

## ケインズの「覚書き」を読む(1)

——経済諮問委員会への提出メモ「経済の状況：首相の質問状への回答」

松川周二

### はじめに

1930年の6月末までに経済諮問委員会（Economic Advisory Council）は5回の会合をもったが、検討課題の多さゆえに満足のいく議論を展開することができなかった。そのため同委員会を設置したマクドナルド（Ramsay McDonald）首相は、ヘンダーソン（Hubert D. Henderson）の提案を受け、委員会のメンバーに対して、「政府の政策」という最も重要なテーマに議論を集中することを要請、以下のような具体的な質問項目を提示し、メンバーそれぞれの見解を求めた。

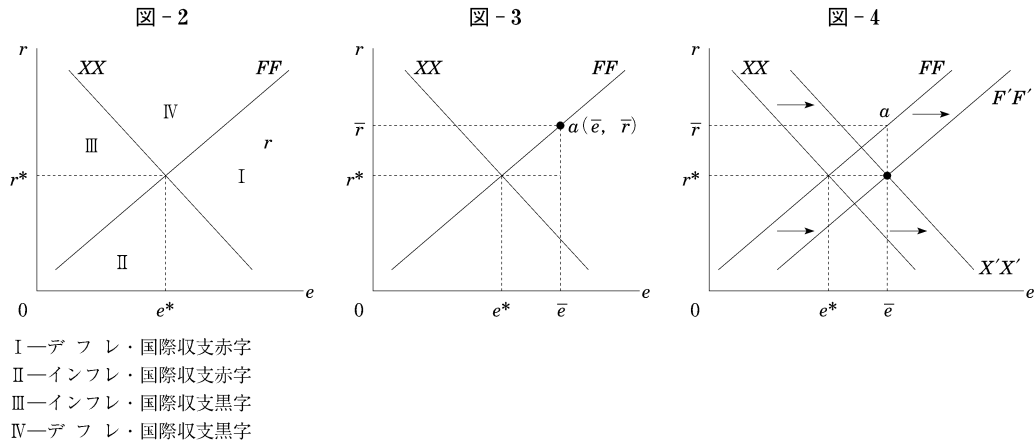
1. 現在のわれわれの経済状況の主たる要因は何か。
2. 景気回復のために英国政府が取るべき経済政策はどのようなものか。
3. どのようにすれば国内市場が拡大し、雇用が回復し、さらに消費が増加するのか。
4. どのようにすれば輸出を増加させることができるのか。
5. 市場・関税および小麦のような一次産品の供給と購入のための組織に関して、英帝国内の政策のフレームワークはどのようなものか。

ケインズは、30年7月21日、早くも **The State of Trade: Answer to the Prime Minister's Questions** を提出するが、本稿ではこの「覚書き（memorandum）」を全訳する（*The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. XX, pp. 370-84*）。

この「覚書き」は、当時（1930年）の世界経済および英国経済の状況を理論的に説明するとともに、英国経済にとって望ましい経済政策を知る好著とみることができる。そこでまず、そのエッセンスを概説しておこう。

ケインズは1920年代を「高金利が支配し投資が抑制された時代」ととらえる。ではなぜ投資が抑制されたにもかかわらず高金利が持続したのだろうか——ウィクセル（K. Wicksell）流に言えば、なぜ市場利子率が自然利子率を上回り続けたのだろうか。この原因としてケインズは、期待収益と市場金利に左右される民間投資以外の資金需要が戦後相次いで生じたことを挙げたが、そのなかで最も重要なのは、不況によって生じる「困窮した借り手」による資金需要である。なぜならば、投資の減少による過剰貯蓄がこの資金需要をファイナンスするというシェーマこそが『貨幣論』における投資と貯蓄の不均衡分析の核心だからである。具体的にいえば、民間投資の減少による過剰貯蓄は、まず総需要の不足による物価下落すなわち正常な生産費を下回る販売収入を意味し、それはさらにこの損失を補填するための資金需要として現われる。またデフレ不況





できるのだろうか。図-2のように、旧平価による金本位制復帰によって為替（ポンド）レートが  $\bar{e}$  まで上昇し、経済は、デフレ不況（輸出不振）と国際収支の赤字の状況に陥ったが、金本位制を維持するために金利が引き上げられ、点  $a(\bar{e}, \bar{r})$  の状況となる。したがって、金本位制のもとで国内および国際均衡を同時に達成するためには、図-3のように  $XX$  線と  $FF$  線を右へシフトさせなければならない（たとえば、 $\bar{e}$  と  $r^*$  のもとであれば  $X'X'$  と  $F'F'$  が必要となる）。すなわち、ケインズが強調した対外残高の増加は、輸出増加という直接的な総需要効果だけでなく、国際収支の改善となるから、金利の引き下げが可能となり、また国内投資の喚起策も直接的な総需要効果とともに、対外貸付が減少して国際収支の改善が改善し、金利の引き下げが可能となるから、これらは明らかに  $XX$  線および  $FF$  線を右へシフトさせる政策であることがわかる（なお、この図式化について拙稿「ケインズの国際マクロ経済学」、『立命館経済学』第51巻4号2002年を参照のこと）。

### 経済の状況——首相の質問状への回答

8ヶ月前と現在（30年7月）を比べるならば、英国産業の問題よりも、まず諸価格・利潤・貿易量・雇用量そして企業の生産における世界的な大不況を取り上げなければならない。去年秋のウォール街における株の大暴落に端を発した世界的な大不況は、経済史上これまで経験したなかで最悪である。経済界も官界も、この深刻さをかなり過少評価していると思われる。世界の主要工業国である英国・米国そしてドイツでは、現在総計で1000万人以上が失業しているものの、いまだ底に到ったとはいえない状態であり、たとえ英国自身の問題ではないとしても、われわれは非常に厳しい状況下で苦しんでいる。それゆえ人々は、現状を景気循環における下降局面であるとみなさず、さらなる後退の道を進んでいるという印象をもっているのである。したがってこの現状を人々にリアルに説明することは有益であろう。

また、この国際的不況は、英国固有の経済問題を解決するうえでも、1年前にはなかった非常に不利な状況を生み出しており、それゆえ、あまり急いで結論を期待すべきではないというのが私の意見である。

当然ながらこのことは、英国の問題を解決する努力を放棄したり、それを国際的問題が絡むがゆえに何もできないとして取組みを回避することを意味しないが、これまで国際問題に関するかぎり、救済策が英国のみの力の範囲をこえることを認めざるをえない。しかしイングランド銀行は、恐らくこの不況からの回復を促すために貢献できるだろう。もし同銀行が米国の連邦準備理事会（FRB）と緊密に協力して行動するならば、より多くの成果をあげられる。実際私はイングランド銀行が国際的な状況の性格を正しく理解していない、あるいは正しい方法で対応できないと考えているわけではない。

もし先例を信じるならば、景気の急速な回復は期待できない。恐らくこの状況で最も危険なのは、この秋には回復が始まっているだろうという米国における時期尚早の楽観論である。私は英国がこれ以上悪くなるとは思わない。米国は一段と悪化すると予想するが、逆にこのことが心理的に、来春での景気回復をめざして、より決定的で大胆な協調的政策を取ることに道を開くかもしれない。

しかし、国際的な複雑さを十分に考慮しなければならないとしても、もし問題の全てを国際的な複雑さのせいにし、われわれに責任のない神のなせる技であり、われわれは何も出来ないとして救済を回避するならば、われわれ自身を誤らせることになる。

英国の問題がわれわれではコントロールできない外部の影響によるものであるという理由で、行動をためらうべきではない。

もし私が経済学者の立場から、国際的および国内的な諸困難の基本問題の分析を求められるならば、それは以下のように説明できる。

## 1 国際的問題（international）

現在、新事業や新投資からの期待収益は、長期の資金供給者の貸出条件を下回っている。すなわち、貸して側が求める金利と事業家の期待する収益率との間にギャップが生じているのである。これは物価の下落やその他の要因によって引き起こされた起業家の悲観的な心理にも原因があるが、私の判断では何よりもそれは現在の長期金利の異常な高さによるものであり、過去100年間の平和時に経験したことがあるのかを疑うほどの高金利である。実際、この高金利は一部は大戦中の高金利の結果であるが、その後の次のような要因によって生み出された。すなわち、高金利は大戦後の復興のための運転資金に始まり、ウォール街などの株式投機の目的の資金需要そして債務の支払いのためにどのような金利でも支払わなければならない困窮した政府などの資金需要によるものであり、いずれも投資からの期待収益とは無関係な資金需要である。

最近、世界の債券市場で高金利の借入れを行っているのは、そのほとんどが収益をめざす新投資目的ではなく、既存の債務の清算目的である。そのためしばらくの間、事業を目的としない投機家や困窮した債務者との競合のなかで、新投資は高金利によって締めだされてきた。しかしいま、投機の時代は終わり、困窮した借手も少なくなってきており、金利の低下が期待される。いうまでもなく金利が低下しなければ新投資は回復せず、新投資が回復しなければ物価も上昇しない。

私は貸手側の要求と借手側の意向が急速に近づくとは期待していないが、金利の低下と企業の物価上昇への確信の回復によって最終的には、ギャップは解消されると見る。しかしその間に、

以下のような悪循環が発生しているのである。

1929年の高金利が企業を圧迫し、企業の損失が価格を押し下げ、物価の下落が企業の支払える金利を正常水準以下に引き下げたために、貸手側が求める水準とのギャップはさらに拡大してしまった。状況が不確実になるほど、収益を目的とする借手の支払える金利は低下し、逆に貸手側はこのリスクをカバーしようと高金利を求める。

現在、低金利への歩みは、自己の対外余剰資金の投資化を拒み、不安からか国際金融市場で金を引き出しているフランスによって引き止められており、当面これがやっかいな問題である。私は個人的には、フランス人が際限なく金を集める意図があるとは思わないが、その額が大きくなるならば、次のような対策を提案する。当然の流れとして、フランス人や米国人は再び債券を買う用意があり、債券価格は上昇するだろう。そこで近年勇気をもって買い支えてきた英国が今度は、差益を伴って超過分を彼らに売るならば、最終的には債券価格は上昇し、新事業も息を吹き返すだろう。

今日の経済恐慌は、将来の経済史家によって、戦前までの低金利と戦後の高金利との死闘と記録されるだろう。それは本質的に金利を均衡水準へ戻す闘いなのである。

もし金利が3分の2の水準にまで引き下げることができたならば、その最大の受益者は大蔵省である。3%の国債が額面価格に戻るのとはそう遠くないかもしれない。しばらくの間、われわれは辛抱しなければならない。

## 2 英国の問題（local）

貿易および貿易外収支（現在のサービス収支と所得収支）の黒字は主として、外国と比較した生産の貨幣費用に依存するから、英国の賃金が相対的に高水準であれば、対外残高も小さくなる。したがってわれわれが能率賃金を引き下げるか、あるいは他の生産費を削減するならば、対外残高は大きくなる。

これに対して、対外貸付の大きさは、対外残高とは全く異なる要因——国内企業が負担できる金利と比較した場合の、外国の資金需要者が支払うリスク考慮後の金利に依存する。したがって金の流出を防ぐためには、対外貸付を対外残高と一致するように、規制するのも一つの手段である。しかし一般的に国内経済を不均衡化することなく、均衡為替を維持するためには、われわれは生産費を引き下げて対外残高を増加させるか、あるいは国内投資を喚起することによって、貯蓄の対外貸付への圧力を弱めなければならない。

しかし近年、英国は対外貸付を対外残高の水準までに抑えようとして金利を引き上げると、その高金利が国内の事業活動を抑制するというジレンマに陥ってしまった。輸出の増加にも寄与せず、また国内投資としても使われない過剰貯蓄が生じたために、失業の増加と企業の損失を招き、この過剰貯蓄が企業の損失の補填に使われる状況となったのである。

もちろん、外国での高金利には、既に述べたようにさまざまな理由があるが、それは一時的かもしれない。いずれにせよ、英国のような成熟した国の場合、国内投資を十分に喚起するには戦前のような低金利が必要なのである。

次に、英国の生産費の問題に転じるならば、諸困難のトップに来るのが旧平価での金本位制復帰とデフレによって生じた金価格で測った生産費の上昇であり、その結果、対外残高が穏当な水

準をこえることが不可能になったのである。しかし対外貸付と対外残高との不均衡の問題を別にすれば、われわれは何ら落胆する必要はない。なぜなら一般には知られていないが、英国の対外残高は他のどの国よりも大きく、1929年においても米国の1.5倍であり、問題はあくまで、現行の金利水準での過剰貯蓄の存在だからである。

われわれが国際経済と区別して英国の経済問題の救済策を考えると、私の立場は次の如くである。各方面から出されている救済策はそれぞれ優劣はあるものの、そのほとんどは正しい方向にあり、賛成できるものである。したがって許されないのは、救済策を次々と拒否する消極的な態度である。それゆえ、提案されている諸政策をそれぞれ試みることによって、相乗的に効果が上がると期待している。

最後に救済策のリストを作成する際に私が基準としたのは、対外残高を増加させるか、国内投資を増加させる以外に道はないということである。

## A 対外残高を増加させる手段

### A-I 生産コストの引き下げによって

#### (i) 産業の合理化によって

これは他の国々に遅れないことが重要であり、それによってどの程度状況を改善できるかは疑わしい。しかも今日「合理化」と呼ばれている試みの多くが供給能力の過剰に対処するものであり、それは損失を減らし利潤を回復させるとしても、対外残高を増加させることはないだろう。にもかかわらず、可能なかぎり合理化を押し進めるべきである。

#### (ii) 減税によって

もし課税総額を減らすことができるならば、明らかにそれは望ましいが、減債基金への積立て停止以外では、どのような減税も実行可能とは思わない。積立て停止は現在のような緊急時には支持されるだろう。それゆえ、課税総額を増やすのではなく、産業界の負担を軽減するような課税の再配分ならば、検討に値する。地方税減税はこの方向に沿うものであり、減価償却引当金の増額や所得税改革そして保険負担における国の責任の増加も同様である。消費に対する間接税（たとえば収入関税）を増税する替りに利潤への直接税を減税するのは、有益であろう。しかしながら、ほとんどの企業家は生産費に及ぼす課税の効果を過大視しているように思われる。おそらくその効果は英国の場合、他の保護政策を探るとこの国よりも小さいであろう。

#### (iii) 能率賃金の引き下げによって

これは、労働者の実際の賃金の引き下げか、現行の賃金のもとで労働者の能率の上昇のいずれかを意味する。1929年以来、他の諸価格が下落しているにもかかわらず、英国の貨幣賃金率が下方硬直的であることは衝撃的である。この逆境のなかで実質賃金が上昇しているという事実は明らかに状況を悪化させている。したがって、ある種の賃金の切り下げは避けがたく、それが労働者の利益になるとわかっていても、一般的な政策として賃金の引き下げを行うべきではないという確固たる決意が社会のなかにあるように思われる。実際驚くべきことに、経営者側もこの政策に消極的である。

しかしいま求められているのは、労働組合が労働の能力に影響を及ぼしている種々の制限や規制について経営者と交渉することであり、そして労働者側は賃金を代価として能率の向上に協力

することであると思われる。労働組合はなぜこの方向で指導性を発揮しないのだろうか。

#### A-II 保護貿易によって

対外残高は輸出の拡大だけでなく輸入の減少によっても増加する。すなわち現在輸入している財を、国内の余剰の労働力によって生産するならば、輸出の拡大と同様に雇用の増加となる。しかも輸入の抑制は、たとえそれによって輸出にある程度マイナスの影響が出るとしても、輸出の拡大よりもはるかに容易であり、われわれはこの方法によって対外残高を増加させることができる。

また保護貿易は以下のような利点もあることから、私は抵抗を感じながらも保護主義的な政策を取るべきであると考えようになったが、まず次の3点を確認しておきたい。

(a)ほとんどの保護主義者は、保護政策の効果を過大に主張しているが、効果は大きいものではない。実際、既存の関税を除くと、鉄鋼以外に関税の対象を見出すのは難しい。

(b)もし今後、経済の過渡期の10年間で、大きなトラブルや犠牲を伴うことなく、自由貿易で乗り切ることができるならば、おそらく長期的には英国経済はより強くなっているだろう。

(c)一度始めてしまうと過大となったり、あるいは容易に止められないという性格ゆえに関税に反対する議論もまた強力である。

それにもかかわらず私は、「原則主義」を恐れる。1918年以来、世界のなかで英国のみが、いわゆる「健全主義」の原則の奴隷になってきた。われわれは、均衡から均衡への期間は短いものとして行動してきたが、現実には長期間を要するのである。実際、英国の苦境のほとんどすべては、われわれの隣国が放棄した「健全財政」を信奉したことに起因する。関税を支持するその他の議論は次のとおりである。

(a)自由貿易論は、均衡状態とりわけ賃金率が（厳密に経済的意味で）均衡水準にあるという仮定に基づいている。しかし、もしそうでないならば、自由貿易論者が求めるような、経済資源の理想的な配分を実現できるのは、関税によってのみである。そして現実の賃金率と均衡賃金率との差を埋めるのが、いわゆる相殺関税（あるいは輸出補助金）である。

(b)予算（赤字の）問題が工業製品への収入関税なしに満足のいく解決ができるとは思われない。収入関税がわれわれを支援する唯一の課税手段であり、この検討は重要である。

(c)高度な国際分業の利益を信奉するという古い意味では、私はもはや自由貿易論者ではない。賃金が硬直的である以上、自由貿易主義は非常に危険な原則である。たとえば私は、長期的にみるならば、自動車産業・鉄鋼業そして農業は英国に適合しているし、また存続させるべきであると信じている。したがってもし現在の状況と賃金水準のもとで、これらの産業が存続できないならば、私は保護政策を支持するが、真の自由貿易論者は躊躇なく、「そのままにしておこう」と答えるだろう。しかし私はここ数ヶ月、このような古き良き自由貿易論者を探してきたが、誰れ一人として見つけれなかった。

(d)自由貿易論者は、関税を課す側の国が交易条件で有利になることを認めてきたが、現在この点が以前よりも英国にとって重要になっていると思われる。

#### A-III 輸入管理

私はこの方法については多くを知らないが、魅力を感じている。

#### A-IV 自治領との協定

私は絶対反対ではないが懐疑的である。

#### A-V 英国のシェアの絶対額の増加に期待して世界全体の貿易拡大をはかることによって

これは主として、本論で詳しく論じない問題の国際的側面と関連しており、われわれが取るべき施策は次のように要約できる。

(i)たとえ金の流出が生じるとしても、勇気を持って低金利政策を続ける。

(ii)われわれの能力の限界まで、債券市場と長期ローンを助成する。

(iii)米国のFRB（連邦準備理事会）と緊密な協力体制を築く。もしフランスが執拗に金兌換を求めてくるならば、FRBから金で5000万ポンドほどの借入れ契約を結び、フランスの要求に最後まで応じればよい。これは完全に健全な施策であり、英国のリスクを高めも低めもしない。なぜならそれは、英国の支払い義務をフランスから米国に移し替えるだけだからであり、私はこの提案を重視している。

(iv)貿易の拡大のための特別ローン（中国やオーストラリアなどへ）は推奨に値する（具体的な提案は省略—訳者）。

#### B 貯蓄の支出先を国内に向ける手段

##### B-I 組織的な国内の開発計画によって

私はこの政策に最も重要な施策と位置づけているが、以前に述べたことでもあり、ここでは具体的な内容は省略する。

##### B-II 民間企業に対する補助金によって

(i)認可された事業目的に対して、たとえば3%の長期ローンを供給する。

(ii)事業促進法（Trade Facilities Act）を活用する。

(iii)事業の拡張や改善に対する特別減税を行う。

以上の方策は、実務の具体案をつめる段階においては、慎重かつ賢明な考慮が必要となる。

##### B-III 国内企業が現行の金利を支払えるようにすることによって

(i)生産費の引き下げは、対外残高を増加させるだけでなく、国内投資も喚起する。

(ii)保護貿易は既にA-Iで述べたとおりである。

(iii)将来への確信を高める効果があり、これは次のIVの(iv)で取り上げる。

##### B-IV 資金の貸手側がより低い金利を受け入れるようにすることによって

(i)対外貸付に対して国内貸付よりも高い税率を課すことであり、これは十分に検討に値する。

この政策は英国で大戦中に採用しており、最近では、フランスがこれで大きな成功を収めている。具体的には印紙税や対外貸付からの収入に対する高率所得税が考えられる。

(ii)新規の対外貸付の部分的な禁止である。これは近年数回試みられ、ある程度の成功を収めたが、その最も実行可能な方法は、イングランド銀行が発行会社に影響力を行使して、外国債の発行を規制することである。

(iii)世界の金利水準を引き下げることによって—これはA-Vである。

(iv)信用（confidence）を促すことによって国内と外国のいずれが魅力的な投資先かを決定するうえで、投資家に大きな影響を及ぼすのが信用の問題であり、それは予算（赤字の）問題と密接を



結びついている。

直接税の増税を意味する予算問題が信用に対する影響は破壊的である。しかも経済活動・利潤および雇用が正常に水準以下であるかぎり、税収は必然的に落ち込んでおり、これは次のことを意味する。

(a)年金や教育のような新しい社会サービスへの支出が税収が増加するまで、無慈悲にも延期されてしまう。

(b)実行可能な経費削減には、失業保険の乱用の見直しなどに求められるべきである。

(c)工業製品に対する収入関税のような、産業に悪影響を及ぼさない新しい課税は望ましく、現状では予算の健全化にとって不可欠である。

以上、私は、救済策Bよりも救済策Aに多くのスペースを割いたが、このことはBよりもAが重要であることを意味しない。逆に長期的にみると、AよりもBが有望であると考えているが、それは対外残高を増加させ続けることは期待できないからである。

#### 結 論

これらの救済策はどれも的を射ており、拒否されるべきではなく、一つや二つの救済策で十分ではありえない。広い戦線で前進することが成功を導くであろう。