

いわゆる「高橋財政」について

島 謹 三

1. はじめに
2. 高橋財政スタートの背景
3. 高橋財政の進展とそのパフォーマンス
4. 高橋財政の問題点
5. むすびに代えて

1. はじめに

昭和6年12月から11年2月に至る「高橋財政^(注1)」期には、国債依存度が著しく高まり、国債残高は累増して100億円に達した。この国債大量発行に基づく景気刺激の時期については、これまでに多くの経済史家によって研究が行われている。本稿は、それら先人の業績に依拠しつつ、現代の経済分析の手法や統計概念をできるだけ用いて、当時の情勢を見直してみようとするものである。それによって、今日の状況との共通点と相違点も自ずと明らかにできれば幸いである。

2. 高橋財政スタートの背景

高橋財政は多岐な内容をもっているが、ここでは、その特徴を①拡張的財政政策、②低金利政策（金融緩和政策）、③国債日銀引受けによる財政赤字のファイナンス、の3つとして押さえ、まず

各々についてその必要性を吟味してみたい。

(1) 拡張的財政政策は必要であったか

イ、当時の経済情勢

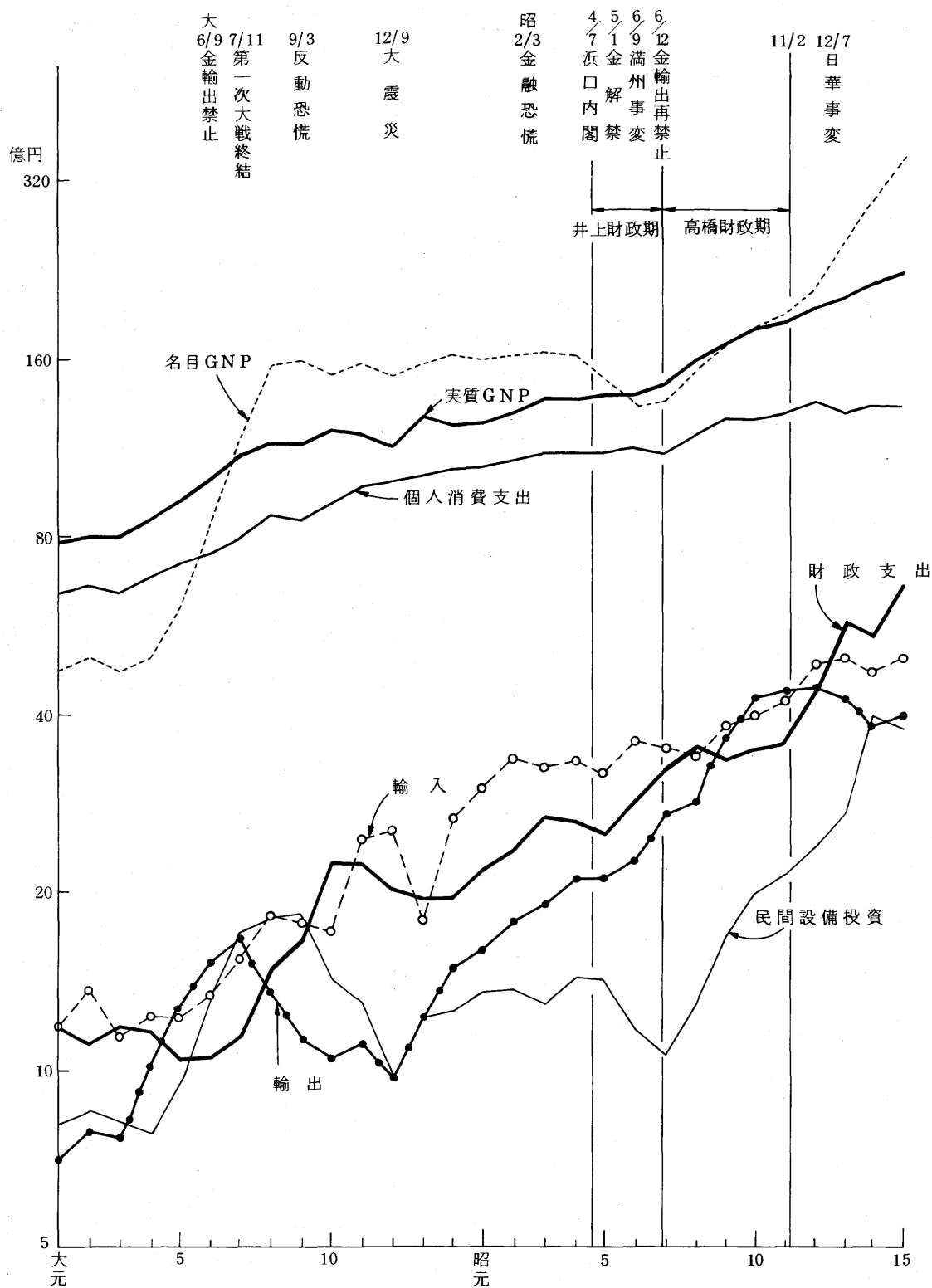
大正期半ば以降、高橋財政に至るまでの時期は、電力等非製造業の発展はみられたものの、概してみればずるずると不況が長期化した時期であった（図1）。

大正7年11月第1次大戦が休戦を迎えたあと、日本経済は9年3月の株式市場の崩落を契機にしていわゆる「反動恐慌」に見舞われることとなった。これは、直接的には8年中の仮需の反動であったが、基本的には、国際収支の大幅黒字から未曾有の赤字への逆転、それに伴う金融逼迫などから総需要が減退し、大戦中の異常な設備投資が一挙に設備過剰となって表面化したものである。この結果経済は大戦中の高度成長から一転してマイナス成長に転落するに至った。それまでの繁栄を

(注1) 昭和5年1月の金解禁以降、景気情勢は不況の度を強めたが、世間一般には金解禁政策に伴う早期好況到来への期待が強かっただけに失望も大きく、民政党内閣の経済政策運営に対する反対気運が強まっていた。こうした状況下、英国の金本位制離脱（昭和6年9月）を契機とするドル買いが発生、満州事変勃発（6年9月）などによる民政党内部の動揺もあって、6年12月突如民政党内閣は内閣不統一をもって総辞職した。

代って昭和6年12月13日犬養政友会内閣が成立、大蔵大臣に高橋是清が就任すると、早速金輸出再禁止、銀行券の兌換停止を実施、以後においても前民政党内閣とは百八十度転換した経済政策運営を実施していくこととなった。この時以降、11年2月までの約4年間高橋蔵相が在任し（ただし、9年7～11月は藤井蔵相）、通常「高橋財政」と呼ばれる特徴ある時期をなしている。

(図1) 実質GNPの推移



(資料) 大川「長期経済統計1国民所得」。

もたらしてきた戦時という特殊な条件（海外の物不足とインフレ）の消滅は日本経済に対し交易条件の突然の悪化という意味で、一種の「サプライ・ショック」を与えたのである。しかも各国が復興過程で産業合理化による国際競争力の強化に努力しつつあった戦後においては、日本経済も大戦中異常に膨張した体質の改善（いわゆる「財界整理」、現代の言葉でいえば「減量経営」）を着実に進めなければならない状況に変化していた。しかし当時の政府は、政友会内閣の放漫主義^(注2)（大陸政策を中心とする積極政策と安易な国債発行依存）への反省から、大正11年の加藤友三郎内閣の「行政財政の整理、歳計の緊縮、公債の整理」の方針を起点として、加藤高明内閣（大正13年）、若槻内閣（大正15年）へと緊縮政策の方針が引継がれていったものの、結局は経済界動揺の拡大に対する懸念からずるずると救済策をもって対処せざるをえず、その方針を貫きえなかったのが現実であった。

このようにして、景気は自律的回復の契機を欠いたまま、大正11～12年の金融界動揺、大正12

年以降の為替相場の激しい変動、関東大震災、金融恐慌等を経てビジネス・マインドをますます重苦しくし、この間日本経済は、ときに短い「中間景気」を現出しつつも、「慢性不況」（大正11、12、14各年はマイナス成長）に苦しむところとなったのであった。

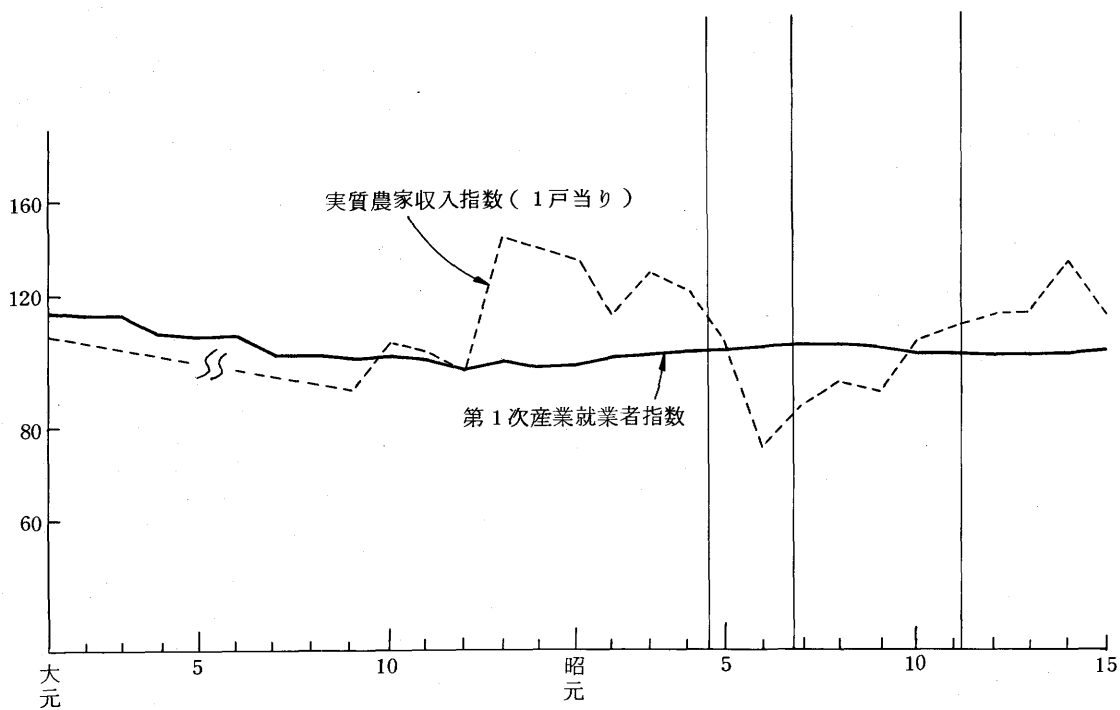
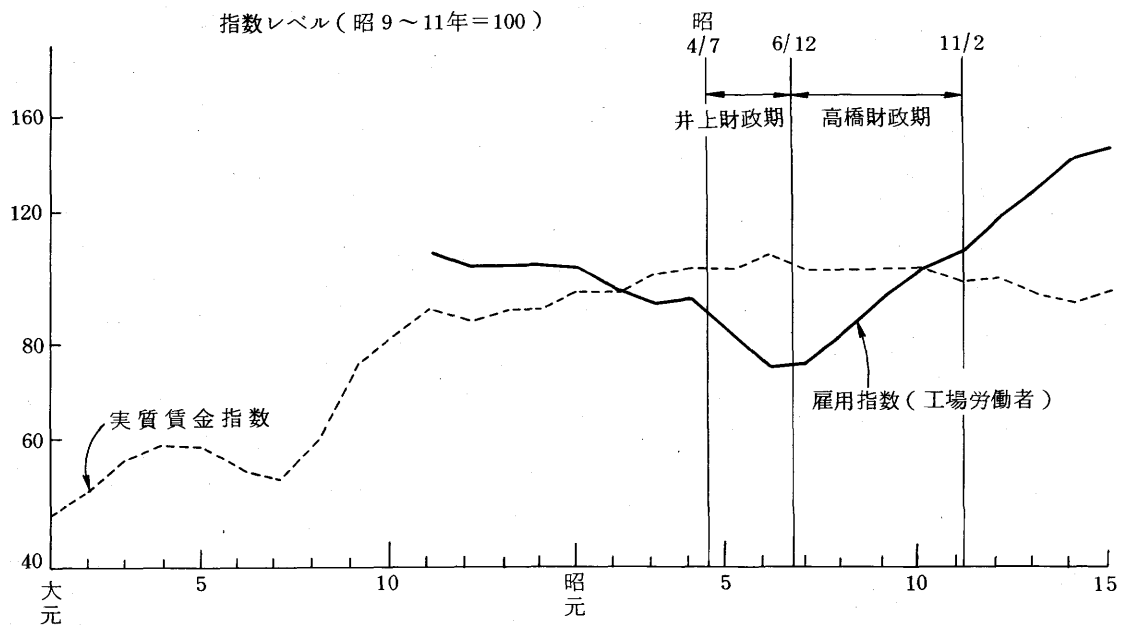
以上のような状況下、国際収支面での破綻、慢性不況の打開策を巡って、政財界の大勢は漸次金解禁＝デフレーション政策の遂行へと傾いていったのであり、各国が相次いで金本位制に復帰する世界的風潮の中で昭和4年7月浜口民政党内閣が成立すると、経済の安定的発展という大きな目標を実現するために、「財界整理」→国際競争力の回復を狙って直ちに金解禁の方針が決定された。^(注3)

世間一般には金解禁政策に伴う好況到来の期待が強かったものの、当局者は目先のには緊縮財政と為替相場の円高化に伴うデフレ圧力を認識していたと思われる（深井〔50〕242～3頁）。しかし、金解禁下の景気情勢はそうした予測をも更に上回る不況の深刻化の過程であったことは否定できない。昭和4～6年は連続して0～1%程度の

（注2） 政友会内閣の政策をリードしたのが高橋是清であり（大正7年9月～10年11月蔵相、大正10年11月～11年6月首相兼蔵相）、その政策は「積極放漫」と称せられた。その手段は、減債基金の廃止、国債増発であり、また低金利の維持であった。「高橋財政」期の原型がすでに現われているように思われるが、そうした政策に対しては、「第1次大戦のブームにより日本経済は投機的に水ぶくれしていたから、戦後はむしろ引締め基調で臨むべきであったにもかかわらず、高橋が終始積極政策をとりつづけたことは、かえって不況を慢性化させるものであった」（遠藤・加藤・高橋〔4〕190頁）といった批判が、過去においても今日においても強い（西野〔31〕173頁、大島〔12〕74頁等）点は、注意されよう。

（注3） 金解禁に先立ち浜口新内閣は財政政策を大きく転換、財政緊縮、公債漸減等の十大政綱を発表したが（昭和4年7月9日）、浜口首相——井上蔵相ラインの特色が最もよく具体化されたのは、周知の「新規の事項は一切要求しないこと、一般会計においては公債発行をしないこと」等の方針下における昭和5年度予算編成である。この予算案（4年12月決定）は衆議院解散によって不成立に終わったため、政府は4年度実行予算（1,681百万円）を70百万円下回る実行予算を編成したが、これは当初方針通り一般会計においては公債を全く発行せず、特別会計においても公債発行額を前内閣のたてた予定計画比半減したものであった。一般会計において公債を発行しなかったのは財政史上明治40年以來のことであり、さらに公債も借入金も計上しない予算は実に明治28年以來の画期的なことであった。このような行・財政整理、国債整理を行いつつ、政府は昭和5年1月11日を期して旧平価による金解禁を断行、あわせて産業合理化要綱の決定（4年12月）、臨時産業審議会（5年1月）や商工省臨時産業合理局（5年6月）の設置等を通じて産業合理化、体質改善の推進方針を明確にしていくこととなる。

(図 2) 労働関係指標



(資料) 日銀統計局「明治以降本邦主要経済統計」、大川「長期経済統計 8 物価」、
「日銀作成労働統計」等。

低成長である。為替相場は金解禁方針発表時（4年7月）の最低43ドル台（100円につき）から4年12月には最高49ドルへ11%万円高となった。この間、卸売物価は4年中に前年比3%低下したあと、5年には海外物価の下落も響いて18%もの大幅な低下を示している。これに対応してカルテル結成が増加（「重要産業統制法」＜6年8月＞による奨励が背景）したにもかかわらず、6年中も16%の続落となっている。東京小売物価も同様の動きを示したし、また商品市況も著しく下落している（例えば、生糸4年4月1,400円→5年10月574円／100斤、綿糸4年9月241円→5年7月115円／300斤）。このため、企業業績は4年度上期をピークに悪化に転じ、製造業の税引純利益は4年度上期107百万円→5年度下期20百万円へ著減、払込資本金収益率は同12.3%→2.3%へ、総資本収益率も5.0%→1.0%へ低下している（主要上場会社を中心とした三菱経済研究所「本邦事業成績分析」による）。こうした不況の進行により歳入の減収は大きく、5年度予算は実質的には32百万円の赤字を示し、さらに6年度予算は深刻な財源難に直面、一般会計の公債発行中止は早くも放棄されるに至った。こうした不況深刻化の背景には、経済の安定的発展のために輸出増大が一つの必要条件であったにもかかわらず、昭和4（1929）年10月米国景気が好況から一転大不況の過程に転落し、そのルートを断ち切ってしまったことが大きく影響している。しかも、それに追いつけるかのように、5～6年には農業恐慌が発生（図2下欄にあるように実質農家収入は激しい落込み）、当時ウエイトの大きかった農村経済を一層窮迫化させた。井上財政は、幣原平和外交とワンセットになった政策フレームワークであり、高橋財政期における経済回復の基盤を醸成する意味をもったが、現象的には不測の事態にも災いされて不況を強めることに終ってしまった。

このような景気情勢から雇用事情は悪化の一途を辿った（図2上欄）。実質賃金の伸びは不芳で大正期後半以降ほぼ横這い圏内の動きであり、雇用は大幅減退が続いている。農村は巨額の農家債務と同時に帰農者を多数抱えて苦境にあった。失業者著増が大きな社会問題であり、そうした中から社会不安が高まって満州は日本の生命線だという考えを生んでいくことになったわけである。

ロ、不況長期化の背景

大正期半ば以降高橋財政期に至るまで、不況が長期化、深刻なものとなってきた背景としては、次のような事情が挙げられよう（前出図1）。

第1に、民間設備投資の大幅落込みである。これは、第1次大戦中の旺盛な設備投資の反動として生じたものであるが、設備投資が低水準に落込んだまま推移したことについては、一挙に表面化した設備過剰が、「不徹底な財界整理」、すなわち救済融資の固定化などの彌縫策により支えられて温存されていたということがあろう。設備のストック調整が進まず、設備過剰が重石となっていた局面では、設備投資の自律的回復の条件が欠けていたのである。

第2に、輸出が輸入を大きく下回っていることから窺えるように、経常海外余剰が大幅なマイナスを続けたことである。これは、上記のような彌縫策に支えられて「慢性不況」にもかかわらず物価の低下が欧米各国よりも小幅にとどまり、そうした物価の国際的割高に伴って輸出不振が続いたためである。昭和4年以降は、これに米国大恐慌の影響が複合したことは前述したとおりである。

第3に、個人消費が低調に推移したことである。これは、実質賃金の横這い傾向、雇用減退、農家収入激減などに起因している。

以上のように不況の長期化およびその背景について、その事情を検討してみると、当時、拡張的財政政策によって景気刺激を図ろうとする方針を採用したこと自体は、一応首肯できるところと思

われる。

(2) 金融緩和政策は必要であったか

イ、物価の動き

金融緩和政策の是非を検討するために、いくつかの指標につき、その動きをみることにする。

まず物価の動きであるが(図3)、卸売物価、GNPデフレーターとも第1次大戦中に急騰し、「反動恐慌」時に低下したものの、大正期後半には高止まりしている(当時、物価は国際的割高と常に考えられていた)。これを映じて正貨残高が漸減していった。しかし、さすがに不況が長引いていたので、昭和期に入って物価は低下傾向をみせている。とくに旧平価金解禁を実施した井上財政期に著しく低下した。実質賃金の横這い傾向(前出図2)や企業利潤率の著しい低下(後出図8)などからみて、昭和5～6年には物価は国内的要因からみれば「適正水準」にまで落込んでいたものと判断することができよう。

ロ、マネーサプライの動き

次にマネーサプライの動きをみると(図4)、第1次大戦中に著増(過剰流動性が発生)したあと、以後ほぼ横這いに推移している。井上財政期には、厳しい金融引締めもあって、マネーサプライは微減している状況にあった。民間設備投資低調の中で企業の資金需要が盛上がり欠いていた一方、金融機関としても、「反動恐慌」以来の企業経営の基盤動揺などから安全な貸出先がそれほど多くなかったものであり、こうした通貨需要・供給の両面からマネーサプライの増加が抑制されていたといえる。

ハ、金利の動き

最後に金利の動きをみてみよう(図5)。資金需要がさほど強くなかった慢性不況の下、諸金利は長期的には低下傾向にあった。しかし、昭和6年には金解禁中に発生したいわゆるドル買いに対処して公定歩合が引上げられ、銀行の貸出金利な

ども反騰している。とくにコールレートの急騰が目立った(後出図7)。当時、一般ではこうした金利の動きを異常高金利、金利暴騰として受け止めていたようである。もっとも、例えば公定歩合の1銭8厘(6.57%)という水準は従前にも普通にみられたところで、とくに高いというものでもなさそうにみえる。しかし上記のような一般認識は実質金利(図5下欄、ここでは「実行貸出金利-卸売物価前年比」として試算)をみればある程度裏付けることができる。すなわち、実質金利は大正期後半以降高水準に推移しており、とくに井上財政期には20～25%程度という著しく高いものになっていた。

以上のように、物価、マネーサプライ、金利の動きをチェックしてみると、当時金融緩和に踏み切りうる条件はあったし、また不況長期化を考慮すれば必要でもあったということになる。

(3) 国債の日銀引受け以外の方法はなかったか

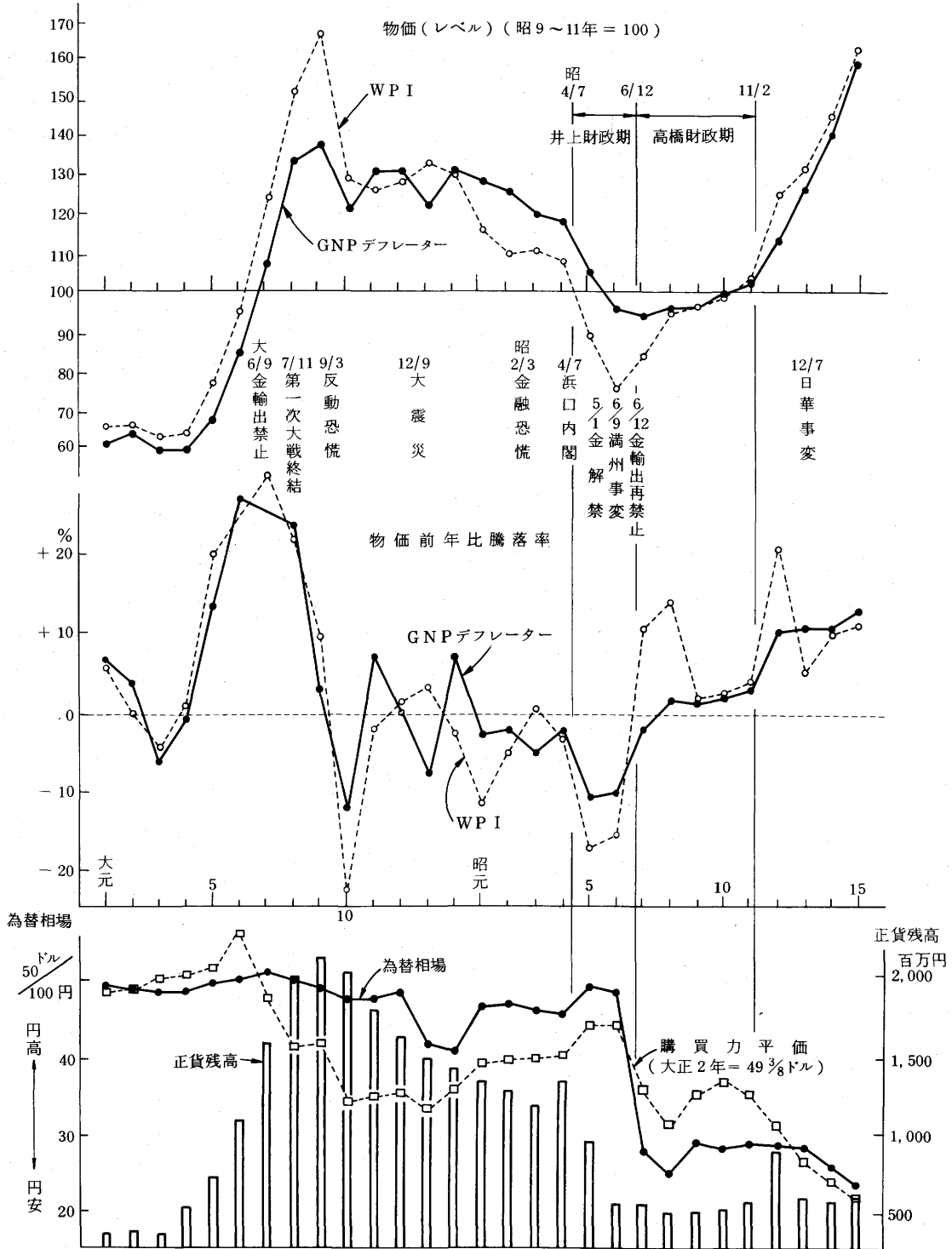
イ、国債の日銀引受け制度の発足 — その経緯

以上の(1)、(2)のように検討してみると、残る問題は、高橋財政において国債の日銀引受け以外の手が使えなかったのかどうか、ということになる。

そこで、まず国債の日銀引受け制度発足の経緯を簡単にみておこう。これについては、深井英五(当時日銀副総裁)に次のような有名な記述(深井[50]268～69頁)がある。

「金解禁により過度に縮小したる通貨を妥当に補充するの手段は最も苦心の存したる所にして、弱体産業に日本銀行から直接資金を供与するのが最捷徑であつたが、それには悪影響の憂慮すべきものがある。……先づ生産力の活動を促がすために日本銀行資金の放出により一般購売力を増加することが必要なのであつた。……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。他日売買併行し得るようになれば尚更結構であるが、当面買の一方で資金

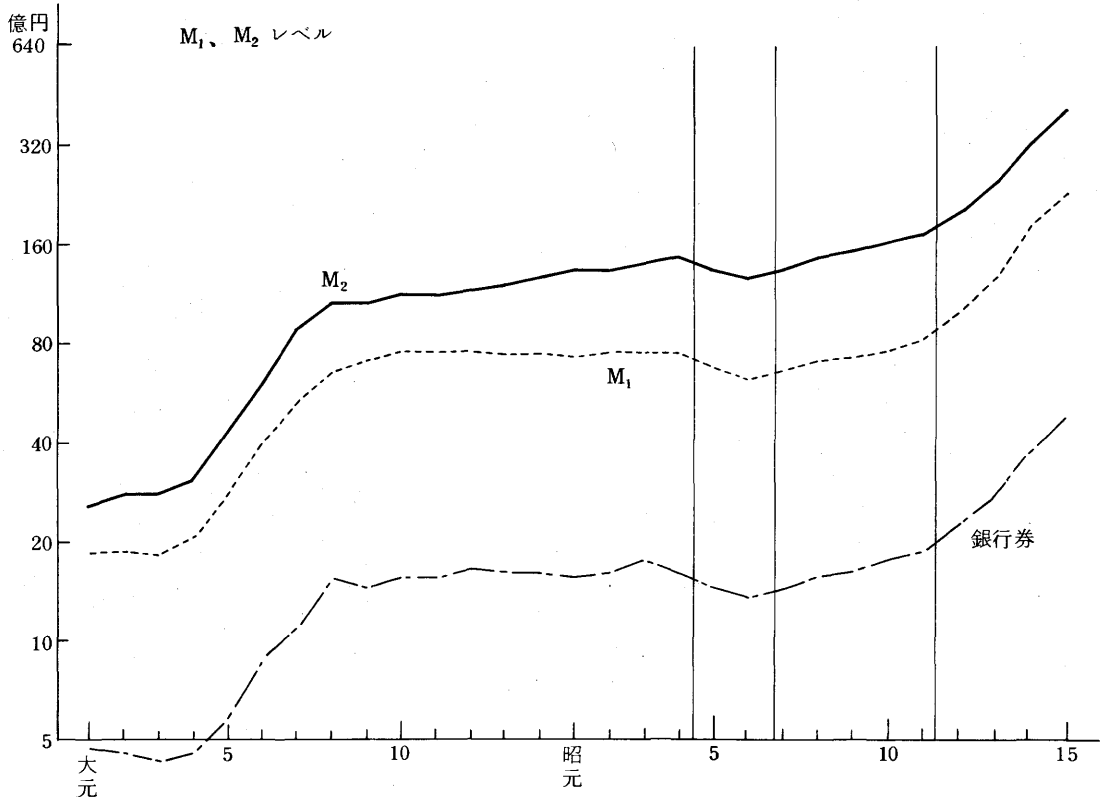
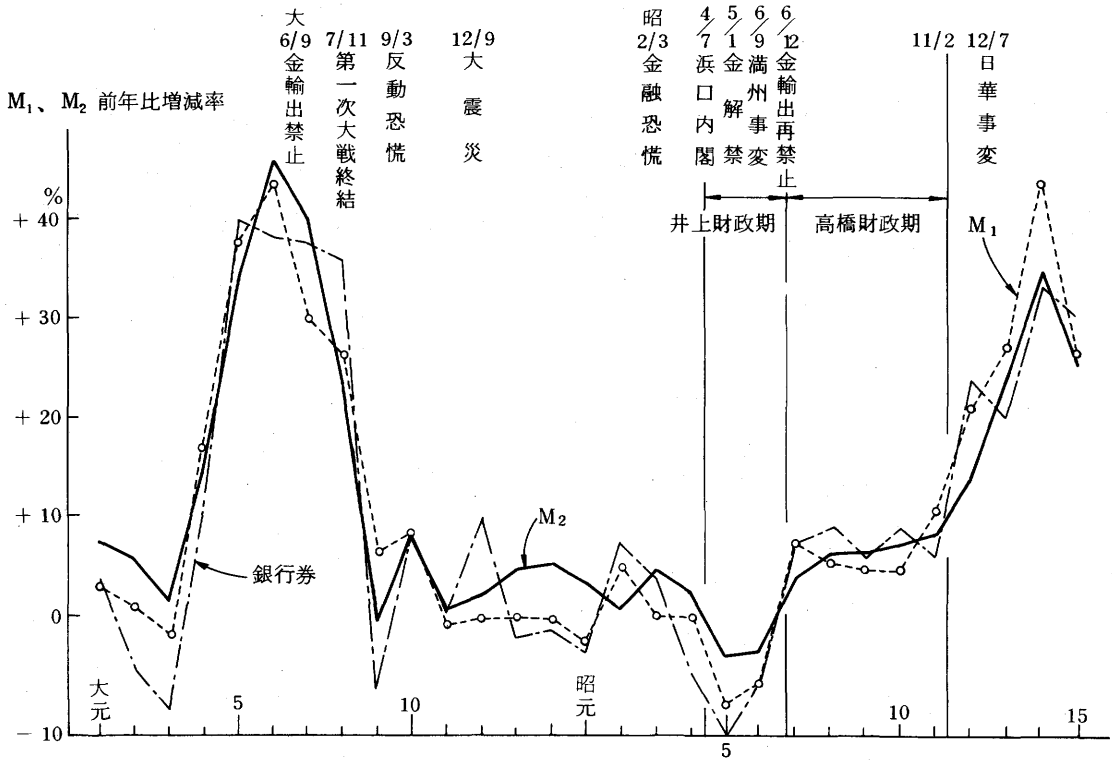
(図3) 物価、為替相場、正貨残高推移



(注) 購買力平価 (大正2年基準) = 大正2年の 為替相場 × 米国卸売物価指数(大正2年基準) 日本 " (") として試算。

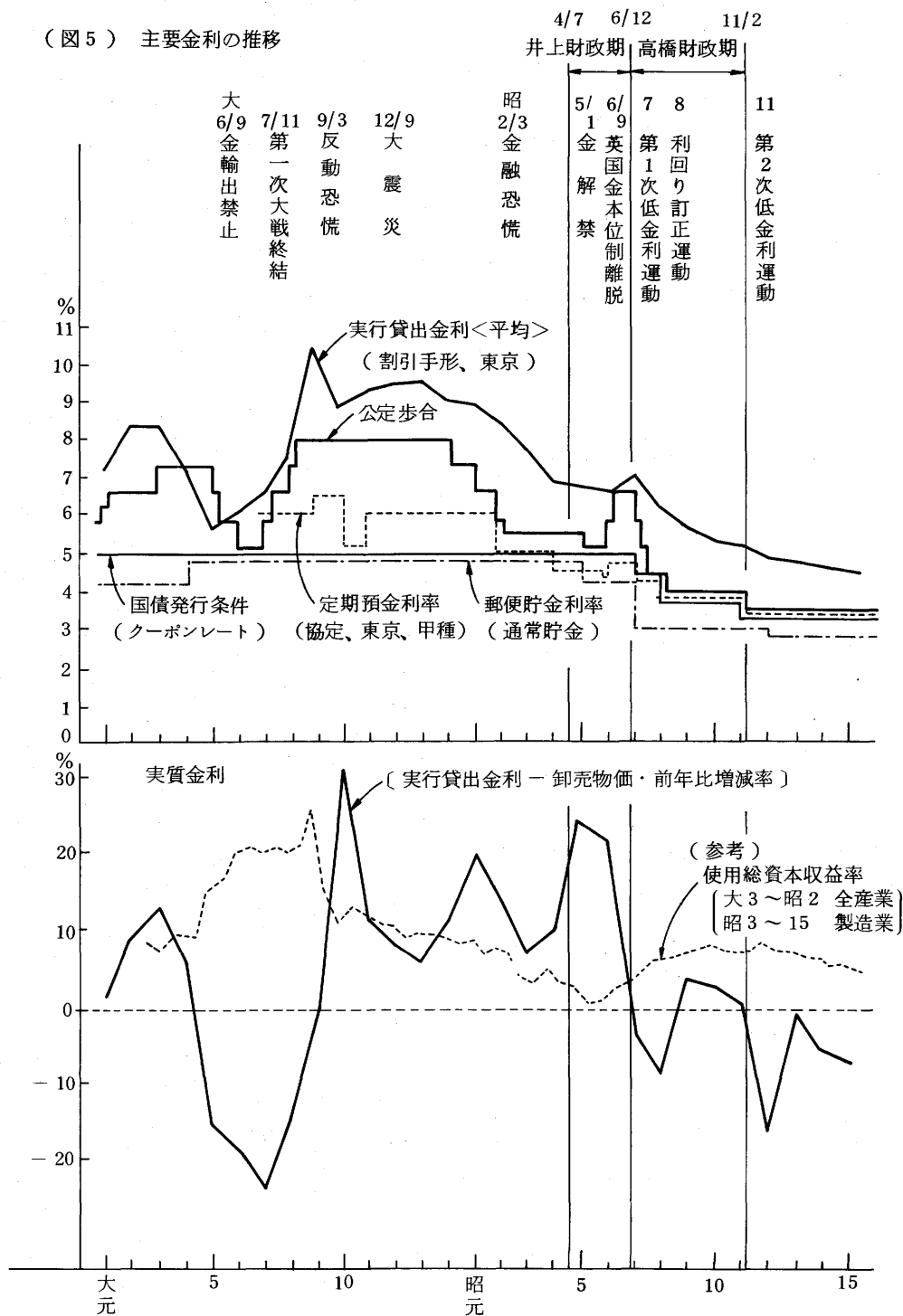
(資料) 日銀統計局「明治以降本邦主要経済統計」、大川「長期経済統計1国民所得」等。

(図4) マネーサプライの推移



(資料) 朝倉・西山「日本経済の貨幣的分析」、大川「長期経済統計1 国民所得」。

(図5) 主要金利の推移



(資料) 日銀統計局「明治以降本邦主要経済統計」、東洋経済新報社「明治大正国勢総覧」「昭和国勢総覧」等。

放出の目的を達する。兎に角通貨補充の必要に応ずる程度に於て国債を買入れれば宜しいのである。……私は之を参考に供した。高橋大蔵大臣は頻りに日本銀行と金融市場と密接するの必要を切言するので、私は国債売買即ち市場接触であると弁じた。此の考え方を更らに押し進め、日本銀行の国債引受発行を創意的に工夫したのは高橋大蔵大臣である。私の所説たる既発国債買入の代りに新発行国債の引受となったので、通貨補充の見地よりして帰する所は同じである。さうして、通貨補充の外に、満州事件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。即ち一石三鳥の妙手であった。」

ここで、①深井副総裁は日銀の国債買オペ実施による金融緩和をベストの方策として高橋蔵相に進言したこと、一方②高橋蔵相は景気対策を重視して日銀引受けを「創意的に工夫」したこと、が明らかにされている。このように両者の意見が喰い違ひ中で、深井副総裁は、財政節度の喪失を最後まで懸念しつつも、国債の日銀引受けを「一石三鳥の妙手」、「窮余の一策」（後出、深井〔51〕）として高橋蔵相に妥協していったわけである。なぜそうなったのか、その間の事情について、時代的制約に注意を払いながら以下において検討してみよう。

ロ、当時の金融経済情勢についての深井副総裁の判断

深井副総裁は当時の金融経済情勢についてどのように判断して、上記イ、①の結論を得たのであろうか。深井副総裁の判断はひと言でいって「解禁末期及び再禁止直後の金融は甚だしく梗塞の状態にあった」（深井〔51〕、352頁）ということに帰着するように思われる。そうした「金融梗塞」現象として深井副総裁はいろいろと指摘しているが（同前352～54頁）、整理してみると、第1は日銀と金融市場に係わる問題である。正貨準備の流出から資金が大幅に引揚げられたため、日銀

貸出は微増したものの、銀行券（現在でいえばマネタリー・ベースという感覚であろうか）が大幅に減少、コールレートも上昇した。因みに、昭和5～6年中に正貨残高は1,343百万円から557百万円へと786百万円減少したが、この減少額はこの間における銀行券（平残）の減少額224百万円の3.5倍に相当している。第2は、市中金融に係わる問題である。正貨準備の流出に加え、市中貸出横這いのため預金が増減（前記マネーサプライの減少）した。市中貸出の横這いは、前記のインターバンク市場における資金需給の逼迫から金融機関の資金ポジションが悪化していたほか、貸手のサイドからみて安全な融資先が少なく、一方借手のサイドをみると民間に流動性資金需要（短期運転資金需要の意か）が少なかったためである。第1、第2の現象は、要するに、正貨流出に伴う逼迫を日銀貸出により緩和してきたところ、銀行券の制限外発行が常態化し、それ以上日銀貸出増加で緩和できなくなっていたことを反映したものである。いい換えれば、金本位制のルールないし思考と保証発行限度の存在という状況の下で追い込まれた金融逼迫であった。

上にみた「金融梗塞」現象を解消するために、深井副総裁は通貨の供給を増加することが望ましく、「再禁止後の金融政策上の目標たるべきことは当然である」（深井〔51〕354頁）と判断する。しかし、そのように「一応は簡単に考へられるが、通貨に対する不安を防止するの必要もあることを思へば、問題は頗る複雑微妙」（同前355頁）なのであって、深井副総裁は通貨供給増加に当って配慮すべき点を慎重にも示唆している。第1に政策当局のスタンスが緩和に転ずると民間は正貨準備流出が加速して金融政策が再び引締めに戻るのではないかと懸念を抱いていたので、これを一掃する必要があるということである。当時民間は（当局側もある程度）未だ金本位制のルールで判断していたことが留意されねばならない。第

2に、しかし、金融緩和に際しては通貨供給増加の経路を慎重に選択しなければならないということである。深井副総裁は、公定歩合の引下げは民間の流動性資金需要が少ない折柄、日銀借入れ需要の増加にはつながるまいと考えているが^(注4)（弾力性ペシミズム）、さりとてこのような問題の際にいつも取上げられる日銀による産業への直接貸出ないし株式投資など特別の方法による貸出は通貨の放漫な発行と受け止められて、通貨価値崩落の予想を惹起するので問題である、とした。

かくして、「金融梗塞」の背景、解消の必要性、打開策の問題点等を検討して、深井副総裁は、銀行券保証発行限度を拡大するとともに、国債買オ

ペによる金融緩和がベスト、との結論に至ったものと考えられる。^(注5) 正解を求めて詰めたともいうべく、また米国のニューディールにおいて国債の中央銀行引受けの方法によらなくても、財政による景気刺激と金融緩和を実行できた経験も想起されるところであろう。

次に、前記イ、②の問題、すなわちなぜ高橋蔵相が国債の日銀引受けを思いつき、それに執着したか、に簡単に触れておこう。第1に、困ったときに実行した前例があったことである。明治以降国債の発行方法の歴史は市中公募拡大の歴史であり（表1）、高橋財政において初めて当初から全面的に日銀引受けによることとしたのは、そ

（表1） 国債起債額起債方法別比較

（単位 百万円、％）

時 期 区 分	直 接 募 集	間 接 募 集	郵便局 売出し	特 別 発 行	代 償 発 行	紙幣交 換発行	証券交 換発行	承 継	合 計
（金額）									
明治 3～明治 26 （ 1870～1893 ）	84	17	なし	13	214	15	124	0	465
明治 27～大正 2 （ 1894～1913 ）	993	1,727	なし	377	528	0	110	37	3,770
大正 3～昭和 4 （ 1914～1929 ）	4,035	545	453	3,116	910	0	0	117	9,174
（割合）									
明治 3～明治 26 （ 1870～1893 ）	18.1	3.7	なし	2.8	46.0	3.2	26.7	0	100.0
明治 27～大正 2 （ 1894～1913 ）	26.3	45.8	なし	10.0	14.0	0	2.9	1.0	100.0
大正 3～昭和 4 （ 1914～1929 ）	44.0	5.9	4.9	34.0	9.9	0	0	1.3	100.0

（資料） 中島〔27〕（原資料は、大内〔5〕）

（注4） 深井（〔51〕357頁）の指摘、「日本銀行の金利引下は金融界が必要な場合に日本銀行より融通を受けるの採算を有利にし、其の外にも日本銀行は種々取引上の便宜を図ったから、一般銀行は之れを背景として各自の取引先に対する融通を円滑に為し得た筈である。是れが所謂金融の疎通である。其の結果日本銀行の貸出は幾分増加したけれども著しき額には上らなかった。」

（注5） 深井副総裁がこのような思考過程を順序をおって「説明」しているわけではない。「金融梗塞」の事情等を叙述してきて、「恰も此の時に当り」と話を転換しつつ、「日本銀行が国債を引受けて代り金を政府に提供し、政府が之れを使用して撒布すれば、通貨の増発となって金融の梗塞を解くの資けとなる」（深井〔51〕、357～359頁）とさりげなく述べているにとどまる。しかし、深井〔50〕、〔51〕のやや錯綜した叙述を整理し、思考過程を辿って論理的に組み直せば、本文に述べたように容易に「理解」できるのではないか。

れ以前に比して異なる意義をもったとはいえるが、国債の日銀引受け自体は従来にもその例があって格別目新しい方法でもなく、^(注6) 手取り早い方法であった。すなわち、明治43年シンジケート団結成時にすでに日銀引受けの例があり、また大正時代において、シンジケート団引受けなし預金部引受けによって消化しきれない場合、例外的な補助手段として(金額的にも僅少)日銀引受けに依存したことがある。さらに歴史を振り返ってみると、日清・日露戦争当時における巨額の軍事公債消化のメカニズムが注目される。これを大筋として整理すると、当時巨額の戦費を調達するための軍事国債はその相当部分が民間で消化されたが、資金蓄積の少ない当時にそうした実績を挙げた最大のポイントは、日銀が国債公募前に巨額の政府貸上げを行って、それにより政府資金の大幅散布が行われるように仕向けた点にあった。^(注7) これら政府貸上げはのちに軍事国債の公募で吸収した資金で返済されたのであるが、こうしたメカニズム(対政府貸出→国債公募以前の政府資金散布→国債公募→対政府貸出の返済、という関係)は高橋財政期のやり方と同工異曲であって、注目すべき前例となっている(吉野[52]、54、57頁、竹沢[24]149頁)。

第2に、当時濃厚な先行き不安感が存在しており、これをドラマチックな手段により一挙に解消する必要を高橋蔵相は感じていたのではなかろうか。先行き不安感の背景として、例えば英国金本

位制離脱(6年9月)による国際金融の枠組み動揺、満州事変勃発(6年9月)と上海事変への拡大(7年1月)、テロ統発(7年2月井上準之助、同3月団琢磨暗殺)・クーデター未遂(五・一五事件、犬養首相暗殺)・その結果としての政党内閣終えん、などがあげられる。^(注8) それに伴って、やや長い見通しに立つ手形レートが低下せず(リスク・プレミアムを高くみていた)、また6年中に続出した生産カルテルが7年になっても継続されたままで企業の生産態度が積極化しないといった問題があった。

ハ、深井副総裁が日銀引受けに妥協した理由

それでは、深井副総裁は慎重に検討して国債の買オペがベストの方策との結論に辿りついたにもかかわらず、なぜその案に固執せずに日銀引受けを「一石三鳥の妙手」として妥協したのであろうか。これに関して、以下の4点を指摘したい。

第1に、買オペについても問題点なしとしなかったことである。すなわち、当時の金融政策手段は公定歩合政策が中心で、オペはあくまで補完手段にすぎなかった。深井英五「通貨調節論」(新訂、昭和13年)に付いてみると、オペについては、「売買の容易ならざる公債」の「流動性は健全なる貸出に及ばない」ので、その保有の「程度に就き慎重の注意を払はなければならぬ」との考え方が底流としてある。優良な商業手形の割引による銀行券供給というリアル・ビルズ・ドクトリンが当時は支配的で、そうした金融論の制約の中

(注6) 現に、石橋湛山は、公共事業増加のために国債の日銀引受けを提案し(東洋経済新報・昭和7年1月2日号、[36]236頁)、また市中銀行も同様の提案を行う(東京日日新聞・昭和7年3月9日)など、容易に思いつかれていた。

(注7) 川田総裁の指摘、「軍資金ハ公債募入金ニ取ルコト勿論ナレトモ其ノ未タ集マラサルニ当リ巨額ノ支出ヲ要スルコトアレハ勢本行ヨリ貸上ヲ為シ其ノ不足ヲ補ハサルヘカラス」(明治27年日本銀行営業報告)、「(軍資)ノ不足ヲ告クルトキハ総テ本行ノ貸上金ヲ以テ補充シ通貨ヲシテ常ニ先ツ市場ニ散シテ而ル後国庫ニ集ラシムル」(明治28年日本銀行営業報告)。

(注8) このほか、為替相場の不安定化(円安化は輸出にメリットはあるものの、あまりの下落動揺に大阪商工会議所、東京商工会議所は7年1～2月に為替安定化を要望していた状況、[35]448～9頁)、名古屋地方での金融界動揺(7年3月)、などの事情もあげよう。

で中央銀行も思考していたのである。^(注9) 法制的にみても、オペが日銀の通常業務として規定されたのは、昭和17年日本銀行法によってであって、日本銀行条例時代は「大蔵卿ノ許可ヲ受」けたときのみ、「公債証書ヲ買入又ハ之ヲ売払フ」との建前であった。当時の実際のオペ操作の経験をみると、大正期以来、概して緩和期が続いたので銀行の余資運用のために日銀保有の証券をいわば「恩恵的に売る」との感じであり、買オペで金融緩和を進めるという経験はいし発想はあまりなかったのではないと思われる。

こうした時代環境の下で、深井副総裁は、優良

手形の少なくなっている折柄買オペの結論をえたものの、それにあくまでスティックしきれないひっかかりを感じたのではなからうか。^(注10)

第2に、満州事変勃発により国債増発が必至ながら、買オペの大規模な推進に自信がない場合は、市中消化は著しく困難と判断したことである。「財界萎靡」、「金融窮屈」のためシ団全額引受けは困難、ましてや一般公募は一層困難であり、大量の売残りが出たとなると、先行き一層の嫌気を誘う公算が大、とみたのであった。^(注11)

第3に、深井副総裁は、国債の日銀引受けに伴う将来の財政節度喪失を懸念^(注12) したものの、

(注9) 因みに、日銀調査局「英、米、独、仏各国ニ於ケル中央銀行ノ業務」(昭和5年6月)をみても、手形割引、貸付、預金等を列挙したあと、オペについては「一般市場取引」の名で末尾に軽く触れる程度で、有力な政策手段との意識は未だそれほどないところである。当時の教科書、例えば田中金司「金本位制と中央銀行政策」(昭和4年)、高垣寅次郎「銀行論」(昭和5年)なども、ほぼ同様の事情にあり、オペを漸く政策手段と認識するようになりつつあった程度のことと思われる。

(注10) 買オペについて、ここで述べたように考えると、国債の日銀引受けでも国債手持ちとなるではないか、という疑問が生じよう。この点については、深井副総裁は、買オペ案が高橋蔵相に拒否された以上、逆に日銀引受けはするが、その国債を市中に売放していけば、バランスシートはかえってきれいになると考えたのではないかともいえる。深井副総裁が、「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。日本銀行の国債引受けに『一応』と云う条件が付せられたのは、此の主張の趣旨が認められたのである」(深井[50] 269～70頁)と述べているのは、以上のように解釈できるのではあるまいか。

(注11) 「満州事件を契機とせる国際情勢の変化及び我が国家経営の進展に伴ひ、諸般の国費支弁のため国債発行の必要は増大した。然るに財界萎靡、金融窮屈の爲め、従前の方法により国債を募集することは困難になった。従前は東京、大阪、及び名古屋の大銀行其他の金融機関を以て成る所の国債引受団をして、発行額の全部又は大部分を予約引受けしめ、一般の応募に対しては右予約高の内から割当てることも出来るやうにする仕組であった。久しきに亘ってそれが円滑に行はれ、時として日本銀行が小部分を引取ると云ふだけで済んで来たのだが昭和7年に於ては引受団が大部分の予約引受を困難とする実情となった。一般応募を以て之れに代へることは一層望み難い。予約引受又は一般募集の方法を以て発行したものが、大部分日本銀行の引取りとなるやうでは、失敗の形を現はして国債の信用を害し、益々嫌気を催さしむるであらうから、寧ろ日本銀行の引受として全部を発行し、希望者には日本銀行から売却することとする方が宜しからうと思惟せられた。国債発行の方法として見れば窮余の一策だとも云へるが、日本銀行が国債を引受けて代り金を政府に提供し、政府が之れを使用して撒布すれば、通貨の増発となって金融の梗塞を解くの資けとなる。財界振興の爲め通貨の増発が望ましい時に之れを実現する便法である。……国債募集が困難となった時に、中央銀行が募集額の大部分を引取り、若しくは中央銀行の政府貸上を以て国債募集に代へるのは幾多先例のあることだが、大胆に始めから日本銀行引受の方法を以て国債を発行し、市場の状況により之れを売り出すことを工夫したる所に新機軸と云ふべきものがある。」(深井[51] 358～60頁)。

(注12) 「財政の見地から之れに対して起るべき批評は、国費支弁力を判定することが六かしくなると云ふ点にある。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

日銀引受けは「臨機処置」であり、経済にマクロ的需給ギャップのある間はインフレになるまいという感覚があったことである。日銀引受けは、長い目でみれば大きな弊害があるが、目先だけとってみればデメリットは小さい、と考えたようにみえる。

第4に、高橋蔵相、深井副総裁の個人的関係を背景としたポリティカル・エコノミーの力学が作用したことである。深井英五の日銀入行時において高橋是清は副総裁であったが、高橋是清が日露戦争の戦費調達のため外債募集に奔走した際、深井はその随行を命ぜられるなど、能力・識見を高く評価され、その知遇をえていたところであった。両者の親密な交渉は、高橋是清の日銀退任後も維持されていたのであり（吉野〔53〕第12章「深井英五論」）、こうした個人的関係が、深井副総裁が高橋蔵相案に妥協していく際、心理的バネとして意外に大きく作用したのかもしれない。

二、日銀引受けの受け止め方

高橋是清が大蔵大臣に就任したのが6年12月で、議会における財政演説で日銀引受けの方針を宣明したのが7年6月、そして「高橋氏は再禁止後の急切措置を了りたる上、昭和7年晩夏の頃より葉山に滞留して調査熟慮を遂げ、為替相場維持の為め場合により為替管理を強化するの已むを得ざることと、日本銀行の国債引受により当面財政上の必要と金融対策との調合を図るべきこととの腹案を得た」（深井〔51〕359頁）うえて、国債の日銀引受けが現実に行われたのが7年11月である。従って、昭和7年秋頃に日銀、政府の間で日銀引受けに関し合意ができたものと思われる。この間、約1年間にわたって深井・高橋両者の間でこれまでみてきたような交渉があったのである

う。そうであるとすれば、「この制度は当時の財政金融政策上の大問題であって財界特に金融界に与えた影響は大きかった。また、その運用いかんを巡って論議も多かったが、しかし、この制度の採用に対して積極的に反対する者もなかったし、また全面的にこれを否定する者もなかったことは不思議であった」（〔7〕169頁）と、表面的にはいいうるかもしれないが、こうした断言はその背後での動きをみない皮相的見解の感もないではない。実際、土方日銀総裁は7年4月の支店長会議において、「国債発行の事を述べると7年度の新規発行丈で4億9千万円あり、其の内に満州上海事件費公債が2億2・3千万円あります。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けさせ様とするのですが、之を世間で吸収する力が少いと相当兌換券の増加となります」（日銀保有資料）と日銀引受けによる国債発行に批判的であったようにうかがわれる。当時は銀行券という概念しか使われなかったが、これを現代のハイパワード・マネーに置き換えるならば、この考え方はインフレ懸念を表明しているのである。また、日銀引受けのメリット・デメリットを一応詰めたうえて深井副総裁の、「一石三鳥の妙手」といい、「窮余の一策」という微妙な表現の差異の中に、当時の「財界振興の必要」とオーソドックスな金融政策の要請、との相剋を読みとりうるのかもしれない。現に、深井副総裁は、「日本銀行引受による国債発行の方法は、私の外国巡遊中（注一 昭和8年のこと）諸方で話題となり、大概の人は気軽に其の妙案たることを称賛したが、モレー氏（注一 フランス銀行総裁）だけは決して可否を言明しない。非難もしないが、空世辞も出さない。

限度が直に見える。……然るに我が通貨発行制度の下に於て、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云ふべきものは見えない。……故に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於ては適切有効の施為であったが、之を利用するには慎重の注意を要するのである。」（深井〔51〕360～61頁）。

只、今まで好成績であるのは結構だと、頗る深い含蓄を以て、何遍も同じ言葉で応酬する」^(注13)
(深井〔50〕313頁)と述べ、モレー・フランス銀行総裁がインフレ台頭を示唆したことを記録している。さらに、「兌換銀行券条例中改正法律」の議会審議の過程で、「今日巨額ノ公債ヲ日銀ガ引受ケマスコトハ、政府ノ財政ノ便宜ノ為ニ日銀ヲ利用スルコトニナルノデアリマシテ、日銀ノ将来ニ対シテ甚シク危惧ノ念ヲ懷カシムルモノデアリマス」(田中貢議員、〔55〕388頁)といった心配がいろいろ述べられているのを見出すことができる。

しかし、日銀資金の追加的供給を容易にすることがインフレに道を開くことになるのではないか、という懸念(小川郷太郎議員、〔55〕455頁)が、景気不振の中で、議会においてはより深く議論されることなく終わったということであろう。また、「日銀ノ本来ノ性質カラ申シマスナラバ、政府ノ財政ノ御都合ニ依ッテ、日銀ノ政策ヲ動カサレルト云フコトハ考ヘ物デアリマシテ、大ニ是ハ警メナケレバナリマセヌ」(田中貢議員、〔55〕388頁)といった問題提起はあったものの、国債の日銀引受けによる日銀の政策運営の困難化については、さほど議論されたあとはないようである。

以上要するに、井上財政期のデフレ政策による深刻な不況を早く脱け出たいとの雰囲気が支配的であった中で、国債の日銀引受けに伴う問題点につき楽観的見方と警戒的見方が交錯し、それがつき

詰められないまま、^(注14) 高橋財政がスタートしたということであろう。そこで、次に高橋財政期の経済パフォーマンスが現実どう推移したかをみなければならぬ。

3. 高橋財政の進展と そのパフォーマンス

(1) 進 展

イ、日銀引受けのための準備工作

これまでみてきたような経緯に立って、国債の日銀引受けが現実に行われたのは7年11月25日のことであった。それまで長い間5分利であった国債はこの時はじめて4分利半に低下した。ここに、大量の国債発行と金融緩和(低金利政策)とを両立させて政策運営が行われていくこととなったのであるが、そのためにとりあえず日銀引受け方針の宣明時から現実の実行時までの間に、日銀引受けのための準備工作が行われていることをみておこう。

その第1は、国債の日銀引受けにより銀行券増発を必至とみて、それが当時の中央銀行制度と矛盾することに伴う改革である。すなわち、7年6月における「兌換銀行券条例中改正法律」、「日本銀行納付金法」、「日本銀行参与会法」の制定である。このうち、兌換銀行券条例中改正法律については、高橋蔵相は「我が財界ノ現状ヲ見マスルニ、其最モ憂フベキ点ハ、通貨ノ循環流通ガ円滑ナラザルコトデアリマシテ、今日ノ如クニ通貨ガ

(注13) モレーの発言について、西村淳一郎(7～11年大蔵省理財局国債課長)は「たいへん味わいのあることだ」とし、また青木得三は「第一次世界大戦の折、フランス銀行で公債を引き受けたことがある。当時のフランスはご承知のとおり相当インフレに苦しんだわけでありまして、フランス銀行の総裁が深井さんに対して、『今までよくいっているのは結構です』という言葉を繰り返したというのは……まことにさもありなんというように思われる」としている(〔11〕82、88頁)。

(注14) 長年健全財政主義を唱え、また議会で日銀引受けに伴うインフレ懸念を指摘した「小川郷太郎さえ、この制度は『下痢症に病んでいる日本の財界に栄養物を摂取せしめる方法であり、決して二階から目薬で何の効果もないことはない』と言いながら、この日銀引受方法によって時局匡救のために歳入補填公債を発行することは、今日時宜を得たやり方である、と認めている」(〔7〕169～70頁)といった両義的態度にあった。

不足シ、信用ガ収縮シテ居ツテハ、到底産業ノ振興ヲ望ムコトハ困難デアリマス。之ニ付キマシテハ我国ノ兌換銀行券制度ガ、我が経済力ノ伸展著シキモノアルニ拘ラズ、明治32年以来一度モ改正セラレズ、今日ノ時代ニ適応スルノ機能ヲ欠イテ居ルコトガ最大ノ理由ト考ヘラレマス」(〔34〕386頁)と説明している。経済発展に加え、金解禁中の激しい正貨流出により、正貨準備発行が激減し、高率の発行税を課される制限外発行が常態化し(それを抑制する狙いもあって、6年には2度公定歩合を引上げ)、金融緩和の促進がこの点から抑制される傾向があったのである。しかし、大きな狙いは、巨額の国債を日銀に引受けさせるために、制限外発行による拘束を除去しておく必要がある、というところにあった(〔43〕65~6頁)。ここに従来の保証発行限度1億2千万円は一躍10億円に拡張されるとともに、制限外発行についても、大蔵大臣の許可ならびに発行税の賦課は15日を超える場合に限定し、かつ制限外発行税の税率も国債利子の引下げを予想し最低年5分から3分に引下げられた。^(注15)「この改正は単なる(保証発行限度の)引上げというよりもむしろ正貨準備による発行高の制約を事実上解除し、通貨の供給を容易にしようとするものであり、ここにはじめてわが国はいわゆる管理通貨制度への第一歩を印したのであった」(〔43〕66頁)。昭和16年3月の「兌換銀行券条例の臨時特例に関する法律」(さらに17年2月の「日本銀行法」)は、そうした事実上の管理通貨制度への移行を法制的に追認したものである。

第2に、低金利政策を行うことも狙っての為替管理の実施である。金輸出再禁止後、為替相場低

落の状況から資本逃避、為替思惑の抑制が問題となり、また低金利政策の実行が海外への資本流出により妨げられることのないよう、7年7月「資本逃避防止法」が制定された。ただ、この法律だけでは、逃げ道もあって、「為替相場の漸落傾向に対処するには不十分なるを免れなかった。更に財政上の通貨増発懸念等が作用して対米相場は7年11月には20弗にまで続落したから、遂に…為替政策も積極的な低落防止へと転換せざるを得なくなり、為替相場そのものの安定を目的とした為替統制が日程に上ることとなった」(杉田〔19〕6頁)。かくて、資本逃避防止法は8年3月「外国為替管理法」へと発展することとなる(〔48〕295頁)。これは、前例のないほど広汎な統制を認めた政府に対する権限委任立法で、経済統制法の進展過程において画期的意義をもつ立法であったとされるものである(杉田〔19〕6頁)。

第3に、7年7月の「国債ノ価額計算ニ関スル法律」の公布である。これにより、国債の価額を財産目録に記載する際、商法の採用する時価主義の例外として取得当時の時価を超過しない限り大蔵大臣の告示する標準発行価額によることを認めたのである。その立法趣旨は、国債が「其ノ価格変動ノ程度極メテ小ニシテ仮令一時特殊ノ事情ヨリ相当低落スルモ、間モナク回復ヲ見ルヲ常」(「法律制定ノ要旨」)とするから、「長期間ヲ以テ見ル時ハ国債ニ付テハ一定ノ標準価格ヲ以テ之ヲ財産目録ニ記載スルモ大ナル不都合ヲ生ゼザルノミナラズ、是ガ為メ国債所有者ニ大ナル利便ヲ与ヘ且国債ノ発行ヲ容易ニシ、其ノ価格維持ニ資スル所多」(同前)い、というところにあった。従って、この法律自体は、国債の日銀引受け、公

(注15) 木村清四郎(大正8~15年日銀副総裁)が特別金融制度調査会委員として、同調査会審議において、保証発行限度の一挙拡大、制限外発行税率引下げに慎重な態度を示していることは、早くから高橋財政に批判的態度をとるに至ることと相まって、当時の日銀の雰囲気間接的に伝えるものであろうか(田中〔25〕8、18頁)。

募にかかわらないが、^(注16)そこでの狙いは、金融機関が保有する国債の評価損を計上しないですむようにし、国債を持ちやすくして、先行きの国債売オペに備えた点にあった。

ロ、景気刺激への転換

以上のような準備工作を実施しつつ、政府は景気刺激へと転換していった。まず、犬養政友会内閣は成立と同時に、金輸出再禁止を断行、さらに銀行券の兌換停止に関する緊急勅令を公布して（昭和6年12月）、為替相場が実勢通りに低下することを容認した。現実には、為替相場は6年平均の48.9ドル（100円につき）から7年平均の28.1ドルへと大きく円安に振れている（7年11月には20.7ドルへ暴落）。このように為替相場を実勢へ輻寄せしつつ、政府は外国為替管理法を背景に為替の低位安定に一応成功（〔48〕295頁）、財界の為替安定化要請にも応えていくこととなった。為替の低位安定^(注17)により、政府は国内価格の回復と輸出増大を企図したのであり、後に海外からソーシャル・ダンピングとの批判が出てくる誘因をなしている。ただ、こうした政策転換に対して一般は好感をもって受け止めたのではあったが（いわゆる「再禁止景気」）、前述のように濃厚な先行き不安感が存在していたために、一層

の有効需要増大につき各界からの要請が強まり、政府もその必要を認めた。

折しも6年9月には満州事変が勃発、また農業恐慌が事変勃発の一因となったこともあり、政府、高橋蔵相は国債発行増をテコとした財政支出の拡大に乗り出していった。昭和7～8年度における財政規模の急拡大は顕著であるが（表2）、これをGNPベースの財政支出（前年比）についてみると名目で7年+13%、8年10.2%、実質で同+13.3%、+6.5%という大幅な増加となっている。また名目GNPに対する財政支出の比率も7年にかけて上昇している。後述するように高橋蔵相は増税を景気回復の芽を摘むものとして回避した（税収は10年度に至ってようやく3年度の水準を超えたにすぎなかった、表3）ので、そうした財政支出の拡大は財政赤字の拡大を当然の結果として伴った。財政赤字の貯蓄に対する比率、および名目GNPに対する比率が7年にかけてハネ上っている（図6）。財政支出拡大の内訳は、農村不安に対処した土木事業など「時局匡救費」と軍事費とであって、このうち軍事費は満州事変さらに上海事変への拡大（7年1月）などを背景に増大、一般会計歳出に占めるそのウェイトは昭和初期の20%台から50%弱にまで上昇している^(注18)（表

（注16） この国債の標準価格制は、現在でいえば昭和55年国債評価に関して原価法、低価法の選択制を急場しのぎで採用したのと軌を一にするものである。

なお、「国債ノ価額計算ニ関スル法律」については、「ここで重要なことは、日本はあとでずっと公定相場というものがたくさんできたが、そのうち国債については割合早くできた」（大内兵衛、〔11〕47頁）こと、また当時、「発行価格をもって金融機関の帳簿に記載する場合においては、将来国債の価格が非常に低落いたしました場合において、金融機関の帳簿価格というものは実際の価格とかけ違ったものになって、もしも金融機関がそれを処分しようという場合が起ったとき、その帳簿価格、すなわち発行価格では処分できない。つまり水増しになる、金融機関の内容が不健全になる」という、高橋財政のやり方に対する批判があったこと、などに留意すべきであろう（青木得三、〔11〕48～9頁）。

（注17） 政府は、8年3月8日以降為替の基準相場をドル建からポンド建に変更、対英相場を1シリング2ペンス（1円につき）の線で安定させることを目指した。14年10月に再び為替をドル基準に改めるまでの長期にわたって、この相場にベッグされるかたちとなった。

（注18） 「時局匡救費」は土木事業であるから、景気対策に使ったといえるにしても、軍事費はその性格上裁量的政策になじまないもので、これを景気対策としての有効需要増大策とみるのは疑問ではないか、との声もあ

(表2) 財政規模

(単位 百万円、%)

	歳 入				歳 出			
	一般会計	特別会計	重複を控除した純計	前年度比	一般会計	特別会計	重複を控除した純計	前年度比
昭和 年度				%				
4	1,826	3,724	4,557	1.9	1,736	3,063	4,117	5.1
5	1,597	3,550	4,261	Δ 6.5	1,558	3,052	4,001	Δ 2.8
6	1,531	3,192	3,801	Δ10.8	1,477	2,691	3,509	Δ12.3
7	2,045	4,199	4,689	23.4	1,950	3,623	4,279	21.9
8	2,332	5,014	5,482	16.9	2,255	4,375	5,080	18.7
9	2,247	5,994	6,238	13.8	2,163	5,228	5,710	12.4
10	2,259	6,039	6,250	0.2	2,206	5,235	5,817	1.9
11	2,372	8,590	9,046	44.7	2,282	7,661	8,432	45.0
12	2,914	10,350	10,865	20.1	2,709	8,402	9,195	9.0

(注) 決算額ベース。

(資料) 日銀統計局「明治以降本邦主要経済統計」、

(表3) 一般会計歳入内訳

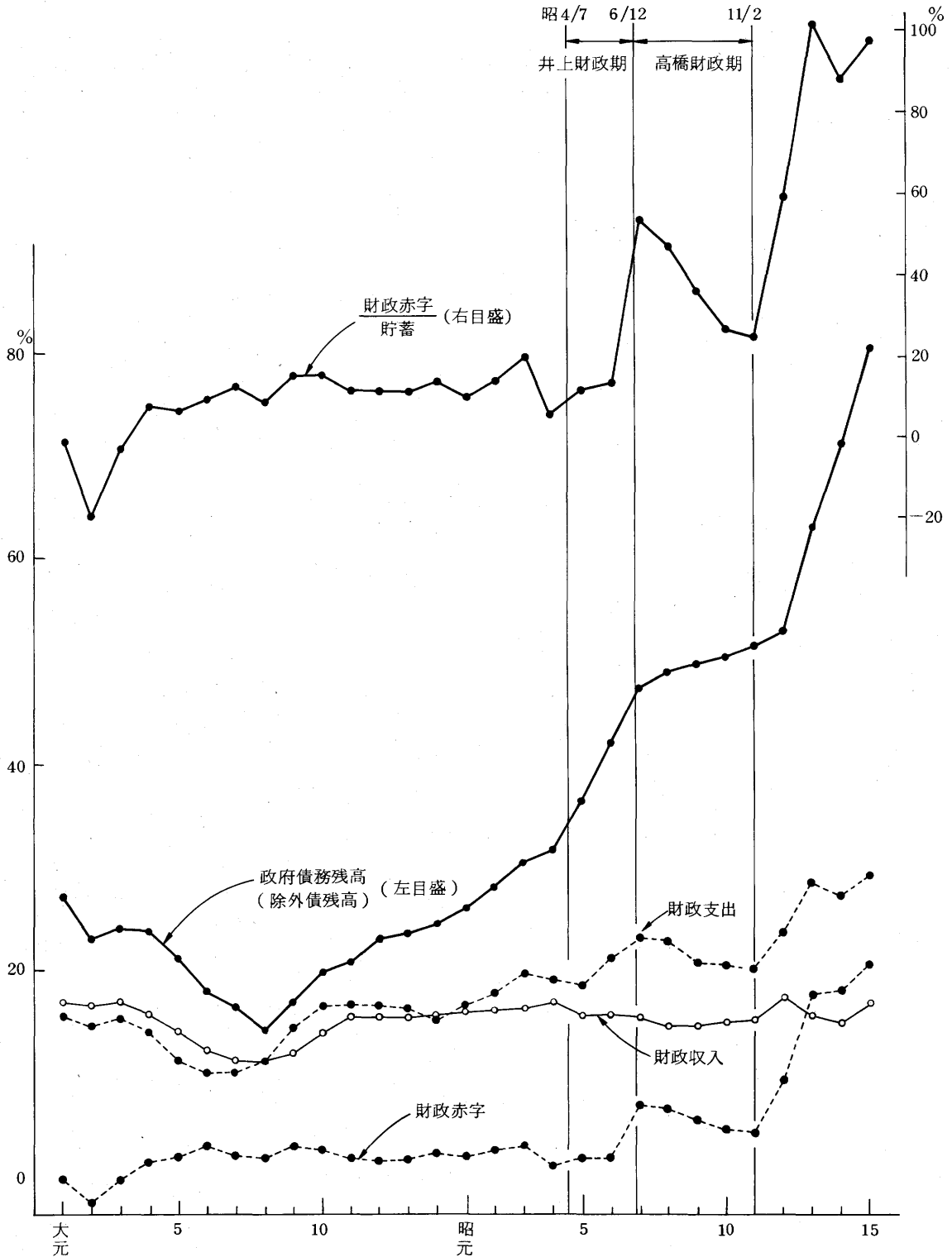
(単位 百万円)
()内は構成比%

	合 計	うち	うち	印紙収入	官業および 官有財産収入	公債および 借 入 金
		租 税	所得 税			
昭和 4 年度	1,826	894(49)	200(11)	79(4)	480(26)	100(5)
5	1,597	835(52)	201(13)	70(4)	488(31)	38(2)
6	1,531	736(48)	145(9)	65(4)	473(31)	120(8)
7	2,045	696(34)	136(7)	67(3)	467(23)	660(32)
8	2,332	749(32)	160(7)	74(3)	495(21)	783(34)
9	2,247	843(38)	196(9)	78(3)	265(12)	742(33)
10	2,259	926(41)	227(10)	79(3)	281(12)	678(30)
11	2,372	1,052(44)	277(12)	94(4)	308(13)	610(26)
12	2,914	1,432(49)	478(16)	93(3)	367(13)	605(21)

(資料) 日銀統計局「明治以降本邦主要経済統計」

りうる。しかし、高橋蔵相が満州事変勃発等を奇貨として、軍事費増大を景気刺激に作用させようとしていたことは無視できない。例えば、「軍事費の増加に関しては、色々と議論もあるけれども、……これとても国民の生産力、経済力の進展を阻害するほどではなく、寧ろ我国最近の産業界に刺激を与えてゐるもので、この意味から見れば他の公共事業や土木事業を起すのと、其の効果においては大なる隔たりはないと思はれよう。」(高橋[21] 640頁)。

(図6) 財政関連指標(対名目GNP比率)



(資料) 日銀統計局「明治以降本邦主要経済統計」、大川「長期経済統計Ⅰ国民所得」

(表4) 一般会計歳出内訳

〔単位 百万円〕
〔()内は構成比%〕

	合 計	うち 行政費	軍事費	国債費	年金および恩給
昭和 年度					
4	1,736	811(47)	495(29)	280(16)	145(8)
5	1,558	689(44)	443(28)	273(18)	149(10)
6	1,477	650(44)	455(31)	214(14)	154(10)
7	1,950	858(44)	686(35)	241(12)	160(8)
8	2,255	879(39)	873(39)	335(15)	164(7)
9	2,163	685(32)	942(44)	361(17)	170(8)
10	2,206	623(28)	1,033(47)	372(17)	174(8)
11	2,282	656(29)	1,078(47)	363(16)	180(8)
12	2,709	889(33)	1,237(46)	400(15)	180(7)

(資料) 日銀統計局「明治以降本邦主要経済統計」

4)。

なお、以上の政策の結果、国債の累積が不可避免であったことはいうまでもない。一般会計歳入に占める公債・借入金の割合は、6年度7.9%から7～11年平均は30.7%と急上昇(表3、なお前出図6も参照)、井上財政当時60億円といわれた国債現在高は11年度末には106億円と100億円を超え、世人の注目を惹くに至った。新規発行債の主要なものは、満州事件費等の軍事公債と7年度以降におけるわが国初の歳入補填公債であるが、高橋財政期としてみれば、政府債務残高(表5)の中で、軍事公債のウエイトはむしろ低下、歳入補填公債のウエイト上昇が目立っている。従って当時を戦時体制下の特殊な例としてとらえるのは不適切である。

景気刺激へ転換していった方策の3番目として、低金利政策の推進をあげねばならないが、これについては次で触れることとする。

ハ、日銀の協調的スタンス

政府の政策転換の下で、日銀も政府に積極的に協調していった感がある。

第1に、日銀は、国債の日銀引受け開始以降10年末までに発行された国債総額33億79百万円のうち82%にあたる27億67百万円を引受けている(表6、なお日銀以外で引受けたところでは預金部が主力であった)。これに加えて、国債価格支持的な行動もとっている。すなわち、日銀引受け開始前の7年4月にすでに国債担保貸出を優遇することとした。内規を改正して、国債担保貸出のうち短期貸出については高率適用制度を廃止し、金額の多寡にかかわらず最低歩合を一律に適用することとしたのである。この措置の狙いは、低金利政策を推進しつつ、国債の大量発行に備え消化環境を整備するところにあった。また、10年10月には売戻約款付国債買入れを行うこととした(12月から買入れ実施)。折柄、金融機関の資金繰りが繁忙となりつつあり、国債の売却意欲が強まってきたことに対処して、従来ごく一

(表5) 政府債務残高

(単位 百万円、%)
() 内は小計に占める割合

	合 計	長 期 債				短期債	借入金	合 計 名目GNP
		小 計	うち軍事公債	歳入補填公債	うち内国債			
昭和 1	5,628	5,172	1,718(33)	-(-)	3,711	6	450	35.2%
4	6,576	5,959	1,664(28)	-(-)	4,513	44	573	40.4
5	6,843	5,956	1,657(29)	-(-)	4,477	199	688	46.6
6	7,053	6,188	1,703(28)	-(-)	4,715	224	642	53.0
7	7,911	7,054	2,023(29)	338(5)	5,664	320	536	57.9
8	8,917	8,139	2,213(27)	873(11)	6,724	544	234	58.1
9	9,780	9,090	2,490(27)	1,444(16)	7,688	522	167	57.6
10	10,525	9,854	2,677(27)	1,943(20)	8,522	454	217	57.5
11	11,302	10,575	2,850(27)	2,366(22)	9,258	444	284	58.5
12	13,355	12,817	4,597(36)	2,722(21)	11,517	453	85	58.5
13	17,921	17,345	8,395(48)	3,301(19)	16,065	492	84	67.9
14	23,566	22,886	12,797(56)	4,241(19)	21,628	595	85	75.5
15	31,003	29,848	18,101(61)	5,506(19)	28,611	1,047	108	84.1

(資料) 日銀統計局「明治以降本邦主要経済統計」、ただし、軍事公債、歳入補填公債は〔7〕、名目GNPは大川一司他「長期経済統計1 国民所得」による。

(表6) 国債発行額と日銀引受け高

(単位 百万円、額面、交付国債を除く)

	発 行 額			日 銀 引 受 け 高	
	新 規	借 換	計		発行額に対する割合
昭和 年					%
7 (11月以降)	200	0	200	200	100
8	1,162	53	1,215	1,115	92
9	660	256	916	701	77
10	780	268	1,048	751	72
合 計	2,802	577	3,379	2,767	82

(資料) 日銀調査局「財政金融資料要録」(〔44〕より)

部の取引先に対して緊急融資的に行われてきた売戻約款付国債買入れを全ての割引取引先に拡大したのである（本措置の性格は一種の短期貸出であり、のち12年7月に至って国債担保貸出を一層優遇する＜商手再割引と同レートとし、順輪化＞ようになることに先駆けるものであった）。

次に、低金利政策の推進である。これには3つの観点、すなわち、不況対策、^(注9) 国債費抑制、^(注20) 国債転売の円滑化、の観点が渾然となっていたが、高橋蔵相の財政演説などからはとりわけ国債費抑制が意識されていたようにも窺える。因みに、国債累積にもかかわらず一般会計歳出に占める国債費のウェイトは、昭和初期に比べて高橋財政期に別に高まったわけではなく、ほぼ同程度の15～16%であった（前出表4）。こうした低金利政策は、1つには公定歩合の引下げにより進められた。公定歩合は、7年3月、6月、8月、8年7月と短期間のうちに4回引下げられている。7年3月、6月の引下げは前内閣のドル買いに對抗した高金利政策の修正というべきであるが、7年8月には郵便貯金金利引下げの発表（1.2%引下げ、年3%）のあとをうけて第3次公定歩合引下げ（日歩2厘）が実施され、ここに低金利政策の積極的展開は国家財政の要請に基いた政策としての意義を濃厚にもつこととなる（〔44〕29頁）。この第3次公定歩合引下げの際、東西組合銀行は定期預金の協定利率を甲種銀行4.2%、乙種銀行4.7%と各0.5%引下げ、普通預金も各日歩1厘引下げを実施、全国各地の預金協定利率もこれ

に倣った。これだけの準備のあとで7年11月の国債の日銀引受け開始と同時に、長年ほとんど全てを占めていた5分利国債に代って4分半利国債が発行されたのであった。

次に、郵便貯金利率の引下げ（7年10月、4.2→3.0%へ引下げ）に加え、国債利率の引下げを通じて低金利政策が推進された。すなわち、「国債の引受発行により日本銀行からの資金を放出して金融を緩和すると同時に、郵便貯金及び国債の利率を低下して市場を誘導するのが其の手段であった。公募の場合には市場金利を参酌して国債の利率を定めなければならぬが、日本銀行引受発行なるが故に、国債の利率を妥当に定めて其の影響を市場に及ぼすことが出来たのである」（深井〔50〕273頁）。このように国債の発行条件が市中金利をリードしていた面があるだけに、上記のような国債の利回り低下によって市中金利の低下は一段と促進され、8年7月東西組合銀行はさらに定期預金利率を0.5%引下げ、全国各地の預金協定利率もこれに追随した。こうした動きを背景に4分半利国債の市価が漸騰、8年7月以降額面を突破することとなったので、8月には4分利国債が発行された。4分利国債の発行は実に明治43年桂内閣以来のことであった。こうして7年半ばから8年末までの間において本格的低金利時代に入り（「第1次低金利運動」といわれる）、前出図5からも窺えるようにそれまでになかった低金利水準を示現している（なお、11年3月馬場蔵相就任後、より強まったかたちで、人為的低金利政策

〔注19〕 「金利水準の低下は高橋氏が産業振興の方策として重きを置いた施為の一である。私も進んで之に同意した。金解禁政策の結果として起った金利の暴騰を整理するの必要ありしことは云ふまでもなく、元来我国の金利水準は異常に高くして産業発達の妨害となって居たのだから、金本位制の束縛を脱したる機会に其の低下を図るは当然である。」（深井〔50〕273頁）。

〔注20〕 後述の公開市場操作の玉となる国債は日銀引受けにより発行されたものであるため、一般金利より低い利率で発行されたのであり、したがってそれに対する投資意欲を喚起する程度に市中金利を人為的に低下させる必要があった。「他に適當なる投資の途なきために国債を投資の目的物とするに至ったのである。」（深井〔51〕400頁）。

が進展するが、この点も図5から読み取りえよう。

以上のような低金利政策が当初において比較的容易に推進された（それだけに人為的側面のみを強調するわけにはいかない）背景としては、日銀が政府に働きかけて為替管理を強化する^(注21)などの措置がとられたほか、金融恐慌に伴う不良金融機関の一扫、またその際の特融による銀行固定貸の整理があったことに注意しておきたい（こうした金融界の整理再建→金解禁→景気回復、が井上蔵相の念頭にあった図式である）。高橋財政に入ってから以降の財政資金の大幅散布に伴う企業の資金繰り順便化、銀行借入れ返済は固定貸の整理を決定的なものとし、銀行の預金超過はますます増大（後出表8）、低金利政策推進の基盤となったといえよう。「第1次低金利運動」は景気^(注22)の回復を反映して8年央頃には一服することとなる。

しかし、財政資金散布による金融緩慢をテコとして金利の平準化が図られ、「利回り訂正運動」、低金利水準の「地方的浸潤」というかたちをとって、^(注23)一般利回りを4分利国債のそれに近づける努力がなされた。

低金利政策推進の結果はどうであったか。詳しくは後述にゆだねるが、ここで論点を先取りしておく、8年頃からは金融政策が景気を引張りはじめたということが重要である（例えば前出図1において財政支出は8年まで急伸したあと、その後11年まで横這いとなっていることに注目）。

二、「インフレ統制」策として国債売却操作を実施

日銀引受けによって国債を巨額に発行し財政資金を散布することは、それに見合った有効需要の創出にほかならないから、不況下の遊休生産力を

(注21) 前記・資本逃避防止法の制定など為替管理の強化は、低金利政策の基盤整備のため、日銀が政府に働きかけたことも一つの背景となっている。その考えは、「若シ国内ノ政策ニ依リ通貨ガ膨脹ヲスレバ為替相場ハ下ル、為替相場ヲ維持シヨウトスレバ国内政策ヲ制限シナケレバナラス、敢テ国内政策ヲ徹底セシメヤウトスレバ、為替相場ヲ犠牲ニシナケレバナラナイ、ソコデ金ノ輸出ヲ禁止シタノミデハ危険デアルト云フコトニナル。……即チ国際収支ヲコントロールシナケレバナラスト云フコトニナル」（7年10月、支店長会議における説明、日銀保有資料）。なお深井〔50〕276頁にも同旨の説明がある。

(注22) 深井〔50〕273～74頁は、次のように述べている。「日本銀行の割引歩合は……昭和6年末の日歩1銭8厘より昭和8年7月の1銭まで引下げられ、市場も漸次之に追隨した。産業資金の利子負担も主要諸外国に比し、略々均衡を得る程度となった。此に於て高橋大蔵大臣は金利問題を再検討したのである。国債の引受発行による日本銀行の資金放出を一時の便法なりとすれば、産業資金の源泉は長く之に依存すべきにあらずして、窮極國民の資金蓄積に待たなければならぬ。資金蓄積の動機を維持するには相当の利子所得を以てしなければならぬ。……既に産業資金の利子負担が大に軽減せられた上は、翻て資金蓄積の方面を考慮しなければならぬ。又金銭資産に相当の利潤を保障することは通貨の価値と信用とを維持する為めにも必要である。是等諸点の検討に私も参加せしめられたのであるが、一般經濟上の施設により自然に低金利の進行を図る方針は変らないけれども、国債利率を更らに低下して市場を牽引することは暫く見合わせることに決定した。」

(注23) 土方日銀総裁は、9年5月次のように述べている。「日本銀行ハ一昨年ノ春以来4回ニ亙ツテ金利ノ引下ヲ実行イタシ、市中ノ金利モ大体之ニ準ジテ低下シテ参リマシタガ、最近ニハ是ガ段々中央都会ヨリ地方ニ浸潤イタシマシテ、低金利ノ情勢ガ一般ニ普及スル傾向ニナツタヤウニ見受ケマスノデアリマス。此ノ金利ノ低落ニ伴ヒマシテ近頃地方ノ銀行デ、或ハ預金ノ利下ヲ行ヒ、或ハ一方ニ所謂勉強率ノ廃止ト云フコトヲ実行セラルル向ガ次第ニ多クナツテ参リマシタコトハ、洵ニ結構ナコト存ジマス。……我国ノ金利モ最近僅ノ間ニ著シク低下イタシマシタノデ、今後ハ寧ロ此ノ低金利ノ情勢ヲ各方面ニ普及セシメ、一般的ニ是ガ利沢ニ浴セシムルヤウニ御互ニ努メルコトガ大切デアルト考ヘルノデアリマス」（第29回手形交換所連合会での講演、〔32〕399頁）。

活用し萎縮した産業に刺激を与えるものである。ただ、これにより金融緩和が促進されるが、それが行過ぎるとインフレが加速化される危険性があり、この点についての懸念は当初から存在していた。深井日銀副総裁は、しばしば高橋蔵相に対して金本位制度の束縛がないからといって通貨発行の節度をゆるがせにすることのないように進言している。高橋蔵相も、そうした進言を容れるところがあり、国債の日銀引受けを案出する一方、放出された財政資金が市中金融機関に還流するや日銀引受け国債を市中金融機関に売却することによって、金融機関の余剰資金を引上げ、通貨乱発と物価上昇を防止しようとしたのである。これがいわゆる日本銀行の公開市場操作^(注24)であるが、当初金融界のみならず、財界一般に大きなショックを与えたとされている（〔15〕30頁）。現に、土方総裁は、8年5月支店長会議の席上、この公開市場操作について、「近頃ハ之レニ対スル意見モ一般ニ軟化シタ様ダガ一時ハ日銀ハ怪シカラヌコトヲスルト私ニ多勢ノ面前デ面責シタ者モアッタ」（日銀保有資料）と述べている。というのも、膨大な財政需要と低金利政策によって、財界では不況からの急速な回復に対する期待を強めていただけないと、この操作がそのテンポを遅らせるのではないかとみられたのである（「東洋経済新報」昭和8年新年特輯号は、この操作に対して、折角進行し始めた金融緩和、景気回復を押えることになる、と論じている）。

こうした公開市場操作はそれ以前にもある程度行われていた。^(注25)しかし、日本銀行の金融調節は従来原則として正貨準備の増減を基礎とし、公定歩合を動かすことにより行われていたのである。ところが、国債の日銀引受け発行時以来、低金利政策の遂行上公定歩合を引上げるのは困難となり、通貨創出に伴う弊害を防止しようとするれば勢い市中金融機関に対し所有国債を売却する以外に手段がなくなったわけであって、その意味において公開市場操作は公定歩合政策に代り日銀の金融調節の唯一の手段とすら化したのである。以来、それは財政金融上の重要指標として世間一般の注視するところとなった。このようにして、7年11月から10年末まで日銀の引受けた国債は27億6千万円、そのうち公開市場操作による市中売却分は24億8千万円で、売却率（消化率）は90%にのぼった（表7）。

以上のように一方で財政面から景気刺激を図りつつ、他方過剰な銀行流動性を吸収する方策は、当時リフレーション政策、ないし統制インフレーション政策と称されていた。

ところで、日銀からの国債転売率90%については一応順調なものとの評価が多かったが、その背景としては次の3点が指摘できよう。

第1に、金解禁不況から当時の経済界は多大の遊休設備、製品・原材料在庫、多数の失業者をかかえており、軍需増大、輸出増進等があっても、既存の余力をもってこれに対応することができた

（注24） 日銀引受け国債の対市中売却の具体的なやり方は、次のとおりである（日銀保有資料）。

市中金融機関は日銀所有国債を購入したい旨の申入れを行う。日銀（営業局）は、「その時々金融情勢、買受を希望する銀行等の資金状態を考え」、また、とくにコール市場を逼迫させないかという点を考慮して売却の諾否を決定した。売却価格は、市場相場を崩さないという方針から、「大抵発行価格であるが、最近相場のたった分は市場相場で売る」（営業局長説明）こととされていた。米英両国で発展した本来の意味の公開市場操作とはかなり異ったニュアンスをもっていた。

（注25） 大正6年10月、割引臨時国庫証券（期間1年）50百万円の発行に際し、日銀はこれを全額引受け、これを主として銀行向けに売出したことがある（日銀がいったん国債を引受けたあと一般に売却した最初の例）。ただし、この方式は主として大蔵省証券発行等の際に利用されたものである。

いわゆる「高橋財政」について

ことである。資金需要は容易に起らず、多額の財政資金の散布が金融機関に歩留まり、それが金融機関余資の増大を招来したのであった(土方[49] 442頁、沖中[13] 64～5頁、[44] 26～7頁

(表7) 国債(日銀引受け)消化状況

(借換公債を含む)

(単位 百万円、%)

暦年	引受額 (郵便局売出 分を含む)	日銀 売却高	(注) 手持 残高	消化率
昭和 7	200	13	328	6.5
8	1,115	842	600	75.5
9	701	928	374	132.4
10	750	702	420	93.6
11	1,643	1,528	487	93.0
12	1,135	528	1,093	46.5
昭和 7～11 計	4,410	4,014		91.0

(注) 償還額が除かれているため、引受額と売却額の差は手持残高増減に一致しない。

(資料) 大蔵省[7]

等)。公開市場操作において国債の売却先の中心は銀行であったが、今、全国普通銀行の預貸金勘定をみると(表8)、日銀引受け国債の発行が巨額にのぼってからは、預金は顕著な増加を示している。一方、貸出は9年まで減少が続けているが、これは長期不況下、企業における経営合理化の努力、また膨大な生産余力を背景として財政資金散布が旧債の返済に回ったからであった。ここにおいて金融界は多大の余資をかかえることになった。このように企業の借入れ需要が沈静していたから、金融機関はその余資を証券投資、とくに国債買入れに振り向けざるをえなかったのである。7年末から10年末にかけての普通銀行の有価証券運用状況をみると、この間に国債保有高はほぼ倍増、さらにこれを預金残高に対比してみると、7年末の14.5%から10年末の22.2%(前出表8、有価証券全体では35.6%→42.7%)に上昇、資金運用上証券投資に依存する程度が著しく高くなっている事情がうかがわれる。

転売順調の2番目の理由は、国債標準価格制による値下り損計上の不必要に伴う安心感が金融機

(表8) 普通銀行の預金・貸出・国債

(単位 百万円、%)

	年 末 残 高			比 率	
	預 金 (A)	貸 出 (B)	国 債 (C)	(B/A)	(C/A)
昭和 元年	9,179	8,801	972	95.9	10.6
" 2年	9,028	8,182	1,102	90.6	12.2
" 3年	9,331	7,777	1,487	83.3	15.9
" 4年	9,292	7,448	1,438	80.2	15.5
" 5年	8,738	6,960	1,313	79.7	15.0
" 6年	8,269	6,742	1,146	81.5	13.9
" 7年	8,319	6,440	1,210	77.4	14.5
" 8年	8,816	6,251	1,567	70.9	17.8
" 9年	9,438	6,133	2,017	65.0	21.4
" 10年	9,950	6,413	2,205	64.5	22.2
" 11年	11,008	7,002	2,559	63.6	23.2

(資料) 日銀統計局「明治以降本邦主要経済統計」

関にあったことである。^(注26)

第3に、低金利政策推進に伴う国債先高感、換言すれば金利先安感があったことである。

しかしながら、ここで注目しなければならないことは、国債転売が一応順調であったとしても、100%転売されたわけではなく、一部が確実に日銀背負込みとなり、その結果、金融機関の資金ポジションが着実に好転していった点である(図7)。普通銀行の余資比率は高橋財政期に著しく上昇、金融機関がいつでも融資競争に走り出せる地合いを形成していた。

(2) 経済パフォーマンス

1、景気動向

これまでみてきたような高橋財政の進展のもとで、経済のパフォーマンスはどのように推移したかを次に検討しよう。まず、景気動向からみてみよう(前出図1)。

高橋財政期入り後から、経済活動はそれまでの沈滞傾向から活発化の方向に動き出した。鉱工業生産は5、6年と2年にわたり停滞したあと、7年には前年比+7%と増勢を取戻し、8年には+13%と大幅な増加を示している(篠原三代平「長期経済統計10 鉱工業」による)。実質GNPも、4年+0.5%、5年+1.1%、6年+0.4%と

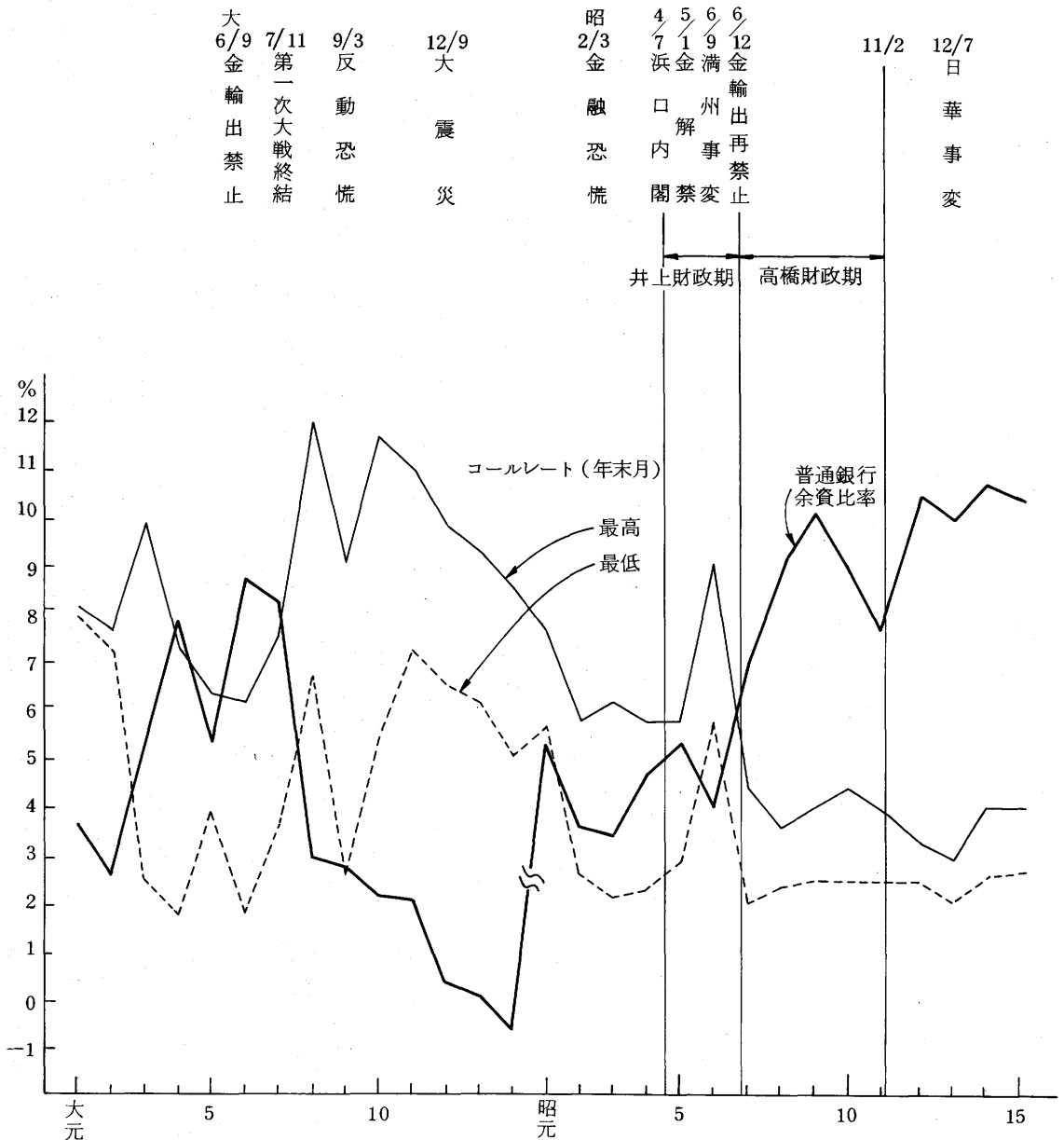
低い伸びにとどまったあと、7年+4.4%、8年+10.1%と急回復をみせている(大川 一司他「長期経済統計1 国民所得」による)。全体の中で輸出産業、軍需産業の活況がとくに目立つなど業種別の跛行性は残っていたとはいえ、8年には景気の回復傾向が明確化した。当時の日銀「調査月報」では景気のボトムを7年央としているようである。景気は回復傾向に転じて以降、高橋財政期を通して好況を持続、鉱工業生産の7~11年平均伸び率は+11.1%となり、また実質GNPの同伸び率は+6.1%となった。景気は一応順調な推移をみせたといえよう。

この動きを前面に押し出すと、景気回復のためには財政需要によって民間を刺激する以外にないとした高橋蔵相の政策は、その景気促進効果からいってまさにニューディールにおける呼び水政策と同じであり、ケインズ理論の直観的先取りである。したがって、経済政策のフレームワークとしては評価(江見[3] 201頁)される面があるとはいえよう。しかし、物価問題は次に検討することとして、ここで注意しておきたいことは、一つにはこの場合もその前史として井上財政による企業体質の改善が進んでいたことを看過してはならない^(注27)ということである。その一つの証左としては、財政主導ではなく民間主導型の景気回復が起

(注26) 「当時の国債市場というものは非常に狭いのでありまして、……それで直接銀行の評価次第で決算となるとえらい損を生ずることもありまして、国債を持つということを嫌がるというふうであった。ぜひなんとか国債の評価について特別の方法を講ずる。……(「国債ノ価額計算ニ関スル法律」により) 価格に変動があっても帳簿価格是一定の価格を維持することができる。これは国債の発行に対しても便利なわけで、またひとつにはインフレーション政策を行なうひとつの便法となったのであります。……自発的に金融機関に国債を持たせる。こういうつかい棒があったら安心して持てるのではないか」(荒井誠一郎<昭和7年大蔵省理財局国債課長>、[11] 45~6頁)。

(注27) 西村淳一郎([11] 70~1頁)は次のように述べている。「満州事変の影響で生産は今まで半年ほどの間に3割、4割と向上しているので、世間ではただもう順調な好景気と解して、その反面の弊害というようなことはいっこう考えようとしなかった。そこで、高橋さんの名声、人気というものはさらに一段と上がったわけでありまして。かように順調にいった原因のひとつは実は、井上さんの政策にあったので、井上さんはこの点では高橋さんと半々の功績があると思うのです。つまりは金解禁のとき、井上さんが実行された例の緊縮政策、あれによって産業経済界全般にわたって徹底した合理化が行われ、ふまじめな企業は続々倒れた

(図7) コールレート、銀行ポジションの動き



(注) 余資比率 = 資金ポジション残高(ローン) / 預金残高(昭5以降は含む貯銀)

(資料) 短資協会「短資市場七十年史」、日銀「本邦経済統計」(昭和4年)、大蔵省・日銀「財政経済統計年報」(昭和23年)等。

ため、井上さんは不幸にして世間の不評を買ったわけですが、当時としては強行すべき相当の理由があったのであります。結局、ああいう極度の合理化の後だけに、高橋さんの公債政策はきわめて能率よく生産に寄与することになったわけで、それを世間では井上さんはマイナス、高橋さんはプラスというように思って、功績の大部分は高橋さんにいってしまい、井上さんはひどい貧乏くじを引かれたと言ってよいかと思うのであります。」正当な評価というべきである。

ったということが重要なポイントである。

すなわち、実質GNPの内訳をみると、財政支出は8年まで急伸したあと11年まで横這っている。名目GNP対比の財政支出（前出図6）も7、8年と高水準になったあと9年には低下、10、11年と横這っている。これに対し、民間設備投資の急増が目立っている。これは、高橋財政期になって実質金利がマイナスとなった（前出図5）ことが効いているが、また井上財政期における減量経営の実施や体質改善に伴う自律的均衡回復力も見逃せないポイントである。次に為替相場低下による輸出の回復も目ざましく、この時期になって輸出が輸入を上回るに至り、海外からソーシャル・ダンピングとの非難がでてくるようになったほどである。第3に、個人消費の増勢も強まっている。実質賃金は引続き横這っているものの、失業が急速に解消していったこと、さらに農家収入が回復したこと（前出図2）が背景となっている。

ロ、物価動向

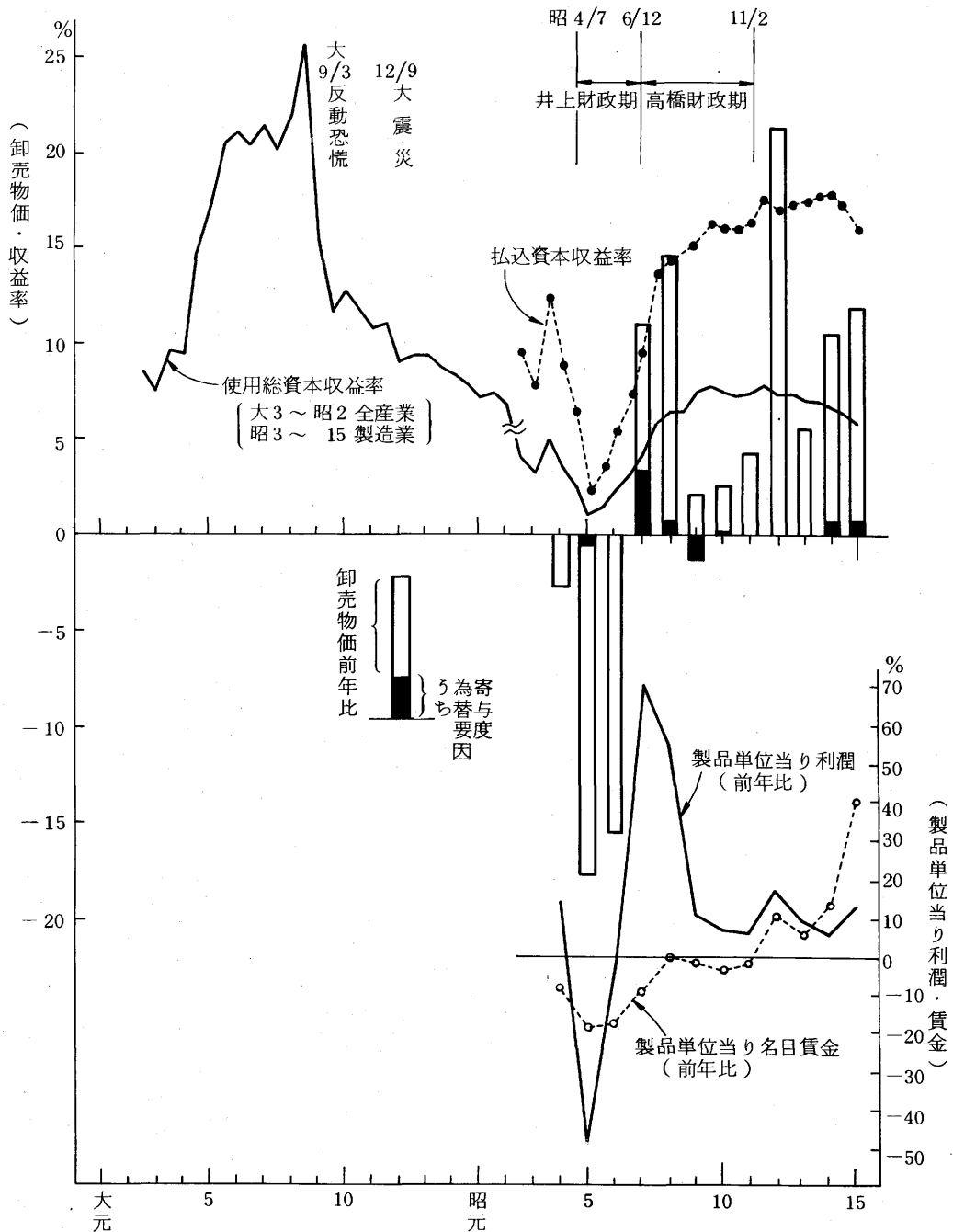
この間、物価動向はどうであったか（前出図3）。卸売物価は7年に前年比+11%、8年+15%と急騰したあと、以後も強含んでいる。高橋財政期中を通してみれば、卸売物価平均上昇率は+6.7%（7～11年平均）であった。これについては、6年までデフレ政策により卸売物価水準が低水準に落込んでいたことを考慮すると、当初懸念されたほどの上昇とはならなかったとの評価が多かったし、また実際に国民の間にも悪性インフレの実感は乏しかったといわれている。このような評価は、7年11月から10年末までに日銀引受け国債で日銀の手持ちとなったのが2億7千万円にすぎず、インフレの指標として当時注視されていた銀行券増発も7年末から10年末にかけて3億4千万円にとどまり、日銀の公開市場操作が比較的うまくいったという評価と結びついている。また、たとえ物価の騰勢を認めたとしても、その実態は為替相場の下落を反映した輸入コスト・プ

ッシュ・インフレにすぎないとして重大視しない見解もあった。物価上昇を「外来的なもの」であるとして、「容易に高物価問題の意義を軽視しようとする傾向を生むに至っている」（有沢[1]59頁）とみられていた。

しかし、7～8年と2年連続した2ケタ上昇をそれほど軽くみるのも不適當ではなかろうか。しかも詳細に統計を検討してみると、当時の輸入コスト・プッシュは小さく、物価上昇の大半はホームメイドの利潤インフレとして把握することが可能ではないかと思われる。すなわち、卸売物価上昇率のうち為替要因を大雑把に試算してみると（図8）、例えば7年の+11.0%のうち為替要因は3.4%にすぎず、それ以降の年は更に微々たるものにすぎない。むしろこの間に利潤率の急速な回復が起っていることに注目すべきであり、事実製品単位当り名目賃金の伸び不芳の中で、製品単位当り利潤が急増をみせている。こうした事情を重ね合わせてみると、ホームメイドの利潤インフレの局面であったと理解するのが自然であろう。景気回復の中で物価上昇に寛容になりつつあった国民の実感を離れていけば、財政が硬直化、膨大化し、経常歳入をもっては到底賄うことができず、「年々巨額の赤字公債の発行によってその不足額を補っているのである。これは既にインフレーション過程である」（有沢[1]71頁）という状況の中に経済は置かれていた。このように国債の日銀引受けはインフレへの道をきり開いていったのであるが、その素地はマネーサプライの増勢の強まり（前出図4）というかたちで醸成されていた。

すでにみたように、日銀引受け国債は確実に手持ちとなって日銀に残って行ったのであるし、日銀の政府貸上金も日本銀行金買入法に基づく政府負担額の増加に伴い、9年以降急増している。このようにして6年末で2億85百万円であった日銀の対政府信用は、10年末では8億47百万円へと増加した。今、この対政府信用残高をその年の

(図8) 高橋財政期における物価の推移と背景



(注) 為替要因の推計に当っては、8年・23年基準の卸売物価統計の採用品目を参考に、当時の卸売物価指数に占める輸出入品ウェイトを8%と前提。なお、現在の統計では、価格として水際価格をとっているため、為替要因は直接効果として計算されるが、上記の時期においては全て国内販売が採用されており、従って上記為替要因は、輸出入品については全て為替が国内販売にストレートにはねたものとして試算。

(資料) 日銀統計局「明治以降本邦主要経済統計」、大川「長期経済統計8物価」、篠原「長期経済統計10鉱工業」等。

銀行券平残と対比してみると(表9)、その比率も次第に上昇している。これは、公開市場操作が比較的順調に推移した10年までの時期においても、日銀の対政府信用が次第にマネーサプライの着実な増加につながりつつあったことを示している。国債の日銀手持ち増は同時に前述のように金融機関のポジションを好転させることとなり、その貸出余力を高めていた。しかもその貸出余力は、オペ後の資金ポジションの統計が示している以上に、大きなものであったと考えられる。何故なら公開市場操作による国債の転売といっても、

それは担保という形で日銀借入れをいつでも引出しうる金融機関所有国債の累積という形をとっていたのであり、対民間信用を通ずるマネーサプライの過大供給につながる素地を成すものであったからである。^(注28)

以上のように高橋財政期を利潤インフレの局面と把握してこそ、8年頃に既に財政インフレに対する警戒観が高まったことをよく理解できるのではあるまいか。^(注29)更に9年後半頃からは、従来のインフレ警戒観が「悪性インフレ論」としてより危惧の強まった形で官民の間に台頭し、また大蔵次

(表9) 日銀の対政府信用と銀行券発行高

(単位 百万円、%)

各 年 末	国 債 *	うち 長期国債	" 短期証券	政 府 貸 上 金	計 (A)	銀 行 券 (B) (年中平均)	(A / B)
昭和 6 年	260	103	87	25	285	1,044	27.3
" 7 年	565	296	235	47	612	1,041	58.8
" 8 年	682	567	88	25	707	1,114	63.5
" 9 年	647	344	275	68	715	1,178	60.7
" 10 年	729	399	303	118	847	1,247	67.9
" 11 年	829	469	283	186	1,015	1,340	75.7

* 本表に掲げた内訳のほか売戻条件付買入算入分等を含む。

(資料) 日銀調査局「本邦経済統計」(昭和11年)、ただし国債の内訳については同「財政金融資料要録」(昭和12年4月)による。

(注28) 当時においても、公開市場操作が順調に行われているとしても、それで問題がなくなるわけではない、とする指摘があった。例えば、「それは、なるほど一定の期間、インフレによる物価騰貴の歩調を緩慢化するに役立ち、この意味においてインフレーションを潜在的ならしめうるであらうが、併し、それは同時に悪性インフレの発現を愈々もって爆発的なものたらしめる危険を蔵している。否、そればかりか、第一それによっても、インフレによる物価騰貴は抑圧しおほせない。赤字公債がなほ円滑に消化されるときにも、物価はたとへ緩和された歩調であるとはいへ、なほ騰貴を止めない」(有沢[1] 71頁)。

(注29) 例えば、大内兵衛「公債90億——その経済的意義」(『改造』8年1月号、大内[5]による)の指摘。「日本現時の財政は公債の負担のため破局へと進みつつあり、それを停止することが容易の業ではないことを語って余りがある。……して見ると、現下の状況においてインフレーションを抑止しようと云ふ政策意志をもつものは必ず4億円程度の増税を即時断行するの用意がなければならぬと云ふ結論が得られる。即時に4億円の増税!そして時機を失するならば、この額はますます大きくなるに相違ない。……要するに、危機の財政が約束するところの国債100億円の経済的含蓄は極めて広汎であって、それは時間の経過に従って拡大するなかにもこれはかなり大きいインフレーションを必然ならしむると共に、それはまたその故にインフレーションに反対せねばならぬ一部資本の強烈なる要求をも生ぜしめるであろう。」

官から大臣に就任（9年7～11月）した藤井真信に対し、その「堅実主義」に期待し、インフレ抑止の実現に期待する人気が高まったのも、7、8年の2ケタ物価上昇を背景にして、人々がやはり経済のあり方に変調をなにかしかぎつけていたためかもしれない。確かに、それまでのように大幅な需給ギャップが存在している間は、物価上昇も先鋭的な問題として意識されなかった面はあろう。しかし、こうした遊休生産力が解消するとともに、国債の転売を強行すると、財政資金と民間資金との競合問題が生じることとなる（クラウドイングアウトの問題）。そうした状況にあって、日銀が追加資金を供給しないと、いずれは金利上昇を招来するし（低金利政策に背馳、民間設備投資を抑制）、逆に追加資金を供給すると、マネーサプライの過大供給となってインフレが顕現する。こうした転機は景気回復とともに訪れるが、すでにみたように8年には業種別跛行性を伴いつつ景気回復傾向ははっきりしていたし、さらに9年から10年にかけてはその傾向が経済全般に行きわ

たり、民間の設備投資意欲が急速に盛り上がってきていた（表10 —「計画資本調べ」は現在の設備投資計画調査に近い性格のもの）。金融機関貸出はそれまでの減少傾向から増加に転じており、「昭和9年下期以降遊資の増勢が鈍化したことはわが国経済が不完全雇傭から完全雇傭へ、換言すれば潜在的インフレーションの顕在化へ接近したことを示すシグナルであった」（〔44〕47頁）のである。現に日銀引受け国債の転売状況は9年から10年にかけて明らかに不円滑化していたのであって、10年10月には日銀は前記・売戻約款付国債買入れを行うように追い込まれていた。

ハ、小 括

以上、高橋財政期における経済パフォーマンスを検討してみたが、ここでそれを若干整理すると、①高橋財政期中すでに、財政支出に支えられなくても、景気は民間主導型で勢いがついていた、②日銀引受けが経済政策の歯車として組込まれており、マネタリーコントロールの力が喪失されていた、といえるように思われ、そうであるとなれば、

（表10） 計 画 資 本 調 べ

（単位 百万円、％）

	新 設	増 資	社 債	合 計	前年比
					％
昭和 4 年	715	201	125	1,042	△ 28.5
5	312	108	37	457	△ 56.1
6	309	201	47	558	+ 22.1
7	211	158	70	439	△ 21.3
8	433	641	61	1,136	+158.8
9	584	511	240	1,334	+ 17.4
10	748	443	236	1,427	+ 7.0
11	743	1,000	257	2,000	+ 40.2
12	1,909	1,583	136	3,627	+ 81.4

（注） 日銀調べ。

（資料） 日銀統計局「明治以降本邦主要経済統計」

例えば戦時経済に突入しなくても、先行きの景気過熱とインフレ加速が目に見えていたと考えられる。

12年以降の物価急騰も「馬場財政」に帰着させる見解が多いわけであるが、それはやや当を得ないのではあるまいか。むしろ、国債の日銀引受けが行われているような状況下では、安易に財政膨張が進むのは自然であり、そこへ経済合理性以外の外的要因が加わったときには必ずやインフレ加速につながるという方が、正鵠を射た議論であらう。

(3) 財政当局の対応

こうした情勢に対する財政当局の対応に触れておきたい。

8年頃には、景気回復をうけて財政再建のための増税論、財政インフレ回避のための増税論が台頭してくる。^(注30)しかし、高橋蔵相は、増税は景気回復の芽を摘むもので「時機尚早」としてこれを拒否、なお積極財政による景気刺激、それに伴う自然増収の発生から財政均衡を図るとの立場をと

^(注31)り、^(注31)国債発行額の急速な圧縮を図ろうとはしなかった。高橋蔵相は、政策思想としては前田正名の殖産興業政策に強く影響されていた(高橋〔22〕222～3頁)ことも関係があるかも知れない。また、日銀引受けの下では景気が回復し始めても資金需給が自律的に引締まらないので、景気回復の認識にラグがあったのではないかとも思われる(現行の資金需給表に近い計表を作成してみると<表11>、国債の日銀引受け開始以降、資金過不足欄は常に資金余剰に出てきて、資金需給が自律的に引締まらないことが分かる。資金不足が発生するのは終戦後のことである)。

この間、大蔵省事務当局としては伝統として当時も健全財政志向が底流していたことは確かであろう。従って、大蔵省事務当局としては、「陸海軍大臣は……政治的、事務的に猛烈に要求する。……各省においてもことに農村振興予算、中小工業救済予算について非常に熱意をもって要求しておった。農民も強い要求をする。工業団体も強い要求をする。農林省はもとより強い要求をする」

(注30) 例えば阿部賢一「危機予算とインフレーション」(『改造』7年12月号、後藤〔18〕による)の指摘。「赤字はせめて新規公債の利子だけでも増税財源で埋めるべきだ。出来れば赤字そのものも少しは増税を以って埋めるのが財政の常道であり、特に各国非常財政の経験的定石だと云った。ところが当の高橋蔵相は徹頭徹尾公債主義なのだ。足元の大蔵省内でも大分増税必要論者があつたらしいが、老蔵相一向に耳を傾けない。……(井上蔵相の増税案に与論は反対したが)僅か1年経つか経たぬかに、人も変り形勢も移り、与論の多くが増税をやれと云ふに、大蔵当局がいやだと云ふのである。……(井上蔵相のときには)行財政制度においてなほ根本的改正を加ふべきもの数々あるのを其低にして民衆の負担を加重せんとしたのであったから、増税と聞くと与論は一斉に立って反対したのであった。ところが、高橋財政の公債至上主義に対する民間の増税論は如何であったか。民間の増税論にも数々の説もあり、また内容も従って多様であるが、その共通点は金本位停止下における公債の累積と財政インフレーションに対する警戒であつたやうに思ふ。まさか大戦後の独乙のインフレーションのやうな極端な事態に陥るとは誰しも思はないであらうが、仏国のインフレーション位にはなるのではないかと案ぜられるのは無理からぬことだ。」

(注31) 昭和8年1月財政演説、「歳出増加ノ主因タル経費ハ、其性質上大部分臨時的ノモノデアリ、又其金額モ巨額ニ上ル關係上、到底増税其他ノ増収計画ニ依ツテ、其全部ヲ支弁スルコトノ不可能ナルノミナラズ、仮令其一部ヲ補填スル目的ヲ以テシテモ、増税其他増収計画ヲ立ツルコトハ、経済界ガ漸ク恢復ノ緒ニ就キタル今日、折角伸ビントスル其萌芽ヲ剪除スル結果トナリ、大局ヨリ見テ未ダ其時機デナイト考ヘマスカラ歳入ノ不足スル額ハ、総テ公債財源ニ依ルコトト致シタノデアリマス。……今後財界ガ回復スレバ、国庫ノ歳入モ漸次増加シ来ルコトハ明白デアリマス。又歳入不足ノ他ノ原因タル歳出ノ増加ノ内、其大部分ヲ占ムル満洲事件費、兵備改善ニ要スル経費並ニ時局匡救ニ関スル経費ハ、大体ニ於テ一時的性質ノモノデアリマシテ、数年後ニ於テハ著シキ減少ガ期待サレルノデアリマス」(〔10〕333～5頁、同旨高橋〔21〕557～8頁)。

(表11) 資金需給実績

(単位 百万円)

	銀行券	財政資金	日銀金買 入売却(Δ)	資金過(Δ) 不足	民間預金	日 銀 信 用		
						貸 出	国債売買	
昭和 7 年 1~ 3 月	Δ 19 2	1 7	-	Δ 18 9	4 3	Δ 23 2	Δ 6	8
4~ 6	Δ 1 8	2 4 2	-	Δ 20 0	Δ 3 0	Δ 17 0	Δ 17 1	3
7~ 9	Δ 4 5	8 7	-	Δ 15 2	2 4	Δ 17 6	Δ 5 8	-
10~12	3 5 1	5 6 5	-	Δ 20 4	Δ 4 6	Δ 15 8	4 2	Δ 1 6
8 1~ 3	Δ 25 6	6 3 7	-	Δ 90 2	Δ 1 4	Δ 88 8	Δ 8 2	Δ 11 4
4~ 6	9 9	5 4 8	-	Δ 4 4 9	2 1	Δ 47 0	7 0	Δ 3 4 8
7~ 9	Δ 8 5	3 2 8	-	Δ 4 0 6	4 1	Δ 4 4 7	1 0 6	Δ 3 0 2
10~12	3 6 0	4 9 8	-	Δ 13 0	Δ 5 3	Δ 7 7	Δ 1 0	Δ 2 4
9 1~ 3	Δ 27 4	4 7	-	Δ 32 6	2 5	Δ 35 1	Δ 4 5	Δ 23 6
4~ 6	2 4	8 0 3	2 6	Δ 80 3	Δ 2 1	Δ 78 2	Δ 10 8	Δ 36 6
7~ 9	Δ 7 1	6 7	1 0	Δ 15 2	2 8	Δ 18 0	1 3 7	Δ 20 6
10~12	4 0 4	4 9 3	1 4	Δ 9 6	Δ 1 2	Δ 8 4	3 8	Δ 9 2
10 1~ 3	Δ 29 3	3 4	1 3	Δ 35 7	2 0	Δ 37 7	Δ 5 6	Δ 19 9
4~ 6	4 2	6 1 6	2 3	Δ 59 8	Δ 1 8	Δ 58 0	Δ 17 6	Δ 15 2
7~ 9	Δ 5 4	1 5 4	2 5	Δ 23 2	2 6	Δ 25 8	2 0 6	Δ 22 3
10~12	4 4 4	6 1 2	2 6	Δ 18 5	Δ 3 8	Δ 14 7	Δ 9	Δ 8 0
11 1~ 3	Δ 33 8	1 6 8	1 9	Δ 54 6	4 2	Δ 58 8	1 0 2	Δ 45 7
4~ 6	6 2	5 2 6	2 9	Δ 49 3	Δ 3 6	Δ 45 7	Δ 25 6	Δ 4 8
7~ 9	Δ 6 7	2 5 8	3 3	Δ 34 2	3 6	Δ 37 8	7 3	Δ 13 5
10~12	4 4 2	5 1 6	3 1	Δ 9 8	Δ 5 5	Δ 4 3	Δ 1 7	Δ 4 5

(資料) 日銀「財政金融資料要録」、「金融資料要録」

(賀屋興宣<9~11年主計局長>、[11]4頁) 中で、「こういう要求に斧鉞を加えて、予算総額を少なくい止めるように努力した」(同前3頁)。とくに、8年度予算が余りにも膨大なものであったため、事務当局の危機感も大きく、9年度予算あたりから予算規模を抑制したいとの気持ちを強く抱きはじめたようである。そうした気持は、大蔵事務次官から蔵相に就任した藤井真信への強い信頼となって現われ、藤井蔵相は臨時利得税創設など苦心を重ねたところであった。^(注32) ただ、「中国権益」を重視する立場の高橋蔵相は、どこまでそうした苦心を理解できたであろうか。「(藤井蔵相が病気で短期に退任したあと、高橋蔵相が再登

場したが)すると、高橋さんは軍部の欲している1億円というものをあっさりポンとほうり出してしまった」(西村淳一郎[11]79頁)といった具合に事務当局を驚かせ、また臨時利得税の増税的色彩を極力薄めること(今日的にいうと増税策ではなく増収策にすぎないという類い)に腐心している。そこでは事務当局も、「大蔵省としてはただ予算を拒否する一点張りではない」(賀屋興宣[11]27頁)ということにならざるをえない面があった。

しかし、悪性インフレ論が高まり、国債転売が不円滑化するようになって、さすがに高橋蔵相も9年から10年にかけては国債漸減方針を打出す

(注32) 「大蔵省としては極力インフレを警戒して公債増発に反対しておったわけで、藤井さんはそれがために一身をかけて、結局倒れてしまった」(西村淳一郎[11]80頁)。

ようになった。「毎年巨額ノ公債が発行セラレテ行クトキハ、現在既ニ相当多額ノ公債ヲ所有シテ居ル金融業者等ハ内心不安ヲ覚ヘ、少シデモ公債価格ノ下落ガ予想セラルル様ナコトガアレバ、進ンデ公債保有額ヲ増加セヌコトハ勿論既ニ保有シテ居ル公債モ之ヲ売却シヤウトスル気ニナリ、一度此ノ様ナ事態ガ起レバ加速度的ニ拡大シテ忽チ公債政策ニ破綻ヲ来シ、市場ニ公債ノ消化ヲ求メルコトガ出来ナクナル。ソノ結果ハ勢ヒ予算ノ執行ガ出来ナクナルカラ已ムヲ得ズ日本銀行ノ背負込発行トナリ、ソノ額ガ増大スレバ所謂悪性インフレーション、弊害ヲ生ジテ金融上経済上又国民生活上由々數キ事態ヲ生ズルノデアリマス」(歳入の自然増収を目安とする国債漸減方針を10年6月の閣議で説明、〔6〕619～20頁)。10年6月25日、7月26日と2度声明を出して、広く国民の理解を求めるようなことも行っており、^(注33) また10年11月には軍部の要求を強硬に押えにかかっ

た(いわゆる36時間閣議)。「財政の膨張はインフレーションを発現せしめつつあった」(梶西等〔14〕670頁)状況の下においては、①クラウドイングアウトを起こしてまでも財政資金調達を優先させるか、②当初の狙いである景気振興が達成されたからには、財政資金調達は後退するか、の選択が通常あろうが、高橋蔵相は②の方向を意図するようになったといえよう。

このように、高橋蔵相は軍部の軍事力強化方針と財政事情を勘案しつつ、「高橋財政」後期には国債漸減方針を打出すなど、その「積極放漫」の中に健全財政への志向も同居していたところも認められるが、結局は財政支出の肥大化・硬直化に対してよくコントロールしうる前に二・二六事件で非命に倒れることとなった。高橋蔵相存命でも財政需要を圧縮しえたか疑問が残るところであるが、^(注34) 二・二六事件を契機として財政の「最後の抵抗線」(大島〔12〕183頁)が突破されたこと

(注33) 第2次声明は、例えば次のようなものである。「昭和7年度以来、毎年相当巨額の公債の発行にも拘らず、今日迄の所幸に、其運用は理想的に行はれ、未だ公債に伴ふ実害を発生して居らず、却って金利の低下や景気の回復に資せる所が少く無い。世間の一部には此効果に着目し、公債は何程発行しても差支えなきものであるかの如き漠然たる樂觀説を懷いて居る者もあり、又……どしどし公債を増発して国家の経費を大に膨張せしむべしと説く者もある様である。併し乍ら(これらの説は)最近の各国の高価なる経験を見無視する議論である。抑々昭和7年度以来の公債政策が円滑に運行されたことに就ては重大なる原因がある。即ち、……公債の発行額が民間産業資金等との関係上、金融機関の消化能力の範囲内に止るを得たこと、及昭和8年度以来、歳入補填公債は年々幾分宛減少し、財政に対する国民の信用の維持されたること、並に通貨の統制が理想的に行はれ、物価及外国為替相場は安定し、惹いては我国近時の産業貿易の異常なる進展に資したること等を以て根本原因とみななければならぬ。……借金政策の永続す可からざることは当然である。公債増発に伴って利払費は漸増し、租税其他の収入も其利払に追はるる結果となるであらう。斯くの如き事態が生ずると、国費中公債に依る部分が益々多くなり、財政の機能は行詰りに陥らざるを得ない。斯くの如き状態になると、国家財政の信用を維持し難く、公債の消化は行詰り、結局、印刷機械の働きにより財源の調達を図らざるを得ざるに至るのであって、斯くて所謂悪性インフレーションの弊は必至の勢となるであらう」(〔42〕6～7頁)。

(注34) 例えば、津田信吾は次のような醒めた観察を示している。「赤字公債の発行は今後も継続されざるを得ない事情にあるが、其発行は無限に弊害なく続けらるるものではない。そこで……どうしても公債発行を民間消化力の限度内に留めねばならぬが……其限度を何う論じて見た所が始まらない。蓋し限度の有無を云ふて見た所で結局費はうと思ふだけ費はれるのであるからである。世間の高橋蔵相に対する信頼気分の中には『高橋さんなら抑へるべきをよく抑へ守るべき限界をよく守り得る』と云ふ期待が多分に含まれて居るが、とんだ見込み違ひとして失望する時があらう。今度の声明は蔵相自身の立場を縛る縄を用意したもので、恐らく声明の趣旨を貫徹し切れず逃げ出す時が来るであらう。公債消化力の限度を研究することは有意義で

も否定できず、^(注35)以後軍部追隨の「馬場財政」、
「結城財政」等々へと進展していった。

4. 高橋財政の問題点

以上、高橋財政の流れを辿ってきた。高橋財政の登場はその時代環境に照らしてみれば明らかにそれなりの意義を認めうるが、しかしそれを簡単に「日本のケインズ」と評価できるものでもなさそうである。「高橋財政」が「馬場財政」以降の放漫、インフレ財政を事実上準備していた側面を軽視するわけにはいかないのであって、「馬場財政」以降の動きについて、もっぱら戦時体制移行のみを強調して説明するのは適当ではない。

そこで、高橋財政のあり方について、それ以降の動きも考慮しながら、その問題点を若干検討しておこう。

(1) 財政節度の喪失

高橋蔵相については、国債漸減に努力したという面と井上蔵相に対比してインフレーションистであったという面と2面性があり、評価の分れるところであるが、^(注36)国債の日銀引受けの下で、深

井英五が最後まで懸念していたように財政節度が絶対的に喪失されていったことは忘れるわけにはいかない。

財政当局には、一方に健全財政を志向して歳入をふやし歳出を抑えるという伝統的流れがあることを認めうるように思われるが、高橋蔵相が国債の日銀引受け制度を創案して以降、明らかに「易きについた点がある。これはやはりこういう非常にやりやすい便利な制度が発明されておった」(西村淳一郎、[11] 83頁)のために、「租税で賄う努力が足り」(同前)ず、国債に依存して財政支出の歯止めが失われていったのである。昭和40年以降のいわゆる「建設国債原則」の下においてさえ、発行枠一杯に国債発行がなされがちで、いったん収収落込みをみると直ちに赤字国債の増発につながっていったように、国債発行を抑制するのは容易なことではない。ましてや、国債の日銀引受けという楽な方法があれば、「積極放漫」の財政運営となりやすいのは「自然」(同前)であろう。「後年、高橋さんの日銀引受をもって原則とすることがゆきすぎたとすれば、高橋さんのゆきすぎではないが、高橋さんの政策を受け継いだ

あるが、更に必要なことは其限界線と考へらるる点を死守し正常なる理論を具体化する力の所有者を見出すことである」([47] 34頁)。

(注35) 大内兵衛は、二・二六事件に関連して次のように述べている。「二・二六事件はこの写真(注一ウエップ夫妻『ソヴィエト革命』を読む高橋是清)が新聞に出てから間もなく起った。即ち高橋さんはあの政争の最中においてさえ、彼の書斎では心静かにロシアの共産主義の政治と経済とを学んでいたのである。私は著者ウエップ夫妻の老健に驚いたと同じ驚きをこの老財政家に対して捧げ、この人によってならば、すでに老朽となりつつあった日本財政にもなお『健全』さが何程か保たれるかも知れぬという一縷の希望をいだいたのである。二・二六事件が私からこの希望を奪ったことはいうまでもない」(「財政」20年11月号、長[26]による)。ただし、大内兵衛も、8年の「公債90億——その経済的意義」では「高橋財政」を厳しく批判していることは注意しておきたい。

(注36) 高橋蔵相の国債漸減方針に対する評価は、例えば(注35)の大内兵衛などにみられるが、一方インフレーションистとの評価は、例えば次の指摘などにある。すなわち、「果増の一途を迎える軍事費をできるだけ無抵抗に調達するために龐大な赤字公債を発行しつつ、他方ではその公債の利払に足りるだけの増税をもしないで、増税はやがて民力が恢復して負担能力ができるまで待つという政策、略言すれば借金による赤字補填、もしくは大規模なインフレ政策、これが高橋財政の内容であり秘密であった。そして、戦争と軍備と農村匡救と資本救済とに惜しげもなく大金が振り撒かれると共に、国民の借金たる公債が雪だるまのように増大して行った。これが高橋財政の実績である」([44] 17頁)。

人がゆきすぎた」(荒井誠一郎、[11] 57頁)と、
いえる側面はあるにしても、日銀引受け制度自体
にそうした行過ぎを生み出しやすい傾向が内在し
ているのである。高橋蔵相自身、「従来、大蔵省
主計局では伝統的に十年の概計というものを作っ
た。これはひとつのしきたりで、後年度の数字、
後年度はどれだけの歳出があり歳入があるかとい
うことを調べたものです。高橋さんはこんなもの
がどうなるかと言っておった」(賀屋興宣、[11]
14頁)のであり、大蔵省事務当局が「せっかく苦
心してがっちり決めた消化能力の限度」(西村淳
一郎、[11] 79頁)を超えて「無頓着でポンと1
億円を出」(同前)すという予算編成を行ったの
である。

そうした財政支出の歯止め喪失の経過は、例え
ば次のようである。財政規模が肥大化、硬直化し
てくると、予算要求の側として「その場限りの便
乗主義がはやりまして、なんでもこちらにとらな
ければ損だ。まず自分のほうに政府から金をとら
なければ損だという考えになり、まじめに基本的
に考えることなく非常にずさんな計画を立てる」
(賀屋興宣、[11] 22頁)のであるが、その際、
国債の日銀引受け制度の存在により、「あるいは
外国からでも無償で償還を要しないような金が入
ってくるような態度で予算を考えている」(同前
23頁)ということであつたろう。これに対して、
大蔵省は、「猛烈な陸海軍の要求も、結局最後の
折衝でどの辺にいくならば纏まるかということに
ついて、一方で見通しをたてます」(同前27頁)。
「自由経済でやれる程度の予算23億円というも
のは最大の限度ではないけれども、それをもう少し
大きくやるとあぶないという自由経済時代の限
度はいったいどこにあるか。25億円まではよい。
26億円はいけな」(同前17頁)、「腹の中
では25億円くらい出してもさしつかえないと思
っている」(同前39頁)との肚づもりで臨むわけ
である。しかし、「大きな問題は、予算を25億円ま

ではよいと認めても、それでとどまるかという
決してとどまるものではない。少し認めると、ま
すます大きく要求してくる。理屈ではない実際の
ところどうしてもそういうことになる」(同前17
頁)のであつた。「もし従前のように(国債を)
公募して、余ったものは日銀に押しつけ、日銀は
ただ金を貸し出すだけということでは、種々摩擦
があつたであらうが、この(日銀引受け)
制度があつたればこそ案外スムーズにいったの
ではないかという気がいたします。……もし、日銀
が(国債の日銀引受けのような形でなく)資金を
貸し出すということになれば、日銀としてはそう
簡単には応じられないというような理由で、もう
少し押えがきいたようなこともあつたのではない
か」(西村淳一郎、[11] 68頁)。世間でも、
「(日銀引受けによる大量の国債発行を)初め非
常に心配して、こんなことをしてえらいことにな
るのではないかと相当論議的になっておつたの
が、これは簡単にできるよい制度だというような
空気に変わって」(同前71頁)くるような状況下
では、「主計局方面でもそれを抑えるのにずいぶ
ん苦勞をした」(同前74頁)としても、財政膨張
に歯止めがかからないのである。そこでは、「行
政整理に至っては固より必要であるが、多大の金額
は期待できない。これは寧ろ気分の問題である」
(馬場鏐一、[16] 361頁)ということにならざ
るをえない。

確かに、満州事変以降の戦費調達ということは
考えなければならない。しかし、「日支事変が起
こって本当の戦争体制になつても、資金調達方面
では少なくとも当初は割合に円滑にいったとい
うことは、まったくこの(日銀引受け)制度があ
つたからであります。……この制度はうまく考
へたために、資金調達についてあまり心配ない
という点でうまくゆきすぎた反面、戦争のおもわ
くになったということも考えられます」(西村淳
一郎、[11] 67～8頁)ことも考慮しなければな

らない。「人間は筆を持てば字を書きたくなる。剣を持てば戦争をしたくなる。大きな軍備を持てば戦争をやってみたい。どうも大人に玩具を持たすと危い」（賀屋興宣、〔11〕17頁）。その玩具を持たした背後には、皆が馴れてしまって「あたりまえ、本来かくあるべきものだと考えて」（西村淳一郎、〔11〕67～8頁）いた国債の日銀引受け制度とそれに伴う財政節度の喪失があったのである。「今までは非常によかったこの制度が後になっては大きな悩みの種となったわけで、結局高橋さんの始められた便利な武器が後には逆用される形となった」（同前82～3頁）のであった。もとより戦争には政治的、外交的要因が大きく絡んでおり、このように経済的基盤を過大視するのは単純にすぎようが、国債の日銀引受けがそうした経済合理性以外の外的要因に結びつきやすいことを示唆しているとはいえよう。

（2）「一時の便法」から常道へ

次に、日銀引受けによる国債発行は安易な方法であるだけに、ひとたびこの方法が採用されると、それを中止したり、あるいは市中公募に切り換えたりすることは極めて困難になることも注意しなければならない。

高橋蔵相は、景気回復の定着に伴う国債消化政策の行詰りという事態が早晩到来することを考えて、国債の日銀引受けはそれまでの「一時の便法」とみていたとされている。^(注37) 深井英五は次のように述べている。

「日本銀行国債引受発行の方法は著しき効果を挙げたが、高橋氏は当初よりこれを一時の便法と

称して居た。即ち之を財政の常道とするではなく、金融梗塞の結果国債公募の困難なる際に財政上の必要を充たすと同時に、日本銀行資金の注入により購買力を増加し、萎靡せる産業に刺戟を与ふる為めの臨機処置に過ぎないと云ふ意味である。随て産業の振興に伴ふ政府歳入の増加と財政の調整とにより、漸次に歳入の欠陥を減少し、日本銀行の引受による国債の発行を解消せんことを期した。……高橋大蔵大臣の財政計画には日本銀行の国債引受発行と国債発行の漸減とが最初から趣旨として併行して居たのである。昭和9年度及び10年度の予算編成にそれが実現した。世上では僅かに数千万円の金額が歳計予算上の重要問題として取扱はれたるを見て、軽重の錯誤だと嘲笑するものもあったが、高橋氏としては比較的僅少なる計数に拘泥したるにあらずして、財政計画の骨子たる方針を固守したのである。又世上では、日本銀行引受国債の消化の順調なるを見て、其の影響の憂慮するに足らざるを説くものもあった。……高橋氏は、日本銀行の国債引受を続行して止まる所がなければ、何時かは通貨の状態を悪化するであらうと主張して、財政計画の方針を革むことを肯んじなかった。是れは私の共鳴する所であった」（深井〔50〕270～71頁）。

しかし、こうした「一時の便法」的考え方を貫徹しえたわけではない。日銀引受け制度はあまりにも楽な方法であって、一時のアクションと思ってやっても、前にみた財政節度の喪失という事情も重なって、結局は一種の制度と化して永続してしまうというのが実際のところであろう。高橋蔵相は、「一ぺんだけ生命線を横切」（大内兵衛、

（注37） ただし、西村淳一郎は次のようにしている。「初めのうちは公債漸減主義というようなことは考えておられなかったようです。……日本国民の通貨に対する信用は非常に強固なものが有りますから、高橋さんは通貨の信用ということについてはあまり気にする必要はない、むしろ資金を充分与えて生産を刺激した方がよい……というように考えておられたらしい。それに対して、深井さんは通貨の信用に重きをおくべきことを種々進言されていたようで、だんだん高橋さんの心境が変わってまいりました。……公債はふやしてはいけなし、今のものは全く一時的な便法であるということに変わってきたのです」（〔11〕89頁）。

〔11〕101頁)だったのであるが、こうした制度の永続化への転化に押されて、それは結局は「不健全財政」(賀屋興宣、〔11〕14頁)への歩みを開始したことだったのである。

なお、高橋財政以来国債は日銀引受け発行が続いてきたが、実は日華事変直後12年8月に1回だけ久し振りに公募(第1回事変公債、1億円)が行われたことがある。将来に国債増発によるインフレの進行、国債相場下落が懸念された折だけに、シンジケート団としてはこの際は進んで政府に協力し、その代わり国債発行について金融界の発言権を確保することを通じて戦費調達に限界を示し、無制限な国債増発に歯止めをかけたいという含意があったとされている。^(注38)しかし、この公募の実施は株式市況の暴落、金融市場の窮屈化を促進する一因となり、事変不拡大方針の放棄から国債増発が必至となるとともに、再び日銀引受けに一元化されることとなった。「事変突発による国民的興奮を利用」(〔7〕342頁)してまでも公募、国債発行方法の常道に復帰しようとした試みも成功しなかったのである。

(3) 金融政策運営上の問題点

以上のように、財政節度の喪失、日銀引受けの常道化の中で、その弊害を回避するために、政策当局は「馬場財政」以降の歴史が示しているように、金融をはじめ各種統制の強化という問題含みの方向を選択した(統制強化がみえ出した時点で、石橋湛山はその問題性を指摘している。石橋〔2〕29、35、65頁)。自由な市場体制から統制された市場体制へ、金融政策運営の枠組み自体が変わってしまったのであった。

しかし、そのような統制強化が現実化する前に

も、国債の日銀引受けはいくつかの点で金融政策運営上の問題をはらんでいた。

第1に、国債の日銀引受けは、金融政策のスタンスを引締め修正できなくするメカニズムを含んでおり、宿命的に低金利政策の持続に追い込まれることである。

日銀引受けによる国債発行は、市中流動性、景気情勢のいかににかかわりなく、機械的に財政支出と同額の流動性を供給するが(前出表11)、このような過剰流動性を吸収するためには、高橋財政当時におけるように、日銀保有国債の転売が必須の政策手段となる。しかし、金利先高感が台頭すると、銀行の購入手控えが起これ、売オペができなくなるので、先高感をもたらしようなグラデュアルな引締めには転じることはできない。一挙に高金利にもっていった次第に金利を引下げていくというケースは考えうるが、そうした一挙高金利、いかえれば国債暴落は、結局は財政負担を大幅に引上げ、政府を困難な状態に追い込むこととなるので、それを許すような政治的環境にはない。日銀引受けはそうした困難回避の狙いから始まったものである。従って結局のところ、日銀引受けの下では、グラデュアルにも一挙にも引締めはできないということである。

日本銀行は金解禁時の高金利が解消したあとは、インフレに対する警戒から、金利低下にそれほど積極的であったとは思われない(高橋〔22〕)。9年9月深井日銀副総裁は大蔵省に対し、「将来発行セラルベキ国債ノ利回更ニ低下スベキ氣勢ヲ示スコトハ差向キ国債ノ消化ヲ図ル方法トシテ有効ナレドモ金利ノ準平ガ相当低下シタル今日ニ於テ尚工作的ニ此ノ方法ヲ繰返ヘストキハ国債ノ利回ガ国情ニ適セズシテ消化行詰トナル時期ヲ早ムル

(注38) もっとも、かつてのように発行条件を協議するなどということは行われず、銀行側は手数料を辞退し、1年間はその国債を市場に売却しないという申合せをなし、代わりに政府もシンジケート団の希望をいれて償還期限をやや短くする措置をとる程度にとどまった。

ノ惧レアリ」(日銀保有資料)と警告していたが、^(注39)こうしたトーンは10年以降ますます強くなる。深井英五は日銀総裁(10年6月～12年2月)として、こうした考え方を対外的にもしばしば表明し、金融引締めを必要を暗示していた。しかし、上にみたようなメカニズムによって相変わらず低金利政策を余儀なくされたのが実情である。馬場財政以降になってからは、むしろ逆のことを行わざるをえなかった。例えば、馬場蔵相が先行きの金利の一段低下を示唆することによって市中からの日銀保有国債の買入れ申込みを強めさせて、それをテコとして空前の低利国債(3分半利)を発行していく際、日銀もそうした動きに巻き込まれざるをえず、11年4月に景気情勢に逆って公定歩合を9厘(年利3.285%)という記録的低利に引下げたのであった。

金融政策運営上の問題点の第2は、国債の日銀引受けが上記のような低金利政策とリンクして走り出すと、中央銀行の自主性喪失を結果するということである。上記の低金利政策持続のメカニズムを打開できないということが金利政策の自由度喪失の姿を示しているが、また次のようなケースも時に生じた。すなわち、国債発行条件は高橋財政前の5分利から3分半利へと引下げられ、公定歩合は、そうした国債の発行条件引下げに先駆けするように、段階的に引下げられたのであるが、「第1次低金利運動」当時の7年8月、公定歩合が日歩1銭2厘と画期的低利となった際、大蔵当局は「今回の日銀利下げは大蔵省の方針として日銀をして利下げせしめたものであって、日銀は受

動的に利下げを実行したのである。しかし、日銀は大蔵省に対しては受動的でも市中銀行に対しては指導的に利下げを行ったものである」(朝日新聞経済部「朝日経済年史」)と言明している。

そればかりか、むしろ高橋財政期以降の経験としては、金融調節を円滑に進めるためにも国債価格支持政策の実施に追い込まれる。日銀の国債価格支持的な行動についてはすでに触れたところであるが、こうした動きを決定的にしたのが12年7月国債担保貸付・割引歩合を9厘に引下げて順軌化した措置であった。これにより金融機関は大量の国債を保有したまま、資金の必要なときに日銀借入れに駆け込んでも0.36%方順軌となったわけである(従来国債担保貸付・割引歩合は1銭と表面的には国債利回りと同水準であったが、実際には金利の両入計算等の関係から若干の逆軌であった)。この措置の下で、国債の転売率が100%近い実績をあげる一方、日銀の国債担保貸出が増加して、その分だけ国債消化が実質的に減少していたとみなせる「擬制的国債消化」(明石照男、[41] 680頁)の現象が顕著になるのは、太平洋戦争勃発以後のことではあるが、後のインフレ加速を拍車したものと評価されている。^{(注40)(注41)}

金利政策の自由度喪失は、金融機関に対する関係においても現われる。高橋財政期において、普通銀行の資金ポジション残高(ローンポジション)は高橋財政期前の4億円程度から高橋財政期には10億円程度へと顕著に好転、余資比率でみても3～4%から10%程度へとかつてない水準に上昇している(前出図7)。しかもこのような事態の下

(注39) 10年秋の支店長会議の席上、深井総裁は人為的低金利政策の危険性を次のように指摘した。「今迄ハ金利ガ低下スルガ故ニ先キニ行ケバ公債ハ高クナルト云フノデ早ク公債ヲ買ハント云フ氣持デ公債ガ売レタノデアル、昭和7、8、9年迄ハソウシテ売レテ来タガ、此ノ消化方法ハ最早過ギタノデハナイカト思フ、今日ニ於テハ寧ロ国債所有者ニハ相当ノ利回ヲ与ヘルコトガ消化ヲ永ク維持スル所以デアル、金利ガ自然ニ下リ夫レニ順応シテ公債ノ利回モ下ルト云フナラ宜シイガ目前ノ消化ヲ良クセンガ為ニ故意ニ金利ヲ下ゲルト云フコトハ或ル程度迄ハ許サレルガ其ノ後ハ消化ガ止マリ大反動ヲ起ス危険ガアルト思ハレル」(日銀保有資料)。

では、ポジション調節のオプションが日銀から市中金融機関に移行してしまう。何故なら、国債を公募し金融機関のポジションを悪くしておいた場合には、日銀のオプションで買オペの額を調節し、市場金利を望ましい水準に誘導することは容易である。しかし日銀引受け、財政資金散布によりポジションが著しく好転している場合に売オペで調節しようとしても、金利の先高予想があれば金融機関は買応じなくなり、日銀の調節力は失われる筋合いにある。その場合には金融機関は国債を買わず、貸出伸長のインセンティブを著しく高めることになる。

5. むすびに代えて

昭和22年に制定された財政法の第4条、第5条は、①赤字国債を禁止、②建設国債は発行するが、国会がその限度を定める（①、②第4条）、③国債の日銀引受けを禁止する、但し「特別の事由」がある場合は、国会の議決の範囲内では「この限りでない」（③第5条）、という構造になっている。「第4、5条とりわけ第4条は、戦前の日本はもちろん、現在の諸外国にもほとんど例をみない規定」（〔17〕141頁）といわれている。^{（注42）}

こうした立法をみた背景には、GHQの「戦時利得の排除及国家財政の整理に関する件」（20年11月24日）の「公債其他一切の債務証券の発行」の禁止、それを受けた「政府借入並に支出削減に関する件」（21年1月21日）の「日本帝国政府の経常歳入不足を、日本銀行よりの当座貸越に依り賄ふ慣習は即刻之を停止するに付き有効なる措置を講ずることを要す」という指令（〔46〕）の考え方が引継がれているのかもしれないが、「この発想は……もともと大蔵省でつよく支持されていたものであることは明らかである」（〔17〕141頁）という見方もできよう。すなわち、石原周夫（「財政法・会計法改正の経緯」、〔17〕による）は、「この4条を入れましたときには、そういうような積極面から財政政策というものが、一つの景気政策的な動かし方をして行くのだという考え方に対しまして、もう一つは、当時も非常に強い議論であったのでありますが、戦時中の公債政策というのはいかぬじゃないか、この際財政を通ずる根本の立て方をするときには、赤字公債を出さないということを明らかにしようじゃないかというような両方の議論を取入れまして……この条文がつくってあるわけでありまして」と述べている。

（注40） 「当時の政府としては、公債の価格が下落するということは、政府の信用を失墜し、巨額の赤字公債の発行を不円滑にするという点を非常に心配しなければならなかったのです。そこで、日本銀行から、公債担保で借金をしたほうが、市場に公債を売却するよりも有利であるという体制をつくらせました。……こうなりますと、公債の消化率は表面的には非常によくなり、そこで政府はどんどん公債を発行し、財政資金を民間に散布していきます。しかしその半面、公債担保の日本銀行の貸し出しは非常な勢いで増加を示します。これが表面的に公債の消化率が非常によいのにもかかわらず、わが国においてインフレーションが進展するに至った基礎構造です」（吉野・中川〔54〕136～7頁）。

（注41） こうした価格支持政策は、広く国債の流動化に対する期待感を定着させ、金融機関のマネタリーディシプリンをも弱める。価格支持された国債は隠れたハイパワード・マネーに等しく、金融機関の自律的なポジション調整行動をばむものだからである。

（注42） 赤字国債の発行については、米英仏の各国には禁止の規定はない。西独は連邦基本法により原則禁止であるが、特別法により例外を容認することがある。国債の中央銀行引受けについては、英国が容認しているほかは、米、独、仏とも認められていない。ただし、西独では、対政府短期信用についてブンデスバンク法で一定限度内において容認、また仏でもフランス銀行法において対政府貸付については国会の承認を条件に容認している。

国会審議の過程でも、大蔵省は次のように説明している（〔17〕143～4頁）。「公共事業あるいは出資金、貸付金等それ自体の中において償還性のあるもの……には公債の発行を認める。……これとても無制限にやるわけではなしに、どういうものが公共事業かということについてはやはり議会できめていただく。……またその金額にいたしましても無制限でなしに、やはり金額の限度というものを国会で定める。……こうして発行した公債をどういうふうにして償還していくかという、その計画まで立てなければならぬ。……非常に周到な用意を規定して、公債が濫発され、財政基礎を危くすることのないようにいたしておる」、「一般の者の貯蓄によって公債を消化するという方法によれば、財政はきわめて健全でありまして、インフレーションの危険は起らない。ところが日本銀行に引受けさせますと財政インフレを起すことになる。……今後は原則として公債は日本銀行に

いわゆる「高橋財政」について引受けさせない。……特別の例外を設けておりますが、この場合といえどもその金額については国会の議決を経る。」

これらの議論を通して、フィスカル・ポリシーの必要性が念頭に置かれていることは確かであるが、全体として国債不発行、日銀引受け禁止にウエイトが置かれており、国債発行する場合にも純然たる赤字国債を認めないとされているのであって「高橋財政」以降の反省にもとづく健全財政思想が強く表面に出ているというべきであろう（〔17〕142頁）。「インフレーションに対する処女性を有していた」（〔45〕495頁）国民が、「高橋財政」以降のインフレの進行という歴史の教訓に学んだところから、財政法第4条、第5条が制定され、支持されたといえることができるであろう。

以 上

【参考文献】

- | | |
|------------------------|---|
| 〔1〕 有沢広巳 | 『戦争と経済』日本評論社 昭和12年 |
| 〔2〕 石橋湛山 | 『激変期の日本経済』東洋経済新報社 昭和12年 |
| 〔3〕 江見康一 | 「明治・大正・昭和の財政政策」、館・渡部編『経済成長と財政金融』所収 岩波書店 昭和40年 |
| 〔4〕 遠藤湘吉・加藤俊彦・高橋誠 | 『日本の大蔵大臣』日本評論社 昭和39年 |
| 〔5〕 大内兵衛 | 『（改訂）日本財政論——公債篇』改造社 昭和12年 |
| 〔6〕 大蔵省 | 『昭和財政史』第3巻 東洋経済新報社 昭和30年 |
| 〔7〕 " | " 第6巻 " 昭和29年 |
| 〔8〕 " | " 第10巻 " 昭和30年 |
| 〔9〕 " | " 第12巻 " 昭和37年 |
| 〔10〕 " | 『大蔵大臣財政演説集』大蔵省印刷局 昭和47年 |
| 〔11〕 " | 『大蔵大臣回顧録』大蔵財務協会 昭和52年 |
| 〔12〕 大島清 | 『高橋是清』中央公論社 昭和44年 |
| 〔13〕 沖中恒幸 | 『日本戦時経済の実証的研究』千倉書房 昭和14年 |
| 〔14〕 梶西光速・加藤俊彦・大島清・大内力 | 『日本資本主義の没落Ⅲ』東大出版会 昭和38年 |
| 〔15〕 金融研究会 | 「金輸出再禁止後の我国金融事情」（昭和11年）、〔39〕所収 |
| 〔16〕 金融経済研究所 | 『金融研究会講演集（復刻）Ⅲ』昭和48年 |
| 〔17〕 公社債引受協会 | 『日本公社債市場史』昭和55年 |

- [18] 後藤新一 『国債100兆』 東洋経済新報社 昭和55年
- [19] 杉田揚太郎 「統制経済下の金融立法」(昭和27年)、[39]所収
- [20] 高橋是清 『高橋是清自伝』 千倉書房 昭和11年
- [21] " 『高橋是清経済論』 千倉書房 昭和11年
- [22] 高橋亀吉 「日本経済・1930年代」、『思想』 46 624 所収
- [23] " 『現代公債政策』 千倉書房 昭和12年
- [24] 竹沢正武 『日本金融百年史』 東洋経済新報社 昭和43年
- [25] 田中生夫 「晩年の木村清四郎」、岡山大学経済学会雑誌 第14巻 第2号所収
- [26] 長幸男 『日本経済思想史研究』 未来社 昭和38年
- [27] 中島将隆 『日本の国債管理政策』 東洋経済新報社 昭和52年
- [28] 中村隆英 『戦前期日本経済成長の分析』 岩波書店 昭和46年
- [29] " 『日本経済——その成長と構造』 東大出版会 昭和53年
- [30] " 「『高橋財政』と公共投資政策」、中村編 『戦間期の日本経済分析』所収 山川出版社 昭和56年
- [31] 西野喜与作 『歴代蔵相伝』 東洋経済新報社 昭和5年
- [32] 日本銀行 『日本金融史資料』 昭和編 第6巻
- [33] " " " 第8巻
- [34] " " " 第14巻
- [35] " " " 第21巻
- [36] " " " 第23巻
- [37] " " " 第24巻
- [38] " " " 第27巻
- [39] " " " 第28巻
- [40] " " " 第30巻
- [41] " " " 第31巻
- [42] " 『日本金融史資料』 昭和編 第34巻
- [43] " 『日本銀行八十年史』
- [44] " 「満州事変以後の財政金融史」(昭和23年)、[38]所収
- [45] " 「金輸出再禁止より終戦までの我国経済統制の推移」(昭和28年)、[38]所収
- [46] " 『主要財政金融関係連合軍指令並関係国内法令第2輯』
- [47] " 「赤字公債消化力並財政経済と軍備との調和に関する問題(世論)」(昭和10年)、[41]所収
- [48] " 「わが国為替管理の沿革」(昭和35年)、『日本金融史資料』昭和統編第13巻所収
- [49] 土方成美 『日本経済政策』 千倉書房 昭和12年
- [50] 深井英五 『回顧七十年』 岩波書店 昭和16年
- [51] " 『金本位制離脱後の通貨政策』(増補版) 千倉書房 昭和15年
- [52] 吉野道夫 『(新版)国債の知識』 日本経済新聞社 昭和51年
- [53] 吉野俊彦 『歴代日本銀行総裁論』 毎日新聞社 昭和51年
- [54] 吉野俊彦・中川幸次 『(新版)金利の解説』 日本経済新聞社 昭和50年
- [55] 「第62回帝国議会衆議院議事速記録」、[34]所収