

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

てらにしじゅうろう
寺西重郎
一橋大学

鎮目論文は日本の戦前期、特に高橋財政期を中心に、日本銀行の国債引受が財政規律と両立したか否かについてさまざまな理論的可能性を指摘し、いくつかの基礎的ファクトファインディングを行っている。

こうした問題意識は、最近日本銀行信用の量的緩和を求める一部にみられる政策論が、その1つの方法として日本銀行による国債引受ないし国債の買いオペの可能性に言及しつつあることを反映しているものと思われる。

こうした政策論が正当であるためには、(i)日銀引受が財政規律の弛緩をもたらすことのないこと、(ii)日銀引受により供給された資金が、経済のマクロ需給バランスを回復させることなどの条件が必要であろう。政策論評価の基軸を高橋財政に置く場合もこの(i)と(ii)が高橋財政期においてどうであったかが問題となる。鎮目論文はこのうち(i)について詳しく検討しており、日本銀行の法的独立性、長期金利の動向、適切な金融政策の可能性等について注意深いサーベイを行っている。

こうした鎮目氏の研究にあえて1点コメントするとすれば、それは(i)と(ii)は必ずしも独立でないということに対する論及が不十分であるということである。すなわち、日本銀行の国債市場への関与が安易に流れ放漫財政等の問題を引き起こさないためには、まずもって日銀引受ないし買切りオペレーションが、経済回復のために有効に機能するか否かに多分にかかっていると思われる。なぜなら、引受の効果が緩やかなものであったり、不明確なものであった場合、おそらく追加的な引受など、財政規律の弛緩にかかわる要求が出やすいと考えられるからである。

この意味で第(ii)点が鎮目氏の論点にとってかなりの重要性をもつ。現在の状況において第(ii)点がOKか否かについて、評者はかなり懐疑的であるが、高橋財政期においても第(ii)条件が十分成立したかについては、かなり慎重な判断を要すると思われる。すなわち、国債の日銀引受による財政支出が、十分な総需要の自律的拡大をもたらしたか否かは必ずしも明確ではないということを目指したい。

第1に、国債の日銀引受による財政支出は、主として「農村に現金収入の機会」を与えるかたちで用いられたのだが、これが、投資・輸出などを含む総需要をどの程度拡大させたかは必ずしも明確でない。鎮目論文では日本銀行のオペが民間貸出とマネーサプライの拡大を招いたことを示唆しているが、この売オペ、貸出、マネーサプライの先行遅行関係がなぜ生じたかについては、慎重な判断が必要と思われる。特に、この時期民間銀行部門は、銀行法の銀行集中政策のもとで貸出にきわめて慎

重になっていたはずであり、銀行が貸出行動を積極化させた理由は何かが慎重に問われねばならない。

第2に、高橋財政はパッケージとしての政策であり、為替放任と低金利政策などの効果も考慮せねばならない。さらに重要なのは、この時期の政治状況に関係して、満州事変以降の植民地・半植民地市場の拡大が、総需要とおそらくは銀行の貸出態度に大きな影響をもったことを考慮せねばならない。例えば、Okura and Teranishi [1994]によれば、1930年代前半の経済回復は高橋のとった政策に100%負うものでなく、30～40%程度はそうした軍事経済侵略に関連した市場の拡大によるものだという結果が出ている（下表参照）。

経済回復の要因分解（累積寄与度 百分比）

	1932	1933	1934	1935	1936
(1)政府支出	40.8	35.8	34.0	32.5	34.9
(2)実質金利	4.3	4.7	6.6	5.5	5.7
(3)利潤率	2.2	3.2	5.5	5.2	5.5
(4)世界輸入量	-10.8	-0.3	19.2	27.9	36.3
(5)東アジア投資ダミー	16.1	24.2	31.3	35.8	30.9
(6)物価	47.4	32.4	3.4	-6.8	-13.2
(6-1)海外物価	-95.6	-49.1	-44.3	-39.9	-32.7
(6-2)国内物価	-2.5	-9.9	-20.1	-22.0	-27.2
(6-3)名目為替レート	145.5	91.4	67.8	55.1	46.7

資料：Okura and Teranishi [1994]

高橋財政の行われた時期は、経済におけるリスクの増大に対比してのリスク・テイキング機能の低下と所得分配システムをめぐる人々との深刻な対立が、現在のものと類似した「協調の失敗 (coordination failure)」(Murphy, Shleifer and Vishney [1989]を参照)を起こしていた可能性が強く、単なる財政金融政策の効く余地はかなり限られていたように思われる(寺西重郎 [1997])。いわゆる「構造改革」も不徹底であり、(準)戦時経済への移行に伴う事前的調整システムへの移行によって産業ごとの供給と需要の動学的過程での均衡がもたらされたのではないかと思われる。大陸における市場拡大がいわば「神風」のようにして、人々への期待の整合性を高めた可能性が否定できないし、いまひとつの要因として為替減価放任が当時のグローバル・スタンダードである金本位制秩序を否定することを通じて国内の政策混乱と「協調の失敗」に終止符を打ったことも留意されるべきであろう。なお、Murphy, Shleifer and Vishneyの上掲論文は、投資に外部性のあることを前提に、産業ごとの投資とそれから生み出される生産物に対する需要との間の調整のいがかんが、複数均衡をもたらすこと、およびそこでの政府の役割を論じたものである。

参考文献

- 寺西重郎、「戦間期の分配対立をめぐる政策と金融システム」、『経済研究』1997年、pp. 329-338
- Murphy, Shleifer and Vishney, “Industrialization and the Big Push,” *Journal of Political Economy*, 97, 1989, pp. 1003-1026.
- Okura and Teranishi, “Exchange Rate and Economic Recovery of Japan in the 1930s,” *Hitotsubashi Journal of Economics*, 35, June 1994, pp.1-22.

