

国債の日銀引受発行に対する日銀の姿勢とその問題点 - 井手論文に対するコメント -

むとう てつ
武藤 哲

日本銀行金融研究所研究第3課長

1932(昭和7)年11月に開始された日本銀行の国債引受を巡っては、日本銀行百年史などが主張する「高橋蔵相の強力な要請に押し切られ」²で開始されたという説と、伊藤教授などの主張される「当該期日本銀行は(中略)国債の日銀引受を肯定的に受けとめ、政府の積極政策に能動的に協調していった」³という説がある。井手論文の意義は、伊藤教授らの主張を一次資料に基づき跡付けることにより、この論争に決着をつけようとしている点にある。

そこで、このコメントでは、まず、井手論文の主張の妥当性について、当時の日本銀行政策担当者の記録を用いて意見を述べたい。そのうえで、いずれにせよ最終的には破綻した政策を容認してしまった当時の日本銀行政策担当者が看過したものは何か、特に「一時の便法」と考えていたはずの国債引受が恒久化するのを防ぐ手段をどう考えていたのか、それがなぜ機能しなかったのか、について簡単に問題提起したい。

1. 直接引受開始に際しての日本銀行の姿勢

まず、直接引受開始に際しての日本銀行の姿勢であるが、井手論文が検討の対象としている「大蔵省日本銀行共同調査会」については、日本銀行百年史でも、第3巻第6章で1節を割き「ここで検討された問題の多くが、その後の制度改革論議の土台となったことは否定できない」⁴と評価している。このことは、この調査会が単なる事務方ベースの勉強会ではなく、ここでの議論とその結論が当時の日本銀行の政策責任者であった土方総裁、深井副総裁にも共有されていたことを示している。したがって、1930(昭和5)年の本調査会での議論と合意、特に第11条六：「日本銀行ノ業務ハ左ノ如シ 六、国債、大蔵省証券及之ニ準スヘキ政府証券ノ応募、引受又ハ売買」が双方合意のもとで日本銀行の業務として明確に位置づけられた

1 本稿に示された意見はすべて筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。

2 日本銀行百年史編纂委員会 [1984] p. 54.

3 伊藤 [1989] p. 328.

4 日本銀行百年史編纂委員会 [1983] p. 534.

ことが、1932(昭和7)年の日銀引受開始時における日本銀行内部での検討に、大きな影響を与えたのは確かであろう。

井手論文は、この第11条六の合意を前提に、国債引受と同時に日本銀行が「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」、「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」、「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」⁵と論じている。これは、深井英五の『回顧七十年』における(日本銀行の国債引受発行について)「日本銀行は大蔵省側から協議を受けて之に同意したが、同時に通貨補充、金融緩和の目的を相当に達した上は、引受国債を売出して通貨の回収を図るべきことを主張した」⁶との記述と極めて整合的である。今日の金融調節実務の観点からも「国債をいくら買わされても売ればよい」との発想自体はごく自然であり、売りオペへの道が開けたことは、国債引受に日本銀行がさほどの抵抗なしに同意した理由として、十分な説得力を持つと思われる。

「売りオペによる調節を前提とする国債引受」については、引受開始直前に開催された1932(昭和7)年10月の本支店事務協議会(以下、支店長会議)での土方総裁演説でも(発行国債の)「大部分は原則として本行において引受くることになり一時的ではあるが通貨の増発は免れぬ。(中略)これを適当に消化することが必要で徒に通貨が殖えることは出来るだけ避けたいのでその様に骨を折らねばならぬ」⁷とその実施を念頭に置いた発言がみられる。

また、日本銀行による国債の直接引受は、1932(昭和7)年4月の支店長会議の総裁演説で初めて明らかにされているが、4月、10月ともに演説後の質疑応答の場でこれを批判するような発言は参加者から全くみられず、当時の日本銀行政策責任者レベルにおいて強い抵抗感がなかったことは、まず間違いのないところと推察される。

ただし、これが、必ずしも直接引受の問題点や危険性について、日本銀行が全く認識していなかったことを示すものでないことは、日本銀行百年史等で強調されているとおりである。すなわち、土方や共同調査会での発言にもみられるように、直接引受が通貨の増発に直結することは当然に認識されており、深井も、5年後(1937 昭和12年)の講演ながら(日本銀行引受による国債発行は生産力に余裕のあるときに有効な政策であって)「生産力に余裕のないときになれば、日本銀行引受による国債の発行は増税よりも却って多く国民生活を圧迫する」⁸とその弊害を説いている。

以上の検討から、最初の問題についての私の暫定的な結論は、日本銀行は国債引受の危険性のある程度認識していたが、井手論文が示唆するように、国債引受に対してはあまり抵抗せずこれを受け入れた。その大きな理由の一つは売りオペの導入であった、ということではなかったのか、ということである。いずれにせよ、当時

5 井手 [2001]

6 深井 [1941] p. 269.

7 日本銀行保管資料、p. 10.

8 深井 [1938] p. 384.

の日本銀行内部においてどのような議論がなされたかについては、今後の日本銀行アーカイブの整備とその資料発掘により日本銀行内外での研究がさらに進むことを期待したい。

2. 他の政策選択の可能性と歯止め策の可能性

次に、それでは、当時の日本銀行が危険性のある程度認識しながらも、国債引受政策を受容した背景をもう少し考えてみたい。

高橋是清による日本銀行の国債引受発行のアイデアが、高橋に対する深井の「日本銀行の買いオペによる通貨増発」提案に端を発していたことはよく知られている。

その深井は、第一次大戦後、パリ講和会議（1919 大正8 年）ワシントン会議（1921 大正10 年）ジェノバ会議（1922 大正11 年）等の国際会議に出席して、大戦後の通貨制度再建論議に接し、英蘭銀行ノルマン総裁、ニューヨーク連邦準備銀行ストロング総裁等欧米各国の中央銀行総裁と親しい関係を持つことなどを通じて、通貨制度に対する理解を深めていた⁹。その著書「金本位制離脱後の通貨政策」において、深井は「経済活動を刺激する通貨政策の成功は生産力の余裕のあること、又は生産力増進の可能性あることを前提条件とする。購買力の萎縮せるために既存の潜在的生産力を十分に働かしめ得ざる場合には、最も顕著にその効果を発揮する」¹⁰としたうえで、正貨の流出に伴う通貨量の減少を補うための各種方策につき、今日風にいえばマネタリーベースやマネーサプライに及ぼす相違などを含めてこれを検討し、「日本銀行引受国債の消化は国債の公募よりも容易に出来て、金融及び通貨の調節上妙味が多い」¹¹と結論づけている。事実、日本銀行の国債直接引受を軸とする景気刺激と金融調節上の利点を説く深井のこの結論は、井手論文の議論と整合的であり、実際、1935（昭和10）年頃までは有効に機能したようにみえる。それはまた、カーギル等による高橋財政への高い評価につながっている¹²。

しかし、深井は、これにすぐ続けて「只、財政の見地から之に対して起るべき批評は、国費支弁力を判定することがむずかしくなるという点にある。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に見える。（中略）然るに我が通貨発行制度の下において、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、其の点から明白に限度というべきものは見えない」¹³とその危険性を的確に指摘している。深井はまた、「金と連絡なき通貨の放漫なる発行により、通貨価値の崩落を来すかも知れぬという懸念」¹⁴か

9 深井 [1941]、第15・16章。

10 深井 [1938] p. 282。

11 同上、p. 360。

12 Cargill [2001] p. 129。

13 深井 [1938] p. 360。

14 深井 [1938] p. 356。

ら「日本銀行の国債引受は、再禁止直後の如き経済状態の下においては適切有効の施為であったが、これを利用するには慎重の注意を要するのである」¹⁵とも述べている。もちろん、1932(昭和7)年の国債引受受容時に、その危険性について深井がこれほどの認識を持っていたかどうかは不明であり、その解明も今後の課題の1つであろう。

もっとも、深井は、1935(昭和10)年秋、総裁として臨んだ最初の支店長会議において次のように述べており、その時点では問題の所在を十分に承知していたと考えられる。「私は目途の無い借金により財政を切盛りするのは不健全に相違ないと思うが、政府が斯くの如き財政、公債政策により仕事をする結果、国の生産力を刺激し増加することになれば差支えないと云えると思う。又歳入補填公債を是認すべき理由ありとすれば其処に根拠がある。之に反し生産力が展びないのに日銀引受で公債を発行すれば、限られた生産力に対し購買力が空に殖え、其処に不都合が生ずる」¹⁶。

それでは、こうした考えを持ちながら、深井はなぜ1936(昭和11)年以降の状況に的確に対応し得なかったのであろうか。また、仮に日本銀行が、直接引受の開始に当たり、井手論文が提起しているような国債の保有制限を設けることとすれば、財政規律維持の観点から有効な歯止めとして機能したのだろうか。

まず、「国費支弁力の判定」については、深井の後を継いだ結城総裁による1937(昭和12)年10月のシンジケート団引受による「北支事変経費支弁のための公債」(1億円)発行を再評価する必要を感じる。既に機を失していたためか、この試みに対する政府や市中銀行の抵抗は強く、結局1回だけで終わったが、これ以前に、深井がなぜ同様の試みをしなかったのか、疑問が残る。これは、「深井における中央銀行官僚的資質 - 専門的知識における練磨と自己の限界の自覚ないし諦観 - にかかわる問題」¹⁷とも関連するのであろう。その一端は、先にも引用した1935(昭和10)年秋の支店長会議で、政策目標を「貨幣価値の大なる動揺の起らぬ様に努力」することと設定し、その実現が「国債の消化に帰着」としたうえで、「公債の発行高を如何にするかは財政上の問題で国策の大本から定まる、本行の立場から見た意見としては政府の参考に供することはあるが発行に付いては日本銀行の意見では参らぬ、国策上必要として発行せらるる公債の消化に努めることが本行の職分である」とし、「前途がどうなるかの話題に付いては要するに国策が妥当の処に相当の時期に帰着すると云う信念を以ってやるより致方ない」¹⁸と深井が述べているところにも現れているように思われる。実際、深井の日本銀行総裁としての行動は、1936(昭和11)年の二・二六事件以前には高橋蔵相への遠慮と依存が、同事件以降は大

15 同上、p. 361。

16 日本銀行保管資料、p. 182。

17 「昭和前期通貨史断章」、p. 105。

18 引用はいずれも日本銀行保管資料、pp. 181-182。

蔵省に対するきわめて従順な姿勢が顕著である。高橋への依存については、先に引用した「日本銀行の国債引受は、再禁止直後の如き経済状態の下においては適切有効の施為であったが、これを利用するには慎重の注意を要するのである」に続けて「財政上避くべからざる必要の為に、一切他を顧みるの違なき場合のあるべきことは勿論なるも、高橋氏が日本銀行国債引受の方法を案出したる時においては、国債発行漸減の方針と関連するところがあったのだらうと察せられる」¹⁹と述べているところにそれが読み取れるであろう。また、事件後の大蔵省に対する姿勢は、大蔵省側からみて（馬場蔵相の金利引下げ問題について）「このとき意外に思ったのは、深井さんが大蔵省の提案する新しい政策にきわめて従順であった」²⁰とされており、これに対応する形で深井自身も馬場蔵相の許での自己の立場について「私は単に人心安定の為めの緩和剤たる自己の立場を理解していたから、進言はするが強く固執せず、大体政府の方針に順応した」²¹と述べていることから明らかである。

日本銀行の国債保有制限については、どうであろうか。「共同調査会」資料では、日本銀行側が国債保有総額の制限ないし、保証準備充当分の国債保有制限の主張を取り下げた理由を記していないが、深井はこれに関連して「通貨発行権の行使による国債引受保有の経済的影響は、将来の国運発達を引当とする国債負担力の問題とは別にして考えなければならない。将来の負担力の見込みからは差支えない場合でも、発券銀行の国債保有が通貨の状態に及ぼす影響の憂慮すべきものがあり得る。しかしながらその見通しに就いては意見相異の余地が多いから、予めこれに備えることがむずかしい」²²と記しており、大蔵省を説得できなかったことを示唆しているように思われる。しかし、中央銀行の自由意志により金融調節が実現でき、売りオペで余分な資金は必要なときに吸収できるとの考え方に立つかぎりには、国債保有制限はむしろ、不必要な縛り（保有限度規制による買いオペの制限等）と化す可能性もある。井手氏の主張するように、日本銀行が売りオペの機能に大きな期待を寄せていたとすれば、日本銀行自身が国債保有制限の有効性に疑問を感じていたゆえに、強い主張にはならなかったのかもしれない。

それでは、日本銀行の国債引受にいかにして歯止めをかけ、またかかる「一時の便法」が発生させる副産物の後始末をつけるには、どのような手立てを講じておくべきだったのだろうか。また、そうしたことは可能だったのだろうか。

金融研究所が2000年7月に行った国際コンファランスでは、長期国債買切りオペ等の大規模な実施による「量的緩和」を行うことに関連して、高橋財政初期のリフレーションを高く評価する立場の参加者から、それ以降の悲惨な展開と切り離して前半期の「成功」部分だけを採用できないか、という議論が出されている²³。

19 深井 [1938] p. 361。

20 大蔵省大臣官房調査企画課 [1978] p. 189。

21 深井 [1941] p. 329。

22 深井 [1938] p. 360。

23 日本銀行金融研究所 [2000] p. 19。

この点については、私自身が明確な答えを持っているわけではない。ただ、その際のポイントは、こうした異例な政策によってメリットを受ける経済主体は、将来の政策反転（金融引締め）を要する時期に至れば、大きなショックに遭遇するため、政策反転に強く抵抗する。こうした抵抗を排除して必要な施策を採ることを可能にするためのカギはなにか、また異例な政策によって生じた「歪み」の後始末が可能か、ということであるように思われる。

例えば、井手論文には「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」²⁴とのショッキングな指摘がある。今日、軍部の台頭は直接的な懸念材料とはならないとしても、抜本的な制度改正が行われぬ限り増加が不可避な社会保障費等についての改革が遅れ、それらが戦前における軍事費同様、「政策反転」の大きな阻害要因となるといった可能性は排除できない。つまり、中央銀行による国債引受や国債買切りオペの大幅増額といった政策は、財政政策にも大きな影響を及ぼし得る。しかし、財政規律の確保は、1935(昭和10)年秋の深井の発言にもあるように、中央銀行だけでは手に負えない。したがって、異例の金融政策を採る場合には、同時に、政府が財政規律確保策を用意するとの連携プレーの必要性と可能性が必然的に提起されるであろう。また、上記の国際コンファランスでは、インフレーション・ターゲティングに期待する意見が多く聞かれた²⁵。1930年代のリクスバンク（スウェーデンの中央銀行）は金本位制からの離脱に当たって物価目標を掲げた²⁶が、当時の日本銀行には、これに対応する考え方はなかったのだろうか。ただし、インフレーション・ターゲティングでは、必ずしも財政の規律づけが確保される保証のないことには注意が必要だろう。

また、後始末の必要性については、国債価格の変動に伴い中央銀行を含む金融機関のバランスシートが毀損されるといった問題を提起し得る。国債価格の変動が金融システム全体に大きな悪影響を及ぼし、中央銀行単独での処理に限界があるとすれば、結果的に国債価格の暴落を容認できず、国債価格支持政策を余儀なくされる可能性があるだろう。1930年代の日本銀行はこの点をどのように判断したのだろうか。政府との協調の段取りを予め取り決めておく、ということが必要であったのかもかもしれないが、そうした認識はあったのだろうか。

これらの論点は、デフレ圧力下での金融政策運営のあり方、という今日の問題を考えるうえでも、極めて重要と考えられる。こうした点について、1930年代の日本銀行内部でどのような議論があったのか、という点の解明が進めば、今日の日本銀行にとっても非常に参考になるだろう。

いずれにしても、国債引受に至る日本銀行の政策思想を新鮮かつ説得的に抉り出した井手氏の論文は、すでに今日的なインプリケーションを豊富に持つものである。それだけに、国債引受の後始末が破綻するに至るまで日本銀行の政策思想の軌跡を

24 井手 [2001]

25 日本銀行金融研究所 [2000] pp. 7-8等。

26 ベリイ・ヨーニング [2000] pp. 129-161。

明らかにする続編を強く期待したい。また、これらの論点については、この研究会に参加されている諸先生方などからご教示いただければ幸いである。

参考文献

- 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～管理通貨制度への移行期における新たな政策体系～」、『金融研究』第20巻第3号、日本銀行金融研究所、2001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
- 大蔵省大臣官房調査企画課、『聞書戦時財政金融史』、大蔵財務協会、1978年
- 田中生夫、『昭和前期通貨史断章』、有斐閣、1989年
- 日本銀行金融研究所、「第9回国際コンファランス 低インフレ下での金融政策の役割：デフレ・ショックと政策対応」、『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金融研究所、2000年
- 日本銀行百年史編纂委員会、『日本銀行百年史・第3巻』、1983年
、『日本銀行百年史・第4巻』、1984年
- 日本銀行保管資料、「昭和7年本支店事務連絡協議会参考資料」、『本支店事務協議会席上における総裁演説要旨』
- 日本銀行保管資料、「本支店事務協議会書類、自昭和10年春至昭和10年秋」
- 深井英五、『金本位制離脱後の通貨政策』、千倉書房、1938年
、『回顧七十年』、岩波書店、1941年
- C・ベリイ、L・ヨーニング「物価水準目標の先駆け：1931～37年におけるスウェーデンの経験」、深尾光洋、吉川洋編、『ゼロ金利と日本経済』第4章、日本経済新聞社、2000年
- Cargill, T.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.
- Patric, Hugh, “The Economic Muddle of the 1920’s” in J.W. Morely, ed. *Dilemmas of Growth in Prewar Japan*, Princeton University Press, 1971.