

〈金融史パネル〉

1932年日銀引受国債発行はどのようにして始まったのか —大蔵省、日本銀行、シンジケート銀行からの考察—

座長：靄見誠良（法政大学）

報告者：永廣顕（甲南大学）

佐藤政則（麗澤大学）

討論者：井手英策（慶応義塾大学）

釜江廣志（東京経済大学）

寺西重郎（日本大学）

パネル趣旨

高橋財政の枠組みを構成するのは、1931年12月の金輸出再禁止であり、1932年11月からの日銀引受国債発行である。本パネルでは、この日銀引受国債発行がどのようにして始まったのかを、大蔵省、日本銀行、国債引受シンジケート銀行の動きに重点をおきながら、激動する1931年後半から32年に内在して検討したい。

金輸出再禁止・金兌換停止（管理通貨制へ）と日銀引受国債発行（景気回復、軍拡財政、インフレへ）とは一体の関係として論じられる。論理的にはそうなのだが、予算編成、法的整備、金融政策、国債引受シンジケート銀行団との協議等々、1932年における一連の動きを観ると、意識的な連続性よりも「ちぐはぐさ」が目につく。例えば、①金輸出再禁止から日銀引受国債発行の実施まで約1年も要している、②32年7月には国債引受シンジケート銀行団が拡大（信託会社参加）されている、③金融緩和が進行していた11月に引受が行われ、緩和が明確となった1ヵ月後に早くも売りオペが始まっている、④金解禁・再禁止に関する喧騒なまでの議論と比べて、日銀引受国債発行についてはほとんど議論がなく、あまりに静寂な始まりであった、などである。

とくに③については、売りオペが可能になる金融緩和を待って引受したかのようにも観える。仮に「引受後、限りなく直ちに近い売りオペ実施」が、高橋財政期の日銀引受発行というものであったのならば、売りオペが可能な金融状況でなければ引き受けられないことになる。これを意識的に迫及された「事実上の市場制約」と考えるべきなのだろうか。

こうした「ちぐはぐさ」の丁寧な解明は、国債発行思想・方法の「ジャンプ」を考察する上で、重要だと思われる。当然ながらこれまで、発行主体である大蔵省サイドから、また引受主体である日銀側からのアプローチが試みられており、相応の成果がある¹。本パ

¹ 代表的なものを挙げれば、大蔵サイドからは、帝国議会の重ねるごとに予算規模と発行国債額が巨大化しており、国債発行方式の転換が一举ではなく漸次的に進行したことを明示した永廣顕「国債発行方法の転換過程」（『証券経済』177号、1991年9月）。日銀サイドについては、その消極的関与を漂わせる吉野俊彦のいわば「日銀弱者的把握」（『日本銀行百年史』も同様のスタンス）があったが、実態はそうではなく、日銀の主体的関与が強いことを伊藤正直『日本の対外金融と金融政策』（名古屋大学出版会、1989年）が指摘した。その後、伊藤の指摘を継承した井手英策『高橋財政の研究』（有斐閣、2006年）が大蔵・日銀の「共同調査会」における議論を精査することで、吉野が描くイメージよりもかなり能動的な関与をしてきたことを明確にした。鎮目雅人『世界恐慌と経済政策』（日本経済新聞社、2009年）のスタンスは微妙である。

ネルでは、こうした成果を十分に踏まえながら、次の課題を検討したい。

- (1) 日銀引受発行に関する方法・考え方の異同ないし「進化」
- (2) 国債引受シンジケート銀行、日本銀行、大蔵省における相互信頼
- (3) 日銀による国債引受と売りオペとのタイミング

上記のなかでも(1)であるが、1932年以前から、あるいは32年の年初から日銀「引受」的な議論や示唆はある。問題はこれらと11月に実施された引受発行とは同じものであるのか、どうか。いわば「異同」(「進化」?)の検討である。そもそも本格的な「売りオペ」を組み込んだ、『日本銀行沿革史』3集13巻で言う「特別発行」という仕組み・考え方は、予算編成や法整備を通じてどのように形成されてきたのであろうか。

この課題については、永廣「日銀引受国債発行方式の形成過程：1932」が、大蔵省・日本銀行・国債引受シンジケート銀行における認識の「変化」を追跡することによって検討する。それを踏まえて、佐藤政則「国債引受シンジケート銀行と売オペ：1931-37」が上記(2)と(3)の課題を軸に報告する。

これらの報告を通じて「暫定的」で「未完成的な」引受発行という実態が浮かび上がるだろう、と同時に国債引受シンジケート銀行を核とする国債・金融市場の動向に敏感な日銀、大蔵の姿がより鮮明になるだろう。これをたたき台に、できればこれまで財政規律という政策意識の観点から取り上げられがちであった高橋財政末期の「国債漸減方針」を市場の問題として議論し、さらには高橋財政と馬場財政における国債政策の相違をより明確にしたいと考える。

永廣、佐藤両報告の概要は下記のとおりである。

日銀引受国債発行方式の形成過程：1932

永廣 顕 (甲南大学)

本報告では、1932年11月に新規国債の日銀引受発行が実施されるに至るまでの過程を、1932年度の予算編成の段階的な推移に対応した大蔵省、日本銀行、国債引受シンジケート銀行の動向と同時期に実施された法的整備との関連性を考察しながら、解明する。

1932年度においては、それまで公募と預金部引受の方式により発行されてきた新規国債の国債発行方式が転換し、新規国債の大部分を日本銀行が引受け、後に売りオペを実施するという方式がとられることになった。このような新規国債の日銀引受発行が実施されるに至るまでの過程については、日本銀行調査局特別調査室編[1948]『満州事変以後の財政金融史』や大蔵省昭和財政史編集室編[1954]『昭和財政史 第VI巻』等により、法的整備とともに国債発行方式が予定調和的に一挙に転換したと理解されてきた。

これに対し、報告者は、拙稿[1991](注参照)において、予算編成の推移とともに国債発行方式が紆余曲折を経ながら漸次的に転換したことを明らかにした。しかし、日銀引受発行に関する考え方については、大蔵省側からのアプローチにとどまり、日本銀行や国債引受シンジケート銀行側からからのアプローチが欠如していた。そこで、本報告では、日銀引受発行のあり方をめぐる大蔵省・日本銀行・国債引受シンジケート銀行の認識について再検討し、各々の動向と同時期の法的整備との関連性を考察しながら1932年における日銀引受国債発行方式の形成過程を明らかにする。

国債引受シンジケート銀行と売オペ：1931-37

佐藤 政則（麗澤大学）

高橋是清蔵相に買いオペを薦めた深井英五は「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」（深井英五『金本位制離脱後の通貨政策』p358）と述べたが、この「実情」を国債引受シンジケート銀行のサイドから検討する。

そのさい 1931 年 9 月のイギリス金本位制離脱を契機とする「ドル買」問題と年末にかけての国債価格暴落に注目する。これらによって、1920 年代の繰り返す金融危機を通じて強化されてきた日本銀行、大蔵省、国債引受シンジケート銀行の相互の信頼関係が 1932 年には大きく毀損していたのではないかと考えられるからである。より広義には、三者の協力・連携による「金融財政ガバナンス」が 1932 年には機能しなくなっていたのではないかと、という仮説でもある。この延長線上で 1936 年 2.26 事件と 37 年 2 月の日銀正副総裁更迭（深井・清水⇒池田・津島）を考えてみたい。

以上の検討とともに、1932 年 11 月以降の日銀による国債引受と売りオペとのタイミングを考察する。高橋蔵相や深井日銀副総裁・総裁が恐れていたのは、国債引受・政府支出の増大と売りオペとの間でタイムラグが大きくなることであった。これを可能な限り抑制（短縮）するには、国債・金融市場の動向に即した日銀引受発行と売りオペでなければならぬだろう。売りオペの主たる対象の検討も含めて、引受・売りオペの実態を考察する。