

## ケインズの雑誌論文を読む(9)

——流動性選好の利子論に導いた現実的背景（1930～36年）——

松 川 周 二

### 序 文

本稿では、『貨幣論』を完成させた1930年から『一般理論』を刊行した36年までに発表された利子や国債管理をめぐる現実的な問題を論じた5本の論稿（そのうち3本は講演原稿）を訳出するが、われわれはこれらの低金利政策を求め、実際それが不可欠でかつ実現可能であると説く論稿から、同時に流動性選好の利子論の形成における現実的な背景を知ることができる。

周知のように、正統派の利子論はフローの資金供給である貯蓄と資金需要である投資との均衡によって長期利子率が決定され、投資の増加（減少）は利子率の上昇（下落）を招き、他方、貯蓄の増加（減少）は逆に利子率を下落（上昇）させると説く。これに対してケインズは、『貨幣論』において、賃金などの生産費が一定の短期においては、たとえば投資の増加は、物価の上昇→企業の超過利潤→同額の資金供給の増加となり、他方、投資の減少は、物価の下落→企業の損失の発生→損失を補填するための同額の資金需要の増加となるので、それを含めると資金の需給に変動はなく、したがって、投資と貯蓄が利子率の関数であるとしても、両者の乖離が利子率の調整によって解消されることはないと主張した。このように『貨幣論』で正統派の利子論は否定されたものの、ケインズ独自の流動性選好の利子論の完成は『一般理論』に持ち越されるが、その核心は次の如くである。

現実の長期利子率は、証券市場で日々売買されている既発行の債券の利回り（債券価格に反比例）で示される。それは高度に心理的な要因に左右される公衆の債券保有と貨幣残高の間の資産選択と銀行組織による貨幣供給量によって決定され、そしてその債券利子率が基準となり、種々の長期利子率が規定される。したがって、正統派の利子論は、既発行の諸債券の売買市場から独立した、フローのみの債券市場が存在し、そこで新規の債券発行と新規の貯蓄の均衡によって長期利子率が決定されるという非現実的な想定（実物経済型の架空の資金市場の想定）に基づいているのであり、さらにいえば、『一般理論』では投資と貯蓄の不均衡は国民所得（国内総生産）に変動によって均衡化されるのである。

#### [1]

ケインズは、ウォール街での株価大暴落直後の1929年10月、これを契機に異常な株式投機を抑制するためにとられていた高金利・信用制限政策が終りを迎え、低金利時代に入るという期待を

表明したが<sup>1)</sup>、現実は一時的な景気後退という予想がはずれ、米国発の世界的大不況へと進んでいく。

ケインズは1930年9月、*The Index* 誌(スヴェンスカ商業銀行刊)に論説“The Future of the Rate of Interest: Prospects of the Bond Market”を寄せるが、本稿ではまず初めに本論説を訳出する<sup>2)</sup>。そこでケインズは、経済の基礎的条件からみると、大戦後は長期金利が低下していくと予想されたにもかかわらず、世界的な高金利が20年代中期以降も続いている問題を指摘し、この異常な高金利が大不況の原因の一つであるとみる。

ではなぜこのようなパラドックスが生じたのか。それは以下のような金利水準に左右されない人為的な資金需要が次々と生じたからである。

その第1は、1920年代後半に入るや各国が相次いで金本位制へ復帰し、それに伴って各中央銀行が対外準備を強化するために短期資金の需要を増加したことによるものであり、まさに国際的な貨幣の退蔵が生じたのである。第2は旧平価によって復帰した英国のように、国際収支を維持するために高金利政策を強いられる場合である。しかしこの場合には投資の減少によって国内は過剰貯蓄の状態となり、金利低下の圧力が生じることが予想されるが、この過剰貯蓄は、前述したように『貨幣論』によれば、損失を補填するための「困窮した借手」の資金需要をファンナンスすることになる。第3は1928年から29年にかけて米国では空前の株式ブームとなり、強気が支配する株式市場に参加するための投機的な資金需要が増加し、それを抑えるために高金利・信用制限政策がとられたためである。

しかしケインズは、1930年に入り各国が短期金利を引き下げているにもかかわらず、長期債券価格の上昇(したがって長期金利の低下)が進んでいない現状を憂慮し、その理由として投資家が大戦後続いてきた高金利を正常とみなし、今後もその継続を期待していることをあげる。ここでは詳しく説明されていないが、明らかにこの指摘は、公衆が現行の債券価格を正常とみなし、それ以上の上昇は値下り不安から売り超過が生じ損失を被ることから、債券の購入を控えるという、流動性選好の利子論を示唆している。そしてケインズは、経済の基礎的条件からみて長期的には利子率は低下傾向を示すはずであり、公衆がそれを確信すればその動きは加速するとみており、実際、長期金利が低下しなければ十分な規模の投資は生まれないと説くのである。

## [2]

1931年9月に金本位制を離脱した後、ポンドの対外価値は急速に下落していき、32年6月、政府は為替平衡勘定を設定して為替(ポンド)管理を強化する。そのため金本位制離脱前には6%にも達していた公定歩合は、その後何度となく引き下げられ、32年6月には、ついに2%の低水準を実現する。そしてこのような低水準の短期金利のもと、英国政府は5%戦時国債の3.5%での借換えに成功するが、この国債借換え政策と長期金利の問題について、ケインズは*The Economic Journal* 誌(Sep/1932)に論説“A Note on the Long-term Rate of Interest in Relation to the Conversion Scheme”<sup>3)</sup>を掲載する。

ケインズはそこでまず低利での国債借換え政策の実施を高く評価し称賛するが、それを成功させる(すなわち長期金利の上昇を抑える)ために、大蔵省があらゆる新規の起債を禁止したことを批判する。なぜなら低金利による国内投資の喚起による不況の克服との両立こそが求められるか

らであり、実際ケインズは、低利での国債借換え政策は、市場の多様な要求に応じた異なる満期の国債を発行することによって、長期金利の上昇への不安を招かずに実施できると説く。すなわち、市場の金利は慣習的あるいは心理的要素に左右されるので、値下り不安をあおらない適切な国債管理政策が必要であり、そのためには何よりも特定なタイプの債券の過剰供給（による価格下落）を避けることが不可欠となるのである。

次いでケインズは、銀行の貸出し金利の低下が遅れている問題を取りあげて、銀行の高コスト・高金利体質を批判してその引き下げを求めるとともに、住宅建設の中心的な役割を担っている住宅協会の貸出し金利の大幅な下落に期待を寄せる。

### [3]

ケインズは、1934年2月21日、National Mutual 生命保険協会の年次総会において（なおケインズは同協会の取締役である）、利子問題を取りあげて講演（無題）を行っており、第3にそれを訳出する。<sup>4)</sup>

ケインズは、短期金利が1%以下という低率であり、かつ長期国債の利回りも低下しているにもかかわらず、国債担保での借入れ利子が高率であるという変則的な関係を指摘し、その理由として市場関係者が依然として長期金利の低下について確信を持たず、長期国債の値下り不安を払拭できていないことをあげる。

ではなぜ公衆は長期債券の値下りを予想してしまうのか。それは大戦前、景気が回復し銀行に対する資金需要（経営資本や運転資金）が増加し始めると、銀行はその資金を保有する諸債券の売却によって調達し、そのために債券価格が下落するという経験が繰り返されてきたからである。これに対してケインズは、現在このような事態にはならないと説く。なぜならイングランド銀行は、そのような企業の短期的な資金需要の増加に対して、買オペを実施して銀行に信用ベースを供給する能力を付与されているからである。それゆえ景気回復に伴って長期債券市場で売超過となり債券価格が下落することは（イングランド銀行が適切に管理する限り）、起りえない。その上でケインズは、3.5%まで低下した長期金利でも完全雇用を実現するには高すぎるとして、さらなる低下を求めるのであるが、明らかにそれは、完全雇用を実現する長期金利という新しい均衡利子率の概要を提示している。

### [4]

1935年2月20日、前年と同様にNational Mutual 生命保険協会の年次総会で、“**Conflicting Forces**”<sup>5)</sup>という論題で講演を行った。第4にそれを訳出するが、その論旨は次の如くである。

ケインズは長期金利が低下している点を評価するが、それが継続できるという確信を持っていない。それは現在の長期金利が将来の予想に依存する高度に心理的な現象であり、投資家は金利の安定よりも上昇を恐れているからである。それゆえ政策当局にとって緊急の課題は、現在の金利がこれ以上に上昇することはないという確信を高めること、さらにいえば長期にわたって序々に下落していくための安定した条件を確立することであり、そのためには現実にそうなるという合理的な期待形成が必要となる。

そこでケインズは、国債の大部分が短期債と長期債の2種類であるという現状の欠陥を指摘し

市場のニーズに応じて5年から25年の間で償還期日となる各種の中期国債をバランスよく発行することを強く勧めるのである。

### [5]

1936年2月19日、恒例の年次総会での講演“Long-term Rates of Interest”を最後に訳出するが、そこでケインズは、長期金利を低下させるのに必要なのは、きわめて低水準にある短期金利が将来も続くという確信を確実なものにすることであるにもかかわらず、大蔵省が中・長期国債の発行で得た資金を、超低利の短期国債の償還に充てていることを批判する。なぜなら、そのような操作は、大蔵省自身が低金利への確信を持ちえていないことを示しているからであり、市場が大蔵省の予想に影響されるの当然である。

ケインズは大蔵省とイングランド銀行が共同歩調をとるならば、金利の低水準化は実現可能であり、大戦前のような重大な制約はもはや存在しない点を再び強調しているが、ここでわれわれが目じりたいのは、完全雇用の状況に至るまでは金利が上昇する理由はなく、その後はインフレーションが制約となると述べていることである。いうまでもなく、この指摘は『一般理論』に依拠しており、低金利のもとで投資が増加し国民所得が乗数効果によってそれ以上に増加したとしても、同額の貯蓄が増加するので、それに伴って生じる取引的・予備的動機による貨幣需要の増加を追加的な貨幣供給によって調整されるならば、利子率が上昇することはないのである。

※なお以下の訳文において、流動性選好の利子論の形成に関連している文章には下線をつけている。

## I 利子率の将来——債券市場の見通し (1930年9月)

われわれは今、経済史上で最悪の大不況<sup>ただ</sup>の直中<sup>に</sup>にいる。もし過去3～4年の平均価格からの下落で不況の規模を測るならば、その広がり<sup>と</sup>スピードにおいて、われわれが経験したなかで、おそらく最も深刻なものだろう。主要な国際的商品(小麦・燕麦・大麦・砂糖・コーヒー・綿花・羊毛・ジュート・絹・銅・すず・亜鉛・ゴムなど)の価格も1年前には現在よりも50%ほど高かった。

英国・ドイツ・米国を合わせると、1000万人以上が失業している。英国やドイツでは近年、慢性的な失業を経験していたが、米国では全く初めての事態であり、しかも経済活動の崩壊の規模は英国やドイツをはるかに超えている。実際、米国の過去3ヶ月(5・6・7月)の産業生産指数は、前年比で30%近く下落しており、とりわけ1930年7月は、29年7月よりも37%も落ち込んでいる。産業活動の崩壊は当然ながら、あらゆる種類の原材料の需要の減少を招き、その結果、原材料の生産者は世界中で価格の下落だけでなく、その低価格でさえ売ることができない状態に苦しんでいるのである。

このような災禍に世界が見舞われているとき、多く論者によって、それぞれ説得力のある異なった説明がなされているが、なかでも1929年のウォール街での株価大暴落が主たる原因であると、多くの人々が考えていると想像できる。経済学者が信じない点はあるが、一般的な過剰生産によると主張する論者もいる。間違いなく、ウォール街での株価の大暴落やアンバランスな生産と呼

ぶべき問題がその原因の一部ではあるが、将来の経済史家は、大戦後の全体の状況を展望したときに、より深く見つめて、一連の事態の究極的な原因を突きとめるだろうと私は信じている。それゆえ、私は根源的な原因のすべてではないとしても、少なくともその一つの原因について以下、説明したい。

大戦前と比較した大戦後の最も注目すべき経済的变化の一つは、長期貸付けの市場金利が高すぎることである。ほぼ同じリスクの債券と比較すると、概算でも長期金利は20年前に比べて約50%も高くなっている。

しかし、中西部ヨーロッパや北米の国々の人口増加が以前よりも速まってはならず、住宅・輸送機関そして生産設備などの資本ストックも1人当りで格段に増加している。たとえば米国の総貯蓄は年間で200億ドルを超えると推計されており、同時に米国は債務国から債権国へ転じている。しかしその一方で、世界の途上国・地域への貸付けは多くはなく逆である。なぜなら、中国・ロシアなど世界の人口で大きな割合を占める国々は、それぞれの理由で国際金融市場でほとんど借入れができない状況にあるからである。それゆえ大戦後のこのような高金利は、まさにパラドックスといえる。われわれはこの現象をどのように説明できるのだろうか。

それは大戦後の数年間における種々の要因が高金利を維持するように働いたことによると思われる。もし私が正しければ、戦後の特殊要因がなくなった後も、さまざまな要因によって高金利が維持されてきたが、それらの要因もそう長くは続かないだろう。そして現在、突然に、資金の借手側の意向と貸手側の意向の間のギャップが異常に拡大したのである。

大戦後の2～3年間には、長期金利が長期の正常水準よりも高くなるべき理由が存在した。とりわけ、経営資本の回転基金を回復するための巨額が資金が平時の生産に必要であったが、現在では経営資本の利子の製造費に占める割合は僅かである。実際、生産物に対する需要が好調で価格も満足できる水準にあるならば、この利子はどの程度であっても生産にほとんど影響を及ぼしえない。このように当時は高金利を払ってでも急速に充足すべき資金需要が存在し、同時に生産設備が戦争の被害を受け、住宅や公共施設なども不足していたが、この戦後の最初の局面は、おそらく1924～25年頃までには終りを迎えていた。

その間に、新興産業が米国を中心に大規模な投資を行ない、それらは電力関連の事業・自動車産業、先進国における道路網の拡張や映画・ラジオ産業などである。たとえば1904年、米国の道路建設への支出は5950万ドルであったが、1914年までにその額は2.4億ドルに増加し、1928年には16.6億ドルへと急増する。そして1929年の官民合せた固定資本投資は100億ドルに達したのであり、ドッジ社の統計によれば、1926～28年のプロジェクトの総価値額は、1919～21年の約2倍であった。

このような発展は、米国でより大規模であったが、それ以外の多くの国々でも同様なことが起っていた。経営資本の補充や戦争のダメージを回復するための資金需要がなくなった後、このような固定資本投資の拡大が高金利を維持したのである。

しかし振り返ってみると、私は最近の崩壊の種は1925年頃に既に蒔かれていたとみている。既に述べたような、さまざまな新しい展開があったとしても、米国以外の国々の利子率は下落していかねばならなかった。ところがこの頃、2組の出来事（two sets of events）が、相互に関連し合いながら続いて起ったのであり、そのため企業が生産活動によって支払えるか否かに関係な

く、高金利を維持し続けた。それらは、相次ぐ各国の金本位制復帰やドイツ賠償と連合国間債務問題の結着である。

これらの出来事は、新投資の収益率に関係はないけれども、市場金利に大きな影響を及ぼす。金本位制に復帰した国の中央銀行はその責任上、当然金本位制の維持に神経質になり、リスクを避けるよう行動する。若干の国は、信用不安による通貨危機をただ回避するためだけであり、またたとえば英国の場合には、国内均衡の維持を困難にするような旧平価で金本位制に復帰したためである。そしてこの神経過敏ゆえに、各中央銀行は信用制限政策を採るようになるが、それはヨーロッパだけでなく世界全体の経済状況から見て必要とされたものではない。

おそらく早い時期、信用制限と各国の金本位制の早期復帰において英国が主導的な役割を果たしたが、近年フランス銀行が間接的ながら同様の行動を取っている。1925年以後の時期、米国のみが信用制限政策を行っていなかった。

このような信用制限政策の影響は、貸出し条件を厳しくし、債券購入者の態度を硬化させる一方、新投資の予想収益率からみて、不可能な条件で借入れなければならない借手を生んだのである。これらの借手は2つのタイプに分かれる。最初は困窮した(distress)借手(便宜的にそう呼ぶことにする)であり、困窮した借手の目的は、生産的事業への投資ではなく、主として債務の緊急な返済、あるいは条約の義務の履行のためである。実際、借手側の借入れ条件は投資の予想収益率とは関係なく、貸手側の意のままとなってしまう。

第2のタイプは、銀行経営の必要からの借手であり、時に政府であったり銀行であったりする。彼らも投資目的ではなく、金平価を守るために流動資産準備を積み増すためである。1927~28年、米国が主にヨーロッパに対して、自らの対外経常残高の数倍もの資金を高利で長期に貸付けるといふ異常な状況が生じたが、それを可能にしたのは、高金利で借りられた資金の大部分が、約半分の金利で直ちに再預金されたからであり、2・3年の間に、長期で借りられた約5億ポンドがこのようにして短期で再預金されたのである。このため、投資目的のための借手の意向によって主として決定される場合の長期金利と短期金利との間の正常関係は、逆転されることになる。

これまで述べてきた現実の投資収益に影響されない長期資金の借手を、人為的な借手と呼ぶことにするならば、最後の1928~9年には、第3の人為的借手である投機目的の借手が短期市場に登場する。この投機目的の借手も、生産的な事業への投資が目的ではなく、米国で大ブームを巻き起したように、強気が支配する株式市場に参加するためである。保守的な銀行家は投機の動きを収束させることが最も重要であると判断し、信用制限政策をとったのである。

そこで以上の議論をまとめると、次のようになる。高金利はそれを支払える真の投資があるならば正当化できる。しかし近年は、真の投資ではなく、さまざまな人為的な借手が金利を引き上げたために、投資目的の真の借手は米国以外のほとんどの国で締め出され、29年の秋には、同じ状況が米国でも生じた。そして固定資本投資は、1929年には既に28年の水準以下になっていたが、ウォール街の崩壊以降はさらに激しく落ち込み、1930年の最初の7ヶ月で、1928年水準の25%までになったのである。

それゆえ私はここに、世界的不況の最も基本的なメカニズムを見出す。不況の原因は、投資の減退によって過剰貯蓄が生じたことである。資本ストックが充実した現代において、19世紀および20世紀初頭までのどの時期よりも、異常なほどの高金利を維持し続けたことの当然で避けが

たい結果がこの世界的不況なのである。

それにもかかわらず、資金の借手および貸手の意向が均衡に戻るには長くかつ困難なプロセスを必要とするだろう。貸手にとって夢のような高金利の時代が15年間も続き、貸手がすっかりそれに甘えてしまったために、新しい状況に簡単には適応できないのである。近い将来を合理的に予想する人は一般に、10人中9人、過去15年間に実際に起ったことによって主として支配される。長期の貸手は、ここ数ヶ月の間に短期金利が低下しているにもかかわらず、長期金利の引き下げに抵抗していることが明らかになりつつある。

現在、世界の中央銀行は割引率の引き下げによって、短期金利の低下を実現しており、短期貸付の金利が主要な国際金融市場で2%ほどになっている。しかし長期債券の価格上昇の動きは非常に緩慢で、1年前よりも僅かに高い程度である。銀行の利率も1928年とほぼ同様の高水準である。そしてこのことは、投資家の間では、現在の低い短期金利は一時的であり、大戦以来の高い長期金利はこれからも続くと予想されていること示唆する。

私はこの予想は誤りであると信じている。リスクなどの要因を考慮しても、現在の金利が20年前よりも高くなる正当な理由は存在しない。とりわけ、経済の基礎的条件の変化からみるかぎり、金利は低下すると考えるべきである。なぜなら、世界全体を見て貯蓄率を低下させるような状況が起ったという証拠はないからである。

それゆえ、私は、長期金利は着実に下落し債券価格は上昇し始めると予想する。おそらく比較的近い将来、突然このような動きへの確信が金融界を支配するだろう。そうなれば事態は急速に動く。1929年の高い短期金利ゆえに、個人や各機関が、必要をはるかにこえる異常な額の短期資産を保有していた。そして現在、長期金利が4.5%であるにもかかわらず、2%の短期資産を保有し続けており、当分の間はそうするだろう。しかしやがて、あまりに少ない利子収入に不満をもつ時が来るだろう。おそらく現在、10億ポンドほどが主要な国際金融センターに短期で保有されているが、必要なのはこの半分ぐらいである。この巨額の資金のたとえ一部でも、一流の長期債券へシフトするならば、長期債券の超過供給はなくなるだろう。そして戦前の金利水準への長い旅が始まったことが広く認められるようになると、バスに乗り遅れまいとして急速に事態が進むことになる。

しかしながら、このような展開は貸手側が態度の変化に躊躇したことだけでなく、大不況による価格の下落と生産の減少によって打撃を受けた企業や個人・政府などの新しい困窮した借手の発生によって中断した。これら困窮した借手は既にある程度は融資を受けている。企業は自らの流動資産を売って損失を補填するか、あるいは損失を補填するために銀行から借入れるかのいずれかを行わなければならない。実際、ブラジルのように主要な輸出品の価格の大暴落に見舞われた2・3の政府は、貸手側のどのような条件にも応じざるをえないが、このような借手はいまだ列をなしている。ロンドン市場の場合では、オーストラリアがこの例であり、ニューヨークでは、南米の多くの国々がそうである。そして繰り返し述べたように、このような貸付けは、生産的な事業のためではなく、借手が支払う金利は予想収益によって決定されないものである。

しかしながら私は、この種類の今だ満されていない借入れ額が非常に大きいとは見ていない。道をきれいにすることが最も重要である。これがなされれば、発行会社（issue house）は予想以上に早く、現行の高金利では真に支払い能力のある借手はほとんどいないことに気づくだろう。

いうまでもなく、私は金利の低下が急速かつ早期に実現すると予想してはいない。不況の最大の特徴は、いかなる動きも緩慢なことである。ただ私がいえるのは、終りは来るということと、それが早い程、企業の投資や収益目的の経済活動がそれだけ早く復活するということである。

私は、生産費をカバーする水準に価格を回復させることができるのは、大規模な投資の復活のみであると信じており、長期金利が十分に下落するまでは、新投資のための資金需要が十分な規模になるとは考えられない。ただいったん下落が起これば、借手が有利な条件で借られるようになると、膨大な量の事業が生まれてくるに違いない。

疑いなく、さまざまな理由で流動資産を保有しなければならず、金利の高低が二義的になるをえない多くの借手が存在するが、同時に今日、短期よりも長期で資金を運用すべきにかかわらず、過去に影響されて短期債券を習慣で持ちつづけている多くの人もいる。これらの人々に、私は警告したい——バスに乗り遅れないように！

## II 国債借換え計画との関係における長期金利 (1932年 9月)

1. もしわれわれが不況から脱却し永続的な事業の再生を確実にしようとするならば、長期金利を低率に引き下げることがあらゆる手段のなかで、おそらく最も必要であろう。それゆえ、戦時国債 (War Loan) の3.5%での借換えの成功は、非常に重要な建設的な成果であった。なぜならそれは、現在の状況で、低率の短期金利も有益であり必要ではあるが、その間接的な影響よりも、直接的に長期金利に作用するからである。

2. 標準的な長期金利に効果的に働く借換え計画は、一般的に借手の利益のシンボルとなっている国債の負担の軽減よりも、英国および世界にとってはるかに重要かもしれない。しかし、これがそうなるのは、借換え計画の効果が一時的でなく、新聞での宣伝や愛国心への訴えによって支えられた大蔵省が、その目的を達成するのに十分なほど続ける場合のみである。これはまた、大蔵省自身にとっても重要である。というのは、借換えの機会は今でなくなってしまったわけではないからである。それゆえ目的は借換え中の現在だけではなく、今後とも長期金利が低下するような市場の状況を維持していくことである。今年の初め私は、年末までに長期国債の利回りが3.5%まで低下しない理由はないという意見を述べた。実際、それ以下に下がらないという理由はなく、世界はそうなることを望んでいる。しかし、これを達成するには、適切な目的と市場の主要なメンバーとの組織的な協同を結びつけることが求められる。

以下は状況の諸側面に関する覚書きである。

3. 市場には選好に応じて異なったタイプと満期の債券が供給されることが重要である。もし不定期償還型 (長期) 国債のような債券が、短期あるいは中期債券に比べ需要の程度からみて相対的に供給過剰であるならば、長期債券市場は下向きの市況であり、一段と長期金利は上昇 (債券価格は下落) するだろう。

逆説的ではあるが、この危険はもし借換えが宣伝と愛国心への訴えによって成功しすぎた場合に生じるであろう。戦時国債は一時的な、あるいは半永久的な投資対象として個人や企業で広く保有されているが、それは他の長期債券よりも資産価値の変動が小さく高利回りであるという信

念のもと、他の目的のために支出が必要になった時に備え保有されているからである。すなわち戦時国債の保有者は借換えに応じるかもしれないが、もし新しい戦時国債が以前のそれと違って目的に合わず、かつその間により目的に合致した債券が供給されないならば、最初の情熱が去ってしまうと、売却されしまう傾向が生じる。

この目的は、この秋か冬までに3.5%以下の金利の短期の戦時国債を発行することによって達成できる。実際、短期債券は2つの点で大蔵省にとって好都合である。第1に、そのような債券は現在過少供給ゆえに、3.5%以下の金利で発行できる。第2に、次の12月以降の新しい戦時国債のより良い市場を保証し、引き続き進められる借換え計画に道を開くことになる。とりわけ、国債管理の総費用を最小化するように異なる種類と満期の債券を最適に組み合わせて供給し、市場の多種多様な要求に応えることは、大蔵省にとって常に利益である。借換え計画に関して、わが国の世論は、一方で個人と自治体の行動によって計画を圧倒的に成功させようという強い希望があるが、他方で、幸運な環境が人気を呼んだ見せ掛けにすぎず、そのうちに新規の戦時国債は値下りするかもしれないとひそかに信じているか、少なくとも疑っていると、私は理解している。

私は当局自身がこのような考えを完全に払拭できているとは思わない。それにもかかわらず私は、逆の仮定にもとづく政策を強く求める。なぜなら、私は借換え計画は見せ掛けではないと確信しているからである。長期金利の大幅な引き下げは、基底にある経済の現実の特徴と必要性とに深く結びついており、それは、われわれの社会の現行の金融構造の存続にとって不可欠の条件となっているのである。その実現を妨げるものは、付随する環境のなかには存在しない。しかしそれは自律的に生じるものではなく、適切な目的のもとで追求されなければならない。市場金利には、慣習的あるいは心理的要素を含んでおり、そのため巧妙で確かな管理を必要としている。それゆえ、まず避けるべき失敗は、ある特定の種類の債券を早まって過剰に供給することである。

4. 第2の危険は全く違った形で現われる。それは、借換え計画の発表後に生じた、ロンドンでのポンド債券の利回りとの場所とりわけ米国での同様の債券の利回りとの間の非常に大きな乖離である。

この点でいえば、借換え計画は、もし英国が金本位制に留まっていたならば、実際に行なわれたよう形では実行不可能であっただろう。それは、世界の金融市場を厳格に結びつけ、個別の行動を許さないというのが金本位制の美德であると同時に欠点でもあるからである。ロンドンのような国際金融センターでさえも、他よりも先じるような行動を取りうる力は、金本位制のもとでは狭く限定されていたのであり、もし金本位制がいまも機能していたならば、われわれは自らを共通の世界標準に従わなければならなかったであろう。ポンドが共通の国際単位から離脱して得られた英国の独自に行動できる力は、ほとんどの投資家や金融機関が最近まで、そして今日でもそれほど強くはないが感じている米国への不信という現実の環境のもとで強められた。このような考慮は米国にのみ適用されるのではない。当分の間、英国の投資家は国内で得られるよりもはるかに高い利回りで誘因されないかぎり、危険を冒して投資するような地域は世界にほとんどない。

このように、ロンドン投資市場はある程度閉鎖システムとして機能し、自らの勢力範囲内のその影響下で行動できるのである。しかし、たとえそうだとした場合、利回りの乖離は外国市場への資金の少量だが着実な流出を促してポンド・レートに大きな緊張をもたらすものであり、それを伴うことなしに乖離を維持できないと私は推測する。その乖離の程度は、専門的な投資家以外で

は、いまだ認識されていないので、2・3の例によって説明しよう（ケインズは外国政府債の市場価格や代表的な企業の優先株の利回りなどを、ロンドンとニューヨークで比較して次のように結論づけるが、この1ページほどは訳を省略）。

全体として、一年前の確定利子付き債券の利回りは米国よりも30%以上高かったが、この(1932年)7月の終りに逆転して、米国は英国よりも十分に30%は高い。この異常な乖離による差益を得ようとする英国人の米国での債券購入の着実な流れは、米国の現状に対する不信や為替変動のリスクによって阻止できるとは期待できない。

要するに、英国の市場金利は当面、諸外国から離れて低水準にある。私はこの現実には注意を促すが、それはこの乖離や予想される調整プロセスを恐れているためではない。なぜなら、正しいことを語り行動しているのはわれわれであり、誤ったことを語り行動しているのは他の国々だからである。したがって長期的にはわれわれが有利になるだろう。

5. 金利の変化が続いているならば、多くの調整が起ってくる。われわれは、証券市場で値づけされるすべての種類の債券が異常な程の反応を示したのを見た。実際、過剰反応のケースも見受けられる。だが依然として低金利への調整がほとんど始っていない多くの分野がある。特に、不動産市場、抵当証券、家賃、銀行や住宅協会の貸出し金利などであり、郵便局・銀行・住宅協会・貯蓄系金融機関などの預金金利も、調整が遅れている分野である。しかし、これらの方向でのあらゆる可能な再調整は、建設的な事業の再開にとって極めて重要である。したがってもし、銀行・住宅協会・郵便貯蓄銀行などが預金金利を現在よりも、たとえば0.3%ほど引き下げる——これは新しい貸付けへの金利もこれに応じて引き下げられる——ことについて協議に入らば、良い結果を生むだろう。

銀行（五大銀行）は難しい現実問題に直面している。大戦以来、銀行は銀行員に対する寛大さ、虚飾そして新ビジネスでの過当競争などによって高コストになっており、それが相対的な高金利の継続を招いてきた。現在、銀行の経費は預金総額の2%近くに達しているといわれている。その上に、2.5%の預金金利を変えたがらない古くからの取り決めがあり、高金利の期間ずっとこの金利を受け取っていた預金者からみると、その引き下げは不公平に思えるかもしれない。このように大蔵省証券が0.5%、そして貨幣市場でのローンが1%ほどの利率のもとで、銀行は経費を賄うために、高利での貸付けに依存している。その結果、優良な顧客や取引停止の脅しをかける顧客以外には5%の貸出し金利を執拗に維持していることから、銀行が金利の低下に対する障害となっており、出口を見つけるのは難しい。同様に米国においても、経費を賄えなくなるのではという恐れが、加盟銀行の全体的な低金利政策の採用を妨げている。

他方、住宅協会は動き始めている。彼らは既に新しい預金の金利を引き下げており、新しい抵当証書貸付けの金利を引き下げる徴候も見られる。たとえば、英国で最も有力な住宅協会の一つであるハリファックス住宅協会は、既に新しい抵当証書貸付けの金利を0.5%だけ引き下げた。住宅協会によって管理されている預金はいまや膨大な額になっているので、この動きは非常に重要である。われわれは大戦後、この機関が著しく成長したことを忘れがちであるが、新規の抵当証書貸付けは、1913年には900万ポンド、1920年でも2500万ポンドほどであったものが、1930年と31年にはそれぞれ約9000万ポンドになっている。

実際、わが国の新投資は、住宅協会や公共・準公共機関を通じた投資を除くと、現在では全体

にほとんど影響を及ぼさないほどの規模である。したがって、もし住宅協会の貸付け金利が現在の5.5～6%の水準から4～4.5%まで引き下げられるならば、住宅建設コストは25%ほど低下し、おそらく相当の住宅建設需要を喚起するだろう。私はこれ以上に景気回復の助けになるものはほとんどないと考えている。

6. もし長期金利の引き下げの主たる目的が新事業の助成と喚起であることにわれわれが同意するならば、手段のために目的を犠牲しないように注意しなければならない。なぜならば、新規の事業の抑制によって維持される低金利ならば、それは不毛かつ有害だからである。市場金利は新規の事業の量よりも、貸手側の心理と銀行組織の行動にはるかに多く依存する。そして低金利の持続が新しい借入れの著しい回復と両立しないという理由はない。

それゆえ、大蔵省の禁止令により、あらゆる新規の借手に対して依然として閉ざされているロンドン市場において、新規発行を出来るだけ早く再開することが最も望まれる。実際、この禁止令は異常なほど厳格で、借換え目的や株主から拡張のために資金を調達する企業にまで適用されている。いま、この政策の放棄が緊急に求められている。そして大蔵省はこれからの借換え計画に有利になるとして、不況を長びかせたいという意向を持ってはならない。同時に私は、対外貸付に対する完全な自由放任に戻らないことを希望する。

大蔵省が緊急に求められるいま一つの手段は、地方債理事会によって決定される新規の地方債の金利を、既発行の地方債の市場利回りの水準にまで引き下げることである。利子費用の半分から3分の1の間の低下は、週1ポンドの家賃の約5シリングに相当しており、このことは、たとえば家賃への補助金が削減されたとしても、これまでよりも低家賃の賃貸用住宅が建設できることを意味する。

不幸にも、保健省は地方当局に、資本開発を妨げるような回状を依然として出している。真の障害は、ほとんどの人々の心のなかに依然として、投資の量と利子率は絶対的に信用できる自動的なメカニズムによって正しく決定されるという誤った考えがあることだと私は思っている。われわれが決定できるのは投資の方向であって決してその大きさではない。したがってある投資を増加させると必然的に他の投資が減少することになるという、この根深い思考習慣が根絶されることを強く願っている。

7. 借換え計画の一つの効果は、自治領の公債の金利を、彼らが信用失墜や過大負担になることなく再び借入れられるようにすることである。もしそのような公債が発行されるならば、世界の景気回復への一歩となるだろう。私は、もし貸付け可能な余剰資金が困窮しているヨーロッパの国々にはなく、自治領や中国そして南米に向けられるならば、余剰資金をより有益に使うことになると信じる。なぜなら、自治領などに向けられる方が国際貿易の拡大に貢献するだろうからである。ニュージーランドのベルショウ (Belshaw) 教授は手紙で私に次のように提案している。すなわち、帝国再建公債を各自治領と英国の保証を付けて、(たとえば) 1億ポンドほど起債すべきであるという提案であり、借手の3分の1が債務不履行にならないかぎり、安定した公債となるだろう。この種のプロジェクトは十分考慮に値する。

## Ⅲ 無題 (1934年2月21日)

貨幣による投資からの収益率である純(ネットの)金利の4%を超えない水準への下落は、すべての金融機関、特に保険会社に対して、重要さと利害関係における最大級の問題を提起している。そこで私はこの機会にこの現象が示している全般的な問題をやや詳しく考察したい。

1932年、英国の長期国債の金利は5%から3.5%へ低下した。これは概ね、戦時国債の借換えを容易にするために取られたイングランド銀行の空前の規模の公開市場操作によって生じた結果であり、それはロンドンの加盟銀行の資産を2.46億ポンド増加させ、加盟銀行はそのうち1.76億ポンドを英国債の購入に充てた。

1933年、国債の価格は低迷し、わずか2%の価格上昇にすぎず、そのため他の確定利子付き債券の価格が国債と同価となるまで上昇し、さらに超えるケースも生じた。これは、(加盟)銀行が保有する投資物件がさらに9300万ポンド増加したにもかかわらず生じているが、そのための追加的資金はイングランド銀行からではなく、銀行が他の資産を売却して得たものである。しばらくの間、大蔵省(短期)証券の金利は(平均で)1%以下であり、そして1年以上にわたって、長期国債の利回りと資金市場の国債担保での借入れ金利との間に2.5%の乖離が生じていた。この異常で変則的な関係は、市場関係者の間で長期債券の現行価格が今後も維持されるのか、疑いが生まれていることを示している。

## 2つの見方

2つの見方がある。長期債券の保有を恐れる人々は、その価格の上昇は銀行の購入によって主として生じている事実を指摘したうえで、その理由を、景気が回復してくると銀行は貸出しを増加するために、保有している債券を売るのを常としてきたという過去の経験的事実に求める。それゆえ彼らは「歴史は繰り返す」という信念から、長期債券の価格は銀行貸出しに対する需要が増加するや否や下落すると主張する。もちろん、今回は以前と違うと断言するのは性急である。今後、長期金利はさらに低下していくと予想する基本的な理由と思われることを説明する前に、この結論のための若干の論拠を提示したい。

大戦前、銀行組織の資産はかなり厳密にイングランド銀行の金準備に結びついていた。公開市場操作は重要ではなく、一般的に言って加盟銀行の資産は、イングランド銀行に流入・流出する金の動きに応じて増減した。英国の場合、対外貸付は対外経常残高よりも急速に変化するので、金の動きは好況期における銀行の資産の増加を抑える効果を示し、他方、不況期には資産増加の傾向が強まった。それゆえ、好況期になると銀行はしばしば、保有する投資資産を売却する以外に産業への融資を行えなかったのであり、それは不思議なことではない。これが景気の回復に伴ってコンソリ国債の価格が下落すると予想される歴史上の起源である。

## 銀行の資産

しかしながら今日、このコースを進む必要はない。銀行の資産はイングランド銀行の保有する金準備と同様に、イングランド銀行が購入する債券額の変化に依存する。このように近年イングランド銀行が発展させた管理の技術は、経済活動や雇用の必要に応じて銀行の資産を調整する能

力を付与した。われわれは大戦前のように、経済が繁栄し最適な雇用水準へと向い始めや否や、ようやく這い上ってきた穴倉に、経済を再び投げ込ませる要因がすぐに生じてくるという、盲目的で誤った諸力に翻弄されることは、もはやないのである。

さらにいえば現在の状況では、イングランド銀行が供給する信用ベースの増加は、以下の如く適当であることを示している。第1に、銀行の既存の貸出しの相当部分が凍結状態であり、そのために信用供給への需要の増加はかなりの部分が古い貸出しの返済となるからである。一方今日、英国の大企業のなかには、以前よりも加盟銀行から借入れに依存しない企業が生まれてきている。しかしこれとは別に、イングランド銀行の資産の（たとえば）2000万ポンドの増加は、加盟銀行の貸出し総額の25%の増加を可能するが、それは、もし賃金や他のコストの大幅な上昇がないかぎり、すべての必要に十分に応じられる額である。

それゆえ、当局がそれを望むのでもないかぎり、景気回復のために優良（いわゆる金縁）債券市場を崩壊させる必要は全くないことは明らかである。そこで次に私は、実際なぜ全く逆のことを当局が望んだのかという基本問題に立ち戻ろう。

#### 優良国債の収益

優良長期国債の3.5%にまで低下した現在の金利でさえも、均衡水準に比して高すぎる——労働者と設備の完全雇用を実現する水準という意味で——という圧倒的な証拠があることは確かである。3.5%は大戦前の40年間のコンソル債の平均利回りをはるかに超えている——すなわちそれは3%以下であり、さらに1835年から1914年の80年間でも、3%をわずかに超える程度であった——ことがしばしば忘れられる。貸手が支払わなければならない所得税によってこの比較が無効になるという議論は、もしわれわれが実際の市場金利よりも均衡金利を考えているならば、全く当てはまらない。なぜなら借手が払うことができる金利は長期的には資本資産の収益に依存するのであって、貸手に対する課税によって増加するものではないからである。他方、19世紀においては、完全雇用のもとで社会が貯蓄できる毎年の額は今日よりもはるかに低水準であったが、その一方で、収益を生む投資機会は急速な人口の増加と新世界での市場拡大ゆえに、大きく広がっていたのである。

#### 投資分野の減少

過去の投資の不幸な結果や新投資の機会の減少によって外国での安全でかつ高収益の投資分野が減少したために、巨額な貯蓄を有する英国や米国がもし完全雇用を実現しようとするならば、貯蓄が3.5%に近い収益率で投資される可能性はないだろう。われわれが実際にそこに近づくまでは、どの水準が長期優良債券投資の均衡金利なのかかわからないが、それが2.5%を超えることはありえず、おそらくそれ以下である可能性はきわめて高い。景気回復の初期段階では、運転資本が増加し始め、延期されていた更新投資や新投資も着手されるようになるので、一時的には高金利でも耐えられる。しかし回復が進むとともに、適正な長期金利は低下していかなければならない。もし回復が順調に進んでいる時に、加盟銀行が彼らが保有する債券を相当程度を売らざるをえないように、あるいは他方の方法で長期貸付け市場を弱気に導くように、イングランド銀行が信用ベースを管理するならば、日が暮れると夜がくるように、回復の後に不況が来るのは間違いない。

### 金利の下落傾向

しかし、なぜわれわれは、そのような不幸な予想を金融当局の責任にするのだろうか。大蔵省ほど金利の低下に利害関係がある機関はない。大戦時の異常な高金利の時期から時が経過するとともに、それだけ健全な経済にとって低金利が必要であり、それは大戦前の水準を上回ることはありえないということが、すべての人々にわかるようになると私は信じている。金利が序々に下落していくことにはいかなる害もない。今われわれが入りつつある新しい時代には、金利の着実な低下が必要である。過去3年間、私は思い切って低金利を予想してきた。今日私は、われわれは依然として旅の終りに至らず道の途上にあるが、その方向に進んでいると確信している。

## IV 相争う力 (1935年2月20日)

1年前、私は長期金利がさらに低下すると予想し、その理由を説明した。その時以降、25年以内償還型国債の利回りが2.5%以下にまで低下し、一方長期国債も今や3%を下回っている。しかし今日、見通しは決して確信を持てるものではない。なぜなら、私の判断では、われわれは2つの強力な相争う力の直中<sup>ただ</sup>にいるからである。

一方で、経済の繁栄の維持と雇用の改善にはこれまで以上の低金利を必要としていることは証拠が示している。金利の低下が新事業を過度に刺激したということは全くない。われわれは、金利に対して比較的敏感な住宅建設や電力開発などが繁栄に寄与していることを過少評価すべきではないが、この低金利のもとでも、大規模の投資が相対的に少なすぎるのを見て失望している。それゆえ私は、われわれは経済の健全化にとって、過去に経験したことの無い水準にまで金利を序々に低下させることが必要であると確信しているが、現在の低金利でさえ、大戦前にしばしば経験した水準にすぎないのである。

他方、金利のいっそうの低下には重大な障害がある。英国の金利は既に諸外国に比べると低金利である。現在の英国の国内金利は諸外国の経済的状况における極端な信用の欠如によって守られている。われわれは諸外国における信用の回復が、われわれの金利と正常の関係になるような金利の低下を伴うことを期待するとしても当分の間は、このような金利の乖離はわれわれの立場をある程度危険にするかもしれない。しかし、この諸外国との金利差よりもはるかに重要なことがあるが、それは英国の機関投資家が将来の金利をどのように見ているかである。現在の長期金利は、将来の金利がどうなるかについての予想に必然的に依存する高度に心理的な現象である。今日の代表的な投資専門家は心の中で、現行の利回りでは、流れが変わった場合に十分なプレミアを提供しないと見ており、投資家は状況が安定化するよりも変化することを心配しながら注視している。

### 困難な債務

このように、国民経済の繁栄と高雇用を実現するために、金利を十分に低い水準に維持するという責務は、高まる困難に直面しているように見える。一方、先進工業国では、人々は正常な伝統的手法によって問題が決定できるかどうか疑い始めているが、それは、さまざまな理由で、もはや巨額の(対外経常残高と同義の)海外投資を行なえる状況ではなく、また人口も急激には増加しないからである。

そこで私は当面の間、当局の賢明な方策は現在の立場を強化することであると主張したい。国債以外の確定利子付き債券は、いまだ国債の価格に見合う水準まで調整されておらず、一方、抵当証書貸付けの利子、住宅協会の貸付けおよび借入れ条件、銀行の諸金利など、他の重要な金利水準はさらに調整が遅れている。事業活動を助成するためには、これらの金利水準の低下が、さらなる国債の利回りの低下よりも重要である。

金利の低下によってのみ可能となるような新技術を伴う事業計画が決断・実行され、その効果が十分に現われるまでは、低金利を継続しなければならない。私は以前と劣らず、長期金利の低下の重要性を感じているが、それと同様に、現在の金利が持続し、これ以上に上昇することはないという確信を高めることが緊急に必要である。

#### 大蔵省への提案

大蔵省はこの目的の実現のために重要な貢献ができ、それは能力の範囲内である——すなわち、大蔵省は将来に向け金利は低下していくという期待への確信を自らの力で示すべきであるというのが私の提案である。現在、結果として後悔することになるような長期債券の購入に投資家を誘い込む絶好の機会としばしば言われている。このような見解は、将来は過去と同じだろうというありえない仮定に基づいているように思われるが、とにかく、この助言は正しくない。なぜなら大蔵省の主要な目的は、これから長期にわたって金利は序々に低下していくための安定した条件を確立することであり、現実がそうなるという合理的な期待形成が必要だからである。

この線に沿って行動することは、単に確信を高めるだけでなく、大蔵省にとって、そして納税者にとっても有益であろう。それゆえ私は、将来の国債の借換え計画において、今後、5年から25年の間で償還期日となる国債をバランスよく発行することを強く勧める。

この政策は推奨すべきすべてを備えている。大蔵省は低利での借入れが可能となり、しかもそれは、低金利が続くことを自らの行動で示し、市場での確信を高めるのに寄与する。また、それは、ほとんど短期の預金を受け入れている銀行組織に対し、最適な国債を供給することによって銀行組織の構造と安定性を改善することになる。国債の大部分が3ヶ月満期の大蔵省証券か、50年以内の償還期日未定型国債のいずれかであるという現状は、欠点が多くきわめて不完全である。**本質的な要素**

将来にわたって低金利が続くという合理的な期待の形成を促し、依然として疑いを残している投資家に償還期日確定型の国債を供給する以外に低位の長期金利を確立する方策はないことを私は強調したい。しかし、もし大蔵省が現行の金利が異常に低いという考えをもとに政策を行うならば、各機関や国民が低金利が続くという確信をもつことを期待することはできない。

## V 長期金利（1936年2月19日）

2年前私は、長期金利はさらに低下するという予想し、その理由を説明したが、去年、私はそれを疑う講演を行った。それは、われわれが相争う2つの力の間にいたからであり、それゆえに私は、われわれが最も必要なことは現行の低金利を維持するという確信を高めることと結びついた現在の状況を強固にすることであると結論づけた。では今年の予想はどうなるのだろうか。

将来の予想を語る場合、公共の利益から見て最も望ましいことと、現実の状況のもとで最も起りそうなことを明確に区別することはしばしば困難である。それは不幸にも、最も望ましい事態の推移が必ずしも最も起りそうだとはいえないからである。それゆえ、この機会に私が最も関心を持っている最も賢明な政策は何かについて説明したい。

もし現在の比較的（絶対的ではないが）満足すべき状況を今後の反動から守ろうとするならば、さらなる長期金利の引き下げが緊急に求められる——しかしその効果が十分に発揮されるには相当の時間が必要になることを忘れてはならない。そこで当然ながら、どのような方法によって実現するのかが問われるが、これに答えるために、私は注目されるべき考慮事項を指摘したい。

### 大蔵省と短期金利

今日、短期金利はきわめて低い水準にある。しかし長期金利を低下させるのに必要なのは、短期金利の将来についての確信である。現在の大蔵省の政策はそのような確信を促すものではない。大蔵省は5年から10年満期の国債の発行を嫌がり、短期金利が非常に低い水準にあるにもかかわらず、短期債務を減らしたがっている。そして自らの健全な職務遂行にとって明らかに必要な種類の債務の供給を抑えて、銀行や貨幣市場を兵糧攻めにしており、その結果、大蔵省は必要以上の金利を支払っているのである。

最近の例を取り上げよう。大蔵省は5年国債を2.5%で借り、同時に25年国債を2.75%で借りており、その収入の一部を約0.5%の短期債務の返済に充てている。このことは大蔵省が、現在の短期金利の低水準が続くという確信をもっていないということ以外に、長期国債を発行する合理的な説明はありえない。大蔵省が概ね状況をコントロールしているので、一般大衆は大蔵省の予想に影響されるのは当然である。それゆえ私は、長期金利を低水準に維持することと同程度に、大蔵省が短期金利の将来について自らが確信を示すことが重要であると指摘したい。

### 銀行貨幣の供給

短期金利の将来の確信以外の長期金利を低下させる主要な要因は、国民の流動性需要を満足させるのに十分な銀行貨幣を供給することであり、次にあげる数字は有益であると思われる。1932年の最後の4半期、イングランド銀行は公開市場操作によって、前年同期比で銀行預金の量を12%も増加させた。その期間では、生産指数も物価指数もともにやや低下しており、その結果、確定利付き債券の価格は、同じくこの期間に33%上昇した。

2年後、生産指数はかなり上昇し物価指数もわずかながも上昇したが、銀行貨幣の量は変わらなかった。それにもかかわらず、イングランド銀行の以前の政策効果が遅れて現われたこともあって、確定利付き債券の価格は12%ほど上昇し、去年イングランド銀行は再び銀行貨幣を6%ほど増加させた。これは間違いなく正しい方向への動きである。しかしそれでは、長期国債の価格を維持するのにも十分ではなく、生産指数が10%、卸売物価指数が4%そして生計費が3%上昇している年においては、長期国債の価格上昇を維持するにも不十分である。

1932年末と35年末を比較したネットの結果は、生産指数は33%、卸売物価指数は8%、生計費は4%ほど、それぞれ上昇したのに対して、銀行貨幣の量はわずか6%増加しただけである。もちろん考慮すべき多くの他の要因はあるが、銀行貨幣が物価を維持しているならば、多くの他の要因も長期国債の価格に有利に働くに違いない。しかし、もしわれわれがさらなる長期金利の低下を望むならば、銀行貨幣の別の増加の方法が必要になる時期が来ていることは明らかである。

その増加は、非常にゆっくりで、ほとんど気付かれずになされ、そして銀行の保有選好に適合した満期の国債の供給と歩調を合せて行なうべきである。

#### 大蔵省とイングランド銀行の足並み

大蔵省とイングランド銀行が、既に進めている正しい方向への歩みをさらに大きく前進させるならば、大きな功績となる。彼らが多くを成し遂げられなかったのは、主に彼らが望ましいと認めていることを成し遂げる自らの力を過少評価していることによると思われる。確にかに金利に及ぼす彼らの力に、ある重大な制約があることは間違いないが、これらの制約が作用したとは考えがたい。主要な制約は国内と国外に2つある。国民が国内の場合と同じくらい自由に対外貸付を行なえる場合には、国際収支のバランスを大きく失わせることなしに、外国との金利と正常な関係になるまで、国内の金利が低下できないのは明白である。

大戦前には、この制約は非常に重要であった。しかし、ポンドと金の結びつきはもはやなく、イングランド銀行が外国債券の発行のペースを適切にコントロールしており、かつ以前の大口の借手が減少していることなど、状況は大きく変化している。今日、この要因が金利のさらなる低下を妨げていると見なされるとは、信じられない。もし、為替平衡勘定の資金が枯渇しているといわれるならば、外国への、とりわけ米国への投資に対して、より厳しいコントロールが必要となるかもしれないが、このような状況ではないだろう。

第2の国内的な制約は、われわれの経済が完全雇用に至った時に作用し始めるだろう。そのような状況では、さらなる金利の低下は現在の生産の中での競争を単に刺激するだけでない。結果としてインフレーションを招くことになる。大戦前の理論は、これが正常な状態であると仮定していた。しかしこれは過去のことであり、この幸せな状況はいまやわれわれのものではない。金利は当分の間、さらに下り続けるだろう。

#### 企業の株価

完全に満足できない金融の状況にもう一つの特徴がある——すなわち英国企業の普通株の株価が相対的に高すぎるということである。株価は、現在の企業活動の状況だけでなく、さらなる現実の改善を反映している。しかし多くの人々は、このことを実際に信じているのではなく、ただ好機を見て他に転売することに期待を寄せている。もし長期金利が新しいタイプの資本開発をもたらすのに十分なほど低下するならば、現在の株価は正しい水準といえるかもしれない。しかし現在の優良債券の価格と株価との相対的關係は、このままでは株式保有者が失望するような事態に最後はなるだろう。

長期的にみて、一流の確定利子付き債券は一般的な普通株よりも安いはずであるという主張は、国民一般のムードとは合致しない。私の示唆している見解はやや時期尚早であるが、今は正しくなくても、まもなくそうなるだろう。

#### 注

- 1) "A British View of the Wall Street Slump" (25/Oct/1929), The Collected Writings of J. M. Keynes, vol. XX, pp. 1~3.
- 2) op. cit., pp. 390~399.
- 3) XXI, pp. 114~125.

- 4) op. cit., pp. 313~317。
- 5) op. cit., pp. 349~354。
- 6) op. cit., pp. 375~379。

