

大不況の原因に関する P. Temin の仮説について

藤 原 秀 夫

0. 1929年秋の景気後退に始まり1933年の前半まで続いたアメリカ合衆国の未憎悪の不況の原因に関して、ケインジアンとマネタリストの間に論争があることは周知のことである。大まかに言えば、マネタリストは、成立してまもない連邦準備制度の金融政策運営の誤まりが、1929年の単なる景気後退を大不況に発展させた原因であると主張し、ケインジアンは1929年後半からの総需要の後退とそれを防ぎえなかった均衡財政政策に主たる原因があり、株式市場の崩壊などの金融的要因が総需要の下落を激烈なものとしたと考える。ケインジアンの方は、いくつものパリュエーションがあるだろうが、連邦準備制度の金融政策運営の誤りが大不況の主たる原因であるとは考えないことで共通しているであろう。

P. Temin はこの両者の論争を IS-LM 分析の範囲内で解釈しようとする¹。本稿では、この Temin の解釈を紹介し検討する。通常、1929年以降の大不況に関しては、次の三つの問題が存在すると言われている。(1)1929年秋のアメリカ合衆国の景気後退はなぜ生じたか (2)1929年の景気後退がなぜ未憎悪の大不況に発展したか (3)アメリカ合衆国の景気後退がなぜ世界不況に発展したのか。

ケインジアンとマネタリストの論争も Temin のその解釈も、主として(2)の問題に関係している。もちろん、世界不況のアメリカ国内へのはねか

1 Peter Temin, Notes on the Causes of the Great Depression in "The Great Depression Revisited", edited by Karl Brunner, 1981.

えりもあるわけだから、(2)の問題のみを独立してとりあげることはできない。しかしながら、(2)の問題に関して、国内的要因は明らかに存在したと考えられるわけだから、(2)の問題を相対的に独立的に扱うことは許されるであろう。また、1929年に始まる大不況の（特殊性に関する）研究の中心点もこの問題にある。

1. 以下で、Temin の解釈を紹介しよう。

まず、マネタリストの仮説とケインジアン仮説がどのようなものであるかを簡単に把握しておこう。1929年の景気後退や1931年秋のスターリング危機に対する連邦準備制度の政策が景気後退を促進したことは両者ともに認めており、論争の対象にはならないとする。論争点は、1929年秋と1931年秋の間の2年間の期間に関係していると考えられる。この2年間の間で、(2)の問題に関する未解決の論争が両者に存在する。ここで、マネタリストの仮説と呼ぶのは、M. Friedman と A. Schwartz の主張であり、ケインジアン仮説とは、Temin の主張である。

Temin は、これらの仮説を IS-LM フレームワークのなかで把握したうえで、前者を貨幣仮説 (Money Hypothesis)、後者を支出仮説 (Spending Hypothesis) と名付けている。さて、この2年間の間で、(2)の問題に関して、両者はどのように主張しているのかをみておこう。Friedman と Schwartz は、通常の景気後退 (1929年秋の景気後退) を大不況に転化させた主な要素は1930年末の銀行恐慌であり、これにより、貨幣供給が減少したことが実物経済にデフレーションを与え、通常の景気後退が大不況に転化したと主張する。これに対して、Temin は次のように反論する。1929年秋の景気後退はきわめて深刻なショックであり、1930年から1931年までの実物経済の低下を説明する要因として十分であり、1930年の銀行恐慌は、この2年間の間の不況を深化させなかった。

Temin は、すでに述べたように、この論争を IS-LM フレームワークのなかでとらえようとする。彼は、(2)の論争を取り扱う場合に、Substantive な問題と Methodological な問題があり、後者は前者のメカニズムを考えるうえで重要な影響をもたらすと考える。つまり、マネタリストの主張は1930年の銀行恐慌が不況を深化させたというものであるから、この点のメカニズムを IS-LM 分析を使って特定化して把握し、ケインジアンである自分の仮説と対比させようというわけである。もちろん、マネタリストは貨幣数量説を理論的バックグラウンドとしてもっているのであるから、このような把握の仕方が適切かどうかの議論は残る。したがって、Temin は、方法論的問題が存在することを認め、最初に特定化しているのである。この分析方法を選択することについて、彼は次のように正当化している。(総供給曲線をもつ) IS-LM モデルは静学的モデルであることが欠陥であるが、様々なショックに対する経済の短期調整メカニズムを分析するうえで動学モデルよりも静学モデルの方がより明確で適切であるし、なによりもこの分析方法はよく知られていることがその理由である。このように、Temin は両者の仮説を IS-LM フレームワークでメカニカルに把握し対比させるわけであるが、その際、重要な要素は、(i)実質貨幣残高の影響、(ii)貨幣的变化のトランスマッションメカニズム、であると考えている。したがって、この二つの要素で仮説を対比し検討することになる。

まず、Temin の仮説を IS-LM モデルで分析すると以下の図に示されているようになる。これを、支出仮説モデルと呼ぶ。

論争の対象となっている期間は、すでに述べたように、1929年秋から1931年秋までである。まず最初に支出減少というショック(1929年秋の景気後退)による IS 曲線の下方向シフトが発生し、その結果、経済は、最終的に、A点からC点の位置に、D点からE点の位置に移行する。経済は瞬時に最終均衡点に移行するのではなく、その移行過程は、次のように特定

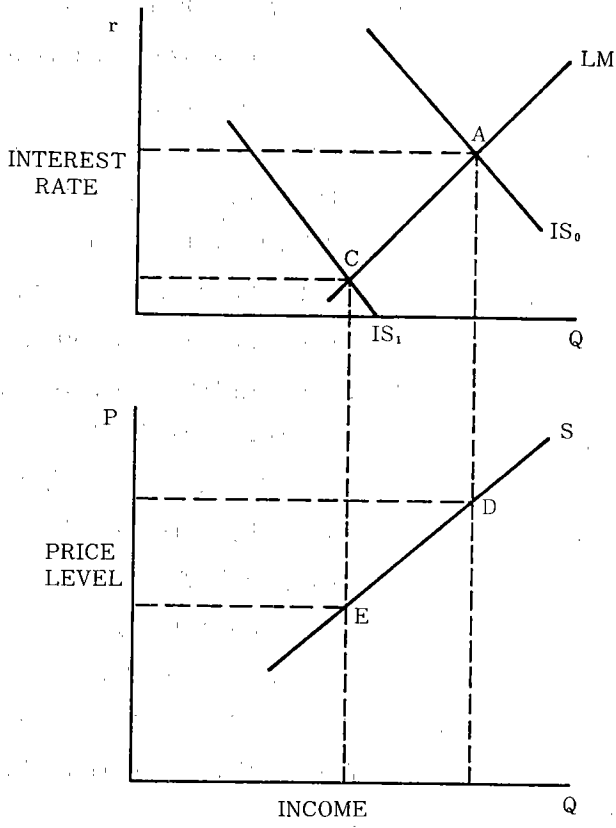


図1

化されるべきである。貨幣市場は調整が迅速で瞬時に均衡するので、常に均衡していると考えてさしつかえない。したがって、経済は、支出の低下に対応して、LM 曲線上を相対的にゆっくりとA点からC点へ移動する。その過程で(実質)所得、利子率、物価は連続的に下落していく。このような移行過程を考えることは、貨幣市場と財市場の調整スピードに差異をもちこむことになる。つまり、前者の方が後者の方より速いというわけで

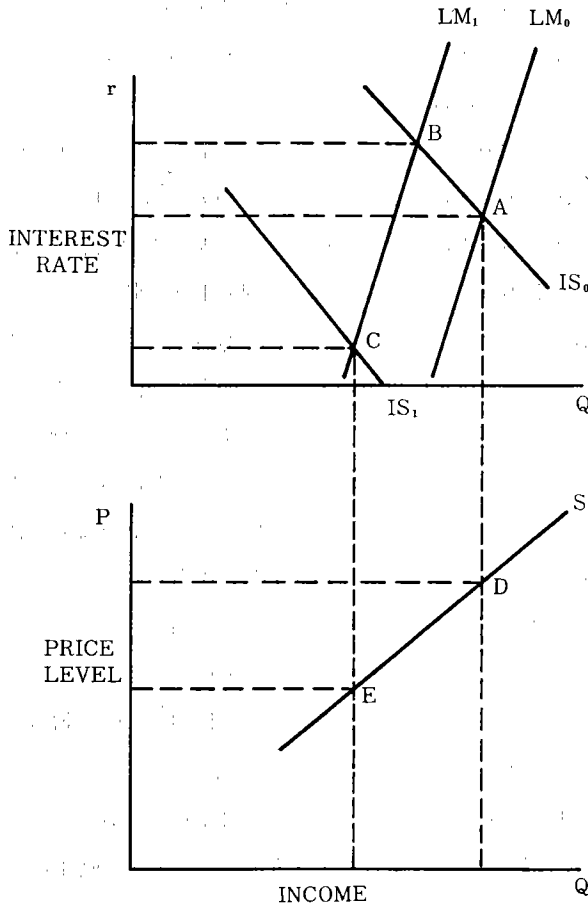


図 2

ある。この移行過程の問題で重要なのは、次の点である。Temin は、このモデルの背後に隠されている債券市場について、超過需要の状態にあることを明確に指摘している。その理由は、貨幣市場が常に均衡しているわけであるから、財市場の超過供給に対応して債券市場は超過需要であるということである。これは、ワルラス法則をこのモデルの制約として考えてい

ることを意味する。以上が、支出仮説の内容である。

次に、マネタリストの主張を IS-LM フレームワークでとらえた貨幣仮説を説明しよう。それは、図2で示される。

図1と図2の相違は、LM 曲線の傾きにある。図1よりも図2の方が LM 曲線の傾きが大きい。貨幣的ショックの方が財政的ショックよりも所得に与える拡大的效果が大きいというマネタリストの理論的命題とこのフレームワークが両立するように、LM 曲線の形状が特定化されている。最初の均衡ポジションは (A, D) 点で、最終均衡ポジションは (C, E) 点である。この図で貨幣仮説は以下のように説明される。1930年の銀行恐慌の結果、貨幣供給が減少し、LM 曲線が左側にシフトし ($LM_0 \rightarrow LM_1$)、経済は IS_0 曲線上を A から B まで移動する。したがって、この過程で所得、物価は下落する。だが、名目利利率は上昇する。物価の下落は経済にさらなるデフレ予想(さらなる物価の下落)を引き起こし、この結果、実質利利率は上昇し、IS 曲線は IS_0 から下方に位置する IS_1 へとシフトする。そして、経済は、LM 曲線上を最終均衡点 (C, E) まで移動し、そこまで、所得と物価は下落する。この過程で名目利利率は最初の上昇を相殺して下落する。以上が貨幣仮説の内容である。

モデルの結果を検討するまえに、両説の形式的な類似点と相違点を明らかにしておく。総曲線の形状および経済が総曲線上を移動することは、両方とも同じである。また、最初のショックかどうかはともかく、いずれにしても、IS 曲線は下方にシフトする。ところが、二つの仮説には重要な相違点が存在する。その一つは、LM 曲線に関する点である。LM 曲線がシフトするのは、貨幣仮説のみである。支出仮説の方は、LM 曲線はシフトしない。もう一つは、IS 曲線に関する点である。貨幣仮説では、LM 曲線のシフトによって引き起こされたデフレ予想によってのみ IS 曲線のシフトは起こる。支出仮説の方は、自律的な支出の減少の結果である。

2. さて、ここで二つの仮説を対比検討した Temin の分析をみておこう。問題となるのは、前述の二つの相違点である。まず、貨幣仮説の示す LM 曲線の左側へのシフトである。これは、すでに述べたように、貨幣供給の減少による実質貨幣残高の減少によるものである。この LM 曲線のシフトが、一連のプロセスのなかで、最初に起こったのがこの仮説の決定的特徴である。これに対して、Temin は次のような事実を提起して反論する。1929年後半から1930年後半までの問題となっている期間の間、実質貨幣残高の上昇はなかった。むしろ、名目貨幣供給の減少よりも物価の下落の方がより速く、実質貨幣残高は下落した。とりわけ、1930年の第四四半期(銀行恐慌の発生)から1931年の第一四半期までをみても、実質貨幣残高の下落という事実はなかった。したがって、貨幣仮説の示す LM 曲線の左側へのシフトは起こり得ない。ところで、貨幣仮説は(LM 曲線のシフトの結果として起こる)物価の下落が、経済にデフレーションを引き起こし、その結果として IS 曲線の下方へのシフトが生じるとしているが、実質貨幣残高の下落がなかったという事実をふまえれば、この IS 曲線のシフトはどのように考えればよいのかということが問題となる。たとえば、(貨幣供給も物価も同じ程度減少し)実質貨幣残高が不変と仮定してみよう。その場合でも、IS 曲線自体のシフトは起こりうる。物価が下落し経済にデフレ効果を与えることは同じだからである。次に、(物価の十分な下落により)実質貨幣残高が上昇したという事実は、貨幣仮説モデルのなかでコンシステンシーをもちうるかどうかという点を考えてみよう。(銀行恐慌の結果として)貨幣供給が最初に減少し実質貨幣残高が減少して、LM 曲線が左側にシフトしたとしても、その過程で所得が減少し物価が下落するので、この程度いかににより、初期の実質貨幣残高の減少が相殺される可能性がある。総供給曲線の傾きが十分に大きければ、物価の下落の程度は十分に大きくなり、実質貨幣残高は増加することになる。一方、支出仮説

の場合、IS 曲線のシフトの結果として、所得が下落し、経済が総供給線上を下方に移動する過程で、物価が下落し実質貨幣残高が増加する場合をふくんでいるので、両方の仮説が同じ最終均衡に経済が到達することを意味する場合もありうる。いずれにしても、実質貨幣残高のデータからは、貨幣仮説は成立しないことがわかる。

もう一つの相違点である IS 曲線のシフトの理由に関して検討しよう。両方の説で、IS 曲線の内側へのシフトの理由が相違する。この理由が問題である。貨幣仮説では、すでに述べたように、LM 曲線の内側へのシフトが実質所得と物価を下落させ経済にデフレの影響を与え IS 曲線の内側へのシフトを引き起こす。もし、このことが正しいとすれば、経済が A から B まで移行すれにつれて、利率が上昇する。(A, D) の位置は1930年末の銀行恐慌以前の位置であり、B の位置は銀行恐慌後で最終均衡に至る途中の位置である。IS 曲線はごく短い期間では非弾力的なので、IS 曲線のシフトは経済が B 点に到達後シフトする。したがって、経済の移行過程で必ず利率は一旦上昇し、IS 曲線のシフトが起こった後、下落していく。このことは、事実と合致しているであろうか。利率には多くの種類が存在する。Temin は1930年から31年の間に、リスクの大きい証券の利回りと(政府証券に代表される)安全証券の利回りは正反対の方向に移動していることを指摘している。前者が上昇し後者が下落したということであろう。Temin は、銀行恐慌後、安全証券の短期利率が低下したことを理由に、貨幣仮説は事実と整合的でないとし、貨幣仮説は拒否されうると考えている。つまり、LM 曲線のシフトは起こらず、したがって、このことを原因とする IS 曲線のシフトもうけられないということである。

では外に、貨幣仮説の IS 曲線のシフトを説明する要因は考えられないであろうか。Temin は、ここでも実質貨幣残高の効果もちだして議論する。実質貨幣残高の効果は2種類について検討される。それは、実質貨幣

残高の各支出計画に与える効果と期待に与える効果の二つである。前者から説明しよう。銀行恐慌の結果、貨幣供給が減少し、したがって実質貨幣残高が減少したために、LM 曲線が内側にシフトしたのと同時に IS 曲線の内側へのシフトがおこる。この場合、移行過程がどのようになるかが問題である。貨幣市場の調整スピードの方が財市場のそれよりも相対的に速いと仮定してみよう。この仮定のもとでは、経済が最終均衡点 C に到達する前に B 点を通過するかもしくは接近し、利子率が上昇する可能性が十分に存在する。しかしながら、財市場の調整スピードが速ければ、利子率の上昇はおこらない。Temin は、以上の議論は適切ではないと考えている。なぜなら、1930年の銀行恐慌後、実質貨幣残高の減少は生じなかったからである。よって、このメカニズムは発生しないというわけである。次に、期待に与える効果である。この場合、期待形成がどのようなものであるかによって、議論は異なる。それを完全予見の場合と適応的期待形成の場合において議論しよう。完全予見の場合にはありえない。貨幣供給の減少を即座に認識し、その作用の全てを理解して支出決意を行うというものであるから、総供給曲線は垂直であり右上がりとは矛盾する。また、不況も起こりえない。では、期待形成が適応的な場合はどのようになるか。1930年後半の銀行恐慌の時の期待の変化はそれ以前の出来事に依存しており、これは、1930年の銀行恐慌とは独立である。したがって、1930年の銀行恐慌の結果として LM 曲線がシフトし、同時に IS 曲線がシフトしたとしても、IS 曲線がシフトした理由は銀行恐慌とは無関係ということになる。このように、貨幣供給の変化による期待の変化を考慮しても、貨幣仮説は拒否されうる。

両説の対比検討の結果、Temin は、1929年中頃から1931年後半の問題となっている期間の間、デフレーションが先行し、その後利子率の下落などの貨幣的条件が効果をもったのであり、事態の説明としては、支出仮説の

方が適切であり、株式市場の崩壊後の2年間、付加的な貨幣的な要因によるデフレーションなしに大不況に突入したと結論している。

3. いくつかの残された問題に関する Temin の説明をみておこう。そのなかでも、重要な論点は、支出仮説における IS 曲線のシフトの理由はなんであるかということである。彼は、その理由を主に消費水準の異常な低下にもとめている。1930年の消費水準は所得の下落を考慮にいれても説明できないほど異常に低い。これは、株式市場のクラッシュによる富の減少が影響していると考えられるし、消費者の流動選好の高まりの結果とも言えると指摘している。また、1930年後半に期待が悲観的になったことも、要因としてあげている。

次に、銀行恐慌を考慮しなくても LM 曲線に生じたと考えられる問題についてである。この点については、二つの可能性が存在する。1929年の景気後退以降、貨幣需要が低下し、それにつれて1930年の貨幣供給が低下し、所得の下落とともに、この過程が1931年まで持続したという可能性。この場合、貨幣需要曲線にそっての貨幣供給の移動があり、LM 曲線のシフトはみられない。もうひとつは、銀行が合理的レートでの貸出能力をもち、銀行恐慌がなければ、LM 曲線が外側にシフトし、1931年には貨幣供給が増大する場合である。ところが、銀行恐慌が実際にはおこったので、貨幣供給の増大は抑制された。もし、LM 曲線が外側にシフトしたとすれば、デフレ期待は改善され、より高い所得と物価が実現したであろう。

4. 以上が Temin の議論の内容であるが、以下で Temin の支持する支出仮説とマネタリストの主張を IS-LM フレームワークのなかで理解した貨幣仮説の両方の問題点、および Temin の対比検討についての問題点を指摘することにしよう。その際、IS-LM フレームワークを含む理論的か

つ方法論的問題と両方の仮説の示す分析の実証的妥当性の問題とを区別して、検討することにしよう。まず、後者の方から始めよう。Temin も指摘するように、貨幣仮説と支出仮説の最大の相違点は LM 曲線の内側へのシフトが、最初のプロセスで起こるかかどうかである。貨幣仮説は、銀行恐慌の結果、貨幣供給が減少し実質貨幣残高が減少して LM 曲線がシフトすると考えている。Temin が指摘したように、このことは事実にあわないと考えられる。この点について、少し、事実関係をみておこう。たとえば、D. Patinkin は彼の有名な論文²のなかで、実質貨幣残高の動きについて、その推計値をあげている。

表1

| Year | Money in Circulation (1) ^a | Government Debt (2) ^b | Net Balance of Individuals (3) ^c | Cost of Living Index (4) ^d | Net Real Balances of Individuals (5) ^e | Real National Income (6) ^f |
|------|---------------------------------------|----------------------------------|---|---------------------------------------|---|---------------------------------------|
| 1929 | 4.5 | 15.5 | 20.0 | 1.22 | 16.4 | 89.9 |
| 1930 | 4.2 | 14.3 | 18.5 | 1.19 | 15.5 | 76.3 |
| 1931 | 4.5 | 15.4 | 19.9 | 1.09 | 18.3 | 66.3 |
| 1932 | 5.4 | 16.8 | 22.2 | .98 | 22.7 | 54.2 |

それによれば、1929年から1930年にかけては、実質貨幣残高はわずかながら減少しているが、1931年、1932年と急速に増大している。そして、1929年の水準を大きく上回っている。この推計値によれば、たしかに、問題となっている1930年は減少しているが、これを、LM 曲線のシフトと解釈すれば、1931年には、それを相殺してさらに外側への LM 曲線のシフトバックが生じたことになる。したがって、1930年の銀行恐慌の影響がこの LM 曲線のシフトであったとしても、1931年の不況の深刻化がこの影響であったとは考えられない。

2 Don Patinkin, *Price Flexibility and Full Employment*, A. E. R., vol. 38, 1948.

次に、利子率の問題に移ろう。貨幣仮説では、移行過程で名目利子率は上昇する。これに関しては、Temin も述べているように、事態は少し複雑である。1929年から30年まで、連邦債利回りや Aaa 債（高級債）利回りなどはほぼ安定していて、上昇していない。これに対して、Baa 債（低級債）利回りは1930年から31年にかけて急上昇している。30年末の銀行恐慌の結果、利子率のなかで、上昇したのはこの債務不履行の危険の高い低級債の利回りであった。しかしながら、この利回りは、1932年の前半ぐらいまでは傾向的に上昇しており、貨幣仮説が示すように、一旦上昇して、その後下落するというにはなっていない。したがって、この点でも、Temin の指摘は正しいであろう。

さて、支出仮説の問題点であるが、その最大の問題は、やはり、IS 曲線の左側へのシフトの原因であろう。Temin はこれを自律的支出の低下とみており、その原因を消費支出の異常な低水準にあると考える。1929年の景気後退の直接的契機は、よく主張されるように、耐久消費財（自動車、住宅）の需要の減退であるかもしれない。そしてまた、1929年後半の株式市場の崩壊が多額のキャピタルロスを生じさせ、このことが消費水準を異常なほど低下させたであろう。しかしながら、1930年には、投資も著しく低下する。30年第四四半期には、純投資はマイナスとなる。粗投資も30年の初めと終わりを比較すれば激減している。30年の第一四半期と第四四半期を比較してみると、純投資で、119%の下落率、粗投資で52%の下落率である。ここでは、IS-LM フレームワークであるから、もちろん純投資でみればよいのである。利子率は低級債以外は弱含みではほぼ安定していたのであるから、この投資の急減はあきらかに IS-LM フレームワークのもとでは自律的なものであり、1931年の不況を深刻化させたであろう。このように考えると、IS 曲線の下方へのシフトは投資の自律的低下が主たる原因であったとも考えられるわけで、Temin はなぜ投資の動向に言及しないの

であろうか。また、1929年から1932年まで、GNP に占める消費支出の割合は、消費支出の低下にもかかわらず傾向的に上昇し、反対に、GNP に占める粗投資の割合は傾向的に下落している。これは、通常の景気後退の過程でみられる減少であり、1929年にはじまる大恐慌においても変わらずみられるのである。このような点からも投資の役割を軽視することは、この大不況の過程でも許されないはずである。

最後に、方法論的な問題について指摘しておこう。この大恐慌のようなすぐれて動学的問題を IS-LM フレームワークのような静学的フレームワークで分析できるかどうかは、Temin の指摘にもかかわらず依然として疑問である。しかしながら、その問題はおくとしても、この IS-LM フレームワークには重大な不整合が存在する。それは、両方のモデルに共通なので、支出仮説モデルについてのみ指摘することにしよう。支出仮説モデルでは、ワルラス法則を制約として考えて、貨幣市場の調整スピードが相対的に速いので貨幣市場は瞬時に均衡し、したがって財市場の超過供給と証券市場の超過需要が等しいとされている。ワルラス法則を制約とするかぎり、このことは正しいのであるが、では、証券市場は財市場と同じく相対的に調整スピードが遅いということになる。貨幣市場も証券市場も金融市場であり、どちらも財市場に比較して、調整は迅速であるはずであり、この二つの市場にこの点で区別をつける理由は存在しない。また移行過程をどの市場で構成するかにより、厳密にはモデルそのものが、異なってしまうことになることを指摘しておく。^{3*}

3 拙著『マクロ経済分析における貨幣と証券—整合的なマクロ経済モデルの構築—』、千倉書房、1988年、参照。

* 本稿の作成にあたり、平成2年度科学研究費補助金総合研究A課題番号02301093(研究代表者、神戸大学三木谷良一教授)から資金の援助を受けた。記して謝意を表します。