

# リーマンショック及び1930年代大恐慌からの回復期における アメリカのマネーサプライの変化と財政赤字

荒井 健・鈴木 英夫

## 1. はじめに

2008年以降、アメリカ経済全体は、「100年に一度」と言われるほどの巨大な危機に突入した。アメリカの金融市場は2007年に変調をきたし始め、08年前半、主要金融機関の幾つかが危機に陥った。同年9月にはリーマン・ブラザーズが6400億ドルの負債を抱えて破綻し、それを契機にアメリカの金融システムは一挙に全面的な危機に突入した。そして危機は、即座にアメリカ国外にも飛び火し、世界的な金融危機(GFC: Global Financial Crisis)となっていた。

アメリカ政府及び連邦準備委員会は、2008年後半以来数年にわたり、この巨大な危機GFCを克服すべく懸命の政策を行った。金融面に関しては、7000億ドルのTARP<sup>(1)</sup>枠の設定や、QE1、QE2、QE3の実施、極低金利の採用など“超”がつくような金融緩和諸政策が継続して行われ、金融機関の毀損された資本構造の立て直しや、金融市場の復元がはかられた。他方、財政面では、毎年1兆ドルを超える規模の連邦政府の財政赤字が09年から12年(会計年度)にかけて4年間も続いた。

上記の異常な金融政策は、金融システム崩壊の可能性出現という異常状態を反転させるため

に不可欠な施策であった。ただし、マネーサプライを増加させて経済の回復を図るという通常のマネタリスタ的な金融政策と言うよりも、システム崩壊を防ぐためになりふり構わぬ政策投入がなされたと考える方が妥当だと言うべきであろう。

さてこのように、2008年～14年までの期間、アメリカは金融も経済全体も明らかに異常な状態に陥っていた。この間、各年におけるアメリカのマネーサプライ(M2)はどのように推移したのだろうか。それはベースマネーの推移や連邦財政赤字の推移と比較して、力強く増加したのか、それとも弱々しい増加であったのか、また、1930年代の大恐慌回復期のマネーサプライの状況と大きな違いがあったのか無かったのか、という疑問は我々の興味を引くところである。2008年～14年にかけての実際の数字を見てみよう。

表1に示された数字を眺めてみると、リーマンショック以降、アメリカの信用創造のパワーがいかに微々たるものであったかが明らかである。2008年9月～14年9月の間に、ベースマネーは絶対額で3兆2749億ドル増加し、ほぼ同期間の連邦財政赤字は累計で6兆7163億ドルにのぼる。それらに対し、M2の増加は3兆6637億ドルにとどまり、これはベースマネー

(1) TARP (Troubled Asset Relief Program) は、当初はその名の通り「財務長官が金融市場の安定を促すために必要と考えられる、あらゆる金融商品(不良資産)を購入する権限」として創設されたが、後に、即効性のある対策としては実効性に乏しいなどの理由により、金融機関への資本注入などを含む包括的な金融安定化策の資金源とされた。

表1 アメリカにおけるベースマネー、連邦財政赤字、M2増加額の推移

期間	ベースマネー	連邦政府過不足	M2
2008年	8748億ドル	-4586億ドル	7兆8213億ドル
2009年	1兆8380億ドル	-1兆4127億ドル	8兆4051億ドル
2010年	1兆9990億ドル	-1兆2944億ドル	8兆6626億ドル
2011年	2兆6725億ドル	-1兆2996億ドル	9兆5186億ドル
2012年	2兆6558億ドル	-1兆0870億ドル	10兆1831億ドル
2013年	3兆4656億ドル	-6785億ドル	10兆8204億ドル
2014年	4兆1497億ドル	-4846億ドル	11兆4850億ドル
*2008-2014年	3兆2749億ドル	-6兆7163億ドル	3兆6637億ドル

注1：ベースマネー及びM2は各年の9月時点、連邦政府過不足は会計年度（前年の10月1日から9月30日）の額。  
 注2：期間2008-2014年の各項目の数字は期間内に变化した額の合計（各欄積算と合計額の数値は、四捨五入の関係で一致しない場合がある）。

出所：Federal Reserve Bank of St. Louis.

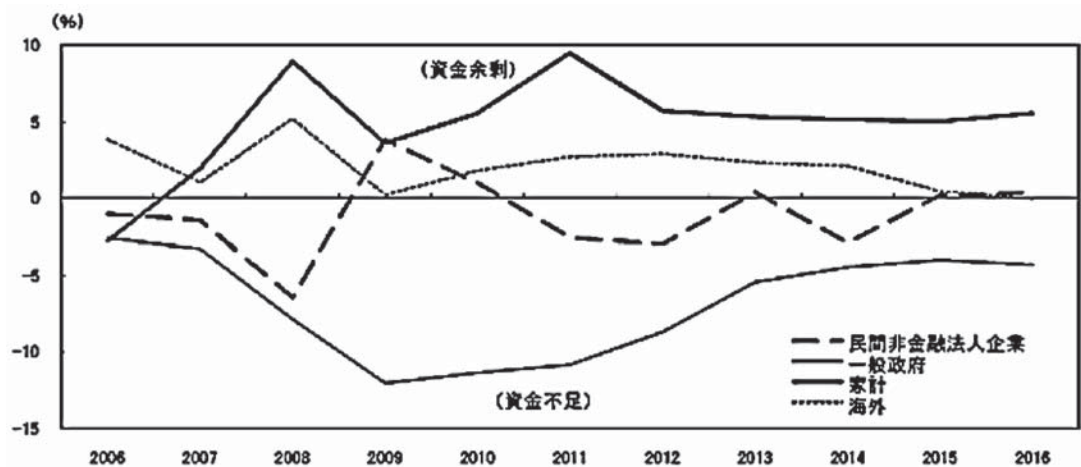


図1 アメリカの資金循環（対GDP比）

出所：日銀 資金循環の日米欧比較（2016年第2四半期）。

の増加とほぼ同じ額である。

連邦財政赤字には、通常、信用創造の連鎖を引き起こすパワーがある。通常、政府がお金を借りてそれを誰かに支払えば、それを受け取った誰かの銀行口座にまずそのお金が入り、次にその銀行が誰かにお金を貸し、その誰かが借りたお金で支払いをし、支払われたお金が預金口座に預金され……という信用創造のプロセスが展開し、通常、マネーサプライは増殖していく。もし増えないのであれば、信用創造の第1

段階を含む様々な段階で誰かが——おそらく懸命に——過去に借りたお金を返しているためだと考えられる。

図1のアメリカの資金循環を示すグラフを見ると、民間非金融部門や家計部門、とくに後者が2008、09年頃から資金を貯め、その余剰資金によって債務を必死に返済している様子がうかがえる。同期間に必死に資金を借りていたのは政府部門である。

通常、信用創造パワーがあるはずの財政赤字

が累計で6兆7千億ドル以上もあったにもかかわらず、さらに加えて言うならば、3兆2千億ドル超ものベースマネーの激増があったにもかかわらず、M2は僅か3兆7千億ドルしか増えなかった。21世紀の「100年に一度」の金融・経済危機の間、信用創造の歯車はほとんど回らなかったと言わなければならない。実は、この点については、1933年以降のアメリカ経済の回復期と2008年以降のアメリカ経済の回復期の間には、非常に類似する側面がある。

はじめに述べたように、2008年以降におけるベースマネーの激増も、その他の金融政策も、また財政赤字の激増も、マネーサプライを増加させて経済の回復を図る——というマネタリスト的路線の——ためよりも、金融・経済システムの全面的崩壊を防ぐためのものであった。その意味では、これらの政策が大成功を取めたことは間違いない。実質破綻している、あるいは破綻寸前の金融機関が続出するという崖っぷちの状態から、金融システムを辛うじて引き戻し、正常化への道を辿り始めるよう事を運んだのは見事というほかない。しかし、マネーサプライが力強く増えて回復を主導したわけではなかったということには留意しておきたい。

## 2. 1930年代、大恐慌からのアメリカ経済の回復

1930年代のアメリカ経済が、どのようにしてあの大恐慌から脱出したのかということに関して、以前はアメリカ政府の財政支出の増大が大恐慌脱出の主要因であるとする見解が有力であった。33年に発足したルーズベルト政権が、政府支出を増加させる——大きな財政赤字が続いたが——ことで総需要を膨張させ、この有効需要の増大が生産活動を盛り上げ、失業を減少させることに成功したのだという主張である。つまり積極的な財政政策こそがその回復ドラマ

の主役だったという考えである。

これは、ルーズベルトのニューディール政策開始から3年後に発表されたケインズの『一般理論』の主張——経済活動のレベルは有効需要の大小によって決まるという考え方——に沿った考え方だった。有効需要が落ち込むと経済は深刻な不況に陥り、有効需要が回復すると生産、雇用が増大して経済は回復するという解釈は、ケインズ経済学のコア部分である。そのため、民間部門の需要が圧倒的に不足している大恐慌期に、財政支出増大が経済回復を牽引したというのがケインジアン定説になっていった。

しかし、とくに1980年代から1990年前後になると、上記の財政支出増大⇒有効需要増大⇒大恐慌脱出というそれまでの常識であった考えを覆す見解が影響力を発揮するようになった。アメリカが大恐慌から脱出できたのは財政支出増大が主要因ではないという考えである。これには様々なバージョンやニュアンスの違いはあるものの、概して大不況脱出にあたっては、財政ではなく金融が果たした重要性、とりわけマネーサプライの増大が果たした役割に注目するという共通点を持っているようである。それらの研究の中でも、クリスティーナ・ローマー（Christina Romer）の二つの論文は、他の主要な論文とともに以後の経済学に大きな影響を与えたようにみえる。ローマーの二つの論文とは、一方が“What Ended the Great Depression”（Romer [1992]）であり、もう一方は“The Nation in Depression”（Romer [1993]）である。これら二つの論文は、アメリカ経済の大恐慌からの回復を主導したのはマネーサプライ（マネーストック）の増加であって、大恐慌回復期における財政政策は、経済回復にほとんど影響を与えなかったという議論を展開している。この結論は非常に説得的であると受けとめられることが多いようである。

日本においても、ローマーの結論を称賛する

経済学者は多い。とくに、貨幣供給量の増大が経済回復をもたらすと強調するリフレ派は、ローマー理論を極めて重要視する。例えば、2016年時点で日銀副総裁の職にある岩田規久男教授が編集した『昭和恐慌の研究』には、「そして、アメリカがデフレからの脱出に成功した後、大不況を終焉させたのは、戦時の財政支出の増加ではなく、ヨーロッパからの金の流入の結果生じた、ノーマルな時期を大幅に上回るマネーサプライの急速な増加だったことを、Romerは単純な計量モデルのシミュレーションによって鮮やかに示している<sup>(2)</sup>」とある。

また、若田部昌澄教授は、浜田宏一・若田部昌澄・勝間和代対談集『伝説の教授に学べ!』において、次のように述べている。「大不況からの回復に効果があったのは、金融政策なのか財政政策なのかということについては、アメリカでも論争がありました。そのとき、「財政政策ではなくて金融政策だ」と結論づけた1人が、いまのアメリカ大統領諮問委員会委員長のクリスティーナ・ローマーです。さらに言うと、ケインジアンの間でも、大不況からの回復過程では、じつは財政政策は大した効果がなかったと言うことは合意事項なのです。<sup>(3)</sup>」

もちろんアメリカにおいても、ローマーが2009年1月から2010年10月の期間、第一次オバマ政権の大統領経済諮問委員会委員長であったという事実が示唆するように、彼女の経済学者としての影響力は極めて大きなものである。アメリカ経済学会では、1980年代には貨幣量変化と経済活動レベルの直接的な関連を強調する思想が舞台の中心を占めるようになり、以後2008年にリーマンショックが発生するまで、その影響力を増大させ続けた。そのようなトレンドの中で、彼女の大恐慌からの回復期に

関する理論が大きな影響を持ったことは間違いない。

経済変動に対してマネーサプライの影響の重要性を指摘する代表的な議論は、何といてもフリードマン＝シュワルツ（Friedman and Schwartz）の名著、「A Monetary History of the United State 1867-1960」（Friedman and Schwartz [1963]）である。フリードマンとシュワルツは、この著書の中で、大恐慌の原因として、マネーサプライの激減こそが核心的に重要であると述べている。概括すると、マネーサプライの急減が大恐慌をもたらしたのであって、もしマネーサプライの急減を阻止していたならば大恐慌は起こらなかっただろうという考えを基に、マネーサプライの重大性を強調しているのである。

そして、クリスティーナ・ローマーは、このFriedman and Schwartz [1963]の議論に沿った形でマネーサプライの重大性を指摘していく。彼女は、とくに大不況が底を打った1933年以後の回復期に焦点を当て、マネーサプライが増えていったからこそ経済の回復が起きたのであって、従来信じられてきたように財政政策が回復を主導したわけではない——それどころか財政政策はほとんど回復に貢献しなかった——という議論によってマネーサプライの重要性を指摘し、従来のケインジアン解釈を否定したのである。

この小論は、大恐慌からの脱出は貨幣量増大によるものか否かを直接議論するものではない。確かに大恐慌からの脱出期に、アメリカ経済のマネーサプライ（M1）は増大した。しかし、その増大の規模は、2008年のリーマンショック後のマネーサプライ（M2）の増大規模が、TARPによる7000億ドルやQE1、QE2、QE3

(2) 岩田編 [2004] p285。

(3) 浜田・若田部・勝間 [2010] pp199-200。



などの動員にもかかわらず微々たるものであったのと同じ意味で、決して目を見張るほどのものではなかった。ある意味で、大恐慌からの回復期のM1増大の規模は、意外に弱々しいものであったとすら言える。後に詳しく述べるが、ローマーがM1増大の“起爆剤”と考えていた海外からの金流入以外に、連邦財政赤字というM1増大のもう一つの“起爆剤”が(図らずしも)大量に投入されたにもかかわらず、マネーサプライ増大の規模は、これらの“起爆剤”の量より相当に小さなものであった。実際のそれぞれの数値を見てみると、ローマーの——マネーサプライが力強く増大して経済を回復させていったという——シナリオとはかなり異なる姿が現れるのである。

以下において我々は、果たしてローマーが言うように、ニューディールによる財政政策が、本当に大不況からの経済回復にほとんど貢献しなかったのかどうかを再検討しようと思う。我々は、ローマーが議論を展開した土俵のかなり近いところでローマー説を再検討する作業をしていくことにする。この作業を通じ、もしニューディール政策中における財政赤字の累積が無かったとすれば、果たしてマネーサプライは現実に観察されたほどに増大したのだろうかという考えや、おそらくマネーサプライの増大は極めて微々たるものだったのではないかという考え方に行きつく。その意味では、ニューディール期の財政赤字の継続的な累積——確かにそれを狙った政策ではなかったにせよ——は、ローマー説の中心的柱であるマネーサプライの増大にとっても極めて重要だったのではないかという疑問が拭えない。

そこで、本稿ではローマーの主張とは異なり、やはり財政赤字は、大恐慌からの脱出にとって不可欠の要素だったのではないかという考えがあり得ることを指摘したい。ローマーは財政赤字の推移とマネーサプライの変化とを、

お互いに独立のものとして扱っているが、実は大恐慌からの回復期において、財政赤字の累積とマネーサプライの増大との間には、きわめて強い関係があったことを考慮しなければならないというのが我々の見解である。つまり、マネーサプライ増大は財政赤字の累積と独立の変数では無く、後者が無ければ前者は極めて小さな増加になっていたであろうということである。

### 3. ローマーの議論のスケッチ

ローマーの二つの論文のうち、テクニカルな計算方法を含め、細部にわたってより詳しく議論、説明を展開しているのはRomer [1992]の方である。こちらに沿って彼女の議論を追ってみよう。彼女の議論の中心的部分は、一つの方程式の係数を推定した後に、この方程式を用いて思考上の実験を行うというものである。彼女が検討を行ったのは、もし金融政策や財政政策が（現実にとどった経路とは）異なる経路をたどったとしたならば、その仮想的なシナリオでは、大恐慌の底であった1933年から42年ころまでの回復はどのようなものであったか。もしM1が（実際増えたほどに）増えなかったとしたら回復は起きたのか。財政赤字をニューディール当時の実際のレベルよりも20%膨張させたとしたら回復は早まっただろうか……などである。

最初にローマーは、1920年代、とくに23年～27年の期間、アメリカ経済は正常（normal）に推移していたと観察する。この正常な期間、アメリカ経済の実質成長率は、年平均3.15%であった。彼女は、 $t$ 年の実質GNP成長率と正常な期間のGNP平均成長率の差を一番目の変数とした。これを $y_t$ とすれば、以下のように示せる。

$$y_t \equiv (t \text{ 年における現実の実質成長率}) - 3.15$$

また、同じ正常期間において、アメリカのマネーサプライ (M1) は、年平均 2.88% で増加した。彼女は、 $t$  年の実際の M1 増加率と正常な期間の M1 平均増加率の差を二番目の変数とし、これを  $m_t$  とした。

$$m_t \equiv (t \text{ 年における現実の M1 成長率}) - 2.88$$

ローマーはさらに三つめの変量も考える。それは、連邦政府の実質財政赤字と実質 GNP の比の年ごとの変化である。これを  $f_t$  とした。

$$f_t \equiv (t \text{ 年の実質連邦政府赤字} / t \text{ 年の実質 GNP}) - (t - 1 \text{ 年の実質連邦政府赤字} / t - 1 \text{ 年の実質 GNP})$$

ここで、 $y_t$  を従属変数として、以下の関係を考える。

$$y_t = \beta_m \cdot m_{t-1} + \beta_f \cdot f_{t-1} + \varepsilon_{t-1}$$

$\beta_m$  と  $\beta_f$  は、 $m_{t-1}$  と  $f_{t-1}$  という独立変数それぞれにかかる係数で、 $\varepsilon_{t-1}$  は供給ショックやアニマルスピリットなどの“状況”を含んだ残差項である。そしてローマーは、 $\beta_m$  と  $\beta_f$  を推計するにあたり、 $\varepsilon_t$  が小さくて、金融政策や財政政策が現実の実質生産と独立に決められたような年を選んで推計するとよいと考え、そのような年は 1921 年と 38 年だという。それらの年では  $\varepsilon_t = 0$  としよとした上で、

$$\begin{aligned} \beta_m &= 0.823 \\ \beta_f &= -0.233 \end{aligned}$$

という推計値を得る。このことにより、以下の方程式が導かれる。

$$y_t = 0.823m_{t-1} - 0.233f_{t-1} + \varepsilon_{t-1} \quad (\text{I})$$

ローマーは、この (I) 式を用いて以下のような思考実験を行っている。彼女はまず、連邦財政赤字／実質 GNP は 1933、34 年ころに最

大になるが、この大きな比が 41 年ころまでずっと継続されたとしたら、つまり、政府の財政赤字をもっともっと大きのままにしていたら、経済回復はどうなっただろうかと自らに問う。ここではマネーサプライの増加率にかかわる  $m_{t-1}$  は、現実の値を入れていくのである。実験の結論は、財政赤字／実質 GNP を仮想的に大きなままに保ったとしても、仮想シナリオ上の経済の経路は、現実に経済がたどった経路とほとんど変わりがなかっただろうというものであった。財政支出をもっと増大させ、財政赤字がもっと増大したとしても、大恐慌からの脱出に、追加的な貢献はほとんど無かった、つまり財政政策は経済回復にほとんど貢献しなかったという彼女の結論は、この仮想シナリオによる思考実験から出てくるものである。

彼女はもう一つの思考実験を行う。今回は、M1 の増加率が、1923 年～27 年という正常期間の平均値と同じであったとしたら ( $f_{t-1}$  は現実値と同じにする)、33 年～42 年の経済回復はどのようなものであっただろうかという仮想的シナリオによる実験である。思考実験の結果は驚くようなものであった。金融政策が M1 増加を年平均 2.88% という低いレベルに保ったとしたら、42 年における実質 GNP は、現実に実現された実質 GNP よりも 50% も低いものだっただろう。別の表現をすれば、実際の M1 増加率が 2.88% をはるかに上回るものであったがゆえに、実際の GNP は大きく回復したのだということである。つまり、M1 増大を導くような金融政策は、非常に有効だったのだと。

このようにしてローマーは、大恐慌からアメリカ経済を回復させたのは、金融政策の力であり、M1 の増大が経済を泥沼から引っ張り上げたのだという結論を導いた。ちなみにローマーは、 $\beta_m$  が 0.823 よりある程度小さかったとしても、 $\beta_f$  が -0.233 よりある程度大きかったにしても、金融政策の有効性と、財政政策の非

有効性がやはり確認できるという。つまり彼女の結論は robust だと主張される。

それでは M1 はなぜ、どのように増えたのかということを考えなければならない。これに対してローマーは、1933年から40年代初期まで、海外からアメリカに流入した金がマネーサプライを増大させた、というフリードマン＝シュワルツの線に沿った議論をする。彼女は、政情不安や、軍事的緊張を恐れたヨーロッパの金が大量にアメリカに流入してきたこと、それに加えてルーズベルト政権が金に対するドル減価策をとり、しかも流入した金に対して不胎化策をとらなかったことが原因となりマネーサプライが増大したと考えている。すなわちヨーロッパからの金流入という外的な偶然と、ドル減価および不胎化という国内的、かつ意図的な政策が重なって M1 が増加し、それが経済回復をもたらしたということである。

実際に M1 は 1933 年～39 年にかけてどれだけ増加したのだろうか。フリードマンとシュワルツのもう一つの共大著であるアメリカの貨幣統計 “Monetary Statistics of the United States” (Friedman and Schwartz [1970]) によれば、1933 年 4 月段階の M1 は 194.6 億ドルだった（これが大恐慌期間中で M1 の最低レベル）。そして 39 年 11 月段階の M1 は 372 億ドルだった（39 年中の M1 最高値であり、33 年

～39 年を通しての最高値）。33 年～39 年の約 6 年半の期間に、M1 は 177.4 億ドル、率にして約 90% 増加したのである。ちなみに同じ期間の M2 の変化については、33 年 4 月の 311.0 億ドルから 523.8 億ドルと、212.8 億ドル（70% 弱）の増加となっている。

#### 4. 1933 年から 39 年の期間、アメリカへの金の流入量及びアメリカ連邦政府の累積財政赤字額はどれだけだったか？

ここでは最初に、ローマーが 1933 年以降のアメリカにおいて、マネーサプライ増大の主因であると断定した金の流入が、実際に 33 年～39 年までの間にどれだけあったのかを見ておく。Friedman and Schwartz [1970] では、30-33, 34-36, 37-39 の三つの期間の国際収支を記録して、以下のように金流出額の年平均値が示されている（表 2）。

この数値を見ると、1933 年から 39 年の間に、合計約 151.3 億ドルの金がアメリカに流入したということになる。ローマーは、これだけの金の流入が主因となって M1 の 177.4 億ドル（M2 の 212.8 億ドル）という増加分をもたらしたのだと主張している。おそらく、約 151.3 億ドルの金が米金融機関に預けられ、それがマネーサプライ増加の源泉（“起爆剤”）になったということであろう<sup>(4)</sup>。

表 2 1930 年代の金流出額

期間	金流出額（年平均）	金流出額（期間合計）	備考
1930-33 年	0.8 億ドル	3.2 億ドル	流出
1934-36 年	- 23.1 億ドル	- 69.3 億ドル	マイナスの流出（流入）
1937-39 年	- 27.6 億ドル	- 82.8 億ドル	マイナスの流出（流入）
* 1933-39 年	- 21.6 億ドル	- 151.3 億ドル	マイナスの流出（流入）

注：期間合計額の数値は年平均値より算出したもの。

出所：Friedman and Schwartz [1970] より作成。

(4) なお、ローマーは観察対象の期間を、本稿において我々が用いている 1933-39 年ではなく 1933-42 年としているが、対象期間を 1933-39 年として議論を進めても本筋を外すことはないと思われる。

表3 金流入額の対 GNP 比

期間	GNP [A]	金流入額 [B]	GNP 比 [(B/A) × 100]
1934 年	651 億ドル	23.1 億ドル / 年	
1935 年	722 億ドル		
1936 年	825 億ドル		
1934-36 年	2,198 億ドル	69.3 億ドル	3.15%
1937 年	904 億ドル	27.6 億ドル / 年	
1938 年	847 億ドル		
1939 年	905 億ドル		
1937-39 年	2,656 億ドル	82.8 億ドル	3.12%

注：金流入額は年平均値より算出したもの。

出所：U.S. Census Bureau [1975], Friedman and Schwartz [1970] より作成。

表4 連邦財政赤字額 (1933-39)

(億ドル)

期 間	1933 年	1934 年	1935 年	1936 年	1937 年	1938 年	1939 年	合 計
赤字額	26.02	35.86	28.03	43.04	21.93	0.89	28.46	184.23

出所：Federal Reserve Bank of St. Louis より。

確かに、表4にみられるように、1933年から39年各年における金流入額を対GNP比で見ると、34-36年の平均が3.15%、37-39年の平均が3.12%となり、これは非常に大きな金額と言わなければならない。

次に、ローマーが、大恐慌からの脱出にあたってほとんど貢献しなかったと切り捨てた連邦政府の累積赤字額が、同じ1933年から39年の期間にどのように推移したかを見ておこう。表4と図2は33年から39年までの各年における連邦政府の財政赤字額と、26年から39年までの連邦財政収支の推移を示したものである。

図・表にみられるように、連邦財政収支は1930年代に入ってから赤字が続いており(1946年まで続く)、期間33年から39年における累計額は184.23億ドルである。既にみたように、同じ期間におけるアメリカのM1の増加額は177.4億ドルであった。つまり、赤字累計の方がM1増加よりも多かったのである。これはアメリカのマネーサプライに対して何を意味して

いるのだろうか。

くどいようだが、信用創造のプロセスについても一度振り返っておこう。マネーサプライ(マネーストック)というものは、マクロ経済学の基本教科書にある通り、Aという誰かが民間銀行aから借金し、その借金したお金をBという誰かに支払い、Bが銀行bにこれを預金し、銀行bがその預金の一部をCという誰かに貸し出し、Cは借金したお金をDという誰かに支払い、Dが銀行dにこれを預金し……という信用創造の連鎖反応の中で増大していくものである(また逆に、Zという誰かが銀行からの借金zを返済すれば、経済の中のマネーサプライはまずzだけ減少する)。この際、銀行からお金を借りる誰かとは、政府かもしれないし、民間企業や個人かもしれない。

もし政府が財政赤字を賄うために、民間銀行からX億ドル借り入れる、あるいは同じことだが、民間銀行にX億ドル分の新規国債を買ってもらおうとすると、政府はX億ドルを



(百万ドル)



図2 連邦財政収支推移

出所：Federal Reserve Bank of St. Louis より作成。

入手して財政支出することとなり、このX億ドルを誰かが受け取り、受け取ったX億ドルの多くは銀行に預金され……ということになる。経済のマネーサプライは「預金された」分だけまず増加する。すなわち、ここでも信用創造の連鎖反応の第1段階は起こっているのである。そして、民間銀行が預金の一部を誰かに貸し付ければ、連鎖の第2、第3段階などが続いていくことになる。

この時、X億ドルを政府に貸したのは民間銀行だけではないかもしれないし、また新規国債X億ドルを購入したのも民間銀行だけではないかもしれない。しかし、政府がX億ドル分を支出し、誰かが受け取り、それを銀行に預金して……という流れは変わらない。もちろんここでも借金返済がなされれば、信用創造連鎖反応の様々な段階（第1段階を含む）で、まずその返済分だけマネーサプライは減少することになる。

ここで改めて1933年から39年までの連邦財政赤字累計額を振り返ってみると、184.23億ドルであった。そしてこの財政赤字の大部分は、上記で述べたように信用創造連鎖反応を起こす

パワー（エネルギー）をもったものであったと考えるべきであろう。海外からアメリカへの金の流入ももちろん信用創造を起こすパワー（エネルギー）を持っており、信用創造の連鎖を動かすという意味で、確かにこれはベースマネーの増大とほとんど違いは無かったが、連邦政府の累積赤字の大きな部分も、流入した金と同じく信用創造の連鎖を動かすパワーを持っていたはずである。

以下の表は、これまで用いてきた金流入額、連邦財政赤字、M1およびM2の数値をまとめたものである。

上記の数値をみても、M1、M2の増分の源泉を金流入だけに帰すことはできないだろう。むしろ、連邦政府の財政赤字がこれだけ累積しなかったとしたならば、つまり、これが持っていたマネーサプライ増加のパワーが追加されなかったならば、M1、M2はどれほど増加したのか、あるいは果たして増加したのか否か、疑問である。

すなわち、ローマーが言うように、金流入はマネーサプライを増出させ経済回復の主因となったのだけれども、他方で連邦財政赤字の方

表5 各項目の比較

期 間	項 目	金 額
1933-39年	金流入総額	151.3億ドル
	連邦財政赤字累計	184.23億ドル
	M1の増分	177.4億ドル
	M2の増分	212.8億ドル

はマネーサプライと何のかかわりもなく、マネーサプライを増加させることはなかった——したがって大恐慌からの回復に何ら貢献しなかった——とは言えない。連邦政府の財政赤字とマネーサプライ増大はお互い独立の変数ではないのだ。

ところで、金流入と連邦財政赤字の2方向から働いたはずの信用創造のパワーのレベルについて考えると、表5の数値を見ても明らかなように、マネーサプライの増加は、両者——アメリカへの金の流入額および財政赤字累計額——と比べてとき、意外なほど力強さに欠けていたと言わなければならないだろう。ルーズベルト大統領の「炉辺談話」やRFC（復興金融公社）による優先株購入、救済融資、債券購入スキームなどにより<sup>(5)</sup>、1933年～34年にアメリカは金融危機最悪期から脱出し、マネーサプライは1933年半ばから一転して増加し始めたのはよく知られたことである。しかし、この反転後のマネーサプライ増大額は“起爆剤”の大きさの割には極めて控えめなものであった。むしろ、民間部門を巻き込んだ形の信用創造の連鎖反応はほとんど起きていなかったのではないかと感じさせるほどの規模である。これは2008年のリーマンショック以降のアメリカにおけるマネーサプライ増大の状況と極めて似ている。このように観察すると、果たして1933年以降の

マネーサプライの増大は、それだけで大恐慌から脱出を主導するほどの力強さを持っていたのだろうかという疑問が拭えない。これが、我々が小論を提起した所以である。

### 参考文献

- Romer, Christina [1992] “What Ended the Great Depression,” *The Journal of Economic History*, December 1992, pp755-784.
- [1993] “The Nation in Depression,” *The Journal of Economic Perspective*, Spring 1993, pp19-39.
- Friedman, Milton, and Anna Schwartz [1963] *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, N. J.: Princeton University Press (抄訳『大収縮 1929-1933「米国金融史」第7章』久保恵美子訳, 日経BPクラシックス, 2009年).
- [1970] *Monetary Statistics of the United States*, Columbia University Press.
- U.S. Census Bureau [1975] *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, p224 ([http://www.census.gov/library/publications/1975/compendia/hist\\_stats\\_colonial-1970.html](http://www.census.gov/library/publications/1975/compendia/hist_stats_colonial-1970.html)).
- 岩田規久男編[2004]『昭和恐慌の研究』東洋経済新報社。
- 齊藤叫 [1988] 「復興金融公社の銀行救済融資活動 1932～34年」『証券研究』第82号, 1988年2月。
- 浜田宏一・若田部昌澄・勝間和代 [2010] 『伝説の教授に学べ! 本当の経済学がわかる本』東洋経済新報社。

(5) 齊藤 [1988] によれば、1933年～34年におけるRFCの支出額は約52億ドルとされる。