

世界大恐慌再来の可能性について

2009年2月19日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト 黒瀬浩一

昨年秋の金融危機で金融市場の機能は大きく損なわれ、世界の景気は下方屈折したかのように劇的に悪化した。最近の経済統計の急激な悪化は、もはやこれは戦後何度か繰返された普通の景気悪化ではなく、世界大恐慌再来をイメージさせる程のものとなっている。

これまで、りそな信託銀行は、世界大恐慌再来の可能性はかなり低い、とメッセージを發してきた。今回は、これまでのメッセージを再考し、世界大恐慌再来の可能性について再検討する。

1．世界大恐慌とは

世界大恐慌は、1920年代から1930年代にかけて世界的に起きた非常に深い景気悪化である。悪化した景気の状態を現代用語で不況と呼ぶが、未曾有の不況といった感である。各国に共通の現象としては、生産は約30%低下、失業率は約25%上昇、物価も約25%低下（デフレの定着）、株価は大暴落、不動産価格も大暴落、企業破綻が急増、銀行など金融機関も次々と破綻、身売り（企業ではなく人）自殺、社会不安、更には極右の思想を持つ政治グループが台頭（独ナチス等）、保護貿易や通貨切下げ競争（近隣貧窮化政策）、そして第二次世界大戦に至った戦争経済への突入、などである。

大恐慌と通常の景気悪化を分けるポイントは、デフレ・スパイラルである。単なるデフレとデフレ・スパイラルは全く別物だ。一度デフレ・スパイラルに陥ると、不可逆的に悪化が進行するからである。たとえば、物価下落 賃金下落 消費下落 物価下落、と連鎖的に下落が下落を呼ぶ一方、物価下落 負債の実質残高の増加、物価下落 資産価格下落、など他方面でも不可逆的な負の連鎖が続く（注1）。

世界大恐慌再来の可能性を見極める第一のポイントは、今の景気悪化がデフレ・スパイラルの始まりかどうかにある。

2．世界大恐慌の原因

世界大恐慌は、様々な原因が複合的に作用して起こった。だが、何が主因かについて、一致した見方、定説と呼べるものは無い。敢えて主因を大別すると、マネーストック低下等を招いた金融政策の失敗とする説（注2）、所得分配やカルテル体制など企業体制の不備とする説、通貨切下げ競争など国際通貨体制の欠陥とする説、複数の景気循環の下降局面がたまたま重なったとする説（シュンペーター、等）、保護貿易などが世界貿易の縮小を招いたとする説、などである。

そもそも社会現象など人文科学の分野では原因の特定は難しく、世界大恐慌も例外ではない。だが、原因を直接的な近因と間接的な遠因に分けると、バブルの生成と崩壊こそが世界大恐慌の近因である。つまり、先にあげた世界大恐慌の原因として指摘されている様々な要因を遠因としてバブルの生成と崩壊が起こり、その結果として世界大恐慌に至ったのである。

世界大恐慌再来の可能性を見極める第二のポイントは、今の景気悪化がどの程度の大きさのバブルの生成と崩壊を伴っているかにある。

3. 世界大恐慌からの脱却のための政策対応

景気が悪化すると、民間企業は経費節減などの経営努力をする。しかし、デフレ・スパイラルに陥ると、こうした行動が景気を更に悪化させるという合成の誤謬が顕在化する。ここから抜け出すには、民間企業以外のセクター(輸出か政府しかない)が創出する需要に依存する外はない。

世界大恐慌から早い段階で脱却した国が実施した政策には、共通の特徴があった。それは、

- 国債発行による巨額の公共投資、
- 国債の中央銀行引き受けなど安定的な発行、

とも関連するが通貨発行量増加を可能にするための金本位制からの離脱、

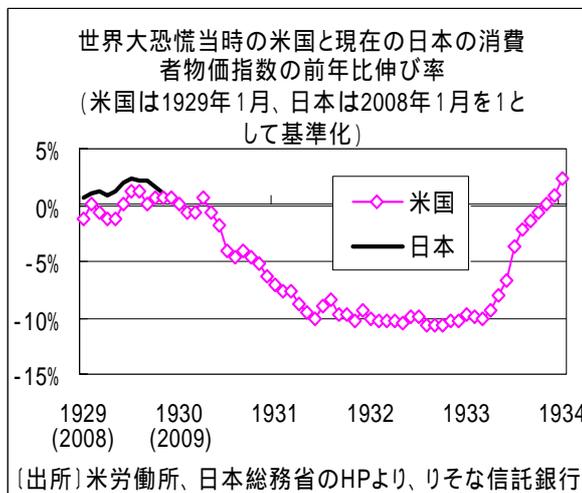
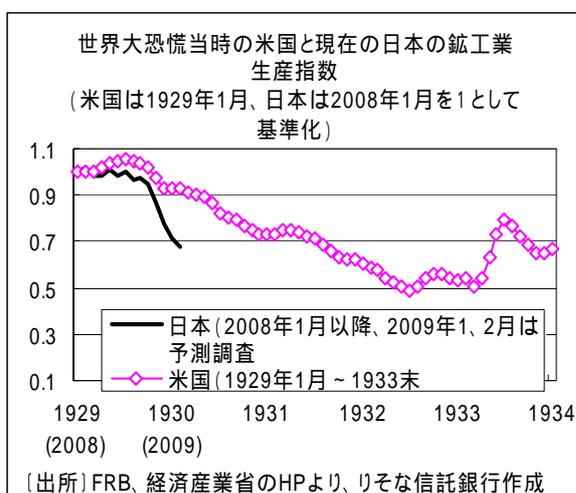
である。の公共投資では、日本の高橋是清蔵相による積極財政、米国ルーズベルト大統領による TVA などニューディール計画、ドイツ統制経済でのアウトバーンなど高速道路網整備、等が有名だ。の国債の安定的な発行は、国債発行の急増による金利の急上昇を抑止すると同時に、通貨発行量を増加させるためのものだ。の金本位制からの離脱は、通貨発行量が金保有量の制約を受けなくなる事を意味する。通貨発行量の増加は、物価上昇要因であると同時に為替相場下落要因でもある。この3つは相互に関連しており、積極財政、その財源である国債の安定的な発行、その結果としての通貨発行量の増加を制度的に可能とする金本位制からの離脱、は金融・財政・為替政策が一体となった3点セットの政策なのである。尚、当時も利下げなど金融政策は活用されたが、金融機関の融資抑制等により十分な効果が引き出せなかったのは現在と同様だ。

世界大恐慌再来の可能性を見極める第三のポイントは、当時の3点セットに相当する政策対応が実施されているのかどうかである。

4. 今後の展望

以上をまとめると、世界大恐慌はバブルの生成と崩壊を近因として起こり、景気は未曾有の悪化、デフレ・スパイラルへと至った。次に対応策は、国債発行による巨額の公共投資、国債の安定的な発行、通貨発行量増加を可能にするための金本位制からの離脱、が実施された。最後は帰結で、史実として金本位制から離脱して為替相場を切下げた国から順に経済は立ち直った。

次に、今後の世界大恐慌再来の可能性についてだが、当時と今の日本や世界の状況を比較すると、生産の急激な低下、株価の大暴落、物価上昇率の急低下、保護貿易の兆し、などが共通点としてあげられる。いくつか日本を例にとって図表を見てみよう。



鉱工業生産は、昨年9月の金融危機顕在化以降の6ヶ月の間に、世界大恐慌の時代の米国で約2年かかった落ち込みへと至っている（4ヶ月の実績と2ヶ月先の予測調査の合計）。当時の米国よりも遥かに早いスピードで悪化しているのである。物価についても、原油価格や素材価格の急落を背景に、今年の夏場にかけて約マイナス2%程度まで落ち込むのは必至の情勢である。こちらは世界大恐慌当時と類似の動きになると見込まれる。

では、対応策はどうか。

について、昨年の金融サミットでドル基軸通貨体制を所与のものとした上で財政政策の重要性を各国が確認し、現実に順次導入しつつあることは、方向性は正しい。この点は2月14日に開催されたG7でも再確認されている。問題は規模と実施のタイミングである。

について、経常赤字のファイナンスに問題があるため金利が上昇したアイスランドのような経済規模の小さな国の例（注3）はあるものの、大半の先進国では国債の増発が金利の上昇など副作用を伴うといった問題は起きていない。FRBのように長期国債の買いオペレーション開始の可能性について表明するなど金利上昇阻止に向け万全の備えをしている例もある。

について、この制約は現代の管理通貨制度では存在しない。これまで、りそな信託銀行が世界大恐慌再来の可能性はかなり低い、とメッセージを發してきた最大の論拠はここにある。

このように対応策そのものは揃っている。問題は規模とタイミングである。ここで、

A=「1. で検討したデフレ・スパイラルを引き起こす負の力」

B=「3. で検討した政策対応による正の力」

とすると、両者のどちらが凌駕するかである。そして、

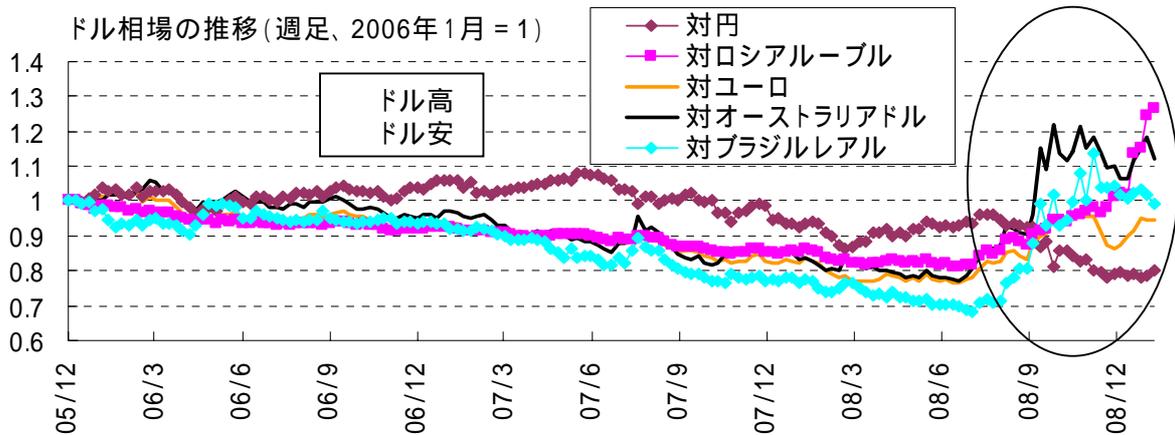
A > B なら、最終的には景気はデフレ・スパイラルに陥り世界大恐慌の再来

A < B なら、最終的には景気は回復

となるだろう。厳密には、逆資産効果や景気の本質から A を定量的に計算し、B についても財政金融政策の効果を定量化して比較することは不可能ではない（注4）。しかし、政策効果のラグや不確実性を考慮して A を動く標的(moving target)として認識するのが現実的である。動く標的を打ち落とすには、後追いではなく先回りした戦略が必要なのは言うまでも無かる。

5. 結論：政策協調の必要性

政策対応の国ごとの違いも重要である。突出しているのは米国の政策対応だ。金融政策では、ゼロ金利政策、事実上の量的緩和と証券化商品の買い取り策を融合した「信用緩和」策、等が実施された。財政政策では、約8,000億ドル（GDP比約5%）の財政政策が初夏ごろから数年かけて実施される見通しである。だが米国のこの財政政策と金融政策の組み合わせ（ポリシー・ミックスと呼ぶ）は、ドル高を引き起こしやすい。マンデル・フレミング・モデルと呼ばれる経済理論を単純化すると、財政政策による景気刺激で景気が良くなれば金利が上がり、金利上昇はドル高を引き起こし、ドル高が結局は外需の低迷を招く。要するに、ドル高を伴う財政政策では景気刺激の効果が外国に漏出する、ということである。実際の経済や市場が理論通り動くとは限らないが、考え方として妥当性はある。また既にドルは、対円を例外として上昇傾向にある。



(出所) データストリームより、りそな信託銀行作成

米国の立場から見ると、危機回避のための政策対応の効果が外国に漏出する可能性が高いのである。従って世界大恐慌の再来を防止するには、米国だけが強力な政策対応をとっても限界がある。むしろ逆に、米国が他国の政策運営に不満を持ち保護貿易に傾くリスクがある。米国議会では、今後予定される巨額の公共投資で調達する資材等について、製造元を米国製に限定するバイ・アメリカ条項を法の条文に付帯しようとした経緯があり、その萌芽は既に存在する。

98年のアジアの通貨危機では、米国がドル高を容認することで危機に陥った多くの国々の貿易赤字が黒字に転換、結果的にはV字型回復の礎となった。だが今回は、米国への依存は問題をより複雑にするリスクが高い。世界恐慌の再来を防止するには、各国がその再来を現実の眼の前の問題として強い危機感を持ち、さらに協調して金融政策、財政政策、保護貿易阻止、に取り組まなければならない。保護貿易政策は、外国製品を締め出すあからさまな関税率の引き上げなどは論外だが、暗黙の通貨切下げ政策（ピナイン・ネグレクトと呼ばれる）も含まれる。その意味で、IMFやOECDなどの国際機関、G7、G20、サミット、などの場で絶えず事態の進展（=moving target）と対応策の進捗状況を確認しあう多国間協調の枠組みが重要である。

以上

(注1) 不可逆的なデフレ・スパイラルは、経済学者のフィッシャーが世界大恐慌の分析で理論化した。

(注2) 米FRBのバーナンキ議長はこの説を提唱している（「Essays on the Great Depression」）。

(注3) 金利上昇、通貨暴落にまで至った経常赤字の小国については、IMFが救済措置を講じている。

(注4) たとえば、住宅価格10%の下落は逆資産効果で個人消費を1,000億ドル引き下げる、1%の利下げは1年後にGDPを1%引上げる、等の定量分析で、投資判断の目安とする機関投資家は多い。

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。