれはついに分別のあることを行いうる自由裁量を手にしたと感じている。……悲惨な破局だと言われていた措置が、あれほど大きな熱狂をもって受け入れられたということは驚きに値する。英国の通貨をその実質価値よりも高めに維持するという不自然な努力をやめたことが、英国の貿易および産業に与える多大な利益は直ちに認識されるに至った<sup>5)</sup>」と金本位制の停止を評価した上で、最後に「先週の大会は、世界の金融史に新たな一章を開くものではないかと私は思っている。私はそれによって、突破できないと思われてきた関税障壁が打破されることを期待している。今やわれわれは、将来のためにわれわれの任務をより良く整理することについて、親密で率直な会議を開催する必要がある<sup>7)</sup>」と述べる。

そして同年の11月2日、Walter Case 氏への金本位制離脱後の状況について述べた長い書簡のV章の “*The prospects of sterling*” のなかで、国際通貨会議ではなく、新しいポンド本位制を具体化するための帝国通貨会議を改めて提案する。

「多くのヨーロッパの有識者は、当然英国が可能なかぎり早期の金本位制への復帰を望んでいるとみていることがわかる。しかしながらこの見方は責任ある圧倒的な多数意見から大きく乖離している。外国人は、私がしばしば「内部（内輪）の意見」と呼んだものがゆっくり浸透していくのに対して、「外部（外向け）の見解」は頑固なほど変わらないということを過小評価している。外国人は驚いているが、変化は実際、長い準備期間があって生じるのである。金本位制下の最後の数ヶ月間には、この国には金本位制の存続を信じる人はほとんどいなかったが、それにもかかわ

らず、その存続のためにあらゆることを行うのがわれわれの義務であるという、明白な理由があると考えられていた。

一度われわれはそのために戦ったにもかかわらず、それを放棄したのであり、それゆえわれわれは行動の自由を完全に取り戻したことになる。そして手に入れた行動の自由を軽々しく手離すことはないだろう。

最終的にどのような形態になるのかについて言及するのは時期尚早であるが、旧平価に戻らないことだけは間違いない。将来、金との関係がどのようなようになるのかについて、明確に述べることはできない。私は今後、帝国内の問題が中心になると予想する。私は近い将来、国際通貨会議ではなく、新しいポンド本位制を議論し、その新しい本位制がどのようなものかの最終的な決定に参加するように帝国のメンバーに要請し招待する帝国通貨会議を期待する。

新しいポンド本位制は、大英帝国、南アメリカ、中央ヨーロッパそしてスカンジナビア諸国が支持しようとすれば、その魅力は金本位諸国との間で明確であるが可変的（物価水準に応じて）な為替レートを決められる点であると思われる。そしてこれは物価変動の矛先を金本位国に向ける効果がある。時が過ぎ金本位国が金本位制から離れたくなかったならば、新しい国際通貨制度を<sup>8)</sup>発展させる好機となるだろう」。

次いでケインズは、米国やフランスが金本位制に留まっている状況で、ポンド本位制の具体的な構想を明らかにした、注目すべき覚書“Notes on the Currency Problem (16/Nov/1931)”を提出するが、この構想は英国が金本位制復帰前の『貨幣改革論』で示された「管理されたポンド体制」と基本的に同じであり、後にいう「調整可能な釘づけされた（adjustable peg）、そして拡大した変動幅（wider band）の為替レート」の先駆的な提案である。また本覚書では、基軸となるポンドの対ドル・レートの決定についても、考え方の若干の代替案を示すとともに、自らの試案も提示している。以下、本覚書を全訳しよう。<sup>9)</sup>

#### 〔1〕

国際通貨会議の開催への機がまだ熟していない。それはフランスにとって、英国を金本位制へ過大な平価で早期に復帰させる圧力をかける好機となるだけである。われわれ自身に関するかぎり、十分に時間がある。急いで決定しなければならない理由はない。一方、世界の他の国々についていえば、ドイツの状況が処理されるまではなすべきことは何もない——この問題は会議を必要とするかもしれないが、その場合でも主要には通貨会議の議題ではない。

他方、帝国通貨会議の開催を支持すべき理由は十分にある。大英帝国では南アフリカを除くすべてが金本位制を離れている。オーストラリアはわれわれよりも早く金本位制を停止し、インドや直轄植民地は厳密にポンド本位制である。また南アフリカがどの程度、疑惑の試練に耐えられるかが今後の問題である。現在は帝国全体あるいはそのほとんどが改正されたポンド本位制のもとで一致団結する例外的な好機である。もしわれわれが前もって帝国ポンド制の概要を準備していれば、われわれは他の国々とかなり強い立場で、懇願するのではなく交渉することができるだろう。南アメリカ・中央ヨーロッパそしてスカンジナビア諸国がイングランド銀行によって管理され、ロンドンを中軸とするポンド本位制に参加することも考えられないことではない。同時にポンドにリンクしている帝国内の国々は良くも悪くもポンドの将来が決まるまでの間、協議

に参加すべきである。

〔2〕

もし帝国通貨会議が開かれるならば、その議論の前にどのような全般的な計画あるいは代替的な計画案が出されるべきなのか。3つの代替案があるが、その第1案は、直近（これからの半年間）にのみ適するものである。

(1) 第1案は当分の間、現状を続けることである。すなわち、イングランド銀行が秘密裡にそして非公式に介入することによって、利用可能な準備の制限内で、ポンドの金価値をポンド＝3.85ドルを中心にして極端な変動を抑えることである。

(2) 第2案は、できるだけ早く新平価で固定して金本位制に復帰することであり、それは、新平価であること以外は以前と同じ厳格な金本位制である。

(3) 第3案は、過度に狭すぎない範囲で、ある種の商品標準でポンドを固定しようとするものであり、換言すれば、ある種の商品グループのタームでポンドの価値を安定化することである。これはどの時点でも、金表示のポンド価値を決めることを両立しうるものである。

第1案を支持する論拠は、最終的な計画を採用するには、現時点でいまだ不明確なことが多すぎるといふ点である。貿易収支の好転が明らかになるまでは、何らかの明確な責任ある行動を取るのには安全でないこと、依然として金本位制の国々の多くはただ頑張り続けているだけなのか、あるいは為替の管理・規制によって頑張り続けているように見せかけているだけなのか、彼らの行動が予測できないこと、そして金自身の商品価値の将来も予測できないこと、というのが一般の見方である。とりわけほとんどの人は、ドイツ（の賠償）問題に何んらかの答が出るまでは、何か確定的な行動をとるのは望ましくないことに同意するだろう。

同様に、第2案に対する反対の理由も主張できる。すなわち、金の動向や主要な2大金本位制債権国の将来の政策が全く不確定であるかぎり、たとえわれわれが最終的には厳格な金本位制に復帰したいと考えているとしても、安全な数字（金価格）を選ぶことは全く不可能なのである。

第3案はおそらくよく知らないものであり、その含意が理解されるためには十分な説明が必要となる。

〔3〕

もしすべての国々が金本位制から離れるならば、それは現在とは別の新しい問題を生むことになる。しかし現在の課題は、貨幣と信用の調整役として、また価値の基準として金が依然として主導的な役割を果たすような世界で採用されうる制度を発展させることであり、この方がより易しい問題である。

この前提——すなわち若干の主要国が依然として厳格な金本位制を採用しており、そして金とポンドとの間である明確な関係を維持することにメリットがあるという前提のもとで、私は以下のような方法を提案する。

いつでもイングランド銀行は、金や金為替とポンドとの交換に応じる公式の価格を公表する。しかしそれは不変である必要はなく、むしろ逆に時間とともに、おそらく1回1%以内で変化させるが、それをするのは、標準として選ばれた商品グループのポンド価格に対して金の価値が相対的に変化した場合である。実際、イングランド銀行にちょうど銀行利率を変更する自由があるように、金の売買レートを変更する自由があることになる——ただし、事前に規定された条件

すなわち金自体がその商品価値を変動した場合に限ってではあるが。通常の状況では、投機的な期待が形成されないように、金の売買価格差をやや大きくすることが望ましいということを除くと、体制は以前と同じである。たとえば、金の売買価格差が2%で、イングランド銀行が通常、金平価を1回に1%以内で変化させられるならば、投機的な期待が大きくなることはないだろう。金本位国が金の商品価値の変動を含むような政策を追求する場合にのみ、ポンドの金平価の変化か金本位国のポンド為替レートの変化が生じる。イングランド銀行は、金の商品価値が選ばれた商品標準から乖離する明確なトレンドを示すように見えた場合以外には、金の売買価格を変更する義務を負わない。

この提案は、最終的理想的な解決策についての種々の見解の間の満足できる妥協案であり、将来の満足すべき案に対して予断を与えるものではないと考えているが、それは以下のような理由からである。

(1) それは、為替の安定と物価の安定という2つの理想を両立させるように機能する。

(2) それはポンドにとって錨<sup>いかり</sup>のような役割を果たす。すなわち将来の金の動向について何の保証もしないという状況で、それはポンドを金と変更できない形でリンクさせるのではないので、賃金と物価上昇という“悪循環”に対する完全な防御となる。

(3) 以前と同様に、通貨—信用制度の最後の準備として、また他の手段で決済できない国際収支の残高の決済手段として、金の役割は維持される。

(4) それは金本位国との間での来たるべき和解と矛盾することはない。なぜなら、金とのリンクが保持されているからであり、もし後に金の商品価値の安定化のための適正な手段をとるために各国が協力する計画が実行に移された場合には、ポンドは物価と金のそれぞれの表示で、自動的に安定した価値を回復するだろう。

(5) もし外部の状況が可能な方向に進むならば、ポンドが旧平価の金価値を最終的に回復することとも矛盾しない。たとえば、ポンド圏の国々における賃金の硬直性や債務の負担ゆえに、ポンドの価値基準が1929年の卸売物価に適合した水準よりも高くないことを求められ、そのように決定されるならば、そして金本位国の物価が（金表示の）1929年の水準に戻るように、漸進的な信用政策を行う場合には、ポンドの金価値は自動的に同じ歩調で旧平価に戻るだろう。一方、もし逆に（金表示の）物価が下落し続けるか、回復に失敗するならば、われわれは賃金の硬直性と戦債の負担のために、国家的な大惨事になるかもしれない、そのような危機から自らを守らなければならないだろう。したがって、ここで提案された案は、平価を変えずに金本位制を維持している国々の通貨と以前の関係にポンドが戻りうる条件を、いわば宣言することを意味する。

〔4〕

ポンドの将来価値をどのような基準で決定するのが最も賢明なのかという、重要で難しい問題が残っている。

私はそれぞれが支持しうる理由がある4つの主要な基準があると考ええる。

(1) 第1の学派は、貨幣賃金の水準の全般的な上昇が非合理的な要求とはいえないような生計費の上昇がないように、十分に高いポンド価値を選ぶことが重要であると主張する。なぜなら、このように考える人々は、前述した“悪循環”を恐れており、高いポンド価値がそれに対する最善の防御策であると考えているからである。彼らが考えているポンド価値は、現在の金の商品価



値で約4ドルである。

(2) 第2の基準は、主要には国債の負担に注目し、その負担を国民所得のより処理しやすい割合にまで低下させることを目指すものであり、これは現在の金の商品価値で4ドルよりも3ドルに近い水準になる。しかし、この基準の背後にある支配的な考え方は、第1の考え方とは対極に位置する。なぜなら国債の負担の救済は、賃金と貨幣所得が上昇する場合にのみ得られるからである。一方、第1の基準は、国民所得に対する国債の負担を現在の厳しい水準で永久に受け入れることを意味し（借換えや将来の経済成長による国民所得の増加を別として）、そして第1の基準がなしうるのは、もしわれわれが古い金本位制に留まり、それと均衡する水準にまで貨幣賃金や給与を引下げることが強いられるならば、遅かれ早かれ必要となる一層の負担の増加を避けることだけである。

(3) 第3の考え方は、貿易収支に主として注目するものであり、第1と第2の基準の中間の値になりがちである。なぜならば、この基準は当然ながら妥協の産物だからである。債務国は固定したポンド・レートで毎年1.2億ポンドほど借入れている。それゆえ、この基準は一方で、債務国が債務不履行に陥るような過大な債務負担にならないことが為替レートの上限であり、他方、債務国の商品価格が不当に安くならないようなポンド・レートが下限である。また、輸出と輸入の経常収支からも同じ結論となる。なぜなら、高すぎる為替レートは、十分な輸出を妨げる一方で、低すぎる為替レートは安すぎる価格で輸出することになり（このことはフランスとドイツの両国が自国通貨を大幅に切下げた時に起った）、その結果、輸出総額は逆に減少する。また、もしわれわれが輸出に、このような形で過度の助成金を出すならば、われわれは相手国からの何らかの報復を受ける危険にさらされることになる。一方、輸入品のポンド価格の大幅な上昇は、賃金上昇への動きを始動させるかもしれない。

事実、為替レートを大幅に切下げると、国際収支が好転すると見るのは正しくない。われわれの輸出が健全な条件で競争ができるが、安売りでないような最適な、換言すれば輸出総額が最大となるような最適な為替レートがある。また計算を修正することによって、われわれのポンド建て貸付けの利子収入が最大価値となる為替レートを得ることができる。

以上のことから、私の印象では、この基準による為替レートは第1と第2の基準の間になると思われる。

(4) 第4の基準は、主として農民やその他の原材料の生産者の立場に注目する。多くの食糧や原材料の生産者を抱えている大英帝国の貿易と繁栄にとって、彼らの生産物の価格が1929年の水準に戻ることは、きわめて重要である。また英国の場合、国民が海外に資産を保有しており、ここからの収入が食糧や原材料の価格に依存していることから見ても重要である。為替レートの低下は、それが行き過ぎないならば、工業製品の価格を引き上げるよりも、食糧や原材料のポンド価格を大幅に引上げることになり、それだけ見れば英国にとって不利かもしれないが、より広い見地に立つならば、現在、農業国にとって逆境の原因となっている価格の不均衡を是正することは、おそらく英国にとって、そして間違いなく大英帝国にとって有益である。なぜならば、それは英国の輸出と在外の所有資産からの収益の実質的な復活の必要条件だからである。われわれは、英国にとって異常に有利な交易条件（輸出品の価格が高く、輸入品が安い）は全体を考慮すれば、逆に不利益になりうるということを既に経験から学んでいる。

この基準では、主要な食糧や原材料などの国際価格が1929年の水準に戻ることを強く期待できることは疑いない。それらの現在の価格水準から計算すると、おそらくそれは、8～10%程度のポンド・レート低下であり、概数で1ポンド＝3.5ドルほどであろう。

私の判断では、これまでの4つの基準はすべて考慮に値する。私の推計では、現在の（金表示の）物価水準が続くならば、第1の基準では、1ポンド＝3.75～4ドル、第2の基準では、3ドルかそれ以下、第3の基準では3.5～3.75ドル、そして第4の基準では、3.4～3.5ドルになる。

しかし、私は最終的な結論に関連して、次のような補足的な見解を付け加えたい。

まず第1の基準は、ポンドを固定する錨のようなものが与えられると、直ちにその影響力の大半を失うように思われる。すなわちそれは、なにも決った錨がない移行期に主として適用される。このように、第1の基準は移行期に、3.0～3.5ドルという極端なポンド安を“もてあそぶ”ことに反対する論拠となるものである。しかし、“悪循環”のリスクを最小化するための手段が取れる時期が到来すると直ちに、この基準はその影響力の大半を失うことになる。実際、国が全面的な賃金の引上げに反対の立場で行動を起こすことは、ごく短期でもないかぎり望ましくない。もしすべてがうまく行き、いわゆる被護された（国内型）産業と被護されていない（輸出型）産業の間の既存の賃金の不均衡が後者の賃金の上昇によって解消されるならば、それは望ましいことである。

第2の国債の負担を可能なかぎり軽減する基準は、十分に魅力的であるが拒否すべきであると考ええる。なぜなら、国債の負担の軽減には低利での借換えという、さらに満足できる方法で対処できるからである。

第3と第4の基準の間での選択に関していえば、その決定はポンド本位制の範囲をどこまで拡大するのかについてのわれわれの考えに主として依存する。もしわれわれがポンドを単に英国のみの本位通貨と考えるならば、われわれは英国の国際競争力の状況や生計費などをベースにして、念入りに吟味したレートになるだろう。しかし、もしポンド本位の範囲を大英帝国の大部分やさらにそれ以外にも拡大し、そして後には何らかの一般的な国際本位にリンクすることができることを考えるならば、国際貿易の主要な商品をベースにして、かなり大雑把な水準を選択しなければならない。

決定は容易ではない。国内経済の安定と社会の安寧という利点だけからみると、管理され、そして必要に応じて外国通貨との間で為替レートを変更できるような純粋な自国通貨をもつことの利点は、多くの人々が認めている以上に大きく、これがすべての人々にとって最善であることを経験が示している。それにもかかわらず、広い範囲で共通する本位制を採用することは、他の大部分の国の場合よりも、英国にとって得ることが大きいこと、そしてまた現在、純粋な国内通貨に対しては反対の意見が支配的であることを私は認める。

そこでもし英国を超えた広い範囲で採用されるようなポンド本位制を大胆に構想するならば、われわれは第4の基準に向うことになる。なお、第4の基準は実際の結果として、第3の基準とは大きく変わることはない。

それゆえ議論のポイントは、1929年の指標をベースとして主要な国際貿易の原材料から成る大雑把な指数をポンドの標準として採用し、そして最初、この標準をベースにしてポンドの金価値を決定する（以降、この価格でイングランド銀行は金や金を為替とポンドの交換を行う）。そして、金自体

の商品価値（上での指数からみて）が変動するような場合には、必要に応じて金の売買価格を変更することである。

指数目録の正確な商品構成に関しては、国際連盟の経済・金融部門の生産物目録が62商品から成っており、これで十分である。このリストは検討の基礎となりうるので、後はどのようなウエイト付けをするかである。

〔5〕

私はポンド本位制はイングランド銀行によって管理・運営されると思うが、もし自治領などがポンド本位制を採用するために招待されるならば、協議と討論のための機構があることが望ましい。しかし、これも含めその他の多くの実際上の問題について、このメモランダムで議論する必要はないだろう。

さらにケインズは32年4月、*Lloyds Bank Monthly Review* 誌に寄稿した論文“**Reflections on the Sterling Exchanges**”において、マーケットの意向を重視する為替レートのアセット・アプローチを提示するとともに、前述した自らの構想をより詳細に展開する。

「私は（為替レートに及ぼす）持続的な要因としての投機を無視する。しかし私は、ポンドの金価格がどの範囲で動くのかについての、世界の一般的な見解を無視しない。なぜならば、外国人が長期の視点から自らのポンド残高保有を増減させることで、為替レートが決定されるからである。実際、ポンドが金から離れて既に一定期間が経っており、ポンド・レートは、所得（経常）勘定の取引残高よりも、フランス銀行も含め、金とポンド残高の交換を利益的なビジネスと見るポンド残高保有者の平均的な見解によって、概ね決定されてきた。私はポンド・レートが変動する中心値について、その決定要因とおよその計算法を発見できると考えている。広範な見方によれば、英国産業の競争力という立場では、20%程度のポンドの減価が必要であり、もしポンドの金平価が将来に固定されるとしたならば、20%以内の切下げではほとんど価値がないだろう。

このように、約20%の切下げとなる1ポンド＝3.9ドルが人々の考える上限である。その場合、利益を生む期待がないとリスクを取る価値がないので、この誘因が生じるためには実際のレートは3.9ドルよりも多少低くなる。他方、30%を超えるような減価を意味する1ポンド＝3.4ドルは、ロンドンからの強い抵抗があるだろう。なぜなら、その場合には、外国人が保有するポンド建て国債を大幅に書き換えなければならず、またそれは、英国産業に原則に反する補助金を付与することを意味し、報復を招くことになるからである。さらにいえば、このレート以下でポンド残高を移動することは、ポンド残高を保有している外国人が被る損失があまりに大きく彼らの能力を超えるが、他方、帳簿上の利益はポンド建ての債務者や外国資産を保有している英国人にとって大きな魅力となり、ポンドにとって有利な資本移動を刺激することになる。

もしわれわれが上限を3.9ドルで下限を3.4ドルとするならば、ポンドの変動幅はこの領域内で決まる。そしてこの変動幅のなかで、実際の平均的なポンド・レートは、イングランド銀行が金本位国の通貨をどのようなレートで買うのが得策かの意思決定によって、そしてある程度はフランス銀行がどのようなレートで損失のカットを受け入れるかの意思決定によって決定される。大雑把であるが、以上が短期を超えたポンド・レートの水準の決定において考慮すべきことである<sup>10)</sup>」。

そして本論文の最後の補遺では、Q and A の形で、さらに具体的に説明しており、そこでは『貨幣改革論』で提案された為替の先物市場へのイングランド銀行の介入も求めている。

「(1) 大規模な外国為替の売買には最終的には利益か損失を伴う。それゆえ、もしこの利益や損失がイングランド銀行と大蔵省のどちらに帰着するのかについて決定がなされていなければ、まずそれを決めるべきである。金の売買を含む外国為替の取引はすべてイングランド銀行の発券部の勘定に入れるのが合理的であり、これは最終的な結果が大蔵省の利益または損失になることを意味する。

(2) イングランド銀行（以下、同銀と略記）は外国為替や金を蓄積すべきなのか。外国為替の保有がある規模に達した後は、金に移る方が賢明である。十分な量の金を保有することは、後の借換え計画や大規模の国際的な金融支援を考えると、不利益とはならないだろう。金はフランスや米国よりも英国の手にある方が有益である。

(3) 外国為替の投機家がロンドンに保有している資金の収益を引下げるべく、ロンドンの短期金利を非常に低い水準まで低下させるため手段を早い段階で取るべきなのか。あらゆる議論はこれを実施することが得策であることで一致しているように思われる。

(4) 同銀行は現物とともに先物でも為替市場に介入すべきなのか。これは間違いなく賢明であり、利益的である。そしてそれは同銀行が必要とする現金のポンドの額を減らすことによって、技術的な問題を軽減させることができる。

(5) もし同銀行の資産が金や外国為替の購入の結果として大きく増加したならば、信用量への当然の影響を認めるべきなのか。もし大蔵省証券の金利が望ましい最低水準を超えた場合は、面倒なことになるかもしれないが、容易に避けられる。なぜなら、現在発券部が保有している政府債券は金や外国為替と替えることができるからである。この額は2.4億ポンドに達するので、この方法は相当の期間、有効である。しかしもし必要ならば、大戦後期の間に工夫されたように基金を市場から切り離すという別の方法もある。

(6) 同銀行はベッグ（釘づけ）された上限レートを公表すべきなのか。もし同銀行が毎週木曜日に銀行利率を公示する際に、同時に、次の公表まではこのレートで金を購入すると公表するならば、それは市場を安定化させることになり、毎週の木曜日が購入価格を変える機会となる。もしそうすることが賢明である場合には、ベッグされた上限によって、同銀行が直接外国為替市場に介入するのを妨げられない。

(7) 最初のベッグされたレートはどのように決めるべきか。これはまさに判断・評価の問題である。まず現行のレートの近傍からスタートし、そして当局が当面の最適水準であると判断するレートまでゆっくり近づけていくべきであるというのが私の考えである。

(8) 当面の最適なレートはどのような水準なのか。責任ある英国の当局が3.8～3.9ドルにするのかどうかは疑わしい。私の考えとしては、それよりも低い3.4～3.5ドルであるが、私がそれを支持する主な理由は次の3つである。

① 私は外国の投機家によって醸成された値上がりムードにわれわれは我を忘れるべきでないと思う。それは直ぐに消えてしまうガスのようなものである。われわれが資本の移動や投機的な取引から利益が得られない時に、われわれに多大な負担をかけないようなレートが必要である。

② もしポンド・レートが低水準ならば、英国の海外貿易は活発となり、雇用も増加するだろ

う。

③ ポンド・ブロックに属している原材料の生産国、特にインド・オーストラリアそして植民地の利益を考慮することが重要である。私は、金（表示の）物価が低水準であるかぎり、3.4～3.5ドルのポンド・レートがこれらの国々にとって利益的であると確信している。もし物価が上昇するならば、最適水準の問題は再考されなければならないだろう。

要するに、イングランド銀行に力がなく、合理的に選ばれた何んらかの為替レートを維持できないという広く流布している見解は、私見では全く根拠のないものである<sup>11)</sup>。

既に述べたように、金本位停止後、ポンドの対ドル・レートは急落し、1931年12月には3.24ドルまで落ち込んだ。しかし、その後は資金の流れが逆転して持続的な短期資金の流入が始まり、さらにはポンド表示の金の価格がポンド安のために上昇したことから、英国への金の輸出も増加する。かくして、英国は32年の3月までに、米国とフランスから供与された借款（1.3億ポンド）を返済し、さらに金や外貨準備を増強することができたのである。

そこで32年4月19日、大蔵大臣は為替平衡勘定（Exchange Equalization Account: EEA）の創設を宣言するが、ケインズは直ちに、*Evening Standard* 紙に寄せた論文 “**This Is a Budget of Excessive Prudence**”（20/April/32）で、その提案を歓迎し、支持を表明する。

「大蔵大臣の為替平衡勘定設定に関する声明は彼の演説のなかで最も興味深くかつ重要であった。彼の提案は、イングランド銀行の発券部に対して、ポンド為替を管理するための資力を得る補助的な手段を供給することになる。またそれは、為替の変動を管理することから生じる利益あるいは損失はイングランド銀行にではなく、大蔵省に帰属することを明らかにしたが、当然そうあるべきである。

この計画はすばらしいものであり、われわれは再び自らの家の主人となりうるが、それは最近までなかったことである。近年、世界で銀行組織を当惑させている投機家や国際的な安全第一主義者の行動に伴う資金の巨額の国際間の移動に対処するための緊急用の準備をイングランド銀行が十分に保有してないことを「マクミラン委員会」が指摘した。

しかし、大蔵省の1.5億ポンドの補足的な基金によって、われわれの利益の最大化という立場で、投機の気まぐれに左右されることなく、われわれはポンド・レートを主体的に決めることができる。大蔵大臣は、今後ポンドは管理通貨になることに不賛成であると主張することに不必要に慎重であるように私には思える。彼が指摘したように、外的なこと、特に物価の動きを無視して金にポンドをペッグすることは最悪である。しかし、このことは、われわれが望む水準にポンドを維持できないことを意味しない。とにかくやってみよう。現在の状況のもとでは、少し前のレートより多少低いレートに戻ることを私は主張する。なぜなら、それはわれわれの輸出産業にとって非常に有益であり、とりわけ財産がわれわれと同じくポンド建てであるオーストラリア・インドや植民地などの原材料の生産者が強く求めていることである。

しかし批判が一つある。それは大蔵大臣が為替平衡勘定での金や外国為替の売買を現在よりもさらに秘密のバールで隠そうとしているように見える点である。もしそうならば、それは良くない慣行である。それは起こっていることに対する理性あるコメントや批判を封じることになり、レートに関する噂話や一部の漏洩そして内部でだけの特権知識になるだろう。そしてそれは外国の中央銀行にとってひどく不公平になるだろう（あるいは国内では秘密にするが外国の中央銀行に

は開示することになのか)。もしすべての中央銀行がそれぞれが保有する金や外国為替を秘密にし続けるときの混乱を想像してほしい。

以上のことを別にしても、この計画は私には賞賛すべきに思える。今、もしポンドの管理が大規模に金や外国為替を蓄積させるとしても、何の弊害もない。なぜなら、景気回復の最初の刺激は大英帝国から生じなければならないからであり、そして流動資産の保有増加は近い将来ロンドンのシティーが国際的な資金の貸手の地位を再び手に入れるように、鼓舞するだろう<sup>12)</sup>。

### III

1932年の6・7月、ローザンヌに19ヶ国の代表が賠償と連合国間債務の将来について議論するために集まったが、そこで「現在の世界恐慌を招き、長びかせている経済的・金融的な問題を解決する手段を検討するために」、国際連盟に対して33年の**国際経済会議**の開催を求める。また32年7月には、オタワで帝国会議が開催され、大英帝国の結束の強化が議論されたが、この時にはポンド・ブロックでの特惠関税を基礎とした貿易同盟は成立したものの、通貨同盟までには進まなかった。

ところでローザンヌ会議の前に、Hubert. Henderson は、この会議のためにメモランダム“**A Monetary Proposal for Lausanne**”を書き上げ、金証券の発行を提案するが、ケインズはそれを全面的に支持し、首相にこの計画を報告する。そして「もしローザンヌ会議が賠償問題を解決し、さらに世界がヘンダーソンの計画を進めるならば、われわれの困難は終りを迎えることになると信じる<sup>13)</sup>」と力説する。そしてこの Henderson 案をもとに、修正を加えてケインズは、『繁栄への道<sup>14)</sup>』においてこの構想を世に問うのである。

『繁栄の道』においてケインズは、開催が決った**ロンドン世界経済会議**に向けて、各国の同時的な**公債支出計画**を求めるが、そこで問題となるのが各国の**対外準備の不足**であり、このような国際的な流動性の不安を解消するための手段が、各国の既存の金準備に基礎をおく新しい国際通貨としての**金証券の創出**である。以下、その骨子のみを説明しよう<sup>15)</sup>。

① 国際機関を設立し（あるいは国際決済銀行が）、1ドル相当の金の含有量を表示した金証券（gold note）を総額50億ドルを上限として発行するとともに、各国への割当て額を決定する。

② 参加国はそれぞれ自国が保有する金準備を裏づけとして金債券（gold bond）を発行し、自国の割当額（英・米・仏・日など7ヶ国が最高限度の4.5億ドルで、他は金保有額に応じて比例配分）の範囲内で、この金債券と交換に同額の金証券を受け取る。

③ 参加国は自国が保有する金準備にこの金証券を金の同価値物として対外準備に加える。

④ 各国は金平価を定めなければならないが、それは5%の幅で変更可能であり、必要に応じて変更できる。

⑤ 各国通貨は金とは交換できるが、金証券は金に交換できない。

以上のように、この構想は『貨幣論（1930年）』の超国家銀行貨幣（SBM）の構想と同様に、大胆で野心的な、後のSDR（特別引出権）にも似た新しい国際通貨の創出であり、各国の同時・同率の金平価の切下げに比べて、米国とフランスに集中した金準備の配分を是正するという利点を

もつ。また、金証券による対外準備の増加に加え、金平価の変動幅の拡大により、投機的な短期資金の移動を抑制し、各国の金融政策の自由度を高めることになる。したがってこの点では、アジャスト可能なワイドバンドの金本位制の提案といえる。

周知のように、『繁栄への道』の主たる貢献は、カーンの雇用乗数の理論を援用して、政府の（赤字財政による）公共支出政策の有効性を理論的に明らかにしたことであり、したがって批判も乗数効果の有無に集中した。ケインズは *The Times* 紙に掲載した論文 “**The Means to Prosperity: Mr. Keynes's Reply to Criticism**” (5/April/1933) において、「私の提案のもう一方の柱である金証券の発行の提案は、公債支出計画とまさるとも劣らぬほど重要である<sup>16)</sup>」と述べ、外国はいまだこれを受け入れる用意はできていないが、英国はそれを擁護し、広めるべきであると主張し、「なぜならば、人々の意見は急激に変わる。もし事態が改善しなければ、世界は来年の秋には、いま拒否していることを受け入れることになるだろう<sup>17)</sup>」と、強い期待をこめて締め括っている。

一方、米国も33年に入ると銀行恐慌が深刻化、ドル切下げの予想から金の流出が増加していき、4月19日ついには金本位制を停止することになる。それゆえかケインズは、ロンドン世界経済会議が近づくと、「会議が行動を伴う決議がなされずに、一般的な政策の方向を宣言だけでは失敗である」と説き、そのためより現実的な提案を行う。とりわけ重視したのは、米国と米国がとにかく合意した共同の行動計画を見い出すことであり、それゆえケインズは同会議開催の4日前、Walter Lippmann 氏との対談が掲載された *The Lisner* 誌の “**The World Economic Conference**” (14/June/1933) において、以下のように主張する。

「私はあなたも知っているように、金本位制の支持者ではないが、もし厳格でないことに合意するならば、依然として、金はポンドとドルと結びつける便宜を提供できると思う。私はわれわれは次の4つの点で合意すべきであると提案する。

①ポンドとドルとの間の公平なレートは現在の状況をもとにきめること、②われわれはこのレートをもとに、それぞれの近似的な当面の金の価値を決めること、③われわれは、両通貨間の為替レートを維持しながら、合意によってわれわれの通貨の金価値を変更できる自由を保持すること、そして最後に、④もし両国の間で物価の動きに差が生じた場合には、ポンドとドルの為替レートの変更を要求できる権利を両国は保持することである<sup>18)</sup>」。

そしてさらに、直後の6月20日に、*The Daily Mail* 紙に寄せた論文 “**The Chaos of the Foreign Exchanges**” においても、自らの見解を展開する。

「会議の本当の課題が見え始めている。それは、専門家の事前の議題ではなく、事態の推移による圧力である。行動が回避できるような事柄ならば、行動は避けられるだろう。しかし重大な事態が2つの分野で生じ、その結果、何らかの行動を必要となっている。

最初は債務の問題であるが、それは戦債（これは厳密には会議の課題ではない）ではなく、多大な借入れをしているすべての国の国際間の債務についてであり、第2は外国為替の混迷である。現在、これらの問題は、たとえば関税や公共事業の各国での同時的な計画化よりも、現実的で差し迫った問題である——もちろん後者は長期的にはより根本的で重要であるが。

われわれはこの事態を残念ながら認めなければならない。遅れること罪であるが、遅れずに行動することも失敗の兆候である。なぜなら、債務の負担や為替の混迷は物価の崩壊の結果だから

である。それゆえ物価の問題は、危機的局面に到る前に物価を回復させる共同した行動によって、取り組まなければならない。

私は、物価水準の回復が依然として基本的な責務であることを会議が忘れないことを望む。しかしそれを実現するための健全な方法では時間がかかってしまう。債務国の政府は、不確定な物価の上昇を長期間待ち続けるのは忍耐の限界を超えていると主張する一方、銀行家はもし外国為替について何らかの政策の合意がなければ、われわれは間もなく悲惨な混乱を伴いながら、通貨価値の切下げ競争に陥るだろう断言する。

イングランド銀行総裁は、彼らしく政府の会議と平行して、主要国の中央銀行会議を召集したが、そこで彼は疑いなく、外部から雑音を排除し、適当に秘密の中で実質的な問題を扱うことを期待しているし、私も成功を望んでいる。しかし障害も驚くほどである。……避けるべき2つの危険がある。現在、厳格な金本位制に復帰することは不可能である。金本位制復帰の条件は、暫定的かつ弾力的で、環境の変化に対する防御手段があることである。この点に関して大蔵省やイングランド銀行から何の警告もないことに不安を感じる理由はないが、それは彼らが主要国が金で結びつくことを受け入れることに必要以上に臆病になっているかもしれないからである。

もう一つの危険は、Walter Lippmann氏が指摘したように、米英がポンドとドルとの実際の為替レートの決定を巡って、不毛な論争を繰り広げた結果、暗礁に乗り上げてしまわないかという問題である。ここで不毛というのは、厳格な金とのリンクがない場合、最終的なレートは、両国が行う拡張的な政策の相対的な強さや有効性によって決まってくるからである。

一般的に言えば、そのような暗礁に乗り上げないようにするには、いまだ成功していないが、試行的に進めていくことである。そこで、もし現在の状況で成功を収めようとするならば、これからどのように進むのかの一般的な流れについて私案を示したい。

この提案の根幹は、Lippmann氏の発言からヒントを得たものであり、それは各国がそれぞれの国内政策によって、現実的にみて望ましいと考える水準まで国内物価を引上げるが、各国間の為替レートを独断的に、あるいは国内政策の成功を妨げるような形で固定すべきではなく、国内政策の成功と調和するように決めるべきであるというものである。

まずわれわれは、ある基準を決め、そして変化する環境に対応できる方式に従って、この基準から始めなければならない。私は英国と米国の物価を基礎に、1933年6月までの1年間の平均水準を、そしてポンドとドルの間の為替レートも同じ期間の平均をとることを提案する。

過去1年間の米国の物価上昇率が英国のそれを上回っているかぎり、これはそれに比例してドルの為替レートが低下することを正当化する。そして次の2年間、ルーズベルト大統領がチェンバレン氏よりも物価の引上げに成功するならば、それは一層のドル安を正当化するだろう。もし両国が同じ成功の程度であるならば、両国間の為替レートは変わらず安定である。

物価が予想できない動きをし、かつそれが各国間で不均等な移行期の間（たとえば次の2年間）、そこでの安定が望ましいと考えられる水準に物価が到達するまで、イングランド銀行と米連邦準備銀行（FRB）が、上述した方式による基準からスタートし、次に両国の国内物価の引上げ政策の相対的な成功度に合わせながら、ポンドとドルの間の為替レートを維持するために協調して行動することを私は提案する。

この方式に従って決められる為替レートは5%の変動幅をもち、また1%以下の国内物価の相



対的な変化は無視するというのが賢明であろう。この協定は、投機や貸付け資金の移動さらには為替平衡基金の操作などによって引き起こされる不健全な為替切下げ競争のリスクを克服できるとともに、各国は他の国を犠牲にする為替操作ではなく、国内需要の喚起によって、国内物価の<sup>19)</sup>引上げに集中することができる」。

最後にケインズは、1933年6月27日の *The Daily Mail* 紙に発表した論文 “Can We Co-operate with America?” において、『繁栄への道』でのポリシー・ミックスに代る実行可能な代替案として、各国の一致した金価格の引上げと、その差益による各国の公共支出政策、さらには、その差益の不公平を是正するための国際的な基金の創出というポリシー・ミックスを、ロンドン世界経済会議に向けて提案する。

「非常に簡潔に、会議がいま検討すべき計画案は以下のように示される。

(1) この計画に参加するすべての国の通貨の金価値は、法律上のあるいは事実上の金価値と比較して、20%と30%との間の率で、直ぐに切下げるべきである。すべての国がこれに同意する必要はない。この計画はポンドおよびドル・ブロックに属している主要国が採用するならば、効果を発揮できる。しかし実際、金本位制に留まっている国が、たとえどんなに激しくこの計画に反対しても、ポンド・ブロックやドル・ブロックの国々がこれを受ける方向であることが明らかになった後でも、現在の金平価を長時間維持するとしたならば、それは驚くべきことである。

(2) もし為替平衡基金の操作や金の動きが、ある特定の国の国際収支を著しい不均衡にするならば、移行期の間では変更できることを条件として、同意した率で切下げた各国の通貨は当分の間、相互に固定レートを維持すべである。この条件によって、最初に為替レートを決めたことに同意しても、不当な危険は生じない。

(3) 中央銀行が保有する金ストックの名目価値の増加によって生まれる巨額の予期せぬ利益は、それぞれの国の財務（大蔵）省に帰すべきである。

(4) 各国の財務省は、減税あるいは公共事業によって、この額を購買力の追加として経済に注入することに着手すべきである。世界中での相当規模の減税ほど、确实・急速かつ広範に、生産や物価に及ぶ刺激はない。われわれはその効果が永久的であると確約することはできないけれども、もしそのような手段が不況を終らせることに寄与すると期待するのが正しいならば——そして私はそう確信しているが——、その後も減税を止める必要はないだろう。

(5) 効果的な金準備の増加により、中央銀行からの金の流出を阻止することを企図した為替や輸入の制限は廃止できる。

(6) 金の不均等な各国間の配分ゆえに、この計画によって過大な利益を得ることになる国の場合には、利益の5%を金が流出してしまったために、この計画によって生じる利益が小さい国や銀本位制の国を援助するための基金に寄付するという条項を、私は加えたいと思う<sup>20)</sup>」。

そして翌日（6月28日）には、**Political Econmic Club**でのスピーチでは、より明確に次のように提案する。

「たとえば、金1オンス=7ポンド、同じく28ドルに固定する（1ポンド=4ドル）。各通貨の金平価は6/7まで減価させる。このレートは厳格なものではないが、われわれの米国への譲歩である。各中央銀行はこのレートの5%以内での変動幅を維持するように協力することに同意する<sup>21)</sup>」。

33年7月21日、ロンドン世界経済会議は総会が無期の休会に入ったものの、再開することとはな

かった。ルーズベルト大統領は3月の大統領就任直後の頃までは、この会議の成功を望んでおり、米国がそのために大いに貢献し努力することを約束していた。この会議の当初の主要な課題は、既に米国を金本位制を停止していたことから、ポンド・ドル・フラン（金）の間の関係を安定化することであったが、1ポンド=4ドル、1フラン=0.04662ドルという合意案を、ルーズベルトが「国際均衡よりも国内均衡を重視する」という立場から拒否すると発言したことにより、会議は失敗し、国際金本位制を再建させる最後の試みは終りを告げることになる。

1934年1月、米国は金準備法を成立させ、それ以降、米国と英国の為替操作の対象がフランスを中心とする金ブロック国（オランダ・ベルギー・イタリアなど）となったために、これらの国々は自国通貨がドルやポンドに対して過大評価となって貿易収支が悪化、金の流出に苦しむことになる。

1935年7月、ケインズは『一般理論』の完成に向けて多忙を極めていたにもかかわらず、アントワープで開催された国際金融問題を検討する会議（同市の商工会議所の主催）に出席し、最終日にスピーチを行い、そしてそのスピーチをもとにした論文を“**The Future of the Foreign Exchanges**”を *Lloyds Bank Monthly Review* 誌の10月号に発表する。それは、これまでの自らの見解の再述が中心ではあるが、大戦後に提唱された国際通貨制度の、いわゆる「ケインズ案」の萌芽が示されている点で興味深い。以下、本論を全訳で紹介しよう。<sup>22)</sup>

外国為替の問題は、これまでこの *Lloyds Bank Monthly Review* 誌やその他の所で、過去10年間議論されてきており、主要な問題は以前よりも広く知られるようになっていく。我国の場合、為替問題への一般的な認識は、1925年の頃よりもはるかに深まったと思われる。もちろん見解の相違はあるが、英国の立場に立ち、多数の銀行家・実業家・政治家そして経済学者の支持を得ている試論的な結論が生まれている——最近まではそうではなかったが、今は間違いなくそうである。私は一般に合意された見解よりも、さらに踏み込んで議論するつもりであるが、私がこの問題を検討する視点は、今日広く流布しているものの一つであると確信している。

#### 〔1〕

永続的な政策を議論する前に、まず満されなければならない最初の条件は、現在の為替レートが事実上、均衡水準にあるということである、非常に正確に均衡であることを必要とするわけではない。現在、だれも商品価格指数をベースとした、有名な外国為替の「購買力平價の理論」を支持していない。われわれは一方で、国家の政策の長期的な特徴を反映している既存の経済資源・資本設備・技術・内外の生産費（特に賃金）・雇用の正常水準・関税などに規定され所得勘定での対外収支残高を、そして他方で、数年先の平均的な長期資金の貸借（あるいは古いローンの支払いと受取り）の予想される容易さと能力を考慮しなければならない。したがって、この両方に過度な負担をかけることなく、そして金の流出を伴うことなく実現できる一組の為替レートがわれわれの均衡の条件を満たすことになるが、それはこの一組の為替レートが永続的に均衡であり続けることを意味しない。基礎的な条件に大きな変化がない場合に、当分の間、各中央銀行が大きな不安を抱くことなく受け入れることのできる一組の為替レートがあるならば、それで十分であろうが、そのような一組の為替レートは公平無私な人々によって示されるというだけでなく、各中央銀行によって受け入れられなければならない。もし各中央銀行がそれぞれの自らの安全性

に固執するならば、妥協は成立しない。現在の状況では、会議ですぐに最初の一組が決定されることはないだろう、それはまず、誠意をもちながら結果を予定せずに、試行錯誤のプロセスによって決められるべきである。その成否の規準は、すべての為替制限・輸入割当・異例な関税などが自発的に徹廃されるのか否かであり、それらは永続的な国家政策としてみれば当該国のために望ましくはないが、収支を合わせたり、デフレーションによって生じた失業を軽減するために、政策当局が取る絶対的な行動であり、極端な不安の表れである。

現在、この実験の時期は米国の政策との関連で取られている金ブロック国の政策によって遅延しているが、それはドルに対して金ブロック国の通貨が過大な評価になっているからである。その結果、両方との均衡化を求めるポンド・ブロック国の側では、政策をとりえない状況にある。かくして、実験の時期は金ブロック国側が自国の金平価を変更するか、あるいは他の方法で不均衡の解消に成功するまでは、始まらないだろう。後者の解決法は私には考えられない。たとえば、適当な率ですべての貨幣賃金を引き下げことを命令できれば実現できるかもしれないが、おそらく不可能だろう。いま金ブロック国が採用している政策手段は、誤った理論にもとづき、賃金以外のすべてを攻撃している。これらの国々は現在、苦しんでいるが、それは非常に耐えがたく、金価値の変更以外に救済できないと一般に考えられるようになり、誰れもそれを責めない状態になるまで続くだろう。

しかし、救済策が採用され、どこの国にも過度な負担をかけることなく当分の間維持できるような為替レートが実験の期間、十分に継続していると仮定しよう。既に述べたように、その成否は、極端な不安の表れであって熟考した政策の結果ではない財や資金の移動に対する障害が、自発的に徹廃されたかどうかに見ることができる。この段階に到達するとき、解決すべき2つの問題が残される。すなわち、①短期的な変動を抑制する最善の方法と②持続的な不均衡が生じた場合にどのように対処するのかという問題である。

〔2〕

短期的変動とは、たとえば季節的な影響、貿易収支と正確に連動しない対外貸付、あるいは内外の短期金利に差がある場合に生じる一時的な資金の移動によるものである。

このような要因による為替の変動を避けるための最初の条件は、各中央銀行が不安なく使用できる自由な金を、その国の経済力を考慮して十分に保有することである。今日、金の総ストックは、この目的のために必要となる分よりもはるかに多い。しかし不幸にも、その配分が以前よりも不均等であり、国際決済銀行の最近のレポートは、金の総ストックの著しい増加にもかかわらず、大多数の中央銀行は1934年においてさえ、差引きで金を失っていると指摘している。しかし明らかに、この限られた目的のための資金の準備は、国際決済銀行を通じてなされる中央銀行間の国際協調という目的には十分である。もし共同出資（pooling）の仕組みがあるならば、それほど多くの準備を必要としない。すなわち、国際決済銀行の平衡基金にある中央銀行の信用が引出された場合、それを受け取った中央銀行がそれを、同じ平衡基金の信用の増加として留めるような仕組みである。もちろん、国際決済銀行の平衡基金の最初の資金は金を大量に保有している中央銀行によって拠出されなければならない。この仕組みは、後に十分に一般的な特徴を述べるが——偶発的な事態に対応することを意図するものではなく、そのような目的にとっては不適當である。

すべての中央銀行がこのようにしてそれぞれ初期の資金が供給されると仮定するならば、根元的な不均衡によるものでない変動の完全な除去を可能にするための武器となるような技術的な方策を提案しよう。

(1) 金現送点を適度に拡大すること。英国の平衡基金の技術は、為替レートの変動を適度な範囲内に抑えて安定化させるために、市場の力を用いることができることを示した。変動幅は、送金できる立場にある人が為替レートが元の水準に戻るまで、送金を延期する方が利益的である程度の幅でなければならない。

(2) 中央銀行（あるいは平衡基金）が直物だけでなく、先物でも為替取引を行うこと。昔にジェノア会議で推奨されたこの技法の大きな利点は、これまで適切には発揮されなかった。なぜなら、銀行家の間で先物為替について理解が十分でなかったからである。中央銀行によって付けられる先物取引での打歩（premium）や割引（discount）を変えることにより、対外取引のための実効銀行利率と国内取引のための実効銀行利率を違えることができる。国内の状況にとって適切な短期利子率が対外的な状況にとって不適当となり、中央銀行が銀行利率の決定においてジレンマに陥いるケースがしばしば生じる。しかし、直物レートに対して適当な割引で自国通貨を先物で売る（あるいは直物価格以上で打歩を付けて買う）ことによって、中央銀行は国内の借手に対して利子率を変えることなく、実際あるいは潜在的な外国債の保有者に対する短期利子率を自らが選んだ利率に正確に決めることができる。そしてこれは中央銀行間での内密の協調に適している。中央銀行が先物為替市場に介入することに躊躇するのは、その理由の一部として、投機への影響に対する誇張がある。投機を促すことになるのではないかという恐れが、この方法を根元的な不均衡に対して用いることに反対する妥当な理由になっているのかもしれない。しかしそれは、この手段を採用を延期する根拠にはならない。

(3) Sprague 教授が提案しているように、金ストックの保有は中央銀行の独占とし、鉱山から中央銀行へ、そして中央銀行間の許可された取引のみとすべきである。これは既に米国で実現しており、英国もこれに向けた途上にある。

(4) 対外貸付と所得（経常）勘定における対外残高との間の深刻な不均衡による負担を避けるように、新らたな対外貸付を厳格にコントロールすること。この手段によってのみ、われわれは国内の利子率を決定する自由を保持できる。先例にこだわった1・2のケースはあったが、近年イングランド銀行と大蔵省が実際にこのコントロールを実行してきたという見解を私は支持しない。豊かな社会において完全雇用を維持するための唯一の手段として、超低金利が受け入れられるならば、対外貸付のコントロールをさらに厳しくしなければならない時が将来、起こりうるだろう。

読者は私が、戦前の主要な政策手段であった銀行利率や国内信用量の変化を、私の提案から故意に除いていることに気づくだろう。これらの手段を為替の安定化のための手段として用いることを完全に止めなければならないというのが大戦後の明白な教訓である。それらの手段が成功するためには、もはや存在しない特別な条件を必要とするのであり、そしてそれは大戦前においても大きな犠牲を強いていたともいえる。したがって、これらの政策手段は将来的には、国内条件とりわけ雇用の状態にのみ考慮して用いることが絶対不可欠となる。

私は、通常に状況において、おそらに相当期間、これまで述べた手法によって、十分に狭い範

圈内に為替レートを安定化できると確信している。しかしわれわれは、難問に突き当たっている。すなわち、いまわれわれの通貨の金価値が、これまで述べたような狭い範囲内から出ることを全く認めないような長期的な企画を始めることは賢明で思慮深いことなのか、ということである。

〔3〕

為替の不均衡が激烈である、あるいは根元的であり、既に述べた手段で対処できないような時が来ることは明らかである。このことは、能率の上昇によって相殺されなかった貨幣賃金の上昇、富裕者階級が自らの資産を海外に移そうとするような政治不安、戦争の恐怖など、ある意味でわれわれ自身の過失というべき国内的要因で起きるかもしれない。他方それは、諸外国との交易条件や国際的な取引を著しくかつ長期にわたって攪乱し、われわれがコントロールできないような外的要因によって引き起こされるかもしれない。われわれは、このような状況において、たとえ経済的に、あるいは政治的に見て有害であったとしても、金平価を変更せずに、使用可能なあらゆる手段を講じることを約束し準備すべきなのか。

間違いなくそうではない。今日だれもそのようなケースを想定し準備していない。危機が来た時におそらく守れないような誓約を強く迫ることは誰れでも躊躇するだろう。国際決済銀行の評議会が（彼らの最近のレポート）で固定された金平価での金本位制度を企図する時、彼らは非現実の世界に生きているのである。起りうることのなかで最も穏当で可能性が高いケースとして、貨幣の金価値の変更を要求されるような国内と外国との間での生産の金（表示での）コストの乖離が序々に生じてくる場合を考えてみよう。そのような場合には、自国の問題であろうと外国の行動によるものであろうと、自国の賃金水準を強制的に変化させるか為替レートを変更するかのいずれか以外に救済策はありえない。しかし中央銀行が銀行利率や信用制限の手段によって賃金水準を引下げる戦いを始めるのは、経済的に見ても政治的にみても愚の骨頂である。「マクミラン委員会」での私と Montagu Norman 氏との以下のような短かい対談を思い出してほしい。

Mr. J. M. Keynes: 一般に認められた銀行利率の理論と私が考えるところによれば、それは2つの仕方  
で作用します。すなわち今日、既に述べたように国際的な状況に影響を及ぼすが、同時にそれは国内の状況に重要な効果を及ぼします。すなわち高い銀行利率は信用の縮小を意味し、信用の縮小は事業活動を抑制して失業を生み、失業の増加が賃金と生産費を下げます。……

Mr. Montagu Norman: あなたが述べたのは、長期的な視野に立つ正統派の理論であると理解します。  
私はそれに同意し、それに異議はありません。

以前には認められていなかったが、今日では、銀行利率の引上げと信用抑制という手段は、それによって雇用が減少し、失業が十分に激しくかつ長期化し、最終的に貨幣賃金を強制的に引下げることにならないかぎり、国際的な基礎的不均衡の救済策として成功しないということは認められている。このことの理解が進んでおり、私はこの目的のためにそれが用いられることはない  
と考える。もし賃金が命令によって決定されるならば、われわれは金で表示したポンド平価の固定化を受け入れるべきである。

われわれは次のことを公約できるし、すべきである。(i)ある範囲に短期的な安定を維持すること、(ii)特別な事態が生じていないのに、外国との競争で優位を得るためだけに、平価の切下げを行わないこと、(iii)合意された変動範囲から離れる場合には、被っている厳しい負担の程度についての事前のテストを受け入れること、である（私は前もって決められた方式について多少疑いもつ

ている)。しかし、われわれは、突然で厳しい負担、あるいは漸進的で間断のない負担から開放されることが求められる場合には、いかなる非難も受けることなく、どのようなことでも行いうる最終的な裁量権を保持しなければならない。

中央銀行の間に信頼と真の協調が実現するならば、平価の厳格な固定化は国際貿易にとって必要とはいえない。そのような条件がなければ、平価の厳格な固定は危険だけでなく、全く信用されない。もし平価に過大な負担をかけず、協調者に最終的な裁量権を認めるならば、さらなる協調関係を築けるだろう。

私は一貫して、中央銀行が自らの対外準備として金を保有し、金の輸出によって外国の中央銀行との残高決済を行なうという意味で、金は国際的な取引の基礎として留まるだろうと考えてきた。唯一の代替となりうるのはボンドか、あるいは国際決済銀行の銀行貨幣だろうが、どちらも今日、世界システムの基礎としては実際的ではない。

結論として、次のように言うことができる。英国の為替平衡基金による為替管理が成功していることは衆目の一致するところである。さらにいえばそれは、変動相場制における為替管理の重要な経験を蓄積させ、そして為替管理の技術に関する知識を増進するとともに、為替管理は永続的な政策として成功するという確信を大いに高めたのである。しかし、批判されるべき重要な点は、その売買の種類と規模が秘密にされていることである。私はこの秘密主義は重大な誇りであると確信している。この国が金準備の規模や金の流出と流入を隠すというのは異常であり、伝統に反する行為である。各中央銀行が同じように秘密にするならば、その結果は世界の金の配分が不明確にしか推測できなくなってしまう。一国の金準備の流出と流入という動きは最も重要な経済指標である。総売上高や国民所得・国民総支出の額などは公表しない方がよいのかもしれないが、もし金の動きが隠されてしまえば、十分な情報にもとづく議論ができなくなる。そして政策決定に責任のある人々にとってさえ、本当に重要なデータも利用できなくなり、政策決定が推測に依存することになる。もし投機を促すことがその口実になるとしても、投機を促すのは神秘さや噂などの怪しげな情報である。今年の国際決済銀行の報告書が指摘しているように、英国の為替平衡基金の秘密主義は金と通貨に関する統計を混乱させており、とりわけ英国の手法や動機に対して世界が疑念を感じ始めているが、私はそれは事実無根であり、公表することで疑念を払拭できると信じている。為替平衡基金は外国では、自己利益の追求という政策のための巧妙な手段と信じられている。そのような疑惑は事実ではないが、そう思われてもしかたない。いかなる健全な国際的な為替政策も共通の関心である事実を秘密にし隠蔽することによっては確立できないのである。

ポンドやドルなど金本位制を停止した国の通貨は例外なく大幅な減価となったために、フランスを中心とする金ブロック国は厳しい状況に追い込まれ、高金利・信用制限政策だけでなく、高関税や輸入割当などによって貿易収支の悪化をくい止めようとした。しかしついに36年夏、フラン危機が発生し、米国・英国そしてフランスは同年の9月25日、いわゆる三国通貨協定を結び、為替レートの安定化が図られることになる。

## 注

- 1) *Essays in Persuasion* (1931) (『説得論集』宮崎義一訳, 東洋経済新報社, 1981年), 所収「関税による緩和策」。
- 2) *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XX (以下, 巻数のみ) pp. 592-3.
- 3) XX. pp. 599-603. なお, 最初の598ページと602ページの9行ほどは訳していない。
- 4) *ibid.* p. 601.
- 5) 『説得論集』(前掲訳書), 289~90ページ。
- 6) 同上, 291ページ。
- 7) 同上, 296ページ。
- 8) XXI, pp. 10-11.
- 9) *ibid.* pp. 16-28. なお〔3〕の最初の20行ほどは訳を省略している。
- 10) *ibid.* pp. 74-75.
- 11) *ibid.* pp. 80-82.
- 12) *ibid.* pp. 104-5.
- 13) XXI, p. 203.
- 14) 『繁栄への道』以前にも金証券を推奨している。*ibid.* p. 216, p. 232.
- 15) 『説得論集』(前掲訳書), 432-9ページによる。
- 16) XXI, p. 184.
- 17) *ibid.* p. 185.
- 18) *ibid.* p. 256.
- 19) *ibid.* pp. 259-262.
- 20) *ibid.* pp. 266-267.
- 21) *ibid.* p. 272.
- 22) *ibid.* pp. 360-369.