

世界大戦とコロナ危機、その類似点と相違点

～欧州の物価動向や財政改革について示唆するもの～

山口 勝義

要旨

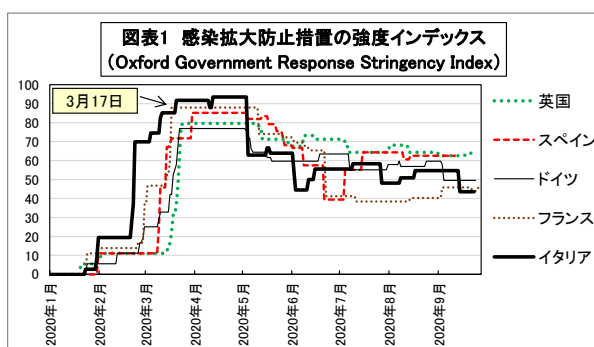
世界大戦の経験は様々な示唆を与えてくれる。物価動向については戦後に類似した経路をたどるとは考えにくい一方で、財政改革に果たす金融政策の役割は戦後同様に重要なものとなる可能性がある。その際には資産バブルの発生という歪みを伴うことが見込まれる。

はじめに

マクロン仏大統領は3月16日のテレビ演説で、フランス国民は新型コロナウイルスとの間で戦争状態にあると繰り返し強調した。これは、従来の飲食店などの営業時間の制限に加え、翌17日から全土で外出規制という異例の措置に踏み切るに当たり、国民の感染症拡大に対する危機感を高め、厳しい措置の導入に理解を得るための発言であった（図表1）^(注1)。

感染症の拡大を戦争になぞらえたこの仏大統領の発言は、上記の本来の意図とは別に、経済的な見地からすれば、一面でコロナ危機の本質を突いたものであった。というのも、今回の危機は供給と需要の双方に直接的なダメージを与えた点で、世界がこれまでに経験したことのない、むしろ戦時経済に類似した特性を有する危機であったからである。

つまりコロナ危機では、経済の供給面でサプライチェーンの機能不全により生産が停止するとともに、需要面では人の移動や接触の制限により消費が大きな打撃を被った。これは、過去の石油危機（インフレと金利上昇）や通貨危機（通貨下落と資本逃避）、金融危機（資産価格下落と銀行財務悪化）や財政危機（資本逃避と金利上昇）などとは性格が大きく異なる、正



（資料）Our World in Data のデータから農中総研作成

に戦争の勃発による経済活動の突然の停止に似通った類の危機であった。なかでも、IT（情報通信）やEコマース（電子商取引）、ヘルスケア（健康管理）などの例外的に追い風を受けた一部の業種を除き、飲食店など、サービス部門の個々の経済主体をも含む極めて広い範囲に、同時かつ直接的に多大な打撃が及んだことは、通常の経済ショックでは見られない特徴的な現象であった。

このため、今後の欧州の経済情勢を見通す上で、世界大戦中や戦後の動向が参考になるとの見方がある。しかし両者の間では異なる事情も存在しており、軽々に判断できない側面もある。大戦前後まで遡る欧州の経済データは限られているが、イングランド銀行（BOE）の長期データをもとに、大戦の経験が現在に何を示唆するのか、検討することとしたい。

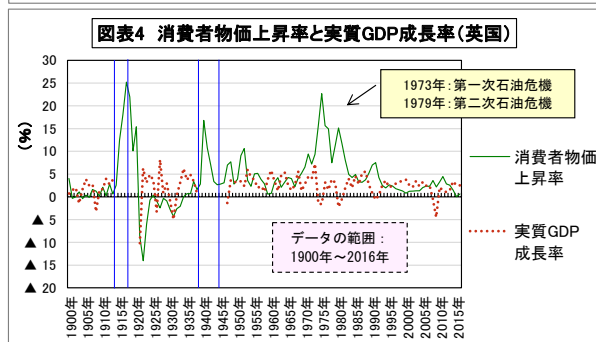
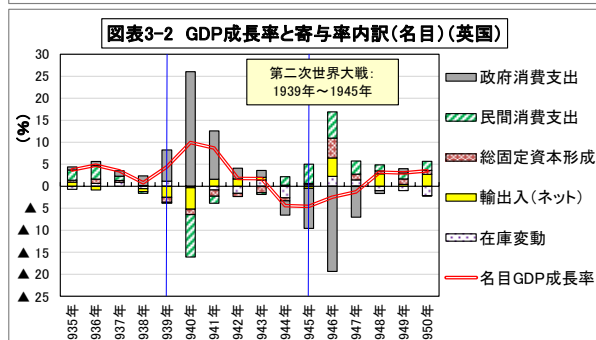
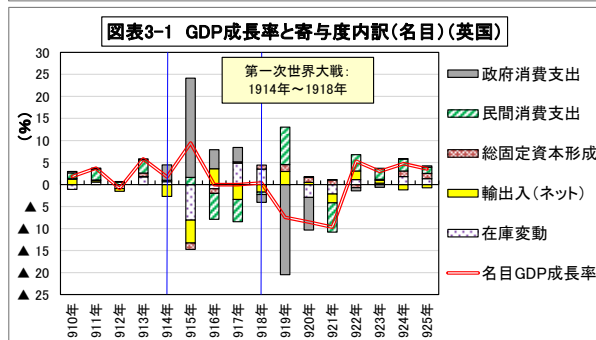
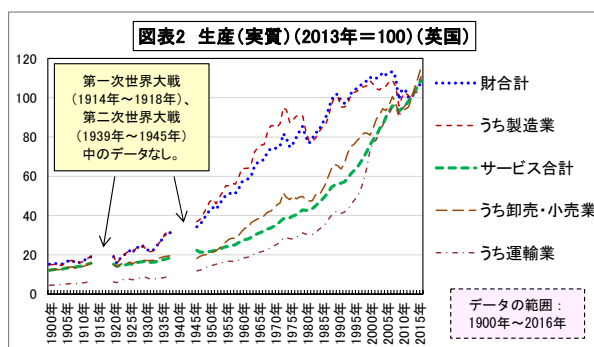
大戦の経験に基づくコロナ危機の論点

BOE の長期データは一部で欠落があるなど必ずしも万全なものではないが、世界大戦以降の推移をたどるには十分有用である（図表 2）。そこで本稿の検討を始めるに当たり、まず、この BOE のデータにより両大戦時の英国経済の特徴的な動向を確認し、これを踏まえてコロナ危機を巡る論点を洗い出すこととする^(注2)。

第一次・第二次の両大戦に共通する特徴としては、開戦直後には政府支出の拡大により経済成長は大幅に押し上げられたものの、その後はその伸びの鈍化とともに戦中を通じて経済成長の低迷が続いた状況が確認できる。また戦争終結後のしばらくの間は、民間の消費や投資は急速に回復したにもかかわらず、それ以上に政府支出が縮小したことが経済成長上の負担となったことも見て取ることができる（図表 3-1、3-2）。加えて、戦中から戦後にかけて消費者物価の大幅な上昇が生じたことが示されている（図表 4）。

こうした英国経済の動向は、戦中・戦後には概ね各国に共通した現象であったと考えられる。それは、通常、戦時には政府の軍事関連支出が拡大する一方で、労働力人口の大部分が徴兵されるとともに生産設備やインフラが物理的に破壊されるため軍需産業などの一部の例外を除き生産は縮小を余儀なくされること、家計消費についても大方は生活に必要な消費に限定されること、また戦中・戦後には生産力の低下や復興需要の急速な高まりなどにより物価上昇が生じやすいことなどは、英国に限らず各国で共通に見られる現象であると考えられるためである。

以上の検討を踏まえ、大戦の経験が欧州経済全体に与える論点としては、特に



(資料) 図表 2～4 は、BOE データから農中総研作成

次の2点が重要ではないかと考えられる。第一にコロナ危機で供給面の打撃を被った経済が今後、早い時期にインフレに見舞われるのではないかとという点であり、第二にはコロナ危機で拡大した政府債務残高の改善に向けて、戦後の経験が何らかの参考にはならないかという点である。

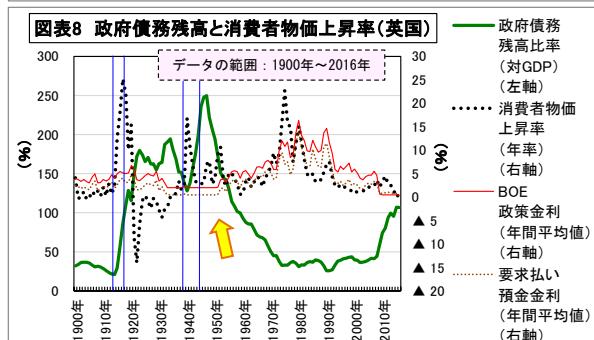
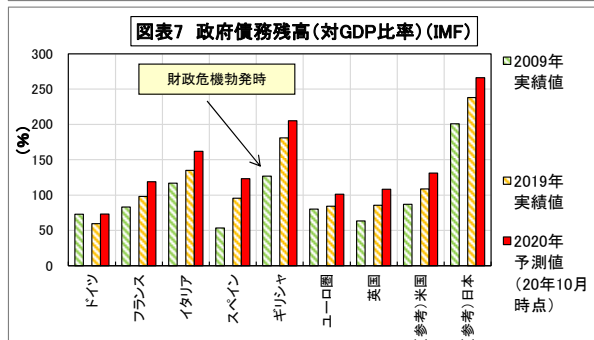
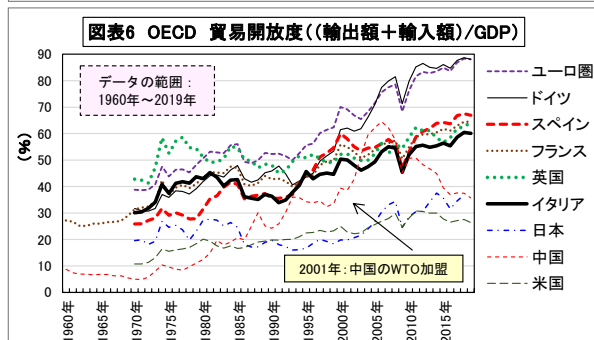
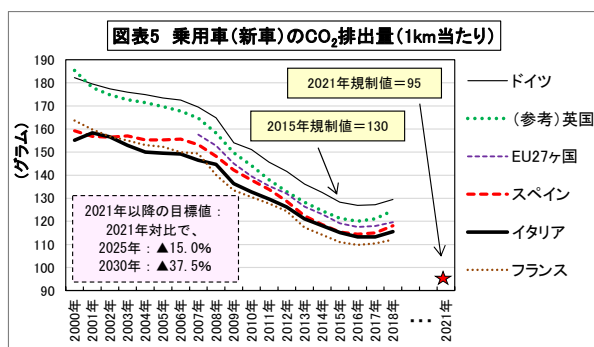
今後の物価動向と財政改革の行方

このうち、まずインフレの可能性であるが、コロナ危機を巡っては復興需要の急速な高まりにより需給が引き締まった戦後とは事情が異なる点が多々あるため、供給面の打撃という類似点のみに着目して早期のインフレの到来を見込むことには無理があるように考えられる^(注3)。

戦後には生産設備、インフラ、家屋などを早急に元通りに再建することが何よりも優先する課題であったのに対し、今回は感染症拡大の直接的な影響に働き方や生活の見直しの定着も加わり、産業構造自体に変化が生じつつあるという違いがある^(注4)。しかも、同時に様々な技術革新が進行中であり、また環境対策の重要性も増しているほか、世界貿易の拡大が成長を後押しした戦後とは異なり反グローバル化の動きも強まっている(図表5、6)。

このためコロナ危機後には先行きに不透明感が残り、投資需要は慎重で選別的なものにならざるを得ないものとみられる。一方の消費需要についても、政策のシフトなどで今後、失業者が増加する展開も見込まれ、安定的な回復は期待しづらい事情がある^(注5)。このように需要の停滞で、逆にデフレ圧力が強まる期間が長引く可能性が大きいものと判断される。

次に財政問題については、コロナ危機により改めて重要かつ困難な課題として浮上しているが、第二次大戦中の政府債務残高の急上昇に対しては、英国や米国などでは戦後のインフレ期に、金利水準を低位に留める「金融抑圧(Financial Repression)」の政策で国債費を抑制し、対処したとされている(図表7、8)^(注6)。確かに現在は当時の規制金利の時代とは異なるものの、増税や高成長による税収



(資料) 図表5はEurostatの、図表6はOECDの、図表7はIMFの、図表8はBOEの、各データから農中総研作成

増が期待し難い中では、やはり欧州中央銀行(ECB)が資産買取り(QE)を含む緩和策を長期間にわたり継続する、かつての「金融抑圧」に類似した政策対応を担い、その間に徐々に財政改革を図る以外に対応策は乏しいのではないかと考えられる。

おわりに

こうして、仮に今後、緩やかながらも需給ギャップが縮小し物価動向が改善に向かった場合にも ECB が緩和策を継続する場合には、潤沢な資金供給と過度に低く抑えられた実質金利により実体経済に歪みを生じる可能性がある。

ここで足元の消費者物価 (HICP) の動向を確認すると、まずデフレ圧力の強まりが認められる (図表 9)。これには原油価格の下落やユーロ高、ドイツでの付加価値税率の引き下げの影響などが働いているとみられるが、エネルギー価格などを除くコアについても上昇率はやはり低調である。次に HICP の一項目である家賃と資産価格である住宅価格を対比すると、両者の格差が明らかである (図表 10)。

つまり、伸びが緩やかな家賃に対し住宅価格が上昇の勢いを強める気配があるほか、ドイツなどではマネーサプライ (M3) の拡大と歩調を合わせる形での上昇となっている。これは、ECB の緩和策が長期化すれば、物価上昇率が回復する以前に資産バブルが表面化することを示す、ひとつの兆候ではないかと考えられる。

以上の検討を通じて見れば、世界大戦

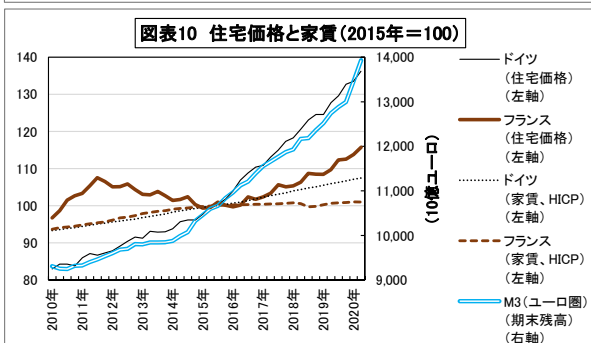
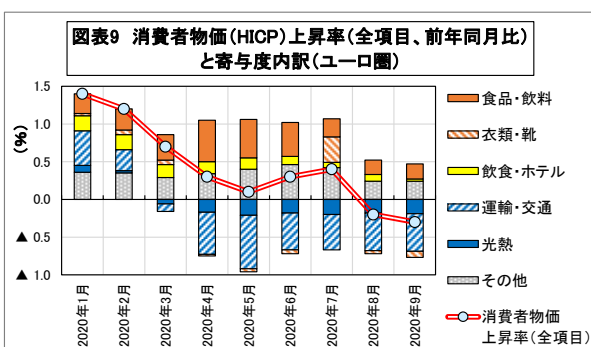
(注 1) フランス全土で 3 月 17 日正午から適用されたロックダウン (都市封鎖) は、食料品の購入や医療機関の受診などの例外的な場合を除き外出を禁止する措置であり、違反者には罰金が科された。

(注 2) 本稿で使用した BOE のデータは、次による。

<https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2010/q4/the-uk-recession-in-context-what-do-three-centuries-of-data-tell-us>

(注 3) コロナ危機後にインフレを見込む根拠には、サプライチェーンの再構築や分散化などに伴う生産コストの上昇、厳格な健康管理 (リモートワーク等) の導入による生産性の低下、などの供給側の要因がある。

(注 4) コロナ危機の影響は今後も長期間にわたり残存し、観光・レジャー・スポーツ、宿泊、飲食、伝統的小売、航空、鉄道、都心などが悪影響を受ける一方で、IT、テレコム、E コマース、ヘルスケア、食材、郊外



(資料) 図表 9 は Eurostat の、図表 10 は Eurostat および ECB の、各データから農中総研作成

の経験はコロナ危機下の我々に様々な示唆を与えてくれることになる。今後、物価動向については戦後に類似した経路をたどるとは考えにくい一方で、財政改革の過程で果たす金融政策の役割は戦後同様に重要なものとなる可能性がある。そしてこの財政改革の金融緩和への継続的な依存は、資産バブルの発生という歪みを伴うことが見込まれる。(20. 10. 21 現在)

などが好影響を受けるなか、全体的な産業構造が悪影響を受ける業種から好影響を受ける業種に移していくとみられている。また、投資需要の回復については、そもそも終戦と言う明確な終息点がある大戦とは異なりコロナ危機ではこれが明確となりにくいことが、需要の回復に影響を与える可能性もある。

(注 5) この点については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「コロナ禍の欧州経済、デフレかインフレか?」(『金融市場』2020 年 10 月号所収)

(注 6) この点については、例えば次を参照されたい。

ここで Krueger は、「金融抑圧」は国債費を抑制し財政改革を推し進める上で相応の効果があつた一方で、インフレを助長し経済成長を阻害するなどの弊害を伴っていたとする見解に言及している。

・ Anne O. Krueger (Aug. 20, 2020) “Financial Repression Revisited?”