

大恐慌は繰り返すか ～金融危機をどう見るか～（後編）

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. 国際経済体制動揺説
 - IV. 需要不足説
 - V. 長期波動説
 - VI. おわりに
- （I～IIIは4月号に掲載）

債券運用部・投資企画部 勉強会編

IV. 需要不足説

1930年代の大恐慌において、米国経済は未曾有の収縮を経験している。1929年から1933年までの4年間で、名目GNPは1034億ドルから558億ドルまで実に▲46%もの収縮であった。ここでは、大恐慌を需要不足という側面からとらえ、なぜ過去に存在していた需要がこれほどまでに大きな収縮に陥るのか、まずはその背景を論じた学説に学ぶところから始める。

1. 学説からの洞察

大恐慌における需要不足を論じる際には、資本主義における恐慌の必然性を指摘したマルクス経済の過少消費説が有名である。「生産手段の所有者である資本家は最大利潤を求めるので、生産をできるだけ増大させようとする一方で、コストを抑え利潤部分を増やすために労働賃金をできるだけ低く抑えようとする(資本家による富の搾取)。その結果として、労働者は十分な消費ができず、過剰供給・過少消費の状態が続き、最終的にはその需給ギャップを埋めるべく、生産調整が起こることで恐慌が発生する」というメカニズムである。

一方、需要不足をより深刻なものにする原因を債務の側面から説明した学説としてアーヴィン・フィッシャーのデットデフレーション論(1933年、大恐慌当時の経済構造を分析した上で提唱された)が挙げられる。この説は「物価の大幅な下落で債務の実質的価値が増大し、債務者から債権者への所得移転が強制的に起こり、債務負担が経済に重くのしかかることで景気悪化をより深刻なものにする」という指摘である。このデットデフレーション論が大恐慌の原因とされる論拠は、投機バブルのメカニズムと密接に関係している。

好景気下で起こる投資・投機ブームは時として不合理な水準まで資産価格の上昇を招いてしまうものである。それが下落に転じた場合においてフィッシャーは投資主体が自己資金の

範囲内で投資をしている場合と、そうでなく債務借入れで投資をしていた場合の決定的違いを指摘する。債務による投資の場合、資産価格下落時において、担保となる資産は債務者の債務を早急に返済しようとする群集心理によって投売りされ、さらに資産価格が下落することにより債務負担が拡大し、ますます投売りが加速する。資産が不良化することで銀行も傷つき、資産価格下落がデフレを引き起こすことで実質金利の上昇を招き、スパイラル的に債務負担が重くなることになる。銀行が傷つくことでリスク負担能力が低下し、担保資産の劣化で、新規の借り入れコストが増大し、需要を大きく減衰させることとなる。その過程は、バーナンキ FRB 議長らがフィッシャーのデットデフレーションの理論を定式化する中で、「ファイナンシャル・アクセラレーター」と呼んだものである。デットデフレーション論で指摘するところは、バブルの発生過程で拡大した債務の収縮が重要であるということと、デフレの悪影響を指摘したということであろう。

今回の分析においては深刻な需要不足に陥る背景として、デットデフレーション論で指摘される債務にスポットを当て、米国大恐慌、日本のバブル景気、今次米国金融危機の3つのケースについて、それぞれの時代背景に触れつつ、バブルの形成過程においてどの経済主体を中心に債務が膨張したのか、どれくらいの規模であったか、その調整がどのようなものとなったかを検証し、今次金融危機が今後どのような調整をみるかの1つの視座としたい。

2. 債務バブルの状況について

○ 大恐慌(1920年代～30年代)

この当時の米国の状況については、経済統計(特に各経済主体のストックデータ)が現代ほど整備されていないことから主体別の詳細な分析は難しいものの、当時の時代背景を探ることで、債務バブルの発生過程を推し量ることは可能である。

第1次世界大戦後の1920年代の米国では、終戦に伴うベビーブームで戦時中に抑えられていた住宅需要が急拡大し、20年～25年にかけては住宅建設の一大ブームが起きていたが、20年代半ばになると出生率の急低下と移民制限により、住宅ブームは一足早く収縮した。これに代わって、20年代後半に経済を牽引したのは耐久消費財であった。当時の産業界では、工業化の進展とともに企業統合が相次ぎ、巨大企業が続々と誕生した。大規模な生産設備により生産性は飛躍的に上昇し、経済と雇用の安定をもたらした。1922年に7.6%あった失業率は1926年には1.9%まで低下していた。このような中、都市部の家庭においては家電製品をはじめとする耐久消費財が中産階級にまで急速に普及していった。とりわけ、耐久消費財の約4割を占める自動車は割賦販売(消費者ローン)の普及も一助となり、1928年から29年にかけて急速に普及した。

このように、表面的には順調に経済成長を遂げているように見えた20年代の米国におい

ては、その背後に次のような側面があった。まず、第一に所得配分の不平等や富の偏在があったこと。確かに前述のような経済成長のなか、工場労働者の賃金は上昇し(1922年から29年にかけて実質賃金は16%上昇)、耐久消費財の普及に一役を買っていた。しかし、同期間に労働生産性は21%上昇し、大企業の利潤は170%も上昇していた。前項に述べた通り、企業は最大利潤を求めて労働賃金を極力低く抑えた結果、富は労働者に還元されず企業と一握りの資本家に蓄積され、チャールズ・R・ガイストの *Wall STREET: A History* によれば、「人口の5%が富の90%を握っていた」、「200社の企業が全国の企業資産の半分を保有していた」という状況に至っていた。

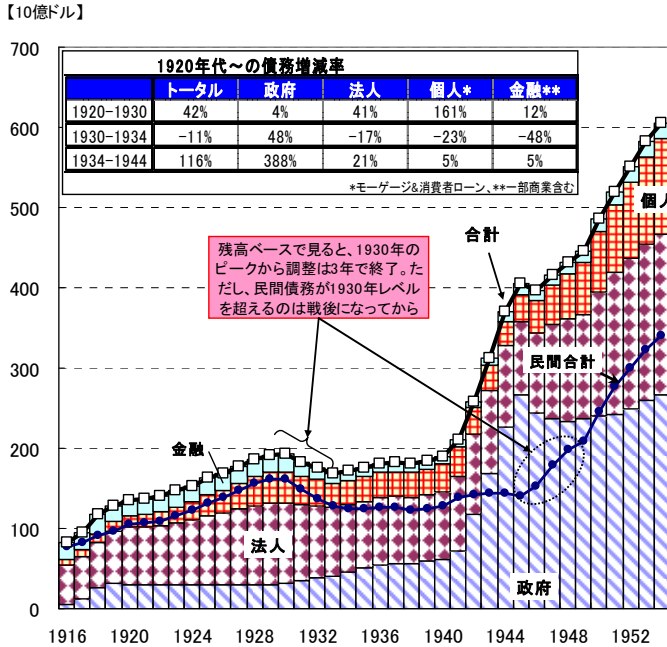
第二に、このような企業への富の蓄積は、資金に対する振る舞いを変化させた。すなわち、銀行からの実需の借入れ需要を減少させた。これは、逆に言えば銀行の実体経済への貸出を減少させ、代替りの貸出先として当時急速に成長していた「有価証券投資」のための証券担保ローンを拡大した。ここにレバレッジを活用した投機が広まっていくことになった。また銀行は子会社を通じて自らを投資主体として「土地」や「有価証券」に向い価格高騰を一層助長した。一方企業は、蓄積していく富の一部は配当にまわす一方、内部へ留保して投資へ当て続けた。これにより企業には過剰なストックが積みあがっていくこととなった。このため株式投資ブームが発生し、1929年9月までの3年間でダウ平均は2倍となっていた。このようにして、企業や資本家への富の蓄積は、設備への過剰投資と借入れを伴う株式投機の拡大へと繋がることとなった。(例えば、エクソンの前身であるスタンダードオイル社は1925年から1929年までの間に、固定資産を2億6000万ドル増加させる一方、保有する有価証券も2億4000万ドル増加させた。)

1929年10月の株価急落、いわゆる「暗黒の木曜日」前後に起きていたことは、このように富める者と取り残された者の富の格差が拡大する中での耐久消費財ブームであり、こうした所得分配不平等の進展の中で労働者の消費が盛り上がりえないまま、ついには購買に対する余裕のあった階層において需要が飽和し、マルクス経済学でいう典型的な過少消費・過剰供給状態が顕在化したということである。

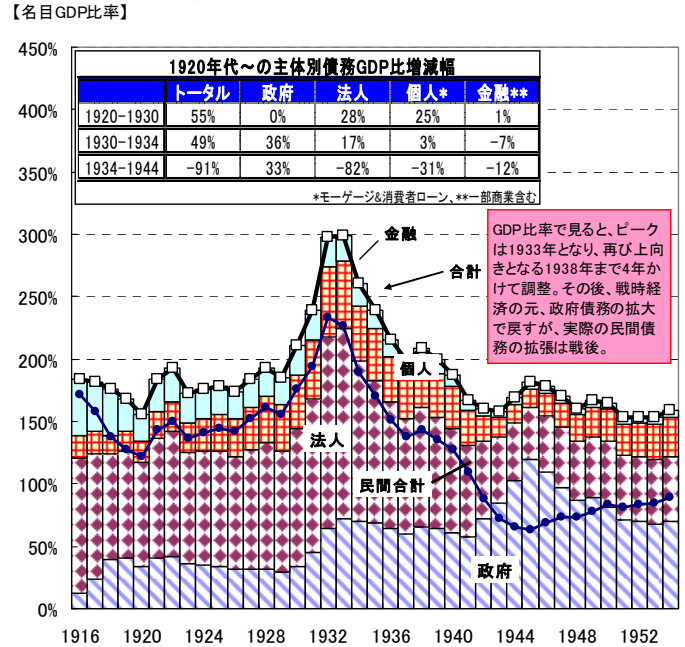
ここまでの20年代の景気過熱からピークアウトまでであるが、ではなぜその後、大恐慌という強烈な景気低迷に陥ってしまったのだろうか。その一つの要因は、冒頭に述べたフィッシャーのデットデフレーション論に代表される債務バブルの調整である。前述の通り、耐久消費財需要の背景にあった家計における割賦販売の利用や、一部の資産家と大企業を中心とした証券担保ローンが主体となり1920年代後半にかけて債務は急速に膨らんでいた。これらを含めた米国全体の債務を対GDP比で見ると、1920年の156%から、1930年に211%まで55%も膨張し、その後1933年に299%でピークをつける。ただここで気をつけなければいけないのは、1930年から1934年にかけての上昇は債務調整以上に名目GDPが落ち込んだためであり、債務が拡大しているわけではないことである。その後、1937年にかけて198%まで収縮し、ほぼ元の水準まで調整した後38年ようやく再び増加を見ることになるが、

民間債務が GDP 比で本格的に拡大するのは第 2 次世界大戦後ということになる。

図表 1：主体別借入残高ベース



図表 2：主体別借入対 GDP ベース



出所：The Historical Statistics of the United States より三菱 UFJ 信託銀行 作成

重要なのは、この 1930 年から 1934 年の期間に GDP の急縮小とともに名目ベースで 11% もの債務縮小が起きていることである。後述するが、日本のバブル崩壊時においてもトータルの名目債務縮小は非金融部門以外では明確に起こっておらず幅も小さい。このことから、資産価格の下落とともに、債務残高の急速な縮小が起こり、その縮小幅以上の GDP の縮小が起こるといふまさにデフレスパイラル的な状況にあったことが伺われる。

大恐慌に陥った過程としてもう一つ、セーフティーネットが未整備だったことも大きな原因として押さえておく必要がある。預金保険が未整備だったことで取り付け騒ぎによる銀行の倒産を急増させ、国民の貯蓄の一部が消滅したこと(1933 年の 2 月と 3 月で閉鎖された銀行は 3600 行以上にのぼり、33 年中に払い戻しを受けられなくなった預金残高は 36 億ドルと、その年の GNP の 6% 以上の貯蓄が消滅した)や、失業保険の未整備により失業中は無収入になるなど、直接的に家計の消費が抑制されていた影響がかなり大きかったといえる。

一方、このような需要の急減速に対して発動された政策としては、ルーズベルト大統領下での公共事業、失業対策等の赤字財政(ニューディール政策)が有名であるが、ルーズベルト政権中に最も良い時期でも失業率は 9% 以下には下ならず、結果として財政赤字が残っただけという批判から、その効果には懐疑的な見方もある。しかし、ルーズベルトはそもそも当初は総需要政策として一連の対策を打ちたてた訳ではなかったし、基本的には均衡財政主義であったことから、ニューディールの期間中、連邦財政赤字の規模は GDP 比で 5% 程度に

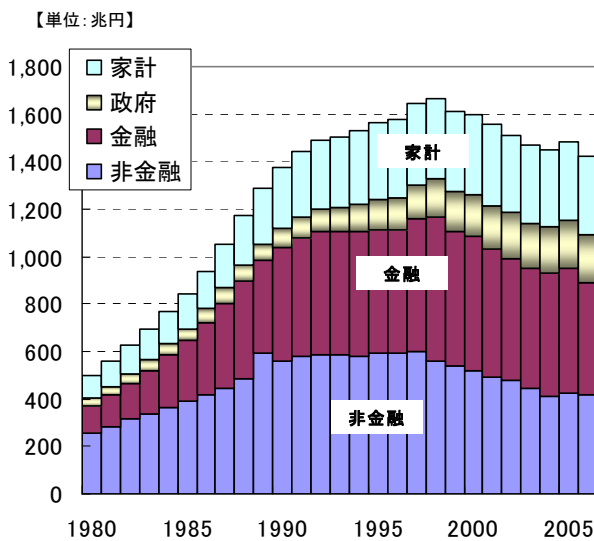
抑えられていた。結局のところ財政政策の効果が無かった訳ではなく、財政支出規模が小さすぎて、急減した需要を補うには力不足だったというのが一般的な見方となっている。

バブル形成の 主な背景	債務拡大主体	主な債務	債務の大きさ・調整期間 (対 GDP 比)
マルクス経済型「富の偏在」と過剰供給	企業 家計	証券担保融資 消費者ローン	156%→211%→299%→198% (20年→30年→33年→37年)

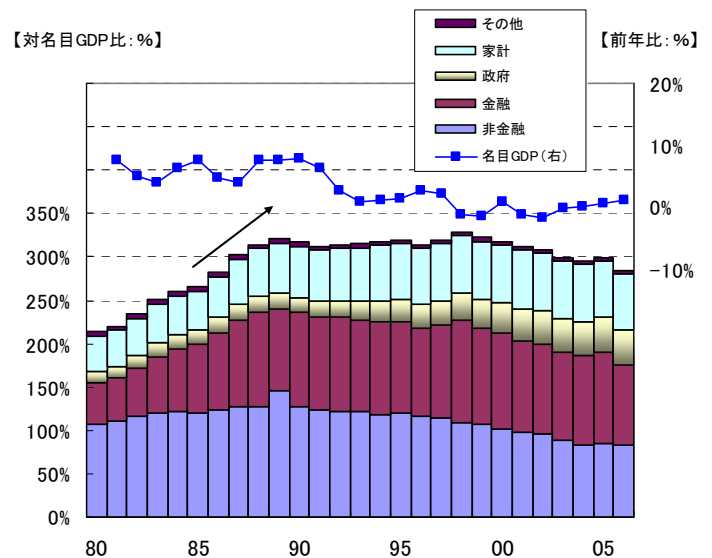
○ 日本バブル景気(1980年代～90年代)

日本がバブル景気に沸いていたのは、今からおおよそ 20 年前のことであり、一般的には 1985 年のプラザ合意後の急激な円高による国内景気の悪化を救済するため、1987 年にかけて行われた大幅な金融緩和(公定歩合 5.5% → 2.5%)によって過剰な流動性が発生したことがバブル発生の一因とされている。この流動性が不動産投資や株式投資に向かい、資産価格の上昇を背景に主に企業部門で土地を担保にした債務が急速に膨らんでいった。

図表 3 : 主体別借入残高ベース



図表 4 : 主体別借入対 GDP ベース



出所 : Datastream, INDB より三菱 UFJ 信託銀行 作成

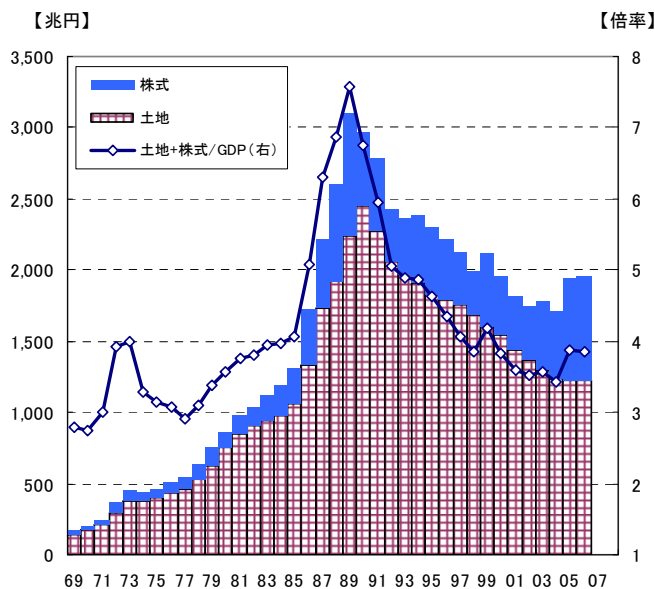
図表 3 および図表 4 は当時の主体別の債務拡大の様子を示したグラフである。プラザ合意後の 1985 年近辺から金融および企業(非金融)の債務の増加ペースが加速している。全体の債務残高は対 GDP 比でみて 1985 年の 266% 台から 1989 年の 320% まで、GDP の 54% に相当する債務が拡大したことが分かる。当時は、土地は値上がりし続けるという土地神話のもと、銀行は土地を担保に貸付を拡大させた一方、企業は本業の傍ら更なる利潤を求め株式運用や新たな土地の取得・開発を行う「財テク」を活発に行った。こうして土地は、そこで行う事業から上がる収益ではなく、値上がりを目的とした転売によって価格が異常に吊り上げ

られ、それを裏づけとした債務バブルも企業を中心に 1990 年頃まで加速度的に膨らんでいった。一方家計においては、借入れを拡大して土地や株に積極投資するという姿は相対的には少なく、日本の債務バブルは企業中心に発生していたとすることができる。

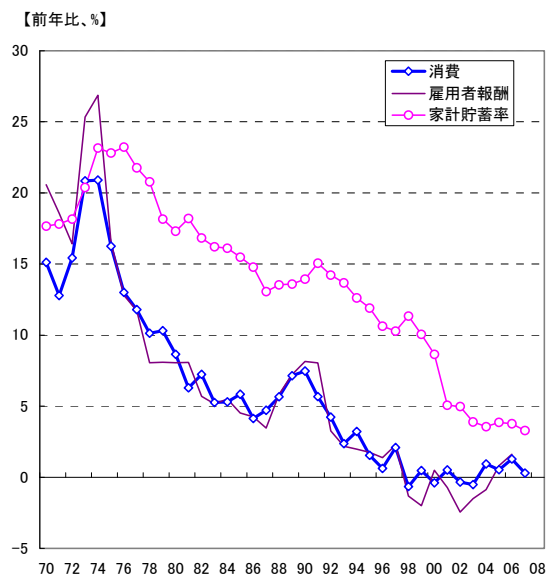
バブルのピークについては、日経平均株価が最高値をつけた 1989 年末(38,915 円)や、土地の価格が天井圏となった 1990~91 年頃と考えることができるが、背景として監督・規制当局の行動があった。日銀は 1989 年に金融引き締めを開始、90 年夏までに公定歩合を 2.5% から 6% まで連続利上げする過程でまず株価がピークを打って下落を始めた。90 年 3 月には大蔵省(当時)が土地投機抑制を目的とする所謂“総量規制”によって不動産向け融資の流れを制限する行動に出たことで、土地の価格も続いて下落に転じるようになった。

資産価格がピークを打った後、債務の拡大ペースは鈍化したものの、大恐慌のケースとは異なり急速な債務調整は起こらなかった点は注目である。土地や株価が下落に転じても、人々の楽観的な見方や、金融機関のいわゆる「飛ばし」や「追い貸し」と呼ばれる不良債権隠しが行われたことなどで、バランスシート調整はすぐには本格化せず、水面下で徐々に銀行資産の劣化が進み、最終的には 1997 年から金融機関の相次ぐ経営破綻へ繋がる時期も経験した。一般的には不良債権処理の先送りといった解釈がされるが、表現を変えれば米国大恐慌のような銀行の大量倒産を伴う激しい債務バブルの調整が起こらず、90 年代後半にかけてじわじわと債務調整したということもできよう。その後、直近の景気の底である 2003 年を経過後も債務残高はゆっくりと調整を続け、04 年に GDP 比 295% で底打ちをする。

図表 5 : 資産規模対 GDP 比



図表 6 : 所得・消費・貯蓄



出所 : Datastream, INDB より三菱 UFJ 信託銀行 作成

もう一つ、大恐慌と大きく異なっている点は、第1に、債務バブルは主に企業を中心に生じており、家計における債務の拡大と、土地や資産への投機は相対的に小さかったこと、第2に、預金保険や失業保険等のセーフティーネットが整備されていたことから銀行の大量倒産やそれによる預金の消滅といった事態は避けられたこと、の二点から家計消費の減速への影響は比較的軽微にとどまったことが挙げられる。

需要創出のための財政政策については、宮沢政権下 1992年8月の総合経済対策(10.7兆円)から小泉政権下 2002年12月の改革加速プログラム(14.8兆円)までで、10年間に約160兆円 GDP比32%分の景気刺激策が続々と打たれたが、実際の需要拡大に寄与する真水部分が少なかったという議論や、当初は一定の効果をあげたものの長期間に渡り度重なる財政出動で90年代後半になると財政赤字の累積が意識されるなど、一般的にはマイナス面が指摘されることが多い。しかし最近では、「失われた10年」と言われる日本のバブル崩壊後の低成長については、株式と土地合わせて GDPの300%にもおよぶ資産価値の毀損があったにもかかわらず(図5参照)、大幅なマイナス成長にしなかった日本の政策はむしろ「勝利である」と海外メディアから評価される(フィナンシャルタイムズ 2月17日付)など、金融システムの崩壊を回避しつつ、財政出動を活用しながら時間分散を図って大規模な債務バブルの調整を進めたことに、最近では一定の評価を送る向きもある。

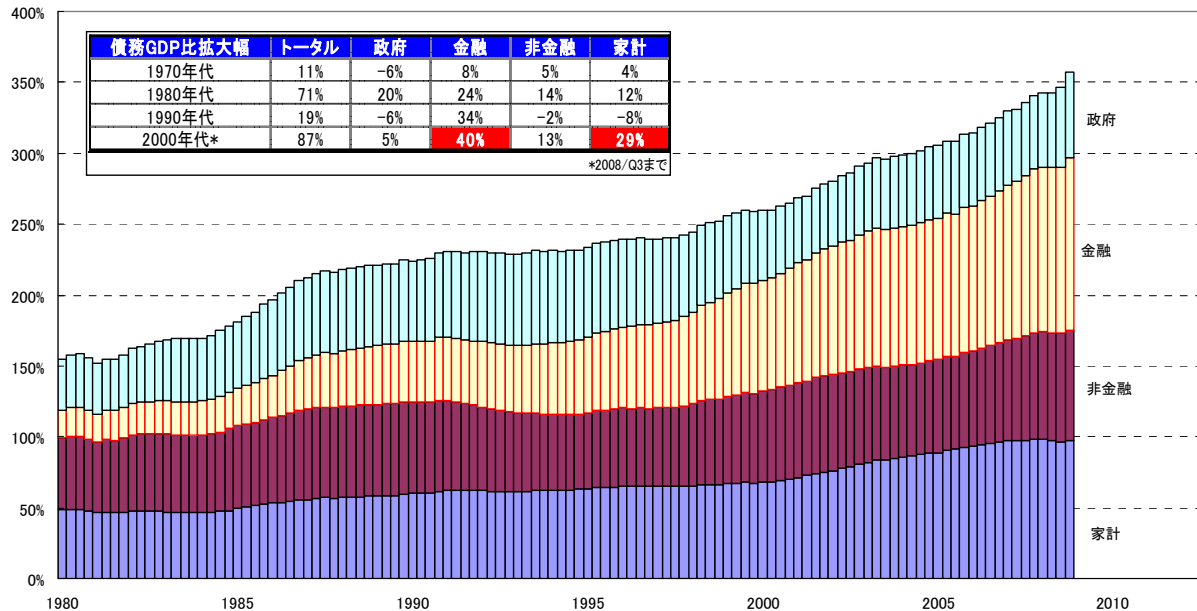
バブル形成の 主な背景	債務拡大主体	主な債務	債務の大きさ・調整期間 (対GDP比)
円高救済のための金融 緩和による過剰流動性	企業 金融機関	土地担保融資	266%→320%→295% (85年→89年→04年)

○ 今次金融危機 (2006年～)

では、米国発の今次金融危機における債務の拡大はどのような状況であろうか。図表7は1980年以降の米国における主体別の債務拡大の様子を示したグラフである。

図表7：主体別借入対GDPベース

【対名目GDP比率】



出所：Datastream, EcoWin より三菱UFJ信託銀行作成

企業（非金融）の債務がほぼ横這いで推移している一方で、2000年頃から金融や家計はそれぞれ債務の増加ペースが加速している。全体の債務残高は対GDP比でみて2002年の272%台から2006年の360%まで、GDPの90%に相当する債務が拡大したことが分かる。今回の債務の主演となったのが住宅ローン、特に信用力が一定基準に満たない債務者向けのサブプライムローンが問題となったことは説明に及ばないであろうが、そこにバブルが膨らんだ背景について少し触れてみたい。

米国では2000年以降、住宅需要が急増し、住宅価格の上昇率が高まってきた。その背景には以下の3つの要因があるとされている。

- (1) ITバブル崩壊後の金融緩和により住宅ローン金利が低下していたこと
- (2) ブッシュ政権による持ち家促進政策により移民労働者に住宅取得が容易になっていたことや、高齢者によるセカンドハウス取得が増加していたこと、ベビーブーム世代の子供たちが家族形成期に入ってきたこと
- (3) 低所得者層に対する住宅金融支援の充実という目的で返済方法に対する規制緩和が進められ、家計が住宅ローンを利用しやすい状況が生じたこと

住宅ローンの返済方法に対する規制緩和が進められたことで、米国では当初数年間は金利

を抑えたり、金利のみの支払いを認めたりと、当初の返済負担を軽減したものが普及した。また、金融機関は証券化市場でのローン需要が拡大したことでバランスシートを気にせず融資基準を甘くしローン組成を加速、手数料収入増大に邁進した。そのため債務者が自分の返済能力を無視した借入れを行うことが可能となり、サブプライムローンや ALT-A ローンといった低信用者向けの貸付が増加していた。本質的には債務不履行のリスクは通常の住宅ローンよりも高い構造を有しているものではあるが、住宅価格が上昇している場面において債務不履行は必ずしも表面化しなかった。債務者の所得が上昇せず、本来であれば返済に行き詰、まる状況であっても、住宅価格が上昇している状況では債務者は住宅価格の値上がり部分を担保に新たな追加借入れを受けることができた。これにより破綻を先延ばしするだけでなく、消費を拡大することもできた。実際に 2002 年以降は新規住宅ローン借入額が住宅投資額を上回る状態が続いており、債務者は住宅ローンにより調達した資金の一部を消費に回していた。また、住宅価格が大きく上昇すれば、当該住宅を転売してローンを返済し、さらに値上がり益を得ることも可能であった。また、サブプライムローンは高利回りであったため、金融機関などがレバレッジをかけてサブプライム関連証券化商品に好んで投資してきたことも、住宅バブルに拍車をかけた。しかし、住宅価格上昇率が 2006 年以降、急速に鈍化すると、サブプライムローンの延滞率が目立って上昇を始めた。住宅価格の鈍化の背景としては、FRB による金融引締めを受けて住宅ローン金利が上昇したことが指摘されている。事実、2004 年 6 月から 2006 年 6 月までに FRB は政策金利を 1.0% から 5.25% まで引き上げており、この間に住宅ローン金利は 5.0% から 6.4% まで上昇している。債務者の延滞が顕著となると、サブプライムローンの貸し手である金融機関では貸倒引当金を積み増さざるを得ず、収益を圧迫する結果になっている。また、サブプライムローンを裏づけとした証券化商品へ投資していた投資家も、それらの証券化商品の価値が毀損したことによって損失を被ることとなった。

このように今回の米国は、住宅ブームを背景に住宅担保価値の上昇により家計部門の債務が急拡大したこと、金融機関が住宅ローン、特にサブプライムローン債権を証券化でバランスシートから一旦切り離しておきながら、ふたたびそれらを裏づけとした証券化商品への投資を拡大させ債務を急拡大していたことが債務バブルの背景である。そして、住宅ローン金利の上昇をきっかけに住宅バブルが崩壊したため、それまで住宅関連投資で債務を膨らませた家計や金融機関のバランスシートは毀損しやすい状態となった。

バブル形成の 主な背景	債務拡大主体	主な債務	債務の大きさ・調整期間 (対 GDP 比)
IT バブル崩壊後の 低金利政策、証券化 市場の拡大	家計 金融機関	住宅ローン	272%→360%→???% (02 年→06 年→???年)

3. 過去の今回との比較

それでは、今回の金融危機により大恐慌に匹敵するほどの景気後退が起こるのだろうか。ここでは前段で確認した債務バブルの特徴を踏まえ、過去の事例との比較を行うことによって、その蓋然性について具体的に検証していく。

図表 8 : 債務バブル比較表

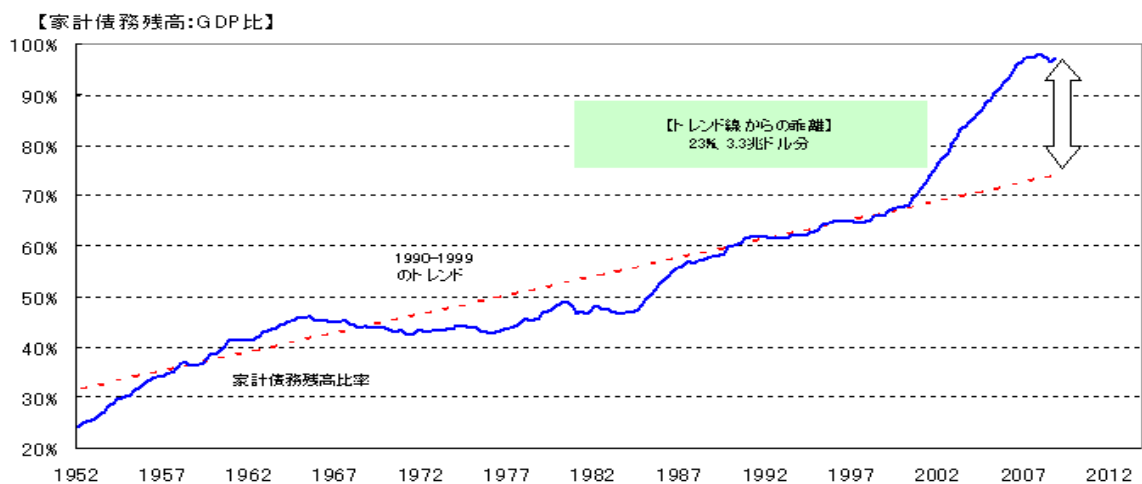
	バブル形成の 主な背景	債務拡大 主体	主な債務	債務の大きさ・調整期間 (対 GDP 比)
大恐慌	マルクス経済型 「富の偏在」と 過剰供給	企業 家計	証券担保融資 消費者ローン	185%→299%→198% (29年→33年→37年)
日本バブル	円高救済のため の金融緩和に よる過剰流動性	企業 金融機関	土地担保融資	266%→320%→295% (85年→89年→04年)
今次金融危機	IT バブル崩壊後 の低金利政策、証 券化市場の拡大	家計 金融機関	住宅ローン	272%→360%→???% (02年→06年→???年)

図表 8 は大恐慌、日本バブル、そして今次金融危機の債務バブルの特徴を整理した比較表である。まず、債務バブルの規模（対 GDP 比率）を比較すると、大恐慌のときの債務残高のピークと GDP 比率でのピークが乖離しているために単純な比較はできないが、仮にバブル時の GDP が実力以上であると仮定すると、そのピークの GDP 比率をひとつの指標とすることはできよう。大恐慌時の拡大率が最大 114%、日本バブルのときが 64%であったのに対して今回は 88%であり、大恐慌に匹敵する債務バブルが起こっていることが分かる。また債務調整のスピードについてしてみると、大恐慌の時には 4 年という短い期間で急速に債務調整が起こったために大幅な景気後退が起こったのに対して、日本バブルの時には 10 年以上かけて緩やかに債務調整が続いたために景気後退は小幅にとどまっている。債務バブルの規模から見れば、今次金融危機は大恐慌に匹敵する債務バブルが発生しており、債務調整期間の長さによって大恐慌並みの深刻な景気後退が起こるか、それとも日本バブルに近い緩やかな景気後退となるか、その深さについて類推することができるといえよう。

そこで、まず仮に大恐慌と同じ期間で債務調整が起こった場合、どの程度 GDP を押し下げることになるかについて類推してみたい。今回の債務拡大主体が家計であることを踏まえ、家計の債務調整による GDP の押し下げ効果を計測したものが図表 9 である。図表 9 は 1980 年代からみた家計債務の推移（対 GDP 比率）であり、一貫して上昇傾向にある中、2000 年以降トレンドラインを乖離して債務バブルが起こっていることがわかる。今後、債務調整によりトレンドラインに回帰すると想定すれば、家計債務の調整幅はおよそ 3.3 兆ドルである。

仮に大恐慌のときと同じ4年で調整が終わると仮定した場合には、1年当たり0.8兆ドル程度の債務調整が必要となる。2008年の可処分所得が約10兆ドルであることから、毎年0.8兆ドルの債務調整をするには所得の8%を返済に充てる（貯蓄率が8%に上昇する）必要があり、その分だけ消費を削ることになる。2008年時点で米国のGDPに占める個人消費の寄与度はおよそ70%であることから考えれば、4年間累積で22%以上（ $70\% \times 8\% \times 4$ 年）GDPを押し下げる公算となり、大恐慌に近い景気後退となる（大恐慌のときはバブル崩壊後1933年までの4年間でGDPは▲26.5%）。

図表9：家計債務バブル拡大規模（米国）



出所：EcoWin,Datastream より三菱UFJ信託銀行作成

図表10：貯蓄率推移（米国）

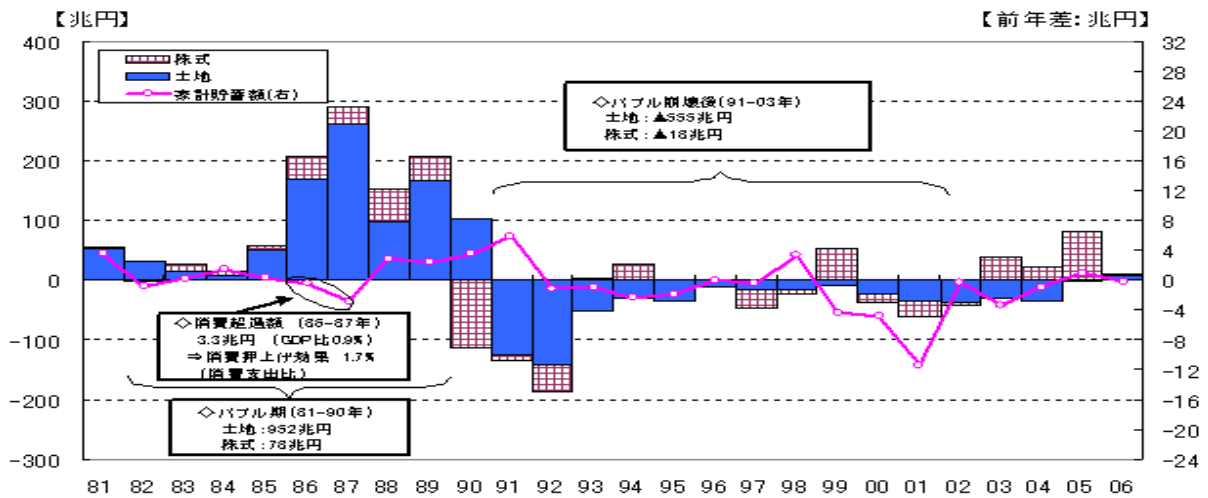


出所：EcoWin,Datastream より三菱UFJ信託銀行作成

また、債務調整に伴う家計消費の減少をさらに悪化させる要因として、今回は逆資産効果の影響を忘れてはいけない。大恐慌当時の家計の資産構成に関するデータが整備されていないため正確な逆資産効果は計測できないが、当時は株式売買口座を持っている人が全人口の

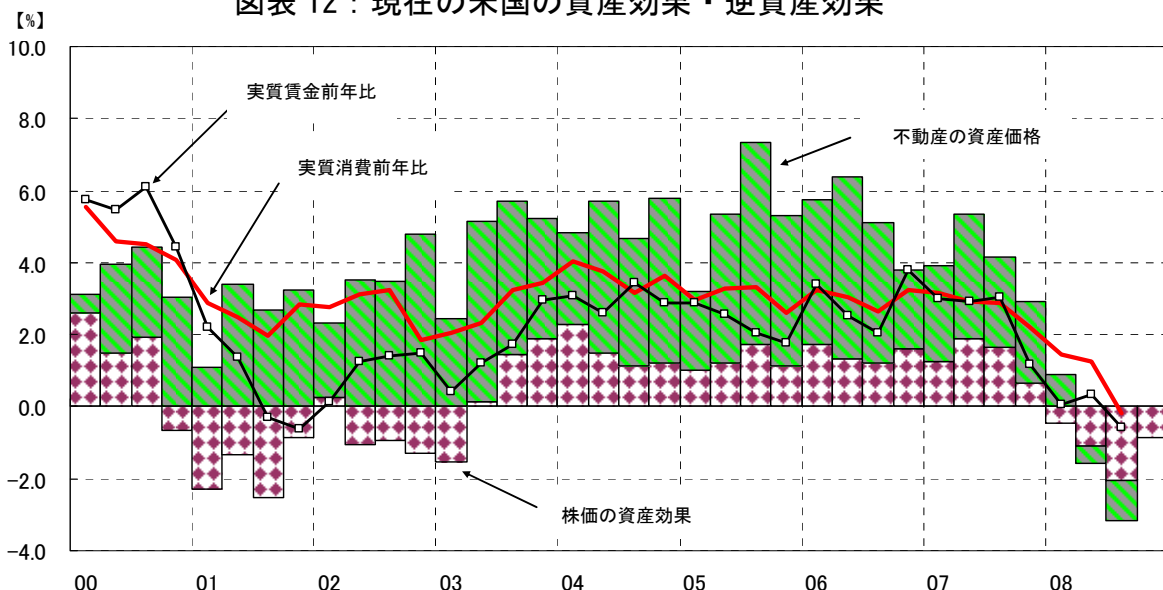
わずか1%程度しかいなかった（全人口1億2500万人のうち、わずか150万人）といわれていることから類推するに、大恐慌当時の逆資産効果は小さかったと考えられる。また、日本バブルのときは家計がバブルの主体ではなかったこと、バブル崩壊後の景気後退局面で貯蓄を取り崩して消費を平準化していたこと（1990年から2004年までの期間で貯蓄率は13.6%から3.6%に低下している）から、逆資産効果は限定的であったと考えられる。一方、現在の米国は、図表12からみてとれるように、2000年以降、株式や土地の値上がりを裏づけとして相当規模の資産効果を楽しみ、消費を拡大させてきたことが分かる。このように株式市場や住宅市場への依存度を高めてきた米国の家計消費は資産価格の下落に伴い、相当規模の逆資産効果により減速を余儀なくされることは否めない。まさにバーナンキらの言う「ファイナンシャル・アクセラレーター」が銀行のリスクテイク能力の低下という側面だけでなく、家計の資産効果という側面にまで存在しているのである。

図表11：日本バブル時の資産効果・逆資産効果



出所：Datastream, INDBより三菱UFJ信託銀行作成

図表12：現在の米国の資産効果・逆資産効果



出所：Datastream, EcoWinより三菱UFJ信託銀行作成

では今回、これほどに急速な債務調整が起こるのかどうか。大恐慌のときは、金本位制が金融政策を制約していたこと、セーフティネットが未整備であったことから銀行の連鎖倒産が発生したがゆえに短期間で急速に債務調整が起こったと考えられ、金融面での政策の不備が指摘されている。その面から、現在は大恐慌のような銀行倒産を伴う急速な債務調整は回避されると考えるのが正しいようだ。

図表 13：債務収縮対応策比較表

	金融債務調整過程	セーフティネット	市場保護	金融政策	会計制度	財政政策	逆資産効果
大恐慌	銀行倒産	無し	無し	緩和の遅れ	簿価主義？	小	無し？
日本バブル	不良債権処理先送り	有り	遅れる (空売り規制等)	量的緩和の遅れ	簿価主義 (BIS規制)	大	軽微
今次金融危機	緩やかな債務調整？	有り	部分導入？	早期量的緩和	時価主義 (棚上げ？)	大？	大きい？

ただし、2つの前例に対し、会計制度の時価主義、広く家計に存在する資産効果の存在を考慮に入れると、債務調整のペースが加速するリスクはある。大恐慌のときは経済制度が成熟しておらず、銀行の連鎖倒産が起こった結果として不良債権処理が短期間で進んだ格好となっている。一方で日本のバブル崩壊では、銀行に対する資本注入や量的緩和政策といった政策対応がなされたことで大恐慌時のような銀行の連鎖倒産は起こらず、また債権債務の関係が銀行と企業の相対であったことや、不良債権の評価が銀行の自己査定に任されていたこと（評価を甘くして損失を将来に繰り越すことが可能であった）から、不良債権を長い期間かけて処理することが可能であった。では、今回の金融危機においてはどうかであろうか。今回は証券化商品を介在して不良債権の評価が市場価格で決定（時価評価）されてしまうことから日本のときとは違って損失を先延ばしすることが難しく、銀行は短期間で損失を計上せざるを得ないため、政府による支援がなければ倒産も免れない状況である。このようなリスクが顕在化した場合には、急速な債務調整が起こる可能性が高まるといえよう。しかしながらこの問題に対しては、銀行に対する公的資金注入が行われていること、BIS規制の緩和や時価会計の一時凍結などの政策対応が検討されていることから、やはり大恐慌ほどの急速な債務調整は回避されると考えられる。

4. 結論

以上の考察より、債務調整による需要不足の観点から今回の金融危機が大恐慌に発展するリスクは存在すると考えられるが、金融政策や財政政策をはじめとした各種政策対応により景気へのインパクトを和らげながら、ゆっくりとした債務調整が行われるのではないだろうか。

V. 長期波動説

経済活動は、短期、中期、長期の周期の異なる3つの循環波動に影響されており、それらの下降局面が1930年代に一致したことが大恐慌を引き起こしたとの主張が存在する。3つの循環波動のうち、短期波動と中期波動については、周期およびその原因について一定のコンセンサスが得られている。短期波動はキチン循環、中期波動はジュグラー循環と呼ばれ、それぞれ、在庫変動、企業の設備投資を原因として40ヵ月程度、10年程度の周期を持つことが知られている。これに対して、長期波動については、必ずしもコンセンサスと呼ばれる原因が特定されていない。

ここでは、長期波動の分析を行うことで、現在の金融危機の状況と将来の展望を考察してみたい。長期波動といえばコンドラチェフのサイクルが有名であるが、60年前後のサイクルの存在を、オリジナルで彼が作ったものから、シュンペーター、ゴールドシュタイン、ウォーラスティンらの手を経て、技術革新、戦争、価格循環、世界覇権といったさまざまな原因に定義されている。ここではまず、それらの諸説で捉えられる、大恐慌の原因とその妥当性、現在の状況の整理を行った上で、今回の金融危機を見る視座としたい。

1. 学説の紹介

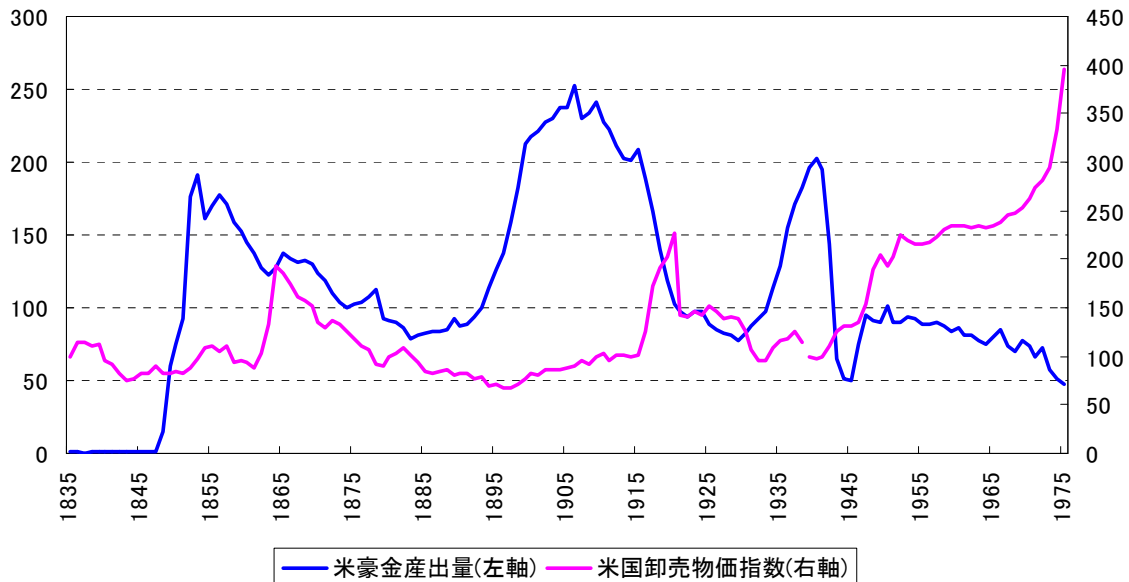
欧米各国の物価水準の推移から、コンドラチェフにより60年前後を周期としたサイクルが提唱されたが、サイクルが長いため山、谷の判断は研究者によって異なっており必ずしもコンセンサスが得られておらず、また存在そのものすら意見の一致が見られていない。コンドラチェフ自身も、技術変化、ニューフロンティア、戦争、金生産量、農業の5つに着目し各要因との関連性を指摘はしているものの、原因やメカニズムの特定には至っていないと言われるが、長期波動のメカニズムを解明する要因としてあげられている主要な要因について、以下で概観したい。

(1) 金鉱発見

図表14は、1835年から1976年までのアメリカおよびオーストラリアの金産出量とアメリカの卸売物価動向を見たものである。金の産出量は、1850年代半ば、1905年前後にピークを迎え、卸売物価は、その10-15年後にピークを迎えており、金の産出量の増加が一定のタイムラグを置いて物価上昇につながっているように見える。これらの関連性については、

金本位制という当時の通貨体制と貨幣数量説¹の考え方を結びつけて、以下のような主張がなされている。

図表 14：米豪の金産出量と米国卸売物価指数(1835－1976)



注) 数値は指数。卸売物価指数については一部基準年の変更により不連続が存在する
出所：マクミラン世界歴史統計より三菱UFJ信託銀行作成

コンドラチェフが長期サイクルを提唱した 20 世紀初においては、世界の通貨体制として金本位制が確立されていた。金本位制の下では、金との交換を保証したうえで貨幣を流通させていたため、貨幣の流通のためにはその裏付けとなる金の保有が必要であった。従って、大規模な金鉱が発見され貨幣用の金残高が大幅に増加すると、流通させることができる貨幣の量がそれまでに比べて増加することとなる。貨幣の流通量の増加は物価水準を押し上げることになり、金鉱の発見が貨幣流通量の変化を通じて物価変動の長期的な趨勢を決定する、というのである。

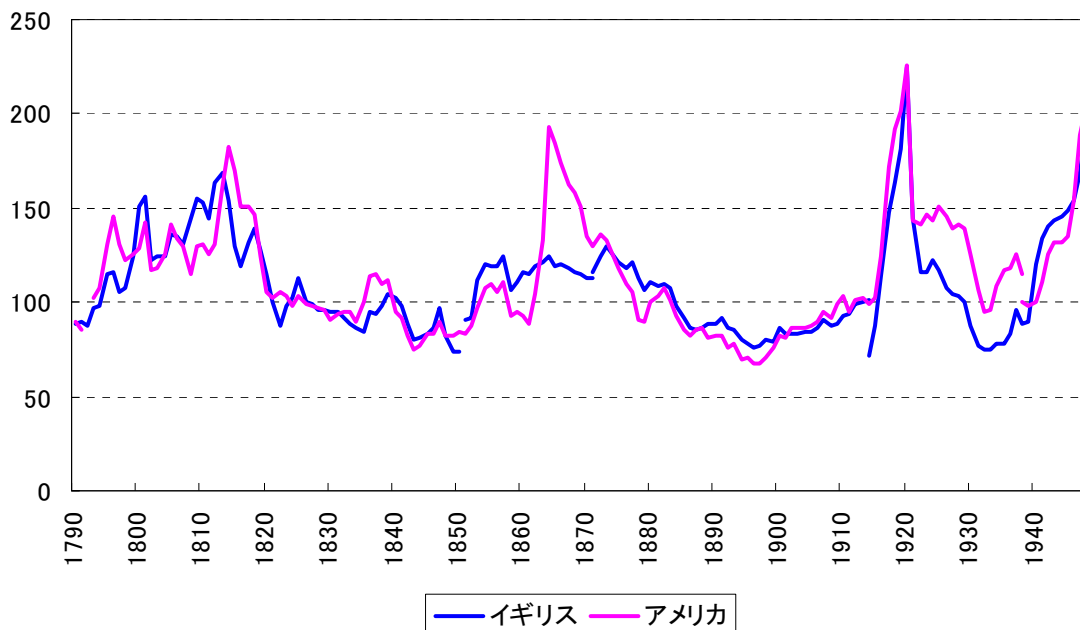
金本位制と貨幣数量説を前提とするのであれば、このような説明に違和感はないが、貨幣数量説の妥当性については議論が分かれるところであるし、金本位制という特定の通貨体制下でのみ説明が可能となる点については注意が必要であろう。

¹ フィッシャーの交換方程式（貨幣数量×貨幣の流通速度＝価格水準×取引水準）における「貨幣の流通速度」と「取引水準」は一定であるとして、物価水準の変動は貨幣数量の変化と比例的になるとの考え方。

(2) 戦争

図表 15 はアメリカとイギリスの卸売物価の水準を示したものである。両国とも、1810 年代半ば、1860 年代半ば、1920 年前後、にそれぞれ物価水準のピークが見られるが、それぞれ、ナポレオン戦争(1792-1815)、南北戦争(1861-1865)・普仏戦争(1870-1871)、第一次世界大戦(1914-1918)に一致していることが分かる。

図表 15 : 米英卸売物価指数 (1790~1950)



注) 数値は指数。一部基準年の変更により不連続が存在する
出所：マクミラン世界歴史統計より三菱UFJ信託銀行作成

戦争と物価水準の関連性については、戦争による需給のひっ迫を通じた物価上昇として説明がなされている。需給ひっ迫の需要面からの要因としては、戦時においては通常の経済活動に加え膨大な軍需が追加されること、また戦争については通常時の供給能力や資源制約を超えた水準においても遂行され続けること、などが挙げられる。一方、供給面からの要因としては、生産設備の破壊により生産性が低下すること、徴兵により労働力が不足し生産能力が低下すること、などが挙げられる。

戦時の物価上昇と特需景気、その後の物価下落と景気低迷は過去さまざまな局面で確認されており、直感的にも納得感のあるものである。しかしながら、戦争の発生が物価水準を含めた経済活動に対して内生的要因なのか外生的なものにとどまるのかについては、吟味が必要であろう。

(3) 世界覇権の交代

ウォーラスティンらの主張する世界システム論によると、世界は先進諸国を中心とする「中心地域」とこれに組み込まれ従属する「周辺地域」から構成され、世界の覇権は「覇権の勃興期(A1)」「覇権の確立期(B1)」「覇権の成熟期(A2)」「覇権の衰退期(B2)」の4局面がサイクルすることで交代を繰り返し、これが経済的な長期波動の2サイクルと結びつくという。各局面での一般的な経済状況は、以下の通りとなる。

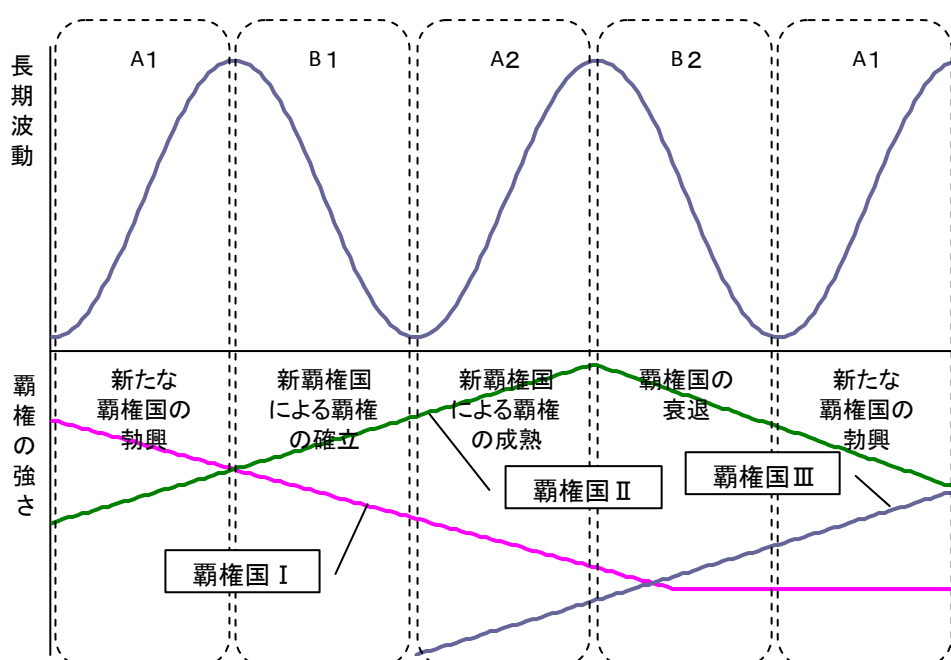
A1：中心地域も周辺地域もともに需要超過の状態にあり経済成長を経験するが、周辺地域が生産する財（＝中心地域での原材料となる）への需要のほうが大きい。なお、この時点では所得の公平な配分がなされておらず、全員が生活水準の向上を享受できるわけではない。

B1：A1期での周辺地域が生産する原材料への需要増加はやがて供給過剰へとつながり、周辺地域から不況が発生、それが遅れて中心地域にも広がり世界的な景気停滞期に入る。但し、不況を契機に階級闘争が起こり中心地域では所得の再分配が行われる。

A2：再び経済が成長過程へと向かうが、B1期に行われた所得再分配によって、中心地域において相対的により大きな需要増加が発生する。

B2：B1期と同様に、中心地域での需要増加への対応がやがて供給過剰へとつながり、中心地域を引き金とした不況期が訪れる。中心地域においてはB1期よりも深刻な不況となり、B1期のように所得の再分配を行う余力はなく、それがA1期での所得の不公平な分配につながる。

図表 16：長期波動と覇権国の覇権の強さ



出所：篠原(1991)を参考に三菱UFJ信託銀行作成

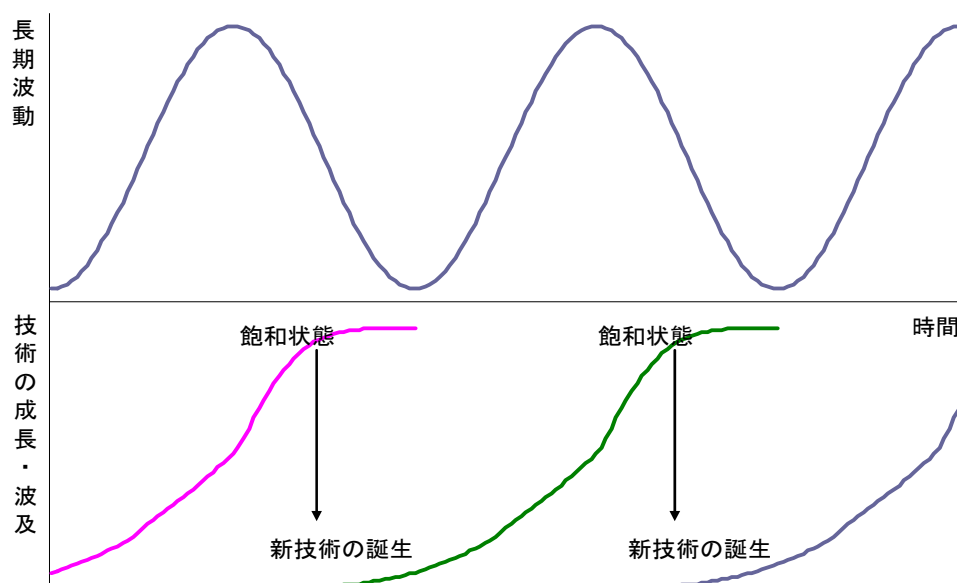
「覇権国」については定量的な測定が難しいが、世界経済において主導的な役割を担う国が存在すること、およびそうした国が変遷し、その変遷が世界の軍事・政治面だけではなく世界経済に大きく影響していることについては、定性的には理解ができるであろう。足元ではアメリカがそうした役割を担っており、アメリカの前にはイギリスが担っていたと考えることは、多くの人が納得感を持つのではないか。

(4) 技術革新

旧来の技術、経済・社会システムを覆す、技術革新(イノベーション)を実現する企業の登場によって経済がシフトすることが原動力となり、経済サイクルが発生するという考え方で、シュンペーターらによって提唱されたものである。

シュンペーターの考え方を受け継いで発展させたメンシュは、新たに導入された技術の成長・波及の速度が導入当初は遅く、その後加速度的な普及を経て、飽和状態を迎えるとともに再度速度が低下する、S字型の軌道を形成することを仮定した。新技術が加速度的に普及する時期が長期波動のピークとなり、その新技術が最終段階に向かう段階ではその技術をもとにした生産物の価格下落が進み長期波動のボトムとなるとした。また、長期波動のボトム時期においては企業の利潤が低下するため、既存の技術とは全く異なる新たな技術の探求が活発となり、次の波動の原動力となる技術革新が生まれるとした。

図表 17：長期波動と技術の成長・波及の進展



出所：毛馬内(2003)を参考に三菱UFJ信託銀行作成

過去におけるそれまでと全く異なる新技術の例としては、産業革命、鉄道革命、電力革命

などが挙げられているが、事実としてそれらにより技術革新が進展し経済の活性化がなされたことを見れば、有力な学説と考えられるだろう。

2. 各学説のサイクル性と現代への示唆

過去のサイクルから現代への示唆を得るには、それらのサイクルが外生的な偶然の要因により発生するものでなく内生的な必然の要因に発生するものであり、かつ内生的メカニズムが現代にも当てはまるものであるのか考察を行なう必要があるだろう。

(1) 金鉱発見

金鉱の発見は経済活動とは独立した偶然の産物であり外生要因であるとの主張がある一方、金の相対的な購買力に着目することで内生的な要因として説明できるとの主張がある。つまり、物価水準の低い時期においては相対的に金の購買力が大きくなり、金の生産量の増加や新たな金鉱の探索活動へのインセンティブが大きくなる。その後、金鉱発見により貨幣用の金残高が増加し物価が上昇すると、相対的に金の購買力が小さくなりこうしたインセンティブが小さくなる、というものである。

実際に図表 14 を見ると、1845 年前後や 1895 年前後などの物価水準が低位の時期に金の生産量が急拡大しており、その後の物価上昇につながっている。また、1865 年や 1920 年の物価上昇のピーク前後では、金の産出量が低下するという傾向も見られる。少なくとも、19 世紀後半から 20 世紀初頭においては内生的な説明が可能であるようにも思われるが、現代と当時と決定的に異なるのは、メカニズムの前提条件である金本位制がすでに崩壊しており、通貨供給量は金残高とは独立にコントロールされているということである。実際、米国が金本位制から離脱した 1933 年以降においては、それまで見られていた関連性が低下しているように思われる。

このように金鉱発見を長期波動の原因とすることは、金本位制が採用されていない現代においては、限界があるように思われる。しかしながら、金産出量を金本位制採用当時のマネー供給量に関する指標と考えれば、現代においてもマネー供給量との関係²として示唆が得られるものであろう。

(2) 戦争

戦争と経済活動の連動性については、戦争を原因、経済の動きを結果として捉える場合は

² 大恐慌とマネーの関係については、第Ⅱ章ご参照。

明快である。戦時の物価上昇のメカニズムについては先に説明したとおりであり、景気全般に対しては、戦地では経済的疲弊がもたらされるものの、直接戦地にならなかった地域では戦争による特需景気が生み出され、戦争の終了とともに特需景気がしぼむことでその後の景気低迷を引き起こすという状況が観察される。大恐慌についても、第一次世界大戦で戦場とならず特需景気に沸いた米国において、好景気を謳歌した直後であり、戦争バブルとその終わりとも考えられる。

では、経済の動きを原因とし戦争を結果として捉えることを通じて、内生的でサイクル性があるものとみることができるのであろうか。こうした動きの説明としては、一定の経済成長期間を経ると大規模な戦争を遂行するための戦費を負担できる経済的な余裕が生まれること、経済活動がある一定の期間を経ると資源の制約や市場の制約が発生することとなり国際的な摩擦が発生することなどから、経済の成長が戦争を生み出すというメカニズムが指摘されている。一方で、経済が低迷している時代に景気下支えのための軍事費が拡大することで国際的な摩擦が拡大すること、経済成長が低迷期を迎えた時期の方がわずかな経済的な摩擦でも国際的な危機へと発展しやすいことなどから、景気の低迷が戦争を生み出すというメカニズムも指摘されている。

また、戦争の発生原因については経済活動との関連以外にも、世界におけるパワーバランスおよびその変化と結びつけた解説や民族対立、宗教対立、イデオロギーの対立に原因を求めるものなども存在する。このように、経済活動と戦争の関連性についても方向性の異なる指摘があり、戦争の原因そのものについても、経済活動との関連性以外に求めるものもある中で、戦争と経済活動の内生的なメカニズムについては、コンセンサスが得られている状況ではない。

(3) 世界覇権の交代

世界覇権の交代は上述の通り経済のサイクルと一体であり、相互の関連性があることは明らかである。では、各覇権国下での局面と世界覇権の交代について過去および現在をどのように説明できるのであろうか。

覇権国	ハプスブルグ	オランダ	英仏拮抗期	イギリス	アメリカ
A 1	1450～	1575～1590	1672～1700	1798～1815	1897～1913/20
B 1		1590～1620	1700～1733/50	1815～1850	1913/20～1945
A 2	～1559	1620～1650	1733/50～1770	1850～1873	1945～1967
B 2	1559～1575	1650～1672	1770～1798	1873～1897	1967～

ウォーラスティンによれば、覇権はハプスブルグ→オランダ→英仏拮抗時代→イギリス→

アメリカへとサイクルしている。各覇権国下での局面は以下の通りとなり、1930年代の大恐慌は、アメリカ覇権期のB1局面に当たるとされている。また、1897年以降はアメリカの覇権下であり1967年以降は覇権国の衰退局面であるB2局面にあるという。現在の世界がアメリカの覇権下にあることに疑いはないが、新興国経済の台頭、国際通貨としてのユーロの地位の向上、軍事面でのアメリカの影響力の低下など、覇権国としての影響力の低下が見られることも事実であろう。足もとの経済状態が、ウォーラスティンの主張する通り、アメリカ覇権下でのB2の最終局面を示すものであるとすれば、アメリカに代わる新たな覇権国の勃興が局面転換のカギとなろう。しかしながら、これについては第Ⅲ章で詳細に述べたように、ファイナンス面の安定性や代替通貨の不在などの理由により、覇権国の象徴である基軸通貨国としての地位が揺らぐ可能性は今のところ低く、また米国の覇権国たらしめる意志も強い中でB2局面からA1局面への移行は当面先のように思われる。但し、アメリカの覇権体制も磐石と言えるものではなく、第Ⅲ章でも指摘した通りファイナンスシステムの揺らぎや米国の通貨拡散能力の低下などのリスクが存在していることには留意が必要であろう。

(4) 技術革新

企業にとって利潤獲得は存在意義そのものであり、革新的な技術の開発によって得られるであろう莫大な利潤は非常に魅力的なものである。従って、企業にとって技術革新を実現するインセンティブは常に存在している。また、このインセンティブは経済状態が良好で一定の利潤が得られている場合よりも、経済が停滞し技術革新により得られるであろう利潤の魅力が高まるほど大きくなる。従って、こうした時期に技術革新が実現する可能性が高いと考えることは自然である。

また、技術革新がなされた当初は、その革新的な技術の応用範囲が十分でないことや革新的技術を利用した製品・サービスに対するマーケットが十分に育っていないなどの理由から、その技術の成長・浸透が緩やかであるが、その後、新技術の応用範囲の拡大、マーケットの成長とともに技術が更に発展すると、それに伴い新技術を活用した企業間の競争も激しくなる。次第に新技術が飽和状態となりそこから得られる利潤が小さくなるとともに、経済の停滞が新たな技術革新が生み出される素地となる。

どれが技術革新であり、どれが革新的とまでは呼べない技術の向上であるかを判断することや革新的な技術の成長・浸透度合いを、定量的に測ることは困難であり、定性的な判断に頼らざるを得ないが、このように技術革新を長期波動の原動力と考える場合の内生的なメカニズムやサイクル性については、非常に納得感の高いものである。

3. 今後に対する長期理論の視座

長波理論の中で、今回のブーム・バーストを一番良く説明すると思われるのは前章で見たように技術革新のサイクルであろう。村上泰亮氏³によれば、技術革新においては産業革命以降、100年サイクルの波が3つ存在しているという。彼によるとその100年サイクルはさらに「突破のための技術」と「発展のための技術」という2つの波で形成されるという。その50年前後の波がいわゆる「コンドラチェフの波」として形容されるものであるが、19世紀で言えば、前者が産業革命であり、後者が鉄道ブーム、20世紀で言えば前者が電力革命、後者が耐久消費財ブームであるという。前者が従来の経済の枠組みを壊すための技術であり、後者はその技術を生かして普及させるための技術である。それら過去の長期サイクルの原動力となった技術革新を整理すると図表18のようになる。前者は新しい波を登場させるためのもので、従来技術との置き換えが発生するため爆発的な需要に結びつくという形にはなりにくいという。その結果、生産性向上がアンバランスに起こるがゆえに、戦前、自動車ブームの後の大恐慌といった経済の摩擦を生じさせたとも考えられる。技術革新のムーブメントは常に「コミュニケーションの発展」と「エネルギー革命」を背景とするものであった。

図表18 長波サイクルの要因のまとめ

波動	19世紀の波				20世紀の波				21世紀の波	
時代	水力和蒸気力の時代				電力の時代				情報の時代	
地域	西欧、北米				日米欧				地球	
サイクル	谷	山	谷	山	谷	山	谷	山	谷	山
年代	1780	1810	1850	1870	1890	1910	1930	1970	1990	?
技術革命	産業革命		鉄道革命		電力革命		工場革命		情報革命	
先端産業	綿紡績産業		鉄道業		電力業		耐久財		情報	
主力産業		繊維		鉄道業		電力業		耐久財		情報
成熟産業	製鉄等	製鉄等	繊維	繊維	鉄道業	鉄道業	電力業	電力業	耐久財	耐久財
産業			製鉄等	製鉄等	繊維	繊維	鉄道業	鉄道業	電力業	電力業
					製鉄等	製鉄等	繊維	繊維	鉄道業	鉄道業
							製鉄等	製鉄等	繊維	繊維
関連事象	アークライト 水力紡績機 発明(1768)	ナポレオン退位・ウィーン 会議(1848)	イギリスで鉄道開通(1830)共産党 宣言(1848)	普仏戦争(1870)明治 維新(1868)	イギリス・アメリカに発電 所建設(1882)	第一次世界大戦(1914~18)	T型フォード工場建設(1915)第二 次大戦(1939)	第一次石油危機(1973)	パソコン+衛星 (75)インターネット 民営化(84)	

出所：小金芳宏氏HP (<http://www.geocities.jp/ryuryuiso/index.html>) 「コンドラチェフ波動と日本経済」
村上泰亮氏「新古典派の政治経済学」等より三菱UFJ信託銀行作成

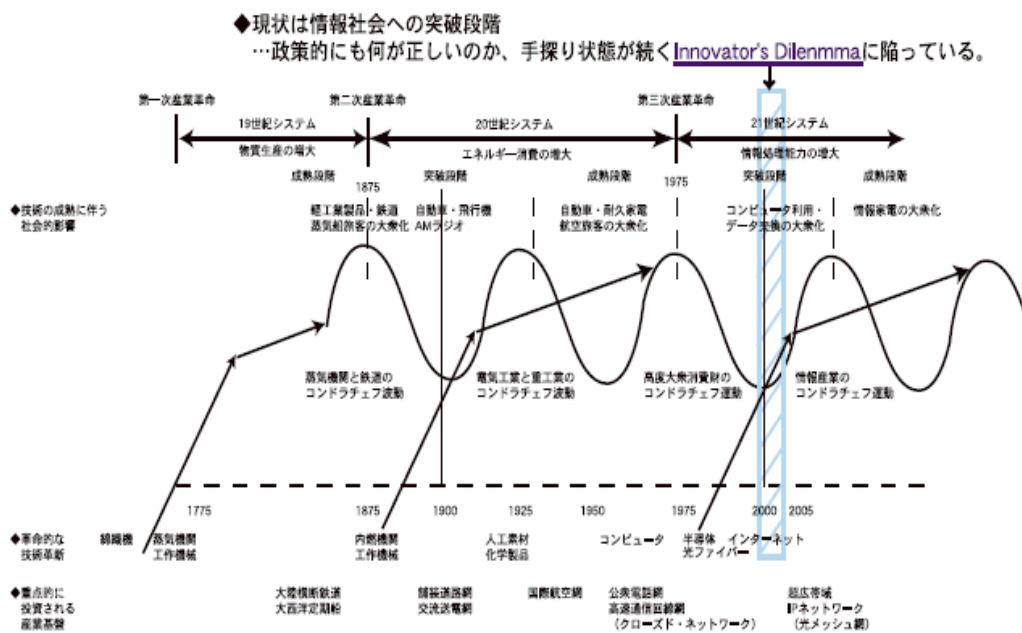
現代の21世紀での「突破の技術」、「コミュニケーションの発展の技術」として挙げられるのは間違いなく「インターネットを中心とした情報技術革命」であろう。思い返せば、現代起きている「金融危機」は2000年にかけての「ITバブル」の崩壊による景気低迷を回

³ 村上 泰亮氏：元東京大学教授。専門は理論経済学。1993年没。著書『反古典の政治経済学』においては古典派経済学が認めるよりも広い範囲で、政府による産業保護政策は有効な効果を挙げられるとする「開発主義」論を展開した。

避するための超低金利政策が起こした金融バブルの崩壊という側面も持ち合わせている。そうであれば、「発展のための技術」が普及すれば、爆発的な需要創造により景気後退が免れ得るかもしれない。それでは、次の「発展のための技術革新」はなんだろうか。それはおそらく動力革命に近いものとしての「エコ・エネルギー」ないし、バイオ、環境技術などが現在想定しうる。ただ、現状ではそれが「発展のための技術」として爆発的な需要を生むものとしてあまりピンとこないのも事実であろう。また、図表 18 の整理によれば、「突破の技術の普及」すなわち「既存技術の置き換え」である世紀最初の波は早く見積もっても 1980 年代がスタートで、2000 年初頭の IT バブルの崩壊で終わったのか、もしくは今回の金融危機まで続いたのかどちらかであると考えられる。とすれば、次の「発展のための技術」の登場まで少なくとも 10-20 年の谷の期間を経験しなければならない。

一方で、「イノベーションのジレンマ」の著者である、クレイトン・クリステンセン氏の言う「持続的イノベーション」と「破壊的イノベーション」に関して、GLOCOM REVIEW は 2001 年 7 月号の「情報政策とポスト開発主義」の中で、むしろ今の停滞は、IT 技術の「突破」の効能が発揮されにくい状況にあるという。破壊的イノベーションを村上の言う「突破のためのイノベーション」、持続的イノベーションを「発展のためのイノベーション」と重ね合わせると、現況下でのバブル崩壊以降の IT 産業の停滞が良く理解できる。ただ、GLOCOM の主張は、むしろ現在の停滞は、長波の下降局面ではなく、上昇局面における一時的停滞であるとの見方の方である。（図表 19 参照）

図表 19：村上泰亮による技術の発展と長期波動の関係



出所：山内ら（2001）情報政策とポスト開発主義：理論的考察、GLOCOM Review 2001年7月号

技術革新を長波変動の要因として定式付けたとされるシュンペーターによれば、技術革新は経済の拡大期よりもむしろ低迷期に起こるとされている。おそらく今回経験するであろう世界的景気低迷期はそういった技術革新を生み出す「カオス」であるのかもしれない。

VI. おわりに

1. 金融危機の行方と求められる処方箋

今回各章に分かれて議論した結論をつなぎ合わせると、債務拡張を背景とした資産バブルが崩壊したことが大恐慌でも、90年代の日本でも、現代のアメリカでも、直接的原因であったということがいえよう。ただしその後、金融政策の対応、国際体制の変容など、不幸なあるいは未熟な対応で経済的に悲惨な状況に陥ったものが「大恐慌」なのであろう。それでは、そういった過去のバブルの教訓が「有益な経験値」として今回結実するには、何が政策として求められているのであろうか。

恐慌研究の第1人者であるバーナンキ FRB 議長らは、定式化したフィッシャーのデットデフレーション理論の中で、金融危機に際しては財政・金融政策を総動員してデフレを阻止し「ファイナンシャル・アクセラレーター」の発動を阻止することが肝要だとしているようである。一方、デットデフレーションを阻止するために、マネタリストは中央銀行の流動性供給を主張する。日本のバブル調整期においてマネタリストの主張する量的緩和が遅ればせながらとられたが、決定打となりなえかったのはII章で見たとおりである。したがって日本のバブル崩壊以上に世界的規模である今回の金融危機に際し、金融政策だけで十分であるという議論は成り立たない。日本では、「ケインズ的な流動性のわな」（金利が十分に下がると将来の金利上昇を危惧して貨幣保有動機が拡大、金利低下効果がなくなる）を回避するための時間軸効果を中央銀行がコミットすることまで実行された。それでも量的緩和が有効たりえなかったのは「投資収益の低下がおり、デフレ期待が現金保有動機を高めてしまうことによる『流動性のわな』が生じたからである」とクルーグマンは言い、インフレターゲット論を主張した。不良債権処理がかなり進んだ2000年代初頭ですら、有り余る流動性を有効活用しようとする借り手は明確には現れず資金需要は低迷したままであった。それは財政金融政策を駆使して最悪のデフレスパイラルは阻止できたとしても、次なる成長の芽が無ければ金融危機の幕引きができないということを意味しているのではないか。その後の日本では、デフレ期待は純粋なマネー的現象ではなくて経済構造に問題があるとの考えから、構造改革が主張された。まさにシュンペーターの「創造的破壊」の必要性である。それに関

してはV章で見たように、技術革新のサイクルからすると不況に陥ることも新しい技術革新を呼ぶのに必要なのかもしれない。構造改革による新たな技術革新が必要だとすれば、求められるのはデフレスパイラルを回避しながら、現状の構造問題に対する解決策を模索することなのではないか。

2. 現代の構造要因

では今回の金融危機の背景にある構造的要因は何であろうか。大恐慌期の構造問題はIV章で述べたようにマルクスらの指摘するような古典的資本主義が抱える「富の偏在」であろう。それがゆえに、当時は広範な資産効果の存在も認められないし、資本家中心の短期の債務調整ができたともいえよう。一方で、日本のバブル期の構造問題とは、「戦後高度経済成長」を成し遂げた日本の経済体制のシステム疲労であり、先進国の高齢化問題を先取りしたが故の「金余り」であった。今次金融危機は日本の場合とも共通するが、先進各国の高齢化・低成長化と冷戦後のグローバリゼーションが米国一国への内需依存型世界経済体制をより強めたことの結果、先進国・途上国の「金余り」を招き、その結果起こったマネーの暴走である。またその先には、疲弊した米ドル基軸通貨体制の継承の問題と新興諸国の成長拡大による資源不足、環境の制約をどう突破するかという難題が控えているのである。

構造問題のひとつである先進国の高齢化による金余り問題は、先進国の成長不足と、インフレヘッジをしたい年金マネーの問題であろう。先進国は高い成長の期待できる新興諸国への資金供与を行うことで成長のパイにありつく。一方で新興国に必要な資源・環境問題への技術開発も行うというのが理想であろう。その過程で、再び安易なバブルを起こさないためにも、ヘッジファンド規制など先進国のルーズマネーへの規制で監視を行う。資源・環境の効率的使用に関しては、市場経済に任せられるほどの技術がまだ手に入れられて無いとするならば、国際的共同管理なども検討する必要があるのかもしれない。ドル基軸通貨継承問題に関していえば、特に新興諸国向けに国際流動性をいかに供給するかの問題であることはIII章でも見たとおりである。IMFのSDR（特別引出権）の活用推進が中国から提案されていると聞くが、ケインズの夢であった「世界共通通貨（バンコール）」導入も選択肢としてありうるのかもしれない。

3. 現実的政策

理想の政策はさておき、現在実行されている政策、とられようとしている政策はどうであろうか。まず債務収縮によるデフレスパイラル回避が必要なのは誰の眼にも明らかなことで

ある。その為のマネー面の政策については、世界各国の政策金利がすでに歴史的低水準になっているのに加え、日米をはじめ英国、スイスなどでも中央銀行による債券買い取りで量的緩和に踏み込んでいる。それに加え、欧米各国では銀行の資金仲介機能を損なわないようにするため銀行の債務保証、ないしは国有化、中央銀行からの資金供給手段の多様化にまで踏み込んでおり、金融面での政策に関しては十分とられていると見てよいであろう。また、バーナンキらの言う「ファイナンシャル・アクセラレーター」の発動を阻止するために、時価会計の棚上げという市場経済における禁じ手まで導入しようとしている。財政政策に関して、各国対応はもとより、2度のG20を経て国際的に財政拡張政策を目指すなど、かつて無かった試みがなされている。

一方で今後の成長戦略に関する構造問題への取り組みはどうであろうか。今回の金融バブルの崩壊を新たなバブルで解決するというある意味安直な解決策を取らせないためと、再び金融システムが傷つくことの無い様に、ヘッジファンド規制等、先進各国でもマネーの行き過ぎを監視しようとする規制導入論が主流になりつつある。またエネルギー対策の一環とも、旧来の産業保護的財政支出とも言うべきエコカーへの優遇政策が日米をはじめドイツなどでも導入されている。ただし、エネルギー・環境問題に関しては先進国対新興諸国の利害の対立、資源国ナショナリズムの問題などが絡み合うため、国際的に大掛かりな政策には依然結びついていない。環境・資源制約をブレイクスルーするために必要な技術は、エネルギー技術であり、バイオ技術であろう。ただし、70年代の緑の革命、原子力発電の発展などが身近な危機をブレイクスルーしてきたように、今回もブレイクスルーできるかどうかはわからない。そういった技術革新がもたらされなければ、窮余の策としての縮小均衡を経済政策上初めて考えなければいけないのかもしれない。

求められるのは、未来を先食いする財政赤字の浪費でも、再びマネーゲームでバブルを起こすことでも、いたずらに悲観主義に陥ることでもない。目の前にある金融システムの崩壊を最小のコストで防いだ上、限られた資本・資源を人類の未来につながる技術のブレイクスルーに使うためにどうしたらよいか最大限の知恵を絞ることである。そのためには、世界各国が利己主義に陥らず、協調体制をとり続けることが肝要である。

もし前述のような世界の構造問題を地球規模で解決することが本当に必要であるならば、経済学者・政策担当者に求められるのは「望ましい経済政策・体制」を模索することであろう。それには前述のように国際協調が必要なのは言うまでも無い。反面、国家間の利害対立がそれを阻むリスクは大きい。今回の金融危機に際しては、サブプライムバブルを演出した

金融機関、それを証券化して販売した投資銀行、投機に走った運用者、株価至上主義の経営者など参加者すべてが短期的利益のみを追求したがゆえに起こったとの指摘がされている。そこには、長期的なステークホルダーの利益への配慮も無ければ、経済弱者への配慮・環境への配慮にも欠け、モラル無き利益追求主義がなせる業であったともいえる。バブルのピークでは常にそうであるともいえるが、今回の金融危機は大恐慌後の修正資本主義、スタグフレーション後の新自由主義など、過去の経済危機を克服してきた資本主義が行き着いた「終わりの始まり」であるとの指摘もある。マルクス主義者でなくとも、「資本主義の抱える脆弱性」を指摘し「資本主義の未来」を按じていた経済学者は多い。シュンペーターは「創造的破壊」が技術革新を生む前提としたが、それによる経済発展そのものが資本主義の不安定性を内包するとし、資本主義の行き着くところはマルクスと違った意味での「社会主義」であると説いたという。かのケインズも「資本主義に内在する不安定性」を指摘した上で、「自由放任の終焉」として「個人の利益と社会の利益の調和が実現するという政治経済観の終わり」を指摘し、「市場の危機」に際しては長期的観点に立ち社会的な利益を考慮できる立場としての「国家の役割」を重視していた。それは単なる全体主義的「国家主義」ではなく、公共の利益を代表できるモラルある主体としての国家重視である。

アダム・スミスは「市場の価格調整機能が「神の見えざる手」として個人の利益極大化行動を全体の利益につなげる」としたが、実は彼の主張の一方で、利益極大を追及する経済人に対しては、「道徳心」を求めていたのはあまり知られていない事実である。マックス・ウェーバーが「プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神」で資本主義を発展させた原動力として宗教倫理から産み出された禁欲的な個人を思い描いていたのは有名な話である。資本主義はアダム・スミスの時代から300余年たって、隘路に陥った中で、当初アダム・スミスの求めた「道徳心」を再び必要とする段階にきたのかもしれない。「責任あるグローバリゼーション」というテーマを標榜したのは1999年のダボス会議であった。大恐慌後第2次世界大戦に突入したことの反省で作られたIMFも、GATTから流れを汲むWTOも、今回の金融危機を未然に防ぐことはできなかった。それを真摯に反省すれば、「モラル」を取り戻すべく新たな価値観の共有と「公共の利益」を追求できるような「経済体制」の模索を国際協調のもと行うことが求められているのではないのだろうか。

4. 市場運用者として留意すべきこと

市場運用者として留意すべきは、上記のように政府の介入、国際経済体制の再編が求められることから、経済の大きな枠組みが変わる可能性について注視する必要があるということ

であろう。世界の資本主義が未曾有のチャレンジを受けている以上、資本の流れを一変しかねない体制の変化、経済論壇の議論にはいっそうの注視が必要になるのである。一方で、起こって欲しくないことだが、国際協調の流れに反抗する貿易戦争、宗教対立を傘に着た国家対立など資本の流れを分断する動きがどういった利害対立から出てくるかについても注意が必要であろう。何にもまして、金融機関に勤めるもの、また市場参加者の1人として、今回の金融危機を他人事として批判できる立場にないことは十分認識しておく必要があるし、当事者意識を持ち続けることが必要であろう。それがゆえに「今後の資本主義のありよう」には無関心ではいられなし、「市場の世論」を作るものとして、モラルある世論形成に努めなければいけないことは肝に銘じるべきであろう。

今回は時間の関係上、オーソドックスな大恐慌に関する議論を例に引き分析、検討を行ったため、最新の新古典派の流れを汲む「リアルビジネスサイクル論」「ニューケイジアン的主張」等については詳しく検討する時間が無かった。今米国で議論されている「財政政策の有効性」の議論については、大恐慌時でも財政政策の出動が、経済回復を遅らせたとの意見まで出ているそうである。(WSJ 2/2 オハニアン) 日本で繰り返された「財政か金融か」「需要創設か構造改革か」といった2者択一的な議論ではなく、生産性を確保するための議論、将来を見据え議論がなされている。アメリカで主流であった新古典派の自己正当化の嫌いはあるものの、ニューケインジアン、新古典派などの立場の違いを超えた政策の有効性に対する真剣な議論が展開されていることに幾ばくかは安堵感を覚えるというのは楽観的過ぎるであろうか。

5. 最後に

今回、勉強会で大恐慌を取り上げたのは近々の話題である金融バブルの崩壊の問題を大恐慌の分析を通じて自分達なりに理屈つけて推論し、立論するということを目指してであった。分析を現職とするものもいたが、不慣れな中、大恐慌のデータをプリントアウトの資料から夜遅くまで手打ち入力するもの、文献探しに出身大学の図書館に日参したもの、海外の論文をインターネットで掘り起こす者など、想像以上の勉強会参加者の頑張りによって、貴重なデータを含んだアウトプットとすることができたと自負している。何にもましてここまで読みにくい文章をお読みいただいた読者の方に感謝したい。また、少しでもご参考になれば幸いである。

(2009年4月15日記)

<担当／執筆者>

- IV. 需要不足説 前田 隆将（投資企画部）、落合 知博（投資企画部）
前島 英和（債券運用部）、野口 達哉（債券運用部）
- V. 長期波動説 高鍋 朗（債券運用部）、岩松 正嗣（債券運用部）
- VI. おわりに 高鍋 朗（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）

【参考文献】

IV. 需要不足説

- 「大恐慌のアメリカ」 林敏彦 1988年9月
- 「1929年大恐慌の謎」 関岡正弘 2009年2月
- 「ウォールストリートの歴史」 チャールズ・R・ガイスト 2001年10月
- 「大暴落1929」 ジョン・K・ガルブレイス 2008年9月
- 「デフレーションとしての大恐慌」 林敏彦 1997年11月
(大蔵省財政金融研究所「フィナンシャル・レビュー」November-1997)
- 「バブル経済の崩壊と物価下落」 古川頭 1997年11月 (同上)
- 「負債デフレのワナからの脱却」 栗林世 2002年1月
- 「不良債権と公的資本(上) - 大恐慌期の米商業銀行再編(4) -」 小林真之 2002年1月
- 内閣府「ゼロインフレ下の物価問題検討委員会報告書」 1999年6月
参考資料3 1930年代アメリカ大恐慌のメカニズム

V. 長期波動説

- 「世界経済の長期ダイナミクス」 篠原 三代平 1991年
- 「マクミラン世界歴史統計」 Mitchell, B.R. 1983年4月～1985年1月
- 「長期波動と対位法」 毛馬内 勇士 2003年
- 「19世紀の物価動向－コンドラチェフによる物価長波の検討を通じて－」 渡辺 健一 2003年
- 「世界システム」 田中明彦 1989年

VI. おわりに

- The Economist 「Out of Keynes's Shadow」 2/14/2009
- 「恐慌の黙示録」 中野 剛志 2009年

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）