

# 世界恐慌と経済政策

## - 『開放小国』日本の経験と現代 -

鎮目雅人<sup>1)</sup>

### 1. はじめに

本報告では、『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，2009年）の内容を紹介する<sup>2)</sup>。

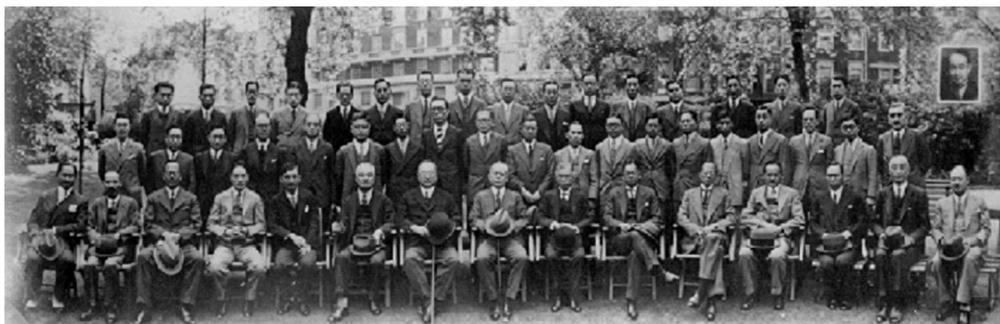
私は、2000年5月に日本銀行金融研究所に着任して以来、10年ほどの間、両大戦間期とりわけ「高橋財政」期前後の日本の経済政策に関する研究に携わってきた。この研究を始めたきっかけは、1990年代以降の日本経済の停滞を受けて、歴史から政策当局にとっての教訓が得られるのではないかという問題意識に根ざしたものであった。研究を進めれば進めるほどに、研究課題の奥深さを身にしみて感じている。この間、2006年4月から2年半にわたり、神戸大学経済経営研究所で研究する機会を与えられ、自分なりに調査を深め、それを今回まとめることにした。至らない点は多々あると思うが、本日はその内容をご紹介します、ご批判を賜れば幸甚である。

この写真は1933年6月にロンドンで開催された国際経済会議における日本代表団と報道関係者の記念写真である。この会議は、大恐慌の最中に世界各国の政策担当者が一堂に会して、大恐慌への対応について話し合うためのものであった。日本からも、当時日本銀行の副総裁であった深井英五（前列右から7

---

1) 本稿は、2009年12月5日に行われた成城大学経済研究所第68回講演会での講演の内容を書き起こしたものである。ここに示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではない。

2) 上記の拙著（以下、鎮目 [2009a]）のほか、鎮目雅人 [2009b] 「両大戦間期の日本における恐慌と政策対応：金融システム問題と世界恐慌への対応を中心に」『日銀レビュー』2009-J-1を参照。



(写真提供) 日本銀行金融研究所アーカイブ

番目、黒帽子を膝に乗せている人物)など、大人数の代表団が出席していた。しかしながら、世界各国の代表が集まったにもかかわらず、有効な対応策は打ち出されず、世界はその後ブロック経済化の途を辿り、第2次世界大戦へと突入していった<sup>3)</sup>。

続いて、当時の日本を取り巻く環境を振り返ってみたい。

近代日本にとって1つの大きな契機は幕末の開港であった。江戸時代の鎖国体制下の日本は、長崎や琉球、対馬などいくつかの貿易の窓口は存在したにしても基本的に閉鎖経済であったが、1859年の開港を契機に開放経済に移行した。

当時の世界秩序は英国を中心とする Pax Britannica と呼ばれるものであり、現代に匹敵するようなグローバリゼーションの時代であったとされる。そうした時代背景の中で、日本はペリー来航を契機として世界秩序に強制的に参入させられたといえることができる。

日本は、貿易面では1911年まで関税自主権がなく、自由貿易の状況に置かれ、19世紀後半のグローバル化の中で国際競争にさらされていた。また、1897年に金本位制を導入し、それ以降、金融面でも本格的に開放された状態となり、海外の金融市場への依存を高めた。例えば日露戦争期には、高橋是清が中心となって海外市場で大量の外債を発行した。こうして日本は、貿易面でも金融面でも対外的に開放された経済となった。

第1次大戦期から両大戦間期には、英国中心の世界秩序が動揺を来とし、金融および産業の中心がイギリスからアメリカに移っていく中で、各国は世界秩

3) 2009年4月に、同じロンドンでG20の会合が開催された。G20会合の前後の報道をみると、76年前の失敗を繰り返さないためにどうしたらよいかという議論がなされていた。

表 1 経済成長率とインフレ率（年率％）

	実質 GNP	GNP デフレーター
1914 - 19年 「第 1 次大戦ブーム」	6.2	13.6
1920 - 29年 「慢性不況」	1.8	-1.3
1930 - 31年 「昭和恐慌」	0.7	-10.3
1932 - 36年 「高橋財政」	6.1	1.5
1937 - 40年 戦時統制経済	5.0	11.9

（資料）大川一司・高松信清・山本有造『長期経済統計 国民所得』

序の動揺への対応を迫られた。日本の場合には、第 1 次大戦により欧米列強が戦争状態に入る中で、欧米向けや欧米各国の植民地向けの輸出を伸ばし、急成長を遂げた後、その反動ともいべき調整が 1920 年代に起きた。1920 年代は日本にとってデフレ（物価下落）の時代であり、さらに 1929 年のニューヨーク株式市場の暴落（いわゆる「暗黒の木曜日」）を経て、続く 1930 年代には世界恐慌への対応を迫られた。

第 1 次大戦中から両大戦間期の日本の経済成長率と物価変動率をみると（表 1）、第 1 次大戦 1914～1918 年）中から 19 年までの実質 GNP 成長率は 6%、GNP デフレーターで見たインフレ率は 14% となり、高成長・高インフレの時代（「第 1 次大戦ブーム」）であった。

1920 年代の実質 GNP 成長率は 2%、GNP デフレーターでみた物価変動率はマイナスとなり、低成長・デフレの時代（「慢性不況」）であった。この時期には金融システムが動揺し、1920 年の「戦後反動恐慌」、1922 年恐慌、1923 年の関東大震災をはさんで、1927 年の「昭和金融恐慌」が発生した。

1930 年から 31 年にかけて、日本は金本位制に復帰した。復帰時の首相は浜口雄幸、大蔵大臣は井上準之助（元日本銀行総裁）であり、折からの世界恐慌と重なり、実質 GNP はゼロ成長、GNP デフレーターでみた物価変動率は 2 年連続で 2 ケタのマイナスとなった（「昭和恐慌」）。

1931 年 12 月、高橋是清は 5 度目の大蔵大臣に就任し、1936 年 2 月に二・二六事件で暗殺されるまでの 4 年強にわたり、大胆な経済政策を採用したとされる。1932～36 年にかけての日本は、実質 GNP 成長率 6%、GNP デフレーターでみたインフレ率 1.5% と、高成長・低インフレの良好な経済パフォーマンスを示した（「高橋財政」）。

高橋暗殺後の日本は戦時統制経済の時代に入り、高成長・高インフレとなり、第2次大戦後も激しいインフレの時代が続いた。

次節以下では、両大戦間期の日本の政策対応について述べる。このうち、2節では1920年代の恐慌への対応について述べる。2節の結論を先取りすれば、この時期の政策課題は、国内の金融システム問題への対応であったとすることができる(鎮目[2009a]第5章)。3節では、1930年代の恐慌への対応について述べる(同第2章から第4章)。3節のポイントは、第1に、日本が「開放小国」であり、自国の政策運営が海外の動向に影響を受けやすい経済であったということである。第2に、「昭和恐慌」と「高橋財政」の関係である。「昭和恐慌」期には、旧平価(第1次大戦前の為替レート)で金本位制に復帰したことに伴う円高の影響と、世界恐慌の波及というふたつの要因が重なり、日本経済に強いデフレ・インパクトを与えた。これに対し、大蔵大臣復帰後の高橋是清は、まず金本位制から離脱し、そして、為替レート政策、財政政策、金融政策を含む総合的なマクロ経済政策を立案し、実行していった。第3に、「高橋財政」期のインフレ予想の変化の要因である。第4に、財政規律と「高橋財政」の関係である。4節は、まとめである。

## 2. 1920年代の恐慌とその対応<sup>4)</sup>

1920年代の日本では、銀行取り付けを伴う金融恐慌が何回か発生していたが、1927年の「昭和金融恐慌」を契機に不良債権処理と銀行再編が進展し、金融システム問題は収束に向かった(表2)。

1920年の「戦後反動恐慌」の契機は、増田ビルブローカー銀行の破綻であった。これに対して、日本銀行が特別融通を実施し、金融市場に流動性を供給して対応した。

その後、1923年の関東大震災に際して日本銀行は、関東大震災で被害を被った企業の手形(震災手形)の決済を特別に猶予する措置を採った。1927年に震災手形の決済猶予措置を終了させるための法案が議会上程されたが、審議が紛糾し、その過程で大蔵大臣の片岡直温が「東京渡辺銀行が破綻した」と発言した。実際にはその時点で同行は破綻していなかったが、片岡蔵相の発言に

4) 本節の記述については、鎮目[2009a]第5章のほか、鎮目[2009b] pp. 2-3を参照。

表 2 1920 年代の金融恐慌関連年表

1920 (大正 9) 年	4月 7日	増田ビルブローカー銀行, 破綻
1922 (大正11) 年	2月28日	石井定七商店, 破綻
	10月19日	日本商工銀行 (京都) 休業
	11月29日	日本積善銀行 (京都) の休業発表により京都・奈良地方に銀行動揺発生
	11月30日	九州銀行 (熊本) 休業発表
1923 (大正12) 年	9月 1日	関東大震災
	9月27日	震災手形割引損失補償令, 公布
1927 (昭和 2) 年	1月26日	震災手形 2 法案, 帝国議会上に提出
	3月14日	片岡蔵相, 衆議院予算委員会で東京渡辺銀行が破綻したと発言
	3月23日	震災手形 2 法, 成立
	3月30日	銀行法, 公布 (1928 <昭和 3> 年 1月 1日, 施行)
	4月17日	枢密院本会議, 台湾銀行関係の緊急勅令案を否決
	4月18日	台湾銀行, 台湾島内の本支店・出張所を除き休業
	4月21日	十五銀行休業, 各地の銀行取付けピーク
	4月22日	支払延期令 (モラトリアム) 公布
	5月 8日	日本銀行特別融通及損失補償法, 台湾ノ金融機関ニ対スル資金融通ニ関スル法律, 成立

(資料) 日本銀行金融研究所『日本金融年表』, 『日本銀行百年史』第3巻

よって破綻に追い込まれ, 第 1 次の金融パニックが起きた。これを收拾するため, 政府は当時大きな不良債権を抱えていた台湾銀行に政府補償付きで日本銀行の特別融通を実施する勅令案を枢密院に提出した (議会閉会中のため)。ところが枢密院の審議が紛糾し, この勅令案が否決されたことにより, 取り付けが全国に波及した。

この間の経緯について, 当時から民間エコノミストとして活躍していた高橋亀吉は, 1920 年代の恐慌の根本的な原因は不良債権と不採算企業の整理が不徹底であったためであり, 「大正 9 年反動恐慌以降における過去の創痕に対する糊塗彌縫<sup>ことびほう</sup>が, たまたま, 議会における震手問題の紛糾によって暴露せられ, それが発火点となって, ここに大恐慌の爆発となるに至った」と述べている<sup>5)</sup>。

ここで高橋是清が一時的に大蔵大臣に復帰し, モラトリアム (銀行休業措置)

5) 高橋亀吉 [1955a] 『大正昭和財界変動史』中巻 p. 739。

を発動し、さらに、日本銀行特別融通及損失補償法ならびに台湾ノ金融機関ニ対スル資金融通ニ関スル法律により、日本銀行の貸出に対して合計7億円の政府補償を付与することとした。7億円という額は、当時のGNPの約7%に相当する。なお、「昭和金融恐慌」の過程では、銀行の窓口で預金者が殺到し、一時的に銀行券の発行残高が急激に膨らみ、銀行券の印刷が間に合わなくなったため、急遽、表面しか印刷されず裏が白紙の銀行券を発行したというエピソードもあった<sup>6)</sup>。

最終的には、上記の財政面の措置と合わせ、1927年銀行法(1928年1月施行)の下で銀行合同と銀行規制・監督の強化が行われ、金融システムの動揺は収束したといわれている。日本銀行が銀行に出向いて考査を行うようになったのもこの時期である。

銀行数をみると、1920年代初には2,000を超える銀行が存在していたが、1928年を契機に銀行合同が活発化し、1920年代終わりにかけて急速に減っている(図1)。大蔵省の検査や日本銀行の考査の結果、経営基盤が弱いと判断された銀行を合併させるなどにより、金融システムを強化する方策が採られたためである。その背景には、1927年に「昭和金融恐慌」という危機が発生し、抜本的な改革を推進するという気運が盛り上がったという面もあったと考えられる。

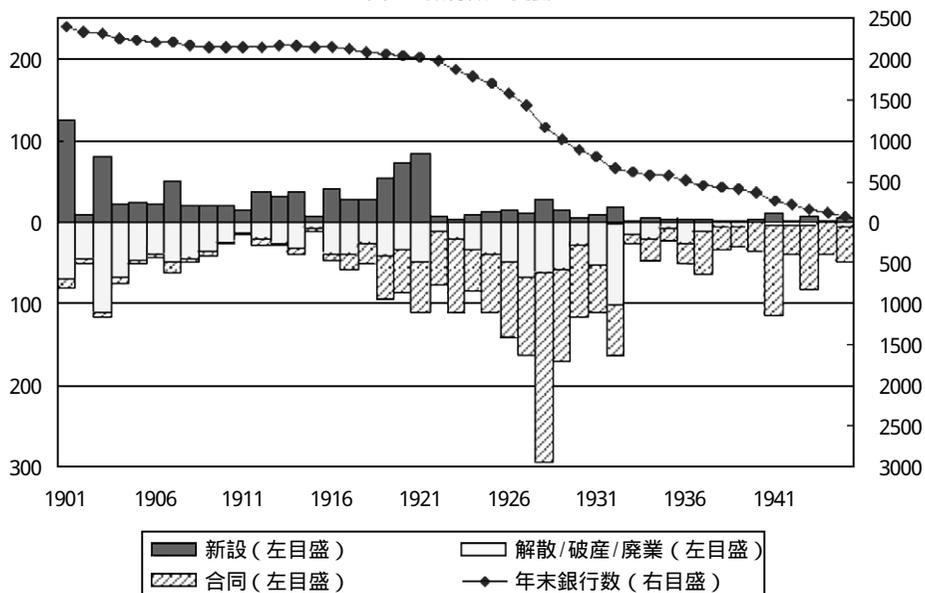
銀行間で短期資金の融通を行うコール市場の金利(コール・レート)の推移をみると(図2)、1920年代前半には高止まりしていた。これは、資金の出し手が借り手のリスクに敏感になっており、リスク・プレミアムが高い状況が続いていたことを示唆している。1927年の「昭和金融恐慌」と銀行法制定を契機として、コール・レートは低下していった。その後、1930年代初頭の「昭和恐慌」期に一時的に上昇するが、すぐに低下する。このことから、1920年代前半においては金融システムの動揺が日本経済の大きな問題であり、これが1927年を契機として収束したことが窺われる。

以上を整理すると、1920年代の日本経済にとっての大きな課題は、産業界の事業整理と金融機関の不良債権処理が不完全であったことであり、その結果、1927年の「昭和金融恐慌」が発生し、それが銀行界の構造改革と産業界

6) 日本銀行金融研究所貨幣博物館ホームページ

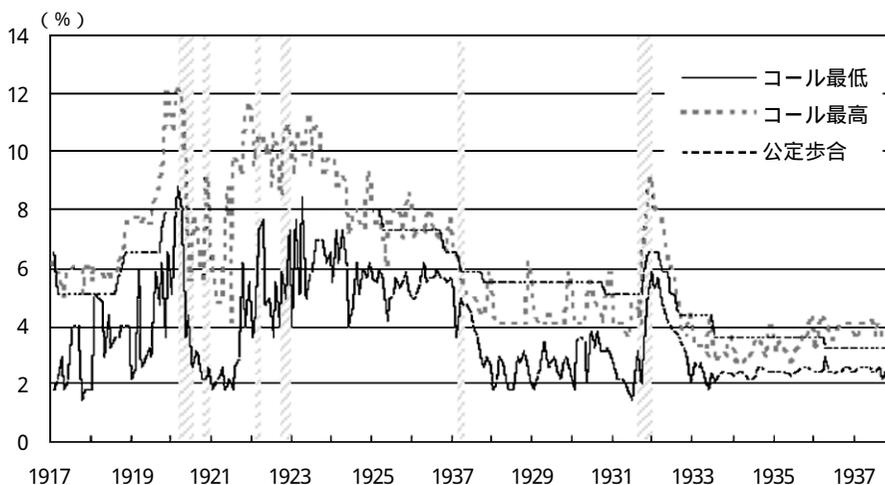
[http://www.imes.boj.or.jp/cm/htmls/feature\\_gra3-3.htm](http://www.imes.boj.or.jp/cm/htmls/feature_gra3-3.htm) 参照。

図1 銀行数の変動



(資料) 後藤新一『日本の金融統計』

図2 コール・レート（東京）と公定歩合



(資料) 大蔵省理財局『金融事項参考書』各年版

(注) シャドー部分は銀行取付けが広範に発生していた時期。

の事業整理を促したという側面がある。なお、高橋亀吉は、「昭和金融恐慌」によって銀行界、産業界の整理・改革が進展したことが、1930年代の世界恐慌への対応を容易にした面がある旨述べている<sup>7)</sup>。

### 3. 「昭和恐慌」と「高橋財政」

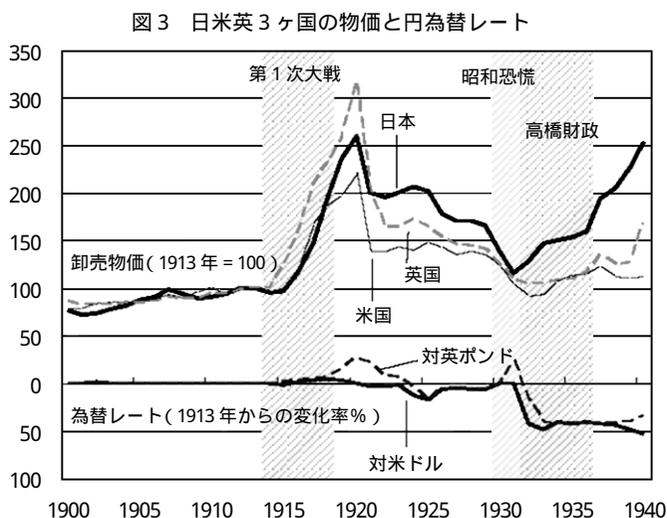
#### (1) 「昭和恐慌」と「高橋財政」の開始

日本が国内の金融システム問題を解決し、国際社会への完全復帰を果たすべく金本位制に復帰していた1930年から31年にかけて「昭和恐慌」が発生する<sup>8)</sup>。

日本は第1次大戦中の1917年に、他国に追随して金本位制から離脱した。他国が金本位制に復帰する中、日本は国内の金融システム問題から復帰が遅れていたが、ようやく準備が整ったとして1930年1月に旧平価で金本位制に復帰した。しかしながら、そのタイミングは世界恐慌と重なり、旧平価による金本位制復帰に伴う円高との相乗効果によって、国内経済が大きな痛手を受けてしまった。

イギリスの金本位制離脱(1931年9月)を契機に、日本は対外資本流出に見舞われ、1931年12月には日本も金本位制から離脱する。

日米英3ヶ国の卸売物価の推移をみると(図3)、第1次大戦前には安定して



(資料) 日本銀行調査統計局『明治以降卸売物価統計』, 朝日新聞社『日本経済統計総覧』, 大蔵省理財局『金融事項参考書』各年版, U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States*; B. R. Mitchell, *British Historical Statistics*.

7) 高橋亀吉 [1955b] 『大正昭和財界変動史』下巻 pp. 1315-1316.

8) 金本位制復帰の経緯については、前掲鎮目 [2009b] pp. 4-5 を参照。

いたが、第1次大戦中に急激に上昇し、第1次大戦後に急激に下落した。その際、米英に比べて日本の下落の程度は小さく、第1次大戦前を基準にすると、日本の物価は米英に比べて割高になっていた。日本が旧平価で金本位制に復帰し、復帰後も旧平価を維持するためには、米英と同程度まで物価を引き下げる必要があり、これが1920年代の日本の重要な政策目標の一つになっていた。具体的には、1929年時点で第1次大戦前に比べ1~2割程度の割高となっていた。このため、金本位制復帰が固まり、続いて実際に金本位制に復帰した時期には、内外価格差を是正するためのデフレ圧力が生じていた。これは「予想されたデフレ」ということができる。

上記の「予想されたデフレ」に加え、日本が金本位制に復帰した1930年から31年の時期には、世界恐慌が発生し、米英をはじめとする海外物価が急激に下落したため、日本の物価は海外の物価下落に引きずられるかたちで「予想されないデフレ」が起きてしまった。これら二つの効果が相まって急激なデフレが起きたというのが、1930年から31年の状況であった。

それに対する対応策として日本は金本位制から離脱し、離脱前の金平価との比較で為替レートは1931年末から1932年中にかけて40%程度下落した。この結果、海外の物価が停滞する中で、日本の物価は上昇した。

ここで注意すべきは、「高橋財政」期の日本は完全に変動レート制に移行したわけではなく、下落した為替レート水準で再びポンドにペッグしたということである。1931年末から1933年初までの時期において日本は、1回限りの為替レート調整を行い、これによって物価が1932年~33年にかけて上昇し、そのあとは安定したと考えることができる。

## (2) 「高橋財政」の本質

「高橋財政」の本質については、中村隆英氏の先駆的な研究があるが、金本位制を離脱することによる為替レートの下落、長期国債の日本銀行引き受けを伴う財政支出拡大、そして金融緩和という、マクロ経済政策全体として捉える必要がある。これら3つの政策は、いずれもケインジアン的な景気刺激策であり、これを大胆に進めることにより、世界恐慌下で各国がデフレと不況に陥る中、日本経済は比較的早期にそこから脱却していくこととなった。ケインズが『一般理論』を出版したのは高橋是清が暗殺された1936年であり、高橋は『一

般理論』に先駆けてそのエッセンスを実践していたということができる。

これら3つ(為替レート・財政・金融)の政策のうち、どの政策が最も効果が高かったかを実証的に確認するのは、なかなか難しい。梅田雅信氏の研究によれば、国内の物価に対しては、海外物価と為替レートの影響が強かった一方、財政政策や金融政策の影響は弱かったとされている<sup>9)</sup>。つまり、デフレからの転換という意味では為替レートの動きが重要であったという結果が示されている。一方、飯田泰之氏と岡田靖氏の研究によれば、金本位制からの離脱と長期国債の日本銀行引受けによって、金融政策のレジーム転換が行われ、インフレ予想が転換されたことの影響が大きかったとされている<sup>10)</sup>。

以下では、「高橋財政」期の為替レート政策、財政政策、金融政策を国際比較を交えながら概観する(図4)。

日本、ならびに日本と同様に「周辺国」に位置づけられる各国の為替レートの推移をみると、「高橋財政」初期の日本の為替レート下落の度合いは、他国に比べて大きかったことが分かる。また、中央政府の財政バランスをみると、「高橋財政」期の日本の財政赤字は、他国に比べて大きかった。

一方、金融政策については、「高橋財政」期の日本は、英国に追随するかたちで公定歩合を引き下げているが、英国よりも下げ幅は小さかった。1回限りの為替レートの引き下げの後、英ポンドにペッグする中で、日本の金融緩和は海外の動向から独立して自律的に行われていたわけではなく、固定レート制下で英国の金融政策に追随して行われていたと考えられる<sup>11)</sup>。この間、通貨供給量をみると、高橋暗殺後は他国に比べて高い伸びを示すこととなるが、「高橋財政」期には、英ポンド圏諸国にほぼ等しい年率6%程度の緩やかな増加を示している。したがって、「高橋財政」期の金融政策は英国に追随しつつ緩やかな緩和を行っていたというのが実態と考えられる。

---

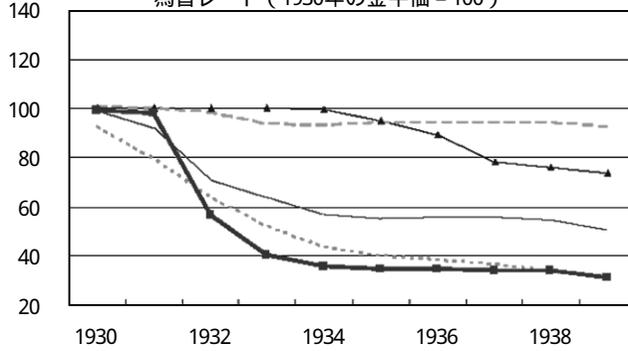
9) 梅田雅信 [2006] 「1930年代前半における日本のデフレ脱却の背景：為替レート政策、金融政策、財政政策」『金融研究』第25巻第1号, pp. 145-181。

10) 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『昭和恐慌の研究』pp. 187-217。

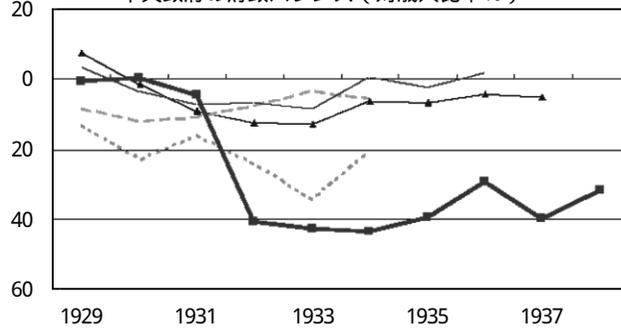
11) 為替レートと金融政策の関係については、国際マクロ経済学の分野で「マクロ経済政策のトリレンマ」として知られる有名な命題がある。これは、国境を越えた資本移動の完全な自由、固定為替レート、(国内経済の安定化のための)自律的な金融政策、の3つの政策目標は同時には達成できない、というものである。

図4 マクロ経済政策の国際比較

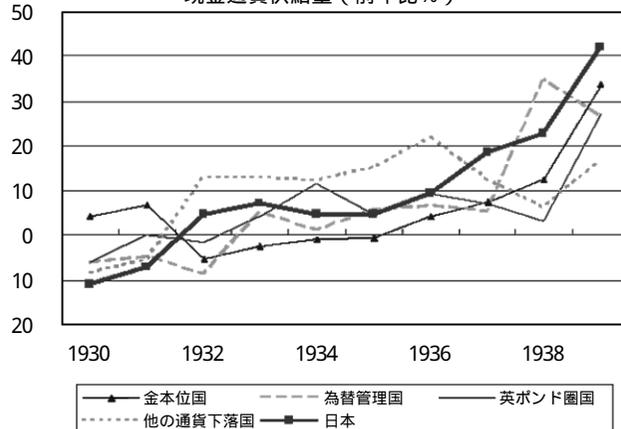
為替レート (1930年の金平価 = 100)



中央政府の財政バランス (対歳入比率%)



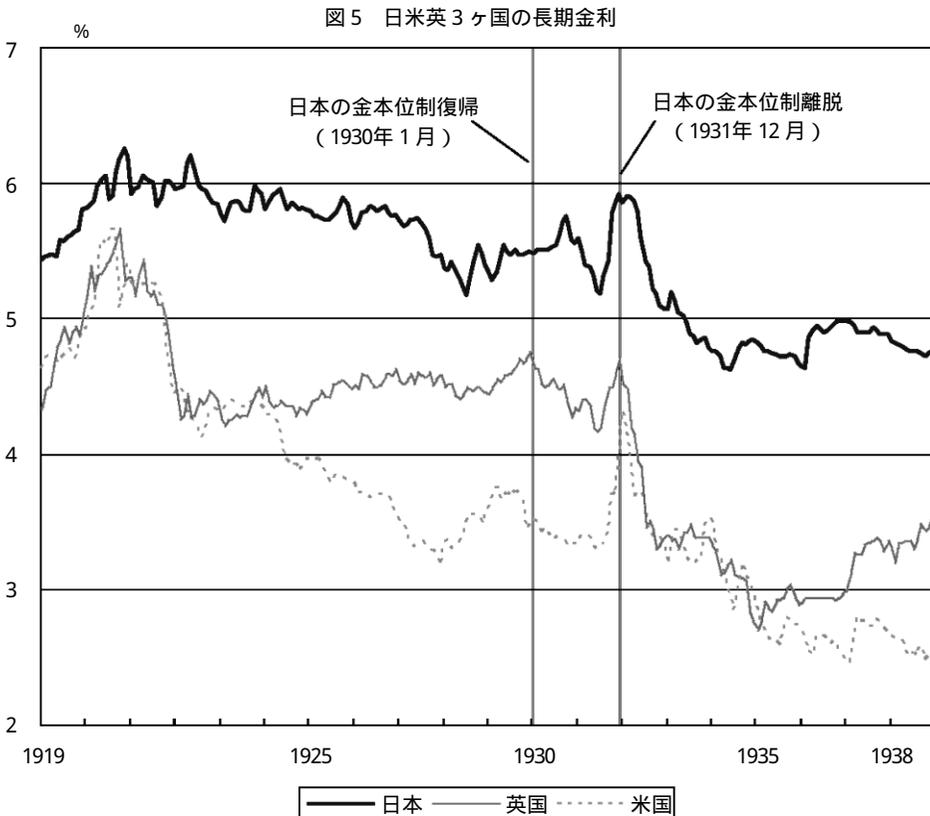
現金通貨供給量 (前年比%)



(資料) League of Nations [1940], *Statistical Year-Book of the League of Nations*, 1939/40, pp. 194-204; Economic Intelligence Service, League of Nations [1937-38], *Public Finance*.

拙著では、日本の金利と海外の金利の連動性を検証している(第2章)。先行研究で使われている両大戦間期日本の短期金利指標は、手形割引など民間向け金利であるが、これを海外の民間向け短期金利と比べてみると、連動していない。その理由は、1920年代の日本では金融システムが動揺し民間向けの金利に高い信用リスク・プレミアムが付加されていた時期があることから、こうした時期を分析期間に含めてしまうと連動関係が崩れてしまうためと考えられる。

そこで拙著では、日本と海外について比較可能な金利として長期国債金利を新たに導出したうえで、日本と米英両国の金利の連動関係を検証してみた(図5)。その結果、両大戦間期を通じて日本の金利は英国の金利と連動していることが示された。したがって、日本の金融政策が英国に追随していたことが実証

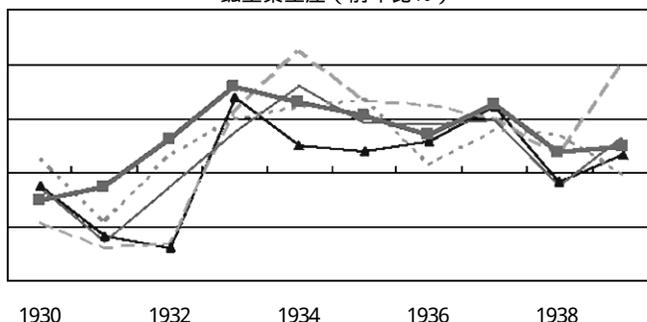


(資料) 東京株式取引所『月報』, 野村證券『公社債年鑑』,  
 NBER, Macrohistory Database, <http://nber.org/databases/macrohistory/contents/>;  
 Board of Governors of the Federal Reserve System, Banking and Monetary Statistics.

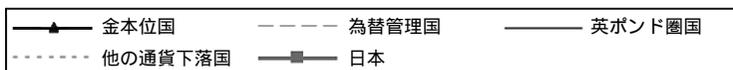
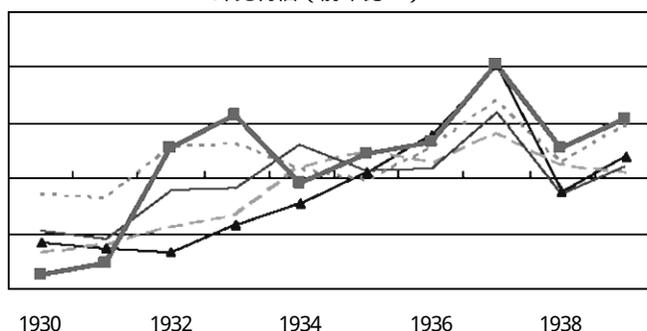
的に確認されたと考えている。

「高橋財政」下の日本経済のパフォーマンスを生産と物価についてみると、  
 鉱工業生産、卸売物価ともに他の多くの国に先駆けて1932～33年にかけてブ  
 ラスとなっている（図6）。これが高橋是清の名前を世界的に有名なものにした。  
 2003年に日本金融学会で行われた招待講演の中で、Ben Bernanke氏（現FRB  
 議長、当時はFRB理事）は「高橋是清は日本を大恐慌から救った」と述べてい  
 る<sup>12)</sup>。

図6 生産と物価の国際比較  
 鉱工業生産（前年比%）



卸売物価（前年比%）



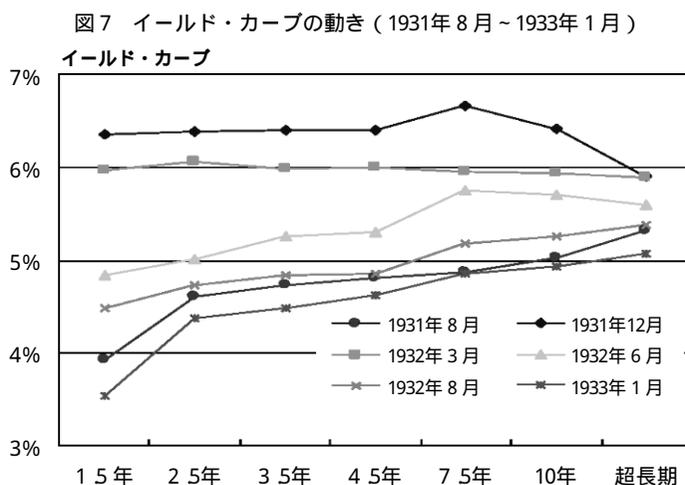
（資料） League of Nations [1940], *Statistical Year-Book of the League of Nations*, 1939/40, pp. 194-204.

12) Bernanke, Ben S. [2003] “Some Thoughts on Monetary Policy in Japan,” Remarks by Ben S. Bernanke, Member, Board of Governors of the Federal Reserve System, Before the 60<sup>th</sup> Anniversary Meeting, Japan Society of Monetary Economics, Tokyo, Japan, May 31.

(3) インフレ予想と「高橋財政」

拙著の中では、「高橋財政」期に市場関係者の予想をデフレからインフレに変化させた契機について検討している。前述の飯田・岡田論文では、英国が金本位制を離脱した1931年9月と、長期国債の日本銀行引受けが初報道された1932年の3月に、予想インフレ率が大幅に上昇していると論じている。彼らの分析では、実際に観測された卸売物価と名目金利を使って事後的に観測された実質金利を推計し、名目金利から事後的な実質金利を差し引きすることによってインフレ予想を推定している。すなわち実際に観測された卸売物価が事前に予測されていたであろうということを前提にしている。しかしながら、その前提が妥当なものであったかどうかは検証されていない。さらに、彼らが分析に使用している金利データは民間の証書貸付金利であり、先ほど述べたように、1920年代の民間金利に金融システムの動揺を反映した信用リスク・プレミアムが付加されていたことを踏まえると、その分析結果には大きな留保が必要となる。そこで拙著では、このような実証分析上の論点を踏まえ、イールド・カーブ分析および商品先物市場の動向という2つの面から再検証を行ってみた(第3章)。

第1に、さまざまな残存期間の国債金利を導出し、イールド・カーブを描いてみた(図7)。その結果、その水準が時期によって上下にシフトしていたこと



が確認された。ファイナンス論の分野では、イールド・カーブの水準のシフトは市場参加者のインフレ予想の変化を反映しており、上方シフトはインフレ予想の強まりを、下方シフトはインフレ予想の弱まり(ないしデフレ予想の強まり)を示すとされている<sup>13)</sup>。

英国が金本位制から離脱する直前の1931年8月から日本が英国に追随するかたちで金本位制から離脱する1931年の12月にかけて、イールド・カーブは大幅に上方にシフトしており、インフレ予想の急激な高まりが起こっていたと考えられる。その背景にあるストーリーは、「英国が金本位制から離脱してしまったので、日本も近いうちに金本位制から離脱するに違いない。そうすると、日本は金本位制という物価のアンカーを失ってしまうので、物価上昇に歯止めがかからなくなってしまうかもしれない」というものである。イールド・カーブの上方シフトは、市場参加者がこのように予測したという仮説と整合的である。

次に、長期国債の日本銀行引受けが具体化した時期、すなわち1932年3月に高橋是清が初めてそのことを金融関係者に語ったとされる時期から、同年6月に赤字国債発行のための予算案と法案が議会を通過し、実際に日本銀行によって引受けが実施される同年11月頃までの時期のイールド・カーブの動きをみると、下方にシフトしている。このことは、長期国債の日本銀行引受けのアナウンスが将来のインフレに繋がると市場関係者が考えたという飯田・岡田仮説とは整合的ではない。むしろ、1932年中に「高橋財政」の内容が具体化するにつれ、日本政府は将来歯止めのないインフレにならないような経済政策を行うであろうと市場関係者が考えるようになり、インフレ予想が沈静化していったという仮説と整合的である。

第2に、商品先物市場の参加者の物価変動に関する予想を検証してみた。当時の日本では、米、生糸、綿糸、綿花、砂糖といったさまざまな商品について先物取引が行われていた。先物取引は当該商品の将来価格を予測して行われ、インフレ予想の変化は商品先物価格に影響を与えていたと考えられる。

1931～32年の商品先物市場の参加者のコメントを拾ってみると、英国が金本位制から離脱した1931年9月から日本が離脱する同年12月にかけての時期

13) Dewachter, Hans and Marco Lyrio [2006] "Macro Factors and the Term Structure of Interest Rates," *Journal of Money, Credit and Banking*, 38 (1), pp. 129-138.

には、日本も早晚離脱しインフレになるだろうという予測が示されている。一方、1932年中のコメントを拾ってみると、少なくとも長期国債の日本銀行引受けに関する報道は、市場関係者の間ではほとんど注目されていない。したがって、商品先物市場関係者は、長期国債の日本銀行引受けがデフレからインフレへの大きな転機と見ていたとは言えないのではないかと考えられる<sup>14)</sup>。

以上の実証分析から、金本位制からの離脱は、人々の予想がデフレからインフレに変化する大きな契機になった一方、長期国債の日本銀行引受けはそうした契機ではなかったという仮説と整合的な結果が得られた。

#### (4) 「高橋財政」と財政規律

拙著では、「高橋財政」と財政規律との関係を検討している(第4章)。

学界や政府関係者の間には、第2次大戦後の急激なインフレに至るきっかけを「高橋財政」期における長期国債の日本銀行引受けに求める見解があり、長期国債の日本銀行引受けが財政規律を失わせてしまったとの言及がしばしばなされる。例えば、1947年財政法は、日本銀行による国債の引受けを原則禁止している。当時の大蔵省の野田卯一主計局長は、同法案の提案理由説明のなかで、「日本銀行に国債を引き受けさせると財政インフレを引き起こすことになる」と述べている<sup>15)</sup>。また、島謹三氏は、長期国債の日本銀行引受けという制度には、引き締め政策への転換が難しいという問題が内包されていたとの旨を論じている<sup>16)</sup>。

Michael Bordo と Hugh Rockoff 両氏の研究では、国際金本位制には財政規律を課すメカニズムが内在していたと論じている<sup>17)</sup>。すなわち、国際金本位制に参加するためには為替レートが安定的に推移するように努める必要がある。財政規律が失われた状態では固定為替レート制が維持できない。したがって、金本位制への参入によって、政府に財政規律を維持するインセンティブが生まれるという趣旨である。これを裏返すと、金本位制からの離脱により財政規律の

---

14) 詳細は鎮目 [2009a] pp. 113-128 を参照。

15) 「92 回帝国議会衆議院における提案理由説明」平井平治 [1947] 『財政法逐條解説』一洋社、p. 161。

16) 島謹三「いわゆる高橋財政について」『金融研究』第2巻第2号 pp. 83-124。

17) Bordo, Michael D., and Hugh Rockoff [1996] “The Gold Standard as a Good Housekeeping Seal of Approval,” *Journal of Economic History*, 56 (2), pp. 389-428.

メカニズムが効かなくなるという面があるのではないかということになる。

拙著では、「高橋財政」期には制度として財政規律を課すメカニズムが失われていたと論じている。長期国債の日本銀行引受けに先立って、日本は金本位制から離脱した。その背景には、それまで国際金本位制の要であった英国がすでに金本位制から離脱していたという事情があった。したがって、国際金本位制の下で機能していた財政規律メカニズムが失われていた。しかしながら、国際金本位制に代わるメカニズムは導入されず、制度としての財政規律メカニズムは確立されなかった。こうした中で、長期国債の日本銀行引受けという制度を導入したことが、長期的な観点からみると財政規律の弛緩につながったと考えられる。

財政の維持可能性を統計的に検証する方法として Bohn 検定という手法がある<sup>18)</sup>。これは、単純にいうと、前年度末の国債残高が増加した場合に政府が基礎的財政収支（国債の発行収入と元利払いを除いた財政収支）を改善させて財政を引き締める一方、国債残高が減少した場合には財政を緩めるという財政運営を行っていれば、財政は維持可能である、という基準である。

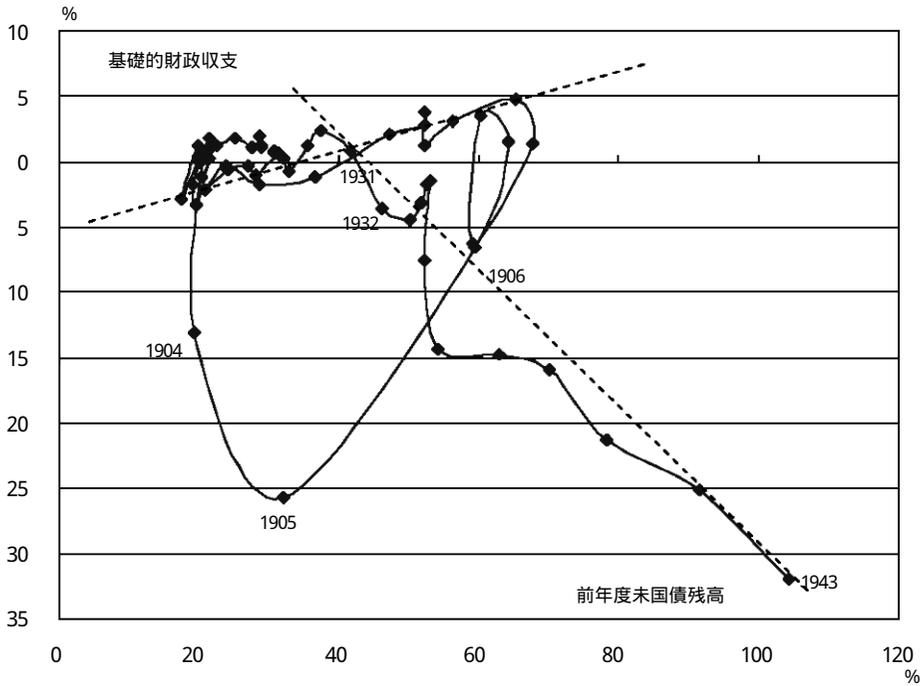
Bohn 検定の手法を図式化すると、横軸に前年度末の国債残高、縦軸に当該年度の基礎的財政収支を採った場合に、両者が右上がりの関係になっていれば、国債残高が増加した場合には基礎的財政収支を改善させていることになり、財政は維持可能であるとされる。一方、これが右下がりになっていると、国債残高が増えているのに財政赤字を増やしていることになり、財政は維持可能ではないということになる。

両大戦間期の日本では、1931 年度までは前年度末の国債残高と当該年度の基礎的財政収支との間に右上がりの関係が保たれていたが、1932 年度から右下がりの関係に移行していることが、統計的に確認できる（図 8）。統計的にみると、日本の財政運営は 1932 年度から維持可能ではない状況に陥っていたことになる。

ところで、1932 年から 36 年頃までは、日本銀行は引き受けた国債のほぼ全額を売りオペによって金融機関に売却することが可能であった。言い換えれば、国債を日本銀行から購入していた金融機関は、日本の財政が破綻して将来国債

18) Bohn, Henning [1998], "The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits," *Quarterly Journal of Economics*, 113 (3), pp. 949-963.

図8 前年度末国債残高と基礎的財政収支(対GNP比)



(資料) 『明治大正財政史 第11巻 国債』、『大蔵省年報』各年版、『金融事項参考書』各年版、大川一司・高松信清・山本有造『長期経済統計 国民所得』。

が暴落する危険性はそれほど高くないと判断し、国債を購入していたことになる。これは、高橋是清自身がある種の財政規律として機能していると市場参加者が判断しており、いわば市場参加者が高橋の財政運営を信認していたことの現われと考えられる。実際に高橋は、軍部の予算要求を身を挺して抑制し、財政膨張を抑えて、国債が円滑に消化されるような環境を整えようと努力していた。しかしながら、その結果、二・二六事件で軍部によって暗殺されてしまい、高橋という個人の能力と意思に依存した財政規律は失われてしまった。

日本銀行金融研究所アーカイブには、当時副総裁を務めていた深井英五が執筆し、1934年9月に大蔵省の青木一男理財局長に提出したとされる「国債消化力ニ関スル副総裁ノ意見」というメモの複写版が残されている。このメモでは、市場関係者の中で国債償還に疑義が生じる場合、国債消化が難しくなる可能性が言及されている。

最も憂慮すべきは国債償還力に対する疑惑又は貨幣価値の下落に対する懸

念より来る国債の不消化なり。之が実現するときは財政上の困難を来たすのみならず経済機構及び社会機構上の由々しき問題を起すべし。貨幣価値の下落に対する懸念を生ずるときは恐らくは金利暴騰を来たすべし。国債の不消化は右等疑惧の結果たると同時に更らに其の疑惧を助長するの原因となりて転々累増すべし。今日までは幸にして斯かる不祥の徴候なきが故に今にして之を云為するは無用の杞憂たるが如きも一度其の勢を生ずるときは進行急速にして対策頗る困難なるべきを以て予め戒心せざるべからず。是れ固より国家大局の問題の一部なれども財政政策、通貨金融政策、為替政策の三方面に於て出来るだけ慎重に考慮するを要す。此に為替政策を云為するは貨幣価値下落の懸念が為替の方面より生ずる場合多きを以てなり。

後から振り返ってみると、高橋暗殺後に結局は財政規律が失われて国債消化に支障を来たしたわけであるが、高橋財政の中期（1934年）の段階で、政策当局の中には財政規律の問題に危機感を抱いていた人物もいたということは記すに値する。

#### 4. おわりに

本報告の論点を整理すると以下のとおりである。

1920年代の日本経済にとっての課題は、国内金融システムの動揺への対応であった。1927年の「昭和金融恐慌」の後、財政面の措置と銀行合同や規制・監督の強化等を通じた銀行部門の構造改革が進展したことにより、金融システム問題は解決の方向に向かった。

1930年代の日本経済にとっての課題は、旧平価による金本位制復帰と世界恐慌の波及によって引き起こされたデフレならびに不況への対応であった。これに対する高橋是清の処方箋は、為替円安、財政拡大、そして英国に追隨する形での金融緩和というケインジアン的な総需要管理政策であり、これは有効に作用した。

「高橋財政」期の日本において、人々の予想をデフレからインフレへと転換させる鍵となったのは為替円安であり、長期国債の日本銀行引受けではなかったと考えられる。「高橋財政」期において、長期国債の日本銀行引受けがイン

フレ予想を惹起した証拠はない<sup>19)</sup>。

最後に、「高橋財政」と財政規律の関係については、「高橋財政」期には金本位制に代わる財政規律メカニズムが確立されない中で、高橋是清個人の能力と意思に依存しながら、長期国債の日本銀行引受けを導入していったことが、長期的な観点からみると財政規律の喪失に繋がってしまったのではないかと考えられる。

(しずめ・まさと 日本銀行金融研究所企画役)

---

19) その背景を考えるに当たっては、当時の日本が「開放小国」であったという点が重要である。貿易面では、輸出について海外市場に大きく依存し、輸入品を通じた海外物価や為替レートの影響も大きかった。一方、金融面では、日本がロンドンやニューヨークの市場で過去に発行した国債の利払い額はかなり大きかったため、為替レートは一定の水準で安定させる必要があった。したがって、日本の政策当局は、変動為替レート制に移行するのではなく、固定為替レート制を選択した。こうした政策運営レジームの下では、日本の金融政策は海外から独立して自律的に運営されていたわけではなく、事実上英国に追随していた。その意味では、現代のエマージング諸国の状況に近いといえる。