

1931年のケインズの米国訪問

——ケインズは大不況下の米国に対してどのような政策提言を行ったのか——

松 川 周 二

I

I-1

ケインズは1931年5月30日、大不況下の米国に旅立った。その主要な目的は、ハリス財団基金の招聘により、シカゴで **An Economic Analysis of Unemployment** というテーマで講演を行うことであった。¹⁾ ケインズのこのシカゴでの講演は、深刻化する大不況に関する現状認識・理論的分析そして政策提言の3部から成る、非常にすぐれた内容の講演であり、既にわれわれは翻訳して紹介している。²⁾

しかしケインズはそれに加えて、他の討論会にも参加し、若干の講演を行っている。その一つが7月1日に開催されたハリス財団協会での討論会であり、そこで **Is It Possible for Government and Central Banks to Do Anything on Purpose to Remedy Unemployment?** というテーマで講演を行った。

ケインズは、講演の前に、まず米国政府と中央銀行のなすべき行動の項目を中心とした簡単なメモを提示する。

政府の行動

- (a) 公共事業：理論上よりも実際上の困難な反対。
- (b) 特別融資や買収。
- (c) 企業の確信や事業利潤の回復を助成する手段：企業減税や鉄道料金の値上げの承認など。
- (d) 不安定な国際的な状況を救済するための手段。

中央銀行の行動

- (a) 低金利——割引率や為替手形の購入レート。
- (b) 信用ベースの拡大——国債の購入、米国と英国との条件の差異、米国における技術的な困難さ。
- (c) 低金利が維持されるという確信の形成を促すこと。
- (d) 加盟銀行と貯蓄銀行に対して預金金利を引下げようとして説得すること。
- (e) 国際的な資金の貸付けの状況を改善するために企図された国際的な計画に参加すること。

(f) 他の中央銀行との一般的な協調。

以上の手段のなにか一つを、十分な規模で実際に行なうことはありえないので、広範な戦線で、あらゆる適切な手段を同時に試みるのが重要である。

現在の不況は、通常の循環型の不況と大戦後の高金利から戦前のような低金利の時に戻る移行期とが結合した可能性が高く、それゆえ中央銀行による断固とした、そして粘り強くかつ大胆な行動が必要となる。

以下、本稿ではケインズの講演を全訳によって紹介するが、その前にまず、その論旨のみを簡潔に述べておきたい。

(1) 米国の場合には英国と違い、加盟銀行が連邦準備銀行に債務を負っているため、連邦準備制度が買オペを行ない信用のベースを供給して銀行信用の拡大を促したとしても、加盟銀行がそれを債務の返済に充てることによって、その効果を弱めることができる。そのため、所期の効果を得るためには、「過大な」買オペを実施しなければならず、それが連邦準備制度の買オペを躊躇させる理由となっている。

(2) 銀行の信用創造をコントロールする手段として、公開市場操作とともに、準備率を連邦準備制度によって変更できる方式が有効である。

(3) 従来からの割引率（公定歩合）操作は、信用ベースの拡大の手段としてみた場合、その運用上の制約から有効性を欠く。それは、たとえ純粋な短期金利をゼロにまで引下げたとしても、銀行はコストを考慮して、たとえば3%以上の金利を借手に要求するからである。

(4) 連邦準備制度が買オペによって、加盟銀行から国債を購入して、銀行がそれをベースに、各種の債券を購入するならば、長期債券の利率を引下げる（債券価格を上げる）ことができる。

(5) 短期金利が低下しても、それが長期金利の低下に波及しないのは、公衆の間で、低金利の状態が将来にわたって持続するという確信が欠けており、やがて金利が上昇して長期債券が値下りするのではないかという不安が広がっているからである。すなわち現在、公衆は債券の値下りを異常に恐れているという心理状態にあり、そのために資金が長期の購入に向かうような状況がない（これは明らかに流動性選好による利子理論であり、いわゆる流動性選好のわなの状態である）。このような場合、たとえば連邦準備制度が国債の価格が過去6ヶ月の平均価格以下になることを認めないと宣言するならば、確信を回復する有効な手段となりうる。

(6) 有力な銀行家の間に、収益をあげることが難しくなるという理由で、低金利政策への反対論があるが、その背景には高い預金金利があり、預金金利が高すぎることで、高い貸出し利率の原因となっている。したがって、銀行が共同して預金金利を引下げることが望まれる。

(7) 預金金利が高いために、公衆の資金は長期債券の購入などの直接投資よりも銀行の貯蓄預金を選好する傾向を生んでおり、それが、銀行がリスクを負担して、過大な長期債券投資や不動産担保融資を行なう一つの要因となっている。しかし、このような銀行組織を媒介とする間接金融型のシステムゆえに、米国経済は貨幣価値の変動に対して脆弱になっており、そのためにも預金金利を下げて、公衆の資金を長期債の購入に向わせることが望ましい。

(8) 債務不履行が阻止され、国際的な資金の貸借が回復するためには、各国の主導的な金融機関による、可能ならば中央銀行の支援のもとで、ある種の信用のプールが組織され、貸手に対す

る保証や借手に対する助成が行われることが望ましい。また、現在の絶望的な状況下でも、債務不履行にならないように最善を尽しているすべての国々を救済するために、彼らの生産物を買入れる共同出資を組織することが有効である。

(9) 多くの国々が共同歩調をとることが成功の鍵となるが、たとえ協調が米国と英国の中央銀行に限られたとしても、両行の間で協調利下げが合意されるならば、投資を喚起することになるだろう。

(10) 現行の大不況は循環的な性格とともに、長期的な均衡利子率が低下しているにもかかわらず、現実の長期利子率が高すぎるのが背景にある。したがって、低金利への移行が成功しなければ、不況が長期化するだろう。

以下、本講演の全訳である。³⁾

I-2 失業を救済するために、政府や中央銀行はなにができるのか

先日の公共事業に関する討論会において、政府のなすべきことについて説明したので、ここでは中央銀行の行動に限って話しをすることにしたいが、論ずべき十分な論点があると思っている。

短かく話したいので、他の問題は後の討論の場にゆずり、私が気づいた困難な問題について、やや詳しく述べたい。この国（米国）の現状を考えると、債券市場に貨幣を注入することは、想像しているほど簡単なことでないことは明白である。英国の場合には、それははるかに容易であるが、それは英国の債券市場がイングランド銀行に対して、通常全く債務を負っていないからである。イングランド銀行の利率は市場の利率よりも正常時は高いので、手形を割引いてもらうために誰れも手形をイングランド銀行に持ち込まない。市場がイングランド銀行に債務を負うのは、季節的な要因や予想外の事態、あるいは、たまたま計算違いがおきた場合などに限られる。彼らはごく短期では、手形を持ち込むことはあるが、正常時にはイングランド銀行に債務はない。現時点でもし、市場がイングランド銀行に200～300万ポンド以上の債務があるとすれば、それは驚くべきことである。

イングランド銀行自身が市場で大蔵省証券（TB）や国債を購入したとしても、市場はそれによって得た資金で返済すべき債務を負っていないので、その結果、イングランド銀行が購入した額だけ、彼らの信用ベースが増加することになる。しかしこの国では、市場は加盟銀行から成っており、正常状態で連邦準備制度に債務を負っている。現在、債務は異常に低い水準にあるが、それは手形の割引が大きな要因なのではなく、為替手形の引受が手形の割引と同じ方向に動いたことによると、私は解釈している。すなわち、連邦準備銀行が割引率と同じレートで為替手形を買うので、市場がその買値でどれほどの額の為替手形を売るのかは、市場のイニシアで決まる。為替手形の買値と割引手形の買値との唯一の違いは、為替手形の場合のレートは、より少ない取引額で、しばしば大きく変化することである。

他方、連邦準備銀行は外国の取引銀行のために、市場で彼が望むだけの額を、どのような価格ででも、為替手形を購入する。それは公開市場操作といえるが、厳密に言えば現在、連邦準備銀行ができる公開市場操作は、国債を購入することであり、市場はそれによって利用可能となった資金で、割引手形残高を減少させたり、為替手形を連邦準備制度とは別に保有することが可能となるので、常に市場によって対抗されうるのである。それゆえ、連邦準備銀行が国債を購入して

も、信用量（credit）がその額だけ増加するとはいえない。その結果、彼らは所期の効果をあげるためには、より多くの買オペをしなければならず、それは彼らの資産内容を不均衡にしたという批判を受けるかもしれない。現在、もし連邦準備銀行が国債を購入しても、市場はその資金——そうでないと連邦準備銀行に向っていた——を為替手形の保有に使うことが可能である。それゆえ、連邦準備銀行は、信用のペースを維持するために、最終的に収益性資産の割合が過度になるまで、国債の購入を続けなければならなくなる。

連邦準備制度が、しばしば必要以上に躊躇する理由はそれであると私は確信している。たとえば、もし彼らが国債を大量に購入するならば、彼らの行動は価格に大きな影響を及ぼし、それによって様々な所からの買いが入るだろう。しかし英国の場合ほどには自動的ではない。

為替手形を売買する現在の方法は、おそらく当初の意図と少し違っているのではないと思われる。第1に、連邦準備制度は為替手形市場を育成しようとしている点で、ロンドンの慣行と違っていると思う。現状では、連邦準備銀行が国債を買うとの同様の方法で為替手形を購入することは望ましいように思える。彼らがまずどれだけ購入するのかを決定し、市場でその分だけを購入できるだろうし、そうであれば、自動的なシステムとの違いはわずかである。

私は、米国の慣行の弱点は、正常時に市場が連邦準備制度に債務を負っていることであり、それゆえ、市場はペイオフできる資金があるということである。またインフレーションの危険があるときに、連邦準備銀行が売却できる国債を大量に保有していなくても、加盟銀行自身が手形の割引きによって、インフレーションを引き起こすことができるという、まさに同じ困難な問題が生じるのである。

英国の場合には、それは不可能である。なぜなら、イングランド銀行が市場のレートよりも高くするという伝統を守るかぎり、市場自身が信用のペースを拡大できる可能性はないからであり変化はイングランド銀行のイニシアで生じるのである。

連邦準備銀行が公開市場操作に対して神経質なのは、それは非常に大規模に行わなければならない、少なくともそう考えているからであると、私には思える。

次に第2の困難な問題は、異常な状況下では加盟銀行は追加された信用を自由に使わないかもしれないということであり、彼らは必要以上の準備残高を保有している可能性がある。そのこともまた、連邦準備制度が必要以上の大規模な買オペをしなければならないことの論拠となるが、英国では、それは無視できるリスクである。加盟銀行はイングランド銀行に最小限の準備以上に保有していない。そして、イングランド銀行がそれ以上を供給する時はいつも、彼らはそれを使い、それがベースとなって、ほとんど間違いなく、インフレーションを招くことになる。しかし米国でそうなるかは不確実のように思える。

しかし、それも別のことというよりも、程度の差の問題のように見える。それは、米国の加盟銀行も、ある額以上に遊休残高を保有しようとはしないだろうからである。もし皆さんが彼らの残高を増加させるならば、皆さんは彼らの預金を、たとえ9～10倍とはいえなくても、大きく増加させることになる。連邦準備制度が国債を購入するとき、それは公衆の預金が増加すること、そして、ある水準を超えて無利子の資産を増加させる余裕がないことを意味する。しかし、その結果を生むためには、買いオペの規模は大きくなりうることを意味する。

私ガこれを機能させる良い方法として考えるのは、加盟銀行に対して可変的な準備率を課すこ

と、すなわち連邦準備制度による可変的な準備率の方式である。もちろん、皆さんは複雑な準備率のシステムを採用しているが、議論を進めるために正常な準備率が10%あると仮定しよう。たとえば、信用を縮小したい時には10.5%に引上げ、信用を緩和したい時には9.0や9.5%に引下げることを命令できる自由を連邦準備制度に与えられており、加盟銀行にこの追加された余力を利用することを認めるならば、それは有益であろう。それは、連邦準備銀行の弾薬が十分でないというリスクから解放する。国債を大規模に売買する代りに、単純に法定準備率を変えればよく、それを引上げる時には加盟銀行に法令で従わせ、一方引下げる時には、加盟銀行は自らの利益の立場から、それに従うだろう。

今後、われわれは、銀行システムが全体として、信用の拡大や縮小させる手段として、必ずしも、国債の売買という方法を用いる必要がないと考えるようになると私は思う。とにかく、副次的な手段としては試みる価値はある。

また皆さんは、それを10%から10.1%へのように微妙に変えることができる。その場合、連邦準備制度は割引率と準備率という2つの武器を持ち、それを望む方向に変えることができることになる。またこの国では、それぞれの準備銀行が違った準備率を定めている。それゆえ、もし皆さんが自国の特定の地域の金融を引締めたり、あるいは緩和したりしたいならば、その地域の準備銀行の準備率を変えることによって可能である。この方法は考慮に値するだろう。

躊躇するさまざまな理由を聞いた後の私の結論は、この国においても、国債の売買によって、信用のベースを拡大したり縮小したりできないと考える理由はないものの、その効果は英国の場合よりも緩慢であり、そのために大規模に行う必要があるだろうということである。

さらに、それと関連して、あるいはこれら2つの手段について、さらに言及すべき点がある。それは、信用のベースの拡大が不可欠であり、すべての結果を割引率の引下げだけで生み出すことはできないということである。割引率をある水準まで引下げてしまうと、その手段をさらに用いることはできなくなる。

割引率操作という方法には運用上の制約があるという特別な理由がある。それは、割引率は純粋な利子率であるということであり、実際、この純粋な利子率で借りられる借手は、ほとんどいない。平均的な借手は、一部はリスクをカバーするために、純粋利子率にプレミアムを加えて支払わなければならない。預金を集めて貸出しを行なうという事業はコストのかかる事業である。銀行が借手の顧客に、純粋利子率以上の金利を課するのは当然である。したがってもし銀行が顧客に6%の金利を課すとしたならば、おそらく3%が純粋利子率で1%がリスク・プレミアム、そして2%が費用であろう。この1%と2%は純粋利子率が変化しても変わらないので、たとえ皆さんが純粋利子率を0%までに引下げたとしても、銀行は顧客に対して3%の金利を求めることになるだろう。それゆえ、割引率の引下げの平均的な借手への効果は、限定的であり、借手は純粋利子率がほぼ0%に近づいたとしても、相当の金利を依然として支払わなければならない。

銀行家が同意するかどうかはわからないが、私は2%の費用は、とにかく高すぎると感じている。結果的に見れば、低金利が実施されたとしても借手の範囲は十分ではなく、短期利子率の変化が必ずしも迅速に長期利子率を及ぼすことはないという点を別にしてもである。

他方、皆さんが信用のベースを拡大するならば、その効果の及ぼす範囲は広くなる。連邦準備制度が買う国債は、いろいろな所から供給される。そしてもし、銀行が増加した信用のベースを

債券の購入に向けるならば、低金利の影響は非常に広い分野に及び、広範な潜在的な借手に到る。それゆえ私は、債券市場に影響を及ぼすことによって信用のベースを拡大することは、短期利子率と区別された長期利子率の低下をもたらすだけでなく、短期の純粋利子率の単なる変更がなしうるよりも、はるかに広範な人々にその効果が及ぶことになると考えている。

次の論点については、私が提示すべき多くのことがあるのかどうか、わからない問題であるが、短期利子率の変更が急速に長期金利に波及しない理由の一つが、低金利の状態が続くという確信の欠如であることは明白である。もし短期と長期の利子率に乖離が続かないならば、利子収入よりも長期債の値下りによる損失が大きくなるので、利子率の乖離について、あまり心配しないことが賢明であるということがすぐ分かるだろう。低金利の状態が続くので、長期債の値下りを心配する必要がないという確信をもつべきである。

このような時期に、確信を創出するために銀行がなしうる方策があるのかは、非常に疑わしい。銀行は行動の自由を保持しなければならないが、検討に値する（私自身ではないが）一つの提案がある。それは連邦準備銀行が次のような宣言をすることである。すなわち、18ヶ月の間、自らが保有する国債の価格が過去6ヶ月間維持していた価格以下になることを認めないと宣言するならば、債券市場は連邦準備制度による突然の国債の売却に襲われることがないので、確信が生じるだろう。それによって減価を帳消しにするために危険を冒さなくてもよいという確信を銀行はもつのではないだろうか。現状は異例な方法を用いることが正当化されるような段階にあると私は思う。なぜならば、市場は異常な心理状態にあり、異常に神経質であり、減価を異常に恐れているからである。

資金を預かる人々のほとんどは、私が“異常な心理”と呼ぶ段階に入っている。正常の状態ではどのような金融機関でもある種の緩衝物である準備やマージンを持ち、合理的なリスクに備えている。しかし、このようなマージンが消失するような限界点に到ると、彼らは保険統計的なリスクにさえも備えようとしなくなる。彼らは自らのマージンが消失したために、いかなるリスクも取ろうとしないのである。

もし彼らがリスクを取り、失敗するならば、彼らは困難な状況に陥る。そして信用と安全が彼らの商売道具のすべてなので、健全なリスクも取れないような心理状態になってしまう。そのような心理状態になることは、たしかに理解できるし当然ではあるが、事態の正しい発展にとっては恐ろしい障害となるものであり、そのような心理状態が現在、生まれている。すなわち、将来の損失に対して自らを守ろうとして、いかなる健全なリスクをも取ろうとしない金融機関や個人がいるのである。健全なリスクを取ろうとする意志は、あらゆる進歩への基礎である。そして、異常な心理を払拭して正常な精神状態を取り戻すためには、正常な状態においては不健全な手段を用いることが正しいこともありうる。

既に述べたように、このような状況に対して提案すべき多くのことがあるわけではない。しかし、銀行システムが健全なリスクに立ち向かえる正常な心理を回復するような、何らかの手段を案出することができないのかを考えることは、価値のあることであると私は思う。

私の次の題目は、預金金利についてであり、若干の視点からみて、それは非常に重要なテーマであると考え。そこでまず、それを最重要なものではないと見る見解について検討しよう。私が見聞したかぎりでも、有力な銀行家の間に、連邦準備制度による超低金利（very easy money）

政策への、驚くほど多くの反対意見があり、それには、さまざまな経済学的にみてもっともらしい、あるいはそうとはいえない論拠が挙げられている。しかし私は、それに関する多くの議論を聞くにつけて、このようなさまざまな議論は付けたしであり、その根底にある最も重要なことは、超低金利は銀行にとって不都合であると見られているからであると考えてようになった。銀行は低金利になると利益をあげることが、ますます難しくなると考えているが、それは近視眼的である。信用のベースが拡大しそれを適切に用いるならば、利子収入以上の利益を銀行にもたらすことを彼らは認めない。彼らは利子率が低すぎることを望まない。なぜならば、それは彼らの収益力が著しく損われることを意味すると見るからである。それは一部、彼らの費用が総収入のなかで、それほど大きな割合を占めていないという事実による。しかし私は、競争上の理由で、彼らは預金に高すぎる金利を払う習慣があることもまた、その理由であろうと思う。

もし銀行が預金金利を大きく引下げるための共同行動をとることに納得し合意するならば、私は低金利政策への反対が緩和されると信じたい。もし彼らの費用がある程度比例して抑えられるならば、低金利は彼らにとって、それほど悪いことではないだろう。

私は預金金利が引下げられてきていることを知っており、長期的にはそれは非常に重要であると思うが、あまりにも緩慢である。また、私が米国について語っていることは、英国にとっても真実である。英国の銀行の預金金利は、ロンドンにおける現在の低水準の純粋利子率では費用をカバーできない状況にある。

それが低金利に反対する方向に作用しているだけでなく、当然ながら彼らの貸出し金利を高くするという、私が重視する大きな問題を生むことになる。すなわち、それは公衆の銀行預金を過度に魅力的にすることによって、直接投資ではなく、銀行を経由する間接投資を過大にしているのである。この国の困難な問題の一つは、銀行預金が過大になっていることであり、その原因の一部は、多くの大銀行の強い金融上の地位である。銀行システムに求められる商業および産業への短期の融資業務は、昔ほど重要ではなく、他方、預金金利はそうでなければ直接投資された資金を引きつける。

預金量は削減されなければならない。もしデフレーションにならない程度の預金量の拡大が認められるならば、それは、購入できる短期債券が十分にはないという単純な理由で、加盟銀行が長期債券に過大な投資を行うという結果になる。有期預金の量が少ないならば、あるいは加盟銀行に保有されている債券の相当部分が、銀行組織を介することなく、有期預金の保有者によって代って保有されるならば、かなり良くなるだろう。ここでの状況について聞けば聞くほど、この問題が重要であることがわかる。銀行による実物資産を担保にする無分別な過大な貸出しの原因の一つは、預金量が短期の健全な資産の量に対して大きすぎるために、銀行システムにとって全く不適当な投資を強いられるという事実にあると、私は思う。

また、このことは経済全体を貨幣価値の変化に対して非常に脆弱にしている。なぜなら、多くの人々が他の多くの人々に巨額の債務を負っており、このような資産保有が、公衆による直接的な資産保有の代りになされているからである。もし資産が直接保有されているならば、すなわち富の究極の所有者が直接資産を保有しているならば、貨幣価値の変化はそれほど危険ではない。しかし、最終の所有者がそれを貨幣契約の形で保有しているならば、そして誰かが借金をして、それで資産を購入しているならば、貨幣価値の変化は恐ろしく重い負担を課し、非常に危険な状

況となる。

公刊された書物で私が知りえなかったことは、全国の加盟銀行の平均的な預金の金利についての適切な説明である。しかし私は、有期預金だけでなく要求払い預金も、かなり高金利であるという印象を受けた。銀行は提供するサービスに対してほとんど代金を請求していない。コールの借入れ金利は非常に高く、現在でも貯蓄預金の金利は非常に高い。かくして、何んらかのリスクがあるよう不確実な世の中で、もし1ヶ月前の通知預金の金利が3～4%であり、またより長期ではさらに高金利を得られるならば、価格の変動には興味はなく、利子のみに関心をもつ慎重な人は銀行に預金することが習慣となり、しかも危険な規模で預金することが習慣となるだろう。私は、それが問題の根源の一つであると考えている。

われわれは、預金者の預金を債券へシフトさせたい。すなわち、それはいま銀行が保有している債券を預金者が銀行から買うことであり、預金残高を究極的には減少させることになるが、實際上の信用量は増加するだろう。それが皆さんが集中すべき問題であると私は確信する。それは技術的な問題であり、私はそれについて多くのことを言う資格はないが、十分に検討に値するものとして提起したい。

次に私は、国際的な行動に関連する他の2つの項目を取り上げる。最初は国際的な貸借の状況についてである。残念ながら、原材料商品の価格が、非常に多くの債務国の信用を回復させるのに十分なほど速く上昇するようなことが起こるとは思えない。債務国は彼らが輸出している生産物の価格の下落が原因で、部分的なあるいは全面的な債務不履行が起こるかもしれず、そしてこのような債務不履行は国際的な貸付けの正常なプロセスと解釈されようになる。物価が回復するまでは、人々は外国の債券をひどく嫌うことになるので、それらに関心を示さず、その結果、国際金融の不均衡の状況は異常に長期化することになるかもしれない。もし、最終的には物価を正常水準へ回復させることになる他の諸手段に希望を託しながら、当分の間は債務不履行を防止し、物価が上昇するための時間を十分に認めた上で、状況を維持するために何かができるとしたならば、それは深刻な崩壊を阻止することになるだろう。

このことは、債権国にとっても利益となる。なぜなら、一度債務不履行が慣行になると、それは非常に感染しやすい魅力的な慣行だからである。債権国にとってその慣行が広がらないようにすることは価値のあることであるが、それを別にしても、これから先も、国際的な資金の貸借はわれわれの金融組織の非常に重要な部分でありつづけなければならないと思うからである。もしそれが機能せずに、対外貸付けが広く忌避されるようになるならば、進歩の全計画が遅延することになる。もし各国の主導的な金融機関の、可能ならば中央銀行の支援と後援のもとで、ある種の信用のプールが組織されるか、あるいは誰かが資金の貸手と借手の間に入って貸手に対して、ある種の保証を与えたり、借手に特別な助成を行うことによって、この問題が阻止されるならば、そしてもし、債務不履行を望まないすべての国々がそうならないように最善を尽すならば、それ非常にすばらしいことであろう。

それは民間の投資家が担うべき種類のリスクではない。それは何らかの組織なしでなしうる種類のことでない。私は当局が次のようなシステムを案出することは価値があると確信する。すなわち現在の生産物価格のもとで、絶望的な状況に陥っているものの、債務不履行にならないように最善を尽しているすべて国々を、可能ならば、彼らの生産物を買い入れるための共同出資の

組織を作ることによって援助し、債務不履行の回避を確実なものにすることである。

最後は、非常に重要な問題である中央銀行間の協調についてである。純粋利子率は国際的な現象であり、一般に利子率は貸金率よりもはるかに国際的である。それゆえ、自由な金準備を保有する国々を除くと、すべての国が歩調を合わせないかぎり、私が議論したようなことを実現するのは容易ではない。英国でこのテーマを議論する時には、このことが主役を演じることになる。

議論の最初の部分に同意にしようとする人々はいるが、彼らは、「もしわれわれが他の人々よりも、少でも先へ進むと、^{きん}金を失うことになる」と言う。しかし、この国ではこの問題はそれほど重要ではない。なぜなら、米国が金を失うことは、他の国々からは歓迎されるからである。

とにかく、多くの国々が協力して共同歩調を取って進めば、これらの政策は非常な成功を収めるだろうし、国際間の大規模な金の移動が避けられ、事態は非常に整然と進むだろう。たとえ協力がロンドンとニューヨークに限られたとしても、それは非常に有益であると私は信じる。もし、われわれが共同的な政策をとり、連邦準備制度とイングランド銀行の間で、利子率の引下げが合意され、そして両者がともに低金利への意欲を終始持ちつづけるならば、特定の銀行が他の支援もなく突き進む場合に比べると、はるかに成功するだろう。

私はすべての国が同時に採用することを期待する提案を皆さんに提示したい。それは、可能なかぎり多くの国々と多くの種類の金融機関が、協調・共同して前進することである。多くの工夫や手段は、中央銀行によって強いられるものではない。それゆえ、主要な加盟銀行が参集し、共同行動に同意することが重要であると私は考えており、特に預金金利がそうである。この国には非常に多くの加盟銀行があるけれども、真に影響のある金融機関はそう多くはない。したがって、もし真に影響のある銀行が参集して合意するならば、おそらく彼らが状況を支配することができるだろう。

それゆえ私は、問題なのは一致した信念と確信が欠けていることであると思う。もしすべての人々が私の全体の提案に同意するならば、それらを実現する方策も見い出せるだろう。

最後に私は、われわれはこの状況を非常に深刻に受けとめ備えるべきであると考えている。先週、他の機会で述べたことを、ここで付け加える必要はない。既に知られているように、私の理解によれば、この状況は非常に厳しい正常な信用循環であり、さらにそれに、大戦と大戦後の時期に生まれた高金利から戦前と同様の低金利への、さらにいえば世界の富の増加と人口の増加率の低下ゆえに、戦前よりも、さらなる低金利への移行期という条件が加わった状況である。

一般的な信用循環では、利子率は初期も末期も、例えば5%である。信用循環の間に、確信が崩壊してしまい、種々の理由で、人々は5%の利子を支払えなくなり、おそらくほとんど何も支払えないだろう。再び確信が回復してくると、不況の初期に適正であった5%の利子率が不況の終りに適正となり、元の状態に単に戻るだけである。

しかし、今回の場合には、単に以前の状態に戻すだけでなく、均衡を回復するために利子率を5%から3%に引下げなければならないだろう。しかしそれは問題を非常に難しくするので、第一歩から誤りが続きやすくなる。正常な信用循環を超えるようなことが起こりうるが、均衡を回復する利子率が想定している利子率ではないという事実のために、経済全体は再び悪化する。最初の誤った政策によってわれわれは、経済活動が長期にわたって正常水準以下という現実と直面するかもしれない。私は、この問題について考える十分な時間があるとみている。私の提案が直

ちに採用されないとしても、遅すぎることはないだろう。

II

ケインズはニューヨーク滞在中、Eugene Meyer 総裁を含む中央銀行のメンバー、民間銀行や証券業界の有力者などとの会合に多くの時間を費やすとともに、New School for Social Research において、2回の講演を行った（6月15日と18日⁴⁾）。最初の講演のテーマは、**Do We Want Prices to Rise?** であり、そこでケインズはデフレ不況の弊害と物価上昇の意義を具体的に説明したうえで、デフレーションのもとで均衡を回復しようとする論者の提案を厳しく批判し、論争を挑んでいる⁵⁾。次いで第2回目の講演、**What Can We Do to Make Prices Rise?** では、第1回目の講演内容をふまえ、自著の『貨幣論（1930年）』を理論のベースに、デフレ不況を克服するためには、投資の回復が不可欠であるとして、低金利の実現を強く求める⁷⁾。

ところで、この講演で注目されるのは、ケインズが、低金利の民間投資に及ぼす効果について否定的であり、「経験によれば、それ（投資の増加）は企業利潤の回復する前ではなく後から生じる。利子率のわずかな下落で状況が救済できるとは思えない」と述べ、利子率の低下によって増加が期待できるのは、建築・運輸そして公益事業などであり、「この分野が主要な3つの借入れの源泉だからである。製造業界の企業だけでは現行の貯蓄額を吸収できない」とみている点である。

以下全訳によって、2つの講演を紹介しよう。

II-1 われわれは物価の上昇を望むのか

Sprague 博士が最近、ロンドンで多大な関心を集めた講演を行った。彼は、より高い製造業製品の価格で均衡するように、農産物の価格を引上げるという試みよりも、製造業のコストと価格を農産物価格と均衡するように引下げの方を選択すべきであると明言した。この主張が注目されたのは、彼がイングランド銀行の経済問題アドバイザーであるという理由だけでなく、外国の中央銀行の責任ある人々にも、自らの見解を披瀝したからである。

彼の発言は明らかに、イングランド銀行とニューヨークの連邦準備銀行の中核に向けられている。私は彼の見解に、正しいと評価できるものがあるとは思わないが、それは二義的なことである。なぜなら、彼が提起した問題が非常に重要であることは疑えないからである。これらは今日、世界の中央銀行が取り組み、できるだけ早く明快な決定を行わなければならない問題であると、私は考えている。

最初の問題は、彼らは物価（すなわち平均価格である物価指数）の上昇を望むのか否か、換言すれば、Sprague 博士に同意するのか不同意なのか、ということである。

第2は、物価水準に影響を及ぼしうる有効な手段が彼らの手中にあるのか、という問題であり、もしあるとすればそれは何か、ということである。

ロンドンにいる私の経験からは、ニューヨークの状況はわからない。私が米国を訪れた理由の一つは、当局者に強い確信があるわけではないとしても、物価の上昇を望んでおり、実際 Sprague

gue 博士に同意していないということを知るためである。しかし他方、彼らは、何がなすべき有効な手段なのか、そして自らにそれを行なえる力量があるのかについて、結論を得ていないのである。

ここで2つの質問をしても良いだろうか。もし可能ならば、私は有益な結果が得られることを期待して、論戦を展開したいと思う。なぜならば、われわれは明確な意図もなく、絶望的に漂流しているように感じているからである。

われわれは、2・3ヶ月前の賃金・俸給そして一般的な所得水準と均衡化するまで、物価を引上げることを望んでいるのか。あるいは、英国の商品価格の現在の水準と均衡するように、われわれの所得水準を引下げることが欲している（want）のか。私がここで“want”という言葉を強調していることに気づいてほしい。なぜならば、もしわれわれができることと望むこととを明確に区別しなければ、議論が混乱してしまうからである。

私の結論は、技術的な考慮を別にすると、後で述べるように、物価の引上げを求めることを支持する根本的な理由があるということである。

第1の理由は、社会の安定と調和である。

賃金や俸給を大幅に引下げることに対する抵抗はすぎましく、社会にとって危険なのではないだろうか。米国のような経済的な硬直化が始まっていない国では、このような変化は比較的容易に受け入れられるという説明を、しばしば聞いているが、私にはそれは信じ難い。私の国では、卸売物価の下落と同じ規模の大幅な賃金切下げは、実行不可能であり、それを試みることは、社会の秩序を根底から崩壊させることになるだろう。英国には、責任ある地位の人で、それを公然と推奨する人はほとんどいない。そして、もし世界全体で、たとえそれが成し遂げられたとしても、物価の引上げという方途で均衡を回復した場合よりも、良くなっているわけではない。もしやむをえない理由で、不人気な公共的な責務に、われわれの全力を傾けたとしたならば、これよりも成果があがるかもしれない。

私はその方向に進べきではないと述べた。実際、もしわれわれが賃金や俸給の引下げを成し遂げたとしたならば、逆に状況は悪化していただろう。なぜならば、物価の引上げを求める第2の論拠は、社会の公正と便宜にもとづいており、それは貨額で固定された債務の負担の問題だからである。もしわれわれが賃金や俸給の水準を引下げることによって均衡に到るならば、われわれ金融的債務はそれに比例して増加することになる。実際、世界の金融的債務の負担は、既に十分に重いので、さらなる負担の増加は耐え難いものとなるだろう。この負担は、国によって異った形態をとる。英国では、それは大戦期の国債の負担であり、ドイツの場合は、貨幣額で固定された賠償支払いの負担である。債権国と債務国との関係では、債務国にとって負担が耐えられない状況となるので、実行不可能な責務を放棄してデフォルトへの道に進む危険が生じる。

米国の場合には、主要な問題は農民の抵当証書貸付けであり、一般的には不動産担保ローンである。実際、これが Alvin Robinson 教授が、その非常に有益な論文において、農民への損害補償を求めた問題である。農民の抱える問題を、製造業のコストを引下げ、それによって自らの農産物を以前と同じ製造業の製品の量と交換できるようにして解決しようとするのは、全く誤った考えである。なぜならそれは、既に重すぎる農民の抵当証書の債務負担を倍加させるからである。あるいは、建築物抵当ローンという別の例を取り上げよう。もし新築のコストが原材料の価格と

一致するまで低下したならば、既存のローンの保証はどうなるのだろうか。

このように、国債、戦債、債権国と債務国との間の債務契約、農民の抵当証書債務、不動産抵当債務——これらすべての金融構造が、Sprague 博士の提案の採用によって、混乱に陥るだろう。すなわち、広範な破産・デフォルトそして債務の不履行などが、当然の如くにそれに続くことになり、銀行も危機に陥るが、これ以上、目録をあげ続ける必要はないだろう。そのような破滅を招くことによって、どのような利益があるのか、私にはわからない。Sprague 博士もそれについて何も語らない。

しかし、一般にはその妥当性は認められてはいないが、賃金や俸給を引下げることによって均衡を実現しようとする試みは、人々を非常に失望させる結果になるということを信じる別の理由がある。もしわれわれの目的が失業を救済することであるならば、まず第1に、企業の利潤を回復させなければならないことは明らかであり、言い換えれば、企業の費用に比して企業の収入を増加させることである。企業の費用が雇用者の所得であり、企業の収入の一部が、この所得から支出の結果であることを忘れないならば、何が問題かがわかる。すなわち、もし企業の費用の削減がそれと同額の企業の収入の減少となるならば、企業は以前と同様に利益は生まれない。しかし、必ずしもそうなるわけではない。なぜならば、もし人々が所得の減少した分だけ、貯蓄を減らすならば、人々の支出は以前と同じだからである。しかし、これは大きな問題ではない。

企業の収入が費用と比較して不十分であるという主要な原因は、全く別の所にある。もしある個人が費用を削減するならば、彼は他の個人を犠牲にして利益を得ることになり、もしある国が費用を削減するならば、その国の企業は外国の企業を犠牲にして利益を得ることになる。しかし、もしすべての国のすべて生産者が同じだけ費用を削減すれば、だれも以前よりも良くならない。したがって、不十分な収入の原因を別の方向に求めることになるが、私はそれを次の事実に求める。すなわち、企業の収入は2つの構成要素である公衆の所得からの消費支出と金融機構によって媒介される投資支出から成っている。現状において企業の収入が不足している理由は、費用の水準が過大であることではなく、投資支出の著しい落ち込みであると、私は見ている。したがって、もし私が正しいならば、投資支出を喚起する以外に、企業の収入を費用に比して増加させる手段はない。

もしこの結論に異議がある人がいるならば、この講演の範囲内では、彼を納得させるのは無理であろう。しかし、それを納得した人に対して私は、投資と企業の収入の回復のみが現状を改善できると主張するが、そこにはいかなる逆説も存在しない。物価の下落よりも物価の上昇を支持する、さらなる理由があるが、それは、物価の上昇と企業利潤の回復とともに、投資の回復によって生じるからである。それゆえ物価の上昇を求め支持する理由は圧倒的であると私には思えるし、幸いにも多くの人がこの見解に賛同している。私がそのことをあまりにも熱心に強調し、時間を浪費しているように感じるかもしれない。おそらく大多数の人々がこの見解を受け入れていると思うが、彼らが本当に十分に納得しているかといえば、それは疑わしい。

私の議論の建設的なパートを始める前に、予想される質問を事前に取りあげておきたい。すなわち、物価の引上げは本質的なことなのか、清算（liquidation）を進めていくのは良いことなのか、清算によってわれわれは健全になるのか、清算は全般的な破産に対する上品な言い廻しなのか、などである。

Ⅱ-2 われわれは物価を引き上げることができるのか

これまでのわれわれの結論は、投資を喚起する何らかの手段を見い出す必要があるということである。これから議論するように、それは当然ながら消費財や原材料の価格を引き上げる効果をもつ。

そのような財の価格を引き上げる唯一の方法がある。それは供給量の同じだけの増加を伴うことなく、購買力の増加によって需要を増加させることである。一般的に言って、需要を増加させるには2つの方法がある。まず第1は、たとえば個人の貯蓄の減少や米国で最近実施された英国の失業手当と同じような退役軍人へのボーナスという直接的な給付などによる消費者の支出の増加である。しかしそれは、賃金の引下げと同様の不都合がある。なぜなら、企業の費用と同じだけ収入を変えることになり、利潤は改善されないからである。もしこの方法以外に代替案があるならば、この方法は反対されるだろう。実際、その代替案は存在する。それは、資本建設すなわち投資と呼ばれる支出を増加させることによって需要を拡大することである。

資本建設は、増加した収入が消費支出の増加となる賃金支払いと、あらゆる種類の原材料や商品への支出の増加とを意味するからである。他方、それはこれらの財や商品の供給を同時に増加させることはない（とにかく直ぐに増加することはない。もしそれが住宅建設・運輸・公益事業などであるならば、長期的にみても供給が大きく増加することはないだろう）。そして物価と利潤を正常水準に回復させ、その結果、生産や雇用の増加への意欲を再生させるために、われわれが必要としているのが、まさに投資の増加なのである。もしわれわれが消費財や原材料への需要を、供給の増加を伴うことなく増加させるならば、それらの価格は間違いなく上昇する。

われわれの議論は次の段階に進む。物価を上昇させるために、投資を喚起しなければならないが、どうすればできるのか。

障害は信用や貸付可能資金の不足ではなく、健全な借手の欠如であると、もっともらしく語る人がいる。われわれは悪循環に陥っている。企業利潤が低水準であるならば、借入に値する人は誰もいない。借入に値する人が誰もいなければ、利潤は低水準のままだろう。われわれはこの悪循環をどのようにして断ち切ることができるのか。

時間の制約を考慮するならば、政府の直接的な介入——3ヶ年計画や5ヶ月計画のようなもの——以外に、それを打破する方法はないのかもしれない。英国において私は、このような方策の擁護者である。私はここで、それが適切なかどうかについて、語るつもりはないが、原理的には正しいと確信している。もし、この方向での皆さんの試みが失敗に終わったとするならば、それは思想の健全性を欠いたことによるものでなく、他の種類の投資の減少に比べて十分な規模の投資が、納得のいく結果を生むのに十分なほどは、実行されなかったことによるものであると、私は確信している。しかしながら、政府の介入は今日の私のテーマではない。若干の理由によって、政府の介入がないと仮定しよう。その場合、問題は民間の機関や非政府系の企業を通じて投資を喚起することになるだろう。銀行組織はこのために何ができるのか。私の答えは簡明でよく知られたものである——銀行の信用量を増加させ、かつその費用を低下させることである。

この答えに何ら新奇なものはないが、そのような政策への批判がどのようなものか、私は既に知っている。残された時間の関係で、この論点を検討することはできないと思うが、その政策をめぐる擁護派と反対派との間の徹底した論争をみてみたい。

批判者は2つの矛盾する反論を展開しているように私には思える。あたかも2つの戦線で同時に戦っているが如きである。彼らのなかには、現在、低金利政策を強めたとしても実際の効果はなく、マイナスであり、だれがみても、信用は既に十分に安価でかつ十分であると主張する人がいる。しかし他の人々は、提案されている手段は、その性格においてインフレ的であり、しかもそれは、必要な労苦に耐えなくても、事を成し遂げることができるという愚かな考えでわれわれを惑わすという意味で危険であり、そして避けがたい清算をなんとかして逃れようとするために、後に重い罪を受けることになる、警告する。

他の手段はインフレを招くという理由ゆえに、われわれはデフレとともに生きなければならないという禁欲主義者の見解については、私はこの講演ではとり上げない。

それが傾聴に値する見解を有する人々に支持されていないという理由からではなく、他の反対論に比べて、学問的な興味を欠き、かつ実際的にも重要でないからである。ここで他の反対論とは、信用緩和（easy credit）政策による利益を既に手に入れており、さらなる信用緩和は、ほとんど意味がないだろうというものである。

私はこの見解に組みしない。その反対の立場を支持する私の論拠は、次の3つの段階で説明できる。まず第1に、現在、融資の条件（term）が緩和（cheap）されているとは、思えないこと。第2にもし融資条件が緩和されたとしても、資本建設の規模に差異は生じないという見解には、同意できないこと。そして第3に、依然として銀行組織がなしうことはあると信じていること、である。

借入れにおける低金利のわれわれの基準は何なのか。それは大戦前の基準にもとづくべきであり、大戦中の、そして大戦後の種々の理由によって維持されてきた異常な高金利に基づくべきではない、というのが私の提案である。私のいう低金利とは、代表的な債券・不動産抵当融資やその他のローンの利子率が低いという意味である。

このように考えるならば、どのような部類の借手にとって低金利なのか。そのような借手は、ほとんどいえないと言える。実際、それは超短期でのある特定の借手や政府のような最優良の借手の債券のみであり、そこには、たとえどのような企業であれ、民間企業は含まれず、鉄道会社や公益企業さえも含まれない。実際、平均的な一流企業にとって、借入れの条件は、われわれが好況期に普通株を新規発行することによって、低コストで資金調達できたことを考えるならば、借入れの条件は不況が来る前よりも、おそらくかなり厳しくなっているだろう。国内のあらゆる銀行からの借手、不動産抵当融資の借手、そして債券や優先株による大多数の借手にとって、利子率は依然として極めて高水準である。株式市場のリストを見て、普通の債券の利回りがいかに高いかを知って私は驚いている。一流の米国の債券の価格は、今日よりも30年以上も前の方が高かったのである。しかもその時代の米国は債権国であり、今日よりも人口の増加率は高くかつ貯蓄の増加は非常に緩慢であり、さらにいえば、最近、大規模な資本建設の計画が実行されていないにもかかわらずである。

なぜこのようなことになったのだろうか。過去の経験からみて、今日の米国の利子率は、信じられないほどの高さであり、それだけで、現在の不況を説明するのに十分であると思える。そして外国債券市場の場合、今日の利回りは道理を超えており、だれもが期待する収益をはるかに上回っているという見解に異論はない。

もし大口の代表的なクラスの借手にとって、利子率が低下したとすれば、どのような重要な違いが生じるのか。ここで私は2つの点で譲歩する用意がある。製造業の設備を拡張する目的のための純粋に産業的な借手に対しては、大きな違いが生じるとは思わない。経験によれば、それは企業の利潤が回復する前ではなく、後から生じる。利子率のわずかな下落で状況が救済できるとは思わない。今日、利子率は非常に高いので、大規模な新投資を可能する水準をはるかに超えており、その結果、利子率のわずかな下落では、ほとんど効果がないと思われる。しかしながら、試みるまでは、これに対して確実な答を出すことはできない。現在の不況が最長の不況の一つであると記録されることになると思う理由には、利子率が十分に引下げられないのではないかと懸念があるからである。しかし、これがなすべきことを止める理由になるのではなく、むしろ推し進めるべき理由である。われわれの責務は、現行の貯蓄供給と資金需要とが均衡するのに必要な水準まで、たとえどのような水準であっても、利子率を引下げることである。

しかしながら、もし利子率が十分に低下したならば、建築・運輸そして公益事業などからの資金需要が次第に増加してくるだろう。なぜならば、この分野が主要な3つの借入れの源泉だからである。製造業界の企業だけでは、現行の貯蓄額を吸収することはできない。われわれがいかにして投資を喚起するのかを考える時に考慮すべきは何よりもまず、あらゆる建築物であり、そしてその後は公益事業である。

注

- 1) The Collected Writings of J. M. Keynes, vol. VIII, pp. 343~67. (以下巻数のみ)
- 2) 『立命館経済学』第56巻第3号, 2007年, 所収。
- 3) vol. XX, pp. 529~544.
- 4) op. cit., pp. 544.
- 5) op. cit., pp. 544~548.
- 6) ケインズは、帰国直後に、Economic Advisory Council に提出した覚書き“A Note on Economic Conditions in the United States”において、彼らを均衡主義者 (equilibriumist) と呼んでいる。op. cit., pp. 561~586.
- 7) op. cit., pp. 549~553.