

## 研究ノート

戦う女性マネタリスト、  
アンナ・ジェイコブソン・シュウォーツ\*京都先端科学大学 名誉教授  
宮川 重義

## 要 旨

あのクルーグマンをして、「世界で最も偉大な貨幣経済学者の一人」と言われ、女性経済学者のバイオニアとして大きな足跡を残した、アンナ・ジェイコブソン・シュウォーツの生涯とその研究について論じる。ユダヤ移民の子供として生を受けたシュウォーツは貧しいながらも両親の寵愛を受けバーナード大学に進学し、ゲイヤー教授との出会いから経済学者を志すことになるが、その道は決して平坦なものではなかった。

彼女はゲイヤー教授との出会いから、歴史データを丁寧に発掘し、読み解くという地味な作業の重要性を習う。後に NBER に職を得てそこで生涯経済学者としての仕事に専念することになるが、歴史分析を行う地道な彼女の研究姿勢に、ミルトン・フリードマンの目が留まり、共同研究を行うことになる。ここから彼女の研究者、マネタリストとしての道は大きく拓く。フリードマン自身、当時まだそれ程著名な研究成果を上げていなかったが、このシュウォーツとの共同研究は *Monetary History* (1963)、*Monetary Statistics* (1970) および *Monetary Trend* (1982) の3部作として結実し、フリードマンの代表的研究となる「自然率仮説」の研究を生みだし、一挙にノーベル賞に繋がることになる。まさに、

\* 本稿の作成にあたっては、ミルトン・フリードマンの教え子でシュウォーツと幾つかの共同論文を執筆している、ラトガース大学 (Rutgers University) 教授のマイケル・ボルド氏 (Michael David Bordo) にお世話になった。同氏は筆者の協力依頼に快く応じ、シュウォーツの実娘である ナオミ・パソコフ氏 (Naomi Pasachoff) を紹介いただいた。同氏はアモースト大学と1、2位を争うリベラルアーツ校、ウィリアムズ大学 (Williams College) で歴史学を教えており、数年前に退職された。筆者が母、シュウォーツについて問い合わせた時期は、ご主人を亡くされた直後であり、大変な時期であったが、筆者の依頼に快く応じて下さり、シュウォーツに関する新聞、雑誌記事を多く送っていただいた。これらの資料は発表、報道されるごとに、丁寧に保存されたものであり、学術誌に発表された論文とは違い手に入りにくいものであり、本稿の作成に大いに役立ったことは言うまでもない。また、同氏からはシュウォーツを尊敬し、教を乞うために何度も自宅を訪ねていた、NY 連銀エコノミスト、エドワード・ネルソン (Edward Nelson) 氏を紹介いただいた。ネルソン氏は最近、マネタリストの立場からアメリカの金融政策について論じた、*Milton Friedman and Economic Debate in the United States, 1932-1973* を出版し、日本でもその名が知られている。同氏はシュウォーツと学会などにも同行しており、発表論文では知りえないいろいろなエピソードを語ってくれた。これらの人たちに厚く御礼を申し上げる。

シュウオーツあつてのフリードマンと言っても過言ではないであろう。フリードマンはその晩年に彼女との共同研究は最も理想的な研究であったと述懐している。本稿では彼女が最近のわが国のデフレ下の金融政策に多大の影響を及ぼしたマネタリズムの展開にどのように貢献したかを論ずる。

キーワード：大恐慌、歴史分析、NBER、フリードマン、テミン、キンドルバー  
ガ、クルーグマン

## 1. はじめに

あのポール・クルーグマン (Paul Krugman) をして、「世界で最も偉大な貨幣経済学者の一人<sup>1)</sup>」と言わしめ、さらにはNBERの所長、マーチン・フェルドシュタイン (Martin Feldstein) には、85歳を祝う祝賀パーティの席で「一貫して歴史的証拠を用い、貨幣と銀行が現代の経済にどのように影響するかを明らかにし、世界の経済学者、経済史家から広く賞賛されている…そして今もなお彼女の年齢の3分の1にも満たない若手の研究者に研究とはこのようにするものだと示し続けている」と<sup>2)</sup>、最高の賛辞を送くさせた、アンナ・ジェイコブソン・シュウオーツ (Anna Jacobson Schwartz) とはどのような経済学者であったのか、少し遅れながらも同時代に彼女の研究を追い続け、その影響を大きく受けた研究者の一人として、彼女の学者としての貢献とその研究を取り巻いた状況について、今改めて考察を深めたい。

彼女がその名声を世界に轟かせるまでの道のりは決して容易なものではなかった。本稿では、当時なお厳しい女性差別が存在した米国のアカデミズムの中でどのようにその困難を克服しその地位を獲得したか、そして今日なおわが国をはじめとして世界の経済学者、政策担当者に大きな影響を及ぼすマネタリズムの考えについて論じたい。

## 2. アンナ・シュウオーツ小伝

### 2.1 生い立ち

アンナ・シュウオーツは1915年11月11日にニューヨークのブロンクス (Bronx) で、ヒレル・ジェイコブソン (Hillel Jacobson) とポーリン・シャインマーク・ジェイコブソン (Pauline Shainmark) の5人兄弟の3番目として生まれた。父ヒレルはスイフト社の食肉部門でユダヤ教の規定にのっとり処理された食肉 (kosher meat) の製造を担当していた。両親は共に東ヨーロッパからのユダヤ系移民であった。ミルトン・フリードマンやトーマス・メイヤーがそうであったようにユダヤ移民としての彼らの生活は過酷なものであったに違いない。そのような厳しい体験をもつ彼女は後年「なんと現在の子供たちの生活は贅沢なことか」

---

<sup>1)</sup> P. Krugman (2007).

<sup>2)</sup> M. Feldstein (2000) pp.115-117.

と語っている。しかしながら慈愛溢れる両親は経済的困難にもかかわらず、彼女を高校、大学へと送っている。シュウォーツはまだ高校生だった頃から経済学に興味をもち、「外国語の勉強よりも楽しい」と語っていた。18歳でバーナード大学 (Barnard College) を飛び級で卒業し、1934年には最優秀学生に授与される、ファイ・ベータ・カッパ (Phi Beta Kappa) 会員賞を受けている。その後コロンビア大学大学院に進学、19歳で経済学の修士号を取得する。その後48歳で博士号を取得することになるが、1935年19歳で修士号を取得してから、博士号の取得するまで30年近い年月を要している。これは当時のアメリカの教育制度を考えると異例のことであり、このことは当時のアメリカ社会における女性に対する意識の低さを示すと同時に彼女の粘り強さを示す歴史的事実でもある。この点については後に論じる。

バーナード大学は小さなカレッジであったが、経済学のコースが設定されており、初めて経済学というものに接する。ここで、アーサー・ゲイヤー (Arthur Gayer) というイギリス出身の教師に会い、彼から初めて「貨幣経済学」の面白さを教えてもらうことになる。そして後に彼と共同研究をすることになる。1935年にバーナード大学を卒業し、コロンビア大学の大学院に進学するが、そこでは、主としてケインズの1920年代の論文、著作を読んだ。当時まだ『一般理論 General Theory of Employment, Interest, and Money (1936)』は出版されておらず、とくに『貨幣論 A Treatise on Money (1930)』を熱心に読んだ。また、フィッシャー (Irving Fisher) やロバートソン (Denis Robertson) も勉強したが、感銘を受けるということはなかったと後年回顧している<sup>3</sup>。同年に僅かの期間であったが、米国農務省 (U.S. Department of Agriculture) に勤めた。彼女はその年にアイザック・シュウォーツ (Isaac Schwartz) と結婚し、2人の娘、ポーラ・ベルグソン (Paula Berggren)、ナオミ・パソコフ (Naomi Pasachoff)、と2人の息子、ジョナサン (Jonathan) とジョエル (Joel) をもうけている。彼女の履歴書 CV によれば、その後5年間コロンビア大学社会科学研究所で過ごしたことになるが、それは無給であり、博士コースの延長のようなものであり、その身分は不確かなものであった。シュウォーツは博士課程の必要な単位はすべて取得し、図書館にて博士論文の執筆を続けるが、その身分が曖昧なことから、図書館利用について嫌がらせもあったようだ。シュウォーツは博士コースを修了した後もコロンビア大学の図書館の個室キャロルを使って研究を続けていたが、その利用資格はもうないはずだということで、学部長から注意を受けた。この時期シュウォーツはゲイヤーから英国の景気循環について一緒に研究しないかとの誘いを受けていた。ゲイヤーは「1815年-1850年の英国における産出高の変動と失業」に関する論文を書いていた。彼はオックスフォード大学に博士論文として提出する予定であった。この研究については彼女のコロンビア大学の指導教授であり、NBERの経済研究所の設立者である、ウェスリ・ミッチェル (Wesley Mitchell) がその方向で研究を進めるように激励した。このプロジェクトには途中から W. ロスト (Walt Rostow) が参加した。彼は実質的にはケインジアンであり、実物的景気循環を支持し、海外貿易と投資が成長を促すと考えていた。

<sup>3</sup> E. Nelson (2004)

彼女はこの図書館を研究の拠点と決め、ゲイアーとロストウと共同研究を始める。シュウォーツは1941年によく NBER の正規研究員として職を得ることになる。これに関しては彼女の努力を見ていたミッチェルの働きがあったことは想像に難くない。安定した研究の場を得たシュウォーツは研究に邁進する。この研究は1949年に完成したが、その原稿は5巻にも及び、戦後の深刻な紙不足のこともあり、それを出版してくれるところはどこも無かった。しかし、その後ゲイアーがケンブリッジ大学の教授になり、原稿を2巻に圧縮すること、コロンビア大学も出版補助金を出すという条件の下、最終的に1953年に *Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850*, としてオックスフォード大学から出版される。これは共同研究とはいえ、シュウォーツにとって初めての本格的な研究書であった。しかし、出版の直前にこのプロジェクトを導き、シュウォーツを支えたゲイアーが交通事故死するという不幸もあった。この研究は2巻から成り1000ページを超える大著となった。それは19世紀前半の英国経済に関する古典的歴史書と評価されている<sup>4</sup>。ここでは、景気循環の識別に NBER の手法が用いられた。

当時の経済学はケインズ一色であり、当然のことながら、彼らはケイジアン<sup>5</sup>の考えに沿って、景気循環の過剰投資理論を展開した。彼らは景気循環が消費財需要の変化によって生じ、消費財の変化が加速度原理のメカニズムを通じて消費財生産の大きな変化をもたらす、と論じた。彼らは一般物価の変化は供給条件によって決まるコストの変化によって決まると考え、インフレに対する貨幣の役割を受動的と考えた。同書の評判は良かったが、貨幣的分析が十分ではないと批判された<sup>5</sup>。しかしながら、後にシュウォーツは貨幣の役割について大きく変更することになる。

この研究は彼女の生涯を通じての研究方向を決定付けるものであった。重要な統計データが慎重に集められた。彼女の研究能力はこの方向で進化し、貨幣的分析の基礎を形成し、その後のフリードマンとの長きに渡る共同研究に繋がる。それは『貨幣史』(1963)および米国、英国両方のデータを用いた『貨幣トレンド』(1982)として結実することになる。彼女はこの共同研究を通じて英国経済に注目し、ロンドン市立大学の研究顧問にも就いた。彼女は貨幣分析に必要な統計的基礎の確立に貢献した。さらに彼女のデータの収集、整理は現実の出来事の解釈に繋がり、後に歴史的認識を深めると同時に貨幣的分析の重要なポイントとなった<sup>6</sup>。

シュウォーツは生涯を通して歴史的な分析を重視する貨幣経済学者として多くの業績を残すことになるが、歴史的に重要な事象を丹念に調べ、そこから重要なデータ系列を作成するという研究スタイルはこの時期に完成したと言える。シュウォーツが NBER で与えられた仕事は貨幣のデータを収集するという作業であった。当時 NBER は米国経済のデータを収集整備するという役割を担っていた。データの収集には二重のチェックがかけられた。一人がデータを収集してもそれが完全なものかは不確かである。そこで、もう一人が同じデータを別の

<sup>4</sup> F. Capie and G. Wood (1989)

<sup>5</sup> F. Capie and G. Wood (1989) p.81.

<sup>6</sup> K. Brunner (1989) pp.245-247

観点から収集し、両者のデータが一致するか否か検討される。もし、異なっていればその差が何故生じたかの説明が求められる。シュウォーツは当時まだ誰も収集していなかった、貨幣系列のデータ収集を行うことにした。まず現金のデータから始めそしてつぎに預金通貨のデータを収集した。

このように真摯に作業をすすめる彼女に、ミルトン・フリードマンの目が留まる。彼から貨幣経済の歴史的分析のプロジェクトを一緒にしないかと申し出があり、応じることになる。これがフリードマンとの共同研究の始まりである。当時フリードマンは政策ルールの論文を書いていたが、まだマネタリストではなかった。NBERの景気循環分析に関心を示しており、世間では彼を統計学者と評価していた。その数年の後には、貨幣系列の収集は完了した。貨幣ストックのデータを集めていくうちに、全体像が見えてきた。このプロジェクトの最初の成果は、M. Friedman (1952) となり、さらに貨幣数量説の復活を理論的に論じた M. Friedman (1958) となった。フリードマンは彼女のデータを下に、何故、貨幣の歴史的分析を行うのか、その理論構造を明確にしていた。そして、あの『アメリカ合衆国の貨幣史（以下貨幣史）』の完成に繋がっていく<sup>7</sup>。

## 2.2 『アメリカ合衆国の貨幣史』の完成

1950年代の終わり頃には、『貨幣史』の草稿が完成していた。しかし、ほぼ出版という段階になり NBER の研究責任者の一人から、「コロンビア大の稀少文献所などに保存されている、ハリソンの資料を読んでいない」と指摘された。このコメントによって彼らは『貨幣史』の書き換えを迫られた。シュウォーツは文献所だけでなく、ワシントンにも頻繁に通い、数多い政府資料の中からハリソン関係の資料、とくに 1920 年代半ばから 30 年代末にかけての重要と思われるものをコピーして、書き換え作業をおこなった。当時 NBER から出版するにはかなり時間がかかった。査読委員会と所長会議にかけられ、それぞれからコメントが寄せられ、それに著者は回答しなければならない。現在は NBER からの出版はそのような厳密な審査はない。責任は著者にあり、NBER は負わないという自己責任原則がとられている。しかし、後からみれば、このコメントは同書の価値をさらに高めるのに貢献した<sup>8</sup>。『貨幣史』の紙価を高めた大恐慌研究（同書第七章）は、シュウォーツが詳細にハリソン関係の資料を読み漁り、大恐慌は金融政策の失敗から生じ、その背後には B ストロングの不幸な死が大きく関係していることを明らかにした、からである。同書におけるシュウォーツの貢献の大きさ

<sup>7</sup> フリードマンは (Friedman 1956) において、貨幣ストックの変化が实体经济に強く影響することを理論的に明らかにし、「反革命」として当時の主流派経済学に反旗を翻した。この理論は、当時の主流派経済学と異なり、貨幣需要は安定しており、独立的に決まる貨幣供給量と相互関係を通じて、貨幣増加率の変化が名目所得の増加率に遅れを伴いつつ影響すると主張した。貨幣が实体经济に影響する、それは古典的貨幣数量説の復活であり、その意味でフリードマンの主張は「現代貨幣数量説」と呼ばれた。そこでは、短期的には貨幣増加率の変化は実質産出の変化をもたらすが、長期的にはすべて物価の変化に吸収される、と考える。貨幣需要は果たして安定しているのか、否かが重要な争点となった。これはあくまでも理論上の議論であり、この主張が正しいか否かは実証分析、歴史的分析に委ねなければならない。彼は現に Friedman (1956) の最後に、「Proof of the pudding is in the eating」と記している。

<sup>8</sup> E. Nelson (2004)

が確認できる重要な点である。

この章の特筆すべき点は、ベンジャミン・ストロング総裁の死後、ニューヨーク連銀と他の連銀および連邦準備局との対立が表面化し、1928年からの株価暴騰、1929年末の株価暴落に対して、中央銀行たるアメリカ準備制度は何も手を打たなかった（打てなかった）ことであるが、そのことがハリソンの残し資料を吟味することにより極めてビビッドに明らかになった。たとえば、相次ぐ銀行破綻の中で、ニューヨーク連銀は連邦準備局の反対を押し切って、約1億6000万ドルの政府証券を買入れたことにより、各銀行の準備増加をもたらすことになった。この買いオペは連邦準備制度の公開市場委員会が認めた、買い入れ枠を大幅に超える規模であった。これは、ニューヨーク連銀が公開市場投資委員会や連邦準備局に諮ることなく、自発的に実施されたが、これは連保準備局との確執をさらに大きくするものであった。このことを裏付けるハリソンの資料が追加されている。1929年11月27日に各連銀総裁に宛てられた書簡である。そこで、ハリソンの心情が生々しく吐露されている。「ニューヨーク連銀が政府証券をあれほど自由に買入れられず、したがって追加準備が連邦準備制度からの大幅な借入増大によって行われていたら、きわめて深刻な状況にあった10月下旬のいずれかの日に、証券取引所が巨大な圧力に屈して、閉鎖に追い込まれていた可能性も否定できない」。この重要な発言資料は、Harrison, Miscellaneous, Vol.1, letter, dated Nov. 27, 1929, Harrison to all governors によるが、これはシュウォーツが NBER の審査委員会のアドバイスにしたがって追加した重要な部分の一つである<sup>9</sup>。また、1931年におけるハリソンの発言資料も追加されている。連邦準備の存在が株価暴落以降の景気回復を妨げたという事実を裏付ける証拠である。「1929年10月の時点で連邦準備制度が存在していなかったら、おそらく金利は実際よりも早く下落したであろう」（したがって、あのように大きな恐慌にはならなかった）。これは、Harrison, Notes, Vol.1, May 21, 1931 の資料による。

このように、株価暴落後の景気対策に関して、連保準備局とニューヨーク連銀の対立は深まる一方であった。そのような中1929年11月に連邦準備局のヤング議長がニューヨークを訪れ、ハリソンと会見している。どちらが金融政策の主導権を握るかについて互いが譲らず、メロン財務長官が仲裁に入り、以降の政策は連邦準備局の承認が必要ということで一応の決着はつくが、ハリソンはその無念さを他の全地区連銀に送っている。その資料によれば、株式市場暴落後にとったニューヨークの大規模な買いオペは理事局に無断で実施したものであるが、いかに重要なものであったかを長々と説明した。しかし、この政策を支持するものもあったが、多くの意見はその政策は「企業の自然淘汰」を妨げるものであり、結局は経済の回復を遅らせるものであるというものであった。この資料は、当時のニューヨーク連銀の置かれた苦しい状況を明らかにする。Harrison, Miscellaneous, Vol.1, Nov. 27, 1929.

このようなニューヨーク連銀と連邦準備局の対立はその後も続き、景気の悪化を深め大恐慌へと発展することになる<sup>10</sup>。同書のタイトルは、当初 *The Stock of Money in the United States*

<sup>9</sup> Friedman and Schwartz (1963) p.339 (邦訳 p.132).

<sup>10</sup> 彼らによれば、大恐慌に対する連邦準備の無能さはつぎの2点に集約される。第一に、連邦準備は1928年の初期

であったが、最終的に『アメリカ合衆国の貨幣史』に変更された。シュウォーツの回顧によれば、同書の書き直し行われた後も NBER はその出版に後ろ向きであった。その言い分は、NBER は景気循環を研究する所であり、本書は単なる歴史書であり、NBER の出版の趣旨にはそぐわないという意見がバーンズ等からでた。バーンズは NBER にも関与していた。その時、シュウォーツは「本書には数多くのエピソードが含まれている。貨幣の変動に基づいた貨幣史を書くことは大変重要である」とデータを示しながら懸命に反論した。彼らは基本的に『貨幣史』で示された見解には同意しなかった。彼らは貨幣量が循環における重要変数とは考えなかった。バーンズだけでなく、ジョージ・ムーア (Geoffrey Moore) なども、本書で用いられている貨幣増加率は正当化できないと反論した。しかしながら、粘り強く反論を繰り返すうちに彼らは出版に同意することになった。最終的に NBER も同書に対する態度を軟化させた。その背後にフリードマンの威光があったことは勿論である。

### 2.3 アーサー・バーンズ (Arther Burns) との確執

すでに論じたように、彼女がコロンビア大学で博士課程に必要な単位をすべて取得した後にも博士論文を完成させるべく、図書館で研究に励んでいた。この時期、ゲーリとの共同研究を励ましてくれたミッチェルは退職しており、彼女の実質的指導教授はアーサー・バーンズに代わっていた。バーンズはミッチェルの後任として、コロンビア大学で景気循環論を担当していた。彼との関係は生涯続くことになる。彼女の図書館利用に関するトラブルもこのような時期に生じた。彼女はゲーリとの共同研究が完成した時に、英国経済の研究としてコロンビア大学に博士論文を申請するが、バーンズはこれを共同論文であり、本人単独の貢献は認められないとしていとも簡単に却下した。彼女が実質的に教えを受け、彼女を励まし続けたミッチェルはもうコロンビアにはいなかった。

シュウォーツは『貨幣史』が完成したのを機会に、同書を博士論文として提出して良いか、フリードマンに打診した。彼はもちろんと強く承諾した。『貨幣史』は歴史データに裏付けされた研究書であり、このデータ収集のためにワシントンへ出向き、詳細にデータを吟味したことをフリードマンは十分知っており、彼女の研究者としての能力を高く評価していた。前述したように『貨幣史』の紙価を高めた大恐慌研究は、シュウォーツが詳細にハリソン関係の資料を読み漁り、大恐慌は金融政策の失敗により生じ、その背後には B ストロングの不幸な死が大きく関係していることを明らかにした。歴史家としてシュウォーツの能力がいかに発揮された。フリードマンは貨幣数量説の理論家であり、シュウォーツは歴史データの発掘を得意とする経済史家である。後にフリードマンはシュウォーツとのこの共同研究をもっとも成功した事例であると述べている。「共同研究は互いの弱点を補強するものであり、アンナは歴史家であり、私はそうではない。我々は互いに独立的な立場から貢献をなすことがで

---

から金融引締め政策を実施することにより、1929 年に大恐慌を起こした。第二に、1930 年末に一連の銀行破綻により、流動性危機が発生している時に、連邦準備は十分な資金供給をしなかった。この事により不況は一層厳しくなった。1929 年から 1933 年にかけて貨幣供給は 3 分の 1 以上減少した。したがって、連邦準備は大恐慌の始まりと深刻化に大きな責任がある。

きた<sup>11)</sup>。

しかしながら、コロンビア大学はまたもシュウォーツに対して冷淡であった。まず、同書は共同論文であり、そこからシュウォーツの貢献がいかほどか推測することは不可能である、さらに同書はすでに出版されており、審査委員の意見が反映されない、などの理由で博士論文として評価はできないと拒否した。彼女はこの間、4人の子供を養育しながら、データ収集に奔走し、最終的にこの研究のために15年の歳月を費やした。不幸なことに、フリードマンはシカゴで研究しており、共同研究とはいえ2人が直接話す機会はそれほど無かった。フリードマンはシュウォーツのこの間の苦労を十分把握していなかったが、最終的にシュウォーツの立場を理解し、コロンビア大学の不条理に激怒し、これは女性差別の結果と論じるまでにいたった。フリードマンはこの段階でシュウォーツが博士号を取得しても、彼女には何のメリットもないが、コロンビア大学にとっては大いに名誉となることだと激しく抗議した。その結果、1年もしない間に博士号が授与された。シュウォーツが研究を始めて20年後、50歳になった時であった<sup>12)</sup>。

### 3. シュウォーツ理論の頑強性

#### 3.1 テミンとの論争

シュウォーツは生涯数多くの論争を繰り返した。そのたびに彼女のマネタリストとしての骨格は明らかになり、精緻化されていった。学者としての地位を確立したシュウォーツの最初の論争相手となったのは、ピータ・テミン (Peter Temin) である。彼は1976年に *Did Monetary forces Cause the Great Depression ?* を著し、ケインジアンとしての立場から『貨幣史』の結論、特に大恐慌について論じた第7章を厳しく批判した。その論争はかなり辛辣なものであり、その言葉の激しさに「およそ学者らしくない」という批評もでる始末であった。シュウォーツとテミンの議論は次のようなものであり、テミンに対する反論は Schwartz (1981) で詳細に論じられている。

まず、当時のオーソドックスな大恐慌の説明を示すと、過剰投資、その投資の突然の減少、株式市場の崩壊、乗数効果を通じた産出、雇用の減少による期待の変化が起爆剤となり、それが流動性需要の増加をもたらしたと考える。30年代から50年代に行われた大恐慌の解釈はこのような、いわゆるケインジアン所得・支出モデルに沿って説明された。金融政策に関しては、企業破綻の増加に伴う不良債権の増加により銀行の資本不足、銀行取付けが顕著に

<sup>11</sup> M. Fridman (1989).

<sup>12</sup> 当然のことながら、シュウォーツは常に彼女の前途に立ちだかかったバーンズに対しては生涯心よく思うことはなかった。後に彼女は当時を振り返り、彼は恐怖ですらあったと述懐し、彼の学者としての人格を強く否定している。彼が連銀議長になった時も、彼は組織の長になり皆から崇められることを最善の喜びとしたからだとし、政策に関しては当時の米国経済を悪化させた張本人だと糾弾する。インフレ抑制のために貨幣量の収縮でなく、コストプッシュを重視し、所得政策を実施し、さらにインフレを加速させることになり、議会から大批判を浴びたことは周知のことである。シュウォーツはバーンズが貨幣を重視する学者としての態度を一変させたのも政府に迎合し、自らの議長としての地位を守るためであった、と厳しい。E. Nelson (2004).

なり、流動性需要が（著しく）高まったことにより、中央銀行は積極的に金融緩和を行うが、いわゆる今日いう所の「金利のゼロ制約」の壁に遮られ何ら有効な効果を発揮することができなかった。当時はこれを「流動性のワナ」と称した。具体的には、連邦準備制度は大恐慌の始まった1930年に金融緩和政策を実施したが、当初こそは短期金利の低下をもたらしたが（約2%まで）、それ以上は下がらず、景気回復に何ら効果を発揮することはできなかった。このようにして、金融政策は1929年-33年の大恐慌において重要な役割を果たさなかった、というのが当時の主流派ケインジアンの大恐慌の説明であり、貨幣は重要ではないという考えが定着する。

この説明に大きく反発し、経済学の考えを根本的に改めたのがフリードマン＝シュウォーツの『貨幣史』であり、それはケインズ革命に対して「反革命」と称された。このフリードマン＝シュウォーツの「反革命」に対して真っ向から反論の狼煙を上げたのがピータ・テミン（Peter Temin）である。彼は『貨幣史』議論において最も重要な貨幣ストックの重要性をつぎのような観点から、批判した。彼のフリードマン＝シュウォーツに対する批判、およびそれに対するシュウォーツの反論は以下のようなものであった。

### 3.1.1 テミンの攻撃 I

テミンにとって、貨幣ストックというのは、実体経済の動向にしたがって変化するものであり、景気が活発になれば増加し、景気が沈滞すれば減少するものである。貨幣量が増加したから景気が良くなり、減少したから悪化するものではない。テミンは以下のように論じている。

債券ストックを考えよう。このストックの大きさは企業と政府の過去の資金調達の結果であり、たとえ債券需要がシフトしても、それによって既存の債券数量が即座に変化することはない。したがって債券需要の変化は債券の価格を変更する。そこで、短期的には債券量は供給によって決定されるので、その価格は需要によって決まる。長期的にはその価格はリカーシブルな関係を通じて、作用する需要供給関係によって決まる。フリードマン＝シュウォーツはこの議論の短期の部分のみを取り上げて長期の部分を無視しているように思われる<sup>13</sup>。

#### シュウォーツの反論

シュウォーツは以下のように反論する。貨幣の供給要因を、ハイパワードマネー、預金／準備比率、預金／現金比率の3点に絞り、これらの要因はいずれも貨幣当局、商業銀行、公衆の動向を反映するものとする。ハイパワードマネー（準備と現金の合計）は中央銀行（連邦準備制度）によって供給され、それを銀行と公衆が保有することになる。それが、上記の

<sup>13</sup> P. Temin (1976) p.18.

2つの比率に影響しながら貨幣供給量が決定される。ここで、預金／準備比率は法定所要準備率、銀行の公衆による預金引出しの予想および金利によって影響を受ける。他方、預金／現金比率は金利、所得、公衆の現金選好の状況に影響される。この比率は明らかにハイパワードマネーの供給と関係する需要要因を反映する。そこで、シュウォーツ達は連銀がハイパワードマネーの供給を通じて、短期的に生じる他の要因による望ましくない変化を相殺でき、したがって、貨幣量の管理に重要な役割を果たすと考える。したがって、連銀は貨幣供給量のコントロールに大きな力を持つと同時にその責任があると考えられる。

フリードマン＝シュウォーツは貨幣需要と供給を等しくするのは金利ではなく、物価であると考えられる。これに対しテミンはケインジアン分析の多くがそうであるように、物価水準が先決であり、したがって名目貨幣需要と供給を等しくする変数としては捉えていない。フリードマン＝シュウォーツはこれに対して、名目貨幣需要を決めるのは公衆の需要であり、それは彼らがどのような名目資産を保有するかによって、決まってくる。それは、実物資産で、はたまた各種証券でか、さらにはハイパワードマネーでかという具合である。このようにして決まる実質貨幣残高需要は名目貨幣と関係しながら物価を決めると考える。もちろん、現実にはこのように単純に決まるのではない、より詳細な調整メカニズムが働く。この調整過程はほとんど瞬時に作用する。実質貨幣残高需要を決める変数はまた総資産需要ポートフォリオを決める変数でもあり、現実のメカニズムは非常に複雑である。しかしながら、シュウォーツは重要な点は公衆が現実の実質貨幣残高と所望実質貨幣残高の乖離を調整する中で、名目所得が変化し、物価と産出高の配分が決まるというこの単純化された説明で十分である、と論じる<sup>14</sup>。

シュウォーツは金融パニックのエピソードの中での預金と現金の比率に着目し、この比率が大きく変化したのは1930年代の初めだけでなく、過去においても危機においては変化したことを指摘し、そこから、経済がいったんパニックに陥ると公衆は預金から現金にシフトすること、また銀行は預金に比べて準備を増やすことを明らかにした。テミンはこの歴史的事実を無視している。

シュウォーツは付随して、隣国カナダの1929-33年について調査し、この結論は正しいとする。

確かにカナダにおいては米国と同様に名目所得は大きく減少したにもかかわらず、貨幣ストックの減少は少なかった。それはカナダでは銀行破綻がそれほど多くなかったからだと考える。米国と異なり預金から現金へのシフトがそれ程生じず、したがって、貨幣ストックはその低下を促す要因からの影響を受けなかった。銀行への信頼感が落ちなかったため、米国に比べて預金に対する信頼の質は低下しなかった、それにより、米国に比べて貨幣量の減少が少ない中で、所得と物価は米国と同じ様に減少した。それは何故か。これについてシュウォーツはカナダの所得と物価の急激な低下は、カナダ固有の事情によると考える。カナダは1931

<sup>14</sup> A. Schwartz (1986) p.28.

年9月まで米国と固定為替レートを維持したことがその大きな理由である。その結果、カナダ経済は米国の不況に引きられるように悪化した。貨幣ストックと所得の関係が変化したからではない。米国は犬の頭であり、カナダは犬の尾であると考え<sup>15</sup>。

### 3.1.2 テミンの攻撃Ⅱ（ハイパワードマネーの動向）

テミンは1930年以外において年平均でハイパワードマネー（HM）は増加し続けている事実を重視し、それを根拠に当時貨幣供給は十分供給されており、そこには何の制約もなかったと批判する。これに対してもシュウォーツはHMが第一次銀行危機後増加に転じたが、それは加盟銀行の準備が増加したからではない、公衆の通貨保有が銀行危機の結果通貨選好の高まりによって増加したからだ<sup>16</sup>と論じ、1931年8月までに、公衆の通貨保有は1930年10月に比べて5億8300万ドル増加した。しかし、HMは5億5800万ドル増加したに過ぎない。HMの増加は公衆の預金不信への高まりに辛うじて応じたのみで、銀行の準備にはマイナスの影響しか及ぼさず、金融緩和をもたらすことは全くなかったと反論する<sup>16</sup>。

1929年8月から1930年10月にかけて、第一次銀行パニック前に貨幣量が減少したのは事実ではあるが、それはテミンが主張するように、民間経済が悪化したからではない。これは連銀が連銀信用を抑制したからである（連銀の失政）。銀行システムには何の問題もなかったし、銀行の貸出しが不良債権になったこともなかった。また、貨幣量を減少させる預金の流出も発生しなかった。

これに対して、テミンは連銀の割引貸出しの減少は市場金利の低下に応じたものであり、連銀の失敗とは言えない。市場金利の低下が連銀信用の減少をもたらした、と反論する。銀行借入は1929年7月の10億9600万ドルのピークから1930年9月の1億8900万ドルに減少した。銀行全体の準備は約4000万ドル減少したが、これは連銀が加盟銀行に対して金融引締めを行った結果とは考えない。

これに対して、シュウォーツはテミンが金利を重要な貨幣的変数と考えるケインジアン<sup>17</sup>の考えをとるからであり、連銀の役割およびその責任に対する認識不足があると指摘する。例えば、連銀は「割引率を変更することにより金利の変化を相殺することができた、そしてその手続きを変えることにより、銀行パニックを抑えることが出来たはずだ」と主張する<sup>17</sup>。これはテミンの甚だしい誤解であるとし、シュウォーツは一貫して、連銀は公開市場操作を通じてハイパワードマネー、ないし銀行準備のコントロールができた<sup>17</sup>と論じる。

### 3.1.3 テミンの攻撃Ⅲ（金利の動向に関して）

テミンは、金利の動向を見れば、金融が誤って引き締められていたというフリードマン＝シュウォーツの主張は間違っていると批判する。銀行破綻が貨幣不足によってもたらされた

<sup>15</sup> A. Schwartz (1986) p.29.

<sup>16</sup> A. Schwartz (1986) p.32.

<sup>17</sup> A. Schwartz (1986) p.20.

とするならば、金利は上昇しているはずである。確かに、データを見る限り 1930 年末の金利は銀行パニックが生じている時期に上昇しておらず、この点から貨幣不足の状況を見ることは出来ない。

シュウォーツはこの点について、1930 年後半の第一次銀行破綻のあった数週間、また 1931 年 3 月から 6 月までの第二次銀行危機においては、同様の金利上昇を確認できないことを認める<sup>18</sup>。しかしながら、短期金利が上昇しなかったのは、貨幣が不足していたことと矛盾するとは必ずしも言えない。その理由はまず、第一に貨幣不足は金利よりも物価に表れるからだ。第二に短期金利は同時に他の要因によっても影響されるからだ、と考える。特に、短期金利が上昇しなかった理由の第一は民間企業や政府の発行する短期債の供給が 1920 年代に減少したこと、第二に短期債の引受けてとしての商業銀行に特別な役割があったからである<sup>19</sup>。

1920 年代においてコマーシャルペーパー (CP) の主たる保有者は銀行であった。シュウォーツは 1930 年 12 月 31 日から 1931 年 9 月 29 日までに加盟銀行の CP 保有は全残高の 102% から 141% に増加したことを示し、この CP 保有の拡大は銀行がニューヨーク連銀の下にあるものの以外のディーラから CP を購入したからであり、加盟銀行の CP 需要の強さを物語るものであると指摘する。ではどうしてそのように銀行は CP 保有を拡大したのか。その理由について、シュウォーツは次のように説明する。

商業銀行が CP を保有する利点はその利回り以外に連銀からの借入にあたっての適格手形になるからだ。このメリットは大恐慌中には重要になる。そこで、需要サイドから見ると、パニックは CP レートに圧力を与えるよりもある程度までその圧力を緩和する方向に作用したと考えられる。銀行は CP を売却する代わりに抵当として CP を用いて借入を増やし、預金引出しに対処しようとした。割引手形は 1930 年の最後の四半期 1931 年 6 月の第二次銀行危機の発生時に増加した。供給が制限されている中で需要が持続的であったことからみれば、パニック発生時に CP レートが上昇しなかったのは、決して貨幣仮説と矛盾するものではない<sup>20</sup>。

### 3.1.4 テミンの攻撃Ⅳ (実質貨幣ストックの動向)

テミンは実質残高が減少していないと批判する。物価は急速に下落したので、実質貨幣ストックは 1929-31 年にかけて、減少していない。したがって、テミンの考えでは、名目貨幣ストックの減少によるデフレ効果は無かった。彼は次のように批判する。

実質支出水準、雇用水準は減少しているが、実質貨幣ストックは増加しているではないか。これはフリードマン＝シュウォーツの貨幣重視の考えが間違っている明らかな証拠である<sup>21</sup>。これに関して、シュウォーツは実質残高需要を実質所得、金利の変数と考えると、その需要は所得に対してプラスに、金利に対してマイナスになると定義される。したがって、循環中

<sup>18</sup> 通貨流出が生じ銀行破綻が生じている時に、金利が上昇しなかった点について、Bruner & Meltzer (1968) はその要因として、1930 年の最後の四半期に生じた南アフリカおよび日本からの金流入の結果であると解釈している。p.343.

<sup>19</sup> A. Schwartz (1986) p.32.

<sup>20</sup> A. Schwartz (1986) p.32.

<sup>21</sup> P. Temin (1976) p.142.

の実質残高の変動はそれらの変数の相対的变化に依存する。

大恐慌中に需要曲線が左にシフトしたという証拠は何もない。1931年までの実質貨幣残高の増加、同じく1931-33年の減少は需要に及ぼす変数の変化によるものであった。それは需要関数に沿った変化であり、テミンの主張するように関数のシフトによるものではない、と反論する。また、テミンは物価の予想された変化とそうでない変化も区別していないとも批判する。

### 3.1.5 テミンの攻撃V（銀行破綻について）

テミンは銀行破綻が生じたのは貨幣ストックの影響ではなく、実物的要因の影響が大きいと主張する。テミンは1930年の銀行破綻は農業所得の減少と銀行の保有する比較的高リスクの長期証券の価格低下によって引き起こされたと主張する。そして、特に「合衆国銀行」の破綻が流動性危機を促進したとは考えない。

この批判についてシュウォーツは1930年10月からの第一次銀行破綻で倒産した銀行は倒産に値する「悪い銀行」であっただけでなく、「良い銀行」までも危機に追い込まれた点を無視していると批判する。「良い銀行」の保有する資産の市場価値は「悪い銀行」の資産劣化の影響を受けた点が重要である。このような破綻は全ての預金者にパニックを引き起こした。一旦パニックが生じると、銀行の健全性がいくら強調されてもその信頼性は大きく揺らぎ、人びとは果たして銀行は信用できるのかと疑心暗鬼に陥った<sup>22</sup>。

シュウォーツは第一次銀行破綻に関してテミンのように、銀行側の責任にその原因を求めることは間違っており、「良い銀行」までもがその危機の中で破綻したことが問題であると考ええる。例えば「合衆国銀行」はその名前からしても米国における存在は大きかったが、テミンは「合衆国銀行」の破綻は行員の不正行為（銀行側の事情）によると主張する。しかし、シュウォーツは「合衆国銀行」の内部調査を行ったが、その証拠を見出すことはできなかった。これは当時の風潮の中で言われた噂であり、真実ではないと主張する。この銀行もまた高まる信用不安の中で破綻したのである。この点は重要であるとしてシュウォーツは金融危機には2タイプ存在すると指摘し、新たに論文を書き起こしている。

## 3.2 金融危機の2つのタイプ

シュウォーツによれば、一般に言われる金融危機には、疑似金融危機（pseudo financial crisis）と真正金融危機（real financial crisis）の2種類が存在する。この区別をなさずに、何でもかでも金融危機だと騒ぎ立てると政策対応に失敗すると指摘する<sup>23</sup>。

真正金融危機とはどのようなものか。この金融危機は支払い手段が全く確保できない恐れのために悪化する。この危機の特徴は銀行の部分準備制度の下で、人びとがHMを求めて銀

<sup>22</sup> 『貨幣史』において、大恐慌中の銀行破綻がどのように始まったかについて、1節を設けて説明している。銀行破綻は1920年代の不健全な経営によって生じたのか、あるいは1930年代の経済状況の進展の中で生じたのか。Friedman and Schwartz (1963) p.355.

<sup>23</sup> A. Schwartz (1986), pp.11-31.

行に殺到することにある。このような人びとの行動は銀行システムの準備が突然枯渇するのではないかという不安を醸し出し、それが銀行準備を現実に枯渇させる状況を生みだす。このような状況の下では各銀行はコールローンを求め、既存の貸出しの延長を拒否し、資産売却に走り、準備を回復しようとするが、徒労に終わる。シュウォーツはこのような一連の出来事が真正金融危機であり、この金融危機はデスインフレ、デフレによって生じる金融危機とは異なると強調する。デフレ、ないしデスインフレは銀行準備の増加が抑制された結果であり、人びとの行動によって生じるものではない。真正金融危機の特徴は短期的であり、人びとの現金需要が止まったときに終焉をむかえる。これに対して、デフレないしデスインフレは長期に及ぶものであり、その過程で名目資産が減少し、実質債務は増加する、しかし、これは本当の金融危機ではない。疑似金融危機である。

シュウォーツのこの基準に照らせば、1933年以降米国ではいかなる真の金融危機も発生しなかったし、英国では1866年以降いかなる危機も発生していないことになる。近年の金融危機に見られる、株価の下落、実物資産の減少、商品価格の下落、また名目為替レートの減価、大企業および大都市の金融逼迫、金融機関、国家財政の大幅赤字、これらはみな偽の金融危機ということになる。米国をはじめ世界の金融社会で広く認識されているのは、企業、国に関係なく大きな債務者の破綻が銀行倒産を生じ、さらに金融危機を生むというものである。このような考えをもつ人々たちからの救済策は銀行、金融システム全体を破壊するような事に至らないように、大きな債務者は救済されるべきというものである。いわゆる「too big to fail」政策をめぐる議論である。この問題について、シュウォーツは以下のように考える。

- ① 経営破綻が経営の失敗と判断されるならば、即刻清算し、新たな管理体制の下で再出発すべき。
- ② たとえ債務者の破綻が大規模であったとしてもそれだけで銀行破綻が生じることはない。
- ③ しかし、不幸にして債務者の破綻が銀行破綻をもたらしたとしても、民間部門の預金が安全に確保されている限り、いかなる金融危機も生じない。

このような観点から、シュウォーツは「too big to fail」政策を批判する。大きな金融機関の破綻が生じた場合には、もしその破綻が経営の失敗によるものであれば、即刻清算し、新たな管理体制の下で再出発すべきと考える。大きな債務者の破綻によって銀行破綻が生じることはない。もし、債務者の破綻によって銀行破綻が生じたとしても民間部門の預金が安全に確保されている限り、いかなる金融危機も生じないと論じる<sup>24</sup>。

シュウォーツはこの区別を用いて、米国および英国において過去に生じた金融危機を詳細に吟味している。市場は圧力を受けているが、金融システム全体が脅威に晒されていないような場合、つまり偽の金融危機を考え、真の金融危機はいつ起きたかを分析する。そしてその他の金融危機の歴史的事例を上げている<sup>25</sup>。その中でシュウォーツはデフレの例として1920-21年の不況を取り上げている。この不況において銀行準備は1920年4月に28億ドル

<sup>24</sup> A. Schwartz (1986)

<sup>25</sup> A. Schwartz (1986) p.17.

から1921年8月には24億ドルに減少し、卸売り物価は1926年基準で1920年5月の167のピークから1922年12月の91まで落ち込んだ。しかし、1921年には506の銀行が破綻したものの、金融危機は発生しなかった。預金／現金比率及び預金／準備比率は1920年よりも高く、貨幣ストックに大きな変動はなかった。つまりマネーの流れに目詰まりが生じなかったのである。

では1930年代に生じた大恐慌はどうなるのか。これは明らかに金融システムに対する信頼が喪失し、人びとが通貨を求めて銀行に殺到し、マネーの流れが目詰まりを侵したという意味で、真の金融危機が発生したということになる。『貨幣史』において、1930年代初め(1930-33年)の銀行パニックは連邦準備に責任があると考えている。連銀はどのようなミスをし、なぜそれを認識できなかったのか。それは1920年代にも多くの銀行が破綻したことがあった。しかし、それは連鎖反応を生じなかった。そこで、連銀は1930年末に突然銀行破綻が増加した時にも、1920年代と同じく、銀行破綻は経営ミスによって生じたと考えた。そして、連銀は銀行破綻、銀行取付け、預金の減少、債券市場の崩壊、の関係について考えることはなかった。銀行が預金引出しに対応できなくなった時、債券の売却を行う。債券市場は売り一色になり崩壊した。当時の連銀は銀行救済のために何をすべきか十分理解していなかった。連銀は銀行破綻は経営ミスによるもので、金融、経済崩壊、の原因にはならないと考えていたが、その考えが間違っていたのである。

さらに破綻銀行のほとんどは非加盟銀行であり、連銀はその破綻に責任を感じていなかった。それで、当時の大銀行「合衆国銀行」が破綻するまで何もしなかった。パニックの芽を摘むことができなかった。連銀は狭い考えしか持っておらず、経済はどんどん悪化するのに何もしなかった。今日の観点では誠にお粗末な判断であるが、連銀は物価が下がり、賃金が下がっているのに、インフレの心配をしていたのである。株式市場が再び活況になり、インフレが生じ、あの株価バブルが発生し熱狂の再来を恐れていたのである。シュウォーツによれば、当時の金融政策について救済の可能性があったとすれば、それはニューヨーク連銀総裁のB. Strongの存在である。彼ならば偽の金融危機と真の金融危機を峻別し、1929年の株価暴落、その後の金融機関破綻に対して何をすべきか賢明な判断を下していたはずである。しかし、米国のみならず世界的にも不幸なことに彼は1928年に死去し、最も重要な時期にその賢明な政策が実施されることもなく、世界経済は奈落の底に落ち込むこととなる。現在ではそのような失敗を繰り返す恐れはないが、その反動として、金融機関に破綻の兆候が見られると、なんでもかでも救済(bail out)という風潮が見られることには注意が必要だと論じている<sup>26</sup>。

シュウォーツは今日では真の金融危機は生じないと考える。それはこの問題に対する理解が進んでおり、連銀はその対処策を十分学習しているからだ。預金者は銀行がどのような理由にせよ不安になれば、現金に換える。ただ、この政策は銀行の経営悪化により生じた破綻

<sup>26</sup> D. Fetting (1983).

にも適用される。それは救済に合理的根拠を与え、非効率を助長することになる。ただ、近年の疑似金融危機では当局の政策が大きな金融機関は破綻させない、という期待を生みだしていることに懸念を示す。政治当局はいかなる大きな非金融機関も破綻させないという方向に進みつつあるように思われる。そして、これは疑似金融危機が生じた場合に国内、国際的金融当局をインフレ助長政策に向かわせる可能性があることに十分配慮する必要があると論じている。

シュウォーツによれば、1960年代半ば以降生じた「金融危機」は全て疑似金融危機である。実質的にこれらの危機に対する対応は救済である。その理由は危機を回避するためであった。もし、救済が行われなかったとしても、いかなる金融危機も起きなかったという意味でそのような出来事は疑似金融危機である。

それを証明するために、シュウォーツは近年の金融危機の事例を取り上げる。最初の事例は1970年6月に起きたペン中央鉄道（Penn Central Railroad）の破綻である。連銀は同社の2億ドルに及ぶCPの不履行は市場を混乱に陥れるのではないかと懸念した。連銀は貸手が危険な手形と健全な手形の区別ができないと考え、健全なCPについては買い取ることを決断する。そこで、CPをロールオーバーできない顧客に貸出しができるように、貸出し窓口はいつでも開けておくとアナウンスする。さらに、連銀は公開市場で自由に資金が得られるように、30-89日の大口CDの金利上限を停止した。この政策はその時点では正しい政策であると判断されたが、後に1971年の大統領経済報告は1970年半ばには流動性危機は発生してなかった、と述べている。シュウォーツもこれは個別企業の救済になったと考える。

また、1973-4年に発生した欧州における金融危機では、当時英国、西ドイツ、米国、スイスでの銀行破綻は国際金融秩序を混乱させると考えられた。この金融危機に関しては英国で1973年12月に発生した銀行破綻は新しく設立された銀行ばかりであったという研究がなされている。不動産投資の市場価値が悪化することによって、預金が引き出され既存の大銀行に移し換えられた。新参銀行の救済のために既存の銀行が団結して救済にあたった。これは既存の銀行が自分の利益のためにとった行動であり、市場から競争原理を排除するものである。既存銀行の意図がなんであれ、彼らの集団的行動は個別銀行の破綻によって貨幣総量を減らしてはならないという理解の証拠となる。さらに、1974年5月にフランクリン・ナショナル銀行（Franklin National Bank）が外国為替市場で先物為替の取引で大損失を被ったと発表した時、連銀は当初、支払い能力に問題がない限り、必要な資金は全面的に支援すると発表した。負債総額は最終的に17億5000ドルに達した。その時点で同行は他の金融機関に合併された。FDICが連銀の貸付を肩代わりした。これらの事例は安易な連銀の救済は返って市場を混乱させ、経済の悪化を招くことの証拠であると論じる。

#### 4. キンドルバーガとの論争

テミンと同様に生涯にわたりシュウォーツが激しく論争を繰り返したのが、チャーブル・

キンドルバーガ (Charz Kindleberger) である。彼らは機会があるごとに激しい論争を繰り返した。

#### 4.1 国際商品市場

キンドルバーガは大恐慌の原因について、シュウォーツを始めとするマネタリストはアメリカの金融政策に求め、テミンに代表されるケインジアンは支出の減少に求めるが、そのような観点からは大恐慌が何処で発生し、それがどのようにして世界的に拡散したのかを十分に説明することができないと主張する。彼は国際的な商品取引の動向に着目し、世界貿易における商品価格の動向を重視する。そして、国際的に取引される商品の価格が低下したことが大恐慌の始まりと考える。キンドルバーガは綿花、小麦、砂糖、生糸、ゴムなどの商品価格を詳細に調査し、これらが世界的に暴落したことを指摘する<sup>27</sup>。

物価下落が信用制限をもたらし、もし、世界のどこかで物価が下落すれば、それはあらゆる場所にて下落すると考える。ニューヨークでスズ、ゴム、絹、銅、などの価格が下落すれば、早晚ロンドンでも同じような下落が生じる。国際的な物価下落と株式市場の暴落が銀行に大きなプレッシャーを与え、債務デフレを生じる。シュウォーツは大恐慌がアメリカで生じたと言うがそれは間違っており、世界は物価を通じて不況に巻き込まれたのであり、国際的な商品価格市場で生じた世界的デフレがフィッシャーの債務デフレ理論に繋がると考える。当時、国際商品は商品仲売人が中心となり、ニューヨーク、ロンドンで船積みされた。買手は借金をして商品を購入するが、その借金が制約されると商品の購入が出来ず、したがって商品価格は低下を余儀なくされた。1929-30年にかけて国際商品価格は大きく低下した。このようにキンドルバーガは大恐慌の原因をマネタリスト、ケインジアンと全く異なる立場より分析した<sup>28</sup>。

彼は後年、今日では国際商品の取引は当時のような方法ではなされておらず、原産地から直接購入されるから、このようにして生じる世界的不況はあり得ないとしながらも同じく世界的観点から大恐慌を分析するアイケングリーン「金の足かせ」よりも自らの商品価格デフレ説の方が説得力はあると強調する<sup>29</sup>。

キンドルバーガは当時の金本位制について、その運用が上手く機能しなかったのは、最後の貸手が存在しなかったからだと論じる。1931年5月クレジットアンシュタルトが破綻した時に、世界の金融は著しく委縮したが、もし1964年のイギリスや最近のメキシコの危機の時のように最後の貸手が存在しそれが資金を投入しておれば、事態はかなり変わっていたはずである、と論じる。重要なのは最後の貸手の存在であり、それによって金融システムを回復し、その後金本位制を復活することが望ましいと考える。しかし、最後の貸手は存在しなかった。国際的な最後の貸手が存在していれば、金本位制はうまく機能していた。戦前には

<sup>27</sup> C. Kindleberger (1986), ch.4 (邦訳2009第4章).

<sup>28</sup> C. Kindleberger (1986), ch.4, (邦訳2009第4章).

<sup>29</sup> R. Parker (2000), (邦訳, pp.109-136).

イギリスがその責務を果たすことにより金本位制は上手く機能していたが、その後イギリス経済の弱体化によりイギリスはその責務を果たすことができなくなった。そのような状況の下で各国はバラバラに金本位制に復帰した。その復帰はかつてのイギリスのように金融システムの核になる国が存在しない中で起こった。当然、新興の経済大国となったアメリカがその責務を負うことが期待される場所であるが、米国には全くそのような意思はみられなかった。したがって、国際的な最後の貸手、いわゆる「覇権国家」(キンドルバーガは「責任ある行動する国家」と呼ぶ)が存在しない状況の中で国際的金融危機が発生したことが、大恐慌の直接の原因であると主張する<sup>30</sup>。

1931年にフランスと米国は英国に貸出しを行っているが、それは十分ではなかった。その意味で、バジェットが主張するように、このような危機的状況においては、貸出しに限度を設けてはならないと論じる<sup>31</sup>。しかしながら、キンドルバーガによれば、大恐慌の原因は金本位制ではなく、一連のバブルにある。バブルが膨張し、それが何らかの理由により潰れたが、それはハトリー危機であり金利高騰であった、と考える。それが商品価格に波及し債務デフレに発展した。

キンドルバーガは金融危機の波及経路は、地域的に離れていても裁定取引により関連する商品および証券の価格は影響を受けると考える。人びとの心理状況は影響を受け、たとえ現実に取引されていない商品、証券であってもその価格は影響を受ける。それによって各国の所得は外国貿易の乗数効果を通じて減少する。その結果各国の国際収支が影響を受け、赤字の国は強い引締めへ転じ、他国から金流入を招くと同時に相手国は金流出を生ずることになり、金利が引上げを強いられる<sup>32</sup>。キンドルバーガはこのように世界的不況の伝播において重要な役割を果たしたのは、1925年以降の世界の一次産品の在庫の増加とその価格下落および第一次大戦後の混乱であると論じ、米国における株価大暴落、それに対する連銀の政策失敗が当時の国際金融システムである、金本位制を通じて世界的に伝播したというフリードマン＝シュウォーツの貨幣仮説を強く否定した。銀行倒産についても、米国では1925年から中西部を中心にすでに生じており、それは農産物価格下落の影響を受けたものであるとし、シュウォーツたちの言う貨幣供給量の減少とは全く関係ないと主張する。

## 4.2 シュウォーツの反論

キンドルバーガは大恐慌が米国を発生源とするのではなく、世界的に生じたと強調する。しかし、このキンドルバーガの主張に対して、シュウォーツは米国が最大の国家であり、その

<sup>30</sup> キンドルバーガは責任ある国家に求められる役割として、つぎの5点を述べている。①投売りされる商品のために開かれた市場の確保、②景気対策のために、安定的な長期貸出をおこなう、③為替システムを規制により安定させる、④協調的マクロ政策をおこなう、⑤金融危機の際には中央銀行が最後の貸手として、積極的な流動性供給を行う。C. Kindleberger (1986) p.295 (邦訳 p.314)。

<sup>31</sup> キンドルバーガは当時の危機に対して、アメリカとフランスは自由に貸出すというバジェットの処方箋に従わずサラミ戦術で融資を進めたことにより、何ら効果を持つことはなかったと言う。C. Kindleberger (1986) p.295 (邦訳 p.321)

<sup>32</sup> C. Kindleberger (1986) p.118 (邦訳 p.144)

影響は多大であることを忘れてはならないとクギをさし、1923年以降、連銀は米国に流入する金を不胎化したことが大恐慌の原点であったとする。米国は当時の金本位制のルールに従わなかったことから、金本位制の下では生じるはずだった貨幣ストックの拡張もなく、したがって物価上昇も起きなかった。そして、連銀は卸売り物価が低下する中で安定した経済成長を求めた。これは、英国およびスターリンで繋がっている周辺国の犠牲の下で達成されたのである。1925年に英国は割高の平価で金本位制に復帰したが、もし、米国の物価が低下するのではなく、上昇していれば何の問題も生じなかったであろうと論じる<sup>33</sup>。

同様に、1929年以前の周辺国で起きた農業不況も米国の政策とは無関係でなかったと論じる。米国への金流入（大恐慌の最初の2年間）により、他国は米国の金融政策に対応せざるを得なかった。米国の海外への貸付の減少、保護主義者によるスムート・ホーレイ法は世界経済を混乱させた。このような状況の中で米国は他国に大恐慌を引き起していることの自覚もなく、何ら責任も感じていなかった。1931年にポンドや他の通貨が金本位から離脱した時、米国の貿易収支は悪化し、ドルに対する投機が強まった。これらのデバルエーションは米国経済悪化の影響であった。たとえそうであっても米国の経済規模を考えるとその次に起きる影響は重要なものではない。

当時の米国の経常収支は米国がこの世界的不況においてどのように中心的役割を果たしたかを示唆している。もし、他国の所得の減少が米国に伝わったとするなら、米国の経常収支は赤字になり、金流出を生じたはずである。しかしながら、米国の金ストックは1929年から1930年にかけてほぼ2億ドル増加し、1929年8月から1931年8月にかけて金ストックは6億ドル以上も増加した。この金流入は米国の他国への輸出減少が他国の不況の結果と解釈する<sup>34</sup>。

また、戦後の金本位体制の中で覇権国家が存在しなかったことが大恐慌の重要な要因とするが、全ての国は自国の利益のために行動するのであり、他国を救済するために自己の利益を無視することなどあり得ない。歴史的に見てもボランティア精神で行動する中央銀行など存在しない、と考える。このように、シュウォーツはキンドルバーガの主張をことごとく論破する。

### 4.3 キンドルバーガの回顧

キンドルバーガは晩年、自叙伝の中でシュウォーツとの思い出を語っている。1975年にドイツのキールで開催された国際経済学会でのこと。彼女とディナーでテーブルが一緒になった時、シュウォーツは『大不況の世界』について、「この本は良く調べられているわ、もっとも全ての箇所ではないけどもね」と話しかけた。その表情にはコンファレンスの時のような厳しい表情は見られなく、終始穏やかであった。しかし、コンファレンスが終了し、その別れ際に、シュウォーツはキンドルバーガに向かって、「次は頑張ってね (Better luck next time)」

<sup>33</sup> R. Parker (2000) p.21

<sup>34</sup> R. Parker (2000) (邦訳 p.22).

と非常に曖昧で意味ありげな言葉を語った。キンドルバーガはこれがどういう意味なのか、もっと良い本を書けと言っているのか、他の人にも話を聞いてもらえと言っているのかと大いに悩んだとのことである<sup>35</sup>。このシュウォーツの発言に関して、ネルソンも興味を持ったようで後年、直接シュウォーツにその発言の真意を正しているが、よく覚えていないとのことである<sup>36</sup>。しかしながら、この点に関して筆者もネルソンに直接尋ねたが、彼からの私信によれば、シュウォーツは固定為替相場、および政府の為替介入には一貫して反対しており、その意味からもキンドルバーガには同意できず、生涯を通じた論敵の一人であった。ただ、この頃になると、キンドルバーガはかなり年老いており、シュウォーツに反論の牙を向けることはもはやなかったとのことである。

## 5. フィッシャー等の債務デフレ理論の批判

最近のマクロ経済学で重視される実質債務の影響について、シュウォーツはどのように評価していたか。マクロ経済学における債務デフレ理論は最初、フィッシャーによって主張され、その後バーナンキ等によって精緻化され、今日では高く評価されている<sup>37</sup>。

この理論は予期せぬ物価下落が借手の大きな資産損失を招き、それが金融仲介機関に大きな打撃を与えと考える。この議論に関しては、物価下落が予想されていたかを巡って論争的になった。Hamilton (1987, 1992) は商品先物市場の分析から、当時物価下落は予想されていなかったとし、他方 D. Nelson (1992) は当時の経済誌の分析から、また Cecchetti (1992) は物価の時系列分析から物価の下落は予想されていたとした。彼らは事前の実質利子率の高さが大恐慌を引き起したとし、それは債務デフレ理論よりも大恐慌を適切に説明すると考える。この予想を巡る論争について、シュウォーツは物価下落が予想されていたかはそれ程大きな問題ではなく、貨幣的安定こそが最も重要な問題であると持論を展開する<sup>38</sup>。債務デフレ理論の提唱者であり、元祖マネタリストである、アーヴィング・フィッシャーに対しても、「株式投資に多額の資金を投入していた彼が株価の上昇を予想し続けたことは仕方がないこと」とし、「株価下落で大きな損失を出してから、これが大恐慌かと」納得し、自らの体験を論じたのが、債務デフレ理論であり、したがって、「学術貢献としてのフィッシャーを評価できない」と厳しい批評を展開している<sup>39</sup>。

<sup>35</sup> C. Kindleberger (1991), pp.204-205.

<sup>36</sup> E. Nelson (2004).

<sup>37</sup> I. Fisher (1933), B. Bernanke and Gertler (1989, 1990)

<sup>38</sup> R. Parker (2002) (邦訳 p.158)

<sup>39</sup> シュウォーツにとって、フィッシャーは自己の実体験を述べているのであり、「儲かると思って株式投資に手を出したが、最後には多額の損失を被り義姉から多額の借金をした男」にしか過ぎない。R. Parker (2002) (邦訳 p.158).

## 6. クルーグマンとの論争

### 6.1 クルーグマンの批判

最後の論争、シュウォーツは亡くなる直前にポール・クルーグマン (Paul Krugman) と激しい論争を展開している。クルーグマンは「フリードマンって誰だっけ (Who was Milton Friedman?)」というフリードマンを揶揄する挑戦的タイトルの論文を 2007 年に *The New York Review of Books* (P. Krugman (2007)) 誌上で発表する。この論文は、とくに最近のデフレ経済における金融政策について論じたものであり、フリードマンを否定する内容になっている。このフリードマン否定の主張はシュウォーツの逆鱗に触れた。この論文をめぐって、*Journal of Monetary Economics* (2008) 誌上で両者の激しい論争が展開された。

まず、クルーグマンは次のように、シュウォーツとフリードマンの主張を否定する。フリードマンは偉大な経済学者であることは認めるけれども、いくつかの点で読者を惑わせている。彼は 3 つの偉大な貢献をした。①消費動向とインフレについて、②安定した貨幣増加率を提唱するマネタリストとして、③自由市場の重視。①に関して、フリードマンは理論家としてマクロ経済学の発展に偉大な貢献をした。特に 1970 年代のスタグフレーションの発生を予言し、経済学者としての地位を完全なものにした。ケインズ以前の経済学においては、貨幣量は重視された。しかし、金利が一般に低い水準になる不況期においては、貨幣供給の変化は経済に対していかなる影響をも持たなくなる。金利が 4-5% のような水準にあれば誰も現金を遊ばせることは考えない。しかし、1935 年のように財務省の 3 ヶ月物金利がわずか、0.14% となるような状況においては敢えて現金を運用しようなどとは考えない。このような状況ではいくら中央銀行が貨幣の増発をおこなっても、それは金庫に収まるか、ベッドの下に置かれるのみである。だから、ケインズは財政政策、とくに政府支出が重要と考えた。そこで、1940 年、50 年代には金融政策は軽視された。そこに登場したのが、『貨幣史』である、ここでは貨幣供給量の重要性が歴史的 analysis により明らかにされた。しかしそれは雑な議論であり、理論的誠実性に欠けると厳しく批判する。

彼はまず、マネタリーベース (以下 MB) と貨幣量 (現金+預金) (以下 M) の区別が重要であると主張する。マネタリーベースは 1929 年の 60.5 億ドルから 1933 年には 70.2 億ドルに増加している。しかし、貨幣量の方は 266 億ドルから 199 億ドルに減少している。これは 1930-31 年に銀行破綻が生じたからだ。人びとは銀行を信用しなくなり、預金よりも現金選好を強め、銀行も貸出しを抑え、預金引出しに備えて準備の増加に努めた。その結果、投資、消費が落ち込み経済は悪化したと考える。

これに対して、フリードマンとシュウォーツはこの M の減少が通常の不況を大恐慌に転じた最も大きな要因であると主張する。問題は連銀が M を減少させたかどうかである。フリードマンとシュウォーツは少なくとも当初はそうは考えていない。彼らが主張したのは、1930-31 年に破綻銀行を救済することによって M の低下を防げた。連銀が問題銀行に資金投入しておれば、M の低下はなかった。そして、恐慌は終わったはずだ。この文脈からすれば、政

府がもっと積極的に経済に介入しておれば、銀行破綻もなければ M の減少もなかったことになる。この政府関与についての矛盾をどう考えるのか。

クルーグマンの批判は以下の3点に要約される。

- ① 大恐慌の原因について、フリードマンとシュウォーツが主張する連銀責任論を認めることはできない。連銀は経済の悪化に対して積極的に対応したと考えるのが妥当である。その理由はマネタリベースが増加しているからである。その一方でマネーサプライは減少している。MB はフリードマンとシュウォーツが主張するように、直接連銀がコントロールできる変数である。紙幣を印刷して供給すればすぐに増える。つまり、MB の増加は連銀が積極的な金融緩和をしていることの反映であり、これに対してマネーサプライは連銀が直接コントロールできない。それは実体経済に影響されるからだ。マネーサプライが減少したのは、経済が悪化し、貸付が減少し、その反映としての預金が減少したからである。マネーサプライは現金+預金であり、預金は民間銀行の貸付を通じて増加する。MB は外生的、マネーサプライは内生的である。
- ② 金融政策が大恐慌を終わらせたという、フリードマンとシュウォーツの主張を認めることはできない。大恐慌中金利はほとんどゼロであった。3ヵ月物の財務省手形の金利を図で示してみると1930年代はじめはほぼゼロに近い。つまり、短期金利がゼロの状況ではMB（紙幣プラス現金）と政府短期証券は実質同じものになる（無差別）。したがって、中央銀行が買いオペによってMBで短期証券を銀行から購入しても銀行はその追加的MBを準備として積み上げるだけで、貸出を実行するという意欲は起きない。これはまさにケインズが『一般理論』を書いたときの状況であり、彼が金融政策よりも財政政策を重視する所以である。
- ③ マネタリズムというのは貨幣重視の考え方である（Money matters）。その代表者がフリードマンであり、「貨幣量を経済状況とは無関係に一定量の貨幣を増加させる」ことを提案する。しかし、現実のデータを見ると貨幣増加率の変化は一定ではない。それは金融政策が現実には裁量的（discretionary monetary policy）であり、貨幣量を目標とした政策ではないことの証拠である。現実には中央銀行は実体経済の動向を予測し、金利を裁量的に動かす金融政策を実施している。1990年代のアメリカはこの政策できわめて安定した経済を実現した（Great Moderation）。

以上から、クルーグマンはフリードマンを次のように批判する。フリードマンを表立って批判する経済学者はいない。それはフリードマンという偉大な経済学者にケチをつけることにより、その擁護者、熱烈なファンを非常に不愉快な思いをさせることになるからだ<sup>40</sup>。

## 6.2 シュウォーツの反論

これに対して、シュウォーツはネルソンと共に以下のように反論を展開する。

<sup>40</sup> P. Krugman (2007)

- ① 1930年代の連銀の無作為を批判するのであれば、それはフリードマンかがもっとも重視する、自由主義市場、政府の経済への介入否定、小さな政府の擁護、と矛盾するのではないか、というクルーグマンの批判について。これに対して、フリードマンは政府（中央銀行を含む）が貨幣ストックの管理に重大な責任を持つと考えている。
- ② 1930年代連銀は積極的な金融政策をとらなかったというフリードマンの主張に対して、クルーグマンはMBの動向を見れば、デフレに対処するために連銀が積極的に緩和策を講じていたことが理解できるという。しかし、この議論はティンとの論争で明らかにしたように、たとえMBが増加しても、貨幣乗数が低下しておればマネーサプライの増加には繋がらない。貨幣乗数は銀行の預金に対する現金の保有比率（準備率）や民間の預金に対する現金の保有比率、から構成される。デフレが強く他方連銀の態度が曖昧な中で、銀行および民間が共に預金に対して現金の保有比率を高めていった。その結果、貨幣乗数は低下し、少々のMBの増加はマネーサプライを増加させるどころか、減少させた。したがって、クルーグマンのように、MBの増加のみで連銀が金融緩和をしていたと見るのは誤りである。連銀の曖昧な態度（無作為）が貨幣乗数を激減させ、マネーサプライを大幅に減らしたことを見逃してはならない。
- ③ マネタリズムは Money matters（貨幣は重要である）を信念とし、インフレの制御に対しては金融政策が一番重要であることを、オールドケインジアンと度重なる論争を通じてほとんどの経済学者に納得させた。ニクソン政権における物価コントロールや所得政策を支持したケインジアンがいかに誤っていたか、それを厳しく批判したフリードマンがいかに正しかったか、クルーグマンはこの間の実情についてほとんど知識をもっていない。このような知識レベルでフリードマンを批判することは大きな誤りを犯す。
- ④ 金利がゼロ近傍の状況下では、公開市場操作においてMBと短期証券は完全代替になり、MBが民間金融機関に渡されてもそれは貸出に回らず、銀行の準備金として積まれるだけであり、金融政策はいかなる効果をも持ちえない、とクルーグマンは主張する。しかし、1930年代の米国や最近の日本の状況を見ればその考えが間違っていることが分かる。もちろん、単純に公開市場の対象を短期政府債に限定していれば、クルーグマンの言う通りかもしれないが、オペの対象を外国為替や長期債券に含めることにより、公開市場操作は総需要を刺激する効果は十分あると考える。

最後にシュウォーツはネルソンと共に以下のように結び、彼の批判に鉄槌を下す。フリードマンを不誠実 (dishonest) と決めつけ、またマネタリズムの金字塔である『アメリカ合衆国の貨幣史』は間違っている (slippery)、というクルーグマンの誤ったフリードマン批判に黙っている分けにはいかない。彼が貿易論、国際経済学の優れた経済学者であることは認める。しかし、彼は金融経済についての知識は乏しく、過去のこの分野での論争にも無知である。もしこのまま黙ってクルーグマンの主張を見逃せば彼を不愉快にすることはなかったか

もしれない。しかし、真実がそうなのだから仕方がない<sup>41</sup>。

## 7. 晩年の研究

シュウォーツは1970年代の後半から国際金融システムの研究に没頭することになる。1981年-82年に政府が設置した国際金融システムにおける金本位制度について研究する委員会（米国家金委員会 United States Gold Commission）の実質的なまとめ役を果たした。そこでの議論はシュウォーツが中心となり、1981年に議会への報告書として纏められた<sup>42</sup>。その主たる内容は1834年に米国が実質的に金本位制を採用して以降の歴史的、統計的検証であり、そこから将来に向けての指針を示すもので、シュウォーツの最も得意とする分野である。同報告書は全部で4章から成り、1章でこの委員会設立の理由と背景、2章で米国において金本位制が果たした役割、3章でさまざまな貨幣本位制、とくに紙幣および商品貨幣の長短が、4章で既存の金条項と改革について、それぞれ論じられた。そして巻末には金に関する詳細な歴史データが付加された。

この報告書はK. Brunner (1989) によって「彼女の長年にわたり培われた実証研究の能力と他の研究者との共同研究の経験がこの役職を見事に成功させた。彼女が取りまとめた報告書は金本位制の研究者、国際的金融レジュームはいかにあるべきかを研究する人たちにとって重要な資料になっている」と高く評価されている<sup>43</sup>。そのメンバーには金本位制の復活を強力に推進しようとしている、過激なマネタリスト、ロナルド・ポール (Ronald Paul) 共和党議員もいた<sup>44</sup>。彼らはインフレ、金利の乱高下が生じるのは貨幣が不安定であり、それを是正するには金を貨幣として復権するしかないとの考えに固執していた。しかし、皮肉にもこのレポートが作成された時期にはインフレは抑制されており、彼らの主張を受け入れる根拠、合理性はなくなっていた。彼らの主張は正当化されなかったが、最近の低インフレは一時的なものであり、金の復権を求める戦いは続くと言った<sup>45</sup>。彼ら少数派の主張は無視されることなく、同報告書の付属編（第2巻）として付け加えられた。

シュウォーツは金本位制についてどのように見ているのか。シュウォーツは晩年の論文(1987, Ch.15)において、金本位制の歴史的展開について論じ、物価と産出の安定にどのように貢献したかの評価をくだしている。米国と英国について金本位制であった1870年から1913年と第二次世界大戦後の1946年から1979年を比較し、両国とも金本位制の時代の方が

<sup>41</sup> A. Schwartz and E. Nelson (2009).

<sup>42</sup> この報告書は *Report to the Congress of the Commission on the Role of Gold in the Domestic and International Monetary Systems*, として、1982年3月に議会に提出されている。同報告書は2巻からなっている。第1巻は委員会全体の意見を集約したものでありシュウォーツが書いているが、少数派の意見を反映させるために、付属編として第2巻が加えられた。Schwartz (1987) に収録されている。

<sup>43</sup> K. Brunner (1989), pp.245-247

<sup>44</sup> シュウォーツによれば、ポールは熱心なフリードマンのファンであり、とくにM. Friedman (1961) の議論に心酔しており、会議中その議論を繰り返し論じた、とのことである。A. Schwartz (1982).

<sup>45</sup> A. Schwartz (1987) p.330

物価は安定していたことを示した<sup>46</sup>。ただ、金本位制が成立するには、安定した強力な国家の存在が必要であると考えている。第一次大戦前に金本位制が上手く機能したのは、スターリングとロンドンが特別な位置にあったからであり、その立場が危うくなるにつれ同制度は揺らいだ。戦後のブレトンウッズ体制の下においても米国とドルの立場は特別な位置にあった。しかし、米国の金への兌換が不安視されるにつれ、同体制は崩壊した。金本位制が上手く機能するためには、その国の通貨はいつでも金に兌換できるという揺るぎない信頼感をもたれるような国の存在が必要である。しかしながら、米国にはそのような役割を担うことは現実的に不可能である。それが、「米国金委員会」で金の復活が否定された主たる理由でもある<sup>47</sup>。

変動相場制の下では、マネタリーベースは貨幣当局によって決定される独立変数であるが、固定相場制である金本位制の下では従属変数となる。この観点から金本位制に関して多くの論文を書いている、アイケングリーン (Barry Eichengreen) の研究を批判的に評価する。また、すでに見たように、マネタリーベースの変化は消費の従属変数であるとして、シュウォーツを激しく批判し、シュウォーツから強力な反論を受けたテミンは大恐慌を当時の金本位制の観点から研究し、再びシュウォーツに挑戦する。両者に共通するのは大恐慌の原因を当時の金本位制に求め、その観点からアメリカの金融政策の失敗、ないし無策が大恐慌を起し、それが世界的に拡散したというシュウォーツたちマネタリストの大恐慌解釈を批判する点である。アイケングリーンは大恐慌当時の金本位制に関して、その制度を「金の足かせ (Gold Fetter)」と呼び、テミンは「ミダス王の手 (The Midas Touch)」と呼んだ。この観点より両者はシュウォーツ達の『貨幣史』を強く批判した。

## 8. 金本位制を巡る議論 (アイケングリーン批判)

金本位制に関するフリードマン＝シュウォーツの見解によれば、その特徴は各国に輸出、輸入の不均衡が生じた場合には、金の流出入による価格変化を通じて均衡が回復するという、古典的 (ヒュームの) 調整メカニズムにある。米国は 1879-1914 年までこの古典的金本位制を続け、第一次世界大戦によりこの制度は一次停止されるが、戦争終了と共に復活する。この新たに設定された金本位制度は各国が金の代替として外国為替の保有が認められるという金為替本位制 (Gold Exchange Standard, 1920-33) であった<sup>48</sup>。

この復活した金為替本位制は第一次大戦前に導入された本来の金本位制に比べて脆弱な制度であった。各国はこの新制度では金の代りに外国為替の保有が認められたことから、金の保有を減らし、その結果世界的に見て貨幣供給に対する金準備は減ずることになった。各国は金の不胎化政策を実施し、経常収支残高の調整メカニズムの作用を妨げたが、これにより後に大きな問題が生じることになった。

<sup>46</sup> A. Schwartz (1987) p.373, Table 15.1.

<sup>47</sup> A. Schwartz (1987) p.390.

<sup>48</sup> 1922 年に開催されたジェノア会議において、将来の金の枯渇の懸念から、金以外に外国為替を準備として認めることが決められた。

アイケングリーンは金本位制にとって重要なのは協力とコミットメントであると考え、戦間期にはそれが存在しなかったと論じる。これはテミンの主張にも見られる議論であるが、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、通貨安定に不安が生じた。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解釈する。

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は通っている。もし、米国の金利上昇に対して、他国が金利上昇で対応しないなら、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）に悩まされ続けていた。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。このように、金本位制こそが各国の金融緩和の足かせになり、大恐慌を引き起したと考え、第一次世界大戦前の金本位制が上手く機能したのは、中央銀行間の国際協調が上手くなされたからであり、戦後の金融政策が機能しなかったのは国際協調が上手く行かなかったからと主張する<sup>49</sup>。

当時の国際協調は次のように行われた。正常時には各国の中央銀行はそれぞれの国のショックに対して公定歩合の変更で対応し、他方で危機が生じた場合には金利を引上げて金を奪いあうことはせず、全体としての金をプールすることに努めた。それはお互いの国の利益になることを自覚しており、このような各国の中銀の行動が一種の「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つぎのように述べている。

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

<sup>49</sup> 金本位制の下での期待される自動調整メカニズムは以下のように考えられる。国際収支黒字の国と赤字の国では非対称性が存在する。赤字の国（金の蓄積が減少）では通貨価値の維持が困難になるため引締め政策が実施され、物価が下落する。他方黒字国（金の蓄積が増加）では緩和政策が実施され物価が上昇する。それが輸出入の変化を通じて結果的に国際収支は均衡に向かう。しかしながら、赤字の国では自国の利益のために引締め政策が実施されたとしても、黒字の国には緩和政策を実施する必要は生じなかった。そしてそのルールを無視しても赤字国が受けるようなペナルティは何も存在しなかった。赤字国、金が流出している国にはデフレーションをもたらすばかりであった。

金が一方的増加し続けた国は米国とフランスであった。フランスにはごく僅かの例外を除いて、公開市場操作を法律により禁じていた。金不胎化を避けるにはフランス銀行の法律を変えねばならなかった。アイケングリーンはこのように、フランスの立場を擁護する。B. Eichengreen (1986) pp.56-84. および宮川重義 (2020) を参照。

である。これは金本位制を守る有力な武器となった<sup>50</sup>。

また、Eichengreen (1988) は米国とフランスの国内的な金政策が国際的な貨幣収縮の大きな要因になったと示した。24カ国の国際的準備需要の回帰分析、クロスセクション分析を通じて、彼は、米国およびフランスの金政策がこれらの国が準備として利用できる金を半分にしてしまった、と示した。さらにこれらの政策が1931年に国際的金融危機が生じた時に、世界の準備需要に及ぼした影響は、外国為替という形で準備を保有することとは別に、流動性選好のシフトの影響を遥かに凌ぐものであった。

このように金本位制は国際協調があれば上手く機能するのであり、国際協調が金本位制成立の必要条件であるというアイケングリーンの考え方について、シュウォーツは次のように反論する。

第一に国際協調を前提とした金本位制などの成立はあり得ない。各国が他国のために犠牲を払ってまでも金本位制を維持しようとすることは現実的ではない。どの国も自国の利益を優先して考えるのは当然であり、金本位制というのは本来そのような行動パターンを前提に制度設計されたものであることに留意すべきである。第二に1929-31年の深刻な金融危機に対して連邦準備が何の策も講じなかったのは、米国からの金流出を恐れたからだというアイケングリーンの主張に関して、シュウォーツは当時のアメリカの金準備（自由準備）の額を考えれば金流出の心配などは全くなかったと反論する<sup>51</sup>。シュウォーツは最後まで、金本位制がアメリカの金融政策の足かせになったという考えを認めることはなかった。

## 結論

ユダヤ移民の子供として生まれたシュウォーツは貧しいながらも両親の寵愛を受け、バーナード大学に進学する。そこは小さなカレッジであったが、経済学のコースがありゲイヤー教授と出会うことになり、経済学に興味を持つようになる。同大学を非常に優秀な成績で卒業し、最も優秀な卒業生に与えられる、ファイ・ベータ・カッパ会員賞を受ける。その後、コロンビア大学の大学院に進学する。この時、ゲイヤー教授から共同研究の誘いを受け、イギリスの経済史について研究する。この研究は歴史データを丁寧に発掘し、読み解くという地味な作業の連続であった。これは彼女が僅か20歳の時であった。その後、彼女はNBERに職を得てそこで生涯経済学者としての仕事に専念することになる。この真摯な歴史分析を行う彼女に注目したのが、ミルトン・フリードマンであり、共同研究の誘いを受ける。ここから彼女の研究者、マネタリストとしての道は大きく拓くことになる。フリードマン自身、当時まだそれ程著名な研究成果を上げていなかったが、このシュウォーツとの共同研究は

<sup>50</sup> Eichengreen (2002)

<sup>51</sup> 例えば、経済が最悪になった1933年2月でも、金の流出は2億5000万ドル程度であった。当時アメリカには4兆ドルもの金が存在していた。したがって、シュウォーツは金本位制の故にアメリカが金融緩和できなかった理由など何もないと考える。R.Parker (2002) (邦訳 p.147)。

*Monetary History* (1963)、*Monetary Statistics* (1970) および *Monetary Trend* (1982)、の3部作として結実し、さらにはフリードマンの代表的研究となる「自然率仮説」の研究を生みだし、一挙にノーベル賞に繋がることになる。まさに、シュウオーツあってのフリードマンと言っても過言ではないであろう。フリードマンは彼女との共同研究は最も理想的研究であったと述懐している<sup>52</sup>。

彼女は一貫して学者としての生涯を送った。彼女は曖昧なアンビバレンスを嫌った<sup>53</sup>。彼女の研究態度は言葉、細部にも慎重な態度をとった。50年以上にわたる実証研究は徹底して正確さを求めた。しかし、問題の本質から目を逸らすことはなかった。彼女の研究はどれも現実に生じている問題に深い注意を払っている。その研究人生は決して安易なものではなかった。とくに、アーサー・バーンズとの確執は大きかった。彼は常に彼女の前に立ちはだかった。それは、彼女がまだ当時珍しかった女性研究者であったこと、また、決して媚びへつらうことを潔しとしない彼女の性格にあったのもかもしれない。しかしながら、この厳しい環境が彼女を強くしたのも事実である。

本論で述べたように、テミン、キンドルバーガ、クルーグマンなどの一流の経済学者とも互角に論争し、マネタリズムの経済学上における立場を確立した。貨幣の増加率をルールにより厳格にコントロールするという彼らの主張は今日必ずしも全面的に受入れられているとは言いが、金融政策の経済に及ぼす影響の強さを否定する人は誰もいないであろう。とくに彼女の提示した、「真正金融危機」と「疑似金融危機」の峻別は今日も繰り返し生じる金融危機に対応する場合の重要な政策指針である。

彼女は研究者であると同時に4人の子供を育てる母親でもあった。朝、家政婦さんの到着を待って、職場に赴き夕方には自宅に戻り母親としての役割をこなす。子供たちにとって2人の母親がいるようであった。4人の子供は順調に育った。彼女には母親と仕事のトレードオフは存在しなかった。

最後に、シュウオーツは1985年にNBERを一応制度的には退職となるが、その後も名誉研究員 (Research Emerita) としてNBERで研究活動を継続する。2003年に行われた、ネルソンのインタビューにおいて、次のように答えている。「私は退職してのんびり暮らそう等とは思ったこともない。多くの人は退職して孫たちと遊びたいと思うかもしれないが、私はそのようなことを考えたこともない。もちろん、彼らとは連絡を取り合っているが、何かについて考える生活が私にとって最良の生活です」。シュウオーツは86歳でその生涯を終えるまで、生涯現役の研究者としてその人生を貫いた。

## 参考文献

Bernanke, Ben (2000) *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press (栗原潤、中村

<sup>52</sup> M. Friedman (1989).

<sup>53</sup> マネタリスト研究仲間であった、故相山孝金教授は生前、シュウオーツ氏と面会し、そのはっきり主張される態度には終始圧倒されたと話して下さった。

- 亭、三宅淳史訳『大恐慌論』日本経済新聞社、2013年)
- Bordo, Michel D. (1989) *Money, History and International Finance: Essays in Honor of Anna J. Schwartz*. Chicago: University of Chicago Press for the NBER.
- Bordo, Michel D (1989) "Introduction", in Bordo, Michel D. (1989) 1–14.
- Bordo, Michel D (1989) The Contribution of A Monetary History of the United States, 1867–1960 to Monetary History in Michel D. Bordo (1989) 15–78.
- Bordo, Michel D and Hugh Roccoff (2013) *American Economic Review: Papers & Proceedings* 103 (3) 61–65.
- Burns, Jennifer (2023) "Anna Jacobson Schwartz: Brief life of a pioneering economist, 1915–2012," *Harvard Magazine*, November-December.
- Brunner, Karl (1981) ed. *The Great Depression Revisited*, Kluwer Nijhoff Publishing, Boston Hague, London.
- Brunner, Karl (1989) A Life of Scholarship in Michel D. Bordo (1989) 245–247.
- Burns, Jennifer (2023) Anna Jacobson Schwartz, Brief life of a pioneering economist: 1915–2012, November-December, *Harvard Magazine*.
- Capie, Forrest., and Geoffrey E. Wood ed. (1986) *Financial Crisis and the World Banking System*, The Macmillan Press Ltd. London.
- Capie, Forrest., and Geoffrey E. Wood (1989) "Anna Schwartz's Perspective on British Economic History." In M. Bordo (ed.) 79–104.
- Cecchetti, Stephen G (1992) "Prices During the Great Depression: Was the Deflation of 1930–1932 Really Anticipated?" *American Economic Review*, March 1992, 82: 1, 141–56.
- Eichengreen, Barry (1984) "Central Bank Cooperation under the Interwar Gold Standard," *Explorations in Economic History* 21, 64–87.
- Eichengreen, Barry (1986) The Bank of France and the Sterilization of Gold, 1926–1932, *Explorations in Economic History* 23, 56–84, January)
- Eichengreen, Barry (1995) *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939*, Oxford University Press.
- Eichengreen, Barry (2002) "Still Fettered After All These Years," NBER WP 9276, Oct.
- Feldstein, Martin (2000) "Anna Schwartz at the National Bureau of Economic Research", *Journal of Financial Service Research*, 18: 2–3, 115–117.
- Fettig, David (1933) Interview with Anna J. Schwartz, *The Region*, FRB of Minneapolis September 1.
- Fisher, Irving (1933) "The debt-deflation theory of great depression," *Econometrica* I : 337–335.
- Friedman, Milton (1952) "Price, Income and monetary changes in three wartime periods," *The American Economic Review*, 42, 612–625.
- Friedman, Milton (1958) *Studies in the quantity theory of money*, University of Chicago Press.

- Friedman, Milton (1961) "Real and Pseudo Gold Standard," *Journal of Law and Economics*, 4 October, 66–79.
- Friedman, Milton (1989) "Collaboration in Economics," in Michel D. Bordo (1989) 248–250.
- Friedman, Milton and Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton, N.J. Princeton University Press.
- Gayer, Arthur D., W.W. Rostow, and Anna Jacobson Schwartz (1953) *Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790–1850: an historical, statistical, and theoretical study of Britain's economic development*, Oxford, Clarendon Press.
- 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 (2000) 『大恐慌：経済政策の誤りが引き起こした世界的災厄』多賀出版).
- Hamilton, James D (1987) "Monetary Factors in the Great Depression" *Journal of Monetary Economics*, 19: 145–169.
- Hamilton, James D (1988) "The Role of the International Gold Standard in Propagating the Great Depression," *Contemporary Policy Issues* 6: 67–89.
- Krugman, Paul (1998) "It's baack! Japan's slump and the return of the liquidity trap," *Brookings Papers on Economic Activity* 29, 137–187.
- Krugman, Paul (2007) "Who was Milton Friedman?" *New York Review of Books*, 54, Feb. 15. 27–30.
- Krugman, Paul (2008) "Response to Nelson and Schwartz," *Journal of Monetary Economics*, 55, 857–860.
- Nelson, Daniel B. (1991) "Was the deflation of 1929–1930 anticipated?," *Research in Economics History*, Vol. 13, 1–65.
- Nelson, Edward and Anna J. Schwartz (2008a) "The impact of Milton Friedman on modern monetary economics: Setting the record straight on Paul Krugman's "Who was Milton Friedman?" ", *Journal of Monetary Economics*, 55, 853–856.
- Nelson, Edward (2020) *Milton Friedman and Economic Debate in the United States, 1932–1973*, Vol.1 and Vol.2, University of Chicago Press.
- Nelson, Edward (2004) "An Interview with Anna J. Schwartz," *Macroeconomic Dynamics*, 8, 395–417.
- Nelson, Edward and Anna J. Schwartz (2008b) "Rejoinder to Krugman," *Journal of Monetary Economics*, 55, 861–862
- 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).
- Schwartz, Anna, J. (1986) "Understanding 1929–1933," in *The Great Depression Revised* Edited by Karl Brunner (1981).

- Schwartz, Anna, J. (1986) "Real and Pseudo Financial Crisis," in *Financial Crises and the World Banking System*, edited by Forrest Capie and Geoffrey E. Wood, Macmillan, London, 11–31.
- Schwartz, Anna, J. (1986) "Reflections on the Gold commission Report", *Journal of Money, Credit, and Banking*, November, 538–51 なお同論文は Schwartz, Anna, J. (1987) に収録されている。
- Schwartz, Anna, J. (1987) *Money in Historical Perspective with an Introduction by Michael D. Bordo and Milton Friedman*, The University of Chicago Press, Chicago and London.
- Tavlas George S. (2013) "Anna Jacobson Schwartz: In Memoriam," *Cato Journal*, Vol. 33, No.3, Fall, 321–332.
- Temin, Peter (1976) *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* New York, .W.W. Norton.
- Temin, Peter (1981) "Notes on the Cause of the Great Depression," in Karl Brunner ed (1981), 108–124.
- Temin, Peter (1989) *Lessons from the Great Depression: The Lionel Robbins Lecture for 1989*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England. (猪木武徳、山本貴之、鶴澤歩訳『大恐慌の教訓』東洋経済新報社、1994年)。
- Temin, Peter (1993) "Transmission of the Great Depression," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.7, Number 2, Spring, 87–102.
- 宮川重義 (2020) 「大恐慌論再考－フリードマン＝シュウォーツ、大恐慌論の補足的説明」『京都先端科学大学経済経営学部論集』第1号3月, 23–58.
- 宮川重義 (2023) 「トーマス・メイヤー、カリフォルニアの孤高のマネタリスト」『京都先端科学大学経済経営学部論集』第5号3月, 61–85.
- 宮川重義 (2023) 「大恐慌の金融的分析」『佐竹光彦教授追悼論文集』（経済学論叢、第75第2./3号), 29–76.

### アンナ J. シュウォーツの業績一覧 (年代順)

#### 著書

- 1940 "British Share Prices, 1811–1850." *Review of Economics and Statistics* (May): 78–93
- 1947 Currency Held by the Public, the Banks, and the Treasury, Monthly, December 1 7 -December 1944. Technical Paper 4. National Bureau of Economic Research. (With E. Oliver)
- "The Beginning of Competitive Banking in Philadelphia, 1782–1809." *Journal of Political Economy* (October): 417–31.
- "An Attempt at Synthesis in American Banking History." *Journal of Economic History* (November): 208–16.
- 1953 *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790–1850*. 2 vols. Oxford: Clarendon Press. 2d ed.: Sussex, Harvester Press, 1975. (With A. D. Gayer and W. W. Rostow)

- 1960 "Gross Dividend and Interest Payments by Corporations at Selected Dates in the 19th Century." In *Trends in the American Economy in the Nineteenth Century*. Studies in Income and Wealth 24. New York: National Bureau of Economic Research. 40745.
- 1963 "Money and Business Cycles." *Review of Economics and Statistics supp.* (February): 32–64. (With Milton Friedman)  
*A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton, N.J.: Princeton University Press. (With Milton Friedman)
- 1969 "The Definition of Money." *Journal of Money, Credit, and Banking* (February): 1–4. (With Milton Friedman)  
"Short-Term Targets of Some Foreign Central Banks." In K. Brunner, ed., *Targets and Indicators of Monetary Policy*. San Francisco: Chandler, pp.27–65.  
"Why Money Matters." *Lloyds Bank Review* (October): 1–16.
- 1970 *Monetary Statistics of the United States*. New York: Columbia University Press. (With Milton Friedman).
- 1972 "The Aliber, Dewald, and Gordon Papers: A Comment." *Journal of Money, Credit, and Banking* (November): 978–84.
- 1973 "Secular Price Change in Historical Perspective," pt. 2. *Journal of Money, Credit, and Banking* (February): 243–69.
- 1975 "How Feasible Is a Flexible Monetary Policy?" In R. T. Selden, ed., *Capitalism and Freedom, Problems and Prospects*. University Press of Virginia. 262–93. (With Phillip Cagan)  
"Has the Growth of Money Substitutes Hindered Monetary Policy?" *Journal of Money, Credit, and Banking* (May): 137–59. (With Phillip Cagan)  
"Monetary Trends in the United States and the United Kingdom, 1878–1970: Selected Findings." *Journal of Economic History* (March): 138–59.
- 1976 "Comments." In Jerome Stein, ed., *Conference on Monetarism*. The Haig: North-Holland. 43–49.  
"Comments." In William L. Silber, ed., *Financial Innovation*. Lexington, Mass.: Heath. 45–51.
- 1977 "Issues in Monetary Economics and Their Impact on Research in Economic History." In R. E. Gallman, ed., *Research in Economic History*. Greenwich, Conn.: Johnson Associates. 81–129. (With M. D. Bordo)  
"Policies for Research in Monetary Economics." In M. Perlman, ed., *The Organization and Retrieval of Economic Knowledge*. New York: Macmillan. 281–93.
- 1978 "Comments on Papers by Fourcans, Fratianni, and Korteweg." In K. Brunner and A. H. Meltzer, eds., *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. Vol. 7. The Haig:

- NorthHolland. 193–201.
- 1979 “The Banking Reforms of the 1930’s.” In Gary M. Walton, ed., *Regulatory Change in an Atmosphere of Crisis: The Current-day Implications of the Roosevelt years*. New York: Academic Press. 93–99.
- “Clark Warburton: Pioneer Monetarist.” *Journal of Monetary Economics* (January): 43–65. (With M. D. Bordo)
- 1980 “Money and Prices in the Nineteenth Century: An Old Debate Rejoined.” *Journal of Economic History* (March): 61–67. (With M. D. Bordo)
- 1981 “Understanding 1929–1933.” In Karl Brunner, ed., *The Great Depression Revisited*. Boston: Martinus Nyhoff. 5–48.
- “A Century of British Market Interest Rates, 1974–1975.” *The Henry Thornton Lecture*, The City University, Centre for Banking and International Finance, London. (January)
- “Money and Prices in the Nineteenth Century: Was Thomas Tooke Right?” *Explorations in Economics History* 18: 97–127. (With M. D. Bordo)
- 1982 “The Effect of the Term Structure of Interest Rates on the Demand for Money in the United States.” *Journal of Political Economy* (February): 201–12. (With Milton Friedman)
- “Interrelations Between the United States and the United Kingdom, 1873–1975.” *Journal of International Money and Finance* 1 (April): 3–19. (With Milton Friedman) *Monetary Trends in the United States and the United Kingdom: Their Relation to Income, Prices, and Interest Rates, 1867–1975*. Chicago: University of Chicago Press. (With Milton Friedman)
- Report to the Congress of the Commission on the Role of Gold in the Domestic and International Monetary Systems*. Vol. 1. (March).
- “Reflections on the Gold Commission Report,” pt. 1. *Journal of Money, Credit, and Banking* (November): 538–51.
- 1983 “International Debt, Insolvency, and Illiquidity.” *Journal of Economic Affairs* (April). (With K. Brunner et al.)
- “The Importance of Stable Money: Theory and Evidence.” *Cato Journal* 3 (May): 63–82. (With M. D. Bordo) *The International Transmission of Inflation*. Chicago: University of Chicago Press. (With M. R. Darby et al.)
- 1984 “Introduction.” In M. D. Bordo and A. J. Schwartz, eds., *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821–1931*. Chicago: University of Chicago Press.
- “Comments on the paper by Alan Budd, Sean Holly, Andrew Longbottom and David Smith.” In Brian Griffiths and Geoffrey E. Woods, eds., *Monetarism in the U.K.* New York: Macmillan. 129–36.
- “International Lending and the Economic Environment.” *Cato Journal* 4 (September).
- “Currents and Countercurrents in Political and Economic Thought: A Comment on the

- Fellner Paper." In K. Brunner and A. H. Meltzer, eds., Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. Vol. 21, 253–57.
- "Money Growth Variability and Money Supply Interdependence Under Interest Rate Control: Some Evidence for Canada", NBER *Working Paper* 1480, Sept. (With M. Bord and E. Choudhri).
- 1986 "Real and Pseudo-Financial Crises." In Geoffrey E. Wood, ed., *Financial Crises and the World Banking System*. New York: Macmillan.
- "Comments on 'The Open Economy: Implications for Monetary and Fiscal Policy' by Dornbusch and Fischer." In R. J. Gordon, ed., *Business Cycles*. Chicago: University of Chicago Press.
- "Has Government Any Role in Money?" *Journal of Monetary Economics* (January): 37–62. (With Milton Friedman)
- "The Failure of the Bank of the United States: A Reappraisal: A Reply." *Explorations In Economic History* (April): 199–204. (With Milton Friedman)
- "Alternative Monetary Regimes: The Gold Standard." In C. Campbell and W. Dougan, eds., *Alternative Monetary Regimes*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- "Sustained Recovery and Trade Liberalization: How the Transfer Problem can be Solved." In H. Giersch, ed., *The Znternational Debt Problem-Lessons for the Future*. 133–44. J. C. B. Mohr (Paul Siebeck) for Institute fur Weltwirtschaft des Universitat Kiel.
- 1987 "The Behavior of Money Stock under Interest Rate Control: Some Evidence for Canada." *Journal of Money, Credit, and Banking* 19, no. 2 (May). (With M. D. Bordo and E. U. Choudhri)
- The Search for Stable Money: Essays on Monetary Reform*. Edited by J. A. Dorn and A. J. Schwartz. Chicago: University of Chicago Press.
- 1988 "Transmission of Real and Monetary Disturbances under Fixed and Floating Exchange Rates" *Cato Journal*, Vol.8, fall, 451–472 ( With M. Bordo and M. Darby).
- 1989 "The ECU-An Imaginary or Embryonic Form of Money: What can we learn from history?" in P. De Gruwer et. all (eds.) *The ECU and European monetary integration*, Springer, (With M. Bord).
- 1990 "Money Stock Targeting, Base Drift, and Price -Level Predictability: Lesson from the UK Experience," *Journal of Monetary Economics*, Vol.25, No. 2, 253–272. (With M. Bord and E. Choudhri).
- 1991 "Money versus Credit Rationing: Evidence for the National Banking Era, 1880–1914," NBER *Working Paper* 3689 (With M. Bordo and P. Rapport).
- "Money versus Credit Rationing Evidence for the National Banking Era, 1880–1914," in C. Goldin and H. Rockoff ed. *Strategic Factors in Nineteenth Century American Economic*

- History*, University of Chicago Press, (With M. Bordo and P. Rappoport).
- 1992 “What has Foreign Exchange Market Intervention since the Plaa Agreement Accomplished?” NBER *Working Paper* 3562 Dec. (With M. Bord).
- 1994 “Reforming and Stability of Banking Systems under Self-Regulation: Theory and Evidence,” *Cato Journal* Vol.14 No. 3 (With M. Bord).
- “The Specie Standard as A contingent Rule: Some Evidence for Core and Peripheral Countries, 1880–90” *Working Paper*, 1994–11 Department of Economics, Rutgers University (With M. Bordo).
- “The Specie Standard As A contingent Rule: Some Evidence For Core and Peripheral Countries, 1880–1990,” NBER *Working Paper* 4860, September (With M. Bordo).
- 1995 “Could Stable Money Have Averted the Great Contraction?” *Economic Inquiry* Vol. 33, No.3 July, 484–505 (With M. Bord and E. Choudhri).
- “Real versus Psedo-International Systemic Risk: Some Lessons from History,” NBER *Working Paper* 5371, Dec. (With M.Bordo and B. Mizrach).
- 1996 “Why Clashes Between Internal and External Stability Goals End in Currency Crises, 1797–1994,” NBER *Working Paper* 5710, August (With M. Bordo).
- 1999 “Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record,” *Handbook of Macroeconomics* Vol.1, Part A, 149–234
- “Under What Circumstances, Past and Present, Have International Rescues of Countries in Financial Distress Been Successful?” *Journal of International Money and Finance*, Volume 18, Issue 4, August, 683–708 (With M. Bordo).
- 2000 “Measuring Real Economic Effects of Bailouts: Historical Perspectives on How Countries in Financial Distress Have Fared With and Without bailouts” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Volume 53, Issue 1, December, 81–167 (With M. Bordo).
- 2001 “From the Exchange Stabilization Fund to the International Monetary Fund,” NBER *Working Paper* 8100, January (With M. Bordo).
- 2002 “Was Expansionary Monetary Policy Feasible during the Great Contraction? An Examination of the Gold Standard Constraint.” *Explorations in Economic History* 39, no.1, (January) 1–28. (With D. Bordo and E. U. Choudhri)
- “Charles Goodhart’s contributions to the history of Monetary Institutions,” NBER *Working Paper* 8717, Jan. (With M. Bord).
- 2003 “IS-LM and Monetarism,” NBER *Working Paper* 9713, May (With M. Bordo).
- 2006 “David Laidler on Monetarism” NBER *Working Paper* 12593 Oct. (With M. Bord).
- 2007 M. Bordo ed. *Money, History, and International Finance: Essays in Honor of Anna J. Schwartz*, The University of Chicago Press, Chicago and London.
- 2008 “Monetary Economic Research at the St. Louis Fed During Ted Balbach’s Tenure as

- Research Director," *Review* of St. Louise, Sept. /Oct. 499–504.
- 2010 "US Foreign Exchange Intervention during the Volcker and Greenspan era," NBER *Working Paper* 16345 Sept. (With M. Bord and O. Humpage).
- 2011 "US Intervention during the Bretton Woods era: 1962–1973," NBER *Working Paper* 16946 April (With M. Bord and O. Humpage).  
"The Federal Reserve as an informed foreign exchange trader: 1973–1995," NBER *Working Paper* 17425, Sept. (With M. Bord and O. Humpage).
- 2012 "Epilogue: Foreign Exchange Market Operations in the Twenty First Century," NBER *Working Paper* 17984 April (With M. Bordo and O. Humpage).
- 2015 *Strained Relations: US Foreign-Exchange Operations and Monetary Policy in the Twentieth Century* The university of Chicago press, Chicago and London (With M. Bordo and O. Humpage).  
"The evolution of the Federal Reserve swap lines since 1962," *IMF Economic Review*, July Vol. 63, 353–372, (With M. Bordo and O. Humpage).

#### 書評

- English Bank Note Circulation 1694–1954, by Emmanuel Coppieters. Review, *Journal of Political Economy* (August 1956): 353–54.
- The Origins of Hamilton's Fiscal Policies, by Donald F. Swanson. Review, *Kyklos* 18 (1964): fasc. 3, 517–19.
- The Greenback Era, by Irwin Unger. Review, *Political Science Quarterly* (December 1965): 625–27. 411 Appendix: Publications of Anna J. Schwartz Commercial Bank Behavior and Economic Activity, by Stephen M. Goldfield. Review, *Kyklos* 20 (1967): fasc. 2, 539–40.
- Commercial Bank Cooperation: 1924–31, by Stephen V. O. Clarke. Review, *Kyklos* 21 (1968): fasc. 1, 161–63.
- Statistics of the British Economy, by F. M. M. Lewis. Review, *Kyklos* 21 (1968): fasc. 2, 392–94.
- The Jacksonian Economy, by Peter Temin. Review, *Journal of Economic History* (June 1970): 476–79.
- Sovereignty and an Empty Purse: Banks and Politics in the Civil War, by Bray Hammond. Review, *Journal of Economic Literature* (March).
- The International Economy and Monetary Movements in France, 1493–1725, by Frank C. Spooner. Review, *Journal of European Economic History* (Spring 1974): 252–55.
- The Banking Crisis of 1933, by Susan E. Kennedy. Review, *Journal of Monetary Economics* (January 1975): 129–30.
- The World in Depression, 1929–1939, by Charles P. Kindleberger. Review, *Journal of Political Economy* (February 1975): 231–37.

- Domestic Monetary Management in Britain, 1919–38, by Susan Howson. Review, *Journal of European Economic History* 5, no. 2 (1976): 500–503.
- Money and Empire, by Marcello de Cecco. Review, *Journal of Modern History* (September 1977): 490–91.
- The Bank of England, 1891–1944, by R. S. Sayers. Review, *Journal of Economic Literature* (September 1977): 945–47.
- The Golden Constant: The English and American Experience, 1560–1976, by Roy W. Jastram. Review, *Journal of Economic History* (September 1978): 784–86.
- Growth and Fluctuations, 1870–1913, by W. Arthur Lewis. Review, *Journal of European Economic History* 8 (1979): 504–6.
- The Collected Writings of John Maynard Keynes. Vol. 21. Activities 1932–1939: World Crisis and Policies in Britain and America, edited by Donald Moggridge. Review, *Journal of Economic Literature* (September 1983): 12–14.
- The Floating Pound and the Sterling Area, 1931–1939, by Ian Drummond. Review, *Journal of European Economic History* 13 (1984): 668–70.
- The Development and Operation of Monetary Policy, 1960–1983, a selection of material from the *Quarterly Bulletin* of the Bank of England. Review, *The Banker* (February 1985): 100–101.
- The Gold Standard in Theory and History, edited by Barry Eichengreen. Review, *Journal of Economic History* (December 1986).
- A Financial History of Western Europe, by Charles P. Kindleberger. Review, *Journal of European Economic History*.
- World Inflation since 1950: An International Comparative Study, by A. J. Brown. Review, *Economic History Review*.

