

〔共通論題〕

『金融経済研究』第40号，2018年1月

レジーム・チェンジとしての高橋是清の
財政金融政策

岩田規久男

1 はじめに

高橋是清が実行した、いわゆる高橋財政（1931年12月から1936年2月）によって、日本は世界に先駆けて、恐慌（日本では、昭和恐慌と呼ばれる）からの脱出に成功し、高い経済成長率と緩やかなインフレという世界的に見ても抜群のパフォーマンスを達成した。この期間に、高橋是清が実施した政策は財政政策だけでなく、金融政策を含んでいる。したがって、以下では、この期の高橋是清が実施した政策を高橋財政金融政策と呼ぶことにし、通例に従って、高橋財政というときには、「高橋財政」とかぎかっこをつけて区別することにする。

高橋是清が直面していた経済状況を1915年から簡単に振り返ると（表1）、1915年から1919年にかけては、第1次世界大戦中の特需で、平均して7.3%という高い経済成長を享受し、この間、株価は68%も上昇した。

しかし、戦争が終わると、反動不況に見舞われ、その後も長らく停滞が続いた。1920年から1929年の10年間は、実質成長率の平均が1.9%へと第1次大戦期の4分の1に低下し、消費者物価上昇率は年率平均でマイナス1.6%にまで低下するなどデフレが進行した。この間、株価は64%も下落した。これらの経済指標を見る限り、1920～29年の長期低迷期は、1990年代後半からの10年間の「日本の失われた10年」と類似している。

さらに1930年から1931年にかけては、金輸出解禁（金本位制への復帰）とその後の米国発の大不況の影響も受けて、日本経済は昭和恐慌に陥り、名目成長率と実質成長率の年平均は、それぞれ、マイナス9.6%と0.7%へと低下し、消費者物価はマイナス11%もの下落を記録した。なお、このような環境の下でも、実質成長率がマイナスにならなかったことは、当時の日本経済の潜在成長率がかなり高かったからだと推測される。

ところが、1931年12月から1936年2月までの高橋財政金融期は、2%の緩やかなインフレの下で、実質経済成長率は7.2%、株価は70%も上昇した。1920～29年の長期低迷期と比べて、高橋財政金融期は抜群の経済パフォーマンスを実現した。

高橋財政金融政策が短期間のうちに、このように成功した要因はなんだったのであろうか。以下では、高橋財政金融政策の成功の要因を「経済政策のレジーム転換」——すなわち、金本位制からの離脱と、日本銀行による国債の引受という2つの政策によって、それまでの「清算主義・デフレ・レジーム」の井上財政から、「リフレ・レジーム」に転換したこと——に注目して、明らかに

表1 第1次大戦の戦争景気から高橋財政金融期までの日本経済

	名目経済 成長率	実質経済 成長率	消費者 物価	株価	地価	マネー (M2)
1915~19	27.3	7.3	14.7	67.6	178.0	31.6
1920~29	0.6	1.9	-1.6	-63.5	-25.9	2.9
1930~31	-9.6	0.7	-10.8	-29.4	-21.4	-4.2
1932~35	8.3	7.2	2.0	70.3	1.0	5.6

(出所) 東洋経済新報社『昭和恐慌の研究』。

したい。

2 井上財政と高橋財政金融の政策レジーム

はじめに政策レジームとは何かを定義しておこう。

人々の行動パターンは人々が参加しているゲームのルールに依存する。ルールが変われば人々の行動も変わる。この原理を経済政策に応用すると、経済政策が運営されるルールの違いによって、政策効果は全く異なることになる。

アメリカの経済学者トーマス・サージェント(“The Ends of Four Big Inflations,” in R. E. Hall ed., *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press, 1982) は、人々が参加しているゲームのルールを決定する枠組みを、政策レジームと呼んだ。政策レジームは、政策当局が決定する事項のうちで、体系的かつ予想可能な部分を表している。

この政策レジームの概念を、昭和恐慌前から昭和恐慌にかけての政策である「井上財政」(29年7月~31年12月)に適用すると、それは、「清算主義・デフレ・レジーム」と呼ぶにふさわしい。

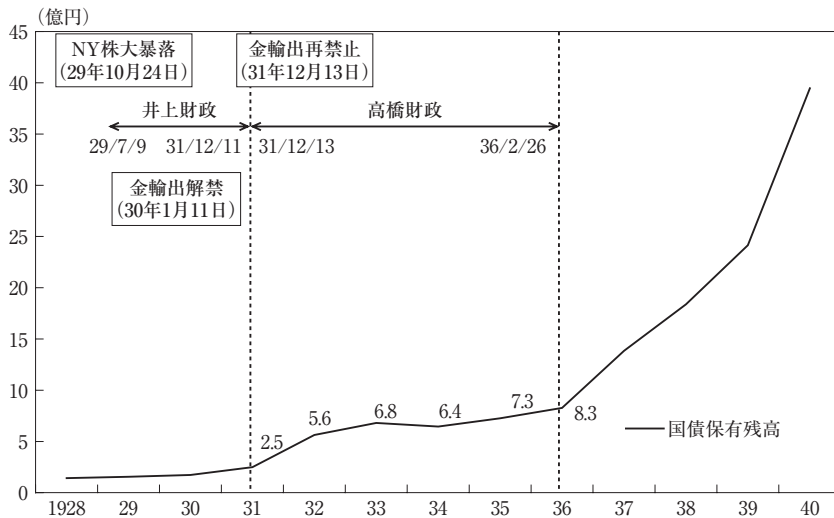
そこで、井上財政が採用されるに至った経済的背景を簡単に振り返っておこう。第1次世界大戦から戦後にかけて、日本経済は輸出によって大きな利益を上げ、「戦争景気」と呼ばれる好況に沸いた。しかし、続く1920年代には、戦場となっていた欧州諸国の経済再建が進むにつれて日本への特需は急減し、戦争景気の調整が必要となった。それに加えて、関東大震災の発生に伴って返済可能性の低い債権が大量に発生したため、不良債権問題が深刻になった。

井上準之助蔵相は、1920年代の経済停滞は大量の不良債権の発生などの「構造問題」の結果であり、経済を再生させるためには、①財界を整理し(破たん企業の最終処理)、②緊縮財政を実施し、さらに③不当な水準まで騰貴している物価水準を正常な水準に引き下げることが必要であり、そうした「清算主義」の実現のためには、④旧平価による金本位制への復帰(金輸出解禁)が不可欠である、と考えた。こうした考えに基づいて井上が採用した一連の政策は、「井上財政」と呼ばれる。

この過程を時系列で見ると、1929年7月2日に金本位制復帰・金輸出解禁を公約に掲げた浜口雄幸民政党内閣が成立し、井上準之助が大蔵大臣に就任した。この数カ月後の1929年10月24日に、ニューヨーク株式市場で、株価の大暴落(いわゆる暗黒の木曜日)が発生した。井上蔵相は、この株価大暴落という事態にもかかわらず、1929年11月21日に金本位制復帰の大蔵省令を公布し、翌1930年1月11日には同大蔵省令の施行によって、旧平価による金本位制復帰を断行した。

しかし、金本位制は、当時の日本のような経常収支赤字国にとっては、緊縮的な財政金融政策によって物価の下落を強いられるデフレ・レジームである。したがって、金本位制が採用されれば、国内均衡から見た為替レートは円高になり、経常収支赤字国の人々はデフレ予想を抱くようになる。デフレ予想が定着すると、予想実質金利の上昇と資産価格の低下とにより、経済はいつまでたって

図1 日本銀行の国債保有残高



(注) 国債保有残高は外貨建てを除く。

(出所) 日本銀行『日本銀行百年史』。

もデフレから脱却できない。このような状況に加えて、1929年に始まった世界的な恐慌が国内に波及したことも、昭和恐慌の発生の一要因であった。

井上が採用した政策レジームにより、1920年代にはまだ平均1.6%という緩やかな物価下落にとどまっていたデフレは、一挙に10%を超えるデフレに転化した。こうして後世、「昭和恐慌」と呼ばれる事態を招くのである。

このような状況の下、1931年末に成立した犬養毅内閣で大蔵大臣に就任した高橋是清は、財政政策と金融政策を組み合わせた景気刺激的なマクロ経済政策を推し進めた。高橋が採用した主要な政策は、①金本位制の停止（＝金輸出再禁止）、②積極的な政府支出による需要面の下支え（緊縮財政の放棄）、③赤字国債の発行とその日銀引受による金融緩和であった。これは、「清算主義＋デフレ」レジームである「井上財政」から、今日「高橋財政」（正確には、高橋財政金融政策）と呼ばれる、新たな政策へのレジーム転換であった。

金本位制から離脱（金輸出の再禁止）したことにより、為替相場は実態に合わせて変動するようになった。その一方で、金融政策を為替の安定に割り当てるのではなく、国内経済の安定に割り当てて運営することが可能になった。

高橋は金本位制を中止する一方で、1932年3月に国債の日銀引受方針を発表し、同年11月末から、国債の日銀引受を開始した。この積極的な金融緩和政策を、日銀が保有する国債残高（除く外貨債）の推移で見ると、日銀引受前は2.5億円程度であったものが、1932年末の引受開始により5.6億円と2.2倍に増加し、その後も増加基調をたどり、35年には7.3億円に達した（図1）。同じく、マネタリーベースの前年比で見ると、1930年と31年には、それぞれ、マイナス13%とマイナス7%だったが、32年には7%へと伸び率が大きく上昇している（図2）。

図3は、この時期の消費者物価前年比の推移と金融政策のスタンスを示したものである。消費者物価前年比は1926年以降、31年までマイナスが続き、特に、昭和恐慌中の30年と31年には10%前後の大幅なマイナスとなっている。このような恐慌状態を打開するため、金本位制からの再離脱と、日銀による国債の直接引受という金融政策が発動された。

図2 マネタリーベース

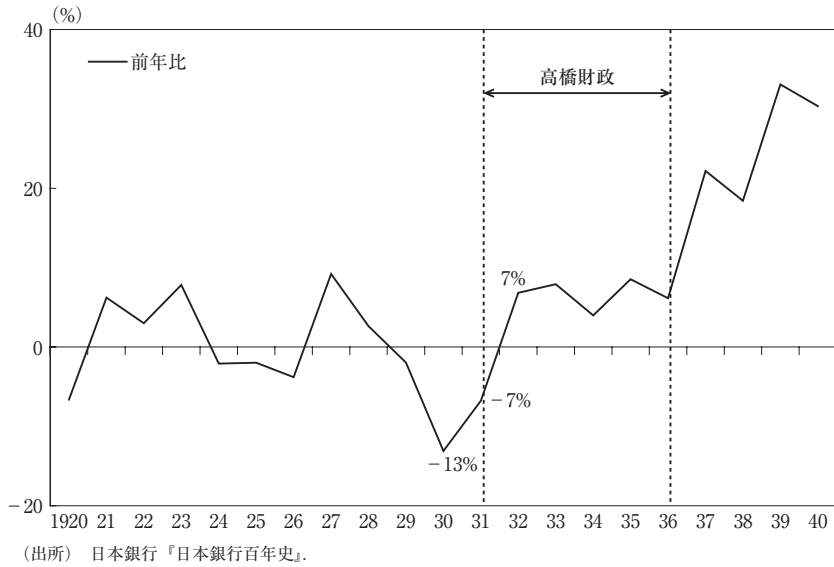
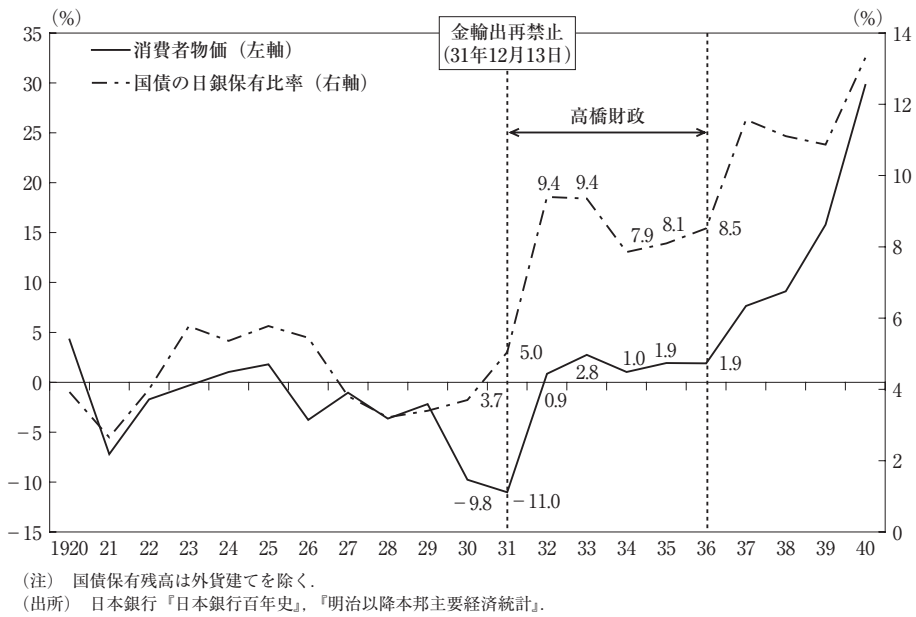


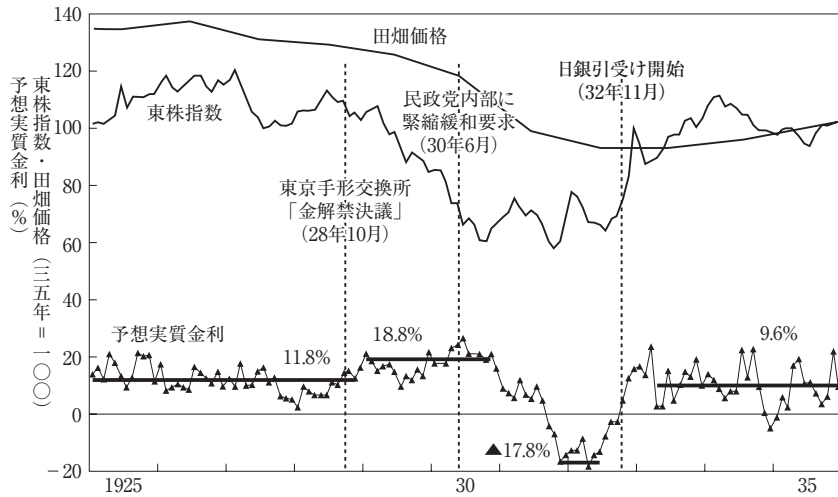
図3 日銀の国債保有状況とインフレ率



金融緩和の程度を、既発国債残高（除く外貨債）に占める国債の日銀保有比率で見ると、日銀引受前には5%だったものが、32年末の引受開始により、9.4%へと2倍近く上昇し、その後も8～9%程度の伸びを維持している。

このように金融緩和が大きく進むなかで、消費者物価前年比もその動きに合わせて上昇しているが、注目すべきなのは、対前年比で10%のデフレが、金輸出再禁止後、急速に終息に向かい、

図4 予想実質金利と資産価格



(出所) 東株指数は、日本銀行『明治以降本邦長期経済統計』。田畑価格は、日本勧業銀行『日本勧業銀行史』。予想実質金利は、飯田泰之・岡田靖「昭和恐慌と予想インフレ率の推計」岩田規久男編著『昭和恐慌の研究』（2004年）所収。

国債の日銀引受が始まる数カ月前から、インフレ率がプラスへと急速に変化していることである。しかし、10%を超えるようなデフレを引き起こしていた需給ギャップが急速に縮小し、インフレを引き起こすような逆方向のギャップに転化したわけではない。デフレからの脱却は、決して需給ギャップの縮小の結果ではなかったのである。のちに述べるように、むしろ緩やかなインフレへの転換が、景気の反転拡大を引き起こしたのである。

3 インフレ予想に関する2段階のレジーム転換

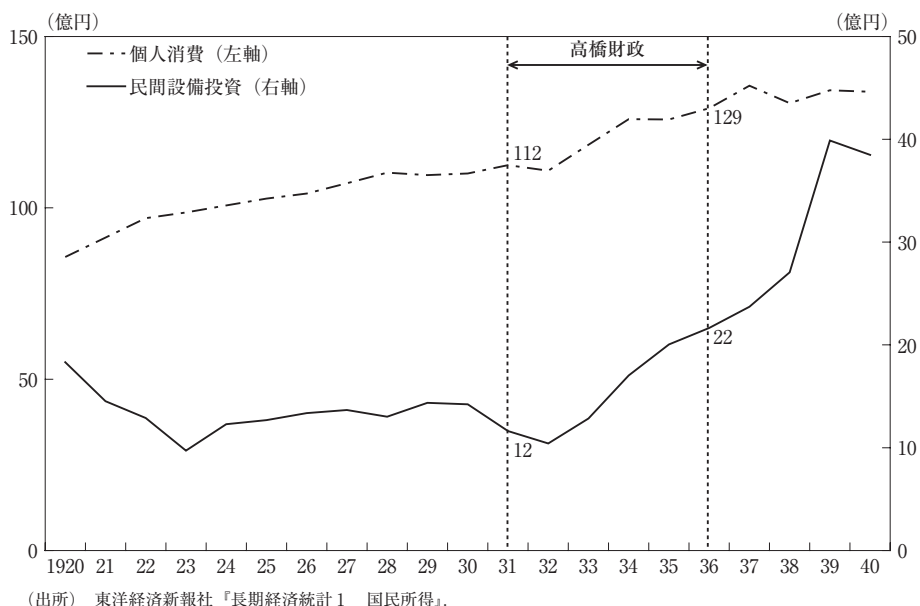
では、デフレからの脱却は何によって成し遂げられたのだろうか。昭和恐慌におけるデフレからの脱却過程を追跡してみると、一気に正しい政策への転換が行われたわけではなく、最終的なレジーム転換を成し遂げるには、マクロ経済政策を縛る制度的枠組みの変更と、実際の政策の転換という2つの段階を経る必要があったことがわかる。

この点について飯田泰之・岡田靖（2004）（『昭和恐慌と予想インフレ率の推計』岩田規久男編著『昭和恐慌の研究』東洋経済新報社所収）では、昭和恐慌期の予想実質金利と予想インフレ率の変動を分析することによって、デフレは、①制度的に緊縮的な金融政策を強要する金本位制を離脱する、という第1段階のレジーム転換と、②日銀の大規模な国債引受という超金融緩和策の実施、という第2段階のレジーム転換という「2段階のレジーム転換」によって、人々の予想がデフレからインフレに変化することによって終息したと結論付けている。

同分析によると、1931年12月の金本位制からの離脱宣言の直前の11月に予想インフレ率は20%程度に上昇した。金本位制という金融政策を拘束していた制度的な条件が取り外されたのであるから、本格的な金融緩和策が実施されるであろうとの期待が高まったものと考えられる。しかし、その後、金融政策の転換がなかったため、12月以降になると、予想インフレ率は徐々に低下している。

ところが、1932年3月に、国債の日銀引受が報道されると、翌4月には、予想インフレ率は前月に比べて15%ポイントも上昇し、3カ月間にわたって30%を超える水準が維持されている。また、これに伴って予想実質金利も大幅に低下した（図4）。株価（東京取引所の株式価格）も実際の国

図5 個人消費と民間設備投資



債の日銀引受が始まる11月より3カ月前の32年8月から上昇に転じた。地価（田畑価格）も底入れし、緩やかな上昇に転じた。これにより、ようやくデフレに終止符が打たれたのである。

ここで強調すべきことは、予想インフレ率は国債の日銀引受が実際に行われてからではなく、その方針が発表された段階で大きくジャンプした点である。この歴史的事実は、金融政策の明確なリフレ・レジーム転換の宣言こそが、インフレ予想の形成のための不可欠の条件であることを示している。デフレからインフレへの転換は、政策レジームが井上の「清算主義・デフレ・レジーム」から高橋の「リフレ・レジーム」に変化したことによって、デフレ予想からインフレ予想への転換が起り、それに伴って予想実質金利が大幅に低下したことによって実現した。デフレからの脱却は、貨幣供給量の増加に裏打ちされた、金融政策の基本的レジーム・チェンジの結果なのである。

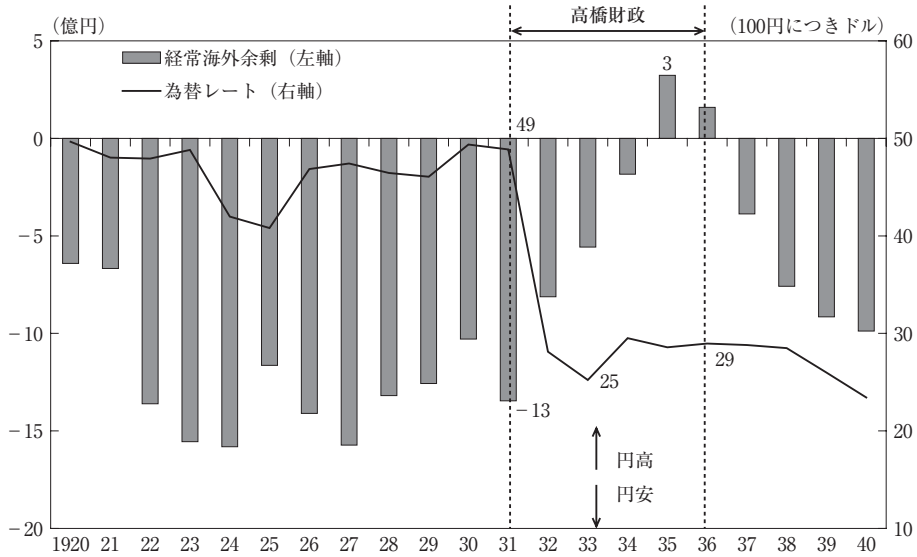
このようなレジーム転換によるデフレの終息が、日本経済にどのような変化をもたらしたかを確認しておこう。

まず、設備投資について見ると、予想実質金利の低下を受けて、1932年から急速に回復しており、設備投資の弾力性がきわめて大きかったことがわかる（図5）。これは当時の自然利子率の高さを反映していると思われる。この間、個人消費も景気回復に伴い順調に伸びている。

また、為替レートと経常海外余剰を見ると（図6）、金本位制からの離脱により、ドル建て為替レート（ドル/100円）は49ドルから20ドル台へと大幅に円安が進み、経常海外余剰の赤字幅は、31年以降、一貫して減少し、35年には黒字化した。このことから、設備投資や個人消費の増加だけでなく、輸出増も景気回復を主導したことがわかる。

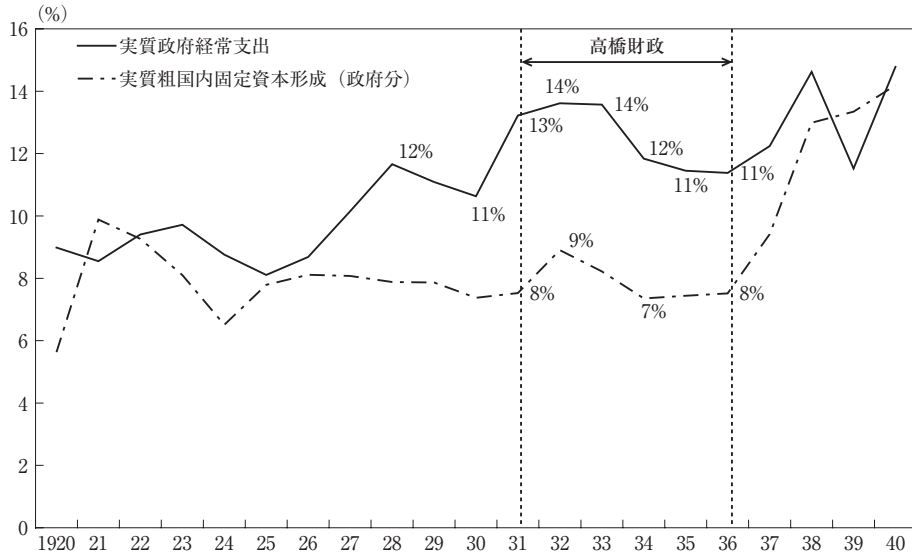
なお、高橋財政金融期の財政政策については、常に拡張的なスタンスが続いたとの誤解があるように思える。確かに、「高橋財政」の前期（1932～33年）には財政支出の増大が顕著であり、実質政府経常支出の対GNP比は14%程度まで上昇している。その一方で「高橋財政」の後期（1934～35年）には、実質政府経常支出の対GNP比は11～12%の水準で、1920年代末の水準と同程度となっており、拡張的というわけではない（図7）。もっともこれは景気を下押しするほどの

図6 為替レートと経常海外余剰



(出所) 東洋経済新報社『長期経済統計1 国民所得』, 日本銀行『日本銀行百年史』。

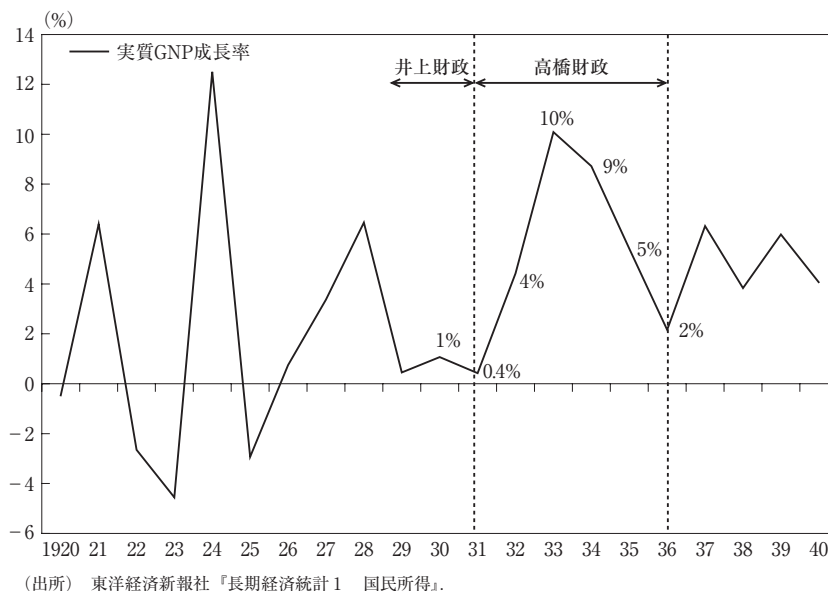
図7 財政政策（対GNP比）



(出所) 東洋経済新報社『長期経済統計1 国民所得』。

減少ではなく、実質GNP成長率が1933年には10%（図8）に達するなど、過熱気味の景気をやや冷やす程度の減少だった、と考えられる。

図8 実質GNP成長率



4 高橋財政金融政策から得られる教訓

いわゆる「高橋財政」は、財政政策と金融政策の適切な組合せにより、それまでの過度な円高を是正するとともに、物価水準を下落から上昇に転じさせることによって、景気回復とデフレからの脱却に成功したのである。高橋財政金融政策の成功の秘密は、財政政策と金融政策をともに抜本的なリフレ・レジームに転換させるというビッグイベントによって、人々のデフレ予想をインフレ予想へとジャンプさせ、その後も、予想インフレ率が安定するまでリフレ・レジームを維持することで、予想インフレ率を目標インフレ率近辺でアンカーさせたことにある。

このように、高橋財政金融政策は理論的にも当を得た政策で、マクロ経済政策の成功事例として日本が誇るものであり、1990年代以降長いデフレを経験してきた現代のわれわれから見ても、その素晴らしさは際立ったものである。レジーム・チェンジによるデフレ予想からインフレ予想への転換という考え方は、2013年4月以降、日本銀行が採用している「量的・質的金融緩和」(2016年9月以降は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」)にも引き継がれている。

なお、「高橋財政」による金本位制の離脱と日銀の国債引受が、財政規律を弱める端緒となり、これが戦後のハイパー・インフレにつながったとする説がある。最後にこの点について整理しておこう。

高橋は、1935年には経済は昭和恐慌から完全に脱却し、安定軌道に乗ったと考え、また、これ以上、日銀による国債引受を続けると、ハイパー・インフレに陥るリスクが高まるとの判断から、歳出を削減するとともに、日銀の国債引受も止めようとした。しかし、そのことによって軍関連支出の増加を要求する軍部の反感を買い、高橋は36年の2・26事件で凶弾に倒れることになってしまった。

2・26事件以後は、馬場鑓一が大蔵大臣に就任し、増税を嫌う財界と妥協して、膨張し続ける軍事予算を賄うために、国債の日銀引受を続けるという「馬場財政レジーム」が確立した。この後、軍事費も国債の日銀引受額も急増する(図1, 図3)こととなり、戦後、供給能力を失った日本に

ハイパー・インフレを引き起こす原因となったのである。

このように、ハイパー・インフレを引き起こしたのは「高橋財政」ではなく、高橋が暗殺された後の国債の日銀引受だったことに注意する必要がある。

この教訓を踏まえ、現在は、財政法で原則的に日銀の国債引受は禁止されている。さらに、現在の「量的・質的金融緩和」では、デフレだけでなく、高いインフレも望ましくないという観点から、インフレ目標を2%に設定しており、ハイパー・インフレを許容しない枠組みとなっている。

（日本銀行）

最終稿受理2017年4月5日