

1920年代アメリカにおける金融政策論争 —景気循環との関連で—

松 尾 隆

本研究ノートは、あくまでも、最近の海外の研究論文のいくつかを、特に【Mehrling 1998】、【Laidler 1999】、そして【Humphrey 2001】を参考にして、景気循環との関連で、1920年代におけるアメリカの金融政策論争を整理し鳥瞰することで、今後の研究の一助とすることにその主眼がある。その意味で、必ずしも体系的内容でもなければ、また金融政策にかんする文献を網羅的にフォローしたものでもない。

あらかじめ本研究ノートの内容の構成について述べておこなうならば、1) では金融政策論争の背景として景気循環問題を、2) では貨幣数量説の立場からの貨幣ないし金融政策案を、3) では「リアルビルズ・ドクトリン」を堅持するFedの金融政策を、4) では反循環的な裁量的な金融政策について取り上げ、そして5) ではそれ以降の政策論争に簡単に触れる、という構成をとる。

1) 1920年代の金融政策論争の背景を考慮するとき、当時主要な経済問題のひとつであったというよりは、むしろ経済問題の枠を超えて政治問題化していた景気循環の問題が看過されるべきではなかろう。このことは、【Committee of the President's Conference on Unemployment 1923】が公にされたことから窺い知ることができるであろう。本書は、周知のごとく、戦後恐慌直後の1921年9月に商務長官 Hoover のイニシアチブのもとで招集された「失業に関する協議会」(そのメンバーは産業界、労働界や学界の代表者達であった) の提案に基づいて作

成された報告書であった。その目的は、Hooverの言葉を借りるならば、「雇用の全般的問題、それといわゆる景気循環の谷に由来する苦痛の大きな波を阻止するようにビジネスと産業を安定化させる方法に関する徹底した調査」(p. v)を実施することにあつた。

そもそも、何故に大戦後景気循環が大きな経済的問題として取り上げられることになったのであろうか。この点について、たとえば、Laidlerは次のような理由を挙げている。まずは、アメリカが戦前戦後直面した政策問題には著しく継続性が見られ、景気循環もひとつの問題として残っていたということ。だがそれだけではなくて、戦時中の政府による経済の大規模かつ効果的な組織化の経験に裏付けられて、安定化政策の可能性にかんする楽観的な認識が広まっていたこと。そしてまた、ヨーロッパ諸国とは異なって、世界の債権国としての地位と巨額の金流入を条件として、対外関係のある程度捨象した形での金融政策論争が可能であつたということ。これらの点が看過されてはならないと述べる(Laidler 1999, p. 182)。

話しを戻すと、前掲書では、景気循環との関連で、私企業と政府による建設工事のコントロールのほか、データ収集、統計化、その提供、失業準備基金など、様々な分野にわたっての言及と勧告がなされていた。そのひとつに、連邦準備銀行による信用拡張のコントロールの問題も含まれていた。それは、「通常ビジネスの循環と信用の循環の間にはある密接な類似性が観察できる」という基本的認識が銀行家達の間で共有されていたからである。もともと、連邦準備当局に「激励と支援」がなされるべきであるとはのべているが、具体的指針については、必ずしも明確にされているとはいえない。確かに、アメリカは「金の多くを単に一時的に一実質的に世界の受託者として一保有している」(Committee 1923, p. xxvi) にすぎないという理由から、金準備の量は金融政策の基準にはなりえないことが指摘され、またヨーロッパの指針は、その地域の銀行制度と異なって、アメリカの銀行制度が投資と短期貸付のための資金のプールであることから、そのまま適用できないと指摘している。だが結局のところは、まずは「調査と研究」の必要性を訴えるに止まっているし、また金融政策の主体についても、通貨当局の権限は分権的であるべきか、それとも集権的であるべきか、

これも課題であると述べるに止まっている、という状況であった。

そうではあるが、Thomas S. Adams は、同書のなかで、信用の抑制を行う時期を判断するための指数の必要性、政策手段や政策主体を確定するという問題を指摘し、具体的には、I. Fisher、A. C. Miller、O. M. W. Sprague の議論を紹介していた (pp. 262-271)。だが、現代から振り返るならば、この3人の立場は、それぞれ1920年代の金融政策に関する論争の系譜を代表する人物でもあった。すなわち、Fisherは貨幣数量説を、Millerは連邦準備局の立場を代表する人物であり、そしてまた Spragueは反循環的な積極的裁量的な金融政策を主張するひとびとに属する人物であった、と述べて良からう。

2) まずは、Fisherについて見ておこう。かれは、第一次大戦以前にすでに Laughlin への挑戦者としてそして若手論客として頭角を現してきており、戦後は物価水準の安定に向けた、従って景気循環に対処した貨幣の科学的管理を主張することになった (Mehrling 1998, p. 296)。

当時、貨幣思想はとかく政治論争と深く結びついていた。だがその背後には一般的にはふたつのアプローチ、すなわち「通貨学派」と「銀行学派」のアプローチが存在していた (Laidler 1999, p. 183)。「銀行学派」のアプローチから、学界において、ならびにアメリカの銀行制度改革に積極に関与することでその政策提言において中心的な役割を担ってきていた人物が、J. L. Laughlin であった。かれにかんする研究としては【Girton and Roper 1978】や【Skaggs 1995】を挙げることができる。これらの文献によれば、かれは、交換手段としての貨幣ではなくて価値尺度としての貨幣に焦点を当てることで、貨幣数量説の基本的立場である貨幣の「外生性」を批判した。他方で、銀行の商業貸付論を擁護して、そして時として信用は経済に混乱をもたらすが、それは「異常な信用」であって例外的なものである、とみなした。すなわち、かれは基本的にレッセ・フェールと金本位の自動的調整メカニズムの信奉者であった。

Fisher は、Laughlin に論争を挑んだということであるが、Fisher に関しては多くの文献が存在することから改めて詳しく触れることはしない。ここでは、Laidler による Hawtrey を鏡とした Fisher に関する評価を紹介するにとどめる。

「第1に、Fisherは、貨幣から経済活動へ至る因果的連鎖を結びつける鍵が物価水準の変動それ自体であると理解した。他方、Hawtreyは貨幣所得と支出のフローを強調した。それらがその後、賃金と物価水準の硬直性(stickiness)に直面して、そして実際それらを原因として、実物的変動を引き起こすことになるからである。第2に、Fisherはビジネス活動一般の安定にとって物価水準の安定が役立つだけでなく、充分であるとみなした。第3に、特に重要な点であるが、Fisherは物価水準の安定化は実行可能であると信じていた。他方Hawtreyは、実際貨幣政策が何を為しうるかに関しては、信念的にはもっと控えめであった。」(Laidler 1998, p. 185)

Fisherにとっては、物価水準の安定が追求されるべきであり、そのための具体策が周知のごとく「補正ドル(compensated-dollar)」案であった。1920年代には、その実現に向けた運動に積極的に関与し、そしてこの分野でも指導的役割を担うことにもなった。たとえば、1921年には戦後恐慌の物価下落に対応すべく Stable Money League の設立にかかわった。もっとも一時的に巨額の金流入による物価上昇の恐れが顕在化したことから、1923年には National Monetary Association へと組織替えがなされたが、現実にはインフレが生じなかったことから、1925年には再び Stable Money Association へと改組された。ちなみに、その理事会には、【Stable Money Association 1929】を参照すると、産業界や金融界の代表者、そして Wesley Clair Mitchell (NBER) に加えて、学界からは Fisher の他に B. H. Beckhart、John R. Commons、Lionel D. Edie、Edwin W. Kemmerer、W. I. King が名前を連ねていた。

これらの運動の目的は、貨幣数量説の考えを普及させるという教育的役割を通じて、連邦議会の建設的行動を促すこと、すなわち連邦準備制度の政策目標を物価水準の安定とする法律の制定を実現することにあつた(Mehrling 1997, pp. 63-64, Hardy 1932, p. 200)。この運動は、1922年の Goldsborough bill、そして1926年と1928年のふたつの Strong bill の議会への提出というかたちで、ある程度の成果をうることになる。1922年の法案は、Fisher の「補正ドル」案を実行する

ことを意図し、また1926年の法案の場合には、商品一般の安定した物価水準を促すために、「連邦準備制度のすべての権能は物価水準の安定を促進するために用いられるべきである」と謳っていた（Laidler 1999, pp. 185–186, Hardy 1932, p. 201）。

1920年代の貨幣数量説を携える論者達の考えには、物価安定を政策の主要目的にするという点では共通の認識が存在したとはいえ、それを具体的に実現する方法を巡っては、必ずしも見解の一致が見られたわけではない。Fisherの案に批判的なエコノミストも存在した。例えば、Laidlerは、そのようなエコノミストとして、Carl Snyder、Harold L. ReedやLionel D. Edieを紹介している。

Snyderは、アメリカの貨幣経済学の長い伝統であり特徴である経験的研究の分野において貢献した人物であった、とLaidlerは評している。しかしながら、Garvyの研究よれば、当時Snyderの業績は学会関係者の反響をほとんどよぶことなく、またかれ自身ニューヨーク連邦準備銀行において長い間調査スタッフとしての地位にありながらも、かれの政策的処方箋は連邦準備制度内においても僅かな支持しかえられていなかった、という。そうではあったが、かれは、「今日マネタリストの学派として知られているものの最初の提唱者のひとり、そして確かに最もはっきりした提唱者」（Garvy 1978, p. 455）であった、と位置づける。

Garvyによれば、Snyderは、経済の分析では古典派経済学の流れを汲む理論家であったが、それよりはむしろ観察者であった。また、景気変動よりも経済成長に関心があり、経済それ自体は不変の法則によって統治されており、エコノミストの仕事とは経験的調査によってこの法則を発見することにあつた。かれ自身不安定性を生み出す諸力の存在や景気循環を否定しなかったが、この点については、人間が基本的法則の作用を無視することから、そして有機的成長に向けた内在的傾向を妨げないような政策を追求しないことから惹き起こされる傷害である、と理解した（p. 477）。このことは、金融政策との関連で述べるならば、貨幣供給は合理的コントロールに服すべきであるということの意味した。Snyderは、景気循環と関連した取引量の変動は流通速度の変化によって相殺されることから、物価安定のためには経済の長期成長率に見合うように貨幣

供給を増加させるべきである、と主張した。かれは連邦準備制度にその目的のための法的権限が与えられるべきであると提案しなかったことから、貨幣供給成長ルールの提唱者とは見なされるべきではないが、しかしかれは少なくとも貨幣成長指針の初期の支持者であった、と Laidler はいう (Laidler 1999, pp. 186-187)。

Reed は、後に言及する「Allyn A. Young がつきない着想の源であった」(Reed 1922, p. vi) という謝辞に窺えるように、Young の学問的影響を受けていたが、Edie 同様に、安定的貨幣成長の擁護者であった。もともと、Reed は、Snyder の安定的貨幣成長に傾聴しつつも、かれ以上に不安定性の潜在的源泉として株式市場と信用の関係に関心を示した言及したようにも思われる。しかしながら、同市場での取引の増加は信用の流通速度の上昇によって大きく相殺されることから、結局は Reed 自身「ビジネスの安定化は、本国の取引の物的成長に信用の増加率を大まかには一致させることであり、それらの著しい乖離を阻止する問題であるように思われる」(Reed 1930, p. 198)、と述べる。

他方、Laidler は、Edie を評して、「どのように貨幣成長が規制されるべきであるかを明らかにしている点で、かれは Snyder または Reed より一歩前にいた」(Laidler 1999, p. 188) と指摘する。内容に触れる前に、Edie の経済学の立場に言及しておく、Rutherford によれば、かれは制度派経済学に属する人物であった。当時の制度主義者の主要な関心事は、金儲けの制度またはビジネス制度によって引き起こされる社会問題や経済問題を分析しそして解決することにもっぱら集中しており、Edie 自身も「経済的コントロール」という言葉でそれを表現している、と指摘する (Rutherford 2000, p. 301)。

金融政策に話しを戻すと、Edie は、【Edie 1931】で、「整然とした信用コントロールか、それとも崩壊か。それは中央銀行にそして資本主義に投げかけられた選択である」(p. x)、と指摘する。これは景気循環と中央銀行の権限を視野に入れての言及である。中央銀行の政策は景気循環を排除できないにしても、何らかの意味でそれを緩和できるであろう。そのために、中央銀行は資本主義の歴史において従来いかなる組織も持ち合わせなかったような権限を保有するようになってきている、または保有すべきである、と主張した (p. ix)。

なぜ「崩壊」するのか、またそれと信用はどの様にかかわっているのか、という疑問が残ろう。だが、具体的内容や原因については今後の課題ということにして措くとして、当時それを実現すべく具体的に提案されていた様々な貨幣・金融政策について触れておくならば、かれは批判的であった。たとえば、後述する金利政策との関連で触れておくならば、「信用需要の弾力性は不安定であり、時として予測不可能であると信じていた」(p. 102) し、「中央銀行の政策の指針としては信用需要の概念は不適切」(p. 110) なものである、と理解した。しかし、「コントロールのプログラムが不健全であるとか、非現実的であるという印象を持つべきではなかった。」(Edie 1928, p. 490) すでに指摘したことであるが、様々な案に代えて、かれは「整然とした信用コントロール」を提案した。ここでいう信用とは「金または法貨を支払う約束」(p. 5) のことであって、銀行の資産ではなくて債務を、すなわち銀行貨幣を意味した。信用をコントロールするという場合、「中央銀行は加盟銀行の準備残高の整然としたコントロールを採用すべきである」(Edie 1931, p. x) ということであった。そして、そのような主張の背後には、【Snyder 1927】の影響もあって、TとVは景気循環において時間および振幅の点で極めて一致していることから $M=P$ の関係が成り立つ、という理解があった (Edie 1928, pp. 391-392)。

Laidler が、Edie が一歩先んじていたと評価した理由は、今日「ベースコントロール」と呼ぶものを提唱したからであった (Laidler 1999, p. 188)。この点について、Edie は「提案する積極的信用指針とは生産の正常な成長率のことである。中央銀行は、銀行システムの準備を基礎に構築された信用残高が生産の長期成長と同じ割合で拡張するように、それらの準備を規制することを目的とすべきである」(Edie 1931, p. 117. イタリックー原文) と述べている。

ついでに、何故にこのような積極的な金融政策を提言するのか、その訳を理解するために一言付けくわえておくならば、Edie の脳裏では資本主義社会の進化という問題が絶えず問われていたのではなかろうか、と推測される。その具体的内容は今後詰めるべきであろうが、自律的な経済社会から管理されるべき経済社会への移行（進化）という問題である。それはまた貨幣制度の展開と密接に絡む問題であったようにも思われる。次のように述べる。

「最善のコースが如何なるものであれ、少なくとも明らかなことは、金本位は確固たる最終生産物ではないということである。むしろそれは発展のプロセスにおけるダイナミックな制度である。(中略)その進化のコースは金本位をますます自律的でないものにする傾向があり、そして性格的にはますます名目的または管理された本位へと変えてきている傾向がある。金本位に疑問がなげかけられ、そしてレッセ・フェールの短所が数多く指摘されてきている。問題は次の点にある。貨幣本位が管理されうるかまたは管理されるべきかということではなくて、どの様にしたら銀行家と政府は管理 (management) の諸政策が賢明であり健全であるということを確認するか、という点である。」(Edie 1928, pp. 62-63)

以上は、貨幣数量説の立場からの貨幣・金融政策にかんする提言である。しかしながら、結局のところ、かれらの支持した Strong bills が議会を通過することはなかったし、その他のエコノミスト達の指針も連邦準備局によって採用されることはなかった。それはかれらが当時にあつてはあくまでも少数派であつたということとも無関係ではなからう。

3) 多数派は Fisher が論争を挑んだ「銀行学派」に属する、いわゆる「リアルビルズ・ドクトリン」ないしは「商業貸付理論」を信奉するエコノミスト達であつた。たとえば、Mint は当時の状況について、「銀行は『自己流動的』または短期商業貸付に限定されるべきであると考えた論者の割合は恐らく減少してきているが、にもかかわらずこのドクトリンを信じている人はたぶん今でも多数派である」(Mint 1945, p. 258) と指摘している。しかもこの点に加えて、このドクトリンは「連邦準備制度、とくに準備局であるが、アメリカ銀行界や学界という閉鎖的社会に関係するひとびとの間で流行っている考え」(Laidler 1999, p. 188) であつたということも看過されてはならない。先に、われわれは Adams の議論の一端に触れたが、そこでかれが言及していた Miller がこの立場に属する人物であつた。

Laidler は、この学派に属するエコノミスト達の基本的考えを理解するにあたって、連邦準備局の H. Parker Willis と Chase National Bank (N.Y.) のエコノミスト Benjamin Anderson の考えを紹介していることから、われわれもまずはかれらの考えに傾聴してみる。

かれらも、当時多くのエコノミストがそうであったように、先に紹介した「銀行学派」の重鎮ともいべき Laughlin の影響を受けていた。そもそも Willis の場合、Laughlin が恩師であった。それにとどまらず、Willis は Laughlin の連邦準備制度成立以前の銀行制度改革に向けての諸活動に関与し、そしてかれを支援していた。また、Anderson も自由な市場メカニズムや健全貨幣の熱心な支持者であり、人為的な物価安定化策などはむしろ市場メカニズムを通じた価格変動を妨げることで取引の停滞に導くことになる、と理解していた。

Laidler は、かれらの物価と貨幣の関係にかんする理解について、次のように述べる。「物価水準の変動のあるものは貨幣サイドにも由来するであろうという可能性を残していたが、Anderson の議論の全体的な論調は、それらの原因はもっと一般的には実物経済に見いだされるべきである、そしてこれらの環境にあっては、もし貨幣量がそれらに対応しないならば、流通速度がかわりに順応するというものであった」(Laidler 1999, p. 191)、と。繰り返す必要もないとおもいますが、かれらは、景気循環を物価水準の変動と絡めて、そして物価水準の変動を貨幣と銀行信用の膨張と収縮という現象に絡めて理解する貨幣数量説に批判的であった。

それでは、銀行信用は実物経済との関係で如何なる役割を担っていると理解したのであるか。たとえば Willis は、個々の商品の市場へのアクセスを、すなわち商品取引を促進し、結果として商品の需給の均衡をもたらすことが銀行の役割である、と理解した。具体的には、銀行は、流動資金を必要としている人々の間で流動資金を均等に配分・供給することで、それを実現するのであり、またそうあるべきであった。言い換えれば、長期投資のための資本を求めている人に資本を供給するのはファイナンスの分野の仕事であって、決して銀行の役割ではなく、かかる長期貸付を行うことを認めないことが良い銀行業務であった。連邦準備制度も、その創設の意図はそこにあったのであって、資本の供

給を意図してはいなかった (Willis 1915, pp.183, 190-191)。

Laidler の要約によれば、「商品およびサービスの取引を促進する銀行の貸付業務は、相対価格の均衡構造の維持を支援することによって、間接的に、だが適切に経済の生産性に貢献した。商業銀行の中心的役割は取引を促進するために必要な交換手段を供給するようになっており、そして正常時には、そのような供給はほぼ自動的なものであろう」(Laidler 1999, p. 193) というのが、かれらの見解であった。

しかしながら、銀行信用の供給に全く問題が無いわけではなかった。なぜならば、銀行信用が投機的目的に利用される可能性は否定できないからである。現実には銀行信用がしばしば投機的な商品取引のためにも利用されてきていたし、また第一次大戦後にあっても、連邦準備制度の創設にも係わらず、全国からニューヨークに集中された短期資金は必ずしも新たに形成された手形割引市場では運用されず、相変わらず商業銀行はニューヨーク株式取引所と深く係わっており、資金の多くはブローカーズ・ローンとして同市場で運用されていた。よって、連邦準備当局にとっては、投機の問題、とりわけ株式市場での投機的取引の問題が1920年代を通じて中心的課題でもあった。

かれらも決して投機の問題を無視しない。たとえば、Anderson の場合、激しい銀行間競争の状況下では、遊資を抱えた銀行は、生産的目的ではなくて投機的目的でその貸付取引を行う危険性があると指摘し警鐘を鳴らしていた。また連邦準備の政策自体にも問題があり、加盟銀行の法定準備率の引き下げ、市場金利率を下回るの割引率、そして公開市場操作は、かれの理解では、むしろ投機的な信用膨張の基礎である加盟銀行の過剰準備を強化するようなものであった。Willis が述べるように、銀行の目的が貨幣を用いることなく交換を促すことに、すなわち交換手段としての信用を供給することにあるとするならば、かかる投機目的の信用供与には如何なる政策が要求されるのであろうか。または、かれらが銀行業務で特に注目した点とは何か。この点について、Laidler は次のように述べる。

「かれらにとって、信用の質は貨幣の量よりも貨幣政策の遂行ために遙

かに重要であったし、取引が要求する交換手段を満たすことは、物価水準を安定化させることよりも遙かに重要な政策目標であった。」(Laidler 1999, p. 193 イタリックー原文)

「信用の質」という場合、貨幣取引上の債権債務関係の内容が問題とされているのではない。貸付取引上の債権債務関係の内容が、より常識的には銀行資産の内容が問われているのである。先に述べたように、銀行は、決して資本を供給すべきではなくて、あくまでも商品およびサービスの取引を促進するための交換手段を供給することに、その社会的役割があった。そしてこのことが守られる限り、「貨幣の量」を問題とする必要はない。「貨幣の量」は「自動的に、言い換えれば、受動的に決定される、と理解するからである。そしてこれを実現する具体的指針は、Willisによれば、以下の通りであった。

「銀行家達によってほとんど常に適用されるところの、ひとつのまったく安全かつ信頼できる指針が存在する。銀行家の与える信用が共同体の商業信用の期間を平均して越えない期間の信用であるならば、銀行家の信用供与は生産者から消費者への商品のより安定したそしてよりスムーズな移動をもたらす傾向があるであろう。それ故に価格を安定化させる傾向があるであろう。」(Willis 1926, p. 495)

かれらは「信用の質」を問うのであるが、投機または資本のための要求を満たす好ましからざる信用であるか、それとも取引の要求する交換手段を満たすための信用であるか、すなわち Willis が指摘するような短期商業貸付として用いられるそれであるか、区別できるのであるか。「重要なポイントは、ここで取り上げた影響力を持つエコノミストたちはそのような区別が実践的政策指針の基礎となりうる、と信じていたことである。」(Laidler 1999, p. 193)

商業銀行業務に携わる者の指針が上記の通りであるべきであるとしても、Willis 達も投機的な信用の供与という可能性や現実を否定しなかった。それではそのような場合に要求される対処策、ないしは金融政策とは如何なるものであろう

か。残念ながら、この点について、Laidler は具体的には言及していない。

だが、ここで歴史的事実に目を向けるならば、連邦準備局の対応策を窺い知ることができる。連邦準備局の具体的施策は、【D'Arista 1994】も含めて、多くの文献で触れられているように、再割引手形の適格性の厳格化や投機的目的などに信用供与を行っている加盟銀行に対する「道徳的説得 (moral suasion)」であった。実際連邦準備局は、「信用の質」は「区別」できるという立場から、たとえばニューヨーク連邦準備銀行の Benjamin Strong 達のそれは不可能であるという反論、すなわち、たとえ真正手形の再割引で調達された資金であっても投機的目的での運用は可能であるというような反論にも係わらず、それを実施するように連銀に要請した。

もちろんそれらのほかにも、公開市場操作が、もっともこの操作はニューヨーク連邦準備銀行を中心とした一部の連銀のそれであったが、連邦準備銀行によって実施されていた。それにしても、これまでの議論を踏まえるならば、疑問が残るであろう。公開市場操作は連邦準備銀行の裁量的政策であり、決して受動的な政策とは言えないからである。それ故に改めて、連邦準備局や連邦準備銀行は如何なる目的または考えの下に公開市場操作を実施したのか、問うてみよう。

この疑問に示唆を与えてくれる文献が、【Humphrey 2001】である。まず初めに、実物経済と貨幣および信用の間関係にかんする連邦準備局の考えを、かれに要約してもらおう。

「Fed の枠組みでは、実物的活動の季節的および循環的変動がビジネスの銀行貸付への需要を誘発する。銀行は当座預金貨幣 (check-deposit money) の形態で貸付を行うが、それは固定的な部分準備要求によって制約されることから、これらの同じ変動はそれに対応した準備、すなわち Fed から借り入れられる準備への銀行の側の需要の変化を引き起こす。Fed は銀行の手形を割り引くことでこれらの需要に受身的に融資する。そのように行動することで、それは貨幣ストックに季節的なそして循環的な弾力性を与える。」

(Humphrey 2001, p. 172)

すでに述べてきた内容の繰り返しにもなるが、連邦準備局は、物価安定化を主張する景気循環への数量説的または貨幣的アプローチについてはこれを斥け、受身的融資をそれに対峙させ、そして物価と貨幣の因果関係は貨幣数量説のそれとは逆であることから、連邦準備局は決して貨幣に対するコントロールを持ち合わせていない、と主張した。

ところで、この枠組みについて、Humphrey は、1920年代試行錯誤の過程で形成されたものであって、大恐慌初期の金融政策に具体化されるまでに、次の5つの段階を経ることになった、と述べる。

「最初の段階はドクトリンそれ自体の純粋な素朴なバージョンとして現れたが、それは Fed の官僚達が（中略）19世紀の銀行学派のエconomist達から引き継いだものであった。引き継いだヴァージョンからはずれていたことは、法定準備要求と準備の供給者としての中央銀行という概念であった。その結果、第2段階では、1919年から1922年の間に Fed のeconomist達が中央銀行の再割引機能の考えをこのドクトリンに組み込むことによってこれらの不備を正すことになった。第3および第4段階は、前者についてはリアルビルズの指針を得るため1923年にこのドクトリンを政策へ応用したことであり、そして後者については1926年から27年の、そして1928年の安定化に関する公聴会でこのドクトリンに立脚して数量説の指針を斥けたことであった。第5段階は、1923年に始まった試みで、このドクトリンと公開市場操作という新たに発見されたテクニックを和解させる試みであった。公開市場操作は、かれらが積極的行動主義者（activist）であったことを、すなわち裁量的政策介入を行ったということの意味するが、受身的融資、そして自律的に自動調整的なものとしてのこのドクトリンの政策概念と抵触するものであった。そこから生まれた和解（reconciliation）として、加盟銀行の借入と市場利子率が1920年代後半にこのドクトリンの機軸的な政策指標とみなされることになった。」（pp.172-173）

引用文に Humphrey 自身の補足説明を加えておく。まず第1段階では、曖昧で

あった連邦準備法が意図した取引の要求の内容がより精緻化されて、連邦準備局のエコノミスト達は、「取引の要求を、その生産が銀行貸付によって融資される運転資本または製造過程 (goods-in-process) にある財の在庫価値として規定」(p. 174) し、それを把握するために産出、具体的には工業生産指数と卸売物価指数を利用した。そして信用はこれらの取引の要求に順応すべきであり、その場合貸付は銀行券および預金貨幣の形態で為されるが、貨幣ストックは取引の要求に順応すべきであり、また順応することになる、と理解した。

第2段階では、連邦準備銀行の割引窓口を通じた加盟銀行への準備の供給という新たな要素がドクトリンの枠組みに組み込まれることになる。すなわち、連邦準備局は、再割引適格手形を制限することで、投機を誘発しない形で、取引の要求を満たすための準備を加盟銀行に供給することを保証した。その場合、彼等は加盟銀行の貸付取引の障害とならないように、短期市場利子率と並ぶまたはそれを下回る公定歩合を設定した (p. 175)。

第3段階では、ドクトリンを運用可能なものとするために、諸変数を政策指針に役立つように定義した。連邦準備局の月々の鉱工業生産指数が取引の要求の指標とされ、これらに対応する銀行貸付は生産的であるが、銀行のブローカーズ・ローン、不動産抵当貸付や長期投資は投機的貸付と定義された。また物価水準（卸売物価指数）も利用されたが、これは貨幣ストックとの関連で問題にされたのではなくて、その短期的変動は投機を意味するという理由から、すなわち信用の投機的利用を示唆するという理由から、利用された。そして連邦準備局の関心が生産的融資から株式市場での投機を阻止することに関心が移ることになった1920年代中葉以降は、量的分析はほとんど放棄されることになった (pp. 176-179)。

第4段階は省略して、最後段階の公開市場操作という裁量的・積極的政策と受身的政策の「和解」の内容について、若干触れておこう。

W. Randolph Burgess によれば、そもそも政府証券を用いた公開市場操作の「本当の意義はほとんど偶然の発見であった。」(Burgess 1964, p. 220) すなわち当初、それは連邦準備銀行自らの収益資産の確保を目的とした操作であった。だが、例えば売りオペは加盟銀行の準備を取り除くことによって準備を失った銀行を

割引窓口に呼び寄せる傾向があるというように、加盟銀行の準備借入を公開市場操作と逆の方向に変化させるという事実が発見されることになった。この発見から「公開市場操作は個々の準備銀行の個別の政策としてよりは、準備制度の政策として取り扱われるべきである」（p. 220. イタリックー原文）と認識されることになった。

これまでの議論を考慮するならば、公開市場操作は連邦準備局の基本的枠組みと抵触ないしは矛盾するように思われる。例えば、Humphrey は、政府証券は短期の自己流動的な商業手形ではない、受身的融資ではない、そして加盟銀行は割引窓口を利用できることから公開市場操作という追加手段は必要ない、という抵触する点を挙げる（p. 182）。だが、「はさみ効果（scissors effect）」（p. 183）という考えから、連邦準備局は「リアルビルズ・ドクトリン」と公開市場操作を「和解」させた、という。すなわち、「どの程度銀行が売りオペを通じて失った準備を補充するか、このことが、真の、すなわちリアルビルに基づく準備への要求を示してくれた。そして公開市場操作それ自体はこの要求の程度をテストし明らかにする」（p. 183）ものである、と。

Humphrey はもうひとつの解釈が存在したと指摘する。Strong、Burgess、そして Winfield W. Riefler のそれであるが、割引窓口を通じた借入量をコントロールする手段として利用するという、より積極的な解釈であった。当然のこと、それは「リアルビルズ・ドクトリンの受動的貸付原則と抵触する」（p. 184）ものであった。さらにかれらは、公開市場操作を通じた引き締めまたは緩和の程度をはかる機軸的指標として加盟銀行の連銀借入額、そしてそれを補完するものとしての市場利子率の利用の可能性を指摘した、と述べる。

4) それにしても、Burgess 達の意図はどこにあったのであろうか。Humphrey の場合、「和解」の側面が強調されて、この点について触れていない。だが、Laidler は、異なる脈絡からかれらを位置づける。すなわち、「裁量的金融政策の安定化のパワーについての控えめな意見から一歩進んで、共通した特定の信念をもつ明確な学派を形成することはなかった」（Laidler 1999, p. 195）が、1920年代には安定化政策の提唱者達が存在したのであって、Burgess と Riefler もこの立場に属

する人物であった、と。たとえば、Burgess 自身次のように述べている。

「ビジネスが活況にあり雇用が満ち足りているとき、通常は信用を借り入れやすくする必要はない。むしろ反対にそれは危険な時であることから、適切な政策が警告のひとつとなるべきであり、そして信用の価格は相対的に高いものであるべきである。(中略) 金利政策は景気循環の変動を効果的に縮小させることになると考える。」(Burgess 1927, p. 197)

かれらのほかにも、景気循環との関連で裁量的金融政策を提唱した人物は存在した。O. M. W. Sprague 達もそうであった。たとえば、【Bullock 1923】のなかで、連邦準備局の政策としては、金移動や金準備を基準とした旧来の自動的行動はもはや有効ではないと指摘して、季節的需要と循環的需要を判断し、後者を阻止する手段として金利政策を活用すべきである、と述べる。

「一般的な政策として、連邦準備局は、信用量が本国の真の要求によって決定されるような方法で、そしてそのような時には、公定歩合を引き上げたり引き下げたりして、信用の拡張を制限するように努力すべきである。」(Bullock 1923, p. 135)

1926年の Strong bill に関する議会公聴会での Sprague の発言を参考に、若干説明を加えておこう。

かれは、Fed の立場とは必ずしも同じではなくて、適格手形の割引が信用を商業的利用に限定することにならないと考える一方で、政府証券担保貸付が投機や資本目的の信用の利用を容易にしているとも理解しない。だが、信用はインフレーションに深く関与する。インフレーションとは、数年に渡って物価が急激に上昇している状況で、ビジネス界ではあらゆる商品が売り手市場となり、企業が、単位当たりの生産コストの上昇にもかかわらず、価格上昇と需要増加を予測して資本設備を拡大させるような状況である。もちろん、連邦準備銀行の大規模な手形割引と公開市場操作を欠いて、この状況が生み出されることは

ありえない。よってこの状況では信用も健全ではない。その帰結が恐慌である。それ故、連邦準備銀行はまずは加盟銀行の不健全な信用操作である短期借入の更新による継続的借入を阻止すべきである。そしてまた物価水準のみが指標とされるべきではないが、連邦準備銀行は、ある程度物価状況をコントロールする能力を有していることは明確であることから、裁量的金融政策を活用して、また政策の意図を開示することで、先に述べたインフレーションに対処すべきである、という（U. S. House of Representatives 1927, pp. 399–421）。

Sprague と同様にハーバード大学の教授で、同じく Strong のアドバイザーでもあった Allyn A. Young もまた、このような考えに属する。事実、Young は、中央銀行の「諸政策は、達成可能な最大限のビジネスの安定を実現するということを第一に考慮して、決定されるべきである」（Young 1927, p. 80）、と主張している。そこで最後に、Young の考えに簡単に触れて、1920年代の金融政策論争を閉じたい。

その前に、Young は理論的に極めて特異な地位を占めていることから、まずはその特徴について、Mehrling に整理してもらおう。

「Young の貨幣研究は、アメリカという脈絡では、当時のふたつの競合する学派の間に中道を見出そうとする試みである、と理解できる。（中略）両学派の魅力に惹き付けられて、Young は硬貨介入主義者（hard-money interventionist）としてのスタンスのなかに両学派の統合（synthesis）を見いだした。一方で反数量説の理論家の側に加わって、かれは金本位を擁護した。だが他方では数量説の理論家を支持して、かれは景気変動の貨幣的管理手段を追い求めた。」（Mehrling 1996, p. 627）

Mehrling によれば、確かに Young は数量説と反数量説の両方に属するという一見折衷的立場に見えるが、かれの試みは「貨幣論を再構築するもっとも知的に野心的な試みのひとつ」であり、その意味で「1920年代、アメリカの経済学は、理論とは縁遠く、孤立し停滞していたという印象を、払拭してくれる」（p. 268）ものであった。また、第二次大戦後との関連で述べるならば、たとえば、Milton

Friedman と Edward Stone Shaw は、その知的形成においては戦後のエコノミストであったが、ともにアメリカの制度主義の伝統の後裔であり、Friedman が Veblen-Mitchell の流れを汲むとするならば、Shaw の源流は Ely-Young である、とのべる (p. 300)。もっとも、Laidler は【Laidler 1993】で、Friedman の貨幣経済学の由来である「シカゴ・トラディション」の伝統の要素は、Hawtrey、Young を経由してシカゴに至った、と指摘しているが。

ところで、【松尾 2002a】、【松尾 2002b】に述べたように、Young は景気循環の原因を資本主義的生産様式の「内在」的「緊張」に求め、銀行信用も含め「外生」的なものには求めなかった。しかし、Ralph Hawtrey と同様にそれは「銀行信用量の不安定性」と深く結びついていると理解した。このような立場から、かれは Fisher の提案や Strong bills のような何らかのルールに連邦準備制度を従わせることには強く反対して、また連邦準備局の受身的政策にも与みせず、反循環的政策として裁量的金融政策を主張した。そして現実や制度的要因を重視する Young にとって、金融政策はまさに中央銀行のアートであるべきであった。

5) その後の展開について、Mehrling (かれはポスト・ケインジアンの流れに属するとおもうが) に傾聴して、簡単に触れておこう。

かれによれば、1930年代には、経済危機の渦中で、学界では旧来のパターンが再現され、論争は「フィシャー-ラフリン軸 (Fisher-Laughlin axis)」(Mehrling 1998, p. 298) に戻るようになった。他方、政治の世界では、連邦準備局による1929-33年の不況対策の失敗から、ポピュリストが好む行動主義を支持する議論が強まり、また F. D. Roosevelt が勝利したことから、貨幣論争の振り子は、数量説的行動主義の方向へと振れることになった。しかしながら、行動主義もその後、不況の克服という問題では必ずしも満足行く成果をあげられず、ついに1937年不況で敗北を余儀なくされた。「結局、1920年代の論争は、1930年代初めには萎んでいたが、1937年までには消え去った。それは、いずれかが勝利したからではなくて、現実世界の出来事が両者をうち負かしたからであった。」(p. 299) このような知的真空状態のなかで、J. M. Keynes の一般理論にみられる新たなアイデアが急速に勢力を伸ばすことになった。

もっとも、第二次大戦を基準にしてそれ以前の貨幣思想とそれ以後のそれらの間を比較してみるならば、Friedman や Shaw のような歴史を繋ぐエコノミストも存在するが、基本的には、むしろ思想史としては「断絶 (discontinuity) の歴史」(p. 293) である。戦前のそれは、「新古典派価値論から演繹」されたものというよりは、「貨幣上の経験」(p. 293) に基礎づけられていた。だが、「戦後、貨幣論争は『貨幣的ワルラス主義 (monetary Walrasianism)』—経済は価格が個々の財の需要と供給を一致させるように動く一組の連立方程式として理解されるという意味でワルラシアンであり、一組の方程式が貨幣需要と貨幣供給を一致させると考えられるという意味で貨幣的—と呼ばれてもよいような言葉を用いて行われる」(p. 294) ことになった、と整理する。

われわれは、1920年代の金融政策論争について傾聴してきた。マネタリスト Laidler と Humphrey にとっては、基本的に Fed の枠組みに賛同することはできないであろうが、われわれは、いずれかの立場に与みするような結論を引き出すことを意図したのではなかった。あくまでも、論争を整理し鳥瞰することになった。そうではあるが、視点を変えてみれば、これらの論争は経済社会の認識にかかわる論争でもあった。それは「管理」すべき対象であるのか、それとも「自律性」に委ねるべきか。後者の立場を取るとするならば、何故に自律的でありうると考えたのか。他方「管理」すべき対象であるとするならば、管理すべき原因はどこにあるのか。またそれを可能ならしめる「条件」とはなにか。現代、「制度」や「管理」に代わって、ますます強まりつつある「フリー・マーケット」アプローチの背後に控える「自律性」への期待を考慮するならば、これらの点が改めて問い直されてもよいように思われる。

主要参考文献

- Bullock, Charles J., O. M. W. Sprague, and W. B. Donham. 1923. "Federal Reserve Bank Policy; The Need of a Definite Statement." *Harvard Business Review*. Vol. 1 no. 2.
- Burgess, W. Randolph. 1927. *The Reserve Banks and the Money Market*. Harper & Brothers Publishers.
- . 1964. "Reflections on the Early Development of Open Market Policy." *Monthly Review*

(Federal Reserve Bank of New York).

- Committee of the President's Conference on Unemployment. 1923. *Business Cycles and Unemployment: Report and Recommendations of a Committee of the President's Conference on Unemployment includes an Investigation made under the Auspices of the National Bureau of Economic Research*. McGraw-Hill Book Company.
- D'Arista, J. W. 1994. *The Evolution of U. S. Finance; Federal Reserve Monetary Policy, 1915-1935*. M.E. Sharpe.
- Edie, Lionel D. 1928. *Money, Bank Credit and Prices*. Happer & Brothers Publishers.
- . 1931. *The Banks and Prosperity*. Happer & Brothers Publishers.
- Garvy, George. 1978. "Carl Snyder, Pioneer Economic Statistician and Monetarist." *History Political Economy*. Vol. 10 no. 3.
- Girton, Lance and Don Roper. 1978. "J. Laurence Laughlin and the Quantity Theory of Money." *Journal of Political Economy*, Vol. 86 no. 4.
- Hardy, C. O. 1932. *Credit Policies of the Federal Reserve System*. Brookings Institution.
- Humphrey, Thomas M. 2001. "Quantity Theory and Needs-of-trade Measurements and Indicators for Monetary Policymakers in the 1920s." *History of Political Economy Annual Supplement to Volume 33*.
- Laidler, David E. D. 1993. "Hawtrey, Harvard, and the Origins of the Chicago Tradition." *Journal of Political Economy*. Vol. 101 no. 6.
- . 1999. *Fabricating the Keynesian Revolution: Studies of the Inter-war Literature on Money, the Cycles, and Unemployment*. Cambridge University Press.
- Mehrling Perry G. 1996. "The Monetary Thought of Allyn Abbott Young." *History of Political Economy*. Vol. 28 no. 4.
- . 1997. *The Money Interest and the Public Interest: American Monetary Thought, 1920-1970*. Harvard University Press.
- . 1998. "Money Muddle: The Transformation of American 1920-1970." *History of Political Economy Annual Supplement to Volume 30*.
- Mint, Lloyd W. 1945. *A History of Banking Theory in Great Britain and the United States*. University of Chicago Press.
- Reed, Harold L. 1922. *The Development of Federal Reserve Policy*. Houghton Mifflin Company.
- . 1930. *Federal Reserve Policy 1921-1930*. McGraw-Hill Book Company.
- Skaggs, Neil T. 1995. "The Methodological Roots of J. Laurence Laughlin's Anti-Quantity Theory of Money and Prices." *Journal of the History of Economic Thought*. Vol. 17 no. 1.
- Snyder, Carl. 1926. *Business Cycles and Business Measurements : Studies in Quantitative Economics*. Macmillan Company.
- Stable Money Association (The). 1929. *The Movement for a Sounder Money*.

- U. S. House of Representatives. 1927. House Committee on Banking and Currency. “*Stabilization: Hearings on H. R. 7895.*” 69th Cong., 1st Sess..
- Rutherford, Malcom. 2000. “Understanding Institutional Economics:1918-1929.” *Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 22 no. 3.
- Willis, H. P. 1915. *The Federal Reserve: A Study of the Banking System of the United States.* Doubleday.
- Willis, H. P., and G. W. Edward. 1926. *Banking and Business.* Harper & Row.
- Young, Allyn Abbott, 1927. *Economic Problems, New and Old.* Houghton Mifflin Company.
- 松尾 隆. 2002a. 「景気回復と銀行信用—アレン・A・ヤングの景気循環論（1）」、『アドミニストレーション』（熊本県立大学）、第8巻3・4合併号。
- . 2002b. 「繁栄・恐慌と銀行信用—アレン・A・ヤングの景気循環論（2）」、『アドミニストレーション』（熊本県立大学）、第9巻1・2合併号。