

## 論文

## 大恐慌論再考

ーフリードマン＝シュウオーツ、大恐慌論の補足的分析ー

京都先端科学大学 経済経営学部

宮川 重義

Email:miyagawa.shigeyoshi@kuas.ac.jp

## 要 旨

ミルトン・フリードマンとアンナ・シュウオーツは歴史的名著『アメリカ合衆国の貨幣史』において、各種の歴史的データを丁寧に拾い上げ、分析することによって、金融政策、とくにマネーの実体経済に及ぼす影響がいかに強いかをまさに「自然実験」を通じて明らかにした。とくに、第7章「大収縮」においては、「大恐慌はむしろ貨幣の力の重要性を裏付ける悲劇的証拠である」と述べ、「それは当時の偉大なセントラルバンカー、B.ストロングの死によって引き起こされた」と結論した。これに対してはその後数多くの批判的研究が進められたが、最近では当時の金本位制を基本とする国際金融システムに問題があったことが多くの研究者の間で共有されている。しかしながら、それはまた、フリードマンたちの貨幣説を否定するものではなく、当時の連邦準備の責任を免罪するものでもない。

本稿ではまず前半において、第一次大戦後欧州の経済回復の過程で「金の究極的回復」がどのようにして求められるようになったかを歴史的に明らかにし、後半では最近の金本位制をめぐる研究を検討し、同書の今日的意義について論じることにする。そして、フリードマンたちの主張は今日でも依然として正しいと結論する。

キーワード: B.ストロング、金本位制、連邦準備局、国際協調、デフレーション、貨幣ストック

## 1. はじめに

ミルトン・フリードマンはアンナ・シュウオーツとの共著、*A Monetary History of the United States, 1867–1960* (『アメリカ合衆国の貨幣史』) (以下 F&S と略す) において、マネーストックと実体経済の関係について壮大なデータ分析を行い、彼らはこれを「自然実験」と呼んだ。とくに 1930 年代の世界大恐慌について論じた第 7 章「大収縮 (Great contraction)」はアメリカにおける金融政策の誤りが

世界全体の大不況をもたらしたと結論し、その後多くの議論を呼び、新たな研究が数多く実施された。アメリカ連銀議長を務めた、ベン・バーナンキをして 90 歳のフリードマンの誕生日の祝辞において、「この祝辞を終えるにあたり、連邦準備の公式代表として少し地位の乱用になるかもしれませんが、私はミルトンとアンナに申し上げたい、それは大恐慌についてであります。あなた方は正しい、大恐慌を起こしたのは私たちであり、大変申し訳なく思っています。あなた方お二人のおかげで、私たちは 2 度と同じ過ちをおかしません。」<sup>1)</sup>と言わしめたことは、彼らのこの著書がいかに経済学および金融政策の展開において重要な貢献をなしているかの証拠である。

本稿では 1930 年代の世界大恐慌がなぜ生じたかという点に絞り、F&S の主張と彼らの主張に対するその後の議論の展開について整理検討を加え、新たな知見を見出したい。F&S は歴史的資料を詳細に検討する「自然実験」を通じて、金融政策と実体経済の因果関係を示す、いわゆる「識別問題 (identification)」を解決し、貨幣は重要ではない、貨幣は受動的な要因でおもに他の力の反映するものである、金融政策は経済の安定化に対してきわめて限られた効果しかもたない、という当時の考えに真っ向から反対し、大恐慌こそは「貨幣の力の重要性を裏付ける悲劇的な証拠である」ことを明らかにした。そして、その貨幣の力を発揮すべき金融当局が当時の金融制度の曖昧さ、未熟さゆえに十分な政策対応ができないままに悲劇の恐慌に突入し、それが世界に拡散し、未曾有の大恐慌をもたらした、と論じる。歴史上の展開およびマクロ経済学的分析の両側面からの考察が必要となる。したがって、本稿は 2 部構成とし、I 部では経済史的観点から分析し、II 部では理論的角度から議論する。I 部では戦間期の世界の金融システムおよび当時まだ未成熟であった米国の連邦準備制度はどのようなものであり、どのように機能していたのか、そしてそれが世界の金融システムとどのようにつながっていたのかを分析し、II 部ではアメリカの未成熟な金融制度がどのように大恐慌を引き起こしたのか、そしてそれがどのように世界に拡散したのか、という問題が焦点となる。

## 2. 歴史的分析—ベンジャミン・ストロングを中心に (I 部)

まず、I 部では F&S が重視する、ベンジャミン・ストロング (Benjamin Strong) という当時のニューヨーク連銀総裁の役割を中心に考察する。F&S は「1930 年秋にストロングがまだ健在で、ニューヨーク連銀のトップを務めていたら、彼はおそらく来るべき流動性危機がどのようなものかを理解していたであろう。そして、経験と確信をもって、積極的に適切な危機回避策をとる準備を進め、その強い立場を用いて、連邦準備制度を自分と同じ方向へ歩ませることができたであろう。」<sup>2)</sup>とまで述べる。

ストロングとはどのような人物であり、この時期アメリカの金融政策においてどのような役割を演じていたのか。そしてそれが 1930 年代の大恐慌とどのように関係しているのか。そのためには、第一次世界大戦後のイギリスの金本位制復活から考察しなければならない。

<sup>1</sup> At the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago, Chicago, Illinois, November 8, 2002.

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/2002speech.htm>

<sup>2</sup> Friedman and Schwartz (1963) pp.412-3.(邦訳 p.307)、以下 F&S (1963) と略す。

## 2-1. ストロングと英国の金本位制の復活

ストロングは連邦準備制度の設立に多大の貢献をし、12の地区連銀の最高責任者からなる総裁会議 (Governors Conference) の議長を務め、圧倒的な影響力をもっていた。その後 1922 年に同会議は公開市場投資委員会の前身である、公開市場操作に関する総裁委員会 (Governors Committee on open market operations) を設立し、その終身委員長に指名されている<sup>3</sup>。

したがって、彼のアメリカの金融界における権限は相当なもので、アメリカの代表として当時のヨーロッパの中心国、イギリス、フランス、ドイツと対応していた。ストロングの対応した各国の代表者はイングランド銀行のモンタギュー・ノーマン (Montagu Norman)、フランス銀行のエミール・モロー (Emile Moreau)、ドイツ、ライヒスバンクのヒャルマル・シャハト (Hjalmar Schacht) であった。とくに、モンタギュー・ノーマンとの関係は濃密であった。彼らはどのようにして親交を深めることになったのか。2人が初めて出会ったのは 1916 年にストロングがロンドンを訪れた時である。ストロングの伝記を書いた、チャンドラーによれば、初めて会ったのに 2人はすっかり意気投合し、その後毎年会うようになった。とくに夏の長期休暇を南フランスで過ごすことが多く、政治、経済、金融に関するさまざまな話題について語り合った。ノーマンはストロングよりも 1 年早い 1871 年の生まれで、2人はほぼ同年齢である。ノーマンの家系は典型的なイギリスのエリート層であり、祖父も父も銀行家であり、母方の家系も銀行家、つまり銀行のオーナーであり、経営者であった。そうした、エリート筋の血を引くノーマンがイングランド銀行の取締役から 1918 年には副総裁、そして翌年には総裁にとり上り詰めるのはある意味自然であったかもしれない。彼は若い時分から旅行が好きで、とくに新興国アメリカの魅力に魅せられ東から西と隅々まで旅しており、そこで、アメリカの経済や金融について深い知識を持つようになったと思われる<sup>4</sup>。

彼らには共通点が多く見られる。共に独身で、生涯を仕事に捧げたこと<sup>5</sup>、金融センターで長きにわたり責任ある地位につき金融の実態に精通していたこと、自国の利益を最優先する愛国者でもあったこと、金本位制度が最良の金融システムであると考えていたことなど。両者とも戦争を体験しており、政府の中央銀行に対する圧力はいかに強く、インフレバイアスがかかることも承知しており、中央銀行の政府からの独立がいかに重要であるかを身に染みて感じていたようだ。したがって、金融政策は政治的介入を避け、経済の現実を直視し、その上で健全なプランの下に実施されるべき、と考えていた。この 2人が戦後のヨーロッパ経済再構に向けて協力する。当時の主たる国際金融システムの問題は戦時中一旦停止されていた金本位制にいかんして戻るかであった。そのためには、まずイギリスの金本位制の復帰が重要と考え、ストロングはノーマンに対して積極的に肩入れする<sup>6</sup>。このノーマンへの肩入れは、かれの

<sup>3</sup> F&S (1963) p.412 (邦訳 p.303)、Chandler (1958) pp.41-53, pp.69-70.

<sup>4</sup> Chandler (1958) pp.258-262.

<sup>5</sup> 正確に言うとストロングは 2 度結婚している。1 度目の結婚では 1905 年に妻が出産後体調を崩し、自殺している。2 人の息子と 2 人の娘が残されたが、その長女もまもなく死亡している。3 人の子供をストロングの友人、ヘンリー・ダヴィソン (Henry Davison) が引き取り養育することになり、仕事に没頭する。1907 年 35 歳で 15 歳年下のバンカーズ・トラストの社長 (Edmond C. Converse) の娘と再婚するも、1920 年に離婚し、その後は連銀の仕事一筋に生きることになる。Chandler (1978) p.30.

<sup>6</sup> 1919 年 4 月に開催されたジェノア会議 (Genoa Conference) において、通貨不安を解消するために金本位制への復帰が重要と満場一致で決められた。ジェノア会議決定の第 9 項において「金に対する需要の管理と相互調整をおこない、これによって金の購買力の大幅な変動を回避する」ことを国際的に協定する必要性が強調された。また金不足に対応するために金本位制の導入が推奨された。Sayers (1976) p.346 (邦訳 p.482) および Clarke (1967) pp.34-36.

総裁としての評価をめぐる議論の中心になるが、それは後に考察する（2-6）。

1925年3月20日イギリス大蔵大臣チャーチルはノーマンの支持を受け、4月の最後の週に金本位制に復帰すると宣言するが、それまでの過程をみると次のようであった。ノーマンは1921年11月に銀行協会の会議で「可及的速やかに戦前の金本位制に復帰するという確固たる決意」を報告。ノーマンはこの決議のコピーをストロングに送っている。ストロングは「金本位復帰が平価切下げ屋どもの主張に対する解毒剤(as an antidote to the policy of the devaluation - mongers)として役立つ」とコメントしている。当時戦争債務の返済に悩まされていた大蔵省とイングランド銀行はアメリカの物価が上昇しそれによりポンド相場を強くすることを願っていた。しかし、実際にはポンド相場はイギリスの思うように上昇せず、1923年にはバーロウ事件(Barlow Episode)を切っ掛けにポンド相場は4.20ドルまで低下し、金本位への早期復帰は困難となった。このような状況の中でストロングは英国およびその他ヨーロッパ諸国の金本位復帰を助けるために積極的に政策協力をしている。1924年4月30日にニューヨーク連銀は公定歩合を4.5から4.0%にまで下げ、さらに6月11日には3.5%にまで下げた。そして、8月7日には3%にまで公定歩合を下げている。その甲斐あって、ポンド相場は上昇に転じ、4.86ドルでの復帰の可能性が高まった<sup>8</sup>。さらにノーマンは金本位復帰に向けて、モルガン銀行に「2億5000万ドルを下らない信用をイングランド銀行ではなくイギリス政府に供与することを要請」している。このクレジットの受入れについては英国内では慎重論が多く、ノーマンは大蔵省から「高率の公定歩合にも関わらず相当量の金輸出がおこなわれという事態にならない限り、決してクレジットには頼らない」という保証を取り付けている<sup>9</sup>。クレジットの供与については最終的にニューヨーク連銀がイングランド銀行に2億ドル供与、J.P.モルガンがイギリス政府に1億ドル供与することが決まった<sup>10</sup>。このクレジットの供与についてはストロングの尽力がかなり大きかった。この供与の条件として、ノーマンが引き続きイングランド銀行の総裁に留まることを条件にしていたとも言われている<sup>11</sup>。1925年2月にはイングランド銀行は金本位復帰のために公定歩合を4%から5%へ引き上げた<sup>12</sup>。かくて、1925年4月28日の大蔵大臣チャーチルの予算演説にて金本位に復帰することが宣言された。ストロングはその復活に向けて多大の尽力をすることになる。

## 2-2. 金本位制

ストロングとノーマンが国際金融システム安定の要として強く依拠した金本位制とはどのようなも

<sup>7</sup> Sayers (1976) p.135 (邦訳 p.188)

<sup>8</sup> こうした状況下で出された1924年9月のチェンバレン委員会報告(Third Draft Report)は1ポンド=4.86ドルでの復帰を望ましいとした。この復帰について、ケインズはドルに対して10-15%過大評価されていると考えていた。Keynes (1925) pp.209-211. (邦訳 pp.246-249)。

<sup>9</sup> ノーマンの主張はブラッドベリー委員会に受け入れられたが、「クレジットが現実引き出された場合にはその返済が行われるまで、イングランド銀行の金準備は金融政策の見地から同額だけ減少していると見なければならぬ。このような慎重さを欠くならば、外貨危機の救済策として海外借入を利用した場合、過去に何度も経験したように、それは救うべき事態を一層悪化させるだけとなる」(1925年2月5日、実際の報告は4月28日) Sayers (1976) p.143 (邦訳 p.198)

<sup>10</sup> Sayers (1976) p.147 fn.3. (邦訳 p.204 脚注 35)

<sup>11</sup> この復帰にあたり、金兌換の要求が強くなると予想されたので、新たに制定された「金本位制法 Gold Standard Act」において、紙幣(銀行券+政府紙幣)の金貨への技術的兌換を廃止し、また紙幣から金塊への兌換についても金の量目にして、400オンス(約1700ポンド)という最小限度の設定を行った。Sayers (1976) p.148 (邦訳 p.205)

<sup>12</sup> この引き上げについて、ケインズは「現在の物価動向から見て、公定歩合が多少高くとも貿易や雇用に悪影響するとは思われない」と述べている。Keynes (1931) (邦訳、全集 第9巻、P.197)。

のであったのか。テミンによれば次のように定義できる<sup>13</sup>。

- ① 各国間、個人間の金の自由な移動
- ② 国の通貨価値は金価格で固定される
- ③ 国際間の貸付、調整をおこなう IMF のような国際機関は存在しない
- ④ 国際収支の赤字国と黒字国の間で非対称性が存在する

①は金が国家間を自由に往来し、国家間の国際収支の調整する能力をもっているということである。②は自国の通貨を金の量で固定することである。例えば、当時米国は金 1 オンス 20 ドルとしていたが、それは 20 ドルの金貨には純金 1 オンスが含まれていることを意味する。③は各国の国際収支の調整は金の各国間の自由な移動によって自動的に調整されるので、その間に調整機関が介入する必要はない、ということである。④は金本位制度の問題点である。金本位制の下では、貿易赤字国からは金が流出し、貿易黒字国には金が流入する。金流出は赤字国に金融引締めを求め、物価を下げ輸出促進、輸入削減をもたらす。他方金が流入する黒字国は金融緩和となり、物価を上昇させる。その結果輸出は減少し、輸入は促進される。こうして国際収支の調整が自動的になされる。これは、Hume (1752) が示した、「物価・正価フローメカニズム (Price・Specific Flow)」である。

したがって赤字国には深刻な金融引締め圧力がかかる。そのままの状況においておけば金（または外国為替）が流出し、その国はもはや通貨の価値が維持できなくなる。そのような状況に陥れば海外からの貸付も止まり、戦間期の初めに生じたようなハイパーインフレが生じることになる。これに対して、黒字を続ける国はほとんどペナルティを受けない。金の増加に応じて貨幣量を増やすという、「ゲームのルール」を無視してもお咎めはなにもない。このように金が流入してくる国と金が流出する国の間に非対称性が生じる。

この金本位制度に内在する非対称性が大恐慌を引き起こしたと最近の研究は考える。もう少し具体的に述べると、戦後のアメリカは戦災の影響を受けず新たな新興国として経済力の発展はめざましく、輸出も大きく伸びたのに対して、イギリスは主産業の停滞が著しく輸出は伸びず、経常収支の赤字は増加する一方であった。金本位制のルールに従えば赤字国は金の減少、貨幣の減少、物価の下落、輸出の増加、輸入の減少、一方黒字国は金の増加、貨幣量の増加、物価の上昇、輸出減少、輸入増加となり経常収支の黒字は減少する。これが金本位制の基本的メカニズムである。それが、戦後うまく機能せず金は一方向的にイギリスからアメリカに流出した。赤字国は金流出によって、必然的に貨幣供給量を削減するという圧力に晒されるが、黒字国は国内の輸出業者が得た金をその国の通貨に変換することにより生じる貨幣供給の増加分を不胎化政策により、つまり債券を市場から買取ることによって消し去ることができ、このことに対していかなる制度的罰則を課せられることもない。このように、金本位制の下では黒字国と赤字国の間に非対称性の問題が生ずる。金が増加すれば、貨幣量を増加させる、金が減少すれば貨幣量を減少させる、というルールが守られてはじめて金本位制は機能するのであるが、この非対称性ゆえにアメリカがこのルールを破った。この金本位制の持つ欠陥、非対称性こそがテミンの指摘する、「デフレは切り下げよりも大恐慌の波及メカニズムにおいて最も重要な役割を演じた」という意味であ

<sup>13</sup> Temin (1991) pp.87-102.



る。この点についてはⅡ部で詳しく考察される。

### 2-3. ストロングと英国復帰後の国際関係

かつての（戦前の）金本位制においては、固定価格によるポンドの金への交換性を短期金利の操作によって維持し、この結果国際的資本移動が生じ国内産業が回復することが期待されていた。しかし、1925年の復帰以降この自動調整メカニズムは機能しなくなっていた。それは戦後活況著しいアメリカへの金移動が持続して続いたこと、1927年以降はフランスにも金が流入し続けたからである。こうした状況の中でノーマンは「われわれはつねに馬鐮の下にある(*under the harrow*)<sup>14</sup>」と発言を繰り返して、ストロングに依存し続けた。

こうした状況下で、1927年に4カ国の中央銀行家がアメリカに集合するという、ロングアイランド会談が開かれる。ここから、「大恐慌」についての概説書などでは、アメリカが金本位のルールを破ったこと、自国の利益のみを追求したことから、「不胎化政策」を実施し、イギリスを追い込んだ、という説明がなされる<sup>15</sup>。しかしながら、アイケングリーンによれば、このアメリカの例のように金の増加を不胎化し、貨幣供給量を増加させなかった国は多く、素直に金本位制のルールに従った国は1/3にしかすぎず、戦間期のもっとも金本位制が上手く機能したと言われる時期においてはこの数値はさらに少なくなり、金の増加に対して不胎化しなかった国は1928年で21%、29年で20%、30年で35%、31年で19%にもなるという調査結果を示している<sup>16</sup>。

戦前期の金本位制はイギリスが制度の維持、牽引の核であったが、戦後のイギリスにはもはやその力が無かった。戦前、イングランド銀行は国際金融の頂点に位置しており、イングランド銀行が金利を変更すれば他国の中央銀行もそれに倣うというのが常であり、また、他国が金利変更すればそれに応じて上手く対応するというイングランド銀行を中心とする国際協調が成立していた。チャールズ・キンドルバーガー（1973）は、第一次世界大戦によって金融の中心がロンドンからニューヨークに移ることにより、国際経済を不安定にしたと主張、覇権を握る国が存在しなくなったことが、大恐慌の原因と考える。イングランド銀行の権力を備えた存在が30年代に存在していれば、大恐慌はなかったとまで言う。

この安定した国際協調の関係が戦後成立しなくなった。戦後英国経済は傾斜の一途をたどり、1926年の炭鉱ストにより英国の輸出は急激に悪化、ロンドンが産業不安に陥ると短期資本の流入もなくなり、資本勘定は悪化した。通貨不安によりポンド預金に対する不安は広がり、イングランド銀行からの預金引出しが続き、ポンドに対する信頼は急速に失われていった。ドイツは1926年後半にはロンドンから600万ポンドの預金を引出した。ドイツでも金の流出が生じていたので、ライヒスバンクは金利を上昇させた。その結果、高金利に魅かれた資金がドイツに流れ、この方面からも、イギリスの国際収支が悪化することになった<sup>17</sup>。

<sup>14</sup> Sayers (1976) p.211 (邦訳 p.293)、英国は弱体化した経済状況のなかで金本位制を再開したことにより、金準備に圧力が効き入りバンクレート（公定歩合）を上げて短期資本を引き寄せねばならなかった。しかしながら、金利引上げは国内経済には打撃であり、ついにこれはゼネストにまで発展する。

<sup>15</sup> たとえば、Hall and Ferguson (2000)

<sup>16</sup> Eichengreen (1995) p.206.

<sup>17</sup> ドイツは1927年1月に割引率を5%にまで下げた。それは流入する資本を抑え、金利負担を抑制するためであったが、それによりライヒスバンクの金カバール率は1月の52%から5月初めには44%となり、再下限の40%に限りなく近づいた。そこで、やむなく割引率を上昇させた。

フランスについてもフランの平価切上げが予想されたことにより、多くの資金がロンドンからフランスに流れたが、ロンドンから資金流出が続く事に対してフランスは冷淡であった<sup>18</sup>。当時のポンドを中心とする金為替本位制はヨーロッパの多くの国をポンド中心の通貨圏に置き、それらの国をイギリスの勢力下におくというイギリスの野望であり、それはフランスを犠牲にしてまで実行しようとしている、それがフランスの理解であった。ポンドを準備通貨として保有する国が増加すれば、イギリスは準備通貨供給国となり、金本位制の規律は当てはまらず、自由な貸付が可能になる。そこで、1927年春ごろからフランスは為替準備として保有しているポンドを金に交換することを促進した<sup>19</sup>。

5月に新総裁となったエミール・モロー (Emile Moreau) はイングランド銀行に対して3000万ポンドを金に換えるよう求めたために、金の流出に悩むイギリスは金利を上げて資金流出を抑えるという政策対応を余儀なくされた。金利上昇が弱体化しているイギリス経済をさらに悪化させることをモローは十分認識しており、イギリス経済が悪化し、ポンド危機が起きればその影響はフランスに及ぶことも承知していたが、そこまでしてイギリスを追い込みたいというのがフランスの野望であった。しかし、このようなフランスの仕打ちに対してイギリスは次のように対抗する。イギリスは戦時中、フランス政府に対して6000万ドルを戦時債として貸付けていたので、それを盾にイギリス大蔵省はその債務の返済を強く求めることによってフランス銀行の容赦のない金変換要求に対応した。この脅しによってフランス銀行は3000ポンドの金兌換要求を6ヵ月間延期することにしたが、モローはストロングにイギリスはこのような不当な要求をしてきたと訴える。このイギリスとフランスの対立を懸念したストロングはまずアメリカの保有している1200万ポンドの金をポンドと交換し、その金をフランスに渡す（金交換要求に応じる）よう両国を説得した<sup>20</sup>。

## 2-4. ストロングとロングアイランド会談

このように金本位制の存続が危ぶまれる状況の中で、1927年7月にアメリカのロングアイランドに英、仏、独、米の4カ国の中央銀行総裁が集まった。具体的にはストロング、イングランド銀行総裁モンタグ・ノーマン、ライヒスバンク総裁ヒャルマール・シャハト、フランス銀行総裁エミール・モローの代理としてリストであった。この会談はプラザ会議のように一堂に会して行われたのではなく、ストロングを中心に互いに個別に話し合いがなされた。その結果、最終的にはイギリスは国内信用を少し引締める、アメリカは割引率を低下させ<sup>21</sup>、8000万ドルの買い操作を実施する、フランスはポンドの金兌換を延期する、ドイツもポンドを苦境に追い込むようなポンド売却を当面自重することになった。この決定によりイギリスは大いに安堵した。アメリカ、イギリス、フランス、ドイツはイギリスの赤字、他国の黒字を下げるために協調した<sup>22</sup>。

Eichengreen (1995) p.210.そして、この引き上げは事前に広く予想されていた。Clarke (1967) p.109-110.

<sup>18</sup> 20年代の後半になると、フランス銀行はモロー、リスト(Rist)、およびケネー(Quesnary)の3人組によってロビー活動を行っていたが、ノーマンはこの3人組には冷淡であり、彼らとの会談はしばしばキャンセルされ、彼らの言語を使用することを拒否した。フランス側でもノーマンに疑念を抱き、ライヒスバンクのシャハトと友好関係を持ち、親ドイツに傾いていた。Sayers (1976) pp.184-189 (邦訳 pp.256-62.)

<sup>19</sup> Eichengreen (1995) p.210.

<sup>20</sup> Eichengreen (1995) p.212.

<sup>21</sup> 具体的にはニューヨーク連銀は8月5日に割引率を4%から3.5%に下げたが、連銀全体が足並みを揃えたのは9月13日である。これは理事局が機能していない中でストロングが各連銀の調整にいかん苦労をしたかを示す一例である。

<sup>22</sup> Sayers によれば、この会談はロングアイランドのオクデン・ミルの邸宅で7日間にわたり行われたが、シャハトの記憶によれば、何回かの

しかし、この政策決定はアメリカの犠牲が他国に比べて大きすぎた。当時アメリカ経済自体は循環的には少し下降気味にあったとは言え、ウォール街では過熱の兆候があった。そのような状況下でストロングは他の連銀を懸命に説得している。この当時ニューヨーク連銀がアメリカの連銀システムを引っ張る立場にあり、地区連銀を統率すべき理事局の役割は非常に小さかった。したがって、ニューヨーク連銀総裁ストロングの力は相当大きかったと言える。

なぜ、ここまでストロングの権力が強かったのか、ニューヨーク連銀は12の地区連銀の1つに過ぎないのではないのか。連銀システムには地区連銀を統括する理事局があるのではないのか、という疑問が当然出てくる。チャンドラーは次のように説明する。ストロングの名前のとおり、その類まれな個人的能力とパワーがアメリカの金融界のリーダーとしての不動の地位を与えたことは納得できるが、当時の世間の雰囲気は理事会のメンバーや他の連銀の総裁、取締役よりもストロングの意見を尊重した<sup>23</sup>。そのことも然ることながら、連邦準備法およびその基本的精神および当時の政治的現実が理事局による金融システム全体の掌握を嫌った。議会は単一の中央銀行の設立に反対であったし、理事局に与えられた権限も曖昧であった。各地区連銀の理事や取締役は、理事局が上から命令してくることを極端に嫌った。

さらに、連銀の設置された場所、その規模、スタッフ数の各点において、理事局はアメリカの金融システムをリードするのに不利であった。ワシントンは金融の中心地、ニューヨークから離れており、現在のような情報通信システムが未発展の状況では遅れた情報しか入ってこない。金融情勢を分析する研究員の数も限定されていた。また、理事局は7人の理事によって構成されるが、専任の理事は僅か2名でしかなかった<sup>24</sup>。さらに、F&Sはニューヨーク連銀の当時の連銀システムの中での位置づけを つぎのように説明する。ニューヨーク連銀は過去から一貫して、国際的な金融関係に関して主要な責任を負っていた。イングランド銀行やフランス銀行など他国の中央銀行は、つねにニューヨーク連銀を同等の立場の銀行とみなし、交渉や協議の相手としていた。連邦準備局は常に情報を提供され、意思決定の過程で意見を求められ、最終的な行動の前にそれに承認を与える立場にあったが、政策形成に大きな影響力を及ぼしたことはなかった。そして、その他の連銀は、多くの場合は情報を提供されるだけにすぎなかった。これはニューヨーク連銀のストロング総裁が存命中の慣行であり、その後もこの状況は続いていた<sup>25</sup>。

また、ストロングの総裁としての有能さを示す証拠として、彼が晩年に病との苦しい戦いの中で友人、ウォルター・スチュワートに宛てたつぎのような書簡（1928年8月30日付）が残っている。

「連邦準備制度内部での優柔不断や意見の相違がもたらす結果が懸念される。・・・『個々の銀行が

会食、および社交的な集まりはあっても、政策議論を目的として一堂に会することは一度もなかった。もっぱらストロングとノーマンの密談が続いた。ここで、何が話されたのか、その結果がどのように各人影響を与えたかの記録は全く残っていないとのことである。Sayers (1976) pp.339-40. (邦訳 pp.471-2)。しかし、この会議に出席していたフランス銀行のリストによれば、ストロングはこの金利引き下げにより、「アメリカは株式市場に一杯のウイスキーを振る舞う (un petit cup de whisky for the stock exchange)」 ことになると言っていると伝えられる。Roberts (2000) p.80

<sup>23</sup> ストロングは金融界の指導者としての実績があった。1907年に銀行危機が生じた時、バンカーズ・トラスト・カンパニーの社長であったが、ニューヨークの金融界の指導者が設立した特別委員会の委員長としてリーダーシップを発揮し、この危機を見事に乗り切った。Chandler (1978) pp.27-8.

<sup>24</sup> Chandler (1958) pp.41-42. F&Sはこれに加えて、理事局のメンバーの給与の低さを指摘する。1935年まで彼らの年収は1万2000ドルしかなかった。これに対して、ストロングの年収は5万ドルで、他の地区連銀総裁の給与は2万ドルから3万5000ドルであった。F&S (1963) p.416 (邦訳 p.315) .

<sup>25</sup> F&S (1963) pp.381-2. (邦訳 p.232) .



大規模な公開市場操作を行うべきではない』という、われわれがその創造と維持に力をつくしてきた伝統があるとはいえ、連邦準備制度に金融政策をとる意思がなければ、ニューヨーク連銀がそれを単独で実施せざるを得ないだろう。緊急時には、緊急手段をとらねばならないこともある<sup>26</sup>。」

## 2-5. ストロングとケインズ

ケインズは一貫して物価の安定、雇用の促進を念頭においていた。その意味で貨幣の役割について論じた、彼の主著の一つ『貨幣改革論』(*A Tract of Monetary Reform*)で金本位制への復帰に強く反対していた。彼の議論を要約すれば以下になる。国内物価の安定と外国為替レートの安定は相いれないが、物価の安定の方が望ましく、金本位制になれば明らかに国内物価を不安定にする。金本位制は国際協力を前提とするが、戦後の金の配分をみると、アメリカに集中しており、したがって、金本位制の復活は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局に任せることになる。イングランド銀行とアメリカの連邦準備の間に親しい関係が構築されたとしても、その最後の権限はアメリカ側にある。アメリカ人というのは、イギリスがアメリカ側の政策を無効にしたり、あるいはイギリスに有利になるようにアメリカ側の割引率に影響を与えたりするのではないかと常に懐疑の目をむける国民である。そのようなアメリカ側にイギリスの自由を委ねることはできないとして、ポンドの金本位制復帰に強く反対した<sup>27</sup>。

ケインズは金融界からは聡明であるが、どこか信用できない変わり者と見なされていた。とくに彼の『平和への帰結』(*Economic Consequences of the Peace*)は当時のアメリカ大統領、ウッド・ウィルソン (Woodrow Wilson) を痛烈に批判しており、不安に陥ったアメリカやイギリスの銀行家はケインズに「親ドイツ派」のレッテルをはった<sup>28</sup>。ストロングはノーマンからケインズの『貨幣改革論』を受取っているが、それに対してストロングは彼の結論のいくつかは完全に間違っており、アメリカの実情や連銀システムを全く理解していないとして、ノーマンにつぎのように返答している。「私は彼の能力、心の純粋さ、柔軟性に敬意を表するが、彼のアイデは間違っていると思う。その誤りは現実の認識、実務経験の無さから来ている<sup>29</sup>」。ストロングはまた、当時のニューヨーク連銀の研究所の所長であった、カール・スナイダー (Carl Snyder) に送った書簡でつぎのようにケインズに対する不満を述べている。

「ケインズは、我々人間は愚かであると決めつけている。もし、我々が金の流入によりインフレになることを認めれば、彼やその仲間たちは意図した、しないに関わらず、この国は自分たちの利益のために大きなインフレを起こしていると考える。そのようなことはあり得ない……私はこのようなインフレ主義者の戯言には全く飽き飽きしている。彼らは自分でやる気がないから、我々に猫の手を演じさせ、火中の栗を拾わせようとしているのだ<sup>30</sup>」。ストロングもノーマンも当時の伝統的経済学、古典派経済学の知識を有していたので、ケインズの考えを受け入れることは到底出来なかった<sup>31</sup>。

<sup>26</sup> Chandler (1958) p.460.

<sup>27</sup> J.M. Keynes (1971) 邦訳ケインズ (1978)

<sup>28</sup> Roberts (2000) p.91.

<sup>29</sup> Strong to Norman, Jan. 4, 1924, Benjamin Strong Paper, Federal Reserve Bank of New York. Roberts (2000) p.92 より再引用。

<sup>30</sup> Strong to Carl Snyder, February 4, 1924, Strong Paper. Roberts (2000), p.91 より再引用。

<sup>31</sup> Chandler (1958) pp.111-114.

## 2-6. ストロングの評価

ストロングについては、とくに 1927 年の金融緩和について評価が分かれる。ストロング自身はアメリカへの金流入を抑え（インフレを抑え）、金の集中を避けることが重要であり、そのためには寛容な債務政策をとり、ヨーロッパに積極的に資金貸与を行い、その再建を促すことがヨーロッパにおけるアメリカ市場の拡大をもたらし、アメリカ経済の拡大に貢献すると考えていた<sup>32</sup>。

しかし、この金融緩和を契機にアメリカの株価は一気に高騰する。それにより理事局のアドロフ・ミラー (Adolph Miller) はこのアメリカの金融緩和を連銀 75 年の歴史上最悪の政策ミスであると強く糾弾する。ミラーは経済学者であり、理事局の有力なメンバーであったが、彼はいつも理事局がないがしろにされ、ストロングの主導で連銀システムが運用されるのを苦々しく思っていた。それでミラーとストロングはこれまでもことごとく対立しており、そのたびにミラーが押さえつけられていた。しかしこの時とばかりにミラーはストロング批判の烽火を上げた。ミラーについては、理事局メンバーの中では経済理論にも精通しており、最も有能な人物と評価されていたが、他方では永遠の相談役、批評家に域をでず、想像力に満ちた勇敢な政策家ではない、という評価がある。また、もう一人ストロングに対峙する当時の理事局メンバーとしてハムリン (Charles Hamlin) がいた。彼は理事局創設以来のメンバーであったが、何事にも責任をとろうとしない、書記のような人物であるという評価がある<sup>33</sup>。当時商務長官であったハーバート・フーバーは 1924 年と 1927 年に金融緩和をしたことに対して後にストロングを無謀にも国内事情よりも国際金融システムの安定を重視した「ヨーロッパの精神的追従者 (a mental annex to Europe)」としてこき下ろし、さらに「殺人よりもっと悪質な罪を犯している」とまで、酷評する<sup>34</sup>。チャンドラーは、フーバーはミラーと親密な関係にあり、ストロングの悪口は彼から吹き込まれたと推測する<sup>35</sup>。ストロングが国内事情を優先したいと考えられる理由に、1920 年代を通じて米国に蓄積された大量の金が米国内でインフレを生じないようにしていた、つまり「不胎化政策」を実施していたことを挙げることができる。この政策がヨーロッパ経済の再建の足枷となり、金本位制崩壊の糸口になったとする見解も多くある<sup>36</sup>。

ガルブレイスは 1927 年の金融緩和は最終的に大恐慌の誘因となった誤った国際主義による政策ミスであったという見解には「とんでもないナンセンス (formidable nonsense)」として反対し、当時の状況を考える時それは妥当な政策であったとする。しかし、ガルブレイスはストロングがニューヨーク金融界の利益代表であるとする見方には与する。ストロングが密接に関係していたニューヨーク最大の商業銀行、ナショナル・シティ・バンク (National City Bank) やモルガン投資銀行は当然のことながら、連銀の政策に強い影響力をもっていたと考えられるが、彼らは常に国際的な景気回復に重きを置いて

<sup>32</sup> Roberts (2000) p.87.

<sup>33</sup> F&S p.417. (邦訳 p.318)、Chandler (1958) pp.256-7.

<sup>34</sup> Hoover (1952) p.9.

<sup>35</sup> Chandler (1958) p.257.および Hoover (1952) Vol.3, p.14.

<sup>36</sup> ストロングは金のアメリカへの偏在に関して早くから懸念していた。1915 年 7 月の議会において以下のような証言をしたという記録が残っている。「同盟国が戦費調達のために使った大量の金が我が国の金庫に保管されているが、これは将来その一部をヨーロッパに戻さねばならないものである」。Strong to Fred I. Kent, July 10, 1915, US. Senate. 74 Cong: Hearing before the committee Investing the Munitions Industry, File 1000.2, Strong Paper; Reverts (2000) p.88 より再引用。

ていた。ナショナル・シティ・バンクの会長、チャールズ・ミッチェルは29年1月にニューヨーク連銀の理事に就任したが、彼はブームの終焉は自分自身の終わりとするような人物であり、自らの破滅を早めるような政策はできるだけ避けたと考えられる<sup>37</sup>。

ウィッカーは連銀の政策は1920年代一貫しており、ストロングの死によって政策変更があったとは認められず、金フローの変化と国際的な金融関係が1920年代末に変化したことを指摘する。ストロングは基本的に金本位制にコミットしていたので、彼が大恐慌に際して後継者よりも上手く対応できたかは疑問であるとしている。テミンの言うように、「金の究極的回復」が彼の頭の中に常にあった<sup>38</sup>。

また、この時期通貨監督局 (Comptroller of the Currency) が理事局に関心を示さなかったことも重要である。財務長官、アンドリュー・メロンは職務上、理事局のメンバーであったが、先頭に立って海外の中央銀行と積極的に交渉にあたるようなこともなかった。とにかく、理事局は正常に機能してなかったのである。当時の理事局議長クレシンガーは理事局内をまとめることができず、最低限の日常の職務でさえまっとうに出来ない状況であった。ストロングや他の連銀の人たちは繰り返しこの現状に不満を訴え続けたが、なしのつぶてで理事局の意思決定は遅々としたままであった。ストロングはこの問題をメロンの下に持込み、理事局の機能改善のために何とかしてほしいと訴えたが、メロンはその訴えに同情を示したものの、1927年10月にクリンジャーが辞任するまで何ら変わることはなかった。新議長にミネアポリス連銀総裁、ロイ・ヤング (Roy Young) が新議長に就任し、少しは改善された<sup>39</sup>。

ストロングもこのスターリング危機を契機にこのような金本位制 (実質は金為替本位制) はメリットよりもディメリットの方が大きいと感ずるようになった。金為替本位制の下では準備通貨が外国預金の密接なネットワークで繋がっており、一旦危機が発生すると連鎖的に各国に伝播するという危うさを有する。そこで、ストロングは金為替本位制ではなく昔の純粋な金本位制に復帰すべきであると考えようになった。そうすれば、少しの混乱で外貨預金が引き出され準備通貨供給国を通貨危機に追いやることも回避できる。ただ、世界全体で金の不足が生じる危険があるが、各中央銀行が法定の金のカバー率を下げればこの不足は回避できる。

そこで、ストロングは1927年半ばより金為替本位制を廃止し、国際協調が必要でない伝統的な金本位制に復帰することを各国に呼び掛けた。アメリカは当時金を大量に保有しており、金本位制への復帰は全く問題ではなかった。フランスも大量の金を保有しており、金為替本位でポンドの地位を高め、国際的影響力を強めようとするイギリスの野望を砕くことができ賛成であった。ドイツもライヒスバンクはマルクに対する上方圧力を抑えるために外国通貨を購入するよりも、金塊の輸入をすることにした。

かくして、フランスとドイツは外国為替準備を減らしたが、全体としては外国為替にたいする依存度は強まっていた。欧州24カ国の保有する外国為替は1927年末には50億ドルを少し超す程度で1928年末には60億ドルに達した。全準備に占める外国為替の保有比率は不変のままであった<sup>40</sup>。このような状況の中で各国は国際協調から目をそらせてしまい、大恐慌は始まる。

<sup>37</sup> Galbraith (1954), p.55. (邦訳 p.58)

<sup>38</sup> Wicker (1965)

<sup>39</sup> Chandler (1958) p.257.

<sup>40</sup> Eichengreen (1995) pp.215-16.

## 2-7. ストロングの死とその後

1928年に再び国際金融市場が不安定になったとき、ストロングの病状は悪化し、10月6日に帰らぬ人となった。F&Sはストロングの死により、連銀内部、理事局内において抗争が生じ、景気悪化の中で通常の安定化政策がとれなくなったという<sup>41</sup>。まず米国では過熱する株式市場をどうするかが重要な政策課題となった。1928年初めから29年初めにとられた政策は株式市場の過熱を抑えることは出来なかった。ストロングの衣鉢を継いだジョージ・ハリソンに率いられたニューヨーク連銀はウォール街からの強い資金需要を抑えるために追加的な金利上昇を実施した。しかし、他の地区連銀や準備理事局は停滞している経済を懸念して、一般的な信用抑制よりも「直接抑制する」、つまり「道徳的説得」を実施して株式投資に対する資金需要を直接抑える政策を提案した<sup>42</sup>。そうすれば、正当な工業、農業部門への資金需要を抑えることなく、投機資金を抑制できると考えた。株式投機資金を直接統制する政策は1919年には成功したので、理事会メンバーはこの成功体験を基に直接抑制に固執した。しかし、チャンドラーによれば、1919年当時は戦後の債務管理が深刻な問題になっていたので、連銀は株式市場の過熱を抑えるために金利を引き上げるという政策はできなかった。それで、連銀はやむなく、道徳的説得を実施して、加盟銀行が投機的投資への貸出しを直接抑制した。そして、この時は大きな不況を起こすことなく、株式ブームは終了したのである<sup>43</sup>。理事局はストロングの死により各地区連銀のまとめ役としての機能を取り戻すと、直接統制が連銀の公式政策となった。

しかし、株式市場の過熱は収まらず、ニューヨーク連銀が金利引上げを求め、理事会がそれを否定するということは、その4ヵ月で10回も繰り返された。直接統制の問題点はどの資金需要が投機目的であるか否かを峻別できないことである。したがって、直接統制によって一部の健全な資金需要（工業、農業からの資金需要）を満たせないことが生じた。6月になると理事局もこの問題を理解し、柔軟な金利上昇を認めるようになった。

ニューヨーク連銀は8月に最終的に金利引上げを実施した。理事局が金利上昇を認めず、直接統制を実施したことに対して厳しい批判がなされた。直接統制は他のルートからの資金によって無効にされたと考えられた<sup>44</sup>。1929年1月から6月にかけて普通株式は3%以下でしか上昇していない。株価の急上昇は道徳的説得が緩められた直後の7-8月に生じている。直接統制が1-6月の株価安定に効果があったのかは不明であり、無効であったとする根拠もない<sup>45</sup>。米国の株式ブームと金融引き締めはニューヨークへの資金流入をもたらした。また、フランスにも金の流入が続いた。フランスは公開市場操作をせず、金の不貳化を続けたので、金の蓄積は高まった。両国の金獲得によりその被害を受けたのはイギリスおよびポンド通貨圏の国であった<sup>46</sup>。

<sup>41</sup> 「ストロングの死により、連銀システムは冒険的かつ受入れられるリーダーシップは消えた。ニューヨーク連銀はもはやリーダーの役割からおりるべきだと決めた。しかし、理事局にはそれに代わって冒険的精神でもってその役割を担うことは無理であった。」 Chandler (1978) p.465.

<sup>42</sup> F&S (1963) pp.258-9.

<sup>43</sup> Chandler (1958) pp.423-427.

<sup>44</sup> Chandler (1958) pp.429-30.

<sup>45</sup> F&S (1963) p.218. ウィーロックは、1928年と1929年に実施された公開市場の売り操作によってニューヨーク地区の銀行の銀行準備は減ることなく、ウォール街への貸付は減少しなかったが、他の地区の銀行準備は減少したという。Wheelock (1988) p.12.

<sup>46</sup> 当時フランスは最大の金輸入国であった。フランスの金準備は1928年中に9億5400万ドルから12億5300万ドルに増加した。この3億ド

大恐慌の契機としてフランスの影響をとくに強調するのは、ハミルトンである。彼は1926年にレイモン・ポアンカレ (Raymond Poincare) が首相に復帰した時から大恐慌への道は開かれたとさえ考える。ポアンカレは首相と同時に大蔵大臣を兼任することによって大胆な財政改革を実行した。それは1923-26年にかけて急激な金融緩和がなされ、それによりインフレが進行し、フランが大きく減価したからである。彼は財政赤字を削減するために、増税（物品税などの間接税の引上げ）と財政支出削減に取り組んだ。このレジームシフトによってインフレ期待は急速に衰え、物価は急速に下落した。1928年には資本輸出規制も解除され、財政改革と資本規制改革によりフランス、フランは安定しその魅力は増した。このような状況の中で、12月には1ポンド=124フラン、1ドル=25.51フランになった。

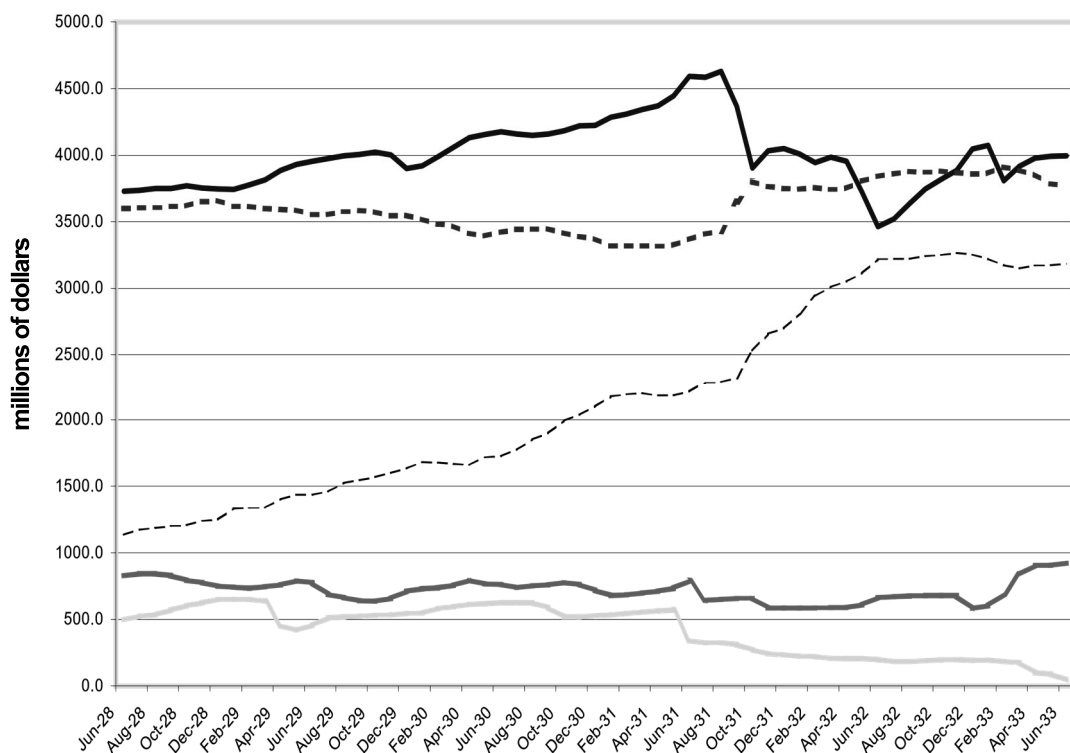


図1. 主要国の金準備（ドル）1928-33年

— US — UK - - - France ——— ドイツ - - - その他の国合計

(出所) Bordo, Michael D., Choudhri, Ehsan U., and Schwartz, Anna J. (1999) p.33.

ルの増加は世界全体の金準備の3%に相当するものであった。1929年の前半でさらに2億ドルの金を得た。これは世界全体の金準備の2%を他国から奪ったことになる。アメリカは1月から7月にかけて4億8000万ドル相当の政府債の保有を減じた。そして同額のMBを減らした。アメリカ国民はこの期間、2億1500万ドルの金を輸入することによって貨幣量の不足分を補った。さらにその不足分は合衆国の商業銀行が連銀から追加的な2億3700万ドルを借入れることにより補った。Eichengreen (1995) p.216.



そこで、フランス銀行はフランを固定相場にした<sup>47</sup>。この時、当時の有力経済雑誌、エコノミストはフランが購買力平価でみて、25%も過小評価されていると報道した<sup>48</sup>。この報道を受けて世界中から投機マネーがフランスに流入することになった。フランスの金保有は一気に増加した。ハミルトンによれば、1926年12月から28年12月の2年間でフランスの金保有は76%増加した。1928年中には米国からだけでも3078億ドル相当の金がフランスに流出した。ハミルトンはこの金流出がアメリカを1928年に金融引締めしに追い込んだ重要な要因と考える<sup>49</sup>。図1は28年以降の主要国の金準備の推移を示している。

こうしたフランスの状況に最も深刻な影響を受けたのはイギリスであった。この厳しい状況の中で、1929年2月にノーマンはニューヨークを訪問し、ハリソンと会い、積極的な協力を要請した<sup>50</sup>。そこでは、つぎのような合意がなされた。まず、米国が金利を引上げて投機的需要を抑えるために大胆な政策を実行することが、最終的に金利引下げの前提条件になる<sup>51</sup>。

ハリソンはノーマンとの会談を受けて、2月5日にこの提案を理事局に対して行った。理事局はこれに対してハリソンに次のようにつれない回答をした。「金利引上げは連銀にとって最も重要な政策であるが、それは最後の手段にすべきだと考えている」。ノーマンは何の成果をも上げることなく空しく帰国の途についた。その間にもイングランド銀行の準備流出は続き、ノーマンの仲間は彼の帰国を待たずして金利を5.5%に引上げざるを得なかった。ロンドンをはじめその他の欧州諸国の金利引上げは世界的な金融収縮を招き、大恐慌を引き起こすこととなる。ノーマンはその時の印象をつぎのように報告している。「連邦準備内部で意見の不一致が続いており、そのために行動が遅れている。ニューヨークとパリからの緊張が続く限り、英国を含むヨーロッパの一部は金本位制を放棄せざるをえない」と報告している<sup>52</sup>。

また、ハリソンについては、「彼は国際的コミットメントをするときには臆病すぎた。そしてその結果生じたブームと危機によって、欧州全体としてアメリカの嵐から身を守らねばならなくなり、欧州各国は2国間協調で進めざるを得なくなり、国際協調は吹っ飛んでしまった」という<sup>53</sup>。ノーマンはニューヨークの偉大な盟友を失った上、アメリカから押し寄せる荒波に直面することになる。

## 2-8. 中央銀行間協力について

国際協調はハリソンに代わってからますます困難になった。ハリソンとノーマンはストロングとノーマンが10年以上にわたって築いてきた親密さと信頼を築くことは出来なかった。協調政策をおこなう制度的枠組みができていない場合には協調の努力はその場限りで終わってしまうので、個人的な関係が重要となる。アメリカの金融政策をおこなう元締めはニューヨークからワシントンに移った。ロンド

<sup>47</sup> フランスが公式に金本位制に復帰するのは、1928年6月である。

<sup>48</sup> *Economist*, April 7, 1928, p. 704. Hamilton (1987) p. 146 より再引用。

<sup>49</sup> Hamilton (1987)

<sup>50</sup> その前に、ノーマンとストロングは1927年暮れ、または1928年初めにアルジェシラス (Algieras) で先の4カ国のメンバーで再度会談することを予定していたが、ストロングの病状が悪化したために実現しなかった。Sayers (1976) p. 345 (邦訳 p. 481)。

<sup>51</sup> Eichengreen (1995) p. 219.

<sup>52</sup> Sayers (1976) ch. 9.

<sup>53</sup> Sayers (1976) p. 345 (邦訳 p. 481) .

ン—ニューヨークのネットワークは無用のものになった。理事局のメンバーはニューヨーク連銀のスタッフに比べれば国際金融の問題に疎かった。それでハリソンが心に抱いていた国際協力の重要性を十分理解できていなかった。

戦間期の国際金融システムの優れた研究者であるステファン・クラークは、戦間期の金本位制は国際協調の上に成立していたが、1928 年以降はその基礎となる国際協調が破綻し、その結果金本位制は正常に機能しなくなった。それに関しては 1928 年のストロングの死が大きく影響している、と論じた<sup>54</sup>。不胎化政策がそれほど特殊な政策でなかったとすれば、金流出に悩む国では金本位制に対する信頼が薄れ、外貨預金の国際ネットワークが拡大するにつれて、金平価の安定は大きく損なわれることになる。金平価の不安定は海外預金の流出を促進し、その国を支払い危機に陥れ、その危機は他国に連鎖することになる。アイケングリーンによれば、当時の中央銀行はいずれもその危機に対応するに十分な準備を保有しておらず、したがって、中央銀行間の貸付が「最後の貸手」機能を発揮しなければならない。このような国際協調が戦前には十分機能していた。イングランド銀行が国際金融市場の中心であり、イングランド銀行の実施する割引政策に他国の中央銀行は従ったし、イングランド銀行も他国がそのように行動することを前提にしていた。

このように、アイケングリーンは 1914 年以前の金本位制がうまく機能していたのは、中央銀行間協力が上手く機能していたからであるとし、中央銀行間協力は為替レートの安定を生み、そして次にレジームの信頼性を改善した、つまり中央銀行間協力が金本位制の機能を助けたのであり、そしてこの協力の失敗が戦間期の金本位制の崩壊をもたらした、と考える。1914 年以前の金本位制は 2 つの機能を持っており、正常時には各中央銀行はそれぞれの金融市場において生じたショックに反応して公定歩合を変更した。しかし、他方で危機の時には全く異なった形でシステムが動いた。中銀は利害が一致することを知っていたので、金利を上げて金を奪い合うようなことはせず、兌換危機を避ける能力を高めるために全体としての準備のプールを試みた。危機の時には各中銀は他国の準備を引出すことが認められており、それは一種の「国際的な最後の貸手」となっていたのである。

アイケングリーンは次のように書いている。

「戦前の金本位制が信頼性されたのは国際協調があったからである。…主要な危機は中央銀行と政府の公然明白とした協力により抑えられた。中央銀行と政府は通貨の弱い国のために手形を割引いた、またはその中央銀行に金を貸与した。その結果、金平価が攻撃に晒された時にはその国の中央銀行が引出せる準備総額は、その国の準備を遥かに凌駕するものであった。つまり、他の金本位国の準備も自国の準備としてカウントできたのである。これは金本位制を守る有力な武器となった<sup>55</sup>。」

このアイケングリーンの考えに対して、フランドリュウは次のように反論する<sup>56</sup>。ロスチャイルドアーカイブスの資料を点検した結果、アイケングリーンの主張を裏付ける資料を見出すことは出来なかった。もし、準備を全体でプールするという形での協力が 1914 年以前の国際的金融システムの機能にとって重要な要因であるとするなら、1931 年には何故フランスはイギリスを助けることが出来なかった

<sup>54</sup> Clarke (1967) p.220.

<sup>55</sup> Eichengreen (2002)

<sup>56</sup> Flandreau (1997)

のか。あるいは、逆にもし協力体制が 1931 年に金本位制維持のために十分機能しなかったとするなら、1914 年以前にそれが本当に重要であったのか疑問であるとして、彼は中銀協力に対する歴史的調査の結果から、協力は例外的であり、常に失敗していた。中銀は互いに、憎しみ (hatred)、無視 (neglect)、無関心 (indifference) の間を行き来していた。したがって、中銀間協力は例外的で決して確立された制度ではなかった。事実、協力的と見なされたのは、それが自国の利益になると思われた時のみであった。その時には国際協力が形として成立した。彼は次のように結論する。

「1914 年以前、中銀の協力は重要ではなかった。したがって、中銀間協力は為替レート安定の重要な前提条件であるという考えを否定する。そして、ここから中銀間の競争が戦間期の困難の唯一の原因と見なすことはできない。このことは、1914 年以前の国際経済はそれ以降に比べてそれほど国際協調を必要としていなかったことを考慮しても十分言える。為替レートの安定と協力の間の関係は多くの事例をみれば明らかに小さいことが分かる。」

このようなフランドリュの批判に対して、アイケングリーンは次のように反論する。国際協調というのは、単に各国の中央銀行が金利変更によって協力することではなく、中央銀行と政府が一体となって危機に際しては互いに協力するということであるが、戦前はこのような中央銀行と政府が一体となって協力する体制が整っていた、彼はこれを「レジーム温存型国際協調(regime-preserving cooperation)」と称する。このタイプの国際協力が戦後行われなくなったことが、とくに 1930 年代にシステムショックが生じた特定の国への通貨圧力を防ぐことができなかった理由であるという。具体的には、1931 年にはフランス銀行がオーストリア、ドイツの救済を拒んだし、BIS も賠償問題などで救済に動かなかった。このように、国際協調というのは中央銀行だけでなく、政府も同時に取り組むことであるというのが、アイケングリーンの考えである<sup>57</sup>。

チャンドラーも当時の中央銀行間協力は民間資金が使われることが多く、その中心はモルガン、ロスチャイルド、ベアリングなどの財閥であったが、彼らは借入国の中央銀行が同時に他国の中央銀行からの借入を受け入れることが前提であり、その前提がない場合には資金供給を拒否した、と指摘する。つまり国全体が協調に向けての姿勢が整っていることを重視する<sup>58</sup>。

バーナンキは、戦前の金本位制はイングランド銀行を中心に運営されていた。イングランド銀行は兌換を保証するだけの十分な金を保有しなければならなかった。しかし、同行は利潤追求のために金を大量に保有するというインセンティブをもっていなかった。他国の中央銀行と協力して金が一方向的に流入、流出しないように全体を管理していた。その結果、非常に少ない金準備でもって兌換性を保証していた。これに対して金の大量流入国である、米国およびフランスにはこのような覚悟はなかった<sup>59</sup>。これに対してキンドルパーガは戦後英国の相対的衰退に伴い、新たな覇権国になった米国にはイングランド銀行に相当する経験も知識もなかった、そして中央銀行間の十分な協力がなかったことを指摘する<sup>60</sup>。

ストロングの遺産の一つは金為替本位制の根深い不安定性である。ニューヨークにおける外国預金の

<sup>57</sup> Eichengreen (2002)

<sup>58</sup> Chandler (1958) pp.205-6.

<sup>59</sup> Bernanke and James (1990)

<sup>60</sup> Kindleberger (1984) pp. 7-28.

増加はアメリカの金融システムが遠い異国の地で生じたショックに対してますます脆弱にした。しばらくはこれらのショックを国際協調によって封じ込めることはできるかもしれない。それを避けるには国際金融システムを協調がなくても運用されるように仕組みを変更すべきである。しかし、不幸にもこのような新たな制度設計がなされないままに各国の政策担当者は協調から目を逸らすことになった。

### 3. 大恐慌の理論的、実証的分析：金本位制が果たした役割について（Ⅱ部）

次にアメリカの不況がどのようにして世界に拡散したのかについて考える。1980年代になって大恐慌をめぐる議論において国際的金本位制についての研究が深化し、F&Sの議論を再検討する動きが高まった。それらの研究はF&Sの分析は国際的金本位制について十分考察されていないという立場に立つ。ここでは、F&Sの議論と最近の議論を比較することにより、F&Sの大恐慌論は今日どのように評価されるべきかを論じる。

#### 3-1. F&Sの基本的考え

彼らは以下の理由で大恐慌はアメリカ発と考える<sup>61</sup>。まず、金の世界的流れに注目する。もし、海外不況が最初であり、それによってアメリカが不況に陥ったとするならばまず、米国の物価、所得に比べて他国の所得、物価が下落し、その結果として米国の国際収支が赤字化しなければならない。それは他国に向けて米国からの金流出を意味する。金流出は米国の貨幣ストックを減少させ、それに伴って、米国の所得、物価は減少する。

しかし、米国の金ストックは最初の2年間は減少するどころか逆に増加していた。米国への金流入は金本位制のルールの下では、貨幣ストックの増加に繋がったはずであったが、実際には米国の貨幣ストックは金ストックが増えるにつれて減少した。F&Sによれば、金流入が不胎化されただけでなく、米国の貨幣ストックは理屈とは反対に金ストックが増加するにつれて減少した。米国の貨幣ストックは1929年8月には金ストックの10.6倍であったが、1931年までには金ストックの8.3倍にまで減少した。その結果、他国は大きな被害を受けることになったという<sup>62</sup>。とくに大きな被害を受けたのは、金準備が最低の下で金本位制に復帰した、オーストリア、ドイツ、ハンガリー、ルーマニアであった。英国は1931年に金本位制を離脱したが、それを契機に金本位制を離脱した国と共に、1932年第三四半期に景気の底を打った。フランスは1928年にフランが過少評価された相場で金本位制に復帰した結果、大量の金を蓄積し、米国を追越し、さらに1931年後半からは米国の金を自国に移転させるようになった。フランとドルの関係性が断たれたのは、1933年3月に米国が金による支払いを停止した時である。米国はこの年に景気の底を打った。一方その後も金本位制を維持したフランスではさらに不況が続き、不況が底を打ったのは1935年4月である。このように、彼らはまずアメリカ国内において不況が生じたが、それは明らかに連邦準備の政策ミスによるものであると強調する。

<sup>61</sup> F&S (1963) pp.359-361. (邦訳 pp.186-89)

<sup>62</sup> F&S (1963) p.361 (邦訳 p.187)

### 3-2. フレムリンの研究

米国の政策ミスによって生じた不況がその後他の国々に伝播したと主張する F&S に対して、最初に批判を展開したのはフレムリンである。彼は F&S の分析は国際的分析が十分でないとして次のように反論する。他国は米国の金融政策に追随せざるを得なくなり、不況に追い込まれた、したがって米国の不況が先であると主張するのであれば、まず米国以外の国の金準備が減っていなければならない。F&S は米国の金準備を見るだけで、他国のデータを十分に調査していない。米国への金流入、米国の金準備の増加は必ずしも他国での金準備を減じることはない。なぜなら、金採掘の増加、民間保有の金の貨幣への転用が世界全体の金準備を増加させるからである。フレムリンが『連邦準備年報』(1933)により調査した結果、他国の金準備は不況の最初の2年間で増加していた。F&S の対象とした期間(1929年8月末から1931年8月末)では、米国の金準備は39億9500万ドル増加しているが、世界全体(50カ国)では同期間中、102億5000万ドルから112億9700万ドルに増加している。そこで、米国以外の国でも金準備は62億5500万ドルから66億6500万ドルに増加している。したがって、このデータからは米国へ金が流入し、他国の金準備が減少し、米国の不況がその他の国に伝播したという仮説は棄却されることになる。

次に、米国が金本位制のルールを破っただけでなく、金流入の100%以上を不胎化したという F&S の主張に対して、フレムリンは今日概念を当時に応用することで間違っていると指摘する<sup>63</sup>。金本位制のルールは、M1の主要部分をなす商業預金とは関係がない。M1データは当時標準的な概念ではなかった。通常は、通貨と信用(貸出)は別個に考えられていた。多くの国では通貨の月次データは手に入ったが、貸出の情報は得ることが困難であった。そこで、評価のためには通貨、ないしハイパワードマネーが用いられるべきと考える。これで評価すると、金準備は15.9%増加したのに対して通貨は4.0%増加しただけである。しかし、世界全体で見ると金準備は6.6%増加したのに対して通貨は4.5%減少している。したがって、当時の貨幣概念を考慮すれば、米国は決して金本位制のルールを破っていないことになる。米国の貨幣ストック(M1の定義による)は確かに1929年8月から1931年8月まで反対に動いたが、それは異常な不胎化政策によると非難されるべきではない。貨幣乗数が変化した結果である。

次に、貿易収支(輸出-輸入)で見ると、1929年が+8億4200万ドル、1930年が+7億2000万ドル、1931年が+3億3400万ドルとなっている。不況以前の10年前の平均は毎年プラスで年平均は13億8000万ドルであったので、米国が貿易収支を通じて他国の景気を悪化させたとは考えにくい。このことは金額表示だけでなく、数量表示でも同じ傾向が見られる。

このように米国以外の国のデータを調べた結果、フレムリンは大恐慌が米国を源として世界の国々に波及したという F&S の仮説を棄却する。また、彼のデータ分析の結果は米国が金本位制のルールを守っていなかったという点も否定する。したがって、大恐慌の国際的波及においては他国もまたそれなりの役割を果たしたという結論になる。彼はアメリカ発の大恐慌の波及は否定しても、米国が適切な金融政策を実施していれば、大恐慌は妨げられたか、あるいはその被害は軽減されたという F&S の主張は

<sup>63</sup> ヌルクセもまた、26カ国を対象に調査した結果、「不胎化政策」は戦間期には当たり前の政策であったと述べる。Nurkse (1944) p.69.



否定していない。つまり、米国は大量の金を保有していたので、切下げ投機を懸念することなく金融緩和を実施する余地は十分あった。

### 3-3. チョウドリとコーチンの研究<sup>64</sup>

大恐慌時における金本位制の役割に注目し、その影響を国別に調査研究したのが、チョウドリとコーチンである。最近変動相場制には海外からの経済ショックを遮断する効果があるという主流派の考えについて、疑問を提示するエコノミストが増えている。確かに 1970 年代に為替相場が固定から変動に代わったが、世界的に見ればその後も産出、物価は多くの国で影響し合っている。したがって、国内産出、物価は変動相場制の方が海外の産出、物価の変動の影響を受けないとは言えない。チョウドリとコーチンは、変動相場制には海外ショックからの隔離効果はないのかを大恐慌時における固定相場、金本位制度を念頭に国際的に実証分析を行った。

彼らは分析対象を小国に限定した。それは小国において大恐慌は国内経済とは無関係の外的ショックと考えられるからである。彼らは分析対象の 8 カ国を 3 つのグループに分ける。第一はスペインである。同国は第一次大戦前も数十年間にわたって変動相場制をとり、戦後多くの国が金本位制を採用する中でも変動相場制を継続した。大恐慌中スペインでは政権交代が何度かあったが、数年後の内戦前までは政治的混乱の影響を受けることなく、スペインの通貨ペセタは 1934 年 3 月まで変動相場制を維持した。

第二のグループはオランダ、ベルギー、イタリア、ポーランドである。これらの国はいずれも大恐慌中に金本位制を採用していた。オランダ以外の国では 1920 年代に大インフレと為替減価を経験しており、それが金本位制度採用の決め手になった。そして、1935-1936 年まで継続した。

第三のグループはデンマーク、フィンランド、ノルウェーのスカンジナビアの国である。これらの国では大恐慌の初期には金本位制をとっていたが、1931 年 9 月に英国が金本位制離脱した後に追従し離脱した。

これらの 3 つのグループを比較すると、第二のグループは米国に比べて経済規模は非常に小さいにもかかわらず、産出、物価ともに米国に連動するように大きく下落している。これに対してスペインでは貨幣ストックはほぼ安定しており、産出、物価ともに下落することはなかった。第三のグループは物価、産出は下落したものの第一のグループに比べれば小さかった。

また、彼らは米国の影響がどの程度強かったかを知るために、次のような回帰分析を行った。

$$X = a + b(XUS), \quad X = Y \cdot P$$

$Y$ 、 $P$ は産出および物価を示し、 $XUS$ はそれぞれ米国の産出および物価を示す。推定結果はつぎの通りであった。スペインでは米国の産出および物価の影響を全く受けない一方で第二のグループは高い確率で米国の影響を受けていることが分った ( $b$  の係数がプラスで統計的に有意となった)。第三のスカンジ

<sup>64</sup> Choudhri and Kochin (1980)

ナビア国では大恐慌の影響を受けていない。産出についてフィンランドでは棄却できないが、第二グループに比べればその影響は小さい。物価に関してはデンマークとノルウェーでは有意になっているが、これも第二グループに比べれば小さい。

以上の分析から、彼らは米国とともに金本位制に長く留まった国は、途中で金本位制を離脱した国に比べて、産出、物価の両面で米国の影響を強く受けた。金本位制を全く採用していなかったスペインは米国の影響を全く受けなかったと結論付ける。このようにして、彼らの研究は大恐慌における金本位制の役割を明らかにし、その後の大恐慌の国際研究の嚆矢となった。

### 3-4. アイケングリーンの研究

アイケングリーンは初期の研究において、金本位制の役割を強調し F&S の主張を強く批判するが、後には F&S に一定の理解を示すようになる。まず、ヨーロッパの戦間期における金本位制の再構築は間違っていた。ストロングはノーマンに協力してポンド、マルクを初めとするヨーロッパ通貨を過度に高い平価で金本位制に復帰することにコミットし過ぎた、そしてその結果デフレ政策を含むあらゆる手段を使ってその高すぎる平価を維持しようとした。そしてそれがかえってヨーロッパの戦後復帰を困難にした、と考える。

彼がこのように主張するようになった初期の研究は、1985 年に発表したサックスとの共同論文である<sup>65</sup>。彼は 1929 年から 1935 年にかけてヨーロッパの 10 カ国<sup>66</sup>を対象に、為替レートの切下げが経済の回復に大きな貢献をしたことを誘導型回帰モデルで実証的に証明した。具体的には次のような結果を得た<sup>67</sup>。

- ① 為替レートの切下げは工業産出とプラスの相関をもつ。
- ② 実質賃金と工業生産はマイナスの相関をもつ。
- ③ 為替レートの切下げと実質賃金はマイナスの相関をもつ。
- ④ 為替レートの切下げと輸出はプラスの相関をもつ。
- ⑤ 為替レートの切下げとトービンの  $q$  はプラスの相関をもつ。

以上の結果から、為替レートを切下げることに成功した国は、そうでない国に比べて、利潤を増やし総供給を増やすことができた。為替レートの切下げは物価の上昇圧力を強め実質賃金を下げることができ、為替レートを切下げた国は金本位制に留まった国に比べ輸出を増やすことができた。為替レートを切下げた国は金本位制の制約を緩め、同調的金融緩和政策により世界的に金利水準を下げることもできた。為替レートの切下げは国際的競争力を強め利潤機会を高めることによりトービンの  $q$  を上昇させて投資を促進した。そこから、金本位制から早く離脱した国ほど景気回復が早く、金本位制は回復の足枷になったと結論した<sup>68</sup>。

次に、彼は金本位制が景気回復の足枷になったことについてさらに詳細な分析を行う。産出が減少す

<sup>65</sup> Eichengreen and Sachs (1985).

<sup>66</sup> 対象は、イギリス、フランス、ドイツ、イタリア、ベルギー、オランダ、スウェーデン、フィンランド、ノルウェー、デンマークの 10 カ国である。

<sup>67</sup> Eichengreen and Sachs (1985) p.937 Table 3.

<sup>68</sup> この分析は後に分析手法を精緻化して Bernanke and James (1990)に引き継がれる。

る中で、金融政策は本質的に不変のままであったことは、金融政策が自発的であることの証明、つまり貨幣的要因が大恐慌の始まりにとって重要であることは同意しながらも、F&S の米国発の大恐慌説には同意できない、とする<sup>69</sup>。

まず、1929 年夏までの金融が引締めであった点について。これはそれ程強い引締めではなかった。その理由は連邦準備局が投機を抑えるために、公定歩合引上げという伝統的手法に頼ることなく、各金融機関に直接貸出を抑制させるという「道徳的説得」の手法をとったことにある。この直接的圧力は逃げ道が多く、あまり効果を発揮できなかった。そこで、次のような疑問が生じる。

- ① このようなマイルドな引締めが、どうして米国において大きな収縮をもたらしたのか
- ② このようなマイルドな引締めがどうして世界経済を不況に追い込んだのか。
- ③ カナダ、ドイツ、ポーランド、アルゼンチン、ブラジル、オーストリアでは米国が不況になる前に不況に陥っていた。

以上からアイケングリーンは、当時は金本位制であったので、米国の金利上昇はアメリカへの一方的な資本流出を生み、通貨安定に疑問を生じた。そこで、海外の中央銀行は投資家を落ち着かせるために金利を引き上げる必要があった。アメリカにおける金融引き締めは他国で一層の金利上昇をもたらした。1928 年、29 年のマネーストックの減少率はラテンアメリカやヨーロッパの方が米国よりも大きかった。米国ではまず輸出が減少し始めたが、それは他国でマネーストックが大幅に減少したことにより、経済が悪化したからと理解できる。米国の貨幣的ショックよりもグローバルな貨幣的ショックによってグローバルな不況が生じたと考える方が筋が通っている。もし、米国の金利上昇に対して、他国が金利上昇を生じないなら、かれらは準備を失うことになり、同国の通貨安定を損ねることになる。ヨーロッパやラテンアメリカの国は経常収支が常に悪かったので、中央銀行は準備の損失（減少）に悩まされ続けた。

米国の金融引き締めが金本位制下で国際波及メカニズムを通じて他国の金融引き締めを生じなかった例外として、アイケングリーンはフランスとドイツを上げている。フランスではポアンカレの安定化政策により、1926 年後半にフランスの実質金利は上昇したが、それは名目金利が一定のままで、インフレが落ち着いたためであった。高金利はフランスへ資本を呼び寄せた。他方高金利は消費と投資を抑制したので、フランスの通貨を強くした。フランス銀行が国内信用の拡大を抑える中で、名目金利は相対的に低かったので、貨幣需要は増加したが、それは経常収支の黒字と他国からの金流入によって賄われた。このように、フランスでは 1920 年代の後半に生じたデフレはフランス固有の事情により生じた。

もう一方の例外的な国、ドイツではライヒスバンク総裁シャハトの強力な金融引き締めによりデフレが生じた。シャハトは 1927 年春には投機的バブルの危険を感じ、信用引き締めを実施した。シャハトはベルリンの銀行家たちに会い、投機バブルの懸念を伝え、貸出抑制という直接的手段に訴えた。金融引き締めと貸出抑制により株式市場の投機を抑え込むことに成功したものの、他方でドイツ経済の悪化を招くことになった。テミンもまた、このドイツの事例を取り上げ、米国からの資本流出が止まる前に

<sup>69</sup> Eichengreen (2002)

経済が悪化した例としている<sup>70</sup>。

アイケングリーンはこのような事実を念頭に置きつつ、後には貨幣ストックの急激な減少にも注目し、F&Sの主張に一定の理解を示ようになった。しかし、それはF&Sとは異なり金本位制であったからとして貨幣ストック（M）の変動要因をつぎのように分解して説明する<sup>71</sup>。

$$M = M / \text{Base} \times \text{Base} / \text{準備} \times \text{準備} / \text{Gold} \times \text{Gold}$$

ここで、Base=マネタリーベース（現金 + 銀行準備）

準備=自国通貨建ての中央銀行の外貨準備（外国資産+金準備）

Gold=自国通貨建ての中央銀行の金準備

ここで、第一項は貨幣乗数であり、銀行危機によって急激に低下する。不況期には預金者は現金を求め、銀行は借入れを求めるので低下する<sup>72</sup>。第二項はカバー率（金裏付け率）の逆数であり、金本位制のルールはマネタリーベースを金あるいは他の国際準備によって完全に裏付けることを要求しなかった。したがって、通常は1よりも小さかった。カバー率の法定下限は40%であり、それは準備に対して2.5倍までマネタリーベースを保有できることを意味する。カバー率に対する下限は決まっても上限はなかった。それにより、金流入を不胎化することを許していた<sup>73</sup>。第三項は国際準備と金比率である。金為替本位制の下では各国の中央銀行は金の代わりにドルやポンドを準備通貨として保有することが認められていた。それゆえ、世界全体として貨幣用金に対する国際準備の比率は1を上回っていた。1930年代初期において準備通貨の切り下げに対する懸念から多くの中央銀行は外貨準備を金に交換した。それでこの比率は低下した。フランスは金融不安が生じる前においても金本位制を支持して、外貨準備を減らす政策を意図的に実行した。

貨幣ストックの減少に対してどの要因が大きな役割を果たしたか。国際準備/金は1929年末には1.27、1930年末には1.25、1991年末には1.12と低下した。このことは他の条件を一定にすれば、1931年に貨幣量は12%減じたことになる。米国と英国を除くと、それぞれ、1.60、1.53、1.23に下落している。したがって、これらの国では貨幣量は23%減じたことになる。英国と米国は準備通貨供給国であるので、自国通貨の発行によりこの比率を固定化できる。

M/Baseの変化は国ごとに異なる。Bernanke(1995)によれば、最大の下落は米国で、6カ国の平均低下率は11%、30カ国すべてでは10%下落した。米国のBase/準備比率は、1928年に1.89であったのが、1929年6月には1.759、1930年6月には1.63に低下している。これは米国が不胎化政策を実施した証であるとしている。

1931年5月にオーストリア最大の銀行、クレジット・アンシュタルト（Kreditanstalt）が破綻した

<sup>70</sup> Temin (1971)

<sup>71</sup> F&Sは銀行倒産、金融政策の失敗が重なり、現金量が強まり貨幣乗数が急落した結果貨幣ストックは減少したとする。

<sup>72</sup> 1930年代この比率は金融が発達した国で4、未発達国では1をわずかに上回る程度であった。Bernanke (1995)。

<sup>73</sup> 金本位制でない国ではカバー率の制約に直面していない。アイケングリーンは「大恐慌の始まりにしたがって、金本位制を離脱した国でさえ、法律的な要請のために、あるいは信頼の欠如からくる減価を阻止しようとして、金カバー率を伝統的に用いていた水準を維持してきた」と言う。Eichengreen (1990) p.250。

が、それにより銀行危機および為替危機の両方が高まった。まず、現金/預金比率、準備/預金比率の高まりによって貨幣乗数  $M/Base$  が急激に低下した。次にそれに伴う通貨切下げの恐れから中央銀行は外貨準備を金に代替せざるを得ず、その結果準備/GOLD 比率は低下した。そして最後に中央銀行は自国の通貨に対する将来の投機に備えて金準備と金カバー率を高めようとした。その結果多くの国で「金の争奪戦」が生じ、 $Base/準備$ の継続的な低下が生じた。銀行の健全度に対する不安と為替切下げの予想が相まって両方の危機を深めていったと考えられる<sup>74</sup>。中央銀行は預金取付けによる銀行危機に対しては金融緩和を求められ、他方では外貨準備の流出、兌換可能性喪失状況の下で金融引締めを求められる、というジレンマに陥ることになる。

バーナンキ (1995) はフランス、ポーランド、ベルギー、英国、スウェーデン、米国の6カ国を対象に貨幣変動要因を分析した結果つぎのように報告している。

- ① 金ブロックのメンバーとその国の貨幣ストックの減少は強い相関を示している。
- ②  $M/Base$  と準備/GOLD が急激に低下している。
- ③ 金余剰国が不貳化政策を実施している。すなわち、準備/GOLD 比率が低下している。(とくに米国ではその傾向が著しい)。

貨幣ストックの減少に対して外国準備削減の方が預金引出しよりも大きな影響を及ぼした(米国以外の国で)。そこで、他国では金本位制の崩壊は銀行システムの崩壊よりも重要で、米国ではその反対となる。米国内の不況を重視する F&S は銀行危機を重視し、それを連邦準備の政策ミスとするが、グローバル不況の観点からすれば、金本位制が最大の要因となる。その意味ではアイケングリーンは F&S にも一定の理解を示すと見ることができる。

### 3-5. ピーター・テミンの研究<sup>75</sup>

テミンはアイケングリーン以上に金本位制の役割を強調し、「時として小さな出来事が大きな結果をもたらす」とし、ストロングという一個人の死が大恐慌の原因とする F&S の主張を一笑に付し、彼らの自然実験たるものを徹底的に批判する。シュウォーツとのシンポジウムなどでは厳しく対立したことは有名である<sup>76</sup>。テミンによれば大恐慌を引き起こした究極の原因は第一次世界大戦であり、終戦後英国と米国の経済力、資本力が逆転し、それまで存在していた国際間のネットワークが崩壊したことで大恐慌は生じたと考える。彼はとくに当時のドイツの経済状況を重視し、後に大恐慌に発展する景気下降は1920年代末の米国とドイツの引き締め政策から始まったと考える。

ドイツ経済は1920年代、資本輸入に大きく依存しており、資本輸入は戦後の賠償金支払いのために必要であった。それは、「移転問題 (transfer problem) <sup>77</sup>」を解決するのに必要であった。しかし現実とは全く異なっていた。ドイツはさまざまな経済的、政治的手段を使って賠償金支払いの引き延ばし作戦にでた。そして最終的には免除ということで、引延ばし作戦に成功する。それゆえ、流入した資本はド

<sup>74</sup> Bernanke and James (1991)

<sup>75</sup> Temin (1993)

<sup>76</sup> Parker (2000)、(邦訳 2005 年)

<sup>77</sup> 1923年にドイツは賠償金支払いを確保するために、国債(ドーズ債)の発行が認められた。この国債をアメリカが購入し、その資金でドイツは賠償金を連合国側に支払う。連合国側はその資金でアメリカに戦争債務の返却をするというもの。



イツ経済が利用できる資源 (resource) の純増となった。資本流入はグロスで 1919 から 1931 年にかけてドイツの国民経済の 5% で、純増分は 2% 以上となった。こうした状況の中でライヒスバンク総裁シャハトは株式市場の過熱を恐れて資本流入を阻止しようとした。したがって、1920 年代末にはドイツ市場で利用可能な信用量は急激に減少した<sup>78</sup>。

一方連銀も 1928 年初めに引き締め政策をとった。それはすでに論じたようにニューヨークの株式市場における投機を抑制するためであったし、また先の金融緩和によって生じた金の流出を止めるためでもあった。先の金融緩和も I 部で詳細に議論したが、英国が金本位制を維持できるように、援助する目的でなされた。連銀の公定歩合引下げは投資家をアメリカの資産購入から英国の資産購入にスイッチさせるために実施された。それはポンド需要を増やし、ポンドの価値を高めるためであった。ポンドのドル価格が「金現送点」まで上昇した時、米国から英国へ金を輸送することが有利となった。金を米国でポンドと交換し、米国でそれを売却すると利益が生まれた<sup>79</sup>。テミンはこの金流出を重視し、これに対応した連銀の政策変更を大恐慌の始まりとする。この点は金本位制である限り連邦準備の政策対応は当然であり、仕方がなかったとするテミンとその流出が米国の準備総額に比べて僅かであり、引締めをとる必要は全くなかったとする F&S との大きな対立点である。

また、F&S は大恐慌の初期における銀行倒産、金融パニックを上げ、それに対応すべき連邦準備の不手際を大恐慌の原因として重視するが<sup>80</sup>、これに対してもテミンは、金融危機が発生していたとするなら短期金利は上昇していたはずであるが、現実には変化しておらず、したがって金融逼迫は生じていなかった、と批判する。また、モデル分析においても金融恐慌によって貨幣ストックが減少したことを説明することはできないとする<sup>81</sup>。

これに対してシュウォーツを中心とするマネタリスト側からは金融市場の逼迫の度合いを金利で計るのは間違っており、貨幣の価格は金利ではなく、物価水準の逆数と考えるべきとする。貨幣の需給が金利によって調整されるとすると、確かに貨幣の供給が減じた場合（供給曲線の左シフト）金利は上昇する。しかし、景気の悪化に伴い貨幣需要が減じた場合（需要曲線の左シフト）にも金利は低下する。したがって、金利だけからは金融市場の逼迫をすることはできない。これに対して、テミンは貨幣の超過需要が発生した場合にはまず金融資産が売却されるはずであり、したがって金融資産価格の下落、金利の上昇というケインジアン的説明で反論する。貨幣の代替資産を金融資産に限定するケインジアンと広く一般的商品にまで拡大するマネタリストの対立が表れている<sup>82</sup>。

テミンは金本位制が本質的に保有するデフレ効果を強調するが、そのデフレが経済に及ぼす影響をケインズ効果とよぶ「静学的効果」とマンデル効果とよぶ「動学的効果」に分類する。前者においては実

<sup>78</sup> Temin (1993) p.89, fn.2.

<sup>79</sup> Temin (1993) p.89.

<sup>80</sup> F&S は 1930 年 12 月 11 日に倒産した合衆銀行は、その名前から来る誤解により人々の間での銀行への信頼が一気に失墜した。この危機に対してニューヨーク連銀が提唱した協調救済策を手形交換所加盟銀行が拒否したことにより、連邦準備の威厳は地に落ち銀行準備に対する預金量の割合は大きく低下、貨幣ストックは急落したと論じる。F&S (1968) pp.311-12. (邦訳 pp.71-73)

<sup>81</sup> Temin (1989) pp.51-52. (邦訳 pp.69-70)

<sup>82</sup> Schwartz (1981) および Meltzer (1976)、また F&S は当時の地区連銀総裁のつぎのような言葉を引用している。「現行の異常に低い金利をさらに下げることは間違っている」(フィラデルフィア連銀総裁、ジョージ・ノリス)、「信用は十分に低金利で供給されているので、これ以上信用を増やしても景気回復にはつながらない」(サンフランシスコ連銀総裁、ジョン・カルノフスキー)、「これ以上の金利低下は生産過剰をさらに促し、借入を増し、消費を過熱させる危険な政策」(ミネアポリス連銀総裁、W.ギリー) F&S (1963) pp.372-3.

質貨幣ストックの増加となり総需要を増やす、これに対して後者はデフレ予想を高め消費を減らし、実質金利を高めることにより投資需要を抑える。前者は大恐慌の初期に表れ、後者は1931年の銀行パニック後に表れたとする。したがって、デフレが予想されていたか、否かは重要になる。デフレが予想されていない場合には債務・デフレのメカニズムが働くが、デフレが予想されているならば、事前の実質金利は高くなり、貨幣的ショックは投資を抑制し伝統的な負の波及メカニズムを生じる。ハミルトンは1930年代初めにはデフレは予想されてなかったとしている<sup>83</sup>。

F&Sは第一次銀行恐慌を1930年後半から、第二次銀行恐慌を1931年からとし、それに対して連銀の無策を指摘するが、テミンは1931年夏の銀行危機が最悪であったことを重視する。それは金流出が続き、ドル価値が低下したので、やむなく金利を上げた結果であると考ええる。金利引上げにより貨幣ストックは急減した。銀行は貸出が困難になるにつれてそのポートフォリオ中の財務省証券の割合を増やしたが、それにより財務省証券の利回りが低下、銀行の収益は悪化していった。その結果、当時すでに支払い能力に問題が出ていた多くの銀行は倒産に追いやられた。イングランド銀行は金本位離脱後もドルの金本位離脱を恐れ、積極的にドルを売った。フランスも同様であった。両国のドル離れは米国に金融引締めをさらに強めることになった。かくして、銀行危機は連邦準備が「最後の貸手」機能を発揮しなかったからではなく、金本位制の結果生じたとする。

テミンはまた期待の変化を重視し、それは単に実質利率を下げて投資を促進するだけでなく、さまざまなルートで総需要を増加させることが期待できると考える。とくに金本位制の停止、平価の切下げは政策体制の変化を示す有力なシグナルとなり、平価切下げ効果をさらに強めることになったとテミンは考える<sup>84</sup>。

テミンは1925年から38年にかけてのアメリカ、イギリス、フランス、ドイツ4カ国の工業生産および物価の推移を比較しているが、工業生産の推移は国によって異なるものの、物価は金本位制下において見事に同一の変化を示していることを明らかにした<sup>85</sup>。さらに分析対象を21カ国に拡大し、物価の相関と産出の相関を比較したが、明らかに物価の相関の方が高いという結果を得た<sup>86</sup>。したがって、テミンは金本位制の構造的欠陥がデフレを生み、そのデフレの波及が世界大恐慌を生じた、そこで金本位制の廃止こそが経済悪化を食い止める唯一の方法であったと考える。

金本位制からの離脱により経常収支と国内物価の関係は薄れた。各国は通貨危機を悪化させることなく、金利を下げ、生産を拡大することができた。国内価格の変化よりも為替レートの変化により国内需要と海外需要の差は厳しいデフレを生むことなく調整され、金利の引下げは生産を拡大することができた。国内価格の変化ではなく、為替レートの変化により国内需要と海外需要の差を厳しいデフレをもたらすことなく、解消することができる。単一国の切下げは、ある状況下では他国の犠牲の上に景気回復するという考え（近隣窮乏化理論）もあるが、統一的な切下げは世界中の金準備の価値を高め世界的な経済拡大を生じると考える。

<sup>83</sup> Hamilton (1988), (1992)

<sup>84</sup> Temin (1989) pp.92-93. (邦訳 p.123.)

<sup>85</sup> Temin (1993) pp.90-91.

<sup>86</sup> たとえば、1930年のデフレ率の標準誤差は0.37であり、産出の下落の標準誤差は0.81の半分以下である。Temin (1993) p.91, Table 1.

そこで、テミンは金本位制のイデオロギこそがショックを世界中に拡散することになった。権力の中核はデフレ主義に支配されており、「リーダーたる人は規制の思考の鋳型を脱し、新しい路を照らすことができたはず、それができなかったのは彼らが劣ったリーダーであったことだ」とし、金本位制こそはまさに世界経済を混乱させた「ミダス王の手」(The Midas Touch)であったと結論する<sup>87</sup>。

### 3-6. ハミルトンの研究

ハミルトンは大恐慌の始まりは金融引き締めであったとし、それには当時のフランスの政治経済情勢が大いに関係していることに着目した。1928年1月に連邦準備は金融引き締めを実施したが、それは連銀史上最強の厳しいものであったという。なぜそれ程に強い引き締めを実施したのか。それは米国の熱狂する株式市場に水をさすためであったが、またフランスへの金流出を意識したものであった。フランスは1926年にポアンカレが政権を回復し、フランスの物価は下がり経済が安定したことにより、フランは25%も過小評価されていることが明らかになり、フランスに世界中から金が続出したからである<sup>88</sup>。米国からの金流出は増え、そのために1928年1月12日に公開市場投資委員会はきわめて強い引き締めを実施した。その結果、表1に示したように、1927年12月から1928年の間に連邦準備は3億9300万ドルの証券売りオペを実施したので、公開市場勘定には8月には8000万ドルの債券しか残っていない状態であった。連銀の手形保有は1億9300万ドル減少し、残りの手形は1億8500万ドルのみとなった。割引率は7月には3.5-4.5.0%に引き上げられ、最終的には5%にまで引き上げられた。この表はマネタリーベースの減少が著しく、当時の金融引き締めがいかに厳しかったかを示している。

表1. 米国のマネタリーベースを減少させた金融政策 (1927年12月-1928年7月)

政策	対象	1927年12月	1928年7月	増減
フランスの政策	金ストック変化	4,416 <sup>ドル</sup>	4,113 <sup>ドル</sup>	-303 <sup>ドル</sup>
公開市場操作	財務省証券	606 <sup>ドル</sup>	213 <sup>ドル</sup>	-393 <sup>ドル</sup>
引受手形金利	連銀保有手形	378 <sup>ドル</sup>	185 <sup>ドル</sup>	-193 <sup>ドル</sup>
合計				-889 <sup>ドル</sup>

(出所) Hamilton(1987) p.148. (元資料 FRB *Annual Report* 1929 p.47.) 単位：百万<sup>ドル</sup>

表1の計算通りとすれば、マネタリーベースは8億8900万<sup>ドル</sup>減少したことになり、6ヵ月間で12%も低下したことになる。しかしながら、現実にはマネタリーベースはそれ程減少しなかった。それは連邦準備が公開市場操作で金融を引き締めた場合、他方で連銀貸出を増やすという政策、つまり金融政策を中立化させるような政策を伝統的に実施していたからである<sup>89</sup>。

<sup>87</sup> Temin (1989) Ch.2.

<sup>88</sup> Hamilton (1987) p.148.

<sup>89</sup> ハミルトンは割引率と債券利回りの関係をつぎのような回帰式で分析した。

$\Delta B = a + b \Delta S$ , ここで B は割引率、S は財務省債券利回り、推定期間は1920年2月から1929年12月まで。推定結果は、

$$B_t - B_{t-1} = -10.6 - 0.56 (S_t - S_{t-1})$$

$$(7.6) \quad (0.16)$$

ここで 0 は標準誤差を示す。係数 b はマイナスの有意値をとった。

また、この時期に金融引き締めにもかかわらず貸出が増加した理由としては、株価高騰による取引量の増加が人びとの貨幣需要増加を引き起こしたことが上げられる<sup>90</sup>。さらに、借入金利の高騰にも関わらず株価が上昇していたので、人びとの間にはキャピタルゲインの期待値が金利コストを上回っていたことも考えられる。以上の結果、マネタリーベースの減少の半分以上が相殺され、統計数値上ではマイルドな引締めになった。

その後、銀行危機の発生と共に貨幣乗数が大きく低下する中、連邦準備は十分な準備を供給することはなかった。F&S と同様に信用市場が崩壊している時に連邦準備は最後の貸手機能を発揮しなかったのだから、これは明らかに連邦準備の失政であると考ええる。そうした中で物価下落が激しくなりデフレが進行した。

原理的には金本位制の下では、米国がデフレになれば金が米国に流入し、貨幣供給の増加に貢献するはずであった。しかし、この「物価・正貨メカニズム」は現実には機能しなかった。その理由として、他国もデフレに陥っていたこと、連邦準備が積極的に非借入準備の供給をしなかったこと、世界貿易が大きく縮小したことを上げている<sup>91</sup>。このようにハミルトンは連邦準備の失政を指摘しながらも、金方位制の役割も指摘する。ポンドに向けられた投機はつぎに米国のドルに向かった。連邦準備の金保有量は1931年9月から10月にかけて47億2900万<sup>ドル</sup>から40億2000万<sup>ドル</sup>に、なんと15%も減少した。その流出先は表2の通り、ベルギー、フランス、スイスへ流れた。

表2 連邦準備の金の流出先 (1931年9月-10月)

国	金量の変動 (百万ドル)	変動率 (%)
米国	-726.7	-15.7
ベルギー	+136.1	+61.6
フランス	+238.5	+10.4
スイス	+193.5	+84.0
世界全体	-154.6	-1.4

(出所) Hamilton(1988)p.75 (元資料は Board of Governors of the Federal Reserve System 1976, p.544)

この金流出に対して連邦準備は割引率および銀行引受手形の金利を急激に上げた。しかしながら、この時点では米国にはなお豊富な自由金<sup>92</sup>が存在していた。したがって、ここからは景気が悪化する中金利を上げた連邦準備の失政であるという F&S の主張が生まれる。しかし、ハミルトンは世界的な資金フローの混乱が各国に不安材料をもたらし、金保有を促し、金為替の存在がそれに拍車をかけることになったと考える。ウィグモアもドルに対する投機を米国の財政不安と通貨切下げの噂によって生じたと考える<sup>93</sup>。表からも推測されるように民間投機家の金需要も急増した結果世界全体の金は減少した。

<sup>90</sup> 金融引き締めは貨幣ストックの減少から推測されるよりも一層厳しかった。なぜなら、株式市場の取引のために必要な貨幣需要が増加し、他の経済活動に必要な貨幣ストックをそれだけ減少させたからと解釈できる。Field (1984)

<sup>91</sup> Hamilton (1987) p.149.

<sup>92</sup> 連邦準備負債に対する金比率 (法律で決まっている) を超える金のこと。

<sup>93</sup> Wigmore (1985) pp.215-6.

通貨プラス預金に対する金の比率は上昇し、世界レベルで貨幣乗数は低下することになった。商品先物市場にもこの影響は表れた。たとえば、投機家は木綿価格が 1931 年 7 月には 32 年 1 月までの間に 13.4% 上昇すると予想した。しかし、現実には 95.9% も下落した。それは多くの投機家は金と商品を価値の貯蔵としてドルよりも優れていると判断したからであり、連邦準備の金利引き上げは予想外であった<sup>94</sup>。このような調査から、ハミルトンは当時デフレが予想されていたかについて、デフレは当時予想されていなかったと結論した<sup>95</sup>。したがって、事後の実質金利は高かったが、事前の実質金利は高くなかった。この発見は重要である。なぜなら、デフレが予想されなかったとした場合には、債務・デフレのメカニズムが作用するからである。

このように、ハミルトンは世界の貨幣用金の 60% 近い水準を保有するアメリカとフランスの 2 大国が 1928 年から 29 年にかけて強力な金融引き締めを実施したことが、大恐慌を生じ、世界的に金の争奪戦を生み、金本位制をなんとかしてでも維持したいとする国にデフレをもたらした、と分析する。そして、デフレ予想がどの程度予想されていたかを調べて、当時はそれほど予想されていなかったという結果をえた。

### 3-7. バーナンキの研究

バーナンキは自らを大恐慌研究オタクと称し、積極的に大恐慌の研究に取り組んできた。基本的に F&S を踏襲するものであるが、その特徴は大恐慌の波及メカニズムにおける銀行と国際金本位制という 2 つの要因に着目する点にある。まず、彼は 1983 年に今日クレジット・ビュー (Credit View) と呼ばれるアイデアを発表することにより大きな注目を集めた<sup>96</sup>。それは大恐慌の発生において銀行の役割を強調するものである。もともとのアイデアはアービング・フィッシャーがかつて主張した「債務デフレーション (Debt Deflation)」<sup>97</sup>にある。F&S においても大恐慌に果たした銀行の役割を無視しているわけではない。大恐慌によって生じた銀行株主の資産毀損が实体经济に及ぼすマイナスショックと銀行の信用創造を抑制し貨幣ストックを減少させることにも言及している<sup>98</sup>。しかし F&S は貨幣量の減少のみであの大恐慌を説明している。バーナンキはあの大不況は貨幣量の減少のみで説明しきれものではないし、またまた貨幣の实体经济に及ぼす波及メカニズムには理論的説明は欠如しているとして、銀行のバランスシートに着目し、この点をさらに掘り下げて分析した。

物価、所得の下落はフィッシャーの主張するように、債務者の実質負担を増し、破綻に追いやることになるが、それは貸手側、銀行のバランスシートにおいて、負債 (主として預金) が一定である中、資産価値の劣化を意味する。このように資産と負債の不均衡に陥った銀行は資産項目の貸出に慎重になり、国債などの安全資産に資産運用にシフトすることになる。これは見方を変えれば、金融危機によって銀行は信用仲介コストを高めることになる。信用仲介コストとは、借手が破綻するリスクそれにモニタリ

<sup>94</sup> Hamilton (1988) p.84.Table 3.

<sup>95</sup> Hamilton (1992)

<sup>96</sup> Bernanke (1983)

<sup>97</sup> フィッシャーは大恐慌期における過重債務の役割を重視する。物価、所得の下落は実質債務負担を増加するので、債務者の負担が増加する。それはまた経済のデフレを促進し、債務負担を増加させるという悪循環を生むことを指摘した。Irving Fisher (1933)

<sup>98</sup> F&S (1963) p.161.



ング、スクリーニングにかかる費用である。銀行危機や債務危機が発生し金融部門が混乱した場合には貸手と借手の間に発生するこのコストは急上昇する。そして、このコストの上昇は総生産を減少させる。とくに、家計、農業経営者、中小零細企業は貸手にとって「好ましくない」借手であるので、仲介コストは急激に上昇する。銀行借入れ以外に資金導入の道を持たないこれらの借手は資金不足に陥り大恐慌の影響を真っ先に受ける。1931 年以降からはこれらの部門を対象に貸し渋り、貸し剥がしが生じたことが歴史的にも示されている<sup>99</sup>。

バーナンキはこの点を次のように実証分析している。まず、F&S の貨幣ストックの影響を考慮して、産出量の変化率を貨幣ストックの変化率、ないし物価変化率の変化で回帰している。次にこれらの変数に金融危機変数を追加して回帰分析している。その結果、貨幣的変数のみでも産出率の変化を捉えることができるが、金融危機変数を付加した方がより良い結果を得ることができた<sup>100</sup>。

バーナンキはこのように債務デフレが銀行に大きなマイナスの影響を与え、それが実体経済に大きな負のショックを与えたと論じるが、その後彼は大恐慌の波及経路における金本位制度の果たした役割にも注目するようになった。そして、アイケングリーン＝サックス (1985) の分析を精緻化、さらにデータ範囲を拡大した。具体的には分析対象国を 24 カ国に拡大し、それらを次の 4 つのカテゴリに仕分けした。金本位制度を全く採用しなかったか、1931 年以前に離脱した国 (スペイン、オーストラリア、ニュージーランド)、1931 年に金本位制度を離脱した国 (14 カ国)、1932 年から 35 年に離脱した国 (米国、ルーマニア、イタリア、ベルギー)、1936 年時点でなお金本位制度を実施していた国 (フランス、オランダ、ポーランド)。

これらの 4 つのカテゴリの国において、卸売物価、マネーサプライ、工業生産がどのような変化をみせたかを調査した。その結果、金本位制を長期に維持した国ほどデフレが長く続いた、マネーサプライについては、1932 年の時点ではそれほど差がみられないものの、1933 年以降は明らかに金本位制を離脱した国ほど金融政策に対する自由度が増し、マネーサプライは増加している。1932 年にはその差がなかったのは、金本位制の離脱国において高いインフレ期待が生じた結果、貨幣需要が減少しそれが結果的にマネーサプライの減少をもたらしたと解釈している<sup>101</sup>。

以上からバーナンキは 1930 年代の世界的デフレは金本位制が大いに関係しているとした。次にデフレ要因を詳細に考察するために、実質賃金、実質金利、金融危機の 3 つの要因がどのように産出を低下させたかを回帰分析により明らかにした。

パネルデータにより、被説明変数を各国の工業生産  $Y$  とし、説明変数として卸売物価  $P$ 、名目輸出  $EX$ 、名目賃金  $W$ 、中央銀行割引率  $DISC$  (または通貨)、銀行パニック  $PANIC$  (ダミー変数)、を用いた。いずれも対数差分をとっている。その推定結果は以下のようであった(カッコ内は標準偏差)。

<sup>99</sup> Chandler (1958) pp.233-39.

<sup>100</sup> 貨幣変数としては、バーロ、ルーカスの合理的期待を考慮して予想されない貨幣ストックの変化率、予想されない物価の変化率を用いている。金融仲介コストの代理変数として、まず Baa 格の社債と財務省証券の利回り差で見ると、この差は 1929-30 年の 2.5% から 1932 年半頃には 8% 近くに急上昇している。しかしながら、この変数で金融危機の影響を捉えるのには十分ではない。なぜなら株式市場にアクセスできない中小企業などの影響を捉えることができないからである。そこで、実際には破綻銀行の預金量と債務を用いている。Bermanke (1983) Table 2.

<sup>101</sup> Bermanke (2000) Table 2.

$$\Delta Y = 0.296\Delta P + 0.103\Delta EX - 0.119\Delta W - 0.358\Delta DISC - 0.0138\Delta PANIC$$

(0.123)      (0.044)      (0.189)      (0.0102)      (0.0028)

この結果から次のように解釈する。①輸出は生産に強く関係している、②賃金は統計的に有意ではないが符号条件を満たしている、③割引率は大きな影響力を持つ、④銀行パニックの影響は大きい、パニックの影響を1年間でみると、産出に対して、 $12 \times 0.0138$  つまり 16%ポイント以上減少させる効果をもつ。⑤デフレの影響はそれほど強く表れていないが、それはこの推定式に負債デフレを表わす変数が欠けているからと考える。

ただ、世界デフレを実証分析する場合には、次の点に注意しなければならない。金本位制下では小国の物価水準は国際金融情勢によって決定され、それに国内の貨幣需給が調整される仕組みになっている。そこで、銀行パニックは小国においてはデフレを進行させることにはならない。しかし、金本位制下では大国の物価は世界の物価水準と共和分関係にあると考えられる。したがって国内物価は他国のショックによるデフレの影響をもろに受けるはずである。当時の大量の金保有国である、米国とフランスを対象に誤差修正モデルにより、両国のデフレを分析した。米国のデフレを過去のインフレ率、過去のマネタリーベースの増加率、過去の破綻銀行の預金量、そして誤差修正項によって、他方フランスのデフレを米国と同様に過去のインフレ率、過去のマネタリーベース、誤差修正項によってそれぞれ推定した。その結果、誤差修正項は符号的に正しく、またその大きさも妥当なものであった。このことは両国の物価は共和分関係にある、つまり両国の物価は互いに影響を及ぼしあう。また、米国におけるマネタリーベースと銀行破綻の変数は米国の物価に有意にマイナスの影響を与えている。そして米国のデフレが金本位制を通じてフランスに影響を与えている、と解釈できる。

次に、バーナンキはこの研究をさらに拡張する形で、金本位制採用国と離脱国に分けて年次ごと(1930年から1936年)に生産、名目賃金、実質賃金、雇用が平均してどのように変化したかを調べた。その結果、金本位制採用国ではいずれの変数も実質賃金を除きマイナスの変化であるが、非採用国(金本位制離脱国)では33年以降いずれもプラスに転じている。実質賃金は反対の変化をしている。ここでも金本位制離脱国では金融政策の自由度が増し、それがデフレを抑制し、物価上昇をもたらした実質賃金を下げ、生産、雇用にプラスの影響をもたらしたと解釈できる<sup>102</sup>。さらに、この平均値分析の結果を裏付けるために金本位制ダミー、金融危機ダミーの2種類で回帰するパネルデータ分析を実施したが、金本位制に関しては前記の平均値比較を支持する結果であり、金融危機に関しては生産、雇用に及ぼす影響はマイナスであることが統計的に立証された。

このように、金本位制採用国とそうでない国を比較すると、後者の国では物価は名目賃金より早く上昇し、実質賃金は低下した。これに対して、前者の国では実質賃金は上昇するか不変であったので雇用は低いままにとどまった。それは金本位制離脱国では金融政策の自由度が高まり、マネーストックを増加させたからと考えられる。金融危機に関しては生産、雇用にマイナスの影響を及ぼした。バーナンキは大恐慌に関しては金本位制の足枷を強調するが、その一方で金融危機の影響を指摘し、もし、「米国

<sup>102</sup> Bernanke (1995) Table.2.

とフランスの両国において金融危機が生じなかったら、1931-32年の世界的デフレはもう少し緩やかであったと推察できる」と述べる<sup>103</sup>。バーナンキの研究は総需要面だけでなく、実質賃金の動きを考慮することにより総供給を考慮している点に大きな特徴がある。

バーナンキの研究結果をまとめると次のようになる。

- ① 金本位制度を長く維持した国はデフレに陥り、そうでない国はマイルドな物価上昇を経験した。
- ② 貨幣ストックについては、金本位制度の有無に関して物価ほど明確な差異は生じないが、それは金本位制度離脱国ではインフレ期待を高め、それが貨幣需要を減少させたからと解釈できる。
- ③ 産出に関しては、金本位制度離脱国では増加したが、それは金本位制度がデフレ圧力を強め、生産にマイナスの影響を及ぼしたと解釈できる。
- ④ 実質賃金に関しては金本位国では高まり、離脱国では低下したことが分った。

かくして、バーナンキは信用仲介に力点を置きつつ、貨幣ストックの役割を重視するが、その背後で金本位制度が大恐慌に大きな役割を果たしたと考える。

## むすび

F&Sの『アメリカ合衆国の貨幣史』は現代のマクロ経済学思考に大きな影響を及ぼした。その影響力の強さという点では、J.M.ケインズの『一般理論』を凌駕する、といっても過言ではない。彼らは丁寧な歴史データを集め時の政治家、連邦準備制度の役人たちの証言を拾い上げるにより、いかに貨幣的安定が实体经济に対して重要であるかを立証した。まさに「自然実験」の壮大な試みである。

中でも1930年代の大恐慌を扱った第7章「大収縮」は学界に大きなインパクトを与えた。当然ながら学問発展のプロセスとして本書はさまざまな角度から批判的検討が加えられた。その先陣を切ったのは、ピーター・テミンであった。彼はその著書のタイトルで『大恐慌は貨幣的要因によって引き起こされたか』(Temin 1976)と問うた。消費支出が異常な落ち込みを見せる中で、貨幣から实体经济か、それとも实体经济から貨幣かを問い、貨幣は实体经济の活動により受け身的に供給されるものであると結論し、F&Sを否定した。この両者の初期の論争はその後膠着状態に陥ったが、大恐慌を国際的観点から分析しようとする動きが活発化するにつれてこの論争は一気に動いた。それはフレミング、チョウドリ＝コーチン、によって先鞭が付けられ、アイケングリーン、テミン、ハミルトン、バーナンキなどによって一つの結論が導かれた。

それは戦後復活された国際金本位制は戦前のものとは大きく異なり、構造的欠陥が大きすぎたというものである。そして、その金本位制の呪縛から解放されたとき世界経済は大恐慌の暗闇から抜け出すことができた、というものである。それでは、F&Sは全面的に否定されたかという点を決してそうではない。テミンは攻撃の焦点を貨幣と实体经济の因果関係から金本位制に移すが、それは裏を返せば貨幣の重要性を認めたことである。ただ、テミンは一人の人物の動向が大恐慌のカギとする点には強く反対し、アメリカ発の世界大恐慌にも強く反論する。F&Sも後にその主張のいくつかを譲歩している。フリー

<sup>103</sup> Bernanke and James (1991)

ドマンは海外要因を軽視してきたことについて、とくに、大恐慌の発端についてアメリカのみを強調し、フランスの不胎化政策を見逃していたことを率直に認めている<sup>104</sup>。シュウオーツの方は100歩譲って、金本位制を大恐慌の主因とするならば、連銀は1931-33年に金本位制を停止することができた。そして景気が回復した時点で再度金本位制を再び導入できたはずである。これは過去に米国が経験したことでもある。それをしなかった連邦準備にはやはり大きな政策ミスがあったと言わざるを得ない、とする。とくに、金本位制が足枷となり適切な金融緩和ができなかったとする、テミンの主張には真っ向から反対し、当時アメリカには十分な金準備があり、準備率が維持不可能なレベルまで低下することなど考えられず、金融緩和の余地は十分あった。それをしなかった連邦準備には大きな政策ミスがあったことは否めない。また、当時の経済学的思考の中心にあった清算主義の考えが影響したことは認める<sup>105</sup>。このように考えると、連邦準備に大恐慌の責任があるか否かは別として、当時の構造的欠陥をもった金本位制が世界中に恐慌を拡散したことは認めざるを得ない。

I部で詳細に検討したように、第一次世界大戦後の経済を正常に戻すにはまず「金本位制の回復」であった。そのために、当時のリーダーであったノーマンとストロングは互いの友情を育みながら「金の究極的回復」を目指して活動する。F&Sが「ストロングが生きていれば、・・・・・・」というのも、本稿で述べたように、彼が芯からの金本位制の信奉者であったことを考慮すれば、素直に受け入れることはできない。ストロングがその再生に必死に尽力した、国際金本位制が世界デフレの原動力になってしまったことは誠に皮肉である。本稿では触れなかったが、わが国もそうであった。濱口雄幸（総理大臣）、井上準之助（日銀総裁→大蔵大臣）が生命を賭してまで強力なデフレ政策を実行し金解禁（金本位制復帰）を目指したことは、小説にもなるなど多くの人の知るところである。

そもそも金と通貨（ドル、ポンド、円）を同等に価値あるものと見なすことは間違っており、ドルが価値あると考えられるのは金との兌換を政府が約束するからである。確かに金本位制には財政、金融政策に規律を課すことができる。しかしながら、いったん金兌換に不安が生じれば資本の流出入が生じ金融政策を混乱させることが、この国際金本位制には組み込まれている。金本位制に対する信頼がいったん失われれば、国際協調のあるなしに拘わらず経済は大いに混乱する。そのことがまさに1930年代に生じたのである。

当時の連邦準備制度はこの点の理解が十分できておらず、アメリカを大恐慌にそして世界を不況の渦に巻き込んでいったのである。最近の研究は大恐慌に対する重要な貢献として金本位制の存在を主張するが、それはまたバーナンキも認めるようにその裏返しとしてマネーサプライの重要性を改めて認識することであり、「大恐慌はむしろ貨幣の力の重要性を裏付ける悲劇的な証拠である」というF&Sの主張は依然として正しいのである。したがって、F&Sの貢献、結論はいささかとも減じられるものではないことを強調して本稿の結論とする。

<sup>104</sup> フリードマンは後にフランス銀行総裁、エミール・モローの回想録を英語版で読んだとき、改めてアメリカのみならずフランスも不胎化政策を実施し、デフレ政策を実施したことが大恐慌の原因と理解し、F&Sの重要な改善点としている。Friedman (2004).

<sup>105</sup> A.J.Schwartz (1981)およびR.Parker (2002)（邦訳2005年pp.137-168）

## 参考文献

- Bernanke, Ben (1983), "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review*, pp.257-276.
- Bernanke, Ben (1995), "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach" *Journal of Money, Credit, and Banking*, pp.1-28.
- Bernanke, Ben (2000), *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press. (栗原潤、中村亨、三宅敦史[2013]『大恐慌論』日本経済新聞社)
- Bernanke, Ben and Harold James (1991), "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison." In R.G. Hubbard ed., *Financial Markets and Financial Crisis*, Chicago: University of Chicago Press. (ベン・バーナンキ[2013]、第3章所収)
- Bernanke, Ben (1993), "The world on a cross of gold, A review of 'Golden fetters: The gold standard and the great depression, 1919-1939,'" *Journal of Monetary Economics* 31, pp.251-267.
- Bordo, Michael D., Choudhri, Ehsan U., and Schwartz, Anna J. (1999), "Was Expansionary Monetary Policy Feasible during the Great Contraction?" NBER WP #7125, May.
- Chandler, Lester V. (1958), *Benjamin Strong Central Banker*, Arno Press, A New York Company, NY.
- Chandler, Lester V. (1970), *America's Greatest Depression 1929-41*, New York, Harper & Row.
- Clarke, Stephen V.O. (1967), *Central Bank Cooperation: 1924-31*, Federal Reserve Bank of New York
- Choudhri, Ehsan and Levis Kochin (1980), "The Exchange Rate and the International Transmission of Business Cycles: Some Evidence from the Great Depression," *Journal of Money, Credit, and Banking*, pp.565-574.
- Douglas A. Irwin (2012), "The French Gold Sink and the Great Deflation of 1929-32," *Cato Papers on Public Policy*, Vol. 2. Cato Institute.
- Eichengreen, Barry (1984), "Central Bank Cooperation under the Interwar Gold Standard," *Explorations in Economic History* 21, pp. 64-87.
- Eichengreen, Barry (1995), *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press.
- Eichengreen and Sachs (1985), "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s," *Journal of Economic History*, Vol. XLV, No. 4 Dec. pp.925-946.
- Eichengreen, Barry (2002), "Still Fettered After All These Years," *NBER Working Papers* 9276, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Eichengreen, Barry and Peter Temin (2000), "The Gold Standard and the Great Depression," *Contemporary European History* 9, pp.183-207.
- Eichengreen, Barry and Peter Temin (2003), "Afterword: Counterfactual Histories of the Great Depression" in Randall Parker ed. (2011)
- Evans, Martin and Paul Wachtel (1993) "Were Price Changes during the Great Depression



- Anticipated? Evidence form Nominal Interest Rates,” *Journal of Monetary Economics* 32, August, pp.3-34.
- Fisher, Irving (1933), The Debt-deflation Theory of Great Depression, *Econometrica* 1, pp. 337-335.
- Field Alexander J. (1984), “A New Interpretation of the Onset of the Great Depression,” *Journal of Economic History* Vol.XLIV, No.2, June pp.489-498.
- Flandreau, Marc (1997), “Central Bank cooperation in Historical Perspective: A Special View.” *Economic History Review*, L,4 pp.735-763.
- Fremling, Gertrud (1985), “Did the United States Transmit the Great Depression to the Rest of the World,” *American Economic Review*, December, pp.1181-1185.
- Friedman, Milton and Anna Jacobson Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States 1867—1960*, Princeton University Press, Princeton.
- Friedman, Milton (2004), “Reflections on A Monetary History,” *Cato Journal*, Vol.23. No.3, Winter, pp.349-351.
- Garside, W.R. (2007), The Great Depression, 1929—33, in Michel J. Oliver and Derek H. Aldcroft ed. *Economic Disasters of the Twentieth Century*, Edward Elgar, Cheltenham Northampton, MA, USA.
- Galbraith, John K. (1954), *The Great Crash 1929*, Houghton Mifflin Harcourt Publishing Company, NY. (村井章子訳[2008]『大恐慌 1929』日経 BP 社)
- Hamilton, James D (1987) “Monetary Factors in the Great Depression,” *Journal of Monetary Economics*, 19, pp.145-169.
- Hamilton, James D (1988), The Role of the International Gold Standard in Propagating the Great Depression,” *Contemporary Policy Issues* 6, pp.67-89.
- Hamilton, James D (1992), “Was the Deflation During the Great Depression Anticipated? Evidence from the Commodity Futures Market.” *American Economic Review* 82 March pp.157-78.
- Hamilton, James D (2012), Comments on “The French Gold Sink and the Great Deflation of 1929-32.” <https://econweb.ucsd.edu/~jhamilton/>
- Hall, T.E. and J.D. Ferguson (1998), *The Great Depression: An International Disaster of Perverse Economic Policies*, USA: University of Michigan Press. (宮川重義訳[2000]『大恐慌』多賀出版)
- Hoover Herbert (1952), *The Memories of Herbert Hoover: The Great Depression 1929-1941*, New York, Macmillan.
- Hseih, C. and C. Romer (2001), “Was the Federal Reserve Fettered? Devaluation Expectations in the 1932 Monetary Expansion,” *NBER Working Paper*, No.8113, February.
- Hume (1752), “On the Balance of Trade,” in Writings on Economics, ed. by E. Rotwein, Edinburgh: Thomas Nelson, 1955. (田中敏弘訳[1967]「貿易差額について」『経済論集』東京大学出版会)
- Keynes, J. M. (1919), *Economic consequences of the Peace*, in The Collected Writings of John

- Maynard Keynes, vol. II, London: Macmillan and New York: Cambridge University Press, 1971. (早坂忠訳[1977]『平和の経済的帰結』『ケインズ全集第2巻』, 東洋経済新報社)
- Keynes, J. M. (1919), *A Tract of Monetary Reform*, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. IV, London: Macmillan and New York: Cambridge University Press, 1971. (中内恒夫訳[1978]『貨幣改革論』『ケインズ全集第4巻』, 東洋経済新報社)
- Keynes, J.M. (1925), “The Economic Consequences of Mr. Churchill,” in *Essays in Persuasion, in The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. IX, London: Macmillan and New York: Cambridge University Press, 1972. (宮崎義一訳[1981]『説得論集』『ケインズ全集第9巻』, 東洋経済新報社)
- Keynes, J.M. (1931), “The End of the Gold Standard,” in *Essays in Persuasion, in The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. IX, London: Macmillan and New York: Cambridge University Press, 1972. (宮崎義一訳[1981]『説得論集』『ケインズ全集第9巻』, 東洋経済新報社)
- Kindleberger, Charles P. (1984), “Banking and industry between the two wars: An international comparison,” *Journal of European Economic History* 13, pp.7-28.
- Kindleberger, Charles P. (1986), *The World in Depression, 1929-1939*, 2<sup>nd</sup>. ed. Berkley, University of California Press. (石崎明彦・木村一朗訳[1982]『大不況の世界 1929-39』東京大学出版会)
- 宮川重義 (2016)『世界の金融危機とバブルの分析：発生の仕組みと政策の検証』中央経済社
- Mundel, Robert A. (2000), “A Reconstruction of the Twentieth Century,” *American Economic Review* 90, pp.327-40
- Nurkse, Ragnar (1944), *International Currency: Lessons of the Interwar period*, Geneva: League of Nations. (小島清・村野孝訳[1953]『国際通貨-20世紀の理論と現実』, 東洋経済新報社)
- Parker E. Randall (2000), *Reflections on the Great Depression*, Edward Elgar, (宮川重義訳 [2005]『大恐慌を見た経済学者 11 人はどう生きたか』中央経済社)
- Parker E. Randall (2007), *The Economics of the Great Depression, A Twenty-First Century Look Back at the Economics of the Interwar Era*, Edward Elgar, UK and USA.
- Parker E. Randall (2011) ed., *The Seminar Works of the Great Depression Vol. III*, Edward Elgar, UK and USA.
- Roberts, Priscilla (2000), “B. Strong, the Federal Reserve, and the limits to Interwar American Nationalism” FRB Richmond, *Economic Quarterly*, Vol.86-2, Spring.
- Romer, C. (1993), “The Nations in Depression,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.7, Number 2, Spring. pp.19-40.
- Sayers (1976), *The Bank of England 1891-1944*, vol.1-2, (西川元彦監訳、日本銀行金融史研究会訳、『イングランド銀行—1891-1944 年上、下』東洋経済新報社)
- Schwartz, Anna J. (1981), “Understanding 1929-33.” in *The Great Depression Revisited*, edited by Karl Brunner. The Hague, Martinus Nijhoff.
- Temin, Peter (1976), *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* New York, W. W. Norton.

- Temin, Peter (1993), "Transmission of the Great Depression," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.7, Number 2, Spring, pp.87-102.
- Temin, Peter (1989), *Lessons from the Great Depression: The Lionel Robbins Lectures for 1989*. The MIT Press (猪木武徳、山本貴之、鳩澤歩訳[1994]『大恐慌の教訓』東洋経済新報社)
- Wicker, Elmus R. (1965), "Federal Reserve Monetary Policy, 1923-33, A Reinterpretation," *Journal of Political Economy*, Vol. LXXIII, August, pp.325-43.
- Wigmore, B.A.(1985), *The Crash and its Aftermath: A History of Security Markets in the United States, 1929-1933, Contributions in Economics and Economic History*, No.58, Greenwood Press, London.
- Wueschner, Silvano A. (1999), *Charting Twentieth Century Monetary Policy—Herbert Hoover and Benjamin Strong, 1917-1927*, Greenwood Press, Westport, Connecticut, London.