

大恐慌のマクロ経済分析：J. M. Keynes vs. B. S. Bernanke

関西外国語大学英語キャリア学部教授

滝川 好夫

- 1 はじめに
- 2 大恐慌に関するファクト・ファインディングス
- 3 大恐慌と金本位制度
- 4 貨幣の持続的な非中立性の原因
- 5 金融危機の実物セクターへの影響
- 6 デフレーションの実物セクターへの影響
- 7 物価下落から生産縮小への波及メカニズム

1 はじめに

本論文では、1930年代の大恐慌についての「J.M.Keynes vs. B.S.Bernanke」の見立てを論じる。

B.S.BernankeのEssays on the Great Depression[2000]は1930年代の大恐慌についての9本の学術論文を1冊の本にまとめたものであり、大恐慌を総需要要因と総供給要因の両要因から分析し、大恐慌期における生産量の変化と物価水準の変化との間の強い正の相関関係の存在から、総需要ショックが大恐慌をもたらした、また、総需要ショックの中の貨幣ショック要因が大恐慌をもたらしたと論じている。

大恐慌期の貨幣量の縮小は事実であるが、貨幣量縮小の原因をめぐる経済論争の中では、一方では貨幣供給サイド（金融政策の誤り、銀行危機など：貨幣的要因）から貨幣量の縮小を説明し、他方では貨幣需要サイド（生産低下による取引動機・予備的動機にもとづく貨幣需要の減退に対する貨幣供給の受動的反応：非貨幣的要因）から貨幣量の縮小を説明している。これに関して、Bernanke[2000]は「特に1931年及びその後の内部貨幣の減少はもともとマクロ経済の諸条件の影響によるものであったが、生産の変化に対する持続的かつ受動的な反応から起こったものではない。むしろ、金融・為替危機（中略）に対して、貨幣供給の減少は不連続で起こったのである。このように第一次近似として、貨幣的ショックを同時期の生産に対して外生的なものとして特徴づけることはなるほどと思わせるし、世界的な不況の原因として、貨幣的要因に顕著な因果的な役割があることを示唆しているようだ。さらに、金本位制度に執着した国とそうでない国の経験を比較することによって、名目要因が恐慌の原因であることを支持する確証が得られている。」（訳書 pp.11-12）と述べ、戦間期における国際金本位制度の運用に焦点を当て、貨幣ショック要因が大恐慌をもたらしたとする経済論争について、次のように結論づけている。

- (1) 大恐慌は貨幣供給サイドからの貨幣量の縮小を原因として生じた。
- (2) 各国の経済回復の程度は為替相場制度の選択（金本位制度からの離脱の有無）に強く依存している。1931年もしくは1932年以降、金本位制度から離脱した国の経済回復は早く、離脱しなかった国の経済回復は遅かった。すなわち、金本位制度離脱国はマネタリーベース供給の外的制約を取り除くことができたので、金本位制度に止まり続けた国よりも、より早く、力強い回復を実現できた。

かくて、Bernanke[2000]は「この金融引締め（1928年における米国の金融引き締め—引用者注）は、部分的にはフランスへの金流出を避けるという目的から実施されたが、連邦準備が株式市場における投機的動きを抑制しようとする強い意思のほうが強く働いたと考えられる。米国の物価水準は1929年において約4%低下した。そして米国の景気循環を見ると1929年8月に景気の山を迎え、10月には株式市場が暴落したのである。」（訳書 p.84）と述べ、1929年10月の株価大暴落は「金融的要因（金融引

き締め政策)」と「実物的要因（景気後退）」の2つの要因によって生じたと論じている。

J.M.Keynes[1936]は「これ（大恐慌—引用者注）は、下降傾向が上昇傾向に取って代わるさいに、その交替がしばしば急速かつ激烈に行われる事実をいうのであるが、上昇傾向が下降傾向に取って代わる場合には、通常そのような急激な転換点はない。」

（訳書 p.314）と述べ、下降から上昇へは急激でないが、上昇から下降へは急激に起こり得ると論じている。さらに「恐慌のいっそう典型的な、そしてしばしば支配的な原因は主として利子率の上昇にあるのではなく、資本の限界効率の急激な崩壊にあることを、私は指摘したい。」（訳書 pp.315-316）と述べている。Keynesは、株価上昇には「金融的要因（「信用の状態）」と「実物的要因（「確信の状態）」の両要因が必要であるが、株価大暴落は「金融的要因（金融引き締め政策）」と「実物的要因（景気後退）」の2つの要因のうちのいずれかの要因だけで生じると論じている。

2 大恐慌に関するファクト・ファインディングス

Bernanke[2000]の大恐慌に関するファクト・ファインディングスは以下のものである。

- (1) 貨幣量の収縮はすべての国における大恐慌の主たる原因である。現金準備（銀行の手元現金準備）のデータが利用不可能なことから、貨幣乗数（＝貨幣供給量÷マネタリーベース）ではなく、（貨幣供給量÷現金通貨）比率を用いて、1931、32年のすべての国の貨幣量の収縮は（貨幣供給量÷現金通貨）比率の低下によるものであることを見出している。（貨幣供給量÷現金通貨）比率の低下は銀行危機の影響を反映し、銀行危機は金本位制度国においてより厳しいので、（貨幣供給量÷現金通貨）比率の低下は金本位制度国で大きい。
- (2) 1931年もしくは1932年以降、金本位制度離脱国は金融緩和政策をとることができるようになったので、金本位制度にとどまった国と離脱した国との間ではっきりした差がある。すなわち、1933～1935年の貨幣供給量は金本位制度離脱国では増大し、金本位制度維持国では収縮し続けた。
- (3) 物価水準は貨幣供給量と密接に関連している。1931年はすべての国で物価が下落している。金本位制度離脱国の卸売物価は1932～1933年は安定し、1934年は上昇しているが、金本位制度維持国の卸売物価は1932～1935年下落している。
- (4) 生産・雇用の下落と貨幣供給量・物価の下落の相関性は強い。1930～1931年の生産・雇用はすべての国で下落したが、1932～1935年の生産・雇用は金本位制度にとどまった国と離脱した国との間で差がある。
- (5) 輸入の成長率は金本位制度維持国と金本位制度離脱国の間で差はないが、輸出の減少は金本位制度離脱国より金本位制度維持国のほうが大きい。
- (6) 名目金利はほとんどの国でゼロ金利を上回っていた。1930年の事後的な実質金利

はおしなべて高く、その後、金本位制度維持国、金本位制度離脱国ともに徐々に低下するが、金本位制度離脱国のほうが一貫して低い¹。

(7) 対米国ドルで測られた実質為替レートは金本位制度維持国より金本位制度離脱国のほうが減価している。

Keynes「ルーズベルト大統領への公開書簡」(ケインズ全集第 21 巻)は、上記の(1)、(4)について「産出と所得は貨幣数量の増加により増大させうる、と考えているような人もいます。しかし、これはより長いベルトを買うことによって太ろうとするようなものです。今の合衆国では、ベルトはお腹にとって十分長いものです。貨幣数量を強調するのは大変な誤解を招きます。それは単なる制限的要因であり、支出規模、これこそが効果を発揮する要因なのです。」(訳書 p.333)と述べ、貨幣数量をベルトの長さ、産出量をウエスト回りだとえ、貨幣数量説を「より長いベルトを買うことによって太ろうとするようなもの」であると批判している。

また、Bernanke[2000]の銀行危機についての実証的ファクト・ファインディングスは以下のものである。

- (1) 銀行危機は(貨幣供給量÷現金通貨)比率を引き下げた。
- (2) 銀行危機は貨幣供給量を減少させている。
- (3) 銀行危機は実質金利を高める。
- (4) 銀行危機は卸売物価には影響を及ぼさない。銀行危機の実物セクター変数への影響は主として非貨幣的な経路(例えば、信用フローの崩壊)によるものである。

3 大恐慌と金本位制度

世界の貨幣の基準として「金」が用いられることは「金本位制度」と呼ばれ、「金」は本位貨幣と呼ばれている。金本位制度には、広義では、金貨本位制、金地金本位制、金為替本位制の 3 種類があり、金本位制の下では、自国通貨の交換価値は金の重さ(「法定金平価」)で表される。戦間期の金本位制度は 1925~1928 年に確立したものの、1931 年までには実質上崩壊し、1936 年には消失した。

Bernanke[2000]は、戦間期の金本位制度に内在する技術的欠陥として以下の 3 つを挙げ、金本位制度の内在的欠陥により、世界の貨幣用金のほぼ 60%を保有する米仏二大国が 1928 年から 1929 年にかけてともにデフレーションに陥ったと指摘している。すなわち、「中央銀行が金本位制度を維持する限り、デフレーションが始まれば、中央銀行同士は互いにデフレーション政策競争に携わり、金獲得を目指し、カバー率を高

¹ Bernanke[2000]は、名目金利が下限に達しているかどうかについて、「どの資産の名目金利も流動性プレミアムとリスクプレミアムより低くなることはない。」(訳書 p. 94)と述べながら、米国における政府負債に対する金利は 1930 年代においてほぼゼロであったことを指摘している。

めることで自国の通貨を投機攻撃から守ろうとした。個々の中央銀行がリフレーション政策を試みても、ただちに金流出に直面し、それがさらに中央銀行に割引率を上げさせ、さらにデフレーションを加速させる形となった。」(訳書 p.84) と述べている。

(1) 国際収支における黒字国（金流入国）と赤字国（金流出国）の非対称性

国際収支の「ゲームのルール」では、黒字国（金流入国）の中央銀行はマネーストックを増大させてインフレーションを誘発させ、赤字国（金流出国）の中央銀行はマネーストックを減少させてデフレーションを誘発させることが想定されている。赤字国（金流出国）は、金準備の完全枯渇回避と兌換性維持のために、「ゲームのルール」（デフレ化）遵守が強要されたが、黒字国（金流入国）は実際には「ゲームのルール」（インフレ化）を遵守しなかった。その結果、金本位制度の運営はデフレーションに陥るバイアスが存在し、調整の非対称性から生じるデフレーション・バイアスは中央銀行に課されている法定部分準備制度によってさらに拡大した。

(2) 兌換外貨準備から金へのシフトのデフレーション・バイアス

マネーストック保有者の預金通貨から現金通貨へのシフトが国内マネーストックを減少させるように、金為替本位制度下、中央銀行の兌換外貨準備から金へのシフトは世界のマネーストックを減少させ、それはデフレーション・バイアスを生む。

(3) 中央銀行のマネーストック・コントロール困難性

戦間期の金本位制度においては、インフレーション防止のために財政赤字の貨幣化をより困難にするために、中央銀行は公開市場操作を実施できないか、実施しにくかった。中央銀行は国内のマネーストックを調整するための手段として再割引率（公定歩合）操作に依存せざるをえなかったが、商業銀行は中央銀行から借り入れようとはしなかった。これらは中央銀行がマネーストックをコントロールしにくかったことを意味する。

英国は世界大恐慌に直面し、1931年9月に金本位制度を離脱した。Keynes（ケインズ全集第21巻）は、英国の金本位制度離脱は幸運であり、金本位制離脱による2つのメリットを挙げている。

(1) 輸入相手国（金本位制離脱国）に対しては英国通貨高

輸入相手国は英国と同様に金本位制度から離脱した。英国通貨高、輸入相手国通貨安になり、インフレーション（輸入インフレ）が生じなかった。

(2) 輸出競争相手国（金本位制維持国）に対しては英国通貨安

輸出競争相手国は古い金平価に固執している金本位制維持国である。英国通貨安、輸出競争相手国通貨高になり、英国は輸出増大・輸入減少による国際収支（債権ポジション）改善を行うことができた。

Keynes（ケインズ全集第21巻）は、世界の国々を「純債権国の立場を取り、金を引き寄せることで世界の他の国々にデフレ圧力を及ぼし続けているグループ（金本位制国：米国、フランス）」と「この圧力（デフレ圧力ー引用者注）に苦しみ続けているグループ」（金本位制離脱国など）に分割し（訳書 p.66）、デフレ圧力に苦しみ続けているグループが金本位制から離脱することは、自国通貨安・外国通貨高による輸出増大・輸入縮小をもたらし、金本位制維持国の純債権ポジションと金本位制離脱国の純債務ポジションの格差是正を生む。英国は金本位制から離脱して自国通貨安（為替の減価）を実現できたが、米国は金本位制を維持し続けたので自国通貨安（為替の減価）を実現できなかった。Keynesは、英国の金本位制離脱の世界経済への影響として、デフレ圧力の軽減（国民通貨で測った価格の下落を止めたこと）と、金本位制を維持している2つの主要債権国（フランスと米国）の自国通貨高による債権ポジション悪化の2点を挙げている。

Bernanke[2000]は、金本位制度下の貨幣供給量（マネーストック）の増減メカニズムを以下の恒等式で説明している。

$$\text{貨幣供給量} = (\text{貨幣乗数} : \text{貨幣供給量} \div \text{マネタリーベース}) \times (\text{マネタリーベース} \div \text{中央銀行の自国通貨建ての外貨準備}) \times (\text{外貨準備} \cdot \text{金準備比率} : \text{中央銀行の自国通貨建ての外貨準備} \div \text{自国通貨建ての中央銀行の金準備}) \times (\text{金の自国通貨建ての公定価格}) \times (\text{金準備の量})$$

中央銀行の自国通貨建ての金準備 = (金の自国通貨建ての公定価格) × (金準備の量) であり、金平価の切り下げ（金の自国通貨建て公定価格の上昇）と金流入はともに中央銀行の自国通貨建ての金準備を増大させる。金為替本位制度の下では、金兌換可能な外貨は外貨準備に含まれ、外貨準備・金準備比率（=中央銀行の自国通貨建ての外貨準備 ÷ 自国通貨建ての中央銀行の金準備）は1を超えている。金本位制度・金為替本位制度の下では、中央銀行の供給するマネタリーベースは中央銀行保有の自国通貨建ての外貨準備とリンクされていて、(マネタリーベース ÷ 中央銀行の自国通貨建ての外貨準備) は1を超えている。マネタリーベースは「現金通貨 + 現金準備」、貨幣供給量（マネーストック）は「現金通貨 + 預金」であり、貨幣乗数（=貨幣供給量 ÷ マネタリーベース）は1を超えている。貨幣乗数はマネーストック保有者の（現金通貨 ÷ 預金）比率、銀行の（現金準備 ÷ 預金）比率の減少関数である。

Bernanke[2000]は、金本位制度下の貨幣供給量（マネーストック）の収縮メカニズム

を上記の恒等式を用いて次のように説明している²。

(1) 貨幣乗数 (= 貨幣供給量 ÷ マネタリーベース)、「マネタリーベース ÷ 中央銀行の自国通貨建ての外貨準備」比率、外貨準備・金準備比率 (= 中央銀行の自国通貨建ての外貨準備 ÷ 自国通貨建ての中央銀行の金準備) はすべて 1 を超えているので、金本位制度国の貨幣供給量 (マネーストック) は、中央銀行の自国通貨建ての金準備 [= (金の自国通貨建て公定価格) × (金準備の量)] の倍数となっている。したがって、中央銀行の自国通貨建ての金準備が増大し続けたにもかかわらず、貨幣供給量 (マネーストック) が収縮した理由は、貨幣供給量・金準備比率 (= 貨幣供給量 ÷ 中央銀行の自国通貨建ての金準備 = 貨幣乗数 × 「マネタリーベース ÷ 中央銀行の自国通貨建ての外貨準備」比率 × 外貨準備・金準備比率) の低下である。

(2) 貨幣供給量・金準備比率が低下した理由の 1 つは、「マネタリーベース ÷ 中央銀行の自国通貨建ての外貨準備」比率の下落である。

$$\text{貨幣供給量} = (\text{貨幣乗数}) \times (\text{マネタリーベース})$$

であり、

$$\begin{aligned} \text{マネタリーベース} = & (\text{マネタリーベース} \div \text{中央銀行の自国通貨建ての外貨準備}) \times \\ & (\text{外貨準備} \cdot \text{金準備比率} : \text{中央銀行の自国通貨建ての外貨準備} \div \text{自国通貨建ての中央銀行の金準備}) \times (\text{金の自国通貨建ての公定価格}) \times (\text{金準備の量}) \end{aligned}$$

である。

米国は金流入により金準備 [= (金の自国通貨建ての公定価格) × (金準備の量)] は増大していたが、マネタリーベースは 1928 年 6 月から 1930 年 6 月まで 6% 減少している。同期間、金準備は 10% 以上増大しているにもかかわらず、マネタリーベースが減少しているのは、(マネタリーベース ÷ 中央銀行の自国通貨建ての外貨準備) × (外貨準備・金準備比率) の低下によるものである。米国では、株式市場の投機を抑えるために中央銀行は金融引き締め政策に転じ、流入してきた金の不胎化政策を行い、「マネタリーベース ÷ 中央銀行の自国通貨建ての外貨準備」比率は、1928 年 6 月の 1.871 は 1929 年 6 月には 1.759、1930 年 6 月には 1.626 になった。

(3) 貨幣供給量・金準備比率は 1928 年 6 月から 1930 年 6 月まで低下し、さらに 1931 年以降も低下した。1928 年 6 月から 1930 年 6 月までの低下の理由の 1 つは、「マネタリーベース ÷ 中央銀行の自国通貨建ての外貨準備」比率の下落である。1931 年以降の低下の第 1 の理由は、銀行危機による、マネーストック保有者の (現金通貨 ÷ 預金) 比率、銀行の (現金準備 ÷ 預金) 比率の上昇による貨幣乗数の急低下である。第 2 の理由は、為替危機、それに伴う通貨切り下げの恐れのために、中央銀行は外

² 金本位制度の下では、一国の貨幣供給量は「金準備の量」と「中央銀行が設定する金の売買価格 (平価)」の両方に影響される。金の流入と金平価の切り下げ (金の売買価格の上昇) は貨幣供給量を増大させる。Bernanke[2000]は、金本位制度の採用国・不採用国と貨幣供給量の収縮の相関関係が強いことを実証研究によって明らかにしている。

貨準備を金に代替せざるを得ず、外貨準備から金への逃避による外貨準備・金準備比率（＝中央銀行の自国通貨建ての外貨準備÷自国通貨建ての中央銀行の金準備）の低下である。第3の理由は、銀行危機・為替危機による、中央銀行の自国通貨に対する将来の投機攻撃に備えての「マネタリーベース÷中央銀行の自国通貨建ての外貨準備」比率の低下である。中央銀行は自国通貨への信認を維持するために「金の争奪」を行い、金準備の増大によって「マネタリーベース÷中央銀行の自国通貨建ての外貨準備」比率は低下した。

貨幣供給量は、（貨幣乗数：貨幣供給量÷マネタリーベース）、（マネタリーベース÷中央銀行の自国通貨建ての外貨準備）、（外貨準備・金準備比率：中央銀行の自国通貨建ての外貨準備÷自国通貨建ての中央銀行の金準備）、（金の自国通貨建ての公定価格）、（金準備の量）の積である。金準備 [=（金の自国通貨建ての公定価格）×（金準備の量）] の増大にもかかわらず、1928年6月から1930年6月までは、中央銀行の金融引き締め政策（「マネタリーベース÷中央銀行の自国通貨建ての外貨準備」比率の低下）により貨幣供給量は縮小したが、1931年以降は銀行危機・為替危機の高まりによって、マネースtock保有者、銀行の現金選好、中央銀行の自国通貨に対する将来の投機攻撃に対する備え（貨幣乗数の低下、「マネタリーベース÷中央銀行の自国通貨建ての外貨準備」比率の低下、外貨準備・金準備比率の低下）により貨幣供給量は縮小した。

- (4) 大恐慌下の問題は銀行危機と為替危機が共振し合うことである。2つの危機には「ホットマネー」、すなわち自国で外国人に保有されている短期預金がかかわっている。為替危機によって、通貨切り下げの恐れがホットマネーの海外への流出を招くと、銀行取り付けの引き金を引くことにつながり、銀行危機をさらに高める。銀行危機によって、短期資本の海外への流出を招くと、外貨準備・金準備の減少によって兌換可能性を揺るがし、為替危機をさらに高める。銀行危機をさらに高めることは金融緩和を要求し、為替危機をさらに高めることは金融引き締めをそれぞれ要求するので、金融政策運営はジレンマに直面する。
- (5) 金余剰国（金準備量増大国）は金を不胎化していたので、「マネタリーベース÷中央銀行の自国通貨建ての外貨準備」比率は低下した。

Keynes（ケインズ全集第21巻）は、「金本位制を放棄した諸国が、金本位制を依然として維持している諸国に対して、大いに有利であるのは誰の目にも明らかである。金から離脱した国々では、物価はより安定し、為替相場は輸出産業が世界の競争に伍して存続できる水準に落ち着いており、中央銀行は、金準備を保護しなければならないという職務から解放され、何ら心配することなく、国内の必要に都合の良い低金利と十分な信用を維持することができる。」（訳書 pp.261-262）と述べている。

4 貨幣の持続的な非中立性の原因

Bernanke[2000]は「貨幣こそ大恐慌の推進力の役割を果たしたことが実証的に確かめられた。さらに貨幣収縮が実質的な経済変数に与える影響は大きく、しかも持続的である。」(訳書 p.22)と述べ、貨幣の持続的な非中立性の原因として、「誘発された金融危機」と「硬直的名目賃金」を取り上げている。Bernanke[2000]は、貨幣の持続的な非中立性の原因としての「誘発された金融危機」と「硬直的名目賃金」について、「理論経済学者の観点からすると、非中立性を起こす二つの要因の間には重要な違いがある。それは予期せぬデフレーションの後では、名目賃金(あるいは価格)を再交渉するインセンティブがあるのに対し、名目債務契約ではそうではない」(訳書 p.32)と指摘している。

4-1 誘発された金融危機：貨幣の持続的な非中立性の原因

Bernanke[2000]は、物価非連動型債務契約を取り上げ、貨幣収縮が実物セクター変数に与える影響を次の2つの経路から分析している。

(1) 負債・デフレーション

金融の世界では債権者・債務者がいる。金融資産があれば、負債がある。学界では、I.Fisherの「負債・デフレーション」は、債権者・債務者の限界支出性向がほとんど同じであるならば、債権者から債務者への再分配はマクロ経済に顕著な影響を与えないとされている。しかし、情報の不完全性・非対称性の下では、借手の財務状況の悪化は実物セクター変数へ影響を及ぼす。すなわち、借手の財務状況の悪化は借手に過度なリスクテイク、または努力不足を促す、あるいは資金調達不能にさせることによって死重損失を生む。

(2) 銀行資本と安定性

「負債・デフレーション」から生じる銀行貸出の実際の、もしくは潜在のデフォルトは銀行の自己資本を傷め、それは預金保険のないシステムでは第1に、預金取り付けや預金引き出しをもたらす、銀行から貸出資金を奪う。第2に、預金取り付けの脅威は正常な貸出行為を減少させる。第3に、銀行の本支店の閉鎖は地方の情報資本を破壊させる。銀行危機は、景気の悪化に純粋に受動的に発生するものではなく、実物セクター変数に対する影響を有している。

Keynes(ケインズ全集第21巻)は、「われわれが債務国と債権国間の緊張および短期海外残高を受け入れている国とそれらを引き出そうとしている国の間の潜在的な緊張を緩和することができなければ、世界の価格と世界貿易の回復のきっかけをつくる

ことの可能性はまったくない。」(訳書 p.213) と述べ、「債権国 vs. 債務国」の緊張を緩和する唯一の策として、以下の3つを提案している(訳書 p.213)。

(1) 貸出の更新

「旧方針にそって国際貸出を更新すること」

(2) 返済の停止

「広範な、おそらくはほとんど全世界的な国際債務の返済停止」

(3) 債権国の拡張的財政政策による債務国からの輸入増

「債権国が、自国の輸入をかなり増加させ、その結果、弱い国の購買力を増加させるほどの規模で、国内公債支出を大幅に増加させる」

4-2 硬直的名目賃金：貨幣の持続的な非中立性の原因

Bernanke[2000]の名目賃金・実質賃金についての実証的ファクト・ファインディングスは次のものである。

(1) 1930～1931年の名目賃金は卸売物価よりも下落スピードは緩慢であり、実質賃金(=名目賃金÷卸売物価)の顕著な上昇を招いた。雇用量と実質賃金は労働需要曲線上で一对一の関係にあるので、実質賃金の急上昇は雇用量(および生産量)の低下につながった。

(2) 1932年以降の実質賃金の動きは金本位制度維持国と金本位制度離脱国の間で乖離した。金本位制離脱国では、物価は名目賃金よりも速く上昇したので、実質賃金は下落し、雇用量は増大した。金本位制維持国では、実質賃金は上昇するか、さもなければ安定し、雇用量は低迷したままであった。

Keynes(ケインズ全集第21巻)は、「実際、賃金引下げの風潮は必然的に、現在の価格水準をさらにしっかりと固定するに違いない。つまり、長い目で見れば、特に通貨が厳密に金と結びつけられていない場合、主に価格水準を決定するのは賃金水準だからである。」(訳書 p.107) と述べ、変動為替相場制下、賃金水準が原因、物価水準が結果である因果関係を指摘している。

5 金融危機の実物セクターへの影響

1930年10月～1933年3月の期間、米国の金融システムは混乱した。すなわち、この期間、「金融機関、主に商業銀行(貸手)の破綻」「広範な債務者(借手)の破綻」により金融システムは崩壊した。

Bernanke[2000]は、金融危機(資金の貸手・借手の倒産)の実物セクター変数(生産

量など)への影響の経路の1つとして、情報の非対称性下の金融市場における「金融仲介(値付け業務、情報収集)コスト」の増大を挙げている。ここで、金融仲介コストは、悪い借手に融資することで被ると予想される損失、スクリーニングコスト、モニタリングコスト、会計上のコストを含んでいる。金融危機は金融仲介コスト(金融の非効率性)を高め、金融仲介コストの増大は信用収縮をもたらし、信用収縮は総需要減少によって生産量を低下させる。

銀行危機は「現金通貨÷預金通貨」比率の上昇と関連している。Bernanke[2000]は、「総じて言えることは、銀行危機は確実に不況に対する内生的反応である一方で、危機の発生に関しては各国における制度的要因をはじめとするさまざまな諸条件が反映されているという点である。」(訳書 p.105)と述べ、銀行危機には以下の要因が関連していると論じている。

- (1) 小規模かつ業務多角化していない多数の銀行から構成されている銀行制度は銀行危機を経験した。
- (2) 銀行には「短期融資を主として、銀行と融資対象企業との関係に一定程度距離をおくアングロサクソン型銀行」と「長期融資を主として、銀行が融資対象企業に対し圧倒的な支配権を有しているユニバーサルバンク」の2タイプがある。ユニバーサルバンクはデフレーションに対して脆弱性をもっている。
- (3) 銀行預金の保有者が海外である銀行は銀行危機を経験した。海外の預金者は国内の預金者より厳しい状況にある銀行に対して敏感であり、海外の預金者による預金取り付け騒ぎは銀行に対してのみならず、外貨準備に対してもマイナスの影響を与える。
- (4) 慢性的な銀行問題を繰り返し「糊塗」した国は脆弱である。

Keynes(ケインズ全集第21巻)は、1929年10月の株価大暴落(ウォール街大暴落)をきっかけとした金融危機の直接的原因は、債務不履行リスクと流動性リスク、および両リスクの悪循環であると指摘している(訳書 pp.47-48)。

6 デフレーションの実物セクターへの影響

Bernanke[2000]は、大恐慌期のデフレーションの諸要因に関する以下のいくつかの証拠を提示し、「世界的な貨幣収縮の原因は、比喩的に要約すると、1931年の金融危機に先立つ『自身の手による負傷』と1931~1933年の『自らが制御できない諸力』とによるダメージだったのかもしれない。」(訳書 p.122)と述べている。

- (1) デフレーションの原因を議論する際には、物価指数を特定することが重要である。大恐慌の初期段階においては、貿易財価格の世界的な下落を反映して、卸売物価は消費者物価よりも激しく下落した。

- (2) 消費者物価は貨幣の需要・供給によって説明される。名目貨幣供給量の減少あるいは低増加率が、大恐慌の初期段階におけるデフレーションの原因である。
- (3) 貨幣収縮の原因は初期・後期（1931年の前後）によって異なっている。貨幣収縮の原因は、1931年までは国際収支における黒字国（金流入国）中央銀行の金不胎化実施による金融引き締め政策、貨幣用金の米国・フランスへの偏在、1931年以降は銀行危機による貨幣乗数の低下、貨幣用金の米国・フランスへの偏在である。

Keynes[1936]は、古典派雇用理論の第一公準「名目賃金は労働の価値限界生産物に等しい」を認めているので、一般物価水準＝名目貨幣賃金率/労働の限界生産物であり、したがって、貨幣量の変化が一般物価水準に及ぼす効果は、「貨幣量の変化→名目貨幣賃金率（賃金単位）→一般物価水準」と「貨幣量の変化→雇用量→労働の限界生産物→一般物価水準」との複合であると見ることができる。Keynes（ケインズ全集第21巻）は、「デフレ vs. インフレ」について、以下のことを指摘している。

(1) デフレのときに、インフレを恐れるな

「デフレを止める問題の解決が著しく困難な時にインフレを恐れるのは道理に適わない。真の危機は回復のスピードが遅すぎるところにある。大胆な政策は最も危険の小さなものであろう。」（訳書 pp.89-90）

(2) インフレは一時的に信頼を台無しにするが、デフレは生活基盤を破壊する

「インフレーションは一時的に信頼を台無しにさせる。また、一層のデフレーションはアメリカの経済生活の基盤そのものを破壊するだろう。」（訳書 p.214）

Keynes（ケインズ全集第21巻）は、世界大恐慌下の各国は、輸出を増やすために自国商品を安くしようとして、1つには自国商品価格の引き下げ（デフレ策）、もう1つには自国通貨価格の引き下げ（為替の減価）を行ったと指摘し、英国・米国はともに自国商品価格の引き下げを行ったが、両国のデフレ策は共倒れになったと指摘している。

Keynes「ルーズベルト大統領への公開書簡」（ケインズ全集第21巻）は、「外国通貨で測ったドルの価値が、国際貿易に入っていく財の価格に影響するのは事実です。ドルの過大評価が国内の自由な価格引上政策を妨げたり、外国との国際収支を攪乱する限りにおいて、ドル減価は推奨できます。為替の減価は国内価格引上政策の成功の自然な結果として生じるべきものであり、まったく勝手な速さで正当化される以上に先走り、全世界を攪乱するようなことは、許されません。これもやはり、ベルトを緩めて太ろうとするようなものです。」（訳書 pp.333-334）と述べ、自国の物価が上昇した

結果として自国通貨が減価することは自然である、また、自国通貨高が自国の物価の上昇を妨げる限りにおいて、自国通貨の減価が推奨されると論じている。

7 物価下落から生産縮小への波及メカニズム

Bernanke[2000]は、物価下落から生産縮小への波及メカニズムとして以下の3つを挙げている。

(1) 物価下落から生産縮小への波及メカニズム：名目賃金不変 vs. 実質賃金上昇

1930年と1931年において、実質賃金の大幅な上昇が観察されている。名目賃金が硬直的であれば、物価下落（デフレーション）は実質賃金を上昇させ、労働需要を減少させる。また、名目賃金が硬直的であれば、物価下落（デフレーション）は企業の収益性を低下させ、投資需要を減少させる。Bernanke[2000]は、これに関連して、次の3つのことを指摘している。「雇用問題の深刻さ」「雇用が長期契約でなかったことと、労働組合の弱体性」「公衆は物価、そして生活費が低下していることを知っているとしても、名目賃金がどの程度硬直的であったのかを理解することは困難である」

(2) 物価下落から生産縮小への波及メカニズム：名目金利 vs. 実質金利

大恐慌下、名目貨幣供給残高は減少したが、物価水準も急速に低下したために、実質貨幣供給残高は不変あるいはむしろ増大した。貨幣需要は名目金利の関数、投資需要は予想実質金利の関数であり、縦軸に名目金利、横軸にGDPをとったIS-LM曲線を描くと、予想デフレーション（デフレ期待）の高まりはIS曲線を下左へシフトさせ、名目金利を低下させ、GDPを減少させる。

(3) 物価下落から生産縮小への波及メカニズム：金融危機

物価下落（デフレーション）は、負債（預金を含む）が名目で固定されている借手（最終的借手としての非金融企業、中間的借手としての銀行）の金融上の立場を弱める。物価下落による名目負債の実質価値の増大は、第1に借手（非金融企業）の自己資本基盤を悪化させ、投資を削減させる。第2に銀行の自己資本を悪化させ、貸し剥がし・貸し渋りを生み、生産縮小をもたらす。第3に銀行の自己資本悪化は預金取り付けを招き、それは銀行を経営破綻させ、生産縮小をもたらす。

【参考文献】

Bernanke, B.S., *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press, 2000（栗原潤・中村亨・三宅敦史訳『大恐慌論』日本経済新聞社、2013年3月）。

- Keynes, J.M., A Treatise on Money 1 The Pure Theory of Money, 1930 (The Collected Writings of John Maynard Keynes Vol. V) The Macmillan Press 1971 (小泉明・長澤惟恭訳『貨幣論Ⅰ：貨幣の純粹理論』(ケインズ全集第5巻) 東洋經濟新報社、1979年8月)。
- Keynes, J.M., A Treatise on Money 2 The Applied Theory of Money, 1930 (The Collected Writings of John Maynard Keynes Vol. VI) The Macmillan Press 1971 (長澤惟恭訳『貨幣論Ⅱ：貨幣の応用理論』(ケインズ全集第6巻) 東洋經濟新報社、1980年2月)。
- Keynes, J.M., The General Theory of Employment, Interest, and Money, 1936 (The Collected Writings of John Maynard Keynes Vol. VII) The Macmillan Press 1971 (塩野谷祐一訳『雇用、利子および貨幣の一般理論』(ケインズ全集第7巻) 東洋經濟新報社、1983年12月)。
- Keynes, J.M., Activities 1931-1939 : World Crises and Policies in Britain and America (Theory of Employment, Interest, and Money, 1936 (The Collected Writings of John Maynard Keynes Vol. 21) The Macmillan Press 1982 (ドナルド・モグリッジ編、館野敏・北原徹・黒木龍三・小谷野俊夫訳『世界恐慌と英米における諸政策－1931～39年の諸活動－』(ケインズ全集第21巻) 東洋經濟新報社、2015年5月)。