

財政規律と中央銀行のバランスシート

金本位制～国債の日銀引受実施へ・ 中央銀行の対政府信用に関する歴史的考察

しずめまさと
鎮目雅人

要 旨

本稿では、中央銀行のバランスシートの健全性の意味を考える際の1つの視点を提供するために、歴史的観点から、日本銀行の対政府信用について、金融市場における政府の資金調達と中央銀行の役割に即して考察する。はじめに、日本において財政に対する市場の規律がどのように作用していたのかという点を軸に、インフレ、金融市場全体の資金の流れ、ならびに政府の資金調達と中央銀行の対政府信用の関係について、歴史的事実の整理を行う。続いて、中央銀行の対政府信用に関する最近の研究を踏まえ、上記の歴史的事実を即して中央銀行の対政府信用と財政規律との関係について、整理を試みる。

金輸出が停止されていた第1次大戦後の時期を含めて、わが国が金本位制を採用していた時期には、内外金融市場の連動性が保たれており、これが財政規律の確保につながっていた。1920年代には、第1次大戦を契機とする経済・社会構造の変化を受けて財政の構造的赤字が増大し、金本位制を維持するための緊縮的な財政運営が困難化していたが、政府は金本位制維持に対するコミットメントを継続しており、長期的に均衡財政への復元を図る意思はあったので、財政規律が完全に失われていたとはいえない。その後、高橋財政期には、金本位制からの離脱、国債の日銀引受をはじめとする政策運営スキームの根本的な変更が実施されたが、金本位制に代わる財政規律メカニズムは存在せず、中央銀行は財政支出のファイナンスを念頭に置きながら政策を運営せざるを得なかったという意味において、金融政策の財政政策化が進展し、財政規律の喪失につながったことが示唆される。

キーワード：財政規律、中央銀行の対政府信用、金本位制、国債、インフレ

本稿は、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。本稿を作成するに当たっては、伊藤正直教授（東京大学）、岡崎哲二教授（東京大学）、寺西重郎教授（一橋大学）、土居丈朗専任講師（慶應義塾大学）をはじめ、ワークショップ参加者から有益なコメントを頂いた。ここに感謝の意を表したい。本稿に示された意見はすべて筆者個人に属し、日本銀行並びに日本銀行金融研究所の公式見解ではない。

鎮目雅人 日本銀行金融研究所研究第3課（E-mail: masato.shizume@boj.or.jp）

1 . はじめに

日本銀行は、「物価の安定を政策運営の理念とする中央銀行にとって、財務の健全性は重要」としている¹。しかしながら、一国の通貨発行権を持つ中央銀行には民間企業とは異なる特質があり、中央銀行にとって「財務の健全性」が何を示すのかは自明ではない。中央銀行のバランスシートの健全性は、中央銀行の機能との関係を踏まえ、多角的な観点から検討されるべきテーマであると考えられる。

この点に関連して、政府部門の資金調達の問題は、重要な論点となる²。現在、いくつかの先進国（米国等）において、国債は、自国通貨建て資産の中で最も信用度の高い資産であると考えられている。実際、中央銀行の中でも、銀行券の見合いとしての資産のかなりの部分が国債の保有に充てられるケースがみられる。また、金融調節の手段としての公開市場操作においても、国債を利用したオペレーションが行われている。一方で、ドイツや日本をはじめとする多くの国の歴史において、財政赤字がインフレの原因となった事例がみられる。こうした歴史的経験を踏まえ、欧州中央銀行の設立に際しては、参加国の中央銀行の対政府信用について、厳格な制限が課せられた³。また、近年、経済学者の間で中央銀行の独立性を測る指数を作成する試みが行われているが、ここでも政府の中央銀行信用へのアクセスの容易さが重要な指標とされている⁴。中央銀行の対政府信用は、どのような条件のもとで正当化され、どのような状況で問題が生じるのかという点については、さまざまな観点からの検討が必要であると考えられる。

本稿では、中央銀行のバランスシートの健全性の意味を考える際の1つの視点を提供するために、歴史的観点から、日本銀行の対政府信用について、金融市場における政府と中央銀行の役割に即して考察する。本稿の構成は以下のとおりである。2節では、日本銀行の対政府信用について歴史的事実の整理を行う。3節では、中央銀行の対政府信用を巡るこれまでの議論を踏まえ、上記の歴史的事実について、いくつかの論点を提示する。4節はまとめである。

2 . 歴史的事実の整理

本節では、過去の日本において財政に対する市場の規律がどのように作用していたのかという点を軸に、インフレ、金融市場全体の資金の流れ、ならびに政府

1 日本銀行 [1998] 参照。

2 本稿の分析の対象からは外れるが、中央銀行のバランスシートとの関係では、対政府信用の問題のほか、外貨建て資産・負債の問題や、民間債務の信用リスクの問題も重要である。後者については日本銀行 [1998] 参照。

3 中央銀行の政府、その他公共機関に対する信用供与（債券の直接引受を含む）を禁止。

4 中央銀行独立性指数についてのサーベイは、藤木 [1996a, b] 参照。

の資金調達と中央銀行の対政府信用の関係について、歴史的事実の整理を行うこととしたい。

(1) 物価の長期的推移

ここでは、「物価の安定」という点に着目し、総合物価指数のデータが利用可能な幕末期以降⁵の歴史を振り返る⁶(図表1)。具体的には、日本銀行の設立の前年まで(1831~1881年)の「幕末・維新时期」、金本位制からの最終的離脱までの「金属本位制度期」(1882~1931年)、高橋財政から第2次大戦中・戦後の「管理通貨制度移行期」(1932~1951年)、戦後の「管理通貨制度定着期」⁷(1952年~)に区分し、長期的な物価変動をみている。この区分は、第2次大戦中から戦後にかけての異常なインフレを挟んで、通貨制度の大きな区切りで日本の近現代をほぼ半世紀ごとに分割したものである⁸。

全体としてみると、物価「水準」という点では「金属本位制度期」(期間中の年平均変化率2%)が最も安定しており、「幕末・維新时期」と「管理通貨制度定着期」(いずれも同4%)がこれに次いでいる。また、物価「変動」という観点からは、「管理通貨制度定着期」(前年比変化率の標準偏差3.8)が最も安定しており、次いで「金属本位制度期」(同9.2)、「幕末・維新时期」(同16.1)の順に安定している。これに対して、「管理通貨制度移行期」は、物価の「水準」(年平均変化率32%)、「変動」(変化率の標準偏差87.2)ともに際立って不安定であり、物価という観点から

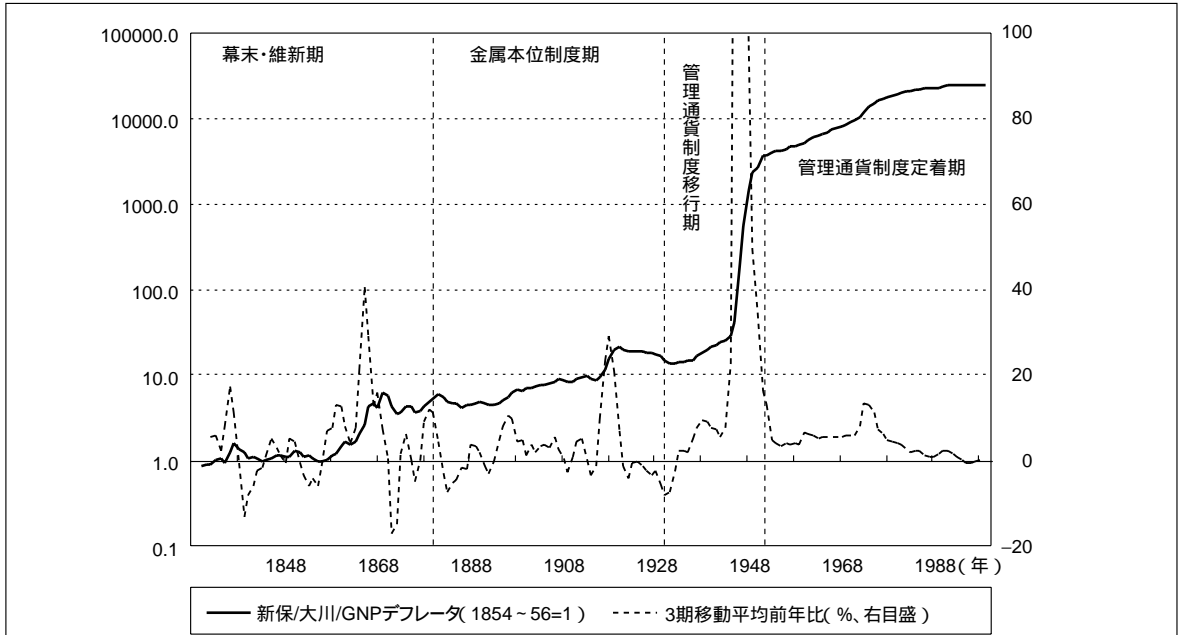
5 新保 [1978] の「両 = 円建一般物価指数」(1830~1879年)、大川ほか [1967] の「総合支出物価指数」(戦前指数: 1879~1938年、戦後指数: 1951~1955年、1939~1951年は大川リンク係数と日本銀行卸売物価指数により推計)、GNPデフレーター(1955~1999年)を接続。厳密には、ラスパイレズ方式の国内物価指数とインプリシット・デフレーターとの混在や、データのウエイト付けの問題はあるが、全体的傾向を把握するために大きな問題はないと考えられる。ちなみに、大川ほか [1967] では「総合支出物価指数」とあわせてGNPデフレーターの推計を行っているが、両指数(対数値)の階差の相関は0.896(1886~1938年)となっている。

6 現在の日本銀行法における金融政策運営上の理念は「物価の安定」であるが、中央銀行としての日本銀行が、常に物価の安定を主たる政策目的としてきたわけではない。この点に関して、石井 [1972] は、後発資本主義国としての工業化推進の観点から、産業金融との関係を中心に明治・大正期の日本銀行の機能を論じているほか、伊藤正直 [1989] は、国際金本位制下における対外均衡と金平価の維持の観点から、両大戦間期の日本銀行の機能を論じている。国際的にみると、第1次大戦までは、中央銀行の第一義的な責任は商業銀行によって構成される狭義の金融市場の安定性を維持することであるとの見解が支配的であったとされている(バジヨット [1941]、ブルームフィールド [1975])。このように、時代の変遷とともに中央銀行に期待される機能も変化してきたと考えることが自然である。しかしながら、このことは、例えば、各国政府が長期的な金平価の維持を政策目標とする国際金本位制が、政策当事者の意識にかかわらず、物価の安定などのマクロ経済的な効果と結びつくことを否定するものではない。

7 この用法は岡崎 [2001] (本号所収) の指摘を踏まえたものである。

8 通貨制度という観点からは、これらの時期をさらに細分化して、幕末・維新时期(1831~1881年)、日本銀行設立から金本位制移行まで(1882~1897年)、金本位制期(1898~1917年)、金輸出中断から再開期(1918~1931年)、高橋財政から戦時期(1932~1943年)、ハイパー・インフレ期(1944~1951年)、固定ドル本位制期(1952~1971年)、変動相場制移行期(1972~1985年)、プラザ合意以後(1986年~)に区分することが可能である。

図表 1 物価



(時期別)

	最終年水準(1854~56=1)	年数	変化率(年平均%)	前年比標準偏差
幕末・維新时期(1831~1881)	5.9	51	3.8	16.1
金属本位制度期(1882~1931)	13.3	50	1.7	9.2
管理通貨制度移行期(1932~1951)	3639.2	20	32.4	87.2
管理通貨制度定着期(1952~1999)	24265.0	48	4.0	3.8

<参考> 物価のピークとボトム(1854~56=1)

	年	水準	変化率(年平均%)	年数	前回ピーク比(年平均%)	前回ピークからの年数	前回ボトム比(年平均%)	前回ボトムからの年数
始年	1830	0.875	-	-				
ピーク	1837	1.604	9.0	7	-	-		
ボトム	1843	0.981	-7.9	6			-	-
ピーク	1850	1.3	4.1	7	-1.6	13		
ボトム	1855	0.963	-5.8	5			-0.2	12
ピーク	1869	6.268	14.3	14	8.6	19		
ボトム	1876	3.69	-7.3	7			6.6	21
ピーク	1881	5.8551	9.7	5	-0.6	12		
ボトム	1892	4.4534	-2.5	11			1.2	16
ピーク	1907	9.082	4.9	15	1.7	26		
ボトム	1909	8.3811	-3.9	2			3.8	17
ピーク	1913	9.7682	3.9	4	1.2	6		
ボトム	1915	8.5709	-6.3	2			0.4	6
ピーク	1920	21.522	20.2	5	11.9	7		
ボトム	1931	13.316	-4.3	11			2.8	16
ボトム(率)	1943	25.293	5.5	12	0.7	23		
ピーク(率)	1951	3639.2	86.1	8				
ボトム(率)	1972	10155	5.0	21			23.0	29
ピーク(率)	1974	13806	16.6	2	6.0	23		
ボトム(率)	1999	24265	2.3	25			3.3	27

資料：新保 [1978]、大川ほか [1967]、内閣府『国民経済計算』

みて、この時期が日本の近現代史の中でも極めて特別な時期であったといえる。以下では、それぞれの時期についての主な特徴点を挙げる。

幕末・維新时期（1831～1881年）

この時期の物価に関して特筆すべきは、開国（ペリー来航は1853年）から明治初めにかけてのインフレの加速である。一般物価は1856年から1869（明治2）年にかけて上昇傾向を強め、1869年の水準は1855年の6.5倍、この間のインフレ率は年平均14%に達し、第2次大戦中から戦後の時期に次ぐ規模のインフレが生じた。幕末期の物価上昇の原因についてはデータの制約もあり解明されていない点も多いが、軍備強化・戦費調達を中心とする財政赤字補填のために貨幣改鑄が行われ、これが通貨供給量の増大とインフレにつながった面が大きいと考えられる⁹。その後、財政構造改革と既往の政府債務処理により政府の財政バランスが改善する中で、いったんは物価が反落するが、西南戦争前後に財政・金融の両面で拡張政策が採られたため再びインフレが発生、最終的には、均衡財政が達成された松方財政期に至り、インフレの終息をみた¹⁰。

金属本位制度期（1882～1931年）

この時期は、総じてみれば「水準」としての物価が最も安定していた時期である。もっとも、先に触れたように、物価「変動」は「管理通貨制度定着期」よりは大きく、比較的短期の物価上昇と下落を繰り返していたといえる¹¹。また、第1次大戦中から戦後の1916～1920年にかけては、5年間平均のインフレ率が20%に達し、第2次大戦中から戦後、幕末に次ぐ規模のインフレが発生していた。この時期のインフレの原因については、戦争による国際物価の高騰と国内通貨供給の増加が挙げられる¹²。その後、1920年代には物価は年平均 - 4%の下落傾向を示した。

管理通貨制度移行期（1932～1951年）

この時期は日本の歴史上最悪のインフレが発生した時期であり、とくに、1944年から1951年までの8年間で物価は144倍、年率で86%の物価上昇が続いた。戦時債務と戦後復興資金を日本銀行信用により賄ったことが、ハイパー・インフレの直接の

9 この点については、大森 [2001] [本号所収] を参照。なお、石井 [2000] によれば、幕府は、1863年から1867年にかけての臨時的経費（軍備増強、上洛・長州征伐等戦費のほか、生麦事件や下関戦争などの諸藩の攘夷活動に伴う対外的な賠償金支払い等）1,744万両のうち、1,182万両を貨幣改鑄益、256万両を商人からの借入れ（御用金）で賄った一方、薩摩藩でも、1862年から1864年の間に天保銭290万両を模鑄し、約200万両の利益を得た。さらに、1868（慶應4 = 明治元）年から1869（明治2）年にかけて殖産興業資金供給等の名目で政府の手により合計4,800万両が発行された太政官札は、実際には財政赤字補填のために充当され、インフレの一因となったとされている。

10 この間の財政・金融と物価の関係については、大森 [2001] [本号所収] を参照。

11 この時期の物価「変動」が比較的大きかった要因については、本稿の分析の対象から外れるが、佐藤和夫 [1981] では、この時期の経済が価格伸縮的であった点を指摘している。

12 中村 [1985]、橋本・大杉 [2000] を参照。

原因とされているが、高橋財政期（1932～1936年）以降、財政赤字補填のために大規模な国債の日銀引受が実施されたことが、財政赤字への歯止めを失わせたとの認識に立って、1947年に制定された財政法では、第5条において日本銀行の対政府信用を原則として禁止する規定が設けられた。こうした経緯を踏まえると、物価の安定という観点からは、この時期のインフレの生成と政府の資金調達、とくに中央銀行の対政府信用との関係が重要な論点を提供するものと考えられる¹³。

管理通貨制度定着期（1952年～）

2桁のインフレが終息し、IMFへの加盟を果たした1952年以降については、オイル・ショック後の加速を挟みつつも、全体を通してみれば物価の「水準」、「変動」の両面で比較的安定した状況が続いてきたといえる。このうち、1971年までは1ドル＝360円の固定相場制であったが、ニクソンショック、スミソニアン協定を経て1973年から変動相場制に移行し、1985年のプラザ合意を経て今日に至っている。この間、1964年までは均衡財政を原則とした財政運営が行われてきたが、1965年から国債発行が再開されている。

（2）日本銀行のバランスシートとの関係

日本銀行のバランスシートと物価の関係を概観するために、バランスシートの対GNP比率と、物価上昇率（GNPデフレーター）との相関関係（図表2）をみってみる。分析対象期間は創業当初の時期を除き、第2次大戦を境に戦前から戦中（1886～1944年）と戦後（1946～1999年）に分けることとする¹⁴。

第2次大戦まで（1886～1944年）

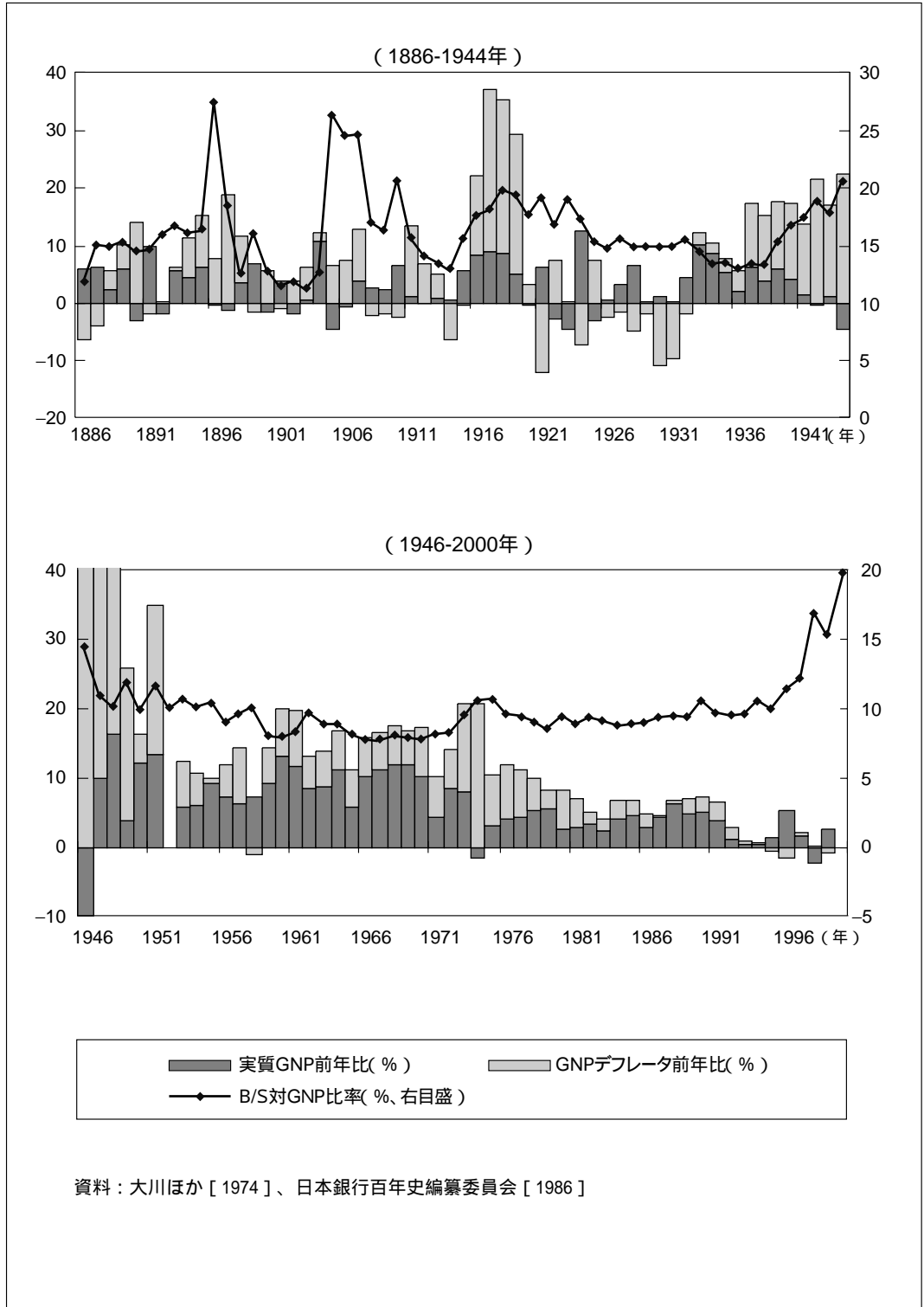
バランスシート残高GNP比率とデフレーターが正の相関を示しており、インフレ率が高い時期には、日本銀行信用が経済規模との比較において拡大していたことがわかる¹⁵。具体的には、日清・日露戦争中から戦後、第1次大戦中から戦後、ならびに第2次大戦中といった時期である。このことは、この時期の日本銀行の政策運営が経済変動を増幅させる（pro-cyclicalな）ものであったこと、また、戦費調達や戦

13 高橋財政期における日本銀行の対政府信用のあり方については後述のほか、井手〔2001〕（本号所収）を参照。

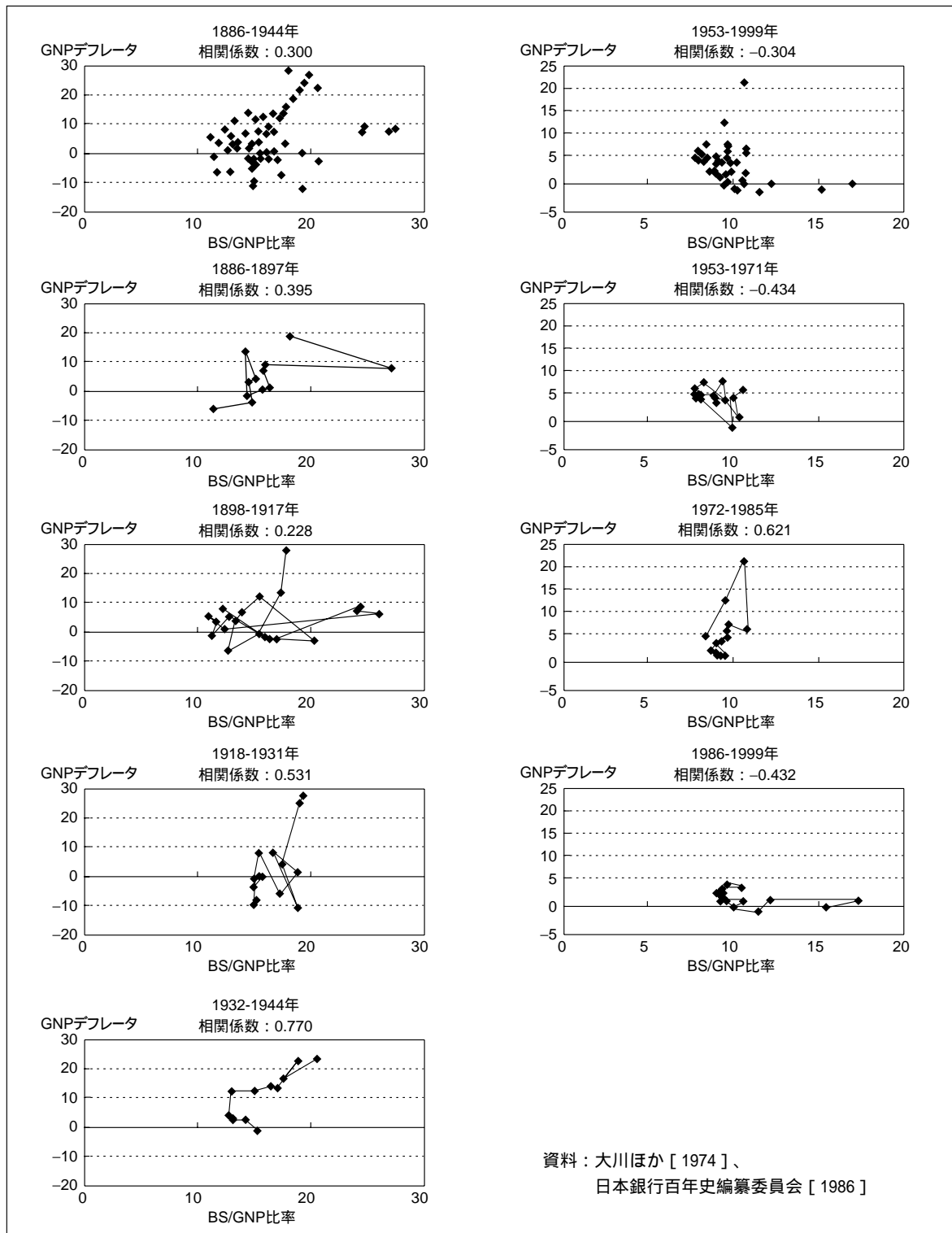
14 日本銀行のバランスシート計数については日本銀行百年史編纂委員会〔1986〕参照。1942年までは年末、1943年は9月末、1944年以降は3月末計数。GNPならびにGNPデフレーターについては、1954年までは大川ほか〔1974〕（1952年は計数なし、1945年は名目GNPのみ）、1955年以降は経済企画庁。

15 この結果は、金本位制の自動調節機能に関する通俗的見解とは必ずしも合致しないが、このことから日本銀行が当時の国際金本位制参加国の中で例外的な行動を採っていたとはいえない。例えば、ブルームフィールド〔1975〕は、欧米の中央銀行も短期的には正貨と通貨供給量との厳密なリンクにこだわらずに、自由裁量による弾力的な金融政策（不胎化）を実施していたことを示している。また、イングランド銀行については春井〔1991〕がサーベイを行っている。もっとも、岡崎〔2001〕（本号所収）土居〔2001〕（本号所収）にみられるとおり、金属本位制のもとでの中央銀行の政策運営の実態とその経済的効果については、さらに詳細な定量的分析が必要である。

図表2 GNP成長率・デフレーター変化率と日本銀行バランスシートの対GNP比率



図表2 続 GNPデフレーター変化率と日本銀行バランスシートの対GNP比率(%)



後処理にかかわる政府の資金調達が中央銀行信用の拡大と密接に関係していたことを示唆している。なお、金本位制移行まで（1886～1897年）、金本位制下（1898～1917年）、金輸出中断・再開期（1918～1931年）、金本位制離脱後（1932～1944年）の4つの時期に分けてみると、相関係数は金本位制下が最も低く、金輸出中断・再開期を経て、金本位制離脱後にかけて高まっており、経済変動を増幅させる（pro-cyclicalな）面が強まったことを示唆している。

第2次大戦後（1946～1999年）

全体を通してみれば、バランスシート残高GNP比率とデフレーターが負の相関を示しており、第2次大戦までとは異なり、経済変動をなだらかにする（counter-cyclicalな）政策が採られていたことを示唆している。換言すれば、物価上昇率が高い時期には中央銀行信用が縮小する一方、最近では物価が下落する中で中央銀行信用を拡大させている姿がみて取れる。もっとも、高度成長期（1953～1971年¹⁶）、変動相場制移行期（1972～1985年）、プラザ合意以後（1986～1999年）に分けてみると、オイル・ショックの時期を含む変動相場制移行期については金本位制離脱後の時期に次ぐかなり強い正の相関がみられ、金融政策が物価上昇圧力に対し、アコモデートする方向に働いていたことが示唆される。

次に、日本銀行の資産・負債の構成をやや詳しくみてみたい。図表3は、10年間（1920年以前および1951年以降）ないし5年間（1921～1950年）平均の資産、負債の構成比、図表4は1928年から1950年にかけての資産・負債の前年比増減率の内訳と構成比である。

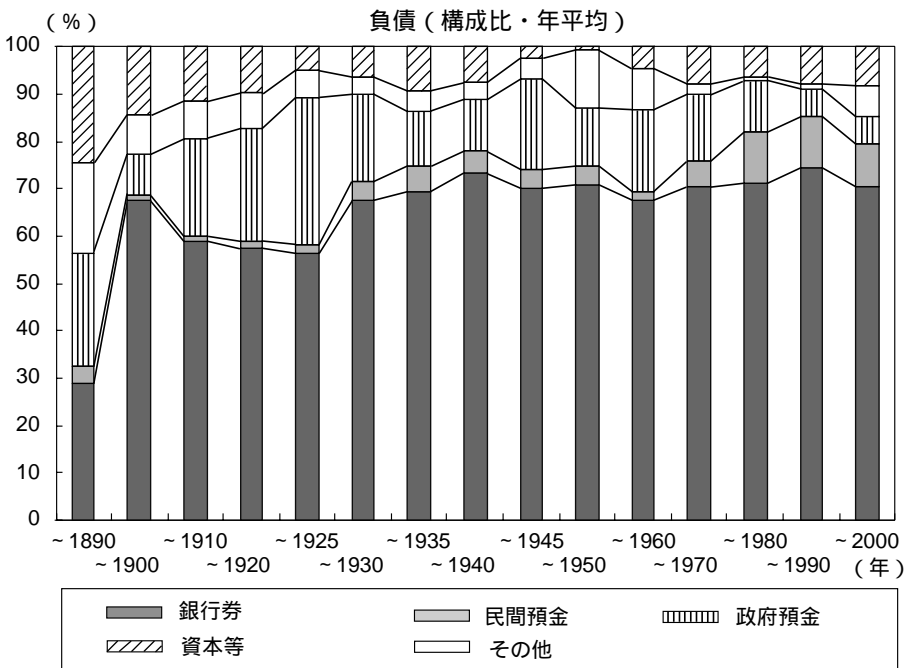
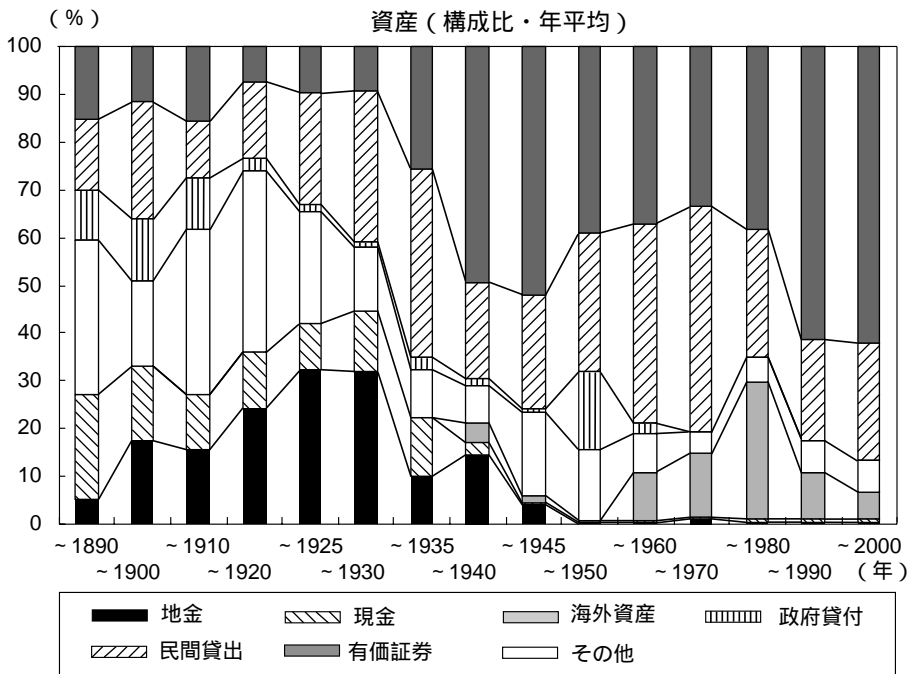
このうち、資産サイドでは、1930年までは「地金」と「現金」の合計が3～4割を占め、これに「その他」項目に分類される在外正貨¹⁷を加えると5割を超える部分が正貨準備であった。しかしながら、1930年から1931年にかけての金輸出解禁に伴う正貨流出と、1932年以降の高橋財政下での大規模な国債引受¹⁸により、1930年代に正貨の比率は激減し、代わって「有価証券」（1946年までは全額が国債）比率が

16 なお、1946～1952年についてはデータの制約により計算せず。

17 「在外正貨」とは、元来は政府が日露戦争時の外債発行代り金を日本銀行の対政府貸付（政府貸上金）返済に充てたことから発生した外貨建て預金であり、1904年以降、横浜正金銀行のロンドン・ニューヨーク両支店が日本銀行の代理店として運用していた。ちなみに、1913年に大蔵省がまとめた報告書によれば、日本銀行は「在外正貨」の運用によって年平均純益の3分の1から2分の1に達する特別利益を上げていたとされている。伊藤正直 [1987] 参照。

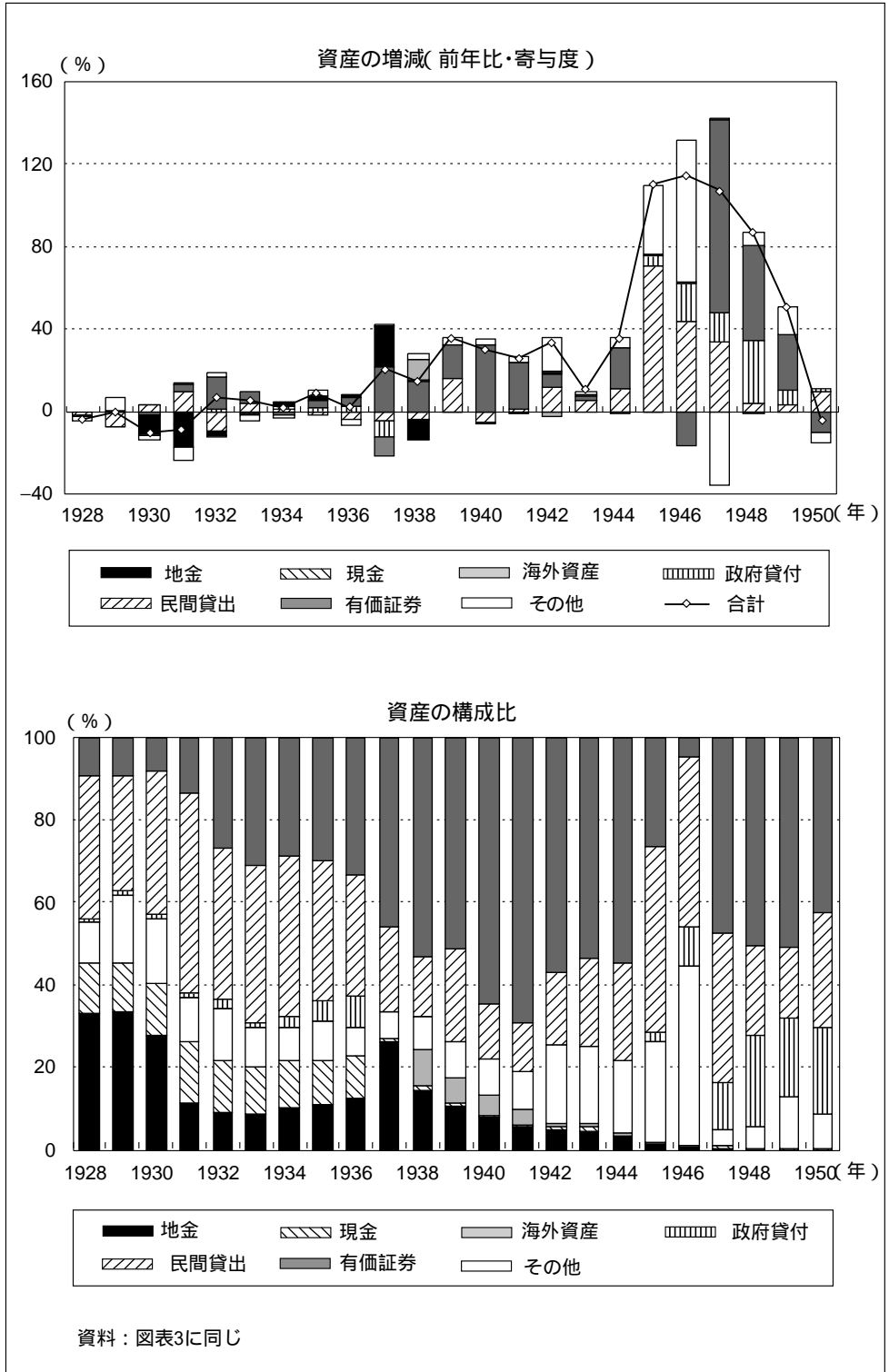
18 高橋財政期以前にも国債の日銀引受は禁止されておらず、国債市中公募が不調であった際に残額を日本銀行が引き受けることはあったが、一般的には、市場発行を前提とせずに全額を日本銀行が引き受けることを前提とする制度は高橋蔵相の創意によるものといわれている（伊藤正直 [1989] p. 324）。実際には、日露戦争中の1905年には大蔵省証券の発行が一般入札公募から日銀引受に移行していたほか、1907年には、大量の国債公募が難しくなっていた中で長期国債の引受が検討された。結局、この時は引受は実現しなかったが、この時松尾総裁は、引受そのものには反対せず、保証準備発行限度と資本金の増額を引受の条件として提示した。この点について、神山 [2000] は「日銀引受による公債発行が兌換券発行高を膨張させることを恐れて消極的な態度を取ったのであろう」としている。

図表3 日本銀行のバランスシート内訳

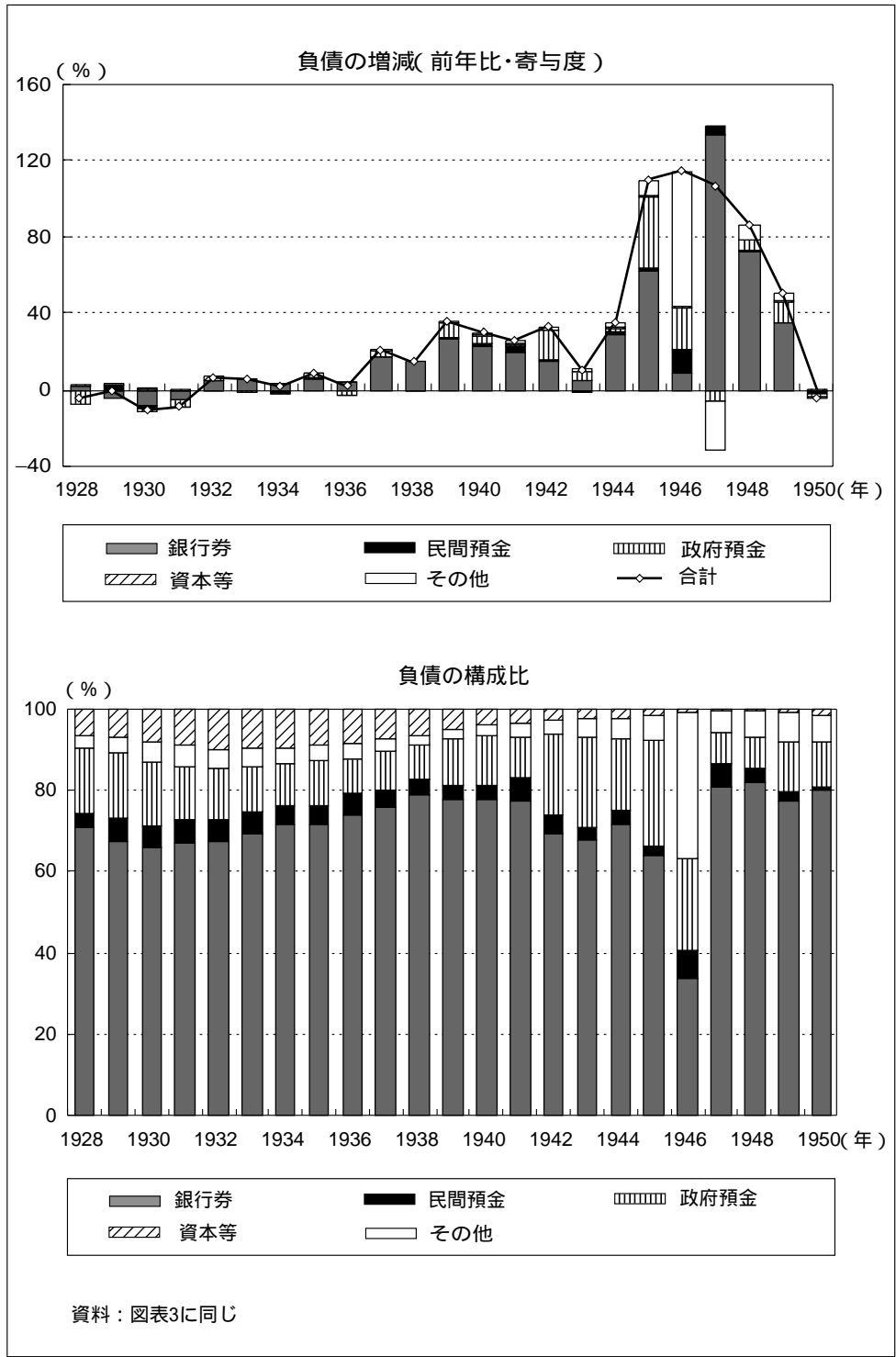


資料：日本銀行百年史編纂委員会 [1986]

図表4 日本銀行資産・負債の変化(1928~1950年)



図表4 続 日本銀行資産・負債の変化(1928~1950年)



急上昇し、ピークの1941年には69%に達した。その後、1946年にかけては軍需産業関連を中心とする「民間貸出」、ならびに「その他」の比率が上昇、1947年以降は復興金融金庫の発行する復興金融債券の引受を背景に再び「有価証券」比率が5割程度に戻っている。

一方、負債・資本サイドでは、「銀行券」の比率が6～7割程度で安定的に推移しており、通貨発行益の源泉となってきた。ただし1930年代後半から40年代にかけては、「資本等」¹⁹が枯渇し、1948年にはバランスシートの0.1%にまで比率が低下した。この間、「資本等」の実額には変動がなく、バランスシート規模の拡大により比率が低下したものである。

このように、第2次大戦中から戦後にかけての日本銀行のバランスシート規模の拡大と同時期のハイパー・インフレが密接に関係しており、中央銀行にとっては、「経理上の損失が発生しない限りバランスシートに問題はない」ということはできないと考えられる²⁰。

(3) 金融市場全体の資金の流れと政府部門の資金調達

次に、主として第2次大戦以前の時期について、金融市場全体の中での政府部門の資金調達と、日本銀行の対政府信用の位置付けを整理することとする。具体的には、藤野・寺西 [2000] の金融資産・負債残高の推計²¹を利用し、経済部門別の資産・負債の推移と政府の資金調達、ならびに日本銀行の対政府信用の変遷をみていく。

イ．金融市場全体の資金の流れ

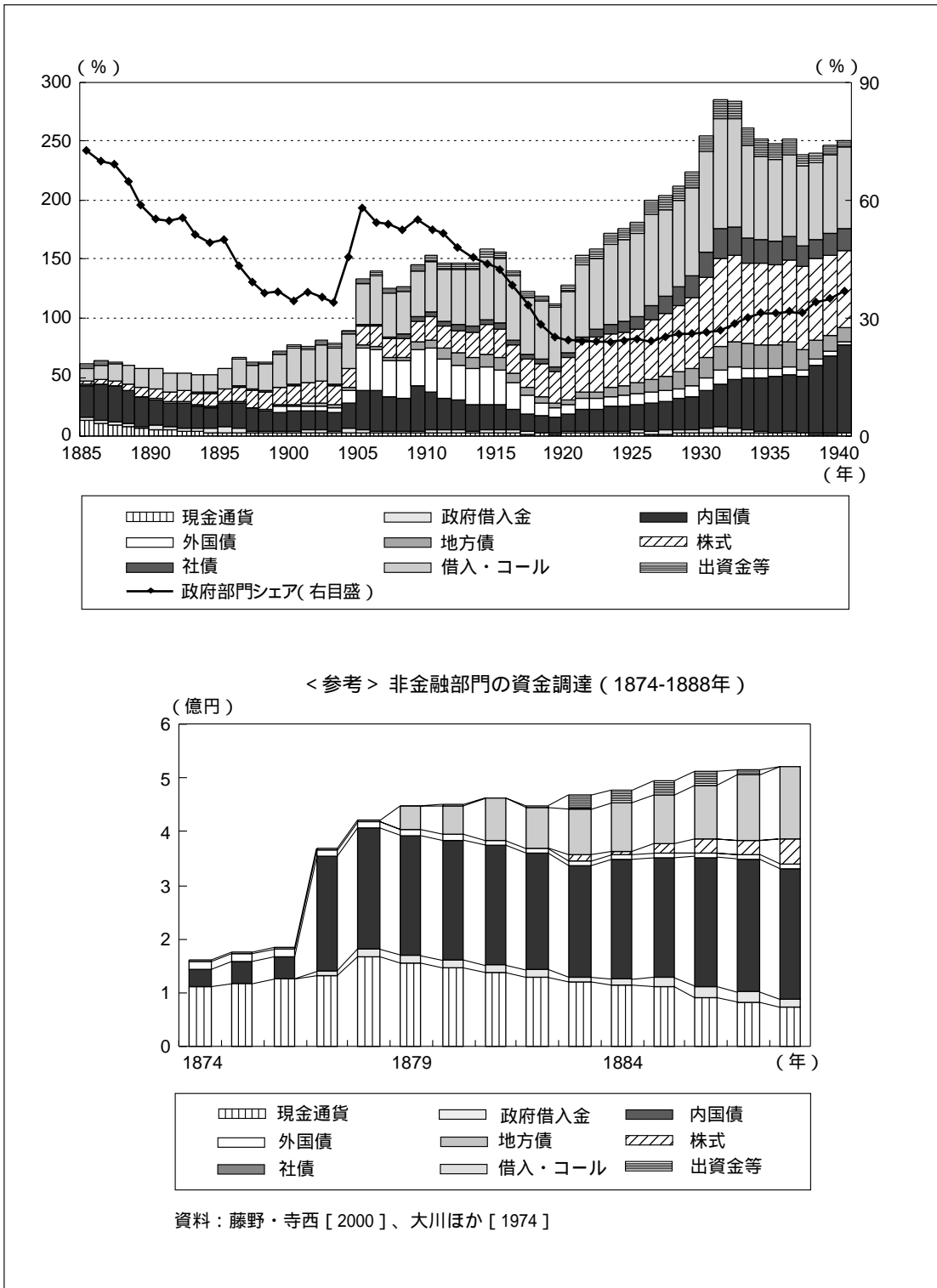
株式・債券などの有価証券、ならびに銀行をはじめとする金融機関を通じた国内民間非金融部門・一般政府部門・海外部門の資金調達総額のGNP比率をみる(図表5)と、日露戦争期と1920年代における増加が目立っている。この間、全資金調達に占める政府部門の比率は、1885年時点には70%を超えていたが、民間経済の勃興を反映して1900年代初頭まで一貫して低下、日露戦争を機に上昇するが1910年代にかけて再び低下した。その後、1920年代は20%台半ばで横這いとなり、1930年代には再び4割程度まで上昇した。

19 本稿では、同一のベースで計数が把握できる資本金、積立金、引当金、当期剰余金の合計を「資本等」としている。

20 Vaez-Zadeh [1990] は、「中央銀行にとっては、インフレの加速ないし経済成長の抑制によってしか債務の元利返済が続けられなくなった場合を実質的な返済不能(insolvent) と考えるべきである」としている(詳細は後述)。

21 藤野・寺西 [2000] では、資金循環勘定のストックベースに準ずるかたちで1871～1940年について推計を行っているが、企業間信用が未計上となっているなど、利用に当たっては留意を要する点がある。なお、GNP比率は大川ほか [1974] の計数が存在する1885年以降について算出。

図表5 非金融部門の資金調達（GNP比）



政府部門のネット債務残高（図表6）をみると、第1次大戦までは、戦時に増大した債務を平時に返済するというパターンを繰り返してきた²²が、1920年代には平時にもかかわらず増加傾向を辿り、高橋財政期から第2次大戦に向けて累増した。

すなわち、西南戦争前後（1877～1878年）に一時的に拡大した²³後、漸減傾向に転じ、日清戦争の賠償金支払いを受けた1896年時点ではGNPの12%にまで縮小する。これに対し、民間・海外部門のうち海外部門のバランスは、西南戦争後、日露戦争までは小幅ながらネット債務超、すなわち日本は対外的には純債権国であり、政府部門の資金不足は国内民間貯蓄でファイナンスする構造となっていた²⁴。これは、当時の政府指導者が、対外債務の累増が植民地化につながることをおそれ、極力海外資本に依存しない方針を堅持していたことを裏付けるものである。

この状況が一変するのは、日露戦争（1904～1905年）以降である。日露戦争の戦費と、これに続く「戦後経営」（陸海軍備拡張、植民地経営、鉄道をはじめとする国内インフラ整備）のための事業費増加により、政府の資金不足は急速に拡大し、GNP比はピークの1909年には70%に達した。政府はこの所要資金を、国内・海外の両市場における国債発行により調達した。こうした大規模な資金調達が可能となったのは、当時の日本が国際金本位制に参画し、国際的な金融市場での信用をある程度獲得していたことが寄与したものと考えられる。もっともこの結果、1904年以降の日本は対外純債務国に転落し、国内的には国債価格の維持と借換えの円滑化、対外的には正貨準備維持が大きな政策課題となり、「正貨危機」が問題とされた²⁵。

「正貨危機」が解消したのは第1次大戦の時期である。輸出増加による経常収支の大幅改善により海外部門はネット資金余剰（GNP比：1914年28%）からネット資金不足（同：1919年19%）へと転じ、この間に、政府部門のネット債務も大幅に減少（同：1914年65%、1919年12%）した²⁶。

22 戦時に増加した政府債務を平時に返済し、長期的にみれば均衡財政を達成するという財政運営パターンは、ケインズ以前の欧米諸国と同様である。Barro [1987] ならびに富田 [1999] pp. 66-70参照。

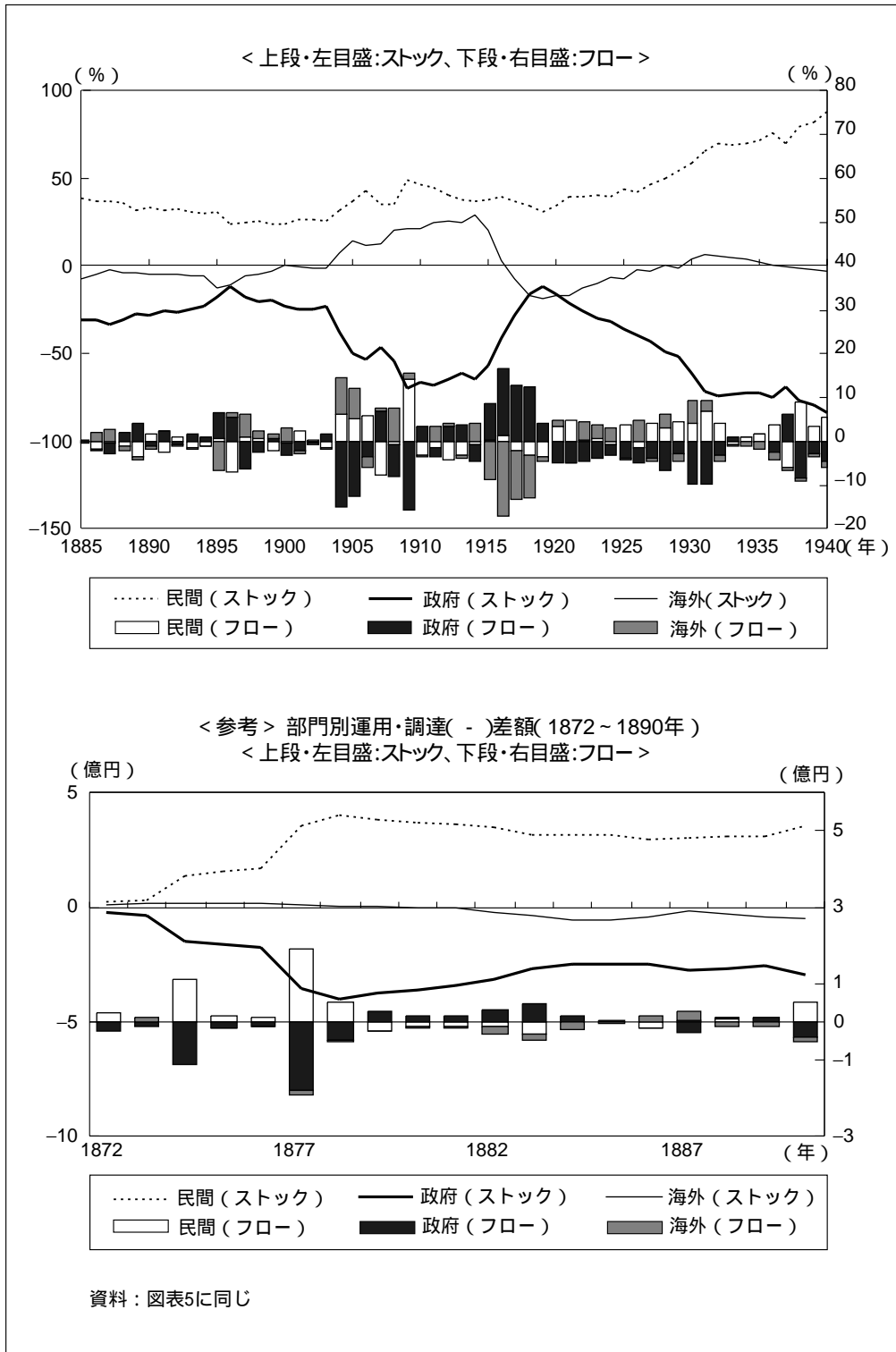
23 1878年の資金不足は1885年のGNPの50%に相当する。

24 ただし、海外部門と民間部門との短期金融取引がどの程度正確に把握されているかについては留保が必要である。

25 1906年の英貨公債借換えに際しては、ロンドンで交渉に当たっていた高橋是清の要請により、政府は日本の財政に対する海外投資家の信用を確保するため、財政政策の方針を示したほか、1908年に政府（第2次桂内閣）は、財政緊縮と非募債・国債償還を掲げる「財政十一年計画」を策定したが、1913年には在外正貨の減少から正貨準備の維持が危ぶまれる事態となった。日露戦争後の国債借換えの経緯については神山 [2000] 参照、「正貨危機」については日本銀行百年史編纂委員会 [1983] 参照。

26 この時期においては、国内民間部門の資金余剰幅はほとんど変化しておらず、政府部門のネット負債減少と海外部門のネット負債増加がほぼ対応している。もっとも、このことは必ずしも海外部門から政府部門に直接資金移転が発生していたことを意味しない。経常収支黒字が継続していたこと、インフレにもかかわらず長期金利が比較的安定し、実質金利がマイナスとなっていたこと、少なくとも中央政府については、フロー・ベースでの財政バランスの改善はそれほど大きくないことからみて、海外部門から国内民間部門へのフローの資金移転（ネット輸出増）と、インフレによる政府債務の実質価値の減価（国内民間部門から政府部門への実質所得の移転）が同時に生じていたものと考えられる。

図表6 部門別運用・調達(-)差額対GNP比



しかしながら、1920年代には財政支出の拡大が続き、政府部門のネット債務残高は再び拡大傾向を辿り（GNP比：1930年61%）これを国内民間部門と海外部門がファイナンスするかたちとなっていた。原〔1981〕によれば、この時期の財政運営を巡っては、積極財政主義の政友会、緊縮財政・金解禁断行を主張する憲政会＝民政党という政党間の政策対立が存在したが、両者には、第1次大戦を契機とする質量両面における日本経済の構造変化（経済規模の飛躍的拡大、工業化・都市化の急速な進行）への対応という共通する課題があり、このため実際の財政運営には大きな差異は認められず、高橋是清が蔵相を務めた政友会・原内閣（1918～1921年）当時の政策に、軍備拡張や産業基盤育成の重視といった1930年代の高橋財政との共通性が認められる。こうした中で対外純資産は漸減し、金輸出解禁直後の1930年には日本は純債務国に転落していた。

高橋財政期には、軍事費と農村振興費（時局匡救費）を中心とする財政支出の拡大により、政府部門のネット債務残高はさらに拡大した（GNP比率：1932年74%、1940年84%）。この時期、海外からの資金流入はなく、国内民間部門のみが政府部門の資金不足を補填するかたちとなっていたが、これは、後でみるように、当時の日本が海外投資家の投資対象としては不適合とみなされ、海外市場での資金調達が事実上できない状況にあったためと考えることができる。さらに政府が、国内における低金利・国債価格の維持のため、国外への資金流出を防止する外為管理法を制定（1933年）するなど、為替管理を強化する政策を進めたこともあって、日本の国内金融市場は国際金融市場から一段と隔離されることとなった。

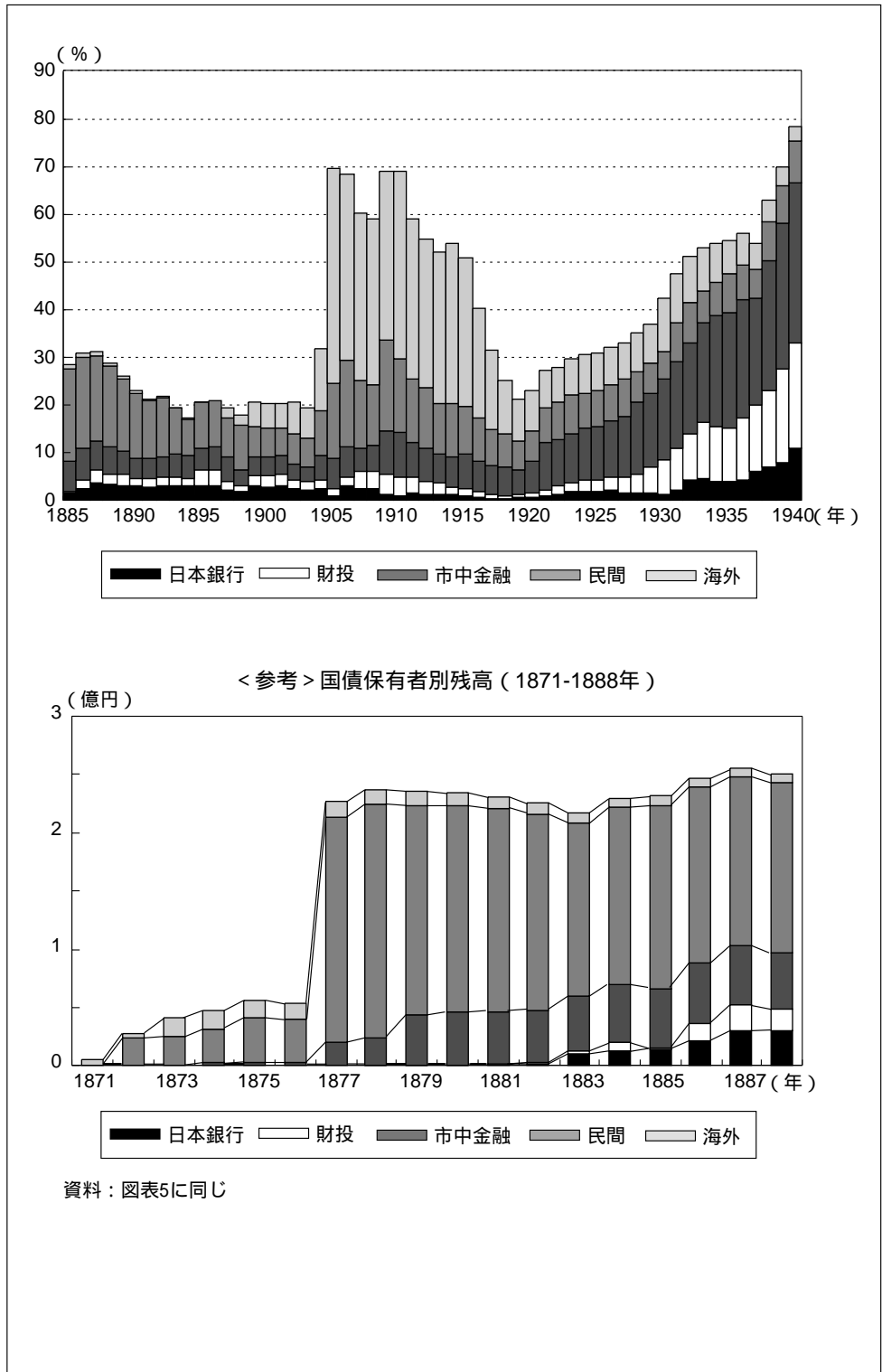
ロ．金融市場における政府の資金調達

国債残高のGNP比率（図表7）をみると、1905年に外債を中心に著増し、1910年まで高止まりした後、1919年にかけて急減している。一方、1920年代から1930年代には市中金融機関ならびに財政投融资²⁷（以下、財投）保有分を中心に増加傾向を辿った。

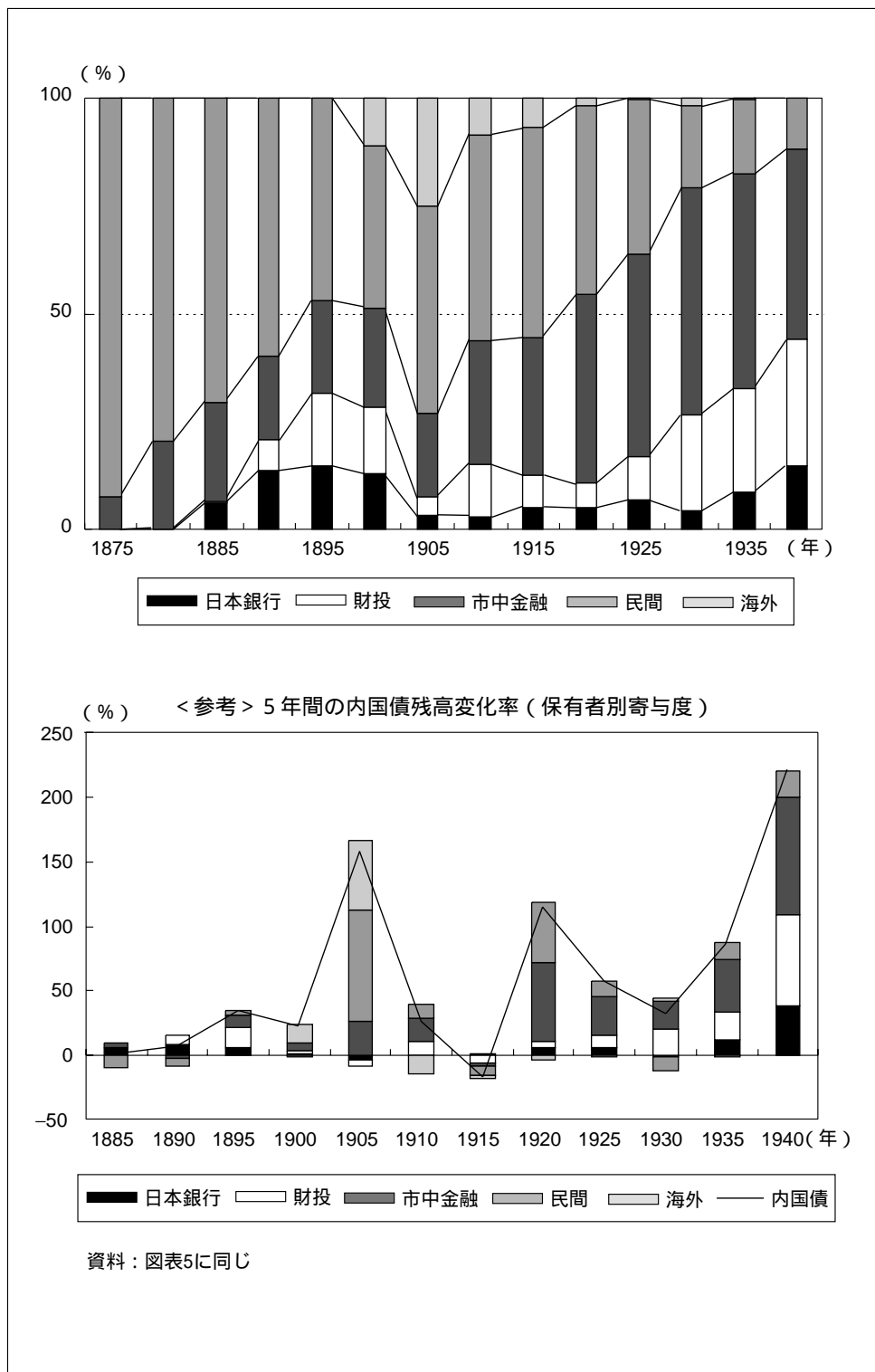
後述するように、政府の資金調達が金融市場を通じて行われることは、財政規律を確保する方向に働くと考えられる。すなわち、自己の責任で資金を運用する投資家の評価を通じて自由に金利が形成されるような金融市場では、財政赤字の拡大は期待インフレ率やリスク・プレミアムの上昇を通じて国債金利を引き上げるので、政府は長期的に持続可能な財政運営を行おうとするインセンティブが働くと考えられる。そこで、内国債について保有者別シェア（図表8）をみると、1905年をピークに民間非金融部門（海外含む）のシェアは一貫して低下した一方、日本銀行・財投・市中金融機関保有分の合計は1920年には全体の5割を超え、1940年には9割弱にまで達するなど、金融部門の比率が大きく上昇した。このうち日本銀行保有分は、高橋財政期以降増大した（1930年4%、1932年11%、1940年15%）が、国債全体に占めるウエイトは比較的小さいといえる。一方、財投保有分は1920年代から30年代にかけてシェアを高め、1940年時点では3割に達していた。

27 大蔵省預金部、簡易保険、郵便年金および通信省貯金局（郵便貯金）の合計。

図表7 国債保有者別残高（GNP比）



図表8 内国債残高（保有者別シェア）



この間、市中金融機関保有分は1920年代から30年代を通じて4～5割を占める状況が続いていた。もとより金融機関保有分のウエイトが大きいからといって、これが直ちに市場の金利形成機能にとって障害となるわけではない。例えば、日露戦争時に開始されたシンジケート団を通じた国債引受についても、国債の流通市場が存在し自由な価格で国債の売買が行われていた中で導入された制度であるから、国債の消化促進を図る政府側の要請と流通市場で形成されていた金利とを調和させるための工夫の1つということもできる。この点に関連して、日銀引受を実施した際に高橋是清が国債引受シンジケート団との交渉に辟易としていたと洩らした²⁸ことは、日銀引受の実施以前には市場機能がなにがしかは働いていたことの傍証とみることもできよう。

(4) 高橋財政期以降の国債発行と日本銀行の国債オペレーション

日本銀行は、金融市場全体に占めるその対政府信用のウエイトの大小にかかわらず、国債の発行、流通、市中金融機関の保有に対するインセンティブ付けといった点で、極めて重要な役割を果たしていたと考えられる。例えば、日露戦争時の国債発行に際しては、国内においては国債引受シンジケート団を通じた発行、海外ではロンドン市場等での起債が行われたが、日本銀行は、国債発行に先立つ政府支出に対する対政府貸出、金融機関に対する既発国債担保貸出の優遇措置²⁹や新規国債引受資金の融資を行った。このほか、海外募集に当たっては当時日本銀行副総裁であった高橋是清がロンドンで募集活動を行うなど、さまざまなかたちで関与していた³⁰。高橋財政期以降の国債の日銀引受についても、引受に伴う日本銀行のバランスシート拡大という直接的な効果もさることながら、国債担保貸出の高率適用緩和や国債簿価公定制の採用（いずれも1932年）とあいまって、金融機関の資金運用行動に与えた影響が大きいのではないかと考えられる³¹。以下では、この点についての検討材料を提供するために、高橋財政期以降における国債発行、金融市場における日本銀行のオペレーション、ならびに金融機関の国債保有の動向について概観することとしたい。

1930年度以降の国債の発行額の推移をみると（図表9）、1932年度において前年度の4倍に当たる7億7千万円に激増した後、1936年度までは7～8億円程度の発行が続いた。これを発行方法別にみると、その8割以上が日銀引受によるものであり、残り1～2割は預金部引受が中心であった。1937年度以降になると発行額に歯止めがかからなくなり、1945年には発行額は334億円に達したが、預金部引受のウエイトは若干上昇したとはいえ、引き続き日銀引受による発行が大半を占めていた。

28 井手 [2001] (本号所収) 参照。

29 1905年6月末の日本銀行の手形割引43,863千円のうち50.4%、同貸付5,184千円のうち97.5%が国債を担保とするものであった。日本銀行百年史編纂委員会 [1983] 参照。

30 この間の事情は日本銀行百年史編纂委員会 [1983]、伊藤正直 [1987]、神山 [2000] に詳しい。

31 井手 [2001] (本号所収) 伊藤正直 [1989] を参照。

図表9 国債発行額

(百万円)

		発行総額	発行方法						日銀引受 比率(%)
			日銀引受	預金部引受	郵便局売出	金融機関	鉄道共済	簡易保険	
昭和5年度	1930	65		60				5	0.0
6	1931	191		191					0.0
7	1932	772	682	67				9	88.3
8	1933	840	753	87				14	89.6
9	1934	830	678	152					81.7
10	1935	761	661	100					86.9
11	1936	685	565	120					82.5
12	1937	2,230	1,661	350	119	100			74.5
13	1938	4,531	3,275	780	475				72.3
14	1939	5,517	3,520	1,500	497				63.8
15	1940	6,885	4,393	1,890	601				63.8
16	1941	10,191	7,319	2,150	722				71.8
17	1942	14,259	9,526	3,350	1,383				66.8
18	1943	20,879	13,887	6,000	992				66.5
19	1944	30,280	19,275	10,400	605				63.7
20	1945	33,431	16,252	11,924		5,255			48.6

資料：大蔵省昭和財政史編纂室編[1954]

備考：昭和12年度の金融機関引受はシ団引受。

次に、この間の日本銀行の市場オペレーション³²をみる(図表10)と、日本銀行は、第2次大戦末期に至るまで、いったん引き受けた国債の8~9割については民間金融機関を中心に売却しており、その意味では国債消化は順調に進んでいたことになる³³。もっとも、日本銀行保有国債と銀行券発行の関係をみても(図表11)と、売却されずに(あるいはいったん売却した後、買いオペにより日本銀行に還流したために)日本銀行保有残高の増加となった分が銀行券発行増にほぼ対応しており、日銀引受国債の一定割合が銀行券発行の見合い資産としてハイパワード・マネーの増加につながっていたことを示している。

32 この時期の国債オペレーションを巡る大蔵省と日本銀行の政策意図については井手[2001](本号所収)参照。

33 この点に関して伊藤正直[1989]は、高橋財政期には大蔵省・日本銀行は市場機能を前提とした国債管理政策を試みたが、市場を通じて大量の国債を消化することには限界があったため、必然的に統制に向かわざるを得なかったと論じている(伊藤正直[1989] pp.336-345)。

図表10 日本銀行の国債オペレーション

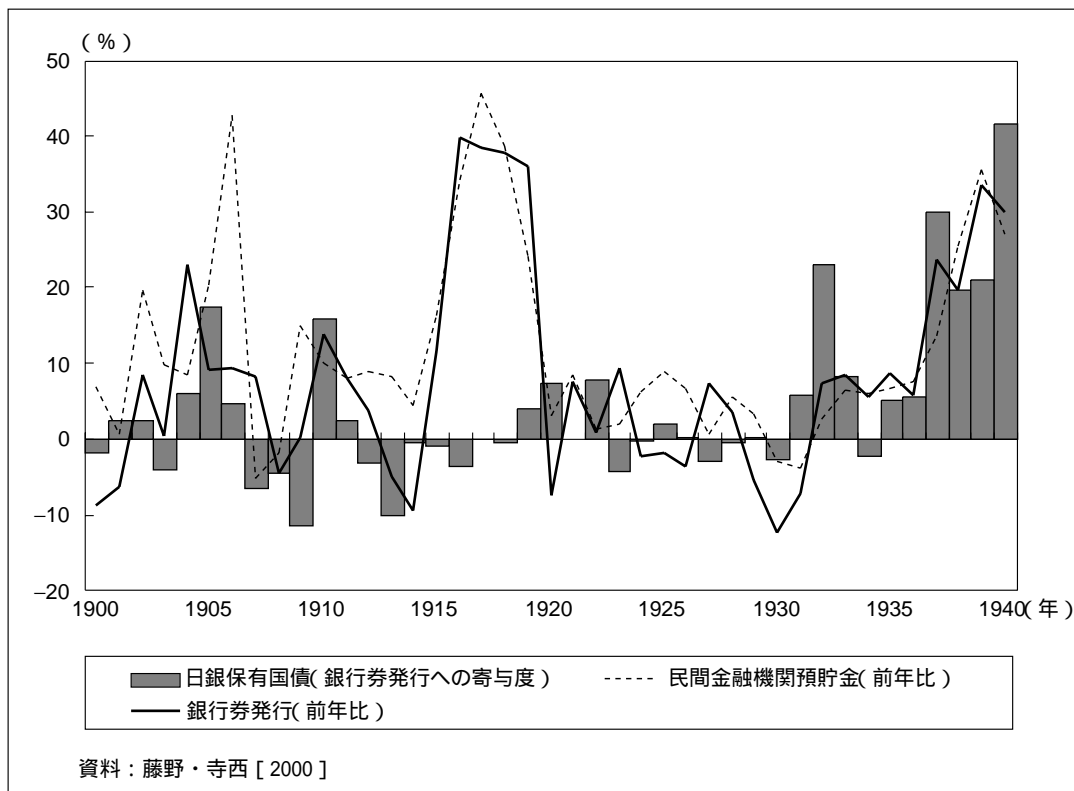
(百万円)

年	日銀引受 (A)	売却額(注)		(A - B)	売却/引受比率(%)	
		(B)	うち民間		官庁	
1932	200	16	16	0	184	8.2
1933	1,115	843	803	40	272	75.6
1934	701	928	898	30	-227	132.3
1935	751	702	660	42	49	93.5 (1932~36年)
1936	787	698	678	20	89	88.6 89.7
1937	1,135	529	270	259	606	46.6
1938	3,681	3,569	2,798	771	111	97.0
1939	3,902	3,329	2,912	418	572	85.3
1940	4,818	3,391	3,328	62	1,427	70.4 (1937~41年)
1941	7,092	5,676	5,395	281	1,416	80.0 80.0
1942	10,321	9,819	9,379	440	502	95.1
1943	15,247	13,851	12,013	1,839	1,396	90.8 (1942~44年)
1944	18,392	17,483	17,670	-186	909	95.1 93.6

資料：日本銀行『金融資料要録』各年版

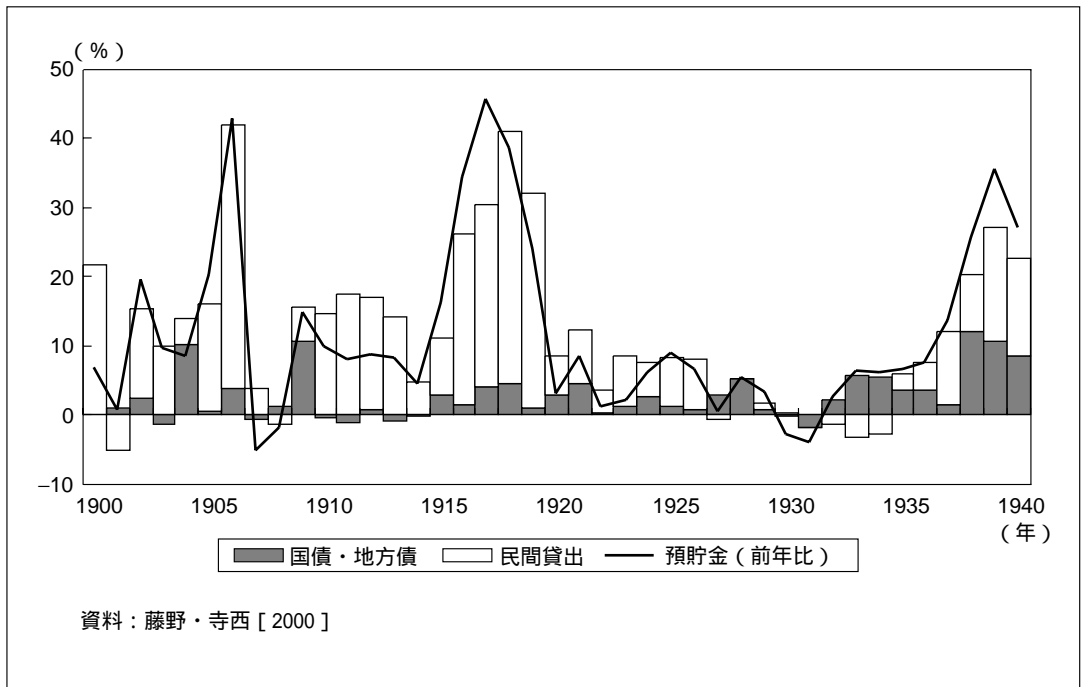
備考：1937年までは片道ベースの売却額。1938年以降は買オペ分を控除した純売却額。

図表11 銀行券発行と日本銀行の国債保有



この間、民間金融機関のバランスシートをみると、高橋財政の前後いずれの時期においても、銀行券発行の増加は民間預貯金（ないしマネーサプライ）の増加と平行な動きを示しているが、民間金融機関の資金運用面に着目する（図表12）と、その様相は高橋財政期の前後で大きく異なっている。すなわち、1920年代までは、預貯金残高の変動は基本的には民間貸出の動向によって規定されていた。これに対し、高橋財政期以降は、日本銀行のオペレーションを通じて購入した国債を中心とする政府部門向け債権の増加が預貯金の増加と連動する度合いが高まっており、例えば民間貸出が減少していた1930年代前半においても、政府部門向け債権を見合いに預貯金が増加していた。このように、高橋財政期以降においては、日本銀行、民間金融機関、さらに財投を含めた国内金融部門全体が、国債を見合いにマネーを供給し続けていた構図がみて取れる³⁴。

図表12 民間金融機関の預貯金増減に対する寄与度



.....
34 この間の経緯については後述。

(5) 日本の長期金利

市場を通じた財政規律が働くためには、市場金利の変動を通じた価格調整機能が正常に働いていることが前提となる。第2次大戦以前の長期国債金利については、1921年以降は日本勧業銀行調べの計数が残されているが、長期時系列データは存在しない。そこで今回、1878年以降戦前期の国債流通利回りについて、戦前の大蔵省年報掲載の国債価格から試算³⁵を行い、インフレ率、為替レート、内外金利差を概観した。

それによると、内国債の金利(図表13)は、西南戦争後のインフレ局面である1881年をピークに低下し、1886年以降は5%近傍で推移していた。日露戦争を契機に一時的に上昇するが、その後低下し、第1次大戦後のインフレ局面でも5%近傍で安定していた。そして、金本位制離脱後は5%以下の水準に低下していった。

日本政府がロンドンで発行したポンド建て債との金利差(図表14)をみると、1885年以前と金本位制離脱後、および日露戦争時に拡大している(1893~1898年は計数なし)が、それ以外の時期については乖離はそれほど大きくなく、金本位制に移行した1897年から金本位制を離脱した1931年までの間は、内外名目金利を均等化させるメカニズムが働いていたと判断される³⁶。とくに、1917~1929年の金輸出停止期間中³⁷(図表15)についても、現実には為替レートが変動していたにもかかわらず内外金利差は僅少にとどまっており、平価維持に対する政府のコミットメントを市場に参加している内外の投資家が基本的には信認していたと考えられる。この間、日露戦争前後には対外バランスが悪化して対外純負債が膨らむ中で円建て金利の相対的上昇がみられ、逆に第1次大戦後には対外バランスが急激に改善して対外純資産が積み上がる中で円建て金利が相対的に低下している。このことから、投資家の間では、対外純資産の動きが日本の金本位制(=固定為替レート)の維持に対する信認にある程度の影響を与えていたことが示唆される。

一方、金本位制離脱後には、円建て金利とポンド建て金利の格差は急激に拡大し、ポンド建て金利が円建て金利を大幅に上回る状態となっている。変動為替レート制³⁸のもとでは、内外金利は為替レートの期待変化率や為替変動リスク・プレミアムによって乖離し得るので、内外金利差の拡大が直ちに内外金融市場の分断を意味する

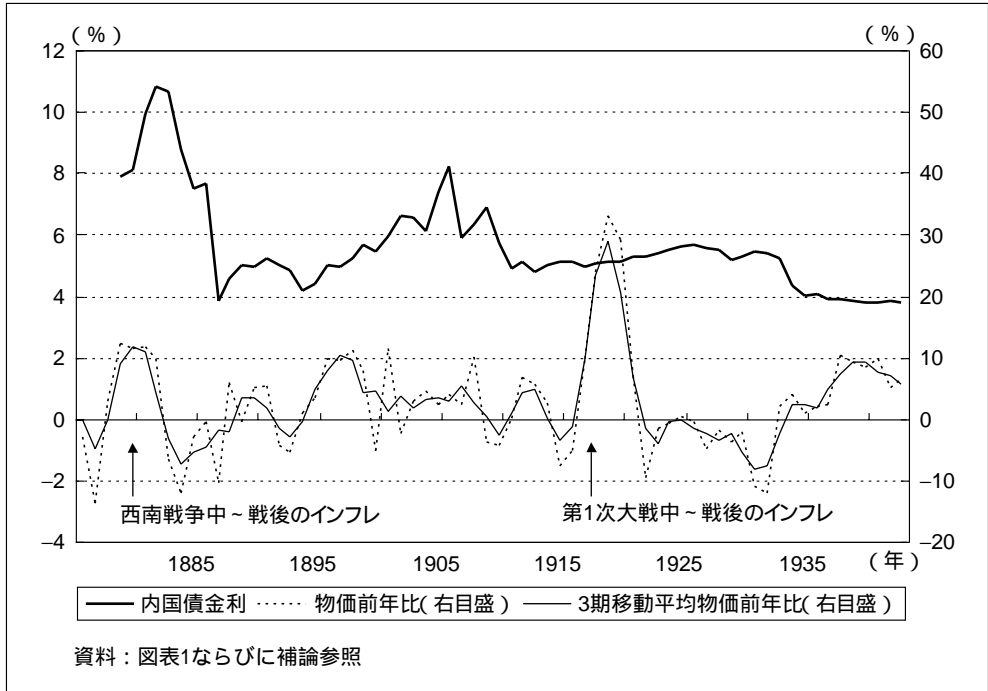
35 推計方法は補論参照。

36 1880年代から1890年代の金本位制移行以前については、日本銀行券が銀兌換とされる中で銀の金に対する相対比価が低下していたことから、為替レートは大きく円安に振れていた。したがって、内外の金融市場が完全に一体化し、かつ国内投資家が円安を正しく予測できたとすれば、国内投資家はロンドン市場でポンド建て日本国債を購入することにより大きなキャピタルゲインを得ていたはずである。この点を勘案すると、内外金融市場において金利を均等化させるメカニズムが強く働いていたのは1897年の金本位制移行の後とみることが妥当と考えられる。

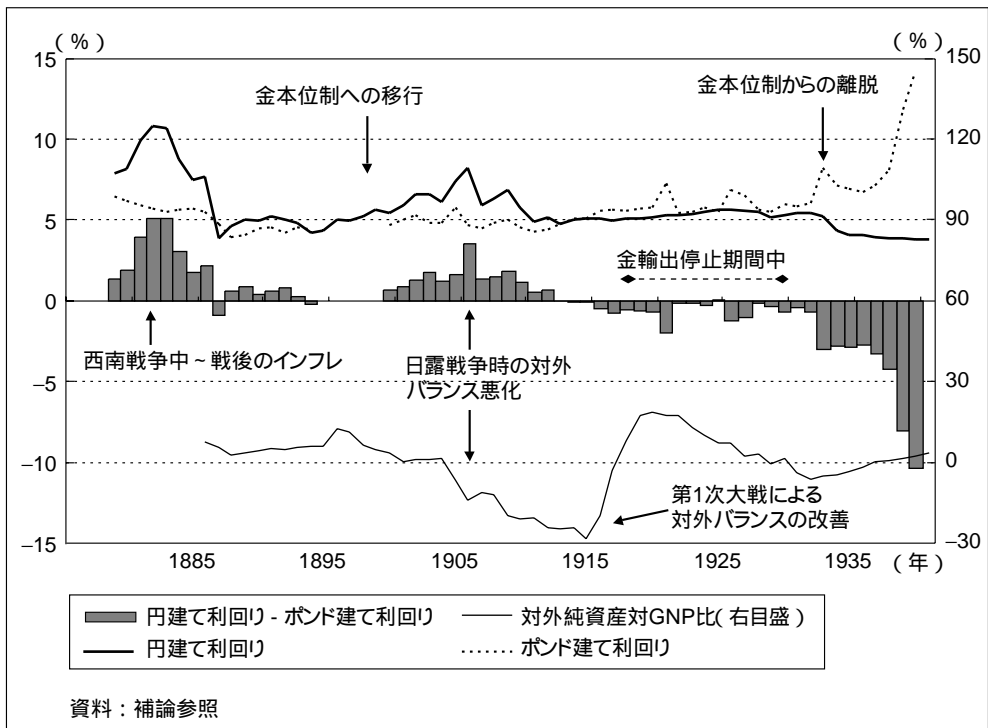
37 この時期の為替レートは一時円高に振れた後、円安で推移していた。

38 金本位制からの離脱当初、日本政府は自由な為替変動を容認していたため、為替レートは大幅に円安に振れていた。

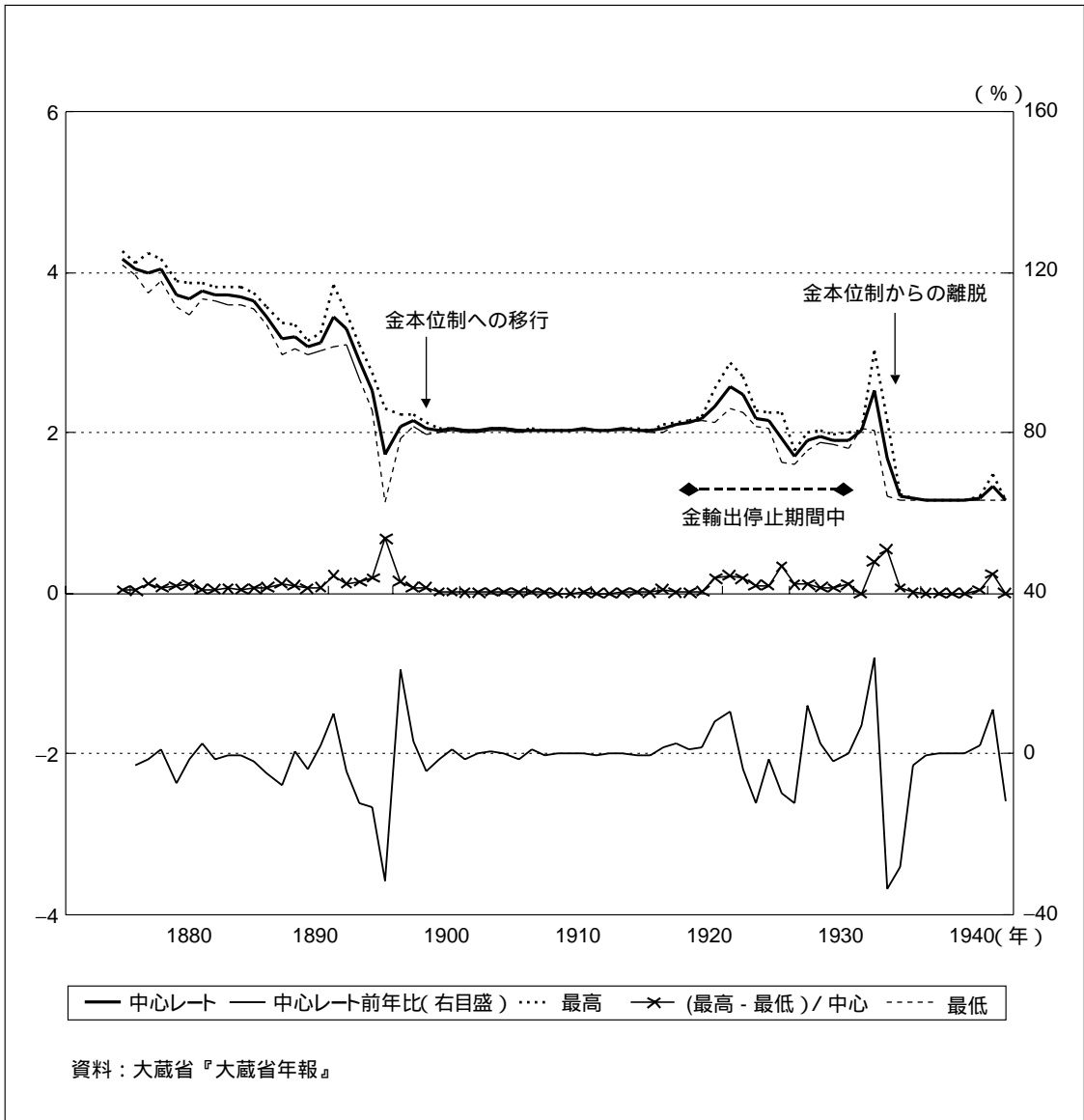
図表13 内国債金利と物価



図表14 円/ポンド建て日本国債の利回り

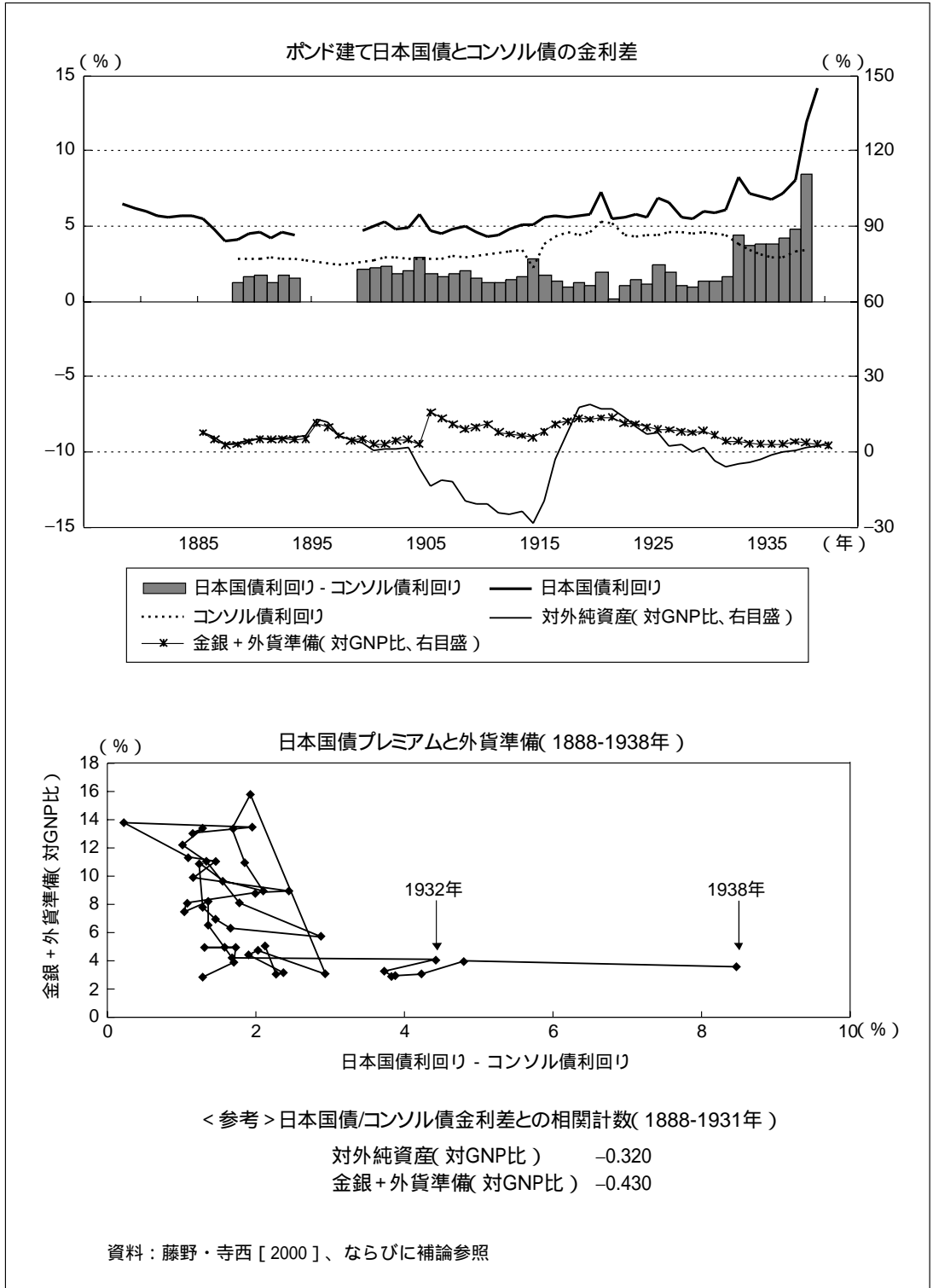


図表15 対ポンド為替レート（1円当たりシリング）



わけではない。そこで、為替変動の影響を除いた投資家の日本国債に対するリスク評価をみるために、同じくロンドン市場で発行されたポンド建ての日本政府発行の英貨公債(以下、日本国債)と英国政府発行のコンソル債の金利差をみている(図表16)と、1931年までは概ね1~2%台で推移し、外貨準備や対外純資産との逆相関が認められる。しかしながら、1932年以降は日本国債の金利が急上昇したために金利差が拡大しており、国際金融市場においては、1932年時点で日本国債に対する信用が急速に失われ、いわば日本国債はジャンク債として扱われるようになったこ

図表16 日本国債プレミアム (London)



とがわかる³⁹。したがって、1920年代まで維持されていた海外の金融市場と国内金融市場とのリンクが、金本位制からの離脱と時を同じくして遮断され、高橋財政期には、日本政府にとって海外市場での資金調達の道は事実上閉ざされていたと考えられる。

次に、この時期の国内金融市場をみると、既述のとおり1930年代から1940年代にかけて金融資産としての国債残高が累増する中で、日本銀行・財投といった公的部門の国債保有比率が上昇していた。さらに、高橋財政期以降の国債の日銀引受⁴⁰は、国債担保貸出の高率適用緩和や国債簿価公定制の採用とあわせて、金融機関の資金運用行動に影響を与えたと考えられる。すなわち、大量の国債の新規発行が見込まれる中で既発債の4～5割を保有していた金融機関からみれば、新規に発行される国債の大半について日本銀行が継続的に引き受けるということは、既発債を含めた国債の価格維持については低金利政策の維持に対する日本銀行の強いコミットメントを意味していた。また、日銀引受に先立って実施された国債担保貸出の高率適用緩和は、国債を保有している金融機関にとっては流動性が不足した場合にはいつでも日本銀行により公定歩合で流動性が供給されることを意味していた。さらに、国債簿価公定制の採用により、投資家は国債に関しては会計上の価格変動リスクを負わないこととなった。したがって、この時期の日本銀行の国債オペレーションが、会計処理の変更とあいまって、金融機関をはじめとする投資家の国債保有を促進したことが考えられる。

この間の国内市場における国債と社債、金融債、地方債との金利差をみると（日本勧業銀行調べ、図表17）、1930年代に入りスプレッドが縮小していた。国債とその他の債券の金利差が縮小する要因としては、国債に比べ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としてのリスクが減少した、投資家のリスク回避度が低下し、より小さなリスク・プレミアムのもとでもリスクの高い債券を保有するようになった、といったことが考えられる。それぞれの要因についてみると、については、1920年代に発生した金融危機が1930年代に入って解消したとの説がある⁴¹一方、1932年に行われた国債担保貸出の高率適用緩和や国債簿価公定制の採用は、投資家にとっては、むしろ国債以外の債券との比較における国債の流動性リスク・価格変動リスクを相対的に軽減する方向に作用していたと考えられることから、の要因がどの程度作用していたかは判然としない。一方、1930年代前半においては、地方債の残高は増加しているが金融債・社債の発行残高はほぼ横這いであり、ポートフォリオ

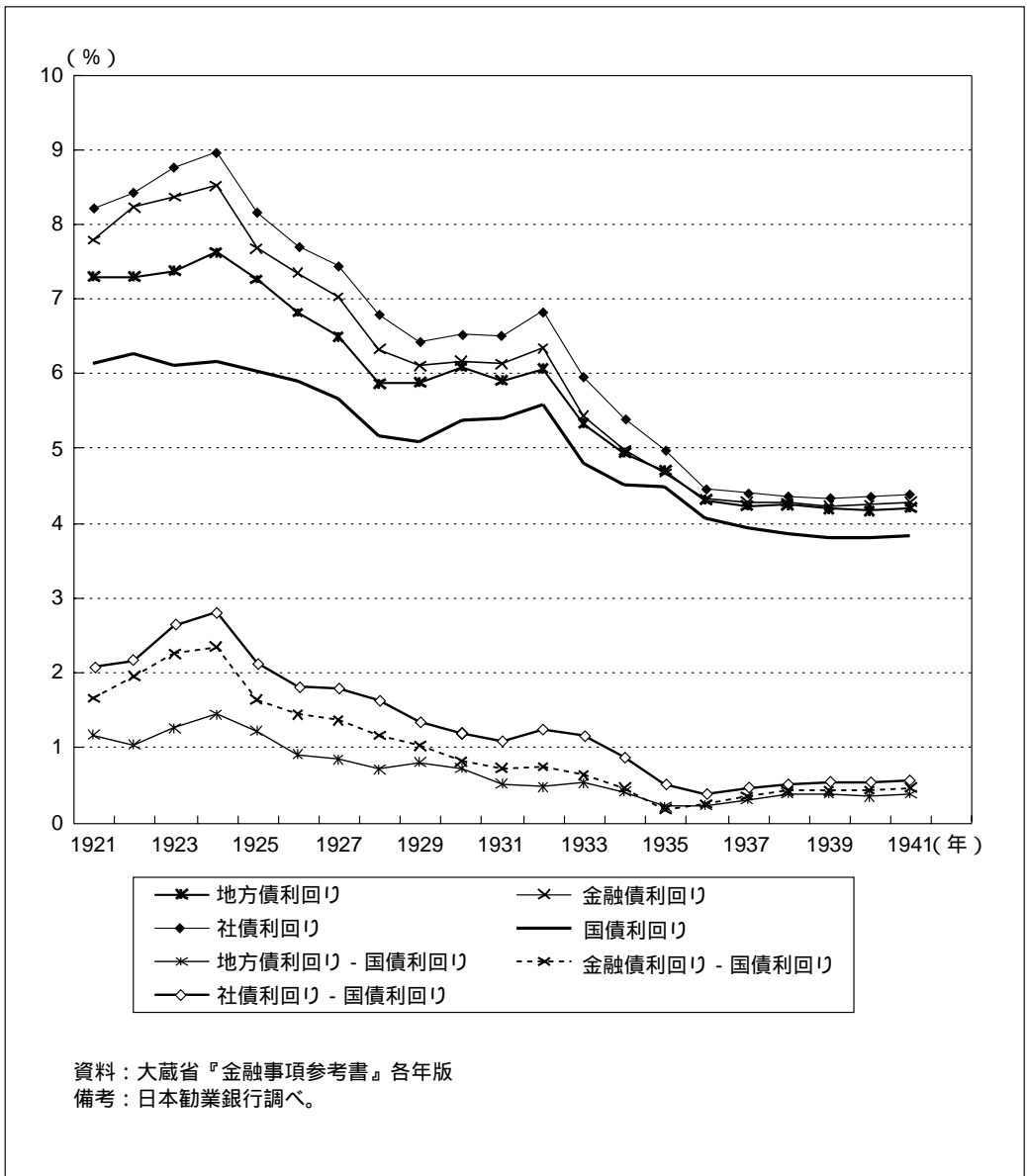
39 海外金融市場における日本国債の信用が失われた背景としては、金本位制からの離脱のほか、1931年の満州事変等を契機とする政治的リスクの拡大が挙げられる。

40 実際の引受が開始されたのは1932年11月であるが、井手〔2001〕（本号所収）によれば、同年4月までには大蔵省と日本銀行の間で合意がなされ、6月の議会で高橋は清蔵相が正式にこれを表明した。この間、国債担保貸出の高率適用緩和は4月、国債簿価公定制は7月に実施されている。

41 岡崎〔1993〕、同〔2001〕（本号所収）。

全体に占める国債の比率は上昇している。したがって、 に挙げたようにポートフォリオ全体としてのリスクが減少していたことが考えられる。この間、 に挙げたように、金融機関をはじめとする投資家のリスク回避度が低下していた可能性もある。現時点でこの点について結論を下すことはできないが、もし戦間期の日本の証券市場において の要因が働いていたことが確認されれば、日本銀行の国債オペレーションが投資家の行動に影響を与えていたことの傍証となるであろう。

図表17 国債と他の債券との金利差



3 . 中央銀行の対政府信用を巡る論点整理

本節では、中央銀行の対政府信用に関する最近の研究を整理したうえで、上記の歴史的事実に即して中央銀行の対政府信用と財政規律との関係について、いくつかの論点を提示する。

(1) 中央銀行の対政府信用に関する最近の議論

中央銀行の対政府信用は、どのような条件のもとで正当化され、どのような状況で問題が生じるのか。藤木 [2000] は、「保証を伴わない、あるいは租税によって償還される見込みがない政府負債によって保証されていた不換紙幣の増加がインフレの原因となる」として、財政規律⁴²の問題、具体的には政府がインフレにより債務削減を行うことに対する歯止めが必要であると論じている。

この点に関連して、長期国債の買切りオペを巡り、経済学者や中央銀行関係者の間で、中央銀行の対政府信用供与のあり方が議論されている。例えば、岩田 [2000] は、「そもそも、日銀のバランスシートを企業のそれと同じ基準でみて健全性を判断すべきか」との問題提起を行い、「唯一のハイパワードマネーの供給者である中央銀行は、自己資本をもっていなくても営業可能」な経済主体であるから、「日銀のバランスシートと企業のバランスシートは異なるものであり、日銀のバランスシートの悪化は問題ではない」⁴³として、長期国債の買切りオペを積極的に活用することを提唱している。さらに、「軍部が圧倒的な権力を握っている状況における日本銀行と、現在の独立性を確保した日銀を同一視」すべきでないとして、現状は、戦時体制下の国債の日銀引受が悪性インフレをもたらした時代とは異なっており、大規模な長期国債の買切りオペの増額を行ったとしても、日本銀行はインフレをコントロールできる能力を持っているとしている。また、Itoh and Shimoi [2000]

42 本稿では、財政規律という用語を、「政府債務の国民経済規模に対する比率が発散的に拡大していかないという意味において、長期的に財政運営が持続可能であること」と定義する。これを数式で示せば、以下の条件が保たれていることである（富田 [1999] p.46）。

$$\text{プライマリー・バランス黒字対GDP比} = (\text{名目金利} - \text{名目成長率}) \times \text{政府債務残高GDP比}$$

富田 [1999] は、過去の経験をみると名目金利は名目成長率を上回ることが多かったとしたうえで、政府債務残高GDP比が高水準にある状況では、プライマリー・バランスが赤字でないというだけでは財政規律が保たれているとはいえないと主張している。また、神野・金子 [2000] によれば、現実の政策提言においては、国と地方、一般会計と特別会計の関係を利用した抜け穴を防ぐ必要があり、国の一般会計のプライマリー・バランスが黒字であることは、必ずしも財政規律が保たれていることを意味しない（神野・金子 [2000] pp.48-51）。

なお、近年の研究でこの条件を満たさなくても財政運営が長期的に持続可能である場合が指摘され、「前年度末の公債残高のGDP比の上昇に伴い、プライマリー・バランス黒字対GDP比が上昇する」という条件が提示されている。この点については土居 [2001]（本号所収）の指摘による。

43 既述のように、中央銀行は公的な目的・機能を担う存在であるから、財務諸表上の損失が発生していないからといってバランスシートに問題はないということではできない。なお、公的機関の会計をみる際の視点については宮田 [2001] を参照。

も、物価が下落傾向にある状況において、名目金利が負の値を取れないという制約のもとで実質金利を引き下げのために、期待インフレ率をプラスとするような金融緩和が必要であると論じ、そのための具体的な手段として大規模な長期国債の買切りオペに言及している。

これに対して、翁・白塚・藤木 [2000] は、「国債買い切りオペが結果として日本銀行の大きなキャピタル・ロスを生み、それが財政に跳ね返る可能性、期待形成に関する不確実性として、財政規律喪失とマーケットが判断し、国債のターム・プレミアムが跳ね上がる可能性、といった大きなリスクを覚悟する必要がある⁴⁴」との認識を示している。

この点については、富田 [1999] も、「かつて高橋は清蔵相が行ったように、国内で金利を規制し、同時に国内の貯蓄が海外の資産を求めて流出しないように規制すれば、それ（国債の日銀引受や国債買いオペの増額によって経済回復を図ること

引用者）は技術的には不可能なことではない」としつつも、「現在において、金融鎖国という選択肢は採り得ず」、かえって国内金融資産のインフレ・リスク・プレミアムを高め、国民貯蓄の海外への流出と国内の市場金利の上昇を招くとしている。このため、日本銀行信用の拡大による財政拡張は、民間投資と個人消費の抑制、ひいては経済停滞につながると指摘している。

さらに富田 [1999] は、ケインズの『貨幣改革論』を引用しつつ、政府債務が一定の限度を超え、財政運営が維持不可能となったとき、債務不履行、インフレ、

資本課税の3つの選択肢があり、ケインズ自身は政治的にはインフレが最も選択されやすいとしていたが、歴史的にみると、必ずしも常にインフレが選択されてきたわけではないとしている。具体的には、第1次大戦後のドイツや高橋財政以後の日本はインフレにより政府債務の削減が行われた一方、第1次大戦後のイギリスやフランスの政府債務の状況はドイツと大差なかったが、イギリスでは緊縮財政とデフレ政策が採用され、フランスはインフレによる政府債務残高の限定的な削減が行われたという意味でドイツとイギリスの中間的な政策が採られたとしている。この点に関連して、藤木 [2000] は、金本位制が財政規律を保つメカニズムとして機能していたと論じている。富田等の議論は、政府の資金調達競争的な市場を通じてなされる限りにおいて、財政当局が際限なく国債発行を行い得ないという意味で、市場を通じた財政規律を課すことを提唱しているものと解釈できる。

(2) 中央銀行のバランスシートに対する考え方

岩田 [2000] にも述べられているように、中央銀行のバランスシートは民間企業のそれとは異なるものであり、中央銀行のバランスシートは、その機能に即した基準で評価する必要がある。そこで以下では、中央銀行のバランスシートに関するこれまでの研究を踏まえ、論点を整理する。

.....
44 翁・白塚・藤木 [2000] p.66.

民間企業の場合には、収益性（資金の効率的利用）、健全性（債務の返済可能性・株式の配当可能性）といった点がバランスシートの基本的な評価基準となる。さらに、「民間金融機関の場合には、業務の性質上、短期の流動性の確保が極めて重要である」（Stella [1997]）。

これに対し、中央銀行の場合、自国通貨の独占的発行権を保証されているため、通常の活動から継続的な損失が発生することはない。また、少なくとも自国通貨建て債務について民間企業と同様の意味で返済不能（insolvent）ないし流動性不足に陥ることはない⁴⁵。この点について、Robinson and Stella [1987] は、「中央銀行は基本的には健全な組織であり、コア業務から損失が発生することはない」、「民間金融機関と異なり、中央銀行は損失と負の正味資産を継続させることができる」としている。このため、「中央銀行のバランスシートをみる人は、中央銀行が倒産することを心配しているわけではなく、金融市場の状況を理解し、予測するために中央銀行の金融取引（銀行券の量、および見返りに何を購入したか）を分析する」（Scobie [2000]）。

中央銀行が民間企業と同様の意味において損失を被ることがないにしても、本来、中央銀行は公的な目的を持って設立されたものであるから、中央銀行の目的や機能⁴⁶との関係において問題が発生することはあり得る。ここでは、Robinson and Stella [1987] に基づき、中央銀行の活動を以下のように整理することとする。

金融活動（monetary activities）

- a. 政府により保証された独占的通貨発行主体ないし政策遂行者としての活動（通貨・信用量の管理、対金融機関信用供与と「最後の貸し手」としての活動、銀行監督・規制）
- b. 民間企業により代替可能な銀行業務（banking service：政府の銀行・代理人としてのサービス、商業銀行の現金準備の維持、公的国際準備の維持・運用、銀行・決済センター間の決済）

準財政活動（quasi-fiscal activities）：信用供与のかたちを採った実質的な補助金等

Robinson and Stella [1987] によれば、⁴⁵の金融活動が中央銀行本来の活動であるが、⁴⁶の準財政活動は、本来、中央銀行の担うべき機能ではなく、行政府機能の肩代わりであり、シニョレッヅ（通貨発行益）を収益の源泉として高い収益力をもつ中央銀行が損失を被る要因となる。また、Vaez-Zadeh [1990] は、「中央銀行にとっては、インフレの加速ないし経済成長の抑制によってしか債務の元利返済が続けられなくなった場合を実質的な返済不能（insolvent）と考えるべきである」として

45 外貨建て債務についてはこの限りではなく、例えば、中央銀行が政府や民間企業の外貨建て債務の返済を保証している場合（1994年のメキシコ通貨危機の際のメキシコ中央銀行等）には、民間企業と同様の意味で損失を被ることはあり得る。

46 日本銀行法では、日本銀行の目的を、「銀行券の発行、通貨および金融の調節、円滑な資金決済の確保」と規定し、このうち通貨および金融の調節上の理念として、「物価の安定」を挙げている。

おり、必ずしも会計上の損失が発生していなくとも、中央銀行のバランスシートに問題がないとはいえないとしている。この点に関連してScobie [2000] は、「中央銀行の機能を考えるうえでは、大蔵省の機能（国家の財源不足を賄うとともに、国家予算を均衡させる）との切り分けが重要」であり、「世間では、行政府の中にある大蔵省には流動性の高い資産に安易にアクセスさせるべきでないとの考え方が存在している」と述べている。これらの議論は、法的な独立性のいかにかわらず、中央銀行が財政機能の一部を肩代わりすることの危険性を指摘したものである⁴⁷。

さらに、Stella [1997] は、「中央銀行がバランスシートの毀損（継続的な損失の発生）に直面した場合、物価安定目標の放棄、金融システムの効率性と健全性を犠牲にした金融面の抑圧（financial repression）、財政資金の継続的投入（中央銀行の政策運営の独立性放棄）を余儀なくされる」との考え方を示している。

なお、中央銀行の業務の特色は、それが本来的には相対取引を含む広義の金融市場での活動を通じて遂行されるという点にある（Robinson and Stella [1987]）。このため、歴史的にみると、中央銀行は市場機能（金融市場を通じた資源配分の効率性）の確保を、その政策・業務運営能力維持のための重要な要素として認識してきた⁴⁸。

（3）財政規律を課すメカニズム

中央銀行の対政府信用について考える前に、中央銀行が設立される以前のわが国において財政規律がどのような状況にあったかをみておくことは、より一般的な観点から財政規律を考えるうえで有用であろう。大森 [2001] は、明治初期の比較的早い段階（1875 明治8 年頃）までに平時におけるプライマリー・バランスの黒字が達成されていたほか、旧藩の内国債務（藩債・藩札）も実質的に約6割が切り捨てられるかたちで処理されていたこと、大隈財政期（1877～1880年）には、金禄公債を引当てとする国立銀行紙幣の増発と西南戦争戦費支出・地租減税等による財政赤字拡大という金融・財政両面にわたる拡張政策がインフレを招いたこと、

1881年以降の松方財政期においては毎年財政黒字を計上する緊縮的な財政運営が継続されたが、こうした財政運営が可能となった背景には、松方が予め明治天皇から緊縮財政継続に対する言質を取り付けており、これが政策に対するコミットメントを与えていたこと、を示した。

このように、日本銀行が設立される以前の時期において財政規律が確保されていたことは興味深い事実であるが、以下では、これまでの研究をもとに、この時期に財政規律を担保していたメカニズムについて、いくつかの観点からの説明を紹介す

47 こうした議論の背景には、中央銀行の通貨発行機能が元来は政府の機能の一部であり、法的に行政府からの独立性が付与されていることが、必ずしも中央銀行の政策運営の財政機能からの独立性を保証するものではないという考え方がある。

48 井手 [2001]（本号所収）において詳細に記述されている国債引受に至る日本銀行の政策思想にも、こうした発想が色濃く表れていると考えられる。

ることとしたい。その第1は、経済的独立を維持するため、政府が対外的な借入を忌避する傾向が強かったという点である（石井 [2000]）。第2には、当時の政府が金属本位制の導入を目指していたため、実質的には金属本位制下と同様の財政規律が保たれていたということが考えられる（藤木 [2000]、春井 [1991]）⁴⁹。これら2つの説明はいずれも、この時期には国際収支バランスを維持することが財政規律の確保につながっていたとの考え方に立っている。このほか、大森 [2001] では、地租中心の税制のもとではインフレは財政収支の悪化につながるため、財政当局にインフレを抑制するインセンティブを与えていた可能性を示した。これらの説明は代替的なものというよりは補完的なものであり、実際には、これらの要素を総合的に勘案して、長期的に持続可能な財政運営を念頭に置いて政策決定がなされていたと考えられる。

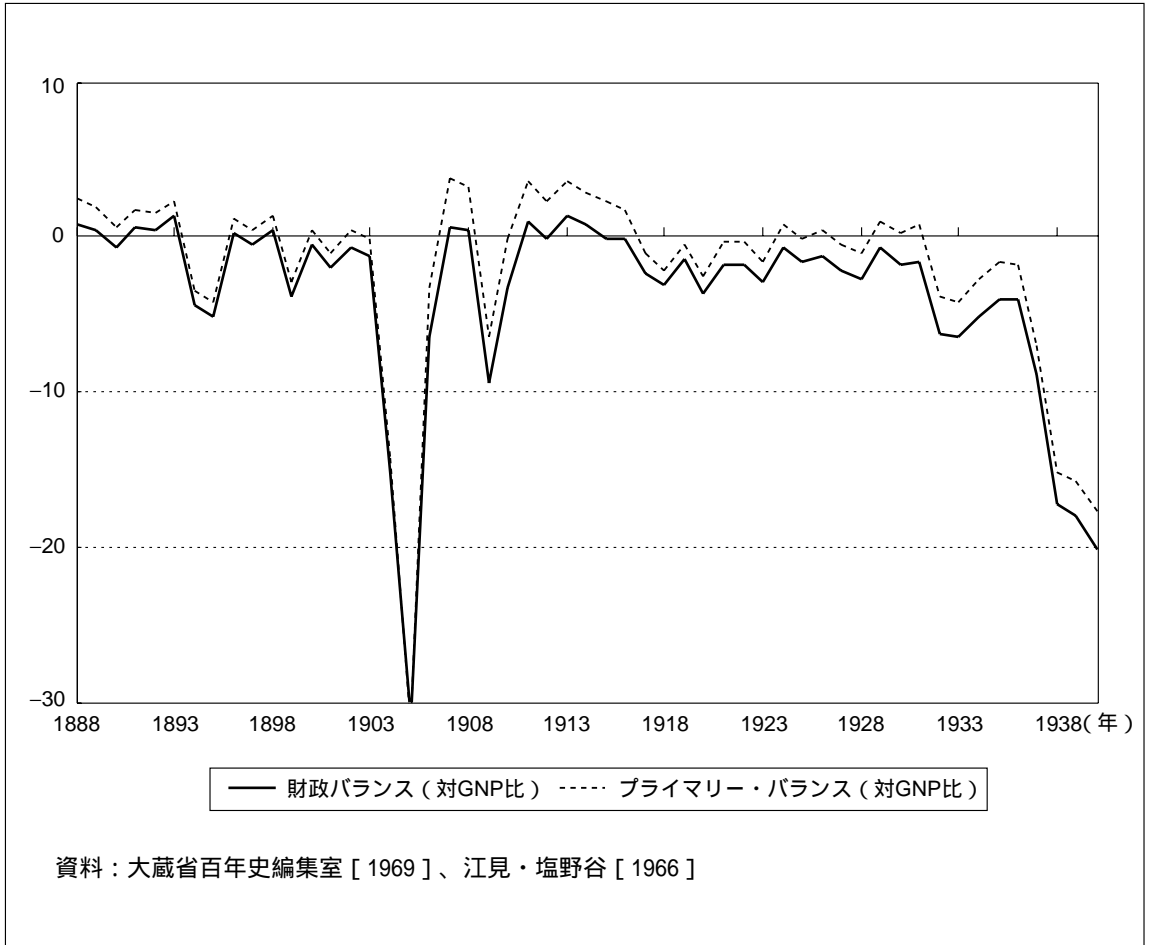
このように、大森 [2001] は明治初期の財政運営において財政規律が強く意識されていたことを示したが、その後の財政運営についてはどうか。この点を考える材料を提供するとの観点に立って、1888～1940年までの時期について財政のプライマリー・バランスを試算してみた（図表18）⁵⁰。それによると、1910年代までは、日清・日露戦争期とその後のいわゆる「戦後経営」とよばれる積極財政が採用された時期において一時的にプライマリー・バランスが赤字となったことはある（とくに日露戦争期の赤字幅はGNP比30%に達した）が、比較的早期に黒字基調への復元がなされている。しかしながら、高橋是清が蔵相を務めていた1910年代末から1920年代初の時期にはプライマリー・バランスの赤字が継続しており、1920年代後半にいったん黒字を回復するが、1930年代に入り高橋財政期には再び赤字となり、その後1940年代までの間では赤字が解消することはなかった⁵¹。

49 金本位制（より一般的に金属本位制）のマクロ経済政策運営ルールの本質は、国内の通貨供給量を正貨準備に厳密に対応させることにあるわけではなく、固定価格（平価）による金属貨幣との兌換を保証することにより、長期的に固定為替レートの維持（短期的に兌換が停止された場合における固定為替レートの復元を含む）にコミットするという点にある（藤木 [2000]、春井 [1991]）ので、実際に金属貨幣との兌換が行われていなくても、将来における兌換の実現にコミットすることにより、紙幣価値を下落させるような政府債務の貨幣化を抑止することにつながる。なお、中村 [1985] では、明治大正期の日本にとっては金本位制という固定為替レート制への移行は、為替レートの減価という政策オプションの放棄につながるため経済学的には許容されない政策であったが、松方をはじめとする金本位制の早期導入論者は、国威発揚という政治的目標を優先させ、過度に緊縮的な政策を指向したと論じている。

50 実際には、政府部門全体について推計を行うべきであるが、資料の制約もありここでは大蔵省百年史編集室 [1969] における政府債務在高（特別会計分を含めた長期債、短期債、借入金等の合計）の純増額を中央政府の財政バランスの赤字幅とし、これから江見・塩野谷 [1966] における中央政府部門の支払利子を控除したものをプライマリー・バランスとした。したがって、地方政府を含めた一般政府部門全体では赤字幅がさらに大きかった可能性もある。なお、本試算を行うに当たっては、大森 徹氏の協力を得た。

51 原 [1981] は、財政運営面において、井上財政期を挟んで1920年代と高橋財政期の間に連続性が認められるとの指摘を行っている。

図表18 財政バランス



財政構造の問題について論じるためには、歳出・歳入の内容にまで立ち入ったさらに詳細な分析が必要であるが、上記の試算は、既に1920年代の早い時期に財政構造の変化が生じていたことを示唆しているようにもみえる。中村 [1985] によれば、この時期は第1次大戦を契機として工業化・都市化が進み、日本の産業・社会構造の近代化が急速に進展した時期である。このため、政府は国内において公共事業や教育などの社会インフラ整備を求められ、海外植民地経営のための支出や軍事費の増大とあいまって財政需要が趨勢的に拡大した。政府は1920年に従来地租に代わり個人所得税を主力税源として位置付ける等の税制改革を実施するが、政権が交代しても財政の構造的赤字は解消せず、既に金本位制を維持するための緊縮的な財政運営を維持することは困難な状況にあったともいえる。

(4) 高橋財政期の財政規律と日本銀行の位置付け

次に、本稿の問題意識に即して、これまでの研究を踏まえつつ、高橋財政期の財政運営とこの時期の日本銀行の対政府信用の関係について整理を試みる⁵²。

大内兵衛の監修による日本銀行 [1948] は、高橋財政に関する最初のまとまった研究であるが、第2次大戦中から戦後のハイパー・インフレとの関係において高橋財政に対して厳しい評価を行った。すなわち、高橋の財政運営スタンスを「昭和20年の敗戦まで連なる同系の財政のはじまり」、具体的には、満州事変を契機に「累増の一途を辿る軍事費をできるだけ無抵抗に調達するために膨大な赤字国債を発行しつつ、他方ではその公債の利払いに足りるだけの増税もしないで、増税はやがて民力が回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」と評価している。高橋財政下における日本銀行の位置付けについても、政府が日本銀行の政策金利の引下げ、保証準備発行限度の拡大や制限外発行税の引下げ等を行うとともに、「金輸出再禁止をはじめとするこれらの準備工作の上に公債の日本銀行および預金部引受発行制度を開始し」たことを指摘し、これによって「日本銀行は公債消化の立役者となるに至った」点を強調している。さらに、当時の日本銀行が行った市場オペレーションに関しては、「大々的に行われた日銀の公開市場操作は、当時の国債消化率が85%であって見れば、ともかく一応は成功したものだといえる」が、調達された資金が非生産的な軍事支出に充当される中で、「インフレーションは、金融機関所有国債の累積という形をとって潜在的に進行」していたとの見方を示した。

一方、ケインズ的な財政政策の先駆として、世界恐慌後の景気後退に対応するための総需要管理政策との観点から高橋財政を積極的に評価する研究も多い。例えば、中村 [1978] は、当時の日本政府が、為替レートの低下放任による輸出増加、国内金利の引下げ、軍事費ならびに時局匡救費（農村振興費）を中心とする財政支出の拡大、というマクロ経済政策の組合せにより需要創出に成功した点を強調している。一方で、この時期の日本銀行の対政府信用については、財政支出増加に伴う「財源の不足を賄うためにとられたのが公債の日本銀行引受発行方式であった」⁵³と簡潔に述べるにとどまっている。また、Cargill [2001] は、高橋財政期のマクロ経済政策は基本的に成功であったとしており、その後も適切な引締め政策を採用していれば、必ずしもインフレは発生しなかったと論じている。こうした議論の底流には、どのような財政政策が採用されたとしても、中央銀行が金融政策を適切に運用することによりインフレを防止することは可能であり、二・二六事件による高橋是清の暗殺により軍部を抑制する政治的対抗勢力が存在しなくなったため、その後のインフレにつながったとの考え方がある。

52 高橋財政そのものに関する研究は膨大な蓄積があるが、ここではその内容に深く立ち入ることはせず、本稿の問題意識である財政規律と中央銀行の対政府信用との関係において、論点を整理するにとどめる。なお、高橋財政期の主要な出来事については図表19を参照。

53 中村 [1978] pp.125-126参照。

図表19 高橋財政前後の主要事項

	金融政策・関連施策	財政政策・関連施策	国内・海外情勢	首相	蔵相	日銀総裁
1929 (昭4)	2.14 日銀の震災手形特別融通に対する政府からの損失補償(国債交付)完了	7月~ 「井上財政」の展開(緊縮財政・非募債主義・金輸出解禁など)	10.24 ニューヨーク株式市場大暴落(「暗黒の木曜日」)	浜口雄幸 (7.2-)	井上準之助 (7.2-)	土方久徴 (1928.6.12-)
1930 (昭5)	1.11 金輸出解禁 2.4 「日本銀行制度改善に関する共同調査会」設置					
1931 (昭6)	12.13 金輸出再禁止	12月~ 「高橋財政」の展開(財政支出拡大・輸出振興・金利下げなど)	5.12 オーストリアの銀行、クレジット・アンシュタルト破綻 9.18 柳条湖事件(満州事変勃発) 9.21 英国金本位制停止(金兌換停止)	若槻礼次郎 (4.14-) 犬養毅 (12.13-)	高橋是清 (12.13-)	
1932 (昭7)	3.4 「金地金買上並輸出手続」制定 4.26 国債担保貸付に関する高率適用緩和 6.18 兌換銀行券条例中改正法律公布(7.1施行)、日本銀行納付金法公布 11.25 国債の日銀引受開始	6.18 「赤字国債」発行開始 7.1 「国債ノ価額計算ニ関スル法律」、資本逃避防止法公布・施行	5.15 五・一五事件勃発(犬養首相ほか暗殺)	斎藤実 (5.26-)		
1933 (昭8)		3.29 外国為替管理法公布(5月1日施行)	3.27 国際連盟脱退の詔書発布 4.19 米国金本位制停止(金輸出禁止)			
1934 (昭9)	4.7 日本銀行金買入法公布・施行			岡田啓介 (7.8-)	藤井真信 (7.8-) 高橋是清 (11.27-)	
1935 (昭10)						深井英五 (6.4-)
1936 (昭11)		5.1 大蔵省五分利公債3億81百万円を三分半利に借替	2.26 二・二六事件勃発(高橋蔵相ほか暗殺)	広田弘毅 (3.9-)	町田忠治 (2.27-) 馬場鉄一 (3.9-)	
1937 (昭12)	3.9 金現送再開 9.10 臨時資金調整法公布(一部15日その他27日施行)	1.8 為替管理令改正(輸入為替許可制の実施、ただし臨時的) 7.7 輸入為替許可制を恒久的措置とする	7.7 蘆溝橋事件(日中戦争勃発)	林銑十郎 (2.2-) 近衛文麿 (6.4-)	結城豊太郎 (2.2-) 賀屋興宣 (6.4-)	池田成彬 (2.9-) 結城豊太郎 (7.27-)
1938 (昭13)	7.27 為替余剰資金の日銀集中実施を決定 10.14 日銀社債担保スタンプ手形制度創設	4.1 国家総動員法公布(5月5日施行)			池田成彬 (5.26-)	

1939 (昭14)			3.31 資金統制令公布(4月10日施行) 7.8 国民徴用令公布(15日施行) 10.18 価格等統制令、会社職員給与臨時措置令、 資金臨時措置令、地代家賃統制令、電力 調整令公布(いずれも20日施行)	9.1 第二次世界大戦勃発	平沼騏一郎 (1.5-) 阿部信行 (8.30-)	石渡莊太郎 (1.5-) 青木一男 (8.30-)	
1940 (昭15)	9.21 全国金融協議会創立 10.19 銀行等資金運用令、会社経理統制令 公布(いずれも20日施行)			9.27 日独伊三国同盟成立	米内光政 (1.16-) 近衛文麿 (7.22-)	桜内幸雄 (1.16-) 河田烈 (7.22-)	
1941 (昭16)	3.3 「兌換銀行券条例ノ臨時特例ニ関スル法律」 公布(4月1日施行) 7.11 財政金融基本方策要綱決定 8.26 軍需手形引受制度実施	3.3 改正国家総動員法公布(20日施行) 4.12 改正外国為替管理法公布・施行(為替管 理の戦時体制実現) 5.14 貿易統制令公布(15日施行)		7.25 米国在米日華資産凍結令を発動(26日発効、 英国も26日に同様の措置を発動) 12.8 太平洋戦争勃発	東条英機 (10.18-)	小倉正恒 (7.18-) 賀屋興宣 (10.18-)	
1942 (昭17)	2.24 日本銀行法公布 5.23 全国金融統制会成立	2.21 食糧管理法公布(7月1日以降分割施行)					
1943 (昭18)	8.2 内国為替集中決済制度実施						
1944 (昭19)				7.1 プレトン・ウッズ会議	小磯国昭 (7.22-)	石渡莊太郎 (2.19-)	洪沢敬三 (3.18-)
1945 (昭20)	12.1 全国金融統制会解散命令			8.15 日本の無条件降伏により第2次世界大戦終了 9.20 「ボンダム宣言ノ受諾ニ伴イ発スル命令ニ 関スル緊急勅令」公布 12.27 プレトン・ウッズ協定発効	鈴木貫太郎 (4.7-) 東久邇宮稔彦 (8.17-) 幣原喜重郎 (10.9-)	津島寿一 (2.21-) 広瀬豊作 (4.7-) 津島寿一 (8.17-) 洪沢敬三 (10.9-)	新木栄吉 (10.9-)
1946 (昭21)	2.17 金融緊急措置令、日銀券預入令、臨時財 産調査令、隠匿物資緊急措置令公布、大 蔵省戦後物価対策基本要綱発表	3.3 物価統制令公布・施行(価格等統制令廃止) 6.20 貿易等臨時措置令公布・施行(貿易統制 令廃止)			吉田茂 (5.22-)	石橋湛山 (5.22-)	一万田尚登 (6.1-)

資料：日本金融年表、日本銀行百年史、日本金融史資料から作成

これに対し、島 [1983] は、マクロ的な需要管理政策としての高橋財政に意義を認めつつも、財政規律の喪失と金融政策運営の硬直化という観点から、高橋財政の運営上不可欠な要素であった国債引受制度に内在する問題点を指摘した。そして、国債引受制度の導入が高橋財政期以後の財政規律喪失につながった面は否定できないとして、仮に高橋が暗殺されなかったとしても、早晚、ハイパー・インフレにより政府債務を帳消しにすることが不可避であった可能性を示唆している。

すなわち島は、財政支出が肥大化・硬直化する要因が存在する場合、「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であろう」との見方を示した。また、こうして財政規律が喪失されていく中にあって、当初の段階では「一時の便法」と考えていた日銀引受けが常態化していったという意味で、政策の行き過ぎが生じたわけであるが、「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」していたと論じた。さらに、金融政策運営面でも、財政規律が失われた状況下では国債の価格下落を防ぐために引締め政策への転換が困難となるほか、国債の価格維持のために機動的な金融調節ができなくなると指摘している。ここでの論点は、中央銀行の対政府信用は財政政策や国債管理政策と深く関係しているため、実際の政策運営上は金融政策だけを独立して論じることが難しいという点にあるといえよう。

この間、伊藤正直 [1989] は、高橋財政期に導入された国債消化促進に向けた制度変更が、市場機能の否定と直接的な統制へとつながっていった経緯を考察した。それによると、1936年頃までは、国内金融市場においては市場原理を前提とした国債管理政策・金融調節が採用されていたほか、外為取引に関しても実際に強制力の強い外貨統制が実施されたのは1937年の輸入為替管理令の施行以降のことであり、高橋財政期においては、一応は国債の流通市場における自由な価格形成が行われていた。しかしながら、1932年には国債の日銀引受、日本銀行による国債担保貸出の高率適用緩和、国債簿価公定制といった制度変更が行われたほか、人為的な低金利・国債価格維持政策が実施され、さらにこれとほぼ同時期に、為替管理を意図して外為管理法（1933年2月提出、同5月施行）が制定されている。このため、国内金融市場は事実上は海外市場から隔離されていたほか、国債の価格変動リスクを免除されていた市場における金利形成は歪んだものであったと論じている。こうした議論は、市場の歪みが存在する中で、中央銀行の対政府信用が財政当局への所得移転という準財政活動のために利用されやすい環境にあったとの主張につながるものであり、島によって提示された論点に近い。

この点に関連して井手 [2001] は、高橋財政期に導入された国債の日銀引受をはじめとする制度設計に内在していた問題点を指摘している。すなわち、国債の日銀引受をはじめとする高橋財政期の日本銀行の対政府信用と金融市場運営の基本的な考え方は、井上財政期に大蔵省と日本銀行との共同検討機関として設けられた「共同調査会」において、金本位制を前提として議論されていた内容が基本となっていた、日本銀行側でも、金本位制の枠組みのもとでは、いったん引き受けた国債を市場で売却することがむしろ金融調節力の強化につながる面もあるとして、国

債の引受自体には抵抗しなかった⁵⁴、しかしながら実際には、日本銀行による国債の保有総額が無制限とされたため従来の財政規律メカニズムが機能しなくなり、国債の発行に歯止めが効かなくなったと論じている⁵⁵。

4．結びにかえて

本稿では、中央銀行の対政府信用について、政府の財政規律と関連付けて整理を試みた。これまでの議論を整理すると以下のとおりである。

金輸出が停止されていた第1次大戦後の時期を含めて、金本位制のもとでは、内外金融市場の金利裁定メカニズムが働いており、これが財政規律を与えていたといえる⁵⁶。こうした中で、1920年代には、第1次大戦を契機とする経済・社会構造の変化を受けて財政の構造的赤字が増大し、金本位制を維持するための緊縮的な財政運営が困難化していた。しかしながらこの時点では、政府は金本位制維持に対するコミットメントを継続しており、長期的に均衡財政への復元を図る意思はあったので、財政規律が完全に失われていたとはいえない。その後、高橋財政期には、金本位制からの離脱、国債の日銀引受をはじめとする政策運営スキームの根本的な変更が実施されたが、金本位制に代わる財政規律メカニズムは存在せず、中央銀行は財政支出のファイナンスを常に念頭に置きながら政策を運営せざるを得なかったという意味において、金融政策の財政政策化が進展した。

当時の政策立案者である高橋是清蔵相は、市場の金利機能が歪む中でも財政規律を確保することは可能であり、一時的に財政赤字が拡大しても長期的な財政規律が失われることはないと考えていたのか。また、日銀引受ではなく、当初日本銀行が提案していたような市場での買いオペが実施されていた場合には、違う結果となっていたであろうか。結果的に財政規律が失われ、ハイパー・インフレを招いた究極的な原因は何なのか。高橋財政期の制度変更が、必然的に財政規律の喪失とその後のハイパー・インフレを招いたのか。これらの疑問に答えるためには、さらに立ち入った分析が必要であるが、少なくとも高橋財政期の政策運営スキームの変更が、日本銀行の対政府信用と市場を通じた金融政策の遂行という点に関して大きな転機となったことは確かであり、高橋財政は、財政規律あるいは中央銀行の活動という

54 当初、日本銀行側は高橋是清蔵相に対し、市場からの買いオペを提案したとされている。井手 [2001] (本号所収) 参照。

55 浅子ほか [1993] は、戦間期の日本の財政の持続可能性について定量的な分析を行い、高橋財政期の日本の財政赤字は維持可能ではなかったとの結果を得ている。この点については土居 [2001] (本号所収) の指摘による。

56 これに加えて、日本政府がロンドン市場等において外債を発行していたことも、政府に直接的に財政規律を意識させることにつながっていたと考えられる。

観点からも興味深いケース・スタディを提供するものである⁵⁷。高橋財政の評価については、さらに多角的に検討すべき点が残されていると考えられるが、政府債務残高の累増がクローズアップされる中で、財政構造改革の必要性が叫ばれる現代に生きるわれわれにとっても、こうした歴史に学ぶところは大きいと思われる。

57 この点に関連して岡崎・奥野 [1993] は、日本においていつかは成立していたアングロサクソンの市場型経済システムが1920年代から徐々に変質し、1930年代における戦時経済体制の構築過程で統制色の強い計画的経済システムが確立して、これが戦後に引き継がれたと論じている。

補論 国債金利の推計方法

1. 以下の国債（内国債ならびにボンド建て外債）について、『国債統計』（1908年版）および『大蔵省年報』（各年版）掲載の東京市場における流通価格（年平均）をもとに各年時点における最終利回りを計算した。

<内国債>	発行年	全額償還年	計算対象期間	備考
新公債	1872年	1896年	1878～1892年	
金禄公債（7分利付）	1877年	1891年	1878～1887年	
金禄公債（5分利付）	1877年	1906年	1886～1902年	
海軍公債	1886～89年	1911年	1889～1907年	
整理公債	1887～97年	1911年	1892～1907年	
特別5分利付公債	1906年	1936年	1906～1931年	
4分利付公債	1910年	1969年	1912～1939年	*
<外債>				
英貨7分利付公債	1873年	1897年	1878～1893年	
英貨4分利付公債（第1回）	1905年	1953年	1899～1939年	*
英貨4分利付公債（第2回）	1905年	1928年	1906～1929年	
英貨4分利付公債（第3回）	1910年	1970年	1911～1939年	*
英貨5分利付公債	1907年	1947年	1907～1939年	*

備考：1940年以降に全額償還期を迎える国債は実際の償還状況が不明であるため、1940年以降については最終年に全額が償還されるものとして利回りを計算。

2. 最終利回りの計算に当たっては、単純化のため以下の前提をおき、理論価格が市場価格と最も近くなる利回り水準を、段階的接近法により小数点以下第3位まで求めた。
- (1) 利子については、前期末時点の残高に対し、翌年中に1回支払われるものと仮定（実際には利払いは年2回であったので、金利は低めに推計されている可能性）。
- (2) 償還については、繰上げ償還を含め、実際の償還パターンが事前に予想されていたものと仮定（実際には繰上げ償還はその都度決定されていたので、市場価格はオプションプレミアム分だけ低く抑えられていたと考えられるため、金利は高めに推計されている可能性）。
3. 内国債、外債のそれぞれについて、上記の方法により計算された最終利回りの最も低い銘柄を各年の指標として採用（1878年から1939年まで、ただし外債については1894年から1898年までは計数なし）。

参考文献

- 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・午来直行、「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、1993年
- 石井寛治、「日本銀行の産業金融」、『社会経済史学』第38巻第2号、1972年
- 、「幕末開港と外圧への対応」、石井寛治・原 朗・武田晴人編、『日本経済史1 幕末維新期』第1章、東京大学出版会、2000年
- 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(本号)
- 伊藤 修、『日本型金融の歴史的構造』、東京大学出版会、1995年
- 伊藤隆敏、「日本におけるインフレ目標政策」、深尾光洋・吉川 洋編『ゼロ金利と日本経済』、日本経済新聞社、2000年
- ・伊藤元重、「目標インフレ率3 - 4%、量的緩和で可能か」、『論争東洋経済』、東洋経済新報社、1998年9月号
- 伊藤正直、「日露戦争後の日本金本位制と中央銀行政策」、藤瀬浩司・吉岡昭彦編、『国際金本位制と中央銀行政策』、名古屋大学出版会、1987年
- 、「日本の対外金融と金融政策」、名古屋大学出版会、1989年
- 伊藤元重、「インフレ政策も選択肢」、『日本経済新聞』経済教室、1998年6月25日
- 井堀利宏、『財政赤字の正しい考え方』、東洋経済新報社、2000年
- ・加藤竜太・中野英夫・中里 透・土居丈朗・佐藤正一、「財政赤字の経済分析：中長期的視点からの考察」、『経済分析』第16号、経済企画庁、2000年
- 伊牟田敏充、「日本銀行の発券制度と政府金融」、『社会経済史学』第38巻第2号、1972年
- 岩田規久男、「長期国債買い切りオペを増額すべき」、『論争東洋経済』、2000年1月号
- 編著、『金融政策の論点』、東洋経済新報社、2000年
- 江見康一・塩野谷祐一、『長期経済統計7 財政支出』、東洋経済新報社、1966年
- 大川一司・高松信清・山本有造、『長期経済統計1 国民所得』、東洋経済新報社、1974年
- ・野田 孜・高松信清・山田三郎・熊崎 実・塩野谷祐一・南 亮進、『長期経済統計8 物価』、東洋経済新報社、1967年
- 大蔵省、『国債統計』、大蔵省臨時国債整理局、1908年
- 、「大蔵省年報』、大蔵大臣官房文書課、各年版
- 、「金融事項参考書』、大蔵省理財局、各年版
- 大蔵省昭和財政史編集室編、『昭和財政史 第6巻 - 国債 - 』、東洋経済新報社、1954年
- 大蔵省百年史編集室、『大蔵省百年史 別巻』、1969年
- 大森 徹「明治初期の財政構造改革・累積債務処理とその影響」、『金融研究』第20巻第3号、日本銀行金融研究所、2001年(本号)
- 岡崎哲二、「戦間期の金融構造変化と金融危機」、『経済研究』第44号第4号、一橋大学、1993年
- 、「第2次世界大戦期の金融制度改革と金融システムの変化」、原 朗編『日本の戦時経済』、東京大学出版会、1995年

- 、「鎮目論文『財政規律と中央銀行のバランスシート - 金本位制 - 国債の日銀引受実施へ・中央銀行の対政府信用に関する歴史的考察 - 』に対するコメント」、『金融研究』第20巻第3号、日本銀行金融研究所、2001年（本号）
- ・奥野（藤原）正寛、「現代日本の経済システムとその歴史的源流」、岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』、日本経済新聞社、1993年
- 翁 邦雄・白塚重典・藤木 裕、「ゼロ金利下の金融政策 - 中央銀行エコノミストの視点 - 」、深尾光洋・吉川 洋編『ゼロ金利と日本経済』、日本経済新聞社、2000年
- 神山恒雄、「日露戦後恐慌と公債政策」、伊藤正直・霧見誠良・浅井良夫編著、『金融危機と革新』第2章、日本経済評論社、2000年
- 佐藤和夫、「戦間期日本のマクロ経済とミクロ経済」、中村隆英編、『戦間期の日本経済分析』、山川出版社、1981年
- 佐藤政則・山崎志郎・霧見誠良、「日本銀行金融政策の展開」、伊牟田敏充編著、『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
- 神野直彦・金子 勝、『財政崩壊を食い止める』、岩波書店、2000年
- 新保 博、『近世の物価と経済発展』、東洋経済新報社、1978年
- R.S. セイヤーズ、『イングランド銀行上・下巻』、西川元彦監訳、東洋経済新報社、1979年
- 寺西重郎、『日本の経済発展と金融』、岩波書店、1982年
- 、「鎮目論文『財政規律と中央銀行のバランスシート - 金本位制 - 国債の日銀引受実施へ・中央銀行の対政府信用に関する歴史的考察 - 』に対するコメント」、『金融研究』第20巻第3号、日本銀行金融研究所、2001年（本号）
- 土居丈朗、「鎮目論文『財政規律と中央銀行のバランスシート - 金本位制 - 国債の日銀引受実施へ・中央銀行の対政府信用に関する歴史的考察 - 』に対するコメント」、『金融研究』第20巻第3号、日本銀行金融研究所、2001年（本号）
- 富田俊基、『国債累増のつけを誰が払うのか』、東洋経済新報社、1999年
- 、「インフレ誘惑と膨張政策」、『論争東洋経済』、東洋経済新報社、2000年1月号
- 中村隆英、『戦前期日本経済成長の分析』、岩波書店、1971年
- 、「『日本経済 - その成長と構造』、東京大学出版会、1978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
- 、「『明治大正期の経済』、東京大学出版会、1985年
- 日本銀行、「満州事変以後の財政金融史」、1948年、日本銀行調査局編、『日本金融史資料・昭和編』第27巻所収、1970年
- 、「金融政策決定会合議事要旨（1998年11月13日）」、1998年
- 、「金融資料要録」、1937～1945年版
- 日本銀行金融研究所、「公法的観点からみた日本銀行の業務の法的性格と運営のあり方」、『金融研究』第18巻第5号、日本銀行金融研究所、1999年
- 、「『日本金融年表』、1993年

- 日本銀行百年史編纂委員会、『日本銀行百年史 第1巻』、1982年
 、『日本銀行百年史 第2巻』、1983年
 、『日本銀行百年史 資料編』、1986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、『戦間期の日本経済分析』、山川出版社、1981年
- 春井久志、『金本位制度の経済学』、ミネルヴァ書房、1991年
- 橋本寿朗・大杉由香、『近代日本経済史』、岩波書店、2000年
- バジヨット、『ロンバード街』、宇野弘蔵訳、岩波文庫、1941年
- 藤木 裕、「中央銀行独立性指数について」、『金融研究』第15巻第1号、日本銀行金融研究所、1996年a
 、「中央銀行独立性指数を用いた経済分析の再検討」、『金融研究』第15巻第1号、日本銀行金融研究所、1996年b
 、「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巻第2号、日本銀行金融研究所、2000年
- 藤野正三郎、『日本のマネーサプライ』、勁草書房、1994年
 ・寺西重郎、『日本金融の数量分析』、東洋経済新報社、2000年
- A. I. ブルームフィールド、『金本位制と国際金融』、小野一一郎・小林龍馬訳、日本評論社、1975年
- 宮田慶一、「政策評価と公会計改革のあり方」、『金融研究』第20巻第1号、日本銀行金融研究所、2001年
- 三和良一、「高橋財政期の経済政策」、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
- 山口和雄、「工業化過程における中央銀行の役割」、『社会経済史学』第38巻第2号、1972年
- R. ロバーツ・D. カイナストン、『イングランド銀行の300年』、東洋経済新報社、1996年
- Barro, R. J., “Government Spending, Interest Rates, Prices, and Budget Deficits in the United Kingdom, 1701-1918,” *Journal of Monetary Economics*, 20, 1987, pp. 221-247.
- 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.
- Itoh, M. and Shimoi, N., “On the Role of Monetary Policy in the Deflationary Economy: The Case of Japan,” *Journal of the Japanese and International Economies*, 14, 2000, pp. 238-260.
- Okura, M. and Teranishi, J., “Exchange Rate and Economic Recovery of Japan in the 1930s,” *Hitotsubashi Journal of Economics*, 35, 1994, pp. 1-22.
- Robinson, D., and Stella, P., “Amalgamating Central Bank and Fiscal Deficits,” IMF Working Paper, 87/73, International Monetary Fund, 1987.
- Scobie, H., M., *Reserve Policy and Management: A Global Perspective*, European Economics and Financial Centre, 2000.
- Stella, P., “Do Central Banks Need Capital?” IMF Working Paper, 97/83, International Monetary Fund, 1997.
- Vaez-Zadeh, R., “Central Bank Losses: Implications and Remedies,” mimeo, 1990.