

英国大不況下と世界的デフレについて

～現在の日本へのインプリケーション～

2003年6月25日

株式会社 日本総合研究所

調査部 経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/>

本件に関する照会等は調査部 益田（TEL：03-3288-5107）あてお願いします。
（Email:masuda.ikuo@jri.co.jp）

<要約>

- 1 . 英国は、1873年から96年まで、物価下落をともなう深刻な不況に見舞われた。デフレ発生の原因については、貨幣面を重視する説、具体的には金本位制下で金需給が逼迫したことによるものとする説、実物経済面の要因を重視する説、海外からの安価な製品の流入によるものとする経済グローバル化説がある。
- 2 . 当時、金生産の停滞などを背景に金需給が逼迫し、金本位制をとる国にとってベースマネーの制約要因となった。これが、デフレを引き起こしたとする説が貨幣面重視説である。金需給と物価の転換点が概ね整合的であること、また、大不況期にはベースマネーが減少傾向で推移したことから、金需給説の説明力は高いように見える。しかし、大不況からの脱却にあたっては、貨幣量の動きと物価の動きが整合的でなく、むしろ、「金の流入増加 低金利の長期化 金利弾力性の高い投資需要の喚起 大不況脱出」というプロセスがみられた。
- 3 . 実物経済重視説は、実物経済面での諸要因が経済の悪化を招き、需給ギャップの拡大を通じてデフレの原因となったとする説である。技術革新テンポの鈍化や製品の国際競争力の低下を背景とする投資機会の減少、経済の構造変化に対して賃金の下方硬直性などのために調整が遅れたことなどが考えられる。これは、いわば英国特有のデフレ要因と位置付けることができる。
- 4 . 経済グローバル化説は、新興農業国、新興工業国の勃興により安価な商品が大量に輸入されるようになり、それが英国など先進国の物価下落をもたらしたとする説である。これは、金需給要因とともに、当時のグローバルなデフレ現象の背景のひとつと位置付けられる。
- 5 . 英国の大不況からの脱出過程をみると、自動車や電機産業など新たな成長産業の芽が出始めていたことなどから、実物経済面の要因もデフレ解消に貢献したと推測できる。このことは、大不況期のデフレの発生には、金需給要因に加え、実物経済面の要因も影響を及ぼしたことを示唆していると考えられる。
- 6 . 当時のデフレ脱却の前後に貨幣量が増えていることから、わが国においても貨幣供給を増やすべきとの結論を導く議論がある。しかし、英国の経験は、貨幣数量説的な解釈よりも、金の需給緩和に伴う金利の低下によって有効需要が創出され、物価上昇につながったとみる方が適当である。これが現在のわが国にも当てはまるとすれば、金利のゼロ制約下にあるわが国では、金融政策によるデフレ脱却は困難であることになる。したがって、英国の経験から量的緩和政策の有効性を論じることは妥当とはいえない。金利低下メカニズムに依存しない非伝統的政策の導入の是非については、その波及経路を個別的具体的に検討し、かつ、メリット、デメリットを十分に考察した上で、個別手段ごとに判断していく必要がある。
- 7 . 経済のグローバル化が急速に進展するなか、わが国が新たな投資機会を見出しにくい状況が続くことはある程度やむを得ない。そのような経済環境の下では、対外的には、貿易、投資などの国際ルールの整備と運用の適正化を通じ、中国を始めとする新興工業国との取引によって、わが国にもより大きなメリットが生まれるようになっていくことが必要である。また、対内的には、民間に新たなビジネスチャンスを提供し、それによって企業の収益性が高まるよう、規制緩和を積極的に進めていくことが重要である。

1. 英国大不況とその背景

(1) 英国大不況とは

- イ) 英国は、1873年から1896年まで、「英国大不況」と呼ばれる長期の不況を経験。この期間内にも短期の景気循環が存在したが、期間を通してみれば景気は低迷し、物価は下落傾向で推移。
- ロ) この時期、米国やドイツなどの新興工業国の追い上げによって、英国経済は著しく地盤沈下。一つの推計によると、英国の製造業の世界シェアは、1870年の31.8%から96～1900年の19.5%へ低下。また、輸出シェアは1870年の18.9%から1900年には15.0%へ低下。
- ハ) 経済成長率でも米・独両国を大きく下回る。当時の生産統計や雇用統計をもとに推計された成長率は、米国は4%台、ドイツは3%程度で推移したのに対し、英国は2%弱にとどまった(図表1)。もっとも、英国にとって、この時期の成長率はその前後の時期と比べ特に低いとはいえないことなどから、その時期を「大不況」と呼ぶことに否定的な見解も存在。しかし、不況が一部に大きな社会問題を惹起させたこともあり、不況が極めて深刻であることは当時の一般的な認識。
- ニ) 特に農業の衰退が深刻。米国の大陸横断鉄道の完成やスエズ運河の開通(いずれも1869年)によって安価な穀物が大量に流入するようになり、穀物価格が大幅に下落(図表2)。農業にとって大きな打撃に。とりわけ、零細小作民の多いアイルランドの状況は深刻で、土地制度改革運動と自治権要求運動が強まる誘因に。
- ホ) 失業問題も悪化。失業率は景気が比較的好調な時期には2%前後まで低下するものの、最悪期には10%程度にまで急上昇するということが反復(図表3)。

(2) 英国大不況の原因

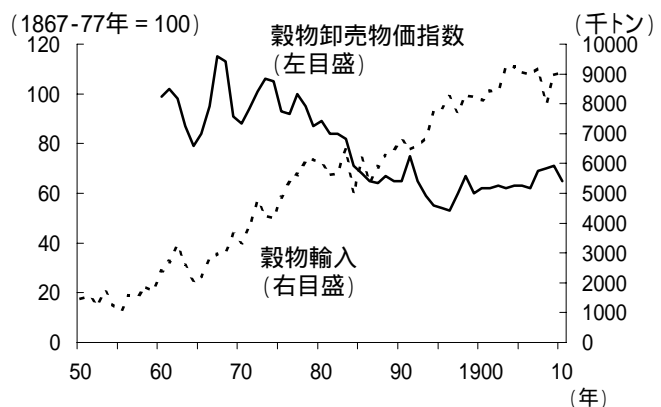
- イ) 英国大不況の原因については、慢性的な過剰生産能力が原因とする実物経済面重視説と、金需給の逼迫に伴う貨幣量の不足が原因とする貨幣面重視説が対立。
- ロ) デフレ発生の原因について、それぞれの説は以下のように説明。
 - ・ 実物経済面重視説……大不況の結果、デフレが発生
 - ・ 貨幣面重視説……貨幣不足がデフレを発生させ、デフレが大不況を惹起
 これらの説に加え、経済のグローバル化に伴う安価な製品の流入がデフレを招いたとするグローバル化説も存在。それぞれの説について検討する。

図表1 GDP成長率の推移

| | 英国 | 米国 | ドイツ | フランス |
|-------|-----|-----|-----|------|
| 56-65 | 2.1 | | | |
| 65-74 | 2.2 | 4.8 | 1.8 | 2.0 |
| 74-83 | 1.8 | 4.1 | 2.9 | 0.8 |
| 83-90 | 2.2 | 3.8 | 3.4 | 2.1 |
| 91-01 | 1.9 | 3.9 | 3.0 | 1.7 |

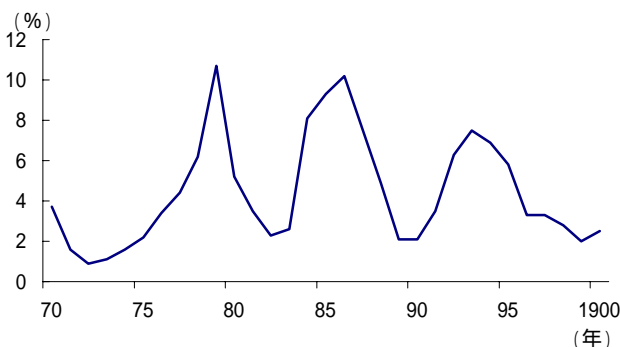
(出所) Pollard「Britain's Prime and Britain's Decline」

図表2 英国の穀物輸入量と卸売物価



(資料) Mitchell「マクミラン歴史統計」、同「イギリス歴史統計」により作成。

図表3 英国の失業率の推移



(資料) Mitchell「イギリス歴史統計」

2. 貨幣要因説(金需給逼迫説)

金本位制下での金需給の逼迫がデフレの発生原因とする説。金需給の逼迫によって貨幣量が経済活動の規模に比べ相対的に不足するようになり、物価が下落したとする(ただし、後述のように、貨幣供給の変化が物価に直接影響を及ぼしたという見方より、金需給の変化が金利を通じて有効需要に影響を及ぼし、物価へ波及したとする見の方が適切)。

(1) 英国大不況時の金需給

- ・ **供給面** ・ 金の生産量を見ると、1850年前後と1890年代以降に大幅に増加(図表4)。前者は、1848年にカリフォルニアで、51年にオーストラリアで大きな金鉱が発見されたことによる。それから30年以上、大きな金鉱の発見はなく、金生産量は横ばいで推移。86年の南アフリカでの金鉱発見と、そこでの採掘を採算化する新しい精錬技術の開発によって、その後、生産量は飛躍的に拡大。
- ・ **需要面** ・ 70年代以降、金本位制への移行する国が増加し、金需要が増大(図表5)。
- ・ 主要国では、70年代に物価は下落傾向に転じ、90年代半ばに上昇に転じる(図表6)。この動きは上記の金の需給動向と概ね整合的。

(2) 大不況からの脱却過程

英国大不況期のデフレに金需給が影響を及ぼしたことの傍証として、大不況からの脱却に金需給の緩和が大きく貢献したように見える。そこで、大不況からの脱却の過程を確認する。

イ) 金需給動向

90年代に入り、南アフリカにおける金生産の本格化を背景に、金需給は緩和へ。

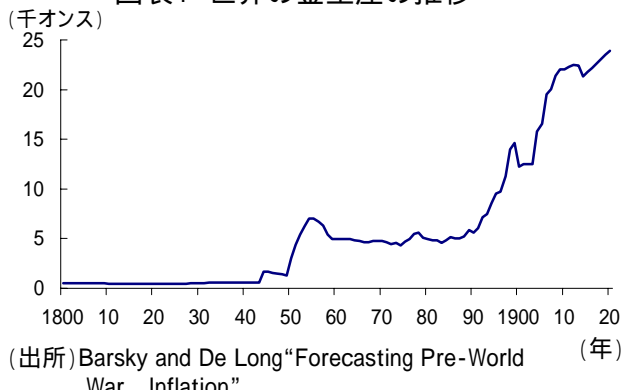
ロ) ベースマネーの増加

金需給の緩和に伴い、90年前後からベースマネーは拡大へ(図表6)。

ハ) 金利の低下

金の流入拡大で、94年にイングランド銀行の金準備率が40%台から70%前後に急上昇。金利引き下げ余地が拡大し、イングランド銀行は公定歩合を2%に引き下げ。この低金利は、金準備率が以前の水準に低下するまで、2年6か月にわたり継続(図表6)。

図表4 世界の金生産の推移

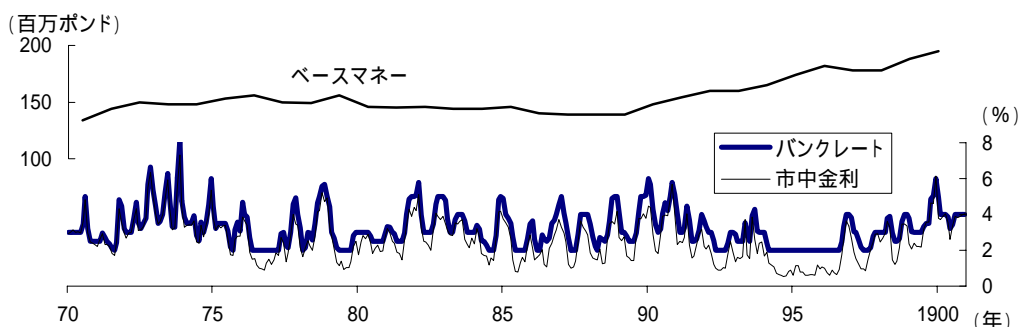


図表5 主要国の金本位制移行時期

| | |
|---------|---|
| 1849年以前 | 英国(1816) |
| 1850年代 | オーストラリア(52)、カナダ(53) |
| 1860年代 | |
| 1870年代 | ドイツ(72)、デンマーク、ノルウェー、スウェーデン(73)、オランダ(75)、フィンランド(77)、ベルギー、フランス、スイス(78)、米国(79) |
| 1880年代 | イタリア(84) |
| 1890年代 | 日本、ロシア(97)、インド(99) |

(資料) 日本総研作成

図表6 ベースマネーと金利の推移



(注) ベースマネーは、民間保有の現金、銀行の手元現金(イングランド銀行の銀行部門が保有する紙幣および硬貨を含む)、イングランド銀行預金、の残高の合計。

(資料) Mitchell「イギリス歴史統計」、NBERホームページ

(3) 金需給緩和の効果に対する評価

イ) 以下のように、金利引下げの1～2年後に景気と物価が反転したことや、景気回復の牽引役が金利感応度の高い住宅投資、設備投資であったことからすると、低金利がデフレ脱却の直接の要因。金需給の緩和は、低金利を可能にしたという意味において、あくまでデフレ脱却の契機に過ぎなかったと考えられる。

物価の反転時期

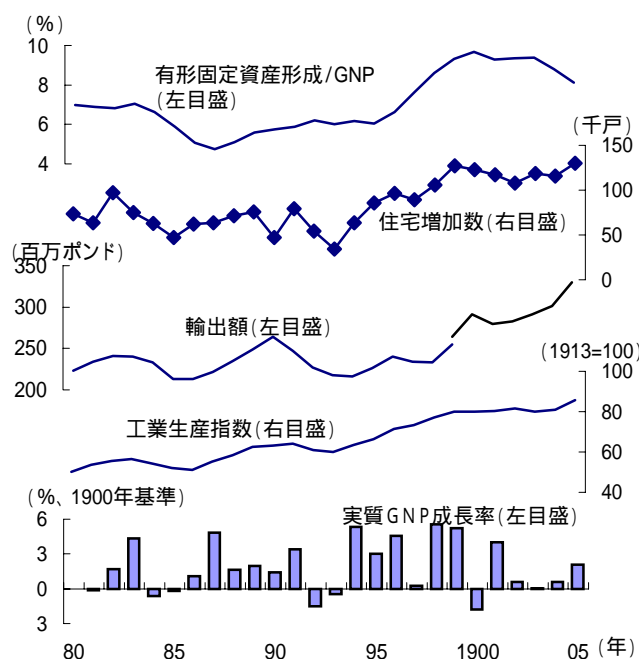
当時のEconomist誌は、95年回顧でこの年を回復の年とし、年後半に価格の反転上昇が生じたことを記述。景気の底が95年後半であったとすれば、金の流入増加を背景に公定歩合が2%に引き下げられて約1～2年後であり、直接的には、金利引下げが大不況脱却の要因であったとの推測が可能。

景気回復の牽引需要

96年からの景気回復は国内投資ブームによるもの(図表7)。固定資本形成の対GNP比率を見ると、96年から99年にかけて急上昇。なかでも住宅投資が、設備投資に先駆けて95年に急増。つまり、住宅投資や設備投資など金利感応度の高い需要項目が景気を牽引しており、景気および物価の反転において、低金利の貢献が大きかったことを示唆。なお、輸出は95年から96年にかけて若干回復したが、本格的に回復し始めるのは99年になってからであり、外需主導の景気回復ではなかった。

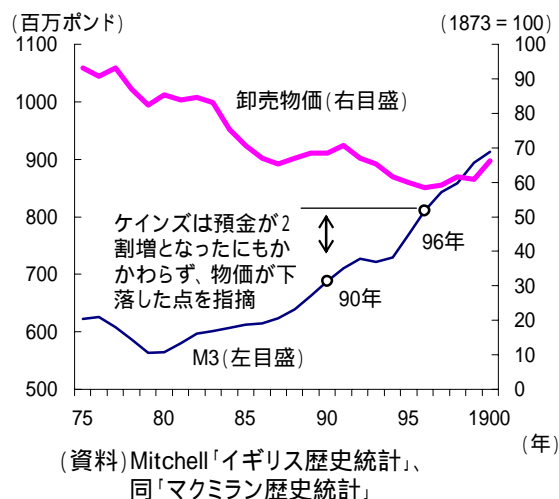
ロ) 金融緩和が一般物価に波及するメカニズムについては、貨幣量の増加が直接需要を生み、一般物価の上昇につながるという考え方(伝統的な貨幣数量説の立場)と、貨幣量の増加が金利を引き下げ、それが需要を生むことによって一般物価が上昇するという二つの考え方があるが、英国の大不況からの脱却過程を見れば、後者の見方が事実と整合的。この見方は、ケインズが『貨幣論』の中で指摘したように、90年代前半には、貨幣量が増加しているにもかかわらず、物価は下落傾向をたどっており、説明力が低い(図表8)。

図表7 1890年代半ばの景気関連指標の動き



(資料) Mitchell「マクミラン歴史統計」

図表8 貨幣量(M3)の推移



(資料) Mitchell「イギリス歴史統計」、同「マクミラン歴史統計」

3. 実物要因重視説

(1) 実物経済要因重視説とは

実物経済面の要因が、需給ギャップの拡大を通じてデフレの原因となったとする説。考える具体的な要因には以下のようなもの。

- ・ 技術研究開発の軽視や大量生産技術の導入の遅れなどによって英国製品の国際競争力が低下し、その結果、英国企業にとって有望な投資機会が失われ、その後の投資の不振を招いた。
- ・ 賃金に下方硬直性があるためデフレ下で実質賃金が高止まりしたことから、企業が生産活動を縮小し、その結果、労働力などの生産資源の遊休化を招いた。
- ・ 19世紀後半の英国では、流動性確保のため銀行は長期資金の供給に消極的で、これが企業の設備投資の抑制要因になった。

これら以外にも、企業家精神の欠如、家族的小規模経営へのこだわりなど、英国大不況に関してさまざまな要因が指摘されている。これらの説にはそれぞれ批判もあり、必ずしもコンセンサスは得られていないが、こうした実物経済面の要因が慢性的な供給過剰が生じ、結果として英国特有のデフレ要因となったとするのがこの説の主張。

(2) 1896年以降の変化

英国が大不況から脱却できた直接の要因は、金需給の緩和による金利低下であったことは既に示したが、実物経済要因も、その後の物価上昇の持続に影響した可能性。具体的には、1890年代は電力・電気機械産業や自動車産業などの創生期に当たり、新たな投資機会が発生。このような実物経済面の変化がなければ、金利低下による景気回復や物価の反転上昇が一時的なものになっていた可能性がある。

イ) 電力・電気機械産業

- ・ 英国における電気事業は、都市ガスシステムが既に普及していたことに加え、民間の電灯事業経営が事実上21年間に制限され、その期間内で費用を回収することは難しいと考えられたことから、民間企業が参入せず、発展が遅れた。電力事業がスタートしたのは、事業期間の制限が大幅に緩和された88年以降となった。
- ・ 90年代になると、電気機械の需要が急速に拡大。国内企業の技術的な遅れのため米国やドイツから製品が大量に流入したものの、国内電気機械産業も急速に成長。

ロ) 自動車産業

- ・ 英国では自動車産業の発展も遅れた。これは、法律で速度が規制(時速を郊外4マイル、市街地2マイル)されるとともに、車の走行中、警告のために前方60ヤード先を赤旗を持った人を走らせることを義務付けられていたことによる。
- ・ 英国において、自動車産業がスタートしたのは、この法律が廃止された1896年。その後、英国における自動車産業は、米国程急速ではなかったものの、相応の発展をとげた。

4. 経済グローバル化説

経済グローバル化説とは、新興国の勃興によって安いものが大量に輸入されるようになり、それが先進国の物価下落をもたらしたと考える説。

(1) 世界同時デフレの説明

英国大不況当時、主要国では一様に物価が下落しているが、この説は、新興国の生産性上昇率の高さが自国における物価下落を引き起こし、また、新興国の低価格品が先進国へ輸出されることで、先進国の物価水準を押し下げたと説明。

(2) グローバル化の展開

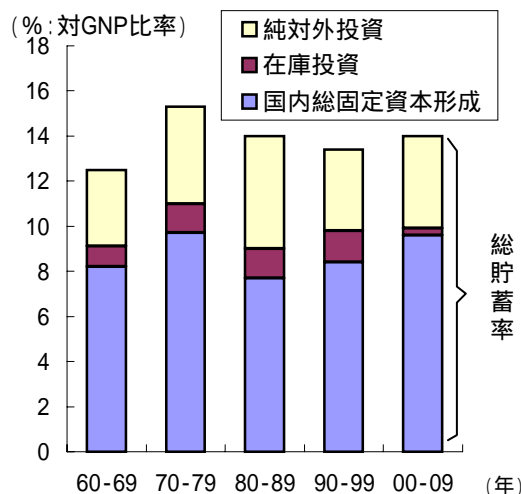
この時期、情報通信と輸送インフラが発達し、国際的な物流と資本取引が急速に拡大。情報通信面では、海底電線が51年に英仏間で、66年に大西洋間で敷設され、海外から大量の情報が時間を置かずに入るようになった。一方、輸送インフラについては、米国の大陸横断鉄道とスエズ運河の完成(いずれも1869年)によって、輸送コストと輸送時間の大幅な削減が実現。これらふたつの要因が、国際的なモノと資金の移動を活発化させ、その結果、国際的な物価下落を促進した面がある。

(3) 英国への影響

英国では、1860年代以降、穀物の輸入拡大が続き、価格は大幅に下落(前出図表2)。また、工業製品においても、急速にキャッチアップしつつあった米国やドイツの製品に対し、英国製品の競争力低下が目立つようになり、全般的に国内価格は低下。特に、それまで欧米を主要販売先としていた羊毛製品や鉄鋼製品などへの影響は大きく、下落幅も大。

一方、資金面においては、英国からそれら新興国への資本移動が活発化し、その結果、新興国の供給力を高めた。英国では、一次産品国(米国、アルゼンチン、オーストラリア、カナダ等)の国債や鉄道事業を主な投資対象として海外投資が拡大し、80年代にはGNPの5%にまで達した(図表12)。この結果、一次産品国では生産能力の拡大が促進され、結果として、安価な製品の英国への流入を一層進めたという面も。

図表12 英国の貯蓄率と対外投資の動向



(資料) M. Edelstein "Overseas Investment in the Age of High Imperialism"

5. ウィクセルの自然利子率説

(1) 様々な要因が影響

以上を総合すると、英国大不況時のデフレの発生には、貨幣要因(金需給要因)、実物経済要因、経済グローバル化要因、が複合的に作用したと考えるべき。

当時、この考え方に近い物価理論を展開したのがスウェーデンの経済学者ウィクセル。ウィクセルは、自然利子率説と呼ばれるその理論に基づいて、英国大不況期の物価下落を説明。

(2) 自然利子率説の概要

- ・自然利子率とは、実物資本の収益率のことであり、その水準は、生産の収益性や賃金、地代など、実物資本の需給に影響を及ぼすさまざまな要因、すなわち実物経済要因に依存する(図表13)。ただし、この自然利子率は、市場の利子率とは異なり、観察されるものではない。
- ・一方、市場の利子率は、貨幣の需給など貨幣要因によって決定される。
- ・その結果、自然利子率と市場利子率の間には乖離が生じ、それが物価の変動を生じさせる。すなわち、自然利子率が市場利子率よりも高いとき、つまり、実物資本の収益率の方が市場利子率よりも高いときには、実物資本への投資が促進され、その結果物価は上昇。逆に自然利子率が市場利子率よりも低いときには投資が減少し、物価は下落。

(3) 自然利子率説による大不況化のデフレの説明

ウィクセルは、このような自然利子率仮説の立場から、英国大不況期の物価下落を、次のように説明。

大量の貯蓄に対して有利な投資先を提供できなくなったため、自然利子率が低下。その背景は以下の2点。

- ・71年以来、米国と西欧では平和が続いたため資本の浪費が起こらなかったこと
- ・西欧では60年代までに主要な鉄道網がほぼ完成したこと

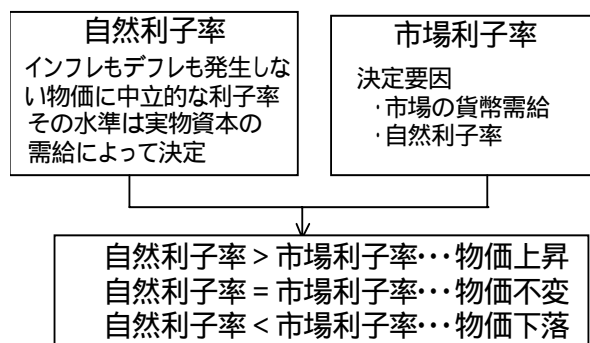
市場利子率については、自然利子率を後追いする形で下落したものの、金生産の低迷など貨幣面の要因から、自然利子率ほどには低下せず。

この結果、自然利子率 < 市場利子率、となり、物価は下落。

(4) 自然利子率説の適用範囲の拡張

経済のグローバル化という要因も、自然利子率説の枠組みの中で理解することが可能。すなわち、グローバル化は、先進国市場における国内製品シェアの低下を招くことで、自然利子率の引き下げ要因となる一方、新興国への資金流出を促すことで先進諸国における市場利子率の低下を抑制。その結果、自然利子率と市場利子率の差を拡大させ、結果的に物価の下落を促進したと考えることが可能。

図表13 自然利子率説による
物価変動のメカニズム



(資料)日本総研作成

6. 現在のわが国との比較とインプリケーション

わが国へのインプリケーションを探るために、当時の英国と現在のわが国の経済状況について、類似点を整理してみる。

(1) 不況とデフレが長期間継続

- ・不況・・・英国では不況が23年間、日本ではバブル崩壊以降、景気の低迷が13年間継続。この間に短期の景気循環は存在したが、基本的には景気低迷が続く。経済成長率は、大不況下の英国が年平均2%弱、日本が91～2001年度で同1.0%。
- ・デフレ・・・英国では卸売物価が年平均2.3%下落、日本の場合には91～2002年で同1.4%下落。しかも、この期間、デフレ傾向が次第に強まる。英国は、大不況期前の60年代半ばからデフレの兆候が見られ、70年の普仏戦争による影響で物価はしばらく上昇するが、73年以降はデフレ傾向が次第に強まった(図表4)。1990年代以降の日本でも、消費税の引き上げられた97年を除いて、デフレ傾向が強まる(図表5)。

(2) 新興国のキャッチアップで産業の空洞化が進展

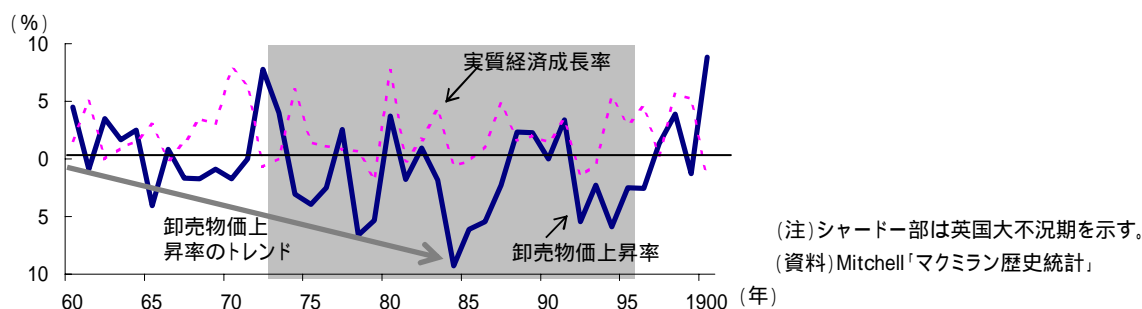
- ・英国・・・米国、アルゼンチン、豪州などから安価な穀物が大量に流入するようになり、農業が急速に衰退。また、米国やドイツなどの新興工業国のキャッチアップも目覚しく、それらの国への輸出比率が高かった羊毛製品や鉄鋼製品分野を中心に産業基盤が侵食された。
- ・日本・・・中国を始めとするアジア新興国から急激なキャッチアップで、衣類・雑貨、電気機械などの分野で産業の空洞化が進展。

(3) 世界全体がデフレないしはディスインフレの状態

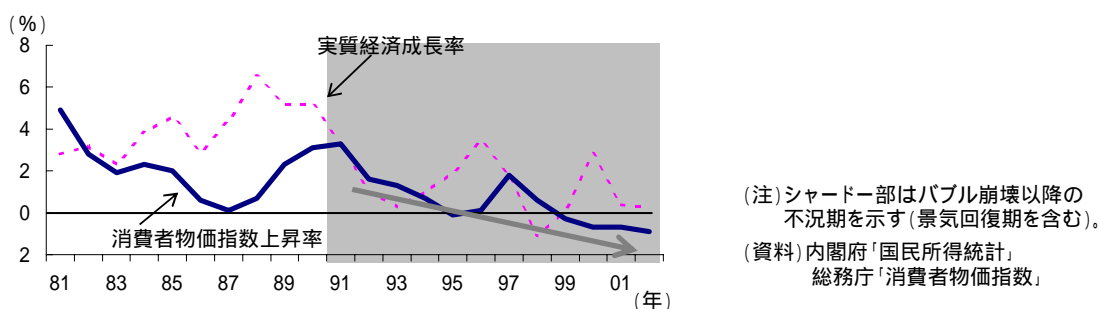
- ・英国・・・世界的にデフレが進行。米国やドイツの卸売物価も、英国とほぼ同様のペースで下落(図表6)。
- ・日本・・・1990年代には70～80年代のインフレ傾向が収束し、主要国はディスインフレの時代へ。さらに、米国のネットバブルの崩壊をきっかけとして、世界経済全体がデフレに陥る兆しもあり、現在、英国大不況当時の状況に近づく。

通貨・為替制度面では違いがあるものの、上記のように景気、物価動向、世界的な経済情勢などの点からみれば、大不況下の英国は、現在の日本と極めて似ている。

図表4 英国の物価と成長率



図表5 日本の物価と成長率



6. わが国へのインプリケーション

わが国のデフレ発生には、貨幣面、実物経済面、経済グローバル化面の要因が複合的に作用していることを踏まえ、それぞれについて、適切な対策が採られるべき。

(1) 貨幣面…金融政策を需要拡大策と併用することが重要

貨幣面の対応として考えられるのは、一層の金融緩和によるデフレの克服。ただし、現在のわが国では、金利引下げの余地が無いことから、金利メカニズムに依存しない非伝統的政策の有効性に関する議論が盛ん。非伝統的政策の一つが量的金融緩和政策であり、その支持者からは、英国は貨幣量の増加によって大不況期のデフレから脱却できたことと主張されることがある。

しかし、前述のように英国大不況の脱却過程を見ると、貨幣供給の拡大が物価を上昇させたという見方より、金利低下によって有効需要が喚起され、それが物価上昇をもたらしたとの見方が適当。英国の経験から、量的金融緩和政策の有効性を論じることは困難。

(2) 実物経済面…投資機会の創出の必要性

新興国の急激なキャッチアップを受けている状況下では、新たな投資機会を見出しにくい状況が生じやすい。こうしたなか、新たな投資機会を増やすような環境整備が必要であり、そのためには、経済社会環境の変化に伴って必要性が低下した規制を撤廃し、民間に新たなビジネスチャンスを積極的に提供していくことが重要。

この点で、大不況下の英国は反面教師。同国では、不合理な電力事業規制によって電機産業の発展が遅れ、また、赤旗法によって自動車産業の発展が遅れた。現在の日本のように、金融財政政策の発動余地が低下している中では、事業の収益性を高めることにつながる規制緩和により積極的に取り組んでいく必要。

(3) 経済グローバル化面…国際協調の重要性

グローバル化を押し止めることは困難であり、国内で調整コストが発生することは不可避。そうしたなか、実施すべき政策は、貿易、投資など国際ルールの整備と運用の適正化を通じ、中国を始めとする新興工業国との取引によって、わが国にもより大きなメリットが生まれるようにしていくこと。

また、国際的な政策協調も重要。英国大不況期の状況を見ると、当時、ある国に金融恐慌が発生すると各国は金利引き上げに走り、世界的な景気悪化を加速。もし、こうした事態を回避する国際的な協調体制があれば、金融恐慌の国際的な波及を緩和できた可能性。

現代においても、金融、財政政策における国際協調は極めて重要。今後、世界的にデフレギャップが広がっていくような局面になれば、国際的な協調利下げや景気刺激策を実現することが必要に。

おわりに

わが国では、デフレが貨幣的現象であることを前提に、デフレ脱却の処方箋として、金融政策に重点を置いて議論が展開。しかし、わが国のデフレも、大不況期の英国のデフレと同様、貨幣要因、グローバル化要因、実物経済要因が複合的に作用することによって発生^(注)。したがって、デフレ脱却のためには、グローバル化面や実物経済面での対応を、金融政策とともに推進していく必要。

「流動性の罠」に陥っているわが国では、デフレ脱却に当たって金利低下メカニズムが働いた英国以上に、金融政策の効果は限定的。その点からも、金融・貨幣面以外の対策が一層重要。

なお、わが国では、金利メカニズムに依存しない「非伝統的金融政策」を採用すべきとの主張が強まっている。その導入の是非を判断するにあたっては、その波及経路を個別的具体的に検討したうえ、メリットとデメリットを十分に明らかにする必要。

(注) わが国におけるデフレの要因分析については、本誌2003年6月号「デフレーションの原因分析とそのインプリケーション」を参照されたい。