

# 大恐慌期のデフレーションとその終焉

—歴史に見るデフレーションからの脱却—

堀 雅博\*

## 要 約

日本経済の低迷が長期化しデフレ懸念の続く中で、1930年代の大恐慌・大デフレーションの経験への関心が高まっている。本稿では、今日の日本経済にとって特に重要な「デフレ脱出の鍵」を探るべく、戦間期の世界恐慌・世界同時デフレーションを回顧している。

本稿の前半では、今日の米国学会で標準的な「金本位制を中核とする大恐慌理解」を紹介し、その妥当性を雄弁に物語る大恐慌期の国別パフォーマンスと各国の金本位制への姿勢の関係を示す。30年代の恐慌・デフレは当時のほとんどの国を襲った国際的現象であったが、その深刻さや反転上昇のタイミングは各国の金本位制への姿勢に依存しており、金本位制に遅くまで拘泥した国ほど深刻なダメージを引きずる結果となった。20余国の観察から判断すれば、30年代デフレからの脱出の要件は金本位制離脱と為替減価（金融緩和）であり、高橋財政等から想起される拡張的財政や輸出拡大は必須の条件ではなかった。

後半では、前節の理解・観察事実を踏まえ、主要5ヶ国（米・日・英・独・仏）の1880年頃からの長期系列を利用した統計的分析を試みる。30年代デフレからの脱出を可能にした鍵は何だったのか。分析では、インフレ率決定のマクロ理論として標準的なフィリップス曲線の推定を通じ、30年代デフレの脱出が通常であればデフレの継続を予想させる大幅なデフレ・ギャップの下で実現されたことを指摘する。その意味では、実物的需給の経路を経ずに物価上昇（期待）をもたらすメカニズムの解明が不可欠である。

最終節では、そうしたメカニズム（の一例）としてレジームの転換を考え、その可否を判断する上での歴史的・国際的アプローチの意義を改めて強調している。

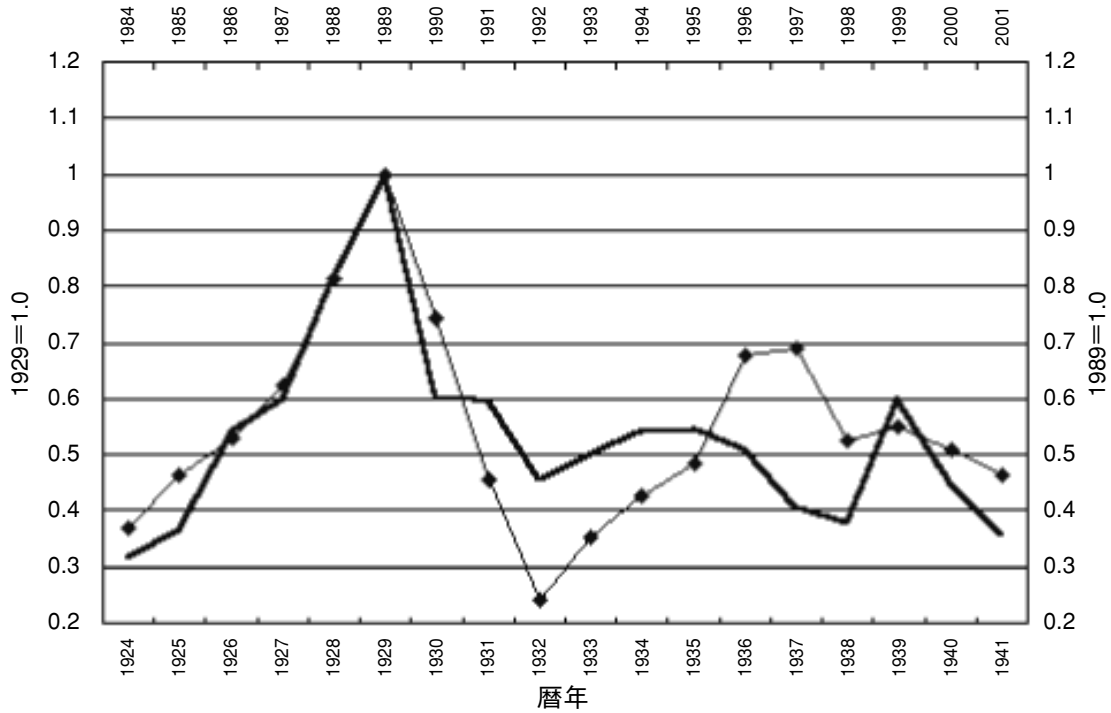
## I. はじめに

1930年代の世界大恐慌は、実質生産の下落以上に物価の落ち込みが激しい典型的なデフレーション（デフレ）であった。1990年代以降、戦後最悪の低迷に苦しむ我が国でも、一般物価水準の持続的下落が生じており、大恐慌・大デフレーションの経験への関心も高まっている。日本の現況については、所得や価格が軒並み3割

超下落した大恐慌とは比較すべくもないという見方もあるが、株価の下落パターンは驚くほど酷似している（図1）。また、デフレ・トレンドは、緩やかながら大恐慌の収縮期（おおむね3～4年）を超える期間（7年間）継続しており、この傾向が続けば大恐慌時の物価パターンを逆転するのも時間の問題になっている（図2）。

\* 内閣府・経済社会総合研究所主任研究官。本稿は、筆者の個人的見解をまとめたものである。

図1 大恐慌期のアメリカの株価動向と日本のバブル崩壊の比較



—◆— アメリカ(大恐慌期)

—— 日本(現代)

(出所) アメリカ, Indices of Market Value of Industrial Shares, Statistical Year-Book of the League of Nations.

日本, 東証株価指数(第一部)

大恐慌の経験から、日本経済の現況（景気の長期低迷とデフレの進行）を考える上で有益な教訓が導き出せないか。本稿では、今日の我が国にとって特別な意味を持つ「デフレ脱出の鍵」を探るべく大恐慌期の世界的デフレ現象を回顧し、今日的理解の一端を紹介するとともに、デフレ脱出のヒントとなる若干の実証結果を提示したい。

今日、我が国の「十年不況」を巡る論壇では、思い込みや限定的なエピソードに依拠する誤った議論<sup>1)</sup>、流行に阿る議論等が散見される。政

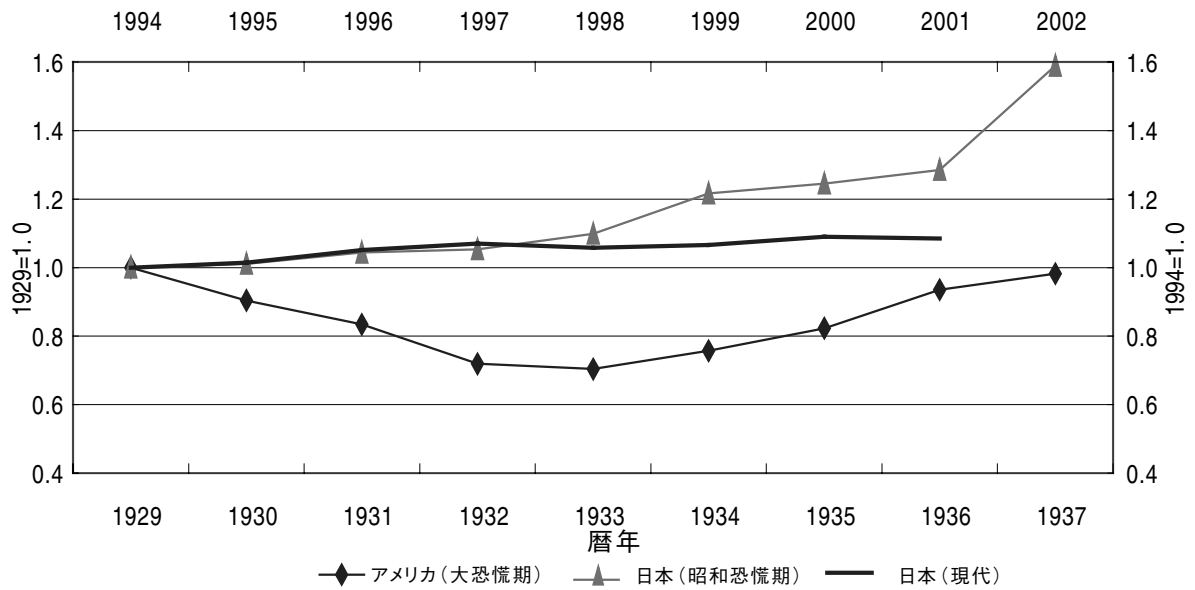
策評価の実証分析でも、その多くは90年代日本経済の解析に終始している。また、「歴史に学ぶ必要」を謳う論者でも、高橋財政の経験かニューディールのアメリカへの言及に止まっている場合が多い<sup>2)</sup>。我が国の現況打破に必要なのは、現行体制下での裁量的政策対応ではなく、レジームの転換であると考えられる。とすれば、既定レジーム内で発生した時系列データの解析（90年代日本の分析）はその可否について何等の情報をもたらさない可能性すらある。むしろ必要なのは、可否を論ずべきレジーム転換の経

1) 「大恐慌の教訓は金融政策の無効と財政政策の意義にある」という誤解はこの典型である。

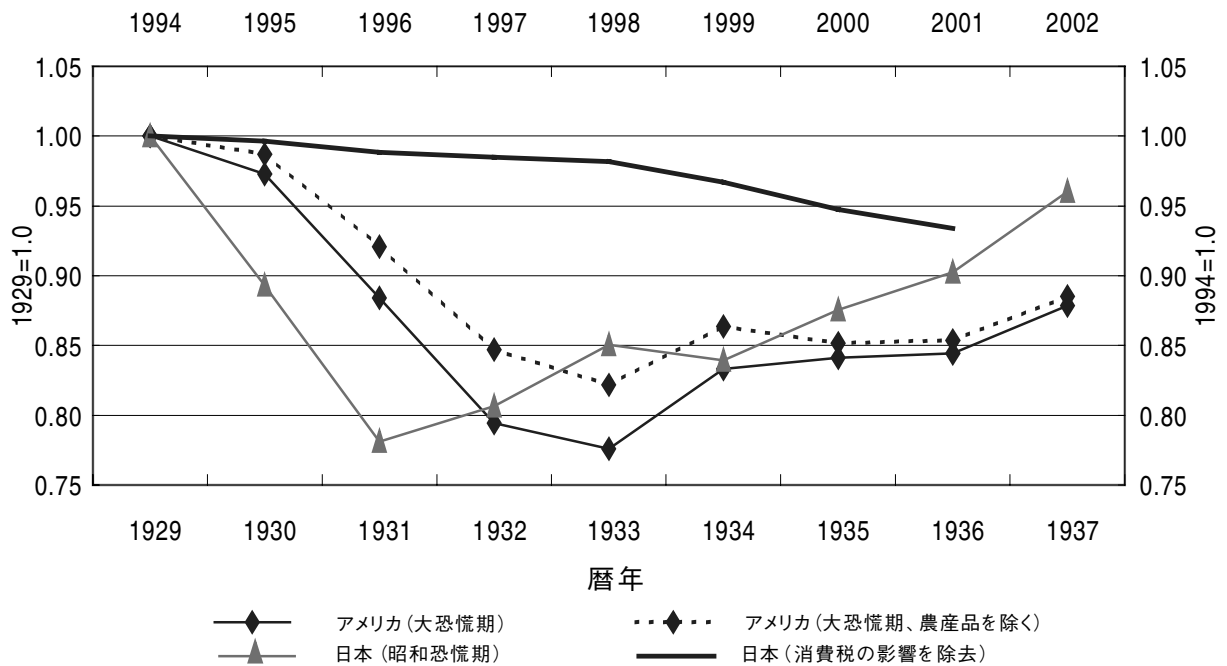
2) 高橋財政をデフレ脱出策という視点で評価した最近の議論として、加藤（2001, 2002）がある。また白川（2002）は、日・米・瑞3国の30年代を振り返り、明確なメカニズム理解を欠く「レジーム転換論」に疑問を呈している。

図2 大恐慌期の実質生産・物価動向（米・日）と90年代日本の比較

①実質 GNP／実質 GDP



②デフレーター



(出所) アメリカ：Gordon (1986) Appendix B.  
 日本(大恐慌期)：日本銀行統計局(1966)  
 日本(現代)：国民経済計算

験をできるだけ多くのサンプルで検証することではないか。本稿では、この考えに従って、レジーム転換の経験を大恐慌の歴史に求め、しか

も20余国のデータで国際比較分析を行う。

以下、次節(第Ⅱ節)では、今日の米国学会で標準的な「金本位制を中核とする大恐慌理解」

を紹介し、その妥当性を雄弁に物語る国々の金本位制への姿勢と大恐慌期の国別パフォーマンスの関係を示す。30年代の恐慌・デフレは当時のほとんどの国を襲った国際的現象であったが、その深刻さや脱却のタイミングは各国の金本位制への姿勢に依存しており、金本位制に遅くまで拘泥した国ほど深刻なダメージを引きずる結果となった。20余国の観察から判断すれば、30年代デフレからの脱却の要件は金本位制離脱と為替減価（金融緩和）であり、高橋財政等から想起される拡張的財政や輸出拡大は必要条件ではなかった。

続く第Ⅲ節では、前節の理解・観察事実を踏

まえ、主要5ヶ国(米・日・英・独・仏)の1880年頃からの長期系列を利用した統計的分析を試みる。30年代デフレからの脱却を可能にした鍵は何だったのか。分析では、インフレ率決定のマクロ理論として標準的なフィリップス曲線の推定を通じ、30年代デフレの脱却は通常であればデフレの継続を予想させる大幅なデフレ・ギャップの下で実現されたことを示し、必ずしも実物的需給の経路を経ずに物価反転をもたらす要因を探る必要性を指摘する。第Ⅳ節では、本稿のインプリケーションの若干を述べ、更なる歴史的・国際的視点での研究の必要性を訴える。

## Ⅱ．30年代デフレと金本位制

### Ⅱ－1．世界同時デフレーション

大恐慌期（1929～）の世界経済は未曾有の収縮を経験した。世界経済の中心アメリカの鉱工業生産が37%（実質GDPで約3割）下落したのを始め、欧米先進国の生産は軒並み10～40%の低下を示した。失業率は、史上空前の高さに上昇し、20%を切れば雇用面で優等生側に分類される状況であった<sup>3)</sup>。

この大恐慌には、それが世界中の人々の実質所得を減らし雇用を奪ったという以上に注目すべき特徴があった。それは空前絶後の景気の収縮にそれ以上に激しい物価下落が付随していた点である。大恐慌当時の各国における物価と生産の関係を卸売物価指数と鉱工業生産指数でプロットしてみると（図3）、驚くことに、ほとんど全ての国で物価下落と生産の収縮が併発している。生産収縮が激しい国では物価下落も激しかったという意味で両者には相関があったが、日本やノルウェー等、実質生産の落ち込みが比較

的軽微だった国においてすら、2～3割（1929年比）の物価下落が当たり前に生じていた。大恐慌期はまさに、世界同時デフレーションの時代でもあったわけである。

### Ⅱ－2．デフレーションを生んだメカニズム

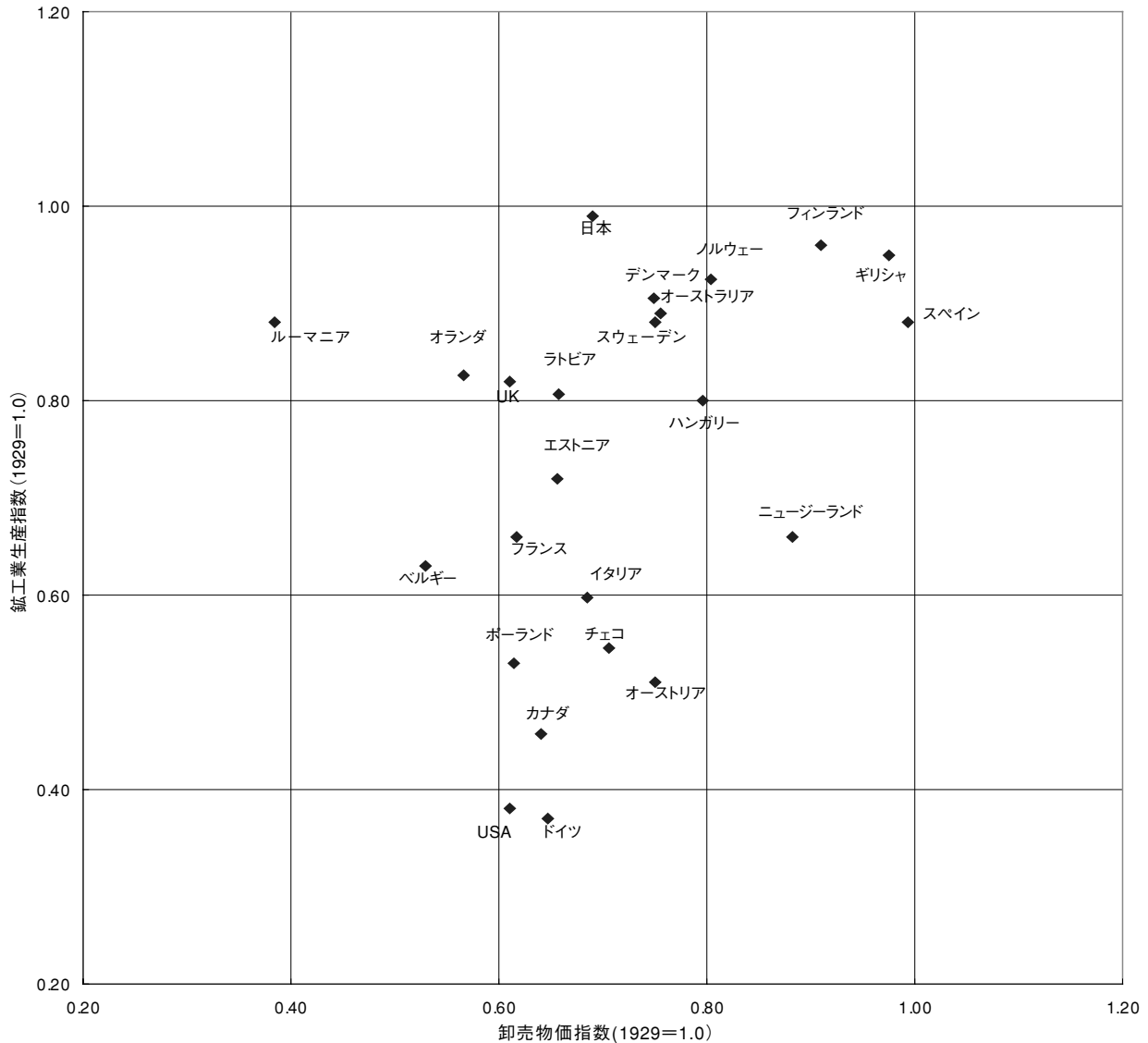
では、この激しいデフレーションはどういうメカニズムで生じたのか。図3に見た通り、大恐慌はまさに「世界」恐慌であった。にもかかわらず、恐慌の国際的側面が重視されることは少なく<sup>4)</sup>、1970年代までの恐慌研究の多くは、その中心国アメリカに焦点を当てていた。

Friedman and Schwartz（1963）は、マクロ経済学史上の金字塔とされる大著でマネタリスト的解釈を示し、金融政策の誤りとそれに続く金融システム危機が生産と物価の崩壊を招いたと論じた。一方、Temin（1976）は、1930年における消費の落ち込み等、実物サイドの崩壊が大恐慌の主因であって、貨幣量の変動は実物変動の

3) データの意味や正確性に留保が必要かもしれないが、筆者の手元の統計では、1932年のニュージーランドの失業率は50%超、ドイツでも43.8%に達している。

4) Kindleberger（1973）は恐慌の国際性に注目した例外的先駆業績である。

図3 大恐慌期における生産の落ち込みとデフレの相関（1932年時点）



(出典) Bernanke and James (1991) より筆者作成。

反射に過ぎないと主張した。「大恐慌期の金融政策の役割（責任）」に係るこの論争は、80年代初頭の Brunner eds. (1981) の論文集に至るまで、時代を代表する多くのエコノミストの間で戦わされたが、米国内の動向のみに注目した研究がその回答を見出すことはついになかった。

この膠着状態を破る展開は、80年半ばに、大恐慌の世界恐慌たる側面に注目した国際比較研究によってもたらされた。Eichengreen は、大恐慌と国際金融システムに関する一連の研究を通じ、戦間期の国際金融システムたる金本位制

が世界恐慌の理解に本質的であったことを説得的に論じた (Eichengreen [1992])。復活した戦間期の金本位制には重大な構造的欠陥があり<sup>5)</sup>、為政者がそれに拘泥したことが各国の政策オプションを制約して、1920年代末以降の世界的な貨幣収縮と大恐慌・大デフレーションをもたらしたというのである。

「①為替の安定、②貿易・資本移動の自由、③金融政策の独立、の三つは鼎立しない」という命題は、国際金融論の大原則である。金本位制は①・②を約束する制度であり、その下で各

国の金融政策は独立性を失っていた。そこで大  
国が緊縮策を選択すれば<sup>6)</sup>、他国は（自国の金  
準備を守るため）それに追随せざるを得ない。  
ここに緊縮が緊縮を呼ぶ悪循環が生じる。大恐  
慌と未曾有のデフレーションは、こうして金融  
政策を通じ、世界に伝播していった。

世界恐慌理解にかかる国際アプローチの成功  
は目覚しく、米国の大恐慌研究者の多くを後に  
国際学派に転身させたほどである（Temin  
[1989, 1991], Bernanke [2000] 他）。金本位  
制を中核とする世界恐慌論については、既に多  
くの優れた実証分析が蓄積されている（Eichen-  
green and Sachs [1985], Hamilton [1988], Ber-  
nanke and James [1991] 等）が、Hori (1996)  
は、戦間期の国際比較データを活用した金融政  
策反応関数分析を行っている。ここでは金本位  
制下の各国の金融政策に米国の政策との強い連  
動が見られた一方、金本位制を離脱した国では、  
そうした制約はなくなり、拡張的な政策を取り  
得たことが示されている。つまり、大恐慌期の  
金融政策（ないし貨幣供給量）は実体変動のミ  
ラーイメージではなく、（金本位制への配慮か  
ら）外生的に規定される側面を有したわけであ  
る。

以下では、そうした金本位制への態度（と結  
果としての金融政策）が、戦間期の各国経済の  
パフォーマンスにどのような影響を与えたかを  
確認していこう。

### II-3. 金本位制への態度と大恐慌期のパフォ ーマンス

表1-1は、戦間期の主要22カ国について、  
各国別に物価指標・生産指標・失業率のボトム  
年(1929年以降に各指標が最低水準となった年)

を特定し、またボトムの深度(1929年比)をま  
とめたものである(データの出所は Mitchell  
[1998] 他)。世界恐慌の名に相応しく、ほとん  
どの国で大幅な物価下落と生産の落込みが観察  
できる。国毎に若干のばらつきはあるものの、  
指標間には比較的安定したボトム年の前後関係  
があり、大枠として「鉱工業生産→卸売物価/  
失業→消費者物価」の順での反転が生じている  
ことが読み取れる。

しかし我々にとってより興味深いのは、この  
反転のタイミングと金本位制の関係である。表  
では、各国を金本位制への参加ないし離脱のタ  
イミングに基づき4グループ([1]不参加な  
いし1930年以前の離脱国, [2] 31年の離脱国,  
[3] 32~35年の離脱国, [4] 36年の離脱国)  
に分類して並べている。注目すべきは、金本位  
制の離脱時期に基づくこの簡単な分類で、大恐  
慌からの回復のタイミング、不況・デフレの深  
度がかかなり正確に予見できる点である。表下段  
のグループ平均で確認するまでもなく、全ての  
指標において金本位制に長く止まった国ほど、  
より後年までより深刻な収縮に苛まれることにな  
った。

大恐慌・大デフレ(とそこからの反転)にお  
ける金本位制の重要性は、同じ指標について回  
復速度に注目した表1-2でも確認できる。36  
年に最後のグループ[4]が金本位制を離脱し  
て以降、全ての国が回復期に入り、38年には大  
半の国が29年水準を越える生産を達成していた  
が、こうした回復期においても、金本位制に遅  
くまで止まった国ほど回復達成度が低いという  
傾向が明瞭に生じていたのである。

5) 本稿では詳しく論じないが、戦間期金本位制の最大の欠陥は、黒字国・赤字国それぞれの金融政策に与える制約の非対称性(赤字国の貨幣供給には抑制的に働くが、黒字国に貨幣供給を増加させる力が働かないこと)、及び制度を円滑に機能させる国際協調の土壌・指導的覇権国の不在である。興味ある読者は、概論として堀(2002)を参照されたい。また、この文脈を分かりやすく紹介した日本語の文献として、Temin (1989), Hall and Ferguson (1998)の翻訳本がある。

6) 前出のFriedman and SchwartzやHamilton (1987), Hsieh and Romer (2001)はまさにこの点(米国の緊縮政策)を論じている。

大恐慌期のデフレーションとその終焉

表1-1 大恐慌反転年と関連指標の動向

国名	金本位制期間	卸売物価		消費者物価		鉱工業生産指数		失業率	
		ボトム深度	ボトム年	ボトム深度	ボトム年	ボトム深度	ボトム年	ボトム深度	ボトム年
[1] スペイン	該当期間なし	0.95	33	0.99	35	0.93	33	NA	
オーストラリア	25.4-29.12(s)	0.78	32-33	0.78	33	0.82	31	29.0	32
ニュージーランド	25.4-30.4(d)	0.87	32	0.80	33	0.82	31	51.5	32
[2] ドイツ	24.9-31.7(c.)	0.68	33	0.77	33	0.59	32	43.8	32
ハンガリー	25.4-31.7(c.)	0.71	33-34	0.76	34	0.82	32	NA	
オーストリア	25.4-31.9(d)	0.83	33	0.93	39	0.62	32	NA	
カナダ	26.7-31.9(d)	0.70	32	0.78	33	0.73	31	19.3	33
チェコスロバキア	26.4-31.9(c.)	0.72	33	0.90	34	0.61	33	17.4	34
デンマーク	27.1-31.9(sd)	0.76	31	0.89	32	0.91	32	31.7	32
ギリシャ	28.5-31.9(c.)	0.81	31	0.87	30-31	なし		NA	
ノルウェー	28.5-31.9(sd)	0.84	31-34	0.89	33-34	0.78	31	33.4	33
スウェーデン	24.4-31.9(sd)	0.76	33	0.91	33-34	0.89	32	23.7	33
イギリス	25.5-31.9(sd)	0.75	32-33	0.85	33	0.89	32	15.6	32
フィンランド	26.1-31.10(sd)	0.86	31	0.80	34	0.84	31	NA	
日本	30.1-31.12(sd)	0.69	31	0.75	31	0.97	31	6.8	32
[3] ルーマニア	27.3/29.2-32.5(c.)	0.52	34	0.53	34	0.88	32	NA	
アメリカ	19.6-33.3(sc)	0.68	32	0.76	33	0.63	32	24.9	33
イタリア	27.12-34.5(c.)	0.65	34	0.58	34	0.86	31-32	NA	
ベルギー	26.10-35.3(d)	0.56	34	0.75	35	0.63	32	23.5	32
[4] ポーランド	27.10-36.4(c.)	0.55	35	0.58	36	0.63	32	16.7	33
フランス	26.8/28.6-36.10(d)	0.56	35	0.75	35	0.72	35	NA	
オランダ	25.4-36.10(d)	0.61	35	0.77	36	0.85	32	32.7	36
平均値	[1] 金本位制を30年以前に離脱乃至不参加	0.87	32.3	0.85	33.7	0.85	31.7	40.3	32.0
	[2] 金本位制を31年に離脱	0.76	32.0	0.84	33.3	0.79	31.7	24.0	32.6
	[3] 金本位制を32-35年に離脱	0.60	33.5	0.66	34.0	0.75	32.0	24.2	32.5
	[4] 金本位制を36年に離脱	0.57	35.0	0.70	35.7	0.73	33.0	24.7	34.5

(出典) ミッチェル, 『新編世界歴史統計』, 東洋書林, 他より作成。

(注記) 金本位制期間欄の数値横括弧内の s d c. は, それぞれ金本位制の廃止, 資本移動規制の導入, 平価の切り下げを意味する。

ボトム深度はボトム年(反転年の前年)における水準の対1929年水準比率。但し, 失業率については, その年の%水準自体としている。

ギリシャの鉱工業生産指数には29年以降の落ち込みが生じていないことから, 当該欄は「なし」としている。

## II-4. 回復の必要条件

タイミングのズレこそあれ, 全ての国は30年代の恐慌とデフレから早晚脱している。こうした反転, とりわけデフレ脱却の鍵は何にあったのだろうか。

### 回復期の金融政策

表2では, 同じ22カ国について, 金本位制離脱とデフレの関係及び金融政策変数の動向を整理している。ここでは, 特に, 各国の物価がデフレからインフレに反転した時点(表1-1の卸売物価の「ボトム年」の翌年で定義し, 以下「反転年」と呼ぶ)に注目し, その際に各種の金融政策関連指標にどのような動きが見られたかを整理している。金本位制期間の右横列には, 卸売物価の反転年と, その時点で金本位制を離

脱していたか, また離脱後であれば, 離脱後何年で反転が生じたかを記している。第一に明らかなのは, 物価の反転が, 全ての国において金本位制離脱後に生じている点である。その意味で, 金本位制離脱は物価反転の必要条件であった。とは言え, 全ての国が金本位制離脱と同時に物価上昇を実現したわけではない(どちらかと言えば, 早期離脱国程, 離脱から反転までのラグが大きい)。したがって, 金本位制離脱は物価反転の十分条件とまでは言えない。

その右列では, 金本位制離脱年及び反転年について, 平価の切下げ状況を確認している。平価切下げは物価反転の必要条件ではないが, 表1-2の物価回復のパターンとも比較すれば分かるように, 平価の切下げ如何がその後の物価動向に大きな影響を与えた(平価の切下げを行

大恐慌期のデフレーションとその終焉

表1-2 大恐慌からの回復と関連指標の動向

国名	金本位制機関	卸売物価		消費者物価		鉱工業生産指数		失業率	
		36年水準	38年水準	36年水準	38年水準	36年水準	38年水準	36年水準	38年水準
スペイン	該当期間なし	1.00	1.26	NA	NA	NA	NA	NA	NA
[1] オーストラリア	25.4-29.12(s)	0.86	0.92	0.82	0.87	1.24	NA	12.20	8.70
ニュージーランド	25.4-30.4(d)	0.94	1.01	0.87	0.95	1.25	1.36	36.90	4.80
ドイツ	24.9-31.7(c.)	0.76	0.77	0.81	0.82	1.07	1.26	12.00	3.20
ハンガリー	25.4-31.7(c.)	0.80	0.87	0.82	0.88	1.18	1.27	NA	NA
オーストリア	25.4-31.9(d)	0.86	0.90	0.94	0.95	1.07	NA	NA	NA
カナダ	26.7-31.9(d)	0.78	0.82	0.80	0.84	1.21	1.20	12.80	11.40
チェコスロバキア	26.4-31.9(c.)	0.77	0.81	0.94	0.99	0.80	NA	13.10	9.10
[2] デンマーク	27.1-31.9(sd)	0.97	1.04	1.00	1.05	1.30	1.35	19.30	21.30
ギリシャ	28.5-31.9(c.)	1.13	1.24	1.05	1.13	1.39	1.65	NA	NA
ノルウェー	28.5-31.9(sd)	0.94	1.03	0.93	1.03	1.18	1.30	18.80	22.00
スウェーデン	24.4-31.9(sd)	0.87	0.95	0.93	0.98	1.35	1.53	13.60	10.90
イギリス	25.5-31.9(sd)	0.83	0.89	0.90	0.95	1.23	1.27	9.40	9.30
フィンランド	26.1-31.10(sd)	0.96	1.06	0.81	0.88	1.41	1.74	NA	NA
日本	30.1-31.12(sd)	0.96	1.23	0.88	1.10	1.63	2.10	4.30	3.00
ルーマニア	27.3/29.2-32.5(c.)	0.69	0.78	0.60	0.68	1.30	1.32	NA	NA
[3] アメリカ	19.6-33.3(sc)	0.85	0.83	0.81	0.82	0.92	0.91	16.90	19.00
イタリア	27.12-34.5(c.)	0.80	1.00	0.64	0.75	0.96	1.11	NA	4.30
ベルギー	26.10-35.3(d)	0.69	0.74	0.78	0.87	0.78	0.70	16.80	18.40
ポーランド	27.10-36.4(c.)	0.56	0.58	0.58	0.61	0.92	1.18	11.80	8.80
[4] フランス	26.8/28.6-36.10(d)	0.65	1.03	0.80	1.15	0.77	0.75	NA	NA
オランダ	25.4-36.10(d)	0.63	0.71	0.77	0.83	0.92	1.04	32.70	25.00
平均値	[1] 金本位制を30年以前に離脱乃至不参加	0.93	1.06	0.85	0.91	1.25	1.36	24.6	6.8
	[2] 金本位制を31年に離脱	0.89	0.97	0.90	0.97	1.24	1.47	12.9	11.3
	[3] 金本位制を32~35年に離脱	0.76	0.84	0.71	0.78	0.99	1.01	16.9	18.7
	[4] 金本位制を36年に離脱	0.61	0.77	0.72	0.86	0.87	0.99	22.3	16.9

(出典) ミッチェル、『新編世界歴史統計』，東洋書林，他より作成。

(注記) 卸売物価，消費者物価，鉱工業生産指数の数値は，該当年水準の1929年水準比率。失業率は%水準。

わず，資本移動規制で対応したドイツやポーランドの卸売物価は下げ止まりを見せたものの，回復は極めて緩慢だった)。

為替の右欄は，反転年及び38年迄の金利動向である。反転年に若干の金利上昇が見られる国もあり，金利引下げが反転の必要条件だったわけではない。しかし，大半の国で38年迄金利の引き下げが継続しており，回復は金融緩和の下に実現されたことが確認できる。この傾向は，中央銀行割引率，国債利回りに共通した現象であり，世界恐慌からの回復期に関して言えば，国債暴落等の破局は生じなかった。

表の最右翼欄は，反転年及び38年の貨幣残高動向（現金，預金別）である。特に反転年に注

目すると，現金にせよ預金にせよ，反転時に瞬間風速で残高が急増していたわけではない。その意味では，物価の反転は一時的貨幣供給動向とも無関係に生じた。しかしながら，38年迄には，全ての国の現金通貨高が29年水準を上回っており，貨幣（現金）供給増は大きなトレンドとして回復の要件となっていた。また，一部の国では，現金の増勢の下で預金残高が減少する貨幣乗数の低下も見られているが，ノルウェーやハンガリーの例に見るように，そのこと自体が物価反転や景気回復の妨げとなったわけではない。



表2 金本位制離脱とデフレの関係、及び金融政策変数の動向

グループ	国名	金本位制期間	卸売物価の反転年	反転年の有無と離脱後経過年数	為替変動(対29年金平価)		金利動向(ボトム年比)		マネーサプライ増		
					離脱年	離脱後反転年迄	中央銀行割引率	国債利回り	現金通貨	預金	
						反転年	38年	反転年	38年	反転年	38年
[1]	スペイン	該当期間なし	34	○	NA	NA	-0.09	-1.12	-0.31	NA	NA
	オーストラリア	25.4-29.12(s)	33	○(4)	1.00	0.55	-0.5	-1	-0.69	-0.68	0.01
	ニュージーランド	25.4-30.4(d)	33	○(3)	0.97	0.55	NA	NA	-0.9	-1.03	0.07
	ドイツ	24.9-31.7(c.)	34	○(3)	0.99	0.99	0	0	-0.56	-2.64	0.06
	ハンガリー	25.4-31.7(c.)	34	○(3)	1.00	0.99	0	-0.5	-5.31	-10.8	-0.07
	オーストリア	25.4-31.9(d)	34	○(3)	1.00	0.79	-0.48	NA	-0.4	NA	0.02
	カナダ	26.7-31.9(d)	33	○(2)	0.96	0.73	NA	NA	-0.41	-1.43	0.06
	チェコスロバキア	26.4-31.9(c.)	34	○(3)	1.00	0.85	-0.07	-0.57	-0.25	NA	0.01
[2]	デンマーク	27.1-31.9(sd)	32	○(1)	0.94	0.70	0.28	-0.22	0.18	-0.39	-0.01
	ギリシャ	28.5-31.9(c.)	32	○(1)	1.00	0.64	0.74	-3.89	NA	2.14	1.38
	ノルウェー	28.5-31.9(sd)	32	○(1)	0.94	0.67	0.03	-1.14	0.01	-0.68	-0.05
	スウェーデン	24.4-31.9(sd)	34	○(3)	0.94	0.58	-0.67	-0.67	-0.55	-1.68	0.01
	イギリス	25.5-31.9(sd)	33	○(2)	0.93	0.68	-1.01	-1.01	-0.38	-0.38	0.04
	フィンランド	26.1-31.10(sd)	32	○(1)	0.95	0.62	0.25	-2.52	0.3	NA	-0.02
	日本	30.1-31.12(sd)	32	○(1)	0.98	0.56	-0.1	-2.11	0.19	-1.54	0.02
	ルーマニア	27.3/29.2-32.5(c.)	35	○(3)	1.00	0.90	-1.43	-2.43	-1.5	NA	0.29
[3]	アメリカ	19.6-33.3(sc)	33	○(0)	0.81	0.81	-0.29	-1.94	-0.37	-1.07	-0.04
	イタリア	27.12-34.5(c.)	35	○(1)	0.97	0.93	1.06	1.4	0.7	0.72	-0.02
	ベルギー	26.10-35.3(d)	35	○(0)	0.79	0.79	-0.74	-0.32	-0.18	0.27	NA
[4]	ポーランド	27.10-36.4(c.)	36	○(0)	1.00	1.00	0	-0.5	-0.63	-2.91	0.06
	フランス	26.8/28.6-36.10(d)	36	○(0)	0.92	0.92	0.19	-0.72	0.44	0.16	0.04
	オランダ	25.4-36.10(d)	36	○(0)	0.95	0.95	-1.16	-1.99	-0.13	-0.48	0.06

(出典) ミッチェル,『新編世界歴史統計』,東洋書林,League of Nations, Statistical Year-Book of the League of Nations, various issues. 他より作成。

(注記) 「反転年の離脱」欄の○は、卸売物価反転年において金本位制離脱済であったことを意味する。その右の( )記号内は、離脱後の経過年数。

「為替変動」欄の数値は、1929年金平価に対する各時点での比率(1より小さい数字は減価を意味する)。

「金利動向」欄は、ボトム年(反転年の前年)の水準と比較した場合の変化幅。

「マネーサプライ」欄は、表側に記載の通り。

### 外需・財政動向

大恐慌からの反転は、どの需要構成項目に由来したのだろうか。デフレ脱出のための為替減価策については、近隣窮乏化の観点から外国の反発を懸念する声も少なくない。大恐慌の反転には外需主導の回復が不可欠だったのだろうか。また、景気回復に積極財政が重要だったという理解が、「昭和恐慌の教訓」として語られる事も少なくない。

表3は、回復期における外需及び公需(財政)の寄与を整理している。恐慌からの回復が世界ではほぼ同時期に達成されたことから想像できるように、外需拡大は反転回復の必要条件ではなかった。カナダ、日本等幾つかの国では、確かに回復期に輸出(対名目GDP比)の拡大が見られる。しかし、大半の国の回復期には定型的な輸出拡大は生じておらず、外需の低下が継続したオーストラリア、デンマーク等でも同様に回復が実現しているのである。こうして見ると、前段で見た平価切下げの意義は、金融緩和や物

価上昇を実現する点にあり、競争力の強化や輸出促進までがワンセットだったわけではないことがわかる。

同表右端の財政動向(中央政府の歳出総額対名目GDP比率の変化<sup>7)</sup>)では、積極財政が回復の必要条件ではなかったことも確認できる。高橋財政が有名な日本において急テンポの歳出拡大が見られるが、それ以外の大半の国では、特段の積極財政に転じることなく38年までに29年水準を上回る回復を実現した。確かに40年になると、各国の歳出は大幅増に転じるが、これはむしろ第二次大戦にからんだ非常時の支出であり、それが大恐慌とデフレの反転の必要条件であったとは考え難い。

こうして見れば、結局の所、大恐慌からの回復には民間部門の内需の回復こそが不可欠であったと言えよう。そして、その最大の呼び水は、金本位制離脱と為替減価で実現した金融緩和と物価の反転ではなかっただろうか。

## Ⅲ. デフレからの脱却：何が反転をもたらしただろうか。

前節では、「金本位制を中心に据える大恐慌理解」と恐慌の国際比較研究に簡単に触れた上で、30年代デフレ時の各国経済の状況を概観し、デフレ脱出の要件を探った。本節では、そうした議論をよりフォーマルに補強する若干の実証分析を試みよう。

### Ⅲ-1. 大恐慌期の需給ギャップと物価動向

30年代に各国で観察されたデフレからの反転は、マクロ経済研究に大きな課題を提示してい

る。というのも、その反転は、通常のマクロ理論ではあまり説明されない経路で生じたと考えられるからである。

この点は、主要5ヶ国(米・日・英・独・仏)について、1880年以降1944年までの期間のGDPギャップ(ホドリック=プレスコット・フィルターで抽出したトレンドと実質GDP/GNPの乖離率)とインフレ率(GDP/GNPデフレータの対前年変化率)の推移を描いた図5からも明らかだろう。1930年代前半期、取り上げた全ての

7) 中央政府歳出は、移転支出など最終需要でない金額を含む一方、地方政府等の歳出が反映されない等、財政規模の指標として十分なものとは言い難いが、データ入手の制約からこれを採用した。図4では、政府支出の貢献をSNAベースで見るため、戦間期のアメリカ・日本について、政府支出対名目GNP比及び名目GNP成長率を描いている。図を見る限り、政府支出の意図的な拡大策が採られたのは、米国では1941年以降、日本では1937年以降と判断される。これらはいずれも軍事支出拡大の結果であり、少なくとも世界恐慌からの反転期(～1936年頃迄)に財政拡大が積極的に貢献したと考える根拠は乏しいだろう。

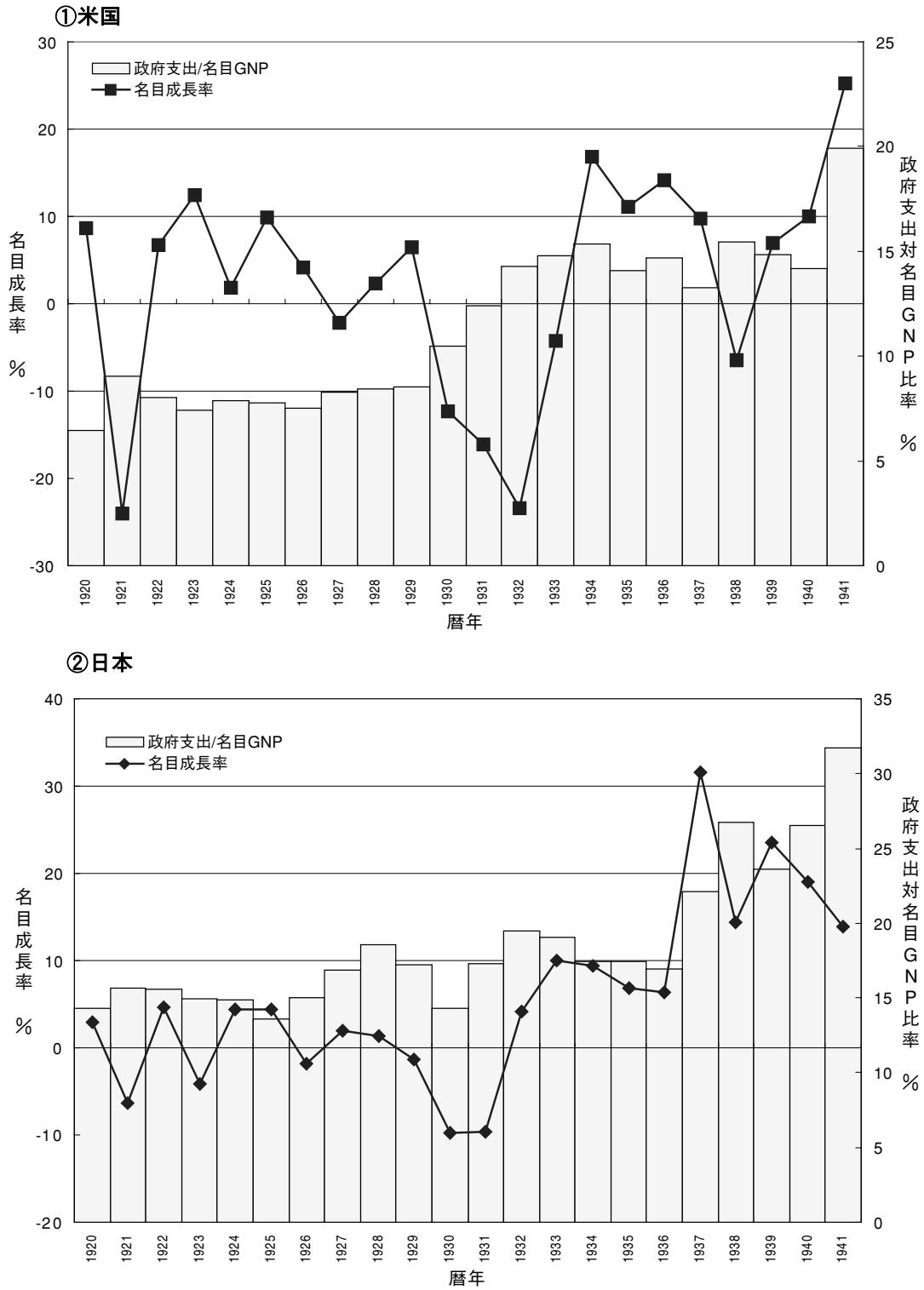
表3 外需、公需の回復寄与

グループ	国名	金本位制期間	反転1年目の 離脱の有無と 離脱後経過年数	外需				財政					
				輸出/GDP(対ポトム年) 反転年	38年	40年	貿易収支/GDP(対ポトム年) 反転年	38年	40年	財政(対ポトム年) 反転年	38年	40年	
[1]	スペイン		○	0.00	NA	NA	NA	-0.01	NA	NA	0.00	NA	0.00
	オーストラリア	25.4-29.12(s)	○(4)	-0.01	-0.01	-0.01	-0.03	-0.07	-0.06	0.00	-0.01	0.15	0.15
	ニュージーランド	25.4-30.4(d)	○(3)	0.02	-0.07	NA	0.03	-0.10	NA	-0.01	-0.02	NA	NA
[2]	ドイツ	24.9-31.7(c.)	○(3)	-0.02	-0.03	NA	-0.02	-0.01	NA	0.02	NA	NA	NA
	ハンガリー	25.4-31.7(c.)	○(3)	0.04	0.07	-0.11	0.00	0.00	-0.03	0.01	-0.01	0.33	0.33
	オーストリア	25.4-31.9(d)	○(3)	0.01	NA	NA	0.01	NA	NA	0.01	NA	NA	NA
	カナダ	26.7-31.9(d)	○(2)	0.02	0.03	0.05	0.03	0.02	0.00	-0.01	-0.03	0.05	0.05
	チェコスロバキア	26.4-31.9(c.)	○(3)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	デンマーク	27.1-31.9(sd)	○(1)	-0.02	-0.03	-0.06	0.02	0.02	0.04	0.01	0.01	0.01	0.01
	ギリシャ	28.5-31.9(c.)	○(1)	0.00	0.04	NA	0.04	0.05	NA	-0.04	-0.09	NA	NA
	ノルウェー	28.5-31.9(sd)	○(1)	0.03	0.01	NA	0.07	0.03	NA	0.00	-0.02	NA	NA
	スウェーデン	24.4-31.9(sd)	○(3)	0.01	0.02	-0.04	0.00	-0.02	-0.05	-0.02	-0.02	0.07	0.07
	イギリス	25.5-31.9(sd)	○(2)	0.00	0.00	-0.03	0.01	0.00	0.01	-0.02	-0.02	0.37	0.37
フィンランド	26.1-31.10(sd)	○(1)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
日本	30.1-31.12(sd)	○(1)	0.02	0.03	0.02	-0.08	0.02	0.03	0.09	0.21	0.24	0.24	
[3]	ルーマニア	27.3/29.2-32.5(c.)	○(3)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	アメリカ	19.6-33.3(sc)	○(0)	0.03	0.03	0.04	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.01
	イタリア	27.12-34.5(c.)	○(1)	-0.01	0.02	0.01	0.00	0.02	0.02	-0.09	-0.02	0.08	0.08
	ベルギー	26.10-35.3(d)	○(0)	0.04	0.05	-0.11	-0.02	-0.02	0.04	0.04	-0.01	NA	NA
[4]	ポーランド	27.10-36.4(c.)	○(0)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	フランス	26.8/28.6-36.10(d)	○(0)	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	NA	-0.02	-0.05	NA	NA
	オランダ	25.4-36.10(d)	○(0)	0.02	0.03	0.02	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	0.19	0.19

(出典) ミッチェル,『新編世界歴史統計』,東洋書林より作成。

(注記) 「外需」欄の数値は,名目輸出,名目純輸出(輸出一輸入)をそれぞれ名目GDP(ないし名目GNP)で割った比率について,ポトム年からの変化幅を見ている。  
 「財政」欄には,各国における中央政府の歳出総額を名目GDP(ないし名目GNP)で割った比率の変化幅を記載している。

図4 大恐慌期における米・日の政府支出動向と名目成長率



(資料) アメリカ：Gordon (1986) より作成。

日 本：日本銀行統計局 (1966) より作成。

国で史上1・2の大幅なデフレ・ギャップが生じていた<sup>8)</sup>。デフレ経済からの脱出はまさにその巨大なデフレ・ギャップの下で突然に実現した。通常モデルで考えれば、デフレの継続が予想されて当然のその時機に、物価の反転が生じたのである。

### Ⅲ-2. フィリップス曲線

我々はこの現象をどのように理解したらよいだろうか。以下では、上記6ヶ国のデータを用いつつ、マクロの価格決定理論として最もオーソドックスなフィリップス曲線を推定してその要因を探ってみよう。まず、次の関数の推定から始めよう。

$$\pi_t = \beta(y_t - \bar{y}_t) + \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 T + \alpha_3 + \varepsilon_t \quad (1)$$

ここで、左辺はインフレ率、右辺第一項は生産のトレンドからの乖離率（GDPギャップ）、 $\varepsilon$ は供給ショックに対応する攪乱項である。物価変動に慣性が働く可能性に配慮し、ラグ付きのインフレ率を含めている。これに切片及びトレンド（T）を加えた部分を期待インフレ率の代理変数と考えれば、上記式を（後ろ向きの）期待修正型フィリップス曲線と解することもできる。

#### 推定法とデータ

(1)式の推定には、最小2乗法（OLS）を用いることも少なくないが、インフレ率と生産水準の同時決定下で供給ショックが生じている場合、OLSにはバイアスがある（一致性もない）。そこで本稿では、操作変数法を活用しよう。

操作変数には、供給ショック項 $\varepsilon_t$ と無相関かつGDPギャップ変数と相関の大きい変数が望まれるが、ここではGDPギャップ変数のラグ値を活用する。図5の折れ線等から分かるように、GDPギャップには明らかな時差相関が見られる。一方、後の推定結果で見ると、

攪乱項に系列相関はほとんど無いから、攪乱項とGDPギャップのラグ値にはほとんど相関はない。

推定に用いるデータは、前項のグラフで見た5ヶ国の実質GDP（ないしGNP）とそのインプリシット・デフレーターである。GDPのトレンド値についても、図5同様にホドリック＝プレスコット・フィルターの結果を用いている。推定期間は、1880年代を出発点に、①物価の反転直前（ボトム年）迄のものと、②二次大戦末期の1944年迄のもの2種類を試みている。二つの期間を試みるのは、モデルの安定性を確認する意味の他、前者の推定期間のモデルで、大恐慌期の物価の反転が予見可能だったか否かが興味深いと考えたことによる。以下では、米・日・英・独・仏の5ヶ国をプールした推定結果を中心にみるが、表4には、併せて恐慌の中心国アメリカについて単独で推定した結果も掲載している。

#### 推定結果と予測能力

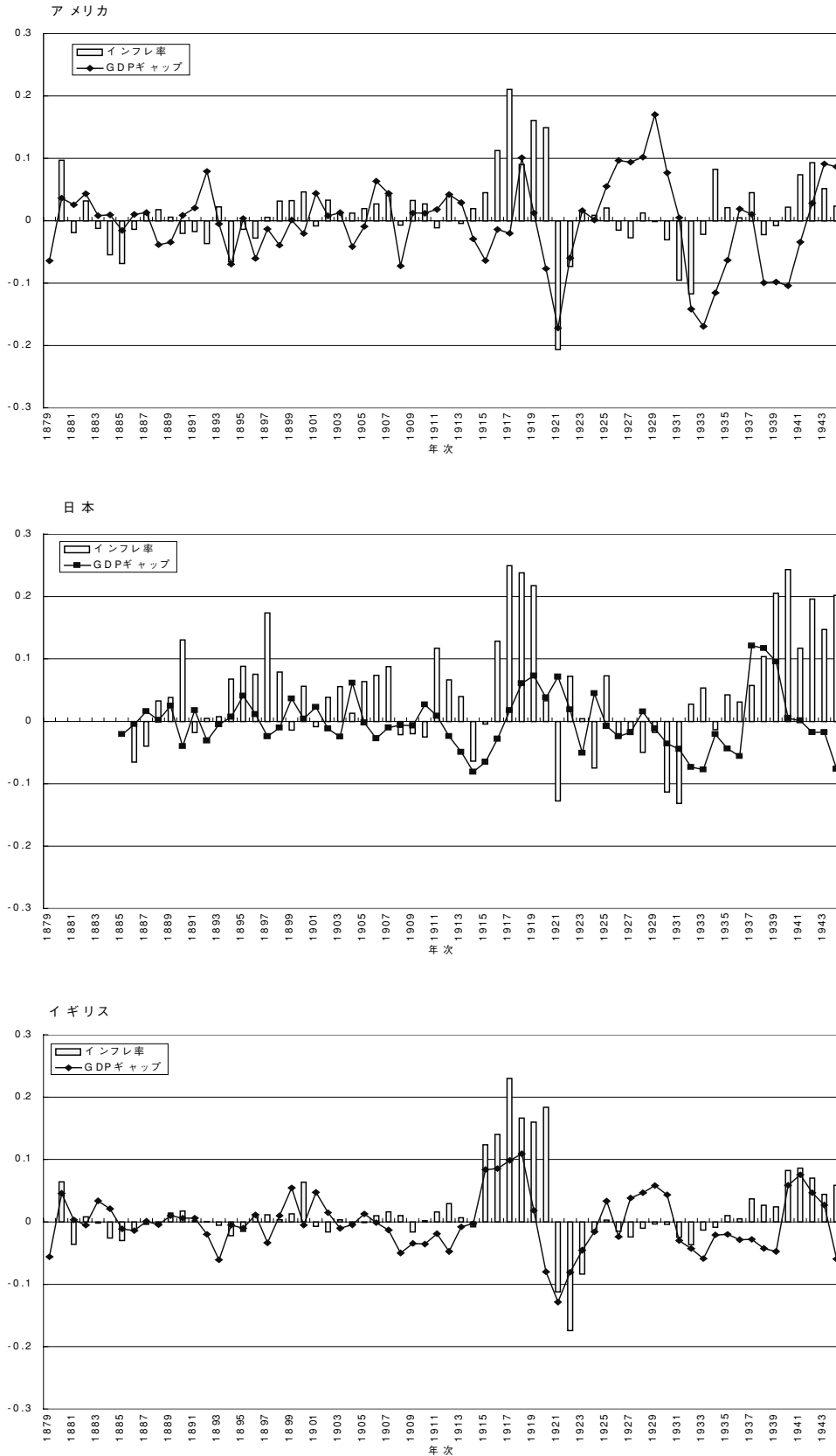
表4-1、2の一行目が、5ヶ国プール・データによる(1)式の推定結果（4-1表：ボトム年迄（①）、4-2表：1944年迄（②））である。これらを見ると、GDPギャップがインフレ率に与える影響は理論通り有意である点が確認できる。点推定値で見れば、1%のGDPギャップの違いはインフレ率に0.4%から0.6%程度の違いをもたらす。図5で見たように、大恐慌期には大半の国で10%を超えるデフレ・ギャップがあったから、そのこと自体は年率5%を上回るデフレ圧力になったと推定される。インフレ率のラグ値の係数は有意に正值（但し明らかに1未満）であり、これは物価変動にある程度慣性が働くことも示唆している。

では、この推定結果は、30年代のデフレの反転を知る上で、どの程度有用か。表1ないし図5で見たように、この推定に含まれた標本5ヶ

8) ここで採用したHPフィルタ・トレンドとの乖離率では、ギャップは1～2割程度と推定されるが、当時は失業率が軒並み20%前後の水準で、実際のデフレ・ギャップはそれ以上に大きかった可能性すらある。

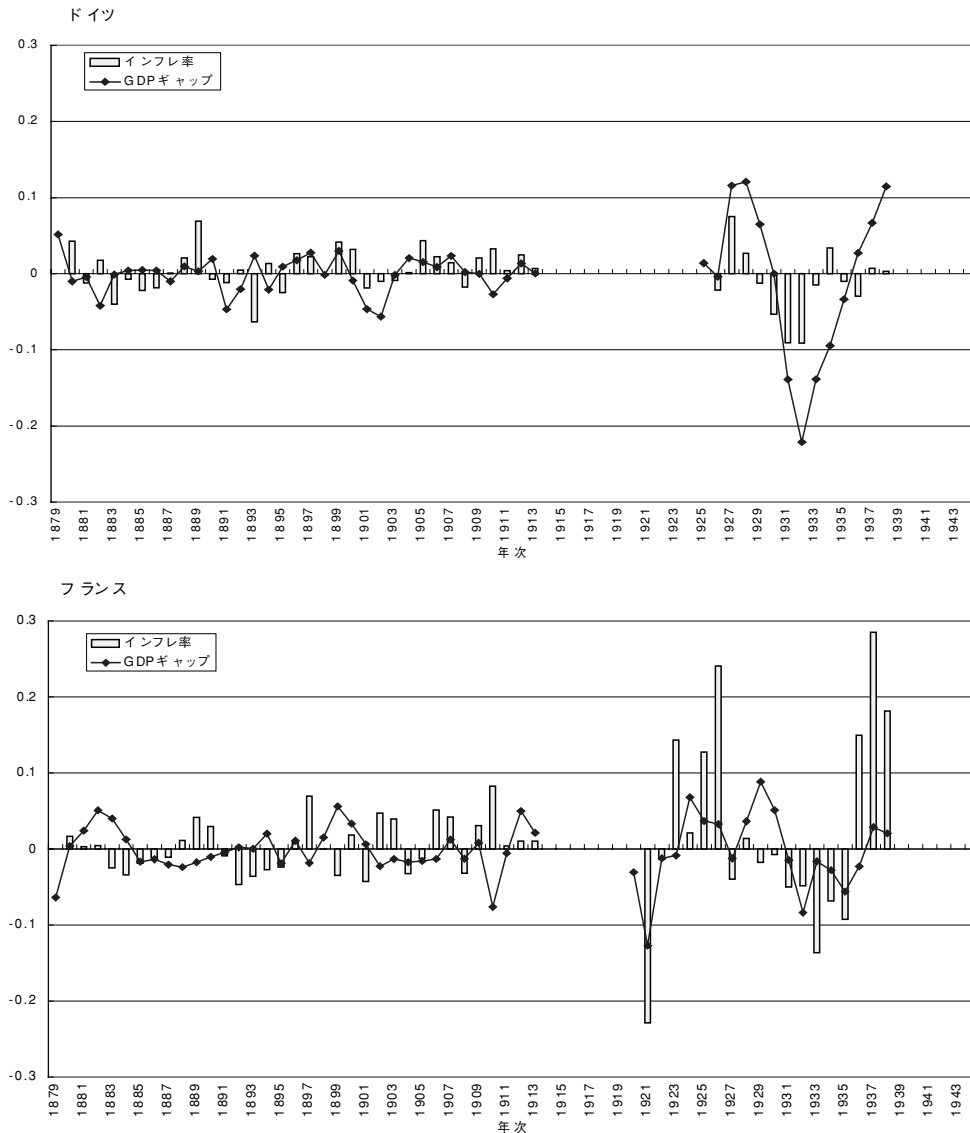
大恐慌期のデフレーションとその終焉

図5 主要国のデフレ・ギャップとインフレ率の歴史系列



(出典) ミッチェル, 『新編世界歴史統計』他。トレンドはHPフィルタで筆者が計算。

図5 (つづき)



(出所) Mitchell (1998) 他より, 筆者作成。

国はいずれも30年代に脱デフレを達成している。モデルはデフレの終焉を予想できただろうか。表5左側のモデル(1)欄では、各国の物価反転年について、推定モデル(1)から導ける理論上のインフレ率を実際の動向と比較している。大恐慌時代のデフレ・ギャップと物価変動の貫性を考えれば明らかなことだが、外挿式①はもちろん、内挿式②でも、大半は(外挿式では全て)反転年にデフレの継続の理論値が立っている。その意味で、30年代デフレ脱出は、(1)式型のフィリップス曲線では理解し得ない現象だった。

### Ⅲ—3. 成長率による拡張

では、我々はこの現象をどう理解すべきだろうか。Romer (1999) は、巨大なデフレ・ギャップが継続したアメリカ大恐慌からの回復期(1933~1941)に、なぜ価格の上昇が続いたかを分析し、GDPギャップと並行して、経済の成長自体が物価上昇を生むという議論を展開している<sup>9)</sup>。詳細は原論文に譲るが、簡単に言うと、GDPの構成品目には供給が(短期的に)非弾力的な財(育成サイクルがある木材、家畜等)が含まれることから、急激な成長がそうし

表4-1 主要国歴史データに基づくフィリップス曲線の推計結果①(推定期間は原則1882~卸売物価ボトム年)

対象国	定式化	需給ギャップ	成長率	インフレ率 (1期ラグ)	通貨増加率	歳出GDP比の変化	金本位制 ダミー 階差 (1期ラグ)	金本位制 ダミー 階差 (参加)	金本位制 ダミー 階差 (参加)	金本位制 ダミー 階差 (参加)	金本位制 ダミー 階差 (参加)	金本位制 ダミー 階差 (参加)	金本位制 ダミー 階差 (参加)	金本位制 ダミー 階差 (参加)	金本位制 ダミー 階差 (参加)	金本位制 ダミー 階差 (参加)	金本位制 ダミー 階差 (参加)	DW比	SER	サンプル数
5ヶ国グループ (米日英独仏)	(1)	0.57 (4.02)		0.38 (5.82)														1.85	0.059	232
	(2)	1.04 (6.76)	0.68 (4.45)	0.31 (3.41)														1.93	0.083	232
	(3)	0.52 (3.08)	0.35 (3.00)	0.11 (1.29)	0.50 (3.40)	-0.49 (-2.15)	-0.02 (-1.45)	0.01 (0.28)	-0.02 (-0.49)									2.04	0.060	231
	(3)'	0.65 (3.49)	0.34 (3.06)	0.11 (1.32)	0.43 (2.82)	-0.69 (-2.81)	-0.01 (-0.94)			0.14 (3.45)	-0.05 (-1.02)	-0.13 (-2.74)	-0.04 (-0.71)					2.05	0.058	231
(参考) アメリカ (~1933)	(1)	0.22 (0.94)		0.41 (3.13)														1.90	0.059	52
	(2)	0.52 (2.55)	0.59 (2.84)	0.42 (2.55)														1.98	0.075	52
	(3)	0.47 (3.00)	0.17 (1.19)	-0.06 (-0.34)	0.79 (2.92)	-0.47 (-1.12)	-0.16 (-3.49)	0.05 (0.91)	0.08 (0.95)									2.34	0.050	52
	(3)'	0.11 (0.75)	0.13 (1.38)	0.49 (2.87)	0.13 (0.72)	-2.17 (-3.88)	-0.21 (-4.73)			0.25 (4.38)	-0.57 (-3.01)	0.12 (1.74)	0.24 (2.60)					2.67	0.031	52

(注) 全ての推定は切片とタイム・トレンドを含めて行った。また、5国グループ・データでの推定では、個別効果項として国別ダミーを含めた推計を行っている。



表4-2 主要国歴史データに基づくフィリップス曲線の推計結果② (推定期間は原則1882～1944)

対象国	定式化	需給ギャップ	成長率	インフレ率 (1期ラグ)	通貨増加率	歳出GDP比の変化	金本位制ダミー 階差 (1期ラグ)	金本位制ダミー 階差 (1期ラグ)	金本位制ダミー 階差 (1期ラグ)	金本位制ダミー 階差 (1期ラグ)	金本位制ダミー 階差 (1期ラグ)	金本位制ダミー 階差 (1期ラグ)	DW比	SER	サンプル数
5ヶ国グループ (米日英独仏)	(1)	0.41 (3.45)	0.45 (7.74)	0.45 (7.74)									1.83	0.059	274
	(2)	0.88 (6.95)	0.61 (4.99)	0.38 (4.89)									1.80	0.081	274
	(3)	0.59 (3.63)	0.42 (3.62)	0.26 (2.96)	0.33 (2.52)	-0.87 (-2.80)	-0.01 (-0.46)	-0.07 (-2.25)	-0.05 (-1.83)				1.80	0.070	272
	(3)'	0.61 (3.81)	0.42 (3.68)	0.22 (2.61)	0.37 (2.95)	-0.95 (-3.16)	-0.004 (-0.25)		0.11 (2.44)	-0.06 (-1.29)	-0.18 (-4.35)	-0.08 (-2.16)	1.86	0.069	272
(参考) アメリカ	(1)	0.08 (0.46)		0.40 (3.30)									1.88	0.057	63
	(2)	0.42 (2.71)	0.55 (3.63)	0.35 (2.46)									1.85	0.068	63
	(3)	0.47 (3.24)	0.24 (1.81)	0.23 (1.57)	0.17 (1.00)	-0.46 (-1.39)	-0.07 (-2.08)	0.04 (0.84)	-0.07 (-1.18)				1.78	0.053	63
	(3)'	0.40 (2.90)	0.34 (2.83)	0.21 (1.17)	0.08 (0.59)	-0.28 (-0.72)	-0.05 (-1.69)		0.36 (4.62)	-0.09 (-0.59)	-0.08 (-1.42)	-0.09 (-1.61)	2.13	0.045	63

(注) 全ての推定は切片とタイム・トレンドを含めて行った。また、5国グループ・データでの推定では、個別効果項として国別ダミーを含めた推計を行っている。

表5 反転の予測結果

	インフレ率 実績値	モデル(1)		モデル(2)		モデル(3)		モデル(3)'	
		① ～ボトム年 外挿予測	② ～1944 内挿予測	① ～ボトム年 外挿予測	② ～1944 内挿予測	① ～ボトム年 外挿予測	② ～1944 内挿予測	① ～ボトム年 外挿予測	② ～1944 内挿予測
アメリカ	1932	-0.12	-0.09	-0.28	-0.25	-0.10	-0.16	-0.14	-0.17
	1933	-0.02	-0.11	-0.23	-0.20	-0.13	-0.09	-0.05	-0.02
	1934	0.08	-0.04	-0.08	-0.07	-0.07	-0.04	-0.06	-0.02
	1935	0.02	0.03	0.01	0.03	0.03	0.04	0.00	0.03
	1930	-0.11	0.01	-0.02	-0.01	-0.08	-0.07	-0.09	-0.07
日本	1931	-0.13	-0.03	-0.05	-0.04	-0.07	-0.12	0.03	0.02
	1932	0.03	-0.05	-0.09	-0.08	-0.09	-0.10	-0.04	-0.03
	1933	0.05	0.02	-0.03	-0.01	0.01	0.03	0.00	0.04
英国	1933	-0.01	-0.02	-0.06	-0.05	0.00	0.02	-0.01	0.03
	1934	-0.01	0.00	0.03	0.03	0.02	0.03	0.00	0.02
	1935	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	-0.01	0.00
	1936	0.00	0.01	0.00	0.01	0.03	0.02	0.00	0.01
ドイツ	1932	-0.09	-0.12	-0.29	-0.26	-0.27	-0.22	-0.21	-0.17
	1933	-0.01	-0.09	-0.08	-0.08	-0.02	-0.04	-0.05	-0.03
	1934	0.03	-0.03	-0.04	-0.03	0.00	-0.03	-0.04	-0.05
フランス	1935	-0.01	0.01	0.06	0.05	0.13	0.16	0.12	0.16
	1934	-0.07	-0.05	-0.08	-0.07	-0.07	-0.07	-0.08	-0.08
	1935	-0.09	-0.03	-0.10	-0.08	-0.08	-0.09	-0.10	-0.10
	1936	0.15	-0.03	-0.03	-0.02	-0.02	0.01	0.01	0.03
1937	0.29	0.10	0.11	0.13	0.07	0.17	0.17	0.24	

注) 部分が物価反転上昇期 (GNPデフレーターで定義)。その前年をボトム年としている。

た財の価格を（一時的に）押し上げ、一般物価水準を上昇させるというのである。

Romer に従ってモデルを拡張すれば、フィリップス曲線は次の形になる。

$$\pi_t = \beta_1(y_t - \bar{y}_t) + \beta_2 \Delta y_t + \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 T + \alpha_3 + \varepsilon_t \quad (2)$$

ここで第2項の  $\Delta y$  は、実質 GDP(ないし GNP)の年率成長率である。この成長率項も攪乱項(供給ショック)と相関していると考えられることから、操作変数として自己ラグと名目 GDP(ないし GNP)の年率成長率を追加する<sup>10)</sup>。

推定結果は、表4の二行目(2)に示す通りである。成長率は(需給ギャップとは別途)インフレ率を有意に押し上げる効果を有していた。係数の大きさは推定期間(表4-1と4-2の違い)に関わらず安定して0.6台の数値になっている<sup>11)</sup>。表1-1で見た通り、物価の反転は生産の反転と同時ないし少し遅れて生じているから、この項の追加は、デフレ脱出に一定の説明力を有するかもしれない。一方、成長率項を追加した結果、GDPギャップの係数は1前後にまで拡大(ラグ付きインフレ率の係数は僅かに低下)しており、この変化はデフレ圧力を強化する方向に作用する。

この拡張によって、モデルのデフレ終焉予想は改善できただろうか。表5のモデル(2)列には、各国の物価反転年について、拡張モデルに基づく予想インフレ率を掲載している。これを見る限り、成長率項の追加は(Romerの主張に反し)日・米に関するデフレ予測をかえって強める等、

世界的デフレ脱却の予見上はあまり有益でないと見えよう。これはデフレ反転時、成長率項自体はインフレ方向で作用したものの、その追加によって拡大したデフレ・ギャップ効果がそれを相殺してしまったことに起因すると考えられる。大恐慌デフレの反転を説明するには、需給・成長などの実物要因以外の追加的要因が必要なのである。

### III-4. 金本位制離脱・金融・財政政策とデフレの反転

実物要因がデフレ反転を十分に説明できないとすれば、次の展開は、期待修正フィリップス曲線における期待項のジャンプであろう。Temin and Wigmore (1990) は、米国の1933年の反転期を分析し、金兌換の停止と為替の減価が回復の初期段階で貿易財価格と一般物価の期待水準を押し上げ、インフレ率を上昇させたと論じている。表1を振り返っても、金本位制というレジームの転換がデフレ反転に影響したという想定は自然なものである。そこで以下では、推定フィリップス曲線を更に拡張し金本位制・金融・財政諸変数の如何を説明変数に追加して、主要国のデフレ脱出の説明可能性を探ってみよう<sup>12)</sup>。

追加変数は、金融変数として現金流通高対前年増加率、財政指標として中央政府歳出対名目GDP(ないしGNP)比の対前年変化、及び金本位制ダミー(金本位制参加中の国を1、非参加国を0とする<sup>13)</sup>)とその階差である。

9) Romer は併せて、NIRAによる価格支持政策がデフレ・ギャップのデフレ効果を抑制した点も強調しているが、複数国データを用いる本稿で、個別国の制度要因の詳細に立ち入るのには限界があることから、ここでは成長率効果のみに注目する。

10) 総需要曲線が(-1に近い)負の傾きを有する場合、名目成長率は実質成長率と高い相関を有する一方、供給ショックの影響を(実質成長率に比べ)受け難い。

11) この値は、アメリカ単独のデータでRomerが推定した値(0.58)にも近い。

12) Romer (1999) は、Teminらの説について、そうした効果は短期的であり、大恐慌からの回復期全体を通じる継続的物価上昇は説明できないと論じているが、本稿ではそうした長期的影響には立ち入らず、デフレ反転時の物価動向に限定して議論を進める。

13) より正確には、各国が各年に金本位制下にあった月数を12で割った値を用いている。

$$\begin{aligned} \pi_t = & \beta_1(y_t - \bar{y}_t) + \beta_2 \Delta y_t + \beta_3 \Delta m_t + \beta_4 \frac{G_t}{Y_t} \\ & + \beta_5 Dgold_t + \beta_6 \Delta Dgold_t + \beta_7 Dgold_{t-1} \\ & + \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 T + \alpha_3 + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3)$$

現金増加率は、一般物価を貨幣現象と見る立場から、貨幣動向が（実物需給を経ずに）直接インフレ率（ないしその期待）に影響を与える可能性を捉えるものである。より広義に、預金を含む貨幣残高での定式化も検討したが、昨今の政策論議では広義マネーの制御困難も指摘されており、敢えて現金の動向で金融政策スタンスを表現することとした。中央政府歳出の名目GDP比（の変化幅）は、デフレ脱出に財政拡大が不可欠であったか否かをよりフォーマルに確認する意味で含めた。

金本位制ダミー（レベル）では、金本位制の採用に物価安定効果があるかを見る<sup>14)</sup>。金本位制下の物価水準には平均回帰の傾向が広く見出されている（Bordo [1986]）。更に、前節で触れた通り、大恐慌期には債権国（黒字国）からの金の国際環流が滞り、金本位制が国際的な貨幣の過少供給を生じ、デフレ方向のバイアスを生んでいた可能性が高い。したがって、金本位制ダミーにはマイナス符号が想定されよう。

最後に金本位制ダミーの階差を含めたが、これは水準ダミーが捉える金本位制（レジーム）の状態以上に、レジーム間の移動がインフレ率に大きく影響する可能性を考えたものである。戦間期金本位制では各国が既に不適切な水準になっていた旧平価への復帰を強行したことがデフレの一因とも考えられる。このような場合、金本位制採用のアクション自体が大きなデフレ圧力となる。推定では、レジーム間移動の影響

が漸進的に波及する可能性を考慮し、金本位制ダミーの階差系列を、当該期と一期ラグまで含めている。

また、レジーム間移動の影響は、金本位制採用のアクションと金本位制離脱のアクションで、その影響が非対称性になる可能性が高い<sup>15)</sup>。(3)式の推定では、この可能性に配慮し、金本位制ダミーの階差項を金本位制参加時と離脱時に分離した定式化(3)'式も試みた。

### 推定結果

推定は再び操作変数法で行っている（現金項及び政府歳出項ではラグ値を、金本位制関係ダミーでは自身を、それぞれ操作変数とした）。推定結果は表4の3行目(3)式（および4行目(3)'式）の通りである。期待修正フィリップス曲線と呼ぶには拡張が過ぎた観もあるが、需給ギャップ、成長率、ラグ付きインフレ率の各項に係る係数は存外安定しており<sup>16)</sup>、拡張前に比べ少し係数が小さくなるものの、符号に変化はなく、統計的有意性も変わらない。また、それら3つの項に係る推定係数は推定期間の違い（表4-1と4-2の違い）にかかわらず安定的である。こうした意味で、フィリップス曲線の弾力性はある程度精確に推定出来ていると言えよう。

この下で、我々の次なる関心は、通常のフィリップス曲線で説明できない残りの部分（期待修正フィリップス曲線で言えば期待部分）が政策変数にどう影響されたかである。始めに、現金流通高の増加率項については、かなり安定的に物価に正方向の影響を与えていることがわかる。この結果は、需給ギャップや成長率を別途制御した上で得られている点に注目したい。金

14) Temin and Wigmore の議論や、表1でのドイツ、ポーランド等の物価動向に鑑みれば、金本位制ダミー以上に、為替が有力変数となり得るが、ここでの分析に利用できる十分な長さの系列を入手できなかったことから、今回は断念した。

15) 金本位制を新たに採用する場合、その前の助走期間から引き締め策を採るのが通常であるため、金本位制採用の時点で政策に生じる不連続性は大きくない。一方、金本位制からの離脱では、同制度を守るための緊縮政策という制約が一気に外れるため、不連続な変化が生じる。

16) 係数・符号の安定性は、5ヶ国プール・データの他、表下段のアメリカ単独推計でも同様に確認できる。

融政策が物価に影響する経路としては、取引拡大等、実物面を経由した効果を考えるのが一般的だが、大恐慌期を含む60余年5ヶ国のマクロデータは、実需を経ないインフレ経路の可能性を示唆している。一方、財政拡張については、やや不可解だが、全てマイナス符号が得られた。財政拡大が物価下落要因になるとは考え難いが、前節の観察（大恐慌期に複数国が財政拡大無しでデフレを脱したこと）と併せ、インフレ誘導には財政が不可欠という議論は排除できよう。

最後に、金本位制ダミー関連では、推定期間の違い（表4-1と4-2の別）でパターンに相違があるものの、金本位制のデフレ・バイアスがある程度示唆する結果になった。(3)式に基づくボトム年迄の推計では（統計学的には十分有意でないが）、金本位制離脱年に1%（=2-1）、翌年には4%（=2+2）相当のインフレ圧力を示唆する係数が得られている。また、1944迄の推定では、階差ダミーが有意にマイナスに作用しており、離脱年には7~8%、翌年にも5~6%相当のインフレ（期待）圧力が生じ得る結果である。このパターンは金本位制参加時と離脱時を分割した(3)'において一層顕著になる。ある程度予想された通り（脚注15参照）、金本位制参加時の影響には安定した方向性は見出せないが、離脱時の影響はボトム年迄の推定式で13%、全期間の推定では18%という大きさで有意にインフレに作用している。

#### 予測能力

最後に、この拡張モデルが、どこまで30年代のデフレ反転を説明できるか確認しよう。表5右のモデル(3)、(3)'欄が拡張モデルから計算された反転期の理論的インフレ率である。はじめに(3)式から見ると、ここまで拡張してもモデルがデフレ反転のタイミングを予測できる事例は少ないことが分かる。一方で追加項が需給ギャップのデフレ効果がある程度相殺した様子も伺え、少なくとも反転年の翌年の予測値は全てプラスに転じている。この結果には、前年の物価反転がラグ付インフレ率項を通じ物価上昇期待となったことも作用しているが、ラグ付インフレ率項の係数は高々0.1~0.2程度であり、それ以外の（需給・成長項でもない）説明変数も（期待）物価上昇率を引き上げる方向に作用している。(3)'の参加・離脱分離型モデルでも反転のタイミングを予測できた例は多くないが、予測精度は更に改善しており、多くの国で反転年ないしその前年にはゼロ・インフレに近い理論値が得られている。

以上、本稿で提示したモデルの予想結果（理論値）は、未だ満足すべきものではない。とはいえ、大恐慌期のデフレの反転が大幅なデフレ・ギャップの存在の下で達成されたこと。また金融・財政政策及び金本位制に係るレジーム転換効果等が推定式に有意に作用し、予測を改善する傾向が見られた点は示唆的である。デフレ反転が危急の課題となった我が国の経済運営に鑑み、今後とも、需給・成長項を経ないデフレ反転の可能性を探っていく必要がある。

## IV. おわりに

本論がもはや歴史上の出来事である世界恐慌（と世界同時デフレ）を論じたのは、無論、昨今の日本の状況と恐慌当時の経済の類似性に関心が集まっていることによる。大恐慌・そして世界同時デフレの経験は、現代の我々、とりわ

けデフレ不況からの脱却が求められる日本経済にどのようなインプリケーションを持っていただろうか。

本稿の問題意識の一つは、昨今の日本経済に係る政策論議が、狭い枠に囚われ不毛な応酬に

陥っていないかという点にある。冒頭でも述べたが、我が国の現況を打破するレジーム転換の可否は、（一レジーム内での政策運営に過ぎない）90年代日本のパターンを如何に詳細に解析しても判断しえない。本稿が、レジーム転換期の経験を複数国データで回顧する歴史・国際比較アプローチを採用した理由はまさにその点にある。

大恐慌時の国際社会の経験（また世界恐慌研究の標準的な理解）は、デフレーションが金融面、とりわけ金融政策を全体として規定する金融政策レジームのあり方（大恐慌の場合、金本位制）と分かちがたく結びついていることを示唆している<sup>17)</sup>。

わが国の昨今におけるデフレ論議では、よいデフレ論や、中国の自由経済への参加等に由来する大競争デフレ論等も見られるが、一般物価はより大きな意味で貨幣的現象である。ただ、

ここで注意を要するのは、大恐慌期のデフレが（本稿で示した通り）本質的に金融現象でありながら、日々の金融政策（一時的な貨幣の増減等）に左右される性質のものではなかった点である。大恐慌、そしてデフレ経済からの生還は金本位制離脱（と平価切下げ）というまさに金融政策レジームの転換により達成された。

今後、わが国のデフレ状況の打破の方策を考えていく上でも、目先の政策変更に目を奪われるばかりでは、有益な議論は望み得ないだろう。より大局的な視点を持ってレジーム転換の可否について議論すべきである。その点で、戦間期の国際社会の経験は多くのメッセージを有している。とりわけ、大きなデフレ・ギャップの下でのデフレ反転を可能にした鍵が何であったかをもう一段踏み込んで探っていくことは、きわめて有益だろう。

## 参 考 文 献

- 加藤出（2001）『日銀は死んだのか？—超金融緩和と政策の功罪』、日本経済新聞社。
- 加藤出（2002）「飛耳長目：高橋積極財政は現代にも通用するか—デフレを克服した高橋財政を再検証する」、『週聞東洋経済』2002年3月2日号。
- 白川方明（2000）「金融政策は構造政策までは代替できない」、『週刊ダイヤモンド』、2000年1月29日号。
- 白川方明（2002）「一九三〇年代の経験に学ぶ

- 『デフレ脱却』の歴史的教訓」、『週刊ダイヤモンド』、2002年4月13日号。
- 日本銀行統計局（1966）『明治以降本邦主要経済統計』、昭和41年7月。
- 林敏彦（1997）「デフレーションとしての大恐慌」、『フィナンシャル・レビュー第43号』、大蔵省財政金融研究所。
- 堀雅博（2002）「世界大恐慌と金融政策：国際比較による接近」、原田泰編著『デフレの実証分析』、東洋経済新報社、近刊。

17) 現在の日銀に金本位制の足枷はなく、それに代わるイデオロギーもない。そうした状況で恐慌再来を懸念することは杞憂だろうか。Hsieh and Romer (2001) は、恐慌の世界伝播における金本位制の役割を認めつつ、恐慌の中心たるアメリカの緊縮政策が、金本位制とは無関係に、金融政策の効果に係る誤った認識の下に採択された証拠を見出している。つまり、（世界恐慌はさておき）アメリカ大恐慌は金本位制が無くとも生じ得たかもしれないのである。とすれば、日銀が同じ過ちを繰り返す可能性もゼロではない。

大恐慌期のアメリカの金融政策上の一大論点は、なぜFRBが半ば成功しかけた32年の公開市場操作を途中で放棄したかにある。Hsieh and Romer は、各種議事録等を詳細に検討し、当時の連銀首脳に「市中銀行の超過準備状況から判断して金融は十分緩和している」、「金融緩和によりデフレスパイラルは食い止められた」、「これ以上の公開市場操作は意味を持たない」といった認識があったことを見出した。認識の妥当性はさておき、この内容は近時における（一部）日銀関係者の発言と酷似していないだろうか。

- Bordo, M. (1981) "Explorations in monetary history: A survey of the literature," *Explorations in Economic History* 23, 339-415.
- Bernanke, Ben, (2000) *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press.
- Bernanke, Ben and Harold James, (1991) "The Gold Standard, Deflation and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison," in Hubbard eds. *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press, 33-68.
- Brunner, Karl eds. (1981) *The Great Depression Revisited*, Rochester Studies in Economics and Policy Issues, Vol. 2, Boston: Kluwer-Nijhoff Publishing.
- Eichengreen, Barry, (1992) *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression 1919-1939*, Oxford University Press.
- Eichengreen, Barry, and Jeffrey Sachs, (1985) "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s," *Journal of Economic History* 45(4), 925-46.
- Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz, (1963) *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton: Princeton University Press.
- Gordon, Robert J. eds. (1986) *The American Business Cycle: Continuity and Change*. NBER Studies in Business Cycles Volume 25, University of Chicago Press.
- Hall, Thomas E. and J. David Ferguson, (1998) *The Great Depressions: An International Disaster of Perverse Economic Policies*. University of Michigan Press. (宮川訳 (2000), 『大恐慌—経済政策の誤りが引き起こした世界的な災厄』, 多賀出版)
- Hamilton, James, (1987) "Monetary factors in the Great Depression," *Journal of Monetary Economics* 19, 145-69.
- Hamilton, James, (1988) "The role of the international gold standard in propagating the Great Depression," *Contemporary Policy Issues* 6, 67-89.
- Hori, Masahiro, (1996) "The Great Depression and the Gold Standard: An expository example of Cliometrics," *KEIEI TO KEIZAI* 76(3), Economic Society of Nagasaki University.
- Hsieh, Chang-Tai and Christina D. Romer, (2001) "Was the Federal Reserve Fettered? Devaluation Expectation in the 1932 Monetary Expansion," NBER Working Paper Series 8113.
- Kindleberger, Charles P. (1973) *The World in Depression, 1929-1939*, Berkeley: University of California Press.
- Mitchell, B. R. (1998) *International Historical Statistics: Europe 1750-1993*, 4<sup>th</sup> ed. London: Macmillan. (中村訳 (2001), 『マクミラン 新編世界歴史統計 [1] ヨーロッパ歴史統計 1750~1993』, 東洋書林)
- Mitchell, B. R. (1998) *International Historical Statistics: Africa, Asia & Oceania 1750-1993*, 3<sup>rd</sup> ed. London: Macmillan. (北村訳 (2001), 『マクミラン 新編世界歴史統計 [2] アジア・アフリカ・大洋州歴史統計 1750~1993』, 東洋書林)
- Mitchell, B. R. (1998) *International Historical Statistics: The Americas 1750-1993*, 4<sup>th</sup> ed. London: Macmillan. (斎藤訳 (2001), 『マクミラン 新編世界歴史統計 [3] 南北アメリカ歴史統計 1750~1993』, 東洋書林)
- Temin, Peter, (1976) *Did monetary forces cause the Great Depression?* New York: W. W. Norton. (猪木ほか訳 (1994), 『大恐慌の教訓』, 東洋経済新報社)
- Temin, Peter, (1989) *Lessons from the Great Depression*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.
- Temin, Peter, (1991) "International Instability and Debt between the Wars: A Review Essay," *Journal of Monetary Economics*, 27, 301-308.
- Temin, Peter, and Barry A. Wigmore, "The End of One Big Deflation," *Explorations in Economic History* 27(4), 483-502.

Romer, Christina D. (1999)“Why Did Prices Rise in the 1930s?” *Journal of Economic History* 59(1), 167–199.

League of Nations, *Statistical Year-Book*, Geneva, various issues.