

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 - 」の模様

1. はじめに

日本銀行金融研究所では、2001年3月21日に「わが国における財政と中央銀行の活動 - 歴史的視点から - 」と題するワークショップを開催した（プログラムは以下のとおり、参加者 ラウンドテーブル着席者 リストは別紙）*。

座長 : 石井寛治 東京経済大学教授（東京大学名誉教授）

セッション1. 明治初期の財政構造改革・累積債務処理とその影響

報告 : 大森 徹 日本銀行金融研究所 研究第3課（現 調査統計局）

コメント : 齊藤壽彦 千葉商科大学教授
北村行伸 一橋大学助教授

セッション2. 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**

報告 : 井手英策 日本銀行金融研究所 国内客員研究生（現 東北学院大学助手）

コメント : 浅井良夫 成城大学教授
武藤 哲 日本銀行金融研究所 研究第3課長

セッション3. 財政規律と中央銀行のバランスシート

報告 : 鎮目雅人 日本銀行金融研究所 研究第3課調査役

コメント : 岡崎哲二 東京大学教授
土居丈朗 慶應義塾大学専任講師
寺西重郎 一橋大学教授

* 文中における各参加者の所属ならびに肩書きはワークショップ開催時点のものである。

** 日本銀行金融研究所では、現在アーカイブにおいて整理や目録作成が完了した歴史的資料約3,700冊を研究者等に公開している。現在も整理作業を進めており、平成14年4月以降公開対象資料を拡大する予定である。その中に、本号所収の井手英策「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～」で引用されている整備中の資料（同論文中「日本銀行保有資料」と出所表示されているもの）も含まれる予定である（なお、同論文に「日本銀行保管資料」と出所表示された資料は既に公開されている）。

セッション4．一般討論

- コメント：館龍一郎 青山学院大学名誉教授（東京大学名誉教授）
貝塚啓明 中央大学教授（東京大学名誉教授）
総括：石井寛治 東京経済大学教授（東京大学名誉教授）

本ワークショップでは、近年、財政規律と中央銀行の対政府信用との関連に大きな注目が集まっていることを踏まえ、明治以降の歴史的経緯に即して、財政規律と中央銀行の対政府信用との関連について考察することを主眼とし、金融史、財政理論など、関連する分野の専門家にお集まりいただき、さまざまな角度から議論していただいた。

以下では、プログラムに即して、セッションごとに議論の概要を紹介する（文責、日本銀行金融研究所、文中敬称略）。

2．セッション1．明治初期の財政構造改革・累積債務処理とその影響

(1) 論文報告 大森 徹（日本銀行金融研究所 研究第3課）

大森は、わが国において明治維新後の比較的早期の段階から均衡財政運営が行われていた点に着目し、以下のような報告を行った。

明治初期の財政バランスの改善は、「秩禄処分」（士族階級に対して政府が支払っていた「秩禄」の支給水準切下げ・現金支給化と「金禄公債」交付による証券化）、旧幕藩内国債務の切捨て、地租改正といった財政構造改革・累積債務処理を通じてなされた。

このように抜本的な処理が行われた背景としては、貿易収支の悪化、正貨（旧金・銀貨を含む）の海外流出という対外的な経済危機に対応するために結果として金本位制のディシプリンに即した緊縮財政政策が採用されたこと、地租改正により地稅収入が定額制とされ、歳入は物価に対して非伸縮的である一方、歳出は物価に連動していたため、財政構造面からインフレを忌避するインセンティブが働いたことが考えられる。

いわゆる松方財政は、景気がすでにピークアウトする中で歳出抑制・増税という追加的なデフレ政策を行うことになり、各方面からの強い反発を受ける可能性があった。そこで松方は、事前に、政府の有力者を列席させたうえで明治天皇の言質を取ることとし、いわば「錦の御旗」を得てデフレ政策推進に対するコミットメントを強化することにより、緊縮財政運営と紙幣整理を断行したと考えられる。

(2) 指定討論者 齊藤壽彦(千葉商科大学教授)のコメントの骨子(詳細は後掲の齊藤[2001]参照)

齊藤は、明治初期の財政運営において財政規律が強く意識されていたということを示すものとして大森論文を位置づけたうえで、以下の問題提起を行った。

明治初期に財政規律が確立した背景としては、外国資本の日本に対する圧力も重要な要素ではないか。

大森論文では、財政改革を行うにあたって政治的安定が保たれていたことが強調されているが、明治政府には最初から強力な政権基盤があったわけではなく、維新政府と旧封建的勢力との対立と妥協を経て、政策当局の意思統一が形成され、強力な政権が確立していったと考えられる。

大森論文で財政指標として採り上げられているプライマリー・バランスは、中長期的な財政赤字の累積を考える際に重要であるが、これは国債の発行残高との関係において考察する必要があるのではないか。

1869(明治2)~1872(明治5)年の物価低下局面を一括して「井上・渋沢デフレ期」と呼ぶのには問題があり、両人の財政政策についての考え方や、より詳細な時期区分についての検討を要する。

大森論文では、地租改正は増税ではないとしているが、地租改正によって江戸時代以来の高率課税が固定化された点を見落とすべきではない。また、松方デフレ期には地租(直接税)を補完する形で、大衆課税が強化されており、明治初期の財政基盤は、地租だけで支えられていたわけではない。

旧藩の累積債務の削減は、国債に対する信認を崩壊させる危険性をはらんでいたが、実際には国債に対する信用が維持された。この背景としては、藩債処分による打撃が旧体制に依存していた勢力に限定されていたこと、外債の償還を優先したことから国際的信用は維持されたこと、そもそも内国債の市場公募による発行が、1878(明治11)年の起業公債発行まで行われなかったこと(それ以前の内国債発行は、継承された封建的財政負担の処理や政府紙幣消却のために国債を交付する形態で行われていたものであったこと)、などが考えられる。

明治初期の財政を考えるに当たっては、殖産興業政策と官業払下げも重要な論点であり、西南戦争後にそれまでの積極的殖産興業政策が転換され、官営工場の払下げが進められた結果、財政負担の軽減につながった面が小さくない。

大隈財政を積極財政、松方財政を緊縮財政と評価するのは一面的であり、両者とも紙幣整理の必要性を認識し、実施した点では共通している。もっとも、紙幣整理の方法に関し、大隈が外債募集も辞さず、一気に貨幣制度を兌換制に移行しようとしたのに対し、松方は正貨蓄積に努め、漸次紙幣を消却したうえで兌換制を施行しようとした点に違いがある。

(3) 指定討論者 北村行伸（一橋大学助教授）のコメントの骨子（詳細は後掲の北村 [2001] 参照）

北村は、大森論文を財政構造改革と累積債務処理についてのケース・スタディとして興味深いとし、明治期の財政のプライマリー・バランスなどの統計の新たな推計を前向きに評価しつつ、大森論文で取り上げた主要な論点について、主に政治経済学的な立場から以下のようにコメントした。

旧藩債務の処理について、新旧レジームを支える政治的基盤がほぼ同一であるならば、旧レジームの債務は継承される傾向が強いと考えられる。これは経済学の分野では政策の時間的（非）整合性（time consistency）の問題として論じられている。明治政府が、国内的な政治体制を確立し、国際社会に参加していくことを大前提としていた以上、旧レジームの債務を継承していくという政治的要請があったと考えられる。

大森論文では、地租改正後の租税制度は政府に対してインフレ抑制的に働いたとしているが、そのような解釈が結果的には成り立つとしても、政府が地租改正の手続きの中で、インフレ抑制策としてこうした租税制度を採用したと考えるのには無理がある。

大隈と松方の政策スタンスの違いについて、議会不在の藩閥政府内でのバランス・オブ・パワーの観点、国際社会の中での日本のあり方に対する考え方、という2点を提示したい。とくに、との関連では、大隈の情報源はいわゆるお雇い外人等に限定されていたのに対し、ヨーロッパに滞在した経験を持つ松方は海外の情勢に精通し国際感覚を身に付けていたと考えられる。こうした文脈で松方財政を捉えると、長期的視点に立ち、日本が国際経済に参入していくための体制作りには資源を振り分けたと評価することが可能であり、松方財政のデフレ的側面のみを強調することは歴史の流れを捉えていないように思う。

歴史の流れの中での財政・金融政策の運営や、グローバル化の中での日本経済の舵取りという視点から現在の財政・金融政策について考えることもできる。すなわち、緊急景気対策として財政赤字を出し続け、デフレ対策として金融緩和を続けることは、短期的な解決にはなる。しかし、長期的には、国際社会のグローバル・スタンダードに基づく国際競争に耐え得る社会経済制度の整備は急務であり、松方財政の緊縮財政を導入することは一見苦痛を伴うものであるが、むしろ国益に資するものといえるのではないか。

(4) リジョインダーおよび討論

大森は、明治初期の太政官札の大量発行によるインフレ、西南戦争後のインフレから松方デフレに関しては先行研究が多く存在するが、廃藩置県後から西南戦争以前までの期間についての明治政府の財政に関する先行研究は比較的手薄であり、この点を検討することが報告の1つの目的であるとした。また、大森は、地租改正後

の税制は必ずしもインフレ抑制的ではなかったのではないかと、という北村の指摘に対して、地租改正は当初からインフレ抑制を意図して実施したものでなかったが、地租改正によって、政府の歳入額が固定される一方、歳出は物価に連動するという財政構造を前提として政策が行われるようになった以上、財政支出を拡張してインフレを起こしていくようなインセンティブが結果として働きにくかったということではできないのではないかと述べた。

石井は1872(明治5)~1877(明治10)年頃を対象とした先行研究が少ない中で、この時期にプライマリー・バランスの黒字と物価の安定の両者が達成されていたことは新たな知見であり、今回の研究によって1874(明治7)~1875(明治8)年に経済が上向いた背景について財政政策の面からの裏づけが得られた点を評価した。

岡崎哲二(東京大学教授)は、大森論文において、明治初期の財政構造にビルト・イン・インスタビライザーともいうべき機能が組み込まれていたとしている点は注目に値するとした。これを受けて大森は、従来は西南戦争後のインフレの原因を戦時期の財政支出拡大に求めることが多かったが、本稿では、物価変動が所得移転を引き起こすことによりビルト・イン・インスタビライザー的なメカニズムが働く可能性を示したかったと付言した。なお、齊藤は、地租が定額制なので財政収入が物価変動に対して非弾力的との大森の分析に対し、明治期を通してみれば間接税が増加してくる一方、地租のウエイトは低下しており、地租の安定が財政収入の安定につながるとはいえないのではないかとの見解を示した。

粕谷 誠(東京大学助教授)は、大森論文では、明治初期に財政規律が確保され、比較的早期に均衡財政運営が行われていたことを示しているが、当時は国内金融市場が未発達なために国債発行のオペラビリティが限定され、この結果財政赤字を許容し得なかったものであり、松方デフレの後、初めて政府が自由に国債を発行できる状況が現出したとの見方もできるとした。これに対して大森は、当時の状況を考えると国債発行によらずとも政府紙幣の発行によって財政赤字のファイナンスを行うことは可能だったわけであり、国内金融市場の未発達が財政赤字を防ぐ要因として働いていたとは考えにくいとした。

北村は、財政赤字のファイナンスを考えるにあたっては、民間部門とりわけ家計の資金過不足に注目する必要があるとしたうえで、明治初期における家計貯蓄の状況が把握できれば、国内市場における国債消化能力がわかるのではないかと述べた。石井が、当時の家計貯蓄について、1878(明治11)年の起業公債発行を例に採り、公募によって民間からの資金調達に成功したことをもって直ちに民間貯蓄が豊富であったといえるかと問題提起したのに対し、大森は、民間貯蓄や資金の流れを評価するにあたっては、家計所得の状況や国立銀行の貸出等、多角的な分析を行う必要があるとしつつ、西南戦争以後の物価上昇により富農層に対する所得移転が発生し、民間貯蓄が上昇した可能性があり、その際には国立銀行設立による国立銀行紙幣の増発と銀行設立ブームがきっかけになったと考えられるのではないかと述べた。これに対して石井は、西南戦争時の状況は、政府紙幣や国立銀行紙幣の増発により撒布された資金を起業公債の発行により吸収したため、インフレの顕現化が抑えられ

た面があるのではないかと指摘した。

大森は、1871(明治4)年の新貨条例施行により形式的には金本位制が採用されることになったが、財政状況から兌換が停止されていた当時の状況を踏まえると、政府当局者は早い時期から兌換制を確立したいと考えており、これが財政規律の確立に結びついたと考えられると述べた。**石井**は、明治初期の政府当局者が兌換制確立に固執していた背景について、江戸時代の藩札は本来正貨との兌換を前提に発行されることが原則であったこと、明治政府による初の政府紙幣である太政官札が福井藩での藩札発行の経験を活かして由利公正によって考案されたことからわかるように、明治政府によって発行された政府紙幣は兌換紙幣としての藩札の伝統を引き継いだものであること、由利以降の財政担当者は財政支出の抑制により正貨準備を積み増して紙幣整理の原資を捻出しようとしていたことを指摘した。**伊藤正直(東京大学教授)**は、明治初期の政府当局者の政策意図を考えると、不換紙幣の信認確保に向けて努力する、あるいは近世以来社会的に浸透していた金属貨幣との兌換保証を実現する、のいずれがより妥当するかと質問した。これについて**大森**は、1869(明治2)~1870(明治3)年に匱貨幣(金銀貨)が現れた際に太政官札に信認が集まった事例を挙げて、紙幣というのは本来的に正貨と兌換されるということが近世以降の社会的な常識として浸透していたことからみて、**大森**が該当するのではないかと答えた。なお、これに関連して**土居丈朗(慶應義塾大学専任講師)**は、不換紙幣発行の財政上の意義について、通常の方法による徴税が困難な場合におけるインフレ税としての機能を指摘した。

佐藤政則(麗澤大学教授)が財政赤字ファイナンスの面における大隈財政期と高橋財政期との類似性とは具体的に何を意味するのかとの疑問を提示したのに対し、**大森**は、大隈財政期の1876(明治9)~1877(明治10)年も、昭和初期の高橋財政期も財政支出の拡大によりプライマリー・バランスが悪化している、財政赤字のファイナンスの方法として、前者が政府紙幣と金禄公債を担保とする国立銀行紙幣の増発、後者が国債の日銀引受という形をとっており、財政赤字が貨幣増発に直結している、という点に共通性があるとの認識を示した。なお、**大森**は、その後の財政収支の推移は両者で異なっている点を指摘し、両者を比較する際には、中長期的な観点から歳入歳出構造などを検証する必要があると付け加えた。

3. セッション2. 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

(1) 論文報告 井手英策(日本銀行金融研究所 国内客員研究生)

井手は、1932(昭和7)年に開始された日本銀行による新規国債の直接引受(以下、日銀引受)について、これに先立って日本銀行と大蔵省との間で行われていた検討の記録をもとに、日本銀行と大蔵省の政策思想の観点から以下のような報告を

行った。

日銀引受については、これまでの研究では、高橋是清蔵相のリーダーシップのもとで大蔵省主導により実施され、日本銀行はこれに受け身で対応したものであり、金融が財政に従属したというのが通説であった。本稿では、1930(昭和5)年に設置された「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)の資料をもとに、再検討を試みた。

その結果、日本銀行は国債の対市中売買を通じた流動性コントロールが可能であると考え、むしろ日銀引受と市場介入の実施により金融機関に対する影響力が増すことのメリットが大きいと判断していたと考えられる。

共同調査会の内容に関して以下の論点を提示したい。

金本位制が日本銀行と大蔵省の政策判断にどのような影響を与えたのか。共同調査会は金本位制下で開催されたが、当時、正貨の海外流出により自律的な財政政策を行うことができなかつた大蔵省と、民間金融機関に対する通常の貸付が激減し、影響力が低下していくことに危機感を抱いていた日本銀行は、それぞれどのような将来像を展望していたのか。

日銀引受に政治的・経済的合理性はあったのか。高橋財政期においては時局匡救事業費や満州事変費といった多額の新規財政需要が発生しており、財政サイドでは財政需要の充足が急務であった。こうした中、買いオペと公募による国債発行と比較しても、日銀引受には一定の経済的合理性があったと考えられるのではないか。

日銀引受が、金本位制下で考案され、金本位制離脱後に開始されたことをどのように捉えるべきか。金本位制を前提とすれば合理的な判断に基づいたものであったとしても、金本位制からの離脱という政策環境の転換により日銀引受は経済的合理性を失ったといえるのではないか。

(2) 指定討論者 浅井良夫(成城大学教授)のコメントの骨子(詳細は後掲の浅井[2001]参照)

浅井は、井手論文を、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と位置づけたうえで、以下の3つの論点を提示した。

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ハイパー・インフレを招いたとは考えにくく、財政規律が最終的に失われたのは、高橋財政期ではなく馬場財政期であったのではないか。

日銀引受に先立つ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を交付国債に振り替えて債務を肩代わりしたが、交付による国債発行スキームについても(日銀引受と同様に)国債の発行が安易に実施されやすいとする説もあることを考えると、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のかどうか疑問である。

井手論文では、日銀引受以前の日本で英国流のオープン・マーケット・オペレーションの実施を阻んでいた要因として、日本の国債市場が狭隘であった点を指摘していることに関連して、短期金融市場の未発達が、国債の流通市場にも影響を与えていたのではないかとすることを補足したい。井上準之助は日本銀行総裁時代に「東洋のロンドン構想」を掲げ、割引市場の創設と債券市場の拡大、オープン・マーケット・オペレーションの導入を提唱した。高橋蔵相が金本位制への復帰を見送ったこともあって、「東洋のロンドン構想」は実現に至らなかったが、仮に当時において手形割引市場が発達していれば、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いが。

(3) 指定討論者 武藤 哲 (日本銀行金融研究所 研究第3課長) のコメントの骨子 (詳細は後掲の武藤 [2001] 参照)

武藤は、井手論文の主張の妥当性につき、当時の日本銀行政策担当者の記録などを踏まえつつ、実務家の観点から以下のようにコメントした。

井手論文が検討対象とした共同調査会において、大蔵省と日本銀行の合意のもとで国債の売買ならびに引受が日本銀行の業務として明確に位置づけられたことが、日銀引受開始に向けた日本銀行内部での検討に大きな影響を与えたと考えられる。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、売りオペによる流動性の調節を前提とした日銀引受は、当時の日本銀行の政策責任者には抵抗感なく受け入れられたと考えられる。

深井は後に、日銀引受による国債の消化は国債の公募よりも容易であり、金融および通貨の調節上妙味が多いと述べているが、この結論は、井手論文の主張に沿うものであり、実際、日銀引受を軸とする景気刺激策と売りオペによる金融調節は、1935(昭和10)年頃までは有効に機能したようにみえる。一方で、深井は、日本銀行は国債引受により理論的には国債を無制限に保有できるため、財政政策の限界が不明確になりやすいという点を認識していた様子がうかがえるが、なぜ深井が1936(昭和11)年以降の状況に的確に対応し得なかったのかが疑問として残る。この点に関連して、1937(昭和12)年10月のシンジケート団引受発行を再評価する必要がある。

中央銀行の自由意思により金融調節が国債売買で実現でき、余分な資金は必要な時に売りオペで吸収できるとの考え方に立つ限りは、国債保有制限はむしろ不必要な縛り、すなわち保有限度規制による買いオペの制限となる可能性もある。したがって、井手論文が主張するように、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、その結果、国債保有制限に強く固執するには至らなかった可能性がある。今日、例えば社会保障改革の遅れが戦前における軍事費同様に「政策反転」の

障害要因となる可能性は排除できない。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ものであり、他方、財政規律の確保は、中央銀行だけの手には負えない。したがって、異例の金融政策を採る場合、同時に、政府が財政規律確保策を用意するといった連携プレーの必要性と可能性が提起されるのではないか。あわせて、1930年代のスウェーデンの経験（金本位制からの離脱と物価目標の設定）や、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可能性についても問題提起したい。

(4) リジョインダーと討論

井手は、財政規律の喪失は馬場財政期との**浅井**の見方に対し、自身による先行研究¹を踏まえ、通説では緊縮財政を採用していたとされている後期高橋財政、とくに昭和11年度の予算編成において、「国債漸減政策」の名のもとに一般会計ベースの単年度収支は改善されたが、これは実際には一般会計から特別会計・地方への負担の転嫁や、軍事費に関する継続費（後年度負担）の累積によって達成されたものであり、実質的な増税や歳出削減がほとんど実施されていなかった点を指摘した。さらに、わが国の財政運営においてしばしば緊縮政策への転換が失敗しているという点を踏まえると、前期高橋財政における財政・金融政策運営がうまく機能したという点のみを強調して国債の日銀引受を正当化することはできず、高橋財政を評価するにあたっては、後期高橋財政において緊縮政策への転換が失敗した点が重要と述べた。

次に、**浅井**が指摘した高橋財政期の国債発行と金融恐慌処理の関係に関連して、両者が密接に関連していたとの認識を示し、高橋財政期の低金利政策や国債投資の促進が結果的に民間金融機関の収益確保につながっていたと付け加えた。

さらに、**浅井**が指摘した短期金融市場と国債市場の未発達に関連して、日本銀行は相対取引としての売りオペを通じて民間金融機関に対するコントロールビリティを高めようとしており、市場の育成といった観点はさほど意識されていなかったのではないかとした。さらに、国債簿価公定制の導入や国債担保貸出の高率適用緩和により、民間金融機関の準備資産としての国債に対する需要が高まった点を強調しつつ、国債担保貸出の増加がコール市場の衰退につながったことからみて、短期金融市場の育成は重視されていなかったとの認識を示した。

武藤が指摘した国債の引受制限を設けることの実効性については、金本位制が前提となっていた共同調査会の議論では、日本銀行の国債保有に制限を設けることにはそれなりの意味があり、金本位制のもとで日銀引受を実施すればうまく機能したとの見方もできる一方、金本位制離脱後は、国債の保有制限が有効に機能するよう

1 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。

な通貨システムを構築しない限り、財政規律の維持は困難だったのではないかと述べた。

佐藤は、管理通貨制度への移行といったパラダイム転換が行われたために、日銀引受が非合理的なものになってしまったとする井手論文の見方を受けて、当時の日本銀行には大きなパラダイム転換に対する準備が整っていなかったのではないかとの問題提起を行った。また、第1次大戦後の日本でも金輸出が停止されていたことから、高橋財政期以前から金本位制の「ゲームのルール」は働いていなかったのではないかとの見解を示した。この点について**井手**は、1930(昭和5)年の共同調査会開始以前において金本位制のルールが働いていたかどうかを調査する必要性を指摘した。

続いて**佐藤**は、**井手**が「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疑わしい」とした点を捉え、日本銀行は思想としてのリアル・ビルズ・ドクトリンには大きな影響を受けていたが、現実これを適用することができなかったのではないかとの見方を示した。**井手**は**佐藤**の指摘を踏まえ、日本銀行にリアル・ビルズ・ドクトリンに従うべきとの考え方が存在していたとすれば、売りオペを実施するにしても、日銀引受により一時的にせよ国債を大量に保有することは望ましくないと考えていた可能性もあるとして、さらに検討を進めていく必要があると述べた。

齊藤は、日銀引受の実施に際して、国債の価格変動により日本銀行自身が損失を被る可能性について、日本銀行内部でこれが問題視されていたかどうか、との問題提起を行った。これに対して**井手**は、共同調査会では、国債価格の維持も議論されているが、これが日本銀行自身のバランスシートの問題と関連づけて検討されているかどうかははっきりしないこと、1932(昭和7)年の国債簿価公定制の導入により、会計上キャピタル・ロスは発生しないことになったため、国債価格変動リスクの問題はひとまず回避されることとなった点を指摘した。

石井は、馬場蔵相になって、初めて軍事費が生産的なものとして認識されたとする**浅井**の見方に対して、1935(昭和10)年の高橋と石橋湛山との対談²を引用しつつ、高橋も軍事費が生産的な面を持っているとの考えを持っていたのではないかとした。**井手**も、高橋は軍事費に時局匡救事業(公共事業)的な意義を見出し、生産的な経費としてみていたとの見方を示した。これに対して、**浅井**は、高橋はあくまで国債に歯止めを設けるべきと考えていた点が、馬場の考え方とは根本的に異なるとの見解を示した。

浅井は、高橋財政が増税策を打ち出さなかったことが結果的に失敗であったと述べたうえで、通説では大蔵官僚は増税を企図していたが高橋の反対のために実現しなかったとされているが、井手論文では大蔵官僚自体も増税に否定的だったとして

2 「高橋蔵相縦談」、『東洋経済新報』1935年5月4日号、東洋経済新報社。なお、石橋の高橋財政に関する評価については、「高橋財政に対する批判と提言」、『石橋湛山全集』第9巻、東洋経済新報社、pp. 291-398参照。

いるのかと質問した。これに対して**井手**は、1932(昭和7)~1933(昭和8)年頃、大蔵省は増税プランを策定していたものの高橋によって却下されたこと、1934(昭和9)年に蔵相に就任した大蔵官僚の藤井真信による増税案も限定的なものに終わったこと、一方で、高橋が軍事費を時局匡救事業として捉えていた点については、大蔵官僚も同調していたことを指摘した。

4. セッション3. 財政規律と中央銀行のバランスシート

(1) 論文報告 鎮目雅人 (日本銀行金融研究所 研究第3課調査役)

鎮目は、第2次大戦中から戦後のインフレの発生を念頭に置きながら、金属本位制期と管理通貨制への移行期に焦点を当て、金融市場における政府の資金調達と中央銀行の対政府信用の関係を中心に以下の報告を行った。

金属本位制期には、国債は国内外の市場を通じて消化されるとともに、財政規律を意識した財政運営が行われていた。したがって、この時期には市場を通じた財政運営のチェック機能が働いていたと考えられる。金属本位制期の財政・金融政策運営を考えるうえでは、固定為替レートへのコミットメントという側面に加えて、政府の資金調達が原則として海外・国内の金融市場を通じて行われていた点が重要である。

金本位制離脱は、金本位制下での財政規律維持のための枠組みが撤廃されたという点で財政運営の転換点と考えられるが、その後の状況を見ると、これに代わる財政規律メカニズムは導入されず、財政支出のファイナンスを念頭に置いた金融政策が実施された。

高橋財政期には、金融市場で自由な金利形成が行われていたが、海外市場と国内市場が遮断される中で、国内市場では国債の日銀引受、国債担保貸出の高率適用緩和、国債簿価公定制の導入等により投資家の資産運用行動に変化が生じ、市場における金利形成の歪みが生じていた可能性がある。

日本銀行は高橋財政期以降に引き受けた国債のうち8~9割を金融機関に売却するというオペレーションを行っており、この結果、国債保有者のなかで、民間金融機関が一貫して4~5割の高いシェアを占めていた。しかしながら、日本銀行の売りオペが支障なく行われている限り、金融政策運営上の問題はなかったと結論づけることはできず、高橋財政期には、内外金融市場の状況と民間金融機関の資金運用行動に変化が生じていた。まず、ポンド建ての日本国債と英国債の金利差は1932(昭和7)年以降急速に拡大しているが、これは海外の投資家からの日本国債に対する信用が失われたことを示している。一方、日本国内においては、1930年代に入ると国債と他の債券の金利スプレッドがほぼ解消している。こうした背景としては、国債以外の債券のリスクが相対的に低下した、リスクの低い資産である国債の比率が上昇してポートフォリオ全体のリスク

が減少した、金融機関のリスクに対するビヘイビアが変化（投資家のリスク回避度が低下）した、ということが考えられる。この点についてはさらに詳細な分析が必要であるが、の可能性のあることを指摘しておきたい。

この間の財政収支についてみると、1910年代までは、戦時に一時的に悪化することがあっても、いずれは均衡財政に回復している。しかし高橋財政期に入ると財政赤字が恒常化するようになっており、この時期を財政運営上の画期ということができるのではないか。

(2) 指定討論者 岡崎哲二（東京大学教授）のコメントの骨子（詳細は後掲の岡崎 [2001] 参照）

岡崎は、鎮目論文は財政規律と中央銀行の関係についてのサーベイとしてよく整理されたものであり、長期金利の推計を行い新しいデータを構築しているという意味でも有益であるとしつつ、「高橋財政による制度変更がハイパー・インフレをもたらした」という鎮目の主張についてコメントした。

1932(昭和7)～1936(昭和11)年にかけては物価が比較的安定して推移しており、この時期をその後の戦時インフレ期と一括して「インフレ期」とすることには疑問がある。例えば、井手論文に対する浅井のコメントにみられるように馬場財政をインフレへの画期と捉えることも可能であり、「高橋財政による制度変更がインフレをもたらした」と主張するのであれば、高橋財政とその後のインフレとのつながりを示す根拠を提示する必要がある。また、1942(昭和17)年の日本銀行法、1947(昭和22)年の財政法など重要な法制度の枠組みの変更をどう位置づけるかといった点も重要である。

鎮目論文では、戦前期において日本銀行のバランスシートとインフレ率が正の相関を示していることをもって、この時期の日本銀行の金融政策運営が経済変動を増幅させるもの（procyclical）であったとしているが、この点については、フォーマルな時系列分析やアナクドータルな分析を含めて、もっと踏み込んで分析する必要があるのではないか。

鎮目論文では1930年代に国債と他の債券の間の金利スプレッドが縮小した点に注目しているが、これを特異な現象と捉えるのではなく、むしろ1920年代に発生した金融危機により異常に拡大したスプレッドが、金融危機の解消により民間債券のリスクが低下して正常化されたとの見方もできるのではないか。

(3) 指定討論者 土居丈朗（慶應義塾大学専任講師）のコメントの骨子（詳細は後掲の土居 [2001] 参照）

土居は、鎮目論文について、日本銀行の対政府信用を軸に、インフレ、通貨供給と国債発行の関係を中心にデータに裏づけられた考察を試みており、中央銀行のバランスシートの健全性と財政規律の意味を歴史的観点から検討した今日的意義に富

む論文であると評価し、論文の経済学的なインプリケーションに着目して以下の点についてコメントした。

金本位制が財政規律を与えていた点や、金本位制離脱後に財政赤字のファイナンスを念頭に置いた金融政策の運営により財政規律が失われたという点を一般化すると、中央銀行の財政政策からの独立性が財政規律を与えともいえる。このことから、現代においても、財政政策から独立した金融政策が財政規律を与えとのインプリケーションが得られるのではないか。

鎮目論文では、財政規律を「財政赤字の持続可能性」と同義と考えているように見受けられるが、財政規律を「財政政策を効率的に行うこと」と定義することも可能である。これは、金融契約の理論や企業統治の議論で用いられる「負債による規律づけ」の考え方の応用であり、民間企業における「収益性」が「財政規律」、同じく「健全性」が「財政の持続可能性」に相当する。そのうえで、財政規律の問題を、政府が無制限に国債を発行できれば、非効率な財政支出や課税を抑制する動機づけがなくなるという観点から捉えるわけである。これにより、「インフレが生じたとしても、経済全体の資源配分には影響を与えないため、問題とはならない」という主張に対し、「財政赤字の持続可能性は担保できたとしても日本銀行が国債を引き受けることにより財政支出が非効率になり得るため、望ましくない」と主張することが可能になる。

財政赤字が一時的なものであれば、課税平準化の観点から正当化することも可能である。高橋財政期以降の国債発行が課税平準化の観点でみれば過大なものであったのか、あるいは、ある程度許容し得る範囲であったのかという点についてはどう考えるか。

財政赤字が持続可能な条件については、近年の研究では「前年度末（今年度初）の公債残高対GDP比の上昇に伴い、プライマリー・バランスの対GDP比が上昇すること」という条件が提示されている。なお、戦前の日本の財政については、この条件に照らしても持続可能でなかったとの先行研究³がある。

(4) 指定討論者 寺西重郎（一橋大学教授）のコメントの骨子（詳細は後掲の寺西 [2001] 参照）

寺西は、鎮目論文が日本の戦前期とくに高橋財政期を中心に、日本銀行の国債引受が財政規律と両立したか否かについてさまざまな理論的可能性を指摘し、いくつかのファクト・ファインディングを行っている点を評価しつつ、以下の点を指摘した（当日は欠席のため、事務局がコメントを代読）。

3 浅子和美・福田慎一・照山博司・常木淳・久保克行・塚本隆・上野大・午来直之、「日本の財政運営と異時点間の資源配分」、『経済分析』第131号、経済企画庁経済研究所、1993年。

国債の日銀引受（より一般的には中央銀行の対政府信用の拡大）が正当化されるためには、これが財政規律の弛緩をもたらすことのないことと並んで、調達された財政資金が経済のマクロ需給バランスを回復させることが必要であるが、この2つの条件は必ずしも独立ではない。日銀引受による財政支出拡大の経済回復効果が限定的であれば、さらに追加的な引受を行う圧力が高まることが考えられる。この点に関連して、自身の先行研究⁴によれば、政策パッケージとしての高橋財政のうち財政支出拡大以外の部分（為替減価放任）や、植民地・半植民地市場の拡大が、総需要と銀行貸出に大きな影響を与えたとの結果が得られており、財政支出拡大の効果は限定的であったと考えられる。

高橋財政前後には、経済全体としてのリスク・テイキング機能の低下と所得分配システムをめぐる社会的な対立が、政策決定上の問題（コーディネーション・フェイリャー）を起こし、これが財政・金融政策の効果を限定していた可能性が高い。（準）戦時経済体制への移行、大陸における市場の拡大、金本位制の否定と為替減価放任等が、コーディネーション・フェイリャーに終止符を打ったという面があるのではないか。

（5）リジョインダー

鎮目は、まず高橋財政を制度上の画期とするかどうかについての**岡崎**の問題提起に対し、国債をはじめとする金融市場の環境変化を考えれば高橋財政期が制度上の画期といえるのではないかとした。すなわち、金本位制下では、国内・海外の金融市場を通じた資金調達が行われており、これが財政規律の土台となっていたが、高橋財政以降、国内市場は海外とのリンクを断ち切れ、さらに市場を経由しない国債の日銀引受が実施されたほか、国債簿価公定制の導入、国債担保貸出の高率適用緩和などが相次いで実施されたことで、国内市場の性格が大きく変化したと考えられるとした。

また、**土居**の指摘を受けて、本稿は、財政規律を財政赤字の持続可能性と同義と捉え、国債の日銀引受に代表される高橋財政期以降の政策運営スキームの変更が財政政策の持続可能性を失わせる方向に作用していた可能性を示したものであるとした。そのうえで、**土居**の定義による財政規律の問題を検証するためには、何らかの社会的効用関数を前提として、財政政策と金融政策、あるいは構造改革などの政策を含めた1国の経済政策全体の効果を評価する必要がある、これは**寺西**のいうコーディネーション・フェイリャー問題と通じる論点を含むのではないかと述べた。

.....
4 M. Okura and J. Teranishi, "Exchange Rate and Economic Recovery of Japan in the 1930s," *Hitotsubashi Journal of Economics*, 35, Hitotsubashi University, 1994, pp.1-22.

5 . セッション4 . 一般討論

(1) 中央銀行の活動と財政規律

藤木 裕（日本銀行金融研究所 研究第1課調査役）は、**土居**のコメントを受けて、金本位制に代わる財政・金融政策の規律づけを考える場合、中央銀行の独立性によって財政政策に規律づけを与えることはできず、政治家に対して持続可能な財政運営を行わせるように仕向ける仕組みを別途構築することが必要と指摘した。**藤木**は、こうした仕組みの具体的な例として、規律ある財政運営を達成できない場合には国際通貨体制から排除される金本位制のような枠組みが考えられるが、これに類似したシステムは現在のEMU（欧州経済通貨統合）におけるコンバージェンス・クライテリアであり、思考実験として、日本がユーロに参加することを念頭に政策運営を行えば、効果的な財政政策の規律づけがなされるであろうと述べた。**白川方明**（日本銀行企画室審議役）は、金融調節の観点だけからすると、「引き受けた国債は売却すればよい」という議論になり、当時（高橋財政期）の日本銀行サイドがそうした考え方から国債引受に反対しなかったということは十分あり得るが、経済システム全体が大きく変化するような時期においては、金融政策だけを単独で議論していくだけでは不十分であると述べた。また、このことは現在についても当てはまり、諸外国の例にもみられるとおり、適切な金融政策運営を確保するうえで、財政運営に関するルールの議論も重要であると指摘した。

鎮目は、市場を通じた財政資金調達が困難になっていた中で財政面から景気刺激策を実施しなければならなかったという高橋財政開始時の状況を考えれば、国債の日銀引受も有力な選択肢であったと考えられるが、市場を通じた財政規律を維持するとの観点からは、市場金利が財政政策の持続可能性に対するシグナルとなり得る「国債買いオペと公募による国債発行」の組合せがより望ましかったのではないかと述べた。これに対して**白川**は、国債引受ではなく、買いオペと公募の組合せであっても、アグレッシブな財政政策が長期的に実施されるような状況では、中央銀行もアグレッシブな買いオペの実施を要求される可能性が高く、インフレを防ぐうえで、財政規律を確保するルールを設定することが重要ではないかとした。また、**伊藤**は、日露戦争以降の時期を通じ、日本銀行が民間金融機関に対して国債消化を働きかけたり公募国債の残額を引き受けていたことに言及して、当時の国債市場が財政に対する投資家の信認の程度を測るシグナルとして機能し得たかという点には疑問が残ると述べた。

井手は、日本銀行による財政支出ファイナンスの例として、米穀統制法制定とともに政府短期証券である米券の日本銀行による市中売却が減少し、現金償還されずに借換えが続くようになった点を挙げた。さらに、これ以外にも一般会計の単年度収支均衡のために日本銀行信用を利用しつつ特別会計に負担を負わせる事例がみられるなど、高橋財政後期の「国債漸減政策」が表面的なつじつま合せにとどまり、本質的な財政赤字の解消につながらなかったことを指摘した。

高橋 亘（慶應義塾大学教授 フロア参加）は、中央銀行の国債引受に関して、ドイツのライヒス・バンクやイングランド銀行でも国債の引受は実施していたが、その際には他の対政府信用を回収するなどのルールにより対政府信用に対する歯止めを一応設けていたという例を挙げ、共同調査会が開催されていた当時の日本でも、同様の観点からの検討がなされていなかったのかとの疑問を提起した。これに対して**井手**は、国債引受に際して対政府信用を相殺するといったことが検討された形跡はなく、日本銀行はあくまで売りオペにより国債のコントロールが可能と認識していたのではないかと述べた。

藤木は、**土居**が指摘した課税平準化の観点からみた財政赤字の正当性について、現実の政策運営を行う立場からは、財政支出拡大に対する政治的要請が発生した時点では、これが一時的な支出拡大であるのか、それとも財政構造の改革を必要とする長期的・大規模なものであるのかを判断することが困難である点を問題点として指摘した。

土居は、高橋財政期以降も民間金融機関の国債保有シェアが大きかったという点に注目し、民間金融機関が市場において自発的に国債を購入していたとすれば、どのような形で民間金融機関の国債保有が動機づけられていたかが重要ではないかとの問題提起を行った。これに対して**伊藤**は、国債担保貸出の高率適用緩和により市中銀行は、国債を保有していれば事実上無制限に日本銀行から流動性の供給を受けられたこと、国債消化に向けた民間金融機関の組織化などにより当局が国債の引受け体制を整備していったことを指摘した。これに関連して**齊藤**が、日本銀行主導の銀行合同が国債消化に貢献したのではないかと述べたのに対して、**佐藤**は、むしろ中央銀行の金融政策の一環として国債引受という政策的要請があり、引き受けた国債を民間金融機関に保有させるための仕組みを作る必要に迫られていたことが、当時の日本銀行が銀行合同に熱心だったこと背景の1つではないかと述べた。

北村は、国債の信認における政治的要因にも注意を払う必要があると指摘し、明治期において外債が発行可能となった背景には、日本の国際的地位が上昇したことが大きい一方、高橋財政期以降の日本国債の信用力低下は、満州事変、国際連盟脱退などが影響しているのではないかと述べた。この点について**齊藤**は、明治期に財政規律が確保されていたとすれば、外資導入のためには海外の投資家から信認を得る必要があるとの観点から財政規律を維持する必要があったとの解釈ができると述べた。**大森**も、明治初期において旧藩債務のうち外国から借り入れたものはほぼ全額返済しているほか、貿易収支が赤字基調となっていた中で正貨流出の危機に対応するため輸出促進、輸入代替産業の育成に向けて殖産興業を推進している点を挙げ、当時の政策当局者が海外に対する信用維持の観点を強く意識していたのではないかと述べた。

（2）高橋財政とその後のインフレ

土居は、高橋財政期とその後のインフレとの連続性について、国債の日銀引受開

始からインフレの発生までの間にタイムラグが存在しているとの見方もできるとし、こうしたタイムラグがなぜ生じたのかを検討することにより、インフレの主たる原因がどの時期に生じたのかについての知見が得られるのではないかと述べた。

岡崎は、1935(昭和10)~1936(昭和11)年にかけて日本銀行の国債オペレーションが困難化したことは、日銀引受を実施しても財政政策に対する市場の規律が効いていたと解釈できるとし、その後の金融統制が財政規律の喪失を決定的なものにしたのではないかと述べた。これに対して**粕谷**は、金利上げによって国債価格が下落してしまうことから政策転換は困難であったのではないかと述べた。また、**大森**は、当時は国債引受と売りオペは日本銀行の業務の一環と認識されていたため、当時の日本銀行には追加的な国債引受を拒絶するという選択肢はなく、日本銀行では国債を引き受けざるを得ないとの認識のもとに、財政政策に関して積極的に大蔵省に働きかけを行っていた可能性があるのではないかと述べた。**井手**は、深井副総裁が1934(昭和9)年に大蔵省の青木理財局長に提出した資料の中に、国民所得との関係から国債発行の限界と政策転換の必要性を指摘するものがあるが、金融界と財界の利害衝突もあって、金利は低金利で現状維持、国債の発行は漸減という政策が採用されたと述べた。

伊藤は、1934(昭和9)年にかけてクラウディング・アウトが発生して国債の売りオペが困難化した。政府は増税や国債発行額の削減を行わず、低金利、国債担保貸出の順鞘化、金融機関組織化による国債消化体制の強化といった政策により対応したことを指摘するとともに、制度上の転機を高橋財政開始時、高橋財政後期、馬場財政期のどこに求めるかについて現時点で結論を出すのは難しいと述べた。**岡崎**は、高橋財政期の制度変更がなければ、日本銀行や大蔵省は二・二六事件以降の軍部の歳出拡大圧力に抵抗できたかという観点から検討を行うことが有意義ではないかと述べた。

(3) 高橋財政と景気回復

白川は、昭和初期と1990年代以降を比較すると、マネタリーベースの名目GDP比の上昇幅は現在の方が大きいにもかかわらず、高橋財政期と比べて景気がなかなか回復してこないのはなぜかという問題を提起し、昭和初期の方が不良債権処理が早期に行われていたためにマネタリーベースの拡大が実体経済面で十分な金融緩和効果を発揮できた、現在の方が不良債権の規模とそれが金融システム全体に与えた影響がより深刻かつ広範なものである、との2つの仮説を提示した。

これに対して**佐藤**は、一概に昭和初期の方が金融機関整理や不良債権処理が早期に進展していたとはいえないが、銀行法施行(1928<昭和3>年)以後は銀行統合が進んだことから信用不安が発生しにくい状況になりつつあり、高橋財政期以後の景気回復により不良債権償却が進んだ面もあったと述べた。この点に関連して**石井**は、高橋財政期の財政出動のうち時局匡救事業費による農村の救済や海運・造船業への支援などは景気回復に寄与するとともに、景気回復を受けて金融機関の不良債権

の償却が進んだ面もあるとの見解を示し、当時の農村経済をみると、繭価は暴落していたが、1934(昭和9)年の米穀統制法を通じた政府の米買入れによる米価引上げ等により農村経済が回復に向かっていたと述べた。

鎮目は、**寺西**のコメントを踏まえ、現在と比べて高橋財政期は為替レート減価(初期)、植民地・半植民地市場の拡大(中期以降)という対外要因の寄与が大きかったのではないかとの見方を示した。

井手は、高橋財政期の土方日本銀行総裁が講演において、「国債の買いオペにより日本銀行がベースマネーの供給を増やしてもマネーサプライの増加につながるとは限らず、まずは財政政策で有効需要を作り出す必要がある」との趣旨の発言をしていたと述べ、現在は財政政策による有効需要創出効果がさほど見込めない状況であるとすれば、高橋財政期と比べても日本銀行の国債引受にはより正当性を認め難いと指摘した。

伊藤は、1933(昭和8)年に恐慌からの脱出と国際通貨体制の再建について議論されたロンドン国際経済会議に際して、イギリスはインフレによる景気回復を重視し、フランスはデフレを通じた構造改革・経済安定を重視していたと述べたうえで、今日の目からみると、インフレの問題と同様に、デフレのプラス面、マイナス面も重要な論点であるとした。

(4) 指定討論者 館 龍一郎(青山学院大学名誉教授)のコメント

館は、本ワークショップの議論は、歴史に関心のある理論家にとって興味深い内容であったと述べたうえで、政策的観点から以下のようにコメントした。

金本位制と変動相場制との違いについては議論されたが、今回明示的に採り上げられなかった追加的な論点として、海外と日本の政策の関連性が挙げられる。ある時期の日本の政策に対して海外の状況が密接に関係していたかどうかという点を、もう少し幅広く整理すると非常にわかりやすくなるのではないかと。例えば、明治初期の政策を考えると、大隈も松方も大別すれば重商主義者であり、両人とも経済政策を考える際には当時海外で行われていた政策を念頭に置いていたと思われる。

財政赤字の正当性について、私自身は、1965(昭和40)年の赤字公債の発行開始時に、金融制度調査会の特別部会のメンバーとしてこれに賛成した経緯がある。しかし、その理由は、ケインズ的な観点からではなく、時間的な課税平準化という観点に求められるべきであるとの見解を述べた。

本ワークショップでの議論を踏まえると、経済問題を議論する場合には、しばしば専門的な狭い議論に陥りがちであるが、現実の経済問題を考えるうえでは、広い視野を持つことが重要ではないかとの印象を受けた。

(5) 指定討論者 貝塚啓明（中央大学教授）のコメント

貝塚は、今回のワークショップの議論を通じて得られるインプリケーションとして、長期にわたって存続している制度については、導入当初と導入後かなり時間が経過した時点で同じように機能するとは限らないという点が挙げられるとしたうえで、以下の点に留意する必要があると述べた。

明治政府は欧米の制度を選択的に採用していったが、わが国における中央銀行の機能も時代の変遷を経ている。明治初期は現在のように通貨発行機能や銀行の銀行機能を備えた中央銀行は存在せず、通貨発行は独占ではなかった。

第2次大戦前の日本の金融システムは相対取引が中心であり、本格的なオープン・マーケットが確立したのは第2次大戦後であるとされている。また、第1次大戦以降の金融システムは統制的色彩を強めていたとされている。高橋財政期に国債のオペレーションが実施されていたといっても、こうした状況のもとで相対交渉によって実施されていた金融調節の実態は、現在の市場オペレーションとは性格が異なるものであり、金利についても何らかの統制が行われていた可能性がある。

金融政策の観点からは、為替制度が金本位制か変動相場制であるかは大きな相違であり、どちらの制度を採用するかによって日本銀行の機能も異なってくる。変動相場制のもとでは中央銀行は為替レートを考慮せずに金融政策を行うことが可能である。

財政状況をみる指標としては、利払い費を除いた収支状況を示すプライマリー・バランスが基本的に重要とされている。もっとも、現実の財政運営においては、金融取引の形で財政的な取引が行われているようなケースもあり、表面上の一般会計収支が必ずしも財政の本当の姿を示していない点に留意する必要がある。

国債の発行についても、時代による変遷がある。現在では、日本の国債は海外の投資家の有力な投資対象となっているが、明治初期においては、むしろ国内で国債を消化することができずに外債発行に頼らざるを得なかったという面が強い。

(6) 石井寛治（東京経済大学教授）の総括

石井は、ワークショップ全体を総括しつつ、以下のとおり所見を述べた。

本ワークショップでは、明治初年と昭和初年という2つの時期を比較した。明治初年は金本位制への模索をしていた時期であり、昭和初年は金本位制から離脱し、不況からの脱却を模索していた時期である。金本位制が確立していた時期においては、金本位制自体が財政規律の確立に強い影響を与えていたと考えられるが、今回取り上げた時期はいずれも金本位制ではない時期であり、この時期を検討することは現在との対比にもつながる。

明治初年は、民間経済の基盤が比較的しっかりしていて、国民経済全体としてみれば、民間経済を土台にして近代的な経済発展を図る潜在能力があった時期と考えられる。その一方で、当時の政府は、明治維新という一大変革も政府紙幣という借金で行うなど、その経済的基盤が貧弱であり、大規模な行財政改革の必要があった。これらの改革を何とか実行して、中央銀行の創立に漕ぎ着けたというのが明治初年という時代であったと位置づけられるのではないか。これに対して、昭和初年は、民間経済が打撃を受けており、農村や労働市場の構造改革もスムーズにいかず、対外進出に活路を見い出そうとしていた時代であったと考えられる。その一方で、政府には比較的余力があり、景気回復に貢献したと思われる。こうした中で、対外進出に伴う軍備拡大のための資金需要が増大した結果、国債の日銀引受が行われ、財政規律の弛緩を招いたと考えられる。このように、明治初年は財政規律確立の成功例、昭和初年はその失敗例ということができる。

明治初年の経験を成功に導いたのは、明治維新直後からの財政担当者の認識と努力の積み重ねの結果である。これにより、日本銀行の設立と銀本位制の確立、その後の産業革命への道筋が確保されたといえるが、一方で士族の扱いなどをめぐっては、政府内の実力者が対立するなど、犠牲も大きかった。このような犠牲を払いながらも行財政改革を断行していった背景としては、海外諸国に伍する近代的な経済システムを確立する必要に迫られていたという点が重要であろう。

一方、昭和初年は、世界大恐慌も発生しており、たいへん厳しい経済状況の中で、赤字国債引受にも一定の合理性はあったという評価は可能である。しかしながら、管理通貨制に移行した場合に、その制度が財政規律を保証することがないという点についての配慮が欠けていたということもできよう。その結果、高橋是清は二・二六事件に倒れ、馬場財政以降の軍事費の増大とインフレにより国民全体が犠牲を強いられることになった。この点に関して、深井英五は買収オベを実施したうえでの国債公募という、市場を利用した別の手段を考えていたわけであるが、これが実現されなかったことが残念である。

なお、高橋是清については、財政家としては戦前最高の人物であったが、政治家としては軍に対するスタンスや予見が甘く、一流とはいえなかったというのが個人的見解である。つまり、昭和初年には、明治初年にあったような明確な方針と強力なリーダーシップが欠如しており、それが結果的に財政規律の喪失につながっていったのではないかとと思われる。

現状を今回議論の対象とした両期間と比べると状況はより深刻とも思われる。明治初年は民間経済がしっかりしていたし、昭和初年は政府に余力があったが、現在は政府も膨大な累積債務を抱え、民間も膨大な不良債権を抱えているからである。このため、現在の政府は、不必要な出費を抑えて、本当に必要な費用のみを支出することにより、明治政府が断行したような行財政改革を実施する必要がある。現在、累積債務は高橋財政の水準をはるかに超えており、財政規

律は弛緩している。こうした状況において、日本銀行としてはこれ以上財政規律を損なうような措置は採るべきではなく、今なすべきことは、民間経済の回復である。また、政府に対しては緩んでしまった財政規律の回復に向けて厳しい注文をつけながら協力していくことではないかと思われる。

(別紙)

金融史研究会ワークショップ参加者
(ラウンドテーブル参加者、五十音順、敬称略)

浅井 良夫	成城大学教授
石井 寛治	東京経済大学教授・東京大学名誉教授
井手 英策	日本銀行金融研究所国内客員研究生(現 東北学院大学助手)
伊藤 正直	東京大学教授・日本銀行金融研究所国内客員研究員
大森 徹	日本銀行金融研究所研究第3課(現 調査統計局)
岡崎 哲二	東京大学教授
翁 邦雄	日本銀行金融研究所長
貝塚 啓明	中央大学教授・東京大学名誉教授
粕谷 誠	東京大学助教授
北村 行伸	一橋大学助教授
齊藤 壽彦	千葉商科大学教授
佐藤 政則	麗澤大学教授
鎮目 雅人	日本銀行金融研究所研究第3課調査役
白川 方明	日本銀行企画室審議役
館 龍一郎	青山学院大学名誉教授・東京大学名誉教授
寺西 重郎	一橋大学教授(当日欠席のため、書面によるコメントを事務局が読み上げ)
土居 丈朗	慶應義塾大学専任講師
肥後 雅博	日本銀行調査統計局経済調査課調査役
久田 高正	日本銀行金融研究所研究第1課長
藤木 裕	日本銀行金融研究所研究第1課調査役
宮田 慶一	日本銀行金融研究所研究第2課調査役
武藤 哲	日本銀行金融研究所研究第3課長

(以上22名)