

戦間期日本の経済変動と金融政策対応

- テイラー・ルールによる評価 -

しずめまさと
鎮目雅人

要 旨

本稿では、戦間期日本の経済変動と金融政策運営について、通貨体制の変遷との関係を念頭におきながら整理する。その際、近年、金融政策を評価する際に用いられることの多いテイラー・ルールの枠組みを用いて、それぞれの通貨体制のもとでの金融政策運営について論じる。本稿での分析によれば、金本位制期から戦間期における日本の金融政策運営は、(1)インフレ率との関連でみると、総じて経済変動を増幅させる方向に働いていたこと、ならびに、(2)通貨体制と密接に関係しており、第1次大戦前の金本位制や1920年代の管理フロート制のもとでは、国内経済の安定を犠牲にして為替レート目標を達成するような金融政策運営がなされていたことが示唆される。一方、金本位制離脱後については、本来であれば管理通貨制のもとで、国内経済の安定につながるような金融政策運営が可能であったにもかかわらず、こうした政策運営が行われていたとは必ずしもいえないことが示される。

キーワード：金融政策、通貨体制、金本位制、戦間期経済、テイラー・ルール

.....
本稿は、日本銀行金融研究所が開催したワークショップ「資産価格変動と政策対応 - 両大戦間期の日本の経験から -」(2001年12月20日)において筆者が報告した内容について、加筆、改訂したものである。本稿の執筆に当たっては、東京大学・伊藤正直教授、神戸大学・地主敏樹教授、大阪大学・高阪章教授をはじめとする同ワークショップ参加者、ならびに金融研究所スタッフから有益なコメントをいただいた。ここに感謝の意を表したい。なお、本稿の内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

鎮目雅人 日本銀行金融研究所研究第3課調査役 (E-Mail: masato.shizume@boj.or.jp)

1．はじめに

1990年代以降の日本経済の停滞を眺め、これを短期的な景気回復と金融システムの動揺を繰り返していた1920年代の日本経済と対比する論調がみられる。また、1930年代前半に高橋是清蔵相の主導により進められた一連の景気刺激的な政策パッケージ（いわゆる「高橋財政」）が、日本経済を比較的早期に回復に導いたとの認識に立って、同様の政策を現在の日本に適用することが論じられることもある。しかしながら、戦間期（1920～30年代）の日本経済の動きと政策対応を考えるうえでは、第1次大戦を契機とする内外の経済環境の激変、ならびに金本位制の動揺、金本位制からの離脱といった通貨体制の変遷の影響を含め、多角的な検討が必要と考えられる。

本稿では、こうした観点に立って、戦間期日本の経済変動と金融政策運営について、通貨体制の変遷との関係を念頭におきながら整理する。その際、近年、金融政策を評価する際に用いられることの多いテイラー・ルールの枠組みを用いて、それぞれの通貨体制のもとでの金融政策運営について論じる。本稿の構成は以下のとおりである。はじめに、戦間期（1920～30年代）日本の経済変動について、先行研究を踏まえつつ整理する（2節）。次に、金本位制期から戦間期にかけての日本の金融政策運営について、通貨体制の変遷と関連付けながら考察する（3節）。続いて、テイラー・ルールを枠組みを用いて、長期的にみた金融政策運営ルールの変遷とその解釈について論じる（4節）。最後に、若干のインプリケーションについて述べる（5節）。なお、補論では、戦間期を中心とする通貨関連指標の動きを整理するほか、産業構造調整と金融政策の関係に関連して、物価変動と経済成長の関係からみた戦間期経済の特徴について予備的な考察を行う。

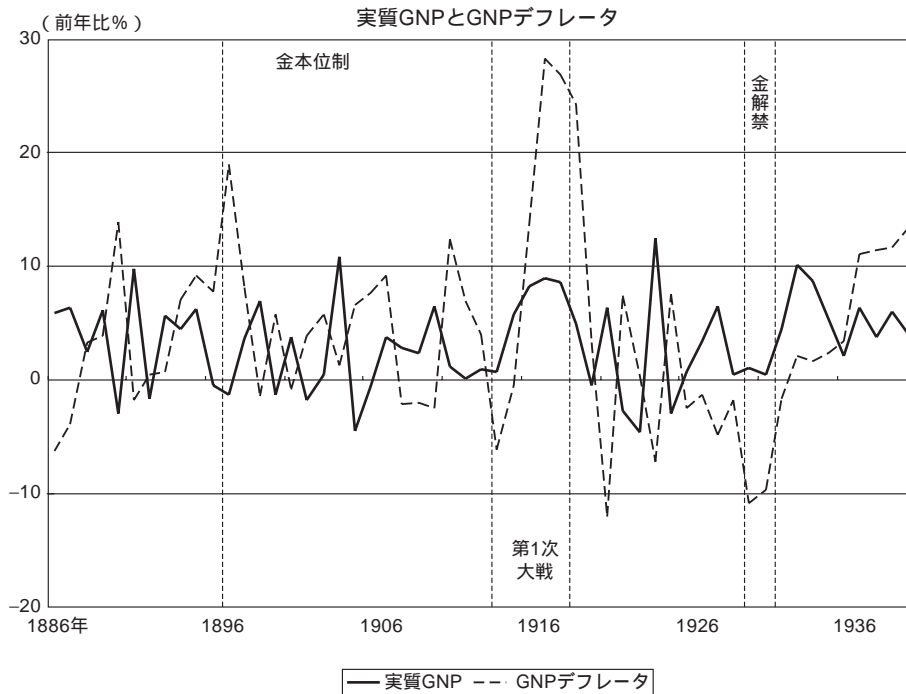
2．第1次大戦から戦間期にかけての日本の経済変動

本節では、戦間期を中心とするやや長い期間における日本経済の動きについて、基本的なデータを確認する。図表1は、大川・高松・山本〔1974〕のデータにより1886年から1940年にかけてのGNP変化率と物価（GNPデフレーター）の動きを5年ごとにみたものである。全期間を通じてみると、実質GNPは平均3.3%の伸びを示し、GNPデフレーターは平均3.8%の上昇となった。このうち、第1次大戦期にほぼ対応する1910年代後半には、実質GNPが年率6%の高い伸びを示し、同時にGNPデフレーターも年率19%の激しいインフレーションに見舞われた。GNPデフレーター変化率の標準偏差をみても9を超える高い値を示しており、この時期の物価が大きな変動を経験していたことがわかる。これに対し、1920年代を通じて実質GNPは年平均2%の低い伸びにとどまり、GNPデフレーターは平均してマイナスとなった。この間、実質GNP変化率、GNPデフレーター変化率の標準偏差は1920年代

図表1 名目・実質GNPおよびGNPデフレーター

年	名目GNP		5年間の変化率		実質GNP		GNPデフレーター			
	平均変化率	標準偏差	平均変化率	標準偏差	平均変化率	標準偏差	平均変化率	標準偏差		
1885	806				3,852		20.9			
1886～1890	1,056	5.6	4.43		4,583	3.5	3.57	23.0	1.9	7.09
1891～1895	1,552	8.0	5.76		5,798	4.8	3.74	26.8	3.1	4.22
1896～1900	2,414	9.2	4.86		6,232	1.5	3.28	38.7	7.6	6.53
1901～1905	3,084	5.0	3.94		6,769	1.7	5.28	45.6	3.3	2.77
1906～1910	3,925	4.9	4.82		7,834	3.0	2.27	50.1	1.9	5.22
1911～1915	4,991	4.9	6.16		8,527	1.7	2.06	58.5	3.1	6.34
1916～1920	15,896	26.1	13.33		11,422	6.0	3.57	139.2	18.9	9.46
1921～1925	16,265	0.5	4.82		12,332	1.5	6.61	131.9	-1.1	7.83
1926～1930	14,671	-2.0	4.24		13,882	2.4	2.27	105.7	-4.3	3.52
1931～1935	18,298	4.5	7.78		18,366	5.8	3.40	99.6	-1.2	4.54
1936～1940	36,851	15.0	4.86		22,848	4.5	1.52	161.3	10.1	3.49
全期間平均		7.2	9.80			3.3	4.04		3.8	8.50

備考：実質GNPは1934～36年基準、GNPデフレーターは1934～36年平均 = 100。



資料：大川・高松・山本 [1974]

の後半にかけて縮小した¹。1930～31年にかけての金輸出解禁を挟んで、いわゆる高橋財政期を含む1930年代前半については、実質GNPは再び6%の伸びを示したが、デフレーターは小幅のマイナスであり、その後の1930年代後半は成長率が4%台に鈍化した一方で、デフレーターは年率10%の上昇に転じた。この間、実質GNP変化率、GNPデフレーター変化率の標準偏差はそれほど大きなものではなかった。

第1次大戦中から戦後にかけてのブームと、その後における短期的な景気回復と恐慌の繰返しは、景気循環的な側面からみても、また、経済構造変化という側面からみても、近代の日本経済が直面した極めて大きな経済変動であった。戦間期の日本経済に関しては、既に多くの研究の蓄積がある²。以下では、中村・尾高 [1989] ならびに中村 [1989] に沿って、第1次大戦から戦間期にかけての日本経済について、第1次大戦ブーム期、1920年代、金輸出解禁期、金輸出再禁止（金本位制離脱）以降、の4つの時期に区分して、事実関係の整理を行う³。

(1) 第1次大戦ブーム期

第1次大戦を契機として、輸出主導の景気拡大の中で工業化が急速に進み、これを支える産業インフラ（電力、鉄道、海運等）も整備された。具体的には、輸出競争力のある繊維等の軽工業を中心にアジアや北米向け輸出が急増したほか、金属・機械等の重工業の分野でも、輸入代替が進み、一部は輸出するまでになった。こうした工業化の進展と歩調を合わせて電力・鉄道・通信等の産業基盤整備が進んだほか、貿易を支える海運業とその基盤となる造船業も成長した。また、大戦中は、農産物、工業製品ともに国際的に物価が高騰し、これにつれて国内の卸売物価も1914年末から1920年3月までに、3.5倍となった。こうした中で、都市だけでなく、農村も景気拡大が続いたが、一方では、激しいインフレーションによって労働者の実質賃金が低下し、1918年8月には米騒動が発生するなど、インフレーションが社会的問題となった。1918年に大戦が終了した後一時的に景気後退が生じたが、1919年半ばからは、米国の金輸出解禁（6月）を受けて、それまで海外に蓄積されていた経常黒字資金が米国で金に換えられて国内に還流した。これによる投資（投機的な在庫

1 本節の後段でみるように、1920年代の日本は、物価の下落傾向に着目すればデフレ経済という見方ができる一方、低成長ではあったが安定に向かっていたとの見方もできよう。

2 日本語による先行研究のサーベイについては、例えば中村・尾高 [1989] ならびに中村 [1989] を参照。なお、戦間期の日本経済について書かれた英語の文献はあまり多くないが、Patrick [1971] は、1920年代において旧平価による金解禁に向けた経済政策が採用されたため、国内経済に対して過度にデフレ的な影響を及ぼしたとしている。一方、Nakamura [1983] は、こうした点を否定はしないものの、戦間期を通じた重化学工業化、都市化に向けた内需中心の成長という側面を強調している。このほか、高橋財政期の景気回復については、Nanto and Takagi [1985]、Okura and Teranishi [1994] が為替円安等に伴う輸出増加の影響を強調している。

3 中村 [1989] では、1914年の第1次大戦勃発から日中戦争直前の1936年までの日本経済を、第1次大戦のブーム期、1920年代のデフレーション基調期、1930年代初頭の世界恐慌期、1932年以後の回復・成長期（高橋財政期）の4つに区分している。

投資を含む）、消費を中心とする国内需要増と、欧州の復興需要拡大に支えられ、景気は過熱に向かい、当時の日本銀行総裁であった井上準之助はこれを「空景気」と呼んだ⁴。

(2) 1920年代

1920年に入ると輸出が一転して減少し、3月にはいわゆる反動恐慌が発生し、物価も3月をピークに低下傾向を辿るようになり、農村部を中心に景気の後退が明確になった。これ以降1920年代の日本経済について、土屋 [1968] では、「慢性的不況」の時代として捉えている。確かに、1923年9月の関東大震災、1927年3月から5月にかけての金融恐慌など、金融システムの動揺の中で、日本銀行による救済融資の発動が続いた。しかしながら、電力、鉄道、紡績、肥料等の産業で事業の再編成を伴う企業の合併が盛んに行われ、新設増資と解散減資が両建てで高水準となっていた⁵。また、機械・金属・化学といった特定の産業分野では成長が続いており、重化学工業化が進んだ。この結果、1920年代を通じて物価は下落傾向にあったものの、実質ベースのGNPでみるとプラスであった年の方が多く、1930年の実質GNPは1920年に比べ22%増加していた。さらに、産業構造の急激な変化と並行して都市化が進んだ。これらの点を踏まえ、中村 [1989] では、1920年代の日本経済を一括して不況とするべきではなく、この時期の日本経済を、設備投資・インフラ投資を中心とする内需主導の「不均衡成長」と位置付けている。すなわち、1920年代には、日本経済は短期的な景気回復と恐慌を繰り返していたが、全体としてみれば、緩やかな経済成長が続いており、こうした中で、都市部と農村部の成長に格差が生じていたとするものである。なお、対外的にみると、欧米諸国は相次いで金本位制への復帰を果たしていたが、日本では経常収支の赤字が続いており、金輸出の解禁は時機尚早との見方が根強く残っていたことから、政府は金輸出の解禁に踏み切れないでいた。

こうした経済状況を踏まえて、1920年代を通じて、政治家を含む政策当局者、経済学者、財界人、知識人をはじめ国民各層を巻き込むかたちで金解禁論争が高まった。いわゆる大正デモクラシーのもとで政党政治が確立し、新聞・雑誌等を媒体とする経済論争の基盤が生まれつつあったという政治・社会的状況もあり、経済変動の原因とその対応策については、直接の政策当事者や研究者だけでなく、当時の広範な社会的関心の的となった。1920年代における政策論争は多岐にわたったが、政策を巡る議論は、金解禁が実際に行われた1920年代末までに、いわゆる「金解禁論

4 井上はこの「空景気」に関して、当時の日本経済の活況は、「冬の初めに広き野に行って、枯草に火を点けて、風が吹くとぱっと広がる」ように、株式や商品市況を中心に行われた大規模な投機によってもたらされた、根拠のない熱狂に近いものであったとの認識を示している。井上 [1925] 28頁、田中 [1980] 6頁、日本銀行百年史編纂委員会 [1983a] 504～510頁等を参照。

5 中村 [1989] 296頁参照。

争」に集約されていった⁶。経済情勢の変化に応じて各論者の主張も変遷していることから、二元論的な単純化は必ずしも適切ではない面もあるが、この間の政策を巡る議論をあえて整理すれば、金本位制のもとで対外競争力を維持するための構造改革を重視する見解と、国内経済の安定を重視する見解とに大別することができる⁷。すなわち前者は、国際通貨体制としての金本位制に対する信頼を背景に、国内物価を英米と同程度まで引き下げ、競争力のある企業を選別するように「財界整理」を進めつつ、旧平価による金輸出の解禁に踏み切るべきとするものであった。このうち、鐘紡社長であった武藤山治は1922年の段階から即時解禁を唱えていたが⁸、財界・官界・金融界の大勢は、「解禁に向けて準備を進め、条件が整い次第実施すべき」という見解であったとされる。また後者は、旧平価に基づく金解禁は国内経済に対するデフレ効果が大きいため、金輸出の解禁は当面行うべきでない、ないしは国内外の物価水準の格差を反映したより円安の新しい金平価（為替レート）で解禁を行うべきとするものであった。1927年の金融恐慌で倒産した鈴木商店の大番頭であった金子直吉は、1922年の段階で解禁に強硬に反対していたほか、東洋経済新報に在籍していた石橋湛山や高橋亀吉等は、1924年頃から、新平価での解禁を主張した。

日本銀行調査局 [1968a] 所収の「金輸出解禁史（一）」は、1932～33年頃に日本銀行のスタッフによって作成された資料とされているが、1920年代の日本銀行が、政策理念としては一貫して金解禁に向けた「財界整理」を志向していたにもかかわらず、現実には金融システムの動揺を受けた救済融資を政策の中心とせざるを得なかったことが示唆されている。こうした中で井上準之助は、1919年から1923年までと1927年から1928年まで日本銀行の総裁、1923年の関東大震災直後と1929年から1931年にかけて大蔵大臣をそれぞれ務め、金融・通貨政策の分野で大きな影響力を持っていた。井上は、日本をアジアにおける国際金融市場の中心すなわち「東洋のロンドン」として育成していくことを目標としていた。そして、十分な準備を整え

6 金解禁論争については、日本銀行調査局 [1968a, b, c, 1969] に当時の資料が網羅的に掲載されている。このほか、田中 [1980] 104～129頁、長 [1983]、日本銀行百年史編纂委員会 [1983b] 126～168頁および380～392頁、中村 [1978] 39～46頁、同 [1989] 290～305頁、伊藤 [1989] 133～146頁を参照。

7 中村 [1978] では、金解禁を巡る議論を、「旧平価解禁論」、「新平価解禁論」、「金解禁反対論」の3つに整理し、初期における「旧平価解禁論」対「金解禁反対論」の構図が、「旧平価解禁論」対「新平価解禁論」へと変化していったとしている。また、長 [1983] では、大蔵省内部資料を用いて、1924年頃における「旧平価解禁論」とこれに対する慎重論、ならびに1929年における「新平価解禁論」とこれに対する反対論とを対比させつつ整理している。なお、田中 [1980] は、「旧平価解禁論」を国際協調主義と結び付けて論じており、伊藤 [1989] も、「旧平価解禁論」が日本を安定的な投資先として確保したいとの欧米投資家の利害、ならびに外債の借換えを控え海外投資家からの信認確保を重視していた政府の思惑と一致していたことを指摘している。さらに伊藤 [1989] は、「金解禁への道を最終的に軌道づけたのは、やはり在外正貨の枯渇であった」として、正貨準備の確保という対外金融面の配慮が日本が金解禁に踏み切った背景として重要との見解を示している。田中 [1980] 107頁、伊藤 [1989] 134～137頁、147～151頁、および213頁を参照。

8 中村 [1978] 39～46頁参照。

たうえで金本位制に復帰することを念頭におき、そのための条件とされた「財界整理」すなわち国内産業の競争力強化を説き、最終的には1930年初の金解禁実施に際して中心的な役割を果たしたとされている⁹。

一方、1920年代に日本銀行理事、高橋財政期に同副総裁・総裁となった深井英五は、『通貨調節論』（1928年）や『回顧七十年』（1941年）等の一連の著作において、金本位制の利点を評価しつつも、金本位制は管理通貨制等いくつかの代替的な通貨制度のひとつに過ぎず、どの通貨制度を採用するかは経済状況に応じて柔軟に判断すべきもの、との見解を示しており¹⁰、井上準之助とは若干ニュアンスを異にしている。このように金本位制を相対化して捉える深井英五の見方は、1932年以降のいわゆる高橋財政に対する評価にも表れており、『金本位制離脱後の通貨政策』（1938年）等では、将来のインフレーションに対する懸念を表明しつつも、基本的には金本位制からの離脱と国債の日銀引受を伴う積極財政政策を支持していたことが窺われる¹¹。

（3）金輸出解禁期

1929年7月に金輸出解禁を公約に掲げる民政党・浜口内閣の蔵相に就任した井上準之助は、金解禁に向けた緊縮財政（いわゆる「井上財政」）を展開し、1930年1月11日をもって金解禁を実施した。しかし、これに先立つ1929年10月にニューヨーク株式市場の大暴落（「暗黒の木曜日」）が発生し、世界恐慌が始まっていた¹²中で行われた金解禁は、日本経済のデフレ的な状況をさらに増幅させる結果となり、1929年12月から1931年10月までの2年弱の間に、国内卸売物価は3割以上下落した。米国は1933年4月まで金本位制を維持していたが、1931年9月に英国が金兌換を停止したのに続いて、デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、スイス等、金輸出を禁止する国や、イタリア等、為替管理を導入する国が相次ぎ、こうした中で日本の金輸出再禁止を見越した円売りの動きが活発化し、正貨の流出が続いた。

9 この点に関連して、日本銀行百年史編纂委員会 [1983b] は、1929年に浜口内閣の蔵相に就任した時点では井上準之助は金解禁慎重論者とみられていたとしたうえで、「それまでの井上を『金解禁反対論』者とするのは、必ずしも正当な見方とは思われない」としている。田中 [1980] 52～55頁および114～119頁、日本銀行百年史編纂委員会 [1983b] 148頁、および381頁を参照。もっとも、深井英五は、こうした井上準之助の理想とは裏腹に、井上が日本銀行総裁として実施した民間救済融資が金解禁のための構造改革を遅らせた面があったことを指摘している。深井 [1941] 197～199頁、中村 [1978] 67～69頁を参照。

10 例えば、深井 [1928] 194～200頁、同 [1941] 240頁等を参照。

11 深井 [1938] 359～364頁、長 [1983] を参照。

12 世界恐慌については多くの先行研究があるが、Friedman and Schwartz [1963]、キンドルバーガー [1982]、バーンスタイン [1991]、テミン [1994]、Bernanke [2000] 等を参照。

(4) 金輸出再禁止(金本位制離脱)以降

1931年12月に政友会・犬養内閣の蔵相に就任した高橋是清はその当日に金輸出を禁止した。就任当初の高橋が採用した政策は、一般に「高橋財政」と呼ばれるが、実際には、狭義の財政政策にとどまらず、為替レート円安の放任、日銀引受国債を財源とする財政支出の拡大、金利低下、の3つを柱とするものであり、この結果、景気は回復に向かい、すでに1920年代に進行しつつあった重化学工業化が加速した。これと並行して、金融、産業に対する規制が強化され、統制経済的要素が徐々に強まっていった。

当初、日本銀行は、引き受けた国債を金融機関に売却することで民間から資金を吸収していたが、1935年後半からは生産能力の余裕が消滅しつつあり、企業の設備投資意欲が高まるにつれて金融機関に対する民間資金需要が増加し、金融機関向けの売りオペによる国債消化に支障をきたしつつあった。深井からの指摘を受けた高橋是清は、昭和11(1936)年度の予算編成に当たって軍事費削減・赤字国債減額を主張したため軍部と対立し、同年の2.26事件によって暗殺された。これ以降、国債の発行に歯止めがなくなり、第2次大戦後のハイパー・インフレーションの原因となったとされている¹³。

3. 戦間期日本の金融政策運営

本節では、戦間期日本の金融政策運営について、4節の論点と関係が深いと考えられる通貨体制(monetary regime)との関係、ならびに日清戦争後の1897年から第1次大戦中の1917年まで継続され、その後の中断を挟んで1930~31年に復活した金本位制のもとでの金融政策運営ルール(いわゆる「金本位制のゲームのルール」)との関係について整理するとともに、政策運営の前提となった対外経済環境を概観する。

(1) 通貨体制との関係

1国の通貨体制とマクロ経済政策の関係においては、為替レートの安定、国内経済の安定(金融政策の自律性)、自由な資本移動、の3者を同時に達成することはできないといういわゆる「開放経済におけるトリレンマの問題」¹⁴が存在する。通貨体制との関係において戦間期を中心とする日本の金融政策運営を整理してみると、まず、第1次大戦前の金本位制は、自由な資本移動を前提とした固定レート制であり、上記のとを同時に達成するために、金融政策の運営に当たっては、国

13 この間の経緯については、鎮目[2001]、ならびに井手[2001]を参照。

14 開放経済におけるトリレンマの問題については、Obstfeld and Taylor[1997]を参照。

内経済の安定を犠牲にして為替レートの安定が優先されたといえることができる。なお、金輸出が停止されていた第1次大戦中から直後にかけても、国際的に物価が大きく上昇する中で、国内経済安定の観点からは金融引締政策の採用が望ましかったともいえるが、基本的には「金本位制のゲームのルール」(後述)に沿って通貨供給量の大幅な増加が行われ、インフレーションが発生した。

これに続く1920年代には、政府は旧平価による金輸出解禁を念頭において為替レートを旧平価の水準で安定させることを目標にしていたが、金輸出が事実上禁止されていた中で為替レートは変動し、国内経済の安定にある程度配慮した金融政策運営がなされていた。換言すれば、長期的には上記3条件のうち(為替レートの安定)と(自由な資本移動)の達成を目標とするが、(国内経済の安定)への配慮からは短期的には達成されなくてもよいとするものであり、一種の管理フロー制と位置付けることができる。この点に関連して、「日銀が救済機関化することができたのは、日銀が大正6年の金輸出禁止以来ひき続いて銀行券の金兌換を事実上停止してきたからである。さらにいえば、兌換の停止下で輸入超過が継続したにもかかわらず、政府が正貨を売却して為替レートの下落を防止してきたからである」¹⁵との指摘がある。なお、先行研究の多くは、経済安定化に関連して、1920年代、とくに後半の金融緩和が景気の下支えにながしかの効果を上げていたとしている。すなわち、「経済界は、いわば今にも雨になりそうな曇り空のもとで、うっとうしい日々を過ごしていた」中にあって、「政府や日本銀行も、大企業に倒産の危険が生じたとき、預金部資金を貸出したり、特別融資を行ったりして、その防止につとめた。このために、銀行や企業の危機が部分的に表面化することはあっても、景気はとくに悪化しない状況がつづいた」¹⁶との見方が多い。

1930～31年には、金輸出が解禁され日本は金本位制に復帰したが、英国の金本位制停止を契機とする正貨の急激な流出によりその維持が困難となり、1931年末に金輸出を再禁止して金本位制から離脱した。これにより、日本は通貨体制としては管理通貨制に移行したと考えられる。続く1932年の前半には、(国内経済の安定)の目標を優先するため、為替円安が放任され、(為替レート安定)の目標は放棄される一方、(自由な資本移動)は維持されていたと考えられる。もっとも、1932年7月の資本逃避防止法、1933年5月の外国為替管理法の施行を経て、1937年1月の輸入為替管理令施行により、通貨・資本移動の統制が実施されるようになり、日本は、通貨体制の面ではを犠牲にしてとを達成する統制経済的な体制へと移行したと考えられる¹⁷。

15 田中 [1980] 37頁。

16 中村 [1989] 296～297頁。こうした見方は、当時の日本銀行が救済機関化していたとの評価につながるものである。なお、伊藤 [1989, 2001] では、1927年の金融恐慌以降の緩和局面について、「変態的金融緩慢」との表現を用いて、資金の偏在から緩和効果が必ずしも経済全体に浸透しなかったとしている。深井 [1941] 194～200頁、田中 [1980] 24～37頁、寺西 [1989] 205～208頁、伊藤 [1989] 197～215頁を参照。

17 この間の事情については、伊藤 [1989] 261～278頁参照。

(2)「金本位制のゲームのルール」との関係

金本位制下での金融政策運営を定式化したいいわゆる「金本位制のゲームのルール」については、多くの先行研究がある。例えば、天野 [1980] では、国際金本位制が成立する条件として、各国通貨当局が自国通貨で表した一定価格（金平価）で金の無制限の売買に応じること、国内および国際間での金の取引が自由に行われること、の2つを挙げ、これらの条件が満たされていれば、各国間の為替レートは金平価に金現送費を加減した狭い幅の中でしか変動せず、外国為替市場において各国政府の政策的介入なしに固定為替レート制が成立するとしている。さらに、実際の国際金本位制は「金本位制のゲームのルール」、具体的には、「各国の通貨当局が、その金保有量の増減に応じて通貨供給量を増減させる」という条件のもとで運営されていたとしている¹⁸。

古典派的な貨幣数量説では、「金本位制のゲームのルール」を実行することにより貿易収支の自動調整メカニズムが働き、固定為替レートに対するコミットメントが長期にわたり維持されるとの姿が想定されている¹⁹。すなわち、何らかの国内的なショックによりある国（例えばA国）において物価が上昇（下落）すると、輸入増加・輸出減少（輸入減少・輸出増加）により金が国外に流出（国外から流入）し、通貨当局が保有する金準備の減少（増加）が生じるので、これに対応して通貨当局が国内通貨発行高を減少（増加）させ、物価は下落（上昇）する。これを他の国（例えばB国）からみると、A国の内部で生じたショックは貿易収支の一時的な不均衡によって引き起こされる正貨の国際的移動を通じてB国の通貨発行高を変動させ、長期でみれば国際的な一物一価が成立する。各国がこの「ゲームのルール」に従って金融政策を運営していれば、世界全体の通貨発行高を規定する金の産出量に大きな変動がない限り、各国の物価は安定的に推移し、経常収支は均衡に向かう、と考えられた²⁰。

19世紀後半から20世紀初頭の国際金本位制の時代において、各国が現実に上記のような「ゲームのルール」に基づいて政策を運営していたかどうかについては、疑

18 天野 [1980] 240頁参照。

19 このメカニズムを最初に統合的に説明したのは、D.ヒュームであり、これをさらに発展させて古典派の国際貿易理論を完成させたのがD.リカードとされている。春井 [1991] 28～38頁参照。

20 金本位制の自動調節メカニズムに関しては、1918年に中間報告、1919年に最終報告がまとめられた英国の「カンリフ委員会報告」(Committee on Currency and Foreign Exchanges after the War [1918, 1919])では、中央銀行の金利政策による国際資本移動が経常収支に代わる自動調節機能を果たすとしたうえで、第1次大戦後速やかに英国が金本位制に復帰することを主張している。もっとも、ケインズ等が参加して1931年にまとめられた「マクミラン委員会報告」(Committee on Finance and Industry [1931])では、賃金の下方硬直性が存在するもとで当時の英国においては金本位制の自動調節メカニズムが働かなかったことが指摘されている。

問が提示されている²¹。すなわち、各国の通貨当局は、機械的に金準備の変動に合わせて受動的に国内通貨発行高を調節していたわけではなく、金準備の変動が一定の範囲内に収まっている限りは、公定歩合の変更や金市場への介入等を通じてある程度は裁量的な政策運営を行っていた、というものである。

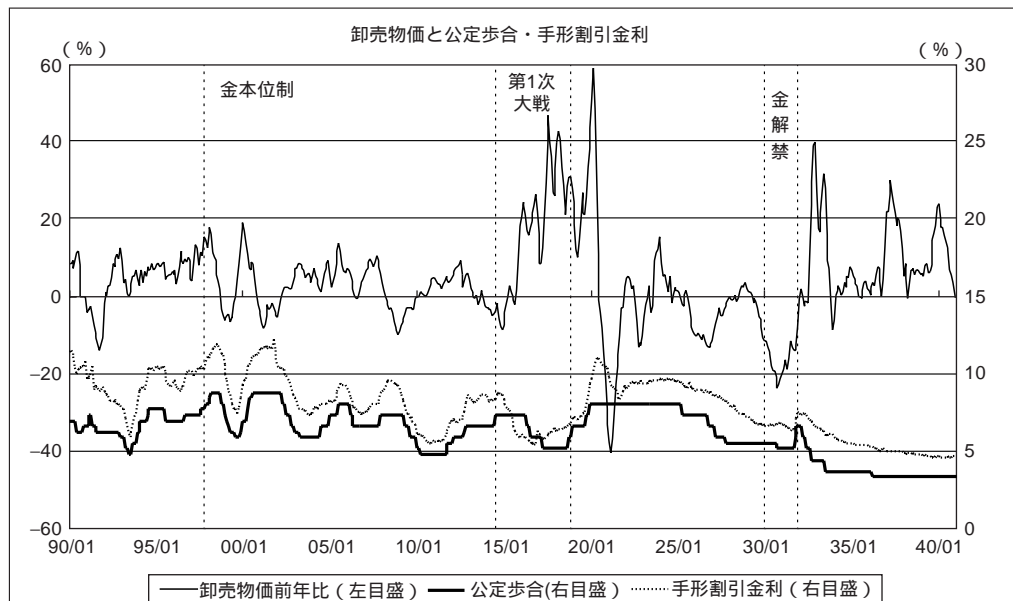
関係者の証言や金本位制下での政策関係資料をみると、金本位制下でも、日本銀行は金準備維持の制約の中で、ある程度国内経済の安定にも配慮しながら公定歩合を操作していたことが窺われる²²。もっとも、後述するとおり、金本位制下の日本銀行の政策が、国内経済の変動をなだらかなものにする方向（counter-cyclical）に働いていたとは言えない。図表2は、卸売物価（前年比）と公定歩合水準について、月次の時差相関を取ったものであるが、ほぼ金本位制期にあたる1899～1914年についてみると、時差ゼロの場合には相関係数はマイナスとなっている。相関係数は変数間の因果関係を意味するものではないが、2節(3)でやや詳しく論じているように対外経済環境への対応が政策運営の中心となっていたことからみても、この時期の金融政策運営は、物価とは異なる目標（例えば為替レートの安定）を念頭において行われていたと考える方が自然であろう。さらに、第1次大戦中～戦後期（1916～20年）には、時差ゼロにおいては逆相関を示している。これは、インフレ率が高まる中でむしろ金利を引き下げていることを意味する。

これに対して、1922～28年については、時差ゼロにおける相関計数はプラスであり、また、5カ月前のインフレ率との相関が最も高くなっている。これは、金輸出停止という状況下で、日本銀行が国内経済の変動を抑えるような政策運営を採るようになったこと、通貨体制との関係では、固定為替レート制から管理フロート制への移行により、国内経済の安定が政策目標として意識されていたことを示唆しているのかもしれない。一方、1932年以降については、時差ゼロにおける相関係数はわずかながらマイナスの値となっている。この時期は、金本位制から管理通貨制への移行により、通貨体制との関係では国内経済の安定を目標とする金融政策運営が可能となっていたはずであるが、金利からみる限り、必ずしもそうした政策運営がなされていたとはいえない。

21 ブルームフィールド [1975] 56～61頁、マッキノン [1994] 54～57頁、春井 [1991] 128～134頁などを参照。また、寺西・内野 [1986] は、金本位制が適用されていた1898～1914年の日本の金融政策運営について実証分析を行っている。この中で、寺西と内野は、計数面からみる限りにおいては、当時の日本銀行が必ずしも「金本位制のゲームのルール」に従っていなかったようにみえたとしたうえで、金融政策運営ルールと、実物市場や資産市場を通じた政策効果の波及過程を含めた分析の必要性を指摘している。

22 例えば、日本銀行百年史編纂委員会 [1983a] 240～249頁、および260～276頁を参照。さらに日本銀行は、公定歩合操作だけでなく、適格手形の審査基準やオペレーション対象手形の変更等の手段も活用していたとされる。この点については、例えば、田中 [1980] 15～39頁を参照。

図表2 物価と金利の関係



卸売物価前年比と公定歩合の時差相関

年	1893-1938	1893-1896	1899-1914	1916-1920	1922-1928	1930-1931	1932-1939
物価先行(月) -12	-0.055	-0.111	0.249	-0.022	0.108	-0.171	-0.593
-11	-0.065	-0.219	0.242	-0.014	0.133	-0.073	-0.583
-10	-0.076	-0.292	0.230	0.004	0.167	0.018	-0.561
-9	-0.087	-0.355	0.212	0.035	0.210	0.112	-0.536
-8	-0.094	-0.341	0.185	0.047	0.253	0.182	-0.499
-7	-0.102	-0.297	0.149	0.032	0.291	0.187	-0.437
-6	-0.109	-0.124	0.109	0.000	0.310	0.217	-0.375
-5	-0.117	0.076	0.064	-0.042	0.317	0.371	-0.333
-4	-0.126	0.202	0.010	-0.073	0.312	0.510	-0.291
-3	-0.136	0.355	-0.049	-0.107	0.289	0.513	-0.246
-2	-0.148	0.469	-0.107	-0.161	0.255	0.449	-0.191
-1	-0.160	0.553	-0.161	-0.230	0.219	0.445	-0.131
0	-0.172	0.663	-0.211	-0.315	0.173	0.531	-0.067
1	-0.185	0.655	-0.259	-0.398	0.134	0.649	-0.026
2	-0.199	0.569	-0.300	-0.473	0.095	0.693	-0.002
3	-0.210	0.506	-0.339	-0.538	0.063	0.608	0.051
4	-0.220	0.443	-0.369	-0.590	0.038	0.425	0.128
5	-0.228	0.450	-0.386	-0.626	0.021	0.285	0.185
6	-0.233	0.435	-0.391	-0.658	-0.002	0.216	0.248
7	-0.234	0.384	-0.384	-0.680	-0.022	0.163	0.329
8	-0.234	0.346	-0.365	-0.703	-0.028	0.250	0.361
9	-0.232	0.260	-0.342	-0.718	-0.021	0.436	0.358
10	-0.227	0.228	-0.309	-0.724	-0.004	0.565	0.346
11	-0.223	0.188	-0.266	-0.722	0.021	0.588	0.288
金利先行(月) 12	-0.218	0.197	-0.214	-0.704	0.058	0.549	0.205

資料：日本銀行調査統計局『明治以降卸売物価指数統計』

日本銀行百年史編纂委員会 [1986]

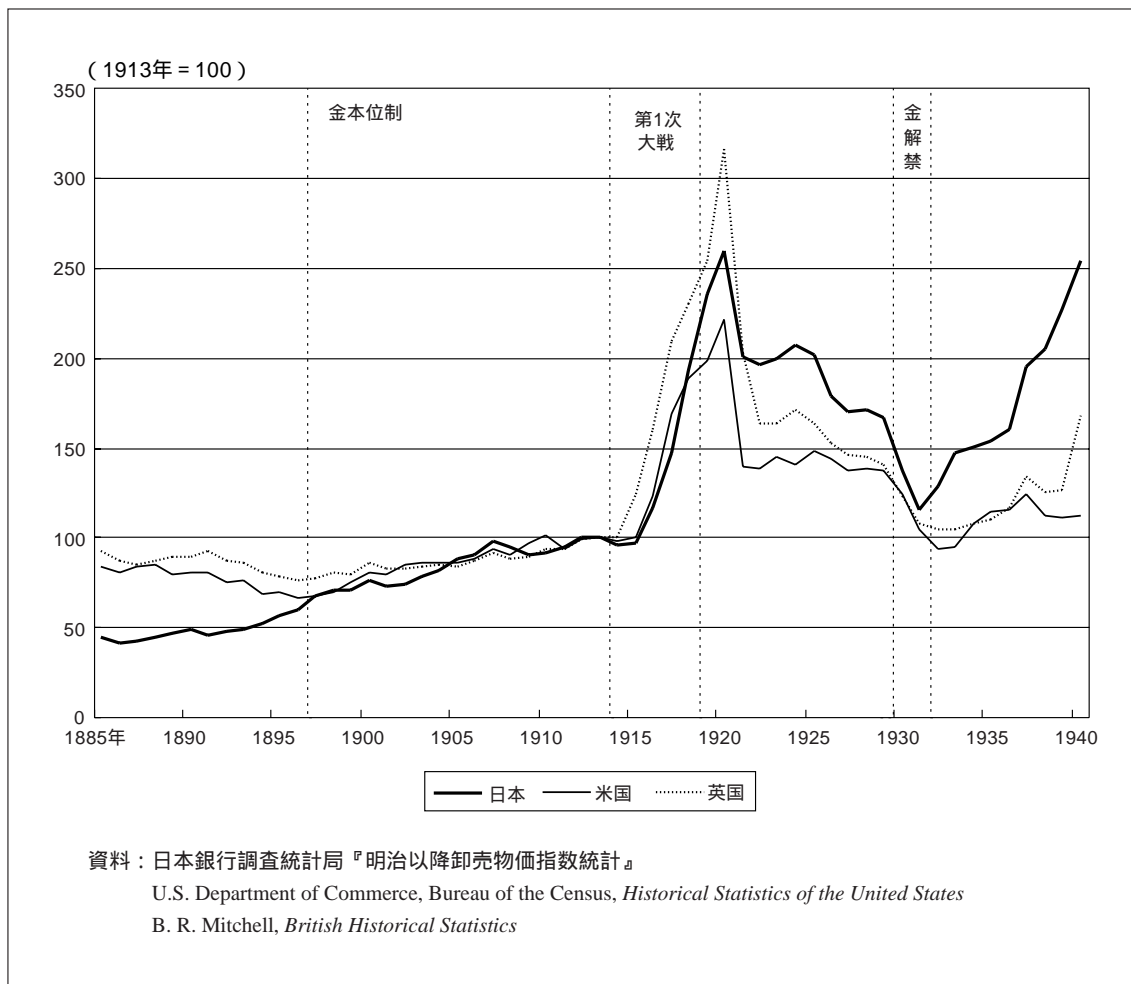
大蔵省理財局『金融事項参考書』各年版

備考：シャドー部分は相関係数の最も高い時点。

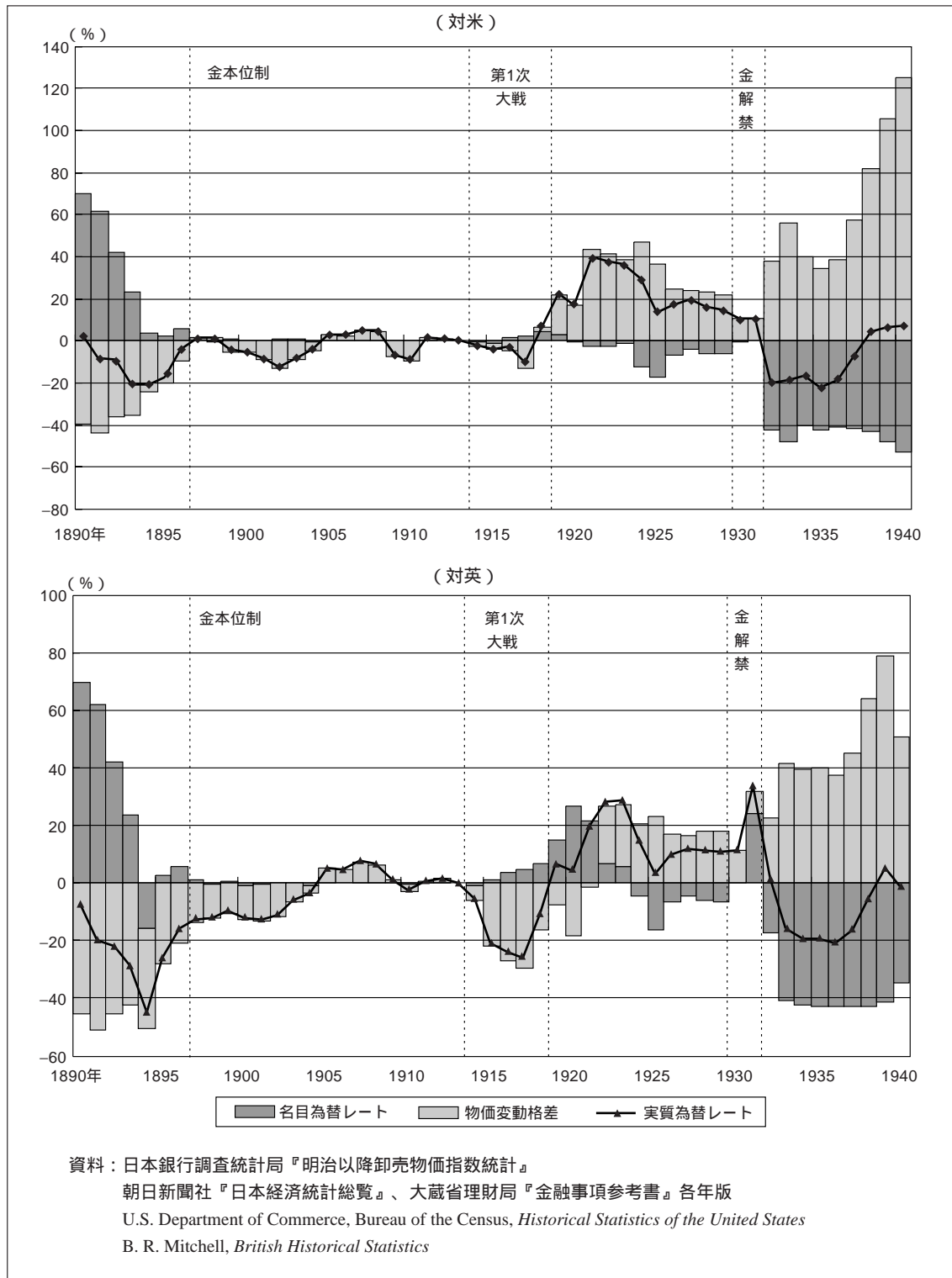
(3) 対外経済環境（物価の国際連関と国際収支）

次に、金本位制期から戦間期にかけての物価の国際的な連関と国際収支について整理する。まず、日本とその主要貿易相手国のうち金本位制を採用していた米国・英国の卸売物価の推移をみると（図表3）、日本が金本位制に移行した1897年から1913年にかけては、各国の物価が比較的安定的に推移していたこともあり、各国間の物価変動が大きく乖離することはなかった。対米、対英名目為替レートと卸売物価を用いて実質為替レートを計算してみる（図表4）と、この時期は他の時期に比べ安定している。もっとも、これは、各国の物価変動に著しい乖離を生じさせるようなショックがこの時期においては偶然に発生しなかったということを示している可能性がある。

図表3 卸売物価指数



図表4 実質為替レート（1913年対比騰落率）



第1次大戦勃発の翌年である1915年に入ると、英国の物価が20%を超えて上昇し、やや遅れるかたちで日本と米国も物価上昇が加速した。物価のピークは3ヵ国ともに1920年であり、1921～22年にかけては大きく下落した。1913年を100とした指数でみると、ピークの1920年には、日本が259、米国が221、英国が317に達した一方、1922年には、日本が196、英国が164、米国は139となっていた。このように、第1次大戦中から戦後にかけては、英米日の3ヵ国で同方向の急激な物価変動が生じたが、変動幅は一致しておらず、1920年代前半には、英米に比べて日本の物価は高止まりしていた。この間、円の名目為替レートはドルに対してほとんど変動しておらず、1922年時点の実質為替レートは、1913年に比べ対米で4割程度、対英でも2割以上の上昇（円高）を示していた。

1920年代後半にかけては、名目為替レートが若干円安で推移する中で、日本の卸売物価の下落幅が英米を上回っていたことから、実質為替レートは低下し、旧平価で金本位に復帰した1930年時点では、対米、対英とも1913年対比で1割程度の上昇となっていた。

金本位制離脱後は、対米、対英ともに名目為替レートが1913年対比で4割を超える下落を示し、これにつれて輸入物価が上昇したが、それでも1935～36年頃までは、実質為替レートは1913年に比べ2割程度の低下（円安）を示していた。その後は、名目為替レートが比較的安定的に推移した一方、日本の卸売物価が英米を上回るペースで上昇したことから、実質為替レートは1940年時点では、ほぼ1913年並みの水準に戻った。

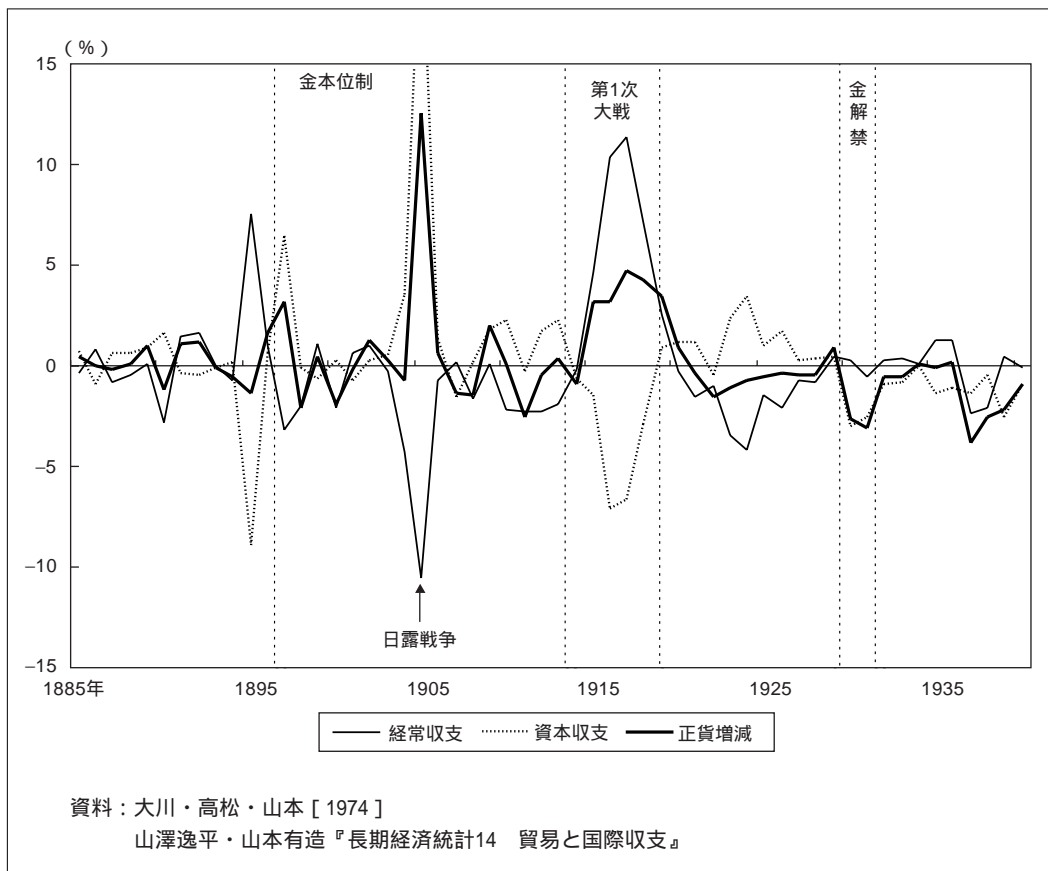
図表5は経常収支、資本収支、ならびに通貨当局の金・外貨準備の増減を示す金融勘定のGNP比の推移であるが、1920年代までは経常収支と資本収支は反対方向に動くことが多く、経常収支の変動は、実際には資本収支の動きによってかなりの程度相殺されており、金・外貨準備の短期的変動は経常収支の変動に比べて小さなものにとどまっていた。もっとも、経常収支変動が資本収支によって完全に相殺されてしまっていたわけではなく、経常収支と金・外貨準備は同じ方向に動く（経常収支が黒字の時には金・外貨準備が増加する）傾向があった²³。

この間の経常収支の動きをやや詳しくみると、第1次大戦中の1916～17年にかけて2年連続でGNP比10%を超える黒字を計上し、1915年から1919年の累計黒字額は30億円に達していたが、1920年から1928年にかけては赤字が続いていた²⁴。こうした背景には、第1次大戦に伴う海外需要の急激な拡大に対応して生産力を拡張させた新興工業国としての日本が、ブーム終了後の国際価格の下落に伴う国際競争力の低下に直面し、これを補うために国内需要による景気の下支え政策を実施していた面があったと考えられる。しかしながら、1920年代後半には国内物価は英米を上回るペースで下落しており、経常収支赤字もほぼ解消していた。なお、1930～31年に

23 例外は、日露戦争の戦費調達のための外債発行により大幅な資本収支黒字が計上されるとともに、これにほぼ対応するかたちで正貨準備（在外正貨）が大幅増となった1905年である。

24 1924年の経常赤字はGNP比で4%であり、1928年までの累計赤字額は24億円となっていた。数字上は、第1次大戦中の累積経常黒字の大半がその後の経常赤字として流出したことになる。

図表5 国際収支（対GDP比）



かけての金解禁時には、経常収支はほぼ均衡していたにもかかわらず、それまでは国際収支を安定化させる方向に働いていた資本収支が大幅な流出超に陥っており、これが日本の金本位制からの離脱につながったと考えられる。

こうした経済状況の中で、1920年代には金解禁論争が高まったわけであるが、対米・対英実質為替レートが第1次大戦前の水準に戻りつつあったことは、1920年代において金解禁が現実的な選択となり得たことを示しており、実際に、政府は1930年1月の金解禁実施前にも、1919年、1923年、1926年の3回にわたり金解禁を検討したといわれている。しかしながら、経常収支赤字が続く中で金解禁を実施することは、通貨の収縮を通じて国内経済にデフレ的な影響を及ぼすことになるので、いわば「痛みを伴う改革」を進めることにつながる。政府は、反動恐慌（1920年3月）関東大震災（1923年9月）金融恐慌（1927年3月）といった国内経済の動揺を受けて、その都度金解禁の実施を見送ったとされている²⁵。

25 田中 [1980] 64～81頁および96～103頁を参照。

対外的な経済環境は、1930年代初頭の金輸出解禁・再禁止を経て1932年に入り劇的に変化した。対米・対英でみた名目為替レートが物価上昇率の格差を上回って4～5割下落したことにより、実質為替レートが低下したことが、高橋財政の初期の段階では日本の景気回復に大きく寄与した。もっとも、貿易に関しては為替レート以外にも、対アジア侵略の影響、関税・非関税障壁の存在や、産業の非価格競争力など、さまざまな要素が影響している。さらに対アジア向けをはじめとする日本の輸出増加が、軍事侵略に反対する国際世論の高まりとあわせて海外からの政治的な反発を招いたこともあり、日本はブロック化への道を辿ったとされている。

4. テイラー・ルールを用いた分析

(1) 歴史的な分析にテイラー・ルールを用いることの意義

金本位制の時代を含めて、長期にわたる歴史的観点から金融政策を論じた研究としては、古くは、米国におけるマネーサプライと経済変動の関係を論じたFriedman and Schwartz [1963] があり、日本においても、朝倉・西山 [1974]、藤野 [1994] などが、通貨供給量の変化を通じて金融政策が実体経済に及ぼした影響について分析している。最近では、Taylor [1998] が、自らが提唱するテイラー・ルールの枠組みを用いることにより先行研究における金融政策の評価も再解釈が可能であるとしたうえで、米国について、1880～1914年（金本位制下）、1960～70年代、1987年以降（グリーンズパン議長時代の）金融政策ルール²⁶と経済状況を比較している。そして、金本位制下では、テイラー・ルールを当てはめるとインフレ率やGDPギャップの変化に対して金利はほとんど反応しておらず、経済状況面では、平均水準としての物価は安定していたものの、その変動は大きかった（volatile）こと、この時期には金本位制下に比べインフレ率やGDPギャップに対する金利の反応は大きい、それでもインフレ率に対する反応は規範的なテイラー・ルールが支持する大きさよりはなお小さく、こうした中で、経済状況としてはインフレーションの昂進を招いたこと、この時期の金融政策運営を過去の時期と比べると、インフレ率の上昇に対してより敏感に反応し、このことが経済の安定化に寄与していることを示した。そのうえで、連邦準備制度が過去の経験から望ましい政策ルールについて学習している可能性を指摘した。

26 米国が金本位制を採用していた時期には連邦準備制度は存在しておらず、厳密な意味で金融政策が運営されていたかどうか疑問はあるが、この点についてTaylor [1998] は、中央銀行の有無にかかわらず金利変動は発生していること、金本位制期には財務省がある程度中央銀行としての機能を果たしていたことから、この時期を含めて同様の枠組みで考察を行う意味はあるとしている。

元来テイラー・ルールは、現実の金融政策運営を行うに当たり、経済安定化の観点から望ましい金利水準を導き出すための規範的なルールとして提唱されたものであったが²⁷、Taylor [1998] では、異なる通貨体制のもとで採用された異なる金融政策ルールを比較するための手段として活用している。こうした分析の枠組みは、金本位制から管理通貨制への移行期にあたる戦間期日本の金融政策ルールの定式化にも有用なツールであると考えられる²⁸。なお、日本については、地主・黒木・宮尾 [2001] が1975年以降の時期について、テイラー・ルール型の政策反応関数を応用した分析を行い、1980年代後半から1990年代前半にかけて、金融政策がよりインフレに敏感に反応するようになったとの結果を導いているが²⁹、それ以前の時期について分析した先行研究は見当たらない。

(2) テイラー・ルールの定式化

本稿では、Taylor [1998] に基づいて、日本銀行が兌換銀行券(「兌換銀券」)の発行を始めた翌年の1886年から太平洋戦争勃発の前年である1940年のデータを用いて、次式で表されるテイラー・ルール型の政策反応関数を推計してみた。

$$i = \pi + \alpha y + \beta (\pi - \pi^t) + r^f \quad (1)$$

ここで*i*は短期市場金利(手形割引歩合<東京銀行集会所会員銀行平均>)、 π はインフレ率³⁰(GNPデフレーター)、*y*はGNPギャップ(GNPのトレンドからの乖離率)であり、いずれも年次データである。このうち、 π ならびに*y*は、大川・高松・山本 [1974] によるものであり、GNPトレンドの算出に当たっては、Taylor [1998] と同じく、ホドリック=プレスコット・フィルタ(以下HPフィルタ)を使用した。なお、 π^t は目標インフレ率、*r^f*は均衡実質金利である。(1)式は、政策目標としての短期市場金利を、長期的には目標インフレ率と均衡実質金利の和の水準に収斂させつつ、短期的にGNPがトレンドを上回っている(下回っている)場合、ないしインフレ率が目標インフレ率を上回っている(下回っている)場合に、金利水準を長

27 Taylor [1993] 参照。

28 深井英五は『通貨調節論』(1928年)において、通貨調節の手段として、貸出や国債オペレーションを通じた「保証発行による銀行券の伸縮」、金利政策、の2つを挙げている。さらに、金利政策の目標として、正貨準備の維持、物価安定のための通貨流通量の調節、景気循環の激変緩和、の3つが考えられるとしている。このように、戦間期の政策運営の当事者が、金利の操作を政策手段として位置付けるとともに、金利政策の目標として、物価や景気のみならず国内経済の安定を意識していたことからみても、当時の政策運営の分析にテイラー・ルールを用いることには、相応の意義があると考えられる。深井 [1928] 349~386頁参照。

29 ただし、地主等は、これが実体経済をより不安定化させた可能性を示唆している。地主・黒木・宮尾 [2001] 142~150頁参照。

30 本来、 π は期待インフレ率とすべき(期待インフレ率を目標インフレ率と一致させるとの含意)であるが、Taylor [1993, 1998] では、現実のインフレ率を用いているため、本稿でもこれに従った。なおこれは、期待インフレ率が現時点で実現しているインフレ率と等しいと仮定していることになる。

期的な水準より引き上げる（引き下げる）という政策運営ルールを表している。経済活動が政策当局の望ましいと考えている状態に比べてインフレ的である場合には、長期的な目標金利水準より金利を引き上げ、逆にデフレ的である場合には引き下げるわけである。ここで、 β ならびに α は、目標からの乖離が生じた際の政策反応の敏感さを示している。

具体的には、(1)式を、

$$i = (r^f - \beta\pi^t) + (1 + \beta)\pi + \alpha y, \quad (2)$$

と変形し、推計式の定数項である $(r^f - \beta\pi^t)$ 、ならびにインフレ率とGNPギャップに対する政策反応を表すパラメータである β と α を計測する。ここで、 $\beta > -1$ であれば、インフレ率の変動と同じ方向に金利を動かすことを意味しているが、 $\beta < 0$ であれば、実質金利はインフレ率と逆方向に動いてしまう。 $\beta > 0$ であれば、インフレ率の変動を上回る幅で金利を動かすことになるので、例えば、インフレ率が上昇した場合には実質金利を引き上げる（逆の場合には実質金利を引き下げる）ような政策対応を採っていることになり、インフレ率をメルクマールとする限りにおいて、経済変動をなだらかにするよう(counter-cyclical)な政策を採っていることを意味している。一方、 α はGNPギャップに対する政策対応を示している。 α がゼロに近づくにつれ、金利はインフレ率のみに反応するようになる。

なお、図表6は、本稿で使用したGNPギャップとGNPデフレータの推移である。GNPギャップをみると、1910年代前半の下振れ（日露戦争後の反動不況）、同後半～1920年代初の上振れ（第1次大戦ブーム）、そして1930年代初（金解禁時）の下振れが大きかったことがみて取れる。また、GNPデフレータでみたインフレ率をみると、1910年代後半～1920年代初の上振れ（第1次大戦ブーム）が目立つ。

(3) 実証分析の結果とその解釈

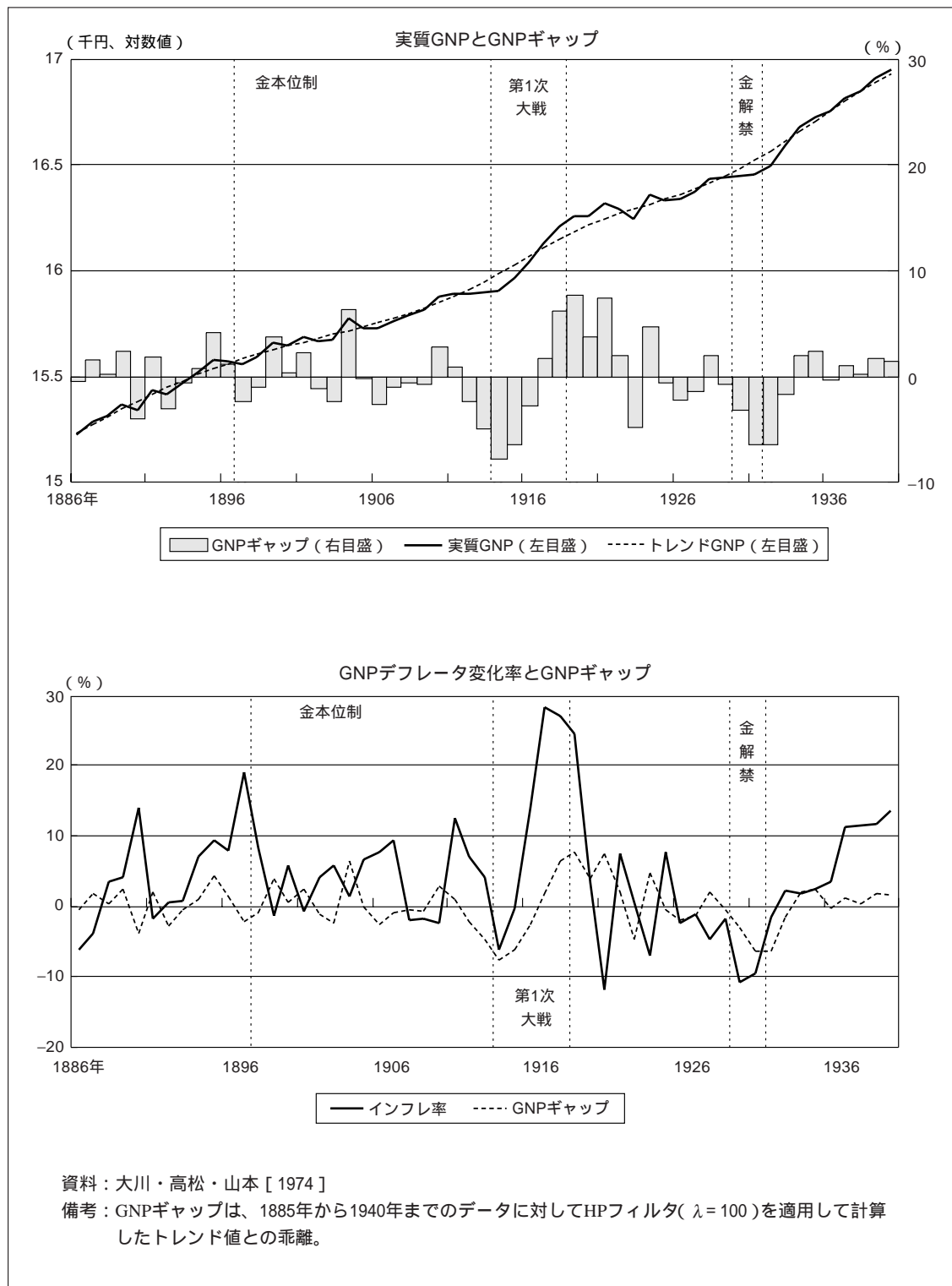
推計の結果をまとめたものが図表7である³¹。インフレ率への反応を示す β は、どの期間を取ってもマイナスで有意である。このことは、推計対象となる期間を通じて、インフレ率との関連では経済変動を増幅させるよう(pro-cyclical)な政策対応を採っていたことを意味している。また、GNPギャップへの反応を示す α は高橋財政期以降（1932～40年）を除いてプラスの値を取っているが有意ではない一方、高橋財政期以降についてはマイナスで有意である。

この点をやや詳しくみるために、本稿では、さらに10年のサブ・サンプル期間を取ってローリング推計³²を行い、係数の値と統計上の有意性の変化をみた。その結

31 推計は、説明変数の1期ラグを操作変数とする2段階最小自乗法による。

32 具体的には、1887～96年から1931～40年の各10年間を対象に、1年ずつ期間をずらして推計を繰り返した。

図表6 実質GNPとGNPデフレーター



図表7 回帰分析の結果

$$\text{推計式} : i = (r^f - \beta\pi^t) + (1 + \beta)\pi + \alpha y$$

	$r^f - \beta\pi^t$	β	α	R ²
1887-1940	8.598 (9.26)***	-1.142 (-5.68)***	0.532 (1.01)	-0.947
1887 - 1931	9.017 (9.18)***	-1.128 (-4.88)***	0.586 (0.92)	-1.841
1932 - 1940	5.598 (13.37)***	-1.037 (-16.15)***	-0.293 (-1.97)**	0.689
(参考) 1970 - 2000	2.891 (4.77)***	-0.281 (-2.01)**	-0.456 (-1.51)	0.456
うち1975 - 1985	6.549 (2.00)*	-0.549 (-0.91)	1.483 (1.22)	-0.974
1986 - 2000	1.892 (3.76)***	1.193 (2.32)**	-0.567 (-1.54)	0.533

資料：大川・高松・山本 [1974]、内閣府『国民経済計算』

備考：1. カッコ内は*t*値。*は10%有意、**は5%有意、***は1%有意。

2. R²は自由度調整後の計数。

3. 推計は、説明変数の1期ラグを操作変数とする2段階最小自乗法による。

4. 第2次大戦後については、*y*はGDPギャップ。

果が図表8であり、シャドー部分は有意（10%水準）であることを示している。これによると、インフレ率の係数である β はマイナスで有意となる期間が多いが、概ね金本位制期に該当する1890年代後半から1900年代をサンプルとする推計期間について、連続して有意でない（ β がゼロであることを統計的に棄却できない）時期が存在する。一方、GNPギャップの係数である α は1912～21年、1913～22年および1914～23年についてプラスで有意であり、1930～39年、および1931～40年についてはマイナスで有意であった（これ以外の時期は有意ではなかった）。

ローリング推計の結果と、対応するサブ・サンプル期間（10年間）における実質GNPやGNPデフレーターとの関係をみたものが図表9である。まず、定数項($r^f - \beta\pi^t$)の値をみると、概ね5から10の間で推移している³³。ここで、実質GNPのトレンド変化率（10年間平均）を均衡実質金利 r^f と仮定して、目標インフレ率 π^t を推計してみると、いくつかの異常値はあるが、大まかな傾向としては、1900年代（推計期間1898～1907年頃）にかけて上昇し、1910年代（同1910～19年頃）にかけて低下する。1920年代前半（同1917～26年頃）まで横ばいとなり、1930年近辺（同1925～34年頃）にかけて振れを伴いながら再び上昇した後、1931～40年にかけては低下する、

33 10を上回ったり、5を下回る時期もあるが、有意ではない。

図表8 ローリング推計の結果

サブ・サンプル期間の 始期(年)~終期(年)		$r^f - \beta\pi^f$	β	α
1887	1896	8.718 (17.91)	-0.855 (-10.45)	0.065 (0.20)
1888	1897	8.407 (14.14)	-0.836 (-10.29)	0.152 (0.51)
1889	1898	8.031 (3.95)	-0.757 (-2.76)	1.015 (0.66)
1890	1899	7.879 (4.71)	-0.758 (-3.30)	0.823 (0.84)
1891	1900	7.914 (5.07)	-0.798 (-3.43)	0.850 (0.58)
1892	1901	8.063 (5.49)	-0.775 (-1.94)	0.639 (0.21)
1893	1902	7.206 (0.41)	-0.812 (-0.44)	2.052 (0.05)
1894	1903	8.063 (0.30)	-0.287 (-0.01)	-5.028 (-0.02)
1895	1904	8.081 (1.76)	-0.734 (-1.52)	0.064 (0.04)
1896	1905	7.409 (1.78)	-0.664 (-1.19)	0.465 (0.28)
1897	1906	7.140 (1.35)	-0.603 (-0.72)	0.308 (0.15)
1898	1907	6.801 (0.60)	-0.441 (-0.20)	-0.423 (-0.13)
1899	1908	9.517 (1.99)	-1.028 (-0.99)	-0.933 (-0.36)
1900	1909	7.516 (1.40)	-0.602 (-0.41)	-0.598 (-0.15)
1901	1910	7.374 (2.16)	-0.586 (-0.59)	-0.254 (-0.09)
1902	1911	10.136 (0.76)	-1.506 (-0.49)	-2.184 (-0.27)
1903	1912	8.487 (2.85)	-1.204 (-1.81)	-0.848 (-0.62)
1904	1913	7.807 (5.16)	-1.067 (-2.98)	-0.590 (-0.84)
1905	1914	6.613 (5.81)	-0.857 (-4.94)	-0.378 (-1.11)
1906	1915	5.131 (1.53)	-0.639 (-1.09)	-0.636 (-0.83)
1907	1916	1.165 (0.04)	0.372 (0.05)	-0.710 (-0.22)
1908	1917	6.502 (4.48)	-0.896 (-4.85)	-0.054 (-0.16)
1909	1918	6.528 (8.25)	-0.972 (-15.05)	-0.092 (-0.54)
1910	1919	6.159 (5.17)	-0.938 (-9.86)	-0.099 (-0.49)
1911	1920	7.811 (4.21)	-1.036 (-6.85)	0.172 (0.79)
1912	1921	8.190 (15.56)	-1.066 (-28.32)	0.196 (2.10)
1913	1922	8.706 (11.64)	-1.114 (-15.83)	0.245 (2.18)
1914	1923	8.869 (10.62)	-1.129 (-14.03)	0.279 (1.99)
1915	1924	8.558 (8.65)	-1.145 (-10.82)	0.380 (1.40)
1916	1925	8.873 (4.85)	-1.216 (-5.40)	0.560 (0.75)
1917	1926	8.229 (1.83)	-1.315 (-1.42)	1.074 (0.27)
1918	1927	10.730 (0.91)	-0.623 (-0.22)	-1.608 (-0.15)
1919	1928	9.217 (6.94)	-0.925 (-4.54)	-0.211 (-0.26)
1920	1929	7.587 (1.83)	-1.058 (-2.04)	1.198 (0.35)
1921	1930	9.133 (2.75)	-0.878 (-1.39)	-1.040 (-0.22)
1922	1931	6.501 (0.61)	-0.870 (-1.56)	-1.920 (-0.19)
1923	1932	9.607 (4.38)	-0.971 (-3.30)	0.773 (0.77)
1924	1933	8.538 (10.08)	-0.885 (-3.87)	0.301 (1.33)
1925	1934	8.235 (4.97)	-0.534 (-0.52)	-0.041 (-0.05)
1926	1935	7.220 (8.78)	-0.877 (-2.89)	-0.023 (-0.09)
1927	1936	6.333 (12.58)	-0.958 (-3.11)	-0.219 (-0.68)
1928	1937	5.974 (18.31)	-1.026 (-6.39)	-0.183 (-0.76)
1929	1938	5.743 (20.29)	-1.058 (-16.78)	-0.173 (-1.24)
1930	1939	5.330 (13.39)	-0.987 (-13.21)	-0.322 (-1.78)
1931	1940	5.163 (8.16)	-0.977 (-9.88)	-0.361 (-1.49)

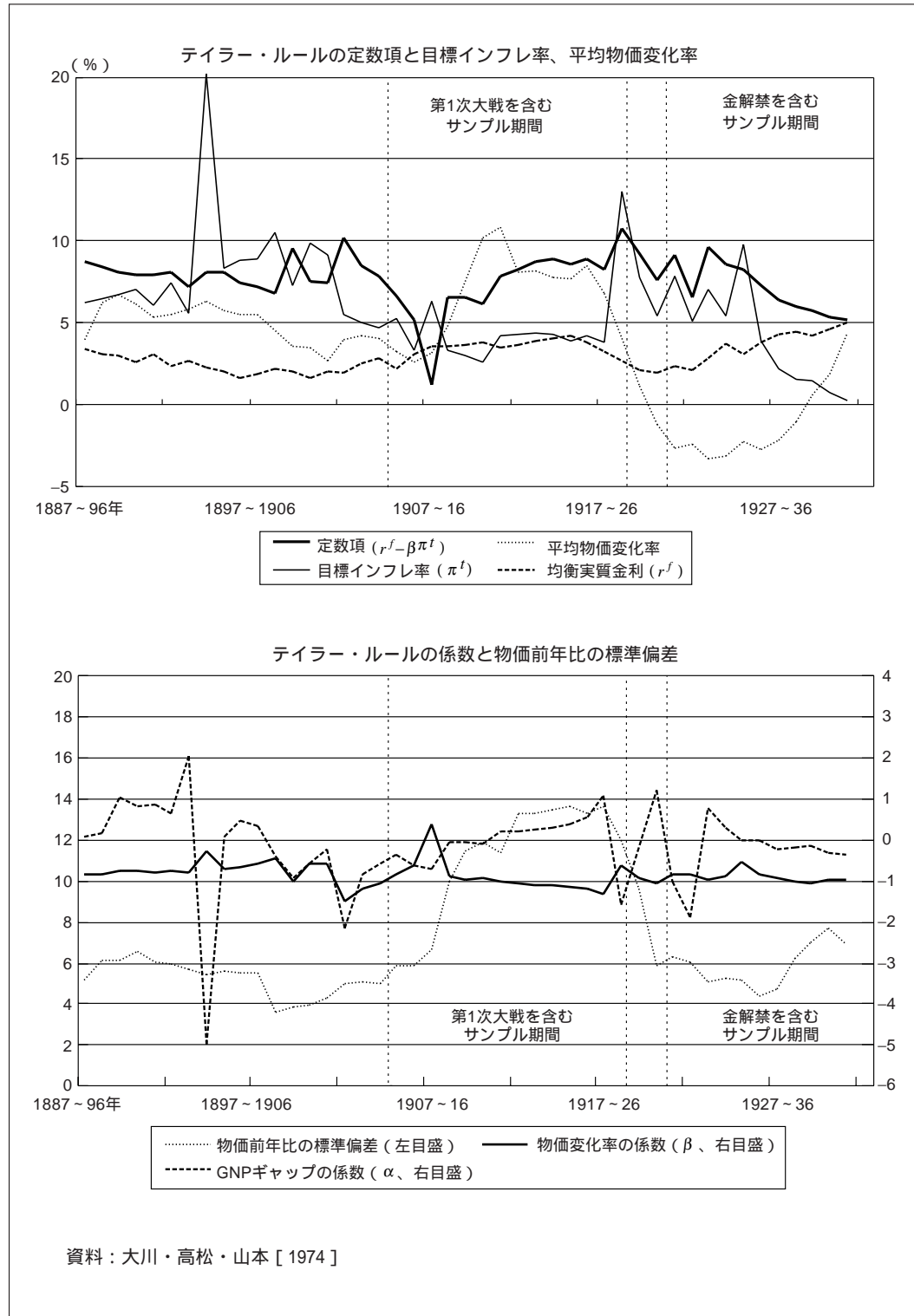
資料：大川・高松・山本 [1974]

備考：1. カッコ内は*t* 値。

2. シャドー部分は10%有意。

3. 推計は、説明変数の1期ラグを操作変数とする2段階最小自乗法による。

図表9 テイラー・ルールの解釈



との姿がみてとれる³⁴。一方、インフレ率、GNPギャップの係数(β 、 α)とインフレ率の標準偏差との関係を見ると、第1次大戦を含む時期にはインフレ率の標準偏差が拡大したが、 β 、 α との間で明確な関係は見出せなかった。

通貨体制の変更により政策ルールが変化したかどうかを確認するために、(2)式の定数項と2つの係数に金本位制(1898~1917年)、管理フロート制(1918~29年)、管理通貨制(1932~40年)の3種類(合計9個)のダミー変数を入れて計測してみた(図表10)³⁵。結果をみると、定数項($r^f - \beta\pi^t$)、インフレ率の係数(β)、GNPギャップの係数(α)のいずれについても、すべてのダミー変数が有意ではなかった。

図表10 ダミー変数を含む推計

$$\text{推計式: } i = (r^f - \beta\pi^t + \text{dummy1}) + (1 + \beta + \text{dummy2})\pi + (\alpha + \text{dummy3})y$$

(推計期間: 1887~1940年)

	$r^f - \beta\pi^t$ (dummy1)	β (dummy2)	α (dummy3)	R ²
ダミーなし	8.598 (9.26)***	-1.142 (-5.68)***	0.532 (1.01)	-0.947
ダミーあり	9.422 (2.41)**	-0.898 (-1.49)*	1.078 (0.81)	-1.000
ダミー変数				
金本位制	0.490 (0.13)	-0.454 (-0.68)	-0.596 (-0.44)	
管理フロート制	-0.540 (-0.11)	-0.088 (-0.11)	-1.071 (-0.58)	
管理通貨制	-3.448 (-0.71)	-0.169 (-0.29)	-1.493 (-1.08)	

資料: 大川・高松・山本 [1974]

備考: 1. カッコ内は*t*値。

2. 推計は、説明変数の1期ラグを操作変数とする2段階最小自乗法による。

3. ダミー変数の値は以下のとおり。

- ・金本位制: 1898~1917年は1、それ以外の年は0
- ・管理フロート制: 1918~29年は1、それ以外の年は0
- ・管理通貨制: 1932~40年は1、それ以外の年は0

4. ***は1%で有意、**は5%で有意、*は10%で有意。R²は自由度調整後の計数。

34 テイラー・ルールにおける定数項($r^f - \beta\pi^t$)は、均衡実質金利 r^f とインフレ率のパラメータ β および目標インフレ率 π^t が変化すれば変動する。第1次大戦中から戦後にかけては国際的な物価が大きく変動したため、目標インフレ率もこれにつれて大きく変動していた可能性がある。具体的には、1920年代には(為替レートの切上げを意味する)旧平価による金本位制復帰に向けて、国内物価水準の引下げが課題とされていたことから、目標インフレ率はマイナスとなっていた可能性がある一方、1932年以降は、金本位制からの離脱によって、目標インフレ率が上昇していたことが想定される。もっとも、本稿での推計結果は、こうした仮説とは必ずしも整合的ではなかった。

35 ダミーの対象となっていないのは、1896年以前(金本位制への移行前)と1930~31年(金解禁期間中)である。このほか、第1次大戦ダミー(1914~18年)、金解禁ダミー(1930~31年)も入れて推計したが、有意な結果は得られなかった。

ちなみに、1970～2000年について、(2)式に基づく計測(ただし金利は無担コールレート翌日物を使用)を行ってみた(前掲図表7)ところ、インフレ率への反応を示す β はマイナスで有意(5%水準)となったが、このうち狂乱物価期の前後を除く1975年以降の時期をさらに1975～85年と1986～2000年とに分けてみると、前者はマイナスであるが有意ではなかった一方、後者はプラスで有意(5%水準)となった。一方、GDPギャップの係数である α はいずれの期間についても有意ではなかった³⁶。

Taylor [1998] では、経済安定化の観点からは、物価変化率が上昇したときに実質金利が上昇するような政策ルール、具体的には $\beta > 0$ となることが望ましいと論じている³⁷。本稿の分析では、1940年以前のほぼすべての期間にわたって β はマイナスであった。したがって、Taylorの議論を本稿に当てはめるとすれば、日本における1940年以前の金融政策運営は、インフレ率との関連では経済変動を増幅させる方向に働いていた(pro-cyclicalなものであった)との解釈になる。

さらに本稿では、ローリング推計やダミー変数を用いて、時期によって金融政策の運営ルールに変化が生じていたかどうかをチェックしてみた。ローリング推計の結果、サンプルの時期によって定数項の値が変化していることが示されたが、通貨体制ごとのダミー変数は、いずれも有意ではなかった。したがって、上記実証の結果をみる限りにおいて、金本位制、管理フロート制、管理通貨制という通貨体制の変化にもかかわらず、インフレ率やGNPギャップとの関係からみた金融政策運営ルールに大きな違いは認められないということになる。

(4) テイラー・ルールの拡張

第1次大戦前から戦間期にかけての日本では、金・外貨準備の維持が政策運営上の前提とされていたことを考えあわせると、本稿のこれまでの分析では説明変数となっていない国際収支等の対外的な要因が、実際には政策運営上の考慮対象となっていた可能性がある³⁸。ここでは、対外的な要因、具体的には、ストックないしフローの国際収支、ならびに海外金利を表す説明変数を追加して、テイラー・ルールの定式化の拡張を試みる。

36 これは、地主・黒木・宮尾 [2001] とほぼ整合的な結果である。地主・黒木・宮尾 [2001] では、1980年代後半から1990年代前半にかけての日本では、事実上は純粋なインフレ・ターゲティングに近い金融政策運営が行われていたと論じている。ただし、本稿で利用しているのは年次データであり、機動的な政策運営について論じる場合に、ここでの年次データの分析だけをもって、現在の金融政策の評価をするのは適切ではない。あえて年次データを用いた分析を紹介したのは、過去の金融政策運営を現在と比較するためである。なお、政策目標としてのテイラー・ルールに関する最近の研究については、木村・種村 [2000] 参照。

37 Taylor [1998] pp. 325-326参照。

38 テイラー・ルールの枠組みを用いて開放経済下での最適な金融政策を論じたものとしては、Clarida, Gali and Gertler [2001] がある。

$$i = (r^f - \beta\pi^t) + (1 + \beta)\pi + \alpha y + \delta z + \gamma i^* \quad (3)$$

ここで、 z は金・外貨準備残高、 i^* は英国の短期金利（ロンドン市場の手形割引金利）である。3節(1)での「開放経済におけるトリレンマ」の議論を踏まえると、通貨体制によってこれらの変数と金利の関係は変化すると考えられる。例えば、内外の資本移動の自由を前提とした固定レート制である金本位制のもとでは、国内金利は海外の金利に連動すると考えられ、 i^* の係数である γ はプラスとなることが想定される。この間、日本の政策当局が金・外貨準備の残高を考慮しつつ政策運営を行っていたとすれば、金・外貨準備残高(z)の係数である δ の符号はマイナスとなることが想定される。

推計の結果は図表11に示したとおりである。符号条件は、金・外貨準備残高の係数 δ (マイナス)、および海外金利の係数 γ (プラス)ともに想定どおりであったが、有意ではなかった。なお、各説明変数の係数についてダミー変数を入れた推計も試みたが、ダミー変数はいずれも有意ではなかった。

次に、次式のように、海外金利のほか、ストック計数である金・外貨準備残高に代えてフローの国際収支（経常収支・資本収支）を説明変数に追加してみる。

$$i = (r^f - \beta\pi^t) + (1 + \beta)\pi + \alpha y + \lambda x + \theta w + \gamma i^* \quad (4)$$

x は経常収支の対GNP比率、 w は資本収支の対GNP比率である。経常収支(x)の係数である λ 、資本収支(w)の係数である θ の符号はマイナスとなることが想定される。結果をみると(図表11)、符号条件は、経常収支の係数 λ (マイナス)、資本収支の係数 θ (マイナス)、海外金利の係数 γ (プラス)のいずれについても想定どおりであったが、有意ではなかった。なお、各説明変数の係数についてダミー変数を入れた推計も試みたが、ダミー変数はいずれも有意ではなかった。したがって、ここでの推計結果からだけでは、金本位制期から戦間期にかけての日本において、国際収支や海外金利といった対外的要因が金融政策運営に影響を及ぼしていたかどうかを明確なかたちで確認することはできなかった。

さらに、上記の各推計に被説明変数の自己ラグ(1期、 i_{-1})を追加した推計を行う。

$$i = (r^f - \beta\pi^t) + (1 + \beta)\pi + \alpha y + \omega i_{-1}, \quad (5)$$

$$i = (r^f - \beta\pi^t) + (1 + \beta)\pi + \alpha y + \delta z + \gamma i^* + \omega i_{-1}, \quad (6)$$

$$i = (r^f - \beta\pi^t) + (1 + \beta)\pi + \alpha y + \lambda x + \theta w + \gamma i^* + \omega i_{-1}. \quad (7)$$

政策当局が金利を安定的に維持しようと考えているような場合には、 i_{-1} の係数である ω はプラスとなることが想定される。結果をみると(図表11)、いずれの推

図表11 テイラー・ルールの拡張

(金・外貨準備残高、金利の追加)

$$\text{推計式: } i = (r^f - \beta\pi^t) + (1 + \beta)\pi + \alpha y + \delta z + \gamma i^*$$

(推計期間: 1887~1940年)

$r^f - \beta\pi^t$	β	α	δ	γ	R^2
7.939 (5.03)**	-1.165 (-5.37)**	0.620 (1.03)	-0.100 (-0.48)	0.505 (1.24)	-1.313

(経常収支、資本収支、海外金利の追加)

$$\text{推計式: } i = (r^f - \beta\pi^t) + (1 + \beta)\pi + \alpha y + \lambda x + \theta w + \gamma i^*$$

(推計期間: 1887~1940年)

$r^f - \beta\pi^t$	β	α	λ	θ	γ	R^2
6.294 (3.49)**	-0.965 (-5.12)**	0.061 (0.14)	-0.359 (-0.37)	-0.094 (-0.09)	0.533 (1.18)	0.016

(被説明変数の自己ラグの追加)

$$\text{推計式: } i = (r^f - \beta\pi^t) + (1 + \beta)\pi + \alpha y + \omega i_{-1}$$

$$i = (r^f - \beta\pi^t) + (1 + \beta)\pi + \alpha y + \delta z + \gamma i^* + \omega i_{-1}$$

$$i = (r^f - \beta\pi^t) + (1 + \beta)\pi + \alpha y + \lambda x + \theta w + \gamma i^* + \omega i_{-1}$$

(推計期間: 1887~1940年)

	$r^f - \beta\pi^t$	β	α	δ	λ	θ	γ	ω	R^2
	1.663 (0.59)	-1.019 (-6.60)**	0.291 (0.77)	-	-	-	-	0.791 (2.89)**	0.341
	2.080 (0.61)	-1.039 (-5.70)**	0.356 (0.77)	-0.050 (-0.39)	-	-	0.199 (0.72)	0.722 (2.13)*	0.167
	0.094 (0.02)	-0.966 (-5.29)**	0.284 (0.74)	-	-0.522 (-0.52)	-0.480 (-0.43)	0.292 (0.79)	0.862 (2.31)*	0.073

資料: 大川・高松・山本 [1974]

山澤逸平・山本有造 『長期経済統計14 貿易と国際収支』

B. R. Mitchell, *British Historical Statistics*備考: 1. カッコ内は*t* 値。**は1%で有意、*は5%で有意。2. R^2 は自由度調整後の計数。3. 推計は、説明変数のうち π 、 y 、 x 、 w 、 z の1期ラグ、 i^* (ラグなし)、および被説明変数 (i) の1期ラグを操作変数とする2段階最小自乗法による。

計についても、被説明変数の自己ラグ(i_{-1})の符号条件は想定どおりプラスで有意となった。なお、各説明変数の係数についてダミー変数を入れた推計も試みたが、ダミー変数はいずれも有意ではなかった。

当時の金融政策ルールについては、さらに多角的な観点からの分析が必要と思われる。例えば、本稿における分析は年次データを用いたものであるが、四半期データや月次データ等を用いて、政策ルールと政策効果の波及過程を含めたさらに詳細な分析を行うことが考えられる。通貨体制の変遷その他の経済的諸条件の変化が、民間経済主体の行動に与える影響についても考慮する必要がある。また、Taylorの分析によれば、米国でも金本位制時代(1897~1914年)ならびにそれ以前については $\beta < 0$ となっている。Taylorの分析には戦間期は含まれていないが、本稿の分析結果を米国の戦間期とくに大不況期と比較することにより、新たな知見が得られると期待される。さらに、テイラー・ルールは政策手段としての金利に着目した分析であるが、本稿で分析の対象としている戦間期においては、特別融通をはじめとする金利以外の手段による政策も実施されていたわけであり、当時の金融政策の効果を全体として評価するためには、これらの政策が経済に与えた効果や金利変動との関係についても、分析する必要があると考えられる。

5 . 結びに代えて

本稿のこれまでの考察によれば、金本位制期から戦間期における日本の金融政策運営は、インフレ率との関連でみると、総じて経済変動を増幅させる方向に働いていたこと、ならびに、通貨体制と密接に関係していたことが示された。この点についてさらに具体的に述べれば、日本における金融政策の運営は、第1次大戦前の金本位制のもとでは、国内経済の安定を犠牲にして為替レートの安定を維持していたこと、ならびに、1920年代には、一種の管理フロート制のもとでも、テイラー・ルールの観点からは基本的には金本位制下と同様の政策運営が行われていたことが示された。一方、金本位制から離脱した後の高橋財政期以降の金融政策の運営については、本来は管理通貨制のもとで可能であったはずの、国内経済の安定につながる方向(counter-cyclical)での金融政策運営が行われていたとは必ずしもいえないと考えられる。

金本位制からの離脱により金融政策を国内経済の安定に割り当てることができるようになったはずであるのに、どうして実際にはそのような運営がなされなかったのでしょうか。この点に答えるためには、さらなるリサーチが必要であるが、ここで問題となるのは、政策決定の場で、裁量的な政策運営の弾力性が確保されていたかどうか、具体的には、当時の政策運営当事者(例えば深井英五)がテイラー・ルールに近い政策運営スタンスを採用することが適当と判断したとしても、金利を弾力的に操作することができたかという点ではないかと思われる。鎮目[2001]では、金本位制のもとで効いていた「市場を通じた財政規律メカニズム」が金本位制

からの離脱とともに失われ、高橋財政期にこれに代わる規律付けメカニズムが導入されなかったことが、その後のハイパー・インフレーションにつながったのではないかと、との問題提起をしている。規律付けのメカニズムとしての金本位制が、財政政策よりは金融政策に対して直接的に作用していたことを考えると、こうした指摘は、金融政策運営に関してより重要な意味を持つものであったと考えられる。この点に関連して、深井英五は金解禁論争が繰り広げられている最中の1928年に著した『通貨調節論』において、管理通貨制度のもとでの金融政策運営の難しさについて、以下のように述べている³⁹。

「金本位のもとに於ても人智の裁量による通貨の調節があるならば、何故之れに信頼して一層自由なる通貨調節を行ふことが出来ないかと云ふのが、管理通貨説の主張である。然しながら一般的に通貨調節の規準を的確に立つことは六かしい（引用者注：難しい）。之を立てゝも之れを守ることは六かしい。（中略）殊に現今の時勢に於て通貨政策を遂行するには、当事者の裁量によるの外、大衆の諒解を必要とする場合が多い。目前の便宜から云へば財政上にも、経済上にも通貨の供給を寛大にするのが専一であるが、後に来る悪影響を顧念して之れを適度に抑止しなければならぬのである。然るに通貨の理論や、調節の規準を説いて大衆の諒解を得ることは望み難い。通貨は一定量の金と交換しなければならぬ故に之れを濫発すべきでない」と云ふならば、常識あるものは直に理解するであらう。金本位の束縛あるが故に、通貨の調節が比較的妥当に、比較的安全に行はれ得るのである。」

その後の事態の推移は、金融政策が財政政策上の要請に基づいて追隨的に運営され、深井英五が事前に危惧していたように、「適度の抑止」ができずに「後に来る悪影響」が現実のものとなってしまったようにも見受けられるが⁴⁰、本稿で取り上げた分析だけでは、高橋財政期以降の政策運営についての全般的な評価を下すには不十分である。この点については、海外の事例等も参考としつつ、今後さらに分析を深めたい。

また、金本位制期から戦間期にかけての日本の金融政策の運営の背後にある市場構造や経済制度に関する分析についても、今後の課題としたい⁴¹。

39 深井 [1928] 249～250頁。なお、金解禁論争については2節(2)参照。

40 とくに、高橋財政期以降の金融政策運営に当たっては、国債発行を円滑に行うという政策目標が存在したため、弾力的な金利の引上げが困難であった可能性がある。

41 補論2.では、若干の予備的考察を行っている。

補論1．通貨関連指標の動き

補論1.では、金本位制期から戦間期にかけての通貨関連指標の動きをみる。信用乗数（＝各種通貨量指標／ハイパワードマネー）⁴²とマーシャルの k の動きをみる（図表A-1）と、まずM2⁴³でみた信用乗数は、1890年代～第1次大戦頃には上昇傾向にあったが、1918～23年にかけて上昇テンポが鈍化した。1924年以降は再び上昇テンポが加速し、金融恐慌の発生した1927年に一時的に低下するが、1932年までは上昇傾向を辿った。その後、1933年以降は横ばいで推移した。信用乗数に影響を与える要因としては、金融仲介機能の深化（信用乗数を趨勢的に上昇させる）、金利動向（低金利下では現金を保有することの機会費用が低下するので、他の条件にして一定であれば信用乗数は低めとなる）、金融機関のポートフォリオ構成の変化（例えば貸出から国債保有へのシフトは信用乗数の低下につながる）、信用不安等による金融機関の信用創造機能の低下（信用乗数の低下）等が考えられる。1920年代前半と1930年代半ば以降の信用乗数の動きを比べると、前者は金利上昇局面での信用乗数の上昇テンポ鈍化であるのに対し、後者は金利低下局面での信用乗数の上昇から横ばいへの変化である。この点については、さらに詳細な分析が必要であろうが、1920年代前半には金融機関の信用創造機能に何らかの変調が発生し、これが1920年代後半に解消に向かったということを示唆しているのかもしれない。一方、1933年以降において信用乗数の上昇傾向が止まったのは、低金利に加え、金融機関の国債保有の増加がその背景になっていると思われる。

この間、M2でみたマーシャルの k （＝M2／名目GNP）をみると、1920年代～30年代初には1910年代に比べて上昇テンポが加速した⁴⁴一方、1932～35年にかけては低下した。ここでも金利変動の影響を含めたさまざまな要因が考えられるが、1932年以降に資金仲介機能に質的な変化が生じていたことを窺わせる⁴⁵。

図表A-2は、月次の卸売物価と紙幣発行高（名目）の推移であり、図表A-3は、月次の卸売物価と紙幣発行高の前年比の時差相関を取ったものである。物価と通貨量の関係を見るためには、預金通貨を含めた計数を見るのが望ましいが、月次データが存在しないので、ここでは紙幣発行量と物価の関係をみた。これをみると、全期間をとると、卸売物価と紙幣発行高の変動の間には高い相関がある、両者の間にははっきりした先行・遅行関係はなく、ほぼ同時に変化している、ただし、時期を区切ってしてみると、第1次大戦前の時期は紙幣発行高が2カ月先行しており、

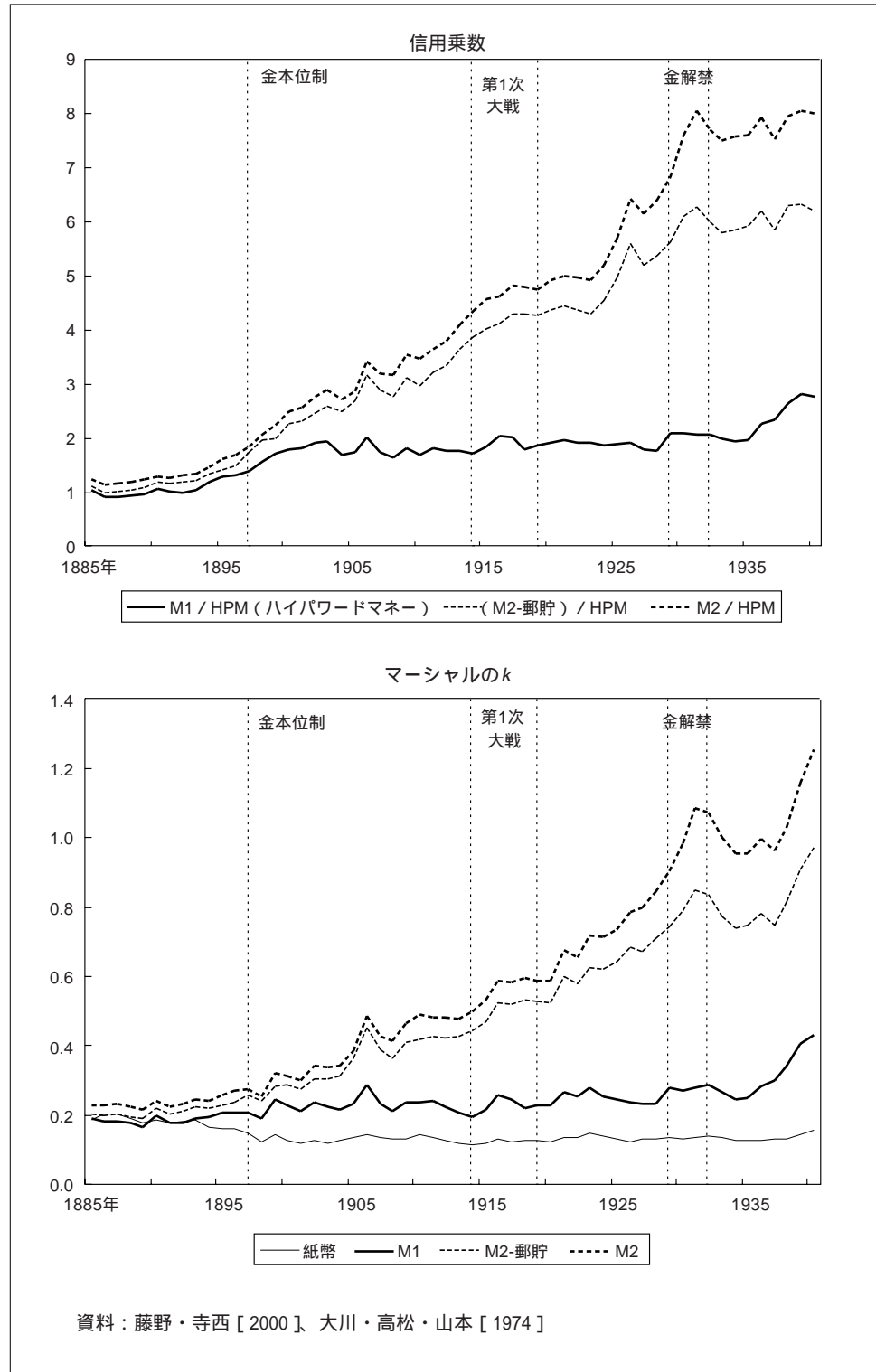
42 藤野・寺西 [2000] および日本銀行百年史編纂委員会 [1986] から推計。

43 現金通貨、預金通貨、準通貨の合計。藤野・寺西 [2000] から推計。

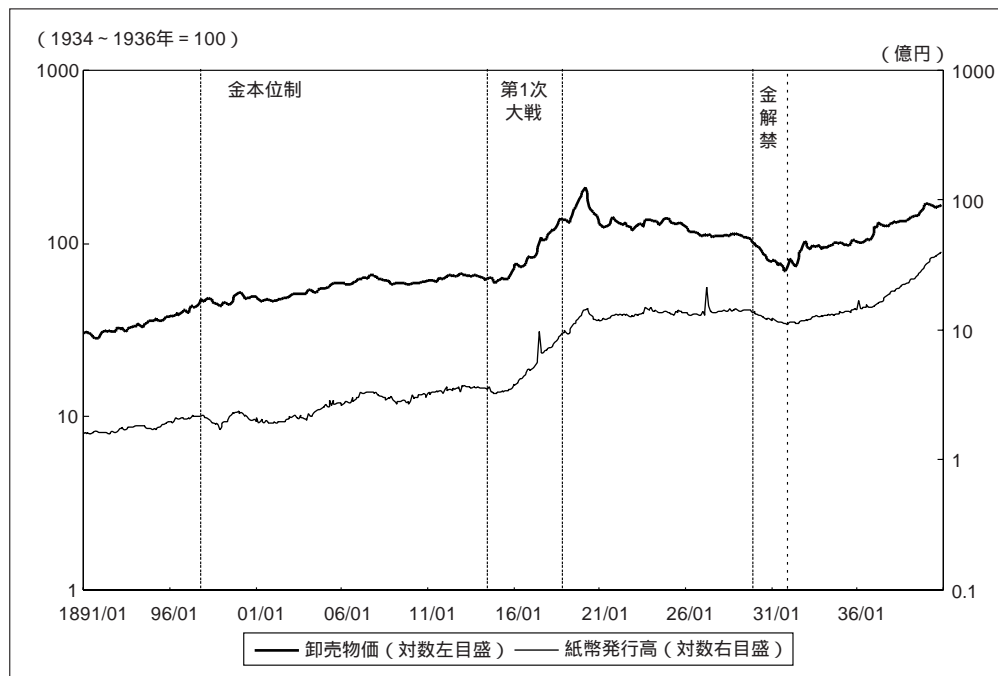
44 1920年代後半にかけては、金利低下による貨幣保有の機会費用の低下が影響していた可能性（マーシャルの k の上昇要因）がある。

45 この時期は1920年代よりさらに低金利が進んだ時期であり、金利はむしろマーシャルの k を上昇させる方向に働いていたと考えられる一方で、金融機関の資産運用行動の変化（例えば国債に対する選好の強まり）が発生し、これがなにがしかの影響を与えている可能性もある。この間の経緯については鎮目 [2001] 参照。

図表A-1 信用乗数とマーシャルのk



図表A-2 卸売物価と紙幣発行高



図表A-3 物価と紙幣発行高の時差相関 (前年比ベース)

年	1893-1938	1893-1896	1899-1914	1916-1920	1922-1928	1930-1931	1932-1939
物価先行(月) -12	0.278	0.357	-0.229	0.120	-0.396	-0.047	0.460
-11	0.301	0.328	-0.219	-0.174	-0.404	-0.022	0.483
-10	0.345	0.256	-0.182	-0.156	-0.373	0.035	0.518
-9	0.391	0.219	-0.124	-0.149	-0.340	0.110	0.541
-8	0.434	0.138	-0.056	-0.116	-0.284	0.166	0.516
-7	0.462	0.045	0.034	-0.124	-0.226	0.269	0.457
-6	0.482	-0.146	0.144	-0.125	-0.165	0.358	0.379
-5	0.509	-0.253	0.268	-0.080	-0.101	0.430	0.314
-4	0.549	-0.281	0.386	0.039	-0.008	0.500	0.264
-3	0.595	-0.269	0.492	0.216	0.060	0.632	0.228
-2	0.646	-0.316	0.597	0.431	0.147	0.750	0.191
-1	0.689	-0.284	0.693	0.594	0.247	0.824	0.148
0	0.715	-0.178	0.768	0.696	0.314	0.813	0.109
1	0.707	-0.107	0.814	0.684	0.313	0.662	0.052
2	0.661	-0.062	0.827	0.564	0.283	0.507	-0.030
3	0.612	-0.045	0.808	0.473	0.216	0.433	-0.098
4	0.563	0.075	0.760	0.394	0.135	0.419	-0.135
5	0.529	0.119	0.691	0.368	0.094	0.330	-0.150
6	0.503	0.205	0.623	0.367	0.075	0.203	-0.165
7	0.473	0.251	0.532	0.361	0.066	0.129	-0.184
8	0.437	0.276	0.431	0.341	0.042	0.088	-0.181
9	0.394	0.331	0.326	0.285	0.062	0.084	-0.168
10	0.340	0.389	0.218	0.193	0.067	0.122	-0.141
11	0.289	0.387	0.099	0.113	0.076	0.159	-0.101
紙幣先行(月) 12	0.243	0.361	-0.003	0.037	0.099	0.180	-0.087

資料：日本銀行調査統計局『明治以降卸売物価指数統計』

大蔵省理財局『金融事項参考書』各年版

備考：シャドー部分は相関係数の最も高い時点。

第1次大戦中から1920年代にかけて日本が激しい物価変動に見舞われた時期は同時性が高く、一方、高橋財政期以降は、物価が9カ月先行している、といった点が指摘できる。通貨関連指標と物価との関係については、さらに考慮すべき点も多いが、高橋財政期以降、物価が紙幣発行量の動きに先行して動くようになったことは、この時期に、金融政策のトランスミッション・メカニズムに何らかの変化が生じた可能性を示唆している⁴⁶。

.....
46 相関係数は計数間の統計的關係を説明するものであって、因果關係を示すものでない点に留意が必要である。また、背後にある経済主体の行動や市場構造の変化等を見るためには、金利動向等を含めたさらに詳細な分析が必要と考えられる。

補論2．物価変動と経済成長の関係からみた戦間期経済の特徴

補論2.では、今後のリサーチの方向性を探るとの観点から、先行研究を踏まえつつ、産業構造調整⁴⁷と金融政策の関係について、若干の予備的な考察を行う。

1920年代の日本銀行による救済融資が銀行や企業のモラル・ハザードを助長させたり、業績不振の企業の淘汰を妨げていた可能性については、当時の日本銀行関係者をはじめ数多くの指摘がみられ⁴⁸、「恐慌の進行を抑え、企業の破綻を防ぐ努力がなされた結果、1920年代の財界は、経営内容の悪い『危険』な銀行や企業をかかえたままになっていた」⁴⁹ことから、金融緩和が必要な産業構造調整を遅らせた面があったことは否定できないという指摘が多くみられる。この点に関しては、産業競争力や産業構造変化といったミクロ経済的な観点から、経済環境の変化に応じた資源配分調整が円滑に行われるかどうかという点が重要と考えられる。岡崎・奥野[1993]では、戦後の日本の経済システムの基本的な枠組みが1930～40年代の時期に形成されたと論じているが、その背後には、1920年代以前の日本は、むしろアングロ・サクソンの価格伸縮的な経済であったとの見方が存在する⁵⁰。

ここでは、北村[2001]に沿って、戦間期と現代のGDP（戦前はGNP）ギャップとインフレ率の関係について、若干の考察を行う。北村[2001]は、物価変動と経済成長の動態的分析の枠組みを提示し、経済の局面を、物価上昇と高成長が並存するインフレーション的状態、物価上昇と経済停滞が並存するスタグフレーション的状態、物価下落と経済停滞が並存するデフレーション的状態、物価下落と高成長が並存するニュー・エコノミー的状態、の4つに分類している。戦前の日本にこれを当てはめる（図表A-4）と、1920年代の日本が4つの局面の間で

のサイクルを繰り返した後、金解禁に踏み切った1930～31年にかけてのデフレーションの様相を呈し、高橋財政からその後の馬場財政にかけてのインフレーションに移行していった様子がみとれる⁵¹。

47 構造調整という用語は、論者によって多様な意味で用いられることが多いが、ここでは、主として対外的な経済環境の激変が生じた際の産業競争力の強化、ならびに産業構造の変化といった企業部門の調整について論じる。

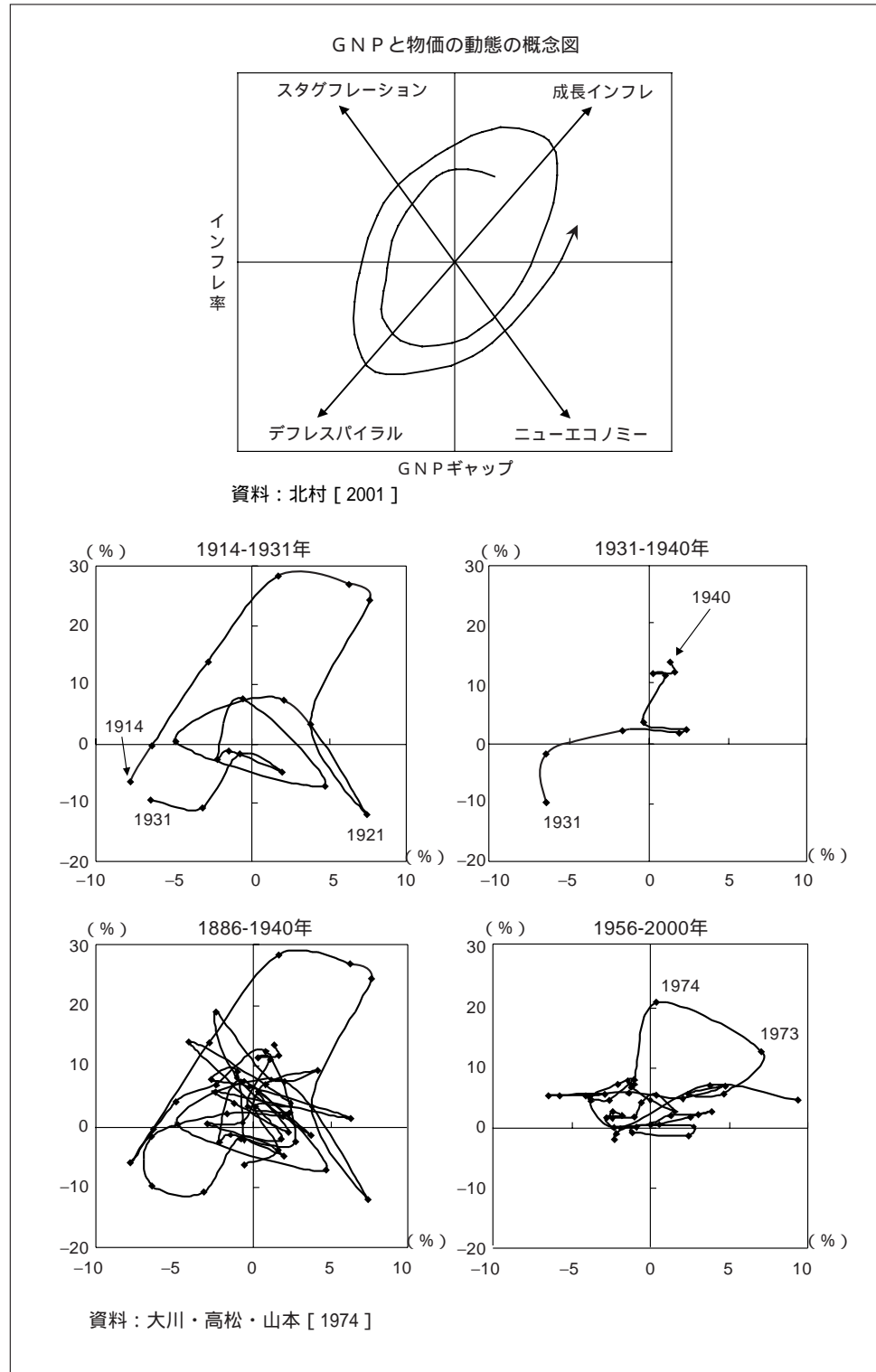
48 田中[1980]33～37頁および78～79頁参照。

49 中村[1989]292頁。

50 佐藤[1981]参照。

51 北村[2001]では、物価変動率（縦軸）と経済成長率（横軸）の2次元の枠組みで分析しているのに対し、ここではテイラー・ルール分析で用いた物価変動率（縦軸）とGNPギャップ（横軸）の2次元のグラフを描いたが、本質的な議論は同じである。あえて違いを示せば、経済成長率に代えてGNPギャップを用いることにより、横軸が循環的な変動を示すので、視覚的なイメージが掴みやすくなるであろう。

図表A-4 GNPと物価の関係



同様のグラフを戦後の日本について描いて戦前と比較してみると、オイル・ショック後のインフレーションの時期を除いて縦軸方向（物価）の変動が極端に少ないことがわかる⁵²。この点に関連して吉川 [1992] は、「実質・名目賃金の変動係数をみると、戦前（1905 - 38年）は戦後（1966 - 85年）に比べ3ないし4倍も賃金が伸縮的であり、自己相関係数を比較すれば、実質賃金のpersistenceが戦後において著しく高まっていることもわかる」⁵³としている。

52 こうした違いの背後には、フィリップス曲線で表される経済成長率と労働市場の関係や、オークンの法則で知られる労働市場と物価の関係等が存在し、さらには、雇用慣行や社会保障制度の違い、これらを反映した企業や労働者の行動の違い等、さまざまな要素が関わっているが、この問題に深く立ち入るのは、本稿の考察の範囲を超える。

53 吉川 [1992] 156 - 157頁。ここで吉川は続けて、「しかし生産指数の変動係数はほとんど同じであり、『価格の硬直性こそが数量の変動を生み出す最も重要な条件である』とする通常理解に大きな疑問を投げかけている」と述べている。しかしながら、戦間期の経済と戦後の経済を比較する場合には、第1次大戦前や戦間期における国際金本位制のもとでの「開かれた小国（small open economy）」としての日本と、資本移動規制が許容されていた第2次大戦後のブレトン・ウッズ体制のもとで海外からのショックの国内経済への波及をある程度遮断することが可能であった日本の置かれていた国際環境の違いや、それぞれの期間において日本が経験したショックの規模の違い（戦前における第1次大戦や世界恐慌という大きなショックの存在）等を考慮する必要がある。いかに価格伸縮的な経済であっても、直面したショックが経済規模との比較において非常に大きなものであれば、大規模な生産量の変動は免れないであろう。

参考文献

- 朝倉孝吉・西山千明、『日本経済の貨幣的分析：1868-1972』、1974年
- 天野明弘、『経済学全集 第26巻 国際金融論』、筑摩書房、1980年
- 井手英策、「新規国債の日銀引受発行制度をめぐる日本銀行・大蔵省の政策思想」、『金融研究』第20巻第3号、日本銀行金融研究所、2001年
- 伊藤正直、「日露戦争後の日本金本位制と中央銀行政策」、藤瀬浩司・吉岡昭彦編、『国際金本位制と中央銀行政策』、名古屋大学出版会、1987年
- 、『日本の対外金融と金融政策：1914～1936』、名古屋大学出版会、1989年
- 、『昭和初年の金融システム危機 - その構造と対応 - 』、IMES Discussion Paper No.2001-J-24、日本銀行金融研究所、2001年
- 井上準之助、「戦後に於ける我国の経済及金融」、1925年、井上準之助論叢編纂会、『井上準之助論叢』、1935年所収
- 大川一司・高橋信清・山本有造、『長期経済統計1 国民所得』、東洋経済新報社、1974年
- 岡崎哲二・奥野(藤原)正寛、「現代日本の経済システムとその歴史的源流」、岡崎哲二・奥野正寛編、『現代日本経済システムの源流』、日本経済新聞社、1993年
- 翁 邦雄・白川方明・白塚重典、「金融市場のグローバル化：現状と将来展望」、『金融研究』第18巻第3号、日本銀行金融研究所、1999年
- 北村行伸、「物価と景気変動に関する歴史的考察」、IMES Discussion Paper No.2001-J-25、日本銀行金融研究所、2001年
- 木村 武・種村知樹、「金融政策ルールとマクロ経済の安定性」、『金融研究』第19巻第2号、日本銀行金融研究所、2000年
- キンドルバーガー、チャールズ・P、『大不況下の世界 1929-1939』、石崎昭彦・木村一朗訳、東京大学出版会、1982年
- 佐藤和夫、「戦間期日本のマクロ経済とミクロ経済」、中村隆英編、『戦間期の日本経済分析』、山川出版社、1981年
- 鎮目雅人、「財政規律と中央銀行のバランスシート - 金本位制から国債の日銀引受へ・中央銀行の対政府信用に関する歴史的考察 - 』、『金融研究』第20巻第3号、日本銀行金融研究所、2001年
- 地主敏樹・黒木祥弘・宮尾龍蔵、「1980年代後半以降の日本の金融政策：政策対応の遅れとその理由」、三木谷良一・アダム・ポーゼン編、『日本の金融危機』、2001年
- 田中生夫、『日本銀行金融政策史』、有斐閣、1980年
- 長 幸男、『昭和恐慌 - 日本ファシズム前夜 - 』、岩波書店、1973年（岩波文庫、2001年版）
- 、『経済思想の相克 - 恐慌と戦争のはざま - 』、『歴史と社会』第3号、1983年（長 幸男、『昭和恐慌 - 日本ファシズム前夜 - 』、岩波文庫、2001年版に再録）
- 土屋喬雄、「金輸出解禁・再禁止関係資料（一）解題」、日本銀行調査局、『日本金融史資料 昭和編』第20巻、1968年
- テミン、ピーター、『大恐慌の教訓』、猪木武徳・山本貴之・鳩沢 歩訳、東洋経済新報社、1994年

- 寺西重郎、「不均衡成長と金融」、中村隆英・尾高煌之助編、『日本経済史6 二重構造』第4章、岩波書店、1989年
- ・内野裕子、「金本位制とゲームのルール」、貝塚啓明・小野英祐編、『日本の金融システム』、東京大学出版会、1986年
- 中村隆英、『戦前期日本経済成長の分析』、岩波書店、1971年
- 、『昭和恐慌と経済政策』、日経新書、1978年
 - 、『景気変動と経済政策』、中村隆英・尾高煌之助編、『日本経済史6 二重構造』第6章、岩波書店、1989年
 - ・尾高煌之助、「概説 1914-37年」、中村隆英・尾高煌之助編、『日本経済史6 二重構造』第1章、岩波書店、1989年
- 日本銀行調査局、「世界戦争終了後二於ケル本邦財界動揺史」、日本銀行調査局、『日本金融史資料 明治大正編』第22巻、1958年
- 、『日本金融史資料 昭和編』第20巻、1968年a
 - 、『日本金融史資料 昭和編』第21巻、1968年b
 - 、『日本金融史資料 昭和編』第22巻、1968年c
 - 、『日本金融史資料 昭和編』第23巻、1969年
- 日本銀行百年史編纂委員会、『日本銀行百年史 第2巻』、1983年a
- 、『日本銀行百年史 第3巻』、1983年b
 - 、『日本銀行百年史 資料編』、1986年
- バーンスタイン、マイケル・A、『アメリカ大不況』、益戸欽也・鶴飼信一訳、サイマル出版会、1991年
- 春井久志、『金本位制度の経済学』、ミネルヴァ書房、1991年
- 深井英五、『通貨調節論』、日本評論社、1928年
- 、『金本位制離脱後の通貨政策』、千倉書房、1938年
 - 、『回顧七十年』、岩波書店、1941年
- 藤野正三郎、『日本のマネーサプライ』、勁草書房、1994年
- ・寺西重郎、『日本金融の数量分析』、東洋経済新報社、2000年
- ブルームフィールド、アーサー・I、『金本位制と国際金融』、小野一一郎・小林龍馬訳、日本評論社、1975年
- 松浦克己・C. マッケンジー、『EViewsによる計量経済分析』、東洋経済新報社、2001年
- マッキノン、ロナルド・I、『ゲームのルール』、日本銀行「国際通貨問題」研究会訳、ダイヤモンド社、1994年
- 吉川 洋、『日本経済とマクロ経済学』、東洋経済新報社、1992年
- Bernanke, B. S., *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press, 2000.
- Clarida, R., J. Gali, and M. Gertler, "Optimal Monetary Policy in Open versus Closed Economies: An Integrated Approach," *American Economic Review*, 91-2, 2001, pp.248-252.
- Committee on Currency and Foreign Exchanges after the War, *First Interim Report*, His Majesty's Stationary Office, 1918.

- , *Final Report*, His Majesty's Stationary Office, 1919.
- Committee on Finance and Industry, "Report," His Majesty's Stationary Office, 1931. (加藤三郎・西村閑也訳、『マクミラン委員会報告書』、日本経済評論社、1985年)
- Faini, R., and G. Toniolo, "Reconsidering Japanese Deflation during the 1920s," *Explorations in Economic History*, 29, 1992, pp. 121-143.
- Friedman, M., and A. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, 1963.
- Nakamura, T., *Economic Growth in Prewar Japan*, Yale University Press, 1983.
- Nanto, D. K., and S. Takagi, "Korekiyo Takahashi and Japan's Recovery from the Great Depression," *American Economic Review*, 75-3, 1985, pp. 369-374.
- Obstfeld, M., and A. M. Taylor, "The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run," NBER Working Paper 5960, 1997.
- Okura, M., and J. Teranishi, "Exchange Rate and Economic Recovery of Japan in the 1930s," *Hitotsubashi Journal of Economics*, 35, 1994, pp.1-22.
- Patrick H. T., "The Economic Muddle of the 1920's," *Dilemmas of Growth in Prewar Japan*, Princeton University Press, 1971.
- Taylor, J., "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy*, 39, 1993, pp.195-214.
- , "A historical Analysis of Monetary Policy Rules," Taylor J., ed., *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, 1998.

