

1930年代アメリカにおける回復の原動力は何であったか

荒井 健

1. はじめに

アメリカ経済は1929年から1933年にかけて急激に落ち込んだ。この期間中に名目GNPはおよそ46%、工業生産は48%、卸売物価は30%以上下落した⁽¹⁾。1929年に3.2%であった失業率は、1933年には25%近くにまで激増した⁽²⁾。3年半もの間、アメリカ経済はほぼ継続的に降下を続け、アメリカはその歴史上最大とされる大恐慌の泥沼に沈んでいった。経済社会のあらゆる分野で、混乱と苦悩の度合いは、時の経過とともに深まっていった。アメリカ経済がやっと底を打ったのは1933年に入ってからで、それ以後回復が始まった。しかし1936年になっても失業者数が900万人を上回っていた(失業率16.9%)ことが示すように、大恐慌の傷は深く、1930年代を通じて、アメリカの経済社会は完全回復からほど遠い状態にあった。

大恐慌は、経済学にとっても巨大な挑戦だった。ケインズの「一般理論」が発表されたのが1936年であり、マクロ経済学という分野は大恐慌という大事件のなかで生まれた。連邦準備制度理事会(FRB: Federal Reserve Board)元議長のベン・バーナンキ(Ben S. Bernanke)は、「大恐慌を理解することは、マクロ経済学にとっての聖杯(holy grail)⁽³⁾」と述べているが、大恐慌の研究、およびそこから

教訓を引き出す事は、経済学の大きな課題であり続けている。

大恐慌が圧倒的に複雑な事件であったことには疑問の余地が無い。それ以後約90年経った現在でも、その原因が何であったのか、どのように展開したのか、何が理由でどのように回復したのか……などをめぐって、議論が繰り返されている。

本稿は、大恐慌研究の実に広範な分野のうち、大恐慌からの回復過程に関して、ささやかな一石を投げようとするものである。1933年以降アメリカ経済が回復過程をたどり始めるにあたって、どのような要素がその過程を推進したのかという問題について再検討する。

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、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極めて有力だった時代があった。1933年に発足したルーズベルト政権が、政府支出を増加させた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「一般理論」の主

(1) U.S. Census Bureau [1975] p. 200, 228, 667.

(2) U.S. Census Bureau [1975] p. 135.

(3) バーナンキ [2013] p. 2.

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——に沿った考え方である。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、ケインズ経済学の核心部分である⁽⁴⁾。

しかしその後、こうした考えを覆す研究が発表されるようになり、とくに1980年代から1990年前後になると、この新たな見解が影響力を發揮するようになった。ケインズ的な財政政策による経済刺激策は、1930年代の中盤から終盤近くにかけて、実際にはほとんど試みられなかった、というものである。本稿で取り上げるクリスティーナ・ローマー (Christina D.Romer) の理論も、そのような見解の上に立つ代表的な主張である⁽⁵⁾。

また、ローマーの説は、後にも述べるように、現在まで約7年にわたって進められてきた日本の金融緩和政策とも浅からぬ関係にある。この議論を振り返り、果たしてその議論をそのまま受け入れて良いか否かを検討することは、現代的意義があると考えられる。

2. マネーストックと実体経済の関係について

1929年から1933年初頭にかけて、アメリカのマネーストック (M1) は約25%減少した⁽⁶⁾。

同期間に、アメリカの銀行数は約25,000行から14,500行に減少した⁽⁷⁾。マネーストック減少の裏に大暴落と銀行危機があり、銀行危機の第一波 (1930年10月頃～) 以降、銀行の貸付け行動も、預金者の預金行動も、加速的に低落していった。銀行危機とマネーストック急減、実体経済の危機が——お互いがお互いの原因となって——悪循環を繰り返していった。そのいずれかを、例えばFRBの大規模介入や政府の大々的介入など、市場の通常の働き以外の力によって逆転させていったならば、大恐慌を阻止できた可能性は大きい。

マネーストックの急減と、大恐慌は分かち難く結びついていたと言わなければならない。そう認識したうえで、大恐慌からの回復について考えるとき、次の疑問が湧いてくるのは自然であろう。つまり、“そうであるからには、逆に、マネーストックを増大させることが直接の推進力となって、実体経済の回復が起こると考えてよいのだろうか?”ということである。

さて、アメリカ経済は、1933年3月4日にルーズベルト政権が発足して以降目覚ましい反転を見せた。アメリカ経済分析局 (U.S. Bureau of Economic Analysis) のデータによると、1933年から1937年の間に、アメリカの実質GNPは33%成長している⁽⁸⁾。1933年を境に、銀行の倒産は劇的に減少し、賃金・物価は上昇

(4) 荒井・鈴木 [2017] p. 119.

(5) 本稿でRomer [1992] を取り上げたのは、この論文が、大恐慌からの回復にマネタリーな要因が重要であったという議論が有力視されるようになったきっかけの一つだと考えているためである。ローマー自身も、「1929年から1933年の崩壊からの回復について、大恐慌に関して豊富な知識をもつ経済学者でさえ、ほとんど注意を払っていない。おそらく、1930年代初頭の大変動が非常に深刻であったために、経済学者達は1933年の景気後退および転換期の原因に焦点を当ててきたのであろう。そして彼らは、生産量の急激な減少についての説明が終わると、物語 (説明) を打ち切ってしまう傾向にあった (Romer [1992] p. 757)。」と述べたうえで大恐慌からの回復の原因についての分析を行っている。

(6) U.S. Census Bureau [1975] p. 992.

(7) U.S. Board of Governors of the Federal Reserve System [1943] p. 16.

(8) U.S. Bureau of Economic Analysis [1986] p. 6.

し始める。同期間中（1933年末から1936年末まで）に名目賃金は28.9%、CPIは7.5%、マネーストック（M1）は48.4%上昇した⁽⁹⁾。

大恐慌と大恐慌からの回復に関して、マネーストック増大が实体经济を回復させたという考えは、かなり広く受け入れられていると言える。つまり上記の疑問に対し、“その通りである”と答える論文が数多い。

2009年から2010年にかけて、オバマ政権の大統領経済諮問委員会（Council of Economic Advisers）委員長を務めたローマーが、1992年に発表した“*What Ended the Great Depression*”はその代表的な論文と言える。彼女はその論文の中で、「1930年代中盤から後半にかけての高い経済成長率は、その大きな部分が、主に貨幣量拡大という形の、通常の総需要刺激策によってもたらされたものである⁽¹⁰⁾」と述べている。

またバーナンキは、“*The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach*”の結論の部分で、次のように述べる。「貨幣量減少が大恐慌の重要な原因をなし、貨幣量の反転増大が経済回復の主導的要因であったということの証拠が、（…彼の論文中の分析によって…）きわめて強固なものとなった。⁽¹¹⁾」

本稿では、マネーストック上昇 ⇒ 大恐慌からの回復というシナリオの代表的論文であるローマーの論文を詳しく論じるが、このローマー理論は日本の安倍政権の金融政策を支えた理論的な根拠にもなっていると考えられる。

例えば、アベノミクス開始時に日銀副総裁であった岩田規久男は、『昭和恐慌の研究』において次のように述べている（著書は副総裁にな

る以前に書かれたもの）。「アメリカがデフレからの脱出に成功した後に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⁽¹²⁾」。

また、2019年現在日銀副総裁の若田部昌澄は、浜田宏一・勝間和代両氏との共著において、「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」と結論づけた一人が、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いうことは合意事項なのです⁽¹³⁾。」と述べている。

さらに、アメリカからアベノミクス政策立案を強力に支えたとされる浜田宏一も、大胆な異次元金融緩和策を採用しようとする白川方明前日銀総裁を批判する著書、『アメリカは日本経済の復活を知っている』の中において、ローマー理論と本質的にきわめて近い議論を展開している。

ここでローマー理論の要旨を見ておこう（より詳しい検討は後に行う）。ローマーは1933年以降、マネーストックがそれまでとは一転して増加したことに注目する。1937年までマネーストックが大きく増加し、それと連動して投資や耐久消費財に対する需要が増大し、生産が回復し、失業率が下がるなど、経済全体の状況が

(9) U.S. Census Bureau [1975] p. 164, 992.

(10) Romer [1992] p. 757.

(11) Bernanke [1995] p. 25.

(12) 岩田編 [2004] p. 285.

(13) 浜田・若田部・勝間 [2010] pp. 199-200.

回復していったと指摘する。

実は、1938年にはこの回復は大きく頓挫し、アメリカは再び大きな失業者の増加とGNPの下落を経験するのであるが、この頓挫についてもローマーは、1937年にマネーストックの増加を抑制する方向に政策が変更されたことによりマネーストックが減少し、それが経済の下落を引き起こしたからだと説明している。そして、1939年の回復については、マネーストック抑制策が増大策に転換され、しかもヨーロッパからの金流入の更なる加速化があってマネーストックが再び急激に増加し、それにより経済も急激に回復したのだと説明する。

簡潔に言うと、マネーストックの変化こそが、回復⇒頓挫⇒回復という実体経済の変化の根底的な原動力であったというのがローマーの議論の中心となっている。この議論を展開すると同時に、彼女は、政府の財政政策は大恐慌からの回復過程において、ほとんど何の役割も果たさなかったと主張する。

それでは、経済回復にとってそれほど重要だったというマネーストックは、なぜ増えたのか。この当然の問いに対してローマーは、ルーズベルト政権が1933年3月に発足して以降、強力に金のドル価値上昇を実施し(1オンス20.69ドルから35ドルへ)、それが国内における新規の金産出増と海外からの金の流入を促したこと、および1930年代中盤以降、ナチの軍事的、政治的活動拡大から派生しかねない様々な状況を不安視したヨーロッパ諸国からの資本逃避がアメリカへの金の流入を加速させ、それらがマネタリーベースとマネーストックの増大を引き起こしたのだと強調する。

マネーストックの増大が物価上昇予想につながり、それが実質利子率を下落させた。そして、実質利子率の下落が民間投資や耐久消費財

需要を増大させ、これがGNPや雇用を回復させていった、というのがローマーの描く回復のシナリオ——彼女はこのシナリオを *interest-rate transmission mechanism* と呼ぶ⁽¹⁴⁾——である。いわゆるアベノミクスにおける金融理論も、マネタリーベースの増大⇒マネーストックの増大⇒予想物価上昇⇒実質利子率の下落⇒需給ギャップの改善(投資等の増大)⇒現実の物価上昇、というシナリオを理論的根拠にしている。マネーの増大が、実質利子率を下落させ、それが投資等を増大させるという考え方は、ローマー理論と軌を一にしていると言えるだろう。

我々はローマー理論をそのまま受け入れてよいのだろうか。以下では上に述べたローマー理論に関わる基礎的な数字を再度検証するところから出発する。1933年以降にアメリカのマネーストックが増大したこと自体は紛れもない事実であるが、このマネーストックの増大が、本当にローマーが主張するように物価や投資、耐久消費財の需要を引っ張り上げる力となったのか否かについて、アメリカ歴史統計をはじめとする各種資料の数字を検討する。すなわち、ローマーが *interest-rate transmission mechanism* と呼ぶメカニズムが、本当に働いていたかどうかを検証するのであるが、この検証の結果、本稿ではこのメカニズムがほとんど働いていなかった、あるいは働いていたとしても、その働きはきわめて弱かったという結論を導く。

しかし、そう結論すると、それでは経済全体の回復は何によってもたらされたのか、という疑問に当然直面することになる。本稿も、財政支出によるケインズ的な財政刺激策が経済回復に果たした役割はほとんどゼロだった、というローマーらの主張に反対はしない。それでは、1933年以降の経済回復には、どのような力が

(14) Romer [1992] p. 775.

働き、どのようなシナリオを辿ったのか。本稿の後半において、この疑問に対する現段階における——ローマー達とは異なる——解釈を提示したいと思う。

3. ローマー理論の再検討

図表1のグラフは、1930年代のアメリカにおける実質GNP成長率と、M1で測ったマネーストックの変化を示したものである。これを見ると、両者は明らかに連動している。ローマーは、この両者の関連性について次のような分析を展開する。

ローマーは、実際の各年（ t 年）の実質GNP成長率と正常時⁽¹⁵⁾における平均的な実質GNP成長率（3.15%）の差を y_t 、各年（ t 年）の実質のマネーストック変化率と正常時における平均的なマネーストック変化率（2.88%）の差

を x_t 、各年の実際の実質財政赤字÷実質GNPと、正常時における平均的な実質財政赤字÷実質GNP（正常時の財政赤字はゼロと想定している）が前年と比べてどれだけ変化したか、その差を z_t とした。式で表すと以下ようになる。

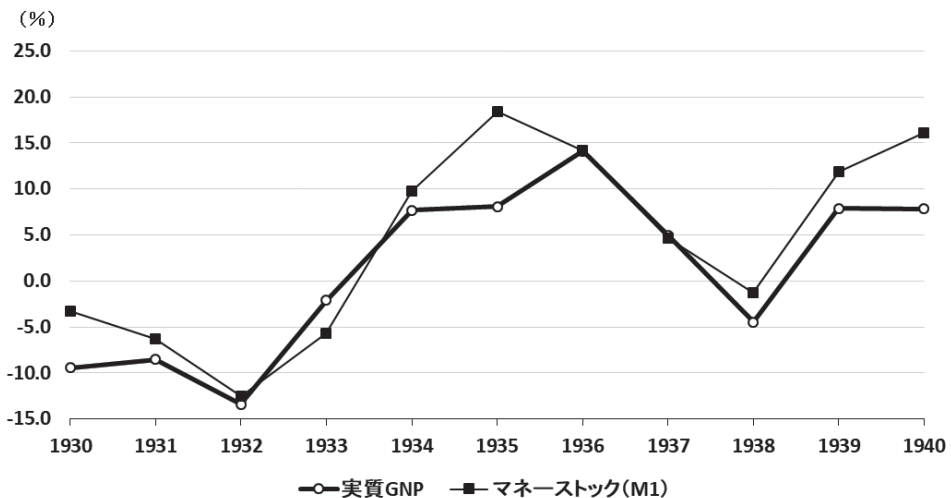
$$y_t = (t \text{ 年における実際の実質GNP成長率}) - 3.15$$

$$x_t = (t \text{ 年における実際のマネーストック成長率}) - 2.88$$

$$z_t = (t \text{ 年の実質財政赤字} / t \text{ 年の実質GNP}) - (t-1 \text{ 年の実質財政赤字} / t-1 \text{ 年の実質GNP})$$

そしてローマーは、この y_t と（タイムラグを考慮した） x_{t-1} と z_{t-1} の間にどのような関係があるかについて計測を行い、その結果、以下の方程式を導出した。

図表1 実質GNPおよびマネーストック（M1）の成長率



出所：U.S. Bureau of Economic Analysis [1986] p. 6, U.S. Census Bureau [1975] p. 992 より作成。

(15) ローマーは、1923年から1927年までの4年間は、1920年代初めの不況と回復および1928年と1929年のブームの時期が除外され、なおかつ物価も安定していたと考え、この期間を正常時としてGNP変化率平均値、マネーストック変化率平均値を推計している。

$$y_t = 0.823x_{t-1} - 0.233z_{t-1} \dots\dots\dots (R)$$

ローマーは、この方程式 (R) を用いて様々なシミュレーションを行った結果、1933年以降に実質GNP成長率が急激に回復、増加していったのは、 x_t の顕著な増加、すなわちマネーストックが正常時のトレンドを離れて顕著に増大したことによるものだと結論付ける。また、 z_t で表される財政赤字の実質GNP比の変化は、ほとんど貢献しなかったと説明している。この (R)こそが、岩田規久男が「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……」と述べた計量モデル方程式である。

図表1を見ると、ローマーの言う通り、1930年代を通じて実質GNP成長率とマネーストック(M1)の変化率は、明らかに同じ方向に強く連動している。そのことから、両者の間に因果関係があると推論するのは確かに自然である。しかし、両者が強く連動していたとしても、そこには必ずしも「AがBを決定する」という因果関係があるとは限らない。両者が同じように動いていても、「AがBに直接働きかけていなかった」可能性があるためである。両者の間に因果関係があることを論証するためには、「どのような力が働いて、 x_{t-1} が y_t を動かしたのか」ということを明らかにする必要がある。

このことに対するローマーの説明は、前出の interest-rate transmission mechanism という概念が中核をなしている。すなわち、金が流入する ⇒ マネタリーベースが増加する ⇒ マネーストックが増大する ⇒ 人々のインフレ期待が上昇する ⇒ 実質利子率が低下する ⇒ 利子率の低下に反応した民間が資金を借入れて投資や耐久消費財支出を行う ⇒ 経済が回復するというものである⁽¹⁶⁾。

そうであるとするならば、ここで本質的に重

要となる問いは、実際に民間が投資や耐久財を購入するにあたって資金を金融機関から借入れたか否かということである。民間が資金を借りているのであれば、マネーストックが経済回復の原動力というローマーの結論は動かない。しかし、もし民間の借入れが実は少なかった、それも非常に少なかったとしたら、どうであろうか。その場合、マネーストックが投資や耐久消費財需要増大の原動力であったと言えるだろうか。

もちろん、企業が投資を行う場合には、間接金融である商業銀行からの借入れの他に、主に投資銀行などが介在して行われる新株の発行や社債の新規発行といった直接金融によって資金を調達するチャンネルも重要となる。マネーストックの増大が、新株発行や社債の新規発行を後押ししたのであれば、仮に銀行からの借入れが少なかったとしても、マネーストックの増大が投資や耐久財需要を牽引したと言うべきであろう。ただし、新規の株や社債発行などの直接金融による資金調達も借入れと同様、低いレベルで推移していたとしたら、ローマーの言う interest-rate transmission mechanism は働いていなかったと言わざるを得ないだろう。

そこで次に、1920年代から1930年代にかけて、民間部門の銀行借入れと、新規の株式および社債の発行が、実際どのように推移したかを確認してみよう。

図表2は銀行の預金、貸付、投資残高の推移を示したものであるが、これを見ると、1933年に銀行危機の波が徐々に収束への動きをたどり初めて以降、預金額は増加していくが、銀行の貸付(すなわち家計や企業など民間部門の銀行借入れ)は、1933年から1937年にかけてほとんど増加していないことがわかる(ごく僅かに1.67億ドルの増加)。それどころか、FRBの公表資料に基づく図表2によれば、1934、

(16) Romer [1992] pp. 775-781.

図表2 1930年代の銀行の預金・貸付・投資残高の推移

(100万ドル)

	預金	貸付・投資 合計	貸付	投資		
				投資合計	米国債等	その他証券
1928年	57,791	57,683	39,507	18,176	5,880	12,296
1929年	57,941	58,899	41,581	17,318	5,499	11,819
1930年	59,828	58,556	40,497	18,059	5,497	12,562
1931年	56,902	55,267	35,285	19,982	6,662	13,320
1932年	45,411	46,310	27,888	18,422	6,895	11,527
1933年	41,532	40,305	22,243	18,062	8,199	9,863
1934年	46,435	42,552	21,306	21,246	11,278	9,968
1935年	51,149	44,347	20,213	24,134	14,258	9,876
1936年	57,884	48,412	20,636	27,776	17,323	10,453
1937年	59,222	49,565	22,410	27,155	16,954	10,201

注：米国債等は米国債と連邦政府保証債の合計。その他証券は、州・地方債、鉄道債、公益企業債、外国証券などの合計。

出所：U.S. Board of Governors of the Federal Reserve System [1943] p. 18.

1935、1936年という大恐慌からの急激な反転、回復が起きた決定的に重要な3年間については、貸付はむしろ減少しているのである。1933年から1937年に増加したのは、民間部門への貸付ではなく、政府部門が発行する債券への支出である（銀行部門による米国債等への投資は87.55億ドル増）。

次に、図表3を見ると、同期間における新規株式の発行累計額は9.78億ドル、新規社債の発行累計額は21.46億ドルである。この二つと、上記の銀行借入の増加分1.67億ドルを合わせると、5年間で計32.91億ドルとなる。

この数字を同期間における耐久消費財および固定資本投資に対する支出総額と比べてみよう。図表4は、名目GNPとその主要項目の推移を記したものである。図表の数字を見ると、1933年から1937年の間に、耐久消費財支出の累計額は260億ドル、固定資本投資の累計額は300億ドルで、合わせて560億ドルである。

つまり、1933年から1937年の期間、民間耐久消費財支出+民間固定資本支出全体のうち、銀行借入れ、新規株式発行、新規社債発行な

ど、外部からの資金導入でまかなわれた割合は、 $32.91 \text{ 億ドル} \div 560 \text{ 億ドル} = 0.059 = 5.9\%$ に過ぎない。換言すれば、民間部門における耐久消費財支出や固定資本投資の94.1%は外部資金以外の資金によって賄われたということになる。

さらに付け加えれば、民間の投資家や投資機関が新規発行の株式や債券を購入するために銀行から新たに借り入れた資金は、最大限でも1.67億ドルしかなく、これは新規発行の株式と債券の合計31.24億ドルの5.4%に過ぎなかった。「最大限」というのは、この間に家計部門が銀行からの借り入れを全く増やさなかったと想定した場合である。

以上の事実を考慮した場合、マネーストックの増大が人々にインフレと実質利子率の低下を予想させ、予想実質利子の低下が耐久消費財や投資を促し、さらには経済全体の回復を牽引したという主張は受け入れがたいと判断する。

確かに、アメリカでは1933年から1937年にかけてマネーストックが増大したのは紛れもない事実であり、またその増大が経済回復に無関係であったとは言えない。なぜなら、回復期に

図表3 新規の証券発行額推移

(100万ドル)

	合計	国内			海外
		公的部門	民間部門		
			債券	株式	
1928年	8,040	1,379	2,385	2,961	1,251
1929年	10,091	1,418	2,078	5,924	671
1930年	6,909	1,521	2,980	1,503	905
1931年	3,089	1,310	1,239	311	229
1932年	1,194	839	305	20	29
1933年	720	547	40	120	12
1934年	1,386	1,208	144	34	0
1935年	1,457	1,005	334	69	48
1936年	1,972	757	839	352	23
1937年	2,080	884	789	403	4

出所：Annual Report of Board of Governors of the Federal Reserve System [1937]
p. 169.

図表4 名目GNPの推移と寄与度

(億ドル)

	GNP	個人消費支出				民間国内総投資			純輸出	政府購入
		合計	耐久財	非耐久財	サービス	合計	固定資本	在庫		
1929年	1,039	773	92	377	304	167	149	17	11	89
1930年	911 (-12.3)	699 (-7.1)	72 (-1.9)	340 (-3.6)	288 (-1.5)	106 (-5.9)	110 (-3.8)	-4 (-2.0)	10 (-0.1)	95 (0.6)
1931年	764 (-16.1)	605 (-10.3)	55 (-1.9)	290 (-5.5)	261 (-3.0)	59 (-5.2)	70 (-4.4)	-11 (-0.8)	5 (-0.5)	95 (0.0)
1932年	585 (-23.4)	486 (-15.6)	36 (-2.5)	227 (-8.2)	222 (-5.1)	11 (-6.3)	36 (-4.5)	-25 (-1.8)	4 (-0.1)	84 (-1.4)
1933年	560 (-4.3)	458 (-4.8)	35 (-0.2)	223 (-0.7)	201 (-3.6)	16 (0.9)	31 (-0.9)	-16 (1.5)	4 (0.0)	83 (-0.2)
1934年	656 (17.1)	514 (10.0)	42 (1.3)	267 (7.9)	204 (0.5)	35 (3.4)	43 (2.1)	-7 (1.6)	6 (0.4)	101 (3.2)
1935年	728 (11.0)	558 (6.7)	51 (1.4)	293 (4.0)	213 (1.4)	66 (4.7)	56 (2.0)	11 (2.7)	1 (-0.8)	102 (0.2)
1936年	831 (14.1)	620 (8.5)	63 (1.6)	329 (4.9)	228 (2.1)	87 (2.9)	75 (2.6)	13 (0.3)	1 (0.0)	122 (2.7)
1937年	913 (9.9)	667 (5.7)	69 (0.7)	352 (2.8)	245 (2.0)	121 (4.1)	95 (2.4)	25 (1.4)	4 (0.4)	121 (-0.1)
1938年	854 (-6.5)	641 (-2.8)	57 (-1.3)	340 (-1.3)	244 (-0.1)	67 (-5.9)	77 (-2.0)	-9 (-3.7)	13 (1.0)	132 (1.2)

注：括弧内の数値は、GNP成長率および寄与度を示している。

出所：U.S. Bureau of Economic Analysis [1986] p. 1より作成。

は名目 GNP が目覚ましく増加し、それに伴い貨幣の取引需要も大きく増大するが、この取引需要を満たすためには、それに見合ったマネーストックが必要となるためである。もし、マネーストックが増大していなければ、物価上昇も、名目 GNP の増大も阻止されただろう。つまり、増大する貨幣の取引需要は、以前のままのマネーストックでは到底まかなうことはできなかった、この意味において、経済回復にとってマネーストック増大は確かに必要であったのである。

しかし、ローマー理論が強調するマネーストック増大の役割は、増大する取引需要をみたしたという——どちらかといえば間接的な——役割ではない。ローマーは、はるかに直接的な役割をマネーストックに負わせているのである。ローマーは、実質利子率の低下と投資および耐久消費財の需要増大との関係を詳細なグラフで提示し、前者が後者を引き起こしたのだとその因果関係の存在を強調する⁽¹⁷⁾。だが、核心的な問題は、実質利子率が低下したことによって、実際に民間の外部資金導入が増大したか否かということであり、増大したのであれば、どの程度増大したかである。既に算出したように、現実に実質利子率が下がっても、外部資金は、耐久消費財および投資支出に対し、わずか 5.9% しか貢献しなかった。これらに対する支出の圧倒的な部分は、民間部門が自らファイナンスしたものである。貸付可能な資金は大きく増えたが、民間はこれをほとんど利用しなかったのである。このことが、筆者がローマーの大恐慌脱出理論を受け入れられないと考える根本的な理由である。

ところで、筆者は以前に、荒井・鈴木[2017]において、1930年代のアメリカへの金の流入

とマネーストック (M1) の変化について議論したことがある。その中で、1933年から1939年の期間における金流入の累計が151.3億ドルで、マネーストック (M1) の増加が177.4億ドルであったことを指摘した。マネーストックの増加は確かに大きかったが、金の流入額を考慮すると、その増加分は、“驚くほど低い”レベルであった。いわゆる信用創造の歯車は、ほんのわずかしかなかったのではないか、というのがその論文の結論である⁽¹⁸⁾。

正常時ならば、金の流入 ⇒ 貸すための資金が増える ⇒ 貸付けが増える ⇒ 貸付けたマネーが金融部門に戻ってくる ⇒ さらに貸付けが増え……、というサイクルが何度も繰り返されるのが信用創造のメカニズムである。しかし1930年代のアメリカでは、金の流入によって貸すための資金は確かに大きく増えたが、そのうち実際に貸付金として銀行の外の民間部門に出ていった額は、驚くほど少なかった。

1933年から1937年の間に、民間への銀行貸付がわずか1.67億ドルしか増えていなかったという本論文における検証結果は、信用創造の歯車はほとんど回っておらず、信用のアベイラビリティが経済活動レベルに、ほとんど影響を与えていなかったことを示唆している。また、信用創造の歯車がわずかに回るにあたって、民間よりも相対的な意味において、はるかに大きくこれを動かしたのは、ローマーがほとんど何の役割も果たさなかったと断定した政府部門であった。既に述べたように、1933年から1937年の間に、政府部門は銀行への負債を87.55億ドルも増加させている。フリードマン＝シュワルツも、この期間における民間資本投資に対する資金需要に関して、「資本形成のための資金需要が異常に少なかったということが、長期利

(17) Romer [1992] p. 779.

(18) 詳しい内容については、荒井・鈴木 [2017] を参照されたい。

子率の低下につながった⁽¹⁹⁾」と述べている。

4. 大恐慌からの回復に関するいくつかの推論

これまで述べてきたように、大恐慌からの回復は、マネーストックの増大という一つの要素のみで説明することはできない。回復に関わる——そして重要と思われる——要素はいくつもあり、またそのストーリーも複雑であったに違いない。以下では、その要素の中のいくつかを取り上げ、それらがどのように大恐慌脱出の推進力となったのかについて推論する。ここで取り上げる要素は、連邦預金保険公社(FDIC: Federal Deposit Insurance Corporation) および復興金融公社(RFC: Reconstruction Finance Corporation)による銀行部門の再生、消費需要の動向、農業部門の変化、賃金と物価などである。これらおよび、ここでは取り上げていない他の要素が複雑に絡み合い、互いの効果を強めたり弱めたりしながら、経済全体が回復していったのであろう。

(1) RFC と FDIC による銀行部門の再生

既に述べたように、1933年から1937年の期間におけるマネーストックの増大が、経済の回復に直接貢献した度合いは極めて小さかった。しかし一方で、1929年から1933年にかけてのマネーストックの急減が、経済に壊滅的な打撃を与えたことは疑いようがない。この期間に銀行部門は、極めて広範に、極めて深く傷つき、銀行総数のおよそ40%が消滅した。

金融部門が深く傷つくと経済全体が深刻な危機に陥ることは、1990年代後半の日本や、2007年以降のアメリカおよびヨーロッパにおいても経験したことである。銀行は信用供与

サービス、決済サービス、資産保管・運用サービスなど、様々なサービスをあらゆる種類の企業や個人に提供しており、これらのサービスが滞りなく継続的に機能することが市場経済にとって不可欠である。これらのサービスは、お互いに密接に関係し、支え合っているため、銀行部門の一部が毀損しただけで、——それが大きな毀損だった場合、状況によっては——金融部門全体を毀損させ、それが経済全体を毀損させてしまうという事態が起こり得る。

銀行の数が40%も減り、マネーストック(M1)が1929年の266.4億ドルから1933年の199.1億ドルへと25%も激減したことで、実体経済は甚大な被害を受けた。

多くの企業は、短期および長期の資金借入れを行っており、その資金借入れが継続されることを前提に事業を行っている。そのため、銀行部門の一部で、何らかの深刻な理由により資金供給サービスの継続が不可能となると、その途端に産業内の資金の流れは滞り、賃金、原料、製品購入等の支払いに混乱が生じる。その中で、企業が倒産すると、倒産が更なる倒産の連鎖を引き起こし、それが債権者たる銀行部門により広く、より深いダメージを与えていく。そして、それが短期および長期の資金供給サービスをさらに悪化させ、産業を更になぎ倒していく。銀行が産業を、次に産業が銀行を、そしてまた銀行が産業を倒していくという、金融危機と実体経済危機の下方スパイラルである。

一度こうした状況が始まると、その過程において、このスパイラルを加速させる様々な現象が生じる。まず失業が増えると、人々の間に、自分も失業するかもしれないという不安が広がる。また、銀行に預けてある預金の安全性に対しても不安が広がるだろう。そうすると、当然個人は消費を控えるようになり、銀行から預金

(19) Friedman and Schwartz [1963] p. 496.

を引き出し、そのことが消費財需要を減少させ企業の経営を悪化させる。銀行は、企業の経営悪化に伴う不良債権の増加により、また、今後起こるかもしれない取付けに備えるために資金を貸し出そうとしない。すると、需要の減少によりキャッシュフローが減少したにもかかわらず、資金が借りられなくなってしまった企業は、当然ながら投資活動を抑制し、雇用を縮小させ、あるいは多くが倒産してしまう。それが銀行の不良債権増大となり……と、経済全体の状況をいっそう悪化させていく。

このように、下方スパイラルが始まると、銀行、産業、家計部門が、自らを守るために行う当然の行動が、互いを傷つけ、そのことが自らをも傷つけていく。そして各々は、さらに自らを守ろうとして、その結果さらに相手と自分を傷つけていく。スパイラルは加速され、止まらない。銀行部門の崩壊への流れが続いている限り、産業を含めた経済全体が自立的に回復してくることはあり得ない。産業および経済全体を回復させるためには、まず銀行部門に生じている問題を解決しなければならない。

この銀行部門崩壊の流れを阻止するための試みは、まずフーバー政権の時に始まった。1931年10月にフーバー大統領の要請によって全国信用会社（NCC：National Credit Corporation）が設立された。NCCによる銀行救済のスキームは、全国の各銀行が預金の2%相当にあたる資金を拠出し、その資本金（総額5億ドルを）と債券発行（上限10億ドル）で調達した資金によって流動性不足に陥った銀行に融資を行うというものであった。まずは、民間銀行相互の協調による銀行救済を目指したのである。しかし、当時の銀行界には、協調の機

運が極めて乏しかった——政府資金の直接融資による救済を求めている——ため、NCCによる救済活動はきわめて消極的で、機能しなかった⁽²⁰⁾。

そこで政府は、1932年2月にRFCを設立したのであるが、フーバー政権期中のRFCによる救済は、以下のような理由から十分であったとは言い難い。

まず、この期間のRFCの主要目的は、流動性の供給により金融の動揺を抑えることにあった⁽²¹⁾。また、フーバー政権期には、RFCは政府機関による恣意的な運営を排除すること、税金を効率的に利用すること、という目標が掲げられていたため、融資の際には「充分かつ厳格な担保」が必要であるという融資基準が規定されていた。さらに、融資を得るための手続きも煩雑であったため、担保として差し出せる優良な資産をもたない銀行や、小銀行などは、十分に融資を受けることが到底できなかった⁽²²⁾。僅かに残る優良資産を担保に差し出しても、受け取ることのできる融資額は限られていたため、その限られた融資額を使いきってしまうと、もはや為す術がなかった。そのため、1932年2月には一度は銀行破産の波が収まったものの、再び11月頃から破産件数が増え始め、これに伴い、一部の地域において出されていた銀行休業令が全国各地で出されるようになった。

ルーズベルトが大統領に就任した1933年3月は、前年末から発生していた三度目の銀行危機の只中であった。危機に直面したルーズベルトは、大統領に就任すると直ちに全国の銀行を一時的に閉鎖する全国銀行休日宣言（bank holiday）を行い、4日後の3月9日には緊急銀行法案を議会に提出した（同法は即日成立）。

(20) 齊藤 [1988] pp. 72-74.

(21) 齊藤 [1988] p. 89.

(22) 齊藤 [1988] pp. 107-108.

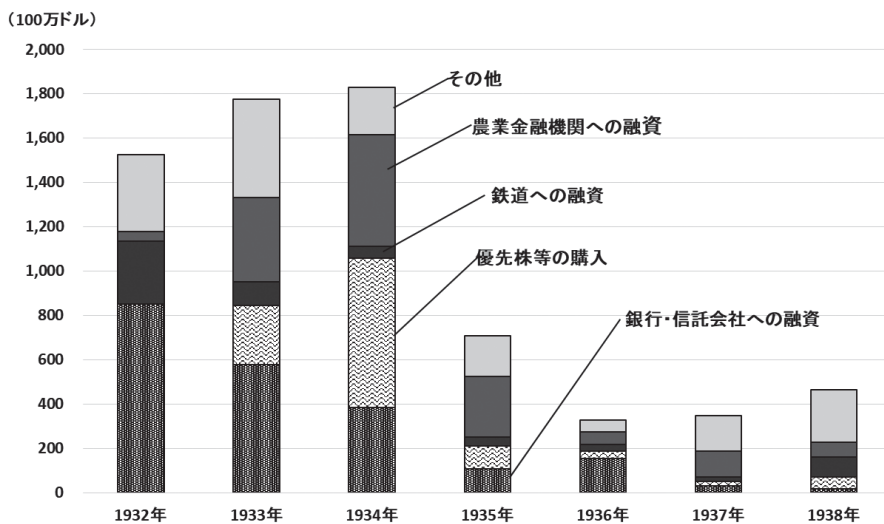
また3月12日には、「炉辺談話」において大統領自らが、再開される銀行は安全であることを保証すると発言し、翌日には一部の銀行の営業を再開させた。これにより、この時点ではまだ経済情勢に好転と言えるような変化は表れていなかったが、再開した銀行から預金が流出することはなく、むしろ預金は銀行へと戻り始めた。

ただし、生き残っていた銀行についても、総数の約70%は営業再開の許可を与えられたものの、約5,500行の銀行は閉鎖されたままであり、また再開された多くの銀行も依然として財務状態が健全とはいえない状況であった。

そこでルーズベルトは、緊急銀行法によってRFCに新たに付与された「銀行の優先株等⁽²³⁾を取得する権限」を用いて、銀行の財務基盤の改善に乗り出した。図表5は、RFCの各年における活動状況を示したものである。1932年には、銀行・信託会社への融資および鉄道⁽²⁴⁾への融資がRFCの支出額の大半を占めていたが、1933年から1934年にかけては、銀行・信託会社への融資と優先株等の購入が支出額の半分程度を占めるようになっていく。

またRFCには、設立当初から開業銀行への流動性の供給を目的とした融資の他に、閉鎖銀

図表5 RFCの活動内容の変化



注：1932年は2月2日～12月末までの金額。

出所：Statistical Abstract of United States 各年より作成。

(23) 国法銀行については、発行した優先株をRFCが取得する形で資本注入が行われたが、州法銀行については、優先株の発行が許されていない州があったため、そうした州においてはキャピタル・ノート (capital note) と呼ばれる債務証券を発行し、RFCがそれを購入する形式で資本注入が行われた。なお、債務証券の場合は、議決権を有していないため、資本注入後にRFCが優先株のように議決権を通じて経営権へ介入することができない。そこで、RFCには、キャピタル・ノートを発行した銀行に対し、検査に服することや、経営状態を監視することなどに同意を求める権限が与えられていた (小林 [2009] pp. 191-192)。

(24) 鉄道への融資は、鉄道業そのものを救済するというよりは、鉄道証券を多く保有していた生命保険会社や貯蓄銀行などを支援することにあつたとされる。たとえば、生命保険会社にとって鉄道債券は歴史的に標準的な投資物件の一つであつたため、その比率は全国の生命保険会社の総資産の16%に相当していた (斉藤 [1988] p. 81)。

行への融資を行う権限も付与されていたのであるが、フーバー時代のRFCは、閉鎖銀行向けの総融資枠が2億ドルに制限されていたため、同融資の有効性はかなり限られたものにならざるを得なかった。閉鎖銀行向けの融資の目的は、閉鎖銀行の資産の清算が終了するまでの間、長期にわたって凍結されてしまう預金を解放することにあった。凍結預金を解放することにより、景気への悪影響を軽減するとともに、銀行再編の促進を図ることが可能となるはずだ、という考えに基づくものである。しかし、この融資が実効性を持ち始めるのはルーズベルト登場以降である。1933年3月に当初の目的を達成すべく、総融資枠への2億ドルという制限がルーズベルト政権によって撤廃され、それに伴い閉鎖銀行向け融資も積極的に行われるようになった⁽²⁵⁾。

さらに、連邦預金保険制度が創設されたことも危機の沈静化に重要な役割を果たした。この当時アメリカでは、銀行の経済的影響力の拡大に対する根強い抵抗などから、銀行支店の設置に厳しい制約が課されていた。州が強い政治的権限を有しているアメリカでは、銀行支店の設置は州の銀行監督当局の規定に委ねられており、1930年代初め頃まで、大部分の州では州際業務が禁止され、またおよそ半分の州においては州内に支店を持つことさえも禁止されていた⁽²⁶⁾。こうした単一銀行制度（unit banking system）の下では、小規模な銀行が多数存在

する構造となり、必然的に州内の企業とのつながりが強くなるため、リスクの分散化が困難となる。こうした事情から、小規模銀行を中心とした銀行の破綻は毎年発生しており、預金者に多大な損失が発生するのはそれほど珍しいことではなかった。

こうした状況は以前から問題視されており、保険制度による預金者保護の導入についての議論も行われてはいたものの、連邦次元での預金保険制度は、1933年にFDIC（連邦預金保険公社）が設立されるまで実現されなかった（制度の実施は1934年から）⁽²⁷⁾。

連邦預金保険制度が実現できなかった背景には、銀行支店の設置と同様に州権の問題があった。預金保険制度は、基本的には預金保険料を原資としているため、緩い規制の下で営業を行う脆弱銀行が制度に多数加入すると、健全銀行の負担が増加することになる。そのため、制度に加入する銀行は、連邦準備非加盟の州法銀行であっても、連邦準備制度の厳しい監督下に置くことが求められる。しかしこれは、州にとっては州権の侵害であり、また州監督当局の緩い監督下で営業を行いたいと考える非加盟州法銀行にとっても受け入れがたいものであった。

こうした状況下において、連邦預金保険制度が実現されたのは、上記で述べたRFCによる融資活動が大きく影響している。たとえば、RFCは融資を行う際に、預金保険制度に加入しようとする銀行を優先的に扱ったり、それを

(25) 小林 [2009] によると、閉鎖銀行向けの融資は、全国銀行休日以前はRFCの銀行融資（12億4,419万ドル）の5.4%（6,687万ドル）にすぎなかったが、全国銀行休日以降の1933年第2四半期から34年第4四半期の間に行われた銀行融資（10億4,621万ドル）については、そのうちの83%（8億6,757万ドル）が閉鎖銀行向けとなっている（pp. 189-190）。

(26) 小林 [2009] によると、1929年の時点で支店の設置を認めていた州は19、禁止していた州は22、規定のない州は7であった（p. 5、表1-1）。

(27) 州規模の預金保険制度は、1907年にオクラホマ州で導入されて以降、1917年までの間に、カンザス（1909年）、ネブラスカ（1909年）、テキサス（1909年）、ミシシッピ（1914年）、サウスダコタ（1915年）、ノースダコタ（1917年）、ワシントン（1917年）の8州において実施されている。

援助提供の条件にしたりするなどして、預金保険制度の普及を行ったとされる⁽²⁸⁾。また、RFCが優先株の取得を通じて銀行経営への発言権を取得したことにより、銀行制度に対する政府の統制力が拡大したことも連邦預金保険制度発足に大きく影響した。

なお、州権の侵害の問題については、複雑な利害関係の調整が行われた結果、預金保険制度加入の際に連邦準備制度への加入を義務付けるのではなく、FDICが非加盟銀行の監督を行うことで決着している⁽²⁹⁾。

このように、1933年以降にルーズベルト政権が強力に銀行部門に介入し、これを強引に安定化させたことで、預金者の間に、預金の安全性に対する信頼が回復していった。図表6は、商業銀行が破綻、閉鎖されるに伴って、預金者がどれくらいの損失を被ったかを示すものである。

図表から、預金者損失が、恐慌の下方スパイラルが渦巻いていた1930年から1933年にかけて急増し、1934年以降はそれが激減している

図表6 銀行破綻に伴う預金者の損失額
(100万ドル)

	閉鎖銀行の預金額	預金者の損失額
1928年	142	44
1929年	231	77
1930年	837	237
1931年	1,690	391
1932年	706	168
1933年	3,597	540
1934年	37	10
1935年	14	4
1936年	28	4
1937年	34	5

出所：Annual Report of the FDIC [1940] p. 66.

ことが確認できる。この数字から、1933年初めまで預金者がパニックに陥っていたであろうこと、またRFCとFDICにより、その恐怖の根源が取り除かれて以降、人々の間に安堵感が徐々に広がっていったであろうことを想像するのは容易である。こうした銀行に対する信頼の回復は、家計、企業などの行動に大きく影響しただろう。

(2) 消費の動向

1933年の中頃には金融危機が終息し、それに伴い前述の下方スパイラルが徐々に反転始めた。これは、民間の消費活動や固定資本投資が、徐々に増加し始めたことによる影響が大きいと考えられる。

消費が増加した主な要因として、まず、現金や預金の実質価値が増加したことがあげられる。既に述べたように、銀行破綻の増加に伴い預金者は損失を被ったが、すべてを失ったわけではない。民間部門も企業部門も1933年まで、減少したとはいえかなりの程度の現金や預金を持ち続けた。富裕層はもちろんのことである。そして、1929年から1933年にかけての激しいデフレにより、1933年時点における彼らの100ドル、1,000ドル、1万ドルの実質価値は、1929年の100ドルや1,000ドル、1万ドルよりも大きくなっていった。

また、失業率はピーク時には25%近い水準にまで上昇したが、裏を返せば約75%の労働者は、雇用が継続され賃金が支払われていたことになる。ただ、失業を免れた人々も、自分もいつ失業するかわからない状況下では、消費を先送りしたり、抑制したりするだろう。しかし、銀行危機が収まったこと——および後に述べる様々な要因など——で、かなりの割合の

⁽²⁸⁾ 新川 [1973] pp. 60-61.

⁽²⁹⁾ 連邦預金保険制度成立までの詳細については、小林 [2009] を参照されたい。

人々が、今以上に経済が悪化することはないだろう考えるようになり、それまで減るばかりだった消費を増やすようになったのだろう。繰り返しになるが、最悪期でも約75%の人々は賃金を得ていたのである。これら75%のうちの何割かの人々が、通常に近い消費行動に戻り始めただけでも消費は拡大していくだろう。そして、その消費の拡大が経済に好影響をもたらす、消費を増やしても大丈夫だと考える人の数がさらに増えれば、消費はさらに拡大していく。個人消費の推移をみると、1933年（458億ドル）から1934年（514億ドル）にかけて12.2%増加し、さらに1934年から1935年（558億ドル）にかけては8.6%増加している（前掲図表4）。

この消費増加は、銀行部門の崩壊が阻止され、人々がそれを実感しなければ起きなかっただろう。自分たちの預金の安全性が確保されて初めて、消費者は警戒心を解くと考えられるためである。すなわち、銀行部門の安定化は、下方スパイラルを阻止し、スパイラルを逆転させるために不可欠の要素であったと言えるだろう。

ただし、このような民間消費の増加は、銀行部門の安定化だけで起きたものではない。詳しくは後述するが、1933年以降、異常に高い失業率にもかかわらず、名目賃金、実質賃金ともに上昇している。この名目および実質賃金の上昇が、消費需要増に対する重要な牽引力になったものと思われる。

そして、こうした消費の増大は、もちろん企業における販売額の増加を意味する。企業の売上げが増大しキャッシュフローが改善すれば、企業の債務返済能力が向上し、それは銀行財務の改善につながる。また、売上げの増加は企業に生産増加を計画させ、それが——即座にではないにせよ——雇用や投資を喚起するだ

う。これらが同時に進行すれば、消費はさらに増加し、銀行の財務がさらに改善し、失業が減少し、投資が増加し……、という経済全体への上方スパイラルの力が働いていくことになる。

(3) 農業部門

大恐慌期に最も打撃をうけた産業のひとつが農業であった。アメリカの農業部門は、国内需要の減少や第一次世界大戦の終結に伴う輸出需要の減少などにより、1920年代には既に不況に陥っていたが、大恐慌により都市部における農産物需要がさらに減少したことで、不況は一層深刻化した。1929年を100とした農産物卸売価格指数でみると、1932年には農産物価格は46にまで低下し、農業総収入は3年の間に2分の1以下、純所得は3分の1以下にまで減少していた。1930年代のアメリカにおける農業人口（農業従事者およびその家族）が、全人口の25%前後を占めていたことを考えると、農業部門の低迷が経済全体に及ぼす影響は甚大であった（図表7）。

ルーズベルトはこうした状況に対処すべく、1933年5月に第一次ニューディールの柱の一つとして農業調整法（AAA：Agricultural Adjustment Act）を成立させ、同法に基づき農産物の需給調整政策を実施した。この政策は、小麦・綿花・とうもろこし・豚・米・煙草・ミルクの7品目を基本農産物とし、当該農産物の生産者に、作付面積の自発的な休耕（生産調整）を要請するというものである⁽³⁰⁾。農産物価格が上昇すると、非協力農家の所得も増加することから、生産調整に協力しない農家が増える可能性が考えられるが、政策を実施するにあたって、プログラムに参加協力する農家に対して直接支払われる奨励金は、非協力農家が価格上昇によって得られる金額よりもはるかに

⁽³⁰⁾ 大沢 [2017] p. 44.

図表7 大恐慌期の農業部門の状況

	農業人口		農業所得		卸売物価指数	
	総数 (万人)	総人口に占める 割合(%)	総収入 (億ドル)	純所得 (億ドル)	農産物	工業製品
1929年	3,058	25.2	139.4	62.7	100.0	100.0
1930年	3,053	24.9	114.7	45.3	84.6	93.0
1931年	3,085	24.9	84.2	28.8	61.9	82.1
1932年	3,139	25.2	64.1	19.2	46.0	76.7
1933年	3,239	25.8	71.1	27.5	49.0	77.8
1934年	3,231	25.6	85.7	38.5	62.4	85.6
1935年	3,216	25.3	97.0	45.8	75.0	88.2
1936年	3,174	24.8	107.6	51.1	77.2	86.8
1937年	3,127	24.3	113.7	51.9	82.5	93.0

注：卸売物価指数は、農産物、工業製品ともに1929年を100としたもの。

出所：U.S. Census Bureau [1975] p. 200, 457, pp. 483-484 より作成。

多くなるように設定された⁽³¹⁾。また、既に作付けを終えていた綿花については、トラクターで作物をなぎ倒していく形で生産調整が行われた⁽³²⁾。

この政策を行うための財源には、製粉や紡績といった農産物の第一次加工行程を行っている加工業から徴収する加工税が充てられることとなった。当該加工業が過度の利潤を得ているとの判断に基づくものである⁽³³⁾。

また、緊急農地抵当法 (Emergency Farm Mortgage Act of 1933) が同じく1933年に成立し、同法に基づき新設された農業信用機構

(Farm Credit Administration) が、農家に対し市場よりも低い金利によるローンの借り換えを実施することで、農家の救済を図った。

さらに、同年10月に新設された商品信用公社 (CCC: Commodity Credit Corporation) が、小麦や綿花などの貯蔵可能な農産物を担保にノンリコースの融資を行った。この融資を行うにあたってCCCは、農産物の担保価値を市場価格ではなくパリティ価格⁽³⁴⁾と呼ばれる価格支持基準に基づき設定することで、農家の所得および農産物の価格支持を行った。具体的には、

(31) シュレジンガー [1963] p. 32.

(32) シュレジンガー [1963] によると、綿花は、1933年の収穫の4分の1が掘り起こされ、これにより綿花栽培者は1億ドル以上の補償金を得たとされる。また、綿花と同様に価格下落が深刻であった小麦についても、当初は掘り起こす予定であったが、天候不順により1933年度の収穫量の減少が予想されたため実施されなかった (pp. 51-52)。

(33) ただし、奨励金の支払財源については、連邦議会が課税及び支出の権限を有しているものの、加工税の徴収は違憲な目的に対する手段 (農産物の生産調整は州に留保された権限) であるとの理由により、1936年に連邦最高裁が違憲判決を下している。そのため、1936年以降の奨励金の財源については、同年に成立した土壌保全及び国内割当法 (Soil Conservation and Domestic Allotment Act of 1936) に基づき、一般歳出予算が用いられるようになる (大沢 [2017] pp. 44-45)。

(34) パリティ価格 (parity price) とは、農業が比較的好況であったと考えられる1909年8月から1914年7月までの期間における農産物と他の商品 (主に工業製品) との物価比率を基準とした価格のことである。生産調整およびCCCによる融資は、この価格水準に達することを目標に実施された (新川 [1973] p. 85)。

市場価格が担保価値よりも高い場合には、農家はCCCから農産物を買戻し（あるいは自ら農産物を販売し）、市場価格の方が低い場合にはCCCが農産物を引き取る。これにより価格支持基準以下での農産物の供給が減少し、その結果、当該農産物の市場価格に上昇圧力がかかるというわけである。また、同制度は、生産調整に協力せず収穫高を増大すればするほど農家の利益が大きくなってしまおうという性質もっているため、生産調整に協力することが融資の条件とされた⁽³⁵⁾。

本稿では、これらの農業政策と農産物価格との関係についての議論は行っていないが、次の事実を指摘しておこう。図表7を見ると、農産物価格は1933年以降に上昇に転じており、それに伴い農業総収入は1932年の64.1億ドルから1937年の113.7億ドルへと約1.8倍（純所得は約2.7倍）に増加している。

(4) 賃金と物価

1929年から1933年初頭まで、アメリカの名

目・実質賃金および消費者・卸売物価は全て顕著な下落を続けた。全面的なデフレである。図表8は、それらの動きを示したものである。

まず名目賃金の推移を見ると、1934年から上昇に転じていることがわかる。ここで注目したいのは、1933年から1935年までの間、アメリカの失業率はまだ20%を超える水準にあり、失業者数は1,000万人を超えていたという事実である。1934年、1935年に、1,000万人を超える失業者が労働市場に溢れていたにもかかわらず、なぜ名目賃金は上昇したのだろうか。市場の力によるものとは、もちろん考えられない。これだけ多くの失業者がいたのであれば、市場の力は、1929年から1933年までと同様に名目賃金を下げる方向に働くはずである。ここに働いたのは、市場の力ではなく強力な政治の力である。賃金の下落に苦しむ労働者たちの悲痛な要求と、物価を上昇させるためには労働賃金を上げる必要があると考えたルーズベルト政権の意向とが合致し、政治の力が働いたと解釈すべきだろう。

図表8 1930年代の失業率、賃金、物価の変化

(%)

	失業率	失業者数 (万人)	名目賃金 変化率	実質賃金 変化率	CPI 変化率	WPI 変化率
1929年	3.2	155	4.5	4.5	0.0	-1.4
1930年	8.7	434	-11.0	-8.6	-2.6	-9.3
1931年	15.9	802	-17.6	-9.4	-9.0	-15.5
1932年	23.6	1,206	-24.2	-15.7	-10.2	-11.2
1933年	24.9	1,288	-10.1	-5.1	-5.4	1.7
1934年	21.7	1,134	11.8	8.2	3.5	13.7
1935年	20.1	1,061	5.4	2.6	2.6	6.8
1936年	16.9	903	9.4	8.4	1.0	1.0
1937年	14.3	770	15.3	11.2	3.6	7.4

出所：U.S. Census Bureau [1975] p. 135, p. 164, p. 200 より作成。

³⁵⁾ 宮本 [2003] pp. 63-65.

このことに関して興味深いのは、市場の働きに強い信頼を置き、市場への政府の介入は極力避けるべきだと主張するフリードマンがどのように説明しているかである。フリードマンとシュワルツは、著書の中で、1933年から1937年の期間、失業率がまだ高く遊休資本設備が多かったにもかかわらず、なぜ卸売物価が上昇したかについて次のように述べている。「要因の一つは、既に述べたように、切り下げによる卸売物価との格差効果(differential effect)である。もう一つは、おそらく間違いなく、政府の奨励および支援によって行われた賃金と物価を引き上げるための明示的な措置である⁽³⁶⁾。」フリードマンらは、賃金と物価の上昇が政府の市場介入の結果起こったものだとこのことで認めている。マネーストックの増加によってもたらされたとは言っていないのである⁽³⁷⁾。

ルーズベルト政権は、1933年6月に成立した全国産業復興法(NIRA: National Industrial Recovery Act)の中で、重要な柱の一つとして最低賃金制の確立および労働者の団結権、団体交渉権の推進を行った。この流れの中で、アメリカの労働者たちは——20%を超えるような異常に高い失業率と、失業者総数が1,000万を大きく超えるレベルであったにもかかわらず——賃金上昇を勝ち取っていったのである。

政府は、こうした最低賃金制や労働者の団結権等を推進するにあたって、産業側に公正競争規約(codes of fair competition)と呼ばれる規約を締結する権限を与えた。公正競争規約と

は、産業毎に商品の販売価格や取引条件などの基準を定めるものである。これは事実上、産業の組織化(カルテル化)を認めるものであるが、労働者側の求める労働条件の改善や団結権や団体交渉権の承認などを、この規約の必要記載事項(労働条項)とすることで労使双方の要求を結合させた。また、公正競争規約は、あくまでも産業界の自主的な協議によって制定されるものとしながらも、それを政府の許可制にすることで、政府による経済規制力の強化を図った⁽³⁸⁾。そして、この政策を実行に移すための機関として、全国復興局(NRA: National Recovery Administration)が設立された。

1933年以降の賃金の上昇には、最低賃金の改善という直接的な要因だけではなく、労働組合員数の増加という間接的な要因も影響したものである。労働組合員数は、ピーク時の第一次世界大戦後には500万人以上であったが、その後、1920年代の経済的繁栄や、裁判所による労働差止命令⁽³⁹⁾の影響などにより1920年代を通じて徐々にその数が減少し、1933年には300万人を下回るようになっていた(図表9)。

労働差止命令は、反トラスト法であるシャーマン法が労働者の団結にも適用されたことにより急増したものである。シャーマン法は、大企業の市場独占を禁止し、個別企業の取引の自由と自由な競争を確保することを目的に1890年に制定されたものであるが、1907年のダンベリー帽子工事件の判決において、労働者の団結も企業の取引を制限していると解釈され、それ

⁽³⁶⁾ Friedman and Schwartz [1963] p. 498.

⁽³⁷⁾ ただし、フリードマンとシュワルツは、政府の介入によって物価や賃金が増加したことについて、肯定的に解釈しているわけではない(詳しくは後述)。

⁽³⁸⁾ 新川 [1973] pp. 96-99.

⁽³⁹⁾ 労働差止命令(labor injunction)とは、裁判所が労働争議行為を中止させるために行う命令のことである。差止命令は、衡平法(equity)上の救済であるため、陪審を用いず、裁判官が単独で審理を行い、判決を下す。このように差止命令は、略式手続で迅速に発給され、また、それに従わない場合は法廷侮辱罪で追訴されてしまうため、被告(労働者側)にきわめて抑圧的に作用した。

図表9 1930年代の労働組合の状況

	労働組合		発生件数	ストライキ		
	組合員数 (万人)	労働人口に 占める割合		発生事由		
				賃金・時間	組合の承認	その他
1930年	340	6.8%	651	284	207	160
1931年	331	6.5%	796	447	221	128
1932年	305	6.0%	852	560	162	130
1933年	269	5.2%	1,672	926	533	213
1934年	309	5.9%	1,817	717	835	265
1935年	358	6.7%	2,003	760	945	298
1936年	399	7.4%	2,156	756	1,083	317
1937年	700	12.9%	4,720	1,410	2,728	582
1938年	803	14.6%	2,772	776	1,385	611

出所：U.S. Census Bureau [1975] pp. 178-179.

以降、労働争議の弾圧に利用されるようになった⁽⁴⁰⁾。1914年には、労働組合による長年の立法運動により、組合活動を反トラスト法の適用外とするクレイトン法が制定されたが、その後、再び司法の判断により同法は事実上意味をなさないものとなった⁽⁴¹⁾。

こうした状況を大きく変えたのがNIRAであった⁽⁴²⁾。既に述べたように、NIRAの実施に伴い各産業は公正競争規約を作成することとなり、そこに労働者の団結権・団体交渉権等を保障する労働条項を盛り込むことが義務付けられた。これにより、政府が労働組合活動を後押

しする姿勢が明確となり、組合活動が活発化し始めたのである。また、NIRAは、1935年に条文の一部が違憲であると判断され廃止されてしまうのであるが、その違憲判決後の1935年7月に、NIRAの労働関連の条項を一部修正する形で作成された全国労働関係法（National Labor Relations Act, 通称ワグナー法）が成立して以降——とりわけ同法が合憲だと判断された1937年以降——に、組合員数が急増している⁽⁴³⁾。

このように様々な要因に後押しされ、賃金と物価が1933年以降上昇し始めた。特に、賃金

(40) 荒木 [1978a] pp. 383-384.

(41) 荒木 [1978a]によると、クレイトン法は、何が正当な組合活動であるかについて、裁判官の判断に委ねられる範囲が多く残されていたことが問題であったとされる（p.386）。また、濱口 [2013]によると、クレイトン法第16条に、「何人も反トラスト法の違反による損害を受けるおそれがあるときは差止命令を請求する権利がある」と規定されていたために、以前は検事しか請求できなかった差止命令を経営者側が活用することができるようになった（p.110）。その結果、同法制定以前よりも以後の方が、差止命令が多発するという事態を招いた。

(42) 1932年に差止命令の濫用を防ぐための措置としてノリス・ラガーディア法が制定されている。また、この前後に、いくつかの州において労働争議への差止命令を制限する州法が成立している（濱口 [2013] p. 112）。

(43) フリードマン＝シュワルツも、「賃金上昇は、まずNIRAのコード（公正競争規約）によって促進された。そして、1935年にコードが違憲と判断された後は、全国労働関係法（ワグナー法）および最低賃金法によって促進された。」と述べている（Friedman and Schwartz [1963] p. 495）。

の上昇に関しては、既に述べたように政治的な力が強力に働いていたことは明らかである。一方、農産物以外の製品やサービスの価格に関しては、労働市場や農業に対するほど直接的に政府の介入は行われなかったが、次のような流れの中で上昇していったのではないかと推測される。

まず、消費者たちが、自分達の預金はどうか安全になったらしい、と感じるようになった。しかも、労働賃金上昇の影響により、雇用されている労働者たちについては以前よりも購買力が上昇している。そして経営者たちは、製品を大恐慌の最中と同じ価格、同じ量で売ろうとすると、それらがすべて売れてしまうことを直ぐに発見する。そこで、今度は賃金上昇というコストプッシュを考慮して、製品価格を上げてみる。消費者たちは、それを消費するだけの購買力を持っているので、価格は上昇しても、製品はまた売れてしまう。そこで経営者は価格をもっと上げ、生産も増やしてみる。それも売れてしまい、価格の上昇と生産増が繰り返される。価格の上昇に伴い労働者たちはさらに賃金の上昇を要求する。このようにして、賃金の上昇、価格の上昇、生産増大の上方スパイラルが動き始める、というシナリオである。この賃金の上昇と価格の上昇に関しては、フリードマンとシュワルツも次のように述べている（彼らは生産増加には触れていない）。「第二次世界大戦後の物価変動の説明として、賃金と価格のスパイラル（wage-price spiral）あるいは価格と賃金のスパイラル（price-wage spiral）についての議論が重ねられている。我々は、賃金や価格の変化が、第二次世界大戦後の物価変動に大きな役割を果たしたということに強い疑念を持っている。しかし、1933年から37年については、賃金と価格あるいは価格と賃金のスパイラルが機能した強力な事例だと我々は考えている⁽⁴⁴⁾。

（傍点は筆者）」

ただし、フリードマンとシュワルツは、政府介入によって賃金と価格が押し上げられていなければ、賃金と物価はもっと低いレベルで推移し、経済回復はもっと順調であったはずだと主張しているのであるが……。しかし、いずれにせよ、賃金と価格の上方スパイラルと生産量の増大は実際に起き、これに伴い企業の財務は改善し、雇用が増え、債務の返済が進んだことで銀行の財務も好転し、経済は回復した。

フリードマンらの、政府が余計なことをしなければ経済の回復はもっと順調だったはずだという主張に対して、論証も反証もできない。経済学においては実験による検証ができないためである。しかし、彼らの主張はどうあれ、政府による労働市場や農業部門への直接的な介入や、製品市場への間接的な介入があっても、1933年以降のアメリカ経済は着実に泥沼から抜け出していったのである。

5. おわりに

本稿では、アメリカ経済が、大恐慌という泥沼から抜け出すにあたって何が原動力となったか、ということについて考察した。とくに、マネーストックの増大がアメリカ経済を回復させたと主張するローマー理論についての検証を中心に行った。検証の結果、ローマーがinterest-rate transmission mechanismと呼ぶメカニズムは、ほとんど働いていなかったという結論に至った。もちろんローマーが重要視していたマネーストックの増大も、経済回復を後押しした要因のひとつではあるが、その増大が経済の回復に直接貢献した度合いは極めて小さかったと言わざるを得ないだろう。

筆者は、本稿の後半において述べた銀行部門

(44) Friedman and Schwartz [1963] p. 498.

の再生や農業政策、賃金引き上げ政策等を、大恐慌からの回復に大きく貢献した要因だと推測しているが、これらが、1930年代のアメリカ経済の回復において、どの程度の重要性を持ったか、ということについてのより詳しい検証は今後の課題としたい。

参考文献

- Bernanke, Ben S. [1995] “The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27, No. 1.
- Bernanke, Ben S. [2009] “The Crisis and the Policy Response” At the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, January 13, 2009.
- 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).
- Friedman, Milton, and Anna Schwartz [1970] *Monetary Statistics of the United States*, Columbia University Press.
- Romer, Christina D. [1992] “What Ended the Great Depression,” *The Journal of Economic History*, Vol. 52, December 1992, pp. 755-784.
- Romer, Christina D. [2013] “Lessons from the Great Depression for Policy Today,” Teach-In on the Great Depression and World War II, University of Oklahoma, March 11, 2013.
- U.S. Board of Governors of the Federal Reserve System [1937] *Federal Reserve Bulletin*, September 1937.
- U.S. Board of Governors of the Federal Reserve System [1943] *Banking and Monetary Statistics* (Washington, DC, 1943).
- U.S. Bureau of Economic Analysis [1986] *The National Income and Product Accounts, 1929-1982* (Washington, DC, 1986).
- U.S. Census Bureau [1975] *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*.
- 秋元英一 [1999] 『世界大恐慌 1929年に何がおこったか』講談社（講談社選書メチエ 151）
- 荒井健・鈴木英夫 [2017] 「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」『名城論叢』第17巻3号, 名城大学経済・経営学会
- 荒木誠之 [1978a] 「アメリカ団結立法の形成と運営（一）：ワグナー法を中心として」『法政研究』44巻3号, 九州大学法政学会
- 荒木誠之 [1978b] 「アメリカ団結立法の形成と運営（二）：ワグナー法を中心として」『法政研究』44巻4号, 九州大学法政学会
- 岩田規久男編 [2004] 『昭和恐慌の研究』東洋経済新報社
- 大沢秀介 [2017] 「アメリカの農業政策と憲法」『武蔵野大学政治経済研究所年報14号』2017年2月
- 菊池英博 [1998] 「金融大恐慌と金融システム」『文京女子大学経営論集第8巻第1号』1998年
- 紀平英作 [1993] 『ニューディール政治秩序の形成過程の研究』京都大学学術出版会
- クー・リチャード [2013] 『バランスシート不況下の世界経済』徳間書店
- 小林真之 [2009] 『アメリカ銀行恐慌と預金者保護政策』北海道大学出版会
- 斉藤叫 [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
- シュレジンガー, M・アーサー [1963] 『ローズヴェルトの時代II—ニューディール登場—』佐々木専三郎訳, 論争社
- 新川健三郎 [1973] 『ニューディール』近藤出版社
- 濱口桂一郎 [2013] 「団結と参加—労使関係法政策の近現代史」労働政策レポート Vol.10 (2013年3月), 独立行政法人労働政策研究・研修機構
- 浜田宏一 [2013] 『アメリカは日本経済の復活を知っている』講談社
- 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
- 林敏彦 [1988] 『大恐慌のアメリカ』岩波新書
- バーナンキ, S・ベン [2013] 『大恐慌論』栗原潤・中村亨・三宅敦史訳, 日本経済新聞出版社
- 宮本孝正 [2003] 「米国の1996年農業法」国立国会図書館レファレンス No.653 (2003年12月)

山内久史 [1986] 「アメリカ連邦労働政策の変化とレイバーインジャンクションの機能」『早稲田法学会誌』第36巻, 早稲田大学法学会