大恐慌期におけるE・A・ゴールデンワイザーの 経済政策思想と真正手形主義

大橋 陽*

はじめに

真正手形主義 (real bills doctrine) とは, 短期の自己流動的な商業手形を担保に伸縮的通 貨を発行すべきであり、適格商業手形を割り引 いている限り過剰な信用供与は起こりえないと いう考え方である。手形の質、すなわち、「適 格性」(eligibility) を重視する真正手形主義 は,本来「銀行業の商業貸付理論」(commercial loan theory of banking) とか「健全銀 行主義」(sound banking) と呼ばれた銀行理 論である。つまり、貨幣は需要に応じて内生的 に供給されるという考え方で銀行学派の流れを 汲む。念のため付言しておくと, 真正手形主義 という用語は、ロイド・ミンツ (Lloyd W. Mints) が命名したもので、シカゴ学派など貨 幣数量説の立場の人々が批判的な意味を込めて 使うものであり、そうした考え方の人々が自認 するものではない。

さて,「通貨論争」で銀行学派は通貨学派に 敗れた。だが,それにつらなる真正手形主義こ

*大橋 陽 (Akira OHASHI):金城学院大学現代文化学部准教授。一橋大学大学院経済学研究科博士後期課程単位修得退学。「フリードマン=シュウォーツ「大収縮」の批判的検討」『一橋論叢』第125巻第6号,2001年6月;「市場型金融システムとアメリカ商業銀行の復活」、中本悟編著『アメリカン・グローバリズム――水平な競争と拡大する格差――』日本経済評論社,2007年;「アメリカ型金融システムと証券資本主義」、萩原伸次郎・中本悟編著『現代アメリカ経済――アメリカン・グローバリゼーションの構造――』日本評論社、2005年,など。

そが連邦準備制度成立を導きだした改革理念であるとしたのは、ロバート・ウェスト(Robert C. West)であった¹⁰。国法銀行法下の非伸縮的な国債担保発券には国民経済の通貨需要に応えられないという欠陥があった。19世紀末からの金融制度改革運動は、商取引の裏付けのある手形(real bills)を担保に取引ニーズに応じた伸縮的な通貨の発行を目指した。その担い手が「真正手形主義者」にほかならない²⁰。そして西川純子が言うように、1913年連邦準備法も、20年の時を経た1933年銀行法も、真正手形主義者カーター・グラス(Carter Glass)

¹⁾Robert C. West, *Banking Reform and the Federal Reserve, 1863-1923*, Ithaca, New York: Cornell University Press, 1974.

²⁾楠井敏朗は、リビングストン(James Livingston)の 研究に依拠しつつ、連邦準備制度成立をもっと幅広く社 会経済的背景のなかに位置づけた。成立しつつあった巨 大法人企業に後援された「ニューヨーク改革クラブ健全 通貨委員会」(New York Reform Club Sound Currency Committee) には、まさしくミンツがアメリカの 真正手形主義者と呼んだ人物が含まれていた。彼らは 1895年から1906年にかけて隔週で機関誌『健全通貨』 (Sound Currency) を発行した。彼ら経済政策思想は, 1897年インディアナポリス貨幣会議, 1908年オルドリッ チ=ヴリーランド法 (Aldrich Vreeland Act of 1908) の下で創出された全国通貨委員会 (National Monetary Commission) を通して連邦準備法へつながるのである。 楠井敏朗『法人資本主義の成立――20世紀アメリカ資本 主義分析序論——』, 日本経済評論社, 1994年; James Livingston, Origins of the Federal Reserve System: Money, Class, and Corporate Capitalism, 1890-1913, Ithaca, New York: Cornell University Press, 1986.

が経済学者H・パーカー・ウィリス(Henry Parker Willis)の助けを得て起草にしたものであった³⁾。

この2つの重要な金融立法だけでなく,真正 手形主義は連邦準備の信用政策にも強い影響力 を及ばしてきた。リチャード・ティンバーレイ クJr. (Richard H. Timberlake, Jr.) は,マ ネタリストの立場から中央銀行の主要機能をマ ネーサプライ管理に求め,その観点から建国以 来の「中央銀行史」を描いた[®]。彼の立場から すれば,真正手形主義は連邦準備の信用政策と して誤った政策指針であったことは明白である[®]。ここで連邦準備の信用政策との関連で大 恐慌研究をごく簡単に整理しておくことが不可 欠である[®]。

大恐慌に貨幣的要因が果たした役割が大きいという意味で、フリードマン=シュウォーツ (Milton Friedman and Anna Schwartz) の 業績は、大恐慌研究の共通基盤を形成している といってよい 7 。その中核をなす第7章「大収縮」によると、さもなければ通常の景気後退の

域をでなかったはずの不況は、連邦準備の無策あるいは失策によって大恐慌に転化したという 8 。さらに、当時の連邦準備の金融政策の誤りは、ニューヨーク連邦準備銀行理事であったベンジャミン・ストロング(Benjamin Strong、Jr.)が存命であれば防ぐことができたであろうという 9 。すなわち、全国 12 の連邦準備銀行とワシントンの連邦準備局という分権化された組織構造の問題と、そこから生じたリーダーシップの不在を大恐慌の真因としたのである。

もちろん大恐慌のような未曾有の経済事象の原因を個人の死に還元できるわけではない。彼らは、連邦準備が直面していた金融政策の制約条件、金本位制(正確には金為替本位制)と真正手形主義への固執をストロングであれば打ち破ることができたであろうと考えたのである¹⁰⁾。フリードマン=シュウォーツは、1920年代に発展した連邦準備の信用政策指針を「伝統的な真正手形主義と在庫循環論の結婚」と呼び、従来の次元を超えるものとして高く評価した¹¹⁾。しかし同時に「大収縮」期にマネーサプライを

^{3&}lt;sup>3</sup>西川純子「真正手形主義についての一考察(1)――グラス・スティーガル法の思想的背景を求めて――」『証券経済研究』,第12号,1998年 3 月,37-43頁;西川純子「真正手形主義についての一考察(2)――連邦準備法からグラス・スティーガル法まで――」『証券経済研究』,第30号,2001年 3 月,131-151頁。

⁴⁾Richard H. Timberlake, Jr., *The Origins of Central Banking in the United States*, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1978.

⁵⁾ティンバーレイクJr.の最近の真正手形主義批判の論考には次のものがある。Richard H. Timberlake, Jr., "Gold Standards and the Real Bills Doctrine in U.S. Monetary Policy," *Econ Journal Watch*, Vol. 2., No. 2, August 2005, pp. 196-233; Richard H. Timberlake, Jr., "The Federal Reserve's Role in the Great Contraction and the Subprime Crisis," *Cato Journal*, Vol. 28, No. 2, Spring/Summer 2008, pp. 303-312.

⁶⁾筆者は別稿で大恐慌研究史を整理した。大橋陽「フリードマン=シュウォーツ『大収縮』の批判的検討」『一橋論 叢』,第125巻第6号,2001年6月,651-667頁。

⁷⁾Milton Friedman and Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton: Princeton University Press, 1963.

⁸⁾ Friedman and Schwartz, A Monetary History, Chap. 7. フリードマン=シュウォーツによれば、連邦 準備は「大収縮」期に4つのタイミングで大きな失策 (あるいは無策)を犯した。それは銀行準備が通貨保有と して流出しているにもかかわらずハイパワードマネーを 大幅に増やさずマネーサプライの減少を招いたという失 策である。

⁹⁾秋元英一「アーヴィング・フィッシャーとニューディール」『経済研究所年報(成城大学)』,第13巻第4号,2000年4月,107-137頁. 秋元によれば,こうした指摘は,当時の著名な経済学者であるアーヴィング・フィッシャー(Irving Fisher)のいくつかの講演のなかに見られる。
10)1990年頃から,「大恐慌の修正主義的国際的解釈」(revisionist international interpretation of the Great Depression)が有力となってきた。それによると,再建金本位制(金為替本位制)へ固執したことがデフレ政策を不可避とし,その結果大恐慌がもたらされたという。さらに,大恐慌の克服は金本位制から離脱して政策レジームを転換してはじめて拡張的経済政策をとれるようになったという。

 $^{^{11)}\}mathrm{Friedman}$ and Schwartz, A Monetary History, p. 253

増加させえなかった原因として批判した。彼ら に限らず、真正手形主義については、政策モデ ルの理論的誤謬の指摘も含めて厳しい批判があ Meltzer) は、1920年代に形成され、1951年の 財務省と連邦準備制度理事会の「アコード」ま で継続した連邦準備の信用政策体系を「リーフ ラー=バージェス・ドクトリン| (Riefler and Burgess doctrine) あるいは「リーフラー= バージェス版真正手形主義」(Riefler and Burgess version of real bills doctrine) と 呼んでいる13)。これらの諸研究は、真正手形主 義が連邦準備の信用政策の失敗に強い影響があっ たことを示している。

だが、大恐慌と真正手形主義の関連を問うこ とは本稿の射程を超える。ここでの目的は、大 恐慌期において連邦準備局の経済学者が真正手 形主義にどのような態度をとったのかを跡づけ ることである。これまでの研究により、連邦準 備制度の政策立案者の意思決定については明ら かにされてきたのに対して,経済学者らスタッ フの事実認識や経済政策思想, 政策立案者と経 済学者の間の関係についてはほとんど解明され ていない140。

そこで、1927年から1945年まで長らく連邦

準備局研究統計部長を務めたイマニュエル・ ¹²⁾Thomas M. Humphrey, "The Real Bills Doctrine,"

ゴールデンワイザー (Emanuel Alexander Goldenweiser) の経済政策思想を,一次史料 を中心にして掘り起こすことにする。連邦準備 局において長く占めた地位, 政策立案者への情 報提供と助言の役割,また、アメリカ経済学会 会長を務めたほどの社会的評価にもかかわらず, 彼の名はとうに忘れ去られている。

ゴールデンワイザーは, 連邦準備制度理事会 退職後、連邦準備制度の貨幣・信用政策につい て2冊の著作を記した150。言うまでもなく、そ れらの著作の中で真正手形主義という言葉は使 われていない。だが、連邦準備法制定当時の理 論, すなわち, 真正手形主義が経験の中で誤り を表出させ, それに応じて連邦準備制度の政策 思想が変容してきた様相を,彼は「進化」とし て描いた16。その「進化」は、マリナー・エク ルズ (Marriner S. Eccles) 議長, なかでも ゴールデンワイザー自身も法案作成委員として かかわった1935年銀行法 (Banking Act of 1935) によってもたらされたかもしれない。し かしながら、本稿ではまた、エクルズ以前の連 邦準備局の中にさえ真正手形主義からの離脱へ の動きが見られたことが言及される。とはいえ, 大恐慌当時のゴールデンワイザーの考え方を辿 ると、ゴールデンワイザーの認識枠組みは真正 手形主義の影響が強かったと言わざるを得ない。

本稿の構成は次の通りである。第1章では、 連邦準備局の研究部門の成長を真正手形主義及 びゴールデンワイザーとの関連で論じる。第2 章では真正手形主義が1920年代の連邦準備局の

Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review, Vol. 68, September/October 1982, pp. 3-13. ¹³⁾ Allan H. Meltzer, A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913-1951, Chicago: University of Chicago Press, 2003.

¹⁴⁾この点に関する研究はほとんどないが、ヨーへの研究 は有益な示唆を与えてくれる。だが, 筆者が独自に一次 史料に当たったところ事実認識についていくつか誤って いるところがあることが分かった。William P. Yohe, "The Intellectual Milieu at the Federal Reserve Board in the 1920s," History of Political Economy, 1990, Vol. 22, No. 3, pp. 465-488; William P. Yohe, "The Mysterious Career of Walter Stewart, Especially 1922-1930," History of Political Economy, 1982, Vol. 14, No. 4, pp. 583-607.

¹⁵⁾ これらは財務省の国債管理への連邦準備政策の従属, もっと広く言えば「政治」への「政策」の従属という時 代背景の中で執筆されたものであった。Emanuel A. Goldenweiser, Monetary Management, New York: McGraw-Hill, 1949; Emanuel A. Goldenweiser, American Monetary Policy, New York: M.E. Sharpe,

 $^{^{16)} \}mathrm{Goldenweiser}, \ American \ Monetary \ Policy, pp. 109-$ 130.

信用政策を規定していたことを跡づける。第3章では、1928年物価安定化公聴会、1932年連邦準備局銀行準備委員会報告書をもとに、ゴールデンワイザーが真正手形主義の立場から連邦準備制度の直面した問題を捉えていたことを明らかにする。第4章では、真正手形主義からの乖離と考えられる1932年グラス=スティーガル法に対するゴールデンワイザーの考え方を明らかにし、最後に、残された課題について述べることにしよう。

1 連邦準備局の研究部門と信用政策

(1) 連邦準備局研究統計部の形成

1918年『第 5 次連邦準備局年次報告』は,連邦準備制度の研究部門の起源について記している「つ。1914年晩夏に連邦準備制度が発足したとき,連邦準備局には調査統計部(Division of Report and Statistics)が置かれた。だが,「銀行業一般についての諸問題よりも連邦準備銀行の運営に関する数字の収集で徐々に手一杯」となり,1918年9月1日に分析研究部(Division of Analysis and Research)を創出するに至った「80)。

その当時、調査統計部長は統計官も兼ねたモリス・ジェイコブソン(Morris L. Jacobson)であった。ジェイコブソンは、ロシア系ユダヤ人移民で、モスクワ大学、それからコロンビア大学で教育を受けた人物であった¹⁹。

分析研究部は連邦準備局事務局長を辞したウィリスが部長を務め、彼はまた、『連邦準備広報』 (Federal Reserve Bulletin) の編集者を兼ね た。分析統計部の本部はワシントンに置かれたが、実際の活動はニューヨークが中心であった。それはウィリスがコロンビア大学ビジネススクールに招かれたからである。彼はコロンビア大学の一角にある建物で分析研究部の指揮を執った²⁰⁾。

分析研究部の主要な業務は次の5つであった²¹⁾。

- ①連邦準備銀行及び加盟銀行を含む連邦準備制度の状況に関する定期的なデータの収集,分類,分析。銀行及び企業の状況に影響を与える景気状況などに関するデータの収集,分類,分析。しかしながら,上述の業務は調査統計部の仕事に代替するものではない
- ②銀行,金融などの状況についての研究の計画 立案。そのような研究は連邦準備制度の全般 的管理行政に役立つものである
- ③準備局によって依頼された特別な調査報告を 要する問題についての研究の実行
- ④『連邦準備広報』のためのデータ準備,外部 情報源からの追加的データの入手
- ⑤景気状況及び生産量の変化を示す統計の収集

ウィリスの分析研究部は、調査統計部の業務 との境界が判然としないもので重複もあった。 だが、単なる各種統計の入手及び整備に加え、 連邦準備制度の行政面及び政策面に資する研究 を業務とするものであったといえる。

1918年、調査統計部のスタッフは28名であったのに対し、設立されたばかりの分析研究部は12名で、うち6名は非常勤であった²²⁾。分析研究部長は、経済学および金融論を専攻する大学

¹⁷⁾Committee on the History of Federal Reserve System (CHFRS), File 167, "Origin of Research Division in the Board," Internal Memorandum, May 3, 1955. Washington D.C.: Brookings Institution; Federal Reserve Board (FRB), Fifth Annual Report of the Federal Reserve Board, Washington D.C; USGPO, 1918, pp. 62-64.

¹⁸⁾FRB, Fifth Annual Report, 1918, p. 63.

¹⁹⁾Yohe, "Intellectual Milieu," p. 470.

²⁰⁾ CHFRS, File 167, "Interview with Dr. Eugene Agger at Rutgers University, New Brunswick, New Jersey," Internal Memorandum, March 13, 1955.

 $^{^{21)}\}mathrm{FRB},\ Fifth\ Annual\ Report,\ 1918,\ p.\ 63.$

²²⁾FRB, Fifth Annual Report, 1918, p. 248.

院生を雇用することができた。最初は小規模でスタートを切ることになったが、費用便益を勘案して徐々に拡大させていくこととされた。翌1919年には、分析統計部は部長のウィリスのほか15名のスタッフで構成されるようになった。他方、調査統計部は、部長のジェイコブソン、副部長のエドワード・スメッド(Edward L. Smead)、副統計官のゴールデンワイザーのほか33名のスタッフを擁していた。

1920年、調査統計部から経済学者及び統計学者らを中心とした統計室(Office of Statistician)が分離独立した。この統計室は、ジェイコブソンとゴールデンワイザーのほか、7名のスタッフで構成された。他方、調査統計部はスメッドが部長となって39名のスタッフを抱えていた。この調査統計部は1922年に銀行運営部(Division of Bank Operations)と改称した。銀行運営部は連邦準備銀行及び加盟銀行の状況に関するデータを集めることに注力することになった。

1922年5月、ニューヨークの分析研究部がワシントンに移転し、9月15日には、ウェズリー・ミッチェル(Wesley C. Mitchell)から推薦されたウォルター・スチュワート(Walter W. Stewart)がアマースト大学から休暇を取って部長となった。ウィリスは辞任した²³⁰。移転前の1921年、分析研究部は24名、統計室は10名、調査統計部は17名のスタッフを数えた。1922年の移転後には、分析統計部21名、統計室12名、調査統計部31名となった。

1923年7月1日,統計室と分析研究部は統合され研究統計部(Division of Research and Statistics)と改称した。スチュワートが部長,ジェイコブソンが副部長になった。1924年7月31日にジェイコブソンが上院金銀調査委員会に加わるために離職すると,ゴールデンワイザー

が副部長となった 20 。1926年1月31日にスチュワートがウォール街の投資会社に加わるために離任した 25 。ゴールデンワイザーは部長代理となり,1927年1月1日付で部長,カール・パリー(Carl E. Parry)が副部長となった 26 。このとき,研究統計部のスタッフは36名であり,銀行運営部のスタッフは23名であった。

連邦準備局において、最初に研究機能をスタートさせたのはウィリスであった。ジェイコブソンがその後を引き継いだのであるが、彼は単に統計を収集し、報告するだけであった²⁷⁾。それを変えたのがスチュワートであった。

「1922年にウォルター・スチュワートが研究統計部長として連邦準備局に着任すると、経済情報(economic intelligence)の仕事は以前よりもはるかにうまく組織化されるようになった。そして連邦準備制度の機能に対して経済データの重要性が幅広く認知されたのは、他の誰にもまして彼のおかげであった280。」[傍点は筆者]

ゴールデンワイザーはスチュワートをこのように高く評価しただけでなく、その著書の冒頭に「スチュワートに捧ぐ」と記した。

表1は、1918年~1933年の特定年における連邦準備局の部門別人件費を示している。年により組織構成が異なり、また、同一名称でもその内容は異なる場合があるので単純な比較は許されないが、連邦準備局において研究部門の重要性が増してきたことが分かる。分析研究部は1918年9月からなので同年については省くが、人件費に占める研究部門の割合は、1919年4.5%

²³⁾FRB, Ninth Annual Report, 1922, p. 39.

²⁴⁾FRB, Eleventh Annual Report, 1924, p. 32.

²⁵⁾FRB, Twelfth Annual Report, 1925, p. 37.

²⁶⁾FRB, Thirteenth Annual Report, 1926, pp. 31-32.

²⁷⁾CHFRS, File 167, "Interview with Mr. Sheppard Morgan," Internal Memorandum, May 23, 1955.

²⁸⁾ Emanuel A. Goldenweiser, American Monetary Policy, p. 101.

表 1 連邦準備局における人件費の推移

単位:ドル

内訳	1918年
準備局員及び同職員	80,196.96
事務局	35,043.55
法務部	22,081.25
監査・検査部	43,186.25
調査統計部	33,192.27
分析研究部	3,694.66
発行部	16,622.52
伝達人	7,177.49
掃除婦	834.52
人件費合計	242,029.47

内訳	1919年
準備局員及び同職員	78,238.97
事務局	47,663.71
法務部	27,361.04
運営・検査部	68,317.78
調査統計部	56,042.86
金決済部	10,083.33
分析研究部	17,880.76
建築部	7,150.01
発行・償還部	50,957.26
伝達人	9,440.81
掃除婦	1,028.18
財務官	15,276.46
通貨監督官局	4,136.94
人件費合計	393,578.11

内訳	1920年
準備局員及び同職員	81,122.07
事務局	56,343.22
理事補佐局	3,492.29
総務局	30,685.00
統計室	21,800.00
財務局	5,665.00
運営・検査部	82,450.82
調査統計部	58,930.79
首席事務官部	5,003.17
金決済部	12,833.06
調達部	1,062.50
通貨部	1,282.29
印刷部	980.20
分析研究部	36,858.30
建築部	10,666.66
発行・償還部	71,623.02
伝達人	11,309.94
掃除婦	1,148.80
人件費合計	493,257.13

内訳	1926年
準備局員及び同職員	103,635.93
事務局	33,794.44
総務局	26,791.67
財務局	12,085.00
検査部	91,213.61
銀行運営部	58,608.90
首席事務官部	36,452.78
金決済部	17,975.00
通貨部	7,850.00
研究統計部	92,921.19
発行・償還部	50,834.99
伝達人	19,075.83
掃除婦	1,208.40
雑務	9,214.49
人件費合計	561,662.2

内訳	1933年
準備局員及び同職員	98,598.11
事務局	63,303.49
総務局	55,327.26
財務局	6,215.60
検査部	159,898.83
銀行運営部	100,572.36
研究統計部	118,627.73
発行・償還部	56,600.07
伝達人	21,178.99
掃除婦	2,922.00
雑務	1,084.80
人件費合計	684,329.24

(出所) Federal Reserve Board, Fifth Annual Report of the Federal Reserve Board, Washington D. C.: United States Government Printing Office, 1918, p. 217.; Sixth Annual Report, 1919, p. 237.; Thirteenth Annual Report, 1926, p. 498.; Twenties Annual Report, 1933, p. 333.

(分析研究部のみ), 1920年11.9% (分析研究部と統計室), 1926年16.5% (研究統計部), 1933年17.3% (研究統計部)となっている。1930年における研究統計部の給与は、ゴールデンワイザー部長が1 万2,000ドル,パリー副部長が8,500ドルであり、スタッフ40名は6,000ドルから1, 200ドルまで開きがあった20 。ちなみに連邦準備局メンバーの給与は2 万ドル程度であった。

(2) 連邦準備局研究統計部とゴールデンワイザー

ゴールデンワイザーは、1919年から1945年まで連邦準備に奉職し、1927年から1945年まで研究統計部長を務めた経済学者である。それほど知られた人物ではないので、1945年5月10日、サンフランシスコ連邦準備銀行で行われた公聴会での証言に基づき経歴を紹介しておこう 30 。

²⁹⁾FRB, Seventeenth Annual Report, 1930, p. 275.

³⁰⁾Emanuel A. Goldenweiser, E. A. Goldenweiser Papers, Container 5, "Transamerica Corp., Correspondence and Hearings," Library of Congress: Manuscript Division, 1949.

ゴールデンワイザーは1883年ロシアのキエフで生まれ、1902年にキエフ第一高等学校(First Kiev Gymnasium)を卒業しアメリカに移住した。1903年にコロンビア大学(Columbia University)を卒業し、コーネル大学(Cornell University, Ithaca, N.Y.)で1905年に修士号、1907年に博士号を取得し、同年アメリカに帰化した。

博士号取得後すぐに、連邦議会の移民委員会 (Immigrants Commission) に職を得た。同 委員会が終了した1910年にセンサス局に移り、 1914年から1919年までは農務省に勤務した。農 務省では農家収入や小作制度などについて調査 報告書や学術論文を執筆した。

その後、長きにわたり連邦準備局、連邦準備制度理事会に勤務した。前述のように、ジェイコブソンにより1919年に副統計官として雇用され、1925年には研究統計部の副部長、26年に部長代理、27年に部長となった。1933年に連邦公開市場委員会(Federal Open Market Committee)が設立されると、彼はその主席エコノミストを兼ねることとなった。1945年2月1日、退職を控えて新設の経済顧問に任命された。ゴールデンワイザーは連邦準備局での仕事について次のように説明している。

「私の仕事は、経済情報を収集することと、 [連邦準備制度] 理事会の経済情報を収集する 部門を統括することでした。また、連邦準備銀 行の類似の部門全般を管理し、経営者、理事会、 総裁会議、公開市場委員会、連邦諮問委員会、 その他の連邦準備制度のグループにデータを与 えて、彼らが信用政策を経済的根拠に基づいて 決定する手助けとなる見解を与えることでし た310。」[傍点は筆者] 連邦準備局在職中に執筆された彼の論文等は、外部の経済誌(Journal of the American Bankers Association)、学術誌(American Economic Review,Political Science Quarterly)等に発表されたものもあったが、記名、匿名を問わず『連邦準備広報』に掲載されたものが多かった。しかも「主な仕事は準備局自体に向けて資料を執筆し、用意し、編集することであった³②」。連邦準備の職員によって執筆された『銀行研究』(Banking Studies)や『戦後研究』(Postwar Studies)、『銀行・貨幣統計』(Banking and Monetary Statistics)の編集も担当した。

また、1945年の連邦準備退職後にはプリンストンの先端研究所(Institute for Advance Studies)に移り、1943年にはアメリカ統計学会会長、1946年にはアメリカ経済学会会長を務めている。単著には、『連邦準備制度の実際』、『貨幣管理』、『アメリカの金融政策』がある330。

さて、連邦準備局の研究部門の主な仕事には、各種統計データの収集、整理、開発が含まれる。 どの時期にどのような統計が収集されたのかを 理解するには、『連邦準備広報』の巻末にある 統計集を追いかける必要がある。『連邦準備広 報』の実質的な編集業務も研究統計部の重要な 役割であったからである。しかし、ここではそ の作業を省き、連邦準備の信用政策との関連で 金融統計・指標の開発について確認するにとど めることにしよう³¹⁾。

連邦準備局の初期には、ウィリス、それから

³¹⁾Goldenweiser, Papers, Container 5, "Transamerica Corp., Correspondence and Hearings," 1949, p. 2699.

³²⁾Goldenweiser, Papers, Container 5, "Transamerica Corp.," Correspondence and Hearings, 1949, p. 2700.
³³⁾Emanuel A. Goldenweiser, Federal Reserve System in Operation, New York: McGraw-Hill, 1925;
Emanuel A. Goldenweiser, Monetary Management,
New York: McGraw-Hill, 1949; Goldenweiser, American Monetary Policy.

³⁴⁾連邦準備局の研究部門による経済データの収集については,詳しくは,Yohe, "Intellectual Milieu," pp. 474-478.を参照されたい。

1914年から1936年まで準備局メンバーであった アドルフ・ミラー(Adolph C. Miller)を中心に、週次、月次、四半期ベースの銀行統計が整備された。

銀行に関する統計のほかにも、もっと幅広く 経済全般に及ぶデータの収集も始めた。それら は他の政府機関、経済団体、経済誌等から集め られたものが主であったが、研究部門が自ら開 発したものには、1922年の工業生産指数など生 産と貿易に関する統計があった。

連邦準備は1941年までマネーサプライを公表していなかったとはいえ、早い時期からその主要構成要素についての情報を集めていた³⁵⁰。1917年半ばの『連邦準備広報』には月次の「通貨発行高」が1914年半ばに遡って公表されている。1917年後半には、「週例加盟銀行報告」シリーズの公表が始まり、1923年には全銀行統計の公表が始まった。

統計データの収集、開発のほかに、研究部門の関心は、連邦準備局の政策行動が加盟銀行に与える影響に寄せられていた。ゴールデンワイザーにしたがって簡潔に触れておこう。

1913年連邦準備法は、連邦準備銀行預金(主として加盟銀行残高)に35%の必要準備を課し、発行済連邦準備券に40%の必要準備を課した。当時、準備は金と金証書によって構成されていた。準備率、すなわち、準備を(預金+銀行券)で除した数値が指標として使われていた。「通常、準備率の変化ほど、連邦準備銀行の行動を検討する際に示唆的な指標は一つもない」と考えられていたからである3%。

ところが,準備率は変化しやすいことが徐々 に明らかになってきた。その原因は金流入にあっ た37。「金輸入はまた、国内信用状況の指標と信用政策指針としての連邦準備銀行の預金準備率及び銀行券準備率の重要性に影響を及ぼした」389。1920年に準備率が42%まで下がったときには、準備が脅かされているため割引率の引き上げが必要だと説明するのは容易だった。しかし、1924年に準備率が75%以上になったことは、金融緩和状態を必ずしも示していなかった。

「1924年に連銀の金の量はとても豊富だったので、金不足とはとてもいえず、信用政策は [準備率ではなく] 他のなじみのない経済指標に基づかなくてはならなかった。こうした指標には、連銀からの加盟銀行借入、物価水準に関連した生産量及び貿易量があった³⁹⁰。」

このような事情で、指標は準備率から加盟銀行借入に変更されていくことになった。加盟銀行借入を指標として用いるには、上述の加盟銀行に関する資産・負債データの収集が不可欠であった。そうしてゴールデンワイザーらが指標開発に取り組みを始めたのは1923年のことであった⁴⁰。1923年は、公開市場操作が連邦準備の信用政策に組み込まれた年にほかならない。

2 連邦準備の信用政策と真正手形主義

(1) 連邦準備制度と信用政策の展開

1913年連邦準備法は、「伸縮的通貨を供給し、 商業手形を再割引する手段を与え、米国の銀行 をより効果的に監督する」ためのものであった。 すなわち、二元銀行制度、公債担保発券による 通貨供給の非伸縮性、それに起因すると考えら

³⁵⁾Board of Governors of the Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1943, p. 447.

³⁶ Goldenweiser, Federal Reserve System in Operation, p. 305.

³⁷⁾Goldenweiser, Federal Reserve System in Operation, pp. 5, 97-98.

³⁸⁾ Goldenweiser, Federal Reserve System in Operation, pp. 97-98.

³⁹⁾Goldenweiser, Federal Reserve System in Operation, p. 98.

⁴⁰⁾Goldenweiser, Federal Reserve System in Operation, pp. 28-29, 66-72.

れた頻発する銀行危機,金本位制のルールに対処しようとしたもので、真正手形主義者の理念の結晶であった。この連邦準備法は通貨供給機能の原理に劇的な変化をもたらした。国法銀行制度下の公債担保発券から、短期の自己流動的な商業手形を担保とした発券へ転換することで伸縮的通貨の供給をはかり、適格商業手形を割り引く信用の伸縮性が実現されたからである。

連邦準備法の下での発券規定に関しては第4章で詳述するが、連邦準備法第13条には連邦準備銀行の割引権限が定められている。要点は次の通りである。

- ①連邦準備銀行は、実際の商取引から生じ、加 盟銀行に裏書きを受けた手形類 (notes, drafts, and bills of exchange) を割り引 くことができる
- ② 農業,工業,あるいは商業上の諸目的のために発行されたか振り出された手形類でなくてはならない。連邦準備局は適格手形の性格を決定したり定義したりする権限を有する
- ③米国政府の発行した債券を除き、株式、債券、 あるいは、投資証券のために発行されたか振 り出されたものであってはならない
- ④手形類は90日を超えない満期のものでなくてはならない。ただし、農業、家畜に対して発行されたか振り出された手形は6カ月を超えない満期のものとするが、連邦準備銀行の資本金の1%までとする

ところで、ウィリスは、公開市場操作を行うことを認める連邦準備法第14条の制定に貢献した。その提案理由は、連邦準備銀行が営業収益を増やし、公定歩合を安定させることで割引市場の設立を促進することにあった⁴¹⁾。初期の連

邦準備の信用政策において、割引政策が重要で あって、公開市場操作はあくまで営業収益を稼 ぐものであったといってよい。

大きな転換点が訪れたのは1923年のことである。フリードマン=シュウォーツが高く評価しているように、1920年代の連邦準備の信用政策は、1923年『第10次連邦準備局年次報告』(以下、『第10年次報告』と略す)によってその原理が示された。前年10月、連邦準備銀行理事や取締役、準備局メンバーらが一堂に会して、信用政策に関するシンポジウムが開催された。『第10年次報告』にまとめられた考え方の多くは、そのシンポジウムで提出されたアイデアに基づいている42。

『第10年次報告』は、準備局メンバーであるアドルフ・ミラーと研究統計部長であるウォルター・スチュワートの手によるもので、以前のものとは「まったく異なった知的水準」で書かれたものであった⁴³⁾。彼らは、初めて公開市場操作を明示的に取り上げ、政策全体に占める役割、また、割引政策との関連について論じた。すなわち、買いオペは割引量を減らし、売りオペは割引量を増やすという交差効果(scissors effect)が認識されたのである。

さらには、連邦準備制度の信用政策全体と個々の連邦準備銀行の行動を関連づけることを重視した。ウィリスが当初企図した公開市場操作は、各連邦準備銀行が営業費を得ることが主目的であり、経済全体への影響は十分に配慮されていなかった。1922年5月、ニューヨーク、シカゴ、ボストン、フィラデルフィア、クリーブランドの5連銀を中心に、連邦準備銀行理事会議に政府証券集中売買委員会(Committee on the

⁴¹⁾ベンジャミン・H・ベックハート著,八尾次郎監訳『米 国連邦準備制度』,東洋経済新報社,1988年,101~104頁. [Benjamin H. Beckhart, *Federal Reserve System*, New York: American Institute of Banking, 1972.]

⁴²⁾Jane W. D'Arista, *The Evolution of U.S. Finance: Federal Reserve Structure and the Development of Monetary Policy: 1915-1935*, New York: M. E. Sharpe, 1994, pp. 106-107.

 $^{^{43)}{\}rm Friedman}$ and Schwartz, A Monetary History, p. 251.

Centralized Execution of Purchases and Sales of Government Securities) が組織さ れ,政府証券市場を公開市場操作が撹乱するこ とのないように政策調整を図ろうとした。だが, 各連銀がその決定に拘束されることはなかった。 1923年3月22日には、連邦公開市場投資委員会 (Federal Open Market Investment Committee) に改組され、公開市場操作は商取引への 融資と一般的信用状態を考慮して行われること になったが, 各連邦準備銀行に対する強制力は もちえなかった。さらに、1930年3月25日に公 開市場政策会議(Open Market Policy Confe rence), 1933年銀行法で連邦公開市場委員会と なり、1935年銀行法で現在とほぼ同様の権限を 備えた組織となった。これらの改組は、ワシン トンの連邦準備局(後に理事会)に集権化する ため、とりわけニューヨーク連邦準備銀行の自 律性を弱めるためのものであった40。

『第10年次報告』でもっとも重要なのは「信用政策指針」(Guide to Credit Policy)と題された10ページからなる節で、金準備率に代わる規準を創出することを目指したものだった。それによると、金準備率、為替レート、物価指数といった単純な指標は十分な政策指針として役立たないという。信用政策は、生産、貿易、雇用、物価、在庫の変化量に関する可能な限り幅広い証拠に基づいた判断であるし、そうでなくてはならないのである。

強調されているのは、「生産的信用」と「投機的信用」を峻別すること、生産と消費の均衡をはかることである。信用が株式投資などに「投機的」に使用され、それが生産と消費を不均衡化し、結果的に物価と経済活動を下降させる危険は避けなくてはならない。

以上のように、受動的な割引政策として始まった連邦準備の信用政策は、1923年の『第10次年

⁴⁴⁾D'Arista, The Evolution of U.S. Finance, Chap 2.

次報告』に見られるように、公開市場操作を政策手段とするようになった⁴⁵。当時ニューヨーク連邦準備銀行の取締役であったランドルフ・バージェス(Warren Randolph Burgess)がベンジャミン・ストロングの所見をまとめた著作から、公開市場操作の根拠を確認しておこう⁴⁶。

彼は公開市場操作の根拠を,加盟銀行がどのような理由で加盟銀行借入(連銀借入)を行うかを検証することで明らかにした。連銀借入には2つの要因があると考えられるが,1つは「利潤のために」("for profit")借り入れるというものである。加盟銀行は割引率が市場金利を下回る限り連銀借入を行い,この借入資金を貨幣市場で貸し付けて利鞘を稼ぐ。他方,割引率が市場金利を上回る場合には,資金を回収して連銀に返済する。単純化すれば市場金利と割引率の差が利潤率となる。「利潤のために」加盟銀行が連銀借入を行うのならば割引政策が主たる政策手段となる。

もう1つは「仕方なく」("reluctance")借り入れるというものである。加盟銀行は、準備金が不足したときだけ割引窓口に頼り、仕方なく借り入れを行い、できるだけ早く返済する。

「加盟銀行が連邦準備銀行から継続的に準備金を借り入れているときには、債務を返済する措置を採る。・・・反対に、多くの加盟銀行が連邦準備銀行から準備金を借り入れていない場合には、それらの銀行は資金を投下できる状態にあり、商業手形金利を含む市場金利は低下することになる。その関係は、加盟銀行が連邦準備銀行から借り入れたがらないということに基

⁴⁵⁾Meltzer, A History of the Federal Reserve, pp. 161-165

⁴⁶⁾Randolph W. Burgess, Interpretations of Federal Reserve Policy: In the Speeches and Writings of Benjamin Strong, Washington, D.C.: Brookings Institution, 1930.

づいている⁴⁷⁾。|

加盟銀行が「仕方なく」借り入れているのならば、連銀借入が増加する場合には貸付が回収されて市場金利が上昇し、反対に連銀借入が減少する場合には貸付資金が増加して市場金利が低下する。この場合、連銀借入量と市場金利は同一方向に変化するのであるが、データはそれを支持している。したがって、連邦準備は割引率の変更ではなく、公開市場操作によって加盟銀行借入の量をコントロールすることで金利に影響を及ぼせると結論づけられた。

2つの指標が金融状況を判断するのに重要であった。第1のものはニューヨーク及びシカゴ連邦準備区の加盟銀行借入であった。5億ドル以上が高債務水準,5億ドル未満が低債務水準とされた。第2のものは短期名目金利であった。連邦準備は政府証券の公開市場操作を主要な政策手段とし、加盟銀行借入を指標として、最終的に市場金利を操作しようとしたといえる。

また連邦準備局とニューヨーク連邦準備銀行の間には、信用管理のあり方を巡って対立があった。準備局は、投機的な貸付を行わないように「直接の圧力」(窓口政策)をかけることを選好したのに対して、ニューヨーク連邦準備銀行は公開市場操作を主張した。

3 連邦準備制度の信用政策とゴールデンワイ ザー

(1) 1928年物価安定化公聴会

1922年から1928年までの間に、連邦議会は、物価水準(卸売物価)の安定化を連邦準備制度に義務づけるため、いくつかの法案を審議した。1928年、ジェームズ・ストロング(James G. Strong)下院議員が提案した法案(H.R.

本法案の目的は前文に端的に表現されている。

「連邦準備法として知られる1913年12月23日に承認された法律の修正法案。連邦準備制度の権限が行使さるべき特定の諸政策を定義し、安定的な金本位制の維持をさらに促進し、商業、工業、農業、及び雇用の安定性を促進し、より安定したドルの購買力の実現を支援することなどのためである⁽⁸⁾。」

連邦準備局のメンバーであるミラーはともかく、スチュワートとゴールデンワイザーが議会で証言する機会はほとんどなかったので、非常に珍しいことであった。その上、研究統計部の仕事は、外部に対して自らの見解を提示することよりもむしろ、連邦準備局内の意思決定のための検討材料を提供することにあった。仮に、連邦準備局の外部向けに公刊物を出す時も、記名よりも匿名のことの方が圧倒的に多かった。そのため、これらの議会証言は、連邦準備局の経済学者がいかなる考え方をしていたかを明らかにする上で貴重なものである。

公聴会の議事録は膨大なものであるので、これを詳細に検討するのは別の機会に譲ることに しよう。ここではゴールデンワイザーの証言の

¹¹⁸⁰⁶⁾の審議のため、下院銀行通貨委員会で開催された公聴会には、連邦準備局の3人の主要な経済学者、ミラー、ゴールデンワイザー、スチュワートが出席し証言した(スチュワートはすでに連邦準備局を辞めていた)。この法案の意図は、貨幣の購買力を安定化させることを連邦準備制度の諸目的に位置づけることであったが、証言者にとって「物価安定化」という言葉はあいまいに聞こえ、証言には混乱と矛盾が数多く見られた。

⁴⁷⁾Burgess, Interpretations of Federal Reserve Policy, p. 220.

⁴⁸⁾ House of Representatives, Hearings before the Committee on Banking and Currency: Stabilization, March 19 - April 29, 1928, p. 1.

骨格を明らかにしていく。

証言が始まると、ゴールデンワイザーは最初に1800年以降の卸売物価の図を提示した。3つの物価のピークは戦時の戦債発行によってもたらされたという。こうした激しいインフレやデフレは通常起こらず、もし起きたときにはいかなる中央銀行の権限をもってしても抑えることはできないという。

そして、長期的な物価趨勢に関しては、その最中においてはどちらの方向に向かっているのか判断がつかないと述べた。また短期的にも数量説は成り立たないケースがあることを指摘する。例として1925年から27年には銀行信用が急速に増加したが、物価は10%低下したという事実を挙げる。この間、物価水準が低下した理由は、生産、輸送、流通の効率性が高まり、生産・流通組織の競争が高まったことに求められるという。

「信用量と物価水準の間の全体的な関係はすでにほとんど掘り崩されているという事実から見ますと、そしてそれを研究している連邦準備制度の私たちがその関係の直接性と一貫性に大いに疑問をもっているという事実を踏まえますと、連邦準備制度が物価水準に与えた影響を明らかにできません。いったい影響がもたらされたかどうかも明らかにできません。

連邦準備の信用政策,すなわち,割引政策と公開市場操作は,個別銀行の健全性を改善することを除いて物価水準に影響を及ぼすとは限らないという。そして,物価が継続的に下落するときに連邦準備局はどうするのかを問われて次のように回答した。

 $^{\rm 49)}{\rm House}$ of Representatives, Hearings: Stabilization, p. 29.

「たとえば1926年から27年のように、銀行信用が急速に増えて、市場金利が低く、信用の不足や厳しさやコストの高さの証拠が何も見られないとすれば、私の考えでは、物価下落を止めるために連邦準備制度ができることは何もないと言わざるを得ません。・・・(中略)・・・望まない人々に信用を使わせることはできませんし、信用の価格はある特定の時点で使われる信用量を決定するからです500。」

「物価を引き上げるためには、連邦準備制度の唯一の目標を当面物価の引き上げとすることになります。たとえば政府証券を買い続けると、それらの資金の利益は加盟銀行が割引を減らすことに使われます。政府証券を購入し続けると最終的に割引はなくなり、資金はそうして加盟銀行の準備として蓄積され始め、加盟銀行は信用政策を見直して貸付を増やすでしょう。そして最後に、加盟銀行は最大の機会を提供するビジネスへの経路を見つけるでしょう。それはおそらく商品の投機であり、株式もしくは不動産の投機なのです50。」

連邦準備法の精神は信用需要に応えることであり、それを遂行する際に、物価水準に影響を与えることはできないとゴールデンワイザーは後段で回答している⁵²⁰。つまり、物価水準だけに政策の焦点を絞ることは、連邦準備法の精神に反することになるから物価安定化を連邦準備制度に義務づけるのは反対だという主張になる。連邦準備法の精神とは、実際の商取引のニーズに応えるという「生産的信用」の供与にほかならず、信用が株式や不動産の投機に使われる

⁵⁰⁾ House of Representatives, Hearings: Stabilization, p. 37

⁵¹⁾ House of Representatives, Hearings: Stabilization, p. 37.

⁵²⁾House of Representatives, *Hearings: Stabilization*, p. 46.

「投機的信用」となるのであれば、それは不健全な信用ということになる。真正手形主義の立場からすれば、「投機的信用」は「インフレ的」と解釈された。

ところで、ゴールデンワイザーに先立ち証言 したベンジャミン・ストロングは金本位制に強 い信念を示した。

「連邦準備法に対するこの修正によって求められているすべてのことは、2つのことを行えば完全に実現できると固く信じています。すなわち、第1に、連邦準備制度をうまく賢明に運営することです。そして第2に、世界中が完全な金本位制へ全面的に復帰することです5%。」

ストロング理事は、信用政策の指針としてもっとも信頼できるのは完全な金本位制であり、他のどのような代替物よりすぐれていると考えた。そのために物価安定化の立法化には反対したのである。しかし、金本位制を保持するため、連邦準備制度のあらゆる権限を用いて金の価値を国際的にも国内的にも安定化させるという本法案の趣旨には賛意を示した。

それに対し、ゴールデンワイザーは、主要国で金本位制復帰に向けた動きがあることを認めつつも、すでに金本位制はその本質的な価値を失ったと言い、金流出についての懸念に連邦準備の信用政策は影響を受けないと証言した。彼が本法案に反対したのは、信用と物価水準の一意的な関係を認めないとの所見からであった。そして物価引き上げだけを信用政策の目的とすれば「投機的信用」となるとの理由で本法案に反対したのであった。

(2) 1932年連邦準備制度銀行準備委員会報告書

ユージン・メイヤー (Eugene Isaac Meyer) 連邦準備局理事の下, ゴールデンワイ ザーは2つの委員会の中心人物として連邦準備 制度の直面する問題を調査した。1つは連邦準 備制度銀行準備委員会 (Federal Reserve Committee on Bank Reserve, 以下, 銀行準 備委員会) であり、同委員会は「加盟銀行準備 | と題された報告書を取りまとめた540。もう1つ は連邦準備制度支店・グループ・チェーン銀行 制委員会(Federal Reserve Committee on Branch, Group, and Chain Banking) であ る。後者の委員会の報告書が公開されることは なかった。ここでは預金準備を論じた前者を取 り上げ、後者の検討は別の機会に譲るとする。 また,銀行券の準備については第4章で,1932 年グラス=スティーガル法との関連のなかで論 じることにする。

銀行準備委員会は、1929年12月12日の連邦準備銀行理事会議での決議に基づき設置されたものである。その決議は、きわめて重要な問題である銀行準備について、「現行の不平等もしくは欠陥を除去し」、「より論理的もしくは効果的な根拠に基づいた全国的な銀行準備を設定するために」、専門家に慎重な科学的研究と法改正のための提言を求めたものであった。55。委員会は、ゴールデンワイザーのほか、連邦準備局銀行運営部長のスメッド、サンフランシスコ連邦準備銀行副理事のクラーク(Ira Clerk)、クリーブランド連邦準備銀行副理事のマシュー・フレミング(Matthew J. Fleming)、ニューヨーク連邦準備銀行副理事のレズリー・ラウンズ(Leslie R. Rounds)で構成され、事務局は連

⁵³⁾House of Representatives, *Hearings: Stabilization*, p. 17.

⁵⁰Committee on Bank Reserves of the Federal Reserve System, *Member Bank Reserves*, Washington D.C.: USGPO, 1931.

⁵⁵⁾Committee on Bank Reserves, *Member Bank Reserves*, p. 4.

表 2 加盟銀行に対する準備要件

 銀行の種別	準備要件		準備の形態		
A 連邦準備法成立以前の国法銀行					
	純預金の合計		手元現金	手元現金あるいは指定コルレス 銀行への預金	
中央準備市銀行 準備市銀行 地方銀行	% 25 25 15		全て 1/2 2/5	0 1/2 3/5	
	B 追	車邦準備法制定当	時の加盟銀行	1	
	純要求払預金	有期預金	連銀への預金	手元現金	手元現金あるい は連銀への預金
中央準備市銀行 準備市銀行 地方銀行	% 18 15 12	% 5 5 5	7/18 6/15 5/12	6/18 5/15 4/12	5/18 4/15 3/12
	C 現	見在の加盟銀行((1917年修正)		
	純要求払預金	有期預金		連銀への預金	
中央準備市銀行 準備市銀行 地方銀行	% 13 10 7	% 3 3 3	すべて すべて すべて		
	純預金の合計、 要求払、有期	債務・預金勘定の 1日平均取引高	連銀への預金	手元現金あるい	は連銀への預金
	%	%			
連銀及びその支店周辺 の加盟銀行	5	50	4/5	4/5 1/5	
その他の加盟銀行	5	50	2/5	3	/5

(出所) Committee on Bank Reserves of the Federal Reserve System, *Member Bank Reserves*, Washington D.C.: USGPO, 1931, p. 7.

邦準備局研究統計部のウィンフィールド・リーフラー(Winfield W. Riefler)が務めた。

報告書の提言の主眼は、中央準備市、準備市、 地方の区分を廃棄し、加盟銀行準備を預金回転 率に部分的に関連づけることにより信用の不健 全な拡大を防ぐというものであった。

表 2 は、国法銀行法、連邦準備法制定当時、現行法、委員会提案のそれぞれにおいて、銀行準備を何に対してどれだけ、またどのような形態でもつことを要求されたかを示している。国法銀行法下において、国法銀行は所在地に応じて3つに区分された。すなわち、中央準備市(1913年時点ではニューヨーク、シカゴ、セン

トルイス),準備市(47市),地方である。中央 準備市の国法銀行は,合法貨幣すなわち手形交 換所金証書で全預金の25%を保有することを求 められた。準備市のそれは同じく25%の準備を 保有しなくてはならなかったが,準備の1/2 は中央準備市の国法銀行への預金とすることが できた。地方の国法銀行の準備率は15%で,そ のうち3/5を準備市もしくは中央準備市の国 法銀行への預金とすることができた。当時は要 求払預金と有期預金の区別はなかった。この制 度下において資金がニューヨークの非自己流動 的な証券担保貸付へ向かい,恐慌を頻発させた ことはよく知られている。 連邦準備法は準備を連邦準備銀行に集中させようとした。同法成立により必要準備は低下し、しかも要求払預金と有期預金が区別されることになった。だが、連邦準備法下においても銀行の所在地によるこの3つの区分は受け継がれた。要求払預金の準備は、中央準備市で18%、準備市で15%、地方で12%といずれも低減し、有期預金には一律5%という低率の準備が課された。加盟銀行は、定められた比率において、手元現金、連邦準備銀行への預金という形態で準備を保有することができた。

1917年6月21日の連邦準備法修正により,要求払預金の準備は,中央準備市で13%,準備市で10%,地方で7%へとそれぞれ5%ポイント低下し,有期預金の準備は3%へと2%ポイント低下した。しかし,準備は全て連邦準備銀行へ預金とされ,手元現金は準備に含めることができなくなった。

銀行準備委員会は、「加盟銀行準備の法的要件についての現行制度は、1914年に始まってから効果的に機能したことはなかった」ときわめて厳しい評価を下した。そして、現行の準備要件は、それぞれの加盟銀行が行っている業務の本当の性質を反映していないので、中央準備市、準備市、地方という区別の間において、また、各区分内において「不衡平かつ不公平」であると断じた550。報告書についてのゴールデンワイザーの公聴会証言から、1917年修正下における加盟銀行準備の3つの本質的な特徴について論じよう557。

第1に,有期預金には全国一律の3%の準備が課せられたのに対し,要求払預金の準備は,中央準備市で13%,準備市で10%,地方で7%

であった。問題は、準備率の高い要求払預金か ら低い有期預金に資金が移動して準備が薄くな るということであった。そのため必要準備が増 えることなく銀行信用が増えてしまうことになっ た。これは1920年代を通じて生じた事態であっ た。加盟銀行準備要件の最重要機能は信用管理 であるにもかかわらず, 信用が商業及び工業の ニーズを超えて拡張し不健全なものとなった。 それはとりわけ1928年及び1929年の株式市場の 活況に反映されている。1925年には預金1ドル のうち64セント, 1929年には59セントが要求払 預金であったが、回転率は24回から33回に増加 した58)。有期預金のかなりの部分は、とりわけ 大都市部において, 貯蓄預金の性質を有するも のではなく、かなりの回転速度を有するもので あった。

第2の特徴は、準備が加盟銀行間に不均等に 分布し, しかもこの不均等化が進んでいること であった。とりわけ地方銀行が不利であった。 これは1917年修正により準備の連邦準備銀行へ の集中化がはかれられたことに起因する。同修 正は、銀行の手元現金を準備として認めなかっ たので、地方加盟銀行は連邦準備銀行への預金 として準備を用意することに加え, 手元に現金 をもつ必要があった。そうして連邦準備銀行の 本支店から地理的に遠い地方銀行の実質的な準 備率は高くなり、近い市中銀行のそれは低くなっ た。連邦準備銀行の本支店近くに位置する銀行 の手元現金は要求払預金の1.38%, 他の銀行の それは4.64%であった。必要準備に加えその分 だけ余計に現金を用意せねばならなかったので ある。また、準備は「他行からの預金」から 「他行への預金」を差し引いたネットで計算さ れるので、このことも都市部にコルレス銀行を もつ地方銀行に不利となった。

⁵⁶⁾Committee on Bank Reserves, *Member Bank Reserves*, p. 5.

⁵⁷⁾ House of Representatives, Hearings before Subcommittee of the Committee on Banking and Currency: Stabilization of Commodity Prices, April 13 and 14 1932, Washington D.C.: USGPO, pp. 562-565.

⁵⁸⁾Committee on Bank Reserves, *Member Bank Reserves*, p. 9.

第3の特徴は、必要準備が景気を平準化するように機能しないことである。国法銀行の所在地による3つの区分により必要準備が異なることで、好況のときに必要準備が増加してしまう。不況のときには、地方銀行の預金は遊休状態にあるので都市の銀行に送られ、顧客から地方銀行への預金、地方銀行から都市の銀行への預金という「重複預金」(duplication of deposit)が生じた。好況のときには逆のことが起こり、「重複預金」は消滅し、必要準備は減少した。つまり、「生産的信用」とはなっておらず、投機を助長する「投機的信用」になってしまったのである。

したがって、準備に関する既存の法律は崩壊しつつあり、銀行間に不公平をもたらし、景況及び連邦準備の信用政策と反対に機能しているという。そして、これらを解決するために、すべての預金残高に5%、そして一日の預金取引高(daily turn-over of deposits)の平均について50%の準備を課すという提言を行ったのである。

この銀行準備委員会提案は、好況期においては預金の回転率上昇に伴って必要準備が増加して信用が自動的に抑制され、不況期においては逆のことが起こるように企図していた。実態のある商取引に必要な量を超えて信用が拡大し、株式投機などに資金が回るようなことのないようにするためのものであったといえる。『第10年次報告』のいう「生産的信用」と「投機的信用」の峻別は、ここでも連邦準備の信用管理の上で肝要なものであった。

4 1932年グラス=スティーガル法と真正手形 主義

銀行準備委員会の提案は実現することはなかった。だが、ゴールデンワイザーはこの提案について、1932年4月14日に下院銀行委員会の小委員会で行われた商品価格安定化公聴会で証言を

行った⁵⁹⁾。その証言のなかで、1932年グラス=スティーガル法(Glass-Steagall Act of 1932)についても言及しているので、発券規定と、真正手形主義の根幹をなす手形の「適格性」について検討を加えよう。

当初の1913年連邦準備法の下では、連邦準備銀行は第13条に規定された割引手形を連邦準備代理人(Federal Reserve Agent)に預託することで連邦準備券を入手した。連邦準備代理人は、準備券に対して100%の適格手形を担保(collateral)として要求し、金を受領することはできなかった。この適格手形は農業、工業、商業上の目的のために発行され振り出されたもので、原則90日未満の満期のものとされた。さらに連邦準備銀行は準備券を流通させる際にその金額の40%に相当する金または金証券を準備(reserve)として手元に置かねばならなかった。都合、発券額の140%に相当する担保と準備が必要とされたのである。

その後、連邦準備券の発行にかかわる規定は 幾度も修正されてきた600。1917年6月21日付で 法制化された修正条項は, 連邦準備代理人に担 保として金及び金証券を預託することを認めた。 さらにそれを手元の準備として代置することを 認めた。これにより,必要担保と必要準備の合 計は140%から100%に減じられた。この修正以 前には、連邦準備銀行は適格手形を持たなけれ ば追加的な準備券を受け取ることができなかっ た。この修正により,連邦準備銀行は金及び金 証券と引き換えに連邦準備代理人から同額の適 格手形を受け取り, それを次に準備券を受け取 るために用いることができるようになった。こ のプロセスが繰り返されることにより, 連邦準 備券は事実上金証券となった。かくして連邦準 備銀行は、連邦準備券については40%、預金に

⁵⁹⁾House of Representatives, *Hearings: Stabilization* of Commodity Prices, pp. 568-569.

⁶⁰⁾ベックハート『米国連邦準備制度』,135~138頁.

ついては35%を準備として金及び金証券で保有 することが義務づけられるようになった。

1930年代初めに「適格性」を緩和する必要に 迫られた。それが1932年2月27日の連邦準備法 修正、通称1932年グラス=スティーガル法にほ かならない⁶¹⁾。フーヴァー大統領は、1931年 9 月21日のイギリスの金本位制離脱後、「対外流 出 | と「国内流出 | に対処するため、10月6日 に議会指導者に「適格性」を拡大する要請を行っ た(2)。 1932年2月7日にオグデン・ミルズ (Ogden L. Mills) 財務長官がフーヴァー大統 領に報告したところによると, 毎週1億ドルの ペースで海外への金の流出及びイヤマークが進 んでおり、「自由金」はわずか3億ドルで底を 突くのも時間の問題だった。このときフランス は10億ドルの対米預金をもっていた。このよう に「対外流出」によって「自由金」が危機的状 況となり, 連邦準備は金流出を防ぐために利上 げを行った。多くの銀行が破産していくなかで のこの措置は、「国内流出」も深刻化させた630。 預金の「国内流出」により連邦準備銀行は大量 の準備券を発行しなくてはならなかった。だが, 連邦準備銀行には十分な適格手形がなかったた

め、連邦準備券の準備としての40%だけでなく、 担保部分も金で保有せざるを得ず、金の比率は 合わせて70%に上った。

かくして、預金から現金にシフトすることにより貨幣乗数は大幅に急落した。銀行の債務を低減させるために金融緩和策が必要とされたが、連邦準備券の担保要件が阻害要因となった⁶⁴⁾。1932年2月7日にホワイトハウスで開催された会合で、「適格性」を拡大する緊急措置を採ることが合意された。グラス上院議員は「適格性」の拡大という考え方には反対であったが、ミルズ財務長官やメイヤー連邦準備局理事らの説得で、立法化を図ることにしぶしぶ承知したという⁶⁵⁾。

1932年グラス=スティーガル法は、第1項及び第2項で、十分な適格手形をもたない加盟銀行が少なくとも1%を上乗せした金利で他の資産を担保として借入をすることを認めた。さらに、第3項で連邦準備券の担保の範囲を拡大し、政府証券を含めた。

表3は、1932年2月24日時点における連邦準備制度の債務と準備の状態を示すものである。 連邦準備券は合計で29億800万ドル、預金は19億7,300万ドルであった。市中連邦準備券には40%(10億5,700万ドル)、預金には35%(6億9,100億ドル)の準備が必要とされたので必要準備は17億4,800万ドルであった。そのとき準備の合計は31億4,000万ドルであったので、必要準備を差し引くと超過準備は13億9,200万ドルであった。

連邦準備券合計29億800万ドルから担保として供された適格手形9億2,100万ドルを差し引くと、必要とされる金は19億8700万ドル。そして預金準備として必要とされる金が6億9,100

 $^{^{61)}}$ グラス=スティーガル法というとニューディール期の最重要立法の1つである1933年銀行法(Banking Act of 1933)が想起される。同法は、商業銀行と投資銀行の間に業態の垣根を設け、連邦預金保険公社(FDIC; Federal Deposit Insurance Corporation)を暫定設立し、預金金利上限規制(レギュレーションQ)を設けたことなどでよく知られている。他方、本論文で取り上げた1932年グラス=スティーガル法は、フーヴァー政権期に成立したもので、デフレーションを抑制するために、連邦準備制度の拡張的金融政策の阻害要因であった銀行券担保の「適格性」を緩和したものであった。

⁶²⁾ Herbert Hoover, The Memoirs of Herbert Hoover, Vol. Three: The Great Depression 1929-1941, New York: Macmillan Company, 1951, pp. 115-118. メイヤーの伝記によると大統領は喫緊の問題, すなわち,「適格性」の拡大についてグラス上院議員の反対があり指導力を発揮できなかったという。Merlo J. Pusey, Eugene Meyer, New York: Alfred. A. Knopf, 1974, pp. 227-230.

⁶³⁾すぐ後で述べるように、連邦準備券の担保としても準備券及び預金の必要準備としても使用されない金を「自由金」(free gold) と呼ぶ。

⁶⁴⁾Goldenweiser, American Monetary Policy, pp. 121-125.

⁶⁵⁾ Hoover, The Memoirs, p. 117; Pusey, Eugene Meyer, p. 21.

表 3 連邦準備制度の債務と準備:1932年2月24日

単位:ドル

債 務			準 備	
市中連邦準備券	2,643,000,000	連邦準備券の40%準備		1,057,000,000
連銀内の連邦準備券	266,000,000	担保の適格手形		921,000,000
連邦準備券合計	2,908,000,000			
預金	1,973,000,000	預金の35%準備 うち適格手形 うち金		691,000,000 202,000,000 489,000,000
		必要準備		1,748,000,000
		超過準備		1,392,000,000
		準備の合計		3,140,000,000

(出所) Federal Reserve Board, *Federal Reserve Bulletin*, Washington D.C.: USGPO, February 1932, pp. 143-144. より作成

(注) 表中の数値は原文にしたがった概数であるので計算が合わない場合がある

表 4 連邦準備信用と変化の主要要因 単位;100万ドル、平均値

	1932年 2 月	1932年 6 月	変化
割引手形	848	495	-353
買入手形	151	50	-101
政府証券	743	1,697	954
その他の連邦準備信用	57	22	-35
連邦準備信用合計	1,799	2,264	465
市中連邦準備券	5,627	5,530	-97
加盟銀行準備残高	1,907	2,062	155

(出所) Federal Reserve Board, Federal Reserve Bulletin, Washington D.C.: USGPO, July 1932, p. 421.より作成

万ドル、準備券償還基金として必要とされる金が4,600万ドルであった。準備の合計31億4,000万ドルからこれら3つの数字の合計を差し引くと4億1,600万ドルとなり、これが「自由金」となる。

1932年グラス=スティーガル法成立以前には、この「自由金」の範囲内でしか買いオペを実施できなかった。政府証券の買いオペを実施すると、連邦準備銀行は代わりに金及び金証券を連邦準備代理人へ預託することを余儀なくされたからである。これは加盟銀行の債務負担を増すことになった。同法成立によって、加盟銀行の債務負担を増加させずに超過準備の範囲内で買いオペを実施できることになった。

表 4 に見られるように、1932年 2 月から同年

5月までに、連邦準備制度の政府証券保有高は、7億4,300万ドルから16億9,700万ドルへ9億5,400万ドル増加した。同期間に3億5,300万ドル減少した割引手形、1億100万ドル減少した買入手形などを相殺しても、連邦準備信用は4億6,500万ドル増加した。

6月29日時点における準備の合計は27億 8,200万ドル,そのうち連邦準備券の40%準備 が11億200万ドル,預金の35%準備が7億3,800 億ドルであるから,残りの部分に相当する超過 準備は9億4,200万ドルであり,「自由金」は 6,600万ドルであった⁶⁶⁾。この時点において,

⁶⁶⁾Federal Reserve Board (FRB), Federal Reserve Bulletin, Washington D.C.: USGPO, July 1932, p. 412.

連邦準備銀行が保有していた政府証券は18億100万ドル、そのうち連邦準備券の担保として連邦準備代理人に差し出されたのは6億700万ドルであった⁶⁷⁰。「自由金」は乏しかったが、1932年グラス=スティーガル法により、連邦準備代理人に政府証券を担保として差し出せば同額の金を受け取ることができた。

ゴールデンワイザーは連邦準備制度理事会退職後に記した著書で「自由金」問題に触れている。適格手形が不足している銀行に対してのみの措置で,通常の割引率よりも1%以上高い割引率であったが,「同法によって,連邦準備銀行は受け入れ可能なあらゆる証券に基づいて加盟銀行に貸し付けることができた」⁽⁸⁾。さらに,「その直接的結果は,連邦準備が反デフレ政策の継続において,大規模な公開市場操作を遂行できるようになったことである」と述べた⁽⁶⁾。

ゴールデンワイザーのこの見解に対して,フリードマン=シュウォーツは厳しい批判を展開した⁷⁰。彼らは,1932年グラス=スティーガル法で「自由金」問題が解決されるまで拡張的金融政策を採れなかったというのは,後付けの口実にすぎないという。すなわち,いずれの時点においても金本位制を脅かすことなく拡張的金融政策を採るのに十分な金があったのにもかかわらず,拡張的政策を行わなかった無策を批判したのである。

ここで商品価格安定化公聴会におけるゴールデンワイザーの証言に戻ろう。彼の証言は次の2点においてフリードマン=シュウォーツの主張に疑問を呈する。第1に、彼は、1932年グラス=スティーガル法がなくても、連邦準備制度はその意思があれば認められた権限において準

備要件を停止できることを明確に認識していた。 連邦準備法第11条(c)項により,条件付きながら 連邦準備局は,「本法で定められたあらゆる準 備要件を30日を超えない期間停止し,場合によっ ては15日を超えない期間それを延長する」こと ができた。同公聴会でストロング下院議員は, 「連邦準備制度は必要ならば準備を免除する権 限をもつのか」と尋ねたのに対して,ゴールデ ンワイザーはそれを認めた上で,準備要件を停 止するだけでなく廃止することもできると答え た⁷¹⁾。彼は続けて次のように証言した。

「連邦準備局は準備要件を停止することができますが、上乗せ金利を課さなければなりません。それは痛みの伴わないものではありません。それは貨幣を非常に高価なものにするでしょう。そのときには90億ドル近くまで発券できるでしょうが、一度準備要件が外されてしまえばそれは論点とはならず、連邦準備銀行が発行できる準備券には何の歯止めもなくなってしまうことでしょう⁷²。」

ゴールデンワイザーは後年の著書でも、連邦 準備局は当時準備要件の停止を受容する心構え がなかったとして、「そのような乱暴な政策が 責任ある立場の人々にとって理にかなったもの であると思えるのは、後知恵だけである」と述 べている⁷³⁾。

フリードマン=シュウォーツの主張に対する 第2の疑問は、連邦準備が買いオペを行わなかっ たのは、それが効果的ではないという判断があっ たのではないか、ということである。少々長く なるがゴールデンワイザーの公聴会証言を引用 しよう。

⁶⁷⁾FRB, Federal Reserve Bulletin, July 1932, pp. 412-413.

⁶⁸⁾Goldenweiser, American Monetary Policy, p. 124.

⁶⁹⁾Goldenweiser, American Monetary Policy, p. 124.

⁷⁰⁾Friedman and Schwartz, *A Monetary History*, pp. 399-406.

⁷¹⁾House of Representatives, *Hearings: Stabilization* of Commodity Prices, p. 567.

⁷²⁾House of Representatives, Hearings: Stabilization of Commodity Prices, p. 567.

⁷³⁾Goldenweiser, American Monetary Policy, p. 159.

「連邦準備銀行は、この国のビジネスが連邦 準備券を必要とする限りそれを発行できます。 連邦準備銀行には、流入する何らかの資産がな ければその準備を基にして連邦準備券を発行す る経路がまったくありません。連邦準備銀行は, ビジネスが増加するときに連邦準備券を発行で きますし、人々は連邦準備券をもっと欲するな らば手にすることができます。連邦準備銀行は, これらの準備を基に貨幣需要を満たす立場にあ ります。しかしながら、買いオペをしたとして も,外部からの需要がなければ通貨を発行する ことはできません。もう少し詳しく説明させて ください。連邦準備が1億ドルの政府証券を購 入し、加盟銀行が1億ドル使えるようにしたと しましょう。加盟銀行は、連邦準備からの借入 があるときには返済に使うでしょう。借入がな いときには,連邦準備銀行に債務を返済する必 要はないので、準備に追加されて多額の超過準 備をもつことになります。これが連邦準備にで きる精一杯のことです。そして加盟銀行は,超 過準備をもつ状態にあるので, 公開市場に資金 を入れて貸付を行うでしょう。それは別のステッ プです。その流れのどの段階においても連邦準 備銀行は連邦準備券を発行しません。実際、連 邦準備銀行が連邦準備券を発行できる唯一の方 法は、給与支払いが増えたり、企業が成長した り、小売取引や退蔵が増えるために、連邦準備 券に対する需要があるときだけなのです740。」

「連邦準備銀行は、需要がない限りは、いわゆる連邦準備券を発行する手段をもちえません。 連邦準備銀行がその意思でできるのは政府証券 を購入することだけなのです⁷⁵⁰。」

今日的な観点からすれば、信用創造のプロセ スが理解されておらず、マクロ経済政策として 公開市場操作が理解されていなかったといえる。 しかしながら、ゴールデンワイザーは真正手形 主義の枠組みで公開市場操作を捉えていたこと が分かる。それによると、買いオペは、個々の 銀行のポートフォリオを改善することになりう るが、それが一般的信用状況の改善につながる かは不明だという。貨幣の流通速度はコントロー ル不能だとの考えがあるのは確かだが、 商取引 のニーズに応じて貨幣が内生的に供給されると 捉えており、今日の経済認識につながる貨幣数 量説とはかけ離れた考え方である。しかもゴー ルデンワイザーの証言には「最後の貸し手」と しての連邦準備制度の役割についての意識がまっ たくない。再び彼の後年の著書を紐解くのは有 益である。

「振り返ってみれば、1932年に達した点までデフレーションが進行しているとき、そのような [拡張的] 政策が効果的であったかどうかは明白ではない。この国が苦しんでいたのは、貨幣の不足ではなく、物価の低下と、銀行、事業見込み、継続的雇用に対する確信の全般的喪失だったように思える®。」[傍点は筆者]

おわりに

本稿では、大恐慌期における連邦準備局の経済学者の政策思想を、主として連邦準備局研究統計部長ゴールデンワイザーについての史料から跡づけてきた。以上の考察によれば、1913年連邦準備法を導いた真正手形主義が、大恐慌期に至るまでの連邦準備政策にも強い影響力を与えていたといえる。

1932年グラス=スティーガル法は、適格手形以外の資産の割引を認めるという点において、

⁷⁴⁾House of Representatives, *Hearings: Stabilization* of Commodity Prices, pp. 569, pp. 568-569.

⁷⁵⁾House of Representatives, *Hearings: Stabilization* of Commodity Prices, pp. 569.

⁷⁶⁾Goldenweiser, American Monetary Policy, p. 162.

また連邦準備券の担保として政府証券を認めた という点において、真正手形主義の基本理念を 大きく逸脱したものであった。さらにはゴール デンワイザーは同法がなくても、連邦準備局に 付与された準備停止の権限を用い、拡張的政策 を採用できることを当時も認識していた。

それにもかかわらず拡張的政策を支持するには至らなかったのであるが、それは彼の政策思想が真正手形主義に基づくものであったからにほかならない。したがって、大恐慌期においてさえも、連邦準備制度を外部からの「商取引のニーズ」による資金需要に応える「受動的な」存在にとどめ、反循環的な金融政策を行使せず、また「最後の貸し手」としての機能も果たしえないものにした。

ゴールデンワイザーは連邦準備局の1スタッフという立場であるので、彼の議会公聴会での証言をはじめ、当時の著作物、編集責任者であった『連邦準備広報』などの見解は公式見解を代弁したものであるともいえる。しかしながら、連邦準備制度理事会退職後に執筆した『貨幣管理』及び『アメリカの金融政策』においては、創設以来の連邦準備制度の政策がおおむね正しい方向にあったと述べているにもかかわらず、大恐慌期の政策については「弁明」に終始しているといわざるを得ない。

彼の後年の認識と大恐慌期の経済政策思想の相違は、いつ、どのようにもたらされたのであろうか。換言すると、真正手形主義からの脱却は、いつ、どのようにもたらされたのであろうか。繰り返しになるが、ゴールデンワイザーは大恐慌期においては真正手形主義の立場にいたといえる。「はじめに」で述べたように、エクルズ、それから彼のアドバイザーであったラクリン・カリー(Lauchlin B. Currie)が連邦準備制度理事会に来るのを待たねばならならなかったのであろうかで。一見それは正しいように思える。しかし、エクルズ到来以前、すなわ

ち、メイヤー及びユージン・ブラック (Eugene R. Black) の時代の現実の要請に迫られた政策が、逆にゴールデンワイザーの経済 認識や政策思想に与えたのかもしれない 18)。

また、本稿では論じられなかったが、連邦準備局の政策立案者と経済学者との関係についても大きな検討課題として残されている⁷⁹⁾。ゴールデンワイザー自身も政策立案者と経済学者の関係について後年論じている。たとえば、アメリカ統計学会会長として1943年12月9日に総会で「研究と政策」と題された講演を行った⁸⁰⁾。そこでは、政策立案機関における研究スタッフの役割は政策を形成することで、他方、政策立案者はその採否に責任があると論じた。また全米経済研究所のコンファレンスでは次のような印象的な言葉を残している。

「政府におけるきわめて重要な意思決定は素

^{*****} ゴールデンワイザーとカリーの関係は良好とは言えな かった。カリーは、ゴールデンワイザーの「副官」とい う肩書であったが、エクルズと個人的な結びつきがあっ た。ゴールデンワイザーはカリーと経済政策思想におい て対立し,『連邦準備広報』に彼の見解を掲載するのを拒 否した。カリーはエクルズに人事の入れ替えを提案した がエクルズはそうしなかった。カリーのゴールデンワイ ザーに対する評価については西川純子先生に御教示頂い た。記して感謝したい。Roger J. Sandilands, The Life and Political Economy of Lauchlin Currie: New Dealer, Presidential Adviser, and Development Economist, Durham and London: Duke University Press, 1990, pp. 67-68, 72, 77, 79. エクルズの構想に ついては, 須藤功『戦後アメリカ通貨金融政策の形成 ――ニューディールから「アコード」へ――』名古屋大 学出版会,2008年.を参照されたい。

⁷⁸⁾とりわけ1932年『第19次連邦準備局年次報告』にはいくつか重要な報告書が含まれており、フーヴァー政権からローズヴェルト政権へのつながりについて有益な示唆が得られる。

⁷⁹⁾ CHFRS, File 167, "Introductory Interview with Mr. Eugene Meyer," Internal Memorandum, February 16, 1954.

⁸⁰⁾Emanuel A. Goldenweiser, "Research and Policy: Annual Address of the President of the American Statistical Association," December 9, 1943, U.S. National Archives and Records Administration, RG82.3, Records of the Board of Governors 1878-1980.

人によってなされます。政策立案者はたいていビジネスマン,法律家,もしくは,政治家であって,意思決定が関連する問題の専門家ではありません。つねにというわけではないですが,普通,彼らは前の仕事で成功してきた人物です。そのため,自分の判断にかなりの自信をもっていて,専門家の解釈による判断よりも自分の考え方の方が実践的で現実的だと思いたがる傾向があります 80 。

そして、逆に経済学者の解釈が実践的、現実的、政治的になることを厳に戒めたのであるが、このように、個人レベルでも組織レベルにおいても、政策決定における政策立案者と経済学者の関係には探求さるべき問題が含まれている。さらに、政策形成における経済学者間の関係や思想的連関も検討すべき残された課題である。

⁸¹⁾Emanuel A. Goldenweiser, "Translating Facts into Policy," in National Bureau of Economic Research, *Economic Research and the Development of Economic Science and Public Policy*, Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1946, p 56. [http://www.nber.org/capters/c9704]