

中央銀行パネル「金融政策と国債管理：近代日本の経験から」

鎮目 雅人（早稲田大学）

本報告では、国債管理が金融政策の主目的となる、あるいは国債管理が金融政策運営上の大きな制約となる状況を「金融政策の国債管理政策化」として捉え、近代以降の日本における金融政策と国債管理との関係を概観する。そして、日本において金融政策は国債管理政策と未分離の状態から出発し、国債が大量に発行された時期を中心に、国債管理は長期にわたり金融政策運営上の重要な課題として意識されてきたことを確認する。

日本における金融政策の起源については議論の余地があるが、一国の金融市場を操作対象として通貨および金融の調節を行うマクロ金融政策を念頭に置くとすれば、統一通貨単位「円」が導入され、円単位の政府紙幣の発行および国立銀行の設立が行われた明治初期（1870年代）を画期とみることができる。この時期の法定通貨の過半が政府紙幣であり、また、国立銀行紙幣の国債を引当てとする不換紙幣化の目的が、秩禄処分に伴う金禄公債の消化促進と国立銀行信用を活用した士族授産・経済振興の両面性を有していたことは、金融政策と国債管理政策の未分化を示す。

1882年の日本銀行条例は、金融政策主体としての中央銀行を財政当局から会計上独立させたが、1920年代まで、日本銀行による国債売買はその都度大蔵大臣の許可を要することとされ、大量の国債が発行された日清・日露戦時期に国債管理が中央銀行の重要な責務とされるなど、中央銀行は国債管理の重要な一翼を担っていた。この間、国債管理の金融政策への負荷に対する歯止めは、兌換制度へのコミットメントを通じた財政規律が果たしていた。

1930年代初頭の改革により、日本銀行は大蔵大臣の許可を得ることなく公開市場操作が実施可能となり、金融調節手段が拡張された。また、日本銀行による国債引受けが制度化される一方、金本位制に代わり、正貨準備を超える銀行券発行に法的な歯止めを設けることにより、国債管理の金融政策への負荷を回避することが企図された。しかしながら、日本銀行引受けによる戦時国債の大量発行は、金融政策の国債管理政策化を招いた。

戦後、財政法の下で均衡予算主義が維持されていた時期には、金融政策において国債管理が強く意識されることはなかった。1966年から新規財源債の発行が再開された後は、金融政策と国債管理との調整が必要となったが、国債発行が経済成長に伴う通貨需要拡大の枠内にとどまっている限り、国債管理が金融政策を大きく制約することはなかった。

1990年代以降、経済成長が下方に屈折する一方、国債残高が趨勢的に拡大する中で、金融政策の国債管理政策化が懸念されることとなった。さらに、新型コロナ対策で大量の国債発行が実施されている現状は、過去の戦時における国債管理の経験を彷彿とさせる。

日本における国債管理政策化した金融政策からの出口の経験としては、日露戦争後と第二次大戦後が挙げられる。報告では、その経緯も含め、現代への含意を考えてみたい。