

昭和恐慌期前後の金融政策はどのように行われたのか

大和総研 原田 泰
高崎経済大学 佐藤 綾野

第1次世界大戦から昭和恐慌とその脱却にいたる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。金本位制への復帰とは、第1次大戦時に上昇した日本の物価を引き下げることの意味していたはずである。そうであるなら、20年代の金融政策は物価を明白に低下させていくことを目標とするべきであった。このような政策目標をもって金融政策が行われてきたのだろうか。

本稿は、鎮目(2002)を参考にしつつ、テイラー・ルールを用いて、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。鎮目によれば、日本の金融政策は、インフレ率を増幅させる方向で働いてきたこと、金融政策は為替レート目標を追求してきたこと、1931年の金本位制離脱後、国内経済の安定を目標とした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なかったことを示している。しかし、この分析は、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などの問題がある。そこで、私たちは、月次データを用いることによって、特定の期間に焦点を置いた分析が可能になること、為替レートを説明変数に入れることで、金本位制への対応を直接分析することができる考えた。

分析の結果は、暫定的であるが、鎮目と同じく、戦間期日本の金融政策はインフレ率を増幅させる方向で働いてきたこと、また、鎮目と異なり、金融政策が為替レート目標を追求してきたとは考えられないこと、实体经济の変動に考慮した金融政策を行っているらしいことが分かった。

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。不思議なことに、このことが全く理解されていなかった。戦間期の金融政策は、むしろ物価を上昇させるような政策を行っていた。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は金融政策当局も考えていなかった。