

翻 訳

## ケインズの雑誌論文を読む(10)

——ケインズは『一般理論』を現実問題にどのように適用したのか——

松 川 周 二

われわれは、本稿において、1936年から39年にかけての時期、軍備増強のための国債発行（政府の借入れ）による軍事支出がインフレーションや利率の上昇を招くことなく実行できるのかという、当時の緊急かつ重大な現実問題を、『一般理論』のフレームワークを基に検討し、それが理論的にも現実的にも可能であることを（慎重な計画と配慮や適切な手続を必要とするが）論証しようとした6本の論稿を訳出する。そこでまず序文のIにおいて、流動性選好の利率論に至るまでの道程を概説し、次いで、IIでは、訳出する論稿の論旨を簡潔に紹介することにしたい。

### 序文— I ——流動性選好の利率論への道程

[1]

資本主義経済の発展に伴い、企業の生産設備（固定資本）の規模は巨大化する。そのため企業は、株式や社債の発行（政府も軍備増強やインフラ整備などのために国債を発行）によって長期資金を調達し始め、証券市場が発展を遂げる。一方、中央銀行と市中（民間）銀行からなる銀行組織も発展を遂げ、商業手形の割引などによって短期資金（いわゆる運転資金）を供給するとともに、公衆の預金を受け入れるようになる。各家計の貯蓄は、その多くが証券市場を通じて大企業（や公益事業体・政府）の長期資金をファイナンスし、残りは銀行預金（短期的な流動性資産）として保有される。

それゆえ、家計の貯蓄（長期の資本供給）と企業の固定資本投資（長期資金の需要）は、証券市場を通じて調整され均衡することになる。一方、企業の短期的な運転資金需要を主として賄うのが銀行の短期貸付けであり、その利率が銀行利率（例えば手形の割引利率）であるが、それは主として中央銀行の貨幣—信用政策に（金本位制下では自国の金準備の大きさに制約されるが）依存する。したがって、このようなマクロ経済を想定する正統（伝統）派の理論では長期と短期の資金市場が分離され、長期利率と短期利率との二分法が成立することになる。すなわち、貯蓄Sと投資Iは、それぞれ長期利率 $r$ の関数であり、 $I(r)=S(r)$ となるように均衡利率 $r^*$ が決定され、Sの増加（減少）やIの減少（増加）により、 $r^*$ は下落（上昇）する。また中央銀行の金準備が増加すれば、中央銀行は拡張的な貨幣—信用政策をとることができ、短期金利（銀行利率）が低下し貨幣供給量も増加する。その結果、在庫保有コストが低下するので、企業や商人の各種商品に対する需要が増加し、投機的な需要も加わって諸価格が上昇、インフレーションの状況になる。しかし物価が高水準に至ると、マーシャル流の貨幣残高数量説が教えるように取引的・予備

的動機による貨幣需要が増加し、それによって増加した貨幣供給と均衡することになる。すなわち、貨幣供給の増加とともに短期金利が低下し、需要の増加によって物価が上昇するものの、さらなる貨幣供給の増加がないかぎり、貨幣需要の増加に伴って短期金利は逆に上昇に転じ元の水準へと戻っていくことから、長期的には短期金利は貨幣政策に左右されないことがわかる。

以上のような正統派の二分法は、ミル (J. S. Mill) やマーシャル (A. Marshall) にみられるが、その典型がホートレー (R. G. Hawtrey) の純粋貨幣的 (景気変動) 理論であり、ケインズも、(第一次) 大戦後の一連の論稿で、このホートレーのモデルに依拠して、戦後インフレと反動デフレを説明している<sup>1)</sup>。

## [2]

正統派の二分法は、証券市場 (長期) と銀行組織 (短期) の二分法あり、事実上それは19世紀の英国をモデル化しているようにみえる。しかしヨーロッパ諸国で広く見られたように、銀行組織が短期資金だけでなく、固定資本投資のための長期資金も供給しているならば、長期と短期の二分法は成立しなくなり、その最もシンプルな理論がウィクセル (K. Wicksell) の変動理論である<sup>2)</sup>。そこでは家計の貯蓄はすべて銀行預金となり、銀行は貯蓄と投資の間の資金仲介機能を果たすが、それだけではなく、信用創造によって家計の貯蓄 (銀行預金) 以上の資金を企業に供給することができる。したがってウィクセルの理論では現行の銀行利率のもとで、物価が安定しているならば、マクロ経済は均衡 (貯蓄 = 投資) 状態であり、それは現行の銀行利率が均衡利子率であることを意味するので、そこでは、現行の銀行利率と均衡利子率との関係が重要となる。

もし現行の銀行利率のもとで物価が上昇しているならば、それは投資の期待利潤率が上昇して投資が貯蓄を超え、その分だけ信用創造が過大となっていること (投資 = 貯蓄 + 信用貨幣の増加分)、すなわち均衡利子率が上昇して銀行利率との間に乖離 (均衡利子率 > 銀行利率) が生じていることを意味する。このように、均衡利子率自体が想定上の概念なので、銀行利率との乖離の有無は、現実に物価変動が生じているか否かによって知ることになるが、少なくともそこでは、両者が均衡化する直接的なメカニズムは働かない。また均衡状態において、金準備が増加し銀行利率が低下した場合にも、投資が貯蓄を超えて物価が上昇するが、そのプロセスは、投資が固定資本投資を含まれることを除けば、前述した貨幣数量説と同様である。すなわち銀行利率が均衡利子率を下回っているかぎり物価が上昇し続けるが、やがて取引的・予備的動機による現金残高需要が増加するため、銀行は銀行利率を引き上げざるをえなくなり、その結果、両者は物価変動を通じて、時の遅れを伴って一致することになる。

## [3]

貯蓄と投資の不均衡分析と銀行行動を統合した最もシンプルなモデルであるウィクセル理論に対して、証券市場だけでなく銀行組織も短期資金に加えて、固定資本投資のための長期資金を供給することを明示的に導入したのが、ケインズとの共同研究の成果ともいべきロバートソン (D. Robertson) の理論であり、その特徴は核心となる銀行の行動方程式を用いて、次のように説明される<sup>3)</sup>。

一般に家計は国民総生産 (= 国民所得)  $Y$  の多くを消費し残りを貯蓄するが、その  $Y$  の一定割

合  $k$  を銀行預金にするならば、その額は  $k \cdot Y$  となり、残りの貯蓄は証券市場を通じて企業の固定資本投資をファイナンスする。すなわち、 $(1-k) \cdot Y$  は消費需要と証券市場を通じての投資需要との和である。一方、企業が必要とする短期の運転資金のすべてを銀行からの借入で賄い、銀行が公衆の銀行預金のうち  $a$  の割合 ( $a \cdot k \cdot Y$ ) をそのための資金として供給するならば、銀行の行動方程式は、 $a \cdot k \cdot Y = C$  となる。またマクロ経済で必要となる運転資金の総額を  $Y$  の一定割合  $t$  とすれば、 $C = t \cdot Y$  であるから、銀行の行動方程式は、

$$a \cdot k = t$$

となり、マクロ経済における運転資金の需給均衡式（左辺が供給で右辺が需要）を示している。そこで以下、この方程式を用いて好況インフレの進行を説明しよう。

まず初め、マクロ経済は均衡状況にあったとしよう。すなわち、企業の運転資金の必要総額 ( $t \cdot Y$ ) が過不足なく銀行の短期資金供給 ( $a \cdot k \cdot Y$ ) によって賄われており ( $a \cdot k = t$ )、また企業の固定資本投資のための長期資金の必要額も、家計の貯蓄から、証券市場（社債や株式）および銀行の長期貸付けを通じてファイナンスされ、銀行は資金仲介の役割のみを果し、信用創造を行っていない状態である。

ところがいま、投資の期待利潤率が上昇し投資需要が増加したとすれば、企業はそのために、証券を高利で新規発行するので、公衆は銀行預金を減らして ( $k$  の低下)、より有利な証券の保有を増加させる。一方銀行も資金を短期貸付から長期貸付へとシフトさせる（それは  $a$  の低下であり、銀行の長期の貸付け金利も上昇する）ので、運転資金が不足し始める ( $a \cdot k < t$ )。そこで銀行は、運転資金の供給不足を信用創造によって補おうとするので、マクロ経済はこの信用貨幣の増加分だけ投資が貯蓄を超えて超過需要となり、好況インフレの状態となる。

以上のように、ロバートソンの論理は、正統派とウィクセル理論の混合型であり、より現実なモデルといえるが、依然として以下の如く、**正統派理論の基本命題①②**が成立していることは間違いない。

- ① 投資需要の増加（減少）や貯蓄の減少（増加）は、長期利子率の上昇（下落）を招く。
- ② 投資が貯蓄を超えるのは、銀行が過大な信用創造をよって資金を供給している場合（投資 = 貯蓄 + 信用貨幣）であり、それはインフレーションを招く。逆に投資が貯蓄を下回るとすれば、それは銀行（あるいは公衆）が貨幣を保蔵している場合である。

そしてこの①②は、後にいう**大蔵省見解の理論的支柱**でもあるのである。

#### [4]

ケインズは、『貨幣改革論（1923年）』において、前述したホートレーの純粹貨幣的変動理論とマーシャル流の貨幣残高方程式を基に、**短期的な物価変動理論**を展開したが、そこでケインズが注目したのは、名目利子率と実質利子率（期待インフレ率で名目利子率を除いた値）との関係である。<sup>4)</sup>すなわち、終戦後の物価上昇期に、公衆の間でさらなる物価上昇の期待が形成され、それが投機的な財への需要を生み、物価が一段と上昇するという状況に直面したケインズは、それを期待インフレによる実質（短期）利子率の低下（正常実質利子率からの乖離）ととらえ、マーシャルの  $k$  の低下による実質残高インフレーションと呼ぶ。ところがその後、1920年の前半、経済が反動デフレの状況に陥ると、今度は逆に期待デフレによって実質利子率が上昇し、生産や雇いが

縮小している主張するのである。

それゆえケインズは、物価の安定化のために、実質利子率が正常水準を下回るインフレ期には短期（名目）金利の引き上げを、また逆に実質利子率が正常水準を上回るデフレ期には短期（名目）金利の引き下げを、それぞれ迅速かつ適切に実行することをイングランド銀行に求める。このようにケインズはこの時期、正統派の二分法を受け入れ、値上り差益を求める投機的な（あるいは値下り差損を避けるための）在庫保有に対する短期金利の効果、すなわち予想される物価の変動と短期金利との関係に左右される短期の物価や生産・雇用の変化を、マクロ経済の現実的問題としてとらえていたのである。

しかし、英国経済は旧平価による金本位制復帰（1925年5月）以降、ポンド高不況に苦しみ、国内経済は金利の引き下げを求めているにもかかわらず、金本位制を守る（具体的には資本収支の悪化を避ける）ためには高金利を維持しなければならないというジレンマにイングランド銀行は苦しむことになる。すなわち、ここで国内均衡を実現するための利子率が国際均衡を維持するための利子率と乖離する（前者が後者を下回る）という状況に陥ったのである。

このようななかケインズは、英国経済が輸出の不振に加えて、固定資本投資が落ち込んでいくという認識から、正統派の二分法に懐疑的となり、次第に金本位制復帰以降の高金利政策が長期利子率を押し上げ、それが投資を抑制し、投資不足（過剰貯蓄）による長期不況が進行しているとみるようになる。

## [5]

1929年、金本位制の制約ゆえに低金利政策に踏み切れないという状況下、総選挙においてロイド・ジョージ（Lloyd George）が「公共投資計画によって失業を克服する」と公表すると、ケインズはそれを支持し、ヘンダーソン（H. Henderson）と共著で小冊子『ロイド・ジョージはそれをなしうるか——公約を検討する（1929年5月）』を出版する<sup>5)</sup>。そしてそこで（さらに直後の諸論稿で）、当然おこるであろう正統派からの批判を想定し、公共投資を支持すべき論拠を具体的に示したうえで、その有効性を主張し計画の実施を強く訴える。

①雇用の創出は特定の分野や地域に限定されず広く波及するので、その効果は十分に大きい。  
②失業の減少を考慮すれば財政への負担は予想される成果に比べると小さく、なによりも社会資本の充実に寄与する。  
③有効な公共投資の分野は広範で多岐に渡って十分に存在し、民間分野と競合する懸念はない。  
④景気回復に伴う低水準からの物価の上昇は、インフレーションと呼ぶべきではなく、それは資源が完全利用され過剰貯蓄も解消された後に生じるのである。  
⑤過剰貯蓄が生じている経済状況では、公共投資は新たな信用拡大を伴うことなく、かつ長期利子率を上昇させて民間投資を締め出すことなく（もしそうならば公共投資の効果は相殺される）、実行できる。

しかし、ここでのケインズの議論は豊富な具体例や比喩を巧みに用い、人々の常識に訴えかけており、その面では成功しているものの、経済理論の面からみれば十分とはいえず、説得力を欠いているといわざるをえない。なぜなら、以上のケインズの公共投資に関する主張は、厳密に言えば『一般理論（1936年）』における乗数理論（国民所得の決定理論）と流動性選好の利子論によって、初めて論証されるからであり、換言すれば、『ロイド・ジョージはそれをなしうるか』から『一般理論』への理論的発展への過程が始まったともいえるだろう<sup>6)</sup>。

実際ケインズの主張の、③を除く①～⑤は、前述した〔3〕の正統派の命題を完全に否定するものであるにもかかわらず、ここではそれを容認しており、たとえば次のように述べている。

「利率は正反対の2つのいずれかの理由によっても下落する傾向がある。利率は貯蓄の供給が過大であるために、……下がる場合がある。あるいは、投資の過少であるために、すなわち貯蓄を支出すべき望ましい目的が不足しているために、下がる場合もある」<sup>7)</sup>。

しかしその一方で、英国の資本市場の現実的な特徴をもとに、「資本市場は〔本来〕国際的な市場である。われわれ制御することができないあらゆる種類の影響が、優良証券の利率を決定することになる。したがって英国政府が資本計画を縮小したり拡大したりしても、その利率に与える影響は限られている」<sup>8)</sup>とも述べているのである。

では、ケインズは公共投資計画が長期利率を引き上げることなく（したがって他の投資を締め出すことなく）実行できることを、どのように説明したのだろうか——計画を実現可能にする資金源として、次の3つをあげる。

第1は対外貸付けの減少であり、これは大戦後ケインズが一貫して主張し続けた、過大な対外貸付け批判に基づくものである。第2の資金源は失業者に給付される貯蓄の減少である。これは相当数の失業者が存在することが前提であり、国内の貯蓄が失業給付金として失業者に支給され消費されており、それが失業の減少によって不必要となるからである。

問題は第3の資金源であり、それは「現在適切な信用を欠いているために、いたずらに無為のまま放置されている貯蓄」であるが、抽象的な表現に留まり、具体性を欠いている。ケインズは「投資は必ず貯蓄に等しくなるどころか、この両者の不均衡が多くの困難の原因となっている。投資が貯蓄を超えれば、好況と雇用の増加そしてインフレへの傾向が生じ、逆ならば現在のような沈滞と異常な失業が生じる」<sup>9)</sup>と言い切っているにもかかわらず、不況期に過剰となった貯蓄がどこに「無為のまま放置されているのか」を説明していない。すなわち、この説明では、過剰貯蓄が証券市場に向かい、証券利率を引き下げて証券供給（したがって企業の投資）を喚起することになるという正統派の命題を（少なくとも理論的には）否定しえないのである。

## 〔6〕

英国の公定歩合は、1929年2月の4.5%から5.5%へ、さらに同年10月には6.5%へと引き上げられて高金利が本格化する。ケインズは29年後半から30年にかけて、投資が貯蓄を下回ると国内経済はどのようになるのかを、主として「マクミラン委員会」での証言や提出した「覚書き」を通じて、詳細かつ理論的に検討するが、そこで主要の論点となったのが、前述した過剰となった貯蓄のゆくえであり、『貨幣論（1930年9月）』において、少なくとも短期的には、次の命題が成立すると主張する<sup>10)</sup>。

投資が貯蓄を下回ると、物価が下落し企業に損失が生じるので、それを補填するため資金需要を過剰貯蓄がファイナンスする——すなわち「貯蓄 = 投資 + 損失を補填とするための資金需要」となる（もし逆に投資が貯蓄を上回ると、企業に超過利潤が生じ、それが投資の増加をファイナンスするから、「投資 = 貯蓄 + 超過利潤」となる）。このように『貨幣論』では、貯蓄は「無為のまま放置される」のではなく、企業の損失を補填するために用いられると説明しており、したがって公共投資のための資金の多くは、まさに物価の上昇によって不必要となる「損失補填のための貯

蓄」によって賄われることになる。しかしもしそうならば、正統派と同様に、フローの資金の需要と供給を調整する証券市場を想定するかぎり、どのような証券利子率のもとでも証券の需給が一致する（両者は恒等関係になる）ために、証券利子率は未決定になってしまい、『貨幣論』は利子理論を欠くことになる。実際、『貨幣論』で中心的な役割を果たしている利子率は銀行利率である。

そこでわれわれが注目したいのは、『貨幣論』における投資財（株価で示される既存の固定資本）価格の決定理論であり、そこで重要な役割を果たすのは、株式を保有する公衆の値上り差益を求め（あるいは差損を避けようとする）投機的行動である<sup>11)</sup>。実際、英国のような発展した資本主義経済の証券市場では、主として、既発行の諸証券（株式や社債・事業債さらには国債・市債・地方債・外国債など）が売買されており、新規の証券の売買の割合は大きくない。

一般に投資家は資産選択として、証券だけでなく、低利の流動性資産（たとえば銀行預金）も保有するが、それは銀行預金が価値の変動がない安全な流動性資産だからであり、保有している諸証券の現行価格が高すぎると判断される場合、値下り差損を避けるために、彼らは資金を証券から銀行預金へシフトさせる。実際、各証券の市場価格は、このような投資家階級の弱気（値下り予想）と強気（値上り予想）による証券の需給関係によって決定され、日々変動しているのである。

かくして、これらの諸証券のなかの確定利子付き証券（たとえば長期国債）の市場価格に注目すれば、その利回りは市場利子率（＝確定利子額／市場価格）であり、しかもそれが種々の長期貸付けや新規発行の証券利子率を規定するならば、以上の議論はまさに長期利子率の決定理論である。

実際、正統派が想定するフロー型の証券市場よりもストック型の証券市場の方が現実的であり、これが流動性選好の利子論への原型となるのである。

## [7]

米国での株式市場の崩壊（1929年10月）に端を発した大不況が、1930年に入り世界恐慌へと進むなか、ケインズは、この大不況の原因として、長びく世界的な高金利をあげる。なぜなら大戦後、次第に貯蓄も回復する一方、この間に資本蓄積が進み、投資の予想利潤率も低下したと考えられ、もしそうならば（正統派に従うと）、長期利子率が低下して当然であるのに、逆に大戦前の50%以上も高水準にあるというパラドックスが生じていたからである。したがって、世界的大不況のなか、各国が相次いで短期金利を引き下げているにもかかわらず、既発行証券の長期利子率の低下がほとんどみられず、短期金利との間に乖離が生じており、そしてそれが投資の回復を阻止しているとみたのである。

1931年9月に英国は金本位制を離脱したが、その後ポンド・レートは急激に下落していき、翌32年6月、政府は為替平衡勘定を設定して為替（ポンド）管理を強化するが、その間、公定歩合は何度となく引き下げられ、同年6月、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、政府は5%の戦時国債の3.5%での借換えに成功すると、ケインズはその政策を高く評価し、今後も低利での国債借換え政策が成功し続けるためには、証券市場の多様な要求に応じた異なる満期の国債（とくに3～5年満期の中期国債）を発行することが肝要であり、そうすれば利子率の上昇（各種証券の価格の値下り）を招くことなく実施できると説く。すなわち諸証券の市場利子率（価格）は慣習的・心理的要因に左右されやすく、一度でも値下りを経験す

ると値下り不安を起こしやすくなるので、そうならないような適切な国債の借換え政策が必要となるのである。

ケインズは、1931年から『一般理論』を完成させた36年にかけて、現実の証券利子率（とりわけ国債の利子率）がどのように決定されるのかを諸論稿で検討するなかで、次第に流動性選好の利子論が形成されていくのであり、以下それを引用文（ケインズ自身のことば）でフォローしておこう。<sup>12)</sup>

「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、短期貸付けの金利は主要な国際金融市場で2%ほどになっている。しかし長期証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。……このことは投資家の間で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は予想されていることを示唆している」(1930年9月)。

「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、幸運は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見ている。……市場の金利には、慣習的あるいは心理的要素を含んでおり、そのために巧妙で確かな管理を必要としている」(1932年9月)。

「市場金利は新規の事業の量よりも、貸手側の心理と銀行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」(同上)。

「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。……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」(1935年2月)。

「大蔵省は将来に向け金利が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。……大蔵省の主要な目的は、これから長期にわたって金利が徐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である」(同上)。

「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(中期)国債を供給する以外に、低位の長期金利を確固たるものとする方策がないことを私は強調したい。しかし、もし大蔵省が現在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と期待することはできない」(同上)。

「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。……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」(1936年2月)。

## 〔8〕

ケインズが『ロイド・ジョージはそれをなしうるか』で主張した命題は、以下の如く『一般理論』のマクロ理論によって論証される。

- (a) 公共投資はその乗数倍の国民所得を生み出し、同時に同額の貯蓄を生む。しかもそれは広範な雇用創出効果を生むとともに、政府に相当の税収の増加をもたらす。
- (b) インフレーションは、正統派の貨幣数量説によって説明されるのではなく、総需要が経済的資源や物的供給能力を超えて増加することによって生じる物価や賃金の上昇である。したがって公共投資による景気回復は供給能力の限界に至るまでは、インフレーションの危険は生じない。
- (c) 公共投資のための資金は、中央銀行引受けによる国債発行などによる貨幣供給の増加によって調達しなくても流動性選好の利子論が教えるように、長期金利を上昇させることなく証券市場で新規国債を売却することによって調達でき、しかも(a)で述べているように、公共投資の実施とともに同額の貯蓄（資金供給）が生じてくるのである。

なお、ミード (J. Meade) は論説「ケインズ革命」において、(c)の命題をより厳密に説明している。

「公共事業計画の資金調達をするための新たな国債の売却による政府の借入れの増加が、当初、これらの証券の価格をわずかに下落させ、その収益率をわずかに増加させる傾向をもつものと想定しよう。ケインズの見解は、もしそれが、①他の競合的な投資プロジェクトを思いとどまらせるような影響はほとんどなく、しかも②貨幣の遊休流動性残高を保有する人々に、今やわずかに安くなり、わずかに高い利回りを付与するようになった証券を購入させる気を起こさせる点で大きな効果をもつならば、概ね正しいということになる<sup>13)</sup>」。

最後にわれわれが指摘しておきたいのは、流動性選好によって決定される現実の利子率と（完全雇用を実現するという意味での）最適利子率との関係であり、問題となるのは、下方硬直的で下限をもつ現実の利子率と成熟した資本主義経済における（投資の期待利潤率の傾下傾向による）最適利子率の低下による両者の乖離である。それゆえケインズは一貫して低金利政策を求め続けたのであり、たとえば1937年の論説 *How to Avoid a Slump* (Jan/1937) において、この問題を次のように説明している。

「景気のある局面では、景気回復に伴って生じる非循環型投資と重なって投資が過大とならないように、延期可能な循環型の投資を抑えることが必要となるが、その場合われわれは、それを実現しうる高金利以外の手段を探さなければならない。なぜなら、一度金利を引き上げてしまうと、簡単に引き下げられないからである<sup>14)</sup>」。

また1939年には、より明確に次のように述べている<sup>15)</sup>。

「投資の期待利潤率からみて最適な、換言すれば最適な雇用水準を維持することができる投資量と両立する利子率は、現在の市場利子率よりも低いだろうというのが私の確信である」。

## 序文—II—『一般理論』の現実問題への適用：1937年から39年の論稿を読む

世界大戦への道を進み始めた、1937年から39年にかけての時期、ケインズは前述した公共投資



に関する3つの命題(a)(b)(c)が依然として現実の英国経済において成立することを、(そのための条件を示しながら)明らかにしたが、同時にそれは正統派の伝統的な旧理論との相違を浮き彫りにすることにより、新理論の正しさを論証する試みでもあったのである。

そこで以下、本稿で訳出する論稿の概要を簡潔に要約しておきたい。

## [1]

1937年に入ると英国政府は、今後の5年間で軍備増強(rearmament)のために5億ポンドの借入れを行なうと発表したが、その背景にあるのは、1934年に政権についたヒットラー(A. Hitler)が翌35年に、ヴェルサイユ条約を一方向的に破棄して徴兵制による再軍備を宣言したことであり、ヨーロッパに再び軍事的緊張が高まった。

そこでケインズは、この政府の借入れ計画の問題について、National Mutual Life 保険協会(会長はケインズ)の年次総会で、**Rearmament and the Gilt-edged Market** (24/Feb/1937)<sup>16)</sup>というタイトルの講演を行い、もし政府が一定の地域的な配慮のもとに軍事支出を行えば、インフレーションを招来することなく実行できると断言し、資金調達の問題についても、『一般理論』をもとに、次のように説く。

①資金調達は金利の高低に関係なく可能であり、高金利がそれを容易にすることはなく、完全に管理と対処の仕方の問題である。

②現在の利子率が低水準すぎることはなく、市場の選好に適した種々の証券を発行によって低利で資金を調達すべきであり、金利は上昇しているよりも下落(市場価格が上昇)している方が、むしろ容易である。

次いで翌3月ケインズは、どの程度の政府の借入れならば可能なのか、あるいは過大なのかを巡って起っている論争について、国防のための借入れとインフレーションの関係を、『一般理論』のインフレーションの定義をもとに具体的に検討した論説 **Borrowing for Defence: Is it Inflation? A Plea for Organised Policy** (11/March/1937)<sup>17)</sup> を、*The Times* 紙に発表する。

そこでケインズは、雇用や生産の増加に伴う物価や賃金の上昇をインフレーションと呼ぶべきではなく、それは雇用や生産の増加を伴わない物価や賃金の上昇と定義されるべきであると主張する。すなわちケインズは、インフレーションを中央銀行の拡張的な貨幣政策の結果としてではなく、総需要と総供給との関係として、具体的にいえば、この借入れ(年間8000万ポンド)による軍事支出によってどれだけ総需要が増加するのか(これはまさに乗数値の推計値に依存する)、それを賄うだけの(マクロ的な)供給能力の余剰があるのか、としてとらえる。

実際、供給能力の限界に近づくならば、インフレーションを回避することはそれだけ困難となり、国家による計画化や管理(たとえば特定や地域での軍事支出・輸出や輸入の管理、他の投資支出の抑制など)が必要となってくることは間違いない。

## [2]

1938年に入ると、ヒットラー政権のチェコスロバキアやオーストリアなどに対する領土要求がエスカレートし(同年9月に周知の「ミュンヘン協定」が結ばれる)、ヨーロッパは「大戦近し」の様相を呈しており、英国の軍備増強のための軍事支出は、38年の1.3億ポンドから39年の3.5億ポンド

ドへと増加し始める。

1939年4月、ケインズは論説 **Crisis Finance: An Outline of Policy** (17 and 18/April/1939)<sup>18)</sup> を、*The Times* 紙に寄せ、そこで一段と厳しくなる「増加する総需要と供給能力の限界」の問題について、貯蓄増加の3つの可能性を指摘するとともに、物的な障害として労働力の不足や外国資源の不足の問題を強調する。そしてそこでも核心をなすのは、以下で引用するように、『一般理論』に基づいて、「軍備増強のための国債発行を可能とするには高金利であり、かつそれを短期債務で調達すればインフレーションを招く」という正統派の見解を否定することである。

「政府計画が物理的に実行可能であり、かつ貿易収支の逆調がわれわれの資力の範囲内にあるならば、計画をファイナンスする貯蓄は必ず生じる。もしわれわれが、このことを理解しさえすれば、不必要な不安や高価な誤りを避けることができる」。

「計画のための資金調達について心配することは何もない・……貯蓄は支出に歩調を合わせて生じてくるが、唯一の問題は、貯蓄が保有される最後の形……如何によって生じてくる。これらの形の選択は、インフレーションを回避できるか否かがそれに依存するがゆえに重要であると、しばしば考えられてきた。しかしそうではない。……政府の債務の形態は、インフレーションの脅威とは無関係である」。

さらにケインズは低利での資金調達を可能にする原則は、①国債の発行は支出の前ではなく、ある程度の時間を経過した後に行なうこと、②発行する国債の種類は主として公衆の選好や市場のニーズに応じて決定されることであるとして高金利政策を批判し、次のように説く。

「異常な高金利を提示する目的は何なのか。もし民間投資が限られた資源を求めて競合する状況になるならば、政府による優先順位の決定や新規発行のコントロールが適正な救済策である。他方、高金利の提示は大蔵省に過大な負担を課し、次世代の国家財政を動揺させることになるだろう」。

加えてケインズは、低金利への確信を強固することの重要性を強調し、そのための一策として、大蔵大臣に「いかなる状況でも2.5%以上の利子の国債は発行しない」と宣言することを求めるのである。

### [3]

前述した *The Times* 紙に掲載の論説に対して、若干の論者から、さらなる説明を求められたケインズは、まず短かい書簡 **To the Editor of the Times** (2/May/1939)<sup>19)</sup> を寄せ、さらにその20日後、政府の借入れ政策と利子率の関係を論じた長文のメモランダム **Government Loan Policy and the Rate of Interest** (27/May/1939)<sup>20)</sup> を、イングランド総裁のノーマン・モンタギュー (Montague Norman) を送る。そして、それと同じ主旨の(一部内容が重複)論説 **Borrowing by the State** (24 and 25/July/1939)<sup>21)</sup> を *The Times* 紙に掲載する。そこでの中心的なテーマは、どのようにすれば国債発行による政府の借入れ政策を利子率の上昇を招かずに実行できるのかであり(既に述べてるように理論的には可能である)、その標準的な進め方(プロセス)を段階を追って、以下のように具体的に説明される。

(1) 政府は軍備増強のために必要となる資金を大蔵省(短期)証券を発行し、それを主として銀行組織(中央銀行や市中銀行)に引き受けてもらい、それを軍事支出する。

- (2) 軍事支出は十分な配慮のもとに実施されるならば、その乗数倍の国民所得の増加となり、同額の貯蓄を生むが、その大部分はまず、低利の流動性資産（主に銀行預金）として保有される。
- (3) このような状況が一定経過し、貯蓄が最終貯蓄者に至ると、彼らは増加した低利の流動性資産を、より高利の中・長期証券へとシフトさせようとするだろう。
- (4) そのために証券市場では中・長期証券が超過需要となり、各種証券の価格が上昇して利回りが低下し始めるが、その時こそ政府が中・長期の国債を低利で発行する好機である。公衆の選好と市場のニーズに合わせ、諸証券が超過供給にならないように十分に配慮して、種々の国債を供給する。
- (5) 政府は次に、このようにして調達した資金をもって、銀行組織から大蔵省証券を買い戻して償却する。かくして金利を引き上げることなく国債発行によって資金調達に成功し、軍事支出額（国債発行額）= 公衆の貯蓄の増加（国債保有残高の増加）となるのである。

その一方でケインズは、以上のプロセスが成功裡に進行するための3つの条件を提示しているが、それらはいずれも証券価格を下落させて公衆の間で値下り不安を招かないようにするための条件である。

- ① 国債の発行の時期を急いで、各種の国債価格を下落させてはならない。政府は民間企業と異なり、期が熟すのを待つことができるのであり、待たなければならない。そして何よりも重要なのは、政府が確固たる行動で、低金利での借入れが可能であるという確信を示し、公衆にそれを浸透・定着させることである。
- ② 低金利の維持を困難にするのは、政府の高い借入率ではなく、その高い増加率である。なぜなら、借入れ率が増加していれば、どうしても証券市場は超過供給になりやすく、証券価格の値下りの危険が高まるからである。
- ③ この間、中央銀行は、公衆が望むよりもやや多めの資動性を供給すること——すなわち、公衆の銀行預金の増加に対して民間銀行の現金準備の不足に陥らないように（それを補うために手持ちの証券を売却することのないように）、中央銀行預金の増加（や大蔵省証券の供給）が求められる。

## I 軍備増強と優良証券市場（1937年2月）

私は以前に、1936年の年末は、われわれの資産を評価するのにとりわけ好都合の時になるかもしれないと述べた。なぜなら、産業株はその時まで、ブームによる一時的な要因とは別の経済の回復の影響を主として受けていると思われていたからである。一方同時期、優良（金縁）証券の主要部分の収益は以前のままであった。今次の政府の軍備増強計画の発表は、確かに景気後退の予想を当分の間、先延ばししたように思える。しかし、その優良証券市場に及ぼす効果は厳しいものだった。そして当然ながら、保険業界は株式よりも確定利子付き証券に関心があり、それゆえ不安を抱きながら、政府の資金調達の見込みについて精査している。楽観的な見通しをわれわれは持ちうるのだろうか。

### 大蔵省の政策協力の必要性

大蔵大臣が提案した借入れ額は、疑いなくわれわれの受け入れ能力の範囲内であると私は考えており、支出を可能なかぎり特定の地域の未利用の資源を雇用するように向けるならば、とりわけそうである。他の延期できる資本支出を遅らせる政策と組み合わせることが政府の責任である。他にも可能な提案はあるが、いずれにせよ、今後5年間、必要な資金を見出すのが困難になるようなことはない。公共事業体や地方公共団体の減債基金、住宅協会などがいま受け取っている巨額の払戻し金、郵政公社や高雇用時の受託貯蓄銀行の預金の着実な増加、産業界の巨額の内部留保など、これらを合せると5年間ではなく1年間で4億ポンドになる。われわれは、不況期をもとに投資可能な資金を推計してはならない。

### インフレを回避する可能性

インフレーションの状況を生み出すことなく、大蔵省が資金調達できたとしても問題は残る。それは政府が、そのためにどのような代償を支払わなければならないかである。私に言わせれば、それな完全に管理と対処の仕方の問題である。もし借入れることが罪であるとして罪悪感に苦しむ大蔵大臣が高金利で借入れ、自らを罰しなければならないと考えるならば、市場はそれに反応するだろう。しかし彼は、高金利によって借入れが容易にはならないことがわかるだろう。逆に相場が下落しているよりも上昇している方が資金の借入れは、はるかに容易である。優良証券市場において求められるのは、その市場の支持者を鼓舞することであり、過去の経験からみて、私が大蔵省に期待するのはこれである。

新規国債の発行条件を考える際に、英国の大蔵省と米国の財務省のやり方を比較するのは興味深い。これまでわれわれの場合、負債の大部分は（大蔵省（短期）証券を別にすれば）25年以内では償還時未定タイプの長期債で、それが概算で50億ポンドほどであり、10億ポンドが中期債である。さらにいえば、中期債の約半分ほどが額面価格以上であり、したがって税やその他の目的の多くの投資家にとって不都合である。他方米国の場合、負債はすべて25年以内に償還され、30年を超えるものはない。そして、25年以内ほとんど毎年、償還時期が来る証券や債券（notes and bonds）がある。このように、投資家の選好に適応しており、金利は満期が遅くなるとともに緩やかに上昇している。たとえば非課税金利は、1年債で0.25%、2年債は1.0%、4年債で1.25%、6年債で1.75%、10年債で2.0%そして15年債で2.5%である。

この金利は、償還時利回りを期間で比較するならば、英国債と大きくは違わない。しかし、米国財務省は満期の調整によって、実質的に低い金利で借入れることを可能にしている。優良証券の保有者の多くは、基本的に資産価値の安定性に関心を持っている。その一方で、長期にわたる収益の安全性に魅力を感じる人々もいるが、後者が前者の5倍も多いとは考えられない。したがって、長期債を相対的に過剰供給にしておくことは、大蔵省にとって高費用である。大蔵省は公衆の（長期債の）値下がり不安から利益を得ること、すなわち、求められる潜在的な流動性を供給することによって利子を節約すべきである。

### 現在の金利は低すぎない

とにかく、現在の金利を低すぎると見るのは誤りである。大戦前の50年間、コンソル公債の平

均利回りはおよそ3%であった。今日、戦時国債の利回りは、約3.5%である。長期優良証券の平均利回りが今日と同程度の高さだったのは、1837～1914年の間でわずか5年間だけであった。ところが、いま一人当りの資本価値は、その期間の1.5倍であり、しかも当時、われわれは急速に増加する人口のために資本を供給していたし、海外にも膨大な投資を行っていたのである。したがって、大蔵省の要求を受け入れたとしても、今われわれが知りえるのは、今後、長期金利が3%よりも高くなる正当な理由はないということであり、むしろ低くなるべきなのである。

## II 国防のための借入れ：それはインフレーションか？（1937年3月）

大蔵大臣が軍備増強のための予想される借入れ計画を発表したが、当然ながらそこで、この計画がインフレーションの危険を招くことなく、現在の経済状況で受け入れられるのかという問題が浮上し、熱い論争となっている。大蔵大臣は、年間8000万ポンドの借入れは、状況からみて過大ではないと宣言したが、彼の批判者たちはこの結論に論駁している。明らかにそれは数字の問題であり、大蔵大臣は年間2億ポンドならば危険であることには同意するだろう。批判者は、年間4000万ポンドならば安全であるとして受け入れようとしている。この答はどのような計算によるものなのか。あいまいな個人的な判断に基づく単なる主張よりも、さらに高い段階での議論を展開できると私は考えている。

まず初めに、「インフレーション」によって、われわれは何を意味するのか。もしわれわれが、それを危険で避けるべき状態であり、ほとんどの人にとって恥ずべきことを意味する用語として用いるならば、インフレーションは単に「物価や賃金が上昇している」という意味ではなくなる。なぜなら、明白な理由により、経済活動の回復には、物価や賃金の上昇傾向は避け難いからである。需要の増加はそれに伴って生産や雇用が増加するが、同時に物価や賃金も上昇する。インフレーションと呼ぶのが適切なのは、需要の増加がもはや生産や雇用を増加させることができず、主として物価の上昇に費やされる時である。そしてこの状況に至ると、新しい需要は既に最大限まで利用されている資源を、既存の目的のための需要と単に奪い合うだけになるのである。

### 供給能力の余剰

したがって問題は、課税による所得の移転ではなく、借入れによる8000万ポンドの支出から生じるであろう需要の増加を賄うだけの供給能力の余剰があるのか、ということである。実際、需要の増加は8000万ポンドを超えることになる。なぜなら、8000万ポンドを受け取ることによって、われわれの支出が増加し、以降も同様なことが続くからである。ここでは詳しく述べられないが、我国の現在の条件を考慮するならば、需要の増加の総計は、おそらく最初の増加の2～3倍になると予想できる十分な理由がある。われわれの予備的な推計として、最大の3倍であるとする、政府の借入れから生じる国民所得の増加は、現在の物価で約2.4億ポンドの増加となるだろう。それは国民所得の約5.5%の増加である。われわれに、この増加を賄うだけの供給能力の余剰があるのだろうか。政府の需要は現在の雇用からの資源の移転となり、単なる物価の上昇となるのだろうか。確かにこれは、軽率に答えられる問題ではない。

失業中の被保険者は、12.5%という高率である。しかし、新しい需要は広範囲に広がる（それは軍備のための一次雇用に限定されず、消費需要の増加を賄うための二次雇用も生じる）けれども、われわれは国内需要を満すために利用可能な人々を、失業中の被保険者の半分とみることにはできない。なぜなら、われわれは雇用不能者、季節的失業者そして輸出産業に雇用されている人などを除き、すぐに働けない人々を差し引かなければならないからである。もし既に雇用されている人々による生産の増加を考慮に入れないならば、1936年時よりも1937年時に国民総生産を5.5%ほど増加させるには、より一層の計画化と労働の移転が必要となるだろう。たとえば3年間あれば可能かもしれない。

このように順風満帆とはいかない。すなわち、もしなんらかの輸出産業の改善や他の活動の削減がなく、しかも組織的な労働時間の延長や十分に熟慮された計画そして計画実行までの期間がないままで、政府支出が直ちに全速で始まるならば、インフレーションと呼ばれる状況になる危険が生じてくる。にもかかわらず、彼がインフレーションを避けられると主張するのは正しいのか——以下の理由により、私は正しいと信じる。

#### 他の諸資源

まず第1に、 $\dot{3}$ という乗数値は現状では過大かもしれない。景気回復が進むとともに、おそらく貯蓄は比例以上に増加し、特に利潤が増加する。したがって、8000万ポンドの借入れからの総支出の増加は、たとえば1.7億ポンドほどであれば、国民所得の4%であり、これは5.5%よりもはるかに実現可能である。

第2に、新規需要は国内生産の増加ではなく、輸入の増加（上の推計では考慮されていない）によっても、ある程度は賄われるだろう。これは、輸入が輸出の増加によって相殺されるか、あるいはそれができずに、対外投資が減少することになるのか、いずれかを意味する。おそらく、両方が少しづつ生じるだろう。われわれは、貿易外（無形の）輸出の増加が海運や投資からの収益の増加、そしておそらくジョージ5世の戴冠式への観光客からも期待できる。しかし、われわれの主要品の輸出を増加させるために、可能なあらゆることを行なうことが、特に賢明である。それは、輸出産業に主として余剰労働が生じているからである。大蔵大臣の借入れによるインフレーションの帰結を避ける最善の方法は、輸出と輸入の双方を増加させることであり、これは、逆説ではない。とにかく、輸入の増加の分として（たとえば）15~20%ほどを差し引くことができるが、それはインフレを回避するのに必要な国内総生産の増加率を、3.5~4.5%ほどに引き下げることになる。

第3に、すべての可能な発注を、確実に余剰な資源がある特定地域に向けるという方法は、大きな助けとなるだろう。これを国内の不況地域への慈善の単なる一形態とみるのは誤りであり、逆にそれは全般的な利益である。需要がインフレ的であるか否かは、供給能力に余剰がある産業や地域に向けられるか否かに依存する。特定地域で生産を組織することはインフレーションを招くことなく軍備増強ができる方法であるが、これが正しく理解されているのかどうかわからない。戦時局（War Department）は、特定地域に向ける方法を慈善の一種であり、疑いなく価値のあることではあるが、最も効率的な労働の配分を妨げることになると考えている。しかしそれは逆である。多大な浪費や混乱という犠牲を伴わずに、雇用が増加させられるのは、いま失業している

人々を雇用することによってのみである。特定地域は、正常な経済活動を阻害することなく、軍備増強のために向けられる資源の主要な備蓄先であり、それは慈善ではなく、好機なのである。

われわれは依然として、新規の資本投資が軍備増強を除いて、以前と同じ規模で続くものと予想しているが、新規の建築をある程度抑制することは可能であろう。異常でかつ責められるべき先見の明の欠如ゆえに、我国の当局は、新規の建築の完全な資料の収集に価値があると考えていない。しかし去年、新規の建築が2000万ポンドほど、ほぼ間違いなく減少したが、これは大蔵省の必要額の1/4を提供しうる額である。それ以外にも、鉄道会社、公共事業体、地方当局などによる資本開発があり、これらはある程度、裁量的な政策によってコントロールが可能である。他方、投資の増加は、著しい不足に陥っている新設備を供給するのに必要となるかもしれない。にもかかわらず、以上で述べた相殺要因を考慮した後の3%の生産の純増ならば、われわれはなんとか成し遂げられるだろう。そしてそれは近い将来に成し遂げられると期待できる前進である。

### 計画の必要

私は、大蔵大臣の借入れによる支出はインフレーションを必要としないと結論づける。だがもし注意を怠れば、その限界に近づくかもしれない。とりわけ、これは近い将来においてそうであり、最も起こりうるのは1年後か1年半後である。なぜなら通常の投資が最近の景気回復によって喚起され、生じてきているからである。したがって2年後には軍備増強のための借入れが、不況を阻止する決定的な助けとなりうる。他方、戦時局が予定表通りに支出することが——ほとんどありえないが——できないかもしれない。

しかしこの結論を受け入れるには、重要な前提条件がある。政府の計画は、適切な速度では実行されないだろうし、運まかせの方法ではインフレーションは避けられないだろう。国家の資源は、いま企図されている分だけで限度いっぱいだろう。戦時統制や配給などを避けることが最も重要である。もし戦時局が外国貿易や特定地域に及ぼす影響や他の投資との競合などについて、全般的な配慮を行わずに、自己中心で突き進むならば、われわれは恐ろしい混乱に陥るかもしれない。

それゆえ私は、以前の『タイムズ』紙の論説での結論を一段と強調して推奨する。中央に情報を収集して検討し、政策について助言することを責務とする組織を立ち上げることが必要不可欠である。そのような提案が人気がないのは承知している。情報が十分であることを政府は嫌う。なぜならそれは、決定に到るまでのプロセスを複雑で難しくするからである。しかしこの時期、公共利益のためにそれはなすべき犠牲である。どのように適合させるのかについて多くを考えなくても、国家資源の80~90%を使うことは容易である。なぜなら全体的にまだ余裕があるからである。しかし国家資源の95~100%を使用する状況に到ると、きわめて困難な任務となる。配慮と管理がなければ成しえず、インフレーションを招くかもしれない。避けられるとしたら、景気後退が起こって他の支出が削減される場合のみであろう。より多くの現実の情報を集めることの重要さは、とりわけ考慮に値する。なぜなら、上で述べた推計は、当然ながら、入手可能な数字にもとづく概算にすぎないからである。したがって、一定の誤差があることは明らかである。

### Ⅲ 財政の危機：政策の概要（39年4月）

#### 〔1〕 雇用と予算

われわれは平時の財政と戦時の財政の両方を経験したが、今次はそのどちらでもない。どのように行動するのかについて新しい思考が必要となっている。もし戦争になれば、株式や商品の価格は需要の著しい増加によって、遅かれ早かれ上昇するだろう。もし平和が確実になれば、著しく高まる確信によって、同じように上昇するだろう。しかし両者の中間の状況では不況は避け難い。民間企業が将来に確信をもった計画を立てられないので、われわれは失業についての大きな不安を感じるだろう。しかしこのような状況下では、そのような心配は不要であると間違いなく言える。国会や国民がはまだ、切迫している変化の確かさと規模を十分に理解しているのかどうか疑わしい。しかし以下の述べる理由ゆえに、予想される変化は確実であり、当局は事前に計画を立てるべきである。政治家はためらうかもしれないが、ことが起こる前に予測しておくことは、市民にとって何ら不道德なことではない。1939～40年の財政年度には異常な失業問題はなくなっている。失業問題に対処するためのあらゆる計画や準備は時間と資金の浪費であり、前もって打ち切るという前提のもとで、大蔵大臣は予算を編成すべきである。失業に対する予算上の準備は大幅に減らすことができ、政府の借入れに応じて利用できる資金は失業基金に蓄えられるだろう。また彼は、国民所得は（例えば）8%ほどで徐々に増加し、それは国民所得の増加に伴って税収を増加させる——税収になるまでには時の遅れがあるために、実際に大蔵省の歳入増となるのに1年以上はかかるけれども——と予想すべきである。いずれにせよ、この年の政府の借入れによる支出の相当の部分は、遅かれ早かれ、既存の税からの税収の増加や失業に伴う費用の減少によって自弁されるだろう。

#### 米国との比較

以下での数字を見るならば、予想が大胆でも無分別でもないことがわかる。今年の借入れによる支出は3.5億ポンドであると、あるいは昨年度よりも2.2億ポンドほど増加したと推計されている。その後の状況からみて、実際はおそらくこれ以上であろう。このネットの効果を推測する前に、多くの調整がなされなければならない。政府からの発注に応じるために必要な投資（たとえば造船業において）や消費財産業が、正常な事業の減少のかなりの部分を補うかもしれない。しかし貿易収支の逆調が重要な相殺要因となりうるし、増加する失業基金の余剰は予算の外にはあるが、差し引かなければならない。

すべてのことを考慮に入れると、一次需要の増加は、2億ポンドほどであり、総需要の増加はおそらく、この額の2倍程度となるだろう。実際これは大きな額である。これがどれほど大きいかを知るために、ローズベルト大統領の公共事業計画と現在の（我国の）軍備増強計画と比較してみよう。もし我国の政府の借入れによる支出が4億ポンドに至ると、それは国民所得のおよそ8%である。この額は米国の公共支出の最大額の約2倍であり、退役軍人へのボーナスを除く、あらゆる目的のために生じた米国の財政赤字のほぼ2倍である。一般的にみて、ローズベルトの



その約2倍である次年度のわれわれの計画が承認されるかどうかは疑わしい。

このような支出の経済的帰結は広範囲に及ぶだろう。一人当りの平均年間生産量を250ポンドとすると、予想される需要の増加は150万人の労働力を必要とする。もし、既雇用者による超過労働や他の控除を認めるとすれば、現在失業中の100万人の労働力に求めることになるが、正確な推計は不可能である。とにかく、この線に沿って事態が進むことを止めるのは、資金の支出が頓座しないかぎり難しい。もし再雇用させる人数が75万人程度ならば、われわれが直面する問題は、本質的には変わらない。

まず初めに、国内産業の見通しは数年前よりは良いが、それは深刻な労働問題がないことを意味しない。問題の性格は以前と全く逆になっている。重要なのは、われわれは新しい考えに慣れるために数ヶ月を無駄に過すべきではなく、直ちに準備に入るべきだということである。政府による優先順位づけ、深刻な熟練労働者の不足、労働組合の制限慣行、需要が最大の地域への労働力の移転、本質的でなく職務の削減など——(第一次)大戦時のすべての問題が差し迫っている。

繰り返すが、資金の支出が頓座しないかぎり、この予想が真実になることを防ぐことはできない。もちろん状況に変化が起こることはないだろう。さらにいえば、経験からみて通常計画は遅れるものであり、したがって最終結果も遅れるが、そのことは、企画立案が必要でないということではなく、それを着手するには、まだ時間があるという意味である。しかし、ある種の資材や熟練労働の不足は間近に迫っているかもしれない。今年の3月においても、鉄鋼の生産が我国の能力限度に接近しており、金属産業の見通しについても再調整が必要な時期が来ている。

われわれは、長い間(約10年)、未利用の膨大な余剰能力があるという考えを刷り込まれてしまったために、状況が完全に逆転しているという明白な事実に向きあうのに、異常な緩慢なのである。

### 貿易収支

国内支出が急激に増加するときに、克服すべき2つの物的障害があるが、このような状況下では、次の2つの物的な障害が基本であり、第1は労働力の不足で、第2は外国資源の不足である。したがって労働力の問題を別とすれば、貿易収支がわれわれの主たる専念事項となる。輸入への需要は確実に増加するので、それを促すと同時に我国の輸出を時代に適合させるような方法がより一層必要となるだろう。しかし輸入への需要に加えて、政治的借款のためにも大規模な資金が必要になることは明らかである。一方、われわれの最終的な金準備を可能なかぎり減らさないことも重要である。外国貿易への対処を、助成なしに個別企業に委ねるのは安全ではない。なぜなら、彼らには、われわれの金融力にとって不可欠な輸出と輸入を結びつける機構がないからである。これは非常に困難な緊急の課題であるが、その困難さは、解決策がわれわれの伝統と選好に反するためである。

また外国在住の英国人による(英国から外国への)資本の送金の禁止を最大限にまで強化すべき時期が来ているものの、真の貿易による取引や外国人に代ってなされる送金は自由のまま残すべきである。平時時には、すべての抜け穴を塞ぐのは不可能である。しかし特別に承認された場合を除き、すべての個人・機関投資家・銀行やブローカーなどに向けられた、海外への送金を含む資本勘定における新たな取引を禁止する明確な指示は、十分な効果があることが示されるだろう。

既にそのような指示が出されている分野があり、効果があるように見える。特に米国向けのさらなる送金をカバーするように、指示を拡大する必要がある。われわれの流動性資産のすべては、今後、貿易収支の逆調と政治的借款に対処するために、集中化されなければならない。

しかし、在外英国人が資産を英国内に留め置くことを求められるのは、以上の理由だけではない。これからさらに議論するように、大蔵省の借入れ計画にとって、大蔵省が国内への配慮だけでよいという状況を作ることが、必要不可欠なのである。

### 貯蓄の供給

既に述べたように、今次の財政年度において大蔵省の要求額を賄うためには、国民は昨年よりも2億ポンドほど多く貯蓄しなければならないだろう。正しいことが証明されているかどうかはわからないが、政府計画の実行は、民間投資の意図的な削減を伴わなくても、我国の物的な供給能力の範囲内にあることを前提としている。我国の近年の純貯蓄は、概算で年間4億ポンドと推計されるので、一見すると、この計画はほとんど実行不可能に思える。しかし、純貯蓄のこの数字は誤解を生む。それは、既存の設備や建物の消耗や減価償却分を完全に控除し、さらに企業の損失も差し引いた額である。減価償却費は、ほぼ4億ポンド近くと推計される。企業の損失の信頼できる推計額を私は知らないが、景気が悪い時には大きな額になる。

それゆえ、大蔵省にとって必要となる追加的な2億ポンドには、3つの源泉がある。まず第1に、維持・補填のための支出はある程度延期することができ、これには在庫の正常水準以下への削減も含まれる。これは一時的で危険な手段であるが、間違いなくドイツが大規模に実施した手段である。第2に、産業が完全稼働に近づけば、企業の損失を補填していた貯蓄の必要がなくなる。そして利潤が増加するので、企業内に利潤の留保額が増加するが（これが通常、国内貯蓄の約半分である）、特にこれは、追加的な運転資金が必要な時や利潤の源泉が一時的な時に生じる。

最後に個人は、自己の所得の増加の結果として貯蓄を増加させることが期待できる。貯蓄の美德が復活したのである。近年、民間貯蓄は失業を悪化させるとして非難にさらされてきた。しかし新しい状況下で、再びそれは社会の目標に寄与し、そして私的な節約は公的利益と一致することになるだろう。もし不確実な最近の状況で、一般の人々が普段よりも節約的になる傾向が生じるならば、この傾向は自己の責務と一致するだろう。

### 注意すべき2つの兆候

これらをすべて考慮に入れると、政府の現在の計画は、地方当局や道路委員会などによる他の投資を削減するための特別な手段をとらなくても、実行可能であるが、試みられるまでは確実なことはいえない。しかし、もしより制限的な政策をとるべき原因が生じたとすれば、それは物的な面にあらわれてくる。すなわち、もしわれわれの資源が限界に近づくならば深刻な労働力の不足が出現し、そのため政府の計画は、政府による優先順位の決定の助けがなければ、物理的に実行できなくなるだろう。そしてそれは、輸出よりも輸入の成長率の方が高くなることによって、人目を引くことになるので、われわれはこの2つの兆候以外に注目する必要はない。

政府の計画が物理的に実行可能であり、かつ貿易収支の逆調がわれわれの資力の範囲内であるならば、計画をファイナンスする貯蓄は必ず生じる。もしわれわれがこのことを理解しさえす

れば、不必要な不安や高価な誤りを避けることができる。(第一次) 大戦や近年の全体主義国家での実践の経験はすべて、この基本的な結論が依拠する単純な論理を立証している。しかし、いわゆる「金融界」の見解は、これを否認する傾向にある。これは、富裕層が自らの金融資産を外国に送金する自由を彼らの自由の必須の条件とみる慣習の結果なのだろうか。なぜなら、われわれが単に認めるだけでなく主張しているのは、この自由を容認しないことが、国家財政の均衡を維持するための条件だからである。いま政府は以前の論説で私が述べたように、まず第一歩として、貯蓄促進の国民的な取組みを行なうべきであり、おそらくそれは財政的理由と同様に道徳的理由に基づいている。対外投資を蓄積することによって、今までに我国の在外資産を強化してきた人々を非難してはならない。これまで、このように活用されてきたわれわれの資産は、我国の強さの貴重な源泉であり、時が来れば引き出すことができるのである。しかし、このような時期は終わり、新しい局面が到来したことを、明白な形で示して認める時期に来ている。

### 支出と所得

いま、もし現在の貯蓄が外国に逃避しないと仮定すれば(もし起ったならば、国内計画はわれわれの金準備によって一部ファイナンスされることになる)、貯蓄は必然的に大蔵省にとって利用可能となる。したがって、もし別の問題である貿易収支の逆調を無視するならば、社会の所得は、政府支出と民間支出の和に等しくなり、ある一人の支出は別の人の所得となる。このように、社会の総所得のうち民間の支出を超える分は、税の支払いや政府への貸付けに残されるから、それは正確に政府支出に等しくなる。おそらく B. B. C. は、この結論がわれわれの算数の能力を超えているかどうかを知るために、「パズル・コーナー」で出題できるだろう。

以上のように、政府計画の実行に伴う我国の物的な供給能力、資源の対外流出を阻止する適切な技術そして貿易収支の逆調という常にある不安以外に、心配することは何もない。しかし、計画のための資金調達について心配することはないものの、それらは間違いなく十分に困難な問題である。貯蓄は支出に歩調を合わせて生じてくるが、唯一の問題は、貯蓄が保有される最後の形——イングリッド銀行の残高か、大蔵省証券や債券 (Treasury bills and bonds) か、あるいは長期国債かなど——如何によって生じてくる。

これらの形の選択が、インフレーションを回避できるか否かがそれに依存するゆえに重要であると、しばしば考えられてきた。しかしそうではない。国の物的な供給能力が、政府の計画と現在の物価水準での国民の支出に対して不足するようになった時、あるいは現行の為替レートのもとで、貿易収支の逆調がわれわれの支払い能力を超えた時に、インフレーションは生じる。既に強調したように、インフレーションを避けることは真に重要な問題であり、ドイツではまもなく顕著な問題となるだろう。しかしそれは、どのような形の政府債務が選ばれるかは別の問題である。配給制や消費の強制的な削減はそれに影響を及ぼすだろう。しかし、もし国民が支出の自由を享受し、政府が増税ではなく、借入れによって支出を行なうならば、政府債務の形態はインフレーションの脅威とは無関係である。

### 利子率

緊急時における借入れ政策の主要な原理は2つであり、それは看過されないかぎり自明なこと

であろう。まず国債は支出がなされる前でなく、後に発行されなければならない。貯蓄は支出と歩調を合せて生じるが、種々の時の遅れや移転のために、ある程度、時間が経過した後でなければ、国債の購入に向かえないからである。最近、大蔵省が2・3回実施したように、貯蓄が生まれる前に借入れを行なうならば、貨幣市場は間違いなく逼迫するが、それは支出中に、大蔵省によって調達された資金が、銀行や公衆の正常な流動性資産を奪うことになるからである。

借入れ政策の第2の原理は、国債の種類は主として、公衆の選好によって決定されるべきであるということである。もし公衆が短期債を好むにもかかわらず、彼らに長期債を押しつけたとしても、何も得るものはなく、金利の条件面で多くを失ない、金融組織を混乱させるだけである。緊急事態が終わり、種々の制限が撤廃される時に適正と思われる以上の高金利を支払うというような目的は存在しない。もし利率の安定性と連続性が緊急時と平時との間で維持されるならば、大蔵省と公衆の双方にとって最大の利益となるだろう。異常な高金利を提示する目的は何なのか。もし民間投資が限られた物的な資源を求めて競い合う状況になるならば、政府による優先順位の決定と新規発行のコントロールが適正な救済策である。他方、高金利の提示は大蔵省に過大な負担を課し、次世代の国家財政を動揺させることになるだろう。そして現状ではそれは、金融機関にとって（手持ちの金融資産）の破滅的な減価を引き起こすことになるだろう。

大蔵大臣が、いかなる状況でも2.5%以上の利子の国債は発行しないと宣言することは、大蔵省にとって望ましいことである。最初、大蔵省（短期）証券の発行が大きく増加することは正しいことであり、おそらく避けがたいだろう。その後、種々の満期の国債が供給されるが、それらは満期の違いによって金利が2.0%から2.5%の国債である。

### 調整された努力

私は、失業問題は今や無視しうるだろうと述べてこの論説を始めた。しかし、もしわれわれが努力を始めたばかりなのに、計画への追加が月を追うごとに必要になってくるならば、もちろんそれ（失業問題は無視できるということ）は、愚かしいほど控えめな表現である。われわれは、深刻な労働力の不足そして公共と民間のそれぞれの需要の調整や政府の各部局間での限られた資源の適正な配分などに伴う、あらゆる困難の予想に直面している。軍需省は、あたかも有益かどうかかわからない部局間組織の一部であるかのように論じられている。それをどのような名前と呼ばれるとしても、もしわれわれが調整（のための）部局（Department of Coordination）を立ち上げるならば、時間と無駄な努力を節約できるだろう。ここで調整局はそれに付随する経済参謀本部（Economic General Staff）とともに、労働の供給と動員、限られた資源の配分そして輸入超過を阻止するための裁量的な政策を扱うという特別な目的の部局である。この組織を支出を担う部局よりも大蔵省に付設することを支持する理由は多くあるが、資金よりも物的資源が重要となる緊急時において、大蔵省のコントロールが効果的に実施できるのは、この経路を通じてのみだからである。大戦でこの任務に関与した人々が、現在の状況に対して、細かい点で大きな貢献をしているのかどうかは疑わしい。状況の変化が多すぎる。そしてもし危機になれば、われわれは、以前の4年間のような段階的な実験や緩やかな展開を経過せずに、1918年の状態に突き入れられることになるだろう。さらにいえば、中間の時期には特別な難しさがある。しかしわれわれは問題の性格を知っており、問題解決のためのすぐれた組織の重要性を経験によって強烈に印象づけられ

たのである。

#### IV 『タイムズ』紙の編集者への書簡 (1939年5月)

Borough氏は、大蔵省の借入れに金利の上限を設定する政策は、他の国内の借手が支払う金利をコントロールすることを含むのかどうか、私に尋ねている。私はそれを考えていない。なぜなら、以下で述べるように、大蔵省が現行の金利水準以外で借入れることを想定していないからである。私が主張していることには、技術的な困難を含まず最も抵抗が少ない。しかし寄せられた論評からみて、私はさらに詳しく説明すべきであろう。

事態の自然の推移の初期段階は、見解は共通していると思われる。まず初めに、大蔵省は大蔵省(短期)証券を発行し、その10%をイングランド銀行に、残りを主に株式(民間)銀行に引き受けてもらう。為替平衡勘定基金によって最近、市場から巨額の短期証券(bills)が吸収された結果、このプロセスは銀行の大蔵省証券の保有額がそれ程昔でない水準に戻るのに、一定の時間を要する。その間、公衆の銀行預金残高は、それに伴って増加していだろう。これらの預金は支出されなかった所得から積み立てられる——すなわち、それらは貯蓄を意味し、通常、国債や他の投資物件の購入に利用されることになる。

しかし、このような状況下では、公衆も銀行もともに、安全性と流動性のために利子収入を犠牲にしてでも、通常よりも流動的な資産構成を選ぶことが起こりうる。もしそうならば害はないだろう。貯蓄は依然として貯蓄である。なぜなら、それらは直接でなく銀行組織を通じて政府に貸されることになるからである。一方、政府は0.5%かそれ以下の費用で資金調達できるという利益を享受できる。たとえそれが正常な状態に回復するまで続いたとしても、大きな問題とはならないだろう。

しかしおそらく、遅かれ早かれ、銀行と公衆が、無利子に近い流動性資産の形で多くの資産を保有するのは、収入の損失であると感じるようになる時が来るだろう。遅くとも10年後に額面で償還される2.5%の借換え国債は現在の価格は92と割安になっており、0.5%やそれ以下の短期証券や銀行預金よりも魅力的に見え始めるだろう。この段階になると、この借換え国債や他の同様の諸証券の価格は着実に上昇してくる。すなわち、公衆がより長期の形で自らの貯蓄を投資する用意ができた時に、自然の結果として長期証券への需要はその市場価格を上昇させるだろう。私が勧奨するのは、以上のプロセスが十分に進行するまでは、大蔵省証券以外の新規国債の発行を延期すべきであるということである。

市場の金利が借換え操作を正当化できるほど低くなった時に、大蔵省が決める責任があるという意味で、大蔵省は借入れ時に利率を市場金利に設定できる力を有しており、これは非常に現実的な力である。なぜなら、市場は予定されたコースを進むからである。公衆の貯蓄はその間ずっと増加している。もし長期国債の供給が変わらないままならば、需要の力は価格を押し上げていく。コンソール公債の価格が来年にかけて下落するのが自然であるという考えは、この要因を無視している。現在、危機的な状況ゆえに流動性への需要が貯蓄の増加を上回っている。しかし新規の貯蓄が次の年に3.5億ポンドを超える額となるだろう。長期証券の供給が変わらずに、貯

蓄の増加によって需要が増加すれば、市場で価格が上昇するのは常識である。それゆえ大蔵省は、長期国債の供給を増加させることによって、その価格を決定できる立場にある。国債の市場価格が正常水準にまで上昇し、公衆がもはや超流動的な形での貯蓄の保有を望まなくなるならば、その時が公衆の要望に応じた種々のタイプの国債を新規に発行する時なのである。期が熟した時期での、この借入れの目的は、民間投資に物理的な制限を課すことなく、経済が正常状態に戻るのを促すことである。

ところで別の政策を支持する他の唯一の理由がある——すなわち、公衆の貯蓄を大蔵省証券でなく長期国債を保有させようとするのは、インフレーションを回避するためであるという誤った信念からである。しかし、物価を上昇させるのは、支出のための資金調達の方法ではなく、民間や公共の支出である。国債の利率を2.5%の代りに6.0%にしたとしても、それが民間の支出に何の効果を及ぼさないとはいわない。たとえばそれが個人の住宅建築を妨げるということには同意するが、建築労働力に余力があるかぎり、高金利は不必要である。しかしもし特殊な資源に供給の限界に迫った時には、政府が不可欠な支出に対して優先順位を決める体制以外に、効率的なコントロールの方法はありえない。

さらにいえば、高金利はすべての方向で等しく制限的に働く。しかし、たとえば民間の建築を阻止する理由がない場合がありうる。資金調達のための自由競争は物的資源をめぐる自由競争に続いて起こるものである。それゆえもし物的資源がコントロールされているならば、資金調達は制限する必要もなくなる。6%国債は異常な高金利でかつ誤りであり、鉄鋼や熟練労働力の不足に対処するには非効率的な方法である。産業界から必要な数の新兵を集めるために、軍はどれだけ軍人給与を支払ってでも募集すべきであると、誰も提案していない。しかし、これは鉄鋼の民間需要を抑制する手段として、6%国債を発行するよりも、その目的にとって効率的で反対が少ないだろう。

私は、実際に雇用に適さない失業者の現在の数について、いかなる見解も示していないし、示す能力もないということを、この機会に述べておきたい。私は異常な失業問題は終わったこと、そして大蔵省の計画を実施するには、75万人の追加的な労働力が必要になると述べた。これだけの数の人を適切な職に就くように選抜することは決して容易なことではなく、政府による優先順位づけ、深刻な熟練労働力の不足、労働組合による諸規制、需要が最大の地域への労働者の移転、必須でない行政サービスの削減——前大戦時のすべての問題が間近に迫っているという予想を私は言い続けてきたのである。

## V 政府の国債政策と利率（1939年5月）

これは非常に重要な問題なので、関連する諸要因について、さらなる分析を試みる必要がある。大規模な借入れによる支出が政府（あるいは他の借手）によってなされる時に、利率が相当程度上昇すると予想する（そして是認さえする）のは、それぞれ異った伝統的な3つの理由ゆえであり、それらは古い自由放任の世界で相互にからみあってはいるが、明確に区別され、現代世界では別々に扱われなければならない。

まず、第1と第2の理由は、利子率の上昇を単に予想するというのではなく、承認を求めるものである。

### [1]

第1に高金利は、政府の計画によって必要となる人的および物的資源が競合的な使用者が利用するのを阻止するのに適しているというものである。高金利がこのような効果がある（高いほど効果が大きい）という結論に議論の余地はない。しかし、これは以下の理由ゆえに、望む結果を達成する最善の方法とはいえない。

- (1) 阻止の必要性は完全雇用が視野に入った時にのみ生じるが、いまだこの状況に至ってはいない。逆に平時と戦時の中間期の資金調達の場合には、政府の計画は他の有益な目的への干渉を可能ながぎり最小化して実行することが、われわれの目的である。
- (2) 阻止のこの方法（高金利）は無差別に作用し、政府の計画と競合する分野と全く同様に、競合しない分野での雇用も抑制してしまう。
- (3) より選択的かつ有効で利用可能な他の方法がある。

外国の借手を別にすれば、問題となるような規模の借手で政府と競合するのは、次の(i)~(vi)であろう。(i)地方当局、(ii)住宅協会、(iii)公共委員会や他の公益事業体、(iv)運輸（道路と鉄道）、(v)造船、(vi)重工業や機械工業。

(i)から(iv)は、直接の申し入れによって、あるいは新規発行市場を通じて対処できる。(v)は助成しているし、(vi)は明らかに政府の計画自体にとって有益である。また、それらは必要になれば、政府による優先順位づけ——政府にとって緊急に必要な人材や資材を彼らが入手するのが困難に、あるいは不可能にすることによってでも、対処できる。

実際、これら他の投資活動をそのまま進めることが認められるのか否かを決定する当局が存在することが重要である。しかし、そのような決定がなされる時でも、政府と他の借手と同じ罰則的な高金利を支払うという、愚かにかつ高価な方法を必要としないだろう。

- (4) 高金利は、代替的な投資計画を阻止するだけでなく、非必需的な支出をも抑えるという議論があり、これは現代的な主張である。高金利は、既存の投資物件の市場価値を引き下げる。これによって投資家階級は貧しくなったと感じ、それゆえ不要不急の支出を控えがちになる。もし戦時国債の価格が80にまで下落し、他もこれに追随すれば、確実にこのような結果になると予想されるし、そしてこれに伴って、相続税や収入印紙そして利潤からの税収も減少するだろう。

しかし、同じ目的を達成するための、はるかに良い方法がある。現在、大蔵大臣は税の問題にある程度寛大であるが、それは私見が正しければ、現段階では、民間の事業や支出を抑えるのは望ましくないと大蔵省が考えているからである。しかし、完全雇用に近づき、そのために不要不急の支出を抑制することが必至となったならば、重税に反対する既存の論拠は、それを支持する論拠にとって代えられる。どのような場合でも、課税は民間支出を抑制する手段として、高金利よりもはるかに良い方法である。

大蔵省が民間の事業を奨励すべく、寛大な課税を維持する一方で、それを抑制するために政府が高金利を払うというのは、不可解な政策であり、それは間違いなく両方の政策の短所である収入の減少と費用の増加をもたらすであろう。

## 〔2〕

高金利を支持する第2の伝統的な論拠は、外国証券と対抗することの重要性である。対外投資が総投資の半分を超えていた、大戦前の自由放任の時代の投資市場においては、これは疑いなく、最重要であった。

今日でも重要性は残っている。私は（国際収支の）資本勘定および経常勘定の両方の収支バランスに当局よりも重大な関心をもっており、これは、われわれの最大の関心事の一つであると考ええる。なぜなら、それは最善の救済策を見出すのがとりわけ難しいからである。しかし当局はいま、高金利よりもはるかに有効な手段を、明らかに自由に用いることができる。新規の外国証券の発行に関しては、自由放任の投資市場はいまや過去のものである。ウォール街での購入の規制は強化する必要があるのかもしれない。しかし金利を引き上げて国内市場の証券市況を悪化させるのは、資金を国内に留め置くための方法とはいえない。国内の投資家の心理状態からみて、彼らを国内に留めておく方法は、市況を悪化させることによってではなく、改善することによってである。

同じことは外国の投資家についてもいえるのであり、金利の上昇に伴う証券価格の着実な下落は、ロンドンに彼らを引きつける賢明な方法ではない。

## 〔3〕

私はこれまで、伝統的な議論の理論的な正当性については疑いを向けてこなかった。私が議論してきたのは、現代の環境と今日の特種で特別な状況のもとでは、それらは望む目的を達成する最善の方法ではないということのみである。しかし、別の第3の議論の分野がある。

多くの人々——おそらくほとんどの人は、大蔵省の借入れをできるかぎり低利で行うことがたとえ望ましいとしても、巨額の借入れが必要になる時に、低金利の条件で確実に借入れることは全く実行不可能であると信じている。しかしこの問題に関していえば、公認された理論に一つの動きが見える。この問題を特別に研究してきた英国の経済学者は、公平にいて、ほとんどの銀行家や官僚が学んだ伝統的な理論を、もはや十分なものとして受け入れていないと、私は思っている。現在では、すべての経済学者が、同じ方法であるいは同じ強調の仕方ですらを表現するわけではないが、現代理論の種々のタイプは現在の目的のために、全く同じ結論に達している。以下、可能なかぎり論争的にならないような方法で、強調すべきことが変化していることを説明しよう。

借入れによる支出は、増加した貯蓄によってのみ賄われるという点は、新旧の両理論に共通している。旧理論に従えば、必要となる貯蓄の増加は高金利によってのみ喚起される。一方、新理論に従えば、この旧理論は、借入れによる支出の増加が、以前と同じ総国民所得から賄われなければならないという暗黙の仮定が成立しているならば、すなわちすべての利用可能な人的・物的資源が既に利用されており、そのため生産の増加は物理的に不可能であるならば、そして既存の支出を変える他の手段がない時、その時にのみ正しいといえる。しかし、もし生産や所得の増加が可能ならば、増加した借入れによる支出の需要への刺激は直接と間接の両方から生産を増加させるだろう。そのような状況で、貯蓄の増加が起こるのは、生産の増加に伴って生じる所得が増加するからである。さらにいえば、借入れによる支出は、政府が自己使用のための資源を獲得す



るのに成功する場合にのみ、実物的に可能となるだろう。そしてこれは、政府支出によって生じた所得に等しい額が、消費から引き出されること、すなわち貯蓄されなければならないことを意味する。

このように、必要とされる貯蓄額は、利子率の上昇や下落とは無関係に、必然的に生じるのである。増加した所得のうち輸入財に支出した額は、危険で複雑な問題を生む。なぜなら、政府の借入れによる支出は直接と間接の両方で貿易収支を悪化させるだろうからである。しかし高金利は、ある程度現在の消費を減少させることを除くと、この問題の助けにはならない。既に述べたように、高金利から期待できるものは、ほとんどあるいは全くない。旧理論は利子率以外に利用できる武器はないと仮定していたのである。

このように、現代の経済学者は失業が長期化した世界に住んできた結果、不完全雇用下の資源を引き出すわれわれの力により重点を置き、既に使用されている資源の転換については、あまり重要視してこなかった。転換が必要となるかぎり、経済学者は輸入や対外投資のコントロールの効果そして政府による優先順位づけについて、注意を促すことができる。しかし、このような手段が否定されていた自由放任の世界では、たとえ高価で有効性を欠くことがわかっていても、(高金利は)許される唯一の手段だったのである。しかし、他の統制手段が利用可能な今日、それは初期段階では必要とせず、他の統制手段がない後の段階でも、前の大戦で示されたように、とにかく不十分な手段である。

#### [4]

議論をより実地的な所に戻そう。大蔵省が出来るだけ早期での国債の発行を強く望むのには、2つの明確な理由がある。その第1は、資金を手に入れる前には資金を使えないという先入観から、「資金の獲保」を先行させるためである。もし取引が金貨のような現金のみでなされているならば、これは本当だろう。チャールズ二世のように、大蔵省は、注文に対する支払いをする前に、ロンバート街に住む金匠から金貨を借りなければならないだろう。しかし現代の代表貨幣と銀行制度のもとでは、必要な資金の調達は、小切手や紙幣の創出によって可能なことを知っている。大蔵省は「帳簿記入」によって支払うことができ、その帳簿記入額は後日に、通常の借入れに変えることができる。したがって、第1の理由はもはや存在しないが、その遺物はいまでも人々の思考の奥に存在しているのである。

第2の理由は、さらに一層、実地的な理由である。すなわち、このような帳簿記入が、たとえば大蔵省証券のような形で、大規模な額が残るのを許すのは、それが容易に購買力に転換できるゆえに危険であり、後に民間の事業活動の制御なき拡大につながる可能性があるというものである。この危険は過大に強調されてはいるが、可能性はある。軍備増強後の時期まで、異常に巨額な(未償還)大蔵省証券は持ち込まない方がよいだろう。なぜなら、それは、他の原因ではもはや必要としない、やっかいなコントロールを継続する必要が生じうるからである。

しかし、この反対論は提案されている論点を誤解している。私は大蔵省証券の無制限な拡大を擁護していない。逆に私が言っているのは、もし大蔵省が適度に辛抱強いならば、自然な市場の力によって、借換え政策の費用は自ずと妥当なものになるということである。時間が経過し、さらに金利が適正な水準に至った時に、借入れが可能となるのであり、単純にそれまで待てば明ら

かになるという問題である。

まず初めに大蔵省証券の発行が、当分の間、他の借入れを行わずに、2億ポンドほど増加したと仮定すると、これらはすべて民間の誰かに保有される。すなわち、それに相当する額の貯蓄が増加しているはずであり、国中のあらゆる種類の個人や諸機関で保有されることになる。これらはすべての人々が突然に自らの習慣を変え、投資に関する長期間続けてきた慣行を止め、自らの増加する資産を0.5%かそれ以下の金利の流動性資産で絶対的に保有し続けると決意していると仮定できるのだろうか。そのお金は貯蓄銀行、保険会社、住宅協会そして民間銀行の預金の形で増加するが、そのお金の保有者は正常な金利を放棄するつもりはないだろうし、不可能であろう。したがって保蔵を続けるとすれば、そのほとんど唯一の動機は、大蔵省が後になるほど、公衆にとって有利な条件で借入れを行なうだろうと予想される場合である。すなわち、唯一のリスクは、大蔵省が自らの仕事を放棄しがちであるという確信が広がることである。

この2億ポンドのかなりの部分が市場に投資物件を求めて入ってくると想定するのは理に適っていると私はみている。このように、投資物件に対する需要は増加しているだろうが、当分の間は、それに見合う供給の増加はないだろう。この需要を賄うために利用可能な浮動供給（floating supply）が市場にあるのだろうか。十分に近い供給がどこかにあるとは思えない。

大蔵省が遅かれ早かれ、現在の市場条件以下で国債を供給するだろうと、機関投資家が強く信じないかぎり、浮動供給は実質的には増加しないだろう。大蔵省は市場を圧迫すべきではなく、正常な時期へ結果としてスムーズに移行するように注視すべきである。しかし、軍事支出が終りを迎え、生産的投資に置き換えられなければならない時、非常に低い利子率が、同規模の新投資を引き付けるために、間違いなく必要になるだろう。

#### [5]

ほとんどの人は難しい議論よりも実際的な例を好むので、最近の米国の経験を引用するのが有益であろう。必らずしも満足できる類似とはいえない点もあるが、それは、市場が求める流動性を完全に供給した好例である。ローズベルト大統領はその職にある6年間に、年間約60億ドル（平均）の借入れを行ない、国債残高を約2倍近くまでにした。この期間のほとんどで、彼は銀行界と産業界の敵意に直面し続けてきた。この借入れが終ったとは誰れも信じていない。この結果として、国債の利子率に何が起ったのか。

すべての満期の優良証券の利子率は着実に下落して行き、記録上の最低水準に到った。財務省（短期）証券に関していえば、その金利はほぼゼロであり、これは誇張ではない。単純に利子の総額が資本の1%に達するのに、それを1000年持ち続けなければならないからである。満期が3～5年の財務省証券の場合で、金利は約0.5%であり、12年後に満期になる（あるいは償還請求できる）財務省証券の場合でも、2.5%を超えず、最大で米国国債の2.35%である。英国の大蔵省が、米国の場合よりも50%も高い金利を支払おうとする十分な理由が私にはわからない。逆に、そうする必要がないと信ずべき理由はすくなくとも、試みに値するほど十分にある。

#### [6]

もし一般原理が受け入れられるとしたならば、借入れ計画のための正しい手法は、以下のよう

になる。初期段階では、銀行や公衆が実際に望むよりも、流動性資産がやや多い状況であることが必要であり、当然ながらこのことは、銀行のイングランド銀行での現金残高が、公衆の銀行預金の増加に比例して（通常は10%）増加することを認められなければならない。需要よりもやや多めに流動性を供給する任務は、量的な決定を含み、それは前もって決めることはできず、市場の感触に依存することになる。しかしこの初期段階において、新しい貯蓄が最終的な保有者に到るまでの十分な時間が経過していなければならない。ここで最終保有者のみが長期投資ができる立場にあり、落ち着いた決定が許されるのである。これは重要な点である。現在の貯蓄は生まれて直ぐに長期投資に用いることができない。とりわけ、平均で半年以上の時の遅れを伴って所有者に分配される配当などの利潤からの貯蓄の場合がそうである。実際、最初の貯蓄者は自己の貯蓄を負債の返済や住宅購入の分割分の支払いに用いるかもしれない。その結果、新規の長期投資は、彼によってではなく、彼の流動性資産を最後に受け取った誰か他の人によってなされるかもしれない。

したがって、大蔵省は計画を急いではならず、継続した政策と立場から作成されるべきである。いったん初期段階での遅れが克服されてしまうと、借入れは支出と歩調を合わせて進むことができるが、借入れによる支出の率が増加する場合には、この増加分が利用可能となるのに再び時の遅れ生じるだろう。

この待つことができる能力が、大蔵省の民間の借手に対する顕著な利点となる。それゆえ、相当額の投資が民間でなされる時よりも、大蔵省が主要な借手で市場を仕切っている時の方が、低金利での借入れははるかに容易なのである。しばらくの間、この明白な逆説は詳しく述べるだけの価値がある。

要点は、市場で逼迫を生むのは高率の借入れではなく、借入れ率の増加であるということである。一般に、民間の借手は待つことができず、計画を実行する前に（とにかく直後には）、長期の資金調達を準備しなければならない。すなわち彼は支出を実行する前に、したがって新貯蓄が生じる前に、購買力を手にしていなければならない。もし投資が一定の率に進むならば、新貯蓄が投資可能な形で利用可能になる前の準備期間に必要となる資金は回転基金となる。すなわち、以前の一群の資本支出を終えて利用可能とする貯蓄が、次の一群の資本支出に向けられるという形で進むからである。しかし、もし借入れ率が増加するならば、このようにして利用可能となる資金では不十分であり、不十分な資金の総量をめぐる借手間での競争が利子率を上昇させることになる。

このように、利子率に関するよく知られた見解は、新貯蓄が投資可能な形になる前の準備期における資金の不十分さのリスクと貯蓄それ自身の最終的な不十分さのリスクとの混同の結果である。大蔵省問題の本質は、新しい貯蓄が投資可能な形態になるまでに時間がかかるが、大蔵省はその間を待つことができるのに対して、民間は待つことができないということを理解できるか否かである。借入れの率をより高い水準に引き上げるということは、銀行信用（貨幣）の増加を準備することを意味する。しかし、いったん必要な水準に到るならば、利子率の上昇を回避するために、さらなる増加は必要でない。そして、もし大蔵省が少し自由な行動が許され、市場が国債の強く求めるようになるまで十分な期間を待つならば、投資物件を求める市場の力が利子率を押し下げるだろう。私が初めに述べたように、市場が望むよりも少し多い流動性を供給することが

問題のすべてである。

時が経過している間、市場は長期国債の前に、3～5年満期の中期国債が準備されていることを期待している。なぜならこれは、流動性の犠牲を少なくするとともに、いまだ長期的な見通しが持てない人々に、一つの折衷案を提示することを意味しているからである。また個人投資家が意思決定をする前、より高い金利を求めて大蔵省証券の一部を手離す準備ができていた銀行やおそらく他の機関投資家にとって、中期国債は適している。

どのようなタイプの国債を供給するのかを決定する時期が来た時には、市場価格で示される投資家の選好について、十分に細心の注意を払うことが望ましい。低いが低すぎない金利を市場が示す時が、それを始める時期である。なぜなら、さらに金利が下落する余地を残しておくことが重要だからである。1935年と36年の平均的な（実際の）金利条件が、適切な始発点を決めるための、粗雑だが身近な基準を提供するだろう。イングランド銀行が戦時国債の借換えで成功した方法は、投資家の心理が容易に新しい水準に慣れることを示した。大蔵省の政策が上述した線に沿って実行されると確信を持って広く信じられるようになるや否や、問題は現在予想しているよりも早く自ずと解決されるだろう。

特に初期段階において、大蔵省の手元に入り投資に利用する基金の重要性を見落すべきではない。現在および予想される失業の状況では、郵政公社や信託貯蓄銀行、失業基金、国民健康保険や他の部局の基金における増加する資金や種々の減債基金によって、何か特別な工夫や資金を使用することなく、大蔵省は毎年100万から200万ポンドを市場から買い戻すことができる。そしてそれ自体が強い安定化要因となり、特に有利な市場心理と結びついて、市況の悪化を抑えることができる。

#### [7]

以上で述べてきた非常に重要な点のすべてを、将来の責務として強調する必要はほとんどないが、私が特別な注意を喚起したい2つの点がある。もし政府が減債基金の0.75%を含めて4%ではなく平均3%で借入れるならば（大蔵省証券の発行の比率を高めることなく、われわれの能力の範囲内で容易に実行できる）、同じ納税者の最終的な負担で、15億ポンドではなく20億ポンドを借入れ支出することができる。両者の違いは5億ポンドの価値になるだろう。

これには、軍備増強計画が異常な失業を終らせるという別の側面がある。そしていつの日か、早ければ早いほど良いが、われわれは、この憎しみ合いを終らせて、平和への道に戻る希望を抱いている。それは異常な失業へ戻ることを意味するのか。もしそうなるならば、社会構造は酷いことになってしまうだろう。したがって、これを回避するために、公共も民間もともに、借入れによって、少なくとも今年と同じ程度の率で、生産的投資を継続することが必要となるだろう。しかし、もしわれわれが先の大戦の末期と同様、軍備増強の時期の終りに、高金利の状態にあったならば、どのようにして投資を継続していけるのだろうか。

## VI 政府による借入れ (1939年7月)

### I 高金利と低金利——一つの推奨

私は3ヶ月前このコラムに掲載した2つの論説において、2つの結論を示した。それは第1に、予想される政府の借入れの規模は異常な失業を終息させること、そして第2に、この借入れは低利で実現できるし、すべきであるという結論であり、最初の結論は現実によって証明されている。当初大蔵大臣は、過度の慎重さゆえか目をつぶって望遠鏡を見るが如き状態となり、失業の減少による財政への負担の軽減はわずかであると想定していたが、現在彼は余剰が生じていることを認めている。たとえば、1000万ポンドから1500万ポンドほどの失業対策費の減少を通じて財政余剰が生じること、および失業基金に2000万ポンド以上の余剰が生じることを期待することは決して楽観的すぎではない。

しかしながら第2の結論は論争の渦中にある問題であり、この問題をめぐる論評や批判は、公共政策の重要な問題として理解したいと考える世論が私に、前回以上のスペースで十分な議論を求めていることを示唆している。実際、大蔵大臣が最近表明した借入れ計画の増額は、この問題が重要であると同時に興味深く、より詳細に議論するに値する理由となっている。

### 他の資金の借手

政府が大規模な借入れによる支出を行うならば利子率が上昇するとみる伝統的な議論には2つの側面がある。高金利は競合する他の借手の借入れを阻止するとともに、求められる貯蓄の増加を喚起するのに必要であるとみなされてきた。今日ほとんどの国民は良かれ悪かれ、世界が古い自由放任の体制から離れつつあるという認識に至っており、このような状況のなかで、高金利政策を積極的に支持するのは、古い自由放任の体制から離れることを心情的に嘆いている人々だけである。したがって多くは、可能ならば低金利を維持し続ける政策を称賛することに躊躇はしないものの、その可能性を疑っているという点では古い考えの影響を受けており、より一層の説明を求めているのは、このような人々なのである。

高金利は効果的であり、もし金利が十分に高水準ならば、政府の計画によって競合する他の事業の一部が断念させられることは間違いないが、それが望んだ結果を生むための最善の方法とはいえない。なぜなら第1に、他の事業を抑制することが必要となるのは、完全雇用の場合のみだからであり、平和と戦時の中間で依然として労働力に余剰がある場合、可能なかぎり他の目的を妨げることなく政府の計画を実行することがわれわれの目的である。実際、このような計画の実行によって、直接それが影響を及ぼさない領域で雇用が止まってしまうならば、それはこの政策の重大な問題である。

しかしながら、利用可能な資源の余剰がなくなり、その結果、政府の計画の実行と競合する他の投資をある程度抑制することが必要な状況になるのは時間の問題だろうが、その場合でも、高金利以外に、より選択的でかつ有効な手段がある。外国の借手を除くと、問題となるような規模の借手は以下の通りである。

(1)地方自治体, (2)住宅協会, (3)公益事業体, (4)運輸（道路と鉄道）, (5)造船, (6)重工業と機械工業。

ここで(1)から(4)は、政府の指示や要請によって抑えることができ、(5)は政府が助成しており、(6)は政府の計画に役立つ産業である。そして必要な時期が来たならば、政府は優先順位を決めなければならない、そうならば政府の計画に人材や資材が振り向けられ、他の投資家がそれらを手に入れることが困難に、あるいは不可能になることは確かである。

### 対外支払い

他の投資活動のうちどれを認めてどれを抑えるのかを決定する機関が存在することは、とりわけ重要である。しかしそのような決定が求められる時に、他の投資を抑えるために懲罰的な高金利を課すのは不適切であり、しかも高くつく方策である。一般に準戦時体制下では、たとえ民間企業がいくら高金利を支払えたとしても、政府の需要と競合することは認められないから、政府が必要とする物的資源を手に入れられるか否かの判断基準を、利子率にするのは愚かなことである。

しかしながら、英国民が外国債の購入を阻止する手段としては高金利を正当化できる。戦前の自由放任の投資市場において、総投資の半分以上が海外投資であった時代には、この問題は最も重要であったし、今日でも依然として重要である。そのため私は、英国の資本収支および経常収支に大いなる関心を寄せているが、今日、以前と違って政策当局は多く有効な手段を駆使できる立場にあり、外国証券の起債に関するかぎり、投資市場の自由放任はもはや過去のものである。ウォール街での証券購入は規制が強化されているが、このような規制を別にすれば、高金利政策によって国内の証券価格が下落させることを、資金を国内に留めておくための手段にすべきではない。そのためには、国内の投資家の心理から判断するかぎり、市場価格を低下させるのではなく、上昇させるべきである。そして同じことは外国の投資家についても言えるのであり、金利の上昇に伴って市場価格が着実に下落していくというのは、資金をロンドンに引き寄せる賢明な手段とはいえないのである。

最近しばしば耳にする議論は、高金利は他の資本支出を抑えるだけでなく、非必需品の支出を抑えるというものである。それは高金利によって既存の資産価値が下落し、そのために以前よりも貧しくなったと感じた投資家が不用不急の支出を抑えようとするからである。実際もし戦時国債の価格が80にまで下落し、他の諸証券もそれと同様に下落するならば、このような結果が予想され、さらにはそれに伴って、相続税・収入印紙税やある種の利潤税などからの税収も減少する。

しかしここでも、同じ目的を達成するためのより良い手段がある。現在、大蔵大臣は税に関して適度に寛容であるが、それは彼が現段階では、民間の事業活動や支出を必要以上に抑制しないことが望ましいと考えているからであり、私も同感である。しかし、もし完全雇用の状態に近づき延期可能な支出を抑えることが必須となったならば、増税に反対する論拠はなくなり、支持にとって代わられる。なぜなら、課税はあらゆる面で、高金利よりも、民間の事業活動や支出を抑える適切な手段だからである。

したがって、大蔵省が民間の経済活動を促すべく穏当な税を維持しながら、その一方で政府が高利による借入れによって民間の経済活動を抑えようとするというのは、奇妙な政策であり、収

入が少なく支出が多いというそれぞれの悪い面のみが現れることになる。支出を抑えるのに有効な課税政策は、高金利政策以前に試みられるべきである。(非軍事型の事業を抑えるべき時が来た場合には、それに課税するのが現実的である)。

### 貯蓄の供給

これまで私は、伝統理論の正当性に何の疑いも向けず、ただ現在の特別な状況のもとでは、伝統理論は望まれる目的を実現する最善の方策を提示できないことを指摘したにすぎない。しかし前述した高金利のもう一つの側面の検討が残されている。

大多数の人々は、大蔵省の借入れが可能なかぎり低利でなされることが望ましいとしても、大規模な借入れを低利で確実に実行するのは非現実的であると信じているように、私には思われる。ところがこの問題では、理論上で大きな変化が生じてきており、多くの銀行家や官僚が教えられてきた伝統理論は、この問題を専門に研究している英国の多くの経済学者に、もはや受け入れられていないとすることができる。実際、現段階では経済学者がみな同じ方法で説明し同じことを強調しているわけではないものの、現代理論のどれも、当該の目的に対して同じ結論に至っている。そこで以下、可能なかぎり論争を避けながら、伝統理論との強調点の違いを説明したい。

借入れによる支出が増加した貯蓄によってのみ賄われるという点では、新理論も旧理論も同じであるが、旧理論によれば、必要となる貯蓄の増加は金利の上昇によってのみ喚起される。一方、新理論によれば、この議論は、公債支出が以前と同額の国民所得から調達されなければならないと暗黙のうちに仮定しており、もしそうでなければ正しくない。なぜなら、この仮定はすべての利用可能な人的および物的資源が利用されている場合にのみ正しく、もし生産量の増加が可能ならば、支出増加に起因する需要の増加は所得や利潤の増加となり、これらが貯蓄の増加の主たる源泉となるからである。とにかく、政府自らが必要な資源を入手することに成功すれば借入れによる支出は実現可能なものであり、このことは政府支出によって生み出された所得の増加のうち消費されなかった部分が必然的に貯蓄となることを意味している。

### バナナの例

このように、必要となる貯蓄額は利子率の変化とは無関係に、政府が消費財生産の一部を奪うことの必然的な結果として生じるが、ここで増加した所得からどれだけの割合で輸入財の消費に向かうかという危険で複雑な問題が生じる。たとえばもし、所得の増加が必要以上の「バナナ」の輸入に向かうとしても、この問題が大蔵省が懲罰的な高金利を課すことによって、解決できるものではなく、同じことは消費の増加によって生じる物価上昇の一般的傾向を抑えようとする場合にもあてはまる。すなわち今日、金利が1～2%程度上昇した結果として、消費が一定程度減少すると予想する人は誰もいないだろう。

したがって、所得の増加が貯蓄の増加ではなく消費の増加に向かい、消費財物価が上昇するならば、その時には最後の手段として増税や戦時中に実施されるような消費の公的規制策により、均衡を実現しなければならなくなる。とにかく、政府がある支出額を決定したならば、それが大蔵省証券によって調達されても、あるいは高金利の国債で調達されたとしても、この違いはインフレーションの問題と全く無関係なのである。

失業が慢性的な世界に生きている現代の経済学者は、いかにして資源を完全に利用するかという問題に研究の力点を置くあまり、既に利用されている資源の配分の問題を軽視しがちであった。しかし、このような配分が必要になった場合には、自由放任主義のもとでは除外されていた輸出や対外投資の規制、さらには政府支出に優先順位をつけるなどの手段に、経済学者は注目することができ、そして彼は、資源はもはや余剰がなくなったが規制手段が難しいかあるいは有効でない場合、高金利よりも増税が有効であり、しかも将来の財政危機を避けることができると指摘する。

このように、大蔵省にとって高金利政策から得られる利益は、あったとしても、そのコストと比べれば僅かである。加えて高金利は資本市場にとって有害であり、危機が去った後に投資が正常状態に戻るのを妨げる。

## II 方法のプログラム——実際上の課題

この問題は我国の財政の将来にとって、きわめて重要である。もしわれわれが、大蔵省証券のような短期証券を過大に発行せずに、0.25%の減債基金の分も含め、たとえば4%でなく平均3%で借りられるとすれば納税者の同じ最終負担で、15億ではなく20億ポンドを借入れることができることになるが、この差の5億ポンドは戦略的にみて巨額であり、研究に値する問題である。それゆえ、実際上の論点の検討に移ろう。

政府は公共支出を行ない、それはまず大蔵省（短期）証券の発行でファイナンスされる。すなわち、発行された大蔵証券は個人や種々の機関によって保有されるが、このことは必要な貯蓄額が貯蓄の増加や他方の投資先からの転換など種々の源泉から生じてくることを意味する。したがって次の問題は、貯蓄（既に生じている）を喚起することではなく、貯蓄者が政府に長期債の形で貸付けるように誘導することである。しかしこの問題は、貯蓄を喚起することと貯蓄者が流動性を犠牲するのを促すことが混同されたために、しばしば実際以上に難しく思われてきた。証券に対して利子が支払われるのは、流動性資産の所有者が流動性を手離すことを納得させるための代償なのである（これが流動性選好の利子論の定義である——訳者）。

### 3つの基本原則

民間の借手は市場での金利（借入れ条件）を受け入れなければならないが、それは相当程度、大蔵省とイングランド銀行の政策に依存する。すなわち、大蔵省自身が主要な借手であるならば、大蔵省はある程度、「理にかなった」といえる金利で借入れを行える力を持つことができるのであり、現在の目的から私は、次のような「理にかなった」条件を提示したい。すなわちそれは、自由市場のもとで、投資の予想利潤率からみて最適な、換言すれば最適な雇用水準を維持することができる投資量と両立する利子率であり、それは現在の市場金利よりも低いだろうというのが私の確信である。

しかし私は、現段階で既存の通念から大きく離れて極端に走るのは望ましくないと考えているので、粗い基準として1935年から37年の3年間平均の市場金利をとることを提案する。実際、この金利水準は現在の危機が去った後でも、低すぎる水準とはいえないが、それは、投資がこれまで長期間、最適水準を下回ってきたからであり、もしわれわれがこの金利水準からスタートする



ならば、大いなる改善が期待できるだろう。重要なことは、大蔵省が貯蓄者に対して正常収益率以上の、すなわち大蔵省が戦時貢献に対する以上のプレミアムを承認しないことである。

読者は、これを大蔵省が目的にしたとしてもはたして達成できるのか、と思うだろう。私はそれは次の3つの基本原則によって達成できると確信している。すなわち、①現状で求められている流動性を市場に供給すること、②市場が受け入れる準備ができるまで待つこと、そして③将来も大蔵省が現行の借入れ政策を継続することを人々に確信させることである。

### 流動性の供給

公衆は流動性を手離す代償として提示される高金利につられるべきではないが、同様に正常な金利を犠牲にして、ある程度の流動性の増加を選ぶことに反対する理由もない。実際、もし現在の状況で自由な資本市場を維持し続けようとするならば、銀行組織によって流動性がある程度増加しつづけることが、正常な金利を維持していくために必要である。なぜならば、この危機の状況下で、人々がより多くの流動性を保持したいと考えるのは当然であり、大蔵省にとって全くコストではない（流動性を保持しているという）公衆の安心さを放棄させるために、大蔵省が高い金利を支払うのは浪費以外の何ものでもないからである。

特定の金融機関を別とすれば、「流動性」は原則として銀行の大きな預金残高を意味するから、まず最初のステップが、イングランド銀行における銀行預金残高を増加させること、そして銀行に大蔵省証券を供給することであり、そしてそれを通じて公衆が望むよりもやや多めの流動性を供給することである。

しかし私は大蔵省証券の無制限の供給増加を擁護するつもりはなく、もし大蔵省が辛抱強いならば、市場の力によって借換え政策は自ずと適正なコストに落ち着くだろうというのが私の見解である。なぜならば、追加的な流動性資産が求められるとしても、公衆が自らの貯蓄の大部分をゼロ金利で保有したいと考えているわけではないからである。とりわけ、公衆がそれから得るものが何にもないと経験から学んでいる場合はそうである。

まず、初めに、政府部門以外で保有される大蔵省証券のみが2億ポンド増加し、他の借入れは当分の間増加しないと仮定しよう。増加した大蔵省証券は銀行や貨幣市場で保有されるが、これに伴う政府支出によって、国内の各地で、あらゆる種類の個人や機関の銀行預金残高が増加する。しかしここで、銀行預金が増加した人々がすべて、突然これまでの投資手法の習慣を変えて、それをすべて金利0.5%程度の流動性資産で持ち続けると仮定できるだろうか——増加した銀行預金は貯蓄銀行・保険会社・住宅協会などに向かうが、多くの公衆が正常な金利を放棄しようとしなないだろうし、できないだろう。

ところで公衆が流動性資産の保有を続けるようとする唯一の動機が存在する。それは大蔵省が将来に向けて次第に、公衆にとって有利な条件で借入れを行っていく場合である。したがって、大蔵省がそうはしないと明言するならば、2億ポンドのかなりの部分が投資市場に向かうと期待できる。そのため諸証券への需要が増加するが、当分の間はそれに見合うだけの証券の供給がなく、証券市場は超過需要の状態となるので、これ以降、需要増加の圧力のもとで国債の価格は着実に上昇傾向を示すだろう。市場で利用可能な浮動証券の供給では、そのような需要を賄うには十分でなく、このような追加的な需要増加の圧力が生じている状況では、国債の価格は着実に

上昇していくことになる。多くの人々は仮定の議論よりも実際の例を好むので、最近の米国の例を示すのが有益であろう。若干の点で満足のいく類推とはいえないが、必要以上の流動性が市場に供給された場合の結果についての好例がある。ローズベルト大統領はいま6年目を迎えている。その間、彼は国債残高を2倍にしたが、終始、銀行や産業界の敵意にさらされ続けた。しかも、借入れがこれで終りであるとは誰も考えていない状況で、国債の金利に何が起こったのか。

すべての満期の優良公債の (gilt-edged loans) の金利は、これまで経験した中での最低水準にまで低下し、財務省 (短期) 証券 (Treasury Bills) の金利に関していえば、ほぼゼロであると言っても過言ではない。実際それは、100年かからないと1%にならない程の金利である。3年から5年満期の財務省 (中期) 証券 (Treasury Notes) の金利は0.5%、財政省債券 (Treasury Bonds) では2.4%程度、そして最金利の米政府債 (US Government bond) で約2.35%である。したがって、英国の大蔵省が米国の50%以上もの金利を支払う十分な理由は存在するのだろうか。

### 正しい手続き

この (低利での借入れ) 目的が受け入れられるならば、借入れ計画の正しい手続きは以下のようになる。初期段階では、銀行や公衆の資産構成が自らが望むよりも多少流動的になっていることが必要である。先週の木曜日に大蔵大臣は、政府部門以外が保有する大蔵省証券の額を1年前以上の水準にまで増加させることを提案した。この増加を求める提案は好ましいものではあるが、1年前以上の数字は完全に变化した最近の6~9ヶ月の状況のもとでは有効な基準とはいえない。どの程度の追加的な流動性が必要なのかという問題は、前もって決めることはできず、市場の受け取り方に、とりわけ市場が大蔵省の意向をどのように判断するのか、その確信の程度に大きく依存する。この問題を別にしても、増加した新貯蓄が永続的な投資の増加として最終的に公衆に保有されるまでには相当の時間を必要とする。

この点はきわめて重要であり、増加した貯蓄が直ちに永続的な投資とはならないのである。配当などの企業の利益が投資家に分配されるには平均で6ヶ月以上かかるが、最初の貯蓄者にはそれを債務の返済や住宅購入のための積み立てなどに振り向ける人もいるので新しく永続的な投資を行うのは、最初の貯蓄者とは限らず、最終的に流動性資産を手離すことになる投資家である。

待てるという大蔵省の能力が民間の借手に比して顕著に有利な点である。なぜなら、大蔵省が資金市場で主要な借手である場合の方が民間の借手が中心の場合よりも、低利で容易に借入れられるからであり、この逆説的にみえる論点はさらに詳しく説明する価値がある。

### 民間の借入れ

市場での資金の超過需要を招くのは、借入れ率の増加であって高い借入れ率ではない。一般に民間の借手は持つことができず、長期資金の供給先を、とにかく早く新貯蓄が利用可能となるまでに準備しなければならないのである。もし投資支出が一定の率でなされるならば、以前の投資支出により利用可能となる貯蓄が今期の投資をファイナンスすることになる。しかしもし借入れ率が増加するならば、このようにして利用可能となる資金のみでは不十分であり、そのため借手間で競争が生まれ金利が上昇し始める。

利率に関する一般に流布している見解は、新貯蓄が投資可能な状態になる前の準備期間にお

ける資金不足のリスクと貯蓄それ自体が不足するというリスクを混同した結果である。財政問題の解決の鍵は、このように新貯蓄が投資可能な型になるまで待つことができる大蔵省の能力にある。したがって、もし大蔵省が市場で資金供給が生じるまでの間、待つことができるならば、投資対象を求める貯蓄が金利を引き下げたであろうから、最初に述べてたように、市場が求めるよりもやや多くの流動性を供給すること、そして時期が来るのを待つこと、これが問題のすべてである。

### 確 信

市場は長期債よりも3年から5年満期の債券を期待していると思われる。それは流動性を手離す犠牲が少ないので、将来への不安から長期的な判断をためらっている人々にとって妥協策となるからである。またこの種の債券は、銀行や機関投資家に適しており、彼らは民間の投資家が意思決定するまで間、より高い金利を求めて、大蔵省証券の一部をシフトさせようとするだろう。一方、長期国債を供給する機会は、市場金利が低いが低すぎない時である。なぜなら、市場金利がさらに下がると予想する余地を残しておくことが重要であり、それによってより低金利での発行が可能となるからである。私は1935年から37年の間の平均金利を適正な出発点とすることを提案する。

おそらく全体の状況で最も重要なのは、大蔵省自身が政策の目的と将来についてどう考えているのかについての印象である。もし大蔵省が敗北主義に陥っている、あるいは大蔵省が市場にリスクを引き受けることを求めているという印象を与えるならば、当然ながら流動性資産を持ち続けようとする意欲は大いに刺激されるだろう。

もし大蔵省が急いでいると見られ、そしてそれが今後時間とともに国債の値下がりするという予想を抱かせるならば、確信はたちまち崩壊してしまうだろう。現在、市場は将来をどう予想すべきかがわからない状態にある。大蔵省証券は着実に増加しているが、銀行の現金が増加している兆候はなく、傾向について確かなことはわからない。

しかしもし大蔵省が自らの目的を明らかにして銀行や金融機関そして優良証券市場に確信を付与するならば、相互信頼に基づく協調関係の形成が期待でき、闘いにほぼ勝利したといえる。誰も優良証券の値下りを望んでいない。なぜならそれは、利子を犠牲にしていまだ投資せずに流動性資産を保有している投資家以外の誰にとっても好ましくないからである。したがって、流動性を選好させる唯一の重要な動機は人々の不安——すなわちイングランド銀行が売買規模の拡大や緊急事態に必要な流動性の供給の増加させることを躊躇することへの不安、そして大蔵省が優良証券の価格を低下させるような政策を取ることに不安である。したがってもし逆の政策がとられるならば、外国でのどのような出来事も決定的な脅威とはならないだろう。

もし戦争が回避されるならば、政府支出の減少分を補うために大規模な投資が必要となり、それには低金利による喚起策が必要となるだろう。またそうでないとしても、われわれの財政構造を保持するために低金利は必要である。

現在の緊急事態のもとでの健全財政の鍵は、高金利の短期債務で資金調達することを断固拒否し、われわれの経済が完全雇用の状態に至ったならば、増税を行うことである。

## 注

- 1) The Depression in Trade (4/Sep/1921), *The Collected Writings of J. M. Keynes*, vol. XVII, pp. 259~265 (以下は巻数のみ)。なおこの論説の拙訳は『立命館経済学』第60巻3号(2011年9月)に所収。
- 2) 筆者のウィクセル理論の説明は、拙稿「貯蓄—投資の不均衡分析と貨幣数量説の総合をめざすケインズ」、『立命館経済学』第53巻5・6号(2005年2月), 129~132ページ。
- 3) D. H. Robertson, *Banking Policy and Prices Level*, 1926, (『銀行政策と物価水準』高田博訳, 巖松堂, 1955年)。なお、このロバートソンのモデルは、初期の『貨幣論』と基本的に同じ理論構造であるが、『貨幣論』(1930年)で、ケインズがこの理論構造を否定したために両者の間で論争となる。XIII, chap4 を参照のこと。
- 4) *A Tract on Monetary Reform*, (『貨幣改革論』中内恒夫訳, 東洋経済新報社, 1978年), 第3章。
- 5) *Can Lloyd George Do it? — The Pledge Examined*, (『説得論集』宮崎義一訳, 東洋経済新報社, 1981年) 所収。
- 6) 『一般理論』に向けての乗数理論の発展過程については、たとえば拙稿「公共投資政策・二次雇用とケインズ」、『立命館経済学』第58巻4号(2009年11月)を参照のこと。
- 7) 『説得論集』(同上訳書)の146ページ。
- 8) 同上の145ページ。
- 9) 同上の139ページ。
- 10) *A Treatise on Money I*, (『貨幣論 I』小泉・長沢訳, 東洋経済新報社, 1979年)の第3編。
- 11) 同上の第3編・第10章の3。
- 12) 以下の引用文は、XXI に収められている1930年から36年にかけて発表された5本の論稿からの引用であり、それらはすべて、拙訳「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」、『立命館経済学』第61巻2号(2012年7月)に訳出されている。
- 13) Milo Keynes ed, *Essays on John Maynard Keynes*, 1975 (『ケインズ: 人・学問・活動』佐伯・早坂訳, 東洋経済新報社, 1988年) 所収, 129ページ。
- 14) XXI, p. 389。
- 15) op. cit., p. 558。
- 16) op. cit., pp. 401~404。
- 17) op. cit., pp. 404~409。
- 18) op. cit., pp. 509~518。
- 19) op. cit., pp. 524~527。
- 20) op. cit., pp. 534~546。
- 21) op. cit., pp. 551~564。

## &lt;付記&gt;

周知のように、流動性選好曲線は、利子率が低下すると伴に貨幣需要量が増加するなめらかな曲線として描かれるが、それは利子率が低いほど(証券価格が高いほど)、利子率が将来上昇する(証券価が下落する)可能が高まり危険であるとする強気の人々が多くなり、安全のための自らの資産選択を、より多くの流動性資産(貨幣)の保有へシフトさせるからである。