

ケインズの「覚書き」を読む(4)

——大不況下の米国の経済状況に関するノート——

松川周二

はじめに——訳者解題

ケインズは、1931年5月30日に米国に向けて旅立ち、7月11日にロンドンへの帰途につくが、この大不況が進行している米国の滞在中に、ハリス財団基金の招聘により、シカゴで **An Economic Analysis of Employment** というテーマで講演を行っただけでなく、連邦準備銀行総裁を始め、大統領や多くの責任ある地位の人々と会って議論し、若干の講演も行った²⁾。そしてケインズは、彼らとの議論や自らの見聞をもとに、帰途の船旅のなかで、**A Note on Economic Conditions in the United States**, を書き上げ、帰国後(7月16日)直ちに、**Economic Advisory Council** のメンバーに配布するとともに、若干の関係者に送付する³⁾。

本稿ではこのノートを全訳によって紹介するが、それはI～V章から成っているので、以下、それぞれの章についての概要と論点のみを、述べておくことにしよう。

I について。

米国の金融界が、いわゆる“均衡主義”的なデフレ指向でないことは明らかであり、低金利と十分な信用供給を支持しているが、その効果について確信をもてず、とりわけ大規模な公開市場操作(買オペ)には根強い反対があった。実際、米国において、買オペによる信用ベースの拡大が、新事業への投資を喚起するには、英国に比べて困難な問題を抱えているが、それにもかかわらず、買オペを大規模に行なう必要があると、ケインズは強調する。

ここでわれわれが注目したいのは、ケインズが現実の米国の状況に即しながら、買オペの波及プロセスと効果を具体的に説明するなかで、流動性選好の利子理論へ大きく前進していることであり、この論点について簡潔に説明しておきたい。

ケインズは、1930年代の大不況について、この時期、「この状況は非常に厳しい信用循環であり、さらにそれは、大戦期と大戦後に生まれた高金利から戦前と同じ低金利への、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⁴⁾」ととらえる。すなわち、現行の利子率が、貯蓄と投資を等しくする均衡利子率よりも高く維持されているために、投資が貯蓄を下回り、過剰貯蓄に陥っているという状況である。

ではなぜ、過剰貯蓄のもとで利子率が低下し、均衡を回復できないのだろうか。投資の減少

(あるいは貯蓄の増加)は、総需要の減少→生産費(賃金を含む)を下回る物価の下落→企業の損失の発生→損失を補填するための資金需要となり、過剰貯蓄はこの資金需要に吸収されるというのが、『貨幣論』におけるケインズの説明である。しかしハイエクが指摘しケインズも認めたように、この理論では、投資と貯蓄の均等による利率の決定が否定されたために、利率の決定理論を欠くことになった。⁵⁾すなわち、フローの貯蓄や投資から独立的に決定された所与の(長期)利率のもとで、投資と貯蓄の大きさがそれぞれ決定され、投資>(<)貯蓄ならば、現実の物価水準>(<)均衡物価水準→企業の超過利潤(損失)の発生→資金供給(需要)の増加となり、どのような水準の利率のもとでも、超過利潤による資金供給や損失補填による資金需要を含めると、資金の需給は常に等しくなるために、投資や貯蓄の増減は利率に影響を及ぼさないのである。

それゆえケインズは、ストック(既発行)の売買で価格(したがって市場利率)が決定される債券(とりわけ国債)の流通市場に注目するが、それは既発行の国債の利率が長期的な資金の貸借や各種の債券利率の基準となっていることに加え、公開市場操作の対象であり、中央銀行がある程度その利率をコントロールし、投資と貯蓄の均衡を実現できるからである。

ケインズは、買オペの波及プロセスを次のように説明する。買オペによって国債の市場価格が上昇するが、そこでもし国債を中央銀行に売却した資金で、銀行がその他の諸債券を購入するならば、それらの価格も上昇し始めるので、過剰準備を抱える他の銀行も諸債券の購入に向うことになり、債券市場は全体として債券価格の上昇(したがって利率の下落)傾向が支配的になることが期待できる。

しかし、ここでケインズが提起したのは、公衆がこの状況下で今後、債券価格がさらに上昇すると予想するのか、それとも逆に反転し下落すると予想するのか、という問題である。もし、公衆がさらなる値上りを予想するならば、強気が支配的となり、公衆は資金を銀行預金から債券保有へとシフトさせるので、債券価格はさらに上昇することになり、買オペの金利を引下げの効果はそれだけ大きくなるだろう。しかし、これとは逆に、債券価格の上昇を一時的とみなし、反転下落を予想するならば、弱気が支配的となり、公衆の銀行預金から債券保有へのシフトは起こらず、買オペの金利を引下げの効果は抑制されてしまう。ケインズは、このような2つの対極のケースをあげ、後者を最悪のケースと指摘したうえで、前者に期待を寄せる。

以上のように、基準となる長期利率は、公衆の債券保有と銀行預金との間の資産選択(すなわち、銀行預金で示される公衆の流動性選好の程度)と貨幣供給量との関係によって決定されるのであり、値下り予想が支配的なるケースは、『一般理論』における流動性選好のワナの状況にほかならない。それゆえケインズは、値下りは起きないという公衆の確信を確固たるものにする政策(米国滞在中に、連邦準備制度が「国債の価格は過去6ヶ月の平均価格以下になることを読めない⁶⁾」と宣言することを提案している)や銀行預金の金利の引下げを提唱する。

II について。

米国の金融システムは、公衆の資金が高金利ゆえに銀行の貯蓄性預金に向かい、銀行組織は、それを資金の供給源として、不動産や株式などを担保に企業や農民に長期資金を貸付けるという、間接金融を特徴としている。そこへ物価の下落という一般的なデフレーションが襲い、さらに地

価や株価の大幅な下落という資産デフレが加わったのである。すなわち、物価の下落により債務の実質負担が増加するので、それぞれが自己の資産を競って売却・現金化し、債務の返済を急ぐために、資産価格は一段と下落、さらに値下り差損を避けるための売りも加わるといって資産デフレの悪循環に陥ることになる。

その結果、銀行が保有する担保物件の資産価値も大幅に下落し、それは銀行の新規貸付けを抑制するとともに貸付け資金の回収を促すことになる。なぜなら、担保価値の下落は銀行の経営悪化を意味し、銀行の多くが大規模な預金の引き出しに直面するからであり、ケインズによれば、これが銀行組織を仲介とする米国の金融システムの弱点なのである。実際、資本デフレは、貨幣契約の全体とりわけ短期契約を破壊する。

それゆえ、ケインズはこのような脆弱な銀行組織への不信から現金需要（流動性選好）が強まっている状況下では、買オペの効果は小さいとみる。なぜなら、買オペは現金化を求める債券の売却に応じられるために、債券価格の上昇（利子率の下落）が期待できないからである。

Ⅲについて。

ケインズは、1927年～29年の好況期に、楽観的な期待収益のもとで、高金利にもかかわらず過大な建設投資がなされ、その反動がいま生じていることを認めるが、“均衡主義者”や“清算主義者”とは異なり、いまこそ低金利が必要であると訴える。

Ⅳについて。

ケインズは、大不況の米国における賃金および雇用の現状について説明しており、その要旨は次の如くである。

①農業分野での賃金の下落は著しく、生存水準の近くにまで下落している。②小企業では賃金が下落しているが、大企業では賃金の下落はほとんどない。しかし操業短縮が広がっているために賃金収入は減少している。③鉄鋼業界では雇用を守ることが優先されており、賃金収入が減少している。④米国では賃金の切下げは社会不安や略奪など不法行為を起こす危険性があり、それが政府が賃金切下げに反対する理由になっている。それに対してケインズは、失業救済のための組織的な制度のない国では、賃金切下げを阻止するのは当然であると述べている。⑤ホワイト・カラー層の人々の失業は深刻であるが、給与の減少はわずかである。

Ⅴについて。

ケインズは、この不況を建設不況ととらえ、長期化する可能性を指摘する。そして景気回復の見通しについて、さまざまな楽観的な要因や逆の悲観的な要因を具体的に挙げた後に、次のように結論づける。「米国の旅立つ前、私は世界経済の回復に向けての推進力は、米国から生まれるという確信を抱いた。この見方があまりにも強固だったので、それに疑問を感じるのに時間を必要とした。しかし、最後に素直に考えてみるならば、おそらくその逆であるという考えに、議論を通じて到ったのである。北米以外のどこかで、死体を生き返らせるようなことが起きるまでは、この状態が永遠に続くかもしれない。しかしながら、十分でかつ長期にわたる金融緩和が、債務国と債権国の間の現在の緊張状態を逆転させるための必要な準備であることは間違いない。」

I 連邦準備制度の政策

私は5週間に及ぶ米国滞在中に、ニューヨーク連邦準備銀行や連邦準備理事会の重責の地位にある多くの人々、とりわけ連邦準備理事会の Eugene Meyer 総裁に会い、徹底した議論を行った。また、シカゴ準備銀行の総裁とも会って議論した。予想される政策の問題は、以下の3つのテーマで議論されなければならない。

- (i) Meyer 総裁や Harrison 氏（ニューヨーク連銀総裁）が追求すべき政策。
- (ii) 彼らにはイングランド銀行が手中しているような専制的な権力がないことから生じる、彼らの行動の自由の制約。
- (iii) 現在の米国の状況下で、彼らが自らの権限で行使できる政策の有効性の限界。

(i)について。

ワシントンやニューヨークの準備制度の首脳が、たとえば私のような、いわゆる“マネタリー”学派の誠実な信奉者であるというは正しくないだろう。しかしながら彼らは間違いなくそれを擁護する側であり、かつ貨幣的な手段で目的を達成できる能力を有している。とにかく、彼らが（私が以下で述べる）“均衡主義者（equilibriumists）”でないことは明らかである。彼らはできるだけ早く商品価格が十分に上昇すること、そして自らの力で長期利子率を引下げたいことを欲している。また彼らは、建設産業の復活が産業全般の回復の必要条件であると信じている。

それゆえ、彼らは低金利と潤沢な信用供給という試みを完全に支持し、少なくともそれは悪いことではなく、現状において正しい方向に違いないと確信しているものの、（私も同様であるが）ある程度の実際的な効果が近い将来において、現れるかについて疑問を持っているにすぎない。

(ii)について。

連邦準備制度の首脳は、自らの見解を理解させる必要がある。公開市場操作は、12の準備銀行の代表者による委員会の許可をえて実行される。最近まで、平均的な銀行業界の見解は、大規模な公開市場操作には反対であったが、その動機は複雑である。われわれ自身の経験からもわかるように、一部は銀行家の間でデフレ志向が共有されていることによるが、しかしおそらく、より決定的なのは、予想される自己利益の計算（私は近視眼的であると思うが）に基づくものである。すなわち、第1に銀行は、金利が低すぎ、かつ貨幣が過剰であるということは銀行の収益上好ましくないという理由で容認しない。第2に彼らは、資金の代替的な捌け口の欠如から、連邦準備制度が後に政策を転換した時に、値下りによって損失を被ることになるかもしれないような高値で債券を買うことを強られるのを恐れているからである。実際、それは連邦準備制度が介入して“国債”を市場で大規模に購入をした1927年に起ったという理由ゆえに、強力である。

以上のような根底にある動機に、ニューヨークの銀行に属する“エコノミスト”の大半の知性は、全く見かけだけにすぎないという事実が加わる。なぜなら、これらのエコノミストの大半は、程度の差はあるが、今ニューヨークで“均衡主義者”の理論と呼ばれている見解を支持しているからである。この理論はロンドンでは Sprague 博士が広めたものであるが、それは、われわれの困難は本質的に、製造品の価格と原材料の価格との乖離に起因するものであり、均衡は賃金の

引下げやその他の手段で、前者の価格を後者の価格にまで引下げることによってのみ実現すると主張している。（しかしながら、Sprague 博士の提案に私は全く根拠を見い出せないが、連邦準備制度の首脳はこの見解を支持している）。

それにもかかわらず、私のニューヨーク滞在中にも、このような見解の影響力が急速に弱まってきたことは明らかなように思える。銀行家達は、自らの見地からみて、新しい均衡における物価水準や所得が低すぎるゆえに、金融機関や銀行への貨幣額で固定された負債が債務者にとって耐えがたい状態になるということが、金融機関や銀行にとってもいかに自殺的であるかがわかり始めてきた。公開市場操作の有力な反対者たちでさえ、現状でのその実験は最悪でも有害ではないということは認めるようになってきている。特に Meyer 総裁は準備委員会や準備銀行のメンバーを高度の技術と思慮分別をもって説得していた。かくして、私がニューヨークを離れる前に、公開市場での買オペが現実には相当な規模でなされたのである。

準備銀行の当局者の誠実さについて全く疑ってはいないものの、彼らが自らの政策を十分に追求できるのか、あるいは成功によってそれが正当化される前に、再び批判を受けることになるか、そのあたりは確かではない。なぜならば、以下で述べる理由ゆえに近い将来において劇的な結果が生じるとは期待できないからである。

(iii)について。

超低金利と公開市場での買オペによる信用ベースの拡大の目的は、（債券価格の上昇の結果としての）長期利子率の下落とその他のルートを通じて、新しい資本事業のための借入れを容易にし、かつ鼓舞することである。しかし米国の現状においては、外国為替への影響を無視して政策を実行できる自由のある英国の場合に比べてると、この目的を達成することはかなり難しい。

まず第1に、両国の中央銀行の政策方法において決定的な違いがある。すなわち、ロンドンでは市中銀行や貨幣市場はイングランド銀行に対して通常、負債がないに等しく、その結果、彼らは手持ちの余剰資金を中央銀行の債務の清算するために使えない。一方、米国の場合には、加盟銀行は、準備制度による国債の購入の効果を、準備制度への負債や手形の割引あるいは（引受済の）為替手形の購入を減らすことによって相殺することできる。実際それが最近起ったのである。幸いにも現在、膨大な金の保有の結果として、手形割引と為替手形総額は低い水準にある。それにもかかわらず、準備制度は当面の目標を実現するために、大規模な国債の購入を行わなければならないかもしれない。そしてこの過程で、準備制度はほとんどすべての保有債券を失うかもしれない。それは批判を再び呼び起こし、デフレ主義者たちに口実を与えることになるかもしれない。ニューヨーク準備銀行が債券保有の維持に努力し、近い将来に、割引率は変えずに為替手形の買入れレートを低下させること（ロンドンでは低金利政策にとって有効であろう）を私は期待する。

公開市場での買オペを大規模に実施しなければならない理由が他に2つある。米国では銀行は神経過敏になっており、最も危険な現金の保蔵傾向が生じている。不幸にも、これは既に大量の金の輸入の効果を相殺し、さらには将来の国債の買オペの効果も一部相殺するかもしれない。5億ドルほどの現金が神経過敏な預金者によって保蔵され、あるいは過剰な現金準備として神経過敏な銀行によって保有されているということは十分にありうる。私は次章で、最も重要であると思われる加盟銀行の、この弱点について述べることにする。

過度に神経質であるという同じ理由のために、彼らは当分の間、準備制度の買オペによって生

じた追加的な準備の利用を拒否するかもしれない——すなわち、彼らは、法定準備を超える余剰の準備を維持し続けるかもしれないということであり、それはロンドンでは考えられないことで、ニューヨークでも以前には決して起こらなかったことである。にもかかわらず、加盟銀行はある水準を超えて、あるいはある期間以上に、余剰の準備を保持することはないだろうと仮定する方が無難に思える。私がニューヨークを去る時、この問題は依然として未解決であった。しかし、その時点で、ニューヨークの加盟銀行は実際に相当額の超過準備を保有しており、“連邦基金”として知られる準備銀行にある加盟銀行間でのローンの金利はゼロになっていた。したがってこの事実は、無知な世論を不安に陥れない程度の準備制度による買オペでは、効果をあげるのは難しいことを示している。

しかし、準備制度が加盟銀行を説得して資産を増加させたとしても、それは第一歩にすぎないだろう。最も起こりうる事態の推移は以下ようになる。

ある一定の銀行が値上りした価格で国債を売るように促され、代わりに優良とは必ずしもいえない他の債券を購入するようになり、さらに他の銀行も過剰準備で購入を始めるならば、購入される債券は買オペされた国債の額をはるかに超える。そして、これに促されて債券市場全体が活況を呈し始めると、多くの地方銀行は、損失を被ることなく、現在保有している債券を現金化できることになる。そしてそれは顧客への貸出しなどに悪影響を及ぼすことなく、さらなる流動性への需要を満すことになる。債券価格は債券保有者がそれを売り、債券よりも銀行預金を選択するようになるまでは、明らかに上昇するが、公衆の心理状態について、何らかの前提をおかないかぎり、この時点でその後を予想するのは不可能である。

最も好都合の前提は、債券の市場価格の上昇を見た銀行預金者が、銀行預金をおろして債券（や他の諸証券）の購入に向うように促されることであり、この場合には事業目的の資金需要者の借入れが鼓舞されるような水準まで、債券価格は上昇するというものである。他方、最悪なのは、預金者が、高値の債券価格を一時的と見て信用せずに値下りを恐れ、債券価格が新しい借手にとって十分な誘因になる水準まで上昇する以前に、債券（や他の証券）よりも預金を選択してしまうことである。私には前者の前提のもとに行動する方が経験によって反証されるまでは合理的に思えるが、実際に借手の意向と貸手の意向が合致するという保証はないことは忘れてはならない。貸手は借手にとって十分な誘因となる水準にまで債券価格が上昇するまでは、債券価格を信用しないかもしれない。米国の既存の状況において、このことを恐れる特別な理由について、私はⅢ章で扱うことにする。

超低金利が機能する他のルートは、米国の銀行の預金金利の引下げを強いることであり、それが時間の経過とともに預金者の銀行預金の一部を債券にシフトさせるというものである。預金金利は下落しつつあるが、依然として高すぎる。たとえば、貯蓄預金の金利はほとんどの地域で、いまだに3%かそれ以上である。その動きと傾向は正しいが、銀行間の競争や協調的な行動を取ることの困難さの結果として、下落の動きが十分に進行するのに長い時間を必要としそうである。

現在、一般の借手に対する長期貸付けのコストは、今次の不況が始った時よりも高い。私の考えでは連邦準備制度は、正しい方向で努力しようとしているが、この政策が明確な結論に到るには、若干の障害があり、銀行システム以外のところからの助けがなければ、相当の時間が必要となるだろう。実際、これらの障害のうちの2つは非常に重要なので、別に検討することになるが、

それらは加盟銀行の弱点と十分な規模での新規の建設事業の機会の不足である。

Ⅱ 米国の銀行の弱点

米国全体から見て、多数の銀行および預金者を不安にしているのは、米国を訪れるまで私には予想できなかった、次のような問題であり、それは景気の回復への正常なプロセスにおける、最大の障害の一つである。

もし加盟銀行の資産価値を厳密に評価したならば、かなりの数の加盟銀行が今日、おそらく（10%程度）支払い不能であろう。彼らは市場価格が下落した2線級の債券を大量に購入したことに加え、農家への貸付金の担保である実物資産の価値も下落している。彼らの状況は、抵当貸付けの場合は、非現実的な額面での評価を認めることによって、また債券の場合には、実際の値下りの1/4ほどしか考慮しないことによって、表面的には何んとか維持されている。私は、購入価格以下の額で債券の価値を評価することを銀行が受け入れることは、連邦準備制度の検査委員への一つの説明になると考える。

これがどのようにして生じるのかを知ることは容易である。銀行の負債に対する資本と準備の比は低率であることが多いので、ある程度の損失でさえも、それ（資本+準備）をこえてしまうのである。実際、彼らの保有する債券の大部分は10%以上も減価している。そして彼らの貸付金の担保である実物資産は、それ以前の50~60%の価値にまで落ち込んでおり、全く価値を失ったものもある。多くの地域で、重い負債を負った農家は、現在の農産物価格のもとでは、農産物を売って負債を支払うことは、まったく不可能となっている。

現金化が可能な所ではどこでも、現金化を求めて狂奔するというのが、当然の帰結である。理にかなった価格で売れる債券は売られている。優良な株式を担保とする借手は、その売却による返済の圧力を受けており、新規の貸付けは容易には成立しない。このように全国に住む多くの一般の人々にとって、金融が緩和しているという見方は、笑止の極みである。低迷する債券市場と長期利子率への波及をめざした低金利政策の失敗を説明する大半の理由がここにある。売却が難しかった債券の価格がわずかに上昇し、売却が可能になると、銀行は現金化の機会が増加することになり、これは悪循環である。すなわち、現金化への銀行の強い意欲が、2線級の債券市場を低迷させ続け、債券市場がそうであるかぎり、銀行の立場は危ういままである。

この状況は苦境にある銀行と同様に、健全な銀行にも影響を及ぼす。なぜなら、内陸の小さな銀行も、いつ預金者による取り付けにあうかわからないからである。さらにいえば、ニューヨークの大手の金融機関には内部の秘密事項が多く、その隠された不安が自らの行動を必要以上に拘束している。どの点から見ても、米国の銀行システムは今日、新規の大規模な事業をファイナンスする場合の、当然の現実的なリスクさえも取る用意ができていない。ドイツからの預金の回収の迅速さは、避けうるリスクさえも取る意思がないことを示している。

既に破綻した銀行の数の多さゆえに、預金者の中で不安が高まっている。最近、シカゴで経験したように、いつでも、銀行の取り付けが起こる可能性がある。それゆえ、預金者は銀行預金を引き出して、現金を安全な金庫にしまってしまう。現在、少なくとも4億ドルほどが公衆の

金庫に現金で保蔵されているはずである。このことは特にシカゴ地区で顕著であり、そこでは今や金庫を入手できない状況である。シカゴで起っているこの動きは、もし銀行の状況についての疑念が広がるならば、いつでも中西部で起こりうる。

シカゴで起った最近の事態については、数名の銀行の有力者と議論しており、以下のように説明できる。この地域の総預金額は25億ドルという巨額であるが、その約2/3はシカゴ市の3・4の大銀行の預金であり、残りの1/3が260の小さな市外の金融機関への預金である。シカゴの銀行は市内においても支店の開設が認められていない。一方、シカゴは30マイルに及ぶので、多くの一般人は郊外にある中小の金融機関と取引しており、またその大半は、資金を集めるための機関にすぎない。そして最近の2ヶ月間で、これらのうち50行が支払い停止になり、10~20の銀行がそれに近い状態であり、さらに支払い能力はあるが現金不足の50行が、より健全な機関に吸収された。多くの銀行は、ぎりぎりまで支払い停止を延長し、そして引き出しの事前通知を預金者に要求しないことで、信頼の回復を試みた。私は営業を停止する前に、預金の60%以上も払い戻しをした銀行があったと聞いている。しかしながら、このような試みの確信の回復への効果は期待に反するものであった。なぜならば、引き出さなかった残りの40%の預金額は小さく、早期の支払い停止や全員への均等分配よりも、早いもの勝ちの原則が早期の引き出しの実施を刺激したからである。地域の銀行家は、シカゴだけで少なくとも1.5億ドルの現金が、公衆の金庫に保蔵されている信じている。

シカゴの状況は、まさに回復まで数年はかかるような恐しい実物資産の暴落の反映である。シカゴの中心には、現在、ニューヨークの模倣のような色鮮やかな高層ビルが集っている。中高層のビルはすべて、ここ5年間で建設されたものであるが、その多くは借手がなく、実際その購入費用の50~60%の価値さえもなく、どのような価格でも売れないものもあり、しかもそのほとんどは借入金で建設されている。イリノイの不動産抵当法は、次の収穫の状況がわかる前に豊作に賭けることが認められた農民を守ることを企図するものであるが、シカゴの高層ビルは、その法律が適用されて、あたかも農場のように扱われることになり、その結果、貸手は抵当権を行使したとしても、15ヶ月の期限終了までは実際に所有することも、処分することもできないのである。

米国の金融構造は、他の国々の場合の同様に、貨幣価値の恐しいほどの激しい変化に耐えることができない。米国では銀行預金と債券による負債の増加が著しく、実物資産と富の究極の所有者の間に貨幣契約が入り込んでいる。マージンが流出してしまうほど貨幣価値が下落した実物資産は必然的に、貨幣契約の構造全体を——とりわけ銀行預金に代表される短期契約を破壊することになる。

Meyer 総裁のなすべきことは、加盟銀行の支払能力と流動性を回復させることであるが、生産を正常水準にまで回復させるという目標の実現には、いまだ遠いというのは正しいと思う。公開市場操作によって、債券市場の改善を求めているが、彼はそれによって新規事業を喚起することよりも、債券価値の回復を考えている。実物資産を購入するために大規模な産業トラストを組織するという計画の議論においても、彼が目指すのは新しい建設を喚起することよりも、この市場における確信を回復させ、市場価値を以前の担保価値の近くまで戻すことである。小麦や綿花の価格の引上げの目的もまた、農民の支払い能力の回復である。これらの問題がまず第1に解決されなければならない。その後で新しい建設のための大規模な計画を考えることが有益で

ある。

このような背景を知った後で私は、Sprague博士の見解の背後にあるもの——支払い不能がさらに進行し、巨額の貨幣債務が一掃されるまでは問題は解決しないという考え方——をより良く理解できる。しかし、もしわれわれがこの方向で事態を進めさせたとしたならば、最後に金融構造がどうなっているのか私にはわからない。このような勧告は私には絶望の勧告に思える。一方、中央銀行の関係者にとって、それは自殺行為である。なぜならそれは、中央銀行が保護すべきものを犠牲にすることを意味するからである。しかしわれわれは、Sprague博士が推奨することの反対方向に事態を進めることに全力を傾注すべきであると私は判断するが、それには非常な困難を伴うことであり、それを評価するのは賢明ではない。

Ⅲ 新しい建設の途上にある障害

不況は主要には建設不況であるということについて、十分な証拠がある。12ヶ月の移動平均の図表を示そう（図は省略—訳者）。大規模な建設事業の復活なしに真の景気回復を期待することは難しいが、理解が進むほど、建設事業の増加の途上には以前よりも多くの障害があることに気づき、私は暗澹たる気持ちになる。

(i) 振り返って見ると、1928～9年の好況の重要な特徴の一つは、拙速にも利子率を無視し、慎重な計算が求められる家賃について、事業収益からみて不可能な家賃に同意したことである。人口はもはや急速には増加しないこと、ほとんどの新規の建設事業からいまや利益が生まれぬという事実に加えて、不況以前に支払われていた利子率が高すぎたことである。利子率は冷静な計算のもとで支払えるという水準にまで、大幅に下落しなければならないだろう。

(ii) 鉄鋼や自動車などの主要な製造業において、当分の間、新しい設備が必要とされないことは確かである。

(iii) 鉄道の場合は、多くの更新や再建の必要はあるものの、鉄道会社の収入は英国と比べても大きく落ち込んでいるために、意欲が失われ、信用も失っている。

(iv) 実物資産の市場状況や既存の土地・家屋が格安で買えるという好機が、新規の建設への障害になっている。

(v) 庶民の住宅問題の改善に関しては、なすべき多くのことがあるが、そこに悪循環が生じている。庶民の収入が現在落ち込んでいるために、高い家賃を支払えないのである。もちろん、利子率が半分になれば、状況は大きく変わるだろう。

(vi) 新規の発明の不在も注目されるが、既存の知識のもとで生まれる新技術が十分に採算が合うためにもまた、利子率の大幅な低下が重要である。

(vii) しかし、長期利子率の大胆な引下げが重要な、まさにその時に、極度に神経質な貸手と最近の不幸な経験が共に働いて、高い利子率を維持している。

(viii) 道路への大規模な支出は進んでいるが、公共機関による新規の建設的支出の可能性は厳しく制限されている。多くの地方当局は、法のもとで認められている最大値に近い借入れを行っているが、国の権限に属する活動は制限されている。

国の直轄の公共事業に関しては、状況は英国の場合と、ほとんど同じである。すなわち、政府は原則的に、自らの有益になるような事業に限定しているが、外部には、政府が着手すべき多くの事業があると熱心に主張している人々がいる。状況をよく知るある人は、1年以内に10億ドルほどの実行可能なプロジェクトがあると明言している。しかし大統領は、できることは既に実行してしまっており、残されているプロジェクトは1.5億ドルほどであると私に話した。皮肉屋は、選挙(1932年11月)が近づいた時に、より効果的に実行できるように、政府は計画を隠していると述べている。

私は米国の滞在中、新しい建設の必要性の根拠を主張するのに多くの時間を費した。しかし、私は時間が経過して、長期利利率が十分に低下するまでは、真の景気回復はないという結論に到った。

IV 賃金と雇用

夕食会での会話やウォール街でのうわさ話などから判断するならば、米国での賃金の切下げは既に、必ずしも標準的な(賃金)率によってではなく、むしろ、人々に強い印象を残すような種々の口実やごまかしによって、既に広がっている。このような一般的な印象を統計的な検証にかけることは非常に難しい。しかし、賃金支払総額のような統計資料を見ている人は、多少別の話しをする傾向にある。私が種々の情報源から得た範囲での事実は、以下の通りである。

農業での賃金はひどく落ち込んでいる。公式の統計では、1931年4月の時点で1年前に比べて平均で21%も下落している。現在の農産物価格の恐ろしいほどの低水準を考慮するならば、小麦・とうもろこし・綿花の生産地帯では、さらに下落しているとみるのが自然である。これは異常な賃金下落である。たとえば、南部の綿摘み人は、現在1日、1~1.5ドルほどの収入であり、一方、ニューヨークの建設労働者は日給で13ドルであるが、一般的に言えば、典型的な賃金は製造業の場合、日給で、未熟練労働者で3~4ドル、熟練労働者で4.5~5.5ドルである。農業での賃金は、キューバで既に起っているように、おそらく生存水準にまで下落するだろう。

大規模産業の場合には、時間当りの賃金は、大きな変化がないというのが私の結論である。鉄道や建設業のような大グループ、ジェネラル・モーターズやU.Sスチールなどでは、まったく下落していない。5月の産業会議委員会の調査——大企業の62.5万人のサンプルによる——によれば、1929年9月に比較して3.4%の下落であるが、そのほとんどは30年9月以降に生じており、一般的に言って、1/3の産業で10%ほど賃金が下落したが、他の2/3の産業では賃金(1人当りの時間給)はまったく下落していない。しかし、操業短縮の広がりによって、週当りの平均収入は17.8%と大きく減少した。賃金下落についての一般的な印象は一部、時間当りの賃金と週の賃金収入との混同に基づくものと思われる。これは大企業にあてはまる。小企業の場合は、全国的に、おそらく大幅な賃金切下げが起っているだろう。

状況と見通しについて、鉄道会社・建設業界そしてU.Sスチールのケースを参考にして、説明することができる。

鉄道会社はいま、米国通商委員会に運賃の値上げの許可を申請している。この背景には、もし

拒否されたならば、政府が望んでいない賃金への攻撃を行なうという暗黙の威嚇があり、一方、もし要求が認められた場合には、賃金を維持するという暗黙の了解がある。このように鉄道会社は、内部での厳しい討議と真剣な論争をへて、現在の困難な状況の解決策として、賃金の切下げではなく、運賃の値上げを選択したのである。

建設業界の状況は非常に混乱している。特別な賃金カットやごまかしを受け入れる代理人の交渉委員の話は、主にこの業界に関連している。地方において、また非組合労働者や零細な請負業者などでは、これがしばしば真実であることは明らかである。請負いのすべてのクラスで見積り価格の下落が生じていることも真実である。

今日、1929年よりも20%ほど安く、建設を請負わせることができるが、公表された指数では、建設費の低下はわずかに5%ほどである。中央の組合労働者との大規模な請負いの場合、これは何らかの賃金切下げによってではなく、原材料コストの低下・利潤の減少そして労働効率の上昇によるものであると知らされた。能力の劣る労働者は解雇されるとすれば、人々は雇用が継続されるように、一段と熱心に働くことに同意するだろうし、一般的に言えば、面倒な組合規制は容易になし崩しになる。

賃金を引下げなかった理由の説明を U.S スティールの有力な重役から受けたが、それによって、他から聞いた以上に、米国の製造業の賃金の状況と見通しが明らかになったわけではない。しかしこの問題は、とりわけこの場合には深刻である。なぜならば、中小の製鉄企業の数社は、賃金切下げと製品の値下げをともに行ったからであり、また建設資材の値下げが景気回復への最初の一步に違いないという見解を支持する強力な学派がいるからである。したがって、賃金の引下げの是非に関する一般的な問題は、あらゆる委員会の会議で議論されたが、私の聞いたところでは、答はこれまで否定的であり、その理由は以下の如くである。

(i) 鉄鋼トラストの雇用者は約25万人である。これまでのところ、有能な労働者を解雇されおらず、自然減少の分を補充しないことによって、登録者数がわずかに8000人減少しただけである。しかしながら、25万人はただ雇用されているだけで、週2日分の賃金しか支払われず、それで生活している。したがって、賃金率を下げることは不可能であり、もし週に3日分の労働を可能にしようとするならば、多くの労働者をその分だけ解雇することが必要となる。失業救済金がないという現状において、これは深刻な事態を生むことになるだろう。これが私の聞いた最初の理由である。

(ii) 鉄道トラストは、労働者の解雇には特に消極的である。なぜなら、非組合労働者にこだわっているので、彼らの生活を守る特別な義務があると感じているからである。

(iii) 経営陣は、賃金切下げによって可能となる程度の製品価格の下落では、鉄鋼製品の販売量が相当に増加することはないと考えている。

(iv) もし賃金を切下げなければならぬとしても、それをするのはこの季節ではない。夏の暑い時期ならば、労働者は賃金引下げの受入れを拒否して、ハンモッグで横になるか田舎に帰ることを選択するだろうが、9月までに、このような選択は終りになる。労働者は以後、どのような提示でも受け入れざるをえなくなる。このように、もしやるならば、冬の時期が真剣に賃金切下げを考える時期なのである。

(v) この産業は種々の価格や料金の協定を生産者と消費者との間で結んでおり、賃金の引下げ

は、その後続く価格の引下げが混乱を招くためにやっかいであり、賢明とはいえない。

私は、操業短縮と高賃金率が失業救済金がないという問題を相殺するために、非常に重要であり、もし賃金を引下げられたならば、この手段は実現が難しくなるだろうと考えている。

米国における賃金切下げの社会的リスクは、英国の場合とは異っていると思われる。第1に、それはストライキやロックアウトなどではなく、直接的な社会不安や略奪そして他の無法行為である。よく知られているように、政府は賃金引下げに強硬に反対している。選挙が近いという政治的な配慮があることは疑いない。加えて上述したように、失業救済金がないことと賃金引下げとは簡単には両立しないことも、政府が強硬に反対する理由である。しかし、私が Hoover 大統領と個人的に話した時に、彼が強調した理由が法と秩序の維持であったことは興味深い。彼は全体として産業の賃金率は維持されてきており、それゆえに、警察や軍隊の出動を要請するような騒乱もなく、これまで不況を乗り切ることができたが、それは驚べき成果であると明言した。また彼は、賃金への全般的な攻撃は、ストライキやロックアウトではなく、無法状態が広範に広がることであると確信をもって断言した。私は、ウォール街や正統派のエコノミストからは、この点を強調した話は聞かなかった。政府のこの見解は考慮に値するに違いない。

そして、このような見方は、失業者に対する組織的な救済制度がない国では、至極当然であり、それは英国よりも失業率が低くてもそうである。私が入手した最善の資料によれば、季節の変化を除くと、今年の前半期には何の改善もなく、産業労働者の失業率は、現在約21%である。しかし、短期間でその数字が2倍になるかもしれない。失業者の多くは、連続して失業しているわけではなく、時間当りの賃金で断続的に収入を得ており、生活費の低下を考慮に入ると、失業手当がなくても、それだけで生活できている。しかし、もし賃金が切下げられたならば、既存の失業者に加えて、産業人口の1/3以上がひどい窮乏に陥ることになり、さらに困窮は農民に及ぶだろう。

私は、大学の経済学者の大きな会合での議論において、賃金引下げの是非の問題について聞いた。“私が上で述べた”均衡主義者”の意見もあったが、全体をバランスしてみると、賃金引下げの直接的な雇用への効果は大きくなく、他の考慮すべき事項（社会的影響や負債との関係での物価への影響など）の方が重要であるという意見であったと思う。産業界やウォール街では、ロンドンと同様に、解決策として賃金引下げを主張する多くの人々がいる。しかし、このような意見は、ことばの悪い意味で、“アカデミック”であり、私が支持するのはこのような見解ではない。

ホワイト・カラーの労働者に関していえば、メトロポリタン・ライフによる最近の調査によると、1930年末において、失業者は非常に深刻であるが、俸給の減少はわずかであり、現在も同じ状況であると思われる。銀行や保険会社など非製造業では、俸給は切下げられておらず、切下げられたのは主に製造業の企業のサラリーマンであり、それは賃金の切下げに応じた引下げ（典型的には10%程度）である。

V 景気回復の見通し

既に述べたように、この不況は1921年の不況との対比でいえば、建設不況であることは疑いな

く、それは数字が示している。消費ブームからの反動による不況に比べて、何か特別な喚起策がないかぎり、不況期間が非常に長くなるというのが、建設不況の特徴である。このような特別なケースで、建設活動の復活がない場合に、景気回復がどのようにして始まるのかを予想するのは難しい。なぜなら、中間期での消費財市場の復活だけで、回復を軌道に乗せることが期待できないからである。

米国に行く前に、私はこのような見解を抱いていたが、それを修正しなければならないようなことは何も発見できなかった。上で説明したように、建設事業の復活に関して以前よりも一段と悲観的になっている。しかも私は、これと違った見方を示した、責任がある立場の人や有識者を誰れひとり見い出せなかった。彼らの多くは、実際、私よりも悲観的であった。なぜならば、事態を改善し回復を速めるためになすべきことがあると私は主張し、可能な救済策について議論していたが、一般的な見解は自然の成り行きに委ねなければならないというものであり、それが迅速に進むとは誰も期待していなかったからである。私は真の回復が近いということをサポートする僅かな理由さえも見い出せたとはいえない。不況期の中間に起こりうる一時的な回復を、ウォール街が、真の回復と誤解するかもしれないが、全く別のものであり、私自身の見解も変化している難しい問題である。好ましい徴候について説明する前に、その賛否両論を述べておく方がよいだろう。

(i) 財の消費率が生産率よりも大きいために、潜在的な在庫は低水準になることがある。

(ii) 自動車は新車の購入よりも速く消耗するため、買い替え需要が生じる。

(iii) 以前の分割購入の支払いが新規の購入を超えるという状況が、終りの時期を迎えるか、あるいは間もなく来ることになるので、過大で望ましくなく、やや強制的であった貯蓄のこの特別の源泉がなくなる。

(iv) 原材料や食糧は全体として、特に弱い立場に起因する種々の理由で、これまで他の分野以上に苦しんできた。その結果である生産制限は多くの場合、現在、生産者自身を十分に守っているか、あるいはまもなく、守ることになるだろう。それゆえ、需要の回復とは別に、数週間先に、卸売物価指数のある程度の改善を期待することができる。そしてこのことは、複数のルートで、特に遅れた需要を喚起したり、在庫の正常水準への回復を促したり、また在庫品の値下りを止めたりすることによって、促進的な効果を生む。かくして多くの製造業や小売業の企業は公表された利潤に対しても、平然とできるのである。おそらく、今次の不況に比べて穏やかでより正常な不況の場合には、おそらくこれが、回復への最も頼れる刺激であっただろう。

(v) 一般的に、すべての景気後退は過度になる傾向をそれ自身に内包しており、基礎的条件が認める以上に進行しがちである。そのため不況は、その自身の中に、そして基礎的条件の改善のような助けがなくても、回復への種子を宿すことになる。

しかしながら他方で、次のような考慮すべき点を挙げることができる（原文は文字がイタリック）。

(i) 消費財生産の不足という論拠は既に過去のものであり、春の回復で終わったかもしれない。たとえば、最近の米国の繊維・靴産業の生産水準は、この6ヶ月間で、それ以前の6ヶ月間に比べると大きく増加した。詳しくみると、過度に生産の回復が遅れている重要な消費財産業を見出すのは難しいと思う。

(ii) 一方、自動車の買い替え需要が生じるとみるのは時期尚早であるが、そのうちに本当になるだろう。以前よりも時間がかかるが、米国車が増産される可能性はなくなってはいない。米国の道路は昔に比べると格段に良くなっている。これが、18ヶ月から2年後の間に大きな力となるだろうというのが、その論拠である。

(iii) 最近の冷蔵庫の好調な売れ行きが自動車などの落ち込みの一部を相殺したけれども、分割払いに関する論拠には説得力がある。しかし、おそらく他の諸要因を合わせたよりも重要と思われる、強調すべき別の要因がある。すなわちそれは、退役軍人のボーナスの年金が市場で既に大きな役割を果たしていることである。6月30日までの4ヶ月の間に、退役軍人局は11億ドル(総額で)、毎日1000万ドルという巨額の支払いを行った。この支払い額の相当部分は、種々の支出目的に向けられると予想される——銀行ローンの支払いのためにある程度、差し引く必要はあるけれども。すでに期待された額をかなり超えており、支払いは間もなく終わるかもしれない。

3ヶ月の時の遅れを考慮するならば、英国の失業手当に比べられるものの、永続的でないこの大規模な額は、秋までには購買力から消えるだろう。公共事業が部分的には力を発揮してきたが、今からは増加するよりも、むしろ減少するだろう。しかし、これに関して明確な証拠を得ていない。

(iv) 商品価格の回復を期待することはおそらく正しいが、しかし詳しく見ると、米国に関するがざり、両面から言べき多くのことがある。代表的な例として、小麦・とうもろこし・綿花・銅そして石油という米国で生産される重要な商品を取り上げよう。説明に時間を要する理由を省いて資料から見ると、小麦と石油は転換点にあると思われる。しかし、銅の場合、組織的な統制が破られ、価格は下落していくだろう。とうもろこしの場合、大豊作の見込みであり、価格の下落の危険がある。そして綿花の場合、今年の作付面積の削減が価格の維持するのに十分かどうか、そして、さらに作付面積を減らすことになる来年まで待たなければならないのかどうか、はっきりしない。

さらにいえば、たとえ価格のかなりの回復があったとしても、農民はこれまでに経験したことのある水準よりも相当に低い価格で売ることになるだろう。

この年の穀物の価格が、昨年と比べてさえ、農民にとって最大級の災禍であることを忘れてはならない。小麦は去年の90セントそして1913年の約90セントに比べて、シカゴでわずか50セントほどである。これは農場渡しでは35セントかそれ以下という絶望的な価格を意味する。また小麦以外の穀物も同じかそれ以上のひどさである。農場渡しのこのような価格は、これまで経験した最悪の価格の半分を大きく超えるものではない。このように、たとえ次の3ヶ月の間に、多少の回復があったとしても、農家の状態は依然として絶望的である。金融的債務との関連で生じた米国の価格構造の攪乱は、恐ろしいほどの規模である。私はここには、中間期の回復への背景を見い出せない。

(v) 主要な不況の枠組のなかにある、「シーソーの一般原理」に照して、過去を振り返る時、われわれは既に昨年春に、中間期の回復があった可能性があると感じる以外に言えることは何もない。近くで米国の状況を見た後の私の最初の印象は、この秋に適度な回復が始まる事が期待できるというものであったが、今はそれを疑っている。私は依然として可能性はあると考えてはいるが、負けそうな賭けであり、控え目な態度が最も賢明であるウォール街が、景気の動きに

どれほど関係しているのかを予想するのは不可能である。6月の初め、私がニューヨークに着いた時には、市場は上向きの動きを欲しており、それで利益を得ようと待機している多すぎるほどの弱気筋がいたことは明らかである。

フーバー氏の声明は、市場が既に良くなっており、自らで活力を解き放つ準備ができた時に出された。しかしウォール街の中間的な動きは、基本的にはほとんど重要ではない。私は今年の後半まで、シーソー・ゲームが続くように思われる。すなわちそれは、現在の低い収入、損われたマージン、全般的な神経過敏な状況などに基づいた専門家の弱気と、強気の方針で以前の損失を取り戻すという必死の希望を今でも抱いている一群の飢えた損失者との間での、シーソー・ゲームである。

一方、永久にとは考えられないが、巨額の投資可能な資金が流動資産の形で保有されている。他方、主要な株価は現在の収益からみると、決して過少評価とはいえず、英国に比べても高いようにみえる。たとえば、鉄鋼・自動車・ラジオやGEなどの株は、さらに下落する可能性がある。市場のリーダー達は、(GMを除き)現在の価格での配当で、利回りが5.5%を超えるものがあるとは思っていない。当然ながら私は、各界の人々と株式市場の見込みについて議論したが、評価に値するような見解を見い出せなかった。虚勢や熟練した市場操作そして大衆心理や偶然などに、信用循環の先行きの予想の本来的な困難さが加わったとき、状況は絶望的になる。しかし最も賢明で重みのある見解は、もしこれからの2・3ヶ月の間に、私が上で述べたようなクラスの株価が15%以上、上昇するならば、それは弱気筋にとって絶好機であるという趣旨の見解である。

米国に旅立つ前、私は世界経済の回復に向けての推進力は米国から生まれるという確信を抱いていた。この見方があまりに強固だったので、それに疑問を感じるのに時間を必要とした。しかし最後に、素直に考えてみるならば、おそらくその逆であるという考えに議論を通じて到ったのである。北米以外のどこかで、死体を生き返えらせるようなことが起きるまでは、この状態が永遠に続くかもしれない。しかしながら、十分でかつ長期にわたる金融緩和は、債務国と債権国の間の現在の緊張関係を逆転させることになるために、回復への必要な準備になることは間違いない。もちろん、当分間は中間的なゆれや誤りがあるだろう。

注

- 1) *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. VIII, pp. 343~367. 拙訳は、「ケインズの雑誌論文を読む(3)」、『立命館経済学』第56巻3号(2007年)所収。
- 2) *The C. W. of J. M. Keynes*, vol. XX, pp. 529~553. 拙稿「1930年のケインズの米国訪問」、『立命館経済学』第59巻3号(2010年)も参照のこと。
- 3) *The C. W. of J. M. Keynes*, vol. XX, pp. 561~586.
- 4) *op. cit.*, pp. 543.
- 5) *The C. W. of J. M. Keynes*, vol. XIII, pp. 252~253.
- 6) *The C. W. of J. M. Keynes*, vol. XX, pp. 536.