

Discussion Paper Series No. J77

**「伝説のケインジアン」
高橋財政期の低金利政策について**

鎮目 雅人 （神戸大学経済経営研究所）

2006年 6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。

「伝説のケインジアン」

高橋財政期の低金利政策について

鎮目 雅人*

神戸大学

経済経営研究所

E-mail:shizume@rieb.kobe-u.ac.jp

2006年6月

[要旨]

1930年代における大恐慌からの脱出に関しては、金本位制からの離脱が、その必要条件であったとされている (Eichengreen and Sachs[1985])。それでは、金本位制からの離脱は、自律的な金融政策のための十分条件だったのだろうか？本稿では、両大戦間期の日本の金融政策について、1930年代初頭におけるマクロ経済政策の革新という観点から分析を試みる。まず、新たに利用可能となった日本銀行アーカイブ資料を用いて当時の政策当事者の認識を考察する。次に、ある国債の市場価格から新しい代表的な長期金利の時系列データを導出し、これを用いて、日本の長期金利と、当時の国際金融市場の中心地であった英米両国の長期金利との連動関係を分析する。当時の日本の経験からは、日本が金本位制を離脱し、制度的には金本位制の制約が存在しなくなった時期においても、日本の政策当事者は金本位制の根強い影響を受けていたことが示される。

JEL Classification: E42, N15

* 畑瀬真理子氏、井澤秀記氏、John James 氏、松林洋一氏、宮尾龍蔵氏、南條隆氏、翁邦雄氏、大貫摩里氏、Hugh Rockoff 氏、および Richard Smethurst 氏には、大変有益なコメントをいただきました。ここに記して感謝いたします。あり得べき誤りは筆者の責に帰します。

1. はじめに

第 1 次大戦前においては、国際金本位制は最も洗練された通貨制度と考えられていた。ロンドンが世界の金融の中心地であり、世界各国の政策当事者は、金平価を維持するために、金本位制の「ゲームのルール」に従って行動していた。そして、政策当事者たちのこうした努力が、全体としての国際通貨システムを強化していた。

第一次大戦後、この状況に変化が生じた。以前のように通貨が債権国から債務国に円滑に流れなくなってしまった。第 1 次大戦中に一時的に停止された金本位制を復活させるための世界の政策当事者たちの努力は成功せず、大恐慌を引き起こしてしまった。あとから考えると、彼らは「金の足枷 (Golden Fetters)」に囚われていた (Eichengreen [1995])。

1930 年代における大恐慌からの脱出に関しては、金本位制からの離脱が、その必要条件であったとされている (Eichengreen and Sachs[1985])。それでは、金本位制からの離脱は、自律的な金融政策のための十分条件だったのだろうか？本稿の分析によれば、日本の場合には、そうではなかった。日本の経験は、「金の足枷」がいかに強力なものであったのかを示している。金本位制は、制度としてはすでに制約が存在しなくなったはずの時期においても、なお日本の政策当事者に根強い影響を与え続けていたのである¹。

両大戦間期の日本の経済政策は、金本位制と大恐慌の双方から大きな影響を受けていた。日本は 1897 年 10 月に金本位制を導入し、1917 年 9 月に欧米諸国に追随して金本位制を一時的に停止した。その後、1920 年代を通じて金本位制への復帰を試みていたが、1930 年 1 月についに復帰を果たした。そして、大恐慌の最中の 1931 年 12 月に、大蔵大臣の地位に復帰した高橋是清の主導のもとに、金本位制から離脱した。

多くの研究者が、1930 年代初頭における高橋とその同僚たちの経済政策（いわゆる「高橋財政」）は、新しい政策運営の仕組みをもたらしたと論じている。キンドルバー

¹ 本稿は、ある意味において Eichengreen [1995]を補完するものである。彼は、金本位制を潜在的な脆弱性を抱えた分権的協調メカニズムとして捉えている。そして、大恐慌を、こうした脆弱性が現実のものとなった例として記述している。彼の著書には、日本を含めた周辺国について若干の記述はあるものの、その分析は主として中心国に焦点をあてたものである。本稿は、ある周辺国が金本位制システムの崩壊をどのような観点から捉え、どのように対応したかを分析したものである。

ガー[1982]は、「高橋は、屈伸為替相場制下では赤字財政が実施可能なことを直感的に見て取った。そして当時の彼の著述は、彼が1931年「エコノミック・ジャーナル」誌のR・F・カーンの論文に当たったような徴候は何もないのに、ケインズ的な乗数機構をすでに理解していたことを示した」²として、ケインズが1936年に『一般理論』を発表する前に、現実にケインジアン的な政策を実施していたことを述べている³。何人かの研究者は、円安、財政支出拡大、低金利の3つの柱からなる高橋の経済刺激政策が、大恐慌からの日本経済の早期の回復に貢献したことを述べている⁴。他の何人かの研究者は、高橋財政期を、自由放任の時代から、政府による国民経済への活発な介入と管理の時代への転換点として捉えている⁵。

高橋財政に関する先行研究の中で、定量的な分析はあまり多くない。こうした中で、Nanto and Takagi [1985]は円安に伴う輸出増加の効果を強調し、Cha [2003]は国債発行による財政拡張の効果を強調している。しかしながら、高橋財政期の金融政策に焦点を当てた分析はほとんどない。両大戦間期の日本の金融政策を扱った多くの先行研究は、データと歴史的資料の欠如により、実証分析面で大きな制約を受けている。

本稿では、1930年代初頭におけるマクロ経済政策の革新の観点から、日本の金融政策の分析を試みる。まず、日本銀行アーカイブにおいて新たに利用可能となった歴史的資料を用いて、当時の日本の政策当事者の認識を考察する。次に、データ面の制約を克服するため、ある国債の市場価格から新しい代表的な長期金利の時系列データを導出する。そして、日本の長期金利と当時の国際金融市場の中心であった英米両国の長期金利の連動関係を考察する。

2. マクロ経済政策のトリレンマ

Obstfeld and Taylor [1997, 2004]は、多くの国の金融政策について歴史的な分析

² キンドルバーガー[1982]、p.142。

³ 本稿では、ケインジアン政策を、「管理通貨制度のもとで実施される裁量的なマクロ経済政策で、財政政策と金融政策の両方を含む」概念として捉える。

⁴ 中村[1971]、pp.202-217、Patrick[1971]、pp.256-259。

⁵ 三和[1982]、pp.291-321、伊藤[1989]、p.341。

を行うにあたって、マクロ経済政策のトリレンマの概念を採り入れている。彼らは、あるマクロ経済政策の枠組みが選択された場合、その枠組みのもとでは、以下の3つの目標のうち2つまでしか達成可能ではないと論じている。

- 1) 国境を越えた資本移動の完全な自由
- 2) 固定為替レート
- 3) 国内的な目的のための自律的な金融政策

彼らによれば、金本位制は資本移動の自由と固定為替レートを維持するために自律的な金融政策を犠牲にする典型例とされている。また、彼らによれば、各国の政策当事者たちは、大恐慌下の金融的な混乱の後、それまでよりは国際的な資本移動を管理する方向に傾いていったと述べている⁶。

前掲のキンドルバーガーは、高橋財政の本質を変動為替レートのもとでの赤字財政として捉えている。彼の主張は、もし日本の政策当事者が赤字財政を可能とするような金融政策を推し進めることを決定したのであれば、その時点で日本は変動為替レート制に移行していたはずであるということを前提にしている⁷。

両大戦間期の日本は、典型的な開放小国であり、その経済政策は国際環境から大きな影響を受けていた。ここでの問題は、高橋を含めた日本の政策当事者は、果たして固定為替レート制の影響から自由であったのかどうか、という点である。開放小国であった日本にとっては、変動レート制への移行は実施可能な選択肢ではなかったかもしれない。そうであったとすると、高橋とその同僚たちはどのようにして大恐慌の最中に日本経済の早期かつ着実な回復をもたらしたのだろうか。本稿では、叙述的および定量的な分析の両面から、この問題に取り組むこととする。

3. いくつかの基本的事実

⁶ 小宮・須田[1983]は、戦後日本の金融政策の枠組みの選択について、同様の文脈で整理している。

⁷ 同様の文脈において Hamilton [1988]は、財政の健全性と金融の安定に対する政府の公約 (commitment) が金本位制の本質的な部分であったと述べている。

本節では、金本位制への復帰と金本位制からの離脱に焦点を当てながら、関連する出来事を紹介するとともに、マクロ経済指標を確認する。

日本は1930年1月11日に金輸出を解禁し、円の交換性を事実上回復させたが、金本位国のなかで、第1次大戦後に金本位制に復帰した最後の国であった。日本は、1931年12月13日に金輸出を再禁止し、事実上金本位制から離脱した。日本の金本位制離脱は、英国の金本位制離脱の約3ヶ月後であり、高橋が大蔵大臣に復帰した最初の日のことであった。その後、高橋は、軍国主義者の集団に暗殺される1936年2月26日まで、数ヶ月を除いて大蔵大臣を務めた⁸。

日本は、2年弱しか金本位制を維持していなかった。両大戦間期において日本が正式に金本位制に復帰していた期間は、他のどの金本位国よりも短かったことになる⁹。しかしながらそのことは、金本位復帰前ならびに離脱後の日本が金本位制の根強い影響から自由であったことを意味しない。

図1は円対英ポンドおよび対米ドル・レートの動きを示している。この図からは、日本が正式に金本位制に復帰していた時期において円レートに関する公約が守られていたことが確認できる。それに加えて、金本位制への復帰前においても、日本政府が第1次大戦前の旧平価近辺の水準で円のレートを安定させようと努力していたことが示唆される。一方、金本位制離脱直後の急激な円安が目を引く。円は、1933年初に再び新しい水準で安定するまでに、旧平価に比べて対英ポンドでみて40%の下落を示している。

ここで、日本にとっては、金本位制からの離脱が必ずしも変動為替レート制への移行を意味していなかったことを指摘したい。むしろ、金本位制からの離脱は固定為替レート制のもとでの1回限りの切り下げとみるべきであろう。開放小国としての日本には、自国通貨をペッグするそれなりの理由があったのである。それは、安定的な貿易決済を行

⁸ 高橋は、1934年7月に内閣総辞職によっていったんは大蔵大臣を辞任するが、同年11月に大蔵大臣に復帰した。

⁹ 日本銀行[1997]によれば、日本に次いで短かったのはスイス(1928年8月から1931年9月までの3年2ヶ月)、次いでノルウェー(1928年5月から1931年9月までの3年5ヶ月)の順になる。

うためであり、また、国際的な投資家を安心させるためでもあった¹⁰。さらに、当時の日本にとっては、金本位制を維持する政治的な理由もあった。1929年の国際決済銀行設立に参加する条件として、「通貨安定国」という条項が存在していたのである¹¹。

図2は、1928年1月から1936年12月までの物価と株価の動きを示している。商品価格は1930年から31年にかけて下落した。1928年末との比較で見ると、1931年10月までに、卸売物価は39%、小売物価は31%下落した。高橋財政期の前半には物価は反騰し、後半には安定していた。

株価は金本位制復帰以前から下落、金本位制に復帰していた時期には低迷し、高橋財政期には反騰した。東洋経済新報社が公表していた株価指数は1928年7月にピークを打ち、1930年10月までに64%下落し、その後は1931年末まで低迷していたが、高橋財政期の前半には上昇し、1934年初までに1928年のピークの水準を回復した。

図3は金利の動きを示している。日本銀行は1928年から29年にかけて公定歩合を5.48%の水準で維持し、1930年10月に5.11%に引き下げた。1931年9月の英国の金本位制離脱の後、資本の国外流出を抑制するため、同年末にかけて公定歩合を2度引き上げ6.57%とした。金本位制離脱後、日本銀行は、公定歩合を1932年中に3度、1933年に1度引き下げ、1933年7月には未曾有の低水準である3.65%とし、高橋財政期の終わりまでその水準が続いた¹²。

ここで、民間金利は公定歩合より高く、必ずしも公定歩合とは連動していなかった点を指摘したい。この背景として、両大戦間期の日本における金融システムの不安定性による高い信用リスク・プレミアムが考えられる。この点については後述する。

¹⁰ 日露戦争時に日本が発行した外貨国債の満期が1931年1月に到来することとなっていたが、日本が金本位制に復帰する以前においては、欧米の投資家からは日本通貨の安定が借り換えの前提条件となるとの意見が寄せられていた。日本は、金本位制に復帰して間もない1930年5月に、この外債の借り換えに成功した。津島[1965]、pp.64-65 および p.69。

¹¹ ヤング委員会における交渉の過程で、「通貨安定」とは金平価の維持を意味していた。日本は、第一次大戦の戦勝国は「通貨安定国」条項の存在にかかわらず設立に参加することができるとの趣旨の条項を盛り込むことに成功したが、日本側の交渉者たちは、国際決済銀行内部での発言力の源として、自国の金本位制維持を意識していたという。長[2001]、p.100。

¹² 高橋暗殺後の1936年4月に、日本銀行はさらに公定歩合を引き下げ3.29%とした。

図4は通貨の量的指標の動きを示している。「現金通貨」（今日のM1の概念に近い）は1929年8月にピークを打ち、1931年6月までに26%減少したが、高橋財政期には再び増加した¹³。高橋財政期の通貨量の増加は金融緩和を反映したものであり、金利の低下とも整合的である。

このように、マクロ経済指標は全体として、金本位制に復帰していた時期においては景気後退、高橋財政期においては景気回復を示している。

4. 叙述的分析

本節では、当時の政策当事者、とりわけ日本銀行における認識を考察する。その際、同行アーカイブにおいて新たに利用可能となった資料、具体的には、日本銀行において年2回開催されていた本支店事務協議会（以下、支店長会議）の議事録を活用する。¹⁴

叙述的分析によれば、金本位制は政策に根強い影響を与えていたことが示される。すなわち、日本の政策当事者は、金本位制復帰の前も、さらに金本位制離脱の後でさえも、「金の足枷」から開放されていなかったことが示唆される。彼らは、正式に金本位制に復帰していた時期においては、為替レートを安定させるとともに資本移動の自由を維持するために、金融政策の自律性を犠牲にしていた。彼らは、1920年代に金本位制が停止されていた時期においても、同様のことを行っていた。また、1931年12月に金本位制から離脱した後においては、「為替変動に対する恐れ（fear of floating）」を抱いていた。

(1) 金本位制停止期（1919～29年）

日本銀行アーカイブの資料によれば、日本の政策当事者は、いずれは金本位制に復帰することを目指していたが、さまざまな理由により、早急な復帰については慎重であ

¹³ 日本銀行では、1931年9月分から「銀行預金」ならびに「銀行貸出」の月次計数を調査し、これを年2回の支店長会議に報告するようになった。このうち「銀行預金」の計数は「現金通貨」とほぼ同様の動きを示している。なお、「銀行預金」などの数字を報告するようになったこと自体が、金というアンカーが存在しない状況下における物価安定に向けた日本銀行の試みの一つとして捉えることもできよう。

¹⁴ 日本銀行アーカイブは2002年から一般に公開された。もっとも、一部の資料についてはそれ以前から日本銀行によって公表されていた。

った。1923年9月の関東大震災や1927年春の金融恐慌といった出来事により、日本政府は復帰に向けた最終的な決断を下せないでいた。

1925年4月に英国が金本位制に復帰したときに、憲政会の浜口雄幸は大蔵大臣であった。¹⁵ 浜口は、英国の金本位制復帰に関連して、英国とは異なり日本の国際収支が赤字となっている点を指摘したうえで、「わが国の如きも金本位制度の常道からいえば直ちにこれに倣いたいのであるが如何せん、今日の我が事情は前述の如くであるから、今直ちにこれを実行するわけにはいかぬ」と述べている¹⁶。

1928年1月、政友会内閣の三土忠造大蔵大臣は、「昨春勃発したる金融界の大動乱後、未だ1年ならずして財界の整理は大体順調に進捗して……国際貸借の関係は、良好となり、為替相場もまた実勢に準じて堅実なる歩調を保ち……」として、状況が改善しつつあることを明らかにしている¹⁷。

1929年7月2日、政友会内閣の総辞職を受けて民政党（前の憲政会）の浜口雄幸内閣が成立した。浜口内閣は早期の金輸出解禁を公約に掲げ、先の日本銀行総裁であった井上準之助が大蔵大臣として入閣した。同年8月28日、浜口首相は全国民にリーフレットを配布するとともに、金輸出解禁に関するラジオ演説を行った。リーフレットには、「わが国としてはこの際万難を排し、一日も速に金の解禁を断行して国際経済の常道に復し、産業貿易の健全なる発達を図り、もって国運の進展に資することが刻下の急務であると深く信ずるのであります……これが準備としてまずもって公私の経済を極力緊縮し、物価の下落および輸入超過の減少を図り、その結果として為替相場をして徐々に回復せしむることが、最も必要であります……明日伸びんがために今日縮むのであります」と書かれ

¹⁵ 当時の2大政党である憲政会（後の民政党）と政友会は、いずれも金本位制への復帰を支持していた。どちらかといえば憲政会の方が、金融引き締めや均衡財政といった金解禁準備政策について積極的ではあったが、両者の違いはニュアンスの差にとどまっていたとされる。長[2001]、p.101。

¹⁶ 浜口雄幸大蔵大臣声明、「遺憾乍ら我国は金解禁は出来ぬ」、都新聞、1925年4月30日、日本銀行[1968]、pp.390-391所収。なお、文中の旧仮名遣いならびに旧字体表記は現代の用法に改めた（以下同様）。

¹⁷ 「三土蔵相財政演説」、第54回衆議院、1928年1月21日、日本銀行[1968]、pp.83-84所収。

ていた¹⁸。

11月21日、浜口首相は「内外諸般の準備全く成り、今や解禁を行うも経済上何ら憂うべき事態の発生せざるべき確信を得たるをもって、ここに金の輸出取締りを撤廃する大蔵省令を發布し、明年1月11日以後金の輸出禁止を解除することとなせり」と述べた¹⁹。

(2) 金本位制復帰期（1930～31年）

1930年1月11日、日本は金本位制に復帰し、以後1年11ヶ月の間、金本位制を維持した。日本銀行のアーカイブ資料によれば、この時期の日本の政策当事者が金平価と資本移動の自由を維持するために金融政策の自律性を犠牲にしていたことは、明らかである。

日本銀行の土方久徴総裁は、1931年5月11日に支店長会議で演説を行った。このときの総裁の主たる関心事は、どのようにして対外収支の均衡と為替平価を維持するかという点であり、国内経済に関しては何ら責任を感じていなかった。すなわち、「日本の国内事情から今直ちにこうしたら景気を直すことができるということとはできぬ。……もっと財界を是正していっておもむろにやるというよりほかはない。今策を弄してみてもあまり効はないと思う。……（引用者注：為替レートは）輸入期にもかかわらず大体安定してあまり軟弱な相場は出ず……正金建値と同値を維持している……今後正貨の流出が多かるうとは思えない……（昭和）6年度の国際収支はトントンに行くかあるいは若干の支払超過ですむのではないかと思われる。」と述べている²⁰。

英国は1931年9月21日にポンドの金兌換を停止したが、日本はその後も3ヶ月間は金本位制を維持し、日本銀行は資本流出を抑制しようと努力した。市場参加者の間には、日本も英国に追随するのではないかとの予測が広がり、大規模な資本流出が生じた。日本銀行は、10月6日と11月5日の2度にわたり公定歩合を引き上げた。これは、金本

¹⁸ 内閣総理大臣浜口雄幸、「全国民に訴ふ」、1929年8月28日、日本銀行[1968]、pp.395-396所収。

¹⁹ 内閣総理大臣浜口雄幸、「金解禁二際シテ」、1929年11月21日、日本銀行[1968]、pp.396-397所収。

²⁰ 「本支店事務協議会書類 昭和6年 春 - 秋」、日本銀行アーカイブ保管資料 3942。

位制のもとで資本流出に見舞われた中央銀行が採用する古典的な対応策であった²¹。この点について、日本銀行調査局が1931年秋の支店長会議に提出した10月13日付の報告書によれば、「英国の金本位制停止は各国をして相互に疑心暗鬼の年を起こさしめ……ロンドンおよび欧州大陸において日本も金の輸出を禁止するかもしれぬとの浮説が立ち……相当多額の現送を必要とするに至ったのである。……（引用者注：10月6日の公定歩合引き上げは）金本位制の維持、したがってまた正貨擁護の任に当たれる本行として内外の情勢から当然の定石を打ったまでのことである。」とされている²²。

有能な経済学者であり、当時日本銀行副総裁の職にあった深井英五は、後年このときのことを回顧し、以下のように記している。「英国の再離脱は世界的潮流の転換であるから、わが国もその時直ちに思い切るのが賢明であったろうことは、回顧的判断として議論の余地がない……しかしながらわが国では国内保有の正貨を基礎としていたので、その額は解禁当初に比して減少したけれども、まだ豊富であった。しかして貿易状態は改善してほぼ国際収支の均衡を得ていた。これらの事情を総合すれば、純粹の通貨政策上の問題としては必ずしも金本位制の維持を不可能と断じ得ない。」²³

深井の回顧は、英国の金融危機が日本に伝播したという面があったことを示唆している。当時の日本は、国際金融面で不安定な立場に置かれていた。もし事態が平常に推移していたら、日本にとって何の問題も生じなかったかもしれない。しかしながら、英国の金融危機は、国際金本位制の崩壊に向かう連鎖反応の一環として、日本からの資本逃避の引き金となったと考えられる。

(3) 金本位制離脱後（1932～38年）

深井はその回顧の中で、1931年12月13日の大蔵大臣復帰当日の高橋に対して、4つの進言を行ったとしている²⁴。

²¹ バジヨット[1941]、pp.66-67。

²² 「本支店事務協議会書類 昭和6年 春 - 秋」、日本銀行アーカイブ保管資料 3942。

²³ 深井[1941]、pp.251-252。

²⁴ 深井の回顧によれば、深井は辞任が必至となった井上前大蔵大臣から12月11日に呼ば

- 1) 一刻も早い金輸出再禁止の断行
- 2) 緊急勅令によるなるべく速やかな兌換停止
- 3) 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
- 4) 為替レートの成り行きによっては法制による為替管理の必要があるかもしれないこと

深井によれば、それぞれの進言に対する高橋の反応は区々であった。高橋は、第 1 点の即座の金輸出再禁止、ならびに第 3 点の慎重な通貨政策については異存なかったが、第 2 点の兌換停止には強い抵抗を示したという。深井は、「制度の形式上全く金と通貨との連繫を絶つことを好まない心持が主として動いたようである」としつつ、「高橋氏が金解禁の政策を打破しながら、金と通貨との連繫に執着することの濃厚なりしは私の意外に感じた点である」と述べている。なお、第 4 点の為替管理について高橋には関心がなく、深井は、「むしろ冷淡に聞き流されたように感じた」としている²⁵。

1932 年 7 月 1 日に資本逃避防止法が公布、施行された。同法のもとでは、政府は外国為替取引に対する制限を課すことができることとされた。もっとも、大蔵省は、国際的な資本移動は原則自由であり、資本規制は例外的なものとしていた。大蔵省国庫課長の青木一男は、貴族院特別委員会における同法の提案理由説明において「元来資本の国際的移動は原則として自由たるべきことはもちろんであります」と述べている²⁶。

日本銀行のアーカイブ資料には、当時の政策当事者がマクロ経済政策のトリレンマを認識していたことが示されている。日本銀行の堀越鉄蔵理事は、1932 年秋の支店長会

れ、外国為替関係の措置の引継ぎについての相談を受けた後、その問題について大蔵省、横浜正金銀行、ならびに日本銀行内部との調整を行った。また、深井が高橋と会見したのは 12 月 13 日の午後 3 時頃であり、高橋が大蔵大臣に就任したのは同日の夕刻であった。深井は、その後の高橋財政期を通じて、高橋の有力なブレーンの一人であった。これらのエピソードは、二人の大蔵大臣と深井との間の緊密な関係、ならびに政策の移行期において深井が果たした重要な役割を示すものである。深井[1941]、pp.255-259。

²⁵ 深井[1941]、pp.260-263。

²⁶ 大阪銀行集会所[1932]、第 419 号、pp.107-108。

議における演説の中で、資本逃避防止法導入の目的は政府に外国為替取引規制の権限を与えることであったとしたうえで、次のように述べている。「もし国内の政策により通貨が膨張すれば為替相場は下る、為替相場を維持しようとするれば国内政策を制限しなければならぬ、敢えて国内政策を徹底せしめようとするれば為替相場を犠牲にしなければならない、そこで金の輸出を禁止したのみでは危険であるということになる。この考えから出発して正貨の流出を防止し、為替相場の安定を期するには国際収支の安定を計らねばならぬ、国際収支を安定せしむるには何らかの施設が必要であるということになる。すなわち国際収支をコントロールしなければならぬということになる。」²⁷

堀越は、この演説の中で、日本銀行が資本逃避を危惧していることに言及しつつ、「為替変動に対する恐れ（fear of floating）」の念を表明していた。そして、「わが国としてさしあたり心配なのは日本外債の下落により我国人の外貨証券の買い入れあるいは外国投資というものが激増しないかということである。これを統制せんとして政府に進言したのである」と述べている。

一方で、堀越は、現状においては日本の国内政策目標と国際的な資本移動との間に大きな相克は発生しておらず、資本の流出を防止するために緊急に強力な規制を発動する必要性がなかったことを示唆している。すなわち、「今まではこれでやってきたが今後事情が変わってこの程度のもので間に合うかどうかは不明である、将来あるいはより一層嚴重な外国貿易統制の如き施設をなさねばならないかもしれぬ」と述べている。

外国為替管理法は、1933年3月29日に公布され、同年5月1日から施行された。同法のもとでは、外国為替取引に関する規制はより広範かつ強力なものとなった。国際的な資本移動に関係するほとんどすべての取引が規制の対象となった。あわせて制定された大蔵省令により、為替の思惑取引が禁止された。

いくつかの叙史的資料では、これらの法令とそれに関連して行われた当局による措置の結果、国際的な資本移動が抑制されたことが示唆されている。高橋は1933年4月21日の手形交換所連合会における演説の中で、「政府は……国内資本がみだりに海外に

²⁷ 「本支店事務協議会書類 昭和7年 春 - 秋」、日本銀行アーカイブ保管資料 3943。

流出するを防止するの方策をも樹立しましたからここに初めて低金利政策を十分に実行することができることとなったのであります」と述べた²⁸。また深井は後に、「為替管理のために実際に採用された施策は穏やかなものであったが、1932年11月に政府が『必要があれば断固たる措置を採る』と宣言したことは決定的であった」と述べた²⁹。

叙述資料だけでは、この時期において為替管理の必要性がどの程度強かったのか、また、実際に為替管理がどの程度有効であったのかについて、はっきりしたことは分からない。この点について、次節以下の定量的分析は、本節の叙述的分析を補完するものとなる。

5. 長期金利の時系列データの構築

(1) これまで利用可能であった金利の時系列データ

Obstfeld, Shambaugh, and Taylor [2004]は、銀行の手形割引や政府短期証券(TB など)の金利を用いて、日本を含めた各国の短期金利の連動性を分析しているが、彼らの分析においては、日本は異常値を示している。両大戦間期において、他の周辺国の金利は、中心国におおむね連動しており、周辺国の金融政策が多かれ少なかれ中心国の金融政策の影響下にあったことを示唆しているのに対し、他の周辺国と比べると日本の金利は中心国の金利との連動性が弱かったことが示唆されている。

彼らの分析において、日本の金利と中心国の金利との連動関係が弱かったという結果が得られた原因として、分析に使用したデータに問題があったことが考えられる。これまで利用可能であった両大戦間期日本の短期金利データは、割引手形や証書貸付といった民間債務の金利である³⁰が、これらの金利には、高い信用リスク・プレミアムが上乗せさ

²⁸ 「手形交換所連合会における高橋大蔵大臣の演説」、大阪銀行集会所[1933]、第429号、pp.17-25。

²⁹ 深井[1937]、p.392。

³⁰ 「割引手形」ならびに「証書貸付」の金利は、東京銀行集会所から公表されている。満期は区々であり、満期には借り換えが行われる場合が多かったとされている。青木[1932]によれば、1927年中における平均満期は、割引手形が約2ヶ月、証書貸付が約8ヶ月であったとされている(青木[1932]、p.45)。なお、証書貸付は雑多な種類の貸出を含んでおり、手形割引に比べると、リスクが高く流動性が低いものが多かったとされている。佐野[1936]、

れていたと考えられる。両大戦間期の日本においては、周期的に金融恐慌が発生し金融システムが不安定であったため、民間債権は高い信用リスクに晒されていた。

図 5 は、日英米 3 ヶ国の民間部門の短期金利の動きである。英米両国の金利は同じような動きを示しているが、日本の金利は明らかに両国と異なる動きを示している。とくに、1920 年代の中頃と 1930 年代の中頃について、日本の金利は両国に比べてかなり高くなっている。

表 1 は、これら 3 ヶ国の民間部門の短期金利についての単位根検定の結果である。ここでは、Augmented Dickey-Fuller(ADF)検定、ならびに Phillips-Perron(PP)検定を実施した。その結果をみると、日本と英米両国の短期金利は、時系列データとしての基本的性質が異なっていたことが示唆されている。すなわち、単位根検定の結果、日本については単位根の存在が棄却され、定常であることが示される一方、英米両国については単位根の存在は棄却されず、非定常であることが示されている³¹。なお、日本について、民間債務の金利を代替することができる短期の公的債務の金利(TB など)のデータは存在しない³²。

一方、長期国債金利のデータは存在する。日本勧業銀行が各種債券の価格を調査し、複利の最終利回りを計算していた。しかしながら、そのデータは 1921 年 7 月以降しか存在せず、また、各月の最初の営業日についてだけしか計算されていない。このため、金利の国際的な連動関係を分析するためには、分析に適した新しい金利の時系列データを作成する必要がある。

(2) 新しい長期金利の時系列データ

分析に先立ち、新しい長期金利の時系列データを作成した。具体的には、「甲号五分利債」という国債の市場価格を用いた³³。1919 年 1 月から 1938 年 12 月までの期間に

p.8。

³¹ 正確には、英国の水準データについては単位根の存在は ADF 検定では 5% 有意水準で棄却された一方、PP 検定では棄却されなかった。

³² 両大戦間期の日本においては、断続的に大蔵省証券が発行されたが、発行されていなかった期間もあり、データの継続性に問題がある。

³³ 「甲号五分利債」は、1906 年から 07 年にかけて大規模な鉄道会社 17 社が国有化された

ついて、甲号五分利債の東京株式取引所における現物取引（実物取引と呼ばれた）の月中平均価格から、複利の最終利回りを算出した³⁴ ³⁵。

両大戦間期の日本においては、国債、地方債、社債等さまざまな債券が、株式取引所の場内であるいは証券会社の店頭で取引されていた。東京株式取引所は、日本における中央市場として機能していた。1932年11月現在で、東京株式取引所の現物市場には、37種の日本国債、1種の外国（中国）国債、95種の地方債、463種の社債が上場されていた。

両大戦間期日本の金融政策を分析するうえで、以下の2つの理由から、国債金利は重要となる。第1に、国債金利には信用リスク・プレミアムが含まれていないため、外国の金利と同じ条件で比較することができる。この点において国債金利は、割引手形や証書貸付といった他の利用可能な金利と異なる。第2に、国債金利は1930年代の日本の政策当局者によって政策目標金利として位置付けられていた³⁶。深井は後に、高橋財政期の金融政策について、「低金利政策の根幹は国債利率低下にあった」と述べている³⁷。また、1930年代の日本銀行は、国債のオペレーションを中心的な金融調節手段のひとつとして位置付けていた。

代表的な長期金利の時系列データを導出するにあたって甲号五分利債を用いたのは、甲号五分利債が指標銘柄とされていたからである。甲号五分利債は、両大戦間期の日本において、最も活発に取引された債券であった。因みに、甲号五分利債の取引は、1932

後、1908年から09年にかけて当該鉄道会社の既存の株式保有者に対して交付された国債であり、その償還満期は1962年から63年であった。

³⁴ エクセルの“yield”関数を利用した。なお、月中平均価格とは、当該月の取引価額の合計を取引数量の合計で割ったものである。

³⁵ 日本勧業銀行は複利最終利回りの具体的な計算方法を明らかにしていないが、本稿で算出した方法により日本勧業銀行が公表しているのと同一日かつ同一銘柄の複利最終利回りを計算してみたところ、日本勧業銀行の計数との差は1ベース・ポイント（百分のパーセント）未満であった。

³⁶ 理論的には、長期金利は将来の各期間の短期金利の平均値に期間プレミアムを加えたものであり、たとえ中央銀行が海外からの独立という意味で自律的な金融政策を行うことができたとしても、どの程度まで長期金利をコントロールできるかについては別途の検討が必要である。ここでは、この点について深入りしないが、現代の中央銀行も長期金利の動きについては重大な関心を持っているということを指摘しておきたい。

³⁷ 深井[1941]、p.365。

年中の国債の現物取引の 18%を占めていた。

6. 計量分析

本節では、前節で導出した国債金利のデータを用いて、日本と当時の国際金融の中心地であった英米両国の長期金利の関係について考察する³⁸。具体的には、Obstfeld and Taylor [2004]、ならびに Obstfeld, Shambaugh, and Taylor [2004]の手法を拡張し、国内金利と国際的な金利との連動性の程度を、当該国が金融政策の自律性を犠牲にしている度合いを示す指標として捉える。

(1) 各国長期金利の時系列データとしての性質

はじめに、3ヶ国の長期金利の時系列データとしての基本的性質を確認する。図 6 は、1919 年 1 月から 1938 年 12 月までの 3ヶ国の長期金利の動きを示したものである。

表 2 は、これら 3ヶ国の長期金利に対する単位根検定の結果である。その結果をみると、3ヶ国の長期金利はともに 1 次の和分過程にあることが示された³⁹。

次に、3ヶ国の金利について(1)式の定式化を用いて Granger の因果性検定を行った。

$$\Delta R_t = a_0 + \sum_{i=1}^p a_i \Delta R_{t-i} + \sum_{i=1}^p a_{F1,i} \Delta R_{F1,t-i} + \sum_{i=1}^p a_{F2,i} \Delta R_{F2,t-i} + u_t, \quad (1)$$

ここで R_t は t 期における国内金利、 $R_{Fj,t}$ は t 期における海外(j 国)の金利($j=1,2$)である。

表 3 は、Granger の因果性検定の結果を示している。その結果は、日本が開放小国であったという従来の見解を支持するものである。すなわち、過去の海外金利の変動は、今期の日本の金利の変動に対して有意な説明力を有している。とくに、ラグを 1 期に設定

³⁸ 本稿において利用する英米両国の長期金利はいずれも月中平均である。英国のデータは NBER のデータベース (<http://www.nber.org/databases/macrophistory/contents/>)から入手したが、その原資料は Board of Trade, *Statistical Abstract for the United Kingdom* である。また、米国のデータは Board of Governors of the Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics*, 1943, p.429 and pp.468-471 による。

³⁹ 正確には、日本の水準データについては ADF 検定では単位根の存在は棄却されなかった一方、PP 検定では 10%有意水準で棄却された。

した場合、英米両国の長期金利はいずれも、日本の長期金利に対して Granger の意味での因果性を有しているが、日本の長期金利は、英米両国のいずれに対しても、Granger の意味での因果性を有していない。このことは、日本が周辺国であったという認識と整合的である。ラグを 2 期以上に設定した場合には、日本を含めた 3 ヶ国の長期金利は相互に、他国に対して Granger の意味での因果性を有している。このことは、国際金融市場が統合されていたという従来からの理解と整合的である。

(2) 長期的な連動関係に関する予備検定

次に、共和分関係として定義される、日本と 2 つの国際金融の中心地の金利の間の長期的な連動関係についての予備検定を行う。表 4 は、Engle and Granger [1987]によって提唱された共和分検定の結果を示している。その結果をみると、両大戦間期を通じて、日本の長期金利は英国の長期金利との間で共和分関係にあったことが示されている。このことは、日英両国の金利水準の間に、長期的にみると安定的な関係が存在していたことを示唆している。一方、日本の長期金利と米国の長期金利との間にはそうした関係は見出されなかった。このことは、日米両国の金利水準の間には、日英両国の場合に観察されたような長期的に安定した関係が存在していなかったことを示唆している。

しかしながら、Gregory and Hansen [1996]は、単純な共和分検定では、変数間の共和分関係に構造変化が生じていた場合に共和分関係を検出できないと論じている。そこで、日米両国の長期金利について、Gregory and Hansen [1996]によって提唱された構造変化を考慮した共和分検定を行ってみた。表 5 によれば、両大戦間期の日米両国の長期金利の間には共和分関係が存在したが、1932 年末か 1933 年初の時点で、その関係に構造変化が生じていたことが示されている。

前掲表 4 には、あわせて日英両国の短期金利（民間銀行の手形割引金利）についての共和分検定の結果も示されている。これによれば、日英の短期金利の間には、共和分

関係は見出されなかった⁴⁰。

(3) 誤差修正モデル

複数の変数間に共和分関係が存在する場合、誤差修正モデル (error-correction model) という定式化を行うことが適当とされている。これは、複数の変数が上記の共和分関係によって得られる長期的な均衡へと復元していく状況を定式化するものである。誤差修正モデルにおいては、共和分関係を表す項は誤差修正項と呼ばれる。ここでは、当期における日本の長期金利の階差 (前月との差) を自国ならびに海外の金利の階差ラグ項⁴¹と誤差修正項⁴²によって説明する誤差修正モデルを定式化する。具体的には、(2)の定式化を用いる。

$$\Delta R_t = \alpha + \sum_{j=1}^p \beta_j \Delta R_{t-j} + \sum_{j=0}^p \gamma_j \Delta R_{b,t-j} + \omega(\sigma + R_{t-1} - \theta R_{b,t-1}) + u_t, \quad (2)$$

ここで R_t は t 期の国内金利であり、 $R_{b,t}$ は t 期の国際的な基準金利である。表 6 は回帰分析の結果を示している。

Obstfeld and Taylor [2004]、および Obstfeld, Shambaugh, and Taylor [2004] によれば、共和分係数 θ は国内金利と国際的な基準金利の水準の関係を表すものであり、 θ の符号は正であることが想定される。もし、国内金利が国際的な基準金利と完全に並行して動くとなれば、 $\theta = 1$ となる。また、彼らによれば、誤差修正項の係数 ω は調整速度と呼ばれ、国内金利が国際的な基準金利から影響を受ける度合いを示すものとされる⁴³。

はじめに、英国金利を国際的な基準金利として推計を行う。以下では、ラグ構造

⁴⁰ 単位根検定の結果からは、日本の短期金利は定常である一方、英国の短期金利は 1 次の和分過程にあることが示されていることから、そもそもこれら 2 つの時系列データについて共和分検定を実施することが適当かどうかについては疑義がある。ここでは、長期金利と短期金利の結果を比較するために共和分検定の結果を示している。

⁴¹ ラグ次数は Schwarz 情報基準により決定した。

⁴² 共和分ベクトルは Stock and Watson [1993] によって提唱されたダイナミック OLS により求めた。その際、ラグ次数は Schwarz 情報基準により決定した。

⁴³ 彼らは、多数の国のデータについて金利水準間の関係の検定を行うために、Pesaran, Shin, and Smith [2001] によって提唱された検定方法 (PSS 検定) を用いている。本稿で扱う日英米 3 ヶ国の和分次数はいずれも同じ 1 であることから、ここでは PSS 検定を行わず、誤差修正モデルを直接推計している。

の異なる2つの定式化を行う。欄 a)に示したのは、説明変数のなかに当期の国際的な基準金利の階差($\Delta R_{b,t}$)を含めたもので、Obstfeld and Taylor [2004]および Obstfeld, Shambaugh, and Taylor [2004]と同様のものである⁴⁴。欄 b)に示したのは、標準的な誤差修正モデルで用いられるもので、説明変数のなかに当期の国際的な基準金利の階差($\Delta R_{b,t}$)を含めていない。

ラグ構造を変えても、定性的には同様の結果が得られる。すなわち、係数 γ_1 は統計的に有意ではないが、他の係数は統計的に有意であり、それぞれの符号は想定どおりとなっている。係数 γ_0 が統計的に有意であることは、英国の金利が日本の金利に即時的な影響を及ぼしていたことを示している。共和分係数 θ が統計的に有意であることから、日英金利水準の間に長期的な関係があったことが確認できる。誤差修正項の係数ないし調整速度 ω の絶対値は0.07であり、攪乱的なショックが生じて長期的な均衡からの乖離が生じた場合にその乖離が半減するまでの期間は、9ヶ月から10ヶ月程度との計算になる。

次に、米国金利を国際的な基準金利として推計を行う。欄 c)には、英国と同じ定式化によるものを示してあるが、米国の場合には、共和分検定により長期的な関係に構造変化があったとされているので、この欄の推計結果には留保が必要である。係数 γ_0 と γ_1 はいずれも統計的に有意ではない⁴⁵。このことは、米国金利の日本金利に対する短期的な影響が弱かったことを示している。その他の係数は統計的に有意であり、符号も想定どおりとなっている。誤差修正項の係数ないし調整速度 ω の絶対値は0.06であり、攪乱的なショックが生じた場合の乖離の半減期は、12ヶ月程度との計算になる。

先にみたように、共和分検定の結果、構造変化の存在が示されたことから、ダミー変数を含む推計を行うこととする。具体的には、(3)式の定式化を用いる。

⁴⁴ 日本は小国であるため、英国の金利には影響を与えず、同時性バイアスはないものと仮定している。Obstfeld and Taylor [2004]および Obstfeld, Shambaugh, and Taylor [2004]でも同様の仮定が置かれている。

⁴⁵ 説明変数のなかに当期の基準金利の階差($\Delta R_{b,t}$)を含まない定式化による推計結果は記載を省略したが、結果は欄 c)と同様であった。

$$\Delta R_t = \alpha + \sum_{j=1}^p \beta_j \Delta R_{t-j} + \sum_{j=0}^p \gamma_j \Delta R_{b,t-j} + \omega(\sigma + \sigma_{\Pi} D_t + R_{t-1} - [\theta R_{b,t-1} + \theta_{\Pi} R_{b,t-1} D_t]) + u_t, \quad (3)$$

ここで D_t は 1932 年 12 月までゼロの値をとり、その後は 1 の値をとる。

ダミー変数を含む推計結果は、欄 d) に示してある。 γ_0 と γ_1 はいずれも統計的に有意ではないが、それ以外の係数はすべて統計的に有意であり、符号も想定どおりとなっている。誤差修正項の係数ないし調整速度 ω の絶対値は 0.12 であり、撓乱的なショックが生じた場合の乖離の半減期は、5 ヶ月程度との計算になる。

共和分係数にかかるダミー変数 θ_{Π} は統計的に有意であり、1932 年末時点で日米金利の長期的な連動関係に変化が生じていたことを示している。この推計結果をもとにすると、共和分係数の値は、1932 年 12 月以前は $\theta=0.253$ 、1933 年 1 月以降は $\theta + \theta_{\Pi}=0.077$ となり、日米金利水準の関係は 1932 年末において弱まったことになる。

なお、1932 年末以前についても、それ以後についても、米国の共和分係数は英国の場合に比べて小さい。この間、日本金利の調整速度は、もし日米金利水準の関係に構造変化を仮定するならば、米国金利に撓乱的なショックが生じた場合の方が英国金利に撓乱的なショックが生じた場合に比べて速いという結果となっている。

(4) 解釈ならびに議論

本稿における定量的分析は叙述的分析を補完するものとなっている。すなわち、定量的分析によれば、日本の長期金利は両大戦間期を通じて英国の長期金利との間で長期的な連動関係を維持していた。一方、米国の長期金利との間でも長期的な連動関係は存在していたが、その関係は 1932 年末ないし 1933 年初を境に弱まった。

両大戦間期を通じて日本の金利が世界の金融の中心地の金利との長期的な連動関係を有していたことは、金本位制の根強い影響を示唆するものである⁴⁶。日本の政策当事者は、正式に金本位制から離脱した後も「金の足枷」から逃れることはできず、国際金融市

⁴⁶ こうした連動関係は通貨ペッグのためではなく、景気循環が偶然一致したためであるという見方も考えられる。こうした考えを否定するものではないが、本稿における叙述的分析は、景気循環の一致よりは通貨ペッグの重要性を示している。

場から自由であるという意味において自律的な政策運営を行っていたわけではなかったのである。1930年代初頭の日本の政策当事者に与えられた選択肢は、「固定レート制か変動レート制か」ということではなく、「何に対してどの水準でペッグするか」というものであった。日本の政策当事者は、英ポンドにペッグする途を選んだ⁴⁷。そのことは、英国の金融政策の影響下にとどまることを意味していた。英国が早期に金本位制から離脱しており、米国に比べると緩和的な金融政策を採る余地が大きかったことを考えあわせると、その選択は正しかった。その結果として、日本経済の早期の回復に貢献したのである。したがって、高橋とその同僚たちの貢献は、「自律的な国内政策によって日本経済を回復に導いた」ことにあるのではなく、「緩和政策を行う余地の大きかった英国に追随することによって日本経済を回復に導いた」ことに求められるべきであろう。

両大戦間期の日本は開放小国であった。日本は、海外の投資家に対する外国通貨建ての債務を抱えており、その支払いのために外貨を稼がなければならなかった。1回限りの通貨切り下げは選択肢の一つであったが、一方で、国際的な通貨危機の中にあって資本逃避を防がなければならなかった。資本移動規制も選択肢の一つではあったが、それでも日本は国際的な投資家に対して、自国の政策と通貨の信認を示す必要があった。

Hamilton [1988]は、金本位制末期の段階における国際資本移動の破壊的な力について述べている。こうした状況のもとで、開放小国の政策当事者に与えられた選択肢は限られていた。いずれかの国の通貨に、適切と思われる水準でペッグする必要があったのである。

両大戦間期の日本の経験は、閉鎖経済の枠組みにおける標準的なケインジアンの説明とは様相を異にしており、むしろ、1990年代末にかけて通貨危機に襲われた新興経済と似ている。国際資本移動の伝播効果によりいったん固定レートから離脱することを余儀なくされ、1回限りの自国通貨切り下げを行い、新しい均衡水準で通貨を安定させようと試みた。その過程では、国際金融市場の動きに終始注意を払う必要があったのである。

⁴⁷ この点において、金本位制崩壊後の日本は、事実上ポンド圏に属していたと考えることが可能である。

ここで、日米金利の長期的な連動関係に構造変化が生じたタイミングに関して 1 点言及しておきたい。この構造変化の背景としては、2 つの出来事が考えられる。ひとつは、1932 年 11 月の日本銀行による新規国債の引き受け開始である。これに続いて 1932 年末以降、日本銀行は国債オペレーションを本格的に実施した。もうひとつは、最終的に米国の金本位制からの離脱につながっていった 1933 年初の米国経済の混乱である。この点については、日本の金利の米国金利との関係に構造変化をもたらしたのは、日本国内の出来事というよりは米国の出来事であったと考えることが自然であろう。もし日本銀行による新規国債引き受けの開始といった日本国内の出来事が、米国金利との関係が変化した背景にあるとすれば、英国金利との関係においても同様の変化をもたらしたはずである。しかしながら、英国金利との関係においてはそのような変化は観測されていないからである。

なお、本稿の分析では、財政政策については触れていない。この点については別途検討することとしたい。

7. おわりに

定性的な資料と定量的なデータの両者を用いた本稿の分析から、1930 年 1 月の金本位制復帰の前や 1931 年 12 月の金本位制離脱の後についても、日本には金本位制の影響が根強く残っていたことが分かった。1930 年から 31 年にかけて金本位制に復帰していた時期、ならびに金本位制が停止されていた 1920 年代において、日本の政策当事者は為替レートの安定と自由な資本移動を維持するために金融政策の自律性を犠牲にしていた。金本位制から離脱した後の 1932 年においても、日本の政策当事者は自律的な金融政策を行っていたわけではなく、海外金利の下落に追随していたのである。

理論的には、各国の政策当事者は変動レート制のもとで自律的な金融政策を実施することができると思われる。しかしながら現実には、日本の政策当事者は金本位制から離脱した後も、「金の足枷」に囚われていたように見える。日本は、国内資本市場を閉ざすことなく、国際金融市場の動きに追随するかたちで、長期金利の低下を実現したのである。

以上

参考文献

- 青木萃一、『銀行信託講座 5 普通銀行貸出業務』、斯文書院、1932 年
- Bagehot, Walter, *Lombard Street*, Henry S. King and Co., 1873. (バジヨット、『ロンバード街：ロンドンの金融市場』、宇野弘蔵訳、岩波文庫、1941 年)
- 日本銀行、『日本金融史資料 昭和編』第 21 巻、1968 年
- 日本銀行、『日本金融年表』、1997 年
- Cha, Myung Soo, “Did Takahashi Korekiyo Rescue Japan from the Great Depression?” *The Journal of Economic History*, 2003.
- 長 幸男、『昭和恐慌』、岩波書店、1973 年 (岩波現代文庫に再録、2001 年)
- Eichengreen, Barry, *Golden Fetters*, Oxford University Press, 1995.
- Eichengreen, Barry, and Jeffrey Sachs, “Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s,” *Journal of Economic History*, 1985.
- Engle, Robert F., and C. W. J. Granger, “Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing,” *Econometrica*, 1987.
- Fukai, Eigo, “Recent Monetary Policy of Japan,” *The Lessons of Monetary Experience: Essays in Honor of Irving Fisher*, George Allen & Unwin Ltd., 1937.
- 深井英五、『回顧七十年』、岩波書店、1941 年
- Fuller, W. A., *Introduction to Statistical Time Series*, 2nd ed., Wiley, 1996.
- Gregory, Allan W., and Bruce E. Hansen, “Residual-Based Tests for Cointegration in Models with Regime Shifts,” *Journal of Econometrics*, 1996.
- Hamilton, James D., “Role of the International Gold Standard in Propagating the Great Depression,” *Contemporary Policy Issues*, 6, 1988.
- 伊藤正直、『日本の対外金融と金融政策』、名古屋大学出版会、1989 年
- Keynes, John Maynard, *General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan and Co., Ltd., 1936. (J.M.ケインズ、『雇傭・利子及び貨幣の一般理論』、塩野谷九十九訳、東洋経済新報社、1941 年)

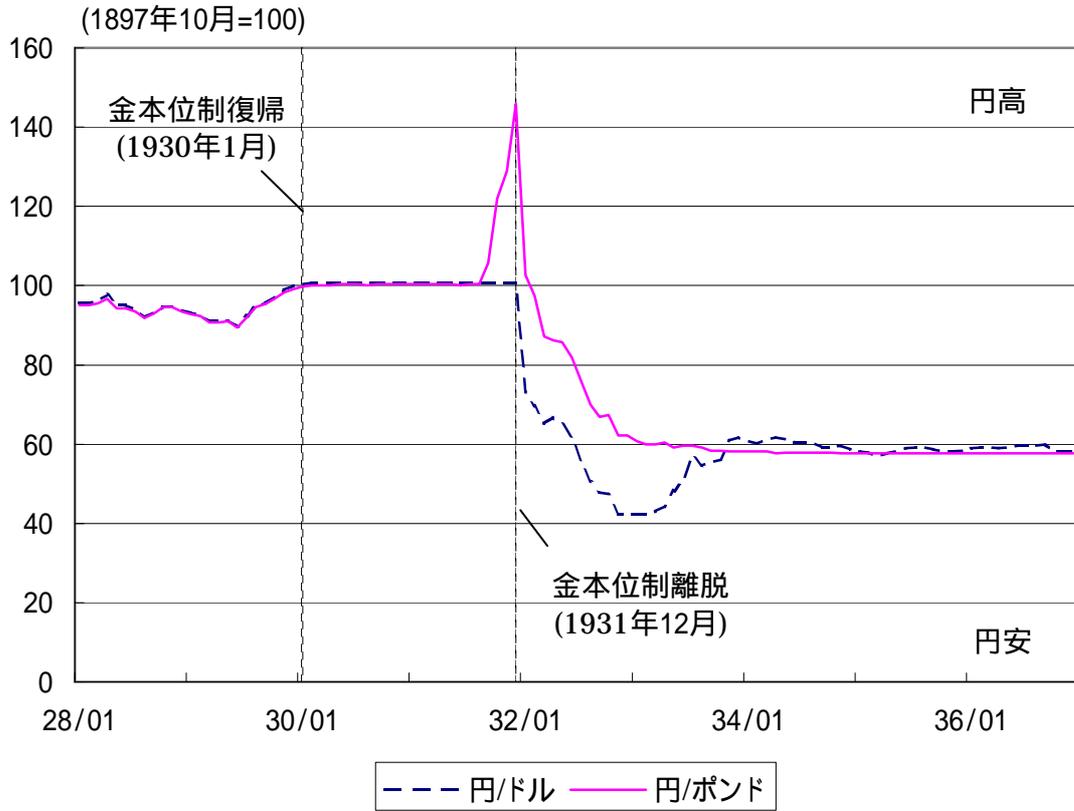
- Kindleberger, Charles P., *The World in Depression, 1929-1939*, Allen Lane, 1973. (C.P. キンドルバーガー、『大不況下の世界：1929-1939』、石崎昭彦・木村一朗訳、東京大学出版会、1982年)
- 小宮隆太郎・須田美矢子、『現代国際金融論：歴史・政策編』日本経済新聞社、1983年
- MacKinnon, James G., “Numerical Distribution Functions for Unit Root and Cointegration Tests,” *Journal of Applied Econometrics*, 11-6, pp.601-618, 1996.
- 三和良一、「経済政策体系」、社会経済史学会編、『1930年代の日本経済』、東京大学出版会、1982年
- 中村隆英、『戦前期日本経済成長の分析』、岩波書店、1971年
- Nanto, Dick K., and Shinji Takagi, “Korekiyo Takahashi and Japan’s Recovery from the Great Depression,” *The American Economic Review*, 75-3, pp.369-374, 1985.
- Obstfeld, Maurice, Jay C. Shambaugh, and Alan M. Taylor, “Monetary Sovereignty, Exchange Rates, and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period,” *IMF Staff Papers*, Vol.51, Special Issue, International Monetary Fund, 2004.
- Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor, “The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run,” *NBER Working Paper* 5960, 1997.
- Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press, 2004.
- 大阪銀行集会所、『大阪銀行通信録』、各年版
- Patrick, Hugh T, “The Economic Muddle of the 1920’s,” Morley, James William, ed., *Dilemmas of Growth in Prewar Japan*, Princeton University Press, 1971.
- Phillips, P. C. B., and S. Ouliaris, “Asymptotic Properties of Residual Based Tests for Cointegration,” *Econometrica*, 58-1, 165-193, 1990.
- 佐野包治、『證書貸付事務』、文雅堂、1936年
- Stock, James H., and Mark W. Watson, “A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in

Higher Order Integrated Systems,” *Econometrica*, 61-4, 1993, pp.783-820.

津島寿一、「金解禁の舞台裏」、安藤良雄編、『昭和経済史への証言・上』、毎日新聞社、

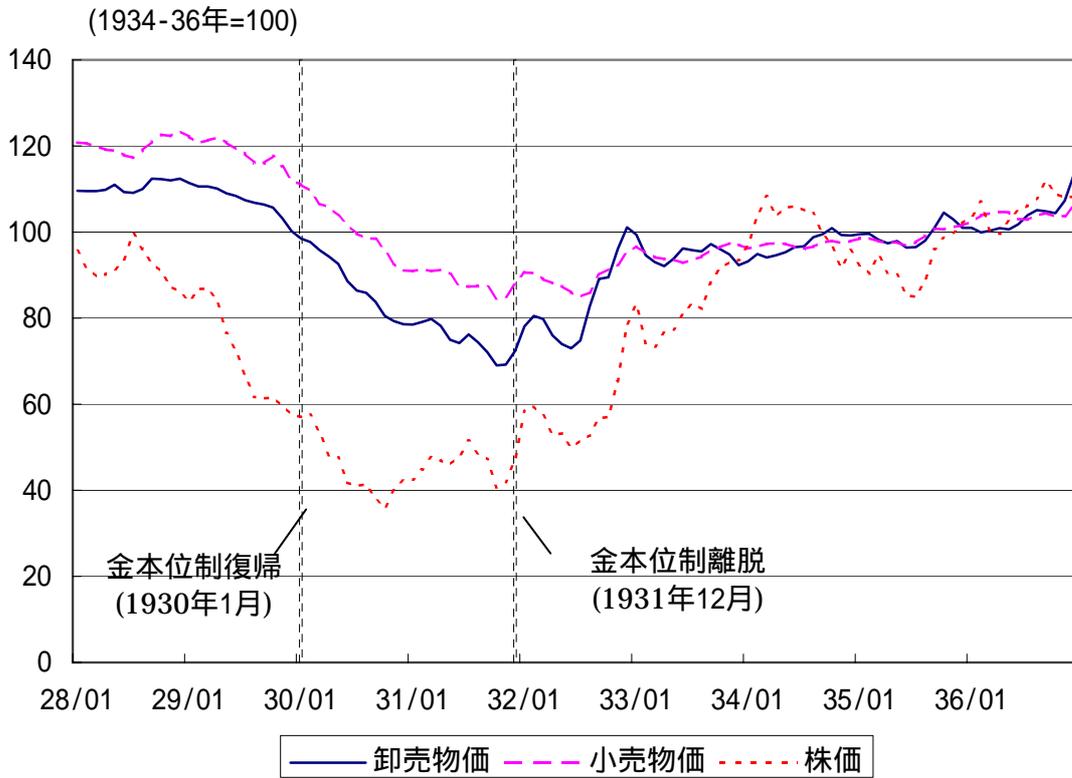
1965年

図1 為替レート



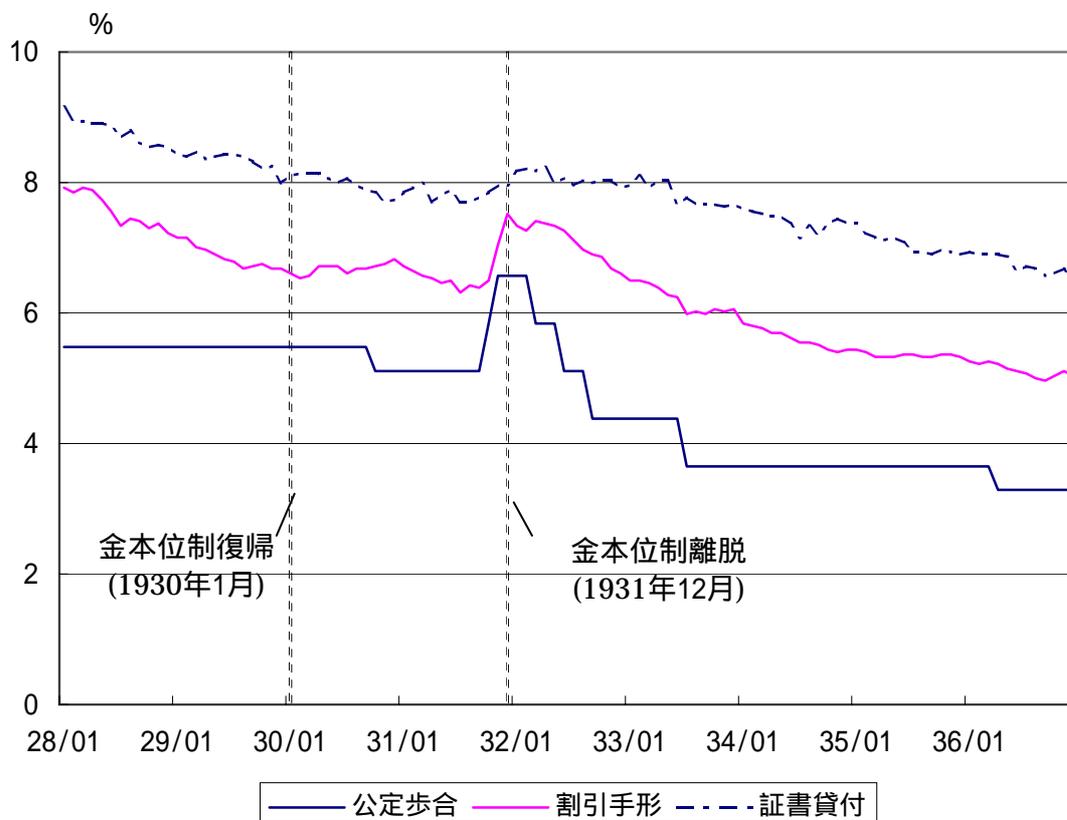
出典：大蔵省『金融事項参考書』

図2 物価と株価



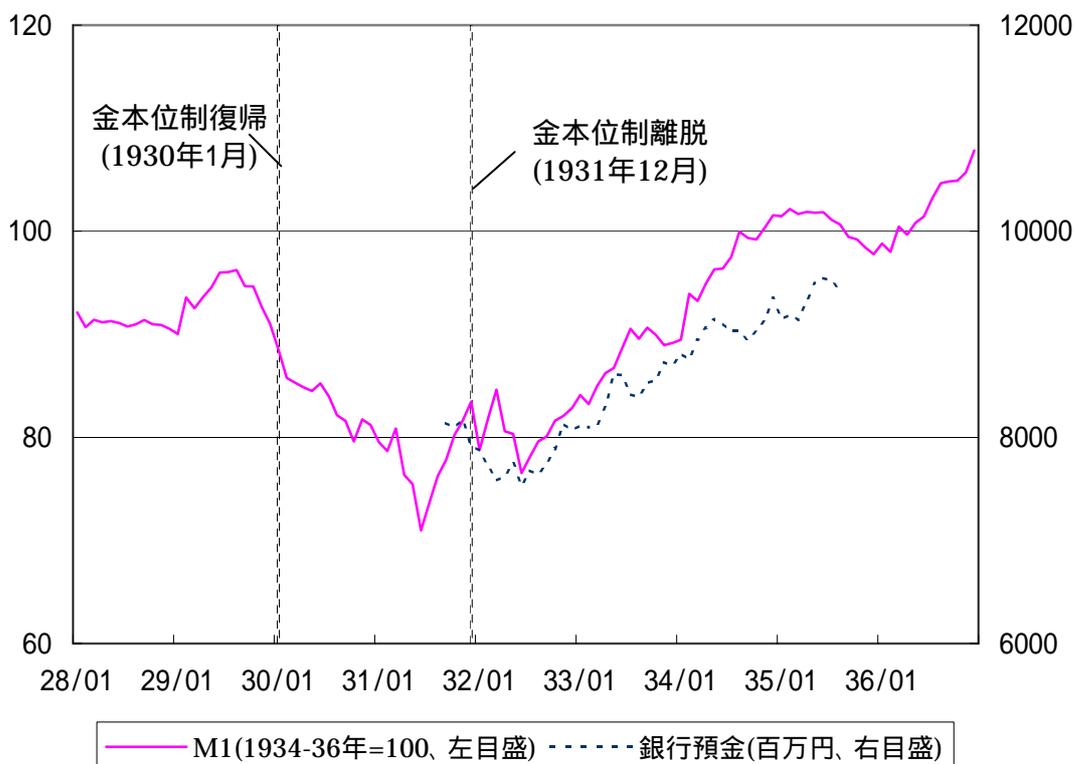
出典: 日本銀行『明治以降本邦主要経済統計』、東洋経済新報社『経済年鑑』

図3 金利



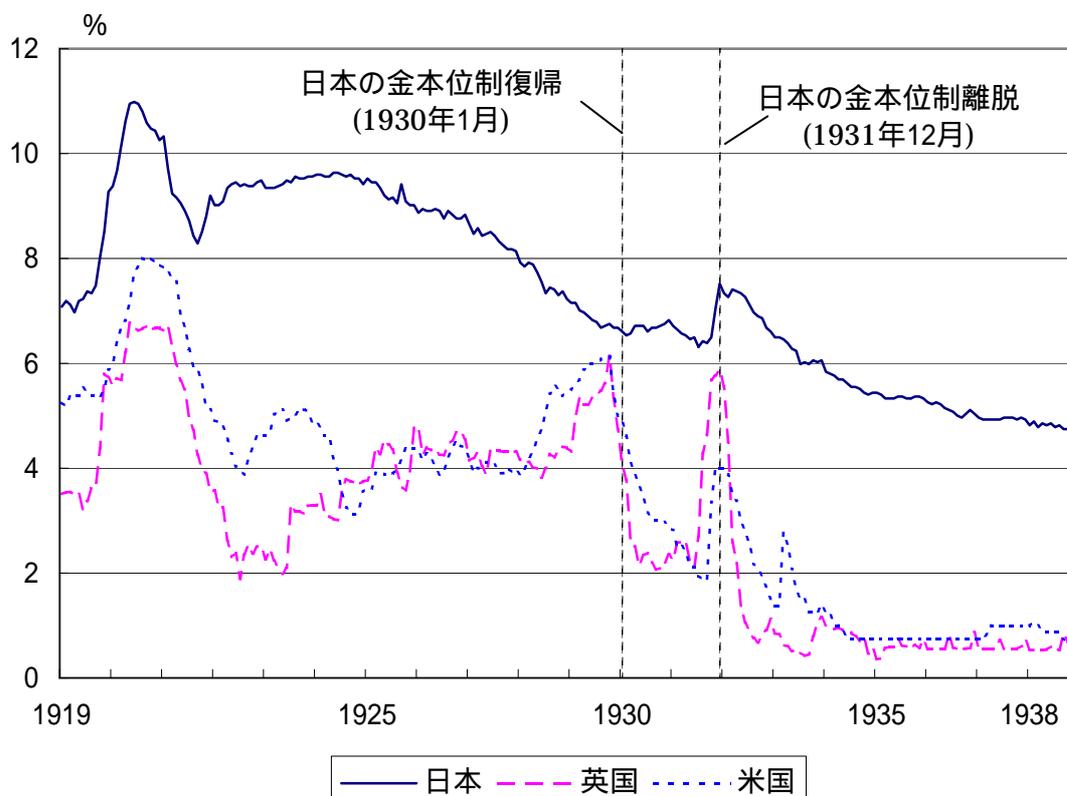
出典：日本銀行、東京銀行集会所。

図4 通貨量



出典：日本銀行

図5 短期金利

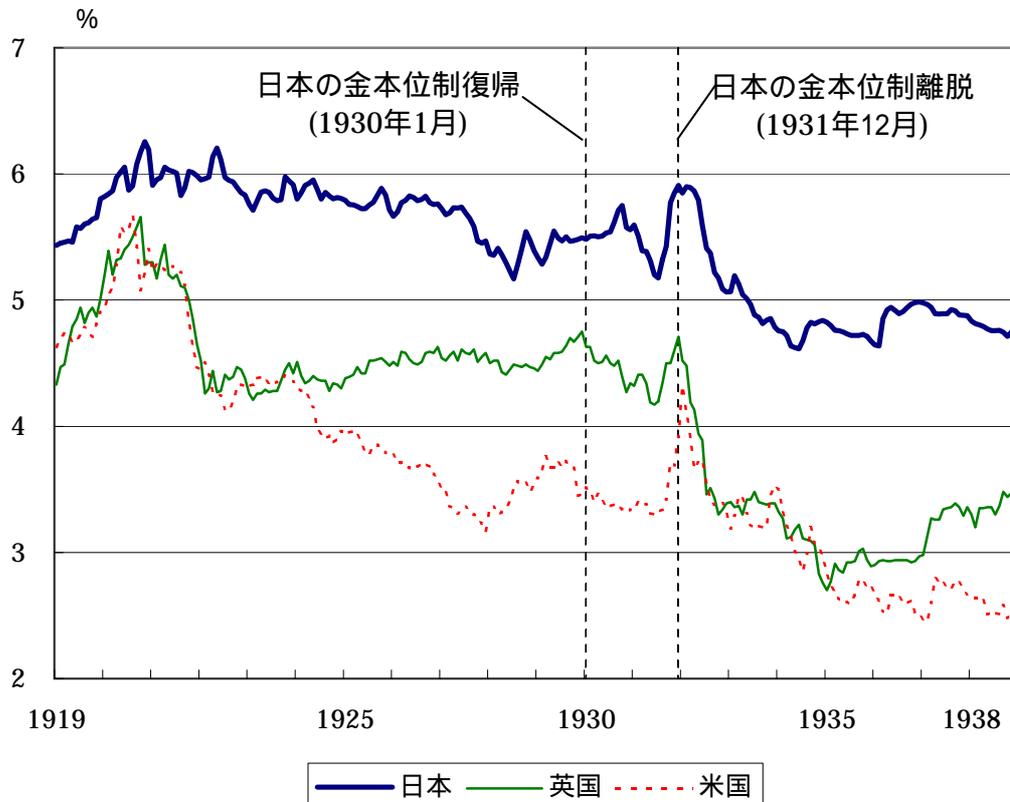


出典:東京銀行集会所、

NBER, Macrohistory Database, <http://nber.org/databases/macrohistory/contents/>.

(注)日本と英国については割引手形、米国についてはコマーシャル・ペーパーの金利。

図6 長期金利



出典：東京株式取引所『月報』、野村證券『公社債年鑑』、
NBER, *Macroeconomic History Database*, <http://nber.org/databases/macroeconomic-history/contents/>;
Board of Governors of the Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics*.

表1 短期金利の単位根検定

(サンプル期間:1919年1月～1938年12月、観測数:240)

日本

	割引手形	証書貸付
(水準)		
ADF	-3.710 ** (9)	-4.054 *** (5)
PP	-3.929 **	-4.236 ***
(1階差)		
ADF	-5.560 *** (8)	-4.134 *** (5)
PP	-10.948 ***	-18.032 ***

英米

	英国 (割引手形)	米国 (CP)
(水準)		
ADF	-3.549 ** (2)	-2.832 (1)
PP	-3.027	-2.742
(1階差)		
ADF	-6.836 *** (4)	-9.982 *** (0)
PP	-11.006 ***	-10.035 ***

- (注) 1. 水準については定数項とトレンドを含む定式化、1階差については定数項とトレンドを含まない定式化を利用。
 2. **、*、および*は、それぞれ1、5、および10%有意水準で「単位根あり」との帰無仮説が棄却されることを示す。
 3. カッコ内の数字はADF検定におけるラグ次数を示す。ラグ次数は、12から順次ラグ次数を減らしていき、最終ラグ項が5%水準で有意になるように決定。
 4. 臨界値は、ADF検定についてはFuller[1996]の10.A.2表、PP検定についてはMackinnon[1996]による。

表2 長期金利の単位根検定

(サンプル期間：.1919年1月～1938年12月、観測数：240)

	日本	英国	米国
(水準)			
ADF	-2.865 (11)	-2.931 (12)	-3.007 (9)
PP	-3.200 *	-2.738	-2.832
(1階差)			
ADF	-5.836 *** (10)	-4.099 *** (11)	-4.589 *** (8)
PP	-11.225 ***	-14.516 ***	-11.588 ***

- (注) 1. 水準については定数項とトレンドを含む定式化、1階差については定数項とトレンドを含まない定式化を利用。
 2. ***, **, および*は、それぞれ1、5、および10%有意水準で「単位根あり」との帰無仮説が棄却されることを示す。
 3. カッコ内の数字はADF検定におけるラグ次数を示す。ラグ次数は、12から順次ラグ次数を減らしていき、最終ラグ項が5%水準で有意になるように決定。
 4. 臨界値は、ADF検定についてはFuller[1996]の10.A.2表、PP検定についてはMackinnon[1996]による。

表3 Grangerの因果性検定 (F値)

被説明変数	日本		英国		米国	
説明変数	英国	米国	日本	米国	日本	英国
最大ラグ						
1	4.94 **	6.17 **	0.96	16.82 ***	0.99	17.89 ***
2	13.87 ***	11.58 ***	4.70 **	19.10 ***	8.71 ***	28.03 ***
3	12.89 ***	10.89 ***	9.93 ***	20.78 ***	8.61 ***	29.32 ***
4	12.69 ***	11.92 ***	11.57 ***	21.47 ***	8.14 ***	35.34 ***
5	13.16 ***	18.53 ***	12.62 ***	23.33 ***	8.50 ***	36.73 ***
6	17.06 ***	18.78 ***	17.63 ***	32.43 ***	13.49 ***	44.07 ***

(注) 1. 検定は自己ラグを含む定式化で実施したが、自己ラグについては記載を省略。
 2. ***および**は、それぞれ1、5%水準で有意であることを示す。

表4 共和分検定 (Engle-Granger)

被説明変数: 日本 (長期金利は甲号五分利債、短期金利は手形割引)

説明変数: 定数項および英国 (コンソル債・手形割引) / 定数項および米国 (国債)

サンプル期間: 1919年1月 ~ 1938年12月、観測数: 240

	長期金利		短期金利 英国 (手形割引)
	英国 (コンソル債)	米国 (国債)	
ADF 統計量	-2.902 (1) **	-1.949 (11)	-2.313 (2)

(注) 1. OLS推計による残差についてのADF検定 (Engle-Granger検定) の結果を示す。OLS推計は以下の定式化により実施。

$$R_t + \mu + \lambda R_{b,t} + e_t,$$

2. 臨界値はPhillips and Ouliaris [1990]の表Iaによる。**は5%水準で有意であることを示す。

3. カッコ内の数字はラグ次数を示す。ラグ次数は、12から順次ラグ次数を減らしていき、最終ラグ項が5%水準で有意になるように決定。

表5 構造変化を含む共和分検定 (Gregory-Hansen)

被説明変数: 日本(甲号五分利債)

説明変数: 定数項および米国(国債)

サンプル期間: 1919年1月 ~ 1938年12月、観測数: 240

	米国(国債)	
ADF*	-4.817 +	[1932年12月]
Z _t *	-4.701 +	[1933年1月]
Z _a *	-38.642	--

(注) 1. Gregory and Hansen (1996)による「レジーム変化」(C/S)における、残差ベースの共和分検定量を表示。
「レジーム変化」(C/S)は以下のように定式化される。

$$R_t = \mu_1 + \mu_2 D_t + \lambda_1 R_{b,t} + \lambda_2 R_{b,t} D_t + e_t,$$

ここで、D_tは構造変化時点までゼロ、構造変化の翌期から1の値を取る。

2. []カッコ内の日付は構造変化の生じた月を示す。

3. 臨界値はGregory and Hansen [1996]の表Iによる。+は10%水準で有意であることを示す。

表6 日本国債の国債基準金利に対する推計結果(誤差修正モデル)

被説明変数: 日本(甲号五分利債)

推計式 <a)、b)、c)の各欄> :
$$\Delta R_t = \alpha + \sum_{j=1}^p \beta_j \Delta R_{t-j} + \sum_{j=0}^p \gamma_j \Delta R_{b,t-j} + \omega(\sigma + R_{t-1} - \theta R_{b,t-1}) + u_t,$$

<d) 欄> :
$$\Delta R_t = \alpha + \sum_{j=1}^p \beta_j \Delta R_{t-j} + \sum_{j=0}^p \gamma_j \Delta R_{b,t-j} + \omega(\sigma + \sigma_{\Pi} D_t + R_{t-1} - [\theta R_{b,t-1} + \theta_{\Pi} R_{b,t-1} D_t]) + u_t,$$

サンプル期間: 1919年1月 ~ 1938年12月、観測数: 240

	R _b : 英国 (甲号五分利債 / コンソル債)		R _b : 米国 (甲号五分利債 / 米回国債)	
	a)	b)	c)	d)
α	-0.001 (-0.30)	-0.002 (-0.38)	-0.002 (-0.41)	-0.002 (-0.42)
β ₁	0.287 (4.72) ***	0.299 (4.89) ***	0.322 (5.25) ***	0.358 (5.90) ***
γ ₀	0.115 (2.44) **	-- --	0.060 (1.24)	0.052 (1.09)
γ ₁	0.053 (1.08)	0.057 (1.14)	-0.055 (-1.12)	-0.062 (-1.31)
ω	-0.070 (-3.59) ***	-0.074 (-3.79) ***	-0.056 (-3.39) ***	-0.123 (-4.96) ***
半減期	9.61	9.01	12.00	5.27
	(共和分ベクトル)		(共和分ベクトル)	
σ	-3.161 (-39.63) ***	-3.161 (-39.63) ***	-3.693 (-46.36) ***	-4.681 (-56.20) ***
σ _Π	-- --	-- --	-- --	0.068 (0.33)
θ	0.549 (28.54) ***	0.549 (28.54) ***	0.476 (22.40) ***	0.253 (12.36) ***
θ _Π	-- --	-- --	-- --	-0.176 (-2.52) **
adj. R ²	0.171	0.153	0.127	0.171

- (注) 1. カッコ内の数字はt値。***、**、および*は、それぞれ1、5、10%水準で有意であることを示す。
 2. D_tは1932年12月以前はゼロ、その後は1の値を取る。
 3. 誤差修正モデルのラグ次数はSchwarz情報基準により決定。その結果、すべてのケースについて1となった。
 4. 「半減期」は調整速度ωをもとに計算した、攪乱的ショックによる乖離が半分になるまでの期間。
 5. 共和分ベクトルの計算はダイナミックOLSによる。ラグ次数はSchwarz情報基準により決定。