

昭和恐慌期の財政政策と金融政策はどちらが重要だったか？

経済産業研究所(RIETI)BBLセミナー

2007.08.30

大和総研チーフエコノミスト 原田泰

新潟産業大学専任講師 佐藤綾野

財務省財務総合政策研究所客員研究員 中澤正彦



本稿の目的

- 昭和恐慌期に関する記述的な研究は進んでいるが、実証的な分析は多くはない。
- 実証的な研究においても、財政政策・金融政策に関する効果には、議論がある。
- 昭和恐慌期とその回復過程を含む戦間期を対象に、財政政策と金融政策が物価や生産に対して、どのような効果を持つかを月次データを用いて実証分析する。



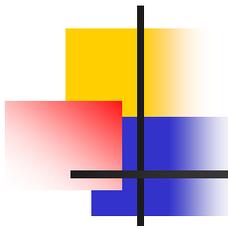
本稿の主な結論

- 財政政策は、生産に影響を与えない
- 金融政策は、物価と生産を上昇させる
- 物価上昇は、生産を増大させる



昭和恐慌期とその回復期における財政金融政策

- 井上準之助 蔵相期(1929:7-1931:12)
旧平価による金本位制への復帰
デフレ的な政策
- 高橋是清 蔵相期(1931:12-1936:2)
金輸出再禁止
低金利政策・財政支出拡大
- 馬場鎭一 蔵相期(1936:2-1940)
大規模な軍備拡張



高橋蔵相期と馬場蔵相期

- 高橋蔵相期

実質GDP成長率：年率7.9%

卸売物価上昇率：年率6.5%

消費者物価上昇率：年率1.7%

- 馬場蔵相期

実質GDP成長率：年率4.9%

卸売物価上昇率：年率11.5%

消費者物価上昇率：年率14.2%



主な先行研究 I

- Yasuba(1988)

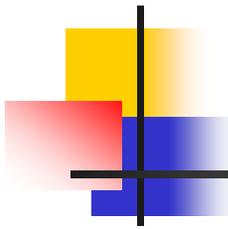
対象期間:1911-1940 年次データ

結果:政府固定資本形成(除く軍事)は決定的な要因ではなく, 軍事支出の割合が増加傾向にある政府経常支出が回復期では重要.

- Hamori and Hamori(2000)

対象期間:1885-1940年 年次データ

結果:マネーから物価への影響あるが, マネーからの実質生産への影響なし.



主な先行研究Ⅱ

- 中澤・原田(2003)

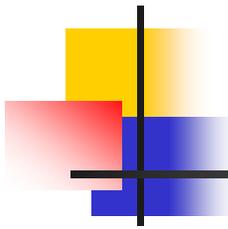
対象期間:1889-1940年 年次データ

結果:財政政策は実質GNPを上昇させるが,マネーサプライショックは,実質GNP成長率および物価上昇率を高める.

- Cha(2003)

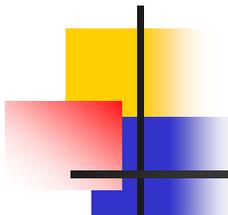
対象期間:1930:10-1936:9 月次データ

結果:日本銀行による国債引き受けによりファイナンスされた赤字財政が昭和恐慌の経済の下降からの反転に極めて重要な役割



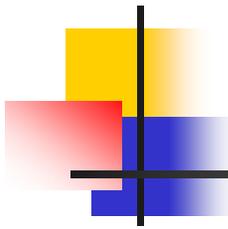
本稿と先行研究との相違点 I

- Cha(2003)は財政政策変数として実質政府債務を一般会計の受払の収支尻に該当月の国債残高の増加分を政府債務として定義し、これを卸売物価指数により割ったものを変数として用いている。
 - ⇒ この変数には経済活動の結果となる税収の推移が反映されており、財政政策のスタンスを反映しているとは言い難い。
 - ⇒ 政府債務が経済に与えた影響は、財政支出の拡大そのものによるものか、または、日本銀行の国債引き受けに伴う量的な金融緩和の効果なのか判然としない。
 - ⇒ 物価指数を分析の対象となる変数から落としているが、昭和恐慌期を分析の対象とし、また、デフレーションが实体经济に与える悪影響を考えれば、変数分析の対象とする必要がある。



本稿と先行研究との相違点Ⅱ

- 本稿では、Yasubaの政府経常支出系列と、Chaの国債引き受けによる赤字財政政策の両方の系列を用意
- 中澤・原田(2003)では、異常値を含んだデータを単純に季節調整するというのは不十分⇒X12-ARIMAで季調
- 岩田(2004)への吉川(2004)の「戦前の物価指数は市況商品を多く含むために今日の資産価格に近い性質を持っているのではないか」という批判を踏まえ、物価については、卸売物価ではなく、小売物価を用いる



使用データについて

- 対象期間

1926年1月から1936年12月(実質政府歳出)

1926年4月から1936年12月(実質政府債務)

- 使用変数: X12-ARIMAで季節調整

M2, 東京小売物価指数, 生産指数, 実質輸出, 政府債務, or 政府歳出(実質一般会計歳出)

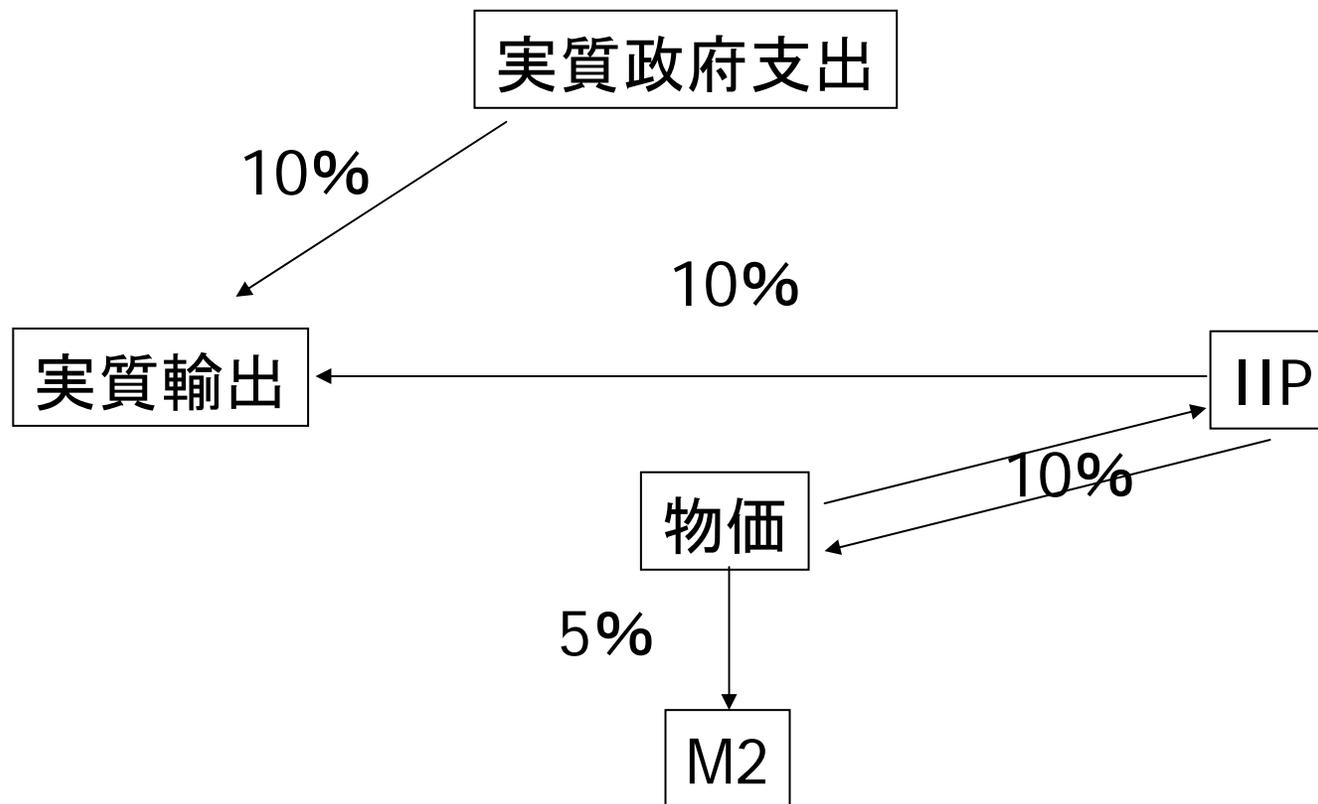
- ダミー

昭和金融恐慌時ダミー(1927年4月, 5月)

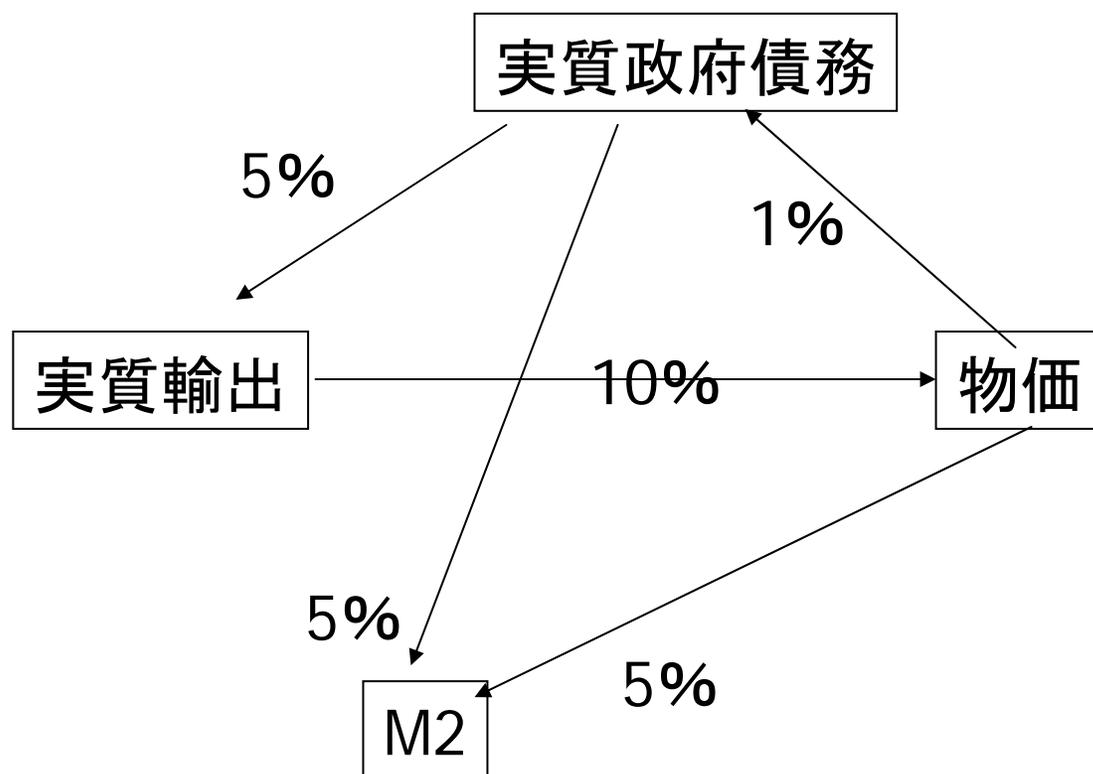
金本位離脱ダミー(1931年12月, 32年1月)

226事件ダミー(1936年2, 3月)

Granger因果性(実質政府支出)



Granger因果性(実質政府債務)



インパルス応答：実質財政支出

実質財政支出

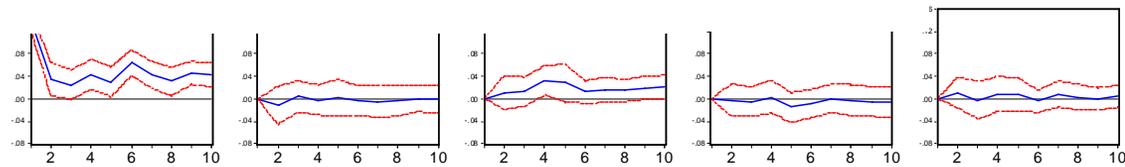
M2

実質輸出

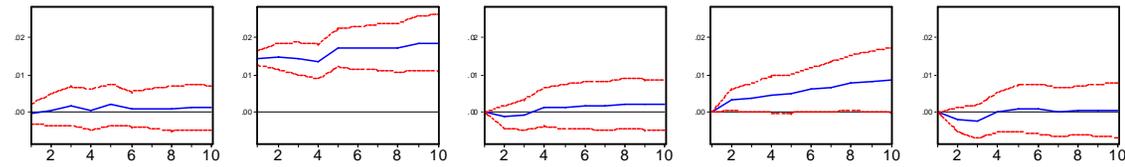
物価

IIP

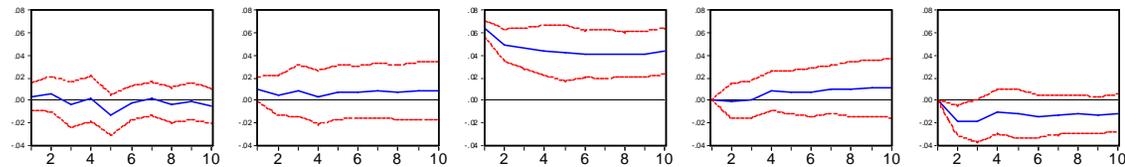
実質財政支出



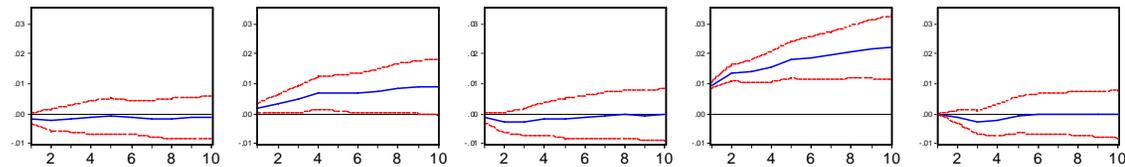
M2



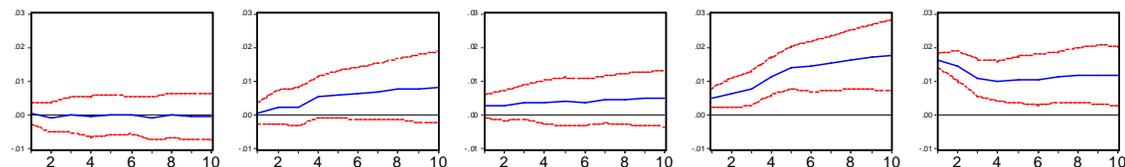
実質輸出



物価



IIP



インパルス応答：実質財政債務

実質財政債務

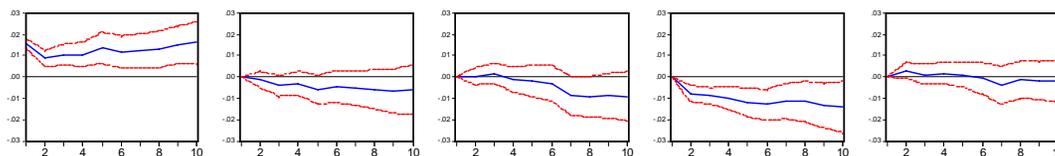
M2

実施輸出

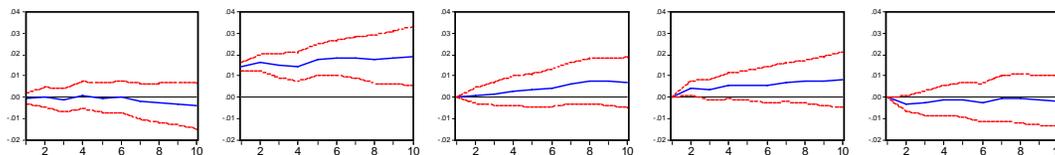
物価

IIP

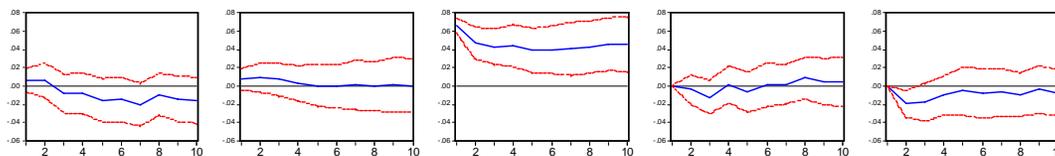
実質財政債務



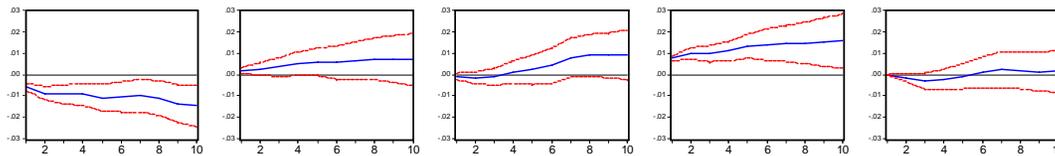
M2



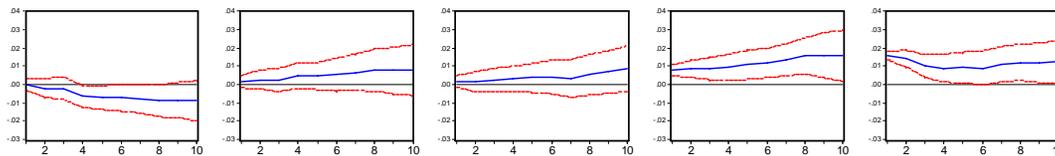
実施輸出



物価



IIP



インパルス応答：名目財政支出

名目財政支出

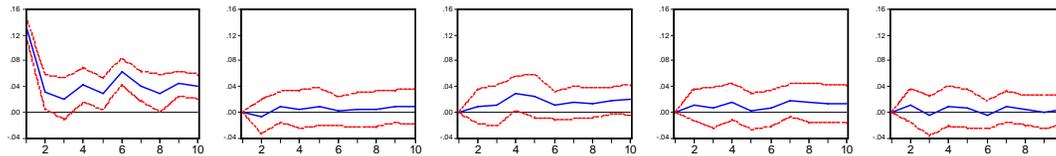
M2

実質輸出

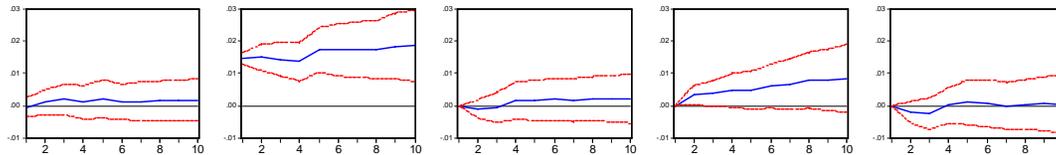
物価

IIP

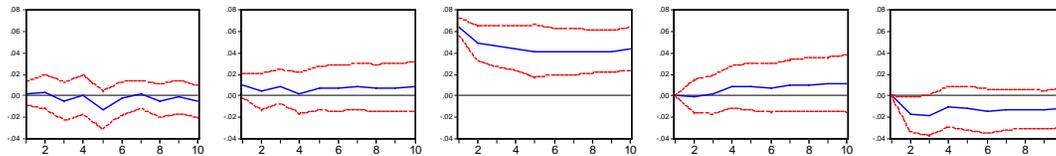
名目財政支出



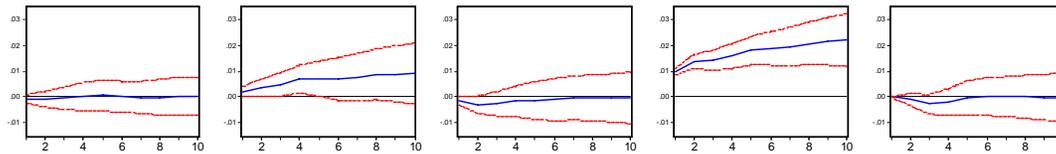
M2



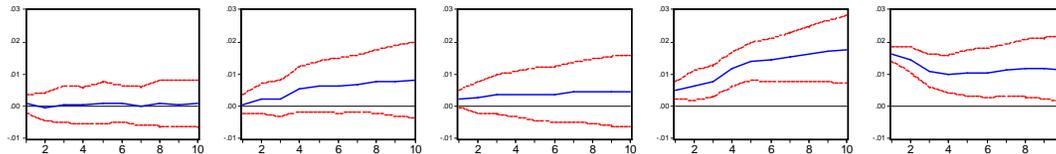
実質輸出



物価



IIP



インパルス応答：名目財政債務

名目財政債務

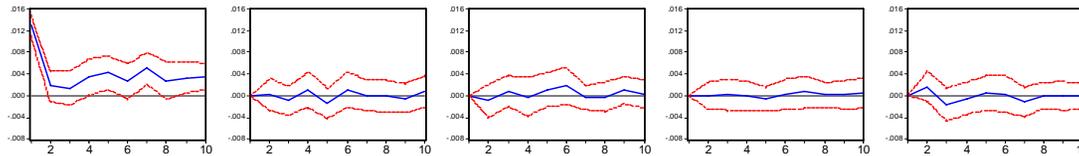
M2

実質輸出

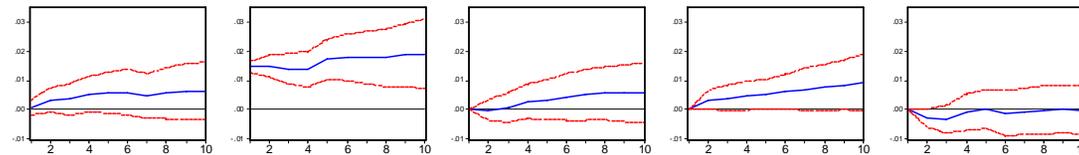
物価

IIP

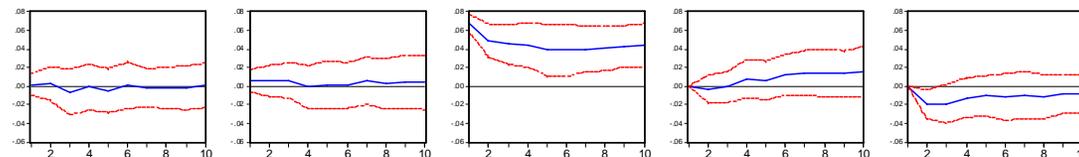
名目財政債務



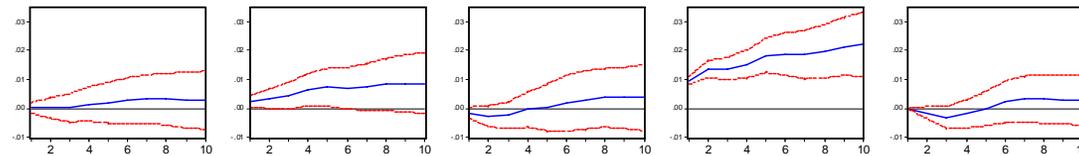
M2



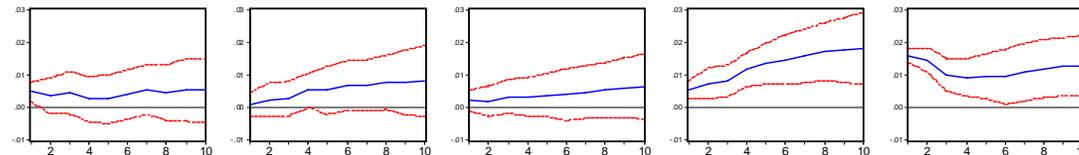
実質輸出

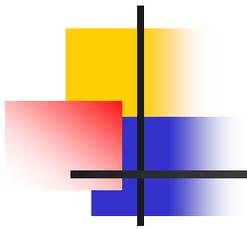


物価



IIP





インパルス応答：数量効果

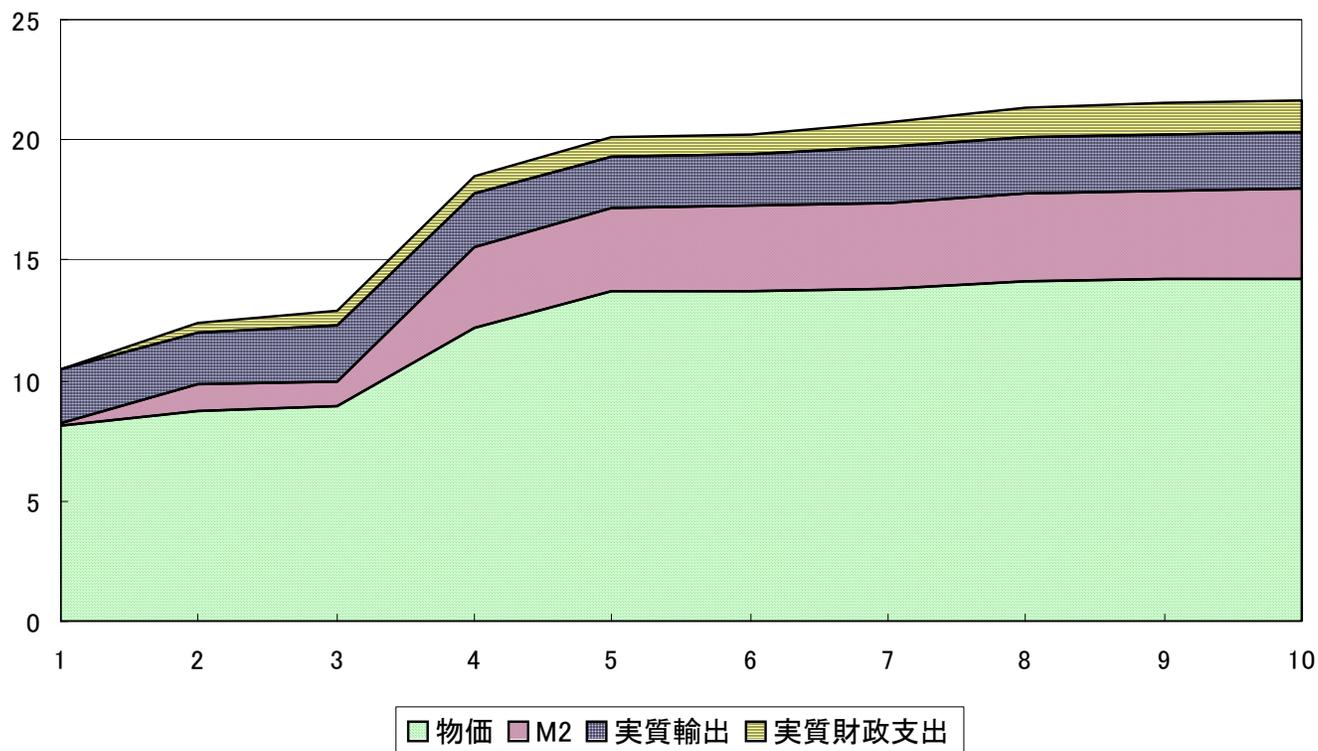
物価の累積応答

期間	実質財政支出	M2	実質輸出	物価	IIIP
6	-0.120 (0.275)	0.687 (0.326)	-0.109 (0.405)	1.877 (0.389)	0.004 (0.324)

IIIPの累積応答

期間	実質財政支出	M2	実質輸出	物価	IIIP
6	-0.012 (0.172)	0.372 (0.210)	0.216 (0.243)	0.842 (0.216)	0.607 (0.211)

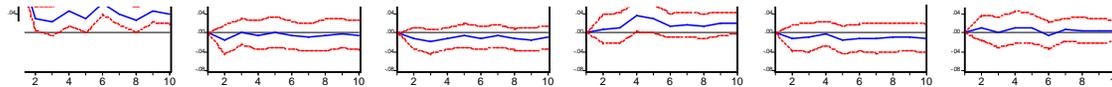
分散分解：実質財政支出



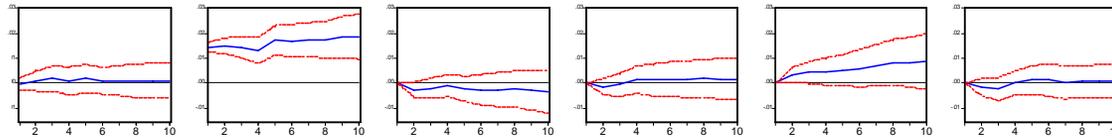
為替レート追加

実質財政支出 M2 為替レート 実質輸出 物価 IIP

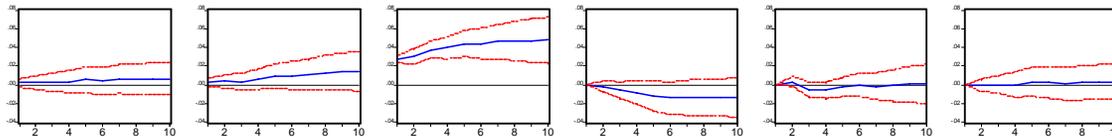
実質財政支出



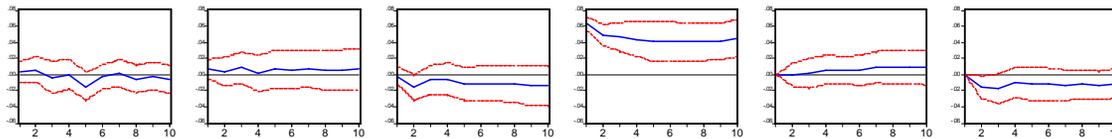
M2



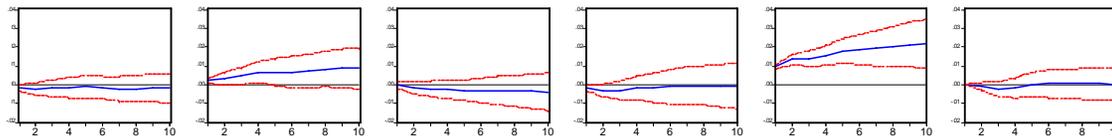
為替レート



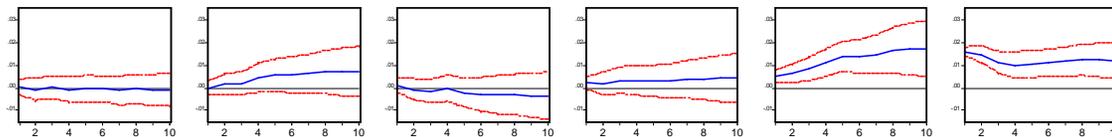
実質輸出



物価



IIP



金本位離脱ダミーなし

実質財政支出

M2

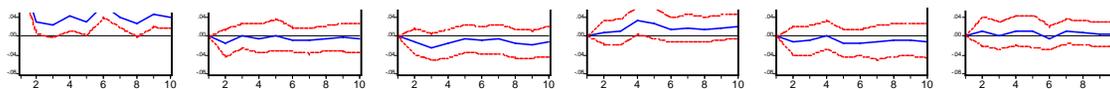
為替レート

実施輸出

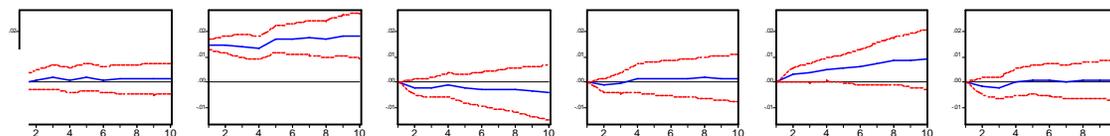
物価

IIP

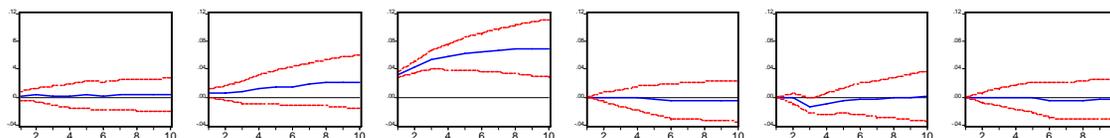
実質財政支出



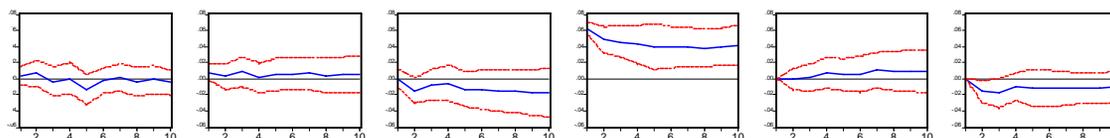
M2



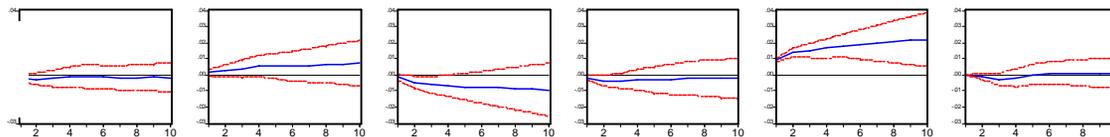
為替レート



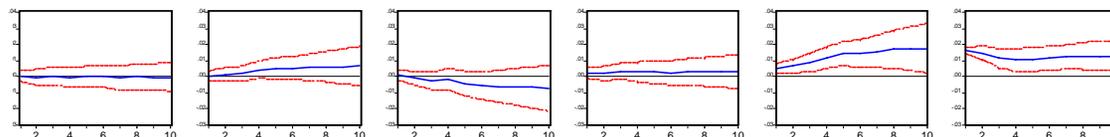
実施輸出



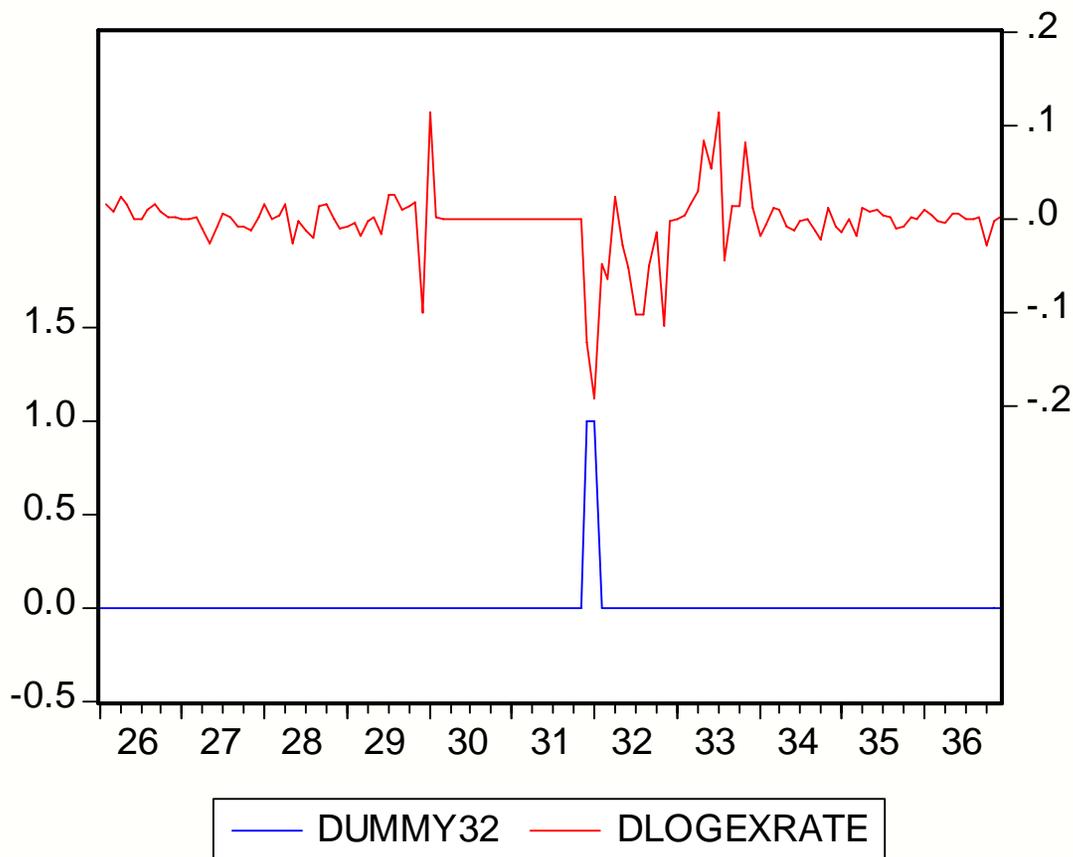
物価

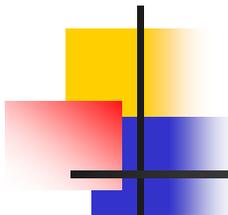


IIP



金本位離脱ダミーと為替レート





まとめ

- M2および物価は生産に有意に正の影響を与えている。
- M2から物価へ，有意に正の影響を与えている
- 財政変数の生産に対する影響は，ほとんど観察されない
- 為替レートが物価に影響を与えているというよりも，金本位離脱がデフレからの脱却