

お金の改革論
A Tract on Monetary Reform

ジョン・メイナード・ケインズ*¹

訳：山形浩生*²

2020年9月24日

*¹ 日本の著作権消失

*² ©2014 山形浩生、クリエイティブコモンズライセンス 表示 4.0 (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>) 禁有断転載、有断複製。

はじめに

われわれは貯蓄を民間投資家に任せるが、その貯蓄は主にお金に対する所有権という形で保有するように奨励する。生産を稼働させる責任はビジネスマンに任せるが、そのビジネスマンは、お金という形で得られそうな利潤に主に影響される。既存の社会構造を劇的に変えたいとは思っていない人々は、こうした仕組みが人間の性質に沿ったものであり、大きな利点を持っているのだと考えている。だがその人々が安定した物差しだと信じているお金が頼りにならなければ、この仕組みはきちんと機能できない。失業、労働者の危うい人生、期待の当て外れ、貯蓄の突然の喪失、特定個人への過剰な予想外の収入、投機家、不当利得者――こうしたものはどれも、相当部分はこの価値の尺度が不安定なために生じるのだ。

しばしば生産費用は三層構造になっているといわれる。労働に対する報酬、事業性に対する報酬、利潤蓄積の三つだ。だが第四の費用がある。それがリスクだ。そしてリスクを負うことに対する報酬は生産の負担として最も重いものであり、そして最も回避しやすいものかもしれない。価値の基準が不安定なために、このリスクという要因にはかなり拍車がかかっている。我が国や世界全体でのしっかりした金融原理の採用をもたらす通貨改革は、リスクによる無駄をなくす。これは現在では人々の財産をあまりに多く消費してしまっているからだ。

保守的な概念が最もぬくぬくとしているのは通貨の分野だ。だがイノベーションの必要性が最も高いのも通貨の分野なのだ。銀行業界は自分の問題を理解する知的能力を持ち合わせていないので、通貨問題の科学的な取り扱い是不可能だという警告をしばしば受ける。これが本当なら、銀行業界が代表する社会の秩序は衰退する。だが私はそんなことを信じてはいない。欠けていたのは、与えられた分析を理解する能力ではなく、本当の事実に関する明確な分析だ。随所でいま発達中の新しいアイデアがしっかりした正しいものであるなら、いずれそれが普及することを私は疑っていない。本書を、謹んで特に断りもなしに、イングランド銀行の理事や評議会に捧げる。彼らは現在そして今後、これまでよりはるかに難しく不安な仕事を託されているのだ。

J・M・ケインズ

1923年10月

目次

はじめに	i
第 1 章 お金の価値変動が社会に与える影響	1
1.1 お金の価値変化による分配への影響	2
1.2 お金の価値変化による生産への影響	13
第 2 章 公共財政とお金の価値変化	17
2.1 課税手段としてのインフレ	17
2.2 通貨下落 vs 資本課税	26
第 3 章 お金の理論と為替レートの理論	31
3.1 貨幣数量説	31
3.2 購買力平価の理論	36
3.3 季節変動	45
3.4 外国為替における先物市場	48
第 4 章 様々な通貨政策目標の比較	59
4.1 平価切り下げ vs デフレ	60
4.2 物価安定 vs 為替レート安定	65
4.3 金本位制への復帰	68
第 5 章 将来的なお金の管理についての建設的提言	75
5.1 イギリス	75
5.2 アメリカ	82
5.3 その他諸国	85
訳者解説	87
5.4 著者ケインズについて	87
5.5 本書の構成と時代背景	87
5.6 本書の価値とぼくたちにとっての意義	90
5.7 マネタリストとしてのケインズ？ 本書以後の展開	91
5.8 既訳について	92
Version History	95

第 1 章

お金の価値変動が社会に与える影響

お金が重要なのは、それで買えるもののためでしかない。だから金銭単位の変動は、すべてに均等に働いてあらゆる取引に等しく作用するので、何の影響も持たない。もし確立した価値基準の変動により、ある人がすべての権利や努力に対する支払いとして二倍の金額を得るようになり、あらゆる買い物や満足を得るために二倍の金額を支払うようになったとすれば、その人はまったく何の影響も受けていないことになる。

だからお金の価値変動、つまりは物価の水準変動が社会にとって重要となるのは、その影響が不均等な場合だけだということになる。こうした変化は、昔も今も、実に多大な社会的影響をもたらしている。というのも周知のことだがお金の価値は、あらゆる人や、あらゆる用途について均等に変わったりはしないからだ。人の受け取る額と使う額は、同じ均等な比率ですべて変わったりはしない。だからお金で計測した価格と報酬の変化は、一般に階級ごとにちがった影響をもたらし、ある階級から別の階級へと富を移転し、こっちは豊かさをもたらしつつあちらには恥辱をもたらし、富の恩恵を再分配して意図を歪め、期待の実現を妨げるのだ。

1914 年以來のお金の価値変動は実に大規模なものであり、それがもたらしたもののすべてと併せて考えると、現代世界の経済史における最も顕著な出来事の一つとなっている。黄金であれ、銀であれ、紙であれ、お金の基準の変動は、空前のすさまじさだというだけではない。それが起こった社会というのは、それ以前のどんな時期にも増して、価値の基準がおおむね安定だという想定に依存しているのだ。

ナポレオン戦争の間と、その直後の時期には、イギリスの大幅な物価変動は年に 22 パーセントだった。そして 19 世紀第 1 四半期の間（これはかつては、イギリスの通貨史における最も混乱した時期だと考えられていた）に生じた最高の物価水準は、最低の水準の二倍以下であり、両者の間には 13 年の期間があった。これを過去 9 年のものすごい動きと比べて欲しい。読者の頭に正確な事実を蘇らせるべく、表 1.1 をお示ししよう。

古い通貨が長いこと破綻している諸国――ロシア、ポーランド、オーストリア――はここには含めていない。だが、革命や敗戦に苦しんだ国を除いた場合ですら、世界のどんな地域であれ、物価の激しい変動を逃れてはいないことがわかる。金本位制が改まることなく続いているアメリカでも、戦争が損害よりも利益をもたらした日本でも、中立国スウェーデンでも、お金の価値はイギリスと似たり寄ったりの変動を見せている。

1914 年から 1920 年にかけてこれらの国はすべて、買われるものの供給と比べてお金の供給のほうが相対的に大きく拡大する状況を経験した。これはつまりインフレーションということだ。1920 年以來、自分たちの財務状況を再びコントロールできるようになっ

表 1.1 1913 年に対するパーセントで示した卸売り物価指数 (1)

月次平均	英 (2)	仏	伊	独	米 (3)	カナダ	日本	スウェーデン	インド
1913	100	100	100	100	100	100	100	100	..
1914	100	102	96	106	98	100	95	116	100
1915	127	140	133	142	101	109	97	145	112
1916	160	189	201	153	127	134	117	185	128
1917	206	262	299	179	177	175	149	244	147
1918	227	340	409	217	194	205	196	339	180
1919	242	357	364	415	206	216	239	330	198
1920	295	510	624	1,486	226	250	260	347	204
1921	182	345	577	1,911	147	182	200	211	181
1922	159	327	562	34,182	149	165	196	162	180
1923*	159	411	582	765,000	157	167	192	166	179

(1) 出所は国際連盟月次統計ブレティン。

(2) 1919 年まで *Statist*、その後は *Economist*, *Statist*, 貿易局指数のメジアン。

(3) 労働局指数 (改訂版) *半年

た国々は、インフレを終わらせるだけでは飽き足らず、お金の供給を収縮させてデフレーションの果実を体験した。それ以外の国は、以前にもまして激しいインフレへの道歩んだ。イタリアをはじめとする少数の国では、デフレを実現しようという不謹慎な欲望が、財政状況の手の負えなさで相殺され、比較的安定した物価という幸せな結果が得られている。

インフレとデフレのいずれのプロセスも、大きな傷を及ぼしてきた。どちらも、階級間の富の分配を変えるという効果を持つ。この点では、インフレのほうがデフレより悪質だ。どちらもまた、富の生産を過剰に刺激したり、抑えてしまったりする効果を持つが、この二つを比べるとデフレのほうが害は大きい。このような形で示された内容の分け方は、議論を進めるにあたって一番便利なものだ――まずはお金の価値変化が富の分配に与える影響について、インフレを中心に論じ、次に富の生産に対する影響について、主にデフレに注目して論じよう。過去 9 年の物価変動は、社会全体の生産性にどう影響し、それが社会の個々の階級の対立する利害や相互関係にどう影響しただろうか？ こうした質問への答は、その被害の深刻さ、そしてさらにはそれに対する解決策を確立させてくれる。それが本書で検討する対象となる。

1.1 お金の価値変化による分配への影響

この検討のためには、社会を三つに分類するのが便利だ――投資階級、^{ビジネス}実業階級、賃金を稼ぐ階級。こうした階級は重なることもあるし、同じ個人が稼ぎ、取引し、投資することもある。でも現在の社会構成においては、こうした区分は社会の区分と対応しているし、本当の利害の分裂をあらわしている。

1.1.1 投資階級

お金が果たす各種の役割の一部は、その実質価値がある程度の期間にわたりだいたい一定だという想定に本質的に依存している。それらの役割のうち主要なものは、広い意味でのお金の投資契約と結びついている。こうした契約――つまり長期にわたり決まった金額の支払いを行うという契約――は、便宜上「投資システム」と呼ぶものの特徴であり、もっと一般的な財産システムとは区別される。

19世紀に発達した資本主義のこのフェーズ下では、財産の管理と所有を分離するための多くの仕組みが考案された。こうした仕組みは主に三つあった。(1) 持ち主は、財産の管理は手放すが所有権は保持する――実際の土地、建物、機械、その他財産を構成するものすべてでこれを行う。この保有モデルは、共同株式会社の一般株を保有する場合が典型だ。(2) 持ち主が一時的にその財産を手放し、その期間中に毎年固定額のお金を受け取る、期限が来たらその財産を取り戻すというもので、リースがその典型。(3) 実際の財産を永遠に手放し、代わりに永続的な年額支払いか、一定期間の年額支払いと期間終了時に元本をお金で受け取るものだ。これは担保ローン、債券、社債、優先株などが典型となる。この三つ目のものが投資の全面的な発展形となる。

将来のある時点で固定額の金額を受け取る契約（その時点でのお金の実質価値の見通しについては取り決めなし）は、お金が貸し借りされるようになって以来、ずっと存在したはずだ。リースや担保ローン、あるいは政府や東インド会社など少数の民間企業に対する永久融資は、18世紀以来しょっちゅう行われていた。だが19世紀になって、それは新しい重要性を持つようになり、20世紀の初頭には、財産保有階級を二つのグループに分けるものとなった――「実業者」と「投資家」というグループで、両者の利害はある程度分離しているのだ。この分離は個人間のちがいはほどは明確ではない。というのも実業者も投資家を兼ねているかもしれないし、投資家も一般株を保有できるからだ。でもこの区分はやはり本物だし、あまり認識されないからといって、その重要性が下がるわけではない。

この仕組みによって、活発な実業階級は自分の事業を促進するにあたって、自分自身の富だけでなく、コミュニティ全体の貯蓄に支援を呼びかけられるようになった。そしてこれに対する専門の資産階級は、手持ちリソースの活用先として、自分にほとんど面倒もかからず、責任も及ばず、リスクもほとんどない（と思われていた）ものが得られたのだった。

百年にわたり、この仕組みはヨーロッパ全体でものすごい成功を収め、空前の規模での富の成長を支えることになった。貯蓄し投資するのは、ある大きな階級にとっての義務であり喜びとなったのだった。貯蓄はめったに引き出されず、複利で増えていったため、いまや万人が当然と思っているような物質的勝利が可能となった。当時の道徳、政治、文芸、宗教は一致団結して、貯蓄を奨励する一大陰謀を展開した。神と強欲の悪魔マンモンは和解した。立派な財産を持つ人々に幸いあれ。なんとといっても金持ちですら天国に入れるのだから――貯蓄さえすれば。天界からは新たな和声^{ハーモニー}が鳴り響いたのだ。「天意の賢明かつ恩恵豊かな仕組みを通じ、人々が己自身の利得だけしか考えていないときにこそ、世間に対する最大の貢献を行っているというのを目の当たりにするのは実に不思議なもので

ある」*1と天使たちは歌ったのだ。

こうしてうみだされた雰囲気は、拡大する事業と増大する人口の需要を、安楽なる非実業階級の成長とうまく調和させたのだった。だが安楽と進歩の全般的な享受の中でおおむね無過ごされた点がある。この仕組みでは、投資階級が財産をお金という形でコミットするので、そのお金の安定性がこの仕組みを大きく左右するという点だ。そしてこの問題が勝手に解決されるものという、問答無用の安心感がどうも感じられていたらしい。投資家たちは広がり増殖して、やがて世界の中産階級にとって、一流債券はきわめて永続的で極度に確実なものに見本となったのだった。金銭契約の安定性と安全性に関する因習的な信念は、今日ではあまりに深く根付いているので、英国法だと信託人たちは自分たちの信託された基金をそうした取引以外には供出しないう奨励されており、それどころか不動産を例外として（これはそれ以前の時代の条件が生き残ったための例外だ）、他の形でそれを運用することを禁じられているのだ*2

他の面と同じくここでも、19世紀は自分たち自身の幸せな体験が将来もずっと続ものとあてにしており、かつての不運のもたらす警告を無視した。お金というものが、一定量の特定金属で表現されるわけではないし、まして一定の購買力が歴史的に保証されてなどいないということを、敢えて忘れ去ったのだった。だがお金というのは、単に国がそのときに応じて、金銭契約の精算方法として適切だと宣言したものでしかない。1914年までの一世紀以上にわたり、黄金はイギリスの通貨基準ではなかったし、それまで半世紀にわたり他のどこの国にとっても単一の基準になってはいなかった。経済的な記録の最初期の夜明けにまで遡るあらゆる国では、長期にわたる戦争や大きな社会動乱で法定通貨が変更されてきたが、それでも必ずといっていいほどお金をあらゆる各種の法定通貨の実質価値の低下が起こる。これは、ほぼどんな国の歴史でもまちがいがなく見られる。

さらに、歴史を通じたこうしたお金の価値の継続的な低下は偶然ではなく、その背後には二つの大きな原動力がある――政府の貧窮と、債務者たちの政治力が勝っていることだ。

通貨の価値低下による課税の力は、ローマ帝国が通過を発見して以来、国家にはつきものとなっている。法定通貨の創造は、政府の究極の隠し球だったし、今なおそうだ。そしてこの道具がまだ手元で使われずに残っている限り、どんな国や政府も、己の破産や失墜を宣言しそうにない。

それだけでなく、これから見るように、価値の下がる通貨の便益は政府だけが享受するものではない。農民や債務者や、固定金額を支払うよう義務づけられている人々はすべて、その利益を共有しているのだ。こうした階級もかつては、実業家たちという人々が現在そうであるように、経済的な仕組みの活発で建設的な要素を構成していたのだ。だからこうした長期の変化は、かつてはお金の価値を低下させて、新しい人々を支援して死んだ手からかれらを解放するものだった。それは古い富を犠牲にして新しい富を支援し、蓄積に対抗できる力を事業に与えた。お金の価値下落傾向は、過去の時代には複利と富の相続の累積的な結果に対する、強力な対抗力となっていた。それはずっと前に獲得された富の硬直した分配と、事業活動と所有との分離に対抗する、緩和的な影響となってきたのだった。これはつまり、それぞれの世代は先人たちの相続人を部分的に排除できるということ

*1 『若者たちの用に供する金銭問題についての優しい教訓』、キリスト教の知識普及協会刊、12版、1850年

*2 ドイツの信託人たちは、1923年まで似たような義務から解放されることはなかった。その頃には、お金に対する受け取り権に投資されていた信託基金の価値は完全に消え去っていた。

だ。そして永続的な富を作り上げようという企みはこのような形で阻止されなくてはならない。もちろん、社会が意識的な熟慮により、何か別のもっと公平で適切なやり方でそれを阻止することもできるのだが。

いずれにしても、この二つの力――政府の財政的な必要性と、債務者階級の政治的影響力――は、その時に応じてどちらが主となるかは変わるが、その双方が影響するおかげでインフレの進行は長期的に考えると、紀元前6世紀にお金が初めて考案されて以来、連続的に続いている。ときには、価値の基準が自分で下がった。そうならない場合には、お金の品質下落/改鑄でそれが実現された。

それでもあらゆる時代に、お金を日常生活で使うやり方の結果として、人々はこうしたものすべてを忘れてお金それ自体が価値の絶対的基準であるかのように見てしまいがちだ。そしてさらに、百年にわたる実際の出来事とその幻想を阻害していない以上、一般的な人は三世代にわたり通例とされてきたことを、永続的な社会の仕組みの一部だと見なすようになる。

19世紀に起きた出来事の展開は、こうした考え方を支持するものだった。最初の25年では、ナポレオン戦争のきわめて高い費用に続き、お金の価値はかなり急速に向上した。その後70年にわたり、一時的な上下動はあったが、物価の傾向は下がり気味で、その最低点は1896年となった。だが上下の方向性を強いて見るならこうした傾向とはいえ、この長期にわたる時代の驚くべき特徴は、物価水準が比較的安定していたということだ。1826年、1841年、1855年、1862年、1867年、1871年、1915年またはその近辺で、価格の水準はほぼ同じだった。また1844年、1881年、1914年にも物価はほぼ横ばいだった。もしこの1844年、1881年、1914年の物価水準を100とすれば、1826年から（第一次）世界大戦が始まるまでの百年近い時期において、物価の上昇も下落も幅は30以内、つまり物価指数は130以上にもならなければ、70以下にもならなかったことがわかる。長期にわたる金銭契約の安定性を人々が信じ込むようになったのも無理はない。黄金という金属は、人工的に規制された基準の理論的な長所をすべて持っているわけではないが、毀損することはできないし、実用上では信頼できるものとなっていたのだ。

同時に、19世紀初期にコンソル債（訳注：年3%の永久債）に投資した人々は、三つの形でかなり利益を得ている。この投資の「安全性」は、可能な限りほぼ絶対に完璧と思われるようになった。その資本価値はすべて上昇した。その理由はいま述べたものもあるが、主に金利の安定した下落のおかげで、その資本の表す年収の何年分を買えるかという数字が増えたからだ*3。さらに、年間金銭収入も、全体として購買力を上昇させていた。たとえば1826年から1896年までの70年間を考え（そしてワートルローの戦い直後の大幅な改善を無視すれば）、コンソル債の資本価値はごく一時的な低下を除けば一貫して上がり続け、79から109になったことがわかる（これは英大蔵相ゴッシェンが1889年に3%の利率を2.75%にし、1903年にはそれを2.5%にしても変わらなかった）。その同時期に、年間受取利息の購買力は、利率引き下げを考慮しても、50パーセントは増えているのだ。だがコンソル債はまた、そうした価値上昇という利点に加え、安定性という美德も持っていた。危機の年を除けば、ヴィクトリア女王時代にコンソル債は90以下に下がったことがない。そしてヨーロッパ各地の王室が将棋倒して崩壊した1848年にも、年中の

*3（たとえば）金利が4.5%から3%に下がったら、3%の永久コンソル債の価値は66から100に上昇する。

平均価格はたった5ポイント下がっただけだ。ビクトリア女王戴冠時には90だったのが、彼女のダイヤモンド・ジュビリー（即位60周年）の1897年には最高潮に達したのだ。われわれの親たちが、コンソル債はよい投資だと考えたのも無理からぬことだ！

このようにして19世紀には、ある種の人々で構成された巨大で強力で尊敬される階級が台頭した。その人々は個人としても裕福であり、全体としてもきわめて裕福な階級だったが、建物も土地も持たず、事業も貴金属も持たず、法定通貨としてのお金という形で年収を得られる権利を所有しているのだ。特に、19世紀の特異な創造物であり誇りとすべきものである中産階級の貯蓄は、主にこのようにして始まったのだ。習慣と有利な体験のおかげで、こうした投資は安全だという不可侵の評判を得たのだ。

（第一次）世界大戦前に、こうした中間的な富はすでに、価格上昇と金利の上昇による多少の損失（1890年代半ばの価格の頂点に比べれば）を被るようになってきた。でも戦争に伴ったりその後に生じたりした金融面での出来事のため、イギリスではかれらの投資の実質価値が半分奪われ、フランスでは八分の七、イタリアでは12分の11、さらにドイツやその継承国家であるオーストリア＝ハンガリーやロシアでは、ほぼ全額が失われた。

戦前の典型的なイギリス投資家が被った損失は、コンソル債投資家が受けた損失で十分に計測できる。こうした投資家は、すでに見た通り、1896年まではたまの上下動はあっても着実に自分のポジションを向上させ、そしてその1896年とその翌年には、二つの頂点が同時に達成された――年間受け取り金額の資本価値と、お金の購買力が最高となったのだ。これに対して1896年から1914年にかけては、投資家はすでに大幅な損失を被っていた――年間受け取り金額の資本価値は三分の一ほど下落し、収入の購買力もまた三分の一近く下落していたのだ。とはいえこの損失は、例外的なピークから二十年近くかけて徐々に生じたもので、しかも1880年代初期や1840年代初期と比べても、投資家の状態は極端に悪化していたわけではなかった。だがこれに加えてさらに急速な戦時中の損失がやってきた。1914年から1920年にかけて、投資家の年間受け取り金額の資本価値は、またもや三分の一以上も下がったし、収入の購買力は三分の二下がった。これに加えて、所得税の標準税率は、1914年に7.5%だったのが、1921年には30%になった*4。1914年を基準として、この変化をざっと丸めて試算してみよう（表1.2）。

表の二列目は、優良株がワーテルローの戦いからフロンティアの戦い（第一次大戦のイギリス参戦の戦い）までの期間に、1896-97年の異常値をまるごと無視したとしても、どれほどすばらしい投資だったかを示すものだ。この表を見ると、ヴィクトリア女王即位60周年の1897年が、イギリス中産階級繁栄の絶頂期だったことがわかる。だがこれはまた、数字の厳密さを持って、（第一次）大戦以前と同じ信託投資からの収入だけで暮らそうとする人々の悲痛な苦しみをも示している。1922年のコンソル債所有者たちの実質収入は、1914年の半分であり、1896年に比べれば三分の一だ。19世紀の間に実現した価値増大のすべてが消え去り、豊かさはワーテルローの戦い直後と比べてもあまりよいものではなかった。

これを軽減する状況もいくつか見落とすべきではない。戦争は社会全体としてのリソース蕩尽の時期ではあったが、貯蓄階級の個人にとっては貯蓄の時期であり、かれらは政府証券の保有が増えたことで、いまや全体として税務署の受け取った金額に対する請求金額も増えることになった。また投資階級はお金を失ったが、この階級は社会的にも家族関係

*4 1896年以来、さらに相続税という負担が加わっている。

表 1.2 コンソール債の収入と資本価値変化

	コンソール債収入 の購買力 (1)	標準所得税率 課税後の購買力	コンソール債の 名目価格	コンソール債の 資本価値の購買力
1815	61	59	92	56
1826	85	90	108	92
1842	85	90	122	104
1869	87	89	127	111
1883	104	108	138	144
1896	139	145	150	208
1914	100	100	100	100
1920	34	26	64	22
1921	53	39	56	34
1922	62	50	76	47

(1) 利率が 3 から 2.5% に下がったのは無視。

によっても、実業家階級と重なっているため、損失の打撃がある程度は緩和されることとなった。さらにイギリスでは、1920 年のどん底からすでにかかなりの回復が見られている。

だがこうした事実をもってしても、事実関係の重要性が消え去るわけではない。戦争の影響と、戦争に伴いそれに続いた金融政策の影響は、投資階級所有物の実質価値の相当部分を奪うものだった。損失はあまりに急激で、しかもそれが起こったのは他のもっとひどい損失とあまりに入り混じっていたために、その影響の全貌はいまだにきちんと切り離して理解されてはいない。それでも、これは各種階級の相対的な立ち位置にとって、かなり根本的な変化をもたらすものとなった。ヨーロッパ大陸全体で、中産階級の戦前の貯蓄のうち、債券や担保融資や銀行預金に投資されていた部分がほとんどまたは完全に消え去ることになったのだ。また、この体験が貯蓄と投資の実践をめぐる社会心理を変えたのもまちがいない。最も安全だと思われていたものが、実は最も安全ではなかったのだ。消費もせず「投機」もせず、「家族のために適切な手配を行った」者、安全性を奉じ、世界の賢者たちの啓発的で立派な指示を最も実直に実行した人々——実際、豪奢に対して最も屈することのなかった者たちが、最もひどい災厄に見舞われることとなったのだ。

本書のテーマから見て、ここからどんな教訓を引き出すべきだろうか？ 思うに、まず 19 世紀に発達した（そして今も続く）社会組織を、お金の価値に対する自由放任政策と組み合わせるのは、安全ではないし公正でもないということだろう。これまでの仕組みがうまく機能したというのは正しくない。社会の自発的な貯蓄をこれからも「投資」にまわすのであれば、それを示す単位となる価値の基準を安定化するような国家政策を考案するよう図るべきだ。そしていずれ、もし相続法と蓄積率により活発な階級の所得のあまりに多くの部分が引き出され、非活発階級の支出に左右されるようになってしまった場合には、国富の再分配を他のやり方で調整する（それはあらゆる富の形に平等に影響するものであるべきで、相対的に無力な一部の「投資家」にばかり集中するものであってはならない）ことも必要になる。

1.1.2 実業階級

昔から、実業界でも経済学者の間でも、物価上昇期は事業にとっての刺激となり、実業者にとって有益だということは認識されてきた。

まず、これまで検討してきた投資階級の損失の裏返しとなる利益が存在する。お金の価値が下がると、活発な事業による利潤から毎年固定金額を支払うと約束している人々にとって有利となるのは明らかだ。というのも、金銭的な出入りの中で、出て行く固定金額の占める比率は、前より下がるからだ。この利益はその変化が続いている移行期に生じるだけでなく、古い融資の場合には、物価が新しい高い水準で落ち着いてからも続くものとなる。たとえばヨーロッパ全土の農民たちは、担保融資によって自分が耕す土地を買うための資金を借り入れたが、いまや担保融資の価値が激減したために、返済負担がほとんどなくなっている。

だが変化の起きている期間中、物価が毎月のように上昇していると、実業者はさらにもっと大きな儲けの源を手にするのだ。商人だろうと製造業者だろうと、たいていは売る以前に買うこととなる。そしてその在庫の少なくとも一部は、価格変動のリスクを負うことになる。したがって、在庫が毎月のように手持ち期間中に価格上昇するのであれば、その人は常に予想よりも高い価格で販売できることになり、想定外の臨時収入が確保できることになる。こうした期間においては、取引という事業は異様に簡単なものとなる。お金を借りられる人は、例外的に運が悪くなければ利潤が出てしまうし、特にそれに値する活動をしなくても利潤が得られる。こうした利潤を継続的に享受すると、それが続くという期待が生み出される。銀行から借りるという行為は、正常と思われる範囲を超えて実行されるようになる。もし物価がさらに上昇するだろうと市場が期待するならば、商品の在庫が投機目的で保有されるようになるのも当然であり、短期的には物価が上がるという単なる期待だけで投機的な購入が促進される。

たとえば、1919年4月から1920年3月までの原材料について *Statist* 価格指数を見よう（表 1.3）。

表 1.3 原材料の Stasis 指数

1919年4月	100	10月	127
5月	108	11月	131
6月	112	12月	135
7月	117	1920年1月	142
8月	120	2月	150
9月	121	3月	146

この表を見ると、銀行からお金を借りて、それで手当たり次第に原材料を買った人物は、この期間のあらゆる月（ただし最後のヶ月を除く）において利潤を得たはずで、この一年で平均 46 パーセントの収益率となったはずだ。だが銀行はこの時期に、融資金利はせいぜい 7 パーセントであり、したがって年利 30-40 パーセントの明らかな利益が、何も特別な技能を行使しなくても、こうした事業に乗り出した運のいい人々すべてにもたら

されたはずだということになる。事業上の立場や専門的な知識のおかげで、特定の商品の物価動向について賢明な予測ができた人々であれば、これをはるかに超える儲けが得られたはずではないか！ だが大規模に原材料を取引しているディーラーや大規模に原材料を使う使用者たちは、まさにそういう立場にあったわけだ。こうした時期に、ある種の事業で多少なりとも技能やツキのある人物が手にする利潤は、莫大なものになるのはまちがいない。ものの数ヶ月で一財産築ける。だがそうしたものは一線を画す堅実な実業家であっても、投機家や相場師扱いされるのを嫌がり侮辱と感じる人物であっても、自分が求めも望みもしなかった予想外の利潤が棚ぼたで手に入ってしまうことになる。

経済学者たちは、「名目」金利と「実質」金利との間に有益な区別を設けている。年利5%の融資が行われた時点で商品100個分の価値がある金額が、年末に商品90個分の価値しかなかった場合に貸し手が利息込みで受け取る金額は、商品たった94.5個分となる。これを述べるには、名目金利は5パーセントだったが、実質金利は実はマイナスで、マイナス5.5パーセントだった、という。同様に、期末にお金の価値が上がって、融資された資本額が商品110個分の価値を持つとしたら、名目金利は相変わらず5パーセントだが、実質金利は15.5パーセントになる。

こうした考察は、実業界の人々が明示的に頭の中に持っていないとしても、単なる学問的な代物ではまったくない。実業界は、実質金利などまるで言及せず、名目金利がそれ自体で検討できるかのような発言をするし、実際そう考えているのかもしれない。でも行動はそうになっていない。銀行の融資金利7パーセントがあまりに重いから、事業を縮小しようかと考えている商人や製造業者は、自分が検討している商品の予想価格についての期待に大きく左右されるのだ。

したがって物価が上がっているとき、融資を受ける実業者は貸し手に対し、実質価値で見た場合に金利がまったくなくどころか、当初受け取った資本より少ない金額を支払うだけで済んでしまう。つまり、実質金利がマイナスの値になり、借り手はそれに対応する便益を獲得することになるのだ。物価上昇が予想されているなら、借入金額を増やして有利に使おうとする試みに対応して、金利が上昇することになるのは事実だ。この理由からも、物価上昇期には銀行融資金利も上がるし、物価下落期には銀行融資金利も低い。こうした時期における名目金利が一見すると異常に思えるのは、実質金利が安定しようとする裏面の現象に過ぎない。それでも、物価が急変している時期には、名目金利は実質金利が異常になるのを防げるほど適切に、あるいは急速に変わることはほとんどない。というのも、名目金利に影響するのは、実際の物価上昇ではなく、各種の可能な物価変動とその推定確率の複合物として生じる物価上昇の期待だからだ。そして通貨が完全に崩壊していない国では、物価のさらなる上昇または下落について、短期金利が年率十パーセント以上にあがったり一パーセント以下に落ちたりするのに十分な全般的な信頼／自信など、ほとんどあるいは一度たりとも存在したためしがないのだ*5。この規模の変動は、(ざっと見て)年率五パーセント以上の物価上下動を相殺するには不十分だ――だが実際の物価変動はしばしばこの率を上回っているのだ。

ドイツは最近、名目金利が実質金利に追いつこうとしてどれほどすさまじい規模で変動

*5 予想される低い実質金利を活用すべくお金を借りる商人は、物価上昇以前に立ち回る必要がある。つまりある確率に基づいた計算をしているのであって、確実性に基づいて動いているのではない。その結果として、その商人は、自分が本当は見ているのに確実性を持って見たい実質金利の動きよりも、それと反対のずっと小さい名目金利の動きにより怖じ気づいてしまうのだ。

するかという例を提供してくれた。同国の物価は実に長期にわたりすさまじく上昇を続けたので、みんな実際はどうあれ、物価がさらに上昇するものと信じるようになったのだった。だがそのドイツですら、名目金利は物価上昇に並ぶほどの上昇を見せていない。1922年秋には、ドイツの実質金利が高いマイナスの数字になったそれまでの時期の影響が、やっと目に見えるものになりつつあった。実質金利が高いマイナスということは、この時期にマルクを借りて資産に変えられた人物はだれでも、そのいつの時点を取ってもその資産のマルク換算価値上昇は、借入れに対して支払う必要があった金利よりはるかに大きかったということだ。これはつまり、全般的な動乱の中で巨額の財産をむしり取った者がいたということだ。そしていちばん大儲けしたのは、とにかくひたすら借りまくり、実質金利と名目金利との差を確保するのが正解なのだということを見て取った者たちだった。でもこれが何ヶ月にもわたりよい商売であり続けると、みんなそれに便乗するようになり、遅ればせながらそれが名目金利にも影響した。その頃には、ライヒスバンクの名目金利は8パーセントだったが、優良短期融資の有効金利は年率22パーセントにまで上がっていた。1923年前半には、ライヒスバンク金利自体が24パーセントになり、その後30パーセント、最後には108パーセントにもなり、市場金利のほうはすさまじい変動を見せてとんでもない水準となり、一部の融資だと週に3パーセントに達することさえあった。1923年7月から9月にかけてついに通貨が崩壊したとき、公開市場金利はまったく歯止めがなくなり、月に100パーセントという数字に達した。だが通貨下落を考えると、これほどの高金利ですらまだ不十分であり、大胆な借り手はこれでも儲けていたのだった。

ハンガリー、ポーランド、ロシア――物価がさらに崩壊すると期待されていたところ――でも同じ現象が見られ、物価上昇が予想されるときにあらゆる場所で起こる現象を顕微鏡で見ているかのような様相となった。

一方で、1921年のイギリスやアメリカがそうであったように、物価が年平均で30パーセントから40パーセントも下落するのが二年も続くと、銀行融資の金利が1パーセントでも事業には大きな重荷となっただろう。というのもその実質金利はとても高いことになるからだ。こうした動きを一部でも予想した人物はだれでも、資産を売り払ってその時期には事業に手を出さないことで大儲けできたはずだ。

だがお金の価値低下は、実業家にとっては利得の源である一方で、大きな不面目をもたらしかねない。実業家のすさまじい利潤は、消費者からは憎らしい物価上昇の原因のように見えてしまう（実は結果でしかないのだが）。手持ち財産の急激な上下動の中で、実業家自身も保守的な本能を見失ってしまい、通常の事業からくるささやかながら永続的な利潤よりも、目先の大きな利得を重視するようになる。中期的な事業健全性は、以前ほど気にかからないものとなってしまい、目先の富と一斉売却のほうに頭が向かってしまう。その過剰な利得は単なる棚ぼたで、自分が何か失敗したり計画をたてたりした結果ではないが、いったん手に入ってしまうえば実業家はそれを容易には手放さず、その収穫を放すまいと頑張ることになる。こうした衝動を持ち、そうした立場におかれた実業家は、居心地の悪さから逃れられないのだが、それを抑圧している。自分の社会的立場や、経済の仕組みにおける自分の有用性や必要性について、それまで持っていた自信が、当人の心の中で失われてしまうのだ。自分の事業や階級の未来を危ぶむようになり、そしてその自信がなくなればなくなるほど、自分の財産にしがみつこうようになるのだ。実業家は社会の木鐸であり未来を作り出す存在であり、しばらく前にはその活動や報酬はほとんど宗教的なほど敬われていた。あらゆる人物や階級の中で最も尊重すべき、賞賛すべき、必要不可欠な存

在とされ、それを邪魔すると悲惨な結果になるだけでなく、そんなことはほとんど不敬とさえ思われている存在だった。その実業家がいまや、うさんくさい存在と見なされてしまい、自分が疑わしい存在として攻撃されていると感じ、不正で歪んだ法律の被害者だと感じ――そして投機屋で便乗屋としてみなされ、しかも自分でも半ばそれが正しいと知っている存在になってしまう。

金持ちな連中の得た財が、単なる博打のツキによるものだと思ったら、危害のある人物は自分だけが貧しいままでいようとは思わないだろう。実業家を便乗投機屋に変えてしまうということは資本主義に打撃を与えることだ。というのもそれは、心理的な均衡を破壊して不公正な報酬の永続を許すことになるからだ。正常利潤という経済ドクトリンは、だれもが漠然とは認めているものだが、これは資本主義の正当化には不可欠な条件なのだ。実業家を容認できるのはその実業家の利潤が、事業活動が社会に与えた貢献と、何らかの形で大まかに、多少なりとも関係している場合だけなのだ。

つまりこれが、お金の価値下落が既存経済秩序にもたらす第二の混乱となる。お金の価値下落は投資を阻害するのと同じく、事業というものを貶めてしまうのだ。

といっても、実業家は好況期ですら自分の例外的な利潤をすべて手元に残せるわけではなかった。各種の人氣ある対処法が、それぞれの時代の邪悪を治療しようと無駄な努力を行った。そうした対処法それ自体――補助金、物価固定や賃料固定制度、投機家の吊上げや過剰利潤に対する課税――が、いずれまさにその邪悪の相当部分を占めるに到ったのではあった。

やがて不況がやってきて物価が下がったが、これは在庫を持つ者たちに対して物価上昇と正反対の影響をもたらした。棚ぼた式の利潤にかわり、事業の効率性とはまったく関係ない過剰な損失がやってきた。そしてみんなが在庫をギリギリ最低限に抑えようとするために産業は膠着状態となった。ちょうどそれ以前には在庫を積み上げようとする活動が、産業を過剰に刺激したのの正反対だ。時代の問題として、投機よりは失業が台頭してきた。だが健全な通貨を持った国では少なくとも一時的にせよ、事業と信用の循環的な動きが、1920年の物価急上昇を部分的に逆転させたのに対し、インフレが継続している国では、それは通貨価値下落の急流にほとんどさざ波程度の影響すら与えなかったのだ。

1.1.3 賃金階級

経済学の教科書では、賃金は物価の動きに遅れてやってくるというのが定番だ。つまり賃金労働者の実質稼ぎは物価上昇期にはだんだん減ることになる。これは昔はしばしば正しかったし、現在ですら、自分の立場改善を要求しにくかったり組織力がなかったりする一部の階級では当てはまる。だが少なくともイギリスでは、そしてまたアメリカでは、労働の重要な一部分は、状況を利用して以前の購買力と同じ購買力を持つ名目賃金を獲得するだけでなく、実質賃金の改善を確保し、それを労働時間の削減と組み合わせることだった（そして今のところは仕事量を減らすことだった）。しかもそれを（イギリスの場合には）社会全体の富が減っている時期に実現することができたのだった。この通常の流れが逆転したのは、単なる偶然ではなく、はっきりした原因を指摘できる。

一部の労働階級――鉄道労働者、鉱山労働者、港湾労働者など――は、賃上げのための労組化が他よりも優れている。戦争の歴史上初めてのこともかもしれないが、陸軍での生活が多くの点で人々の伝統的な要求水準を引き上げた――兵士は衣服も靴もしばしば食事

も労働者よりよい待遇となり、その妻は戦時中には別離手当も追加され新たに稼ぐ機会も生まれたために、期待する待遇の水準も上がったのだった。

でもこうした影響は、(賃金を引き上げてほしいという) 動機はもたらしたかもしれないが、でもそれが実際の賃上げという結果をもたらすには、もう一つ別の要因が必要だった――投機家たちの棚ぼた利益だ。通常の事業からの利潤を超える、かなりの(それもとんでもない)棚ぼた利益を得ているという事実のせいで、実業家たちは従業員のみならず世論一般からの圧力にもさらされた。そして金銭的に苦勞することなく賃上げという形でこの圧力に応えられたのだった。事実、実業家にしてみれば賃上げという身代金を支払い、その時点での自分のもうけを労働者たちと共有するのは、十分に元が取れる行動だったのだ。

だから労働階級は、(第一次) 大戦後の時期に、「便乗投機屋」を除く他の階級に比べ、相対的な立場を改善させた。一部の重要な例では、絶対的な立場を改善させたこともある――つまり労働時間短縮、名目賃金増大と物価高を考慮すると、労働階級の一部は実際に行った労働量に比べて、実質の報酬が以前より高くなったということだ。だがこうした状態自体は望ましいものだが、その安定性は、労働階級の報酬増加がどこからきているかという源を知らない限りわからない。それは各種階級への国民生産分配を決める経済要因が永続的に変わったためなのだろうか？ それともインフレと、その結果として価値の基準が乱れたことに伴う、一時的でやがて尽きる影響のせいなのだろうか？

価値基準が激しく乱れると、真の状況が見えにくくなり、一時的にはある階級が他の階級をこっそり犠牲にしつつ、避けがたい反発をすぐに引き起こすことなく利益を得ることも可能だ。そうした状況では、国は将来に投資しているつもり貯蓄を、知らず知らずのうちに現在の消費で使ってしまうこともある。さらに既存の資本を毀損させたり、現在の減価償却を有効利用し損なったりする。お金の価値が大幅に変動していると、資本と所得とのちがいが混乱してしまうのだ。社会が知らず知らずのうちに資本を取り崩して暮らせるようにしてしまうというのは、通貨の価値下落の悪い点の一つだ。社会の資本財の名目価値上昇は、在庫の実質量減少を一時的に隠してしまうのだ。

不景気期間が労働階級に与える損失は、実質賃金の低下よりもむしろ失業という形を取る場合のほうが多い。そして失業者に対する国の支援により、この損失さえかなり抑えられている。名目賃金は物価に伴って下落した。だが1921-22年の不景気は、それまでの数年で労働階級が中産階級に対して獲得した相対的な優位を逆転させることはなかったし、その優位はさほど目減りさえしていない。労働時間の短縮まで考慮した場合、1923年にイギリスの賃金は戦前に比べて、生活費の上昇よりも目に見えて高い水準にあった。

またドイツとオーストリアでも、イギリスやフランスよりはるかに大規模に、お金の価値変動が中産階級に苦境を強いることとなり、それ以前には労働階級はどう見ても、それに見合うほどの苦勞はしていない。もしドイツの大学教授たちが戦争をもたらした雰囲気にも多少なりとも責任があるというのが正しいとしても、戦争の苦勞を味わったのもその階級だった。ヨーロッパ全体で、これまで多くのよいものを生み出してきた中産階級が貧窮した結果として、必ずや徐々に科学と芸術の衰退がもたらされるはずだ。

結論として、インフレは投資家にはとても損失が大きく、実業家にはとても有利で、おそらく現代の産業条件の下では、全体として賃金労働者に有利な形で富を再分配するということになる。それが持つ最も驚くべき結果は、まったく善意で自分の貯蓄を、モノでは

なくお金を受け取る権利に振り向けた人々にとって、インフレがきわめて不公正なものだということだ。だがこれほどの規模の不公正はさらなる結果をもたらす。今までの議論が示唆しているのは、戦争以来ヨーロッパで生じた富の生産過剰は、ある程度までどこかの階級の消費ではなく、資本の蓄積を犠牲にしたものなのだ、ということだ。さらに、インフレは投資階級の貯蓄能力を減らしただけでなく、貯蓄意志の前提となる信頼／安心の雰囲気破壊してしまった。だが増大する人口が同じ生活水準を維持するには、人口に比例して資本も増えねばならない。イギリスでは長年にわたり、今後の出生率がどうなろうと（そして現状では、一日あたりの出生数は、死者数のほぼ倍近い）、労働市場への新規参入は、退出者より毎年 25 万人以上も多くなる。この増大する労働者群にこれまでと同じ生活水準を与えるためには、単に市場が成長するだけでは足りず、資本設備も増大しなければならない。生活水準が劣化するのを防ぐためには、国の資本は国の労働供給と同じくらの速度で増えねばならない。これはつまり現状では、最低でも年に新規の貯蓄が 2.5 億ポンド生じなければならないということだ*6。19 世紀に存在した貯蓄に有利な条件は、いまのわれわれから見ればお笑いだが、資本と人口が比例して成長できるようにした。階級間のこれまでのバランスが現在揺らいでいるのは、相当部分がお金の価値の変化が原因だ。それがそうした貯蓄に有利な条件を破壊したのかもしれない。

これに対してデフレは、次章の後半部分で見ると、法定通貨で表示された巨額の国家債務の日々にあっては、てんびんを大幅に逆方向に傾けて、利子生活者に利益をもたらすことになる。そして社会における生産的な階級にとっては、課税の負担を耐えがたいものにしてしまうのだ。

1.2 お金の価値変化による生産への影響

理由が正しかろうとまちがってようと、もし実業者が物価の下落を期待するならば、生産のプロセスは阻害されがちとなる。そして物価の上昇を期待するならば、生産プロセスは過剰な刺激を受ける。価値の物差しが変動しても、世界の富や世界のニーズや世界の生産容量はいささかも変わらない。したがって、それは生産される物の量や質に影響するべきではない。相対価格の変動、つまり商品ごとのちがった値動きこそが、生産の性質に影響を与えるべきである。なぜならそれは、各種の商品がきちんと正しい比率で生産されていないという印だからだ。だがこれは、一般物価水準変動にはあてはまらない。

一般物価水準の変動期待が生産プロセスに影響するという事実は、いまの社会における経済組織の特異な面に深く根ざしている。その一部は本章の前セクションで述べたし、また一部はこの後すぐに述べよう。一般物価水準の変化、つまりは物差しの変化が、お金の借り手（生産を動かす意志決定をする人々）の貸し手（いったんお金を貸したらあとは何もしない人々）に対する支払い義務を一定に保ち、両者間の実質的な富の再分配をもたらすことは、すでに見た通りだ。さらに、活動する側の集団（訳注：実業者）は、そうした変化を予想したら、事前にその活動を変えて、お金の価値変動が生じた場合に他の集団に対して生じる自分の損失を最低限にしたり、自分がそこから得る利益を増やそうとしたりする。もしお金の価値下落を予想するならば、集団としては生産を抑えたほうが良いという

*6 これはつまり、労働者の労働を効率的にして、労働者自身とその家族に衣食住を供給するだけの組織と設備を与えるためには、一人当たりの新規資本投資が 1000 ポンド以上はかかるということだ。いやおそらくこれでも過小評価だろう。

ことになる。だがそんな形で生産遊休化がもたらされれば、社会全体としては貧しくなりかねない。もしお金の価値の上昇を予想するなら、借り入れを増やして生産を増大させ、生産の努力に対して社会全体に報いられるだけの実質収益が得られないほど生産が増えてしまうかもしれない。ときにはもちろん、物差しの変化は、特にそれが予想外の場合、それが生産量に対して与える影響をはるかに超えて、片方の集団を犠牲にしてもう片方に利益をもたらすことになるかもしれない。だがこの傾向は、活動を行う集団が変化を予想する限りにおいて、私がこれまで述べてきた通りとなる*7。これは単に、生産の強度はおおむね現在の状況で、実業家が予想する実質利潤に支配されるのだ、ということだ。だがこの基準が社会全体にとって正しい物となるのは、利害の微妙な調整が価値基準の変動で台無しになっていない場合だけなのだ。

しかし現代的な生産手段が安定した基準を必要とする理由については、これと関連しつつもまったく別個のさらなる理由がある――それは、ある程度は先に述べたような社会組織の性質から出てくる理由だが、現在の生産プロセスにおける技術手法でさらに拍車がかかっているものなのだ。国際貿易の発達により、もともとの生産場所と最終消費場所が大幅に離れてしまい、製造業の技術プロセスがますます複雑になったことで、生産の実施に伴うリスクと、そのリスクを抱え続ける時間が、比較的小さい自己完結した社会の場合よりずっと大きくなっている。農業ですら、多くの供給元から供給を引き出すことで季節変動は平準化されて、消費者へのリスクは引き下げられるが、農業生産者へのリスクは増大する。不作で生産高が期待を下回った場合でも、それが高価格で埋め合わされるとは限らないからだ。このリスク増大は、高い専門特化と市場の多様化と、供給源の多様化がもたらす各種利益に対し、生産者が支払わねばならない代償なのだ。

こうしたリスク負担に対して適切な仕組みをそこそこの費用でいかに提供するかというのは、現代経済生活における最大の問題の一つであり、これは今のところ、満足のいく解決が最もできていない問題でもある。このリスクを減らしたり、個々の実業者にとってこれについてのもっと優れた保険手段を考案したりできれば、生産の仕組みを継続的に稼働させる（そしてそれにより失業を避ける）という作業は大いに単純化される。

このリスクの相当部分は、生産の開始から消費時点までの間に、商品一般と比べたときのその商品の相対的価値が変動することで生じる。リスクのこの部分は、お金の気まぐれとは別個のもので、その対処方法についてはここでは扱わない。だがお金の価値の不安定性から直接生じるリスクもかなりあるのだ。時間のかかる生産プロセスの間、実業界にはお金の計った支出が生じている――賃金など他の生産費用への支払いをしている――そしてこの支出分を、後の時点で製品を売ってお金を得ることで回収しようと期待している。これはつまり、実業界全体として常に、物価が上昇すれば儲けられ、物価の下落により損失を被る立場にあるのだということだ。実業界が好むと好まざるとに関わらず、金銭契約

*7 給料や賃金をもらっている階級の利害は、その給料や賃金が実質価値で見ると名目価値で見ると安定している傾向が高いので、不活発な資本家階級の利害と一致する。消費者の利害は、現金と財の購入との間で自分の浮遊リソースの分配を、消費に先立って変えられる限りにおいて、活発な資本家集団（訳注：実業家）の利害と一致する。そして消費者自身の利害にかなうように行われたその意志決定は、後者の活発な資本家集団（実業家）の利益をさらに強化することになるかもしれない。だがある一人の人物の利害は、その一部の側面においては片方の集団に属しつつ、別の側面においてはもう片方の集団に属するという事実は、この状況の救いにはならないし、またここでの議論にも影響しない。というのも、その人物のある側面での損失は、その人がもう片方の側面における行動を控えたところで、受ける影響はほとんどないも同然だからである。人は家では肉を食うが外では喰われる存在だという事実は、その人物を人畜無害の存在にしてくれないのだ。

レジームの下での生産技法は、実業界に対し、常に大規模な投機ポジションを取るよう強制する。そしてそういうポジションを取りたくなければ、生産プロセスを縮めるしかなくなる。専門の投機家たちが、生産者の支援にやってきて、そのリスクの一部を引き受けてくれるという意味では実業界にある程度の機能別専門特化があるが、この事実によっても実業界がある程度の投機的立場に置かれるという事実は影響を受けない。

さてここから、一部の階級に利益を与え他の階級に損害を与えるのが、単に物価の実際の変動だけではないことがわかる（実際の変動の影響は本章セクション1での主題だった）。物価下落について社会全体が抱く恐れも、生産プロセスを丸ごと阻害しかねないのだ。というのも物価が下落すると期待されたら、投機的な「強気」ポジションを取るだけの意欲を持つリスクテイクは十分に見つからなくなる。これはつまり実業家たちは、お金を回収するはるか以前にお金を支出するような、長期にわたる生産プロセスに乗り出したがらないということだ――つまり失業が起きる。物価下落の事実は実業家に損失を与える。したがって、物価下落の恐れは、実業家たちに稼動を引き下げることで保身を図るようながす。だが生産活動と雇用活動は、実業家個々人のリスク評価と、そのリスクを負いたがる意欲の総和に左右されるのだ。

この状況にはさらに拍車がかかる。物価の動向に関する期待は、それが広く共有されるなら、ある程度までその結果は累積的なものになるということだ。もし物価上昇が期待され、実業界がこの期待に基づいて行動するなら、まさにその事実が一時的な物価上昇を引き起こし、それがその期待を裏付け、その期待を強化してしまう。そして同様に、もし物価下落が期待されれば同じようなことになる。したがって、最初の勢いが比較的弱い物であっても、それがかなりの上下動を引き起こしてしまいかねない。

三世代にわたる経済学者たちが認識したのは、ある種の影響は累進的で継続的な変化をお金の価値に与えるということ、また別種の影響は周期的な変動を与えるということ、そして後者のほうは、初期段階では累積的に作用するけれど、ある時点を超えると反動の条件を生み出すということだった。だが経済学者たちによる周期的な変動についての検討は、ごく最近までは、最初の勢いをもたらすのがどんな種類の原因かという問題だけに絞られていた。一部の学者は、最初の原因がいつも同じで、その発生タイミングは天文学的な規則性を示すという発想にとらわれた。また他の学者は、あるものが原因となる場合もあれば、別の物が原因となることもあるという、もっと納得できる考え方を維持した。

本書の狙いの一つは、この個人主義の致命的な病気を治療する最高の方法が、物価が全体として下がるのか上がるのかについて、はっきりした期待が絶対に生じないようにすることだと納得していただくことだ。そして、また、そうした物価水準の変動が起こっても、それが大きなものになるという深刻なリスクはないと思ってもらうことが必要だ。もし予想外かつ偶発的に、価格水準が穏やかに変動したとしても、富は再分配されることはあっても、それによって減ることはなくなる。

この結果を実現する手段として、最初の動きに影響を与える可能性のあるものを、それが空にあるものだろうとどこか別の場所にあるものだろうと、すべて排除しようとしても、まったく成功の見込みはないだろう。治療法はむしろ、価値の基準をコントロールして、そのままにしておく物価の一般水準変化の期待を作り出しそうなものが何か起きた場合には、監督当局が何か逆の傾向を持つ要因を繰り出すことで、この期待への対抗手段を講じられるようにすることだ。こうした政策は、期待を阻止したり実際の物価変動を避けたりするのに完全に成功はしないかもしれない。だがそれでも、価値の基準が偶然の原

因に任され、意図的に中央のコントロールを外された状態で、政府や生産を麻痺させたり、あるいは酩酊させて過剰に走らせたりするような期待を作り出すのを、座して見守るという現在の政策よりもましだろう。

つまり物価の上昇と下落はそれぞれ独自の欠点を持つ。前者を引き起こすインフレは、一部の個人や階級――特に投資家に対して不公正となる。だから貯蓄にとってマイナスだ。物価下落をもたらすデフレは、実業家たちに損失を避けるべく生産を控えさせることで、労働と事業の貧窮をもたらす。したがってそれは雇用にひどい影響を与える。それに対応するものも当然成り立つ――つまりデフレは借り手にとって不公正であり、インフレは産業活動の過剰刺激につながるのだ。でもこちらの結果は先に強調したものほど強くはない。なぜなら貸し手がインフレの最悪の結果から自衛するよりは、借り手がデフレから自衛するほうが容易だからだし、また労働は不況時の過小雇用の影響から自衛するよりは、好況時の働き過ぎから自衛するほうが容易だからだ。

だからインフレは不公正であり、デフレは不適切である。この二つのうち、ドイツのような過剰なインフレの場合を除けば、デフレのほうがひどいのではないか。というのも、貧窮した世界においては、金利生活者の不興を買うよりも、失業を引き起こすほうがひどいからだ。でもどっちのほうが悪いかについて腹を決める必要もない。どちらもよくないもので排除すべきだと合意するほうが易しい。今日の個人主義的資本主義は、それが貯蓄を投資家個人に任せて、生産を雇用者個人に任せるが故に、価値の安定した物差しを前提としており、そうした物差しなくしては効率的になれない――いや生き延びることさえできないかもしれない。

こうした深刻な理由のため、われわれは価値基準の制御を意図的な決断の下に置くことに対する根深い不信から、脱出しなければならないのだ。もはやお金の価値は、その大きな特性が、その重みこそちがえ天候、出生率、憲法などで決まるようなものの範疇にとどめておくわけにはいかない――そうしたものは自然の原因で決まったり、独立行動する個人多数の別個の活動の結果だったり、あるいは変えるのに革命が必要だったりするが、そうしたものに任せておくわけにはいかないのだ。

第 2 章

公共財政とお金の価値変化

2.1 課税手段としてのインフレ

政府は、ドイツ政府やロシア政府でさえ、紙幣を刷ることで長いこと生き延びられる。これはつまり、この手法によって政府は実物リソースに対する統制を確保できるということだ――これは課税によって手に入る実物リソースと何ら変わらないものだ。この手法は非難はされているが、ある時点までは有効だというのは認めざるを得ない。政府は、他に手段がなければこの方法で延命できる。この種の課税は、世間の人々が最も回避しにくいもので、きわめて無力な政府でさえ、他に何一つ執行できなくても、これだけは執行できる。中欧や東欧で実践されている累進的で大災厄めいたインフレはこうした性格のものだ。これは前章で検討したような、英米などで体験されている限定的で上下変動するインフレとは別物となっている。

貨幣数量説によれば、社会が必要とする現金の量は、ある種の事業習慣や銀行取引の習慣が確立しているものとし、さらに富が一定水準で分配も所与とすると、物価水準で決まってくる。もし実際の財の消費と生産が変わらないのに、物価や賃金が二倍になったら、事業を行うためには二倍の現金が必要となる。適切な説明と条件がさえつければ、これが真実であることは否定のしようもない。貨幣数量説はここから、流通している紙幣の総実質価値は、流通している額面の数字とはまったく関係なく、人々の習慣や繁栄さえ変わらなければまったく同じだと結論する――つまり社会は現金という形で、おおむね一定量の実物の富に対する支配を保有しているわけで、これはつまり、流通しているお金の総量は、おおむね一定の購買力を持つというのに等しい*1。

借りに、900 万の通貨紙幣が流通していて、それが全体で、3,600 万黄金ドル（訳注：アメリカは当時金本位制）に等しい価値を持つとしよう*2。仮に政府が、さらに 300 万の紙幣を刷り、いまや通貨の総量が 1200 万になった。すると先の理論に従えば、1200 万の紙幣は相変わらず 3,600 万ドルと等しいはずだ。以前の状態では、紙幣一枚が 4 ドルに相当し、その後の状態では紙幣一枚 3 ドルとなる。結果として、もともと人々が保有していた紙幣 900 万は、いまや 3,600 万ドルではなく、2,700 万ドルの価値しかなくなり、政府が新しく発行した紙幣 300 万は 900 万ドルの価値を持つようになる。したがって追加の紙幣を印刷するというプロセスを通じ、政府は社会から自分に 900 万ドル相当のリソースを

*1 第三章セクション 1 も参照。

*2 黄金の価値というのが商品としてそれ自体変動するものだという事実はここでは無視し、黄金で計った通貨の価値を、「実物リソース」全般に基づいたお金の価値尺度として扱うと議論が簡単になる。

移転したことになり、これは課税でこの金額を徴収したのと同じことになる。

この税金は誰が負担したのだろうか？ 明らかに、もとの紙幣 900 万を保有していた人々だ。この人々の紙幣はいまや、以前にくらべて 25 パーセントも価値が下がってしまったのだから。インフレは、紙幣の保有者すべてに対して、その保有高に比例した 25 パーセントの税金を課したに等しい。この税負担は見事に社会全体に広がっているし、脱税不能で、徴税にはまったく費用がかからず、被害者の富におおまかに比例した形でふりかかる。こうした見かけ上の長所が各国の財務大臣を惹きつけたのも無理はない。

一時的には、この税金の収益は政府にとって、先の計算よりさらにちょっとよいものとなる。というのも新しい紙幣は最初のうちは、まだ紙幣が 900 万分しかないかのような価値で流せるからだ。新しい紙幣が流通しはじめて、人々がそれを使うようになってからやっと、その紙幣が以前より価値が下がったということがわかるのだ。

政府がこのプロセスを何度も何度も使うのを防ぐものはあるのか？ 読者は、累計の発行紙幣すべてが相変わらず 3600 万ドルの価値を持つことがわかるはずだ。したがって政府がこんどはさらに 400 万の紙幣を刷れば、紙幣が 1,600 万あって、さっきと同じ議論からいまやそれぞれが 3 ドルではなく 2.25 ドルの価値を持ち、そして政府は 400 万の紙幣を刷ることで、さっきと同じように 900 万ドルに相当するリソースを社会から自分へと移転したことになる。紙幣の保有者たちは、またもや手持ち分に比例して、25 パーセントの税金に苦しむわけだ。

他の課税形態と同じく、こうした徴収をやりすぎて、社会の富と釣り合いがとれないほどになると、社会の繁栄を衰えさせて生活水準を引き下げることになる。生活水準が下がることで、通貨の総価値も下がるが、それでも十分に行き渡るかもしれない。だがこの影響は、インフレによる課税の有効性にはさして影響しない。いま述べた理由で通貨の総実質価値が当初の半分や三分の二に下落しても（これはすさまじい生活水準低下となる）、これは単に、ある一定の成果を手に入れるために政府が発行しなければならない紙幣の量が、それに比例して増えねばならないというにすぎない。この手段によって政府は、相変わらず社会にある余剰の相当部分を自分のために確保できるのだ。

こうした巧妙な収奪に対し、社会が確実に対処する方法や、自衛する手段を何も持たないのだろうか？ 対処方法は一つしかない――お金の使い方に関する習慣を変えることだ。われわれの議論が当初使っていた前提は、社会がお金の利用についての習慣を変えないというものだった。

経験的に、世間はこの状況の理解がとて遅く、対処手段を講じるのも実に遅い。それどころか当初は、まちがった方向に習慣を変えたりして、政府の手口をかえって支援してしまうことさえある。世間はお金を究極の価値尺度と考えることにあまりに慣れてしまい、物価上昇時にも、それが一時的な上昇だと信じてお金を貯め込み購買を遅らせるので、結果としてお金という形で保有する実質価値は総計でかえって増えてしまうのだ。そして同様に、お金の実質価値下落が為替レートに反映されると、外国人は、その下落が異常で一時的なものだと考え、お金を買ってそれを貯め込もうとする。

だが遅かれ早かれ第二のフェーズがやってくる。世間は、課税に苦しんで政府の支出を負担しているのが、紙幣の保有者なのだと気がつき、紙幣保有をなるべく節約すべく、習慣を変え始める。このやり方はいくつかある――(1) 最終的な留保分の一部をお金で保有する代わりに、そのお金を使って耐久財や宝石、家財などを買い、そういう形で留保分を手元に置けばいい。(2) 個人的にすさまじく不便な思いをしつつも、手持ち現金やポケッ

トマネーの量を減らしたり、それを手元に置く平均期間を減らしたりすればいい*3。(3) 本来なら本国通貨を使うほうが自然で便利な場合でも、多くの取引で外貨を使うこともできる。

こうした手段を通じて、人々はその場をしのぎ、紙幣の総量が持つ実質価値が以前より大幅に下がっても事業を続けられる。たとえば、流通している紙幣が全部あわせて3600万ドルではなく2000万ドルの価値しかなくなってしまい、その結果として政府が次にインフレによる課税を行うときは、元になる価値金額が小さいので、同じ価値を獲得するために刷るべき紙幣はもっと多くなってしまいます。

世間が、習慣変化では追いつかないほど用心深さを急激に増し、損失を避けようとしてお金の形で保有する実物リソースの量を、機能する最低限の量以下に減らし始めて、日常的な現金ニーズを借り入れてまかない出すと、1923年のドイツで見られたように、とんでもない名目金利という形でしっぺ返しを受ける。前章で見たように、金利はお金の利率がお金の予想価値下落に等しいかそれ以上になるまで挙がる。それどころか、お金の価値が急激に下がっているときには、通貨が不足する時期が何度も生じる。というのも世間は、お金を持ちすぎないようにしようと心配するあまり、実際の生活で必要となる最低限のお金すら持たないようにするからだ。

経済学者たちはときに、こうした現象を通貨に対する信認/安心が失われたことによる流通速度の増加だと説明する。それでも、この問題が明確に分析された部分は経済学文献にあまり見当たらないと思う。キャナン教授による「通貨単位に需要供給の仕組みを適用する」(『エコノミックジャーナル』1921年12月)は中でも特筆に値する。「お金の需要弾性率は1である」というありがちな想定は、お金の量を変えるだけでは、お金という形で購買力を保持する人々の意欲と習慣は変わらないという想定と等価である、とかキャナンは指摘する。だが極端な例だと、この想定は成り立たない。というのも成り立っていれば、政府がインフレという手口で世間から引き出せる金額には限りなくなるからだ。したがって、お金の需要弾性率が必ず1だと想定するのは危険だ。レーフェルト教授は『エコノミックジャーナル』の後の号(1922年12月)でこの議論を引き継ぎ、最近の事例に見られるお金の実際の需要弾性率を計算した。すると1920年7月から1922年4月まで、お金の需要弾性は、オーストリアでは平均0.73に、ポーランドでは平均0.67、ドイツでは0.5に下がっていたという。つまりインフレの最終段階では、流通速度のとんでもない増大が、紙幣の量の増大と同じくらい、いやそれ以上に、物価上昇と交換率低下に貢献したかもしれない。紙幣発行当局はしばしば、紙幣の新規発行量の割合以上に紙幣の価値が下がってしまうという、不公正で異常な事実だと彼らが考えるものを糾弾することが多い。だがこれは、まるで異常でもなければ不公正でもない。単に、世間に向けられた押し潰すような負担を避けようとする一つの手法の結果でしかないのだ。その世間の人々は、

*3 モスクワでは、お金を保有する期間をできるだけ減らしたいという意志が、一時はありえないほど強まった。食品雑貨屋はチーズを一本ド売ると、受け取ったルーブルを持って全速力で中央市場に駆けだして、それをまたチーズに変えて在庫を補充しようとするのだ。そうしないと、到着する前にルーブルが価値を失ってしまうからだ。だからこの現象を「(お金の)流通速度」と名付けた経済学者たちの先見の明が正当化されたわけだ！ ウィーンでは通貨崩壊の時期にありとあらゆる街角にキノコのように外貨交換所が乱立したので、クローネを受け取って数分以内にチューリヒフランに変えられるようになった。そうすることで、みんな馴染みの銀行にでかけるまでの損失リスクを避けられるわけだ。実直な人物は、カフェでビールを一杯注文するとき、同時におかわりも注文しておくものだ、と主張するのが流行の気の利いたジョークとなっていた。そうするとおかわりはぬるくなってしまうのだが、それでも後で注文するとその分だけ値段が上がってしまうから、というのだ。

財務当局よりも素早く、自分たちのお金の需要に対する弾性率が1だという法則は迂回できるのだということ、自力で発見したのだ。

それでも、世間の人々が多少なりともお金を使う限り、政府はインフレを通じてリソースを獲得できるのは明らかだ。さらに、日常生活でお金を使うのはあまりに便利なので、世間の人々はお金を捨てるよりは、インフレ税を支払う用意がある（それがとんでもない水準にまで上がらない限り）。生活の他の便利なものと同様に、お金の利用にも税がかかるし、各種の理由からこの課税形態はきわめて不適切だとはいえ、政府は継続的なインフレ実施でリソースを手に入れられる。これは世間の人々みんながそれを予想する場合でも成り立つ（ただし政府がこのやり方で調達しようとしている金額がきわめてすさまじく過剰ではない限りだが）。ちょうど道路の使用に対して通行料を課したり、商取引に対して取引税を課したりできるのと同じように、お金の使用にも課税できるのだ。通行料や税金が高くなれば、道路の交通量も減り、商取引も減り、同じように人々が持つお金も減る。だが一部の交通はあまりに不可欠で、一部の事業はあまりに儲かり、一部の金銭支払いはあまりに便利なので、ものすごく高い課金があれば、あらゆる交通やあらゆる事業やあらゆる支払いを停めてしまうことはない。だが政府としては、税が取引すべてを停めるほど高くはなくても、高すぎる税金はあまり利益にはならないかもしれず、だから最大の利益を得るには、極端な課税ではなくほどほどにしておくのがいいのだ、ということをお忘れではない。

仮にインフレ率が、毎年お金の価値が半減するという水準で、世間が商店における小売購入で使う現金の回転率が年に100回転だとしよう（つまり、平均で1人のポケットにとどまる期間は半週間ということだ）。するとこれは、取引一回ごとに、取引税0.5パーセントにしかならない。世間の人々は、路面電車や商人と物々交換するという面倒を我慢するよりは、喜んでそのくらいの税金を支払う。お金の価値が毎月半分になったとしても、世間の人々は、手持ちの現金をきわめて少なくして、平均手持ち期間が週にたった二回ではなく、一日一回になるようにすることで、取引ごとに2パーセント以下、あるいはもっと正確には一ポンドあたり4ペンスになる（訳注：当時、1ポンド=240ペンスなので、1.7パーセント）。これほどの恐ろしい価値下落ですら、日常生活の面倒な取引で物々交換ではなくお金を使う便利さを打ち消すものではない。これこそ、ドイツやロシアですら、政府の紙幣が多くの小売取引で使われ続けた理由となる。

だが現代社会でお金が使われている他の一部目的においては、インフレ税ははるかに早い時点でお金を使いものにならなくしてしまう。たとえば価値の貯蔵手段としてのお金は、さらなる価値下落が確実に予想される場合にはすぐに放棄される。会計単位として、契約やバランスシートにおいては、お金はすぐに有害無益なものになってしまう。とはいえ、その時点のお金は法定通貨であり負債の返済に使われるという特権を持っているため、会計単位として使われなくなる時点は、本来あるべきよりもかなり遅れてしまうのではあるが。

最終段階になると、法定通貨の使用は細々したその場の支出に使われるだけとなり、これについてインフレ課税は自滅したことになる。というのも、この場合には世間の人々の最低要求額を満たすだけの紙幣発行量の総価値は、相対的にはあまりに些末な数字となってしまうので、さらにインフレを加速させることで政府が調達できそうなリソースの量は――それもお金がその場の細々した支出にすら使われなくなるまでには到らないようにするには――それに応じて小さくなってしまふからだ。ここまでくると、この政府による強

力な徴発手段は、使いすぎのために使用者たちの手中で壊れてしまったことになり、そして財政システムの他の部分は同時に完全にぼろぼろになってしまう――その廃墟から、国民たちの経済生活の浮沈は、再びもっと改革された立派なシステムとなって台頭してくるかもしれない。モスクワのチェルヴォネツ（訳注：ロシア&ソ連の旧通貨。(23 ページ参照)）やウィーンのクローネはすでに、フランやリラよりも通貨として安定している。

こうした出来事はすべて、ドイツ、オーストリア、ロシアの最近の体験で例証できる。以下の表は、それぞれの時点でこれらの国々で発行された紙幣の黄金での価値を示すものだ。

表 2.1 各国の通貨発行量とその価値 (1/3)

ドイツ		発行紙幣 (10 億マルク)	1 黄金マルク あたりマルク数	発行紙幣価値 (10 億黄金マルク)
1920 年	12 月	81	17	4.8
1921 年	12 月	122	46	2.7
1922 年	3 月	140	65	2.2
1922 年	6 月	180	90	2.0
1922 年	9 月	331	349	0.9
1922 年	12 月	1,293	1,778	0.7
1923 年	2 月	2,266	11,200	0.2
1923 年	3 月	4,956	4,950	1.0
1923 年	6 月	17,000	45,000	0.4
1923 年	8 月	116,000	1,000,000	0.116

表 2.2 各国の通貨発行量とその価値 (2/3)

オーストリア		発行紙幣 (10 億クローネ)	1 黄金クローネ あたりクローネ数	発行紙幣価値 (10 億黄金クローネ)
1920 年	6 月	17	27	620
1920 年	12 月	30	70	430
1921 年	12 月	174	533	326
1922 年	3 月	304	1,328	229
1922 年	6 月	550	2,911	189
1922 年	9 月	2,278	14,473	157
1922 年	12 月	4,080	14,473	282
1923 年	3 月	4,238	14,363	295
1923 年	8 月	5,557	14,369	387

各フェーズの特徴が明確にあらわれている。これらの表ではまず、通貨崩壊の時期には、お金の価値の崩壊速度はその通貨総量のインフレよりも速いことがわかる。1920 年 12 月に始まるドイツマルク崩壊中には、価値下落率は、通貨総量インフレの二倍ほどの速

表 2.3 各国の通貨発行量とその価値 (3/3)

ロシア	発行紙幣 (10億ルーブル)	1 黄金ルーブル あたりルーブル数 (*1)	発行紙幣価値 (10億黄金ルーブル)
1919年 1月	61	103	592
1920年 1月	225	1,670	134
1921年 1月	1,169	26,000	45
1922年 1月	17,539	172,000	102(*2)
1922年 3月	48,535	1,060,000	46
1922年 5月	145,635	3,800,000	38(*3)
1922年 6月	320,497	4,102,000	78
1922年 10月	815,486	6,964,000	117
1923年 1月	2,138,711	15,790,000	135
1923年 6月	8,050,000	97,690,000	82(*4)

*1 1923年「ゴスプラン」数字、元モスクワ経済研究所

*2 増加は新経済政策 (NEP) で国の取引にお金が再導入されたため。

*3 期中最低水準

*4 減少はチェルヴォネツ導入によるものかもしれない (23 参照)

度となり、やがて 1923 年 6 月に紙幣発行量が 1920 年 12 月に比べて 200 倍となったときには、マルク紙幣の価値は 2500 分の一になった。オーストリアについて挙げた数字は大騒動のちょっと遅めの時期から始まっている。だが 1920 年 6 月のオーストリアを 1920 年 12 月のドイツと同じとすれば、その日から 1922 年 9 月までの事態の進行は、1920 年 12 月から 1923 年 5 月にかけてのドイツとだいたい同じだ。1919 年 1 月から 1923 年初期にかけてのロシアの数字も、やはり同じような特徴を示している。

こうした表の出発時点はすべて、かなりの価値下落が起きて発行紙幣総量の黄金価値が通常より大幅に下がった状態からとなっている*4。それでも、表に挙げた最初期の時期は、いずれ正常に回復するという期待が広く共有されており、世間一般がみんな、これから起こることをしっかり理解していない段階のものだ。その点からさらに事態が進み、お金の利用が小売り取引以外では使われなくなると、発行紙幣の価値は五分の四も下がることがこの表でわかる。極度のパニックや不景気だと、さらなる下落がしばらく続くかもしれない。だがお金が完全に廃止されない場合には、いずれ最低水準に達して、その最も望ましくない状態から急回復が起きる。

1923 年 2 月の崩壊後にドイツで一時的な回復が見られたのは、もしお金が少しでも使われ続けるのであれば、どこかで底に到達してある程度の回復が可能な技術的ポジションが作られる、ということ为例示するものだ。黄金で見た通貨価値がきわめて低くなったとき、もし政府に多少なりとも外部リソースがあれば、為替がしばらくはもう下がらなくなる程度に支えるのは簡単になる。そしてその頃には、世間の人々はお金の利用をそれ以上減らすのが非現実的なほど不便な水準にまできているので、将来についての不信感がわづかばかり弱まっただけでも、人々はお金の利用を少しは増やすことになるのだ。結果とし

*4 ドイツの戦前の通貨は、およそ 60 億黄金マルク (3 億英ポンド)、人一人あたり 5 英ポンド近くだった。

て、発行された紙幣の総価値は回復の兆しを見せる。1923年2月までにこうした条件はドイツではかなりの度合いまで存在していた。ドイツ政府は二ヶ月のうちに、極度に不利な政治条件の中で、マルクの交換価値を二倍にしつつ、同時に流通する貨幣量を二倍以上にした。それでも、紙幣の黄金で見た価値は、六ヶ月前と同じ水準に戻っただけだった。そして安心/信頼がわずかでも回復していれば、ドイツの流通紙幣の価値を、(たとえば)少なくとも20億黄金マルク(1億英ポンド)に戻せただろう。これはマルクが継続できる値としては最低水準くらいのはずだ(ただし万人が、お金を本当に最小限しか持たないという耐えがたい不便さを我慢する気になったら別だが)。ちなみに、ドイツ政府はこの回復期間に再び、紙幣の発行によってかなりの量の実物リソースを買えている。

オーストリアでは、執筆時点(1922年10月)で為替レートは一年にわたり安定しているが、同じ現象が信頼の増大とともに見られ、紙幣の黄金で見た価値は1922年9月のどん底から2.5倍近くに上がった。外国の援助により安心感が高まり安定したという事実のおかげで、紙幣発行を増やしても安定性が脅かされることはなく、おそらくいずれは、発行量を大幅に増やしても大丈夫だろう。

ロシアですら、ある種の均衡が実現したようだ。最後のフェーズは1922年半ばには生じたようで、六ヶ月で十倍のインフレ^{*5}により、発行済み紙幣の総価値は400万英ポンド以下になった。これは明らかに、現状ですらロシアにおける事業取引に十分なはずがない。ルーブル紙幣の使用が完全に止まった時点がどこかにあった。ちょうどその頃、私はジェノヴァでソヴィエトの財政担当者たちと議論する機会があった。彼らは前から、金融政策において他国よりも意識が高く入念だった。当時の彼らは、ある種の取引についてはルーブル紙幣を使うよう法的に強制することで、世間の人々がルーブルは最終的に無価値だといかに確信していようと、常にある最低限の実質価値まではそうしたルーブルの流通を維持させられる、と主張していた。計算によると、この手法を使えばルーブル紙幣が常に年間十倍または百倍の率で下落(つまり計算の便宜上、通貨単位から毎年ゼロが一つ以上消される)しても、常に年間(たとえば)300万英ポンドから400万英ポンドは調達できることになる。その翌年には、実はロシアはこれよりかなりうまく切り盛りをして、三ヶ月で100パーセントをあまり超えないインフレ率にもかかわらず、発行済み紙幣の総価値は最低点の二倍以上にまで引き上げることができた。その一年(1922年4月-1923年4月)でロシアはこの手法を使い、なにやら1500万英ポンドに相当する金額を政府支出のために捻出したらしい。そしてその代償としては、一年かけてお金の単位からゼロを一つ落とすだけでよかった!^{*6} その一方で、信頼できる価値の貯蔵法と外国貿易の基盤をつくるため、ソヴィエト政府は1922年12月に新通貨単位(チェルヴォネツ、または黄金ダカット)を導入した。これはきちんとした為替基準に基づいて自由に兌換できる。こ

^{*5} 各地での最近の体験はどれも、三ヶ月ごとに100パーセントのインフレであれば、小売取引でのお金の使用が完全に止まることはないが、それよりもインフレ率が高いと、お金の完全な崩壊の危険をどうしても引き起こしてしまうということを示しているようだ。

^{*6} ソヴィエト政府は常に、金銭インフレというのを課税の道具と見なしていることをかなり公言しており、自分たちでもこの手法を通じてこれまで国が確保した購買力を、以下のように計算している:

1918年: 5.25億黄金ルーブル

1919年: 3.8億黄金ルーブル

1920年: 1.86億黄金ルーブル

1921年: 1.43億黄金ルーブル

1922年(1-3月): 0.58億黄金ルーブル

あるいは、全部で1.3億英ポンドほど。

の通貨を、ルーブル紙幣と並んで採用した。ルーブル紙幣は課税装置として手放せなかったのだ。いまのところこの新しい紙幣はまともな状態を保っている。1923年8月にその流通量は1600万チェルヴォネツにまで上がり、その総価値は1600万英ポンドくらいで、国家銀行がチェルヴォネツを英ポンドと一対一で交換するので、その為替価値も安定している*7 だから1923年半ばには、ロシアの発行紙幣の総価値は、よいお金もダメなお金もあわせて、2500万英ポンドというかなりの金額に増えた。1922年5月のジェノヴァ会議でのわずか400万英ポンドからは大幅な増加で、これは信頼/安心の回復と、金融レジームの再起動を示すものだ。ロシアは（少なくとも今のところは）重要な取引のためのしっかりしたお金と、日常生活のための小銭とが併存し、小銭のほうはどんどん価値が減って、単にかなり支持可能な取引税率を示すだけという示唆的な事例となっている。

ドイツにおける通貨の崩壊は、1923年8月のクーノ政権失脚の主要因だったが、これはインフレによる課税が主な原因ではない――それは何年も続いてきたことだ――むしろインフレの率が日常取引にほとんど使えないくらいに高まってしまったことが原因であり、このために法定通貨の会計単位としての使用もほぼ破壊した。これまで見たように、日常生活での小売取引におけるお金の利用で問題となるのは、価値下落の率であり、どこか以前の時点と比べた価値下落の絶対水準ではないのだ。

1922年半ば、私はごく大ざっぱに、ドイツ政府がそれまでの数年にわたり、年間7500万英ポンドから1億英ポンドくらいを紙幣印刷により獲得してきたと試算した。だがその時点まで、こうした受け取り価値の相当部分は、外国の投機家たちによるマルク紙幣購入によるものだった。それでも、ドイツ国民自身も、この形の課税によりおそらく年間5千万英ポンド以上は支払っていただろう。ドイツの発行済み紙幣はそれでも1920年12月という時期ですら2.4億英ポンドの価値があったし(21ページの表を参照)、1922年半ばですら1億英ポンド以下にはなっていなかったのだから、これが示す価値下落率は、価値貯蔵手段や会計単位としてのマルクにはかなり破壊的だったにしても、日常生活での継続利用を阻止するほどでは明らかになかった。だが1922年後半になると、世間の人々はマルク利用をさらに減らす方法を学び、発行済み紙幣の総価値は6千万英ポンドくらいにまで下がった。ルール地方占領(1923)の何よりも大きな影響は、すでに見た通り(23ページ)、人々が習慣を調整できる最低限の水準以下に発行済み紙幣を抑えることで、これにより1923年3月には一時的な回復が見られた。それでも1923年半ばには、人々は全体で2千万英ポンドくらいしかない発行済み紙幣でやりくりできるようになっていた。この間ずっと、ドイツ政府は週にだいたい百万英ポンドに相当するリソースを、紙幣印刷により調達し続けた――これはつまり、国民が発行済み紙幣総価値をそれ以上下げられない場合ですら、週に5パーセントの価値下落が起きるということで、実際にやってみると、マルク通貨の使用を人々がさらに節約できるようになったため、価値下落は週に10パーセントほどになった。

だがルール地方反乱鎮圧の費用と、他の課税源の完全な瓦解とがあわさり、1923年5月、6月にドイツ政府はまず週に200万英ポンド相当、続いて300万英ポンド相当を紙幣

*7 いまのところ、チェルヴォネツは少しプレミアムつきで売られており、為替レートは以下の通り：

1923年3月15日：ch.1= 1.07 英ポンド

1923年4月17日：ch.1= 1.05 英ポンド

1923年6月15日：ch.1= 0.94 英ポンド

1923年7月27日：ch.1= 1.05 英ポンド

印刷で調達することにした。その時点ですでに総額が2千万英ポンドほどにまで下落していた発行済み紙幣に加えてこれほどの紙幣を出すのは、インフレ課税をとんでもない点にまで押しやる自殺行為だった。マルクを一切使わずにすませようとする急激な動きからくる社会崩壊で、クーノ政権は即座に倒れた*8。これがクライマックスを迎えたのは、クーノ政権の最後の日々に、政府が一週間で発行済み紙幣を倍増させ、全部で400万英ポンドほどの価値を持つ紙幣発行により、300万英ポンド相当の価値を調達したときだった――これはソヴィエトの最も荒っぽいやり口さえはるかに上回るものだった。

本書が刊行される頃には、クーノ首相の後継者たちは直面する問題を解決できているだろうか。いずれにしても、まず第一歩はまともに使える会計単位の回復だろう。これは、ドイツの金融システムがいま落ち込んでいる悪循環を抜け出すための前提として不可欠だ。政府は他に歳入源がないため、あぶなっかしいお金を刷る以外に生き延びられない。だから政府はまともなお金を導入できない。だが使い物になる会計単位は、通常の歳入源からの徴税にあたっては前提となるものだ。したがって最高のやり方は、歳入源としてはあぶなっかしいお金をもうしばらく我慢して使い続けるが、即座に安定した会計単位を導入し（あぶなっかしいお金のほうは、このお金に対して一日ごとまたは週ごとに固定為替レートを設定する）、それに続けて通常の歳入源を回復させるようにすればいい。

ドイツ財政の最近の歴史はこのようにまとめられる。インフレ課税に頼るのは、初期の段階では財務当局にとってきわめて生産的ではあり、特に外国の投機家たちがまだマルク紙幣を買い続けているときには有利だ。でもそのおかげで、使える会計単位としてのマルクはだんだん崩壊し、その影響の一つは、他の歳入徴収装置の大部分を使い物にならなくしてしまうことだった――というのもほとんどの税金で、課税額が決まるのは実際の徴税実施よりしばらく前だからだ。他の歳入源がつぶれたことで、ドイツ財務省はますますインフレに頼るようになり、ついに法定通貨の使用があまりに世間の人々に見捨てられ、インフレ税ですら生産的ではなくなってしまい、政府は文字通り破産寸前となった。この段階では、その18ヶ月前のロシアと同様にドイツの財務構造があまりに破壊され尽くしており、その経済構造や社会構造も嘆かわしいほど乱れていたため、通常の歳入徴収装置が再構築される移行期間中に政府が命脈を保つための方策や手段を考案するのは、実に頭の痛い問題となった。特にその当時ドイツはフランスと紛争状態にあったのでなおさらだ。それでも問題は解決不可能ではない。多くの提案ができる。そしていずれまちがいなく解決策は見つかる。

政府がインフレで支払いをまかなうとき、その国の人々は課税を逃れたかのような言いぐさがよく聞かれる。これが正しくないことを見てきた。紙幣印刷で得られたものは、ビール税や所得税とまったく同じく、人々から奪われたものなのだ。政府の支出の中で、人々が支払う。だれも負担しない財政赤字などというものはない。だが一部の国では、少なくとも短期間は、人々が支払う税金のかわりに、透かし入りの紙に印刷した細かい彫り

*8 クーノ首相が財務省とライヒスバンク（中央銀行）の無能ぶりを抑えられなかったのがこの原因だと認めねばならない。この大災厄めいた日々に、ドイツ金融政策を牛耳る人々は賢いことを何一つしなかったし、何が起きているかについてこれっぽっちも理解を示さなかった。紙幣印刷の利潤は政府が独占することさえなく、ハヴェンシュタイン殿はライヒスバンクで、価値下落率よりはるかに低い割引率で各銀行の手形を割引くことにより、ドイツの銀行がその利潤を共有するのを容認し続けた。ライヒスバンクはやっと1923年8月になってから、借り手たちが借りたマルクの融資期間中における価値下落（ドルとの為替レートに基づく）により生じた損失の一部を返済時に補填するよう義務づけたのだった。

の認定書を与えるだけで、人々を喜ばせ満足させることができるようだ。イギリスにいるわれわれが税務署から受け取る所得税領収書は、ごみ箱送りとなる。ドイツでは、その領収書が銀行券と呼ばれて、みんな財布にしまう。フランスではそれは国債と呼ばれ、一家の金庫にしまい込まれるのだ。

2.2 通貨下落 vs 資本課税

前のセクションでは、政府がどこまで通貨インフレを使って歳入を確保し、歳出を担保できるのかを検討した。だがインフレが政府のやりくりに役立つ方法がもう一つある。それは、既存の債務を減らすというものだ。少なくともその債務が定額返済式ならこれができる。こうした債務は、そのほとんどが国内債務だ。通貨が下落するたびに、政府に対してお金を貸している人々の実質債権は当然ながら減ることになる。

このセクションで論じた利点を確保するために、各国政府が（ロシア政府はひょっとしたら例外かもしれないが）自国通貨を故意に価値下落させると考えるのは、あまりにシニカルだろう。各国政府も通常は、やむを得ずそうしているのだ。少なくとも当の政府はそう思っている。最初の、少なくとも一時的なインフレの原因となるのは、財務省が突然の例外的な支出——たとえば戦争や敗戦の帰結への対応——を行うためだというのが通例だ。だが継続的な通貨の下落、つまり平価切り下げあるいは通貨の価値を緊急事態で生じた低い水準に永続的に固定するという政策がとられる理由のうち最も納得のいくものは、その通貨をかつての価値にまで回復させると、国の債務に対して繰り返し発生する年間の固定支払い負担が上がってしまうから、というものだ。

それでも、そうした場合に対して平価切り下げ以外に使える方法がある。ただしそれは平価切り下げの反対者たちが間に合うようにそれに向き合う準備ができていればの話であり、かれらはたいがいそんな準備がないのではあるが。その手法とは、資本課税だ。このセクションの狙いは、名目金額で固定された国の負債契約が国の歳入のあまりに多くを占めるようになった場合、金利生活者の受け取り分を抑えるこれら二つの代替的な手法を明瞭に引き出すことだ。

古代だろうと現代だろうとどんな社会でも、活発に働いている人々は金利生活者や債権保有階級に対し、自分たちの労働の果実のうち一定部分以上をおとなしく手渡したりはしない。積み上がった負債が容認できる割合を超えたら、考えられる三つの手法のうちどれか二つが採用されるのが通例だ。最初は債務の履行拒否、つまり踏み倒しだ。だが革命に伴うものでない限り、この手法は粗雑すぎ、露骨すぎ、あからさますぎる。被害者たちはすぐにそれに気がついて、あまりに大声で文句を言う。だから革命でもない限り、この解決策はいまのところ、西欧における国内負債については除外できる。

第二の手法は通貨の価値下落だ。それが固定され法で決定されたら平価切り下げとなる。ヨーロッパにおける最近の交戦国だと、この便法は負債の実質負担を 50 パーセントから 100 パーセント減らす規模で採用されている。ドイツでは、公的債務はこうした手法で実質的にないも同然となり、債券保有者たちはすべてを失った。フランスでは、負債の実質負担は、フランの価値が横ばいのままだった場合に比べて三分の一以下になった。イタリアではたった四分の一だ。経験的に見て、小規模貯蓄の保有者はこうしたすさまじい価値低下に黙って耐える。とはいえそうした人たちでも、政府がもっと明示的だが公正な道具を使って、その損失額のごく一部にしか相当しない金額を奪おうものなら政府打倒に

乗り出すのだ。

だがこの事実は、こうした便法の長所をまるで正当化するものではない。その間接的な邪悪は実に多様だ。負担をあらゆる富の所有者の階層に段階的に負担させるかわりに、この手口は負担を丸ごと、固定利率証券保有者に背負い込ませ、実業資本家は無罪放免どころかかえって豊かになる。小規模貯蓄にも巨額の富にも同じように打撃を与えるのだ。それは抵抗が最小となる道をたどるのであり、しかもその責任をだれか特定の人々に帰着させることはできない。これは政治体制が自力での治癒を尻込みしたときに、静かに作動をはじめた自然治癒法のようなものとも言える。

残された科学的な便法、資本課税は、これまで大規模に実施されたことは一度もない。そして今後も決して実施されないかもしれない。合理的であり明示的な手法ではある。だが説明するのは難しいし、お金に対する愛情が自衛のために動員する根深い本能と対立するため、すさまじい反発を引き起こす。患者はその狙いを理解し承認しない限り、そんな厳しい外科手術に身を委ねたりはしないだろう。

通貨下落がその任を果たしたのであれば、資本課税の助けをかりてその道をたどりなおすという、愚かでおそらく実行不可能な政策を支持したりはしないだろう。でも債券保有者たちの受給高が納税者の負担できる以上のものだということが明らかになり、課税とさらなる通貨価値下落との間で選択を行う余地が残されているなら、有用性からも公正さからもまちがいがなく課税のほうが好ましいはずだ。資本課税に比べ、通貨価値下落の圧倒的な反対論は、その負担のすべてが富を法定通貨の受給権として保有する人々にふりかかるという点にある。そしてそういう人々は一般に資本家の中でも、貧しい方の資本家なのだ。その負担にはまるで段階性もない。小規模貯蓄にも大規模貯蓄にも等しくふりかかる。そしてついでに、それは第1章で説明した理由から、資本家の実業家たちには利益になるのだ。残念ながら、通貨下落で最大の損失を被る小規模貯蓄家たちこそ、まさに資本課税に最も怯える類いの保守的な人々なのだ。一方これに対し、実業家階級は明らかに自分たちにあまり損失を与えず、かえって豊かにしてくれることもある通貨下落のほうが好きだ。この二つの力が組み合わさることで、国は課税の科学的な明示性よりも、不平等で悲惨な通貨下落のほうを好むという結果になるのである。

このどちらの方策採用に対しても強硬に反対し、通貨下落と課税の両方に対して等しく眉を逆立てる、高名かつ有力な見解を持つ人々が存在する。その根拠は、それが契約の不可侵で聖なる性質を侵害するものだということだ。だがむしろ、それが侵害するのは既得権益のほうかもしれない。法定通貨の改変と財産への課税は、それ自体としてはどちらも、まったく違法ではないし、前例に反するものですらないからだ。だがこうした人々は、個人が契約を破棄する権利と、国家が既得権益をコントロールする権利との間の根本的なちがいという社会原理の中でも最大のものを見落としており、このため当人たちが保存しようとするものに対する最大の敵となっているのだ。というのも、耐えがなくなったものを改定するという国家の裁量権がなければ、個人間の契約の正真性を維持できるものなど何もないからだ。無制限の高利の権力はあまりに大きすぎる。既得権益の受益権が何世代にもわたり、抑えられることなく成長し続ければ、人口の半分は残り半分の奴隷も同然になってしまう。また、戦時中の国家は課税するよりも借りた方が楽だという事実があっても、それで納税者が債券保有者に対して永遠に隷属するのを容認するべきだということにはならない。こうした問題において、国家が個人とまったく同じ立場にあるのだと固執する人々が思い通りにふるまうなら、個人主義社会の継続は不可能になってしまうだろう。

個人主義社会の存続には、穏当さが不可欠だからだ。

こうした結論は当然のものと思えるかもしれない。しかし経験的に見ると、多くの保守的な銀行家たちは金融問題の公共的な議論を論理的なレベルから「道徳的」と称するレベルに押し下げるほうで、自分の趣味に合っているしまた思考の儉約になると考えているので、なかなかこういう考え方は出てこないのだ。「道徳的」というのはつまり、既存利害がそれ以上の議論なしに社会共通の善に勝ってしまう思考領域、ということだ。だがもの発想のため、危うい転換期においては銀行家たちはガイドとして信頼できない。国家は、通常の問題においては商業や事業の確実性と安全性を確保するよう行動する重要性を決して無視してはならない。だが重要な意志決定が行われるとき、国家は全体にとって最大の善を促進するという目的を持った、独立の存在なのである。したがって、国家の行動という領域に入ったら、あらゆることを考慮し、その長所に基づいてびんにかけねばならない。相続税、所得税、土地保有、免許制、狩猟法、教会制度、封建制、奴隷制などあらゆる時代における変化は、契約が絶対不可侵だと主張する人々から同様の糾弾を受けてきた――そういう人々こそが革命の真の親なのだ。

わがイギリスでの資本課税の問題への回答は、目下の戦費の相当部分を課税よりも借入れで調達するほうが簡単で、おそらく手っ取り早かったということから生じた債権保有者の受給権が、長期的に納税者が負担を求められる水準以上かどうかに左右される。相続税や、所得税や不労所得への重課税の高水準は、債券保有者への純収益を大幅に減らすので*9、この条件を変えることになる。それでも戦争直後に、イギリスの財政が所得課税の標準税率一ポンドあたり通常のレベルで6シリングから10シリング（訳注：0.3-0.5ポンド）以外では均衡不可能に見えたときには、資本課税が不可欠と思えた。現時点では、この主張はどうも以前より疑わしい。一般予算がどう展開するかは知りようがないし、その多くはポンド価格がどの水準で安定化するかで決まってくる。もしポンドでの価格が、かつての金本位価格回復政策やその他の政策の実施により、明示的に引き下げられたのであれば、課税が必要になるかもしれない。だがポンド価格が戦前水準の80パーセントから100パーセント高い水準で安定すれば――これは他の理由からも望ましい水準だろう――そしてイギリスの継続的な繁栄が回復すれば、所得に対する抑圧的な税金も、他の課税もなく将来の財政を均衡させられるかもしれない。課税は実務的な見地からは完全に実施可能で、同じような規模の新しい税金に比べて、特に反対意見が強いわけではない。それでも、あらゆる新税と同じく、これは一悶着なしには導入できないし、したがって似たような効用を持つ既存の税金に代わるものというだけでは、とても支持に値しない。それは過去の蓄積と現在の努力との間で課税負担を調整する最も公平で最も手っ取り早い手法と見なされるが故に支持されるべきなのだ（国全体としての判断において、現在の努力に対する萎縮効果が大きいと思われるときにはすべてそうだ）。課税は、それ自体としてではなく、実行可能な代替案との比較で評価されるべきだ。経験から見て、かなりの確率で社会のうち活発な部分は、既存利害に対してあまり多額の支払いをいつまでも容認はしないし、もし何らかの形で適切な調整が行われなければ、それは別の形で行われる――おそらくは通貨の価値下落という形で――ことは明らかだ。

いくつかの国では、既存の国内債務の不安のため平価切り下げは避けられない状況だ

*9 フランスでの金利生活者への純収益は6パーセント以上、イギリスは3パーセントを少し超えるくらいだった。

し、それが将来どころか今すぐにも起こりかねない。この主張を例示するには、フランスの状況を見ればいい――フランスは各種の絶対教条主義の本拠地であり、したがって遅かれはやかれ、混乱が引き起こされる。転落を運命づけられたハンブティダンブティの財政は以下の通りだ：

1922 年末に、フランスの国内債務は国外債務総額を上回り、2500 億フラン超となっていた。その後の時期に予算案で予定されている借り入れは、政府が保証する再建会計の債務とともに、1923 年末までに借り入れ総額を 3 千億フランくらいにするはずだ。この債務の元利返済は、年間 180 億フラン近くに及ぶ。1923 年暫定^{*10}予算では 230 億フランくらいとなっている。これはつまり、1923 年初頭時点でのフランの価値を元にすれば、債務の元利支払いが間もなく税収をほぼ丸ごと吸収するということだ。通常歳出予算における他の政府支出（つまり戦争年金や再建のための将来支出は除いた支出）が年額 120 億フラン以下にはなれないので、1923 年以降の異常な予算の追加支出分がドイツによって支払われるというあり得ない仮説を採用したとしても、課税の収益は帳尻をあわせるために永続的に 30 パーセント増加が必要となるということだ。だがもしフランが帳尻あわせのために、英ポンドに対して（たとえば）100 の水準にまで下がれば、通常予算は 1922 年と比べて、国の実質所得を少しばかり多めに徴収するだけで均衡するのだ。

こうした状況では、さらなる通貨価値下落の支援を少々受け入れるのを避けるのは、不可能ではないにしても困難となる。ではフランをかつての価値水準にまで回復させるというプロジェクトを未だにまじめに議論している人々については何が言えるだろうか？ そうした状況においては、すでに耐えがたいほど過大な金利生活者の受給権は三倍くらいになってしまう。フランスの納税者がこれに同意するとは考えがたい。奇跡によりフランがかつての水準に戻ったとしてもそこにとどまることはできない。税収不足からくる新たなインフレが、フランの価値を改めて下落方向に動かすことになる。だが私はここで、フランスが対外債務すべてを踏み倒すという想定をして、またさらにドイツが 1923 年以降はフランスの異常な予算の負担を行うとも想定している。こうした事実だけでも、フランがかつての価値を回復することはできないのがほぼ確実になる。

フランスはいずれ、増税と歳出削減と、金利生活者に対する負債を減らすのとで、何らかの妥協を強いられることになる。フランスの国民が公正に設計された資本課税よりは、これまでやったようにさらなる通貨下落を目指すことはほとんど疑っていない――そしてそれがドイツの「悪意」のせいだとか、ロンドンやニューヨークにおける金融マキャベリズムのせいだと主張するのだ。通貨下落のほうがはるかに保守的で、先例もあり、低額貯蓄者の利益になる。資本課税をすれば、フランス財務省は人々の恨みから容易には逃れられなくなるのだ。

将来に目を向け、その間に一財産を築いたり失ったりするような市場の上下動から目を背けるなら、フランの水準は長期的には、投機や貿易収支で決まるのではないし、ルール地方をめぐる戦争の結果で決まるのでもなく、フランスの納税者がどれだけの所得をフランスの金利生活者の受給権のために召し上げられるのを容認するかで決まってくる。フランの為替レート水準は金利生活者によるフランの商品価値が、その国の習慣やメンタリティと相容れるような国民所得比率水準になるまで下がり続けるだろう。

^{*10} この年の確定値はしばしば改訂され、ここでのものと少しちがうことになるかもしれない――だが議論に影響するほど大きくは変わらないはずだ。M. ドラスティリエは最近胸を張って、かれが予算案を導入して以来のフラン下落が、フラン単位で見た歳入額をいかに改善しているか指摘している。

第3章

お金の理論と為替レートの理論

価値基準の不安定さからくる邪悪な結果については、これまで十分に記述してきた。本章では*1、結論を述べる章での実務的な提言のための理論的基盤を確立しなくてはならない。金融理論に関するほとんどの学術的な論考は最近まで、金本位レジームをあまりに強固に前提としてきたため、既存の相互に兌換制のない紙幣本位レジームに適応させるためには、改変が必要となる。

3.1 貨幣数量説

この理論は根本的なものである。これが事実関係と対応しているという点は疑問の余地がない*2。それでも、これはしばしばまちがって述べられたりまちがって表現されたりしている。英大蔵相ゴッシェンが60年前に述べた、「物価水準と通貨量との関係についての主張を聞いて、いらいだちにも似た感情を持たずにいられない人々がたくさんいる」という発言は未だに成立しているのだ。

この理論は、お金はそれ自体としては、交換価値からくるもの以外に何の効用も持たないという事実からくる。つまり、それが買えるものから生じる効用しかないということだ。お金以外の各種の価値あるモノは、それ自体として効用を持つ。それが分割可能で移転可能なら、その効用の総量は、そのモノの量と共に増える――量と完全に比例するわけではないが、十二分には増えるはずだ。

もしそのモノがお金として使われる場合、たとえば黄金などだが、それはお金としての用途から得られるもの以外にも、他の目的に使える効用を持つ。するとこの理論の厳密な記述は、根本的には変わらないが、ちょっとややこしくなる。ここで議論している状況では、そうしたややこしさには立ち入らずにすむ。通貨の紙幣はそれ自体としては何の効用も持たず、それがお金として持つ購買力以外はまったく無価値だ。

結果として、人々がほしがるのは、何オンスとか何平方ヤードとか、紙幣何英ポンド分とかいうものではなく、その週の賃金に足るだけの量、あるいは請求書を支払うだけの金額、あるいはある旅で使う経費分の金額とか、その日の買い物に使う金額とかだ。そうした目的以上の現金が手元にあると、その余剰分は財を買ったり投資をしたり、銀行に預け

*1 本章の一部は、避けがたいことだが、本書の他の部分よりも素人にとっては大幅に難しい問題を提起する。理論的な基盤への興味が二次的なものにとどまる読者は、本章を飛ばしても差し支えない。

*2 「貨幣数量説は、しばしば絶対的な主張であり真か偽かのどちらかしかないようなものとして、擁護されたり反論されたりしている。だが実際には、この理論の主張で採用されている数式は単に、お金の価値が決まる主要原因を秩序だった形でまとめられるようにするための仕掛けでしかない」（ピグー）

て使ってもらったり、あるいはタンス預金を増やす場合さえある。だから人々が手元に持つ紙幣の数は、その人々が手元に置いたり持ち歩いたりしたがる購買力で決まるのであり、他のものには影響されない。この購買力の量は、部分的には彼らの富、部分的には習慣で決まってくる。人々全体としての富は徐々にしか変わらない。そのお金の使い方の習慣――所得が週払いか月払いか四半期払いか、店での買い物が現金払いかツケにするか、銀行に預金するか、こまめに少額の小切手を換金するか、まとめて長期分の小切手を換金するか、預金口座を持つか家にタンス預金するか――はもっと簡単に変わる。だがこうした点での富や習慣が変わらなければ、お金という形で人々が保有する購買力の量はまちがいに固定されている。この購買力の絶対量は、人々の標準的な消費アイテムや他の支出対象物の集まりで構成される単位を使って計測できる。たとえば生活費指数を作るためにまとめられている商品とその量などを使えばいい。そうした単位を「消費単位」と呼んで、人々は k 消費単位に相当する購買力を持ったお金を保有する必要があるとしよう。そして社会に流通している現金その他の通貨紙幣が n あって、それぞれの消費単位の値段は p とする（つまり p は生活費指数となる）。するとここから $n = pk$ となる。これが有名な貨幣数量説だ。 k が変わらなければ、 n と p は比例して上下する。つまり、通貨の量が多い/少ないと、物価水準も同じ比率で高い/低い状態となる。

ここまでは、世間全体の購買力ニーズが現金でまかなわれていると想定し、一方でこのニーズだけが現金需要の源であると想定した。これでは実業界も含めた世間の人々が、購買のために銀行預金や当座貸し越し約定を使うというのを無視していることになるし、銀行が同じ理由から現金で準備金を持つことも無視している。だが理論を拡張すれば、これを含めるのは容易だ。実業界を含む世間は、現金で k の消費単位をほしがり、さらに小切手への引当金として k' を銀行に入れておきたがるとしよう。そして銀行は、世間に対する潜在的な負債 (k') のうち、比率 r を現金で保有するとする。するとさっきの式は以下のようになる。

$$n = p(k + rk')$$

k, k', r が一定なら、さっきと同じ結果になる。つまり、 n と p が同じ比率で上下動するということだ。 k と k' の比率は世間一般の銀行取引の形による。そしてその絶対値は人々の全般的な習慣による。さらに r の値は銀行の準備金保有慣行による。だからこうしたものが変わらなければ、現金の量 (n) と物価水準 (p) の間には直接的な関連がある*3。

k と k' の量は、一部は社会の富、一部は社会の習慣に依るということを見た。習慣のほうは、手元に現金を増やすことで得られる追加の便利さと、その現金を消費したり投資したりすることによる長所とを社会がどう推計するかで決まる。手持ち現金を増やす推定長所が、消費や投資の利点と等しくなるところが均衡点となる。この話のまとめとしてマー

*3 私の説明は、もっと一般的かもしれないアーヴィング・フィッシャー教授の議論よりはおおむねビグー教授 (*Quarterly Journal of Economics*, 1917年11月号) とマーシャル博士 (『お金、信用、商業』*Money, Credit, and Commerce* I. iv.) に準拠したものとなっている。フィッシャー教授は、世間の人々が持つ現金量から出発する代わりに、お金を使って行われる事業取引量から始まり、それぞれのお金の単位がどのくらい頻繁にやりとりされるかを出発点にする。最終的にはフィッシャー教授の考え方もビグー教授らの説明も同じことであり、上の式をフィッシャー教授の議論から導くのも容易だ。でも上のアプローチ手法のほうがフィッシャー教授のものよりもわざとらしさがなく、実際に観察される事実に近いと思う。

シャル博士の次の記述に勝るものはない。

「社会のあらゆる状態において、所得のなかで人々が通貨の形で持つておくほうがいいと考える所得の割合がある。それは五分の一だったり十分の一だったり二十分の一だったりするかもしれない。リソースの相当部分を通貨というかたちで使えるようにすると、事業が容易で円滑になり、交渉のときにも有利に立てる。だがその一方で、それはたとえば追加の家具などに投資していれば満足感の獲得を生み出すリソースを、不毛なかたちにとどめておくことになってしまう。あるいは追加の機械や牛に投資していれば、追加の金銭収入を得られたかもしれない。」人はその適切な割合を決めるとき、「さらにすぐに使えという長所と、リソースのうち直接の収入や便益をもたらさない形態で保有する分を増やす不便さとをてんびんにかける。」「仮にある国の住民が、相互に取引をするにあたり（したがってあらゆる性格と職業の人が含まれる）、平均で年間所得の十分の一と、さらに財産の50分の1に及ぶ購買力をすぐ使える形で手元に置いておくのがいいと考えたとしよう。するとその国の通貨の総価値は、そうした金額の合計に等しくなりがちである」*4

いまのところ、これについての議論の余地はまったくないはずだ。貨幣数量説のそっかしい支持者たちがしばしば犯す間違い（この理論が完全に受け入れられていない理由の一部はそれで説明がつくかもしれない）は以下のようなものだ。

人々のお金や銀行機能の使い方をめぐる習慣や、準備金についての銀行の慣行は、すぐにわかる変化の結果としてときどき変わるの誰しも認めるところだ。こうした習慣や慣行は、経済や社会の仕組みの変化を反映する。だが貨幣数量説は、単に通貨量の変化だけでは k, r, k' が変化を受けないというさらなる想定に基づいて説明されることも多い。つまり数学用語を使えば、 n はそうした量に対して独立変数なのだということだ。ここから、 n を勝手に倍増させれば、 n 自体は k, r, k' に影響しないとされているので、 p をそれまでの倍の水準に引き上げるはずだとされる。貨幣数量説はしばしばこのような、あるいはこれに類する形で述べられている。

さて「長期的には」たぶんこれは正しい。アメリカの南北戦争後に米ドルが安定し、法律によって現在の価値より10パーセント低い価値だと定められたら、 n も p もいまや現在の数字よりもちょうど10パーセント高くなっており、現在の k, r, k' の値はまったく影響を受けていないはずだ。だがこの長期的というのは、目下の現象の指針としては誤解を招きやすい。長期的には、われわれみんな死んでいる。嵐が吹き荒れる季節に経済学者たちが言えるのが、いずれ嵐が過ぎ去って時間が経てば海は再び静かになります、というだけなら、それはあまりに仕事として簡単すぎるし、役立たずすぎるだろう。

*4 『お金、信用、商業』 *Money, Credit, and Commerce* I. iv. 3. マーシャル博士はある脚注で、この点を実はこの問題について考える伝統的なやり方を発達させたものなのだと示している。「ペティは、国民にとって『十分な』お金というのが『イギリスのあらゆる土地の地代半年分を支払い、住宅の賃料四分の一を支払い、あらゆる人々の経費の一週間分、輸出商品の総価値のおよそ四分の一を支払える金額』なのだと考えた。ロックは『総賃金の50分の1と地主収入の4分の1、仲買人については年間利益の20分の1のすぐ使えるお金があれば、どんな国でも事業を動かすには十分』と推定した。カンティリオン (A.D. 1755) は長く詳細な研究の後に、必要とされる現金の価値はその国の総生産の9分の1、あるいは彼としては同じことだと考えたのだが、地代の3分の1が必要だと結論した。アダム・スミスは現代人が抱くような懐疑論をもって『そんな比率を決めるのは不可能』と述べたが、それでも『各種の研究者が、年間総生産価値の五分の一、十分の一、二十分の一、三十分の一などと試算している』と述べている。現代の条件ではこの国民所得に対する通常の流通比率はどうやら、十分の一から15分の一というあたりのようだ。

実際の経験だと、 n の変化は k と k' 、さらには r にも影響を与える。典型的な事例をいくつか挙げれば十分だろう。(第一次)大戦以前(そして実際にはそれ以後も)、銀行の準備金方針にはかなり因習的で恣意的な部分があったが、特に国営銀行の黄金準備高をめぐる方針でこれは顕著だった。こうした準備高は、実際に使うためよりもむしろ見せ金として維持されており、その量はきちんと理由があって決まったものではなかった。1900年から1914年にかけて、こうした銀行は黄金が手元にやってきましたらそれを貯め込んで、流れが逆方向のときにはいやいや黄金を手放す、という傾向が明らかにあった。結果として、黄金が比較的豊富になるとそれを抱え込んで準備金の比率を高めたので、南アフリカからの黄金産出が増加しても、 n の増加が r の値にまったく影響がなかった場合に比べ、物価水準に与える影響は小さかった。

農業国だと、農民たちはしょっちゅう現金を貯め込むので、特に初期段階では、インフレが物価をお金の総量に比例して引き上げることはない。というのも、農産物の価格が上がった結果として農民の懐に入る現金が増えると、それはそこから出てこない傾向にあるからだ――自分たちがそれだけ豊かになったと考える農民たちは、自分たちの受取金額のうちため込む比率を上げるのだ。

だからこれらを含め各種のやり方で、さっきの方程式の各項は、 p の安定性に貢献する形で変わることが多く、そうした摩擦のために、 n が少々変わったくらいでは、 p に対して完全な比例効果は生じないのだ。

その一方で n が大幅に変わり、初期の摩擦が吹き飛ばされてしまう場合、特にそれが同じ方向にさらなる変化が生じるという世間一般の期待を作り出すような原因によるものと、 p に与える影響は比例以上のものになることもある。第1章の全般的な分析と、第2章における壊滅的なインフレの話の後では、この点をこれ以上例示する必要はほとんどない――この問題は十年前よりもいまやずっとよく理解されている。 p の大規模な変化は、個人の富を大きく左右する。だからそれが起こった後の変化や、それ以前にそうした変化が予想された時点で、世間の人々のお金をめぐる習慣は、将来の似たような損失からの自衛のため、大きく影響を受けることもある。あるいは、古い n の値に対応する均衡から新しい値での均衡への変化の過程で、利益を得て損失を防ぐための習慣変化もある。だから n の値の変化以後、変化の途中、そして(変化が予測できる限りにおいて)変化以前に、 k 、 k' 、 r の値には何らかの反応がある。そのため、 p の値は、一時的にせよ永続的にせよ(というのも習慣や慣行は、いったん変わると以前とまったく同じ状態に戻ったりはしないからだ)、 n の変化率と厳密に対応した変化率にはならないのだ。

インフレやデフレという用語は、人によってちがう意味で使われている。 n の変化を、現金量のインフレ/デフレと呼ぶと便利だ。そして r の上下動を、信用のインフレ/デフレと呼ぼう。「信用サイクル」(これは好況と不況が交互にやってくることについての最近の呼び方だ)の特徴は k と k' が、 n や r の変化には関係なく好況期には減って、不況期には増えるという点にある。こうした k と k' の変化は、「実物」^{リアル バランス}収支(つまり手持ちの、あるいは銀行にある^{リアル バランス}収支を購買力で見たもの)の増減をそれぞれ表しているのだから、この現象を^{リアル バランス}実物収支のデフレ/インフレと呼べる。

いまの記号で表した量に、実際の値を入れてみようとするれば、「貨幣数量説」の方程式^{リアル バランス}一般と、特に^{リアル バランス}実物収支のデフレ/インフレを浮き彫りにできる。以下の例は厳密なものではないし、その狙いは統計的に厳密な事実を伝えるよりも、むしろ考え方を示すことだ。1920年10月は、最近の好況期の終わりくらいで、1922年10月は、不景気の底近かった。

この二つの時期で、物価水準の数字（1922年10月を100とする）、流通現金（流通紙幣およびイングランド銀行における民間預金*5）、イギリス全体での銀行預金はだいたい以下の数字だった。

	物価水準	流通現金	銀行預金
1920年10月	150	5.85億ポンド	20億ポンド
1922年10月	100	5.04億ポンド	17億ポンド

r の値はこの両時点であまりちがわない——差は12パーセントかそこらだ。結果として、この二時点での方程式は以下のようなになる*6。

1920年10月	$n = 585$	$p = 1.5$	$k = 230$	$k' = 1333$
1922年10月	$n = 504$	$p = 1$	$k = 300$	$k' = 1700$

だから不景気のときに k は230から300に上がり、 k' は1333から1700に上がった。これはつまり、1920年に世間が持っていた現金保有高は、1922年の保有高の23/30で、銀行預金残高は1922年の1333/1700だったということだ。ここから、この二時点間の物価下落は「現金」の減少よりも k と k' の増加傾向に関係が深かったと言える。もし k と k' が1920年の値に戻ったとしたら、現金や銀行の準備金方針に何の変化がなくても、物価は30パーセント上昇する。だからイギリスでさえ、 k と k' の変動は物価水準に決定的な影響を与えられる。そして最近のロシアや中欧の状況を見れば、それがいかにすさまじい変化を引き起こすかはすでに見た通りだ（21, 22 ページ）。

この議論の教訓として第4章と第5章まで忘れないでほしいのは、物価水準というのが謎めいたものではなく、少数のきちんとした分析可能な影響因子に左右されているということだ。そのうち二つ、 n と r は、中央銀行当局の直接のコントロール下にある（またはあるべきだ）。第3の要因である k と k' は、直接コントロールはできず、世間と実業界の気分によって左右される。物価を長期的に安定させるだけでなく、周期的な変動を避けるという仕事は、部分的には k と k' を安定化させることであり、そしてこれがダメだったり実行不可能だったりする場合には、意図的に n や r を変えて、 k と k' の動きを相殺することなのだ。

k と k' 、特に k' を安定化させるよう作用する通常の手法は、銀行割引歩合（手形の割引率）を使うものだ。 k' が増加傾向にあったら、銀行割引歩合を引き下げるとある程度それを相殺できる。というのも融資が簡単になれば、不測の事態にそなえて準備金を維持する利点が減るからだ。安いお金はまた、 k' の増加を相殺するように機能する。というのも、銀行からの借入を促進することで、 r の増加を阻止したり、 r を減らしたりさえできるからだ。でも銀行割引歩合だけで十分に強力な道具になるかは疑問だし、安定を実現したいなら、ときには n と r も変える用意が必要だ。

この分析から示唆されるようには、中央銀行と通貨当局との第一の仕事は、 n と r がしっかりコントロールできているようにすることだ。たとえば、インフレ課税が問題に

*5 なぜイギリスの場合には「現金」の定義をこのようにしているのかという議論は、ここでの主題からはあまりに離れ過ぎてしまう。これについては第5章で論じることにしよう。

*6 なぜなら $585 = 1.5(230 + 1333 \times 0.12)$ であり、 $504 = 1(300 + 1700 \times 0.12)$ だから。

なっているときには、 n は通貨そのもの以外のものに左右されるので、したがって完全にコントロールできない。さらに他方の極だと、金本位制の下では n は常にコントロールできるとは限らない。これは世界中で黄金の需要供給を決める、規制外の力に左右されるからだ。ここでも、中央銀行制度がなければ r は適切にコントロールされない。というのもそれは、無数のちがう銀行の、協調性のない意志決定に左右されるからだ。

現時点のイギリスでは r はきわめて完全にコントロールされ、 n もまたコントロールされている。これはインフレ財政に頼らず、また規制のない金本位制に戻ったりしない限り言えることだ*7。当局の第二の仕事は、したがって議論する価値がある。それはつまり、 n と r に対するコントロールを使って k と k' の変化を相殺するというものだ。 k と k' が意図的な政策の影響を完全に受けないとしても（そして実際にはそんなことはない）、 n と r の値を適切に変えることで、 p をそこそこ安定に保てるのだ。

価値の安定したお金の古風な支持者たちは、 n と r を安定に保つ必要性をあまりに強調しすぎ、通貨安定政策がそれ自体で正しい結果をもたらすかのような主張をしてきた。だが実際にはそれどころか、 k と k' が安定でない場合、 n と r が安定していたら物価水準は不安定になってしまう。循環的な変動は、主に n や r の変動が特徴ではなく k と k' の変動が特徴であり、そこからそれを治療するためには、 k と k' の値に変動症状が現れたとき、意図的に n や r を変える用意が必要だということがわかる。だがこれは、当面の狙いを越える大きなテーマに踏み込んでしまっており、第5章の話題を先取りしてしまっている。それでもこうしたヒントは、出発点となった単純な貨幣数量の方程式の意味合いを理解することで、どこまで議論を進められるかを如実に示すものとなっているはずだ。

3.2 購買力平価の理論

貨幣数量説は、ある国民通貨の購買力または商品価値を扱っている。そしてここでは、二つのちがった国民通貨の相対的な価値の問題にやってきた――つまり外国為替の理論ということだ。

世界の通貨がほぼすべて金本位制だったとき、その相対的な価値（つまり為替レート）は通貨1単位あたりの黄金という金属の量に左右された。そしてその金属をあちらからこちらへ移す輸送費でちょっとした補正が入った。

この通常の手段が使えなくなり、不換紙幣の独立システムがたくさんある状態だと、各種の通貨が相互にどのレートで交換されるかを定める基本的な事実とは何だろうか？

○

最もあからさまな形で言えば、このドクトリンは以下ようになる。(1) 不換紙幣のその国内における購買力、つまりその通貨の国内購買力は、その政府の通貨政策と、その国民の通貨に関する習慣で、いま論じた貨幣数量説に応じて決まってくる。(2) 外国における不換通貨の購買力、つまりその通貨の外部購買力は、自国通貨と外国通貨の交換率に、外国通貨の外国における購買力をかけたものであるはず。(3) 均衡条件ではある通貨の国内と外国での購買力は同じでなければならない。ただし、輸送費と輸出輸入税分の補正はかかる。この条件が成立しないと、貿易の動きが生じて不均衡を利用しようとするはず。

*7 アメリカの場合も連邦準備理事会が余った黄金をため込むだけの費用をかける準備がある限り、だいたい同じことが当てはまる。

(4) したがって (1), (2), (3) から、自国通貨と外国通貨との為替レートは、自国通貨の自国での購買力と、外国通貨のその国での購買力との比率で均衡する傾向となるはずである。このそれぞれの通貨の自国購買力の比率が、それらの「購買力平価」とされる。

したがって、自国通貨の国内購買力と外国購買力が大幅にちがっていて、同じことだが実際の為替レートが購買力平価とかけ離れていたら、均衡が実現していないことになり、時間がたてば実際の為替レートと購買力平価を近づけるような力が働くと思っていはいはずだ。実際の為替レートは、投機にあたり突然の資金移動があたり季節変動があたり、購買力平価が今後変わるという予測を受けたりする（これは相対的なインフレやデフレによる）ので、購買力平価よりも敏感で変動しやすい。だが場合によっては購買力平価よりも遅く動くこともある。いずれにしても、このドクトリンによれば昔の黄金による比率に対応するのは、購買力平価である。この点を中心に為替レートは変動し、そして最終的にこの点に為替レートは落ち着くことになる。ただし、大きなちがいが一つある。つまり、購買力平価はそれ自体が固定された点ではないということだ――なぜなら、比較されている二国で国内価格の動き方もちがえば、購買力平価もまた変わり、したがって均衡の回復は市場の為替レートだけでなく、購買力平価自体が動くことで回復される場合もあるのだ。

一見するとこの理論は実務上きわめて役にたちそうに見える。そして多くの人々は、市場の為替レートと購買力平価との乖離を示す表を元に、為替レートの将来動向について重要な実務的結論を引き出そうとしてきた――均衡からの目下の乖離が、為替レート変動で改善されるのか、購買力平価の変動で改善されるのか、その両方なのかがわからないという混乱を意に介することもなく。

だがこのドクトリンの実務的な応用では、これまでは注意を向けてこなかった困難がさらに二つある――そのどちらも「輸送費と輸出輸入税分の補正はかかる」という一節から生じるものだ。最初の困難は、そうした費用や税金についてどう補正するかというものだ。第二の困難は、そもそも国際貿易にまったく関係してこない財やサービスに対する購買力をどう扱うか、というものだ。

このドクトリンを一般に適用される形で述べるために、前者の問題については均衡が存在していたと思しきある標準的な時点（通常は 1913 年）を取って、そこでの国内と国外の購買力の比率差が、現時点における同じような歪曲要因の補正として近似的に満足できるものと想定しよう。たとえば、自国と外国の標準的な財の集合を直接計算するかわりに、アメリカでは 1913 年に 1 ドルで買えた標準的な集合が、いまや 2 ドルかかるという計算をし、イギリスでは 1913 年に 1 ポンドで買えたものが、いまは 2.43 ポンドかかるという計算をする。これを元に（戦前の購買力平価は、戦前の為替レートである 4.86 ドル＝1 ポンドと均衡にあると想定される）、現在のドルと英ポンドとの間の購買力平価は 4 ドル＝1 ポンドだとされる。なぜなら $4.86 \times 2 \div 2.43 = 4$ だからだ。

この補正手法へのすぐに思いつく反論としては、輸送費や関税は、特にこのことばが禁輸や、その他輸入品と国産品との価格差をつける（非関税障壁の）公式または非公式な各種手口など、あらゆる輸出入規制を含むものと理解されるのであれば、1913 年に存在したものと比べて、多くの場合にすさまじく広範に変わってしまっていることで悪名高いことが挙げられる。1913 年以外のどこかの年を計算の基準にしたら、同じ結果にはならないだろう。

二番目の困難――国際貿易に含まれないモノに対する購買力の扱い――はさらに深刻

だ。というのも国際貿易に乗るモノだけに限り、輸送や関税費用について厳密な補正をしたら、理論は常に事実と一致しており、せいぜいがちょっと時間差があるくらいで、購買力平価は決して市場為替レートと大きく乖離することはないはずだからだ。実際、国際商人の仕事はすべて、両者が確実に一致するようにすることだ。というのも為替レートが一時的に均衡からずれていたら、財を動かすことで儲けられるからだ。ニューヨーク、リバプール、ルアーブル、ハンブルグ、ジェノヴァ、プラハでの綿の価格は、それぞれドル、ポンド、フラン、マルク、リラ、クローネで表示されているが、市場で実際に使われる為替レートからあまり長期間にわたり乖離していることは絶対はない（もちろん関税など綿を各センター間で移動させる費用についての補正はある）。同じことが国際貿易の他の商品についても言える。ただし、標準化されていない商品や、組織化された市場で扱われていないものになってくると、修正が行われるまでの時間差はだんだん増大するのだが、実のところ、購買力平価をこのように表現すれば、これは単に自明の理でしかなく、実に貧相きわまるものになってしまう。

この理由から、理論の実用的な応用が制約されるものではない。選ぶ財の標準的な集合は、比較対象の国々で輸出され輸入されるものに限られたりはしない。一般的な購買力指数や、労働者階級生活費指数を計算するのに使われる集合と、おおむね同じものだ。だがこのような形で適用されると――つまり、各国の自国における一般物価指数変動と、それぞれの通貨の為替レートの変動との比較で使われると――この理論が有効であるためにはさらなる想定が必要となる。つまり、国際貿易に入っていない財やサービスの自国価格も、長期的には貿易財と同じ比率の価格変動を示す、という想定だ*8。

だからこれは自明の理どころか、文字通りあるいは厳密にはまるで正しくないのだ。せいぜい言えるのは、これが大なり小なり状況次第では正しいというだけだ。資本と労働が国内向け産業と輸出産業間を大規模かつ自由に移動できて、相対的な効率性も失うことがないなら、他国との「交換方程式」（後出）に変化がないなら、そして物価変動が金融的な影響だけによるもので、両国間の他の経済関係変動に左右されていなければ、この追加の想定も近似として正当化できる。だがこれは必ずしも成り立つわけではない。そして戦争のような大災厄は、勝者にも敗者にも各種の影響を与え、新しい均衡ポジションを作り上げるかもしれない。たとえばドイツの輸入品と輸出品との相対的な交換価値に、それぞれおおむね永続的（少なくとも賠償金支払いが続く間は）な変化が生じるかもしれない。あるいは国際貿易の対象になるドイツの財やサービスとそうでないものとの間の交換比率も変わってくるだろう。あるいは戦争の結果としてアメリカの金融的な立場がヨーロッパに対して強まれば、昔の均衡はアメリカに有利な方向にシフトしたかもしれない。こうした場合には、一般的な購買力指数が戦前水準に比べてどれだけ変わったかにより通常は計算されている購買力平価の係数が、最終的に実際の為替レートの近似になっているとか、国内と国外での購買力が最終的には1913年におけるものと同じ関係を持たねばならないとか想定するのはまちがっていることになる。

連邦準備理事会 (FRB) が計算した指数を見ると、輸入財、輸出財、商品一般の相対価格が、1913年以来的の変化の影響でどれだけ乱れているかがわかる（表 3.1）。

だからこの理論は、為替レートの「真の」値に関する単純で出来合いの指標を提供して

*8 「ここでの購買力平価の計算は、対象国における物価上昇があらゆる商品に同じだけ影響したという想定に強く依存している。この前提が満たされなければ、実際の為替レートは計算された購買力平価と乖離するかもしれない」。カッセル『1914年移行のお金と為替レート』p.154.

表 3.1 アメリカでの財の相対価格

	輸入品	輸出品	全商品
1913 年	100	100	100
1922 年 7 月	128	165	165
1923 年 4 月	156	186	169
1923 年 7 月	141	170	159

くれるわけではない。外国との貿易財に限った場合は、自明の理よりは少しましという程度でしかない。だがそれほど制約されていない場合には、購買力平価の考え方はずっとおもしろくなるが、外国為替の方向性に関する正確な予測ではなくなる。だから、ある国の通貨の購買力平価を設定するのに、いつもやっているように自国と外国での一般的な購買力比較を使うのであれば、そこから実際の為替レートが購買力平価になるべきだとは想定すべきではないし、また二つが等しくなるのは時間と調整の問題でしかないとも思っはいけない。そのように定義された購買力平価は、(たとえば) 1913 年から、1923 年あたりにかけてのイギリスとアメリカやドイツの金銭購買力の相対変化について、重要な事実は教えてくれるが、1923 年に英ポンドとドルやマルクとの均衡為替レートがどこになるべきかについては、必ずしも決めてはくれないのだ。

このように定義された「購買力平価」は、為替レートの正確な予測指標にはならないにしても、注目に値する。いまつけた条件の重要性をあまり誇張してはいけない。購買力平価の変動が為替レート変動と大幅にちがっていたら、それは国際貿易の対象になる財とされない財との間の相対価格に、実際の変動あるいは今後おこる変動を予測するものとなる。確かに、こうした二種類の財の価格変動は、長期的には相互に影響を与えがちだ。それらに置かれた相対的な価値評価は、根深い経済的心理的な原因から生じており、これは容易には変わらない。だから既存均衡からの乖離が主に金融的な原因によるものなら(たとえば両国間のインフレ/デフレ度合いのちがいがいなど。そういうことはよくある)、購買力平価と為替価値とが、じきに一致するだろうと予想してもよからう。

そういう場合には、為替レートが購買力平価に近づくのか、それとも購買力平価が為替レートに近づくのかは一般的には言えない。時には、最近のヨーロッパでのように、目先の相対価格変動に敏感で真っ先に動くのは実勢為替レートだ。だが時には、内外物価水準差の関係変化が実現するまでは、実勢為替レートは動かないこともある。私が思うに、為替レートの説明としての購買力平価の本質は、長期的に国内購買力のほうが、実勢為替レートよりも通貨の価値指標として信頼できると考えたことにある。国内購買力にはその国の金融政策がすぐに反映されるし、それこそが最終的に為替レートを決定するものだからだ。もし実勢為替レートが、その国の既存または将来の通貨政策が自国通貨の国内購買力に与える影響を通じて正当化できる水準よりも下がるなら、いずれその為替価値は回復するはずだ。だから、両国間の基本的な経済関係に、永続的な変化が起これないとなれば、その通貨の国内購買力がそれぞれの国で、当局の通貨政策から見て均衡点に落ち着いた場合、両国通貨の為替レートもまた長期的には、その相対的な国内購買力に対応する形で落ち着かねばならない。こうした想定が前提になるが、相対的な国内購買力は確かに、短期的な為替レート変動の中心点となる水準を、古い黄金平価に代わって提供してくれる

のだ。

その一方で、こうした前提が成り立たず、ある国の財やサービスと他国の財やサービスとの変化が経済学者たちの言う「交換方程式（交易条件）」の変化により起こっているなら（これは資本移動のせいもあるし、賠償金支払いのせいもあるし、労働効率の相対的な変化や、その国の特殊産物に対して世界が急に需要を高めたりといったことが原因となる）、購買力平価と実勢為替レートとの均衡点は永続的に変わってしまうこともある。

この点は、例をあげるともっとはっきりするかもしれない。ウェストローパ国と、ヘスペリデス合衆国という二ヶ国を考えよう。そして議論が単純になるし、事実との対応も多いので、どちらの国でも輸出財の価格は他の国産財と同じ方向に価格変動するが、「交換方程式（交易条件）」がヘスペリデス国に有利に動き、以前より少ないヘスペリデス製品でも、同じ量のウェストローパ製品が買えるようになったとしよう。ここからウェストローパでは輸入品は、商品全体と比べて急速に値段が上がり、一方ヘスペリデスでは商品全体よりも輸入品のほうが値上がりが遅いことになる。仮に1913年から1923年にかけて、ウェストローパの物価指数が100から155になり、ヘスペリデスの物価指数は100から160になったとしよう。そしてこうした指数は、それぞれ輸入品が2割、国産品が8割という構成に基づいて構築されているとする。そして「交換方程式（交易条件）」がヘスペリデスに10パーセント有利になるように変わったとしよう。つまりヘスペリデスからの輸出財は、ウェストローパの輸出財を10パーセント多く買えるということだ。すると事態は次のようになる*9

ウェストローパ国	輸入品価格指数	(x)	167
	自国産品価格指数	(y)	152
	全商品価格指数		155
ヘスペリデス国	輸入品価格指数	(x')	148
	自国産品価格指数	(y')	163
	全商品価格指数		160

だからどうやら、ウェストローパ国通貨の購買力平価は1913年に比べて1923年には($\frac{160}{155} =$)103で、為替レートは1913年の平価に比べると($\frac{163}{167} = \frac{148}{152} =$)97だ。もしウェストローパの取引方程式の悪化が永続的なら、その購買力平価も（1913年基準）市場為替レートの均衡値より永続的に上になる。

だから国の通貨価値に関するこの二つの尺度がちがった動き方をする傾向は、きわめておもしろい症状だ。もし市場為替レートが持続的に購買力平価の下になっている傾向を見せるなら、他に説明できる要因がない限り、基準年に比べて「交換方程式（交易条件）」の悪化を疑う理由ができる。

以下のグラフや表では、この理論を1919年からの英ポンド、フラン、リラの対米ドル為替価値に適用してみた実際の結果を示したものだ。グラフを見ると、定量的に言って、購買力平価理論の精度を引き下げるような影響は、購買力平価と並んで働く力の作用に比べて、これらの例では小さかったことがわかる。1913年以来、「交換方程式（交易条件）」はある程度乱れたようだ――これは、もし以下の表などで使われている指数が主に国際買

*9 なぜなら $10x = 11y$ で $8y + 2x = 1550$ であり、 $11x' = 10y'$ で $8y' + 2x' = 1600$ だから。

易に使われるモノを中心に構築された指数でなかったら、もっとはっきり現れたはずだ。それでも通貨インフレ/デフレによりあらゆる財におおむね等しく作用する一般物価の変動があまりに支配的な影響力を持つので、この理論は驚くほどの精度をもって実際に適用できてきた。だがドイツのような国では、均衡へのショックが多く、点でずっと激しかったので、1913年に基づく購買力平価と実勢為替レート的一致は、一時的にせよ永続的にせよ、かなり乱れることになっている。

こうしたグラフの最初のもは、ドルを基準にした英ポンドの価値を扱ったものだが、1913年を基準にした購買力平価はしばしば実勢為替レートより高いにしても、この二つが一致しようという保存傾向が働いているのがわかる。二つの曲線は、1919年9-11月、1920年3-4月、1921年4月、1921年9月、1922年1-6月、1923年2-6月には一ポイント以内の乖離しかない。これは購買力平価と為替レートとの調和傾向を見事に示すものなのはまちがいない。このグラフから帰納的に、戦争の財政的な帰結がドルに対する英ポンド購買力平価均衡を、1913年比で1-2.5パーセント引き下げたと結論づけたくもなるが、この数字は各種指標の中から別のものを使った場合の誤差範囲をほとんど上回るものではないという点は留意しなければならない*10。アメリカの負債に対する利払いがちょうど始まったが、これがどんな影響をもたらすか見るとおもしろいだろう。

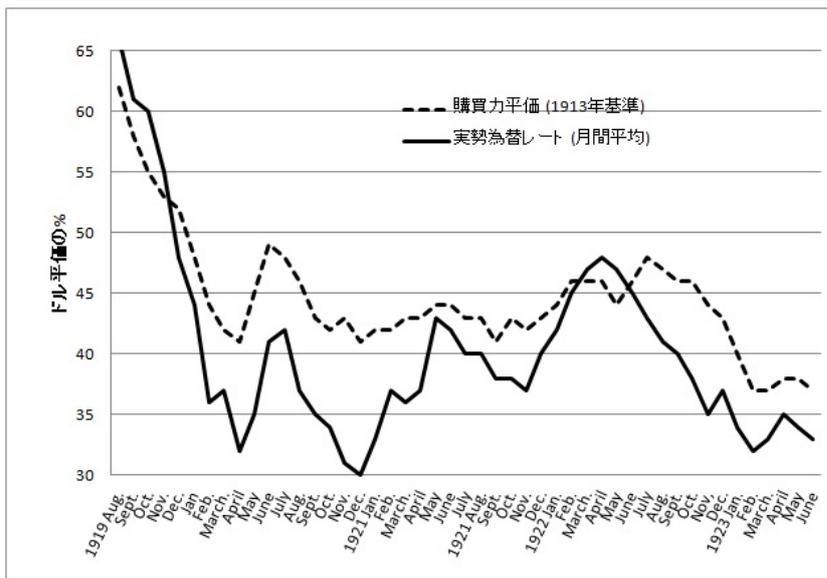


図 3.1 ドル/フランの PPP と実勢レート

このグラフは、フランスやイタリアについてのもと同様に、外国為替レートが季節変動に大きく影響されるのに、購買力平価にはそれほど影響力を持たないことを明確に示している。

フランスの場合、曲線は1919年末にはほぼ一致して、1920年には乖離し、1921年半ばにまた一致して、1922年後半にまた乖離が生じるまで続く。

イタリアの場合、いささか予想外ながら、両者の関係は驚くほど安定している。でもここでも英仏の場合と同様に、戦争が均衡点をちょっと引き下げたのではないかという示唆

*10 とはいえ、次の表で貿易理事会や *Statist* 指数を *Economist* 指数の代わりに使っていたら、イギリスに対する「指数等価性」が少々悪化したという主張は少しばかり強化されることになる。

表 3.2 英米の為替レート (1913 年平価のパーセント)

	物価指数		購買力 平価*3	実勢為替レート (月間平均)
	イギリス*1	アメリカ*2		
1919/8	242	216	89.3	87.6
9	245	210	85.7	85.8
10	252	211	83.7	85.9
11	259	217	83.8	84.3
12	273	223	81.7	78.4
1920/1	289	233	81.0	75.6
2	303	232	76.6	69.5
3	310	234	75.6	76.2
4	306	245	80.1	80.6
5	305	247	81.0	79.0
6	291	243	83.5	81.1
7	293	241	82.3	79.4
8	288	231	80.2	74.2
9	284	226	79.6	72.2
10	266	211	79.3	71.4
11	246	196	79.7	70.7
12	220	179	81.4	71.4
1921/1	209	170	81.4	76.7
2	192	160	83.3	79.6
3	189	155	82.0	80.3
4	183	148	80.9	80.7
5	182	145	79.7	81.5
6	179	142	79.3	78.0
7	178	141	79.2	74.8
8	179	142	79.3	75.1
9	183	141	77	76.5
10	170	142	83.5	79.5
11	166	141	84.9	81.5
12	162	140	86.4	85.3
1922/1	159	138	86.8	86.8
2	158	141	89.1	89.6
3	160	142	88.7	89.9
4	159	143	89.9	90.7
5	162	148	91.4	91.4
6	163	150	92.0	91.5
7	163	155	95.1	91.4
8	158	155	98.1	91.7
9	156	153	98.1	91.1
10	158	154	97.4	91.2
11	159	156	98.1	92.0
12	158	156	98.7	94.6
1923/1	160	156	97.5	95.7
2	163	157	96.3	96.2
3	163	159	97.5	96.5
4	165	159	96.4	95.7
5	164	156	95.1	95.0
6	160	153	95.6	94.8

*1 *Economist* 指数。 *2 アメリカ労働局指数改訂値。*3 アメリカ労働局指数改訂値を *Economist* 指数で割ったもの。

表 3.3 仏米の為替レート (1913 年平価のパーセント)

	購買力 平価*1	実勢為替レート (月間平均)		購買力 平価	実勢為替レート (月間平均)
1919 Aug.	62	66	1921 Aug.	43	40
Sept.	58	61	Sept.	41	38
Oct.	65	60	Oct.	43	38
Nov.	53	55	Nov.	42	37
Dec.	52	48	Dec.	43	40
1920 Jan	48	44	1922 Jan.	44	42
Feb.	44	36	Feb.	46	45
March.	42	37	March.	46	47
April	41	32	April	46	48
May	45	35	May	44	47
June	49	41	June	46	45
July	48	42	July	48	43
Aug.	46	37	Aug.	47	41
Sept.	43	35	Sept.	46	40
Oct.	42	34	Oct.	46	38
Nov.	43	31	Nov.	44	35
Dec.	41	30	Dec.	43	37
1921 Jan.	42	33	1923 Jan.	40	34
Feb.	42	37	Feb.	37	32
March.	43	36	March.	37	33
April	43	37	April	38	35
May	44	43	May	38	34
June	44	42	June	37	33
July	43	40			

*1 アメリカ労働局指数値をフランス公式卸売指数で割ったもの。

表 3.4 伊米の為替レート (1913 年平価のパーセント)

	購買力 平価*1	実勢為替レート (月間平均)		購買力 平価	実勢為替レート (月間平均)
1919 Aug.	59	56	1921 Aug.	26	22
Sept.	56	53	Sept.	24	22
Oct.	54	51	Oct.	24	20
Nov.	50	44	Nov.	24	21
Dec.	49	40	Dec.	23	23
1920 Jan	46	37	1922 Jan.	24	23
Feb.	42	29	Feb.	25	25
March.	38	28	March.	27	26
April	36	23	April	27	28
May	38	27	May	28	27
June	40	31	June	28	26
July	39	30	July	28	24
Aug.	37	25	Aug.	27	23
Sept.	34	23	Sept.	26	22
Oct.	32	20	Oct.	26	22
Nov.	30	19	Nov.	26	23
Dec.	28	18	Dec.	27	26
1921 Jan.	26	18	1923 Jan.	27	26
Feb.	26	19	Feb.	27	25
March.	26	20	March.	27	25
April	25	24	April	27	26
May	27	27	May	27	25
June	28	26	June	26	24
July	27	24			

*1 アメリカ労働局指数値を「バーチ」指数で割ったもの。

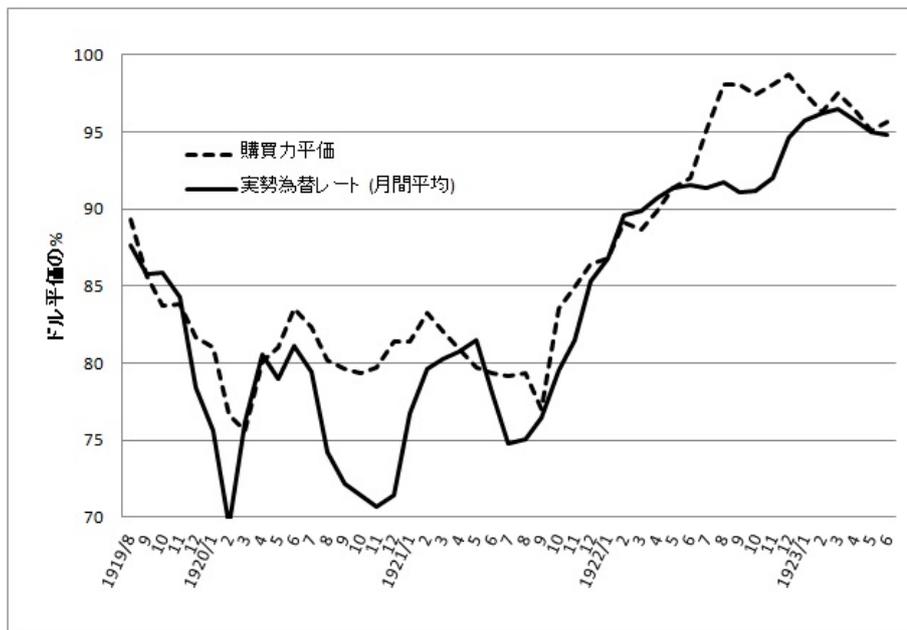


図 3.2 ドル/ポンドの PPP と実勢レート

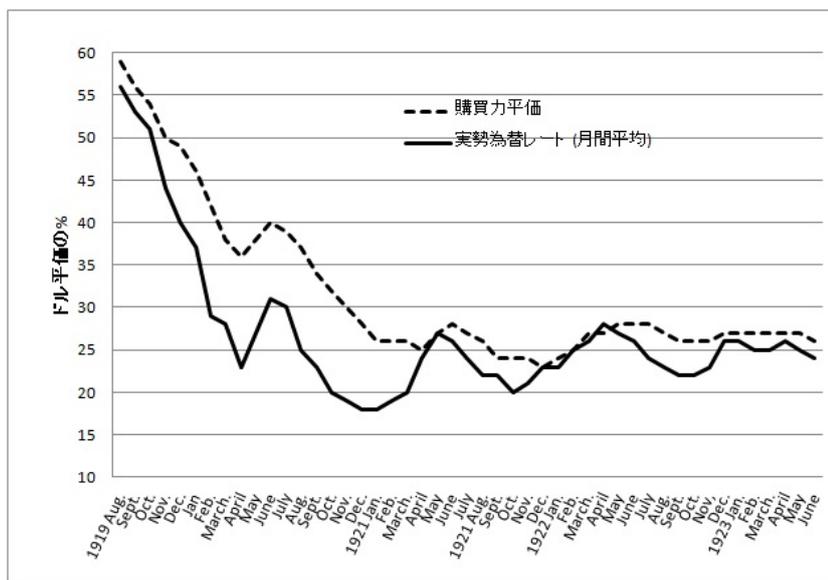


図 3.3 ドル/リラの PPP と実勢レート

が出ている（おそらくは 10 パーセントほどだろう）^{*11} — 1913 年を基準年にした購買力平価は、ほとんどすべて実際の為替レートよりも上になっている。イタリアの曲線は、主要な影響力が通貨インフレに伴う累進的な通貨価値下落である場合、通貨の内外購買力が同じように下落することを見事に示している。

こうした表やグラフがおおむね示すのは、講和以来の実に異常な条件下ですら、先に概

^{*11} 他のイタリアの指標を使ったら、すべてこの感じを強化する結果になっていたはずだ。39 ページに挙げたアメリカ物価の表は、アメリカとその他世界との「交換方程式（交易条件）」は、アメリカに有利な方向に、10 パーセントほど動いたという示唆を裏付けるものとなっている。

説した一般理論に対するかなりの帰納的な裏付けがあるということだ。この期間に、フランスとイタリアでの通貨インフレからくる相対的な物価水準変動は、「交換方程式（交易条件）」のどんな変化よりもきわめて大きかった（「交換方程式（交易条件）」なら、10-20パーセントも動けばとんでもない変動となる）。だから両国の為替レートは、他のどんな要因よりも、それぞれの国の国内物価政策が、他の国々の国内物価政策に対してどうだったかに大きく影響を受けてきた。おかげで購買力平価理論は、かなり粗雑な形で見た場合でも、そこそこうまく機能することとなった。

3.3 季節変動

つまり購買力平価理論は、二国の通貨の為替レート変動は、「交換方程式（交易条件）」の変動に対する補正は必要だが、両国での自国通貨で見た国内物価水準変動にかなりきちんと対応していることがわかる。ここから、為替レートのある国に有利に改善するためには、その国内物価を他国の国内物価に比べて低くする財政政策が使えることがわかる。一方で、自国の国内物価を引き上げる影響を持つ財政政策は、遅かれ早かれ、為替レートを引き下げる結果になるしかない。

ここから、財政赤字を通貨の累進インフレで埋めるとその国の為替レートを安定化させるのは不可能になるという結論が一般的に正しく導かれる。さらに通貨量の増加を少しでも止めるのは、為替レートをうまく安定化させるための不可欠な前提条件だということもここからわかる。

だが議論は、しばしばこれよりさらに先に進められ、もし国の予算、通貨、貿易、内外物価水準が適正に調整されれば、その国の為替レートは自動的に安定になると思われている^{*12}。したがってこの議論によれば、為替レートが変動するのはそれ自体としては症状でしかないので、安定化させようとするのは拙速だということになる。その一方で、安定化の基本的な条件さえ整えば、為替レートは勝手に安定化する。要するに、為替レート安定化の意図的または人為的な仕組みは、問題へのまちがった方向からの取り組みだということになる。注目すべきなのは、しっかりした予算と銀行金利政策を通じた通貨の統制だということだ。兌換性の宣言は、過程の中で最後の勝利段階でしかなく、作業完了のアナウンス程度の役目しか果たさないというわけだ。

この形の議論はなかなか強力だ。だがある重要な面でこれはまちがっている。

貿易が適正に調整され、その国が外国に対して持つ受益権や債務が一年全体で見れば均衡していても、それが毎日均衡していることにはならない。それどころか、大量の農産物を輸入する国は、必要なだけの質と量を確保したいなら、一年を通じて同じレートで売買するのは不便だというのはよく知られている。むしろ購入は秋に集中させたほうがいいのだ^{*13}。だから、一年全体での均衡とはまったく矛盾しない形で、工業国は年の後半には農

^{*12} R. エストコート博士は、*Analyst* 1922年6月12日号の拙稿を批判してこう書く。「この仕組みは、前提として政府が予算均衡のための必要手段を講じない限り、あまり長続きはできない。もしそれができたなら、安定化する代物は即座に不要になる。為替レートは戦前水準で勝手に安定化するだろう」。この下りは、広く信じられている見解を大胆に述べたものとなっている。

^{*13} 季節的な圧力という事実はすでに確立したものだが、その厳密な分析はちょっとややこしい。たとえば、イギリスへの食料輸入は、一年の第三、第四四半期には、第一、第二四半期より10パーセント近く多く、第四四半期にピークを迎える。（これと以下の数字は、ケンブリッジとロンドンの経済局が計算した戦前期1901-1913年の平均に基づいている）。原材料輸入は、第四四半期と第一四半期が、第二と第三にくらべて20パーセント以上大きく、11月から1月までの三ヶ月間がピークとなる。だから第四四半期は食料と

業国に借りを作り、それを年の前半に返済する。こうした貿易を最小限にしか乱さないような季節的な信用ニーズの満足は、戦前には国際銀行の重要な機能と認識されており、あるセンターから別のセンターへの短期信用の季節移転は、少額の手数料で実施されていたのだ。

このサービスが安価に提供できたのは、兌換性が提供した確実性があるため、このサービスへの対価としてはリスク分をあまり上乗せする必要がなかったからだ。一時的な借り手国に対するちょっと高めの割引率と、交換レートを黄金での一パーセント内でわずかにずらすことから得られる利潤だけで十分だったのだ。

だがいまやそのポジションはどうなっているだろう？ いつもながら、現金収支は毎日収支が整合しなくてはならない。以前と同じく、ボウエキシュウシは年間を通じて一様に分布しているわけではない。かつては日々の収支は先に述べたように、銀行の資金移動で調整されていた。だがこれはいまや、さや抜きによる利潤で適切かつ十分に報酬が受けられるようなサービスではないので、純粋な銀行の仕事ではなくなっている。銀行がある国から別の国に一時的に資金を動かしたら、後でそれを元に戻すときにどんな為替レートが適用されるかは確信が持てない。為替レートの方向性について、有力な見解はあるかもしれないが、その利潤は以前とはちがって、事前に確実に計算できるものではない。為替レート予想外の動きで大幅な損失が生じかねないことは経験的に学んでいる。だから見込み利益は、そこで抱えるリスクに見合ったものでなければならない。そのリスクが保険統計的に見て見込み利益によりカバーされそうだとした場合でも、銀行としてはそんなリスクを大規模に抱えるわけにはいかない。実は、信用ニーズの季節調整はもはや銀行のさや抜き業務ではなくなり、投機金融のサービスを必要とするようになったのだ。

だから現在の条件だと、年間の取引収支はまったく変わらなくても、日々の取引収支が均衡するには為替レートの大幅な変動が必要になりかねない。昔なら、銀行は何百万もニューヨークに送金したり送金を受け取ったりしていたが、いまや最大の銀行でも十万単位の取引リスクしか負わない。投機的な資金提供者が、大規模な利潤が得られるというかなりの自信を抱けるまで為替レートが下がるか（あるいは場合によっては上がるか）、そうでなければ商人は取引に提示された為替レートにギョッとて、購入を一年のその季節に行うという利便性を放棄して、自分の購入の一部を先送りになることになる。

専門の外国為替投機家のサービスは、政府筋からも銀行筋からもあまり快く思われていないため、一般にそれほど提供されてはおらず、したがってそれを利用するにはかなりの対価が必要であり、年間の最も便利な季節に材料を購入し続けようとするれば、そのための費用が取引の足枷となってしまう。

過去三年で貿易を阻害した為替レート変動が、継続または加速する不均衡によるものではなく、季節変動によるもので単に固定為替レートがないことが原因のものがいかに多い

原材料の輸入がきわめて多い時期だ。一方工業輸出品は、一年を通じてずっと均等に分布しており、最終四半期でも特に変わらない。一般的に言って輸入品は到着前に支払いが終えられるという事実を考慮すると、こうした日付はドル/ポンド為替レートで見られる季節変動の日付とかなり密接に対応している。フランスでは（第一次）大戦以来、年最終四半期における輸入は、たとえば第1四半期と比べると、丸50パーセント高いようだ。イタリアでは、第3四半期が最も閑散期で、最終四半期がここでも比較的忙しい時期となる。アメリカの統計を見てみると、この裏の構図が出てくる。八月と九月は大量の小麦輸出の月だ。十月から一月は綿花が大量に輸出される。初秋のドル為替レートの強さは、アメリカで作物を出荷する時期の金銭圧力によりさらに拍車がかかり、これにより外国のセンターからニューヨークに資金が引き出されることになる。

かという点は、十分に理解されていないと思う。

1919年に、戦争中に存在した同盟国内部の取り決めが集結したことにより、主要ヨーロッパ通貨の為替レートが大幅に落ちた。1922年には、ポンドの為替レートが上がったが、これは季節的な影響とは関係なかった。1923年には、さらに季節変動以外の理由によるフランの為替レート暴落があり、これはフランスの国内財政と外国政策でしつこく残る一部の特徴からきたものだ。だが以下の表を見ると、1919年秋以来の4年で、為替レート変動がいかに大きく繰り返す性格のものだったかがよくわかる。

表 3.5 ドル平価の比率 (%)

8月-7月	英ポンド		フラン		リラ	
	最低	最高	最低	最高	最低	最高
1919-1920	69	88	31	66	22	56
1920-1921	69	82	30	45	18	29
1921-1922	73	92	37	48	20	28
1922-1923	90	97	29	41	20	27

過去三年の経験に基づくと、フランとリラは4月と5月に最大で、10月から12月にかけて最低となる。英ポンドはこれほどきっちりした動きは見せず、年でレートが最高の時期は3月から6月のどこかで、最低の時期は8月から11月にかけてとなる。

それぞれの年における最高レートと最低レートとの安定性は、特にイタリアの場合、かなり驚かされるほどだ。これを見ると、どこか平均値での安定化政策が実施できそうだが、一方逆に、最高と最低の大きな乖離は、貿易が負わされている費用と妨害の大きさを示すものだ。

こうした結果は季節的な貿易の実態と実に密接に対応しているので（上の45ページを参照）、月ごとの為替レート変動の大半は、こうした貿易のための送金の実勢圧力によるものであって、投機によるものではないと結論づけても安全なようだ。実際、投機家たちはこうした動きを予測して、それが実際に起こるよりも少し早めに生じさせてしまう傾向にあるが、これにより圧力を一年を通じてもっと均等に広げることで、かれらの影響力は変動の絶対量を減らす方に動く。世論は、為替レート投機家たちが、単に政治的、気分的な考慮の刺激だけで活動する影響をあまりに過大に見ている。ごく短期を除いて投機家の影響は洗い流される。そして政治的なできごとは、それが国内物価水準や貿易量や、その国が外国市場で借入れできる能力を変えない限り、為替レートに長期的な影響は与えない。政治的なできごとは、こうした事実について物理的に影響しない限り、単なる気分への影響だけで為替レートに長期的な影響は与えられない。この発言について唯一の重要な例外は、その国の通貨に対し、外国人による大規模で長期的な投機的投資が存在する場合だけだ。これはドイツマルクで見られた事態となる。だがこうした投資は外国での借入れに似たものであり、普通の投機取引とはまったくちがう種類の影響を与える。普通の投機的な取引は、ごく短期で終わるつもりで開始されるものだ。そして通貨に対する投機的な投資ですら、遅かれ早かれ消えるはずのものなので、為替レートが貿易と相対物価水準の条件で正当化させるような均衡に達するのをいつまでも阻害することはできない。

ここから、純粋に季節的な変動は為替レートの最終的な均衡値を決める力に影響はしな

いが、それでも日々の為替レート安定性は、根底にある条件が実際に安定しているという事実だけでは、維持できないことがわかる。銀行は、そうした安定性が保たれるという十分な期待を抱かなければ、少額の手数料でそうした市場の季節変動や日次変動の面倒を見ようとはしないだろう。

最近の体験の後では、根底にある条件が安定性を支持するようなものだったとしても、銀行がそんな期待を少しでももてあそぶとは考えにくい。ましてその期待に基づいて行動するほどの確信は持てないだろう。それが実現するには、中央当局（中央銀行か政府）があらゆる手立てを講じて、ある決まった数字で為替レート水準を維持すると保証しなくてはならない。現在だと、公式に宣言されている方針は、たとえばフランやリラなどを元的水準に戻すというものだけだから、こうした通貨の下落をもたらすような活動は危険から逃れられない。その一方で、この政策に実効性を持たせるような手段は何も講じられておらず、フランスとイタリアの国内財政を見ると、為替レートはさらに大きく悪化しそうだ。だから、だれも為替レートが大きく改善するのか大幅に悪化するのか完全に確信できないので、投機財務屋たちが純粋な自己利益目的からやってきて、日々の変動や月ごとの変動を、予想できない均衡点の周辺で落ち着かせるまでは、かなりの上下動が起こることになる。

だから、もし為替レートが政策的に安定化されないのであれば、自力で均衡点に達することはあり得ない。時間がたって経験が蓄積されれば、変動はいまよりも小規模になるかもしれない。投機家たちはもう少し早めにやってきて、輸入業者たちは、自分たちの必要量をもっと年間で均等に配分するように努力するだろう。だがそれでも、実業界として問題の為替レートがどの水準に落ち着くのか確実にわからない限り、繁忙期と閑散期とではかなりの為替レート差が生じるだろう。だから為替レートが長期的に上がったり下がったりする明らかな傾向がなくても、季節変動（これはドル/ポンドの為替レートも含む）は避けられない。これを避けるには、中央当局が兌換性の保証などで、それを防ぐような手立てを講じなくてはならない。

3.4 外国為替における先物市場

商人が外国通貨で商品を買ったとき、取引は必ずしもその場で現金や流通証券で決済されるわけではない。そのときに使う外貨を（その時に応じて）売買することでポジションをカバーするまでは、外国為替リスクを負うことになる。ここから生じる損失や利潤は、最近では貿易そのものによる利潤など吹き飛ばしてしまうことも多い。だから商人は、自分でも望まないまま、まったく自分の事業分野とは言えないようなリスクを大量に背負い込むことになる。このセクションで扱うのは、こうしたリスクを避けられるようにするための金融的な仕組みである「先物」取引市場だ。これは「スポット」取引とはちがう。先物を使うと、商人は契約の交渉の中でリスクを避けるのではなく、その交渉がまとまった後の手段によりこうしたリスクを避けられるようになるのだ。

「スポット」為替取引は現金を扱う――つまり、ある通貨での現金が、別の通貨の現金と交換される。だが引き渡し将来になる契約で外貨建ての財を買った商人たちは、その財が配送されるまで手元に現金がないかもしれない。一方、外貨建てで財を売ったが、まだ買い手の手形を売れる立場にない商人は、本国通貨では大量に現金を持っていても、問題の取引の「スポット」販売で自衛することはできないかもしれない。それができるのは、

当該外貨も大量に現金で持っている例外的な場合だけだ。

「先物」契約というのは、後日の取引における「スポット」取引の完了のために行われるもので、その元の日日のスポットレートに基づいて為替レートは固定されている。先物契約の満期日までは現金の支払いは不要なので（とはいえもちろん、契約人たちはいずれ契約を満了するだけの能力があると示すための担保や証拠を要求されることはある）先物契約を結ぶ商人は、財を受け取るまで為替リスクを背負った場合に比べ、特に早めに現金を用意する必要もない。それでも、その期間の為替変動の影響からは守られているのだ。

以下に示す表を見ると、ロンドンでは大量の取引がある外国為替（ドル、フラン、リラ）、ディーラー間の競争によりこうしたサービスの手数料はかなり低い水準に下がっていることがわかる。1920年から1921年にかけて、イギリス人が外国通貨を先物契約で買う場合、フラン、リラ、マルクの場合はスポット購入よりもちょっと高く、ドルの場合はちょっと安かった。これに対応して、フランス、イタリア、ドイツの商人たちは、英ポンドやドルを先物で買う場合には、スポット購入よりもちょっと安いレートで買えた――これはロンドン市場で取引した場合の話だが。外国の金融センターでどんな為替レートになっていたかについては手持ち情報が不十分だが、たとえばミラノでは、こうした取引について英ポンド先物を売ろうとする売り手には、ロンドンの場合よりかなり不利な取引条件がしばしば課せられていたようだ。だが1922年には、ロンドンでますますお金が安くなってきたため（その理由はすぐに説明する）、外貨を先物取引で買うイギリスの買い手にとっては費用が下がってきた。先物フランはスポットのフランよりもかなり低く、先物ドルは年末には、スポットドルよりも明らかに低い。後に1923年6月の銀行割引歩合引き上げが、予想通り、逆方向の作用を見せている。

細かく見ると、(50, 51 ページ) 1920年初以来、ロンドン市場の外国為替先物がどんなレートになっていたかがわかる。1920-21年に、先物ドルは一般的に、ロンドンの買い手にとってスポットドルよりも、年率 $1 - \frac{1}{2}$ ほど安かった。だがたまに、為替レートが大幅に動いたとき、先物ドルの価格下落は一時的にずっと大きく、1920年11月に英ポンドが最低だったときには、6パーセント近くにまで上がった。その理由については、あとで検討してみよう。1922年前半に、先物ドルとスポットドルとの価格差は減ったが、同年後半にはまた拡大し、ロンドンにおける金利が少し上がった1923年半ばにはまた反動がきた。だからロンドンの商人で、財の購入のためドルでの支払い約束があった人は、先物取引により為替リスクをカバーできただけでなく、事前にドルの手当をしておくことで、為替レートを少し低めに済ませられたことになる。

フランの先物は、1920年半ばから1921年半ばまで、スポット取引よりも年 $2\frac{1}{2}$ パーセント高く、1921年半ばから1922年半ばまではほぼ横ばいで、その後の時期だと年 $\frac{1}{2}$ から $2\frac{1}{2}$ パーセントほど安かった。リラの場合、ギャップはずっと大きく、先物はしばしばスポットものよりも3パーセント以上も高かった。ドイツマルクの場合、スポット価格より年率5パーセントほど高い状態が続いてから、1922年秋にマルクが完全に崩壊してからはとんでもなく安い数字になった。これは現在ドイツ国内で短期融資に課されるとんでもない金利を反映したものだ。

だがこうした事例すべてで（ただしマルク完全崩壊以降のドイツは別だ）、先物取引がスポット価格に比べて低いか高いかによらず、先物取引をする手数料は、そこで避けられるリスクに比べれば小さなものだった。

それでも、現実には商人たちは、予想されるほどこうした仕組みを活用しない。先物取

表 3.6 ロンドン一ヶ月先物為替*1

年月	ニューヨーク			パリ		
	スポット	1ヶ月先物 (セント)	ちがい (年換算)	スポット	1ヶ月先物 (サンチーム)	ちがい (年換算)
1920						
January	3.79	$+\frac{3}{8}$	+1.2	40.90	+6	+1.7
February	$3.48\frac{7}{8}$	$+\frac{1}{4}$	+0.9	46.90	+4	+1.0
March	$3.41\frac{3}{8}$	$+\frac{1}{4}$	+0.9	48.55	+3	+7
April	$3.90\frac{3}{4}$	$+\frac{3}{8}$	+1.2	57.80	+3	+6
May	$3.82\frac{7}{8}$	$+\frac{1}{2}$	+1.6	64.04	+7	+18
June	$3.89\frac{15}{16}$	$+\frac{3}{8}$	+1.2	50.45	-5	-1.2
July	$3.96\frac{1}{8}$	$+\frac{5}{8}$	+1.9	47.05	-10	-2.8
August	3.67	$+\frac{1}{2}$	+1.6	49.00	-10	-2.4
September	$3.56\frac{7}{8}$	$+\frac{1}{2}$	+1.7	$51.22\frac{1}{2}$	-5	-1.2
October	$3.48\frac{3}{16}$	$+\frac{1}{2}$	+1.7	52.10	-10	-2.3
November	$3.44\frac{3}{8}$	$+\frac{5}{8}$	+5.7	54.45	-15	-3.3
December	3.49	$+\frac{1}{2}$	+1.7	57.45	-15	-3.2
1921						
January	$3.58\frac{3}{8}$	$+\frac{3}{8}$	+1.3	$61.07\frac{1}{2}$	-30	-5.9
February	$3.84\frac{3}{4}$	+1	+3.1	54.50	-20	-4.4
March	$3.88\frac{3}{8}$	$+\frac{7}{8}$	+2.7	54.40	-27	-5.9
April	3.92	$+\frac{3}{8}$	+1.1	$55.37\frac{1}{2}$	-15	-3.3
May	3.98	$+\frac{1}{2}$	+1.5	$50.22\frac{1}{2}$	-12	-2.9
June	$3.90\frac{5}{8}$	$+\frac{3}{4}$	+2.3	46.35	-10	-2.6
July	$3.71\frac{15}{16}$	$+\frac{5}{8}$	+2.0	$46.72\frac{1}{2}$	-10	-2.6
August	$3.56\frac{3}{8}$	$+\frac{1}{2}$	+1.7	$46.77\frac{1}{2}$	+2	+5
September	$3.71\frac{5}{8}$	$+\frac{3}{8}$	+1.2	$48.68\frac{1}{2}$	+3	+7
October	$3.76\frac{1}{8}$	$+\frac{1}{2}$	+1.6	$52.27\frac{1}{2}$	+1	+2
November	$3.92\frac{1}{16}$	$+\frac{7}{8}$	+2.7	53.44	+4	+9
December	$4.08\frac{5}{16}$	$+\frac{3}{8}$	+1.1	54.24	+2	+4
1922						
January	$4.20\frac{1}{8}$	$+\frac{1}{8}$	+4	$52.32\frac{1}{2}$	<i>par</i>	...
February	$4.30\frac{1}{2}$	<i>par</i>	...	$51.62\frac{1}{2}$...
March	4.42		...	48.45		...
April	4.39		...	48.15	-1	-25
May	$4.44\frac{1}{2}$...	48.47	+1	+25
June	$4.46\frac{3}{4}$	$+\frac{3}{16}$	+5	49.00	+2	+49
July	$4.44\frac{3}{4}$	$+\frac{1}{16}$	+17	56.20	+8	+1.8
August	$4.45\frac{1}{4}$	$+\frac{3}{16}$	+5	54.10	+10	+2.21
September	4.46	$+\frac{3}{8}$	+1	57.40	+3	+63
October	4.42	$+\frac{1}{4}$	+68	58.25	+3	+62
November	$4.46\frac{1}{2}$	$+\frac{5}{8}$	+1.68	64.65	+14	+2.59
December	$4.51\frac{3}{4}$	+1	+2.65	64.30	+8	+1.49
1923						
January	$4.64\frac{3}{4}$	$+\frac{1}{4}$	+3.23	66.40	+5	+9
February	4.67	$+\frac{7}{8}$	+2.25	75.50	+16	+2.54
March	$4.70\frac{5}{8}$	+1	+2.55	77.50	+11	+1.70
April	$4.66\frac{7}{8}$	$+\frac{3}{4}$	+1.93	70.40	+5	+85
May	$4.62\frac{1}{2}$	$+\frac{15}{16}$	+2.43	69.35	+5	+86
June	$4.62\frac{3}{4}$	$+\frac{7}{8}$	+2.27	71.60	+5	+84
July	$4.56\frac{1}{2}$	$+\frac{1}{2}$	+1.31	78.35	+4	+61
August	4.57	$+\frac{1}{4}$	+0.66	79.20	+9	+60

*1 1920年は毎月1日、1921年は第一水曜、その後は第一金曜の数字。

表 3.7 ロンドン一ヶ月先物為替

年月	イタリア			ドイツ		
	スポット	1ヶ月先物 (リラ)	ちがい (年換算)	スポット	1ヶ月先物 (マルク)	ちがい (年換算)
1920						
January	50	$-\frac{1}{8}$	-3.0	187		
February	55	$-\frac{1}{8}$	-2.7	305		
March	$62\frac{3}{4}$	$-\frac{1}{4}$	-4.7	337		
April	$80\frac{1}{2}$	$-\frac{1}{4}$	-3.7	275		
May	83	$-\frac{1}{2}$	-7.1	$218\frac{1}{2}$	-1	-5.5
June	$66\frac{3}{8}$	$-\frac{1}{2}$	-9.1	$150\frac{1}{2}$	-1	-8.0
July	$65\frac{3}{8}$	$-\frac{1}{2}$	-9.2	150	$-\frac{1}{2}$	-4.0
August	70	$-\frac{1}{2}$	-8.5	$160\frac{1}{2}$	-1	-7.5
September	$76\frac{1}{4}$	$-\frac{1}{2}$	-7.9	176	$-\frac{1}{2}$	-3.4
October	$83\frac{9}{16}$	$-\frac{1}{2}$	-7.2	215	-1	-5.6
November	$93\frac{11}{16}$	$-\frac{1}{2}$	-6.4	$266\frac{1}{2}$	$-\frac{1}{2}$	-2.2
December	$94\frac{13}{16}$	$-\frac{1}{2}$	-6.3	$241\frac{1}{2}$	-1	-4.9
1921						
January	$104\frac{3}{8}$	<i>par</i>	...	$269\frac{1}{2}$	-2	-8.9
February	$105\frac{1}{2}$	$-\frac{3}{4}$	-8.5	$243\frac{1}{2}$	-1	-4.9
March	$106\frac{1}{2}$	$-\frac{5}{8}$	-7.0	$243\frac{1}{2}$	-1	-4.9
April	$92\frac{1}{4}$	$-\frac{1}{2}$	-6.5	$239\frac{1}{2}$	-2	-10.0
May	$81\frac{3}{8}$	$-\frac{5}{8}$	-9.1	$262\frac{1}{2}$	$-1\frac{3}{4}$	-8.0
June	$73\frac{11}{16}$	$-\frac{1}{2}$	-8.1	$245\frac{1}{4}$	$-1\frac{1}{2}$	-7.3
July	77	$-\frac{1}{2}$	-7.8	$279\frac{1}{2}$	$-1\frac{1}{2}$	-6.45
August	$85\frac{1}{16}$	$-\frac{1}{4}$	-3.5	286	-1	-4.2
September	$85\frac{11}{16}$	$-\frac{3}{8}$	-5.2	$347\frac{1}{2}$	$-1\frac{1}{2}$	-5.1
October	$94\frac{1}{8}$	$-\frac{3}{8}$	-4.8	471	-5	-12.7
November	$96\frac{5}{8}$	$-\frac{1}{4}$	-3.1	$764\frac{1}{2}$	$-2\frac{1}{4}$	-3.5
December	$93\frac{15}{16}$	$-\frac{1}{2}$	-6.4	855	$-1\frac{1}{2}$	-2.1
1922						
January	$97\frac{1}{8}$	$-\frac{1}{4}$	-3.0	$777\frac{1}{2}$	$-3\frac{1}{2}$	-5.4
February	$92\frac{1}{2}$	$-\frac{7}{16}$	-5.7	872	$-2\frac{1}{2}$	-3.4
March	$83\frac{3}{16}$	$-\frac{1}{4}$	-3.6	1117	$-1\frac{1}{2}$	-1.6
April	$83\frac{5}{16}$	-15pts.	-2.16	1440	-8	-6.6
May	83	-10	-1.45	1270	$-\frac{1}{2}$	-.47
June	$85\frac{7}{8}$	-3	-.41	1222	<i>par</i>	...
July	100	<i>par</i>	...	2320	+5	+2.59
August	96	<i>par</i>	...	3175	+20	+7.56
September	101	-11	-1.31	5700	名目	...
October	103	-10	-1.16	9900	+450mks ¹	+54.54
November	106	-8	-.91	26,250	+6,000mks ¹	+274.3
December	931	-20	-2.56	35,000	+5,500mks ¹	+188.58
1923						
January	92	-11	-1.43	39,500	+1,750mks ¹	+53.16
February	$97\frac{1}{2}$	-23	-2.83	190,000	+27,000mks ¹	+170.53
March	$97\frac{3}{8}$	-23	-2.82	105,000	+10,000mks ¹	+114.28
April	$93\frac{3}{8}$	-18	-2.30	97,500	+6,000mks ¹	+73.85
May	$94\frac{7}{8}$	-19	-2.28	170,000	+20,000mks ¹	+141.18
June	99	-15	-1.82	350,000	+40,000mks ¹	+137.14
July	$106\frac{7}{8}$	-22	-2.47	900,000	+30,000 ¹	+40.00
August	$105\frac{1}{2}$	-28	-3.18	5,500,000	+1,500,000 ¹	+327.27

*1 名目値。

引がどんなものかは、一般には理解されていない。その価格もあまり新聞には載らない。これほど重要な金融の話題で、これほど議論されなかつたり知られていなかつたりするものも珍しい。この状況は戦前には存在しなかった（だが当時ですら、ドルの先物価格はしょっちゅう掲載されていた）。それが始まったのは1919年に主要な為替が「ペグ解除」されてからのことだから、企業はまだ適応を図っている最中なのだ。さらに、一般人にとって先物を扱うのは、いささか投機めいて見える。マンチェスターの綿紡績業者は長い経験を通じて、綿の売買契約をオープンにしたままにしておくほうが、リバプール先物市場でヘッジするよりも投機的だと学んでいる。でも外貨建てで商品を売買する商人たちは、そうした間接的な為替のコミットメントを先物取引でヘッジすることこそが、しっかりした事業の通常のやり方なのだとはまだ思っていない。

一方では、現状で商人たちがこの手段によりリスクから自衛できる度合いをあまり誇張しないことも重要だ。まず、以下で検討する各種の理由から、こうした取引が穏当な手数料で行えるのは、いくつかの先進的な取引所だけだ。銀行自身ですら、顧客のためにこうした機能を公正でそこそこの手数料で提供することを、提供できる最も有用なサービスの一つだと考えるには未だに到っていない。こうした機能が、同時に投機の増加につながりかねないのではないかという恐れにあまりに影響されているのかもしれない。

だが、リスクへの保護手段としての先物取引の価値については、さらに見過ごせない条件をつけねばならない。ある商品の価格は、ある通貨建てで見ると、必ずしもその通貨が世界の為替市場で示す価値変動に厳密に連動するわけではない。結果として、その国の為替レート変動は、その国が大手の買い手や売り手であるような商品の場合、黄金で表したその商品の世界的な価値を変えてしまうかもしれないのだ。この場合、商人は為替レート自体についてはヘッジされていても、取引在庫の売れていない部分については、扱っている商品の、為替レート変動が直接引き起こした世界価値変動を通じて損をすることになりかねない。

先物市場の理論的分析を考えると、ここで見たようなスポットと先物の為替レートの乖離の幅と符号（プラスかマイナスか）は何で決まるのだろうか？

一ヶ月先物のドルの対ポンドレートが、ロンドンの買い手にとってスポットもののドルよりも安くなっていたら、これは平均で市場としては、その月は資金をロンドンで持つよりニューヨークで持ちたいと言っていることになる。この選好の度合いは、先物ドルがどのくらい低いレートになっているかで計られる。もしスポットドルが一ポンドあたり4.40ドルで、一ヶ月先物のドルがポンドあたり $4.40\frac{1}{2}$ ドルなら、4.40ドルを持っている人は、そのドルをスポットで売り先物契約で一ヶ月後に買い戻すことで、月末には $4.40\frac{1}{2}$ ドルを手に入れることになる。これは単に、その月にニューヨークで4.40ドル保有するかわりに、ロンドンで1ポンド保有してただけで生じたものだ。この人がこの取引を行うように促されるためには半セント要求し、それを手に入れられたということは、一ヶ月で稼いだので年率換算すると $1\frac{1}{2}$ パーセントくらいになる。これは競争条件の下で、その月に資金をロンドンではなくニューヨークで持とうとする市場の選好がどの程度かを示している。

逆に、フランやリラ、マルクの一ヶ月先物がロンドンの買い手に対し、スポットレートよりも高く提示されていたら、これはパリやローマやベルリンで資金を持つよりロンドンで持ちたいという選好を示す。

つまりスポットと先物の差は、資金を他のどこでもなくある特定国際センターで保有することについて、お金と外為市場が示す選好を、厳密かつ正確に示していることになる。これは為替レートのリスクは考慮せず、つまり為替リスクはカバーされている場合の話だ。そうした選好を決めるのは何だろうか？

1. 最も根本的な要因は、「短期の」お金について得られる金利にある――つまり、比較対象となる二つのセンターのお金の市場で、短期に融資したり預金したりするときの金利ということだ。もしニューヨークでドルを一ヶ月貸して、 $5\frac{1}{2}$ パーセントの年間金利を稼げ、ロンドンで一ヶ月にわたりポンドを貸すと、4 パーセントの金利しか得られないとしよう。すると、ロンドンよりニューヨークで資金を保有したいという、先に見た通りの選好は完全に説明がつく。つまり、高いお金の市場の通貨を買うための先物価格は、安い方の市場に比べて高い市場で得られる金利の増分に等しい月次のパーセント分だけ安くなりがち、ということだ。ここで留意すべきなのは、支配的な要因が短期で得られる利率だということだ。だからそのお金の市場が未発達だったり不在だったりする国では、短期や超短期でお金を貸すのは難しいため、ここでの計算では得られる金利が低い市場と見なされるが、でも長期の実勢金利はちっとも低くないかもしれないということだ。これを考慮すると、短期のお金についてはロンドンやニューヨークのほうが、大陸ヨーロッパの金融センターのどこよりも魅力的になるのが普通だ。

1922 年半ばから 1923 年半ばまでロンドンで見られた安いお金の影響は、資金保管場所としてのロンドンの魅力を引き下げるといったものだった。これは上の表でも、スポット価格に比べて先物価格が安くなっていることにもはっきりうかがえる。ドルの場合、1923 年初頭には先物価格はスポット価格より年間 3 パーセントも高いという水準にまで上がった（つまり先物ドルは、ポンドに対してスポットドルよりも年率 3 パーセントも安かったということだ）。これは（以下で述べる各種の影響について補正すれば）短期融資の実効金利は、ロンドンよりアメリカのほうが 3 パーセント近く高かったということだ。

フランの場合、ロンドンでお金が不足しているときには、先物価格はスポット価格より低かったのだが、その後スポット価格よりも先物価格のほうが高くなった。これはパリに比べてロンドンでのお金不足が消えたということだ。リラの先物価格を見ると、こちらもスポット価格より低いままではあるが、同じ影響を受けて、スポット価格近くまで上がった。それでもこの 2 通貨の場合、それぞれの将来見通しに関する悲観的な予測が多かったこともこの結果を生み出すのに貢献したはずだ。その理由については以下で詳しく説明する。

だが最もおもしろい数字は、マルクをめぐるものだ。9 ページで、1922 年 10 月のマルク崩壊に続いて、貨幣単位の悲惨な崩壊が社会全体で予想される中で実質金利がプラスにとどまろうとした結果、すさまじい金利が当時つくようになったことを述べたが、ここでの数字もそれを赤裸々に描き出している。マルク建ての短期金利は、年 50 パーセント以上になり、その後の価格は単なる名目値になってしまった。

2. もし信用の問題が入ってこなければ、短期融資の金利が支配的な要因となる。実際、ロンドンとニューヨークの比較で見たとおり、いまの状態でもおそらくそれが成り立っている。ロンドンとパリの間でも、これはやはり重要だ。だがそれ以外の場所だと、戦争が残した金融や政治を巡るリスクの各種不確実性により相対的な金利という要因を完全に打ち消すほどの要因が他に導入される。金融トラブルや政治不穏の可能性や、各種問題が生じたときに債務延期の可能性が目に見えて高まったりすれば、あるいはその国の収支バラン

スの動きを阻害するような突然の為替レート規制の導入などがあれば、そしてときには急激な経済の非金銭化の可能性などもあれば——こうした要因はどれも、為替リスク自体がない場合ですら、巨額の残高をその外国金融センターに維持しておくのを銀行に尻込みさせる。こうしたリスクは、為替業を本来のように金利の数学的計算だけで行えないようにしてしまう。こうしたものは、すさまじい規模になる可能性があるために、金利差と正常な銀行手数料だけで稼げる少額の「実入り (turn)」などがき消してしまう。そしてそのリスク規模を計算しようがないために、保守的な銀行ですらこの事業をまともな手数料で大規模に行うのを嫌がることになる。ルーマニアやポーランドなどの場合では、この要因がときには支配的になってしまう。

3. 少し重要性を持つ第三の要因がある。これまでは、先物レートはある水準で固定されており、為替ディーラーや銀行は、同時にスポット取引を行うことでポジションをカバーできるし、その手間のためにそこそこの利潤も得られると想定してきた。だが先物取引をすべて、対応するスポット取引でカバーする必要はない。先物取引と、同じ通貨の別の先物取引を「結婚」させることもできる。たとえば、市場の顧客の一部は先物ドルを売りたい一方で、一部は先物ドルを買いたがることもある。そうになったら市場はこの両者を帳簿上相殺させて、現金資金はどちらの方向にもまったく動かさずにすむ。だからこの第三の要因は、主に支配的なのが先物ドルの売り手が買い手に依存する。きちんと考えるために、仮にお金の市場の条件で、先物ドルの販売がスポットドル購入に対して年率 $1\frac{1}{2}$ パーセント安くなっており、そしてこれが損にも得にもならないとする。さてこうした条件下で、先物ドルの購入者が（さや抜き業者を除いて）先物ドルの売り手より多かつたとする。するとこの先物ドル需要の過剰に対し、さや抜き業者が対応できる。この業者はロンドンに現金を持っており、したがって $1\frac{1}{2}$ パーセントには満たない金額で先物ドルを提供する。その差額（たとえば $\frac{1}{2}$ パーセント）は、さや抜き業者にとってその手間に見合うだけの利潤を与えてくれる水準となる。だがもし先物ドルの売り手が買い手より多ければ、売り手側は逆方向のさや抜き活動をうながすために、十分な値引きを受け入れる必要が出てくる。この場合のさや抜き業者はニューヨークに現金リソースを持っていて、値引き分は $1\frac{1}{2}$ パーセントを、たとえば一パーセント上回ることになるかもしれない。だから先物ドルの値引率は、売り手が多いか買い手が多いかによって、1パーセントと2パーセントの間でふらつくことになる。

4. 最後に、実際はかなりしょっちゅう起こることとして、大規模で自由な市場が存在するという想定が崩壊する場合を考慮しなければならない。先物取引のビジネスは、銀行やそれに類する機関にしかできない。もしある交換所でのビジネスの大半が少数の事業者に握られていたら、あるいは主要な関係機関の間に暗黙の合意があって、競争利潤以上のものを確保できるだけの差を維持することになっていたら、スポットと先物の間でさや抜きをする銀行の利潤を示す手数料は、ここで想定している低い手数料を大幅に上回りかねない。ミラノにおいて、リラの先物取引での為替レートは、同じ日のロンドンでのレートに比べると、どちらの市場でも活動できる銀行ならばしばしば異常な利益をあげられることがわかる。

だが、投機活動が極度に活発で、しかも一方向にだけ向かっているときに生じる、さらなる条件がある。通常出回っていて、スポットと先物の為替レートの間でさややかなさや抜き利潤を得るために使えるような、ある金融センターから別のところへすぐに動かせる浮遊資本の量は、決して無制限なものではないし、市場の要求に対して常に十分とは限ら

ないということを忘れてはいけない。たとえば、市場が英ポンドに対するヨーロッパ通貨の為替レートについて異様に強気な場合、あるいはドルに対する英ポンドについて強気な場合、先物のポンドやドルをそれぞれの場合に売るという圧力が生じ、そうした通貨の先物価格はスポット価格に対して全体として大幅な値引きとなり、そうした通貨の先物を買ってスポットで売れるポジションの人物は、異常な利潤を得られることになる。こうした異常な値引きは、スポットと先物のさや抜きから得られる高い利潤が新たな資本を呼び寄せないと消えない。先物取引の理論の要素さえ理解している人物はあまりに少ないため、1920年にはロンドンとニューヨークの間ですら、スポットドルの売り手がロンドンの利率に比べ、短期資金で年率6パーセントも高い率を稼げた時期がある。ドルをポンドに換えて、ポンドを一ヶ月先にドルに換える先物を同時に買えばよかったのだ。手元にある数字によれば、1921年2月末には、ミラノでスポットもののポンドを売り、それを買い戻す一ヶ月先物を買うことで、その時期にミラノでリラ現金を一ヶ月預けた金利よりも、年率25パーセント高い利率の儲けが得られたことになる。

先物レートとスポットレートとの差が一時的に異常になり、したがって投機活動による極度の圧力が示唆されるときには、投機家たちのほうが通常は正しかったということは認識に値する。たとえば、先物ドルの異常な低価格は、1920年11月から1921年2月くらいまで続いており、市場が英ポンドについて強気だったことを示すが、これは英ポンドが3.45から3.90に急増した時期と一致する。この低値が最大に達したのは、ポンドが最低となったときで、最小となったのは（1921年5月半ば）ポンドがこの振れ幅の中で最高に達したときだ。これはプロの見解を平均したときに、事態が驚くほど正確に予測されていたということだ。先物ドルが1922年末に比較的大きく値引きされていたという事実も、実は単にニューヨークよりロンドンのほうがお金が安かったという事実だけによるものではなく、そうした事態が均衡に戻るだろうという期待に基づいて、ポンドが高くなるという強気の投機がここでも過剰に行われたせいも一部はあるかもしれない。

同じことがフランにもあてはまったらしい。1921年の1月から2月にかけて、先物フランに異常なプレミアムがついたというのは、フランがあまりに下がりすぎたと市場が見ていたことを示すものであり、そして結局その通りだった。かれらが方向を変えたのは、まさにフランが最高値を記録した瞬間（1921年7月末）であり、ここでもかれらは正しかった。1922年最初の五ヶ月に、フランはほぼ横ばいだったが、スポット価格と先物価格はほぼ同じであり、1922年6月からのフランの継続的な下落の時期には、フランの先物は一貫してときには大幅にスポットよりも低い値段になっていた。これは、この場合にはプロ市場がフランに対して弱気だったことを示すものだから、またもや正しかったわけだ。リラもおおむね似たような話となる。だから読者は、厳密な一般化はどれも正確にはなり得ないにもかかわらず、市場が先物レートに示される確固たる見方を取ったときには、だいたい市場が正しかったということをご自分の目で確かめられる。

ヨーロッパ通貨の為替レート投機家たちが、ことに強気サイドで大損を被ったと言われていることを考えると、意外に思えるかもしれない。だが世界中の素人投機家たちは、自分たちが強気に思っている通貨の現金購入をやっているだけで、先物取引はそうした連中には知られてもいないし、また手も出せない。こうした投機はスポット取引には一時的に支えになるかもしれないが、いま議論しているようなスポットと先物の差には何も影響しない。先の結論は、先物市場を活用するようなプロの投機家の活動がことさら活発で、その見方が一致している場合に限定されるが、その限りにおいて市場の見方はおおむね正し

かったし、したがって市場がなければ極端な為替変動が生じたはずだが、それを抑える有益な要因となっていた。

ここでの議論とそれに伴う数字から引き出せる、実用的な結論はたくさんあるが、ここではそこから三つを挙げてみよう。

1. 変動が最も激しく、商人たちがリスクヘッジの仕組みを最も必要としている為替取引所こそは、適正な手数料での先物取引の機能が最も未発達な場所となっている。だがこれは、為替レートの不安定性それ自体に原因があるのではなく、それに伴う状況、たとえばその国の国内制度への不信や銀行の信用力不信、外国為替規制や債務先送りの唐突な実施の恐れなど、先に挙げた各種の影響 (pp. 53-54) による部分が大きい。きわめて不安定な外国為替取引所において、立派な先物市場があってはいけないという理由は理論的には存在しない。だからそうした国では、規制がまだ未熟ではあっても、為替レート変動による邪悪な結果を緩和するために先物取引の仕組みを作ることは可能かもしれない。

これは、各国の中央銀行が有益に実施できる機能だ。このためには、中央銀行自身が外貨をある程度取引するか、そうでなければ外国銀行からその国の通貨での短期預金を受け入れるような仕組みを作り、そうした銀行に対してその預金の自由度と流動性について、完全な安心感を抱かせるようにしなければならない。各種の技術的な仕組みは提案できる。だが最も単純な手法は、中央銀行自身が先物市場に参加して、先物取引をスポット価格に対するそこそこの値引きなりプレミアムなりで売買するよう申し出ることかもしれない。これは世間の人々と直接取引するのではなく、承認された銀行や金融業者とだけやるようにしたほうがいい。そしてその業者からは適切な保証金を要求しよう。さらに一ヶ月か三ヶ月の先物について売買レートを毎日公表させるべきだ。その公表方式は取引の価格そのものではなく、スポットと先物のパーセント差表示にすべきであり、ある方向への先物取引と、同時に行うその反対方向への先物取引との二重の取引価格を公表するようにしよう。たとえばイタリア中央銀行は、スポットものの英ポンドを売り、先物英ポンドをスポットに対して1/8パーセントのプレミアムで買うようにし、そしてスポットのポンドを買い先物ポンドを同じレートで売るようにする。こうした事業取引のためには、各国中央銀行はある程度の外国リソースを保有しなければならない。これは現金でもいいし借り入れファシリティでもいい。だがこの基金は回転資金となり、先物契約が満期になれば自動的に戻ってくるので、為替レート維持のために必要な基金ほどの規模には決してならない。またこれは、あらゆる銀行業に内在する以上のリスクがからむわけでもない。為替レートそのものからのリスクはまったくない。

このようにして確立された自由な先物市場があれば、商人たちは自分で望まない限り為替レートリスクを負う必要がないし、事業者は変動する世界において安定した足がかりを見いだせる。この線での行動を支持する提言が、1922年のジェノヴァ会議における金融決議の中にも含まれていた。

本書の後のほう（第5章）で、イングランド銀行がいま割引率を固定しているように、黄金についてのスポット価格と先物価格を木曜日ごとに固定させることで、コントロールを強化すべきだという提案を私は行っている。だがスポットレートとの比較で先物レートを発表するという計画を他の中央銀行も採用すれば、為替レート変動に対するコントロールを高めることになる。こうしたレートを変えることで、中央銀行は実質的に、外国の残高に対して提供される金利を変えられる。そしてそれは、自国の残高に対する金利を統括

するための銀行割引歩合政策とはまったく別のものとして実施できるのだ。

2. 現状では、銀行が先物取引の投機的なものと、商業取引をヘッジするための先物取引とを区別しようとするのはよくあることだ。これは投機取引を抑えたいことから行われている。多くの国では公式の外国為替取引規制がこのような区別を行うように意図されているが、私はこれがまちがいだと思う。銀行は、顧客がいかなる損失に対してもあまり恥ずかしくない対応ができるように、厳しい予防措置を執るべきだ。だがこの点さえ完全に確保されていれば、それ以上あれこれ詮索するのは有益ではない――その理由は以下の通り。

まず、こうした規制があっても、規制逃れを予防するのはほぼ不可能だ。そして規制逃れの手段が不可欠になれば、それは地下に潜り、中間業者に過剰な利潤をもたらし、望まぬ手からぬ手に陥る傾向が強い。

だがもっと重要であり認識されていない点だが、リソースを持った投機家たちは、有益な、いやほぼ不可欠なサービスを提供しているのだ。さっき説明した通り、実際の取引量は一年を通じて不均等に広がっているため、何らかの金融的で非商業的な力が介入してバランスを取ってくれない限り、異様なほど強い季節変動がどうしても起こってしまう。投機取引も排除されない自由な先物市場は、投機を望まないトレーダーにとって、まさに投機を逃れるための圧倒的にすぐれた仕組みを提供してくれるのだ。同様の利点は、商人たちみんなにも確保される。これはニューヨークやリバプールの市場で、綿の「先物」取引が綿産業に利益を与えているのとまったく同じだ。リスクが避けがたく存在する場合、そのリスクを負うのは、それを負う能力を持つ人々や、それを負うべき人々のほうがいい。そんなリスクを負う能力も意志もない商人たちに負わせるべきではないし、そんなことをすれば商人たちは自分の事業に専念できなくなる。過去三年における主要な外国為替取引所で見られる大規模なレート変動は、それらが一貫して価値を下落させているのとは別に、投機があるから生じたものではなく、取引量に対して十分に投機がないことから生じているのだ。

3. スポットと先物の為替レートとの関係を分析しないのは、ときにはまちがった銀行割引歩合政策のせいも一部ある。お金の希少性――つまりは短期融資に対する高金利――は二つの影響を持つ。一つは間接的で徐々に発生するものだ――つまり銀行が提供する信用量が減ることになる。この影響はいまも昔もずっと同じだ。物価が上がり、事業が実質資本の供給よりも急激に拡大しようとしていて、有効需要がそれを長期的に許容できるときに金利を上げるほうがいい。物価が下がり、取引が低調なときには望ましくない。

希少なお金のもう一つの影響、というよりある金融センターにおいて他のセンターよりお金が希少となるもう一つの影響は、かつては安いセンターから一時的に活用するため黄金が引き出されて、お金が希少なセンターに流れるということだった。だが最近では、唯一の直接的な影響は、両センター間におけるスポットと先物の為替レートの差に、新たな調整が起こるというだけだ。もしロンドンでお金が希少になったら、先物ドルのディスカウント分が減るか、逆にプレミアムになる。その影響は先ほど、1922年後半にロンドンでお金が安くなったため、先物ドルがもっと安くなり、1923年半ばに相対的に金利が上がったことで、価格差が縮まったということで指摘した通りだ。現状ではこれが、両センターのわずかな金利差がもたらす主要な直接的影響となる。もちろん、間接的で長期的な影響はまた別だ。為替レートのカバーがないところで、たかが $\frac{1}{2}$ パーセントだか1パーセントだかの金利差を利用すべく、あるお金の市場から別の市場へと一時的に大規模な送金

をする人はいそうにない。だからお金の希少性が為替レートの絶対水準に与える直接的な影響は、スポットと先物の差とはちがい、とても小さいもので、スポットと先物のレート差が外為投機家に与える比較的小さな影響に限られる*14。この新しい状況を活用するため、スポットと先物のレート差でのさや抜き業者がもたらす圧力は、この両レート差の急激な調整につながり、やがて一時送金ビジネス（これは外為投機とはちがう）は以前と同じ利潤水準に戻り、結果としてあまり大規模に行われることもなくなる。その結果としては、スポットレートの絶対水準には目に見える影響がなくなるのだ。

イングランド銀行の金利とアメリカの連邦準備理事会の金利との関係を密接に維持する理由として挙げられるものは、ときに混乱を示している。全般的な状況に、銀行の高い実効金利が長期的に与える影響は議論の余地がない。だがロンドンとニューヨークの銀行割引歩合のわずかな差が、ポンドとドルの為替レートに直接影響するという信念は、金兌換性時代には確かに成立したが、現在では誤解だ。この金利差への直接的な反応は、スポットもののドルに対して先物ドルがどれだけ低い値段になるか、というものだ。そして相対的な金利 (money rate) の変化が規模の点で、為替レート変動が示しそうな変動幅に比肩するものでもない限り（昔はそうだったがもはやこれは成り立たない）、それがスポットレートの絶対水準に大きく影響することはできないのだ。

*14 もしロンドンで金利が上がれば、先物ドルの低価格が減るか、むしろスポットより高くなるかもしれない。これは先物ドルの投機販売をうながすだろう（その影響がどの程度かは、スポットと先物のレート差と、投機家が予測するスポットレートの変動幅との比率で決まる）。そしてそうである限り、銀行によるポジションカバーのためのスポットドル販売は、為替レートをロンドン有利の方向に動かす。

第4章

様々な通貨政策目標の比較

最初の2章は、お金の購買力の不安定性から生じる邪悪と、公共財政の逼迫度が果たす役割に関するものだったが、これは本書の主題が社会の福祉に対して持つ実務的な重要性を示していた。第三章では、対策構築のための理論的基盤を敷いてみた。さてこれで、本章と次章において、対処法を議論できる。

お金の不安定性は、アメリカ以外のほとんどの国では、二つの要素の組み合わせだ。一つはその国の通貨が標準価値であるはずだったもの（つまり黄金）で見て安定を続けられなかった、ということ。そして黄金それ自体が購買力で見て安定しなかったということ。この二つの要因のうち、主に前者ばかりが注目を集めていた（たとえばクンリフ委員会）。しばしば思われているのは、金本位制の回復、つまりそれぞれの通貨が黄金に対して固定レートで兌換性を持つことが、なんであれわれわれの目的だということだ。そして、議論になっている主要な問題は、通貨を戦前の黄金価値に戻すべきか、それとも現在の実勢に近いもっと低い水準に戻すべきかというものだと思われている。要するに、デフレか平価切り下げかの選択だと思われているのだ。

この想定は拙速だ。過去五年にわたる物価の動向を見れば、ずっと金本位制を維持し続けたアメリカも、他の多くの国と同じくらい激しい物価変動に苦しんだのは明らかだ。そしてイギリスにおいては、為替レートの不安定性よりも、黄金の価値の不安定性のほうが大きな要因だったこともわかる。これはフランスについても同様だし、イタリアでもその規模は似たようなものだ。逆にインドは、すさまじい為替レート変動に苦しんだが、価値の尺度はこれから見るように、他のどんな国よりも安定していた。

だから為替レートを固定したところで、通貨の問題が消えるわけではない。それどころか、そんなことをしたらかえって事態をコントロールできなくなるかもしれない。安定化の問題にはいくつかの側面があり、それを一つずつ検討しなくてはならない。

1. 平価切り下げ vs デフレ 価値の基準を、黄金にもとづくかどうかはさておき、現在の価値付近で固定したいだろうか？ それとも戦前の値に回復したいだろうか？
2. 物価安定 vs 為替レート安定 国の通貨の価値が、購買力で見て安定したほうがいいのか、それとも他の外貨のどれかに対して安定したほうがいいのか？
3. 金本位制への復帰 上の二つの問題についての答えから見て、金本位制は理論的にいかに不完全だろうと、実務面でわれわれの目的を達成するための、手持ちの手法として最高のものなのだろうか？

これらの各種狙いについての選択が決まれば、次の章である程度の建設的な提言に進

める。

4.1 平価切り下げ vs デフレ

国の通貨量と、それがお金として持つべき購買力との比率を引き下げること、その通貨が黄金や商品で計った交換価値を引き上げるといふ政策は、便宜的にデプレッションと呼ばれる。

それに代わって、通貨の価値を現在の価値近くで安定化させ、戦前の価値を考慮しないという政策は、平価切り下げと呼ばれる。

1922年4月のジェノヴァ会議まで、この二つの政策は世間的にはっきり区別されていなかったし、両者の激しい対立はその後もまだまだ理解されていない。現在（1923年10月）ですら、政策として通貨の価値を安定化させたいのか引き上げたいのかを明確にしたヨーロッパの国は、ほぼ一つもない。国際会議の推奨は、現在の水準での安定化だ*1。そして実際の多くの通貨の価値は、上がるよりはむしろ下がっている。だが他の指標からすると、ヨーロッパの中央銀行の内心の望みは、チェコスロバキアのように成功するにせよフランスのように失敗するにせよ、通貨の価値を上げることだ。これまで為替レートを固定すべく現実的な手立てを講じたのはたった一ヶ国、オーストリアだけだ。

デフレに反対する単純な議論は二種類となる。

一つには、デフレが望ましくないのはその影響が、常に有害なものとして既存価値の変化となり、事業にとっても社会安定性にとっても有害なやり方で富の再分配を行うからだ。デフレはすでに見た通り、社会全体から富を金利生活者階級など、各種お金の受益権保有者に移転する。インフレのちょうど逆だ。デフレは特に、あらゆる借り手、つまり商業、製造業、農業などの借り手から貸し手に富を移転させ、活発な階級から不活発な階級に富を移してしまうのだ。

だが納税者を弾圧して金利生活者を豊かにするというのが主要な長期的結果ではあるが、その移行期にはもう一つ、もっと暴力的な鳴動がある。国のお金を、現在の価値からだんだんあげて、財で計った価値を今の（たとえば）100パーセント増しにするという政策は――ここは第一章の議論の繰り返しになるが――あらゆる商人や製造業者に対し、これから当分の間、手持ちの在庫や原材料は持っているだけでだんだん価値が下がると告げるに等しく、そしてその事業の資金調達を借り入れで行う人すべてに対して、遅かれ速かれその負債のさらに100パーセントを失う（というのも商品で計れば借りた分の二倍の商品を返さねばならないことになるから）と告げるに等しい。現代の事業は主に借り入れでまかなわれているので、こうしたプロセスが起こったら必然的に停止してしまう。あらゆる事業者は、その期間は休業するのが最も利益になる。そして支出を考えている人はみんな、発注をなるべく遅らせるのがいいことになる。資産を現金に換え、リスクを手控えて活動を広げないようにするのが賢者となる。そして田舎で引退して、確実に約束された手

*1 ジェノヴァ会議（1922年4月）はこのドクトリンを一般論として認めたものの、主に影響を受ける諸国の代表たちは、それが自国に限っては適用されるべきでないと、一致して宣言した。イタリア、フランス、ベルギーを代表するペアノ氏、ピカール氏、チューニス氏は、自国では平価切り下げなど絶対にやらないと述べ、それぞれの通貨を戦前の水準にまで回復させると断言した。改革は、共同の同時行動からは生じにくい。ジェノヴァの専門家たちは、平価切り下げにより「黄金で計った即座の安定性を確保するという先例を作ろうと大胆に決断する国は、多大なる貢献を行うことになる」と「敢えて示唆」したときにこれを認識していたのだ。

持ち現金価値の安定的な上昇を待つのが賢いことになる。デフレ期待の見込みが高いだけでも十分にひどい。それが確実だとなれば大惨劇だ。現代実業界の仕組みは、お金の価値が下がるときよりも、上がるような変動に対してはなおさら適応できていないのだ。

二つ目の点として、多くの国では、デフレが望ましいときですら実施不可能だということがある。つまり通貨を戦前の水準まで戻すほどのデフレは無理ということだ。というのも、それが納税者に課す負担が支持不可能な規模だからだ。これについては、第二章の記述に付け加えるべきものは何もない。実務的に実施不可能というだけなら、この政策はまったく無害なものですんだかもしれないが、これが代替政策の道をふさいでいるため、不確実性の時期と大幅な季節変動の期間が引き延ばされ、無理に実施しようとして実業がかなり妨害されるという害を生む場合さえある。通貨を戦前と同水準に回復させるのが、フランスとイタリア政府の公式政策として未だに宣言されているという事実のため、それらの国々での通貨改革に関する理性的な議論はすべて妨害されてしまう。何らかの理由で自分が「正しい」ような顔がしたいと思う人々――そして金融業界にはそういう人が多い――は馬鹿げたことを言わなくてはならないように感じてしまう。イタリアはしっかりと経済学的見方が大きな影響力を持ち、通貨改革の機がほぼ熟しきっているようなのに、ムッソリーニ氏がリラを以前の水準にまで引き上げると脅している。イタリアの納税者とイタリアの事業者にとっては幸いなことに、リラは独裁者の言うことであっても耳を貸さないし、通貨に下剤を処方するわけにもいかない。だがこうした物言いは有益な改革を遅らせてしまいかねない。自分の政策を別の言い方で述べたら以下のようなものになると理解していたのであれば、あれほど優秀な政治家が虚勢と放談の中ですらそんな政策を主張したかどうか怪しいものだ：「余の政策は賃金を半分にして国の債務負担を倍増させ、シチリアがオレンジやレモンの輸出で得られる価格を半減させることである」

この実験を慎ましいながら十分な規模で行った国がたった一つある――チェコスロバキアだ。国内債務の重荷から相対的に自由で、深刻な財政赤字もないチェコスロバキアは、1922年に一部外国借款で得た借入金を使い、チェコクローネの為替価値を前年ピークの三倍の水準に改善するという、財務大臣アロイス・ラシーン博士の政策を実施した。この政策で同国には産業危機と深刻な失業が生じた。何のために？ 私は知らない。いまでもチェコクローネは、戦前の値の六分の一以下だ。そしていまだに安定せず、季節のめぐりと政策の風向きでふらふらしている。では、通貨引き上げのプロセスはいつまでも続くということになるのだろうか？ そうでないなら、いつどの時点で安定化が実施されるのだろうか？ チェコスロバキアはヨーロッパのどの国よりも、しっかりした固定通貨の基盤により経済生活を確立しやすい立場にあったのだ。財政は均衡し、借款も安定し、外国のリソースは適正であり、クローネが台無しになっていたのは自国のせいではなく、ハプスブルグ帝国の遺産でしかなかったのだから、それを切り下げてもだれも文句は言わなかっただろう。謹厳なる美德の精神に基づくまちがった政策を追求したことで、チェコスロバキアは自国産業の停滞を選び、そして通貨はいまだに変動を続けている*2。

*2 いまや暗殺者の手により倒れたラシーン博士の第二期(1922)の業績を批判するにあたり、第一期(1919)において、取り巻く混乱の中から自国通貨を救い出した見事な成果に言及しないわけにはいかない。オーストラリア紙幣にスタンプを押し、それに伴うお金の受給権を持つ人々に課税するというのは、あの時代にヨーロッパ全土で実施されたあらゆる金融手法の中で、唯一の劇的で勇敢で成功した手法であつた。これについてラシーン博士自身の筆になる記録が『チェコスロバキアの金融政策』で読める。博士が仕事を完了するまでに、他の影響がそれを圧倒した。だが1922年にこの謹厳で利害中立的な大臣が職に復帰したとき、かれは好機を逃したというのが私の判断だ。その多大な権威を使ってデフレーションという無

もし多くのヨーロッパ通貨について、戦前の黄金価値への復帰が望ましくもなく、可能でもないなら、この望ましからぬ不可能性をほとんどのヨーロッパ諸国が宣言する政策として確立させてしまった力や議論とはどんなものだろうか？ 以下のものが最も重要だ：

1. その国の通貨の黄金で見た価値を、戦争がもたらした低い水準にとどめておくのは、金利生活者階級など名目通貨建てで収入が固定されている人々にとって不公平であり、契約不履行とすら言える。その価値回復は信義に基づく負債を返すことになる。

固定金利証券を戦前から持っていた人々に対する損害は議論の余地がない。真の正義のためには、確かにその人々の金銭収入について、単に黄金での価値ではなく購買力を回復させることが必要かもしれない。だがこれを本当に提案している人は、実はだれもいない。そしてこうした投資は黄金の塊で行われたのではなく、その地域の法定通貨で行われた以上、名目上の正義は破られていないのだ。それでも、この投資家階級が別個に対応できるのであれば、平等性と、それなりの期待を満足させるという便宜性はこの主張を支える強い議論となるだろう。

だが実際の状況はこういうものではない。戦争国債の莫大な発行は、戦前の固定金利証券の保有高を微々たるものにしてしまった。そして社会はこの新しい状況におおむね適応したのだ。デフレにより戦前の証券保有価値を回復するというのは、戦争債の価値と戦後の債券の価値も同時に引き上げることになり、したがって金利生活者の総受給高を、本来正当に受給すべきもの以上に高めてしまうどころか、社会の総所得の中で耐えがたいほどの高比率にしてしまうことだろう。実のところ、正義をきちんと重みづけするならば、話は逆になる。いま残っている金銭契約のうち、お金が1913年に持っていた価値に基づいて交わされたものよりも、現状にはるかに近い価値のときに交わされたもののほうがずっと割合として多いのだ。したがって（デフレで）債権者のごく少数に対して正義を行うと、大半の債務者に対してもものすごい不正を行うことになってしまうのだ。

事態のこの側面についてはアーヴィング・フィッシャー教授が見事に論じている^{*3}。フィッシャー教授に言わせると、正義を確保するためにあらゆる契約について同じ調整をする必要はないことをみんな忘れてしまう。古い物価水準のときに契約を交わした人々に対して、理想的な正義を確保するためにデフレーションを実施すべきかを論争している間にも、新しい物価水準での契約が続々と交わされているのだ。年数別にまとめた契約残高推計を見れば、一部の契約は契約締結後まだ一日で、一部は一ヶ月、一部は一年たっており、十年前のものもあれば、一世紀前からのももある。だがその大半はかなり最近のものだ。結果として総債務残高の平均、あるいは重心は、いつも現在にかなり近いところになる。フィッシャー教授がきわめて大ざっぱに推計したところでは、戦前にはアメリカでの契約は平均で一年前くらいに取り交わしたものになっていた。

したがって、通貨の価値下落が長く続いて社会が新しい価値に適応できているなら、デフレはインフレよりもひどい。どちらも「不公正」であり、まともな期待を裏切るものではある。だがインフレは国の債務負担を軽減して事業を刺激することで、貸し手のほうに

益なプロセスによる取引の混乱を招くのではなく、自国通貨にとっての固定した安定基盤を確立することで、第一期の仕事を上げられたはずなのだ。

^{*3} かれの論文「平価切り下げ対デフレーション」(『マンチェスターガーディアン再建補遺』11号、1922年12月7日)

も少しは利益があるのに対し、デフレは借り手側に何ももたらさない。

2. 通貨を戦前の黄金価値に回復させるとその国の財務的な栄誉が高まり、将来の安心感/信頼を促進する。

ある国が戦前の通貨価値水準をかなり早めに実現できそうな場合、この議論は無視できない。これはイギリス、オランダ、スウェーデン、スイス、(そしておそらく)スペインにあてはまるが、それ以外のヨーロッパ諸国はだめだ。この議論は、法定通貨の価値を少し上げることではできても、どう見てもかつての価値への復帰が無理な国には拡張できない。この議論の本質は、戦前とずばりまったく同じ価値水準が回復されるべきだという点にある。イタリアの財務的な栄誉にとって、リラが英ポンドに対して100の水準で安定しようと60の水準で安定しようと大差ないはずだ。そして、60と100の間でうろろう変動するよりは、きっかり100のまま動かないほうが、その栄誉には貢献するだろう。

だからこの議論は、通貨が黄金で見て、以前の価値から(ざっといえば)5-10パーセントくらいしか変わっていない国にしか当てはまらない。そうした場合にこの議論の説得力は、以下で論じる問題にどう答えるかで左右されるのではないだろうか。つまり、自分を将来にまで、過去にしたように絶対的な金本位制に縛り付けたいか、ということだ。もし手持ちの他のあらゆる代替案よりもそういう金本位制がいいというなら、そして通貨への将来的な「信頼/安心感」がその購買力の安定ではなく、黄金で見た価値の固定に依存しているのであれば、5-10パーセントくらいならデフレの試練に耐える価値はあるかもしれない。この見方は、百年前に似たような状況でリカードが述べたことと同じだ*4。だがもし将来に向けて、黄金との固定レートではなく物価水準安定を狙うことに決めるなら、もはや問題自体がなくなる。

いずれにせよ、この議論はここでの主要な結論には影響しない。つまり、通貨が長期にわたり大幅な価値下落を経験した国における正しい政策は平価切り下げであり、商業や賃金がすでに適応した既存の価値近辺に通貨の価値を固定することなのだ。

3. 国の通貨の黄金で見た価値が増えるなら、生活費が下がるから労働者も助かるし、外国の財が安く買えるようになるし、黄金で固定されている対外債務(たとえばアメリカに対するもの)の返済も楽になる。

この議論は、ひたすら妄想でしかないのだが、他の二つと同じくらいの影響力を持っている。もしフランの価値が上がれば、フランで支払われる賃金で買えるものはまちがいはなく増えるはずだし、フランスの輸入品は、フラン建てで支払う場合、その分だけ安くなるというのがこの主張だ。全然ちがう! フランの価値が上がれば、財だけでなく労働ももっとたくさん買える――つまり賃金が下がるということだ。そしてフランスが、輸入品の購入のために輸出する品は、輸入品と同じくフラン建ての価値が下がる。また長期的に見て、一ポンド4ドルでポンドが落ち着こうと、戦前水準になろうと、イギリスがドル債務の返済のためアメリカに移転しなくてはならない価値分の財は少しも変わらない。この債務負担は、その債務を規定している黄金の価値に依存するのであって、ポンドの価値に依存するのではない。どうやらお金というのが単なる中間物でしかなく、それ自体としては意味のないもので、手から手へと渡り、受け取られては消費され、そして仕事が終われ

*4 以下の64ページ参照。

ば国富の総計から消え去るものなのだ、ということはなかなか理解しにくいらしい。

このセクションを終わるにあたり、デフレーションと平価切り下げの対立について、古典的な権威であるギボンとリカードの二人から引用しよう。片方は謹厳なる政治家候補の堂々としてはいてもまちがった叡智を代表するものであり、もう一人は明瞭な論調でよく考えられた理性の声を語っている。

『ローマ帝国衰亡史』11章でギボンは、紀元274年にアウレリアヌス皇帝が硬貨の正真性を回復しようというデフレ的な情熱を傾け、その結果として蜂起が生じて兵士7千人が死んだという話について、信じられないと述べている。曰く「硬貨の改革は当然ながら、皇帝の命によりトラヤヌスのフォルムで借用証を燃やすことで行われた借金棒引きと同じくらい人気があったはずだ。商業の原理に関する理解がかくも不十分だった時代にあつて、最も望ましい結果は熾烈で無分別な手段により実現するしかなかったのかもしれない。だがこうした性質の一時的な不満は、深刻な内戦を引き起こしたり継続させたりするのはほぼ不可能である。土地や生活必需品に対する耐えがたい税金の繰返しは、国を捨てられない者たちをついに挑発して蜂起させるかもしれない。だがこの例は、いかなる手段であれお金の公正な価値を回復させるものとして、あらゆる面でそうした場合はかけ離れている」

ローマ人たちは3世紀には商業の原理に関する理解が不十分だったかもしれないし、20世紀になつてもその理解は完璧ではなかったかもしれない。だからといってその市民たちは、そうした原理の作用を体験しないわけにはいかなかった。ムッソリーニ氏はアウレリアヌス皇帝の年代記を読むと面白かろう。この皇帝は「民間制度の制約について無知またはそれに我慢でき」なかったために、通貨デフレを始めて一年以内に暗殺者の手に倒れた。そして「軍には嫌われ、元老院には軽蔑されたが、一般には戦時中の幸運なる君主として知られ、衰退した国家の有益ながらも厳しい改革者とされているのである」

リカードは、1822年6月12日に下院で発言したとき^{*5}次のような意見を述べた。「1819年に通貨の価値が1ポンドが14シリングであり、1813年にもそれが同じだったら、この問題のあらゆる長所短所を考慮した結果として、既存契約のほとんどが基づいているそのときの価値で通貨を固定するのがいいと思えるであろう。だが通貨が昔と同じ価値から5パーセント以内であれば、昔の基準に戻る選択が最高のものだと考えたであろう」

同じ議論がリカードの『農業への保護^{*6}』でも繰り返されている。ここでリカードは、黄金が1標準オンスあたり4ポンド2シリングなら古い基準への復帰を承認するが、もしそれが5ポンド10シリングだったなら「既存の約定すべてについてかくも激しい変動を生じさせるなど、これ以上やっちはいけない手段はないほどだ」と述べている。

^{*5} ウェスタン氏による現金支払い再開をめぐる動議をめぐる、1822年6月11日と12日の大論争（特に議論提起者のウェスタン氏とその反対者ハスキソン氏の演説）は、通貨価値基準のデフレ性の価値引き上げの弊害がいかに規則性を持つか、そしてデフレ主義者と平価切り下げ論者の気性の対立が昔から変わらないことをよく示している。だが今日のデフレ派たちのだれ一人として、ハスキソン氏の演説ほど見事でありながら不公平なものができるとはとても思えない。

^{*6} 『著作集』p.468。

4.2 物価安定 vs 為替レート安定

第三章での但し書きはあるものの、ある通貨のその他世界通貨に対する為替レート（議論を単純にするため、ここでは外国通貨が一つしかないとして）は内外物価水準の関係で決まるので、内外物価水準がどちらも安定でなければ、為替レートは安定にならないということになる。したがって、外国物価水準には手出しできない以上、こちらは自国の国内物価水準に任せるか、あるいは外部からの影響で為替レートが引っ張り回されるのに任せるかのどちらかになる。外国物価水準が不安定なら、国内物価水準と為替レートの両方を安定に保つことはできない。だから選択を迫られる。

戦前期、ほとんど全世界が金本位制だった頃、われわれはみんな為替レートの安定性を支持して物価安定性に反対し、そして自分たちの手の及ばない原因による物価変動の社会的結果を受け入れる用意ができていた。そうした外的な原因としては、外国での新しい金鉱発見や、外国の銀行政策変化などがある。だがそれに従ったのは、部分的にはこれほど自動的でない（だがもっと根拠のある）政策になど決して身を委ねたくなかったからだ。そして部分的には、そこで経験される物価変動が実はかなり穏健だったからだ。それでも、他の選択肢の強力な支持者もいた。特にアーヴィング・フィッシャー教授の補填つきドルという提案は、あらゆる国が同じ計画を採用しない限り、外国為替レートの安定性よりも、国内物価の安定性を重視するという方針を实践するに等しいものだった。

何が正しい選択かは、必ずしもあらゆる国で同じというわけではない。それは部分的には、その国の経済生活における外国貿易の相対的な重要性にも依存する。それでも、ほとんどあらゆる場合には物価安定性を重視するという想定がある（物価安定が実現できるならの話だが）。為替レートの安定性は、外国貿易に従事する人々の効率性と繁栄に貢献する、利便性という性質のものだ。これに対して物価の安定性は、第1章で述べた各種の弊害を避けるためにきわめて重要だ。契約や事業上の期待の中で、安定した為替レートを想定するようなものはイギリスのような貿易国でさえ、国内物価の安定性を想定する契約や期待に比べ、はるかに少ないはずだ。これを否定する主要な議論というのは、為替レートの安定性のほうが実現しやすい、なぜならそれは自国と外国で同じ価値基準が採用されれば実現できるから、というものらしい。一方で国内基準は、物価指数の安定性を維持するように調整するのが科学的なイノベーションとして困難であり、これまで一度も実践されたことがない、というのだ。

為替レートの変動という犠牲を払いつつ、そこそこ安定した国内物価の利点を確保した国の興味深い事例が最近出てきた。これは意図的に実現されたというよりは、偶然による部分のほうが多いかもしれないのだが。その国とはインドだ。世間は金融政策の成功を見るとき、為替レートに注目しすぎている。だからインド政府は起こった事態についての厳しい非難を受けてしまった。だが本来ならもっとうまく自己弁護ができるはずなのだ。1910-1920年の好況期、物価が急上昇していた頃に、ルピーの為替レートは次々に段階的に上昇が容認され、結果として1920年にインド（物価）指数が達した最高水準は、1919年の平均値に比べて12パーセント増にとどまっていた。イギリスの場合だと、これが29パーセントだ。「インド通貨委員会報告」は、インドのような国において、特に当時のような政治状況で、国内物価の急激な上昇運動を避けるのが重要だという議論に影響されていたことをはっきり認めている。インド政府はこの報告書を受けて、状況の急変を考慮せ

ずにいさか下手くそに対応してしまったのではあるが。その後の出来事に照らして、インド政府の行動に対する最も公正な批判は、ルピーを2シリング8ペンスなどというあまりに高すぎる水準に引き揚げようとしてしまった点についてのものだ――これは通貨委員会が考えていなかったほどの為替レートだ。インド国外の物価は、インドでの物価を1919年水準で安定化するという基準から見れば、2シリング3ペンスを超えるほど高い為替レートを正当化するほどは上がっていなかった。一方で、世界物価が崩壊したとき、ルピーの為替レートもそれに合わせて下がるのが容認され、結果として1921年にインド(物価)指数が示した底値は、1920年のピークに比べて16パーセント低だけだった。イギリスの場合、その数字は50パーセントになる。以下の表で詳細がわかる。

表4.1 インドの物価と為替レート

	インド物価	イギリス物価*1	ルピーの対ポンド為替レート	
			購買力平価	実勢レート
1919年平均	100	100	100	100
1920年最高	112	129	115	152
1921年最低	95	65	69	72
1922年平均	90	64	71	74

*1 *Statist*

インド政府がルピー/ポンド為替レートの安定化に成功していたら、必然的にインドはイギリスにも比肩するほど悲惨な物価変動に曝されていたはずだ。だから固定為替レートの回復こそ目指す目標だという考えなしの想定は、ときに見られるいい加減な検討ですませてはいけないのだ。

大半の国が同じ基準を採用する見こみが当分なさそうなら、この議論は特に成り立つ。金本位制を採用することで、ほぼ世界中の他国に対する為替レートの安定性を実現でき、他の基準はすべて孤立した奇行に見えるのであれば、確実性と便利さという確固たる長所がある金本位制を選ぶのが賢明だろう。とはいえその場合ですら、商人にとっての便宜や実物金属に対する原始的な情熱だけでは、黄金の王朝を維持するには不十分だったと私は思う。それには別の、半ば偶発的な状況が必要だった。つまり過去何年にもわたり、黄金が安定した為替レートだけでなく、全体としては安定した物価水準も提供したということだ。実は、安定した為替レートと安定した物価というのは、これまでは大きく相反する選択肢ではなかった。そして南アフリカの金鉱開発以前に、継続的に下落する物価水準に直面していたように見えたとき、金銀複本位制論争がきわめて熾烈だったことは、それまでの金本位制が物価安定を深刻に阻害すると思われたとたんに、どれほどの反対が生じたかを示すものだ。

実のところ、国際的な黄金の流れを規制する戦前の仕組みが、各国間で最近生じたほど大幅で突然の物価水準の差に対応できたかは怪しい。戦前レジームでは、ある国と外の世界との為替レートは固定されていて、国内物価水準をそれに合わせて調整しなければならなかった(つまり国内物価が外部の影響に主に左右された)。この仕組みの欠陥は、その仕組みがあまりに遅くて鈍感だったということだ。戦後レジームでは、物価水準は主に国内の影響(つまり国内通貨と信用政策)に依存したので、外国との為替レートはそれにあ

わせて調整することになった。するとこんどはあまりに急激で過敏となり、結果として単なる移行期に激変することになった。それでも、変動が大きくて突然だと、均衡維持にはすばやい対応が必要だ。そして素早い対応の必要性こそは、戦前の手法を戦後の状況に適用できなくしたものだし、そのためにみんな、為替レートの最終的な固定を宣言しながらないのだ。

戦前の仕組みが結果をもたらすときの因果連鎖はみんなご存じだろう。黄金がある国の中央準備高から流出すると、それは割引政策と信用創造を変え、融資の容易さに最も敏感な財の需要、ひいては価格に影響し、そしてやがてそうした財の価格を通じ、一般的な財の物価に影響が広がり、中には国際貿易で扱われる財もあって、やがてその新しい物価水準では外国財が自国では高価に見え、国内財は外国で安く思えて、そのバランスがやがて矯正されるわけだ。だがこのプロセスが完了するには何ヶ月もかかる。最近では、補正力が作用するまでに黄金準備高が危険なまでに枯渇しかねない。さらに、ときには金利の上下動が、国内物価に影響するより外資誘致や外国への投資促進に影響することもあった。不均衡が純粋に季節的なものだ、これは無条件で有利に働いた。というも物価が上下動するよりは、外国資金が閑散期と繁忙期の間で増減してくれるほうがずっといいからだ。だが物価変動がもっと永続的な原因の場合、戦前の調整ですら不完全だったかもしれない。外国融資への刺激は、そのときのバランス回復はしてくれても、その状況のもっと深刻な課題をそれが隠しかねず、その国は最終的にデフォルトが起こるまでかなりの長期にわたり、分不相応な生活ができてしまうからだ。

これを戦後手法の即時的な影響と比べてみよう。既存の為替レートで、外為市場である朝に提供されるボンドがドルの量よりも多ければ、その溝を埋めるような黄金や固定価格輸出もない。結果として、ドルの為替レートは両通貨の相互の需給量がきっちり一致するまで変わるしかない。だがこの不可避な結果として、ものの半時間で英米貿易で取引される財、たとえば綿や電解銅の相対価格も、それに応じて調整されるのだ。アメリカでの価格が半ばまで下りてくるのでない限り、イギリスでの価格はすぐに為替レートの変動にあわせて上がることになる。

これはつまり、相対価格は政治や気分の実にささいな影響と、さらには季節的な貿易の周期的な圧力で激変するということだ。だが同時に、戦後の手法はどんな原因で生じたものだろうと国際収支バランスの実質不均衡に対し、きわめて急速で強力な矯正手段だということでもある。そして、自分の身の丈を越えて外国で支出したがる国々を防止するすばらしい手法でもある、ということだ。

だから、内外物価水準の既存均衡に対して激しいショックがあると、戦前手法は実務面では破綻しかねない。それが国内物価の再調整を十分にすばやく導入できないからだ。もちろん理論的には、戦前の手法も遅かれ早かれ有効に機能はして（ただしその条件として黄金の移動が制限なしに行われねばならない）、物価のインフレかデフレが必要なだけ起こることになる。だが実際には、通常は実際の通貨やその裏付けとなる金属が外国に流れる速度や量には限界がある。もしお金や信用の供給が、社会や事業の仕組み上可能な物価下落よりも急激に減少するなら、耐えがたい不便が生じる。ひょっとすると、中世末期の通貨の歴史でいたるところに見られる貨幣改鋳は、実は似たような理由で行われていたのかもしれない。新世界発見前のヨーロッパにおいては、新規の供給がない中での自然摩耗と、東への流出とが生じたため、貴金属が長期にわたりますます希少になっていった。おかげでときどき（たとえば）イングランドなどの物価水準は、ヨーロッパ価格に比べてあ

まりに高い水準に設定されてしまった。結果として銀が外国に流出する傾向が生じ、それが何か特別な一時的要因で加速されたりして、「通貨不足」という不満が生じたが、これは本当は社会構造で物価が下落できるよりも急激にお金が外に流出した、ということだったのかもしれない。一部の改鑄が、たまたま財源を必要としていた財務担当者の利益になるから行われたのはまちがいない。だがそれでも、通貨問題に対応するための手持ちの便法としては最高のものだったのかもしれない*7。エドワード三世によるポンド改鑄も、外国為替レートの安定性より国内物価の安定性を重視した結果として実施されたと思えば、今ほど厳しい見方をしなくてもいいかもしれない。そうなったら、かの国王は「補填つきドル」支持のアーヴィング・フィッシャー教授を啓蒙的に先取りした存在として褒められ、それを実践する機会を持っていた点でフィッシャー教授よりも幸運だったと言えるわけだ。

さらに読者は、レジームごとの割引政策が果たした各種役割も認識すべきだろう。戦前の手法だと、割引政策は内外物価の均衡を回復するプロセスの重要な一部だった。戦後の手法だと、それは以前ほど不可欠ではない。というのも為替レート変動だけで、割引政策なしでも均衡が実現するからだ――とはいえもちろん、もし物価や為替レートをそのままの水準とはちがうレベルで落ち着かせたいのであれば、国内物価水準を左右する道具としてはいまでも使えるし、それを通じて為替レートにも影響は与えられる。

4.3 金本位制への復帰

ここまでのわれわれの結論は、したがって、国内物価水準の安定と外国為替レートの安定性が相容れない場合には、物価安定のほうが通常は望ましいということだ。そしてこのジレンマが熾烈な場合には、為替レートを犠牲にしても物価安定を維持することが、ありがたいとも言えるが、最も抵抗の少ない道筋となる、ということだ。

金本位制の復活（そのレートは戦前の水準だろうと他のレートであろうと）は、明らかに国内物価の完全な安定性は与えてくれない。他の国がすべて金本位制に戻れば、外国為替レートの完全な安定性を与えてくれるだけだ。だから復帰が望ましいかどうかは、全体として、二つの理想の間で実用的な妥協として最高のものを与えてくれるかどうかにかかってくる。

もっと科学的な基準に反対して黄金を支持する人々は、その主張を二重の論拠に置いている。実務的に黄金がそれなりに安定した価値の基準を提供したし、今後もそうしてくれるという論拠、そして実務的に管理当局が十分な知恵を持っていないことも多いので、管理通貨は遅かれ早かれ残念な結果になるという論拠だ。保守主義と懐疑論が手を携えている――これはしばしば起こることだ。迷信もそこに加わるかもしれない。というのも黄金は未だに、その匂いと色彩という榮譽を享受しているからだ。

一九世紀の変動する世界において、黄金が価値の安定性を保ったというかなりの成功は、確かにめざましいものだ。これについては第一章で賞賛した。オーストラリアとカリフォルニアの発見後に、それは危険なまでに価値低下を見せ、そして南アフリカでの採掘以前には、それは危険なほど価値が上がり始めた。しかしいずれの場合にもそれは自己矯正して評判を保った。

*7 ホートレー『通貨と信用』第 xvii 章。

だが将来の条件は過去の条件とはちがう。戦前にバランスらしきものを維持した特別な条件が続くと期待できる根拠は十分にはない。というのも、一九世紀の間に黄金が見せたよい振る舞いの根底にある説明とはどんなものだろうか？

まず、たまたま他の方面での発展とおおむね同じスピードで、金鉱が発見されていったというものがある――この対応関係はすべて偶然によるものではない。というのも当時の進歩は、世界の地表面をだんだん解放して活用していったのが特徴だったので、もっと僻地にある金鉱脈もそれに応じて発見されるようになったことも不自然ではない。だが歴史のこの段階はいまやほとんど終わりかけている。重要な金鉱脈の発見以来、すでに四半世紀がたっている。物質的な進歩は、いまでは科学技術知識の成長に依存する部分が大きく、それを黄金採掘に適用するのも間欠的になりそうだ。黄金抽出手法に大きな進歩が生まれるまで何年もかかるかもしれない。そして天才化学者が、過去の夢や忘れ去られたインチキを実現し、非金属を貴金属に変えるという幽玄なる手法や、海水から黄金を抽出するというあぶくのような手法を実現させないとも限らない。黄金は、希少すぎるか安すぎるかのどちらかになってしまう。いずれの場合でも、偶然の出来事が続いてこの金属の価値を安定に保ってくれると期待するのは、あまりに虫が良すぎる。

だが、安定化をこれまで支援してきた別種の影響があった。黄金の価値は、ある一つの間人集団の政策や意志決定に依存するものではない。そして供給のそこそこの割合は、市場を氾濫させることなく、芸術やアジアにおける抱え込みへと向かった。だから黄金の限界価値は、その金属が他のモノに対して持つ安定した心理的推定に左右されることになったのだ。黄金には「内在的価値」があり、「管理」通貨の危険から逃れているというのはこういう意味だ。黄金の価値を決める独立した各種の影響は、それ自体として安定化をもたらす影響となった。黄金の備蓄量が、世界の多くの紙幣発行銀行が維持する負債に対して持つ割合は、恣意的で変わりやすいものだが、これも計算不能な要素を導入するどころか、安定性の一要因となった。黄金が豊富で中央銀行のほうに流れてくると、黄金準備高の比率が少し上がるのを容認することで吸収できたし、それが比較的希少になると、中央銀行が自分たちの黄金準備高を実用的な目的に使う意図はまったくなかったという事実のため、そうした銀行のほとんどは黄金準備高比率が減るのを平然と見守れたのだ。南アフリカの黄金がボーア戦争終わりから1914年までに示した流れの大半は、ヨーロッパなどの国々の中央黄金準備高に流れ込んで、物価には最小限の影響しか与えなかった。

だが戦争が大きな変化をもたらした。黄金自体が「管理」通貨になったのだ。東洋のみならず、西洋も黄金を貯め込むようになった。だがアメリカの動機はインドの動機とはちがう。いまやほとんどの国が金本位制を廃止したので、この金属の供給は、その主要利用者たちが実際に使うニーズだけに手持ち量を抑えたなら、ほとんど不要になってしまう。アメリカは黄金をその「自然」価値にまで低下させることができなかった。そんなことをすれば、結果として自国通貨の基準が価値低下してしまうからだ。だからアメリカは、ランド（南アフリカ）の鉱夫たちががんばって地上に運び上げた黄金を、ワシントンの金庫に埋めるという高価な政策を執らざるを得なくなっている。その結果、いまの黄金は「人工的」な価値を持たされており、その価値の将来動向はほぼ完全に、アメリカの連邦準備理事会の政策次第となっているのだ。黄金の価値はいまや、自然による偶然の贈り物の結果と、無数の当局や個人による独立した活動の結果などではない。他の国々が次第に金本位制に戻ってきたとしても、この状況が大きく変わることはない。金兌換基準に何か変奏を導入し、人々のポケットから黄金がおそらく永遠に消え去るという傾向のため、金本位

制諸国の中央銀行が厳密に必要とする黄金準備高が、提供される供給量に比べてかなり不足するということになりそうだ。だから黄金の実際の価値は、最も強力な中央銀行三つか四つの政策に依存することになる。こうした中央銀行が独立して行動するにしても、協調して活動するにしても同じだ。逆に、もし準備高として保有する黄金や流通している黄金の利用に関する戦前の慣習を復活させたとしても――これは私見ではずっと可能性の低い代案だ――するとカッセル教授が予測したように、黄金の深刻な不足が生じ、したがってその価値はだんだん上昇するだろう。

また、アメリカの造幣局がこれ以上は黄金を受け取らないことにして、アメリカが黄金の部分的な非金銭化を進める可能性も無視できない。黄金の輸入を無制限に受け入れるというアメリカの今の政策は、伝統を維持して移行期における信頼/安心を強化するという意図での一時的手段としてなら、正当化できるかもしれない。だがこれが永続的な仕組みだと考えると、愚かしい支出だという以外の判断は下しようがない。連邦準備理事会が、黄金の流入、流出に関係なくドルの価値を一定に保ちたいなら、とても高価で要りもしない黄金を造幣局で買い取り続けるのは何のためだろうか？ もしアメリカの造幣局が黄金の買い入れをやめることにしても、黄金の実勢価格以外はすべてが、以前とまったく変わりなく続くことだろう。

黄金の価値の将来安定性に対する信頼は、したがってアメリカが要りもしない黄金を受け入れ続けるほど愚かであり続けるか、そして受け入れる場合にはそれを固定価格に維持するほど賢明であり続けるかどうかにかかっている。この二重の出来事は、アメリカ国民が何一つ理解せず、連邦準備理事会がすべてを理解しているというコラボレーションを通じてなら実現できるかもしれない。だがこのポジションは危うい。そして、自分たちの将来の通貨基準をどうするか選べる立場の国にとっては、あまり魅力的なものではない。

この黄金の安定性見通しに関する議論は、何も制約のない完全な金本位制回復を支持する第2の主要議論をあらかじめ予想することで部分的に答が出ている。その第2の主要議論とは、金本位制が危険な「管理」通貨を避ける唯一の手段だ、というものだ。

これまでのわれわれの体験から見て、慎重な人々が財務大臣や国立銀行とは独立の価値基準を所望するのは自然なことだ。現在の物事の状態は、政治家たちの無知と気まぐれが、経済分野に破滅的な結果をもたらす機会をたっぷり提供してしまった。政治家や銀行家の経済学や金融に関する一般的な教育水準は、イノベーションを実施したり安全に運用したりできるとはとても思えない代物だと思われる。それどころか、為替レートを安定化させる主要な目的は、まさに財務大臣たちを縛り付けることだと思われるのだ。

これらは金本位制放棄をためらう根拠としてはもっともなものだ。だがこの見方が根拠としている経験は、政治家や銀行家の能力について、決して公平なものとはいえない。われわれが経験を有する非金属の通貨基準は、冷静に実施された科学実験にはほど遠いものだからだ。それは戦争やインフレ課税の結果として、仕方なしに採用された最後のよりどころでしかなく、その時点で国の財務は崩壊しているか、状況が手に負えなくなっているかだったからだ。当然そうした状況にあって、金本位制放棄は惨劇を伴ったり、惨劇の序曲だったりしただろう。だがそこから平常時に何が実現できるかについて論じることはできない。価値基準の規制管理が、これほどの社会的必要性もないのに成功裏に実施される他の多くの活動に比べ、本質的に特に難しいとは思えない。

もし本当に神意が黄金を見守っていたり、自然が出来合いの価値基準を提供してくれたりしたのであれば、私はわずかな改良だけのために、価値基準の管理を理事会や政府のあ

りうべき弱点や無知に委ねたりはしないだろう。だが、いまの状況はそういうものではない。出来合いの基準などない。経験から見て、緊急事態においては財務大臣たちを縛るわけにはいかない。そして――最も重要なこととして――紙幣と銀行信用の現代世界においては、望むと望ままいと、「管理」通貨から逃れる道はないのだ――黄金への兌換性は、黄金自体の価値が中央銀行の政策に依存するという事実を変えはしない。

いまの最後の文は、立ち止まって考えて見るだけの価値がある。これは戦前に教わり教えてきた、黄金準備高のドクトリンとは大幅にちがっている。かつては、必要以上の黄金を抱え込むほど浪費家の中央銀行も、必要以下の黄金しか持たないほど不謹慎な中央銀行もないだろうと想定されていた。ときどき黄金は流通に流れ出したり、外国への輸出で流出したりはする。そうした場合に必要な量は、中央銀行の持つ負債と大ざっぱに一定比率を保っていることが経験的に示された。そしてその比率よりも明らかに高い比率が、他の不測の事態に備え、安心感を生み出すために追加で上乗せされた。そして信用創造は、この比率の維持を主に眺めつつ規制された。たとえばイングランド銀行は、黄金の流れに流されて、流入や流出を容認してそれが「自然な」結果を生み出すに任せ、それが物価に与える影響を防止しようなどという発想でそれを制限することは一切なかった。すでに戦前から、この仕組みはその人工性のために危うくなりつつあった。そこでの「比率」は、時間の経過につれて事実との関連性を失い、ほとんど単なる因習でしかなくなっていた。その比率が今より高かろうと低かろうと、何も問題は生じなかったはずだ*8。戦争がこの因習を破壊した。というのも黄金を実際の流通から引き上げたことで、この因習の背後にある現実性の要素の一つが破壊され、兌換性の停止がもう一つを破壊したのだから。銀行割引歩合を規制するのに、意味をすべて失ってしまった「比率」を参照するのは馬鹿げて見えただろう。そして過去十年かけて新しい政策が生まれてきた。銀行割引歩合は今や、不完全かつ実験的ではあっても、事業安定性と物価安定性のための信用拡大と収縮を規制するために活用されている。それがドルとの為替レートの安定性を実現するために使われている限り、国内物価の安定性と一貫性を持たないのであれば、戦前政策の遺物がそこには存在し、相容れない狙いの中で妥協が図られているのだ。

金本位制への復帰を支持する人々は、われわれの実際の実務がどれほどちがった方向へ漂ってきたかを必ずしも十分に理解していない。金本位制に復帰したら、銀行割引歩合についても戦前の考え方に戻り、黄金の流れが国内物価に対しても好き勝手な影響を与えるに任せ、信用サイクルが物価と雇用の安定に与える悲惨な影響を緩和しようという試みを放棄すべきなのだろうか？あるいは現在の政策の実験的なイノベーションを継続して発展させ、「銀行レシオ」を無視して、われわれの必要性をはるかに上回る黄金の集積や、必要性をはるかに下回る枯渇を容認すべきなのだろうか？

正直言って、金本位制はすでに野蛮な遺物でしかない。イングランド銀行総裁以下あらゆる人々は、いまや事業や物価や雇用の安定性確保に主に興味があって、どうしても選択しろと言われたら、意図的にこうしたものを犠牲にしてまで、破綻したドグマを採用することはたぶんないだろう。そのドグマにおけるかつての価値は一オンスあたり3ポンド17シリング10 $\frac{1}{2}$ なのだ。古びた基準の支持者たちは、それが現代の精神からも必要性からも以下にかけ離れているかを見ようとしな。規制管理された非金属基準はだれも気がつかないうちにすべりこんできた。それは実在するのだ。経済学者たちがうとうとしてい

*8 これについて私が1914年に書いたことを参照してほしい。The Economic Journal, xxiv. p. 621.

る間に、百年前からの学術界の夢が、その帽子と外套を脱ぎ、紙製のボロに身を包み、悪い妖精たち――常によい妖精たちよりはるかに強力――つまり邪悪な財務大臣たちを手段として現実界に忍び込んできたのだ。

こうした理由から、金本位制復活を唱える開明的な支持者たち、たとえばホートレー氏などは、それが「自然」通貨への復帰だから歓迎しているわけではなく、かなり決然と、それが「管理」されたものになるよう意図している。黄金というのは単なる立憲君主としてのみ復帰させるもので、その古代の独裁的な力をはぎ取られ、銀行議会の助言に従わざるを得なくなっている。ジェノヴァ通貨宣言を起草した人々の内心にあった発想を採用するというのが、ホートレー氏の金本位制依存にとっては不可欠な条件となる。かれは「通貨発行の各中央銀行間に絶え間ない協力慣行」(決議3)を想定し、また黄金為替レート基準に基づいた「黄金の購買力の無用な変動を防ぐよう」(決議11)設計された国際条約を要求している*9。だが「黄金の将来的な購買力をめぐる困難を阻止する手立ての有無」を無視して金本位制を復活させるべきだとは言わない。「国際的な行動を推進するのは容易ではないし、それが失敗したら、当面の最も賢明な方向性は、ポンドを金属にしぼりつけることではなく、ポンドを商品で見たときの安定性に専念することだろう。金属の変動については予測できないからだ*10」

こんな支持論を前にすると、そもそもなぜ黄金を少しでも持ち出す必要があるのか尋ねたくなるのも当然だろう。ホートレー氏はこの妥協についてすぐ思い出す支持論、つまり気分と伝統の力については何ら強調していないし、イギリス人は君主の首をはねるよりは権力を奪うほうがお気に入りだという議論も挙げていない。だが他に三つの理由を提示している。(1) 黄金は国際債務収支の決済のため、流動性のある準備高として必要なのである、(2) それが古いシステムから切り離されないまま実験を可能にしてくれる、(3) 黄金生産者の既存利権を考えねばならない。だがこうした目的は、次章での私の提案でほぼすべて達成されているので、ここでそれを論じる必要はない。

一方で、国際協力が金本位制をうまく運営するだろうという敬虔なる希望に基づいて、金本位制を復位させることについては深い反対論がある。世界の現在の黄金配分だと、金本位制復活はどうしても、物価水準と信用サイクルの扱いをアメリカの連邦準備理事会に任せるということになってしまう。きわめて親密で親しい協力が同理事会とイングランド銀行との間に確立されたとしても、力の相当部分はアメリカ側にあることになる。理事会は、やろうと思えばイングランド銀行を無視できる。だがイングランド銀行は理事会を無視しようとするれば、場合に応じて黄金を浴びせかけられたり、黄金を奪い去られたりすることになる。さらに、イングランド銀行がアメリカ側の政策を牛耳ったり、あるいはイギリスの利益になるようにアメリカの割引率に影響を及ぼしたりする試みがあるのではと、アメリカ人たちの間で大いに疑念が持ち上がるのはまちがいない(アメリカ人はそういう傾向を持つのだ)。またイギリスとしても、世界の余った黄金を死蔵するための、無駄な支出についてある程度負担するしかなくなる。

現在の状況では、イギリスとしての行動の自由をアメリカの連邦準備理事会に委ねてしまうのは、性急だろう。同理事会が急を迫られる状況で、勇気と独立性を持って行動できるかどうかについては、十分な経験をまだ持っていない。連邦準備理事会は、派閥的な利

*9 *Monetary Reconstruction*, p.132.

*10 *Loc cit* p.22.

害の圧力から逃れようと苦闘している。だがそれが完全に成功するかどうか、まだ確信がない。同理事会は、未だに安いお金を要求する勢力のせっかちさに圧倒されかねないのだ。イギリスからの影響があるのではという疑念は、同理事会の力を強化するどころか、世間的な要求への抵抗力を大幅に弱めてしまう。また、理事会自体の弱さやまちがいはまったく別の話として、同じ政策を同時に適用するのが、両方の国にとって利益になるかどうかは、必ずしもはっきりしない。信用サイクルの発展とビジネスの状態は、時に大西洋の両岸で大幅にちがっているかもしれないのだ。

だから、物価と信用と雇用の安定性を何より重要と考える私としては、古くさい金本位制がかつて与えてくれたような安定性のかけらですら与えてくれるとはまるで確信できないこともあって、戦前の水準での金本位制復帰政策は拒絶するものである。同時に私は、ホートレー氏が提案したように、アメリカと共同で「管理型」金本位制を試みるのが賢明かどうかとも疑わしく思う。なぜならそれは、古い金本位制のあまりに多くの欠点を残しつつ、長所は残っておらず、さらにそれがイギリスをあまりに連邦準備理事会の政策や望みに依存させることになってしまうからだ。

第 5 章

将来的なお金の管理についての建設的提言

本書の議論と分析を満足させるような、しっかりした建設的な仕組みというのは、以下のようなものを提供しなくてはならない：

- I. 国内物価水準をできるだけ安定させるように、通貨と信用の供給を制御する手法。
- II. 純粋に一時的な為替レート変動を避けるために、外国為替の供給を制御する手段。その一時的な変動とは、季節性などの影響によるもので、内外物価水準の関係の長期的変化から生じたものではない。

大英帝国における理想の仕組みは、(第一次)大戦以来、なかば場当たりに発達してきた実際の仕組みを適応させることで、ごく簡単かつすぐに実現できるはずだ。まずイギリスを例に適用してみることで、その全般的な考え方を詳細に示そう。その後は、他の国にそれを応用する場合に必要な変更点をざっと述べるだけで十分となるはずだ。

5.1 イギリス

今日、実際に運用されているシステムはおおむね以下のようなものだ。

(1) 国内物価水準は、おおむね市中銀行、それも主にビッグファイブが創り出す信用量で決まる。不況のときには、世間は現金残高を増やそうとするので、ある物価水準を維持するためには、みんなが残高を減らす好況期に必要なとされるより大量の信用創造が必要になる(これは第三章 35 ページで説明した理論通りだ)。

このようにして創られた信用の量は、こんどは銀行の預金残高でだいたい量れる。というもこの総量の変動は、その銀行の投資、手形、前渡し金などの総額の変化に対応するはずだからだ。さて、銀行の預金と、その「手持ち現金とイングランド銀行にある現金」との比率が、その状況に応じてかなり広い範囲で変動すべきではない理由はない。だが実際には、銀行はどこも通常は経験則で動くので、事前に決めた「比率」から大きくずれることはない^{*1}。最近だとその総預金は常に、「現金」の 9 倍くらいだった。これが一般に

^{*1} 市中銀行 (Joint Stock banks) は 1921 年以來、月次の収益を公開している。ちょっとした「お飾り」が一時的に施される半年ごとの財務諸表を除けば、変動の極端な幅は、「現金」と預金比率で 11.0 パーセントから 11.9 パーセントの間で、前渡し金と預金の比率だと 41.1 パーセントから 50.1 パーセントだった。これらの数字は二年半にわたる、きわめて変化の激しい状況をカバーしている。個別銀行での「比率」は銀行ごとにちがうし、上に挙げたのは平均値であり、その安定性はそれぞれの大手銀行が自分たちの方

「安全」と思われている比率なので、これ以下になるのは銀行の評判のためにはよろしくないし、高すぎても収益力の面でよろしくない。だから銀行はあれやこれやの手口で、各種の総信用創造（投資、手形、前渡し）を、だいたいいまの基準にあわせて自分たちの容量に応じて調整する。そこから、その銀行にとって、銀行券やカレンシーノート（訳注：1914-28年に金貨回収のための代用紙幣として発行された政府紙幣で、その後普通の中央銀行券紙幣に切り替え）やイングランド銀行預金という形で存在する各種の「現金」の量は、銀行が創造する信用の量をかなり決めるということになる。

したがって因果の連鎖をもう一段進めるには、何が銀行の「現金」を決めるのか検討しなくてはならない。その量を変える方法は、以下の三つのどれかしかない：(a) 世間が流通している紙幣の増減を必要とする、(b) 財務省がカレンシーノート（政府紙幣）勘定からの借入れ額を増減させる、(c) イングランド銀行が資産を増減させる*2

この議論を完成させるには、まだ言及されていない要因をもう一つ導入しなければならない。つまり (d) 短期国債保有高という形での、銀行の二番手準備金の比率だ。これは一歩離れただけの現金と見なせる。「現金」の安全な比率が何かを決めるにあたり、銀行は短期国債の量も少し考慮する。この手持ち量を減らせばすぐに「現金」を増やし、財務省に対してカレンシーノート（政府紙幣）勘定かイングランド銀行からもっと借りようながせるからだ。先に述べた9倍の比率は、短期国債保有の最低量を想定しており、そうした短期国債の量が十分になれば、変える必要があるかもしれない。だがこの要因 (d) がもう一つ重要になるのは、それが財務省からの圧力の原因にもなるからだ。財務省が課税や、もっと魅力的な長期国債の発行により直接銀行の預金者のリソースを活用したがる場合にはそれが起きる――財務省はそうした税収や国債発行を使い、イングランド銀行からの歳入前渡し金を減らしたり（これは銀行の第一の現金準備高を減らす）、そうでなければ銀行自身が持つ短期国債を減らしたりする（これは銀行の二番手の手形用の準備高を減らす）からだ。

いまの (a), (b), (c), (d) をあわせるとおおむね話は尽きる。だがここでの議論のためには、(a) と (b) をあまり別立てで議論する必要もない。これは (c) と (d) に反映されているからだ。(a) は部分的には商業活動に依存するが、主には物価水準自体に影響される。そして実務的には (a) の変動は、銀行の「現金」に直接は影響しない――というの、(a) の下でもっと紙幣が必要になったら、紙幣発行量は増え、財務省はカレンシーノート（政府紙幣）勘定からそれに対応する追加の金額を借入れ、この場合に財務省はイングランド銀行に返済するか（するとイングランド銀行の資産は減り、結果として他の銀行の「現金」は減る）、それに相当する量の短期国債を引き出す。これはその他銀行の二番手準備高を減らす。つまり (a) の変化が (c) と (d) を通じて銀行のリソースに作用するわけだ*3。さらに (b) について言えば、財務省がカレンシーノート（政府紙幣）勘定から借りる金額が変わると、それが歳入前借り金や短期国債による借入れに逆の方向で作用するわけだ。

だから物価水準の主要な決定要因としては (c) と (d) に注目すればいい。

さて (c)、つまりイングランド銀行の資産は（少なくとも変動部分を見ると）以下のよ

針についてかなり頑固だという事実により拍車がかかっている。

*2 なぜなら預金や流通紙幣というかたちでの負債総額は自動的にその資産規模に依存するからだ。

*3 もし紙幣の追加発行がイングランド銀行からの黄金移転によりカバーされているのであれば、これは単にイングランド銀行の資産を減らす手法ということになる。

うな構成となっている。

- (i) 財務省への歳入前貸し分
- (ii) 優良証券その他への投資
- (iii) 顧客への前渡し金や為替手形
- (iv) 黄金

したがってこうしたアイテムのどれが増えても、他の銀行の「現金」は増え、信用創造が刺激され、したがって物価水準があがる。その逆もなりたつ。

そして (d)、つまり銀行の短期国債保有高は、(i) 国民から課税や借り入れを通じて調達する金額と (ii) イングランド銀行から歳入前借りとして調達する金額と (iii) カレンシーノート（政府紙幣）勘定からの借り入れでの調達によって財務省が得る金額に比べて歳出がどれだけ多いかによる。

ここから、市中銀行の信用創造力は、主にイングランド銀行と財務省の政策や行動に左右されることがわかる。それが決まると、(a)、(b)、(c)、(d) も決まる。

この二つの当局は、どれだけ自分たちの活動をコントロールできて、どこまで受動的なエージェントに徹しなくてはならないのか？ 私の意見では、コントロールの力は主にそれぞれの機関が自分の望みだけ行使できる。財務省についていえば、国民からお金を引き出して負債を市場に売る能力は、明らかにかれらが提供したいと思っている金利と国債の種類による。もちろんやりすぎてしまえばどこかの時点で、まともな条件ではそれ以上の資金調達ができなくなるかもしれない。だがそこに到るにはかなりの余裕があるし、それまでに財務省の政策は、財務大臣や下院の決めた通りのものになれる。イングランド銀行もまた、財務省と協調するならかなりの余裕を持って状況の支配役となれる。投資や黄金を売買して好きに増減できる。前渡し金や手形の場合、その規模はそこまですぐに直接コントロールはできないが、ここでもまた金額を変える、つまり銀行割引歩合を変えることで十分なコントロールが得られる*4。

だから物価水準、ひいては為替レートが、最終的にはイングランド銀行と財務省の政策によるというのは、上の個別部分についてはおおまかには正しい――ただし他の銀行は、公式政策に強く反対ならばそれを阻止するか、少なくともある程度は遅らせられる――ただしそれには通常の比率から離れる覚悟が必要だ。

(2) 現金は、銀行券やカレンシーノート（政府紙幣）という形で、信用創造規模と (1) で述べた国内物価水準により必要となる量を好き勝手なだけ供給できる。これはつまり、実務的には次のようなことだ――理論的には、カレンシーノート（政府紙幣）の発行には制限が課されている。それは前の暦年に実際に実現された最大の（黄金の裏付けなしの）信用発行だ。だがこの理論的な最大値が決められて以来、発行高が実際にそれに達したこ

*4 銀行割引歩合だけが唯一の決定要因だと思われていることが多い。だが銀行割引歩合が作用するのは (c) つまりイングランド銀行の資産に対する反応を通じてだけだ。以前は、それは (c) の構成要素のうち二つにかなり直接的に作用した。つまり (c) (iii) 顧客への前渡し金や為替手形と (c) (iv) 黄金だ。現在では、一つにしか作用できない。それが (c) (iii) だ。だが (c) (i) 財務省への歳入前貸し分と (c) (ii) 優良証券その他への投資もまた、信用創造への影響という点でかなりの力を持つことが多い。だから銀行割引歩合が低くても、同時に (c) (i) や (c) (ii) を減らせばほとんど中和されるし、高い銀行割引歩合はそれを増やせば中和される。実際、イングランド銀行はおそらく、他の何よりも証券の売買を通じてお金の市場^{マネーマーケット}を決定的に屈服させられるはずだ。そして銀行割引歩合の効用は、単体で (c) (ii. ¥) の意図的な調整に支援されない場合には、実務上それが上下に変動できる自由度と、現実的な変動への制約との各種条件によって小さくなっている。

とはない。そしてこの規則は、いまや古くなったドクトリンから生じたものだし、ほとんどの責任ある見解ともずれているので、緩和してかまわない。これはクンリフ委員会が、これ以上デフレプロセスを意図的に続けたいのでない限り緊急に変えるべきと提言した分野だ。不景気に続いて、活発な経済活動と雇用の年がやってきたとき、通貨への需要が増大する時点が必ずくるはずだ。このとき、その需要を満たさなければ、景気回復は意図的に抑えられることになってしまう。

このために今日では、信用創造を見守ってコントロールし、通貨の創造はそれにあわせて行うという傾向になっている。これは以前に行われていた、通貨の創造を見守ってコントロールし、信用創造をそれにあわせて行うというやり方とはちがう――でも今日のやり方が正当なのだと私は思う。

(3) イングランド銀行の黄金は動かない。 イングランド銀行は売りも買いもしない。黄金はイギリスの仕組みではまったく使われない。だがたまに、銀行は黄金をアメリカに送り出して、イギリス財務省がドル債務を返済できるようにする。イギリスにやってくる南アフリカなどからの黄金は、イギリスを純粹に中継センターとして使っているだけで、ほとんどが再輸出される。

(4) 外国為替レートは規制されず、放置されている。 為替レートは日々、季節と他の不規則な影響に応じて変動する。長期的にはそれは、これまで見た通り、各国それぞれの信用政策にもとづいて生じる、内外の相対的な物価水準に依存する。だがこれはおおむね実情だとはいえ、担当当局が明言する政策でもないし、また一貫してこうした政策が執られているわけでもない。ポンドの対ドル為替レートを戦前水準の平価で固定するというのが、当局の野心だ。そしていまだに、国内物価水準や信用政策が反対方向を向いているのに、為替レートを左右しようとして銀行割引歩合が引き上げられたりしかねない。

現状はざっとこんなものだ――そして議論を無用に圧縮していたなら読者にはお詫びする。これは戦前の仕組みとは本質的にちがうものだ。実務的には、すでに銀行割引歩合と信用政策を国内物価水準や、国内信用の過大/過少増大を見ながら変えるという理想に向けて、かなり歩みを進めてきた。これは戦前のように流通現金量（あるいは銀行の黄金準備高）や対ドル為替レートを見て決めるやりかたとはちがうのだ。

I. ここから、私の最初の要件を満たす優れた建設的な仕組みは、今ある仕組みをもっと意図的で自覚的な方向に進めるだけで実現することになる。これまで財務省とイングランド銀行は、対ドル為替レートの安定性（それもできれば戦前の平価で）を目標として設定してきた。ドル（または黄金）の価値がどう変動してもこの目標にこだわるつもりかどうかは明らかでない。つまり、（両者が相容れない場合）ポンド建ての物価安定を犠牲にしてまで、対ドル為替レートの安定を図るつもりかどうかはわからない。いずれにしても、私の仕組みではポンド建ての物価安定性を優先的な目標として採用する必要がある――でも、アメリカの連邦準備理事会と協力して共通政策を持つことで、為替レート安定を二次的な目標にするのがこれで阻害されるわけではない。アメリカ連邦準備理事会がドル物価を安定にしておける限り、ポンド物価を安定にするという目的は、ポンドの対ドル為替レートを一定に保つという目標と同じになる。私の提言は、アメリカ連邦準備理事会がドル物価を安定させておけない場合には、単に為替レートを固定水準に保つというためだけに、ポンド建て物価をも道連れにさせるべきではないという決意さえあればいいのだ。

もしイングランド銀行、イギリス財務省とビッグファイブの銀行たちがこの政策を採用

するなら、この三者はそれぞれ、銀行割引歩合、政府の借り入れ、事業用前渡し融資においてどんな基準を使うべきだろうか？ 最初の問題は、その基準が厳密な数式であるべきか、それとも手持ちデータに基づく状況に応じた総合的判断であるべきか、ということだ。為替レート安定性よりも物価安定性を重視しろという議論の先駆者であるアーヴィング・フィッシャー教授は、「補填つきドル」という形で前者を支持した。この「補填つきドル」は、ある物価指数を参照して自動的に調整されるもので、人の判断はそこにまったく入り込まない。だがフィッシャー教授は、戦前の黄金準備高や黄金比率のシステムになるべく簡単に接ぎ木できるような手法を提案するという利点を重視されていたのかもしれない。いずれにしても、私はこれほど杓子定規な仕組みが賢明か、そして実施可能かどうかとも疑問だと思う。矯正手段を講じるとき、物価の変動が実際にはじまるまで待つなら、もはや手遅れになっているかもしれない。「対抗措置が必要なのは、過去の物価上昇ではなく、未来の物価上昇なのである^{*5}」。信用サイクルは惰性が強いという特徴があるので、物価変動は累積的になりがちで、ある時点までは物価の変動が同じ方向へのさらなる変動を招くことになる。フィッシャー教授の手法は、黄金の価値の長期トレンドに対応するものとして改変適用できるだろうが、もっと有害なことも多い短期的な信用サイクル変動には適用できない。それでも、実際の物価変動で必要になるまで手をこまねいているのは推奨できないにしても、もし標準的な複合商品価格を反映した公式の指数がまとめられるのであれば、当局がこの複合商品を価値基準として採用して、この複合商品価格が標準値から数パーセント以上、上がるのも下がるのも全力をあげて阻止するようにすることで、安心感を醸成できるし、また価値の客観的な基準も得られる。これは戦前に、黄金価格が数パーセント以上変動するのを全力で阻止したのと同じやり方だ。標準複合商品の厳密な構成は、そこに含まれる各種の構成要素の相対的な経済的重要性の変化にともなって、ときどき変えればよい。

実際の物価動向を除けば、監督当局の行動を決めるべき基準について言うと、信用サイクルの診断と分析について適切に対処するのは本書の範囲を超える。研究がこの問題に深入りすれば、それだけ銀行割引歩合などにより信用拡大をコントロールするタイミングや手法について厳密に理解できるようになる。だがそれまでも、当局が判断の根拠とすべき一般的な経験がすでにかなりあるし、それはますます増大している。実際の物価変動はもちろん、最も重要なデータとなる。だが雇用、生産量、銀行の感じる実質的な融資需要、各種投資の利率、新規株式発行額、流通にまわる現金のフロー、外国貿易統計や為替レート水準などはすべて考慮されるべきだ。主要な点としては、こうした使える手法を通じて当局が追求すべき目標は、物価の安定性であるべきだ、ということだ。

たとえば少なくとも、最近（イギリスで）実施されたような行動は避けられるはずだ。イギリスでは「現金」供給が、^{リアルバランス}実物収支が増大しつつあるときに減らされて、この行動のおかげで最近の不景気は目に見えて悪化したのだ。当時、実質残高が下がっているとき、つまり物価が現金量の増大（少しでも増えているなら）に比べて不釣り合いなほど上がっているときこそ現金供給を減らすべきであり、現金の供給を増やすのは実質残高が上がっているときなのだ^{と理解されていれば}（そして現在のわれわれの慣行らしきものの正反対だと理解されていれば）、変動の規模をかなり抑えられたかもしれない。

II. この腫瘍目的と、為替レートの最大限の安定性とをどう組み合わせるのが最適だろ

*5 ホートレー『お金の再構築』p. 105.

うか？ 両方のいいとこ取り――長期的な物価の安定性と、短期の為替レート安定性――ができるだろうか？ 金本位制のすばらしい利点とは、第3章で分析したように、一時的な影響に対する為替レートの過剰な敏感さを克服できるということだ。もしできることなら、この長所を確保しつつ、黄金自体の価値の大きな変動に身を委ねたりしないですませられるようにするのが目標となるだろう。

もしイングランド銀行が黄金価格規制の仕事を引き受けるなら、この方向でかなりの成果があがると私は思う。これはイングランド銀行が割引率を規制しているのとちょうど同じことだ。「規制」はするが「ペグ」はしない。イングランド銀行は戦前とまったく同じように、黄金の売買価格を持ち、その価格は銀行割引歩合と同じように、かなりの期間にわたって変えないようにすべきだ。だがそれは、銀行割引歩合が固定されていないのと同じように、がちり固定したり「ペグ」したりするのではない。黄金についてのイングランド銀行売買価格は、毎週木曜日の朝に、手形の割引率発表と同じ時間に発表される。そして売買価格の差は、戦前のマージンと同じで、1オンスあたり3ポンド17シリング10 $\frac{1}{2}$ ペンスから、3ポンド17シリング9ペンスの間となる。ただし価格のあまり頻繁な変更を避けるため、その差は1 $\frac{1}{2}$ ペンスより多くてもいいかもしれない――たとえば $\frac{1}{2}$ から1パーセントなどだ。イングランド銀行としてある程度の期間は固定価格で黄金を売買することにすれば、ドルとポンドの為替レートもそれに対応した範囲内で安定し、ちょっとした風向きの変化でいちいち変わるのではなく、銀行がポンド物価安定性のために変えるべきだとしっかり判断したときにだけ変わることになる。

もし銀行割引歩合と黄金価格の相乗効果で、黄金の過剰な流入や流出が生じているなら、イングランド銀行は安定性を崩すそのフローが、国内要因で生じているのか外国要因で生じているのかを見極める必要がある。考えをはっきりさせるため、仮に黄金が流出しているとしよう。もしその原因が、商品に対するポンドの価値が下がっているせいなら、正しい対処法は銀行割引歩合を上げることだ。もしそれが、黄金の価値が商品に対して上昇傾向にあるせいなら、正しい対処法は黄金の買い取り価格を引き上げることだ。だがこのフローが季節変動など一時的要因によるものなら、そのまま放置すべきだ（もちろんここでは、銀行の黄金準備高が必要になりそうな量に等しいものと想定している）。その場合には、現状に対応した反動がおきたときに、事態は自然に解決される。

イングランド銀行によるコントロール強化のため、副次的な提案を二つしておこう。

(1) アメリカへの負債返済のため、イギリス財務省は平日ごとに50万ドル近くを買わねばならない。この巨額の購入のために採用される具体的な手法は、為替レートの短期的な変動に大きく影響する。私は、この業務の実施はイングランド銀行に委託すべきだと考える。その明示的な狙いは、通常の経済活動需要の増減から生じる為替レートの変動を最小化することだ。特に、この購入を一年を通じてうまく振り分ければ、第3章で論じた通常の季節変動を大幅に緩和できる。もし経済活動からの需要が年の半分に集中しているなら、財務省による需要は残りの半年に集中させればよい。

(2) イングランド銀行が、取引される黄金の売買価格だけでなく、三ヶ月先物の黄金についても売買価格を毎日即座に発表するなら、ここで提案した仕組みの本質的な特徴はそのままに、手法面での改良となることだろう。現物と先物の発表価格差（差があればだが）は、先物の現物に対するディスカウントかプレミアムとなるが、これはイングランド銀行がロンドンにおける金利をニューヨークより低くしたいか高くしたいかを示す。イングランド銀行による先物価格発表があれば、先物取引における自由市場のしっかりした基盤と

なり、戦前と同じような短期的なロンドンとニューヨーク間の資金移動に貢献すると同時に、実物の金塊が行ったり来たりするのは最低限にとどめられる。この点についてはこれ以上述べる必要はない。というのも、これは第3章のセクション3で述べた議論の応用でしかないからだ。そこでの議論を読み返してもらえれば、すぐに理解できるはずだ。

後は紙幣発行の規制という問題が残っている。これについての私の提案はショッキングに思えるかもしれない。でもそれが単に慣習を無視している点以外は、既存の状態から本質的にちがってはいないことに気がつけば、読者もそれほど驚かないはずだ。紙幣発行に対して決まった量の黄金準備高を割り当てる狙いは、法定通貨を法で決まった平価に維持するために、信用と購買力の抑制が至急必要となった場合に、すぐに無視できない危険信号を発するためだ。だがこの仕組みは、何も無いよりはましとはいえ、発想が原始的で、信用と通貨の古い発展段階が生き残っているにすぎない。なぜなら、そこには二つの大きな欠点があるのだ。紙幣発行に対して最低限の決まった黄金準備高を保有すると、結果としてそれだけの黄金は動かせなくなり、したがってそこに保存された価値は、国の国際収支で一時的または突発的な赤字が発生したときの対応には使えなくなってしまうのだ。そして既存の最低水準やそこから上への逸脱を、信用を減らせと警告したり、信用拡大を奨励したりするバロメータとして受け止めるのであれば、それはほとんどの人がこの目的のためには二流でしかないと合意している基準を使うことになる。なぜならこの基準は、必要な警告をあまり早めに与えてくれないからだ。黄金の値動きが実際に起こっているなら、これはつまり不均衡がすでにかなり進んでいるということだ。そしてこの基準は兌換性を維持したり、黄金の過剰な氾濫を防止したりするには間に合うかもしれないが、物価の有害な上下動を避けるのには間に合わない。この手法は、みんな兌換性の維持しか念頭になかった時代に属するものだ（無制限の金本位制しかなかった時代には、それ以外に考慮すべきことなどなかったのだ）。当時は銀行割引歩合を使って、物価や雇用を安定に保つなどというのが実務的な政治にはなっていなかったのだ。

過去五年で、われわれの思考がどれほど遠くまで来たかを、みんなほとんど理解していない。だが1918年刊行の有名な『戦後の通貨と外国為替に関するクンリフ報告書』を読み直すと、その後われわれがどれほどの距離を踏破したかは、だれでも赤裸々にわかることだろう。この文書は、停戦と同じ月に刊行されたものだ。これは1919年における英ポンドのペグ解除と、ヨーロッパ為替の大規模な崩壊や、1920-21年のすさまじい好況とその破綻、そして世界中の黄金の大幅なアメリカ集中よりもはるか前にまとめられたもので、さらに1922-23年のアメリカ連邦準備制度の体験や、その黄金をワシントンに埋めて物価に完全に影響しないように流通から退蔵させ、実質的に黄金を非通貨化する以前の話でもある。『クンリフ報告』は、混じりつけのない戦前の処方箋だ――それが戦争の四年間の空白期間後にかかれ、和平が一向に見えず、過去五年間の革命的で予想不可能な経験を知らずに書かれたことを考えれば、それは無理もないことではある。

『クンリフ報告』から脱落しているものとして、最も特筆に値するのは物価水準安定性の問題が一切触れられていないということだ。そしてこの報告書は、(第一次)大戦前のシステムを回復しようとする内容なのだが、その戦前システムが均衡を回復するために意図的に「その結果としての雇用の緩み」を引き起こしたと、嬉々として説明している。『クンリフ報告』は、すでに絶滅してほとんど忘れ去られた思想秩序に属する。こんな考え方をする人はもはやほとんどいない。だがこの報告は未だにイギリスの政策の公式宣言とされており、イングランド銀行も財務省も、未だにそれを自分たちの行進命令として扱って

いるとされる。

紙幣発行規制に戻ろう。もし黄金が流通に使われないと合意し、銀行割引歩合の上下動を決めるにあたり、黄金準備高と紙幣発行額の比率以外の基準を使ったほうが良いと認めるなら、黄金の使い道は（重要ではあるが）緊急事態用のへそくりとしての価値貯蔵と、国際収支の一時的な悪化による影響を急速に矯正する手法、つまりはポンド/ドル為替レートの日々の安定性を保つための手法としてだけ、ということになる。したがって、黄金準備高はすべて、こうした責任を負う機関の制御下におくことが望ましく、ここで提案した仕組みの下だと、それはイングランド銀行ということになる。一方、紙幣の量は、現在と同じように経済活動と雇用状態、銀行割引歩合と短期国債政策で決まる。この仕組みを左右するのは銀行割引歩合と短期国債政策だ。政府の目標は経済活動と物価、雇用の安定化であり、紙幣の量はこの第一のものの結果で（繰り返すが、これは現在と同じである）、さらに二番目のものの道具となる。その厳密な数学的水準は予想できないし、またその必要もない。また黄金の量も、国際的な非常事態や一時的な負債に対する準備高として用心のため保有しておくにしても、紙幣の量に対する論理的または計算可能な関係など持たない――というのもこの二つは相互に、密接な関係も必然的な関連性も持たないからだ。したがって私の提案は――ショッキングに思えるかもしれないが、ショックを受ける理由はないのだ――黄金準備高と紙幣発行高とを完全に分離するというものだ。この原理がいったん採用されれば、その規制は細かい話でしかなくなる。国の黄金準備高はイングランド銀行の手に集約して、為替レートの短期変動を避けるために使おう。カレンシーノート（政府紙幣）は――そこから利益を得ているのは財務省だから――いっそのこと財務省が発行することにしよう。そしてその発行量について何ら公式な規制はなしにしよう（どうせ規制を作っても使い物にならないか有害無益だ）。このレジームは、既存の状態とは実際面でまったく変わらず、変更は形式的なものとなる。

読者は、私が提案しているシステムにおいて黄金にも役割を残していることを見て取れるだろう。究極の安全措置と、緊急に必要となったときの準備高としては、黄金以上のものはまだない。だが、黄金の利点を手に入れるのに、法定通貨を黄金の各種むら気にすべて黙って従わせ、その実質購買力の予想できない将来変動に委ねる必要はないと強く主張したいのだ。

5.2 アメリカ

いまの提案は、イギリスのためのものであり、細部もイギリスにあわせてある。だがその根底にある原理は、大西洋の反対側でもまったく同じだ。アメリカでもイギリスと同じく、現時点で半ば意識的、半ば無意識のうちに実際に行われている手法は、主に私が主張した路線に沿っている。実務的には連邦準備理事会はしばしば、黄金準備高の債務に対する比率を無視して、割引政策を決めるにあたり、物価、経済活動、雇用の安定性を維持するという目的に影響されている。慣習と保守性から連邦準備理事会は黄金を受け入れる。慎重さと理解力のおかげでそれを埋めて（訳注：死蔵して）しまう。実際、信用サイクルの理論と検討は、イギリスの経済学者よりアメリカの経済学者たちにはるかに熱心に採りあげられ、はるかに発展をとげてきたので、連邦準備理事会のほうがイングランド銀行よりも、そうした思想をはるかに無視しづらいだろうし、どこまで意識的かはさておき、それに影響を受けるのも避けられないだろう。

連邦準備理事会が割引政策を決める理論的根拠によれば、黄金の流入と流出および黄金の対負債比率を参照することになっているが、こんな理論はすでに徹底的に死んでいる。連邦準備理事会が比率など無視して、黄金が物価に影響を完全に与えきらないうちに受け入れてしまうようになったとたん*6、そんなものは消え失せし、消え失せるのが正しかったのだ。それはその当時、信用と物価の拡張が望ましくないと考えたから行われたことだった。その日から、黄金に対して口先だけでも敬意を示し続けているほぼ最後の国によって黄金は非通貨化されており、聖書に登場する邪教である黄金の仔牛信仰にも似た金本位制の台座の上にドル本位制が構築されたのだ。過去二年にわたり、アメリカは金本位制を維持するふりをしてきた。でも実際にはドル本位制を確立したのだ。そしてドルの価値が黄金の価値にしたがうよう念を入れるかわりに、かなりの費用をかけて、黄金の価値がドルの価値にしたがうような仕組みを作っている。このようにして金持ち国は、新しい叡智と古い偏見を組み合わせている。ハーバード大学の経済学研究室で考案された、最新の科学的な改善を享受しつつ、ダンギ、ダリウス、コンスタンティヌス、リバプール卿、アルドリッチ上院議員の叡智と経験が聖別した兌換通貨からの性急な逸脱など許容されないと議会には信じ込ませておけるわけだ。

これはまちがいなく、多大な経費をかける価値があることだ――それだけの支出の余裕がある者にとっては。このフィクションのためにアメリカが使っている費用は、年間1億ポンド以下だし、長期的には年平均で5000万ポンド以上にはならないはずだ。だがこうしたあらゆるフィクションには、ある不安定性がある。黄金の山がある程度以上を越えて貯まってくると、議員たちも疑念を抱き始めかねない。どこかの上院議員が本書を読んでそれを理解しないと、だれも確信できないだろう。遅かれ早かれ、このフィクションは価値を失う。

実際、そうであるのが望ましいのだ。この新しい手法は、意識的に、意図的に、公然と実施できるほうが、もっと効率的に機能するし安上がりになる。ハーバード大学の経済学者たちは、ワシントンの経済学者よりこれをよく知っているのだし、いずれはハーバードの学者たちの密やかな勝利が、公開の勝利にふくれあがれば結構なことだ。いずれにしても、イギリス通貨の原理を確立する責務を負う人々は、近々アメリカの造幣局が固定ドル価格での黄金の受け入れをやめるかもしれないという可能性を無視してはいけない。

黄金の強制受け入れをもはや造幣局がやらなくなっても、これまでの兌換性の義務は継続すればいい。紙幣を黄金と交換するという責任は相変わらず残ってもかまわない。理論的には、これはこの制度の完成にミソをつけるものと思われるかもしれない。だが少なくとも今の時点では、そうした規定がアメリカをデフレに向かわせるとは考えにくい――デフレは理論的に考えられる唯一の反対論だ。その一方で、兌換性維持は古くさい人々にとって満足のいく安全策となる。そして変化を導入するのに必要な、議論になりそうな新しい法制を最低限ですませてくれる。多くの人々は、兌換性を少しでもいじるのはいやがっても、だれもほしがらない黄金を受け入れる負担から造幣局を解放することになら賛成するだろう。さらになんか考えられる事態として、連邦準備理事会の判断に逆らって政治的圧力でインフレが引き起こされるかもしれない。それに対する安全策として、兌換性の義

*6 黄金の流入は、どうしても多少はインフレ的な影響をもたらす。なぜかといえば、それを受け取ると自動的に参加銀行の残高が増えてしまうからだ。このどうしようもない要素は、アメリカ造幣局が黄金を断れない以上、回避しようがない。だが黄金は、戦前システムで想定されていたような、乗数的な効果は発揮できないようになっている。

務が使えるかもしれない——というのもわれわれはいまのところ、連邦準備制度がたとえば農民など、政治的影響力を持つコンパクトな利益団体に対してどこまで独立性を保てるかについて、十分な経験を積んでいないからだ。

一方、フーヴァー氏や英米の多くの銀行当局は、ワシントンの黄金のそれなりの割合を、貿易と投資の自然な働きにより、世界中に分散させることこそが、望ましく実際に起こりそうな道筋だと考えている。こうした人々は状況を大きく誤解している。現状でアメリカは、財で計ったときに自然価値（つまりはそれが戦前流の正当理論通りに信用に影響を与え、信用を通じて物価に影響を与えられた場合に持つはずの価値ということ）以上の価格で黄金を受け入れることにしている。そしてこれが続く限り、黄金はそこに流れ込むしかない。この流れを止める方法（ドルの黄金価値を変えるのは問題外とした場合）は二つしかない——ドルの価値が下がるか、外の世界で黄金の価値が上がるかのどちらかだ。この二つのうち前者、つまりアメリカでのインフレを通じたドルの価値下落は、多くのイギリス当局者たちが希望をかけているものだ。だがそれが実現するには、連邦準備理事会の現在の政策がひっくり返るか破綻するしかない。さらに、無用の黄金の量はいまやあまりに大きいし、世界の他の国がそれを吸収する能力は大幅に下がってしまったので、そのインフレはかなり長期に及ぶものでなければならないし、望む結果をもたらそうという強い決意の裏打ちが必要だ。アメリカの貧窮した消費者たちが実物財に飢えて、もはやただの金属など使い道がなくなるには、ドル物価はきわめて高くなる必要がある。それでやると、アメリカは2億ポンド相当の黄金を手放して商品を買おうとするだろう。アメリカの銀行当局は、黄金が必要とされず処分が必要なら、黄金のドル価格を引き下げるほうがずっと簡単だといずれは気がつくはずだ。黄金だろうと銅だろうと小麦だろうと、余った在庫を売りさばく唯一の方法は値段を下げることなのだから。

これにかわる手段、つまり外の世界で黄金の価値を上げるというのは、無用な黄金を買い取るという責務からアメリカを解放すべく、どこかの国または国々が手を挙げない限りはまず実現しようがない。イギリス、フランス、イタリア、オランダ、スウェーデン、アルゼンチン、日本など多くの国は、非常時向け備蓄用の使わない黄金なら、すでに十分に持っている。また他のモノより黄金がほしいなら、こうした国がいま黄金を買えない理由は何一つない。

アメリカが、外国に対して融資をもっと積極的に行うと示すことで手持ち黄金を処分できるという発想は、不完全だ。この結果が出てくるのは、その融資がインフレ性の融資であり、融資用資金捻出のために他の部分での支出や投資を削減していない場合だけだ。実質貯蓄からひねり出した外国への投資は、アメリカの黄金をはぎ取ることはない。イギリスの黄金がそれではぎ取られないのと同じだ。だがアメリカが、それまで自国民の手にしてきた購買力をまったく減らすことなく、外国人の手にも大量のドル購買力を渡すならば、まちがいなく物価は上がり、これはさっき議論したのと同じ、通常のインフレ過程によるドルの価値下落手法に戻ってきたことになる。だからアメリカによる外国投資を増やすことで、アメリカの黄金問題に対処するという手法は、それがインフレ容認として意図されたものでない限り効果がない。

だから私は、イギリスにとって賢明な政策が、同じくアメリカにとっても賢明だと論じる。その政策とはつまり、ドルの黄金価値安定ではなく、ドルの商品価値安定を目指すということだ。そしてそれを実現するために、必要ならばドルの黄金価値は変動させるとい

うことだ。

もしイギリスとアメリカがどちらもこの政策を採用し、どちらも成功したら、二次的な課題であるドル為替レート基準の安定性もまた結果的に実現する。理想的な状態というのが、アメリカ連邦準備理事会と、イングランド銀行との密接な協力だという点では、ホートレー氏に同意するものだ。その結果として、物価安定性と為替レート安定性が同時に実現されるだろう。だが、これが経験と双方の利益を通じて自然に発展するほうが、どちらかが相手に自分の身を縛り付けるよりも賢明で実際的だと思うのだ。イングランド銀行が主にポンドの安定性を目指し、連邦準備理事会がドルの安定性を主に目指し、どちらも相手をできる限り信頼の輪に入れるようにすれば、ポンドがドルに対して完全に固定されてしまい、イングランド銀行ができるのは連邦準備理事会に対する影響力を行使してドルを安定させるだけという状況よりはよい結果が実現するはずだ。双方が自由でない協力は反目につながりがちだし、特にドルを安定に保つという仕事が、要りもしない黄金を埋めるための多額の支出を必要とする場合にはなおさらだ。

お金の進化において、われわれは「管理」通貨が避けられない段階にやってきた。だがその管理を単一の機関に任せられる段階にはまだ到達していない。だからわれわれにできる最高のことは、二つの管理通貨、ポンドとドルを持ち、それらの管理の狙いや手法について、なるべく密接な協力を維持することなのだ。

5.3 その他諸国

そのような状況で、他の諸国はどういう道を目指せばいいのだろうか？ まずそもそも、自国通貨のコントロールを失っていない国の話をしているという想定は必要だ。だが近いうちに、ほとんどすべての国がコントロールを回復した段階が達成できそうだし、達成しなければならない。ロシア、ポーランド、ドイツでは、第2章で論じたように、政府が歳出のために、インフレ税や取引税以外の歳入源を作り出すことが必要となる。フランスとイタリアでは、フランとリラを切り下げて、国内債務の返済が納税者の能力範囲内に収まるようにするだけで十分だ。

コントロールを回復したら、おそらくはイギリスとアメリカ以外の国はどれも、独立基準を設定したら不自然だろう。そうした国々にとって最も賢明な方向性は、為替レート基準を使い、ポンドかドルに自国通貨を固定することだろう（ただし、ポンドとドルが大幅に乖離した場合には、変動を加えられる余地を残しておいたほうがいいかもしれない）。そして、自国に黄金の準備高を保有することで安定性を確保し、ロンドンとニューヨークに資金残高を維持することで短期的な変動に対応し、銀行割引歩合などの手法で購買力の量を制御し、それにより相対物価水準の安定性を長期にわたって維持するのだ。

ひょっとすると大英帝国（カナダ以外）とヨーロッパ諸国がポンド本位制を採用するかもしれない。そしてカナダなど北米や南米の諸国はドル本位制を採用するかもしれない。だがどちらも好きなものを選べばいい。やがては知識と理解の進歩を通じて、両者の間に完璧な調和が確立し、どちらを選ぼうとどうでもよくなるかもしれない。

訳者解説

本書は John Maynard Keynes, *A Tract on Monetary Reform* (1923) の全訳となる。翻訳にあたっては初版の英マクミラン版 (pdf 版と復刻版) を使い、その後、著作集に収録される際に加えられた修正を反映させた。なお、著作集版では本書の元になった雑誌論文との詳細な比較を行っており、その異同や改訂内容について詳細な注がついている。これらは研究者には興味深いものだろうが、かえって煩雑になり一般読者にとっての意義は限定的だと考え、そうしたものは本書には含めていない。また著作集版にはフランス語版の序文もあるが、これも当時のフランスに本書の内容を適用する話がほとんどなので割愛した。

5.4 著者ケインズについて

著者ジョン・メイナード・ケインズ (1883-1946) については、いまさら紹介の必要もないだろう。名著 (または立場によっては迷著) 『雇用、利子、お金の一般理論』(1936、拙訳講談社学術文庫) により、経済学とそして世界の政府の役割をも一変させた、偉大な (または立場によっては邪悪な) 経済学者だ。それまでの主流近代経済学は、個人の合理的な活動に基づく完全雇用の世界だけを扱っていた (そしてそのために現実離れたものとなっていた)。だが『一般理論』は経済全体のマクロな状態を考え、金融市場と実物市場の相互作用により不完全雇用と大量の失業が起こり得るという理論を確立した。そして、その失業をなくすために、金融政策と政府による財政出動が使えることを理論的にまとめた。さらに単なる象牙の塔の学者にとどまらず、その理論を実際の政策に導入すべく力を尽くし、戦後の世界経済レジーム構築に大きな役割を果たした実践者でもある。

そして、その理論の重要性は、21 世紀に入って改めて認識が高まっている。1930 年代の大恐慌を背景に成立したケインズ理論は、2000 年代のリーマンショックに続く世界大不況の際に、まともな処方箋を出せた唯一の理論だった。それもその後数学的な洗練を経た現代的なケインズ理論よりは、20 世紀初頭のオリジナルな古くさいケインズ理論こそ最も役に立った。その洗練の過程で切り捨てられたものにこそ、何か重要なものがあつたのではないかと。これがケインズ復権の背景でもある。

本書は、そのケインズ理論の重要な一部となる。特に『一般理論』で少し手薄だった金融理論の部分については、本書が核心の一つとなる。

5.5 本書の構成と時代背景

本書は、お金をめぐる制度が現在とはかなりちがう世界を相手に描かれている。具体的には、世界的に金本位制が概ね基本でありながら、それが維持できるか怪しくなっていた

のが当時の状況だ。

かつて、世界の多くの国は金本位制だった。それぞれの通貨は黄金に対して固定されたレートとなっていた。当初は黄金そのものがお金だったし、その後は黄金の借用証や質札のような形で紙幣が発行されるようになった。古い米ドルには、「この紙幣を銀行に持って行けば一定量の黄金と引き替えます」と書かれていた。

でも、特に本書の執筆時点である 1920 年代、第一次大戦のすさまじい戦費支出にともなう大量の政府支出で紙幣が乱発され、一部の国ではお金の価値がすさまじく下がった（つまりインフレになった）。そして、その価値を元に戻そうとするため、一部の国ではひどいデフレが発生した。

そして……お金は本来中立的であり、インフレやデフレは何も影響を持たないはずなのに、実際にはそれが実体経済にまで影響を与えている。その影響とはどんなもので、なぜそんな影響が発生するのだろうか？　これが本書の出発点だ。

では、その問題意識を元に、本書の概略をまとめよう。

第一章「お金の価値変動が社会に与える影響」

第一章は、当時のケインズの問題意識をもとに、きわめて簡単なことを言っている。お金の価値変動というのはつまり、インフレ（お金の価値が下がる場合）かデフレ（お金の価値が上がる場合）だ。この影響は、社会の万人にとって同じというわけではない。お金の価値が上がれば嬉しい（つまりデフレを望む）のは、もちろんお金を持って、その収益で暮らす人（つまり金利生活者）だ。逆にインフレで、お金ではなくモノの価値が上がると嬉しいのはモノを持っていたり作ったりする人々（つまり実業者）だ。そして世の中には、お金もモノもそんなにない雇われ人がいるけれど、その人々はモノを作ったりする人に雇われていることが多い。

つまりインフレもデフレも、人々に不均等に作用する。そしてそれは、その人々が実体経済で行う活動に影響するのだ。インフレは生産活動を促進するし、デフレはそれを止めてしまう。社会としてどちらかといえば、実際に生産する実業者が元気なほうがいいので、どちらかといえばデフレよりはインフレのほうがいい。でもなるべくそうした変動なしに、お金の価値——ひいてはその裏返しとしての物価——が安定したほうがいい。

第二章「公共財政とお金の価値変化」

続く章では、政府が大量にお金を刷ることで財政の帳尻をあわせるという現象を採りあげる。これは一見すると、お金を刷るだけだから誰も損をしないように思える。でも実際には、それはお金の価値低下によりいまお金を持っている人たちにとっての損失を招く。その後、資本課税の議論もあるが、これはケインズもあまり現実的に可能とは思っていないようなので割愛する。

5.5.1 第三章「お金の理論と為替レートの理論」

この章では、まずこれまでの章でも暗黙のうちに想定されていた、貨幣数量説を説明する。お金を刷れば、それに比例して名目の物価は上がる、というのが貨幣数量説だ。ケインズは、これを基本的に正しいとしつつも、それが機械的にあてはまるものではないこと

を指摘する。途中でやたらにたんす預金が増えたり、取引での支払い方式が変わったりすれば、増えたお金がすぐ物価高につながらないこともある。だからこれは常時厳密に当てはまるものではない。

さらに、二つのお金同士の相対的な値段である為替レートは、購買力平価で理論的には決まる。この理論もまた単純明快。同じものは、世界どこでも同じ価値を持つはずだ。だから同じものの値段を各国同士で比べると、為替レートが出るはずだ。これはたとえば、英『エコノミスト』誌の半分冗談企画である「ビッグマック指数」の考え方だ。もちろん、これも厳密ではない。貿易されないものもあるからだ。こちらもやはり、原則的には正しいけれど杓子定規にあてはめてはいけない。

そしてさらに季節変動への対応と、為替の先物取引が扱われる。為替レートはどうしても季節に応じて変動する。その好例が、実体経済の季節変動からくるお金の需要変化で生じる為替レートの上下動だ。これは銀行が手数料を取ってヘッジしてもいいが、インフレなどで為替レートが変動すると、リスクがあまりに大きくなる。また先物取引でそうした変動をヘッジできるが、これも過度に期待してはいけない。

5.5.2 第四章「通貨政策の別の狙い」

ここからは提言編となる。以上の議論を踏まえて各国が通貨政策として持っている選択肢を比較している。まとめると以下の通り：

- インフレで下がったお金の今の価値を認めて、お金の価値を切り下げる（平価切り下げ）か、それを潔しとせず、以前の水準にまでお金の価値を引きあげ、デフレを引き起こすか？ ケインズの答は当然、平価切り下げだ。デフレの害はきわめて深刻で経済全体が停滞する。それを無理に引き起こしても喜ぶのは金持ち階級だけだ。
- 他国との為替レート（たとえば対ドルレート）を安定させるべきだという考え方がある。これは購買力平価から考えて、自国と他国の購買力の関係を一定に保てということになるので、相手の国次第では自国の物価水準が不安定になる。一方で、為替レートなんか無視して自国国内での物価安定を図るべき、という考え方もある。世界的に物価が安定していれば、これは両立する。でも当時は一部の国がずさまじいインフレに曝されていたので、為替レート安定を求めるのは、自国でも大インフレを引き起こす、という変な政策になりかねない。だから基本は自国の物価水準安定を目指すべきでは？
- 金本位制への復帰は……論外。金本位制の下で物価が安定していたように見えるのはまったくの歴史的偶然。黄金には何ら本質的な価値などないので、それを盲信するのはやめるべき。

第五章「将来的なお金の管理についての建設的提言」

最後の章では、イギリスとアメリカの二カ国に対して通貨政策の提言をしている。基本はどちらに対しても、物価安定を図るためにお金の発行量は銀行の信用創造にあわせて決めるべきで、信用創造は中央銀行と政府がコントロールしろ、ということだ。そのために

は、先物ドルの売買価格公表を行えと提言している。これは実質的には金利のコントロールに等しい。また明示的な金本位制をとっていたアメリカに対しては、その黄金の扱いについても多少の提言がある。そしてそれ以外の国に対しては、基本的にはドルかポンドにペグすべきだと述べる。

つまり本書は基本的には、政府や中央銀行が物価の安定を目指すべきだと主張するものとなる。お金は、貯蓄をする金利生活者と事業者の生産活動を結ぶものだからこそ重要だけれど、生産活動や取引には必ずタイムラグがあるから、その間の物価変動——つまりお金の価値の変動——は生産活動を左右するのだ。お金はその点でのみ重要なんだし、黄金との交換率や為替レートの安定、あるいはある特定水準への回復にばかり気をとられてはならない。そして物価はできれば安定が望ましいが、どちらかといえばデフレのほうが社会の生産活動にとって有害だということも繰り返し述べられている。

5.6 本書の価値とぼくたちにとっての意義

このまとめでわかる通り、本書が書かれた時代背景、特に金融や通貨制度についての状況は現在とは大幅にちがっている。だから、本書の内容もいまや時代遅れで、現代的な意義はないとも思えるかもしれない。ではそれを現在ぼくたちが読む意義は何なのだろうか？ 本書についてカリフォルニア大学バークレー校のブラッドフォード・デロンは、「ケインズの最高の著作かもしれず、マネタリスト経済学についての本としてはまちがいがなく史上最高」と述べている（二〇〇七年ブログ記事）。何がそんなにいいのか？

まず本書で重要なのは、インフレとデフレの相対的な被害についての明示だろう。1990年代からの二十年以上にわたり、日本経済はデフレに苦しんできた。2013年に日本銀行が黒田東彦総裁の指揮下で2パーセントのインフレ目標政策をはっきり採用し、そのために大規模緩和（黒田総裁は「量的・質的金融緩和（QQE）」と呼んでいるが、あまり名称としては普及しない）を行ったことで、執筆時点ではようやくデフレの時代が終わりつつあるようだ。だが、デフレが有害だという認識が浸透するにはあまりに時間がかかりすぎた。デフレは物価が安くなるんだからいいものなんだ、という「よいデフレ」論を、高名な経済学者を含む多くの「有識者」なる人々が言いつつっていた。本書に書かれた認識——デフレは生産者に負担を与え、生産活動を控えさせ、人々を失業に追いやり、喜ぶのは既得権益を持った金持ちばかり——がもっと浸透していれば。

ここは重要なポイントだ。インフレやデフレは、実体経済に影響を与える。そして本書は、その仕組みについても簡潔に指摘している。お金の市場の状況が実体経済に影響を与え、持続的な失業を引き起こすこともある——これはケインズ『一般理論』の肝だ。本書は『一般理論』ほどきちんと定式化してはいないものの、それにつながる明確な認識がすでにある。またその経路についても、すでに明言されている。事業者は価格上昇そのものに反応して生産を増やすのではない。しばらく物価上昇が続くと、それが続くという期待が生まれる。その期待により事業者は生産を高めるのだ（1.2節などを参照）。

インフレ目標政策（またはリフレ政策）に対する批判として、小手先のお金や物価をいじったところで何の役にも立たない、実体経済の生産活動が活発にならなければ景気は回復しない、というものがある。だが本書は——そして後の『一般理論』は——まさに、お金をいじることで実体経済がなぜ影響されるのかを述べたものだ。こうした批判は、ケイ

ンズの主張の基本を理解できていない。驚いたことに、中公クラシックスに収録された本書の解説でもこの主張が平然と展開されている。

そしてここから出てくる、政府や中央銀行にとっての政策目標も重要だろう。インフレもデフレも悪いから、物価の安定を目指そう。そして、どっちかといえばデフレのほうが害が大きいし、またお金や実体経済の状況には突発的な変動もあるということは、多少安全側に余裕を持って、小さめのインフレの状態を保つのが最も政策としては健全性が高く頑強だということになる。むしろ、本書は管理通貨制度の夜明けに書かれたものだし、現在の中央銀行や金融当局ははるかに高度な理論もあり、考えるべき内容もきわめて多い。だがこの基本的な知見は、未だにかわらないものであるはずだ。

もちろん、もっと歴史的な文書として本書を読むこともできる。金本位制や、いわば「強い通貨」を主張する人々の変な議論は、現在でもいろんなところで見かけるものだ。それを見て、人間の進歩のなさを嘆く／おもしろがることもできる。さらに本書は、ケインズの一、二を争う名言が出てくる本でもある。「長期的には、われわれみんな死んでる」というもの。経済学者は目先の問題——たとえば失業——に対して、長期的にはそれが解決される、といたがる。できることは何もないとか、「自然に」任せるべきだとも言う。でも手をこまねいてそんなものを待つだけでは、経済学者も金融当局も存在価値がない。いまできることを考え、実行しよう！

5.7 マネタリストとしてのケインズ？ 本書以後の展開

さて、先ほどデロングの「マネタリスト経済学についての本としてはまちががなく史上最高」という評価を紹介した。これを読んで不思議に思う人や、本当に怒る人さえいるはずだ。というか、実際にいた。ぼくが本書の翻訳をはじめたとき、上のデロングの主張を拝借して、本書をマネタリスト的な本と紹介した。すると、ケインズがマネタリストだなんて、リフレ派がまたもや許しがたいデタラメを吹聴していると、本気で怒りのツイートをしている人がいたほどだ。

なぜかといえば……1960年代から始まった反ケインズの急先鋒が、ミルトン・フリードマン率いるマネタリズムだったからだ。だから当然、マネタリズムとケインズ理論とが相容れるわけはないと思うのは人情だ。またそれに続いて一時はケインズ経済学を葬り去ったと豪語した合理的期待形成派は、ケインズ理論が期待の役割を軽視していると主張する。なぜだろうか。

マネタリズムとは何か、というのもまた議論を呼ぶポイントではある。が、デロングのまとめを使うと「インフレやデフレといったお金の不安定性が、他の経済的な問題の大きな要因であり、お金についてのしっかりした原則を明らかにすることで、実体経済の不安やリスクも減らせるのだ」という立場と思えばいい。これはまさに本書が主張していることだ。

でも本書が出てしばらくすると、大恐慌がやってきた。ケインズはそれを見て、「お金についてのしっかりした原則」以上の積極的な役割を中央銀行や政府に期待するようになる。そしてそれを理論化した『一般理論』では、金融政策についての話が少し薄くなっている。ここから、ケインズ理論は金融政策が薄いという認識が生まれたようだ。だがこれは当時の世界、特にアメリカが、21世紀初頭の日本と同じくゼロ金利状態で、金融政策の出番が相対的に少なかったから、とも言われている（たとえばクルーグマンは『一般理

論』の解説でそう主張している)。そして実際に読んで見ると、『一般理論』でも金融政策は決して無視されているわけではない。

もう一つ、ケインズがマネタリズムと相容れないと思われた理由と推定されるものがある。貨幣数量説の扱いだ。本書は貨幣数量説を基本的に支持し、それをもとに理論を組み立てている。ところが『一般理論』では、貨幣数量説がいかに使えないかが強く主張されており、むしろ貨幣数量説否定の立場のように見える。するとケインズは本書以降に、貨幣数量説について完全に考えを変えたと思うのも無理はない。だから本書に何が書かれているようにそれはケインズ的には否定されたものだとして解釈されたのかもしれない。ケインズがお金をめぐる各種政策をあまり支持していないと思われたのは、そんなせいもあるかもしれない。

が、実は本書と『一般理論』の貨幣数量説をめぐる立場は、そんなに遠くないのだ。本書は、貨幣数量説が基本的に正しいとしつつも、それが必ずしも機械的に厳密に成立するわけではなく、タンス預金や取引の支払い方式などでかなりずれるのだ、と指摘している。だから盲信すべきではないという。その厳密に成立しない条件をもっと精緻にすると、それはまさに『一般理論』での貨幣数量説否定の根拠と大差ないものになる。

そして、ケインズ自身は本書でも『一般理論』でも、期待の役割をととも重視しているが、ケインズ理論に対する批判の最大のもの、それが期待を無視している、というものだった。これはケインズ理論普及に大きく貢献した IS-LM モデルが、簡略化のために期待を明示的に含めなかったから、というのが通説だ。この点については、拙訳『一般理論』の解説を参照してほしい。

もちろんこれは、ケインズ様は実はすべてをお見通しであり、経済についてのあらゆる知見はすべてケインズ著作集に含まれているから、それを金科玉条のごとくにあがめろ、ということではない。だがこれをふまえたとき、今にして思えば 1960 年代からの反ケインズ運動は起こる必要がなかったのかもしれない。これが経済学内部だけの勢力争いにとどまっていればどうでもいい話だ。が、そうではなかったのだ。

ケインズ経済学は、特に財政出動という形で大きな政府による完全雇用の実現を正当化した。だから経済学における反ケインズの動きは、その後の世界の経済政策にも影響し、各種の規制や政府のチェック機能を弱める根拠として使われた。そして 2008 年以降のリーマンショックに続く世界金融危機の大きな原因は、ある意味で反ケインズ的な合理的期待形成派やニュークラシカル派の行きすぎでもあった。ケインズ批判がもう少し穏健な形で進行していれば、あるいは今回の世界金融危機は起こらなくてすんだかもしれない。「長期的には～」と並んで有名なケインズのことばは、『一般理論』最後にある、アイデアの力がいかに重要か、というものだ。

5.8 既訳について

本書にはもちろん、既訳がある。それも一つではなく、二と三分の二種類ある。

一つは、原書刊行の翌年に出た、岡部菅司・内山直訳『貨幣改革問題』(岩波書店)だが、これはもちろんすでに絶版となっている。続いて数十年たっても一向に全訳が終わりそうにない、ケインズ全集(東洋経済新報社)第4巻に収録された、『貨幣改革論』(中内恒夫訳、1978)がある。これは訳文としてはちょっと古風だが、いまもそれなりに読める訳だ。これは中公クラシックスのケインズ『貨幣改革論・若き日の信条』(宮崎義一・中

内恒夫訳、中央公論社、2005)にも収録されている。ただし、不思議なことにそのいずれも初版がもとになっており、『著作集』での訂正は反映されていない。

で……実は本書の三分の一くらいについては別の訳がある。本書の三分の一程度が『説得論集』に収録されており、これは宮崎義一訳(ケインズ全集第九巻、1981)と山岡洋一訳(2010)が存在する。このうち、後者はかなり手に入れやすいし、また訳も定評ある山岡洋一訳なのであぶなげない。

これらはいずれも優れた訳で、今回の拙訳がそれに比較して大きな改善となっているわけではない。全訳で、訳文はいくぶん現代化されているし、少しはましになっていると思う。この訳の利点はむしろ、ネット上でだれもが読める形で公開されている点だ。ネット上の <http://cruel.org/books/monetaryreform/> からのリンクでこの邦訳の全文が読める。また、訳のまちがいなどについても、同じ url で随時公開するので、ご参照いただきたい。お気づきの点などは訳者までご一報いただければ、こちらに反映する。

本書の翻訳は決してむずかしいものではない。もちろん現在では馴染みのない金本位制の話が頻出するので苦勞した部分はあった。しかし、文章はきわめて平明だ。ケインズ経済学が大きな派閥となっている原因の一つは『一般理論』があまりにつめこみすぎて晦渋なため、「ケインズ『一般理論』の真意は何か」というのがいつまでも議論できてしまうことだ。だが『お金の改革論』は何が言いたかったのか、などという議論はまったくない。先のデ=ロングも、文としてこっちのほうがずっとわかりやすいと述べている。だがそれでも、ネット公開中に 227thday 氏からいろいろまちがいの指摘を受けた。ありがとう。また、本書を担当された所澤淳氏にも感謝する。ありがとう。

2014年5月 プノンペンにて
山形浩生 (hiyori13@alum.mit.edu)

* なお、蛇足を一つ。本書でケインズは、一般物価水準という概念を普通に使い、実質と名目の議論をきわめて一般的な形で行っている。ところが『一般理論』では突然、一般物価水準というのが信用できないと言い出す(同書の第4章)。そして実質化に「賃金単位」なる変なものを使い始め、これが『一般理論』のわかりにくさに拍車をかけている。なぜケインズは一般物価水準不信に陥ってしまったのか? 興味のあるところだ。

Version History

(これ以外に細かい修正は随時実施)

version1.0 2014年3月17日、全訳完成。^{*7}

version1.2 2014年3月18日、227thday コメント (<https://docs.google.com/document/d/1AKpBmIB1U3yg8MYQCfY0nJXAdxv1JdU2-NiWzazdDQE/edit>) を反映 (1.2 で追加コメント含めて反映)。TNX!!

version1.3 2014年5月25日、単行本化に向けた校閲の結果を反映。また『著作集』収録時の正誤表も反映。

^{*7} 使用もとファイルは原著をそのままスキャンした <http://delong.typepad.com/keynes-1923-a-tract-on-monetary-reform.pdf>、後半はここから Acrobat の OCR でテキスト抽出したものを使用しつつもとの pdf も随時参照。ただしこのファイルは原著 156-157 ページが抜けているので、これについては紙版を(わざわざ買って)参照。この紙版も pdf と同じく昔の版をそのまま使ったもの。