

世界大恐慌と J. M. ケインズ（3）： 財政と金融

神戸大学大学院経済学研究科教授

滝川好夫

第5章 金融経済危機と財政

- 1 借入のタイミングと「公共支出 vs. 民間支出」
- 2 緊縮財政は予算の均衡化には役立たない
- 3 減税は税収増、増税は税収減
- 4 国債発行の2つの理由：前向き発行 vs. 後ろ向き発行

第6章 金融経済危機と金利

- 1 世界大恐慌中の超低金利政策：貸手・借手のリスクプレミアム
- 2 金利の高低は何に比べて：均衡利子率 vs. 市場利子率
- 3 政策の目的と手段：金利の「良い低下 vs. 悪い低下」
- 4 経済が活性化すれば金利は上昇するのか
- 5 利子率引き上げの3つの問題点

第5章 金融経済危機と財政

1 借入のタイミングと「公共支出 vs. 民間支出」

【借入と「公共支出 vs. 民間支出」】

ケインズ全集第21巻は「お金が使われるまえに借りるよりもあとで借りるほうが明らかにはるかに容易なのです。」（訳書 p.563）と述べ、「大蔵省の問題に対する重要な手がかりは、新たな貯蓄が投資可能な形で利用できるようになる時まで、大蔵省は待てるが、一方民間投資家は待てないことを理解することにかかっている。」（訳書 p.624）と指摘しています。公共支出と民間支出のいずれもが借入によって行われるとしましょう。民間は先に借入を行って後で支出するが、政府は先に支出を行って後で借入を行うことができます。支出増は所得増・貯蓄増をもたらすので、支出増の前に借りるよりは支出増の後に借りるほうが容易です。

【財政政策（公債支出）と金融政策（拡張的金融政策）】

ケインズは「借入れの速度をより高い水準まで引き上げることは、流動的な銀行貨幣の増加した量を準備することを意味する。いったん望ましい水準まで到達している時には、利子率の上昇を避けるための更なる増加は必要ではない。しかしながら、大蔵省自らがほんの少しより自由に行動する余地を認め、市場が債券に対してより貪欲になるのに十分なだけ長く待つならば、投資を求める貯蓄の力が利子率を引き下げる

だろう。それはすべて、わたしが初めに言ったように、市場が望むよりもほんの少し多くの流動性を市場に与えるという問題である。」(訳書 pp.624-625)と述べています。

上記引用文の「借入れの速度」とは支出前の借入は速度が速い、支出後の借入は速度が遅いという尺度です。支出前の借入は「流動的な銀行貨幣の増加した量を準備すること」を意味しています。

【公債政策の2つの原則：募集のタイミングと債券の形式】

ケインズは、公債政策の原則として次の2つを挙げています。

① 公債は支出がなされた後で募集：募集のタイミング

「公債は支出がなされる前でなくその後で募集されなければならない。貯蓄は支出と歩調をあわせて生まれてくるのであり、種々のタイムラグや移転のために、ある時間後でなければ公債への応募に利用できないであろう。(中略)貯蓄が生れる前にそれを借りようとする試みがなされるならば、支出されるまでの間、大蔵省の手にした流動資産は、銀行や公衆の正常な流動資産を犠牲にしなければならないので、金融市場の逼迫が生じるに違いない。」(訳書 p.593)

② 債券の形式は公衆の選択によって決められる：債券の形式

「債券の形式は主として公衆の選択によって決められるべきであることである。もし公衆が短期の債務を好むならば、長期の債券を彼らに強制しようと試みることによって何もも得られず利子の観点からも金融構造への障害と言う点においても多くのものが失われるであろう。」(訳書 pp.593-594)

【国債の発行：債券の形式は公衆の選択によって決められる】

ケインズは「より長期のどのようなタイプを提供すべきかを定める時が来たら、市場価格に示される投資家の好みに綿密な注意を払うことが明らかに望ましい。低いあまりには低すぎない条件を市場価格が示す時が、始める時である。というのは、それ以後の売り出しが予言的にだんだんと不利な条件になれるような改善の余地を残しておくことが重要だからである。」(訳書 p.625)と述べています。国債を発行するときには、市場価格に示される投資家の好みに綿密な注意を払うことによって、公衆のニーズに合うように債券の形式を決定しなければなりません。

2 緊縮財政は予算の均衡化には役立たない

【健全財政は経済を下押しする】

ケインズ全集第21巻は「『健全』財政は心理的には正しいかもしれないが、経済的には下押しする影響力を持つ。」(訳書 p.119)と述べています。「財政の健全化」は望ましいと一般には見られているが、ケインズの評価基準は「雇用」であり、緊縮財政

が雇用を減少させるようであれば、それは望ましくはないと判断されます。ケインズは「不況はそれ自体財政赤字の原因であり、失業者援助のための支出増大や税収減少の結果として財政赤字が生み出される。」(訳書 p.379) と述べ、緊縮財政が景気を悪化させるようであればむしろ財政の健全化の障害になると論じています。

【財政支出の「拡大 vs. 縮小」と予算の均衡化】

ケインズは「国民所得を減少させるような方法では、予算は決して均衡させられないのです。」(訳書 p.169) と述べ、緊縮財政は予算の均衡化には役立たないと論じています。ケインズは「私が望んでいるのは、公債支出です。それは、多様な有用性を持つすべての資本開発です。伝統的に、すべての資金を借入により調達することはまったく適切であるとわれわれは考えており、また、その種の支出は地方公共団体や中央政府により実施される、ということを私は認めています。また、私は、長期的には、その種の政策は、物事をどんどん切り詰める他の政策よりも、本当に予算を助けることになると信じています。」(訳書 p.174) と述べ、100 パーセント借入(国債発行)による公共支出が予算を改善すると論じています。

さらに、「われわれが支出することを許されていれば、われわれの支出は、次に課税することのできる新たな所得を創りだし、また、現在は失業給付を受けており大蔵省の負担となっている人を新規に雇用するだろう。」(訳書 p.222) と述べています。つまり、歳出を増やせば予算が赤字化するのではなく、歳出増は一方で所得増・税収増を生み、他方で雇用増・失業減による失業給付減を生むので、むしろ予算を黒字化させると論じています。

【予算の均衡化と雇用】

ケインズは「長期的に予算を均衡させる唯一の機会、事態を平常に戻すことです。そうして、失業から生じる莫大な予算上の費用を避けることです。したがって、節約が有益であるか否かの基準にたとえ貴方が予算を用いたとしても、私は、[基準となるのは]雇用の状態であると主張します。」(訳書 p.169) と述べ、予算の均衡化のためには景気回復が不可欠であると論じています。

【財政赤字がもたらすもの：建設国債 vs. 赤字国債】

ケインズは「所謂赤字は膨大なものになる。しかしその中の多くは価値ある資産によって埋め合わせられることになろう。」(訳書 p.348) と述べているが、この財政赤字は建設国債によるモノへの政府支出(形を残すことができる政府支出)によるものであり、赤字国債による政府支出(形を残すことができない政府支出)ではありません。

3 減税は税収増、増税は税収減

【減税は税収増、増税は税収減】

ケインズ全集第 21 巻は「1933 年はより良い年になり、大蔵大臣が来年の予算で国民の負担を軽くすれば、より多くの税収を生じるであろう。積極的な課税は、課税されるべき所得を減少させることにより、その目的を打ち砕いてしまうだろう。」（訳書 p.164）と述べ、減税は税収増、増税は税収減をもたらすことを指摘しています。

【増税のタイミングは国民所得の回復に依存】

ケインズは「われわれは、国民所得と国民生産を回復させることから始めなければならない。そして、これに成功すれば、時が経つにつれて税収が反応することをわれわれは確信できるようになる。税を課すことのできるおおもとである国民所得が今日、われわれの主たる関心事であるべきである。われわれは、体力が回復する時間を与えることなしには支えきれない重荷を課すことによって体を損なってはならない。」（訳書 pp.208-209）と述べています。「 $\text{税収} = \text{税率} \times \text{国民所得}$ 」であり、税率引き上げという“増税策”は、税率引き上げが国民所得を減少させると税収をむしろ減少させてしまいます。ケインズは「税を課すことのできるおおもとである国民所得が今日、われわれの主たる関心事であるべきである」と述べ、増税のタイミングは国民所得の回復に依存しています。

【課税軽減は支出を活性化させる】

ケインズは「資本事業について予想される遅れが大きいほど、また、事業の期待が控えめであるほど、課税軽減を迫ることが一層重要になる。課税軽減は早期に機能するだろう。その効果は社会全体に広がるだろう。課税軽減は、無数の通常経路を通じて支出を活性化させ、われわれの平常の必要性を満たしている機構全体をより一層活動的にするよう刺激するという、非常に大きな利点を持っている。」（訳書 p.208）と述べ、課税軽減は支出を活性化させると論じています。

4 国債発行の 2 つの理由：前向き発行 vs. 後ろ向き発行

【公的債務増大の 2 つの理由】

ケインズ全集第 21 巻は「公的債務は、民間支出が不十分であるという時には避けることができない。公的債務は、貧しさや不活動の結果として受動的に甘受するより、雇用を創出し産業活動を促進する中で自ら能動的に背負いこむほうが望ましい。」（訳書 p.379）と述べ、公的債務増大には、不況による社会保障関連支出増による後ろ向きの公的債務増大と、不況に陥らないようにするための公共事業支出増による前向きの公的債務増大の 2 つがあり、前向きの公的債務増大は後ろ向きの公的債務増大より

はるかに望ましいと論じています。

【国債の発行：国家債務の総コスト最小化からみた最適供給】

ケインズは、国債の発行について、「市場（一般公衆—引用者注）が望む割合で各種のタイプおよび満期の債券が供給されることが、市場では重要である。」（訳書 p.131）と述べています。つまり、国家債務の総コストを最小化するように、市場のさまざまな要求に対して、タイプや満期の異なる各種債券をそれぞれが超過供給にならないように供給することが重要です。ケインズは、市場利子率には多くの慣例的あるいは心理的要因があるので、「避けなければならない第一の誤りは、早計に特定タイプの債券を過剰に供給することである。」（訳書 p.133）と論じています。

【国債市場の安定化：貯蓄 vs. 国債価格の将来の見通しについての心理的期待の変化】

ケインズは「このように国債の状況を損なうのは貯蓄の不足ではなく、その将来の見通しについての心理的期待の変化なのです。わたしは国債市場の安定性を保つことによってこのような変化を防ぐことが最も重要だと信じます。」（訳書 p.454）と述べています。国債の発行が円滑に行われるためには、市場が望む割合で各種のタイプおよび満期の債券が供給されることが重要であり、国債価格が下落するのは、国債を新規購入するための貯蓄の不足ではなく、既発行国債の将来価格（将来市場利子率）についての心理的期待の変化（強気から弱気への変化）です。

【財務省（大蔵省）に対する信頼と国債市場】

ケインズは「もし大蔵省が、敗北主義、あるいは、市場に大蔵省が自ら受け入れる用意のないリスクを受け入れるように求める印象を与えるならば、流動的に留まろうとする選好は、もちろん、大いに刺激されるだろう。もし大蔵省が急いでいるように見えたり、市場（の価格—引用者注）を下回る債券を売出したり、大蔵省自身の行動が市場は時が経つにつれて良くなるよりもむしろ悪くなるという期待を示すならば、信頼は急速に打ち砕かれるだろう。（中略）しかしながらもし大蔵省がその目標を開示して銀行と諸機関及び国債市場にその秘密を洩らすならば、大蔵省は全幅の協力を期待でき戦いはすでに半ば勝ちを取めたであろう。」（訳書 p.646）と述べています。これは国債を発行する主体である大蔵省（財務省）に関するものであるが、国債発行主体に関する透明性が国債市場の安定化にとって重要であることを示しています。

第6章 金融経済危機と金利

1 世界大恐慌中の超低金利政策：貸手・借手のリスクプレミアム

【世界大恐慌中は超低金利期間を引き延ばす必要がある】

ケインズ全集第21巻は、世界大恐慌中の超低金利政策について、例えば次のように論じています。

- ① 産業危機の段階が確実に過ぎ去り始めるまでは、超低金利期間を引き延ばす

「産業危機の段階が確実に過ぎ去り始めるまでは、超低金利期間を引き延ばす必要があるかもしれない。すべての前例に照らして、事業が最適な水準に向かって回復するまでは、低金利が事後的に1890年代以降経験したことの無いほど長期に引き延ばされることを期待したい。」(訳書 p.89)

- ② 世界の主要な金融センターの超低金利政策

「世界の主要な金融センターは、企業が再び元気を取り戻すまで長期にわたる極端な低金利を享受しなければならないだろうと私は思う。」(訳書 p.107)

- ③ 企業家精神の持続的な復活を確たるものとするには、長期金利を低水準に引き下げる

「われわれが不況から脱し企業家精神の持続的な復活を確たるものとするには、長期金利を低水準に引き下げることが、おそらく、すべての方策のなかで最も必要である。」(訳書 p.130)

【低金利と「貸手のリスクプレミアム vs. 借手のリスクプレミアム」】

ケインズは「低金利とは、リスクなしの、あるいは表面上リスクのない利子率が低いことを意味する。」(訳書 p.69)と述べ、しかし実際には、一方で「貸し手は、経験によって自信が打ち砕かれているので、新事業に対して(貸手のリスクプレミアムを上乗せすることによって—引用者注)借り手が稼ぐことを期待できない利子率を要求し続ける」(訳書 p.69)、他方で事業にはリスクが伴うので、借手は借入利子率に借手のリスクプレミアムを上乗せしたうえで事業の予想収益率(資本の限界効率)と比較秤量します。

【世界大恐慌と金融政策・財政政策：貧困の危機 vs. 豊かさの危機】

もうこれ以下に利子率を引き下げることができない「流動性のワナ」があるから、金融政策は世界大恐慌からの脱却策として有効でないとケインズが主張しているものと一般には理解されているが、ケインズは、利子率を引き下げることができたとしても、貸手のリスクプレミアムと借手のリスクプレミアムのために、「低金利の局面がそれ自体で新投資の適切な回復を引き起こすのに十分であると私は確信していない。」(訳書 p.69)と述べています。そして、ケインズは「もしそうであるならば、新投資

の促進や補助という直接的な国家介入を除けば、長期的でしかも恐らく果てしない不況からの脱出手段はないだろう。」(訳書 p.69) と論じ、世界大恐慌からの脱却策として拡張的財政政策を提案しています。世界大恐慌前までは、戦時を除いて赤字財政(歳出>歳入)は許されなかったが、ケインズは平和事業のための赤字財政を提唱し、「以上のことは貧困の危機ではなく豊かさの危機であるということを、われわれは頭の隅に置いておくべきである。」(訳書 p.69) と述べています。

【事業リスクと最悪の状況の体験】

ケインズは、事業に関する心理状態(「事業的確信」)を著しく欠いている原因として、「起こりうる労働争議の脅威」と「未知の海凶なき海域へ放り出されて感じている困惑と不安」の2つを挙げ(訳書 pp.365-366)、「もし大統領(ルーズベルト大統領—引用者注)閣下が、実業家達にいわば最悪の状況を体験していると確信させることができるなら、問題の解決は速められるでしょう。とりわけ、経済状況改善の経験をすることは奇跡的な効果を持つでしょう。」(訳書 p.366) と述べ、実業家達に最悪の状況を体験していると確信させることが重要であると論じています。

2 金利の高低は何に比べて：均衡利子率 vs. 市場利子率

【均衡利子率 vs. 市場利子率】

ケインズ全集第21巻は「人的・設備的資源の完全利用と矛盾しない金利」(訳書 p.356)を「均衡利子率」と定義し、「深刻な全般的失業が存在する限りは、このことは均衡利子率が現行利子率より低いことを示すとわたしは考えます。」(訳書 p.390) と述べています。ケインズの「均衡利子率」概念は完全雇用・完全利用と両立する利子率であり、「均衡利子率<市場利子率」は不完全雇用・不完全利用の状態を生みます。

【低金利の持続性】

ケインズは「低金利が一定期間持続して初めて、金利の低下によってのみ可能になる新技術計画を伴う事実上の意思決定に対して、十分な効果を生み出すことになります。」(訳書 p.397) と述べ、投資増大のためには低金利の持続性が必要であると論じています。

【低水準の長期金利を確立するには】

ケインズは、低水準の長期金利を確立するには、「金利が将来にわたって低い水準を続けるという理に適った期待を促進すること、そしてそれが正しいものであれ間違っただのものであれ、疑いを持ったままである人々に対しては、確定日での償還を申し出ることです。しかし、大蔵省自身が、現在の金利は異常に低いという信念を示すような

政策を追求するなら、更なる前進に不可欠な強い確信を機関や公衆に感じさせることなどできません。」(訳書 p.398) と述べています。現在の長期金利は現在の短期金利と将来の予想短期金利によって決定されるので、現在の長期金利を引き下げのために現在の短期金利を引き下げても、将来の予想短期金利が上昇すれば、現在の長期金利は上昇するかもしれません。低水準の長期金利を確立するには、金融当局は短期金利を「将来にわたって低い水準に保ち続ける」あるいは「将来にわたって低下する」という期待に対して確信を示すことが必要です。

【長期金利低下の効果を十分に発揮するには】

ケインズは「長期金利の低下がその効果を十分に発揮するには、相当の期間がかかることを忘れてはなりません。」(訳書 p.425) と述べています。

【景気回復と金利】

ケインズ全集第 21 巻は「景気回復の初期において、運転資本が元に戻りつつあり、延期されていた様々な更新や新規の投資が実施されつつある間は、確かに事業は一時的により高い金利に耐えうる。しかし景気回復が長くなればなるほど、適切な長期金利は一層大きく低下しなければならない。景気回復が十分軌道に乗った時に、もしイングランド銀行が手形交換所加盟銀行に対してかなりの規模での投資証券の売却を強いるように信用ベースを管理するなら、もしくは長期貸出市場を弱めるように管理するなら、その時は、昼の後に必ず夜が来るのと同じように、景気回復の後に必ず不況が引き続いて生じることになる。」(訳書 p.357) と述べ、景気回復が長くなればなるほど、長期金利は一層大きく低下しなければならないと指摘し、「金利が徐々に低下していくことには、何の害もない。ただ、われわれが今突入しつつある時代にとっては、下方への動きが確固としている必要がある。」(訳書 p.357) と論じています。

3 政策の目的と手段：金利の「良い低下 vs. 悪い低下」

【政策の目的と手段：長期金利引き下げ】

ケインズ全集第 21 巻は「もしわれわれが、長期金利引き下げの主な目的と利点は、新たな企業心への助力と刺激にあると同意するなら、目的を手段の犠牲にしないように注意すべきである。というのは、新たな企業心を抑制することによってのみ維持されている低金利は、最も不毛で悲惨な方法でわれわれ自身を制約してしまうからである。」(訳書 p.140) と述べています。つまり、ケインズは、政策の目的は投資増大であり、手段は長期金利引き下げであるはずなのに、長期金利を低下させるために投資を抑制することは最も不毛で悲惨であると指摘しています。

【金利の「良い低下 vs. 悪い低下」】

ケインズは「市場金利は、新規事業の額よりも貸し手の心理や銀行システムの行動により多く依存しており、低金利を引き続き維持することと新規借入の著しい回復とが両立できないという必然的な理由はない。」(訳書 p.140) と述べています。縦軸に金利、横軸に貸出供給量、借入需要量をそれぞれとった貸出市場の需給均衡を考えましょう。貸出供給曲線は右上がり、借入需要曲線は右下がりであり、「貸し手の心理や銀行システムの行動」が原因の貸出供給曲線の右シフトによる金利低下は良い低下、「新規事業の額」が原因の借入需要曲線の左シフトによる金利低下は悪い低下です。ケインズは貸出供給要因が借入需要要因よりも支配的であるので「良い貸出金利低下」が生じ、低金利の維持と新規借入の著しい回復は両立しうると論じています。

【長期利子率は短期的政策手段としては適さない】

ケインズは「もし資源を流動的に維持しているひとびとがその時々でより良い条件が得られると信じるままに放置しておくならば、十分に低い長期利子率が達成できるはずはない。長期利子率は可能な限り持続的に長期的最適とわれわれが信ずるところに維持されなければならない。それは短期的政策手段として用いられるのには適さないのである。」(訳書 p.443) と述べています。「もし資源を流動的に維持しているひとびとがその時々でより良い条件が得られると信じるままに放置しておく」は「流動性のワナ」を意味し、流動性のワナの下では長期利子率を引き下げにくくなっています。長期利子率は長期間低い限りにおいて投資を刺激するのであって、景気刺激のための短期的政策手段としては有用でないと論じています。

【長期金利と短期金利】

ケインズは「それ(借換計画—引用者注)は長期金利に対する直接的な攻撃であり、現在の状況下では短期の低金利という間接的な攻撃、それは有益かつ必要ではあるが、それに較べより一層効果的である」(訳書 p.130) と述べ、「短期金利の引き下げ→長期金利の低下」といった経路よりは、長期国債の低利借り換えによって長期金利の引き下げを行うほうがより効果的であると論じています。

4 経済が活性化すれば金利は上昇するのか

【古典派経済学は金利上昇、ケインズは金利下落】

ケインズ全集第21巻は、古典派経済学は経済が活性化すれば金利が上昇し、ケインズは一方で「過去の経験によれば高金利は景気回復に伴っており、また不況を先導していることは疑いのないところである。」(訳書 p.443) と述べ、他方で経済が活性化しても金利は下落すると論じています。

【経済が活性化すれば金利は上昇する：古典派経済学】

旧国際収支統計用語を用いれば、古典派経済学においては、経済取引が活発な時期には、経常収支の黒字額以上に資本収支の赤字額（資本流出）が大きいので金準備は減少し、経済取引が不活発な時期には、経常収支の黒字額以上に資本収支の赤字額（資本流出）が小さいので金準備は増加します。古典派経済学においては、市中銀行の総資産は中央銀行の金準備と厳格にリンクしているので、経済取引が活発な時期には、金準備が減少することによって市中銀行の総資産は減少し、経済取引が不活発な時期には、金準備が増加することによって市中銀行の総資産は増加します。経済が活性化するに伴って、市中銀行は保有証券を売却することなしに産業からの借入需要に応えることができなり、保有証券（コンソル公債）の売却は証券価格の下落・金利上昇を招きます。

【経済が活性化しても金利は下落する：ケインズ】

ケインズは、経済が活性化しても金利は下落することがありえる理由として、次の3つを挙げています。

① 中央銀行の買いオペ

ケインズは「今日では、しかしながら、事態がこのように進行する必然性はない。銀行の資金力はイングランド銀行の金保有変化に依存しているのと少なくとも同程度には、同行の証券購入量の変化にも依存している。そこで、最近イングランド銀行によって発展させられた管理技術により、同行は手形交換所加盟銀行の資金力を経済取引や雇用の必要に合わせて調節する力を持つようになってきている。戦前の時期においてそうであったように、経済が繁栄と最適雇用に向かって動き出すや否や、ついさっきはい上がってきたくぼみに再び突き落とす要因が生み出される、という事態をもたらす盲目的で意地の悪い力のなすがままになる、といったことは今ではない。」（訳書 p.355）と述べ、経済取引が活発になって金準備が減少し、それによって市中銀行の総資産が減少したとしても、中央銀行が公開市場買い操作をすれば、市中銀行は保有証券を売却することなしに産業からの借入需要に応えることができるようになり、中央銀行の買いオペの規模しだいで、経済が活性化しても金利は下落することがあります。

② 固定化されていた貸出金の活性化

ケインズは「まず最初に、手形交換所加盟銀行の現存貸出の位置部分は活動的信用というよりむしろ凍結しており、そこで信用需要の増大は古い貸出金の返済によって部分的に満たされるであろう。」（訳書 p.355）と述べ、産業からの借入需要の増大には、市中銀行は保有証券を売却することなしに、固定化されていた貸出金の回収で対応できると論じています。

③ 証券発行

ケインズは「わが国で最も大きな企業の中には、そうした巨大企業を形成することになった事業が、かつて依存した程には今では銀行に依存しなくなった企業も存在する。(中略)それ故、経済取引の回復が国債市場を破壊してしまう必然性は、金融当局がそうしたことを引き起こそうと望まない限りは、存在しないことは明らかである。」(訳書 p.355)と述べ、産業からの資金需要の増大は証券市場で対応できると論じています。

【金融当局と金利】

ケインズは「財務省と連邦準備制度は、長期金利を引き下げるために継続的に圧力をかけるべきです。というのは、金利は確かに彼らの力の及ぶところにあり、政府の借入が大きいから金利は上昇するという考えは誤りだからです。」(訳書 p.369)と述べています。

5 利子率引き上げの3つの問題点

【利子率引き上げの3つの根拠】

ケインズ全集第21巻は、古典派経済学における利子率引き上げの3つの根拠をまとめています。

- ① 「高い利子率は政府の計画によって必要とされる人的及び物的資源の競争的な使用者たちを抑止する」(訳書 p.615)
- ② 「外国証券との競争の重要性」(訳書 p.617)
- ③ 「増加した公債支出は増加した貯蓄からのみ支払われ得るということは古い見解でも新しい見解でも共通である。古い見解によれば、必要な貯蓄の増加は高い利子率によってのみ刺激される。」(訳書 p.618)

【利子率引き上げの問題点：①】

ケインズは「高い利子率は政府の計画によって必要とされる人的及び物的資源の競争的な使用者たちを抑止する」について、次の4つの問題点を指摘しています(訳書 pp.615-616)。

- ① 「抑止の必要性は完全雇用が間近である時にのみ生ずる。」
- ② 「この形の抑止は無差別であり政府の計画を妨げる方面においてだけでなくそれを妨げない方面においてもまったく同様に雇用を止めてしまう。」
- ③ 「より差別的かつより効果的である他の抑止要因(課税—引用者注)が利用可能である。」
- ④ 「高い利子率は一方の投資計画だけでなく贅沢な支出も抑える」

【利子率引き上げの問題点：②】

ケインズは「外国証券との競争の重要性」について、次の問題点を指摘しています。すなわち、「利子率の上昇による、国内市場における減価傾向は通貨を国内にとどめる手段ではない。国内投資家の心理からすれば、彼らを国内に引き止める方法は、国内市場をより悪い状態に置くのではなく、それをよりよく保つことである。」(訳書 p.617)と指摘しています。

【利子率引き上げの問題点：③】

ケインズは「増加した公債支出は増加した貯蓄からのみ支払われ得るということは古い見解でも新しい見解でも共通である。古い見解によれば、必要な貯蓄の増加は高い利子率によってのみ刺激される。」について、次の問題点を指摘しています。すなわち、「新しい見解によれば、この議論は増加した公債支出は以前と同じ(完全雇用－引用者注)総国民所得から用意されなければならないということを暗黙に前提した場合にのみ正しい」(訳書 p.618)と指摘しています。

【ブームを沈静化する方法としての利子率引き上げは誤り】

ケインズは「ブームを沈静化する方法として高い利子率を用いることは決定的な誤りである。」(訳書 p.443)「もし株式市場が不当に過熱しあるいは疑わしいタイプの新規発行があまりに多量になりすぎる場合には、高い利子率はそれが信認と信用の全構造に逆の影響を与えるようになるのでない限り無益である。その上、他の方法が利用できる。」(訳書 pp.443-444)と述べています。ケインズは実物の世界で回るお金(産業的流通)と金融の世界で回るお金(金融的流通)を明確に区別し、ブームの沈静化は金融の世界で回るお金(金融的流通)を抑制すればよく、利子率引き上げは実物の世界で回っているお金を抑制することになり、不況をもたらすと論じています。

【高い利子率の呈示の問題点】

ケインズは「高利率の呈示は国庫に過度の負担となり来るべき世代の国家財政を妨げるだろうし、また直近において金融機関に破滅的な価値の低落(金融機関保有国債の価格の暴落による損失－引用者注)をもたらすであろう。」(訳書 p.594)と述べています。