

ケインズの貨幣経済論の形成と『貨幣改革論』

松 川 周 二

はじめに

- I 戦前のケインズ
- II 物価変動期のケインズ
- III 『貨幣改革論』のケインズ

はじめに

筆者は、これまでも、拙著および既発表の論文において『貨幣改革論』¹⁾を取り上げ、『貨幣改革論』の理論と政策提言について論じてきたが、それ以前の貨幣経済論の研究や『貨幣改革論』で批判された「カンリフ委員会報告」²⁾についてはほとんど取りあげなかった。それゆえ本論の目的は、筆者のケインズ研究で欠けていた部分を補うとするものであるが、それを通じて以下の諸点を明らかにしたい。

- (1) マーシャルの貨幣経済論に関する戦前の研究は戦後の物価変動の経験を生かしながら、『貨幣改革論』へと結実していく。
- (2) 『貨幣改革論』の最大の貢献は、自己実現型の期待形成と投機による物価変動の累積過程を、現金残高方程式におけるマーシャルの k の自律的な変化によって説明したことであり、この試みは『貨幣論』そして『一般理論』へと展開していくことになる（このテーマは既発表の論文でも検討された）。
- (3) 戦後の英国の経済政策の規定したのが「カンリフ委員会報告」である。ケインズが提示した貨幣改革案はまさにこの委員会の勧告への批判であり、戦後の現実を見すえた代案なのである。

- 1) J. M. Keynes, A Tract on Monetary Reform, 1923（中内恒夫訳『貨幣改革論』東洋経済新報社，1988年）
- 2) 拙著『ケインズの経済学——その形成と展開』，中央経済社，1991年。拙稿「ケインズの不均衡分析」『立命館経済学』第46巻第5号，1997年，「ケインズ『貨幣改革論』と現代」『別冊立命館経済学』2004年，など。

I 戦前のケインズ

I-1

ケインズがマーシャルの正式の授業を受けたのは学部卒業後の一学期間だけだったものの、1905年の夏からマーシャルの『経済学原理』を徹底的に読み込んだと推測できる。そしてインド省の時期(1906年12月から1908年6月)には、多くの時間を「確率論」の研究に費したが、当然ながらその間に「インドの通貨と金融」に関する専門的な知識や見識を得ることになる。

1908年6月、インド省を退職しケンブリッジに戻ったケインズは、翌年3月に再提出した「確率論」によってキングス・カレッジのフェローに選出され、同年5月には指数方法論の論文でアダム・スミス賞を受賞する。そして1909年後期からは「通貨・信用・物価(科目名)」の講義を始め、その後も1914年まで5年間に、通貨・金融・銀行・証券など、広い意味での「貨幣経済論」に関する講義を行い、経済学者の道を歩み始める。講義の内容については、インド省での経験を生かした「インドの通貨と金融(科目名)」の場合、多くの論文や著書『インドの通貨と金融(1913年)』から推測可能であり、それ以外についても残された講義ノートから、ある程度知ることができる。現存する講義ノートのほとんどは、1912年から14年にかけてのものであるが、そこからわれわれは、この時期のケインズがマーシャルの貨幣経済論をもとに、現実の経済問題と関連させつつ講義していたことがわかる¹⁾。実際、講義ノートの内容は、貨幣の社会的効用の説明に始まり、金の価値と生産コスト、指数論、通貨の形態と分類そして統計的分析など多岐にわたるが、本章では、本論の課題に即し貨幣数量説を中心に貨幣経済論の概要を紹介したい²⁾。

ケインズは、貨幣価値(＝一般物価水準の逆数)が貨幣の需給均衡によって決定される**貨幣数量説**の核心を、「貨幣の形態での購買力に対する需要および貨幣の平均使用回数が所与ならば、貨幣の価値はその数量の逆数に比例する」と定義したうえで、「この形の貨幣数量説は完全に正しい」と明言する。しかし同時にケインズは、多くの論者が貨幣の供給側の要因を強調しすぎると批判、マーシャルに従い需要側の要因として、①国民分配論(国民所得)を増減させる人口や富の変化、②取引回数に影響を及ぼす交通・生産・商業一般の方法に関する変化、③現金の支払に代わる信用機関の発展などをあげる³⁾。

しかし我々が注目したいのは、**貨幣の変化の諸価格への波及プロセス**を論じた講義ノートであるが、それはこの問題が貨幣数量説の核心をなすものであることに加え、その後のケインズ理論の発展の基軸をなすからである⁴⁾。

ケインズは、個々の商品の価格上昇が市場での超過需要によって生じるために、銀行家や実業家の間では貨幣数量説は信頼されていないと見る。それはこれまでの経済学者が貨幣量の変化の物価への波及プロセスを具体的に示してこなかったからである。しかし唯一マーシャルのみが、この問題を解明していると主張、「マーシャル教授が十分かつ完全な形で自らの理論を公表しなかったことはきわめて不幸なことである。私は言うべきことは、すべて彼と会話および委員会証言によっている⁵⁾」と述べ、金の流入(あるいは産出増加)後の因果関係プロセスを、次のように説明する。

中央銀行の金保有が増加すると、公定歩合が低下するので、民間銀行の貸出意欲が高まり貸出金利も低下する。そこで企業家や商人たちが銀行からの借入で財の購入を増加すると、銀行信用も拡大し価格は上昇に転じる。このように金利の低下に敏感に反応する財は一般に**投機的商品**と呼ばれ、主に石炭や鉄などの原材料であるが、株式などの証券も含まれる。

かくして低金利による証券ブームは新企業を生み、諸価格の上昇による企業の利潤の増加は経済活動に刺激を与え、一方、石炭や鉄などの原材料の価格の上昇は、これらの産業での雇用の増加と賃金の上昇となる。それゆえケインズは、「現在では、おそらくこのチャンネルを通じて、新しい金⁶⁾が経済全体に波及していくだろう」と結論づける。

そして労働者階級の購買力の増加が広範な財の需要となり、次第に一般物価の上昇となっていくが、これは流通に必要な現金の増加を意味する。なぜならば物価上昇によって取引総額がそれだけ大きくなるからであり、賃金支払いのための現金需要も増加する。また、このブームは銀行信用の膨脹が支えているから、銀行は現金準備率の低下を抑えるために現金を需要し始め、やがて現金の不足によってブームは終りを迎えることになる。

このように、金の増加→金利の低下と銀行信用の拡大→投機的商品の価格上昇→諸価格や賃金の上昇→現金需要の増加→銀行の金利の上昇と信用縮小となり、中央銀行の金の増加は、上昇した物価や賃金の下での、銀行および公衆の現金保有の増加に対応することになる（金の一部は金貨となって実際に銀行や公衆によって保有される）。

それゆえケインズは、マーシャルに従って次のように結論づける。

「新しい貨幣は最初短期金利を引下げるので、我々は短期金利の低下と物価上昇が同時に起こるという結論を引出そうとする。しかしそれは一時的であり、短期金利に永続的な影響を及ぼさない。短期金利の平均値は結局事業の収益によって決定される。金の流入によって生じるすべては、均衡の一時的な攪乱である⁷⁾」

その一方でケインズは近年、多くの中央銀行が金本位制を採用しているにもかかわらず、速やかな公定歩合の引下げを保留する傾向があると指摘する。すなわち中央銀行は金本位制のルール of 自動的な適用を拒み裁量の余地を拡大することによって、自らの政策手段を政策目標に活用しようとしているのであり、そのことをケインズは次のように述べる。

「新しい金の流入は——それは直ちに影響を及ぼさずに他の諸要因が景気回復を始動させるまで待つこともあるが——これらの要因を助成して景気回復を促し、不況期を短縮させ、長期的には低金利の維持を可能にする⁸⁾」

- 1) この時期のケインズについては、たとえば次の著書を参照。D. E. Moggridge, Keynes, 1976（塩野谷祐一訳『ケインズ』東洋経済新報社、1979年）の第3章、R. Skidelsky, J. M. Keynes — Hopes Betrayed, 1983（古屋隆訳『ジョン・メイナード・ケインズ』東洋経済新報社、1992年）の第9章、など。
- 2) The Collected Writings of John. Maynard. Keynes（以下CWと略記）、Volume XIIのChapter 5 Keynes's Early Lectures.
- 3) Ibid., pp. 695-696.
- 4) 以下は、Ibid., pp. 705-708 および pp. 776-781 による。
- 5) Ibid., p. 776.

6) Ibid., p. 779.

7) Ibid., p. 782.

8) Ibid., p. 778.

なお、マーシャルの物価変動の説明は、A. Marshall and M. Marshall, *The Economics of Industry*, 1881（橋本昭一訳『産業経済学』関西大学出版部，1985年）の第3編・第1章を参照。

I-2

われわれがケインズの講義ノートの中かで注目する第2のテーマは、「貨幣価値の変動の諸帰結」であり、ケインズは前述したテーマとも関連するこの問題を、次の3つの側面から分析する。¹⁾

(1) 短期金利と予想利益の効果

物価の上昇は債権者の犠牲のもとで債務者に利益をもたらす。従って物価上昇による利益の増加が予見される場合、企業家や商人は値上り差益を得ようとして銀行からの借入を増加するから、短期金利は上昇する。すなわち、実質金利と短期金利の差が生じると、短期金利は上昇し始めるのである。

(2) 階級間の富の分配への影響

物価が上昇すると、固定収入者の実質収入は減少する。物価上昇が予見できる場合には、資金の貸手は金利の引上げで一部を相殺できるが十分ではない。一方企業家階級にとって、自らの製品価格の変動は利益の増減を意味し、価格の予想は重要な意味をもつものに対して、労働者階級はそれほど物価上昇に敏感ではなく、そのためしばしば実質賃金の低下となる。また物価上昇によって損失を蒙る投資家階級も、そのほとんどは豊かな人々とはいえない。したがって物価上昇による富の再分配は望ましくなく、不平等を是正するよりもむしろ拡大しがちである。

(3) 景気変動への影響

貨幣額によって富が測られるために、物価の上昇によって資本の評価額が上昇し所得や利潤も増加すると、人々は「豊かになった」と考えやすい。しかし信用の膨脹によって物価の上昇が生じている限り、望ましいとはいえない。それは物価上昇の期間、どの企業家も投機的な利益を得ているために、改善のための努力を怠り、一時的な状況下の成功に浮かれてしまうからである。

それゆえケインズは、マクロ経済に及ぼす物価上昇の弊害を次のように指摘する。

「価格の予見できない変化は、誤算による浪費を生じさせるために産業の生産性を低下させる。物価下落が望ましくないと同様に、物価上昇を好ましいといえる十分な論拠もない。物価上昇期に企業が超過利潤を得ており、また貨幣額で産業の進歩をみてしまう習慣があることが誤解を招くのである。²⁾」

1) 以下は、CW. XII, pp. 713-718 による。

2) Ibid., pp. 717-718.

Ⅱ 物価変動期のケインズ

Ⅱ-1

1914年7月に始まった第一次世界大戦は、予想に反して、激化の一途を辿り長期化していく。その結果、物的・人的資源のすべてを戦争に振り向けるという総力戦となり、各国とも停戦までの4年間に、膨大な損失を蒙った。英国も他の交戦国と同様に、増大し続ける軍事費を増税で調達することができず、財政支出の多くを、戦時国債やイングランド銀行からの借入れなど政府債務の増加で賄わざるをえなかった。また開戦と同時に政府は予想される現金需要の急増に対処するために、カレンシー・ノート（政府紙幣）を発行したが、現実には戦時支出の支払いのために増加していく¹⁾。そこで英国政府は18年1月、終戦を見越して「戦後の通貨と外国為替に関する委員会」を任命、「復興期間における通貨と外国為替に関して生じるであろうさまざまな問題を考察し、順次正常な状態への回復を成し遂げるに必要な諸処置について報告書を提出すること」を求める。イングランド銀行総裁のカンリフ（Cunliffe, W）を委員長とし、委員にピグー（Pigou, A. C）を含む「カンリフ委員会」は、早くも同年8月に中間報告を発表する。当然ながら、中間報告は、「安定と繁栄を享受した戦前に戻るべきである」という大原則のもとに、金本位制の再建を求め、大戦後の基本方向を明確にする²⁾（最終報告は19年12月に出されたが内容はほぼ同じである）。

「われわれの意見では、戦後には効果的な金本位制の維持に必要な諸条件を速やかに回復することが緊急に必要である。長年の経験によって貿易の逆調と過度の信用拡張に対する唯一の効果的な治療法である機構（金本位制）が、もし再び機能しないとすれば、累進的な信用拡張という危険が生じるだろう。そしてこの信用拡張は、銀行券発行の兌換性をおびやかし、わが国の国際貿易上の地位を危くする金の海外流出となるであろう。」³⁾

そこで委員会の中間報告は、以下のような具体的な勧告を行う。

(1) 政府借入れの停止

金本位制が有効に維持されるためには、戦後可能な限り早期に、政府借入れを停止しなければならない。なぜならば、信用膨張の大部分は政府の支出が税収および国民の貯蓄からの借入れを超え、それが銀行の信用創造によって賄われたからである（すなわち、財政支出＝国民の貯蓄からの国債購入＋税収＋銀行の信用創造による政府への貸付け）。しかし戦後は、信用膨張は物価上昇による金準備の減少につながるのので、健全な信用状態を回復するために、次の施策が必要となる。

- ①現在、銀行などが保有している膨大な量の政府証券を速やかに償還するために、政府は減債基金を設置しなければならない。
- ②政府は可能な限り早期に税収内に財政支出を抑え、債務償還や戦後必要となる政府の支出を銀行信用によって賄わないことが求められる。
- ③実物資本の増加は銀行の信用創造によっては不可能であり、そのための資金は国民の真の貯蓄の増加によらなければならない。

(2) イングランド銀行の公定歩合政策の復活

金本位制下では国際収支の悪化により、金の流出が危惧されるときには、金利（公定歩合）の引上げが有効である。それは公定歩合の引上げが短期資金の流入を促して直接的に国際収支を改善させるとともに、中期的には国内物価を押し下げて貿易収支の黒字化を促すからであり、中間報告は高金利・信用制限政策によって物価が下落するに到る因果関係プロセスを次のように説明する。

戦前においては、イングランド銀行の公定歩合の引上げとそれを市場で実効あるべくとられた措置により、一般に金利は上昇し銀行信用も制限されることから、新規の事業は延期されて資本財に対する需要は減少する。その結果として雇用の減少は消費財の需要も減少させ、一方、主に借入資金によって商品在庫を保有する人々は、借入更新の困難や金利負担の増大に直面、さらには物価下落の予想も加わって、在庫を買手市場で売り急ぐことになる。かくして国内市場で一般物価水準は下落、それが輸入を抑制し輸出を喚起して、困難の主たる原因である貿易収支の逆調を解消する。⁴⁾

(3) カレンシー・ノートおよび銀行券のコントロールに関する勧告

- ①カレンシー・ノートの無制限発行が信用膨張の結果であると同時にその必要条件であったことから、その発行を削減し最後は（イングランド）銀行券に統合すべきである。
- ②金地金本位制を採用すること。すなわち銀行券の兌換義務は維持されなければならないが金貨の国内流通の必要はなく、金準備はイングランド銀行に集中保有され、金地金の輸出は同行から得たものに限るべきである。
- ④保証発行制限制度は、経験から見て十分に正当化されている。したがって緊急事態のための措置を新しく認めることを条件に、「保証準備発行額を固定し、それを超える銀行券の発行はすべて金準備を必要とする」とすべきである。
- ⑤戦後の経済状況が確定するまでは保証準備額（政府証券など金準備以外を保証として発行される部分）を確定するのは危険である。過度に低い額を決めれば信用不安を招き、逆に過大な額に決めれば金本位制を危険に陥れることになるからであり、それでも当面の間、金準備のない銀行券の発行は漸次減少させる政策を一貫してとるべきである。

1) たとえば N. H. Dimsdale 「ケインズと第 1 次大戦の財政」, Milo. Keynes. ed, Essays on J. M. Keynes, 1975 (佐伯彰一・早坂忠訳『ケインズ——人・学問・活動』東洋経済新報社, 1988年, 所収) を参照。

2) 以下は主に、塩野谷九十九『イギリスの金本位復帰とケインズ』清明会出版部, 1975年, によっている。

3) 同上書の65ページ。

4) 同上書の36ページ。このような因果関係のプロセスは当時の正統派のエコノミストの共通認識であった。この時期のケインズが提起したのは、理論的には成立するとしても、戦後の英国で、はたして国内の諸価格や貨幣賃金が国際均衡を実現するようにスムーズに下落するのかという問題である。

II-2

1918年12月の休戦後、英国は戦後インフレの状況に陥る。戦争中に既に約 2 倍ほどになってい

た物価は、種々の戦時統制が解除されたことに加え、政府の財政赤字や銀行の過大な貸出しが続いたことから、一段と上昇し、広範な産業で投機ブームが出現する。卸売物価指数は14年4月の100から19年1月には226となり、20年3月には323のピークを記録、小売の食料品価格指数も同様に、19年1月に230、20年11月にピークの291となる。しかし賃金は物価の上昇より遅れ、主要産業の平均は20年7月の260に留まるが、このような賃金上昇の遅れは労働者の実質賃金を押えることになる。また、このブーム期には、綿業や造船・鉄鋼などの産業で、主に銀行の資金供給による投機的な企業の買収や統合が進み、銀行でも合同によっていわゆる五大銀行体制が形成される¹⁾。

大戦後の各国が激しいインフレに見舞われるのを見たケインズは、早くも19年12月、『平和の経済的帰結』において戦前の研究をもとに、インフレの弊害を指摘する。すなわち、インフレによって政府は、市民の富の大部分を吸収して多くの人々を困窮させる反面、一部の人々を富裕化させ、現在の富の分配の公平性への信頼に打撃を与えるが、それとともに資本主義経済のなかの積極的で建設的な役割を担う企業家階級がインフレによる超過利潤によって「不当利得者」とされ、大衆の憎悪の的にされるのである。それゆえケインズは、「インフレの必然的な結果である契約および既存の富の均衡の激烈かつ恣意的な破壊のために、社会の安全感に対して既に加えられている打撃に結合させることによって、これらの政府は、19世紀の社会経済秩序の継続を急速に不可能にしつつある」と警告するのである。²⁾

当然ながらケインズは英国のインフレに警戒を強め、20年2月には急速な金利の引上げを求める覚え書きを大蔵大臣に送る。そこでケインズはインフレによって実質金利が著しく低下していること、その原因である過大な銀行貸出しを正常に戻すためには、7%さらには8%の公定歩合が必要であり、10%でさえもありうると主張、しかもそれは金融上の逼迫であって失業を生じさせるものではないと断言する。³⁾

しかし英国の戦後インフレは20年の夏頃には終息、21年に入ると逆に不況が深刻化する。するとケインズは、戦前の貨幣経済論研究をもとに物価変動のメカニズムを説明するとともに、物価安定のための弾力的な金利政策をイングランド銀行に求める。⁴⁾

ケインズは不況の原因の一つに、ポンド高による海外市場の枯渇をあげるものの、決定的な要因として貨幣経済における中間業者（小売や卸売業者）の誤算（予想の誤り）を強調する。すなわち生産者と消費者の間を仲介する中間業者の多くは、売りと買いの時期が一致しないために、価格変動のリスクに直面しており、もし予想が大きく誤れば損失を蒙って経済は不況に陥るが、それを英国の現実に即して次のように説明する。

休戦後から20年の夏頃までのブーム期、商品在庫の枯渇や供給能力の低下に投機的な仮需要も加わって物価が上昇した。そのため中間業者は将来の需要増加と価格の上昇を予想し、生産者への注文を増加する。しかし現実には生産が増加し始めると、今度は逆に供給過剰となり、中間業者の商品在庫が増加し価格も下落する。実際、予想の誤りによって損失を蒙った中間業者は今度は注文を減少するので、生産は減少し経済はデフレ不況に陥ることになる。それゆえ「中間業者の心理や誤算の方が大戦の物的な被害よりも最近の不況の有力な要因となっている」と結論づける。

しかしケインズは、このような誤算による景気変動は中央銀行の賢明な政策によって、抑制できるとみる。すなわち物価上昇期には、財の価値の方が貨幣の価値よりも高く評価されるために、

投機的な財の需要や過大な注文が生じるので、貨幣価値の評価を引上げる高金利が有効であり、逆に物価が下落し生産が落ち込む不況期には低金利が有効となるのである。しかしケインズは英国だけでなく米国の中央銀行も、その対応があまりにも遅いと批判し、もし金利を迅速に変更できるならば、戦後の物価変動は回避できたと主張するのである。

- 1) 『イギリス金本位復帰とケインズ』(前出書)の第3章および『貨幣改革論』(前掲訳書)の第1章, R. G. Hawtrey, *A Century of Bank Rate*, 1962 (英国金融史研究会訳『金利政策の百年』, 東洋経済新報社, 1977年)の第4章, などを参照。
- 2) J. M. Keynes, *The Economic Consequences of the Peace*, 1919 (早坂忠訳『平和の経済的帰結』東洋経済新報社, 1977年), 186ページ。
- 3) CW. XVII, pp. 181-184 による。
- 4) Ibid., pp. 259-265 による。

Ⅲ 『貨幣改革論』のケインズ

Ⅲ-1

1923年, ケインズは『マンチェスター・ガーディアン・コマーシャル』紙(1922年)に寄稿した論文をもとに, 最初の貨幣経済論(あるいはマクロ経済学)の著者というべき『貨幣改革論』を出版する。

『貨幣改革論』の貢献はまず第1に, 現代の貨幣経済は安定した貨幣価値のもとでのみ機能し成果を上げうることを, 戦前のマーシャル研究をもとに戦後の各国の経験も加え, 具体的に描いたことである。

「われわれは, 貯蓄を民間の投資家にゆだねる。そして彼らが貯蓄を主に貨幣への請求権を保つ形にしておくことを奨励する。また, われわれは生産活動を企業家の責任にゆだねる。そして企業家は, 自らが貨幣の形で受け取ると期待する利潤によって主として動かされる。……もし安定的尺度と考えている貨幣が当てにならないとすれば, この仕組みはうまく働かない。失業, 労働者の心もとない生活, 期待の幻滅, 貯蓄の突然の喪失, 個人・投機家・悪徳利得者たちの行きすぎた儲けなど——これらすべては概ね, 価値基準の不安定から生じる。¹⁾」

「外国貿易の発達につれて, 原産地の最終消費地の距離が拡大し, また生産の技術過程がいつそう複雑になるにつれて, 生産を計画するのに伴う危険の量とこの危険を負う時間の長さとは, 比較的小規模な自立社会に比べるとずっと大きくなる。……この危険の増大は, 高度の分業化や市場および原産地の多様化などの他の長所のために生産者が支払わねばならぬ代価である。……危険の多くは, 生産の開始時と消費時の時間差と, ある商品の価格と一般物価水準との間に生じる相対価格の変動に起因する。……長い生産過程の間, 企業家たちは——賃金その他の支払を貨幣で支払い——後日, 生産物を販売して貨幣で受け取るという期待のもとづいて貨幣の形で支出するのである。つまり企業家たちは全体として常に物価騰貴によって利益を得, また物価下落によって損失を蒙る立場に立たなければならない。好むと好まざるとにかかわらず, 貨幣契約制度のもとにおける生産技術のため, 企業家たちは常に大きな投機をせざるをえないのである。²⁾」

その上でケインズは、物価変動が社会に及ぼす影響を検討するが、そこでは、インフレの弊害について、投資家階級が蓄積してきた金融資産の実質価値を著しく低下させ、彼等の貯蓄への意欲と能力を奪うと指摘し、将来の資本不足への不安を表明する。

「インフレーションは、投資家階級の貯蓄能力を減少させただけでなく、さらには貯蓄性向の条件である確信の雰囲気をも破壊してしまった。しかも増加する人口は、同じ生活水準を維持するために、人口増加に対応する資本蓄積を必要とする。……19世紀の貯蓄に有利な条件にあっては、資本は人口と平行して増大した。貨幣価値の変化にその源泉を有する階級間の既存の攪乱はこれらの有利な条件を破壊してしまったようである。」³⁾

しかし同時にケインズは、軽微なインフレのメリット——すなわちインフレが企業の利潤を増加させ、資産の名目価値を高めることも認めており、さらにはインフレ（期待）により実質利率が低下することも具体的に例示する。

「経済学者は貨幣利率と実質利率を区別する。いま商品で測って期首に100の価値をもち、期末に90の価値をもつ貨幣を5%の利子で1年間貸付けると、期末に貸手が受けとるのは利子を含めて94.5%（ $=90 \times 10.5$ —引用者）の値にすぎない。すなわち、貨幣利率は5%であるが、実質利率はマイナス5.5%（ $= (94.5 - 100) \div 100$ —引用者）である。……かくして物価が騰貴するときには、借金する企業は貸手に対して実質では無利子、もしくは最初に借りた額以下を返済する場合すらある。つまり実質利子はマイナスとなり、借手は相当額の利益を得るのである。」⁴⁾

もちろんケインズは、インフレの弊害も熟知しており、企業が容易に法外な利潤を得られるゆえに、次のように警告する。

「貨幣の減価が企業家の利潤の源泉となると、これがまた非難の原因ともなる。消費者にとって企業家の法外な利潤は、いまわしい物価騰貴の（結果ではなく）原因に見えるのである。……企業家自身も正常な経済活動から得られる少ない永続的な利潤よりも、瞬時の巨額な利潤のことを考え始める。比較的遠い将来の事業の安泰よりも、目先の金儲けの方に気を取れるようになる。……企業家を悪徳利得者に変えることは、資本主義に打撃を加えることになるだろう。なぜならそれは、不平等な報酬の永続を許容する心理の均衡を破壊してしまうからである。あらゆる人が莫然と認めている正常利潤の経済学説は、資本主義を正当化する必要条件である。」⁵⁾

以上のようにケインズは、正常インフレ率と呼ぶべきもの——企業家階級の実質的な債務負担をある程度軽減し、かつ企業に不当でない正常な利潤をもたらすような軽微なインフレ（たとえばゼロから名目金利以下の範囲）——の存在を示唆しており、それを実現し維持することが資本主義経済の安定と繁栄をもたらすと考えていたのである。

「通貨の価値が下がることによって得られる利益は政府に限られない。一定の額を支払わねばならない農民・債務者・その他すべての人々が利益を得ることになる。……過去において貨幣を減価せしめた長期的変動は、これらの新しい人々を助け、彼らを永久土地保有から解放したのであった。旧き富の犠牲において、彼らは新しい富を獲得し、蓄積に対抗して企業を強化したのである。貨幣の減価傾向は、過去において複利による蓄積と財産相続の累積的結果の有力な相殺要因だったのである。」⁶⁾

1) 『貨幣改革論』（前掲訳書）の xix ページ。

2) 同上訳書の34ページ。

- 3) 同上訳書の31～31ページ。
- 4) 同上訳書の20ページ。
- 5) 同上訳書の24～25ページ。
- 6) 同上訳書の9ページ。

Ⅲ-2

ケインズは22年5月、戦後インフレの後に各国を襲ったデフレ不況の問題を『貨幣改革論』の分析を先取りする形で議論する。¹⁾

ケインズはまず、ブームの崩壊と世界的な物価下落に見舞われた1921年を最悪の1年であったと回顧したうえで、4つの不況要因を挙げる。すなわち、①戦争による物的富の直接的な被害、②ヨーロッパの4つの大帝国(ドイツ・オーストリア＝ハンガリー・ロシア・トルコ)の解体による組織の破壊、③大戦によって生み出された不信と敵対心、新生国家間の対立そしてソビエト・ロシアとの政治および経済原則をめぐる深刻な対立、④信用機構の循環的変動、である。

そこでケインズは、まず①について、大戦の物的破壊の大きさは誇張されており、2・3年分の貯蓄によって回復できると予想し、たとえば世界の商船隊は21年末には完全に回復したとみる。また②と③について、それらは無知や偏見・狭量ゆえに扱いが難しい問題であるが、人間が生み出した困難である以上、われわれが賢明であれば解決できるという楽観的な見方を示す。そして最後の④について、この循環的変動が最大の要因であるとして次のように説明する。

貨幣システムの欠陥と貨幣当局の愚かさによって変動が生じている。われわれの経済は究極的には財と財との交換であるが、直接的には財を生産・販売して貨幣を手に入れる。しかも、生産と販売の間に時間の隔たりがあるため、もし販売時での製品価格が完成時点での生産費よりも低いと予想されるならば、生産は行われない。実際、生産費とりわけ貨幣賃金は長期にわたって固定されているので、中間業者の間で諸価格の下落が予想されるときは、生産過程は停止を強いられる。かくして値下がり予想が正しい場合には、注文を延期した者は利益を得、同様に価格の上昇が予想され、それが正しかった場合には、事前に注文をしていた者が利益を得る。しかも重要なことは、予想か実現することによって利益を得ようとする各自の行動自体が予想を実現させてしまうという意味で、物価変動が(いわゆる自己実現型期待形成と投機によって)累積的となることである。

しかし累積的な物価変動は無限には続かず阻止される。たとえば物価の上昇は、生産の増加が中間業者の在庫需要および消費者の需要を上まわり始めると終わりを迎える。同様に、商品在庫が十分に減少してそれ以上の注文の延期が不可能となり、加えて十分に低下した物価水準のもとで商品への需要増加が供給をこえるようになると、物価の下落はストップする。

ケインズは以上のように、物価変動のメカニズムを素描するが、『貨幣改革論』では、より理論的かつ詳細にデフレ・プロセスを説明する。

「物価変動が現実になると、ある階級の利益を増し、また他の階級に損害を与えるばかりでなく、物価下落に対する一般の懸念もまた生産過程を停滞せしめる。なぜなら、物価下落が予想されると、投機的に「強気」の立場をとろうとする人が十分に見つからず、したがって企業家は貨幣の受け取りまでの長い生産期間にわたって貨幣を支出することを好まず、ここから失業が生

じるのである。物価下落の事実は企業家に損失を与える。それゆえ、物価下落の恐れがあると、活動を縮小して保護しようとする。生産活動と雇用は、危険に対する個々人の推測と危険負担の意欲の総計に依存する。²⁾」

「物価の動きに関する期待は、それが広範囲に普及すると、ある点まで累積的な結果をもつために事態はさらに悪化する。もし物価上昇の期待があり、企業がそれに従って行動するとそのことだけでしばらくの間物価を騰貴させ、そのことが期待を実証するため、さらに物価を上げる。物価下落の場合も同様である。こうして最初は比較的弱い刺激でもって、大きな変動を生じるに十分なのである。³⁾」

1) 以下は、CW. XVII, pp. 426-433 による。

2) 『貨幣改革論』（前掲訳書）の35ページ。

3) 同上訳書の36ページ。

Ⅲ-3

既にⅠ-1で述べたように、戦前ケインズはマーシャル流の貨幣経済論を講義していたが、1911年に出版されたフィッシャー（Fisher, I.）の『貨幣の購買力』はケンブリッジの経済学者にも大きな衝撃を与えたと推測できる。ケインズは直ちに書評を書き、高い評価と賛辞を送るとともに、自らのマーシャル研究をもとにフィッシャーの分析の不十分さも指摘する。¹⁾

またピグーも、1917年にマーシャルの伝統をもとに、いわゆるケンブリッジ型の現金残高方程式を定式化し、フィッシャーの交換方程式（ $MV=PT$ ）と比較検討し、両者が代替的な関係にあることを認めたとうえで、現金残高方程式のメリットを強調する。²⁾

ケインズも既に戦前の講義ノートで、貨幣の需要側および供給側それぞれの変動要因を分析していたが、『貨幣改革論』で、以下の如く自らも現金残高方程式を定式化する。³⁾

いま、消費や他の支出対象の標準的な商品を含むバスケットを消費単位と呼び、消費者は常にこの消費単位を k 単位だけ購入しうる現金残高を需要するものと仮定する。したがって、もしこの消費単位の価格を P とすると、消費者の現金残高需要 M^d は kP となり、 $M^d=kP$ となるから、 k （いわゆるマーシャルの k ）は実質現金残高需要（ M^d/P ）を意味する。そこで現金の総量を M とすると、現金の需給均衡式は、

$$M=kP \quad (1)$$

となり、これが最もシンプルな現金残高方程式である。しかしケインズはこれを預金通貨が貨幣の中心である信用経済へ拡張する。すなわち、消費者が現金とともに消費単位を k' だけ購入しうる銀行預金残高をもつとし、銀行の現金準備率を r とすると、銀行の現金残高需要は $k'rP$ となるので、消費者の現金残高需要 kP を加えた現金残高需要の総額は、 $kP+k'rP$ となり、信用経済の現金残高方程式は

$$M=(k+k'r)P \quad (2)$$

となる。かくして物価水準 P は、消費者の意思決定に依存する k と k' 、中央銀行の政策変数である M 、そして民間銀行の行動と中央銀行の政策に依存する r によって決定されるのであり、ケインズは M の増減を現金インフレ・デフレ、 r の変化を信用インフレ・デフレと呼ぶ。

たしかにケインズは、物価変動の説明をピグーとほぼ同型の現金残高方程式を用いているもの

の、われわれはケインズが M から P への比例的な因果関係を否定していることに注目したい。すなわちケインズは、物価変動の短期的要因として、 k と k' の変化を重視しているのである。

「 M の変化が同一方向へのいっそうの変化が続くだろうという一般的な期待が生じると、正比例以上の影響を P に及ぼす場合もありうる。……変動が生じたり、あるいはその変動が予想されるようになると、将来の利益を得たり損失を避けるため、国民はその貨幣的習慣を大きく変化させるかもしれない。かくして M の変化の後には、あるいはその期間、また変化が予想される場合にはその前に、 k や k' および r の値は影響を受けるために P の値は少なくとも一時的に、また恐らく永久的に（習慣や慣行は一度変化すると正確には以前に戻らないから）、 M の変化とは正確に比例しないだろう。⁴⁾」

そしてさらに、 M や r ではなく k や k' の変化が景気変動の主たる要因であるとして次のように主張する。

「信用循環（好況と不況の交替は今日そう呼ばれている）の特徴は、好況期には M と r の変化に無関係に k と k' が減少し不況期には増大することであり、これらの動きは「実質」残高（すなわち購買力で測った手持ちの現金および銀行預金残高）の変化を示す。したがってわれわれは、この現象を実質残高デフレ・インフレと呼ぶことができる。⁵⁾」

実際ケインズは、英国の好況末期の1920年10月と不況の底に近い22年10月を比較して、この不況期間に、 k は230から300に、 k' は1333から1700に上昇し、この効果は M （現金）の減少よりも P （物価）の下落に大きく作用したと推計し、「 k と k' が1920年の値に戻るとすると、 M や r にまったく変化がなくても、 P の30%以上の上昇をみたであろう。かくして英国本国においてさえ、 k と k' の変動は物価水準に決定的な影響を及ぼしうる。⁶⁾」

では k （や k' ）の変化は具体的には何を意味するのだろうか。(1)式のシンプルな形では、 $k = M^p/P$ であるから、 k の低下（上昇）は、一定の P のもとでの貨幣需要の減少（増加）であり、貨幣支出の増加（減少）を意味する。すなわち、公衆は P の上昇（下落）を予想すると、 k が低下（上昇）して貨幣支出が増加（減少）し、その結果、実際に P は上昇（下落）するのである。

実際、物価上昇が予想されるようになると、企業家は値上がり差益を得るために現金や銀行預金の残高を最小限まで減らして財の購入を増加、しかも財を販売した方も新たに別の財の購入に向かうから、物価は上昇する。しかも、 k や k' の低下が現金や預金総額を変えることはなく、いわゆる貨幣の流通速度の上昇であり、このプロセスは銀行組織に直接影響を及ぼすことなく進んでいく。しかし経済の好況化に伴って経済活動も高まってくるので、通常取引額も増加し、必要となる現金残高も増加する。その結果、低下していた k も次第に上昇に転じるから、 M の増加や r の低下による銀行の短期貸出しの増加がない限り、 P の上昇は抑えられていく。

これに対して物価下落が予想される場合には、 k や k' が上昇して、貨幣支出が抑えられ、公衆の貨幣残高が増加して P が下落するが、とりわけ重要なのは企業の行動である。中間業者は値下り差損を避けるために、手持ちの商品を売却して在庫を圧縮する。一方、生産者も生産の減少を余儀なくされるから、雇用は縮小し原材料の需要も減少する。

それゆえケインズは、 k や k' の不安定な経済における貨幣政策の基本原則を次のように総括する。

「物価水準は神秘的なものではなく、若干の確実な分析可能な影響によって支配される。これ

らのうち2つ、 M と r は中央銀行の直接管理の下にある（またはあるべきである）。第3の k と k' は直接に管理するのは不可能であり、国民と実業界の心理状態による。単に長期というだけでなく、循環的にも変動を起こさぬように物価を安定させるには、ある程度まで k と k' を安定させることが必要であり、また、それがうまくゆかぬ、あるいは実行不可能な場合には、 k と k' の動きを相殺するように M と r を意図的に動かす必要がある。⁷⁾」

そのうえで、伝統的な貨幣数量説にもとづく貨幣政策を次のように批判する。

「健全貨幣の擁護者である旧式論者たちは、 M と r を安定化させる必要を強調するあまり、この政策だけで良い結果が得られるかのように論じた。しかし事実は全くこれと相異して M と r が安定していても、 k と k' が安定的でなければ物価は不安定にならざるをえない。循環的変動は、主として M と r よりも k と k' の変化によって特徴づけられる。であるから、もし k と k' の値の変化の兆しが現われたならば、 M と r とを巧みに増減して、初めてそれを是正することができる。⁸⁾」

- 1) C. W. XI, pp. 375-381.
- 2) A. C. Pigou, "The Value of Money", Q. J. E., 1917. またマーシャル自身による貨幣数量説の説明としては、A. Marshall, Money, Credit and Commerce, 1922. (永沢越郎訳『貨幣・信用・貿易』岩波ブックセンター, 1988年)の第3章がある。なお、貨幣数量説に関する文献として次の著書をあげておく。
 - ① J. Marchal et. J. Lecoillon, Theorie des Monetaires, 1967. (溝川喜一訳『経済分析と貨幣』ミネルヴァ書房, 1978年)の第Ⅲ章。
 - ② R. F. Harrod, Money, 1969. (塩野谷九十九訳『貨幣』東洋経済新報社, 1974年)の第6章。
 - ③ R. Kahn, The Marking of Keynes's General Theory, 1984. (浅野栄一・地主重美訳『ケインズ「一般理論」の形成』岩波書店, 1987年)の第2講。
 - ④ D. Laidler, The Golden Age of the Quantity Theory, 1991. (石橋春男・嶋村紘輝他訳『貨幣数量説の黄金時代』同文館, 2001年)。
 - ⑤ R. Skidelsky, Keynes, 1996. (浅野栄一訳『ケインズ』岩波書店, 2001年)の第3章。
- 3) 『貨幣改革論』(前掲訳書)の61～72ページによる。
- 4) 同上訳書の67ページ。
- 5) 同上訳書の67ページ。
- 6) 同上訳書の68～69ページ。
- 7) 同上訳書の69ページ。
- 8) 同上訳書の70ページ。

Ⅲ-4

既にⅡ-1で述べたように、カンリフ報告書は貨幣価値の安定化のためには為替レートの固定化が不可欠であるとして、金本位制への復帰を勧告したが、ケインズは「為替レートを固定化すれば国内物価は安定する」というのは幻想であるとし、政策課題を次の3つの選択問題として提起した。¹⁾

(1) 平価切下げか国内物価の引下げ(デフレーション)か

ケインズの基本的な立場は、たとえ金本位制に復帰するとしても、そのために国内物価を旧平価と均衡する水準にまで引下げることには反対であり、当該国の現行の物価水準が戦後インフレ

によって高水準にある場合には、旧平価よりも切下げた新平価で復帰すべきであるというものである。なぜならば、これまでも繰り返し述べてきたように、物価下落は大きな弊害をもたらすからである。

「デフレーションは現在の価値基準を変更し、事業と社会の安定にとって有害な方法で富の再分配を行うので望ましくない。それは、インフレとは正反対に、富を社会の他の階級から金利生活者および貨幣債権保有者に移すものである。つまり活動階級から非活動階級に富を移転させるのである。……財貨に対する一国の貨幣価値を徐々に引上げる政策（たとえば100%）は、あらゆる商人と生産者に対して、しばらくの間、彼の所有する在庫や原材料はたえず減価すること、また事業資金を借入れる者には債務がいずれ倍増することを通告することと同じである。現代の事業は主として借入金によって行われるから、このような過程をへて活動は必然的に停止に到らざるをえないのである。……デフレが起こるかもしれないというだけで十分に弊害が生じうるし、ある種の期待は壊滅的である。なぜならば現代の事業メカニズムは、物価水準が上昇する場合よりも、下落する場合に適応しにくいからである。²⁾」

しかも実際、多くの国では通貨を旧平価に戻すようなデフレは、納税者に耐えがたいほどの過大な負担を強いることになるために、実行不可能なのであり、ケインズは「フランスやイタリアでは、通貨価値を戦前水準に復帰させることが政府の公表された政策であるという事実が、貨幣改革を合理的に論ずることを妨げている³⁾」と指摘する。

ではデフレーションを正当化する論拠はあるのだろうか——ケインズは最も有力とみるのは、「一国の通貨の金価値を大戦によって下落したままにしておくことは、金利生活者やその他一定の貨幣収入をもつ者にとって不公平であり、実際上の契約不履行になるから、その価値を引戻すことは債務の履行になる⁴⁾」という擁護論である。これに対してケインズは、現存する貨幣契約の大部分は、1913年当時の価値よりも、現在の貨幣価値に近い所で行われており、したがって少数の債務者に対して公平であろうとすると、大多数の債務者に不公平になると反論し、次のように結論づける。

「この議論は、その通貨の金価値が以前の（たとえば）5～10%減以内に留まっている国だけに限られる。……通貨の長期にわたる激しい下落を蒙った国にとって正しい政策は、平価の切下げを行い、現状で商業や賃金が適応している水準の近傍に貨幣価値を固定することである。⁵⁾」

（2）物価の安定か為替の安定か

ケインズはまず、国内の物価水準だけでなく、外国の物価水準が安定しなければ、為替レート of 安定化は不可能であるとし、外国の物価水準が不安定であるかぎり、国内物価かそれとも為替レートか、という選択に迫られるとしたうえで、前者の安定化が正しい選択であると主張する。「それは英国のような貿易立国においてさえ、為替の安定を前提とする契約や事業期待は、国内物価の安定を前提とするものに比べれば、はるかに少数だからである。⁶⁾」

（3）金本位制への復帰の是非

ケインズはまず、金本位制擁護論が①19世紀の変動の時代に金価値の安定化に成功してきたこと、②貨幣当局は賢明さを欠くために貨幣管理は失敗すると予想されることにもとづいておりと指摘し、まず①については、大戦後の金の価値は米国の政策によって大きく影響されるとしながらも、金の過剰を予想するが、より重要なのは②の問題であるとみる。

ケインズは「最も重要なことは、不換紙幣と銀行信用を有する現代社会においては、好むと好まざるとにかかわらず、『管理』通貨は不可避であり、金兌換制度を採用するとしても、金の価値自体が中央銀行の政策に依存することは変らないだろう⁷⁾」と述べ、実際、戦前から中央銀行は、金準備の増減に応じて貨幣政策の変更を行わなくなっており、しかも英国の場合、大戦開始以後の約10年の間に、公定歩合が金本位制の維持のためではなく、国内の事業や物価の安定化のために使われてきたことを強調する。そして、金本位制擁護論者は、金の流出入が国内物価を不安定にし、信用循環による物価と雇用の変動を放置することを求めていると批判し、「私は、物価・信用および雇用の安定を最重要と考え、旧式の金本位制は昔のような安定性を少しも与えるものではないと信じるから、戦前のような形での金本位制復帰に反対するのである⁸⁾」と述べるのである。

1) 以下は『貨幣改革論』（前掲訳書）の第4章「貨幣政策の目標」による。

2) 同上訳書の122ページ。

3) 同上訳書の123ページ。

4) 同上訳書の125ページ。

5) 同上訳書の127ページ。

6) 同上訳書の131ページ。

7) 同上訳書の141ページ。

8) 同上訳書の144ページ。

Ⅲ-5

ケインズは『貨幣改革論』の最後の章において、各国の中央銀行——とりわけイングランド銀行に対して、貨幣政策のあり方と具体的な貨幣改革を提案する¹⁾。

ケインズの政策提言の核心は、貨幣政策を紙幣発行の規制・調節にではなく、銀行信用のコントロールに求めたことである。すなわちケインズが重視したのはベース・マネー（とりわけ中央銀行民間預金）を通じての信用創造のコントロールであることから、次のように述べる。

「創造された信用は概ね、銀行預金の量で計測される。つまり預金総額の変動は、銀行の投資・手形保有高および貸付高総額の変動と対応する。ところで、銀行の預金高と『手許現金残高およびイングランド銀行民間預金』の割合が、その時々、の事情に応じてかなり広範囲に変動してはならないという、ア・プリオリな理由は存在しない。しかし銀行は実際には通常今までの習慣通りに行動し、先入観となっている『割合』から大きく乖離することはない。近年では、預金総額は常に『現金』の約9倍であった。これが通常『安全』な割合と考えられており、それ以下になることは銀行の評判を悪くし、一方それ以上になることは収益力の点から好ましくない。かくして銀行は上の規準で測った限度まで、（投資・手形割引・貸付け）いずれかの方法によって信用の総量を調節する。この結果、現金量はそれぞれの銀行の信用量を緊密に規制することになる²⁾。」

したがって公定歩合政策のみならず、直接に中央銀行民間預金を増減させる債券の売買政策が必要かつ有効となるのであり、それゆえカンリフ委員会報告を次のように批判する。

「われわれは過去5年間に、自分たちの思想がいかに大きく変化したかをよく理解していない。1918年のカンリフ（中間）報告書を再読してみれば、その時以来、われわれの考えがいかに大き

く変化したかを明瞭に知ることができる。……カンリフ報告書は純粹に戦前の処方箋である。……カンリフ報告書に脱落しているもののなかで最も注目すべきことは、物価水準の安定性という問題に関する叙述が全くないことである。そして戦前の制度の回復を目指せば、人為的に「その結果生じる雇用の減少」を起こし、均衡を回復できると、愉快げに説明している。カンリフ報告書は、既に死滅してほとんど忘れられた理念の系列に属するものである。現在、こういう考え方をする者はほとんどいない。にもかかわらず同報告書は依然として、わが国の政策の公式表明であり、イングランド銀行や大蔵省はいまだにそれを進軍命令とみなしている。³⁾」

そこでケインズは、カンリフ報告書の勧告に反対して、自らの改革案をイングランド銀行に提示する。

金地金本位制は支持するが、金準備と紙幣発行額とを結びつける保証発行制限制度は不必要かつ有害である。なぜならそれは、紙幣（現金）の増加→物価の上昇→貿易収支の悪化→金の流出という現金経済のもとでの金本位制のルールを前提にしているが、現実の経済はこれまで述べてきたように、銀行信用の拡大→物価の上昇→生産や雇用の増加・貨幣賃金の上昇→紙幣需要の増加であり、紙幣発行の増加は物価上昇の原因というよりもむしろ物価上昇の結果だからである。したがって「紙幣の乱発を監視し抑制して信用創造をこれに従わせるという従来のやり方ではなく、信用創造を監視し抑制して紙幣発行をこれに従わせるのが正しいやり方であり」、紙幣発行を金準備から切り離さなければならない。したがって、紙幣発行の上限を定めた紙幣発行上限制度は政策手段としての意味をもたない。紙幣発行上限制度の存在意義は金準備の制約と同様に、無責任な通貨膨張を予防するためのものであり、そうであるならば上限はイングランド銀行の自由裁量を妨げない水準（たとえば現行の発行額よりも15～20%ほど高い水準）に定めるだけで十分である。いづれにせよ、紙幣発行の上限を漸次減少すべしというカンリフ委員会の勧告は、公衆にデフレを予想させるという意味でも有害である。

- 1) 以下は『貨幣改革論』（前掲訳書）の第5章「将来の貨幣調節に関する積極的提案」による。
- 2) 同上訳書の147ページ。
- 3) 同上訳書の157ページ。
- 4) CW. XIX, p. 272.

Ⅲ-6

ケインズは1923年以降、『貨幣改革論』をふまえ、金本位制復帰に向けてのイングランド銀行のデフレ政策、さらには政府の健全財政主義や国内投資の奨励・助成を伴わない国債償還政策を批判する。

ケインズは早くも23年7月、イングランド銀行がデフレ政策を行っていること、具体的には22年の初めから23年にかけての1年間にイングランド銀行民間預金が100から84へ、銀行券総額が100から95へ（両者の平均で約10%）減少したと指摘し、「両者が利用可能な現金であり、それを基礎として信用が創造される。（手形交換所加盟）銀行預金は現実に創造された信用の尺度である。これらの間には、かなり密接な一致が存在すべきであり、また存在しているが、これは購買力の圧縮の程度の最良の利用可能な推定として10%が適切であることを示している¹⁾」と述べる。

そのようななか、イングランド銀行がボンド市場の軟調に配慮して、公定歩合を3%から4%に引上げたこと（23年7月5日）を厳しく批判する。

「公定歩合の4%への引上げは、今までのなかで最も間違ったものである。景気は力を失って下降しつつある。物価はわずかに下りつつあり、雇用は非常に悪い。現在、実業界は与えられる限りのすべての刺激と激励を必要としている。……イングランド銀行は、わざわざいま一つの余計な悪材料を加えることを選び、新しく事業を起こそうとする人に、手をこまねいてしばらく待つ方がよいという警告を与えているのである。²⁾」

そしてケインズは、イングランド銀行は何も説明していないが、その理由はボンドの対ドル為替レートが低下したことに対する対策であり、国内均衡の実現よりも、対ドル為替レートの上昇を重要視していると批判、「彼らがこういうことをするのはカンリフ委員会の影響下にあるからである」³⁾と述べ、さらにカンリフ報告書の勧告の放棄を求める。

「カンリフ報告書は、休戦の数ヶ月前に書かれたものであって、必然的に戦後の異常な事態の知識を全く欠いており、物価と雇用の安定については一言も言及されていない。その後の事態に照らしてこの報告書を修正することは、第一級の政治的重要性を持つ事柄になりつつある。⁴⁾」

ところで、ケインズがこれまで強く主張してきたのは、中央銀行は人々が物価変動の予想を形成しないように政策を行う必要があるということである。すなわち物価の安定化のためには公衆の中央銀行への信頼が決定的に重要であるが、イングランド銀行の政策は明らかにこれに反し、意図的なデフレ政策をとっているのである。

「政策当局が公然とデフレ政策を実行する意図があると実業界が信じる限り、実業界は現在の物価水準に対する信認を失わざるをえず、その場合には当然ある程度まで支出を抑えざるをえず、その結果として雇用の減少が生じる。……失業をなくす最良の方法は、政策当局が貨幣政策の手段を用いて物価下落を防止し、現在の物価水準に対する実業界の信認を促進するために、出来る限りのことをすると宣言することである。⁵⁾」、「少なくとも当局は状況を意図的に悪化させないようにすることはできる。いままでのように、カンリフ委員会のデフレ的勧告に従って行動しつづけるべきではないのである。⁶⁾」

しかしこの時期、ボードウィン内閣は必ずしもデフレ政策を指向したわけではない。たとえば23年7月の演説でボードウィンは「物価を安定させそれを維持するために、全力を尽すことが正しい政策である」と宣言していたが、金融界からは「ボンド・レートを急速に旧平価に戻す目的で直ちにデフレ政策をとるべきだ」という主張が高まってきた。

ケインズはこのような国内のデフレ政策への期待に対して厳しい批判の目を向け、「意図的かつ急速にわが国の通貨基準の実質価値を10%も切上げるとすれば、主要な帰結は次の4つである」⁷⁾と警告する。

- ①国債の実質負担が10%増加するが、それは国債の固定された利払いが納税者の実質負担の増加を意味するからである。
- ②産業全体の貨幣賃金率を10%だけ引下げなければならないが、これは容易ではなく、労使の対立が生じることは明白である。
- ③ボンド・レートの上昇が国内の諸価格の下落に先行して急速に進むならば、わが国の主要な輸出品の輸出価格は、輸出不振と失業の増加によって強制的に引下げざるをえなくなる。

- ④デフレ予想が広がるために、財の購入は延期され、発注は控えられ、新規の資本支出計画も停止状態となるだろう。

それゆえケインズは「価格下落の恐れだけで十分に良くない——それが確実であれば、失業を増大させ生産活動を後退させることは間違いない」と述べ、「それは政府の抱負になっているのだろうか。それを実行することはシティーの威信と権威を高めるのだろうか。公衆はひれ伏して感謝と畏敬の念をもって金本位制を崇め敬うのだろうか⁸⁾」と問う。そして「すべての観点から見て、唯一の賢明な政策は、当面ボードウィン氏のノンフレーション政策を続けることである」と主張する。

しかし現実には金本位制復帰に向って歩みを早める。1924年6月に、カレンシー・ノートおよびイングランド銀行券発行に関する大蔵省委員会（チェンバリン委員会）が任命されると、金本位制復帰は間近であるという期待が高まり、投機によるポンド需要の増加によって25年2月には、1ポンド＝4.75ドルに到る。そしてチャーチル大蔵大臣は4月28日の予算演説で金本位制復帰を表明、5月13日に**1925年金本位法**が制定されるのである。

1) CW. XIX, p. 108.

2) Ibid., p. 100.

3) Ibid., p. 101.

4) Ibid., p. 101.

5) Ibid., p. 114-115.

6) Ibid., p. 116-117.

7) Ibid., p. 262-264.

8) Ibid., p. 264.

なおCW. XIXには、訳書（西村閑也訳『金本位復帰と産業政策』東洋経済新報社、1998年）があるが、本論でのページ数は原書にもとづいている。