

【調 査】

## 1920年代のアメリカ経済の構造変化と大恐慌

祝 迫 得 夫

本論文では、大恐慌の前段階としての1920年代における空前の好景気と、それに伴う経済の構造変化に焦点をあて、アメリカの大恐慌の発生要因に関する最近の研究を概観する。第1に、耐久消費財への支出増加と、それに伴う家計の純債務の増加というマイクロレベルの家計の構造変化について、Olneyの一連の研究に従って議論する。そしてそれが大恐慌の初期(1930年代初頭)に急激な消費の減退を引き起こした可能性について検討する。第2に、19世紀後半から戦間期までのアメリカの金融制度の変遷を要約し、それが戦間期のアメリカ金融システムにおけるディスインターミディエーションに与えた影響について議論する。ディスインターミディエーションと銀行規制の遅れの結果、一部の大銀行を除く銀行部門が弱体化し、それが一連の銀行危機の重要な要因となった。これらの構造変化要因は、1990年代以降の日本経済の停滞要因を分析する上でも、注目すべき点を含んでいる。

### 1. はじめに

現代の日本の研究者が、20世紀前半のアメリカの大恐慌に興味を抱く大きな理由のひとつは、言うまでもなく、1990年代以降の日本経済の長期停滞、いわゆる『失われた10年』と大恐慌の間の類似・相違についての比較にある。今日のこの文脈でのアメリカの大恐慌に関する言及は、経済政策の失敗、特にマクロ金融政策・財政政策の失敗についてのもが多い(秋元1999; 林2003)。

一方、アメリカの学界における大恐慌の解釈には、そもそも大きく分けて二つの流れがあるといえるだろう。一つは、大恐慌に先立つ、第一次世界大戦前後から1920年代へかけての時期を、アメリカ経済の工業化のプロセスにおける大きな構造変化のポイントとして捉え、大恐慌をそのような構造変化がもたらした歪みの帰結とみなす立場である。このような見方をとるグループには、古い意味でのケインジアン的な立場の経済学者や、一部のマルクス経済学的な立場の経済学者・歴史家・社会学者などが含まれる。

もう一つの立場はシカゴ学派的な、政治的にはより保守的な立場であり、大恐慌の根本的な原因を、政府の経済政策の失敗に求めるものである。その代表格はシカゴ学派の代表であるミルトン・フリードマンの立場である。彼がFriedman and Schwartz

(1963)においてとった見解は、大恐慌の主たる要因は金融政策の失敗が引き起こした銀行危機と、それが引き起こしたマネーサプライの急激な減少であったというものである。

今日では、二つの流れの区別はさほど単純なものではない。1980年代以降の研究の発展は、マクロ経済史の範疇では、古典的なケインジアンよりは、金融政策の運営の失敗を強調したマネタリスト的な見方に軍配を上げたといつて良いだろう。ただしFriedman and Schwartzの分析においては、なぜ金融政策のシステムティックな失敗が起こったのかについての説明が、さほど明確ではない。これに対し、1980年代のEichengreenの一連の研究に基づく近年のマクロ経済史研究におけるコンセンサスでは、各国中央銀行の金本位制への固執に金融政策の硬直性の主たる原因を求め、またその国際的・政治経済学的側面を重視するようになってきている(Eichengreen 1992; Temin 1989, 2000)。一方で、CalomirisやWhiteの19世紀後半から戦間期にかけてのアメリカの金融システムに関する研究では、大恐慌の際に銀行危機を加速・悪化させた要因として、戦間期のアメリカの銀行システムの脆弱性が強調されている(Calomiris 2000; White 1982)。その原因としては、経済の構造変化が引き起こした金融市場の構造変化に、銀行規制がついて行けなかった側面が大きい。したがって、この種の分析は経済の

構造変化の問題としても、銀行規制における政府の政策の失敗の問題としても捉えることができる。

以上のような最近の海外での研究の発展と比較してみると、近年の日本における大恐慌への言及は、やはりマクロ経済学的な視点が強調され過ぎている感は否めない。特に、ケインジアン＝マネタリズム論争以後の、1980年代以降の経済史の分野における大恐慌に関する研究の発展の紹介は、本邦においては残念ながら十分とはいえない。そこで本論文では、どちらかというところ戦間期のアメリカ経済の構造変化を重視する立場をとりながら、大恐慌とその前提条件を形作った様々な要因についての近年の研究動向をサーベイしていくことにする。

## 2. 大恐慌に関するマクロ経済史研究

### 2.1 戦後のマクロ経済学と1970年代のケインジアン vs マネタリスト論争

ケインズ経済学が、第二次大戦後のマクロ経済学のメイン・ストリームとなり、またアメリカにおける実際の財政・金融政策運営のあり方に大きな影響力を持った背景には、それが1930年代の大恐慌を説明し得る経済理論であるという広範な認識があったことは間違いない。またフランクリン・ルーズベルトの政権下での、ニューディール政策とそれに続く第二次大戦下の戦時統制経済は、戦後のアメリカにおける、「大きな政府」という経済政策全般にかかわるパラダイムを形作った。そして政府の経済介入を肯定的に捉える「大きな政府」という考え方は、州政府が強い自治権を有していた建国以来のアメリカの経済システムの背後にあった思想からの大きな転換であった<sup>1)</sup>。

このような「大きな政府」という流れは、経済政策の運営においては、1981年のレーガン政権の登場によって終止符が打たれるまで続く。一方、学界においてケインズ経済学の支配的な地位が大きく揺らぐことになったのは、1960年代後半から70年代にかけてのケインジアン vs マネタリスト論争においてである。この論争において、ミルトン・フリードマンに代表されるマネタリストは、大恐慌の主要因は金融政策の失敗と銀行危機が引き起こしたマネーサプライの急激な低下であると主張し、人口増加率の低下やフロンティアの消滅などの実物的な要因

(による総需要の低下)を強調した James Tobin や Peter Temin などのケインジアン陣営と対立した<sup>2)</sup>。

ケインジアン vs マネタリスト論争はマクロ経済学と経済史の両面に渡るものであった。しかし、マネタリスト的なパラダイムをマクロ経済学の面で受け入れたとしても、1920年代末-30年代初頭のアメリカ連邦準備制度理事会(Federal Reserve Board; 以下FRB)の金融政策が、なぜ「失敗」したかという理由については説明不足の部分が残る。フリードマン達は、FRB内の権力闘争と1928年のニューヨーク連銀総裁の Benjamin Strong の死に、その主な理由を求めている。彼らの議論はだいたい次のようなものである：大恐慌前夜のFRBは、1913年の設立から、まださほど時間が経っておらず、地域連銀の発言力が強く、組織としてかなり分権的な状態にあった。この中で、ニューヨーク連銀の Benjamin Strong は、国際的な視点を持ち、株式市場の異常な高騰と投機ブームにもかかわらず、拡張的な金融政策を推進していた。彼の死による連銀内のパワー・バランスの変化によって、株式市場での投機の再燃を恐れる消極派の発言力が増し、結果として十分な金融拡張政策がとられなかった。

このような初期のマネタリストの説明が間違いであるとまでは言えないにせよ、Strong という特定の個人の死を大恐慌の鍵と見なす説明が、十分な説得的な説明になっているかどうかは疑問である。むしろ Strong の死後に実権を握ったFRB内の消極派について、その政策運営の思想的背景にもっと十分な注意が払われるべきである。

### 2.2 1980年代以降の研究の展開

経済史、特にアメリカにおけるマクロ経済史の分野では、1980年代に入って、大恐慌の発生に金融政策が果たした役割に関する二つの重要な研究が登場する。まず Bernanke(1983)はフリードマンと同じように銀行危機を重視しつつ、その伝播メカニズムについて信用チャンネルを重視する見方を示した。その後のミクロ経済学的研究によって、大恐慌前夜のアメリカにおいては、銀行システムの脆弱性が増していたことが示されているが、これについては第4節で改めて詳しく検討することにする。

しかし、大恐慌の要因に関する近年の研究として

恐らくもっとも重要なのは、Eichengreen の戦間期の国際金融システムに関する一連の研究である (Eichengreen and Sachs 1985; 1986; Eichengreen 1992)。Eichengreen は、この時期の各国政府・中央銀行の、金本位制という「黄金の足枷 (Golden Fetters)」への執着が、通貨切り下げと国際協調による金融拡張政策という選択肢を阻害し、各国バラバラの緊縮的な金融政策を招いたと論じた。逆に金本位制からの早期の離脱と、国際的な協調を伴った拡張的金融政策が実施されていれば、大恐慌は阻止できていた可能性が高いとされる。より細かい議論に関しては、2.3 節の補論を参照して欲しい。

今日のマクロ経済史の視点からの、大恐慌の発生要因に関する議論のコンセンサスは、次のようなものであろう<sup>3)</sup>。まず 70 年代に古いタイプのケインジアンによって強調された、「実物経済の停滞→金融面での収縮」という説明は、今日ではほとんど支持されていない。一方、マネタリスト的な「金融面での収縮→実物経済の停滞」という因果関係を正しいとする考え方が大勢を占めるようになったが、その前提としての、銀行危機と金融政策の失敗における国際的・政治経済学的側面を重視する傾向が強まっている (Eichengreen 1992; James 2001)。

そのような論者の中には、ケインジアン寄りと考えられる Bernanke や、かつては強硬なケインジアン論客であった Temin も含まれている。例えば Bernanke は、1930 年代の先進各国の不況の状況と政策対応に関して国際比較を行ったサーベイ (Bernanke 1995) の中で、次のように書いている：「1930 年代初頭の世界的な金融面での収縮は、産出量の減少に反応して発生したのではない。それは主に稚拙な制度設計、近視眼的な政策運営、好ましくない政治的状況反応の相互作用の意図せざる結果であった。」<sup>4)</sup>。その上で Bernanke は、金本位制から早々に離脱した国々では、離脱がより遅かった国より、マネーサプライと物価の回復が早かったことを統計的に示している。Temin の今日の立場もこれに近い。詳しくは Temin (1989, 2000) を参照されたい。

### 2.3 若干の補論

以下では、ケインジアン vs マネタリスト論争当時の Peter Temin (1976) の議論と、Eichengreen に

よる、戦間期の金本位制と国内の金融政策の関係に関する初期の研究についてまとめておく。

#### 2.3.1 株式市場の暴落と消費の減退

Temin (1976) は、大恐慌の主要因として 1930 年の消費の自律的な落ち込みを強調した “spending hypothesis (支出仮説)” を展開した。Temin はまた、1929 年の株式市場の暴落を部分的に消費の落ち込みに結び付けて議論を展開している。しかし、祝迫 (2001) でも強調したように、株式市場の暴落を大恐慌の直接の原因と見なす学術研究は多くない。近年の例外は Romer (1990) である。

#### 2.3.2 平価切り下げ競争は金流窮乏化政策か？

次に Eichengreen and Sachs (1985, 1986) の議論を簡単にまとめておく。

価格/賃金の硬直性を前提とした、金本位制下のケインジアン的な開放マクロ経済モデル (マンデル=フレミング・モデル) のもとでは、平価切り下げは自国経済に必ずプラスの影響を与える。一方、平価切り下げが他国に与える影響は様々な条件に依存している。不胎化された一方的な平価切り下げが必ず近隣窮乏化政策となるのに対し、非不胎化された平価切り下げは、自国の所得の増加による輸出の増加と、それに伴う海外への金の流出を発生させる。その結果、世界全体の利子率を引き下げるので、他国への波及効果はプラスにもマイナスにもなり得る。また、自国と同時に外国も平価切り下げを行った場合、あるいは国際間の協調によって同時的な平価切り下げを行った場合は、自国・他国の産出量は同時に上昇する。その意味で、平価の切り下げ競争 (competitive devaluation) は、貿易における関税率の引き上げ競争と異なり、すべての国にプラスの影響を及ぼすことが十分あり得る。

### 3. 1920 年代の繁栄とアメリカ経済の構造変化

以上のような、大恐慌に関するマクロ経済史の視点からの近年の研究成果を踏まえた上で、次にミクロの問題をより強調している近年の研究に関して検討していくことにする。

表1. 第一次世界大戦から大恐慌初期までの主な出来事

1913年	連邦準備制度理事会(FRB)設立
1914年	サラエボ事件, 第一次世界大戦開戦
1917年 4月	アメリカ参戦
1918年 11月	終戦
1925年	イギリス, 戦前の平価で金本位制復帰
1929年 3月	フーバー大統領就任
10月	株式市場の暴落(暗黒の木曜日)
1930年 10月	アメリカにおける第一波の銀行危機
1931年 3月	アメリカにおける第二波の銀行危機
9月	イギリス金本位制離脱
1933年 3月	ルーズベルト大統領就任
	アメリカにおける第三波の銀行危機
	ルーズベルト大統領による Bank holiday

### 3.1 第一次世界大戦の影響

1917年に、アメリカは第一次世界大戦(1914-1918)に連合国の一員として参戦し、戦勝国となった。第一次世界大戦は、その後のアメリカ経済とそれを取り巻く国際経済システムに大きな影響を与えた。まず国際面でいえば、敗戦国、特にドイツに対する多大な賠償金請求が起り、そのプレッシャーが逆に敗戦国の戦後復興を遅らせ、国内の政治的混乱とファシズムの台頭を招いたことがよく知られている。これは当時既に、ケインズが「平和の経済的帰結」において指摘していた点である(Keynes, 1920)。もう一つの重要な点は、第一次世界大戦時のヨーロッパ各国の金本位制からの離脱と、戦後の復帰への努力、そしてそれが結果的に招いた世界的な金融システムの混乱である。この点もまた、ケインズにより様々な評論(Keynes 1931, 第III部)の中で指摘されていた。より最近では、Eichengreenの一連の研究によっても強調されている(2.2節参照)。

第一次世界大戦は、アメリカの国内経済にも大きな影響を与えた。まず戦時中、消耗・疲弊したヨーロッパ諸国からの工業品の輸入が停滞し、逆にヨーロッパに対する農産物・工業製品の供給者としての機能を果たすことになった。この結果、アメリカの工業化が促進される一方で、大戦後にヨーロッパの産業が復興し始めると、輸出需要の大幅な減退が発生した。これは特にアメリカの農業部門に深刻な影

響を与えた。

また第一次世界大戦は、アメリカにとってはじめての「総力戦」であり、連邦政府による経済のコントロールが増し、統制が強まったという意味で、ニューディール政策を経て第二次大戦後に続く、「大きな政府」の起源をこの時期に見ることができるという考え方もある(Walton and Rockoff 2004, Chapter 21)。

### 3.2 アメリカ経済の工業化と都市化

第一次世界大戦の時期における輸入品代替需要・輸出需要の増加は、アメリカ経済全体の工業化の進行を大きく加速させ、それに伴って労働力の工業部門への流入が発生し、結果として都市への大規模な人口流入が発生した。その結果アメリカ全体の都市化が加速し、第一次大戦直後の1920年にはアメリカ全土の都市人口が5,400万人を超え、初めて総人口の50%を上回った。経済的要因以外に、例えば第一次大戦でのヨーロッパへの派兵によって、多くの若者がヨーロッパの都市文化に接触したことも、この時期のアメリカにおける都市への人口流入と経済全体の都市化を促進したといわれる。また南部農業州からの黒人の都市流入は、ニューヨークやシカゴなどでハーレム・ルネッサンスと呼ばれる、ジャズ音楽などを中心とする黒人文化の発展を生み出した(Baker, 1989)。

都市化に伴う形で教育水準の上昇も起り、高校卒(high school graduate)の割合は、1910年の8.6%から1928年の27.0%へと上昇した。さらに北部33州に限れば、この数字は11.1%から32.1%へとより急激に上昇した。非農業労働者(non-farm employees)の実質所得は1914年から29年にかけて約33%、1919年から29年では約23%上昇した(Walton and Rockoff 2004, Chapter 22)。

### 3.3 農業部門の衰退

都市地域と工業部門が大きく発展する一方で、戦間期のアメリカ農業は大きく停滞した。農業国としてのアメリカの黄金時代は、19世紀末から第一次世界大戦までの期間であるといわれる。第一次世界大戦後、ヨーロッパ経済が本格的に復興すると、戦時中の輸出需要が全般的に低下し、それはアメリカ経

表 2. アメリカの家計の消費構造の変化：  
電化／耐久財消費の増加

家計の器具保有割合	1920年	1930年
水洗トイレ	20%	51%
セントラル・ヒーティング	1	42
家庭の照明の電化	35	68
電気冷蔵庫	<1	8
洗濯機	8	24
掃除機	9	30
ラジオ	<1	40
自動車	26	60

出所) S. Lebergott, *The American Economy : Income, Wealth, and Want*, Princeton University Press, 1962.

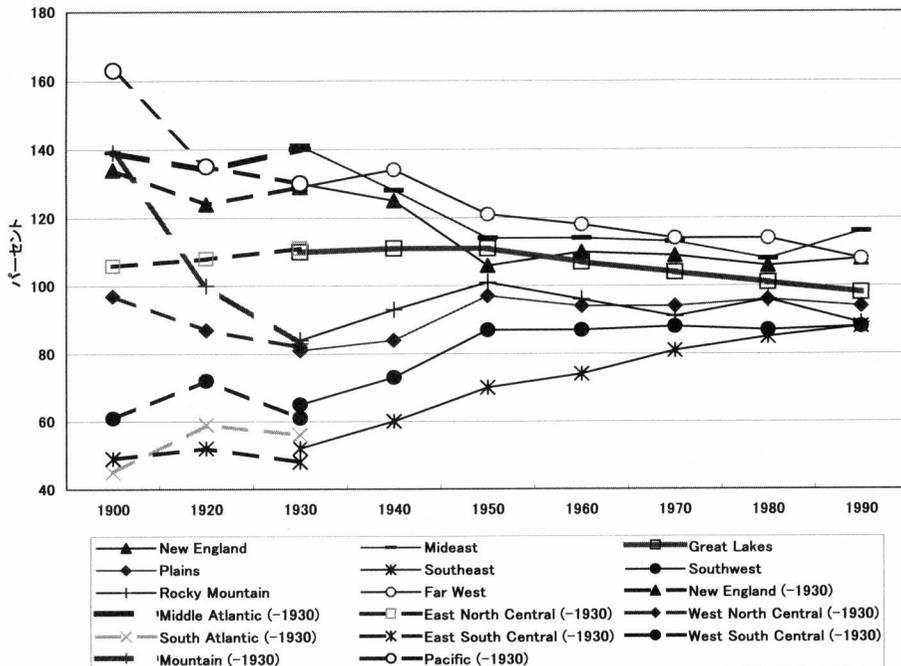
済全体に影響を及ぼし、1920年から21年にかけて景気後退とデフレーションが発生した。しかし、このデフレーションは農業部門で特に深刻であり、1920年代を通じて農地価格は下落し、農業生産は停滞を続けた。

しかし、工業部門の好況との対比で見ると、実物面で農業の停滞・生産能力過剰だけに、戦間期のア

メリカ農業部門の停滞の原因を求めるのは難しいように思われる。このすぐ後、銀行規制の問題との関わりで見ると、第一次世界大戦中の生産能力拡大に伴う、農業家計の債務の増加が大きな役割を果たしているように見える考え方が支配的である(Heim 2000; Walton and Rockoff 2004, Chapter 22; White 2000)。

図1には20世紀のアメリカにおける、地域経済別の一人当たり個人所得の動向が示してある。各地域の所得水準は、アメリカ全体を100としたパーセント表示で示してある。また1930年の前後で各地域の定義が違っているので、それ以前と以後の各地域のデータには厳密な意味での連続性は無いことに注意して欲しい。それでも、いわゆる東海岸(New England; Middle Atlantic=Mideast)・西海岸(Pacific=Far West)の大都市を含む地域の所得が一貫して全国平均より高く、逆に南部(South Atlantic+East South Central=Southeast; West South Central=Southwest)の農業地域が一貫して低いことがわかる。

図 1. アメリカの地域別一人当たり所得の推移：1900-1990



注) Heim (2000), Table 2.2 of the Per Capita Personal Income のデータより筆者が作成。全国平均を100としたパーセント表示。1900-1930年と1930-1990年では地域の定義が若干異なっているので、厳密な意味でのデータの連続性は無い。前者は凡例の地域名の後に(-1930)と表示してある。1930年については両方の定義によるデータをプロットしている。

図1のグラフから一見して分かるとおり、1900年から1990年までの90年の間、アメリカの地域間経済格差は一方的に縮小の方向に向かっている。これは経済成長論でいうところの、「収束(convergence)仮説」の正しさを示す証拠として理解することができる。なおアメリカの地域(州)別データによる収束仮説の統計的な検証については、Barro and Sara-i-Martin (1991, 1992)を参照されたい。

しかし、この90年間で、地域別の一人当たり所得格差の低下のトレンドに反している期間が二つだけ存在する。ひとつは1920年から30年にかけてのいわゆる「咆哮する1920年代(roaring twenties)」の期間である。1920年代の空前の好景気の時期に所得格差が広がって、1930年代の大恐慌期には減少しているというのは、一般的な直観とは逆である。また1980年代の10年間についても、若干地域間所得格差が拡大しているように見えるが、1920年代の拡大状況に比べれば、その大きさはかなり限定的である。それだけ1920年代の工業地域・都市部(東海岸・西海岸)の発展と、農業地域の停滞(特に南部)の差が顕著なものであったということがいえる。

### 3.4 家計の消費構造の変化

工業部門の賃金上昇と都市化は、都市部における新たな生活形態、特に生活一般の電化と、それに伴う新たな耐久消費財の需要を引き起こした。表2には、1920年から1930年にかけての、いわゆる「咆哮する1920年代(roaring twenties)」における、アメリカの家計の耐久消費財の保有率の急激な上昇の様子が示されている。この時期に今日のアメリカ三大ネットワークが相次いで設立されているが、これは同時期のラジオの急速な普及に対応しているのがわかる。同じように、1920年代の自動車産業の発展は、アメリカ社会全体のモーターレーゼーション(自動車社会の到来)に対応していることがわかる。

Martha Olneyは一連の研究において、このような耐久消費財への消費支出の急激な増加という形での、戦間期におけるアメリカの家計の消費構造の変化を分析した。1900-1930年の間、耐久財を消費の定義に含めた貯蓄率はほぼ安定しているが、含まない貯蓄率は1920年から1930年にかけて5.5%から3.9%へと低下している。Olneyは著書*Buy Now*,

*Pay Later* (Olney, 1991)の中で、耐久消費財への支出増加に伴う消費者信用の制度的発展・拡大と、広告の増加の役割を強調している。

前者について言えば、アメリカにおける消費者信用は、自動車の月賦販売の増加と密接に結び付いている(Olney, 1989)。当初、アメリカの自動車会社は、自動車売り上げの季節変動に伴う在庫変動をスムージングする手段として、自動車ディーラーに対して信用を供与するファイナンス会社を設立した。しかし、自動車販売のほとんどが1913年までは現金払いであったのに対し、1920年には新車購入の3分の2、中古車購入の半分が、何らかの形で消費者信用を利用するまでに発達した。また広告とマーケティング手法の発展も、1920年の自動車の普及と軌を一にしている<sup>5)</sup>。ただし、消費者信用の発展が家計の消費構造に与えた影響に比べると、広告の影響についての客観的な証拠はかなり限定されたものに留まっている。

Olneyのもう一つの重要な主張は、この家計の消費構造の変化が、大恐慌の初期において民間消費の落ち込みをより深刻にした可能性があるというものである(Olney, 1999)。ここでもOlneyは自動車産業に注目し、1920年代の家計の過剰消費と債務の拡大が、その後の消費の停滞を招いたことを示唆しており、ある意味でPeter Teminの支出仮説<sup>6)</sup>に新解釈を与えているといえる。具体的には1930年代後半の制度変更によって、家計にとっての破産・差し押さえの経済的費用が大幅減少した。実際、1930年-31年の大恐慌初期の景気後退の際には自動車の差し押さえ率(repossession rate)が約7%に留まったのに対し、1937年-38年の不況では約12.3%にまで上昇している。一方、実際の消費の落ち込みは1930年-31年の方が顕著であった。したがって直接的な証拠とはいえないものの、1930年-31年の景気後退の際には、家計は消費を大幅に抑制して差し押さえを回避したのに対し、1937年-38年の景気後退の際には、より安易にデフォルトを選択し、結果として消費の減退は限定的なものに留まったことが示唆されている。

### 3.5 産業構造の変化

家計消費の構造変化に比べ、戦間期のアメリカの

表3. 戦間期のアメリカ銀行システムの脆弱化

(A) 戦間期のアメリカにおける地方ごとの貸出金利差

年	最高利子率		最低利子率		差
	都市	利率	都市	利率	
1919	El Paso	7.82	New York	5.45	2.37
1920	El Paso	7.99	New York	6.22	1.77
1921	El Paso	7.92	New York	6.31	1.61
1922	El Paso	7.97	Boston	5.05	2.92
1923	Helena	8.00	New York	5.18	2.82
1924	El Paso	7.74	Boston	4.59	3.15
1925	El Paso	7.36	Boston	4.48	2.28

(B) 1928年6月時点でのカリフォルニア州における state-chartered banks と national banks の貸出/資産比率, 資本/資産比率

	State banks	National banks	FRBに属するすべての銀行
貸出/資産	0.60	0.55	0.54
(資本+利益)/資産	0.10	0.12	0.19

工業化に伴う、生産面・産業構造の面での構造変化と大恐慌の関係に関する議論は少ない。この点は、日本の「失われた十年」に関するの分析において、近年、産業構造の調整の失敗が強調される傾向にあるのとは対照的である(宮川 2005; 祝迫 2005)。

例えば Bresnahan and Raff(1991)の分析によると、1929年-33年で自動車工場の半分、自動車会社の半分以上が閉鎖に追い込まれたが、大恐慌時の自動車産業の産出量の低下は、主に大量生産技術への適応に失敗した、競争力の低い企業に集中している。実際、自動車部門の労働者一人当たり産出量の低下は、自動車部門の総産出量の低下に比べ限定的であり、総産出量低下の少なくとも三割は非効率的な企業の退出によるものであるとされている。Bresnahan and Raff の分析結果は、不況のいわゆる「浄化効果(cleansing effect)」を肯定するものであり、むしろ戦間期の産業構造の調整が上手く行った証拠だと見なされるべきものである。

産業構造の転換の失敗を大恐慌の主要因であるとする、数少ない代表例は Bernstein(1987)であるが、その結論をそのまま受け入れて良いかどうかは微妙であると言わざるを得ない。少なくとも筆者には、Bernstein が著書の中で分析の基礎としている経済モデルは、理解困難というよりはきちんと完結して

いないように思われる。

#### 4. 金融システムの変容

大恐慌の伝播メカニズムとしての銀行危機と信用チャンネルを重視したのは Bernanke (1983)であるが、その後の Calomiris や Eugene White らの研究は、19世紀後半から1930年代にかけてのアメリカの銀行システムの変遷と銀行規制期を詳しく調べることで、1930年代の銀行危機の前提条件を明らかにした。

##### 4.1 第一次大戦前のアメリカの銀行システム

19世紀後半から第一次世界大戦直前までのアメリカの銀行システムの変容は、二つの重要な側面を持っている。その第一は、経済の工業化に伴う長期金融の発達である。もう一つは、度重なる銀行危機への対応としての1913年の連邦準備制度の設立と、それに伴う銀行規制の中央集権化のプロセスである。そして、この金融システムの変容の二つの側面は密接に結びついており、両者を切り離して考えることは難しい。

さかのぼって19世紀半ばのアメリカの銀行システムは、政府による規制・監督が極めて緩い、いわゆる Free Banking(1838-1863)の時代として位置づけられる(Rockoff 1974)。1837年の Michigan Actにより、一定の要件を満たす限り自動的に銀行業の営業許可が認められようになった。またこの時期の銀行業の規制主体は州政府のみで、連邦政府による規制は基本的に存在しなかった。

その後、南北戦争(1861-65)の戦費調達問題を契機として、連邦政府は1863年に National Banking Act を成立させ、連邦政府が直接に営業許可を与える銀行制度(system of national banks)を作ること、貨幣発行のコントロールと銀行業の規制主体としての役割を強めることになる。この結果、連邦政府が営業の許認可を行う national banks と、州政府が行う state-chartered banks が並行して存在する状況となる。19世紀後半から戦間期にかけての規制緩和・変更をめぐる様々な紆余曲折の重要な背景には、このような連邦政府と州政府の間の銀行規制の主導権をめぐる競争関係がある。

19世紀後半の工業化の進展に伴い、工業部門の資

金調達を行う長期金融への需要が急増する。これを背景に連邦政府は、連邦レベルでの規制をさらに強めると共に、州政府の主導権の源泉である州ごとの店舗規制(branching regulation)の緩和を画策した。これに対し、state-chartered banksは強力なロビーイング活動を行って店舗規制を継続させるとともに、法定準備を引き下げ、小規模銀行の参入をより容易にさせた。これにより、19世紀最後の10年間で、National banksの数は3,484から3,731へと若干の増加に留まったのに対し、state-chartered banksは2,534から4,405へと大幅に増加した(Calmiris 2000; White 1982, 2000)。

この結果、20世紀初頭には、少数の有力なインベストメント・バンクと無数の地方商業銀行が、アメリカ銀行システムの中核を占める状況になっていた。第一次世界大戦直前の時期は、J. P. Morganに代表される前者——いわゆる financial capitalism——の絶頂期であった。工業部門への資金供給においては少数のインベストメント・バンクが独占的な支配力を持っており、金融仲介機関として長期金融の供給に重要な役割を果たした。またそのあり方は、かつての日本のメインバンクに近いものであったという指摘もなされている(DeLong 1991)。その一方で、当時の銀行規制はFree Bankingの時代の、主要な借り手が農業部門であったころの影響を色濃く残しており、地方の中小金融機関の既得権益を守るために、厳格な銀行規制の改革は行われなかった。

#### 4.2 1920年代：ディスインターミディエーションの発生

このような構図は第一次世界大戦と1920年代の好景気を経て、大きく変化することになる。まずアメリカの第一次大戦参戦前夜の1913年にFederal Reserve Actが承認され、アメリカの金融規制は、12の地方連邦準備銀行からなる連邦準備制度によってコントロールされることになった。また3.4節で議論したような、耐久消費財生産の増加という形で工業化の進展は、地方産業のための短期資金の融通という、従来の商業銀行のビジネスモデルに対する需要を低下させ、長期資金の需要を一層高めることになった。

さらに第一次世界大戦の戦費調達のために巨額の

戦時国債(liberty bond)が発行され、このことが銀行の証券ビジネスへの参入を促進する呼び水となった。Citibankの前身であるNational City Bank of New Yorkや、Chase Manhattanの前身であるChase National Bankなどの一部の大手銀行は、戦時国債をはじめとする証券の販売業務を積極的に手がけ、個別訪問によって小口顧客を開拓することで、J. P. Morgan等の確立された地位を保持していた先発のインベストメント・バンクの牙城を侵食し始める。同時にこれらの新興勢力は、企業金融ビジネスの中心を、銀行貸出から、店舗規制に縛られることのない証券・債券発行のアンダーライティングに移すことで自らの勢力を伸ばすと同時に、金融システム全体のマーケット化を促進させた(DeLong 1991; White 2000)。

1920年代の株式市場のブームは、一般家計による銀行預金以外の金融商品の需要をより一層拡大させ、結果として資金の流れの金融仲介からマーケットへのシフト——ディスインターミディエーション(disintermediation)——を促進させた。商業銀行(commercial banks)は、1900年にはアメリカの金融資産の中で62.9%のシェアを占めていたが、1929年には50.4%にまで低下する。このような商業銀行の没落は、銀行の統廃合・倒産という形でも現れ、1921年に全米で29,018あった銀行数は、29年までに13,695へと半分以下に激減する(Goldsmith 1958; White 2000)。

しかし公的な銀行規制の改革は、このようなディスインターミディエーションの進行にすぐさま対応するような形では行われなかった。これは第一に、地方の中小金融機関が、政治的にはいまだ強いロビーイング能力を有していたことに理由がある。州ごとの店舗規制はあくまで維持され、そのため大手銀行は州を超えて地域マーケットに参入することを阻まれ、逆にマーケット中心の直接金融への傾斜をさらに強めることになった。第二に、第一次世界大戦中の農産物需要の急増に対応するために、連邦政府が地方の金融機関に、農家に対する長期の融資を促したという点がある。この結果、3.3節でも触れたように、戦後のアメリカの農業部門は超過債務状態に陥り、それが農業部門の停滞を長期化させる原因となった。

このような金融仲介業の衰退と適切な銀行規制の欠如の結果、1920年代末のアメリカの銀行システム全体としては、貸出残高のかなりの部分が州内の農家向けに集中している中小の地方商業銀行が、数の上で多数を占める状況になっていた。このことが直接の引き金ではないにせよ、1930年代初頭に銀行危機が続けさきに発生する大きな原因となったのは間違いない。Calomiris(2000)からとった表3の、パネル(A)には1920年代前半のアメリカの地方ごとの利子率の最大格差が示してある。毎年、最低の利子率を記録しているのは東海岸の大都市(New York, Boston)であり、最高の利子率は南部の地方都市(El Paso, Helena)で記録されている。このことから、地方都市の銀行のポートフォリオが、よりリスクの高い貸出に偏っていることが容易に推測される。パネル(B)には、大恐慌発生直前の、カリフォルニア州内のstate-chartered banksとnational banksの財務変数が示されている。これらの数字はいずれも、state-chartered banksの財務状況の方がリスクが高いことを示唆している。このように表3の数字は、全体として戦間期のアメリカにおける地方銀行のリスクの高まりを反映している。

以上のような状況は、19世紀後半から1920年代にかけてのアメリカ経済の工業化に伴う、間接金融から直接金融への移行プロセスの副産物だと考えることができる。その一方で、連邦政府と州政府という対立構造ゆえに、経済の構造変化に即した銀行規制の改革が行われなかったという意味で、政府の規制政策の失敗の産物であるという側面を持っている。例えばWhite(1982)は、経済規制が威力を発揮するためには、唯一の独占的な規制当局が存在するのが好ましいというGeorge Stiglerの議論を引用して、きわめてシカゴ学派的な視点から、この問題を議論している。

## 5. 結語

本論文では、大恐慌の前段階としての1920年代におけるアメリカの空前の好景気と、それに伴う経済の構造変化に関する研究を概観した。特に注目したのは、耐久消費財への支出増加と負債の増加という家計の消費構造の変化と、金融システムのディスインターミディエーションとそれが引き起こした銀

行部門の弱体化であった。

経済の構造変化という視点から言えば、本論文では一つの重大な「構造変化」の可能性についての議論にまったく言及しないままになっている。それはこの時期のアメリカ労働市場の構造変化である。労働市場、特に非農業部門における賃金の硬直性の問題は、大恐慌の原因の一つとして潜在的に極めて重要であり、今後、改めて議論・検討することにした。

本論文の最初で、筆者は近年の日本におけるアメリカの大恐慌に関する言及が、マクロ経済政策の視点に偏りすぎているという見方を述べた。それを踏まえ、特に3節・4節では、大恐慌の要因を第一次世界大戦から戦間期にかけてのアメリカ経済の構造変化の中に探った。このような本論文のモチベーションのロジックは、近代工業化が引き起こした経済の構造変化と、それに対する様々な調整の失敗が、大恐慌の主要な要因であったかも知れないというものである。

経済の構造変化の結果としてのboomとbustという因果関係に注目するならば、「Roaring Twenties(咆哮する20年代)/バブル経済」、「アメリカの大恐慌/日本の失われた10年」という相似関係を見て取るのは、さほど難しいことではない。したがって、そのような視点を日本のバブル経済とその後の長期不況の分析に持ち込んで分析することは、今後の重要な研究課題である。より具体的には、バブル経済期の日本の家計の消費・バランスシートの変化と企業金融システムの変化について、長期的な構造変化という視点からの分析を行い、また1920年代のアメリカのそれと比較・検討するということになるであろう。これらはいずれも今後の重要な研究課題である。

(一橋大学経済研究所)

## 注

\* 一橋大学経済研究所定例研究会の出席メンバー、特に神林龍氏のコメントに感謝する。また本研究は、平成17年度信託研究奨励金「日米家計のディスインターミディエーションの比較と投資信託の役割」の助成を受けている。

1) 戦間期のアメリカにおける、「大きな政府」の成立

の政治経済学的分析として、平井(1988)を参照。

2) 2.3.1節参照。

3) たとえばBernanke(1995), Temin(2000), Walton and Rockoff(2004)を参照。

4) 原文：“... much of the worldwide monetary contraction of the early 1930s was not a passive response to declining output, but instead the largely unintended result of an interaction of poorly designed institutions, shortsighted policy-making, and unfavorable political preconditions.”

5) Olneyはその例として、1927年のT型フォードからA型への切り替えを例に挙げている。このときフォード社は、前代未聞の130万ドルの費用を掛け、2,000の新聞に5日間の連続広告を掲載した。

6) 2.3.1節を参照。

### 参考文献

- 秋元英一(1999)『世界大恐慌——1929年に何がおこったか』講談社。
- 林敏彦(2003)『大恐慌のアメリカ』岩波新書。
- 平井規之(1988)『大恐慌とアメリカ財政政策の展開』、一橋大学経済研究叢書、岩波書店。
- 祝迫得夫(2001)「資産価格が消費に与える影響について：アメリカのケース」、『経済研究』第53巻第1号、pp. 64-78。
- (2005)「投資と企業再生」、伊藤隆敏、H・パトリック、D・ワインシュタイン編『ポスト平成不況の日本経済：政策志向アプローチによる分析』、第8章、祝迫得夫監訳、日本経済新聞社、pp. 249-283。
- 宮川努(2005)『長期停滞の経済学——グローバル化と産業構造の変容』東京大学出版会。
- Baker, Houston A. (1989) *Modernism and the Harlem Renaissance*, University of Chicago Press. (ヒューストン・A. ベイカー・ジュニア著『モダニズムとハーレム・ルネッサンス——黒人文化とアメリカ』、小林憲二訳、未来社)。
- Barro, Robert J. and Xavier Sala-i-Martin (1991) “Convergence Across States and Regions,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1991, No. 1, pp. 107-182。
- (1992) “Convergence,” *Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 2, pp. 223-251。
- Bernanke, Ben S. (1983) “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression,” *American Economic Review*, Vol. 73, No. 3, pp. 257-276。
- (1995) “The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27, No. 1, pp. 1-28。
- Bernstein, Michael A. (1987) *The Great Depression: Delayed Recovery and Economic Change in America, 1929-1939*, Cambridge University Press. マイケル・バーンスタイン著『アメリカ大不況：歴史的経験と今日的意味』、益戸欽也・鶴銅信一訳、1991年、サイマル出版会。
- Bresnahan, Timothy F. and Daniel Raff (1991) “Intra-Industry Heterogeneity and the Great Depression: The American Motor Vehicles Industry, 1929-1935,” *Journal of Economic History*, Vol. 51, No. 2, pp. 317-331。
- Calomiris, Charles W. (2000) *U. S. Bank Deregulation in Historical Perspective*, Cambridge University Press。
- DeLong, J. Bradford (1991) “Did J. P. Morgan’s Men Add Value?: An Economist’s Perspective on Financial Capitalism,” in Peter Temin ed., *Inside the Business Enterprise: Historical Perspectives on the Use of Information*, University of Chicago Press, pp. 205-236。
- Eichengreen, Barry (1992) *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press。
- Eichengreen, Barry and Jeffrey Sachs (1985) “Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s,” *Journal of Economic History*, Vol. 45, No. 4, pp. 925-946。
- Eichengreen, Barry and Jeffrey Sachs (1986) “Competitive Devaluation and the Great Depression — A Theoretical Reassessment,” *Economics Letters*, Vol. 22, Issue 1, pp. 67-71。
- Engerman, Stanley L. and Robert E. Gallman eds. (2000) *Cambridge Economic History of the United States, vol. 3. The Twentieth Century*, Cambridge University Press。
- Friedman, Milton and Anna Jacobson Schwartz (1963) *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press。
- Goldsmith, Raymond W. (1958) *Financial Intermediaries in the American Economy since 1900*, Princeton University Press。
- Heim, Carol E. (2000) “Structural Changes: Regional and Urban” in Engerman, and Gallman eds., *Cambridge Economic History of the United States, vol. 3. The Twentieth Century*, Cambridge University Press。
- James, Harold (2001) *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression*, Harvard University Press. ハロルド・ジェイムズ著『グローバリゼーションの終焉——大恐慌からの教訓』、高遠裕子訳、2002年、日本経済新聞社。
- Keynes, John Maynard (1920) *The Economic Consequences of the Peace*, New York: Harcourt, Brace and Co. (ジョン・メイナード・ケインズ著『平和の経済的帰結』ケインズ全集第2巻、早坂忠訳、1977年、東洋経済新報社)。
- (1931) *Essays in Persuasion*, London: Macmillan. (ジョン・メイナード・ケインズ著『説得論集』ケインズ全集第9巻、宮崎義一訳、1981年、東洋経済新報社)。
- Olney, Martha L. (1991) *Buy Now Pay Later: Advertising, Credit, and Consumer Durables in the 1920’s*, University of North Carolina Press。
- (1989) “Credit as a Production-Smoothing Device: The Case of Automobiles, 1913-1938” *Jour-*

- nal of Economic History*, Vol. 49, No. 2, pp. 377-391.
- (1999) “Avoiding Default: The Role of Credit in the Consumption Collapse of 1930” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 1, pp. 319-335.
- Rockoff, Hugh (1974) “The Free Banking Era: A Reexamination,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 6, No. 2, pp. 141-167.
- Romer, Christina D. (1990) “The Great Crash and the Onset of the Great Depression,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105, No. 3, pp. 597-624.
- Temin, Peter (1976) *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* W W Norton & Co.
- (1989) *Lessons from the Great Depression*, MIT Press. (ピーター・テミン著『大恐慌の教訓』, 猪木武徳, 山本貴之, 鳩澤歩訳, 1994, 東洋経済新報社).
- (2000) “Great Depression,” in Engerman, and Gallman eds., *Cambridge Economic History of the United States, vol. 3. The Twentieth Century*, Cambridge University Press.
- Walton, Gary M. and Hugh Rockoff (2004) *History of the American Economy*, 10th ed., South-Western Publishing.
- White, Eugene N. (1982) “The Political Economy of Banking Regulation, 1864-1933,” *Journal of Economic History*, Vol. 42, No. 1, pp. 33-40.
- (2000) “Banking and Finance in the Twentieth Century,” in Engerman, and Gallman eds., *Cambridge Economic History of the United States, vol. 3. The Twentieth Century*, Cambridge University Press.

## 農 業 経 済 研 究 第 78 卷 第 1 号

(発売中)

## 《報 告》

- 民国期中国農村信用社の兼営化に関する一考察……………河原昌一郎
- 線形計画法の実証的適用による農地利用計画……………八木洋憲
- 中山間地域における耕作放棄による外部不経済評価を通じて——
- 自民党長期政権下における政府買入米価の決定過程……………小針美和
- 戦乱ショック, 貧困, 土壌劣化……………櫻井武司
- ブルキナ・ファソの農家家計データを用いた実証——

## 《書 評》

- 千田雅之編著『里地放牧を基軸にした中山間地域の肉用牛繁殖経営の改善と農地資源管理』……………荒木和秋
- 山本博信著『新・生鮮食料品流通政策: 卸売市場流通政策の解明と活性化方策』……………藤島廣二

## 《会 報》

- 理事会・総会ニュース
- 日本農業経済学会役員名簿
- 訂正
- 編集委員会だより