

# リーフラー=バージェス・ドクトリン再考

——大不況期の連邦準備政策との関連で——

西 戸 隆 義

## <目次>

1. はじめに
2. 連邦準備政策の問題点
3. リーフラー=バージェス・ドクトリン
4. 連銀借入需要の実証分析
5. おわりに

## 1. はじめに

1929年10月のニューヨーク株式市場崩壊を契機として、以後1933年3月までに及ぶ経済縮小、すなわち大不況については、今日でもその原因を巡って様々な議論が行われている。本稿も大不況の問題を扱うが、その目的は米国連邦準備制度の金融政策と大不況との関連を明らかにし、1920年代期には称賛に値すると言われた連邦準備制度の政策運営が、なぜ大不況期には一転して拙劣な実績しか残せなかったのか、その原因について考察することである。

これについては、すでいくつかの見解が示されている。チャンドラーおよびフリードマン=シュワルツは、ニューヨーク連銀と連邦準備局との間に生じた、さらにはニューヨーク連銀と他の諸連銀との間にも生じた、連邦準備制度内部での政策決定に関する主導権争いが、大不況期の政策遂行を麻痺させたとして主張している<sup>(1)</sup>。ゴールデンバイザーとアイケングリーンは、当時の連邦準備法の硬直的な発券規定が連邦準備制度の政策運営の自由度をせばめ、これにより適切な政策が実施されえなかったと論じている<sup>(2)</sup>。いわゆる「自由金問題」である。ブルンナー=メルツァーとウイーロックは、連邦準備制度が誤った政策変数を重視していたために、政策運営も誤ってしまったという見解を示している<sup>(3)</sup>。

以上の諸見解はどれも説得的であり、したがって大不況期の連邦準備制度の失策を単一原因で説明するのは困難のようである。それでも、ブルンナー=メルツァーとウイーロックが主張する誤った政策変数の重視という見解は、連邦準備制度が依拠してい

た当時の政策運営の枠組そのものを否定するものであり、政策論の観点からは他の二つの見解より直接的であり興味深い。そこで、本稿ではこの見解の根底にあるリーフラー=バージェス・ドクトリンという1920年代期に連邦準備制度が展開させた政策理論の再考を通して、大不況期に連邦準備制度が政策運営を誤ってしまった原因を検討する。

〔注〕

- (1) Chandler, L. V., *Benjamin Storong, Central Banker*, Brookings Institution: Washington, D. C., 1958. Friedman, M. and A. J. Schwartz., *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Chapter 7, "The Great Contraction, 1929-33", Princeton University Press: Princeton, 1963.
- (2) Goldenweiser, E. A., *American Monetary Policy*, McGRAW-HILL: New York, 1951. Eichengreen, B., *Monetary Regim Transformations*, E. Elgar: Aldershot, 1992.
- (3) Brunner, K., and Melter, A. H., "What Did We Learn from the Monetary Experience of the United States in the Great Depression?" *Canadian Journal of Economics*, May 1968. Weelock, D. C., *The Strategy and Consistency of the Federal Reserve Monetary Policy, 1924-1933*, Cambridge University Press: Cambridge, 1991.

## 2. 連邦準備政策の問題点

リーフラー=バージェス・ドクトリンの内容を吟味する前に、まず確認しなければならないことは、大不況期に連邦準備制度が適切な政策を実施しなかったという事実である。これについてはフリードマン=シュワルツによる貨幣乗数アプローチに基づく著名な実証研究があるので、ここでもこの研究を参考しつつ大不況期の連邦準備政策の問題点を明らかにする<sup>(4)</sup>。

当時の連邦準備政策を考える場合、重要な要素となるのは金融情勢の客観的変化である。金融危機が生じなかった1920年代期と比較して、大不況期には、29年10月のニューヨーク株式市場暴落、30年11月における大規模な銀行破産の発生、31年6月

以降の銀行破産の再発、31年9月における国際金本位制度の崩壊と、断続的に金融危機が発生した。このように金融情勢が変化する中で、確かに連邦準備制度は非常に難しい政策運営を強いられた。上記の金融危機の中で、金融政策の観点から特に重要なのは銀行破産の発生である。というのも、この銀行破産に伴って銀行の安全に不安を抱いた公衆が預金取り付けに走り、そのため連邦準備制度は膨大な通貨需要を満たさなければならないという問題に直面したからである。そして、結果としては、連邦準備制度はこの問題を解決できなかった。以下、この状況を見ていくことにしよう。

表1は1930年から33年までの月別の破産銀行数と破産銀行預金額を示したものである。当時のアメリカでは銀行破産は珍しいことではなく、1920年代にもかなりの数の銀行が破産していた。しかし、その大部分は農業地域の小規模な銀行に限られていた<sup>(5)</sup>。このような銀行破産の性格は1930年末期に変化した。銀行破産が最初に大規模化したのは1930年11月であり、それ以前の1921年1月から29年12月末までの破産銀行数の月平均が53行であったのに対してこの月には256行、翌12月には352行もの銀行が破産した。しかも、この時の銀行破産には、1920年代期には破産が全く生じなかったニューヨーク市の比較的大規模な銀行も含まれていた<sup>(6)</sup>。30年末期に生じた銀行破産は31年前半期に一旦は鎮静したが、この年の6月以降に再発し、しかもより一層大規模化した。この傾向は32年2

月まで続き、この時点でようやく政策当局は銀行制度の救済に乗り出し、復興金融公社が設立され、また連邦準備制度による大規模な買いオペ政策も実施された。その効果があって32年第2四半期以降の銀行破産数は、ほぼ30年11月以前の水準に戻った。しかし、このような処置も銀行制度を抜本的に改善することができず、32年末に銀行破産は三度、大規模化した。最終的には33年3月のルーズベルト大統領による全国銀行休日の発令によって、30年11月以降に生じた断続的な銀行破産は鎮静した。

1930年代初期に銀行破産が大規模化した理由は、いくつか考えられる。例えば、1920年代後期の不動産ブームで銀行が過渡に抵当貸付を行い、不況によるブームの崩壊でこれらの融資が回収不能となったことが、その一因であったのは確かである。しかし、当時の銀行破産の問題を考える場合、重要なことは破産が連鎖的かつ断続的に発生したという事実である。つまり、銀行破産が個々の銀行の資産管理の問題の枠を越えて、後に述べるように銀行制度全体の流動性問題に発展してしまった点である。この背景となったのが公衆の預金取り付けである。銀行破産の発生で銀行の安全に対する公衆の不安心理が高まり、そのため大規模な預金取り付けが生じた。この取り付けでさらなる銀行破産が引き起こされ、これがさらに公衆の銀行不安を高めるというように、銀行破産、銀行不安、預金取り付け、そしてさらなる銀行破産という因果往來の銀行危機の伝播が

表1. 破産銀行数と破産銀行預金額

(単位=1,000ドル)

|     | 1930年 |         | 1931年 |           | 1932年 |         | 1933年 |           |
|-----|-------|---------|-------|-----------|-------|---------|-------|-----------|
|     | 破産銀行数 | 破産銀行預金額 | 破産銀行数 | 破産銀行預金額   | 破産銀行数 | 破産銀行預金額 | 破産銀行数 | 破産銀行預金額   |
| 1月  | 90    | 26,523  | 198   | 75,712    | 343   | 218,867 | 236   | 133,057   |
| 2月  | 87    | 32,433  | 76    | 34,179    | 119   | 51,714  | 150   | 62,182    |
| 3月  | 80    | 23,174  | 86    | 34,320    | 45    | 10,874  | 3,460 | 3,276,368 |
| 4月  | 90    | 31,876  | 64    | 41,683    | 74    | 31,613  | 30    | 18,831    |
| 5月  | 59    | 19,383  | 91    | 43,210    | 82    | 34,370  | 12    | 32,725    |
| 6月  | 67    | 57,850  | 167   | 190,480   | 151   | 132,661 | 11    | 21,927    |
| 7月  | 64    | 29,756  | 93    | 40,745    | 132   | 48,743  | 12    | 10,728    |
| 8月  | 67    | 22,787  | 158   | 180,028   | 85    | 29,513  | 22    | 18,923    |
| 9月  | 67    | 21,568  | 305   | 233,505   | 67    | 13,508  | 13    | 6,885     |
| 10月 | 71    | 19,676  | 522   | 471,380   | 102   | 20,092  | 17    | 5,685     |
| 11月 | 256   | 179,931 | 175   | 67,939    | 93    | 43,319  | 8     | 2,470     |
| 12月 | 352   | 372,138 | 385   | 277,051   | 161   | 70,914  | 29    | 6,917     |
| 計   | 1,350 | 837,096 | 2,293 | 1,690,232 | 1,453 | 706,188 | 4,000 | 3,596,698 |

(注) 相互貯蓄銀行を除く。

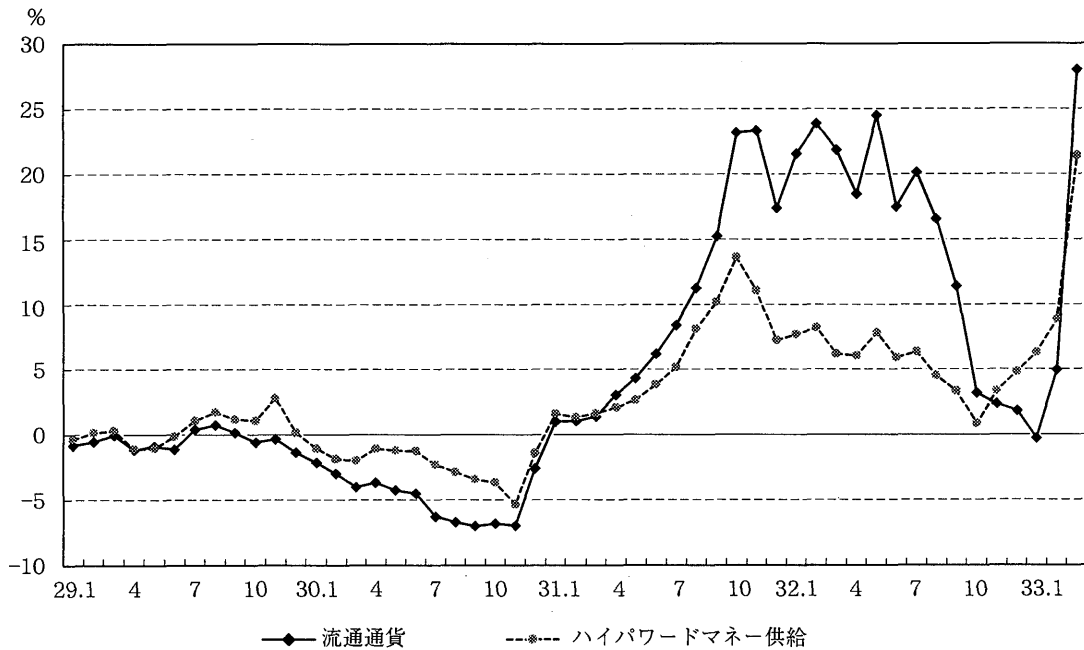
(出所) *Federal Reserve Bulletin*, Sept. 1937. p. 907. p. 909

銀行制度に生じてしまった。

そこで当時の預金取り付けの規模を見るために、図2-1に流通通貨の推移（対前年同月比）が示されている。この流通通貨は財務省と連邦準備銀行の外部に残存する通貨で、その大部分は公衆によって保有された現金通貨と考えてよい。1929年10月から1930年10月までの大不況の初期には、経済活動

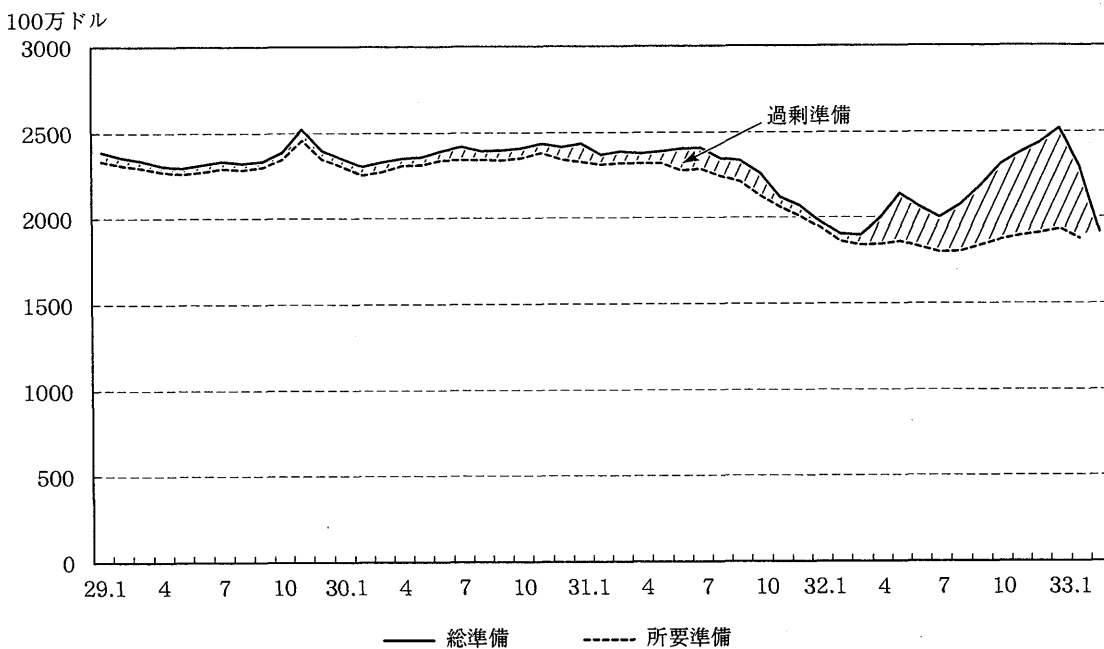
の縮小を反映した商取引全般の停滞があったので流通通貨は減少した。この動きは銀行破産の発生によって激変する。最初の大規模な銀行破産が発生した30年11月に、銀行の安全に不安を持った公衆が預金を通貨に変換し始めたので、流通通貨の趨勢的な動きは減少から増加に転じた。その後、31年10月と11月には前年度比で20%以上の大幅な増加を

図2-1 流通通貨とハイパワードマネー供給対前年同月比



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics*, pp. 370-371

図2-2 加盟銀行準備



(出所) *Ibid.*, pp. 370-371

記録し、32年に入っても銀行制度に通貨還流がな  
いまま退増目的の通貨が公衆の手中に残った。

他方、この間のハイワードマネー供給の動向を  
見ると、図2-1に示されているように通貨需要を  
完全に満たすほどの増加はなかった。当時の国際金  
本位制の下では、連邦準備制度の保有する金スト  
ックと連邦準備信用との総額が、ほぼハイワードマ  
ネーの供給額に等しくなる。確かに銀行破産が大規  
模化した30年11月以降、公衆の通貨需要の増大と  
ともにハイワードマネー供給も増加に転じたが、  
この増加割合では31年第2四半期以降の通貨需要  
を賄うことができなかった。したがって、ハイワ  
ードマネー供給だけでは満たされない通貨需要の  
増加は、すべて銀行準備の流出で賄われる以外にな  
かった。

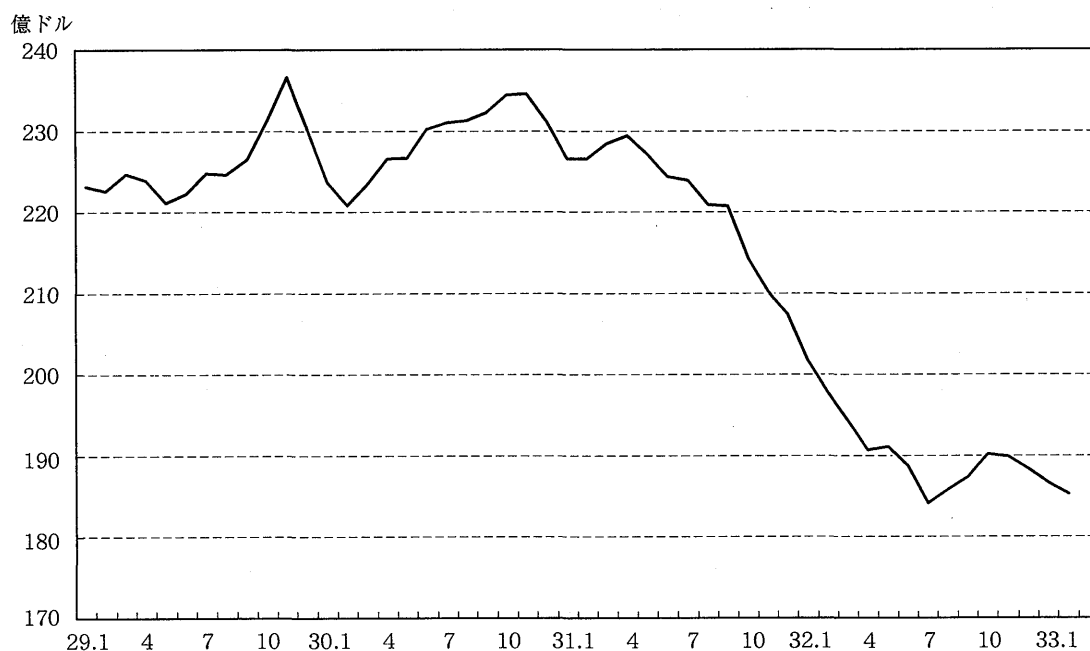
図2-2の加盟銀行準備は、この状況を示してい  
る。ハイワードマネーの供給が十分でなかったた  
めに、加盟銀行準備は31年8月から32年3月ま  
での間に大幅に減少した。これは加盟銀行が流動性  
を確保するために、その資産を大幅に精算したこと  
の表れでもある。なぜならば、当時の部分準備銀行  
制度の下で銀行がローンアップの状態にあれば、こ  
の場合、準備流出には貨幣・信用乗数を梃に、その  
数倍もの銀行信用と預金通貨の減少が伴わざるを  
えないからである。また、実際に準備流出を受けず  
とも、銀行が総準備一定のもとで資産の精算により過

剰準備を保有した場合にも、貨幣・信用乗数を梃に  
銀行信用と預金通貨の大幅な減少が生じるはずであ  
る。

図2-3の報告加盟銀行信用の動きは、この状況  
を端的に表している。29年末期に銀行信用は減少  
したが、その後30年に入って銀行は債券投資を活  
発に行ったので、この年の10月までは増加した。  
そして銀行破産が大規模化した11月以降に銀行信  
用は減少に転じ、特に銀行が流動性の強化のために  
過剰準備の蓄積を開始した31年第2四半期(図2-  
2参照)には、貨幣・信用乗数を梃に急速に低下し  
始めた。そして、実際に準備流出を受けた31年第  
3四半期以降は、さらに勢いを増して減少していっ  
た。もちろん、銀行信用の見合いとなる預金通貨も  
同様に減少するので、マネーサプライも銀行信用と  
ほぼ同じ割合で激減した<sup>(7)</sup>。

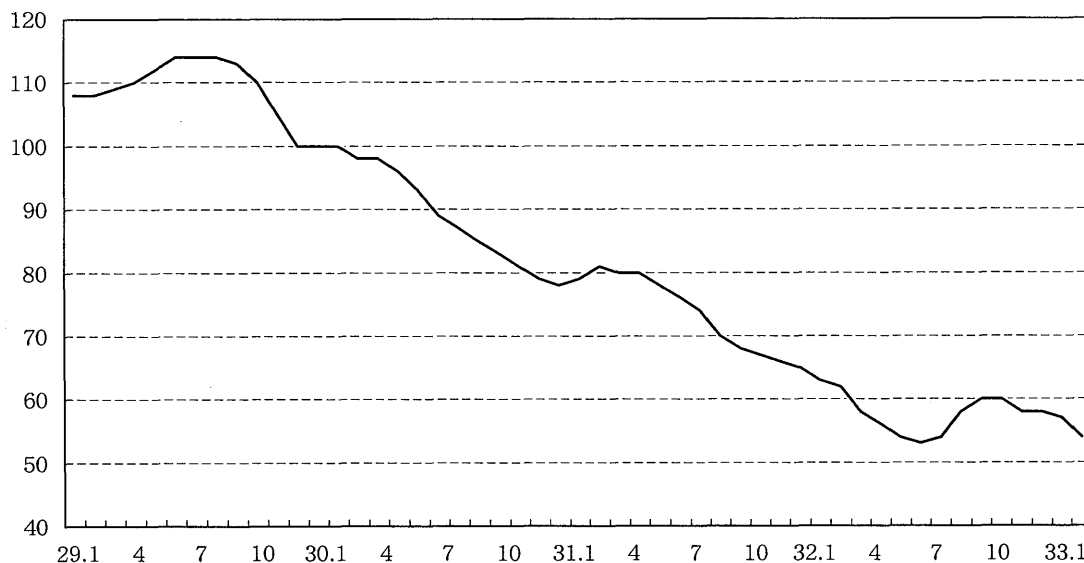
ちなみに図2-4は1929年1月から1933年3月  
までの鉱工業生産指数の推移を示したものである。  
不況入りした29年8月から30年12月までに、す  
でに鉱工業生産は大幅に低下していた。しかし、31  
年第1四半期に鉱工業生産は回復の兆しを見せてい  
る。この回復への動きは本格的なものとならず、景  
気は31年6月以降の銀行破産の再発とともに再び  
急速に縮小していった。したがって、銀行破産の再  
発を防止できたかもしれない、あるいはこれを小さ  
な程度に食い止めることができたかもしれない31

図2-3 報告加盟銀行信用



(出所) Annual Report of the Federal Reserve Board for 1933, p. 184.

図 2-4 鉱工業生産指数 (1935—39 年平均 = 100)



(出所) *Federal Reserve bulletin*, August, 1940

年前半期は、金融動向のみならず景気動向の観点からも連邦準備制度の政策運営にとって重要な意味を持っていた。この期間に銀行による流動性争奪を回避させるために、連邦準備制度が銀行制度に十分なハイパワードマネーを供給し、銀行信用とマネーサプライの減少を防止できていたならば、その後の金融状況は違っていたであろうし、景気動向も異なるものになったであろう。

これまでの考察から明らかなように、大不況期に発生した金融危機の本質は流動性危機である。30年11月に生じた最初の大規模な銀行破産の原因が何であろうと、その後はこの銀行破産を端緒とした、公衆の預金取り付けに対抗するための諸銀行による流動性の争奪が、貨幣・信用乗数を梃に銀行信用と預金通貨の大幅な減少をもたらした。そして、この銀行信用と預金の激減が銀行の経営体力を削ぎ、銀行制度を苦境に陥れた。同時に不況をより厳しいものにし、また長期化させたものと考えられる。

実のところ連邦準備制度は、当時の金融危機の本質が流動性危機であったことに気付いていた。例えば、1932年1月の公開市場政策会議に用意されたメモには次の記述がある。「[1931年の]初秋における諸銀行からの異常な資金引き出しは、多数の銀行に対して貸付を回収する、もしくは減少させることによって、あるいは証券を売却することによって、それぞれの状態を強化しようとする企てを導いた。少なくとも個々の銀行にとって、この処置は当座は

その状態を楽にするのに成功するが、これには他の銀行から預金を受け取るという、また証券市場と商品市場に圧力を課すという効果がある。これらの作用の結果として預金を失う他の銀行は、今度は彼らとその状態を強化するために貸付あるいは投資を減らす必要があると考え、こうして負担は他の諸機関に回されるだけであり、そしてこの過程は繰り返される。このようにして銀行全体としては収益資産の累積的な減少が進行してしまい、それは継続的かつ異常に急速な預金減少をもたらし、銀行の状態を回復させるのに代えて悪化させてしまった。」<sup>(8)</sup>

連邦準備制度によるこの認識は、実際には当時の金融政策の問題点を自ら指摘しているに他ならない。銀行の流動性争奪に起因する銀行制度の弱体化を防止するためには、連邦準備制度が割引政策、公開市場政策のいかんを問わず、連邦準備信用の増加を通して銀行制度に十分なハイパワードマネーを供給することであった。このような政策が、なぜ流動性危機の発生当初に実施できなかったのであろうか。次節では、これを連邦準備制度が1920年代期に展開させた政策理論との関連で検討する。

[注]

(4) Friedman and Schwartz, *op. cit.*

(5) Gorldenweiser, *op. cit.*, p. 170.

(6) *Annual Report of the Federal Reserve Bank of New York for 1930*, p. 6.

(7) 1930年12月から1932年6月までに、全加盟銀行の信用総額は20%、マネーサプライは21%減少した。

(8) "Preliminary Memorandum for The Open Mar-

ket Conference, January 11-12, 1932" *Papers of Federal Reserv System Part II*. 以下、本稿で引用される公開市場政策会議の議事録、メモ等は、すべてこのペーパーによる。

### 3. リーフラー=バージェス・ドクトリン

ブルンナー=メルツァーによると、1920年代期の連邦準備政策は、ある特定の政策枠組によって説明できるとし、彼らはこれをリーフラー=バージェス・ドクトリンと命名した<sup>(9)</sup>。リーフラーは連邦準備局の幹部職員として、バージェスはニューヨーク連銀副総裁として、1920年代期の連邦準備政策の遂行に携わり、この経験を生かして彼らはそれぞれ当時の連邦準備政策について代表的な著書を表している<sup>(10)</sup>。

これらの著書で強調された論点は、金融政策がどのようなメカニズムを通して貨幣市場に影響を及ぼすのかということである。そして、このメカニズムの中心をなすものが、加盟銀行の連銀借入行動である。この連銀借入行動という問題を念頭に置いて、以下、主にリーフラーの議論の考察を通して、1920年代期の連邦準備政策の枠組を明らかにしていきたい。その後、1920年代期と大不況期の連邦準備政策に、果たして違いがあったかどうかを検証する。

「連邦準備銀行の諸操作と貨幣利子率の変化との間には密接な対応関係があり、両者の媒介をなすものが加盟銀行の連銀借入である。すなわち準備銀行の加盟銀行貸出しを通じた準備供給の変化が、貨幣市場において決定的な役割を果たすのである。」<sup>(11)</sup>このように、リーフラーの政策議論は始まる。そこで重要となるのが、加盟銀行はいかなる要因で連銀借入を決定するのかという問題である。これについては二つの異なる伝統的見解があり、一つは「利潤要因」、いま一つは「必要要因」と呼ばれるものである。リーフラーは当時のアメリカの銀行制度にとって、この二つの見解のどちらが妥当するのかを実証的に分析する<sup>(12)</sup>。

「利潤要因」に基づく連銀借入行動とは、加盟銀行は市場利子率が割引率を上回る限り連銀借入を行い、この借入資金を貨幣市場で貸付て利鞘をかせぎ、市場金利が割引率を下回る時には、貨幣市場から資金を回収してこれを連銀に返済するというものである。したがって、この場合、加盟銀行にとって

連銀借入を決定する際の重要な考慮は、連銀借入の費用となる割引率、より正確には市場金利と割引率の差である。それゆえに、連銀借入が「利潤要因」によるのであれば、連邦準備制度にとって連銀借入量を変化させる重要な政策手段は割引率操作である。そして、この操作を通して連邦準備制度は貨幣市場に影響を及ぼすことができる。

他方、「必要要因」に基づく連銀借入行動とは、加盟銀行は準備不足（連銀預金の不足）が発生した場合にのみ、この不足を補う必要から連銀借入を行うというものである。この場合の連銀借入は、加盟銀行にとっては必要に迫られた一時的な性格のものなので、借入を行った加盟銀行はそれを早急に返済しようとして、その資金手当のために銀行信用を圧縮するように努力することになる。したがって、連銀借入が「必要要因」によるのであれば、連邦準備制度にとって連銀借入量を変化させる重要な手段は、割引率操作ではなく準備不足そのものを引き起こす公開市場操作である。そして、この操作を通して、連邦準備制度は貨幣市場に影響を及ぼすことができる。

リーフラーは、加盟銀行の連銀借入行動が「利潤要因」と「必要要因」のどちらに支配されていたのかを、連邦準備制度設立後の割引率、貨幣市場利子率および連銀借入量の月次変化を表す図3-1～図3-3によってテストできるという。割引率と市場利子率の実際の変化を示す図3-1と、それらの相対的变化を示す図3-2の吟味より、リーフラーは連銀借入が「利潤要因」に基づいていなかったと主張する。

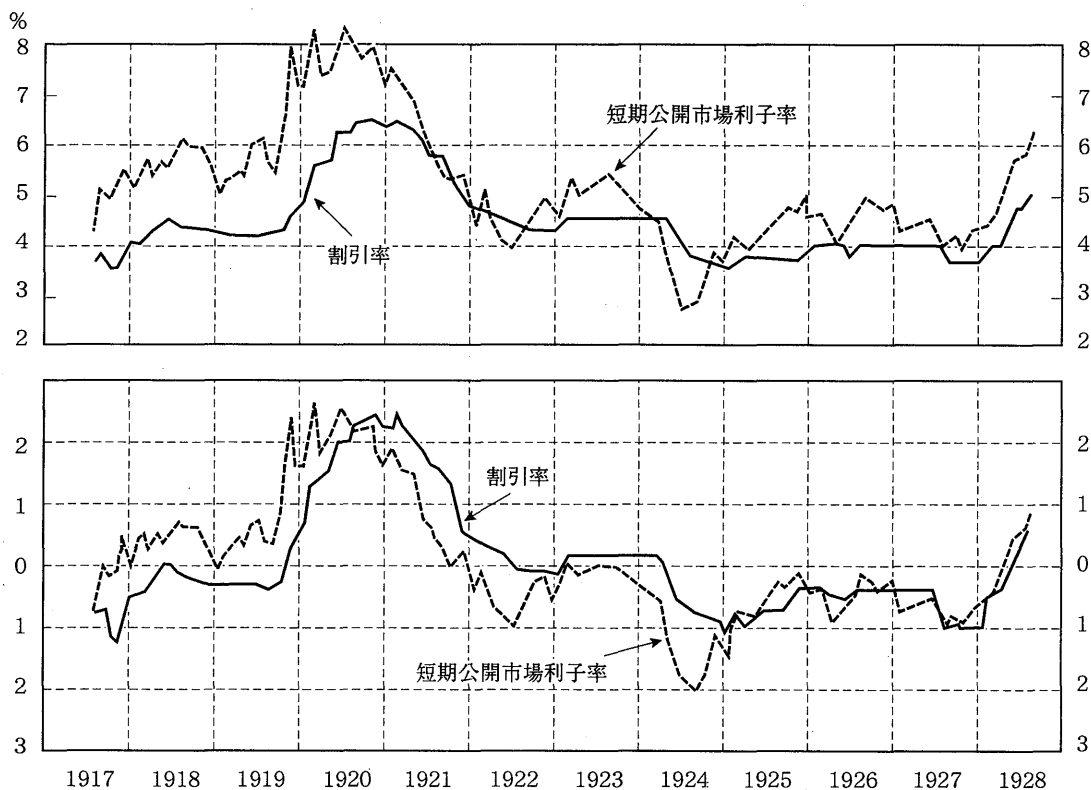
もし連銀借入行動が「利潤要因」に基づくならば、市場利子率が割引率を上回る時には、加盟銀行は連銀借入を増加させ、この借入資金を公開市場で貸付けるので市場利子率は低下するであろうし、逆に割引率が市場利子率を上回る時には、借入銀行は貨幣市場から資金を回収して連銀借入を返済するので市場利子率は上昇するはずである。したがって、この場合には割引率と市場利子率が大きく乖離することはないと考えられる。しかし、実際には図3-1が示すように、市場利子率が割引率をかなり上回っていた期間は多くあったし、これとは逆に割引率を十分に下回っていた期間もしばしばあった。ここから、「もし加盟銀行が、借入操作が利益적である時にはいつでも準備銀行から自由に借入していたのならば、これらの公開市場利子率が、こんなにも長い

期間に渡って割引率を遥かに上回ったままであったなどということは明らかにあり得なかったであろうし、また1922年および1924年の夏において、もしこの時に準備銀行で借入していた加盟銀行が、この借入操作が利益から損失に変わるとすぐに公開市場から引き上げた資金で借入を返済できたのならば、

公開市場利率はこれほど急速には割引率以下に低下しなかったであろう」<sup>(13)</sup>と指摘する。さらに、連銀借入行動が「利潤要因」に基づくのであれば、市場利率は割引率の変化に順応するはずであるが、両者の相対的変化を示す図3-2からは、そのような関係を見出すことができない。この相対変化

図3-1 (上) 連銀割引率と短期公開市場利率

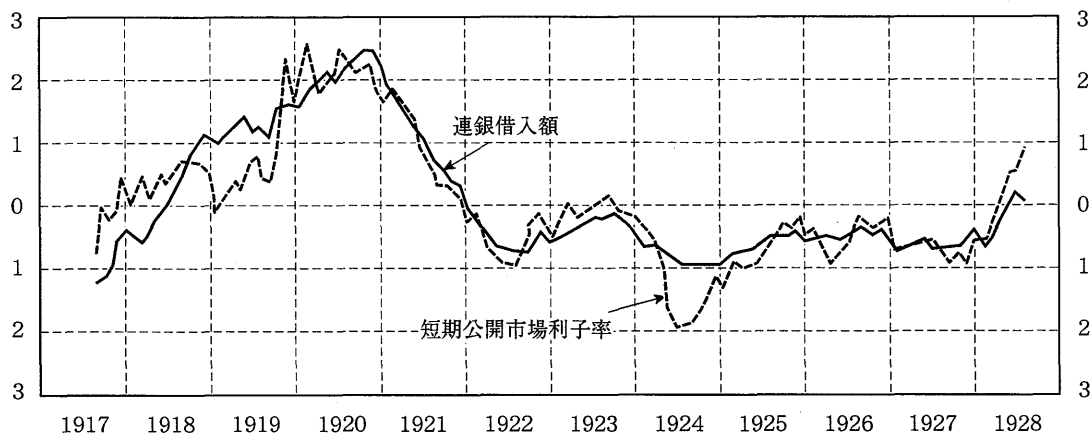
図3-2 (下) 連銀割引率と短期公開市場利率  
(相対変化)



※割引率は地区連銀の平均

※短期公開市場利率は、コマーシャルペーパー、コールローン、タイムローンの加重平

図3-3 連銀借入額と短期公開市場利率  
(相対変化)



(出所) Riefler, W.W., *Money Rates and Money Markets in United States*, p.24, p.26.

とは、それぞれの変動を比較可能とするために、 $(\text{標本} - \text{標本標準偏差}) / \text{標本平均}$ 、という計算式で変動規模を規格化したものであり、図3-2はこの数値をプロットしたものである。リーフラーは、「二つの時系列は、これらの間に密接な利率調整があったことを示唆するほど類似しておらず」、さらに「割引率の変化は市場利子率の変化に遅れていた」という事実を指摘し、「もし市場利子率の変化の圧倒的部分が割引率の変化によって引き起こされていたならば、このことは生じえなかったであろう」<sup>(14)</sup>と結論している。

このように、加盟銀行の連銀借入は、割引率の変化によっても、割引率と市場利子率の差によっても、市場利子率を割引率の水準に維持するのに十分な程には促進されもしなければ抑制もされなかった。これを連邦準備政策の観点から言うと、割引率操作は市場利子率を変化させていたのではない、ということである。

そこで、次に加盟銀行の連銀借入行動が「必要要因」に基づくものかどうかを検討するに当たって、リーフラーがまず最初に着目したのは、割引率よりも加盟銀行の連銀借入量そのものが市場利子率に影響を与えているのではないかという点である。上述したように「必要要因」によると、加盟銀行は一時的な準備不足を補うために連銀で借入を行い、そしてこの借入を早急に返済するために貸付を回収しようと努力するので、連銀借入が増加する局面では、銀行信用の縮小と市場利子率の上昇が生じるはずである。逆に連銀借入が減少する局面では、借入返済の圧力が和らぎ、加盟銀行はより自由に貸付けることができるので、銀行信用の増加と市場利子率の低下が生まれるはずである。したがって、この場合には連銀借入量と市場利子率は同一方向に変化すると考えられる。両者の間にこの関係が見出されるならば、加盟銀行の連銀借入行動にとって「必要要因」は有力となる。

上記の割引率と市場利子率の相対変化の表示と同じ手続きで、連銀借入量と市場利子率の相対変化を示したものが図3-3である。明らかに図3-2の割引率と市場利子率の対応関係と比較して、連銀借入量と市場利子率のそれは明瞭である。リーフラーによると、「一般的に言って、準備銀行での借入の増加には公開市場利子率の上昇が密接に伴っており、借入の減少は利子率の低下に素直に反映されていた。」<sup>(15)</sup>しかも、この対応はラグを伴っていない。

この実証的証拠より、リーフラーは加盟銀行の連銀借入行動は「必要要因」に基づくものであると考えるのは妥当であると主張する。また、連邦準備制度の対加盟銀行貸出の姿勢と、加盟銀行の連銀借入に対する一般的な態度を以下のように明らかにすることで、彼は「必要要因」の妥当性をさらに強調する<sup>(16)</sup>。

連銀借入の増加とともに市場利子率が上昇し、しかもラグを伴わないということは、加盟銀行は借入の負担を感じると、すぐにこれを返済するために貨幣市場から資金を回収するという行動をとっていたものと考えられる。したがって、加盟銀行は一時的な準備不足が発生した場合にのみ、やむをえず連銀借入に依存し、常態としては出来る限り連銀借入を回避しようとしていたことが示唆される。前述したように、利潤目的で連銀借入を行っていなかったという点から見ても、一般的には加盟銀行は連銀借入を忌避していたと言える。

リーフラーは、加盟銀行の連銀借入を忌避する態度はアメリカにおける銀行業遂行の伝統的な原則に基づいていると論ずる。すなわち、「連邦準備制度が設立されるかなり以前より、銀行活動の範囲はその株主と預金者から得られる資金に制限されるべきであり、そして銀行間借入は常に制限されるべきであるということ、この国では銀行業の遂行にとって基本的な伝統の一つであった。」<sup>(17)</sup>この原則にそって、連邦準備制度側でも加盟銀行貸出に対する態度は慎重であり、「連邦準備銀行の資金は本来、加盟銀行の一時的必要を満たすために利用されるように意図されており、加盟銀行による一般的遂行としての継続的借入は連邦準備法の意図と一致しない」<sup>(18)</sup>という。実際に加盟銀行の連銀での平均的な借入期間は、1925年と26年においては8日間であり、リーフラーによると、これは利益目的で借入していたと考えるには余りにも短い。したがって、この借入は準備不足による一時的な必要から生じたものであり、このような借入行動には加盟銀行の借入忌避の態度と連邦準備制度の慎重な貸付姿勢が反映されていた。

以上の実証的証拠、加盟銀行の借入忌避、そして連邦準備制度の慎重な貸付姿勢から、1920年代期における加盟銀行の連銀借入行動は「必要要因」に基づくものであったと結論できる。そして、リーフラーは、このような連銀借入行動の基で効果的となる金融政策について次のように論ずる。まず、先の

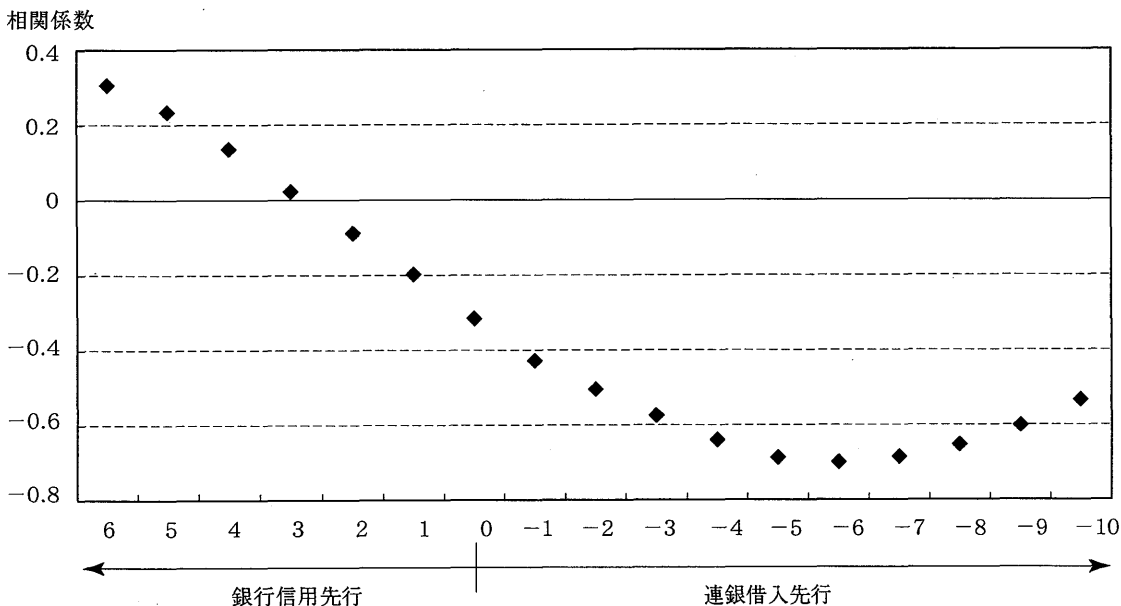


図3-3に示された連銀借入量と市場利率の相対変化についての実証的証拠から、「連邦準備銀行での借入量の変化は、市場利率の『変動』にとって最も重要な唯一の要因である」<sup>(19)</sup>とし、「このような状況では、連邦準備銀行は割引率の変更よりも加盟銀行に借入の必要を変化させることによって、例えば合衆国政府証券の公開市場操作に従事することで、速やかに貨幣利率に影響を及ぼすことができよう」<sup>(20)</sup>この議論の内容は、政策手段として公開市場操作を重視し、貨幣市場利率の誘導という観点より操作手段として連銀借入量の重要性を示唆している。これらの点についてはバージェスも同様の議論を行っている。すなわち、「連邦準備銀行による証券購入は、加盟銀行に準備銀行からの借入の負担を軽減させる傾向にあり、その結果、加盟銀行にいくぶんより自由な貸付政策を導く。貨幣利率はこれまでよりも緩むようになる。このような証券購入は借り手市場を生み出しがちである。これとは逆に、連邦準備銀行による証券売却は、加盟銀行の借入を増加させ、加盟銀行にそれほど自由ではない貸付政策の採用を導く。貨幣利率はこれまでよりも引き締まるようになる。証券売却は貸し手市場を生み出しがちである。」<sup>(21)</sup>

ところで、以上のリーフラーとバージェスの議論は、連銀借入量と市場利率および銀行信用量との間の変動関係を重視している。連銀借入量の増加は市場利率の上昇と加盟銀行信用量の減少を、連銀借入量の減少は市場利率の低下と加盟銀行信用量

の増加を導くと論じている。連銀借入量と市場利率の変動関係は、リーフラーによって図3-3に示されているが、ここで改めてこれらの関係を簡単に確認しておこう。そのために、第1次世界大戦後の経済混乱が終息した1923年1月から、ニューヨーク株式市場暴落が発生する直前の1929年9月までの連銀借入量と市場利率および銀行信用との間の相関係数を月次データに基づいて求めてみた。なお、市場利率にはコマーシャルペーパーの利率を、銀行信用には報告加盟銀行の信用増加率（対前年同月比）を用いた。連銀借入量とコマーシャルペーパー利率との間の相関係数は0.91であり、非常に強い正の相関が認められ、リーフラーとバージェスが議論する通りとなった。連銀借入量と信用増加率の間には負の相関が想定されるが、実際の相関係数は-0.32であり、彼らの議論を支持できるほど強い負の相関は見出されなかった。しかし、加盟銀行が何らかの理由で準備不足に陥り、これを充足するために連銀借入に依存する場合には、借入を行った個々の銀行は信用の精算を通してこの返済を実行できるが、これは新たに他の諸銀行に準備不足をもたらし、それらに連銀借入を強いるという結果になる。次いでこれらの銀行も順次、信用の精算を通して連銀借入を返済していくと考えられるので、銀行制度全体としては連銀借入量と銀行信用量との間の変化にはある程度ラグが伴うものと想定される。この点を考慮して両者の時差相関係数を求めると、銀行信用に対して連銀借入が6ヵ月先行した場

図3-4 連銀借入と信用伸び率時差相関係数



合に相関係数は-0.70 となり、負の相関が認められる(図3-4参照)。したがって、時差を考慮した場合の両者の関係は、ほぼリーフラーとバージェスが主張する通りとなった。

これまでの考察で、この節の冒頭でリーフラー=バージェス・ドクトリンと呼んだ、1920年代期に連邦準備制度が依存していた政策運営の枠組がほぼ明らかになったであろう。かなり大胆に現在の政策議論で使われる言葉でこれを表すと、まず主要な政策手段は政府証券の公開市場操作となる。この操作の目的は、加盟銀行の連銀借入の誘導を通して貨幣利子率を変化させることなので、操作手段は連銀借入となり操作目標は貨幣利子率となろう。そして、連銀借入そのものの水準は、インディケータの役割を果たしていたものと考えられる。

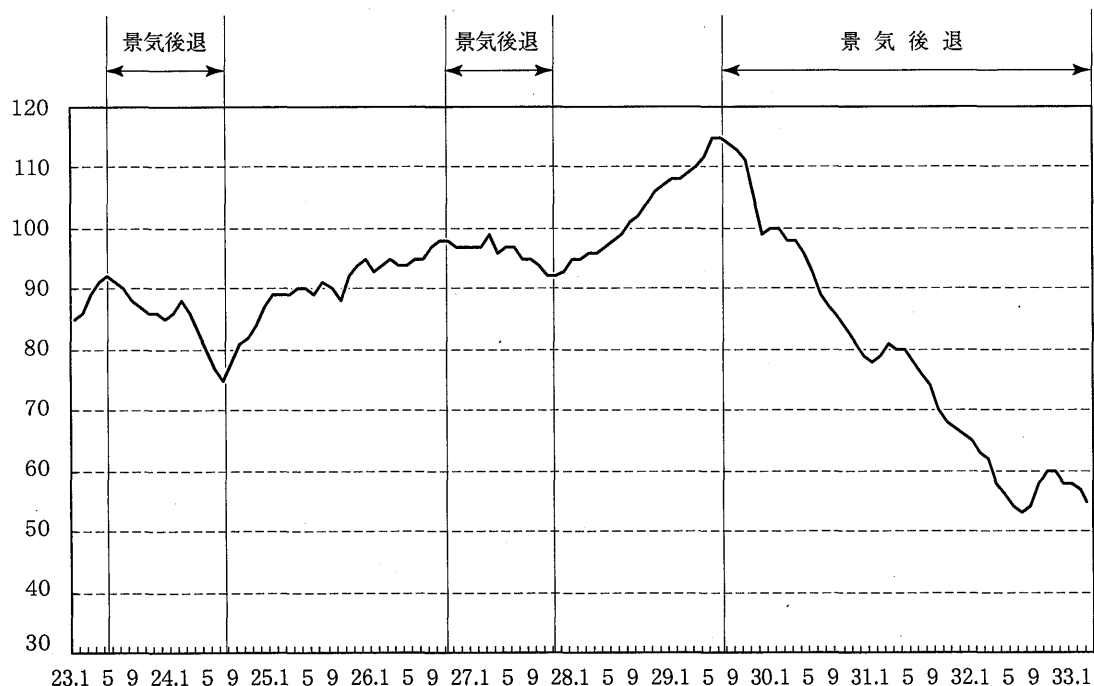
連銀借入すなわち借入準備の変化は、「必要要因」に基づくと、公開市場政策などで連邦準備制度が直接統制できる非借入準備の部分と、金ストックや流通通貨などの変動に起因し、連邦準備制度が直接統制できない非借入準備の部分との変化によって生ずる。いずれにせよ、連邦準備制度の統制、非統制に係わりなく、非借入準備の減少による連銀借入の増加は市場利子率を上昇させ金融逼迫を生み、非借入準備の増加による連銀借入の減少は、市場利子率を低下させ金融緩和を生む。そこで、当時の連邦準備当局者は、連銀借入の水準を金融情勢を判断する指

標として注視していたことは容易に推測できる。つまり、高水準の連銀借入は金融逼迫と、低水準の連銀借入は金融緩和と判断したのであろう。しかも上述の時差相関係数の分析によると、連銀借入量の変化は銀行信用量の変化に先行するので、連銀借入水準は金融情勢を予測する場合にも最適な指標となりうる。連邦準備制度の設立当初より、ニューヨーク連銀初代総裁として強力なリーダーシップを発揮したベンジャミン・ストロングが、1926年春の政策会議で、当時の景気の先行きを懸念して次の報告をしていたことから、このことは確認できる。

「もし加盟銀行が5億もしくは6億ドルもを借り続けている間に、われわれが景気後退に突入するのであれば、政府証券購入によって、すなわち加盟銀行に債務の減少を可能にすることによって、この借入が誘発している圧力のいくらかを軽減する措置を講ずるように心がけるべきである。……将来におけるわれわれの貸出勘定の変化は指針として特に重要であり、われわれはこの総額があまりにも難渋であってはならないこと、あるいはあまりにも難渋であり続けてはならないことを考慮すべきである。」<sup>(22)</sup>

以上のように、リーフラー=バージェス・ドクトリンと呼ばれる政策運営の枠組が明らかになった。それでは連邦準備制度は1920年代期と30年代初期において、実際にこの枠組に従って金融政策を遂行

図3-5 鋳工業生産指数 23.1—33.3



(出所) Federal Reserve bulletin, August, 1940.

していたのであろうか。金融諸指標の動向の観察を通して、これを次に検討していくことにする。

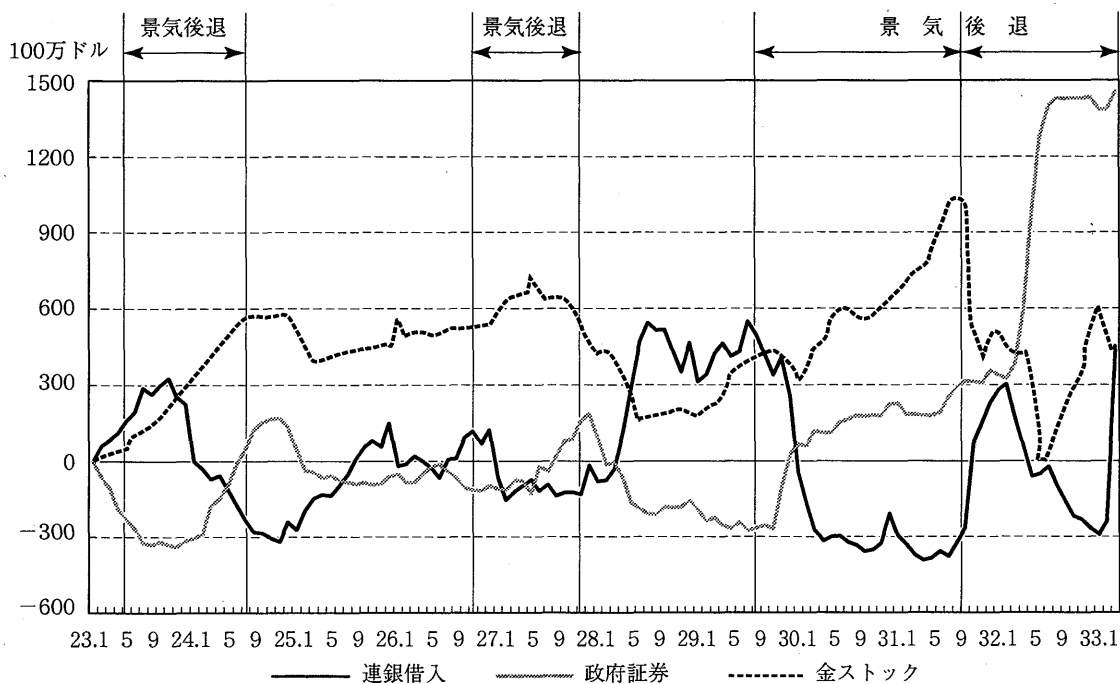
図3-5は1923年1月から1933年3月までの鉱工業生産指数の推移を表したものである。この間、アメリカは3度の景気後退を経験した。最初は1923年5月から24年7月までの14カ月間、次は1926年10月から27年11月までの11カ月間、そして最後が1929年8月から33年3月までの43カ月間におよぶ大不況期間である。この三つの景気後退期間に実施された連邦準備政策に共通性が見出されれば、それらの期間の政策発動には一貫性があったことになる。そして、この一貫性はリーフラー＝バージェス・ドクトリンでうまく説明できるはずである。

これまでの考察で明らかになった、このドクトリンの内容は、政府証券の公開市場操作を政策手段とし、この手段が直接働きかける操作変数を連銀借入に置き、この連銀借入の誘導を通して操作目標となる貨幣利子率を変化させるというものであった。さらに、連銀借入水準は金融情勢を判断するインディケータとして重視されていた。この政策枠組を有効に機能させていた数量的関係は、連邦準備制度の政府証券保有量（非借入準備供給量）と連銀借入量（借入準備供給量）の対称的变化、および連銀借入量と貨幣利子率との間の非常に強い正の相関関係で

ある。そこで、これらの関係を注視するために、図3-6には連邦準備制度の政府証券保有量、加盟銀行の連銀借入量、そして金ストックの推移が、図3-7には代表的な貨幣利子率としてコマーシャルペーパーの利子率の推移が示されている。それぞれの図に引かれた縦線は、図3-5の鉱工業生産指数による景気後退期間に対応している。ただし大不況期間は、イギリスが金本位制度を離脱した1931年9月に、連邦準備制度はアメリカからの金流出を防止するために一時的に金融引き締め政策を実施したので、この理由で政策的な観点から31年9月を境に二つの期間に区分してある。その後、1932年に入って連邦準備制度は緩和政策に転じたので、緩和政策の発動という点から全体の期間をこのように4つに分けた。

結論から言えば、1927年を僅かな例外として、これらの不況期間に実施された緩和政策には共通性が見出される。まず第1に、それぞれの景気後退期間に相当額に達する買いオペ政策が実施され、加盟銀行の連銀借入は大幅に減少した。第2に、連銀借入量の減少とともにコマーシャルペーパーの利子率もかなり急速に低下し金融緩和が実現した（図3-7参照）。第3に、連銀借入が高水準にある時点で買いオペ政策は発動されている。第4に、連銀借入が大幅に減少した時点で買いオペ政策は停止され

図3-6 連銀借入 政府証券 金ストック



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics*, pp. 370-371

ている。図3-6の数値は23年1月を起点とした累積変化の形で表されているが、この時点の連銀借入額は約5.5億ドルなので、図では-5.5億ドルが連銀借入ゼロの水準になる。したがって、27年の買いオペ期間を除いて、それぞれの不況期間には連銀借入の残高が1億ドルから2億ドルになった時点で、買いオペ政策は終了している。27年の不況期間は、金ストックの流出が政府証券購入で不胎化され、この政策がなかった場合には増大したであろう連銀借入の増加が回避され、その結果、利子率の上昇も防止された。したがって、この時の金融政策は積極的な緩和政策とは言えないが、連銀借入の増大と利子率の上昇を未然に防いだという点では十分な政策効果があった。以上の観察から判断すると、これらの不況期間の連邦準備政策には一貫性があり、これはリーフラー=バージェス・ドクトリンによってほぼ完全に説明できる。

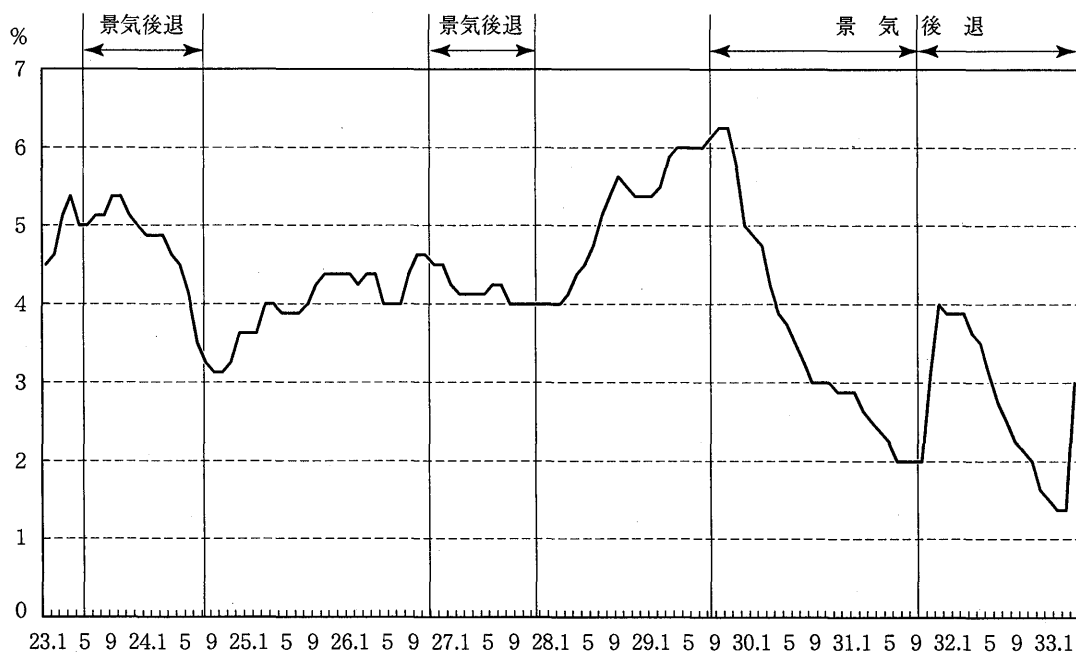
実際の政策運営に当たっての連邦準備当局の意思決定過程からも、1920年代期と大不況期の金融政策に違いがなく、ともにリーフラー=バージェス・ドクトリンで説明できることが確認できる。ここでは、詳述を割愛せざるをえず、いくつかの例を示すだけにとどめおく。例えば1924年の買いオペ政策は10月に終了したが、この決定を下した根拠は、「加盟銀行は準備銀行での債務をおおむね免れており、余剰資金のどの変化も直接、利子率に反映され

る」<sup>(23)</sup>という点であった。1927年の買いオペ政策が取り決められた政策会合では、購入に当たって「貨幣市場に不当な影響を与えることなく実施できるのであれば」という条件を付け、そしてこの貨幣市場に対する不当な影響を解釈する指針を「貨幣利子率の一般水準と、この政府証券購入によって加盟銀行の借入額の減少が引き起こされる範囲」<sup>(24)</sup>に与えていた。1930年の緩和政策では、「加盟銀行の借入総額の増加を回避する、また可能な場合にはいくらかの減少を促進させる」<sup>(25)</sup>という目的で、政府証券購入の実施が取り決められた。その後、この政府証券購入で連銀借入が大幅に減少し、この借入水準は「快適な金融状況を導く借入総額である」<sup>(26)</sup>という認識を示した1930年前半の時点で、買いオペ政策は停止されている。32年に大規模な買いオペ政策が発動された根拠は、「現在の加盟銀行の借入総額は、おそらく戦時期間を除くと、常にデフレ的であることが判明しているし、また現在の敏感な心理では、借入の負担が今と同じくらい大きい限り、デフレーションの中断は起こりそうもない」<sup>(27)</sup>というものであった。このように、買いオペ政策の発動と停止を決定するに当たって、連邦準備制度が圧倒的に重視した金融指標は加盟銀行の連銀借入水準であった。

〔注〕

(9) Brunner and Meltzer, *op. cit.*

図3-7 コマーシャルペーパー利子率



(出所) *Ibid.*, pp. 450-451

- (10) Burgess, W. R., *The Reserve Banks and Money Market*, Harper & Brothers: New York, 1927.  
Riefler, W.W., *Money Rates and Money Market in the United States*, Harper & Brothers: New York, 1930.
- (11) Riefler, *op. cit.*, p.18.  
(12) *Ibid.*, pp. 19-28.  
(13) *Ibid.*, p. 24.  
(14) *Ibid.*, p. 25.  
(15) *Ibid.*, p. 27.  
(16) *Ibid.*, pp. 28-31.  
(17) *Ibid.*, p. 29.  
(18) *Ibid.*, p. 29.  
(19) *Ibid.*, p. 35.  
(20) *Ibid.*, p. 33.  
(21) Burgess., *op. cit.*, p. 214.  
(22) Report of the Open Market Investment Committee, March 22, 1926.  
(23) Memoranda on Credit and Open Market Condition, October 24, 1924.  
(24) Minutes of Meeting of Open Market Committee, Commencing May 9, 1927.  
(25) Minutes of the Open Market Investment Committee, November 12, 1929.  
(26) Preliminary Memorandum for the Open Market Investment Committee, January 28, 1930.  
(27) Preliminary Memorandum for the Open Market Policy Conference, February 24, 1932.

#### 4. 連銀借入需要の実証分析

前節の考察で、1920年代期および大不況期に連邦準備制度は、リーフラー=バージェス・ドクトリンと呼ばれる政策運営の枠組で金融政策を展開させていたことが明らかになった。この枠組の中核をなす金融変数は貨幣利子率、そしてこれと非常に強い正の相関関係があった加盟銀行の連銀借入量である。特に連邦準備制度は、連銀借入の水準を金融情勢を判断するインディケーターとして活用していた。すなわち、低水準の連銀借入は金融緩和が、高水準の連銀借入は金融逼迫が進行したものと判断していた。したがって、連銀借入が高水準にあった1924年、1927年、1930年、1932年の景気後退期には、連邦準備制度は積極的な買いオペ政策で非借入準備の供給を増加させ、加盟銀行に連銀借入の返済を促した。そして、どの期間においても一度、連銀借入量が低水準に達すると、金融は緩和されたという判断で政府証券購入を停止した。

このような政策運営は1920年代期には有効に機能し、ウィッカーによると「称賛に値する」と言わ

れる金融政策を導いた<sup>(28)</sup>。しかし、30年代初期において、この政策運営はうまく機能せず、そのため第2節で考察したように連邦準備制度は拙劣な金融政策を実施してしまった。この両期間の政策運営そのものに違いはなかったにもかかわらず、このようなパフォーマンスの相違を導いた原因はどこにあるのだろうか。

答えは単純である。連邦準備制度が金融情勢の判断を誤ったという一言に尽きる。20年代期の景気後退時における買いオペ政策では、連銀借入が低水準に達したところで、連邦準備制度は金融は十分に緩和されたと判断して買いオペを停止した。そして、この判断に誤りはなく、買いオペによる金融緩和がその後の景気回復に寄与した。30年代初期の買いオペ政策でも、連銀借入が低水準に達したところで、連邦準備制度は同じ様に金融は十分に緩和されたと判断して買いオペを停止した。しかし、この時には金融はまったく緩和されておらず、それどころか相次ぐ銀行破産の発生で諸銀行が流動性を強化するために資産の売却を急いだように、金融は大逼迫していた。それでも連銀借入が1931年秋まで増加しなかった（前掲図3-6参照）、流動性危機が進行していた期間の連邦準備制度の金融情勢の判断は、相変わらず緩和であった。そのため買いオペによってハイパワードマネー供給を増やそうとはせず、結果として流動性危機を早期に解決できなかった。

このように、大不況期の政策ミスの原因は単純である。しかし、この連邦準備制度による金融情勢判断の誤りという原因を、さらに掘り下げて考えると、そこには加盟銀行の連銀借入行動に構造変化があったのではないかという問題に突き当たる。つまり、連邦準備制度が金融情勢を判断する指標として過度に依存した連銀借入が、大不況期には加盟銀行の借入行動の変化によって20年代期と異なる情報を伝えていたにもかかわらず、連邦準備当局者らがこれに十分気付かなかったために金融情勢を見誤ってしまった、と考えられるのではなからうか。

そこで、以下では大不況期に加盟銀行の連銀借入行動に構造変化が生じていたかどうかを分析する。方法としては、1920年代期の加盟銀行の連銀借入需要を推定し、この推定結果を大不況期間に外挿する。20年代期の内挿期間と比較して、30年代初期の外挿期間の推定値が実績値を大きく逸脱するようであれば、大不況期に連銀借入行動に構造変化が生

じていたことが示唆されよう。ここで再び1920年代期の加盟銀行の連銀借入行動について述べてみよう。第3節で検討したように、加盟銀行の連銀借入量を決定する要因は「必要要因」である。これによると、連銀借入量は非借入準備の供給量に依存する。つまり、非借入準備の増加は加盟銀行に連銀借入の返済を促し、非借入準備の減少は加盟銀行に連銀借入を強いる。また、加盟銀行は連銀借入を忌避していたという点を考慮すると、連銀借入の水準自体も加盟銀行の借入行動に影響を与えていたはずである。連銀借入が高水準にある時は、そうでない場合と比較して加盟銀行は借入をより強く忌避し、連銀借入が低水準にある場合は借入をそれほど忌避しないであろう。したがって、1920年代期の連銀借入需要の変化額は、非借入準備の変化額と連銀借入の水準によって説明できるはずである。

以上の点を踏まえて、月次データを用いて1923年1月から大不況前の1929年9月までの20年代期の加盟銀行の連銀借入需要を推定する。具体的には連銀借入の月次変化額 $\Delta BR$ を非説明変数とし、非借入準備の月次変化額 $\Delta NR$ と、連銀借入の一期前の水準 $BR_{t-1}$ とを説明変数とする次の回帰モデルを最小二乗法で推定する。連銀借入の水準が加盟銀行の連銀借入行動に影響を与えるという点をより現実的に捉えるために、一期前の借入水準が今期の借入

行動に影響するというようにBRに一期のラグをとった。 $v_t$ は誤差項である。

$$\Delta BR_t = a_0 + a_1 \Delta NR_t + a_2 BR_{t-1} + v_t$$

非借入準備の増加(減少)は連銀借入の減少(増加)を生み、一期前の連銀借入の高水準(低水準)は今期において加盟銀行に連銀借入忌避の態度の強化(弱化)をもたらすであろうから、期待される係数の符号は、 $a_1$ 、 $a_2$ ともにマイナスである。推定結果は次の通りである。なお括弧内はt値である。

計測期間 1923年1月～1929年9月

$$\Delta BR = 19.987 - 0.832 \Delta NR - 0.023 BR_{-1}$$

(3.04) (-30.30) (-2.32)

$$\bar{R}^2 = 0.921 \quad s = 20.766 \quad DW = 1.746$$

係数の符号条件は満たされており、非借入準備の変化額は1%水準で、一期前の連銀借入水準は5%水準で有意である。系列相関は認められず、決定係数も高い。ここから20年代期の連銀借入需要は、上記の2変数でかなりの部分を説明でき安定的であったと理解できる。連銀借入需要が大不況期に不安定化したかどうかを簡単に調べる方法は、この20年代期の需要関数を用いて大不況期の連銀借入需要を予測してみればよい。

図4-1は、1923年1月から1932年12月までの連銀借入の実績値と推定値を表したものである。23年1月から29年9月までの内挿期間は、決定係数

図4-1 連銀借入需要 実績値と推定値

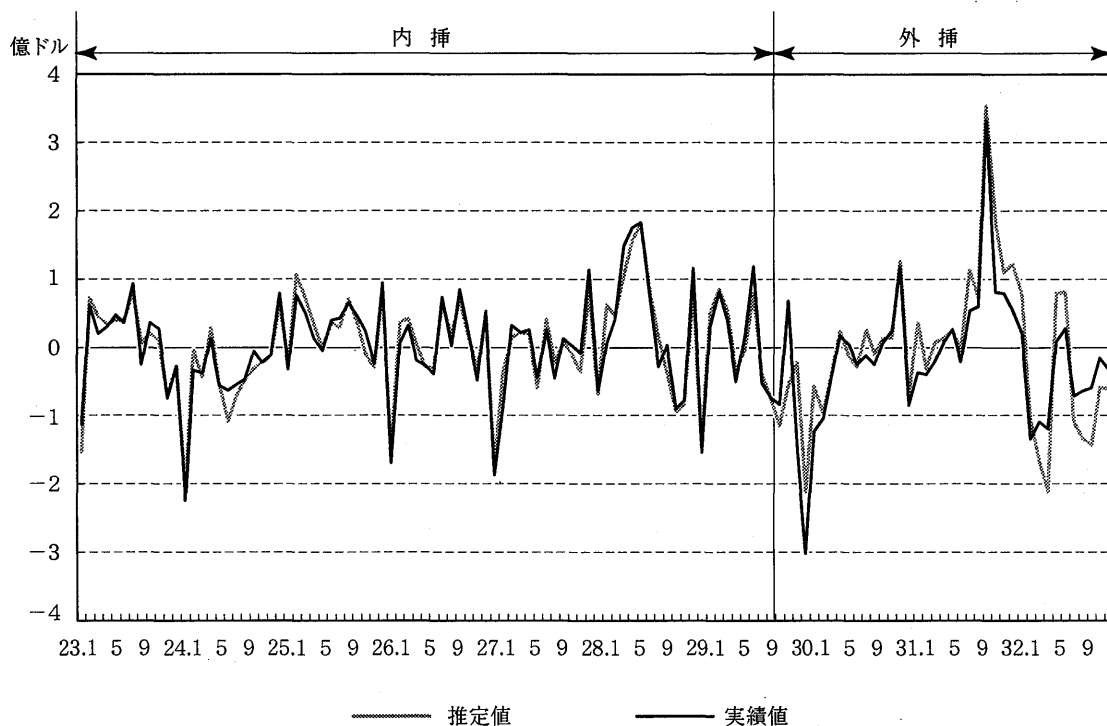
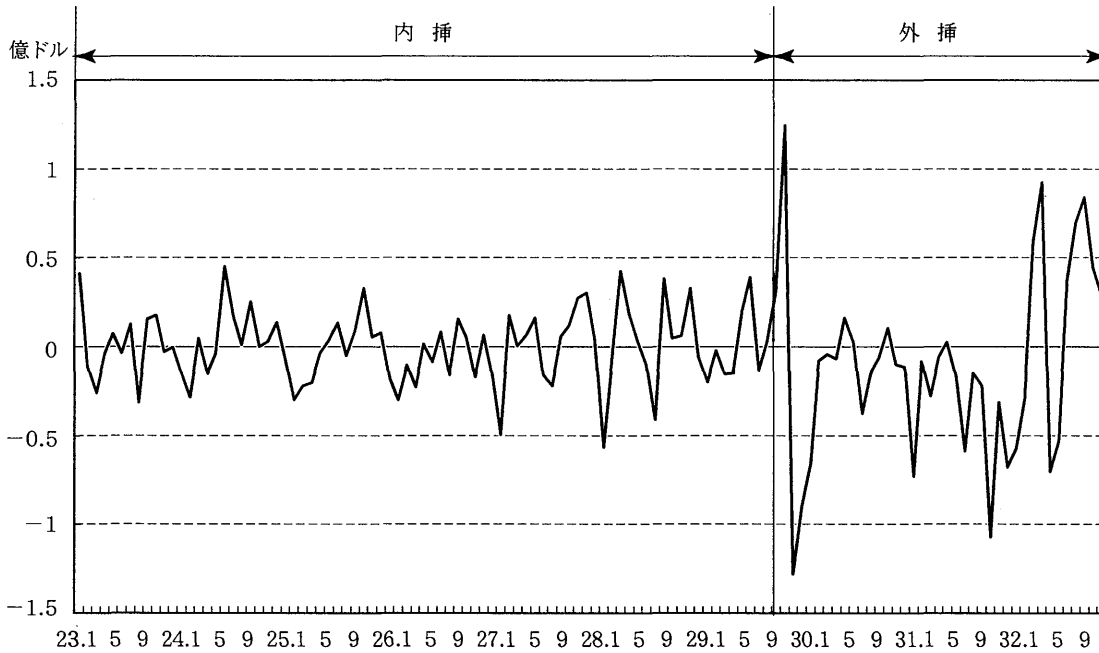


図 4-2 回帰残差



の高さが示すように実績値と推定値との間にそれほど大きな誤差は生じていない。予測を行った 29 年 10 月から 32 年 12 月までの外挿期間には大きな誤差が発生している。これらの誤差をより注視できるように、図 4-2 には回帰残差が描かれている。ニューヨーク株式市場が崩壊した 1929 年 10 月以降は、残差の大きさが示唆するように、非借入準備の変化額と一期前の連銀借入水準とでは十分に説明できない加盟銀行の連銀借入行動が生じており、明らかに構造変化があったことを示している。しかも、30 年 1 月から 32 年 2 月にかけては残差がマイナスに振れる傾向にあり、この期間は過大推計となっている。これは、現実には加盟銀行が 20 年代期と比較して、ことさら連銀借入を回避していたことの現れである。その理由は、金融危機の発生により、預金者に銀行経営の弱体化と捉えられかねない連銀借入を、加盟銀行が出来る限り回避しようとしていたためであると考えられる。したがって、30 年代初期における連銀借入の減少には、20 年代期には存在しなかった、金融危機による借入回避の要因がかなり強く働いていた。そうであれば、加盟銀行の連銀借入行動が安定的であった 20 年代期とは異なり、それが不安定化した大不況期においては、連銀借入の減少を金融緩和が進んだ証拠と判断できる根拠は、かなり薄弱なものとなる。

〔注〕

② Wicker, E. A., *Federal Reserve Monetary Poli-*

*cy*, Random House: New York, 1966, p. 325.

## 5. おわりに

本稿ではリーフラー=バージェス・ドクトリンという 1920 年代期に連邦準備制度が依拠した政策理論ないしは政策枠組の再考を通して、大不況期に連邦準備制度が政策を誤った原因を検討した。大不況期に加盟銀行の連銀借入行動に構造変化が生じていたにもかかわらず、連邦準備制度はこれを十分に認識できず、依然として連銀借入の水準をインディケーターとして過度に重視したために、当時発生していた流動性危機を解決するほどの積極的な公開市場策を実施できなかったというのが、その結論である。

一部の連邦準備当局者は、金融危機の影響で加盟銀行が連銀借入を回避する態度を非常に強めていたことを理解していた。それは、当時の政策会合の議事録等から容易に知ることができる。それでも結果としては、連邦準備制度は金融情勢が大きく変化した大不況期にも、1920 年代期に展開させた政策枠組に固執した。やはり、政策当局とは過去に問題を巧みに処理した経験を、新たな問題に対処しようとする場合にも思考の基礎にするものなのであろう。だから間違うという教訓めいたものが、大不況期の連邦準備政策にも見出されるようである。