

研究ノート

Milton Friedman and Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, から今学ぶこと。

——同書出版 50 周年を記念して——

京都学園大学 経済学部  
宮川 重義

要 旨

今年、*A Monetary History of the United States, 1867-1960* が出版されて丁度、50 年になる。同書は出版以来幾多の議論を呼んだが、その価値は現在もなお減じることではない。とくに、2008 年のリーマンショックを契機に生じた世界同時不況の中で、中央銀行はいかにあるべきかが問われ、同書に対する評価は再び高まっている。経済学は自然科学と異なり、管理実験はできない。しかし、歴史的事実を丹念に調べれば、自然実験となる。同書は自然実験を叙述的アプローチによって見事に成功させている。同書が何をどのように明らかにしたかを再確認し、今後のマクロ経済政策の指針を明らかにするのが、本稿の目的である。

キーワード：マネーストック、自然実験、叙述的アプローチ

はじめに

今年、Milton Friedman and Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, が刊行されて、丁度 50 年になる。刊行後は多くの議論を引き起こしたが、その価値は今も減じておらず、今日のマクロ経済政策を考える上で貴重な指針を与えてくれる。まさに、本書は経済学研究の聖杯であろう。もっとも権威あるとされる、アメリカ経済学会発行の機関誌、*American Economic Review* 2013 年、第 3 号も特別のページを割いて、その特集論文に充てている。Robert Lucas は、本書を John Maynard, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, 1936 および、Don Patinkin, *Money, Interest, and Prices*, 1963 と並ぶ経済学史上もっとも重要な文献として取り上げ、「私が花見見物以外の目的でワシントンに行くとき

には必ず携帯する<sup>1)</sup>とまで述べている。本稿では、*AER* (2013)に掲載された、C. ローマ (Christina D. Romer) らの特集論文にも言及しながら、フリードマンとシュウォーツによる同書の再評価を試みたい。

筆者が1980年代初めに、初めてアメリカの大学を訪れた時、カリフォルニア大学デービス校の図書館の教員指定参考書の棚に reserve book として同書が10冊も置いてあったのを今も鮮明に覚えている。いずれの本も手垢にまみれひどく傷んでいたのが印象的であった。それほどに学生たちに読まれていたのである。当時は、マネタリズム、マークIIとしての「合理的期待論」が大いに注目されていた時期であったが、「合衆国の貨幣史」は重要な参考文献として学生に教えられていたのである。

本書はもともと、アメリカ最大の経済研究所である、全米経済研究所 (*National Bureau of Economic Research*, 略称 NBER)<sup>2)</sup>で始められた「貨幣と景気循環」に関する研究プロジェクトが基になっている。この関係の両者の著書は、*Monetary Statistics of the United States* (1970) と *Monetary Trends in the United States and United Kingdom* (1982) がある。また他に、両者による論文“Money and Business Cycles,” *Review of Economics and Statistics*, 1963、およびマネタリスでフリードマンの弟子でもあるケイガン (Phillip Cagan) の著作、*Determinants and Effects of Changes in the stock of Money* 1965 がある。

同書はその出版以降、さまざまな形で賛否両論を浴びてきたが、現在、アメリカ連邦準備理事会議長であるベン・バーナンキ (Ben Bernake) が連銀の理事であった、2002年にフリードマンの90歳の誕生日パーティに出席して祝辞の最後に以下のように述べている。「この祝辞を終えるにあたり、連邦準備の公式代表として、少し地位の乱用になるかもしれませんが、ミルトンとアンナに申し上げたい。それは大恐慌についてであります。あなた方は正しい。大恐慌を引き起こしたのは私たちであり、大変申し訳なく思っています。しかし、あなた方お2人のおかげで、私たちは2度と同じ過ちをおかしません。(Let me end my talk by abusing slightly my status as an official representative of the Federal Reserve. I would like to say to Milton and Anna: Regarding the Great Depression. You're right, we did it. We're very sorry. But thanks to you, we won't do it again.)<sup>3)</sup>

本稿では、同書はなぜそこまで高く評価されるのか、また同書に対する批判、問題点はどのように解決できるのかを整理し、マクロ経済分析、とくに金融政策についての今後の指針としたい。まず、同書の方法論から分析する。

<sup>1)</sup> Lucas (1995) p.5.

<sup>2)</sup> 全米経済研究所 (NBER) は、1920年ミッチェル (Wesley Clair Mitchell) によって創設され、以来実証分析に重点を置くアメリカ最大の研究所である。アメリカの著名な経済学者を数多く輩出しており、シュウォーツも昨年98才で亡くなるまで、この研究所で研究を続けた。

<sup>3)</sup> At the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago, Chicago, Illinois, November 8, 2002.

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

## 1. 方法論と分析手法

フリードマンはもともと数学者をこころざしており、つねに数学者としての立場から経済学に取り組んできた<sup>4</sup>。したがって、彼の眼は常に数学者のそれであり、経済学者の目的は自然科学者の目的と同様に、未来に起こることを予測し、また過去に起きたことを容易に説明できるように、新たな理論および仮説を打ち立てることだと考えている。そして、このような理論や仮説の予測は、事実によってのみ立証される。その意味において、経済学は自然科学と同様に客観的な科学である。ただ、自然科学者は実験で温度、圧力といった自然条件を変えることができるので、自分の理論をすぐに検証することができるが、経済学者は残念ながらこのような「管理実験」をおこなうのはまず不可能である。それは一つには経済状況は二度と全く同じ条件で繰り返されることはないし、また一つには実験のために経済要素を操作することは、倫理的にも実際的にも不可能であるからだ。ただ、それが経済学の弱点であるとは考えない。経験的証拠は豊富であり、管理実験ができないからという言い訳にはならない。ただ、経験的証拠は複雑であり、またその収集には多大の労力を要する<sup>5</sup>。彼はこのような方法論の下に、貨幣と名目産出の関係を明らかにすることにその生涯をかけた。その最大の成果が、1世紀にわたる貨幣と経済変数の関係を詳細に明らかにした本書である。

同書は、Appendix を除いても 700 ページにおよぶ大著である。1章の Introduction から始まり各章では 1867 年から 1960 年まで年代順に、それぞれ貨幣的要因と実体経済関係の関係を明らかにし、13章の Summary まで続く。マクロ経済分析では、何が因で何が果かを明らかにすることが最も重要である。いわゆる識別問題 (identification problem) である。計量経済学の分野では、シムズ (Christopher A. Sims) によるシムズテストを嚆矢として、統計的手法により識別問題にたいする挑戦は行われている。しかし、その成果は必ずしも完全とは言えないのが現状である。同書の特徴は、統計的数学モデルを用いることなく、叙事的アプローチ (narrative approach) により、自然実験 (natural experiment) をおこなったことである。本書には最後の Appendix に出てくる貨幣乗数式を除くと、一切の数学的表現は用いられていない。同書は、まず過去の膨大な資料の中からデータを抽出、作成するという作業から始め、その作成したデータをグラフ上にプロットする。もっとも重要なグラフは各種の貨幣ストックを表した、Chart 1 (p.4) と、貨幣ストックと物価、産出の時系列を示した Chart 62 (p.684) であろう。フリードマンはそこから、何故貨幣ストックが変化し、その結果物価と産出がどのように変化したかを、その時々連邦準備制度の資料、記録を詳細に検討し、当時の政治的、経済的指導者の発言、行動を明らかにしながら、識別問題に取り組んでいる。そこでは、歴史的出来事が重要となる。とくに4つの出来事が取り上げられる。1920年前半の公定歩合

<sup>4</sup> フリードマンは大学時代に数学を勉強しており、卒業時にシカゴ大学から経済学で、ブラウン大学から数学で、それぞれ奨学金のオファーを受けた。数学を目指すべきか、それとも経済学か、大いに迷ったようであったが、当時はまさに大恐慌の最中でありその解明に挑戦しようとして、経済学を選択したとのことである。Parker (2002) p.42 (邦訳 p.50)。

<sup>5</sup> フリードマンの方法論については、M.Friedman (1953) に詳しい。

引上げ、1931年10月の公定歩合引上げ、1936-37年の所要準備の引上げ、1929-31年の貨幣増加の失敗である。

本書の愁眉は第7章の Great Construction (pp.299-419) である<sup>6</sup>。そこでは、1929年のニューヨーク株価暴落から始まる不況が、どのようにして、世界大恐慌にまで拡大したかがきわめて詳細に分析している。以下では、とくにこの章に焦点を当てながら、フリードマンの叙述的アプローチ、大恐慌の教訓、を再確認しつつ、同書から今学ぶべきことを明らかにする。

## 2. 同書が明らかにした事

彼らが大恐慌の原因として明らかにしたのは、経済を安定させる目的で設立されたアメリカの中央銀行、連邦準備制度が十分機能せず、逆に不況を煽ることになったということである。当時のアメリカ準備制度は設立間もないこともあり、ニューヨーク連邦準備銀行総裁ベンジャミン・ストロング (Benjamin Strong) を中心に運営されていた。しかし、かれは大恐慌の直前の1928年に肺結核で亡くなる。その後、連邦準備制度の運営が上手くいかなかった、その時に、アメリカで株価暴落が起きた。株式市場が崩壊し、市場は流動性を求めて混乱している時に、中央銀行は適切な金融緩和を実施しなかった。これが、後に世界大恐慌に発展する原因となった。以下、詳細に同書の分析を説明する。

### 2.1 連銀制度の政治設計の問題

1929年10月のニューヨーク株式市場の崩壊の後、市場経済は混乱することもなく、金融危機も起きなかった。それは、ストロングの後継者としてニューヨーク連邦準備銀行総裁に就いた、ジョージ・ハリソン (George Harrison) が、巧みな金融政策を実施したからであった。具体的には株価が急落したその週に、民間銀行に1億3000万ドルの新たな融資を実行し、また1億6000万ドルの政府債の買いオペを実施した。この点について、フリードマンとシュウォーツは次のように高く評価している。「ニューヨーク連邦準備銀行のとった行動は、時宜を得た、効果的なものであった。株式市場の暴落にもかかわらず、過去の市場危機時のように金融市場の利子率が暴騰することもなく、銀行信認も間接的影響を受けなかった。担保貸付がかなりの割合で回収不能になっていたら、銀行信認には悪影響が及んだことだろう」(AMH132、『貨幣史』339<sup>7</sup>)。

ニューヨーク連銀の努力が功を奏し、マネーストックも1929年12月から1930年10月までほとんど減少することなく、一定の水準を保っていた。同書はつぎのように述べる。「1929年12月から1930年10月まで、緩やかな減少傾向にあったが、ほぼ安定していた。貨幣ストックは1930年10月には、1929年11月とほぼ同水準にあり、1929年12月末の水準よりほぼ2%少なくなっていた程度であった」(AMH 340、『貨幣史』134)。

<sup>6</sup> 第7章は、2009年に日経BP社のクラシックシリーズとして翻訳出版された。久保恵美子訳『大収縮1929-1933、「米  
国金融史」第7章』日経BP社、2009年。

<sup>7</sup> 同書からの引用ページを示す。AMHが原書、『貨幣史』が邦訳のページをそれぞれ示す。

では、何故それ以降マネーストックは減少を続けたのか。それは、アメリカ連邦準備の内部で権力闘争が起き、金融政策について統一の見解が出せなかったことにある、と同書は見る。株価暴落後、ニューヨーク連銀の総裁ジョージ・ハリソンは積極的な金融緩和を試みたが、その政策は他の連銀からは冷ややかな目で見られた。「(ニューヨーク連銀の単独の買いオペについて、) 連邦準備局(Federal Reserve Board)のメンバーは、ニューヨーク連銀が事前に同局の認可を求めなかったことを、反抗的な一撃だとみなした」(AMH 364、『貨幣史』196)。

「株式市場の暴落の週に、ニューヨーク連銀の買いオペに関する他の連銀からの問い合わせに対し、ハリソンは11月27日に全連銀総裁宛の長い手紙を書き、当時のニューヨーク連銀の状況を述べ、ニューヨークのとった行動の理由を説明するとともに、その正当性を主張した。一部の連銀総裁は、この行動を支持し、買いオペに参加する意思を示したが、他の総裁はニューヨーク連銀の行動を、「自然な企業破産」を遅延させるにすぎず、したがって経済の回復を遅らせるものだと批判した」(AMH 367、『貨幣史』202)。そして、経済が悪化する中、公開市場委員会(Open Market Investment Committee)は1930年の公式会合で、「現時点では、連邦政府証券をさらに、買い入れる理由はないと結論した」(AMH 368、『貨幣史』206)。

その後もニューヨーク連銀は必死の金融緩和を試みるが、それはことごとく他の連銀からは反対されて実施に及ぶことはできない。このようにニューヨーク連銀がこれまでのようにリーダーシップを取れないことにたいして、ニューヨーク連銀は次の3つの選択肢を考える。「1. 自行の意見が最後には優勢になると期待して、さらなる行動は起こさず、そのまま状況を受け入れる。2. 公開市場政策会議から脱退し、連邦準備局の承認をえられ、または承認は必要ないとの前提で、連邦政府証券を自行の勘定で買い入れる。3. 周囲を説得する活動始める」(AMH 369、『貨幣史』208)。結局、ニューヨーク連銀は第三の案を選択し、1970年7月に全連銀総裁に長い手紙を書き、説得に努める。その手紙の内容は、「政府証券の公開市場操作が、すみやかな景気回復を自動的に促す確実な保証はないが、このような政策から明らかかな害が生じるとは予測されず、また現在の不況がきわめて深刻であることから、景気回復を促す、あらゆる実行可能な手段をとることが正当化されると、われわれは考えている」(AMH 370、『貨幣史』210)。

しかしながら、ハリソンの必死の説得にもかかわらず、他の連銀の反応は冷ややかであった。シカゴ連銀総裁、ジェームズ・マクドウガル(James McDougal)は、「市場には資金は豊富にある、…必要のないときに市場に準備金を投入するのではなく、需要が将来生じたときに、対応する準備を整える政策をとるべきである。別の投機が起きやすくなるおそれがある」(AMH 371、『貨幣史』212)と、金融の中心都市としてニューヨークについて重要な位置を占めるシカゴ連銀からの反対は大きな影響力を持っていた。サンフランシスコ連銀総裁のジョン・U・コーキンズ(John U. Calkins)も「低金利で多額の信用供与がなされているのだから、当行としてはその金利をさらに下げ、貸付額を増やすことによって、経済活動の回復が促進されるとは考えられない」(AMH 372、『貨幣史』213)として、反対。ダラス連銀総裁リン・P・タレー(Lynn P. Talley)は、「人為的な手段によって経済の動向に強く干渉し、その時点では

不合理だと考えられる事態から抜け出せる状況をつくり出すことを容認する意図はない」と返事した (AMH 372、214)。ミネアポリス連銀総裁、W・B・ジーリー(W. B. Geery) は「消費拡大効果をもたらす融資を容易にしようとすると、一層の過剰生産につながる融資も誘発される危険性がある」(AMH 372、『貨幣史』215) とし、フィラデルフィア連銀総裁、ジョージ・W・ノリス (George W. Norris) は、「現在一般化している異常に低い金利を、さらに下落させようとするのは、無益・無謀である」(AMH 372、『貨幣史』215) と回答している。

このような地区連銀総裁の金融緩和に対する反論について、フリードマンとシュウォーツは金融に対する知識の欠如からくるものである、として次のように述べている。「ニューヨーク連銀と他の大半の連銀とのあいだに、驚くべき差があることを思い知らされる。長年にわたり、米国の中心的な金融市場での金融政策の遂行に、最大の責任を直接負ってきたことや、世界の他の主要金融市場で同様の立場にあった人びととの長年の協力を通じて、ニューヨーク連銀の専門職、幹部、取締役らは、金融的な関係性を深く理解し、金融政策の影響を敏感に察知できるようになった。こうした特質は、他の大半の連銀や連邦準備局には明らかに欠落していた。他の連銀は必然的に、その準備区の地域的な問題を最優先に考えていた。連邦準備局は、政策の実施全般においては小さな役割しか担っておらず、重要な機能は果たしていなかった」(AMH 374、『貨幣史』218)。

1932年になって、やっと連邦準備制度は大幅な金融緩和に踏み切ったが、フリードマンとシュウォーツは次のように述べている。「1930年秋にストロングがまだ存命で、ニューヨーク連銀のトップを務めていたら、彼はおそらく、来るべき流動性危機がどんなものかを理解していただろう。そして、経験と確信をもって、積極的で適切な危機回避政策をとる準備を進め、その強い立場を用いて、連邦準備制度を自分と同じ方向へ歩ませることができたであろう。金融政策に即効性は期待できないことを知っていたストロングなら、経済活動の衰退が一時的に続いても、金融緩和を先送りすることはしなかったはずだ」(AMH 412-13、『貨幣史』307)。「ストロングの死去によって、連邦準備内では、進取的精神の核となる存在も、受け入れられるリーダーシップも消滅した。連邦準備局は、ニューヨーク連銀はその役割をもう果たすべきでないと決意していた」(AMH 414、『貨幣史』308)。

公開市場操作を決める、公開市場投資委員会 (Open Market Investment Committee) はニューヨーク、ボストン、シカゴ、クリーブランド、フィラデルフィア、の5行の連銀総裁から成っていたが、1930年からは公開市場政策会議 (Open Market Policy Conference) が結成されて、そのメンバーは12人の全連銀総裁から構成されることになった (AMH 368、『貨幣史』206)。ニューヨーク連銀以外の各連銀は、公開市場投資委員会の拡大を通じて、権力の拡散に成功した (AMH 414、『貨幣史』310)。そして、彼らはストロングが総裁だったころの5人のようにニューヨーク連銀の意思に従う必要はなくなったのである。

ストロングの後継者、ハリソンは、「自己の方針を受け入れさせるに足る、連邦準備制度内部での立場や、外部での威信、個人的な力のいずれも持ち合わせていなかった。彼の提案は、他の連銀総裁らによって何度も否決された」(AMH 415、『貨幣史』311)。では、連邦準備局

はどのような存在であったのか。「連邦準備局内で、積極性にあふれ、情報によく通じた知的な人物が主導権を握り、ハリソンとともに一部の連銀の抵抗を封じ込めていたら、ニューヨーク連銀から他の連銀に権力が移ったとしても、それは決定的な出来事にはならなかっただろう。しかし、同局には、リーダーシップをとる伝統がなかった。1920年代を通じて、同局が連邦準備制度の政策決定に主要な役割を果たしたことはなく、むしろ監督・評価期間としての活動が主だった」(AMH 416、『貨幣史』314)。

「ニューヨーク連銀は過去から一貫して、国際的な金融関係に対して主要な責任を負っていた。イングランド銀行やフランス銀行などの他国の中央銀行は、つねにニューヨーク連銀を同等の立場の銀行とみなし、交渉や協議の相手としていた。連邦準備局はつねに情報を提供され、意思決定の過程で意見を求められ、最終的な行動の前にそれを承認する立場にあったが、政策形成に大きな影響力を及ぼしたことはなかった。これはニューヨーク連銀のストロング総裁が存命中の慣行であり、その後もこの状況は続いていた」(AMH 380-81、『貨幣史』232)。

「銀行休日前の最後の2ヵ月間には、連邦準備制度の政策と呼べるものは何もなかった。同制度は自信を喪失し、銀行はそれぞれの判断で営業していた。あらゆる主体を通じて全般的なパニックの雰囲気が生じ、これは金融界や地域全体に広がっていった。独立的な中央銀行制度が市場に提供するはずのリーダーシップや、政治や利益追求がもたらす圧力に一樣に抵抗する力、市場全体の動きに逆行する力などの創出は、広範な権限をもつ準政府的な組織の設立を正当化する理由だが、これらは失われていたために、かえって目立つようになっていた」(AMH 391、『貨幣史』254)。

このように、連邦準備制度は不況が深刻化するなか、全くの機能不全に陥っていたのである。

## 2.2 1931年9月のイギリスの金本位制離脱後の対応

1931年の分析も重要である。不況が続く中、連邦準備は金融引締めに転じるのである。同書はつぎのように、当時の状況を説明する。

9月21日にイギリスが金本位制からの離脱決意をすると、米国も同じ行動をとると見た他国の中央銀行や民間投資家はドルと金の兌換をおこなった。とくに、フランスは「米国の金本位制を維持する能力や意思について、きわめて大きな懸念を示した。これが、フランスの預金残高が特別に大きく変動した理由である。実際、1931年10月にはフランスの預金残高はまだ引き出されていなかったものの、32年の春になるとほぼ全額が引き出された」(AMH 398、『貨幣史』272)。そして、「米国の金ストックは、9月16日から30日までに2億7500万ドル減少し、9月30日から10月末までにさらに4億5000万ドル減少した。この減少によって、過去2年間の金の純流入額はおよそ相殺され、金ストックは1929年の平均的な水準に戻った」(AMH 316、『貨幣史』86)。また、国内では同時に銀行から現金流出が続いた。これに対して、連邦準備はまず、金の対外流出を抑えるために、金融引締めを実施した。「ニュー

ヨーク連銀は、公定歩合を10月9日に2.5%、10月16日には3.5パーセントまで引き上げたが、短期間にこれほど大きく公定歩合が上昇したことは、連邦準備制度の歴史上、後にも先にもない」(AMH 317、『貨幣史』88)。

ここで、同書はバジヨットの忠告を取り上げる。バジヨット(Walter Bagehot)はその著『ロンバード街』(*Lombard Street*)で、銀行準備の国内外への流出が生じた場合の対処として、金利を上げることによって、海外への準備流出を抑えると共に国内的には自由貸付の実施を提唱した。同書は当時の連邦準備はこのバジヨットの忠告に従わなかったことの問題点を指摘する。銀行準備の海外流出が続く中、連邦準備は公定歩合を上げて金の海外流出を抑えたものの、国内の銀行に対しては自由貸付を実施しなかった。つまり、連銀はバジヨットの忠告の半分は守ったが、もう半分は守らなかったのである。その結果、「10月だけで522の商業銀行が営業を停止し、その次の3か月でさらに875行が営業を停止に至った。合計すると、1931年8月から32年1月までの半年間で、1860行(総預金量14億4900万ドル)が営業を停止した」(AMH 317、『貨幣史』88)。マネーストックは大きく減少することになる。「現金通貨の増大は、預金量の減少がマネーストックに及ぼした影響の一部を相殺したものの、その相殺効果はわずかだった。1931年8月～32年1月にかけて、マネーストックの減少率は12%、年率で31%に及んだ。月次データが入手できる53年間、およびマネーストックについて連続的なデータが入手できる93年間をみても、比較可能な時期におけるMの減少率は、この数字よりもはるかに小さい」(AMH 317-18、『貨幣史』88-89)。

このような事態はどうすれば避けられたか。バジヨットの忠告をすなおに守り、積極的な買いオペを実施すべきであった。「しかし、残念ながら、買いオペは実施されなかった。連邦準備制度の政府証券保有高は、9月中旬～10月末までの6週間で、実際は1500万ドル減少しており、10月末から12月中旬までは横ばいであった…この結果、銀行準備は、国外への金流出と国内の通貨需要という2方向からの力によって減少した」(AMH 318、『貨幣史』90)。明らかに、連邦準備制度の誤った金融政策が不況をさらに深刻なものにしたのである。

### 3. 同書が残した2つの問題点

#### 3.1 問題点1: 金利の低下をどう説明するか。

図1から図5は大恐慌期の金利および各種貨幣量の推移を示したものである。図1と図2は短期、長期それぞれの金利の推移を示しているが、1931年10月の公定歩合引上げ後の一時的な金利上昇を除けば、大恐慌中金利は長期、短期ともに一貫して低下傾向にあることが見て取れる。この低下を根拠に、テミン(Peter Temin, 1976)は、強力に同書の批判を展開する。テミンによれば、金利の低下は支出の減少によるもの、つまりIS曲線が左にシフトしたことによって説明できる。株式市場の崩壊による支出の減少、また輸出の停滞が、産出と金利



を共に低下させたことになる。マネーストックの減少と産出は関係ないことになる<sup>8</sup>。また、大恐慌の初期の段階では、名目貨幣量は減少しているものの、物価の低下が大きいために、実質マネーストックは若干ではあるが、増加している。

この点について、ローマとローマ(2013a) は、デフレ期待が高まったことにより、実質金利が上昇し、投資が減少、その結果  $IS$  曲線は左にシフトした。したがって、縦軸に名目金利をとり、横軸に産出高をとった  $IS-LM$  図表では名目金利が下がり、産出が減少したことになる<sup>9</sup>。では、このデフレ期待がどのようにして生じたのであろうか。それは金融緩和がなされず、人びとの間にデフレマインドが浸透した事による。デフレマインドという心理的要因をデータとして把握することは難しい。ローマ達は当時の人びとのデフレ期待はどのようなものであったかを、*The Business Week* 誌の記事から分析している。ただ、デフレ心理が実物的要因（消費、あるいは輸出の減少）によって生じたものであれば、フリードマンたちの貨幣仮説を擁護したことにはならない。連邦準備の無作為がデフレ心理を起こしたことが証明されねばならない。

ローマ達は、*The Business Week* 誌の記事から多くの証拠を上げているが、その主なものを上げれば、例えば、1930年3月12日発行の同誌は「商品価格の下落をもたらしている2つの要因は、商品の生産と在庫の著しい増加と銀行信用の減少であり、…。生産と在庫が増加している時期に銀行信用が相対的に縮小していることが、一番重要な要因である」。また、1930年3月12日発行の同誌からは、「1928年9月から続く商品価格の下落は、連邦準備当局が投機熱を抑えようとして、銀行信用の増加率を生産増加に比べて相対的に鈍化させた時期と一致する。」を引用し、デフレは貨幣的要因によってもたらされたものであり、貨幣的要因によってデフレ期待が生じた、としている。さらに、1930年2月26日の同誌からは、「株式市場崩壊以降の予期せぬ物価下落は明らかに経済に対して2番目のそしてより大きなショックを与えている。これは、今も続いている1年前の信用収縮の結果が遅れて効いてきたのである」。12月末に公定歩合が引き下げられたことによって、1931年の同誌は物価下落に対して明るい見通しをもつようになった。1931年1月7日の同誌は、「商品価格は基本的に底をついたように思われる。…連邦準備による公定歩合の引き下げは債券市場に明確な影響をまだ及ぼしていないが、確かな手ごたえが感じられる」。しかし、この楽観論も連邦準備が追加的な手を打たなかったことから、悲観論に変わる。1931年4月2日の同誌は「デフレは官民間わずあら

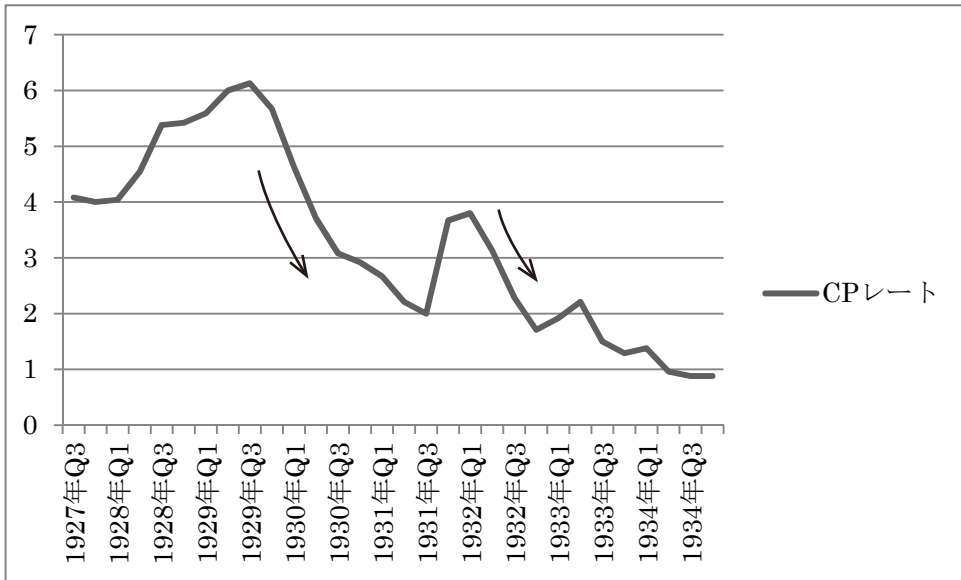
<sup>8</sup> テミンは以下のように考える。不況は自発的支出の減少によって生じた。その支出減少をもたらしたものは、株式市場と住宅市場の崩壊である。投資の太宗をなす、住宅建設は、1925年以降住宅需要を凌駕していた。1929年の株価急落は消費を減少させた。これらの自発的支出の減少が産出と物価を下落させた。この支出の減少が大きくかつ長期に及んだために、不況もまた長期化した。産出と物価の下落は貨幣需要を減少させて、金利を低下させた。マネタリベースは1930年を除き、一貫して増加した。不況が長期化するにつれて、逆の期待効果が働き、自発的支出をさらに減少させた。国際的不況がさらに期待を下げ、輸出を減少させた。このようにして、大恐慌は起きた。したがって、貨幣的要因は無関係であるし、連邦準備局にも責任はない。Temin (1975)を参照。

<sup>9</sup> フリードマンたちは、 $IS-LM$  図表を一切用いていない。この分析は静的であり、一つの均衡から次の均衡を述べるのみで、その過程については一切触れず、したがって、経済分析において必ずしも十分とは思われなからであろう。

ゆる側面にしっかりと根ざしている。連邦準備信用は着実に縮小しており、…商品価格はなお下落し続けている」。1931年4月29日の同誌は「まともな銀行政策がなされないものだから、信用拡大によって支払手段を増加させることもなく、わが国には役に立たない金(キン)が貯まる一方である」。5月に連邦準備制度が再び公定歩合の引き下げを実施すると、同誌はデフレに楽観的になった。1931年10月6日の同誌は、「物価下落が反転する可能性が出てきた。連邦準備およびヨーロッパ中央銀行の金利引き下げで短期商業ローンの金利が下がったので、上昇機運が高まり、消費者も将来に必要な物を買いますようになった」。しかし、積極的な金融緩和がとられることはなく、また銀行不安が高まったことにより、同誌は悲観的になった。9月9日の同誌はその巻頭に、「8月に再度大きな物価下落始まる」と載せ、「現金需要は収まることなく、連邦準備の政策はただただ銀行を苦しめるだけであった。」と述べた。同誌は一層のデフレを予想し、政策の無策とデフレ期待を関係付けて、「先送り政策にたよるばかりで、状況打破のために積極的に討って出ようとする姿勢は見られなかった」。

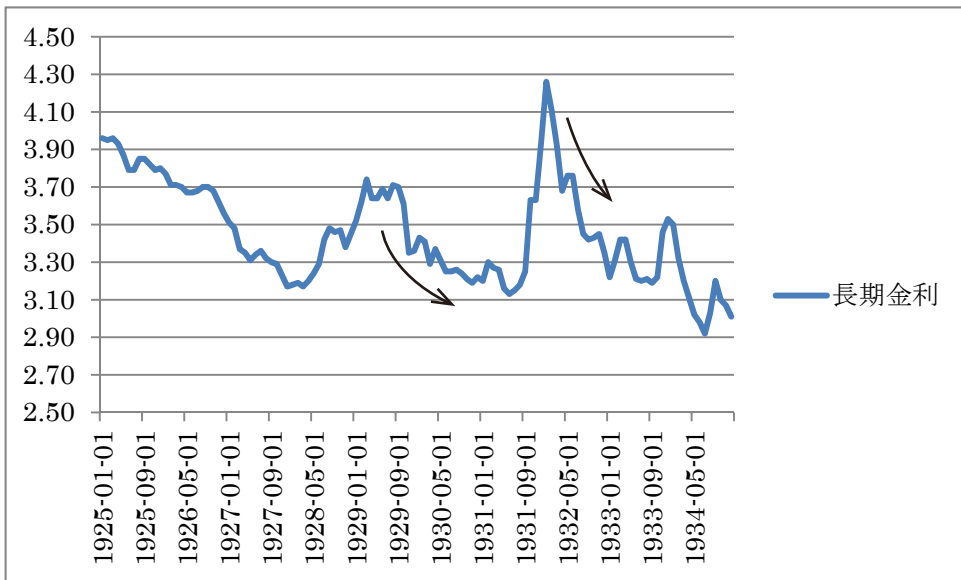
ローマ達が引用した、*The Business Week* 誌の記事はいずれも、金融政策とデフレを関係付けるものである。ここから、ローマ達は1930年代初めにデフレ期待があった、というだけでなく、そのデフレ期待は貨幣量の減少がもたらしたものである事を明らかにし、フリードマンとシュウオーツの大恐慌の貨幣的説明がなお正しいことを立証した。

図1 短期金利の動向



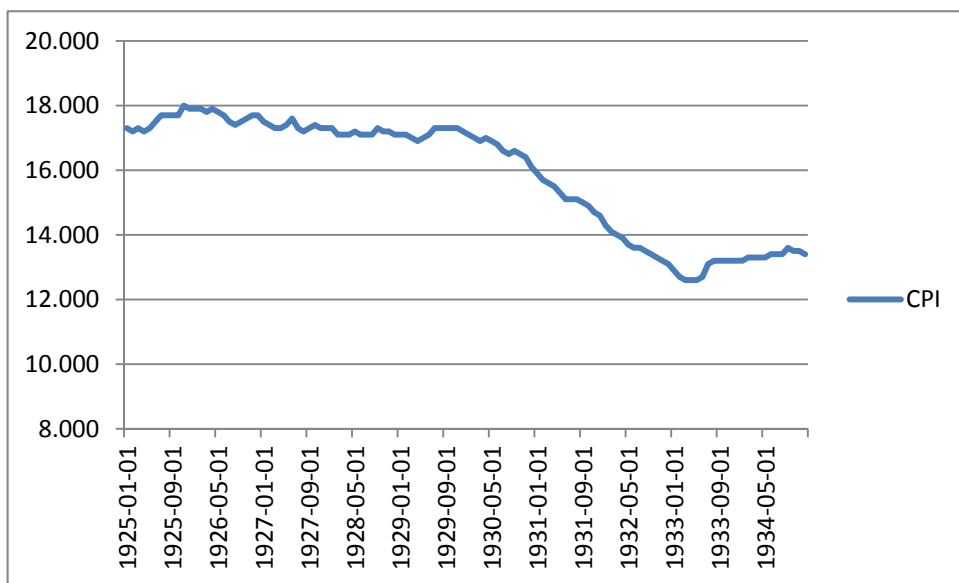
(出所) Robert J. Gordon ed. (1986)

図2 長期金利の動向



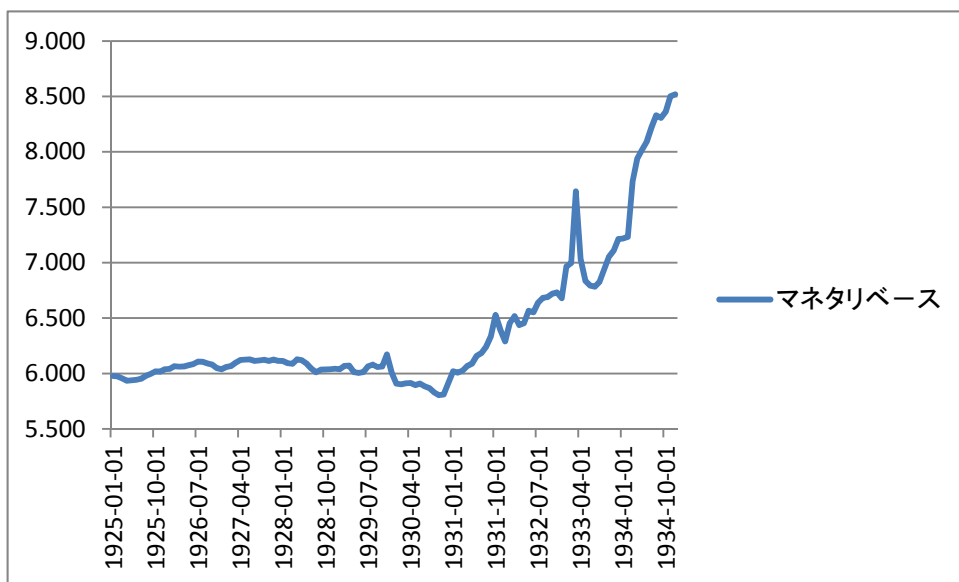
(出所) FRED

図3 物価の動向



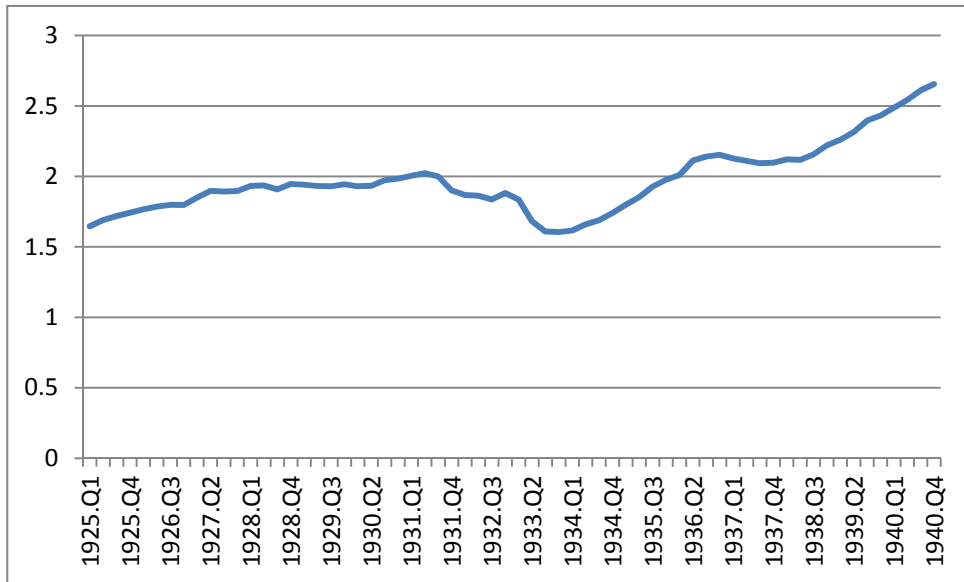
(出所) FRED

図4 マネタリベースの動向



(出所) Robert J. Gordon ed. (1986)

図5 実質マネーストック



(出所) Robert J. Gordon ed. (1986)

### 3.2 問題点2：金本位制と金融緩和

金本位制であったから、金の流出を守るために、金融緩和はできなかった。責任は金本位制という制度そのものにあり、連邦準備制制度に責任はない、という批判がある。この点について、シュウオーツは最近次のように述べている。「当初（『合衆国貨幣史』の執筆時）、私たちは十分理解していなかったことを認めています。金本位制をとったといっても、止めることもできるし、一時的に停止することも可能なのです。金が流入してきたとき、あるいは流出しているときには、イギリスがやったように金本位制を廃止することもできるのです。金本位制を停止しても、国民は基本的な問題が解決すればまた再開されるはずだということを十分理解しているのです。その停止期間は非常に短い場合もあれば、南北戦争後の合衆国の停止のように非常に長期に及ぶ場合もあるのです。平価が維持できず、停止に追い込まれたとしても、しばらくすればその平価で十分やっつけていけるまで経済を回復することができるのです。ですから、合衆国はデフレを抑えるために、1931-33年に金本位制を停止するだけの強い理由があったのです。経済を引締めにしたときに、1879年のときの条件で再び金本位制に復帰すればよかったのです。このような考えは、政策当事者の頭の中には全くなかったのです」（Parker 111、パーカ 144）。

フリードマンも次のように述べている。「金は連邦準備の政策に対して足かせとはなっていません。事実、アメリカの貨幣用の金ストックは1929年末よりも1932年末の方が多かったのです。私たちの著書では金の自由準備の問題を分析しており、それでこの問題は解決しています」（Parker 48、パーカ 58）。

この点について、『合衆国貨幣史』は次のように述べている。「英国の金本位制離脱への対応に関しては、ニューヨーク連銀と他の対立が激化することはなかった。その時点での対応策は、連邦準備制度のほぼすべての関係者に指示されていた。この意見の一致からは、当時は連邦準備制度も金融界全体も、金本位制の維持が最重要課題だと考えていたことや、国内の安定よりも対外的安定の方を重視していたことが読み取れる」(AMH 363、『貨幣史』194)。アメリカの保有する金は十分にあったとして、次のように述べている。「英国が金本位制から離脱する直前に、米国の金ストックは47億ドルあまりという、史上最高の水準に達し、これは世界の貨幣用金ストックの約40パーセントに相当した。連邦準備制度の準備率、すなわち連邦準備銀行券と預金債務の総額に対する金保有高の比率は、7月には80%を超えており、9月には平均74.7%、10月になっても56.6%を下回ることは一度もなかった。10月末に向けて金準備が最低水準に下がったときも、法定水準を10億ドル以上上回っていた」(AMH 396、『貨幣史』270)。

結局、連邦準備は豊富な自由金を保有しており、金融緩和は可能であったとして、つぎのようにまとめる。「1929-1933年の収縮の時期に、連邦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、連邦準備制度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。それらはもし官僚機関の構造や権力の分布が多少なりとも異なっていたら、あるいはもしも権力をもっていた人びとの性格がいくらか異なるものでありさえすれば、実際に提案され、おそらく採用されていた政策であった。1931年後半になるまで、—その時点でもまだであったと私たちは信ずるが—どの政策にも金本位制の廃止は考慮されていなかった。1931年9月まで、連邦準備制度を繰り返し悩ませた問題はどのように金の流入を制御するかであり、その逆が考えられることはなかった」(AMH 693)。

### むすび

フリードマンとシュウォーツは、膨大な量の歴史的記録を丹念に検証し、叙事的アプローチによって、貨幣と実体経済変数の一世紀にわたる関係を見事に描きだした。それは自然科学の「管理実験」に対応する「自然実験」である。貨幣量の発する信号は他のノイズを凌駕し、貨幣量が変化した時には、経済は変化する。貨幣量の変化が穏やかである時には、その影響力は小さく、貨幣量の変化が大きい時にはその影響も大きい。それを徹底した経験的証拠の積み重ねによって明らかにしたのである。

この50年間同書は幾多の批判の中を生き延びてきた。その貢献はいまなお色あせることはない。その証拠が冒頭で示した、バーナンキの賛辞である。同書の大恐慌分析において、今なお燦る批判点も本稿の整理で問題がないことが明らかになった。2008年のリーマンショックに始まる世界同時不況を契機に、同書に対する評価が高まっている。実体経済に対する貨

幣の重要性である。現在では貨幣ストックと物価および産出の直接的因果関係は崩れたと主張する、金融当局、経済学者は少なくない。確かに単純にこれら3つのマクロ変数をグラフ上にプロットしても安定した関係は見出しがたい。また貨幣流通速度の動きを見ても決して安定しているとは言い難い。「流動性のワナ」の存在を主張する経済学者も多いし、あまりに原因、結果を強調し過ぎ、その間をつなぐ効果波及の理論がない、とする主張が存在することも事実である。しかし、ローマ達が主張するように、貨幣の増加が期待インフレに影響を及ぼし、それが実体経済に影響するという、波及メカニズムは極めて重要である。また、何よりも、かれらにとって重要なのは全体的な動向であって、経路の特定化は無意味なのである。事実それを明らかにすることは、カーペットの織り糸を一つ一つ数えるのと同じで、あまりに多すぎて不可能である。かれらは、徹底した実証主義を貫くのである。あくまでも、*The poof of the pudding is in the eating*、なのである。

最後に、2007年に亡くなる数年前のフリードマンの言葉を引用して本稿を終える。「ある意味で私たちは未だに大恐慌という戦争と戦っているのです。新たな大恐慌が起きること、これは誰もが一番心配していることです。さらに私たちは歴史から学んでいます。ただ、日本で今日起きていることを考えると、これはちょっと疑わしいですが(笑い)。しかし、世界のすべての中央銀行当局はマネーサプライを急激に変化させてはならないことを知っています。すべての人が、大恐慌もしくは大収縮の教訓、つまりマネーサプライを急激に減少したことによって、そうしなかった場合よりもはるかに悪い結果をもたらしたことを学習しました。いかなる中央銀行もマネーサプライを急減させることはないでしょう。そのようなことをしない限り、新たな大恐慌あるいは大収縮はおきないでしょう。しかし、一度大きなインフレが起きたなら、予想はすべて外れ、何がおこるかもしれません」(Parker 55、パーカ 67)。

(2013年11月30日)

## 参考文献

- Bordo Michael D. and Hugh Rockoff. (2013), "Not Just the Great Contraction: Friedman and Schwartz's A Monetary History of the United States 1867 to 1960," *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 103 (3), pp.61-65.
- Butler, Eamonn. (1985), *Milton Friedman: A guide to His Economic Thought*, Gower Publishing Company, 1985. (宮川重義訳『フリードマンの経済学と思想』多賀出版、1989年).
- Friedman, Milton and Anna Jacobson Schwartz. (1963), *A Monetary History of the United States 1867 to 1960*, Princeton University Press, (同書第7章の翻訳、久保恵美子訳『大収縮 1929-1933、  
「米国金融史」第7章』日経BP社、2009年).
- Friedman, Milton. (1953), *The Methodology of Positive Economics*, in *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press.
- Gordon Robert J. ed. (1986), *The American Business Cycle, Continuity and Change*, The University of Chicago, Chicago and London.

- Hall, Thomas E. and J. David Ferguson. (1998), *The Great Depression: An International Disaster of Pervasive Economic Policies*, University of Michigan, (宮川重義訳『大恐慌：経済政策の誤りが引き起こした世界的な災厄』多賀出版、2000年).
- Parker, Randall. ed. (2002), *Reflections on the Great Depression*, Edward Elgar Publishing. (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).
- Temin, Peter. (1976), *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, W. W. Norton & Company.
- Lucas, Robert E. Jr. (1994), "Review of Milton Friedman and Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*," *Journal of Monetary Economics*, 34(1), pp.5-16.
- Romer, Christina D. and David H. Romer. (2013a), "The Missing Transmission Mechanism in the Monetary Explanation of the Great Depression," *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 103 (3), pp.66-72.
- Romer, Christina D. and David H. Romer. (2013b), "The Most Dangerous Idea in Federal Reserve History: Monetary Policy Doesn't Matter," *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 103 (3), pp.55-60.
- Mitchener, Kris D and Gary Richardson. (2013), "Shadowy Banks and Financial Contagion during the Great Depression: A Retrospective on Friedman and Schwartz," *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 103 (3), pp.73-78.