

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

～ 管理通貨制度への移行期における新たな政策体系 ～

井手英策^{い て 英 策}

要 旨

本稿の課題は、昭和5年2月に設置された「日本銀行制度改善に関する大蔵省及日本銀行共同調査会（以下、共同調査会）」における議論に基づいて、金本位制度から事実上の管理通貨制度へと通貨システムが転換する時期の財政・金融当局の政策思想を明らかにすることにある。この時期の政策選択（金本位制度の動揺と離脱、新規国債の日銀引受発行の開始）は歴史的にみて特筆すべき点があることは周知の事実だが、資料的制約からその政策意図は未解明であった。以下、実証課題とその結論を要約する。

1. まず、日銀引受に関連する日本銀行の政策思想を検討する。引受に関しては「高橋蔵相の強力な要請に押し切られ、『一時の便法』としてこれを容認したもの（日本銀行百年史）」との評価が一般になされている。これに対し、「共同調査会」では金融市場への積極的介入が日本銀行の政策目標として説明され、金融機関への影響力の拡大、売りオペを通じた流動性吸収という政策課題との関連から日銀引受を肯定的に受容していった側面を明らかにする。

2. 次に、井上財政期および高橋財政期の政策背景に注目し、日銀引受の成立を規定した財政・金融的要因を検討する。まず、政府預金勘定をめぐる大蔵省と日本銀行の対抗関係を検討する。日銀引受は、日本銀行の内部に設置された国庫（政府預金勘定）の資金繰り難を解消する点で大蔵省にとっての政治的合理性を持つものであった。続いて、公募発行の可能性や日銀引受以外の金融緩和策を検討する。当時の財政需要を勘案し、かつ、他の代替的な政策手段（例えば、買いオペによる流動性の供給）と比較しながら、日銀引受に一定の経済的合理性があったことを示す。

3. 最後に、破局的なインフレへと突入していったその後の歴史的経緯を踏まえ、日銀引受の持つ合理性と日本銀行の制度設計の問題性を指摘したうえで、現代における調整インフレ論や日本銀行の歴史認識を再検討する。

キーワード：共同調査会、新規国債の日銀引受発行、国債保有限度額、売りオペレーション、金本位制と管理通貨制、無利子預金補填問題、公募発行

本稿は筆者が日本銀行金融研究所の国内客員研究生として滞在した期間中に作成し、日本銀行金融研究所が開催したワークショップ「わが国における財政と中央銀行の活動 歴史的視点から」（2001年3月21日）に提出した論文に若干の修正を加えたものである。本稿の作成に当たっては、1999年9月に発足した日本銀行金融研究所アーカイブの保管資料および現在整備中の保有資料（本文中では「日本銀行保有資料」と表記）を利用している。本稿に加えられた新たな知見の大部分は同資料によるところが大きい。

なお、本稿の作成段階ではさまざまな方々にご助力いただいている。伊藤正直教授（東京大学）、浅井良夫教授（成城大学）、佐藤政則教授（麗澤大学）、翁邦雄（日本銀行金融研究所長）、阿川裕里（同研究第1課企画役）、武藤哲（同研究第3課長）、鎮目雅人（同研究第3課調査役）、藤木裕（同研究第1課調査役）、大森徹（同研究第3課 現 調査統計局）各氏からは有益な助言をいただいた。記して謝意を表したい。また、執行謙二（現 文書局調査役）氏をはじめ、上村伸明、中井博司（現 文書局）、大宮均、中村厚子、大堀エリ、織田洋行（以上、同研究第3課）の各氏には資料の閲覧面において多大なる便宜を図っていただいた。さらに、西川裕一（現 発券局）、大貫摩里、古屋範子（同研究第3課）各氏には校正をはじめ、いろいろとお世話になった。いちいちお名前はあげないが研究第3課のみなさんにもお礼を申し上げたい。本稿に示された意見はすべて筆者個人に属し、日本銀行ならびに日本銀行金融研究所の公式見解ではない。もちろん、あり得べき誤りの責任が筆者のみに帰するものであることはいうまでもない。

井手英策 東北学院大学経済学部経済学科専任助手
(E-mail: shoelace@tscc.tohoku-gakuin.ac.jp)

1. はじめに

高橋是清蔵相による積極財政、いわゆる高橋財政への転換は満州事変費および時局匡救事業費といった新規の財政需要を惹起し、その財源充当を目的として昭和7年11月25日、4分半利国庫債券2億円の引受とともに新規国債の日銀引受発行が開始された。改めて指摘するまでもなく、この決定はわが国の財政・金融史上における重要な政策選択であり、日本銀行や大蔵省の自己批判¹にも明らかなように、その選択が経済システムに重大な影響を及ぼした点についてはこれまでも広範な合意が形成されてきた²。

こうした研究蓄積の一方で、その成立過程・政策決定過程といった「政治経済学」的側面に関しては、未解明の領域を多分に残している。まず、成立過程に関しては、買いオペによる日銀資金の放出を梃子とした財界振興を強調する深井の助言、これを受けた高橋の創意と工夫が重大な影響を及ぼした点はもはや周知の域に属している³。しかし、買いオペと比較して中央銀行の対政府信用としての側面が著しく濃い日銀引受が選択された理由に関しては、「高橋蔵相、深井副総裁の

1 「昭和7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プロセスの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。これは本行百年の歴史における最大の失敗であり、後年のわれわれが学ぶべき深刻な教訓を残したものだといえよう」、日本銀行 [1984]、pp. 55-56、「日銀引受による赤字公債引受けの方法はインフレーションの進展の基礎をなしたということ、すでに多くの識者によって指摘されているところである」、大蔵省百年史編集室 [1969] p. 33。

2 日銀引受の歴史的な位置づけに注目した研究として、中島 [1977]、伊藤 [1989]、永廣 [1991]、武田 [2000] が、日銀引受成立後の経済構造の変化を指摘したものとして、日本銀行調査局 [1970]、中村 [1971, 1981]、三和 [1979, 1980] がある。

3 例えば、深井 [1941]、pp. 268-270。日銀引受の成立過程に関する歴史資料は皆無に等しく、深井による回顧が唯一の手掛かりとされていた。本稿では、日本銀行・大蔵省保有資料を利用しつつ、双方の政策担当者的日銀引受に関する政策思想を明らかにする。

個人的関係を背景としたポリティカル・エコノミーの力学⁴を超える視点は今のところ提示されていない。すなわち、高橋・深井以外の政策主体の役割、具体的には、財政・金融当局たる大蔵省・日本銀行の政策思想や制度設計などについては、資料上の厳しい制約もあって、ほとんど明らかにされてこなかったのである。また、政策決定プロセスについては、大蔵省と日本銀行の制度配置、すなわち、金融が財政に従属したとする「金融従属仮説」⁵という形では相当の蓄積が進められたものの、よりブレイクダウンされた視点、例えば、「従属」として切り捨てられてきた日本銀行の政策的利益⁶、合理的判断、さらには、その背景にある大蔵省との思想的対抗・妥協といった論点についてはほとんど顧みられてこなかった。

こうした研究状況は、従来の財政・金融史の実証分析において大きな制約をなすものであった。というのは、主として日銀引受に対してその資金供給メカニズムを中心に関心が払われた結果、高橋財政から戦時財政に至る時期の政策評価が、通貨膨張と経済の軍事化に対する「規範的批判」へと収斂していったからである⁷。確かに以上の批判は、終戦直後のハイパー・インフレへの反省という視点からは一定の根拠を持つものであったし、今日においても欠くことのできない重要な論点である。しかし、1990年代におけるバブル崩壊後のデフレ局面では、むしろその政治的規範性の確保を暗黙の前提とすることで、日銀引受の経済メカニズムを強調する議論や緩やかなインフレ創出を主張する調整インフレ論⁸などが台頭することとなった。こうした転倒した論理が広く流布するに至った背景には、「規範的批判」に重点を置いた財政・金融史研究に方法上の難点があったというのが本稿における第1の問題意識である。

財政・金融史における従来の日銀引受批判では、高橋の膨張的財政思想なり軍部による政治的圧力なりが問題とされてきた⁹。しかし、これらは日銀引受の経済的合理性を十分に意識したものとは言い難く、その結果、停滞にあえぐ世界経済の中でいち早く恐慌過程を脱した事例として高橋財政期のフィスカル・ポリシーを評価する視点に対して政治的非合理性を主張するというやや二項対立的な問題構成と、

4 島謹三 [1983] p. 96。

5 遠藤 [1954]、鈴木 [1966] など。さらに、フィスカル・ポリシーとの関連から論じたものとして Colm [1957]、Schmolders [1981] がある。もっとも、これらの論考が「金融従属仮説」という明確な表現を使っているわけではない。こうした呼称は真淵 [1994] に依拠している。

6 ここでいう政策的利益とは、大蔵省と日本銀行が経済政策の運営過程において(双方を含む)他の政策主体に対して優越した影響力を行使するための合意事項を意味している。

7 こうした見解を代表するものとして、島恭彦 [1948]、大蔵省昭和財政史編集室 [1954]、宮本 [1968]、日本銀行調査局 [1970]、前掲、島謹三 [1983]、日本銀行 [1984] があげられる。

8 例えば、Krugman [1998]、Cargill [2000]、内容整理としては、藤木 [2000] が参考になる。

9 古くは島恭彦と長幸男による論争(前掲、島恭彦 [1948]、長 [1963])、前掲、宮本 [1968] による長批判があり、最近では、日本銀行 [1984] などがこうした例としてあげられる。そして、日銀引受の成立・運用プロセスが日本銀行にとって外生変数であったことを強調する課題設定自体が、当該期の金融政策を評価するうえで一定の制約となっていることに留意すべきであろう。

なっている¹⁰。こうした難点を解消するためには、まず、日銀引受の政治的・経済的合理性を見据えたうえでの当局の制度設計を明らかにする作業が必要だと思われる。しかる後に現実の政策運営とのギャップを経験的に検討することで、その制度設計の根柢の薄弱さなり、政策の技術的難点なり、政治的・経済的阻害要因なりが批判的に解明されることとなるはずである¹¹。

以上の問題意識に基づいて、行論では日本銀行の政策思想と日銀引受の導入を不可避とした政治的・経済的要因を明らかにしていく。課題設定上、直接的な現代へのインプリケーションを引き出すことはできないが、これまでの財政・金融史の方法的限界を踏まえたうえで日銀引受の成立過程を検討するこのような作業は、今日の日銀引受をめぐる議論の妥当性を吟味するうえでも一定の評価基準を準備するものと思われる。

とりあえずは本論に先立って全体の構成を説明しておこう。まず、2節では、日銀引受に関連する日本銀行の政策思想を検討する。引受に関しては「高橋蔵相の強力な要請に押し切られ、『一時の便法』としてこれを容認したもの」¹²との評価が一般になされている。これに対し、昭和5年2月に設置された「日本銀行制度改善に関する大蔵省及日本銀行共同調査会」での議論を素材に、日銀引受そのもの、あるいは、それを前提とした新たな金融調節方式に対する日本銀行の評価を再検討する。続く3節では、井上財政期および高橋財政期の政策環境に注目し、日銀引受の成立を規定した財政・金融的要因を検討する。政府預金勘定をめぐる大蔵省との対抗関係、公募発行の可能性や日銀引受以外の金融緩和策を検討しながら、引受が選択された政治的・経済的条件を明らかにするのが課題である。

10 例えば、1970-80年代には日本経済史においてケインジアンポリシーの先駆けとして高橋財政の再評価が行われた（前掲、中村 [1971, 1981]、三和 [1979, 1980]、原朗 [1981] など）。また、マクロ経済の実証分析においてもこのような視点が強調されている（Iwami, Okazaki and Yoshikawa [1998]）。これに対して、財政・金融史においては、既述の規範的批判を踏まえたうえでの日銀引受の再評価という作業が欠けているように思われる。その結果、今日、政治規範性に経済的合理性を対置する「調整インフレ論」への有効な批判的視座を提出することができていないというのが本稿の認識である。ただし、近年、金融史において佐藤政則・山崎志郎・霧見誠良 [1991] が指摘したように、戦時期における日本銀行の金融調節機能を再評価する動きがある点は注目される。

11 こうした方法的基礎はWeber [1998] に負うところが大きい。Weberは「生成」と「運動」をめぐる歴史学派とオーストリア学派の論争に着目し、「法則科学」と「現実科学」の両立可能性を前提としたうえで後者を選択した。その際に、価値判断の基準となったのがいわゆる「理念型」である。本稿もこの着想に注目し、生成過程における政策当局の制度設計・政策理念を明らかにする。その後の政策運営に看取される達成および乖離を解明するための基準を明確にするためである。こうした視点は、経済思想史では「歴史学派の復権」、財政社会学では“Neo-Weberian approach”という文脈・方法でそれぞれ注目されている。前者に関しては、住谷・八木 [1998]、後者に関しては、Giddens [1987]、Hobson [1997]、

12 前掲、日本銀行 [1984]、p. 54。

2. 共同調査会における大蔵省・日本銀行の政策思想

(1) 通貨発行制度をめぐる論議…日本銀行の国債保有をめくって

昭和年代の日銀改革論議は、大正15年(昭和元年)の金融制度調査会の設置に端を発している¹³。同調査会は完全な大蔵省主導のもとに発足したものであり、大蔵省の企図する日銀改革論という色彩が濃厚であった¹⁴。調査会では「普通銀行制度に関する調査」が提出され、銀行法の制定という形でその成果が結実している。しかし、中央銀行制度の改正に関しては、「大正後半期における日本銀行制度改革に関する論議の政府による一応の集大成」¹⁵とみなし得る、昭和2年6月「日本銀行に関する調査(以下、調査)」¹⁶が作成されたものの、中途、昭和2年3月に突発した金融恐慌の影響から正式な審議が行われなかったこともあり、その改正が先送りされていた。そこで、昭和5年2月4日、再度「金融制度調査準備委員会とは関係なく別途調査を進め、双方白紙状態にて研究を遂ぐる」¹⁷という合意のもと、非公式に設置されたのが「日本銀行制度改善に関する大蔵省及日本銀行共同調査会(以下、共同調査会)」である。昭和6年9月の満州事変の勃発に伴い、未審議、未可決事項はもとより可決事項までもが具体化するには至らなかったが、その内容は、銀行券発行制度、組織、業務殊に中央銀行と一般市場の関係、政府の許可又は認可を要する事項、納付金制度、関係法令の整備と広範かつ大胆なものであった。以下では、「調査」での成案との関連から「共同調査会」の歴史的な位置づけを明らかにしていこう。

まず、「共同調査会」での成案として第1に指摘すべきは発券制度の改正である。金解禁によって問題化した金流出とその結果増大した限外発行への対処がその論点

13 金融制度調査会における議論、ならびにこれと前後する時期に提案された民間研究グループ(金融制度研究会、経済研究会)の私案を検討したものと、前掲、吉野[1962]第2章、第4節、日本銀行[1983b]、浅井[2000]がある。

14 大蔵省内に大蔵次官を会長とし大蔵省高等官を委員とする金融制度準備委員会が設置され、金融制度調査会における議題の原案作成が行われていた。前掲、吉野[1962]、pp. 283-286。

15 前掲、吉野[1962]、p. 289。

16 日本銀行調査局[1973]「日本銀行に関する調査」、『日本金融史資料第34巻』、所収。なお、特に断らない限り、「調査」に関する引用は同資料に基づいている。

17 日本銀行保有資料『日本銀行制度改善に関する諸調査書類(以下、調査書類)第一巻其一之一』、第1回会合。なお、同資料の性格について付言しておこう。共同調査会に関しては、これまで、原文を掲載したものとしては、日本銀行保有資料『日本銀行沿革史第三集 総説(一)』があり、概要を紹介したものとして、前掲、吉野[1962]、日本銀行[1983b]がある。しかし、これらで論じられているのは「日本銀行券発行制度改正に関する件」、「日本銀行の業務改善に関する件」等に関する内容とその評価であり、その審議過程や当局の政策課題は全く明らかにされてこなかった。「調査書類」は最終会合を含む全59回の討議内容をすべて明らかにした貴重な資料である。ただし、厳密にいうと、同資料では個々の発言者を特定することができないため、日本銀行と大蔵省の見解を区別することは困難である。それゆえに、中央銀行としての政策思想を前提に、大正15年の改革論議における大蔵省側の見解と比較考慮することで確定可能なものだけに限り言及している点を断っておきたい。

であり、「日本銀行券発行制度改革に関する件」¹⁸をみてみると、保証発行屈伸制限法と比例準備法の併用、1億2,000万円から5億円へと拡大された保証発行限度額、15日を超えた限外発行に対してのみ5%の課税を行うことへと変更された限外発行税など、明らかに昭和7年6月の制度改革に連なる制度設計が行われている。これらの制度改革は、金輸出再禁止とあわせて日銀引受の経済的前提たる事実上の管理通貨制度を準備したものであった¹⁹。このような重大な通貨制度改革が同年に驚くほどの短期間で実現した背景として以上の合意形成があったのであり、その点を踏まえると、「共同調査会」での議論は、金本位制下という制約のもとではありながらも高橋財政以後の制度設計を示唆するものとして注目される。ただし、昭和7年における通貨制度改革の具体的検討はここでの課題ではないので、その指摘にとどめておかざるを得ない。一方で、日本銀行と大蔵省の政策思想において注目すべきは、「発行制度の最も主眼とする処は兌換の確実を期すると共に通貨の伸縮力を保持することにある」²⁰と表現されたところの通貨発行の弾力化とその方法をめぐる対立・協調関係である。

発券制度に関して、「調査」では保証発行限度の改正で決着をみていたが、大蔵省側の政策意図はこれに続く昭和3年8月に「日本銀行は其の発行する兌換銀行券の兌換準備正貨として発行総額に対して少なくとも四割に相当する金貨、金地金又は銀貨若しくは銀地金を保有する」²¹とした比例準備制度の採用という形で示されていた²²。仮にここでの主張どおり正貨準備率を4割としてみると、正貨準備の2.5倍まで銀行券の発行ができるから、昭和5年の日銀正貨保有量8億2,600万円に対し最大約20億6,500万円の銀行券発行が理論的に可能となるわけである。

しかし、これは当時の保証発行限度1億2,000万円と比較するとあまりにも膨大な金額であり、金本位制下の緊縮財政のもとでここまで極端な通貨膨張を大蔵省が企図していたと考えるのは無理がある。むしろ、大蔵省の真意は「比例準備制度の採用により正貨の節約若しくは兌換銀行券の伸縮力を拡大せんとする」²³点にあったと思われる。現に、解禁当時10億7,300万円あった正貨準備は、昭和5年中に2億円、6年末までに6億4,300万円の減少をみ、日本銀行券発行高も昭和5年中には約2億円減

18 「日本銀行券発行制度改革に関する件」、『日本銀行沿革史第三集 総説(一)』a、所収。

19 日銀引受に先行する制度改革の歴史的意義については、前掲、日本銀行調査局〔1970〕、前掲、永廣頭〔1991〕参照。同改正の内容は、保証発行限度の拡大(1億2,000万円→10億円)、制限外発行税率の引下げ(限外発行が15日を超える場合の税率5%→3%)、日本銀行納付金制度の採用、日銀参与会設置であるが、これと時期的には前後して、融通期間30日以内の国債担保貸出高率適用免除、国債標準価額の設定なども決定されている。

20 前掲、「日本銀行券発行制度改革に関する件」。

21 前掲、『調査書類第一巻其一之一』、2月21日第6回会合。

22 3月28日第13回会合でも、後述のごとき、比例準備制度と保証準備制度の折衷案を提示した日本銀行に対し、「現行制度と全く趣の異なりたる比例準備制度を採用するを優れりとせずや」という反対意見を提出している。なお、民間研究グループも比例準備制度の採用を提案していた。東京商工会議所「日本銀行券発行制度改革に関する建議」、前掲、『日本金融史資料昭和編 第34巻』、所収。

23 前掲、東京商工会議所「日本銀行券発行制度改革に関する建議」。

少している。その結果、信用の縮小、金融の逼迫が恐慌を激化させ、大幅な税収減、歳入欠陥の顕在化を伴いつつ大蔵省の財政統制に対する信頼を著しく低下させていたのである²⁴。これに対して、比例準備の場合、「調査」が指摘しているように「金流出あるも金準備の減少が法定額に達する迄は兌換券の発行を拘束せず従って通貨の減少に直接の影響を及ぼさざる」側面があった。その意味では、正貨準備としての金を節約することによって、金流出に伴う通貨発行の縮小という財政統制上の障害を除去することが大蔵省の政策意図として確認されるであろう。

これに対して、日本銀行は、比例準備発行を積極的に支持する根拠が明確ではないこと、屈伸制限法は通貨主義、比例準備発行は銀行主義という主張があるが、発券制度としては、明確な区別をもつものではないこと、保証準備発行では許されない水準での銀行券発行が可能となること、正貨増加、通貨膨張時の対策に欠けること、極端な財政事情では両制度に大きな差異は認められないこと、中央銀行制度全体の改正の中に発券制度の改正も位置づけられるべきことなど否定的見解を一応主張している²⁵。とはいえ、「如何なる発行制度か適当なりやと云ふことは中央銀行の当局者にとりては何れにしても格別の相違なく...」²⁶との指摘に明らかかなように、比例準備制度に真っ向から反対していたわけではない。「単純なる比例準備制度は何れも一長一短ありて其の俛採用することを得ざる」とはしながらも、「何れの制度を基礎とするにしても何等かの方法により之に最高発行額若くは最高保証発行額を限定する方法を加味する」²⁷ことによって通貨発行をコントロールすることにその力点はあったのである。

この後、日本銀行側提出による兌換券平均発行高試算および期末発行高試算²⁸を根拠に議論が継続され、屈伸制限法による保証限度の拡張は少なくとも5億円とすること、比例準備法を採用するとしても正貨準備最低率を40%以上にするのは困難であることが合意されている²⁹。これを受けて日本銀行側から「現行屈伸制度を基礎として保証発行限度を適当に拡張しこれに比例準備制度を加味し発行高と正貨との間に一定の比率を保たしむることによりて自ら最高保証発行額の定まる制度となすときは現行制度を根本的に改廃せるが如き感を与ふることなくしてしかも現行制度の欠陥と認めらるるところを充分補足し得る」³⁰とした折衷案が提起され、

24 前掲、大蔵省百年史編集室 [1969] p. 24。

25 『調査書類第一巻其之一』、2月18日第5回会合。以上の指摘は、比例準備制度に対する批判であるから日本銀行が提起したものと推測される。

26 前掲、『調査書類第一巻其之一』、3月28日第13回会合。

27 『調査書類第一巻其之一』4月1日第14回会合。

28 兌換券平均発行高12億円、兌換券期末発行高16億2,000万円から正貨準備を控除した額 (= 保証発行高) に対して、保証発行限度1億2,000万円、3億円、5億円それぞれに対する発行余力ないし限外発行高を試算したものである。これらの試算によると、保証発行限度を3億円以下に設定した場合、限外発行が常態化するとされている。『調査書類第一巻其之一』、所収。

29 前掲、『調査書類第一巻其之一』、3月28日第13回会合。日本銀行の兌換券平均発行高試算および期末発行高試算に関しては、同資料付録表参照。

30 『調査書類第一巻其之一』、4月1日第14回会合。

結果、保証準備発行・比例準備発行の併用を柱とする「日本銀行の兌換銀行券発行制度に関する件」³¹が作成された。「調査」において棄却された比例準備制度を「併用制」という形で取り入れるという意味では妥協的な決着ではあったが、日本銀行の要求した通貨発行に対する制限は一応画されることとなったのである³²。

通貨発行に関する制度の大枠は以上のように決定したが、次に争点となったのは、保証充当物件の確定、国債保有の限度額である。保証準備発行は、限度内発行、限外発行いずれにおいても、政府証券や商業手形などの正貨以外の安全確実な資産による担保物件を必要とする。日本銀行にとってはその担保の種類・限度額如何によって国債保有額も大きく左右されることとなるから、既述のような安易な通貨膨張の抑制という観点からは、当然、国債保有の制限という論理が導出されることとなる。この点に関してみると、「調査」では、「兌換券の濫発を抑制し且其の伸縮性を発揮せしむる」との観点から「商業手形以外のものを準備とする保証発行額は一億二千万円以内」と決定されていた。しかし、同時に、「保証準備の内容にも適当の制限を加へたるを以て日本銀行は過多の国債を所有して兌換券の濫発するの危険は除去せらる」として「日本銀行の国債所有額及国債を担保とする貸付額に付法定の制限を設けざる」とされていた点は注意を要する。つまり、保証準備としての国債保有に歯止めを設けたことを通貨発行における健全性の根拠としながら、国債保有総額自体は無制限とすることが決定されていたのである。おそらくは、金本位制への復帰を前提としていた時期であるから、国債の保有増大 通貨の増発という政策選択が非現実なものであったことがその理由であろう。

同様の論点に対して「共同調査会」での議論をみてみよう。「共同調査会」では、保証準備としての国債保有に関して、保証発行限度額の増大に伴って生じる追加保証物件を政府からの国債購入で賄うことの是非が論じられている。やや結論を先取りすることとなるが、ここで注目すべきは、国債の日銀引受そのものに対する内在的批判を日本銀行がほとんど行わなかった点である。

日本銀行は国債を保有する理由として、マーケット・オペレーションの目的物としての保有、経費の支払・割賦金等の発行準備に充当するための保有、政府の公債政策要請から引受を行った結果としての保有をあげている³³。第1点に関しては、後述のごとく、当時、一般的とはおよそいい難かった売りオペを前提とした政策運営を企図していたことに注意を喚起しておこう。第2点は、日常の業務上の

31 「日本銀行の兌換銀行券発行制度に関する件」、『調査書類第一巻其一之一』、所収。

32 なお、「日本銀行の兌換銀行券発行制度に関する件」では、保証準備発行限度額を1億2,000万円から5億円へと拡大すること、兌換発行高および請求に応じて支払うべき預金高の合計額の30%以上を正貨準備として保有することが正式に決定されている。前者については3億円とする案もあったが、正貨保有の減少を見込んで5億円とされた。一方、後者に関しては、先述のごとく、この時点での金流出は限定的なものにとどまっていたから、理論的な通貨の発行量は20億円を超えるものであった。

33 『調査書類第一巻其一之一』、7月18日第33回会合。なお、ここで、大蔵省証券とは区別して「国債」と述べながら長期国債のオペないし引受を論じていることは、高橋財政以後の政策運営に接続するものとして極めて重要な点である。

要請からでた保有である。問題は第3点にある。ここでは、日銀引受に関して「往々にして必要以上の弊害を伴ひ易く其結果通貨の膨張を惹起するところある」³⁴と一応は指摘している。しかし、一方で、「元来国債を保証に充当し得ることとせるは国債の応募、引受又は買入をなすべき場合の必要に出でたるもの」³⁵と述べ、国債の日銀引受を前提としたうえで保証発行限度の拡大を論じているのである。その発想は、政府による正貨充当を受け、国債保有を条件に発券機能を付与されたわが国の歴史的経緯³⁶に忠実なものであり、日銀引受による国債保有の是非は二次的な課題としてしか表現されることはなかったのである。その結果、引受そのものに対する批判は上述の指摘を除きほとんど行われず、むしろそれを前提としたうえでの国債保有限度額の設定がその中心的課題として論じられることとなるのである³⁷。

国債保有限度額に関しては、実は「調査」での決定同様、先にみた昭和3年8月案において、大蔵省は、比例準備の採用を条件に「政府発行手形又は国債は兌換保証総額の四割を超ゆることを得ざること」と国債保有の上限を設定していた。しかし、調査会では「保証物件の内容は事実上の計数を篤と吟味したる上他日更めて考慮すること」が決定され、この提案は白紙撤回されることとなっている³⁸。既述の「通貨発行の弾力化」という大蔵省の政策意図を念頭に置けば、これは、圧倒的な通貨発行が可能となる比例準備制度を前提とする以上、日本銀行の国債保有額に固執する必然性が乏しかったことを示すものであり、逆にいうと比例準備が採用されない可能性がある以上は、その保有を無制限とする余地を残そうとしたものと推察される。

一方、日本銀行にしてみれば「(日銀引受が)通貨の膨張を惹起する処あるを以て出来得べくんば国債の所有額に何等かの制限を設くるか或いは所有額に直接制限せず銀行券の発行準備に適當の制限を加へ間接に制限する」³⁹ような選択肢の検討が不可欠であることはいうまでもない。換言すれば、第1には国債保有総額に制限を設けることが、そして、次善の策として「調査」において認められていたように保証準備としての国債保有に限度を設けることが求められたのである。こうした見解に対しては、国債の保有に制限を設けたところで、市場操作によって手持ちの保有国債をいったん売却し追加的に国債を引き受ければ事実上の引受増大となること、国債の充当額に制限を設けると弾力的な通貨供給が行えないことなどの反論が即座に加えられている⁴⁰。しかし、「所有額を制限することは実行上頗る困難なるを以て若し何等かの方法によりこれを制限するとせば寧ろ保証発行に充当し得べき

34 同上。

35 『調査書類第一巻其一之一』、7月22日第34回会合。

36 前掲、鈴木武雄 [1966] pp. 82-92。

37 『調査書類第一巻其一之一』、7月4日第29回会合。

38 前掲、『調査書類第一巻其一之一』、2月21日第6回会合。

39 前掲、『調査書類第一巻其一之一』、7月18日第33回会合。括弧書きは引用者。

40 前掲、『調査書類第一巻其一之一』、7月18日第33回会合。

国債額に制限を付し国債の引受に因る通貨膨張の危険を防止する」⁴¹という意見が出され、「調査」での決定と同様に制限内発行の場合のみ国債の充当を認め、限外発行分には国債の充当を認めないとする説が有力視されるところとなった。結局、日本銀行の組織または職制上適当な考慮を加えるべきものとして結論は後日に留保されることとなったが⁴²、この時点では、次善の策ではありながらも日本銀行の見解は取り入れられていたのである。

しかし、その後、保有限度額の設定に関して大蔵省銀行局は次のような説明を行い、その結論の不可なることが論じられている。

「(放資を、応募、引受、買入と定義したうえで)放資額に制限を認むべしとの論あり。若し此の制限に付適当なる標準を見出し得べくんば本論の妥当なるは勿論なるも適当なる標準なし。強いて制限をせんとせば単なる「アービトラリー」なる標準によるの外なし。7月4日会議に於ては何等かの標準を見出すべきを約し、之を後見に譲ることとしたるが其の後何等適当な標準を見出さず。結局制限を定めざることとしたり。」⁴³

ここでは、大蔵省が表面的には国債保有に関する制限を設けることに賛同したこと、しかし、その一方で日本銀行の「アービトラリー」に関してはそれを許容しなかったことが示されている。以上の経過を踏まえた「日本銀行券発行制度改革に関する件」では、「銀行券の保証発行は発行制度の重点をなし之か発行に充当し得べき物件の内容は銀行券の伸縮性に最も重大なる関係を有するものなる」と一応認めはされたが、「保証物件の範囲を一層明確ならしむるの要ありと認め其の種類を左の如く定めたり」として、保証物件の列挙が行われるにとどめられることが決定された⁴⁴。日本銀行からの国債保有制限要求はその根拠の薄弱さを理由に、総額・保証準備充当分双方において完全に却下されることとなったのである。こうして、「調査」によって認められた保証準備としての国債保有の制限すらも「共同調査会」では認められないこととなった。

ここで以上の議論を整理しておこう。確認しておくべきことは、日本銀行が国債引受をそもそも是認したうえ、さらには国債の保有制限をも事実上放棄した点である。こうした制度設計が、後の政策展開から顧みて重大な欠陥であったことはいうまでもない。だとすれば、以上にみられる日本銀行の妥協的態度がいかなる理由によって説明可能なのが検討されなくてはならないであろう。その解決の糸口を見出すために、日銀引受を前提とした新たな金融調節手法に関する議論について検討しておく。

41 前掲、『調査書類第一巻其之一』、7月4日第29回会合。

42 前掲、『調査書類第一巻其之一』、7月18日第33回会合。

43 「昭和六年四月 日本銀行条例中改正法律案説明(昭和5年度小幹事会審議経過)」、p.60、日本銀行保有資料『日本銀行条例改正打合せ関係書類第二巻』、所収。括弧書は引用者。

44 前掲、「日本銀行券発行制度改革に関する件」、『日本銀行沿革史第三集 総説(一)』、所収。

(2) 対政府信用における無担保規程と売りオペレーション⁴⁵

日本銀行の金融調節に関する規程は、共同調査会「日本銀行の業務改正に関する件」⁴⁶に明らかにされている。同件では、日本銀行の業務に関して、

大蔵省証券及之に準ずべき政府証券の割引並に商業手形、銀行引受手形等の手形の割引

国債其他の有価証券、地金銀、外国貨幣又は商品を担保とする貸付及外国為替手形を引当とする貸付

商業手形又は銀行引受手形の売買

国債、大蔵省証券及之に準ずべき政府証券の応募、引受又は売買

政府に対する一時貸付（上記2の方法によらないこと）

を決定している。これら一連の改正案は、基本的には吉野俊彦が指摘するとおり、過去に実行してきた事項の法的追認という性格が強い⁴⁷。しかし、日銀引受以後の政策構造を念頭に置くと極めて重要な問題が提起されている。

まず、第1に、政府に対する信用に関しては、上記2の規程を適用せず無担保で一時貸付をなすことができることとし（規定5）、第2に、国債および政府証券の応募、引受、売買を日本銀行の業務の中に明文化するなど（規定4）財政膨張を側面から支持するための制度改正が行われている。これは、一瞥してわかるように、日本銀行の国債保有を無制限にしようとした大蔵省の意図と合致する制度改正であり、先にみた通貨発行制度の弾力化も財政運営における裁量権の獲得と分かち難く結びついていたことがわかる⁴⁸。こうした大蔵省の政策意図は、後述のごとく、大蔵省証券の発行が限界に直面していた事情とも関係していた⁴⁹。この時点では、「可及的政府に対する融通は、大蔵省証券及之に準ずべき政府証券の応募引受の形式を持って為すべきことを今後の方針とする」⁵⁰という意味で無担保による対政府信用を全面的に肯定するものではなかった。しかし、現実には、恐慌の深化と大幅な税収減を反映して大蔵省証券の発行は極限状態に達しており、そうした実体経済の動きを背景として「差当りすべて割引証券を要求せず一般の証書債権的貸付に依ることを得る余地を残」⁵¹すことが決定されるのである。これに加え、対政府信用の常套手段であった「貸上金」に関しても、その実態は「何等日本銀行条例、其の

45 なお、本稿では、特定の項目を「規定」、一連の諸規定を「規程」と表現している。

46 「日本銀行の業務改善に関する件」、『日本銀行沿革史第三集 総説（一）』a、所収。なお、内容は、pp.148-149。

47 前掲、吉野 [1962]、p. 315。

48 なお、国債の応募・引受、政府に対する無担保貸付を日本銀行の業務として法的に明文化したのは昭和17年の日本銀行改組時のことである。この点を吉野俊彦は、「日本銀行が財政資金供給者であることを無制限に義務つけたという点で看過できない意義を有するもの」と指摘しているが、昭和7年の日銀引受発行の開始に先立って、以上の規程が明文化されようとした点は一層重要な意味を持つものと思われる。前掲、吉野 [1962]、p. 418。

49 3 (1) 参照。

50 前掲、「昭和六年四月 日本銀行条例中改正法律案説明（昭和5年度小幹事会審議経過）」、p. 67。

51 同上。

他日本銀行関係法に於て日本銀行に其の能力を与えたるものな」く「専ら慣習的性質を以て貸上げたるもの」⁵²に過ぎなかった。以上の経緯を踏まえ、共同調査会において無担保による対政府信用規定が明文化されたのである。

一方、「対政府信用規定」の緩和と同時に、日本銀行の業務が「銀行券の発行制度と相俟て通貨の供給を調節することと共に金融の流通を円滑ならしむる」⁵³ことにあるという前提に立ち、従来、買入しか認められていなかった政府証券のオペに対して売却も認め、国債等のオペに際して必要だった大蔵大臣の許可を不要とするなど、日本銀行の金融調節機能強化もその一方で認められている点は注意されねばならない。このような財政膨張を可能にし得る制度的枠組みと売りオペによる金融調節力の強化という政策パッケージに関して、日本銀行側の政策意図は次の2点に要約される。

第1の論点は、市場介入の強化が日本銀行にとって喫緊の課題となっていたことである。これは一般貸出の減少と金融機関への影響力の後退を背景としたもので⁵⁴、「現今の如く五大銀行の如きが勢力を増し、日本銀行の威令を無視するが如き時代には大銀行を通じて金融統制を行うことは難し」⁵⁵という現状認識にその根拠があった。大銀行に対する金融統制が困難なる現状においては、もちろん「中小銀行に其取引先を拡張すると共に一方個人取引先の増加を図る」のも一策であろう。しかし、日本銀行は「単に商業銀行の銀行たるを以て足れりとせず凡そ全金融機関の中枢機関たらざるべから」ざる存在であり、「個人取引を行ひ市中銀行と競争の立場に立つことはわが国の現状に於ては不適當」であると考えられた⁵⁶。その結果として「個人取引先を拡張すること」ではなく「飽迄金融市場の発達を促進することを理想としOpen Market Operationによりて市場との関係を密接ならしむることを主眼とする意見」が披瀝されるのである⁵⁷。

ただし、ここでいう“Open Market Operation”とは売りオペを想定するものであった点は注意が必要である。当時は金本位制維持から要請された高金利局面ではあるものの、恐慌下における資金需要の停滞、救済融資の長期固定化と遊資の堆積を背景に日本銀行の金融調節力は弱体化していた⁵⁸。それゆえ、日本銀行としては政策のグリップを確保するうえで流動性のコントロールが不可欠の課題だったので

52 前掲、「昭和六年四月 日本銀行条例中改正法律案説明（昭和5年度小幹事会審議経過）」、p. 68。ただし、これは一時貸上金の場合である。法定貸上金は兌換銀行券条例に規定があったが日本銀行条例の範囲外であり、議論の俎上に上らなかつた。

53 前掲、『日本銀行沿革史第三集 総説（一）』、p. 148。

54 日本銀行のバランスシートをみても、大正14年12月末日には2億6,514万円あった諸貸付金が、昭和4年12月末日5,203万円まで激減している。大蔵省銀行局『全国銀行資産負債表』各年度版。

55 前掲、「昭和六年四月 日本銀行条例中改正法律案説明（昭和5年度小幹事会審議経過）」、p. 70。

56 『調査書類第一巻其之一』、7月8日第30回会合。

57 前掲、『調査書類第一巻其之一』、7月11日第31回会合。

58 「金融統制力を発揮するためには常時日本銀行に相当の貸出あるか如き状態を誘致する必要ありや」という井上蔵相の問いに対し、日本銀行側委員は「常時貸出残高あるもそれが固定しては貸出なき場合と異なる所なし...貸出を回収するも一方には依然として遊資あり」と説明している。前掲、『調査書類第一巻其之一』、5月30日第30回会合。前掲、伊藤〔1989〕、pp. 245-246にも同様の指摘がある。

ある。つまり、売りオペによる市場調節に対する大蔵大臣の許可を不要とすることで、自らの裁量的政策手段として市場取引を再構成し、金融市場への介入を強化することが日本銀行側の意図としてここでは説明されたわけである。高橋財政以後の政策運営との関連を念頭に置いていけば、日銀引受ならびに対政府信用の無担保規程の明文化という妥協を余儀なくされつつも、制度としては売りオペによる流動性コントロールを実行可能な環境が整えられたこととなる。それどころか金融機関への影響力の拡大という視点から売りオペが位置づけられているとすれば、財政資金撒布によって金融機関の手許資金を潤沢にするという意味では日銀引受を積極的に支持する方向性も同時に生成されていった可能性すら想定される。次の論点はこれに関連したものである。

すなわち、第2に「国債は償還期限相当長期に亘り之を売却するにあらざれば銀行券の回収をなすことを得ざる」⁵⁹という主張に示唆されるように、日銀引受の受容を前提としても、売りオペを通じた金融調節によって政府支出の拡大に伴う通貨膨脹に対抗し得ると認識していた点である。この延長線上にあって、昭和7年10月に開かれた本支店事務連絡協議会の土方総裁演説においても、「一般の公債に対する投資と云ふことも考へられるのであるから今後発行せらるる公債を本行に於て引受くるとしても之が為に必ずしも通貨の大なる膨脹を生ずるとは限らない」⁶⁰として、日銀引受を踏まえた通貨調節に対する明確な自信が示されている。その一方で、「手形国債などの売買をなすことも金利政策を有効ならしむる有力なる手段たるべし」⁶¹との指摘に示唆されるように、金利政策を基本とするセントラル・バンキングの枠組みにおける新たな有効手段として国債売買が認識されている点は非常に興味深い。つまり、先に述べた金融市場への介入強化と相俟って、市場金利を誘導していくための調節手段として国債オペが認識され、その調節対象の一環として国債引受による政府資金が位置づけられているのである⁶²。日銀引受を前提とした政策体系という問題はありながらも、市場機能を補完する形での金融調節機能の強化を

59 前掲、『調査書類第一巻其一之一』、7月22日第34回会合。

60 「昭和7年本支店事務連絡協議会参考資料」、p.235、日本銀行保管資料『本支店事務協議会書類 昭和7年春 - 秋』、所収。

61 『調査書類第一巻其一之一』、5月30日第20回会合。

62 以上の2点、とりわけ後者の背景として、海外の中央銀行の政策動向が存在したと思われる。日本銀行はこの時期、イングランド銀行、連邦準備銀行、ライヒス・バンクなど、各国中央銀行の金融調節技術の変化を調査・検討している。例えば、「英、米、独、仏各国に於ける中央銀行の業務」では一般市場取引の項目がそれぞれに設けられ、公開市場操作の方法、対象物件等が調査されている。また、イングランド銀行を例にその他の事例をみておくと、共同調査会第1回会合では「銀行券統一問題は… 姑く後に譲り」として、1928年「通貨ならびに銀行券法」の施行に伴う銀行券統一問題（銀行券の発券がイングランド銀行に一元化される一方で、見合資産として大蔵省証券を保有し、大々的な公開市場操作が行われた。）が意識されているし、イングランド銀行の日常の業務として公開市場操作を明記した「マクミラン委員会報告」に關しても「海外経済彙報昭和4年度版」においてその開始が報告されている。島謹三 [1983] は、こうした点に消極的な評価を与えているが、新たな金融調節をめぐる世界的趨勢が日本銀行に及ぼした影響は少なくないものと思われる。「英、米、独、仏各国に於ける中央銀行の業務」、日本銀行保有資料『調査書類第一巻其一之二』、所収、「英国の新発券制度」、日本銀行保有資料『調査書類第一巻其二』、所収、日本銀行保管資料『海外経済彙報昭和4年度版』、p.440、加藤・西村 [1985]、pp. 122-124などを参照。

意図した制度設計であった点は看過し得ない事実であろう。

このように、日銀引受（あるいは、対政府信用の無担保規程）の明文化や無制限の国債保有といった大蔵省の政策要求に日銀側が妥協していった背景には、金融市場への介入強化と金融機関への影響力の拡大という政策的利益が存在していた。既に述べたように、日銀引受も含めた対政府信用の規程緩和が合意される一方、発券制度改正論議においては、国債保有総額の制限はおろか保証準備充分分の国債保有制限にすら日本銀行は失敗している。しかし、金融市場機能の補完的強化との関連から売りオペをその政策体系に積極的に位置づけ、金融機関への影響力と市場調節力の確保を企図した側面は無視されてはならない。

3. 日銀引受に関する政治的・経済的合理性

以上、前節では、「共同調査会」を素材に、日銀引受を踏まえた財政・金融当局の政策思想、制度設計を考察した。次に検討されるのは、日銀引受の経済的・政治的合理性である。これまでの研究史に明らかなように、直接的には日銀引受が満州事変費ならびに時局匡救費といった財政需要の充足を目的として開始されたことに間違いはない。しかし、そうした側面の一方で、金本位制の動揺～管理通貨制への移行という過渡期にあって、前節に指摘したような財政政策と金融政策の新たな連関の中で積極的に日銀引受が選択されていった可能性についてはほぼ等閑に付されてきたとあってよい。そこで、まず、井上財政期における政策論争との関連から日銀引受導入の要因を検討していく。

(1) 無利子預金補填問題における大蔵省と日本銀行⁶³

はじめに、井上財政の概略に触れておくこととしよう。井上財政の特色が「非募債主義」「経費節減」に象徴される「緊縮予算」にあったことは広く知られている⁶⁴。しかし、その厳格な緊縮方針も、恐慌下の税収および国庫剰余金の急減によって事実上破綻を余儀なくされていた。昭和5年度予算では、歳入欠陥が明らかとなった結果、節減額の追加による実行予算の修正が行われ、昭和6年度予算に至っては、減債基金への繰入停止、震災善後公債・電信電話事業公債による一般会計の補填が行われている。つまり、満州事変費、失業救済費等の新規経費を考慮すると、非募債主義の放棄および歳入補填公債の発行は事実上不可避の状況にあったのである。このように緊迫した財政事情は、日本銀行内に設置してある「政府預金勘定」の運用をめぐって大蔵省と日本銀行の間に大きな軋轢を生じさせていた。以下、政府預

63 本節は、井手〔2000〕第1章、第1節の内容を加筆・修正したものである。

64 なお、ここでいう非募債主義とは、一般会計の起債は一切認めず特別会計の起債額を予定額の半分に抑えることであり、経費節減とは、新規事業も認めず既定経費を極力節減するというものである。前掲、大蔵省百年史編集室〔1969〕p.17。

金勘定の設置方式に関する鈴木武雄の指摘⁶⁵を手掛かりに日銀引受の経済的・政治的合理性について検討していこう。

まずは大蔵省の政策課題を明らかにするために国庫と財政統制の関係を簡単に説明しておこう。日本銀行において受け入れられた国庫金は、会計法第5条第2項によって政府預金として整理される。政府の歳入、歳入外収入はすべて日本銀行における政府預金勘定の増加となり、一方、歳出は日本銀行を支払人とする政府振出の小切手によって支払が行われる。この政府預金勘定は、当座預金勘定、別口預金勘定、指定預金勘定の3勘定から構成されるが、このうち、予算編成・国庫収支という観点から重要なのは、国庫金の受払を整理する当座預金勘定である。当座預金において国庫支払準備金として保有が義務づけられている一定残高（当初8,500万円）は無利子預金となっており、当座預金総額から無利子預金額を控除した部分は有利子預金として付利される。政府の収入減等の理由により当座預金総額が無利子預金総額を下回った場合は「準備不足」を意味しており、日本銀行からその旨が大蔵大臣に報告される。その際、大蔵省は即座に不足額の補填手続を行わねばならない。ここで注目すべきは、そもそも、準備不足が生じるのは歳入不足が原因であるから、収支が逼迫する時期に義務づけられる預金補填は、財政統制上の大きな桎梏となり得るという点である。それゆえ、国庫剰余金の枯渇と予算上の歳入欠陥が恒常化する井上財政期には、準備不足とその補填問題が重要な政治的課題として浮上することとなる。

歴史的にみて、以上の過程は2つの局面に分類できる。まず、第1の局面は、昭和4年10月1日の大蔵大臣通達による制度改正である。昭和恐慌と金輸出解禁前のデフレ政策を反映した歳入減少は、一般会計口座の預金不足を顕著にしていた。原則的に不足額はその都度補填が行われねばならなかったが、昭和4年7月、大蔵省において「一般会計又は預金部が夫々所定の無利子額に不足を生ずる場合にも両会計当座預金を通算して日本銀行との協定額を維持する限りは当座預金の補填を為すに及ばず」⁶⁶という省議決定をみ、同年10月1日両会計所属の預金残高合計が無利子預金額を維持する限り、補填措置は採らなくてもよいという解釈が示された⁶⁷。ところが、政府当座預金の減少傾向はさらに継続し、同年末には、両会計の預金残高を合計しても所定の無利子預金額を下回るという事態が生じてしまう。そのため、政府は、昭和4年12月31日、別口預金勘定中の米国金貨350万ドル、さらに、昭和5年1月16日、795万5,725ドルを日本銀行に売却し、それぞれ72万1,250円、1,595万9,979円の補填手続を行うこととなるのである⁶⁸。

65 鈴木武雄は、アメリカの金融構造と日銀引受を中心とした公債消化策とを対比して、「私の銀行通貨としての預金通貨の発達程度の違い、政府預金勘定を市中銀行に開設したか、しなかったかの違い」と述べている（鈴木〔1966〕 p.176）。

66 「日本銀行政府預金無利子限度に関する件」、『昭和財政史資料5 - 38 - 8』。

67 国庫局「政府当座預金残額が無利子金額に不足する場合の補填方に関する件」、日本銀行保有資料『昭和4年例規要件』_a、所収。

68 日本銀行保有資料『日本銀行沿革史第三集 国庫(5)』_a、pp. 333-334。

第2の局面は、昭和5年12月24日、官房秘乙第840号大蔵次官通牒による無利子預金額の引下げである。無利子預金額引下げは、昭和5年末における極度の歳計悪化を反映した措置であった。しかし、景況の好転と歳入の増大による政府預金増を前提とすると、日本銀行にとっては有利子部分の拡大（＝利子負担額の増大）と直結することから、預金限度額算定基準をめぐる大蔵省との対立が惹起されたのである。政府当座預金の預金限度額算定基準は、大正11年4月1日における国庫預金制度の採用と時を同じくして決定されている。その基準を列挙しておく⁶⁹。

日本銀行支店取扱いを除いた本支店金庫3ヵ年平均現金残高4,000万円

国債元利払資金の3ヵ年平均残高500万円

中央金庫における現金出納原簿の回送中口座の3ヵ年平均額2,000万円

日本銀行本支店における国債元利払資金以外の支払資金2,000万円の合計8,500万円

この4点に対して、大蔵省は、基準の根拠、8,500万円という過大な負担に疑義を呈し、

金庫3ヵ年平均現金残高については、昭和「3、4二ヵ年度平均を採るときは35,141,000円となる故に之を3,500万円と達観するを妥当と認む」こと

国債元利払資金500万円に関しては、「発券銀行たる日本銀行本支店は特に之が為め支払資金準備の必要なき」こと

回送中現金2,000万円も「預金の振替作用を伴うものに過ぎずして政府預金を無利子と為すに理由とならざる」こと

支払手許資金は「多少の金額を支払元に存置する何等かの必要ありとするも全く特殊の事情と云ふべく其金額たるや極めて小額にて足る」こと

といった反論を試みている⁷⁰。加えて、会計検査院が、極度の歳計逼迫が明らかなる現状において基準3及び4該当資金の減額必要性が生じている点を指摘したことも手伝い、「極度の逼迫を告げていた国庫金の窮状を救う一助として」⁷¹日本銀行に対して無利子預金額の減額を正式に要求することとなるのである。

これに対し、第1に、日本銀行は発券銀行であるといえども政府預金に関しては支払上相当の準備を必要とすること、第2に、基準3にある現金出納原簿の回送中なる科目は確かに消滅しているが、その金額は他の科目に合算されているものがあること、第3に、七十四銀行・横浜貯蓄銀行の整理に際しての日本銀行負担金に対して、無利子限度額決定に関して特別の配慮を図るという内約が交わされたことなどの理由から日本銀行は限度額の減額を拒否している⁷²。これは、政府預金勘定の補填義務を通じた大蔵省との関係において、日本銀行が一定の既得權益を有していたことを示唆するものであるが、最終的には、理財局長自らが日本銀行総裁のもとに

69 『日本銀行沿革史第三集 国庫(5)』a, pp. 338-339。

70 前掲、「日本銀行政府預金無利子限度に関する件」、『昭和財政史資料5-38-8』a。

71 前掲、『日本銀行沿革史第三集 国庫(5)』a, p. 339。

72 同上。

赴き理解を求めたことから、日本銀行側もこれに歩み寄り、七十四銀行・横浜貯蓄銀行の整理資金返還額500万円によって軽減された負担額を有利子預金利率によって還元した金額である750万円を切り上げ、1,000万円だけ無利子当座預金を減額することを提案することとなった⁷³。しかし、大蔵省はこれを再度拒否した後、さらに1,000万円を減額することでようやく交渉が成立し、昭和5年12月24日、無利子預金額6,500万円への引下げが決定するのである。にもかかわらず、不況による歳入減少はますます激化し、6,500万円の維持すら困難となったことから、限度額は即時に引き下げられ、同年12月26日には昭和6年度3月末までの間一般会計3,000万円、特別会計1,500万円の合計4,500万円とすることが日本銀行に令達されている⁷⁴。

以上の過程において、国庫資金繰りの難渋化は大蔵省証券の発行急増という形をとることとなった点は既に述べた⁷⁵。従来であれば国庫剰余金を充当することで短期的な収支調整は可能だったのであるが、昭和4年度には剰余金の枯渇が表面化し、大蔵省は大蔵省証券の増発によって国庫の資金繰り難を解消せざるを得なかったのである。事実、会計法第6条の規定により1億円と決められていた大蔵省証券の発行限度額は、5年度1億5,000万円、6年度2億5,000万円と急激に増額され、5年度には1億5,000万円、6年度にも2億4,000万円とほぼ限度額一杯の発行が行われている。また、発行回数でも、4年度6回、5年度19回、6年度19回と頻度を増大させていっているのである。これに対して、国庫の歳入欠陥が恒常化していた財政事情を踏まえると、年度内に義務づけられていた大蔵省証券の償還に必要な資金のうち、決算段階での赤字は最終的に公債ないし借入金によって補填せざるを得ない⁷⁶。しかし、非募債主義を標榜していた井上財政にとってこれは致命的な政策選択である⁷⁷。それゆえ、政府預金勘定の補填義務を解消することによって大蔵省証券の発行抑制を図ることは大蔵省にとって重大な政策課題だったのである。

以上のような政府預金勘定をめぐる大蔵省と日本銀行の対抗関係において、昭和7年7月における日本銀行納付金制度の制定、さらには同年11月の日銀引受の成立は、無利子預金補填義務の負担を軽減するうえで重大な決定要素となるものであった。日本銀行納付金法は大蔵省の宿願で⁷⁸、「国庫金の取扱等の事務を掌り此等に基づく利益に寔に大なる」にもかかわらず、「同行の負担するところは其の特権及特権的地位に基く利益と調和を得ざるものあり」との理由から提案されたものである⁷⁹。

73 前掲、『日本銀行沿革史第三集 国庫(5)』、pp. 339-340。

74 国庫局「政府当座預金無利子限度額改定の件」、日本銀行保有資料『昭和5年例規要件』、所収。

75 大蔵省昭和財政史編集室 [1954] pp. 105-106。

76 事実、井上財政期には公債金収入に対する予算額および決算額の乖離が大きくなっている。これは、最終的な歳入欠陥が予定外の国債発行によって賄われた可能性を示している。大蔵省昭和財政史編集室編 [1955] p. 103参照。

77 昭和5年度決算において顕在化した歳入欠陥を震災善後公債法による預金部からの借入によって補填した際、野党の政友会からは浜口内閣の政治的責任を糾弾する声が噴出した。大蔵省昭和財政史編集室編 [1954] p. 97。

78 これに先立つ、大正時代の改革論議は、吉野 [1962] 第2章、第3節参照。

79 「日本銀行納付金に関する件」、日本銀行保管資料『兌換銀行券条例中改正法律案他参考書』、所収。

その内容は、払込資本金額に対する年6分に相当する金額と、積み立て義務のある金額の最小額に相当する額を純益金から控除し、その残額の2分の1を政府に納付するとしたものであった。同法成立に伴い、政府預金に対して、大蔵大臣が特に定めるものに限り相当の利子が付されることとなったが、日本銀行国庫金取扱規定第10条の改正を経て当座預金は無利子とされることが決定された。これを受けて、支払準備として保有すべき当座預金の最低金額は、昭和6年度6,500万円、昭和7年度（6月30日まで）6,200万円と引き下げられ、官房秘乙第421号によって5,000万円とする旨が日本銀行に令達されている⁸⁰。

続いて実施された日銀引受は準備不足補填問題に決定的な解決をもたらすこととなった。それは、日銀引受によって歳入補填国債の発行が恒常化した結果、政府当座預金総額が無利子預金限度額を割り込む事態は皆無となり、国庫の資金繰りにおける制度上の制約は完全に解消されることとなったからである。事実、短期的な資金繰りに充当される大蔵省証券が歳入補填国債の発行に代替された結果、同証券の発行額は昭和9年以降著減する⁸¹。このように、大蔵省は国庫資金繰り上の制約要因となっていた政府預金勘定の補填義務を日銀引受によって解消し、財政統制における自律性を回復することが可能となったのである。

以上に明らかにされた日本銀行と大蔵省の政治的関係は、日本銀行に政府預金勘定が集中されているわが国の特色を反映するものであった。こうした特色は、商業銀行内に「租税・国債勘定」の前身である「戦時国債勘定（War-Loan Accounts）」を設置していたアメリカとの比較からより明確なものとなる⁸²。

アメリカでは、1917年の「公金特別預託法（Special Deposit of Public Money Act）」によって、商業銀行内に特別に設置された預金勘定に対し、政府が貸記することで政府証券購入資金が形成されることとなっていた。つまり、政府預金を引き出されない限り、金融機関は現金を要することなく政府証券を購入することができたのである。さらに、商業銀行の顧客が政府証券を購入する際も、顧客の預金勘定から政府の預金勘定に振り替えることによって公債売却を行うことができた⁸³。このように、商業銀行内に政府預金勘定が設置されたアメリカの場合、短期的な資金繰りの

80 前掲、『日本銀行沿革史第三集 国庫（5）』、p. 332および340。

81 昭和8年12月発行分1億円を最後に一般会計での発行は打ち切られている。ただし、専売局会計発行分は昭和11年9月まで継続して発行されている。理財局国庫課「第七十四回帝国議会国債参考書」、pp. 178-179。

82 ここでは異なる配置を問題としたため取り上げなかったが、わが国同様に政府預金勘定を持つ中央銀行としてイングランド銀行も考察の対象とされねばならないであろう。イギリスの場合、豊富な資金蓄積と発達した金融市場という点でわが国とは決定的に金融構造が異なっている。例えば、1928年「通貨ならびに銀行券法」の施行時には2億4,000万ポンドの政府証券がイングランド銀行の保有に加えられるが、割引市場の発達を前提に公開市場操作の発展がもたらされ、新たな金融調節の潮流が形成されることとなった。しかし、第一次大戦時に政府証券の保有増大を回避するために中央銀行幹部名義で国債を購入し、それを「その他証券」項目で処理するという迂回的な手法を通じて中央銀行が「無言の引受者」として国債を引き受けた例は、わが国同様「国庫」としての中央銀行の政策対応として注目される。Sayers [1979]、p. 428およびpp. 109-110。

83 The Committee on Public Debt Policy [1949]、pp. 59-60。中央銀行の財政的業務に関してはBeckhart [1978] 第5章、第3節が参考になる。

難渋化に対して、金融機関預金の活用を通じて財政資金を調達することが可能だったのである。短期資金繰りに関する第2自由公債法第5条の規程、すなわち、財務省証券は「大蔵大臣（財務長官…引用者）の定むる規程及条件に従ひ競争入札に依り売出さるべきもの」とされ、政府証券の個人消化がわが国と比較して大いに進展していた事実もこうした文脈で理解されねばならない⁸⁴。

もちろん、政府の国債売却が進み、金融機関の政府証券保有が増大すればその分金融機関の手許流動性は減少するから、結局、準備不足はここでも問題となる。しかし、連邦準備加盟銀行は連銀に対し法定準備預金を義務づけられていたから、商業銀行が準備不足に陥った場合には連銀の買いオペによって直接資金を充当することが可能であった⁸⁵。つまり、まず、商業銀行内に設置された政府預金勘定を媒介に政府の資金不足は民間の預金通貨によって補填されたのであり、その結果生じる金融機関の準備不足を買いオペを通じた中央銀行信用で補完することによって国庫の資金難は解消されたのである。

一方、わが国の場合、満州事変費、時局匡救費といった財政需要を国債で補填するにしても、政府部門の増大と預金部資金の枯渇に象徴されるマクロの貯蓄減少傾向という経済的要因に規定され、国債消化力は大きな限界を持っていた⁸⁶。こうした金融構造を前提とした場合、日本銀行に集中して預金勘定を設置しているわが国においては、日本銀行の対政府信用に基づく財政資金撤布と国債消化資金の形成というルートが国庫の資金繰りの難渋化を解決するうえで極めて合理的な方法だったのである。また、さらには日銀信用によって貯蓄不足を補填しつつ、金融機関への資金還流と預金通貨の創造を媒介として経済成長をも達成することが同時に期待されていた。その結果、金流出と通貨発行の縮減への対処として構想された「共同調査会」での議論は金本位制度による歯止めを失ったままに景気対策・経済の軍事化への処方箋として拡大解釈されることとなったのである。

以上のように、「弱体産業に日本銀行から直接資金を供与する」方法が「悪影響の憂慮すべきものがある」とされ、「商業手形融通に直接進出を試むること」も「到底短時に著しき効果を期し難い」とされた金融政策の行き詰まり⁸⁷を打開するうえで、日本銀行に設置された政府預金勘定は日銀引受へと容易に接続するための重要な一要因として機能することとなった。皮肉なことに、大蔵省にとっては、日本銀行が政府預金勘定を通じて国庫として機能したがゆえに無利子預金補填問題が惹起された反面、日銀引受を通じた機動的な財政資金調達も可能となったのであ

84 「英米に於ける国庫金一時不足補填方法」、『昭和財政史資料5 - 38 - 1』。なお、わが国においても明治36年以来停止されていた大蔵省証券の公募発行が昭和6年1月に再開されている。しかし、昭和7年3月には停止され、最終的に日銀引受によって資金繰り難は一挙に解消されることとなるのである。

85 The Committee on Public Debt Policy [1949] p. 61、Wheelock [1992] p. 18。この場合、加盟銀行以外を対象に買いオペを実施してもマネーサプライは増加するため、間接的にはあるが、加盟銀行の準備不足を補填することができる。前掲、Wheelock [1992] p. 19。

86 前掲、鈴木 [1966] p. 176。

87 前掲、深井 [1941] pp. 268-269。

る。このように、大蔵省における「国庫の資金繰り」という観点からみると、日銀引受には無利子預金補填問題にみられる日本銀行からの制約条件を解消すること、かつ、貯蓄の減少傾向に規定される国債消化力を日銀信用によって創出し、迅速な資金調達・財政支出を可能にすること、こうした「政治的・経済的合理性」が存在したことが明らかになる。

ただし、ここで指摘された「政治的・経済的合理性」は、井上財政期の政策課題に1つの解答を準備するものではあっても、その弊害も大きい日銀引受導入の決定要因としては説明不足であろう。そこで、以上の内容を補完する意味で、昭和6年12月の金本位離脱後の経済事情を念頭に、日銀引受以外の政策選択の可能性についても考察を加えておこう。

(2) 財政資金調達手段としての日銀引受

まず、政策の選択肢を論じるに先立って、日銀引受の採用が確定された時期を検討しておくことが便宜である。日本銀行百年史が指摘するように、一般的には追加予算が提出された昭和7年6月3日の第62議会において、「公債の発行方法は日本銀行並に預金部其他政府部内の資金を以て之を引受しめ、一般市場に於ける公募は之を避くる方針」⁸⁸を高橋が言明し、秋頃には政府・日本銀行間で国債引受発行と売りオペによる流動性吸収の合意が整ったとされるのが通説である⁸⁹。これに対して、「共同調査会」において、無担保による対政府信用、および、業務としての日銀引受の明文化を受容する一方で、裁量的な売りオペによる流動性のコントロールという政策パッケージを条件として大蔵省・日本銀行間に合意が成立していた点は2節に述べたとおりである。さらに、昭和7年4月18日日銀支店長会議では「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ひ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」⁹⁰ものであることが言及されている。この点に関連して、同年3月第61議会で決定されていた実行予算では、満州事変費公債は5,951万9,000円が計上されるに過ぎなかったが、陸軍当局がさらに1億7,000万円の事件費公債を増発する意向を示していることが勸案され、この時点で約2億3,000万円の新規国債引受が必要となり得ることを日本銀行は想定していた⁹¹。加えて、支店長会議直後の4月26日には国債担保貸出に関する高率適用制度の規程緩和が実施されている。これは融通期間30日以内の国債担保貸出については高率適用を免除するとしたもの

88 日本銀行調査局 [1972] 「衆議院本会議財政演説」、『日本金融史資料昭和編第33巻』、所収。

89 日本銀行 [1984] p. 26。昭和7年晩夏、高橋は葉山に滞留し、調査熟慮を重ねた結果、「此の考へ方〔既償のオペレーション〕を更に押し進め、日本銀行の国債引受発行を創意的に工夫した」と深井は伝えている〔 〕内は引用者補記〕。日本銀行百年史の記述もおそらくこれを根拠としたものであろう。深井 [1941] pp 268-269。

90 「昭和7年本支店事務連絡協議会参考資料」、日本銀行保管資料『本支店事務協議会書類 昭和7年春 - 秋』、p. 5。なお、傍点は引用者。

91 「総裁演説参考」、『本支店事務協議会書類 昭和7年春 - 秋』、所収。

で、一般に「民間の国債保有を促進するための国債優遇措置の第一歩」⁹²と評価される制度改正である。以上を総合すれば、日銀引受と国債売却による流動性コントロールという政策パッケージは「共同調査会」での合意を踏まえうえで、少なくとも昭和7年4月には具体的な形で構想されていたものと推察される。

以上の時期区分を前提とすると、昭和7年4月前後の時期を念頭に置きつつその他の政策選択可能性を考察することが有益だと思われる。そこで、まず、財政資金の調達という観点から公募発行の実現可能性について検討しておこう。

財政サイドから見た場合、日銀引受の必要性が財政需要の充足にあった点は間違いない。まず、昭和7年度予算全体でみると、第61 - 64議会で決定された昭和7年度予算では時局匡救事業費1億6,300万円、満州事変費2億8,900万円の新規財政需要があり、これに為替差損金や実行予算における歳入欠陥等を加えた起債需要に対して、新規国債発行額は満州事変公債3億1,000万円、歳入補填公債3億3,800万円にその他公債を加えた計6億8,400万円であった。若槻内閣による一般会計歳入が13億7,480万円であるから、全額公募でいけば、大雑把にみても一般会計予算の50%に相当する資金が金融市場から調達されねばならないことになる。昭和6年8月のイギリス金本位停止以後、全国普通銀行ならびにシンジケート銀行の預金勘定は激減の一途をたどっており、昭和6年8月と比較して、昭和7年2月の時点では、前者が4億4,200万円、後者が2億2,800万円の著減を示していた。こうした金融情勢において「シンジケート銀行の如き大銀行に在りては主として所有有価証券の処分及預ケ金の回収に依り」「資金の調達を計りたる」⁹³状況にあったから、以上に述べた規模の公募発行が極めて困難であったことは想像に難くない。

では、4月18日の支店長会議において述べられたような「軍事関係のもの」に限定された日銀引受という選択は可能だったのであろうか。前述のごとく「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ひ公募せず」ということとなっていたから、ここでは、政府資金による歳入補填国債の消化が可能であったのかどうかについて検討しておこう。

昭和7年3月の第61議会で協賛を得た実行予算では約8,500万円の歳入不足が明らかとなっていた。この時、高橋の目論むスペンディング・ポリシーの具体案が十分に検討されていなかったことから歳入補填公債の予算計上は見送られているものの⁹⁴、電信電話、震災事業および歳入補填に関する公債は約1億8,200万円が発行されることとなっていたようである⁹⁵。先の支店長会議にみたように「特別会計で賄ひ」という場合、各特別会計による一般会計繰入と預金部引受が考えられる。しかし、各特別会計からの一般財源繰入が実現するのは昭和11年度以降であり、仮に昭和6年

92 日本銀行 [1984] p. 34。

93 前掲、「総裁演説参考」。『明治以降本邦経済主要統計』によると普通銀行の国債保有高は、昭和3年14億8,700万円、昭和4年14億3,800万円、昭和5年13億1,300万円、昭和6年11億4,500万円と減少の一途をたどっている。

94 大蔵省昭和財政史編集室 [1955] p. 141。

95 前掲、「総裁演説参考」、p. 14。

時点での各会計の剰余金を全額繰り入れたとしても歳入補填国債の発行は不可避であった。ゆえに、ここでは、むしろ預金部の国債投資余力の有無が問題となるであろう⁹⁶。

しかし、預金部資金も大きな制約に服していた。第40回預金部資金運用委員会では、7年度運用余力額として4億4,747万8,000円が算定され、新規国債への運用を2億円、地方資金への運用を1億4,076万円と決定し、その他の運用とあわせて総額4億1,476万円の新規運用計画が5月21日に決定されている⁹⁷。4月には地方銀行の不動産抵当債券を流動化させる目的で、日本勧業銀行、農工銀、北海道拓殖銀行に対する資金融通（限度額2億円）を決定するなど、運用計画自体に流動的な側面があったが、この時点で計画どおりの国債投資が実現されれば歳入補填国債の政府資金消化は可能であった計算となる。しかし、「時局匡救の為臨時議会招集奏請に関する件」が第62議会において決議されるというその後の社会的文脈を踏まえると結論は全く変わってくる。総額2億7,116万円の時局匡救関連地方資金が預金部により融通されることが決定され、先に決定をみた新規国債引受予定額2億円のうち引受未済であった1億4,107万円を日銀引受に振り替え、さらには預金部の在外資金1億3,204万円を取り崩す形で運用枠を確保して何とか地方資金を捻出することに成功する。預金部の運用残高が昭和6年34億2,225万円から同7年35億9,559万円と微増にとどまる一方で、地方資金は13億7,609万円から16億396万円へと著増するのはこの象徴であるが、明らかに地方資金の増大は国債消化余力を食い潰していた。つまり、「預金部の国債引受の財源となる運用余力額の減少」が顕著となる状況の中で、「この余力額が一部分時局匡救事業費へ振向けられ」た結果、およそ国債引受到耐え得る投資余力は存在しなかったのである⁹⁸。このように考えると、既存の政府資金・金融市場を前提とした国債消化、財政需要の充足は極めて実現困難な状況にあったと考えられる。

3. 金融緩和策としての日銀引受

では、金融政策とのポリシー・ミックスを前提とした国債消化は可能だったのであろうか。買いオペによる資金放出を行ったうえで公募発行を募り、しかる後に政府資金撒布を通じて購買力を創出するという選択肢は理論的にあり得るだろう。

まず、手形オペの当時の位置づけをみておこう。「共同調査会」における、前掲「日本銀行の業務改善に関する件」では、従来認められていなかった日本銀行の手形売却を認め、割引市場育成の観点から商業手形または銀行引受手形の売買が可能とされることとなっていた。特に手形の場合、「買入歩合は割引歩合の上下に関せず任意の市場の景況に応じ得るが故に国債売買に比し遥かに市場を支配する力大なる」ものと考えられ、「改正法律案に於ては此の手形売買を一般市場取引に関する

96 以下、預金部に関する記述は永廣 [1993] によるところが大きい。

97 「預金部資金運用委員会第四十回会議議案」、『昭和財政史資料3 - 020』。

98 「自昭和元年度至昭和8年度本邦公債の状況」、『昭和財政史資料6 - 024 - 1』。

規定中最も先に之を規定する」こととされていたほどである⁹⁹。しかし、実態はそれとかけ離れたものであった。というのは、実際問題として「我国現時の状態に於て適当なる買入手形を求むることか困難なるといったん買入れたる手形を中央銀行か市場に於て売却することの一層困難なるを免れざる」状況であり、一般市場取引としては第1に国債オペが想定されざるを得なかったからである¹⁰⁰。

その点、深井英五が「寧ろ日本銀行の国債売買によって金融市場との接触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やうに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」¹⁰¹と述懐しているように、日銀引受による金融緩和の代替案として国債の買いオペは極めて有力な選択肢であったことは間違いない。しかし、その実施は史実に明らかなごとく回避されている。島謹三 [1983] はこの点に関して、割引政策に基づくリアル・ビルズ・ドクトリンが支配的見解であったこと、買いオペによる金融緩和という経験・発想に欠けていたこと、日本銀行のバランスシートがかえって不健全化することをその理由として指摘している¹⁰²。まずは、それぞれの論点を再検討しておこう。

まず、第1点であるが、そもそも見返品付手形割引に代表されるように、株式や国債等リアル・ビルズ・ドクトリンからは好ましくない資産の保有が明治以来常態化していた点が指摘されねばならない¹⁰³。また、調査会において当初から長期国債を引き受けることに妥協的であり、かつ、保有額を無制限としたことも考慮すれば、日本銀行内部で「リアル・ビルズ・ドクトリン」が「支配的見解」であったかどうかはさらに検討が必要であろう。次に、日本銀行がオペによる金融調節を積極視していなかったとする2番目の見解も、2節での考察からは支持できない。それどころか、先の支店長会議において土方は「仮に日本銀行が無理に公債を買ってもそれは矢張り他の有価証券に消え金を欲しがって居る者には行かない」うえ、「政府が色々な土木事業や其他の事業を興して購買力が生ずる迄は日本銀行が今の様な方法を採用しても効果が無い」と述べている¹⁰⁴。すなわち、マクロ的不均衡を解消する

99 前掲、「日本銀行条例改正法律案説明」、p. 54。

100 前掲、『調査書類第一巻其一之一』、7月4日第29回会合。

101 前掲、深井 [1941] p. 269。

102 島謹三 [1983] pp. 94-95。

103 見返品担保貸出については、石井 [1983] および、日本銀行 [1983a] pp. 52-59。ただし、担保株式の大半は鉄道株であり、鉄道国有化に伴い株式が国債に転換されたこと、日露戦争を契機として国債残高が累増したこと等を背景に、明治38年以降、担保貸出のほとんどは国債によって占められることとなる。日本銀行 [1983a] p. 58。

104 「昭和七年四月十八日 本支店事務連絡協議会席上総裁演説要旨」、pp. 5-6、『本支店事務連絡協議会書類昭和七年春 - 秋』、所収。一方、このように有効需要に関するケインズの政策思想に近い形で買いオペに対して否定的な評価を下していた土方に対して、「本行引受けによる国債発行の影響を懸念した」とする日本銀行 [1984] の評価はやや一面的であると思われる。日銀引受に懸念を示すことは中央銀行の総裁として当然であるが、財政サイドに押し切られて日銀引受を開始したとするのなら、土方はいかなる形で「購買力」を付与するつもりであったのか。買いオペを否定する彼の政策思想を前提として、日銀引受以外にいかなる手法を念頭に置いていたのかを少なくとも明らかにする必要があろう。本稿の分析から推察するに、彼の見解は財政当局の見解とそれほど乖離してはいなかったのではないだろうか。前掲、日本銀行 [1984] p. 54。

ためには国債発行を伴うスペンディング・ポリシーが必要である点を認めたい。ケインズ的な総需要管理政策の一環として金融緩和を位置づけながら買いオペの持つ限界を明確に認識していたのである。第3点に関しては肯首し得る。共同調査会での議論を顧みれば明らかなように、日本銀行は引受によって創出された市場資金を国債の売りオペによって回収可能であると考えていた。それゆえに、買いオペとは異なりバランスシートの健全性はむしろ売りオペを伴う日銀引受の方が確保されるであろう。ただし、著しく流動性に劣る長期国債を引き受けるとした時点で「リアル・ビルズ・ドクトリン」としては明らかな変質を伴うものであるし、その後の経緯にも明らかなように、完全雇用経済への接近に伴って国債の売却難が早晩不可避のものとなるとすれば、いずれはバランスシートの健全性は損なわれることとなる。

以上のように、鳥説が明確な解答を欠いているとすれば、何故買いオペではなく日銀引受が選択されることとなったのが再び問われなくてはならない。

まず、第1に金融緩和効果の相違が指摘できる。一言で通貨の供給といっても、例えば、相対取引である買いオペによって日本銀行における金融機関の当座預金勘定が増額されたとしても（いわゆるベースマネーの増大）、民間の通貨需要が存在しなければマネーサプライの増加には直接結びつかない。つまり、日銀引受であれば財政資金撒布を通じた有効需要の創出がマネーサプライの増大へとつながっていくが、買いオペの場合はベースマネーが供給されるにとどまるのである。ゆえに、マクロ的な有効需要不足が顕著な恐慌過程にあって買いオペを行うのであれば、通貨の取引需要（あるいは、将来の投資増を見込んだ予備的動機に基づく通貨需要）を刺激するための積極的な利下げが同時に行われなくてはならないであろう。そこで、まず、昭和7年3月の第1次利下げの実施背景を検討しておこう。

昭和7年3月12日、日本銀行は公定歩合を日歩1銭8厘から1銭6厘（6.57%から5.84%）へと引き下げている。その理由として、土方は「金本位擁護のために二回に亘って引上げた日銀金利に因って、金利は不当に引上げられて居る嫌いがある、随って既に金本位を放棄した以上、かかる高金利を維持することは不必要」¹⁰⁵と述べ、金本位離脱後の金利水準の調整としての利下げだったことを明らかにしている¹⁰⁶。とはいえ、国際的にみると、同じく金本位制を離脱したイギリスは、昭和7年2月に公定歩合を6%から5%へ引き下げた後、3月3.5%、4月3%、5月2.5%、6月2%と急速に利下げを実施していったし、昭和7年3月時点において未だ金本位制にあったアメリカの公定歩合が3%、フランスも2.5%であるから、わが国の利下げは低金利政策という観点からは不十分なものであった¹⁰⁷。では、なぜ金輸出再禁止直後の金融逼迫局面において金利の下げ幅はこのような中途半端なものにとどまったのであろうか。

105 「日銀利子引下事情及其影響」、『銀行通信録第554号』、p. 353。

106 金融市場の反応も「金融界一般の情勢より観る時は、低下迄には相当の時日を要すべく、随って預金金利の如きも、尚当分は問題とならざるべきか」というものであり、その政策効果に対しては限定的な評価にとどまっている。前掲、『銀行通信録第554号』、p. 354。

107 日本銀行〔1984〕、p. 34。

利下げが決定された3月11日に発せられた総裁名による各支店長宛電信は、「対外資金の移動その他の関係に於て差向き本行金利の引下の結果として好ましからざる影響を生ずべき懸念なきを以て、今回の引下を行ひたる次第なり」¹⁰⁸と伝えている。ここで、金輸出再禁止後の為替相場をみておくと、昭和6年12月13日の金輸出再禁止前後において100円につき49ドル3/8から40ドルへと急落した為替相場は、3月時点で約31ドルへと続落している¹⁰⁹。高橋の為替放任政策の影響は無視できないが、昭和7年6月資本逃避防止法が制定されるまでのプロセスにあって、中央銀行としては大胆な利下げは実施困難だったものと推察される。つまり、第1次利下げは、後の日銀引受を前提とした低金利政策の一環としての積極的な利下げというよりは、金輸出再禁止後の金融緩和の必要性を認識しながらも、「対外資金移動」への懸念という金本位制下の政策思想に規定された利下げだったのである。その意味では、日本銀行内部で人為的低金利政策への転換が十分に決断されないまま、翌4月には満州事変公債の日銀引受発行が政府との間に合意されたものと思われる。

以上に明らかにされたように、民間資金需要が停滞している中で、大胆な利下げも困難であるとすれば、買いオペによるベースマネーの供給がマネーサプライの増大に直接結びつくかどうかは一義的に論じることはできない。先述のごとく、土方が「政府が色々な土木事業や其の他の事業を興して購買力が生ずる迄は日本銀行が今の様な方法を採用しても効果が無い」と述べたのもこのような文脈で理解されねばならないであろう。

第2に指摘し得る論点は資金調達機の機動性である。この点において市場を媒介としない分日銀引受が優れている点はいうまでもない。高橋は「従来の公債の発行方法は間違っている。日露戦争の時ですら、国が必要とする戦費を集めるのにシンチケート銀行を集めて、総理大臣が頭を下げ、御馳走をして頼まなければならなかつた、而もその公債の発行条件は殆ど彼等の言ふが俤にしなければならなかつた。今日公債発行の方法を改めて、一時日本銀行をして全部新公債を引受させると云ふのは、抑々政府がどうしても多額の赤字公債を出さねばならぬと云ふことが分っているから、従前の如く一般に銀行業者を相手に政府が発行するのでは、其目的を達成することが出来ない」¹¹⁰からであるとシ団引受の問題点を指摘している。まさにこの意味において、買いオペを進言した深井に対し、高橋が「引受発行を創意的に工夫した」理由も自明であろう。買いオペと比較して「通貨補充の見地からして帰する所は同じ」と断言し、「通貨補充の外に、満州事変の為に必要とする国債の発行を容易ならしむると、金利水準を低下するとに効があった」と深井の評したところの「一石三鳥の妙手」である日銀引受は¹¹¹、財政当局からみれば、政府の望む発行

108 日本銀行保管資料『自昭和5年10月至昭和16年7月 本行利子』。

109 日本銀行 [1984] pp. 64-65。

110 高橋 [1937] p. 97。

111 以上の引用は、深井 [1941] pp. 269-270。

条件によって機動的に資金調達を行い得る点において「一石四鳥の妙手」だったのである。

最後に、日銀引受と買いオペ先行型の公募発行の理論的な相違点・共通点も指摘されねばならない。そもそも、事後的なバランスシートの状態に注目した場合、買いオペ先行型の国債公募と日銀引受発行の間に大きな相違は存在しない。買いオペを行えば日本銀行のバランスシート上の国債保有が増大する一方で、銀行部門にベースマネーが供給される。これが政府の公募発行によって吸収されるのであるから、日本銀行の国債保有が進む一方で政府へのファイナンスが行われたという意味において大きな相違はないのである。

次に、その実施プロセスに注目すると事情は異なってくる。まず、公募発行の場合、国債発行条件の決定過程において市場の価格形成機能がフィードバックされる。それゆえ、政府による条件決定を前提とした日銀引受と比較して、国債保有に対する金融機関の期待の変化が国債発行額や消化の推移といったマクロ変数に直接的な影響を及ぼすこととなる。

しかしながら、買いオペの確実な実施が市場に織り込まれ、いずれは手許国債が日本銀行によって買い取られるという期待が高まれば事後的な経済効果も同じになる。この場合、公募発行条件は大きな制約条件とならないであろう。さらには、昭和7年7月「国債の価額計算に関する法律」が制定され、評価損の計上が不必要となる時点まで拡張して考えれば、国債保有時のキャピタル・ロスも回避されることとなったのであるから、日銀引受と買いオペ先行型の公募発行とはほぼ同義の政策対応ということとなる。

以上、本節で検討してきたように、国庫資金繰りの難渋化、政府資金による国債消化の困難化、買いオペの持つ理論的・実践的限界などを勘案すると、日銀引受が選択された歴史的事実に対して、その政治的・経済的合理性を強調することはある程度可能であると思われる。では、なぜそのような合理性を持つ日銀引受が戦時財政に象徴される破滅的な政策運営の制度的基盤として機能することになったのか。最後に、日銀引受の導入過程と「共同調査会」で明らかにされた政策思想との関係を考察して本稿の結びに代えよう。

4．おわりに

伊藤正直は、日本銀行が「政府の積極政策に能動的に協調していった」¹¹²点を指摘している。そうした背景には、満州事变費および時局匡救事業費の新規計上を不可避としていた財政的要求の一方で、「政府と中央銀行との協調は国債売買に対す

112 前掲、伊藤 [1989] p. 328。

る許可権の如き枝葉の問題を以て決すべきにあらず¹¹³という見解に示されるような、大蔵省・日本銀行の確固たる協調関係、国債引受・財政膨張支持への政策合意があったものと思われる。こうした事実を前提としたうえで、本稿における議論からは、大蔵省の主張する通貨膨張論に対して、日本銀行はオペを媒介とした流動性コントロールと市場介入に基づく利益を見込んだうえで日銀引受後の制度設計を行っていた姿が浮き彫りとなった。つまり、日本銀行は、金融調節手段の強化を通じて市場機能を補完する形で政策の有効性を強化し得ると考え、引受による政府資金撒布後の通貨供給量のコントロールも国債の売りオペによって可能であると考えていたのである。その意味において、日銀引受を受容する思想的素地は既に金本位制度のもとでも存在していたのである。

以上の結論からは、日銀引受に関連するいくつかの見解は修正が必要となる。まず、冒頭に述べたような「高橋蔵相の強力な要請に押し切られ、『一時の便法』としてこれを容認したもの」という表現に代表される吉野俊彦から日本銀行百年史へと連なる見解を再検討しておこう。2節で明らかにしたように、そもそも、日本銀行は「伝統的な」中央銀行観に則っており、引受自体には慎重な姿勢を示しながらも真っ向からそれを否定するという態度には出なかった。それどころか、通貨発行上の重要な担保品としてその引受を容認すらしていた。その結果、国債保有に制限を加えるべきではないとする大蔵省の主張にひきずられてしまい、中央銀行としての政策運営上の論点も資金撒布後の金融調節手段の模索にシフトすることとなったのである。このように、日本銀行が引受を与件とした政策構想を行っており、大蔵省の要求を妥協的に甘受しながら自らの政策的利益を実現しようとした側面は無視できないであろう。もはや定説の域にある「金融従属仮説」もフィスカル・ポリシーが要請する金融政策の財政政策化の一環としての位置づけにとどまる限り適切であるが、本稿で強調したように、財政運営に深く関与することに対する日本銀行の政策運営上の利益を考慮すると、「押し切られた」とする主張や「従属」という定式化は説得力を欠くものと思われる。

次に、通貨供給量や国債保有量に制限を設けるための措置の有効性も検討されねばならない。つまり、日本銀行引受を想定したうえでの国債保有の制限を総額ではなく保証準備充当分によって画そうとした戦略の妥当性である。確かに保証準備としての国債保有に制限を設ければ、増発された国債を日本銀行が引き受けることによる兌換銀行券の濫発は抑制される。しかし、日銀引受は、国債発行と同時に政府の国庫預金勘定を増額し、政府の予算執行とともに自動的に政府資金を民間に撒布していく制度である。ゆえに、財政資金は日本銀行内部における政府預金勘定から民間金融機関の当座預金勘定への付け替えを通じて撒布されるわけだから、兌換券の増発がなくても日銀信用は増大し、預金通貨の創造を通じて資金撒布を行い得る側面を持っている。つまり、保証準備としての国債保有に制限を設けることは

113 前掲、『調査書類第一巻其一之一』、7月4日第29回会合。

財政膨張への歯止めとしてはさほど重要な論点ではないのである。また、そもそも高橋財政以後の兌換銀行券条例の改正に看取されるように、保証準備発行限度の拡大によっても保有制限額は簡単に相対化されてしまう。だとすれば、国債保有総額を制限した場合でさえ制度改正によってその歯止めを喪失する危険性がある一方で、保証準備充当分を限界とした制約を設けたところで通貨供給量コントロールの観点からはあまり効果的な政策選択とはいえないであろう。その意味では、まず、金本位制下において通貨の発行制約が効いている状況を前提とすれば、国債保有制限を総額という観点から設定することには大きな意味があったと思われる。しかし、そのような同意が得られなかったばかりか、事実上の管理通貨制度への移行後において、売りオペによる金融調節という対抗措置のみを頼りとして、国債保有を無制限とする合意に基づいて政策運営を行ったことは、中央銀行としては大いに問題を残す政策選択だったのではないか¹¹⁴。

では、次に、調整インフレ論との関係から当局の政策思想を考察しておこう。行論において明らかにしたように、満州事変の勃発、昭和恐慌の深化、そして金本位制離脱後の財政・金融事情を考慮すれば、昭和7年時点での日銀引受の導入はある程度の合理性を持つ選択であった。さらに、「共同調査会」では、売りオペを通じた流動性の吸収や市場介入など日銀引受の欠陥を補完するための制度的歯止めも想定されていた。にもかかわらず、その後の史実に明らかなように、日銀引受を制度的基盤とした政策運営はハイパー・インフレに帰結することとなる。こうした経緯は、軍事費の増大に表現される政治規範性の喪失に還元できる問題なのであろうか。これらの点を考察するうえで、金本位制度から管理通貨制度という政策環境の変化と政策主体の思想との関連が指摘されねばならない。

先に述べた国債保有の制限を保証準備分に限定しようとする方向性は、金本位制のルールによっておのずから通貨発行に限界が画されていた時期に行われた「金融制度調査会」での議論を継承したものである。しかし、その一方で金流出と通貨発行の減少という金本位制度の限界にも直面していた「共同調査会」では、対政府無担保貸付や日銀引受の容認という高橋財政以後の管理通貨制度と接続可能な政策構想も同時に行われていた。つまり、一方で金本位制度による自律的な通貨調整メカニズムを前提としつつも、他方では金本位制度の限界を打破するための新たな政策

114 平成13年3月19日、日本銀行は、金融市場の操作目標を無担保コールレートから日銀当座預金残高へと変更し、銀行券発行残高を限度とした長期国債の買入増額措置を決定した。これは、国債保有の上限を保証準備発行限度額に定め、日銀引受を通じて金融緩和を図ろうとした「共同調査会」での日本銀行の主張と極めて類似している。保有残高が政策委員会の主張する「明確な歯止め」として機能し得るか否かは今後の推移を待たなくてはならない。ただし、国債保有の急激な増大は、キャピタル・ロスによるバランスシートの毀損リスクも増大させるから、「市価維持」という金融調節とは異なる文脈において追加的な国債買入が行われる危険性をはらんでいる。また、本稿での考察からいえば、日銀当座預金残高の増額がマネーサプライの増額に結びつくための条件も問われねばならない。その際、土方総裁の発言に示唆されているように、財政政策による有効需要の創出を条件として金融緩和が企図された当時の状況と、財政政策が手詰まりな中で金融緩和が求められる今日の状況との相違を確認する必要がある。後者の問題は、周知の「貨幣乗数の安定性」の問題とも関係する。さらに別途考察することとしたい。

体系が大蔵省・日本銀行双方の利益を調整する形で構想されていたわけである。しかし、この後、金本位の離脱とともに開始された高橋財政においてその前提条件たる通貨システムは180度転換する。その結果、金本位制度という通貨量の調節に対する自律的な制約条件を欠く一方で、満州事変費や時局匡救事業費の早急な予算計上に応えるべく日銀引受は成立し、通貨制度上のパラダイム転換にもかかわらず、「共同調査会」での合意事項はその後の政策運営を規定していくのである。

このように考えると、高橋財政への移行という転換期に直面した当局の政策思想は、その時点で合理的な判断に基づくものであったとしても、政策環境の転換がもたらす政策主体の関係変化に伴って必ずしも合理性を持たないものとなり得ることがわかる。だとすれば、軍部の政治的圧力や規範性の喪失もそのような制度と政策主体の因果関係の中で捉えられなければならないことになる。つまり、軍部の予算要求は日銀引受の導入がもたらした1つの帰結であると考えられることができるのである¹¹⁵。その意味では、自律的な政策反転のメカニズムを持たない日銀引受や調整インフレ論の場合、いくら制度的な抑制措置を講じてもそれが実施された後の制度変化によって歯止めとして機能し得ない可能性があることを忘れてはならないであろう。

115 井手 [1998] に示したように、軍事費が突出していても予算総額が抑制されていればマクロ的な意味での財政の「規範性」は確保される。事実、緊縮政策（後期高橋財政）への転換過程では、継続費を利用した後年度負担の累積、会計間調整等の措置によって一般会計予算の圧縮が企図された。このような財政統制の手法は軍部予算増大の抜け道を用意することとなったし、巨額の後年度負担の形成によって、2.26事件の訪れを待つまでもなく以後の財政膨張を不可避のものとした可能性をはらんでいる。換言すれば、軍部の存在を前提としない現代においても、同様の政策手法によって640兆円ともいわれる政府長期債務が累積したのであり、その意味では、日銀引受の開始が破局的な政策的帰結をもたらす可能性は十分にあり得るのである

参考文献

- 浅井良夫、「1927年銀行法から戦後金融制度改革へ」、伊藤正直・鶴見誠良・浅井良夫編『金融危機と革新…歴史から現代へ』、日本経済評論社、2000年
- 石井寛治、「日本銀行」、加藤俊彦編『日本金融論の史的研究』、東京大学出版会、1983年
- 井手英策、「後期高橋財政と「国債漸減」政策…危機における大蔵省の政策決定過程」、『証券経済研究』第14号、日本証券経済研究所、1998年
- 、「高橋財政期の大蔵省統制」、『三田学会雑誌』第92巻4号、慶応義塾大学、2000年
- 伊藤正直、『日本の対外金融と金融政策』、名古屋大学出版会、1989年
- 永廣 顕、「国債発行方法の転換過程」、『証券経済』177号、日本証券経済研究所、1991年
- 、「預金部資金運用政策の変化…高橋財政期の大蔵省預金部」、『証券経済』185号、日本証券経済研究所、1993年
- 遠藤湘吉、「軍部と資本との反発と親和」、『「日本ファシズム」論』、校倉書房、1954年
- 大蔵省銀行局各年度版『全国銀行資産負債表』
- 大蔵省昭和財政史編集室、『昭和財政史 国債』、1954年
- 、「昭和財政史 歳計』、1955年
- 大蔵省大臣官房企画課、『大蔵大臣回顧録』、大蔵財務協会、1977年
- 大蔵省百年史編集室、『大蔵省百年史 下巻』、1969年
- 大蔵省理財局国庫課、『第七十四回帝国議会 国債参考書』、1937年
- 加藤三郎・西村閑也、『マクミラン委員会報告書』、日本経済評論社、1985年
- 佐藤政則・山崎志郎・鶴見誠良、「日本銀行金融政策の展開」、伊牟田敏充編『戦時体制下の金融構造』、日本評論社、1991年
- 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
- 島 恭彦、『大蔵大臣』、岩波書店、1948年
- 鈴木武雄、『近代財政金融』、春秋社、1966年
- 住谷一彦・八木紀一郎、『歴史学派の世界』、日本経済評論社、1998年
- 高橋亀吉、『日本金融論』、東洋経済出版部、1931年
- 、「現代公債政策』、千倉書房、1937年
- 高橋是清、『国策運用の書』、千倉書房、1937年
- 武田 勝、「1932年における国債の日銀引受問題の検討」、『大学院研究年報 第29号』、中央大学、2000年
- 長 幸男、「高橋是清と危機 = 転換期の財政政策」、『日本経済思想史研究』、1963年
- 東京銀行集会所、『銀行通信録』第554号、1932年
- 東洋経済新報社、『エコノミスト 17号』、1934年
- 中島将隆、『日本の国債管理政策』、東洋経済新報社、1977年
- 中村隆英、『戦前期日本経済成長の分析』、岩波書店、1971年
- 、「『高橋財政』と公共投資政策』、中村隆英編『戦間期の日本経済分析』山川出版社、1981年

- 日本銀行、『日本銀行百年史 第2巻』、1983年a
 、『日本銀行百年史 第3巻』、1983年b
 、『日本銀行百年史 第4巻』、1984年
- 日本銀行調査局、「満州事変以後の財政金融史」、『日本金融史資料昭和編 第27巻』、1970年
 、「衆議院本会議財政演説」、『日本金融史資料昭和編 第33巻』、1972年
 、「日本銀行発券制度改正に関する建議」、『日本銀行に関する調査』、『日本金融史資料 第34巻』、1973年
- 原 朗、「1920年代の財政支出と積極・消極両政策路線」、中村隆英編『戦間期日本経済分析』、山川出版社、1981年
- 深井英五、『回顧七十年』、岩波書店、1941年
- 藤木 裕、「財政赤字とインフレーション 歴史的・理論的整理」、『金融研究』第19巻2号、日本銀行金融研究所、2000年
- 真淵 勝、『大蔵省統制の政治経済学』、中央公論社、1994年
- 宮本憲一、「昭和恐慌と財政政策」、『講座日本資本主義発達史論3』、日本評論社、1968年
- 三和良一、「高橋財政下の経済政策」、『東京大学社会科学研究所編『ファシズム期の国家と社会 2 戦時日本経済』、東京大学出版会、1979年
 、「経済政策体系」、『社会経済史学会編『1930年代の日本経済・その史的分析』、東京大学出版会、1980年
- 吉野俊彦、『日本銀行制度改革史』、東京大学出版会、1962年
- B. Beckhart, *Federal Reserve System*, American Institute of Banking, 1972 (矢尾次郎監訳、『米国連邦準備制度』、東洋経済新報社、1978年) .
- Cargill, Thomas, F., “Monetary Policy, Deflation, and Economic History: Lessons for the Bank of Japan,” *Monetary and Economic Studies*, 19 (S-1), Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2001, pp. 113-134.
- G. Colm, *Essays in Public Finance and Fiscal Policy*, Oxford University Press, 1955(木村元一他訳、『財政と景気政策』、弘文堂、1957年) .
- The Committee on Public Debt Policy, *Our National Debt...Its History and its meaning today* , Harcourt, Brace and Company, INC., 1949.
- Giddens, Anthony, *The Nation- State and Violence*, University of California Press, 1987.
- Hobson, John, *The Wealth of States*, Cambridge University Press, 1997.
- Iwami, Toru, Tetsuji Okazaki and Hiroshi Yoshikawa, *The Great Depression in Japan : why was it so short?*, Trevor J. O. Dick, eds., Business Cycles since 1820, Edward Elgar Publishing Limited, 1998.
- Krugman, Paul R., “It’s baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998.
- Sayers, R. S., *Bank of England*, Cambridge University Press, Bentley House, 1976(西川元彦監訳、『イングランド銀行1891 1944 (上)』、東洋経済新報社、1979年) .
- G. Schmölders, *Finanzpolitik*, Springer-verlag Berlin, 1970(平井源治他訳、『財政政策 第3版』、中央大学出版会、1981年) .

Weber, Max, *Die >> Objektivität <<Sozialwissenschaftlicher und Sozialpolitischer Erkenntnis*,
Tubingen: J. C. B. Mohr, 1904(富永祐治・立野保男訳、折原浩補訳、『社会科学と社会政策に
かかわる認識の「客観性」』、岩波書店、1998年)。

Wheelock, David C., *Monetary Policy in the Great Depression: What the FED Did , and Why ,*
The Federal Reserve Bank of St.Louis, 1992.