

# 戦間期日本の経済政策と金本位制

## —— 歴史的アプローチ ——

菅 原 晴 之

### 1. はじめに

1920年代と1990年代以降の日本経済、1930年代と最近のアメリカ経済がデフレまたはディスインフレーションを経験している点で対比されることが多い。しかし戦前のデフレやディスインフレーションは国際通貨システムおよび各国の通貨管理システムの制度の点から、現代とは異なるメカニズムによって生じている。1920年代後半において、第一次世界大戦により一時的に停止されていた金本位制が復活すれば、当時の列強諸国は自由貿易体制により繁栄の享受に与れると考えていた。

1930年代の世界恐慌に関する研究成果は膨大な量に及ぶ。にもかかわらず、現実には世界中が震撼する金融危機が現代においても発生しており、各国の政策担当者が研究成果の知的遺産から重要なインプリケーションを学べるはずであるが、実態を見れば十分学んだとはいえない。以下では、近年における日米欧をはじめとする各国の金融危機の実態と政策のあり方を歴史的な視角から分析する。

まず、1930年代の金融危機のメカニズムについては、多くの仮説に基づく分析がある。その代表的な方法の一つとして、第一にFriedman and Schwartz[1963]を挙げることができる。Friedman and Schwartz[1963]は、1920年代後半の合衆国が金本位制の下で金融引き締めを持続しており、1929年には工業生産がピークに達していたことに異論はない。金融恐慌の引き金は、1930年12月の銀行恐慌であると主張する。第二に、Kindleberger[1986]は、第一次世界大戦中世

界最大の金融センターが、ロンドンからニューヨークに移ったことで国際金融を不安定にしたと主張する。明確な世界的主導権を持たない国際通貨体制の二極指導体制が不安定な状態を形成し、そのことが世界恐慌の原因であると論証する。第三に、Sargent and Wallace[1975]は、いかなる国の財政当局、中央銀行の政策も実体経済に影響を及ぼすことはできないという。世界恐慌や景気後退はしばしば政策当局の過度の介入が市場のパフォーマンスをゆがめ、かえって政策介入が必要以上に景気後退を深めるというのである。第四に、Temin[1989]、Bernanke[1983]は、通貨制度の選択が各国の実体経済にあうように設計しなければ、誤った政策を選択し、その結果金融恐慌も起こりうると立証する。以下では、第四のアプローチを参考に、歴史的視点から1930年代の世界恐慌と比較しつつ、1920年代の日本の政策と制度選択を評価したい。

### 2. 1920年代日本の金融恐慌と経済政策

日本では、1871年に新貨条例が制定されて貨幣単位「円」とともに金本位制がスタートしたものの、江戸末期から明治初期まで正貨流出が続いたため実質的な金本位制は定着しなかった。そのため、新貨幣条例制定当初から外貨交換は実質的には金銀複本位性が採用され、その後銀本位制に転換した。日清戦争終結後、清からの賠償金が2億両(約3億円)が支払われた。このことにより、日本は金本位制に復帰した。1913年末現在でも、日銀正貨準備額は1億3,000万円、在外正貨残高は2億4,600万円であり、後者の

すべてがロンドンにあった。1914年に金本位制が事実上停止したが、1919年に合衆国が金本位制に復帰したのを皮切りに1920年代にはドイツ、ハンガリー等を除く欧州諸国が次々と金本位制に復帰した。一方、日本は当時金融恐慌と経済不況に見舞われて、国際競争力が急速に低下し、第一次世界大戦前の為替レートで金本位制に復帰することが困難であった。景気を回復するためには、金融緩和政策と積極的財政政策を実施する必要があるが、国際競争力が低下した状態から金本位制に復帰するためには金融引き締め政策と緊縮財政政策を実施する必要があった。1929年、浜口内閣は金本位制復帰を政策目標の最優先事項とし、景気回復は先送りされた。

1930年に日本は金本位制に復帰したものの、大量の正貨流出が発生し、1年余りで金本位制から離脱せざるを得なくなった。その理由は次の三つに集約される。第一に、1920年代の金融恐慌により、日本経済の輸出競争力が低下していた。第二に、日本の主要輸出相手国である合衆国等が世界大恐慌と緊縮政策、保護貿易政策等により、貿易量を急速に縮小したため、日本からの輸出額も大幅に低下した。第三に、世界的な蚕糸の供給量増加により、日本の最大の輸出品目である絹織物製品および絹糸の相場が大暴落し、同製品の輸出金額が激減した。以上の第一の理由は、日本の金本位制復帰以前から予想されていたことであり、一時的に痛みを伴うものの、時間をかけて競争力を回復するとともに景気も回復できると政府は期待していた。しかし、第二と第三の理由は明治維新以来、日本では経験したことがない未曾有の歴史的激震であった。

しかし、1931年に犬養内閣の高橋是清大蔵大臣は、直ちに金本位制復帰を放棄し、為替レートをファンダメンタルズに合わせて日本経済の競争力を回復しつつ、主要国の中ではいち早く積極的財政政策に転換し、国内景気の回復を政策目標の優先事項とした。

このことから、浜口総理と井上蔵相が日本経済の実情を過大評価していたとはいえない。高

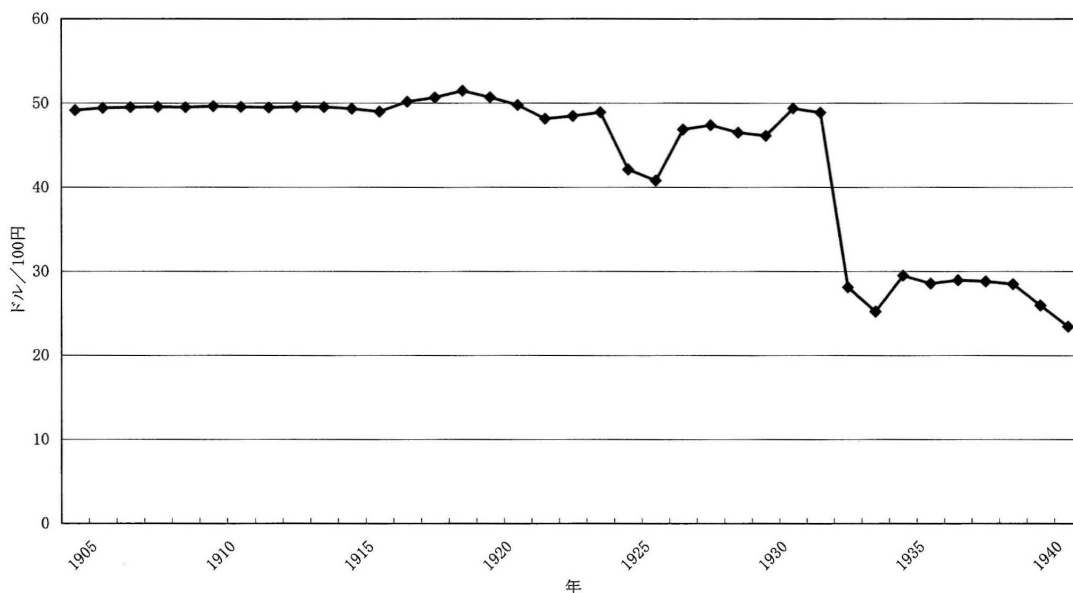
橋蔵相が金本位制離脱を決定したのは1931年にイギリスが早くも金本位制を離脱した後のことである。井上順之助蔵相の時期に高橋が金本位制復帰に強く反対していた形跡はない。当時の二大経済大国である合衆国とイギリスが金本位制に復帰すれば、日本も追従せざるを得ない。離脱するケースでも同様である。では、戦間期の金本位制とはどのような制度であったのか。このことはダム(Dam[1982]ch.2)によって次のような5つの特色から定義づけられるとしている。<sup>1)</sup> ①個人と国家間の自由な金のフロー、②金を端として通貨価値が固定的に維持できること、③国際的調整機関が存在しないこと、④国際収支が黒字基調の国と赤字基調の国との間には非対称性が存在すること、⑤国際収支赤字国の調整メカニズムが通貨価値の下落であるより、デフレーション(国内物価の下落と不況)であること、に集約される。

ただし、第一次世界大戦の敗戦国やその戦禍が激甚であった国では、国際的債務危機の状態にあり、当初ハイパーインフレーションが発生し、その後欧米戦勝国から敗戦国等への対外投資が激増したものの、敗戦国の生産能力が極端に低下していたので輸出が増加せず、債務不履行のリスクが高まるとドイツ国内ではデフレが発生した。合衆国内では1920年代にはおおむね好景気が続き、特に第二次、三次産業の供給能力と需要の拡大はともに高い成長の原動力となった。ただし、農業部門は特に穀物生産が世界的に供給過剰の状態が長く続いた。具体的には穀物価格の下落・低迷が1930年代末まで続き、農業部門の割合が高かった東欧諸国は不況が深刻であり、1920年代にはこれらの地域の多くの人々が好景気に沸く合衆国に移民した。

第一次世界大戦勃発後、欧州の人々が保有する金は、戦禍を避けて合衆国に流入し続けた。さらに、ロシア革命から逃げ出した貴族が合衆国に亡命するとともに金が合衆国内に大量に流入した。1917年、合衆国ではウィルソン大統領が原則的に全面的な金輸出禁止を実行した。一方、欧州諸国は、金本位制に復帰するにあたっ

第1図

日米間為替レート(出所：日本銀行『本邦主要経済統計』)



ての重大な懸念が生じ始めていた。それは金準備が枯渇するリスクである。1922年に開催されたジェノア会議では各国は金準備と外国為替準備の双方を保有する複数準備制度が容認された。世界の实体经济の現状に国際通貨体制を適応するための現実的な解決策が実現されつつも、各国の中央銀行は直ちに金本位制復帰を実行すれば、景気後退という痛みを伴うことは承知しながら、デフレによって輸出財価格が低下して輸出が増加し、中長期的には輸出主導型に景気回復を実現し、やがては旧為替レートを維持しながら金本位制の恩恵を被ることができると予想していた。<sup>2)</sup>

日本が金解禁を断行して金本位制に復帰するに至った理由は次の通りである。第一に、世界の主要国が次々と金本位制に復帰しながら、日本は1927年の金融恐慌第二波の影響により、金融はもとより实体经济も打撃を受けていたので、復帰できなかった。しかし、その後、景気が最悪期から抜け出すとともに金本位制復帰が現実的な課題となりつつあった。第二に、世論が金解禁断行後、直ちに景気が回復するような楽観

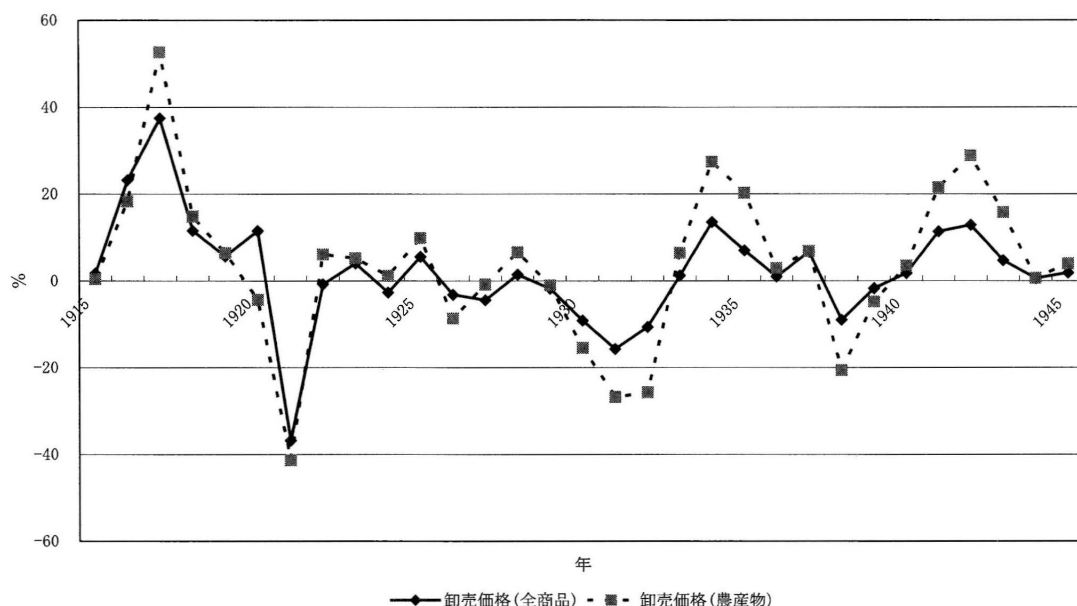
的な見通しを主張し、また少なからぬ人々がこれに同調することもあった。第三に、金本位制以外の通貨制度においては、中央銀行が必要以上に通貨を増発することを阻止できず、インフレーションに対する歯止めがなくなることが懸念された。

1929年に発足した浜口内閣の井上蔵相が金解禁を実施する責任者に任命された当初、世論は意外な人事であると評した。それまで、金解禁の政府案に厳しい注文をつけたり、激しく批判していたので、金解禁反対派の一員であると考えられていた。しかし、井上の反対意見の根拠は、無準備、無用意の金解禁を不可とするものであり、浜口内閣の緊縮財政方針により、必要な条件が整備されると確信したからだといわれる。欧米諸国がその後金本位制から離脱せず、すなわち国際金融制度が崩壊しなくても、日本はイギリスと同様に、第一次世界大戦後におけるファンダメンタルズの低下を考慮して、自国の為替レートを切り下げた上で復帰すれば軟着陸できたはずである。

為替レートを変更せず金本位制を実施する

## 第2図

合衆国卸売価格上昇率(Source:Dep. of Commerce, "Historical Statistics of US")



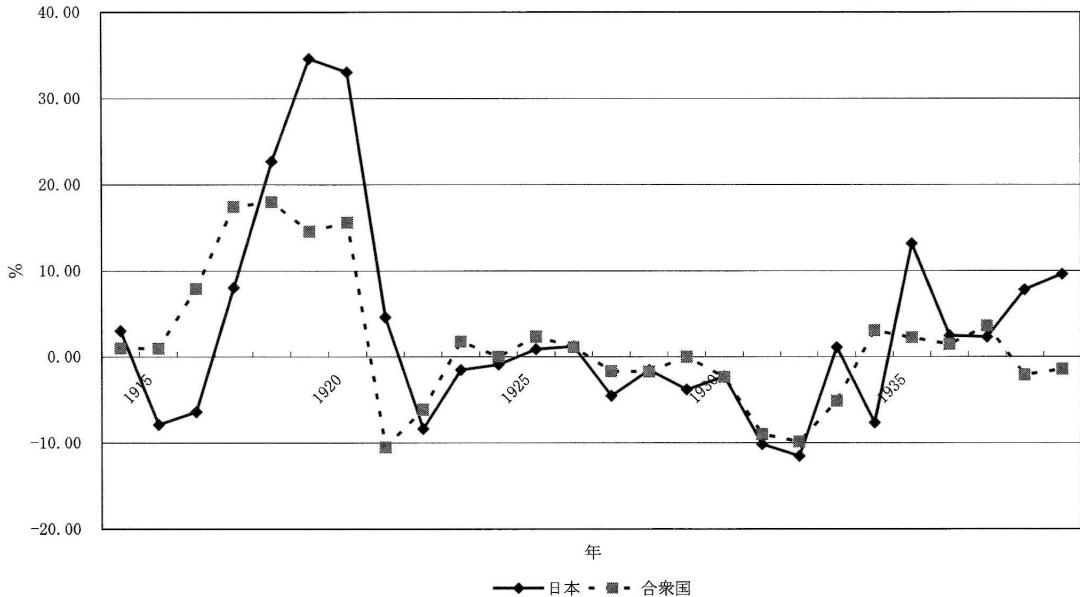
ためには、民間部門で円売り金買い超過が生じるとき、日本銀行は民間部門への金の売却を拒否できない。日本の民間企業が海外（ロンドン）を通じて、支払代金の決済や借入金の返済のため、円を売却することも同様に拒否できない。ただし、後者の理由のため外貨を必要とするのであれば、在外資金のうち、外国債券を売却することによって資金を調達することも可能である。必ずしも在外資金の金を現送する必要はない。まして、日本銀行の正貨(東京)を欧米に現送するのに時間がかかりすぎることも少くない。実際には、上記の建前上の理由により金解禁実施前から、金買い円売り需要が急増したのである。金解禁実施開始から近い将来、円が切り下げられる、または禁輸出再禁止が行われると民間部門の一部が予想すれば、金の投機的な需要が発生するのは予想されていた。実際、市場では政府の意向は正貨現送を阻止することにあるとして兌換請求を遠慮することもあった。そこで日本銀行は正貨現送に代わる在外資金を自由に売却しないので、日本の金解禁は単に名目的に過ぎないという疑惑が生じ、為替レート

が現送価格のレートを下回るようになった。<sup>3)</sup> この事態に対して、横浜正金銀行が売り向かい、すなわち統制買いを実行した。これは日本銀行の在外資金の売却とほぼ同じである。さらに、先物相場では、円レートが直物以上に下落することもあったが、1930年年末には先物の買い戻しも多く、相場は安定していた。しかし、1931年9月にイギリスが金本位制再離脱を実施したため、その後統制買いが激増するのに伴って、民間金融機関が巨額の代金を横浜正金銀行に支払うため、通貨収縮が生じ、同年年末に犬養内閣の下で高橋蔵相は金輸出再禁止を決定した。

イギリスは1925年に金兌換を再開したが、金保有量が減少したため、旧平価のまま金本位制に復帰することはデフレという犠牲を払うことになった。その結果、1926年のゼネストの引き金となり、景気低迷と所得分配の不平等による社会的対立を引き起こした。一方、フランスは1926年12月に金本位制に移行し、旧平価の1/5でフランを安定化させた。その結果、フランスは金の流入と国内景気の回復を実現することができた。ドイツは、第一次世界大戦後からイ

第3図

日米両国消費者物価指数の比較(出所：大川一司『物価』他)



ンフレーションが発生し、フランスによるルール占領後はさらにハイパー・インフレーションへと移行した。

1927年、合衆国F R Bは経済が低迷するイギリスに対して、短期資金移動による債券支援を実施するため、低金利政策を実行した。イギリス経済は十分な景気回復を実現できなかったが、合衆国は金融緩和政策によって空前の好景気と株価の急騰が生じた。1928年以降、株価の急騰に直面して、FRBは短期金利を徐々に引き上げたが、S&P株価指数の年率上昇率は2年連続で30%を超えた。この金利引き上げは、株価の抑制と合衆国からの金流出を抑制することを政策目標としたものである。

合衆国のこの政策はマネーサプライ増加率を低下させ、物価上昇率を下落させた。フランスと同様に合衆国とは、1928年から株価抑制のためF R B貸出金利を高める誘導政策を実施したため、金利全体が上昇したことから、結果的に实体经济に対して引き締め政策に転じた。

### 3. 両大戦間期のデフレーション

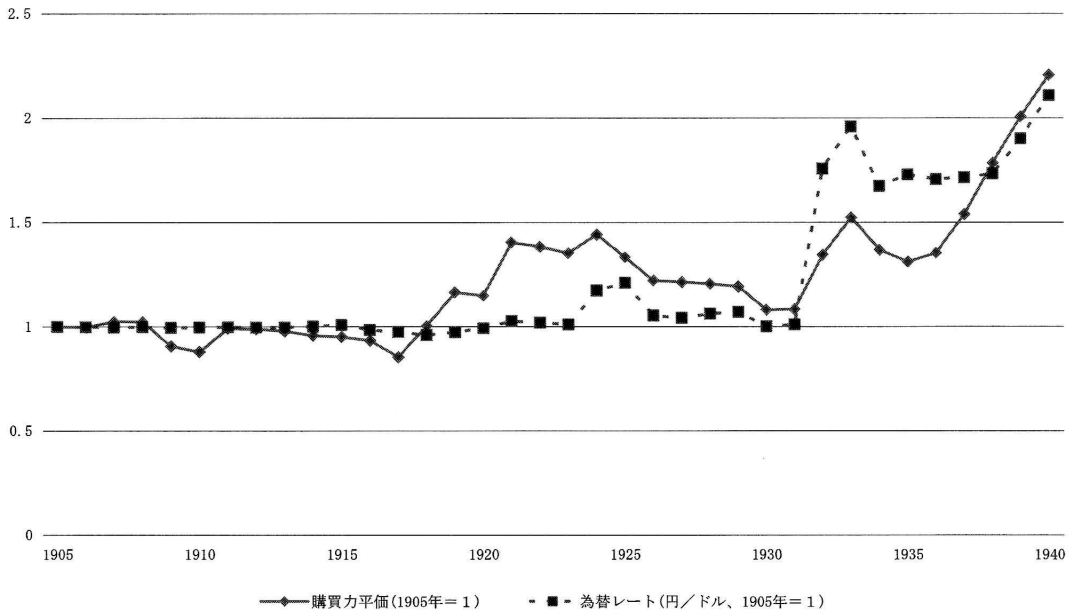
日米両国のデフレーションについて比較して、両国の経済政策のパフォーマンスを比較してみよう。1910年代後半は、第一次世界大戦の影響により、世界的な需要が高まった結果、日米両国はもとより、他の先進国も景気が拡大しながら物価が上昇するインフレ期であった。日本の物価は、1921年に急落し、24年まで小休止した後、31年までデフレ傾向が続く。このように物価が急落した直後または急落中に金融恐慌が発生した。1932年以降、金本位制から再度離脱して為替レートを大幅に切り下げたことと景気が回復したことにより、インフレ期に突入した。

一方、合衆国では1921年に物価が急落し、1920年代に物価はおおむね安定している。ただし、農産物価格は20年代から30年代を通じて長期下落傾向の状況にあった。1930年から33年まで生産者物価は下落したが、35年以降大量失業が発生しているにもかかわらず、生産者物価はむしろ上昇している。

日米両国の生産者物価指数(卸売物価指数)の

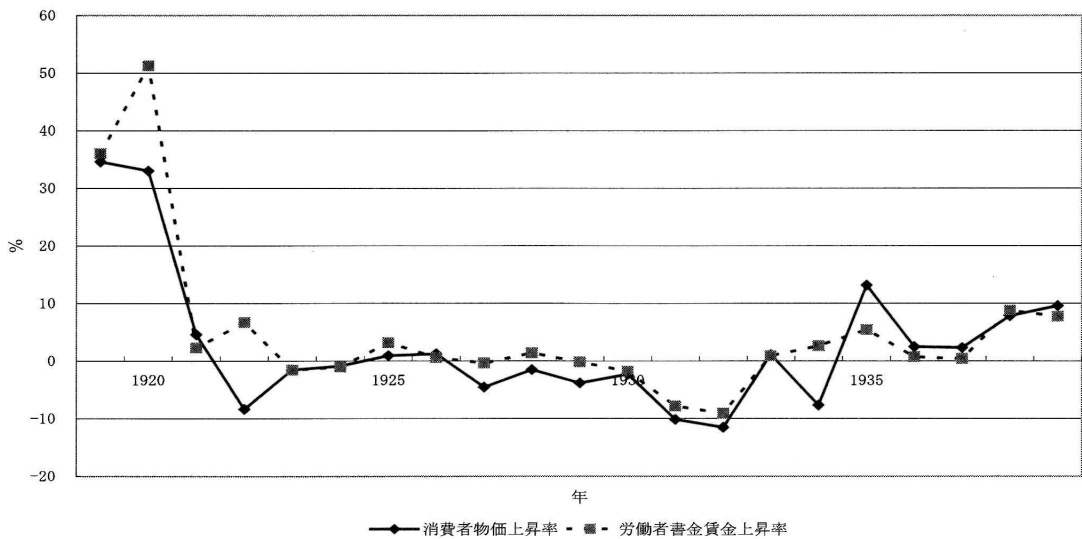
第4図

購買力平価と為替レート(出所：日本銀行『明治以降本邦主要経済統計』他)



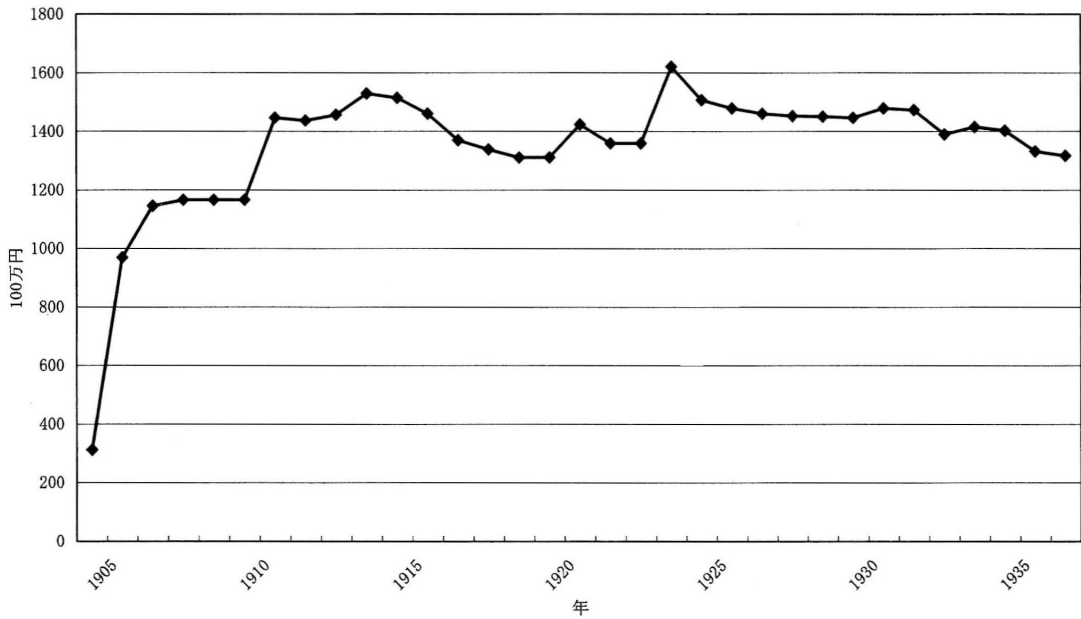
第5図

日本の物価賃金上昇率(出所：大川一司『物価』)



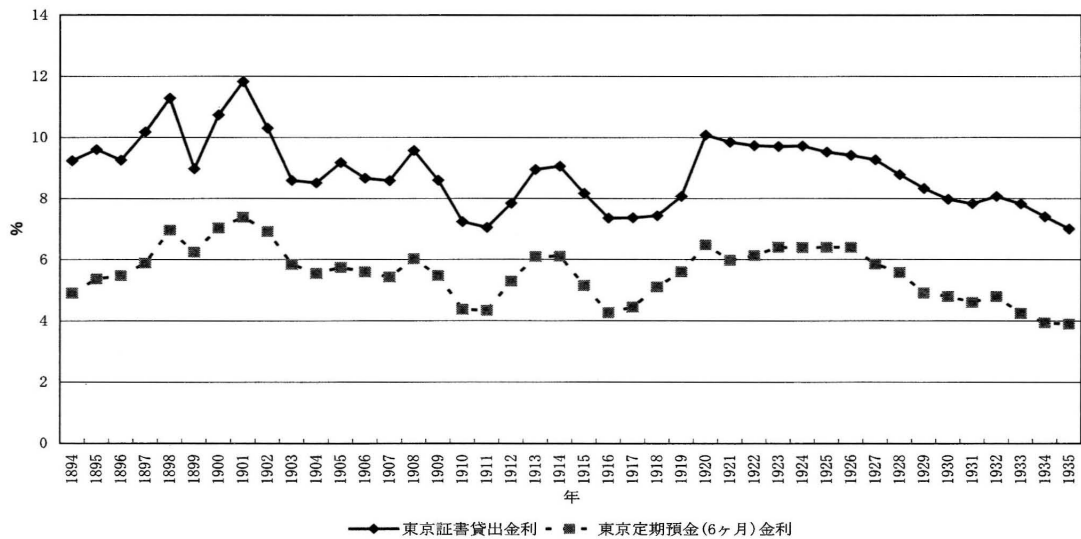
第6図

日本政府発行の外国債残高(出所：日本銀行『本邦主要経済統計』)



第7図

貸出金利と預金金利(出所：藤野正三郎『日本のマネーサプライ』)



相対比を購買力平価とみなし、これを為替レート(円/ドル)と比較してみよう。日本の物価は第一次世界大戦終了後、インフレによって合衆国を大幅に上回る物価上昇率となり、1920年代前半は第一次金融恐慌が勃発したにもかかわらず徐々に低下し、第二次金融恐慌前後を含む後半には大幅に低下した。対して、合衆国は1920年代を通じて一貫して物価は下落している。1932年以降、犬養内閣において金本位制を離脱してから円レートが大幅に切り下げられた結果、インフレ・積極的財政政策に転換したので、物価が上昇して円が割安となった。

1910年代後半は、世界的な大戦ブームに沸き立ち、賃金、物価とも上昇した。しかし、1920年代は一転して世界的なデフレとなり、賃金、物価はともに下落した。物価は日米両国とも10年間で比較すると同程度に下落したが、賃金は同時期に合衆国の方が下落率が大きい。このことから、日本の賃金は物価と比較して下落率が小さいので、日本の輸出品は国際競争力が低下したと考えられる。

日本の金融政策は、1910年代半ばに緩和政策が採用されてから大戦ブームを通じて一貫して引き締め政策を続けた。1920年代には金融恐慌が発生したにもかかわらず、20年代前半金利は高止まりし、後半になってから徐々に緩和政策を採用した。<sup>4)</sup>

一方、財政政策は日露戦争当時とは内外の環境が変化したため、政府の起債も困難であった。まず第一に、国内では金融恐慌の発生により、国内金融機関の財務内容が悪化し、国債を引き受ける余裕のある金融機関が激減した。また関東大震災により、一時的ではあるが個人、企業とも多額の負債を抱えたため、国債を購入する余裕がなくなった。

第二に、海外の起債環境が大きく変化したことも見逃せない。欧州は第一次世界大戦により国土が疲弊し、他国の国債を引き受ける余裕がない。一方、1920年代に世界最大の金保有国となった合衆国は、好景気に沸いていたものの、政府が海外への金流失を防止するためデフレ政

策を採用していたので、外国債券を購入して資金を運用する自由度はなかった。むしろ、日露戦争以降に海外で起債した日本国債の償還期限が1930年前後に集中しており、その借り換えだけでも悩ましい課題であった。借り換えであれば、外国政府および海外金融機関にとって、金外貨の流出にはならず、対外債権が償還期間が延長されて残るだけなので、特段に日本に関するリスクが高まらない限り、債権者の運用方針は変化しないケースが多かった。

1930年の景気後退期には、日本が金本位制復帰を重要な政策目標として固執する限り、日本の選択肢はデフレ政策を採用し、当面は市場メカニズムの賃金価格調整過程を見守るほかはない。すなわち、緊縮財政政策を採用する結果、国内経済については、賃金と物価の下落、失業者数の下げ止まり、然る後国内需要が回復することを期待する。一方、対外的には賃金の低下により、輸出競争力の回復、輸出の増加が見込まれる。さらに、景気後退により、輸入需要が減少する。その結果、経常収支が改善し、外需面からの景気回復が期待される。

しかし、農産物の国際価格は1920年代から1930年代を通じた20年間、ほぼ一貫して下落し続けた。当時の日本の主要な輸出品目は明治期から変わらず、絹織物、綿織物などの軽工業品であった。特に、1930年には養蚕品が世界的に大豊作であったうえ、合衆国、欧州の輸入需要が大幅に減少した。すなわち、絹織物の輸出環境は、価格の暴落と所得減少による輸入需要の減少という両面から、国内賃金および価格の低下という調整メカニズムでは、外需増加は望めなくなった。さらに、日本国内では1930年には米についても大豊作であったため、米価が暴落して農家の所得減少に追い打ちをかけた。その後、農家の所得が安定したのは1930年代後半からである。

1932年以降、日本は金本位制から再度離脱してから、対外的には為替レートを大幅に切り下げて国際競争力を徐々に回復し、金外貨準備の減少に歯止めがかかった。このように高橋大蔵



大臣は金本位制を離脱して復帰する予定がなくなったため、金本位制下では正貨準備高に応じて保証準備発行高が制約条件となっており、日本銀行が通貨発行高を必要に応じて増発できなかったが、その上限を撤廃する法改正を経て、正貨準備の水準如何に関わらず通貨発行の自由度が増したことになる。さらに、日本銀行が新規発行国債を直接引き受けできるように法改正を実施した。

当時高橋蔵相は空前の規模の積極的財政政策を実施する必要性に迫られたが、新発国債を引き受ける主体が不足しており、大量の国債が消化できなくなることが十分予想できた。大量の新規国債を中央銀行が引き受けることにより、中央銀行の独立性が浸食される恐れがあることは高橋も十分承知していた。しかし、積極的財政政策による景気回復を実行するためには、当時としてはやむを得なかった。景気が回復してインフレの懸念が生じた折には、日銀が公開市場操作の売りオペを実行して引き締め政策に転換して景気を安定化させるとともに、日銀の資産に占める国債の割合を低下させて、非常時を除いて新規国債の引き受けを停止する計画であったはずである。しかし、二・二六事件以降、日銀の新規国債引き受けに歯止めがかからず、1937年以降、その引受額は年々急増した。積極的高橋財政以降、日本経済は全面的な統制経済に転換するまでインフレ経済が浸透した。<sup>5)</sup>

#### 4. 第一次世界大戦以前から以後への 国際通貨制度転換の必要性

金本位制を採用している国の間で、各国の金保有量が不変であるか保有量が増加するとしても同じ増加率を保ち、かつ経済成長率が概ね等しい場合、金保有量にリンクした各国の通貨発行量が同じ成長率を保てば、各国間の為替レートは不変である。しかし、20世紀になってから各国が保有する金のシェアは比較的短期間に変化した。第一次世界大戦開始以前には、全盛期から引き続きイギリスの金保有量が増加する傾

向にあった。しかし第一次世界大戦後、概ね世界中の金が合衆国により多く流入するようになった。ロシア革命後、国内で金の過半を保有していた貴族の多くがその資産とともに合衆国に移動し、亡命した。また、第一次世界大戦は犠牲者の数もそのために支出した国家予算も空前の規模に達した。その結果、欧州諸国は戦勝国でも財政赤字も空前の規模に達し、その為発行された国債も大半を合衆国が引き受けたため、欧州諸国から合衆国に金が流入した。欧州のうち、ドイツに対して債権国となり、同国から金が流入したのは為替レートを切り下げたフランスである。

欧州諸国は大戦後、金流出が続いたため、対戦以前の為替レートで金本位制に復帰しても、金流出を阻止することを国家の目標とすれば、デフレ政策を採用せざるを得ない。フランスは金不貲化政策を採用し、ドイツ政府は巨額の賠償金支払いが制約条件となって緊縮政策を採用した。

合衆国では1929年前半から自動車生産、鉄鋼生産等はピークに達していた。しかし、政府は経済全体に関心を寄せなかった。政府と中央銀行が関心を示したのは、騰貴による株価の急騰と、農産物価格の下落である。前者に対して、中央銀行は金融引き締め政策を実施して国内の投機的行動を抑制することを目論んだ。後者に対しては、関税を強化することにより国内農産物価格の維持を図った。しかし、前者に金融引き締め政策のスピードは緩慢であり、株価の上昇率の方が金利の上昇幅より高いので、投資家の収益率はかえって上昇し続けたため、株式投資への過熱感は収縮しなかった。一方、自動車、鉄鋼産業等では需要が減退し始めたため、実物投資の収益率が低下し始めたにもかかわらず、FRBは引き締め政策を実施したため、この分野では信用収縮が生じた。株価がピークに達するまで金融引き締め政策を採用し続けた結果、実体経済は空前の収縮に向かっていった。

一方、政府が関税の強化を図っても、国内農産物供給量が大量に増えたため、国内供給量

だけでも過剰感が強く、価格下落傾向が続いた。ストーム＝ホーリー法による合衆国の関税強化は欧州国内の農産物過剰感をいっそう強めたため、欧州内の穀物市場の価格暴落に拍車をかけた。しかし、農産物価格の下落や供給過剰は世界大恐慌の主要な要因ではない。

## 5. 現代の政策当局は歴史から何を学んだか

株式市場で、期待将来収益率が下方修正されると、折からの金利上昇と相まって株価の下落に転じる。1929年と1987年のNY市場の株価下落には期待収益率の修正というよく似た背景があった。いずれのケースも長く好景が続いてきた。株式市場における期待収益率の下方修正が生じると、株価が短期間に大幅に下落する。その後、1～2ヶ月後には戻り相場に転換する。やがて、株価は再び直前のピークまで戻らず、消費財、特に耐久消費財の過剰感と逆資産効果の作用から消費水準が落ち込んで景気後退が始まる。1987年のNYおよび東京のブラックマンデーの時は、一時的に株価が暴落したが、1920年代後半とは違って金融市場は世界的に空前の緩和政策を採用していた。ドイツは年初に金融引き締めへ転じており、日本も春先には日本銀行が引き締め政策を採用する予定であった。しかし、政府与党内の一部が日本銀行の政策に介入し、政策転換が遅れていた。ブラックマンデーにいたって、日本銀行は当面の政策転換を先送りせざるを得なかった。その後、2年あまり引き締め政策を実施しなかった結果、再び株価が急騰した。政府の立場に立てば、公的な運営を続けてきた電電公社および日本航空の株式を政府がすべてまたは半分を保有していたが、完全民営化を実施するためにも政府保有株を市場で売却する必要があった。また、株式売却収入は当時の産業投資特別会計を通じて政府の財政収入となるため、株価が可能な限り上昇することが望ましかった。当時、株式市場が暴落したまま長期間低迷することは誰も望んでいなかった。しかし歴史的な低金利政策を長期間続けた結果、

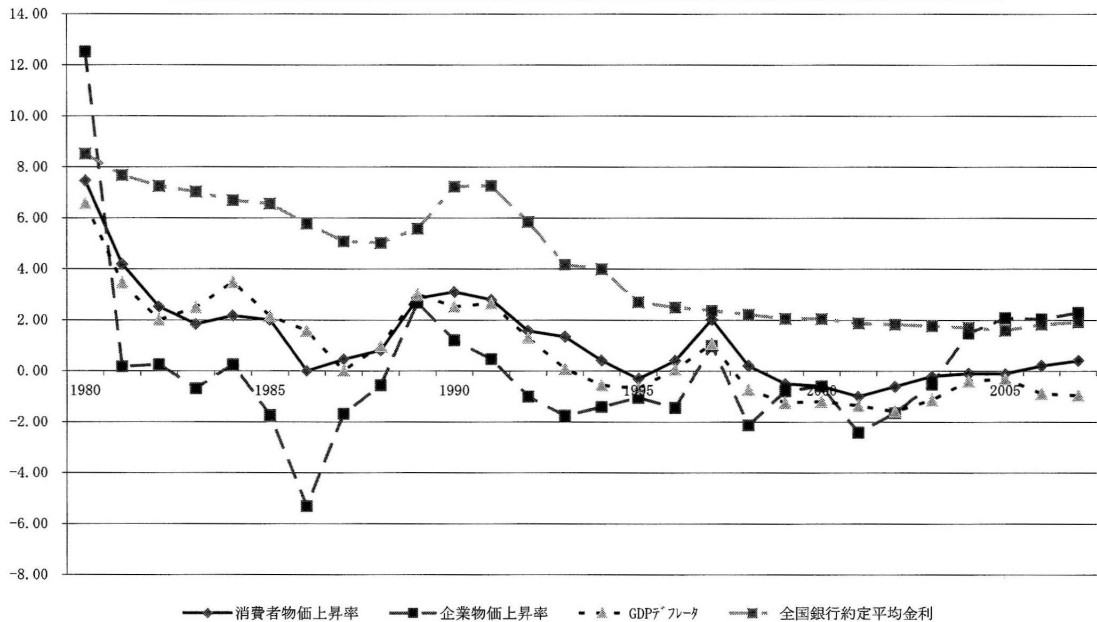
株式ブームはさらなる金融緩和政策を採用しない限り、期待収益率の下方修正が生じれば、市場からの強制により、多くの人々の間で他の金融資産への組み替えが行われる。

日本の金融引き締め政策は、1929年の株価大暴落とケースと違って、金融緩和政策が持続する中で大暴落が発生した後初めて実施された。1990年には、株価が暴落し続けているにもかかわらず、日本銀行年間5回も公定歩合を引き上げ、さらに大蔵省(現財務省)は、総量規制も実施した。その後、地価も大幅に下落し始めたにもかかわらず、金融引き締め政策を続行しつつ、地価税も導入した。その後、実体経済も低迷してようやく、日銀は1992年に本格的な金融緩和施策に転じ、1995年まで継続した。その後、景気回復の兆候が見えたとき日銀が判断して、超低金利政策を修正したものの、株価地価の下落が続いた結果、1997年金融機関の不良債権の累積が増加し、債務超過の金融機関が続出するなど、昭和金融恐慌以来の金融危機に見舞われた。政府は民間金融機関に公的資金を注入することで、ようやく大恐慌に突入することなく、景気回復の見通しが立った。1932年の景気後退期に高橋蔵相が金融制度改革、金本位制離脱、積極的財政政策を一気に断行して日本経済を立て直したスピードと比較して、現代の政策当局の政策転換と実行はきわめて緩慢であるといえよう。

合衆国の金融危機は、2008年秋に生じた。それより2年前、一部の経済学者はもとより、FRBの幹部まで日本の1990年代の金融危機の発生メカニズムと政策対応のあり方を真剣に研究し始めたという。<sup>9)</sup> 特に、日本の政策対応が遅かったことによる日本経済への損失がどの程度に及んだかも盛んに研究されていた。また、近年の合衆国では1930年代の世界大恐慌、1990年代の日本の金融危機などは実験の素材として有意義な歴史的事例であったはずである。

第8図

日本の物価変動率と金利(出所:総務省『消費者物価統計年報』)他



## 注

- 1) Temin, P., 邦訳p.18-9.
- 2) 深井英五[1941]第十六章(二)において、「英国の再離脱は世界的潮流の轉換であるから、わが国も其の時直ちに思い切るのが賢明であつたらうことは、回顧的判断として議論の餘地がない。もし我が國が、多數の國のごとく、英国に保有する在外資金を基礎として金本位制を維持するのであつたならば、直ちに英国の施為に倣う外はない。……然しながら若し(金本位制の)維持を続行するとすれば、其の為に採るべき通貨政策上の手段は、一方外國送金需要の具體化せるものに對し躊躇なく應諾すると同時に、他方金融を引き締めて、正貨兌換又は為替購入の為に提供すべき國內資金の調達を困難ならしむる外はない。」と述べている。一方、国内政策として金利引き上げ等の金融引き締め政策を当時実行していながら、「産業資金の供与によって金融を緩和せんとするが如き矛盾もあった。」と証言している。
- 3) 深井[1941]第二十章、p.248-249.
- 4) 日本において金融恐慌が発生している頃、戦禍に苦しんだ欧州諸國が次々と金本位制に復帰しているのを横にらみしながら、国内景気と日本經濟の國際競争力が回復するのを見計らって、日本

も金本位制に復帰する予定であつたため、金融緩和政策を実行すれば為替レートが下落して、旧平価での金本位制復帰は遠のくと考えたのであろう。

5) 高橋蔵相は、第二次金融恐慌当時、積極的財政政策を実施しようとしたが、列強諸國が次々と金本位制に復帰する事態を見守っていたため、金が相当流出した当時の日本には内外とも國債の引き受け手がなかった。國債を大量に発行して政府が有効需要を拡大するためには、通貨制度を抜本的に変更しなければならないことを痛感していた。

6) 一例として、Itoh, T. and T.Iwaisako[1995]を参照されたい。

## 参考文献

1. Bernanki, B. [1983], "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review* 73: pp.257-276.
1. Bernanki, B. [2000], *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press.
2. Dam, K.W. [1982], *The Rule of the Game: Reform and Evolution in the International Monetary System*, University of Chicago Press.
3. Friedman, M. and A. J. Schwartz [1965], *A*

*Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press.

4. Hall, T.E. and Ferguson, J.D. [1998], *The Great Depression: An International Disaster of Perverse Economic Policies*, The University of Michigan Press. (邦訳[2000]『大恐慌』、多賀出版)
5. Itoh, T. and T. Iwaisako [1995], "Explaining Asset Bubbles in Japan," *NBER Working Paper* No.5358.
7. Kindleberger, C.P.[1982], *The World Great Depression, 1929-1939*, 2nd ed., The University of California Press. (邦訳[1982]『大不況下の世界 1929-1939』東京大学出版会)
8. Temin, P. [1989], *Lessons from the Great Depression: The Lionel Robins Lecture for 1989*, MIT Press. (邦訳[1994]『大恐慌の教訓』東洋経済新報社)
9. 藤野正三郎 [1990]『国際通貨体制の動態と日本経済』勁草書房
10. 藤野総三郎 [1994]『日本のマネーサプライ』勁草書房
11. 香西泰・寺西重郎 [1993]『戦後日本の経済改革』東京大学出版会
12. 日本銀行 [1966]『明治以降 本邦主要経済統計』並木書房
13. 寺西重郎 [1982]『日本の経済発展と金融』岩波書店