

ケインズの雑誌論文を読む(3)

——30年代の大不況と『貨幣論』——

松川周二

はじめに

『貨幣論』は1930年12月に出版されるが、それはまさに大不況が深刻化している時期であった。それゆえケインズは『貨幣論』の独創的な理論の評価を巡るロバートソン・ハイエク・ホートレーなどとの激しい論争に多くの時期を費やしながらも、『貨幣論』の成果ををふまえ、現実の経済問題にそれまで以上に精力的に取り組む。

1931年2月6日、王立協会(Royal Institution)で“**Internal Mechanics of Trade Slump**”という題目で講演を行ったが、それに先立ちケインズは自らの講演のアブストラクトを提出しており、本稿ではまずこの論文を訳出する(The Collected Writings of J. M. K. XX. pp. 477-81)、この論文は小論であるが、『貨幣論』の根幹をなす革新的な命題(基本方程式)——貯蓄を超える投資は企業の利潤となって自らをファイナンスし、逆に過剰貯蓄は企業の損失を補填する——をベースに、大不況の原因とメカニズムを簡明かつ平易に説明しており、一読して『貨幣論』のエッセンスを知ることができる(『貨幣論』論争の最大のポイントはこの革新的命題を巡ってであった)。

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**”という題目で講義を行うが、このテキストは後に他の人々と一緒に *Unemployment as a World Problem* のタイトルで出版される。そこで本稿ではこのフルテキストを訳出する(JMK. VIII, pp. 343-67)が、当然ながら先の“**Internal Mechanics**”に比べると、分量も十分で、理論展開・現状分析・政策提言のそれぞれにおいて内容が充実しており、しかも具体的でかつ平易である。したがって特別な解説を加える必要はないと思われるので、『貨幣論』の理論的なフレームワークにもとづく本論文の特徴のみを簡潔に記しておくことにしたい。

(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したうえで、この大不況を20年代の過大でバランスの欠いた投資の反動の結果であるという見解を否定する。

(2) 『貨幣論』で提示されたマクロ経済のフレームワークに基づいて投資と貯蓄の関係そして物価・生産費と利潤(損失)の関係がまず示され、次にそれをふまえて投資の減少によって始動される不況のメカニズムを非常にわかり易く説明している。とりわけ注目されるのは、固定資本投資だけでなく経営資本投資が導入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) ケインズ研究の立場からは、本論において投資の減少に伴って貯蓄はどのように変化するかという問題が検討されている点が重要である。すなわち、経済が不況の底に近づくとき投資の減少とともに貯蓄が減少することを指摘しており、明らかにそれは『一般理論』への第一歩である。

(4) 講義3で示されてい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、ケインズが物価の「回復」と物価の「上昇」との違いを強調していることに注目したい。すなわち、景気が回復するとともに物価も必然的に正常水準に戻ってくるのであり、この物価の正常化水準の回復こそがマクロ経済における均衡（貯蓄＝投資と物価水準＝生産費）の実現を意味するものである。それゆえケインズは、下落した物価水準のもとで均衡を回復しようとするデフレ主義者の見解を厳しく批判することになる。

(5) 訳出した2つの論文を読むならば、90年代の日本のデフレ不況の説明には、『一般理論』よりも『貨幣論』の方が有効であると感じられるだろう。

〈付論〉なお、ケインズの清算主義批判（第2論文）については、たとえば竹森俊平『経済論争は甦る』（東洋経済新聞社、2002年）の第1章が参考になる。

I 経済不況のメカニクス

経済学の発展は、経済学の主題を一般の人々に説明するのが難しい段階に達しています。それは本質的な困難さというよりも過渡期にあるからだと思います。しかしながら私はベストを尽くします。

1

不況は物価の下落と失業の発生を特徴としますが、当然ながらこの2つの現象は結びついています。なぜなら、物価の下落は企業にとって全般的な利潤の減少を意味し、その結果、労働者を雇用しようとする意欲と能力が減退するからです（好況期にはこれとは全く逆に超過利潤を得ることになります）。換言すればそれは、生産者の総収入が総支出を下回っているのです。そしてこれは、所得の一部が消費にも投資（投資財への支出）にも向けられない場合にのみ起こるものです。

私はこのことを投資に対する貯蓄の超過であると表現します。これまで、両者は常に正確に等しいと規定されてきましたが、それは以下のような混同にもとづいています。最初の混同は、以外な損失を負った貯蓄、意外な利潤を正の貯蓄とみなしたことから生じたものであり、言葉の使用法では許されるとしても、起こっている事実をあいまいにし、しかも貯蓄の減少を伴うことなく消費が増加するという奇妙な結論になってしまうのです。また混同は、貯蓄と投資は均衡においてのみ等しいという事実にも基づいています。なぜなら、貯蓄は労働者を解雇させる効果をもたらしますが、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、賃金が下落させると仮定しているからです。しかし不均衡においてはこのような

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雇用されずに失業のままなのです。

この場合貯蓄に何が起きたのでしょうか。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ファイナンスするために使われてしまったのです。

2

貯蓄と投資の間に不均衡が生じること、そして貯蓄が投資を超えると企業に損失が生じること——これが私が明らかにしたい第1の論点です。そこで以下、不況がどのようにして悪循環に陥るかの考察しましょう。

まず均衡の状態から、何らかの理由で新投資の量が減少したとしましょう。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、1929年中頃にはさまざまな原因で終りを迎えました。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、その結果物価はあっという間に下落します。そしてそれに続いて、新しい事業への意欲が極端なほど減退し、多くの企業で信用の失墜や支払い不能が発生します。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されます。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、あっという間の物価の下落、企業の損失そして失業の増加を招くからです。

その間に失業は増加し続けて最悪の状態となります。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確信されるまでは、生産の抑制が続くからです。

かくして、不況の悪循環とは何かが明らかになります。すなわち、利潤が得られるのでないかぎり、資金を借りる意欲も貸付ける動機も生まれませんし、逆に新投資のために資金が貸付けられるようになるまでは、利潤は回復しないのです。

では何が不況を終らせるのでしょうか。貯蓄の減少を別にすれば、投資の増加以外にはありません。時間の経過とともに、次の5つの刺激から投資が起こります。(a)革新と進歩の正常な進行、(b)既存資本の消耗、(c)利子率の低下、(d)政府による投資計画の適切な実行、(e)戦争などです。

しかしながら、世界経済体制の一員である国が、不況を終らせるための積極的な行動を単独で実行するならば厳しい制約に直面します。それは支出の一部が外国に漏れてしまうからであり、他の国々と共同歩調を取らずに行動をおこすには限界があるのです。しかし一旦流れが変わり、物価が上昇して景気が底を打ったとみなされると、投機的な力も加わって急速に回復の動きが生じます。

3

私達は現在、未曾有の激しい不況の只中にいます。今回の大不況に最も近いケースは、鉄道大拡張の時代がピークを過ぎた後の1880年代であり、その時は今日の米国やフランスがそうであるように、英国が種々の理由で対外貸付を縮小していました。実際この時には回復に6年間も要したのです。

1930年の投資の崩壊は前例のない規模であり、当然ながら多くの理由はありますが、ただ一つの言えることは、これが大不況の主たる要因だということです。とりわけ米国では1930年の投資

額は29年の半分ほどであり、約10億ポンドの減少でした。

企業の側でのこの支出の減少は、消費支出の増加によってバランスされませんでした。残念ながら各個人は、帳面上の損失や利益 (paper loss or profit) を見て、社会的にみて望ましいことと逆の行動を取るからです。つまり彼らは、好況期に貯蓄を抑えて不況期に消費を抑えるのです。しかも同時に、債務国の投資に対する債務国の貸付けは、おそらく3億ポンドほど減少したと見られます——この額は推測ですが多分大きな誤りはないと思います。

景気回復の問題は主として投資を回復させる問題ですが、現在はまさにこれが困難な状況なのです。債務国の信用崩壊は自らの借入れを困難にし、1929年に終わった米国の一大建設ブームは当分の間復活することはないでしょう。最近までに、自動車とそれに必要な道路、映画の発展や無線機器などの革新が繁栄への維持に大きな役割を果たしてきましたが、現在それは小休止の状態です。しかも利子率は戦前に比べて高く、投資家も神経過敏になっており、この高金利の状態を維持しようとしています。

長期的には私は、他の要因よりも長期金利の低下に期待を寄せていますが、しばらくはそれを予想することができません。したがってその間、資本主義社会の基盤はゆさぶられるでしょう。というのは、資本主義社会を支えているのは、正常利潤を期待できることであり、そしてそれが事業活動の誘因となるとともに契約の遵守を可能にするからです。いま、世界の債権国と債務国という2つのグループに分かれており、また国内でも、所得が契約によって守られているグループとそうでないグループがあります。

問題の本質を全く誤解している人々も多く、解決は容易ではありません (この講演の論旨は、最近出版された私の『貨幣論』でより詳しく展開されています)。

II 失業の経済的分析

講義1 世界的失業の原因

われわれは現在、現代社会における最悪の完全に経済的な原因によるカタストロフィーの只中にいます。モスクワではそれは資本主義の永続的で累積化する危機であり、われわれの既存の社会秩序は生き延びられないだろうという見解が主張されているようです。希望的観測は思想の父です。しかし私は将来経済史家が回顧する時に、この恐慌を主要な転換点の一つとみなす可能性はありますが、それ以上ではないと思います。というのも、多くの人々が予想するよりもはるかにはるかに不況が長期化し、思想と政策の両面でそれ以前とは大きく変化する可能性があるからです。もちろん不況の厳しい局面の期間だけでなく、準不況が長びくか、すくなくとも厳しい不況の後に続くのは正常以下の経済状態だろうと予想はしますが、それも一つの可能性にすぎません。なぜならば、私はわれわれの運命はわれわれの手の中にあり、われわれが、いや世界の責任のある地位にある人々がもし正しい選択をするならば、そこから脱け出すことができると考えているからです。

私の主要なテーマは、不況を引き起こしている原因の分析を試みることです。それは、もしわれわれが原因を理解せず診断を誤るならば、どのようにして救済策を見い出すのかがわからなく

なるからです。私は私自身の貨幣的因果関係の理論（『貨幣論』——訳者）を利用して話を進めますが、私の理論になじみのない人々を困惑させることのないように努力するつもりです。

私は不況の引き起こしている原因については、全く疑問の余地はないと考えています。1925・26年の頃を振り返ってみましょう。おそらくこの頃までには、大戦と平和条約の締結に不可避免的に付随していた混乱や各国間の経済関係の再調整はほぼ終了していたと思われます。確信（confidence）もかなり回復し、国際間の自由な資金の貸借機構も機能し始めており、ヨーロッパの若干の国が依然として克服すべき困難を抱えてはいたものの、世界全体の状況は良好に見えました。そして人々は、金本位制への復帰が繁栄への条件を完成させ、先進工業国において経済的な生活水準の向上が永久に続くだろうと信じました。英国固有の困難な問題（私は英国の問題をここで取り上げません）を除くと、それがここ4・5年の状況だったのです。では何がこの時期の顕著な特徴であり、どこでどのようにして、その後の困難の種が播かれたのでしょうか。

この時期の顕著の特徴は、新投資目的のための金利が異常な高金利であったこと、それは戦前の標準から見ても異常であり、事業の平均的な収益をこえるという歴史上で経験しなかったことだったのです。そしてこの現象は世界のほとんどで起こりました。

米国は世界の中枢にあるので、まず米国を取り上げましょう。この国の投資活動は驚くべきもので信じがたいものでした。1925年から28年までの4年間で、新建設の総価値額は380億ドルに達しており、これを信用するならば、48ヶ月にわたり連続して月平均で8億ドルになります。それは1919年から22年まで4年間の建設額の2倍以上であり、現在の額の2倍をはるかに超える額だったのです。しかし米国の話はこれだけではなく、準投資の一種である割賦販売方式が投資と同じテンポで増加しました。そしてより重要だったのは、米国が良悪しの区別のないあらゆる種類の債券の自由な購入者であり、自国以外の世界に無関心な自由な貸手だったことです。米国にはこの寛大な対外貸付け政策によって、米国のように自国の繁栄に自信を持てずに慎重になっていたヨーロッパの人々の貯蓄に対して、相当程度パイプの役割を果し、安全性や流動性を考慮し世界中からニューヨークに預金された短期資金によって、外国債券の発行による資金調達が大規模に行われたのです。また英国も、相当の規模の対外貸付けを行いました。

統計でみると、1925年の資本輸出の対外純貸付け額はおよそ23億ドルであり、当然ながら世界各国とりわけ南米のどのような投資計画をもファイナンスし、たとえばコロンビアのような小国でさえ借入れが可能であり、正確な数字は失念しましたが、短期間にニューヨークで2億ドルほどの借入れを行いました。金利は高かったものの貸手だけではなく借手もそれを受け入れました。周知のようにドイツは大規模な借入れの意思があり、かつ可能だったもう一つの国であり、たとえば1925年にはドイツのみで10億ドルほどの借入れを行ったのです。

この自由な借入れは資本拡張計画を伴います。フランスでは長期間の建設活動があり、ドイツでは産業再建と市営事業が大規模に実施され、またスペインでは独裁政権が巨大な公共事業に着手しました。実際、ほとんどのヨーロッパの国では、多くの労働力と資本設備が非生産的な建設に用いられ、それはすべての南米諸国やオーストラリアにおいても同様であり、中国においてさえも、長びく内戦により消費財以外の生産に向けられました——確かにそれは将来何の果実を生まないとしても、理論的に投資と同じです。同時期のロシアは、国力の異常なほどの多くの割合を資本建設に向けるために多大な努力を傾けていたのです。

これに対して真に重要な例外は英国であり、英国の投資は控え目な規模でしたが、道路建設や住宅計画が投資の維持に貢献しました。しかし金本位制復帰と英国の主要な輸出産業の相対的な衰退は、1900年から1914年の時期と同じ割合で、国内貯蓄から海外投資（ケインズの定義では対外経常残高に等しい——訳者）を行う能力を低下させ、その上さまざまな理由から、国内投資もそれを補うに十分な大きさではなかったのです。私はこのことが、他の国々よりも早く英国が不況を感じるようになった根本的な理由であると確信しています。われわれは他の国々が享受していた投資ブームに参加できなかったのであり、間違いなく過剰貯蓄の状態でした。要するに英国はデフレーションに苦しんでいたのです。

世界中で実施された投資のなかには判断を誤り、成果を生まないものもありましたが、疑うまでもなくこの5年間の建設投資によって、私たちは飛躍的に豊かになっており、この間の富の増加は過去の10年いや20年に相当すると思います。拡張は建築・世界の電化そして道路や自動車関連の事業が中心で、とりわけ顕著だったのは、住宅建設や発電所そして世界各地での輸送網の整備などですが、特定な分野に偏ることはなく、資本開発はバランスが取れていました。

世界的にみて、主要な食糧や原材料の生産能力は大きく拡大し、機械化や新技術の導入により、金属・ゴム・砂糖・主要穀類などすべてで生産が著しく増加しました。国際連盟の経済部の公表された数字によれば、1925年から28年までの4年間で、世界全体で食糧や原材料は8%ほど増加したのに対して工業製品も9%ほど増加しており、両者はほぼ足並みを揃えていました。進歩は特にヨーロッパで急速で、おそらく生産の増加は北米を超えていたと思われます。

疑いなく、このような急激な変化の時期には避けがたいことですが、個別の商品の増加率が他の商品の増加と常に適切な関係にあったとはいえませんが、全体として、一部の有識者が主張しているような深刻なバランスの欠如があったという徴候は私には見えません。住宅のような建設資本、工業生産のための資本、食糧や原材料生産のための資本そして個人サービス関連の分野などの成長率は、期待されたように良くバランスがとれていたと思います。まさにこの5年間は、私たちの適度な欲求がすべて満たされおり、経済的な黄金郷（エルドラド）に近づいていたといえるかもしれません。

私の現在の目的にとって、この投資ブームが私が用いている特別な用法の意味で、どの程度インフレ的かを厳密に決める必要はありません——言い換えると、投資が貯蓄と均衡しているか、あるいは生産の正常費用を超える価格で製品を売ることができ、それによって得られた超過利潤によって投資がファイナンスされたのか、ということですが、インフレーションが果たした役割は驚くほど小さく、かなりの程度、投資と貯蓄は歩調を合わせていたというのが私の見解です。実際、物価指数が公表されている商品の価格はほとんど上昇していませんが、このことがインフレーションがなかったことの証明とはなりません。

第1に消費財には適当な物価指数がないからであり、もしあれば結果が違ったかもしれません。第2にこの期間、効率が急速に上昇していたにもかかわらず、多くの商品の価格は変わらず、効率性の上昇の成果のほとんどが企業の超過利潤になったかもしれません。これは私の定義ではインフレ的であり、おそらく場所と時期によってはインフレーションが発生していたでしょう。しかしながら私は、利用可能な貯蓄が十分あり、投資のほとんどをファイナンスしていたと思っており、もしそれが正しいならば、この結論は重要です。

ではなぜ、このような実りのある経済活動が突然終焉を迎えたのでしょうか——これが次の課題です。

このすばらしい生産的なエネルギーの激発が貧困と不況への序曲であるというのは、非常に愚かな見解です。厳格な新教徒のなかには、それを過度の拡張に対する避け難くかつ望ましい天罰——人間の投機心への天罰とみなす人々があり、彼らはそのような異常な繁栄が広範な破綻になって均衡化されないとしたならば、不公正な（悪の神である）富が勝利したことになると感じています。彼らは引き延ばされてきた清算（liquidation）は成し遂げられる必要があると主張し、そしてこの清算はまだ済んでいないが、十分に時間をかけて清算が完了するならば、その後は再びわれわれは良い状態になると話します。

私はこの見解に賛成できません。私は企業の損失・生産の減少や失業の発生の原因は、1929年の春まで続いた高水準の投資にあったのではなく、この投資が停止したことであり、高水準の投資の再生以外に景気の回復はありえないと考えています。そして偶然の好運によって投資回復への障害が除去されるのでもないかぎり、破綻の広がりかどのようにして繁栄をもたらすのか、私には理解できません。

それゆえ、私たちが知力を傾けなければならない問題は、投資の崩壊の原因と投資復活の手段を明らかにすることであり、この理解がないかぎり、私たちは不況がどれだけ続くのかを予想することはできないのです。

振り返って見ると、1929年の初めに投資の減少が始まったこと、それに先だって企業利潤の減少があったこと（私の理論では、これが原因です）そしてそれは1929年秋のウォール街での株価の大暴落よりも先であったことは明らかです。

なぜ投資が落ち込んだのか——それはおそらく複数の原因によると思われる。

(1) 金利が高すぎたことであり、実際このような高金利を払える程の収益を生むような新投資が期待できなくなっていました。

(2) 初めは高収益を生むような新投資があったとしても、時の経過とともにそのような投資機会は枯渇していく——換言すれば、拡張がさらに進み資本財の供給が増加するには、金利の低下が必要なのです。

(3) しかしこの時期、金利は低下するのではなく上昇したのであり、連邦準備銀行によるウォール街でのブームを抑えるための努力は、あらゆる種類の借手に対して高金利を強いることになりました。

(4) 米国での高金利政策のさらなる結果は、世界中の金を米国に引き寄せ、世界的な信用縮小を招いたことです。

(5) 第3の結果は、自国の熱狂的な株式投機のために、米国の投資家が外国の債券を購入しなくなったことであり、1929年の米国の外国債の純購入額は前年の1/4に落ち込み、1930年にはほぼゼロになったのです。

皆さんは米国の投資がどの程度減少したのかを記憶しておく必要があるとは思いませんが、たとえば有名なドッジ指数を見るならば、1925年を100とすると、1929年は88であり、現在はさらに低いと思います。しかもこの投資の落ち込みは米国に限られてはおらず、既に述べた複合した条件によって世界中で起っているのです。

ある程度の規模の投資の減少が一度起こると、そのこと自体がさらなる投資の減少をどのようにして促すのかを知ることは容易です。利潤が高水準から減少する時には物価も下落しており、これらが以下のような一連の結果を生み出すからです。

1. 生産の減少は経営資本（原材料や正常在庫——訳者）への負の投資を招くが、米国の場合それは巨額でした。

2. 利潤の減少はあらゆる種類の投資の魅力を低下させます。

3. 物価の下落と対外貸付けの停止は、外国の借手の信用を失わせしめ、借入れを続けるために金利の低下が必要な時に、金利を引き上げたのです。

投資の減少は現在も続いており、固定資本投資に関するかぎり、新投資の量は過去最低の水準に違いありません。ここで私は、何の疑いや留保条件もなく、現在の状況を総合的に説明することができますが、私の議論と皆さんの考えの間に大きなギャップがあるかもしれません。というのは私のこれからの議論には、ある仮定があり、したがってこの仮定を受け入れない人々にとっては、私の結論は説得力がなくなるからです。

既にこれまで、投資が減少するならば企業利潤が減少することを当然であるとして話を進めてきましたが、これがその仮定であり、もしこれが認められるならば、議論は以下のようになります。なお、詳細は最近出版された『貨幣論Ⅰ』で展開していますが、議論は平易ではなく、しかも今の所、公認された経済理論とはなっていません。それゆえ、口頭での説明によって理論の概要を理解できるように努力することが次の講義2での私の義務だと思います。

講義2 不況の理論的分析

私の因果関係の理解に従えば、投資の著しい減少がなぜ今日世界で起っているような結果を生み出しているのかを知ることは容易ですが、皆さんにとってはなじみがないと思いますので、議論をわかりやすくするために、少なくとも理論の概要を説明しなければなりません。そのため多少、抽象的な議論になることになり、皆さんに緊張を強いることになりますが、お許し下さい。理論の要点は以下の如くです。

企業の生産要素の提供に対して、俸給・賃金・地代・家賃そして利子を支払い、この総計が私のいう「生産費」です。企業には、資本財を生産する企業と消費財を生産する企業があり、これらの企業の生産費が生産要素を提供した個人の所得となります。そして消費者である個人は自らの所得の一部で企業から消費財を購入し、残りの貯蓄は金融組織に戻されます。すなわち彼らはそれを銀行に預金したり、あるいはそれで株式や債券を購入したり、さらには不動産の購入や割賦購入の支払いなどに充てます。また同時に金融組織は、建物・工場・機械類・輸送設備・公共施設などの資本財を生産している企業に、別の一群の人々が注文したり代金を支払ったりすることを可能にしますが、この種の支出総額を私は便宜的に「投資の価値」と呼びます。

このように、所得の一部は消費支出としてそして資本財の購入代金（私のいう投資）として、2つの貨幣の流れを通じて企業に還流してくることになり、この2つの合計が企業の収入あるいは売上額となります。

したがって全体としての企業の利潤は、売上額と生産費に依存し、もし売上額が生産費を上回れば利潤が生まれ、逆に下回れば損失を被ります。もちろん私が話しているのは企業の全体

についてであり、個別企業の間では平均以上も以下もあることを覚えておいて下さい。この私の関係式はシンプルですが重要な鍵を提供します。

企業の生産費は公衆の所得に等しく、公衆の所得は消費と貯蓄の合計ですが、一方企業の売上額は公衆の消費と金融組織によって可能となった投資の価値の合計です。

したがってもし皆さんが私の話を理解できているならば、投資の価値が貯蓄を超える時には企業の収入がその費用を上回って利潤が生じ、逆に下回れば損失を被ることがわかつておきます。

これが好況と不況の関する私の科学的説明の糸口なのです。皆さんは、貯蓄の増加を伴うことなく投資が増加するならば企業利潤が増加することを理解できたと思いますが、さらに言えば事態は累積的なのです。というのは、企業利潤が高水準にあるほど、金融組織は企業の資本財の購入を促し、それがさらに利潤を増加させるからであり、要するに好況は自己促進的なのです。そしてこれと反対に投資が減少する時、事態は全く逆で企業利潤の減少が投資の減少を招き、さらにそれが利潤の減少となり、不況も自己促進的になります。要約するならば、投資が貯蓄を超えると好況になり、貯蓄が投資を超えると不況になるということです。

しかしこの説明はあまりにもシンプルであり、その背後には、多くの複雑な要因・落とし穴・誤解の余地があることを当然ながら私は気づいていますが、十分な説明をしようとすれば数週間かかってしまうので、これらの問題を検討できないことをお許しいただきたい。そしてさらに当分の間、貯蓄の変化を考慮外において話しを進めることにします。実際、貯蓄は投資と逆方向に変化するのか（これは不況の初期段階で特に起こりますが、それは株価の下落によって生じた資産価値の減少を補填するために貯蓄を増加させるかもしれないからです）不変であるか、あるいは投資の変化の一部を相殺するように同方向に変化するか（不況の末期で人々が極度な貧困に陥っている場合以外ではありうるケースです）のいずれかが考えられますが、ここでは投資の変化に集中しましょう。なぜならば、突然に激しく変化するのは投資であり、一般的な見方も、現在の状況を招いていたのはそれであるということに一致しているからです。したがって私の判断では、投資の回復すなわち新資本財への注文の増加がまず最初に起こらなければ企業利潤は回復はありえません（唯一の理論上の代替策は望ましいかどうかは別として、人々が将来に対して神経質になり不安を感じ、そして証券価格が下落している時に、大規模な公共支出を行なうことですが、なされる可能性はほとんどありません）。

これまで貯蓄と投資は必ず等しくなるという予定調和論が広く信じられており、もしわれわれが銀行に預金すると、当然ながら銀行は産業への投資にそれを振り向けると言われています。しかし残念ながら私は、確信を持ってそうではないと断言します。なぜなら、利潤・生産量そして雇用を変動させるのは、貯蓄と投資の不均衡以外の何ものでもないからです。では、どのような状況が起これば不況は終息に向うことになるのでしょうか。

生産の減少が続いているかぎり、それに伴う経営資本への負の投資により、固定資本投資の減少の影響がいつそう悪くなることに気づくことは重要です。しかしたとえ非常に低い水準であっても、そこで生産が安定して減少が止ってしまうならば、経営資本への負の投資もすぐに止まります。そして非常に低い水準からであっても、生産が回復し始めるや否や流れは逆転し、固定資本投資の減少は一部経営資本への投資によって相殺されます。

そこで低い均衡点に到達したという期待が生じます。投資の減少が利潤の減少を招き、利潤の減少が生産の減少を引き起こしますが、投資の減少が永久に続くのでないかぎり、最後に一種の

疑似均衡と呼べるような十分に低い生産の水準に経済が到達することになります。

また、このような停止点に到ると予想できる別の理由もあります。そのためにはまず、投資のみが変化し貯蓄が一定であるという単純化の仮定を緩めなければなりません。既にのべたように、不況によって生じた人々の不安は貯蓄を増加させる傾向がありますが、それは貯蓄がしばしば危険や不確実性に対する防衛手段となるからです。このように、証券価格が上昇している時に貯蓄は減少し、逆に下落している時には増加し、さらに言えば、俸給生活者や固定所得の場合、物価の下落は貯蓄に向けられる余力を増加させます。しかし生産が厳しく減少するようになると、貯蓄を減少させようとする強い力が働くことになるでしょう。

一方、それ以上の著しい生活水準の低下に耐えられない失業者の場合、彼らは貯蓄を止めるだけでなく、自らの貯蓄を取り崩したり、友人や親類縁者から借入れをしたりすることになります。明らかにこれは負の貯蓄を意味します。しかしより重要なのは、いま米国で起っているように、減債基金への組み入れの減少や実際の借入れによって政府部門で負の貯蓄が生じることです。一方英国では、例えば大部分を借入れで賄っている失業手当が5億ドル/年であり、これは好況時の英国の貯蓄額のおよそ1/4にあたります。ちなみに米国の借入れによって賄れた財政赤字は10億ドルです。このような支出は公共投資と同じ直接的な効果を及ぼしますが、唯一のしかし重要な違いは、それは公共投資と異なり後に何も残さないことです。

では次に、現実からそう離れていない数字を用いて、米国の実例で説明しましょう。1928年末、米国の投資は100億ドル/年で、貯蓄は90億ドル/年でしたので、私の基本方程式によれば、このことは米国企業の超過利潤が10億ドルであることを意味します。そこでいま、投資が90億ドルに減少したと仮定すると超過利潤は消失し、さらに50億ドルまで減少すると、超過利潤がなくなるだけでなく、貯蓄が90億ドルのままであるかぎり、40億ドルもの巨額な損失が発生します。このような投資の落ち込みは当然ながら生産の減少を招きますから、経営資本への負の投資を誘発し、損失をさらに拡大させます。いまこの経営資本への負の投資を15億ドル/年と仮定するならば、投資は35億ドルにまで減少し、他が一定ならば企業の収入は正常水準(90—以下カッコ内の数字は訳者)を55億ドルも下回り(90—35)、そのため企業の収入がこの水準でも主要費用を上回りマージンがでるところまで生産量は落ち込みます。

しかしこのようになるまでに、いくつかの救済要因が生まれます。例えば財政赤字が10億ドルとなり、公衆の貯蓄が10億ドル減少すると仮定しましょう。さらに生産の減少が止まると、経営資本への負の投資も止まり、その結果、55億ドルの損失は、20億ドル(55—20—15)にまで減少し、このことは生産量が新しい企業の収入に見合う水準以下にあることを意味します。その結果、生産は再び上昇に転じ、それは経営資本への投資を意味するので、この投資が続くかぎり企業の収入は回復して行きます。

しかしながら国民の貯蓄が依然として90億ドルで、しかも高すぎる長期金利ゆえに固定資本投資が50億ドルのままでは、生産や雇用の正常水準への回復を期待するのは幻想であり、失望となります。なぜならば、ある時期が過ぎると必ず反動が生じ、経済は再び不況に向うからです。実際この数値例は現実に近いので、景気回復の程度はわずかだろうと思われまます。

それゆえ私は、好況時の国民貯蓄に等しくなるまで固定資本投資が回復しなければ、繁栄への均衡回復は確実にならないと主張したいのです。

講義3 回復への道

皆さんが信じられるかどうか分かりませんが、私は世界不況の原因については、何の疑いもためらいもありません。それは世界的な投資の崩壊です。

（第1次）大戦後、種々の要因によって高水準の投資が維持されてきましたが、この2年半の間に大規模な減少——貯蓄の減少や財政赤字によっては十分に補整されない減少が生じたのです。

したがって回復の問題は投資の再確立の問題ですが、その解決には2つの側面があります。第1は、新しい投資計画の分野を広げることになる長期金利の引き下げであり、第2は将来の正常な期待のもとに借手が借入れ意欲を高めるように、産業界での確信（confidence）を回復することです。しかしこの2つの側面は決して別々ではありません。なぜならば、企業利潤の改善を経過することなしに、確信が回復することはありえず、私が正しいならば、投資の増加がないかぎり利潤の回復はありえません。しかしながら、景気が底を打ち、これ以上の悪化はないだろうと人々が感じるようになると、次第に確信も回復してくるでしょう。われわれは確信の回復に有利に働くように、当分の間、長期金利の大幅な低下の実現に努力する必要があります。

私の見解によれば、景気回復の問題は物価水準の回復と不可分であり、同じ現象のもう一つの側面にすぎず、投資を回復に導く同じことが必然的に物価水準の回復をもたらすのです。それゆえ、私の政策が本質的に物価を引き上げる要素を含んでいるので、投資が増加し同時に物価も上昇する方策を検討する前にまず、その正当性を明らかにする方が良いと思います。

不幸にも、景気回復局面での物価の上昇が望ましいのか否かについて、経済学者の間で完全な意見の一致を見ていません。たとえばスプローク博士（Dr. Sprague）は最近のロンドンでの注目を注めた講演において、「農産物の価格を引き上げるようにすることよりも、工業製品のコストと価格を農産物の物価水準まで引き下げることが望ましい」と主張しました。

しかし私はこの見解には全く同意できません。見解の相違が何か価値あるものを生み出すかもしれないという希望をもって、この問題に関する厳しい議論を喚起したいと思います。というのは、物価の引き上げが是か否かについて明確な結論が得られなければ、私たちは舵のない船で漂うことになるからです。

私たちは、物価を2・3ヶ月前の俸給・賃金を含む所得水準に適合するように引き下げたいのか、あるいはわれわれの所得水準を卸売物価や原材料価格と適合するように引き上げたいのか、いずれなのでしょう。私はここで want という単語を用いてことに注意してほしいのですが、それは want と can get を区別しなければ議論が混乱してしまうからです。私自身の結論は、既に指摘しました後に述べるように、物価上昇を支持すべき基本的かつ圧倒的な理由が存在するということです。

第1の理由は、社会の安定と調和であり、俸給や賃金を大幅に引き下げることに対する社会的な抵抗はきわめて危険なものとなるのではないのでしょうか。しばしば米国のように経済がまだまだ硬直的でない国の場合、調整の困難は比較的軽微であると主張されますが、少なくとも私には信じ難いことです。英国では、卸売物価の下落と同程度の規模で多くの賃金率を引き下げることはいくらも不可能であり、それを試みることは社会の基礎をなす秩序を揺り動かすこととなります。したがって、それを公けに推奨する責任ある人々にはほとんどいません。そして世界全体で物価の引き下げが成し遂げられたとしても、物価の上昇によって均衡を回復する場合に比べて何の前進もありません。もしわれわれがやむをえない理由で、このような不人気な政策を十字軍の

如き公務として全力をあげて取り組むならば、その結果は次のようになります。

たとえ俸給や賃金の引き下げが成し遂げられたとしても、事態はいつそう悪化します。それは第2の理由として、貨幣額での契約で固定された債務の負担からみて、物価の上昇は社会的正義であり、かつ理に適っているからです。もし俸給や賃金を引き下げることによって新しい均衡に到達するならば、われわれはそれに比例して債務の負担が増加し、結局は契約の神聖を冒すこととなります。実際、世界の債務負担は既に非常に重くなっているのです、これ以上の負担の増加に耐えられるものではなく、またこの負担は国によってそれぞれ違った形を取っています。

英国の場合、それは大戦時に大量発行された戦時国債であり、ドイツでは貨幣額で決められた賠償支払いです。いずれも、債務国の負担は耐えられるものではなく、結局、債務国は望みのない努力を放棄しデフォルトへの道を進むこととなり、これは債務国だけでなく債権国にとっても大きなリスクです。また米国においては主要な問題は農民の抵当証書と不動産担保ローンであり、アルヴィン・ジョンソン (Alvin Johnson) 教授は小論において、それを「農民への賠償要求」と呼んでいます。工業製品の価格を以前の農産物との交換比率にまで引き下げることによって、農民の抱える問題を解決しようとする考えは、事態を全く誤解することになりますが、それは既に重すぎる抵当証書の負担がさらに著しく増加するからです。またもう一つのケースは建物に対するローンであり、もし新建築の費用が原材料価格と適合する水準まで下落したならば、既存のローンの安全性はどうなるのでしょうか。国債・戦債・債権国と債務国の間での債務契約・農民の抵当証書・不動産の抵当証書など——このようなすべての金融機構は、スプローク博士の提案を採用することで崩壊し、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免的に起こり、銀行は経営危機に陥ります(これ以上、目録を続ける必要はないと思います)。一体、このような破滅を招くことの利点は何なのか、私にはわかりませんし、スプローク博士も何も話していません。

それに加え、一般的にはその正しさは認められてはいませんが、もう一つの理由は、私がこれまでの話で説明してきた理由です。もしわれわれの目標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す。換言すれば、企業の収入を生産費に比して増加させる問題なのです。しかし既に述べたように、このような望ましい結果を生むことになる一連のことが、同時に物価の上昇の原因の一部となるのであり、信用循環の局面において、物価上昇を伴わないような政策は、いかなるものであれ企業利潤の改善という目的を達成できません。

それゆえ、物価の引き上げを期待する議論は高まりつつあると私は思っており、皆さんにもそれを支持していただきたいと思ひますし、実際、多くの人々がこの見解に同意しています。このことを私が強調するのは何か時間の無駄のように感じられるかもしれませんが、必ずしもそうではありません。なぜならば、多くの人々がこの見解を受け入れたとしても、十分に納得したのか疑わしいからです。したがって次の議論に入る前に、物価の上昇が本質的なことなのか否かを皆さんに問いたいと思ひます。清算 (liquidation) を進めることがより良いことなのでしょうか。全般的な破産のていねいな表現である清算によって、すべてが健全になるのか、ということです。

われわれの中心テーマに戻りましょう。失業の救済には企業利潤の改善が必要です。そして企業利潤の増加は貯蓄に比して投資が増加することによってのみ生じ、その副産物として物価が上昇するので、債務の負担が軽減されます。それゆえ問題は、どのような方策によって投資の増加

を図るかという問題に帰着しますが、私の用語では投資とは新資本財（どのようなものであれ）生産に対する貨幣支出を意味します。

経済学者として厳密に言うならば、残されているのは銀行の技術的な問題であり、投資を増加させることができ、しかもその責任があるのは銀行——より顕著には中央銀行です。したがって、私がここで銀行家に対して具体的な方策について何の示唆を与えないとしたならば、皆さんは私が自らの責任を何も果たさないと考えるでしょう。

簡単に言えば、3つのアプローチがあります。第1のアプローチは、貸手側と借手側の双方の確信を回復させることです。貸手が金利にリスクをカバーするための超過分を付加しないようにするには、貸手が借手側の信用や支払い能力にたいして十分な確信を持たなければなりません。一方、借手側は、新投資計画の収益に関する合理的な見通しが金利を超えるという十分な確信がなければなりません。したがって確信の回復に失敗すると、リスクを考慮した貸手側の要求する金利が借手側の収益率よりも高くなるという悪循環に陥ることになります。

それにもかかわらず、確信を回復するためにできることは多くはなく、転換点は偶然や予想外の出来事から訪れるかもしれません。しかし当然ながら、それは望ましい国際的な展開——たとえば最近のフーバー氏（H. C. Hoover）の戦債軽減のための提案によって大きく改善されます。しかし確信の回復は、産業界における漠然とした期待や希望ではなく、主として経済の基礎的条件の真の改善によって、換言すれば悪循環を断ち切ることによって実現します。このように、もしこれから述べる残りの2つのアプローチによって好ましい結果が生まれるならば、それは確信の状態への反作用によってさらに強まるでしょう。

第2のアプローチは、政府や公共企業体の直接の支援にもとづいて新しい建設計画を実行することであり、理論的にはこの目的に沿うすべての行動が支持されます。というのは、政府は低利で借入れることができ、また予想収益の計算において過度に慎重になる必要がないからです。私はこれまで英国においてこの方策を強く主張してきましたが、いま私は世界各国での悪循環を打ち破るうえで決定的な役割を果たせると確信しています。政府の計画は、企業利潤の回復を通じて民間の事業活動を再活性化させることを企図しており、その困難さは本質的にその実施にあると思われまます。短期間に賢明かつ効率的でしかも急速かつ大規模に実行できるような計画を案出するのは簡単でないことから、私はこの考えを支持しますが、他の手段と切り離してこの方策のみに多くを期待することには躊躇します。私はこれまで以上に計画的に直接的な政府の行動手段を準備することは必要ないのか、またそのような政府の行動がわれわれの経済生活のなかでますます重要な役割を果たすようになるのか、私にはわかりません。

第3のアプローチは、長期金利の引き下げです。もし確信が最悪の状態にあるならば、金利の果す役割は比較的小さく、また製造設備に関するかぎり、金利は決して主要因とはいえませんが、結局、投資の中心をなすのは常に住宅・公益事業そして運輸施設であり、この領域においては、金利が支配的な要因であると確信しています。しかしながら、金利のわずかな変化では十分でないことは承知しており、私が正常な繁栄への早期復帰について悲観的なのは、それゆえなのです。私は、確信の回復と金利の十分な引き下げを同時に実現することは極めて困難であることを認めており、正常な状態に戻るには長期間を要するとしても驚きません。

にもかかわらず、十分な金利の低下は現在の金利水準のもとでは実行困難な投資計画を実行可

能にすることは間違いなく、それを英国の例で示しましょう。英国の鉄道電化の場合、5%の金利で採算が合うとは誰れも思いませんが、4.5%ならばやる価値があると考える企業家が現われ、4%ならば十分に検討に値し、3%にまでなれば実施する価値があることを否定する人はいなくなるでしょう。実際、切れ目なく技術的に実行可能なプロジェクトが待機しているので、金利の十分な低下があれば、新しいプロジェクトが次々と実行されていくと思われます。そしてもし住宅の需要が弾力的ならば——おそらく正しいと思いますが、十分な金利の低下は家賃を引き下げることを通じて住宅への需要を喚起します。

これまで述べてきたように、われわれの経済社会の現行の貯蓄と新資本への需要が可能なぎりぎり均等になるように長期金利を調整することが金融当局者の主要な任務であり、それは容易ではなく幸運を必要とするかもしれませんが、それ以外に解決策はありません。

では銀行組織はどのようにして長期金利に影響を及ぼすのでしょうか。一見すると銀行組織は長期金利よりも短期金利に関係しているように見えますが、時間を考慮するならば、取り除けない困難はないと思います。なぜならば、短期金利と長期金利の間には正の相関があるからであり、銀行組織が正しい政策を粘り強く続けていくなれば、長期的には長期金利を低下させることができます。

一方、短期金利の長期金利に及ぼす効果を促す方策がありますが、それは長期金利の下落と債券価格の上昇とは同じことだからです。すなわち、債券価格は流動資産で計った非流動資産の価格ですから、皆さんにこの方向で効果が期待できる3つの手段を示すことができます。

まず第1の手段は、流動資産を増加させること——換言すれば、中央銀行による公開市場操作によって信用のベースを増加させることですが、この手段については本講義での説明の範囲を超える難しさがあることを承知しています。しかし私は、マーケットが必要と感じる以上の流動資産を市場に着実に供給していくことによって債券価格を上昇させ、流動資産から収益目的の非流動資産へのシフトを促すことができると確信しています。

第2の手段は、預金金利を引き下げることによって流動資産の魅力を弱めることであり、現在のそのような状況下では、流動資産の金利をほぼゼロに引き下げるべきです。

第3の手段は、既に述べたことに戻りますが、確信を高めることによって非流動資産の魅力を強めることです。

私は以上の3つの前線のすべてで行動を起こすことが望ましいと考えています。しかし今日のわれわれの社会的な必要性の観点から、政策の中心となるのは適当なペースで長期金利を引き下げていくことであるというのが私の見解です。住宅やあらゆる種類の備品が増加するとともに、われわれはそれだけ豊かになり、また技術進歩によって少ない労苦で以前と同じ生産が可能となるならば、われわれの経済的な生活水準は向上し続けることとなります。

しかしこのような経済発展の最悪の事態は、いわゆる成熟国のジレンマ——すなわち貯蓄のほけ口を見出すことがますます困難になること——に陥ることです。このように、われわれの貯蓄を建設的な目的に向けることに失敗して膨大な資源が浪費されないように、そしてそれが複利の善行の働きによって阻止されないように、われわれは常に長期金利に注意を向け続ける必要があります。そしてもし良く統治された社会ですべてが順調に進むならば、私たちは2・3世代の間に経済的な欲求の重圧から完全に解放されるでしょう。