

Discussion Paper Series No. J97

**両大戦間期日本における物価変動予想の形成
- 商品先物価格データを用いた分析 -**

鎮目 雅人 （神戸大学経済経営研究所）

2008年 8月

この論文は神戸大学経済経営研究所のディスカッション・ペーパーの中の一つである。
本稿は未定稿のため、筆者の了解無しに引用することを差し控えられたい。

2008年8月

両大戦間期日本における物価変動予想の形成 * 商品先物価格データを用いた分析

神戸大学経済経営研究所

鎮目 雅人

両大戦間期日本のマクロ経済政策に関する研究は、従来から蓄積が厚く、さらに1990年代以降の日本におけるデフレーションと経済成長停滞を受けて、現代にも通じる政策的含意を持った歴史的経験として改めて脚光を浴びることとなり、近年における理論・計量経済学の分野における知見を採り入れる試みもなされるようになってきている。

本稿では、最近の経済理論・計量分析の知見も取り入れつつ、商品先物市場の価格データならびに業界誌に掲載された当時の市場関係者の見方から、両大戦間期日本の市場参加者の物価変動に関する予想形成の定式化を試みる。分析の結果、市場参加者は、将来の価格に関する予想形成において、主として内外価格差に着目していたが、国内金融・財政政策の影響については、これが先行きの物価に大きな影響を与えとは認識していなかったことが示される。このことは、市場参加者が、閉鎖経済ないし変動相場制を前提にするのではなく、固定為替相場制下の開放小国を前提に、意思決定を行っていたことを示唆している。

キーワード：物価変動予想の形成、商品先物市場、高橋財政

* 本稿は、2008年7月12日に開催されたRIEB政策研究ワークショップ「両大戦間期日本における物価変動予想の形成」における報告をもとに加筆、修正を加えたものである。本稿は、宮尾龍蔵氏との共同研究プロジェクト「戦間期日本の経済政策運営と現代へのインプリケーション」の一環として執筆したものである。本稿の執筆にあたり、上東貴志氏、北野重人氏、柴本昌彦氏から有益な助言をいただいた。また、データの収集にあたり、大阪市立大学学術情報総合センター、大分大学経済研究所、大阪産業大学図書館、関西大学図書館、慶應義塾大学三田メディア・センター、神戸大学経済経営研究所図書館に便宜を図っていただいたほか、データの入力に際し、道和孝次郎氏、英邦弘氏にお世話になった。本稿は、科学研究費補助金・基盤研究(C)「両大戦間期の日本における有価証券・商品市場の効率性と期待形成」(科研番号19530274)の成果である。

1. はじめに

両大戦間期の日本は、大幅な物価変動を経験した(図表1)。第1次大戦(1914-18年)以降の物価の動きをみると、大戦中から直後の急激な上昇に続いて、反動的な急落が生じ、その後はやや小康状態となったが、1920年代後半にかけて再び下落した。とくに、日本が旧平価で金本位制に復帰した1930年前後の時期には、折からの世界恐慌と重なったこともあり、激しいデフレーションに見舞われた。そして、1931年12月に金本位制から離脱した後は、いわゆる「高橋財政」のもとで他国に先駆けてデフレーションからの脱却を果たした。

両大戦間期の日本における経済変動と政策対応、とりわけ「高橋財政」期のマクロ経済政策については、従来から経済史の分野において研究上の関心が高く、膨大な研究蓄積がある¹。また、1990年代以降の日本におけるデフレーションと経済成長停滞を受けて、現代にも通じる政策的含意を持った歴史的経験として改めて脚光を浴びることとなり、マクロ経済学の分野をはじめとする研究者や経済政策関係者の間でも広く関心を集めるようになった。そして、近年における理論・計量経済学の分野における知見、具体的には、民間経済主体の予想形成のあり方や一国のマクロ経済政策運営の枠組みに関する理論的分析、あるいは経済変数の時系列分析の手法等を探り入れる試みもなされるようになってきている²。

マクロ経済政策としての「高橋財政」の効果については、従来、円安放任(為替レート政策)、赤字国債の日銀引き受けを伴う財政支出拡大(財政政策)、金利引き下げ(金融政策)、という景気刺激的なマクロ経済政策の組み合わせによる総需要拡大に焦点が当てられ、先駆的なケインジアン政策の成功例として評価されてきた³。これに対し、飯田・岡田(2004)は、金融政策が将来の物価変動に関する人々の予想に働きかける効果に着目し、金本位制からの離脱や赤字国債の日銀引受けといった大胆な金融緩和政策の発動は、実際に政策が発動される前の段階で予想インフレ率を大幅に上昇させた可能性が大きいと論じている⁴。予想を通じた政策(とくに金融政策)の効果については、現代の日本経済を巡る議論においてもしばしば採り上げられており⁵、同論文は、こうした現代的な問題意識に立脚して、両大戦間期の日本の経験から政策的教訓を引き出そうとする試みである。

こうした理論・計量経済学からの経済史への接近は、専門分野を超えた学際的な議論を活発にし、経済史のみならず経済学全体の研究の深化・発展に繋がる可能性を秘めている。しかしながら、分析の前提となる経済モデルを考えるにあたっては、当時の民間経済主体

¹ 関連する研究は多岐にわたるが、中村(1971)、長(1973)、中村編(1981)、社会経済史学会編(1982)、石井・原・武田編(2002)、うち財政政策については、大蔵省昭和財政史編集室編(1965)、金融政策については、伊藤(1989)などを参照。

² 飯田・岡田(2004)、梅田(2006)など。

³ 中村(1971)、pp.202-229などを参照。

⁴ 飯田・岡田(2004)、p.215。

⁵ 予想を通じた金融政策の効果に関する現代の学界ならびに政策関係者間の議論については、植田(2005)、pp.76-95を参照。

や政策当事者が国内外の政治、経済、社会的状況についてどのような認識に基づいて意思決定を行っていたかを検討する必要がある。また、計量経済学的分析を行なうにあたっては、使用する資料やデータの性質について吟味する必要がある。こうしたいわば実証研究の基礎作業においては、文献資料の利用などさまざまな手法を融合させながら多角的に検証を積み重ね、実態に迫っていくことが必要である⁶。その意味では、飯田・岡田(2004)の問題提起を受けて、経済史研究者からの活発な応答がなされることにより、学界全体として議論の活性化に繋がっていくことが期待される。

本稿では、上記の問題意識に立って、飯田・岡田(2004)において提示された「金本位制離脱ならびに赤字国債の日銀引受け」という2つの政策変化が、政策発動前の段階で人々の物価変動予想に変化を与えた」という仮説について、データと文献資料をもとに、飯田・岡田とは異なる方法論を用いた再検証を試みる。飯田・岡田では、経済主体の物価変動予想が明示的なかたちで定式化されているわけではないので、本稿では、当時の経済主体がどのような経済モデルに基づき、将来の物価変動を予想していたのかについて、2つの定式化（閉鎖経済ないし変動相場制を前提とする予想、固定相場制下の開放小国経済を前提とする予想）を行い、どちらの定式化がデータならびに資料面から支持されるかを検証する。また、飯田・岡田では、フィッシャー方程式を用いてマクロ経済指標から実質金利を算出し、名目金利との差引で予想物価変動率を計算しているが⁷、本稿では、将来の物価変動に関する市場参加者の予想が反映されていると考えられる商品先物価格を用いて、当時の経済主体の物価変動予想の定式化を試みる⁸。さらに、飯田・岡田が、政策変更は実際の政策発動以前の段階で、市場参加者の予想に影響を与えていたとの仮説を提示したことを受けて、業界誌に掲載された当時の市場関係者のコメントを検討することにより、市場参加者が実際に政策変更を事前に予測し、それが将来の物価変動の要因となると考えていたかどうかについて検証する。

本稿における方法論は、以下のとおりである。分析の前提として、効率的な商品先物市場では、先物価格は市場参加者による将来の現物価格の予想を反映すると考える。また、各商品の価格が個別商品特有の要因とともに、各商品に共通するマクロ的な要因によっても変動し得るとすれば、商品先物価格は、将来の一般物価に関する情報を含んでいると考える。本稿では、第1に、分析の前提となる、個々の商品価格と一般物価との正の相関関係の確認、ならびに商品先物市場の効率性の検証を行なう。第2に、上記ふたつの経済モデルに基づき商品価格変動予想を数学的に定式化し、価格変動予想の代理変数としての現先スプレッドの変動が、どの定式化と整合的であるかを統計的に検証する。第3に、毎月

⁶ 例えば、井手(2006)は、財政史の立場から、「高橋財政」期の財政政策運営とりわけ予算編成と国債の日本銀行引き受けを巡る政治過程に焦点を当て、文献資料を駆使して、景気回復後の財政健全化が如何に困難であったかを論じている。

⁷ フィッシャー方程式とは、 $\text{名目金利} = \text{予想物価変動率} + \text{実質金利}$ 、との関係を示すものである。

⁸ 我が国の商品先物市場の沿革については、補論1を参照。

の業界誌に掲載されている市場関係者のコメントから、市場参加者が各時点で具体的にどのような情報に着目して価格形成を行っていたかを分析し、政策変更が実際の政策発動以前の段階で市場参加者の予想に影響を与えていたかどうかを検証する。第 4 に、金輸出解禁から高橋財政初年にあたる 1930～32 年の時期について、各商品価格の現先スプレッドから導出された予想価格変動率の推移を考察することにより、市場参加者の予想の変化を分析する。

本稿の結論を予め要約すると、以下のとおりである。市場参加者は、将来の価格に関する予想形成において、主として内外価格差に着目していたが、(日本銀行による国債引き受けを含む)国内金融・財政政策の影響についてはそれが先行きの物価に大きな影響を与えとは認識していなかった。本稿の分析は、飯田・岡田(2004)において提示された「金本位制離脱ならびに赤字国債の日銀引受けという 2 つの政策変化が、政策発動前の段階で人々の物価変動予想に変化を与えた」という仮説のうち、前半部分すなわち金本位制離脱については整合的であるが、後半部分すなわち赤字国債の日銀引受けについては否定的な結果を示している。本稿の分析を通じて、両大戦間期とりわけ高橋財政初期の日本の市場参加者は、固定為替相場制下の開放小国を前提に将来の価格変動を予想していた一方、閉鎖経済ないし変動相場制を前提に、自国が海外から独立した金融政策を行っていると考えていたわけではないことが示唆される。

2. 飯田・岡田(2004)の分析結果と留意点

現在までのところ、飯田・岡田(2004)は、予想を通じた「高橋財政」期の政策効果に着目した唯一の実証研究である。彼らは、大恐慌期の米国に関する Checchetti(1992)の分析手法を踏襲し、フィッシャー方程式を用いてマクロ経済指標から実質金利を統計的に算出したうえで、名目金利との差引で予想物価変動率を計算している。具体的には、先行きの物価変動に関する各経済主体の予想に構造的な誤差が存在しないという意味で「合理的」な予想形成を仮定し、フィッシャー方程式から導かれる事前的な実質金利(=名目金利-予想物価変動率)と事後的に実現した実質金利(=名目金利-実現した物価変動率)との間に構造的(systematic)な誤差は存在しないと想定する。そして、第 1 段階として、事後的に実現した実質金利を事前的な実質金利の代理変数とみなし、実質金利に影響を与えると考えられる経済変数によって最小二乗法により回帰する(実質金利関数の推定)。実質金利関数の推定に用いられる説明変数は、基本推計では、名目金利、景気動向指数 DI の累積値、為替レート、政府支出、マネーサプライ、卸売物価水準、アメリカの生産指数の対数値前年差分と同差分の 1 年前および 2 年前の値であり、説明変数のうちで有意な説明力を持たないものを除いている。基本推計とあわせて、説明変数に商品先物価格(現先スプレッド)を加えた推計を追加的に行なっている⁹。第 2 段階として、名目金利から上記実質金

⁹ ただし、商品先物価格を推計に含めるかどうか物が物価変動予想に関する分析結果に大きな影響を与えていないこともあり、結果の解釈に際しては、商品先物市場はほとんど考慮の

利関数の推定値を差引することにより、予想物価変動率の推計値を求めている。その分析結果を要約すると、「先行きの物価変動に関する各経済主体の予想に構造的な誤差が存在しないという意味での「合理的」予想形成を前提にすると、1931年後半から1932年前半にかけて、物価の下落から上昇という予想の大幅な変化が生じていた可能性が示された」ということになる。

飯田・岡田(2004)は、上記分析の結果、英国の金本位制離脱により日本の金本位制離脱観測が高まった1931年9月と、国債の日銀引受けに関する報道(1932年3月9日)が初めてなされた翌月の1932年4月に、それぞれ予想インフレ率の大幅な上昇が生じていたとして、「政策を縛る条件の変化(金本位制からの離脱)と、実効性のあるリフレ政策(国債の日銀引受けによる財政金融政策の転換)は、それぞれ実際に政策が発動される以前の段階で、予想インフレ率を大幅に上昇させた可能性が大きい」としている¹⁰。

しかしながら、飯田・岡田(2004)の分析結果の解釈については、いくつかの点で留保が必要であると考えられる。第1に留意すべき点は、計量分析の測定誤差に対する配慮の必要性である。彼らの計量分析は、概念上用いられる事前的な実質金利とデータから観察可能な事後的なそれとの間に構造的な誤差がないことを前提にしている。しかしながらそのことは、短期的に両者の間に誤差が生じることを排除するものではない。とくに、経済変数の変動が大きく、したがって計量分析結果に関して重要な意味を持つ1930年~32年には、金本位制復帰と離脱、「高橋財政」の開始といっためまぐるしい政策転換が生じていたのであり、そうした大きな経済状況ならびに政策運営の変化のなかで、人々が1年後の物価上昇率についてどの程度正確な予測ができたかは慎重に検討されなければならない。換言すれば、計量分析の結果として示されている「予想インフレ率」の測定誤差ないし信頼区間に対する配慮が必要であり、単月の推計値の変動をもって、特定の月に予想インフレ率の大幅な変化が生じていたとまで結論付けてよいかどうかは疑問が残る¹¹。

第2の留意点は、飯田・岡田(2004)が分析に当たり暗黙に想定している予想形成モデルの妥当性である。予想形成を実証的に検証するためには、各経済主体がどのような経済構造を前提に予想を形成し、経済取引に関する意思決定を行っていたかを特定する必要がある。換言すれば、何が人々にとって「合理的」な予想であったかという点に関して、何らかの

外に置かれている。

¹⁰ 飯田・岡田(2004)、p.215。

¹¹ この点、米国について分析した Checchetti (1992)は、物価変動率に関する移動平均モデルや自己回帰モデルなど、異なる推計方法を用いて推計結果の頑強性を検証している。さらに、結論部分では、「1929年末までには、デフレーションは予想されるようになっていた。ただし、予想された物価下落率は2-3%と比較的穏やか(fairly moderate)なものであった。しかしながら、1930年代に入ると、物価下落が続くと予想され、予想されるデフレーションの絶対値も大きくなった」(p.152)、「物価変動過程の持続性は、一度デフレーションが始まると、それは続くと人々に信じさせていた可能性がある」(p.153)としており、単月の動きと結びつけることなく、推計結果全体を概観して解釈しており、計量分析の結果の解釈に関して飯田・岡田より慎重である。

経済モデルを特定化する必要がある。この点、彼らの分析においては、明示的な経済モデルは提示されていない。この点に関連して、当時の日本は米国と比べ、開放小国(small open economy)としての性格が強かったことは、他の研究でも言及されているところであり¹²、彼らもこの点を考慮して、為替レートやアメリカの生産指数を説明変数に加えているが、ベースライン推計では為替レートが統計的に有意でないとの結果を得ている。しかしながら、この時期には日本だけでなく諸外国の物価も大きな変動を示していたのであり、名目為替レートではなくこれに海外物価変動を合わせた実質為替レートが、日本の物価に影響を与えていたのかもしれない¹³。

第3の留意点は、分析に用いられているデータの信頼性である。例えば、フィッシャー方程式において用いられる名目金利は、概念上は無リスク資産の金利である¹⁴。一方、飯田・岡田(2004)が推計に使用している名目金利指標は、証書貸付金利である。証書貸付金利は物的担保付のものや人的担保によるもの(信用貸)等、さまざまな種類の貸付を含み、一般的に、手形割引や手形貸付と比較して、流動性や信用度において劣るとの評価がなされていた¹⁵。とくに、1920年代から1930年代初頭にかけての日本では、不良債権が大きな問題とされていたことから、民間向け債権とくに証書貸付の金利には高水準の信用リスク・プレミアムが付加されており、かつ同プレミアムの水準は時期によって変動していた可能性が高い。このため、証書貸付金利を無リスク資産として扱うことには問題がある。もとより、両大戦間期の日本の経済指標にはデータの利用可能性の面で制約があり、無リスクの金利を導出することが容易でない点は理解できるが、それだけに、実証分析の結果を解釈する際には、そうした問題が存在することを意識する必要がある。

飯田・岡田(2004)の分析は計量分析上の手続きを踏んでなされたものであり、実証研究としての成果は正当に評価されるべきものと考えられる。ただし、得られた分析結果には上記のような留意点が存在するので、踏み込んだ解釈を行なうためには、提示された仮説に基づいて多角的な検証を行なうことが必要である。以下、本稿では、飯田・岡田(2004)では主たる分析の外に置かれていた商品先物市場に着目し、計量分析と資料分析を組み合わせることにより、同市場における予想形成を多角的に分析してみたい。

3. 計量分析

(1) 予備的検定

¹² 例えば梅田(2006)など。

¹³ この時期、毎週発行される『東洋経済新報』には、第1次大戦前の水準を100とした物価指数の国際比較統計を掲載していた(後述)。このことは、第1次大戦前の水準を基準とする内外物価と為替レートの変動ならびにその結果として導出される内外価格差が、日本の経済関係者にとって大きな関心事であったことを示している。

¹⁴ Checchetti (1992)、p.148。

¹⁵ 当時の実務家向けの解説書である佐野(1936: p.8)では、「今日の証書貸付は、…不良貸出とはいへないまでも優良なる貸出金にあらずと観ることは、大体に於て間違なき意義をなすに至った」と述べている。

a. 商品価格と一般物価の連動関係の確認

はじめに、本稿で分析の対象とする先物商品の価格が一般物価水準と連動していたかどうかを検証する。図表 2 は、本稿で使用する商品先物 5 品目について連続してデータが利用可能な 1927 年 1 月から 1937 年 12 月までの 11 年間の動きをグラフにしたものである。商品によってばらつきはあるが、日本が金本位制を離脱した 1931 年末頃を境に、下落傾向から上昇傾向に移行している。各商品の当月限 = 現物価格¹⁶ (月中平均、以下同じ) と卸売物価指数(いずれも対数値)との相関係数をみると、すべて正の相関を示している(図表 3)。とくに、綿糸 0.90、綿花 0.88、米 0.83、砂糖 0.78 はいずれも高い値を示しており、最も低い生糸でも 0.58 となっている。生糸については、卸売物価全体が上昇していたサンプル期間の後半において、新商品である人絹との競合もあって価格が下落していたという事情が影響している可能性があるが、それでも全サンプル期間を通算して正の相関を維持している。なお、各先物商品間の関係をみると、綿糸とその原料である綿花が 0.93 と極めて高い相関関係を有しているほか、綿糸・綿花、米、砂糖の間の相関係数も 0.6~0.8、生糸とそれ以外の商品との相関係数は 0.4~0.6 程度となっている。全体として、本稿で分析の対象とする先物商品の価格は、かなりの程度は一般物価水準と共通の要因で変動しており、マクロ的な経済状況と連動していたといえることができる。

なお、1933 (昭和 8) 年基準の卸売物価指数における各商品のウエイトは、米 13.1%、生糸 6.2%、綿花 3.3%、綿糸 6.4%、砂糖 2.8% となっており、これら 5 品目だけで 3 割を超えていた¹⁷。

b. 商品先物市場の効率性検定

次に、商品先物市場が効率的であったかどうかを検証する。市場の効率性の検証方法について、Fama (1970) は、利用可能な情報がすべて市場価格に反映されており、市場参加者がその情報を用いて構造的に超過利益を得ることができない状態を「市場が効率的」とすると定義し、情報に対する価格の反応をみて効率性を検証する方法を提唱している。Fama は、対象とする情報のレベルによって、効率性を、当該商品の過去の価格のみを対象とするケース (weak form)、当該商品の価格に影響を与える公開情報を対象とするケース (semi-strong form)、上記に加え当該商品の価格に影響を与える私的情報を含むケース (strong form) の 3 つのケースに分類している。

Hamilton (1987) は、両大戦間期の米国の綿花先物市場について、weak form の効率性を検証するために、現先スプレッドとして示される予想価格変動率の分散ないし標準偏差が現実の価格変動率の分散ないし標準偏差より小さいか、現先スプレッドとして示される予想価格変動率と現実の価格変動率との差である予測誤差の期待値がゼロか、という 2 種類の検定を行ない、いずれの検定方法においても市場は効率的であるとの結果を得てい

¹⁶ 以下本稿では、Hamilton (1987) と同様、各商品の当月限の価格を現物価格として扱う。

¹⁷ 日本銀行調査統計局『明治以降卸売物価指数統計』、および梅田(2006)、p.179 を参照。

る¹⁸。ここでは、以下の分析で使用する 5 品目のデータについて、Hamilton (1987)に従い、上記 2 種類の市場の効率性に関する検定を行なう¹⁹。結論を先取りすると、一部の市場について効率性を疑わせる結果が出ているが、全体としてみると、高橋財政前後の日本の商品先物市場は、概ね効率性が維持されていたとの結果が得られる。

(a) 予想価格変動率と現実の価格変動率の標準偏差の比較

t 期におけるある商品の現物価格を s_t 、期日までの期間が j の先物価格を $f_{t,j}$ とし、t 期における t+j 期の現物価格の予想を $E_t(s_{t+j})$ とすると、現実の価格変動は、予想を立てた時点で判明していた要因だけでなく、事前に予測できない要因によっても変動するので、実現した価格の変動の分散は、前もって予想された価格変動の分散よりも大きいと考えられる。すなわち、市場参加者が、あくまで将来の現物価格を予想して先物価格を決定しているのであれば、前もって利用可能な情報は限られているので、現先スプレッド = 予想価格変動率の分散ないし標準偏差は、実現した現物価格変動率の分散ないし標準偏差より小さいはずである。この条件が満たされていない市場では、例えば、一部の参加者が独占的な価格支配力を利用して価格に影響を与えるなどにより、価格形成にゆがみが生じている可能性がある。

$$\text{var}\left(\frac{E_t(s_{t+j}) - s_t}{s_t}\right) < \text{var}\left(\frac{s_{t+j} - s_t}{s_t}\right) \quad (1)$$

効率的な先物市場においては、(2)式のとおり、先物価格は市場参加者の将来の現物価格の予想値と考えられるので、(1)式は(3)式のように置き換えることができる。

$$f_t = E_t(s_{t+j}) \quad (2)$$

$$\text{var}\left(\frac{f_{t,j} - s_t}{s_t}\right) < \text{var}\left(\frac{s_{t+j} - s_t}{s_t}\right) \quad (3)$$

図表 4 は、(3)式に基づき現先スプレッドと現実の現物価格変動率(いずれも年率に換算)の標準偏差を比較したものである。これをみると、砂糖を除く 4 品目については、現先スプレッドの標準偏差は現実の現実価格変動率のそれを下回っており、先物価格が各時点における利用可能な情報に基づく市場参加者の予想を反映しているとの想定と整合的な結果

¹⁸ Hamilton (1987)、p.163。

¹⁹ 我が国の歴史上の商品先物市場の効率性を検証した研究としては、江戸時代の大坂堂島米市場に関する伊藤 (1993)、Wakita (2001)、Hamori, Hamori and Anderson (2001)などが存在するが、両大戦間期については管見の限り見当たらない。なお、明治後期の株式市場の効率性について、片岡・丸・寺西 (2004)が検証を行なっている。

となっている²⁰。ただし、砂糖については、現先スプレッドの標準偏差が現実の現物価格変動率のそれを上回っており、市場の価格形成にゆがみが発生していた可能性を示唆している。

(b) 予測誤差

上記(2)式を前提に、市場参加者が各時点で利用可能な情報をすべて織り込んだかたちで価格形成がなされているとすれば、予測誤差はゼロと有意に異なることはなく、以下の(4)式が成立する。これに反して、予測誤差の期待値がゼロより有意に大きい(小さい)市場では、先物を買(売)り持ちしておいて、期日に直物を売(買)り戻す(買(売)り戻す)という裁定取引によって、継続的に超過利益が得られる。このような市場は効率的とはいえない。

$$\frac{E_t(s_{t+j}) - s_t}{s_t} - \frac{f_{t,j} - s_t}{s_t} = 0 \quad (4)$$

t 検定の結果をみると(図表5)、5品目すべてについて、(3)式の左辺がゼロであるという帰無仮説は棄却されず、予測誤差がゼロと有意に異なるとはいえない。すなわち、本検定の結果は、対象とする5つの商品先物市場はすべて効率的であることと整合的である。

(2) 計量モデルに基づく予想形成の定式化

a. 予想形成モデル

ここでは、商品先物市場の価格に関して、市場参加者がどのような予想形成を行なっていたかを定式化し、現実のデータがそのうちのどのモデルと整合的であるかを確認する。市場参加者は将来の価格を予想するに当たって、何らかの経済モデルを前提として、現時点で利用可能な情報を活用して予想を形成すると考えられる。したがって、前提となる経済モデルによって、予想形成の定式化は異なってくる。

第1のケースは、市場参加者が、閉鎖経済ないし変動相場制を前提に予想形成を行なっているとする場合である。この想定下では、1国の金融政策は、海外から独立して行なうことが可能である。こうした想定に基づく単純な定式化としては、例えば、以下のように、現在までの国内通貨供給量の変動が将来の物価変動に関する市場参加者の予想に影響を与えるというモデルが考えられる。

$$\frac{E_t(s_{t+1}) - s_t}{s_t} = \alpha_1 \left(\frac{m_t - m_{t-k}}{m_{t-k}} \right) \quad (5)$$

ここで、 m_t は t 期における通貨供給量であり、t 期において観察可能な通貨供給量の変化率に基づいて、将来の物価変動に関する予想形成がなされるという想定となっている。 α_1 の係数は正であることが想定される。

²⁰ いくつかのサブ・サンプル期間(例えば高橋財政期)に分けて計算したところ、ほぼ同様の結果が得られた。

第 2 のケースは、市場参加者が「自国は固定為替相場制下の開放小国である」と考えている場合である。この想定下では、自国の金融政策は海外から独立ではない。こうした想定に基づく単純な定式化としては、例えば、以下のように、自国の将来の物価は、長期的には現在の為替相場のもとでの海外の物価水準に収斂していくというモデルが考えられる。

$$\frac{E_t(s_{t+1}) - s_t}{s_t} = \alpha_2 \left(\frac{p_t \cdot e_t}{p_t^*} \right) \quad (6)$$

ここで、 p_t は t 期における自国の物価水準、 p_t^* は t 期における海外物価水準、 e_t は t 期における為替相場（海外通貨単位で計った自国通貨の交換レート）であり、t 期において観察された内外価格差を調整するように、将来の物価変動に関する予想形成がなされるという想定となっている。 α_2 の係数は負であることが想定される。

b. 推計式と推計結果

上記の定式化を実際のデータにより検証するため、以下の回帰式を用いて推計を行う。

$$\log \left[\frac{f_t}{s_t} \right] = \alpha_0 + \sum_{i=1}^6 \alpha_{1i} \left[\log \frac{p_{t-i} \cdot e_{t-i}}{p_{t-i}^*} \right] + \sum_{i=1}^6 \alpha_{2i} \log \left[\frac{m_{t-i}}{m_{t-i-1}} \right] + \varepsilon_t \quad (7)$$

被説明変数は各月における現先スプレッド（予想価格変動率の代理変数）、説明変数は内外価格差（対米ドル実質為替レート）および現金通貨（季節調整済）前月比増加率のラグ項であり、推計期間は 1927 年 7 月～1937 年 12 月である²¹。

推計結果は図表 6 のとおりである。これをみると、内外価格差は、綿花、綿糸、生糸、砂糖について、統計的に有意な項が存在し、符号条件（負）も概ね一致している。一方、通貨供給量は、統計的に有意な項が存在するのは砂糖のみである。なお、国内生産、国内消費の比率が高い米に比べて、製品輸出の面で海外に依存する面が強い綿花、綿糸、生糸、輸入品としての性格が強い砂糖について内外価格差の統計的な有意性が高いことは、輸出入商品の関係者が海外市場での価格を念頭において国内価格の予想を立てていたことを示唆しており、これらの市場参加者が「自国は固定為替相場制下の開放小国である」と考えていたとの想定と整合的である。

次に、各商品価格の予想形成において、内外価格差、通貨供給量の項が有意な説明力を有しているかどうかを検証するため、それぞれのラグ項全体について、Wald 検定を行う。すなわち、内外価格差については、帰無仮説 $H_0 : \alpha_{11} = 0, \dots, \alpha_{16} = 0$ を検定し、通貨

²¹ 各説明変数のラグ次数については、Akaike 情報基準によれば、内外価格差は、米：ゼロ、綿花：4、綿糸：6、生糸：5、砂糖：ゼロが選択され、通貨供給量は、すべての商品についてゼロが選択された。本稿では、選択された中で最も長いラグ次数（6 期）を採用している。なお、データには、X-12-ARIMA による季節調整を施してある。

供給量については、帰無仮説 $H_0 : \alpha_{21} = 0, \dots, \alpha_{26} = 0$ を検定する。その結果、綿花、綿糸、生糸、砂糖の予想形成において、内外価格差の係数がすべてゼロであるとの帰無仮説は 1%水準で棄却され、有意な説明力を有していることが確認される。一方、通貨供給量については、砂糖以外の商品の予想形成において、ラグ項の係数がすべてゼロであるとの帰無仮説は棄却されず、有意な説明力を有していることは確認されない(図表 6 下段)。

以上の計量分析の結果は、海外向け最終製品を生産していた綿紡績・生糸関係者をはじめとする市場参加者が、将来の価格は現在の為替相場のもとで海外の価格水準に収斂していくと考えていたこと、言い換えれば固定為替相場制下の開放小国を前提に価格を予想していた市場参加者が多かったことを示唆している。一方、閉鎖経済ないし変動相場制を前提に、自国が海外から独立した金融政策を行っているとの予想形成のモデルは、本分析結果からは概ね支持されない。

4. 市場参加者の見方からみた予想形成の定式化

(1) 業界誌に記載された「市況」欄の記述

前節で採り上げたような計量モデルに基づく定式化は、あくまで予想形成に関する特定の数値的表現例である点に留意する必要がある。飯田・岡田(2004)が指摘しているように、将来の価格に影響を与え得る出来事(例えば、金本位制からの離脱や長期国債の日本銀行による引き受けなど)が事前に予測されていたならば、前節の計量モデルで説明変数として取り扱った変数が実際に変動する前に、市場参加者の予想に変化が生じていた可能性もある。そこで本節では、前節の計量分析を補完することを意図して、実際に市場参加者がどのような情報に基づいて予想形成を行っていたのかを、文献資料に基づいて検討する。具体的には、1931 年後半から 1932 年中の業界誌に掲載された商品先物市場ならびに有価証券市場関係者のコメントを分析することにより、当時の市場参加者がどのような要因に着目して取引を行ってきたかをみることにする。商品先物市場だけでなく有価証券市場を分析対象に加えるのは、有価証券市場では先行きの日本経済全体に影響を与えるマクロ的な要因を織り込んで取引がなされており、将来の物価変動に関する市場参加者の見方を知るうえで有用な情報が含まれていると考えられるからである。

図表 7 は、毎月発行されていた『銀行通信録』、『大阪商工会議所月報』、『東京株式取引所月報』から、本稿で採り上げた 5 つの先物商品、ならびに株式、国債という 2 つの有価証券の「市況」欄の記述をまとめたものである。為替政策関連、金融・財政政策関連、その他(需給・政治要因等)の 3 つの分類に分けて整理してある。

これをみると、商品先物市場の参加者は、それぞれの商品の需給に影響を与える個別の要因とともに、為替・金融・財政といったマクロ経済政策や、株価をはじめ日本経済全体の状況、内外の政治的要因など、さまざまな情報を織り込んで先行きの価格予想を立てていた。また、株式・国債市場の参加者は、国内外の政治経済情勢、各商品市況、日本のほか英米をはじめとする主要国の政策動向など、極めて広範な情報を活用して取引を行って

いた。

本稿の問題意識に沿って、市場参加者が、一般物価に影響を与えるマクロ経済政策に関してどのような情報を重視していたかを、時間の経過を追いながらみていくこととする。まず、1931年9月の英国の金本位制離脱は、商品先物市場、有価証券市場の参加者から大いに注目された。興味深いことに、9月の段階では日本経済の先行きに対する不安の高まりから、価格下落要因として捉えられていたのに対し、10月以降は、綿花、綿糸および有価証券市場では、日本の金輸出再禁止見通しの高まりを通じて、むしろ価格上昇要因として捉えられていた。そして、12月に実際に日本が金輸出再禁止に踏み切ると、すべての市場において、円安が先行きの価格を上昇させる方向に働くとの見方が広がった。したがって、日本の金本位制離脱は、それが実施された1931年12月の2ヶ月ほど前の同年10月の段階から、先行きの物価上昇要因として市場参加者の間で徐々に予想に織り込まれ、それが実際に行われた12月以降は、円安に伴う物価上昇見通しが一段と広がったことが見て取れる。

次に、飯田・岡田(2004)において、日本銀行による長期国債の引き受けに関する初めての報道があったとされている1932年3月の記述をみると、地方金融逼迫(綿糸、有価証券)や円反騰(綿花、綿糸)が材料視されるなかで、3月12日の日本銀行の利下げはほとんど材料視されず、また、国債引き受けに関する言及はない。4~5月にかけては、円安(綿糸)に加えて、成案が固まった銀行券保証発行限度額の拡大(米、綿糸、有価証券)が採り上げられ、インフレ政策期待(砂糖)、公債発行政策緩和予想(有価証券)といった金融・財政政策の緩和に関する記述が見受けられるが、日本銀行の国債引き受けに直接言及した記述はない。6~7月には、赤字国債による財政支出拡大を主要内容とする補正予算が議会審議のうえ成立(6月18日)するなかで、6月8日の日本銀行の利下げ(米、綿糸、有価証券)、農村救済策(米、有価証券)、インフレ政策期待(米、綿糸)といった記述がみられる一方、政府対策の実行困難(米)、あるいは先行き縮小ないし増税の可能性(有価証券)も取りざたされていた。このように、1932年前半においては、市場参加者の間で、為替レートの下落は明確に物価上昇要因として意識されていた一方、緩和的な財政・金融政策によって先行きの物価が上昇するかどうかについては、市場関係者の見方は分かれていたように見受けられる。

8月には、すべての市場において円安加速が価格上昇材料として採り上げられ、10月以降、さらなる円安(綿花、綿糸、生糸、砂糖、有価証券)とインフレーション局面入り(綿糸、有価証券)が確認された。

なお、金利については、有価証券市場を中心に、日本の金本位制離脱前後を通じて、引き続き海外(とくに英国)の金利が採り上げられており、市場関係者の間では、日本の金融政策が海外から独立して行われていたわけではないとの認識が存在していたことを示している。

(2) 解釈と議論

以下では、業界誌の「市況」欄に記載された市場関係者のコメントについて、当時の日本経済のおかれた環境を視野に入れながら、やや詳しく考察する。

結論を先取りして言えば、本節の分析から、当時の市場参加者は、貿易を通じた海外から国内への物価の波及メカニズムを明確に意識し、為替レートと海外物価の動きに注目していたことが見て取れる²²。一方、金融・財政政策については、為替レートと異なり、1932年当時の市場参加者にとっては、先行きの物価変動に対してそれがどのような影響を与えるかは必ずしも明確ではなかったように見受けられる。

為替レートと海外物価の動きについてみると、当時の代表的な経済雑誌のひとつである『東洋経済新報』は、毎号の巻頭に「各国物価比較」と題する計表を掲示し、第1次大戦前の1913年1月=100とする日米英の卸売物価の比較、ならびに同社が独自に計算した日本と英国の物価を金価値で換算した為替レート調整後の物価指数（1913年1月=100）を掲載していた（図表8）²³。同誌が本計表を掲載していたことは、読者の間に、第1次大戦前の物価を基準として、為替レート調整後の物価指数を比較するというニーズが存在していたことを示している。また、日米英の物価データは速報性が高く、各月の10日過ぎには前月の計数が掲載されていた。換言すれば、このデータは、当時の市場参加者が自らの予想形成のために重要と考え、かつリアルタイムに近いかたちで利用可能な情報であったと考えることができる。

これをみると、例えば1931年11月時点では米国物価83.6に対して日本の物価は為替レート調整前で116.0、為替レート調整後で114.9といずれも4割近く割高となっていた。これに対して、1931年12月には米国81.7に対して、日本は為替レート調整前では135.0と3ヶ月前に比べて2割近く上昇したが、為替レート調整後では86.5となり、米国に比べて5%程度の割高にとどまっている。その後、5月までは日米の価格差は日本が1割程度割高の水準で推移したが、6月には、日本の物価は為替レート調整前では122.4と前月比若干上昇したにもかかわらず、急激な円安が進んだことから為替レート調整後では66.9となり、第1次大戦後初めて日本の物価が米国に比べて割安となった。また、8月にはさらに円安が進んだことから、日本の物価は米国に比べて14%程度割安となった。日本の金本位制からの離脱とそれに続く円安の進行は、先行きの物価変動に関する市場参加者の予想形成に対して、リアルタイムで強い影響を与えたと考えることができる。

上記のような情報を得ていた市場参加者にとっては、英国が金本位制から離脱して日本が離脱するまでの3ヶ月間においては、「いずれ日本も離脱せざるを得なくなるのではないか」、「仮に日本が金本位制から離脱した場合には急速な円安が進むであろう」との予測は、十分に現実味のあるものであったとすることができる。さらに、日本が金本位制を離脱し

²² 1931年時点で輸出入あわせ貿易依存度（輸出入/GNP）は、24%（うち円ブロック外との貿易依存度は16%）に達し、主な輸出品は綿製品と生糸を中心とする繊維品であった。

²³ あわせて、中国（上海）の卸売物価指数と日本の物価を銀価値で換算した指数も掲載されていた。

た12月には、円安が物価を上昇させる方向に働くとの予測は、ほぼ確実なものと認識されていたと思われる。『東京株式取引所月報』（以下本項での引用は同じ）の1931年12月号は、「9月英国金本位制停止以来、旺盛を極めたドル買い思惑は政府の諸対策と年末の資金需要とによる金融硬化の重圧に漸次減少を来たし」ていたが、「中旬早々突如協力内閣論の提唱に政変の確実性とともて俄然金輸出再禁止見越しが台頭し」、「犬養政友会内閣成立し、予想のとおり金輸出再禁止が断行されるに及び、人気はさらに熱狂」した（原文は旧仮名遣い、以下同様）と伝えている。

一方、金融・財政政策については、以下でみるように、1932年当時の市場参加者にとっては、先行きの物価変動に対してそれがどのような影響を与えるかは必ずしも明確ではなかったように見受けられる。

高橋蔵相は、1932年3月8日に金融業者に対して、積極財政への転換を宣言するとともに、日本銀行による赤字国債の引き受け方針を表明したとされ、これが翌日の新聞に掲載された²⁴。これにあわせて、日本銀行は3月12日に金輸出再禁止後初めて利下げ（公定歩合：日歩1銭8厘＝年率6.57%を1銭6厘＝5.84%へ）を行った。さらに、5月に入ると、銀行券保証発行限度をそれまでの1.2億円から一挙に10億円へと拡張する兌換銀行券条例の改正案が具体化され、同改正案は5月3日に設置された特別金融制度調査会に付され、5月16日に同調査会で決定された。6月3日には、赤字国債の発行を含む補正予算案ならびに上記兌換銀行券条例改正案が議会で提出され、6月18日に成立した。この間、日本銀行は6月8日に2度目の利下げ（日歩1銭6厘＝5.84%を1銭4厘＝5.11%へ）を行った。したがって、1932年の3月から6月までの時期は、高橋財政下の金融・財政政策が具体化した時期と位置付けることができる。

これら金融・財政政策動向は、逐次新聞等で報道されていたが、それでは市場関係者は、こうした政策の変化が先行きの商品や有価証券の価格に対してどのような影響を及ぼすと考えていたのであろうか。

『東京株式取引所月報』（以下本項での引用は同じ）の1932年3月号は、「8日、大蔵大臣の金融緩和対策声明、11日、日本銀行金利の一銭六厘と二厘方引下げおよび英蘭銀行の第二次利下げがあったが未だ買気を刺戟するに至らず、却って買方の手仕舞売物の動機を与えた結果となった」と述べ、3月の段階では、政府の金融・財政政策が市場参加者の予想に大きな影響を与えるには至っていなかったことが見て取れる。4月についても、「金融界の実情は依然として梗塞を告げ、殊に地方金融界は著しく不良に瀕して急速に安定は望み難く」と述べるなど、金融・財政政策が市場において大きな材料とされることはなかった。5月に入ると、「上旬は日本銀行保証準備の10億円拡張、関税の引上げ等政府の財界諸対策が下旬召集の臨時議会を控えていよいよ具体化」しつつあること等が材料とされたが、「5.15事件は政府の財界諸対策の具体化による上旬の騰勢を一挙に挫折せしめ、また下旬初に組織されたる齋藤内閣は凶変後に台頭したる強力内閣出現期待の買い人気を頓挫」させたと

²⁴ 飯田・岡田(2004)、p.214。

している。銀行券の保証発行限度拡大は、金融政策運営上の制約を緩めると考えられた一方、ほぼ同時に発生した 5.15 事件は、政府の強力なリーダーシップのもとで大胆な政策変更が行われる可能性を殺ぐ外的なショックとして受け止められた。このため、5 月の段階では、市場参加者は、金融・財政政策面からデフレーションからインフレーションへの転換をもたらすような措置が実施される蓋然性は低いと考えていたことが見て取れる。

6 月に入ると、市場参加者の予想に変化が生じる。すなわち、「8 日の日本銀行の金利 2 厘方引下げおよび平価 5 分の 1 引下げ案（引用者注：政友会の案として報道されたが、実現はしなかった）大土木事業計画案その他農村救済策の続出」に加えて、「月初来の金融緩慢、低金利の情勢は次第に濃厚となり、24 日紐育準備銀行の利下げ」、「対米為替 30 ドル台割れを演ずるに至りて、綿糸、生糸等の暴騰」が注目を集めた。しかしながら、7 月には、「低金利情勢の停頓に加え、国際連盟問題懸念、政府の時局匡救対策失望、増税懸念等」が台頭し、とくに「臨時議会提出の政府の時局匡救策は期待に反して漸次縮小される観があり、さらに財政の赤字補充としての増税懸念さえ伝えられ」たため、株価は低迷した。8 月の相場は活況を呈したが、その「主因としては為替相場の惨落による商品相場の奔騰を挙げざるを得ない」と述べている。

上記の分析からは、1932 年前半を通じて、国内金融・財政政策が市場参加者の予想にまったく影響を与えなかったわけではないにしても、その度合いは為替レートの影響に比べてかなり小さかったことが見て取れる。さらに、市場参加者は、日本銀行の公定歩合と並んで、英米の中央銀行の公定歩合の変更にも強い関心を示しており、日本の金融政策が海外の金融政策から独立ではないと認識していたことが見て取れる。なお、この点に関連して、Shizume(2007)は、両大戦間期日本の金融政策運営について分析し、高橋財政期を含む両大戦間期を通じ、日本の金利が海外金利に追随していたことを示した。本稿の分析結果は、金融当局によるそうした政策運営の枠組みを、民間経済主体も認識して予想形成を行っていたことを示している。

一方、日本銀行による赤字国債の引き受け開始については、後世の目からは、巨額な財政赤字に対する中央銀行信用供与の途を開いたという意味で、政策の枠組み自体の大きな転換と受け止められたが、当時においては、必ずしも赤字国債の引き受けそのものが大胆なインフレに直結する政策の枠組みの大転換として受け止められていたわけではなかった。この点に関連して、井手(2006)は、赤字国債の引き受け自体は、日本が金本位制に復帰していた 1930 年 2 月から 12 月にかけて大蔵省と日本銀行が共同で設けた「日本銀行制度改善に関する大蔵省及日本銀行共同調査会」での検討を経て、1931 年 4 月に両者の間で合意に達していたことを明らかにした。その合意内容は、日本銀行がいったん引き受けた国債を、時期をみて金融機関に売却する公開市場操作（国債の売りオペレーション）を行い、国債の引き受けが通貨の大幅な増発につながらないようにする、というものであった。当時日本銀行副総裁であった深井英五は、おそらくはこうした事務方での検討結果を踏まえて、1931 年 12 月の金本位制離脱の際に、高橋蔵相に「通貨の価値を妥当に維持し、通貨に対

する信用の動揺を防ぐために通貨政策上一層慎重の注意を要すること、金本位制の束縛がないのに乗じて通貨発行の節制がゆるがせにならないようにすること」を進言したとみられる。実際に、日本銀行は、高橋財政期（ならびにその後の時期）を通じて、引き受けた国債の大半を売りオペにより民間金融機関に売却しており、深井自身も、少なくとも高橋財政期においては、こうしたオペレーションの結果、インフレの抑制に成功した、と評価していた²⁵。

以上みてきた 1931 年後半から 1932 年中の市場関係者のコメントからは、以下の点が観察できる。

為替レートが物価に与える影響については、市場参加者の間ではっきりとしたコンセンサスがあり、英国の金本位制離脱後まもなくの時期から、日本も早晩金本位制を離脱して円安が進み、これが物価を押し上げる方向に働くとの見込みが台頭し、さらに日本が実際に金本位制を離脱して円安が進んだ 1931 年末から 1932 年中を通じて、市場参加者の予想をインフレ方向に誘導していた。こうした傾向は、とくに原料の仕入れや製品の販売の面で海外に依存する度合いの高い商品についてより顕著であった。

財政・金融政策については、先行きの政策の方向性ならびにその効果について市場参加者の見方は必ずしも一致せず、したがってこれが市場参加者の予想に影響を与えることによって、実際に政策が発動される以前の段階から政策効果を有していたとの証拠は見出せない。このうち金融政策については、市場関係者は、金本位制離脱後も日本の金融政策は海外（とくに英国）の金融政策の影響を脱していないと認識していた。また、日本銀行による国債の引き受けについては、1932 年の段階では、市場参加者はこれが将来において急激なインフレを発生させ得るような大胆な政策変更を含意しているとは考えていなかったように見受けられる。

市場参加者の間で、デフレからインフレへの局面の変化が明確に意識されるようになったのは 1932 年 8 月頃、そうした認識が市場全体に広がったのは同年 10 月頃と考えられる。この背景には、年初からの円安の効果が諸物価に波及してきたこと、農村地域をはじめとする財政資金の散布や海外と歩調をあわせた金利引き下げの効果、円安に伴う輸出増が現実のものとなってきたことが挙げられる。

5．現先スプレッドからみた金解禁期から高橋財政開始初年にかけての予想の変化

飯田・岡田(2004: p.213)には、推計によって導出された「先行き 1 年間の予想物価変動率」と、当該期間の事後的な物価変動率を示した図が掲載されている。これによれば、1931 年 9 月～11 月と 1932 年 4 月の 2 回にわたり、事後的な物価変動を事前に予測するかたち

²⁵ 深井(1941: pp.312-313)は、1933 年 6 月に開催されたロンドン国際経済会議に日本の全権委員として参加した深井が、各国の中央銀行代表に日本銀行による国債引き受け（ならびに引き受けた国債の売りオペ）の方法について説明したところ、「大概の人はその妙案たることを賞賛した」と回顧している。

で「インフレ予想のジャンプ」が生じたとされている。ここでは、飯田・岡田と同様の考え方に立ち、商品先物市場の現先スプレッドから導出した予想物価変動率をもとに、金解禁期～高橋財政初年すなわち 1930 年～32 年の 3 年間について、当時の市場参加者の予想の変化をみる。

各商品先物の当月限 = 現物価格と最長期物の価格のスプレッドを予想価格変動率とみなし、当該期間の事後的な物価変動率とともに示したものが、図表 9 である。なお、飯田・岡田では予想期間を先行き 1 年間としているが、先物の場合には上場されている期間が 1 年未満であり、かつ商品によって区々であるため、本稿では、季節調整済みの計数を使用して上場期間中の価格変動率を計算している。具体的には、米は 2 ヶ月先、生糸は 4 ヶ月先、砂糖は 5 ヶ月先、綿花と綿糸は 6 ヶ月先までを予想期間とする。図中の縦線は、飯田・岡田(2004)において予想の転換点となり得るとされた出来事が発生した月を示している。すなわち、1931 年 9 月(英国の金本位制離脱)、同年 12 月(日本の金本位制離脱)、1932 年 3 月(赤字国債の日銀引き受け方針の表明)、1932 年 11 月(赤字国債の日銀引き受けの開始)である。

これをみると、第 1 に、現先スプレッドから導出される各商品の予想価格変動率は、飯田・岡田(2004)に描かれている予想価格変動率の動きと異なり、必ずしも事後的な価格変動率に沿った動きをしていない。また、予想された価格の変動は事後的な価格の変動よりも小さくなっている²⁶。このことは、経済情勢の変化が激しいこの時期において、事前に得られる情報が制約されていたため、市場参加者にとっては、将来の急激な価格変動を事前に正確に見通すことが困難であったことを示唆している。

第 2 に、綿花、綿糸については、1931 年後半から 12 月にかけて、生糸については、同じく 1931 年後半から 1932 年 5 月にかけて、インフレ予想が強まっている一方、米については、1931 年後半から 1932 年初にかけてインフレ予想が後退し、砂糖については同じ時期にデフレ予想が強まっていることが見て取れる。このことは、この時期の市場参加者の間では、インフレは主として円安に伴う輸出価格の上昇を通じて海外部門からもたらされるものであり、金融・財政政策の影響をより直接的に受けるはずの国内部門は、むしろデフレ傾向が強まるとの認識が存在していたことを示唆している。

第 3 に、飯田・岡田が指摘している 1931 年 9 月～11 月と 1932 年 4 月の 2 回の「インフレ予想のジャンプ」と整合的な動きとしては、綿花と綿糸における 1931 年後半から同年 12 月ないし翌年 5 月にかけてのインフレ予想の高まりを挙げることができる。しかしながら、1931 年 9 月～11 月と 1932 年 4 月の予想の変化が他の月と比べて特段に大きいわけではない。このことは、単月のニュースに反応して市場参加者の予想が大幅に変化したわけではなく、最新の情報を織り込みながら徐々に予想の修正が行われていたことを示唆している。

²⁶ この点は、3.(1)b.(a)において、サンプル期間全体を通じて確認されている。

6. むすびに代えて

本稿では、計量分析ならびに文献資料に関する分析の結果から、両大戦間期とりわけ金解禁期から「高橋財政」初期にかけての日本の市場参加者は、将来の価格に関する予想形成において、主として内外価格差に着目していた一方、(日本銀行による国債引き受けを含む)国内金融・財政政策の影響についてはそれが先行きの物価に大きな影響を与えるとは認識していなかったことを示した。

まず、計量分析の結果、予想価格変動率の代理変数である商品先物価格の現先スプレッドを被説明変数とする推計において、説明変数のうち、内外価格差は綿花、綿糸、生糸、砂糖の4商品について統計的に有意であった一方、通貨供給量は砂糖以外の商品について統計的に有意ではなかった。次に、業界誌に掲載されていた「市況」欄のコメントをみると、市場参加者の間では、為替レートが先行きの物価に影響を与えることについては明確に認識されていた一方、金融・財政政策が先行きの物価にどのような影響を与えるかは必ずしも明確でなかったことが示された。また、金本位制からの離脱と高橋財政の開始という政策の大きな変化が生じた1931年後半から1932年前半にかけての時期について、現先スプレッドから導出される予想物価変動率をみると、インフレーションは主として円安に伴う輸出価格の上昇を通じて海外部門からもたらされ、金融・財政政策の影響をより直接的に受けるはずの国内部門は、むしろデフレ傾向が強まるとの認識が存在していたことが示唆された。

本稿の分析は、飯田・岡田(2004)において提示された「金本位制離脱ならびに赤字国債の日銀引受けという2つの政策変化が、政策発動前の段階で人々の物価変動予想に変化を与えた」という仮説のうち、前半部分すなわち金本位制離脱については整合的であるが、後半部分すなわち赤字国債の日銀引受けについては否定的な結果となっている。

本稿の分析を通じて、両大戦間期とりわけ高橋財政初期においては、日本の市場参加者は、固定為替相場制下の開放小国を前提に将来の価格変動を予想していた一方、閉鎖経済ないし変動相場制を前提に、自国が海外から独立した金融政策を行っていると考えていたわけではないことが示唆された。

今後は、本稿で分析した市場参加者の予想形成のあり方を踏まえつつ、両大戦間期日本のマクロ経済政策の運営実態についての研究を継続していくこととしたい。

(補論1) 日本の商品先物市場の沿革と商品先物取引の概要²⁷

日本における商品先物市場の始まりは、大坂堂島の米先物市場である。江戸時代に入り全国の米流通の中心的市場となった大坂では、17世紀中葉までには商人たちが当時最有力の米問屋であった淀屋の邸宅前に集まり、米の現物売買、具体的には蔵米切手(領主米の倉荷証券)の市場売買を行なうようになった。淀屋が没落した後の1697(元禄10)年に堂島に移動し、堂島米会所と称したが、それからまもなく一種の先物取引である「延取引」が行なわれるようになり、18世紀初頭には、組織的な先物市場取引である「帳合米取引」が考案、実施された。これは、1年を3期に分け、特定の銘柄を建物米に指定し、期日までの反対売買による差金決済を原則とするものであり、専門の清算・担保機関(遣繰両替屋)を備えた。時代によって変遷を経たものの、「帳合米取引」の用語や取引仕法は、その後の日本の取引所取引の原型となった。1730(享保15)年には、堂島米会所が幕府によって公許され、その後は全国各地の米集散地に米会所が設立されるようになった。

明治に入り新政府は、1869(明治2)年に堂島をはじめ各地の米会所の取引を賭博に類するものとして一律に禁止したが、2年後の1871(明治4)年に大阪の堂島米会所の設立を改めて許した。新しい堂島米会所では、毎月月末に決済を行なう「限月米」制度を採用し、期日までに反対売買によって決済されない場合には現物米(正米)により受渡しを行なうこととし、摂津中米を標準物とし格付検査によって代用米の受渡しを認めた。堂島に続いて同様の取引仕法による米会所が各地に再び設立された。政府は、1876(明治9)年に取引所に関する最初の成文法である米商会所条例を制定し、取引所の運営は株式会社組織によることを原則と定めた。なお、1878(明治11)年には、株式取引所条例が制定され、東京、大阪、横浜に株式取引所が設立されたが、本条例は、米商会所条例に倣ったものであった。1893(明治26)年にすべての取引所を対象とする取引所法が公布されると、株式会社組織の取引所の設立が相次いだ²⁸。

本稿で分析の対象とする商品先物市場は、大阪堂島米穀取引所(上記大阪米会所の後身)の米、大阪三品取引所(1894(明治27)年に大阪系・綿・木綿取引所として設立)の綿花と綿糸、横浜取引所(1894(明治27)年設立)の生糸、大阪砂糖取引所(明治期に一時存在したが、1902(明治35)年にいったん廃止され、1925(大正14)年に再び設立)の砂糖、の5品目の市場である²⁹。いずれの取引所も明治以来の歴史を有している。なお、これらの商品を分類すると、生産面では、米、生糸が国産品、綿花、砂糖は輸入品としての性格が強く、綿糸は輸入原材料の国内加工による半製品といえる。最終需要面では、米、砂糖が国内消費向け、生糸、綿糸、ならびに綿糸の原料としての綿花は輸出向け商品としての性格が強かったといえることができる。

²⁷ 本節の記述は藤田(1931)、pp.43-55に拠っている。

²⁸ 取引所法第5条では、「取引所ハ土地商業ノ情况及売買取引スヘキ物件ノ種類ニ依リ会員組織又ハ株式会社組織ト為スコトヲ得」とされたが、実際にはほとんどが株式会社組織による運営であった。

²⁹ 各商品の詳細は補論を参照。

明治以降の日本の商品先物取引は米に倣って限月制度を採用し、原則として上場最終月の月末までに反対売買により決済されていない残高は現物で決済された。限月の期間は商品によって異なり同一商品でも時期によって異なることがあったが、本稿が分析対象とする期間(1927~1937年)においては、米の場合には3ヶ月分(当月限、翌月限、翌々月限)、綿花と綿糸の場合には7ヶ月分、生糸の場合には5ヶ月分、砂糖の場合には6ヶ月分が同時に上場されていた³⁰。取引所では日祭りと月末の清算期間を除き原則として毎日立会取引が行われ、政府公認の取引人により相対取引と競取引が併用された。現物受渡しの際の標準物が定められ、市場取引はこの標準物の価格によることとし、受渡しに使用する現物が標準物と異なる場合には、格付けにより標準物との価格差を調整することになっていた。

(補論2) 使用データの詳細

1. 商品先物価格

a. 米

大阪堂島米穀取引所相場(摂津中米³¹、当月限・翌々月限、1918年9月~39年8月)

(資料) 大阪市『大阪市統計書』、大阪府『大阪府統計書』、大阪堂米会『大阪堂米会報』、中澤弁次郎(1933)『日本米価変動史』明文堂(上記統計書の欠損値を補完するとともに、統計書データの明らかな誤りを修正)

b. 綿糸

大阪三品取引所綿糸相場(左撚20番手³²、当月限・7月限、1913年1月~37年12月)

(資料) 日本銀行調査局『本邦経済統計』、東洋経済新報社『経済年鑑』、『大阪三品取引所月報』

c. 綿花

大阪三品取引所綿花相場(strict middling³³、1927年1月~40年11月)

(資料) 大阪府『大阪府統計書』、『大阪三品取引所月報』

³⁰ 取引所法第18条(1922<大正11>年改正)では、「取引所ノ売買取引ノ期限ハ有価証券ニ在リテハ3箇月、米ニ在リテハ3箇月、蚕糸ニ在リテハ6箇月、其ノ他ノ商品ニ在リテハ勅令ノ定ムル期間ヲ超ユルコトヲ得ズ」、これに基づく取引所令第8条では、「売買取引ノ期限ハ綿花、綿糸又ハ綿布ニ在リテハ12箇月、青豌豆、鶉豆、馬鈴薯澱粉、砂糖又ハ肥料(鯀肥料ヲ除ク)ニ在リテハ6箇月、小麦、大豆、小豆又ハ鯀肥料ニ在リテハ3箇月ヲ超ユルコトヲ得ズ」としている。

³¹ 摂津産中等米の意味。

³² 左巻きに撚った糸で20纒(1纒<かせ>=840ヤード)の重さが1ポンドのもの。

³³ 米国政府の定めた9等級のうちの5番目の等級。

d. 生糸

横濱取引所高低相場（白 14 デニール³⁴、1923 年 12 月～39 年 11 月）

（資料）株式会社横濱取引所『営業報告書』、株式会社横濱取引所『生糸月報』

e. 砂糖

大阪砂糖取引所売買相場（分蜜糖中双目³⁵、1925 年 12 月～38 年 12 月）

（資料）大阪府『大阪府統計書』

2. その他

a. 卸売物価

日本：日本銀行調べ

（資料）日本銀行調査統計局『明治以降卸売物価指数統計』

米国：Bradstreet's 社調べ

（資料）NBER Macrohistory Database:

<http://www.nber.org/databases/macrophistory/data/04/m04049.db>

b. 対米ドル為替レート

横浜正金銀行電信売相場

（資料）大蔵省理財局『金融事項参考書』

c. 通貨供給量

現金通貨流通高

（資料）大蔵省理財局『金融事項参考書』

（参考文献）

飯田泰之・岡田靖（2004）「昭和恐慌と予想インフレ率の推計」、岩田規久男編著『昭和恐慌の研究』、東洋経済新報社

石井寛治・原朗・武田晴人編（2002）『日本経済史 3：両大戦間期』、東京大学出版会

井手英策（2006）『高橋財政の研究』、有斐閣

伊藤隆敏（1993）「18 世紀、堂島の米先物市場の効率性について」、『経済研究』第 44 巻第 4 号

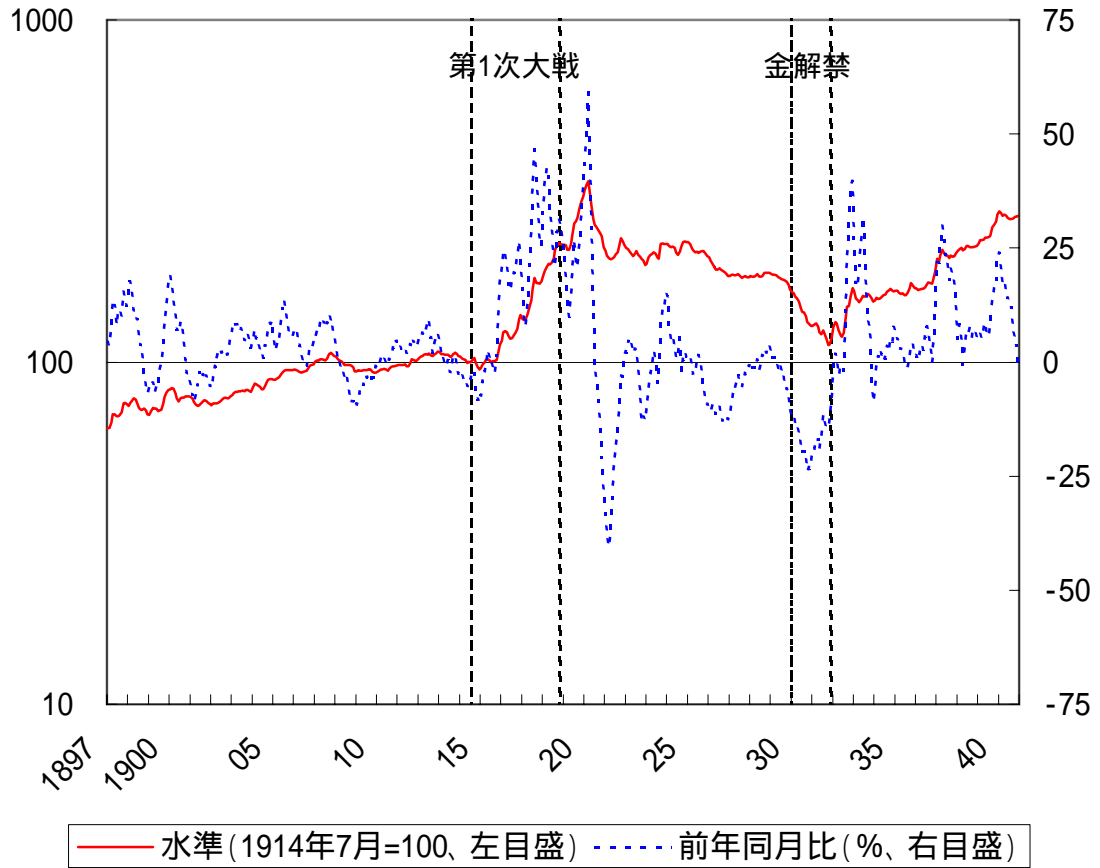
伊藤正直（1989）『日本の対外金融と金融政策：1914～1936』、名古屋大学出版会

³⁴ 白色で 450 メートルの重さが 0.05 グラム（1 デニール）の 14 倍のもの。

³⁵ 台湾産の精糖（完成品）原料となる中間製品の銘柄。

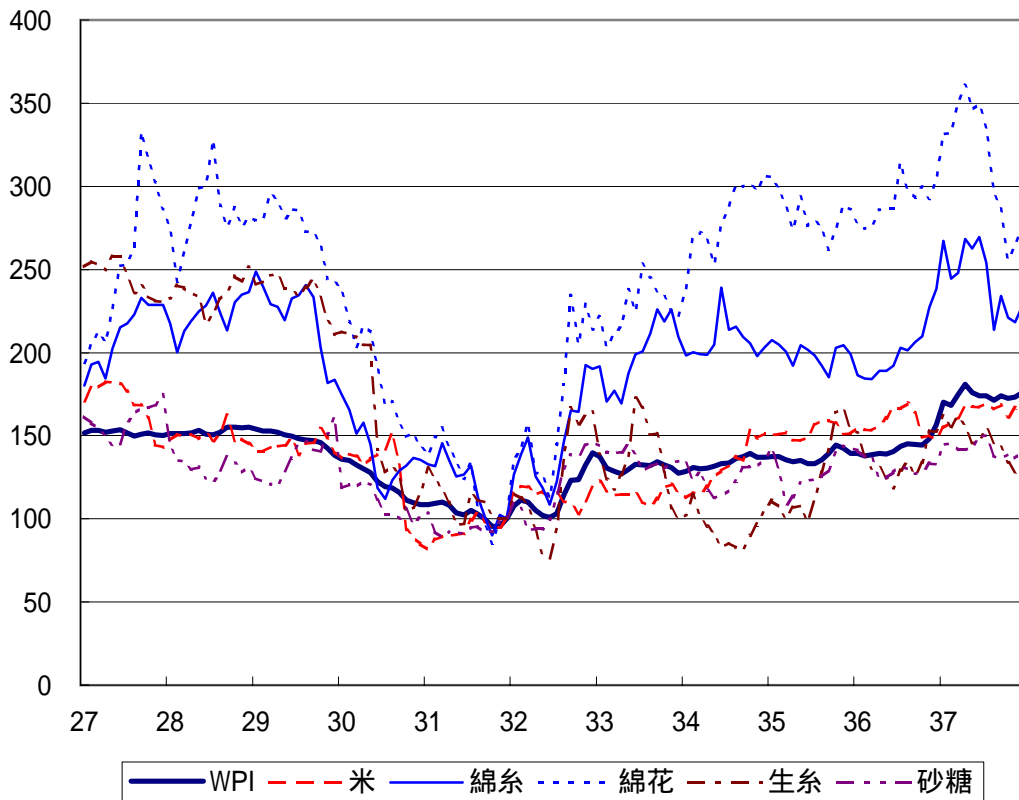
- 岩田規久男編 (2004) 『昭和恐慌の研究』、東洋経済新報社
- 植田和男 (2005) 『ゼロ金利との闘い』、日本経済新聞社
- 梅田雅信 (2006) 「1930年代前半における日本のデフレ脱却の背景：為替レート政策、金融政策、財政政策」、『金融研究』第25巻第1号、日本銀行金融研究所
- 大蔵省昭和財政史編集室編 (1965) 『昭和財政史』第1巻(総説)、東洋経済新報社
- 片岡豊・丸淳子・寺西重郎 (2004) 「明治後期における株式市場の効率性の分析(下)」、『証券経済研究』第48号
- 佐野包治 (1936) 『証書貸付事務』、文雅堂
- 社会経済史学会編 (1982) 『1930年代の日本経済』、東京大学出版会
- 長幸男 (1973) 『昭和恐慌 日本ファシズム前夜』、岩波書店
- 中村隆英 (1971) 『戦前期日本経済成長の分析』、岩波書店
(1978) 『昭和恐慌と経済政策』、日経新書
- 中村隆英編 (1981) 『戦間期の日本経済分析』、山川出版社
- 深井英五(1941) 『回顧七十年』、岩波書店
- 藤田國之助 (1931) 『取引所論』、千倉書房
- Cecchetti, Stephen G. (1992), "Prices During the Great Depression: Was the Deflation of 1930-1932 Really Unanticipated?" *The American Economic Review*, 82-1, pp.141-156.
- Fama, Eugene F. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *The Journal of Finance* 25-2, pp.383-417.
- Hamilton, James D. (1987), "Monetary Factors in the Great Depression," *Journal of Monetary Economics* 19, pp.145-169.
- Hamori, Shigeyuki, Naoko Hamori, and David A. Anderson (2001), "An Empirical Analysis of the Efficiency of the Osaka Rice Market during Japan's Tokugawa Era," *The Journal of Futures Markets*, 21-9, pp.861-874.
- Shizume, Masato (2007), "A Reassessment of Japan's Monetary Policy during the Great Depression: The Constraints and Remedies," *RIEB Discussion Paper*, 208, Kobe University.
- Wakita, Shigeru (2001), "Efficiency of the Dojima Rice Futures Market in Tokugawa-period Japan," *Journal of Banking and Finance*, 25, pp.535-554.

(図表1) 卸売物価指数



(資料) 日本銀行調査統計局『明治以降卸売物価指数統計』

(図表2) 卸売物価と各商品価格 (1931年12月=100)



(資料) 日本銀行調査統計局『明治以降卸売物価指数統計』、大阪堂米会『大阪堂米会報』、大阪三品取引所『大阪三品取引所月報』、横浜取引所『営業報告書』および『生糸月報』、大阪府『大阪府統計書』

(図表3) 卸売物価と各商品の現物価格の相関係数(対数値)

	WPI	米	綿糸	綿花	生糸	砂糖
WPI	1.00	-	-	-	-	-
米	0.83	1.00	-	-	-	-
綿糸	0.90	0.66	1.00	-	-	-
綿花	0.88	0.73	0.93	1.00	-	-
生糸	0.58	0.48	0.45	0.38	1.00	-
砂糖	0.78	0.67	0.75	0.73	0.57	1.00

(資料) 図表2に同じ。

(図表4) 現先スプレッドと現実の価格変動の標準偏差(年率、%)

	米	綿糸	綿花	生糸	砂糖
現先スプレッドの標準偏差(A)	26.7	12.5	11.9	11.6	43.4
現実の価格変動の標準偏差(B)	58.7	53.2	49.1	119.2	34.1
(A/B)	0.45	0.23	0.24	0.10	1.27

(注) サンプル期間は、米：1918年9月～1939年6月、綿糸：1913年1月～1937年6月、綿花：1927年1月～1940年5月、生糸：1923年12月～1939年7月、砂糖：1925年12月～1938年7月。

(図表5) 予測誤差のt検定結果

	米	綿糸	綿花	生糸	砂糖
予測誤差の平均(A)	9.4	14.2	6.5	21.5	0.0
予測誤差の標準偏差(B)	54.7	53.0	46.9	115.0	35.9
t値(A/B)	0.17	0.27	0.14	0.19	0.00

(注) サンプル期間は、米：1918年9月～1939年6月、綿糸：1913年1月～1937年6月、綿花：1927年1月～1940年5月、生糸：1923年12月～1939年7月、砂糖：1925年12月～1938年7月。

(図表6) 計量分析の結果

$$\text{推計式: } \log \left[\frac{f_t}{s_t} \right] = \alpha_0 + \sum_{i=1}^6 \alpha_{1i} \left[\log \frac{p_{t-i} \cdot e_{t-i}}{p_{t-i}^*} \right] + \sum_{i=1}^6 \alpha_{2i} \log \left[\frac{m_{t-i}}{m_{t-i-1}} \right] + \varepsilon_t$$

推計期間: 1927年7月 ~ 1937年12月 (サンプル数125)

	米	綿花	綿糸	生糸	砂糖
係数					
定数項	0.110 (0.192)	0.023 (0.306)	-0.177 (0.210)	0.003 (0.167)	0.069 (0.149)
内外価格差(-1)	-0.091 (0.085)	-0.322 (0.141 **)	-0.280 (0.084 ***)	-0.238 (0.050 ***)	0.175 (0.108)
(-2)	0.035 (0.087)	0.217 (0.080 ***)	0.100 (0.098)	0.021 (0.065)	-0.338 (0.125 ***)
(-3)	0.022 (0.059)	-0.196 (0.109 *)	-0.197 (0.119)	-0.026 (0.065)	0.131 (0.126)
(-4)	-0.005 (0.088)	0.147 (0.061 **)	-0.018 (0.081)	0.082 (0.074)	-0.097 (0.102)
(-5)	0.018 (0.080)	0.079 (0.096)	0.145 (0.079 *)	0.150 (0.124)	0.028 (0.137)
(-6)	-0.003 (0.087)	0.073 (0.135)	0.285 (0.094 ***)	0.010 (0.051)	0.081 (0.153)
マネーサプライ(-1)	0.127 (0.245)	0.050 (0.100)	0.100 (0.115)	-0.042 (0.109)	-0.015 (0.105)
(-2)	-0.035 (0.068)	-0.148 (0.158)	-0.146 (0.184)	0.010 (0.095)	-0.049 (0.121)
(-3)	-0.036 (0.049)	0.068 (0.289)	0.001 (0.178)	0.118 (0.157)	0.141 (0.220)
(-4)	-0.050 (0.069)	-0.153 (0.194)	-0.039 (0.154)	0.090 (0.079)	0.197 (0.085 **)
(-5)	0.005 (0.049)	0.146 (0.136)	0.030 (0.110)	0.114 (0.084)	-0.072 (0.148)
(-6)	-0.099 (0.084)	-0.040 (0.136)	-0.042 (0.113)	0.118 (0.107)	-0.027 (0.137)
Wald統計量					
内外価格差	2.36	20.20 ###	40.25 ###	35.35 ###	22.73 ###
マネーサプライ	3.58	4.58	8.92	4.50	31.18 ###

- (注) 1. カッコ内は系列相関修正済み標準誤差。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。
 なお、系列相関修正に用いるラグ数は12とした。
 2. Wald検定結果の###は1%水準でラグ項の係数がすべてゼロであるとの帰無仮説が棄却されることを示す。
 3. データには季節調整(X-12-ARIMA)を施している。

(図表7) 市場関係者の着目点(: 価格上昇要因、× : 価格下落要因)

資料: 『銀行通信録』、『大阪商工会議所月報』、『東京株式取引所月報』

			(堂島相場)	
			前月比	先物/当月
米(大阪堂島米穀取引所・東京米穀商品取引所)				
為替政策関連				
金融・財政政策関連				
1931年1月			その他(需給・政治要因等)	
2月			売行き良好、政府米価対策、× 豊作	-4.1 -0.2
3月			政府買上げ	7.2 -1.2
4月		一般物価上昇	株高	2.2 2.7
5月			× 株安	1.0 4.7
6月			消費旺盛、× 朝鮮米出回り	0.5 3.2
7月			米穀法改正、空梅雨、米国戦債猶予案(下旬)、× 正米安	0.8 4.5
8月			冷夏・天候不順	8.7 5.9
9月	× 英金本位停止による経済不安		天候不順、作柄悲観(月初)、× 天候立直り	5.5 6.7
10月			× 日中衝突による経済不安、天候順調・作柄持ち直し、在庫米多量	-6.3 3.9
11月			減収期待、× 在庫米多量、政府買上げ期待外れ、対中問題の財界全体への波及懸念	-4.2 3.4
12月	金輸出再禁止		収穫予想下方修正、× 在庫米多量	1.2 5.5
1932年1月			収穫減予想、総選挙を控え政府の米穀策期待、× 日中衝突、政局不安、産地在庫多量	5.2 9.1
2月			上海増兵、先行き供給不足観測、× 高値警戒、与党大勝で利食い、対中問題解決難	16.5 7.3
3月		日銀利下げ	在庫減、政府基準価格改訂、× 外米輸入許可	2.8 5.1
4月		日銀制度改正案、× 金融梗塞	政府の米買上げ期待、× 対中関係懸念、大量在庫米	-0.8 4.1
5月			政府米買換え発表、× 5.15事件、株安	-3.8 4.8
6月		日銀利下げ、農村救済策、インフレ政策期待、× 政府対策実行難予想	× 朝鮮好雨	2.0 3.8
7月			× 在庫米豊富、天候良好	-2.7 3.0
8月	円安加速による株高		× 在庫米豊富、天候良好	1.6 1.8
9月			政府の時局匡救策決定、× 天候良好、政府の対策期待薄	-4.0 0.7
10月			政府の買入れ期待、台風・冷害懸念、× 産地売物豊富、朝鮮米入荷増予想	-1.3 4.8
11月			政府買上げ決定、× 前年産米在庫豊富	-5.6 3.8
12月			古米整理進捗、新穀遅延・収穫予想減、政府買上げ	6.7 4.1
			株高、朝鮮米の政府買上げ	8.6 5.1
綿花(大阪三品取引所・東京米穀商品取引所)				
為替政策関連				
金融・財政政策関連				
その他(需給・政治要因等)				
1931年1月			綿糸操短、ランカシャー綿布工場閉鎖、インド向け輸出活況、× 海外市況不調	-3.6 2.4
2月			ランカシャー綿布工場閉鎖、アジア欧州からの引合増	8.1 2.5
3月			製品売行き良好、× 国内株反落、米国農事局買い支え策放棄報道	3.4 3.8
4月			× 米国減収期待外れ懸念、米日株安、紡績操短緩和決定、中国糸輸入増、製品輸出不振	-7.6 4.7
5月			× 米国株安、製品安	-5.7 3.3
6月			フーバー大統領の米国戦債猶予案(下旬)、× 海外市況安	-7.9 8.7
7月			フーバー案、× 米国植付予想比増、作柄良好、独経済危機、米国鉄鋼減配、中国日貨排斥	7.8 3.7
8月			インド天候不良、× 米国収穫予想上振れ・天候良好	-21.8 4.9
9月	× 英国金本位停止		× 米国作柄良好・株安、満州事変・中国排日激化	-7.8 3.7
10月	金輸出再禁止説台頭		米綿欧州アジア買付、× 製品市況不振、米綿収穫予想増	-11.5 16.7
11月			安値反動狙いの買い、× 米国財界悪化・株穀物安、製品市況不振	17.6 9.3
12月	金輸出再禁止		滴蒙独立機運	-0.2 21.0
1932年1月			製品売行き良好のため紡績会社の原綿手当て旺盛	36.1 10.4
2月	円安		製品好売行きによる紡績会社の原綿手当て旺盛、米国反デフレ政策具体化	4.5 14.7
3月	× 円反騰		× 海外材料安、国内外製品売れ行き不振のため紡績会社手当て控え	10.7 6.3
4月			× 海外市況不振、国内外製品売行き不良のため紡績商談不振	-18.7 11.7
5月	× 米国金輸出禁止説		× 海外市況不振	-0.8 10.3
6月	円安		米国天候不良、製品海外売行き活発、海外市況強調、× 紡績会社手当て慎重	-11.7 14.5
7月			米国天候不良(上旬)、× 米国天候回復、日米株安、インド関税問題、製品市況不味	28.6 7.3
8月	円安加速	一般商品・株高	米印作柄不良・原綿高、× インド関税引上げ決定	25.2 18.1
9月	× 円ジリ高		× 米綿増収予想、実需一服、満州国承認に伴う対外関係悪化懸念	29.7 2.4
10月	円安(下旬)	他商品・株式高(中下旬)	製品内外需旺盛(中下旬)、× 米国収穫上振れ・相場下落	-12.5 7.4
11月	円続落	他商品・株式高	紡績会社先物手当て旺盛、× 米国収穫上振れ、操短緩和決定	11.7 4.9
12月	× 政府の為替安定策観測	株高	米綿安、紡績会社先物手当て完了	-6.6 6.2

(図表7) 市場関係者の着目点(:価格上昇要因、×:価格下落要因)

資料:『銀行通信録』、『大阪商工会議所月報』、『東京株式取引所月報』

綿糸(大阪三品取引所・東京米穀商品取引所)			(大阪相場)		
年月	為替政策関連	金融・財政政策関連	その他(需給・政治要因等)	前月比	先物/当月
1931年1月			国内向け綿布出荷増、ランカシャー綿布工場閉鎖、×銀安・上海綿糸安、中国新輸入税実施、前月生産増	-2.2	-13.2
2月			国内向け綿布好売行き、ランカシャー綿布工場争議、米・印綿相場高	-0.7	-4.9
3月			国内織物業界好況、在庫減、銀高	10.3	-7.0
4月			×操短緩和、在庫過剰、米国財界不況、国内株安、一般物価安	-7.1	-7.9
5月			4月生産予想比減、×米国株安・綿安、国内売行き不振、官吏減俸問題	-7.0	-6.9
6月			米国株高・フール・戦債猶予案、海外(中印)引合増、×国内出荷不振、綿布問屋倒産	0.6	-6.1
7月			フーパー景気、操短継続、インド・中近東向け成約、×独経済危機	4.5	-5.4
8月			米国救済策期待、×米綿豊作予想・在庫高、世界需要停滞、対中問題懸念、英国政界危機	-14.6	-4.0
9月	×英国金本位停止		×米綿収穫予想上振れ、国内在庫・生産予想比増、満州事変・排日懸念	-10.8	-0.9
10月	金輸出再禁止説台頭	×日銀利上げ	操短拡大、米綿相場反発(月末)、×米綿安	-10.5	6.8
11月	金輸出再禁止説、対米為替下落	×日銀利上げ	減産発表、×米株安、在庫高水準	13.6	2.3
12月	金輸出再禁止・円安、×為替不安定による輸出成約難		×内外実需不振	-2.3	14.1
1932年1月	円安	積極政策期待による株高	アジア向け商談増、×上海事変・国際連盟形勢不利	26.8	8.8
2月	円安		米国反デフレ政策、満州新興期待、上海紡績閉鎖でアジア引合増、×内需不振	9.3	8.0
3月	×円高	×地方金融逼迫	満州向け好売行き、×米国インフレ政策無効、インド関税引上げ懸念	7.5	-1.9
4月	円安	発券制度改革、×内需滞貨で金融梗塞	上海停戦成立、英国利下げ、減産発表、×内需滞貨で金融梗塞	-15.6	4.6
5月	円安、×米国金禁輸説		英国利下げ、×内需不振、5.15事件、中国排日、インド騒乱、在庫増	-5.8	7.9
6月	円安、政友会の平価切下げ案	日銀利下げ、インフレ政策転向	アジア向け商談成立、減産効果、×内外実需不振、インド関税引上げ運動	-8.2	9.2
7月	円安、下旬貿易出超		近東・インド・エジプト向け商談成立、×インド関税問題、内需不振、在庫増	12.6	6.8
8月	円安加速	日銀・郵便貯金利下げ	米綿収穫予想減、在庫薄、紡績操短強化、×インド関税引上げ決定	19.5	10.3
9月	円高		米国高値(下旬)、紡績手当て増、×米綿増収予想、実需一巡、輸出一服	13.0	7.4
10月	円安	インフレ政策の実効確認	製品輸出増、採算改善、実需台頭、×米綿収穫上振れ・相場下落、リットン報告書不利	-0.5	7.4
11月	円安による輸出増、政府の為替安定策・正金銀行ドル売	インフレ政策受け国内市場好転	ルーズヴェルト当選、×米綿収穫上振れ、操短緩和	17.0	-1.2
12月	×ボンド安・英製品と競合観測、政府の為替安定態度表明	インフレ政策期待	株高、×米綿収穫上振れ、紡績増産	-1.1	-1.5
生糸(横浜取引所)			(横浜相場)		
年月	為替政策関連	金融・財政政策関連	その他(需給・政治要因等)	前月比	先物/当月
1931年1月			米国市場活況	14.3	-1.1
2月			×米国株式不況	-4.9	-0.4
3月			米国向け売行き好調	-5.7	2.6
4月			×米国不況	-6.2	0.3
5月			×米国消費減少	-12.4	6.8
6月			フーパー戦債猶予案、×米国市場不況	0.7	8.0
7月			×ドイツ経済危機、フーパー案の成否不透明	19.0	-0.5
8月			×フーパー景気反動、夏秋蚕減収・繭高、直輸筋買い	-3.7	1.1
9月	×英国金本位停止		安値では米国筋注文来電、×米国各市場不況	-1.0	0.0
10月	×英国金本位停止後の不安		×米国財界不況、滿蒙問題未解決	-8.2	2.8
11月			直輸筋買い、NY高値、×英国財界不安で米連れ安、NY在庫増加	-0.9	7.4
12月	金輸出再禁止・円安		×NY市場系値下落	-0.2	10.3
1932年1月	×円反騰		直輸筋買い、在庫薄	15.6	5.2
2月	円安		商館筋・直輸筋買い、×中日関係による米対日感情悪化・経済封鎖懸念	-2.6	7.4
3月	円安		×米国経済界不況、米市況下落、NY在庫激増	-3.9	7.0
4月			滞貨生糸処分による糸価維持案発表、×NY市場安	-13.4	10.4
5月			×米国需要不振、滞貨生糸処分難	-16.7	17.3
6月	円安		政府買上げ	-2.3	11.2
7月	円安		米国経済回復期待	22.6	-1.7
8月	円安加速		米国株活況	46.7	-2.1
9月	×円高		×仮需一段落	21.7	-2.4
10月	円安		×リットン報告書不利	-6.0	-2.1
11月	円安		NY市場活況、ルーズヴェルト当選	3.3	1.8
12月			国内株高、×NY市場安値	1.4	1.8

(図表7) 市場関係者の着目点(: 価格上昇要因、× : 価格下落要因)

資料: 『銀行通信録』、『大阪商工会議所月報』、『東京株式取引所月報』

砂糖(大阪砂糖取引所・東京砂糖取引所)				(大阪相場)	
為替政策関連		金融・財政政策関連	その他(需給・政治要因等)	前月比	先物/当月
1931年1月			× 需要減退、各社売り急ぎ	2.3	-6.2
2月			× 農家の購買力萎縮、国内価格協定遅延	-10.8	3.7
3月			海外協定成立案観論、× 売り方の売り急ぎ	-3.7	5.5
4月			海外協定成立、需給引き締まり、× 出荷減月(後半)、米相場下落	4.0	6.1
5月			国内減産協定成立、× 海外安、在庫過剰、一般財界不況	-1.0	5.6
6月			需給引き締まり、米国戦債猶予案(下旬)	-0.6	5.2
7月				4.2	5.6
8月			出荷良好(上中旬)、× 出荷一巡(後半)、売行き不良、ハワイ相場下落	0.5	9.9
9月	× 英国金本位停止		× 満州事変	-3.4	10.9
10月			× 先行き見込み難、海外市況良好	0.5	-11.8
11月			× 海外安値、前月末現物高	5.6	-11.0
12月	金輸出再禁止			2.3	-13.5
1932年1月	月末為替安、× 為替反騰			9.6	-13.3
2月	円安		ハワイ減産説、× NY市場安	-3.0	-10.4
3月	円安		× NY価格暴落、世界砂糖会議悲観説	-12.3	6.0
4月		インフレ政策待望	前月末在庫良好、× 海外安値	0.6	5.4
5月	円安、× 米国金輸出禁止懸念		月初株高、関税引上げ期待、× ハワイ安値、5.15事件、米国不況	0.0	5.8
6月	円安		NY高値、政府対策、関税改正	6.0	6.3
7月	円安		供給不足見込み、NY高値	14.6	5.6
8月	円安加速		供給不足、NY高値	13.8	4.4
9月	× 円高		× 8月まで買い過ぎの反動	7.0	3.7
10月	円急落(中下旬)		× リットン報告書の内容不利	-1.0	0.8
11月	円続落、× 円反騰(下旬)			4.7	-3.2
12月			品不足、× 海外安値	1.8	-3.7
(東株指数)					
株式・国債(東京株式取引所)				前月比	
為替政策関連		金融・財政政策関連	その他(需給・政治要因等)		
1931年1月	貿易出超による正貨流出懸念の後退	海外利下げ、金融緩慢、日銀利下げ期待	銀・商品市況底入れ	0.6	
2月	貿易入超減	低金利傾向	銀・商品市況安定・綿糸相場高騰	5.5	
3月		遊資激増、低金利持続、銀行預金利下げ	綿糸相場高騰、砂糖生産協定成立、郵船会社提携	6.3	
4月	× 貿易入超激増	低金利	× 商品市況下落、米国株下落、政局不安	-1.5	
5月		海外利下げ、× 官吏減俸実施	× 商品市況下落、米国経済悪化、政局不安	-2.1	
6月		低金利持続	フーバー大統領戦債猶予案による米国株・銀・商品相場上昇	4.2	
7月	× 正金銀行正貨現送	金融緩慢(月初)、× 英国利上げ、金融硬化(月末)	英仏賠償金交渉成立、× 米国株・内外商品市況下落、ドイツ経済危機	7.5	
8月	英米仏クレジット設定	英国利下げ期待、預金部利下げ	英国協力内閣成立、× 材料難、雑株業績悲観	-5.6	
9月	× 英国金本位停止、貿易逆調、正貨流出懸念	× 公債政策行詰り	× 満州事変、米国株・内外商品市況下落	-3.0	
10月	金輸出再禁止の切迫感台頭	× 日銀利上げ、米国利上げ	× 米国経済悪化、フーバー大統領財界救済策、満州事変拡大・国際問題化	-13.8	
11月	金輸出再禁止予想	× 正貨流出による金融逼迫	挙国一致内閣説台頭、国際連盟の空気好転、北満州の戦局有利、× 米国株綿下落	3.2	
12月	金輸出再禁止		政友会内閣成立、× 米国経済悪化懸念	12.4	
1932年1月	対米為替安、× 米国金輸出禁止説	景気対策実施期待	衆議院解散で与党必勝見込み、× 上海事変・外交関係悪化懸念	23.6	
2月	対米為替続落	英国利下げ、米国反収縮政策実施	× 上海事変拡大・国際連盟で問題化、衆議院で与党圧勝で利食い	2.1	
3月		× 地方金融逼迫	× 政府経済対策期待外れ、国際連盟決議不利、米国対日経済封鎖説台頭、米国経済悪化、内外商品市況下落	-3.4	
4月		英国利下げ(下旬)、× 金融梗塞	× 米国経済悪化、国内商品市況下落(実需不振、貿易入超、在庫増懸念)、上海情勢悪化	-7.9	
5月	為替管理説、× 米国金輸出禁止説、下旬貿易逆調	日銀保証準備拡張、低金利・公債発行政策緩和予想、英	× 5.15事件、国内商品市況下落	0.5	
6月	平価引下げ案、下旬為替相場下落	日銀利下げ、低金利、農村救済策、米国利下げ	商品市況高騰	-6.2	
7月		英国利下げ、× 時局匡救策失望(先行き縮小・増税懸	× 国際連盟調査団報告書問題、日中軍事衝突拡大、インド関税引上げ懸念	3.4	
8月	円相場急落	日銀利下げ、銀行預金・郵便貯金利下げ、低金利情勢濃	米国株好調、円安による商品市況暴騰、× 国際連盟問題懸念、政局不安	2.3	
9月	× 円相場反騰	金融緩慢、低金利	満州国承認・外交関係好転、× 米国株・内外商品市況下落	7.4	
10月	円相場下落、貿易収支好転	金融緩慢、低金利、日銀利下げ説、四分利公債発行説	商品市況高騰、円安物価高による業績楽観、× リットン報告書の内容不利	0.6	
11月	円安	低金利、インフレ昂進、× 新公債利率四分半利に決定	円安物価高による業績楽観、米国ルーズヴェルト当選、× 国際連盟理事会開催	14.5	
12月	× 為替管理問題	金融緩慢、低金利、インフレ	× 国際連盟懸念	20.3	

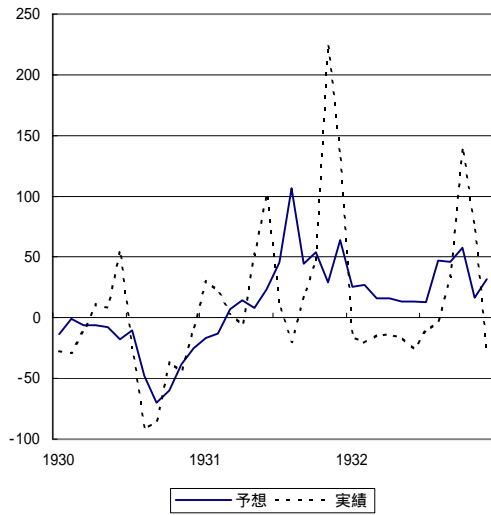
(図表8) 各国卸売物価比較(1913年1月 = 100)

	日本	日本	米国	英国	英国	実質為替レート		金建て通貨価値	
	円建て	金換算	ドル=金建て	ポンド建て	金換算	日/米	日/英	円	ポンド
1929年6月	174.5	174.5	132.0	135.2	135.2	1.322	1.291	1.00	1.00
1931年7月	121.5	121.5	93.0	92.1	92.1	1.306	1.319	1.00	1.00
8月	119.5	119.5	89.8	91.8	91.8	1.331	1.302	1.00	1.00
9月	117.3	116.2	87.7	96.0	n.a.	1.325	n.a.	0.99	n.a.
10月	116.0	114.9	85.5	96.6	77.3	1.344	1.486	0.99	0.80
11月	116.0	114.9	83.6	97.2	74.4	1.374	1.544	0.99	0.77
12月	135.0	86.5	81.7	97.0	67.3	1.059	1.285	0.64	0.69
1932年1月	130.1	90.1	79.5	96.4	68.0	1.133	1.325	0.69	0.71
2月	134.4	86.3	77.4	98.8	70.1	1.115	1.231	0.64	0.71
3月	128.6	85.1	75.6	96.3	72.0	1.126	1.182	0.66	0.75
4月	125.0	81.0	73.1	92.4	71.1	1.108	1.139	0.65	0.77
5月	121.8	79.1	70.6	91.4	69.1	1.120	1.145	0.65	0.76
6月	122.4	66.9	71.1	86.7	65.0	0.941	1.029	0.55	0.75
7月	124.3	68.6	71.8	88.6	64.7	0.955	1.060	0.55	0.73
8月	141.0	65.1	75.8	91.3	65.3	0.859	0.997	0.46	0.72
9月	144.0	69.3	76.9	94.4	67.3	0.901	1.030	0.48	0.71
10月	148.8	63.8	73.6	91.8	64.1	0.867	0.995	0.43	0.70
11月	156.1	63.0	72.8	91.8	61.8	0.865	1.019	0.40	0.67
12月	160.7	66.1	71.8	90.1	60.7	0.921	1.089	0.41	0.67
1933年1月	158.4	66.7	69.1	90.2	62.3	0.965	1.071	0.42	0.69
2月	155.5	64.0	67.2	88.6	62.3	0.952	1.027	0.41	0.70

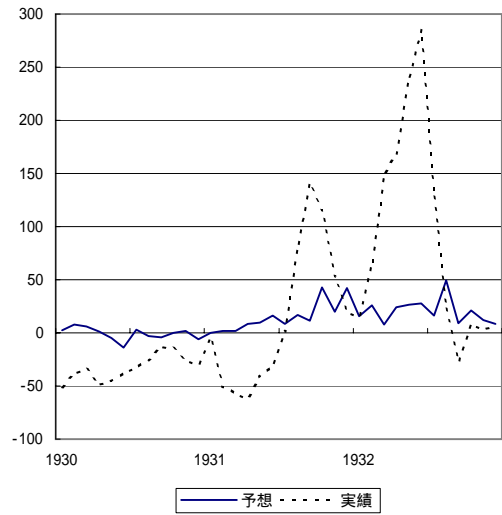
(注) 1. 日本は東京経済新報社調べ、米国はブラッドストリート社調べ、英国はエコノミスト社調べ。
2. 金建て通貨価値は金換算卸売物価 / 自国通貨建て卸売物価により逆算。

(資料) 『東洋経済新報』

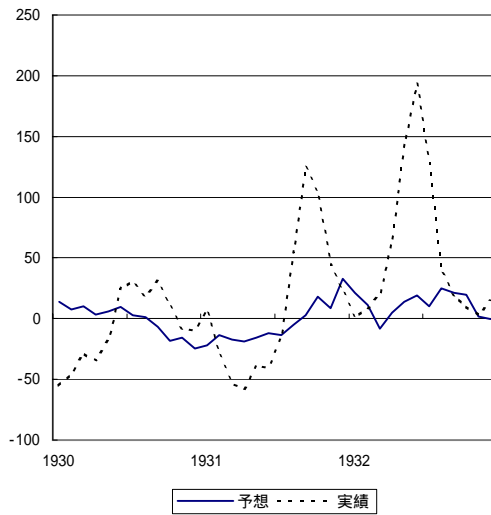
(図表9) 予想価格変動と事後的な価格変動(年率)
<米>



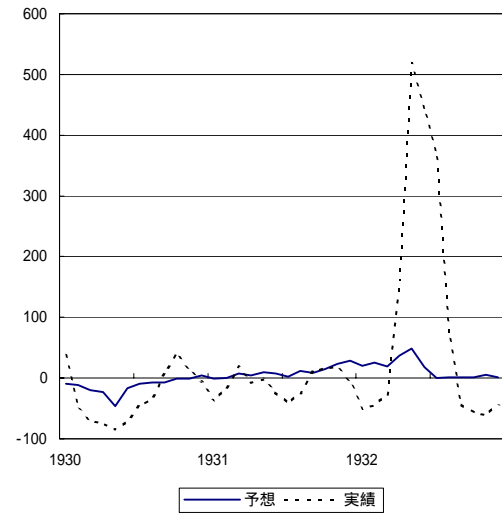
<綿花>



<綿糸>



<生糸>



<砂糖>

