

井手論文「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～」に対するコメント

あさいよしお
浅井良夫
成城大学

井手論文は、日銀引受という古くから論じられている問題について、実証面と議論の枠組みの両面において、通説を超えようとした意欲的な研究である。ここでは、井手論文に関連して、議論を進めていくうえで重要と考えられる3つの論点を提示したい。

1. 高橋財政の制度変更と財政規律の喪失

財政規律を最終的に失わせたのは、高橋財政ではなく馬場財政にあったのではないか。すなわち、馬場蔵相は「日本の軍事進出は日本の商権と経済力の拡大につながるから、国防費は不生産的経費と考えるべきではない」と述べるなど、軍事費が生産的支出であると誤認していた¹。この認識に基づいて、軍事費支出を別枠で処理することを認め、これが軍事費の突出につながって、その後の超インフレを引き起こされたのではないか。高橋蔵相が行った日銀引受のスキームに制度設計上のミスがあったことは否定しないが、高橋財政期の制度変更自体が必然的に超インフレを招いたとは考えにくい。

高橋蔵相は、1936(昭和11)年度予算編成において、「公債の漸減により、軍部の財政膨張圧力に対抗し得る」として公債漸減方針を打ち出している。これに対して、石橋湛山は完全雇用には達するまでは国債増発を懸念する必要はないと、高橋の漸減政策を批判したが²、1937(昭和12)年になると、インフレ抑制論に転じ、財政膨張による悪性インフレを回避する方策として増税論を展開した³。石橋の情勢認識は遅すぎたといわざるを得ないが、石橋が唱えたような増税政策を、早い時期に高橋が実施していれば、その後の財政規律の喪失を回避することができたようにも思われる。

1 馬場 [1935]

2 石橋 [1935]

3 石橋 [1937] 同 [1994] pp. 37-38.

2. 財政規律の喪失と銀行不良債権処理

1920年代の金融恐慌処理において、政府は日本銀行の台湾銀行向け融資資金を台湾融資損失補償公債という交付国債に振り替え、債務を肩代わりした。このスキームについて、大内兵衛は、国債の市中公募が行いにくい市場環境にあっても新規発行が可能であるため、交付国債の発行が安易に実施されやすく、経済的見地を逸脱しやすいことを指摘している⁴。こうした状況を踏まえると、銀行不良債権の処理の方法が、大量の国債発行への道を拓く結果となったともいえよう。また、従来から指摘されているように、1907(明治40)年に若槻礼次郎大蔵次官が松尾臣善日本銀行総裁に対して臨時事件公債の日銀引受を打診した事例⁵、大正期に公募国債の売れ残り分を預金部と日本銀行とで折半した事例⁶などを想起すれば、高橋蔵相が打ち出した日銀引受のスキームが、それほど破天荒なものであったといえるかどうかも疑問である。

3. 国債の発行と国債市場の発達

井手論文では、日本銀行によるオープン・マーケット・オペレーションが不可能であった理由として、日本の国債市場が狭隘であった点を指摘している。国債の発行残高は、日露戦争当時から昭和初期にかけて、概ねGDP比2~3割で推移しており、1970年代末と同程度の規模に達していた。しかしながら、東京株式取引所における債券売買高の状況を見ると、1881(明治14)年をピークとして売買高は急速に衰退し⁷、明治期末から大正期にかけて低調裡に推移している⁸。こうした中、1919(大正8)年から1923(同12)年にかけて日本銀行総裁であった井上準之助は、円の国際化を図り、国際的に開かれた割引市場の形成を企図する「東洋のロンドン構想」を打ち出した⁹。井上は、この構想の中で、債券市場の拡大をも企図しており、オープン・マーケット・オペレーションの導入にも触れている。しかしながら、重金主義者であった高橋蔵相が、金本位制への復帰を見送ったこともあって、井上の「東洋のロンドン構想」は実現に至らなかった。仮に当時において手形割引市場が発達

4 大内 [1932]

5 神山 [2000] pp. 44-46。

6 荒井 [1977] p. 88。

7 公社債引受協会編 [1980] pp. 30-33。

8 「国債ノ長期清算取引」(大蔵省 大正14年)は、次のように述べている。「常時設ケラレタル一種ノ国債募集機関ハ社債信託法ノ制定、日本興業銀行ノ設立、保険会社ノ社債及市債引受等ト相俟ツテ、我国公債市場ノ発達ニ資スル所アリシモ、官憲ノ人為的政策ニ基キテ辛ウシテ公債価格ノ維持セラルルノ弊アリ。国債ノ民衆化、公債市場ノ確立等ノ根本の方策ニ出テス、寧ロ却テ左記ノ如ク大正四年以来公債ノ定期売買禁止セラレタル為ニ公債市場ハ益々寂ヒレテ巷間遂ニ公債ヲ軽視スルニ至レリ。」(財務省所蔵、『津島寿一文書』国債・借入金問題(1)大正13-15年)

9 井上準之助の「東洋のロンドン構想」については、齋見 [1972] を参照。

していれば、オープン・マーケット・オペレーションの基盤はより整備されていたのではなかろうか。こうした短期金融市場の発達状況が、当時の国債市場にどのような影響を与えていたかも興味深い論点である。

参考文献

- 荒井誠一郎、「高橋財政と国債政策」、大蔵大臣官房調査企画課、『大蔵大臣回顧録』、大蔵財務協会、1977年
- 石橋湛山、「高橋蔵相の公債政策」、『東洋経済新報』、1935年8月3日（東洋経済新報社、『石橋湛山全集』第9巻所収）
- 、「戦争は悪性インフレを呼ぶか」、『中央公論』、1937年9月号（東洋経済新報社、『石橋湛山全集』第10巻所収）
- 、『湛山座談』、岩波書店、1994年
- 大内兵衛、「近時における交付公債の増加について」、『国家学会雑誌』、第46巻第3号、1932年3月（岩波書店、『大内兵衛著作集』第2巻所収）
- 神山恒雄、「日露戦後恐慌と公債政策」、伊藤正直・鷺見誠良・浅井良夫編、『金融危機と革新』、日本経済評論社、2000年
- 公社債引受協会編、『日本公社債市場史』、公社債引受協会、1980年
- 鷺見誠良、「円為替圏構想とその現実」、『経済学雑誌』、第67巻第3号、大阪市立大学、1972年9月
- 馬場鏝一、「財政と金融に関する若干の問題」、『金融研究会講演集』、第14編、1935年