

翻 訳

ケインズの雑誌論文を読む(12)

——1930年から31年かけての3本の小論——

松 川 周 二

はじめに

われわれは、本稿において1930年から31年にかけての時期の、3本の論稿を訳出する。

- (1) Industrial Crisis, From *The Nation and Athenaeum*, 10/May/1930.¹⁾
- (2) Broadcast on the Slump (for American CBS network) 12/April/1931, His script.²⁾
- (3) Credit Control, *The Encyclopaedia of Social Science* (1931), posted on 25/Feb/1930.³⁾

最初の論説「経済恐慌」は、米国の大不況が深刻化するとともに急速に各国へ広がり始めた時期に書かれたものである。ケインズは早くも、この不況が「歴史上で最も激的な不況になる」という悲観的な見方を示した上で、この世界的な大不況を克服するための具体的な政策を提示する。その第1は各国（とりわけ英国・フランス・米国）の中央銀行の（銀行利率の）協調利下げであり、それによって国際的で大規模な信用創造を期待できるが、そのためにはフランスと米国が対外貸付に積極的になることが何よりも求められると説く。そして第2にケインズは英国の政策当局に対して、直接的な公共支出政策、あるいは、対外目的と国内目的の貸付けに対して、それぞれ別の利率を課すという差別的利率政策を提案するが、後者で注目されるのは、国内の認可された事業に政府が低利での融資を行なうことを推奨していることである。

次に訳出する「不況」は、米国でのCBSの放送原稿であるが、論理展開がシンプルで明快であり、聞き手が問題の本質を理解できる内容となっている。まずケインズは、この大不況は、「豊富ななかでの大量失業」であり、その原因は「市場—価格機構による効率的資源配分の失敗（誤った方向での生産）」というミクロ経済の問題ではなく、いわゆる「全般的な過剰（生産）能力」というマクロ経済の問題であり、換言すれば過剰貯蓄の問題であるとみる。そして、銀行と金融の神秘的な相互調整が破綻しているがゆえに、短期金利が低下しているにもかかわらず、長期金利を高水準のままであり、それが過剰貯蓄を招いていると説く。

ケインズは過剰貯蓄を解消する方策として、消費の増加よりも投資の増加を推奨する。しかし、現状が過剰貯蓄の状態であり、しかも短期金利も低下しているのに、なぜ長期金利が低下して投資を喚起しないのかが問われる。これに対してケインズは、「そのような変化への抵抗は大きく、それを実現するのは大変な仕事です」と述べているだけである。なぜなら、長期利率の決定と

いう問題を合理的に説明するのが、『一般理論』の流動性選好の利子理論であり、この後ケインズはそれに向けて研究を進めていくのである。

最後に訳出する論説「信用コントロール」は、現代の貨幣・金融政策において中心的な役割を果たしている信用コントロールを、教科書的に分かりやすく概説した小論である。ケインズはまず、信用コントロールを「中央銀行が金の移動を予想し、また時にはそれにとらわれることなく、……ある特定の経済目標を達成するという観点から、信用の量およびその価格を裁量的に決定する方法である」と定義する。そして、このような方法は古いシステムでも程度の差はあれ、実施してきたものであると指摘するが、ケインズが本稿で強調しているのは、信用コントロールの手法として直接、信用のベースを増減させる公開市場操作の重要性である。

「銀行利率政策と公開市場操作との結合によって、貨幣システムにおける現金と準備貨幣の量を決定する自由を得た中央銀行は、状況の支配者である。もし金兌換の維持あるいは外国為替の平価に関係する法的義務と設定された政策目標との間に矛盾がなければ、単に信用の量だけでなく、投資率、物価水準そして長期的には所得水準をも、コントロールする立場にある」。

既に述べたように、ケインズは高すぎる長期金利の問題を強調していたが、公開市場操作（買オペ）はまさに、長期金利を直接引き下げる最も有効な手段なのである。すなわち、中央銀行が買オペを実施すると、国債の市場価格が上昇（したがって利廻りが下落）するとともに、国債を売却した市中銀行はその分だけ準備貨幣が増加（準備率の低下）するので、下落した国債の利廻りを考慮して、以前よりも低い金利で銀行は長期資金の貸付けを増加する（また新規発行の証券の金利も低下する）ことになり、投資の増加が十分に期待できるのである。

I 経済恐慌

先週、ヨーロッパ各国の中央銀行がブリュッセルにおいて国際決済銀行に関する会議を開催している時に、銀行利率（Bank rate）の協調による引き下げが実施された。それは、新しい中央銀行のあり方を示すものとして期待される中央銀行間の協力の最初の成果とみなしてよいだろう。たとえ、利下げの動機が、より広範な諸問題よりも、迫っているドイツの賠償ローンの支払い見込みから生じたとしても、各中央銀行の総裁は称賛されるべきである。

ヨーロッパや米国において、このようにして実現した低金利を十分に効果が発揮できるようにすることが必要である。たとえばフランスでは、名目上の銀行利率は低いが、実効金利はロンドンに比べ依然としてはるかに高い。英国では、五大銀行による貸出し金利（rates for loan）が、銀行利率に追随して、必ず5%以下に下がるというわけではない。そして、これらの銀行は、銀行利率の低下のもと、地方の産業がこの低金利を十分に享受できるようにすることが望まれる。

しかし世界の主要な金融センターでの割引率は現在、2.5から3.0%と明らかに低率であるが、それがどのような結果を生むかは、間違いなく状況に左右される。物価が上昇している時や安定している時には、借手にとって魅力的な金利であっても、物価が下落している時には高すぎるとみなされるだろう。低金利は、非常に少しづつ自然に事態を改善するように作用する。主にそれは、

事業活動が、再び高まるような環境を創出する。それゆえ改善の歩みは、中央銀行の協力関係が生み出した環境をどの程度有効に利用できるかに依存するだろう。

われわれは今、非常に厳しい世界的大不況の底にいるというのは事実であり——一般大衆にはまだ認識されてはいないが——、それはこれまでの歴史上の経験で、最も激烈な不況となるだろう。実際、このような大不況から脱却するためには、銀行利率の受動的な引き下げだけでなく、非常に能動的で断固とした政策を必要としている。

現在、卸売物価水準は1年前よりも12%ほど低く、今年1月1日よりも8%も低い。過去の経験から見て、このような物価下落は、間違いなく非常に希れで異常な下落である。1921年から22年にかけての反デフレ期を別にすれば、これと同様の下落を見出すには、70年も溯らなければならない。たとえば物価の崩壊は、1907年当時よりもはるかに急速に進んでいる。このような状況では、低金利 (cheap money) だけでは、数年かけても景気は回復しないだろう。われわれは1890年代の状況に陥りつつあることに気づくべきであり、その時には、銀行利率は景気回復までの2年間、2%のままだったのである。

しかし、もしわれわれが低金利を効果的に用いようとするならば、どのような条件のもとでそれが有効かを理解しなければならないが、それは、事業 (enterprise) の拡大や資本開発の増加を導く場合のみである。実際、運転資本に関していえば、低金利は物価下落の影響を相殺する以上の効果があるが、固定資本の場合には、債券価格や新規証券市場での反応は非常にゆっくりしたものである。好況期には、低金利と潤沢な銀行信用の新規証券発行に対する促進的な効果は非常に急速である。しかし事業意欲や確信が今日のように崩壊している時には、状況が異なれば強い効果を発揮する刺激策も、その効果は非常に緩慢になるのである。

新規の事業を喚起するという任務には2つの問題——国内投資と対外投資の問題がある。今日、英国の対外投資は、われわれの貿易 (經常) 収支余剰を超えては増加できない。なぜなら、それは必然的に金の流出となるからである。もしわれわれの対外貸付が適切に選ばれるならば、ある程度は輸出の増加となって環流してくるが、間違いなくそれは対外貸付の一部にすぎない。

それゆえ、世界の (ロンドン以外の) 主要な金融センターで新規の貸付けが増加し、その効果でわれわれの輸出貿易が拡大するのでないかぎり、われわれは、この方向 (対外貸付) に大きく踏み出すことはできない。ロンドンでの対外貸付の利率は、外国とりわけニューヨークやパリでのそれと歩調を合わさなければならない。現時点で、遅れをとっているのは、ロンドンではない。われわれの対外貸付の障害となっているのは、自らの応分の責任を果すことに躊躇しているニューヨークやパリである。もし新規の証券発行がこれら3つの金融センターで、相互に金の流入が生じないよう適切に実施されるならば、国際商品の物価水準を維持し国際貿易を喚起することになるような、大規模で国際的な信用の創出を妨げる重大な障害はなくなるだろう。あらゆる証拠からみて、ロンドンは十分に速かつ安全に、対外貸付を増加させることが期待されている。間違いなく、危険は他の所である。国際的な諸価格と国際貿易の回復のための最も重要な条件は、それゆえニューヨークとパリとが自らの貸出し能力の限界まで対外貸付を行なうことである。

たとえそうだとしても、進行が遅すぎではならない。国際市場における借手は、おそらく1.5億ポンドほどを明日にでも (可能なら)、借入れできるだろう。しかし、これらの借入れのかなり

の部分は、既存の債務の支払いに充てられるだろう。既存の債務の清算のために借入れが必要である状況から、新しい資本支出のために借入れが必要となるという状況へと、なんとか進めることができた時に初めて、事態は改善に向うことになる。当面、いわゆる、ドイツの賠償の動産化（mobilisation）が、考えうる最も愚かしい障害の一つである。そして、そのことはドイツからの将来の賠償受け取りを信用（担保）としたフランス政府の借入れの大部分を説明するが、実際、そのお金はフランスにとって必要も使用目的もないものであり、フランス自身の信用での借入れ金利よりも高い金利を支払わなければならないものである。しかもそれは、既に十分に蓄積されている対外準備をさらに積み増し、それによって既存の不均衡を拡大させている。しかし、そのような借入れがあるということが、ヤング案の一部である。われわれは、それができる限り早くかつ成功裡に取り除かれることを期待しなければならない。

ニューヨークとパリが外国債券を大規模に引き受けるようになるまでは、新規発行市場における問題は必然的に遅れることになるというのが結論である。この困難が克服された後でも、前進はゆっくりだろう。そして英国に関していえば、そのような展開に大きな期待を寄せるのは軽率であるというのが、私の判断である。

それゆえ、もしわれわれが外国の状況に過大な関心を寄せすぎて、国内での資本支出を喚起するという課題から目をそらすならば、それは全く愚かなことである。現状において、われわれの現在の貯蓄の3分1以上の支出先を外国に見出すということは、近い将来に、ありえない程の輸出貿易を発展させることを意味する。

しかし、われわれが国内の資本支出にそれを振り向けるならば、その時の主たる障害は、債券市場での金利が、対外貸付が過大になり金が流出するのを阻止するには十分な高さであるが、それが国内での大規模な借入れを実施するには高すぎ、国内の事業活動を妨げているという事実に見出すされる。それゆえ失業を救済するためには、国家が民間の事業活動の不足を補整することに踏み出すのか、あるいは国内での支出目的と対外目的との間で、金利に差をつける方法確立することが必要となる——なお後者は、対外目的にはわれわれの能力内に貸付けが収まるような金利にすると同時に、国内目的に貸付けには国内での事業活動が喚起するに十分なほどの低金利にすることである。実際、これらは政府のある種の行動なしには困難であり、（たとえば）、政府が認可した事業に長期資本市場よりも低利で資金を供給するという形をとることになるかもしれない。

そのような政策は、その場しのぎかもしれないが、少なくともその場はしのげるだろう。今年のあとの期間についていえば、失業が実質的に減少する見込みはなく、さらに増加したとしても驚かないだろう。これまで述べた方策以外で、近い将来に状況を大きく改善すること期待できるような方策はありえない。それにもかかわらず、政策当局が受動的な方策を選好するならば、たとえ何ヶ月間待とうとも、雇用が正常の水準に戻ることは期待できない。失業手当を支払いそして課税できる企業利潤の減少という犠牲を伴う受動的な政策は、能動的な政策が支払うよりも多くのコストを大蔵省に支払わせることになる一方、健全な生活や社会の富の全体の喪失はさらに大きくなるだろうと私は確信している。

Ⅱ 不況

私の講演はスタンプ卿 (J. Stamp) とアバーノン卿 (Abernon) に続くものです。彼らは、それぞれ、金融組織や銀行システムの動きが突然、正常な軌道から外れてしまうと、難解で複雑な理由——それは理解するのが難しく、おそらく分かりやすく説明するのは不可能である——のために、繁栄の妨げとなることを皆さんに話されました。それは専門家に委ねられるべき問題であり、間違いが生じれば、彼らがそれを正すべきことです。一般の人に何が問題なのかを発見することは期待できません。しかし不幸にも、われわれの機構をだれも十分には理解しておらず、ある意味で専門家が不在なのです。専門家を自称するような人々のなかには、有能な一般人よりも、はるかにひどい話しをする人もいます。そして間違いなく、私と考えを同じくしている人もいます。換言すれば、科学としての経済学や銀行・金融の関する学問は遅れていますが、急速に進歩していると私は思っている。次の不況期には間に合うとしても、経済機構を理解し、自由な政策の実行を求められ、それを認められた専門家によって (もしいるとして)、現在の不況を救済できるかといえば、それは疑問です。われわれは、これまでと同様に何とかやっていくしかなく、そして時が来ると、何か幸運なことが起きて自ずと回復すると考えています。

少なくとも2分1の確率で、われわれは以下のことを予想しなければなりません。私は与えられた時間で、この予想に関して若干の考察を行いたいと思いますが、そこで私の話は専門家の話であると納得して聞いて頂きたい。

まず第1に、われわれが経済的な苦境に悩んでいるというのは、何んと恥しくそして逆説的なことでしょうか。10年前に同じことが起ったとき、われわれはそれほど驚く理由はありませんでした。なぜならそれは、大戦の影響を無視でき、あたかも、われわれの富が失われなかったかのように生活できると、短絡的に考えたことから、自然の反動として生じたのです。われわれは大戦後とその後の愚かしい平和がなかったこととして生きられないことを思い出させるものとして、1920-21年の不況をとらえるのは自然です。

しかし10年後の今日、そのような口実はありません。われわれはこれまでに経験したことがないほどの物的な富を蓄積しています。ところが、比類なき規模で物的な富を築き上げてきた米国が、他の国々と同様の厳しい状況に陥っているのです。工業生産における技術改善は以前よりも速くなっています。今日、工場の3人の労働者は平均で見ても、大戦前の4人の仕事を行うことができます。さらにいえば、農業や鉱業も遅れをとってはいません。土地の肥沃度は科学や組織の力によって飛躍的に高まったので、農業の進歩は工業の進歩にも敗けないほどです。一方米国や西ヨーロッパにおいて人口は、以前よりもゆっくりと増加したので、生れてくる人々を養育し住宅や家具などを供給するために使う資源への負荷は以前ほどではなかったのです。

しかしこの豊富の只中にあるわれわれは、——おそらくそれゆえに——数百万人の一定水準の生活ができない失業を抱えています。どうしてでしょうか。この原因は技師や技術屋の失敗ではありません。大胆にいえば、それは銀行と金融の神秘的な相互調整の破綻であると私は主張します。すなわち、この相互調整が働かなかったのです。われわれのエネルギーがその適切なはけ口

を見出せる環境を作り出すのに失敗したのです。われわれは他に比べてある方向に偏った経済活動を行い、バランスを失ったのです。しかしそれは、ラジオや飛行機をもっと生産すべき時に自動車を作りすぎている、工業用機械をもっと生産すべき時に農業用機械を作りすぎている、自動車をもっと生産すべき時に住宅を作りすぎている、もっとトウモロコシや綿花を栽培すべき時に小麦を栽培しすぎている、もっと鉛を採掘すべき時に銅を掘り出しすぎている、というような問題ではありません。

あらゆる方向で同時に余剰の供給能力が生じたのです。どうしてでしょうか。説明は結局シンプルなことだと私は思います。すなわち、われわれは新しい建設的な事業や資本蓄積の増加となるような活動に支出先を見出すことができる以上に、消費を抑えていることが原因であり、言い方を換えれば貯蓄が新投資を、すなわち種々の新規の建設的事業を上回っているということです。ここでは説明できない理由によって、このようなバランスの欠如が経済機構全体の適切な活動を阻害しているのです。

以上のことから、救済策は貯蓄を減らす（消費を増やす）か投資を増やすかの、いずれかです。もしわれわれが賢明な使用目的のための建物や建造物をすべて所有しているならば、正しい方策は明らかに貯蓄を減らすことです。現在のように建設的事業が落ち込んでいる時、個人による自由な支出が雇用にとって有益であるという常識は、完全に正しいことです。私が2・3週間前に英国の放送でこのことを話した時、多くの善良の市民はショックを受けましたが、私はそれが本当だと思います。しかし、もちろん貯蓄が新投資によって吸収される方がはるかによいことです。なぜなら、間違いなくわれわれは、有益な耐久財や設備が不足しています。家賃が現在のように高く、5000ポンドの家の家賃が100ポンド/年間であるかぎり、われわれが必要としている住宅を十分に供給することは不可能なのでしょうか。いえ、そうではありません。真実は、ほとんどの種類のローンの利率が高すぎることで、そしてそれが銀行—金融システムの欠陥によること——これが私自身の独自の見解です。たとえば現在、われわれは家賃を払っていますが、この家賃は概ね利率に規定されており、もし利率が下落するならば、家賃も下がり、借家の需要も増加するでしょう。換言すれば、貯蓄の使用に要求する代価が高すぎ、その結果、貯蓄が無駄になるということです。金融界は過熱状態となり、いかなる金利でも貯蓄に対して支払うことに価値があると信じるような時期が一時ありましたが、それ以降、短期利率は一気に低下したにもかかわらず、長期利率はそうではありません。大戦以降、膨大な富の増加があったにもかかわらず、大戦前の長期利率よりも依然として高い水準にあります。われわれは、あらゆる種類のローンの利率を大戦前の水準に、いやそれよりも十分に低い水準にまで引き下げなければなりません。そうして初めて、経済システムのバランスが回復するのです。実際そのような変化への抵抗は大きく、それを実現するのは大変な仕事です。

そして私の最後の考察に移ります。もしわれわれが救済を、時間・自然そして幸運な出来事に頼るならば、当分の間、この救済策には期待できません。もちろん、行ったり来たりはあると思います。しかし、真の救済——景気が回復し、雇用された労働者が適切な賃金を受け取り、そして利潤も十分な水準にまで回復するような時が来ること——には相当の時間が必要であると私は思えます。そうなる前に、良い予兆があるでしょう。

産業界の代弁者は——彼らは1年前ほど愚かではないとしても——私には依然として、根拠も

なく過度に楽観的に思えます。私の知るかぎり、彼らは、確かに何かが起こるには十分な長さであることから、6ヶ月後には景気は回復すると予言していますが、この6ヶ月というのは、予言が何を言ったのかを忘れてしまうのにも十分な長さです。前兆もあるだろうとは思いますが、基礎的な条件の変化について、真の回復がはっきりするまで、私は予言はしませんし、現在、そのような前兆はありません。しかし、過去の経験から判断して、再びわれわれに繁栄の波が訪れるのに、2～5年の期間を要するとみるのに何の不思議もありません。物価下落の世界的な広がりからみて、現在の不況は、これまでの経済史上で最も激烈なものの一つであり、それゆえ回復は容易ではありません。既に述べたように、われわれは資本の価格に十分に効果的な影響を及ぼさなければなりません、これらが容易にかつ突然に起こることはありません。米国の人々が、現在米国も含め世界中が直面している経済問題の深刻さを十分に理解しているのか、私は疑っています。

Ⅲ 信用コントロール

信用 (credit) コントロールとは、(第一次)世界大戦以後に、貨幣管理・貨幣的安定化や同様の改革のために、多くの様々な方面から提示され提案に結びついて、一般に使用されるようになったきわめて最近の用語である。それは、ややあいまいに使われているが、この用語のあらゆる使用の根底にある一般的な概念は、大戦前に純粋な形で金本位制の下で機能するものと想定されていた、信用規制 (regulation) の「自動的」な方式の、対極をなす方式の一つである。

「自動的」あるいは「非管理」システムの下では、一国の銀行システムが法貨や中央銀行預金の形で使用できる準備貨幣の量は、ある程度厳格な公式に従って、その国とそれ以外の国々との間での金の移動によって決定される。すなわち、このようなシステムでは、中央銀行当局は、金の移動によって規定される信用量と、それに信用需要を合致させる市場利利率が成立するように公定割引率を調整すること以外、理論上は何もすることがないことになる。このように一国の相対価格と賃金水準との間の均衡や国内と外国との間の相対的な利利率の均衡は、金の移動によって規定される信用量に過不足が生じるその最終結果として、自らの調整に委ねられるのである。

信用コントロールを、この自由放任の方式との対比で示せば、次のように描くことができる。すなわち、中央銀行当局が、時には金の移動を予想し、また時にはそれにとらわれずに、物価、雇用や生産そして株式市場の安定化のような、ある特定の経済目標を達成するという観点から、信用の量およびその価格を裁量的に決定するという方法である。金本位制下にある国は、金の移動を無視した政策を無限に続けることができないことになってはいるものの、金融・財政面で強固な国や金準備の潤沢な国は、相当期間、その影響を無視できることを経験は示している。

しかし、信用コントロールの方式とその対極にある方式とを明確に区別するのは、単に理論上においてである。実際上は、代表貨幣と銀行信用を使用する段階に達している国では、信用規制の自動的システムを採用することはできない。英国のような近代的な銀行システムの下では、ある程度の信用コントロールは避けられないのである。それゆえ、現在と現代的な意味での信用コントロールがなくて時代との差異は、方法と程度の差に帰着する。

旧式のシステムでは、信用の価格である銀行利率や割引率を慎重に規制するが、信用量は一部

は金の移動に、また一部は中央銀行の割引率によって規定される再割引の総額によって決定されるのが慣行であった。さらにいえば、旧式のシステムの主たる目的は、法律で固定された平価で、自国の本位貨幣の金兌換を維持することであり、それ以外のことに義務や責任あるいは関心をもつことに躊躇していた。これに対して信用コントロールの新しいシステムは、銀行利率政策だけでなく、信用の量と価格を調整するために、中央銀行が利用できるあらゆる手段を用いる。すなわち、それらは、主として国債の売買を自らの主導で行なう公開市場操作、加盟銀行や投資会社（特に外国債の発行に関わっている投資会社）に対して圧力や微罪を加えること、金の公式の売買価格差を一定の範囲内で変動することを許すこと、そして金為替の管理を含む外国為替市場への介入、などである。さらにいえば、現代の信用コントロールの支持者は、金兌換の維持を、中央銀行政策の最後であり、完了したものとみるのではなく、むしろ面倒な制約条件とみなす傾向がある。すなわちそれは、銀行の主要な目的とされる経済の安定化の実現にとっての障害であると気づくようになったのである。

信用コントロールの現代的な方法の批判者は、結局はそれも旧来の銀行利率政策（bank rate policy）と同じことになる主張する。なぜならば、信用量はそれに課される利子率によって一義的に決定されるので、信用量を直接コントロールしたとしても、追加的に得られるものは何もないか、あったとしてもわずかであるとみるからである。

しかしながら、公開市場操作は、断続的な変更とならざるをえない銀行利率政策を単独で行なうよりも、金融機構（monetary machine）の慎重かつ微妙なコントロールを可能にするということとは広く合意されている。さらにいえば、そのような批判者は、信用コントロールの手段としての公開市場政策の単独の効果を過少評価しがちなのである。

信用のコントロールの歴史的な発展は、以下のように要約できる。信用コントロールの手段としての（中央銀行の）銀行利率政策は、19世紀の間に主としてロンドンで発展したが、それは1836年から37年の金融恐慌とそれに続く、1844年の銀行法をめぐる議論から始まった。1837年以前に、そのような考え方の根拠を見つけるのは難しく、たとえばリカード（Ricardo）の著作には見い出せない。実際、そのような考え方がなかったことは、1837年まで利子率の法律上の上限が5%であるという高利制限法（usury laws）が存在したこと（そしてその年に廃止された）ことから、十分に説明できる。1844年まで、オーバーストン卿（Lord Overstone）のような代表的な改革派は、紙幣の流通量を規制する手段として、銀行利率政策の重要性を強調していた（『イングランド銀行の部門分割に関する見解』（1844年））。1861年には、ゴッシェン（Goschen）の『外国為替の理論』において、外国為替に影響を及ぼす手段としての銀行利率の変更の効果が、初めて明快かつ明確な形で説明された。信用コントロールの手段として銀行利率を用いるという考え方は、その後展開を見せ、大戦前には既に広く受け入れられており、それはバジエット（Bagehot）の『ロンバート街（1873年）』、ギッフェン（Giffen）の『金の供給：再割引率と物価（1886年）』、マーシャル（Marshall）の『金・銀委員会（1877～78年）』での証言などによってである。しかしながら、銀行利率の理論の体系的な議論を見つけるのは困難であり、不可能でさえあり、マーシャル、ピグー（Pigou）、タウシング（Taussig）やフィッシャー（Irving Fisher）などの著作にそれを求めても無駄であろう。

1913年の米国における連邦準備制度（Federal Reserve System）の創設は、信用コントロールの

発展において、新らたな一章を開くことになった。この連邦準備制度はその本質において、その創設者が考えていたものよりは、英国の制度に近いものではなく、それは独自の線に沿って発展していくものであることが、間もなく明らかになった。連邦準備委員会 (Federal Reserve Board) の最初の年次報告書 (1915年) において、公開市場操作について既に述べられており、そこでは、自らの主導権で資産を売買することによって、中央銀行が信用コントロールを行なうことが、英国の制度においてよりも、連邦準備 (加盟) 銀行 (Federal Reserve Banks) において、顕著に示されていた。米国での公開市場操作は、1922年の春以降、正規の政策として大規模に実施され、さらに1923年以降には、信用コントロールとしての明確な目標を掲げ、中央委員会の権威の下で体系的な政策として採用されている。

米国が公開市場政策を広範に活用したが、同様な進展はロンドンでも起きていた。イングランド銀行は大戦前においても、間欠的で、しかも小規模で短期間ではあったが、この政策を実施したことが知られている。イングランド銀行は、コンソル公債を証券市場で売操作を行なうと同時に、それを一ヶ月後の「決算日払い (先渡し)」で再購入したのであり、その結果、売操作の日と再購入の決算日との間、信用のベースがそれだけ削減されることになった。しかし今日、イングランド銀行は、信用コントロールのための機構の一部として、公開市場操作を、通常、大蔵省証券 (Treasury bills) の売買の形で行なっている。

さらにいえば、1928年にイングランド銀行報告の形式が改正されて以降、イングランド銀行の資産は、公開市場操作に起因する変化を、目に見える形で示されている。すなわち市場の主導で生じた同行の資産は「割引きと貸付け」という項目で記載され、他方、同銀の主導で購入された資産は「有価証券」の項目で記載されている。したがって、大蔵省証券は、その出所に従って、それぞれ別に分類されることになる。

銀行利率政策と公開市場操作との結合によって、貨幣システムにおける現金と準備貨幣の量を決定する自由を得た中央銀行は、状況の支配者である。すなわち中央銀行は、もし金兌換の維持あるいは外国為替の平価に関係する法的義務と設定された政策目標との間に矛盾がなければ、単に信用量だけでなく、投資率・物価水準そして長期的に所得水準をもコントロールできる立場にあるのである。しかし、そのためには以下で議論するような、さらなる諸条件に左右される。

中央銀行による現金や準備貨幣での信用ベースのコントロールは、経済システムにおいて、直接的ではなく、金融組織に属する加盟銀行の創造する信用の総量に影響を及ぼすことによって機能する。このように、信用コントロールは、信用ベースのコントロールに依存するだけでなく、加盟銀行の準備資産と各銀行が自由に創造できる総信用量との間にある、やや厳格な関係にも依存する。加盟銀行によって創造される総信用量を直接・間接に決定できる権限や力が、中央銀行の手中にあるということが、中央銀行の信用コントロールを有効ならしめる上で、決定的に重要な特徴なのである。

現代の銀行システムは、2つに分けられる。それは、加盟銀行の準備資産と当座負債との関係が法律によって決められているのか、それとも慣習や慣行 (custom or convention) によって決まっているのかであり、米国が前者の代表的な例で、英国が後者の例である。米国における法律上の規定や英国における慣行の実際をもとに、どの時期でも厳格ではあったが、状況に応じて時々変えられてきた。しかし現在では米国の法律上の規定は、英国における慣行の実際とほとんど

ど同じように機能している。米国の場合、有期預金に対しては低い準備率が義務づけられているが、各支店内の現金残高は法定準備の一部とはみなされない。実際その正味の効果は、逆の慣行によっている英国の場合とバランスがとれている。

われわれは、両国とも要求払い預金に対して、10～11%の準備率で対応していると結論づけることができるが、他の若干の国では、これ以上の開きがある。バーゲス（W. R. Burgess）の『準備銀行と貨幣市場』（1927年）によれば、代表的な国での預金準備率は次の通りである。4つのフランスの信用会社は11.5%、スイスの個人（private）銀行で8.0%、カナダの特許（chartered）銀行で11.0%である。一方ドイツの場合には、準備率はさらに低くかつ可変的であり、その結果、加盟銀行の信用創造に対するドイツ（中央）銀行（Reichsbank）のコントロールの効果は、相当に不確定である。

信用コントロールという武器が、どのような目標を達成するために使われる、あるいは使われるべきであるとしても、国際金本位制下にある中央銀行は、自国通貨の金価値の維持を、第一の目標としなければならない。そして、同時に追求することが望ましい副次的な目標は、どのようなものであれ、次のような例外的な場合を除き、必然的にその期間や程度が制限されてしまうのである。なお例外的な場合とは、ある国の中央銀行が、同じ国際金本位制下にある他の国の中央銀行の行動に対し、自らの行動や警告によって影響を及ぼせるほどの強さと説得力を有している場合である。

国際的なシステムの下では、金平価の維持以外の目標——たとえば物価・所得・雇用・株価などの安定化——を達成できるか否かは、一国の中央銀行のみの行動では無理であり、各国の中央銀行が最終結果に対する自己の分担を果たした上での、全中央銀行の平均的行動に依存する。しかしそれにもかかわらず、自らの副次的な目標の追求を犠牲にすることなく、大量の金を吸収したり放出したりできる立場にある中央銀行は、一国でもその行動が他の国々の中央銀行に影響を及ぼし、現状では自らの方針に他の中央銀行を従わせることができるかもしれない。

国際通貨制度の加盟国は一定の義務を負う。健全な国際通貨制度とは、各中央銀行が定められた制約の中で、それぞれが自らの副次的目標を追求する自由と各中央銀行の協調を結びつけることができる制度であり、ここで各中央銀行の間の協調とは、世界全体にとって最大の利益となると判断された副次的目標が達成されるように、各中央銀行の平均的な行動をコントロールすることを目指して、協調することである。国際金本位制の下で、各中央銀行のそれぞれの立場からの副次的目標が、全体としての中央銀行という立場からみて、主要な目的となりうるし、なるだろう。それゆえ、各中央銀行が国際的な共同行動のための、ある種の規制に従う準備がある時のみ、信用コントロールの機構が最終的に完成したことになるだろう。それは、もし各国の金融組織が機能するためには、各加盟銀行が自国の中央銀行の規律に従うことが必要であるのと、同様のことである。

注

- 1) The Collected Writings of J. M. Keynes, vol. XX, pp. 345～349.
- 2) Ibid., pp. 515～520.
- 3) The Collected Writings of J. M. Keynes, vol. XI, pp. 420～427.