

## 第四章 長期不況克服はマクロ経済政策によって可能か？

岡田 靖

### 1. はじめに

一般に、マクロ経済政策とは財政・金融政策ないしその組み合わせ（ポリシーミックス）を指す。本稿の目的は、日本が直面する長期不況から脱出するためにマクロ経済政策が有効であるか否かを、歴史的な事例を参照しながら吟味し（第2節）、現在も続いているデフレ下では自律的なものも、あるいは財政政策や輸出主導によるものも、景気拡大は著しく脆弱なものとなることを示し（第3節）、強力な金融政策の発動が過去において驚くほど強力にデフレ克服と景気の拡大に有効であったことを示すことである（第4節）。これによって、現時点でもマクロ経済政策、特に金融政策の有効性は失われていないことを示す。

### 2. 「バブル現象」の背景

#### (1) バブル以前の日本経済

第二次世界大戦の終結とその後の混乱期を経て、1950年代の終わり頃から日本経済は「高度成長期」と呼ばれる急激な拡大の期間に入った。平均して10%に近い実質GNPの成長を供給面で持続させたのは、この期間中に生じた労働力の大規模な移動であった。すなわち、偽装失業者のプールであった農村および都市前近代部門から、近代部門への大規模な労働力移動が生じたのである。同時に、こうした社会変動は、偽装失業を可能とした大家族の縮小と世帯数の増加を意味し、耐久消費財や住宅に対する膨大な需要を発生させることとなり、拡大するサプライサイドに見合った需要を生み出したのである。

しかし1970年頃になると、過疎化・過密化に代表される大規模な人口移動の持つ社会的な影響のマイナスの側面が強く意識されると同時に、市場の失敗である公害問題も深刻化してきた。過疎化した地方や、近代部門との競争にさらされた都市部の前近代部門、さらに都市部の生活者の全てにとって、これ以上の急激な経済成長は好ましいものではないと思われる段階に到達したのである。もちろん、経済成長の引き起こした諸問題は、経済成長そのものの問題というよりも、前近代的な低所得経済と整合していた社会制度が新しい経済状態と不整合となった結果であったり、あるいは市場機能の適切な運行を保証する制度の欠落といった問題の結果であったが、当時は「くたばれGNP」という有名な全国紙のキャンペーンに見られるように、全ての問題は高度成長の結果であると思われていた。

ちょうど同じ時期に、戦後ベビーブーム期に生まれた人々の農村部から都市部への労働

力移動がピークを越え、経済の拡大はもっぱら都市前近代部門を縮小し、近代部門への移動を主力とする段階に入っていたとも言える。それまでの経済成長過程は、古典的な過剰労働経済の経済発展モデル、つまり一定の実質賃金率で無制限の労働力が調達可能である世界であったが、これ以降は労働市場のメカニズムを通じた産業構造の転換を必要とする世界に入っていたのである。都市前近代部門を保護するような競争制限がなされていなければ、経済成長は労働市場の逼迫を通じて、労働力の部門間再配分を招き、結果として経済全体の近代化を引き起こす。いわゆる「経済的規制」がなければ、近代部門と前近代部門は、生産する財・サービスの市場で同じ価格に直面することになるが、生産性の低い前近代部門は近代部門のオファーする賃金をオファーできなくなり労働市場での競争に負け、その規模を縮小せざるを得なくなる。これにより、前近代部門に属している企業は、より生産性の高い近代企業に移行するか、あるいは淘汰されざるを得ないということになる。

このように1970年代初期は、日本の全面的な近代化が、まさに始まる時期であったと言えるのだが、折悪しく第一次石油危機が1973年に起こってしまった。前近代部門の淘汰の過程は、見かけ上は労働市場の需給逼迫という現象を伴うため、金融政策を所与とすれば、物価に対しては上昇圧力を加えることになる。事実、石油危機の始まる以前の段階で、すでにインフレの昂進は明白となっていたのである。そこへ石油危機が到来し、日本にとっての本源的生産要素である原油の価格が大幅に上昇し、インフレは総需要の抑制すなわち高度成長の放棄なしには制御困難な段階に突入していた。かくして政策的に高度成長路線は放棄され、インフレの抑制には成功したものの、労働市場の逼迫＝実質賃金の引上げによる日本経済全体の近代化あるいは二重構造の克服という課題は残されたままとなってしまった。それどころか、成長率の低下は人々の関心を「パイの大きさ」から「パイの分け前」へ向けさせ、大店法に代表されるような競争抑制的な制度の蔓延を招いたのである。かくして、1970年代後半以降、日本経済は原油価格の高騰によるインフレーションという他の先進国を悩ませた問題には比較的適切に対処できたものの、近代的で生産性の高いセクターと、前近代的で生産性の低いセクターが、規制によって併存する二重構造経済という問題を克服できなかったのである。

## (2) 行き詰まった二重構造経済

規制と商習慣あるいは近代セクターでの終身雇用制による労働市場の分断といった要因から温存されてしまった二重構造経済ではあるが、日本がOECD加盟国となり、GATTの国際協定の下で貿易自由化を続ける過程で、国際競争に晒される輸出産業と規制に守られ

る内需産業という形で二重構造が明確になってきた。

こうした日本経済の二重構造が「輸出主導経済」という性格を強める中で、80年代前半のアメリカが高金利と内需拡大というポリシーミックス（レーガノミックス）を採ったため、日米の貿易不均衡は大幅に増加していくこととなった。この現象を日本経済の特質に見いだそうとする研究は、自ら貿易不均衡は日本の規制の結果であるという結論に達してしまい、全く誤った認識を内外に広めることとなった。言うまでもないことだが、貿易収支（正確には経常収支）の趨勢的な変化は、各国の貯蓄投資バランスを通じて、財政政策や貯蓄性向といった要因によって規定されるものであって、貿易障壁などによっては決まるわけではないが、それを認めてはアメリカはマクロ経済管理の失敗を自ら認めざるを得なくなるため、誰の目にも明らかな日本の二重構造こそが貿易不均衡の原因であるというパーセプションがアメリカを中心に形成されてしまったのである。

アメリカの日本経済理解は、このように全く誤ったものであったが、同時に日本人自身も全く誤った自己認識に陥っていたことに注意しなければならない。つまり、貿易黒字は日本経済の強さ・弱さとは無関係な現象なのに、それを日本の経済システムの強さの証明であると誤解してしまったのだ。実際には、大きな低生産性部門を抱えた二重構造ということは、日本の経済システムは決して優れたものではないことの証明であったわけだが、そうした認識は広がらず、もっぱら二度目の石油危機をも乗り切った世界最高のシステムである、という決定的な誤解が蔓延していたのである。この傾向は今日でも続いており、2001年の後半まで続いた貿易収支黒字の縮小傾向が、日本経済の構造的な欠陥であるとか、国際競争力の欠如の証拠であるという意見がマスコミやエコノミストの意見として広く流布していたのである。すでに明らかだが、経常収支黒字は2002年に入って増加傾向を示している。これが日本経済の強くなった証明ではないことは言うまでもない。

だが、経済指標を詳細にみると、日本経済が最も「輝いていた」はずの80年代前半期のパフォーマンスは、決して優れたものではないことがわかる。他のOECD諸国との比較では圧倒的に優れていたが、日本の失業率は80年初めの2%から、徐々に上昇していたのである。経常収支黒字の拡大と失業率の上昇は、常識的には内需の低迷を意味する。事実、内需産業はその前近代性故に、既存企業のレントこそ大きいものの、新規投資の収益率は低く、高い貯蓄率を相殺する設備投資を生み出せず、内需の低迷の原因となっていたのである。

こうしたアメリカのマクロ経済政策の失敗と、日本（およびドイツ）の貿易黒字の恒常的で大幅な黒字の持続は世界経済の最大問題であるという認識が高まり、85年のプラザ合

意に始まる一連の通貨調整を引き起こすこととなった。結果として、円の対ドルレートは大幅に上昇したが、これは日本経済を支えてきた近代セクターに大きなダメージを与えかねないものであった。そこで日本政府は、内需振興を旗印に各種の政策措置を発動したわけだが、その内実は内需セクターの近代化を促す競争促進政策ではなく、もっぱら財政支出の拡大による「内需拡大」政策にすぎなかった。貿易理論の教えるとおりの、特定産業の保護は、それ以外の産業への懲罰である。内需産業を保護することは、生産性の高い輸出産業への懲罰であり、日本経済に大きな損失を与えるものであることは意識されてはいなかった。

### (3) バブル経済

問題を複雑にするのは、二重構造経済に対する大幅な円高、そして同時に生じた原油価格の暴落の効果であった。この二つは、日本の交易条件を劇的に改善したが、価格弾力性のきわめて低い鉱物性燃料（原油・粗油・天然ガス）の輸入金額は、円建て価格の急落通りに減少することとなった。85年まではGNP（当時の名目GNPは約300兆円）の約5%を占めていたが、円ドルレートの二倍の上昇と、ドル建て原油価格の50%の下落は、この比率を2%以下まで引き下げてしまった。つまり、鉱物性燃料だけでも、この交易条件の改善で名目GNPの3%相当、つまり年間約10兆円の「円高差益」を生み出すことになった。

ところが、この交易条件改善の果実は、内需産業の競争制限的な規制などの結果として、ほとんど全てが消費者へは還元されず、内需産業のレント増加につながってしまった。このレントが株式市場で内需関連株の高騰を引き起こす原因となったのは言うまでもない。かくして、近代化による生産性引き上げを経ることなしに、レントの分け前が大きいという理由だけで事業の収益性が評価されてしまうような状態が現出したのである。そして、レントの分け前を象徴するのが、各種規制でがんじがらめになっていた土地所有権となるのはごく自然なことであった。かくして、地価高騰を軸とする資産価格急騰が始まり、俗に言うところの「バブル経済」の時代が始まったと考えられる。

### (4) バブル崩壊

こうした生産性向上に裏付けられない資産価格の上昇は、早晚破局を迎えることは明らかだったわけだが、政策当局は89年頃から急速に姿勢を変更し、意図的な「バブル潰し」に乗り出した。この結果、89年中にはそれまでの余勢をかって上昇を続けていた株価も、90年初めには急落し、これまでとは逆に資産価格全般の下落という「資産デフレ」現象が

始まることとなった。だが、それまでの資産価格の上昇の過程で生じた経済犯罪や資産格差の拡大を批判してきた多くの国民が、この現象を正常化として受け止めたため、急速な資産価格の下落が実態経済に与える悪影響は看過されてしまった。

ところが1991年3月に始まった景気後退以降、日本経済がそれまでとは大きく異なった景気変動の最中にあることは誰の目にも明らかになってきた。それを最も端的に示すものが、91年以降の経済成長率の著しい低さと90年代後半期以来のデフレの持続だ。

#### (5) バブル崩壊からデフレ不況への転化

1991年第2四半期から2002年第4四半期までの平均実質経済成長率は僅かに0.9%台にすぎない。80年代の平均成長率が4%であったことを考えると、1%にも満たない平均成長率がこれほどの長期間にわたって続いてきたことは特筆に値する。

長期的な経済成長率を決定する要因として、労働力の増加率や技術進歩率の変化を考えることが多い。確かに、この時期の日本で、人口の高齢化が急速に進んでいることや、労働時間が短縮していることなどは事実である。しかし、労働人口増加率の80年代の成長率に対する寄与度は高々1%台であるし、労働時間の減少が生じたのも90年代前半のことにすぎない。そうした純粋にサプライサイドの趨勢的な変化だけによって、3%以上もの成長率の低下が生じたことを説明するのは困難である。

こうした低成長とともに、デフレという新たな現象が始まっている。暦年ベースの国内卸売物価は、前年比で99年以来、ゼロまたはマイナスである。また消費者物価（全国総合）は、同じく99年以来僅か2ヵ月を除き、一貫して前年比でマイナスを継続している。こうした傾向は、国内総生産（GDP）デフレーターで見ると、一層顕著に観察できる。四半期ベースのGDPデフレーターの前年同期比上昇率は、94年10-12月期にマイナスに転落して以来、消費税引き上げのあった97年度を除いて、直近の2001年10-12月期まで一貫して、7年以上もマイナスとなっている。IMFの“World Economic Outlook【1999】”が示した定義によれば、物価水準が2年間に渡って低下を続ければデフレが生じていることになるわけだが、7年を超えるGDPデフレーターの低下は、この条件を十二分に満たしていると言えよう。

デフレと低成長の併存という現象が、今日の日本経済の抱える最大の問題であることには多くの経済学者、エコノミストが同意するものと思われるが、その解釈を巡っては大きな意見の対立が見られる。マルサスとリカード以来繰り返されてきた論争である「サプライサイド派對需要サイド派の対立」が再現しているのである。今日、日本政府は構造改革

による日本経済再建を、レーガン・サッチャー路線を踏襲することで実現しようとしているが、これは明白に「サプライサイド派」に与していることを意味している。

しかし、純粋なサプライサイドの変化で供給能力が低下した結果として、現実の成長率の低下が生じたと解釈するなら、90年代後半期以降のデフレが、なぜ、生じたのかを説明することはできないとするのが常識的な判断であると思われる。マクロ的な供給能力が一方的に低下しているのであれば、財・サービスの需給は相対的に引き締まるはずであり、需要を抑制するような政策が採られない限り、物価には上昇圧力が加わるはずである。つまり、純粋のサプライサイドの問題が91年以降の日本経済が極度の不振に陥った原因であるためには、財政金融政策が著しく緊縮的でなければならない。ところが日本の財政赤字は、一般政府（中央+地方+社会保証基金）のネットベースで見ても名目GDPの50%程度の赤字であり、欧州諸国よりは若干小さく、アメリカと同じ程度である。つまり、90年代の財政政策がゴー&ストップ政策と揶揄されかねないものであり適切に運営されていたとは言えないにしろ、趨勢的に総需要を抑制する方向で作用していたとは考えにくいということになる。すなわち、マクロ経済政策が、これほどの長期にわたるデフレと不況の原因となったとするなら、もっぱら金融政策が緊縮的に運営されてきた可能性が高いということになる。もちろん、現時点での短期名目金利は事実上ゼロであることを考えれば、「緊縮的」という用語法は「伝統的」ないし「常識的」な意味でのそれではない。次章では、デフレに焦点をあて、議論を続ける。

### 3. デフレ経済の脆弱性

バブル崩壊後の景気後退は91年3月に始まった。その後、93年11月から97年3月までの41か月間、99年5月から2000年10月までの18か月間の二回の景気拡大期があったわけだが、それは共に脆弱なものであった。拡大自体が財政支出に負うところが大きかったし、財政支出拡大が終わったり、海外景気の後退が生じたりという外部環境の悪化が起ると、景気拡大はたやすく中絶してしまったのである。ことに2回目の景気拡大期は、97/98年の激しい景気の落ち込みの後だけに、本来なら単なるリバウンドであっても発生して然るべきものだったわけだが、実際には大規模な公共投資をスターターとして始まり、IT産業の急激な拡大だけに依存して持続していたものだった。この結果、本場のアメリカでIT産業が急減速した悪影響をストレートに被ってしまったのである。

こうした景気拡大の脆弱性、なかんずく90年代後半以降の著しい脆弱性はデフレの持続と不可分である。総合的な物価指数としてGDPデフレーターを取り上げてみると、その前

年同期比伸び率がマイナスに転じたのは94年10-12月期であり、その後消費税による見かけ上の上昇を除外して見ると、今日に至るまで一貫してデフレが続いてきたことがわかる。このデフレが企業収益を圧迫し、実質金利を高止まりさせ設備投資や雇用拡大の足を引っ張ったことはたやすく理解できるだろう。

#### (1) 労働分配率の推移

長期的に見て労働分配率はほぼ一定の水準を維持するものだ。もしそうでなければ、長い期間が過ぎた後には、所得は全て賃金として支払われてしまうか、あるいは逆に賃金がゼロになってしまうからだ。実際、ある程度の成熟段階に達した諸国で、労働分配率はほぼ一定の水準を保っている。アメリカの場合、国民所得統計ベースでの民間企業部門での労働分配率は、93年頃まで64%前後で非常に安定していた。ところが、80年代から続いてきた厳しい経済不振を乗り越えたまさにこの時期から、97年第3四半期までの期間、労働分配率は傾向的に低下を開始している。ほぼ64%だった労働分配率は、この4年間で61.1%まで低下しているのである。労働分配率の裏側は企業収益である。労働分配率が一定であるなら、企業収益の伸びは（名目）経済成長率に一致するわけだが、このように労働分配率が低下し続けている局面では、経済成長率以上のスピードで企業収益が伸びてゆくことになる。このころから、アメリカ経済について「ニューエコノミー」という呼び名が定着したのは決して偶然ではないのだ。企業家からみれば、過去に経験したことの無い素晴らしい高収益を実現できる経済成長の期間だったからである。

しかし、こうした期間が永久に続くことはありえない。そして、97年第4四半期から、労働分配率は急速に上昇を開始しており、2001年第3四半期時点では65.3%に達しているのだ。つまり、過去の平均的な労働分配率の水準すら超えてしまっているのである。IT革命とニューエコノミーによる永久の繁栄というストーリーは、ナスダック市場でのニューエコノミー株の暴落した2000年春に脆くも破綻したが、その経済的な背景は、それを遙かに遡る97年の段階で消滅してしまっていたのである。このように企業収益の基盤が崩れてしまった以上、アメリカ経済が90年代のような設備投資主導で強力に拡大することを期待するのは困難になってきているのである。つまり、今年（2002年）の前半に関しては、在庫調整の巻き戻し局面として比較的高い成長が続くものと予想されるが、後半期になってもそのトレンドが維持できるとは考えにくいということだ。もちろん、積極的な財政政策によって、比較的高い成長の期間が若干は伸びるかも知れない。しかし、不確実性が高まってきていることは否定し得ない事実なのである。

## (2) バランスシート調整

翻って、日本の現状を観察すると、別の意味での設備投資抑制要因が見えてくる。それは、俗に言う「バランスシート調整効果」である。本来、全体としてみた民間企業部門は資金の借り手である。つまり、税引き後の経常利益と減価償却費の合計であるキャッシュフローでは設備投資資金を賄いきれず、借入や増資によって資金を調達する側である。外国貿易と資本収支（資金の国際的な貸借）そして財政赤字を無視すれば、家計の貯蓄に相当するだけの資金を企業が調達して、はじめてマクロ的なバランスが成立するのである。ところが、近年の日本企業は猛烈な勢いで収益改善に努め、その一方で設備投資を抑制している。この結果、キャッシュフローから設備投資を控除した資金余剰（フリーキャッシュフローつまり企業部門全体としての貯蓄）は、法人企業だけで20兆円弱という凄まじい金額に達している。天文学的で持続不可能であり、日本経済の長期的な先行きに深刻な懸念を引き起こしていると言われる財政赤字が30兆円台であることを考えれば、この企業部門の資金余剰の大きさを実感できるだろう。

こうした、本来は資金の取り手であるべき企業部門が大規模な資金余剰主体に転ずるといふ異様な現象は、実は世界大恐慌時代のアメリカや昭和恐慌期の日本でも観察されることが、我々の最近の研究で明らかになっている。それどころではない。30年代の日本では企業部門の資金余剰はGDPの1%にも満たなかったし、アメリカでも2%程度だったのである。これに対し、99年後半から続いている現在の資金余剰は（2001年7-9月期を除き）3%弱から4%弱という水準を維持している。こういう事実を見ると、景気が循環的に拡大局面に入ったとしても設備投資の急速な拡大は全く望めないと考えるのは無理はない。

では、バランスシート調整が続く限り設備投資は在庫調整の終了などの要因で景気が底打ちしても増加には転じないのだろうか？ 注目されるのは、企業部門の資金余剰幅は97年から急激に拡大した後、99年後半以降は拡大トレンドにはないことだ。つまり、これだけの資金余剰（貯蓄）が実現した後は、さらなる追加的な収益拡大部分は設備投資の増加に結びつくということである。これの意味することは明確だ。大規模な財政赤字の下支えがあるなら、循環的な景気拡大は設備投資の拡大を早晚引き起こすということだ。だが、そうした景気拡大を奇貨として財政赤字圧縮に乗り出せば、たちまち設備投資の抑制ひいては景気後退が起こる可能性が高いということでもある。そして、現在の財政赤字の規模は、すでに持続可能な状態にはないので、財政当局は常に引き締めを機会を狙っている。このジレンマ状況を突破しない限り、財政のゴー&ストップという悲劇的な状況は終わることはないのである。



### (3) デフレ経済の脆弱性

第1に指摘できるのは、実質金利が上昇ないし高止まることである。日銀短観の「製商品価格動向判断」を用いて我々が計測した予想デフレ率を用いて予想実質金利を算出すると、現在の水準は90年前後の景気ピークと同じく6%前後の水準にあり、予想企業収益がよほど高くなければ十分な設備投資を生み出すことは困難な水準となっている。

第2は、上で説明したように、名目賃金の下方硬直性とデフレが実質賃金の上昇を招き、それが労働分配率の上昇すなわち企業収益の圧迫を招くことである。予想実質金利の高止まりと企業収益の圧迫は、設備投資を大きく抑制することになる。

第3は、資産価値というものが資産の生み出す将来所得の予想に依存する以上、長期にわたって持続するデフレが資産価値の低下を促進し、企業経営を後ろ向きなものとし、銀行の不良債権を増加させ、消費者の消費意欲を後退させることである。

このように、デフレの持続は民間経済主体の行動を強く抑制する効果を持つ。具体的には、限界投資性向（限界的なキャッシュフローから限界的な設備投資支出へ割かれる割合）と、限界消費性向を低下させることになる。この二つの合計である限界支出性向こそが、マクロ経済政策のトランスミッションメカニズムの核である乗数効果を規定する以上、その大幅な低下が生じれば、財政政策を中心としたマクロ経済政策は有効性を失うことは自明である。

## 4. 反デフレ政策のケーススタディ

1990年初めの株価暴落から始まった資産価格の下落は、後に地価へと波及したが、「資産デフレ」と呼ばれていたように、初めはもっぱら資産価格の正常化プロセスでの現象に過ぎないと考えられていた。しかし、1995年頃を境にして、消費者物価や賃金という従来は上がることはあっても下がることは希であった価格までが下落し始めた。まさに一般的な物価の下落というデフレ現象が始まったのである。戦後最高の失業率が象徴している不況と、マイルドではあるものの着実に進むデフレは、徐々にスパイラル的に進行し始めていと言えよう。内外を問わず多くの経済学者の間から、この危機的な状況を打破するために、大胆な金融政策の転換を求める声が強まっている。

その一方で、大規模な金融緩和と政策の採用に断固として反対する人びとも少なくはない。こうした人びとは「大胆な金融緩和」は財政節度の喪失を意味し、長期国債利回り（長期金利）の急騰と、制御不能な激しいインフレーションを引き起こすと警告している。その根拠として、1930年代の日本の金融政策が「失敗」したことが自明の事実として語られて

いる。だが、果たしてそうした主張を裏付けるような事実は実在するのだろうか？ ここでは、現在の金融政策を巡る論争という視点から、かつて日本で行われた「大胆な金融緩和政策」の前後の事情と、その効果を検証してみたい。

### (1) 昭和恐慌前夜

1923年に起こった関東大震災は、第一次大戦(1914-1918)の戦争景気後の「反動恐慌」からようやく立ち直った日本に、甚大な物理的・経済的損害を及ぼした。だが、震災からの復旧のために発行された震災手形の処理が進まず、今日で言う不良債権問題となって金融システムの安定性を脅かしていた。こうした状況下であるにもかかわらず、1924年に発足した加藤高明内閣は、金本位制への復帰の準備として財政緊縮政策を開始した。この結果、中小企業や(今日で言うところのバブル企業である)放漫経営企業の破綻が増加していった。そして1927年3月の「失言恐慌」と呼ばれる東京渡辺銀行の破綻が生じ、さらに大総合商社であった鈴木商店そして台湾銀行の破綻へと拡大していったのである。

かくして台湾銀行を含め45行もの銀行が休業する昭和金融恐慌が起こった。最終的には、民間の大銀行が共同出資した破綻受け皿銀行である「昭和銀行」が設立され、小口預金の大幅なカットや台湾銀行への日銀特融などの措置がとられ金融恐慌は收拾された。いわば、1997年の財政再建不況から1998年の金融システム危機とその收拾といった一連の事態に似たものが、1924年から1927年の間に生じたのである。

### (2) 昭和恐慌

昭和金融恐慌が收拾されたわずか2年後、浜口雄幸内閣は再び金本位制への復帰を目指して緊縮財政(井上財政)を執行した。それは予算全般に及び、公共投資・補助金は言うに及ばず公務員給与の減俸にまで及ぶものであった。まさに聖域なき「財政構造改革」が実行されたわけだ。当然ながら、この緊縮財政は景気後退を招いたのだが、1929年10月24日に至ってニューヨークのダウ平均株価はパニック的な下落に襲われ「暗黒の木曜日」を迎えることになった。

しかし浜口内閣は当初の方針を変えず、1930年1月に旧平価での金本位制への復帰を執行したが、その結末は悲惨なものとなった。消費者物価で見ると金融恐慌の收拾以降続いていた前年比5%前後のデフレが1930年から31年末まで10%台へと激化してしまった。これが「昭和恐慌」である。

### (3) 高橋財政

この未曾有の経済危機の結果、浜口内閣は退陣し、1931年12月13日には犬養毅内閣の大蔵大臣に高橋是清が就任した。高橋は直ちに金本位制を再停止し、過大評価されていた円レートは急速に低下し始めた。さらに、1931年9月に始まった満州事変による軍事支出の拡大もあり、1932年11月25日には悪名高い歳入補填国債の日銀引受発行が開始された。これによって1932年から34年まで財政支出は毎年20%ずつ増加することとなった。その後、景気は急速に回復しはじめたのであるが、1936年2月26日に至って高橋蔵相は暗殺されてしまい、日本は第二次世界大戦への道を突き進むことになったのである。

### (4) 金融政策とデフレの終息

1931年には10%を越える激しいデフレが起こっていたことから考えると驚くべきことだが、高橋蔵相在任期間の平均のインフレ率（ここではGDPデフレーターを用いる）は急速に上昇し、2.4%前後で極めて安定的に推移していた。恒常的に年率10%以上のインフレが続くのは高橋蔵相が暗殺された後、実質的に軍部が政治的実権を握り、軍事費の急拡大に歯止めが掛からなくなったからのことだ。こうしたデフレの終息の背景には強力な金融緩和政策の発動があった。高橋蔵相の就任直後から短期金利（コールレート）は大幅に低下し2.5%～3.0%程度で安定的に推移している。いっぽう日銀のバランスシートに占める国債の残高は、既発国債全体に対するシェアをみると、日銀引受前の1932年を境として、それ以前の10%から20%へ大幅に上昇していることが確認できる。

さらに興味深い事実は、こうした超積極的な金融政策の運営とデフレからインフレへの転換にも関わらず、長期金利は高橋財政の期間を通じて低下トレンドを維持していたことである。今日、強力な金融緩和（インフレターゲットや大規模な量的緩和政策の導入）に反対する論者の主張とは全く逆の現象が起こっていたということは強調してもし過ぎることはないものと思われる。

### (5) 株価と景気の回復

株価は高橋蔵相の就任時が底となっており、その後いったんは下落したものの、日銀引受の決定により本格的な上昇に転じている。ちなみに米国の場合は、FRBによる積極的な国債買いオペが開始された1932年が株価の底となっている。日米いずれのケースでも、中央銀行の国債の保有額が既発残高に占めるシェアが倍増するような超積極的な国債買いオペの導入が株価反転のきっかけとなっていることは無視できない事実だ。いわゆる「相場

の格言」に従えば、インフレは下げ相場の条件だが、この時期の株価の推移はインフレ率と密接に連動していることを強調すべきであろう。すなわち、超金融緩和政策はデフレからの脱却を可能にすることによって、フローの企業収益を好転させ、さらに資産価格である株価を底打ち反転させたと考えられるのだ。

(6) いったい何が教訓なのか？

以上に見てきたように、高橋財政は、新発国債の日銀引受という今日では財政法で禁じられている非常手段を採用したが、それによって日本経済は未曾有の危機から救い出され、世界に先駆けて大恐慌からの景気回復を実現させたのである。

しかし、二・二六事件により高橋は暗殺され、彼の生み出した財政金融政策のメカニズムは、もっぱら非生産的な軍事費の捻出のために利用され、急速にインフレを昂進させていってしまうことになった。つまり、強力な金融緩和政策の採用に反対する人々の主張は、高橋亡き後の高橋財政に対する批判としては正しいものの、高橋財政自体への妥当な批判であるとは考えにくいのである。近い将来に日本で軍事独裁政権が樹立され、止めどもない軍事支出の拡大が起こると予想する理由が、筆者には全く思いつかないからだ。むしろ、昭和恐慌に至る過程で繰り返された失敗にこそ、教訓があると思われる。

つまり、不良債権問題と割高の為替レート、緩やかとはいえ進行するデフレといった問題を放置し、その一方で財政緊縮を強行することが、どれほど危険なことだったかを知るべきなのである。もちろん戦前の日本には寄生地主制度と呼ばれる甚だしい構造問題があり、国民の多くは十分な購買力を持てなかったことは良く知られているとおりである。その解決は、敗戦と占領という一種の革命によってしか実現できなかった。だが、そうした構造問題があったにもかかわらず、デフレの克服と景気の回復に財政金融政策の組み合わせは有効だったこと、特に強力な金融緩和政策の採用が効果的であったことを、我々は歴史から確認すべきなのではないだろうか。