

# 大恐慌と貨幣

## The Great Depression and Money

平山健二郎

In this paper, I attempt to shed light on the relationships between money and the Great Depression. Although the well-known *Monetary History of the United States*, by Friedman and Schwartz, occupies the central position in modern macroeconomics, I show that there are many authors who cast doubt on this orthodoxy. I then show that most economists in the U.S. at the time of the Great Depression advocated fiscal expansion and argued against the lowering of wages, just as Keynes did in his *General Theory*. Thus, the 'Keynesian Revolution' is also a misnomer. The lesson I draw from this exercise is that the Great Depression is such a complex phenomenon that it defies a single, coherent explanation.

Kenjiro Hirayama

JEL : B22, E51, E52, E58, N12

キーワード : 大恐慌、貨幣、金融政策、財政政策、ケインズ、フリードマン、連邦準備制度、株式市場

Key words : Great Depression, money, monetary policy, fiscal policy, keynes, Friedman, FRB, stock market

### 1 はじめに

1930年代にアメリカをはじめとする世界各国を襲った大恐慌 (the Great Depression) は、その激しさとその後の国際政治への影響の点でも世界的な事件であり、イギリスのチャーチルは「第二の三十年戦争」と名付けたという。<sup>1)</sup>大恐慌についての関心は衰えるどころか、現在に到っても多くの研究が引き続きなされているし、バーナンキは最近出版された彼の論文集の冒頭で「大恐慌を理解することがマクロ経済学の究極の目的である」とさえ述べてい

---

1) Temin (1989), p. 1 に引用。

る。<sup>2)</sup>本論文で検証するように、その理解が達成されたかと言えば、まだ不十分と言わざるを得ないのが実情である。さらに、日本でも 1990 年代以降の「失われた十年」と言われる経済低迷を受けて、大恐慌や日本の昭和恐慌に注目する研究が行われている。<sup>3)</sup>バブルの発生と崩壊、その後の停滞という点で 1930 年代のアメリカと 1990 年代の日本に類似性を認めることができるのか。財政政策や金融政策の運営に誤りはあったのか。そもそも財政政策や金融政策の効果はどのようなものなのか。二つの政策の効果に違いはあるのか、などの理論的・実証的な課題に不足はないと言えよう

1930 年代の大恐慌は当時の経済学では説明が十分につかない現象であった。スミス、リカード、ミル、マーシャル等によって発展してきた経済学では市場の価格メカニズムが働いて、失業が長期に継続することは考えられない事態であった。すなわち、失業とは労働市場における超過供給であり、超過供給があれば賃金の下落を通じて、需要が喚起され、供給が抑制されて、いずれ失業問題は消滅するものと思われていた。ところが現実には賃金はあまり下がらず、失業もなくなる。経済学が間違っているのか、それとも賃金の引き下げに応じない、欲深い労働者が悪いのか。仮に労働者が悪いとしても、価格メカニズムが働かない、ということは経済学の想定が誤っていることになる。この経済学の危機を救ったのがケインズ『一般理論』<sup>4)</sup>であったとするのが通説である。ケインズは、大恐慌は有効需要の不足が原因であり、その解決には政府による介入が必要であると考えた。その際、金融緩和による投資刺激には限度があり（弾力性ペシミズム）、財政政策による政府支出増大が不可欠であるとした。実際、アメリカの大恐慌が解決したのは、ルーズベルト大統領によるニュー・ディール政策によって公共投資が増やされたからである、というのが広く流布した定説であろう。ケインズ的な解釈に従えば、大恐慌はアメリカの金融政策の失敗と言うよりは財政政策の失敗に起因する、と結論づけられる。

---

2) Bernanke (2000), p. 5.

3) 例えば、貝塚 (1998)、Iwaisako (2000)、岩田 (2004) など。また、『ESP』2002 年 1 月号は「大恐慌から何を学ぶか」と題した特集を組んでいる。

4) Keynes (1936).

この通説に従えばケインズ登場以前の経済学者が財政支出の増加に反対していたと想像されるが、事実はその全く反対であった。本稿第6節で詳しく見るように、自由主義経済学の牙城シカゴ大学の経済学者でさえ、政府による支出増大を1930年代初期の段階で求めていたのである。そして大恐慌のケインズの解釈自身にも批判が投げかけられた。1963年に出版されたフリードマンとシュウォーツの *A Monetary History of the United States, 1867-1960*.<sup>5)</sup> である。彼らは当時の現金・預金・準備預金残高等を克明に調べ、また連邦準備制度理事会 (Fed) や公開市場政策委員会の議事録を渉猟して、連邦準備制度理事会が貨幣供給を増やす政策をとらなかったことが大恐慌を招いたとし、金融政策の失敗が最大の犯人であるとした。フリードマンが主張する新しい貨幣数量説的なマクロ経済学はマネタリズムと言われ、1970年代以降、ルーカスやサージェントによる合理的期待理論の登場とともにアメリカで広く受け入れられるようになったことは周知の事実である。当時のインフレ的な状況の下では、価格一定の世界を分析するケインズ理論では不十分であると多くの人が考えたのは当然のことであった。

しかしながら、少なくとも大恐慌について言えば、以下で紹介するようにフリードマン的な見方を批判的に検証する研究も数多く公表されている。本稿では大恐慌に関する研究の経緯を概観し、大恐慌に果たした貨幣（あるいは金融政策）の役割についての見解の進化とも言うべき展開を追ってみる。大恐慌そのものに焦点を当てると言うより、大恐慌を経済学者がどう捉えてきたのか、という経済学史的な立場からその変遷をたどり、問題点を確かめたいと考えている。なお1980年代以降の大恐慌の経済分析では、先進各国が同時に恐慌を経験したことに注目し、その原因が金本位制度にあることを主張する研究が非常に盛んである。<sup>6)</sup>しかし、本稿ではアメリカにおける大恐慌と貨幣（金融政策）の関係に焦点を絞って議論を進めたい。

---

5) Friedman and Schwartz (1963).

6) たとえば Temin (1989) あるいは Eichengreen (1992)。

## 2 アメリカの大恐慌—その端緒

19 世紀には世界の工場としての経済力を背景にパックス・ブリタニカを築いたイギリスは第一次世界大戦の消耗により、世界経済秩序を守る盟主の役割をアメリカ合衆国に譲ることになった。アメリカ経済は大戦終了後には平時体制への転換に伴う不況を経験したが（1920-1921 年）、1920 年代のアメリカは世界一の経済大国として、成長と繁栄を謳歌した。1921 年から 1929 年の間に実質 GNP は 45.6% 上昇し、それは年率にして約 4% の成長率であった。失業率は 1922 年の 7.6% から 1926 年には 1.9% にまで下がっていた。労働生産性は 1922 年から 1929 年までの間に 20% 上昇し、工場労働者の実質年収は 16% 増加した。<sup>7)</sup> 実体経済の好調を反映してか株価も順調に上昇した。ダウ工業株平均は 1929 年 9 月には 8 年前の 4.5 倍、3 年前の 2 倍になっていた。8 年間の年平均成長率は 20.7%、3 年間のそれは 26.0% に相当する。しかし、同年 10 月 24 日に株価が下落し、以後この日は「暗黒の木曜日」として歴史に記憶されることになった。だが、この木曜日の下落は小幅であった。ダウ工業株平均は前日の 308 ドルが 299 ドルに下がったに過ぎない。この日の昼にニューヨークの著名な銀行家が集団で買い支えを行った (Bankers' Pool と呼ばれた) ため、一旦下がった株価が持ち直したのである。より大きな下落は翌週の月曜・火曜日になって発生し、二日間でダウ平均は 60 ドル、率にして 30% 下落した。ダウ平均は 11 月にも下落したが、12 月以降上昇に転じ、1930 年 3 月末には 286 ドルまで回復する。しかし、その後は幾度かの僅かな反転を除いて一本調子で下げ、1932 年 6 月末には 43 ドルまで下落した。<sup>8)</sup>

一般に、暗黒の木曜日の株価暴落が大恐慌の引き金になったと言われるが、当時の株価がファンダメンタルズ価格から乖離して異常に高騰していたかと問えば、確信を持ってそう断言できないことが判明する。キンドルバーガーによるとダウ工業株平均の 1929 年の高値は 381 ドルだが、物価水準を考慮した実質株価で見ると、1968 年の 1000 ドルとさほど変わらない。また、PER (株

7) 林 (1988), pp. 39-40.

8) Wigmore (1985), pp. 6-15 and pp. 637-638.

価収益率)も従来の10~12倍が20倍程度に上がったに過ぎない。<sup>9)</sup>ピーアマンは工業株45銘柄のPERは1929年に15倍程度と決して異様な高さではなかったと述べている。<sup>10)</sup>一方、ウィグモアは、おそらくニューヨーク証券取引所全銘柄の平均PERと思われる数字として、30倍というかなり高い数字を挙げており<sup>11)</sup>、論者によって開きがある。当時の株価が高すぎたかといえば、その判断が衆目の一致する所ではないと言えよう。株価は将来の期待収益に基づくものだけに、現実の取引値が高すぎるか否かの判断はその後の推移を見定めるしかないものの如くである。また、1980年代後半の日本でも株価が大きく上昇したが、そのときにファンダメンタルズ価格から乖離したバブルであると主張する人は少なく、崩壊後かなりの時日が経過してからバブルであったとの意見が大勢を占めるようになったことと軌を一にしているように思われる。

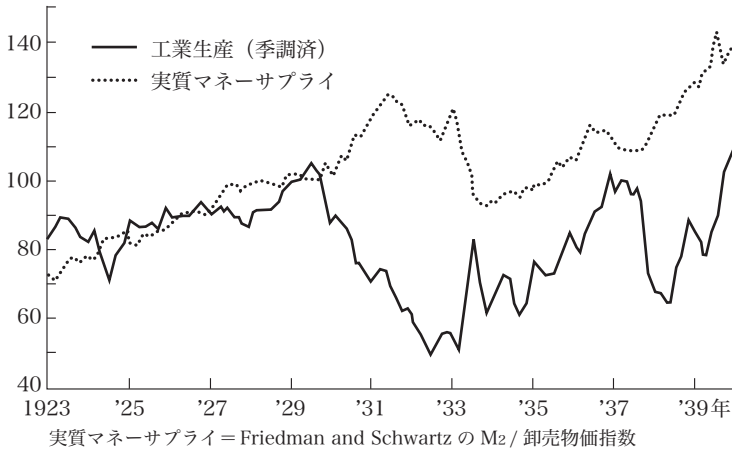
現在では、暗黒の木曜日に象徴される株価の暴落が大恐慌を引き起こしたということではなく、実体経済が1929年の夏には悪化し始めていたことが指摘されている(図1参照)。月次の工業生産指数は1929年7月にピークを示しており、10月にかけて3%下落していた。1930年秋から本格化した銀行恐慌は中西部の農業州で多く見られたが、それは農業が1920年代を通して構造不況を経験していたからである。アメリカの農業は第一世界大戦中の農産物価格の上昇から規模を拡大したが、戦後は価格が急激に下落し、農業所得を圧迫した。また、多くの農家が大战中の生産拡大のため、農地を担保に抵当貸付を増やしていたが、これも農産物価格の下落により実質負債が増大し、返済が遅れていた。当時のアメリカの農業は人口で全体の30%を、GNP比でも15%を占める大きな部門であり、この部門の低迷が農業州の小さな銀行の倒産につながったと言える。<sup>12)</sup>農業以外にも造船・石炭・鉄道輸送の部門では構造不況が続いていた。住宅建設は1920年代前半に戦争の反動で大ブームになったが、1925年以降は急速に縮小し、1929年にはピーク時のほぼ半分になった。さら

9) Kindleberger (1973), pp. 108-109.

10) Bierman (1991), p. 32. この本でピーアマンは1929年のアメリカの株価が高すぎることはなかったと一貫して主張している。

11) Wigmore (1985), p.3.

12) Wicker (1996), pp. 3 and 11; 林 (1988), pp. 70-74; Chandler (1970), Chap. 4.



出所：林 (1988), p. 205.

図 1: アメリカの工業生産と実質マネーサプライ (1929 年 1 月=100)

に自動車産業も 1929 年 4 月にピークを迎えた後、秋にかけて生産は減少を続けていた。

実体経済はこのように 1929 年頃には下降基調にあったが、その景気後退の一つの原因として 1928 年 1 月以降の金融政策の引締が挙げられる。イギリスは 1925 年に戦争以前の平価による金本位制度への復帰を行ったが、これはポンドの実力からすれば 10%ほどの過大評価であった。<sup>13)</sup>そのためポンド資金がアメリカやフランス・ドイツに流出し、とくにフランス中央銀行はポンドの外国為替を大量に蓄積していった。フランスがこのポンド資金を一斉に金に交換することになれば、イギリスの金本位制度が揺るぎかねない。そこで 1927 年 7 月、英仏独三カ国の中央銀行総裁がロングアイランドにあったミルズ財務長官の自宅に集まり、ニューヨーク連銀総裁ストロングと協議した。その結果、ニューヨーク連銀は欧州を助けるために公定歩合を引き下げることを決定

13) Clavin (2000), p. 50.

した。<sup>14)</sup>ただし、アメリカ経済は1927年頃、緩い景気後退に見舞われていたので(図1参照)、国内事情からもこの金融緩和を決定したのである。<sup>15)</sup>この金融緩和がどれだけ株価上昇に寄与したかは明らかではないが、株価の高騰が続いたため、連邦準備は1928年1月には株式市場の投機を抑制する目的で金融引締に転じた。この引締が実体経済に強いブレーキをかけた、というのがハミルトンの主張である。<sup>16)</sup>C. ローマーもまた、実質値で推計した4~6ヶ月ものCPレートが1927年第4四半期の5.6%から1928年第4四半期の9.5%へと上昇したことが1929年の景気後退を引き起こしたとしている。<sup>17)</sup>

以上、1929年秋の株価暴落は1928年1月からの金融引締にその一因があることが分かったが、1930年以降の急激な経済活動の減退はどう説明されるのだろうか。次の節で検討してみよう。

### 3 大恐慌初期

表1にアメリカの景気後退期における実質GDP変動の要因分解が掲載されている。これを見ると大恐慌期(1930-1933年)に消費の落ち込みが大きく、しかも継続的に低下していたことが明らかとなる。この4年間全体を通して他の需要項目と比べても、GDP低下の最大の要因が消費であることがこの時期の顕著な特徴である。消費の落ち込みが大恐慌を説明するという「支出仮説」はテミンが検証した。彼は1919年から1941年の間の年次データを用い、非耐久消費財支出( $C_{ND}$ )と総消費支出( $C_T$ )を所得( $Y$ )と富( $W$ )に回帰した:<sup>18)</sup>

14) 当時の連邦準備制度理事会にはリーダーシップがなく、ニューヨーク連銀が連邦準備制度理事会の方針を実質的に決めていたことに注意されたい。ストロング総裁は1928年秋に亡くなり、連邦準備銀行全体を統率する人物がいなくなったことがその後の金融政策の失敗につながる、とするのがFriedman and Schwartz (1963)の主要論点の一つである。同書、第7章第7節参照。

15) Kindleberger (1973), pp. 65-67 and p. 69.

16) Hamilton (1987).

17) Romer (1993).

18) Temin (1976), p. 71.

表 1: アメリカの景気後退期における GNP 変動の要因分解

年	実質 GNP の 変化率 (%)	GNP 変動への寄与率 (計 100 %)				
		消費	在庫投資	固定投資	純輸出	政府支出
1904	-1.3	-76	66	83	26	1
1908	-8.6	56	24	35	-5	-10
1914	-7.9	12	23	63	9	-8
1917	-2.4	66	74	74	26	-140
1920	-1.1	-292	-171	-68	144	488
1921	-2.4	-195	256	51	43	-56
1930	-9.3	46	24	38	2	-10
1931	-6.2	38	3	62	6	-9
1932	-15.8	50	20	26	1	4
1933	-3.0	66	4	19	9	3
1938	-5.5	22	94	38	-26	-28

出所: Romer (1993), p. 30.

$$C_{ND} = 9947 + 0.594Y + 0.0229W \quad R^2 = 0.929$$

(3.16) (12.0) (2.36)

$$C_T = 7512 + 0.762Y + 0.0165W \quad R^2 = 0.935$$

(2.06) (13.2) (1.46)

括弧内は  $t$  値である。総消費支出 ( $C_T$ ) はもちろん非耐久消費財支出 ( $C_{ND}$ ) を耐久消費財支出の分だけ上回るのので、右辺の係数のどれかが大きくならなければならない。回帰結果によると所得の係数 (限界消費性向) が大きくなっており、富の係数は却て小さくなっていることから、消費のうち耐久消費財支出がことに所得に感応的であることが分かる。従って大恐慌の進行とともに所得が低下し、それに応じて消費が減退していったことが説明できる。しかし、消費関数は所得と富を外生変数としてしている。大恐慌による所得の減少を所与として消費の落ち込みを説明しても、そもそも大恐慌を仮定している訳で、大恐慌を説明していることにはならない。また推計結果によれば富変数の有意度はあまり高くない。株価の下落が続いたこの時期にその影響があまりない、と



いうのは説得的ではなかろう。実際、テミンは回帰式からの推計値が1930年には現実値を大きく上回っており、実際の消費の落ち込みを十分説明できないことを認めている。そのため彼は、計測された富の大きさだけでは捉えきれない何らかの消費抑圧効果が株価の暴落により働いたのではないかと推測している。<sup>19)</sup>

その問題をローマーが分析している。株価暴落が将来に対する不確実性を増し、そのために人々が消費を手控えたのではないか、という仮説を検証したのである。<sup>20)</sup>ローマーは消費財を非耐久消費財と耐久消費財に分解し、前者は日常生活に必要なものであるのに対し後者は支出額も大きいので将来不安があるときは購入を手控えるだろうと想定した。表2に耐久消費財・半耐久消費財・非耐久消費財の1928年から1930年にかけての産出高の変化率が計算されている。この表によれば、1930年の非耐久財生産の減少は僅かであるのに(-1.6%)、半耐久消費財は-13.8%、耐久消費財の生産は-32.4%と大きく落ち込んでいる。また彼女はそれぞれの生産量を説明する回帰を行ったが、株価のボラティリティ（月次株価変化率の二乗の12ヶ月平均）は耐久消費財の式では $t$ 値が32.9、半耐久消費財の式で12.5と非常に有意であることを示した。したがって1930年の消費の大きな落ち込みは不確実性が高まったためであるという仮説が支持される結果となる。

一方、富効果に関してもより詳しい検証がミシュキンによって行われた。<sup>21)</sup>彼は1929年までのブームの間に家計部門が負債を増やしていたことに注目する。ところが1930年以降の株価の暴落で資産の市場価値は下落し、物価の下落は負債の実質価値を上昇させるので、家計のバランスシートが悪化し、これが消費を減退させると考えられる。彼は非耐久財の購入や住宅建設をバランスシートの変化に回帰させたが、果たしてこれらの支出の減少の3分の2をバランスシート悪化が説明すると報告している。

以上の分析は、大恐慌初期(1929-1930年)においては景気の後退がかなり

19) *Ibid.*, pp. 72 and 74.

20) Romer (1990).

21) Mishkin (1978).

表 2: 消費財実質産出高の変化率

	1928	1929	1930
耐久消費財	7.5	0.5	-32.4
半耐久消費財	4.1	1.8	-13.8
非耐久消費財	1.6	4.3	-1.6

出所：Romer (1990), p. 607.

の程度、消費の落ち込みによって説明されることを示している。しかし、図 1 に明らかなように、生産活動の減退は 1933 年にかけてさらに激化していく。この大恐慌の激化は 1930 年秋以降に発生した銀行倒産の嵐が大きく関与していることについて異論はないだろう。銀行倒産に焦点を当て、その対応を誤った連邦準備の責任を追及したフリードマン・シュウォーツの所説を次に検討してみたい。

#### 4 マネタリスト理論

フリードマン・シュウォーツの *Monetary History* が出版されるまでは、ケインズ『一般理論』の影響が強く、大恐慌がかくも長期にわたって続いたのは財政政策の失敗とする見方が圧倒的に強かったが、この研究書は経済学界に広く受け入れられ、あたかも彼らの解釈が定説になった感がある。<sup>22)</sup>ケインズ理論の登場以来、景気後退の対策として金融政策は有効ではなく、財政政策による需要刺激が必要不可欠とされていた中で、彼らは大恐慌の主な原因は金融政策の失敗にあるとした、と言う点でケインズ革命に対する「反革命」の位置づけも可能であろう。そしてフリードマンの貨幣数量説理論はマネタリズムとして知られ、21 世紀初頭の現在、マクロ経済学の標準理論になっていると、ディロンは主張している。<sup>23)</sup>

アメリカの 1867 年から 1960 年までの貨幣供給と経済活動の関係を分析し

22) テミンはこの本が「大恐慌の標準的な歴史」であるとしている。Temin (1976), p. 14. また、D. ローマーは、この本の第 13 章“A Summing Up”を「すべてのマクロ経済学者が読むべき」であると述べている。Romer (2001), p. 254.

23) De Long (2000).

た結果、フリードマン・シュワーツが到達した結論は次のようなものであった：<sup>24)</sup>

1. 貨幣の変動は経済活動・名目所得・価格の変動と密接な関係を持っている。
2. 貨幣と経済活動の間関係は非常に安定している。
3. 貨幣の変動は経済活動の変動に対して独立である。

上の第1点をもう少し詳しく言うとなお次のようになる。貨幣の変動は短期的には名目所得の変動につながるが、短期では価格はあまり変動しないので実質所得が変化する。しかし、時間の経過とともに実質所得は自然失業率に対応する長期均衡水準に戻り、それに代わって価格が貨幣と1対1に変動する。したがって貨幣は短期では実質所得に大きな効果を持つが、長期では全く持たない、という結果になる。そしてこの貨幣が経済活動の結果として決まるのではなく、経済活動から独立である、という第3点をもっとも議論の余地が残る点である。

さて、貨幣 ( $M$ ) は現金 ( $C$ ) と預金 ( $D$ ) の合計であり ( $M = C + D$ )、ハイパワードマネー ( $H$ ) は現金と準備預金 ( $R$ ) の合計であるので ( $H = C + R$ )、両者の比率をとれば、

$$M = H \cdot \frac{\frac{D}{R}(1 + \frac{D}{C})}{\frac{D}{R} + \frac{D}{C}} \quad (1)$$

となる。<sup>25)</sup> 貨幣の決定要因はハイパワードマネー ( $H$ )、預金・準備比率 ( $D/R$ )、預金・現金比率 ( $D/C$ ) の3つである。上式右辺の分数がいわゆる貨幣乗数である。フリードマンは中央銀行がハイパワードマネーを完全にコントロールできるのに対し、預金・準備比率は法定準備率によって規定され、預金・現金比率は公衆の選好によって決まるので長期的には一定であると考えた。つまり貨幣乗数は一定なので、中央銀行はハイパワードマネーのコントロールを通じて、

24) Friedman and Schwartz (1963), p. 676.

25) *Ibid.*, p. 791.

貨幣量を完全にコントロールできると考えられるのである。貨幣乗数は景気循環に応じて変動することは観察されるものの、ハイパワードマネーを十分動かせば、中央銀行は意のままに貨幣を決定することができる。しかし、本当にそうだろうか。貨幣の構成要素の預金は銀行部門による信用供与の結果として供給されるが、企業（あるいは家計）が銀行信用への需要をしなければ、銀行側の意図通りに預金が供給されない可能性がある。実際、日本でも 2001 年春から日銀が始めた量的緩和政策により、ハイパワードマネーは著増したが、マネーサプライはそれほど増加していない。<sup>26)</sup> この貨幣のコントローラビリティについては節を改めて検討しよう。

アメリカの大恐慌期間中の 1929 年 8 月から 1933 年 3 月までの間に貨幣は 3 分の 1 以上減少したが、連邦準備はこの減少を食い止めるべきであったし、それが可能だった、とフリードマン・シュウォーツは主張する。彼らは、この期間中連邦準備は「貨幣ストックの増加をその気になりさえすれば、いくらでも作り出すことができた。…もし貨幣ストックの減少がなかったら、この 4 年間に名目所得が半減し、価格が 3 分の 1 以上も下落するという事態が起こったとは到底考えられない」と述べている。<sup>27)</sup> このような貨幣の減少は何度かの銀行危機 (banking panic) の際に連邦準備が対応を誤ったからであった。銀行危機の際には公衆の銀行預金に対する信認が低下し、預金・現金比率が低下した。つまり貨幣乗数が低下したが、それを凌駕するハイパワードマネーの増加を連邦準備が買いオペなどにより作り出せば、貨幣の減少は回避できたはずである、というのが彼らの主張なのである。もう少し具体的に見れば、「フリードマンとシュウォーツが漸罪した連邦準備の過ちとは、1930 年の最初の 10 ヶ月、31 年の最初の 8 ヶ月、31 年 9 月のイギリスの金本位制度離脱からの 4 ヶ月、の 3 回にわたって、連邦準備が大規模な買いオペのチャンスを逸したことを指す」<sup>28)</sup> のである。

26) しかも僅かに増加した貨幣も、実は銀行が国債保有を大量に増やしたからであって、民間部門への信用供与は漸減しているのである。

27) *Ibid.*, p. 301.

28) 林 (1988), p. 201.

次節で検討するマネタリスト批判との関連で筆者は、フリードマン・シュウオーツが言う連邦準備の過ちとは、銀行危機の際の連邦準備の行動を指していることに注意を喚起したい。彼らの言によれば、「…バジョットが1873年に説いた政策原理を遂行したなら、この大惨事は防ぐことができた」。<sup>29)</sup>バジョットがかの *Lombard Street* (Bagehot, 1873) で説いた中央銀行の行動原理とは、銀行危機の際には高い金利ではあるが信用を民間金融機関から求められるままに潤沢に供給すべきである、というものであった。1847年のイギリスでの銀行危機の際に、銀行家はイングランド銀行に対して「我々が欲しているのは銀行券ではなくて、イングランド銀行からの信用なのです」と述べたそうであるが<sup>30)</sup>、銀行危機の際の「中央銀行の最後の貸手機能」はイギリスでは19世紀の後半には十分確立されたものの、1914年に設立されたばかりの連邦準備制度にはその原理が十分に理解されたいなかつたようである。

もし連邦準備がバジョットの原理に従って銀行危機の際に潤沢にハイパワードマネーを供給していたと仮定したときに、大恐慌が回避されたか、とすると、それはまた異なる次元の話になる。ハイパワードマネーを増やしたとして、それが貨幣乗数を下げることになれば、すなわち経済がいわば「流動性のワナ」の状態にあれば、貨幣は増えない。つぎにもしくましく貨幣が増えたと仮定しても、それが速やかに実質所得の増加につながるか、といえ、その効果波及経路が明確ではない、という批判は多い。そこで次節では大恐慌のマネタリスト理論の検証を採り上げてみよう。

## 5 マネタリスト理論の批判的検証

フリードマン・シュウオーツの *Monetary History* が出版されて以降、大恐慌は金融政策の失敗によるものという見解が広く浸透したが、一方で彼らの理論に対する批判的な研究もかなりの数が発表されている。初期の批判としてトービンによるものが注目される。*Monetary History* の書評<sup>31)</sup>ではフリー

29) Friedman and Schwartz (1963), p. 407.

30) King (1936), p. 263.

31) Tobin (1965). これは Tobin (1971) に所収されている。

ドマンの主張する貨幣需要の安定性・独立性が批判される。貨幣の交換方程式  $MV = Py$  では、 $M$  が外生的に与えられ、 $V$  と  $y$  が長期的に一定なので、 $P$  は  $M$  に比例して決まる、というのがマネタリズムの基本的な想定であるが、トービンは  $V$  が利率や所得の影響を受けて変化していることを強調している。 $V$  が一定である、ということはその逆数のマーシャルの  $k$  が一定であり利率の影響を受けないことになる。貨幣需要を意味するケンブリッジ交換方程式  $M = kPy$  の右辺に利率が影響しない、ということは IS/LM モデルで言えば、LM 線は垂直になる。このことは書評論文ではまだ強調されておらず、Tobin (1974) においてそれが明確に指摘されている。LM 線が垂直であれば、IS 線のシフトは利率を変動させるだけで所得に変化はない。財政政策には所得への効果がない、というフリードマンの主張がこのようにして容易に確認される。そしてフリードマン、あるいはマネタリズムの主張する金融政策 (LM 線のシフト) は短期的には所得に対して大きな効果があるという結論も明確になるのではないか。

次にトービンはフリードマンの「マネーは所得をリードして変動する」という時系列上の観察について考察している。<sup>32)</sup> 論文標題にある *Post Hoc Ergo Propter Hoc* という語句はラテン語の警句で、英語では “after this, therefore because of this” を意味するそうである。これは時間的前後関係を因果関係と同一視する誤謬を指摘したもので、トービンは貨幣が所得に先行するからと言って、それが貨幣が所得の原因と見なすことの危険性を示唆している。彼はウルトラ・ケインジアンモデルとフリードマンモデルを動学化し、微分方程式体系を解いて、循環サイクルを計算した。貨幣や所得の動きの山と谷のタイミングを比較し、フリードマンが報告している先行遅行関係が、フリードマン・モデルよりもウルトラ・ケインジアン・モデルの解に見事に一致することを見いだしている。単なる時系列的な前後関係だけで因果関係をとらえようとすることに限界があることを的確に指摘していると言えよう。現在でもグレンジャー因果性テストがしばしば用いられるが、グレンジャーの意味での因果性

32) Tobin (1970). これも Tobin (1971) に所収。

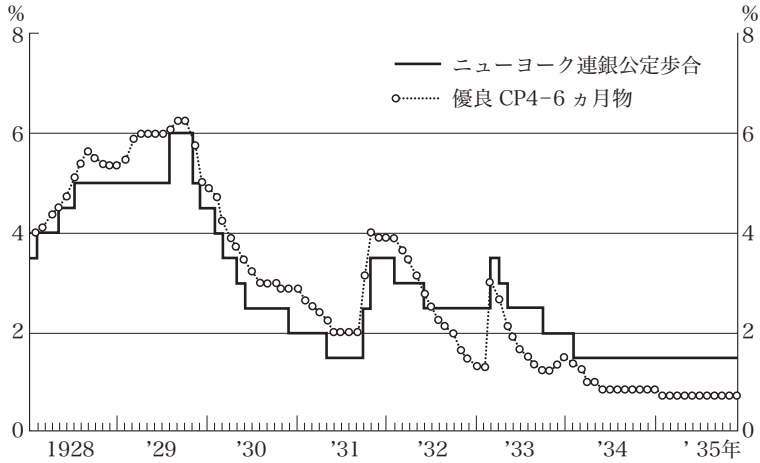
が、真の因果性を支持しているかは、やはり注意深い理論モデルの比較検討が必要なことを示唆している。<sup>33)</sup>

マネタリストの仮説に対して明確な対立仮説を提示して実証研究を行ったのがテミンである。<sup>34)</sup>彼は「大恐慌は貨幣の減少によってもたらされたのではなく、支出の減少が原因である」とした「支出仮説」を提示したが、彼の消費関数の推計結果はすでに本稿第3節で紹介した。そこで見たように、消費の落ち込みに焦点を当てる研究はその後も続けられ、ミシュキンやC. ローマーの研究により、大恐慌の初期には負債の実質額の増加や株価の下落による将来に関する不確実性などが消費を抑制したことについては、異論はないように思われる。従ってここではテミンがマネタリスト仮説のどこに問題があると考えたかに触れておきたい。彼の最大の批判は貨幣ストック  $M$  が供給側の要因のみによって決まるとフリードマン・シュウォーツが想定したことである。彼らの主張通り、銀行危機などにより貨幣の供給量が減少したとすると、それは、IS/LMモデルで考えると、LM線が左シフトすることである(図3 上部パネル参照)。LM線の左シフトが起これば、所得が減り、利子率は上昇する(図3の  $E_0$  から  $E_1$  への動き)。ところが図2に明らかなように、公定歩合・短期利子率ともに1929年の秋から2年間近く大きく下落している。LM線の左シフトだけでは説明がつかないのである。利子率の下落はIS線が左にシフトして起るので、やはりIS線の左シフトが起きていると考えるのが妥当ではないか、というのがテミンの基本的な批判である。

当時、名目の貨幣ストックは減少したが、卸売物価がさらに大きく下がったため、図1に明らかなように、卸売物価でデフレートした実質貨幣残高は

33) 1978年頃、イェール大学大学院でのマクロ経済学の授業において、トービンはグレンジャーテストの誤用例を語ったことが私の印象に残っている。「北極に近い、緯度の高い地点では夏の間、日没は夜遅く、日の出は朝早い。それを何日か観察してグレンジャーテストをすると、『日没が日の出を引き起こす』という結論を得る。しかし、同じ地点でも冬になると、日の出はお昼近くになり、数時間すると日没が起きる。これを幾日か経験すると、今度は『日の出が日没を引き起こす』という結論を得る。我々は真の因果関係を知っているのに、この結論の誤りをすぐに指摘できるが、真の関係が分からないときには、とんでもない誤謬を犯しているかも知れないことに留意すべきである」。

34) Temin (1976).



出所：林 (1988), p. 205.

図 2: アメリカの公定歩合と短期金利

増加している程である。(ただし消費者物価でデフレートすると若干の低下を示す。) これはどう解釈すべきだろうか。テミンによれば総需要の低下により、所得が減少するとともに物価が下落しているのである。すなわち、総供給関数のグラフで考えれば(図 3 下部パネル)、総需要関数の左シフトが起き、交点が総供給関数に沿って左下方にスライドしていることになる。物価の下落により LM 線は元の位置に戻るが、IS 線は大きく左にシフトしており、最終的にマクロ均衡は  $E_3$  に落ち着く。これで所得の減少と利率の下落が整合的に説明出来るのである。

テミンは貨幣量は供給と需要の両方から影響を受けていることを強調し、フリードマン・シュウォーツが単に貨幣ストックの減少を外生的であると想定していることを問題視している。トービンは流通速度  $V$  が利率や所得の影響を受けると批判したが、同じようにテミンも貨幣乗数の決定要因である預金・準備比率 ( $D/R$ ) や預金・現金比率 ( $D/C$ ) が民間の銀行や家計・企業部門の行動によって影響を受けることを指摘している。これらは貨幣の需要側の要因で



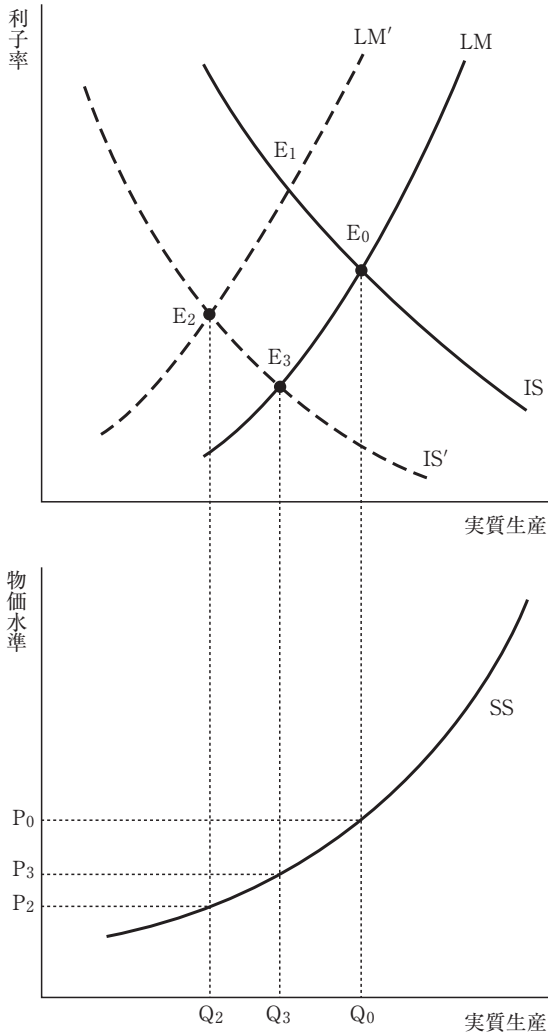
あり、それを検証することなしに  $M$  が連邦準備の行動によって決定されたと見なすフリードマン・シュウォーツの想定には無理がある、ということである。

他の国とも違う、アメリカの大恐慌の際だった点は非常に多くの銀行が倒産したことであった。もちろん、それは当時のアメリカの銀行の規模が小さかったことに一つの原因があるが、この点はまた以下で触れる。1928年に24,968行あった銀行は1933年には14,440行にまで減り、4割以上の銀行が倒産・合併で消えていった。<sup>35)</sup>フリードマン・シュウォーツはその間の4度に渡る銀行危機(1930年11月から1931年1月、1931年4月から8月、1931年9月から10月、1933年2月から3月)の際の連邦準備の対応を厳しく批判したが、ウィッカーは銀行のマイクロヒストリーを調査し、彼らの批判が的を射ていないことを実証している。たとえば1931年9月21日にイギリスが金本位制度から離脱したために資金がアメリカから流出したときの連邦準備の対応を採り上げてみよう。スターリング・ポンドの金交換停止を受け、アメリカも金本位制度から離脱するのではないかという不安が起り、アメリカの金の海外流出が増え始めた。アメリカではこの年の4月から8月にかけて銀行倒産の第二の波が襲ったばかりであったので、個人・企業の銀行への信頼が再び揺らぎ、現金流出も増加した。連邦準備銀行の金準備は9月23日から10月28日の5週間に7億2200万ドルが流出し、現金通貨の残高もその間に4億1700万ドル増えた(表3参照)。その結果、準備預金は11億ドル以上が失われたことになる。それに対して連邦準備は手形割引を4億5400万ドル、手形買入を5億700万ドル増やしてハイパワードマネー減少を最小限にとどめた。しかしながら、預金・現金比率の大幅な下落(貨幣乗数の低下)を受けて、8月から10月の間に  $M_1$  は7億1900万ドル、 $M_2$  は22億ドルの減少を記録した。<sup>36)</sup>

フリードマン・シュウォーツはこの貨幣ストックの低下をもって連邦準備の失敗と糾弾するわけだが、ウィッカーによると、当時の貨幣理論の状況を考慮にれると、それには納得できる事情がある。というのはハンフリーの研究によれば、貨幣乗数の理論が現在のような形で知られるようになったのは1933

35) Wicker (1996), p. 2, Table 1.1.

36) *Ibid.*, pp. 86-90.



出所：林 (1988), p. 203.

図 3: 大恐慌の IS/LM モデルによる解釈

表 3: 1931 年 9 月～10 月の金準備・現金通貨の週ごとの変化 (100 万ドル)

	金準備増減	現金通貨増減
9 月 23 日	-114	+76
9 月 30 日	-156	+82
10 月 7 日	-99	+185
10 月 14 日	-218	+42
10 月 21 日	-87	+32
10 月 28 日	-48	n.a.
合計	-722	+417

注：各週水曜日の数字。

出所：Wicker (1996), p. 87.

～34 年になってからのことである。<sup>37)</sup>外部から銀行部門に注入された預金が準備部分を除いて貸し出されることによって、何倍もの預金が創造されるという「信用創造」の理論は、19 世紀前半にはペニンントン (J. Pennington) やトレンズ (R. Torrens) らによって提示され、さらに 20 世紀初頭までにマーシャル (A. Marshall)、フィリップス (C.A. Phillips) などが、より精緻な理論を展開していた。しかし、それまでの議論では信用創造の上限は預金準備率しか考慮に入れておらず、現金流出を考慮して預金・現金比率を貨幣乗数に現在のような形で導入するのはアンジェル・フィセック、ミード、ロジャーズと言った人々が論文を発表した 1933～34 年に到ってのことである。<sup>38)</sup>ウィッカーは当時の連邦準備が貨幣の減少を防げなかったのは、政策の失敗と言うより、現金流出が貨幣乗数を低下させることを知らなかったがためである、として連邦準備の行動を弁護している。上で見たように、1931 年 9 月後半から 10 月中旬にかけての金の海外流出と現金の国内への流出により 11 億ドル以上の準備預金が減少したのに対して、連邦準備は手形割引と手形買入によって合計 9 億

37) Humphrey (1993), pp. 3-11. この論文 “The Theory of Multiple Expansion of Deposits: What It Is and Whence It Came” の初出は *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, vol. 73, no. 2, pp. 3-11 である。

38) Angell and Ficek (1933a), Angell and Ficek (1933b), Meade (1934), and Rogers (1933).

6000 万ドルの準備預金を供給しハイパワードマネーの減少を食い止めたのは当時としては、やるべきことはやった、ということであろう。

ウィッカーはさらに連邦準備が 1931 年 10 月 8 日と 15 日に公定歩合を 1% ずつ上げて、3.5% としたこと (図 2 参照) の銀行危機への影響について検証している。「大不況の底での金融引締は国内政策としては狂気の沙汰である」<sup>39)</sup> という評価がなされるのも無理はないだろう。この公定歩合の引き上げをきっかけに、銀行取付騒ぎに再び火がつき、銀行倒産の嵐が続いた、とフリードマン・シュウォーツも連邦準備の金融引締を強く非難している。<sup>40)</sup> それに対してウィッカーは、9 月 20 日から 10 月 9 日までの期間に、ピッツバーグ、フィラデルフィア、シカゴ周辺で銀行が 41 行破綻し、預金損失も 1 億 6500 万ドルに上っており、銀行危機は公定歩合の引き上げ前から始まっていた点に注目する。金の国外流出、現金の国内流出は表 3 が示すように 9 月 21 日以降から激化していたわけで、公定歩合引き上げがこれらの直接の原因とは考えられないというのである。<sup>41)</sup> もちろん公定歩合引き上げが銀行破綻や現金流出を悪化させた可能性は指摘しつつも、彼はその原因を公定歩合引き上げに求めるのはタイミングから判断して間違っていることを明確にした。

彼は破綻した銀行の地理的分布、規模などを詳細に分析し、1914 年以前の銀行危機に比べて、銀行危機の中心がニューヨークにはなく、地方の農業州に多かったことを明らかにした。1914 年の連邦準備制度設立により、ニューヨークのマネーセンターでは連邦準備が金融危機の際に準備預金を潤沢に供給する体制ができたため、大恐慌の時期にはニューヨークの大銀行の破綻を回避することができた。ウィッカーは 1929～1933 年に繰り返し発生した銀行危機は 1920 年代から続いていた農業不振がさらに悪化し、農業州での銀行破綻を招いたことが主因としている。つまり大恐慌時の銀行危機にはファンダメンタルズの悪化という原因があったという訳である。そして以下で見ると、当時の連邦準備には地方の小銀行を守る義務はなかったのである。

39) 林 (1988), p. 96.

40) Friedman and Schwartz (1963), p. 317.

41) Wicker (1996), p. 94.

大恐慌時代の株式・債券市場の動向を詳細に検討したのがウィグモアの研究<sup>42)</sup>であるが、彼も連邦準備は当時、自らに課せられた役割を十分に果たしたという評価を下している。連邦準備は1929年8月7日から12月3日の間に証券保有を281%、1931年7月29日から10月21日の間に101%、1932年4月6日から7月6日の間に99%、1933年2月15日から3月8日の間に25%増やしている。その結果、株価暴落直前の1929年9月に4億ドルだった証券保有残高を、ルーズベルト大統領による銀行休日より前の1933年3月1日には22億ドルにまで拡大した。1920年代には連邦準備の証券保有残高は10億ドルを上回ることがなかったことを考えると、これは非常に大きな信用供与である。1929年9月から1933年12月の期間に101の都市の銀行の資産残高は54億ドルから86億ドルに拡大しており、それと比較してみるとこの準備預金供給の増加幅の大きさが分かる。<sup>43)</sup>

フリードマン・シュウォーツは連邦準備がもっと買いオペを実施していたなら、政府証券の利子率が下落して銀行は社債の購入を増やしたであろうと推測したが、ウィグモアは多くの観点からこの推測には無理があるという。1932年には財務省証券の利子率は4%以下に下落する一方、Baa 格の社債の利子率は8.5%、鉄道会社の社債は12%にまで上昇した。これほど大きなスプレッドがあったにもかかわらず、銀行は社債保有を増やすどころか減らしている。そして銀行は1931年9月から1932年12月の期間に、長期の財務省証券の保有を4%減らし、平均で1%を切る利子率しか得られない短期の財務省証券の保有を90%も増やした。企業の倒産リスクが高く、銀行自身の流動性資産確保が至上命令であった当時、銀行がリスクを積極的に取る態勢にはなかった、というのがウィグモアの結論である。また彼によると、企業側にも借入を増やす動機がなかった。ムーディーズの調査では、メーカー321社の現金・市場性証券保有は1929年の30億ドルから1932年の27億ドルに減ったに過ぎず、その間、流動資産・流動負債比率は4.9から6.4に高まっている。これらの企業は自己資金を潤沢に持っていたにもかかわらず、設備投資をしなかった。マク

42) Wigmore (1985).

43) *Ibid.*, p. 550.

口経済環境があまりにも悪く、投資をする状況になかったので、資金需要もなかったというのである。<sup>44)</sup>

企業側からの借入れ需要がなかった、という状況はバーナンキのよく知られた研究<sup>45)</sup>に対して有力な疑問を提起することになる。1970年代以降の情報の経済学の発展を受けて、金融論の分野でも、借手と貸手の間に存在する情報の非対称性に着目した研究が進んできた。バーナンキは大恐慌期には銀行危機により、金融仲介のコストが上昇して実体経済活動に負の影響が現れたことを実証し、フリードマン・シュウォーツ命題の理論的・実証的補強を行っている。すなわち、フリードマン・シュウォーツでは貨幣がどのような経路で実体経済に影響を及ぼすのかという効果波及経路の言及がほとんどなかったのに対し、バーナンキは、銀行の信用供与が企業の投資活動を支えているので、それが阻害されると投資も減退するという効果波及経路 (credit channel と呼ばれる) に注目したのである。ところが、ウィグモアの研究では、企業側に投資意欲があまりなく、需要側の制約から銀行が貸出によって資金供給を増やすことが難しかったとしており、銀行危機の実体経済への悪影響が小さかった可能性を指摘している。

ウィッカーやウィグモアは当時の連邦準備には小規模の銀行を守る責任がなかったことを強調する。アメリカでは単一銀行制度 (支店の開設を全く許さない制度) をとる州も多く、連邦準備制度に加盟していない小規模銀行が数多く存在した。非加盟銀行を破綻から救う責任は連邦準備制度にはなかったのである。経営規模の小さな銀行が多数存在するアメリカではヨーロッパ各国に比較して破綻銀行の数が格段に多く、それが金融市場の不安定性を増し、大恐慌をより悪化させたと、ハーバラーは結論づけている。<sup>46)</sup>しかし、ウィッカーやウィグモアによると、小規模銀行を救済する責任は連邦準備になかったし、仮にあったとしてもそれは銀行危機の事後的対策であって、事前的に銀行危機を回避することができたかと言えば、彼らは農業不振やスムート・ホーリー法の

---

44) *Ibid.*, pp. 552-553.

45) Bernanke (1983). これは Bernanke (2000) に再録されている。

46) Haberler (1976), p. 32.

結果としての国際貿易の縮小、金本位制度の桎梏などの外部要因があまりにも多く、金融政策手段によって大恐慌を回避することは難しかったとしている。

このように理解すると、フリードマン・シュウォーツが主張する「金融政策の失敗」というのも、小規模銀行の破綻を阻止するような「最後の貸手機能」が果たされなかったことに主眼があり、ファンダメンタルズの悪化を事前に防ぐような、マクロ経済安定化を図る金融政策が欠如していたという批判では必ずしもない、と理解するのが自然ではないだろうか。前者の指摘は首肯できる面が多いものの、当時の連邦準備制度にはそこまでの責任はなかったという意味で、連邦準備を責めるのはお門違いかもしれない。後者の景気安定化の失敗については、外部の非金融的な要因が大きすぎて、その影響を金融政策によって克服することはできなかつたであろう、というのが現実的な判断ではないだろうか。

## 6 ケインズ革命の神話

前節ではフリードマン・シュウォーツ理論に批判的な 1970 年代以降の研究を採り上げたが、*Monetary History* 出版以前は、ケインズの解釈が主流であった。すなわち、大恐慌は有効需要の不足が原因であり、それを金融政策によって解決することは投資の利子率弾力性が小さいために難しく（弾力性ペシミズム）、有効需要を直接刺激する財政政策によってしか解決できない、というものである。通説では第二次大戦後はケインズ経済学がマクロ経済理論の標準となり、ケインズの処方に従って財政政策を機動的に運用したために戦後の不況を回避することができた、とされている。クラインの『ケインズ革命』が 1947 年に出版され、早くからケインズ経済学をアメリカに紹介していたアルビン・ハンセンによる『ケインズ経済学入門』（1953 年）も多くの学生によって読まれたものと思われる。<sup>47)</sup>

この「常識」に従えば、1936 年にケインズの『一般理論』が登場する以前の経済学者は全員が新古典派に属し、「大恐慌は賃金引き下げに応じない労働

47) Klein (1947), Hansen (1953).

者あるいは労働組合の頑迷さによって引き起こされた」ものと考えていたことになろうが、事実は驚いたことに決してそうではない。デービスの研究によると、アメリカの多くの経済学者は財政赤字を恐れることなく公共投資を増加させて、大恐慌に対処すべきであると主張していた。ケインズの処方箋はすでにアメリカの経済学者によって提唱されていたのである。1930年1月にワグナー上院議員が雇用促進のために公共工事を策定する機関を設立するように求めた法案を上程したが、その法案に賛成する陳情書にアメリカ経済学会の8人の元会長とその学会誌 *American Economic Review* の編集長が署名をしている。さらにその後、1932年にはワグナー上院議員は国を代表する経済学者やビジネスマンに手紙を送り、赤字財政への意見を求めた。それに対して、新古典派経済学の信奉者であるシカゴ大学の F.H. ナイトは赤字財政は今や経済学者のほとんど全員が一致して容認していると書き送った。さらに彼は「この恐慌に対処するために政府ができるだけ税を軽くし、支出を増やすべきであることについて、すべての経済学者は意見が一致している」とも述べている。ハーバード大学のスリクター (Slichter) は、彼が *New Republic* 誌で展開した主張をワグナー議員にも再び書き送った。彼は財政収支を均衡させるべきだとする銀行家やワシントンの政治家を強く非難し、公共工事による社会資本の充実が投資であるから經常収入によってカバーする必要はなく、国債の発行によって資金を調達すれば良いとした。不況のときにはこうして赤字財政を積極的に行い、好況のときに黒字を出して、国債の償還を行えば全く問題がない、と述べ、景気循環のサイクルのなかで財政収支をバランスさせることを提唱している。他にも多くの経済学者がワグナーに対して、大恐慌を抜け出すには絶対に政府が積極的に財政支出を増やすことが必要であることを書き送った。そして彼らの多くは財政支出には乗数効果が伴い、当初の財政支出の何倍もの所得創出効果があることも認識していた。たとえば公共工事によって業者に支払がなされると、彼らの従業員が潤い、消費を増やして別の人々に波及し、また業者が資材を購入した先のメーカーの従業員もまた支出を増やし、と言った具合に順次、支出が増えて生産が刺激されることを知っていた。さらにワグナーに回答を送った経済学者の全員が賃金引き下げに反対していた。賃金を引き下げる



と、「購買力」が減退し、さらに経済活動が低迷すると主張された。ほとんどの学者が回復への道筋は経済全体の支出を増やすことにあり、大恐慌の時期には政府だけがその手段を持っているとしたのである。<sup>48)</sup>

デービスによると 1931 年と 32 年に、アメリカを代表する経済学者達が一堂に会して大恐慌の対策を論じる機会があった。それはハリス記念財団による講演会と円卓会議がこれらの年にシカゴで開催されたからである。第一回の会議は 1931 年 6 月 23 日から 7 月 2 日にかけて行われ、まず、賃金引き下げが雇用を促進するかについて活発に議論された。古典派を自称するヘンリー・シュルツ（シカゴ大）やグッドリッチ（コロンビア大）と言った人たちが、失業の存在は賃金引き下げを要求しているように見えるが、賃金引き下げが雇用者所得を減少させ、総需要が減ってしまうとすれば、恐慌はますます悪化するので推奨できないとした。この会議にはイギリスからケインズも参加しており、*Treatise* 出版後であっただけに、彼は貯蓄が投資を上回るという不均衡が問題の根源であり、賃金引き下げがこの不均衡を解消するか否かが鍵を握っているとは指摘したが、まだ『一般理論』で展開される明快な主張をするには到っていなかった。いずれにせよアメリカの古典派経済学者が、ケインズが鋭い批判を浴びせたような典型的な古典派の主張をしていなかったことは明確であり、我々の常識が誤っていることが明らかとなる。次に政府の役割と個人の行動の重要性について議論され、大恐慌のような非常時には、フーバー大統領が説く個人の行動には期待できず、やはり政府による主導的な対策が望ましいことが参加者全員の合意を得た。また財政収支は完全雇用の状態でバランスすれば良いという新しいアイデアも提案された。1932 年に開催された第 2 回の会議では I. フィッシャーが彼のデット・デフレーションの議論を展開し、過剰な債務の返済圧力が資産の処分を促し、それが物価を押し下げてさらに債務の実質額を増大させている、だから何としてでも価格が上昇するような対策を実行する必要があると主張した。彼は貨幣数量説を援用して、そのためには貨幣の量を増やすか、貨幣の流通速度を高めるような提案をすべきだとしたが、参加

48) 以上、Davis (1971), pp. 14-24 による。

者の多くは大恐慌はそのような貨幣への対策で解決できるとは思わなかった。やはり政府による公共工事予算の増加が必要である、という点で参加者の意見は一致していた。要するに大恐慌は総需要の不足に根本的な問題がある、という認識で一致しており、それはまさにケインズが『一般理論』で下した診断であった。<sup>49)</sup>

以上の話は第二次大戦後に流布した「ケインズ革命」論が正しくないことを示している。「大恐慌は需要不足が原因であり、それを解決するのは財政政策によるてこ入れが必要」という第二次大戦後の常識は、実は大恐慌当時でも常識であったのである。<sup>50)</sup>ところが、1970年代以降フリードマン・シュウォーツの *Monetary History* はケインズの有効需要不足説を転覆させ、今度は「大恐慌は金融政策の失敗」という説がかなりの支持を得るようになっていく。ティミン、ウィッカー、ウィグモアといった人たちの批判的研究は存在するが、決して主流派の見解とはなっていない模様である。

ところでケインズの所説がケインズ以前から存在したのと同様に、フリードマン・シュウォーツ的所説も大恐慌当時に提起されていた、という事実にもまた若干の驚きを感じるかもしれない。さきのデービスの研究は、ケインズ革命の神話を暴くことに熱心すぎて、マネタリスト的理解が当時にもあったことを看過しているように思われる。スタインドルによると、L. カリー (Currie)、H.C. サイモンズ (Simons)、L. ミンツ (Mints)、C. スナイダー (Snyder)、そして中でも C. ウォーバートン (Warburton) などがフリードマン・シュウォーツ理論を予想させる議論を展開していた。<sup>51)</sup>ただし、スタインドルによれば、フリードマン・シュウォーツの分析的コア (analytical core) はあくまでも独創的であり、1930年代のマネタリスト的所説にはそれらはまだなかったということである。

大恐慌の嵐が吹き荒れていた 1930年代前半の時点ですでに、ケインズ的な

49) 以上は Davis (1971), pp. 107-131 に基づいている。

50) Davis (1971) は大恐慌の原因や解決策を巡る見解の変遷に注目して、ケインズ理論が決して目新しいものではないことを明らかにしたが、ケインズ『一般理論』の経済学そのものが決して新しいものではないことを詳細に検討したのが Laidler (1999) である。

51) Steindl (1995).

提案もあったし、フリードマン・シュウォーツ的な批判もあった、ということが明らかとなった。では大恐慌の原因は那邊に存するか、と問えば、「真理は中庸にあり」と言ったところであろう。ある理論が完全に誤っていることも稀であれば、完全に正しいと言うことも信じ難いことであろう。そして大恐慌のような大事件が単一の原因で説明出来るものでもないだろうし、様々な要因が複合的に関係し、視点を少しずらしただけで、その関係が大きく異なって見える、というのが実際のところかもしれない。

## 7 結論

本稿では1930年代初めにアメリカを襲った大恐慌の経済分析の歴史的展開を追ってみた。ことに1963年に公刊されたフリードマン・シュウォーツの *Monetary History* が現在の標準的な大恐慌分析である点に注目し、この分析に対して批判的な研究があることを紹介した。フリードマン・シュウォーツは連邦準備制度が貨幣供給を落ち込ませたことを断罪したが、ウィッカーによると当時は貨幣乗数の理論の発展がまだ不十分であり、預金・現金比率の低下が貨幣乗数を低下させることを連邦準備制度は承知していなかった。しかし、金準備の減少、現金通貨の増加により準備預金が大きく減少した時期には買いオペ等によりハイパワードマネーの補充に努めており、とくにニューヨークというマネーセンターに存在する銀行の破綻を防いだ、という意味で「最後の貸手機能」を果たしたと評価出来ることをみた。またウィグモアの研究によれば、当時の企業は投資意欲が後退しており、銀行が貸出を行おうとしても企業側に資金需要がなかったため、貸出が増えなかった。すなわち貨幣供給は銀行側の事情だけで決まるものではないことが強調されている。これは1990年代の日本経済にも当てはまる状況であり、金融政策を緩和し、ハイパワードマネーを増やせば貨幣供給が自動的に増えるものではないことが明らかではないだろうか。

1970年代以降、大恐慌の標準的な見方を提供していると思われるフリードマン・シュウォーツ理論にも、こうしていくつもの批判が存在し、貨幣供給の低下さえなければ大恐慌が回避されたという単純な見方に問題があることを確

認したが、一方でケインズ理論の革新性に関しても疑わしいことが判明した。大恐慌の対策として財政支出を増加させることを説いたのがケインズであるとする「常識」に対して、大恐慌当初からアメリカの大多数の経済学者が財政支援を要求していたのであった。さらに、フリードマン・シュウオーツ的な所説も 1930 年代当初から存在していたことが分かったのである。つまり、大恐慌をどう見るか、という見解には多様なものが存在していたし、現在でもそれは続いており、大恐慌の理解がある一説に収束していると言うよりは、かえって発散しているかのようにも見えるのである。

いずれにせよ大恐慌のような大きな事件が単一の原因で説明出来る筈もないであろうし、その経過のうちに別の要因が発生してその継続を強めたかもしれない。そのなかには政策対応の失敗もあろうし、民間側の弱気の心理が景気の回復を妨げるという「自己実現的予想」の要因も存在するだろう。したがって、貨幣だけに原因を求めるフリードマン・シュウオーツ理論に問題もあれば、真理の一面をとらえている面もあると言えるのではないか。結局の所、真理は中庸に存する、というのが最も真理に近い結論かもしれない。

#### 参考文献

- Angell, J.H. and K.F. Ficek (1933a) "The Expansion of Bank Credit I." *Journal of Political Economy*. Vol. 41. pp. 1-32.
- Angell, J.H. and K.F. Ficek (1933b) "The Expansion of Bank Credit II." *Journal of Political Economy*. Vol. 41. pp. 152-193.
- Bagehot, Walter (1873) *Lombard Street: A Description of the Money Market*. London: Henry S. King. (宇野弘蔵訳『ロンバード街』岩波書店 1941 年).
- Bernanke, Ben S. (1983) "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression." *American Economic Review*. Vol. 73. No. 3. pp. 257-276.
- Bernanke, Ben S. (2000) *Essays on the Great Depression*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Bierman, Jr., Harold (1991) *The Great Myths of 1929 and the Lessons to be Learned*. New York: Greenwood Press.

- Chandler, Lester V. (1970) *America's Greatest Depression, 1929-1941*. New York: Harper & Row.
- Clavin, Patricia (2000) *The Great Depression in Europe, 1929-1939*. London: Macmillan.
- Davis, J. Ronnie (1971) *The New Economics and the Old Economists*. Ames, Iowa: Iowa State University Press.
- De Long, J. Bradford (2000) "The Triumph of Monetarism?" *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 14. No. Winter. pp. 83-94.
- Eichengreen, Barry (1992) *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. New York and Oxford: Oxford University Press.
- Friedman, Milton and Anna J. Schwartz (1963) *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press.
- Haberler, Gottfried (1976) *The World Economy, Money, and the Great Depression, 1919-1939*. Washington, D.C.: American Enterprise Institute for Public Policy Research.
- Hamilton, James D. (1987) "Monetary Factors in the Great Depression." *Journal of Monetary Economics*. Vol. 19. No. 1. pp. 145-169.
- Hansen, Alvin H. (1953) *A Guide to Keynes*. New York: McGraw-Hill. (大石泰彦訳『ケインズ経済学入門』東京創元社 1956年).
- Humphrey, Thomas M. (1993) *Money, Banking and Inflation: Essays in the History of Monetary Thought*. Aldershot, Hants: Edward Elgar.
- Iwaisako, Tokuo (2000) "Consumption and Recessions: Japan in the 1990s and U.S. during the Great Depression." University of Tsukuba and Hitotsubashi University. Mimeo.
- Keynes, John M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan. (塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社、1983年。『ケインズ全集』第7巻)。
- Kindleberger, Charles P. (1973) *The World in Depression 1929-1939*. Berkeley: University of California Press. (石崎昭彦・木村一朗訳『大不況下の世界 1929~1939』東京大学出版会、1982年)。
- King, W.T.C. (1936) *History of the London Discount Market*. London: George Routledge & Sons.
- Klein, Lawrence R. (1947) *The Keynesian Revolution*. New York: Macmillan. (篠原三代平・宮澤健一訳『ケインズ革命』有斐閣 1952年)。
- Laidler, David (1999) *Fabricating the Keynesian Revolution: Studies of the Inter-war Literature on Money, the Cycle, and Unemployment*. Cambridge: Cambridge University Press.

- Meade, James E. (1934) “The Amount of Money and the Banking System.” *Economic Journal*. Vol. 44. pp. 77–83.
- Mishkin, Frederic S. (1978) “The Household Balance Sheet and the Great Depression.” *Journal of Economic History*. Vol. 38. No. 4. pp. 918–937.
- Rogers, James H. (1933) “The Absorption of Bank Credit.” *Econometrica*. Vol. 1. pp. 63–70.
- Romer, Christina D. (1990) “The Great Crash and the Onset of the Great Depression.” *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 105. No. 3. pp. 597–624.
- Romer, Christina D. (1993) “The Nation in Depression.” *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 7. No. 2. pp. 19–39.
- Romer, David (2001) *Advanced Macroeconomics*. Boston: McGraw-Hill Higher Education 2nd. edition.
- Steindl, Frank G. (1995) *Monetary Interpretations of the Great Depression*. Ann Arbor, Mich.: The University of Michigan Press.
- Temin, Peter (1976) *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* New York: W.W. Norton.
- Temin, Peter (1989) *Lessons from the Great Depression*. Cambridge, Mass.: MIT Press. (猪木武徳 (他) 訳 『大恐慌の教訓』 東洋経済新報社 1994 年).
- Tobin, James (1965) “The Monetary Interpretation of History (A Review Article).” *American Economic Review*. Vol. 55. No. 3. pp. 464–485.
- Tobin, James (1970) “Money and Income: Post Hoc Ergo Propter Hoc.” *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 84. No. May. pp. 301–317.
- Tobin, James (1971) *Essays in Economics: Macroeconomics*. Amsterdam: North-Holland.
- Tobin, James (1974) “Friedman’s Theoretical Framework.” In Robert J. Gordon. ed. *Milton Friedman’s Monetary Framework*. Chicago: University of Chicago Press. pp. 77–89.
- Wicker, Elmus (1996) *The Banking Panics of the Great Depression*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Wigmore, Barrie A. (1985) *The Crash and Its Aftermath: A History of Securities Markets in the United States, 1929-1933*. Westport, Conn.: Greenwood Press.
- 岩田規久男 (2004) 『昭和恐慌の研究』 東洋経済新報社.
- 貝塚啓明 (1998) 「1930 年代の大恐慌—その経験と教訓—」 『経済学論集』 第 64 卷, 第 2 号, 79–89 頁.
- 林敏彦 (1988) 『大恐慌のアメリカ』 岩波書店, (岩波新書).