

第1次世界大戦後から昭和恐慌期の 金融政策はどのように行われたのか

——テイラー・ルールによる解釈——⁺

原田 泰* ・ 佐藤 綾野**

How Were the Monetary Policies Implemented during the Period from End of World War I to the Showa Depression? —An Interpretation with the Taylor Rule

Harada Yutaka · Sato Ayano

Summary

Few studies have made an empirical analysis on objectives and process of the monetary policies implemented during the period from end of World War I to the Showa Depression. Did the monetary authorities in those days, as well as the central bank in these days, have the objectives of avoiding inflation and stabilizing economic fluctuations? Did the monetary policies aim to go back to the Gold Standard System using the old parity?

The purpose of this study is to analyze the goal of the monetary policies in those days by applying the Taylor Rule to monthly data.

Our study results show that the Japanese monetary policies tended to increase both inflation and deflation, as shown by Shizume (2002). Our results, unlike the proceeding study, show also that the Japanese monetary policies for trade balance and exchange rate had been implemented to some extent, considering external equilibrium rather than internal equilibrium. However, they also indicate that the monetary policies aimed at smoothing of interest rates rather than control of long-

⁺ 本稿は原田・佐藤(2009)をベースに加筆修正されたものである。また日本金融学会2009年度春季大会(2009年5月17日)、財務省財務総合政策研究所の研究会(2009年5月27日)、内閣府経済社会総合研究所の研究会(2009年6月1日)、経済産業研究所の研究会(2009年7月6日)において報告した。これらの研究会において、日本銀行金融研究所の鎮日雅人企画役、財務省の玉木林太郎国際局長、財務省財務総合政策研究所の津曲俊英次長、後藤元之次長、内閣府経済社会総合研究所の岩田一政所長、岡田靖主任研究官、堀雅博主任研究官、矢野浩一主任研究官、田口博之総務部長、経済産業研究所の及川耕造理事長、富田秀昭研究コーディネーター、小林慶一郎席研究員(肩書は当時のもの)はじめ多くの方々から貴重なコメントをいただいたことにここに感謝の意を表す。これらのコメントは本稿を改善する上で、本質的に有益であった。但しもちろん、残る誤りは筆者の責任である。

* 原田 泰 (大和総研専務理事チーフエコノミスト yutaka.harada@rc.dir.co.jp)

** 佐藤綾野 (高崎経済大学准教授 ayano-sato@tcue.ac.jp)

term price decrease or active responses to economic climate. Although the Japanese authorities appeared to aim to go back to the Gold Standard System with the old parity, our empirical results show that the actual monetary policies during this period were unlikely to have such an objective.

1 はじめに

第1次世界大戦から昭和恐慌とその脱却にいたる期間（以下、この期間を戦間期とよぶ）に、金融政策がどのような目標をもって、また、実際にどのように行われてきたかという実証分析は極めて少ない。当時の金融政策は、現在と同じく、インフレを避けつつ景気安定を図るという目標を持っていたのだろうか。また、金融政策は金本位制への復帰を目標としていたのだろうか。

本稿は、鎮目（2002）を参考にしつつ、戦間期の金融政策が何を目標として行われてきたかを分析する。鎮目（2002）は、戦間期日本の金融政策を、テイラー・ルールを用いて分析している。これによれば、日本の金融政策は、インフレまたはデフレを増幅させる方向で働いてきたこと、1931年の金本位制離脱後、国内経済の安定に繋がる金融政策が可能であったにも関わらず、そのような金融政策運営が行われていたとは言えないことを示している。しかし、鎮目（2002）の分析には、年次データを用いていることでデータ数が限られ、期間ごとの分析が困難になっていること、また、金本位制という通貨体制を問題にしながらか為替レートを説明変数に入れていないという問題がある。そこで本稿では、月次データを用いることで、特定の期間に焦点を置いた分析が可能になること、また為替レートを説明変数に入れることで、金本位制への金融政策当局の対応を直接分析することができると考え、分析を行っている。

本稿の分析結果から、鎮目（2002）と同じく、戦間期日本の金融政策はインフレまたはデフレを増幅させる方向で働いてきたことが分かった。また、貿易収支、為替レートなど対外均衡に考慮した金融政策が、ある程度は行われていたことが分かった。ただし、金融政策は長期的な物価下落目標や経済状況に応じて機動的に金融政策を行うというよりも、金利を平準化することに力を注いでいたように思われる。この期間は金本位制への復帰を目指していたといわれるが、実際の金融政策を評価してみると、本稿の結果からは、そのような目標を立てていた実証的証拠は得られなかった。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、戦間期の日本経済と金本位制復帰について概観し、第3節で月次データを使用したテイラー・ルールによる推計を行っている。また第4節では、第3節を拡張し、為替レート変化率、海外金利、経常収支などを加え推計している。第5節は本稿の結論部である。

2. 戦間期の日本経済と金本位制復帰への動き

戦間期の日本経済についてはすでに多くの研究によって説明されているが¹、日本は、第1次世界大戦にはほとんど参加しなかったため、欧州の戦乱に乗じて、輸出を拡大させ、経済を活況に導いた。しかし、戦後の欧州復興需要が終ると、日本企業は過大な設備を抱えて苦しむことになった。ここにさらに為替レートの過大評価という問題もあった。輸出増加とともにマネーサプライが上昇して物価が上昇したが、為替レートは物価上昇ほど下落せず、日本は割高な為替の中で国際収支の赤字に悩むことになった。また、戦時の混乱の中で、日本は世界各国と同様に金本位制から1917年9月に離脱したので（ほとんどの国が1914-15年に離脱していた。アメリカの離脱は1917年9月）、戦後、金本位制への復帰という問題が政治課題となっていた。

物価上昇は世界的なもので、アメリカの物価も上昇していたが、日本ほどではなかったため、日米相対物価は下落していた。為替レートは、当然下落しなければならなかったが高いままにあった。これは日本が戦前の水準で金本位制に復帰するだろうとの予想があったからである。日米相対物価から考えて、日本の為替レートはドルに対して切り下げる必要があったが、割高なレートのままで1930年1月、日本は金本位制に復帰した。当時、小汀（1929）は1～2割、石橋（1929）は2割の切り下げが必要としていたが、これは当時の日米物価の相対的な動きから得られたものだった。

1920年代には、金本位制に復帰するという金解禁政策が政治的課題となっていた。この間の金解禁論争は、（1）金本位制の下で国際競争力を維持するためには物価を下落させても本来の金平価（第1次大戦前の平価）に戻るべきという議論（旧平価解禁論）と、（2）金解禁を行うのであれば、国内経済の安定に重点を置いて、すでに上昇してしまった物価を前提とした新しい平価に戻るべきという議論（新平価解禁論）が対立していた²。現実には、民政党浜口雄幸内閣の井上準之助蔵相の下で1930年1月に旧平価解禁が行われ、日本は激しいデフレとなって昭和恐慌に突入する。その後、犬養毅政友会内閣の高橋是清蔵相の下で、金輸出が再禁止され、日本は1931年12月（正式には32年1月）、金本位制から離脱し、デフレも収まり、景気は急回復する³。

第1次大戦期の混乱が収まり、主要国が金本位制に復帰するにつれて、日本も金本位制に復帰するべきだと議論が盛んになり、金解禁すなわち金本位制復帰が日本の政策課題となった。しかし、当時の言論や政府高官の発言を見ると、かならずしも一直線に金解禁を目指すという議論が盛んだった訳ではない。金解禁論争とは、アメリカが金本位制に復帰した1919年から現実に金解禁が決定される1929年まで10年にわたる論争だったのである。

1 例えば、中村隆英（1981、1993）や原田・香西（1987）。

2 この論争については若田部（2004）、中村宗悦（2004）、田中（2004）に詳しい。また国際連盟の主催で、金本位制の復活に関する国際会議が、1920年（ブリュッセル会議）と1922年（ジェノア会議）に開催されている。ブリュッセル会議は専門家の、ジェノア会議は政府代表の会合である。ただし、決議はほぼ共通しており、復帰する平価の水準に関しては、旧平価で復帰するか、新平価で復帰するかは各国が決定すべきこととされていた（日本銀行、1983年、第5章3節）。

3 佐藤（1981）、あるいは中村隆英（1981）。

日本銀行（1983、第5章3節、第6章2節）、あるいは石橋（1929）によれば、1919年のアメリカの旧平価での復帰に続いて、1924年にはドイツが新平価で（ドイツは金兌換を実施しておらず、不完全なものだった）、1925年にはイギリスが旧平価で、1927年にイタリアが、1928年にはフランスが、それぞれ新平価で金本位制に復帰した。フランスの復帰によって、主要国のなかで復帰していないのは日本だけとなり、このことも日本の金解禁への動きを促進したと思われる。金解禁論争は他国の復帰に刺激を受けた論争でもあった。

1919年には、アメリカの復帰に刺激を受けて、東洋経済新報などで金解禁論が唱えられたが、政府の反応は低調であった。この理由として、大戦後には、対中国投資が盛んになり、その際、日本が影響力を持つために金準備を蓄積しておく必要があったからであるとされている⁴。1922年ごろになると物価調整の見地から金解禁論が唱えられるようになった。物価が、第1次大戦の水準に比べると2倍になっており、アメリカの物価に比べても4割高い水準にあった。この割高の水準を金解禁、通貨収縮のメカニズムによって是正せよというのである。確かに、加藤友三郎内閣（1922-23年）は、通貨縮小、物価引き下げの意志を示してはいた。しかしその動きは1923年9月の関東大震災によって葬られた。

1925年のイギリスの金解禁によって、再び、金解禁の動きが盛り上がったが、当時の浜口蔵相の発言によれば、財界の整理安定を図り、外国貿易の逆調を制し、国際貸借を改善し、その結果として金解禁すると述べている⁵。これは1922年ごろの金解禁論とは政策の因果関係を逆にするものだった。だが、1927年の金融恐慌により、金解禁への動きはまったく頓挫した。しかし1929年になると財界においても金解禁を求める声が高まり、新たに政権についた浜口民政党内閣の下で、金解禁が実施されることになる。ただし、この金解禁を行うための準備について、当時日銀副総裁であった深井英五は、金解禁が不景気を忍ばなければならないことを大衆に理解させていたかに疑問を呈している⁶。

3. テイラー・ルールによる金融政策の評価

3.1 テイラー・ルールの意味と定式化

テイラー・ルールとは、GDPギャップと現実のインフレ率と目標インフレ率の差に対して金利をどの程度動かすべきかという金融政策について Taylor (1993) が提唱したルールである。金融政策当局が、現実にもどのように金融政策を行っているかを表すものとして様々に実証されている。日本における実証分析としては地主・黒木・宮尾（2001）などがあるが、戦前期の金融政策に適応したのは鎮目（2002）のみと思われる。

テイラー・ルールとは以下の式で表わされるものである。

4 例えば、石橋（1929）。

5 浜口（1926）、引用は日本銀行（1983、148頁）。

6 深井（1941、242-243頁）。

$$i_t = \pi_t + \alpha x_t + \beta (\pi_t - \pi^{tar}) + r_t^* \quad (1)$$

この式において、 i は政策金利、 π はインフレ率、 x は GDP ギャップ、 π^{tar} は目標インフレ率、 r^* は均衡実質利子率、下添え字 t は時点を表している。テイラー・ルールは、(1)式に示されるように、政策金利の決定を物価と景気（GDPギャップ）を睨みながら行われるルールである。すなわち、GDPギャップが正の方向に動けば（景気が良くなれば）金利を引上げ（ α はプラス）、インフレ率が目標インフレ率よりも高まれば金利を引き上げる（ β はプラス）というルールである。推計においては目標インフレ率も、均衡実質金利も分からないので、(1)式を変形して、

$$i_t = (r^* - \beta \pi^{tar}) + (1 + \beta) \pi_t + \alpha x_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

を使用する。ここで β が 1 以上であれば、物価が望ましい水準よりも高くなれば、物価上昇率以上に金利を上げて物価上昇を抑えるというルールを適用していることになる。

鎮目（2002）は、戦間期日本の経済変動に対して金融政策がどのように反応してきたかを、テイラー・ルールを用いて分析している。この分析によれば、この間の日本の金融政策は、(1)インフレ率との関係で見ると、経済変動を増幅させる方向で働いてきたこと、(2)金融政策は、金本位制という通貨体制と密接に関係しており、国内経済の安定を犠牲にして為替レート目標を追求してきたことを示している。さらに(3)1931年の金本位制離脱後、国内経済の安定に繋がる金融政策が可能であったにも関わらず、そのような金融政策運営が行われていたとは言えないことを示している。鎮目（2002）の分析は、年次データを用いているので、戦間期全体の金融政策を分析できるが、昭和恐慌前後、あるいは第1次大戦直後など、特定の時期に焦点を置いた分析とはなっていない。また鎮目（2002）は、金本位制という通貨体制を問題にしなが、為替レートを説明変数に入れていない。そこで本稿では、月次データを用いることで、特定の時期に焦点を置いた分析が可能になると考え、また為替レートも説明変数として加え推計を行う⁷。

本稿の目的であるテイラー・ルールの推計では、説明変数として GDP ギャップを用いるが、GDP は月次データでは入手できないので、ここでは GDP ギャップを鉱工業生産指数 IIP と IIP_{hp} のギャップ (IIP / IIP_{hp}) -1 で作成している。 IIP_{hp} は「潜在 GDP」の代理変数である「潜在生産指数」を表わしており、鉱工業生産指数に Hodrick-Prescott フィルターをかけることによって作成した。この GDP ギャップが当時の経済状況と整合的であるかを考察するために、ここで作成された GDP ギャップの動きと藤野（1965）の認定した景気循環と比較した。藤野（1965）によれば、1915年2-3月～1920年1-2月が拡張期、1921年5月までが縮小期、1929年2月までが拡大期、1931年7月までが縮小期、それ以降が拡大期となっている。また良く知られているように、1920年には第1次世界大戦の終結による国際的経済反動があり、1923年には関東大震災があり、1927年には金融恐慌があった。作成した GDP ギャップは、これらの変動を基本的に捉えていると言えるだろう⁸。

7 推計に使用したデータの出所は、紙面の制約上ここでは報告していないが、必要があれば筆者に連絡されたい。

8 本稿では作成した潜在 GDP を報告していないが、これらの結果を入手したい場合は筆者に連絡されたい。

図表1 (2)式のテイラー・ルールの推計結果

	(1)全期間: 1919年1月～ 1936年12月	(2)期間: 1919年1月～ 1931年12月	(3)期間: 1932年1月～ 1936年12月
	係数	係数	係数
定数項 $r - \beta \pi^{tar}$	4.669 *** (17.711)	5.450 *** (22.627)	3.113 *** (10.790)
インフレ率 $1 + \beta$	0.016 (0.823)	0.057 *** (3.877)	-0.009 (0.644)
GDPギャップ α	0.108 (1.679)	0.061 (0.898)	-0.182 ** (2.307)
R ²	0.085	0.313	0.175
自由度調整済みR ²	0.077	0.304	0.146
標準誤差	1.855	1.542	0.862
DW統計量	0.258	0.475	0.241

注意) ()内は係数のt値, ***, **はそれぞれ有意水準1%, 5%

ダービンワトソン(DW) 統計量から系列相関が疑われるので標準誤差はNewey-Westの方法によって修正を加えている。

3.2 テイラー・ルールの推計結果

(2)式の推計結果は図表1(1)の通りである。推計期間は、全サンプルがそろそろ1919年1月から1936年12月である。1936年をサンプル期間の終わりとしたのは、それ以降は軍の圧力によって政策が行われ、金融政策の自律的な動きを議論することはできないと考えたからである。推計方法は最小二乗法を使用している。なおダービンワトソン検定から系列相関が疑われるため、最小二乗推定量が有効性を持たない可能性がある。そのためここでは標準誤差を Newey-West の方法によって修正を加えて t 検定を行っている⁹。

推計結果の解釈としては、 $1 + \beta$ の推計値0.016から β は-0.984であり、インフレ率が目標インフレ率よりも高まれば金利を引き下げ、逆にインフレ率が目標インフレ率よりも低ければ金利を引き上げるといふ物価を不安定にするデフレ的な金融政策を採用していたことになる（インフレの時はインフレ促進的になる）。 β はほぼマイナス1であるので、かなりインフレまたはデフレ促進的な金融政策を行っていたことになる。これを現実の経済情勢に当てはめれば、1920年代のデフレ期ではデフレ促進的な金融政策を行い、1930年代のインフレ期ではインフレ促進的な金融政策を行っていたことになる。ただし、この係数は10%レベルでも有意ではない。

一方、 α は0.108なので GDP ギャップが正のとき金利を引き上げる景気安定的な政策をとっていたことになる。ただし、 α は10%で有意であるが、係数が小さいので（GDP ギャップがマイナス10%でも金利を1.08%下げただけ）景気安定化効果が大きかったとは言えないだろう。

さらにサンプル期間を、1930年の昭和恐慌期を含む期間と含まない期間に分けて推計を行う。具体的には、1919年1月から1931年12月までと、1932年1月以降から1936年12月までの2期間に分割して(2)式の推計を行う。金融政策は、1931年12月以前は金本位制への復帰を求めていたが、それ以降は金本位制を離脱し、金本位制に制約されることがなくなったと考えて分割を行った（金本位制

9 本稿では報告していないが、ここでは最尤法による推計も行っている。最尤法による推計値でもほぼ同じ結果を得ている。

からの離脱は1931年12月、正式には1932年1月)¹⁰。推計結果は図表1の(2)、(3)に示している。こ
こでも標準誤差を Newey-West の方法によって修正している。

推計結果図表1(2)を見ると、1919年1月から1931年12月において $1 + \beta$ が1%で有意である。ま
た値は0.0567であり、これから1を引くと $\beta = -0.943$ となる。(1)式から考えると、物価が目標イン
フレ率以上に上昇したときには、政策金利をほぼ物価上昇率と同じだけ引き下げるとい
う政策を行っていることがわかる。この期間は、ほぼ物価が下落していたので、デフレ促
進的な政策を採っていたことになる。GDP ギャップに関しては有意ではないが、ギャップ
が1%ポイント縮小すると、政策金利を0.061%引き上げる。すなわち、景気が拡大し
たときには政策金利を引き上げるとい
う景気変動抑制的な政策が行われていたことがわかる。もちろん、その係数は小さい
ので、実際にどれだけそのような効果があったかは分からない。

図表1(3)で、1932年1月から1936年12月の推計結果をみる。物価の係数 $1 + \beta$ である
 -0.009 から1を引くと、 -1.009 となり、物価が上ると金利を引き下げるとい
う政策をとっていたことが分かる。この期間は物価が回復または上昇していた時期
であるので、インフレ促進的な政策を行っていることがわかる。GDP ギャップに
関しては5%で有意であり、ギャップが1%ポイント縮小すると、政策金利を
0.182%引き下げるとい
う景気変動拡大的な政策が行われていたことがわかる。ただし、その係数は
小さいので、効果も小さかったと思われる¹¹。

これらの結果を鎮目(2002)と比べると、インフレ促進的、またデフレ促進的な
政策が行われていたということについては共通している。GDP ギャップにつ
いて1932年以降マイナスになるというのも鎮目(2002)と共通である。た
だし、本稿の推計した係数値は、鎮目(2002)に比べてきわめて小さい。

4. 拡張テイラー・ルール

4.1 拡張テイラー・ルールの定式化

これまでの結果は、物価については鎮目(2002)とも共通であり、物価を不安定にする
金融政策が行われていたことになる。さらに、鎮目(2002)では GDP ギャップの
係数は1931年までは正であり、景気変動抑制的だったが、1932年以降は負となり、
景気変動を拡大するような金融政策が行われていたことになる。本稿の GDP
ギャップの係数も正から負に変わっている。ただし、いずれにしろその係数は
小さいので、景気変動を抑制するように金融政策が行われていたとは言えない。

以上の結果は、むしろ、戦間期の金融政策は、金融政策は国内の経済安定に重点を
置いて物価と景気を見ながら行うべきというテイラー・ルールでは説明することが
難しいと解釈すべきだろう。

¹⁰ この区間分割が合理的なものであるかを確認するために、逐次回帰法 (recursive least squares) を行っている。図表は紙
面制約の都合で省略したが、 $1 + \beta$ 、 α は、1930年以降に大きく動いており、この期間分けは合理的なものだったと分かる。

¹¹ 本稿では紙面制約の都合により報告されていないが、政策当局による認知ラグを考慮するために、各説明変数のラグをと
った推計も行っている。結果はラグのない第3.2節の推計結果とほぼ同じとなっている。

これは鎮目（2002）の結果とも共通している。そこで次に、戦間期の金融政策は經常収支、為替レートの安定など、対外均衡に重点を置いて行われていたのではないかという推測に従い、テイラー・ルールを拡張して、金融政策が經常収支や金・外貨準備や海外金利にも影響されて行われていたとする。鎮目は、テイラー・ルールに金・外貨準備、海外金利、經常収支、資本収支を加えている。月次で資本収支（およびその代理変数）のデータを得ることはできなかったため、本稿の推計式は、鎮目（2002）を参考に

$$i_t = (r^* - \beta\pi^{tar}) + (1 + \beta)\pi_t + \alpha_1 x_t + \alpha_2 TB_t + \alpha_3 S_t + \alpha_4 NYP_t + \alpha_5 fori_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

とする。ここで月次の經常収支はデータが得られないため、輸出入の差を名目 GDP で割った貿易収支比率 TB を使用している（ここで用いている名目 GDP は、鉱工業生産指数×卸売物価指数である）。貿易収支比率は、実際の名目 GNP で修正している¹²。また S は、為替レートの変化率を示しており、値が上昇するのが円高である¹³。ニューヨーク物価 NYP はニューヨークの卸売物価指数の前年同月変化率（%）である。 $fori$ は外国の市中金利（%）を示し、ニューヨーク金利あるいはロンドン金利のいずれかである¹⁴。符号条件は、貿易収支比率、為替レート変化率、ニューヨーク物価上昇率、ニューヨークおよびロンドンの金利が正である¹⁵。

4.2 拡張テイラー・ルールの推計結果

推計期間は、貿易収支が入手可能な1926年1月から1936年12月までの全期間と、上述の(2)式と比較するために、1931年12月までとそれ以降の期間とする。推計結果は、図表2の通りである。推計については、上記3つの推計期間において最小二乗法を行っている。新しく追加した変数、貿易収支比率、為替レートの変化率、ニューヨーク卸売物価上昇率、ニューヨーク金利、ロンドン金利の単位は%である。推計に当たっては、系列相関が疑われるため、Newey-Westの方法によって標準誤差の修正を行っている。

全期間を対象にした推計結果から、ニューヨーク金利でもロンドン金利のいずれを用いた推計でも、定数項を除いて5%で有意な変数は貿易収支比率と為替変化率とそれぞれの金利だけである。どちらの推計でも、これらの有意な変数は符号条件を満たしている。インフレ率とGDPギャップは5%有意ではなくなり、第3節の単純テイラー・ルールでも小さかった係数はさらに小さくなる。

12 貿易収支比率 TB は、具体的には以下である。

$$TB_t = \frac{\frac{1928\text{年の貿易収支合計}}{1928\text{年の名目GNP(天川設計)}}}{\frac{\text{月次貿易収支の1928年平均}}{\text{月次名目GDP(の代理変数)の1928年平均}}} \times \frac{t\text{期の貿易収支}}{t\text{期の名目GDP(の代理変数)}} \times 100$$

13 為替レート水準は100円当たりのドルで表記されているので、変化率に修正しても値が大きくなると、円高を示す。

14 ここで新しく追加した変数、貿易収支比率、為替レート、名目GDPの代理変数、ニューヨーク物価、ニューヨーク金利およびロンドン金利の出所は、紙面の制約により報告されていないが、必要であれば筆者に連絡されたい。

15 追加した説明変数、貿易収支比率、為替レート、ニューヨーク物価、ニューヨーク金利、ロンドン金利が独立ではないというマルチコ問題がある。そのためニューヨーク金利とロンドン金利は同時には入れず、他の変数と代替的に入れることとする。また貿易収支比率と為替レートが独立ではないという問題があるかもしれないが、相関係数によりその値が0.029と非常に小さいことを確認している。

図表2 拡張テイラー・ルール(3)式の推計結果

	(1)期間: 1919年1月～1936年12月		(2)期間: 1919年1月～1931年12月		(3)期間: 1932年1月～1936年12月	
	係数	係数	係数	係数	係数	係数
定数項 $r^* - \beta \pi^{tar}$	3.155 *** (10.072)	2.980 *** (6.939)	5.780 *** (12.603)	6.596 *** (13.464)	2.703 *** (6.657)	2.617 *** (26.032)
インフレ率 $l + \beta$	0.008 (0.552)	0.027 (1.600)	0.041 (1.957)	0.025 (1.399)	-0.018 (1.920)	-0.016 ** (2.396)
GDPギャップ α_1	0.036 (1.156)	0.057 (1.798)	0.090 ** (2.584)	0.083 ** (2.412)	-0.052 ** (2.353)	-0.059 *** (5.464)
貿易収支比率 α_2	-0.105 *** (5.627)	-0.106 *** (4.937)	-0.053 *** (2.671)	-0.054 *** (3.396)	-0.031 (1.779)	0.004 (0.381)
為替変化率 α_3	-0.109 *** (3.782)	-0.110 *** (3.755)	-0.062 (1.345)	-0.051 (0.998)	-0.007 (0.423)	0.028 (1.526)
NYインフレ率 α_4	0.014 (0.820)	0.011 (0.645)	0.014 (0.651)	0.012 (0.682)	-0.017 *** (3.808)	-0.024 *** (5.526)
NY金利 α_5	0.212 *** (3.002)		-0.133 (1.599)		0.423 (1.421)	
ロンドン金利 α_6		0.399 *** (2.870)		-0.466 *** (3.071)		0.742 *** (7.283)
R ²	0.397	0.375	0.468	0.503	0.797	0.899
自由度調整済みR ²	0.380	0.357	0.447	0.483	0.774	0.887
標準誤差	1.520	1.548	1.375	1.329	0.443	0.313
DW統計量	0.568	0.531	0.700	0.794	0.757	0.925

(注)()内は係数のt値。***、**はそれぞれ有意水準1%、5%
ダービンワトソン(DW) 統計量から系列相関が疑われるので標準誤差はNewey-Westの方法によって修正を加えている。

これに対して、貿易収支比率の係数は、貿易収支比率が10ポイント分マイナスに動けば1%金利を引き上げることであるから、ある程度、貿易収支に反応して金融政策を行っていたと言えるだろう。為替変化率の係数は、為替レートが10%下落したら、金利を1%引き上げることであるから、こちらもある程度は為替レートに反応して金融政策を行っていたとも言えるだろう。ニューヨーク金利とロンドン金利が1%上昇すると国内金利をそれぞれ0.2%、0.4%引き上げるということになっている。

1926年1月から1931年12月までの推計では、ニューヨーク金利でもロンドン金利のいずれを用いた推計でも5%で有意な変数は、GDPギャップと貿易収支比率とロンドン金利であるが、ロンドン金利は符号条件を満たしていない。GDPギャップは有意であるが、その係数は第3節の単純テイラー・ルールの推計と同様に小さい。貿易収支比率の係数は、貿易収支比率で10ポイント分赤字が増えれば金利を0.5%引き上げることであるから、ある程度は、貿易収支に反応して金融政策を行っていたと言えるかもしれない。

さらに1932年1月から1936年12月までの推計では、物価、GDPギャップ、ニューヨーク物価、ロンドン金利が5%で有意である。GDPギャップ、ニューヨーク物価は符号条件を満たしていないが、ロンドン金利は符号条件を満たし、その係数も0.742と大きく、日本の金融政策はロンドンに追随して行われていたことになる。

金本位制を意識して行われていたときには、金融政策は対外均衡に重点を置き、金本位制を離脱した後は、ロンドンの金利に追随していたことになる。日本の金融政策が、英国の金融政策に追随

していたことは鎮目（2002）の結果とも整合的である。以上の変数に正貨準備を追加した推計も行ったが、その係数は有意ではなかったため紙面の節約のために推計結果は省略する¹⁶。

以上の結果を鎮目（2002）と比べる。鎮目（2002）は金・外貨準備、英国の短期金利、経常収支、資本収支をテイラー・ルールの式に追加して、いずれの変数も有意ではなかったと報告しているが、本稿では、追加した変数のうち、貿易収支、ニューヨーク金利（特にロンドン金利）が符号条件を満たして有意になっている場合が多く、対外均衡を意識した金融政策が行われていた可能性を示唆している。

以上の推計結果から考えて、1920年代から30年代にかけては、金融政策はインフレまたはデフレ促進的な政策を行っていた。対外均衡にはある程度考慮した金融政策を行っていたことが分かる。しかし、1920年代には、金本位制に復帰するという政策が課題となっていたはずである。1920年代がデフレ促進的、また対外均衡にある程度考慮した政策を行っていたことは、この課題にとっては正しいものだろう。しかし、物価は旧平価で金本位制に復帰できるほど下がっていなかったことから推測して、現実採られたデフレ促進策では不十分だったことが伺われる。

5. 結 論

1920年代は金本位制への復帰が議論されていた時代である。金本位制に復帰するとは、物価水準を戦前にもどすことである。もちろん、他国の物価も上昇しているのだから、自国の物価水準にもどす必要はない。他国の物価上昇を勘案して、戦前期の物価水準にもどさなければならなかった。対ドルレートで考えれば、それは物価を2～3割低下させることであった。

しかしながら当時の金融政策当局には、このことが全く理解されていなかった可能性がある。戦間期の金融政策をテイラー・ルールで判断すると、1920年代はある程度デフレ促進的な政策を行っていたと考えられるが、それは物価を2割から3割低下させるには十分ではなかった。1930年までの金融政策は対外均衡にある程度考慮していたが、それも確実なものではなかった。むしろ目立つのは、長期的に物価を下げようという意志や経済状況に合わせて機動的な金融政策を行おうという意図ではなく、金利を平準化しようという動きであった。

当時、金本位制とは道徳的に良きものと考えられていたように思われる。しかし、その良きものを実現するために、物価の下落が必要であると金融政策当局は認識していなかったように思われる。現代では、インフレーションを抑制しようとする場合の一つの方法として、政策当局のインフレを抑制しようとする断固たる態度が、民間に広く認識され、またそれが必ず実現すると信頼されていれば、インフレーションの抑制政策が少なからず容易になるということが、合理的期待理論の発展によって明らかにされてきた¹⁷。金本位制への復帰がデフレ政策であることが、政策当局によって

16 紙面制約の都合により報告されていないが、政策当局による認知ラグを考慮するために、各説明変数のラグをとった推計も行っている。結果はラグのない第4.2節の推計結果とほぼ同じとなっている。

17 例えばサージャント（1988）

も理解されていなかったのであれば、当然に民間は認識できない。このことが、デフレ政策である金本位制への復帰の混乱を増幅する要因となったと言えるだろう。

金本位制への復帰のためには、明確な政策意図を持ち、その政策効果を民間に率直に訴えることが必要だったが、戦前期の金本位制復帰に関して、そのようなことが行われたとは考えられない。今日、もはや金本位制は過去のものとなった。しかし、いかなる政策であれ、それを成功させるためには、明確な政策意図を持ち、その政策効果を民間に率直に訴えることが必要だという教訓は、今日も変わることがないだろう。

（はらだ ゆたか・大和総研専務理事チーフエコノミスト／さとう あやの・本学経済学部准教授）

参考文献

- 石橋湛山「金輸出解禁論史」『週刊東洋経済』（1929年3月16日号）
小汀利得「速に金解禁を行ふには平価切下の外なし」『週刊東洋経済』（1929年3月16日号）
佐藤和夫「戦前期日本のマクロ経済とミクロ経済」中村隆英編『戦前期の日本経済分析』山川出版社、1981年
サージャント、トーマス『合理的期待とインフレーション』（国府田桂一、榎原健一、鹿野嘉昭 訳）東洋経済新報社、1988年
鎮目雅人「戦前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」『金融研究』日本銀行金融研究所、2002年6月
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』東洋経済新報社、2001年
田中秀臣「経済問題にかかわる雑誌ジャーナリズムの展開」岩田規久男編著『昭和恐慌の研究』東洋経済新報社、2004年
中村宗悦「金解禁をめぐる新聞メディアの論調」岩田規久男編著『昭和恐慌の研究』東洋経済新報社、2004年
中村隆英『戦前期の日本経済分析』山川出版社、1981年
中村隆英『日本経済 その成長と構造 [第3版]』東大出版会、1993年
日本銀行『日本銀行百年史』日本銀行百年史編纂委員会第三巻、1983年
浜口雄幸「金融制度の整備と国際貸借について」『銀行通信録』第81巻第484号（1926年5月8日）日本銀行編『日本銀行百年史』日本銀行百年史編纂委員会148頁、1983年
原田泰・香西泰『日本経済 発展のビッグゲーム』東洋経済新報社、1987年
原田泰・佐藤綾野「昭和恐慌期前後の金融政策はどのように行われたのか—テイラー・ルールとマッカーラム・ルールによる解釈—」経済産業研究所ディスカッションペーパーNo.09-J-025、2009年
深井英五『回顧七十年』岩波書店、1941年
藤野正三郎『日本の景気循環—循環的發展過程の理論的・統計的・歴史的的分析（第2-3表）』勁草書房、1965年
若田部昌澄「「失われた13年」の経済政策論争」岩田規久男編著『昭和恐慌の研究』東洋経済新報社、2004年
Taylor, John B., "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, pp195-214, 1993.