

研究ノート

大恐慌とその原因

宮川 重義

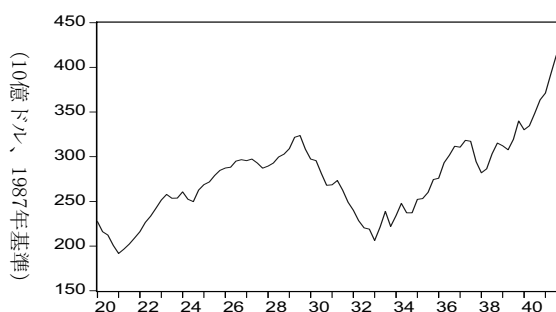
はじめに

現在のアメリカ連邦準備理事会議長のベン・バーナンキによれば、「大恐慌を理解することはマクロ経済学の聖杯 (Holy Grail)」である¹。これまで実に多くのマクロ経済学者が1930年代の大恐慌を理解するために研究を続けてきた。1969年以降発表された大恐慌の研究論文は優に400を超える (EconLit, CD-ROM の *Journal of Economic Literature*)²。筆者もここ数年、研究成果をフォローしてきたが、ほぼ結論は出たように思われる。本稿ではこれまでの研究成果を整理し、その結論について論及する。

I. 大恐慌以前のアメリカの状況

1920年代はアメリカ経済にとって極めて順調な時代であった³。金融政策も巧みに実施され、物価は安定し、雇用も安定していた。金融政策は経済を安定させ、フリードマンをして、「連邦準備制度の絶頂期 (the high tide of the Reserve System)」と言わしめた⁴。工業生産指数は、1921年には平均67であったが、28年7月には110に、29年6月には126に達した⁵。図1は実質GNPの推移をみたものであるが、20年代はきわめて順調な経済成長を実現していることが理解できる。

図1 実質GNPの推移



(出所) Robert Gordon (1986) Appendix のデータ集より作成

以下の脚注では翻訳文献がある場合は、日本語表記を用い注釈ページも翻訳文献からとする。そうでない場合はすべて英文表記をそのまま使用する。

¹ B. Bernanke (1995) p.1. 彼はまた論文集 B. Bernanke (2000) の序文で自らを「大恐慌狂い (Great Depression buff)」と評している。

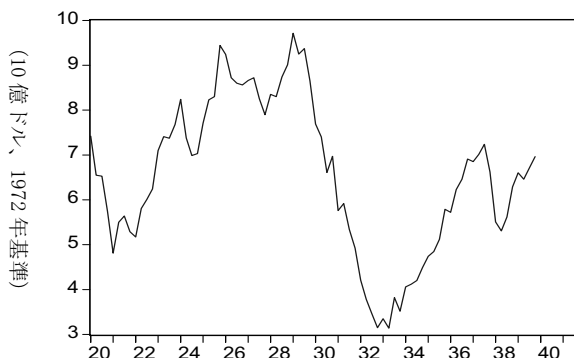
² S. G. Cecchetti (1998) p. 171.

³ この時代はよく、「Roaring Twenties (狂騒の20年代)」と呼ばれる。

⁴ M. Friedman and A. Schwartz (1966) p. 240.

⁵ ガルブレイス (1956) p. 19

図2 実質消費の推移



(出所) Robert Gordon (1986) Appendix のデータ集より作成

この20年代のアメリカ経済の繁栄振りを、偉大な社会歴史家、フレデリック・アレンの名著『オンリー・イエスタデイ：1970年代・アメリカ』⁶を参考に見ていこう。まず、この時代の自動車の普及には目を見張るものがある。1927年12月のA型フォードの販売時のアメリカ国民の熱狂振りは凄まじいものであった。「10万人の人びとが、デトロイトのフォード会社のショールームに押しかけた。クリーブランドでは、群集整理のために、騎馬警官が出動した。カンザスシティでは、大群衆がコンベンション・ホールにつめかけたので、みんなに見える高さに新車を置くために、台をつくらねばならないほどだった⁷」。1919年には合衆国で677万1千台の乗用車が使われていたが、29年には、少なくとも2312万1千台以上になった。自動車の普及はさまざまな所に経済発展をもたらした。国道沿いの村々には、車庫、ガソリンスタンド、ホットドッグ・スタンド、チキンディナー食堂、喫茶店、旅行者休憩所、キャンプ場などが大いに繁盛した。20年代の末ごろには、これまで交通巡査が1人でさばけた町の交差点には車があふれ、信号機、一方通行路、一時停止標識、駐車規則が必要になり、週末の午後にはいつもメイン・ストリートに沿って、ピカピカ光る車の流れが何ブロックも続いた。

また、ラジオも急速に普及した。1922年には6000万ドルだったラジオの年間売上げが、29年には8億4254万ドルに増加した。実に1400%の増加である。アメリカ国民の3軒に1台という普及ぶりである。全国に中継電波を送る巨大な放送局、共同住宅にはアンテナが林立した⁸。その他、レーヨン、紙巻タバコ、冷蔵庫、化粧品、各種の電気器具の需要が伸び、チェーンストア、デパートの売上げは急増した。映画も人びとの娯楽として定着した。チャールズ・チャップリンやダグラス・フェアバンクス、グロリア・スワンソンは国民的スター

⁶ 同書は20年代のアメリカ社会をビビッドに描写した、優れた文献である。最近のエコノミスト誌（2009年1月20日）も大恐慌理解の必読書5冊のうちの1つに上げている。同書は1931年に著され、A Book of the Month に選ばれ、大ベストセラーになった。大恐慌について書かれた論文にも同書からの引用はよく見られる。

⁷ アレン（1931）p. 218.

⁸ ラジオは当時の技術革新の最先端をいくものであり、人びとの夢を煽った。その産業の最大手ラジオ・コーポレーション・オブ・アメリカ（RCA）は急成長をとげ、投資家の注目を浴びた。チャンセラー（1999）p. 327.

になった。ミドルタウンの映画館の1ヶ月（1923年12月のデータ）の観客数は、同市の全人口の4倍半に達した⁹。

分業方式によるフォード方式は高賃金、低価格の規格品大量生産を可能にした。大量生産と大量消費は月賦販売方式の普及が支えた。人びとは所持する現金以上の消費をすることになった。こうした、20年代の好況は当時の大統領の名前をとって「クーリッジの繁栄」と呼ばれる。

高等教育を受けることもブームとなり、大学への志願者も急増した。海外旅行もブームとなり、1928年には43万7000人以上の人が海外旅行に出た。都会的な趣味、服装、生活様式がアメリカ中に広まった。地方でも、娘たちはニューヨークの娘たちと同じように短いスカートををはき、同じように赤い口紅を使っていた。プロレタリアートは影をひそめ、金持ちが尊敬される風潮が生まれ、お金をたくさん儲けることが成功の証となり、成功は国中の尊敬の的になった。実業はそれまで知的職業に比べ、あまり立派な職業とは考えられなかったが、この時代には尊敬の念をもってみられるようになった。大学にビジネス・コースが設置されるようになった¹⁰。

このような時代状況の中で資産市場は活気づく。まず、土地であるが、1925年の夏から秋にかけてフロリダでは熱狂的な土地ブームが起きていた。2万5000以上の不動産業者がここで、家の敷地や畑地の取引にあたっており、「ひどい交通渋滞を防ぐために、町の長老は路上で土地売買を行ったり、あるいは地図を広げたりすることを禁ずる命令を出さねばならなくなった」。マイアミビーチの中心街に土地1区画は開発当時は800ドルで売出されたが、1924年には15万ドルで転売されたとか、8年か10年前には24万ドルでしかなかった細長い土地が1923年には80万ドルで売られ、翌年には建築用地として細分され150万ドルになったとか、1896年に、マイアミ近くの土地を25ドルで買っておいた、ある貧しい女性は1925年には15万ドルで売却したとか、そういう儲け話がゴマンと語られた¹¹。この土地ブームはマイアミだけに留まらず、州全体に広がっていった。そして、アメリカのすべての都市の郊外では土地ブームが起きていた。土地ブームの最終段階は都市そのもので起きた。ニューヨークでは高層ビルがつきからつきへと建設され、あのエンパイアステートビルもこのブームの中で建設され、結局完成したのはあの大恐慌の起きた時であった。サムエルソンも自らの実体験として当時のフロリダを次のように述べている。「10歳の時（1925年）、サマーキャンプ終了後に、私と弟は両親に会うために寝台列車に乗ってシカゴからマイアミへ行きました。列車を降りるとすぐ、ニッカーポッカのズボンをはいた男たちが通りで土地の売買をやっているのを見ました。私たちが話しているバブルはフロリダで土地ブームとしてすでに発生していたのです¹²」。

土地ブームはハリケーンがフロリダを襲った1926年9月を境に急速に衰えていった。1927

⁹ 同書 p. 223

¹⁰ アレン（1931）p. 236

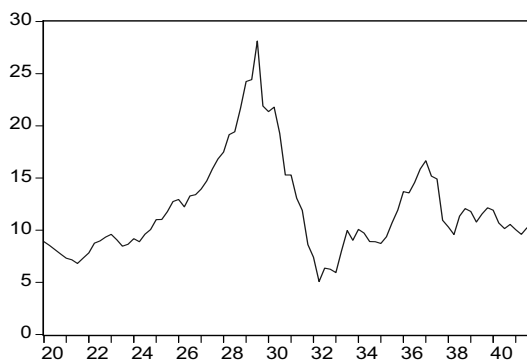
¹¹ 同書 p. 366

¹² パーカー（2002）pp. 28-9.

年までにマイアミのフラグラー街にあった立派な不動産会社事務所のほとんどは、閉鎖されたか、事実上人がいなくなって空っぽになるかしていた¹³。そして、その投機熱はニューヨークのウォール街に移っていった。

株式に対する投機熱は、1927年7月に連邦準備制度が公定歩合の引下げと買いオペレーションによる金融緩和をおこなったことによって急速に強まった。1928年春にはゼネラル・モーターズ株を中心に株式への投機熱が高まった。「他の株も、連日、株式市場の記事が、第一面を飾るにつれ、まるで感染するように影響を受け始めていた。U.S. スティール株とラジオ株とモンゴメリー株もやはり上がりつつあった¹⁴」。株価上昇は一般庶民をも巻き込んでいった。「投機熱に国中が感染しつつあった。一夜にして財産をつくったという話が、すべての人びとの口の端にのぼった。ある経済学者によると、彼の行きつけの医者は患者が市場のこと以外は話さないことに気づいたし、行きつけの床屋では、人びとはモンゴメリー・ウオード株の予想に熱中しながら蒸シタオルで話を中断されていた。女房たちが、なぜこんなに遅れるのか、なぜ給料を全額家へ持ち帰らないのかと尋ねると、夫から今朝、アメリカン・リンシード株を百株買ったばかりだと聞かされるのだった¹⁵」。サムエルソンは次のように振り返っている。「1920年代株式市場が強気の相場を続けていたとき、私は高校1年生でした。このことを数学の先生と議論したことを憶えています。株式欄の研究をしようとしていたのです¹⁶」。

図3 普通株価指数 (1941~1943=10)



(出所) Robert Gordon (1986) Appendix のデータ集より作成

1928年には商務長官であった、ハーバート・フーバーが共和党大会で大統領候補に指名され、民主党の大統領候補、ニューヨーク州知事のアルフレッド・E・スミスと激しい選挙戦を展開していたが、この頃には株価は上昇下落の変動を繰り返しながらも、株式市場は依然

¹³ アレン (1931) p. 371

¹⁴ 同書 p. 389.

¹⁵ 同書 p. 392.

¹⁶ パーカー (2002) p. 29.

と強気相場を維持していた。例えば、それまで相場をリードし、200ドルを超える勢いにあったラジオ株は28年6月12日には23.5ドルも下落し、ニューヨークのある新聞は「ウォール街の強気相場は、世界中に響くような轟音とともに、昨日崩壊した」と報じたが、翌日には上昇に転じ、株価は依然として2月よりも高い水準を維持していた¹⁷。選挙戦はフーバーの圧倒的勝利に終わり、11月には「フーバーの強気相場」が勢いを増した。あのラジオ株は11月末には400ドルに達していたし、春ごろには200ドルを目指していたモンゴメリー・ウォード株は11月30日には439ドル7/8に達していた。市場金利は8-9%前後と高めであったが、株価上昇の利益がそれを上回っており、人びとは「新しい時代が来ていた。そして、貧困の絶滅はすぐそこまで来ていた¹⁸」と考えた。

しかしながら、この強気相場も12月に入ると変化を見せた。12月7日には361ドルの寄り値で始まったラジを株は一気に296ドルにまで下落し、モンゴメリー・ウォード株もこの1日で29ドル値を下げた。しかし、その後再び株価は上昇に転じた。「投機は明らかに、国内の余剰資金をどんどん吸収していた。信用インフレが、ますます危険な状態になっていた¹⁹」。

このような投機熱の高まりの中、連邦準備局もその重い腰をやっと上げた。1929年2月2日に次のような声明をだした。「連邦準備局の意見によれば、連邦準備法は、連銀資金を投機的信用の創始あるいは拡大のために使用することを予期していない。連邦準備加盟銀行は、投機のための貸付けをする目的あるいはそれを維持する目的のために借りるときは、連邦準備銀行において再割引の便宜を得ることはできない。」そして、各地区の連銀に対して、「証券をもとに貸付けをする目的には、連邦準備銀行資金の流用をできるかぎり防ぐ」ように要求する文章を送った²⁰。

連邦準備銀行が貸付けを抑制するにつれて、市場金利はどんどん上昇し、20%にまで上昇した。投機家には多額の追加証拠金が求められ、多くの人は損を承知で株を売り払った。しかし、この暴落も銀行が買い支えたことにより、すぐに回復に転じた。ナショナル・シティ銀行の頭取、チャールズ・E・ミッチェルは、自分の銀行は要求があれば2000万を貸す用意があり、そのうち500万ドルは15%、つぎの500万ドルは16%という割合で、20%までの利率で入手することができる、と声明した。その結果、市場金利は15%に釘付けにされ、恐慌は回避されたが、これはカータ・ダグラス上院議員によって、連邦準備局の横面をはったと、述べられた²¹。

1929年の夏ごろには株式市場は絶好調であった。「5時27分のローカル列車の車両の中を歩いたり、市内電車の座席に座ったりすると、そこで、見かける新聞の3分の2は、株式市場のページを開いていた。各都市および多数の郊外の村にあるウォール街の取引支店は、

¹⁷ アレン (1931) p. 394.

¹⁸ 同書 p. 402.

¹⁹ 同書 p. 403.

²⁰ 同書 p. 404.

²¹ 同書 p. 403.

1919年には500軒だったが、1928年の10月には1192軒になっていた。そして1929年のあいだ中も、しだいに数を増していくように見えた。仲買人は、自分たちが新たな驚きと尊敬のまなざしをむけられていることに気づいた。一般の人びとは仲買人が知っているほどにはウォール街の秘密を知らないの、仲買人のことばの一つ一つにしがみついた²²。「晩餐のテーブルごしに、人びとは突然財産をつくったという夢のような話を取沙汰した。ある若い銀行家は彼のわずかばかりの資本金を1ドル残らずナイルズ・ビーメント・ポンド株につきこみ、いまや一生困らない利益を得ていた。ある未亡人は、儲けでケネコットに大きな別荘を買うことができた²³」という話が蔓延し、大強気相場は国民的熱狂にまで高まっていた。まさに、「1929年9月3日に記録された高値を見ながら、この日、実際に株価は最高潮に達していたのだ、と考えていた人はほとんどいなかったということを想起してほしい。大多数の人びとは、大強気市場がまだまだ続くものとすっかり期待していた²⁴」。

その後、10月にかけて株価は時折大きな下落を見せながらもそれなりの水準を保っていた。しかしながら、イギリスのハトリ財団の倒産とマサチューセッツ州の公益事業部が、エジソン会社の株式分割を認めなかったことを材料に10月には株価は下落に転じ、「株価はしだいに下向いていくという」警告を発する予測家もいたが、当時の最も信頼されていた人たちの予測は違っていた。ハーバード経済学会は10月19日に、「ふたたび再調整期に当面している。もし、低落が業界に重大な結果をもたらす恐れがあるならば（現在それは見えていないが）銀行準備制度が金融市場を緩和させて、その動きをおさえる手段をとるであろう²⁵」と予測し、当時の最も優れた経済学者であったアービング・フィッシャーは「株価は永久的に高値と思われる点に達した、株価は数ヶ月以内に今よりずっと高値になる²⁶」ときわめて楽観的であった。ニューヨーク・ナショナル・シティ銀行頭取のチャールズ・E・ミッチェルは株式市場の下落にもかかわらず、「合衆国の産業状態はまったく健全であり、われわれの信用状態は決して危険ではない…仲買人への貸付金に対する大衆の興味は常に誇張されている。それに対して注意が払われすぎている」と述べ、株価の下げが厳しくなった、10月22日にも「株式市場に根本的誤りがあるとか、事業と信用組織が下向しているとかいわれるが、私はそういう事実は知らない…大衆はただ仲買人の貸付金のために苦しんでいるだけだ²⁷」と強気な発言をしている。

10月24日木曜日について株価大暴落が起きた。後に言われる「暗黒の木曜日」である。「この重大な日に、株は最初手堅い価格で寄り付いたが、膨大な量ではじまった。ケネコット株は2万株も一括して表示テープに表われ、ゼネラル・モーターズも同じ量で、別の表示テープに表われた。たちまちにして相場表示テープは立会場の取引に遅れはじめた。売り

²² アレン (1931) p. 413.

²³ 同書 p. 414.

²⁴ 同書 p. 419.

²⁵ 同書 pp. 424-5.

²⁶ 同書 p. 425.

²⁷ 同書 p. 426.

注文の重圧は、混乱を起こすほど激しいものだった。株価は下がっていった…やがて、かなりの速さで下がっていった…取引の最初の1時間が終わる前に、まったく前例を見ない驚くべき激しさで下落していることが明らかになった²⁸。「U. S. スティールは205ドル2分の1で寄り付いていた。それが200を割って、たちまち193ドル2分の1に下がった。ほんの数週間前までは400以上で売っていたゼネラル・エレクトリックは、この朝315ドルで寄り付いたが、283ドルにすべり落ちていた。ラジオ株はさらにひどかった。68ドル4分の3で寄り付き、60台、50台、40台とわびしく下落しつづけ、44ドル2分の1という奈落の底に落ちた。…モンゴメリー・ウォード株は、83ドルから50ドルへと頭からつつこんでいった。ほんの2時間のあいだに、何十種もの株が、数ヶ月間の強気市場で獲得した地位を失った²⁹」。その後、銀行の買い支えがあり、株価下落は一時止まったが、翌週の火曜日（10月29日）にはさらに下がった。「火曜日の朝10時、取引所大ホールの大きなゴングが鳴るか鳴らないかといううちに、嵐が全力で吹き荒れたのである。5千株、1万株という売りが出た…。立会場の様子は混乱していた。通信機関の混乱にもかかわらず、売り買い—ほとんどが売りだったが—の注文が、人間では扱いきれないほどたくさんやってきた³⁰」。そして、1929年11月13日には最底値をつけた。ニューヨーク平均工業株価指数は9月のピーク時の469.49ドルから220.95ドルに下落した。個別の銘柄でみると、新しい時代の象徴としてもてはやされた、ラジオを株は101ドルから28ドルに、チェーンストアの新展開として人びとの期待を集めた、モンゴメリー・ウォード株は137ドル7/8から49ドル1/4にそれぞれ下落した³¹。

II. 何故、1920年代後半にアメリカで株価高騰が生じたか

アメリカで20年代後半に株価高騰が生じた理由としては、つぎの3つが考えられる。

- ① アメリカの実体経済そのものが成長軌道にのっていた。
- ② 株式市場に投機熱が生まれた。
- ③ 金融緩和がなされた。

それぞれに、ついて順に考察する。

アメリカの実体経済そのものが好調

前節のアレンの説明で見たように、1920年代はまさにアメリカの繁栄の時代であった。図1で示したように、1921年の景気後退から大恐慌の始まる1929年の夏まで、実に年平均で5%を越える経済成長を実現していた。しかも、これは途中2回（23年から24年および26年から27年）の景気後退期を含んでの成長率である。フォード社の生産するT型フォードは普及し、27年には新たな新車、A型フォードが発売され国民はその新車に熱狂的になった。自動車の普及台数は、1919年には677万1000台であったものが、1929年にはなんと2312万1000

²⁸ 同書 pp. 428-9.

²⁹ 同書 p. 430.

³⁰ 同書 p. 438.

³¹ 同書 p. 442.

台以上になった³²。自動車の生産はその部品関係および交通信号、サービスステーション、道路整備とその関連する財の生産を増やした。自動車だけでなく、電気掃除機、電気調理器といった電気製品も、この時代に生まれ、広く利用されるようになった。すでに見たように、ことにラジオの普及、人気は凄まじいものであった。教育やレクリエーションへの消費も伸びた。ポッターは「この10年間に消費は大きく増大したが、それは総額および1人あたりの双方において、おそらくアメリカ史のどの10年に比べても大きなものであった³³」と述べている。図4および図5はそれぞれ消費および投資の推移を示している。ともに20年代に大きく伸びているのが見てとれる。

図4 実質消費の推移



(出所) Robert Gordon (1986) Appendix のデータ集より作成

図5 実質投資の推移



(出所) Robert Gordon (1986) Appendix のデータ集より作成

³² 同書 p. 219.

³³ ホールとファーグソン (1998) p. 18.

生産の拡大は技術進歩を生み、それがまた新たな投資、消費の拡大につながり、生産、投資、消費が好循環を繰り返した。耐久消費財への需要が伸びたことがこの20年代繁栄の大きな特徴である。1921年にはサービスおよび非耐久消費財に対する支出は耐久財に対する支出の15倍強であったが、29年には約9倍強になった³⁴。それは、家計の自動車や電気製品に対する需要が大きく伸びたことを物語っている。

新たな時代の中で豊かな暮らしを望む国民の需要は、耐久消費財だけでなく、住宅にも向けられた。第一次大戦中、資金は軍事目的に優先され、住宅建築に資金を借入れることは困難であった。そこで、終戦後、住宅建設への需要は一気に噴出した。自動車の普及は郊外で大型住宅の取得を可能にした。住宅建設は一大ブームとなった。このような時代的狀況の下で不動産ブームが起きた。冬の暖かいフロリダは投機の対象となった。フロリダの気候という現実の決め手の上に、投機を誘う虚構の世界が築き上げられていった。人びとはこれからレジャーの時代だ、だからもうすぐフロリダ半島は休暇に日光浴をする人であふれかえると信じた。海辺はもちろんのこと、沼地や湿地、そこらの林もみな値が上がると予想したのである³⁵。土地ブームはフロリダからアメリカの大都市にも拡大した。土地は住むためではなく、値上がり益を期待して、購入されていったのである。1926年頃からは住宅建設の数が世帯数の増加よりも多くなっていた、つまり住宅市場は過剰供給の状況にあった³⁶。土地バブルがはじけるのは当然であった。

株式市場の投機熱

20年代後半からの株式市場の急騰はこれも投機であった。ガルブレイスによれば、「1929年の株式市場の崩壊は、それ以前におこなわれていた投機に示唆されていた³⁷」。投機を煽ったのは、ブローカーズ・ローンの存在である。ブローカーズ・ローンとは、証券業者が銀行から借入れ、株式を購入する人に貸付ける資金のことである。借手はその資金を証拠金にして株式を購入するのである。株価の値上がり率がそのローンの金利よりも高ければ、たとえ自己資金がなくても、株式投資によって利益が上がることになる。このブローカーズ・ローンは1920年代後半から一気に増加した。証券業者に対する貸付総額は1924年には76億3000万ドルであったが、1929年にはなんと265億3000万ドルに膨らんだ³⁸。ブローカーズ・ローンの金利は資金需要を反映して28年には12%にもなった。企業もまっとうな生産活動に資金を回すよりもブローカーズ・ローンで稼ぐ方がはるかに有利となった。当時連邦準備からの借入れ金利は5%であったので、一般の銀行も積極的に連銀からの借入れを増やし、それをブローカーズ・ローンで運用して、利ざやを稼いだ。アメリカだけでなく、世界中からこの信用取引に参加し、元手なしで大儲けしようと、ウォール街に群がってきたのである。

³⁴ ホールとファーグソン (1998) p. 19.

³⁵ ガルブレイス (1956) pp. 20-1.

³⁶ ホールとファーグソン (1998) p. 20.

³⁷ ガルブレイス (1954)

³⁸ ホールとファーグソン (1998) p. 25.

この投機熱を煽ったのもう一つ、投資信託の設立である³⁹。会社型投資信託は28年の1年間だけで、186社設立され、29年には265社が新たに誕生している。投資信託が一般向けに販売した有価証券の総額は、27年には4億ドルに過ぎなかったが、29年には30億ドルに達した⁴⁰。投資信託は小口の投資家から集めた資金をさまざまな会社の株や債券に投資する、したがってたとえ小口の投資家であってもそのリスクを分散することができるし、その運用は専門家に任せるために、まったく経済のことが分からなくても株式投資の利益にあずかることができる。投資信託のもう一つの魅力は大きなレバレッジを効かせることであった。ガルブレイス（1956）にしたがって、レバレッジを説明すると以下の通りである。資本金1500万ドルで設立された投資信託を考える。その資本金は社債、優先株、普通株それぞれ1/3ずつで集められたとする。ここで、この1500万ドルを株式に投資し、50%値上がりしたとする。すると、保有資産額は2億2500万ドルに増加する。社債と優先株は1億ドルで変わらず、利益も配当も増えない。資産額の残り1億2500万ドルはすべて会社が普通株の価値を表すことになる。普通株は5000万ドルであったが、それが1億2500万ドルに、つまり150%上昇したことになる。さらに、この上昇した投資会社の普通株を別の投資信託が組み込めば、この投資会社の普通株は最初の株が50%上昇しただけで、700-800%値上がりすることになる。さらに、この投資会社の株を別の投資信託が組み込めば、という様にして、幾何級数的に株価上昇の利益を得ることができる。まさに打ち出の小槌のようなレバレッジ効果である。例えば、ハリソン・ウィリアムズは21年には時価総額わずか600万ドルであった投資信託を、29年には10億ドル近い巨大信託会社に成長させた⁴¹。ゴールドマン・サックスも28年12月にゴールドマン・サックス・トレーディングを設立して、投資信託業務に参入し、短期間で巨額の利益を得た⁴²。株価が下落すれば、レバレッジは逆方向に作用する。ゴールドマン・サックス・トレーディングの発行した株は設立時104ドルであったが、株価暴落後、1.75ドルにまで下がった⁴³。

ブローカーズ・ローンとして多くの資金がヨーロッパから流入し、株価高騰を煽っていたが、9月にイギリスの大投資家のクラレンス・ハトリーが倒産し、ロンドンの金融市場は混乱し、ニューヨークの資金が引き揚げられた。そのことによって、アメリカのブローカーズ・ローンの市場は恐ろしい状況に陥り、銀行は貸出しを急激に抑えるようになった。これが株価暴落の契機となった⁴⁴。

³⁹ アービング・フィッシャーは「投資信託の影響は…おおむね、相場の投機的な変動の山と谷を抑える方向にはたらし、したがって相場の安定をもたらす要因になる」と述べている。チャンセラー（1999）より引用。

⁴⁰ ガルブレイス（1956）p. 88.

⁴¹ ガルブレイス（1956）p. 100.

⁴² ガルブレイス（1956）p. 103.

⁴³ ガルブレイス（1956）p. 110.

⁴⁴ パーカー（2002）p. 121.

金融緩和がなされた

このように、投機熱が株価高騰を促したことは否定できないが、このような投機の背後には過大な金融緩和があったことを見逃してはならない。いくら投機熱が盛んであってもそれを支える金融が十分でなければそれはすぐに冷えるはずである。つぎには金融緩和がどのようにしてなされたかを見る。

そのためには、第一次対戦後のイギリスの経済状況から理解しなければならない。この戦争はイギリスに大きな経済的負担を課した。イギリスはこの戦争を契機に覇権国家の位置をアメリカに譲らざるを得ない状況におかれた。イギリスはまず、早く金本位制に復帰することを望んだ。カナダ、オーストラリアなどの国々がイギリスから離れ、ポンドではなくアメリカドルに基づいた金本位制をとる可能性があったからだ。問題は金本位制の復帰にあたり、戦前の平価を採用したことである。イギリスは1925年に1ポンド4.86ドルという戦前の平価で金本位制に復帰したのである⁴⁵。

この点について、キンドルバーガーはつぎのように述べている。「専門委員会は1924年夏に聴聞会を実施した。ケインズとマッケナを除くすべての証人は、イギリスがポンドを平価に復帰させることができるかどうかについて楽観的であった。購買力平価の推計値は、イギリスの物価が10%ほど割高であることを示していたが、イングランド銀行総裁モンタギュー・ノーマンを除いてケインズを含むほとんどの公述人は、アメリカの物価が上昇し、その間イギリスの物価が一定に保たれていればこの格差は解消する、と考えた。…ケインズは金輸出禁止が解除されポンドが平価に騰貴すると、アメリカの物価が上昇しアメリカはイギリスに対して金を失うことになるから、イギリスはデフレではなくインフレになるのではないかと懸念した⁴⁶」。当時の平価の実勢は戦前の水準に比べておよそ10%も低かった。つまり、ポンドは一挙に他国の通貨、とくにアメリカドルやフランスフランに対して10%割高になったのである。このレートはとくにイギリスの5大産業といわれた、石炭、木綿、羊毛、造船、製鉄に大きな打撃を与えることになった⁴⁷。イギリスの主要な貿易相手国であるドルやフランが過小評価され、ポンドが過大評価されているのだから、イギリスは国際収支の赤字に苦しむことになる。

しかしながら、金本位制は金の国際間の自由な移動によって国際収支を長期的に均衡させる機能がある。金本位制の下では経常収支の赤字国から黒字国に金が流れる。金の流出した国では貨幣量が減少し、金が流入した国では貨幣量が増加する仕組みになっている。貨幣量が減れば物価は低下し、貨幣量が増加した国では物価は上昇する。物価の上昇はその国

⁴⁵ 合衆国は金の公定価格を1ドル23.22グレイン、イギリスは1ポンド113グレインに設定、したがって、1ポンド=4.86ドルとなった。1グレイン=0.002083オンスである。なぜ、イギリスは割高で復帰したのか。資産階級は戦後のインフレにより、資産価格の下落に悩んだ。そこで、彼らは金本位制復帰を強く求めた。強いポンドが再び世界のリーダーとなる布石と考えたのである。このウィンストン・チャーチル大蔵大臣（自身が資産階級出身）の決定は国民からも強く支持されたのである。フランスは1928年6月に金本位制に復帰した。その時の為替レートは1ポンド=124フラン、1ドル=25.51であったが、フランは25%も過小評価されていた。(Hamilton, 1987, p. 146)

⁴⁶ キンドルバーガー (1982) pp. 24-25

⁴⁷ ホールとファーグソン (1998) p. 51.

の輸出を抑え、輸入を促進する。他方物価が下落した国では輸出が伸び、輸入が減少する。その結果、黒字国は黒字が減り、赤字国は赤字が減って、国際収支は均衡する、と考えられていた。つまり、金本位制には自己均衡能力があり、その前提になっているのが、金の増減により貨幣量を増加させるという金本位制のルールであった。しかしながら、このルールに強制力はなかった。金を得た国と金を失った国の非対称性が生じたのである。金本位制の下では、各国は最低限の金準備を保有しなければならず、金準備がこの最低水準の10%を切ることは絶対避けねばならなかった。金の部分準備率が40%の下では、金流出の2.5倍にあたる国内マネーサプライの減少が生じた。しかしながら、金が流入してくる国にはこのような制限はなく、国内のマネーサプライを増加させることなく金が準備として蓄積される可能性があった。

この心配は現実に生じた。アメリカとフランスはこのルールを破った。アメリカは金の流入を不胎化する政策をとり、フランスは金を大量に蓄積することになった。その結果、この両国ではインフレではなく、ゆるやかな物価下落が生じた⁴⁸。当時世界の金の60%近くを保有していた金余剰の両国、アメリカとフランスは、デフレ政策を実施したのである⁴⁹。金の流出と赤字に苦しむイギリスはアメリカに金融緩和を求めた。1927年春にイングランド銀行総裁モンタギュー・ノーマン、ドイツ中央銀行総裁ヒャルマー・シャハト、フランス銀行副総裁シャルル・リストの3カ国代表がニューヨークのロングアイランドにある、財務長官オグデン・ミルズの自宅で会合をもった。アメリカの代表はニューヨーク連銀総裁のベンジャミン・ストロングであった⁵⁰。いまの言葉でいえば、G4がアメリカで開催されたのである。

そこで、アメリカは金融緩和に同意した。この緩和を推進したのは、後に大恐慌のカギとなるベンジャミン・ストロングであり、彼は後にフーバーから「ヨーロッパの心情的追隨者」として非難されたが、ガルブレイスは連銀総裁としてのストロングの行動はまったく妥当なものであったと擁護している⁵¹。しかし、メルツァーは最近の著作でストロングの行為に対して懐疑的である。彼によれば、当時の議長アドルフ・ミラーをはじめ理事局のスタッフは1927年の金融緩和が結果的にこの不況を引き起こしたのであり、彼のおこなった政策は真正手形主義に違反する行為であった、と考えている⁵²。

この金融緩和はイギリスの金流出を止めたが、他方アメリカで株価高騰を引起したのである⁵³。これは1985年のプラザ合意、87年のルーブル合意以降のわが国の金融緩和が資産インフレを引起したことにきわめて類似している⁵⁴。これ以降の株価上昇、投機熱の高まりはすでに見た通りである。

⁴⁸ テミン (1989) p. 5.

⁴⁹ Bernanke and James (1991)

⁵⁰ ガルブレイス (1956) p. 29 およびホールとファークソン (1998) p. 52.

⁵¹ ガルブレイス (1956) p. 58.

⁵² Meltzer (2003) p. 274.

⁵³ M. Friedman and A. Schwartz (1966)

⁵⁴ この点は S. Miyagawa, Y. Morita, and Y. Sawada (2007) に詳しい。

Ⅲ. なぜ、株価下落から大恐慌にまで展開したのか

株式市場の高騰を異常と感じた連邦準備理事局⁵⁵は、1928年から金融引締めをとるようになった。1928年1月から29年5月にかけて公定歩合を3.5%から5.0%に引上げ、4億500万ドルの売りオペレーションを実施した。さらに銀行の引受手形の買いレートを上げ、民間銀行が投機目的の資金を貸付けることを止めるよう説得を実施した。この引き締めはすぐには効果を発揮しなかったが、徐々に経済を抑制し始めた。NBERの統計によれば経済活動のピークは1929年8月に達し、その後低下に転じた。フリードマンとシュウォーツは「1929年8月の景気循環のピークから10月の株式市場の崩壊に至るまでの2ヶ月間で、生産、卸売り価格、および個人所得はそれぞれ、20%、13.5%、および17%の年率で低下した⁵⁶」、と述べている。

株価はすでに見たように、9月3日にピークを付けたあと、10月24日に大幅な下落を生じ、11月3日に底をつけた。株価水準は9月のピーク時に比べて、およそ半分になった。この株価下落からその後の大恐慌を説明する理論は今日ではつぎの三つに集約できる。もっとも、重要な理論はフリードマンとシュウォーツがその著『アメリカ合衆国の貨幣史』で展開したもので、今日ではマネー・ビューと言われるものである。第二の理論はバーナンキとフィッシャーの債務デフレと信用収縮の観点から大恐慌を説明するもので、今日ではクレディット・ビューと言われるものである。この理論はフリードマンらのマネー・ビューを補完するものであって、対立する理論ではない。第三は比較的最近になって、テミン、アイケングリーンによって主張された理論で、当時の金本位制の欠陥が大恐慌を引起したと考える。大恐慌の国際的な側面を考えると、この理論の重要性は見逃せない。ただ、この理論はフリードマンらのマネー・ビューが連邦準備の政策ミスを厳しく追及するのに対して、金本位制を重視する立場では、連邦準備には責任が無かったとする点で異なる。連邦準備責任論はともかくとして、アメリカの不況の影響が世界に波及したことを考えると、金本位制の果たした役割は見逃せない。以下順にこれら三つの理論を考察しよう。

1. マネー・ビューの説明

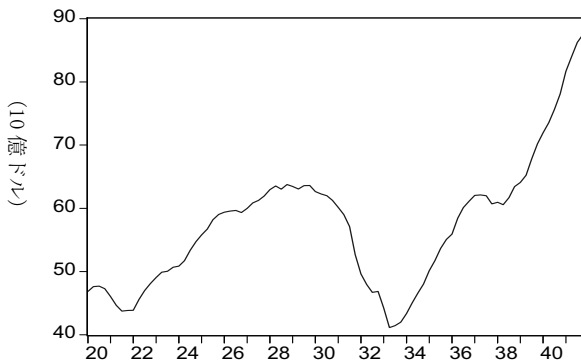
図6は貨幣量の推移を示している。1929年から1933年まで貨幣量が著しく減少しているのが見て取れる。1930年代の不況がこの貨幣量の減少と関係していることは推察できる。フリードマン＝シュウォーツ（1963）は、实体经济と貨幣量の関係を丁寧に検証し、貨幣量の減少がデフレを起こし、経済を急激に悪化させたと考え、そのように貨幣量の減少を引き起したのは連邦準備制度の責任であると考え。彼らは「もし、貨幣ストックの減少がなかったら、4年間で貨幣所得が二分の一以上、物価が三分の一以上も低下することなど全くあり

⁵⁵ 当時は Federal Reserve Board（連邦準備局）と呼ばれており、現在のように The Board of Governors of Federal Reserve System（連邦準備理事会）となったのは、1935年の銀行法によってである。M.Friedman and A. Schwartz（1966）p.445.

⁵⁶ M.Friedman and A. Schwartz（1966）p.306

えない⁵⁷」と考え、そして「貨幣ストックが減少したのは、連邦準備がマネタリーベースを急激に減少したか、もしくはその減少を容認したからであり、そしてまた、連邦準備が銀行組織に対して流動性を提供すべしという連邦準備法によって定められた責務の履行を怠ったからでもある。この大恐慌は金融政策の重要性に関する悲劇的な証拠であって、ケインズや彼と同時代の経済学者の多くが信じているように、決して金融政策の無力さの証ではない⁵⁸」として、連邦準備の政策対応を重視する。図6は貨幣ストックの推移を示し、図7は貨幣ストックの減少に応じて下落する物価の動きを示している。

図6 貨幣ストックの推移 (M2)



(出所) M. Friedman and A. Schwartz (1966) の Appendix より作成

図7 物価水準 (GNP デフレーター) 1973年=100



(出所) M. Friedman and A. Schwartz (1966) の Appendix より作成

⁵⁷ M. Friedman and A. Schwartz (1966) p. 301

⁵⁸ M. Friedman (1969) p. 97

まず、大恐慌直後の連邦準備局の対応からみることにしよう。この株価暴落に対して、ニューヨーク連銀総裁ジョージ・ハリソンは銀行に1億3000万ドルを緊急融資し、1億6000万ドルの買いオペを実施した。しかし、この多額の買いオペレーションは連邦準備局に相談することなく、独自の判断により行われたものであり、厳しく咎められた。ニューヨーク連銀のとったこの政策はむしろ株式崩壊が实体经济への悪影響を防止したという点で賞賛されてしかるべきものであった。フリードマンとシュウオーツは次のように述べている。「ニューヨーク連銀のとった行動はタイムリーでかつ効果的であった。株式市場の崩壊にもかかわらず、過去の市場危機で生じたような金利の異常な高騰は起きなかったし、また証券融資に大きな不履行が発生した場合に起こるかもしれない銀行への悪影響もなかった⁵⁹」。

しかしながら、連邦準備理事局はニューヨーク連銀に対してこれを強く批判し、2度と勝手なオペレーションは許さなかった。連邦準備局がこのような判断をくださったのには次のような理由がある。連邦準備局はこれまで、ニューヨーク連銀の総裁、ベンジャミング・ストロングを中心に政策決定がなされていた。1927年のイギリスの金流出問題で中心的役割を果たしたのも彼であった。しかしながら、そのストロングが1928年10月7日に結核により逝去し、連邦準備局の政策決定は従来のストロングを中心とした5人の委員による決定から12人全員の総裁による委員の合議制に変わった。そのメンバーの多くはこれまであまりにもニューヨーク連銀が力を持ちすぎていることを快く思っていなかった。ベンジャミング・ストロングのあとを継いだ、ジョージ・ハリソンは連銀総裁として優れた見識を持った人物であったが、彼にはストロングのような指導力はなかった。彼が刺激的な金融緩和策を実施することを提案しても彼に比べればはるかに乏しい金融の知識しか持たない人たちによってことごとく反対された⁶⁰。フリードマン＝シュウオーツは、「もし、ストロングが1930年の秋になお健在でニューヨーク連銀の長の座にあったなら、彼はおそらく襲ってくる流動性危機の原因を正しく認識し、経験と強い信念により、身を挺して金融システムを守ったであろう⁶¹」と述べている。

第二番目の問題は、当時の連邦準備制度の行動基準になっていたのが、真正手形ドクトリン (real bills doctrine) であった。連邦準備が商業銀行に貸付ける資金は、健全な資金であらねばならない、という考え方である。連銀の安易な貸付は銀行のモラルハザードを生み、また悪性のインフレに導くという心配が背後にあった。貸出の対象となる銀行が健全な銀行かそうでないかを峻別する基準は、銀行の保有するコマーシャル・ペーパーの量によって可能であると考えられた。商業銀行が連銀から貸出を受ける場合に割引の対象となるのは適格手形であるが、それは通常コマーシャル・ペーパーのような短期証券とされたが、その判断は連銀の裁量にまかされた。「貸出の抵当として、コマーシャル・ペーパーを差出す銀行に対して連銀貸出が常に認められた。これは適格手形が銀行経営の健全さを証明すると

⁵⁹ M. Friedman and A. Schwartz (1966) p. 339.

⁶⁰ ホールとファークソン (1998) p. 121.

⁶¹ M. Friedman and A. Schwartz (1966) pp. 412-13.

いう理由からだけでなく、その行為が企業が生産を持続し経済を稼動させていくために必要な信用を供給するという、連邦準備のもう一つの目的にかなうからであった。彼らはこれを取引きの必要性に応じるためと呼んだ。これは株式市場や他の投機を目的とした信用の有害な利用とは異なり、善良で生産的な信用の活用であると考えられた⁶²。

コマーシャル・ペーパーというのは、景気が良い時には増加するが、景気が悪化すれば減少する傾向にある。景気が良く企業活動が活発であれば、活動資金を得るために企業はコマーシャル・ペーパーを多く発行する。しかし、景気が悪くなれば企業活動も停滞し、発行されるコマーシャル・ペーパーもおのずから減少する。29年の株価暴落後、アメリカ経済は悪化の一途をたどり、経済活動は停滞し、銀行にはコマーシャル・ペーパーはほとんど存在しなかった。また、数少ないコマーシャル・ペーパーも銀行は取付けの心配からそれを現金に代えていた。したがって、当時の連銀の行動基準からすれば、コマーシャル・ペーパーをもたない銀行は悪い銀行であり、貸付の対象にはならなかった。景気がどんどん悪化し、市場は多額の流動性を必要としているときに連銀はその貸出を増やすことはなかった。

連銀が金融緩和しなかった三つめの理由は、金利を金融政策の指標としていたことである。貨幣市場金利は29年の株価暴落以降急速に低下した。1929年には6%もあったコマーシャル・ペーパーの金利は31年には2%にまで低下していた。この金利の低さから、連邦準備の役人たちはすでに金融は十分緩和されていると誤った判断をくだした。フリードマン＝シュウォーツはこの点について何人かの当時の連銀総裁の意見を引用している⁶³。フィラデルフィア連銀総裁、ジョージ・ノリス「現行の異常に低い金利をさらに下げることは愚かなことである」、サンフランシスコ連銀総裁、ジョン・カウルキンス「信用は安く豊富に供給されているので、これ以上信用を安く豊富にしても景気回復が加速するとは信じられない」、ミネアポリス連銀総裁、ギリ「生産過剰をさらに促し、他方では借入を容易にし消費を増加させる刺激的な金融政策は危険」。金利の低下は資金供給が過剰であったから生じたのではなく、資金需要が低下したことによって下落していたのである。また、名目金利は低下しても物価が下落している局面では人々の期待インフレは低下、この場合にはマイナスになり実質金利はかなり高かったと予想できる。

四つめの理由は自由金問題である。1931年5月にオーストラリア最大の銀行クレジット・アンシュタルトが倒産する。これを契機にヨーロッパで金融危機が一気に火を噴く。ヨーロッパの多くの銀行はたちまち、流動性不足に陥り、イギリスのロンドンに持っていた口座から一斉に金を引き出した。この結果、イギリスのポンドの信頼は一挙に低下し、ポンド売りの圧力が加速した。ポンドを守り、金の流出を止めるには国内金利を上げなければならないが、経済が悪化している中でそれは不可能であった。また、この危機の中でイギリスはアメリカ、フランスから資金援助を求めたが、十分な貸付を得ることができず、結局イギリ

⁶² ホールとファーグソン (1998) p. 89.

⁶³ M. Friedman and A. Schwartz (1966) pp. 370-73.

スは1931年9月21日に金本制度の廃止を決めた⁶⁴。この点については、キンドルバーガーは、もしフランスとアメリカが「最後の貸手」としてイギリスに十分な資金供給をおこなっていたなら、金本位制は安泰であったかもしれないと述べている。「最後の貸手の機能に関する要点の一つに、ケチってはいけない、というものがある。…もしある人が『10ドルなら貸すがそれ以上は貸さない』といったら、それは何の助けにもならない⁶⁵」。イギリスの金本位離脱に応じるように、アメリカからも金の流出が起きた⁶⁶。この金流出のために連銀は大幅な金利上昇を実施した。フリードマンとシュウォーツによれば、この金融引締めは「後にも先にもない、連邦準備史上、短期間での最も急激な上昇であった⁶⁷」。この点について議論は分かれる。アイケングリーンやテミンは金本位制度を採用していたから、連邦準備としてはこのような引締め政策を実施せざるをえなかった、と説明する。この議論は次節で詳細に検討する。

五つめに、連邦準備はマネーサプライに注目しようとはしなかった。ここに信じられないようなエピソードがある。アービング・フィッシャーが、1931年に連邦準備議長のユージン・マイヤーを訪れた時のことである⁶⁸。フィッシャーが、「要求払い預金の減少には注意する必要があります、これはやっかいな問題を引起すかもしれません」と言うと、彼は「そのデータは何と呼ぶのですか」と聞いてきたので、フィッシャーは驚いて「正式名称は、『いつでも引出し可能な個人預金』です」と答えると、彼はベルを鳴らして秘書をよんで、要求払い預金のデータが見たいから一番新しい報告書を持ってくるように命じた。すぐに、その報告書がきたので、フィッシャーは指差しながら、「いいですか、ここずっと下がり続けているでしょう」と言うと、彼は「その通りだね」と答えるだけで、それがいかに重要かと認識するまでには長い時間を要した。

六つめは連邦準備の独立性を強く意識しすぎた、ことである。連邦準備があまりにも政府からの独立性を意識したことが、積極的緩和を実施する意欲を抑えた。公開市場操作で国債を大量に購入することは連邦準備の独立性の放棄であると連邦準備は考えた。法的独立性を守るために「自由金問題」を言い訳として持ち出したとも解釈できる。自由金問題についても、もしそれが金融政策の足かせになっていると連邦準備自身が考えるならば、自ら進んで政府や議会に訴えて連邦準備法の改正もできたはずである。それをしなかったのは、このような行動をとることが、政府に依存することになると恐れたのかもしれない。しかしながら、カーギルが主張するように、そのような行動が皮肉にも結果的に政府に依存することになってしまった。1933年以降、連邦準備は物価を上げようとする、財務省の行動に対して終始受

⁶⁴ キンドルバーガー(1986) p. 154、およびホールとファークソン(1998) pp. 104-5.

⁶⁵ バーカー(2002) p. 125.

⁶⁶ 金の流出は9月16日から30日までに2億7500万ドル、10月には4億5000万ドル、M. Friedman and A. Schwartz (1966) p. 316.

⁶⁷ M. Friedman and A. Schwartz (1966) p. 317.

⁶⁸ この信じがたいエピソードは、Cargil (2001) によって初めて明らかにされた。当時はまだ、貨幣ストックという統計データは公表されていなかったということだ。フリードマンも「FRBが1929年から33年にかけてマネーサプライ統計を公表していれば、大恐慌があのような経緯をたどったとは思えない」と述べており、その統計量を最初に整備したのはM. Friedman and A. Schwartz (1966)であると理解できる。

身になったし、第二次大戦後、連邦準備は1953年まで、国債価格維持に協力を強いられた⁶⁹。

七つめの失敗は、1937年から38年にかけて起きた。銀行改革、とくに預金保険公社の設立で公衆の預金・準備率が上昇したので、貨幣ストックは増加した。また、平価切下げおよびヨーロッパからの金流入によっても貨幣ストックは増加した。銀行の準備も大きく上昇した。所要準備をはるかに超える超過準備が生まれた。1934年には8億6600万ドルであった銀行の超過準備は1936年1月には30億ドルとなり、マネタリーベースの約1/3を占めるまでになった⁷⁰。連邦準備はこの大量の超過準備は再び20年代後半のバブルをアメリカ経済に生じさせるのではないかと懸念した⁷¹。そこで、1936年8月15日、1937年3月6日、1937年5月1日の3回に分けて所要準備率を2倍にした。超過準備の減少に対して、銀行は超過準備を増やすことで対応した。銀行はまだアメリカ経済は不況から完全に脱していないことを知っていたのである。また、襲うかもしれない、銀行取付けの悪夢を思いだしていたのである。これは連邦準備の予期せぬ結果であった。銀行預金に対する準備の増加は貨幣乗数を下げ、マネーサプライを再び減少させることになった。経済は再び下降した。フリードマン＝シュウオーツは次のように述べている。「連邦準備制度は1936年8月に所要準備率の引上げという非常に粗っぽい政策を実に果敢に実施したが、この政策がどのような結果を生むかについては考えていなかった。この政策が誤りであり、まさに反対の政策こそが必要であるという認識ができなかったのである。超過準備が当時いかに重要であるかを十分認識できていなかったのだ⁷²」。

2. 債務デフレ説とクレジット・ビュー

債務デフレ (Debt-Deflation) 説はアービング・フィッシャー (1933) によって主張された。過剰債務とデフレの関係について次のように説明する。まず、物価下落は初期の段階では、一方で債務者の実質債務負担を増し、他方で債権者の実質債権を増やすという富の再分配効果を発揮するが、この効果は実体経済に対して小さな効果しかもたない。しかしながら、物価下落のショックが大きくなると、債務者は破綻に追い込まれる。債務者が破綻すると、債権者 (例えば、銀行) のバランスシートの名目資産は減少する。名目値で表示された銀行の負債 (預金) を一定とすると、資産は負債よりも小さくなるので、銀行も破産の危機に直面する。そこで、銀行は安全資産の保有、国債購入を増やすか、超過準備を積みますようになり、貸出しを減らす。さらに、銀行のバランスシートが劣化すると、預金者が預金を引出し、銀行倒産の危険を高める。したがって、過剰債務がデフレと同時に生ずる場合には、資産価値の劣化を招き、銀行の仲介機能を破壊し、経済をさらに悪化させる。このように、デフレ、名目所得の減少、債務の実質負担の増加が重なり合って債務者を破産に追い込み、総需要を減少させる。総需要の減少は物価を下落させ、債務の実質負担を増すと言う、デフレ

⁶⁹ Cargil (2001)

⁷⁰ ホールとファークソン (1998) p. 166.

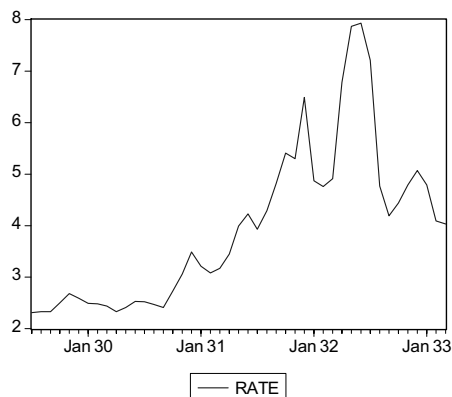
⁷¹ M. Friedman and A. Schwartz (1966) p. 523.

⁷² M. Friedman and A. Schwartz (1966) p. 526.

のスパイラルが発生することになる。

バーナンキ（1983）は、このフィッシャーの債務仮説を基にして、30年代初めのアメリカ経済を説明しようとした。彼は貨幣供給の急激な減少が大恐慌の主因であるというフリードマン＝シュウオーツの貨幣仮説を容認しながらも、あれほどの経済悪化を貨幣減少のみでは完全に説明しきれないとして⁷³、金融危機が経済に及ぼす別の経路を考えた。今日、クレジット・ビューと言われる彼の理論は、スムーズな信用仲介が成立するには、多大な情報収集と大きな市場形成が必要であり、金融市場が混乱すると貸手と借手の間の情報収集コストは上昇し、効率的な資金配分は不可能になると考える。効率的な信用仲介が機能不全に陥ると、優良でない借手（家計、農民、小企業）は信用市場から締め出される。極めて優良な借手しか銀行借出しを受入れることができず、投資をよび生産に必要な資金は得られず、総需要は減少する。このようにして生じた信用収縮が1929年－30年の不況を過去に類のない長期不況に追いやった、と考える。国債の金利や優良企業の債券金利が低かったことをもって、金融が緩和していたと考えるのは誤りである。僅かばかりの優良な借手のみが借入れることができ、大多数の借手は借入れが非常に困難になっていた。リスクの高い資産と安全な資産の金利差は1929年にはわずか2.5%であったが、1932年半ばには8%にまで拡大した。図8はBaa債の利回りと長期国債の利回りの差を示している。政府および株式会社のAaa債の利回りは低下したが、財務評価の低い企業の発行するBaa債の利回りは大きく上昇した。これらの企業は資金繰りに苦勞していたのである。

図8 Baa債の利回りと長期国債の利回りの差



(出所) Bernanke (1983) Table 1 より作成

フリードマン＝シュウオーツのマナー・ビューが銀行のバランスシートの負債側に焦点を当てるのに対して、クレジット・ビューの特徴は銀行の資産側に焦点を当てる。そこで、銀行のポートフォリオがどのようになっているか、つまり証券と貸出しがどのような割合に

⁷³ Bernanke (1983) p. 49.

なっているかが重要になる。したがって、金融政策の効果波及に対して単に金利を通じる経路だけでなく、銀行貸出しの経路が重要になり、30年代の不況期において銀行貸出しの減少が大きな役割を果たしたことが明らかになる。

チャールズ・キンドルバーガーはこの理論を援用して、もっとも厳しい信用制約を受けたのは国際商品の仲買人であった、と考える。当時、彼らはニューヨークとロンドンで取引をおこなっており、彼らは借金をして商品を仕入れていたので、借金ができなくなると商品購入ができなくなる。29年には借入れが厳しくなったので、商品購入ができず、国際商品の価格が暴落した。これが、大恐慌を引起した最初の引き金となり、債務全体の下落を生み、債務デフレを発生させた、とみる⁷⁴。ミシュキン（1978）は家計のバランスシートの悪化が消費支出に与えたマイナスの影響を分析している。1929年の株価暴落から33年までで、消費者の資産は6920億ドル減少し、その結果消費は1000億ドル以上も減少した（1996年のドルで換算して）。この間物価の下落で消費者の実質債務は20%以上も増加し、それが金融危機をさらに悪化させた。1929年から33年にかけて消費財支出は50%以上減少し、住宅支出は80%も下落したと述べている。

3. 金本位制の影響

比較的最近になって、戦間期の金本位制の仕組みとそれが大恐慌に及ぼした影響についての研究が進められた。その研究の中心となったのは、テミン（1989）とアイケングリーン（1992）である⁷⁵。彼らによれば、金本位制の下では、世界の財政、金融当局は国際的なショックに直面した際には自国の経済を内部調整にゆだね、経済を不安定にせざるを得なかった。世界は金本位制によってリンクされていたので、金平価を守り、自国通貨の切下げが認められないなら、独自の金融政策など出来るわけがないということになる。これは明らかに、フリードマン＝シュウォーツの貨幣量の減少が大恐慌の主因であり、それを怠った連邦準備に全責任があるという考えとは異なる。

金本位制の問題点は、金の流入する国と金の流出する国では貨幣量の変化に非対称性が生ずることである。「ゲームのルール」に従う限り、理論的には金が流入する国の中央銀行は国内の貨幣量を増加させることによって、物価を上昇させ、他方、赤字国では金の流出に従って貨幣量を減少させ、物価を下げると考えられる。金流出が起きている国が準備の減少を食い止めるために貨幣量を減少させることは当然であるが、問題は黒字国が金の流入を不胎化し、準備を積み増すことを選択したとしてもいかなる罰則もないことである。この意味で、

⁷⁴ Parker（1998）p.120。キンドルバーガーはつぎのように考えている。「構造的デフレと見なしうる過程が1925年から29年にかけて、一次産品経済において起こった。超過需要ではなくて超過供給があった。…超過供給は国際経済システムに一種の構造的デフレを負わせたのである。デフレはある商品から他の商品に広がって農村全体に及び、そして農村から都市に広がった」。キンドルバーガー（1982）pp.84-5。

⁷⁵ テミン（1989）は、金本位制を「ミダス王の手（The Midas Touch）」と呼んだ。ギリシャ神話に出てくる話で、ミダス王は触るものすべて金に変える能力を与えられ喜んだが、食物まで金に変えてしまい、食事もできなくなり、ついには娘まで金になってしまった。テミンはこの神話を持ち出すことによって、金本位制を皮肉ったのである。

金本位制にはつねにデフレ圧力がかかる、ということである。国際収支の赤字国と黒字国の間の非対称性は、第一次大戦前の金本位制においても存在していた。ただ、戦前期においては、イギリスが世界の中心であり、金本位制はイングランド銀行が管理、運営していたともいえる。イングランド銀行は金利を生まない金を資産として必要以上に保有することはなく、金の流出、流入がどちらにも大きく傾くことはなかった。他国の中央銀行もそのようなイングランド銀行に協調した。これに対して、20年代後半からの金本位制では、アメリカ、フランスの両中央銀行には金を蓄積することを避けるようなインセンティブは全く働かなかったのである。金本位制の下では各国中央銀行はその負債総額の40%は金によって裏づけされる必要があった。当時、どの国も金の保有額は少なく、所要準備を超える自由準備としての金保有は非常に少なかった⁷⁶。そこで、各中央銀行とも金準備が最低保有の10%を切ることを大変懸念した。そこで、赤字国は僅かの金流出に際しても、即座に貨幣供給を減少せざるを得なかった。これに対して、黒字国では金保有に上限はなく、物価を上昇させることなく金蓄積をした。また、部分準備制度の下では、金と貨幣供給の関係は1対1ではなかった。金の部分準備率が40%であったから、流出した金の2.5倍のマネーサプライが減少する仕組みになっており、デフレ圧力を強めた。

第二に、通貨準備を十分保有していない国は金の代わりに金に兌換できる外国為替を準備として保有することもできた。平価切下げが予想されると、外国為替を準備として保有している国はその保有リスクが高まる。そこで、各国が外国為替から金の保有に変更した場合には準備としての金が世界的に減少するために、世界のマネーサプライは減少することになる。これは、ちょうど国内で国民が預金から現金に貨幣保有の形態を変更すれば貨幣供給が減少するのと同じように、中央銀行がその準備を外国為替から金に変更するときには世界のマネーサプライを減少させ、デフレ圧力を強めることになる。

第三に当時の中央銀行は制度的な制約を受けており、今日のような自由な金融政策ができなかった。ヨーロッパの中央銀行は公開市場操作が禁じられていたか、もしくは厳しく制限されていた。それは政府の財政規律を強め、インフレを防止するためであった。そこで、中央銀行の政策は割引貸付であったが、その貸付も制限されており、商業銀行は容易に中央銀行からの借入れを受けることができなかった。フランス銀行 (Bank of France) は大量の金を受け入れていたが、公開市場操作が禁じられており、金本位制のルールにしたがって、貨幣量を増大させることができなかった。その結果、世界中の金はフランスに吸い寄せられた。その結果、デフレ圧力は世界中に広がった。1928年時点でフランスは世界の主要国の準備として保有する金全体の15%保有しており、29年には18%、30年には22%、31年には28%、32年には32%を保有するまでになった⁷⁷。アメリカ合衆国のシェアはこの期間40%で安定していたので、この期間に大きな金流出を経験したドイツ、イギリス、日本といった国の流出

⁷⁶ 1944年の国際連盟の統計によれば、1929年時点で、41カ国の金準備の総額は93億7800万ドルであるのに対して、超過準備は僅か21億7800万ドルでしかなかった。Bernanke and James (1991) p. 75.

⁷⁷ Bernanke and James (1991) p. 77.

した金はすべてフランスに吸収されたことになる。金の流入によってフランスのマネタリーベースは増加したが、経済成長に伴うフラン需要の方が供給よりも大きかったので、インフレどころか物価は下落したのである。フランスは他国にデフレを引起さないように、自国の貨幣供給を増し、インフレを起こすべきであったのに、フランスはそれを実行しなかったのである⁷⁸。

アメリカとフランスは増加した金を貨幣量の増加に結びつけることなく、金の増加を蓄積したので、世界各国にデフレ圧力をかけたということになる。物価を上げようとするれば、金の流出が起こるので、それを阻止するためには金利を上げるというデフレ政策を採らざるをえない。アイケングリーンは金本位制度を採用していたから、連邦準備はこのような引締め政策を実施せざるをえなかった、と説明する。彼の説明によれば、もし、アメリカが金融緩和政策を実施していれば、人びとはアメリカはいずれ金本位制を離脱するつもりであり、ドルを持ち出した方が良く考えるから金融緩和はできなかった、ということになる。アイケングリーンは、1932年の連邦準備年報を根拠にしながら、金ストックが減少し、紙幣を裏付ける金が減ったことにより金融政策は制約を受けた、つまり自由金の減少を述べている⁷⁹。

つまり、テミンやアイケングリーンによれば、多額の金準備を保有するアメリカでさえも、金本位制のもつ制約を受けざるを得ず、連邦準備は何もしなかったことが大恐慌の主要な原因であるというフリードマン＝シュウォーツの考えに強く反対する。金本位制を採用する限り、連邦準備としては倒産する銀行を見殺しにし、貨幣ストックの減少をそのまま見守らざるをえなかったのである。この点について、シュウォーツは当時アメリカは十分な金を保有しており、金本位制から離脱するであろうという懸念は全くなかったとして、次のように反論している。「1929年から1931年にかけてアメリカが金融緩和政策をする余裕がなかったなどと誰が言えるのでしょうか。たとえ、アメリカが金を失ったとしても、1932年2月には金の流出と流入の両方がありましたから、やく2億5000万ドル程度の金を失ったにすぎないことが分かっています。その月の末には、4兆ドルもの金がありました。ですから、アメリカは金本位制を離脱するかもしれないと、人びとを心配させるような脅しとは一体何なのでしょう⁸⁰」。フリードマンも大恐慌を引き起した原因として、金本位制の影響を認めるが、アメリカが金融緩和できなかった点を金本位制に求めることには反対している。「イギリスは1931年9月に金本位制から離脱し、景気が回復し始めました。すなわち、イギリスはその時点で大恐慌から抜け出したのです。もしフランスが1931年に金本位制から離脱していたな

⁷⁸ フリードマンは晩年、このフランスの影響を見逃していたことを反省している。『合衆国の貨幣史』について修正すべき点はあるかと問われて、次のように答えている。「ええ、かなりたくさんあります。強調しておきたい一つのは、その本ではうまく強調できなかったのですが、大恐慌を引き起したことについての、アメリカとその他の国の相対的な責任の重さです。フランス銀行総裁、アミール・モローの回顧録を読んで大変感銘を受けました。…あの大惨事を世界的に拡大した責任をアメリカに多く与えずして、フランスの果たした役割を過少評価していたことに気づきました。…もし、あの本を今書き直すとしたら、もう少し違った説明をするだろうということです。つまり、あの大収縮と世界的不況はフランスとアメリカの共同責任の結果である、と書くでしょう。」パーカー (2002) pp. 56-7。

⁷⁹ Eichengreen (1992) pp. 297-8.

⁸⁰ パーカー (2002) pp. 147-8.

ら、フランスも大恐慌から抜け出し、世界ははるかにましな状況になっていたでしょう。しかし、アメリカに関する限り、連邦準備がデフレ政策をとるように誘導したのは、金本位制の圧力であったという見解には賛成できません⁸¹。また、メルツァーも次のように述べている。1929年、30年、31年初めには、連邦準備は金準備に何の心配もいらなかった。事実、1931年6月までには金のストックは29年8月の15%以上も増え、他方紙幣発行の裏付けに必要な金は2%そこそこ増加しただけであった⁸²。

金準備についての解釈は異なるものの、アメリカとフランスが金融緩和をしなかったことにより、金本位制を通じて世界中にデフレ圧力が伝播した、ことは同意されている。したがって、金本位制こそが大恐慌の原因であり、金本位制を廃止することが不況克服の第一歩ということになる。そこで、金本位制をとった国とそれから早く離脱したとの国、もともと金本位制を取っていなかった国との比較研究が進められた。チョウドリ＝コーチン（1980）、アイケングリーン＝サックス（1985）、バーナンキ＝ジェームズ（1981）はこの研究をこない、金本位制をとった国では大恐慌の影響は大きく、金本位制をとらなかった、もしくは早く廃止した国では大恐慌の影響は軽微であった、という結果を得た。バーナンキ＝ジェームズ（1981）の研究を少し詳しく紹介する。彼らは金本位制の影響を見るために、24カ国を4つのグループに分類している。

グループ1. 金本位制を導入しなかったか（スペイン）、1931年以前に廃止した国（オーストラリア、ニュージーランド）

グループ2. 1931年に金本位制を廃止した国（イギリス、日本など14カ国⁸³）

グループ3. 1932年と1935年の間に金本位制を廃止した国（ルーマニア、アメリカ、イタリア、ベルギーの4カ国）

グループ4. 1936年時点なお金本位制を維持していた国（フランス、オランダ、ポーランド）

まず、デフレと金本位制の関係をみると、グループ1の国では大きなデフレが生じなかった。とくに金本位制を採用しなかったスペインはデフレの影響を全く受けなかった。1931年時点で金本位制を採用していた国では、1930年、31年で平均13%の物価下落が生じている。しかし、1931年以降、金本位制を採用した国とそうでない国とでははっきりと差がでた。金本位制を廃止した国では物価は安定し、他方、金本位制にとどまった国ではデフレが続いた。産出高と金本位制の関係についても同様の傾向が見られる。1931年に金本位制を廃止した国では金本位制を維持していた国に比べて産出高の減少は軽微であった。1932年と35年で見ると、産出高の成長率は金本位制を廃止した国はそうでない国に比べて、年平均で7%高くな

⁸¹ パーカー（2002）p. 58.

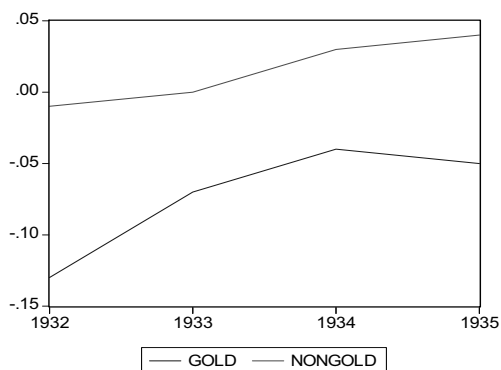
⁸² Meltzer（2005）p. 275.

⁸³ 日本は浜口雄幸首相と井上準之助蔵相の両コンビの下で厳しい緊縮財政をとり、悲願であった金本位制に復帰した。新平価は旧平価に比べ10%高かった。1ドル＝金1.504656g＝2円、1ポンド＝金7.3225049g＝9.8円であった。しかしながら、折からの不況と継続不可能という投機家の思惑から解禁と同時に金兌換が殺到し、借金までして積み上げた金準備の多くをあっという間に失った。

った。

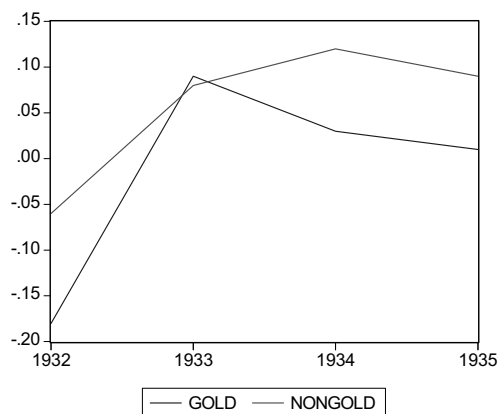
図9および図10は物価上昇率の動向および生産高の変動を金本位制の国とそうでない国で比較したものである。金本位制を採用していない国、廃止した国ではデフレ脱却が早くその分景気回復が早かったことが分かる。図11および図12は貨幣ストックの増加を比較したものである。M1、M2ともに、金本位制を廃止した国ほどその増加が大きかったことがわかる。図13は実質賃金の変化を示したものであるが、金本位制をとっている国では実質賃金は高く景気回復の足を引っ張っていることが理解できる。

図9 物価上昇率（卸売り物価）



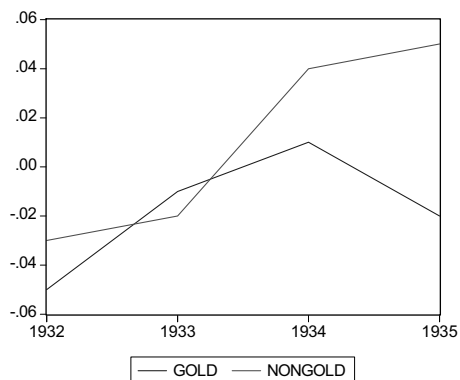
(出所) Bernanke and James (1991) Table 4 より作成

図10 工業生産指数（増加率）



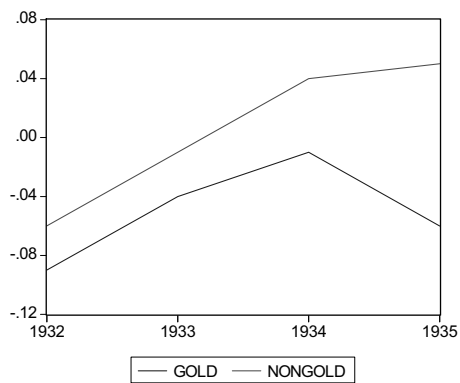
(出所) Bernanke and James (1991) Table 4 より作成

図11 貨幣ストックの増加率 (M2)



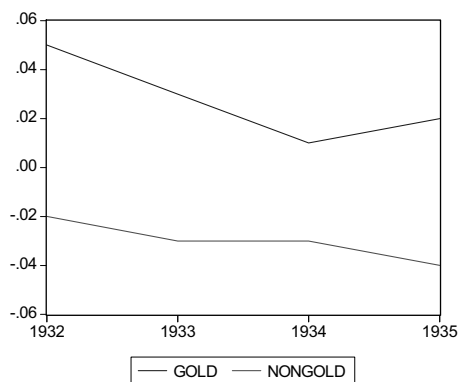
(出所) Bernanke and James (1991) Table 3 より作成

図12 貨幣ストックの増加率 (M1)



(出所) Bernanke and James (1991) Table 3 より作成

図13 実質賃金の変化



(出所) Bernanke and James (1991) Table 5 より作成

むすび

これまで、大恐慌をめぐる議論は数多くなされてきた。しかしながら、その議論もほぼ出尽くしたように思われる。そこで、本稿ではこれまでの主要な議論を整理し、結局大恐慌はなぜ起きたのかを明らかにしようとした。貨幣ストックの減少、デフレによる銀行貸出しの減少、金本位制の足かせ、この3つが一緒になって1929年のアメリカ株価暴落を世界大恐慌にまで発展させたというのが結論である。消費の急減、住宅建設の落込み、スムート・ホーリー関税法の影響、フーバーの増税など、実態経済のショックをその要因とする見方も存在する。しかし、それは大恐慌を促進した要因ではあったかもしれないが、大恐慌そのものを引起した要因ではないとして本稿では取り上げなかった。

29年の株価暴落はその後の不況と直接関係するものではない。その後の連邦準備の政策対応が不適切であったため、それが深刻な銀行倒産⁸⁴を招き、貨幣ストックを著しく減少させた。貨幣ストックの急激な減少は物価下落と大きな景気悪化を招いた。金融システムの崩壊は預金引出しを促し、貨幣ストックの減少に拍車をかけた。このアメリカの不況は当時のリーダーシップを欠いた中で金本位制度を通じて、世界各国に伝播した、というのが正しい理解であろう。ただ、本稿でも見たように、連邦準備に金融を緩和しなかった責任があるかどうかは議論すべき点として残っている。

しかし、フリードマンとシュウォーツの言うように、「1929-33年の収縮の時期に、準備制度はいつでもマネーサプライの減少を止め、それを望ましい水準にまで増加させるさまざまな政策をとることができたはずである。それはなにも新しい過激な政策をとることではなかった。それは、連邦準備が初期のころ用いていた政策であり、1930年末から始まった銀行危機のようなものが発生した場合に用いるべしと、連邦準備の創設者たちがはっきりと考えていた政策である⁸⁵」。金本位制について言えば、その平価は絶対に変更不可能なものではなく、経済状況に応じて変更は可能である。事実、1934年には金1オンスの価格を20.67ドルから35.00ドルへと引き上げられている。当時のフーバー大統領の連邦準備に対する不満「理事会の大多数は私の提案をいずれも拒否した・・・、私は連邦準備というのは困った時に国民が頼ることのできない脆弱な1本の葦でしかないと思わざるをえない⁸⁶」を見れば、当時の連邦準備には大きな問題があったと考えざるを得ない。また、メルツァーも最近の著書において、とくに32年から33年の最大の不況について、政府、連邦準備の無策ぶりを厳しく批判している。「バジェットは国内での預金引出し、国外への資金流失が生じた場合には高い金利で思い切って貸出しをふやすべきというアドバイスを残している。しかし、連邦準

⁸⁴ 大きくてその知名度の高かった「ユナイテッド・ステート銀行 (Bank of the United States)」(その名前のゆえに政府系金融機関と勘違いした人が多く実力以上に預金を集めていた)が1930年12月11日に倒産したことが(倒産させたことが)、その後の銀行取付けおよび金融危機(第一次)の引き金になった。M.Friedman and A.Schwartz (1966) pp. 309-11.

⁸⁵ M.Friedman and A. Schwartz (1966) p. 526.

⁸⁶ Hoover (1952) pp. 211-2.

備はこのアドバイスを無視し続けた。ルーズベルトは当選から大統領就任までの4ヶ月間連邦準備をなんとか活性化し同政権と協調関係を作ろうとしたが、うまく行かなかった。危機の中で、レイムダックのフーバー政権、連邦準備の無策、ルーズベルトの沈黙が金融システムを完全に崩壊させた⁸⁷」。この不況がアメリカ国内のみならず、世界各国の人びとに多大の経済的困難を強いたことを考えれば、政府及び連邦準備の政策担当者としての責任は非常に大きいと言わざるをえない。

参考文献

- Allen, Frederic Lewis (1931), *Only Yesterday — A Informal History of the Nineteen Twenties*, New York, Harper and Brothers. (藤久ミネ訳『オンリーイエスタデー』筑摩書房, 1986年)
- Burg, David F. (2005), *The Great Depression*, Facts On File, Inc., New York.
- Bernanke, Ben S. (2000), *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press, New Jersey.
- Bernanke, Ben S. (1995), “The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach,” *Journal of Money, Credit, and Banking* 27, February.
- 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*, University of Chicago Press, Chicago and London, 1991.
- Bernanke, Ben S. (2002), *On Milton Friedman’s Ninetieth Birthday*, (高橋洋一訳『リフレと金融政策』日本経済新聞社、2004年)
- Butler, Eamonn (1985), *Milton Friedman: A Guide to His Economic Thought*, Gower Publishing. (宮川重義訳『フィリドマンの経済学と思想』多賀出版, 1989年)
- Cargill, Thomas F. (2001), “Monetary Policy, Deflation, and Economic History: Lessons for the Bank of Japan,” *Monetary and Economic Studies*, Vol. 19, No.S-1.
- Cecchetti, Stephen G. (1998), Understanding the Great Depression: Lessons for Current Policy, in M. Wheeler (1998).
- Chancellor, Edward (1999), *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation*, (山岡洋一訳『バブルの歴史』日経BP社, 2000年)
- Choudri, E.U. and L.A. Kouchin (1980), “The Exchange Rate and the International Transmission of Business Cycle Disturbances,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, November.
- Christiano, Lawrence J. et al. (2004), *The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis*, NBER Working Paper 10225.
- Eichengreen, Barry and Jeffrey Sachs (1985), “Exchange Rates and Economic Recovery in the

⁸⁷ Meltzer (2005) p. 381.

- 1930s,” *Journal of Economic History*, December 45, 925-46.
- Eichengreen, Barry (1992), *Golden Fetters: the Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. New York, Oxford University Press.
- Ebenstein, Lanny (2007), *Milton Friedman: A Biography*, Palgrave, Macmillan. (大野一訳『最強の経済学者ミルトン・フリードマン』日経 BP 社, 2008年)
- Fackler, James S. (1998), “Propagation of the Depression; Theories and Evidence,” in Mark Wheeler (1998)
- Fisher, Irving (1933), “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions,” *Econometrica* 1, Oct. 337-57.
- Friedman, M. and A.J. Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, New Jersey.
- Friedman, M. (1969), *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Aldine, Chicago.
- Galbraith, John Kenneth (1954), *The Great Crash 1929*, Boston, Houghton Mifflin. (村井章子訳『大恐慌1929』日経 BP 社, 2007年)
- Gordon, Robert J. (1986), *The American Business Cycle: Continuity and Change*, University of Chicago, Chicago.
- Hall, Thomas E and J. David Ferguson (1998), *The Great Depression: An International Disaster of Perverse Economic Policies*, University of Michigan. (宮川重義訳『大恐慌：経済政策の誤りが引起した世界的な災厄』多賀出版, 2000年)
- Hamilton, James D. (1987), “Monetary Factors in the Great Depression,” *Journal of Monetary Economics* 19, 145-69.
- 原田泰 (2004), 『デフレはなぜ怖いのか』文春新書407.
- Hafer, R.W. and David C. Wheelock (2001), “The Rise and Fall of a Policy Rule: Monetarism at the St. Louis Fed, 1968-1986,” *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, January/February, 1-24.
- Hetzer, Robert L. (2007), “The contributions of Milton Friedman to Economics,” *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, Volume 93, Number 1, Winter, 2007.
- Hetzer, Robert L. (2008), *The Monetary Policy of the Federal Reserve: A History*, Cambridge University press, New York.
- Hoover, Herbert (1952), *The Memories of Herbert Hoover: The Great Depression, 1929-1941*, New York, Macmillan.
- Hoover, Kevin D. (2004), *Milton Friedman's Stance: The Methodology of Causal Realism*, Working Paper #06-6, University of California, Davis.
- Kindleberger, Charles P. (1973), *The World in Depression, 1929-1939*, University of California Press, Berkeley. (石崎明彦, 木村一郎訳『大不況の世界, 1929-1939』東京大学出版会, 1982年)

- Kindleberger, Charles P. (1989), *Maniacs, Panics and Crashes*, Basic Books, Inc, New York. (吉野俊彦, 八木甫訳 『熱狂、恐慌、崩壊—金融恐慌の歴史』 日本経済新聞社, 2004年)
- Mayer, T.(1978), “Consumption in the Great Depression,” *Journal of Political Economy*, February.
- Meltzer, Allan (2003), *A History of the Federal Reserve System*, Vol.1, 1913-1951. The University of Chicago press, Chicago, London.
- Meyer, Laurence H. (2001), “Does Money Matter?,” *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, September/October, 1-15.
- Mishkin, Frederic S. (1978), “The Household Balance Sheet and the Great Depression,” *Journal of Economic History* 38, 918-937.
- Mishkin, Frederic S. (2007), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 8th ed., Pearson, Addison Wesley.
- Miyagawa, Shigeyoshi, Y. Morita, and Y. Sawada (2007), *The Role of Central Bank in the Recession in the Case of Japan’s Recession*, Working Paper No.17, Aboa Center for Economics, Economic School of Turku, Finland.
- Parker, Randall E. (2002), *Reflections on the Great Depression*, Edward Elgar. (宮川重義訳 『大恐慌を見た経済学者11人はどう生きたか』 中央経済社, 2005年)
- Romer, Christina D. (1993) *The Great Crash and the Onset of the Great Depression*, Working Paper 2639, National Bureau of Economic Research, June.
- Romer, Christina D. (1993), “The Nation in Depression,” *Journal of Economic Perspectives* 7, Spring, 19-40.
- Shales, Amity (2007), *The Forgotten Man: A New History of the Great Depression* (田村勝省訳 『アメリカ大恐慌』 NTT 出版, 2008年)
- Schwartz, Anna J. (1981), “Understanding 1929-1933,” in *The Great Depression Revised*, Karl Brunner, ed. Boston, Martinus Nijhoff.
- Temin, P. (1976), *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, New York, W.W. Norton.
- Temin, P. (1989), *Lessons From the Great Depression*, Cambridge, MA, MIT Press. (猪木武徳他訳 『大恐慌の教訓』 東洋経済新報社, 1994年)
- Wheeler, Mark (1998), *The Economics of the Great Depression*, W.E. Upjohn Institute for Employment Research Kalamazoo, Michigan.