

# Back Number

本論文は

## 世界経済評論 2020年11/12月号

(2020年11月発行)

掲載の記事です



## 世界経済評論 定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%

送料無料

OFF

富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読  
期間中

デジタル版バックナンバー 読み放題!!



世界経済評論 定期購読



0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。  
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp

雑誌のオンライン書店

# 今読み解く アメリカ1929年大恐慌



下関市立大学経済学部准教授 西戸 隆義

にしど たかよし 1957年生まれ。1997年神奈川大学大学院経済学研究科博士課程修了。博士（経済学）。1999年下関市立大学経済学部助教授。2007年同学部准教授。著書に『大恐慌期の米国金融政策』（白桃書房、2019）。

米国では1929年10月におけるニューヨーク株式市場の大暴落から1933年3月の景気のボトムまでに、工業生産指数は52.6%低下し、生産者物価指数は38%下落した（セントルイス連銀ホームページ、データベースより）。いわゆる大恐慌といわれる史上未曾有の景気縮小である。この期間には経済の実体面ばかりではなく、金融面でも類のない混乱の様相を呈した。銀行不安による預金者の大規模な取り付けが断続的に発生し銀行破産が多発した。1933年3月6日に就任間もないルーズベルト大統領が、銀行の全機能を停止させる「全国銀行休日」を発令することで金融危機は収束した。

この金融危機は景気縮小の結果ではなく、景気縮小の原因であった。危機の本質は銀行制度に生じた流動性問題である。これは連邦準備制度が適切な政策を実施していれば早期に解決できたであろう。そうであれば金融危機が表面化することはなかった。適切な政策が実施されなかった理由は、加盟銀行の割引量と短期金利の動向を重視していた1920年代期の政策運営の枠組みに、連邦準備制度が固執したからである。20年代期の景気安定に貢献した金融政策を、経済の客観情勢が異なる30年代期にも適用したことが、連邦準備制度の誤りであった。米国ではこの教訓が、現在の金融政策にも反映されている。

## はじめに

新型コロナウイルスの影響で、日本経済の先行きに不透明感が増している。本稿の執筆時点で、東京では連日200人以上の陽性者を確認しており、感染防止と経済停滞の歯止めの中で政府は難しい舵取りに直面している。現状の停滞が長引けば大不況となるのは必至で、大恐慌の再来がとりざたされている。2008年のサブプライム危機の際にも大恐慌との類似性が議論さ

れたように、やはり不況の深刻化が懸念される時には大恐慌の記憶がよみがえる。それだけに、その発生と原因についての検討は興味深い。

大恐慌についての一般的な認識を一口で言えば、市場経済の崩壊ないしは麻痺となろう。そのためか、ニューヨーク株式市場の大暴落が市場経済崩壊の象徴的な出来事として語り継がれている。分析面でもこれを受けて、米国の繁栄の時代といわれる1920年代には顕在化しなかった、経済構造上の多方面にわたる諸問題

表 1 破産銀行数

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合計
1930年	90	87	80	90	59	67	64	67	67	71	256	352	1350
1931年	198	76	86	64	91	167	93	158	305	522	175	358	2293
1932年	342	119	45	74	82	151	132	85	67	102	93	161	1453
1933年	236	150	3460	30	12	11	12	22	13	17	8	29	4000

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

が、いっきに噴出したという理解が一般的である。しかし、近年では政策論的に大恐慌を分析する傾向が強くなっている。その背景は、大恐慌が繁栄の時代の反動として起きたのではなく、1929年8月から始まる通常の景気後退が、時間の経過とともに大不況に深化していったという認識が広まったからである。現に1930年12月から1931年5月までの工業生産の落ち込みは-1.2%に過ぎず、明らかに不況の底打ちの兆候を示していた。それが回復に繋がらなかったのは、適切な経済政策が実施されなかったためである。

このような政策論的な分析の契機となったのは、当時生じた金融危機を早期に収束させようとしなかった連邦準備制度の誤った金融政策が、大恐慌の原因であると結論した、フリードマン＝シュウォーツの研究である<sup>1)</sup>。本稿では彼らの議論を掘り下げて、金融危機の発生、金融危機と实体经济の関係、そして金融危機を防止しなかった連邦準備制度の金融政策について論じる。

## I 銀行破産の進展

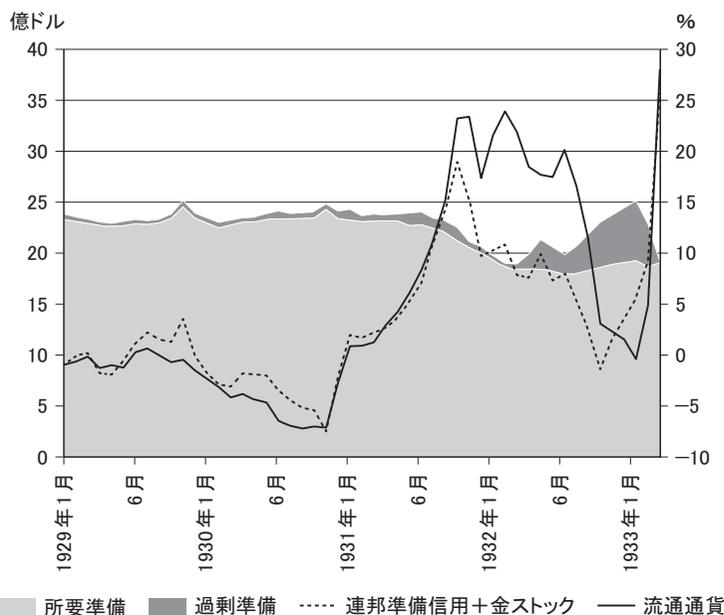
米国では繁栄の時代といわれる1920年代期においても、銀行破産は珍しいものではなかった。1921年から29年までの9年間に5,712行

が破産し、1920年6月時点の営業銀行数に対する破産割合は19.8%であった。この破産の大部分は、1920年代期の繁栄を享受できなかった農業州の小規模銀行に集中していた。ところが1930年に入ると、ニューヨーク市の比較的大規模な銀行も巻き込んで銀行破産が進展していった。1930年から33年までの4年間に銀行破産数は9,096行に増大し、1930年1月1日時点の営業銀行数に対する破産割合は38.5%に上昇した。破産銀行1行当たりの預金額も増大し、1921年-29年は約28万ドルであったが、1930年-33年には約75万ドルとなり、破産銀行の規模も大きくなった<sup>2)</sup>。

表1は、大恐慌期の銀行破産数を月次で表したものである。このような破産は、暗黒の木曜日といわれる1929年10月24日のニューヨーク株式市場崩壊とはほとんど関係なく、1年以上が経過した1930年11月から31年1月にかけて大規模化した。その後31年6月から32年2月にかけて、そして32年12月から33年3月にかけて断続的に大規模な銀行破産が発生した。33年3月の数値は、全国銀行休日発令後に再開できなかった銀行数が含まれているので記録的なものとなっている。

1930年末期に破産した銀行は、おそらくその経営状態に問題があり、基本的には不健全な銀行だったものと考えられる。しかし、31年

図1 マネタリー・ベース需給



(出所) Board of Governors of Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics, 1914-1941*, pp. 370-371.

半ば以降に再発した大規模な銀行破産は、銀行制度に降りかかった流動性問題が原因であり、これは同時に当時の連邦準備制度（以下、準備制度）の金融政策と大きく関わっていた。

## II 流動性危機の発生理由

図1の左目盛りには、連邦準備加盟銀行（以下、加盟銀行）の保有する連邦準備銀行（以下、連銀）での当時の準備預金残高が示されている。右目盛りの実線は、流通通貨の対前年同月比である。通常、マネタリー・ベースは銀行の保有する準備預金総額と、市中に流通する現金総額の合計額と定義される。図の流通通貨とはこのような現金総額なので、上記の準備預金残高と流通通貨残高の合計額はマネタリー・ベースを表す。同様に図1の破線は、連邦準備

信用（割引、買入手形および政府証券保有残高）と金ストックの合計額の対前年同月比を示している。流通通貨と準備預金の合計額をマネタリー・ベースの需要額とすれば、当時の金本位制のもとでは、金ストックと連邦準備信用の合計額がほぼマネタリー・ベースの供給額となる。

右目盛りに注目すると、流通通貨の対前年度比が1930年末から急速に上昇し始めている。これは、銀行破産の増大に伴って銀行の安全に不安を抱いた多くの預金者が、預金を現金に変換し始めたからである。この通貨需要の増大に応じてマネタリー・ベースの供給額も増大していった（実質的には米国への金流入による）。しかし、この増加では公衆の通貨需要を満たすことができなかった。31年夏以降は流通通貨の増加率がマネタリー・ベースの供給額の増加

率を上回ったため、銀行は準備預金を取り崩して預金者の通貨需要に対応せざるをえなくなった。その結果、左目盛りの総額で表示してある準備預金が大幅に減少した。このような準備流出に備えて、すでに銀行は31年の初頭より流動性の強化を開始していた。そして、この流動性強化と上記の夏以降の準備流出が、断続的な銀行破産の原因であった。

米国の銀行は大恐慌以前には過剰準備をほとんど持たず、資産サイドはローン・アップ（貸出・投資の余力を持たない）の状態にあったが、31年1月に1億ドル以上の過剰準備を保有するようになった。30年末期の銀行破産に対応した銀行側での流動性強化の表れである。この過剰準備の蓄積には、通貨需要を相殺する以上のマネタリー・ベースの供給量の増加が伴わなかった。したがって、銀行は保有する資産を売却する以外に過剰準備を手にすることができなかった。売却の対象となった資産は主に長期債券であり、後述の図2の事業債利回り（右目盛り）が31年以降に急上昇（価格は低下）したのは、そのためである。これにより多くの銀行には保有する債券に減価が生じ評価損が発生した。その結果、債務超過となる銀行が続出し破産していった。破産の増加とともに預金者の銀行不安はさらに高まった。8月以降は上述の通り、取り付けにより銀行制度は過剰準備は勿論のこと準備そのものが大量に流出するという事態に直面したため、それまで以上に大々的な資産の売却を余儀なくされ、銀行の保有する債券の評価損も拡大し、より多くの銀行が破産した。ニューヨーク連銀は1931年12月に、「検査当局が債券減価の取り扱いにそれほど厳しくない手続を採用しない限り、大多数の銀行が追加的に閉鎖されるであろうことは避けられない

ようである<sup>3)</sup>」と報告している。結局、預金引き出しに備えた流動性強化という個々の銀行にとっての合理的な行動が、銀行制度全体を脆弱化させてしまった。まさに合成の誤謬である。

注目すべきは、準備制度はこうした銀行制度の流動性危機とその重大性を十分認識していたことである。次の文章は1932年1月に開催された公開市場政策会議に用意された資料からの抜粋である。少々長くなるが、当時の金融政策の問題点を知るうえで重要となるので引用する。「この（1931年——引用者）初秋における諸銀行からの異常な資金引き出しは、多くの銀行に対して貸付の回収もしくは減少で、あるいは証券の売却で、彼らそれぞれの状態を強化しようとする企てを導いた。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、それには他の銀行から預金を受け取るという、また商品市場と証券市場に圧力を課するという効果がある。これらの作用の結果として預金を失う他の銀行は、今度は彼らその状態を強化するために貸付あるいは投資を減少させる必要があると考え、負担は単に諸機関に回されるだけであり、この過程は繰り返される。このようにして預金は継続的かつ異常なほど急速に減少し、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>4)</sup>」。

大恐慌期の連邦準備政策が批判されるのは当然である。上記の状況に銀行制度が陥ることを阻止しなかったからである。銀行が流動性強化を開始した1930年の早い時期より、準備制度が連邦準備信用の増大を通して大量のマネタリー・ベースを供給していれば、預金取り付け－銀行の債券売却－債券減価－銀行破産－預金取り付け……という連鎖は断ち切れ、金融危機の発生を阻止できたはずである。なぜそのよ

うな政策を実施しなかったのが、最大の疑問である。この検討の前に、金融危機が实体经济に与えた影響について触れておく。

### Ⅲ マネーストックの激減

フリードマン＝シュウォーツによると、金融危機が経済活動において重要だったのは、マネーストックを大幅に減少させるメカニズムを働かせたことである<sup>5)</sup>。銀行が預金の一部を中央銀行に預ける部分準備銀行制度のもとでは、大規模な預金取り付けは、現金通貨と預金通貨の総額であるマネーストックを激減させる。

金融論のテキストには、現金通貨をある銀行に預金すると、銀行の信用創造を通して銀行制度全体ではその乗数倍の預金通貨が増大するという貨幣乗数の解説がある。これを貨幣乗数の順回転現象とすれば、預金取り付けに直面した銀行制度では貨幣乗数の逆回転現象が生じる。そのメカニズムは上記の引用文に示されているように、ある銀行が資産売却で現金通貨を獲得すると、これは最終的には他の銀行の準備預金の減少となる。今度は準備を失った銀行が同様に資産売却で所要準備の回復を図るので、他の銀行の準備預金に減少が生じ、さらなる資産売却が必要となる。このように銀行制度全体では準備預金と銀行資産の減少の連鎖が生じ銀行資産は激減する。当然、その見合いとなる銀行の負債である預金通貨も激減する。この貨幣乗数の逆回転現象は、諸銀行が流動性強化のために総準備がほぼ一定のもとで、所要準備を減少させ過剰準備の蓄積を開始した 1931 年初頭よりすでに生じていた。このように大恐慌期には主に流動性危機に誘発された貨幣乗数の逆回転現象で、マネーストックは 1/3 以上も減少してし

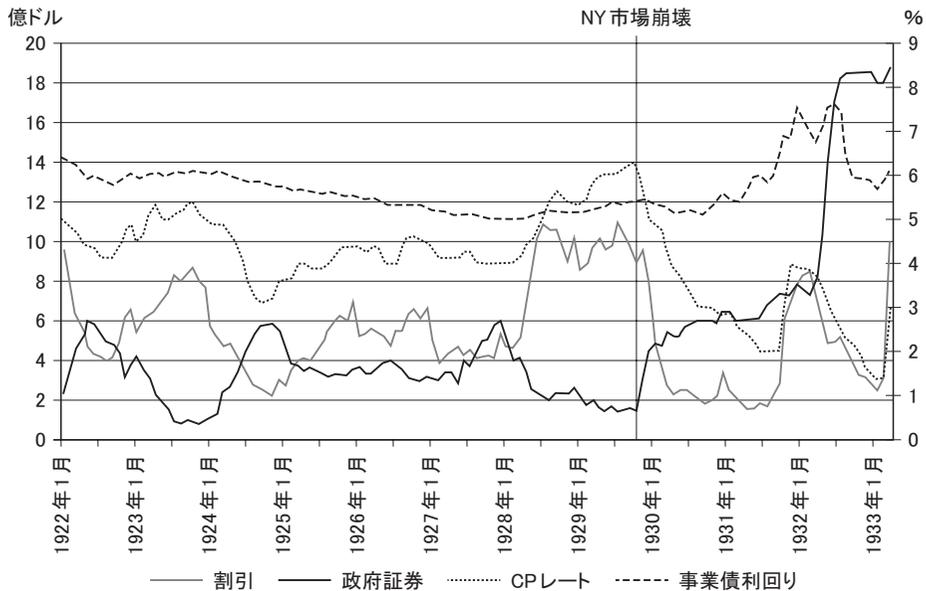
まった。

マネーストックの減少が大恐慌の原因であるという見解は、マネタリスト的解釈といわれる。しかしこれは特別な解釈ではなく、常識的に考えても全く妥当である。貨幣は名目価値に変動のないリスク・フリーの金融資産として保有されるが、その最大の保有の動機は支払・決済手段としてである。この面を重視すれば、貨幣は購買力そのものである。この購買力が金融危機の影響で 1/3 以上も喪失してしまえば、通常の景気後退が大不況に深化していったのは当然の成り行きである。

### Ⅳ 金融政策の枠組み

これまで検討したように、大恐慌の早い段階で準備制度が連邦準備信用の増大を通して十分なマネタリー・ベースを銀行制度に供給していれば、金融危機を未然に防ぐことができたであろう。そうであれば、マネーストックの激減も生じず不況の程度も穏やかなものになったものと考えられる。金の流入入によって自動的に金融政策が発動される当時の国際金本位制度のもとでは、準備制度には裁量的に連邦準備信用を増大させる余地はなかったと考えられがちだが、決してそうではない。1920 年代の初期には、現在の連邦公開市場委員会の前身となる公開市場投資委員会が組織され、準備制度は裁量的に政府証券の売買操作を適切に実施していた。大恐慌後のニューディール期間の経済政策の主役は財務省であり、準備制度が表舞台に立つことはほとんどなかったのも、むしろ活発に公開市場操作を実施していた 1920 年代期の連邦準備政策は、称賛に値するといわれている。しかし 1930 年代に入ると、当時必要とされて

図2 連邦準備信用と諸金利



(出所) *Ibid.*, pp. 370-371, pp. 469-470.

いた連邦準備信用を増大させるための買いオペ政策に消極的となってしまった。その理由を考察する。

結論からいうと、基本的には1920年代期と大恐慌期の金融政策に違いはなかったということである。準備制度は1920年代期に確立した政策運営の枠組みに従って、1930年代初期の金融政策を実施した。これが誤りであった。この政策運営の枠組みは、図2より理解できる。図2の左目盛りは連邦準備信用を構成する割引総額（加盟銀行の連銀での借入額）と準備制度の保有する政府証券総額の推移が表されている。右目盛りは長短金利を代表させて、コマーシャル・ペーパー（CP）と事業債の金利の推移が示されている。まず目につくのは、割引とCPレートとの間の非常に強い正の相関である。両系列ともほぼ同様のパターンで上昇と下降を繰り返しており、その転換点の時期もほぼ等しい。また、米国から大量の金が流出した1931

年10月と最終的な金融危機の1933年1月から3月を除くと、政府証券と割引の間の負の相関も特徴的である。準備制度の政府証券保有が増加すると割引は減少し、政府証券保有が減少すると割引は増加している。

準備制度が政策決定で最も重視していた変数は割引であった。その理由は正の相関が示す通り、割引が増加すると市場利子率は上昇し、割引が減少すると市場利子率は低下することから、割引水準の操作を通して適切な金利政策を実施できたからである。割引の増大が金利を上昇させる理由は、加盟銀行が連銀借入を忌避していたからである。加盟銀行にとって連銀借入は権利ではなく便宜の利用である。したがって、連銀には加盟銀行の借入に全て応じる義務はない。実際に準備制度は長期に渡って大量の借入を行っている銀行には、連邦準備信用の適正な利用を理由に様々な圧力を課していた。こうしたことから、連銀借入を負っている加盟銀

行には、その返済のために融資の回収や保有する証券の売却の圧力がかかるので、金利は上昇する。逆に連銀借入の返済が進むと、この圧力から解放され融資や証券投資を自由に拡張できるので、金利は低下する。

準備制度はこの割引の水準を誘導するために、政府証券の公開市場操作を活用していた。買いオペによって連邦準備信用が増加する場合、加盟銀行はこの増加分を借入の圧量を軽減させるために連銀借入の返済に充当した。仮に連銀から借り入れていない銀行があったとしても、どのみち連邦準備信用の増加は借入を行っている銀行に到達するので、銀行制度全体をみれば割引の減少となる。売りオペによって連邦準備信用が減少する場合は、加盟銀行はこの減少分を補うために連銀借入の増加を余儀なくされ、銀行信用の収縮圧力のもとに置かれた。このように政府証券の公開市場操作は、割引の増減を導くことで（シザース効果と呼ばれる）、金利政策を目的として活用された。加盟銀行準備の供給量の調節を通して、銀行信用量やマネーストックの誘導を目的とするものではなかった。

## V 金融政策の一貫性

以上を念頭に置くと、1920年代期と大恐慌期の金融政策に違いがなかったことが理解できる。図2によると、20年代期の買いオペによる金融緩和と政策の発動は、1923年5月から24年7月までと、1927年3月から12月までの景気後退期間である。準備制度は23年-24年には約5億ドル、27年には約3億5,000万ドルの買いオペを実施し、意図的に割引の減少を導き金利低下を誘導した。他方、大恐慌期の最初

の買いオペ政策の発動は、ニューヨーク株式市場が暴落した1929年10月から30年8月にかけてである。この時には23年-24年緩和政策時と同様に約5億ドルの政府証券を購入し、景気後退に素早く対応した。

両期間の政策効果はほぼ同一である。ともに金利の引き下げを目的とし、23年-24年には5億ドルの買いオペで割引は約6億ドル減少し、市場利子率（CPレート）は5.38%から3.5%へと1.88%ポイント低下した。1929年10月から30年8月にかけても、金流入の効果と相まって5億ドルの買いオペで割引は約7億ドル減少し、それに伴って市場利子率は6.25%から3.5%へと2.75%ポイント低下した。その後も市場利子率は低下し続け3%を下回る水準となった。この3%以下のCPレートは1890年に正式に統計がとられて以降の最低水準であり、1930年末までに金利は歴史的な低水準に達した。割引は激減し金利は歴史的な低水準になったので、準備制度の当時の金融情勢についての判断は十分に緩和されたというものであった。そして、紆余曲折はあったが、基本的には再び割引が増大する1932年まで、大多数の連邦準備当局者には買いオペ政策の必要性の認識はなかった。

1930年末の預金取り付けを契機に、31年に入ってから前述の通り銀行制度の流動性危機が表面化した。31年8月まで割引は引き続き低水準にあり市場利子率も低下し続けたので、準備制度の金融情勢の判断は依然として緩和であった。それどころか、31年1月に加盟銀行が1億ドル以上の過剰準備を保有するようになると、これを金融緩和が行き過ぎた証拠とみなし、「あまりにも締めりのない状態を是正<sup>6)</sup>」するために売りオペ政策すら考慮された。この

時期に短期金利はさらに低下し続け、長期金利は上昇を開始するという跛行色を強めたのは、銀行が過剰準備の蓄積とともに、資金の長期的な拘束を嫌い流動的な資産を獲得しようと債券売却を開始したからに他ならない。準備制度は流動性を強化しようとする「銀行業行情勢」と、短期金利の低下で十分緩和したと判断された「信用情勢」を十分に峻別せず、その政策考慮を圧倒的に「信用情勢」に置いたため適切な政策を実施できなかった。

1931年9月21日のイギリスの金本位制停止後に、米国から大量の金流出が生じた。国内では預金取り付けが大規模化していたので、銀行制度は対外的にも対内的にも大量の準備流出に見舞われた。この時、準備制度は金流出を阻止するために公定歩合を2%ポイント引き上げる高金利政策を採用し、国内の準備流出には加盟銀行に対する自由貸付で対処した。準備制度が金流出を阻止し金本位制を維持するために高金利政策を採用したのは、当時の国際金本位制のもとでは当然であった。問題は金流出が止んだ31年11月以降に、何ら善後策を採らなかったことである。さすがにこの時期には、準備制度も「現在の銀行業行情勢は景気回復の支援というよりも障害をなしている<sup>7)</sup>」と認識していた。自由貸付により割引は再び高水準になったので、政策運営の枠組みに照らしても即座に買いオペ政策に着手すべきであった。しかし、それには通貨の増発に伴って、連邦準備券の発行のための担保不足が生じる恐れがあった。当時の発券規定では、既発の連邦準備券は、金と加盟銀行が連銀で割り引く手形の総額内で100%担保されなければならなかった。発券担保の総額が、対外金流出により金総額よりも手形総額に依存する割合が高くなったため、加盟銀行の連

銀借入の返済状況によっては担保不足となりかねなかった。

1932年2月に制定されたグラス・ステイガル法で、準備制度の保有する政府証券も発券担保に認められた。これにより担保不足の問題は解決したので、準備制度は32年2月末から8月にかけて総額10億ドル以上に達する買いオペ政策を実施した。大恐慌期における実質的には二度目の買いオペ政策の発動である。この買いオペは議会の圧力によるものといわれているが、当時の8億ドル以上の割引残は金融逼迫要因であり、実際には「割引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>8)</sup>」という準備制度の判断が働いていた。したがって、1920年代期の政策運営の枠組みの自然な適用である。

買いオペの対象となる政府証券を大量に保有していたのは都市部の銀行である一方、連銀借入を大量に負っていたのは地方銀行だったので、この買いオペ政策の最大の懸念は、金融センターに積み増された資金が地方に散布されるかどうかであった。実際には予想していたほど地方に散布されなかった。10億ドル規模の買いオペで、割引は約4億ドル減少したが、これは前述した1923-24年と1929年株式市場崩壊後の、規模が1/2程度である約5億ドルの買いオペの効果にも満たなかった。その結果、金融センターの銀行は3億ドル以上の過剰準備を保有することになった(図1参照)。この過剰準備が信用拡張のベースにはならないという判断から、準備制度は32年8月に買いオペ政策を終了させた。

以上のように、大恐慌期の買いオペの政策の発動はニューヨーク株式市場暴落後の1929年10月から30年夏までと、1932年2月末から8

月までである。ともに政策実施の判断は、非常に大量の割引が金融逼迫要因であるというもので、1920年代期に展開された買いオペ政策の判断と変わりはなかった。そもそも準備制度には公開市場政策でマネタリー・ベースの供給量を調整するという考えはなく、その目的は既述のように割引の誘導で金利を統制するというものであった。したがって、1931年以降に銀行制度が流動性危機に見舞われても、割引と金利が低水準にある限り公開市場操作の活用には消極的であった。1932年2月末以降の買いオペ政策では、一旦は過剰準備を3億ドルに維持するという政策決定もあったが、維持であってそれをさらに増加させるという政策に踏み込むことはなかった。すなわち、現在の金融政策のタームでいえば、銀行準備の増大を目的とする量的緩和政策を試みることはなかった。ちなみに図2で32年8月以降も過剰準備が増加したのは、連邦準備信用の増大ではなく金流入によるものである。

政策当局というものは、その意思決定の根底に、諸問題を巧みに処理した過去の経験を置くものである。準備制度も同様であり、1920年代期とは経済の客観情勢が全く異なる30年代初期においても、称賛に値するといわれる20年代期の政策運営の枠組みで大恐慌期の政策にあたった。それが災難をもたらした。

## おわりに

大恐慌以降、大規模な預金取り付けで金融危機が発生するという事態は生じていない。その理由は二つある。一つは預金保険制度の拡充である。預金の全額ではないにしろ、相当額が保険の対象となれば、預金の安全性の不安から取

り付けが頻発するという可能性はほとんどなくなった。もう一つとして各国の中央銀行は、大恐慌期の準備制度の失態から多くのことを学んでいるということである。もし、預金取り付けが生じたとしても、中央銀行はその大規模化を回避するために潤沢なマネタリー・ベースを銀行制度に供給するはずである。

預金取り付けを端緒とした金融危機を古典的な金融危機とすれば、今後、このような危機が発生するとはほとんど考えられない。しかし、金融危機そのものが起こらないということではない。事実、2008年9月のリーマンブラザーズ破綻後にはサブプライム金融危機が生じている。この時には古典的な金融危機と異なり、金融危機が表面化した理由は、コマーシャル・ペーパーの発行等で市場性資金を調達し、住宅金融やヘッジファンドへの資金の提供などを行っていた預金保険対象外の金融機関に対する、銀行等の資金の取り付けであった。こうしたシャドバンキングの進展による当時の証券化商品の組成の隆盛を考えれば、準備制度は潜在的な危機を認識していたに違いない。しかし、これが世界の金融市場を震撼させる危機に進展するとは、当時の連邦準備制度理事会議長のパナキが回顧しているように、全く想定外であった<sup>9)</sup>。この危機に際して、準備制度はすぐに量的緩和政策を採用したが、これは大恐慌期の失策を十分に意識したものである。大恐慌の教訓といえる。

いかに中央銀行が過去の金融危機から多くの教訓を得たとしても、金融危機は発生する。近年の情報・通信技術の目覚ましい発展を考えると、今後、モバイル決済やデジタル通貨などに代表されるフィンテックの分野に潜在的な危機がある。また、現在のように新型コロナ対策で

過度の財政負担が強えられるなか、経済活動の停滞が長期化すれば、企業倒産、銀行不安そして国債の暴落というように、企業、銀行および国家の信用リスクが表面化する恐れがある。このように金融危機の漠然とした不安は常にある。それだけに、大恐慌の再来を阻止するためにも金融危機の回避の重要性は、ことさら強調しておく必要がある。

【注】

- 1) Friedman, M., and A.J. Schwartz, (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, (Princeton, Princeton University Press). M・フリードマン/A・シュウォーツ (2009) 米国金融史 1867-1960, 第7章『大収縮 1929-1933』(久保恵美子訳, 日経 BP 社)
- 2) 当時の金融情勢と金融政策についてのより詳細な議論は、

- 次の拙書を参照していただきたい。西戸隆義 (2019) 『大恐慌期の米国金融政策』(白桃書房)
- 3) Memorandum at the Federal Reserve Bank of New York, dated December 8, 1931, in Chandler, L. V. (1971), *American Monetary Policy 1928-1941*, (New York, Haper & Row, p. 179)
  - 4) Preliminary Memorandum for the Open Market Policy Conference, January 11-12, 1932 in Kesaris, P., ed. (1983), *Papers of the Federal Reserve System, Part II, Minutes of Meetings of the Federal Open Market Committee, 1923-1975*, (Microfilm, Frederick, University Publication of America)
  - 5) M・フリードマン/A・シュウォーツ, 前掲訳書, 147頁。
  - 6) Minutes of the Open Market Policy Conference, January 21, 1931, in *Papers of the Federal Reserve System, Part II*.
  - 7) Preliminary Memorandum for the Open Market Policy Conference, October 26, 1931. in *Ibid*.
  - 8) Preliminary Memorandum for the Open Market Policy Conference, February 24, 1932. in *Ibid*.
  - 9) ベン・S・バーナンキ (2015) 『危機と決断 (上) (下)』(小此木潔監修・翻訳, 角川書店, 上巻, 181頁)

## 世界でも例をみない諸外国の直接投資統計を調べる統計年鑑 世界主要国の直接投資統計集 (2020年版) I. 概況編—CD-ROM版—

※印刷イメージのPDF版とEXCEL形式のデータ編で構成。発行:2020年10月(予定)/価格:25,000円

日本で唯一の直接投資統計の年鑑。1997年以来毎年発行

- ・日本企業の進出が多い国・地域だけでなく、世界の201か国・地域の対内および対外直接投資額、直接投資残高、直接投資収益等を収録し、国際比較ができる
- ・国別に投資形態別(クロスボーダーM&A、グリーンフィールド型投資)データおよび多国籍企業上位ランキングを掲載
- ・直接投資の分析に必要な不可欠な各種指標(対GDP比)、貿易収支、サービス貿易収支等の対GDP比、テレコミュニケーション・コンピュータ情報提供サービス収支、技術・貿易関連等のサービス個人間送金、観光、知的財産使用料等の直接投資関連データの国際比較データを収録
- ・原則として過去10年間のデータを取録
- ・国際比較と中・長期の時系列変化の分析に便利
- ・ホームページ <http://www.iti.or.jp/> をご参照ください。

姉妹統計年鑑の「世界主要国の直接統計集 II. 国別編」を併用してお使いになると便利です。

## ITI 国際直接投資マトリックス (2020年版) —CD-ROM版—

※印刷イメージのPDF版とEXCEL形式のデータ編で構成。発行:2020年10月(予定)/価格:20,000円

1998年以来毎年発行し16回目/OECD加盟国と諸外国との直接投資額の表/対内直接投資および対外直接投資について、フロー表とストック表を作成/2005年から2018年までの表が利用可能/非製造業種(金融・保険等の各種サービス)の直接投資額の表が利用可能/直接投資の分析に役立つ関連統計の2019年データまでをあわせて収録/ホームページ <http://www.iti.or.jp/> をご参照ください/姉妹統計年鑑の「世界主要国の直接投資統計集」I. 概況編および「II. 国別編」を併用してお使いになると便利です。

※お問合せ、ご購入をご希望の方は下記までご連絡ください。

一般財団法人 国際貿易投資研究所 (ITI)

TEL : 03(5148)2601 / FAX : 03(5148)2677

〒104-0045 東京都中央区築地 1丁目4番5号 第37興和ビル3階

E-Mail : [jimukyoku@iti.or.jp](mailto:jimukyoku@iti.or.jp) / URL : <http://www.iti.or.jp/>