

## アメリカの1937年恐慌 ( I )

土 生 芳 人

## は じ め に

資本主義はそれに固有な生産様式を確立して、いらい周期的に恐慌にみまわれてきたのであって、恐慌の勃発それ自体はとくに異とするに足りないのであるが、1937年秋にアメリカで勃発した恐慌は、次の二つの点できわだった特徴をもつものであったことが注目されなければならない。

その一つは、この恐慌がきわめて激烈な恐慌であった事実である。恐慌が始まった37年9月から景気の下降が底に達した38年6月までの9ヵ月間に、工業生産は33%、とくに耐久財生産は50%以上も減少し、国民所得は13%、賃金支払額は35%、工業雇用は23%の低下を示した。<sup>(1)</sup>このような短期間にこれほど大幅な経済諸指標の下降が記録されたことは、この国の歴史のうえでかつて例をみなかったことといわれている。<sup>(2)</sup>

しかしそれ以上に重要な、いま一つの特徴は、この恐慌が景気回復のなお著しく不十分な時点で勃発した恐慌であったことである。33年以降の景気回復のテンポがそれ自体としてはかなりのものであったことは事実であるが、大恐慌による落ち込みが深かっただけに、37年までに達成された成果はきわめて不満足なものでしかなかった。とりわけ注意をひくのは、恐慌勃発直前の37年8月の時点でもまだ、失業率でいって約11%、数にして500万人を越

(1) K. D. Roose, *The Economics of Recession and Revival, an Interpretation of 1937-38* (Handen, 1969) (1. ed., 1954) p. 55.

(2) S. H. Slichter, The Downturn of 1937, in *The Review of Economic Statistics*, Vol. 11, No. 3, Aug. 1938, p. 100; Roose, *op. cit.*, pp. 3, 55; C. P. Kindleberger, *The World in Depression 1929-1939* (London, 1973) p. 272.

える大量の失業者が存在していたことである。<sup>(3)</sup> 37年恐慌は従来の多くの恐慌がそうであったような繁栄の頂上で勃発した恐慌ではなく、むしろ不況のなかで勃発した恐慌であった点で印象的であった。アメリカの1930年代が全体として「大不況期」と呼ばれるきびしい経済的困難の時代となったのも、このようにこの時期のアメリカ経済が、37年という景気回復半ばの時点ではやくも激しい恐慌にみまわれたという事実によるところが大きいといえるのである。

われわれは小論で、この1937年恐慌について、それがいかなる原因によって勃発した、いかなる性格の恐慌であったかを検討してみたいと思うのであるが、そのようなテーマを設定するにいたったのはたんなる恐慌論上の興味だけによるのではない。周知のようにこの時期はニュー・ディールの時期であり、ニュー・ディールはこの恐慌の勃発を防ぎえなかった点にその景気回復策としての限界をもっともあらわな形で露呈しているといつてよいのであるが、それではニュー・ディールが37年恐慌を防止しえなかったのはなにゆえかという点になると意見は鋭く対立したままであり、しかもその対立は結局のところ、この37年恐慌の原因と性格をどのようなものとして理解するかという点での対立に深く根ざしているように見受けられる。そうした事情を顧みるならば、37年恐慌についての理解を深めることは、景気政策としてのニュー・ディールに対する評価を定めるうえからも不可欠な作業であると思われるのである。

## 1 1936～37年のブーム

### (1) ブームの原因と事実

1937年恐慌の勃発にさきだつて、1936年後半から37年にかけてアメリカ経済は景気の大きな盛り上がりを経験した。景気の盛り上がりといつても従来

---

(3) Roose, *op. cit.*, p. 42; G. H. Moor (ed.), *Business Cycle Indicators*, Vol. II (Princeton, 1961) p. 123.

の恐慌前の繁栄期の場合のような景気の過熱状態が出現したわけではなく、なお大量の失業者や遊休設備が存在しており、金融の緩慢状態も続いていたのであるが、それまでの時期に比べれば需要の急速な増大と経済活動の活発化がみられたことは事実であった。37年恐慌はこのブームが崩れた結果として勃発することになるのであるから、ここでの議論もまずこのブームについての分析から始めるのが順序であろう。

36～37年にブームが出現してくる条件は、30年代前半の推移のうちにすでにある程度は形成されつつあったといえる。30年代前半には民間支出を構成する諸項目がおしなべて大きな落ち込みを示していたことは周知のとおりであるが、のちのブームとの関連でとりわけ注目を要するのは、固定設備投資と耐久消費財支出の減少が著しかったことである。表1でこれをみれば、不変価格でいって、固定設備投資は33年までに29年の29%に落ち、35年になってもなおその43%という低水準にとどまっている。耐久消費財支出も33年までに29年の51%に低落し、35年になってもようやくその72%にまで回復したに過ぎなかった。さらに表2によれば、1920年代とは対照的に31年から34年までの時期には毎年、資本減耗額が粗資本形成額を上回っており、この四年間の累積超過額は63億ドル(1929年価格)にも上るほど大きく、取り替え支出さえ多くの部分が差し控えられていたことがわかる。耐久消費財についても同様であって、たとえば自動車の場合、新車の購入台数は32年までに29年の27%に減少し、35年になってもその63%に回復したにすぎないこと、それにともなって保有年数もいちぢるしく長期化してきており、7年以上経過した老朽車の割合は29年には7分の1でしかなかったのに対して、35年にはほぼ2分の1を占めるまでに増大していたことなどが知られている。<sup>(4)</sup>ここでも耐

(4) TNEC, *op.cit.*, p. 13987 ; C. F. Roos and Victor von Szeliski, Factors Governing Changes in Domestic Automobile Demand, in *The Dynamics of Automobile Demand*, published by the General Motors Corporation, 1939, p. 53.

表1 実質国民総支出の推移

(1958年価格, 単位: 億ドル)

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
国民総支出	2,036	1,835	1,693	1,442	1,415	1,543	1,695	1,930	2,032	1,929
1. 個人消費支出	1,396	1,304	1,261	1,148	1,128	1,181	1,255	1,384	1,431	1,402
耐久財	163	129	112	84	83	94	117	145	151	122
非耐久財・サービス	1,233	1,175	1,149	1,064	1,045	1,087	1,138	1,239	128	1,280
2. 粗国内民間投資	404	274	168	47	53	94	180	240	299	170
固定設備	265	217	141	82	76	92	115	158	188	137
在庫変動	35	-6	-24	-62	-43	-27	24	31	55	-24
住宅	104	63	51	27	21	29	40	51	56	57
3. 純輸出	15	14	9	6	0	3	-10	-12	-7	19
4. 政府購入	220	243	254	242	233	266	270	318	308	339

(資料) U. S. Department of Commerce, *The National Income and Product Accounts of the United States, 1929-1965* (Washington, 1966) p. 4.

表2 事業資本形成額と資本減耗額の推移

(1929年価格, 単位: 100万ドル)

	粗資本形成	資本減耗	純資本形成
1924	8,246	5,909	2,337
25	9,394	6,112	3,282
26	10,086	6,671	3,415
27	10,460	6,557	3,903
28	10,474	6,818	3,656
29	11,472	7,134	4,338
30	9,675	7,084	2,591
31	6,493	6,951	- 458
32	3,933	6,533	- 2,600
33	3,945	6,315	- 2,370
34	5,215	6,143	- 928
35	6,325	6,162	163
36	8,184	6,269	1,915
37	9,713	6,437	3,276
38	7,366	...	...

(資料) TNEC, *Hearings*, pt. 26 (Washington, 1940) p. 13960.

用年数を越えた老朽化がかなり広範囲にわたって進行しつつあったことがみてとれるであろう。このように取り替え支出さえ多くの部分が繰り延べられつつあったという事実は、むしろ当面は景気の回復をおくらせる結果をもたらすに過ぎないのであるが、反面、生産と所得の回復がいつそう進行した時点での大量の更新需要の出現を約束することにもなるわけで、そうした関連をつうじてのちのブームの発生を準備する一条件ともなったことを見落としはならない。

さて1936年になると、その後の景気の推移に対して重要な影響を及ぼすことになる二つの事態が新たに発生するにいたったことが注目される。その一つは退役軍人に対するボーナス (veterans' bonus) の支給であり、いま一つは物価上昇傾向の出現であった。

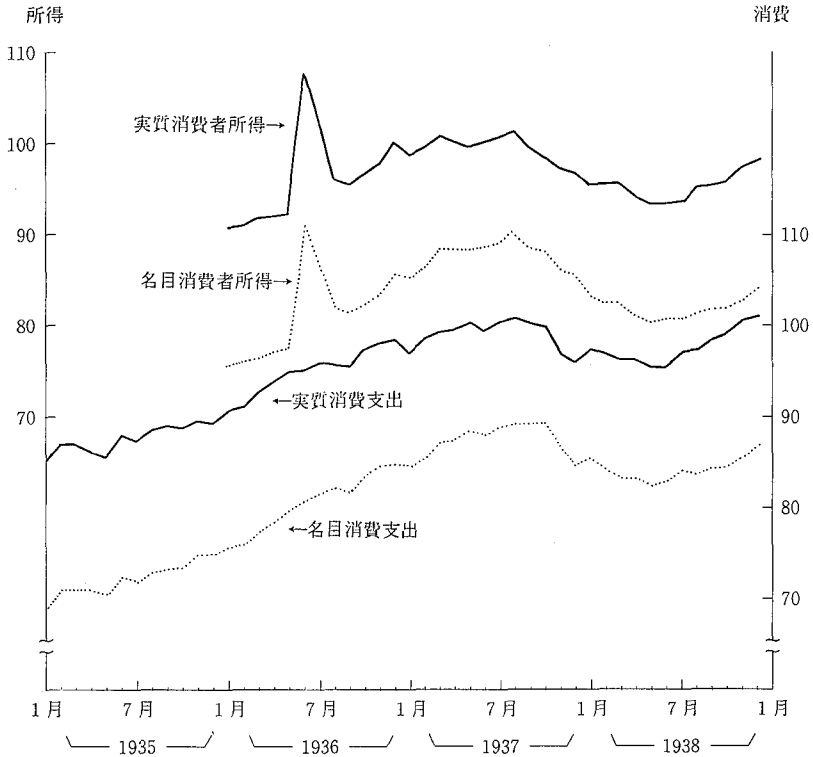
退役軍人に対するボーナス支給の是非は、第一次大戦後まもなくの時点から長らく政治上の争点となってきた問題であったが、ついに36年1月、その支給を認める法案が大統領の拒否権を乗り越えて議会を通過するにいたった<sup>(5)</sup>。これにもとづき、公債でもって、36年6月の時点を中心にして約23億ドルに上る一時金が退役軍人に対して支払われることになった。図1には36年6月の時点で消費者所得が突如15%以上も増大した事実が示されているが、これはもっぱらこの公債の交付にもとづく旧軍人の所得の増加によるものである。公債は直ちに現金化することも、償還期限の1945年まで保持して毎年3%の利子を受け取ることも可能であり、ルーズベルト大統領はなるべく公債の形で保有するよう呼びかけたが、<sup>(6)</sup>実際には同年11月末までに73.3%が現金化されたと推定されている。それが、同図にみられるようなこの時期

(5) この経緯については、P. Studenski and H. E. Kross, *Financial History of the United States*, 2. ed. (New York, 1963) pp. 306, 356, 414 を参照。

(6) *Ibid.*, p. 414.

の消費需要の増大に貢献したのはむろんのこと、<sup>(7)</sup> そのことをつうじてさらに、消費の増大に依存し、それによって先導される傾向の強かった当時の投資を

図1 消費者所得と消費支出の推移 (1929年月平均=100)



(注) 消費者所得，消費支出とも季節修正値。

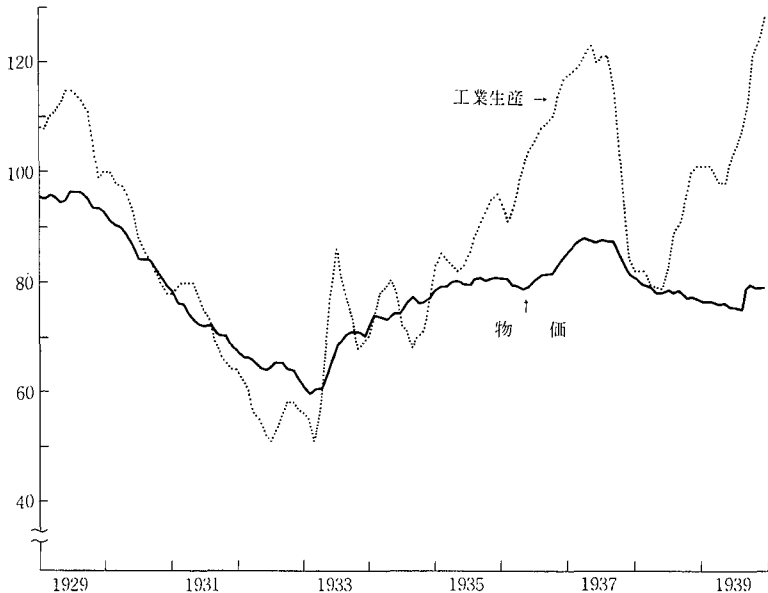
(資料) 消費者所得はTNEC, *op. cit.*, p. 13965, 消費支出は後掲，表7による。

(7) もっとも、このボーナス支給が消費需要の増大にどの程度寄与したかについては評価が分かれる。一方に「ボーナス支払いが消費財経済に与えた刺激はわずかな、一時的なものであった」(Studenski and Kross, *op. cit.*, p.414)とみる比較的低い評価があり、他方に、ボーナス支払いが「自動車生産と住宅建築の高揚を招いた」(Kindleberger, *op. cit.*, p. 262)とする比較的高い評価がある。

刺激するうえでも軽視できない役割を果たしたことが見のがせない。<sup>(8)</sup>

物価は、35年後半から36年前半にかけては弱含みの推移を示していたのであるが、36年年央を境に突如として上昇基調へと転調した(図2)。1926年を100とする総合卸売物価指数(BLS)は35年5月からの1年間には80.2から

図2 物価と工業生産の推移



(注) 1) 物価はBLS総合卸売物価指数(季節修正値, 1926年=100)。

2) 工業生産はFederal Reserve Index (1935~39年平均=100)。

(資料) 1) *Survey of Current Business*, supplement, 1932 (p.25), 1936 (p.12), 1940 (p.12)。

2) *Federal Reserve Bulletin*, Aug. 1940, pp.764-65。

(8) 当時の投資が消費の増大に強く依存していたことはよく指摘される点である。これについては、A. H. Hansen, *The Recovery or Stagnation?* (New York, 1938) chap. 17; A. D. Gayer, *Fiscal Policies*, in *The American Economic Review*, Vol. XXVIII, No. 1, supplement, Mar. 1938; H. W. Arndt, *The Economic Lessons of the Nineteen-thirties*, 3. impression (London, 1972) p. 62. 小沢ほか訳『世界大恐慌の教訓』(東洋経済新報社, 1978年) 67-68ページなどを参照。

78.6へと1.6ポイントだけ下落したのに対して、36年5月からの1年間には78.6から87.4へと8.8ポイントもの上昇を示した。こうした変化の背後には国内的要因と国際的要因の双方が作用していた。国内的要因としては、中西部における早魃のため穀物を中心とする主要農産物価格が36年6月を境に急上昇を始めたこと、退役軍人に対する多額のボーナス支給が消費需要を刺激したこと、ワグナー法に支えられて36年末から37年前半へかけて賃上げ傾向が顕著となり、それによる労働コストの上昇を理由に企業が価格の引き上げを再三にわたっておこなうにいたったこと、などがあげられる。国際的要因としては、ナチス・ドイツの再軍備と36年7月のスペイン内乱の勃発に誘発された西ヨーロッパを中心とする軍備拡大競争によって、世界的な原材料需要の急増が生じていたことが重要である。<sup>(9)</sup>

すでに36年中頃までには工業生産も所得も29年の水準に程遠くないところにまで回復してきており、それによって、30年代前半に繰り延べられていた需要が大量に出現してくる条件が整えられつつあった。それにくわえていま、さらに物価が上昇傾向に転じたことが、当時の金融緩慢にも助けられて大量の投機的、防衛的先買い需要を発生させる結果をもたらした。それによって生産と所得の増加のテンポが早められ、そのことがさらにいっそう需要を増大させるという関連をつうじて、36年後半から37年へかけてのブームが出現してくることになるのである。ここで表3によって、この時期のブーム

---

(9) この時期の物価上昇はけっしてアメリカに固有のものではなく、世界的な現象であったことが注意されねばならない。1936年5月から37年5月までの1年間の卸売物価上昇率は、フランス47.1%、日本25.3%、イギリス20.4%、スウェーデン17.8%、イタリア15.8%、ドイツ2.0%に対して、アメリカ合衆国は11.2%であった (Roose, *op. cit.*, p. 140)。きびしい物価統制のおこなわれていたドイツを別とすれば、アメリカの物価上昇率は主要国のなかでは最低であった。この事實は、アメリカの当時の物価上昇が国際的要因によっても強く作用されていたことを示すと同時に、この国の37年恐慌がその対外経済関係の悪化によって説明されうるようなものでないことを示唆している点でも重要である。



の様相の一端を窺ってみることにしよう。

消費支出はすでに35年第4四半期から増加のテンポを早めてきていたが、とくに36年第4四半期には大きく上昇し、同年第1四半期を1割以上も上回る水準に到達する。37年に入っていったん低下を示したのち、同年第3四半期には飛躍的に上昇して前年第4四半期をさらに5.6ポイントだけ凌駕する

表3 消費と投資の四半期別推移 (季節修正値, 単位: 100万ドル)

	消費支出 (1)	粗民間投資 (2)	純民間投資 (3)	公共支出 (4)	総支出 (1 + 2 + 4)
1935					
I	13,667 (91.7)	1,093 (64.3)	- 734	705	15,465
II	13,831 (92.8)	1,101 (64.8)	- 738	429	15,361
III	14,008 (94.0)	1,357 (79.9)	- 495	1,227	16,592
IV	14,414 (96.7)	1,732(101.9)	- 132	1,227	17,373
1936					
I	14,901(100.0)	1,699(100.0)	- 183	584	17,184
II	15,378(103.2)	2,241(131.9)	335	2,400	20,019
III	15,834(106.3)	2,408(141.7)	463	718	18,960
IV	16,430(110.3)	3,092(180.2)	1,094	1,045	20,567
1937					
I	15,952(107.1)	2,882(169.6)	829	436	19,270
II	16,124(108.2)	3,721(219.0)	1,617	849	20,694
III	17,264(115.9)	4,246(249.9)	2,109	-65	21,445
IV	17,067(114.5)	2,197(129.3)	51	46	19,310
1938					
I	14,998(100.7)	1,718(101.1)	- 430	299	17,015
II	14,749(100.0)	1,310 (77.1)	- 836	219	16,278
III	15,517(104.1)	1,449 (85.3)	- 699	535	17,501
IV	16,728(112.3)	1,857(109.3)	- 300	787	19,372

- (注) 1) 粗民間投資は生産者耐久財支出、民間建設、在庫変動および対外バランスの合計。  
 2) 純民間投資は粗民間投資から減価償却額を差し引いたもの。  
 3) 公共支出は連邦・州・地方政府の赤字額合計から、金・銀ストック増加額を差し引いたもの。

(資料) H. Barger, *Outlay and Income in the United States 1921-1938* (New York, 1942) pp. 116-19.

ピークを記録するにいたっている。<sup>110</sup>しかし、民間投資の増大はさらにはるかに顕著であった。36年第1四半期を基準にしていうと、同年第4四半期の粗民間投資は1.8倍であり、37年第3四半期のそれは2.5倍という大きさであった。37年第3四半期の粗民間投資は42.5億ドルであり、純民間投資は21.1億ドルであったが、1921年以降の全四半期をつうじて粗民間投資が42.5億ドルに達したことは3回（23年第3四半期、26年第1四半期、28年第4四半期）だけしかなく、純民間投資が21.1億ドルに達したことは2回（23年第3四半期、26年第1四半期）だけしかなかった。<sup>111</sup>36年末から37年にかけての時期に実現された投資水準は、20年代の水準にくらべてみても遜色のないものであったことがわかるであろう。

しかし、この投資の高揚は長くは続かなかった。それはまもなく衰退へと向かい、その結果生じた需給関係のバランスの崩壊が主たる原因となって37年恐慌の勃発をみることになるのである。それではなぜ当時の投資の高揚は、そのように短命なものに終らねばならなかったのであろうか。それを理解するためには、この時期の投資の内容についてもう少し立ち入った分析を加えておくことが必要であろう。

## （2） ブーム期の投資の特徴

この時期の投資の特徴を知るために、次の二つの図とその原資料であるバージャーの推計を利用することにしよう。<sup>112</sup>

(10) この時期に消費支出が大幅な増大を示したことは疑えない事実であるが、その推移が表3のとおりであったかどうかについては疑問がありうる。この点については後の注(22)を参照。

(11) Barger, *op. cit.*, pp. 114 - 19.

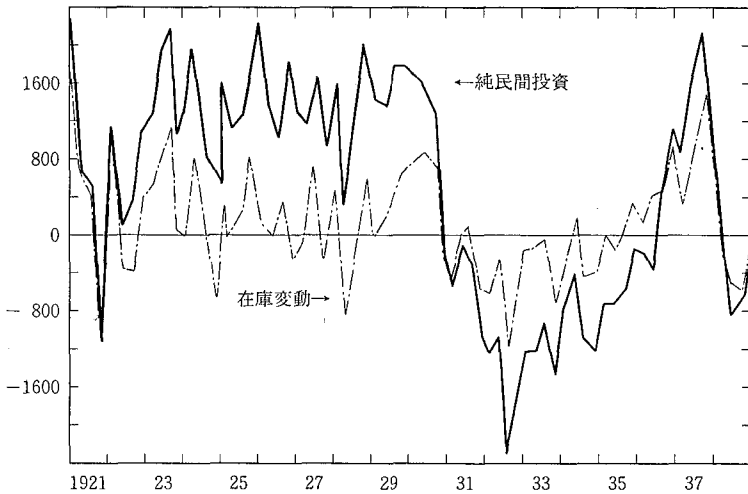
(12) ここに掲げる二つの図はルースの著書にある図を転写したものである。このような図を示すことによって当時の投資の特徴的性格を明確にしたのはルースの功績であり、以下の記述もそれに多くを負っている。

原資料は、表3にもその一部掲げたバージャーの推計 (Barger, *op. cit.*, pp. 114 - 19) である。以下で具体的数字をあげる場合にはこの原資料を参照した。

図3は1921年から1938年までの純民間投資と在庫変動を四半期別の数値で示したものである。純民間投資とは、生産者耐久財支出、民間建設、在庫変動および対外バランスよりなる粗民間投資から資本減耗分を差し引いたものである。純民間投資は36年第2四半期から急上昇を始め、36年第4四半期には10億ドルを越え、37年第3四半期には21億ドルを越える。純民間投資が21億ドルを越えたことは23年第3四半期と26年第1四半期のほかにはなかったことは、上でも言及したとおりである。

それでは、純民間投資をこのように急増せしめた要因は何であったろうか。同図から明らかなように、その最大の要因となったのは在庫投資であった。36年第4四半期の在庫投資の増加は9.4億ドル弱で、この期の純民間投資の86%を占める。37年第3四半期の在庫投資の増加は14.9億ドル弱で、この期の純民間投資の70%余を占める。キンドルバーガーが「1936年10月からの活

図3 純民間投資と在庫変動の四半期別推移 (単位:100万ドル)

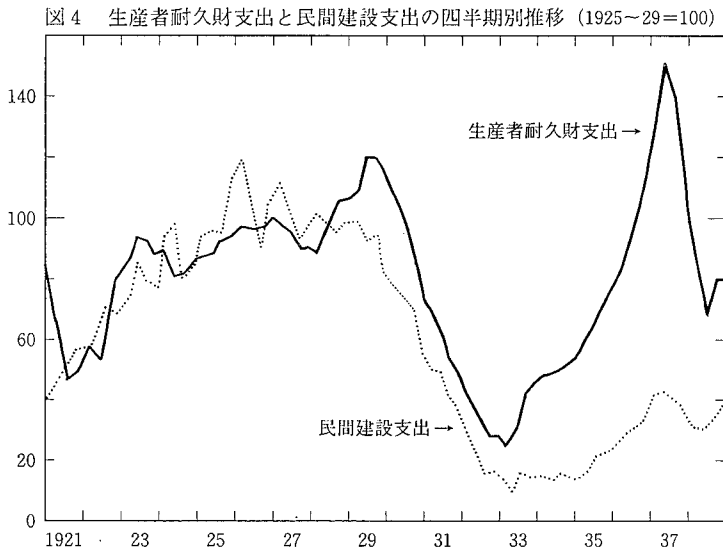


(注) 季節修正値。

(資料) *Roose, op. cit., p. 46.*

動の激発は在庫蓄積によって支配されていた<sup>(13)</sup>と指摘するとおりであることがわかるだろう。このように、何よりもまず在庫投資によって強く支配されていたところに、この時期の投資の第1の特徴があるといえる。

図4には、同じ期間における生産者耐久財支出（機械等固定設備支出）と民間建設支出の推移が1925～29年の平均を100とする指数でもって示してある。パージャーの原表によって元の数値をたどれば、生産者耐久財支出は36年第2四半期の12.7億ドルから、同年第4四半期には16億ドル、37年第1四半期には18.8億ドル、さらに同年第2四半期には21億ドルへと上昇している。37年第3四半期にはやや低下するとはいうもののなお19.4億ドルで、同年第2四半期について高い。1921年以降の全時期をつうじてみても、生産者耐久



(13) Kindleberger, *op. cit.*, p. 272.

財支出が17億ドルを越えたことはこの37年以外にはなく、この年の三つの四半期は全体の最高のピークを形成している。このように生産者耐久財支出がきわめて急激な増加を示していることが、この時期の投資にみられる第2の特徴である。

これに対して、民間建設支出は著しく低調であったことが注目される。37年になっても20年代のピークのほぼ3分の1程度の水準に低迷しているのである。この民間建設支出には住宅建設支出と事業建設支出の両者が含まれているので、事業建設支出の推移を知るために表4によって商工業建築契約高の推移をみよう。37年の商工業建築契約高はそれに前後する年との比較では頭抜けて高いが、20年代後半の水準に比べればほぼその2分の1という低水準にとどまっている。別の資料によれば、この時期の民間建設支出が低調であったのは更新建設の不振のゆえではなく、主として新建設の不振によるものであったことが明瞭である。<sup>(14)</sup>これらのデータを総合すれば、36~37年の時期の新事業建設支出は20年代にくらべて際立って低調であったことがわかるが、これがこの時期の投資にみられる第3の特徴である。

以上から、この時期の投資の高揚はきわめて跛行的な内容のものであったことを知りえた。在庫投資と生産者耐久財支出には顕著な盛り上がりが見ら

表4 商工業建築契約高の推移 (床面積, 単位:100万平方フィート)

	I	II	III	IV	年		I	II	III	IV	年
1925	49.3	58.0	67.7	63.9	238.9	1932	10.5	8.0	8.5	6.9	33.8
26	62.0	58.1	63.3	57.0	240.2	33	7.4	10.8	12.4	10.7	41.3
27	58.0	59.8	52.0	51.7	221.6	34	10.7	11.3	11.8	12.7	46.5
28	57.2	67.7	66.3	68.7	259.9	35	12.3	14.3	14.2	17.8	58.5
29	71.5	65.6	67.7	67.6	272.3	36	21.1	23.7	25.6	29.8	100.0
30	47.3	42.0	34.1	24.5	147.9	37	33.1	34.6	36.4	21.6	125.8
31	20.6	19.6	16.2	16.7	73.2	38	17.0	17.6	16.0	18.9	69.5

(資料) Moor, *op. cit.*, Vol. II, p. 89.

(14) *Survey of Current Business*, Sept. 1940, p. 14.

れた一方、新事業建設支出は低水準に低迷していた。この著しいコントラストは一体、何を物語っていたのかが問題である。

在庫投資と生産者耐久財支出が顕著な盛り上がりを示したのは、すでに述べたところからも察せられるように、一つには生産水準の回復にもなって在庫と設備の補充の必要が強まりつつあったからであるが、いま一つには物価上昇傾向の出現によって先買い需要が強く刺激されたからであった。この時期には在庫投資だけでなく、設備投資も物価動向によって大きく左右されていたことは、「産業設備に対する需要は主として、長く引き延ばされてきた設備の取り替えを価格が上昇する前におこなっておこうという試みを現わしていた<sup>(15)</sup>」というスリクターの記述にも示されているとおりである。生産水準の回復につれて漸次、設備更新の必要が強まりつつあったなかで物価上昇傾向が出現したことが、駆け込み的な設備更新需要を刺激し、生産者耐久財支出の急激な増加を招く結果となったわけである。そのような事情を顧みるならば、これらの投資の高揚の背後にあって強く作用していた動因は、当面の必要であり、目先きの利益であったことが明らかといってよいであろう。

他方、新事業建設投資はこれと対照的な低水準に低迷していたのであるが、それは、この時期の設備投資がほぼ設備更新の範囲に限定されており、設備の拡張や新企業の設立にまではほとんど及ばなかったことの現われであった<sup>(16)</sup>。別言すれば、この時期の設備投資がなお不振基調を脱却していなかったことを示す事実にはかならなかった。それを念頭におけば、この時期の投資ブ

(15) Slichter, *op. cit.*, p. 107.

(16) スリクターは、この投資ブームの時期をもふくめて「回復の全時期をつうじて、経営者たちは大きな改良計画や大規模な拡張計画に乗り出そうとはせず、資本財購入を主として取り替え支出に限定していた」と指摘し、その一つの証拠として、国内会社の新規証券発行（借換発行を除く）はピークの37年第2四半期でさえ、25～29年の四半期平均の4分の1でしかなかったという事実をあげている（Slichter, *op. cit.*, pp. 105 - 66）。

ームにしても、それをもって設備投資が基調的に積極化したという証拠とはみれないのは当然である。むしろ、設備投資の不振基調が根強く持続するなかで、もっぱら当面の必要と目先の利益にもとづく投資が異例の高揚を示したというのが、当時の投資の特徴的性格であったことが理解できるであろう。

そのようにいえるとすれば、もともとこの時期の投資は、景気回復の推進力としては重大な限界をもつものであったことが明らかである。当面の必要と目先の利益にもとづく投資は、当面の必要がみたされ、目先の利益が消失するにいたれば、急速な衰退を免れないのが当然である。投資が投資を呼ぶという関連をつうじて投資の累積的發展が生じ、それによる景気の特続的上昇が可能となるためには、設備投資が基調的に積極化することが必要であるが、設備投資におけるそのような積極性が欠如していたことこそが、この時期の投資にみられた際立った特質であった。この時期の投資ブームはこのような特徴的性格のゆえに、もともと短命なものに終るべく運命づけられていたといって過言でない。

## 2 1937年恐慌の勃発

### (1) 恐慌勃発への過程

のちの37年恐慌の勃発を予示する景気動向における最初の重要な変化が37年4月に発生した。この時点を境に新規の注文の急減が始まることになったのである。それを招いたのは、主として、次の二つの事情であった。

その一つは、36年末から37年にかけての活発な買付けないしは購入予約の結果、すでにこの時点までに、30年代前半の支出抑制によって累積していた繰り延べ需要の多くの部分が充足されつつあったと考えられることである。この時期の買入れ活動がいかに活発であったかを示す一つの事例として、表5に掲げた U. S. スティール社の新規受注高の推移をみよう。同社の新規受注高は36年をつうじて漸増傾向を示してきたのち、同年12月、突如飛躍的に

増大して200万トンを越えるにいたっている。37年1, 2月には大幅に低下するが、それでも従来の水準に比べればなおきわめて高い水準にあることは変わらない。そして、37年3月にはふたたび急増して180万トンを越えてい

表5 U. S. スティール社の国内受注高と出荷高 (単位: 1,000トン)

	受注高	出荷高		受注高	出荷高
1929年	1,265	1,169	1937年		
30	924	900	1月	1,303	1,143
31	555	597	2月	1,270	1,041
32	274	312	3月	1,839	1,333
33	434	451	4月	1,167	1,225
34	520	449	5月	839	1,212
35	619	573	6月	867	1,174
			7月	841	1,061
			8月	794	972
			9月	693	947
			10月	511	665
			11月	471	470
			12月	478	407
			月平均	923	966
1936年			1938年		
1月	771	686	1月	427	484
2月	605	619	2月	377	380
3月	926	736	3月	504	476
4月	877	932	4月	542	451
5月	818	884	5月	338	400
6月	1,056	877	6月	429	444
7月	1,092	886	7月	485	411
8月	839	874	8月	518	525
9月	954	898	9月	654	526
10月	1,145	953	10月	729	635
11月	909	853	11月	778	627
12月	2,033	986	12月	655	670
月平均	1,000	849	月平均	536	502

(注) 1929~35年は月平均。

(資料) TNEC, *op. cit.*, p.13949.



る。ちなみに、29年のピーク月(3月)の受注高は159万トンであったから<sup>(17)</sup>、36年12月と37年3月の受注高はいずれもこれを大きく上回っていたわけである。鉄鋼業全体をとってみても、36年12月の受注高は平時の歴史のうえではかつて例をみない巨大なものであったといわれている。<sup>(18)</sup>工業設備、鉄道車輛、自動車などの注文でも異例の高揚があったことが知られている。<sup>(19)</sup>こうした事実を顧みるならば、すでに37年春までには、30年代前半期からの繰り延べ需要の多くの部分がみだされつつあったと判断して差支えないであろう。<sup>(20)</sup>

注目すべきいま一つの事実は、37年4月を境に物価の動向に変化が生じたことである。36年6月以降上昇を続けてきた物価は、37年4月の時点で頭打ちとなり、以後秋の恐慌勃発までやや弱含みの、しかし概していえば安定的な推移を示すことになる(前掲、図2参照)。好天に恵まれて豊作が予想されるにいたったことや、一次産品の世界的な供給増加があったこと、上でみたような活発な買入れ活動によって繰り延べ需要が漸次充足されつつあったことなどが原因となって、需給関係に弛緩が生じたことがその主な理由になったと考えられる。さきにも強調したように、この時期の投資の高揚はもっぱら当面の必要と目先きの利益にもとづくものであったから、このようにして、

(17) TNEC, *op. cit.*, p. 13978, note 40.

(18) *Ibid.*, p. 13978, note 39.

(19) 工業設備に対する注文は36年夏から増加のテンポを早め、1923~25年の月平均を100とする指数でいって36年12月には201.8という高水準を記録する。機関車に対する36年11月と12月の注文は32年から34年までの全期間の注文を越えており、貨車に対する36年12月の注文も35年全1年分の注文を越えていた。36年10~12月の自動車の小売販売高(季節修正値)は20年代のピークの29年と同水準にあり、前年同月のそれを40%も上回っていたという。以上の事実は、TNEC, *op. cit.*, pp. 13950-52; Slichter, *op. cit.*, p. 98 による。

(20) TNECの証言記録は、企業設備について「不況期に繰り延べられてきた取り替え支出の残高の主要部分が1937年春までに埋められていたことはまず間違いない」といい、また消費財についても、「購入繰り延べ分のかかなりの部分はすでに1937年春までに埋められていた」と述べている(TNEC, *op. cit.*, p. 13954)。

一方で繰り延べ需要の充足によって当面の必要がみたされ、他方では物価の安定基調への転換によって先買いの利益も消滅するにいたれば、それにともなって投資需要にも急速な衰退が生じることになるのは当然であった。新規注文の急減はその現われにほかならなかったのである。

37年4月以降の新規注文急減の事実は、さきほどの表5にも明瞭に示されているとおりである。U. S. スティール社の受注高は37年3月の184万トンから4月には117万トンへ、5月には84万トンへ、そして9月には69万トンへと急落する。37年夏にはすでに同社の新規受注高はブーム前の36年春頃の水準に落ちていたことがわかるのである。さらに表6からは、耐久財と鉄道車輛に対する注文も、鉄鋼製品の場合と同様、37年春の時点を境として急減しつつあったことが読みとれるであろう。

しかし、新規の注文の急減と同時に景気の悪化が始まったわけではない点は注意しておかねばならない。36年末から37年初めにかけての新規注文の著しい増大の結果、大量の未消化残高が37年第2四半期以降に持ち越されてい

表6 耐久財と鉄道貨車に対する注文の推移

	耐 久 財		鉄 道 貨 車	
	1936年	1937年	1936年	1937年
1月	89	150	1,050	10,881
2月	87	134	7,236	10,532
3月	93	164	627	6,200
4月	93	147	3,650	13,040
5月	95	112	9,667	3,903
6月	115	107	4,320	528
7月	107	115	4,469	1,030
8月	96	104	3,225	1,490
9月	113	98	3,100	1,195
10月	112	92	1,310	21
11月	129	84	1,710	1,625
12月	175	76	19,922	1,350

(注) 耐久財は1935-39年の月平均を100とする指数。鉄道貨車は輛数。

(資料) Moor, *op. cit.*, Vol. II, p. 81; Roose, *op. cit.*, p. 133.

た。U. S. スティール社の場合でみると、36年第4四半期と37年第1四半期における受注高の合計は850万トン、出荷高の合計は631万トンであって、前者が後者を219万トンだけ上回るのである(表5)。新規注文の減少にもかかわらず、37年第2・3四半期をつうじて実物投資がいつそうの高揚を示し、工業生産も比較的高い水準を維持できたのは、このような大量の未消化残高の存在によるものであった。<sup>(21)</sup>

ここで前出の図1、および表7によってこの時期の消費の動向を一瞥しておこう。消費支出は35年年央以来かなりのテンポで増大してきていたのであ

表7 消費支出の推移 (1929年月平均=100)

	名目消費支出				実質消費支出			
	1935	1936	1937	1938	1935	1936	1937	1938
1月	69.2	75.8	84.4	85.4	85.3	90.5	97.2	97.7
2月	71.3	76.0	85.6	84.0	87.1	91.1	98.3	97.0
3月	71.3	77.3	87.3	83.5	87.1	93.0	99.4	96.4
4月	71.1	78.3	87.8	83.6	86.0	94.0	99.6	96.4
5月	70.6	79.7	88.8	82.6	85.6	95.2	100.1	95.6
6月	72.7	80.8	88.2	82.8	88.1	95.1	99.3	95.6
7月	72.0	81.6	89.0	84.0	87.5	95.9	100.2	97.2
8月	73.0	82.0	89.3	83.6	88.7	95.9	100.5	97.4
9月	73.5	81.9	89.4	84.2	89.0	95.5	100.1	98.1
10月	73.6	83.4	89.3	84.8	88.8	97.4	99.9	99.0
11月	74.9	84.1	86.5	85.9	89.9	98.1	97.3	100.5
12月	74.9	84.6	85.0	86.7	89.4	98.4	96.1	101.2

(注) 1) 名目消費支出は季節修正値。

2) 実質消費支出=名目消費支出÷生計費指数×100。

(資料) 1) 名目消費支出は W. C. Shelton and L. J. Paradiso, Monthly Estimates of Total Consumer Expenditures, 1935-42, in *Survey of Current Business*, Oct. 1942, pp. 9.14 の1935-39年月平均=100とする指数から換算。

2) 生計費指数は、1923年=100とするNICBの生計費指数(*Survey of Current Business*, supplement 1938, p.11; supplement 1940, p.11)を1929年=100とする指数に換算したうえで使用。

(21) スリクターも「[1937年] 4月と9月のあいだの比較的高い生産水準は主として古い注文の仕事によって可能にされた」と指摘している(Slichter, *op. cit.*, p. 99)。

るが、37年春の時点を境に伸び率が鈍化の傾向が生じていることがみてとれる。37年5月からピークの同年8月ないし9月までのあいだの増加は、名目消費指数でいって0.6ポイント（5月＝88.8→9月＝89.4）、実質消費指数では0.4ポイント（5月＝100.1→8月＝100.5）に過ぎず、すでに事実上、この時期には消費支出の伸びは停止していたとみて差支えない。それが37年恐慌の決定的原因になったとはいえないにしても、いわゆる「加速度原理」の作用をつうじて投資を減退させる追加的要因となり、古い注文が尽きたときの生産の瓦解をいっそうきびしいものにする結果を導いたことは否定できない。<sup>23</sup>

さて、「生産財に対する古い注文の仕事は8月には尽き始め」、それにともない工業生産指数も、8月の121から、9月には115に落ちた。<sup>24</sup> 他方、新規注文の急減によって生産と販売の増加が制限された結果、在庫はすでに半年以

---

(22) さきの表3に掲げたバージャーの推計では、消費支出は37年第3四半期にもっとも顕著な増大を示しており、図1および表7におけるシェルトン＝パラディーズの数値の推移と大きく異なる。いずれの推計が正しいかを断定できる材料はないのであるが、しかし次の2点に留意しておくことが必要であろう。

第1に、図1には当時の消費者所得の推移があわせて示してあるが、これをみれば消費者所得も37年春の時点で頭打ちとなっていることが明らかである。それとの整合性を考えれば、バージャーの推計よりもシェルトン＝パラディーズの推計のほうが納得し易い推移になっているといえるだろう。

第2に、バージャーの推計では37年第3四半期の伸びが大きい代りに、同年第1・2四半期の消費支出が前年第4四半期のそれをかなり大幅に下回る水準に落ち込んでいるのが特徴的である。つまり、いったん大きく落ち込んだあと、大きく伸びるという形になっているのである。その結果、36年第4四半期を基準にして考えると、37年第3四半期の消費支出はこれを5.1%上回るに過ぎない。その間に生計費指数(NICB)は3.6%弱上昇しているから、実質値では1.5%程度の伸びに過ぎなくなる。36年第1四半期から同年第4四半期までの3四半期間における消費支出の増加が名目で10.3%、実質で7.3%であったのにくらべて著しく小幅な伸びにとどまるのである。したがって、バージャーの推計に依拠するにしても、やや長期的にみれば消費の頭打ち傾向が生じていたことは疑えない事実であるように思われる。

(23) Cf. Gayer, *op. cit.*, pp. 102-04; Hansen, *op. cit.*, pp. 280-82.

(24) Slichter, *op. cit.*, p. 100.

(25) *Federal Reserve Bulletin*, Aug. 1940, p. 765.

上にわたって増加を続けてきており、「まさに事業活動曲線が急速な下降を開始した〔37年〕第3四半期の終りの時点で新たなピークに到達<sup>26</sup>した。新規注文の水準が低く、古い注文も尽きつつあるなかでのこのような在庫の増加に直面して、経営者たちが、在庫損失という大恐慌期の不幸な経験を繰り返すことを強く恐れ、その購入をさらにいっそうきびしく制限する態度に出たのは当然の反応であったといえよう。こうして、ついに需給バランスの決定的崩壊が不可避となり、37年恐慌の勃発をみるにいたるのである。

この恐慌による景気の下降がきわめて激しいものであったことはさきにも指摘したとおりである。37年9月から38年6月までのあいだに、工業生産は33%、耐久財生産は50%以上減少し、国民所得は13%、貸金支払額は35%、工業雇用は23%の低下を示した。景気の下降の激しさは幾つかの要因の結合によって説明される。37年春以降の注文の落ち込みが大きかったこと、消費の頭打ちが投資を減退させる追加的要因として作用したこと、新規注文の低さにくらべて過大な在庫が形成されてきており、しかも経営者たちが大恐慌期の経験によって在庫損失について極度に過敏になっていたこと、などのすでに言及した事情のほかに、独占企業による生産制限の著しい強化が需要の累積的下降を招いて景気の悪化を増幅する作用を果たしたことも、見落とすことのできない重要な要因としてあげておかねばならないであろう(表8参照<sup>27</sup>)。

(26) *Roose, op. cit.*, p.185.

商務省のデータによれば、製造業者在庫は37年3月末からの半年間に14%だけ増大し、同年9月末には30年第3四半期末くらいのピークである127億ドルに到達した(Moor, *op. cit.*, Vol. II, p. 151)。ルースが引用しているエリオット(D. C. Elliot)の推計では、年初くらいの急増の結果、37年9月末の製造業者在庫は29年末のそれを26%だけ、そして36年9月末のそれを45%だけ凌駕する規模であったという(Roose, *op. cit.*, pp. 84-85)。

(27) 表8は、独占企業の支配が強固な部門の例として鉄鋼と自動車を取り、競争的性格の比較的強い部門の例として繊維と皮革をとって、37年8月から38年5月までの生産と価格の変化率を計算してみたものである。鉄鋼と自動車では生産の減少が著しい。

表8 1937年恐慌期における生産と価格の推移

	生産		価格		変化率(%)	
	A	B	A	B	生産	価格
鉄 鋼	142	47	99.9	101.8	-66.9	+ 1.9
自 動 車	157	49	90.2	95.8	-68.8	+ 6.2
繊維製品	115	77	77.1	66.1	-33.0	-14.3
皮革製品	109	105	100.0	82.1	- 3.7	-17.9

(注) 1) 生産は1932—35年月平均=100とする指数。価格は1926年=100とする指数。

2) A=1937年8月, B=1938年5月。

3) 変化率= (B-A) ÷ A × 100。

(資料) *Federal Reserve Bulletin*, Apr. 1938, p. 315; Oct. 1938, p. 919; Mar. 1939, p. 215.

*Survey of Current Business*, Mar. 1938, p. 64; Mar. 1939, p. 20.

## (2) 37年恐慌の根本原因

37年恐慌の勃発にいたる過程についての以上の考察は、この恐慌の勃発が何よりもまず、それにさきだつ時期の投資のあり方との関連で説明されるべき問題であることを示している。

繰り返せば、36年後半から37年にかけての投資の高揚は、もっぱら当面の必要と目先の利益にもとづく投資の著増によるものであり、他方、そうしたなかで基調的には設備投資の不振が依然として続いていたことが特徴的であった。したがって、当面の必要がみたされ、目先の利益が消失するとともに投資が急速に衰退へと向かうのは避けられないことであり、それにともなって、投資の一時的な高揚によって押しあげられていた生産水準が瓦解を免れなくなるのも当然であった。37年春の時点を境とする新規注文の急減と、それに続く同年秋の恐慌勃発は、基本的にはこうした事情に規定されて生じ

---

反面、価格はまったく下落していない。繊維や皮革ではこれと対照的に価格の下落が著しく、生産の減少は鉄鋼や自動車にくらべるとはるかに小幅なものにとどまっている。独占企業は独占価格を維持して独占利潤を確保するために、このような生産制限の強化をもって需要の低下に対応するのであるが、それが総需要をますます減少させて景気の累積的悪化を招くことになるのは周知の点であろう。

たものであった。それを顧みれば、37年恐慌の根本原因が当時の投資のこうした特徴的性格にあったことは明らかとてよいと思われる。

もっとも、これに対して、37年恐慌の原因はこの時期の投資のあり方というより、投資ブームの発生それ自体に求めるべきだとする見方もあるかも知れない。37年恐慌はブームが崩れることによって勃発したのであるから、ブームがなければ恐慌もまたなかったであろうと考えることは間違いではないであろう。しかしそのようにいっただけでは、少なくともわれわれの見地からすれば著しく不満足な回答にしかならないこともまた確かである。

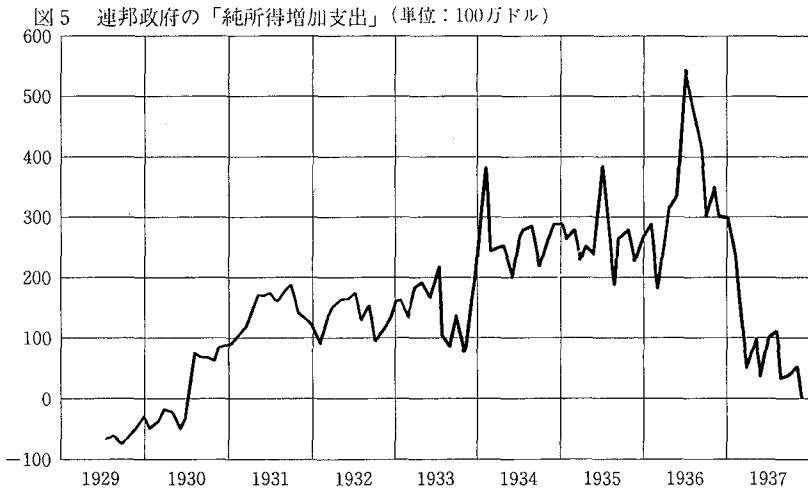
はじめにも述べたように、37年恐慌はそれまでの多くの恐慌と違って繁栄の頂点で勃発した恐慌ではなく、まだ景気回復の著しく不十分な時点で勃発した恐慌であった点で特徴的であった。もともとわれわれがこの恐慌の分析に興味を抱いたのは、このようにこの恐慌が景気回復半ばの時点で勃発した恐慌であったからであり、そこに現われている当時のアメリカ経済の景気回復力の弱さのゆえであった。そうした関心のありように照らしていえば、ブームがなければ恐慌もまたなかったであろうといっただけでは、なんの答えにもならないことが明白である。ブームがなければ恐慌を避けえたとしても、そのときには景気の回復がいつそうおくれていたであろうこともまた疑えないからである。それをふまえていえば、ブームの発生それ自体よりも、ブームの発生にもかかわらず設備投資の不振基調が依然として持続していたという事実こそが、重視されなければならないのは当然であろう。

他方ケインジアンたち、ないしはケインズ理論の影響を強く受けた人たちのあいだでは、この恐慌の原因として連邦財政の所得創出機能の低下を重視する見解が有力である。<sup>(28)</sup> この見解には一応もっとも根拠があることが認めら

---

(28) Hansen, *op. cit.*, chap. 17; Gayer, *op. cit.*, pp. 97-102; League of Nations (J. E. Meade), *World Economic Survey 1937-38* (Geneva, 1938) pp. 21-22; Do., *World Economic Survey 1938-39* (Geneva, 1939) pp. 15-16; Stud- /

れる。ヴィラード (H. H. Villard) らの推計にもとづいてゲイヤーが示した連邦政府の「純所得増加支出」(net federal income-increasing expenditures)の推移は、図5のとおりである。「純所得増加支出」というのは、政府支出から租税、手数料などの政府収入を差し引いた歳出超過額を基準とし、これに対してさらに、政府支出のなかでも直ちに財貨の購入に振り向けられないもの(たとえば公債償還費)や、政府収入のなかでも消費削減作用をもつとは考えにくいもの(たとえば遺産税)は差し引くといった修正を加えて算出されたものである。これをみれば「純所得増加支出」は34年初頭くらい大きく高まり、36年年央の時点でさらに飛躍的な上昇をとげたのち、一転して急落し始め、37年にはいるとボーナス支払い前の水準を大幅に割ってほとんどゼロに近い水準にまで落ち込んでいたことがわかる。このような「純



(資料) Gayer, *op. cit.*, p. 98.

↘ enski and Kross, *op. cit.*, p. 465; H. Stein, *The Fiscal Revolution in America* (Chicago, 1969) pp. 114-15; Kindleberger, *op. cit.*, p. 213.



所得増加支出」の急減が37年の消費需要増大を抑制する一因として働き、それをつうじて37年恐慌を激烈ならしめる追加的要因として作用したことは否定できない点といてよいであろう。

しかしそのことが、政府の所得創出機能の低下をもって37年恐慌の根本原因とみる見解の妥当性を保証するものでないのはいうまでもない。まず一つには、かりに政府の所得創出支出がボーナス支払い前の率で続いていたとしても、それだけで37年春以降の注文急減を招いた要因を相殺するだけの効果があったかどうかは疑わしいという、すでにスリクターによっても指摘されている問題があることに留意しておかねばならない<sup>(29)</sup>。しかし、もっと根本的に問題なのは、この見解の背後にある発想の仕方の当否である。われわれのみるところでは、ここで述べられているのは本質的には処方箋であって病理分析ではない。すなわち、恐慌を防ぐためには政府の所得創出機能をもっと高めることが必要であったという政策的判断であって、恐慌がおこったのはなぜかについての構造分析ではない。もちろん、政府の所得創出支出の減少が原因となって37年恐慌が勃発したのだという形の思考がおこなわれているのであろうが、しかし因果関係をそのように定立するのは、あたかも投薬の中絶をもって人の死亡の原因と考えるのに等しい。薬剤の支えなしには生命を維持できなかった身体の状態こそが死因と考えられねばならないのと同様、恐慌の原因としても、政府の所得創出支出の支えなしには景気を維持できなかった当時のアメリカ経済の状況こそが、まず問題とされねばならないはず<sup>(30)</sup>であろう。

(29) Slichter, *op. cit.*, p. 110.

(30) 「国民所得が政府赤字の存在によってのみ低下を免れ、政府財政による支えが中止されれば低下するというのであれば、この人工的支援なしには国民所得が維持できないのはなぜかが説明されねばならない」(C. O. Hardy, An Appraisal of the Factors which Stopped Short the Recovery Development in the U.S., in *The American Economic Review*, Vol. XXIV, supplement, Mar. 1939, p. 173)。

このようにみてくるならば、問題の焦点はおのずから次の一点に絞られてくるであろう。36年から37年にかけてのブーム期にも投資がもっぱら当面の必要と目先の利益にもとづくものに限定されており、設備投資基調が依然として不振状態を脱することがなかったのはいかなる理由によるのか。37年恐慌を解く鍵はこれを明らかにすることにあるとって過言ではあるまい。

(未完)