

みずほレポート

2013年3月25日

1930年代に学ぶデフレ脱却・ 景気拡大メカニズム

—インフレ期待ではなかった回復要因

- ◆デフレ脱却を果たした好例として戦間期の状況を考察し、経済構造の違いなども踏まえながら、現代に生かせる教訓を探った
- ◆インフレ期待の上昇はデフレに歯止めをかける上で大きな役割を果たしたが、高橋財政期の需要の拡大を専らインフレ期待に求めるリフレ派の仮説は、当時のデータと必ずしも整合的でない
- ◆当時の景気回復は、円安に加え円ブロック圏の恩恵を受けた輸出の持続的な拡大と、それに伴う内需の増加という「好循環メカニズム」に基づいていたと考えられる
- ◆現代において好循環メカニズムを確立するためには、F T Aの推進なども必要になろう。その意味でも、政府の「第三の矢」にあたる成長戦略の実施が果たすべき役割は大きい

経済調査部エコノミスト 市川雄介
03-3591-1416 yusuke.ichikawa@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

目 次

1. はじめに	1
2. 戦間期の経済状況	2
(1) 概観	2
(2) 現代との類似点と相違点	5
3. なぜデフレが終わったか	7
(1) インフレ期待：「レジーム転換」論	7
(2) 景気回復メカニズム再検討の必要性	8
4. 景気本格回復の要因	11
(1) 輸出の増加を支えた要因	11
(2) 内需への波及	12
5. 現代に生かせる教訓	13
補論 輸入インフレへの対応：1970年代・2000年代との比較	14
参考文献	16

1. はじめに

安倍政権の成立後、長期にわたるデフレからいかに脱却するかが改めて注目を集めている。本格的なデフレが続いているケースは戦後では例がないが、戦前まで遡るとわが国の戦間期（1920・30年代）がデフレ脱却を果たした好例である。20年代が長期低迷期とされ90年代以降の状況に類似していると指摘されることもあって、戦間期は多くの研究者・エコノミストによって分析されてきた。

当時の成功体験は、物価が下落から上昇に転じた点にとどまらず、景気が自律的な回復を果たしたことにもある。もっとも、金融政策によって緩やかなインフレを目指す「リフレ派」の論者を中心に、物価が上昇した事実に大きなウェイトを置き、その経験を現代にそのまま移植しようとする解釈もみられる¹。その主張は積極的な金融政策によってインフレ期待を高めるという明快なものではあるが、当時と現代との経済構造・環境の違いが十分に吟味されていないほか、インフレ期待以外の要因が考察されていないなど、バランスを欠いた面もある。

本稿は、戦間期と現代（平成バブル期以降）との経済構造の違いなども踏まえながら、改めて30年代におけるデフレ脱却と景気の本格回復に至るプロセスを考察し、現代へのインプリケーションを探るものである。結論を予めまとめれば次の通りとなる。

- ・ デフレに歯止めがかかる段階ではインフレ期待がやはり大きな役割を果たしたと考えられる。一方、データをみれば、それだけで景気の自律回復に至ったと考えることは難しい
- ・ 高橋財政期の景気回復をもたらしたのは、何よりも輸出の持続的な拡大であった。円ブロック圏の存在など為替以外のプラス要因もあり、大幅な円安が一服した後も輸出は増勢を維持した
- ・ また、輸出の増加は、設備投資の増加や雇用・所得環境の改善と密接な関係を有していた。この事実は、「好循環メカニズム」の存在を示唆するものと言える
- ・ 30年代の経験から学ぶべきは、金融政策によってインフレ期待を引き上げることにとどまらず、F T Aの推進などにより好循環メカニズムを確立することである。その意味でも、安倍政権の「第三の矢」にあたる成長戦略の着実な実施が果たすべき役割は大きいと考えられる

以下、第2節では、第一次大戦から2・26事件に至る戦間期の経済状況を概観した上で、現代との時系列的な類似点・経済的な相違点を明らかにする。第3節では、デフレの終息と景気の本格回復に至った要因を先行研究に触れながら整理し、後者（景気回復）の論点について再検討する必要性を示す。第4節ではそのメカニズムを分析し、輸出の増加をもたらした要因と、好循環メカニズムの存在を示唆するデータを示す。第5節では現代へのインプリケーションを考察する。

なお、物価上昇がスタグフレーションにも激しいインフレにも至らなかったことは高橋財政期の大きな特徴である。補論では、所得分配面からこの点に関する試論を提示する。

¹ リフレ派による代表的な研究が、日銀副総裁に新たに就任した岩田規久男氏（編著）の『昭和恐慌の研究』（東洋経済新報社）である。本稿は同書所収のいくつかの分析を批判的に検討した。

2. 戦間期の経済状況

(1) 概観

戦間期は平成不況との類似性が指摘されることが多い。そこで、まず簡単に当時の経済状況を整理する²。

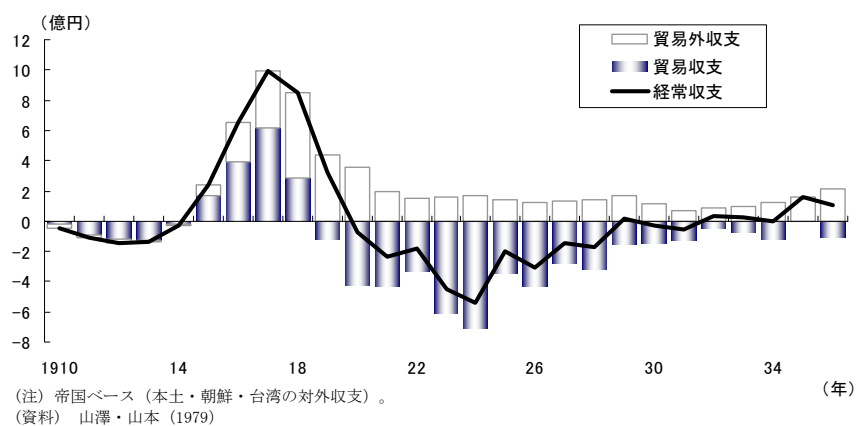
a. 第一次大戦ブームと戦後反動

1910 年代の日本は、経常赤字をファイナンスするために外債の発行と正貨の流出を余儀なくされ、国際収支の危機に直面していた。しかし欧州で第一次世界大戦が勃発（1914 年 7 月）すると、当初こそ不況の深刻化が懸念されたものの、連合国（英・仏・露）向けだけでなく米国・アジア向け輸出の増加、輸入の途絶による国際競争の消滅を背景に、やがて「大戦ブーム」が出現した。海運業の活況から始まった好景気は造船、化学、鉄鋼、機械工業、そして繊維業へと波及し、日本は債務国から債権国に転化した（図表 1）。もっとも、急激な投資拡大は供給力不足を通じ物価の高騰を招いたほか、遊休化した投資資金が株や商品などに向かい、投機ブームをもたらした。

1918 年 11 月に大戦が終結すると景気は半年程低迷したが、19 年の春からは好調な米国向け生糸輸出や個人消費などに牽引され、輸入再開により供給不足が緩和される中であって、大戦期を上回る景気拡大を経験した。同時に、国内の「金余り」によって投機取引に拍車がかかり、綿糸・生糸・米などの価格が急激に上昇した。

政府が物価の抑制策を打ち出す中、20 年 3 月 15 日の東京株式市場の大暴落によって戦後反動恐慌（1920 年恐慌）が発生した。銀行取付・休業が相次ぎ、日本に遅れて欧米でも反動恐慌が生じると、不況は深刻化した。投機ブームの崩壊により、鈴木商店などの新興財閥は後の破綻につながる大打撃を受けた。日本銀行による広範かつ大規模な救済融資などもあって恐慌は翌春には沈静したが、財政・金融政策による支援は淘汰されるべき不良企業の整理を不徹底なものにし、関東大震災（23 年 9 月）の発生を受けた震災手形処理問題とともに、27 年の金融恐慌の遠因となった。

図表 1 国際収支の推移（帝国ベース）



² 以下の説明は三和（2012）を主な参考文献とした。

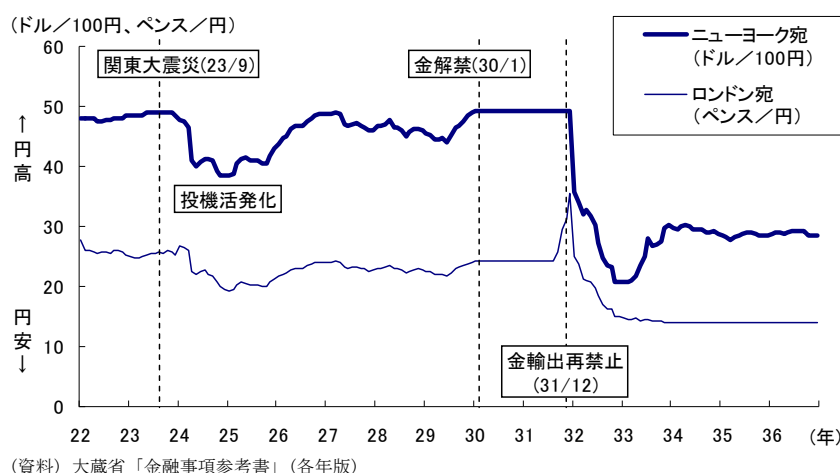
b. 金解禁準備と昭和金融恐慌

第一次大戦後の経済政策の中心テーマは金本位制への復帰であった。金本位制は一定の基準(平価、日本では1円＝純金0.75グラム)で中央銀行が銀行券と金貨・金地金の自由な交換に責任を負い、金貨・金地金の自由な輸出入を認める制度である。金本位制には為替を安定化させる機能があるが、国際収支の均衡への調整を通じて国内景気が自動的に調節されると考えられており、国内政策の自由度が低下するという問題が生じる。大戦中、日本を含め各国は金の輸出を禁止し金本位制から離脱していたが、金本位制が正常なレジームとみなされていた状況の中、1919年に米国が復帰した。

米国の復帰に加え、1920年恐慌の後に貿易収支が大幅な赤字に転じたことなどを受け、日本でも金解禁の議論が高まったが、デフレ圧力に対する懸念や関東大震災の発生などにより先送りが続いた。震災後、為替相場は100円＝49ドルから24年末には同38ドル50セントまで円が下落し、その水準で一応の安定をみせていたが(図表2)、政府はあくまで旧平価(100円＝49ドル84.5セント)での復帰を目指す方針を維持した。これは国内に強烈なデフレをもたらすことになるため、それに耐える経済体質への転換を図ろうと緊縮財政や不良企業の整理などが不徹底ながら進められた。政府の旧平価復帰の方針を受けて為替投機が活発化すると、為替相場の急変動に翻弄された産業界では、即時金解禁論が主流派となった。

一方、大戦後の投機的経営に失敗した鈴木商店などの企業に対し、癒着した関係にあり多額の融資を行っていた台湾銀行等の機関銀行は、巨額の不良債権を抱えるようになっていた。日銀が再割引した震災手形の債務者の多くは、これら不良企業であった。金解禁のためには、こうした不安要因(「財界の癌」)の整理が不可欠とされ、震災手形の整理法案が27年初に議会で提出された。その議会で片岡直温蔵相が「渡辺銀行が破綻した」と口外し(3/14)、同銀行が翌日休業に追い込まれたことをきっかけに、金融恐慌が勃発した。十五銀行などの有力銀行を含め銀行取付・休業が続出し、不良企業の実態も明らかとなった。台湾銀行の救済に絡んだ政局もあって4月には田中義一・政友会政権が成立し、蔵相の高橋是清がモラトリアムの表明などを打ち出すと、ようやく恐慌は沈静化に向かった。

図表2 為替相場の推移



しかし以後、中小銀行の整理・合併と預金の大銀行シフトが進み、中小企業金融は苦境に立たされた。

c. 金解禁と世界恐慌

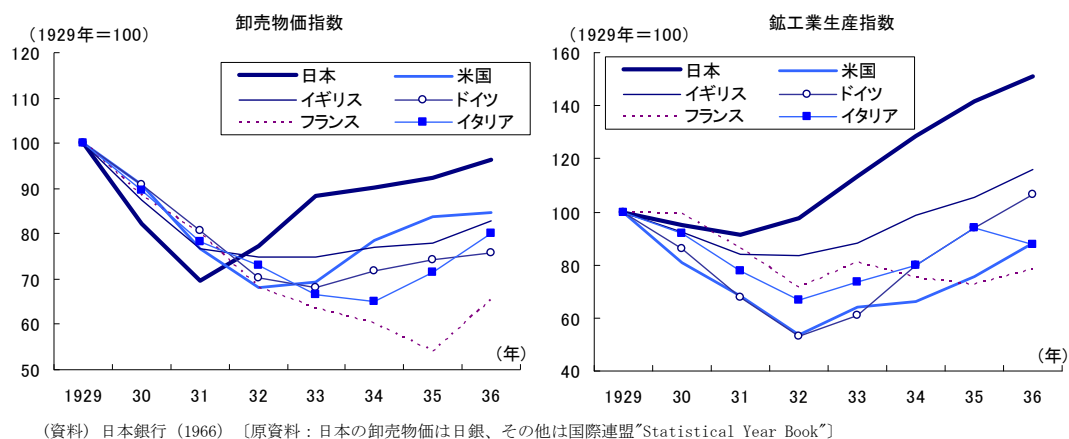
張作霖爆殺事件（28年6月）の事後処理で天皇の不信を買った田中内閣が総辞職すると、浜口雄幸率いる民政党政権は金解禁の準備を進めた。蔵相の井上準之助は真の経済安定と産業合理化のために金解禁は不可欠であるとし、国民的な節約キャンペーン、予算の緊縮などを推進した。そしてついに29年11月21日には、30年1月1日より金輸出を解禁するという大蔵省令が公布された。

もともと金解禁は為替相場の安定を求める生糸・貿易業界や遊休資金を抱える財閥銀行、学界の主流派などが望んでいた政策であり、29年10月24日にニューヨーク株価が大暴落していたにもかかわらず、その決定は断行された。「嵐に向かって窓を開けた」状態となった日本経済は、世界恐慌の猛威に晒され、国内物価の急激な下落がもたらされた。卸売物価の当初2年間の下落幅は主要国の中で最も大きく（図表3左）、特に生糸・繭価格は暴落した。これが農村経済を直撃し、娘の身売りなどに象徴される農村の窮状を招いた。小作争議も頻発し、労働争議の激化とあいまって社会不安が増大した。また、重化学工業部門も金解禁による輸入品価格の低下、各国のダンピング的輸出に苦しめられた。他方で、数量面の影響は意外にも軽微であった。鉱工業生産をみると、各国とも29年比2～5割の急激な減産に陥る中、日本の減少幅は1割にも満たなかった³、生産が底を打つタイミングの早さ、その後の回復ペースも主要国の中で群を抜いていた（図表3右）。世界恐慌の日本への影響は価格面が中心だったと言える。

d. 金輸出再禁止後の本格回復

31年9月21日にイギリスが金本位制から離脱すると、日本も金輸出再禁止に踏み切るとの思惑が強まり、ドル買いが活発化した。井上蔵相は金解禁の堅持を表明し、ドル買いに対抗するため金融引き締めなどを行った。依然として緊縮財政・産業合理化路線が推進されたが、浜口内閣の後を継いだ第2次若槻礼次郎内閣が閣内不一致で総辞職すると、井上財政は終止符を打たれた。31年12月13日に政友会の犬養毅内閣が誕生し、再び大蔵大臣になった高橋是清は即日、金輸出再禁止に踏み切った。

図表3 恐慌期の主要国経済



³ この点、2008年9月のリーマン・ショック後に日本の鉱工業生産の落ち込みが米欧諸国より目立って大きかったのと対照的である。

高橋財政の前半期（～34年頃）は、急激な円安（為替相場は1カ月で3割、1年で6割近く減価）を放任し輸出拡大・輸入抑制を図るとともに、軍事費の拡大や5・15事件（32年）の衝撃から生まれた農村に対する時局匡救事業などによる有効需要の拡大、カルテル強化などの産業合理化の推進といった政策がとられた。同時に、公定歩合の引き下げなどの低金利政策、赤字国債の日銀引受けなどを実施し、財政負担の軽減、公債消化の懸念解消を図った。もっとも、高橋は悪性インフレ・財政赤字への懸念を持ち続け、後半期には軍事費の抑制や財政の健全化に努めた。

これらの政策を受け、景気は本格回復へ向かった（詳細は4節参照）。しかし、軍事費の抑制が軍部の恨みを買ひ、36年の2・26事件で高橋は暗殺される。以後、軍事費の増大に歯止めがかからなくなり、日本経済は戦時体制へと突入していく。

（2） 現代との類似点と相違点

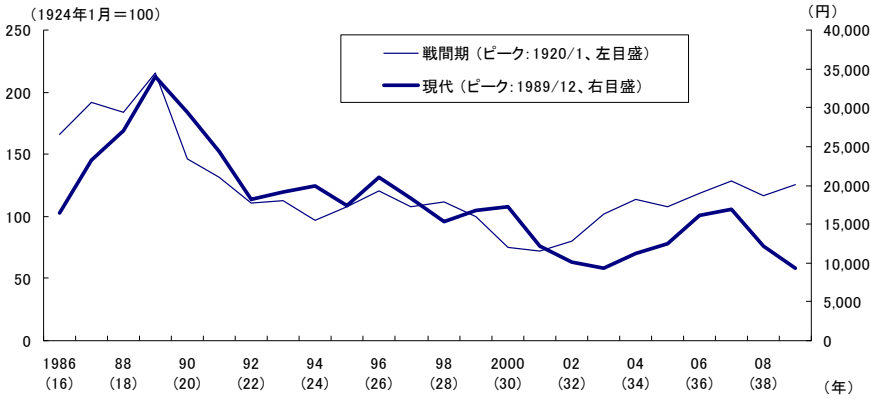
以上の戦間期の状況を80年代後半以降の日本経済と比べると、両時期とも、バブルの発生と崩壊、それに伴う長期低迷・金融システム不安と金融危機の発生、という一連の流れが似ていることに加え、そのタイミングもほぼ重なっている。すなわち、「バブル期」、バブル崩壊後の「低迷期」、金融恐慌・危機が発生した「危機下」、そしてその後の「回復期」と便宜的に区分すると、戦間期と現代との間には概ね「70年のずれ」があることがわかる（図表4）。こうしたタイミングの類似性は、株価の推移を70年ずらして描くとトレンドが2001年（1931年）頃まで概ね一致することにも表れている（図表5）。

図表4 戦間期と現代の局面比較

	戦間期		現代	
バブル期	1915～19年	大戦ブーム	1986～90年	資産バブル
低迷期	1920～26年	金融システム不安	1991～96年	資産価格の下落・景気低迷
危機下	1927～31年	金融恐慌・井上財政・世界恐慌	97～2001年	金融危機・ITバブル崩壊
回復期	1932～36年	高橋財政	2002～07年	戦後最長の景気回復（～08年初）

（注）具体的な時期は主要イベントを踏まえて便宜的に区分。
（資料）みずほ総合研究所

図表5 戦間期と現代の株価（暦年平均）の推移



（注）戦間期の株価は日本銀行調。現代は日経平均株価。
（資料）大蔵省「金融事項参考書」、日本経済新聞社

もっとも、こうした類似性はあくまで表面的なものであり、実質的な意味では様々な違いがある。ここでは、上記4つの時期ごとに、成長率とインフレ率という二つの側面から考察する。

a. 経済成長率

まず、経済成長率（実質GNPまたは実質GDP成長率）の動向をみると（図表6(1)）、低迷期の成長率がバブル期と比べて大幅に低下したことは両時期とも共通の傾向である。他方で、危機勃発後の数年間とその後の回復局面では、両時期の成長率は大きく異なっている。戦間期は金融恐慌が非金融部門にはそれほど大きな打撃とならず、短期間で収束したこともあり、恐慌以前の低迷期よりも成長率はむしろ高まった。そして、高橋財政期には高い成長率を維持した。それに対し、平成期においては97年から2001年はほぼゼロ成長だった。その後は2008年初まで戦後最長の景気回復が続いたが、年平均成長率はバブル期と比べれば下方シフトしており、91～96年の低迷期と同程度にとどまった。

b. 物価変動

インフレの動向（ここでは消費者物価上昇率）にはさらに大きな違いがある（図表6(2)）。戦間期は、バブル期に年率20%近い急激な物価上昇を経験したが、その後は一転してマイナスとなり、特に世界恐慌後は深刻なデフレに陥った。回復期には再びプラスに転じたが、GNP成長率の高まりと比べインフレ率は落ち着いており、この時期は「物価安定下の高成長」という理想的な景気拡大を遂げたと言えよう。他方、現代の物価上昇率は一貫して低い。バブル期は株価や地価が大幅に上昇したにもかかわらず、一般物価は低位で安定していた。97年以降の物価下落局面では、ペースは戦間期と比べ非常に緩やかだった一方、その期間は長期に及んだ。

成長率とインフレ率の変動係数（＝標準偏差÷平均）をみると、成長率の変動の大きさは両時期で概ね等しいのに対し、物価は戦間期における伸縮性の高さが目立つ。世界恐慌の影響の項でも触れたように、これは当時の景気調整が主に価格面の調整によっていたことを表していると言えよう。その要因として、①需要の所得弾力性の低い農業部門のウェイトが高かったこと、②輸入財の価格弾力性が低く、輸出財の海外価格は所与であるという「開放小国経済」であったことなどが指摘されている⁴。

戦間期と現代を対比させる時は、こうした経済構造の違いにも留意する必要があるだろう。

図表6 戦間期と現代の成長率・インフレ率比較

(1) 実質GNP・実質GDP					(2) 消費者物価				
					(平均伸び率、%)				
	戦間期		現代			戦間期		現代	
バブル期	1915-19	7.3	1986-90	5.0	バブル期	1915-19	18.4	1986-90	1.3
低迷期	20-26	1.3	91-96	1.6	低迷期	20-26	-1.2	91-96	1.2
危機下・後	27-31	2.4	97-2001	0.4	危機下・後	27-31	-5.9	97-2001	-0.2
回復期	32-36	6.2	02-07	1.6	回復期	32-36	2.1	02-07	-0.2
変動係数	1.12		0.99		変動係数	4.07		2.05	

(注) 現代の消費者物価は1997年の消費税率引き上げを調整（生鮮食品含むベース）。変動係数＝標準偏差÷平均。
(資料) 大川・他（1967、74）、内閣府、総務省より、みずほ総合研究所作成

⁴ 高木（1989）などを参照。

3. なぜデフレが終わったか

以上の時代背景を念頭に、本節では30年代のデフレが短期間のうちに終息した要因を探る。

(1) インフレ期待：「レジーム転換」論

a. 需給ギャップの動向

「物価は経済の体温」といわれるように、物価は通常、経済活動の活発さ、すなわち需給ギャップによって決まる部分が大きいと考えられる。経済全体の需要が供給を上回った状態（需給ギャップがプラス）では物価に上昇圧力がかかり、需要不足（需給ギャップがマイナス）の状態では物価は下がりやすくなる。90年代半ば以降の局面で緩やかなデフレが続いているのは、慢性的な需要不足の状態が続いていることによると考えられる。

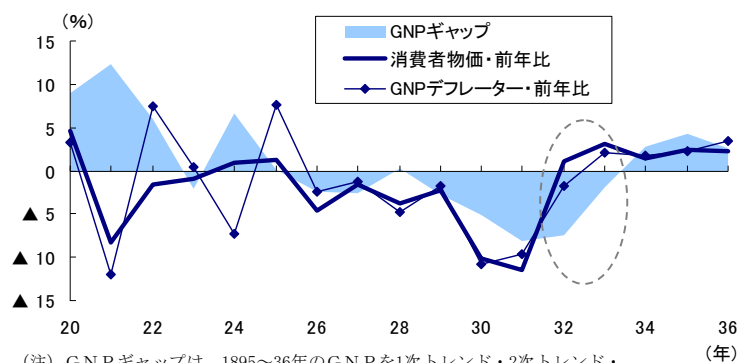
そこで、当時の状況を確認してみよう。需給ギャップは本来、雇用・設備の平均的な投入量によって達成できる潜在生産量と現実の生産量の差であるが、統計の制約からここでは多くの先行研究に倣い、実質GNPのトレンドからの乖離を需給ギャップとする。このように計算された需給ギャップは1929年にマイナスに転じ、その後大幅に拡大している（図表7）。そして、物価が上昇に転じた1932年時点では、依然として大幅なマイナスが残存していた。

b. 「レジーム転換」論

需給ギャップがプラスには程遠い中で物価が上昇したことを受け、需給ギャップとともに物価の決定要因の一つと考えられているインフレ期待の役割が指摘されてきた。ここで想定されているのは、景気回復が見込まれる状況下では物価が将来上昇すると多くの人が予想するようになり、企業の価格設定行動・賃金交渉などを通じ現実の物価にも上昇圧力がかかる、というメカニズムである。

戦間期に関してインフレ期待を強調する論者は、当時の「レジーム転換」が決定的な影響を及ぼしたとする。レジーム転換とは、民間経済主体の行動パターンの変化をもたらすような、政策枠組み（レジーム）の変更である。当時に即して言えば、金本位制からの実質的な離脱と、国債の日銀引き受け

図表7 需給ギャップとインフレ率



(注) GNPギャップは、1895～36年のGNPを1次トレンド・2次トレンド・定数項で回帰した推計値と実績値の乖離とした。

(資料) 大川・他(1967、74)より、みずほ総合研究所作成

方針という「二段階」のレジーム転換（実際の政策転換時ではなく、転換が不可避、または明らかとなった時点）がデフレ予想を払拭し、デフレの終息につながったとされる（岡田・安達・岩田（2004）や安達（2006）等）。彼らは金輸出の再禁止はデフレ脱却の必要条件ではあったが十分条件ではなく、日銀引受けという積極的な緩和策も不可欠であったとした。飯田・岡田（2004）は実質金利関数の推計を通じ、英国の金本位離脱に伴い日本も早晚離脱するとの思惑が高まった1931年9月と、国債の日銀引受け方針がメディアを通じて世間に伝わった1932年4月の両時期にインフレ期待が跳ね上がったことを指摘し、二段階レジーム転換仮説を支持した⁵。

他方、鎮目（2009）は飯田・岡田（2004）とは異なるインプリケーションを導いている。鎮目（2009）は当時の業界誌の「市況」欄のコメントを分析し、金輸出再禁止が急速な円安につながることは市場参加者のコンセンサスがあったとしたが、国債の日銀引き受けが物価の先行きにどのような影響を与えるかは必ずしも明確ではなかったと指摘している。

日銀の国債引き受けがインフレ期待に及ぼした影響については議論が分かれているものの、金輸出再禁止を前に為替の急激な減価と物価の上昇が広く予見され、インフレ期待の高まりがデフレ終息につながったことは一致した見解と言えそうだ。

（２） 景気回復メカニズム再検討の必要性

a. 時系列分析を用いた研究

インフレ期待の高まりがデフレに歯止めをかけたとしても、景気が実際に上向かない限り、物価上昇は短期間で終わり、再びデフレに陥ってしまうリスクがある。では、当時の持続的な景気回復はどのように説明できるだろうか。

VAR（ベクトル自己回帰）モデルを用いて回復要因を分析した中澤・原田（2004）や原田・佐野・中澤（2007）は、財政政策の役割は小さかった一方、物価の上昇が生産を増加させるという関係を見出している。また、やはりVARモデルを用いて物価変動要因に焦点を当てた梅田（2006）は、国内卸売物価は為替レートや海外の物価動向からの影響が格段に大きく、財政変数の影響度は小さかったという結果を得た。もっとも、これらの先行研究は生産の増加、または物価上昇をもたらした要因をいくつかの候補の中から絞ることが目的と言え、個々のメカニズムについての具体的な考察は必ずしも十分でない。現代へのインプリケーションを得る上では、物価の上昇がなぜ景気低迷（スタグフレーション）をもたらさず生産を増加させたのか⁶、といった点を明らかにする必要がある。

a. 岩田（2004）の仮説

その点、既述の岡田・安達・岩田（2004）や飯田・岡田（2004）、中澤・原田（2004）などをまとめる形で書かれた岩田（2004）は、①実質金利（＝名目金利－予想インフレ率）の低下による企業・

⁵ 具体的には、事後的に観察された実質金利（証書貸付金利－インフレ率）をいくつかの経済変数によって説明するモデルを推計した上で、その推計値を合理的予想形成に基づく予想実質金利とみなし、名目金利から差し引くことで予想インフレ率を求めている。しかし推計式のフィットが非常に良いわけではなく（決定係数は0.6～0.7）、単月の推計誤差は無視できない大きさと考えられる。鎮目（2009）p. 91が指摘するように、特定の月に予想インフレ率が上昇したと結論付けるには説得力に欠けるように思われる。

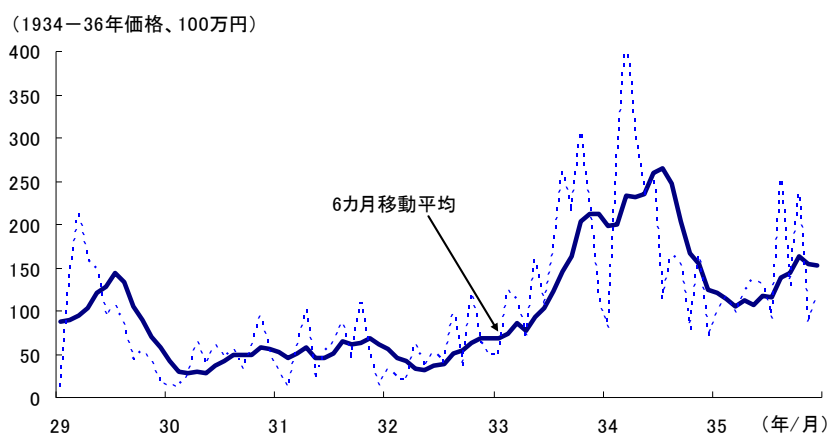
⁶ 物価上昇は2000年代半ばのように景気の低迷をもたらす可能性もある。補論を参照。

家計の支出増加、②資産価格の上昇によるバランスシートの改善という二つのルートを通じ、「投資をはじめとする支出が刺激され、経済は急速に回復した」(p. 287)としている。これはリフレ派の代表的な主張と考えられるが、いずれも定性的な仮説にとどまっており、現実の経済データからは必ずしも支持されないと考えられる。

例えば①について、実質設備投資の月次の代理変数として社債・株式払込金の実質値をみると^{7,8}、本格的に増加するのは1933年以降である(図表8)。他方、岩田(2004)が依拠する飯田・岡田(2004)の推計によると、急低下していた予想実質金利は32年の半ばから上昇し、33年以降はマイナスからプラスに転じていた。予想実質金利が上昇した時期から設備投資が力強さを増したことは、予想実質金利の低下で支出が増えたという因果説明とは整合的でないだろう。

また、②の資産価格の回復は確かにプラス要因であった可能性が高いが、民間非金融部門(法人+家計)の保有株式(ストック)は株価が急回復した後もしばらく横ばいで推移しており(図表9)、「インフレ期待→資産価格上昇」と「資産価格上昇→支出増加」が直結していない可能性がうかがわれる⁹。むしろ、33年以降の投資の回復は、第4節で述べるように、輸出の増加などを受けた中期的な期待成長率の持ち直しによる面が大きいと考えられる。実際、資本ストック循環図を描くと、ストックと投資水準に見合った期待成長率は、1933年以降上向いている(図表10の双曲線。ただし政府部門

図表8 社債・株式払込金(実質)の推移



(注) 卸売物価指数の月次パターンによって民間固定資本デフレーターを月次に分割した系列で実質化した。

(資料) 藤野・五十嵐(1973)、大川・他(1974)などより、みずほ総合研究所作成

⁷ 戦前の景気循環を考察した藤野・五十嵐(1973)では、社債・株式払込金(日本勧業銀行調)は計画資本や鉄輸入量などとともに設備投資の一致系列として採用されている。なお、大川・他(1974)による民間固定資本形成(暦年値)と、社債・株式払込金の暦年集計値(いずれも名目値)の相関係数は0.92(1915~40年)と、両者は密接な関係にある。

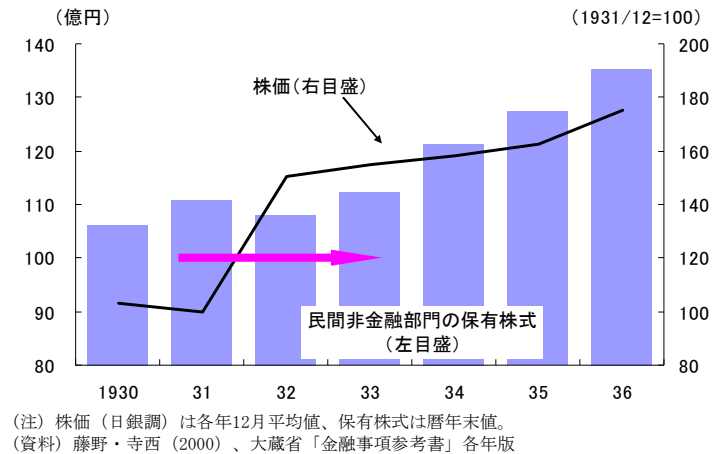
⁸ 実質化にあたっての月次デフレーターは、大川・他(1974)の民間固定資本デフレーター(暦年値)に卸売物価指数の月次パターンを乗じて算出した。

⁹ 一方で、市中金融部門の保有株式時価は(非金融部門と比べれば金額は一桁少ないものの)1931年に大幅に落ち込んだ後、32年にかけて急回復している(1930年:11.4億円→31年:6.7億円→32年:10.9億円。図表9と同じく藤野・寺西(2000)による)。株価の上昇は企業や家計の支出を促したというより、金融部門のバランスシート改善に寄与し、金融仲介機能の正常化をもたらした面が強いと言えるかもしれない(もっとも、岩田(2004)などはデフレ脱却に不良債権処理は必要でないという立場をとっており、金融仲介機能を重視していない)。

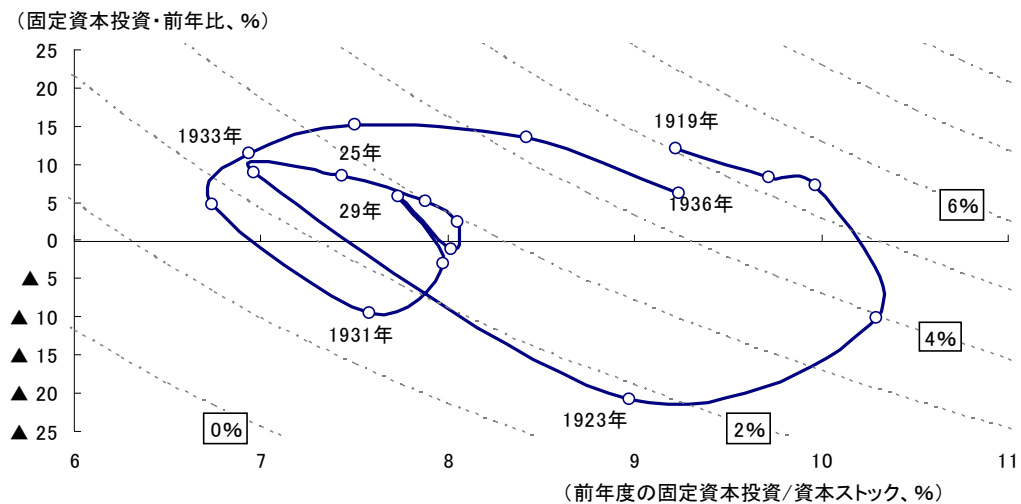
も含む)。

このように、投資の動きを一つとっても、インフレ期待では説明できない部分が多い。高橋財政期に最もドラスティックな増加をみせた輸出も含め、改めて景気回復をもたらしたメカニズムを探る必要があるだろう。

図表 9 民間非金融部門の保有株式時価



図表 10 戦間期の資本ストック循環図



4. 景気本格回復の要因

本節では、インフレ期待のみでは景気のダイナミズムを十分に説明できないことを踏まえ、戦時経済体制に突入するまで景気が自律的な回復を遂げたメカニズムを探る。なお、物価上昇が景気の阻害要因とならなかった理由については、補論で考察を行った。

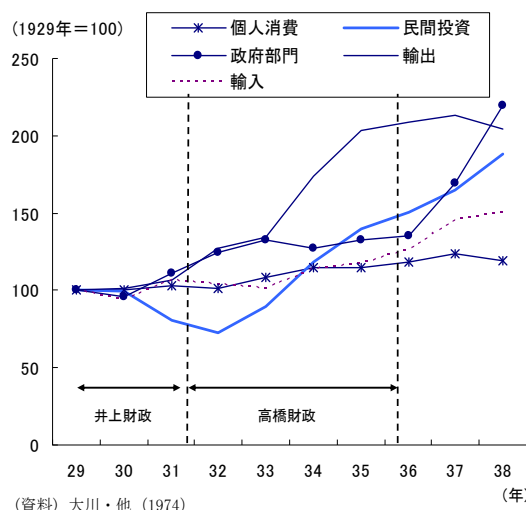
(1) 輸出の増加を支えた要因

景気回復は一義的には内外の需要の増加によってもたらされる。GNPを構成する各需要項目（実質）の推移を確認すると、①いち早く回復した輸出が30年代を通じて大幅に増加したこと、②1933年以降は民間投資が力強く回復したことが特徴として挙げられる（図表11）。なお政府支出は30年代初頭こそ大きく増加したものの、その後（高橋蔵相が2・26事件で暗殺されるまで）はほぼ横ばいにとどまっている（2節参照）。

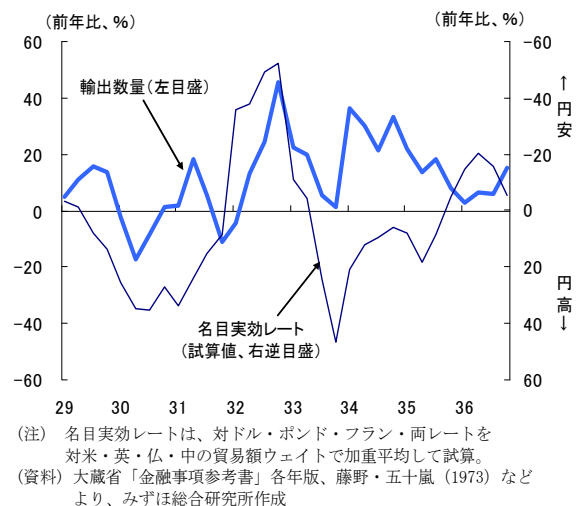
まず①の輸出の大幅な増加に関しては、為替の急激な減価が大きな役割を果たしたことは言うまでもない。為替は半年で6割近く減価しており、競合する英国などからソーシャルダンピングとの非難も浴びながら¹⁰、インドをはじめとするアジア市場において綿製品やレーヨンなどの市場シェアを高めていった。しかし、米国の金輸出禁止（33年4月）などによって前年比で円高に転じた後も輸出は増勢を維持しており、為替以外のプラス要因が示唆される¹¹（図表12）。

輸出の増加を支えた他の要因としては、先行研究では、(i)繊維産業を中心に、賃金の低下や、技術革新などに伴う生産性の向上といった価格要因、(ii)植民地・半植民地の存在という非価格要因が

図表 11 各需要項目の推移（実質）



図表 12 実効為替レートと輸出数量



¹⁰ 高橋 (1955b) pp. 1573-1582 は、当時の英国による批判がいかに恣意的であったかを詳述している。

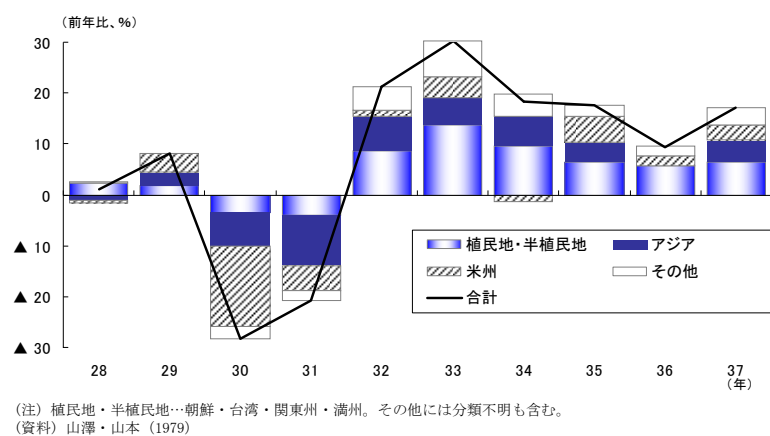
¹¹ 月次の輸出数量は藤野・五十嵐 (1973) による。名目実効為替レートは、対米・英・仏・中の為替レートをそれぞれの国に対する貿易額（輸出+輸入）ウェイトで加重平均して求めた。

指摘されてきた¹²。このうち(ii)の植民地・半植民地向け輸出とは、本土（内地）から朝鮮・台湾・関東州・満州などに向けた輸出のことであり、円による決済や関税の免除などの対外貿易にはない促進要因があったほか、大陸への軍事進出に伴う投資の加速も押し上げ要因となった¹³。輸出金額を仕向け地別にみても、植民地・半植民地向け輸出が大きく寄与していることがわかる（図表13）。

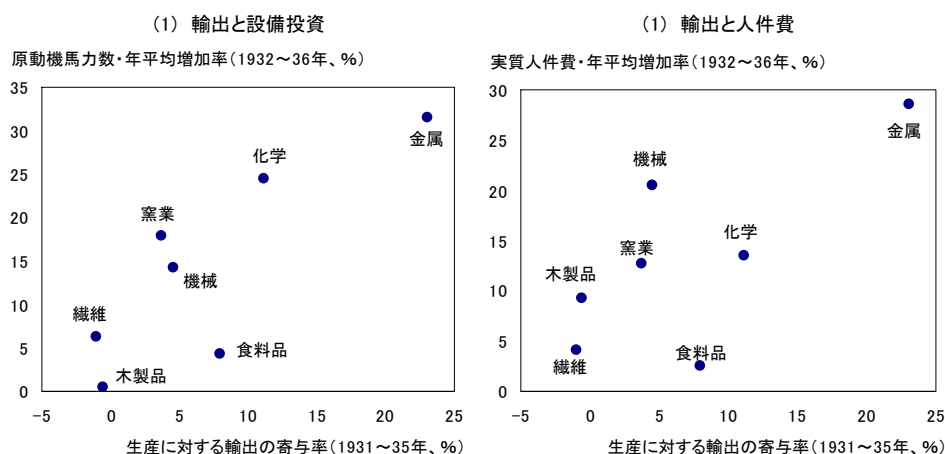
（２） 内需への波及

こうした輸出の増加は、設備投資の増加（上記②の特徴）と密接に結びついていた。図表14(1)は、高橋財政期における生産額の増加に対する輸出の寄与率（生産額の底となった1931年から5年間）を

図表 13 仕向け地別輸出金額（内地）



図表14 輸出と設備投資・人件費



(注) 1. 横軸は業種別生産額の伸びに対する類別輸出額の寄与率。
2. 縦軸は、原動機馬力数(1)、実質人件費(2)とも職工5人以上の工場。人件費の実質化はGNPデフレーターによった。
(資料) 通商産業省(1961)、大川(1974)、山澤・山本(1979)、篠原(1972)より、みずほ総合研究所作成

¹² 詳細は舩橋(2002)による整理を参照。

¹³ ただし、地域や時期により関税や決済通貨の扱いには差異があった。また、関東州向け輸出の大部分は中国北部、一部は満州国へ再輸出され、満州国内で消費されたのはごく一部にとどまったというのが実態のようである。これらの詳細については山本(1989)を参照。

横軸に¹⁴、生産能力を表す原動機馬力数の年平均増加率（馬力数の底となった32年から5年間）を縦軸にとったものである。輸出の寄与が大きい業種ほど、生産能力の増強に積極的であったことがうかがわれる。中でも、金属・化学・機械の重化学工業の存在感が大きい。図表10（10ページ）でみた期待成長率の持ち直しは、輸出の増加が要因の一つになっていたと考えられる。

また、輸出や設備投資と比べれば増加ペースは緩やかだが、G N Pの約7割を占める個人消費も底堅く推移していた。その大きな決定要因である賃金を設備投資と同様に業種ごとにみると、やはり輸出の寄与が大きかった業種ほど、人件費の増加が大きかった傾向が読み取れる（図表14(2)。ここでは人件費として実質給与総額を用いた）。

2000年代半ばの景気拡大期には、輸出の回復が企業収益を改善させ、設備投資の増加や雇用・所得環境の改善をもたらすという「好循環メカニズム」の存在が指摘されていた。以上のデータは、高橋財政期の景気回復も同様のメカニズムによってもたらされたことを示唆していると言えよう。

5. 現代に生かせる教訓

本稿では、戦間期経済の分析を通じデフレ脱却と景気の自律的回復の条件を探った。金輸出再禁止によるインフレ期待の上昇がデフレに歯止めをかけたことは先行研究を支持しつつ、本格回復の要因をインフレ期待のみに求めるのは一定の限界があることを指摘した。その上で、輸出の持続的な拡大と、それに伴う内需の増加が、高橋財政期の景気拡大要因であることを明らかにした。

30年代の経験は、金融政策によってインフレ期待の引き上げを図るだけでは不十分であることを示唆している。そもそも、当時は金本位制からの実質的な離脱が物価上昇につながることは広く認識されていたと考えられるが（第3節参照）、現代の金融政策で当時の金本位離脱に相当するレジーム転換が何を指すかは必ずしも明らかでない。リフレ派の主張するインフレ目標政策と国債の無制限買い取りがデフレ脱却につながるかどうかは市場参加者の間で見方が割れており、金本位離脱ほどの神通力はないようにも思える。積極的な金融緩和は必要だが、インフレ期待が当時ほど劇的に上昇する可能性は低いだろう。また、農業部門ウェイトなどの経済構造の違いから、現代の物価は戦間期ほど伸縮的でなく（第2節参照）、物価自体の上昇ペースも緩やかなものにとどまるだろう。

重要なのは、インフレ期待の引き上げに加えて、輸出を増やし、設備投資や雇用・所得環境に波及させていく「好循環メカニズム」を確立することである。たしかに、暴落とも言えるほどの円安は見込みにくいこと、円ブロック圏のようなプラス要因がないことは当時と現代との大きな違いである。ただし、円ブロック圏を排他的な貿易圏としてではなく、低関税などによる貿易促進要因として捉えるならば、現代ではF T A（自由貿易協定）などがそれに該当すると考えられる。その意味でも、デフレ脱却と景気の本格回復のために、安倍政権の「第三の矢」にあたる成長戦略の着実な実施が果たすべき役割は大きいと考えられる。

¹⁴ 出典の異なる二つのデータを組み合わせて使用しており、大まかな傾向を示す分析である。

補論 輸入インフレへの対応：1970年代・2000年代との比較

30年代の景気回復の特徴は、輸出が増えたことに加え、輸入物価が上昇する中であって景気回復が途切れなかったことである。その意味で、輸出が順調に拡大する一方、資源高や円安を受けて輸入価格が大幅に上昇し、世界的な金融危機を待たずに景気が腰折れした2000年代半ばの時期とは対照的である。この違いは何に起因しているのだろうか。

ここで、「国内需要+輸出」を最終需要とし、最終需要デフレーター（最終価格）の動向をみてみよう¹⁵。すなわち、

最終需要デフレーター＝名目最終需要／実質最終需要

＝（名目GNP+名目輸入）／実質最終需要

＝（名目雇用者報酬+名目営業余剰等+名目輸入）／実質最終需要

≡ユニットレバーコスト+ユニットプロフィット+単位当たり輸入額¹⁶

という関係式を元に、最終需要の価格を家計部門へ支払ったコスト、企業部門へ支払ったコスト、海外へ支払ったコストに分解する。この分解により、輸入価格が最終価格にどの程度転嫁されたか、十分に転嫁できなかった場合にそのしわ寄せを受けた部門はどこか、を大まかに明らかにできる。30年代と2000年代に加えて、輸入インフレ圧力が大きく高まった第一次オイルショック前後の時期も検

補論図表 最終需要デフレーター（基準年=100）の部門別分解

		最終需要デフレーター＝名目最終需要／実質最終需要							
		雇用者報酬／実質最終需要 （≡ユニットレバーコスト）		営業余剰等／実質最終需要 （≡ユニットプロフィット）		輸入／実質最終需要 （単位当たり輸入額）			
		水準	（シェア、%）	水準	（シェア、%）	水準	（シェア、%）		
30年代	1931	100.0	30.4	(30.4)	54.8	(54.8)	14.7	(14.7)	
(31年のデフレーター	1932	104.8	30.6	(29.2)	57.4	(54.8)	16.7	(16.0)	
=100)	1933	114.7	31.3	(27.3)	62.9	(54.8)	20.5	(17.9)	
	1934	115.9	31.5	(27.2)	62.4	(53.9)	22.0	(19.0)	
	1935	120.8	31.8	(26.3)	65.3	(54.0)	23.7	(19.6)	
	1936	124.1	33.5	(27.0)	65.9	(53.1)	24.7	(19.9)	
70年代	1972	100.0	43.7	(43.7)	48.1	(48.1)	8.2	(8.2)	
(72年のデフレーター	1973	113.3	50.2	(44.3)	52.1	(46.0)	11.0	(9.7)	
=100)	1974	141.5	64.1	(45.3)	58.5	(41.4)	18.9	(13.4)	
2000年代	2004	100.0	45.1	(45.1)	44.8	(44.8)	10.1	(10.1)	
(04年のデフレーター	2005	99.9	44.6	(44.6)	43.9	(43.9)	11.4	(11.4)	
=100)	2006	100.2	44.0	(43.9)	43.2	(43.1)	13.0	(13.0)	
	2007	100.3	42.9	(42.8)	43.5	(43.4)	13.9	(13.8)	

(注) 1. 最終需要＝GNP(2000年代のみGDP)+名目輸入＝雇用者報酬+営業余剰等+輸入より、
最終需要デフレーター＝ユニットレバーコスト(U L C)+ユニットプロフィット(U P)+単位当たり輸入額(U I)

2. 太字の数字は、基準年の最終需要デフレーターを100としたときの、最終需要デフレーターと各内訳項目の水準を表す。

3. カッコ内の数字はデフレーターに占めるシェアを表す。

U L C、U I のデフレーターに占めるシェアは、それぞれ労働分配率、輸入浸透度となる。

(資料) 経済企画庁(1963)、内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

¹⁵ 内閣府(2008)を参考にした。ここでは最終需要としたが、在庫投資も含んでいることに留意。なお、本稿の他のパートでは戦間期の国民所得統計は大川・他(1974)を使用しているが、本分析のみ分配面の推計値を得られる経済企画庁(1963)によった。

¹⁶ 通常、ユニットレバーコストやユニットプロフィット等はGDP1単位当たりの雇用者報酬・営業余剰によって計算されるが、ここでは最終需要当たりで計算した。

討する（補論図表）。

a. 1930年代

30年代は1単位の最終需要に占める輸入額（U I）は上昇を続け、31年（14.7）から36年（24.7）の6年間で7割近く（年率10%強）上昇した。この間、家計部門では単位当り雇用者報酬（U L C）が30.4から33.5へ1割（年率2%程度）、企業部門では単位当り営業余剰（U P）が54.8から65.9へ2割程度（年率4%程度）上昇し、結果として最終需要デフレーター（100.0→124.1）は約25%（年率4%強）上昇した。相対的にU L Cの伸びが緩やかであったことから、そのシェア（≡労働分配率）は低下した。しかし、ここで重要なのは、U Iの上昇が家計部門、企業部門の両部門に一定の負担となりながらも、U L C、U Pともに水準の上昇が続いた点である。

b. 1970年代

一方、70年代は、U Iが大幅な伸び（3年間で2.3倍、年率50%程度）を示す中、U L Cが5割近く上昇しており、30年代とは逆に家計部門へのしわ寄せが相対的に少なかった。しかし、U L Cの伸びがあまりに高く、最終需要デフレーターが5割（年率20%程度）も上昇したことにみられるように、ホームメイドインフレが惹き起こされた（「狂乱物価」）。引き締め政策の効果が表れる中、景気は1973年末から1年半程後退した。

c. 2000年代

リーマン・ショック直前の時期は、以上の2つのケースとは際立った違いがある。すなわち、U Iが4割近い伸び（年率10%程度）を示す中で、最終需要デフレーターがほとんど一定であったことだ。国内部門の内訳をみると、U L C、U Pともに低下傾向が続いており、U L C・U Iが輸入価格によって圧迫されるのを甘受していたことがわかる。しかしそうした「我慢」はやがて限界に達し、リーマン・ショックの発生を待たずして景気は腰折れした（景気は2008年春にピークアウト）。

以上から、高橋財政期に輸入インフレが景気回復の妨げとならなかったのは、U Iが上昇する中、U L CやU Pも緩やかに上昇しコストの増加が最終価格へ転嫁されたこと（2000年代との違い）、他方で賃金を極端に上昇させ景気の引き締めを要するようなホームメイドインフレを招かなかったこと（70年代との違い）、が大きかったと考えられる。

特に前者の違いが何によるのかを特定することは難しいが、吉川（2013）の議論がヒントになりそうだ。吉川（2013）は、平成不況期にデフレ・マインドが定着した日本企業はコストカットに力点を置く「プロセス・イノベーション」に終始し、需要の創出につながる「プロダクト・イノベーション」を疎かにしてきたと指摘している。こうした構図にあてはまると、戦間期に最終価格の緩やかな上昇が続いたのは、企業がデフレ・バイアスに陥ることなく、後者のプロダクト・イノベーションが行われたことによると言えるかもしれない。30年代は重化学工業化が本格化した時期でもあり、そうした産業構造の変化が新規需要の創出に影響している可能性もあるが、この点の考察は今後の課題としての。

参考文献

- 安達誠司（2006）『脱デフレの歴史分析―「政策レジーム」転換でたどる近代日本』藤原書店
- 飯田泰之・岡田靖（2004）「昭和恐慌と予想インフレ率の推計」岩田規久男（編著）『昭和恐慌の研究』第6章、東洋経済新報社
- 伊藤正直（2001）「昭和初年の金融システム危機―その構造と対応―」日本銀行金融研究所 IMES Discussion Paper Series No.2001-J-24
- 岩田規久男（2004）「昭和恐慌の教訓」岩田規久男（編著）『昭和恐慌の研究』終章、東洋経済新報社
- 梅田雅信（2006）「1930年代前半における日本のデフレ脱却の背景：為替レート政策、金融政策、財政政策」日本銀行金融研究所『金融研究』第25巻第1号
- 岡田靖・安達誠司・岩田規久男（2004）「昭和恐慌に見る政策レジームの大転換」岩田規久男（編著）『昭和恐慌の研究』第5章、東洋経済新報社
- 鎮目雅人（2009）『世界恐慌と経済政策』日本経済新聞出版社
- 高木信二（1989）「戦間期日本経済と変動為替相場」日本銀行金融研究所『金融研究』第8巻第4号、pp. 109-140
- 高橋亀吉（1954）『大正昭和財界変動史 上』東洋経済新報社
- （1955a）『大正昭和財界変動史 中』東洋経済新報社
- （1955b）『大正昭和財界変動史 下』東洋経済新報社
- ・森垣淑（1993）『昭和金融恐慌史』講談社学術文庫
- 武田晴人（2002）「景気循環と経済政策」石井寛治・原朗・武田晴人（編著）『日本経済史3 両大戦間期』第1章、東京大学出版会
- 内閣府（2008）『平成20年版 経済財政白書』
- 中澤正彦・原田泰（2004）「なぜデフレが終わったのか：財政政策か、金融政策か」岩田規久男（編著）『昭和恐慌の研究』第8章、東洋経済新報社
- 中村隆英（1994）『昭和恐慌と経済政策』講談社学術文庫
- 橋本寿朗（1984）『大恐慌期の日本資本主義』東京大学出版会
- 畑瀬真理子（2002）「戦間期日本の為替レート変動と輸出―1930年代前半の為替レート急落の影響を中心に―」日本銀行金融研究所『金融研究』第21巻第2号、pp. 97-135
- 原田泰・佐藤綾野・中澤正彦（2007）「昭和恐慌期の財政政策と金融政策はどちらが重要だったか」内閣府経済社会総合研究所 ESRI Discussion Paper Series No.176
- 三和良一（2012）『概説日本経済史 近現代 第3版』東京大学出版会
- 山本有造（1989）「植民地経営」中村隆英・尾高煌之助（編著）『日本経済史6 二重構造』第5章、岩波書店
- 吉川洋（2013）『デフレーション』日本経済新聞出版社

<データ>

大川一司・石渡茂・山田三郎・石弘光（1966）『長期経済統計3 資本ストック』東洋経済新報社

——・野田孜・高松信清・山田三郎・熊崎実・塩野谷祐一・南亮進（1967）『長期経済統計8 物価』東洋経済新報社

——・高松信清・山本有造（1974）『長期経済統計1 国民所得』東洋経済新報社

大蔵省理財局『金融事項参考書』各年版

経済企画庁（1963）『昭和36年度版 国民所得白書』

篠原三代平（1972）『長期経済統計10 鉱工業』東洋経済新報社

通商産業大臣官房調査統計部（1961）『工業統計50年史』

日本銀行統計局（1966）『明治以降本邦主要経済統計』、CD-ROM版

藤野正三郎・五十嵐副夫（1973）『景気指数：1888～1940年』一橋大学経済研究所

藤野正三郎・寺西重郎（2000）『日本金融の数量分析』東洋経済新報社

山澤逸平・山本有造（1979）『長期経済統計14 貿易と国際収支』東洋経済新報社