

## 大恐慌は繰り返すか～金融危機をどう見るか～（前編）

### 目次

- I. はじめに～「大恐慌」の状況と要因の分類
- II. マネー要因説
- III. 国際通貨・貿易体制動揺説
- IV. 需要不足説
- V. 長期波動説
- VI. おわりに～  
(IV章以降は次号掲載予定)

債券運用部・投資企画部 勉強会編

### I. はじめに

この文章は、当社債券運用部・投資企画部の勉強会において、表題のような研究テーマを取り上げ、分析し、議論した結果をまとめたものである。これは昨年来の100年に1度とも言われる金融危機の行方を、市場運用者としての視点から見つめ、今後を見る上でどういった座標軸を設定すればよいのかを主に考えたものである。経済学的に学術的価値のあるものを目指した訳ではないため、そういった厳密性には欠けると思われるが、市場運用者としての問題意識を中心に大恐慌との比較・分析を行った。

勉強会における議論では、今回の金融危機のアナロジーとして取り上げられる1930年代の「大恐慌」の原因は何かを問うことから出発し、それに加え、日本の1990年代のバブル崩壊経緯も比較の対象に加えた上で、分析を行った。「大恐慌」の原因としては諸説ある中で、分類すれば大まかに4つの説があると判断、それぞれにその根拠の確からしさ、それが今回当てはまる蓋然性を斟酌し、何を座標軸に見ればよいのか判断することとした。

### 1930年代の米国 ～「大恐慌」の状況

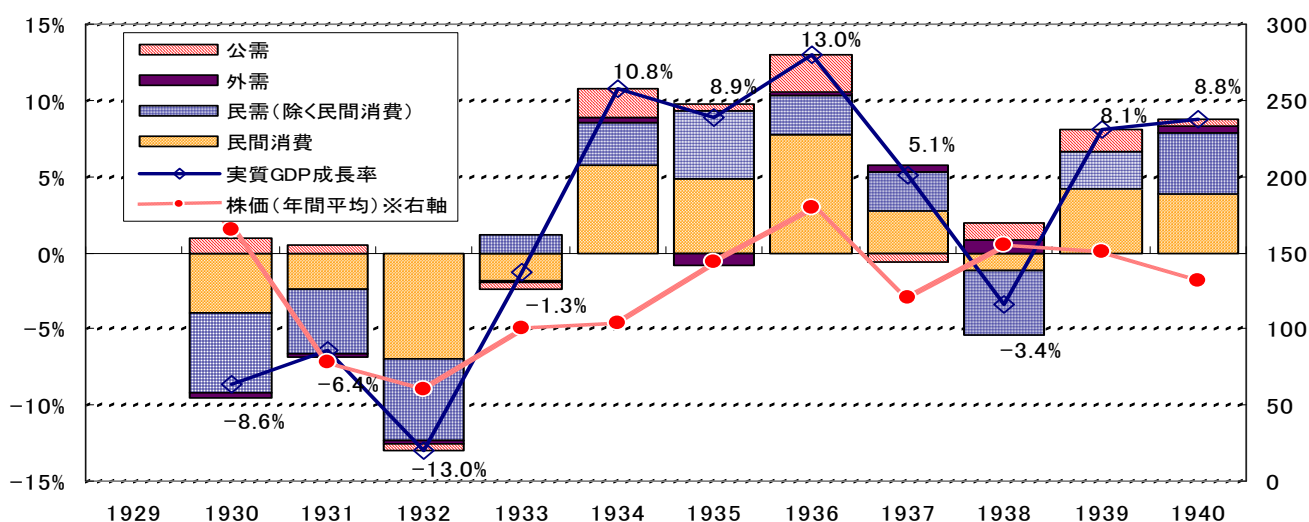
まず最初に、大恐慌とはどんな状況であったのかを俯瞰してみたい。大恐慌と言ってまず頭に浮ぶのが、1929年10月24日「暗黒の木曜日」以降のNY株価の暴落であろう。株価がその後の経済の低迷の主因であったか否かは各分野での分析に譲ることとしたいが、株価は「暗黒の木曜日」から1週間でピークの約半分まで下がり、3年間で約90%下落することとなる。

経済の状況としては、第1次大戦後の恐慌を克服した米国は、戦争で生産設備が破壊された欧州とは違って戦場にならなかったこと、また海外資本の流入と普及後期にあった自動車

産業の活況などで未曾有の繁栄状態にあった。海外から流入する過剰資本は銀行の貸付拡大を梃子として株式投機、土地投機に拡大して「バブル」の様相を呈していた。それが、株価の暴落をきっかけに、バブル崩壊と銀行の倒産へとつながり、強烈な景気の後退が訪れる。米国経済は、金融不安が拡大したこと、金融政策において金本位制の足かせにより十分な流動性を供給できなかったことなどさまざまな要因により GDP が4年間で半分程度まで縮小するなど、未曾有の低迷を33年まで続けることとなる。(図表1, 2参照)

その後、フランクリンローズベルト大統領就任以降、金本位制からの離脱、各種財政政策の実施などで景気は34年から37年まで回復に向かう。しかしインフレ阻止、財政均衡を意識した金融・財政の引き締めで38年に再び不況入りし、その後第2次世界大戦入りで戦時経済へと移行するのである。

図表1：1930年代の米国GDPの推移



図表2：1930年代前後の米国の経済指標

	好況期	「大恐慌」	回復期	38年恐慌	戦時	通期
	1926-1929	1929-1933	1933-1937	1938	1938-1940	1929-1940
名目GDP	+7.0%	▲45.6%	+63.1%	▲6.3%	+17.8%	▲2.1%
実質GDP	+10.6%	▲26.5%	+43.3%	▲3.4%	+17.5%	+19.5%
鉱工業生産	+15.3%	▲35.5%	+59.5%	▲20.4%	+41.5%	+15.9%
住宅着工	▲40.0%	▲81.7%	+260.7%	+20.9%	+48.5%	+18.5%
輸出	+8.9%	▲68.0%	+99.7%	▲7.7%	+30.0%	▲23.3%
CPI総合	▲3.4%	▲24.0%	+10.8%	▲2.0%	▲0.7%	▲18.1%
企業収益	+68.9%	▲80.0%	+225.5%	▲49.9%	+69.6%	▲44.7%
失業率(%)	8.7	24.9	14.3	19	14.6	+5.9
経常収支 (GDP比、%)	0.8	0.3	0.1	1.3	1.5	+0.7

注) 失業率、経常収支は各期間の末値(通期は変化幅)

出所：U.S. Census Bureau Statistical Abstracts等より三菱UFJ信託銀行作成

この大恐慌の原因については、おおまかに以下の4つの説に分類した。

1つめは昨今議論される中央銀行の役割に関する説であり、ミルトン・フリードマンらマネタリストの指摘する中央銀行のマネー供給が不十分であったとする説である。2つ目は、キンドルバーガーらが主張する国際通貨・貿易体制の混乱説である。3つ目は、マルクス主義からの指摘にもある過剰消費の反動に伴う過大生産/過少消費の側面から説明するものである。それは資産価値の拡大・債務の膨張の反動としての資産価値の縮小・債務の収縮の側面から需要の減退を捉えるものである。4つ目は、コンドラチェフの長期波動理論などに依拠したサイクル理論である。

大恐慌からの回復要因としては、ルーズベルトの積極財政が奏功したとも金融緩和が貢献したとも言われている。それは各要因分析で詳しく見ることとするが、財政政策ではバブルで不均衡に陥った需給調整は果たせず、最終的には戦時経済移行で克服したと見るのがマーケットにたずさわる者の一般的な解釈になっているようである。

以下本稿では、「大恐慌は繰り返すか」、すなわちGDPが半分になり失業率が25%になるような経済の低迷が急速に起こるようなことが今回ありうるのか、また、最終的に戦時経済移行で克服しなければいけないほどの経済の不均衡是正が長期にわたって続くのかという観点から、大恐慌の原因とされる各要因を分析しその可能性を探ることとしたい。

## II. マネー要因説

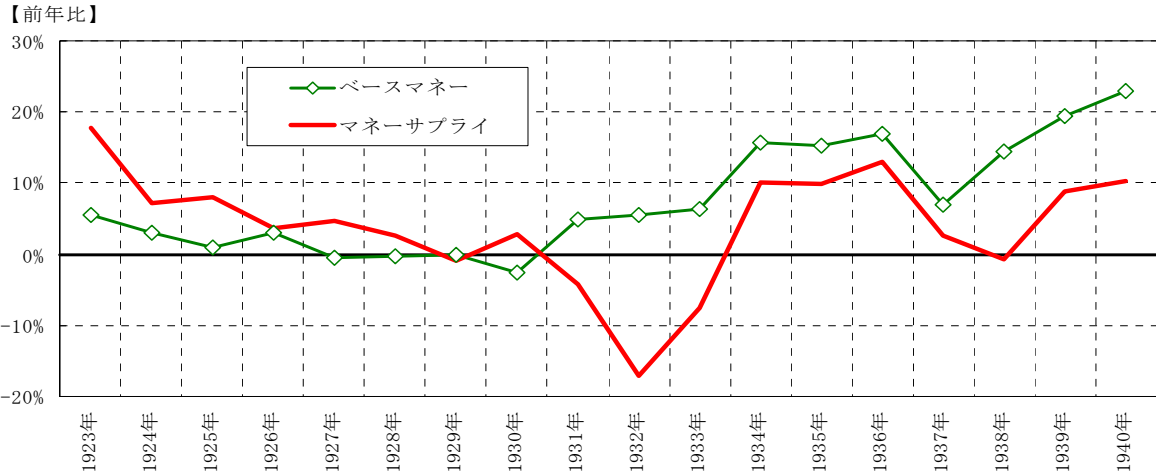
ここでは、現在、大恐慌のような状況には今回は陥らないと主張する人々の最大の根拠であるマネー要因説について取り上げる。それらの人々(主にマネタリスト)の主張によれば、大恐慌時のFRBは銀行救済のための貸出を行わなかったため、マネーサプライが急縮小し、大恐慌の最大の要因となったと言う。今回はその轍を踏まないため、大丈夫であるとするものである。

### (1) 大恐慌時代の米国

大恐慌時の米国において、マネーサプライは1933年まで前年比で一貫して減少し続けた(図表3)。相次ぐ企業と銀行倒産の中で、預金者は資産保全の為、預金を現金に換え続けた。この預金取り付け騒ぎにより通貨-預金比率は上昇し、一方の銀行サイドもこの取り付けに対応すべく、超過準備ポジションを積み上げ続けた(準備-預金比率の上昇)。この状況下、FRBは金本位制による制約等を背景に、市中銀行に対しベースマネーの供給を積極的に行うことはしなかったため、倒産危機に陥った銀行を救済する最後の貸し手として中央銀行が機能することなく、連鎖倒産を阻止することができなかった。この結果、預金者は他の比較的

健全な銀行に対しても倒産疑念を持つことになり、預金の現金化を助長してしまうこととなった。このようにマネーサプライは銀行倒産の連鎖と現金化を伴い大きく減少した。

図表3：大恐慌 米国 マネーの推移



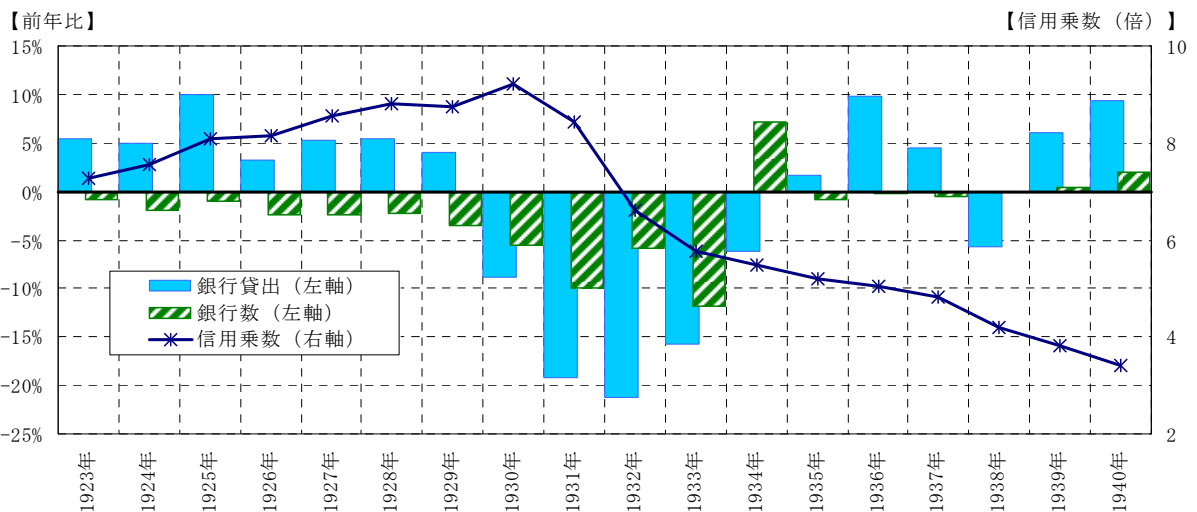
注) ベースマネー：流通通貨残高 (Money In Circulation) + FRB預金負債残高 (Deposit Liability)

マネーサプライ：流通通貨残高 (Money In Circulation) + 銀行預金残高 (Total Deposit)

出所：U.S. Census Bureau Statistical Abstractsより三菱UFJ信託銀行作成

また、信用乗数の推移をみると、マネーサプライの急激な減少を背景に1933年にかけて急激に縮小していることが分かる(図表4)。中央銀行によりベースマネーの供給が積極的に行われていたならば、マネーサプライの減少を食い止め恐慌の深刻化を回避することができたのではないかと、というのがマネー要因説の主張するところである。

図表4：大恐慌 米国 信用乗数の推移



注) 銀行貸出：Federal Reserve System All Member Banks

銀行数：National banks + State member banks

出所：U.S. Census Bureau Statistical Abstractsより三菱UFJ信託銀行作成

1933年に金本位制からの脱却とベースマネーの拡大(国債買いオペの実施)が実施され、FDIC(連邦預金保険公社)の設立により預金者の保護が図られると、その後マネーサプライも1934年に前年比で漸く下げ止まり、増加に転じた。銀行の貸出残高についても1935年以降前年比プラスに転じたが、魅力的な投資先、融資先が欠如していたことや、銀行自体のリスク許容度が低下していたこと等を背景に金融機関の信用創造機能は改善せず、信用乗数は低下し続けた。ただし、図表3を見ると、ベースマネーの拡大は、金本位制離脱の1933年以前から緩やかながら起きており、積極的なマネーの供給は行わなかったとは言え、必ずしも中央銀行の態度が引き締め気味であったと言えない点には留意が必要である。

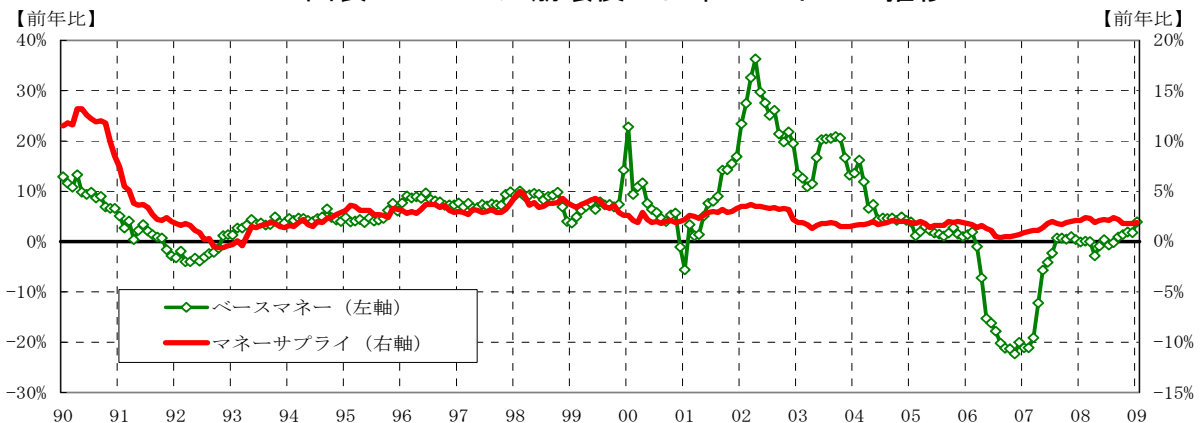
## (2) バブル崩壊後の日本

本節では、米国の大恐慌と同様に景気停滞が長引いたバブル崩壊後の日本におけるマネーの動きについて振り返る。

1990年にバブルが崩壊してから1991年中盤に漸く利下げが開始され、1999年に「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで継続する」との声明を添えてゼロ金利政策が採用された。2001年3月から金融政策の操作目標を日銀当座預金残高に変更する量的緩和政策が開始され、「消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで続ける」というような具体的な継続基準の公表が時間軸効果として機能した。

マネーの推移をみると、少なくともベースマネーは継続的に供給され、マネーサプライも大幅な減少は回避され、前年比数パーセント台ではあるもののプラス圏は維持された(図表5)。ただし、金融不安を背景とした預金者による現金化の動きと、不良債権問題を抱えた銀行の貸し渋りにより、銀行の信用創造機能は低下し信用乗数は縮小し続けた(図表6)。その後日銀による銀行保有株買取り(2002年9月)、資産担保証券の買入れ(2004年1月)が導入されたが、この施策後漸く銀行貸出の減少が止まり、信用乗数も下げ止まっている。

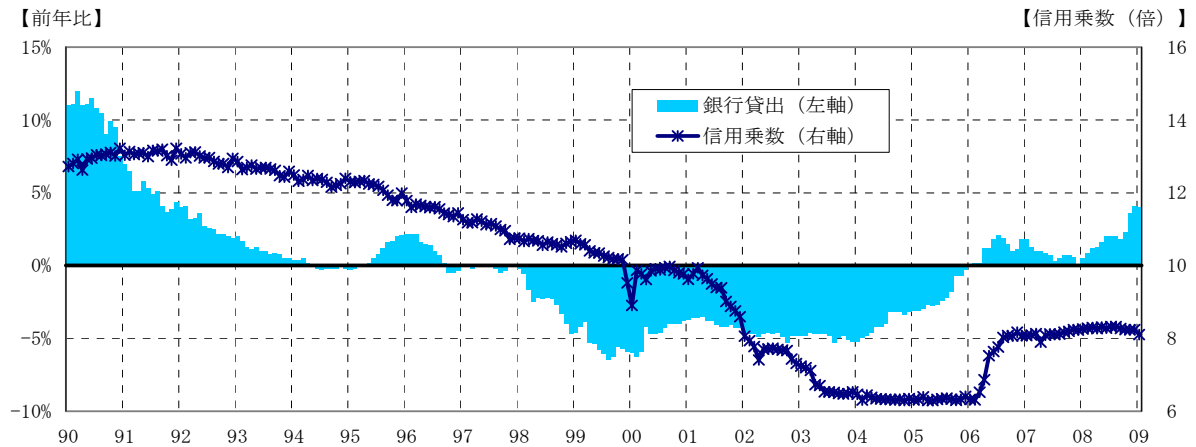
図表5：バブル崩壊後 日本 マネーの推移



注) 図表5 マネーサプライ：2004年4月以降はマネーストック  
出所：日本銀行HPより三菱UFJ信託銀行作成



図表6：バブル崩壊後 日本 信用乗数の推移



出所：日本銀行HPより三菱UFJ信託銀行作成

ベースマネーの伸びが限定的で、信用乗数の低下が継続した点は大恐慌時と1990年代の日本で共通していた。一方で大きく異なる点は、量的緩和実施前の1990年代前半の日本においてさえ、大恐慌で見られたようなマネーサプライの大幅な減少は回避された点である。事象面での大恐慌との違いは、銀行の連鎖倒産というシステムリスクが日本の場合回避された点である。1990年代に起きた岩田・翁論争<sup>1</sup>は、日銀のベースマネーの供給不足が不況の原因であるという問題提起から始まった。確かに量的緩和策によりベースマネーが拡大し、景気回復への足がかりとなったことに間違いは無く、その意味で大恐慌の米国においてベースマネーの供給が不十分であったという一面もあるかもしれない。ただし、両局面ともベースマネーがほぼ同様の動きをしていたことを考えると、単にベースマネーの供給が不十分であったことのみが大恐慌におけるマネーサプライの大幅な減少を招いたのではなく、システムリスクを回避できなかったことがマネーサプライの大幅な減少の主因だと言えるのではないだろうか。

また、バブル崩壊後の日本に関し、問題の本質は企業部門のバランスシート問題(過剰債務)と銀行部門のクレジットクランチ(過小資本による貸し渋り)であったといわれている。そして、その解決のためには単にベースマネーを供給するだけでは不十分で、抜本的な解決策(不良債権処理と銀行への公的資金注入)が必要であり、それなくしては信用乗数が低下し続けるということが教訓として得られるのではないか。すなわち、その解決策実行までに時間がかかってしまったことが、バブル崩壊後の不況を長引かせてしまった要因ではないかと

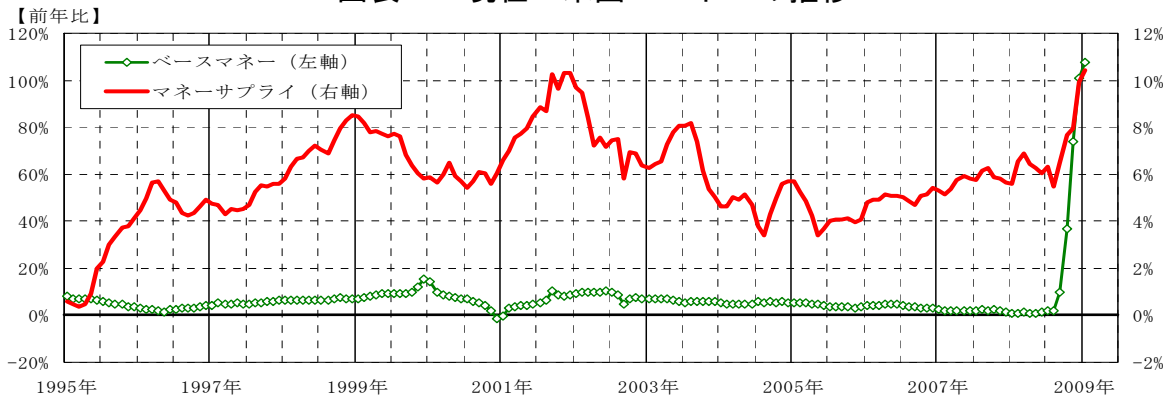
<sup>1</sup> 翁邦雄ら日銀側は「マネーサプライは民間銀行の貸出の拡大を通じて生じるものであり日銀は受動的に民間銀行へのベースマネー供給を行っているに過ぎない」とし、ベースマネーですら日銀の管理はできないと主張した。一方、岩田規久男らマネタリストはベースマネーの操作性を主張し、それによりマネーサプライを拡大することが可能であると主張した。

考えられる。

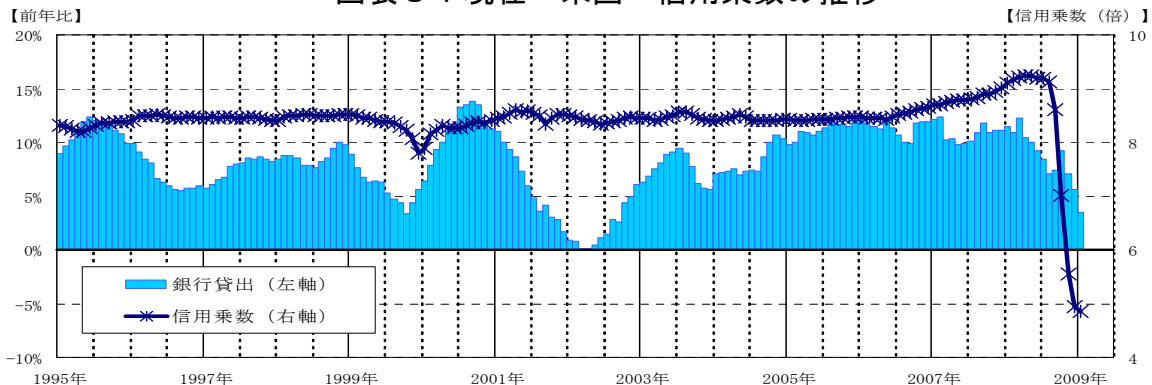
### (3)現在の米国

FRBのベースマネー推移(図表7)を前年同月比で見ると、2008年9月以前は2%台で安定的に推移してきたが、2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻以降、各種政策プログラムを通じて金融機関や破綻懸念先企業への資金注入を実施してきたことを背景に急激に拡大、2008年12月には100%を超過した。また、大恐慌時にみられたようなマネーサプライの急激な縮小はみられず、前年比プラスの水準が維持されている。ただし、信用乗数の推移(図表8)をみると急激に減少していることから、金融機関の資金仲介機能が著しく低下していることが分かる。事実米国商業銀行のローン(企業向け及び個人向け)推移についてみると、10月以降依然プラス圏にはあるものの、そのペースは鈍化傾向にある。つまり、いくらFRBがベースマネーを拡大しても、FRB内にある当座預金口座に供給マネーが超過準備預金として積み上がるだけで、銀行の貸出に向かっていないことが背景として考えられる。マネタリストが主張する、「信用乗数は安定的に推移し、ベースマネーを増加させた結果として信用乗数倍のマネーサプライが生み出される」という関係は少なくとも短期的には当てはまらず、ベースマネーの拡大が銀行の貸出を増大させ景気の改善に寄与しているとは言い難い状況にある。

図表7：現在 米国 マネーの推移



図表8：現在 米国 信用乗数の推移



出所：FRB(Money Stock and Reserve Balances、Bank Assets and Liabilities)より三菱UFJ信託銀行作成

#### (4) 結論

FRBは実質ゼロ金利政策を発表すると同時に、エージェンシー債、MBSの購入を発表し所謂非伝統的政策(バーナンキ FRB議長は「量的緩和」ではなく「信用緩和」と表現している)にも言及し、ベースマネーの潤沢な供給を行っている。また、現在の米国は大恐慌時代のような銀行連鎖倒産による金融システム崩壊(システムリスク)を防ぐ手立てを打つとともに、そのスタンスを維持している。加えてバブル崩壊後の日本と比較してはるかに迅速なペースで政策対応を行っている。

また、今回の特徴としては、当局が積極的に信用リスクを負いに行っている点(CP買取等による信用供与、銀行発行の債券に対するFDICによる保証など)がある。バブル崩壊後の日銀は当初ベースマネーの拡大を目標としたが信用創造は遅々として進まなかった。FRBはこの教訓を踏まえて、時間軸の導入、リスクアセットの買取りといった日銀が平成不況中後期に行った政策を早くも行い出した。今回の景気後退の根源であるとも言える住宅市場に関しても、利下げ及びFRBによるMBSの買取りにより住宅ローン金利は低下の傾向がみられ、本格的な住宅市場の回復には時間を要するものの、回復の必要条件の一つが整いつつあるといえる。日銀にしても世界中の中央銀行の迅速な行動に背中を押されている面はあるものの、バブル崩壊後のスピード感とは比較にならない対応である。

以上まとめると、マネー要因説が言うように、ベースマネーの供給が直ちにマネーサプライの拡大に繋がる訳ではないものの、潤沢なベースマネーの供給、システムリスクの防止、問題の根源である住宅市場への対処に加え、今回は新たに積極的な信用供与にまで踏み込んでおり、そのスピードも迅速である。これらを踏まえると、今回はマネーサプライの急激な減少は無く、マネー面からは大恐慌は回避されるという論拠が成り立つ。

ただし、過去の事例からみても、ベースマネーの供給がされただけでは、金融機関の貸出は増加せず、信用乗数は改善していない。そのため、金融政策のみでの景気回復には限界があると言わざるをえない。米国政府が意図している自動車メーカー救済などまで包含すると、今回の米国の民間へ対する公的信用供与は、従来、資本主義の特徴である「民間の金融機能という市場メカニズムを通じた最適資源配分」機能を阻害しかねないところまで踏み込んでいる。その是非については財政政策の有用性ととも今盛んに議論されているところであるが、効率性の維持という観点からはかけ離れたものである以上、そのみで恐慌的な状況から簡単に抜け出せるとするのは楽観的過ぎるであろう。大恐慌時のような急速なマネー収縮による大幅な景気後退は防げるかもしれないが、景気回復は債務調整の幅と時間に規定されるのではないであろうか。



## Ⅲ. 国際通貨・貿易体制動揺説

前段では大恐慌の原因としてマネー拡張が不十分であったという説について分析を行った。ここではそのマネー要因を制限したとも言われる当時の通貨体制・貿易構造を原因とする説について分析を行う。

### (1) 国際通貨体制の動揺について

#### ① 大恐慌当時

はじめに通貨体制について考えたい。国際通貨体制の動揺が大恐慌の要因とする学説を唱える代表的な学者はキンドルバーガーであろう。氏の主張は、『大恐慌以前の基軸通貨国であったイギリスには「覇権安定国」の能力が既に無く、他方アメリカには、スムート＝ホーリー法に典型的に見られるように、イギリスに取って代わる意思がなかったことに大恐慌の原因を求める』というものである。

後に“覇権安定論”に発展する“リーダーシップ論”の中で、基軸通貨は公共財であり、リーダー国が供給することで成立すると述べている。そしてそれがなくなった結果、各国がそれぞれ個別の国益を擁護する行動に転じ、世界全体の利益が失われると同時に全ての国の個別的利益も失われた、と主張している。

世界経済システムは、イギリスが19世紀から1913年までの間行ってきたように、ある国がそれを安定させなければ不安定であった。1929年には、イギリスにはその能力が無く、アメリカはその意思が無かった。各国がそれぞれ個別的な国益を擁護することに転じたとき、世界全体の利益が失われ、それに伴いすべての国の個別的利益も失われたのである。

\* 「kindleberger」より引用、和訳

歴史を振り返ると、大恐慌当時の国際通貨体制の動揺は金本位制への固執に繋がり、デフレバイアスのかかった経済政策をもたらすこととなった。第一次大戦前のイギリスは、貿易赤字を所得収支の黒字で補うという収支構造であった。過去数百年かけて植民地に蓄えてきた海外資産からのリターンで消費をしていたということであり、経常赤字でポンドを拡散し、資本収支黒字で通貨の信認を維持してきた。

しかし第一次世界大戦で英国の対外資産の殆どが破壊されたことと、割高な旧平価で金本位制に復帰したことで、イギリスは基礎収支赤字のファイナンスに困窮するようになった。そしてポンドの没落が始まり、基軸通貨という通貨価値のアンカーが不在となったのである。基軸通貨が不在となった世界経済体制では、アンカーとして金を必要とし、金本位制にこだわらざるを得なくなる。特に、1920年代にハイパーインフレを経験したドイツなどの例を見ても、当時の政府サイドの認識としては自国通貨の信認を金へのリンクで保つことが優先事

項であった。国際流動性を担保する手段が他に無く、離脱した場合自国通貨が多国間の貿易市場で通用しなくなる恐れがあることや、自国通貨安が進展した場合のインフレリスクを顧慮すると、自国通貨と金のリンクを維持する必要性があった。そしてそれは各国のマクロ経済政策にデフレバイアスをかけることとなった。当時必要とされていた「緩和的金融政策」と「貨幣価値のアンカーとしての金本位制」は、両立し得ないものだったのである。

前段でも述べたように、緩和的な金融政策を実施出来なかったことは不況を長引かせる原因にはなったといえよう。そしてその背景に国際通貨体制の動揺による金本位制へのこだわりがあったとするのは間違いないであろう。しかし、そもそも金融政策のみで景気回復を期待することには限界があるのもまた事実であり、通貨体制の混乱に端を発するデフレバイアスのかかったマクロ経済政策が大恐慌の直接の原因とはいえないであろう。

ただし、その後の第2次世界大戦へつながる流れを見れば、国際通貨体制の動揺が金本位制の崩壊以降、近隣窮乏化政策とブロック経済化につながったのは事実であり、大恐慌の経済的打撃が戦争につながる道を作ってしまった。その観点から、現在のドル基軸の通貨体制が維持されるかどうかを考えることは重要な意味を持つのである。

## ② 基軸通貨の意味

現在の通貨体制を分析するにあたり、基軸通貨の意味について考えてみたい。前出のキンドルバーガーの言を借りれば、基軸通貨は「国際的公共財」であり、自由貿易によるメリットを各国が享受するために必要なものである。覇権国が国際政治力、警察権を持ち、その流通力を保証することで貨幣としての信用力が保たれ、その使い勝手を経済的に補完することで安定性が保たれる。それがゆえに、基軸通貨の発行国にはその基軸通貨としての流通を保証する「国際政治力と軍事力」が必要とされ、一方で「経済力」が必要とされるのは言うまでもない。基軸通貨を維持する軍事的、政治的、経済的コストがかかる一方、基軸通貨国には「基軸通貨としてのシニョレッジ<sup>2</sup>」が発生し、経済的メリットを享受できるのである。

ニクソンショックに至るまでの戦後経済の中で、ブレトンウッズ体制の下での金ドル為替本位制が維持される中、日本は好景気の中たびたび、「国際収支の天井」と呼ばれる外貨制限による引き締めを余儀なくされた。それはドルの成長通貨としての国際流動性不足を示す

<sup>2</sup> シニョレッジ：「通貨発行益」といわれ、発行する通貨の額面と通貨作成の物理的コスト（鑄造費用、印刷コスト）との差額のことを言う。ただし、通常、貨幣発行増によるインフレにより実質的な「通貨発行益」は目減りするといわれ、無尽蔵に発券者が「通貨発行益」を得られるわけではない。国際通貨の場合、基軸通貨国はその通貨の信認が維持される限り、経常赤字の拡大で財・サービスの享受を得られるというメリットを持つことになる。

ものであったが、その国際流動性はどのように供給されるのであろうか。

それには、基軸通貨国の経常赤字が制度的必然であるという説とそうではないとする説を比較することが参考になる。それは「通貨学派<sup>3</sup>」と「銀行学派<sup>4</sup>」の二つの対立である。

トリフィンに代表される通貨学派は、基軸通貨国の経常赤字は必然であり、基軸通貨の供給量拡大と信認維持は両立し得ないものであるとの主張を展開している。一方で松井均教授らの銀行学派は、基軸通貨国の基礎収支(経常収支+長期資本収支)が黒字でも短期貸付により供給は拡大可能と考え、供給量拡大と信認維持は両立可能であると主張する。

銀行学派説は、視座をマネタリーな側面に限定した分析としては正当化されるが、戦後経済体制、特にニクソンショック以降の変動相場制下でのドル基軸通貨体制の持続性についての実証面の説明には限界があるものと思われる。例えばアジア通貨危機は、短期貸付により流動性を供給し続けた結果起きたものあり、短期貸付による基軸通貨拡散の必然的な限界を露呈したと考えられる。基礎収支黒字を維持しながら短期資本で国際流動性を供給するのは至難の業なのであろう。従って、基軸通貨国の経常赤字を制度的必然とする説は一定の説明力を有すると考えられるし、現状の体制がそうである。ただし、一方、経常赤字の拡大による国際流動性の供給の結果起こるであろうと指摘され、常に話題になってきた「基軸通貨の信認失墜によるドル基軸通貨体制の崩壊」が現状起こっていないのはなぜであろうか。それは基軸通貨体制の慣性の法則(代替通貨は簡単にはできない)からかもしれない。ただ仮にそうだとした場合、今後それが起こるリスクはないのであろうか。

経常赤字による通貨拡散システムが機能するためには、基軸通貨国が経常赤字をファイナンスするシステムの安定が同時に必要となる。次節では、ファイナンスのサステナビリティ(持続性)という観点からドル基軸通貨体制動揺の可能性について推察する。

<sup>3</sup>通貨学派 トリフィン(イエール大学)、小島清(一橋大学)、村野孝らの学者は、「基軸通貨国は基礎収支赤字の代金支払いで基軸通貨を他国に与えるので、経常赤字は制度的必然」であると主張。経常赤字は基軸通貨の信認を低下させることになるので、基軸通貨の供給量拡大と信認の維持は両立し得ないとする考え方であり、これは「トリフィンのジレンマ」と称される。ブレトン・ウッズ体制が制度的必然として内包していたこの問題への関心を喚起した。

<sup>4</sup>銀行学派 松井均(東京国際大学教授)等の主張は、金融システムを考える際の「まず預金通貨が発行され、その後に現金通貨(ハイパワードマネー)が発行されるのであって、その逆(=預金通貨は中央銀行によるベースマネー創造からトップダウンで作られるもの)ではない」との考え方は基軸通貨においてもあてはまるというもの。基軸通貨の信認維持(=国際収支の節度維持)と供給量拡大は両立可能(基礎収支黒字+短期貸付による基軸通貨の対外発行)と考えており、トリフィンのジレンマが生じる必然性を否定している。彼らの主張からは、ニクソンショックは避けられたという結論も導き得る。

③ ドル基軸動揺の可能性

現在のドル基軸通貨体制の動揺が起こる要因の一つとして常に議論される、ドルのファイナンスのサステナビリティについて考えてみたい。その為には、基軸通貨としてのドルの信認が維持されていくのかを考える必要がある。

図表9：外国為替取引の通貨別シェア

構成比率(%)	89年	92年	95年	98年	01年	04年	07年
米ドル	45	41	42	44	45	44	44
ユーロ圏通貨	17	28	30	27	19	19	19
スイスフラン	5	4	4	4	3	3	4
ポンド	8	7	5	6	7	8	7
欧州通貨計	40	39	39	37	29	30	30
円	14	12	12	10	11	10	8

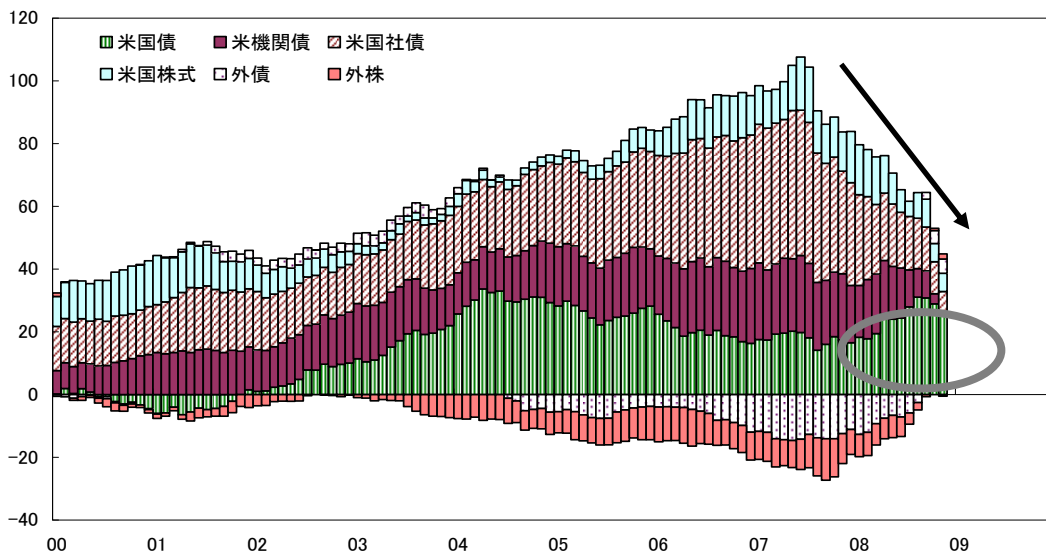
出所：BIS Statistics より三菱UFJ信託銀行作成

基軸通貨としての信認を、貨幣の機能面から検証すると、まず「決済通貨」としてのドルの使用価値がどうかということであろう。客観的事実からすれば、図表9の使用比率に見られるように、決済通貨としてのドルの地位が揺らいでいるようには見えない。中東諸国、ロシアなどが原油をドル建て取引から転換しようとする動きが一時期見られたが、それも拡大しているようには見えない。

一方で拡大する経常赤字の裏側である資本収支はどうであろうか。図表10に見られるように、足元の金融危機の影響で、米国への証券投資が最近急縮小すると同時に、米国からの対外投資も縮小し、ますます海外の公的部門による米国債投資中心のファイナンスとなっている。

【10億ドル、12ヶ月平均】

図表10：米国を巡る証券投資フロー

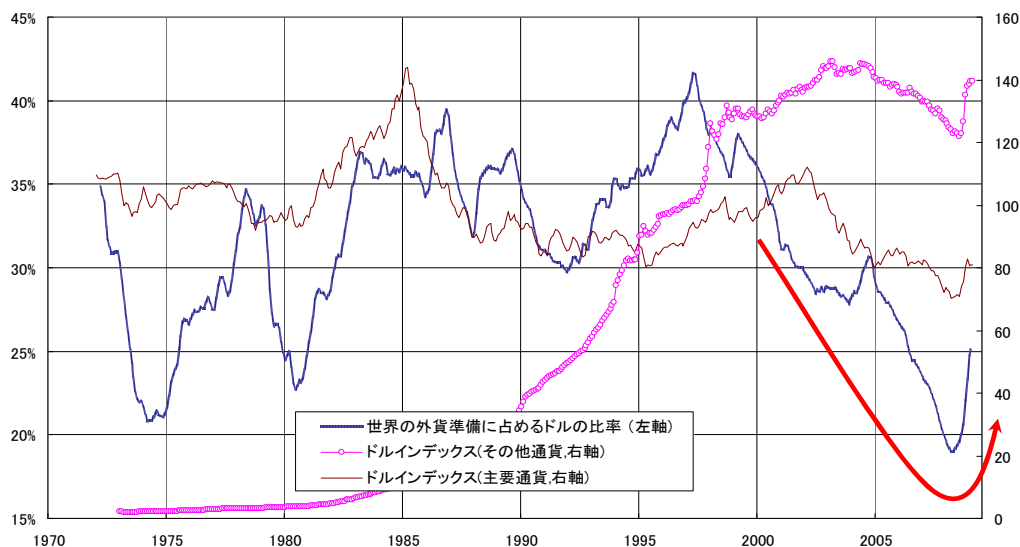


・出所 Ecwin より三菱UFJ信託銀行作成

また近年、産油国、中国、ロシアなど新興諸国がドル一辺倒の外貨資産保有の動きを見直そうという機運があった。その点からすると、図 11 の外貨準備のドル比率が趨勢的に減少してきたのもうなずける。ただし、足元では一服しているというより、むしろドル比率が急増している。これは今年の3月に BIS が **Quarterly Review**<sup>5</sup> で指摘しているように、グローバル金融マーケットにおけるドル不足ゆえの出来事で、米国発金融危機がドル需要をかえって高めるという皮肉な結果となっている。

ファイナンスのサステナビリティを語るときに混同してはいけない点は、経常赤字そのものは貿易のやり取りの結果であり、国の債務残高とは別物であるということである。経済学的には、経常赤字は外貨準備を加えた資本収支と裏腹の関係であり恒等式が常に成り立つからである。資本収支が先か、経常取引が先かの議論は意見の分かれるところであり、また基軸通貨が「自動ファイナンス機能」<sup>6</sup>を持っているかどうかには学説上の対立もあるが、ドルが基軸通貨の信認を持ち続けられさえすれば、少なくとも他の国より経常赤字がファイナンスされやすい状態にあることは間違いないのである。そして信認を失わないために大切なことは、国のリアルな借金である対外債務が利払い負担の累増で返しきれなくなるほど拡大しており、累積債務に耐え切れない状態になっていないかということである。

図表 11：外貨準備に占めるドル比率とドルインデックス



注：ドル準備は米国FRBに預託された外貨準備 (カストディオ・ホールディングス) で代用

出所：Datastream より三菱UFJ信託銀行作成

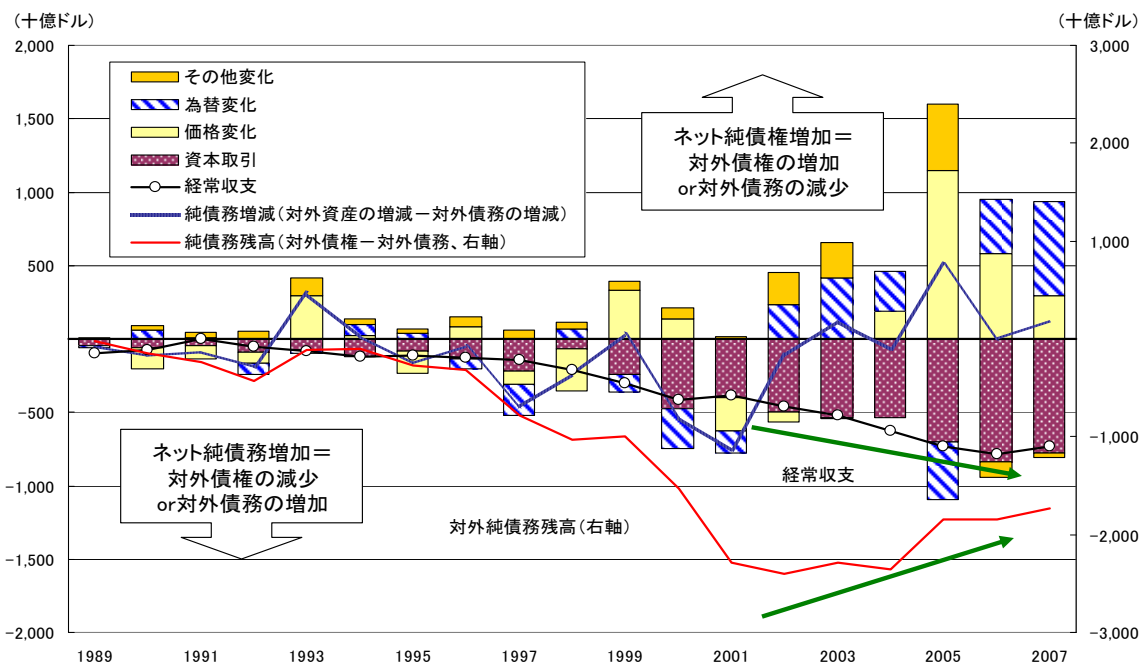
<sup>5</sup> 「The US dollar shortage in global banking」 BIS Quarterly Review, March 2009

<sup>6</sup> 「ドルの自動ファイナンス論」基軸通貨国である米国の経常赤字は、基軸通貨でない国の赤字と比べてドルの受取を拒否されることは少なく、事後的に自動的に資本収支でファイナンスされると言うもの。



問題となるのはその純債務の拡大度合いとその利子受け払いである所得収支の動向である。前者に関して見たのが、図表 12 である。ここ 4 年間、経常赤字は拡大し続けたのに対し、対外純債務は横ばいないしは縮小している。要因分解で見られるようにドル安による対外債務の縮小、および対外債権の時価の拡大によるものである。ここで見る限り、対外純債務の拡大は起こっておらず、現時点では問題ないように見えるが、リスクはドル高による対外債務の拡大および、海外経済・金融市場の混乱による対外債権価値の縮小、金利上昇による利払い負担増にあると考えられる。

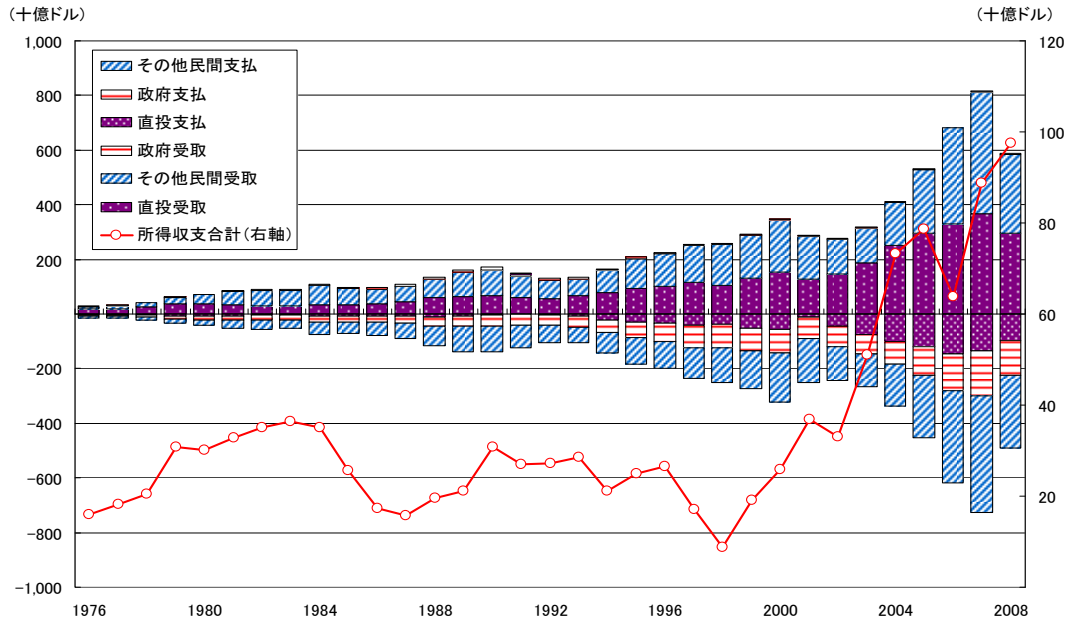
図表 12：米国対外純債務の増減要因（ネット、時価ベース）



出所：U.S. Bureau of Economic Analysis International Economic Accountsより三菱UFJ信託銀行作成

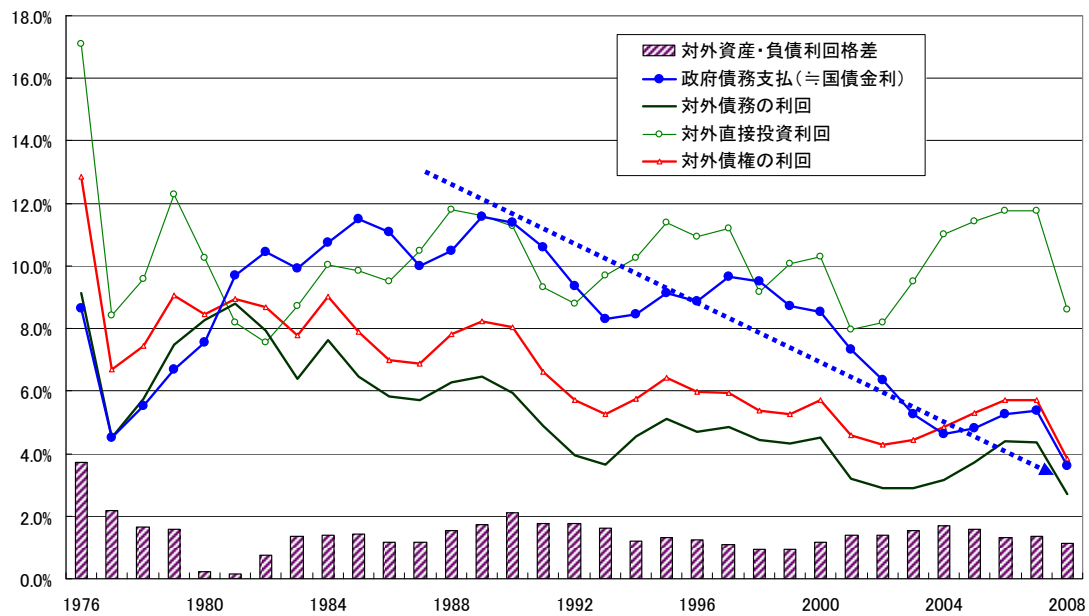
また、一方でその受け払いの利息である所得収支はどうであろうか。図 13 で見られるように、所得収支は安定して黒字であり、むしろ近年増加している。利回りの高い直接投資を中心とした民間債権に対し、純債務の大半を占める公的債務は国債を中心とする低い利回りの債務だからである(図 14 参照)。構造的には所得収支の黒字化は国債金利が低水準化したことでますます安定性を保つように見える。

図表 13：米国所得収支内訳推移



出所：U.S. Bureau of Economic Analysis International Economic Accountsより三菱UFJ信託銀行作成

図表 14：米国所得収支利回り推移



注：各利回り = (所得収支上の受け払い金額) ÷ (各対外債権・債務の期初+期末の平均) で求めた

出所：U.S. Bureau of Economic Analysis International Economic Accountsより三菱UFJ信託銀行作成

米金融ビジネスの崩壊は基軸通貨の「貯蔵機能」を担保する豊かな金融市場の喪失という意味で、米国へのファイナンス機能を揺るがす可能性はある。しかしながら、昨今の欧州金融機関の損失拡大、東欧諸国への貸出債権の不良化の話題を聞くにつけ、米国に代替する市場と目されていたユーロのふがいなさが目につくのも事実である。対外債権・債務関係の分析からすれば、今の米国は借金の利子が資産の収入を上回って元加していくという、借金の雪だるま状態にはない。それはドル高と金利上昇がセットで来た場合破綻する恐れがあるが、現段階では、世界経済の低迷に伴い金利は安定し、米国経常赤字も縮小することにより債務拡大のスピードは鈍化すると思われ、ファイナンスリスクは低減されることが見込まれる。さらに現状では、ファイナンスの要である海外公的部門が基軸通貨としての米ドルを支える意図も大きく揺らいでいるようには見えないため、危急なドル基軸通貨体制の動揺はないと見ていいであろう。

但し、これらはすべて現状までの資本主義経済、それを前提にした国際政治の体制が維持されることを前提とした議論であることを忘れてはならない。前段で述べたように、米国だけでなく先進諸国は、大恐慌、日本のバブル崩壊時の経験を良く学び、迅速な金融緩和と政策発動を行っている。その政策において特筆すべき「国の信用」の活用は「諸刃の剣」である。「国の信用」を使ったモラルハザードが横行すれば、国の信用が大きく傷つくことも有り得るのである。もしそうなった場合、金利上昇による利払い負担の増大で債務の発散的増大を招き、ドルは基軸通貨としての信認を失い、国際通貨体制が大きく揺らぐ可能性を秘めているのである。国際経済の混乱が続き、各国の自国優先のエゴが再び基軸通貨不在の時代を招いてしまうリスクは厳然として存在する。パワーバランスの変化や国際政治情勢の動向に注意を払うことはもちろん、金融問題の行方と金利動向、為替動向が国際通貨体制の鍵を握っていることは十分認識した上で、今後を見ていく必要があるだろう。

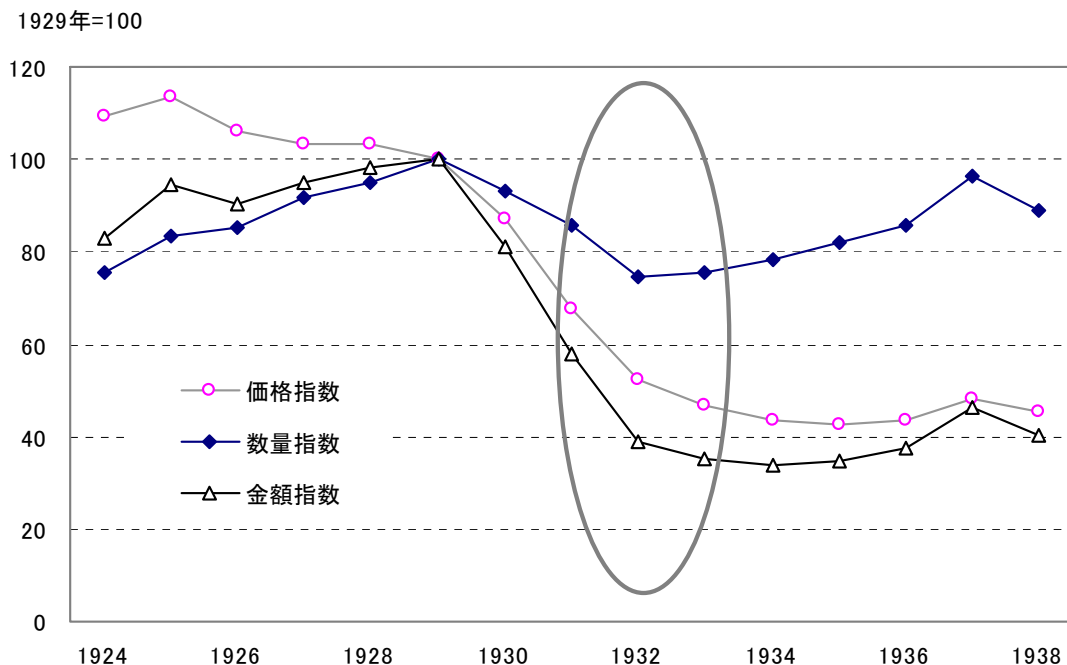
## (2) 自由貿易体制の動揺について

### ① 大恐慌当時

次に貿易体制面から大恐慌について考えたい。自由貿易体制の動揺が、大恐慌の原因となったと唱える学説がある。ルイスやメルツァーらは、大恐慌の原因を自由貿易体制の動揺による貿易規模の縮小にあると主張している。一方で、アイケングリーンやドーンブッシュ=フィッシャーらは、関税の引き上げによる経済への影響を限定的に捉え、貿易規模の縮小は大恐慌の直接的原因ではないと主張している。このように、「保護主義の拡大による貿易規模の縮小が大恐慌の原因である」という主張は完全に一致した見方ではない。以下、アメリカにおける大恐慌時の貿易状況や経済指標を検証し、自由貿易体制の動揺が大恐慌の原因といえるかどうか検証する。

アメリカにおいては、第一次世界大戦においても、戦場となったヨーロッパが疲弊する中、大量の軍需物資をヨーロッパへ輸出することで、逆に大幅に貿易を拡大させた。また、第一次世界大戦後においても、東の間であるがワシントン体制による国際協調の流れの中で、貿易は安定的に推移した。総じて大恐慌前のアメリカの貿易は順調に拡大していたと言える。

図表 15：世界恐慌前後の世界貿易の推移

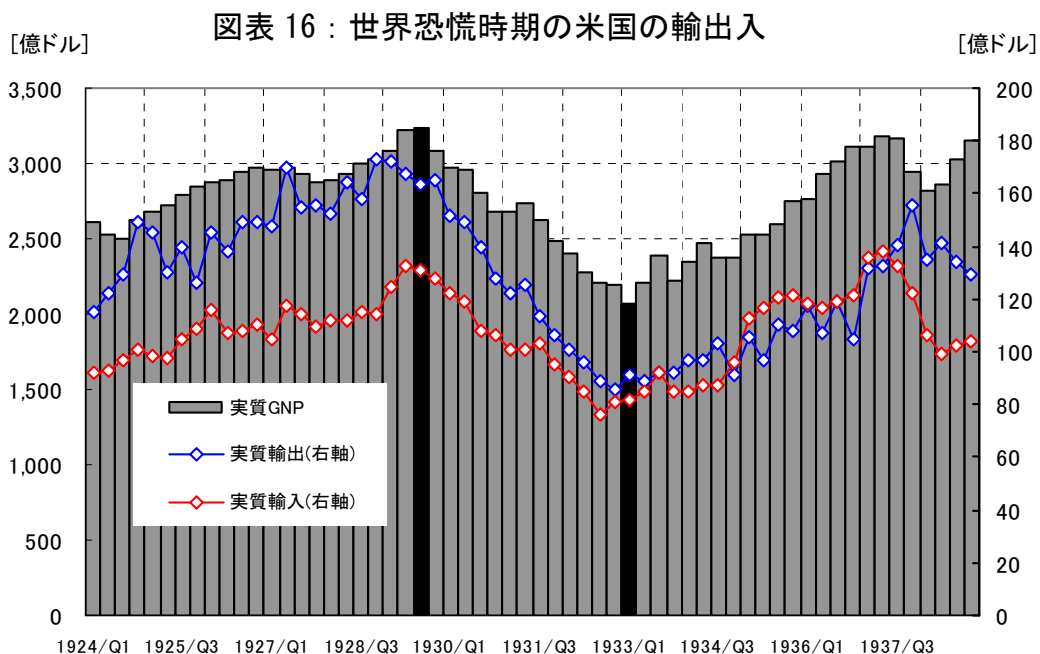


・ 出所 通商白書 2002 のデータより三菱 UFJ 信託銀行作成

しかし、大恐慌後の世界の貿易は急激に縮小した(図表 15)。1929 年 10 月 24 日アメリカ発の株価暴落をきっかけとして、景気の悪化は世界に広まった。フーヴァー米大統領は 1930

年、スムート=ホーリー法により関税を引き上げ、他国からの輸入を制限し、自国の市場を保護しようとした。これに対して、世界中から同法への非難の声が起き、カナダ、キューバ、メキシコなど多くの国々で関税が引き上げられ、報復合戦が起きてしまった。輸入関税の引き上げや輸入数量の制限といった近隣窮乏化政策は、19世紀から続いた自由貿易体制を崩壊させ、1933年の世界の貿易金額は1929年から約65%落ち込んだ。さらに、イギリス、ドイツ、フランスなどの列強は、域内で特惠関税を設定し、域外からの輸入を排除するブロック経済を設定し、自国の輸出を確保しようとした。しかし、経済のブロック化は、世界の貿易をさらに混乱させ、第二次世界大戦の遠因となってしまった。

次に、こうした時代背景の下で、大恐慌時の経済データの推移を確認する。図表16は大恐慌時の実質輸出入、実質GNPの四半期の推移を示している。スムート=ホーリー法が制定された1930年をはさんだ実質GNPのピーク(1929年第2四半期)とボトム(1933年第1四半期)の期間において注目してみると、実質輸出は約44%減少している一方で、実質輸入も約38%減少している。実質ベースで見た場合、輸出も輸入も40%近く減少しており、貿易の猛烈な落ち込みがみられる。これは、景気悪化による需要減に加えて、関税の引き上げ合戦による各国の保護貿易主義が影響したものといえよう。



・出所 NBER より三菱UFJ信託銀行作成

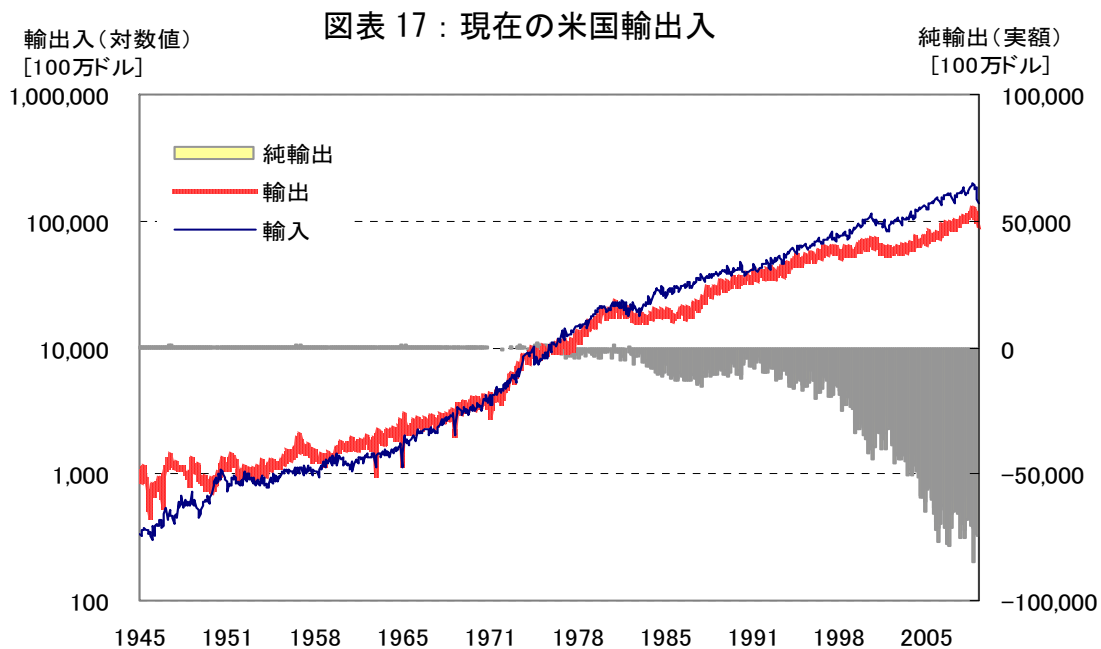
しかし、実質GNP比で実質輸出入をみた場合、1929年第2四半期で、実質輸出/実質GNPは4.6%、実質輸入/実質GNPは3.7%しかない。当時の実質GNPに占める輸出入の割合は小さく、貿易規模の縮小が経済全体に与えた影響は限定的とすることができる。



各国の近隣窮乏化政策により自由貿易体制が崩壊したため、貿易の減少は確かに著しい。しかし、大恐慌時には貿易の経済全体に占める割合は決して大きくなく、貿易規模の縮小が経済全体に与えた影響は限定的と考えられる。

## ② 現在

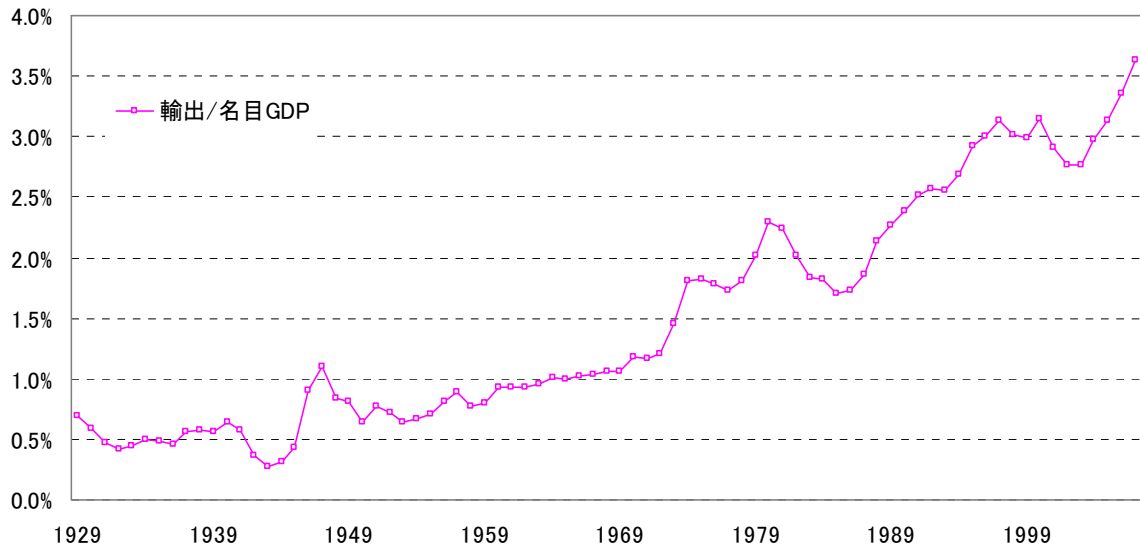
第二次世界大戦の後、保護主義や経済のブロック化が戦争へつながった反省に立ち、IMF/GATT体制が組織され、体制の変化や交渉の行き詰まりを経ながらも、貿易のルールが整理された。その結果、貿易障壁の低下などにより、アメリカの貿易は特に1970年以降に急拡大している。過去20年を見ると、輸出は経済全体よりもほとんどの期間で速く成長してきた。貿易が拡大する中で貿易赤字が急拡大しており、大恐慌前後において貿易による不均衡が拡大していた点と類似している。



・出所 NBER より三菱UFJ信託銀行作成

また、図表 18 はアメリカの輸出依存度を示している。名目 GDP に対するアメリカの輸出を示すものであるが、20 世紀後半にかけて経常赤字国であるアメリカでさえ GDP に占める輸出の割合が急速に高まっていることが確認できる。輸出の増加は、原材料や輸送コストを増加させるため、利益の増加にただちに結びつくわけではない。しかし、大恐慌時と現在を比較すると、GDP に占める輸出の割合は約 2 倍以上高まっており、経済活動における貿易の重要性は高まっているとはいえるだろう。

図表 18：世界恐慌から現在までの米国輸出依存度(名目 GDP に対する名目輸出の割合)



このような貿易体制の中、リーマン・ブラザーズ破綻(2008年9月15日)がきっかけとなって、アメリカの金融危機が世界に伝播した。さらに金融危機が実体経済へ波及し、景気の悪化が深刻化している。2009年1月のアメリカの輸出は、2008年7月のピークから約30%減少した。

しかし、G8(主要8カ国)やG20(日米欧と新興国の20カ国・地域)などで、保護貿易的な政策を牽制しており、自由貿易体制の重要性を各国が共有しているように見受けられる。第一次世界大戦後のワシントン体制の際には、アメリカが国際連盟に加盟しないなど、各国の自由貿易体制の維持への意識が低かったことは対照的である。グローバリゼーションの進捗によって貿易の重要性は増しているが、大恐慌時にはなかったGATTやWTOなどの国際機関が現在は存在しており、自由貿易体制の重要性に対する国際的な意識は高まっている。それ故、今回の金融危機が貿易体制の動揺を原因にして大恐慌になる可能性は低いと考えている。

ただし、2国間あるいは地域間による貿易協定が活発化しており、WTOでの多国間交渉が行き詰まりを見せている一面も見逃せない。こうした地域貿易協定の締結が大恐慌時のブロック化と類似しているとの指摘もある。また、世界に貿易の自由化を迫ってきたアメリカにおいても、形を変えた保護主義的なスタンスが見受けられる。中国への人民元の切り上げ圧力や景気対策法におけるバイ・アメリカン条項である。これらの動きに対して、保護主義への懸念が世界的に高まっており、その兆候に注意する必要があるだろう。

### (3) 国際経済体制に関する結論

以上の考察から判断すると、国際通貨体制や貿易体制の動揺が大恐慌発生の直接的な原因とは言えず、更に現在の状況からは今後これらの動揺そのものが発生する可能性も低いのではないかと考えられる。

通貨体制に関して言えば、大恐慌時は金本位制を基本としていたのに対し、現在の管理変動相場制下では、戦前のように金本位制を維持せんがために金融政策にデフレバイアスをかけることは必要なく、現時点でも世界各国は金融緩和に踏み切っている。その点で、通貨体制の動揺が金融政策の制限要因となりうる可能性は少ない。一方で、国際通貨体制の動揺からブロック経済化、近隣窮乏化政策への道のりに関しては、国際通貨体制の持続性という点において、現時点ではファイナンス問題が即発散する状況にないこと、また米国は基軸通貨国であるための能力を現時点では確保しており、また基軸通貨たらしめる意思も明確であることから、足元までの材料でドル基軸体制崩壊シナリオを描くのは現実的ではない。

また同様に貿易体制に関して、保護貿易機運の高まりが貿易規模縮小を招いたのは事実だが、当時の経済規模に占める貿易の割合は低く、影響は限定的であった。従って大恐慌の直接的な原因とは考えにくく、景気悪化や不況長期化の一因になった程度であると解釈するのが自然だろう。

そして現在の貿易体制について言えば、グローバリゼーションの結果、国際貿易の経済に占める比率が大恐慌当時と比べ高まっているがゆえに、保護貿易機運の高まりが、経済成長スピードを鈍化させる影響度はより高いと言える。しかしながら、国際的な協調体制の重要性は理解されており、G8やG20等の国際会議の場でも保護主義を牽制する動きが見られる。足元までの材料からは、大恐慌時と同様の事象が起こる蓋然性は低いと考えられよう。

但し、現在の通貨体制・貿易体制はともに磐石という訳ではなく、リスクの存在を忘れてはならない。ドル基軸体制は、過去の通貨体制と同様に経常赤字の問題を制度的必然として抱えている。それ故にファイナンスシステムの揺らぎは死活問題である。現在はファイナンスの多くの部分を経常黒字国の外貨準備や民間の証券投資フローによる資金の還流に依存している。足元中国等の主要な債権国との関係は概ね良好だが、現在の情勢やパワーバランスが永続する保証はどこにもなく、それが一旦崩れると米国債の信用が崩壊し、民間証券投資フローも逆流する可能性があるため、今後の動向を注視する必要があるだろう。

また通貨拡散システムについてもリスクは存在する。オバマ大統領が2月の議会演説で自動車産業の競争力強化を謳ったが、これは国内製造業の強化による輸入量の減少、そして経常赤字の減少を示唆しているとも考えられる。今後、世界の最終消費地としての突出した地

位を失う可能性があり、ドルの基軸通貨としての利便性が損なわれるリスクは存在しよう。一方で現状では、米国と同等かそれ以上の力で世界の消費を牽引できる国や地域が存在しないのも事実であり、目先ではなく中長期的なリスクと解釈すべきであろう。しかし米国が経常赤字縮小という方向に進む可能性は高まってきているため、リスクの存在は認識しておく必要があるのではないだろうか。

貿易体制については、その動揺やブロック経済化は戦争勃発の要因となったのは事実であることを忘れてはならない。アメリカの自動車大手の救済策に代表されるように国内産業の保護が行き過ぎると、最も懸念されるのが貿易摩擦である。その可能性は現時点では低いと考えているが、国際的な協調体制が維持されるか日々不透明になってきている。

基軸通貨の問題は、国際流動性の供給をいかにするかという問題、貿易の問題は「自由貿易」で享受してきたはずの生産性の向上、効率性を何で担保するかとの問題に帰着する。前者は、困ったときの傘としての資金供給を IMF や国際機関を通じて行うことはできるものの、その効率性をいかに担保するか、モラルハザードを回避するか、資金負担を誰に負わせるのかという、国内における流動性供給と同じ問題に帰着する。後者は米国の経常赤字縮小を必是であるとする、生産性を極度に落とさない国際経済上の枠組みを自由貿易システムの外で考える必要があるのであろう。今回の金融危機に対してはいつにもまして国際協調が必要であるのは言うまでも無いのである。

現在の国際経済体制や機構の枠組みは、恐慌や戦争からの反省をベースに構築された。しかし IMF/GATT 体制で始まった枠組みは、足元 WTO 導入が難航し、IMF の機能見直しに関する議論も行われている。このような国際政治の情勢、パワーバランスの変化による体制動揺のリスクは存在しており、注意が必要である。

以上

<担当/執筆者>

- |                |                           |
|----------------|---------------------------|
| I. はじめに        | 高鍋 朗(債券運用部)               |
| II. マネー要因説     | 日野 光紀(債券運用部)、鷺見 航介(債券運用部) |
| III. 国際経済体制動揺説 | 法村 裕紀(投資企画部)、添島 健史(債券運用部) |
| ○ 全体監修・構成      | 成川 順一(債券運用部)、高鍋 朗(債券運用部)  |

(なお、IV以降の章については次号掲載予定)

## 【参考文献】

### I. はじめに

- ジョン・K・ガルブレイス「大暴落 1929」2008年

### II. マネー要因説

- 「失われた十五年」と金融政策—日銀は何を行い何を行わなかったか  
田中 隆之 2008年
- 「現代の金融入門」 池尾和人 1996年
- 「Macroeconomics」 R. ドーンブッシュ, S. フィッシャー, 広松 毅 1995年
- 「大恐慌」 Thomas E. Hall, J. David Ferguson 2000年5月

### III. 国際経済体制動揺説

- 「21世紀の国際通貨システム ブレトンウッズ委員会報告」  
ブレトンウッズ委員会 日本委員会 1995年2月
- 「国際通貨制度」 行天豊雄 1975年6月
- 「基軸通貨の交替とドル」 山本栄治 1988年9月
- 「大恐慌」 Thomas E. Hall, J. David Ferguson 2000年5月
- 「銀行原理と国際通貨システム」 松井 均 2002年
- 「通貨燃ゆ—円・元・ドル・ユーロの同時代史」 谷口 智彦 2005年3月
- 「Kindleberger」 Peter Temin MIT Press 2008年
- 「ジェトロ貿易投資白書 2008年版」 ジェトロ 2008年9月
- 「エコノミスト 臨時増刊 米国経済白書 2008」
- 「国際貿易体制の経済分析」 津曲正俊 1995年2月
- 「グローバル資本と国際通貨システム」 B. アイケングリーン 1999年3月
- 「虚構の景気回復」 水野和夫 2005年5月



## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 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禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）