

ワークショップ 「資産価格変動と政策対応 両大戦間期の日本の経験から」 の様

1. はじめに

日本銀行金融研究所では、2001年12月20日、「資産価格変動と政策対応 両大戦間期の日本の経験から」と題するワークショップを開催した（プログラムは以下のとおり、参加者 ラウンド・テーブル着席者 リストは別添）¹。

司会：伊藤正直 東京大学教授

導入報告（問題提起）バブル崩壊後と両大戦間期の日本経済

報告：武藤 哲 日本銀行金融研究所研究第3課長

セッション1. 戦間期日本の経済変動と金融政策対応

- テイラー・ルールによる評価 -

報告：鎮目雅人 日本銀行金融研究所研究第3課調査役

コメント：地主敏樹 神戸大学教授

高阪 章 大阪大学教授

セッション2. 戦間期日本における地価変動と銀行貸出の関係について

報告：南條 隆 日本銀行金融研究所研究第3課副調査役

コメント：小川一夫 大阪大学教授

セッション3. 戦間期日本の為替レート変動と輸出

報告：畑瀬真理子 日本銀行金融研究所研究第3課副調査役

コメント：深尾京司 一橋大学教授

セッション4. 一般討論（戦間期経済の今日へのインプリケーション）

総括コメント：香西 泰 日本経済研究センター会長

貝塚啓明 中央大学教授（東京大学名誉教授）

.....
1 文中における各参加者の所属ならびに肩書きはワークショップ開催時点のものである。

本ワークショップでは、戦間期と現代の経済の共通点、相違点を踏まえたうえで、現代の政策に対してどのようなインプリケーションが得られるかといった観点から、金融史、経済理論など関連する分野の専門家により、多角的な議論が行われた。以下では、プログラムに即して、セッションごとに議論の概要を紹介する（文責、日本銀行金融研究所、文中敬称略）²。

2．導入報告（問題提起）バブル崩壊後と両大戦間期の日本経済

武藤 哲（日本銀行金融研究所 研究第3課長）

武藤は、本ワークショップの問題意識に関して、以下のような導入報告を行った（全文を後掲）。

- ・現在、日本において構造問題として意識されているのは、バブルの生成・崩壊に伴う企業・金融機関のバランスシートの毀損、非効率的な非貿易財産業、環境変化に適合しない企業経営システム、貯蓄・投資のインバランスなどである。一方、戦間期の日本経済は、金融システム不安、デフレ下での財界整理論、バブル崩壊下の景気停滞、金本位制離脱による為替レート的大幅な切下げなどを経験している。戦間期と現在の日本経済とでは、一見すると類似点も多いが、現代との相違点も存在する。本ワークショップでは、金融政策、国内資産価格、為替レートの3つの論点から戦間期の事実関係を整理したうえで、現代の経済状況を考察するにあたっての手がかりを得ることを試みたい。

3．セッション1．戦間期日本の経済変動と金融政策対応 - テイラー・ルールによる評価 -

(1) 論文報告 鎮目雅人（日本銀行金融研究所 研究第3課調査役）

鎮目は、戦間期を中心に経済環境の変化と通貨体制の変遷等に関する事実関係の整理を行うとともに、テイラー・ルールの枠組みを用いてそれぞれの通貨体制のもとでの金融政策運営についての報告を行った（全文を後掲）。

2 このほか、当日はセッション1～3の各報告論文の内容や分析方法上の疑問点・問題点等に関するコメントが多数寄せられ、これに基づいて各報告者は論文の加筆・修正を行っている。このため、本稿では、こうしたコメントの紹介は最小限にとどめている。

(2) 指定討論者 地主敏樹（神戸大学教授）のコメント

- ・ 鎮目報告や先行研究によれば、戦間期の日本経済を現在と比較すると、コントロールの難しい軍部の存在、ならびに国際収支赤字ファイナンスの必要性という点で、戦間期の方がより困難な状況にあったと考えられる。
- ・ 金本位制期の経済に対する一般的認識としては、固定為替レートの維持が政策目標とされていたこと、インフレ率の慣性が小さかったこと、といった点が挙げられる。このうち に関しては、その結果としてテイラー・ルールにおけるGDPギャップやインフレ率の係数が小さくなることが予想され、鎮目の分析結果とは整合的である。
- ・ 鎮目の分析結果から得られるインプリケーションは、「テイラー・ルールの基本形は、戦間期の政策運営の説明モデルとしては当てはまらない」というものである。
- ・ 管理通貨制に移行した高橋財政期以降においてもテイラー・ルールが当てはまらない点については、管理通貨制のもとで最適な金融政策運営を学習するのに時間がかかったと考えることもできる。そうすると、米国の金融政策運営に関するTaylor [1998] の考察³とも整合的といえる。
- ・ 今後の研究の方向性としては、カルテルや種々の経済統制の影響、インフレ率の標準偏差の変化と係数推定値の関係等も検討に値する。

(3) 指定討論者 高阪 章（大阪大学教授）のコメント

- ・ 鎮目の分析の主眼は、政策レジームと経済安定化の関係に関するものであり、ブレトン・ウッズ体制50周年を機に行われた国際通貨体制に関する一連の分析と共通する論点を含んでいる。これを金融政策ルールと結び付けて考え、日本に適用している点で、新しい視点を提供しているといえることができる。
- ・ テイラー・ルールは、ある貨幣需要関数を前提にして、政策目標としてのインフレ率と金利で測った政策反応との関係を定式化するものであるが、異なる通貨体制において貨幣需要関数が安定的でない場合、金利とマクロ経済変数の関係が変化している可能性がある点に留意が必要である。また、為替安定が政策目標とされていた時期もあることを考えると、インフレ率を基準に政策評価を行うことには疑問がある。
- ・ 鎮目の分析結果は、「戦間期については、複数の通貨体制のもとでも、金融政策のレジームは同一視できる」との解釈が可能である。
- ・ 戦間期日本の物価やGDPの変動は大きかったとされているが、通貨体制ごとのマクロ経済パフォーマンスの違いが政策反応によるものが、それとも体制・時期に

3 Taylor, John B., "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules," in John B. Taylor ed., *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, 1998, pp. 319-347を参照。

- よって異なる、政策以外のショックによるものを峻別できれば、興味深い。
- ・インフレ・ギャップ係数の歴史的変化のパターンは米国の場合に似ており、今後は、国際比較を行うことや、戦間期とブレトン・ウッズ期、現代との比較等、分析対象時期を拡大することにより、新たな知見が得られると考えられる。

(4) 討論

深尾京司（一橋大学教授）は、1931年以前の時期において資本移動が自由であることが前提となっている点について、金利の連関や為替管理に関する規制により資本移動の自由度を定量化することができるのではないかと述べた。この点について、**寺西重郎（一橋大学教授）**は、戦間期においては、上海市場にかかわるものを別にして、短期資本の移動はそれほど大きくなかったが、長期資本移動は活発であったと指摘した。また、**鎮目**は、1931年以前は日英の長期金利の連動性が保たれていたのに対し、1932年以降はこうした連動性が失われていたと考えられる⁴とした。「開放経済におけるトリレンマの問題」⁵に関して、**齊藤壽彦（千葉商科大学教授）**は、金本位制下における正貨の維持、防衛という政策目標は必ずしも為替レートの安定と同一のものではなかったと考えられるほか、制度としては資本移動が自由であっても、短期金利の変更により政策当局が国際的な資金移動を操作できていたとは限らず、金利以外の政策手段を講じる必要がしばしばあったのではないかと論じた。この点に関連して**藤木 裕（日本銀行金融研究所 研究第1課調査役）**は、齊藤の指摘は、マクロ経済学の文献では、金利裁定式がいつも成り立ち、高い金利さえ払えば無限に海外から資金がとれるという仮定がなされることへの批判に相当しており、キャバレロ等が論じている国際的な流動性制約と国内の流動性制約を分けて考えるべきとの指摘⁶につながると述べた。

深尾は、経済構造の変化や経済の対外開放度によって最適な金融政策や他の経済政策とのポリシー・ミックスがどのように変化してくるのか、といった点についても理論的に整理する必要があると指摘した。この点について、**藤木**は、政策レジームの違いをデータから識別できるかどうかという点は、最適通貨圏の内生性についての議論とも共通する困難に直面するかもしれないとしたうえで、理論的な厳密性を追求するのであれば、特定のマクロ・モデルをカリブレートすることにより複数の政策レ

4 この点については、鎮目雅人、「財政規律と中央銀行のバランスシート - 金本位制 - 国債の日銀引受実施へ - 中央銀行の対政府信用に関する歴史的考察 - 」、『金融研究』第20巻第3号、日本銀行金融研究所、2001年を参照。

5 開放経済においては、為替レートの安定、国内経済の安定、自由な資本移動の3つは同時には達成できないという問題。

6 この点に関するキャバレロの一連の業績のうち最近の文献としては、例えばCaballero, Ricardo J., and Arvind Krishnamurthy, "International and Domestic Collateral Constraints in a Model of Emerging Market Crises," *Journal of Monetary Economics*, 48, 2001, pp. 513-549を参照。

ゲームを比較するといったアプローチが考えられるが、第1次的接近としてはテイラー・ルールによる分析も有効であろうと述べた。また、深尾が提起したISバランスとの関係については、フェルドシュタイン＝ホリオカ・パラドックスの問題も重要ではないかとした⁷。北村行伸（一橋大学助教授）は、分析の次のステップとして、テイラー・ルールからの乖離が生じている時期について、どのような要因が乖離を生じさせているかを考えることが有益であろうと述べた。

石井寛治（東京経済大学教授）は、高橋財政期以降の金融政策運営においては、国債発行を円滑にするという政策目標が存在したため、インフレが顕現化しても金利を引き上げられなかった可能性に言及した。寺西は、戦間期においては短期金融市場における大銀行の影響力が大きかったほか、短期金利が大蔵省証券の需給によって変動していたため、日本銀行が金利を完全にコントロールできていたわけではない点には留保が必要であるとした。

藤木は、テイラー・ルールによる政策対応が経済安定化につながるためには、財政政策が適切に行われることが前提となることを指摘した。さらに、年次データを用いた分析では捨象されている論点として、金利の季節性をなだらかにすることが、中央銀行設立の理由として重要であった点を指摘した。この点に関連して高阪は、年次データと四半期データによる分析結果を比較することで何らかの知見が得られるのではないかと述べた。

貝塚啓明（中央大学教授）は、金本位制のもとでのゲームのルールが実際にどのように運営されていたのかも自明ではないとしつつ、戦間期はレジームが変化する過渡期であり、政策当局者は政策運営のスタイルについて明確なアイデアなしに政策を行っていた可能性があるとして指摘した。

4．セッション2．戦間期日本における地価変動と銀行貸出の関係について

(1) 論文報告 南條 隆（日本銀行金融研究所 研究第3課副調査役）

南條は、戦間期における地価下落が、当時の金融経済構造のもとで、1920年代の慢性不況や1930年代の昭和恐慌の原因となったのかどうか、という問題意識を念頭に置きながら、地価と不動産担保貸付の関係や銀行部門の自己資本の毀損状況に関する報告を行った（全文を後掲）。

7 フェルドシュタインとホリオカは、OECD諸国の貯蓄のGDP比率と投資のGDP比率の相関は非常に高いこと、したがって、資本移動の自由度が高まっているにもかかわらず、限界的な新規の貯蓄が最も有利な利回りをもたらす国に投資されていないというパラドックスを提起した。Feldstein, Martin and Charles Horioka, "Domestic Savings and International Capital Flows," *Economic Journal*, 90, 1980, pp.314-329を参照。

(2) 指定討論者 小川一夫（大阪大学教授）のコメント

- ・戦間期の銀行の貸出行動を考えるうえでは、銀行の借り手が誰であったかが重要である。この時期の大企業や優良企業の資金調達は社債や株式を中心とした直接金融によって賄われ、銀行の貸出は中小企業や個人向けが中心であった⁸。したがって、1980～90年代における銀行貸出の役割とは異なる点を明確にしておく必要がある。
- ・銀行の貸出形態としては、不動産担保貸付や保証・信用貸付と並んでウエイトの大きい株式担保貸付、中でも個人向け貸出が重要である。また、南條の分析では、地価変動率と貸出増減率の比較のみが行われているが、資産価格と貸出の関係をみるうえでは、株価変動率と貸出増減率や不良債権額の分析を行うことも有益である。
- ・南條が取り上げているのは、地価変動と銀行貸出の関係にとどまっており、銀行貸出がどのように実体経済に影響したのかという論点にまで踏み込んでいない。個人部門の不動産担保融資が農林水産業を営む家計を中心に行われていたと考えるならば、地価変動はこれらの家計の消費や設備投資等に影響を与えたと考えられる。資産効果に関しては、戦間期の家計調査データを用いて資産価格変動と消費の関係を定量的に分析することも考えられる。
- ・銀行部門の健全性に関する分析に関しては、不良債権に起因する損失額の推計にとどまっているが、これが銀行の貸出行動に具体的にどのような影響をおよぼしたのかを分析することが有益である。

(3) 討論

石井は、南條が普通銀行のみを分析対象としている点を捉え、この時期に普通銀行に匹敵する規模の不動産担保貸出を行っていた日本勧業銀行、農工銀行、北海道拓殖銀行といった不動産専門銀行に関する分析の重要性を指摘した。佐藤政則（麗澤大学教授）は、南條が対象としている「普通銀行」が貸出金、預金の50%程度を占める5大銀行を除くベースとしている点を挙げ、普通銀行の位置付けを明確にしたうえで考察を行う必要があると述べた。浅井良夫（成城大学教授）は、戦間期においては下位都市銀行や中・上位地方銀行の経営状態が不安定であったとして、資本規模別の階層性を考慮した分析の重要性を強調した。これに対し、南條は、普通銀行に加え、不動産担保貸付に関与していたより広い業態を分析対象に加える必要

8 フローの推計については伊藤修、『日本型金融の歴史的構造』、東京大学出版会、1995年、ストックの推計については藤野正三郎・寺西重郎、『日本金融の数量分析』、東洋経済新報社、2000年、Hoshi, Takeo and Anil K. Kashyap, *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, MIT Press, 2001を参照。

を認めるとともに⁹、金融恐慌期の預金取付けに関する効率的取付け仮説¹⁰を前提とすると、少数の問題銀行の破綻が他の健全な銀行へ波及するというシステム・リスクが生じないため、普通銀行部門全体の自己資本の状況をみれば、銀行部門全体の健全性をある程度把握することができるのではないかと述べた。

石井は、地価と不動産担保貸出の関係に関連して、地方銀行が第1次大戦バブル期に株式投機向けに大量の株式担保貸付を行い、バブル崩壊後、不動産を追加担保に取ったという経緯があることを指摘した。**香西 泰（日本経済研究センター会長）**も、地価下落時に不動産担保貸付のシェアが増加していたことを踏まえ、追い貸しにより不動産担保貸付が増加した可能性を指摘した。**齊藤 誠（一橋大学教授）**は、資産価格の変動が金融システムに影響を与え得る経路として、地価、株価下落による自己資本の毀損、株式担保貸付における信用取引の追い証不足によるポジション解消を受けた株価下落の2つを挙げ、こうした経路を通じた金融システムの動揺が戦間期において発生していたかどうかとの問題提起を行った。これに対して、**伊藤正直（東京大学教授）**は、石井定七事件¹¹の例を挙げ、齊藤が指摘した株価下落によるポジション解消売りが発生していた可能性を指摘した。

香西が、担保評価について、戦間期の銀行が時価で再評価せず担保設定時の評価額のまま計上していた可能性があるとしたのに対し、**齊藤（壽）**は、当時の不動産専門銀行等はかなり厳格に不動産鑑定を行っていたほか、不動産価格に対する融資額の比率（掛目）も不動産専門銀行は融資額が不動産鑑定価格の3分の2（時価の5割以下）となるように設定していた（普通銀行の場合はさまざまな掛目が存在したであろうが評価価格の6割程度ではなかったか）ことから、地価下落が直ちに不良債権発生につながらなかった一方、1980年代には、銀行の担保設定が甘く、地価下落が担保割れに直結した可能性を指摘した。これに関連して**南條**は、先行研究¹²によれば、健全な銀行は担保再評価により追加担保の徴求に努めていたことが示唆されているとしたうえで、ここでは比較的まとまった統計が利用可能で、かつ戦間期に不動産担保貸付を主たる業務として行っていた日本勧業銀行の例を取り上げたと述べた。

9 後掲の論文においては、この論点につき修正されている（分析対象を普通銀行、貯蓄銀行、不動産専門銀行に拡大）。

10 効率的取付け仮説とは、金融恐慌における預金取付けは、経営パフォーマンスが悪くバランスシートの悪化した銀行に対して行われたもので、市場規律の結果として生じたという考え方である。例えば、Yabushita, Shiro and Atsushi Inoue, “The Stability of the Japanese Banking System: A Historical Perspective,” *Journal of the Japanese and International Economics*, 7, 1993は、1927年における銀行休業の確率と、自己資本比率ならびに利潤率との間には、負の関係があるとして、こうした見方を示している。

11 石井定七事件とは、大阪の材木商であった石井定七が、米や鐘紡株に大規模な投機を行い、失敗して1922年に破産した事件で、石井に多額の融資をしていた高知商業銀行等が破綻するなど、金融不安が広がった。

12 日本勧業銀行や一部の地方銀行における担保割れと追加担保の徴求に関して、進藤寛、「大正後期・昭和初期における地方銀行の不動産担保貸出」、『金融経済』165・166号、金融経済研究所、1977年や、朝倉孝吉、『銀行経営の系譜 - 不動産担保金融とオーバーローン』、日本経済新聞社、1953年に若干の記述がある。

5. セッション3. 戦間期日本の為替レート変動と輸出

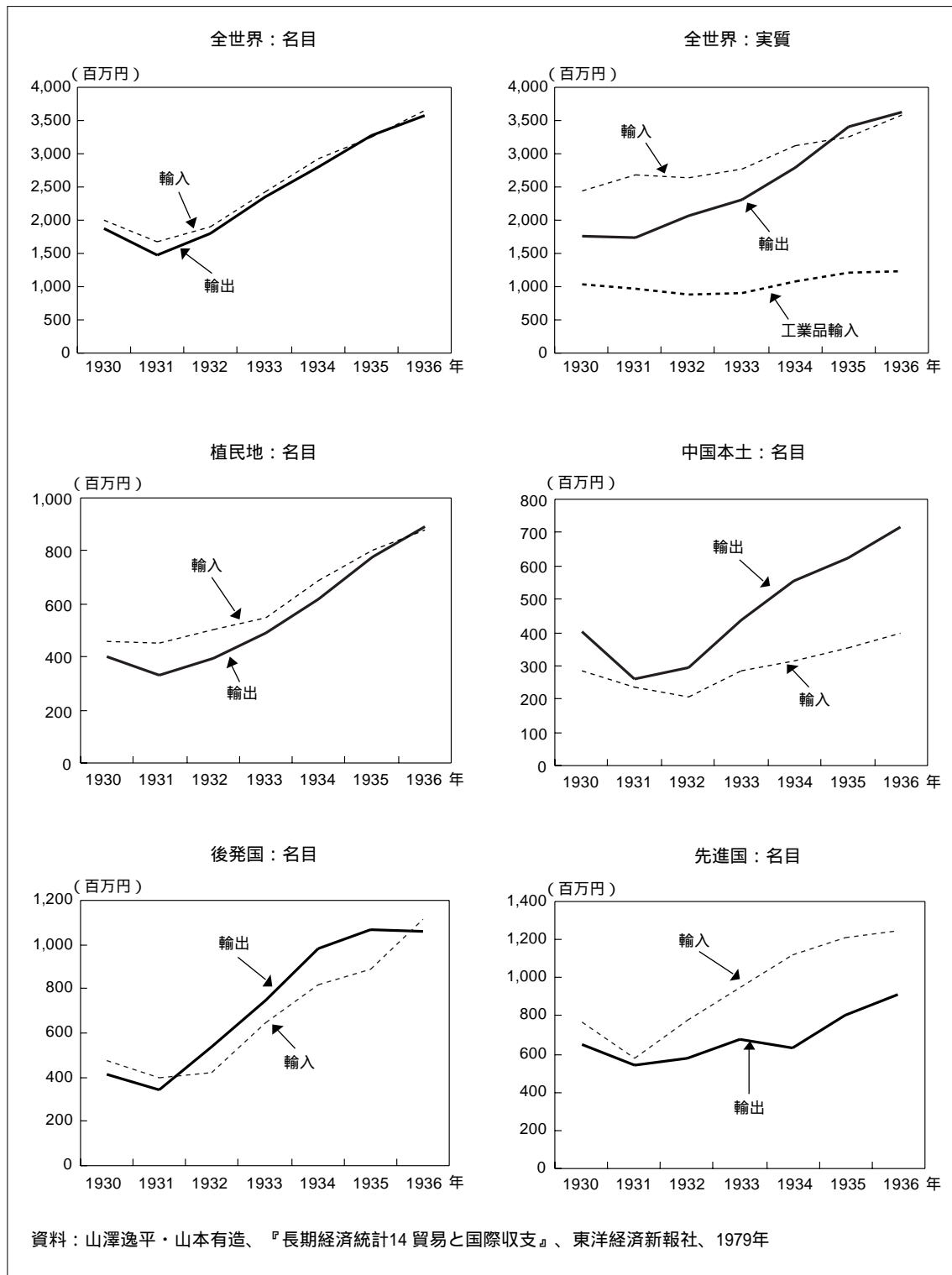
(1) 論文報告 畑瀬真理子 (日本銀行金融研究所 研究第3課副調査役)

畑瀬は、1930年代の景気回復の牽引役になったとされる輸出に焦点を当て、輸出回復の背景および1931年末以降の大幅な為替レート低下が輸出増加に果たした役割について、報告を行った(全文を後掲)。

(2) 指定討論者 深尾京司 (一橋大学教授) のコメント

- ・1930年代前半においては、名目ベースでの貿易収支の黒字は増加していないが、実質ベースではネット輸出が増加しており、この時期の景気回復の牽引役としての輸出を分析するには、実質値でみるのが重要である。
- ・1930年代の植民地向けの輸出入は両建てで増加しているが、純輸出が大きく伸ばしたわけではないほか、交易条件もほとんど変化していないので、本土へのネットの景気刺激効果は限定的であったと推測できる。この間、わが国の実質GDPは30%以上増加しているが、わが国の先進国からの工業製品の輸入はほとんど増加していない。したがって、戦間期のわが国経済成長の牽引役は、関東州、満州等中国向けの純輸出の急増、輸入代替の進展、インド等後発国向けの輸出の急増、の3点であると考えられる(図表参照)。このうち、の点については今回の分析対象とはなっていない。
- ・1925年において日本の輸出の約7割が繊維品であったことを考えれば、生糸や綿布に関する供給サイドの分析や、英国等競争相手との比較も重要である。
- ・直接投資額の朝鮮向け輸出への影響については、みせかけの相関である可能性もあり、日系企業現地法人の生産高や生産品目の構成変化についてもあわせて考慮する必要がある。
- ・円レートは、金本位制からの離脱を契機として、1931年12月以降、大幅に減価したが、今日への教訓という視点からは、当時は比較的容易に為替レートの切下げを行うことができたともいえる。一方、現在では、市場介入のみで為替レートを下落させることは困難であり、大規模な金融緩和が必要と考えられ、人為的な円安は困難であることに留意が必要である。
- ・円安に伴う輸入インフレはデフレ脱出に対し効果があったのか、通貨下落が対外投資や国内長期金利にどのような影響をおよぼしたのか(資本逃避が起きたようなことはなかったのか)、交易条件の悪化によって実質賃金や対外債務残高にどのような影響があったのかといった点も、今後の分析テーマとして興味深い。

図表 日本の地域別輸出入：1930-36年



(3) 討論

畑瀬は、当時においては日本の重化学工業製品の対外競争力は脆弱であったとして、貿易動向と景気の関係においては、円安の効果に加え、重化学工業製品に対する関税引上げ（1926年）の輸入代替への寄与や、植民地政策の影響が大きかった可能性を指摘した。

寺西は、満州事変を契機とした日本の政策金融に裏打ちされた中国東北部向け輸出の増加により、それまで輸出競争力の乏しかった重化学工業製品がわが国景気の牽引役を担うようになったとの見方を示した。**浅井**も、輸出の2割を占めていた中国向け貿易の重要性を指摘するとともに、当時銀本位制を採用していた中国向け輸出は、植民地政策よりは、むしろ銀価格上昇に伴う円為替レート下落の影響を受けていた可能性があるとした。また、対インド貿易については、戦間期のインドにおいては英国の産業資本の利害に基づく輸入制限的な動きが優勢であったという従来の通説に代わり、英国の金融資本の利益を反映してインド・ルピーの相場を高め設定する動きが存在したという最近の研究動向¹³を踏まえる必要があると指摘した。**石井**は、米国市場等におけるレーヨンなど生糸代替品の台頭がわが国の生糸輸出に与えた影響も考慮すべきとした。

香西は、米国等における日本をターゲットとした貿易制限や関税引上げにより、日本は輸出先をアジアに求めざるを得なくなったとの見方があるように、戦間期の国際経済は政治的要因に大きく左右されていたと指摘するとともに、主要国の間で貿易や資本取引等の面におけるグローバル化の動きが縮小し、世界経済がブロック化に向かう中で日本の位置付けを考慮すべきとした。**北村**は、米英の研究者の間では、この時期の貿易制限は、日本のみをターゲットにした措置ではないとの見方が多いとしたうえで、国際経済のブロック化の考察に当たっては、日本からの視点のみではなく、相対的な見地からの分析が必要とした。**深尾**は、戦間期の国際貿易の動向に関して、グラヴィティ・モデル（gravity model）を用いた最近の研究では、経済ブロック内部における貿易面のリンクの強さを示すダミー変数が有意でないことが示されているとした。また、**高阪**は、当時の日本が開放経済下の小国（small open economy）の状況にあったとすれば、日本と輸出仕向け地である米国、インド、朝鮮という2国間の関係だけでなく、競合関係にあった第3国との関係も分析すべきと指摘した。さらに、長期的な視点から成長要因を探るには、純輸出ではなくグロスの輸出が重要であり、規模の経済性、外部効果、交易条件の変化などを含めて多面的に分析する必要があるとした。**齊藤（壽）**は、為替相場の変動の貿易に及ぼす影響はその変動をもたらした要因によって異なるから、円安が何によってもたらされたのか（すなわち、国際的支払差額によって規定された為替需給、貨幣

13 籠谷直人、「綿業通商摩擦問題と日本の経済外交」、秋田 茂・籠谷直人編、『1930年代のアジア国際秩序』、溪水社、2000年を参照。

価値の相対的変動、為替投機、将来への不安心理のいずれによるものか」という観点も重要とした。

6. セッション4. 一般討論

(戦間期経済の今日へのインプリケーション)

(1) 一般討論の論点

鎮目は、戦間期経済についての理解を深めることにより現代へのインプリケーションを得るとの観点から、一般討論の論点として以下の3点を提示した。

- ・1920年代から30年代初頭にかけての金融システムの動揺はどの程度実体経済の回復を制約していたのか。地価・株価に代表される国内資産価格の下落に伴う銀行のバランスシート悪化が、マクロ的にどの程度実体経済回復の阻害要因となっていたのか。
- ・1930年代初頭の為替レートの円安化は景気回復にどの程度有効であったのか。為替レート下落はどのようなチャネルを通じて、どの程度景気回復につながるのか。輸出数量の増加につながらない場合でも、輸出マージンの拡大により企業収益は改善するかもしれない。また、輸入品価格の上昇が国内物価に及ぼしうる影響にも着目すべきかもしれない。他方、膨大な外貨資産を持つ今日の日本と、外貨繰りに窮していた当時の日本との、円価値変動に伴う資産効果の違い等を含め、為替レート円安化の効果を比較するうえで、どのような点を抑えておく必要があるか。
- ・戦間期の金融政策をどのような観点から評価するか。第1に、マクロ経済の安定との関係において、戦間期を通じ、政策当局者の意図は別にして、少なくともインフレ率との関係では結果的に国内経済を安定化させる方向には運営されていなかったという点をどう考えるか。第2に、経済の構造調整と金融政策の関係において、1920年代には物価が下落する中でも、産業構造の変化、産業競争力の強化が進展していたように見えるという点をどう考えるか。

(2) 金融システムの動揺と実体経済

小川は、金融システムとマクロ経済の関係を考えるに当たっては、貸し手と借り手の情報の非対称性に着目したクレジット・チャネルに関する最近の研究を踏まえることが重要ではないかと述べた。そして、戦間期において、大企業の資金調達は直接金融が中心で銀行の貸出は農村向け中心であったとすれば、銀行のバランスシート問題が経済全体に与えた影響は小さかった可能性がある」と指摘した。この点に関連して、石井は、第1次大戦後のバブルにおいては、農村部で株式投資ブームが起こり、農村部の投資家の中には土地などの不動産を担保として融資を受けて

投資をしていた者も多かったため、バブル崩壊の影響は農村により強く現れた可能性があるが、これまでの研究では、この時期の銀行融資の実態が明らかでないほか、資本市場についても、一般投資家の株式市場へのアクセスの実態等が十分解明されていないと述べた。そして、第1次大戦中から戦後にかけてのバブルの実態がよくわからないことが、その後続く戦間期の金融システム動揺の分析におけるネックとなっているため、当時の金融仲介の実態をさらに分析する必要があると指摘した。**貝塚**は、勸銀、農工銀、拓銀など不動産関係の金融機関のバランスシート毀損の程度が大きかったのに対し、普通銀行については比較的軽微であった可能性があるとしたうえで、貸付の期間構成と担保価値の変動の大きさが業態によるバランスシート問題の大きさの違いに影響していたと考えられるとした。この点に関連して、**香西**は、戦間期における不良債権の典型とされる鈴木商店向け貸出は、第1次大戦後の投機の失敗が原因であり、地価変動が不良債権の直接の原因となっていたわけではないと指摘した。**寺西**は、一部のセクターに生じたショックが引き金となって経済全体が不況に突入したり、あるセクターの回復が経済全体に波及する伝播(contagion)のプロセスを分析する必要があると述べた。

玉置紀夫(慶應義塾大学教授)は、戦間期と現在の金融システムを比較するにあたっては、金融システムの構造の違いを認識すべきであり、明治期から1920年代までの金融システムは比較的単純(primitive)であったので、壊れやすいが回復させやすかったのに対し、現在の金融システムは、壊れにくいといった動揺が発生すると再び安定させるのは難しい面があると指摘し、そのことが金融政策効果の違いにつながっている可能性を示唆した。

(3) 為替レート下落の効果

貝塚は、通貨体制と大恐慌の関係についての国際比較によれば、金本位制からの離脱が遅れた国ほど大恐慌の影響が大きかったとの結果が示されている¹⁴ことを挙げて、固定レート制と変動レート制の採用に関する選択が経済パフォーマンスに与える影響が大きいのではないかとの見方を示した。これに対し、**寺西**は、1920年代の日本の通貨体制は、達観すれば固定レート制に近い状況が続いており、1931年末の金本位制からの離脱も意図したのではなく、金・外貨準備の枯渇によりそうせざるを得なかったとの側面が強いこと、さらに、金本位制離脱以降についても、為替レートの変動により対外均衡の調整がなされるという変動相場制のレジームを前提に、政策当局が行動していたわけではなかったと考えられ、それゆえ大観してみると、戦間期はもともと金融政策のききにくい状況にあったとみられると論じた。

14 Eichengreen, Barry and Jeffrey Sachs, "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s," *Journal of Economic History*, 45, 1985, pp.925-946を参照。

高阪は、1997年の通貨危機後のアジア諸国について、必ずしも為替レートの下落が輸出の増加につながったとはいえ、むしろ輸出仕向け地の所得効果によって輸出が回復したと考えられるとして、現在の日本の場合の円安による景気回復の可能性に疑問を呈した。さらに、現在の日本について、対外債権国で国内貯蓄の水準も高いが、金融システムが動揺し、製造業が脆弱という状況は、戦間期の英国と類似しているのではないかとした。**香西**は、第2次大戦後の英国では、実体経済面の競争力の脆弱性が克服されないままに、通貨切下げによっても経済が回復しなかったことを挙げつつ、アジア諸国によりキャッチ・アップされつつある現在の日本においては、仮に円安になったとしても戦間期とは異なり経済が回復する保証はないのではないかと論じた。

また、為替レート下落の蓋然性に関連して、**香西**は、1930年代において為替レートの下落が可能となったのは、金解禁の結果として在外正貨が枯渇し、自然に為替レートが下落した面があった、これに対して1920年代には、国内経済の状況だけからみれば為替レートの下落が望ましかったにもかかわらず、第1次大戦中に蓄積した豊富な在外正貨の存在等によって、否応なしに（旧平価による）金解禁が行われた面があった、としたうえで、国内経済が危機的状況になっても円安が進まない日本の現状には1920年代との類似点が見出せると述べた。**高阪**は、1930年代の日本の状況は、経常赤字国となり外貨準備が減少していた点や、金融システムの動揺が収まらないうちに為替レート的大幅な切下げとともに景気が回復した点で、1997年の経済危機以後のアジア諸国の回復のプロセスと類似性があるとした。そのうえで、現在の日本は、対外債権国であり、外貨準備が多いため、戦間期の経験をそのまま当てはめることは適当ではないと述べた。**齊藤（壽）**は、現状では日本のみが自国通貨を下落させることは他国の賛同を得られず、国際協調の観点からみて難しいのではないかと述べた。そのうえで、1930年代前半の為替相場の低落は輸出の増大をもたらす一方、原料品輸入価格（外貨建）高騰、外債元利払いの増加をも招き、結局、1933年に外国為替管理法制定により為替レートの安定を求めることになったという戦間期の経験に照らすと、為替レート下落とその輸出奨励、景気回復効果は一時的なものとならざるを得ないのではないかとの見方を示した。

伊藤は、為替レート変動の効果については、ここまでの議論で主として取り上げられた貿易に与える影響のほか、物価に与える影響、対外資産や対外債務に与える影響を含めて整理する必要がある、と問題提起した。

これに対し、**深尾**は、円安が進めば景気回復につながると考えられるが、仮に円安になった場合にどの程度の輸入インフレが発生するのか、交易条件の変化や貿易関連セクターへの影響がどうなるのかといった点について総合的に考え、デフレを解消するには、どの程度の円安が必要か、それが現実的に可能か考える必要があると述べた。**畑瀬**は、1930年代初頭においては、為替レートが下落し輸入物価が2割程度上昇していても、遊休資源が存在している間は消費者物価がさほど上昇しなかった点を挙げるとともに、当時の政策担当者の間では、この点について、インフレの回避として前向きに捉える見方と、デフレ脱却の失敗として後向きに捉える

見方が交錯していたことを踏まえ、これらの背景にある考え方を分析することにより、今日的なインプリケーションが引出せるのではないかと述べた。

円安による対外資産、対外債務価値の変動に関しては、**高阪**は、1990年代のアジア諸国の場合は外貨建ての債務が多かったため、通貨切下げにより自国通貨建てでみた対外債務の返済負担が増加し、金融システムの動揺が激化したことを指摘した。一方、**深尾**は、日本は（外貨建て）対外資産の保有が多いので、為替レート下落は円建てでみた資産価値の上昇につながる面があると指摘し、円建てでみた対外資産価値の増加は、マクロ的にみれば正の資産効果を及ぼす可能性があるとした。この点に関して、**早川英男（日本銀行調査統計局長）**は、仮に大幅な円安が進んだ場合の国内経済に与える影響について、昭和初期と違ってネットの輸出増加効果のみで景気を大きく向上させるのは困難としても、物価下落に対しては間違いなく効果があるほか、資産効果もそれなりに大きい可能性があるとした。むろん、家計が直接対外資産を保有しているわけではないため、資産効果によって直ちに消費が増加するとは考えにくい、としたうえで、対外資産を多く保有している生保等の金融機関のバランスシート改善にはつながるとの見方を示した。

(4) 金融政策の評価の視点

貝塚は、経済制度の過渡期であった戦間期のような時期を論じるにあたって、元来は同一の制度のもとでの政策対応を論じるために導入されたテイラー・ルール of 枠組みを用いることの是非を考えるべき、との論点を提示した。これに対して**鎮目**は、テイラー・ルールに限らず、異なる経済制度に属する時期を比較するために同一の分析の枠組みを用いることは、議論の出発点としては意義があるとしたうえで、歴史的事実 に即して制度的な要因を考えていくことが重要であると述べた。

地主は、テイラー・ルール等を用いた通常の分析では、長期にわたり同一の経済システムが存続するもとの、民間の経済主体が将来の政策運営についての予測に基づいて行動するような状況を想定しているとしたうえで、制度の過渡期であった戦間期においては、民間経済主体は将来の政策や経済状況が予測しにくくなっていたと考えられるとした。**香西**は、戦間期の政策運営が成功していたかどうかの評価は、その基準を何に求めるかに依存しており、テイラー・ルールのように物価や経済成長率のパフォーマンスだけを基準とするのではなく、外的なショックをどのように吸収していたかという観点からの分析が重要であるとした。

高阪は、実証的（positive）な分析の枠組みとしてテイラー・ルールというシンプルなモデルでレジームの変化を捉えようとする試みの意義を認めつつ、Taylor [1998] が行っているように、その実証結果から「どの時期の政策が最も望ましかったか」といった規範的（normative）な結論を導くことに対しては疑問を呈した。この点に関して**白塚重典（日本銀行金融研究所 研究第1課調査役）**は、鎮目の分析は実証的なものであり、規範的な議論を行うためには、この時期の政策反応関数等について別途の検討が必要であろうと述べた。

貝塚は、金融システムの動揺や消費の落込み等、大恐慌期と現代とは共通する面があるとしたうえで、仮に消費の回復が景気回復の鍵であるとするれば、金融政策により対応可能な部分は限定的であるとして、金融政策が過度にコミットすることは必ずしも望ましい結果をもたらさない可能性があり、例えば社会保障インフラの整備によって将来に対する不確実性を除去することが重要との見方も成り立つのではないかと述べた。**白塚**は、米国における大恐慌時には、人々がブラック・サズデー後の株価の下落を先行きの不確実性の高まりと認識したため、耐久消費財消費等が落ち込み、大幅な景気の後退につながった一方、先行きの不確実性が解消すると、耐久消費財消費が急速に回復したとの説があるとして、近年の日本においても将来の不確実性が消費の足枷となっている点では共通する面があると考えられると述べた。**北村**は、米国を中心とする大恐慌の原因については、学者の間でも、第1次大戦バブルにまで遡り実体経済面の要因を重視する見方と、第1次大戦バブル崩壊後の1930年代を中心とする金融面の要因を重視する見方とに分かれているとしたうえで、この問題を考えるにあたっては、価格の伸縮性などの市場機能との関係を含めて、さらに検討する必要があるとした。この点に関連して**寺西**は、戦間期の日本においては、農村部はともかく都市部での消費の落込みはそれほど大きくなかったと考えられるのに対し、国民全体が影響を受けている点では、現在の方がより影響が大きいとも言えるのではないかと述べた。

香西は、戦間期においては、金融政策運営のいかんにかかわらず経済全体が第1次大戦ブームの後始末に追われるかたちで動揺していたが、この点に関して深井英五は、1927年の金融恐慌を外科手術にたとえ、その結果としてそれまで引き延ばされていた不良債権問題が解決に向かい、金融緩和と金解禁が容易になった面もあると評価していた¹⁵ことを指摘した。そして、ここから引き出される現代への教訓は、不良債権問題等の経済危機の原因となる事象がすでに発生してしまっている状況のもとでは、処理をいかに適切に実施し、その結果を利用して経済を新たな均衡へどのように導いていくかが重要であろうと論じた。**北村**は、世界的にみても、戦間期の資産価格下落により農村は打撃を受けたが、これを契機に製造業に経済構造がシフトし、実体経済との関連では資産価格の変動が構造変化を起こした面もあったと述べた。

15 深井英五、『回顧七十年』、岩波書店、1941年、241頁を参照。

(5) 香西 泰（日本経済研究センター会長）の総括コメント

香西は、政策運営面のインプリケーションを中心に、以下のようにコメントした。

- ・近年における日本銀行の政策運営に対する批判に関しては、金融面の問題と実体経済面の問題をどのように組み合わせるかが焦点となると考えている。本日の議論で提起された論点は非常に多岐にわたるが、例えば、為替レートの下落と産業の生産コストの低下との兼合い、物価下落と実体経済の成長の同時進行、輸入物価上昇と国内物価安定の併存、サプライサイドの分析の重要性などについての戦間期の日本経済における金融面と実体経済の関係は、今日的な問題意識からみても興味深い。
- ・現下の金融政策について、世間では量的緩和論と不良債権処理優先論の二者のうち圧倒的に量的緩和論が支持されているように見受けられる。これに対する最近の日本銀行の対外的な説明をみると、できないことにはコミットしないという姿勢はある程度理解できるが、外部からみていると日本銀行は常に「できない」言い訳だけを述べているような印象が強いのも事実である。「できない」、「効果がない」、という言い訳だけでなく、こうすればこうなる、という積極的な説明が必要であり、説明の仕方には工夫の余地があるように思う。
- ・このワークショップでも不良債権処理が論じられたが、戦間期に関しても、今日に関しても、どの程度のタイム・スパンで問題を考えるか、という点が重要である。この点については、バブルの形成を含む比較的早い時期を分析の対象に含める一方、政策対応も長期的視野でどの段階にあるかを考える必要があるという方が、バランスの取れた議論のように思われる。政策対応を長期的なタイム・ホライズンで考えると、不良債権処理については今や危機回避を論ずる段階ではなく、危機はもはや回避できないことを前提として、危機をどのように処理するかを考えていく段階にいたっているように思われる。
- ・為替レートについては、貿易面からみれば、日本と中国等の生産性格差は縮小しており、海外製品の新規流入によりデフレが進行していることを考えれば、円は例えば人民元に対しては下落すべきともいえる。こうした貿易面だけでなく、現代の日本は戦間期とは異なって巨額の対外資産を保有しているので円安には大きなメリットがあるとの議論もあった。それはそうであろうが、対外資産が大きいからこそ円安が進まないというところに大きなパラドックスがある。
- ・デフレについては、貨幣的現象とする説が優勢だが、実物的視点も重要だ。特に、現在の日本には要素価格デフレーションとでもいうべき現象がみられ、生産要素価格の変動という視点は重要である。実際、国内の生産要素価格のデフレータと考えられるGDPデフレータは、他の物価指標よりも早期から一貫し、かつ大幅に下落している。このことは、実物的な調整が生じていることを示唆しているように考えられる。これとマネタリーな要因の相互作用ををどのように考えていくか。デフレに立ち向かううえでは、こうした大きな構図の中で金融政策を考えていく必要がある。

(6) 貝塚啓明（中央大学教授）の総括コメント

貝塚は、戦間期の経験から現代へのインプリケーションを導くに当たっての留意点を中心に、以下のようにコメントした。

- ・戦間期においては、金本位制の政策思想が強く残っており、政策運営は伝統的な金本位制の考え方に引きずられていたように見受けられる。戦間期の歴史から教訓を得るためには、当時の経済制度のあり方をやや長い時間的視野から捉える必要がある。
- ・世界経済における日本の位置付けは、戦間期と現在とでは大きく異なる。戦間期には日本は小国であったが、現在は大国であり、国際的な影響力はより大きい。また、グローバル化という観点からみると、現在は当時に比べて資本移動がより大規模になっている。さらに、戦間期の金融システムは、小規模銀行中心で、特殊銀行の影響力が大きく、普通銀行は商業銀行的性格が強いなど、現在とは異なっていた。このため、不良債権処理の進め方も現在とは違った側面があった点にも留意が必要である。

(7) 司会 伊藤正直（東京大学教授）の総括

伊藤は、歴史家、理論家、実務家間の意見交換の意義を強調したうえで、以下のようにコメントした。

- ・今回のワークショップでは、戦間期日本における1920年代の慢性的不況から30年代の景気回復に至る経緯を踏まえ、恐慌の原因から問題解決の糸口、金融政策の役割、さらには米国等海外の経験にまで議論が及んだ。
- ・歴史から学ぶことは多いが、今回のワークショップでは、歴史的経験を安易に現在にあてはめるのではなく、国際環境、制度的枠組みや経済の基礎的条件等の違いを十分念頭に置いて、慎重に検討していく必要があることが強く認識されたと考えている。日本の国際的な地位や国際比較等を含め、今回の議論を踏まえて研究を続けて行ってほしい。

(別 添)

経済史ワークショップ参加者

(ラウンド・テーブル着席者、アルファベット順、敬称略)

浅井良夫	成城大学教授
藤木 裕	日本銀行金融研究所研究第1課調査役
深尾京司	一橋大学教授
畑瀬真理子	日本銀行金融研究所研究第3課副調査役
久田高正	日本銀行金融研究所研究第1課長(現 松江支店長)
石井寛治	東京経済大学教授・東京大学名誉教授
伊藤正直	東京大学教授
地主敏樹	神戸大学教授
貝塚啓明	中央大学教授・東京大学名誉教授
粕谷 誠	東京大学助教授
北村行伸	一橋大学助教授
香西 泰	社団法人日本経済研究センター会長
高阪 章	大阪大学教授
武藤 哲	日本銀行金融研究所研究第3課長
南條 隆	日本銀行金融研究所研究第3課副調査役
小川一夫	大阪大学教授
翁 邦雄	日本銀行金融研究所長
齊藤壽彦	千葉商科大学教授
齊藤 誠	一橋大学教授
佐藤政則	麗澤大学教授
白塚重典	日本銀行金融研究所研究第1課調査役
鎮目雅人	日本銀行金融研究所研究第3課調査役
玉置紀夫	慶應義塾大学教授
寺西重郎	一橋大学教授
霧見誠良	法政大学教授

(以上25名)