

1930年代における 国債の日本銀行引き受け

富田俊基



CONTENTS

管理通貨制度への移行と低金利政策の推進
なぜ国債の日銀引き受けが行われたのか
売りオペの変調と国債消化策の強化
国際金融市場の警告

要約

- 1 景気低迷が長期化し、デフレ懸念が続いた1990年代末より、デフレ脱出の処方箋が昭和恐慌から脱した高橋財政にあるのではないかという観点から、30年代の経済政策への関心が高まった。これに対して、本稿は1990年代末から国際金融市場で日本国債にリスクプレミアムが求められるようになったことに着目し、30年代の日本国債がこれに先立つ事例だったことを示す。
- 2 国債の日本銀行引き受けに先立ち、金融機関が保有する国債の流動性を高め、金利リスクを軽減、解消することなどを目的とする方策が導入された。公定歩合による国債担保貸し付け、保有国債評価の時価から簿価（発行価格）への変更、資本逃避防止法の施行、外国為替管理法による対外投資規制などである。
- 3 国債の日銀引き受けが、1932年（昭和7年）11月に始まった。当初は順調だった日銀による国債の市中売却も、1935年下期に変調を来した。国債減額の方針が打ち出されたが、軍事費の削減につながる国債減額は軍部の反発を招いた。1936年の2・26事件の直後に公定歩合が引き下げられ、3.5%利付国債は再び金融機関により円滑に消化された。
- 4 1937年7月に日中戦争が勃発し、日本は準戦時体制から戦時体制に移行した。国債消化策も強化され、経済規模を上回る国債が「順調に」消化されていった。資本移動規制によって鎖国した日本経済に国債を詰め込んだのである。
- 5 規制された国内の国債市場では、終戦に至るまで金利は低位安定を保ち、大量の国債が消化された。しかし、ロンドン市場でのポンド建て日本国債の金利は、すでに1931年9月以降の満州事変で大きく上昇を始めた。すでにわが国の敗戦とその後のインフレを予想していたかのようである。

管理通貨制度への移行と 低金利政策の推進

わが国の対外証券投資が金輸出禁止（1917年9月）から金解禁（30年1月）を経て、どのような展開をたどったかを概観し、高橋蔵相による31年12月の金輸出再禁止と、円安・低金利の推進過程、およびこれらの影響について述べる。昭和恐慌からの脱出について、従来は財政拡大の効果が強調されることが多かったが、そうではなく、金本位制離脱と低金利政策による円安が、景気の自律回復の「呼び水」になったことを論じる。

1 金解禁と対外証券投資

1928年（昭和3年）6月の張作霖爆殺事件の処理をめぐる混乱から田中義一政友会内閣が崩壊し、29年7月2日に浜口雄幸民政党総裁に組閣の勅命が下された。

民政党は、すでに同年初めに金解禁を党議で決定していた。第一次世界大戦後の物価下落が欧米主要国よりも小幅だったために、輸入超過の傾向が続いたので、金本位制に復帰することによって、国内の物価水準を引き下げ、産業の合理化と国際競争力の強化を図ろうとする政策であった。井上準之介蔵相のもとで金解禁の準備が進められ、財政緊縮、公債漸減が進められた。1930年度実行予算は、一般会計で公債も借入金も計上しないというもので、これは1895年度（明治28年度）以来である。

（1）外貨公債の借り換え

円レートは、浜口内閣成立後の100円 = 43ドル台から漸次上昇を始め、1929年12月高値

は49ドルになった。この間、1929年10月24日の「暗黒の木曜日」と呼ばれるアメリカ株式市場での株価暴落、それに続く世界不況によって輸出増大も阻まれ、わが国でも不況は深刻化していった。大銀行などは資金の運用難にあえいでいたが、金解禁に向けて円レートが上昇し、国内での外国債価格が下落すると見込んだので、1929年の外債投資はそれほど活発とはならなかった。

1930年1月11日の金解禁後も為替相場は円高傾向を保ったが、内外金利差が大きいことに着目した投資家が、外債投資を活発に行った。『野村証券株式会社40年史』によれば、1928年に開設したニューヨーク出張所には、30年の初めに6分半利公債（6.5%利付公債）の本店買い注文が10万ドル単位で入るようになり、その処理に忙殺される状況だったという^{文献31}。

金解禁直後の1930年2月に行われた選挙で、民政党は100議席を増やし、273議席となった。一方、金解禁に反対した政友会は63議席を失い、174議席に終わった。この時点では、有権者の多くが緊縮政策を呼びかける浜口民政党を支持していたといえる。

1930年5月に政府は、償還期限の迫った第2回4分利付英貨公債（4%利付き債券建て公債、1905年11月発行）の借り換えを行った。この借り換えを円滑に行うことも、金解禁を実施した有力な要因の1つとされている。借換債は、5.5%利付き、償還期限は1965年5月、発行価格は額面の90%とし、ドル建てで7100万ドル、ポンド建てで1250万ポンド、合計2億6440万円が発行された。元利金の支払いには、ドルとポンドの間に、1ポンド = 4ドル86セント65の確定換算率がつけ

られた。

わが国政府が懸案としてきた外貨債の借り換えは実行できたが、5.5%と高いクーポンレート（表面利率）が求められ、複利計算での発行金利は6.2%で、毎年の利払費は530万円増加した^{文献12}。このため、『日本銀行百年史』によれば、関東大震災後の国辱公債に続く、「第2の国辱公債」との批判まであったという^{文献29}。

（2）満州事変で英貨公債が暴落

1931年9月18日、柳条湖事件が勃発し、9月20日にイギリスが金本位制から離脱した。柳条湖事件に始まる満州事変の勃発は、海外の投資家から日本が国際協調路線を放棄し、中国侵略を本格化させる兆候と見られ、ロンドン市場の日本国債に大きなリスクプレミアムが求められた。

イギリスの2.5%コンソル公債（繰り上げ償還の可能性はあるものの国に償還義務はなく、その間は利払いが永続する永久公債）の市場価格が8月には額面の57.6%、9月55.6%、10月55.6%とほとんど下落しなかったのに対して、日本の4分利付英貨公債のロンドンでの市場価格は、8月平均79.56%、9月高値78.75%から、9月安値は額面の60%に急落した。

一方、イギリスが金本位制を離脱したことに伴って、円の対ポンドレートは、8月の1ポンド=9.84円から、10月には1ポンド=7.55円へと大幅な円高となった。ポンド建て国債価格の下落と、円高ポンド安によって、後掲の図8に見るように、東京市場では100ポンドの4分利付英貨公債は、7、8月に790円だったのが、10月には500円に下落した。

しかし、ポンドに対する円の上昇は一過性に終わった。ポンドの金本位制離脱は、円の再輸出禁止に近いという予想を生み、金解禁後安定していた為替市場では円売りドル買いが活発になり、外債投資も拡大に向かった。日本銀行は、横浜正金銀行を通じて100円=49.375ドルで大量のドル売りを行い、公定歩合を引き上げて防戦した。公定歩合は、1931年10月5日に日歩1銭4厘から1銭6厘へ、さらに11月5日に日歩1銭8厘に引き上げられた。また外債投資を抑制するために、日銀担保から外貨建て日本国債をはずした。それでも大量の対外資金流出が続いた。

金解禁が景気回復をもたらすという世論の期待が強かった一方、不況は深刻の度を増していった。卸売物価は1929年に2.9%下落したのに続いて、30年、31年は世界不況の影響が加わり、おのおの17.7%、15.4%も下落し、この間の実質経済成長率は1%前後にとどまった。民政党内閣に対して、軍部は満州での不拡大方針に反発し、野党政友会は金解禁による不況を批判した。

安達謙蔵内務大臣が政友会との連立を推進しようとしたため、若槻礼次郎内閣は閣内不統一を起こし、1931年12月11日に総辞職、幣原（喜重郎）平和外交とワンセットとなった国際均衡優先の井上財政は幕を閉じた。

2 金輸出再禁止

1931年12月12日に組閣の大命が犬養毅政友会総裁に降下し、翌日の日曜日の閣議で金輸出禁止が決定された。これ以降、1936年の2・26事件で凶弾に倒れるまでの間、根拠のない帝人事件で斎藤実内閣が瓦解した直後の34年7～11月を除いて、高橋是清が蔵相を

務めたので、この期間は高橋積極財政期と呼ばれることが多い。しかし、その政策の根幹は管理通貨制度と資本流出規制の導入による、通貨供給の増大と低金利政策の遂行にあった。

(1) 円安による輸出の促進

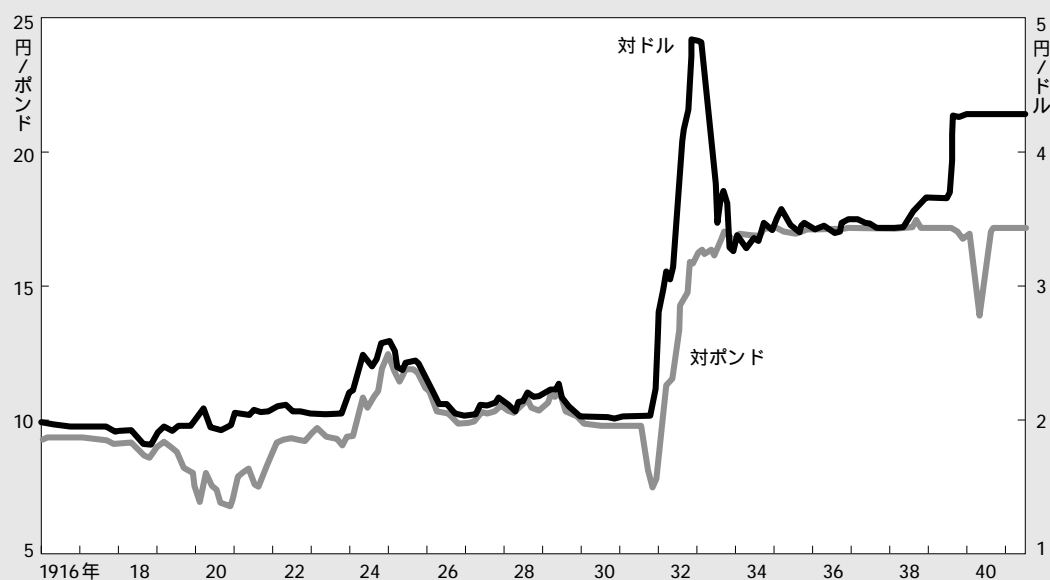
高橋是清は1930年1月に「経済難局に処するの道」と題して、「周知の如く我が国が各国に比し早く経済難局から脱し得たのは、輸出の躍進と、通貨の適正なる供給ということに負う所が大きい。……金輸出再禁止政策が目ざす所は右の如く、一は貿易輸出の進展に機会を与えること、同時に二は国内に適正量の通貨を供給し生産と消費との間の失われた均衡を回復せしめ、もって両者の連絡、調節を円滑ならしめんとすることにあった」と述べている^{文献26}。

高橋蔵相は、金輸出再禁止（1931年12月13

日）と銀行券の金兌換停止（12月17日）によって金本位制を離脱し、円レートの下落を容認し輸出の振興を図った。そして、公定歩合を1932年3月12日に日歩1銭6厘（年利5.84%）に、6月7日に1銭4厘（5.11%）へ、さらに8月に1銭2厘（4.38%）に引き下げた。これらによって、円レートの下落は加速した。図1に見るように、金輸出再禁止の直前まで100円 = 49.845ドル（1ドル = 約2円）の平価だったが、1932年12月の安値は100円 = 20ドル（1ドル = 5円）へと、1年間で約6割も下落した。

しかし、急激な円安が産業界に悪影響を及ぼすという批判や、対外証券投資の増大によって通貨供給が収縮し景気が抑制されるという懸念が強まった。すでに金解禁と旧平価維持のために、大量のドル売り介入が行われ、日銀の金準備は1929年末の10.7億円から31年末4.7億円へと大幅に減少しており、日銀券

図1 円対ドルおよび対ポンドレートの推移



注) 日本は1917年9月12日に金輸出を禁止し、30年1月11日に旧平価で解禁。1931年12月13日に金輸出再禁止。イギリスは1925年5月に金本位制に復帰し、31年9月離脱。アメリカは1917年9月7日に金輸出を禁止し、19年6月21日に金本位制に復帰、33年4月19日に停止。円レートは1934年10月20日から39年10月まで1円 = 1シリング2ペンスでベッグされ、39年10月25日以降は100円 = 23.4375ドルでベッグ。1941年12月8日以降は敵性通貨として相場告示なし

出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, Federal Reserve System, 1943

の発行が抑制され、5%という高率の発行税がかかる制限外発行（発行限度を超えて発行することで、限外発行税が課される）が常態となっていた。

そこで、1932年6月の第62回帝国議会で1899年（明治32年）以来33年ぶりに兌換銀行券条例が改正され、保証発行（正貨 金および確実に金に換え得る外貨 準備ではなく、国債などの保証物件を準備として行う日銀券の発行）限度はこれまでの1.2億円から一挙に10億円に拡大され、制限外発行の税率も3%に引き下げられた。『日本銀行百年史』は、これによってわが国の通貨制度は管理通貨制度への第一歩を記したと見ることができると指摘している^{文献29}。

（2）資本逃避防止法の導入

さらに、対外証券投資によって為替相場が攪乱されて乱高下したり、国内金利の低下が阻まれたりすることがないように、外貨証券、海外不動産などの購入制限を内容とする資本逃避防止法を1932年7月に制定した。海外市場で外貨建て日本国債の価格が大きく下落し、同時に円安が進展したために、資本の海外流出が続き、それが円安をさらに加速させ、銀行預金減少の一因ともなっていたからである。

また、『昭和財政史』は、「議会で絶対多数を擁する政友会が平価5分の1切り下げを決議したことが海外に非常に大きな反響を与えて、上海、大連筋の猛烈な思惑を呼び、6月下旬には為替相場は一気に（100円＝）30ドル台を割って26ドルへ落ち込んでしまった」と指摘している^{文献13}。

高橋是清は、「国内正貨保有量を遙かに超

えて多量の通貨を供給せんとする方策を樹てた以上、わが対外為替の下落は当然のことであった。従って資本逃避の風が見え、さらに低金利を徹底せしめんとすれば、資本逃避の傾向がますます助長されるのは経済法則上免れ難いところであった。そこでまずその防止方法として資本逃避防止法や為替管理法を制定し、十分この方面の工作を行い、然るに後低金利政策を進めることにしたのである」と述べている^{文献26}。

金本位制から離脱した後、公定歩合の引き下げは1932年3月、6月と2度行われたが、6月の時点では5.11%と国際的に見てまだまだ高い水準にあった。1931年9月に金本位制を離脱したイギリスは、6%から32年6月には2%に引き下げていた。またニューヨーク連邦準備銀行は、1932年に入ってから2月と3月に公定歩合を各0.5%引き下げ、2.5%にしていた。

資本逃避防止法を制定した直後の為替相場は一時小康を得たが、円レートは1932年8月中下旬には100円＝25ドルを超えて下落が進んだ。これには、8月16日の郵便貯金金利引き下げの閣議決定（4.2%から3%へ）、翌日の公定歩合の第3次引き下げ（日歩1銭4厘から1銭2厘へ）によって、低金利政策が積極的に推進されたことが大きな影響を与えた。

しかし、資本逃避防止法は、その名が示すように資本の逃避の防止を目的としたものであって、輸出入に伴う為替取引を規制するものではなかった。このため、低金利政策の進展を背景とする円安予想が強まり、輸入為替が殺到し、円安の予想が自己実現したものと考えることができる。実際、100円＝25ドル

を突破し、さら11月末には100円 = 20ドルの大台を割り込む円安が進行した。

(3) 外国為替管理法の制定

円安の進展が輸出の拡大をもたらしたことは事実としても、それがあまりに大幅であったために、輸入原材料価格の上昇、外貨建て債務の元利払いの増大をもたらした。このため、円レート安定化の方策が検討された。『昭和財政史』によれば、イギリスで1932年4月に設置された為替平衡勘定を導入することも検討されたが、それはポンドの上昇を抑制することが主たる目的であるので、さらなる円安の防止が必要な日本には適用できないとし、為替管理、貿易管理の検討が進められた^{文献13}。

そして、1933年2月に外国為替管理法が議会で提出された。それは、資本逃避防止法を継承しつつも、為替取引の取り締まりを強化し、公定為替相場の制定、為替取引の日銀、横浜正金銀行などへの集中、さらには貿易を国家管理下に置き得るようにするなど、広範な統制を政府に委任するという内容だった。

当時大蔵省理財局国庫課長だった青木一男は、違反の場合、取引価格の何倍かの罰金を科するという前例のない法律で、国家総動員法などその後の統制法規の多くは、この法律をまねて書かれたと述べている^{文献15}。ただし、伊藤正直が指摘するように、外国貿易は最後までできるだけ自由主義に立脚しなければならないという考え方から、輸入管理は1937年1月まで発動されなかった^{文献4}。

外国為替管理法が議会で審議中の1933年3月5日、アメリカは銀行休業についての緊急布告を行い、大統領令で4月19日に金本位制

を停止した。これによりドル平価が40.94%切り下げられ、円の対ドルレートが急騰した。

このため、政府は3月8日から円レートの対外表示基準をドルからポンドに変更し、5月から施行となった外国為替管理法によって投機の取り締まりを行い、ドイツのポーランド侵攻(1939年9月)が始まるまで、円の対ポンドレートの低位安定が維持された。その後円の対ポンドレートは、1934年10月20日から1円 = 1シリング2ペンス(1シリングは20分の1ポンド、1ペニーは240分の1ポンド)でペッグされた。

円レートの低位安定を目的としたこれらの対策は、同時に、国債の大量発行を円滑に進めるために、国債市場を海外市場から隔離しようとするものでもあった。

(4) 国債保有促進策の始まり

さらに、国債の大量発行に備え、その消化環境の整備が行われた。それは、市中銀行が国債を保有することによって生じる金利リスク(国債価格変動リスク)を抑制することを内容としている。その第一歩は、1932年4月26日に始まった。日銀による国債担保貸し出しに対する高率適用が緩和されたのである。従来は、公定歩合(商業手形割引金利)に対して日歩1厘(年利0.365%)高を適用していた国債担保貸し出しについて、融通期間30日以内については高率適用を廃止し、規模にかかわらず一律に最低公定歩合を無制限に適用することになった。

1932年7月には「国債の価額計算に関する法律」が公布された。財産評価について時価主義をとっている商法の規定にかかわらず、

国債については大蔵大臣が国債の銘柄ごとに告示する標準発行価格をもって帳簿価格とするというものである。この法律は、金融機関の要請によるものではなく、金融機関に「自発的に」国債を持たせようとした高橋蔵相の熱心な意向によるものとされる。

他の商品については公定相場がないなかで、国債には公定相場ができたことになる。新しく国債が発行されるごとに、標準価格が決められた。これによって、銀行は国債の市場価格が下がっても評価損を計上する必要がなくなり、国債保有が促進され、同時に、国債価格の維持を容易にした。

これらの措置によって、国債金利の低下が促された。

当時の代表的な銘柄だった甲号5分利公債の価格は、満州事変勃発前の1931年7月に額面100円に対して98.35円の高値をつけていたが、金輸出再禁止を見込んだ資金流出、国債増発、国債整理基金への繰入額削減が影響し、図2に見るように、高橋財政が始まった

31年12月に86.15円にまで下落していた。

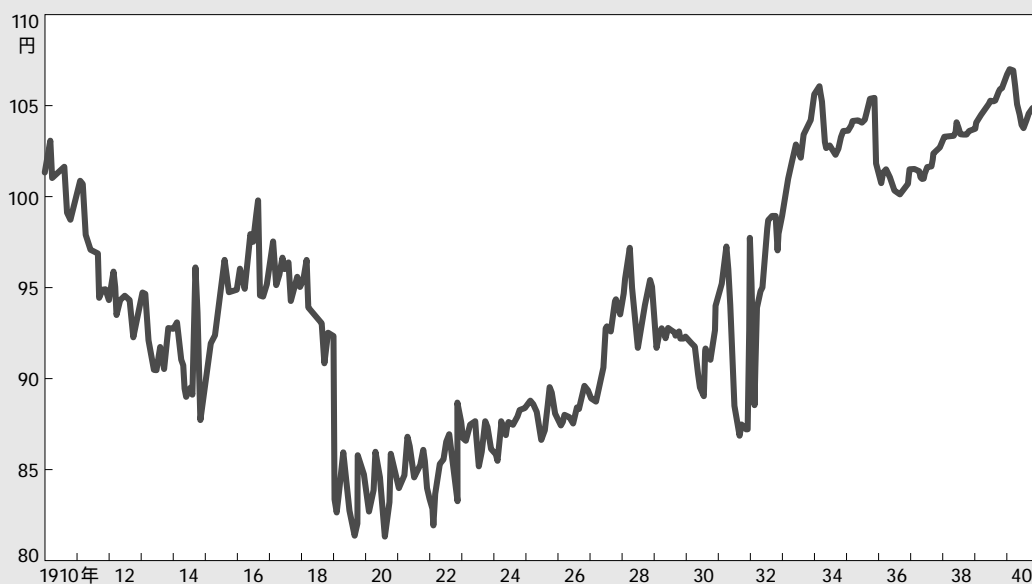
ところがその後、物価の反転、国債の増発にもかかわらず、管理通貨制度への移行、公定歩合引き下げ、資本流出規制、国債消化策の導入によって、1932年11月の高値は99.20円となった。そして、後述するように1932年11月25日に日銀による国債引き受けが始まった。

3 高橋積極財政の実態

以上に述べたように、高橋是清蔵相は対外資本流出を規制し、通貨供給の増大と低金利政策を推進した。為替管理によって日本を金融的に鎖国し、金融緩和政策を進めたのである。高橋蔵相の経済政策について、当時新聞記者だった西野喜代作は、「正統派の財政学説からは放漫政策と非難されたが、高橋さんは金利を下げることで自然に世の中がよくなる。こういうことに力を入れるのが高橋さんの景気対策」と述べている^{文献14}。

この一方、大内力は「高橋が当時ケインズ

図2 甲号5分利公債（東京市場での月中平均価格）



出所) 大蔵省理財局編『国債統計年報』各年度版、大蔵省理財局

理論を知っていたとは思えない。……しかし高橋の現実をみる目は、すでにケインズの域に達していたともいえるのである」と指摘し^{文献7}、後藤新一は、高橋蔵相が井上蔵相の緊縮財政を積極財政に転換し、財政主導で景気を回復させたとしている^{文献19}。

このように、高橋蔵相は積極財政主義だったのか健全財政主義だったのかについては、今日も評価が大きく分かれている。その実態は、どうだったのか。

(1) 軍事費と時局匡救費の拡大

緊縮財政からの転換を画する1932年度予算の決定、追加には、議会が5回も開かれた。犬養首相と高橋蔵相は前若槻内閣の予算案を点検し、減債基金への繰り入れと増税を停止し、新規政策は追加予算に計上するという方針で、約14億円の1932年度予算案を決定した。民政党が多数を占める第60回帝国議会は1932年1月21日に解散され、犬養政友会内閣の予算案は不成立となり、高橋蔵相は14.6億円の実行予算を編成した(表1)。

2月の総選挙で政友会は、「不景気の民政党か、景気の政友会か」と国民に訴え、解散時の171議席から303議席へと躍進し、絶対多数を獲得した。一方の民政党は、選挙前の247議席を144議席に減少させた。政府は憲法70条の規定に従い、勅令で満州事変の経費支弁のための国債を1月から3月の間に合計7000万円発行していたが、犬養首相は3月18日からの第61回議会で、緊急勅令の事後承諾を得た。さらに、この議会で4月と5月分の事件費6750万円を調達するための満州事件公債法が可決された。

歳出予算の本格的な追加は、表1に見るよ

表1 1932年度(昭和7年度)の歳出予算

(単位: 百万円)		
井上蔵相による各省内示 (31年10月1日)		1,332
若槻内閣作成概算 (31年12月7日)		1,479
犬養内閣不成立予算 (31年12月27日)		1,397
前年度予算 ^注 (32年1月21日)		1,488
実行予算 (32年2月2日)		1,461
第61回議会 (32年3月25日)		1,461
第62回議会 (32年6月15日)		1,780
第63回議会 (32年8月22日)		1,944
第64回議会(最終実行予算)(32年12月24日)		2,018
(参) 1930年度歳出決算		1,557
(参) 1931年度歳出決算		1,477
(参) 1932年度歳出決算		1,950
(参) 1933年度歳出決算		2,255

注) 第60回議会の解散に伴って犬養内閣の1932年度予算案は不成立となり、前年度予算が施行されることになった
出所) 大蔵省昭和財政史編集室編『昭和財政史』第3巻、東洋経済新報社、1995年

うに、犬養首相が暗殺された1932年の5・15事件後に起きた。元海軍大臣の斎藤実に組閣の大命が下り、斎藤拳国一致内閣は同年3月1日に建国されたばかりの満州国の承認へと進んだ。再任された高橋蔵相は、追加予算として翌年1月までの満州事件費を計上し、1932年度の歳出予算を17.8億円とし、ここにわが国で初の赤字国債の発行が決まった。

高橋蔵相は、第62回帝国議会での財政演説(6月3日)で、「昭和7年度(1932年度)歳入は財界不況の為め著しく減少するに拘らず、国務の運行に必要な経費の支出は已むべからざるものでありますから、……現行の公債法に依る事業公債並びに満州事件公債を発行するの外、新に歳入補填公債を発行するの已むを得ざるに至り、……公債の発行方法は日本銀行並びに預金部その他政府部内の資金を以て、これを引き受けしめ、一般市場における公募はこれを避ける方針」と述べた。

そして、翌6月4日に、高橋蔵相は、「我国産業の正当なる取引に必要な通貨を円滑

に供給する上に不便少からず」と、日銀券の保証発行限度額拡大のための法律案の提案理由を述べている。

さらに、第63回議会で、斎藤内閣は農村不況の解決を「時局匡救」と称して、3カ年で総事業規模8億円、負債整理と不動産担保貸し付けを加えると、地方分を合わせ総額16億円の対策を8月25日に発表した。このうち、1932年度の一般会計で1.63億円を追加することを提案した。さらに、翌1933年1月の第64回議会で、2月と3月分の満州事件費の追加を行い、32年度実行予算は20.18億円となった。この議会には、歳出規模が22.39億円の1933年度予算案も提出された。

こうして、井上蔵相のもとで1930年度、31年度におおの10%、5%と大幅に減少した一般会計歳出（決算）は、32年度、33年度にはそれぞれ32%、16%も急増し、国債依存度も31年度の7.8%から32年度には32.3%に上昇した。これらの指標から見ても、満州事件費の追加と時局匡救費によって、1932年度に財政拡大策に転換したことがわかる。

（2）時局匡救は3年間に限定

こうした歳出の拡大について、既出の西野喜代作は、高橋蔵相の景気対策は意識的なものではなく、「高橋さんの腹は時局匡救に乗り気でない」と述べている^{文献14}。

高橋自身は、1934年3月に「時局匡救方面の仕事は初めから三年間と閣議で決めた。七年度（1932年度）は最初に手を着けたのだから、そう直ぐに沢山な金を使うわけには行かぬ。一番金の余計に要るのは八年度で、それが済んで九年度になれば減って行く。……三年で事の済むような仕事に金を使う」と述べ

ている^{文献26}。

また、高橋は地方財政については、「現状では大木（国）を養うべき市町村は自分の務めを忘れ果てて、ただただ大木によりすがっているのではないか。だから国家の財政は危機に陥っているのです」と、21世紀初頭のわが国にも当てはまるような指摘をしている^{文献26}。

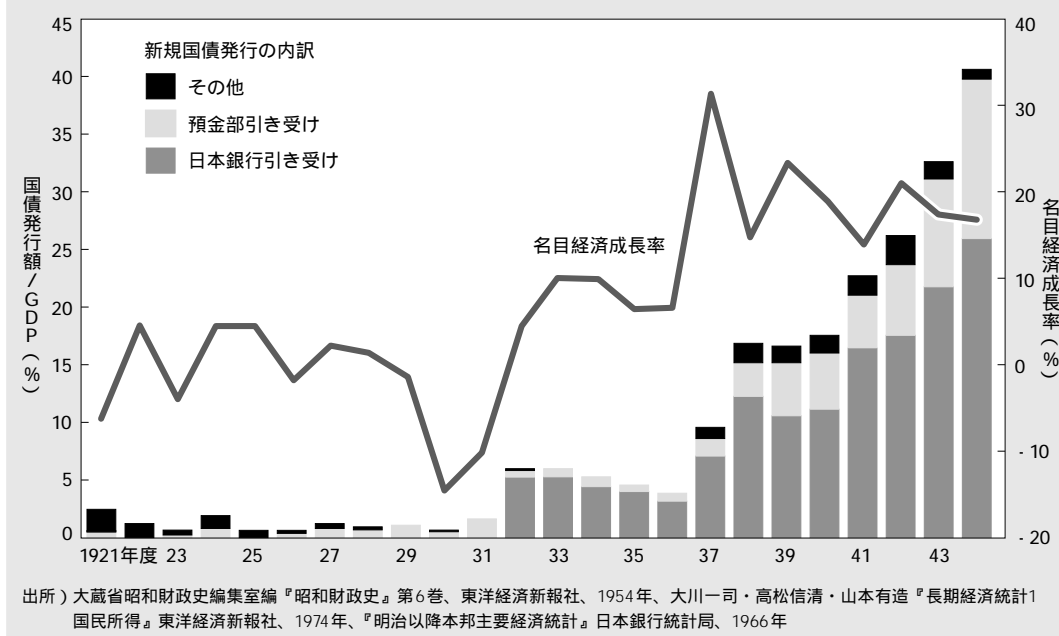
高橋蔵相は、一貫して増税を行わなかった。帝国議会などにおいて、高橋は「増税其他増収計画を立てることは、経済界が漸く回復の緒に就きたる今日、折角伸びんとする其萌芽を剪除する結果となり、大局より見て未だ其時機でない」と繰り返し述べた。しかし、これについて西野は、「財源があれば軍部はどうしてもやかましく言う。財源がないことで抑えようとの考えであった」と指摘している^{文献14}。

増税は、高橋是清が帝人事件でいったん蔵相を退いたときに、後を託された藤井真信蔵相（前次官）が臨時利得税を導入し、その後2・26事件で高橋蔵相が暗殺された後、馬場鑓一蔵相によって行われた。

（3）輸出と設備投資主導の回復

こうした財政拡大への転換のなかで、低迷が続いていた景気は回復に向かった。たとえば、鉱工業生産は1931年に9.2%も落ち込んだ後、32年7%、33年13%と大幅に増加した。1931年に15.4%も下落した卸売物価は、32年5.3%、33年11.4%と急上昇した。1929年から31年までの間は年率1%弱にとどまった実質経済成長率も、32年4.4%、33年10.1%と急回復した。これらから、高橋蔵相による積極財政が景気回復をもたらしたと解釈される

図3 名目経済成長率と新規国債発行額のGDP（国内総生産）比



ことが多い。

しかし、景気の回復が財政支出の拡大によるものであったかという点、決してそうではない。景気にはすでに自律回復の条件が整っていたと見る事ができる。そこに、金輸出再禁止と円安によって進展した金融緩和が物価の反騰をもたらした、それが景気回復を促進した。「呼び水」となったのは、財政支出ではなく、金本位制離脱と低金利だった。

実際、実質GDP（国内総生産）ベースの財政支出は1932年、33年に増大したが、これ以降36年までは横ばいで推移しており、また財政支出の名目GDP比を見ても、その顕著な上昇は日中戦争が勃発した37年までは見られない。このため、実質成長率上昇は、民間設備投資と輸出の増大によるところが大きい。

民間投資が拡大に転じた背景には、1927年銀行法によって銀行の整理が進み、井上緊縮

財政のもとで企業のリストラと銀行の不良債権処理が進展し、日本経済のアク抜けが相当程度進んでいたことを無視できない。こうした減量経営に加えて、金輸出再禁止後に円安が進展したことが輸出の回復をもたらした、高橋蔵相による低金利政策と相まって設備投資が回復したと見る事ができる。

国債の新規発行額は、図3に示すように、GDPに対する比率で見ると、1932年度をピークに36年度にかけて漸減した。また、この間に発行された国債39億円の86%が日銀引き受けとなったが、その91%は市中に売却された。

このように、高橋蔵相の在任期間に限ってみれば、インフレを高進させることなく景気回復を達成したといえよう。もっとも、こうした経済パフォーマンスは積極的な財政政策によってもたらされたわけではない。むしろ、デフレからの脱却は、金本位制から離脱

して低金利政策を遂行したことよるところが大きかった。

なぜ国債の日銀引き受けが行われたのか

日本銀行の引き受けによる長期国債の発行は、1932年11月25日から始まった。この目的は、増大する歳出を容易にファイナンスし、金解禁で収縮したマネーサプライを増やし、金利水準を引き下げることにあるとされ、国債の日銀引き受けは「一石三鳥の妙手」とまで高く評価された。

その仕組みは、概略次のとおりである。日銀が低い金利の国債を引き受け、それを財源として財政支出を行う。それによって金融緩和が進むのに合わせて日銀が国債を売却し、国債の大量発行と低金利とを両立させる。市場に金利低下予想が持たれる限りは、日銀の国債売却が実施できるし、政府は市場の制約を受けることなく国債発行を行うことができる。

こうした国債の日銀引き受けを始めた高橋蔵相について、国債の累増とインフレを招いたという評価と、身を挺して国債漸減を貫いたという評価とに分かれている。たとえば、大内兵衛は、国債の日銀引き受けが始まった直後の1932年12月に「国債百億円（残高）の経済的含蓄は極めて広汎であって、それは時間の経過に従って拡大する。なかにもこれはかなり大きいインフレーションを必然ならしむる」と指摘している^{文献8}。

一方、その同じ大内は、『昭和財政史』第6巻のはしがきで、青木得三とともに「すでに決壊にひんしていた日本財政の生命線を、

高橋蔵相はその老躯をかけてささえていた」と述べている^{文献12}。2・26事件後のおびただしい国債の累増と比較すれば、それ以前の国債漸減方針は健全に見えるのかもしれない。

しかし、「一時の便法」として導入された国債の日銀引き受けが、恒久化し拡大する危険は見抜けなかったのであろうか。『日本銀行百年史』には、「昭和七年秋に本行が国債の本行引受け方式の実施に同意したことは、やがて本行からセントラル・バンキングの機能を奪い去る第一歩となったという意味において、まことに遺憾なことであった」と記されている^{文献29}。

そこで、日銀の歴史上最大の失敗と自らが総括している国債の日銀引き受けという、非常に破天荒な政策が行われるに至った背景や、そこからの出口戦略が描かれていたかどうかについて検討しよう。

1 公募発行の道はなかったのか

当時どのような政策の選択肢があったかについての検討を始めるわけだが、まず国債の日銀引き受けの採用が確定した時期について見ておこう。

先述のように、高橋蔵相は1932年6月3日に議会で国債の日銀引き受けの方針を表明した。『昭和財政史』によれば、これに先立ち、「高橋蔵相は、昭和7年2月16日の銀行団集会席上において、公債非公募の方針を示唆した」という^{文献12}。また、『昭和恐慌の研究』は、3月9日の日銀主催時局懇談会で、軍事公債やそれ以外の新規発行公債も日銀引き受けとするという高橋蔵相の方針を報じた新聞記事を紹介している^{文献6}。

さらに、井手英策は、日銀保管資料に基

づき、1932年4月18日の日銀支店長会議で、「今の政府の考としては、軍事費を除いたものは特別会計で賄い公募せず、軍事関係のものは日本銀行に引受させ様とする」という言及があったことから、国債の日銀引き受けは遅くとも32年4月には具体的な形で構想されていたと指摘している^{文献3}。

そこで、高橋是清が蔵相に就任した1931年末から32年4月頃までの間の国債市場について見ると、31年5月の国際金融危機、9月イギリスの金本位離脱に加えて、満州事変そして金解禁の影響から、甲号5分利公債の価格で見て87円台と低迷を続けていた。

国債の市中発行は、これより前から中断されていた。金解禁を控え新規国債の発行は抑制され、発行されたとしても大蔵省預金部（資金運用部の前身）によって引き受けられた。新規国債の市中発行は、1928年3月に震災善後費などを調達するために発行された第47回5分利国庫債券が最後で、それ以降の市中発行は借換債に限定された。

さらに、借換債であっても、銀行団は満期の短期化を求めている。1926年11月に6000万円発行された第36回5分利国庫債券は、満期12年、発行価格は現金応募の場合91.75円で、利回りは6.19%だった。金融緩和が進展した1928年8月には、第48回5分利国庫債券が、満期28年、現金応募の発行価格は98円、利回りは5.14%で2.3億円発行できたが、これ以降は金解禁前後に国債価格が高騰していた時点でも、シンジケート団は低利・長期の借り換えに強く反発した。

1931年9月1日に満期を迎える第17回5分利国庫債券（24年9月発行）の借り換えでは、市場金利の低下を反映した4.5%国債へ

の借り換えは実現できず、満期17年9カ月の第58回5分利国庫債券8800万円への借り換えとなった。

1932年5月に発行された第60回5分利国庫債券の満期は7年3カ月に短縮され、発行価格は現金応募の場合で94円に引き下げられた。これとは対照的に、預金部はこの借換債が発行された翌日の5月24日に、満州事件費を賄うために5分利公債5000万円を満期55年、額面の86.8%という条件で引き受けた。

このように満州事件費、歳入補填、そして時局匡救事業に巨額の資金調達を必要としたにもかかわらず、市場からの新規資金調達は困難であった。1927年の金融恐慌時に郵便貯金の急増によって原資が増大した預金部も、すでに巨額の国債を保有していた。新規国債の引き受けに加えて、相場維持のために市場から国債を購入していたからである。さらに、地方債、勸業債の引き受けなど地方還元運用を行っていた。これらの理由で、市場公募により、あるいは預金部から国債で資金を調達する余地は乏しかったと考えられる。

2 過去にもあった日銀の一時貸し出し

政府の資金調達が困難になったとき、日銀が政府に資金を貸し上げ（融資）、財政支出を先行して行い、その後に政府が日銀に資金を返済するという方法がとられたことがある。この方法は日清・日露戦争直後にも用いられたが、武田勝が示すように、政府への貸上金は、日清戦争後は賠償金、日露戦争時には外債発行によって返済された^{文献27}。

満州事変以降には、こうした日銀への資金返済の方法は、国内市場で国債を発行する以

外に存在しないが、先に述べた狭隘化した国債市場での巨額の調達は困難と見られた。そこで、日銀が国債を引き受け、その後それを市場に売却できれば、両者は同じ機能を果たすと考えたのかもしれない。

深井英五は、「昭和七年に於いては引受団が大部分の予約引受を困難とする実情となった。一般応募を以てこれに代へることは一層望み難い。予約引受又は一般募集の方法を以て発行したるものが、大部分日本銀行の引取りとなるやうでは、失敗の形を現はして国債の信用を害し、益々嫌気を催ふさしむるであろうから、寧ろ日本銀行の引受として全部を発行し、希望者には日本銀行から売却することとする方が宜しかろうと思惟せられた」と述べている^{文献33}。

また、高橋是清は、1934年3月に「公債発行というのは1年や2年あるいは3年も続くかも知れない。しかも、どうしてもなければならぬ金なのであるから、国民にいきなり公募して行った日には追いつかない。……それで改めて日本銀行に先ず持たせることにしたのである」と述べている^{文献26}。

3 売りオペを前提とする 国債引き受け

巨額の国債発行が市場公募や預金部引き受けでは実現が困難な状況にあったとしても、なぜ日銀は国債引き受けに応じたのだろうか。これまでは、日銀による国債引き受けは、金融が財政に従属するという仮説によって解釈されてきたようである。たとえば深井は、日銀副総裁だった深井が日銀の買いオペレーションによる金融緩和を高橋蔵相に進言し、蔵相の創意的な工夫で日銀引き受けが行

われることになったとしている^{文献34}。

これに対して、既出の伊藤正直は、日銀は財政上の必要と金融政策との調和を図る政策として、国債の日銀引き受けを肯定的に受け止め、政府の積極政策に能動的に協調していった、と指摘している^{文献4}。また、既出の井手英策は、従来の金融従属仮説によって切り捨てられてきた日銀の政策的利益という観点から、売りオペを前提に国債引き受けを肯定的に受容していった側面を詳しく述べている^{文献3}。

金解禁直後の1930年2月から、日銀制度の改正について、大蔵省と日銀が共同調査会を開き、検討が続けられてきた。金解禁によって、わが国からの資本流出が増大し外貨準備が減少していた。このため、正貨準備による日銀券の発行が減少し、高い発行税がかかる日銀券の制限外発行が常態化していた。そこで、保証準備発行限度額を大幅に拡大し、限外発行を弾力化することが決まった。ここに至る議論の過程で、日銀は発券の保証準備としての国債保有には制約を設けるが、国債保有の総額には制限を設けない、との立場をとった。

日銀が国債の保有制限を事実上放棄した理由として、井手は、金本位制を前提としていたので、国債保有の増加が通貨増発につながるという政策が非現実的と考えられたためであろうとし、国債の日銀引き受けを受容する思想的素地はすでに金本位制のもとで存在していたと指摘している^{文献3}。実際、1917年10月に満期1年の割引臨時国庫債券5000万円の発行に際し、日銀が全額をいったん引き受け、主として銀行向けに売り出したことがある。

井手は、大蔵省日銀共同調査会が1930年に日銀の業務として、「国債の応募、引受または売買」を双方の合意により位置づけており、国債の売りオペによる金融調節に対する大蔵大臣の許可を不要とすることで、日銀は金融市場への介入を強化し流動性を管理できるという判断があったと論じている^{文献3}。実際、金解禁後の金融情勢について見ると、不況が長期化するなかで企業の資金需要が停滞し、5大銀行（三井、三菱、住友、第一、安田）には大量の余裕資金が発生していた。

しかし、これに対して準備率操作という政策手段を持っていない当時の日銀には、大銀行によるドル買いによってさらに増大した資金余剰への対抗手段がなかった。そこで、市場調節力を高めるために日銀は、国債の日銀引き受けという妥協のうえで、国債売りオペという政策手段を獲得したとの推測が可能となる。

4 米英の公開市場操作の影響

また、イギリス、アメリカで採用が始まった新しい金融調節の方法である公開市場操作が、わが国に影響を与えたであろうことも無視できない。

イギリスでは、イングランド銀行によってコンソル公債の買い戻し条件付きの売り操作が、すでに1890年代に行われていた。これは公開市場操作というよりも、期限付きの銀行向け貸し出しという性格のものだった。第一次世界大戦を経て1920年代に入り、短期金融市場では商業手形が減少し、イギリス大蔵省証券が圧倒的な量を占めるようになった。

セイヤーズによれば、ノーマン総裁時代（1920～44年）の初期には、イングランド銀

行が商業手形を扱うことはほとんどなくなり、同行は市場金利に影響を及ぼすために大蔵省証券の売買を行うようになり、それが公開市場操作と呼ばれ始めた。その後、1928年に銀行券の発行がイングランド銀行に統一されるとともに、同行が見合い資産として国債を保有し、それを利用した公開市場操作が行われるようになった^{文献2}。これ以降、一時的な金融情勢の変化には公定歩合操作ではなく、公開市場操作を用いるという考え方が定着した。

さらに、金本位制離脱直前の1931年7月に公表された「マクミラン報告」は、長期国債を売買対象とする公開市場操作の採用を提案した。長短金利を区別して扱い、長期金利の中央銀行による調整を重視するケインズの貨幣論以来の考え方が反映されたものと見ることができ。その後、1932年4月と5月に、イングランド銀行は公開市場操作を行うことで通貨供給を増大させ、国債借り換えを行った^{文献2}。

また、アメリカでは1913年に創設された連邦準備銀行が、銀行手形、貿易手形など財・サービス取引から発生する商業手形（リアルビル）によって金融調節を行っていた。1917年公金特別預託法によって、商業銀行に設置された政府預金勘定からの資金で国債を購入することができるようになった。それによって生じる商業銀行の準備預金の不足に対して、連銀は国債の買いオペによって資金を供給するようになった。

その後、1920年、21年に第一次世界大戦の戦後不況に陥ったが、その原因として、大量の商業手形の割引によってファイナンスされた在庫ブームが崩壊したことが指摘され、リ

アルビル・ドクトリン（商業手形主義）の見直しが提唱された。折しも第一次世界大戦で国債発行が増大しており、両者が相まって、国債購入による連銀の資金供給が活発になっていった。

連銀による国債の購入は、インフレへのドアを開くことである、という批判もあったが、マーシャルによれば、1922年5月には国債の購入についての各地区連銀総裁による会合が始まった^{文献1}。その後、この会合はFOMC（連邦公開市場委員会）に進化していく。

さらに、1929年秋からの大恐慌で商業手形の発行が著しく減少するなかで、29年12月から財務省証券の発行が始まり、連銀の買いオペの対象はリアルビルから財務省証券に移った。その後、1933年春に連銀は、国債発行に際し、必要ならば国債を10億ドルまで買い入れることができるという役割を付与された。

日本でも、手形オペの対象がほとんど存在しない経済情勢にあった。このため、深井英五は、日銀が商業手形の売買に直接進出することで一般銀行と競合することは考え物であるとしたうえで、「日本銀行の国債売買によって金融市場との接点を密にすることが機宜の処置である。他日売買並行し得るようなれば尚更結構であるが、当面買の一方で資金放出の目的を達する」と、国債による公開市場操作の必要性を述べていた^{文献34}。

5 買いオペでなく日銀引き受け

次に、深井副総裁が高橋蔵相に提案した国債買いオペと、日銀引き受け後の国債売りオペとの比較を行っておこう。

1932年12月から36年3月まで理財局国債課

長を務めた西村淳一郎は、「深井副総裁が、銀行は今までに公債を相当持っている。日銀がその公債の買上を実行すれば、それだけの金が市場に出て行くから、産業界に必要な運転資金のほうもうまくゆくのではないが、ということ建言された。これに対して高橋蔵相は、既発の公債の買上をするとすると資金が少ないから、満州事変、その他の新規国債の発行がうまくゆかない。それよりも新規公債を日銀が引受ければ、それだけ金が市場にでてゆく」と述べている^{文献14}。

また、井手英策は、日銀引き受けであれば財政支出の散布による需要の創出がマネーサプライの増大につながっていくが、国債買いオペの場合には、それによって市中銀行の日銀当座預金残高が増え、その分ベ-スマネー（現金通貨と日銀当座預金の合計）が増大しても、民間向け貸し出しが増大しなければマネーサプライの増大にはつながらないとして、金融緩和効果の差を指摘している^{文献3}。

しかし、国債発行後に買いオペが行われようが、日銀引き受けの後に売りオペが行われようが、これらが継続的に実施されるのであれば、両者に差は生まれないはずである。深井は、「私の所説たる既発国債買入れの代わりに新発国債の引受けとなったので、通貨補充の見地より帰する所は同じである」と記している^{文献34}。

両者の基本的な相違点は、国債発行においていずれが政府にとって便利な資金調達の方法であるかという、ほぼ自明なことにある。この点について、深井は『金本位制離脱後の通貨政策』の中で、「租税収入及び国債の公募によって国費を支弁する場合には、担税の過重又は応募の不成績により一応の限度が直

ちに見える。……日本銀行は技術上いくらでも国債を引受保有し得るから、その点から明白に限度と言うべきものは見えない。……之れを利用するには慎重の注意を要するのである。……高橋氏が日本銀行引受の方法を案出した時に於いては、国債発行漸減の方針と関係する所があったのだらうと察せられる」と指摘している^{文献33}。

こうして、日銀による売りオペを前提とする国債引き受けが始まったが、当初から国債の日銀引き受けと国債漸減方針とが明確に併存していたのだろうか。深井英五は『回顧七十年』でも、「高橋大蔵大臣の財政計画には、日本銀行の国債引受と国債発行の漸減とが最初から趣旨として併行していた」と述べているが^{文献34}、前掲書と同じく国債の日銀引き受けの弊害が顕現して以降の記述である。

また高橋蔵相は、1933年度予算案を提出した第64回議会で、33年1月21日に、33年度に限って赤字国債が巨額であっても、35年度には歳計（歳入と歳出）の均衡を図るつもりであると述べたが、『昭和財政史』はその裏付けを示していなかったと指摘している^{文献10}。

1934年度、35年度と国債発行の減額が進んだが、閣議決定された予算編成方針で、公債漸減を明確に打ち出したのは、35年6月25日の36年度予算編成方針が最初であった。そこには、「新たに発行すべき公債の額は昭和10年度（1935年度）予算において新たに発行すべき額より昭和11年度予算における歳入の自然増収見込額を目安として之が減少を図ること」と記されている^{文献10}。

西村は、わざわざ非常に重要なことを申し落としたとして、「（高橋蔵相は）初めのうちは公債漸減主義というようなことは考えてお

られなかったようです」と述べている^{文献14}。

このように、国債の日銀引き受けの当初に国債漸減方針が明確にコミットされていたことが臆測にすぎないとすると、日銀による国債の売りオペ、つまり国債転売状況が国債の日銀引き受けの限度を考えるうえで極めて重要な意味を持っていたはずである。

売りオペの変調と 国債消化策の強化

日本銀行が行った国債の売りオペは、国債市場を崩さないという方針のもとに、売却価格は発行価格を基本としており、実質的には長期国債の発行であった。

島謹三は、日銀の保有資料をもとに、日銀が引き受けた国債の対市場売却は、民間金融機関の申し出に対して、日銀はその時々金融情勢、買い受けを希望する銀行などの資金状態を考え、特にコール市場を逼迫させないかという点を考慮して、売却の許諾を決定したと指摘している^{文献23}。また、国債発行が日銀引き受けによって容易になったため、大蔵省証券は1933年10月以降は発行されなくなり、売りオペ（売り出し発行）の対象でなくなった。

このように日銀による国債売却は、アメリカ、イギリスで金融調節のために市場で国債や政府短期証券を売買する公開市場操作とは大きく異なるものだった。

1932年11月に日銀による国債の引き受けが始まると同時に、発行される国債のクーポンレートは5%（満期37年）から4.5%（満期12年）に引き下げられ、「い号」4分半利国庫債券として額面の96.5%で2億円が日銀に

より引き受けられた。企業の資金需要は低迷を続けており、1933年7月3日に公定歩合は日歩1銭（年利3.65%）に引き下げられ、それがさらに国債の発行金利の低下を促すことになった。1933年8月には4.5%国債の市場価格はオーバーパー（額面以上）となり、9月に日銀は満期24年の4分利国庫債券を額面の98.5%で3億円引き受けた。

1 売りオペ変調の発生

こうした「円滑な」国債消化も、1935年には変調を兆し始めた。金融緩和の浸透、そして円安に伴う輸出増加により、1932年央に底を打った景気は拡大を続け、35年下期から銀行貸し出しが増加に転じるとともに、国債への需要が減少した。東京小売物価指数で見た物価（前年比）の動向も、図4に見るように、騰落を繰り返しながらも、1932年1.0%、33年6.4%、34年2.1%と安定した推移をたどってきたが、35年夏場から明確な上昇傾向に

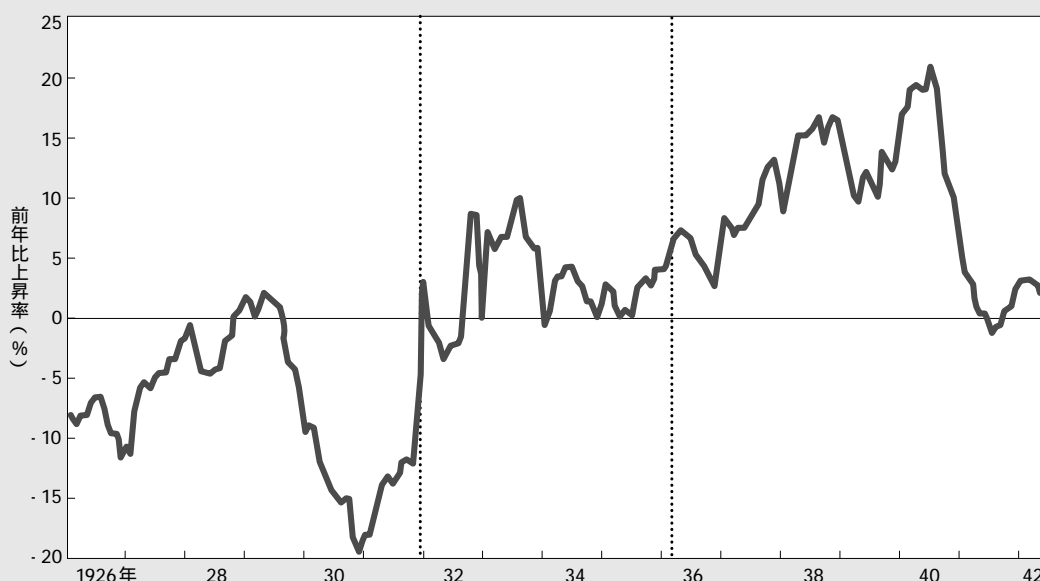
入った。

日銀による国債売却は、金利低下予想のもとでは順調に進行し、余剰資金の吸収に大きな役割を果たす。しかし、国債金利が上昇するという予想が発生すると、国債の売却が滞り日銀の国債保有量が増大する。つれて、ハイワードマネー（ベースマネー）の供給が増大し、インフレ期待のさらなる上昇を通じて、金利上昇予想がさらに増幅される。

したがって、日銀が引き受けた長期国債のうち、どれだけが市中に転売できたかを示す転売率（図5では売却率）は、市場あるいは日本経済の国債消化能力を示す重要な指標であった。この比率は、図5に見るように、1934年には高水準だったが、35年には低下した。暦年上下期で見ると、1935年7～12月期は58.0%、36年1～6月期は43.9%に低下している。

こうして国債発行を減額すべきか否かの岐路に立った高橋蔵相は、先に述べた1935年6

図4 消費者物価の動向

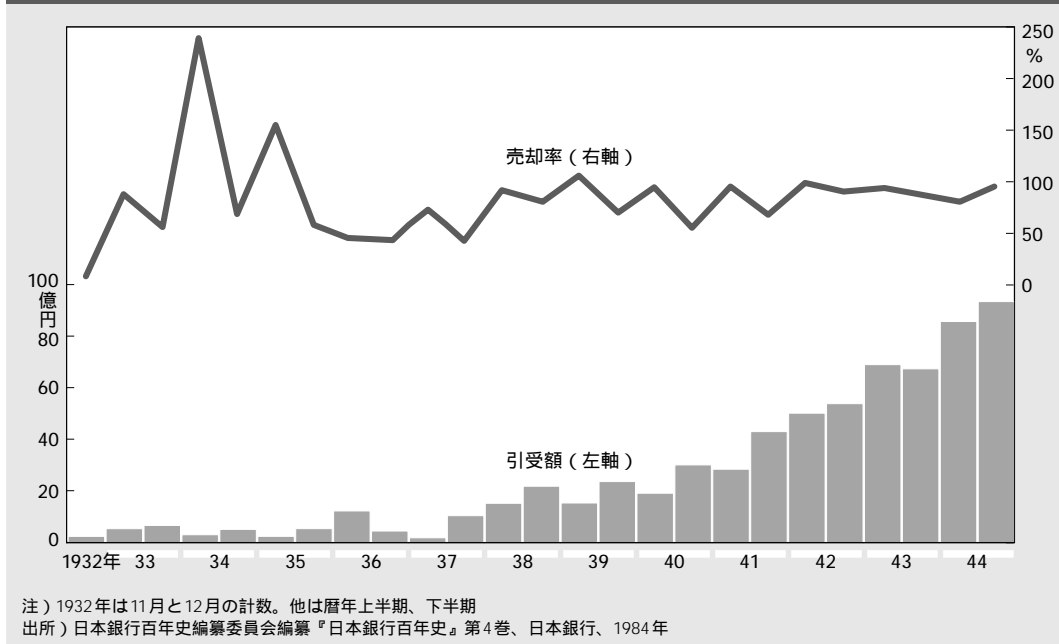


注1) 東京小売物価指数

2) 縦線は高橋財政期（1931年12月～36年2月）を示す

出所) 大蔵省理財局編纂『金融事項参考書 昭和2年調～17年調』雄松堂出版、1993年

図5 日本銀行による国債引受額と市中売却率



月25日の閣議で、「毎年巨額の公債が発行せられて行く時は、現在すでに相当多額の公債を所有している金融業者等は内心不安を覚え、少しでも公債価格の下落が予想せられるようなことがあれば、進んで公債保有額を増加せぬことは勿論、すでに保有している公債もこれを売却しようとする気になり、一度このような事態が起れば加速度的に拡大してたちまち公債政策に破綻を来し、市場に公債の消化を求めることができなくなる」と、国債発行を漸減すべき時期が到来したと説明している。

さらに、『昭和財政史』によると、7月26日に高橋蔵相は、「公債が一般金融機関等に消化されず日本銀行背負込みとなるやうなことがあれば、明かに公債政策の行詰りであって悪性インフレーションの弊害が現はれ……」と警告を発している^{文献12}。そして高橋蔵相は、「経常収入の増加分だけ公債を減

額する」という方針で、1936年度予算の編成に臨んだ。

1936年度予算をめぐって、「軍・蔵」の話し合いは事務レベルでは調整がつかず、35年11月末の閣議も軍の激しい拡大要求で紛糾し、中断を繰り返しながら延べ36時間にも及んだという。この閣議で、高橋蔵相は「ただ国防のみに専念して悪性インフレを引き起こし、財政上の信用を破壊する如きがあっては、国防も決して安固とはなりえない」と強く主張した。

しかし、軍事費の削減につながる国債減額は大陸進出を狙う軍部の反発を招き、高橋蔵相は1936年の2・26事件で倒れた。それ以降、「対満政策の遂行」「国防の充実」「農山漁村の経済更生」「税制大改革」の標語のもと、財政支出は拡大を続けた。財政支出が民間資金と競合を始め期待インフレ率が上昇し、日銀の国債転売率が低下しても、より大量の国

債の売却を推進するために、さらなる低金利政策と国債市場の統制強化が進められた。

2 日中戦争勃発で 国債消化策を強化

2・26事件後、元老西園寺公望は前外相の広田弘毅を天皇に奏薦し、広田に組閣の大命が降下した。蔵相に就任した馬場鏐一は、1936年3月9日に、「更に新たなる国費の増加をも覚悟せねばならぬ実情にある際、歳出の一部を公債により支弁することは固より何等の差支へはなく、又今日の公債の発行が行詰まりつつあるものとは考へませぬ」と述べ、前蔵相高橋の公債漸減方針の撤回を表明した。

(1) 3分半利国庫債券の登場

景気が拡大し物価が上昇するなかで、1936年4月に公定歩合は3.285%（日歩9厘）に引き下げられた。1925年に市場に発行した5分利国庫債券が次々に満期を迎えるので、これらを馬場蔵相は36年5月、日銀による引き受けで3分半利国庫債券に低利借り換えした。当時大蔵省理財局長だった広瀬豊作は、「平常時ならば、なかなか容易にできるはずのものではないのです。日本銀行は当初はちょっと渋っておったけれども、承諾した」と述べている^{文献15}。

こうして、1936年5月から9月までの間に21億円の5分利国庫債券が3分半利国庫債券に借り換えられ、利払費は年間3000万円減少した。また、1936年5月発行の「い号」3分半利国庫債券の償還年限は12年だったが、償還年限は次第に長期化し、36年12月からは17年物が45年12月に至るまで発行されるように

なった。

低利借り換えに先立ち、次のような操作を行ったことが注目される。1933年9月から発行された4分利国庫債券の発行価格（日銀引受価格＝市場売却価格）は98.5円だったが、それを36年3月19日発行分について99.25円に引き上げ、償還年限を従来の27年から20年に短縮し、3.1億円を発行した。『昭和財政史』によれば、これが低利借り換えのサインと見られ、国債価格が上昇し、日銀の国債売却額の増加をもたらした^{文献12}。

さらに、1936年11月から37年9月にかけて、預金部や簡易保険などの政府資金によって市場から国債の買入れが行われ、国債価格は回復に向かった。

こうして国債市場が好転を見たこともあって、国債増発に対する警告や慎重論は表面から姿を消し始めた。高橋亀吉は1937年6月に、「今日の時代に、国債に対する信任の動揺に基づく、国債の不消化を懸念するが如きは無意味」とまで指摘していた。

(2) 日中戦争の勃発と国債公募の失敗

1937年7月7日、北京郊外南西約20キロの盧溝橋で事件が発生した。日中戦争の発端となった事件だが、当時は北支事変と名付けられ、不拡大を前提としつつも、朝鮮軍、関東軍、さらに内地からの派兵が決まった。

7月29日に第71回議会は約1億円の北支事件費を成立させ、そのファイナンスを国債発行によって賄うための法律「北支事件に関する経費支弁の為公債発行に関する件」が同日に公布された。さらに8月7日には約4億円の北支事件費の追加予算が成立した。合計で5億円を超す北支事件費のうち4億円が国債

により調達されることになった。そのうちの前者の1億円が日銀引き受けではなく、公募発行されることになった。

国債の公募発行は、13の銀行と4つの信託会社からなる国債引き受けシンジケート団の申し出によるものとされている。その目的について、『昭和財政史』は戦費調達の限界を示すことにより、事変の拡大を防ぐ意味を暗々裏に含んでいたと指摘している^{文献12}。シンジケート団は、手数料を辞退し、しかも引き受け後1年間は売却しないことを申し合わせた。これを受けて、政府は「時節柄まことに結構」と申し出を受諾し、償還期限を11年2カ月に短縮した。

1937年8月に「り」号3分半利国庫債券が公募発行されたが、事変拡大と追加予算に伴う国債の増発懸念とが相まって、株式市場の暴落をもたらし、金融は逼迫に向かった。このため、賀屋興宣蔵相は、9月6日に「今後発行致しまする公債は当分総て日本銀行の引受と致しまして、先ず市場に資金を撒布して後に、然るべき時に是が吸収を図るということに致す次第であります」と衆議院で述べた。さらに、9月13日に「今後当分の間国債の発行は原則として日本銀行の引受による方針を採る」ことを明らかにした。

こうして、1億円の国債公募の払い込みは9月15日と10月15日に繰り延べられ、国債公募もこの1回限りで打ち切りとなった。この国債公募発行の失敗は、日銀の引き受けによる国債発行がいかに政府にとって便利だったかを示している。この国債公募は、結城豊太郎日銀総裁に代わった直後になって行われたが、なぜそれ以前に公募発行が試みられなかったのだろうか。

(3) 臨時軍事費特別会計の設置

1937年8月に入ると、戦闘は上海、南京に拡大し、北支事変は9月2日の閣議で支那事変と改称された。9月4日に第72回議会を召集し、事件費を一般会計から区分し、事変が終結するまでを1会計年度とする臨時軍事費特別会計を設けた。宣戦を布告した先例の日清戦争、日露戦争、欧州戦争（第一次世界大戦）にならった措置である。これによって、わが国財政は準戦時体制から戦時体制に明確に移行することになった。

臨時軍事費特別会計は、戦争終結までを1会計年度とする多年度予算であっただけでなく、臨時軍事費の1款と、そのもとの陸軍臨時軍事費、海軍臨時軍事費、予備費の3項にしか分かれていない大くり予算だった。このため、臨時軍事費は費目の流用や、予算外契約などが行われ、議会による統制が排除されてしまった。

この特別会計は、当初約25億円の規模で始まったが、以降急増を続け、1944年度には861億円となった。累計の支出額は1554億円で、そのうち976億円が直接に臨時軍事費公債でファイナンスされた。1937年度から45年度の国債発行総額に占める臨時軍事費公債の比率は78%に達した^{文献11}。なお、一般会計から臨時軍事費特別会計に毎年巨額の繰り入れを行っていたので、それを含めると国債発行のほとんどが軍事費のファイナンスを目的としていた。

3 日銀による国債担保貸出金利の引き下げ

日中戦争（支那事変）勃発によって、国債のさらなる増発が決定づけられると、国債消

化策はさらに強化されていった。盧溝橋事件直後の1937年7月15日に、従来は公定歩合よりも日歩1厘高かった日銀による国債担保貸出金利が、公定歩合と同一水準の日歩9厘に引き下げられた。

3.5%利付国債は日歩に直すと約1銭なので、銀行は国債を大量に保有したまま、日銀から国債を担保に融資を受けると、日歩1厘ほどの利ざやを確保することができた。銀行は市場に国債を売却するよりも、日銀から国債を担保に借り入れる方が有利となった。銀行は国債を手放すことなく、手元準備を獲得できるようになったのである。

日銀は、民間銀行の資金繰りを支援するために、1935年10月から売り戻し条件付きで国債買い入れを行ってきたが、この拡大策として、37年8月からは民間銀行（取引先銀行、信託会社）に3.5%利付国債の売却希望がある場合には、売り戻し条件なしに無条件で時価で買い取ることにした。さらに、『昭和財政史』によれば、1940年4月に日銀の結城総裁は、銀行に対して預金総額の4分の1に相当する金額の国債を保有するよう勧奨し、銀行が国債の処分をせざるを得ない場合には、ほとんど無条件に日銀が国債の買い入れに応じるという方針を打ち出した^{文献12}。

こうして国債は銀行にとっては、市場で売買を行うことなくいつでも現金に換わり得る便利な資産となり、国債保有のインセンティブが急速に高まった。さらに、1941年9月には「昭和16年度資金統制計画綱領」が閣議決定され、国債の消化目標を預貯金の増加額に占める比率として金融機関各業態ごとに設定した。

これらを背景に、日銀から市中への国債転

売率は高位安定を続け、表面的には国債の消化は極めて順調となった。それでも、日銀の国債手持ち高は1937年末の11億円から、41年末50億円、44年末95億円に増大した。全国銀行の国債保有額は、1937年末40億円から、41年末129億円、44年末330億円に急増し、その預金に対する比率は、37年末25.5%から、41年末34.1%、44年末42.3%に上昇した。これらの銀行が保有する国債はいつでもハイパワードマネーに転換できるわけだから、インフレを加速させてゆく構造がここに組み込まれてしまった。

4 個人にも国債販売を促進

この一方、インフレの悪化を避けようとして、個人向けに国債の販売拡大も行われた。1937年11月16日から郵便局窓口を通じて国債の売り出しが始まった。その対象は日銀によって引き受けられる国債と同じ、満期まで17年の3分半利国庫債券（る号）だった。

これに際して、賀屋蔵相は、「銃後の財政と国民の協力」と題して、「諸君が之を買ふならば、其の金が戦費となって北支に駆し、満支に働く我忠勇なる将兵の之が小銃ともなり、機関銃ともなり、大砲ともなり、飛行機ともなり、弾丸ともなるのである。……何とぞ諸君は振って此国債の買入を実行して貰いたい」と述べている^{文献12}。

1938年4月には、公共団体や会社、商店にも販売所を設けた。同年12月には野村證券など8つの証券引受会社の販売網を利用して売りさばきを委嘱した。1943年6月に国債の購入以外には引き出しを認めない国債貯金制度を導入し、隣組を通じて貯蓄額を割り当てた。この間、郵便貯金を原資とする預金部

が、日中戦争から終戦に至るまで新規に発行された国債の3割以上を引き受けた。

これらの国債消化策の強化のもとで、巨額の国債発行が続いた。こうした状況に対し、高橋亀吉は1939年4月に、「いま、仮に100億の赤字を向ふ20年に填充するとして、その年々元利必要額は7、8億円となり、それだけの新たな国民経済上の所得が増加すれば、事変に基く我国民経済上の赤字は十分填充せられるわけであるが、この程度の国民経済上の所得増加は、東亜ブロックを結成せし後の日本にとっては、必しも難事ではないと見て大過ないであろう」と極めて楽観的な見解を述べていた^{文献12}。

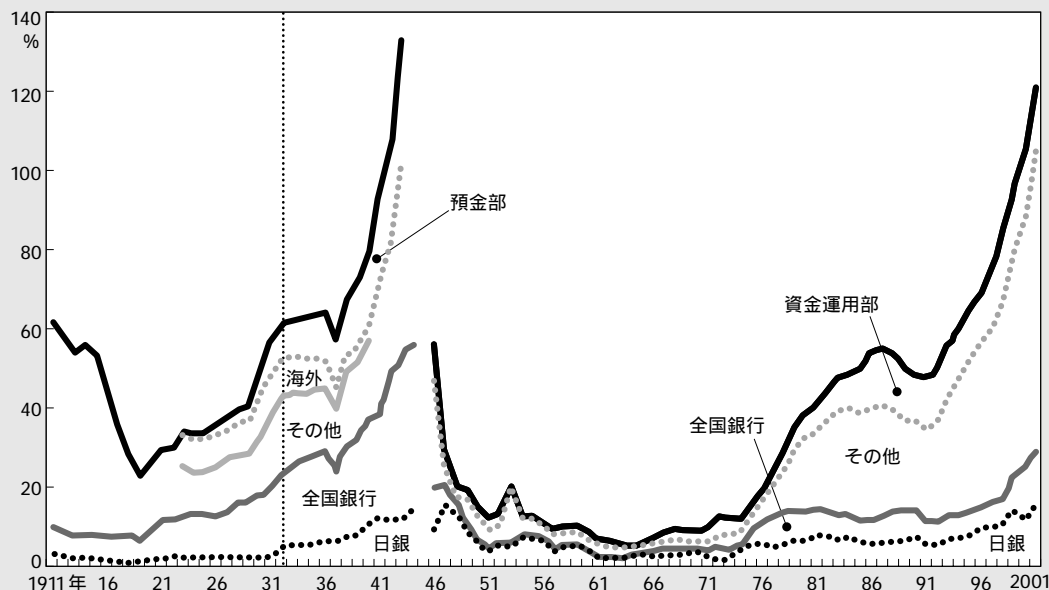
さらに、戦争が拡大するなかで、賀屋蔵相は1944年1月の第84回議会で、「私は国債が増大すればする程戦争に勝つ可能性が高いと思う。国債を余計出せないような状態、詰ま

り兵器弾薬の調弁が余計できないような状態は、敗戦の傾向である。……要するに勝つか負けるかであります。……只今は公債が大なれば大なる程償還が確実である」と答弁していた^{文献12}。

こうして、1936年度末に約100億円だった長期国債残高は、44年度末には1076億円となった。これに短期証券と借入金を加えた国の債務残高は、1936年度末113億円、44年度末1520億円で、GDPに対する比率は、36年63.5%から、42年105.1%、43年133.4%、44年204%に上昇した。これら国の債務の保有状況を見たのが図6である。国家債務の増大とともに、日銀、民間銀行、そして預金部の保有が著しく増大していった。

第二次世界大戦が終わってからも、復員軍人への手当支給などの財源として、国債の日銀引き受けが続けられた。1946年度予算は国

図6 政府債務の保有状況（GDP比）



注 1) 政府債務残高には、国債のほか特別会計借入金、政府短期証券を含む

2) 戦前の全国銀行は普通銀行、貯蓄銀行および特殊銀行の合計

3) 縦線は日銀による国債引き受けが始まった1932年11月を示す

4) 1923～40年についての海外の計数は藤野正三ほかの推計による

出所) 『明治以降本邦主要経済統計』日本銀行統計局、1966年、『経済統計年報』各年度版、日本銀行、日本銀行調査統計局 『金融経済統計月報』各年度版、日本銀行、大川一司・高松信清・山本有造 『長期経済統計1 国民所得』東洋経済新報社、1974年、藤野正三郎・寺西重郎 『日本金融の数量分析』東洋経済新報社、2000年

債依存度37.4%で、その多くが日銀によって引き受けられた。翌1947年に、32年以降の反省を踏まえ、赤字国債の発行禁止と国債の日銀引き受け禁止を内容とする財政法が制定された。しかし、1949年のドッジライン実施まで、復興金融公庫債券の日銀引き受けが行われ、戦後のインフレを加速させた。

国際金融市場の警告

1 フィッシャー効果は現れなかったのか

国債の大増発が続いたにもかかわらず、国債価格は極めて安定した推移をたどった。内国債である第1回4分利公債（1910年発行、69年償還）の価格は、高橋是清が蔵相に就任した31年12月には額面100円に対して、73.41円にまで下落していた。しかし、管理通貨制度への移行が進み、資本移動が規制されるとともに回復に転じ、月中平均価格で見ると1933年8月からは99円台となり、2・26事件後の36年4月からはオーバーパーで推移した。

金本位離脱に伴って円の対ドルレートが急落したにもかかわらず、また消費者物価の前年比が次第にプラスに転じようとするなかで、国債の日銀引き受けが始まったにもかかわらず、日本国債の金利は上昇しなかったのである。

このことは、金本位制離脱、国債の日銀引き受けという政策の大転換が、期待インフレ率を上昇させ、それが名目金利の上昇をもたらすというフィッシャー効果を生じさせなかったことを意味しているのだろうか。

高橋洋一は、「インフレ期待が生じた場合に名目金利が上がるという批判がある。しか

し、フィッシャー方程式において予想インフレ率の上昇分だけ名目金利が上昇するためには完全雇用でなければならず、……これは景気回復期と後退期でフィッシャー効果が非対称になっているという実証研究からも裏付けられる。さらに、1930年代大恐慌において、アメリカや日本の歴史的事実から見ても、名目金利の上昇は見られなかった」と指摘している^{文献32}。

しかし、政策が転換した1931年末、32年末以降も、不完全雇用の状態が続いたわけではない。1931年を底に景気は急回復に転じ、実質経済成長率で見て、32年4.4%、33～34年には8～10%という高い成長を遂げた。また卸売物価は、1932年下期には年率で60%も上昇した。

それにもかかわらず、国債金利が上昇しなかったのは、1932年7月の資本逃避防止法、33年3月の外国為替管理法によって国内市場を国際金融市場から隔離し、国債の価格変動リスクを消去するために32年7月に国債簿価公定制を導入し、さらに国債を保有する銀行への流動性供給（国債担保貸し出しの優遇）などを行っていたからだった。

また、仮にデフレギャップがあり、フィッシャー効果が発現するまでにある程度の期間がかかるという仮説を取り入れたとしても、1935年夏場から日銀による国債売却が困難になり、以降敗戦に至るまで、長期国債の金利が3.5%で推移したことについての説明は困難であろう。金融鎖国と国債市場の統制によって、フィッシャー効果の発現が抑制されたと見るべきである。

これに対して、若田部昌澄は、「資本逃避防止法、外国為替管理法は実効を伴っておら

ず、日本の長期金利はドイツ、フランスの長期金利とともにアメリカの長期金利との連動性を高め、各国経済のファンダメンタルズに応じて内外長期金利が変動しており、基本的に資本移動規制が実効的ではなかったことを示唆している」と指摘している^{文献37}。

さらに、『昭和恐慌の研究』は、「日本を含めた長期金利の変動自体は、1933年以降それまで以上に連動性を高めており、資本流出規制による人為的な操作の結果として長期金利が低位安定していたわけではないことを強く示唆している」と指摘している^{文献6}。

資本逃避防止法は、円レート下落に伴って対外投資が促進されることを禁止しようとしたものである。そのため、貿易為替を用いた資金の海外流出を防ぐことはできず、円レートは1932年11月の安値100円 = 19.875ドルまで下落を続けた。

しかし、対外証券投資は厳しく抑制され、内外金利裁定（市場間の金利差を利用した利ざや狙いの投資）は不可能になったと推定される。実際、『野村証券株式会社40年史』は、「資本逃避防止法の実施で、ニューヨークで従来行っていた外貨証券の輸入を禁止されたのみでなく、ニューヨークにおける外貨債の売買も、日本の法律によって設立された会社の名において行うことは不可能になった」と指摘している^{文献31}。

さらに、1933年5月から外国為替管理法が施行され、資金移動は完全に統制された。野村証券のニューヨーク出張所も、同年末に閉鎖された。

これらから、金本位制離脱、国債の日銀引き受けによってフィッシャー効果が顕現しなかったというのは、デフレギャップの存在に

よるものではなく、資本移動規制によって金融鎖国を行い、国内で国債価格維持政策を採用した結果といえよう。

『昭和恐慌の研究』が、各国金利が特に1933年以降にアメリカの金利との連動性を高めたと計測している^{文献6}。これは、日本は1933年5月の外国為替管理法、ドイツはシャハト経済相による34年9月の為替取引の全面統制が始まり、両国の国債金利が低水準で安定した推移をたどるように厳しい統制に置かれたことによる。日本とドイツの国債金利は統制によって、見かけ上アメリカやイギリスの金利との連動性を強めたにすぎない。

金本位制離脱後のイギリス国債の金利は、為替平衡勘定とイングランド銀行による市場への介入を通じて安定した推移をたどった。また、アメリカでも連銀による国債の買いオペが行われたが、準備率操作などによる期待インフレ率の抑制を通じて、朝鮮戦争に至るまで長期国債の金利は安定的に推移した。

これに対して、本稿で考察した日本国債とナチス時代のドイツ国債の金利は、閉鎖経済のなかでの統制によって低下基調を維持したにすぎない。主要国の国債金利が連動性を高めたので、日本での資本流出規制が機能しなかったというのは、因果の読み違いといわねばならない。

2 金融鎖国で財政規律が弛緩

日本国債の真実の金利は、国際金融市場で観察することができる。各国経済のファンダメンタルズに応じて変動したのは、若田部が指摘した国内の国債金利ではなく^{文献37}、ロンドン市場での各国国債の金利であった。

(1) ジャンク債に堕ちた日本国債

国内では1969年償還の第1回4分利公債の金利が低下をたどったのに対して、図7に見るように、同じクーポンで53年償還のポンド建て日本国債(第1回4分利付英貨公債)の金利は、31年の満州事変以降上昇し、両者の金利差は大きく拡大していった。

4分利付英貨公債の金利は、金輸出解禁となった1930年1月には6.18%で、31年4月には5.52%にまで低下した。しかし、1931年9月から上昇に向かい、金輸出が再禁止された31年12月に8.25%となった。資本逃避防止法が施行された1932年7月に9.26%、国債の日銀引き受けが始まった32年11月には9.69%、さらに33年2月には10%を超えた。その後は、イギリスのコンソール金利の低下とともに、4分利付英貨公債の金利も8%前後で安定して推移した。

しかし、4分利付英貨公債の金利は、1937年7月の日中戦争勃発で再び10%を突破し、

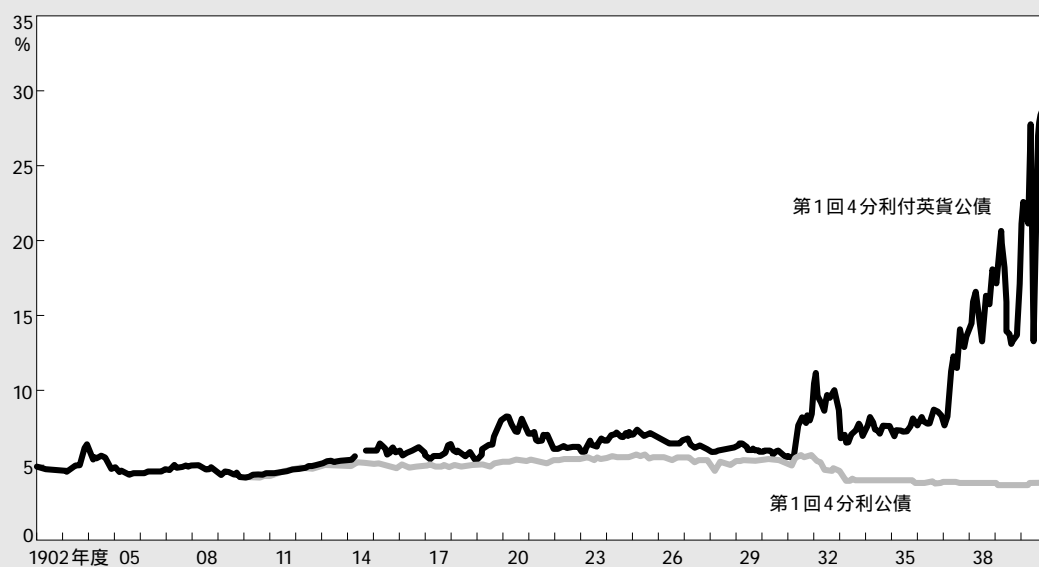
それ以降上昇を続けた。そして第二次欧州戦争が勃発した39年9月(ドイツがポーランドに侵攻)には20%を超えた。日独伊三国同盟が締結された1940年9月は21%だった。同月の東京市場では、同じクーポンレートの第1回4分利公債がオーバーパーで推移していたが、ロンドン市場での価格は額面のわずかに25%だった。ロンドン市場では、わが国の敗戦とその後のインフレを予想していたかのように、日本国債はジャンクボンド(投機格付け)に落ちていたのである。

また、図7に示された内国債の金利低下とポンド建て国債の金利上昇という著しい対照は、ナチスドイツにおいても全く同様の形で発生した。

(2) 対外投資規制の影響

ここで、第1回4分利付英貨公債をもとに、内外金利の裁定状況を見ておこう。このポンド建て日本国債は東京市場でも取引さ

図7 4分利付英貨公債と内国債の金利の推移

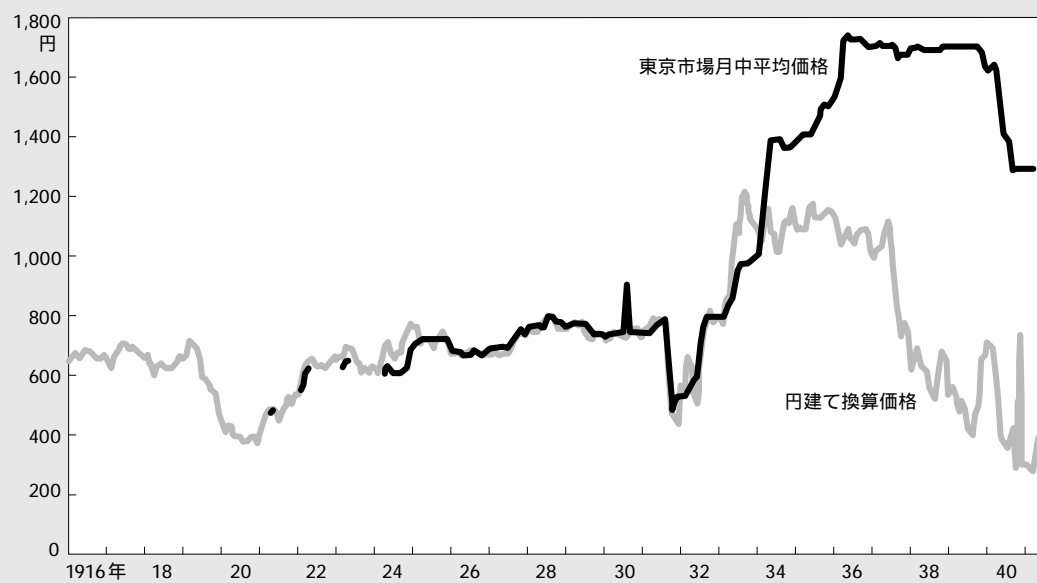


注1) 第1回4分利公債(1910年発行、1969年償還)は東京市場の相場、第1回4分利付英貨公債(1899年発行、1953年償還)はロンドンの相場。ただし、英貨公債のデータは1914年8~12月が欠落

2) 月中平均価格から野村金融関数で利回りを計算。利回りは年2回複利利回り

出所) 大蔵省編『明治大正財政史』第12巻、経済往来社、1956年、『国債統計』1906~08年度版、『大蔵省年報』第38~66回

図8 第1回4分利付英貨公債（額面100ポンド）の円建て価格



- 注1) 第1回4分利付英貨公債は1899年（明治32年）7月1日にロンドンで1000万ポンド（9763万円）起債された。発行価格は額面100ポンドにつき90ポンド、利払いは6月、12月。償還期限は1953年
- 2) 同公債のロンドン市場での月平均価格を円の対ポンド相場で換算。ただし、1934年10月～39年9月までは1円＝1シリング2ペンス（1ポンド＝17.14円）の固定レートで換算
- 3) 『国債統計年報』1930年度版の140ページには、30年8月の東京市場での価格は912円と記載されているが、おそらくは印刷の誤りであろう

出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, Federal Reserve System, 1943
 および大蔵省編『明治大正財政史』第12巻、経済往来社、1956年、『国債統計』1906～08年度版、『大蔵省年報』第38～66回、大蔵省理財局編『国債統計年報』各年度版、大蔵省

れており、額面100ポンドの公債の価格が、1921年4月から断片的に、24年4月分から41年3月分までは継続して記録されている。満州事変が起こり、ポンドが金本位制から離脱した1931年9月までの間は、図8に示すように、第1回4分利付英貨公債の東京市場での価格は、ロンドン市場での価格をその時点での円ポンドレートで換算した価格とほぼ同じ水準で推移していた。

これは、1917年9月から29年12月までのわが国の金輸出停止期間は、円ポンドレートが変動したにもかかわらず、円レート維持政策に対する信認を背景に、内外金利の裁定が働いたからだと考えられる。

実際、先に述べたように、日本の投資家は

内外の金利差を見てポンド建てなどの外貨建て日本国債への投資を活発に行っていた。たとえば、第一次世界大戦後に欧米主要国で金利が上昇していた時期には活発に对外投资を行い、その後1921年に入りわが国の金融が逼迫すると、先に購入した外貨債を主としてアメリカに売却していた。1926年に国内で金融緩和が進展して内外金利差が拡大すると、外貨建て日本国債などを再び東京市場に輸入した。

対外証券投資は、1930年1月の金解禁後は円の安定予想から一時抑制されたが、31年末頃からは再び活発になった。1931年9月には、満州事変でロンドンにおける英貨公債の価格が下落したことに加えて、ポンドの金本

位離脱によって一時的に円高になったことから、ポンド建て国債の価格が東京市場に比べて大幅に安くなった。そのうえ、イギリスが金本位制を離脱したことが、日本もやがて金輸出を再禁止するだろうという予想を生み、円売り外貨買いが活発となり、外債投資が盛り上がったのである。

こうした裁定行動によって、1932年1月には、第1回4分利付英貨公債の東京市場での価格は、ロンドンでの価格を円に換算した値段とほぼ同水準になった。

金輸出再禁止によって円が急落するなかで、対外証券投資が活発になり、それがさらに円を急落させるようになった。このため、政府は1932年5月に資本逃避防止法を第62回議会で提出することを決定した。『昭和財政史』によれば、この決定が逆に外債への需要を増大させ、対外投資を加速させるという逆効果をもたらした^{文献13}。額面100ポンドの第1回4分利付英貨公債価格は、ロンドン市場では1932年6月の42.25ポンドから、7月51.375ポンドに、また東京市場では5月の600円から7月700円に上昇した。

資本逃避防止法は1932年7月1日から施行され、外債の購入は厳重に規制された。当時国内に現存した外貨証券（およびその後許可を得て輸入された証券）にはスタンプが押印され、このスタンプ付き証券のみ国内での売買が認められた。さらに、1933年4月には外国為替管理法が制定され、為替管理が強化された。

こうして、内外金利裁定は機能しなくなった。東京市場での4分利付英貨公債価格は、外為管理法の公布を受けて、ロンドン市場に比べて一時低迷したが、東京市場に輸入され

た外貨建て日本国債は次第に内国債として認識され、価格は額面に向けて急上昇した。1934年10月20日からは、1円 = 1シリング2ペンスに固定されたので、100ポンド額面の4分利付英貨公債は、1714円が額面価格とみなされるようになり、図8に見るように、その価格は急騰した。

この一方、ロンドン市場での4分利付英貨公債の価格は、外国為替管理法が施行されてから額面の60%台で推移したが、日中戦争が勃発した1937年7月以降、大暴落が始まった。

太平洋戦争の勃発（1941年12月）に伴って、日本国債の海外での元利金払いが不可能となったが、本邦の所有者には利札が国内に所在する場合、1ドル = 2円25銭、1ポンド = 16円84銭の指定換算相場で利払いが行われた。その後1943年9月15日に、本邦居住者が所有する外貨建ての日本国債は、円建ての日本国債に借り換えられた。発行時に比べて円レートが大幅に下落していたので、国民の利払い負担が増大したという判断によるものと考えられる。

第1回4分利付英貨公債については、1899年に発行された1000万ポンドのうち、太平洋戦争勃発時には本邦人が247万ポンドを所有しており、これらが1943年9月に満期18年、交付価格98円の3分半利国庫債券2708万円に借り換えられた。

『昭和財政史』によれば、借換価格は1941～42年の国内平均相場の95%で、第1回4分利付英貨公債の場合は1235円だった。なお、本邦人が所有者であって外貨証券が海外にある場合は、1937年から41年までの5カ年平均相場をその時々々の為替相場で換算した平均価格

とした。この外貨公債の場合は755.5円であった^{文献12}。

3 無視された国際金融市場の警告

かつて日露戦争後にも、国際金融市場は日本国債にリスクプレミアムを求めていた。戦争に勝利したとはいえ、戦後巨額の対外債務が累積し、貿易赤字の定着とも相まって、日本国債の信認は低かった。このため、国債の信用維持が大きな政策課題とされ、政府に持続可能な財政運営を行おうとする規律が働いた。1906年に国債償還を確実にするための国債整理基金が創設され、1908年度予算から緊縮政策に転じ、11年から16年にかけて国債残高を削減した。

満州事変以降の対応は、これとは全く異なっていた。外貨建て日本国債に大きいリスクプレミアムが求められたが、わが国は資本流出規制によって国内市場を国際金融市場から遮断し、統制を強化した。統制された国内で、大量の日本国債が消化され、外貨建て国債の金利上昇は財政規律を回復させるインセンティブにつながらなかった。

鎮目雅人が指摘するように、金本位制のもとでは機能していた財政規律メカニズムが、金本位制の離脱とともに失われた^{文献21}。そして、いったん始まった国債の日銀引き受けが、財政節度を弛緩させ、戦費調達を促進し、歯止めのない国債の増発、戦争の拡大、そして戦後のハイパーインフレにつながっていった。

『昭和恐慌の研究』は、「高橋財政が昭和恐慌からの脱出に成功した要因は、金本位制からの離脱と日本銀行による国債引受の二つであった」と指摘している。そして、金本位制

からの離脱は、人々のデフレ予想を転換させるための必要条件ではあったが、十分条件ではなく、国債の大規模な日銀引き受けによる金融緩和によって、予想インフレ率が大きく上昇したと述べている。さらに、これを踏まえて、21世紀初頭の日本に対して、インフレ目標を設定し、長期国債を無制限で買いオペすべきであると提言している^{文献6}。

本稿で述べたように、金本位制離脱と低金利政策は、昭和恐慌からの脱出の呼び水となった。この点は同書の指摘のとおりだが、いったん始めた国債の日銀引き受けは出口の模索すら不可能とし、軍部の便利な財布となり戦争の拡大をもたらしたといっても過言ではない。

同書は、国債の日銀引き受けからの出口が軍部によって塞がれたという前提で議論を進めているが、それを日銀引き受けの結果と考えると、国債の日銀引き受けによって昭和恐慌からの脱出に成功したとはいえないだろう。また、同書が国際金融市場での日本国債の金利の動向を全く無視して論を展開していることは、当時の軍部と何ら変わるものではないといえれば言い過ぎだろうか。

21世紀初頭の日本の国債金利は、本稿で見た金本位制離脱から終戦に至る期間よりも、はるかに低水準で推移している。もちろん、この低金利は統制的な価格支持政策によって実現しているものではない。国債のほとんどすべては公募入札発行されており、国際資本移動の自由も完全に確保されている。現在の低金利は、今後の日本経済の期待インフレ率、長期的な成長率がともに低いことを反映したものである。

しかし、低金利であることが、国債の累増

についての認識を曇らせる。満州事変以降、国債価格が高値で推移して国債が円滑に消化されたことが、軍事費を中心に歳出の拡大を許容した。ミッドウェー海戦があった1942年に、国の債務残高（国債、政府短期証券、借入金の合計）は経済規模（GDP）を上回った。1990年代には、期待インフレ率の低下を背景に金利低下が進展し、大規模な景気対策が繰り返し行われた。この結果、2000年に国の債務残高は経済規模を上回り、2002年には1943年の対GDP1.33倍を上回ってしまった。

経済規模との対比で見て、ガダルカナルから撤退し、学徒出陣のあった1943年よりも巨額の国債を累積させているにもかかわらず、長期国債の金利が極めて低水準で推移していることが、財政健全化を遅らせている。

21世紀の国際金融市場は、すでに日本国債にリスクプレミアムを求めている。たとえば、2002年10月の時点で、2010年償還の日本国債は、同じ満期の円建てイタリア国債の金利よりも0.15%も高かった。満州事変以降のわが国の国債の歴史が物語るように、市場の警告をこれ以上無視することはできない。また、将来に国債金利が上昇するような場合、国債の消化を促進するためとして、対外資本流出規制を導入し、海外市場と国内市場を分断するようなことがあってはならない。

参考文献

- 1 Marshall, David, "Origins of the use of Treasury debt in open market operations: Lessons for the present," *Economic Perspectives*, First Quarter 2002, Federal Reserve Bank of Chicago
- 2 Sayers, Richard Sidney, *The Bank of England 1891 - 1944*, Cambridge University Press, 1976 (R. S. セイヤーズ著、西川元彦監訳 『イングラ

ンド銀行：1891 - 1944年』東洋経済新報社、1979年)

- 3 井手英策「新規国債の日銀引受発行制度をめぐる日本銀行・大蔵省の政策思想」『金融研究』第20巻第3号、日本銀行金融研究所、2001年9月
- 4 伊藤正直『日本の対外金融と金融政策 1914～1936』名古屋大学出版会、1989年
- 5 伊藤正直、霧見誠良、浅井良夫編著『金融危機と革新 歴史から現代へ』日本経済評論社、2000年
- 6 岩田規久男編著『昭和恐慌の研究』東洋経済新報社、2004年
- 7 大内力『日本の歴史』第24巻（ファシズムへの道）中公文庫、1974年
- 8 『大内兵衛著作集』第2巻（日本公債論）岩波書店、1974年
- 9 大蔵省編『明治大正財政史』第12巻（国債下）経済往来社、1956年
- 10 大蔵省昭和財政史編集室編『昭和財政史』第3巻（歳計）東洋経済新報社、1995年
- 11 大蔵省昭和財政史編集室編『昭和財政史』第4巻（臨時軍事費）東洋経済新報社、1995年
- 12 大蔵省昭和財政史編集室編『昭和財政史』第6巻（国債）東洋経済新報社、1954年
- 13 大蔵省昭和財政史編集室編『昭和財政史』第13巻（国債金融・貿易）東洋経済新報社、1963年
- 14 大蔵省大臣官房調査企画課編『大蔵大臣の思い出』大蔵省大臣官房調査企画課、1977年
- 15 大蔵省大臣官房調査企画課編『聞書戦時財政金融史 昭和財政史史談会記録』大蔵財務協会、1978年
- 16 岡崎哲二「政治システムと財政パフォーマンス：日本の歴史的経験」RIETI Discussion Paper Series, 04-J-009、経済産業研究所、2004年2月
- 17 粕谷誠「戦間期における地方銀行の有価証券投資」IMES Discussion Paper, No.2003-J-21、日本銀行金融研究所、2003年10月
- 18 北岡伸一『政党から軍部へ 1924～1941』（日本の近代5）中央公論新社、1999年
- 19 後藤新一『高橋是清 日本の“ケインズ”』

- 日経新書、1977年
- 20 坂入長太郎『昭和前期財政史 帝国主義下における財政の政治過程（昭和七年 - 二十年）』（日本財政史研究）、酒井書店、1989年
- 21 鎮目雅人「財政規律と中央銀行のバランスシート」IMES Discussion Paper, No.2001-J-15、日本銀行金融研究所、2001年5月
- 22 鎮目雅人「戦間期日本の経済変動と金融政策対応」IMES Discussion Paper, No.2002-J-5、日本銀行金融研究所、2002年2月
- 23 島謹三「いわゆる『高橋財政』について」『金融研究』第2巻第2号、日本銀行金融研究所、1983年7月
- 24 鈴木武雄等『財政史』（日本現代史大系）、東洋経済新報社、1962年
- 25 全国経済調査機関联合会編『日本経済の最近十年』改造社、1931年
- 26 高橋是清口述、上塚司聞き書き『高橋是清随想録』本の森、1999年
- 27 武田勝「1932年における国債の日銀引受問題の検討」『中央大学大学院研究年報』第29号、2002年2月
- 28 A・ディンケビッチ著、三上正之訳『日本の戦時財政 1937 - 45年』刀江書院、1965年
- 29 日本銀行百年史編纂委員会編纂『日本銀行百年史』第3巻、日本銀行、1983年
- 30 『日本外債小史』日本興業銀行外事部、1949年
- 31 野村證券40年史編纂委員会編『野村證券株式会社40年史』野村證券、1966年
- 32 ベン・バーナンキ著、高橋洋一訳『リフレと金融政策』日本経済新聞社、2004年
- 33 深井英五『金本位制離脱後の通貨政策』千倉書房、1938年
- 34 深井英五『回顧七十年』岩波書店、1941年
- 35 藤野正三郎、寺西重郎『日本金融の数量分析』東洋経済新報社、2000年
- 36 藤本ビルブローカー証券株式会社編『藤本ビルブローカー証券株式会社三十年史』藤本ビルブローカー証券、1936年
- 37 若田部昌澄「歴史に学ぶ、大恐慌と昭和恐慌の教えるもの」（岩田規久男編『まずデフレをとめよ』日本経済新聞社、2003年に所収）

著者

富田俊基（とみたとしき）

客員研究理事、中央大学法学部教授、京都大学経済学博士

専門は経済政策