

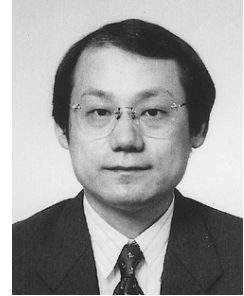
Articles

論文

デフレ脱却の歴史的プロセスの
再検証

主任研究員

米山秀隆



目次

はじめに	6. 現在の日本への示唆
・19世紀後半のイギリス	・1920～30年代の日本
1. 大不況期のイギリス経済	1. 1920～30年代の日本経済
2. 実質賃金の高止まりと競争力の喪失	2. 経済の高コスト化とデフレ
3. デフレの貨幣要因と実物要因	3. デフレからの脱却過程
4. 長期衰退への道	4. 現在の日本への示唆
5. グローバル化と衰退	おわりに

要旨

- 過去のデフレの経緯、要因を検証することによって、現在、日本が直面しているデフレについて、どのような示唆が得られるかを検討した。とりあげた事例は、19世紀後半のイギリスと1920～30年代の日本である。19世紀後半のイギリスでは、大不況（Great Depression）と呼ばれる長期不況に陥り、その間、物価が継続的に下落した。18世紀後半にイギリスはいち早く産業革命を成し遂げ、世界の工業国となったが、19世紀後半には、アメリカ、ドイツの台頭により競争力を失い、長期不況に陥った。これは、現在の日本が中国の台頭に伴い、競争力を失っている姿と重なり合う。一方、1920～30年代の日本では、第一次大戦後のバブル崩壊後、慢性的な不況に陥り、昭和恐慌下で激しいデフレに見舞われた。当時の経緯は、現在の日本と酷似している。
- イギリスのデフレの要因は、産業競争力が低下するなかで、経済が高コスト構造に陥り、投資収益率が低下したという点に求められる。すなわち、投資収益率が市場利子率を下回る状況が続き、需要が停滞したことが、物価を累積的に下落させる基本的な要因となった。その後、イギリスは競争力を回復させることができないまま、長期衰退に陥った。一方、日本のデフレの要因は、経済構造の転換が遅れるなか、為替レートが円高で推移し、経済が高コスト化したという点に求められる。当時のデフレは、高コストの是正という側面を持っていた。デフレは昭和恐慌によって激化したが、最終的にはこの危機を大幅円安と金融財政面の刺激策で乗り切った。
- イギリスと日本の事例は、経済の構造転換が遅れ、高コスト化し、投資収益率が低下したという点で共通している。現在の日本のデフレにおいてもこうした要素がある。イギリスと日本が最終的に迎えた結末の違いは、過去からの蓄積の大きさの違いとして理解できる。当時のイギリスは債権国であったため、競争力の低下に直面しても、それが直ちに経済危機をもたらすことはなく、長期衰退に陥った。これに対し当時の日本は、第一次大戦後に債権国に転じたものの、まだ蓄積が乏しかったため、エマージング型の経済危機の要素が現われ、大幅な円安を通じてデフレから脱却する過程が生じた。現在の日本はどちらかといえば、イギリスの事例に近い形に陥っていると考えられる。

Re-establishing the Historical Process of Overcoming Deflation

Research Fellow **Hidetaka Yoneyama**

CONTENTS

Introduction
 . England in the latter part of the 19th century
 . Japan in the 1920s - 1930s
 Conclusion

SUMMARY

1. This Study establishes the patterns and factors underlying the deflation periods of the past and examines the lessons that can be learned from this for the deflation Japan is now facing. The examples analyzed here are the British deflation in the late 19th century and Japan in the 1920s - 1930s. England experienced a prolonged period of economic slump known as the Great Depression. During this period, prices continued to fall. In the late 18th century, England took a lead in spearheading the Industrial Revolution and becoming the world's greatest industrial nation. By the late 19th century, however, it lost its competitiveness and subsided into a long recession as the United States and Germany rose as new industrial powers. The present decline of Japan's competitive edge while China is in the ascendancy is an exact replica of the British situation in the late 19th century. In the 1920s and 1930s Japan fell into the grips of a chronic depression after the burst of the bubble in the years after the First World War. The nation was visited by a severe deflation in the Great Showa Depression. There is a striking similarity between the situation of that time and the present-day situation of Japan.
2. The factors responsible for England's deflation can be traced to a pattern of economic development in the wake of a decline in Britain's industrial competitiveness that is characterized by a high-cost structure of the economy and a downturn in the return on investments. The fundamental cause of the downward spiral of prices on aggregate was that investment returns continued to be lower than market interest rates amidst stagnating demand. After this, Britain experienced a protracted decline as the nation was unable to recover its competitiveness. In contrast, Japan's deflation in the 1920s-1930s was due to a high-yen on the currency market amidst with the economy spinning toward a high-cost structure as Japan fell behind in her attempts to make the necessary structural adjustments to her economy. The deflation of this period did give rise to corrective adjustments of the high-cost structure. Amidst the onslaught of the Great Showa Depression, however, the deflation intensified and the crisis was eventually overcome after a major depreciation of the yen and through a package of fiscal and monetary stimulating measures.
3. These English and Japanese examples have in common that they were both attendant upon a drift towards a high-cost structure and a decline in investment returns amidst a belated response to a structural change of the economy. The deflation Japan is now experiencing has the same underlying factors. The difference in the fate that awaited England and Japan as the two countries ultimately came to terms with their deflation can be understood in terms of the difference in the size of the two nations' accumulated wealth. Because Britain at that time was a creditor nation the situation did not immediately lead to an economic crisis despite her dwindling economic competitiveness. Instead, Britain went through a protracted period of decline. In contrast, Japan had little in the way of accumulated wealth although it had become a creditor nation in the period after the First World War. As a result, the crisis factors typical of an emerging economy appeared, ushering in a process that took a major depreciation of the yen to break away from the deflation. The present pattern of Japan's decline resembles rather the example of England in the late 19th century.

はじめに

消費者物価が3年以上前年比マイナスを続けるなど、日本経済のデフレ傾向になかなか歯止めがかからない。デフレからいかにして脱却するかについては、既に様々な議論がなされているが、意見の一致はみられず、何が最も重要なのかについての見解は分かれたままである。

デフレは、第二次大戦後の世界経済の中ではほとんど見られなかった現象であり、その意味で現在の日本は特異な状況に直面しているものと思われるがちである。しかし、歴史をさかのぼると、デフレは決して珍しい現象ではなかった。日本では、明治期の西南戦争後の松方デフレ（1880年代）、第一次大戦後の昭和金融恐慌期のデフレ（1920～30年代）などが、過去のデフレの例として知られている。一方、世界に目を転ずると、19世紀後半には、欧米諸国の多くがデフレに直面した。また、大恐慌期のアメリカのデフレについては、改めて指摘するまでもないだろう。

このようにみると、デフレは歴史的にみると特異な現象ではなく、むしろ第二次大戦前には、しばしばみられた現象であったことがわかる。むしろ、物価が右肩上がりに上昇してきた戦後の日本経済の方が、特異な状況であったとみることもできる。

本稿においては、過去のデフレでどのような現象が起こり、最終的にどのような結末に至ったのかを改めて検証することによって、現在、日本が直面しているデフレについて、どのような示唆が得られるかについて検討する。ここで取り上げるのは、次の2つの事例である。

1つは、19世紀後半のイギリスの事例である。19世紀後半には、イギリスは大不況と呼ばれる長期不況に陥り、その間、物価が継続的に下落した。18世紀後半にイギリスはいち早く産業革命を成し遂げ、世界の工業国として世界に君臨した。しか

し、19世紀後半には、新興経済国（アメリカ、ドイツ）の急速な台頭により、競争力を失い、長期不況に陥った。これは、現在の日本が中国の台頭に伴い、競争力を失っている姿と重なり合う。

もう1つは、1920～30年代の昭和金融恐慌期の日本の事例である。第一次大戦後のバブル崩壊後に慢性的な不況に陥り、金融恐慌、昭和恐慌下で激しいデフレに見舞われた当時の状況は、現在の日本経済がバブル崩壊後に長期低迷し、ついにはデフレに陥った状況に、その経緯が似ている。その意味で、当時の状況を振り返ることは、現在の日本にとっても多くの示唆を与えると考えられる。

むろん、過去と同じことが現在も繰り返されているわけではない。ましてや、過去のデフレ局面で最終的に迎えた結末が、今回のデフレでも起こるというわけではない。当時と現在の状況は似ている面も多いが、異なっている面も多々ある。過去の歴史を持ち出す場合には、ややもすると、過去がこうだったから今回もこうなるということが結論として導き出されがちであるが、そのように短絡的に考えることは、現在の状況を考える上で判断を誤る可能性がある。過去との比較にあたっては、こうした点について十分留意する必要がある。

なお、本稿で用いるデフレの定義であるが、IMFによる「少なくとも2年間継続的に物価が下落する状態」を念頭においている（『World Economic Outlook』1999年）。この定義に基づけば、現在の日本の消費者物価指数（除く生鮮食品）は既に3年以上前年比マイナス、GDPデフレ率は4年半以上にわたって前年比マイナスとなっており、デフレ状態にあるといえる。また、本稿でとりあげる2つの事例も、この定義に照らし合わせても、明らかなデフレ状態にあったと考えられる。

本稿の構成は以下のとおりである。 . では、19世紀後半のイギリスの事例をとりあげ、その経緯と要因、現在との類似点などを考察し、現在の

日本のデフレにどのような示唆を与えるかについて検討する。ここでは1920～30年代の日本の事例をとりあげ、同様の考察を行う。

1. 19世紀後半のイギリス

1. 大不況期のイギリス経済

19世紀後半のイギリスは、大不況（Great Depression）と呼ばれる20年以上にもわたる長期不況に陥った（1873～96年）。19世紀後半のイギリス経済では、1853年、65年、74年、82年、90年のそれぞれピークとする景気循環が発生した。大不況期の間も、80～82年と87～90年の2度にわたって景気は一時的に上向いたが、その間も趨勢的な下降トレンドには歯止めがかからなかった。物価は73～79年にかけて急速に低下し、景気の一時的な回復期にはやや上向いたものの、90年代半ばまで下落傾向が続いた（図表1）。大不況期のイギリスでは、小売物価は累計で31%、卸売物価は累計で42%下落した。また、GNPデフレーターはこの間20%下落した。

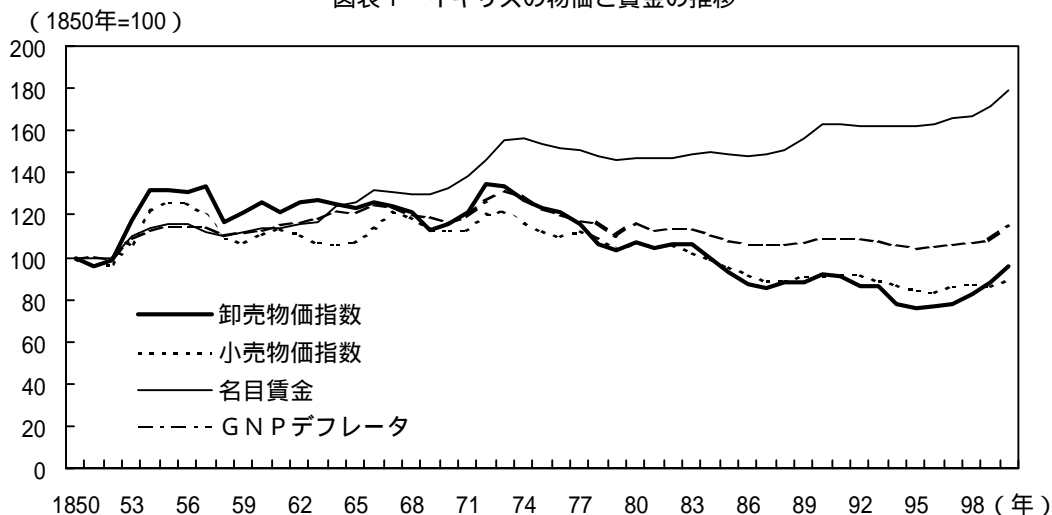
この時期に、イギリスが長期不況に陥った背景としては、以下のような点があげられる。すなわ

ち、イギリスは18世紀後半にいち早く産業革命を成し遂げ、「世界の工場」としての地位を確立したが、19世紀後半にはアメリカやドイツなど当時の新興経済国の急速な工業化によって、その地位を脅かされるようになった。とりわけ、当時の基幹産業であった繊維産業や鉄鋼業で、新興経済国が急速にキャッチアップした。新興経済国の製品は品質面で劣るものの、価格面で圧倒的な競争力を有していた。

また、この時期にはアメリカなどで穀物の生産が拡大し、イギリス国内に流入するようになった。南北戦争（1861～65年）後のアメリカでは、西部の開拓が急速に進み、そこで生産される低廉な小麦が、イギリス市場に流入するようになった。安価な工業製品や農産物の輸入が拡大したことは、物価を下落させる一つの要因となった。

それでも当時のイギリスは、自由貿易体制をいち早く確立しており、新興経済国の輸出攻勢を止めるわけにはいかなかった。イギリスの自由貿易体制は、産業革命を進めていくなかで、障害となった従来の重商主義的な諸規制を撤廃していく過程で形成された。保護関税や差別関税は徐々に撤廃され、穀物の輸出入を規制してきた穀物法も

図表1 イギリスの物価と賃金の推移



(資料) Mitchell, B.R. 『イギリス歴史統計』により作成。

1846年に撤廃された。イギリスでは自由貿易をいち早く実践したことが、経済の発展を促してきたという共通認識があった。

これに対し、アメリカ、ドイツなどの新興経済国は、自国は高い関税障壁を設けてイギリス製品をほとんど自国内に受け入れない一方、イギリスに対し積極的な輸出攻勢をかけた。当時のアメリカは、閉鎖性に基づく輸出競争力の強さを武器にして、経済大国の地位を目指すという、戦後の日本経済とよく似た戦略をとっていた。

19世紀後半の輸出の落ち込みは急激であった。例えば、イギリスの基幹産業の一つであった綿製品の対米輸出の推移をみると、1970年には265万ポンドにのぼっていたが、これが76年には128万ポンドに半減し、1880年には一時的に戻したものの（175万ポンド）、その後低下傾向を続けていった。一方、綿製品の対ドイツ輸出をみると、1872年の600万ポンドから1880年には150万ポンドに急減した¹⁾。

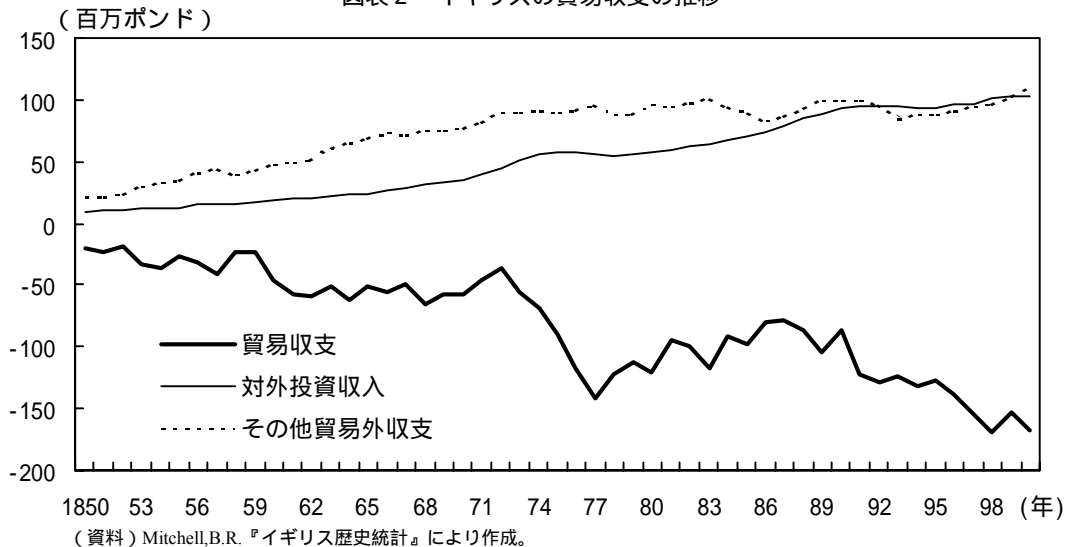
イギリスの貿易構造は、自由貿易を進める過程で、早くから工業製品を輸出し原料・食料品を輸入するという国際分業の形態となっていた。このため、19世紀初めから一貫して貿易収支は赤字と

なっていたが、海上運賃や保険収入、海外投資からの利子・配当収入などの貿易外収支の黒字が貿易収支の赤字を補い、経常収支では黒字を続けていた。しかし、19世紀後半には、貿易赤字幅が拡大し、経常収支の黒字幅は縮小した（図表2）。

このように、当時の新興経済国の台頭が、イギリスの競争力を低下させ、長期にわたる不況をもたらす重要な要因となった。こうした状況は、現在の日本が、中国の急速な追い上げによって競争力を失い、長期不況に陥っている姿と重なり合う。

しかし、大不況期のイギリス経済は、物価は継続的に下落したものの、実質成長率はプラスを維持した。この間の年平均の名目成長率は0.9%、実質成長率は1.9%であり、名目、実質成長率ともマイナスに陥るということはなかった（図表3）。この意味では当時のイギリスはデフレに直面しながらも、経済成長を維持していたということになる。当時のイギリスの実体経済は、大不況と呼ばれるわりには、それほどひどい状態ではなかったことがわかる。

図表2 イギリスの貿易収支の推移



図表3 イギリスの年平均成長率

(単位：%)

	名目GNP	実質GNP	デフレータ
1850～60年	3.5	2.3	1.2
1861～70年	3.4	3.1	0.4
1871～80年	1.9	2.0	0.0
1881～90年	0.8	1.5	-0.7
1891～00年	2.6	2.1	0.6
1901～10年	1.6	1.5	0.2
1873～96年(大不況期)	0.9	1.9	-1.0

(資料) Mitchell, B.R. 『イギリス歴史統計』により作成。

2. 実質賃金の高止まりと競争力の喪失

イギリスが名目、実質成長率ともマイナスになるデフレスパイラルの状況に陥らなかった要因の一つには、個人消費が安定的に推移したという点があげられる²⁾。国内総生産の大半を占める消費は、大不況期にかかわらず、増加基調で推移した。

不況にもかかわらず、個人消費が堅調に推移した一因は、当時のイギリスの労使関係によって、賃金引き下げが難しかったことによる。産業革命直後は、労働者の力が弱く、工場法の制定など労働者の保護が急がれた。しかし、19世紀半ばには一般に、労働者の生活は改善され、労働者の力も次第に強まっていた。1850～60年代には、機械工、

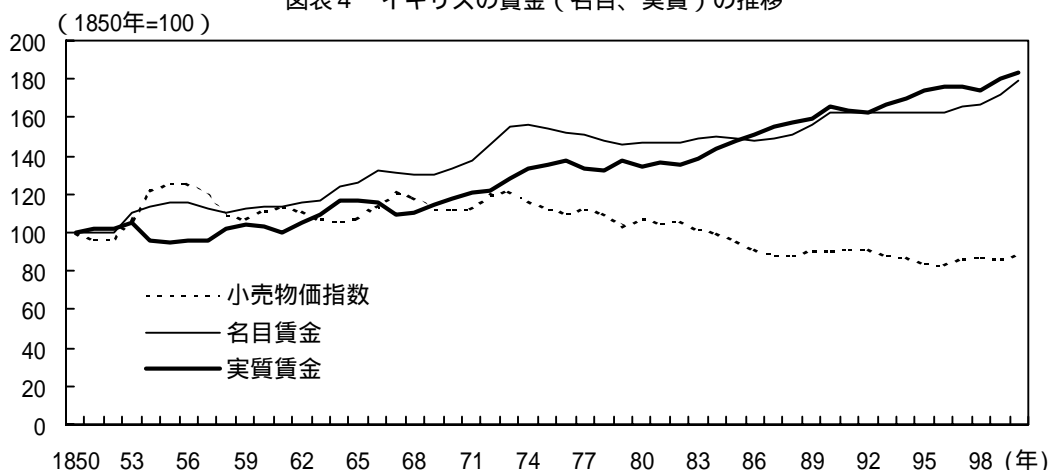
ボイラー工、石工、大工といった熟練工が台頭し、労働組合運動の主導権を握るようになった。

この当時の労使関係では、熟練工が強い力を持ち、経営者は工場の管理を熟練工に委ねるという関係にあった(クラフトコントロール=熟練工による職場支配)。また、新興経済国が次第に力をつけて国際競争が激しくなるにつれ、製品の高付加価値化が求められるようになっていき、熟練工の存在価値が増していった。熟練工の一部には、高賃金によって「労働貴族」と呼ばれるものも現われるようになった。大不況期には、労働力が供給過剰となり、熟練工の力はやや弱まったものの、経営者が全面的な経営権を確立するには至らなかった。

つまり、労働者の力が強かったことが賃金の下方硬直性をもたらし、個人消費の増加を通じて、経済を下支えする力を持ったということになる。大不況期には、物価下落に比べ名目賃金の下落幅が小さかったため、実質賃金は高止まった(図表4)。

この点は、当時のイギリスにとっては、一見、望ましい結果をもたらしたようにみえる。しかし、これがイギリスの競争力の低下をもたらす一因ともなった。物価下落にもかかわらず賃金が引き下

図表4 イギリスの賃金(名目、実質)の推移



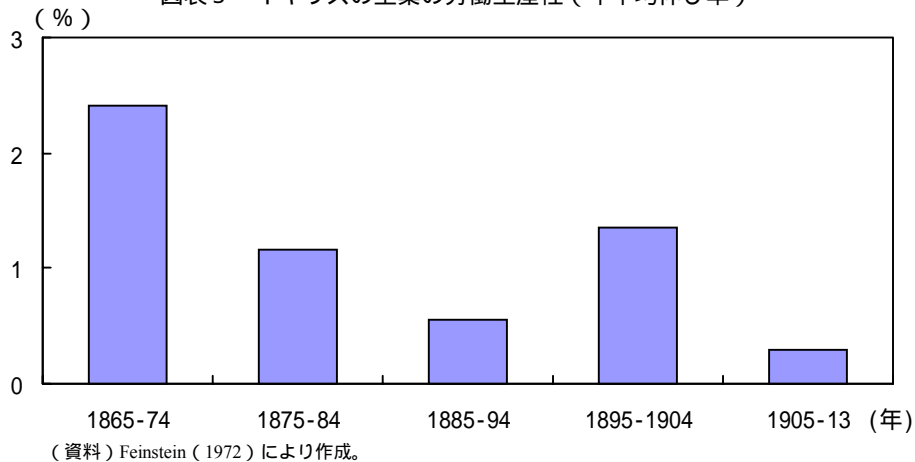
(資料) Mitchell, B.R. 『イギリス歴史統計』により作成。

げられなかったことは、労働生産性の低下をもたらした。工場の労働生産性の推移をみると、1875年以降、伸び率が低下した（図表5）。一方、新興経済国では技術革新によって新たな生産システムを導入したが、イギリスでは熟練工の抵抗によって新技術の導入が遅れた。例えば、鉄鋼業についてみると、イギリスは高炉と平炉の大型化に遅れ、また製鉄・製鋼・圧延を結ぶ工程の垂直統合において後進的であった。繊維産業についても、綿布工1人当たりの綿機の持ち台数の増加が緩慢であった。また、アメリカが最新式のリング紡績機を導入したのに対しイギリスはこれに遅れた。

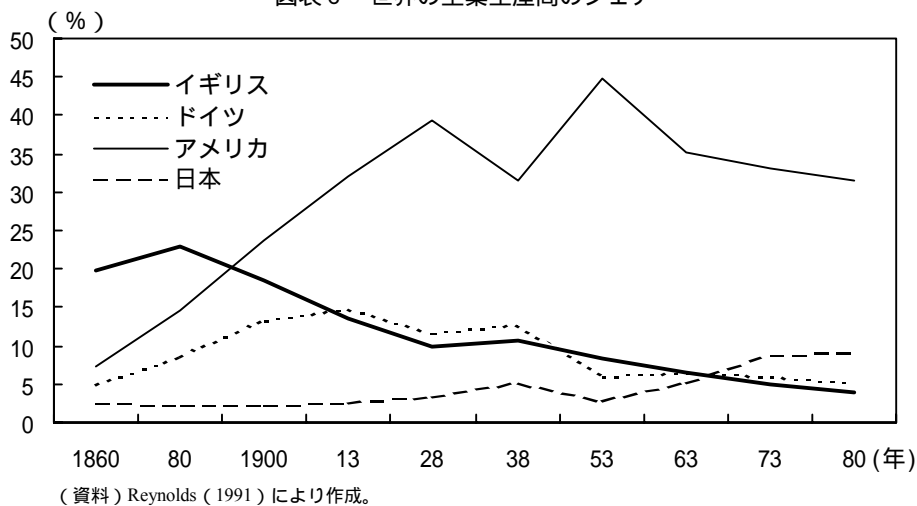
このように、当時のイギリスでは、成功をもたらした従来の仕組みに固執することが、変化への対応を遅らせ、競争力の低下をもたらす結果となった。長期デフレ下でも成長を実現できたのは、それまで世界の工業国として得た果実が大きく、不況が続いてもまだ余裕があったためと考えることができる。しかし、こうした余裕があったことが、変化への対応を更に遅らせ、競争力の低下をもたらすことになった。

イギリスは19世紀後半には、世界の工場の地位をアメリカに奪われた（図表6）。銑鉄生産高は、90年代にはアメリカ、ドイツに追い抜かれ、世界

図表5 イギリスの工業の労働生産性（年平均伸び率）



図表6 世界の工業生産高のシェア



3位に転落した。世界の工業製品輸出に占めるイギリス製品のシェアはこの時期に低下した。19世紀後半には、イギリスは基幹産業であった繊維産業や鉄鋼業の競争力を失っただけでなく、次世代の新産業として勃興してきた電気工業や化学工業でも米独のキャッチアップが著しく、世界をリードできるかどうか危うい状況となっていた。

このようにイギリスは19世紀後半に、旧産業の競争力の低下と新産業の立ち後れに直面するなか、長期不況に陥った。換言すれば、イギリスはいち早く産業革命を成し遂げたものの、その成功があまりにもめざましいものであったため、逆に次第に産業のイノベーション能力を喪失し、競争力を失っていった。イギリスにとって、大不況に直面した1870年代は、20世紀に入ってから長期衰退への扉を開く、まさに終わりの始まりであった。

3. デフレの貨幣要因と実物要因

当時のデフレの要因については、どのように理解することができるだろうか。一般物価水準の変動は、貨幣と財の交換比率の変動を意味しており、貨幣の供給量が減少すれば財の価格（一般物価水準）はそれだけ低下する。他方、財に対する需要が減少すれば、それだけ一般物価水準は低下する。前者は、貨幣数量説に基づく物価変動の理解の仕方である。後者は、需要と供給の乖離（需給ギャップ）に基づく物価変動の理解の仕方である。当時のデフレの要因についても、この2つの理解の仕方を手がかりにみていくことにしよう（以下では、前者を貨幣要因、後者を実物要因と呼ぶ）。

(1) デフレの貨幣要因

まず、貨幣要因についてであるが、当時の通貨制度、すなわち金本位制の下では、貨幣発行量が金保有量の制約を受けるため、この点がデフレの要因となった可能性がある。つまり、金の供給量が経済成長に追いつかなければ物価下落が生じることになる。この時期の金の供給をみると、19世

紀半ばにカリフォルニアとオーストラリアの採掘がピークを迎えた後、19世紀末まで新たな金鉱の発見はなく、採掘は次第に停滞していった。

金の採掘が停滞する一方、それまでの銀本位制や複本位制に代わって、金本位制を採用する国が増えたのが19世紀後半であった。イギリスは既に18世紀後半までに支払手段として金を使用していたが、1816年には法律上も金本位制を確立した。世界の経済活動の中心をなすイギリスとの決済を円滑化するため、各国とも相次いで金本位制を採用した。1870年代には、ドイツ、スウェーデン、デンマーク（いずれも1873年）、ノルウェー（1876年）に移行し、アメリカも1873年に実質的に金本位制に移行した。このほか、フランス、ベルギー、イタリア、スイス、ギリシャも1878年以降は、実質的に金本位制に近い状態となった。

1890年代に入ってから、新たな金鉱脈が南アフリカ、アメリカ、オーストラリアで相次いで発見されたことから、懸念されていた金の供給不足も払拭された。金の世界量はボトム（1883年）の2,000万ポンド弱から、10年後には3,200万ポンド以上となり、1908年には9,100万ポンド以上となった³⁾。

このように金の生産量は、イギリスの大不況期の中頃に底を打ち、その後増加に転じていったが、その間のイギリスのベースマネーはそれに応じて大きな変動に見舞われていたわけではない。むしろ大不況期の間も、ベースマネーは大きく落ち込むことなくほぼ一定の水準を保っていた（図表7）。この点については2つの解釈が可能である。

1つは、实体经济に比較してこのベースマネーの伸びでもまだ低かったという可能性と、もう1つは、ベースマネーの伸びは实体经济に見合ったものであったという可能性である。

前者であれば、金供給の不足が、ベースマネーの伸びを本来必要だった水準よりも低下させることを通じ、貨幣要因がデフレの一因になったとい

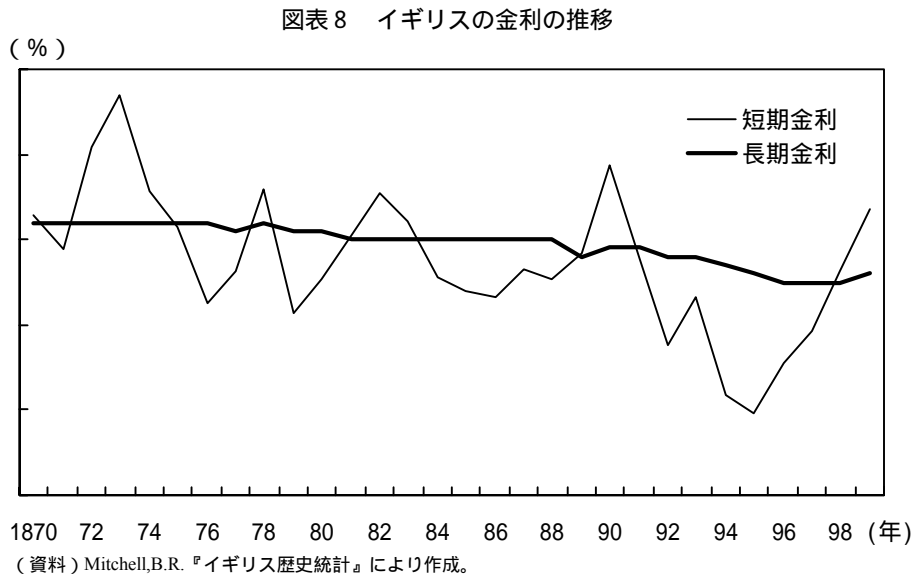
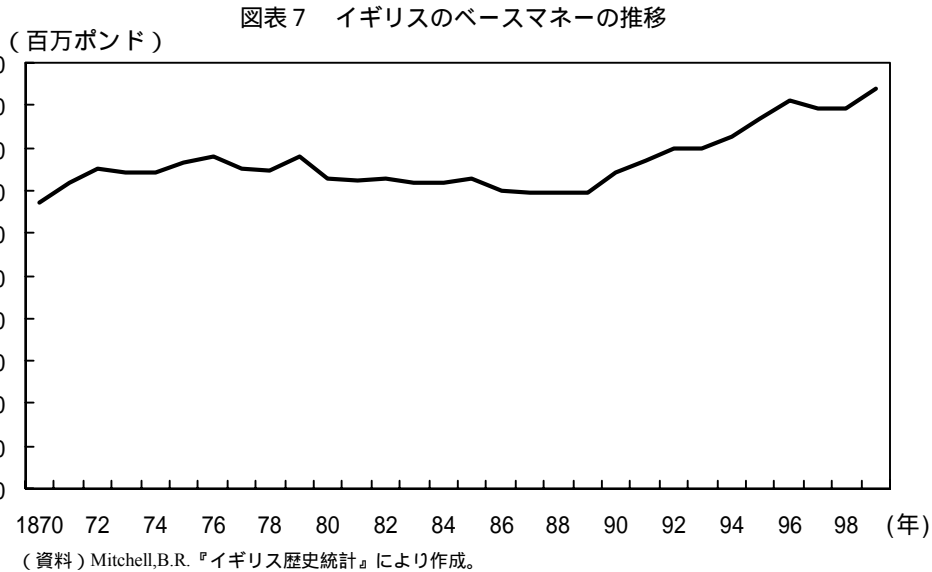
うことになる。確かに、ベースマネーの伸びがより高いものであったとすれば、デフレがよりマイルドなものになっていた可能性はある。

しかし、当時の实体经济、つまり需要がより強いものであったとすれば、ベースマネーの供給に制約がある中では、金利は上昇に向かうはずである。現実には観察された現象は、ベースマネーがほぼ一定に保たれる中で、金利が緩やかに低下するというものであった(図表8)。この点は、当時

の状況は、实体经济が弱かったために、資金需要がそれほど高まらず、金利が下降トレンドを辿った可能性を示している。このような点を考慮すると、当時のデフレについては、貨幣要因以外の要因が強く働いていたと考えるのが自然である。

(2) デフレの実物要因

次に実物要因について考察を進めていくことにしよう。この点については、ウィクセルの考え方が参考になる(Wicksell(1898))。ウィクセルは



自然利子率の概念を用いることによって、物価の継続的な下落を説明しようとした。その基本的な考え方は以下のようなものである。

自然利子率とは実物資本に対する収益率である。ヴィクセルは、この自然利子率と市場利子率との間に乖離が生ずれば、物価の累積的な変動が生ずると考えた。すなわち、自然利子率が市場利子率より高ければ、資金を借り入れて実物資本の投資を行った方が有利になるため実物投資が刺激され、物価が上昇する。物価上昇は自然利子率と市場利子率が等しくなるまで続く（ヴィクセル的累積過程）。これとは逆に、自然利子率が市場利子率より低ければ実物投資が停滞し、物価が下落することになる。ヴィクセルは、19世紀後半のイギリスでは、自然利子率が市場利子率に比較して大きく低下したことが、継続的な物価下落をもたらす要因になった可能性を指摘している。

ヴィクセルの考え方が提起されたのは非常に古いが、貨幣経済と実物経済の古典的な二分法の考え方を超え、両者の関係を結ぶものとして現在でも有効である。ヴィクセルの考え方の意義は、貨幣経済と実物経済を金利によって結び付け、しかも実物経済に対する自然利子率と金融市場で決まる市場利子率とを区別することによって、物価が必ずしも貨幣的な現象で決まるのではなく、生産性向上やイノベーションなどの実物要因や将来の期待によっても変わることを示したという点にある⁴⁾。現代においても、そうした枠組みを引き継ぐネオ・ヴィクセリアン経済学の流れがある。また、金融政策のルールとして知られるテイラールールも、その基本的な考え方は、自然利子率と市場利子率の乖離が発生した場合に、金融政策によってこれを調整するというもので、ヴィクセルの考え方が反映されている。

なお、ヴィクセルの自然利子率の概念は、後にケインズの『一般理論』の中で、資本の限界効率の概念として取り込まれていった（ただし、ケイ

ズは主として価格が固定された下での金融・財政政策について論じたため、ヴィクセル的累積過程について論じることはなかった）。自然利子率、あるいは資本の限界効率は、現在、資本の期待収益率と呼ばれているものとほぼ同等と考えることができる。

ヴィクセル的な理解を前提とすれば、当時のイギリスでは、ベースマネーがほぼ一定に保たれ市場利子率が低下傾向にあったとはいえ、それを上回るペースで期待収益率が低下していたと考えることができる。ここで重要になるのは、当時のイギリスで実物資産の期待収益率がなぜ大きく低下したのかという点である。この理由については、当時のイギリス経済が直面していた競争力の喪失という点に求めるのが適当である。

つまり、新興経済国がキャッチアップし、イギリスの産業競争力が失われる過程で、国内投資の期待収益率が大幅に低下したと考えられる。また、物価下落にもかかわらず名目賃金の低下度合いが小さく、実質賃金が高止まったことも期待収益率を低下させる一因となった。実際の期待収益率の低下度合いを数値によって裏付けることは困難であるが、当時、期待収益率が低下していたということは、イギリスの経済状況やイギリスを取り巻く経済環境の変化から十分推し量ることができる。

期待収益率が低いということは、裏を返せば当時の経済構造が高コストであったということの意味する。したがって、この点については、イギリス経済が高コストであったがゆえに、期待収益率が低下し、投資需要が不足して、デフレに見舞われたと解釈することが可能である。高コストをもたらしたのは、繰り返しになるが、イノベーションの遅れや実質賃金の高止まりに伴う競争力の低下である。

こうした状況に直面した場合には、国内で新たなイノベーションが起こり、実物資産の収益率を高めるような産業構造の転換がいち早く実現され

れば、脱却することができるはずである。そうすれば、実物資産の期待収益率が市場利子率より高まり、実物投資の増加を通じて、デフレから脱却することも可能になる。しかし、現実には、すみやかに産業構造の転換を図ることができなかった。

以上のように、国内における実物資産の期待収益率の低下、逆からみれば、イギリス経済の高コスト構造が、当時のデフレをもたらした本質的な要因であったとみなすことができる。これは、現在の日本経済が様々な面で閉塞状況に陥り、競争力を喪失する中で、国内における有利な投資機会が失われていることが、デフレを長期化する大きな要因になっている姿と類似している。

4. 長期衰退への道

(1) 改革の挫折

このように、19世紀後半のイギリスは、産業競争力の低下に直面し、長期不況に陥ったが、これに対し、20世紀の初めには、イギリス経済の再生をいかにして図るべきかについて、様々な議論が交わされた。

当時交わされた改革論議は、大きく次の3つの類型に分けることができる⁵⁾。第1の議論は、競争力の衰えをカバーするためには、それまでの自由貿易のシステムを変える必要があるというものであった。しかし単純に保護主義に走るのではなく、広大な植民地のブロック化を図ることによって、その域内ではむしろ自由貿易を促進し、それによってイギリスの経済的な繁栄を求めるといった考え方であった。第2の議論は、自由貿易は維持すべきであり、イギリスは競争力を失った製造業に代わり、新たな活路を金融、通信業などに求めるべきという考え方であった。

しかし、改革論議は収斂せず、改革の方向を決定すべき政治システムも時代の変化に適應できないまま、統治能力を低下させていった。こうしたなか、市民レベルでは、競争力を維持できるかど

うかは、結局のところ、自分の生活が良くなるかどうかが一番大事だという第3の考え方が支配的となり、ポピュリズム的な考え方が政治に大きな影響を及ぼすようになっていった。こうしたなかで、自由貿易体制をどの程度維持すべきか、産業構造をどのように転換させていくべきかという、競争力の観点からみて重要な論争に決着がつけられないままに、イギリスの改革論議は挫折するに至った。今から考えれば、改革論が巻き起こったこの時期に、確固たるイギリスの再生戦略を描けなかったことは、致命的な痛手となったようにみえる。

(2) 二度の大戦と世界恐慌

その後、イギリスは衰退の要因を内包したまま、第一次大戦、世界恐慌、第二次大戦という大変動に直面し、国力を低下させていく。第一次大戦は、その構造を大局的に捉えれば、イギリスに対するドイツの挑戦としてみることができるが、イギリスがドイツに付け入る隙を与えたのは、当時のイギリスのポピュリズム的な政権がドイツの脅威を直視せず、ドイツを軍事力によって明確に抑止するという姿勢を見せなかったことにも一因があった。当時のイギリスの政治システムは、経済の再生戦略について適切な処方箋を描けなかったばかりでなく、国際政治の面でも不安定性をもたらした。

第一次大戦後は、イギリス側で参戦したアメリカ、日本の台頭が顕著となった。両国は第一次大戦中に輸出を伸ばし、経済面で大きな恩恵を受けた。イギリスがヨーロッパ戦線で釘付けになっている間に、アメリカや日本は海外市場に進出し、イギリスの橋頭堡を侵食するまでになった。

イギリスは第一次大戦で勝利したとはいえ、それによって受けた被害は甚大なものであった。第一次大戦で動員されたイギリス軍の兵士は900万人にも達し、うち3分の1が死傷した。また、戦争によって、イギリスの屋台骨を支えていた植民

地に投資を続行する余裕がなくなる一方、ロシア革命の影響によって世界的に民族主義や独立運動の気運が高まり、植民地が解体過程に入っていた。一方、ドイツに対し厳しい制裁が加えられたことは、やがて第二次大戦の伏線となっていく。こうして、第一次大戦を経て、イギリスの国力の衰えは決定的となっていた。

イギリスの地位の低下は、金融面ではポンドの弱体化に現われた。20世紀の初めには、アメリカの経済力が高まった結果、ドルの役割が次第に高まり、両者が基軸通貨としての役割を補完しあうようになっていった。国際金融市場の動向をみると、第一次大戦前はロンドンが圧倒的な地位を占めていたが、第一次大戦後はニューヨークが台頭し、両者の勢力はほぼ拮抗するまでになった。

第一次大戦中は、各国は金本位制を一時停止したが、戦後相次いで復帰した。金本位制の再建にあたっては、大戦中に各国の物価が上昇し、そのままでは金が不足するため、金のほか兌換可能な外国通貨も対外準備資産の一部として認められることになった（再建された金本位制は、厳密には金為替本位制と呼ばれる）。イギリスは、大戦中の物価上昇にもかかわらず、1925年に旧平価で金本位制に復帰した。しかし、それによって通貨価値が過大評価されたことが経済をデフレ化させたため、これを長く維持することができなかった。

第一次大戦後、イギリスの経常収支は赤字化し、イギリスは経常赤字をファイナンスするために、金利をアメリカより高く設定することで、資金流入を図りポンドの下落を防いだ。しかし、アメリカの好況が続き金利が上昇すると、イギリスに投資していた資金はアメリカに還流し、1927年にはポンド危機が表面化した。

このように、世界恐慌前にはポンドを中心とする金本位制は事実上崩壊していた。そして、第一次大戦中からのアメリカの長いブームが終わり、1929年にアメリカの株価が大暴落したことを一つ

のきっかけに、世界は恐慌に突入していった。イギリスは1931年には金本位制を停止し、翌32年には32カ国が金本位制を停止するに至った。

世界恐慌時に各国は自国の産業を守るため保護主義に走り、世界貿易は急激に縮小していった。アメリカが1930年に、外国の低賃金やダンピング競争から自国産業を守るために、関税を引き上げると（スムート・ホーレー関税法）、各国とも報復関税をかけることでこれに対抗した。この結果、世界貿易量は、1929年から33年にかけておよそ3分の1の水準にまで低下した。各国は通貨の切り下げ競争に走り、経済はブロック化していった。このように、世界恐慌後に、世界の貿易体制は完全に崩壊するに至った。

(3) 英国病の進展とサッチャーの登場

その後、第二次大戦を経て、世界は新たな通貨、貿易体制に移行した。ブレトンウッズ体制の確立によって、ポンドは基軸通貨としての地位を名実ともにドルに明け渡した。第二次大戦後も、イギリスは競争力の低下を食い止めることはできず、工業生産高のシェアは趨勢的に低下していった（前掲図表6）。イギリスは「世界の工場」から「大英帝国の工場」（＝本国＋植民地の工場）、更には「自国の工場」へと転落していった。1949年と1967年には、ポンド切り下げを余儀なくされた。

第二次大戦後、イギリスは福祉国家の道を進むことになるが、福祉国家への道は、そもそも第二次大戦中にナチスドイツに対して、国民が一体化して抵抗するための公約から出発した。しかし、福祉国家の選択は、必然的に公共部門の膨張や経済の運営に対する過剰介入をもたらす結果となった。また、完全雇用政策へのコミットメントが労働組合の肥大を招いた。

公共セクターの増大と労働組合の急進化は、「英国病」という言葉を生み、1950～60年代にはこれが顕著になった。そして、1970年代に経済はどん底に落ち、国際収支の赤字とポンド安に直面

したイギリスは76年、ついに IMF（国際通貨基金）の支援を受けるに至った。しかし、それでも抜本的な改革は進まず、79年にサッチャー政権が登場するまで長期衰退を食い止めることができなかった。

イギリスの衰退の要因については、第二次大戦後、福祉国家への道を選択した点が指摘される場合もあるが、衰退はそれ以前の19世紀後半から始まっていたと考えるのが適当である。より根本的な問題は、大不況期に顕著になった競争力の低下と、それに対して有効な再生戦略を見出すことができなかったという点にあった。イギリスの衰退は、大不況の開始年の1873年から数えると、その間に二度の大戦と世界恐慌という攪乱要因はあったものの、サッチャー政権が登場する1979年まで100年以上にわたって続いたということになる。いってみれば、100年以上の長期衰退の揚げ句、経済がどん底に至って初めて、サッチャーによる抜本的な改革が可能になったということである。

5. グローバル化と衰退

(1) グローバル化が招いた資本流出

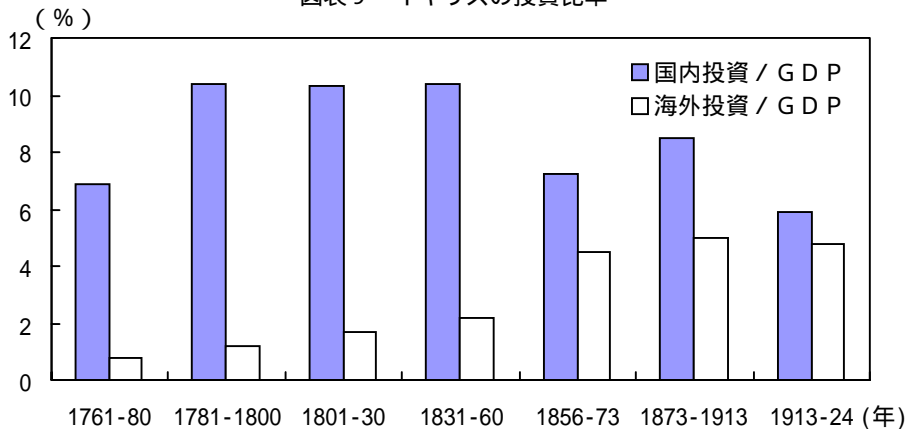
イギリスの衰退の経緯をみると、イギリスの成功をもたらした自由貿易の構造が、逆にある時期から衰退を招く要因に変わってしまったことがわ

かる。確かに、圧倒的な競争力を有していた19世紀半ばまでは、自由貿易の推進がイギリスに多大な利益をもたらした。しかしその後台頭してきた新興経済国は、イギリスが自由貿易体制をとっていたがゆえに、イギリスに対し輸出攻勢をかけることができ、それによってイギリスの競争力が脅かされる結果となった。

また、イギリスの植民地政策は、植民地に投資、移民を行うことで成長を促し、結果としてイギリスの輸出を伸ばし経済成長にも寄与するという、拡大再生産的な要素をイギリスにもたらしていた。しかし、第一次大戦後の植民地の解体・造反によって、そのような要素は次第に消滅していった。

19世紀後半から20世紀初めにかけて、イギリスは国内投資の半分にも迫る海外投資を行った（図表9）。その内訳をみると、海外投資のうち直接投資の占める割合は1～3割程度であり、大半は、政府公債、鉄道社債、株式などの有価証券投資が占めていた。この時期に、海外投資の割合が増加した要因としては、大不況により、国内に魅力的な投資対象が失われたという点を指摘することができる。海外投資の拡大は、イギリスを中心とした、当時の金融資本市場のグローバル化によって可能となった。しかし見方を変えれば、イギリスにとっては、金融資本市場がグローバル化したこ

図表9 イギリスの投資比率



(資料) Lee (1986) により作成。

とが必要以上に海外投資を促し、結果として国外への資本流出を引き起こす結果になった。

このように、イギリスがとってきた自由貿易体制、植民地拡大などのグローバル化戦略は、20世紀初頭には限界に達し、もはやイギリスに多くのメリットをもたらさなくなっていた。こうした点が次第に明らかになっていながらもかわらず、第一次大戦後に、イギリスは大国としての威信をかけ、旧平価の下で金本位制に復帰し、グローバル経済の再建を目指した。しかし、それは通貨価値の過大評価をもたらし、デフレを加速させ、イギリス経済に更に苦痛をもたらす結果となった。

グローバル化の推進は、海外投資が新たな市場を生み出し、その結果としてイギリスの成長に寄与する限りにおいては望ましいものであった。しかし、当時のイギリスの海外投資は、イギリスに利益をもたらさなくなっていた。前述のように、国内に十分な需要が見込まれず、有利な投資機会が失われるなかで、行き場を失った資本が海外流出するという色彩が強かったからである。資本流出はイギリス経済のデフレをより一層深刻化させ、衰退を加速させる要因になった。このように、大不況期以降、イギリスの繁栄をもたらしていた要因であったグローバル化が、逆に衰退をもたらす要因に変わったと考えられる。

(2) ケインズが描いた処方箋

こうした場合に、いかにして経済を再生させることができるのだろうか。これに対する一つの解答を示したのがケインズであった。ケインズが『一般理論』を著し、公共投資の重要性を主張したのは大恐慌後のことであった(1936年)。しかし、そもそも、国の果たすべき役割の重要性に注目するケインズの着想は、それ以前から長期停滞に陥っていたイギリス経済に対する観察から得られたものであった。ケインズの視点は、当時のイギリス経済の状況を理解する上で有益と考えられるため、以下で簡単にみておくことにしたい⁶⁾。

ケインズが着目したのは、国内経済が停滞している場合には、民間投資が長期的な視点からみて有意義な部門に投資されることが期待しにくくなるという点であった。とりわけ国内需要が停滞するなかでは、資本が海外流出する傾向が強まる。こうした悪循環に陥ると、経済はこの罟から抜け出すことが難しくなり、その間にデフレがますます加速することになる。イギリス経済が陥った苦境の本質は、まさにこの点にあった。

ケインズはこうした場合には、自由放任主義を捨て、国家が国内の投資に積極的な役割を果たすべきであると考えた。政府が公共投資を行い、将来に資するインフラを整備することこそが、資本流出と経済停滞の悪循環から脱却する道であるとした。

現代においては、ケインズ経済学といえ、公共投資拡大による景気刺激という観点からのみ捉えられ、財政赤字の累増をもたらす元凶として、否定的な評価が下される場合が多い。しかし、ケインズの主張の本質は、経済がグローバル化するなかで、資本の海外流出と経済停滞の悪循環からいかにして脱却するかという点にあった。

経済がひとたびこうした状況に陥った場合には、民間の経済活動に経済再生の役割をほとんど期待することができなくなる。民間の自由な活動の「私益」の追求が、「公益」に結びつかなくなるからである。そこでケインズは、こうした場合には、民間部門に代わって政府が資本を管理し、公共投資を行う必要性を指摘した。

このようなケインズの主張は、グローバル化を決して否定するものではない。むしろ、経済のグローバル化を前提とした場合に、国家の経済をいかにして守っていくかという視点を提供したものであったといえる。更にいえばこの視点は、ケインズ自身はそこまで言及しなかったものの、グローバル化が進む過程で直面する国家の衰退に、いかにして歯止めをかけるかという大きな問題にも

通じるものを含んでいたと考えることができる。このようにみれば、単に公共投資の拡大という部分に矮小化して、ケインズを批判するのは妥当ではない。

ケインズの思想は、世界恐慌後のアメリカ経済の立て直しに際して、結果として生かされることになった。大恐慌後のアメリカの経済政策は、ケインズの主張を直接取り入れたわけではなかったが、ケインズの主張する方向性と一致したからである。しかし、それ以前から進展していたイギリス経済の停滞に対しては、ケインズの思想が生かされることはなかった。

ケインズの主張は、貯蓄に対し投資が慢性的に不足している経済をどのように立て直すかという問題としても理解できる。大不況期以降のイギリスは、国内需要が停滞するなか、過剰となった貯蓄が海外投資に向かう構図となっていた。つまり、国内の貯蓄が国内の資本形成に向かわずに、海外の有価証券投資に向かうという状態である。そして、これがデフレをもたらす要因ともなっていた。ケインズはこうした場合には、国内の貯蓄を国内の資本形成に結び付けるために、国家が民間に代わって積極的に投資を行う必要があり、それが国内経済をデフレの罠から脱却させる方法であると考えたのである。

6. 現在の日本への示唆

(1) 構造転換の遅れと高コスト化

19世紀後半のイギリスの大不況は、単にデフレを伴っていたというだけではなく、新興経済国の台頭と競争力の喪失、新産業の立ち遅れ、賃金の下方硬直性が高コストをもたらす要因となっていたことなど、現在、日本経済が直面している問題と類似している部分が多い。また、大きな流れとしても、それまで成功をもたらしてきた要因が、環境変化に適応できず、逆に衰退の要因に転じているという点でも共通している。

デフレをもたらした要因については、経済の構造転換が遅れ、高コスト化するなか、国内投資の期待収益率が低下していたという点を指摘した。現在の日本も競争力を失い、国内需要が低迷するなかで、期待収益率が低下しており、これがデフレをもたらす一つの要因になっていると考えられる。これに対し、いち早く新産業に移行するなどして、国内に有効な投資機会を設けることができれば、期待収益率の向上を通じて、デフレに歯止めをかけることができるはずであったが、当時のイギリスはそれができなかった。現在の日本も同様の事態に直面している。

高コスト化については、物価下落に対して賃金の引き下げ幅が小さく、実質賃金が高止まったという点が一因となった。現在の日本も物価の継続的な下落にもかかわらず、賃金を同様のペースで引き下げることができず、これが実質賃金の高止まりや、労働分配率の高止まりという形で、企業収益を圧迫する要因となっている。ただ、当時のイギリスで賃金が下方硬直的であったことは、個人消費を落ち込ませず、経済がデフレスパイラルに陥ることを防いだ。

現在の日本でもデフレスパイラルに陥っていない一つの要因としては、賃金が下方硬直的で個人消費が大きく落ち込んでいないという点を指摘できよう。しかし企業が、雇用や賃金を必要以上に守ることによって、変化への対応が遅れることになれば、日本経済の競争力は更に衰えることになる。だからといって、大幅な賃金引き下げや解雇を行えば、経済がデフレスパイラルに入ってしまうというジレンマがある。

この意味では、日本経済はデフレスパイラル入りを回避しながら、同時に新たな競争力も獲得しなければならないという難しい舵取りを迫られている。大不況期のイギリスでは、デフレスパイラルには陥らなかったものの、結果としてその間に競争力を失い、その後の長期衰退を招いた。今後

の推移によっては、現在の日本もイギリスと同じ道を歩む可能性はゼロではない。

(2) 成熟した債権国の衰退パターン

イギリスの場合は、デフレを伴う長期不況に陥った後も、直ちにそれが経済危機を招くことなく、その後100年にもわたる長期衰退が続いた。イギリスの衰退が長期にわたったのは、それまでイギリスがいち早く産業革命を成し遂げ、世界の工業国として貯えた蓄積が大きく、競争力の低下に直面してもすぐに危機に陥ることがなかったからだと考えることができる。つまり、債権国としての経済的な余裕が、危機感を希薄なものとし、その結果として、何ら抜本的な対応をなし得ないまま、イギリスは長期衰退に陥ったのである。

これに対し、蓄積のない債務国ならば、競争力の変調は直ちに資本流出や通貨調整を招き、短期間でドラスティックな調整がなされることになる。イギリスの場合も、国内経済が停滞するなかで資本流出とみられる現象は確かに起こった。しかし、これが直ちに経済危機に結びつくことはなかった。また、通貨調整、すなわちポンド切り下げも急激には起こらず、段階的になされていった。

この意味でイギリスが陥ったのは、いわば成熟した債権国の衰退パターンであったといえる。しかし、イギリスが1970年代にポンド危機に見舞われ IMF の支援を受けたという点に着目すると、最終的な帰結は債務国が直面する経済危機の帰結と大差がなかったとの評価を下すこともできる。このようにみれば、両者の違いは、危機に至るまでの時間の長さだけであったと考えることもできよう。

19世紀後半から20世紀にかけてのイギリスの経験は、成熟した債権国がどのような衰退パターンに陥るかという点で興味深い。現在の日本も長期衰退の入り口に入っており、その最初の兆候が、競争力の変調や物価の継続的な下落として現われていると考えられるかもしれない。しかし、日本

はいうまでもなく世界最大の債権国であり、また国内には1,400兆円にもものぼる金融資産を有している。そうした過去からの蓄積の存在が、当時のイギリスでそうであったように、日本の危機感を希薄なものとする大きな要因になっていることは否定できない。

(3) デフレ阻止のための方策

ヴィクセル的なデフレの理解を前提とすれば、デフレを食い止める方策は、期待収益率を上昇させるか市場利子率を低下させるかのいずれかである。現在の日本の状態についてはどのような政策の選択肢が考えられるだろうか。

まず、日本の現状についてはどのように理解できるだろうか。以下のような簡単な数値例を考えてみよう。今、実質の期待収益率が4%であるとする。実質の市場利子率は、(名目の市場利子率 - 物価変動率)であるから、仮に名目の市場利子率が2%、物価変動率が-2%であるとするれば、 $\text{実質の期待収益率} = \text{実質の市場利子率}$ となり、この時が均衡状態となる。これに対し、物価変動率が-2%を下回ると、(実質の期待収益率 < 実質の市場利子率)となり、この時ヴィクセルのいう物価の累積的な下落過程が生じる。現在の日本では名目市場利子率が低水準でも、物価が継続的に下落しているため、実質市場利子率は高い水準となっている。このようなことが起こっていることが、実質期待収益率よりも実質市場利子率が高い状態をもたらしていると考えられる。

こうした状態から脱するためには、前述のように、市場利子率を引き下げるか、期待収益率を引き上げるかすればよい。しかし、現在の日本では、金融面では既にゼロ金利政策を採っており、市場利子率をこれ以上低下させることが難しい状況となっている。金融政策に負担がかかる一方で、実物面からデフレを食い止める方法、つまり資本の期待収益率を引き下げるといった点については必ずしもうまくいっていない。

実物資産の期待収益率を引き上げることができるとは、現在の日本の政策に即していえば、構造改革の推進になる。非効率な企業の退出を促し、イノベーションを引き起こして、産業構造をより高度なものに変えていくことが、期待収益率を引き上げることにつながる。

期待収益率を引き上げていくためには、民間活動の活性化を図っていかなければならないが、そのためには、国が積極的なイニシアティブをとらなければならないという指摘は、既に多くの論者からなされている。国のイニシアティブが重要になるという意味では、ケインズの主張は今もなお生きていると考えられる。国内需要の停滞が慢性化するなかでは、より高い収益とマーケットを求めて、民間企業が海外に流出したり、資金が海外の証券投資に向かうことは避けられない。また、国内の貯蓄が国内の資本形成に向かっていないという点でも、当時のイギリスと現在の日本は似ている。こうした状況から脱する唯一の手段は、政府が民間に代わって投資することであるとケインズは主張した。

しかし、民間に代わって政府がただ投資を拡大させればよいというわけではない。バブル崩壊後、経済対策が何度となく実施される中で、公共投資は拡大を続けてきた。確かに、公共投資の拡大は景気を下支えする役割は果たしたが、それによって日本経済は再生のきっかけをつかむことはできなかった。ケインズが主張した公共投資の拡大は形の上では行われた。しかし、本来ケインズが想定していたと考えられる、将来の経済活動にとって不可欠なインフラ整備や、民間の生産性向上につながるような公共投資は行われなかった。経済の構造転換や生産性向上の呼び水となるような公共投資ならば意味はあるが、実際に行われた公共投資はそのような効果を持つものではないばかりか、結果として財政赤字を累増させただけであった。この意味で、資本流出と経済停滞の悪循環が

ら脱却する方策としてケインズが示した処方箋は、現在の日本では適切に使われることはなかった。

しかし、現在において、公共投資以上に国が果たすべき役割として重要と考えられるのは、資本が国内に留まるよう、国内が産業活動の場として魅力のあるものとするための条件整備であると考えられる。経済のグローバル化はケインズが目当てにした20世紀初頭に比べはるかに進んでいるが、こうした状況では、資本流出がより一層進みやすくなる。国内の税制、規制などの諸制度が、他国に比べて不利なものであれば、それだけで資本は国外に流出する要因となる。逆に他国に比べて有利な制度であれば、国内に資本を呼び込むことができる。企業が国を選ぶようになっている時代では、経済活動の基盤となる制度を使い勝手の良いものにすることが、国の競争力を高めることにつながる。

そして、民間の経済活動が停滞する中では、国は将来の産業の核となるような新技術やイノベーションの芽を見つけ出し、それに対する重点投資を行うことが重要になる。つまり、それが民間の経済活動の呼び水となり、あるいは民間活動に確信を与えるような投資である。

このように、期待収益率を向上させるために国が果たすべき役割は、産業活動の基盤を整えるとともに、次世代の産業の核をいち早く見出し、それを育成することであると考えられる。ケインズがイギリス経済に対して指摘したことの本质を、現在の日本経済の文脈に即して述べると、おそらくこのようなことになるのではないかと考えられる。

(4) 期待を変えるのは何か

しかし現在の日本では、このような政策の必要性は理解されてはいるものの、現実にはうまく行われていない。期待収益率を向上させることの本质は、今すぐ収益率を向上させるということではなく、将来必ず収益率が向上するという確信を国

民に与えるという点にある。そうした確信を与えるためには、これまでの政策の延長線上ではおそらく無理であろう。そうした確信を与えられるのは、本当にそうした方向性に向かって出直すという強い意志が政治によって示され、また、それを言葉だけでなく着実に実行に移すことを国民が感じた時だけではないかと思われる。

その意味では、イギリスで、大不況後の20世紀初めに改革論議が活発化したにもかかわらず、結局はポピュリズム的な考え方が支配的になり、改革が挫折したという歴史的事実は、現在の日本にとっても示唆に富む。イギリスはこの時に、国として確固たる再生戦略を描くことができず、20世紀後半に至るまで長期衰退に陥っていったのである。

現在の日本も、このままではイギリスと同じような結末に向かう可能性はゼロではない。それどころか現在の日本は、当時のイギリスより更に難しい問題を抱えている。不良債権処理が終わらず依然金融システム不安を抱えていること、財政破

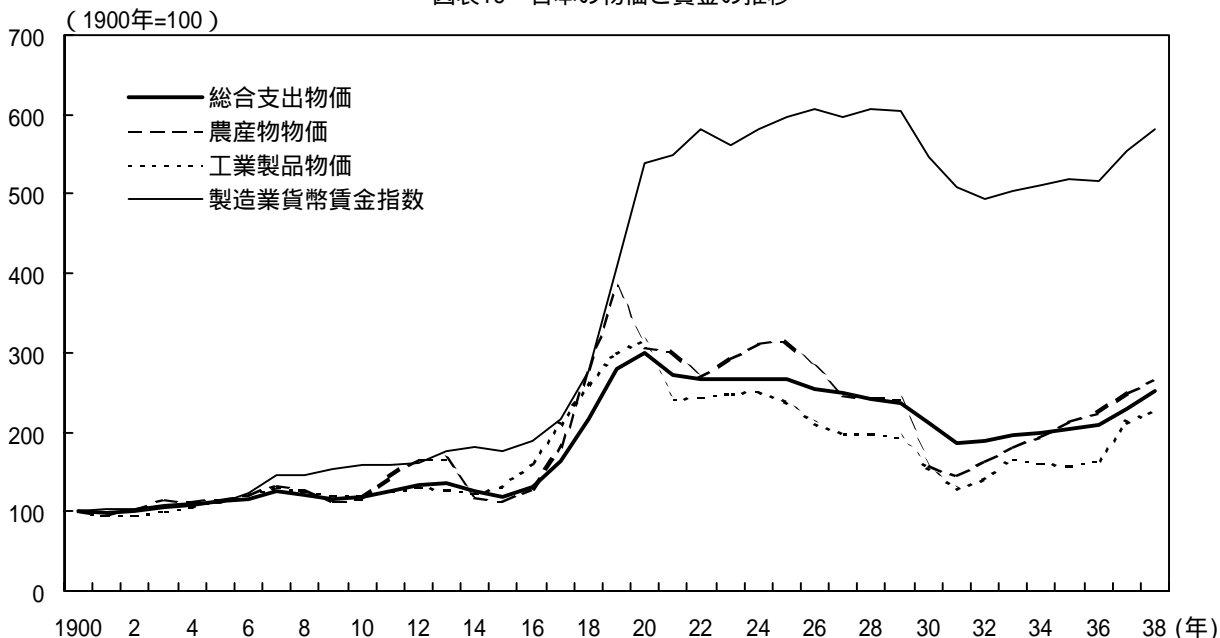
綻、年金破綻の可能性が高まっていること、近い将来人口が減少に転じることが確実にになっていることなどである。国民の将来に対する期待を変えるためには、これらのすべての問題についても、何らかの解決の方向性を見出す必要がある。それは決して不可能とまではいわないが、極めて難しい課題であることは間違いない。

． 1920～30年代の日本

1． 1920～30年代の日本経済

冒頭でも述べたように、1920～30年代の日本経済の推移は、現在の日本と類似している。この時期は、第一次大戦後のバブル崩壊（1920年）を経て、金融恐慌（1927年）、昭和恐慌（1930年）に至った。物価（総合支出物価）は1920～31年にかけて、累積で38%下落した（図表10）。以下では、まず当時の日本経済の状況を簡単に振り返っておくことにしよう。

図表10 日本の物価と賃金の推移



(資料) 大川一司『長期経済統計』により作成。

(1) バブルの発生

第一次世界大戦中（1914～18年）の日本は、先進主要交戦国の物資需給や国際貿易が逼迫する中で輸出を伸ばし、もっぱら経済上の利益を享受することができた。それまで赤字基調であった貿易収支は、1915年6月から17年末まで連続して黒字を記録し、日本は債務国から債権国へと転じた。しかし、第一次大戦が終結すると、軍需関連産業は動揺し、景気は一時的に後退に向かった。

しかし、景気はまもなく回復に向かい戦後ブームを迎えた。1919年の春になると、大戦後の復興需要は欧米の生産力だけでは賄えないことが明らかになり、また、日本は世界の「一等国」になったのだから、それだけ経済力が拡大して当然という強気な見方が経済界を支配した。戦後ブームでは、軍需関連産業に代わって民需産業が景気をリードしたこと、景気拡大が輸出主導から内需主導に変わったことなどの点で大戦ブームとは性格が異なっている。

ブームが今後も続くとの楽観的見通しが強まり、事業の拡大意欲は非常に強くなった。やがて、実体的な経済の拡大を超えて、投機が投機を呼ぶというような商品、株式などの急激な価格上昇がみられるようになった。投機ブームは、株式、商品はもとより、土地もその対象となった。大幅な貿易黒字によって生じた通貨供給の増加、それによる金利の低下は投機を支える基盤となっていた。過剰流動性の存在が投機ブームを支えたという点では、この時期のバブルは1980年代後半のバブル期と共通している。

(2) 1920年恐慌

投機ブームは長つづきせず、1920年の春に至って崩壊局面が訪れた。これがいわゆる1920年恐慌である。ブームが崩壊したのは、株式の払い込みや投機目的の資金需要が増加して、金融が逼迫状態に陥ったためであった。日銀は、物価高騰を抑制する見地から、1919年秋に2度にわたって金融

引き締めを行っていた。

1920年3月に株式市場に投げ売りが出て暴落すると、商品相場も一斉に下落した。それから半年の間に、諸相場はピーク時の半値前後に落ち込んだ。個人も企業も手持ちの株式や商品の値下がり損を抱え困窮した。また、銀行の不良債権の回収不能が増加し、銀行の取り付けと休業数が増した。

政府、日銀は当初、投機ブームの崩壊を経済の健全化への過程とみなし、ブーム崩壊に伴う金融システムの混乱をさほど重大視していなかった。しかし、事態が深刻化するに至り、株式取引所への特別融通、主要産業の企業への滞貨融資、取引先銀行を通じる救済資金供給などの対策を講じざるをえなくなった。

しかも、この年のパニック現象は、夏以降、戦後景気的世界的な反動調整の追い打ちを受けて更に深刻化し、大規模な産業界の整理を促すものとなった。第一次大戦中に借入金依存で急成長を遂げた貿易商社や投機に走った会社に破綻が続出した。大戦中に急成長した鈴木商店などもこの影響で経営が大きく揺れた。

その反面で、恐慌を通じた企業整理には不徹底さが残った。取引先銀行を通じた日本銀行からの救済融資によって倒産を免れた企業も、その後体質改善が進み、財務内容が好転したわけではなかった。関東大震災による被害も加わって、結局は1920年恐慌のつけが金融恐慌、昭和恐慌へとまわされることになる。

(3) 中間景気

1921～22年にかけて景気はやや持ち直した。鉄道や電信電話などを新設するための積極予算が組まれたためであった。また、勤労者の賃金給与も上昇したため消費需要は底堅く推移し、景気は一時は反騰の勢いさえ示した。しかし、諸物価は恐慌時の水準を上下するばかりで、個人や企業は含み損を抱えて、結局ははっきりしない梅雨空のような景気が続いた。こうした中途半端な状態は、

当時「中間景気」(本当の意味での立ち直りがない慢性的不況)と呼ばれた。1920年代は、1920年恐慌時における企業整理が先送りされたために、明確な景気上昇局面がみられない状態が続いたのである。これは、パブル崩壊後の1990年代が「失われた10年」となり、本格的な景気回復へのきっかけをつかめなかったことと共通している。

1923年9月1日に、関東大震災に襲われ、とりわけ東京、横浜は壊滅的打撃を被り機能が麻痺した。これにより、全国の経済活動も深刻な影響を受けた。政府はすべての支払いを30日間延期する債務支払停止令(モラトリアム)を実施し、災害区域を支払地とする震災手形4億円を日銀に特別融通させて、一時をしをいだ。

また帝都復興院をつくって復興計画を進めたが、その巨額な資金の半分以上は公債発行に頼らざるをえず、それらの資金調達のために英米市場で高率の外債が発行された。他方、貿易の赤字は続き、為替相場は低落し、わが国経済は深刻な苦境に陥っていった。

(4) 金融恐慌

こうしたなか、1927年3月14日、未回収の震災手形残高の処理問題を審議する国会において、片岡蔵相が東京渡辺銀行が破綻したと失言したのをきっかけに取り付け騒ぎが発生、金融恐慌が始まった。当初、東京の中小銀行を襲った銀行取り付けは、各地の銀行に波及し、この年に休業した銀行は45行にものぼった。そのうち3月中旬から4月下旬の間だけでも32行を数えた。十五、近江など多くの銀行や、台湾銀行などの特殊銀行も破綻した。

金融システムの動揺は、政府が預金の支払い猶予令を出したことなどによってようやく鎮静化した。金融恐慌をきっかけに、1920年恐慌以降、救済融資によって経営破綻を免れてきた企業や銀行の整理が一気に進んだ。大銀行への預金の集中と中小銀行の統廃合が進展し、銀行数は1926年末

の1,420行から28年末には881行へと減少した。

経営不安を抱えた企業や銀行の整理が行われると、金融市場は逼迫感を弱め金利が低下、製造業での設備投資は上向きになった。しかし、他方で、政府投資の減少、輸出不振などのために、明確な景気上昇を見せないまま、再び不況に突入していくことになる。

(5) 1920年恐慌と金融恐慌の違い

ここで1920年恐慌と金融恐慌の違いを整理しておく次のようになる。1920年恐慌は、第一次大戦後の投機ブームの崩壊、つまりパブルの崩壊という特徴を明確に備えている。これに対し、金融恐慌についてはその前にはっきりとした景気上昇を迎えないまま恐慌に陥ったという違いがある。

金融恐慌については、きっかけこそ当時の蔵相の失言であったが、その原因は、1920年恐慌時における企業整理の不徹底という点にまでさかのぼることができる。

震災手形は建て前上は関東大震災の被害者を救済するために特別の処理をした手形であった。しかし、実態は必ずしもそうではなかった。例えば、最大の大口債務者であった鈴木商店は、第一次大戦期のブームにおいて、多額の借入を行い三菱や三井をしのご貿易を行うなど、無謀ともいえる積極経営を行っていた。鈴木商店の事業が急速に拡大していた状況の中で起こったのが1920年恐慌であった。鈴木商店は台湾銀行からの借り入れによって、当面の破綻は免れたが、引き続く不況のため鈴木商店の経営は悪化する一方で、台湾銀行からの借入金が増すばかりであった。そうした中で関東大震災が起こった。鈴木商店と台湾銀行はこの機会に乗り、これまでの膨大な鈴木商店関係の手形を震災手形とし、その決済を先延ばしにした。また、金融恐慌の発端となった東京渡辺銀行の場合も、甲州財閥の若尾家に対して焦げ付いた貸付金を震災手形としていた。

このようにみると、金融恐慌の真因は、蔵相の

失言や関東大震災にあるのではなく、大戦後のブーム期に無謀な投資や投機を行い、そのつけが完全に処理されていなかった点にあることがわかる。1920年恐慌時の企業整理の不徹底が、後に最悪の形で現れることになったのである。

(6) 金解禁の断行と昭和恐慌

このようにバブルの後始末が先送りされた末に、経済が苦境に陥っていくという姿は、現在の日本経済の状況と酷似している。当時も現在と同じく、財政支出の拡大によって、景気のでこ入れを図ったが、その効果は限られたものであった。しかも、当時の政治体制は、政友会の一党支配が長く続き、その利益誘導型の政治スタイルと政治腐敗に対し、国民からの批判が高まっていた。つまり当時は経済だけでなく、政治的にも閉塞状況に陥っていた。これも、自民党を中心とする利益誘導型の政治が、閉塞状況に陥っている現在と共通している。

こうした閉塞状況を打ち破るためには、現在の言葉でいえば「構造改革」を行わなければならないという気運が高まっていった。政友会に対抗する勢力として1927年に結成された民生党は1929年に政権を握り、浜口雄幸が首相に就任した。浜口首相はその風貌から当時「ライオン宰相」と呼ばれたが、浜口首相が掲げた健全財政などの改革の訴えは、国民の圧倒的な支持を受けた。これに対し、小泉首相がやはり「ライオン」のニックネームを持つのは全くの偶然であろうが、やはり痛みを伴う政策を訴えて、国民からの高い支持を得ているのも共通している。

浜口内閣の登場以前から、日本経済の改革を進めるためには、金本位制に復帰（金輸出の解禁）することによって、企業の整理淘汰を進め、経済の効率化を図ることが必要という主張があった。ただしその影響の大きさから、金解禁はためらわれてきた。しかし、浜口首相の下で蔵相に就任した井上準之助は、長年の懸案であった金解禁を決断した（1930年）。

第一次大戦中、各国は金輸出を停止していたが、終戦後、相次いで金本位制に復帰した。これに対し日本の復帰は遅れていた。多くの国は、通貨1単位と交換される金の量を戦前と同じ旧平価で金本位制に復帰した。しかし、戦時中に物価が上昇し、通貨の価値が減価していたため、その価値を元に戻すためには引き締め政策を行い、物価を引き下げなければならなかった。金本位復帰の過程では、各国は多かれ少なかれデフレに苦しんだ。

日本でも金本位制度に復帰するにあたって、当時の円の実勢に合わせた新平価ではなく、旧平価で復帰することとした。金本位制度に戻るのならば、旧平価での解禁が当然との考えが大勢だった。旧平価で復帰するためには、需要抑制、国内物価引き下げが必要になる。

このため、井上蔵相は財政支出の約1割削減、新規国債の発行ゼロという厳しい緊縮政策を行い、国民に節約を呼びかけた（いわゆる井上財政）。また、金利も引き上げられるなど強力な引締め政策が採られた。こうした政策が経済構造に与える効果としては、一種のショック療法により、これまで温存されてきた不良企業を整理淘汰し、高物価、非効率になっていた経済の体質強化を進めるというシナリオが想定されていた。つまり金解禁は、当時の日本経済にとっては、それを実行することが構造改革そのものであった。こうした政策は、「改革なくして成長なし」として、国債発行30兆円以下の目標を掲げ、構造改革を推し進める小泉内閣の姿と重なり合う。

緊縮政策により、失業や企業の倒産が増えることが予想されたが、これも日本経済が立ち直るために必要な過程と考えられていた。しかし、折悪く1929年に世界恐慌が勃発し、日本経済もその影響に直撃され、未曾有の不況（昭和恐慌）へと突入していった。失業の急増、深刻なデフレの進展、工業、農業の不振など日本経済ははかりしれないほどの停滞に陥った。このことは、小泉政権が成立

した前後からアメリカ経済が変調を来し、現在まで世界経済の大きな攪乱要因になっているという点に似ている。

(7) 拡張政策への転換

不況が深刻化する一方、浜口首相の狙撃事件が起こるなどテロリズムが横行し、社会不安が増大した。これ以上は耐えられないという国民の不満も急速に高まり、緊縮政策は限界に達した。

そうしたなか、1931年9月には満州事変が起こり、イギリスが金本位制を離脱、スウェーデン、デンマーク、ノルウェー、カナダなどが次々に追隨した。日本の金輸出再禁止を予想して、ドル買いの投機が激化した。井上蔵相は金利を引き上げてドル買い筋に対抗したが、12月に至って民政党内閣は倒れ、政友会の犬養内閣が成立した。犬養内閣で蔵相に就任した高橋是清は、直ちに金輸出の再禁止を決断し、金本位制から離脱した。金本位制からの離脱後、為替レートは40円（100ドル当たり）台後半から、一挙に20円台半ばまでの水

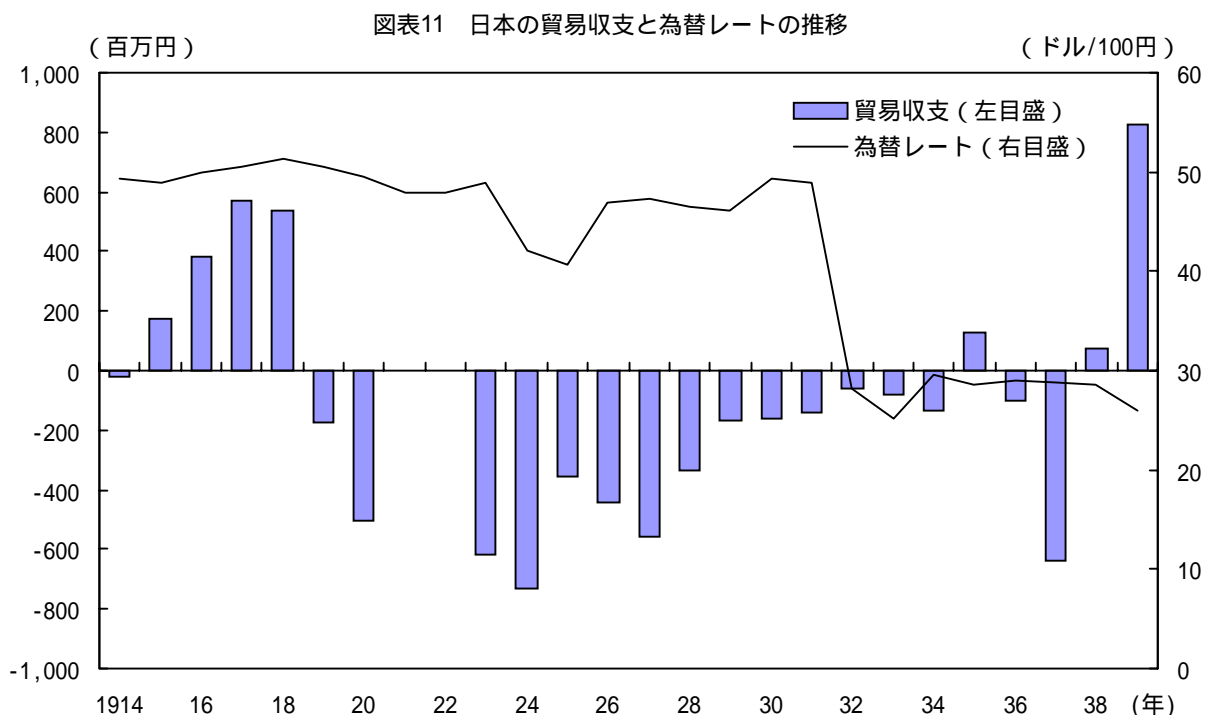
準となった（図表11）。

高橋蔵相は、これまでの緊縮政策から一転して、経済の積極的な拡張政策（リフレッシュ政策、いわゆる高橋財政）を採った。それは、未曾有のデフレから脱却するための一種の危機管理政策であった。軍事費や時局匡救費（農村救済、土木事業）を増大させ、財源は増税を避け国債で賄い、それも民間資金を吸いあげないよう日銀引き受けで発行した。国内の有効需要を喚起し、為替金融面では低金利を推進し、低為替相場をテコに輸出の振興をはかった。

高橋財政の効果は、まず為替低落と卸売物価反騰となって現れ、それによって企業収益も好転した。また低金利によって株価は上昇、企業の投資も上向いた。また輸出も上昇し景気は1935年頃から回復した。

2. 経済の高コスト化とデフレ

1920～30年代のデフレの状況を見ると、前述の



ように、物価（総合支出物価）は1920～31年にかけて、累積で38%下落した（前掲図表10）。特に、金解禁と世界恐慌の影響を受けた1930、31年の2年間の下落率は大きく、前年比で10%の大幅な下落となった。一方、経済成長率をみると、1920年代にはデフレーターが年平均 - 1.3%となったものの、名目成長率はプラス（年平均0.5%）を維持した（図表12）。しかし、昭和恐慌後の1930～32年には、デフレーターが年平均 - 7.5%となり、名目成長率もマイナス（年平均 - 5.7%）となった。

物価下落の直接的な要因は、第一次大戦中のバブルが崩壊したという点に求められる。しかし、その後慢性的な不況に陥り、経済の構造転換が図られないまま、世界恐慌に直撃されたことが、物価下落を深刻なものとした。

物価を品目別にみると、農産物、工業製品とも下落したが、下落要因は両者では異なっていた。農産物については、物価下落に対し、農家が供給の増加で収入増を図ろうとしたことが更なる供給過剰をもたらし、物価下落を激しいものとした。一方、工業製品の物価下落には、需給要因のほか、価格の国際水準への調整、すなわち高コストの是正という側面があった。

当時日本が、高コスト構造に陥ったのは、第一次大戦の勃発と深く関わっている。第一次大戦は、日本が軽工業から重化学工業に産業構造を転換させる1つの契機となった⁷⁾。第一次大戦中、欧米

交戦国の工業力は軍需産業に動員されたため、民間需要を満たすことができなくなった。とりわけ、船舶は軍需輸送に使われたため世界的に民需船が不足し、その需要が日本の造船業に集中した。需要の増加は、当時はまだ小規模だった日本の造船業の生産拡大を促した。更に、造船業の生産拡大が鉄鋼需要の増加をさせ、日本の鉄鋼業の成長をもたらした。製造工業に占める金属、機械の割合は、大戦中に上昇した（図表13）。第一次大戦の勃発はこのような形で、日本の重工業の発達を促す結果となった。しかし、これは戦時下における正常なコスト競争を無視した需要増加であったため、大戦終結と同時に日本製品の競争力のなさが露呈することとなった。

一方、化学工業についてみると、第一次大戦中は輸入が途絶えたため、化学製品の代替製品が使われるようになった。その一例をあげると、無機肥料の代わりに有機肥料の使用量が増えたが、これが有機肥料の価格高騰をもたらした。しかし、大戦が終結し輸入が再開されると一転して価格は下落した。大戦終結によって、有機肥料は割安な無機肥料との競争に再びさらされるようになり、これが国内の無機肥料産業（硫安産業）の発達を促す契機となった。一方、繊維工業では、生糸と代替関係にある人絹の輸入が、大戦終結後に増加するようになり、これが国内の人絹産業の発達を促す要因となった。

図表12 日本の年平均成長率

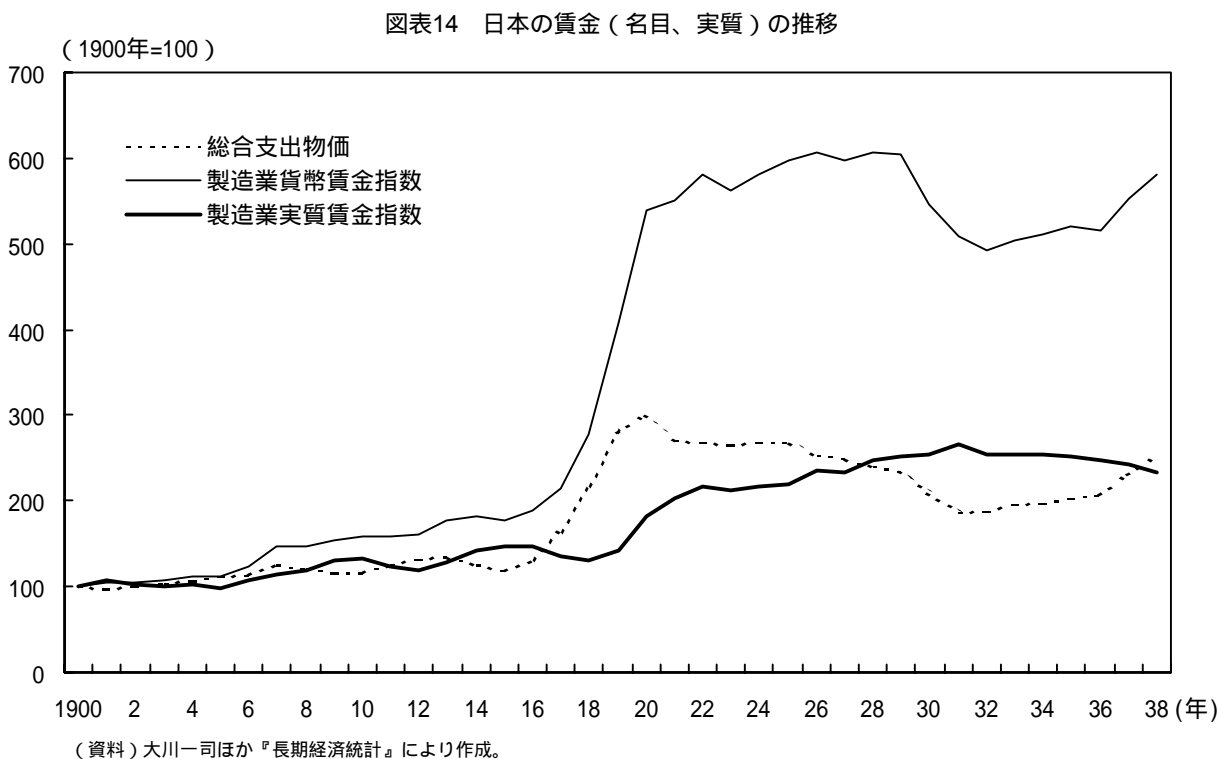
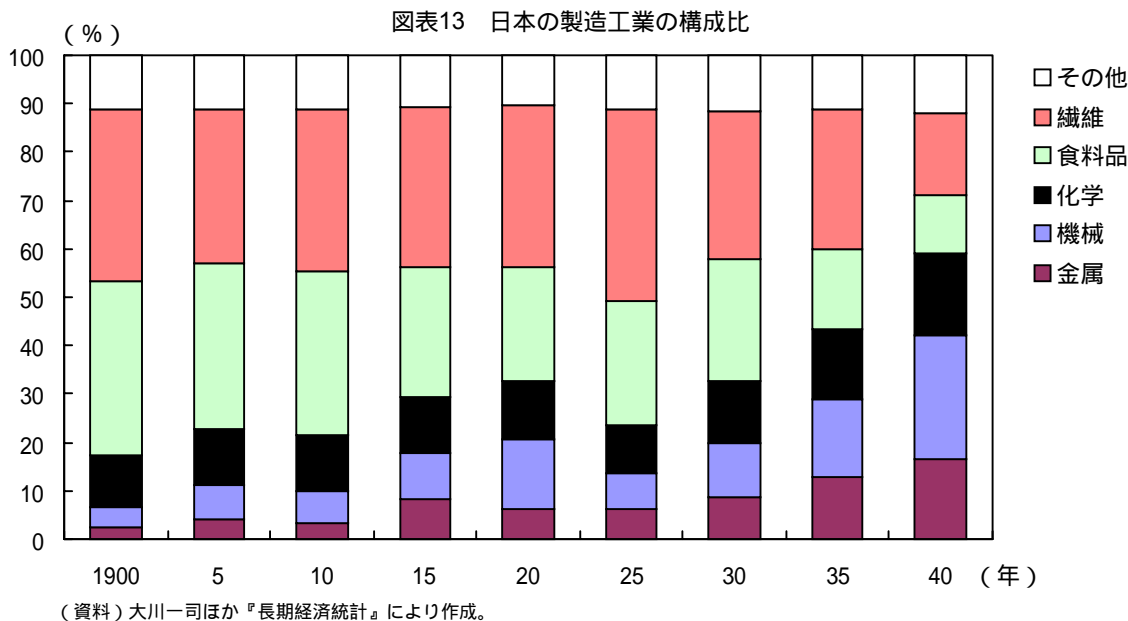
（単位：％）

	名目 GNP	実質 GNP	デフレーター
1916～19年（第一次大戦ブーム）	32.6	7.7	23.2
1920～29年（1920年恐慌、金融恐慌）	0.5	1.8	-1.3
1930～32年（世界恐慌）	-5.7	2.0	-7.5
1933～37年（高橋財政）	10.8	6.5	4.1

（資料）大川一司ほか『長期経済統計』により作成。

このように、大戦終結とともに、日本の産業は再び国際競争に直面することになった。大戦期には生産拡大のため熟練労働者の賃金が高騰したが、バブルが崩壊し物価が下落した後も、賃金は容易

に下がらなかったため、実質賃金は高止まった(図表14)。また、この当時の輸出財産業と非輸出財産業のデフレータの推移をみると、輸出財産業のデフレータは国際競争を通じて1920年代に急速に

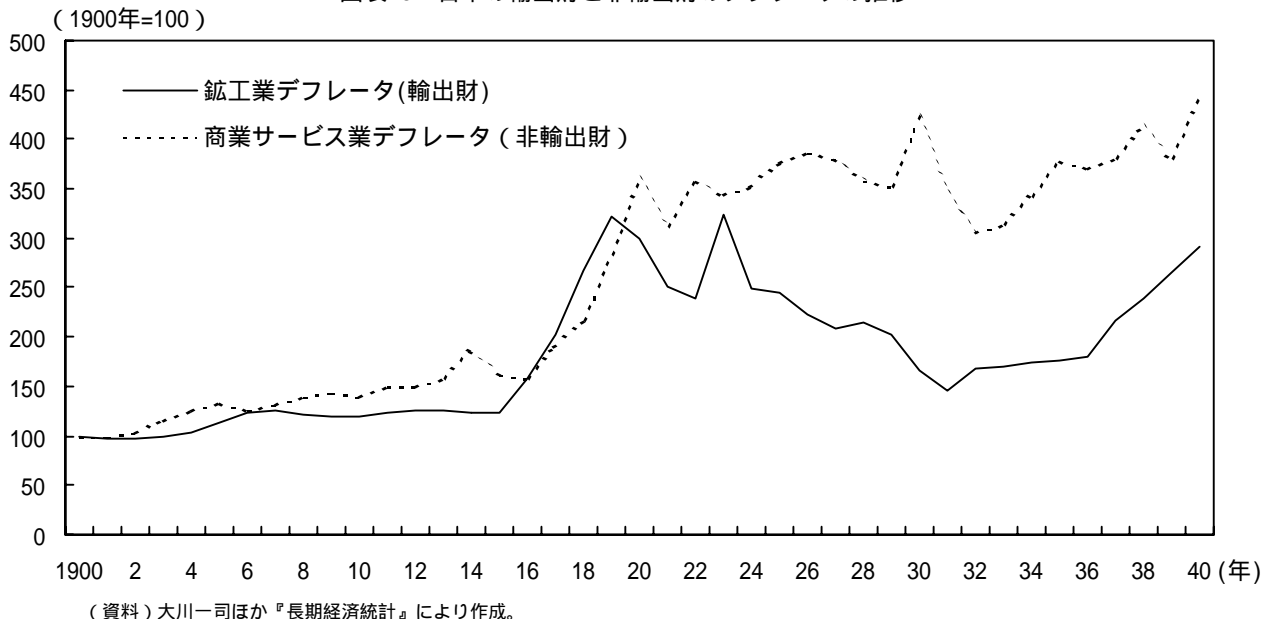


低下したのに対し、非輸出財産業のデフレータは高止まった（図表15）⁸）。このため、この当時の輸出財産業は、割高な賃金と非輸出財という不利なコスト条件の下で、国際競争を求められていたことになる。

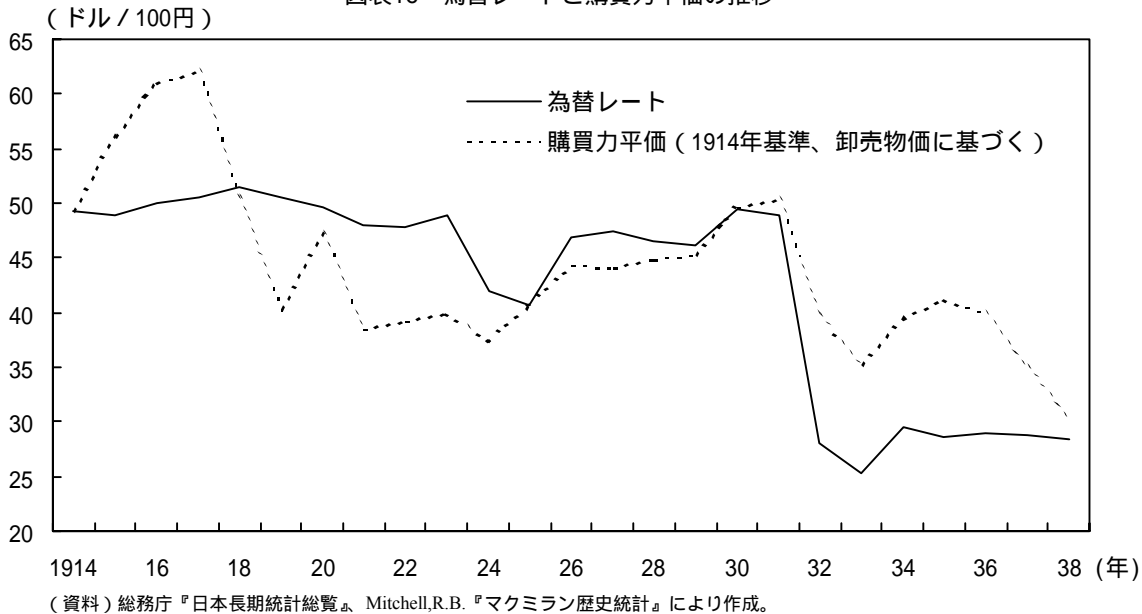
しかし、日本の高コスト構造をもたらしていた

のは、このような国内要因ばかりではない。1920年代の為替レートが実質円高で推移したことが、日本製品の割高感を際立たせる結果となった。1920年代の実際の為替レートと購買力平価を比較すると、一貫して、前者が後者を上回っていた（図表16）。実質円高をもたらした基本的な要因は、

図表15 日本の輸出財と非輸出財のデフレータの推移



図表16 為替レートと購買力平価の推移



第一次大戦中に正貨（金）が蓄積されたことになった。

第一次大戦中の日本は輸出を伸ばし、貿易収支の大幅な黒字を達成した（図表16）。しかし第一次大戦後、一転して輸出は停滞し貿易赤字となった。これは本来であれば、為替レート減価をもたらす要因となるはずである。しかし、政府は、いずれ戦時中に停止した金本位制に復帰することを目指し、為替相場をできるだけ旧平価（金本位制停止前の為替レート）に近い水準で維持しようとした。すなわち、割高な実質為替レート、経常赤字、為替レートの減価という過程が進行すると、貿易収支の赤字を在外正貨の払い下げなどを通じて決済し、為替相場回復を図った。この結果、正貨は次第に減少していった（図表17）。この点を見方を変えれば、戦時中に蓄積された正貨の蓄積が、輸出停滞にもかかわらず実質円高を維持するバッファとして働いたことになる。

3. デフレからの脱却過程

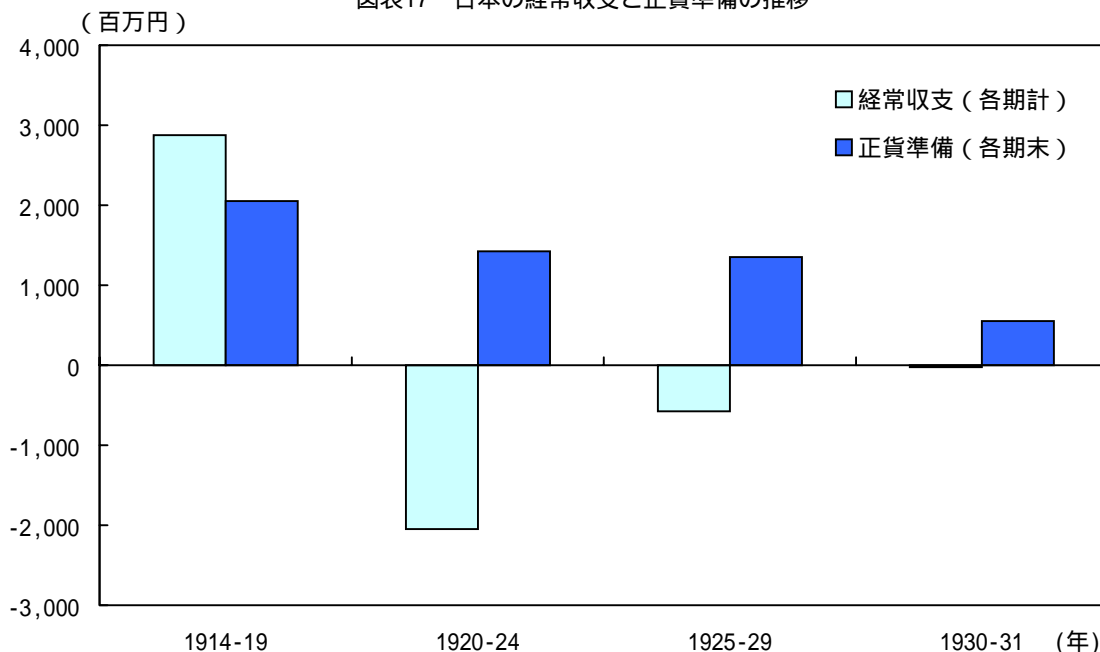
(1) 高コスト問題の意味

このような高コスト問題を解決するには、理論上はどのような方法が考えられるだろうか。当時の状況を理解するために、ここでその考え方を簡単に整理しておこう。

まず、高コスト問題は（内外価格差）は、為替レートとの関係によって大きく変わるが、厳密には次のように理解することができる。単純化のため、輸出主体の製造業とそれ以外の産業（非製造業が中心だが国内市場向けの製造業も含む）の2部門に分けて考える（以下、前者を輸出財、後者を非輸出財と呼ぶ）。一般に国際競争にさらされている輸出財に比べ、非輸出財の生産性は低くなると考えられるが、これは当時の日本でもそういう状況であったと考えられる。

為替レートは短期的には大きく変動するものの、中長期的にみればおおむね輸出財の購買力平価によって決まっていると考えることができる。例え

図表17 日本の経常収支と正貨準備の推移



(資料) 中村 (1986) により作成。

ば輸出財の価格が日本で100円、アメリカで1ドルの価格がつけられているとすれば、為替レートは100円/ドルとなる。

一方、非輸出財についてアメリカで1ドルの価格で売られているものが、日本では200円で売られているとしよう（輸出財と非輸出財の生産性格差が、アメリカより日本の方が大きいと考えるとこのような想定ができる）。このとき、非輸出財の購買力平価は200円/ドルとなる。しかし、現実の為替レートが輸出財の購買力平価で決まっているとすれば、日本で200円の非貿易財はドル換算では2ドルとなり、アメリカでの価格1ドルの2倍となる。このように、輸出財の購買力平価によって決まる為替レートで評価すると、非輸出財の価格は、国際価格より割高となる。

これが内外価格差と呼ばれるものである。日本における輸出財産業と非輸出財産業の生産性の格差が海外のそれに比べて大きいことが、内外価格差を生じさせる要因となっている。より厳密には、現実の為替レートは輸出財の購買力平価とは必ず一致しないため、非輸出財の内外価格差は、輸出財との生産性格差と、現実の為替レートの輸出財の購買力平価からの乖離の部分によって構成されることになる。

非輸出財価格の割高を是正する方法としては、次の2つが考えられる。第1は、輸出財価格を一定として、非輸出財価格が低下するという方法である。第2は、逆に非輸出財価格を一定として、輸出財価格が上昇するという方法である。問題は相対価格の調整であるため、分子を小さくしても分母を大きくしても同じ結果が得られる。前者の場合には、物価は下落し経済はデフレの様相を呈することになり、後者の場合には、物価は上昇し経済はインフレの様相を呈することになる。

(2) 円安によるデフレからの脱却

以上のような理解を前提とすれば、1920年代には、上記の第1の方向によって非輸出財の割高を

是正しようとする圧力が働いたため、これがデフレをもたらす要因になったと考えることができる。特に、金解禁を実施するための井上蔵相の緊縮政策は、それによって経済の効率化を図ることをねらったものであり、デフレを意図的に起こすという政策であった。しかし、前述のようにこれが世界恐慌と重なったためデフレが深刻化し、緊縮政策は挫折するに至った。

その後の高橋蔵相の拡張政策については、一転して、第2の方向で高コスト問題を解決する方向に働いたと考えることができる。金本位制から離脱し、円安に転換させることは、輸出財価格を上昇させることによって（ドル建て価格を一定とすれば円建て価格は上昇）、非輸出財価格の割高を是正する方法と解釈することができるからである。ただし現実には、円安分すべてが円建て価格の上昇に充てられたわけではない。

円安によって日本は価格競争力を回復し、輸出を大きく伸ばした。また、上記の単純化されたモデルには現われてこないものの、円安は輸入物価の上昇を通じて国内のデフレを和らげる効果をもたらした。このように、円安への転換は、当時の日本がデフレから脱却するための決定的な手段となった。

結局、結果からみれば、当時の日本は国内産業の効率化を通じた高コストの是正に行き詰まり、最終的に円安によって高コストを克服したということになる。しかし、円安への転換は、当時の日本経済の実力からみれば、自然な方向であったとも考えられる。そもそも金解禁によって旧平価に戻ることは無理があったし、それ以前から現実の為替レートは購買力平価からかけ離れた水準にあった。

(3) エマージング型危機としての円安

円安が急激に進化した点については、今でいうエマージング型の危機の要素が含まれていたとみることでもできる⁹⁾。円安は、日本全体の外貨資金

繰りの動きと密接に関連していた。在外正貨と国内保有金を合わせた外貨準備は、金解禁に伴って半分以上流出したが、当時の日本は外貨準備を超える外貨建て債務を有していた。このため、ネットの外貨準備はマイナスとなっており、外貨資金繰りの悪化が深刻なものとなっていた。

急激な円安の進行に対し、政府は当初これを放任していたが、1933年に「外国為替管理法」を施行し、為替取引に対する全面的な規制を導入するに至った。資本の海外逃避が激しくなり、1932年後半には為替レートがついには20ドル（100円当たり）を割り込むなど、急激な円安に歯止めがからなくなったためである。

円安政策は、確かにデフレからの脱却に関して大きな効果をもたらした。しかし、その代償として、それ以降、日本では長い間自由な資本取引が認められなくなった。戦後、「外国為替管理法」は「外国為替及び外国貿易管理法」（外為法、1947年）に引き継がれたが、外為法では資本取引は原則禁止とされた。これを原則自由に改正した新外為法が施行されたのは、外為規制が施行されたおよそ50年後の1980年のことであった。

4. 現在の日本への示唆

当時の日本と現在の日本を比べると、賃金や非輸出財などの面で経済が高コスト化する一方、それにもかかわらず為替レートが円安とならないことが高コストをより一層際立たせているという点で共通している。

当時の日本では、第一次大戦中の貿易黒字（正貨）の蓄積が実質円高を招いた。これに対し、現在の日本は、1980年代から現在にいたるまで貿易黒字、対外債権を維持しているが、これが円高をもたらす一つの要因となっている。しかし、その間、海外への生産移転が急ピッチで進んだ。これは2001年には貿易黒字の大幅な縮小という形で現われたが、本来ならばこれに伴って円安に転じて

もおかしくはない。しかし、過去からの蓄積が大きく、容易に円安に転じにくいことが、現在のデフレ圧力を高めていると理解することもできる。

現在、為替レート調整の必要性がしばしば指摘されるのは、近年、急速に力をつけた対中国の為替レートである。人民元相場については、中国が不当に安い為替レートによって価格競争力を保ち、輸出を伸ばしているという批判がある。しかし、現在の中国は発展段階からみて、まだ為替レートを切り上げる段階には至っていない。一般に、開発途上国が輸出を伸ばし先進国へのキャッチアップ段階に入ったとしても、すぐに為替レートが切り上がる可能性は低い。なぜなら、開発途上国はスタート時点で対外債権などの蓄積を持たない。また、開発途上国では低廉な労働力が豊富にあるため、国内物価や賃金の上昇が容易には生じず、為替レートを切り上げて物価を抑制する必要性が乏しいという理由もある。

こうしてみると、現在の日本では、高コストの克服あるいはデフレからの脱却のために、円安が一つの政策手段となる可能性があるにもかかわらず、それがすぐには実現できない環境にあることがわかる。そもそも、現在は変動相場制であり、人為的な為替レートの誘導はできない。もし、金融政策の自由度を確保した上で為替レートを固定しようとするれば、資本移動の制限が必要になるが、これは経済活動の自由を奪うことになり、決して望ましい政策の選択肢とはいえない。

しかし、実はたとえ円安に転換したとしても、1930年代の日本のように、円安が輸出を増加させることを通じて、経済を回復させるかどうかについては疑わしい面もある。当時の日本経済は、円安をテコに輸出を大幅に伸ばしたが、もっぱら円ブロック圏向けの輸出が増加した。つまり他国の植民地支配による円ブロック圏の形成が、当時の拡張政策を実効性のあるものとし、経済を回復させる原動力となった。現在については、円安が輸

出にプラスの効果をもたらすにせよ、輸出の受け皿となる円ブロック圏は存在しない。

何より当時と現在の最大の相違点は、当時の日本は第一次大戦後に債権国に転じたとはいえまだ蓄積が乏しかったのに対し、現在の日本は債権大国であるという点であろう。前述のように当時の円安への転換は、エマージング型危機の要素も含まれていた。しかし、現在の日本は債権大国であり、エマージング型危機に陥る可能性はない。

このように考えると、当時と現在の日本経済は、バブル崩壊からデフレに至る経緯は類似しているものの、経済のファンダメンタルズ（現在は債権大国である）と経済を取り巻く環境（現在は円ブロック圏は存在しない）が大きく異なっており、円安が直ちに問題を解決させるという可能性は乏しい。また、前述のように、対人民元ですぐに円安になる可能性はないし、また、対ドルという点でも、現在ではアメリカのバブル崩壊に伴って、円安になるどころか逆に円高が進んでいる。

つまり、根本的なところで、当時と現在の日本経済の状況が異なっているため、当時のようなデフレ脱却の過程は、現在では想定することは難しい状況にある。しばしば、1930年代の日本のように、円安への転換と拡張政策を行えばデフレから脱却できるという議論がなされるが、これはあまり現実的な議論とはいえない。

しかし、当時の状況を知ることには全く無意味なことではない。特に、19世紀後半のイギリスの事例と併せて考えた場合、経済がデフレに陥った場合にどのような帰結に至るかについての、典型的な2つのコースとして対比できるからである。この点については、最後に述べることにしよう。

おわりに

本稿では、19世紀後半のイギリスと1920～30年代の日本の事例をとりあげ、当時のデフレの経緯、

要因について分析を行った。両者のデフレの要因については一見異なっているようにもみえるが、経済の構造転換が遅れ、収益率が低下したという点で共通している。日本の事例では経済が高コストとなっていた点を指摘したが、これは裏を返せば低収益に陥っていたということにほかならない。現在の日本のデフレにおいても、経済の構造転換の遅れ、収益率の低下という要素があることは否定できない。

イギリスと日本が最終的に迎えた結末の違いは、過去からの蓄積の大きさの違いとして理解することができる。当時のイギリスは債権国であったため、競争力の低下に直面しても、それが直ちに経済危機をもたらすことはなかった。つまり過去の蓄積が大きかったことが変化への対応を遅らせ、長期衰退をもたらす要因となった。これに対し、当時の日本は債権国に転じたとはいえまだ蓄積が乏しかったため、エマージング型危機の要素が現われ、大幅な円安を通じてデフレから脱却する過程が生じた。

通貨調整については、当時のイギリスは基軸通貨国であり、また債権国でもあったため、ポンド安への調整が起こりにくかったのに対し、当時の日本は蓄積が乏しかったため、危機がすぐに円安に結びついたという違いがある。ポンドは、2つの大戦と世界恐慌を経て基軸通貨の地位をドルに譲り、戦後切り下げられるに至った。イギリスの通貨調整には多くの時間を要した。

ヴィクセル的な理解に基づけば、デフレを克服する方法は、実物資産の収益率の引き上げと、市場利子率の引き下げという2つの方法がある。通貨調整は、それによって価格競争力を回復させ、収益率を引き上げるという意味で、前者の方法によってデフレから脱却させる方法の一種といえる。

現在の日本はどちらかといえば、イギリスの事例に近い形に陥っていると考えられる。現在の日本は債権大国であり、過去からの蓄積の存在が危

機感を乏しいものとし、変化への対応を遅らせる要因となっている。また、中国の台頭によって実物投資が海外流出するなか、国内のイノベーションが遅れ、国内の投資収益率は低下し続けている。実物資産の収益率が市場利子率を下回っていることが、累積的な物価下落をもたらす一因となっている。債権国であり経常黒字国でもあるため、通貨調整が起こりにくいという点でも共通している。

前述のように、デフレを克服する方法は、実物資産の収益率の引き上げと、市場利子率の引き下げという2つの方法があるが、現在の日本では既に金利はゼロに近い水準に張り付いており、後者の方法は既に限界に達していると考えられる。経済の構造転換を通じて、実物資産の収益率を引き上げることが、デフレを克服する正攻法と考えられる。このためには、イノベーションが円滑に行われるよう、政策的に誘導する必要がある。これに失敗すれば、かつてのイギリスと同じように長期衰退の道を歩む可能性がある。

しかし、期待収益率を引き上げるのは、現在の日本にとってはかなりの至難の技であるようにみえる。でも述べたように、現在の日本経済は、金融システム不安を依然抱えていること、将来の財政破綻や年金破綻の可能性が高まっていること、人口が減少に転ずることなどの問題も抱えており、これらの問題も人々の将来不安を高める要因となっているからである。こうした面もすべて含めて、人々の将来に対する期待を変えることが、おそらくデフレから脱却する正統的な道筋になるはずである。これは、現実問題として極めて難しい課題である。

【注】

- 1) 数値は中西(1998b)による。
- 2) 富田(1997)による指摘である。
- 3) 数値はFeavearyear & Morgan(1962)による。

4) 北村(2002)による。

5) 3つの類型は中西(1998a)による。

6) ケインズの現代的意義については、佐伯(1999)が有益である。

7) 当時の産業構造変化をめぐる状況については、岡崎(1997)を参考にした。

8) 岡崎(1997)による指摘である。

9) 白川(2002)による指摘である。

【参考文献】

- 青山吉信・今井宏編(1999)『概説イギリス史〔新版〕』有斐閣
- 明石照男・鈴木憲久(1958)『日本金融史』東洋経済新報社
- 朝倉孝吉(1992)「悪性持病 - 土地担保融資の危険性」『エコノミスト』11月9日号
- 有沢広巳監修(1976)『昭和経済史』日本経済新聞社
- 池尾和人(2002)「インフレ政策と資本逃避の危険性」『中央公論』4月号
- 石川通達(1965)『やさしい日本金融史』文雅堂銀行研究社
- 内野達郎(1978)『戦後日本経済史』講談社
- 内野達郎(1993)「日本経済 - 激動の70年を概観する」『エコノミスト』5月17日号
- 岡崎哲二(1997)『工業化の軌跡 - 経済大国前史』読売新聞社
- 北村行伸(2002)「物価と景気変動に関する歴史的考察」『金融研究』3月
- 熊谷尚夫・篠原三代平編(1980)『経済学大辞典〔第2版〕』東洋経済新報社
- ケインズ,J.M.(1977)『ケインズ全集』東洋経済新報社
- 後藤新一(1983)『日本物価狂騒史』金融財政事情研究会
- 香西泰(1997)「高コスト経済の歴史的先例」『FRI Review』7月

- 香西泰 (2001a) 「インフレ的解決へのためらい」 『日本経済研究センター会報』 10月15日
- 香西泰 (2001b) 「要素価格デフレーション」 『日本経済研究センター会報』 11月15日
- 香西泰 (2002a) 「不況の実物要因と貨幣要因」 『日本経済研究センター会報』 2月15日
- 香西泰 (2002b) 「日本経済停滞のリカードウ・モデル」 『日本経済研究センター会報』 3月15日
- 香西泰 (2002c) 「インフレによる実質賃金の調整」 『日本経済研究センター会報』 4月15日
- 小宮隆太郎・日本経済研究センター編 (2002) 『金融政策論議の争点 - 日銀批判とその反論』 日本経済新聞社
- 佐伯啓思 (1999) 『ケインズの予言 - 幻想のグローバル資本主義 (下)』 PHP 研究所
- 佐伯啓思 (2002) 「新たなケインズ主義へ向かえ」 『中央公論』 4月号
- 白川方明 (2002) 「1930年代の経験に学ぶ『デフレ脱却』の歴史的教訓」 『週刊ダイヤモンド』 2002年4月13日
- 高橋亀吉 (1964、1965) 『大正昭和財界変動史 (上) (中) (下)』 東洋経済新報社
- 高橋亀吉 (1968) 『日本近代経済形成史 第2巻』 東洋経済新報社
- 高橋亀吉・森垣淑 (1993) 『昭和金融恐慌史』 講談社
- 佐美光彦 (1998) 『大恐慌型 不況』 講談社
- 武田晴人 「恐慌」 1920年代史研究会編 (1983) 『1920年代の日本資本主義』 東京大学出版会
- 武田晴人 (1993) 「『1920年恐慌』は大正バブルの帰結」 『エコノミスト』 5月17日号
- 長幸男 (1973) 『昭和恐慌』 岩波書店
- 富田俊基 (1997) 「英国大不況 (1973~1896年) の研究」 『ファイナンシャル・レビュー』 November
- 中西輝政 (1998a) 『国まさに滅びんとす - 英国史にみる日本の未来』 集英社
- 中西輝政 (1998b) 『なぜ国家は衰亡するのか』 PHP 研究所
- 中村隆英 (1985) 『明治大正期の経済』 東京大学出版会
- 中村隆英 (1986) 『昭和経済史』 岩波書店
- 中村隆英 (1993a) 『昭和史』 東洋経済新報社
- 中村隆英 (1993b) 『日本経済 その成長と構造 (第3版)』 東京大学出版会
- 中村隆英 (1993c) 「惨殺された日本のケインジアン」 『エコノミスト』 5月17日号
- 中村隆英 (1994) 『昭和恐慌と経済政策』 講談社
- 中村隆英 (2001) 「1930年代初頭の日米に見る『改革』の歴史的系譜とその顛末」 『週刊東洋経済』 10月6日
- 橋本寿朗 (1984) 『大恐慌期の日本資本主義』 東京大学出版会
- 橋本寿朗 (2000) 『現代日本経済史』 岩波書店
- 浜田宏一 (1993) 「昭和恐慌と平成不況 (上) (下)」 『週刊東洋経済』 1月2 - 9日号、16日号
- 原輝史・工藤章編 (1996) 『現代ヨーロッパ経済史』 有斐閣
- 坂野潤治 (2001) 「浜口雄幸と小泉純一郎」 『論座』 10月
- 湯沢威編 (1996) 『イギリス経済史』 有斐閣
- 吉野俊彦 (1996) 『知恵をしぼれ! - デフレを生きる発想』 日本経済新聞社
- 米山秀隆 (1997) 『日本の地価変動 - 構造変化と土地政策』 東洋経済新報社
- 米山秀隆 (1998) 『高コスト経済からの脱却』 東洋経済新報社
- 米山秀隆 (2002a) 『世界恐慌 - 日本経済最後の一手』 ダイヤモンド社
- 米山秀隆 (2002b) 「日本の悲劇 - IMF 管理下にもなれず自らの改革意思もなし」 『エコノミスト』 4月16日
- Feavearyear, Albert & E. Victor Morgan (1962) *The Pound Sterling*, Oxford University Press. (一ノ瀬篤・川合研・中島将隆訳 『ポンド・スターリング』 新評論、1984年)

- Feinstein,C.H. (1972) *National Income, Expenditure, and Outlay of the United Kingdom, 1855-1965*, Cambridge University Press.
- Kirby,M.W. (1981) *The Decline of British Economic Power Since 1870*, Allen & Unwin
- Lee, C.H. (1986) *British Economy Since 1700: A Macroeconomic Perspective*, Cambridge University Press.
- Reynolds,D (1991) *Britannia Overruled: British Policy and World Power in the Twentieth Century*, Longman.
- Wicksell,Knut (1898) *Interist and Prices*, Macmillan. (北野熊喜男・服部新一訳、北野熊喜男改訳『利子と物価』日本経済評論社、1984年)