

# 金融政策と国債管理

——近代日本の経験から\*——

鎮 目 雅 人

## 要旨

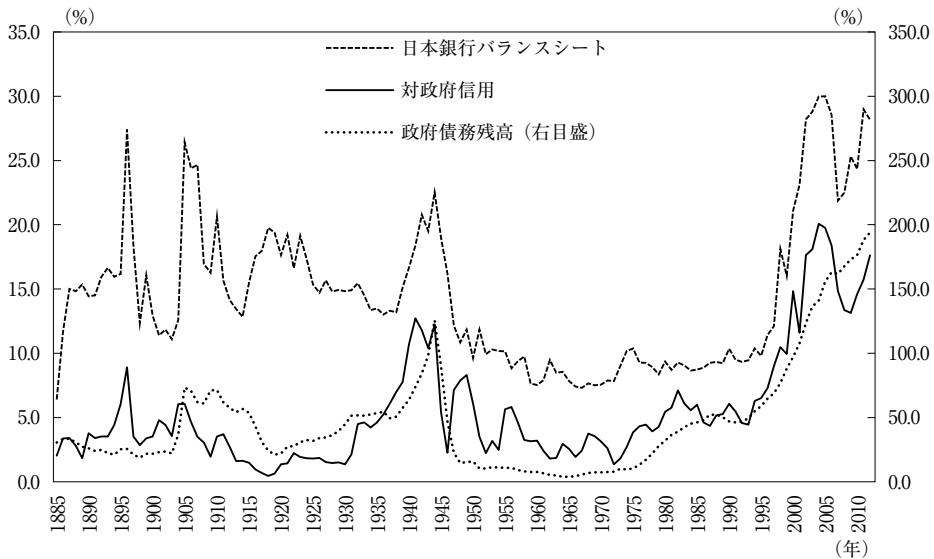
本稿では、国債管理が金融政策の主目的となる、あるいは国債管理が金融政策運営上の大きな制約となる状況を「金融政策の国債管理政策化」と定義し、近代以降の日本における金融政策と国債管理との関係を概観する。そして、日本において金融政策は国債管理政策と未分離の状態から出発し、国債が大量に発行された時期を中心に、国債管理は長期にわたり金融政策運営上の重要な課題として意識されてきたことを確認する。とくに、日露戦争期ならびに高橋財政期～第2次大戦期には「金融政策の国債管理政策化」が進んだ。そこからの出口は、日露戦争期については、兌換制度維持に向けた緊縮政策への転換と、第1次大戦による外需主導の高成長、高橋財政期～第2次大戦期については、戦後のインフレーションによる既往政府債務の実質価値減少と、軽武装への転換および補助金削減による財政構造の変革によってもたらされた。

## 1 はじめに：定義と歴史的概観

日本銀行法第2条では、金融政策運営の理念について、「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする」としている。一方、財務省によれば、国債管理政策とは、「できるかぎり財政負担の軽減を図りながら、国の公的債務（国債、政府短期証券、借入金、政府保証債務及び交付国債）が国民経済の各局面において無理なく受け入れられるよう、国債の発行、消化、流通及び償還等の各方面にわたり行われる種々の政策」と定義され、我が国においては、①国債の確実かつ円滑な発行、②中長期的な調達コストの抑制、を「国債管理政策の基本目標」としている（財務省理財局（2022: 3））。この点に鑑みれば、本来、国債管理と金融政策は異なる目的を有し、別個の政策として運営されるべき筋合いのもの、ということになる。しかしながら歴史上、両者は密接な関係を持ち、相互に強く関連付けられながら運営されてきた。

本稿では、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

\* 本稿は、日本金融学会2021年度秋季大会における中央銀行パネル「金融政策の国債管理政策化：超低金利環境からの出口はあるのか」における報告を改稿したものである。本稿の執筆にあたり有益なコメントを頂いたパネリストの河野龍太郎、齊藤誠、白塚重典の各氏ならびに匿名レフェリーに感謝申し上げます。なお、ありうべき誤りはすべて筆者の責に帰す。

図1 日本銀行のバランスシート（対 GDP 比, 1885~2012年）<sup>1)</sup>

(出所) Shizume (2018a: 4), 財務省（大蔵省）『国債統計年報』各年版。

約となる状況を「金融政策の国債管理政策化」と定義し、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。結論を先取りすれば、本稿の分析を通じて、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が確認される。

図1は、日本銀行のバランスシート全体（太破線）ならびに対政府信用（太実線）のGDP比である。合わせて、細点線（右目盛）で政府債務のGDPを示してある。右目盛は左目盛の10倍のスケールとなっている。また、対象期間は日本銀行券の発行が開始された1885年から、黒田東彦総裁の下で「異次元緩和」が開始される前年の2012年までである。日本銀行のバランスシート規模は、戦前については、平時はGDPの15%前後で推移し、日清（1894~1895年）・日露戦争（1904~1905年）時や第2次大戦期に上昇して20%を超える水準となっていた。また、戦後はGDPの10%前後で推移していたが、1990年代後半以降は継続的に拡大して戦前の戦時に相当する20%を超える水準となっている。この間、日本銀行の対政府信用は、政府債務全体の約1割の水準で推移しており、日露戦争時や第2次大戦時には政府債務全体よりも先行して増加している。

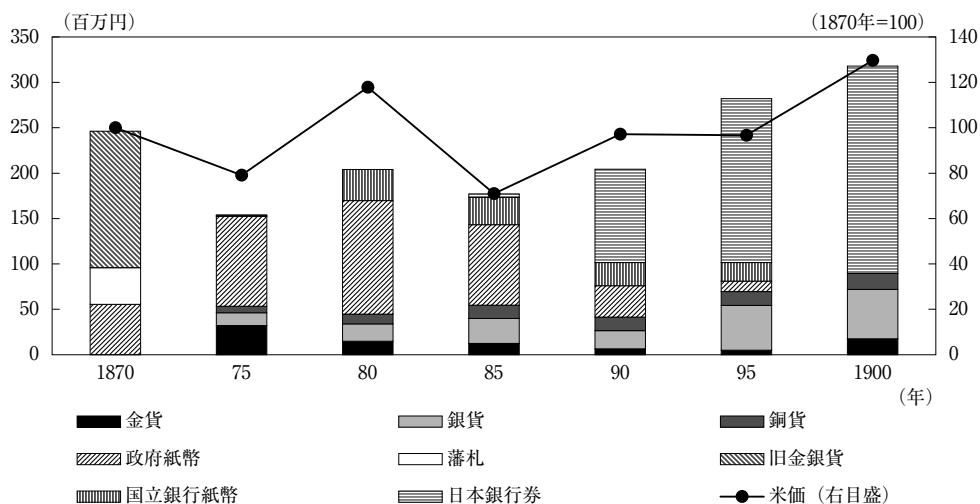
## 2 日本における金融政策の起源

本節以下では、明治初期から現代に至る近現代の日本における金融政策と国債管理の関係について、時期ごとにみていく。

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）をその画期と

1) 以下、本稿における対GDP比の算出においては、戦前期（1939年以前）についてはOhkawa and Shinohara (1979)のGNP、戦中および戦後復興期（1940~1955年）については溝口・野島（1993）のGDPを使用する。

図2 貨幣流通量と米価（1870～1900年）



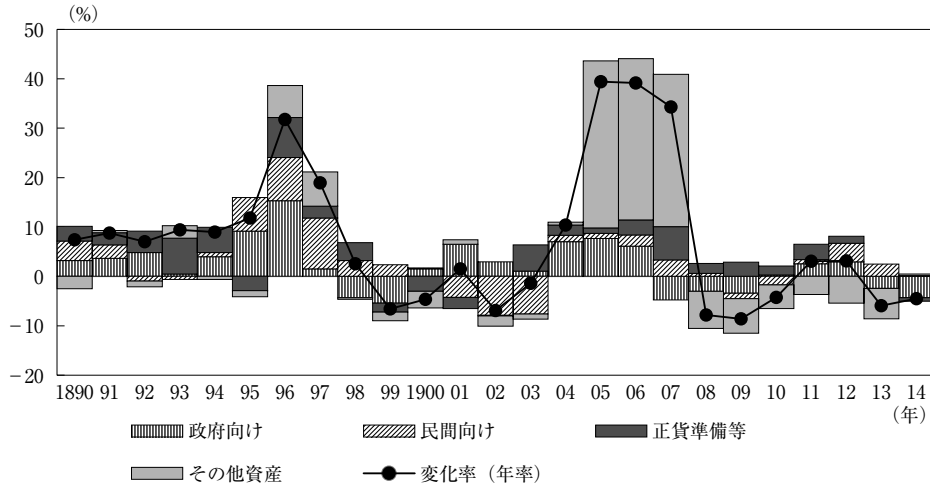
(出所) 日本銀行百年史編纂委員会(1986b: 414-415, 435).

みることができる。

図2は1870(明治3)～1900(明治33)年の貨幣流通量と米価を5年ごとに示したものである。貨幣流通量と米価が緩やかながら連動していることが見て取れる。流通貨幣を貨幣単位ならびに発行主体別にみると、1870年時点においては、幕府ならびに明治政府が発行する江戸時代以来の貨幣単位である両・匁建ての旧金銀貨や、各藩が発行した紙幣である藩札が流通貨幣の大部分を占めていた。1871年の新貨条例により全国一律の貨幣単位である円が導入され、旧金銀貨や藩札は円建ての政府紙幣や政府が発行する金銀銅貨に置き換えられた。1885(明治18)年に日本銀行券の発行が開始されるまで、流通貨幣の過半は政府紙幣であった。この間、民間銀行である国立銀行に紙幣の発行権限が与えられた。1872(明治5)年に制定された当初の国立銀行条例では、国立銀行紙幣は金貨との兌換を義務付けられていたが、1876(明治9)年の同条例改正により、国債を引当てとして政府紙幣と兌換されることとなり、金との兌換条項が削除された。国立銀行紙幣の不換紙幣化の目的が、秩禄処分に伴う金緑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、そもそも近代の金融政策が成立した時期においては、金融政策と国債管理政策は未分化であったことを示している。

1882(明治15)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。その後19世紀末にかけて、流通貨幣の大半は日本銀行券で統一された。しかしながら、同条例第13条は「政府の都合に依り日本銀行をして国庫金の取扱いに従事せしむへし」、第16条は「日本銀行は公債証書を買入又は之を売払ふことを得へし但此場合に於ては大蔵卿の許可を受くべきものとす」と規定していた。また、第11条では、日本銀行の本来業務として挙げられた項目のうち、政府発行手形の割引や買入は独自に実施することが可能であったが、「公債証書政府発行の手形其他政府の保証に係る各種の証券を抵当として当座勘定貸又は定期貸を為す」場合には、「其金額及利息の割合は総裁副総裁理事監事に於て時々決議し大蔵卿の許可を受くへし」とされた。中央銀行が国庫金を取り扱うことが「金融政策の国債管理政策化」を直ちに招来するものではないが、金融調節手段としての国債売買を行う場合に、当該行為自体についてその都度大蔵卿の許可が必要であったほか、国債担保貸出を実施する場合でも、その条件は大蔵卿の許可を受けることとされて

図3 日本銀行のバランスシート（資産）の増減  
（1890～1914年，3年前比年率換算）



（出所）日本銀行百年史編纂委員会（1986b: 272-283）。

いたことは、国債管理政策上の要請が強まる時期に、そこから独立した金融政策を行うことを法的に難しくしていた。

### 3 日露戦争時における「金融政策の国債管理政策化」とそこからの出口の経験

1882（明治15）年に制定された日本銀行条例の法的枠組みの下で、中央銀行は国債管理の重要な一翼を担っていた。とくに、大量の国債が発行された日清・日露戦争時には、国債管理が中央銀行の重要な責務とされ、「金融政策の国債管理政策化」が進行した。本節では、日露戦争時における「金融政策の国債管理政策化」とそこからの出口の経験について、みていきたい。

日露戦争開戦4か月前の1903（明治36）年10月に山本達雄の後任として日本銀行総裁に就任した松尾臣善に対して、大蔵大臣曾禰荒助は、「大蔵省証券其他国庫の需用に応じ資金を供給するは其行第一の本務なり」としたうえで、「国庫の需用は時と場合によりては市場金融の整理と相容れざることなきにあらず、如斯き非常に際しては其行の利益を犠牲にしても国庫と市場と双方の便宜を計るの方針を取らざるべからず」との内訓を行った（日本銀行百年史編纂委員会（1983a: 156））。ロシアとの戦争を想定して、戦時における中央銀行の役割が、金融市場の安定と政府の資金調達との両立を図ることにあることを宣言したともいえる。これに呼応するかたちで、松尾総裁は開戦（1904年2月10日）直前の2月1日に「元来日本銀行は兌換券発行の権、即国の主権に属する権力の一部を国家より托され、常に金融を調理する責に任ず、故に国家の存亡に等しき大事件の為に国家が資金を必要とするならば、之れに対し兌換券を発行して之れが使弁に充てざるべからず」として、戦時の政府資金の調達の必要があれば、銀行券の増発も辞さないとの決意を述べている（日本銀行百年史編纂委員会（1983a: 172））。<sup>2)</sup>

図3は、日本銀行バランスシートの3年前からの増減と、その資産側の内訳を示したものである。

2) 日本銀行出身の山本から大蔵省出身の松尾への総裁交替が、日露戦争開戦を睨んでの金融政策と財政政策の一体的運営を企図したものであったとの指摘もある（日本銀行百年史編纂委員会（1983a: 153-154））。

日清・日露戦争時に日本銀行のバランスシート規模が拡大していることが見て取れる。このうち日清戦争（1894～1895年）時には、増加分の多くを政府向け債権の増加が占めた一方、日露戦争時には、政府向け債権も増加したが、外債の発行代金が置かれた海外の代理店預け金を中心とするその他資産の増加が目立つ。

日露戦争中の日本銀行による主な施策としては、①対政府一時貸付、②内国債発行に関する事務ならびに内国債の円滑な発行を支援する金融政策上の措置、③外債発行に関する事務と政府による外債発行交渉の支援ならびに発行代金の管理、が挙げられる。このうち、対政府一時貸付については、開戦前の1903（明治36）年12月から休戦後の1906（明治39）年7月までの間に、全部で4億1百万円の貸し付けが実行され、四半期でみたピークの1904（明治37）年12月末の残高は、92百万円となった（日本銀行百年史編纂委員会（1983a: 172））。内国債の発行に関しては、5回にわたり合計4億73百万円の内国債が発行された（大蔵省（1936: 358））。この間、日本銀行は、単に発行に関する事務を取り扱うだけでなく、国債を担保または見返品とする貸出を急増させており、国債管理に配慮した金融政策運営を行っていたといえる。国債を担保または見返品とする日本銀行の貸出残高は1903年12月末には4百万円であったものが、1905（明治38）年6月末時点で27百万円に上った。こうした金融政策上の国債優遇措置は、国債の価格維持を通じて円滑な発行に寄与したと考えられる（日本銀行百年史編纂委員会（1983a: 163-166））。この間、日本銀行は、1904年7月から1905年6月にかけて、3度にわたり公定歩合の引上げを実施し、その水準は5.84%から8.03%となった。また、日本政府は1904年5月から1905年11月までに計5回にわたり欧米市場で1億7百万ポンド（邦貨換算額10億70百万円）の外債を発行したが、その対外交渉は日本銀行副総裁の高橋是清が現職のまま全権代表として取り仕切った（Metzler（2006: 73-74）、スメサースト（2010: 170-233））。国債の発行代金のかなりの部分は、ロンドンとニューヨークの横浜正金銀行支店内に置かれた日本銀行代理店で在外正貨として管理され、銀行券の発行準備の相当部分を構成した（Metzler（2006: 69-70））。

この間、金融政策の国債管理政策化に対する歯止めは、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。日本は、1885（明治18）年に日本銀行券が銀兌換券として発行されて以来、銀本位制を採用し、1897（明治30）年にロンドンでポンド預金のかたちで受け取った日清戦争の賠償金を準備資産として金本位制に移行した。日露戦争の戦費は、1904（明治37）年のGDPの約6割に相当する18億26百万円に上った（大蔵省昭和財政史編集室（1955: 9））が、政府は金本位制を維持しつつ、軍艦をはじめとする海外からの軍需物資の購入資金を外債の発行により調達した。休戦直後の1905（明治38）年9月6日、外債の発行交渉にあっていた高橋は、ロンドンから松尾日本銀行総裁に宛てて、日露戦争終結後の国家財政の運営について、国の経済力を超える軍備拡張を戒める趣旨の以下のような電信を送っている。

今後は一国の財力を中心の基礎として諸般の政策これより割出さるるように相成り、決して騎虎の勢に余儀なくされて国力以上に奔馳せざるようご用意周到ならざれば、不肖の言には候へども国家破産の悲境もまた想像し得られざるにあらずと及ばずながら杞憂罷りあり候（スメサースト（2010: 226））。

日露戦争後、政府はいったん「日露戦後経営」と呼ばれる拡張政策を採り、日本銀行も公定歩合を1906年3月と5月に引き下げて6.57%とした。しかしながら、1907年の世界的な恐慌を契機に国債価格が暴落すると、政府は「非募債主義」と呼ばれる緊縮財政・政府債務漸減方針へと転換した（神山（2000: 38-52）、Metzler（2006: 82））。このことは、金本位制の維持という誘因が金融財政政策の規律として働いていたことを含意する（鎮目（2009: 177-181））。この点に関連して深井英

五は、1928年に著した『通貨調節論』の中で、金本位制がもたらす金融財政政策上の規律について、以下のように述べている。

目前の便宜から云へば財政上にも、経済上にも、通貨の供給を寛大にするのが専一であるが、後に来る悪影響を顧念して之れを適度に抑止しなければならないのである。然るに通貨の理論や、調節の規準を説いて大衆の諒解を得ることは望み難い。通貨は一定量の金と交換しなければならぬ故に之れを濫発すべきではないと云ふならば、常識あるものは直に理解するであろう。金本位の束縛あるが故に、通貨の調節が比較的妥当に、比較的安全に行はれ得るのである（深井（1928: 302-303））。

もっとも、日露戦争時における「金融政策の国債管理政策化」からの出口をもたらしたのは、一義的には、兌換制度維持に向けた政策の規律付けというよりは、第1次大戦という外部要因であった。政府が「非募債主義」に転換してからも、日本銀行は対外的な通貨防衛と国内的な景気対策の両睨みの金融政策運営を続けていたが、不況が継続する中で日本政府は海外からの資金調達が次第に困難化し、対外債務の元利払いにも支障をきたしかねない「正貨危機」と呼ばれる状況に陥った（伊藤（1987: 395-403）、神山（2000: 47-61））。ところが、1914（大正3）年に第1次大戦が勃発すると、主要交戦国の植民地等に対する輸出の拡大により、経常収支の劇的な改善と国内景気の急回復が同時にもたらされ、「金融政策の国債管理政策化」からの出口を迎えた。第1次大戦中の工業化の進展は、輸入代替産業ならびに輸出産業の振興の両面で、日本の経済力を大きく引き上げた（中村（1971: 121-137）、中村（1989a: 279-289））。さらに、第1次大戦後の世界的な軍縮の流れも、財政に対する軍事費負担の軽減に寄与した（Shizume（2011: 1118-1119））。

#### 4 1920年代後半から1930年代初頭の「改革」の意図と内容

1920年代後半から1930年代初頭にかけて行われた「改革」に向けた検討とその実施により、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。本節では、1930年代における「改革」を主導した大蔵省および日本銀行の意図と「改革」の具体的内容について、やや詳しくみていきたい。

1930年代における「改革」の端緒は1926（大正15）年にまで遡る。同年、金融制度に関する事項を調査するため、大蔵省は金融制度調査会（以下、大蔵省調査会）を設け、大蔵大臣片岡直温が会長に就任した。大蔵省調査会の第1回総会において片岡会長は、「日本銀行は各種金融機関の枢軸として金融界を指導統制し、我国財界の健全なる発達を期するの任務を有する」が、「諸種の事情に依りまして従来充分に其の機能を發揮して居らぬやの批評」があるとした。そして、調査会において日本銀行制度の見直しを検討する意義について、「故に或は一般金融市場との連絡を取り、其の調節を図る点に関しまして、或は我国の産業を振興し、金融を円滑ならしむる点に関しまして、日本銀行が中央銀行としての機能を一層發揮せしむる方策如何を十分に調査研究するの必要があると信ずるのであります」（片岡（1955: 387-388））と述べた。<sup>3)</sup>

大蔵省調査会の事務局は、1927（昭和2）年6月に日本銀行条例の改正を含む「日本銀行に関する調査」の報告書草案をまとめた。この草案の取りまとめにあたっては、広く海外の中央銀行制度を参照したとされ、日本銀行のガバナンス体制、業務、銀行券発行方式等、広範な改革が盛り込まれていた。

本稿と関係の深い項目としては、日本銀行の本来業務に「国債及政府の保証に係る有価証券の売

買」を加えることとしており、従来は日本銀行による国債の売買には大蔵大臣の許可が必要であったものを、草案に沿って条例改正が実施されれば、日本銀行はその都度大蔵大臣の許可を受けることなく、公開市場操作を実施することが可能となるはずであった（大蔵省（1927: 64））。また、「日本銀行の国債保有額及国債を担保とする貸付額に付法定の制限を設けざること」（大蔵省（1927: 65））としていた。その理由について、草案では、国債保有額の制限は、「政府が財政政策公債政策の為日本銀行を濫用するの弊を防止するに効ある」としつつも、「日本銀行の業務に独立性を与ふるが為其の組織等に改善を加ふることとしたる」のみならず、「保証準備の内容にも適当の制限を加へたるを以て日本銀行は過多の国債を所有して兌換券を濫発するの危険は除去」されるはずであること等、を挙げる。その一方で、「日本銀行は一般金融市場統制の為時には国債の買入を行ひ以て市場金利の低下を促すことを必要とする場合あり其所有額に一定の制限を加へらるるときは此の所作に不便を来すこともあるべし」と述べ、公開市場操作を主要な金融調節手段として位置付けようとの明確な意図がうかがわれる。

ここで言及されている「日本銀行の業務に独立性を与える」ための措置とは、例えば、重役会の人数構成の変更である。具体的には、政府が任命する総裁、副総裁とともに重役会を構成する理事の人数を4名から6名に増やすとともに、従来は、株主総会において被選者の2倍の候補者を選挙し、大蔵大臣がこの中から任命することとされていたものを、理事のうち3名については、従来どおり株主総会で被選者の2倍の候補者を選挙し、大蔵大臣がこの中から任命するが、他の3名については株主総会において選挙すること（ただし諮問機関として新たに設ける評議員会の承認を受けること）、すなわち、大蔵大臣の任命を要しない理事が半数を占めることを指していた（大蔵省（1927: 61））。

また、銀行券の発行限度額について、従来は「政府発行の公債証券、大蔵省証券、その他確実な証券、または商業手形」を準備資産として発行する場合の限度額（保証発行限度額）を1億20百万円としていたものを、「商業手形以外」（主として政府債務が想定される）を準備資産として発行する場合の限度額を1億20百万円とすることを提唱していた（大蔵省（1927: 71））。その理由については「兌換券の濫発を抑制し且其の伸縮性を發揮せしむると共に将来優良なる商業手形の発生を促進せしむるため商業手形以外のものを準備とする兌換券の発行額を制限するを要す」としている。商業手形と政府債務の扱いを区別し、商業手形を準備資産とするものを保証発行限度額から除くことで事実上の限度額を引き上げて金融調節の機動性を高めるとともに、政府債務を引当てとする中央銀行信用の拡大に一定の歯止めをかけようとする意図が見て取れる。

このように、大蔵省調査会による改革案には、当時としては広範かつ大幅な制度変更が含まれていたが、同時期に発生した1927（昭和2）年金融恐慌のため、事務方の作成した報告書草案は調査会の場で正式に審議されることはなく、改革が実行に移されることもなかった（日本銀行百年史編纂委員会（1983b: 315）、井手（2006: 46）、Shizume（2021: 41-42））。

1930（昭和5）年2月、大蔵省と日本銀行は非公式の「日本銀行制度改善に関する大蔵省及日本銀行共同調査会」（以下、共同調査会）を設置した。双方から中堅の実務家クラスが参加して精力

3) 大蔵省調査会の事務局は大蔵省内に置かれたが、委員には、大蔵官僚のほか、日本銀行総裁市来乙彦、元日本銀行総裁井上準之助、日本銀行出身の結城豊太郎ほか、金融関係者も参加していた。このうち井上は、1924（大正13）年1月に大蔵大臣を退任した後、「財界世話人」を自任して積極的に財界活動を行う一方、金本位制の再建に向けて活動していたイングランド銀行総裁のモンタギュー・ノーマン、ニューヨーク連邦準備銀行総裁のベンジャミン・ストロング、モルガン商会のトーマス・ラモントとロンドンで会合を持つなど、中央銀行制度の改革に意欲を持っていた（Metzler（2006: 171-172））。

的に検討が進められ、1930年9月に「日本銀行ノ業務改善ニ関スル件」、同年12月に「日本銀行券発行制度改正ニ関スル件」という報告書がそれぞれ作成され、これに基づく法律改正案「日本銀行条例中改正法律案」がまとめられた。同調査会で審議され、合意された事項は、同年9月の満州事変の勃発に伴い立法化されることはなかったが、高橋財政期の金融政策運営の中で、事実上具体化された。その意味で、共同調査会における合意事項は、高橋財政期の制度改正へと直接連続する論点を含むものであった（井手（2006: 47））。なお、共同調査会が設置されていた時期の大蔵大臣は、大蔵省調査会にも委員として参加していた井上準之助であり、井上自身が調査会に出席していたことを示す記録が残っている（井手（2006: 57））。

共同調査会における合意事項では、公開市場操作に関する部分については、大蔵省調査会の検討結果を踏襲するかたちで、「国債の売買に付き大蔵大臣の許可を要する旨の現行規定を削除すること」とされた。公開市場操作が日本銀行の本来業務として改めて認知されたわけである。また、従来は規定がなかった国債等の応募、引受、売買について、日本銀行の業務として「法文上明記すること」とされた。日本銀行による国債の引受は後に問題となるが、共同調査会の報告書では、その理由について、「国債の売買については現行法の下に於ても認められ従来いわゆる公開市場取引の主要なる部分を占め」ていること、国債等の「応募又は引受は日本銀行自ら之に放資する場合若しくは引受売出の場合に実施」されているが、「現行法に格別の規定なきを以てこれを明記する」（大蔵省日本銀行共同調査会（1930a: 77））と記し、現状の取扱いを追認するものであるとの認識を示している。

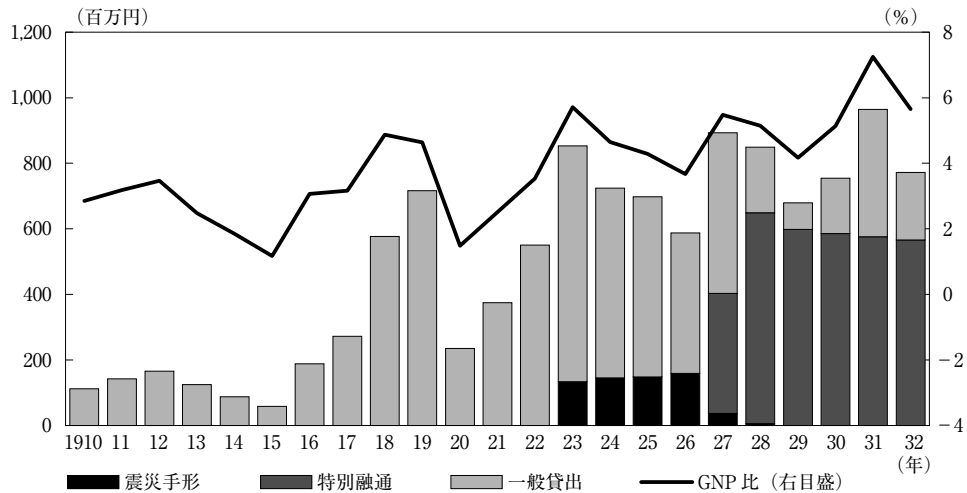
大蔵省調査会では、銀行券の発行保証として商業手形を主とし、国債を保証物件とする銀行券発行に歯止めをかけることが提唱されていたが、共同調査会の報告書では、保証発行限度額を1億200百万円から5億円に引き上げながら、保証物件に「国債、大蔵省証券及之に準ずべき政府証券、政府債務証券」を含めることとしている。その理由については「発行に充当し得べき物件の内容は銀行券の伸縮力に最も重大なる関係を有するものなると共に中央銀行の業務と不可分の関係にあるものなる」としつつ、「保証物件に関する現行法の規定は不備の点を存し運用によりて支障なからしむるを得たりと雖も、制度の改正に当りては右の趣旨に基き保証物件の範囲を一層明確なからしむるの要ありと認め」たとのみ記しており、国債を見合いとする銀行券発行への歯止めという観点からは大きく後退している（井手（2006: 51-55））。

一方、日本銀行の対政府信用供与の形態については、「今後政府に対する融通には可及的此の貸上の形式を避け、割引証券の形を以てすることを申し合わせたり」（大蔵省日本銀行共同調査会小幹事会（1931: 98））としている。その背景として、政府が貸上金の「権利を濫用したりとせば経済界は之に依りて甚だしき弊を蒙るべし」と述べたうえで、大蔵省証券の引受の形式を採用しているフランスの事例を採り入れ、対政府信用供与に一定の歯止めをかけるべきことを表明している（大蔵省日本銀行共同調査会小幹事会（1931: 99））。

井手（2006: 52）は、共同調査会における議論の中で注目すべき点として、「国債の日銀引受そのものに対する内在的批判を日銀がほとんど行っていない点」を挙げている。その理由として、①恐慌下における資金需要の停滞、救済融資の長期固定化と遊資の堆積を背景に日本銀行の金融調節力が弱体化する中で、市場介入手段の強化が日本銀行にとって焦眉の課題となっていた点、②引き受けた国債を金融機関に売却する売りオベの有効性に対して、日本銀行が強い自信を抱いていた点、を挙げている（井手（2006: 56-59））。このうち、①の金融調節力の低下については、1927（昭和2）年の金融恐慌を経て、日本銀行の民間向け貸出の過半が、短期間で回収される一般貸出から機動的な回収が望めない特別融通に振り替わってしまっていた（図4）。この点について深井（1928:



図4 日本銀行の民間向け貸出（1910～1932年）



(出所) 『金融事項参考書』各年版。

443-444)は「不良性の貸出が良性の貸出を駆逐」することが累積すると、「固定貸だけが残って通貨回収の途が絶たれ」「発券銀行が固定貸を続けて居れば金の流出を来すか、通貨の余剰を来たすか、二途の内に帰するは大勢に於て免れざる」として警笛を鳴らしていた。②の売りオペの有効性については、欧米の中央銀行において、公開市場操作が主要な金融調節手段として位置付けられていたことが指摘できる(井手(2006: 59注51))。

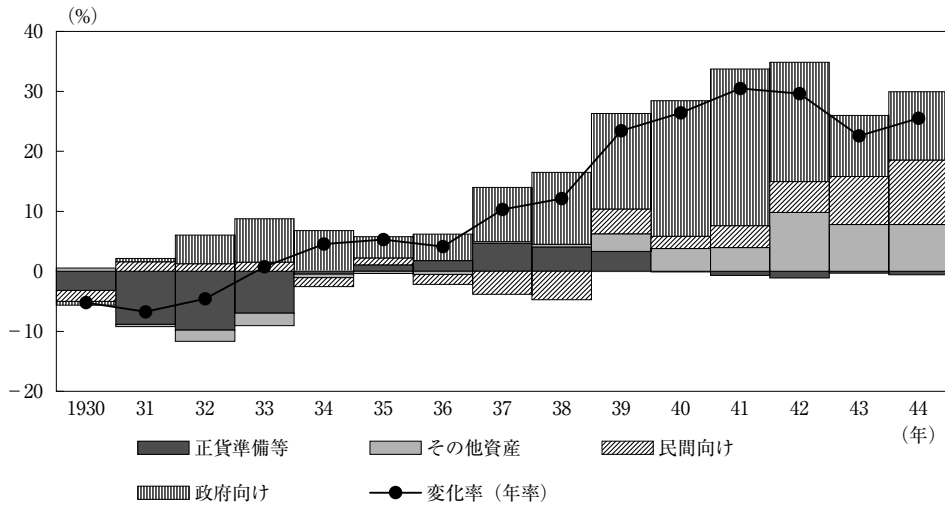
この時期の日本銀行の対応については、いくつか留意すべき点があり、日本銀行の対応を一概に責めるべきではない面があったと考えられる。第1に、従来行われていた日本銀行による国債引受は、専ら日本銀行がすでに保有していた国債の借換えであった(武田(2012: 59-60))。これに対して、高橋財政期以降に行われた国債引受は、新規財源債(新規債)を対象とするものであり、金融市場に与える影響は全く異なるものであった。第2に、共同調査会の議論が行われていたのは、金本位制の再建が世界的なコンセンサスとされる中で日本が金本位制に復帰していた時期であり、金本位制の下での兌換維持に向けた財政金融政策の規律付けが議論の前提となっていたと考えられる。しかしながら、新規国債の日本銀行引受が開始されたのは、1931(昭和6)年12月に日本が金本位制を離脱した後のことである。共同調査会における議論は、当時の状況を前提とすれば相応の合理性を有していたが、その制度が実際に運用された時期には、議論の前提自体が崩れていたのである(井手(2006: 79))。

## 5 1930～1940年代：「改革」後の展開

図5は、高橋財政から第2次大戦に至る時期の日本銀行のバランスシートを示している。この時期一貫して資産規模の拡大は国債を中心とする政府向け債権の増加によるものであった。後世の我々は、高橋財政時に開始された日本銀行引受による国債の大量発行が「金融政策の国債管理政策化」を招いたことを、後知恵として知っている。本節では、同時代の政策当事者の眼にできるだけ寄り添いながら、その実相をみていくこととしたい。

高橋財政は、①金本位制からの離脱による円安放任、②日本銀行による新規財源債の引受を伴う財政出動、③公定歩合引下げ、ならびに日本銀行による国債引受およびこれと時間差を伴って行わ

図5 日本銀行のバランスシート（資産）の増減  
（1930～1944年，3年前比年率換算）



（出所）日本銀行百年史編纂委員会（1986b: 288-293）。

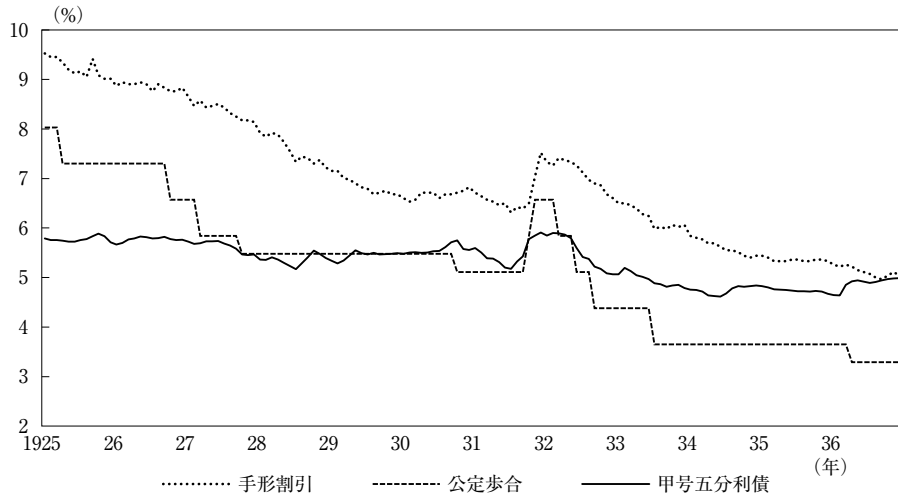
れる公開市場操作による金融緩和，というマクロ経済政策（為替・財政・金融政策）のパッケージであった（中村（1971: 202））。世界恐慌からの脱出という観点からみると，高橋財政初期においては，①の円安放任の効果が最も大きく，③の金融緩和は，高橋財政後期にかけて持続的な経済成長を維持する効果があったが，②の財政出動の効果は限定的であったとの実証結果が得られている（Shibamoto and Shizume（2014））。このうち②については，仮に経済回復という観点からみた効果が限定的であったとしても，満州事変後の軍事行動を支えた側面は確かにあった。高橋財政期には，前節でみた1930年代の「改革」を通じて形成された財政・金融当局間の合意に基づいて，金融市場の混乱を最小限に抑えながら大規模な財政拡大を可能とするような財政金融政策の運営が開始され，これが変遷を経つつ第2次大戦期，ひいては戦後改革期まで継続した。そのことは文字どおり「金融政策の国債管理政策化」を意味していた。

図6は1920年代後半から高橋財政期にかけての金利を示している。1920年代後半に金利は低下傾向にあり，1930（昭和5）年1月に日本が金本位制に復帰してからもしくはばらくは低位にあったが，1931（昭和6）年9月に英国が金本位制から離脱すると，日本も早晚離脱に追い込まれるとの観測が広がり円売りが加速，日本銀行が公定歩合を引き上げたことから金利が高騰した。国債価格は急落し，有価証券を保有していた金融機関は大きな損害を被った。1931年12月に高橋是清が大蔵大臣に就任して日本は金本位制を離脱し，以後，高橋財政期を通じて金利は低下傾向をたどる。

図7は日本銀行の負債の大きなウエイトを占める銀行券発行額の前年比変化率と，これに対する日本銀行保有資産の変動の寄与を示している。銀行券発行額は，1920年代後半から1930年代初頭まで増減を繰り返していたが，高橋財政期に入ると前年比1桁台後半で安定した伸びを示すようになる。これに対する資産の動きをみると，民間向け貸出が大きく減少した1932年には対政府信用を大きく拡大させることでバランスシートの縮小を防ぎ，その後1933年に民間向け貸出が回復すると対政府信用の増加は緩やかなものとなる。日本銀行が金融市場を安定させる方向で，国債の引受額と売却額を調整するかたちで公開市場操作を行っていた姿が見て取れる。

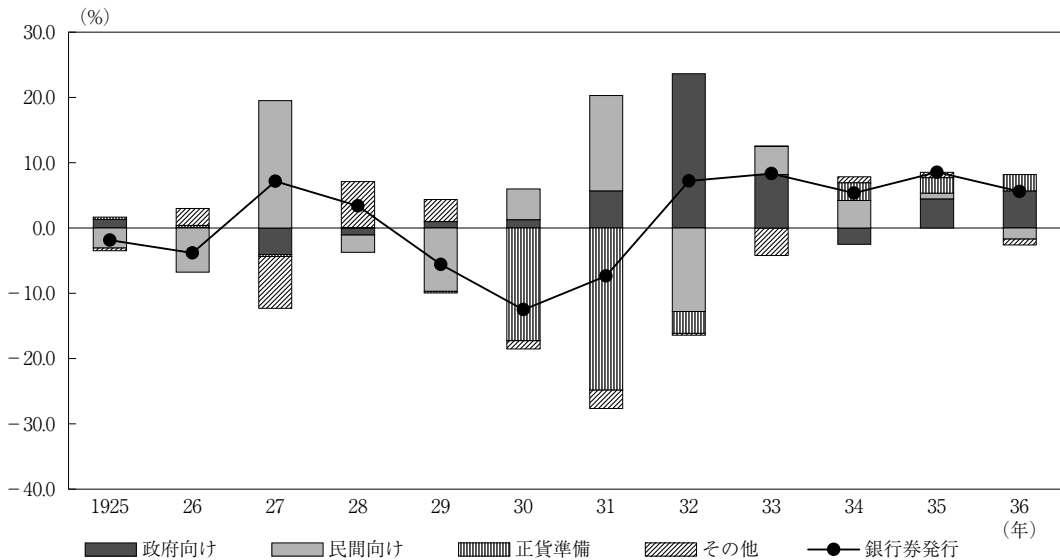
深井英五は，高橋財政期に日本銀行副総裁（1928（昭和3）年～1935（昭和10）年）および総裁

図6 金利 (1925~1936年)



(出所) 東京銀行集会所調べ、鎮目 (2009: 56).

図7 銀行券発行と日本銀行信用の寄与 (1925~1936年, 前年比および寄与度)



(出所) 日本銀行百年史編纂委員会 (1986: 286-291).

(1935 (昭和10)年~1937 (昭和12)年)を務め、高橋是清の有力な政策ブレーンであった。深井は、高橋財政期の金融政策運営について、後日以下のように述べている。前節でみた大蔵省調査会ならびに共同調査会における検討の上に乗って、財政金融政策の一体的な運営が行われていたことがうかがわれる。

高橋大蔵大臣の財政経済政策は、金解禁政策の結果たる方向を革めながら、急激なる変動を避けて徐々に進行した。産業振興の補助を主眼として、通貨の補充、金融の緩和、低金利の誘

導等に力を注ぎたるも、一部の要望に迎合し、通貨の発行を放漫にして目前の効果を急ぐと云ふ如きことはなかった。

兌換券保証発行の限度を拡張し、限外発行の税率を低下し、必要に応じて容易に通貨を増発し得る途を開いたけれども、其の運用は之を日本銀行の裁量に任せて慎重を期した。（中略）日本銀行の国債引受発行は昭和7年の下半季から実施されたが、年内既に金融緩和の効が現はれ、市場に余裕を生じたので、実際引受国債の売却が出来るやうになった。（中略）世上では、日本銀行引受国債の消化の順調なるを見て、其の影響の憂慮するに足らざるを説くものもあった。（中略）高橋氏は、日本銀行の国債引受を続行して止まる所がなければ、何時かは通貨の状態を悪化するであらうと主張して、財政計画の方針を革むることを肯んじなかった。是れは私の共鳴する所であった（深井（1941: 267-271））。

高橋財政後半の1934（昭和9）年以降、国内の民需が回復し日本銀行が引き受けた国債の市中売却による消化に支障をきたしつつある状況が生じていた一方、軍部は軍事費の増大を求めていた。ここで高橋は、無制限の国債発行は困難であることを説き、国債発行の削減に向けて緊縮政策への転換を図る（井手（2006: 171-222））。金本位制の下での兌換維持に向けた規律付けに代わり、予算編成過程を通じた裁量的な政策転換を模索したのである。しかしながら、その努力は周知の如く二・二六事件による高橋の暗殺という悲劇的な結末を招いた（スメサースト（2010: 369-373））。

財政の維持可能性を、当年度初（ないし前年度末）の政府債務残高と当年度の基礎的財政収支（プライマリー・バランス：政府の歳出のうち国債費（債務償還費＋利払い費）を除く部分と歳入のうち国債収入を除く部分（租税収入等）の差額）の関係から検証する Bohn 検定と呼ばれる手法がある（Bohn（1998））。具体的には、Bohn（1998）では、ベースライン・モデルにおいて以下の定式化を行っている。 $D_t$ を  $t$  期初における政府債務残高、 $S_t$ を  $t$  期の基礎的財政収支黒字、 $Y_t$ を  $t$  期の GDP、 $R_t$ を  $t$  期の金利とする。 $d_t = D_t / Y_t$ は  $t$  期初における政府債務残高の GDP 比、 $s_t = S_t / Y_t$ は  $t$  期における基礎的財政収支黒字の GDP 比とし、以下の推計式を計測する。

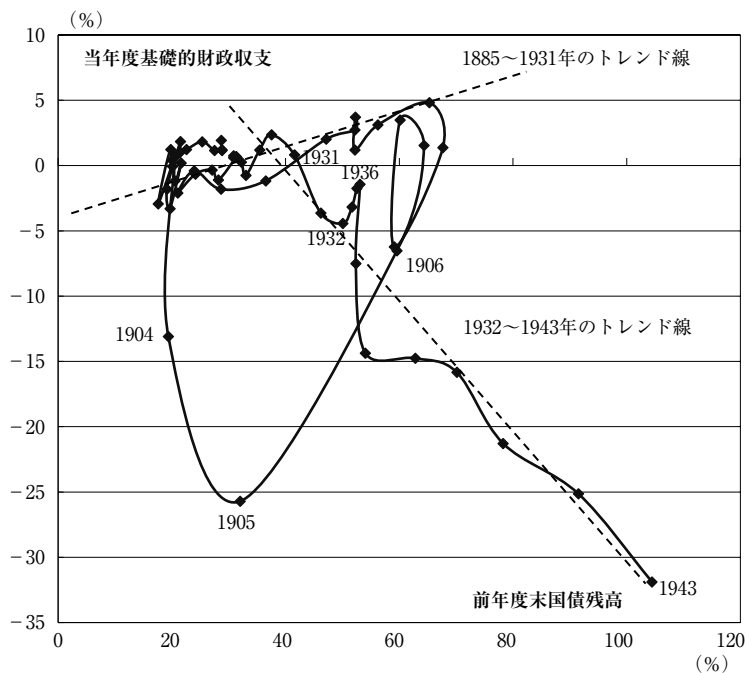
$$s_t = \rho \cdot d_t + \alpha \cdot Z_t + \epsilon_t \quad (1)$$

ここで、 $Z_t$ は基礎的財政収支に影響を与える他の変数（複数の可能性がある）、 $\epsilon_t$ は誤差項である。

$x_{t+1} = (1 + R_{t+1}) / (Y_{t+1} / Y_t)$ と置き、 $x$ の平均値を $\bar{x}$ とする。このとき、 $\bar{x} \cdot (1 - \rho) < 1$ であれば政府債務残高の GDP 比が定常となり（発散せず）、財政の維持可能性が保たれているとみなすことができる。 $\bar{x}$ は金利と成長率の関係を示しており、 $\rho$ は財政運営のスタンスを示している。 $\bar{x}$ が1近辺の値をとるとすれば、 $\rho$ の符号が財政の維持可能性のカギを握る。 $\rho$ の符号が正であるということは、当年度初（ないし前年度末）の政府債務残高が拡大（縮小）した場合に、当年度の基礎的財政収支を改善（悪化）させるような財政運営を行っているということを意味し、このような財政運営を行っていれば、財政の維持可能性は保たれていることになる。換言すれば、足元の財政状況が悪化しているときに緊縮的な財政政策への転換を図ることができれば、財政の維持可能性は保たれていることになる。

図8は、1885（明治18）年から1943（昭和18）年までの日本における、前年度末の国債残高と当年度の基礎的財政収支の関係を示している。これが右肩上がりの関係にあれば財政は維持可能な領域にあり、右肩下がり関係になると維持不可能な領域にあることになる。統計的には、1932（昭和7）年ごろを転換点として、日本の財政は維持可能な領域から維持不可能な領域に移行したことが確認される（Shizume（2011））。ただし子細にみると、高橋財政後期の1934（昭和9）年～1936（昭和11）年にかけて、一時的に右肩上がりの関係に復帰し、財政が維持可能な状況が出現してい

図8 前年度末国債残高と当年度基礎的財政収支（対 GNP 比）



(出所) Shizume (2011: 1126).

る。しかしながら、1936年の二・二六事件によって高橋が暗殺された後は、軍事費を主体とする財政支出拡大に歯止めがかからなくなったことが見て取れる。

財政の維持可能性が完全に失われた1937（昭和12）年以降、国債発行額が加速度的に増大する中において、高橋財政期に導入された日本銀行による国債引受と市中売却という金融政策の枠組みは戦時を通じて維持された。表1は、1932年から1944年までの日本銀行による国債引受額と市中売却額を示している。これをみると、高橋財政期（1932～1936年）の後、1937年に一時的に市中売却比率が低下するが、その後も引き受けた国債の大宗を日本銀行は市中に売却している。もっとも、その背後で金融統制が強化されている点には留保が必要である。この点について同時代の深井（1941: 272-273）は、以下のように述べている。言論統制下でもあり、奥歯に物の挟まったような言い振りではあるが、財政規律が失われた状況で国債発行が累増すれば、いずれ通貨の信認が失われ、国債の価値が暴落することを危惧しているようにも読める。

戦時財政上の非常手段として中央銀行の通貨発行権を使用するは避くべからざる所にして、其際政府貸上金又は公募国債背負込の形を以て之を負担する為め摩擦を起すのが最も多い例であるのに、日支事件の拡大により巨額の国債発行を必要とするに至るや、日本銀行国債引受発行の方法既に存したるが故に、其の利用を拡大するだけで摩擦なく戦時財政に移り得た。高橋大蔵大臣が一時の便法として条件付に創始した所の方法が、戦時財政の要目として、長きに互り効果を発揮するのも奇縁と云ふべきであらう。（中略）実際甚だしき悪影響なく数年を過ごしたのは幸とすべきであるが、それ故に当初の懸念が無用であったとは云へない。悪影響の顕著ならざるは、物価の公定及び其他の統制により自然の動向を牽制中和し得たからである。其処に大なる事情の変化のあることを認めなければならない。

表1 日本銀行の国債オペレーション（1932～1944年）

(百万円)				
年	日銀引受 (A)	売却 (B)	差額 (A - B)	売却比率(%) (B/A)
1932	200	16	184	8.2
1933	1,115	843	272	75.6
1934	701	928	-227	132.3
1935	751	702	49	93.5
1936	787	698	89	88.6
1937	1,135	529	606	46.6
1938	3,681	3,569	112	97.0
1939	3,902	3,329	572	85.3
1940	4,818	3,391	1,427	70.4
1941	7,092	5,676	1,416	80.0
1942	10,321	9,819	502	95.1
1943	15,247	13,851	1,396	90.8
1944	18,392	17,483	909	95.1

(注) 1 売却額は1937年までは片道ベース、1938年以降は買いオペを控除した純売却額。

2 四捨五入のため内訳が一致しない欄がある。

(出所) 鎮目（2001: 234）。原資料は日本銀行『金融資料要録』各年版。

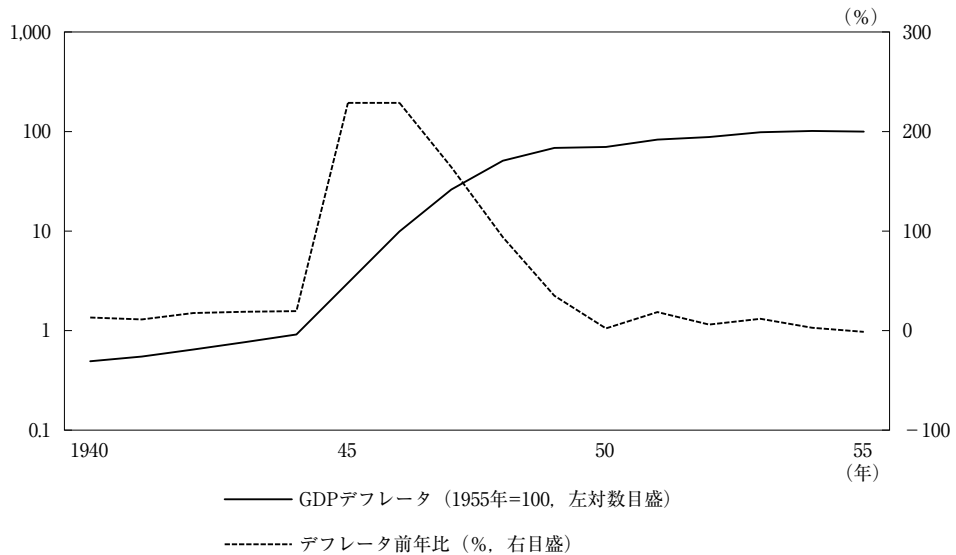
## 6 第2次大戦後における「金融政策の国債管理政策化」からの出口の経験

高橋財政期から第2次大戦期にかけて進んだ「金融政策の国債管理政策化」からの出口は、1940年代後半の戦後改革期に訪れた。戦時中からの財政支出のマネタイゼーションに起因する急激なインフレーションが戦後も継続する中で、ストックとしての既往政府債務の実質価値が劇的に減少した。また、フローの財政収支の面では、1947（昭和22）年の財政法により、均衡財政の原則（第4条）と、国債の日本銀行引受の原則禁止（第5条）が謳われた。もっとも、復興のための補助金等が財政赤字の原因となり、また、復興金融金庫債券（復金債）の日本銀行による引受が事実上の国債引受と同様の効果を持ったこともあり、1947（昭和22）年から1948（昭和23）年にかけて、インフレーションが再燃した。財政支出の恒久的な削減という意味では、いわゆる「吉田ドクトリン」の下での軽武装戦略の維持により、戦前において最大の財政圧力となっていた軍事費が激減する（中村（2012: 575））とともに、ドッジ・ラインにより戦後復興のために設けられていた補助金等が打ち切られ、均衡財政の原則が確立した（中村（1989b: 49-50））。

図9は溝口・野島（1993）による1940年から1955年のGDPデフレータの推計値である。1945年については名目GDPの推計値が存在しないため、2年間の変化率を一定と仮定して補完推計してある。1945年から1946年が物価上昇のピークであったことが見て取れる。デフレータは、1955年を100とした指数で1940年が0.492であり、物価水準は、この間に200倍以上になったことになる。なお、1950年の指数は70.05であるので、1940年から1950年までの10年間でみると、142.4倍となり、また、大川他（1974）によれば、1936年から1940年の間にGNEデフレータは1.84倍となっているので、1936年から1950年までの14年間で物価水準は262.0倍となった計算になる。物価上昇による既往政府債務の実質価値の減少の程度の大きさがうかがわれる。図10は、財政収支と政府債務残高の対GDP比を示したものである。1944年をピークとして両者ともに減少に転じている。

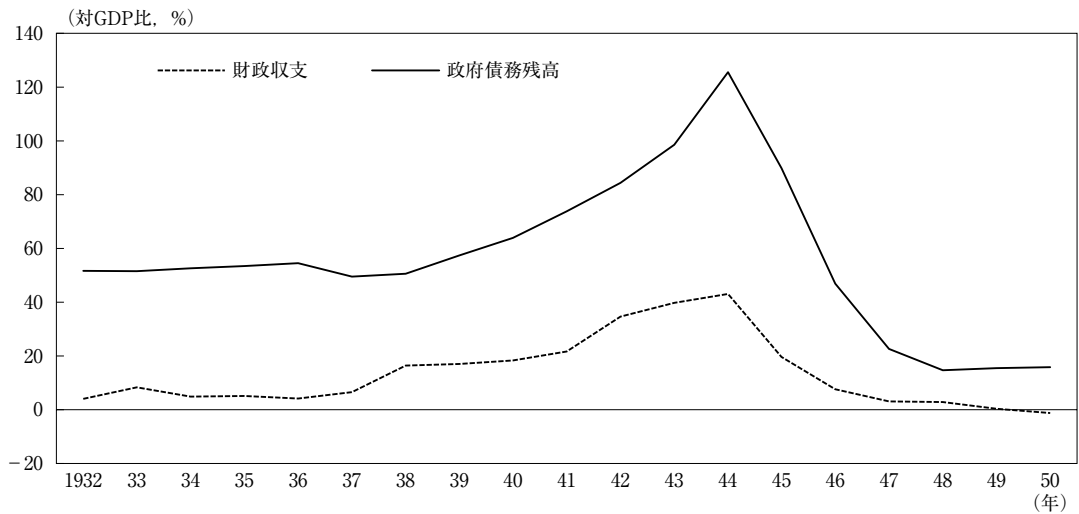
インフレーションによって既往政府債務の実質価値が目減りする一方で、フローの財政赤字の発生が抑制されることで、1950年ころまでに、日本銀行の対政府信用も抑制され、「金融政策の国債管理政策化」から脱却した（図11）。高橋財政期から第2次大戦期の「金融政策の国債管理政策化」からの出口は、インフレーションによる既往政府債務の実質価値の減少と、軽武装による軍事費の

図9 GDPデフレーター（1940～1955年）



(注) 1945年は名目GDPの推計値が存在しないため、1945年と1946年のインフレ率を同値として推計。  
 (出所) 溝口・野島 (1993: 106).

図10 財政収支と政府債務残高の対GDP比（1932～1950年）

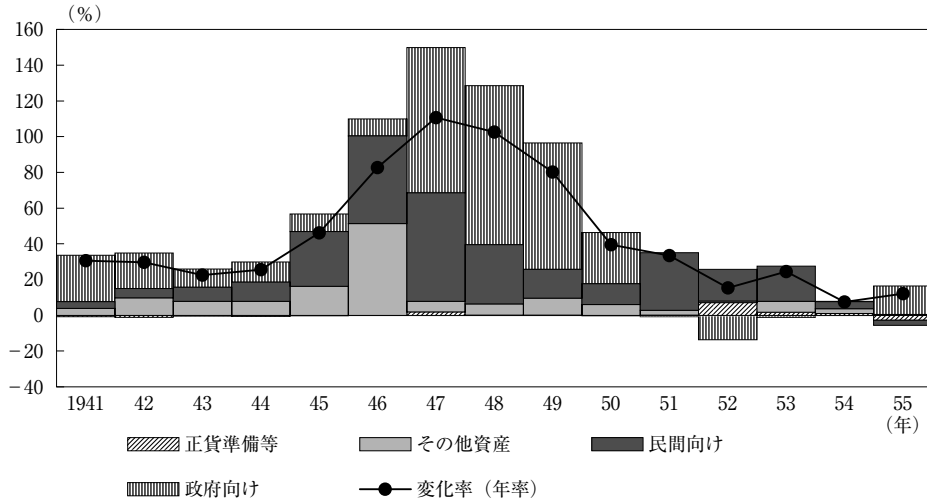


(出所) 大蔵省財政史室 (1978: 302).

削減および復興のための補助金等の廃止という歳出構造の変革によってもたらされたとみることができる。

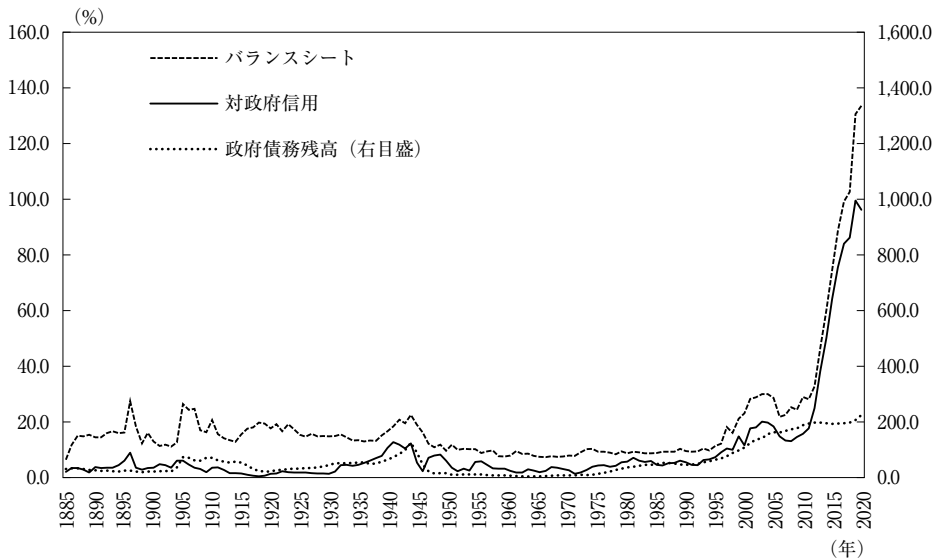
戦後、財政法の下で均衡予算主義が維持されていた時期には、金融政策において国債管理が強く意識されることはなかった（香西（1989: 220-222, 226-227））。1965（昭和40）年度から新規財源債の発行が再開された後は、金融政策と国債管理との調整が必要となった（井手（2017））が、国債発行が経済成長に伴う通貨需要拡大の枠内にとどまっているかぎり、国債管理が金融政策を大き

図11 日本銀行のバランスシート（資産）の増減  
（1941～1955年，3年前比年率換算）



（出所）日本銀行百年史編集委員会（1986b: 290-295）.

図12 日本銀行のバランスシート（対GDP比，1885～2021年）



（出所）Shizume (2018a: 4), 財務省（大蔵省）『国債統計年報』各年版, 日本銀行HP.

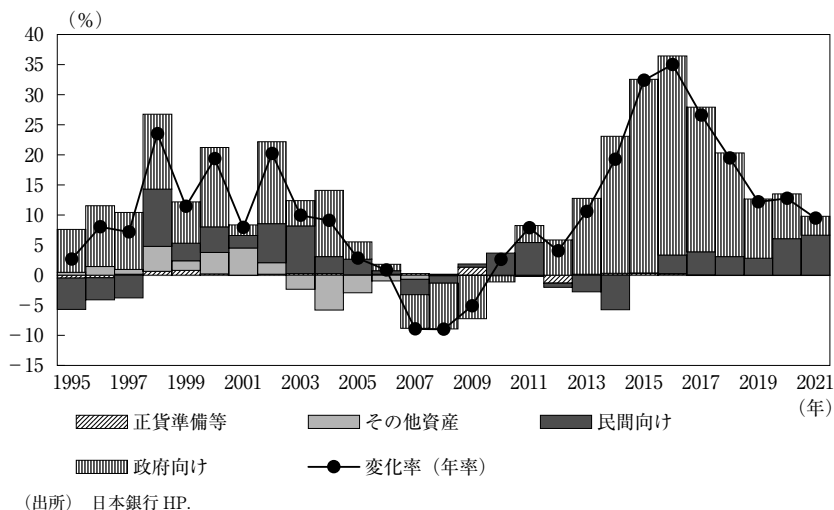
く制約することはなかった.

### 7 おわりに：今をどう位置付けるか

以上みてきたように、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。とくに、戦時においては国家政策上の要請から、「金融政策の国債管理政策化」が進展した。「金融政策の国債管理政策化」からの出口は、日露戦争期については、兌換制度維持に向



図13 日本銀行のバランスシート（資産）の増減  
（1995～2021年、3年前比年率換算）



けた緊縮政策への転換と第1次大戦による外需主導の高成長、高橋財政期～第2次大戦期については、戦後のインフレーションによる既往政府債務の実質価値減少と軽武装による軍事費の削減および復興のための補助金支給の廃止という歳出構造の変革によってもたらされた。

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。とくに、2013（平成25）年から開始された「異次元緩和」は、歴史的にみても未曾有の規模の日本銀行による国債購入を伴うものであり、過去における「金融政策の国債管理政策化」が進んだ時期との共通性を有している。図12は、図1で示した日本銀行のバランスシートを2021年まで引き伸ばしたものである。これをみると、2013年以降のバランスシート規模の拡大は過去に例をみないものであることが分かる。また、図13は、事実上ゼロ金利に移行した1995年以降のバランスシートの増減を資産サイドからみたものである。2013年以降の対政府信用の拡大が突出していることが見て取れる。さらに、新型コロナ対策やロシアによるウクライナ侵攻への対応等のためにさらなる国債発行が実施されている現状は、過去の戦時において「金融政策の国債管理政策化」が進んだ時期の経験を彷彿とさせる。

（早稲田大学）

投稿受付2022年4月17日、最終稿受理2022年11月19日

#### 【参考文献】

- 井手英策(2006)『高橋財政の研究：昭和恐慌からの脱出と財政再建への苦闘』有斐閣。  
井手英策(2017)「福田財政の研究：財政赤字累増メカニズムの形成と大蔵省・日本銀行の政策判断」『金融研究』第36巻第3号、1-37頁。  
伊藤正直(1987)「日露戦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、377-419頁。  
大川一司・高松信清・山本有造(1974)『長期経済統計1 国民所得』東洋経済新報社。  
大蔵省(1927)「日本銀行ニ関スル調査（昭和2年6月13日）」『日本金融史資料』昭和編、第34巻(1973)、52-76頁。

- 大蔵省(1936)『明治大正財政史』第11巻(国債・上), 財政経済学会.
- 大蔵省財政史室(1978)『昭和財政史 終戦から講和まで』第19巻(統計), 東洋経済新報社.
- 大蔵省昭和財政史編集室(1955)『昭和財政史』第4巻(臨時軍事費), 東洋経済新報社.
- 大蔵省日本銀行共同調査会(1930a)「日本銀行ノ業務改善ニ関スル件(昭和5年9月)」『日本金融史資料』昭和編, 第34巻(1973), 76-78頁.
- 大蔵省日本銀行共同調査会(1930b)「日本銀行券発行制度改正ニ関スル件(昭和5年12月)」『日本金融史資料』昭和編, 第34巻(1973), 80-83頁.
- 大蔵省日本銀行共同調査会小幹事会(1931)「日本銀行条例中改正法律案・説明(昭和6年4月)」『日本金融史資料』昭和編, 第34巻(1973), 85-104頁.
- 片岡直温(1955)「金融制度調査会設置の趣旨: 第1回総会に於ける片岡蔵相の挨拶」大蔵省昭和財政史編集室『昭和財政史』第10巻(金融(上)), 東洋経済新報社, 387-388頁.
- 神山恒雄(2000)「日露戦後恐慌と公債政策」伊藤正直・霧見誠良・浅井良夫編『金融危機と革新: 歴史から現代へ』日本経済評論社, 37-66頁.
- 香西泰(1989)「高度成長期の経済政策」安場安吉・猪木武徳編『日本経済史 8 高度成長』岩波書店, 209-272頁.
- 財務省理財局(2022)『債務管理レポート: 国の債務管理と公的債務の現状』2022年度版, 財務省 HP: [https://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt\\_management\\_report/2022/saimu2022.pdf](https://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2022/saimu2022.pdf) (2022年10月31日アクセス).
- 鎮目雅人(2001)「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」『金融研究』第20巻第3号, 213-257頁.
- 鎮目雅人(2009)『世界恐慌と経済政策: 「開放小国」日本の経験と現代』日本経済新聞出版社.
- スメサースト, リチャード・J. (2010)『高橋是清: 日本のケインズ その生涯と思想』東洋経済新報社.
- 武田勝(2012)「1920年代における減債基金と国債価格」RIPESS ワーキング・ペーパー No.43, 56-76頁.
- 中村隆英(1971)『戦前期日本経済成長の分析』岩波書店.
- 中村隆英(1989a)「景気変動と経済政策」中村隆英・尾高煌之助編『日本経済史 6 二重構造』岩波書店, 275-322頁.
- 中村隆英(1989b)「概説 1937-54年」中村隆英編『日本経済史 7 「計画化」と「民主化」』岩波書店, 1-68頁.
- 中村隆英(2012)『昭和史(下)』東洋経済新報社.
- 日本銀行「営業毎旬報告」, 日本銀行 HP: <https://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/acmai/index.htm/> (2022年3月31日アクセス).
- 日本銀行調査局(1973)『日本金融史資料』昭和編, 第34巻.
- 日本銀行百年史編纂委員会(1982)『日本銀行百年史』第1巻.
- 日本銀行百年史編纂委員会(1983a)『日本銀行百年史』第2巻.
- 日本銀行百年史編纂委員会(1983b)『日本銀行百年史』第3巻.
- 日本銀行百年史編纂委員会(1984)『日本銀行百年史』第4巻.
- 日本銀行百年史編纂委員会(1985)『日本銀行百年史』第5巻.
- 日本銀行百年史編纂委員会(1986a)『日本銀行百年史』第6巻.
- 日本銀行百年史編纂委員会(1986b)『日本銀行百年史』資料編.
- 平山賢一(2019)『戦前・戦時期の金融市場: 1940年代化する国債・株式マーケット』日本経済新聞出版社.
- 深井英五(1928)『通貨調節論』日本評論社.
- 深井英五(1941)『回顧七十年』岩波書店.
- 溝口敏行・野島教之(1993)「1940-1955年における国民経済計算の吟味」『日本統計学雑誌』第23巻第1号, 91-107頁.
- Bohn, H. (1998) "The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits," *Quarterly Journal of Economics* 113 (3): 949-963.
- Metzler, M. (2006) *Lever of Empire: The International Gold Standard and the Crisis of Liberalism in Pre-war Japan*, University of California Press.
- Ohkawa, K. and M. Shinohawa (1979) *Patterns of Japanese Economic Development: A Quantitative Appraisal*, Yale University Press.

- Shibamoto, M. and M. Shizume (2014) "Exchange Rate Adjustment, Monetary Policy and Fiscal Stimulus in Japan's Escape from the Great Depression," *Explorations in Economic History* 53: 1-18.
- Shizume, M. (2011) "Sustainability of Public Debt: Evidence from Japan before the Second World War," *Economic History Review* 64(4): 1113-1143.
- Shizume, M. (2018a) "Historical Evolution of Monetary Policy (Goals and Instrument) in Japan: From the Central Bank of an Emerging Economy to the Central Bank of a Mature Economy," Battilossi, S., Y. Cassis and K. Yago eds., *Handbook of the History of Money and Currency*, Springer e-book.
- Shizume, M. (2018b) "Financial Crises and the Central Bank: Lessons from Japan During the 1920s," Rockoff, H. and I. Suto eds., *Coping with Financial Crises: Some Lessons from Financial History*, Springer Nature: 131-148.
- Shizume, M. (2021) *The Japanese Economy During the Great Depression: The Emergence of Macroeconomic Policy in a Small and Open economy, 1931-1936*, Springer Nature.