

バブル崩壊後と両大戦間期の日本経済

ワークショップ「資産価格変動と政策対応」

導入報告

むとう てつ
武藤 哲

1. はじめに：ワークショップの問題意識と導入報告の位置付け

両大戦間期（1920～30年代）の日本経済は、第1次大戦後のバブルとその崩壊に伴う金融システムの動揺の中で短期的な景気回復と金融恐慌を繰り返し、財界整理の必要性が声高に主張される状況のもとで金本位制に復帰して急激なデフレを経験したあと、高橋財政期において一時的にめざましい景気回復を実現する、といっためまぐるしい変遷を示した。

バブルの崩壊、金融システム不安、金融恐慌、デフレ、財界整理、といったこの時期のキーワードの多くは、バブル崩壊後、強いデフレ圧力と戦いながら経済構造調整に苦しむ現代の日本と共通するものである。このため、この時期の経緯ならびに政策対応の一部分を切り取って、それをそのまま今日の日本に当てはめ、直接的なインプリケーションを導き出そうとする論調も一部にはみられる。

確かに、この時期の日本経済と政策対応の経験は、今日の日本経済にとって有用な情報を多く含むものであろうことは間違いない。

しかしながら、戦間期における日本と今日の日本に、多くの相違点があることもまた事実であろう。従って、一部の類似点のみを取り出して、ただちに類似の政策的対応を主張することには、相当に慎重である必要があるように思われる。政策に役立つ情報を抽出するには、当時の経済情勢、ならびに現代との共通点・相違点を的確かつ体系的に認識する努力を払ったうえで、議論を進めていくことが肝要だろう。

今回のワークショップは、こうした問題意識に立脚し、戦間期経済におけるいくつかの論点について事実を整理し、当時の経済情勢に対する認識を深めることにより、現代の経済状況を考察するに当たっての手がかりを得るための1つの試みである。具体的には、金融政策、資産価格、為替レート³の3つの論点を取り上げる。なお、戦間期経済、特に昭和恐慌からの景気回復過程を考察するうえでは、30年代のみならず、40年代へのつながりという視点が欠かせないと思われる。例えば

.....
武藤 哲 金融研究所研究第3課長 (E-mail: tetsu.mutou@boj.or.jp)

高橋財政の功罪を論じるうえで、景気回復が民需主体であったと考えるか、あるいは軍需主体であったと考えるかによって、その結論は異なってくる。本ワークショップでは、時間の制約もあり、こうした重要な論点のいくつかには立ち入らない。それらについては、今後の検討課題としたい。

次に、今日の日本の置かれている状況について、簡単にレビューしたうえで、本ワークショップで検討されるべき主要な論点を整理する。

2. バブルの崩壊過程における資産価格問題と金融政策

まず、日本が直面している状況について、資産価格バブルの崩壊による金融システムの不安定化の影響と構造問題を念頭において、簡単に整理する¹。

(1) 1990年代における構造問題

最初に、いわゆる構造問題について考える。戦間期の日本では財界整理という呼び方でリストラの必要性が強く叫ばれていたが、今日でも構造改革を求める意見は極めて強い。それでは、1990年代以降の日本経済が直面している構造問題として、具体的に意識されているのはどのような問題であろうか。論者により多少の差はあるだろうが、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（デモグラフィックなファクターなどを背景とした貯蓄超過）などといえるだろう²。

これらの構造問題のうち、企業と金融機関のバランスシート毀損を除く3つの問題は、1980年代には既に意識され、対応が必要とされていたものであったが、いずれも資産価格バブルのもとでのユーフォリアの発生と企業収益の好調によって覆い隠され、貯蓄・投資のインバランスによる対外不均衡も一時的に解消したかにみえた。

このようにして構造問題への取り組みは1980年代を通じて見送られ、また、資産価格バブルが崩壊した1990年代初期は、資産価格バブル時の経験から、資産価格が回復すればすべての問題が解決するような錯覚が生じた。さらに、1990年代後期には、資産価格バブルの崩壊に伴う企業・金融機関の自己資本毀損が問題のすべてであるかのような議論もみられている。

1 この節の(1)~(3)の記述は翁・白塚[2001]の4節によっている。

2 構造問題については、前田・肥後・西崎[2001]がより包括的な検討をしている。

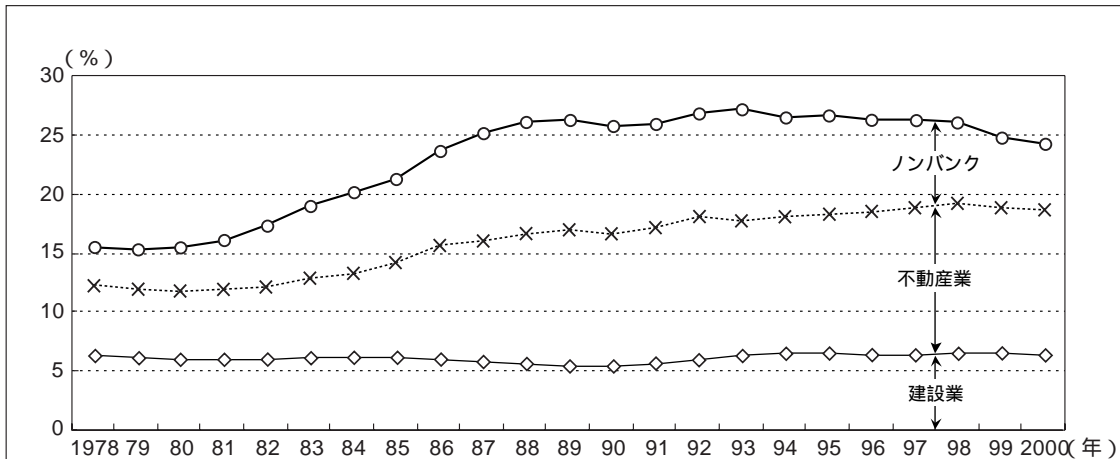
(2) 1990年代におけるバブル崩壊と金融システムの不安定化

1990年代の日本の経験の大きな特色は、資産価格バブル崩壊のあと、金融システムの不安定化が進行し、その影響が景気への大きな逆風として作用したとみられる点である。

金融システムの面から、バブル生成期以降の状況を振り返ってみると、金融自由化の中で、大企業の資金調達は1980年頃から急速に自由化され、銀行は「大企業の銀行離れ」に強い危機感を抱いていた。こうした中、銀行は不動産担保の中小企業向け貸出や不動産関連貸出を低利で積極的に行った(図表1)。この低利積極融資は、後知恵でみる限り、予想収益と比較して過大なリスクを銀行にもたらした。とりわけ、こうした積極融資は、建設、不動産、ノンバンクといったバブルによって業容を拡大した特定の業種に集中したため、バブルの崩壊の影響がこれら業種に集中的に表れた段階で、金融機関のバランスシートは大きく毀損された(図表2)。

なお、この間の金融機関リスク判断を狂わせた1つの要因として、地価上昇による担保価格の急騰がある(図表3)。資産価格バブルの生成・崩壊に伴う企業の純資産価値の変動が担保価値を上昇・下落させ、これが信用の拡張・収縮を増幅させるというメカニズムが、金融システム全体として、景気変動を増幅する方向に作用し、特に崩壊期におけるその影響は深刻であったと考えられる。

図表1 銀行の不動産関連業種への貸出比率



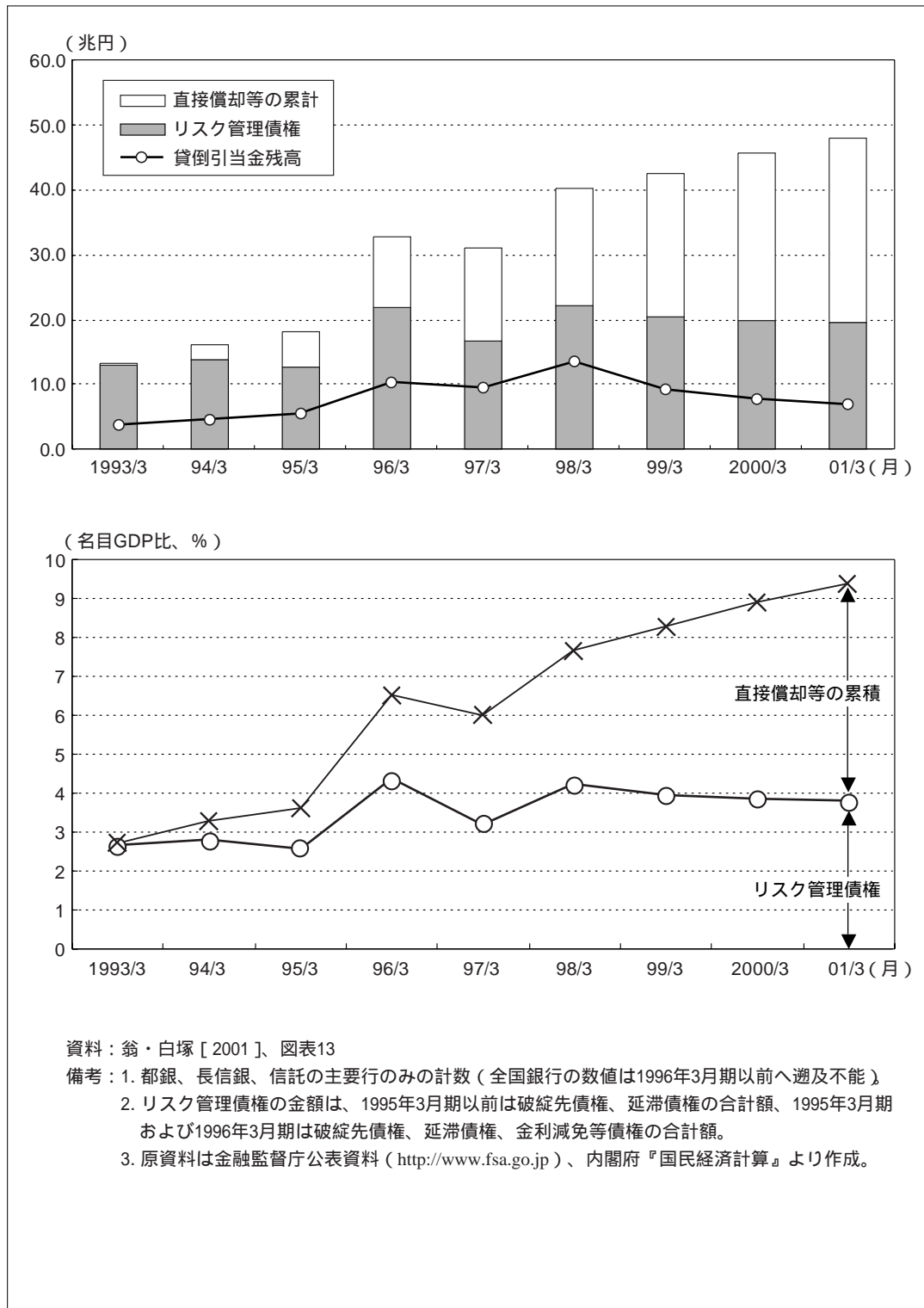
資料：翁・白塚 [2001]、図表11

備考：1. ノンバンクの計数は、1993年まで「その他金融業」、それ以降は「貸金業・投資業等非預金信用機関」の合計。

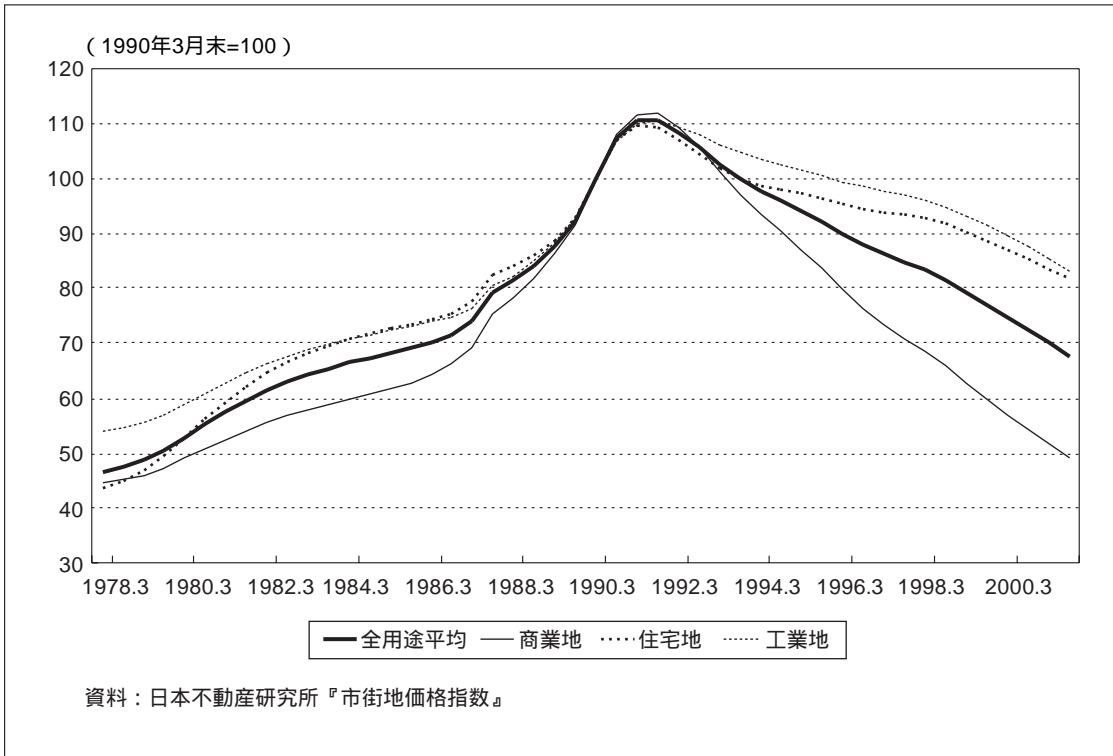
2. 計数は、総貸出に占める各業種の比率。

3. 原資料は日本銀行『金融経済統計月報』より作成。

図表2 不良債権の推移



図表3 全国市街地価格指数

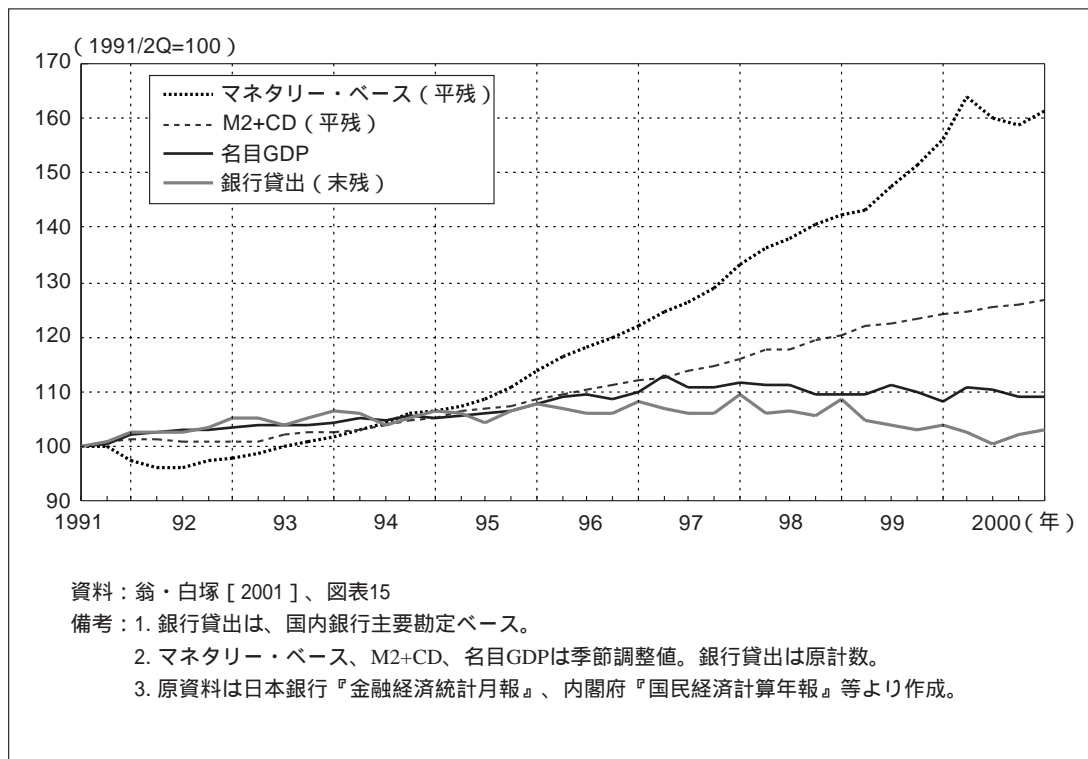


(3) 資産価格バブルの崩壊による金融システムの不安定化と金融政策

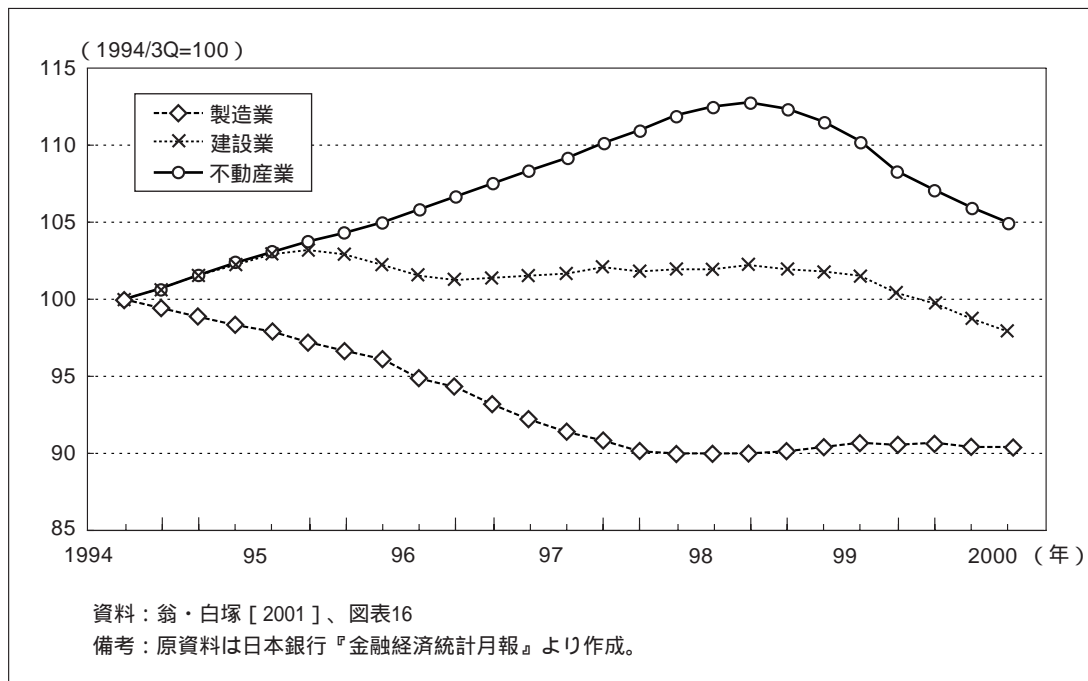
こうした金融システム問題は、バブル崩壊期における金融緩和効果を著しく弱め、日本銀行がゼロ金利制約に直面し、日本経済が流動性の罨といわれる状態に陥る大きな要因になったと認識されている。

金融緩和効果の弱さは、日本銀行が操作目標金利を数年にわたってほぼゼロに誘導しても、はかばかしい景気回復がみられないことから明らかなように思われるが、ここでは、翁・白塚 [2001] に沿って、金融政策に近い金融指標の量的な伸びと、企業・金融機関の行動の影響を受ける量的指標の伸びの違いに着目してみる。そうした観点からみると、今回の金融緩和局面では、これまでの緩和期とは異なり、各種の量的金融指標の中で、日本銀行の資産やその負債であるマネタリー・ベースが際立って高い伸びを示しているのに対し、マネーサプライ (M2 + CD) の伸び率は低く、貸出にいたっては長期にわたり減少を続けている、という異様な状態が続いている (図表4) ことがわかる。この間、資金配分面においても、総資産利益率でみて相対的に収益性の高いと考えられる製造業向け貸出が1990年代を通じて減少傾向にある一方、不動産向け貸出は1998年まで増加傾向をたどっていた (図表5)。

図表4 量的金融指標の動向



図表5 業種別貸出の推移

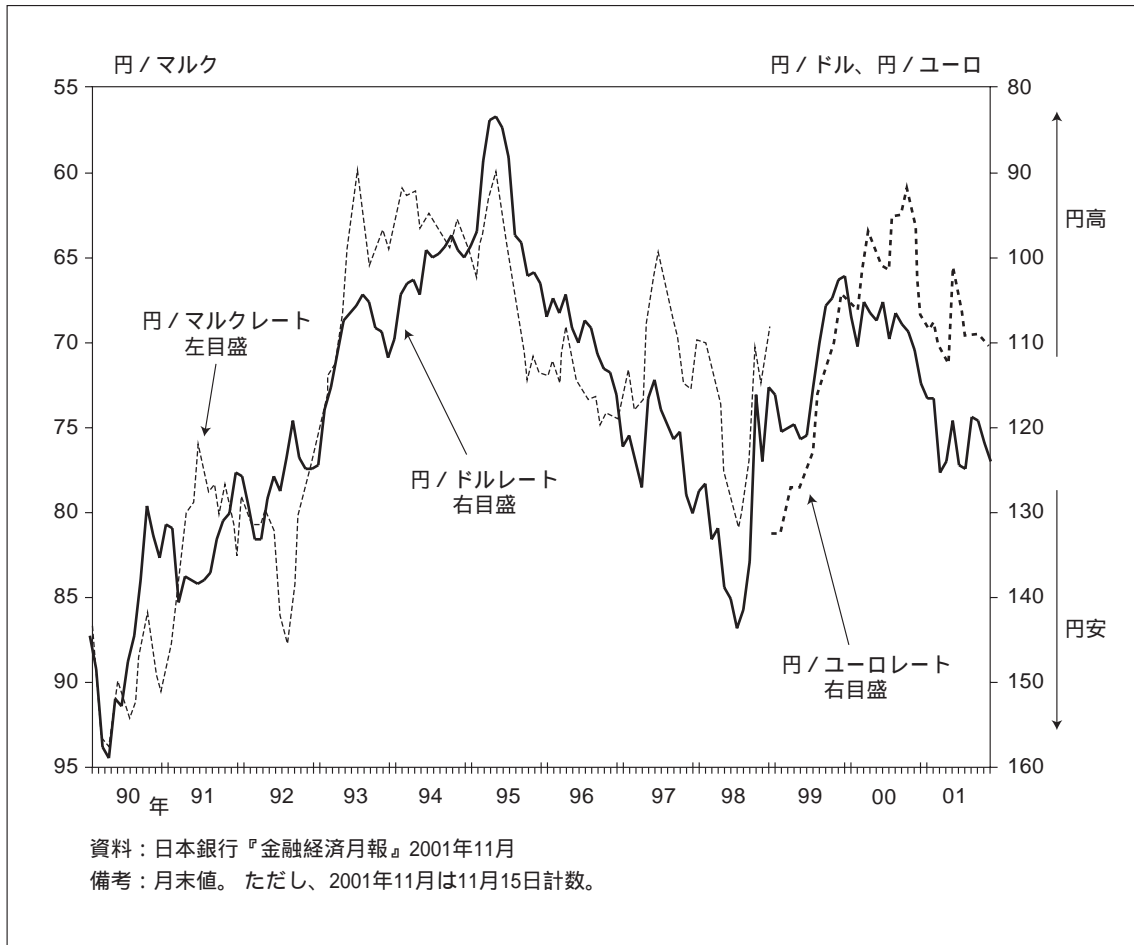


マネタリー・ベースの伸びの高さと対照的な民間貸出の持続的な減少、収益性の低い業種への貸出の硬直化は、現在の日本経済において、金融機関および企業のバランスシート問題による金融システムの機能不全が、金融政策の有効性を阻害していることを明らかに示唆している。

(4) 1990年代における為替レートと日本経済

このように、日本銀行がゼロ金利制約に直面し、日本経済が流動性の罫を抜け出せない、という状況のもとで、政策変数としての為替レートが大きな関心を集めている。日本経済の苦境とはうらはらに、1990年代以降の為替レートはあまり減価せずに推移してきている(図表6)。

図表6 為替レートの推移



むろん、為替レートを政策変数と考えることには、その近隣窮乏化政策としての側面を懸念して異論を唱える人も多い。しかし、例えば、メルツァー [1999] は、

円の減価は日本の隣人諸国や貿易相手国に対して損失を与える、といった議論がしばしば聞かれる。これは日本の景気回復は、他国を犠牲にして実現されるべきではない、ということになる。しかしながら、そのような意見は誤解に基づいている。実質為替レート 国内外の物価水準の格差で調整された市場レートは世界経済における日本の競争力を回復するために変化しなくてはならない。したがって、問題とすべきは実質為替レートが変化するかではなく、どのように変化させるかとの点である。

実質為替レートを変化させるには、3つの可能性がある。第1は、市場レートを減価させるために緩和的な金融政策を採用することである。第2に、最近の政策対応とは逆行するが、将来的に均衡を回復する程度まで物価と賃金を下落させることも考えられよう。第3は、米国、ヨーロッパおよびその他世界各国が、日本の調整を容易にするために十分なだけ、インフレを引き起こすよう期待することである。あるいは、物価と為替レート両者の調整を期待することもできよう。

主要各国がインフレを引き起こすという願望はさておくとすると、賃金と物価の下落は為替レートの減価と代替的である。他の代替的手段は存在しないのである。近隣諸国や貿易相手国に大きなコストがかかるとして為替レートの減価に反対する人々は、日本のデフレーションもまた、日本の貿易相手国や近隣諸国、そして日本国民にとってコストが大きいことを認識すべきである。過去10年間の経験に裏打ちされた私の見解からは、為替切り下げは日本やその近隣諸国の経済的繁栄の回復のために、より安価で、より早い方法であると信じる。

と立論している。また、Svensson [2001] も、デフレを脱出する確実な方法として、円安水準への為替レートの誘導による物価水準ターゲットの達成を説いている。

3 . 資産価格問題と金融政策：ワークショップの構成と期待

このような今日の状況に照らしてみると、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の大幅な減価などを経験した戦間期日本経済との類似点は、一見、確かに多いと言わざるを得ない。このため、例えば、金融研究所が2000年7月に開催した国際コンファランスで報告論文 (Cargill [2001]) を発表したネバダ大学のカーギル教授は、コンファランスにおいて、1930年代における高橋財政下の日本の経験は、マネタイゼーションによる量的緩和が少なくとも短期的には有効であることを示すものとして、インフレーション・ターゲティングと組み合わせた量的緩和を提案した。しかし、これに対し、指定討論者であった東京大学の福田助教授 (現教授) は、1930年代後半の財政規律喪失・高インフレ局面

までを視野に入れた検討が必要と述べている³。

(1) ワークショップの構成

以上のような日本経済の現状を念頭に、本ワークショップでは、日本経済の現状とその打開を考えるうえで特に重要と思われる資産価格問題に焦点を合わせて、戦間期経済のダイナミズムの検討を行う。具体的には、戦間期の日本経済に関連して、金融政策につき政策運営ルールの変化を含めて整理するとともに、地価、為替レートの動向とそれが金融システムおよび実体経済へ与えた影響に焦点を当てて、事実関係を確認する。報告論文は以下の3本である。

「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 (鎮目)
この論文は、1920年代から30年代にかけての金融政策運営に関して、いわゆるテイラー・ルールの枠組みを用いた分析を織り込みつつ、当時の金融政策運営の力点を探る。

「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」(南條)
この論文は、第1次大戦後のバブルとその崩壊により大幅な資産価格の変動と金融システムの動揺が発生していた戦間期における地価の変動が、どの程度銀行の貸出行動に影響を与えたかについて定量的な把握を行う。

「戦間期日本の為替レート変動と輸出」(畑瀬)
この論文は、1930年代初頭的大幅な為替レート下落が輸出に及ぼした影響について、地域別動向を中心に整理し、為替レートの調整が有効であった時期・地域の特定を行う。

(2) 今回のワークショップに期待するもの

提出論文はいずれも日本経済が現在直面している問題を念頭におきながら、戦間期の経験のある側面について掘り下げて検討することを意図している。経済史ワークショップは、歴史についての理解を深めることが主目的であるが、研究の底流には今日的な問題が潜んでいることが多く、この導入報告では、そうした問題意識を明示的に示すことを企図した。

むろん、これは1つの試みであり、日本銀行における経済史の研究がつねにこうした形を取るべきと考えているわけではない。

私は、歴史から学ぶべきことは、現在の状況に似た時期を探し、その当時に行わ

3 第9回国際コンファランス「低インフレ下での金融政策の役割：デフレ・ショックと政策対応」議事要旨 (『金融研究』第19巻第4号)。

れた施策を機械的に当てはめるのではなく、歴史の継続性と歴史上に時折現出する非連続的要素との関係をどう理解したらよいかを研究し、直面する問題にその成果をどう活かすかにあると考える。また、その作業は歴史に疎い者にとっては至難の業であり、歴史研究を専門とする方々の深い洞察の助けを必要とするものと考えている。

また、本ワークショップ後半の全体討論では、論文ごとの各セッションで確認された歴史的経験などとの比較において、今日の日本経済が置かれている状況を検討し、当時有効だった政策が現在においても有効であるか否かを考える手掛かりをつかみたいと考えている。本ワークショップは、経済史の専門家のみならず、経済理論の専門家など異なる専門分野を持つ先生も参加する実験的なワークショップである。これにより、資産価格の変動が経済に与える影響などについての共通認識が相互に深まれば、まことに喜ばしいことと思う。

参考文献

- 翁 邦雄・白川方明・白塚重典、「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」、『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金融研究所、2000年、261～322頁
- 翁 邦雄・白塚重典、「資産価格バブル、物価の安定と金融政策：日本の経験」、IMES Discussion Paper No.2001-J-27、2001年
- 前田栄治・肥後雅博・西崎健司、「わが国の『経済構造調整』についての一考察」、『日本銀行調査月報』2001年7月号、日本銀行情報サービス局、2001年、75～133頁
- アラン・H・メルツァー、「ゼロ・インフレ下の金融政策について - 金融政策への疑問・批判にどう答えるか - 」、『金融研究』第18巻第5号、日本銀行金融研究所、1999年、256～258頁
- Cargill, T. F., “Monetary Policy, Deflation, and Economic History: Lessons for the Bank of Japan,” *Monetary and Economic Studies*, Vol.19, No.S-1, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2001, pp. 113-134.
- Svensson, L. E. O., “The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap,” *Monetary and Economic Studies*, Vol.19, No.S-1, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2001, pp. 277-312.

