

市場経済システムの歴史②⑤

法政大学 経済学部教授 (客員) 渡部 亮

1929年のニューヨーク株価暴落と、それに引き続く1930年代の大不況に関して、その原因が「市場の失敗」によるものか、それとも「政府の失敗」によるものか、大きな論争点となった。資産バブルとその崩壊は、金融市場および投資資産市場に内在する不安定性によるとするのが市場の失敗説であり、その代表的見解はJMケインズによって表明された。しかし、本論では政府の失敗説からまず先に論じることにして、ケインズの論考に関しては、本シリーズの数回後に述べる。

政府の失敗

政府の失敗説によれば、中央銀行（米国連邦準備制度）が安易な金融緩和政策によって通貨増発や信用膨張を許したことが、1920年代後半における資産バブル発生の原因であり、株価暴落（バブル崩壊）とそれに引き続く大不況は、誤った金融政策の結果にすぎない。つまり金融政策が失敗しなければ、市場の失敗も起こり得なかったわけである。さらに踏み込んだ言い方をすれば、一見、市場の失敗とみなされるものが、実は、政府の失敗を是正するための自浄作用ということにもなる。

翻って2007～08年の国際金融危機を金融政策の失敗といった観点から総括すれば、インフレ目標値、それも特に消費者物価上昇率の目標値を達成しようとする金利政策が、資産バブルを招いたということになる。というのは第一に、消費者物価の安定を目指す金融政策は、新興国からの安価な消費財輸入によって楽々とその目標を達成した。第二に、新興国から先進国に向けて多額の資金が流入したため、市場金利が期待投資収益率を下回り、本来であれば将来に繰り延べられたはずの設備投資や住宅投資が前倒しで実施された。そのため労働生産性も向上した。このように交易条件や労働生産性が改善している場合には、景気拡大と物価安定が共振性ないし正の相関性を持つから、

金融政策の目標としては、消費者物価よりも通貨供給量や信用量の安定を重視すべきであった。

特に問題視されるのは、2000年代に入ってから金融政策が国際資金フローの存在を考慮しなかったことである。この国際資金フローとは、中国を始めとする新興国が、米国債やユーロ建て欧州諸国債への投資といった形で、経常収支黒字を米欧に向けて還流させたことである。これは、新興国の貯蓄増加にもかかわらず、その貯蓄資金を運用する優良な投資資産が、新興国の側には存在しなかったためである。そうした意味では、新興国の経済成長と資本蓄積が欧米の資産バブルを生んだといえる。そして結局、投資ブームや資産バブルの最終局面では、投資財や資本財の価格、住宅価格、証券価格などが本質的な価値から大幅に乖離する形で高騰し、ブームとバブルが終焉した。

フリードマンの仮説

1920年代後半の米国でも、金融緩和政策が続く中で株式や不動産など資産への投資や投機が活発化した。銀行による信用膨張が投資や投機を煽ったが、その信用膨張を金融政策当局が抑制しなかった。M.フリードマンは、A.Y.シュウオーツとの共著『米国金融史』の中で、1920年代の信用膨張を許した連邦準備制度の過誤を実証している。それによると、商業銀行の貸出の中身は、通常の商工業貸付よりも不動産投資や証券投資のための貸付に向かい、また商業銀行の証券子会社や信託子会社を通じた証券投資も増加した。この間、公定歩合は1920年代を通じて概ね3～4%の低水準に据え置かれ、1929年8月になってようやく6%に引き上げられた。これは、1920年代初頭における「遅すぎた過度の引締め」という金融政策失敗の後遺症によるものであった。すなわち、第一次世界大戦直後にインフレ抑制の観点から、公定歩合を4%から7%に一気に引き上げたのだが、そ

の影響で米国経済は1921年に強度の不況に陥り、金融政策への信認が失墜した。そのため20年代後半の資産バブル期になっても機動的な金融引締政策が阻害された。また20年代には、ワシントンの連邦準備制度理事会（FRB）とニューヨーク連銀の間に主導権争いがあり、公定歩合引上げを主張したニューヨーク連銀と、業種別貸出の窓口指導を主張した理事会が折り合わなかった。そうこうしているうちに通貨増発と信用膨張が進行した。

金融政策の失敗は、1930年代に入り不況が深刻化する過程で、今度は金融緩和の遅れという形で繰り返された。連邦準備制度は公開市場操作によって積極的に流動性を供給することをせず、民間部門の弱い資金需要にたいして受け身で対応することに終始した。こうした消極的な金融政策スタンスの理由として、フリードマンとシュウォーツがあげているのは、金融政策の権限が、それまでのニューヨーク連銀からワシントンのFRBに移行したことである。権限が移行したにもかかわらず、FRBの理事たちは、銀行実務や資金繰りの実態に関する理解を欠いていた。FRBの理事たちは単なる行政官ないし監督者といった役割に終始し、金融政策のリーダーシップをとらなかつたのである。

積極的な流動性供給が行われなかつた結果、1929年8月から1933年3月までの期間に、マネーサプライは3分の1も減少し、物価も期初の3分の2の水準に下落した。この間、全預金量の10分の1を扱う商業銀行（銀行数にして5分の1の銀行）が営業停止に陥った。1933年3月6日から同月13日までの一週間には全米の銀行が営業を停止し、いわゆるバンク・ホリデーになった。また1929年から33年までの4年間には、個人所得が名目で53%、物価下落分を調整した実質でも36%下落した。失業率は25%に上昇し、1933年の人口一人当たりの実質所得は、25年前の1908年の水準にまで低下した。

フリードマンとシュウォーツは、大不況もその直前の資産バブルも金融政策の失敗であったとして、連邦準備制度の判断の誤りとリーダーシップ欠如を厳しく糾弾した。往々にして政策担当者は、みずからの判断の誤りを棚に上げ、権限外の要因、たとえば市場の不安定性や海外要因に責任転嫁す

る性癖があるとも論難している。

国際収支の不均衡問題

1930年代の世界的不況の背景には、国際収支の不均衡問題も存在した。それは当時の債権国である米国の余剰資金が、30年代に入り欧州に還流しなくなったことである。

米国は20世紀に入り経常収支黒字国となり、また第一次世界大戦後には債権国に転換した。すでに大戦中から英仏などの欧州参戦国はドル建て国債発行によって戦費を調達していたが、戦後の1920年代になると米国が全欧州、カナダ、南米などに資本輸出を拡大し、それら諸国の戦後復興を支援した。1920年から29年までの間、米国の経常収支は累計で143億ドルの黒字であり、資本収支がほぼ同額の147億ドルの赤字（資本輸出）であった。1919～30年間の具体的な資本輸出形態は、外国証券の新規発行にたいする応募と米国企業の対外直接投資が合計で116億ドルであった。ニューヨーク市場におけるドル建て外国債（ヤンキーボンド）の発行も活発化した。発行体別には外国政府と外国企業がほぼ半々で、発行国別には欧州35%、カナダおよび南米が37%、そのほかが28%であった。欧州企業などが発行する銀行引受（BA）手形の市場も形成された。

米国が1920年代になって対外投資に積極的になったことに関しては、いくつかの要因が働いていた。第一に、中東欧諸国から米国に移住した人々が米国での事業に成功し、母国への愛国心を高めたこと、第二に、米国企業が欧州市場の開拓や中南米市場の支配に意欲を持ったこと、第三に、ロンドン市場の機能が低下したことも、ニューヨーク市場の地位向上をもたらした。英国は、1925年4月に金本位制に復帰したが、英ポンドの新平価を旧平価と同じ水準に設定した。当時の市場為替レートは旧平価に比べて約10%低い水準にあったから、旧平価での復帰は約10%の切上げを意味した。その結果、英国の輸出競争力が低下し、ポンドの切下げ不安が高まった。こうしたことも、1920年代におけるニューヨーク市場の地位向上を促した。（以下は次号に続く）

わたべりょう（法政大学教授）