

(論文内容の要旨)

本論文は、1930年代における日本銀行の金融政策のおかれた環境とその効果について、計量分析をおこなうことを課題としている。全体は3章で構成され、その内容は次の通りである。

第1章では、ベース・マネー、マネーサプライ、鉱工業生産指数、国債利回り、コール・レートの月次データを用いて、1930年代の信用乗数と貨幣需要関数について分析をおこなっている。まず、単位根検定によってベース・マネー、マネーサプライの両変数がともに非定常過程であることを確認した上で、2変数間の共和分検定をおこなって共和分が存在する可能性を示し、1930年代の信用乗数が少なくとも長期的に安定していたことを示唆する結果を得ている。続いて、実質マネーサプライ、鉱工業生産指数、利回り格差（国債利回りーコール・レート）について、同様に共和分検定によって3変数間に長期的関係があるか否かを分析している。その結果、実質マネーサプライと鉱工業生産指数、利回り格差の間に共和分が存在する可能性が示され、少なくとも長期的には貨幣需要関数は安定していた可能性を確認している。これらの結果に基づいて、1930年代の信用乗数と貨幣需要の予測が比較的行ない易い環境が、デフレーションからの脱却を図る金融政策が成功した背景にあったとしている。

第2章では、ベース・マネー、コール・レート、東京小売物価指数、鉱工業生産指数、対米為替レートの5変数による構造VARモデルを用いて、1930年代の日本銀行による金融政策のショックが実体経済および物価水準に与えた影響について定量的に分析している。その結果、構造VARモデルにおけるインパルス反応関数から、金融政策のショックが小売物価指数と鉱工業生産指数に影響を与えていること、予測誤差の分散分解から、その物価および生産の変動に対する定量的な影響力は大きいことを示している。またモデルの頑健性をみるためのリカーブ制約の順序を変えたいくつかのモデルによる追加的検証によっても、金融政策のショックの与える効果に関する結論は概ね変わらないことを確認している。以上のような実証結果は、1930年代における日本銀行の金融政策のショックが、物価と生産の変動に大きな影響を与えていたことを示すものである。

第3章では、1930年代における日本銀行のオペレーションの具体例として、金買入れ政策に注目し、この政策が日本銀行自身の金融調節にどのような影響を与えていたか（もしくは与えていなかったか）について、より具体的には日本銀行が金買入れ政策に際して金の不胎化政策を行っていたかについて、金買入れ政策が実施されていた1934年4月から1937年7月の金準備増加分と保証準備増加分の月次データを用いた部分調整モデルによって検証している。その結果、当該期の日本銀行は、即時的に64%の、長期的に90%の不胎化を行っていたとしている。これは、金準備の増強による日本銀行の通貨基盤強化というそもそもの目的とは別に、金買い円売り介入とでも言うべきその性格から為替相場下落・インフレーションへの圧力を与える政策であった日本銀行による金買入れ政策は、そうした圧力に対し

て公開市場操作を通じた不胎化政策を行うことで、為替相場の安定・インフレーション制御を行い、かつ成功していたことを意味するものである。

(論文審査の結果の要旨)

本論文は、日本の 1930 年代の金融政策に関連して、信用乗数と貨幣需要関数の安定性、金融政策のショックの実物経済及び物価への影響、金買入れ政策に対する不胎化という多様な観点から、計量経済学的手法を用いて数量的に分析を行っている。日本の経済史の分野においては、全般的にみて、歴史的データを使った計量経済学的分析、いわゆる計量経済史 (cliometrics) の事例は少なく、日本における同分野を開拓するということから、本論文は意義ある研究となっている。

実際、1930 年代の高橋財政期の金融政策をめぐる諸問題については多くの先行研究が存在するが、そのほとんど記述的な分析を中心とするものであり、日本銀行の金融政策について計量経済学とくに時系列分析の手法を適用した実証分析事例はほとんどないといってよい。本論文は、1930 年代の日本銀行の金融政策がおかれていた金融的環境とその政策効果について、非定常時系列データに関する取り扱いに留意して分析した貴重な試みである。本論文の成果として、とくに高く評価できる点を具体的に記せば、以下の通りである。

第一に、1990 年代以降の日本経済、および現在の先進諸国経済では、デフレーションの回避が喫緊の課題となっているが、第二次世界大戦後、日本を含む先進国ではデフレーションをほとんど経験してこなかったため、戦後の経済データによって金融政策とデフレーションの関係を数量的に分析することは難しい。これに類似した日本における歴史的事例としては、1920 年代末からのデフレーションを克服した 1930 年代の高橋財政期の経済政策がほとんど唯一であり、本論文のように 1930 年代の日本銀行がおかれていた金融政策の環境とその政策効果を明らかにすることは、現代の金融政策を考察する際にも意義があると考えられる。

第二に、本論文では、先行研究ではしばしば無視されてきた、金本位制から 1930 年代の管理通貨体制 (金輸出禁止)・変動相場制 (為替下落放任) などへの政策レジームの変化を重視し、分析期間を政策ルールが一定であったと考えられる期間に限定して分析をおこなっている点が評価できる。また、本論文で扱っている 1930 年代の政策レジームが、それ以前に比して極めて現代の経済政策体系に近いことから、現代における金融政策の効果と比較することが可能になっていることも重要である。

第三に、本論文では、従来あまり注目されてこなかった 1930 年代の日本銀行による金買上げ政策とそれに対する不胎化政策について分析することによって、独自の視点から当該期における公開市場オペレーションの実態を明らかにしていることは優れた貢献であると言える。

他方、問題点もあげることができる。

第一に、1930 年代の金融政策による物価制御が成功した背景には、信用乗数と貨幣需要関数の安定があったとしながらも、論文中で実際に検証しているのは、共和分検定による長期的関係 (動学的な均衡関係) の存在のみである。しかし、現実の信用乗数や貨幣需要に生じた長期的関係からの乖離がどの程度の大きさであったのか、また、長期的関係へ回帰するの

にどの程度の時間を要したかを同時に検討しなければ、信用乗数や貨幣需要の安定性について結論付けることはできない。この問題点を指摘しながらも、それについては「再検討が必要」と述べるのみであることは、分析が不十分であると言わざるを得ない。インパルス応答関数を推定するなどの方法で、長期的関係への調整の速度についてもさらに踏み込んだ検討をすることが望まれる。

第二に、金融政策の物価と生産に対する影響を VAR（多変量自己回帰）分析によって検証しているが、構造 VAR によって経済的ショックを識別すると述べつつも、実際には、経済的ショックの識別に際して、ショックの変数への同時点波及に再帰的制約を課すのみで、背後にある具体的な経済構造が十分考えられているとは言えない。そのため、金融政策のショック以外の“構造ショック”とされるショックが、具体的にはどのような経済的ショックを意味するのか（たとえば、総需要ショック、技術進歩ショック、エネルギーショックなど）が不明となり、したがって、それらのショックに対する経済変数のインパルス応答も十分な意味をなさない。さらに、VAR 分析の目的は、1930 年代の「日本銀行の金融政策を実証的に解明する」こととされているが、分析結果が示すのは、金融政策の“ショック”に対する物価や生産の反応であり、金融政策がどのように運営されていたかではない。この目的にとって重要なのは、むしろ金融政策のショック部分ではなく、様々な経済ショックに対するシステムティックな金融政策の反応部分であろう。以上の点に関連した議論は、金融政策の VAR 分析の分野でこれまでも度々されてきたことであるにもかかわらず、そのような視点を欠くことからみても、先行研究の検討が不十分であったことは否めない。

第三に、不胎化政策の分析では、金買入れに対する不胎化の目標水準と、目標水準への調整速度に関する 2 つのパラメータを推計している。しかし、そのような“部分調整型モデル”を採用するならば、なぜ不胎化が部分的にしか進行しないと考えるのかに関する議論が必要ではないだろうか。

第四に、計量分析により様々な結果をもたらそうという研究方針を持ちながら、計量分析が既存ソフトによる計算およびその結果の提示に止まっており、初等的ではあるが時系列データの記述統計的な分析や、逆により深い理論的な分析が見られない点が挙げられる。特に、主張したい多くの経済仮説は統計的な検定の対象となりうるわけで、計量的な方法で分析を進めるのであれば、経済仮説の検証も統計的な方法で行われるべきであろう。

なお、全般的にみて、1930 年代の日本の金融政策を異なる側面から分析した 3 つの章を関連付けて総合的な評価を行うという観点が希薄であることも惜しまれる。

以上のような問題点はあるものの、すべては著者が将来にむかって取り組み発展させることが期待できる課題であり、本論文の先駆性とそれによってもたらされた貢献の価値は依然として高いものである。

よって本論文は、博士（経済学）の学位論文として価値あるものとして認める。