

# 大恐慌の原因に関するフリードマンの 解釈をめぐって

——『合衆国金融史1867-1960』を読み直す——

建 部 正 義

## 目 次

1. 問題の限定
2. FRB 議長時代のバーナンキの理論と行動
3. バーナンキの中央銀行論
4. 大恐慌の原因に関するフリードマンの解釈
5. 結びに代えて

## 1. 問題の限定

ミルトン・フリードマンとアンナ・ジェイコブソン・シュウォーツの共著『合衆国金融史1867-1960 (A Monetary History of the United States, 1867-1960)』（1963年）が貨幣論・経済理論の世界に与えた衝撃ははかりしれないほどのものであった。それは、ジョン・メイナード・ケインズの『雇用・利子および貨幣の一般理論』（1936年）における貨幣論・経済理論の内容を一蹴すると同時に、マネタリズムという考え方を経済学の分野に完全に定着させることになった。要するに、ケインズ革命にたいするフリードマン反革命の成功というわけである。

たとえば、フリードマンは、『インフレーションとドル危機 (Dollars and Deficits)』（1968年）の第1章「経済学者の意見の相違」のなかで、以下の

ように指摘する（新開陽一訳，日本経済新聞社，1970年）。

わたくし個人の見解にとってもっと重要なことに，ことによると経済学会にとってもいっそう重要であるかもしれないが，1929-33年の大不況をめぐる証拠が再検討された。ケインズも当時の大部分の経済学者も，1929年から1933年にかけてのアメリカ大不況は，貨幣当局が強力な拡張政策をすすめたにもかかわらず発生したと信じこんでいた。当然のことながら，貨幣当局は当時不況打開のため全力をつくしている，全力をつくしているが当局の制御できない諸力のために努力も無効になっていると言明していた。……不況を貨幣的に説明できないようにみえたので，経済学会はケインズの新しい説をうけ入れることになったのである。

最近の研究の結果わかったことだが，事実は当時多くの人々の眼に写ったのとは非常に異なっていた。アメリカの貨幣当局は拡張政策ではなくきわめて緊縮的な政策をとっていた。アメリカの貨幣量は不況の進行中に三分の一も減少した。しかも減少したのは借手がなかったためではない。それは連邦準備制度が貨幣ベース〔マネタリーベース〕の急減を強制しもしくは看過したからであり，連邦準備法が命ずるとおり銀行組織に流動性を供給する責任をはたさなかったからである。大不況は貨幣の力に対する悲劇的な証拠である。それは決して，ケインズや多くの同時代人が信じたように，貨幣が重要でないことの証拠ではなかった。

以下の行論上，ここで，「マネタリーベース」と「流動性」という言葉がほぼ同じ意味で使用されていることに，読者の留意を促しておきたい。本稿の展開の過程において，両者の含意の相違がおのずから明らかになる

であろう。

また、「貨幣的経済理論における反革命 (The Counter-Revolution in Monetary Theory)」(1970年)のなかで、フリードマンは、以下のように指摘する(保坂直達訳『インフレーションと失業』マグローヒル好学社, 1978年)。

ケインズ的な教義に疑問を呈したもう一つの重要な要因は、貨幣経済史、特に大恐慌の再検討がなされたことであった。詳細にわたって証拠が吟味されると、誤った金融政策こそがその責めの大部分を負うべきことが明らかになった。アメリカ合衆国では、1929年から33年にかけて貨幣量が三分の一だけ削減されていたのである。この貨幣量の縮小は、明らかに、それが行われなかったであろう場合よりも遙かに不況を長引かせかつ深刻なものにさせた。さらにそして等しく重要なことであるが、貨幣量の縮小は、「馬が水を飲みたがらない」ことの結果ではなかったということが明らかにされた。それは、「ひもを押すことはできない」ことの結果ではなかったのである。それは、連邦準備制度が行った政策の直接的な結果であった。

さらに、ローズ・フリードマンとの共著『選択の自由—自立社会への挑戦— (Free to Choose, A Personal Statement)』(1980年)の第3章「大恐慌の真の原因」のなかで、フリードマンは、以下のように指摘する(西山千明訳, 日本経済新聞出版社, 2012年)。

大恐慌はまた、経済を専門とする人びとの考え方にも、重大な変化を引き起こした。金融政策こそが経済的安定を促進するための有効な政策であるという、長い間信奉され、とりわけ1920年代に支持を強めていた考え方は、大恐慌による経済的崩壊の結果、粉碎されてしまっ

た。経済学者のほとんどは百八十度転換し、「通貨は重要でない」と考えるようになった。二十世紀が生んだ偉大な経済学者の一人であるジョン・メイナード・ケインズは、これに代わる新しい理論を提供した。ケインズ革命は、経済学者の心をとらえただけでなく、政府介入の拡大を正当化する魅力ある理論およびその具体的な処方箋を提供することになった。

『合衆国金融史1867-1960』に戻ることにしよう。

その第7章「大収縮1929-1933」のなかには、一方で、「大収縮はむしろ、貨幣の力の重要性を裏づける、悲劇的な証拠である」、という有名な文章を含む以下の記述が見出される（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）。

この大収縮は、長く支持され、1920年代に優勢となった思想、つまり景気循環において貨幣の力は重要な要因であり、金融政策は経済の安定性を高める強力な手段であるとの考えを打ち砕いた。世論は「貨幣は重要でない」という、ほぼ対極の説にシフトした。これは、「貨幣は受動的な要因で、おもに他の要因の力を反映するものである」、また「経済の安定性を高める上で、金融政策はきわめて限られた価値しかもたない」との考え方だ。しかし、本章でこれから要約する事実が物語っているのは、こうした判断は経験にもとづく正当な推論ではないことである。金融破綻は、他の要因から導き出された避けられない結果ではなく、それぞれの出来事の経緯に多大な影響を及ぼした、独立性の高い要因だった。連邦準備制度が金融破綻を防げなかったのは、金融政策が無力だった結果ではなく、金融当局による特定の施策や、それより影響力は小さかったものの、一部の金融制度〔金本位制

度〕の存在が導き出した結果なのだ。

大収縮はむしろ、貨幣の力の重要性を裏づける、悲劇的な証拠である。……金融当局が実行可能な別の策を実施していたら、マネーストックの減少を防げた可能性があるのも、また事実だからだ。それどころか、マネーストックを望ましい水準まで増大させることも、ほぼ自在にできただろう。また、そうした策をとることで、銀行が抱える問題もかなり改善されていたはずである。マネーストック減少の防止や緩和、さらにはマネーストックを増加に転じさせることによって、景気収縮の深刻さを和らげることができただろうし、収縮の期間もほぼ確実に短くなっただろう。こうした政策をとってもなお、景気収縮は比較的深刻化したかもしれない。しかし、マネーストックが減少しなかったならば、四年間のうちに貨幣所得が二分の一以上、物価が三分の一以上下落する事態は起こらなかったはずだ。

みられるように、ここでは、大収縮に占めるマネーストックの減少の役割が強調されている。まさに、マネタリストとしてのフリードマンの面目躍如といったところであろう。

ところが、同じ第7章のなかには、他方では、以下の記述が見出される。

金融制度の崩壊を避けるのに必要だった行動は、銀行制度の機能や、貨幣的要因の作用、経済変動などの、後世に確認され、したがって当時の連邦準備制度が知る由もなかった知識を求めるものではなかった。逆に、著者らがすでに指摘したように、1920年代に連邦準備制度自体が概要を示した政策、あるいは、その意味でいえば1873年にバジョットが大枠を示した政策をとっていれば、大惨事は避けられたの

だ。連邦準備制度を創設した人々は、金融理論や銀行制度の機能について、多くを誤解していた。……しかし、彼らは預金を現金化しようとするパニック的な動きがどんな問題をもたらすかについては、きわめてよく承知しており、そうしたパニックへの対処にあたっては十分な影響力を発揮した。連邦準備法の制定以前の聴聞記録を徹底的に調べ、適量の情報をもとにその内容を理解し、それにもとづいて政策を実施していれば、流動性危機はきわめて深刻化することなく早期に収束し、おそらく1930年代末までには終わっていただろう。

ここで、「バジヨットが大枠を示した政策」とは、イギリスの経済学者であるウォルター・バジヨットが『ロンバード街—ロンドンの金融市場—』のなかで提起した「中央銀行の最後の貸し手機能」を指すものと考えてよいであろう。

じっさい、『合衆国金融史1867-1960』の共著者であるシュウォーツは、『大収縮1929-1933 「米国金融史」第7章』に収録された「新たな緒言」において、以下のような説明を与えている。

それ〔ケインズ革命〕に対する反革命的な動きの端緒となったのが、『米国金融史』の第7章における、1929～33年の大収縮の再解釈である。そこで著者らが示した事実とは、一連の銀行恐慌の時期に、連邦準備制度が最後の貸し手としての役割を果たせなかったことで、通貨供給量が大幅に収縮し、これが総需要、国民所得、雇用を減少させる要因になったことである。市場が経済を不安定化させたのではなく、金融政策は無力どころか、正しく実施すれば健全な経済を維持できるが、使い方を誤れば経済を弱体化させてしまう強力な手段だった。

ここには、「中央銀行の最後の貸し手機能」への明確な言及が認められる。

問題は、バジヨットをイギリスの経済史のなかで、貨幣数量説論者の系譜のうえに位置づけることが可能か否かという論点にかかわっている。

バジヨット自身は、イギリスにおける19世紀前半の通貨論争にかんして、慎重にも、通貨学派および銀行学派のいずれの理論にたいしてもその賛否を留保し、通貨論争への論及じたいを可能なかぎり回避しようと配慮しているが、筆者のみるところ、バジヨットは銀行学派により親近感を覚えていたように思われてならない。というのは、『ロンバード街』のなかには、預金銀行業を重視する以下のような論定が残されているからである（宇野弘蔵訳、岩波書店、1941年）。

預金銀行業の最も普及している国はスコットランドである。……発券業は今では極めて些細な部分を占めるものである。

しかし恐らくイングランドでは1832年、あるいはその辺までは銀行の主たる利益は紙幣の発行から得ていたのであった、そしてその後も多年の間預金は小さな事として取り扱われていたのであって、いわゆる銀行論争は全て〔銀行券の〕発行に関する諸問題を中心とするものであった。

通貨論争ないし銀行論争は、主として銀行券の発行に関する諸問題——銀行券の発行をルール化するか市場の自由に委ねるか——をめぐって展開されたことはそのとおりである。しかし、この問題に関連して、オウヴァーストン卿などの通貨学派は、通貨の形態としては金貨や銀行券だけしか考えに入れなかったのにたいして、トマス・トゥックやジョン・フラートンなどの銀行学派は、それらとならんで、手形や小切手なども通貨のなかに

含めて捉えていた。否、そればかりか、さらに進んで、銀行券・手形・小切手の本質を等しく信用貨幣であると規定した。つまり、小切手というかたちであるとはいえ、すでに預金を通貨のなかに含めて捉えるにいたっていたというわけである。

よく知られているように、バジョットのいう「中央銀行の最後の貸し手機能」——かれ自身はこういう言葉を使ったわけではないが——とは、次のような内容を指している。すなわち、他行の破綻にともなう金融的混乱に際して、預金者の取付け（預金の現金での引出し）の波及による経営の健全な銀行の連鎖的破綻の防止を狙いとして、中央銀行は、十分な担保を確保したうえで、通常よりも高い金利をつうじた緊急貸出を実施し、現金すなわち流動性を無制限に供給するべきである、と。つまり、ここでも、出発点としての預金がキーワードをなすというわけである。

そもそも、デイヴィッド・リカードの貨幣論を基礎にした1844年のピール条例は、インフレーションと恐慌の防止をその目的としていたのであるから、もともと、リカード的な貨幣数量説と金融恐慌の防止を目的とする「中央銀行の最後の貸し手機能」とは、理論的な交点を持ちえない性格のものであるとみなすべきであろう。

くわえて、通貨論争ないし銀行論争を離れても、「中央銀行の最後の貸し手機能」という理論と政策は、19世紀末にバジョットが提唱して以来、イングランド銀行ばかりではなく、世界の中央銀行のあいだに急速に定着するにいたったことは、何人も否定しがたい事実である。じっさい、FRBの設立にあたって、その目的のひとつとされていたのは、この機能にたいする期待であった。要するに、「中央銀行の最後の貸し手機能」の一般化は、フリードマンを中心としたシカゴ学派による第二次世界大戦後のネオ・マネタリズムの成立と発展とは、最初からその淵源を異にする性質のものであったことが理解されるであろう。

そうなると、1929-1933年の大恐慌にあたって、連邦準備制度がマネタリーベースを十分に供給しなかったという誤りと、連邦準備制度が「中央銀行の最後の貸し手機能」を発動しなかったという誤りとは、それぞれ、別の側面を表現していることになる。

はたして、大恐慌への対処に際しての連邦準備制度の誤りは、マネタリーベースを十分に供給しなかったという側面に求められるべきであろうか、あるいは、「中央銀行の最後の貸し手機能」を発動しなかったという側面に求められるべきであろうか。

本稿の課題は、『合衆国金融史1867-1960』を読み直す作業をつうじて、この問題に回答を与えることにある。

## 2. FRB 議長時代のバーナンキの理論と行動

ベン・バーナンキは、FRB（連邦準備制度理事会）議長の時代ではなく、その前の理事の時代の2002年11月に、「ミルトン・フリードマンの九十歳の誕生日を祝して」と題する講演を行ったが、そのなかで以下のように論及している（高橋洋一訳『リフレと金融政策』日本経済新聞社、2004年）。

大恐慌に関するフリードマンとシュワルツの研究の秀逸さは、単に議論の内容や見解の首尾一貫性にとどまるものではありません。彼らの研究は、複雑な経済システムの中にある原因と結果の問題、対象識別の問題を歴史に基づいて真剣に説明した研究の嚆矢となったものです。

実務家としてのセントラル・バンカー——私自身もその中に入りますが——にとってフリードマンとシュワルツの分析は数多くの教えに満ちています。彼らの研究から私が得たものは、貨幣的要因というもの、システムの不安定化の方向に解き放たれる場合には特に、きわ

めて強力で不安定化を増大させようというアイデアです。

講演を終えるにあたり、FRBの公式代表という私の立場を少しばかり濫用したいと思います。ミルトンとアンナに申し上げます。大恐慌についてです。あなた方は正しい。われわれがこれを引き起こしたのであり、大変残念に思っております。しかしお二人のおかげでわれわれは二度と同じ過ちは繰り返しません。

二度と同じ過ちを繰り返さなかったか否かという問題は措くとして、やがて、バーナンキは、FRBの議長になり、皮肉にもマネタリストとして、リーマン・ショック後の2008年金融危機への対応に取り組む破目に陥ることになる。

そこで、以下では、フリードマンの見解の検討に先立ち、FRB議長としてのバーナンキの理論と行動を分析することから議論を始めることにしたい。

筆者は、拙稿「バーナンキは変節したのか—『連邦準備制度と金融危機』を読む—」（『東京経済大学会誌—経済学—』第277号、2013年2月、に所収、後に、拙著『21世紀型世界経済危機と金融政策』新日本出版社、2013年、に収録）のなかで、バーナンキの『連邦準備制度と金融危機—バーナンキFRB理事会議長による大学生向け講義録—』（小谷野俊夫訳、一灯舎、2012年）を参照しつつ、以下のように結論づけた。

要するに、証券会社（プライマリー・ディーラー）への貸出も、コマース・ペーパーの借り手とマネー・マーケット・ミュチュアル・ファンドへの支援も、資産担保証券市場にたいする流動性プログラムの創出も、すべて、マネタリーベースではなく、流動性の供給をつうじてパニックを鎮静化するための措置であり、その手段として、

連邦準備の最後の貸し手機能が発動された（そして、その根拠は、連邦準備法第13第3項に求められる）が、中央銀行のこの最後の貸し手機能は150年も前から存在するものであり、今回違っていたのは、たんに伝統的な銀行だけの存在という環境下ではなく、市場には他の多くの金融機関が存在するという異なった環境下で適用されたにすぎないというわけである。いいかえれば、これらの措置は、ときに非伝統的政策と呼ばれたが、これらといえども、伝統的な中央銀行の最後の貸し手機能の枠内でのそれにすぎないものであったということになる。

みられるように、ケーススタディ1（マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドおよびコマーシャル・ペーパー市場をめぐる混乱）についても、ケーススタディ2（ベアー・スターンズおよびAIGをめぐる混乱）についても、その究極の言葉は、「バジヨットの原則」, 「最後の貸し手」とそれにもとづく流動性の供給であった。なお、リーマン・ブラザーズの破綻とAIGの救済とを隔てる分水嶺となったのは、FRBにたいする健全で優良な担保の提供の有無という問題である（連邦準備法第13条第3項は、連邦準備制度にたいして、担保の確保を求めている）。前者はそれをなしえなかったのにたいして後者は、それをなしえたというわけである。

ここには、大規模資産購入（LSAP）——バーナンキが、マネタリスト的政策というニュアンスをとまなう量的緩和政策（QE）という用語に代えて、大規模資産購入（LSAP）という用語を推奨している点に留意されたい——は、伝統的な金融政策の一環（ゼロ金利制約下で、長期金利を引き下げるための工夫）以外の何ものでもありえないことが、疑問の余地なく明言されている。つまり、それは、国債の大量購入をつうじて、市場での国債の需給関係に働きかけることにより、国債価格の上昇、したがって、国債の流通利回りの下落を導こうとする意図

に発する措置であったというわけである。

周知のように、バーナンキは、隠れもなきマネタリストである。

バーナンキによって、リーマン・ショック以後にFRBによって採用されたすべての危機対応策が、流動性の供給すなわち最後の貸し手機能の発動（証券会社、資産担保証券、マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド、コマーシャル・ペーパー市場、AIGへのそれを含む）、ならびに、金融政策すなわち金利政策（LSAPによるそれを含む）という二つのカテゴリーのいずれかに、きれいに腑分けされていることは、上巻の記述のとおりである。

ところで、中央銀行の最後の貸し手機能は、バーナンキ自身も認めているように、19世紀後半にイギリスの経済学者であるバジヨットによって唱えられたものであり、その意味で、シカゴ学派的なマネタリズムとは共通の起源を有するものではない。それどころか、この原理は、マネタリズム的な見地にたった通貨学派の考え方に由来するものではなく、むしろ、それと対立的な立場にあった銀行学派の考え方に由来するものである。

それでは、はたして、バーナンキは、FRB議長に就任し、その経験を積むことによって、マネタリストの見地から変節するにいたったのであろうか。まさに、そのとおりである。筆者は、理論的にはともかくとして、実践的には疑いもなくかれは変節したと考えている。

つづいて、筆者は、拙稿「ベン・バーナンキ『危機と決断—前FRB議長ベン・バーナンキ回顧録—』を読む」（『中央大学経済研究所年報』第48号、2016年9月）のなかで、バーナンキの名著『危機と決断』（小此木潔訳、角川書店、2015年）を参照しつつ、以下のように結論づけた。

本稿の課題は、前稿における結論を、バーナンキの新著『危機と決断』を読み解きつつ、再確認することにあつたが、その課題を完全に果たすことができた。

要するに、バーナンキは、FRB 議長に就任し、金融危機に対処するなかで、理論的にはともかくとして、実践的には、否、理論的にさえ、疑いもなくマネタリストの立場から伝統的なセントラル・バンカーの立場に変節するにいたつたというわけである。

ちなみに、理論的にさえ変節するにいたつたと主張する根拠は、『危機と決断』の第19章「量的緩和—正攻法の終わり」なかに、以下のような見解が見出されるからである。

成功はしなかったのだが、私はメディアや市場に「量的緩和」ではなく……「信用緩和」という用語を使ってもらおうとした。量的緩和は2000年代前半の日本で行われた（失敗した）プログラムを指す用語であり、私たちの〔大規模資産購入をつうじた〕国債買い取りとは多くの点で異なっていたからだ。日本の量的緩和プログラムはマネーサプライをふやすことを目的としたものであったのに対し、FRB は長めの金利を低下させる手段のひとつとして長めの国債や住宅ローン担保証券を買い取ることに焦点をあてたものだった。

ここでは、2001年3月から2006年3月にかけて日本銀行が導入した「量的緩和政策」と2009年3月から2014年10月にかけてFRB が導入したLSAP とが比較されている。バーナンキによれば、日本銀行による「量的緩和政策」は「マネーサプライ〔実際には金融機関保有日銀当座預金残高〕を増やすことを目的とするものであった」というのであるから、これ

こそが正統的なマネタリスト的政策であるということになるはずである。しかし、かれは、この政策は失敗したと断じ、むしろ、「長目の金利を低下させる手段のひとつ」としてのLSAPないし「信用緩和」の優位性を誇示しようとしているわけである。マネタリスト的政策とオーソドックスな政策、あるいは、マネタリスト的理論とオーソドックスな理論との分岐点は、「量」に力点を置くか、「金利」に力点を置くかという側面に求められる。「量」にではなく「金利」に力点を置くバーナンキは、もはや、実践的にばかりではなく理論的にも、マネタリストの立場から伝統的なセントラル・バンカーの立場に変節するにいたったと判断したとしても、そこにはなんの問題も存在しないであろう。

じっさい、『危機と決断』の索引を点検してみれば分かるように、そこにはマネタリーベースという用語が欠如している。

ついでながら、こうした内容を考慮するならば、第19章のタイトルである「量的緩和——正攻法の終わり」も適切なものとはいえなくなる。

さらに、『危機と決断』の第21章「QE2 偽りの夜明け」のなかには、以下のような見解も見出される。

私たちの政策が著しいインフレや「通貨価値の低下」……につながりリスクは事実上ゼロだった。このような考えはFRBが大量に刷った紙幣で国債の支払いをしているという認識によるものだったが、ときどき言われる（残念ながら私自身も一、二度説明を単純化しすぎてそう言ってしまったことがある）こととは逆に、私たちの政策に金銭の印刷は——文字通り現金の印刷という意味でも、比喩的に金銭の別の形である小切手の印刷という意味でも——関係していなかった。流通している通貨の量は、人々がどれだけ現金を持ちたいと思うかで決まるものであり（たとえば、クリスマスの買い物の時期には需要が高まる）、FRBの

国債買い取りの影響は受けない。FRBは、紙幣を印刷するのではなく、銀行システムに準備預金を作ることで国債の支払いをしているのだ。私たちが経験していたような景気の悪さでは準備預金はしまい込まれたままなので、一般的な意味での「お金」にはならないのである。

ここでは、「流通している通貨の量は、人々がどれだけ現金を持ちたいと思うかで決まる」、という正しい認識が示されている。金融論の世界には、内生的貨幣供給論と外生的貨幣供給論という相互に対立する考え方が併存する。「流通している通貨の量は、人々がどれだけ現金を持ちたいと思うか、いいかえれば、内生的要因によって決まる」、というのが内生的貨幣供給論の考え方であり、「流通する通貨の量は、通貨当局がどれだけ現金を供給したいと思うか、いいかえれば、外生的要因によって決まる」、というのが外生的貨幣供給論の考え方である。そして、伝統的なセントラル・バンカーは、昔からの経験則に依拠しつつ、内生的貨幣供給論の立場を、マネタリストは、その理論に固執しつつ、外生的貨幣供給論の立場を擁護してきた。

じっさい、「残念ながら私自身も一、二度説明を単純化しすぎてそう言ってしまったことがある」、とバーナンキも自認しているように、かれは、2002年11月の講演「デフレ—アメリカで『これ』が起きないようにするためには—」のなかで、以下のように言及していた（前掲『リフレと金融政策』）。

アメリカ政府〔またはFRB〕は印刷機（あるいは現在ではその電子的な相当物）を持っており、ほとんどコストなしで米ドルを好きなだけ製造することができます。米ドルの流通量を増加させることで、ある

いはそうするぞと確かな筋から脅しをかけるだけで、アメリカ政府は財とサービスで表現したドルの価値を減少させること、つまりそれらの財とサービスのドル価格を引き上げることができるのです。結論をいいますと、紙幣制度のもとでは、政府は意を決しさえすれば常により大きな支出を創造することができ、それゆえインフレを起こすことができるのです。

バーナンキも、「通貨創造を財源とする減税〔金融当局と財政当局の協力〕は、ミルトン・フリードマンの有名な『ヘリコプター・マネー』と本質的に等しい」と指摘しているように、こちらが、外生的貨幣供給論じたいに即した説明のあり方である。したがって、さきほどの記述は、説明の単純化というレベルの問題にではなく、まさに、外生的貨幣供給論から内生的貨幣供給論への立場の転換というより重要なレベルの問題にかかわっているのである。筆者が、バーナンキは実践的にばかりではなく理論的にも変節したと断じるゆえんにほかならない。

ついでながら、「私たちが経験していたような景気の悪さでは準備預金はしまい込まれたままなので、一般的な意味での『お金』にはならないのである」という文章の内容も誤りである。企業や家計はFRBに預金口座を持たないから、銀行は、かれらへの貸出にあたって、準備預金を充当することはできない。銀行は、かれらが自行に開設している口座に預金を増額記帳するかたちでの信用創造をつうじて、企業や家計に貸出を行うのである。これもまた、内生的貨幣供給論の立場からすれば、常識に属することがらである。

### 3. バーナンキの中央銀行論

いますこし、バーナンキにとどまり、リーマン・ショック後の理論と行

動を背景から支えることになった、中央銀行の任務と政策手段、FRBの設立理由、大恐慌時のFRBの金融政策の誤りにたいするかれの見解を確認することにしたい。これらは、『連邦準備制度と金融危機』の第一回講義「連邦準備制度の起源と任務」のなかで、その展開が試みられている。

まず、中央銀行の任務と政策手段について、バーナンキは、以下のよう  
に整理する。

ここで非常に重要な問題は、中央銀行は何をしているかです。中央銀行の任務は何でしょうか。……その第一はマクロ経済の安定を達成しようとする事です。それは、一般的に経済の安定的な成長を意味します。経済が大きく振れたり、不況に陥ったりするのを避け、また、インフレーションを低位で安定的に維持することです。中央銀行のもう一つの機能は、……金融を安定化させる機能です。中央銀行は、通常時は金融システムが機能し続けるように努めます。そして非常時には、中央銀行は金融パニック、金融危機を防止しようと務め、その防止に成功しなかったとしても金融パニック、金融危機を和らげようと努めます。

これらの大きな二つの目的を達成するために中央銀行が使用する手段はなんでしょうか。非常に単純な言葉でいえば、基本的には二組の手段があります。

経済安定化に対する主要な手段は、金融政策です。……通常時には、連邦準備は、例えば短期金利を引き上げ、あるいは、引き下げることができます。連邦準備はオープン市場で証券を売買することによってそれを行います。そして、通常時に、もし経済があまりにゆっくりと拡大しているか、インフレーションがあまりにも低くなりすぎたなら、連邦準備は金利を引き下げて経済を刺激することができます。

低金利は、支出、例えば住宅の取得、建設、企業による投資、借入を助長する他の広範な金利に影響を与えます。つまり低金利は、より多くの需要、より多くの支出とより多くの投資を引き起こします。そして、それが成長のより強い推進力を生み出します。したがって、経済を刺激するには金利を引き下げます。そして同様に、経済があまりに過熱し、インフレーションが問題となった場合には、中央銀行の通常的手段は金利を上げることです。アメリカでフェデラル・ファンズ金利と呼ばれているオーバーナイトの金利を引き上げることにより、より高い金利がシステムに浸透し、借入、住宅購入、自動車購入、あるいは資本財投資のコストを引き上げ、それが経済を鈍化させ過熱圧力を減少させることとなります。このように、金融政策は経済が成長とインフレーションの双方において概ね安定を保つようにするために何年もの間利用されてきた基本的な手段なのです。

さて、中央銀行が金融パニックや金融危機に対処するのに用いる主な手段は、……流動性の供給です。金融安定の懸念に対処するために、……中央銀行ができることは金融機関に短期の貸出を行うことです。……パニックや危機の期間に金融機関に短期の信用を供与することは、それらの機関が安定化することを促し、金融危機を和らげ、あるいは収束させるのに役立ちます。……この活動は古くからあるもので、最後の貸し手機能として知られています。繰り返しますと、もし金融市場が混乱し、金融機関が資金調達を選択肢を失った場合、その時には、システムに流動性を供給し、それによって金融システムの安定化を促すために中央銀行が最後の貸し手として機能するよう準備しているのです。

みられるように、ここでは、中央銀行の任務と政策手段にかんして、通

常の金融論教科書が与える説明がそのまま援用されている。金融政策については、金利政策が重視され、マネタリーベースのコントロールといったマネタリスト的政策が提示されているわけではない。マネタリスト的政策ということになれば、「金利」にではなく「量」に力点が置かれ、金利の水準は市場の決定に委ねられることになるであろう。また、中央銀行の最後の貸し手機能についても、緊急的な流動性の供給という側面が重視され、マネタリーベースの供給というマネタリスト的な側面が強調されているわけではない。

つぎに、FRBの設立理由について、バーナンキは、以下のように整理する。

中央銀行の二つの大きな機能はマクロ経済の安定と金融の安定でした。……連邦準備は法律が1913年に可決され、結局1914年に設立されました。この二つの均衡状態についての懸念が議会とウィルソン大統領に連邦準備の創設を決定させる動機となったのです。

最初に、アメリカにおける金融安定について話しましょう。

南北戦争から1900年代初頭までの間、連邦準備は存在しませんでした。中央銀行がなかったのです。そのため、財務省が行うことのできなかった金融安定化機能は民間で行うしかありませんでした。そして、最後の貸し手機能を創設しようとしたいくつかの興味深い民間の試みがあります。例えば、非常に興味深い例はニューヨーク手形交換所です。ニューヨーク手形交換所は民間機関であり、基本的には、ニューヨーク市に所在する普通の商業銀行の会員組織で、当初はそこで銀行がお互いに小切手を決済する場所であったところから交換所と呼ばれたのです。……しかし、時が経つにつれ、交換所はいくぶん中央銀行のように機能し始めました。例えば、ある銀行が多くの支払圧力

に直面した場合、当該銀行が預金者に支払いができるようにするために、交換所加盟の他の銀行が一緒になって現金を貸しました。その意味では、彼らは最後の貸し手の役割を果たしたのです。ほかに可能なことは、時として、交換所は全員が銀行システムすなわちすべての銀行を一週間閉鎖することに合意し、問題を抱えている銀行を調べてバランスシートを評価し、その銀行が本当に健全な銀行かを判断します。もしその銀行が本当に健全なら、当該銀行は再開し、通常は、そのことで事態が治まりました。このように、銀行システムを安定化しようとする民間の活動がありました。

しかしながら、結局のところ、こうした民間の手立ては十分ではなかったのです。それらは十分な資源をもっていませんでした。また、独立した中央銀行がもっている信頼性をもっていなかったのです。なんといっても、銀行はすべて民間企業なので、人々には、諸銀行が公的以外の利益のために行動しているのではないかと常に疑う気持ちがありました。したがって、流動性には欠けるが依然として支払い能力のある商業銀行に対する取り付けを停止することのできる最後の貸し手をアメリカに創る必要がありました。……アメリカの金融パニックは非常に重大な問題でした。南北戦争後の1879年の金本位制復活から連邦準備の創設までの期間をみてみましょう。……もっとも厳しかった1893年の金融危機の際には、全米で500行を超える銀行が倒産しました。それは、このように本当に大きなパニックであり、金融システムおよび経済に甚大な影響を及ぼしたのです。1907年にもかなり急激な金融危機がありました。倒産した銀行は大手でした。議会が『……金融パニックの問題に対処できる中央銀行、政府機関が必要かもしれない』と言い出したのはこの危機の後でした。こうして実現に向けたプロセスが始まり、非常に多くの調査が実施されました。……議会は中

中央銀行の創設に向けて慎重に審議しました。しかしながら、中央銀行が設立される前の1914年に深刻なパニックがもう一度生じました。……したがって、金融の安定に対する懸念が、議会が二〇世紀の初めに中央銀行を創設しようと決めた主な理由でした。

ちなみに、「金融の安定に対する懸念」が、FRBを「創設しようと決めた主な理由」であるとするバーナンキのこの認識は、フリードマンによっても共有されている。というのは、『合衆国金融史1867-1960』の第7章のなかには、以下の記述が見出されるからである。

中央銀行制度が創設されたおもな目的は、商業銀行の支払制限の防止だったにもかかわらず、その中央銀行自体が商業銀行とともに、米  
国史上前例をみないほどの、広範で徹底的な、経済活動を阻害する支  
払制限に参加してしまった。

最後に、大恐慌時のFRBの金融政策の誤りについて、バーナンキは、以下のように整理する。

不幸なことに、連邦準備は大恐慌で最初の大きな問題に直面し、金融政策と金融安定の両面で失敗しました。金融政策面では、最も肝心な点は、連邦準備は深刻な不況の時期に人々が期待するような金融政策の緩和をしなかったことです。それには、株式市場の投機を止めることを望んでいた、金本位制を維持したいと考えていた、〔信用があまりに多すぎる、銀行が多すぎるという〕清算主義者理論がよいと信じていたなど、いろいろな理由がありました。様々な理由で連邦準備は金融政策を緩和しなかった、少なくとも十分には緩和しなかったの

です。そのため、金融政策が提供することができたかもしれない、落ち込みに対する埋め合わせを得ることができなかつたのです。そして、われわれが目にしたのは物価の急速な低下でした。生産や雇用の減少の原因については、いろいろ議論はあると思いますが、物価水準が10%下落したのをみれば、金融政策があまりにも引き締め過ぎであったことがわかるでしょう。

連邦準備が金融引き締めを続けた一つの理由は、連邦準備はドルに対する投機的な攻撃を懸念したからです。イギリスが1931年にそのような状況に直面したことを思い出してください。連邦準備は同様な攻撃がドルを金から離脱させるかもしれないと恐れたのです。かくして、金本位制を維持するために連邦準備は金利を下げるのではなく引き上げたのです。連邦準備は、金利を高め維持することはアメリカでの投資を魅力的にし、アメリカからお金が流出するのを防止すると説きました。しかし、それは、経済が必要としていたことと比べれば間違っていました。1933年にフランクリン・ルーズベルト大統領が金本位制を廃止し、そして突然、金融政策は引き締めの度合いが小さくなり、33年と34年には経済の非常に力強い立ち直りがみられました。

連邦準備のもう一つの責務はもちろん最後の貸し手となることです。ここでもまた、連邦準備はその任務を理解していませんでした。連邦準備は銀行取り付けに対して不適切な対応をしました。多くの銀行が倒産するという銀行システムのすさまじい衰退をそのままにしておいたのです。その結果、銀行倒産が国全体に広がりました。……1930年代に約10,000行と、わが国の銀行の非常に大きな部分が倒産しました。そして、それは預金保険が創設された1934年まで続いたのです。ところで、連邦準備はなぜもっと積極的に最後の貸し手とならなかったのでしょうか。……いくつかのケースでは銀行は実際に破産し

ていました。手を施す余地はほとんどなかったでしょう。……しかし部分的には、連邦準備はどれも、信用があまりに多すぎる、銀行が多すぎるという清算主義者の理論に少なくともある程度は同意していたらしいのです。それが原因でしょう。システムを縮小するままにしておこう、それが本当に健全なことなのだ、というわけです。しかし残念ながら、それは正しい処方箋ではなかったのです。

みられるように、ここでもまた、すでに検討した中央銀行の任務と政策手段に即するかたちで、大恐慌時のFRBの金融政策の誤りは、金融緩和を実施しなかったこと、中央銀行の最後の貸し手機能を発動しなかったことに求められている。逆にいえば、マネタリーベースないしマネーストックの供給不足にそれを求めているわけではないということである。

以上においては、かなりの紙数を割いてバーナンキの見解を丹念に紹介する結果となった。それは、とりもなおさず、大恐慌の原因にかんするフリードマンのマネタリスト的解釈にたいして、異論を提示するための鍵がそこに潜んでいると、筆者が考えるからにはかならない。

その意味で、ここまでの記述は、本稿の序論に相当するものと位置づけることができるであろう。

#### 4. 大恐慌の原因に関するフリードマンの解釈

じつは、『合衆国金融史1867-1960』の第7章におけるフリードマンの記述はかなり錯綜したものであり、読者がその論旨を正確に把握することをかなり困難なものにしている。そこで、以下では、『選択の自由』の第3章を参照しつつ、「大恐慌の真の原因」にかんするフリードマン的解釈の整理を試みることにしたい。

まず、「連邦準備制度の起源」について、フリードマンは、次のように

説明する。

1907年、アメリカ経済の景気後退が始まってから約5ヵ月後の同年10月21日の月曜日に、当時のニューヨーク市において三番目に大きかった信託銀行、ニッカーボッカー信託銀行は財政困難に直面し、翌日、同銀行に対する「取り付け」によって、閉鎖のやむなきに至った……。ニッカーボッカー信託銀行の閉鎖は、ニューヨーク市の他の信託銀行に対する「取り付け」の前ぶれとなり、その後、同様な事態がその他の地方にも広がった。このような銀行「恐慌」は、十九世紀を通じて繰り返し発生したものとおなじ種類のものだった。

ニッカーボッカー信託銀行の閉鎖から一週間以内に、アメリカ中の銀行が「預金支払い制限」によって金融「恐慌」に対応することになった。すなわち各銀行は預金者に対して、預金を引き出そうとしてもはや要求通りには現金を支払わないという告示を発表した。

この景気後退が生み出した劇的な事件は、1913年の連邦準備法の制定である。この景気後退は、金融と銀行制度の分野でなんらかの政策決定をすることを、政治的に不可欠とした。

つぎに、連邦準備制度の目的について、フリードマンは、以下のように説明する。

ひとたび起きた取り付けパニックは、どうすれば止められるだろうか。いやそれよりも、どうすればその発生を前もって防止できるだろうか。パニック、すなわち金融恐慌を止めるひとつの方法は、1907年に採用されたやり方、すなわち各銀行がいっせいに預金支払いを制限することだ。当時、各銀行は、支払い制限をしたあとも開業を続け

ていたが、預金支払い要求があっても現金の支払いは行わないという申し合わせをお互いしていた。代わりにこれらの銀行は、簿記上の記入変更というやり方で業務を続けた。各銀行は、自らの預金者の一人が同じ自らの他の預金者に対して振り出した小切手については、小切手発行者の預金からその分だけ減額し、小切手受取者の預金を相当額増額するという帳簿上の手続きを通じて支払いを行った。自らの預金者が他行の預金者に対して振り出した小切手や、他行の預金者から自らの預金者宛てに振り出された小切手については、「交換所を通じる」清算という、通常とほぼ変わらない方法をとった。すなわち、自らの預金として受け取った他行名義の小切手と、他行に預金してある自ら名義の小切手を相殺した。通常の「交換所を通じた」手続きと何か違った点があったとすれば、それは、自らの他行に対する負債額と他行の自らに対する負債額との差額を、通常のような現金のやりとりではなく、約束手形によって清算した点だ。このやり方のもとでも銀行は現金の払い出しを行っていたが、それは預金支払い要求に応じたわけではなく、給料の支払いや、これに似た緊急の目的で顧客預金者が現金を必要とした場合に限られていた。また各銀行とも、このような顧客預金者からの現金の預け入れにもある程度は応じていた。こうした制度をとっても銀行が倒産する可能性はあったし、実際に倒産した銀行もあった。しかし、それらの銀行は「不健全な」銀行に限られ、百パーセント健全な資産をもっていながら、それを現金化できなかったという理由だけで倒産した銀行はなかった。こうして一定期間を経たのちにパニックは鎮静化し、銀行に対する信頼も回復し、各銀行は取り付けの再発に見舞われることなく預金者の要求に応じて現金の支払いを再開できるようになった。このやり方は思い切った荒療治ではあったが、金融恐慌を鎮めるのに成功した。

パニックを鎮めるにはもうひとつ、健全な銀行がその資産をすみやかに現金化できるようにするという方法がある。しかもそれは、他の銀行の犠牲によってではなく、余分の現金を入手可能にするやり方で行われる。いわば「緊急通貨印刷機」の登場だ。実はこれが、連邦準備法が意味する具体的な内容なのだ。連邦準備法は預金支払い制限が引き起こす一時的な金融の混乱さえも、前もって防止するはずのものだった。あの法律によって設立された十二の地域連邦準備銀行は、ワシントンの連邦準備制度理事会の監督下にあつて、商業銀行に対する「最後の貸し手」として機能できる権限を与えられていた。各連邦準備銀行がこのような貸し付けを行うにあつては、連邦銀行に権限が付与されていた連邦準備紙幣の発行によるか、同じく権限を付与されていた帳簿上の預金信用の創出（簿記会計上の魔法）によるかした。十二の連邦準備銀行は英蘭銀行や各国の中央銀行に対応するものであり、銀行のための銀行としての役割を果たすこととなっていた」。

ここまでの説明にはなんの問題もない。また、バーナンキの説明とも矛盾していない。

そして、これに続くかたちで、「ハイパワード・マネー」や「マネタリー・ベース」という用語を含む、以下の記述が登場する。

初期においては、十二の連邦準備銀行は、ほとんどの場合、商業銀行に対する直接貸し付けによってその役割を果たすものと考えられていた。その際の直接貸し付けは、商業銀行の資産、とりわけ商業銀行が企業に対して貸し付けを行った際の約束手形を担保とするものだった。商業銀行は多くの場合、企業の振り出した約束手形を「割り引く」形で、つまり約束手形の額面金額より少ない金額しか企業に支払

わなない形で、企業に貸し付けを行った。この際の割引額は商業銀行が貸し付けに課した利息を意味した。連邦準備銀行は商業銀行がもち込んでくるこのような約束手形を「再割り引き」し、それによって商業銀行に貸し付けの利息を課した。

時が経つにつれて、こうした再割り引きよりも「公開市場操作」、すなわち、政府債の売買が、連邦準備制度が通貨量をコントロールする主要な方法となっていった。民間から政府債を購入する際、連邦準備銀行は手もちのものであれ、新しく印刷したものであれ、連邦準備紙幣を使用するか、もっと典型的には、商業銀行が連邦準備銀行にもっている預金勘定を、その分だけ増額するという簿記上の手続きによって支払いを行った。……こうして公開市場操作が生み出す余分の現金や預金〔これらがマネタリー・ベースに相当する〕は、商業銀行にとっては預金準備としての役割を果たし、商業銀行全体としては追加された預金準備額の乗数倍だけ預金〔これと現金を併せたものがマネースtockに相当する〕をふやすことができるようになる。現金と商業銀行の連邦準備銀行預け金を合わせたものが「ハイパワード・マネー」とか「マネタリー・ベース」と呼ばれるのはこのためだ。連邦準備銀行が債権の売却操作を行う場合には、以上の過程は逆となり、商業銀行の準備は減少し、その活動は縮小へと向かうことになる」。

じつは、これらの説明や記述がフリードマンにとって跳躍台の役割を果たすことになっている。

ここでは、一方で、連邦準備制度による「マネタリー・ベース」の供給が、アメリカにおける「中央銀行の最後の貸し手機能」の発動の具体的内容として捉えられている。もし、事態がそのように捉えられるならば、ことは単純である。両者の関係は、目的と手段のそれとして位置づけられる

わけであるから、連邦準備制度の誤りは、マネタリーベースを十分に供給しなかった側面ではなく、より本質的には、「中央銀行の最後の貸し手機能」を発動しなかった側面に求められることになるであろう。そして、フリードマンの言い分がそれだけのことにとどまるのであれば、『合衆国金融史1867-1960』は、金融史・貨幣理論のうえにあれほどの衝撃を与えることにはならなかったであろう。というのは、同書が発表された時点で、バジヨットの提案は、すでに90年の歴史の重みを耐え忍んでいたからである。

ところが、他方で、「こうして公開市場操作が生み出す余分の現金や預金は、商業銀行にとっては預金準備としての役割を果たし、商業銀行全体としては追加された預金準備額の乗数倍だけ預金をふやすことができるようになる」、とされている。ここには、連邦準備制度による、商業銀行にたいする預金者の取付けに備えての流動性の供給という視点から、商業銀行にたいする顧客への貸付けのためのいわばパン種としての預金準備の供給という視点（マネタリー・ベースがその乗数倍だけのマネーストックを生み出すというのは、マネタリストの基本的な命題である）への転換が認められる。つまり、連邦準備制度によるマネタリーベースの供給は、いまや、「中央銀行の最後の貸し手機能」という目的のためのたんなる手段という役割から離れて、独自の役割を有するにいたることになったというわけである。

この転換は、フリードマンにとって、二重の意味で重大なものであった。

その第1は、銀行破綻（これの防止が「中央銀行の最後の貸し手機能」の発動の本来の目的である）そのものよりも、マネーストックの多寡にたいしてより大きな比重が置かれるようになったことである。この側面について、フリードマンは、『合衆国金融史1867-1960』の第7章のなかで、以下のよう主張する。

銀行破綻がとくに注目すべき出来事だとすれば、その明らかな理由は、銀行破綻がマネーストックを激減させるメカニズムであること、そしてこのマネーストックが経済の発展に重要な役割を担っていることである。銀行破綻のおもな重要性は、それ自体ではなく、その間接的な影響にある。まったく同規模の銀行破綻が起きたとしても、それによってマネーストックが大きく減少しなかったら、これは注目される出来事ではあっても、重要性はさほど大きくなかっただろう。いっぽう、もし銀行が倒産しないまま、他の何らかの理由でマネーストックが同様に激減していたら、景気収縮の深刻さは少なくとも同程度に及んでいただろうし、それ以上に厳しい事態になっていた可能性も高い。

その第2は、銀行危機を回避すると同時に経済を回復するべく、「中央銀行の最後の貸し手機能」の発動に代わるマネタリストの代替策の提案を可能にしたことである。フリードマンは、『合衆国金融史1867-1960』の第7章のなかで、1930年1月から10月末まで、1931年1月から8月末まで、1931年9月から32年1月末までの各時期に、連邦準備制度は、各10億ドルの公開市場操作を実施し、より多くのマネーストックを供給すべきだったと提案するが、そのうち、1931年1月から8月末までの時期に関連して、以下のように主張する。

次に金融政策にとって重要だった時期は、1931年初めからの数か月だった。銀行危機は収束に向かい、銀行信認の回復や経済活動の改善の兆しがみられた。……この時期に金融活動のてこ入れ策を積極的に実施していれば、経済回復のかすかな兆候を、持続的な回復に転換することができたであろう。

これらのいずれの場合にも、景気収縮および景気回復に占めるマネーストックの役割の重要性が強調されるにいたっている。

しかしながら、それにもかかわらずというべきか、当然のことながらというべきか、連邦準備制度にたいする非難は、結局のところ、「中央銀行の最後の貸し手機能」を発動しなかったという側面に収斂されることになる（「大規模な買いオペ」はこの目的のための手段として位置づけられる）。フリードマンは、『選択の自由』のなかで、以下のように断定する。

今日、まず間違いないことは、連邦準備制度が金融恐慌の防止を、立法にもとづく任務として負っていたということだけでなく、連邦準備法によって与えられていた権限を準備制度が賢明に行使してさえいたならば、実際にもこれを防止できていたはずだということだ。準備制度を弁護する人びとは、準備制度のあのような行動についていろいろと弁解を行ってきた。しかし、そのどれひとつとして詳細な検討に耐えうるものはないし、連邦準備制度を樹立した人びとがその任務と考えていたことを遂行するうえで同制度が犯した失敗を正当化してはくれない。準備制度は金融恐慌を防止する権限をもっていただけでなく、その権限をどう使えばよいかも知っていた。1929年、30年、31年に、ニューヨーク連邦準備銀行は準備制度に対して、繰り返し大規模な買いオペの実行を強く促した。これこそが連邦準備制度が実行すべき政策であったが、準備制度はそうしなかった。ニューヨーク連邦準備銀行の提案はなぜ却下されたのであろうか。それは、ニューヨーク連銀の提案が誤っているとか、実行不可能であると証明されたからではなく、準備制度内部の権力闘争のゆえであった。つまり、その他の連邦準備銀行も、ワシントンの連邦準備制度理事会も、ニューヨーク連邦準備銀行のリーダーシップを受け容れようとはしなかったから

だ。それに代わったものといえば、連邦準備制度理事会の混乱した、優柔不断なリーダーシップであった。

金融恐慌は経済恐慌の原因でもあり、その結果でもあった。金融恐慌はかなりの程度まで連邦準備制度がとった政策によって引き起こされた。そして疑いもなく金融恐慌は、それがなかった場合よりはるかに経済恐慌を悪化させた。しかしひとたび生じた経済恐慌は、金融恐慌をいっそう悪化させたのだ。

われわれは、こうした基本的な脈絡を見失ってはならないであろう。

## 5. 結びに代えて

本稿において、筆者が確認したかったことがらは、以下の諸点である。

第1に、フリードマンとシュウォーツの共著『合衆国金融史1867-1960』は、貨幣論・経済理論の世界において、ケインズ革命にたいするマネタリスト反革命を導いたものであるが、そこには、1929-1933年の大恐慌の原因にかんして、「マネーストック減少の防止や緩和、さらにはマネーストックを増加に転じさせることによって、景気収縮の深刻さを和らげることができただろうし、収縮の期間もほぼ確実に短くなっただろう」、という見解と、「1920年代に連邦準備制度自体が概要を示した政策、あるいは、その意味でいえば1873年にバジヨットが大棒を示した政策をとっていれば、大惨事は避けられたのだ」、という見解が併存している。前者は、連邦準備制度の誤りをマネーストックの不十分な供給という側面に求めるものであり、後者は連邦準備制度の誤りを「中央銀行の最後の貸し手機能」の発動の欠如という側面に求めるものである。当然のことながら、オーソドックスなマネタリストは前者の側面を重視してきた。その理由は、おそらく、「中央銀行の最後の貸し手機能」は、イギリスの経済学者であるバ

ジョットがすでに19世紀末に提唱したものであり、その意味で、マネタリストに固有の理論と政策だとは呼べないという問題にかかわっているのであらう。

第2に、この問題を考えるにあたっては、リーマン・ショック後の2008年金融危機に対処するにあたってのバーナンキ前FRB議長の理論と行動、『連邦準備制度と金融危機』にみられるかれの中央銀行論が参考になる。バーナンキは、2008年金融危機への対処にあたって、大恐慌の原因の理解にあたって、一貫して、「中央銀行の最後の貸し手機能」の役割を強調している。

第3に、一見したところ、フリードマンには大恐慌の原因にかんして二つの見解が併存しているように見えるが、『合衆国金融史1867-1960』や『選択の自由』を詳細に検討してみると、連邦準備制度にたいするフリードマンの批判は、結局のところ、「中央銀行の最後の貸し手機能」を発動しなかったという側面に収斂することが知られる。『選択の自由』のなかの以下の言明が、それを端的に物語っている。すなわち、「連邦準備制度が金融恐慌の防止を、立法にもとづく任務として負っていたということだけでなく、連邦準備法によって与えられていた権限を準備制度が賢明に行使してさえいたならば、実際にもこれを防止できていたはずだ」、「連邦準備制度を樹立した人びとがその任務と考えていたことを遂行するうえで同制度が犯した失敗」、と。この側面が重視されるなら、フリードマンにとって、「中央銀行の最後の貸し手機能」の発動が本来の目的であり、マネタリーベースの供給はそのためのたんなる手段にすぎなかったということになるであろう。ところが、危機時の商業銀行へのこのマネタリーベースの供給が、いつのまにか、商業銀行による顧客への貸付けのためのパン種の供給として観念されるようになり、このすり替えが、マネーストックの重視という考え方につながるようになった。

第4に、連邦準備制度にたいするフリードマンの批判が、結局のところ、「中央銀行の最後の貸し手機能」を発動しなかったという側面に収斂することになれば、それとともに、ケインズ革命にたいするマネタリスト反革命もその根拠を失うことになるであろう。というのは、「中央銀行の最後の貸し手機能」は、『合衆国金融史1867-1960』の刊行よりも90年も前にイギリスの経済学者であるバジヨットによって提唱されたものであり、しかも、かれは、マネタリストに関連性の深い通貨学派の立場にというよりも、その反対の銀行学派の立場により近かったと考えられるからである。

第5に、したがって、「大収縮はむしろ、貨幣の力の重要性を裏づける、悲劇的な証拠である」、という表現も、「大収縮はむしろ、中央銀行の最後の貸し手機能の重要性を裏づける、悲劇的な証拠である」、というように、書き改められるべきであろう。

最後に、以上の結論が正しいとするならば、大恐慌の原因にかんして、オーソドックスなマネタリストは、理論上の根本的な修正を迫られることになるにちがいない。

