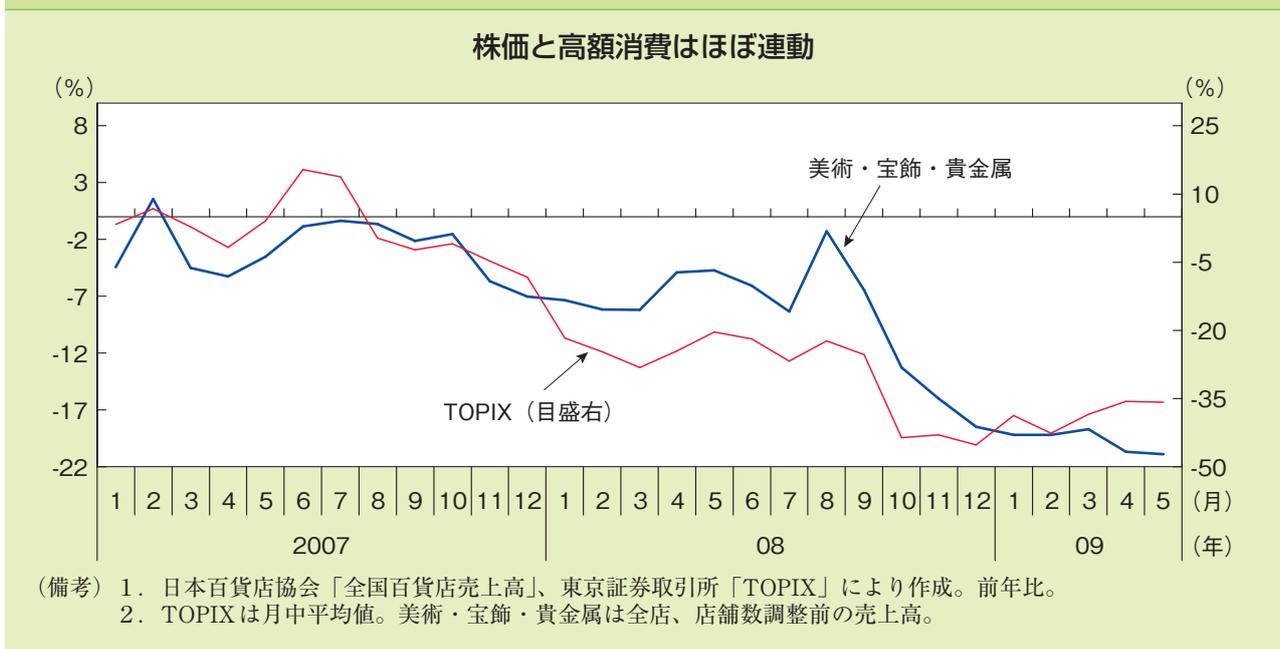


第2-1-23図 高額消費と株価の関係



鈍化し、まさに「逆資産効果」が生じたとされた。また、91年後半からは、美術工芸品、貴金属、高級雑貨等の高額商品が大きく減少した。

第三は、今回の株価下落局面である。この間、やはり百貨店などで高額商品の販売が大きく落ち込んでいる。個人消費が全般的に不振となったなかで、特に高額商品に逆資産効果が現れたと考えるのは、その動きに株価との強い連動性が見られるためである（第2-1-23図）。

一般に、資産効果を検出することは容易ではないが、このように株価の上昇ないし下落がある程度の期間持続する場合、一部の商品の動きからその存在を確かめることができる。

第2節 金融危機の国際的波及：歴史的経験とメカニズム

本節では、過去の金融危機について概観した後、危機の国際的な波及メカニズムを明らかにする。その際、金融資本市場、実体経済のそれぞれについて、各国間でどのように連動しているかを、平時も含めて整理する。

1 過去の金融危機の概観

個別の検討に入る前に、過去の金融危機がどのようなものであったかを簡単に見てみよう。具体的には、過去最大の世界的金融危機とされる「世界大恐慌」、アメリカの「S&L危機」と「北欧の銀行危機」、日本の金融危機と同時に進行した「アジア通貨危機」、「LTCM危機」を取り上げる。

(1) 世界大恐慌

以下では、まず、世界大恐慌時における主要国の主な経済指標を確認する。世界大恐慌については、様々な視点からの膨大な研究の蓄積がある。それらの研究を踏まえた上で、大恐慌がどのように日本に波及したのか、また、どのように回復したのかを簡潔に整理しよう。

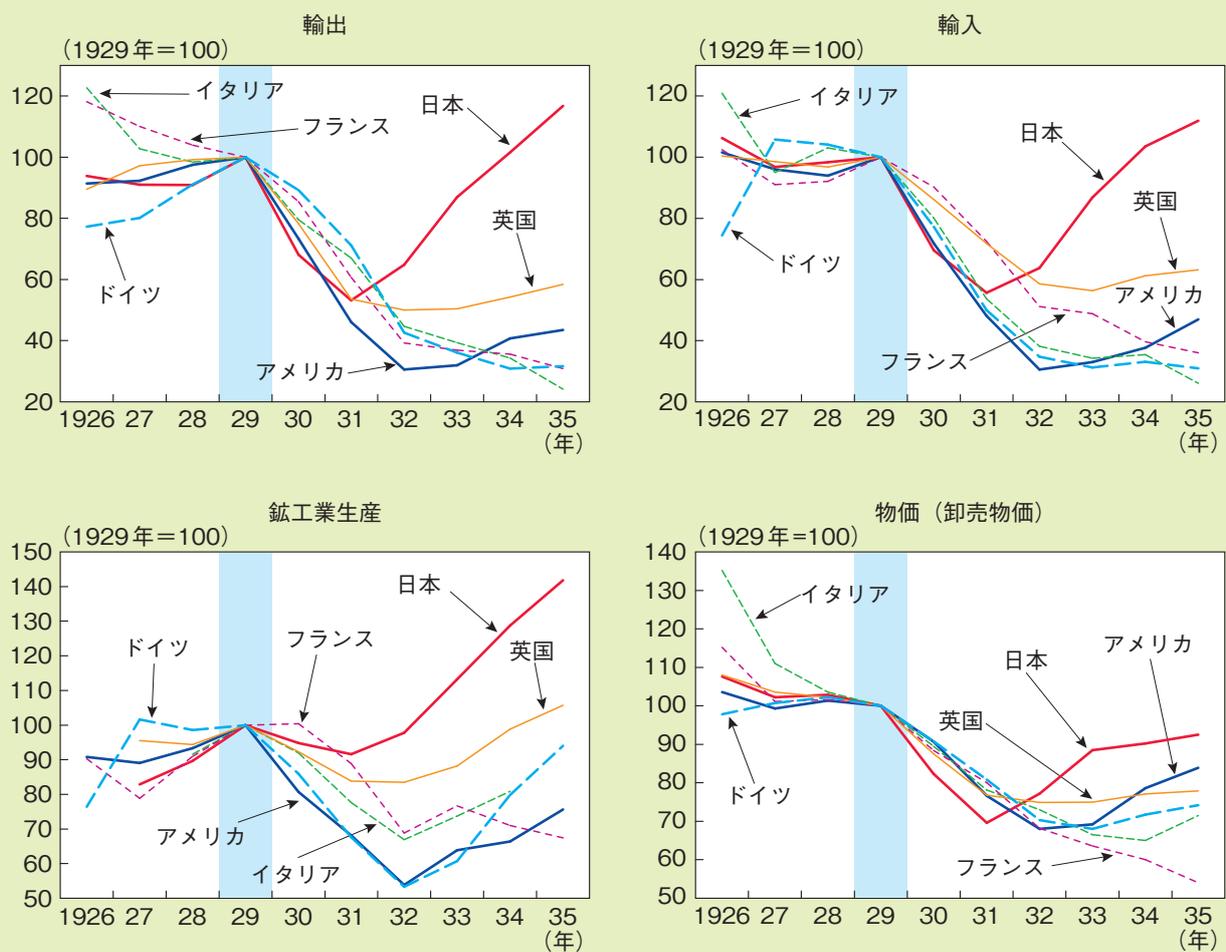
●世界貿易・生産が大幅に縮小し、物価が大幅に下落

アメリカにおける金融引き締め、バブル崩壊に端を発する世界大恐慌は、日本を含む世界各国の実体経済に大きな影響を及ぼした。貿易、生産、物価に関する指標でその状況を確認しよう（第2-2-1図）。

第一に、世界貿易について見ると、1929年と比較して、32年までに金額ベース（各国通貨建て）では6割前後の減少（数量ベースでは2割減）となっている。特に、アメリカの輸出の

第2-2-1図 世界大恐慌時の経済状況

日本は貿易の落ち込みが大きかったが、早期に回復



(備考) The League of Nations "Statistical Year Book"、日本銀行統計局「明治以降本邦主要経済統計」により作成。

落ち込みが大きく、33年までに金額ベースで75%の減少となった。

第二に、世界の鉱工業生産（ソ連を除く）については、32年には、29年と比べて約3割の縮小となっている。各国の動向を見ると、貿易に比べかなりばらついているが、29年と比べて、アメリカ、ドイツでは4割程度の落ち込みとなった後、ようやく35年頃に29年水準を回復している。

第三に、物価は各国とも大幅に下落した。卸売物価は、29年の水準と比べ、日本では31年までに約3割、その他の国でも30年代前半にかけて2~5割下落し、厳しいデフレ状況となった。

こうした世界経済の中で各国の状況を比較すると、日本は当初、貿易の落ち込みが最も大きかったが、回復も早かったといえる。輸出金額では、日本は円ベースでは32年から回復する姿となっている。また、生産は31年までに1割弱落ち込んだが、33年には29年水準を15%程度上回り、その後も増加を続け、35年には29年水準を4割上回るなど、早期の回復を示した。

●金本位制下で各国が引き締めを余儀なくされ恐慌が伝播

それでは、このような厳しい景気後退は、どのようにアメリカから日本を含む各国に波及したのだろうか。

第一に、最も重要な要因として、金本位制下で各国の金融政策の自由度が低かったことが挙げられる。例えば、ドイツでは、金流出を防ぐため、経済の悪化にもかかわらず引締めを行っており、日本でも金本位制復帰を目指して、デフレ政策がとられていた。各国が不況に直面するなかで、十分な金融緩和ができなかったことで、世界的な流動性の過小供給状況に陥ったのである¹⁶。31年には、各国は金流出を防ぐためにさらに引締め政策をとらざるを得ない状況となり、国内の不況が厳しいものとなった。

第二に、為替レートの変動による調整が行われなかったことである。日本は30年1月に金本位制に復帰したが、これは円の実力を大幅に上回る旧平価によるものであった。このため、円高による輸出の減少が不況に追い討ちをかけたと考えられる。日本以外では、英国が25年5月に旧平価で復帰していた。この点は、大恐慌の「伝播」というより、自ら招き入れた困難だったといえよう。

第三に、事態を悪化させたのが保護主義の台頭である。保護主義とは、輸入関税の引上げや輸入数量の割当などによって、国内生産品が輸入品と競合するのを避け、自国産業を保護するとの政策的な考え方である。アメリカのスムート・ホーリー関税法¹⁷に対する各国の報復措置が保護主義を激化させたと指摘されている。各国は植民地を抱えており、関税障壁で他の地域に需要が漏れないようにブロック経済化していった。こうしたことが、世界貿易の急激な縮小、生産の急激な縮小の長期化をもたらした（第2-2-2表）。

注 (16) 当時、貿易黒字国であったアメリカへ金が流入していたが、引締めの金融政策運営をとっていたため、アメリカの輸入（金の輸出）は大きく増加せず、金の国際的な還流が滞っていた。金本位制の下では、貿易赤字国は、金の流出に伴って通貨供給量が縮小するため、アメリカを上回る金融緩和を行うことはできなかった。

(17) スムート・ホーリー関税法（1930年成立）により、国内産業保護のために関税が大幅に引き上げられた。

第2-2-2表 世界大恐慌時の各国の保護主義政策

アメリカのスムート・ホーリー関税法を契機に保護主義の動きが拡大

国名	政策
日本	○円ブロックの形成
アメリカ	○関税引上げ スムート・ホーリー関税法（30年） 対象品目の関税率を38.9%（25年）から44.7%（30年）、59.1%（32年）に引上げ ○ドルブロックの形成
イギリス	○関税引上げ イギリス連邦内特惠関税（オタワ議定書）（32年） イギリス連邦以外の製品には高関税を、連邦諸国内の製品には低関税を課す ○スターリングブロックの形成
ドイツ	○為替統制
カナダ	○3回にわたる関税引上げ（32年まで）
フランス	○関税を数量割当に転換 ○フランブロックの形成 ○自動車関税の引上げ（29年）
イタリア	○アメリカ製自動車に対する報復措置（30年）

●日本の回復が早かった要因は金本位制からの比較的早めの離脱など

それでは、日本は、こうした厳しい状況からどのように回復が可能となったのだろうか。鍵となった政策について三点挙げよう（第2-2-3図）。

第一は、金本位制からの離脱である。31年7月にドイツ、9月に英国、12月には日本が金本位制から離脱した。日本と英国は旧平価で金本位制に復帰していたため、離脱により為替レートが大幅に減価し、輸出の持ち直しに寄与したと考えられる。他方、ドイツ、フランス、イタリアは、33～34年に為替レートが対ドルで上昇しており、輸出の減少が続いたことから、回復が遅れたと考えられる。

第二に、金融緩和である。金本位制離脱によって金融政策の自由度が回復されるのを機に、日本、英国を中心に32年にかけて公定歩合の大幅な引下げが行われた。こうした中で、為替レートの減価による輸出の増加と、金融緩和による大恐慌下のデフレ脱却の素地がようやく整うこととなった。

第三に、財政の拡大である。貨幣供給量が増加しデフレを脱却するためには、財政政策の役割が重要であった。日本では、32年6月には追加予算とあわせ赤字国債発行のための法律を成立させ、財政拡大方針をとった。その際、長期金利が上昇しなかったことも重要である。国債の日銀引受が行われたことで市場への直接の影響は小さかった。また、日銀の引き受けた国債の多くは市場で売却されており、民間資金需要が低迷していたなかで、市場に国債の消化余力があったと考えられる¹⁸。

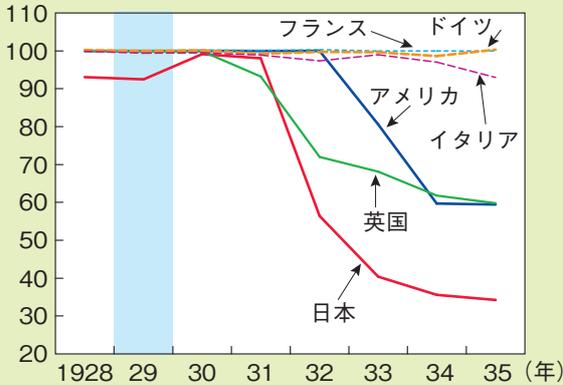
注 (18) なお、日本では、物価は31年を底に、32年以降上昇に転じているが、こうした背景として、金本位制離脱とともに、財政拡大方針という政策変更が、デフレ期待の払拭に働いたことが指摘されている。英国では、日本とほぼ同時期に金本位制を離脱し為替レートが減価したが、財政拡大は行われておらず、32年以降も物価はおおむね横ばいで推移している。

第2-2-3図 世界大恐慌時の財政金融政策

各国で金融緩和、財政拡大を実施

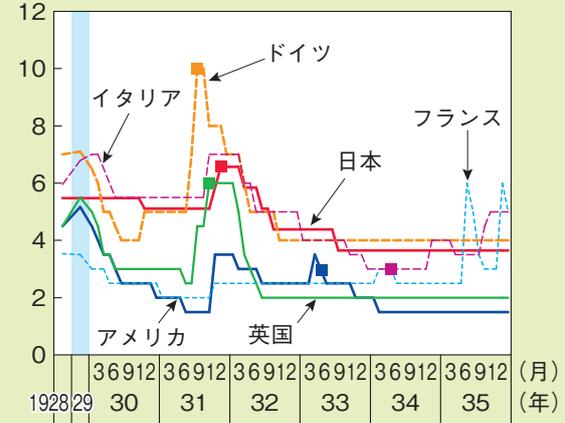
(1) 為替レート

(1929年の金平価=100)



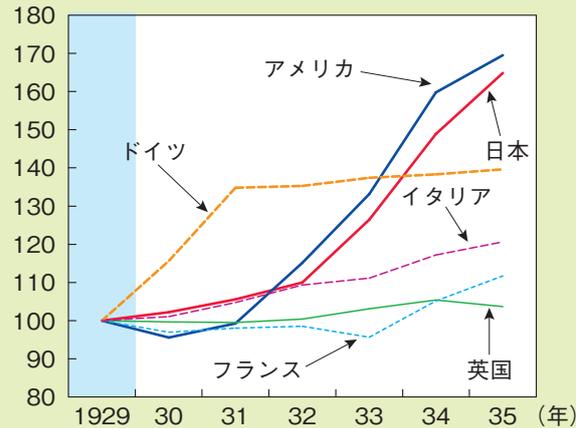
(2) 公定歩合 (中央銀行割引率)

(%)



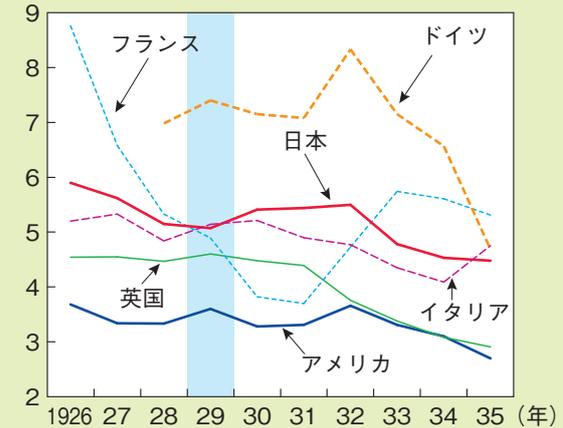
(3) 政府債務残高

(1929年=100)



(4) 債券利回り

(%)



- (備考) 1. The League of Nations "Statistical Year Book", United Nations "Statistical Yearbook", 日本銀行統計局「明治以降本邦主要経済統計」により作成。
 2. (2) 図の■印はそれぞれの国が金本位制から離脱した時点を示す。
 日 本：31年12月、アメリカ：33年4月、英国：31年9月、
 ドイツ：31年7月、フランス：36年9月、イタリア：34年5月
 3. (3) 図は、公的債務残高について、29年を100として指数化したものである。
 データの制約上、フランスは国内分のみ。

世界大恐慌時の金融政策は、金本位制離脱をめぐって対応が分かれたが、最近の研究では、金本位制からの離脱が早かった国の方が、為替レートの減価と金融緩和により、回復が早かったとの指摘がなされている。今回の金融危機に際しては、第1節で見たように、各国中央銀行が協調して大幅な金融緩和に踏み切っており、国際協調の重要性という点において世界大恐慌の教訓が活かされているものと考えられる¹⁹。

注 (19) 日本で金融緩和が有効だった背景として、20年代後半に昭和金融恐慌を経験したため、金融機関の整理・淘汰を通じ、機関銀行関係の解消という制度変化が金融機関の経営の健全性を高め、金融システムの安定性が維持された点も指摘されている。

(2) 海外における戦後の主要な金融危機

世界大恐慌は、当時の主要先進国に不況が伝播した点で、今回の金融危機による世界的な景気後退との類似点が多い。しかし、世界全体へ伝播しなくても、過去の金融危機は多くの教訓を残している。以下では主な原因別にいくつかの危機を取り上げよう。一つ目が、金融自由化・規制緩和の影響である。代表例として、アメリカのS&L危機と、北欧の銀行危機を見よう。もう一つは、資本の自由化による、急激な資金の流れの変化とその影響である。代表例として、アジア金融危機やその後続くLTCMの破綻を見よう。

●アメリカのS&L危機

S&L危機では、アメリカの貯蓄貸付組合（S&L）や相互貯蓄銀行（MSB）などの貯蓄金融機関が、81～82年及び86～90年代初めにかけての2回にわたり業況の著しい悪化を見た。危機の背景としては、以下の三点が指摘されている。

第一に、金融自由化による競争の激化である。貯蓄金融機関と商業銀行の垣根の撤廃と、住宅ローン証券を扱うモーゲージ・カンパニーの参入により、住宅ローン市場での採算性が大きく低下した。

第二に、貯蓄金融機関が十分なリスク管理能力を持たないまま、高リスク・高リターン投資の割合を増やしたことである。この背景として、手厚い預金保険制度が、経営が悪化する中でもリスクや採算を度外視した投資を行うモラルハザードの誘因となった。

第三に、S&Lの検査、監督を行う連邦住宅貸付銀行（FHLB）の独立性が不十分であった上に、検査能力自体も不十分であったことである。

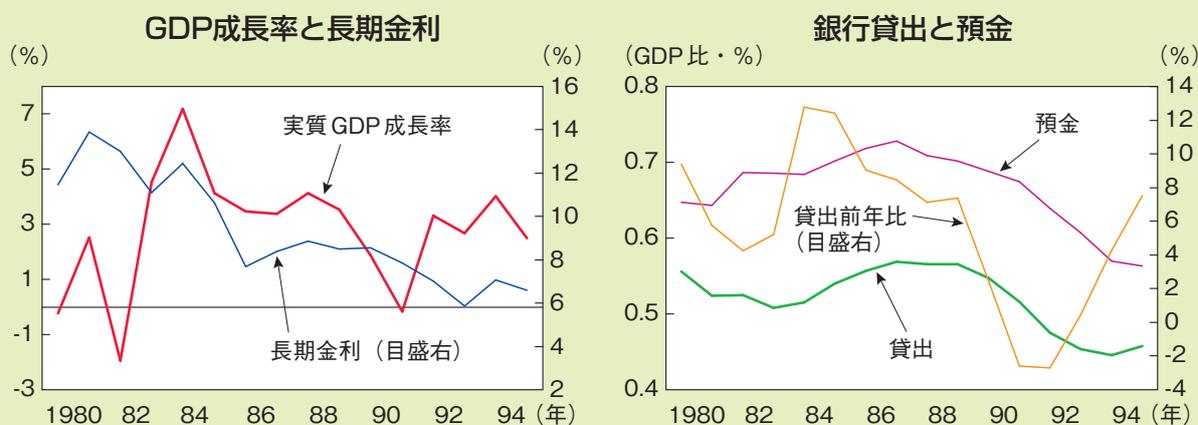
S&L危機のときの経済指標はどうだったか（第2-2-4図）。GDPでは、82年、91年にマイナス成長になっており、それぞれが、第一次危機、第二次危機に対応している。景気が悪化するなかでの業績の悪化により、危機がさらに深刻化することとなった。長期金利は、80年代前半では、非常に高水準にあった。高金利下での金融自由化が、競争の激化と、高リスク・高リターンの背景となったと考えられる。また、第二次危機の前には金利は横ばいで推移しており、危機後には金利が低下している。S&L危機後の銀行の貸出と預金について見ると、銀行貸出残高の伸びが大きく低下している。

●北欧の銀行危機

北欧のノルウェー、スウェーデン、フィンランドでは、80年代後半に、銀行貸出の急増や、株式、不動産の資産価格が急騰するバブルが生じた。この背景としては、S&L危機の場合と同様に、①金融規制の緩和による金融機関の競争激化、②急激な与信拡大競争や不動産投資へ傾倒するモラルハザード、③不十分な監督体制、が指摘されている。また、当時の北欧3か国

第2-2-4図 アメリカのS&L危機

貸出残高は大幅に減少し、82年、91年はマイナス成長に



(備考) IMF “International Financial Statistics”、The World Bank “A New Database on Financial Development and Structure” により作成。長期金利は10年国債利回り。

の通貨は、欧州為替制度メカニズム（ERM）の下で事実上、ドイツマルクにペッグしていたため、東西ドイツ統一後の大幅利上げ等により、北欧諸国も引締めを行わざるを得なかったことも、景気低迷と金融危機を深刻化させた要因となった。

北欧の銀行危機のときの経済指標を見てみよう（第2-2-5図）。GDPはノルウェーでは88年、スウェーデン、フィンランドでは91～93年にマイナスになっており、アメリカのS&L危機と比べ、結果として生じた景気の低迷が長期にわたっている。その要因の一つとして、前述のように、為替レートを維持するために、景気の悪化にもかかわらず金融引締めを余儀なくされたことが考えられる。こうしたことから、スウェーデンとフィンランドでは90年には長期金利が上昇しており、その高止まりが景気後退を長期化させたと見られる。為替レートの維持を放棄して以降は大幅に金利が低下しており、金融面から国内経済の回復が支えられる姿となっている。

アメリカと同様に、危機後には銀行貸出残高の伸びが大きく低下している。また、アメリカでは預金が貸出を上回っているのに比べ、北欧では危機時において、貸出が預金を上回っている。北欧では、資本移動の自由化などから、海外から短期資金が流入し、銀行貸出の増加、不動産バブルが形成されていた。

なお、S&L危機と北欧危機では、財政支出を伴う整理・清算が行われた。この点については、第3節で再度検討する。

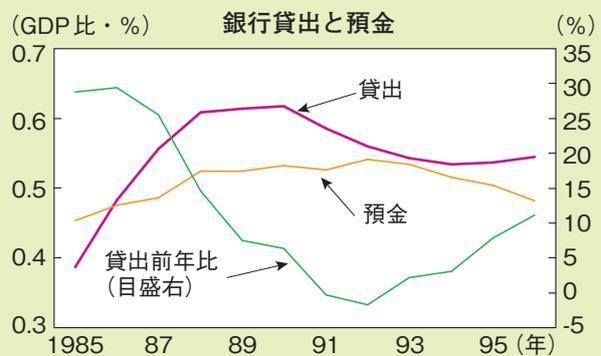
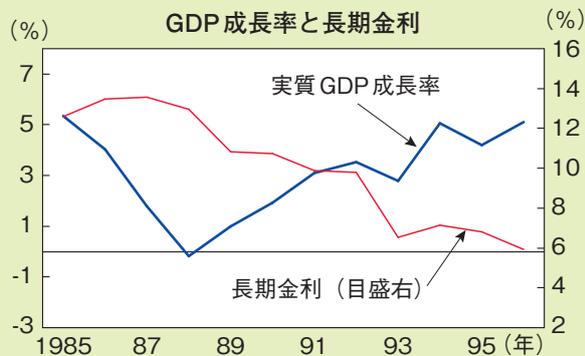
●アジア通貨危機

海外からの短期資金の動きによって大きな影響を受けた例としては、アジア通貨危機が顕著な例である。短期資本取引の混乱を契機に、新興国経済を中心に影響が伝播し、こうしたなかで、投機に失敗したヘッジファンドの破綻を通じて欧米の金融機関にも影響が及んだ。

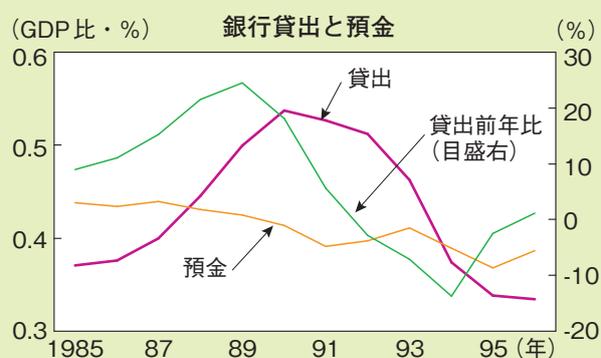
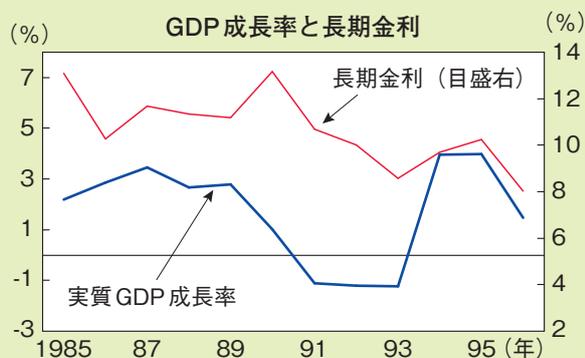
第2-2-5図 北欧の銀行危機

危機前には貸出が預金を大きく上回る状況に

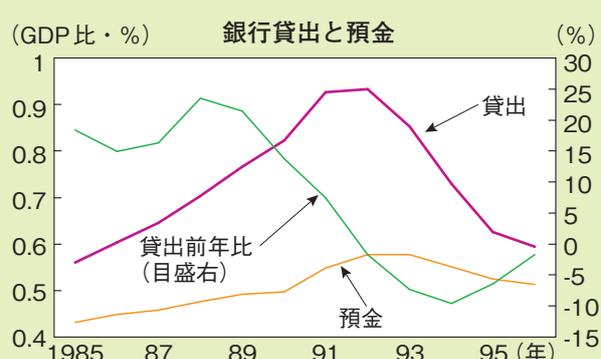
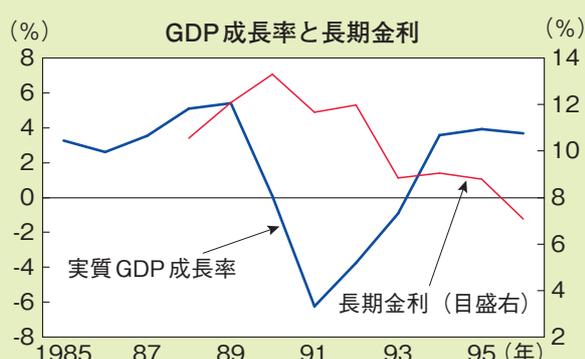
(1) ノルウェー



(2) スウェーデン



(3) フィンランド



(備考) IMF “International Financial Statistics”、The World Bank “A New Database on Financial Development and Structure”により作成。長期金利は10年国債利回り。

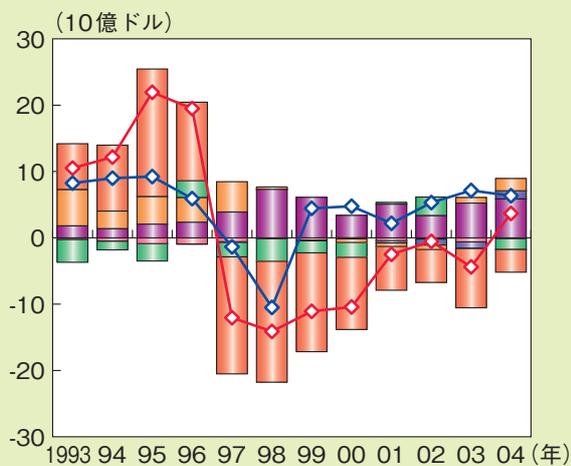
当時のアジア諸国の第一の問題点は、短期資金の流入による資本収支の黒字が、経常収支の赤字を上回って大幅なものであったことである。これが、国内においてバブルを形成したと考えられる。そのため、海外の短期資金が急速に引き揚げられた際、資金流出圧力が生じ、為替レート的大幅な下落圧力が生じるとともに、銀行が資金を調達できない事態が生じ、金融危機に陥ることになったのである。

データで確認すると、アジア通貨危機国である、タイ、インドネシア、韓国、マレーシアでは、資本収支が96年まで大幅な黒字であったのに対し、97～98年にかけて赤字に転じている（第2-2-6図）。インドネシアを除けば、対内直接投資は黒字（受入超）が続いているのに対し、その他の対内投資／対外投資の部分が大きくマイナスに寄与していることが分かる。その他投資は、主に短期の銀行貸出が含まれると考えられる。危機国のアジア諸国では、現地の

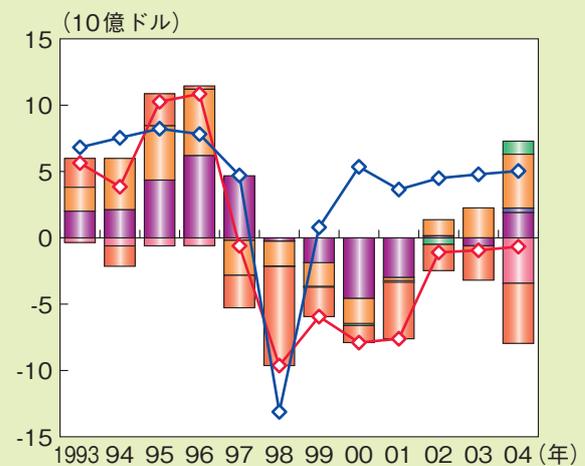
第2-2-6図 アジア通貨危機時の資本収支の動向

危機時には短期資本が大量に流出

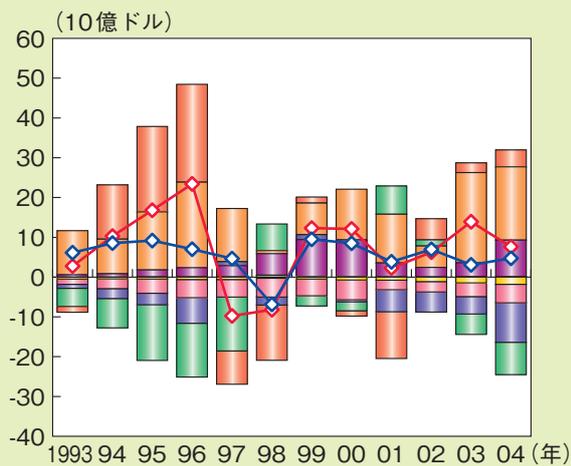
(1) タイ



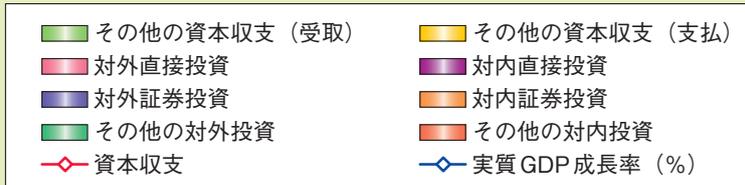
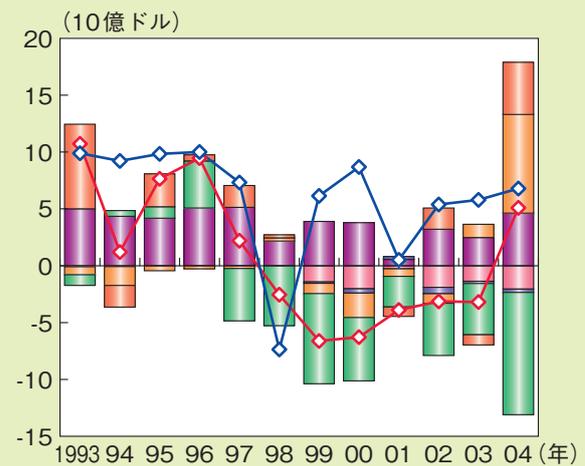
(2) インドネシア



(3) 韓国



(4) マレーシア



（備考）IMF “International Financial Statistics” により作成。

銀行が、短期のドル資金を借り入れて、現地企業等に長期の貸出を行っていたのである。

第二の問題点は、世界大恐慌時の金本位制、北欧危機の際の欧州為替制度メカニズムと同様、為替レートが自由な変動を行えなかったことである。アジア各国は事実上のドルペッグ制をとっていた²⁰。タイでは、通貨防衛のため自国通貨を買い支えようとしたところへ、ヘッジファンドに売りを浴びせられたことから、外貨準備が枯渇し、変動相場制へ移行せざるを得なくなった。アジア各国も、為替レートを維持できなくなり、大幅な減価に追い込まれた。

他方、GDPの動向を見ると、為替レートが大幅に減価したことから、輸出は早期に回復し、成長率は99年にはプラスに回復している。しかし、為替の大幅な減価は、自国通貨建ての輸入価格の大幅な上昇により輸入が大幅に減少して国内需要を縮小させるとともに、ドル建ての対外債務を自国通貨建てで大きく膨張させることとなり、その影響は長く残ることになった。

なお、この後、アジア通貨危機を経験した国では、経常黒字を計上していくこととなるが、それが、2000年代からのアメリカの経常赤字の拡大の背景の一つとなっている。この点についても、第3節で改めて見ることにする。

● LTCM危機

S & L危機や北欧危機の場合には国外への波及が限定的であったが、アジア通貨危機の場合には、世界的な混乱に発展し、LTCM²¹のような巨大なヘッジファンドを破綻させた。

こうした背景として挙げられるのが、国際投資家の「質への逃避」である。アジア危機で、新興市場に対する国際投資家の動揺が高まっているなかで、98年8月にロシアでも金融危機が発生した。ロシアは民間対外債務の90日間モラトリアム（支払い猶予）で、一方的に債務不履行宣言をしたことから、新興市場への信頼が大きく落ちた。そのため、国際投資家の質への逃避が世界的に始まった。こうした中で、ヘッジファンドの一つのLTCMが運用に失敗し、巨額の損失を被ったことが明らかとなった。

今回の金融危機でも、金融システム安定のため、中央銀行が異例の措置をとっているが、LTCM危機の際も異例の措置がとられている。LTCMがそのまま倒産すると国際金融資本市場への影響があまりにも大きいという、文字通りの「大きすぎて潰せない」(too big to fail)という状況が生じたことから、ニューヨーク連邦準備銀行の呼びかけで関係する金融機関が緊急支援を行い、損失によって毀損した資本を補てんした。

LTCMの事実上の破たん後、金融市場ではリスクプレミアムが高まり、流動性不足が生じた。そのため、FRBは、98年9月から11月までの間に政策金利を0.75%ポイント引き下げ、

注 (20) タイでは、完全なドルペッグではなく通貨バスケット方式をとっていたが、事実上、ドル以外の影響はほとんど受けなかった。

(21) Long-Term Capital Management (ロングタームキャピタルマネジメント、通称：LTCM) は、アメリカに本部を置いて運用されていたヘッジファンド。当時LTCMは、取引契約を世界の金融機関や機関投資家等と締結して、国債、株式オプション、新興国債券等を含む様々な裁定取引を行っており、レバレッジの水準も最大限に達していた。

金融不安の沈静化を図った。

また、日本でも、同時期に日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の破たん²²が起こるなど、金融危機に陥っている最中であった。日本銀行は、99年2月にゼロ金利政策を採用し、大幅な金融緩和措置をとった。

2 金融資本市場の国際的連動性と危機の波及

以上、過去の金融危機のいくつかについて、その背景や経過を概観した。以下では、他の国も含んだ全体的な波及のメカニズムや今回との対比を意識しながら、日本への影響をやや詳しく論じていく。最初に、金融面を通じた波及を見よう。

(1) 為替レートへの影響

金融危機が国際的に波及するメカニズムの一つとして、為替レートの変動が挙げられる。そこで、危機発生国における為替レートの変動と、その関係国への波及を調べてみよう。その上で、我が国への影響について、実質実効為替レートの動きを中心に考察する。

● 危機発生国における為替レートの減価と関係の深い通貨への波及

危機発生国では、それまで過大に評価されていた為替レートの下落圧力がかかる。国内の好景気や資産価格の上昇等で、為替レートが増価していたものが、バブルの崩壊によって下落する。これまでに見た、世界大恐慌、北欧危機、アジア通貨危機の際は、いずれも為替レートの変動が制限されていたことから、その調整には時間を要したが、最終的には減価している。為替レートの減価は、国内的には厳しい調整を迫られるが、他方、輸出を増加させ、景気回復につながっていくことになる。

また、危機発生国で通貨が減価した場合には、関係の深い国の通貨も影響を受ける。どのような関係によって影響を受けるかといえば、第一に、地域的な近さである。北欧危機では、ノルウェー、スウェーデン、フィンランドがほぼ同時期に危機に陥って為替レートが減価しており、アジア通貨危機でもタイ・バーツの大幅下落に端を発し、韓国、インドネシア、マレーシアを始めとする東アジア諸国に波及した。第二に、発展段階が似通った国に影響が及ぶ可能性が高い。例えば、アジア通貨危機では、新興市場に対する国際投資家の信認が動揺するなかで、ロシアの金融危機が発生し、さらには、ブラジルにも通貨危機として飛び火していった（第2-2-7図）。

注 (22) 日本長期信用銀行は98年10月、日本債券信用銀行は同年12月に、特別公的管理下に入り、一時国有化された。