

〈共通論題〉

1932 年日銀引受国債発行はどのようにして始まり、終わったのか？

主旨と各報告の要旨

1932 年 11 月に始まった日銀引受国債発行は、これまでも繰り返し語られてきたように、壮絶な失敗の歴史的経験である。たしかにスタートは、直面する課題の解決を最優先しただけの他意のないものであったのかもしれない。それまでに行われてきた施策を組み合わせただけだったのかもしれない。しかしその結果は、発案者である高橋是清を死に至らしめ、戦時財政を支える装置となり、激しいハイパー インフレをもたらした。

およそ 80 年前に始まったこの歴史的経験は、戦後における金融・財政上の思考を強く束縛してきた。例えば、1982 年～86 年に刊行された『日本銀行百年史』である。同書全 6 巻には、過去の政策判断を否定的に総括した箇所が 2 か所ある。その一つは、1972 年において引締政策への転換が遅れたことについてであり¹、今一つが日銀引受国債発行である。しかも第 4 巻において下記のように 2 度にわたって「遺憾」と述べている。

「国債の本行引受発行方式の実施は、本行の長い歴史の中でも、もっとも遺憾な事柄であったといえよう。」²

「昭和 7 年秋に本行が国債の本行引受け発行方式の実施に同意したことは、やがて本行からセントラル・バンキングの機能を奪い去るプロセスの第一歩となったという意味において、まことに遺憾なことであった。これは本行百年の歴史における最大の失敗であり、後年のわれわれが学ぶべき深刻な教訓を残したものだといえよう。」³

この歴史的評価は『日本銀行百年史』全巻を貫く基本的なスタンスを構成している⁴。加えて上記で言う「われわれ」が日本銀行自身を指すのであれば、同行の内部から日銀引受国債発行を提示することは、まずあり得ないと思われる。このように日銀引受国債発行

¹ 『日本銀行百年史』第 6 巻、402～408 頁。

² 『日本銀行百年史』第 4 巻、26 頁。

³ 同上、55～56 頁。

⁴ 根本的には創立以来の「官治的性格」に因るという吉野俊彦などの日銀像が、このスタンスに複雑な影響を及ぼしている。吉野に代表される理解は、日銀の中立性も主要な争点となった 1955 年～1960 年の日銀法改正論議において一層先鋭化したと考えられる。この論議については、原司郎「戦後金融政策論争」、信用理論研究会編『信用論研究入門』、有斐閣、1981 年、所収および『日本銀行百年史』第 5 巻の「日本銀行法の改正論議—日本銀行の中立性—」等を参照。

という「歴史的失敗」は、日本銀行において極めて重たいものなのである。

また大蔵省サイドからの歴史的評価については、大内兵衛・青木得三を編集責任者とし大蔵省昭和財政史編集室が1954年に刊行した『昭和財政史』第6巻（藤崎憲二執筆）がある。同書は、敗戦・復興の経験が生きていた時代に編纂されており、「この制度は根本的には財政政策として正道ではない」と明確に述べている⁵。

こうした評価や歴史的認識は、日銀引受国債発行をいわば「タブー」視するまでに有力であった。しかし1990年代末からは明らかに状況が変わった。国債の日銀引受もまた選択肢の一つとする議論が登場してきた。昭和恐慌からの早期脱却を可能にした金融緩和策として再評価され、長引くデフレ状況への援用が模索され続けている。

この議論の登場は、単に戦時・戦後直後の経験が忘れ去られたということだけではなく、これまでの日銀引受国債発行に関する歴史的・理論的研究において未解明、不十分な点が残っていたからでもある。さしあたり、次のような視点の弱さが指摘できるだろう。

- (1) 戦時財政ファイナンスの問題に恐慌脱却の問題を位置づけ、より積極的に論じることに消極的であった。恐慌脱却だけから観るのと戦時財政だけから観るのでは、結局、永遠に相容れないという意味で同根の視点であろう。
- (2) 上記は、金融組織の高度化、とくに中央銀行機能の現代化が、日本の場合、戦時経済においてでしか進展しなかったことへの着目の弱さに帰着する。具体的には1942年日銀法の評価に集約される⁶。
- (3) 併せて欧米社会との遮断に傾斜しすぎて、国際金融市場からの考察が極度に弱くなっていた⁷。

日銀引受国債発行を肯定的に捉える議論の登場は、過度な自己規制を破るものであり、ひいては上記のような弱点を克服しようとする研究を促すことになるだろう。この限りでは歓迎したい。しかし同時にあくまでも歴史的事象に関することであり、事実認識に不備があれば、結論を危くしかねない。そのためこの共通論題では、これまで語られてきた事柄も含めて、改めて1932年日銀引受国債発行について幅広く議論し、学会として共有できる知見を深めたいと思う。

ただし限られた時間であることから、報告者が提示する大まかな論点を下記の3つに絞っておきたい。もっとも、ある意味当然であるが、各報告者は各々の結論を細部まで共有しているわけではない⁸。

⁵ 『昭和財政史』第6巻、東洋経済新報社、172頁。

⁶ 佐藤政則・山崎志郎・靄見誠良「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、所収、参照。

⁷ 富田俊基『国債の歴史』第13章、東洋経済新報社、2006年、参照。

⁸ さしあたり報告者の大まかな見解については、下記を参照願いたい。

佐藤政則・永廣顕『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

第1に、1932年においてどのようにして始まったのかを再検討する。

通説的には、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、ストレートな展開と見做すには違和感が多い。例えば、①当時、国内外共に緊迫した情勢にありながら、金輸出再禁止から日銀引受国債発行の実施まで、なんと1年近くも要している、②32年7月には国債引受シンジケート銀行団を拡大（信託会社の参加）しており、日銀引受ではなく公募方式が志向されていたようにも見える、③32年11月に引受発行が行われたが、その1ヵ月後には早くも売りオペが始まっており、あたかも売りオペ可能な市場環境となるまで引受を待っていたかのようにも見える、④金解禁・再禁止に関する沸騰した議論と異なり、日銀引受国債発行についてはほとんど議論がなく、極めて静寂な始まりであった、等々である。

したがって第1報告「静寂な始まりは何を意味したのか？—1932年における国債発行方式の転換プロセス—」（永廣顕）では、新規国債の日銀引受発行が実施されるに至るまでの政策形成過程を、国債価格や市場金利に留意しつつ詳細に検討する。そのさい、通説的理解がアприオリに結合している日銀引受と売りオペとをひとまず分離し、両者の結合プロセスという視点から検討する。焦点は、1932年度の予算編成の漸次的な推移に対応した大蔵省、日本銀行の国債発行方式に対する考え方の変化にある。

第2に、売りオペの好調さについて、その仕組みとともに、シンジケート銀行の側から検討する。

当時の超優良銀行の代名詞であり、最大の国債所有者でもあった、国債引受シンジケート銀行からの分析は、ながく等閑視されてきた。シ団銀行（当時「消化力」と呼ばれた市場らしきもの）からの分析を射程外に置いては、日銀引受国債発行という壮大な政治経済的施策を捉えることができない。この発行方式の特徴は日銀引受と売りオペとがセットになっているところにあり、売りオペで余剰資金を吸収しようとしても、買い手がつくかどうかは相手次第、わからないという難点があったからである。したがって実施にあたっては、「国債消化」の制度的・市場的条件を整備するだけでは不十分であり、とくにシ団銀行の協力が不可欠であった。つまり日銀引受国債発行は、発行主体（大蔵）、引受主体（日銀）、購入主体（主にシ団銀行）という三位一体の協働関係があって初めて稼働できたのである。

このため第2報告『『国債消化力』はどのように認識され拡充されたのか？—国債引受シ

銀行・シンジケート銀行からの考察—』麗澤大学経済社会総合研究センター、ワーキングペーパーNo.55、2013年3月。（<http://ripess.reitaku-u.ac.jp/report/2013041017034984.html>）

伊藤正直「戦後ハイパー・インフレと中央銀行」日本銀行『金融研究』第31巻第1号、2012年1月。（<http://www.imes.boj.or.jp/research/abstracts/japanese/kk31-1-7.html>）

「シゲキート銀行と売りオペー」（佐藤政則）では、1932年12月から37年にかけての日銀国債売却の好調さと困難化をシ団銀行に視点を置いて検討する。国債の優遇制度と市場環境、利鞘の確保とともに銀行行動の分析を得て、はじめて国債消化力の限界という問題も解けるだろう。同時にこれまでほとんど顧みられることがなかった、売りオペにおけるシ団銀行の役割も明らかとなる。

第3に、1932年日銀引受国債発行が、戦後の財政金融のあり方を長く拘束してきた直接の問題である戦時・敗戦直後のハイパーインフレを包括的に検討する。

日銀引受国債発行が拡大・継続されていたにも関わらず、ハイパーインフレは日本本国（内地）では顕在化しなかった。顕在化するのは敗戦直後からである。これが、同発行の肯定的評価を促しているようにもみえる。またこのハイパーインフレによって膨大な政府債務が事実上償却された。この事実も等閑視されているように思われる。日銀引受国債発行を禁じた財政法（1947年）第5条のバックグラウンドを改めて検討する必要がある。

このため第3報告「戦後財政金融のありかたをどのように規定したのか？—戦時国債と戦後ハイパー・インフレーション—」（伊藤正直）では、戦時における国債発行方式およびその方式のもとで発行され続けた臨時軍事公債と戦後インフレの関連を再検討し、戦後の財政金融政策をどの程度、どのように規定したのかを論じる。

（文責 佐藤政則）