

## 1930年代の大不況とケインズ

——1930～32年の時期を中心に——

松川周二

### I

(第一次)大戦期以降、米国への金の流入が続き、1927年5月には金保有高は47億ドルに達する。一方、米国内では黄金の20年代と呼ばれる長い好況期を迎え、24年から29年にかけて債券ブームが、次で株式ブームがおこり過熱していく。そのため米国はそれまでの低金利政策を転換し、27年8月には3.5%にまで下っていたニューヨーク連銀の割引率は、28年に入ると引上げられ、同年7月には5%に達する。その結果、米国の金融引締めと、株式ブームによる旺盛な資金需要のため、終戦後、ヨーロッパに流出していた米国の資金が米国に還流し始め、加えてフランスの金本位制復帰に伴う金の流入政策などにより、世界的に資金需給が逼迫し、各国は金本位制を維持するために、一斉に高金利政策に転じることになる。

かくして、「ブームを抑えようとする米国の努力と、米国への資金の流れに続いた金の再分配(米国への金の流出)をくい止めようとするヨーロッパの企てとが、経済情勢上、低金利政策をとるべき機が熟しつつあった、まさにその時点で、あらゆる国に高金利をとらせることになった<sup>1)</sup>」のである。

実際、イングランド銀行の公定歩合は、米国の金融政策に歩調を合わせて、27年4月に4.5%に引下げられ、この低金利は28年までは何とか維持できたが、28年以降の米国の高金利政策への転換に伴い、29年2月に5.5%に、9月には6.5%へと引き上げられていく。それゆえケインズは、29年10月のウォール街での株価大暴落に対して、その直後(10月25日)、それが世界的な高金利時代の終焉の契機となるかもしれないという期待を込めた小論 **A British View of the Wall Street Slump** を、*The New York Evening Post* 紙に寄せる。以下はその全訳である。<sup>2)</sup>

「個々人の立場で考えるかぎり、ウォール街での株価大暴落(crash)を歓迎する人はだれもない。しかし、世界経済という立場から見ると、起きていることについて、英国人が米国人よりも、反対の見解を取りうることは容易である。米国以外の世界各国の経済界に重くのしかかっていた負担が取り除かれたような、安堵の気持ちをわれわれ英国人は感じざるをえず、実際既にそれは一部の市場で反映されている。われわれは若干の(投機の対象となる)仕手株の問題をかかえてはいるが、英国の優良債券は現在、以前よりも強気の状態であり、それは将来に向けての新たな希望がマーケットに生れていることを示している。

これは矛盾なのだろうか。私はそうは思わない。過去数ヶ月間のウォール街での異常な投機が

利子率を前例のない程の水準まで押し上げた。金本位制が国際的な資金の貸借の流動性を保証するがゆえに、このことは世界的な高金利を意味することになる。しかし、この高金利の下にある米国以外の国々の産業や企業を支援するようなことは何もしなされなかった。その結果、ウォール街から数千マイルも離れた国々での新事業が抑制され、商品価格が下落したのであり、これは人為的な原因によって生じたのである。もし最近の高金利がさらに半年も続いたとしたならば、真の大惨事（disaster）になっただろう。

しかし現在、この2・3週間に起きた劇的で恐ろしくさえある事態により、再び明るさを感じているが、それはこの先、低金利の時代が到来する可能性があるように思えるからであり、全世界の経済界にとって真の利益となるだろう。米国では既に利子率は低下している。ニューヨークの連邦準備銀行（FRB）は、おそらくその銀行利率を引下げる最初の機会を手中にしているだろう。もしそうならば、イングランド銀行や他の国の中央銀行は時をおかずに追従すると私は確信する。そしてその時、世界各国での事業活動は再び始動することができ、それに伴って、商品価格も回復し、農民の状況も改善するだろう。

このようなことを言う私は悪しき予言者かもしれないが、直近の事態に対する英国の金融界の直観的な反応はそうであると私は確信している。ウォール街での株価大暴落が及ぼす、ロンドンへの直接的な影響は、ロンドンとニューヨークの両方で取引されている限られた数種類の英国系米国企業の証券を除くと、深刻なものはないだろう。一方われわれは長期的には明確な期待を見出すことができる。

しかし、私は世界経済の回復が直ちに始まると期待することにはならない点を付け加えなければならない。英国ではおそらく、この冬は厳しい失業の冬となり、ドイツでも同様だろう。しかしこれは、この夏から秋にかけての高金利の結果である。実際、ヨーロッパでは、いまだわれわれが望んでいる利子率の低下を実現していない。たとえ利子率が低下したとしても、企業家が新規事業や産業活動を始める決断には、数週間は必要であるが、低金利が実現するならば、その救済的な効果は間違いない。世界は高金利のデフレ的な効果と同様に、低金利の拡張的な効果を常に過少評価している。なぜならば、因果関係が生じるためにはタイムラグがあり、それが見過ごされているからである」。

1930年に入ると不況は深刻化し、世界的な大不況への懸念が広がるなか、30年5月、ケインズは、*The Nation and Athenaeum* 誌に論文 *The Industrial Crisis* を発表し、<sup>3)</sup> この不況が19世紀末の大不況と同様の大不況であるという認識を初めて示す。それゆえケインズは低金利政策への転換だけでなく、以下で全訳で紹介するように積極的かつ決定的な政策——具体的には米国・フランス・英国などには、協調した対外貸付（各国の資本開発をファイナンスするような貸付）の再開を求めるとともに、英国内での投資を喚起するために、認可され投資計画への貸付け利子率を対外目的の利子率よりも低くすることを提案する。

先週、ヨーロッパの中央銀行が出席し、ブリッセルで国際決済銀行の会議が開催されている間に、協調した銀行利率の引下げが行われた。われわれは、それを新しい中央銀行のあり方として期待される協調行動の最初の成果とみることができるとも、たとえ引下げの動機が広範な問題関心からというよりも、来たるドイツ賠償ローンの予想への関心からであるとしても、各中央銀行の総

裁は賞賛されるべきである。

それゆえ、このようにしてヨーロッパや米国で実現した低金利を十分に有効なものにする必要がある。たとえばフランスでは、名目金利が取引額に比例するので、実効金利はロンドンに比べると高くなる。英国の場合、五大銀行の貸出金利は（イングランド）銀行利率が低下しても、5%以下になるとは必ずしもいえない。したがってこれらの銀行が地方の産業へ貸し出す際には、イングランド銀行の低金利政策が十分に反映されることが望ましい。

しかし今、世界の主要な金融センターの割引率は2.5%～3%と明らかに低率であるが、それは状況に応じた水準でなければならない。物価が上昇している状況では魅力的な金利の水準は物価が下落している場合には高すぎることがある。しかしながら、低金利のみでは事態を改善することはできず、低金利は主要には、企業が再び活動を始める環境を作り出すことである。それゆえ、改善の速度は中央銀行の協調行動が生み出した環境を、われわれがどの程度活用できるかに依存するだろう。

一般には今だ認識されていないが、われわれは現在、非常に厳しい世界的な大不況の底にあることは間違いなく、しかもそれは、これまで経験したなかで最大級である。それゆえ、不況から脱却するためには銀行利率を引下げるといった受動的な政策だけでなく、積極的で決定的な政策が求められる。

現在、卸売物価は1年前よりも12%ほど低く、今年1月1日よりも8%ほど低い。過去の経験からみても、このような物価の下落は非常に激烈で異例であると考えなければならない。1921～22年の反動不況を別とすれば、このような不況を見出すには70年前に戻る必要がある。諸価格の崩壊は、たとえば1907年のときよりも急速で、しかもより激しく、このような状況では、低金利だけで繁栄を取り戻すことはできないだろう。われわれは、回復するまでの2年間、（イングランド）銀行利率が2%のままだった1890年代の状態に陥ったことに気づかなければならない。

しかし、もしわれわれが低金利を有効に活用しようとするならば、どのような条件が必要なのかを知る必要がある。私がただ言えることは、それが事業活動を促進し、資本開発を増加させるのかどうかということである。現在、運転資本に関するかぎり、低金利の効果は諸価格の下落の影響によって相殺されてはいるものの一定の効果を上げている。しかし固定資本に関しては、債券価格や新規発行市場の反応は非常に遅れている。好況期には、金利や十分な銀行信用の新規発行市場への促進的効果は極めて迅速である。しかし事業意欲や確信が今日のように崩壊している場合、他の状況では強い促進的効果があることでも、反応は非常に鈍くなる。

新しい事業を喚起するというこの任務は、国内投資と海外投資という2重の問題に直面する。現在、英国の海外投資のネットの額は、貿易収支残高の黒字よりも速く増加することはできない。なぜなら、もしそうになると、金が流出するからである。もしわれわれの貸付け先が適切に選ばれるならば、われわれの対外貸付は、ある程度は貿易収支の改善となるが、それは一部にすぎない。それゆえ、我国の貿易が他の主要な金融センターでの新規貸付け結果から利益を受けるのであれば、われわれは対外貸付の方向に大胆に踏み出すことはできない。ロンドンの対外貸付は、他の所とりわけニューヨークやパリでの対外貸付と歩調を合わせて進めなければならない。

われわれの対外貸付は、ニューヨークやパリが求められている役割を果たそうとしないために、阻止されている。もし新規の対外貸付が3つの金融センターにおいて、いずれからも金が流出し

ないように配分されているならば、物価を支えそして国際貿易を喚起することになる国際的な信用（credit）の大規模な創出に何の重大な障害もない。すべての証拠が示しているように、ロンドンでは対外貸付の増加が安全かつ確実に行えるという信頼を得ている。それゆえ、国際的な物価や貿易を回復するための最も重要な条件は、ニューヨークとパリが自らの能力の限界まで新規の対外貸付を行うことである。

たとえそうするとしても、緩慢ではだめである。国際市場での借入れ需要額は、直ぐに1.5億ポンドほどになるだろうが、この借入れの多くは既存の債務の支払いに充てられてしまうだろう。したがって、貸出された資金が既存の状況を清算するのに必要な資金から、新しい資本開発をファイナンスするための資金に向かうようになった時、経済の状況は改善される。しかし当分の間、考えられる最大の障害は、いわゆるドイツ賠償の動向である。

実際、フランス政府は将来のドイツからの賠償の受け取りの信用で資金を借入れているが、その資金はフランスが必要だったり使用目的があるためでないのに、自国の金利よりも高い金利を支払わなければならない資金である。またそれは、既に十分に潤沢な対外残高をさらに積み上げることによって、現在の不均衡を一段と悪化させるだけになるだろう。しかし、そのような貸付けが生じることがヤング案の一部である。そしてわれわれは、できるかぎり早く障害とならずに終わることを期待しなければならない。

ニューヨークとパリが外国債券を大規模に引受けるようになるまでは、新規の債券発行によって問題を解決しようとすれば、間違いなく遅れるというのが結論である。たとえこの問題が克服できたとしても、進行は緩慢だろう。そして英国に関するかぎり、以上のような展開から、われわれの現在の諸困難のある程度以上の解決を期待することは、少なくとも私の判断では軽率である。

それゆえ、もしわれわれが外国の状況に過度に関心を払い、国内の資本開発を喚起する問題から目をそらすならば、それは愚かなことである。現在の状況で、われわれの貯蓄の1/3以上のはけ口を海外に見出すということは、近い将来において不可能なほどに輸出貿易を拡大しなければならないことを意味する。

しかし、われわれが国内の資本開発に力点を移すとすれば、障害は、過度な対外貸付を阻止して金の流出を回避するに十分な債券利率が、国内の大口の借手にとって高すぎ、国内事業の阻害要因となるという事実のなかに見い出せる。それゆえ失業を救済するためには、われわれは次のいずれかを必要とする。すなわち、国家が民間の企業活動の不足を補うための行動をとるか、あるいは国内目的の利率と対外目的の利率との間に差をつける政策を採用するかであるが、それは国内の事業活動の誘因となるように国内の利率は十分に低くし、同時に対外貸付の利率はわれわれの能力の範囲に対外貸付が収まるように、国内の利率よりも高くすることである。実際、政府が認可された事業に市場での現行の長期金利よりも低い金利で資金を供給するような形態以外で、それを実効あるものにするのは難しい。

そのような政策は一時な穴埋め策にすぎないとしても、それでも穴を埋めることになる。今年の後半に関していえば、失業の減少を期待することはほとんど不可能であるが、さらに悪化させるべきではない。これまで述べた手段以外に、近い将来において状況の著しい改善を望むことはできない。それにもかかわらず、当局が消極的な政策を選好するならば、当分の間、雇用を正常

な水準に回復させることは期待できないだろう。失業手当の増加や課税可能な企業利潤の減少を伴う消極的な政策は、積極的な政策よりもむしろ大蔵省の負担を大きくすると私は見る。そして社会全体の福祉や富の損失は、非常に大きいだろう。

この論文 **The Industrial Crisis** のコピーはイングランド銀行総裁のノーマン (Montagu Norman) に送られたが、ノーマンはケインズへの返書 (5月20日) で、「私は現状では多くの認可されうる事業を見い出すのは難しいと思う」と感想を述べた<sup>4)</sup>。そのためケインズは、自らの提案の理論的・現実的な論拠を明らかにするとともに、より具体的な提案をしたための書簡を、5月22日にノーマンに送付するが<sup>5)</sup>、その書簡 (当然ながら論文と呼ぶべき内容である) および **The Industrial Crisis** の前提となっているのは、次の3つの前提である。すなわち、金本位制下の英国経済の現状では、①対外貸付と対外経常残高 (= 国際収支の経常黒字) とを均衡させる自律的メカニズムを欠いている。②対外貸付と対外経常残高の均衡を実現させるような利率のもとでは、国内貯蓄から対外貸付を差し引いた額 (= 国内への資金供給額) は、国内投資を上回るが、両者を均衡化させるメカニズムを欠いている。③このような国内投資のための資金需要の不足によって生じた過剰貯蓄は、企業の損失を補填するための資金需要として浪費される。

そこでまず、この前提にもとづくケインズの見解の基本的フレームワークを簡単な図式によって説明しておこう<sup>6)</sup>。外生的な諸要因を一定とするならば、国内投資  $HI$  は国内利率  $r$  の減少関数であり、一方、対外貸付  $FL$  も同様に  $r$  の減少関数であると考えられるから、英国の現在の国内総貯蓄  $S$  とすると、 $HI$  曲線・ $FL$  曲線と  $S$  との関係は、図-1 のようになる。また対外経常残高  $FB$  は他の諸要因を一定とするならば、国内の物価水準  $P$  (主として賃金などの生産費に規定される) の減少関数となるから、図-1 のようになる。

もし現在の  $r$  が  $r^*$  で、 $P$  が  $P^*$  であり、そのもとで国内均衡の条件である  $S - F^*L^* = H^*I^*$ 、および国際収支均衡の条件である  $F^*L^* = F^*B^*$ 、が実現しているならば、それは図-2 で示される。

ところがいま図-3のように、国際的な利率が高水準にあるならば、それは英国の資本収支の悪化要因であるから、 $FL$  曲線は上方へシフトする。しかし①より、それは  $FB$  の増加を伴われず、 $FL > FB$  となるので、イングランド銀行は国内利率を  $r'$  まで引上げる政策をとり、国際収支の均衡をはかる (これは主として、公定歩合の引上げ → 短期利率の上昇 → 短期資本収支の改善となる)。しかし、それは国内投資を抑制することになり、国内投資は  $H'I'$  まで減少し、 $H^*I^* - H'I'$  だけの過剰貯蓄が生じるが、②③より、この国内不均衡は利率の低下を通じての国内投資の増加によって解消せず、 $H^*I^* - H'I'$  は企業の損失を補填するための資金供給となる。

したがって、この国内投資の不足によるデフレ不況 (= 国内不均衡) が解消されるためには、まず何よりも高すぎる国際的な利率が低下し、 $FL$  曲線が下方へシフトすることであるが、それだけでは不十分あるいは遅れる場合、ケインズはより積極的に、図-4 のような  $r'$  と  $r''$  の二重金利政策——国内の投資不足を補整するような具体的な投資計画に対して政府が低利融資 ( $r''$ ) で支援することを提案する (図-4)。

また、短期利率が低下しているにもかかわらず、国内投資の資金調達コストである長期利率が高水準の状況に対しては、両者の開離を解消するための、後に言うオペレーション・ツウィ

図-1

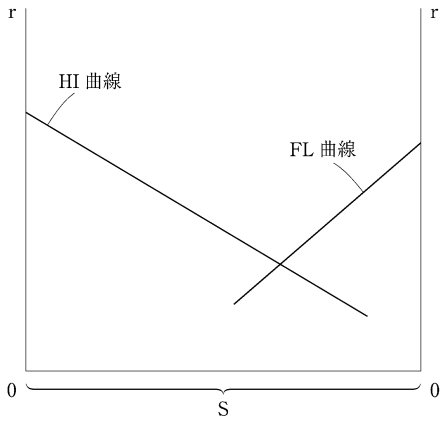


図-2

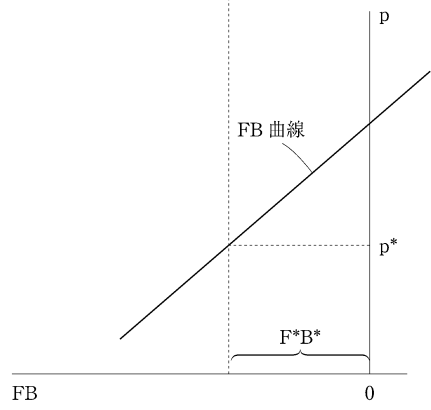
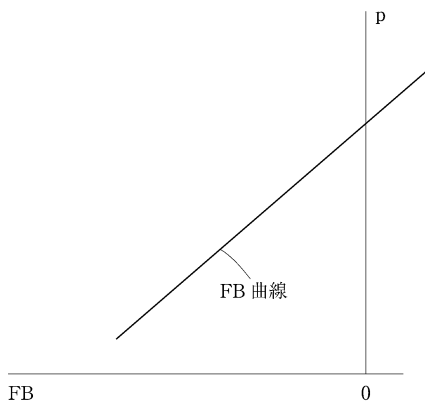
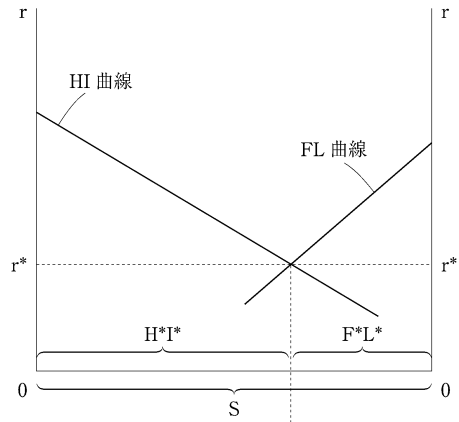


図-3

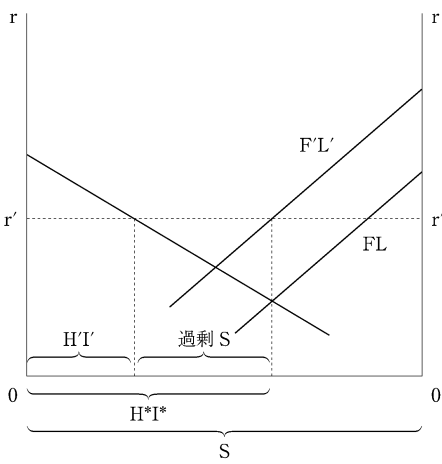
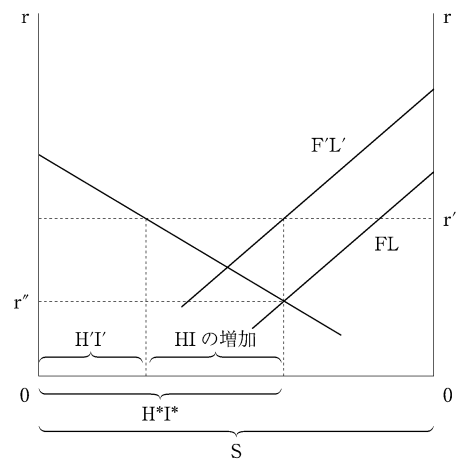


図-4



ストを提案する。

以上で説明したように、ケインズの理論は後にいう、貯蓄と投資のマクロ・バランス論の先駆をなすものであり、以下、ノーマン総裁への書簡を全訳しよう。

## 1 基礎理論

統計資料によれば、われわれは約900万ポンド／週を貯蓄しているが、おそらく不況期には安全にみると、800万ポンド／週である。

われわれが海外に投資できる額は、われわれの対外経常残高の額に正確に規定される（以下、海外投資は対外経常残高と同義と理解すること——訳者）。なぜなら、もしわれわれがネットで（長期と短期のローンを合わせて）それ以上に海外投資しようとするれば、金が流出し、イングランド銀行はそれを阻止する行動を取らなければならないからである。したがって最大可能な額は1928～9年で、約300万ポンド／週であるが、現状ではおそらく200万ポンドを大きく超えない額であろう。それゆえわれわれは、約600万ポンド／週の国内投資先を見い出さなければならない。

ここで説明するには時間がかかり、しかも複雑であるという理由であるが、私の見解（理論）では、もしわれわれの総投資（国内投資+海外投資）が現行の貯蓄（すなわちわれわれの所得のうち消費されなかった部分）を下回るならば、必然的に企業の損失と失業の発生を伴う。もちろんこれは難しい理論的な命題であるが、この命題が正しいか誤っているかは、最適な決定を行なう上で非常に重要である。とにかく以下、それが正しいという前提のもとで議論を進める。

貿易収支に左右されるネットの海外投資の大きさは、外国の経済状況との関係による相対的な我国の生産費（金表示価格での）に依存する。しかし対外貸付は、自動的にこの額に調整されることはないので、イングランド銀行の金利政策や信用政策によって、対外貸付をその範囲に抑えなければならない。

それゆえ、私は基本的な診断は次の如くである。われわれの相対的な生産費を所与とすると、対外貸付を範囲内に抑えるために必要な利子率が、対外貸付を差し引いた貯蓄を吸収するだけ投資を喚起するには高すぎるということである。したがって貯蓄が投資を超えることになり、不可避免的に企業の損失と失業が生じることになる。

## 2 救済策

均衡の回復のためには、3つの有効な方策がある（最初の2つを同時に行ってはならないという理由はない）。

### (a) 対外投資の増加

(i) われわれの生産費を低下させることによって輸出の増加をはかる——ここに合理化計画が入る。

(ii) 生産費の低下、あるいは関税によって輸入を減少させる——保護主義の提案はここに入る。

(iii) 我国からの輸入を拡大するような国への貸付けの増加——しかし、この手段は明らかに他の債権国の貸出しのペースによって制約される。

長期的にみると、この線に沿った方策が十分に有効かもしれない。しかし現在の世界経済の状況の下で、ネットの対外投資をたとえば350万ポンド／週まで増加させうるだろうか。いや今年

から来年にかけて、この手段で現状を維持することさえも疑問である。

合理化が絶対的に必要であることは私も認めるが、2・3年後の我国の輸出にその効果が十分に現われるとみるのは過大な期待であり、軽率である（1億ポンドの価値の輸出は、40万人以上を雇用することはなく、一方合理化は雇用の減少を伴う）。

#### (b) 国内投資の増加

驚くべきことは、現在のような利子率では、われわれの貯蓄を吸収するのは困難だということである。

鉄鋼業の大胆な合理化のための資本コストの最大額は（私の聞いたところでは）5000万ポンドで、それは国内目的のための貯蓄の50日分ほどを吸収する。紡績産業の場合の数字は、1500万ポンドで約3週間分である。そしてこのように各産業を含めたとしても、民間の産業で吸収できるのは、せいぜい貯蓄の1/4で、1500万ポンド/週であろう。

住宅・輸送機関そして公益事業が残されるが、これらは常に主要な貯蓄の吸収者であった。しかし、現在の利子率のもとでは、これらの需要が大規模に生じないことは驚くにあたらない。1913年当時と比べて現在、これらの社会資本（1人当たり）は充実しているが、優良債券の長期利子率は、当時年3～3.5%であった。しかし、それが5～6%ならば、毎年この分野で450万ポンド/週の資金需要を見い出せないとしても何の不思議もない。

私は問題の根源は、英国において、また最近では世界全体で、長期利子率が均衡水準よりも高く維持されていることにありと信じている（均衡利子率のもとでは貯蓄の需要と供給が一致し、失業も生じない）。その原因としては、（第一次世界）大戦後、各国の相次ぐ金本位制復帰に伴う金の争奪、そして最近では列をなして待っている困窮した借り手の資金需要などを挙げることができる（したがって、長期利子率が大战前の水準に戻る前に、大蔵省が国債償還を計画するのは狂気の沙汰である）。

#### (c) 貯蓄の減少

もしわれわれが貯蓄の投資先を見い出せないならば、貯蓄を減らすことが望ましくなるが、これは絶望の勧告である。なぜなら、私は適正な利子率のもとでの貯蓄には、投資先があると確信しているからである。

大多数の人々は、高い利子率は投資の超過需要ではなく、貯蓄が不足している証拠であると考えており、そう考えるのは自然である。しかし、私は真実は反対であり、物価が下落し失業が生じることがその証拠であると確信している——もちろん、それは純粋に学問的な問題である。

### 3 方 策

貨幣 - 銀行組織についていうならば——技術的・理論的な問題と区別されるが——、その役割は長期利子率を引下げて投資を刺激するような信用状況を生み出すことである。もしすべての債権国の政府・銀行そして証券会社がこの方向に向けて協調して行動するならば、それは大きな困難を引き起こさない。なぜなら、すべてが同一歩調をとれば、どこの国も金を流出させないからである。そしてもし、列をなして待機している困窮した借り手がひとたび満足して一掃されるならば、長期利子率が一気に下落すると確信している。なぜならば現行の利子率で借りている外国の借り手の数は、大きくみえるが決して無限ではないからである。

しかし、もしパリとニューヨークが躊躇し、ロンドンだけで進めるとすれば、ペースは遅くな



るといふことに私は同意する。われわれができることは、できるかぎり早く、勇気をもって金の流出を恐れずに行動することであり、それは他の国々に範を示して行動を促す効果を持ちうる。国際的な状況に関するかぎり、他にすべきことはない。そしてこれによって、世界全体で購買力が増加し始め、商品価格も回復してくるだろう。

しかし我国の状況に戻る時、われわれは自らがなすうるすべてを行っていないと思う——実際の計画を実行することが非常に難しいことは認めるとしてもである。上述した行動が国内の投資を十分に喚起するほど十分に、利子率を引き下げる——特に不況と企業の損失の発生という現状のもとでは——ことを私は期待したい。

それゆえ私は、非常に議論を呼ぶことになるだろうが——国内の資金の借り手に対して低利の融資をなすうる方策を支持する。そうでなければ、輸出力に規定されて海外に向かえない貯蓄と国内に投資先を見いだせない貯蓄は、企業の損失をファイナンスするために無益に使われてしまうことになる。私が心に描いているのは、次のことである。(i)政府は、その事業が新規ですぐに着手できるという保証がある時にはいつでも、地方当局や公共局に3%で貸し出しすること、(ii)政府は3%の利子で B. I. D. S (Bankers' Industrial Development Company) に資金を供給し、そこで B. I. D. S が適格な民間の借り手に自らの裁量で貸付けを行うことである。

私は以上のような取り組みがなされるまでは失業は続くだろうと考えている。

#### 4 専門的な立場

現在確立された低い短期利子率は、長期利子率の低下と投資の刺激への必要な第1歩である。もしそれが世界全体で長期間にわたって継続されるならば、長期利子率も最後は低下するだろう。われわれはそれを速めたい。

我国では技術的な欠陥によって、それが進んでいないと私は考えている。大蔵省の借り換えによって市場での大蔵省（短期）証券の供給を少なくとも1億ポンドほど減らしたことに加えて、商品価格の下落による貿易手形の額面価格が下落したために、この種の債券の不足が生じた。したがって短期利子率は、さまざまな形で、主としてロンドンの引受手形の増加によって短期債券が供給されるまで、押し下げられた。他方、優良な長期証券市場は多少過剰供給の状態であった。

以上の結果、長期利子率と短期利子率の間に異常なほどの乖離が生じている。私の救済策は、大蔵省証券の供給を増加して、その利子率を3%近まで引き上げると同時に、長期証券を購入して長期利子率を引き下げて、新規発行を助成することであり、たとえば、3000万ポンドの大蔵省証券を発行し、その資金で長期証券を購入する政策を徐々に行っていくことである。これは外国債を含む長期債券市場と新規発行を刺激するが、これによって生じる外国為替市場の負担は、短期利子率の上昇による短期資本収支の改善の効果によってバランスされるだろう。

さらには、パリやニューヨークを債券市場に引き戻す最も迅速な方法は、債券市場を良好な状態にすることである。特にニューヨークは債券の購入を考慮し始める状況に近づいており、したがってもし彼らが債券価格の上昇を見るならば、彼らはわれわれから債券を購入したいと考えるだろう。

以上のような提案を私がするのは、世界全体での現行の長期利子率がきわめて人為的であること、長期利子率は2・3年のうちに急速に大戦前の水準に戻っていくだろうということ、貯蓄が

不足しているという考えは誤りであること（そうではなく事業活動が衰退しているのである）、そしてこのような信念や期待のもとに行動すると良い結果を生むこと、を確信しているからである。

われわれは皆、非常に落ち込んでいる。確かに短期的に見ればそうならざるをえないが、さらに先に考え、われわれが苦境を乗り切って平穏な状態になるならば、見通しは完全に明るい。

## II

1930年12月、ケインズは、完成直後の『貨幣論』のマクロ理論にもとづき、*Nation and Athenauem* 誌に寄せた論文 **The Great Slump of 1930** において、大不況のメカニズムをシンプルかつ明快に説明する。ケインズはまず、「昨年生じたような正常水準からの非常に大幅で急激な物価下落は、近代史上にその類例を見ないものである」という認識を示した上で、生産量の制限や賃金の切り下げは、マクロ的には社会全体の購買力を減少させることになるので、本質的な均衡の回復策とはならないと言い切る。

では、なぜこのような大不況に陥ったのだろうか——ケインズは以下の如く『一般理論』と同様に因果関係を逆に辿って論を進めていく。

- ① なぜ労働者は失業し、設備は遊休しているのか。それは財を生産し販売したとしても赤字になると企業家が予想しているからである。
- ② なぜ赤字を予想するのか。それは物価の下落が生産費の下落を上回っているからである。
- ③ 経済全体で見れば、企業が生産費として支払った額は国民の所得となり、それが支出されるから、販売収入として企業に戻ってくるのでないのか。しかしそれは正しくない。
- ④ マクロ的にみても販売収入と生産費が一致する保証はない。販売収入が総生産費を上回るのが好況の特徴であり、逆に下回るのが不況の特徴なのである。
- ⑤ 正常利潤を含む総生産費は国民所得であり、消費＋貯蓄である。一方、販売収入－総生産費は利潤（負ならば損失）であり、販売収入＝消費＋投資である。
- ⑥ したがって、販売収入－総生産費は投資－貯蓄であるから、投資－貯蓄＝利潤である。それゆえケインズは次のように結論づける。

「この利潤を左右するのは、一般大衆が自分たちの貯蓄を貨幣ないしはそれと同等のものの形で流動性をもたせておく方を選好するのか、あるいは資本財ないしはそれと同等のものを購入する方を選好するかである。もし一般大衆が後者の購入の方を好まないならば、資本財生産者は損失を出すことになる。したがって資本財生産は減少し、その結果上述した理由から消費財生産者もまた損失を出すことになるだろう。言い換えると、あらゆる部門の生産者が損失を出すような傾向を示し、全般的な失業がその結果として生じることになるだろう。その時には既に悪循環が始まっているだろうし、一連の作用と反作用の結果、潮流を逆転するようになるまでは、事態は悪化の一途をたどるだろう<sup>8)</sup>」。

かくしてケインズは、困難の根本的な原因は、資本投資のための市場が不十分なために、世界的な投資の不足が生じて資本財生産が減少したことであるとし、「あらゆる点で最も効果的な救済策は、これら3大債権国（米国・英国・フランス）の中央銀行が国際的な長期債券市場への信頼

を回復させるために、一致して大胆な計画に参加することであろう。これは、世界各国における起業や事業活動を復活させ、物価と利潤を回復させるのに役立つであろう」と主張する。

1931年2月、ケインズは英国王立協会において、**Internal Mechanics of the Trade Slump** という論題で講演を行ない、それに先立って講演内容の要約（abstract）が提出された<sup>10)</sup>。この要約は小論ではあるが、『貨幣論』を理論的なベースとして、貯蓄と投資の不均衡によって大不況の原因とメカニズムを簡明かつ平易に説明している。

ケインズはまず、貯蓄と投資が常に等しいという理論を否定し、両者は均衡においてのみ等しいという事実を指摘し、その理由を次のように述べる。

「貯蓄は労働者を解雇させる効果をもつが、貯蓄と投資が常に等しいとみるのは、新投資による雇用の増加が解雇された労働者を吸収するまで賃金を下落させると仮定しているからである。しかし不均衡において、このような調整は起こらず、解雇された労働者は、新投資財の生産のためには雇用されることなく、失業のままである。この場合、貯蓄に何が起きたのか。貯蓄は企業の売れ残った在庫や値下げ販売のために生じた損失を補填するために使われてしまったのである（これは貯蓄を超える投資は企業の超過利潤によって自らファイナンスされ、逆に投資を超える貯蓄は企業の損失を補填するための資金供給になるという『貨幣論』の革新的な命題を具体的に述べている——訳者<sup>11)</sup>注）」。

次いでケインズは、不況がどのようにして悪循環に陥るのかを以下のように説明する。

「均衡の状態から、何らかの理由で新投資の量が減少したとしよう。たとえば、1928年にピークとなった米国の膨大な建設・建築支出は、29年中頃にはさまざまな理由で終わりを迎えた。投資の減少の結果は、物価の下落と利潤の減少であり、この利潤の減少はさらなる投資の減少を招き、その結果、物価はいっそう下落する。そしてそれに続き、新しい事業への意欲が極端なほど減退し、多数の企業で信用の失墜や支払い不能が発生する。おそらく最終的には、資金面で苦境にある個人の場合の適切な行動との誤った類推から、節約キャンペーンが始まり、これによって崩壊が完結する。なぜなら貯蓄の増加を求める節約キャンペーンは、貯蓄と投資のギャップをさらに拡大させ、いっそうの物価の下落・企業の損失そして失業の増加を招くからである。その間、失業は増加し続けて最悪の状態となる。というのは、生産者の収入額が主要コストを上回り、しかもそれが一時的ではないと企業が考えているかぎり、生産の抑制は続くからである<sup>12)</sup>」。

その上でケインズは、「利潤が得られるのでないかぎり、資金を借り入れる意欲も動機も生まれず、逆に新投資のために資金が貸し付けられるようになるまでは利潤は回復しない」という投資と利潤の相互前提のジレンマを強調し、「何が不況を終わらせるのか。貯蓄の減少を別とすれば、投資の増加以外にはありえない」と結論づけるのである。

1931年6月、ケインズはハリス基金によりシカゴ大学に招聘され、**An Economic Analysis of Unemployment** という論題で講義を行うが、そのテキストは他の講義者と一緒に、*Unemployment as a World Problem* のタイトルで出版される。ケインズのこの論文は十分な分量で、世界的失業の原因・不況の理論的分析・回復への道という題目の3つの講義から成り立っており、具体的かつ平易にもかわらず、現状分析・理論・政策提言からみて、世界的大不況に関する最も充実した内容の論文であるといえるだろう。われわれは既に、本論文と上述の小論（講演の要約）<sup>13)</sup>の翻訳を行っているので、本稿では、その特徴のみを簡潔に要約しておくことにしたい<sup>14)</sup>。

(1) ケインズは、1920年代後半の高水準の投資によって実現した各国の経済成果を均衡のとれた成長であったと高く評価する。そしてこの大不況の原因は、高金利による投資の急激な減少であり、したがって投資の回復なくして景気の回復はありえないと主張する。それゆえ、大不況の原因は20年代の過大でバランスを欠いた投資であり、大不況はその結果であるから、十分に時間をかけて不況という清算過程を終らせるならば、その後再び良い状態が戻るという清算主義者の見解を否定する。

(2) 『貨幣論』で提示されたマクロ経済の理論的枠組に基づいて、貯蓄と投資の関係そして物価・生産費と利潤（あるいは損失）の関係がまず示され、次にそれをふまえ、投資の減少によって始動する不況のメカニズムが説明される。とりわけ注目されるのは、固定資本だけでなく経営資本への投資の変動が明示されている点であり、また具体的な数値例が米国の現実に即している点でも説得的である。

(3) 『貨幣論』にもとづくこれまでの論文では、投資の変動に対して貯蓄を一定と仮定されていたために、いつまでも貯蓄と投資の不均衡が続き、景気変動は累積化すると説明してきたが、本論文では不況が底に近づくとも投資の減少とともに貯蓄が減少するという均衡化要因が初めて示された。明らかにそれは『一般理論』への第一歩である。

(4) 本論文で提示される政策提言は低金利政策であり、さらには景気の回復と確信の回復との不可分の関係が論じられているが、それとともにわれわれは、物価の正常水準への回復と正常水準からの上昇とを区別し、強調している点に注目したい。すなわちデフレ不況からの景気回復期には物価は必然的に正常水準へ戻るものであり、この回復こそがマクロ経済における均衡（貯蓄＝投資および物価水準＝正常利潤を含む生産費）の実現である。

それゆえケインズは、物価の正常水準への回復をも否定し、正常以下の物価水準のもとで均衡を回復させようとするデフレ容認派を、「広範な破綻・デフォルトそして債務の支払い拒否などが不可避的に起こり、銀行は経営危機に陥る。このような破滅にどのような利点があるのか私には理解できない」と厳しく批判する。<sup>15)</sup>

### III

1931年5月、オーストリア最大のアンシュタルト銀行の破綻に端を発した銀行恐慌は、同年6月にドイツに波及、ベルリンのダルムシュタット銀行の窮迫によって頂点に達する。短期資金の流出のためにドイツ中央銀行の金準備は枯渇してしまい、国際的なモラトリアムに追い込まれる。英国がドイツに対して過大な貸付けを行っていたことや『マクミラン委員会報告書』（1931年6月）がイングランド銀行の金準備の予想外の少なさを指摘したことなどにより、ポンドへの不安が高まり、国際信用不安の矛先はポンドに向けられる。すなわちロンドンからの急速な短資の引き揚げが始まり、数週間で約2億ポンドの金兌換に応じたイングランド銀行は、金準備を枯渇させ、同年9月21日、英国につき金本位制の停止を余儀なくされる。

このように世界的な大不況が新たな危機に直面しつつあるなか、ケインズは米国の *Vanity Fair* 誌に寄稿した論文 *The Consequences to the Bank of the Collapse of Money Values*

（1931年8月）、において、銀行恐慌への不安とその恐ろしさを力説する<sup>16)</sup>。すなわち30年代の世界的不況は資産デフレを伴う複合不況であり、それは国際的な一次産品価格の急激な下落だけでなく、地価や株価などの実質資産価値の崩壊を伴い、資本主義的市場経済の支柱ともいべき金融—信用システムの危機をも招いたと見る。実際、地価や株価の大暴落は、土地や株式などを担保とする銀行貸付に大打撃を与えて事実上、銀行貸付が停止状態となり、銀行組織による民間部門への融資機能が麻痺するに到ったのであり、ケインズはこのような危機的状況を以下のように述べる（以下、彼自身のことばの引用による<sup>17)</sup>）。

「今日、われわれの極めて重大な心配の種は、世界の多くの地域において、銀行が深刻な苦境に陥っていることである。1931年7月の破滅的なドイツの恐慌は銀行恐慌であった。……その原因は、最近の2年にわたる貨幣価値の累積的な崩壊の結果生じた、銀行の実物財源の緩慢であるが、着実な弱体化に根ざしている。……貨幣価値の変化が非常に大きくなり、その変化が一定限度の大きさを超えると、一挙に事が重大化する」。

「われわれがこの2年間に経験したような、実物資産の貨幣価値のほとんどすべての領域にわたる世界的規模での暴落は、いまだかつて見られなかったことである。……それは多くの場合、慣習的な『マージン額（貸付けの担保資産に対するマージン額）』を上回っており、マーケットでの用語でいえば、『マージン』が流れてしまったのである」。

「根底に横たわっている情勢は、企業活動に大きな影響を与えがちである。なぜなら、銀行は貸付金の多くが事実上『凍結』されており、自らが自発的に引き受けてもよいと考える以上の大きな潜在的危険があることを知っているのだから、残余の資産を可能な限り流動性があり、かつ危険の少ないものにすることを、特に望むようになるからである。……そのことは、銀行が通常の場合よりも、その資金の固定化をもたらすような計画への融資に、慎重になることを意味しているからである」。

「最後に重要なのは、銀行がその顧客の事業目的のために用立てている貸付金や貸出金であり、これらは多くの場合、とりわけ最悪の状況にある。このような場合の保証は、主として現に融資を受けている企業の実際の利潤と予想利潤である。ところが現状では、原材料生産・農業・製造業などの多くで利潤が生まれておらず、すぐに事態が好転しない限り、支払い不能も十分に予想される。……われわれが現在経験しているような激烈な貨幣価値（money values 物価の意味—引用者）の下落が、金融構造全体の統一性を脅かしているのは、まさにこの理由からである。……現代の資本主義は、貨幣価値を以前の値まで上昇させる何らかの方法を案出するか、それとも広範にわたる支払い不能・債務不履行・金融構造の大部分の崩壊に遭遇するのかの選択に、直面していると私は信じている」。

1932年2月、ケインズはハーレイ・ステューワート・トラスト主催の共通論題を **The World's Economic Crisis and the Way of Escape** とする講演会に参加するが、その講演内容は同年5月に、*Atlantic Monthly* 誌に掲載される<sup>18)</sup>。

ケインズは本講演の〈I〉において、世界恐慌が産業不況の段階から金融恐慌に段階に到ったという現状認識を示すとともに、資産デフレの進行がデフレ予想を生み、それが資産の流動化・現金化のための売却を促し、資産デフレがさらに加速するという、いわゆる資産デフレの悪循環に陥っていると説く。しかも流動化や支出の削減を競って求める動きは広範な分野に及び始めて

おり、まさに全体の利益と個別の利益の不調和が生じている。すなわちそれは「共倒れ」であり、「近隣窮乏化」の道なのである。

しかし次章〈Ⅱ〉では、金本位制に固執する米国やフランスの行動を厳しく批判するとともに英国を含む多数の国々が金本位制を離脱したことを高く評価し、それが各国通貨（で測った）金価格の上昇を通じて、世界全体のデフレ圧力を低下させており、英国を始め金本位制を離脱した国々は、金本位制を維持し苦境にある国々（米国やフランスなど）に比べると相対的に改善していると指摘している点は注目に値する<sup>19)</sup>。それは、たとえば近年、30年代の大不況の原因をめぐる研究を通じて、「各国の大恐慌から脱却する画期となったのは、国際金本位制という『政策レジューム』からの脱却である。というのは米国で生じた恐慌を世界大恐慌へと拡散させたものこそが、まさしく国際金本位制だったからである。そしてその後の各国の拡張的な金融および財政政策は、この金本位制の放棄という政策レジュームの転換があったからこそ可能となったのである<sup>20)</sup>」と主張されているからである。

以下、本講演を全訳によって紹介しよう。

#### 〈Ⅰ〉

今日、世界が解決を必要としている直近の問題は、1年前の問題とは別である。1年前は、落ち込んだ深刻な不況から、いかにして脱却するか、そして生産や雇用を正常水準に回復させるのか、という問題であった。しかし今日、主要な問題は広範に広がった金融恐慌を回避することである。近い将来に、生産が正常水準を回復する可能性はない。われわれの努力はより限定された希望に向けられている。われわれは現代の資本主義の金融構造の完全に近い崩壊を阻止できるのだろうか。世界の金融界における指導者の不在そして権力の中枢にある人々の目標と救済策に関する完全な知的誤謬が原因で、人々はそれを怪しみ疑い始めている。とにかく経済活動を喚起することよりも、金融構造の崩壊を回避することが、今は最優先の課題であるということに異議を唱える人はいないだろう。産業の回復はそれは続いて起こるに違いない。

世界的な金融恐慌の直接的な原因は、はっきりしている。それは商品だけでなく、すべての種類の資産の貨幣価格の暴落である。現代社会の債務—債権構造が維持されるという確信の頼りどころであった、いわゆる「マージン」が流れ出て（run off）しまったのである。英国を除くほとんどの国では、銀行の資産は控え目に見積もっても、預金者に対する負債を下回っている。あらゆる種々の債務者は彼らの担保価値が負債を下回っていることに気付いている。自らが責任を負う固定的な支出を賄うほどの歳入がある政府はほとんどない。

さらにいえば、この種の崩壊は自己累積的である。われわれはいま、借り入れた資金で資産を運用するリスクがあまりに大きいので、資産を競って流動化（get liquid）しようとしてパニックに陥っている。流動化に成功した人々はその過程で資産の価格を下落させ、その結果、他の人々のマージンが減少し、傷つき自信を失って落ち込んでしまうという、このプロセスが続くのである。そしてこれが信じられないほどまで進んだのが、おそらく米国であろう。そこでの価値の崩壊は、天文学的な次元に達している。1930年1月から31年9月までの間に、ニューヨーク株式市場に上場されている普通株の市場価値が、650億ドルから450億ドルまで下落した。人々はその時点までで、不況は底を打ったと考えたが、産業不況とは別の金融恐慌はまだ来ていなかった。1931年9月から32年1月までの4ヶ月で、さらに額は同じであるが、率ではそれ以上に、すなわ

ち450億ドルから270億へと下落したのである。しかし、おそらくこれは金融崩壊のごく一部であった。なぜなら米国の株価は非常に変動しやすいからである。30年1月と31年9月の間で下落しなかった債券の市場価値は、次の4ヶ月間で、470億ドルから380億ドルへと、平均で25%も下落した。優先株の下落はさらに大きく、また実物資産の状況も同様に深刻である。しかし米国の例は国民の心理状態が原因の極端な例ではあるが、ある程度はどの国でも生じうる事態の例を提示しているにすぎない。

流動性を求めて競う闘争は、いまや個人や機関をこえて国家や政府に及んでいる。すなわち国家や政府は、あらゆる可能な手段を用いて輸入を制限し輸出を刺激して国際収支のバランスシートをより流動化しようと努力するが、それが成功することは他の国が失敗することを意味する。さらにすべての国は、国際収支への影響を恐れて国内の資本開発を抑制する。

ここにわれわれは全体の利益と個人の利益との不調和（disharmony）の例を見る。各国が自らの相対的な立場を改善しよう努力することは、他の隣国の繁栄を妨げる手段をとることになる。そして隣国の同様の行動によって苦しめられることは、この例に留まらない。実際今日、人気があり支持されているすべての救済策には、この共倒れの特徴を共有している。競争的な賃金切り下げ、関税競争、競争的な外国資産の流動化、通貨の切り下げ競争、競争的な節約キャンペーンそして競争的な新しい資本開発の縮小——これらはすべて近隣窮乏化の方策である。現代の資本家は、困った時には頼りにならない船乗りである。嵐になるや否や、彼は航行の責任を放棄し、救命ボートでさえも沈めてしまう。

私は競争的な節約キャンペーンや新しい開発支出の競争的な縮小についても言及したが、おそらく、これについては多少説明が必要だろう。私の意見では、節約キャンペーンは、競争的な関税や賃金切り下げと同様に近隣窮乏化の企てであるが、それはある個人の支出は他の人の所得となるからである。このように、われわれが支出を抑える時はいつでも、自分は余裕が生じるものの、他のだれかの支出を減らすことになり、これが全体に広がると、すべての人々が貧しくなる。各個人は自らの正常な支出をも削減せざるをえなくなるが、だれもそれを責められない。しかし、そのような行動で彼が社会的な責務を果たしていると考えないで欲しい。個人や諸機関そして公共団体が自発的にそして不必要に、有益であると認められた支出を削減したり延期したりするのは、反社会的行為である。

不幸にも、大衆は真実や常識から離れるように教育されてきた。平均的な人間は、自分自身の常識に頼ろうとするのは愚かなことであると教えられてきた。正しい方向の救済策でさえも、早い段階での実行に臆病になったり、ためらったりして失敗するゆえに、信用されなかった。

しかしようやく今日、これまでの過酷な経験から学び、賢明な助言に耳を傾けようとする動きがわずかながら生まれてきている。しかし、先見の明や建設的な想像力が欠如していたために、世界の金融界や政界の当局は不況の初期の段階で、利用できる救済策を十分な規模で大胆に実行するという勇気と確信を欠いていた。そしていま彼らは、全体のシステムが回復に向かう自律的な回復力を失った点まで崩壊が進むのを容認してしまったのである。

当分の間、賠償や戦債の問題は全体の状況を見えなくしてしまう。われわれは皆、これらの問題はいまや生気を失った、腐った羊肉の如きものであることを知っている。相当額の支払がなされるのが問題なのではなく、それが金融の問題から完全に政治的・心理的な問題になったので

ある。もしこれからの6ヶ月間で、フランスが最終決着に向けて節度のある理にかなった提案をするならば、ドイツは現在抗議しているが、それを受け入れるだろうし、それが賢明であると私は信じる。

しかし外から見るとかぎりでは、フランス人の気持はそのような決着に反対であり、ドイツを支払い不能に陥らせることに賛成しているようである。フランスの政治家たちは、国内の政治状況から、そのほとんどを米国に支払うことになる額を、穏当な額で合意するよりも、ドイツを支払い不能にして、賠償問題から免れる方がはるかに容易であると感じている。さらにいえば、ヴェルサイユ条約によって2国間で生じた他の未解決の問題との関連で、彼らはドイツに対する不満や法的な根拠があることが有利になると考えるようになったのである。

それゆえ私は、国際金融のこの面における発展に、希望的な見通しを引き出すことはできない。

## 〈II〉

私は暗い見通しを述べてきたが、明るい面について言うべきことはないのか。暗闇のなかにわれわれは何か希望の光を見出せないのだろうか。希望への重要な論拠は、われわれの体制が想像を絶するような負担に耐える能力を既に示していることにあると私は考える。もし1・2年前に今日の事態をわれわれが予知していたならば、世界が正常な状態を維持し続けていると誰が信じただろうか。商品価格の現在水準を知っているならば、原材料を生産している債務国の大部分が依然として自らの債務を支払っていることを誰が信じるだろうか。米国の現在の債券価格を知っていたならば、米国の銀行や証券市場が依然として営業していることを誰が信じるだろうか。ドイツの国内あるいは国外で、政治的・社会的な組織が崩壊することなく、現在苦しんでいるような規模の経済的かつ金融的な重圧のなかで、ドイツが耐えれると前もって誰が信じていたのだろうか。この体制の打たれ強い驚くべき能力こそが、建設的な力を回復する時が来るという希望を持たせる最大の理由である。

さらに私の判断では、いまだその十分な利益を手に入れるまでには到ってはいないが、最近非常に喜ばしい出来事があった。それは英国の金本位制の放棄である。私はこの事件は広い分野で有効な効果を及ぼすと確信する。もし英国がなんとかして金平価を維持し続けていたならば、世界全体の状況は現在よりもかなり悪く、デフォルトもさらに広がっていただろう。

英国の行動は2つの前兆となる成果を生んだ。その第1は世界に広がっていた、各国の通貨で表示した物価の下落を止めたことである。金よりもポンドにリンクする国が列をなしているのを見てほしい。オーストラリア・インド・セイロン・マラヤ・東西アフリカ・エジプト・アイルランドそしてスカンディナヴィア諸国、また実質的には（文字通りではないが）南アメリカ・カナダ・日本などがそうである。ヨーロッパ以外では、南アフリカと米国以外で金本位制の国はいまやなくなっており、フランスと米国が、金本位制が自由に機能している最後に残った主要国である。

このことは半年前にあったデフレ圧力が急激に減少したことを意味する。広い地域で生産者はいま、生産コストや負債の関係から見て、絶望的に不満足とはいえない程度の、本国通貨表示の価格で販売できているが、それがあまりにも最近なので、当然受けるべき注目を集めていない。ここ6ヶ月の間に、経済的および金融的な状態は危機を脱したと思える若干の国がある。たとえばオーストラリアがそうであり、アルゼンチンとブラジルもおそらくそうだろう。インドは目覚



ましい改善を見せており、そこではポンド表示の金の価格が上昇した結果、誰もが予想しなかったことであるが、インド政府の財政問題がほとんど解決してしまった——すなわちこれまで保蔵されていた金の輸出によってである。既に1931年10月からの4ヶ月で、3600万ポンドの金が輸出され、それは現在も週当たり100万ポンドの率で続いている。

英国に関していえば、世界の残りの国々はそして英国でさえも、去年の9月以来、絶対的ではないが少なくとも相対的に改善していることが見落とされているかもしれない。現在の雇用者数は1年前よりも多くなっており、これは他の産業国では見られないことである。現在の失業者への実際の給付金は予算上での準備額を下回っている。しかもこれは、実質賃金が過去1年間で上昇していたにもかかわらず達成できたのである。実際、貨幣賃金が2%下落する一方で、ポンドの減価にもかかわらず、生計費は4%ほど低下した。そして、このことは将来に向けての励みを意味するが、それは英国の経済活動が拡大しているという事実を物語るからである。今日、英国は世界で最も低価格の生産者である。繊維産業はいまや、品質の広範なランクにおいて、主要な競争国よりも安く生産できるし、同様に他のどこよりも低コストで商船を運航でき、また世界の自動車の輸出でも競争力があると、私は確信する。これは時間とともに拡大しているが、去年9月から始まったこの動きは、まだ十分にその効果を発揮していない。しかし今日でさえ、英国は間違いなく世界で最も繁栄している。

英国の競争力の改善にもとづく希望的な見解は、ある国の利得は他の国の犠牲を伴うので無益であるという私の主張と矛盾するのではないかと、おそらくあなたは反論するだろう。またあなたは、昨年私が保護関税を擁護し、現在もそれに反対していないこととも矛盾するのではないかと考えるかもしれない。その弁明は、英国が再び行動の自由と国際的な指導力を手に入れることが、世界の景気回復の不可欠の前提条件であるという私の信念によるものであり、私は英国のみが手に入れたイニシアチブを全世界の利益のために使うという信頼を得ていると確信している。近年の諸困難の多くは、国際的な新投資をファイナンスするために利用できる余剰がわれわれの手からフランスや米国に移ったことによる、と考えている人々に私も同意する。それゆえ私は、世界経済の回復に不可欠の前提として、英国の債権国としての強化を歓迎し、それを求めるのである。

このような好転は見られるものの、世界の各地でデフレ圧力の十分な低下が生じているというのは正しくないが、広がりつつある金本位制からの離脱は、デフレ圧力からの解放の可能性への道を準備しているといえる。さらに私は1932年中に、ポンド・グループに参加する国が出てくることがあると考えている。特に南アフリカと中央ヨーロッパ国々そして（現在は逆の決定をしているが）金本位制のもとで経済活動が急激に困難になっているオランダがそうである。

しかし、第2の主要な結果は、世界の国々が金本位制を維持している国と離脱した国が共存していることである。現在、その2つのグループは債権国の立場で金を引き寄せることによって他の国々にデフレ圧力をかけている国々と、この圧力に苦しんでいる国々に概ね対応している。そして後者のグループの国が金本位制から離れることは、経済均衡の回復への道を進み始めたことを、さらには2大主要金本位国の債権国としての地位を弱体化させ崩壊させることが時間の経過とともに確実になっていく自然の力を働かすことを意味する。

このプロセスはフランスの場合に最も急速に生じるだろうが、それは1932年の末以前にフラン

スの債権国の地位は完全に崩れると思われるからである。賠償金の受け取りの停止、観光客の減少・非金本位国との輸出をめぐる競争力の低下・世界の金の相当の部分の輸入などがその理由である。そして世界にある最後の金の延べ棒がフランス銀行に収まったとき、ドイツ政府にとって、ドイツ人のある化学者が1オンスの金を6ペンスで作る技術をちょうど完成させたところであると公表する好機である。

米国の場合には、そのプロセスは緩やかかもしれない。それは、フランスにとっては高くついた観光旅行の減少は米国の場合には貯蓄の増加を意味するからである。しかし傾向は同じであり、インドや金鉱山からの金放出の流れが金本位国の国際収支の黒字を超える時が来るのは間違いのない。

これら金本位国の輸出産業における競争力の漸減は実際、両国自身の要求への反応だろう。世界の残りの国々は両国に負債を負っているが、両国はその支払いを財でも債券でも受け取ろうとしない。両国は既にすべての金を受け取ってしまった。両国が世界に提示した難問の解は一つしかないということ—すなわち残りの国々は輸出なしで支払い方法を見いだすことである。世界の物価を持続的に引き下げる方策は、世界中で均等に下落したために失敗したが、金に対して為替レートを切り下げる方策は成功するだろう。

以上のように、最終的にデフレ圧力から救済する方向へ動きが始まっている。問題は重圧の下で金融組織や国際信用システムが崩壊する前に、この動きが間に合うかということである。もし間に合うならば、その時おそらく英国のリーダーシップの下で、世界全体での資本支出の拡大と物価引き上げのための協調した政策への道が開けるだろう。なぜなら、これ以外で、私に考えられる唯一の代替的な解決策は、負債の全般的な不履行と既存の信用システムの消失（その後全く新しい基礎の上に再建されるが）だからである。

その後、どの程度の確率で起こるかかわからないが、どろ沼からわれわれを引き出す一連の出来事が続くことになる。破局と全体的な債務不履行に至る前に金融危機は消滅するかもしれない、それは起こりつつある。最大の危機は1・2週間前に乗り切った。それと歩調を合わせて、フランスと米国という均衡を欠いた債権国が他の国々に及ぼしていたデフレ圧力は、両国が債権国の地位を失うことにより、私が既に述べた力の着実な作用の結果として解消できる。したがって、もしこれらが事実ならば、われわれは低金利の局面に入ることになる。過去の不況の例からみて、これが回復の開始への希望が持てる点である。デフレ圧力の終焉はポンド為替の安定という形で示されるだろう。われわれは低金利と信用拡大そして国内の経済活動の再開と対外貸付に向けて、この力を最大限に用いるべきである。なぜなら、世界の景気回復の最初の衝撃は米国からではなく、間違いなくわれわれから発せられるからである。

しかしながら私は、この状況下、低金利のみで新投資を十分に回復させることができるという確信はない。低金利 (cheap money) とはリスクのない、あるいはリスクがないという想定の下で、利子率が低いという意味である。しかし現実の事業は常に、ある程度のリスクを内包している。信頼を裏切られる経験をした貸し手が、借り手の収益を超えるような金利を要求し続けることがあるというのは依然として真実である。実際このことは、去年秋の金融危機の前の比較的低金利であった状況下で既に起きている。

もしそれが本当だと証明できるならば、国家の直接的な介入によって、新投資を喚起し助成す

る以外に、長期化し慢性化する不況から脱却する手段はないだろう。昔は、戦争の場合を除くと、借入れによって、支出するようなことはなく、それが当然と考えられていたので、深刻な不況を終わらせるために戦争を待ち望むということもまれではなかった。私は将来、われわれはこの純正主義的な財政観への執着を捨て、そして戦争に支出する際にのみ認められていた過去の財政原則を、平和のための事業に適用するようになることを望んでいる。とにかく私は、われわれにとってこの苦境を脱する唯一の道は、支出を増加するための正当な理由が認められるような目的を、それが何であれ見いだすことであると確信をもって予言する。これは貧困による危機ではなく豊富ななかの危機であることをしっかり覚えておかなければならない。われわれを苦しめているのは、自然の厳しさや強欲さではなく、豊富な科学的発明の利用を妨げているわれわれの無能さや誤った考えである。したがって、そのように考えるならば、脱却の道は節約や世界の潜在的な生産能力の利用を控えることであるという声は愚か者や狂人の声である。David Humeの言った一節がある。

「予言の才を得るためには、神聖なある種の激情や狂気が必要であると昔の人は主張したが、このような予言をするためには、ある程度大衆的な狂気や空想の影響から自由になること以上に必要なものはない」。

今日、すべての人々が公と私において、どのようなことであれ、財政的に可能で、一般的に合法的で有益であると認められたあらゆる種類の拡張と支出を支持するように自らの影響を行使することが、最高の社会的責務である。1年前に比べれば問題を解決するのはさらに難しくなっている。しかし現在でも私は、望むならばわれわれは自らの運命の支配者になりうると確信している。回復への障害は、物的なことではない。それは権力の座にすわっている人達の知識・判断そして見解のなかにある。世界の責任ある地位についている人々の伝統と深く染み込んだ信念は経験から学んだものであるが、不幸にもそれらは現在には当てはまらず、今日の望ましいことと反対であることがしばしば起こるのである。

フランスでは、当局の見解や公衆の感情は、私がこれまで述べてきたような思考とは全く逆である。彼らは、みんな自分たちと同じ行動をとるならば、自分たちと同じだけの金（gold）を持つてると考えている。自分たちの蓄積した金は善行の報酬であり、他の国が金を失って苦しんでいるのは、無分別による罰を受けているのである。彼らは残酷な結論に向かうことを望んでいる。したがって、事態の進行という圧倒的な圧力によって彼らが改宗するのを待つ以外に方法はない。実際、彼らは本質的には現実主義者なので、経験が証明するようになると、最後には予想に反して頑固な態度を変えるかもしれない。

米国の場合、公人がどのような馬鹿げたことを言うのかをほとんど想像できない。常識ある人間として、清算の流れを押し止め、拡張への動きを喚起するためにできるだけことはしようとしている賢明な銀行家達は、インフレーションを予想するような理由がないときに、インフレのリスクを恐れる必要がないことを確信をもって主張しなければならない。英国の場合には、見解はそれより進んでいる。われわれの政治家はそして銀行家さえも、他のどの国よりも健全な方向にあると私は考えている。われわれがここで恐れるのは、大胆な行動に臆病になり、ためらうことである。

われわれが再び指導力を手に入れた時、われわれはそれを躊躇や遅延なく、自らの購買力の拡

大と他での拡大の助成に用いなければならない。われわれが実例を示さなければならず、安全は大胆さの中にあると信じなければならない。力がわれわれの手に戻ってきた時に、もしわれわれが大胆さを欠き、その力をわれわれの地位を強固にするために使うならば——実際それはわれわれが世界の他の国をデフレ化する役割を果たすことを意味するが——、私は再び暗闇の前兆に立ち戻ることになるだろう。

## 注

- 1) *Committee on Finance and Industry Report* 1931. June (『マクミラン委員会報告書』加藤・西村訳、日本経済評論社、58ページ)。
- 2) *The Collected Writings of John Maynard Keynes* volume XX, pp.1~3. (以下、巻数のみ)
- 3) XX, pp.345~9.
- 4) XX, pp.349.
- 5) XX, pp.350~6.
- 6) 拙稿「ケインズ経済学における理論と政策」、『立命館経済学』1986年12月、および、「ケインズの国際マクロ経済学」、『立命館経済学』2002年10月、を参照のこと。
- 7) 『説得論集』（宮崎義一訳、東洋経済新報社）150~9ページ。
- 8) 同上、156ページ。
- 9) 同上、159ページ。
- 10) XX, pp.477~81.
- 11) op. cit., p.478.
- 12) op. cit., p.478~9.
- 13) VIII, pp 343~67.
- 14) 拙訳「ケインズの雑誌論文を読む(3)」、『立命館経済学』2007年9月、所収。
- 15) 清算主義者やデフレ容認派については、たとえば、竹森俊平『経済論戦は甦る』、東洋経済新報社、2002年を参照のこと。
- 16) 『説得論集』（前掲訳書）所収。
- 17) 同上の178~87ページによる。
- 18) XXI, pp.50~62.
- 19) 同趣旨の論文には、*The End of the Gold Standard*, 27. Sep.1931, (『説得論集』所収、291~6ページ)がある。
- 20) 野口旭・若田部昌澄「国際金本位制の足かせ」、(岩田規久男編著『昭和恐慌の研究』東洋経済新報社、2004年、所収)の21ページ。