

## 30年代の米資産減価と経済の長期停滞

2002年11月17日  
曾我 純

### 名目では鈍化した1920年代

株式相場の高騰により、20年代後半の米国経済は繁栄を謳歌していたようなイメージが強いが、20年代の経済が特別に高い成長をしたわけではなく、株式市場の熱狂により、実態以上によく見られていただけだった。29年までの5年間の名目GDP成長率は年率2.0%と20年代前半よりも伸びたが、実質ではやや下回った。29年までの10年間の実質成長率は3.5%と10年代よりも高いが、1899年から1909年の10年間に比べれば低く、20年代の経済が際立って拡大したという根拠は見出せない。実質年ベースでは相当ぶれが大きく、23年、26年、29年は高い伸びをみせたが、20年代の初めはマイナスだし、27年、28年は1%程度の低い成長であった。20年代の名目成長率は年率2.1%と10年代の9.7%から大幅に減速した。21年、24年、27年はマイナスとなり、20年代の米国経済は決して順風満帆ではなかった。

### デフレ気味で預金増大

29年までの10年間の成長率は名目が実質を下回ったことは、デフレーター（物価指数）が下落し、その分実質GDPを押し上げたからだ。デフレーターは10年間で4回マイナスになり、年率0.6%低下した。卸売物価指数は10年のうち6回、消費者物価指数は4回それぞれ前年を下回り、緩やかなデフレ傾向にあったのである。

緩やかでも物価が下がる傾向にあったので、ものよりも現金が選好された。物価の下落により、公定歩合は20年の7.0%から24年には3.0%に引き下げられたが、銀行預金は増加し続けた。物価の低落傾向に変化がないにもかかわらず、公定歩合は3.0%を底に引き上げられ29年には6.0%に上昇した。全国銀行ベースの預金は20年代前半（19～24年）の年率2.4%から、同後半（24～29年）には2.0%に減速した。なかでも定期預金は前半4.5%、後半でも3.0%増加しており、預金に占める定期預金の比率は上昇した。要求払・定期預金比率は1919年の139.4%から1929年には87.5%に低下し、銀行の信用創造は著しく高まった。

### 貸付と証券投資の拡大

#### 1910年代以降の米国の経済、貸付・預金及び株価の変動（10・5年間の伸び、倍）

		19/9	29/19	39/29	49/39	24/19	29/24
経済成長	名目	2.515	1.227	0.885	2.914	1.008	1.217
	実質	1.327	1.408	1.096	1.708	1.192	1.182
	デフレーター	1.851	0.941	0.809	1.705	0.943	1.010
貸付		2.176	1.669	0.508	2.210	1.274	1.310
預金		2.250	1.534	1.104	2.432	1.263	1.215
ダウ工業株30種		1.083	2.317	0.605	1.332	1.124	2.062

出所：FRB、BEA

20年代は預金よりも貸付の伸びが高くなり、貸付は名目GDPの3倍の速さで拡大した。10年代は名目GDPが貸付の伸びを上回っていたが、20年代は貨幣経済が実物経済を上回る速度で拡大していった。設備投資や経常的な資金需要は概ね経済成長に沿ったものであり、経済成長を超える貨幣需要は实体经济以外の分野に貨幣が流れていったということである。

貸付の中身をみると、不動産、担保貸付および証券投資が著しく伸びている。20年代前半の名目GDPはほぼ横ばいであったが、不動産貸付は75.0%増加した。一方、担保貸付は同6.6%の微増にとどまり、銀行融資は不動産分野に偏っていた。20年代後半になると、名目GDPも伸びたが、貸付はさらに拡大した。預金は20年代前半よりも後半が鈍化したのとは対照的だ。20年代前半は不動産担保貸付が急増したが、後半も依然高い伸びではあったが43.2%に減速した。半

面、ほぼ横ばいであった担保貸付は後半の5年間に39.3%、証券投資は25.0%増加した。貸付が商工業部門ではなく資産に傾斜していった結果、銀行の総資産に占める不動産・証券の割合は1919年の35.2%から1929年には40.2%に上昇した。

### 資産価格の変動と信用

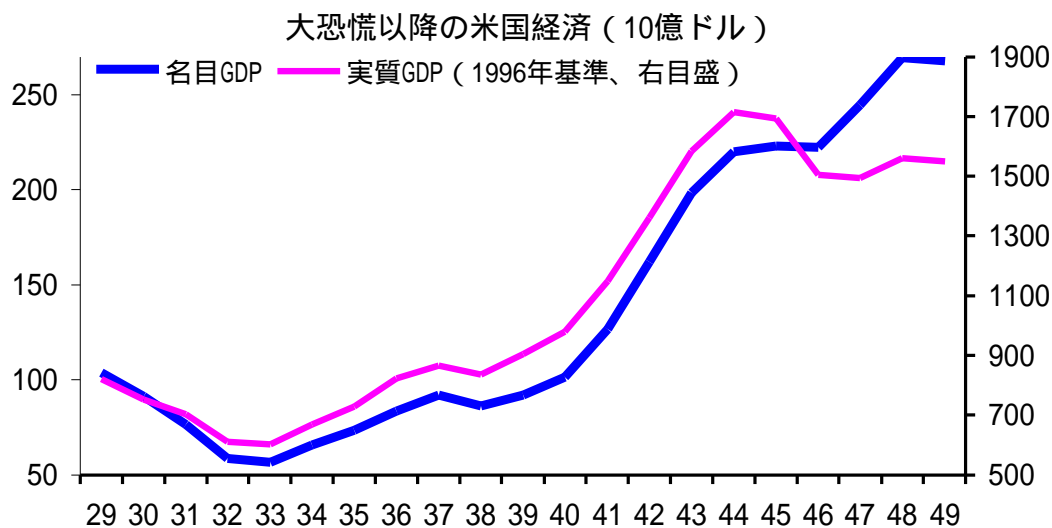
不動産価格や株価が上昇しているあいだは、担保価値も上昇するため貸付債権の健全性は一層高まり、貸付をさらに拡大するという好循環が保たれる。だが、こうした資産価格が下落するとどうなるであろうか。一時的調整であれば、銀行の地位を脅かすものではないが、下落幅が一定の範囲を超えて進行すると、銀行の貸付債権の健全性は一気に失われることになる。20年代の米国の銀行貸付は、このような不安を抱かせるものであった。

20年代後半の銀行の証券投資や担保貸付の急増が株価急騰の要因となり、同前半の5年間に12.4%しか上昇しなかった株価（ダウ工業株30種）は同後半には106.2%も上昇し、名目GDP（21.7%）の伸びを5倍近く上回った。物価が弱含みで推移するというデフレ経済では、ものよりも貨幣が選好され、銀行預金は増加する。消費が伸び悩む環境では、資金需要も衰え、余剰資金は株式や不動産に雪崩れ込むという資金の流れが強まる。実物経済で使い切れない行き場のない資金が株式市場に急激に流入し、株価を押し上げ、それによって投機資金が次々株式市場に流れ込んできた。だが、ファンダメンタルズから掛け離れた状態がいつまでも維持できるわけではなく、早晩「投機的な確信の状態」（ケインズ）に懸念が生じることになる。一旦懸念が生じると、もともと実体経済から乖離していたのであるから、市場全体に弱気が蔓延し、市場は売り一色に染まっていく。同時に、「信用の状態ともいわれる、金融機関の借手に対する確信の状態」（ケインズ）は揺らぎ、株式市場の崩壊に拍車を掛けることになる。こうした株式市場の崩落が銀行の信用機能を麻痺させ、実体経済と貨幣経済の好循環は完全に途切れてしまった。

### 半減したGDP

29年をピークに米国の経済成長は4年連続で収縮し、未曾有の大不況に陥った。33年のGDPは29年に比べて、名目で54.1%、実質では73.0%の水準に落ち込んだ。GDP物価指数は31年、32年と2年連続で10%を超す下落となり、経済は激しいデフレに見舞われ、収縮していった。4年間という短期間に前例のない激しい経済縮小がなぜ起こったのだろうか。

30年代の大不況は信用が麻痺した金融恐慌である。20年代の10年間で銀行貸



出所：BEA

付は66.9%と名目GDPの伸びを大幅に上回った。その結果、名目GDPに占める貸付の比率は19年の29.9%から29年には40.7%に上昇し、銀行の経済に及ぼす力は増した。なかでも担保貸付は貸付の33.0%（29年）、不動産貸付は28.1%を占めていたため、資産価格の暴落は銀行資産を一気に劣化させた。

大不況の元凶となった株式市場の危機は急激にやってきた。ダウ工業株30種の株価は、29年9月3日の381.17ドルをピークに32年7月8日には41.23ドルへと2年10ヵ月で約10分の一近くに暴落した。その後、幾分戻したものの、銀行がパニックに陥るにつれて再び売り込まれ、33年2月には50.16ドルまで下げた。金融危機が最悪期を脱したことから株価は反発し、5ヵ月後の7月には100ドルを超えたが、株価の回復力は弱く39年末でさえピークの39.4%の水準にすぎなかった。39年末までの高値は194.4ドル（37年3月）であり、ピークの51.0%と半値戻しにとどまった。因みに、ダウ工業株が最高値を更新したのは54年12月であり、実に25年4ヵ月の年月を要したのである。

### 物価下落と資産劣化

不動産については「農地の価値が大幅な下落をこうむっているし、現代的な建築様式の都市不動産もまた同様に下落し、その多くは、今日では当初の建築費の60ないし70%以上の値をもつものはないであろうし、それを大きく下回っていることも珍しくない」（ケインズ）のであった。事実、建築および不動産は売上高の大半を失ってしまった。住宅建築契約高は6年連続で減少し、34年にはピークとなった28年のわずか8.8%の規模に縮小したほか、製造業の建築関連も32年にはピークの21%に落ち込んでしまうという悲惨な状態に陥った。

卸売物価指数は32年までの3年間で31.6%、消費者物価指数は33年までの4年間で24.4%それぞれ下落した。企業は完成品、半製品、原材料などを在庫として保有していることから、物価の下落は資産を劣化させる一方、借入金等の債務負担は重くなり、バランスシートは脆弱になった。こうした実物資産に対しても銀行は融資しているので、物価水準の下落は、銀行資産にも悪影響を及ぼした。

商品や原材料価格の20～30%の下落、資産価格の予想外の暴落は、銀行の貸付債権を急速に回収不能な不良債権に変えていった。30年には預金はまだ3.6%増加したが、貸出は2.3%減少した。「銀行は貸出の多くが事実上「凍結」されており、自分たちが自発的に引き受けてもよいと考える以上の大きい潜在的危険のあることを知っているのだから、残余の資産を可能なかぎり流動性のあるそして危険の少ないものにするのを、特に望むようになる」（ケインズ）からだ。貸付の回収によって、企業および家計の破産は増大し、経済活動の低迷に拍車を掛けた。

失業者の急増によって消費マインドは冷え込み、融資の引き上げが企業の設備投資マインドを萎縮させた。物価の急落から企業は在庫の処分を急ぎ、家計は買い控えの姿勢を強めた。銀行から借入の返済を迫られた企業は資産の処分を本格化し、あらゆるものの価格が下がるというデフレが経済全体を覆った。デフレの進行によって銀行の資産はますます劣化し、金融システムは脆弱になり、米国経済は自律的に回復できる能力を喪失してしまった。

### 資産の減少

資本主義経済の最大の強みと考えられていた価格メカニズムによる景気回復は実現できなかった。価格の下落は新たな需要を生み出すのではなく、需要の一層の低迷となり、経済規模は縮小した。資本主義経済の市場調整機能の喪失や金融システムの動揺は取り付けを引き起こし、公衆の現金保有は異常に増加した。銀行預金は31年以降、3年連続のマイナスとなり、33年だけで4,546行の銀行が倒産に追い込まれた。銀行破産の多発により、預金は29年の582億ドルから33年には416億ドルへと28.5%減少した。預金よりも貸付の減少率は大きく、同期間、419億ドルから223億ドルへと46.7%も減少した。預金や貸付の急激な減少は信用の収縮を引き起こし、米資本主義経済は麻痺状態に陥った。

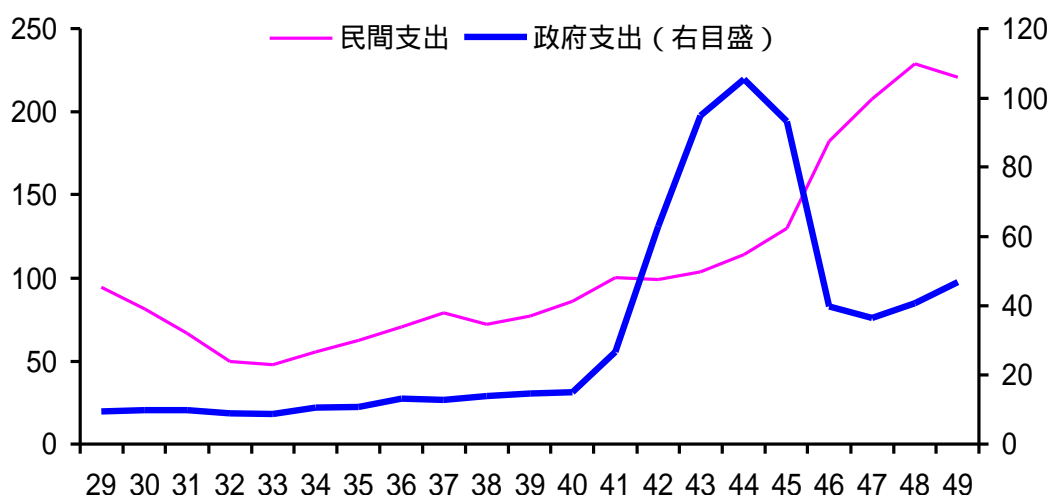
29年から33年にかけて起こった資産価値の暴落、銀行の破産、経済の縮小に

よって莫大な損失が発生したが、これによって過剰融資、不良債権・資産といった経済の病巣を一気に取り除くことができた。預金流失が否応なしに貸付の回収に走らせ、企業の不良資産を早期に清算できたことが、景気回復の足場を築いたといえる。いつまでも病巣を内部に抱えた状態では、経済は回復しなかったはずだ。33年までの4年間で、非金融法人の総資産は2,280億ドルから1,695億ドルへと25.7%減少した（有形固定資産は1,212億ドルから891億ドルへと26.5%減少）。家計や金融などすべての部門で資産は大幅に減少しており、米国全体の資産の消滅額は33年までの4年間で2,518億ドルと33年の名目GDPの4.4倍の規模となった。これだけのストックを除却したにもかかわらず、39年までの10年間のGDPの伸びは名目11.5%のマイナス、実質でも9.6%の微増にとどまり、長期停滞から抜け出すことはできなかった。大恐慌は終息したものの、その後遺症から逃れることはできなかったのである。

### 政府支出の急増

33年、ニューディール政策が打ち出され、34年の政府支出は前年比21.8%増加した。個人消費なども回復したことから、34年の名目GDPは16.9%と5年ぶりのプラスになった。ただ、政府支出の伸び率は34年と36年は高かったが、両年を除けば力強さはなく、成長率に対する寄与度も低かった。政府支出のGDPに占める比率は、33年の15.4%から34年には16.1%に上昇したものの、第2次世界大戦開戦後の41年まで、これを上回ることはなかった。政府支出の息切れから

政府支出の急増（10億ドル）



出所：BEA

、37年5月を山とする30年代2度目の景気後退に見舞われた。名目GDPが29年を超えたのは12年後の41年である。39年に第2次世界大戦が始まり、41年以降の政府支出の急増によって、米国経済は持ち直すことができたのだ。政府支出は38年以降、8年連続で拡大し、44年には1,055億ドルと37年の8.2倍に急増、名目GDPの48.0%を占めた。44年までの5年間に名目GDPは1,277億ドル増加したが、増加額の71.1%の908億ドルが政府支出であった。このように米国経済が30年代の大不況を脱出できたのは、経済の約5割を占めるまで政府支出を拡大したからであり、公的部門の拡大がなければ、米国経済は停滞から脱出できなかったと考えられる。

### 資産価格崩落と無力な市場

第2次世界大戦によるヨーロッパでの膨大な戦争特需が発生したとはいえ、44年をピークとする政府支出の急激な減少は、再び経済の収縮要因となった。戦争で破壊された欧州からの特需の発生により、純輸出は46年に5年ぶりの黒字となり、翌47年には108億ドルの大幅な輸出超となった。さらにマーシャル=プラン（48～51年実施）によって、米国から大量の援助物資がヨーロッパに向かい、1952年まで貿易収支は黒字を計上することができた。だが、戦争の終結

名目GDP（10億ドル）

	GDP	個人消費	設備投資	住宅	在庫	純輸出	政府支出
29	103.7	77.5	11.0	4.0	1.5	0.4	9.4
30	91.3	70.2	8.6	2.4	-0.2	0.3	10.0
31	76.6	60.7	5.3	1.8	-1.1	0.0	9.9
32	58.8	48.7	2.9	0.8	-2.4	0.0	8.8
33	56.4	45.9	2.5	0.6	-1.4	0.1	8.7
34	66.0	51.5	3.3	0.9	-0.6	0.3	10.6
35	73.3	55.9	4.3	1.3	1.1	-0.2	10.9
36	83.7	62.2	5.8	1.7	1.2	-0.2	13.1
37	91.9	66.8	7.5	2.1	2.6	0.0	12.8
38	86.1	64.2	5.5	2.1	-0.6	0.9	13.8
39	92.0	67.2	6.1	3.0	0.2	0.8	14.7
40	101.3	71.2	7.7	3.5	2.4	1.4	15.1
41	126.7	81.0	9.7	4.1	4.3	1.0	26.6
42	161.8	88.9	6.3	2.2	1.9	-0.3	62.8
43	198.4	99.7	5.4	1.4	-0.7	-2.4	94.9
44	219.7	108.5	7.4	1.4	-0.9	-2.2	105.5
45	223.0	119.8	10.6	1.7	-1.5	-0.9	93.2
46	222.3	144.2	17.3	7.8	6.0	7.1	39.8
47	244.4	162.3	23.5	12.1	-0.6	10.8	36.4
48	269.6	175.4	26.8	15.6	5.7	5.4	40.6
49	267.7	178.8	24.9	14.6	-2.7	5.2	46.8

出所：BEA

とともに政府支出は急速に縮小したが、この政府の減少を民間で埋めることができず、戦争が終わった45年以降、47年までの実質GDPは3年連続のマイナスとなった。44年までの5年間の実質成長率は年率13.7%に急拡大したが、49年までは2.0%のマイナスとなり、戦争による政府支出の影響がいかに大きいかがわかる。因みに、30年代以降、90年代までの10年間の実質成長率（年率）が最大の期間が40年代の5.6%であり、次が60年代の4.4%である。第2次世界大戦が勃発していなければ、40年代前半も低成長にとどまり、米国経済は長期停滞から抜け出すことはできなかったであろう。在庫循環のようなフローの一時的な調整と違い、ストックの大規模な縮小を伴う不況ではプライスメカニズムはまったく機能しないのである。資産価格の暴落を主因とする大恐慌からの経済の立て直しは、通常の経済政策では不可能なことが、大恐慌後の米国経済の素描から明らかになった。