

鎮目論文「財政規律と中央銀行のバランスシート - 金本位制～ 国債の日銀引受実施へ・中央銀行の対政府信用に 関する歴史的考察 - 」に対するコメント

おがぎてつじ
岡崎哲二
東京大学

日本経済の停滞が長期化する中で、景気の先行きが不透明になるたびに、長期国債の買切りオペを含む一層の金融緩和を求める圧力が日本銀行に加えられてきた。このような近年の状況を念頭に置くと、財政規律と中央銀行のバランスシートの関係を長期の歴史的視点から検討した鎮目氏の論文はきわめて時宜を得たものといえる。

論文の内容は次の3点にまとめることができる。第1に、物価、日本銀行のバランスシート、政府部門を中心とした資金循環のデータを長期的に整理するとともに、日本銀行による国債引受が行われた1930年代のいわゆる高橋財政期に焦点を当てて、日本銀行のオペレーションとマネーサプライの関係を検討している。第2に、金融市場による国債の評価が財政規律を与えるメカニズムになり得るという観点から、長期国債利回りのデータを19世紀末以来の長い期間にわたって独自に推計し、外国国債、国内の民間債券等との比較を行っている。第3に、以上の検討および中央銀行の対政府信用に関する最近の議論に関する論点整理を踏まえて、高橋財政期の制度変更と政策運営に関する評価について論じている。

以上のように鎮目論文はレリバンシーの高い観点から、手際よく歴史的データを整理し、そこからインプリケーションを引き出したものであり、情報に富みかつ有益なものと考えられる。この点をまず強調したうえで、あえていくつかの残された論点について指摘しておきたい。

第1に最も大きな論点として、高橋財政期の評価に関する点が挙げられる。鎮目氏は論文の中で「高橋財政期の制度変更が、必然的に財政規律の喪失とその後のハイパー・インフレを招いたのか」という問いを提起している。この問いに対する明確な回答は留保されているが、「少なくとも高橋財政期の政策運営スキームの変更が、日本銀行の対政府信用と市場を通じた金融政策の遂行という点に関して大きな転機となったことは確かである」とされている。しかし、上の問いに答えるまでには多くのステップが残されている。すなわち、論文の2節では1930年代前半期は「インフレ期」として一括されているが、この時期のインフレ率は高くない。インフレ率が上昇したのは1937(昭和12)年であるが、その間には二・二六事件と日中戦争という大きな政治的な事件があった。さらに「ハイパー・インフレ」といえるほどインフレ率が上昇したのは1946(昭和21)年であり、その間には太平洋戦争、日銀法制定、敗戦という大きな出来事が介在している。これらの出来事

のインパクトを慎重に検討することなしに、上記の問いに答えようとするのは早計といえる。特に、通貨制度に関心を当てている本論文の趣旨を踏まえれば、日銀法制定の影響は避けて通れない問題であるし、また1998(平成10)年の同法改正の意味を考えるうえでも有益であろう。

第2に、鎮目氏は、物価と日本銀行のバランスシートの相関から、戦前の日本銀行は正貨流出入に関する「通俗的見解」と異なり、経済変動を増幅させる方向(pro-cyclical)に金融政策を運営していたという見方を導いている。しかし、このような見方を導くためには、なおフォーマルな時系列分析や金融政策運営に関する文献資料の調査などさまざまな手続きが必要とされる。例えば、日本銀行が仮に正貨流出入に関する「通俗的見解」のとおりに行動していたとしても、マネーサプライの増加 物価上昇、あるいはマネーサプライの減少 物価低下という局面がデータとしてピックアップされれば、日本銀行のバランスシートと物価の正相関が観察されることになるからである。

第3に、鎮目氏は、1930年代に国債とその他債券の間の金利スプレッドが縮小したことに注目し、その他債券の国債に対する相対的リスクがこの時期に低下したとは考えられないから、その原因は投資家のリスク回避度が低下したことにあると論じている。しかし、1927(昭和2)年の金融恐慌による不健全な銀行の破綻、1928(昭和3)年の銀行法とそれに基づく銀行行政による銀行経営の健全化を考慮すれば、むしろその他債券の相対的リスクが低下したと考えた方が自然であり、少なくともこのような代替的仮説について十分な検討を行う必要がある。