

Discussion Paper Series No. J78

第 2 次大戦前の日本における財政の維持可能性

鎮目 雅人 (神戸大学経済経営研究所)

2007 年 3 月

※この論文は神戸大学経済経営研究所のディスカッション・ペーパーの中の一つである。
本稿は未定稿のため、筆者の了解無しに引用することを差し控えられたい。

第2次大戦前の日本における財政の維持可能性

鎮目 雅人*

神戸大学

経済経営研究所

E-mail: shizume@rieb.kobe-u.ac.jp

2007年3月

[要旨]

近代史上、日本は第2次大戦直後に一度、財政破綻した。本稿では、第2次大戦に至る日本の財政運営がいつから維持可能でなくなったか、その背景にどのような要因が働いていたかを検討する。まず、叙述的資料、データならびに先行研究をもとに、第2次大戦前の日本の公的債務について概観する。次に、公債の中立性命題の検証、経済の動学的効率性の検証、Bohn 検定、の3段階からなる財政の維持可能性の数量的分析を行う。さらに、上記の数量的分析の結果の解釈について、経済史、政治史を含む先行研究や最近公開された歴史的資料等をもとに検討する。数量的分析により、高橋財政が開始された1932年前後を契機として、日本の財政が維持可能でなくなったことが示される。資料的分析により、高橋財政開始前後を契機に財政が維持可能でなくなった背景として、軍部が予算決定過程で事実上の拒否権を持つ政府組織のガバナンス上の問題に加え、国際金融面から財政規律を課していた金本位制の崩壊が影響していた可能性があることが示される。

JEL Classification: E62, H63, N15

* 土居丈朗氏、井手英策氏、松林洋一氏、宮尾龍蔵氏、Richard Smethurst氏、ならびに、社会経済史学会近畿部会、神戸大学六甲フォーラム・RIEB共催セミナー、および日本銀行金融研究所セミナー参加者からいただいた貴重なコメント、ならびに上記各氏との有益な議論に対し、心より感謝します。なお、あり得べき誤りは筆者の責に帰します。

1. はじめに

日本の政府債務残高の累増が国民的課題とされるようになって久しい。国債残高は 2006 年 3 月末現在で 671 兆円、GDP の 133% に達し、財政の維持可能性に強い懸念が持たれている。

近代史上、日本は第 2 次大戦直後に一度、財政破綻した。第 2 次大戦後の急激なインフレーションによって円建ての政府債務は実質価値を喪失し、事実上デフォルトされた¹。この間の経緯については、大蔵省編[1954、1955a、1955b、1965]に詳しい。大蔵省編[1965]の「はしがき」において財政学者の大内兵衛は「『昭和財政』は昭和 20 年 8 月の終戦をもって、一つの断層に打ちあたった。…そしてその断層は、ただに昭和財政の断層であるのみではない。明治、大正に対してもまた断層である。」と述べ、明治以来の財政運営の歴史がここでいったん途切れたことを強調した。

それでは、第 2 次大戦前の日本の財政運営は、いつから維持可能でなくなったのであろうか。また、その背景には、どのような要因が働いていたのであろうか。本稿では、これらの問いについて、数量的分析と資料的分析を結合しながら検討することとしたい。

本稿では、はじめに、叙述的資料、データならびに先行研究をもとに、第 2 次大戦前の日本の公的債務について概観する。

次に、公債の中立性命題の検証、経済の動学的効率性の検証、Bohn 検定、の 3 段階からなる財政の維持可能性の数量的分析を行う。公債の中立性命題については、第 2 次大戦前の日本では同命題の前提条件が満たされていなかったことが示される。また、経済の動学的効率性については、第 2 次大戦前の日本では、これが成立していたことが示される。これらの検証結果は、Bohn の手法による財政の維持可能性の検証（以下、Bohn 検定）を行なう必要があることを示している。Bohn 検定とは、国債残高の対 GDP 比が増加した場合に、政府が基礎的財政収支（利払費を除いた財政収支）を改善させる行動を採っているかどうかを検証するというものである。本稿では、1885～1943 年の基礎的財政収支を新たに推計したうえで、分析対象期間内に構造変化を想定した Bohn 検定を行なう。その結果、日本では、1931 年までは財政が維持可能であったが、高橋財政が開始された 1932 年以降は財政が維持可能でなくなったことが示される。

次に、上記の数量的分析の結果の解釈について、経済史、政治史を含む先行研究や最近公開された叙述的資料等をもとに検討する。その際、国内的、国際的な面で財政政策のガバナンスに影響を与えていた要因について検討する。また、時期的には、日本の財政運営が困難に直面していた時期として、日露戦争後と 1930 年代初を比較する。叙述的分析の結果、軍部が予算決定過程で事実上の拒否権を持つ政府組織のガバナンス上の問題に加え、国際金融面から財政規律を課していた金本位制の崩壊が影響していた可能性があることが示される。

¹ 第 2 次大戦後の日本におけるインフレーションについては、伊藤[2002]を参照。

本稿の構成は以下のとおりである。第 2 節では、第 2 次大戦前の日本の財政運営を概観する。第 3 節では、数量的分析を行ない、第 4 節では、数量的分析の結果を叙述的資料によって解釈する。第 5 節はまとめと今後の課題を示す。

2. 第 2 次大戦前の日本の財政運営の概観

a. 叙述的分析による概観

第 2 次大戦以前の日本の財政運営に関しては、膨大な文献史的研究の蓄積があるが、これまでの研究によれば、いくつかの財政運営上の転機が存在したことが示されている。ここでは、明治以降の財政運営について、マクロ的な財政の維持可能性という本稿の論点に関係する研究を中心に概観する²。

明治前期の財政運営については、遅くとも松方財政期³までには、平時における財政均衡を基本とする近代的な財政基盤が確立したという共通認識がほぼ確立している。明治財政史編纂会[1904]は「一名松方伯財政事歴」という副題が付けられた書物であり、本書の刊行以来、「西南戦争に伴うインフレを経て、松方財政期の緊縮政策によって財政均衡とインフレの収束が達成された」ことが通説とされてきた⁴。これに対して、梅村・中村編[1983]所収の各論文は、明治初期から松方財政期までの財政政策の変遷についてさまざまな観点からの整理を行なっている。同書所収の中村[1983]は、西南戦争（1877 年）以前において、過去の累積債務である旧幕藩債務の処理、歳出面における秩禄処分、歳入面における地租改正といった抜本的な財政構造改革が進められたとしている。同じく同書所収の寺西[1983]は、松方財政に先立つ大隈財政期（1879-81 年度）においてすでに財政黒字が達成されていたとしている⁵。

日露戦争は、日本が戦った最初の総力戦としての近代戦争（modern total war）であり、膨大な戦費調達とそのために発行した外債を含む国債の事後処理など、財政運営面で大き

² 富田[2006]は、日本を含む世界各国の国債について、政府の財政運営と金融市場における国債の信託という観点を軸に包括的な整理を行っており、ここで採り上げた時期についても考察している。

³ 松方正義は、1881 年に大蔵卿（後に大蔵大臣）に就任、1892 年まで連続して大蔵大臣（1891～92 年まで総理大臣兼任）を務めた。その後も 1900 年まで度々大蔵大臣を務めたほか、1896-97 年にかけては再び総理大臣を兼任した。松方が日本の財政に携わっていた期間は 20 年間に及ぶが、一般に、松方が最初は大蔵卿に就任した 1881 年から、兌換銀行券の発行が開始され銀本位制が確立した 1885 年までの緊縮的な経済政策を「松方財政」と呼ぶことが多い。なお、室山[2004]は、これまでの通説では松方財政のデフレ志向的な性格が強調され過ぎていたとして、不況を緩和するために経済刺激的な財政運営が行われた面があったとしている。

⁴ これに先立って書かれた大蔵省編[1899]は、当時大蔵大臣の職にあった松方自身が山縣有朋首相に提出した報告書であり、同様の認識に基づいて明治維新から金本位制導入（1897 年 10 月）までの経緯を記している。

⁵ 同様の文脈において、大森[2001]は、1875 年度には基礎的財政収支の均衡が達成されていたとしている。

な転機となった⁶。日露戦争後の財政運営に関するこれまでの研究では、財政当局が、一方では急増した政府債務と増大する財政支出圧力に、他方では内外の金融市場を通じた資金調達上の制約に直面し、両者のバランスを取りながら財政規律と金本位制を維持することに腐心する状況が克明に描かれている。伊藤[1987]は、多額の対外債務を抱えながら金本位制を維持していくための政策当局の対応について、正貨政策の観点から考察している。また、神山[2000]は、日露戦争後における国債消化の困難化と、これに対応するための緊縮的な財政運営への移行について検討している。

第1次大戦による好況は、実質経済成長とインフレーションによる既存政府債務の実質価値低下を通じて、ストック面で財政状況の改善に寄与するとともに、同大戦中の貿易収支黒字によって蓄積された在外正貨は、不良債権処理や政権交代を伴う政党政治の下での財政支出圧力の高まりなどを受けた新たな財政支出の財源として、活用された。中村[1993]は、1918年9月に成立した政友会の原敬内閣のもとで実施された、いわゆる「積極政策」が財政政策運営上の転機となったことを論じている。具体的には、軍費と社会資本の充実を旨とする伝統的な政友会の政策綱領が、第一次大戦による財政ならびに国際収支上の制約の緩和によって本格的に実施可能となったとしている。原[1981]は、1920年代の財政運営について、政友会と憲政会＝民政党の二大政党制下における政党間の財政政策の相違点と共通点を整理している。そして、金解禁を実施した1929-31年の民政党政権（浜口・若槻両内閣）の緊縮政策を除けば、いずれの政権も社会政策的・産業政策的観点を持つ拡張的財政政策を志向していたとして、両政党の財政政策の共通性を強調している。また、武田[2002]は、1920年代に慢性的な貿易収支赤字下で財政拡張が継続し得た背景として、第1次大戦中に在外正貨として蓄積された財政余剰の存在を採り上げ、1920年代の財政運営を過去のストックを取り崩す過程として捉えている。

1931年末の金輸出再禁止（金本位制からの離脱）と1932年に開始された日本銀行による長期国債引き受けを伴う財政支出拡大に代表される高橋財政は、第2次大戦以前の日本の財政政策のもう一つの大きな転機であった。中村[1971、1981]は、国内経済の循環的変動を緩やかにする（counter-cyclical）先駆的なケインジアン政策としてこれを評価した。また、中村[1971]、原[1981]は、高橋財政の後期において一旦は緊縮的な財政政策が採用されたが、これが1936年の2.26事件における高橋是清の暗殺につながり、次の馬場財政（1936-37年）期以降は財政の歯止めが効かなくなったとの見方を示している⁷。これに対して大蔵省編[1965]、島[1983]、武田[2002]は、日本銀行による長期国債の引き受けという高橋財政期の財政運営の枠組みの中に、財政運営の歯止めが効かなくなる要素が内在して

⁶ 日露戦争の10年前に起こった日清戦争（1894-95年）も近代戦争としての性格を帯びていたが、兵力・兵器の動員規模、世界的な国家間関係への影響等は、日露戦争の方が遥かに大きかった。最近の日露戦争研究については、日露戦争研究会編[2005]所収の各論文を参照。

⁷ 馬場財政期から第2次大戦にかけての日本の戦時経済の詳細については、原編[1995]所収の各論文を参照。

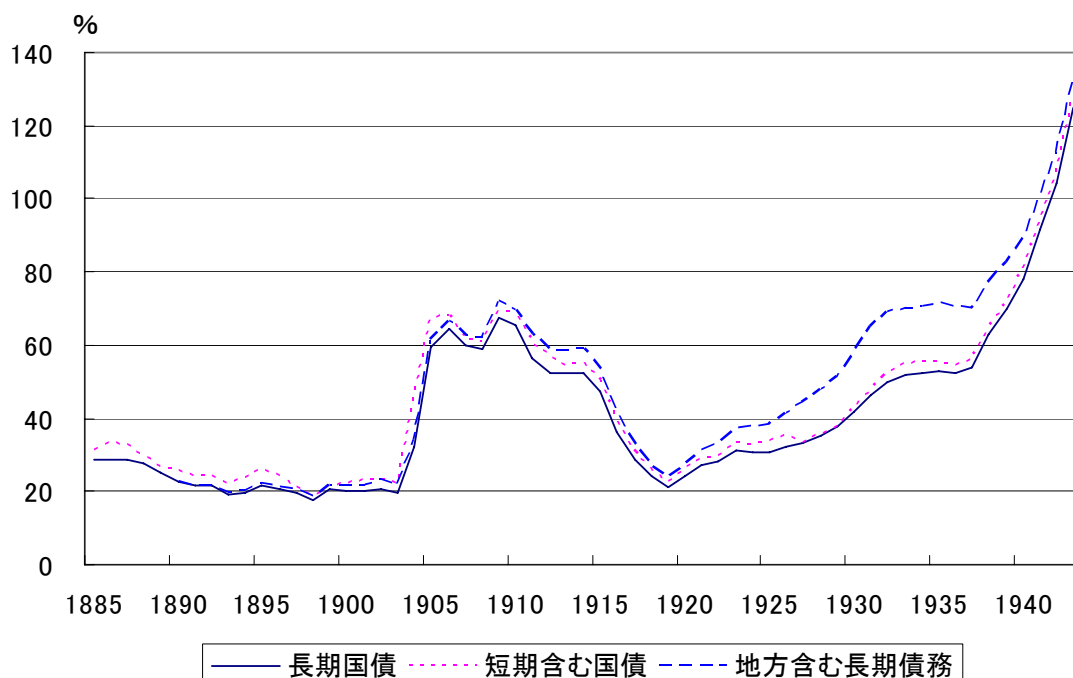
いたと論じている⁸。

いつから、どのようなかたちで日本の財政が維持可能でなくなったか、という問いは、実証的に明らかにされるべきものである。以下では、数量的分析と叙述的分析を組み合わせることにより、この問いについて検討していくこととしたい。

b. 第2次大戦前の日本の財政運営に関するデータ

ここでは、第2次大戦前の日本の財政をデータにより概観する（データの詳細は補論参照）。このデータは年度GNPが推計可能な1885年度から1943年度までの期間、すなわち近代的な財政制度が確立してから第2次大戦までの期間について利用可能である。

図1. 政府債務残高(対GNP比)

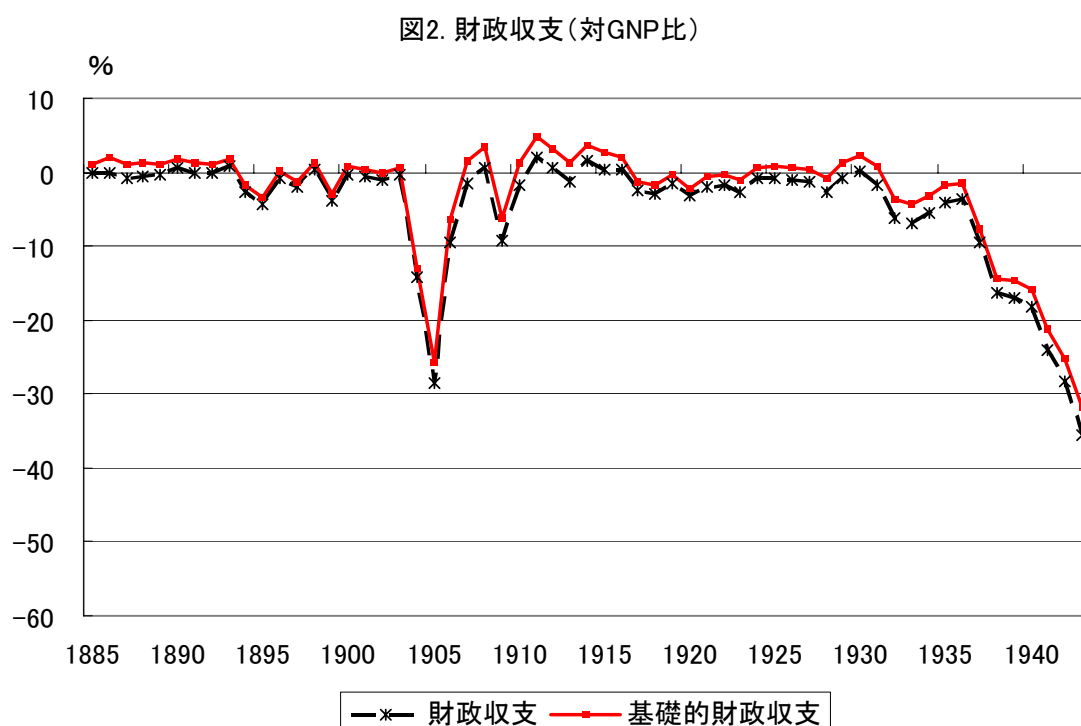


資料：『明治大正財政史 第11巻 国債』、『金融事項参考書』各年版

まず、政府債務残高をみる（図1）。1年以上の満期を持つ長期国債の残高をみると、全期間の平均は対GNP比（以下同様）で42%である。日露戦争までは30%未満であったが、

⁸ 1947年に公布・施行された財政法では、第4条において国債の発行目的を公共事業費、出資金、貸付金に限るとともに、第5条において日本銀行引き受けを禁止している。同法案の提案理由説明の中で、野田主計局長は、「一般の者の貯蓄によって公債を消化するという方法によれば、財政上はきわめて健全でありまして、インフレーションの危険は起らない。ところが日本銀行に引き受けさせますと財政インフレを起すことになる。こういう関係から今後は原則として公債は日本銀行には引き受けさせない。」と述べている。第92回帝国議会衆議院における提案理由説明、平井[1947]、p.161。

日露戦争で急増し、同戦後の 1906 年度末には 65%に達した。その後徐々に低下したが、第 1 次大戦前は 50%台であった。同大戦中に急激に低下し、大戦翌年の 1919 年度末には 21%まで下がった。1920 年代には上昇傾向を辿り、1930 年度末に全期間の平均水準である 42%となった。高橋財政期の前半に 50%台に上昇し、その後は同水準で推移した後、馬場財政以後は上昇傾向を辿り、1943 年度末には 125%に達した⁹。なお、国について長期国債に満期 1 年未満の政府短期証券や借入金を含めた残高、および地方債を含めた長期債務残高をみても、長期国債残高と概ね同様の傾向を示している。



資料：『明治大正財政史 第 11 巻 国債』、『大蔵省年報』各年度版、『長期経済統計』

次に、フローの財政収支をみる（図 2）。ここで、データ利用上、注意しなければならないのは、国の決算等で示されている一般会計収支だけをみていたのでは、財政の全体像を把握するには不十分であるという点である。その理由は、国の財政に大きな影響を与える特別会計の動きが反映されていないためである。とくに、①戦時には戦争終結までを 1 会計年度とする「臨時軍事費特別会計」が一般会計と分離して設置されること、②1906 年に設置された国債整理基金への一般会計からの元金償還資金の繰り入れは、国の財政状況が厳しい時期に抑制される傾向があるが、そうすると、むしろ一般会計の国債費が減少し、見かけ上の財政収支が改善したかたちとなること、である。そこで本稿では、まず、政府債務残高の前年度末の値から当年度末の値を引くことにより、当年度の国の財政収支を計算し、これに対して特別会計分を含めた国債の利払費を支払から控除するという操作を加

⁹ 1944 年度は年度の GNP が利用できないが、1944 暦年の GNP 比でみると 154%となる。

えることで、基礎的財政収支を算出し、国の財政全体の状況をよりの確なカタチで示すこととした¹⁰。

基礎的財政収支の GNP 比が 10%以上の赤字となったのは、日露戦争時(1904～05 年度)と、日中戦争から第 2 次大戦に至る時期(1938 年度～)であり、この 2 つの戦争が日本の財政にとって大きな負担となっていたことが分かる。このうち日露戦争時の 1905 年の赤字は GNP の 26%に達しており、経済規模を勘案すれば、太平洋戦争 2 年目の 1942 年(25%)とほぼ同水準となっている。もっとも、日露戦争期と日中戦争～第 2 次大戦期とを比較すると、日露戦争は早期に終結したため 10%以上の赤字は 2 年しか続かなかったのに対し、日中戦争以降は戦争の長期化により大幅な赤字が数年にわたって続いた点が異なる。なお、日清戦争(基礎的財政収支赤字は 1895 年度 3%)、第 1 次大戦(同じく 1918 年 2%)の財政負担は、これらの戦争に比べて小さかったことが分かる。また、高橋財政期についてみると、一貫して赤字となっていた。ただし、赤字幅は 1932～33 年度の 4%から、34 年度 3%、35 年度 2%と徐々に縮小し、2.26 事件後の 36 年度には 1%となった。これ以外の時期の基礎的財政収支は概ね均衡ないし黒字となっていた。

図 1 と図 2 の関係は、以下のようになっている。図 1 で示されている政府債務残高の対 GNP 比の分子にあたる政府債務残高を決定する主要な要因は、金利の変動を別にすれば、図 2 で示されている過去の基礎的財政収支の累積値である。過去において大幅な赤字が発生した場合には政府債務残高が高まることとなる。日露戦争後、高橋財政期、日中戦争後の状況がこれにあたる。一方、図 1 の分母にあたる GNP の値が変動すれば、各年度の基礎的財政収支の値がほぼ均衡していても、政府債務残高の対 GNP 比は変動し得る。経済成長によって分母の GNP が大きくなれば、対 GNP 比でみた政府債務残高は減少する。第 1 次大戦中の状況がこれにあたる。

上記の方法によって基礎的財政収支を算出することの難点は、財政収支変動の要因を歳出と歳入とに区別して分析することができないことにある。そこで、以下では、財政運営を歳入、歳出に分けて概観する。表 1 は、統計の遡れる 1885 年度から太平洋戦争勃発の年である 1941 年度までの一般会計と臨時軍事費特別会計の合計の歳出・歳入(GNP 比)を表にしたものである。

¹⁰ 本稿では決算ベースの計数を使用しているため、必ずしも政策的意図に基づかない財政収支変動が含まれている可能性がある点には留意する必要がある。

表 1. 一般会計と臨時軍事費特別会計の歳出・歳入純計

(対 GNP 比、%)

	歳入	歳出	歳出の内訳	
			軍事費	その他
1885-93 年度	8.7	6.1	2.3	3.9
1894-95	6.4	10.8	8.3	2.5
1896-1903	9.3	9.4	4.7	4.6
1904-06	12.2	22.9	18.8	4.1
1907-13	13.3	10.3	4.7	5.6
06	13.4	16.0	11.1	4.9
07	15.4	11.8	5.7	6.1
08	14.3	12.2	5.7	6.5
09	13.5	9.9	4.6	5.4
10	12.9	10.2	4.5	5.7
11	12.0	9.6	4.5	5.2
12	12.4	9.3	4.1	5.2
13	12.4	8.7	3.9	4.8
14	12.0	9.9	6.3	3.6
1914-18	10.3	8.1	4.6	3.6
1919-21	8.7	9.0	5.7	3.3
1922-31	9.5	9.0	3.2	5.7
1932-36	8.7	10.8	5.4	5.4
31	10.2	9.4	3.4	6.0
32	9.5	12.1	5.0	7.2
33	9.4	12.2	5.4	6.8
34	8.3	10.4	5.5	4.9
35	8.1	9.9	5.6	4.3
36	8.5	9.5	5.4	4.1
37	9.4	18.3	13.8	4.5
1937-41	10.9	26.1	20.9	5.3
1885-1941	9.9	11.1	6.5	4.7

注 1. 歳入は国債・借入金、前年度剰余金、および臨時軍事費特別会計譲与金を除く。

2. 歳出は国債費を除く。

資料：『昭和財政史 第4巻 臨時軍事費』、『大蔵省年報』各年度版

表 1 には、いくつかの工夫を施してある。第 1 に、図 1、2 と同様、GNP 比を採ること
で、経済規模の異なる時期の財政運営を同じ基準で比較することが可能となるようにして
ある。第 2 に、歳出、歳入の両面で財政運営の実態を把握するために、一般会計決算をベ
ースとしながらも、計数に調整を加えてある。すなわち、歳出からは、国債費を除く一方、
臨時軍事費を加えてある。歳入からは、国債収入および前年度剰余金ならびに臨時軍事費
特別会計剰余金の繰り入れを除いてある。図 2 で示した国の財政収支全体と比べると不完
全ではあるが、一般会計収支と国の財政収支全体との乖離の主因となる臨時軍事費関係と
国債関係という 2 つの大きなかく乱要因を調整してあるので、一般会計の計数をそのまま
みるよりは、実態に近いと考えられる。第 3 に、時期区分は、日清戦争前(1885-93 年度)、
日清戦争期(1894-95 年度)、日清戦争後(1896-1903 年度)、日露戦争期(1904-06 年度)、
日露戦争後(1907-13 年度)、第 1 次大戦期(1914-18 年度)、第 1 次大戦後ワシントン軍
縮会議前(1919-21 年度)、ワシントン軍縮会議後(1922-31 年度)、高橋財政期(1932-36
年度)、日中戦争期(1937-41 年度)、の 10 期に分けてある。このうち日露戦争期につい
ては 1906 年まで戦費の支出が続いていたため、1906 年まで含めている。また、日露戦争
後、高橋財政期については、その前後の年度を含めて各年度計数をあわせて掲げてある。

表 1 をみると、第 2 次大戦前の日本の財政運営上、軍事費の調達ならびに戦後処理が大
きな課題となっていたことが改めて確認できる。軍事費は、1885～1941 年までの単純平均
では 6% (対 GNP 比、以下同じ) であったが、日露戦争期と日中戦争期の軍事費は戦費(戦
争遂行のための直接的経費)を中心に 2 割に達していた。なお、日清戦争期については、
軍事費は 8% となったが日露戦争期や日中戦争期よりその割合は低く、さらに、戦費(2 億
33 百万円)を上回る賠償金(庫平銀 2 億 32 百万両＝3 億 58 百万円)¹¹を得たことから、
長い目でみれば財政運営上の問題とはならなかった。また、第 1 次大戦期の軍事費は 4% 台
であり、高橋財政期には 5% となっていた。

日本政府は、日露戦争の資金調達を、基本的に歳出削減ではなく租税等の増収と国債発
行によって行なった。すなわち、軍事費は、日露戦後は同戦前と同じ 4% 台に戻った一方、
租税等の歳入は、日露戦争前には 9% であったものが、日露戦争期に 12% に上昇し、日露
戦争後はさらに 13% にまで高まった。この間、軍事費以外の歳出は日露戦争期の 4% から
5% 台後半に上昇している。年度別にみると、軍事費、軍事費以外の歳出ともに、1908 年
度までは比較的高い水準となっていた。歳出と歳入の差額は、国債発行によって賄われた。

ワシントン軍縮会議(1921～22 年)の決定に基づく海軍軍縮と、あわせて行なわれた陸
軍の軍縮(いわゆる「山梨軍縮」や「宇垣軍縮」)は、日本に「平和の配当」(peace dividends)
をもたらした。軍事費は、1922～31 年度の平均で 3% に抑制された一方、その他歳出は 6%
と、他の時期に比べて高くなっている。その他歳出の中身は、インフラを中心とする公共

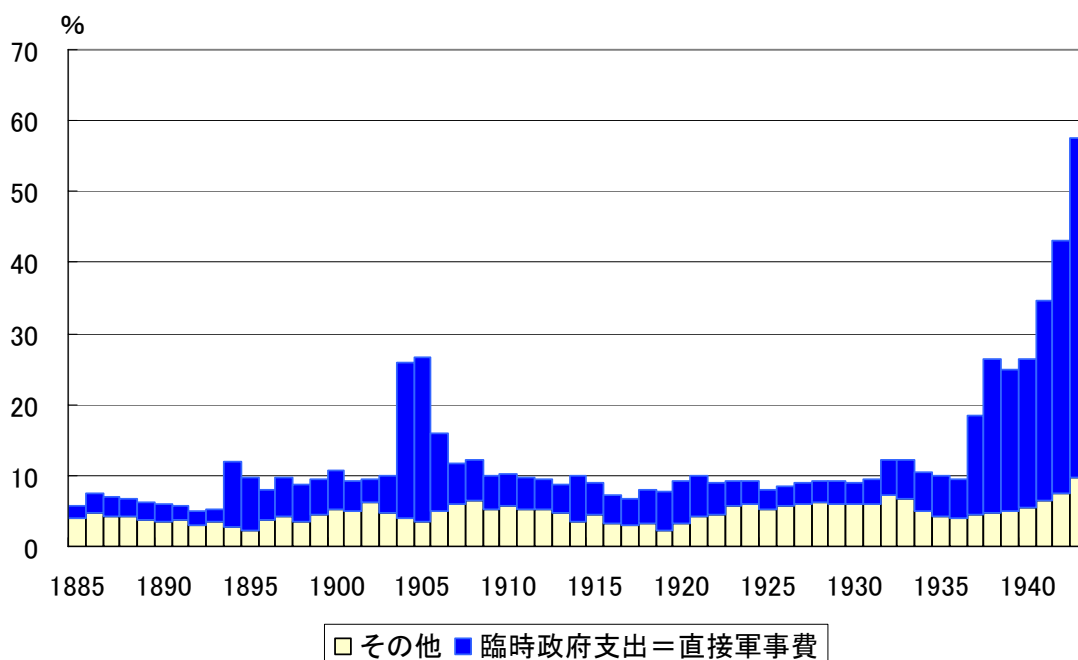
¹¹ 遼東半島還付報償金、威海衛守備費償却金を含む。大蔵省編[1940]、pp.152-153 を参照。

投資¹²や、不良債権処理¹³に充てられた。

高橋財政期の財政収支の悪化は、軍事費の増加の影響が大きい。高橋財政期には、歳出が9%から11%へと上昇し、とくに軍事費が5%台に上昇する一方、軍事費以外の歳出は5%台前半へと若干低下した。高橋財政期を年度別にみると、軍事費は一貫して5%台を維持している一方、軍事費以外の歳出は32年度と33年度には7%と高い水準であったが、34年度以降は4%台へと低下している。そして、日中戦争が開始された1937年度に軍事費は14%に急上昇している。

次に、臨時政府支出をみる。本稿では、大蔵省編[1955]で推計されている「直接軍事費」を臨時政府支出とした。Barro[1986]、Bohn[1998]では、独立的に大きな変動を示す軍事費を他の支出と区別して扱っており、本稿で使用する大蔵省の推計も、推計方法は異なるが同様の考え方に立っている。図3は、フローの一般会計と臨時軍事費特別会計の純計から国債費を除いたもの（表1で示した歳出と同じ計数）と、その内訳としての直接軍事費、その他を示している。直接軍事費は、陸海軍省費、臨時軍事費、および徴兵費の合計で、大蔵省編[1955b]の推計による。直接軍事費がGNPの10%を超えたのは、日露戦争期（1904～06年度）と日中戦争～第2次大戦期（1937年度～）の2回であり、この時期は他の支出項目を大きく凌駕している。

図3. 財政支出(対GNP比)



資料：『昭和財政史 第4巻 臨時軍事費』、『大蔵省年報』各年度版

¹² 中村[1971]、p.147。

¹³ 伊藤[1989]、p.197。

政府債務残高、基礎的財政収支、臨時政府支出をみると、第 2 次大戦前の日本の財政運営は、日露戦争と日中戦争～第 2 次大戦という 2 度の戦争から大きな影響を受けており、これらの大規模な戦争に伴う負担を、通時的な観点からいかに平準化するかが財政運営上の大きな課題となっていたことが推測される。

3. 財政の維持可能性に関する計量経済学的分析

a. 財政の維持可能性に関する検証方法

ここ数十年の間に、計量経済学的手法を用いた財政の維持可能性に関する分析が盛んに行われている。このうち、米国や第 2 次大戦後の日本については比較的多くの研究蓄積がある。Hamilton and Flavin[1986]では、財政が維持可能であるということを「無限先の将来にわたる基礎的財政収支の割引現在価値の合計の期待値がゼロに収束すること」と定義している¹⁴。これに対しBohn[1998、2005]は、こうした定義は投資家（公債の潜在的保有者）の時間的視野の無限性や、金融市場の完全性を仮定し、さまざまな借り手に単一の金利が適用されるような特定化を行なった結果として得られる条件であるとした。そして、より一般的に、「ある経済主体の借り入れ能力は、他の経済主体が当該経済主体に進んで貸そうとするか (other agents' willingness to lend) によって制約される」という観点から、投資家の合理的な行動を明示的に考慮したうえで、政府が公債の発行を継続的にこなうことが可能となる条件を考察している。具体的には、Bohn[1998]は、国債残高の対GDP比が増加した場合に、政府が基礎的財政収支（利払を除いた財政収支）を改善させる行動を採っているかどうかを検証するという手法を提唱している。

土居・中里[2004]は、上記のBohnの意味における財政の維持可能性を実証的に確認する方法として、以下の 3 段階からなる統計的な検証を行うことを提唱している（図 4）¹⁵。はじめに、ある経済において、①公債の中立命題が成立しているかどうかを検証する。公債の中立命題が成立していれば、財政の維持可能性は満たされていると考える。もし、これが成立していなければ、次に、②経済の動学的効率性が満たされているかどうかを検証する。経済の動学的効率性が満たされていない場合は、財政の維持可能性は満たされていると考える。もし、これが満たされていれば、次に、③前年度末の政府債務残高が増加した場合に、基礎的財政収支の黒字を拡大（ないし赤字を縮小）させるという意味で財政収支の改善がなされているかを検証する（以下では、③の検証を「Bohn検定」とする）。

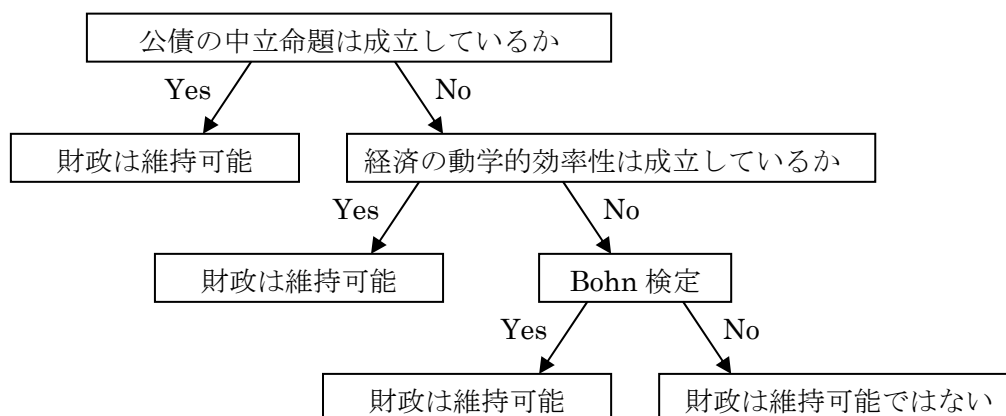
このうち①と②は民間経済主体の行動に関する検証であり、③は政府の財政運営スタンス、換言すれば政府債務残高に対する政府の反応関数に関する検証である。もし、①ないし②の検証において、民間経済主体が財政の維持可能性を満たすよう行動していれば、政府がどのような財政運営を行おうとも、財政の維持可能性は保たれる。そうした条件が

¹⁴ Hamilton and Flavin[1986]、pp.810-812。

¹⁵ 土居・中里[2004]、pp.61-63。

整っていない場合に、政府の財政運営スタンスが問題となるので、③の Bohn 検定を行う必要が出てくるのである。

図 4 財政の維持可能性に関する検証方法



資料：土居・中里[2004]より筆者作成。

第 2 次大戦前の日本の財政の維持可能性に関する計量経済学的手法を用いた研究はほとんどない。管見の限り、浅子他[1993]が第 2 次大戦前の日本に関する唯一の研究であり、戦後の日米両国とあわせて戦前日本の財政の維持可能性を検証している。浅子等は、国債残高が統計的に発散していないか、政府の歳入と歳出が共和分関係にあるか、という 2 点について検証し、戦後日本や米国では財政は維持可能であったのに対し、戦前日本では 1885～1944 年、1885～1936 年の 2 つのサンプル期間について財政は維持可能ではなかった、と論じている。なお、戦前日本の財政がいつから維持可能でなくなったのか、という点については、「軍事費が次第に増大していった 1930 年代の国債の累増」¹⁶についての言及はあるものの、統計的な検証はなされていない。本稿では、Bohn 等の手法を第 2 次大戦前の日本に適用し、戦前日本の財政の維持可能性を検証することとする。具体的には、土居・中里[2004]に沿って第 2 次大戦前の日本における財政の維持可能性を検証する。

b. 第 2 次大戦前の日本における公債の中立命題の検証

公債の中立命題とは、「国民経済全体としてみると、国内で保有されている公債は現在における租税の賦課を将来に繰り延べしたものに過ぎず、純資産ではない。したがって、財政支出の財源調達手段としてみると、公債と租税の相違は経済に対してマクロ的な影響をもたらさない」という命題である¹⁷。

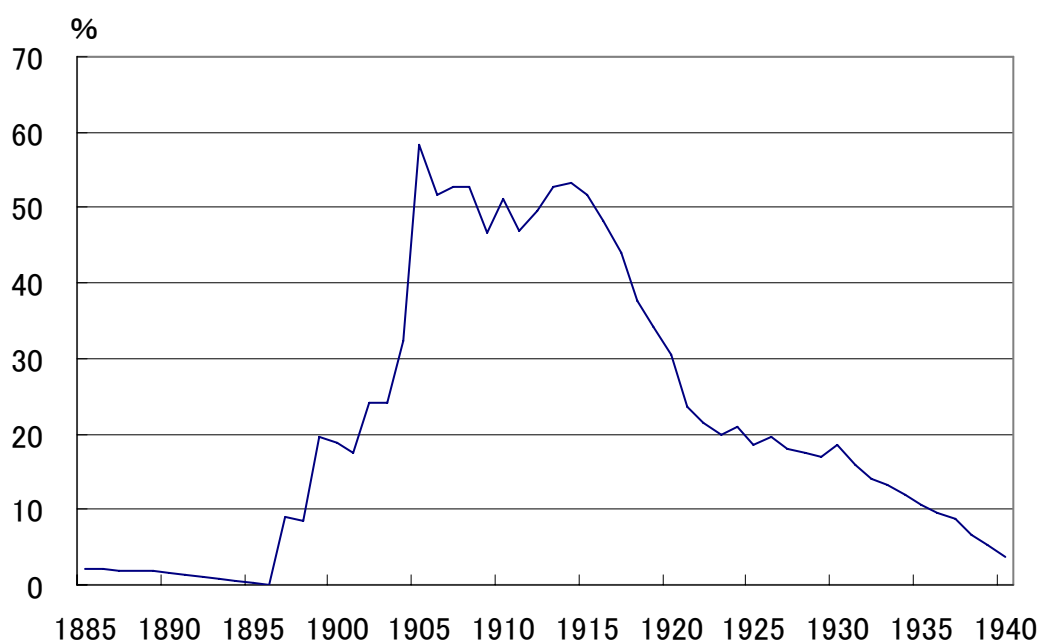
¹⁶ 浅子他[1993]、p.22。

¹⁷ 国債の中立命題については数多くの文献がある。Barro[1974]、Bernhiem[1987]、柴田[1991]、本間[1996]等を参照。

もし、公債の中立命題が成立していれば、各時点における公債残高は将来に繰り延べられた租税負担を示しており、民間の経済主体は各時点において当該租税負担を認識して貯蓄を行うので、例えばマクロ的な需要拡大政策として財政赤字を増加させて減税や財政支出拡大を実施することは、これに見合う貯蓄増加＝消費減少を招くので有効でない。その一方で、公債残高の多寡やその増減にかかわらず、換言すれば、政府がどのような財政運営を行おうとも、財政は常に維持可能であると考えられる。

第2次大戦前の日本の公債のうち、かなりの部分が海外で保有されていた。このような場合には、そもそも公債の中立命題の前提が成立しない。藤野・寺西[2000]をもとに、政府債務（年末値）のうち海外保有分の割合を計算してみる（図5）と、日露戦争後から第1次大戦の前半までは50%を超えているほか、1920年代初には3割程度、30年代前半でも1割を超えており、本稿が対象とする期間のうちかなりの期間においては、そもそも公債の中立命題が該当する状況ではなかったと考えられる。

図5. 政府債務のうち海外保有分の割合



（注） 国債、地方債の合計。海外保有分には外貨債のほか円債のうち海外保有分を含む。

資料： 藤野・寺西[2000]

さらに、実証的には、公債の中立命題は、多くの場合において成立しないことが確認されている。Bernheim[1987]は、米国やカナダにおける公債の中立命題に関する実証研究を批判的に検討し、全体として公債の中立命題は成立していない、と論じている。また、戦後の日本については、本間[1996]、Ihori et al.[2001]などの実証研究が存在しており、いずれも公債の中立命題は成立しない、との結果を得ている。例えば、Ihori et al.[2001]は、第

2 次大戦後の日本について、消費の前年差を被説明変数とし、政府支出控除後の国民純生産、公債残高、対外資産残高の 3 つの変数の前年差を説明変数とする消費関数を推計し、公債残高の前年差の係数が有意であるかどうかを検証した。公債残高の前年差の係数の符号が有意に正であれば、民間経済主体は公債を純資産として認識しており、公債の中立命題は成立していないことになる。Ihori et al.[2001]の推計によれば、公債残高の係数の符号は正で有意となり、公債の中立命題は成立していないとの結果が得られている。この点について、土居・中里[2004]は、「戦後日本経済は、所得税や相続税など明らかに歪みのある租税体系が存在していた。このことだけをとっても、（中略）公債の中立命題は成立しない可能性がある」としている¹⁸。このように、現実の経済においては、公債の中立命題が成立するための条件は整っておらず、多くの場合において公債の中立命題は成立していないとされる。

Bernheim[1987]は、公債の中立命題が成立するためには、①現役世代とその後継世代との間で利他的な動機に基づく移転が行なわれること、②資本市場が完全であるか、不完全である場合でも特定の条件を満たすこと、③将来への租税の繰り延べが同一世代内での所得再分配をもたらさないこと、④租税体系が経済に対して攪乱的でない（歪みがない）こと、⑤財政赤字の存在が「バブル」を通じて経済的価値を創り出さないこと、⑥消費者が合理的であり、かつ長い時間的視野を持っていること、⑦財政運営手段としての国債による資金調達に政治プロセスを変えてしまわないこと、の 7 つの条件をすべて満たさなければならない、と論じた。また、柴田[1991]は、Bernheim[1987]の条件を再検討して、異質な経済主体が存在し、その異質な経済主体間で何らかの再分配が行われる状況のもとでは、公債の中立命題は成立しない、とした。

本稿では、第 2 次大戦前の日本においては、公債の中立命題が成立する前提条件が成立していたとはいえないこと、先行研究において、多くの場合に公債の中立命題が成立していないことが確認されていること、を踏まえ、公債の中立命題の成立を前提とはせず、次に、経済の動学的効率性の検証を行うこととする。

c. 第 2 次大戦前の日本経済における動学的効率性の検証

経済の動学的効率性が満たされている状態とは、投資から得られる実質利益が実質資本の増分（実質投資額）を上回っている状態を指す。逆に、この条件が満たされていない場合には、経済全体として発生する利益よりも多額の投資を実施していることになり、これを資金調達サイドからみれば、ネットでみて過去の債務を返済しなくてもよい状態と考えることができる¹⁹。

動学的効率性が満たされていない経済においては、政府は基礎的財政収支の赤字を恒久的に続けることが可能である。この場合、政府が「無限先の将来の政府債務残高の割引現在

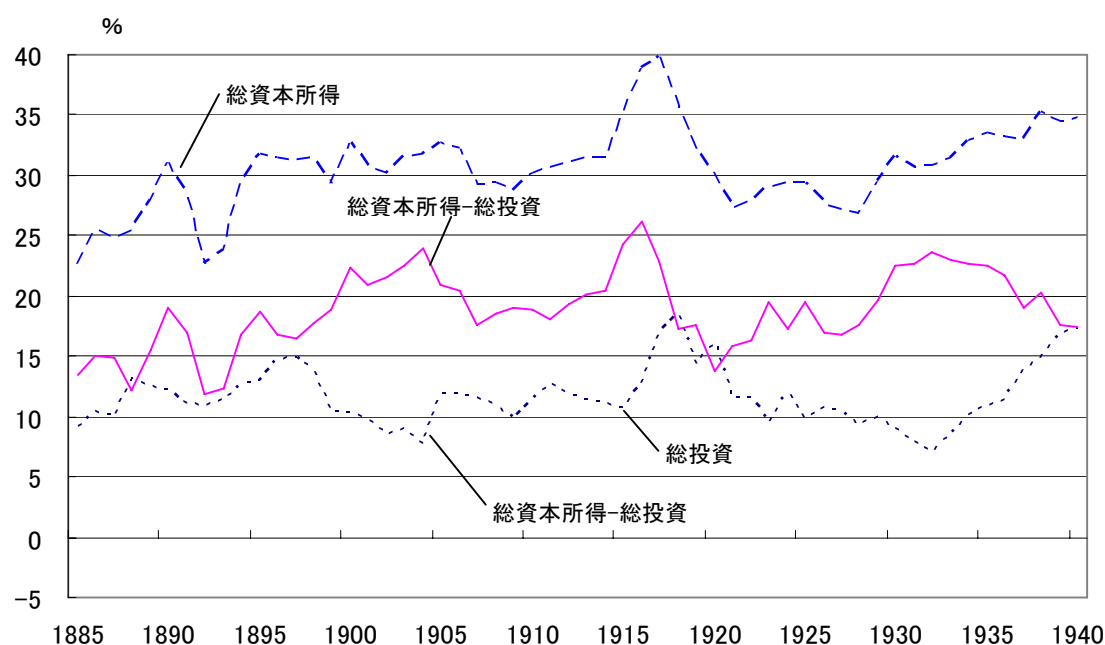
¹⁸ 土居・中里[2004]、p.61。

¹⁹ 経済の動学的効率性については、Abel et al. [1989]を参照。

価値の期待値がゼロに収束する」ような財政運営を行わなくても、財政は維持可能であると考えられる。

Abel et al.[1989]は、現実の経済は技術進歩や人口成長が確率論的（stochastic）な状況にあるため、国債金利と成長率の単純な比較により動学的効率性が満たされているかどうかを検証することは適切ではないとして、より適切な方法として、会計的に算出される経済の生産部門への資金流入（総投資）と同部門からの資金流出（総資本所得）との差額、言い換えれば生産部門からの純資金流出が正の値を取るかどうかを検証すべきであるとした。そして、1929 年から 85 年までの米国について、年単位でみると、マクロ的な資金フローから計算される総資本所得が常に総投資を上回っていたことを示し、この時期の米国において動学的効率性が満たされていたことを示した。

図6. 総資本所得と総投資(対GNP比)



資料： 大川一司・高松信清・山本有造[1974]、第4表（pp. 184-186）、南亮進・小野旭[1975]、pp. 553-568、および付表 18（pp. 616-623）、山田三郎[1973]、pp. 107-128、第6表（p. 116）

ここでは、Abel et al.[1989]に基づき、第2次大戦前の日本において、動学的効率性が満たされていたかどうかを検証する。具体的には、第一次産業と非第一次産業とに分けて計算された資本分配率と各産業のシェアを用いてマクロ的な資本分配率を算出し、これに民間国民総生産を乗じて民間総資本所得を算出する。これから民間総投資を控除することにより、マクロの総資本所得と総投資の差を算出する（図6、対GNP比）²⁰。資本分配率等の

²⁰ 資本分配率は、第一次産業については山田[1973]（p.116 第6表）の農業に関する「地代」と「固定資本利子」の合計値、非第一次産業については南・小野[1975]（pp.616-617 付表

推計はある程度の幅をもってみる必要があるが、総資本所得は一貫して総投資を上回っており、第 2 次大戦前の日本においては、動学的効率性が満たされていたと考えられる。なお、1885 年から 1940 年までの平均でみると、総資本所得と総投資の差は GNP の 18.8% となっている。Abel et al.[1989]によれば、1960 年の日本において、総資本所得と総投資の差は GNP の 17.6% となっており、単純な比較はできない面もあるが、本稿の推計はこれに近い。

d. 第 2 次大戦以前の日本の財政に関する Bohn 検定

これまでの検討により、第 2 次大戦前の日本において、公債の中立命題は成立しておらず、また、経済の動学的効率性は満たされていたことが確認された。そこで次に、Bohn 検定により、政府の財政運営スタンスからみた財政の維持可能性を検証する。

Bohn 検定は、政府の財政運営をもとにその国の財政が維持可能であるかどうかを検証する方法として、標準的なものとなりつつある。Bohn [1998]は、この方法を用いて、米国財政は 1916～95 年までの期間について維持可能であったとしている。さらに、Bohn [2005]では、同じ手法を 1792～2003 年までの期間に拡張して適用し、米国の財政は 200 年以上にわたって維持可能であったとしている。Ihori et al. [2001]は 1956～98 年の日本の国の財政に Bohn 検定を適用し、近年において日本の財政が維持可能でなくなっている可能性を示した。土居・中里[2004]は、Bohn 検定を 1956～2000 年の日本の国と地方をあわせた一般政府部門全体に適用し、1990 年代初頭までの日本の財政運営は維持可能であったが、1990 年代中葉以降の財政運営は維持可能ではないと指摘している。Ghatak and Sanchez-Fung [2006]は、1970～2000 年のエマージング諸国（ペルー、フィリピン、南アフリカ、タイ、およびベネズエラ）の財政の維持可能性を検証するために、Bohn 検定を用いている。

Bohn[1998]では、以下の定式化により財政の維持可能性を検証している。

$$(1) \quad s_t = \alpha_0 + \rho \cdot d_{t-1} + \alpha_G \cdot GV_t + \alpha_Y YV_t + \varepsilon_t,$$

ここで、 s_t は t 期の基礎的財政収支黒字（対 GDP 比）、 d_{t-1} は $t-1$ 期末の政府債務残高（対 GDP 比）、 GV_t は t 期の臨時政府支出（対 GDP 比）、 YV_t は t 期の循環的変動要因²¹である。Bohn[1998]では、 d_{t-1} の値がある値より大きい場合において、 d_{t-1} の係数 ρ が有意に正の値をとれば、財政の維持可能性が満たされていると考える。その説明は土居・中里[2004]（pp.80-81）に詳しい。直感的な説明としては、政府債務残高がある値より大きい場合において、前年度末の政府債務残高が増加したときに基礎的財政収支の黒字を拡大（ないし赤

18) の「労働分配率」を 1 から控除した値を用い、産業シェアは、大川他[1974]（p.202 第 9 表）の産業別純国内生産の値を用いた。民間総投資は、大川他[1974]（pp.184-186 第 4 表）から採った。

²¹ 循環的変動要因は、各年度の実質 GNP の対数値のトレンドからの乖離として求めた。これは、GNP ギャップを計測する際に簡便法としてしばしば用いられる方法である。トレンドの算出は HP フィルター（ $\lambda=100$ ）を使用。

字を縮小) させるという意味で財政収支の改善がなされていれば、財政の維持可能性が満たされていると考えるのである。

Bohn は、米国においては、政府債務残高がサンプル期間中の平均よりも大きい時期において上記の条件が成立していることから、米国の財政は維持可能であったとした。

表 2. 第 2 次大戦以前の日本に関する Bohn 検定の結果

被説明変数：基礎的財政黒字

サンプル期間：1886-1943 年

観測数：58

推計式：
$$s_t = \alpha_0 + \rho \cdot d_{t-1} + \alpha_G \cdot GV_t + \alpha_Y YV_t + \varepsilon_t$$

d: 政府長期債務	a1)	a2)
α_0	2.647 (3.48) ***	2.101 (2.51) **
ρ	0.031 (1.41)	0.061 (2.39) **
α_G	-0.874 (-18.66) ***	-0.962 (-16.13) ***
α_Y	-12.51 (-1.18)	-9.856 (-0.58)
adj. R ²	0.904	0.897
DW	1.87	1.75

d: 政府債務合計	b1)	b2)
α_0	2.816 (3.45) ***	1.835 (1.98) *
ρ	0.023 (1.04)	0.066 (2.44) **
α_G	-0.865 (-17.96) ***	-0.975 (-15.47) ***
α_Y	-13.514 (-1.25)	-8.733 (-0.50)
adj. R ²	0.908	0.892
DW	1.89	1.75

注 1. カッコ内は t 値。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意。

2. a1 および b1 推計は最小二乗法による。a2 および b2 推計は説明変数ならびに被説明変数の 1 期ラグを操作変数とする二段階最小二乗法による。

ここでは、2 節で示した第 2 次大戦以前の日本のデータに基づいて、Bohn 検定を行う。まず、1886～1943 年²²の期間について、(1)式の定式化に基づく推計を行なう。推計にあたっては、最小二乗法 (OLS) (a1、b1) ならびに説明変数の 1 期ラグを操作変数とする 2

²² 以下の数量的分析ではすべて年度計数を使用するが、便宜上、表示は「年」とする。

段階最小二乗法（2-SLS）（a2、b2）を行う。前期末政府債務 d_{t-1} としては、期間 1 年以上の長期債務（a1、a2）、および期間 1 年未満の政府短期証券や借入金を含めた政府債務全体（b1、b2）、の 2 つの場合を考える。

推計結果をみるにあたっては、 d_{t-1} の係数 ρ の符号と有意性が重要である。推計結果（表 2）をみると、いずれの推計においても ρ は正である。2-SLS 推計では ρ は有意である一方、OLS 推計では 10%水準でも有意ではない。なお、政府債務として長期債務を使用した場合と短期債務も含めた政府債務全体を使用した場合とで、結果はほぼ同様であった。

e. 構造変化を考慮した Bohn 検定

2.a 節の叙述的分析を踏まえると、分析対象期間に日本政府の財政運営に構造変化が生じていた可能性が考えられる。とくに、初期の段階では維持可能であった日本の財政が、いつの時点からか維持可能でなくなり、最終的に第 2 次大戦後の急激なインフレーションにつながった可能性があり、こうした構造変化が生じた契機として、日露戦争、第 1 次大戦、高橋財政などが考えられる。

そこでここでは、構造変化を考慮した Bohn 検定を行ない、構造変化の生じていた時期と構造変化の内容を検討する。はじめに、逐次 Chow 検定により、構造変化の有無の確認と、構造変化が生じていた場合の構造変化時期の特定を行う。次に、ダミー変数を含む Bohn 検定を行ない、構造変化の内容をみる。さらに、 ρ に関する反復 t 検定（recursive t-statistics approach）を行ない、サンプル期間内の ρ の有意性の変化をみる。

Chow 検定とは、OLS 推計において、構造変化を想定する期より前（当該期を含まない）においてゼロ、当該期以降において 1 の値を取るダミー変数を含む推計式の説明力が、これに含まない推計式の説明力を上回っているかどうかを検定する（F 検定）ものである。逐次 Chow 検定とは、事前に構造変化を想定する期を特定せずに順次ずらして検定を繰り返す、統計的にみた構造変化の有無と、構造変化が生じていた場合の構造変化時期の特定を行なうものである。

逐次 Chow 検定の結果（図 7）をみると、1906 年前後、1917 年前後、1932 年前後のそれぞれの時期に構造変化が生じていたことが示唆される。

Chow 検定により検出された構造変化は、先行研究で示された財政運営上の 3 つの転機と一致しており、これまでの歴史的資料を用いた研究の成果が、統計面から確認されたかたちとなっている。すなわち、1906 年は日露戦争終結の翌年であり、1917 年は第 1 次大戦終結の前年であると同時に日本における政党政治確立の前年でもある。そして、1932 年は高橋財政開始の年にあたる。なお、馬場財政の開始された 1936 年、あるいは日中戦争が勃発して日本が本格的な戦時経済に突入したとされる 1937 年については、Chow 検定からは構造変化は観察されなかった²³。

²³ 厳密には、1909 年付近にも、5%有意水準で構造変化の存在が示唆される。後でみるように、先行研究によれば、1909 年には日露戦後経営のための積極財政から非募債主義に基

図7. 逐次Chow検定(F値)

被説明変数: 基礎的財政収支

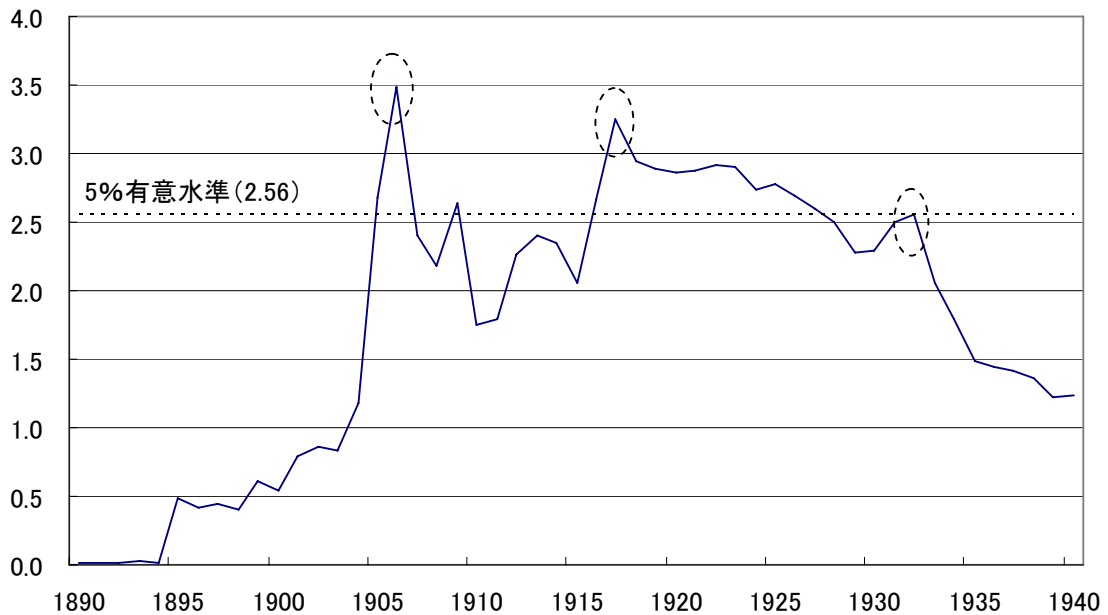


表 3. サブ・サンプル期間の記述統計

サンプル期間	(対 GNP 比、%)				フル・サンプル (1885-1943 年)
	1885-1905 年	1906-16 年	1917-31 年	1932-43 年	
観測数	21	11	15	12	59
政府長期債務	24.541 (8.992)	55.739 (9.053)	31.474 (6.715)	70.477 (24.581)	41.463 (22.579)
政府債務合計	28.083 (10.747)	58.622 (8.913)	33.032 (6.571)	73.034 (24.837)	44.178 (22.775)
基礎的財政収支黒字	-1.546 (6.431)	1.023 (3.818)	-0.111 (1.209)	-12.101 (10.107)	-2.849 (7.721)
臨時政府支出	5.742 (5.964)	5.338 (2.076)	3.848 (1.085)	17.894 (13.970)	7.656 (8.837)

(注) 数字は平均、カッコ内は標準偏差。

づく緊縮財政への移行という政策運営スタンスの変化があったとされている。以下のダミー変数を用いた分析では、1906 年と 1909 年という近接する 2 つの構造変化時点のうち、より F 値の大きい 1906 年に構造変化が生じたと仮定して分析を行っているが、いずれにしても、日露戦争後における構造変化の存在が統計的に確認されているという点が重要である。

表 3 は、上記 Chow 検定により検出された構造変化時期により区分した 4 つのサブ・サンプル期間および全サンプル期間について、政府債務（長期債務ならびに全債務）、基礎的財政収支黒字（マイナスは赤字）、および臨時政府支出の GNP 比を示したものである。

1885-1905 年は、日本の近代的な財政基盤が確立してから日露戦争により政府債務が大幅に増加するまでの期間に該当する。政府債務残高、基礎的財政収支赤字はいずれも全サンプル期間の平均より小さく、健全な財政運営が行なわれていたことを示唆している。

1906-16 年は、日露戦争により政府債務が大幅に増大してから第 1 次大戦により債務負担が軽減されるまでの期間に該当する。政府債務残高はその前の時期に比べて倍増し、全サンプル期間の平均を上回っている一方、基礎的財政収支は黒字となっており、政府が日露戦争の債務返済に注力していたことが窺われる。

1917-31 年は、第 1 次大戦から高橋財政開始前までの期間に該当する。政府債務残高は全サンプル期間の平均を下回り、基礎的財政収支はほぼ均衡しており、健全な財政運営が行なわれていたことを示唆している。また、この時期は臨時政府支出（軍事費）が他の時期に比べて少なく、軍縮の効果が現れていると考えられる。

1932-43 年は、高橋財政から第 2 次大戦までの期間に該当する。政府債務残高、基礎的財政収支赤字、臨時政府支出のすべてが全サンプル期間の平均を大きく上回り、財政運営が悪化していたことを示唆している。

次に、具体的にどのような構造変化が生じていたかを探るため、以下の定式化を用いて、ダミー変数を含む Bohn 検定を行う。

$$(2) \quad s_t = (\alpha_0 + \alpha_\pi \cdot D_\tau) + (\rho_0 \cdot d_{t-1} + \rho_\pi \cdot d_{t-1} \cdot D_\tau) + (\alpha_{G0} \cdot GV_t + \alpha_{G\pi} \cdot GV_t \cdot D_\tau) + \varepsilon_t,$$

ここで、 D_τ は τ 期より前（ τ 期を含まず）においてゼロ、 τ 期以降（ τ 期を含む）において 1 の値をとるダミー変数であり、 $\tau=1906$ 年、1917 年、1932 年の 3 つのケースについて推計を行っている。なお、以下では、推計の自由度を確保するために、係数が有意でない循環的変動要因 YV_t （すべてのケース）、および定数項ダミー（ $\tau=1917$ 年、1932 年のケース）を説明変数から除いて推計を行なう。

本稿の問題意識からは、前期末政府債務の係数ダミー ρ_π の有意性と符号が重要である。推計結果（表 4）をみると、 ρ_π はいずれの推計においても有意であり、逐次 Chow 検定で検出された 3 つの構造変化時点において、前期末政府債務と当期の基礎的財政収支との間の関係に変化が生じていたことを示唆している。

表 4. ダミー変数を用いた Bohn 検定の結果(その 1)

被説明変数: 基礎的財政黒字

サンプル期間: 1886-1943 年

観測数: 58

推計式: $s_t = (\alpha_0 + \alpha_\pi \cdot D_\tau) + (\rho_0 \cdot d_{t-1} + \rho_\pi \cdot d_{t-1} \cdot D_\tau) + (\alpha_{G0} \cdot GV_t + \alpha_{G\pi} \cdot GV_t \cdot D_\tau) + \varepsilon_t$

d: 政府長期債務

	Dummy ₁₉₀₆			Dummy ₁₉₁₇			Dummy ₁₉₃₂			ダミーなし		
α_0	10.870	(3.75)	***	3.675	(4.38)	***	2.842	(3.16)	***	2.408	(3.28)	***
α_π	-9.576	(-3.05)	***	-			-			-		
ρ_0	-0.290	(-2.32)	**	0.043	(2.14)	**	0.049	(2.26)	**	0.038	(1.86)	*
ρ_π	0.347	(2.70)	***	-0.092	(-3.71)	***	-0.098	(-3.48)	***	-		
α_{G0}	-1.002	(-11.69)	***	-1.030	(-13.29)	***	-0.985	(-12.57)	***	-0.884	(-19.16)	***
$\alpha_{G\pi}$	0.120	(1.16)		0.343	(2.99)	***	0.327	(2.76)	***	-		
adj. R ²	0.916			0.921			0.919			0.904		
DW	1.74			2.15			2.08			1.78		

注 1. D_τ は τ 期より前 (τ 期を含まず) においてゼロ、 τ 期以降 (τ 期を含む) において 1 の値をとる。

2. カッコ内はt値。推計は最小二乗法による。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意。

このうち $\tau=1906$ 年のケースでは、1905年以前と1906年以降との変化をみると、1905年以前では、前年度末政府債務の係数は負(-0.29)であるのに対し、1906年以降は正(-0.29+0.35=0.06)となっており、政府が債務の増加に対してより厳しい姿勢で臨むようになったことを示唆している。表3でみたとおり、政府債務残高は1906年以降の時期にはそれ以前と比べて高い水準となっており、日露戦争を機に高まった政府債務残高を前にした政府が、より緊縮的な財政運営スタンスに転じたという叙述的分析と整合的である。

$\tau=1917$ 年のケースでは、1916年以前は、前年度末政府債務の係数は正(0.04)であったのに対し、1917年以降は負(0.04-0.09=-0.05)となっており、政府が債務の増加に対してより緩い姿勢で臨み、財政の維持可能性が損なわれる方向への変化が生じたことを示唆している。

$\tau=1932$ 年のケースでも、1931年以前では、前年度末政府債務の係数は正(0.05)であったのに対し、1932年以降では負(0.05-0.10=-0.05)となっており、やはり政府が債務の増加に対してより緩い姿勢で臨み、財政の維持可能性が損なわれる方向への変化が生じたことを示唆している。

(2) 式の推計において、1917年ないし1932年を契機に、前年度末政府債務の係数がマ

イナス方向に変化していることが示された。そこで次に、1917 年と 1932 年の構造変化のどちらがより有意な構造変化であったのかをみるために、1906-43 年のサンプル期間において、1917 年、1932 年の 2 つの時期についてのダミー変数を含む以下の定式化を考える。

$$(3) \quad s_t = \alpha_0 + (\rho_0 \cdot d_{t-1} + \rho_{\pi 1} \cdot d_{t-1} \cdot D_{\tau 1} + \rho_{\pi 2} \cdot d_{t-1} \cdot D_{\tau 2}) + (\alpha_{G0} \cdot GV_t + \alpha_{G\pi 1} \cdot GV_t \cdot D_{\tau 1} + \alpha_{G\pi 2} \cdot GV_t \cdot D_{\tau 2}) + \varepsilon_t,$$

ここで、 $D_{\tau 1}$ は 1917-31 年について 1、それ以外の期間についてゼロの値をとり、 $D_{\tau 2}$ は 1931 年以前においてゼロ、1932 年以降について 1 の値をとるダミー変数である。 $D_{\tau 1}$ ダミーを 1917-31 年について 1 とし、 $D_{\tau 2}$ ダミーを 1932 年以降について 1 としたのは、緊縮的な財政運営が行なわれていたと考えられる 1906-16 年の時期を基準として、1917-31 年、および 1932 年以降の 2 つの時期の財政運営が、それぞれ基準となる時期に比べて有意に異なっていたかどうかを検証するためである。

表 5. ダミー変数を用いた Bohn 検定の結果(その 2)

被説明変数：基礎的財政黒字

サンプル期間：1906-1943 年

観測数：38

推計式： $s_t = \alpha_0 + (\rho_0 \cdot d_{t-1} + \rho_{\pi 1} \cdot d_{t-1} \cdot D_{\tau 1} + \rho_{\pi 2} \cdot d_{t-1} \cdot D_{\tau 2}) + (\alpha_{G0} \cdot GV_t + \alpha_{G\pi 1} \cdot GV_t \cdot D_{\tau 1} + \alpha_{G\pi 2} \cdot GV_t \cdot D_{\tau 2}) + \varepsilon_t$

d：政府長期債務

α_0	2.146	(0.66)	
ρ_0	0.072	(1.14)	
$\rho_{\pi 1}$	-0.056	(-1.03)	
$\rho_{\pi 2}$	-0.105	(-2.33)	**
α_{G0}	-0.995	(-3.07)	***
$\alpha_{G\pi 1}$	0.290	(0.52)	
$\alpha_{G\pi 2}$	0.318	(0.91)	
adj. R ²	0.937		
DW	1.94		

注 1. $D_{\tau 1}$ は 1918-31 年について 1、それ以外の期間についてゼロの値をとる。

$D_{\tau 2}$ は 1931 年以前においてゼロ、1932 年以降について 1 の値を取る。

2. カッコ内は t 値。推計は最小二乗法による。***、** はそれぞれ 1%、5% 水準で有意。

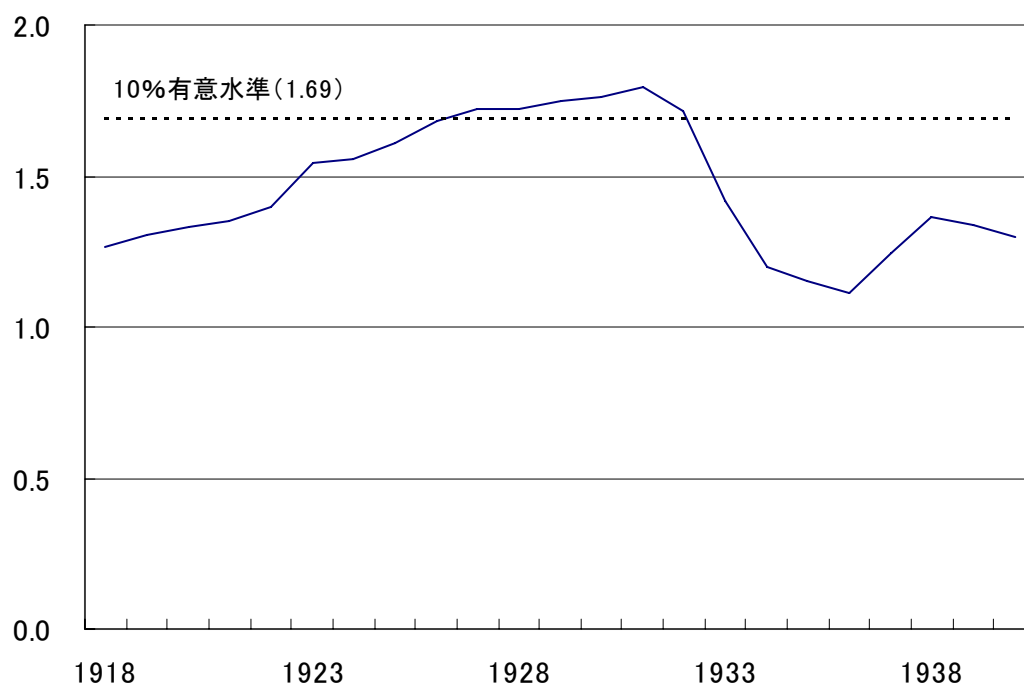
推計結果(表 5)をみると、前年度末政府債務の係数ダミーの符号は、1917-31 年、1932-43 年のいずれについても負であるが、1917-31 年については有意でなく、1932-43 年について

は有意となっている。また、その絶対値は 1932-43 年の方が大きい。このことは、統計的には、1932 年における構造変化のほうが 1917 年における構造変化より頑強なものであることを示している。さらに、前年度末政府債務の係数を計算してみると、1906-16 年が 0.072、1917-31 年が $0.072-0.056=0.016$ といずれも正であるのに対し、1932-43 年は $0.072-0.105=-0.033$ と負となっている。以上の結果は、1932 年を契機として日本の財政運営が維持可能なものでなくなったことを示している。

f. Bohn の方法における政府債務係数の逐次 t 検定

ここでは、Ghatak and Sanchez-Fung[2006]によって提唱された ρ に関する反復 t 検定 (recursive t-statistics approach) を用いて、時期による前年度末政府債務の係数の有意性の変化をみる。Ghatak and Sanchez-Fung[2006]は、第 2 次大戦後の発展途上国における財政の維持可能性の時期による変化を検証するために、(1)式の推計期間の終期を 1 年ずつ引き伸ばし、サンプル期間の異なる推計において前年度末政府債務の係数 ρ の有意性を示す t 値がどのように変化するかをみている。

図8. 政府債務係数の逐次t検定結果



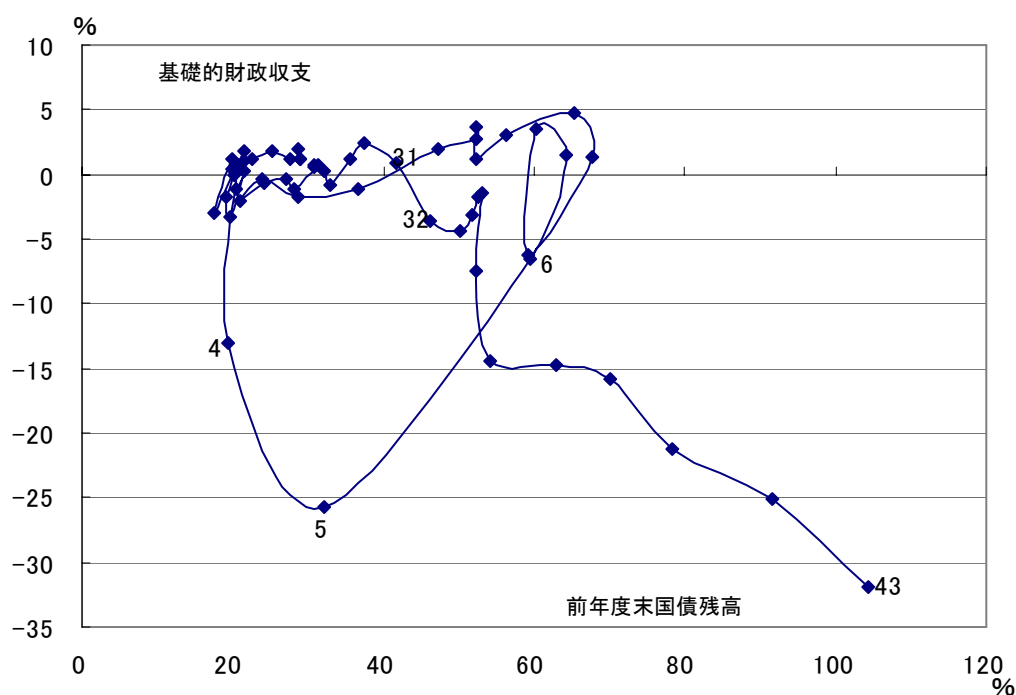
Bohn 検定では、前年度末政府債務の係数 ρ が有意に正であることが、財政が維持可能である条件となっている。本稿のこれまでの分析により、第 2 次大戦前の日本では、時期によって前年度末政府債務の係数が変化していたことが示されている。そこで、サンプル期間の始期を 1886 年とし、終期を 1918 年から 1 年ずつ伸ばして(1)式を推計して、 ρ

の有意性を示す t 値の変化をみた（図 8）。これをみると、1931 年までは終期を延長することによって t 値が改善している一方、1932 年以降は悪化している。また、終期を 1926 年から 1932 年とする推計では ρ は 10%水準で有意にゼロと異なっているが、1933 年以降は 10%水準で有意にゼロと異ならなくなっている。このことは、高橋財政の開始を契機として、日本の財政が維持可能でなくなったことを示している。

g 推計結果の検討

以上の推計結果を視覚的に確認するために、Bohn[1998]、土居・中里[2004]が用いた図をもとに説明したい。図 9 は、縦軸に各年度の基礎的財政収支をとり、横軸に前年度末の政府債務残高をプロットしたものである。Bohn が述べていることのエッセンスは、この図において右上がりの関係が保たれていれば、財政は維持可能である、ということである。各年度の予算編成時点では、前年度末の政府債務残高は政府にとって操作可能ではなく、政府が操作可能な変数は当該年度の基礎的財政収支の大きさである。政府が、前年度末の国債残高が増加（減少）した場合に基礎的財政収支を黒字化（赤字化）させるような財政運営を行ってれば、財政は維持可能と考えるのである。

図9. 基礎的財政収支と前年度末国債残高(対GNP比)



資料： 図 1、図 2 参照

本稿の推計結果は、1931 年までは長期的には右上がりの関係が保たれていたのに対し、1932 年以降、これが右下がりの関係に移行したということを示している。図 9 においては、

日露戦争中の 1904-05 年にかけて基礎的財政収支が大幅に悪化（図中では下方に移動）し、これに続いて国債残高が急拡大（図中では右方に移動）しているが、1904-05 年を除けば、1931 年までは、右上がりの関係は保たれている。これに対して、1932 年以降はこの関係が崩れ、長期的にみて右下がりの関係に移行したことが確認できる。やや細かくみると、1932 年から 33 年にかけて右下がりの関係となり、34 年から 36 年にかけては若干右上がりとなるが、基礎的財政収支の改善の程度は不十分で、統計的にみると、右上がりから右下がりの関係への構造変化は、37 年の馬場財政開始時ではなく、32 年の高橋財政開始時に発生したということになる。

本節における数量分析の結果は、大内兵衛以来の伝統的な捉え方である、国債累増と終戦直後のハイパー・インフレーションへと向かう出発点としての高橋財政の位置づけを裏付けるものである。すなわち、高橋財政期以降、政府債務残高が増加するなかで財政収支を実際に行われた以上に改善させる必要があったが、実際には必要な歳出削減策ないし増税策が採用されなかった、というものである。このことは、高橋財政の後期における緊縮的な財政政策の実施を強調する中村[1971]、原[1981]の見解よりは、高橋財政を通じて財政運営の歯止めが効かなくなる要素が内在していたとする、島[1983]、武田[2002]の見解を統計的に支持するものである。

これまでの数量的分析により、高橋財政開始の前後を契機として、「政府債務残高が増加するなかで基礎的財政収支を改善するような財政運営が行われなくなった」という意味において、日本における財政運営スタンスが変化し、財政が維持可能でなくなったことが示された。しかしながら、数量的分析では、財政が維持可能でなくなった理由、背景については明らかにすることはできない。例えば、数量的分析の結果をもって、「高橋の赤字財政や日本銀行の国債引き受けという枠組みが第 2 次大戦後の急激なインフレを引き起こす原因となった」ということはできないのである。この点については、次節の資料的分析が有用である。

4. 財政運営スタンス変化の背景に関する資料的分析

本節では、高橋財政を契機とする財政運営スタンスの変化の背景について、先行研究を踏まえつつ歴史的資料を用いた分析を行う。その際、国内、国際両面から、財政政策のガバナンス（統治）に影響を与える要因に焦点をあてる。このうち、国内的な側面では明治憲法下の政治制度に起因する政府部内の調整上の問題点（coordination problem）、国際的な側面では金本位制下の国際金融市場を通じた財政規律のあり方に焦点をあてる。

時期的には、日本の近代史上、財政の維持可能性が大きな政治的課題となった日露戦争後、第 1 次大戦により状況に変化が生じた 1920 年代と、高橋財政の開始直前の時期とを対比したうえで、高橋財政の論理と現実について考察する。これまでの資料的研究は、例えば日露戦争期、高橋財政期といった個々の時代の財政運営を分析することに主眼がおかれていた。日本の財政をめぐる環境が大きく変化したこれらの時期における政策当局の対応

を比較することによって、高橋財政期に財政の維持可能性が失われた背景が浮き彫りになると期待される。

a. 明治憲法下の政治制度

財政政策は、政策の運営プロセスという点で、他のマクロ経済政策、例えば金融政策と異なる。歴史的にみると、財政政策は、内閣や大蔵省といった財政当局が一元的に決定してきたわけではなく、予算編成をめぐる議会その他における政治過程を経て、さまざまな関係者間の調整の結果として、最終的に政府全体として決定されてきた²⁴。その際、政治制度は、政府全体として組織的な意思決定を行うにあたっての前提となるものであった。

ここでは、第 2 次大戦前の明治憲法（大日本帝国憲法）下における日本の政治制度を概観する。第 2 次大戦後の新憲法（日本国憲法）下と同様、明治憲法下においても予算編成権は（行）政府にあり、大蔵省がその事務を所掌していた²⁵が、第 2 次大戦後の新憲法下と比べた第 2 次大戦前の政治制度の特色は、議会、内閣、官僚、枢密院、陸海軍といった実質的な権力を持つさまざまな機関が直接天皇に結びつき、内閣の調整力が弱い点にあったとされる²⁶。中村[1993]は、分立するさまざまな権限を事実上調整していたのは憲法上の機関ではなく、天皇から首相の選任について諮問を受けるなど政治上の重要決定に関与していた元老であったとしている²⁷。しかしながら、その調整には限界があった。とくに、天皇

²⁴ これに対し、金融政策決定の過程では、歴史的にみて、時として強い政治的な圧力に晒されていたとしても、最終的な決定権限は中央銀行ないし大蔵省という政策当局に集中していた。一方、政策当局にとって重要な関心事となっていたのは、金融政策遂行の場である広義の金融市場との関係であった。

²⁵ 明治憲法第 64 条では、「国家ノ歳入歳出ハ毎年豫算ヲ以テ帝國議會ノ協賛を経ヘシ」と定めていた。毎年の予算編成・議会審議の日程をみると、一般会計の場合、毎年 6～7 月に各省大臣から大蔵大臣に提出された翌年度の「歳入概算書」および「歳出概算書」に基づいて大蔵省が査定を行ない、大蔵大臣は、毎年 11 月頃の閣議に翌年度の「歳入歳出概算書」を提出し、閣議決定を得る。その後、この閣議決定に基づいて各省大臣が正式の「予算経費要求書」と「歳入予定計算書」を作成して大蔵大臣に送付し、これに基づいて大蔵大臣が歳入・歳出の総予算を調製する。これら一連の過程で、大蔵大臣と各省との交渉が行なわれる（特別会計もこれに準ずる）。議会では、衆議院が予算の先議権を有し（明治憲法第 65 条）、予算は議会の冒頭に提出することとされていた（会計法第 7 条）。もっとも実際には、毎年議会は 12 月 25 日前後に召集された後、すぐに休会に入ることから、通常、1 月 20 日過ぎの休会明けに、首相と大蔵大臣の連名により議会に提出され、はじめに衆議院本会議における大蔵大臣のいわゆる「財政演説」、予算委員会での質疑、議決、本会議での議決を経て、衆議院から貴族院に回付され、貴族院での同様の審議を経て、成立するのが通例であった。西野[1926]、pp.11-85、前田[1930]、pp.17-19、pp.55-63、pp.99-182 を参照。

²⁶ 中村[1993]、pp.10-13、および村松・伊藤[2001]、p.82 を参照。

²⁷ 元老は、伊藤博文（生没年：1841-1909 年）、黒田清隆（1840-1900 年）、山縣有朋（1838-1922 年）、松方正義（1835-1924 年）、井上馨（1836-1915 年）、西郷従道（1843-1902 年）、大山巖（1842-1916 年）、桂太郎（1848-1913 年）、西園寺公望（1849-1940 年）の 9 名である。日露戦争終了時には伊藤、山縣、松方、井上、大山、桂、西園寺の 7 名が健在で

に直属し統帥権を持つ軍部は、作戦用兵上の独立の権限を持ち、国防計画の立案について内閣から独立していた。内閣の決定は全会一致でなければならず、予算その他の案件で陸海軍大臣が内閣の決定に従わない場合には、閣内不統一の理由で内閣は総辞職しなければならない。こうした制度のもとでは、軍部は財政政策の運営に関して事実上の拒否権を持っていたと考えることができる。以下でみるように、財政当局としては、事実上の拒否権を持つ軍部との交渉が毎年の予算編成の過程で極めて重要な位置を占めていた。

b. 日露戦争後の財政運営：財政の維持可能性が保たれた事例(1)

ここでは、日露戦争後の財政の維持可能性について、政治経済学的側面に焦点をあてて分析する。この時期の財政運営には紆余曲折があったが、最終的には、金本位制下で対外的な財政の信用を維持するための緊縮財政が、軍部を含めた政府内で財政政策上の高順位を獲得した。その背景をみると、予算編成をめぐる内閣の調整力の弱さという構造的な問題を抱えながらも、国際金融市場へのアクセス確保のために、財政の維持可能性を保つ誘因が働いていた。すなわち、日露戦争の経験は、日本政府にとって、国家戦略遂行のためにロンドンを中心とする国際金融市場における資金調達が重要であることを認識する機会となった。さらに、国際金融市場への積極的な参画は、経済政策にとどまらず、英米両国との協調の枠内で大陸への進出を図るという外交政策とも整合的であった。

1897年の金本位制への移行は、日本にとって、新しい経済政策レジームの選択であった。金本位制下の政策レジームとは、「戦時等の大規模な資金調達を必要とする局面において国際金融市場への機動的なアクセスを確保する一方、平時においては、国内経済面を犠牲にしても金平価と国際収支という対外均衡の維持を優先する」というものである。この点に関連して、Bordo and Rockoff [1996]は、(日本のような)周辺国にとっては、金本位制のルールに忠実であることが健全な財政政策と金融政策を行なっていることのシグナルとなり、欧米主要国の資本へのアクセスを容易にするものであった、と論じている。

金本位制の導入時には、金高銀安傾向を背景として、当時採用されていた銀本位制のほうが貿易上有利である等として国内の反対論が根強く、明治天皇からの信認を得た松方正義が独断専行に近いかたちで導入したとされる。中村[1985]は、松方をはじめとする「脱亜入欧」論者たちが、列強に比肩することを国家の政治的目標として、国内経済の利益を犠牲にするかたちで、金解禁に踏み切った²⁸とし、「それ(引用者注：列強に比肩するという長期の政治的目標)こそは、はるか後年の1930年、浜口民政党内閣の金解禁政策に至るまで、日本の金融政策と対外経済政策を貫いた一筋の赤い糸なのであった」と述べている²⁹。

日露戦争時の日本の財政を考えるうえで重要な点は、日露戦争がロンドンを中心とする

あり、とくに、陸軍に強い影響力を有していた山縣の力が大きかったとされる。1922年に山縣が、1924年に松方が死亡した後は、西園寺公望が唯一の元老となった。中村[1993]、pp.12-13。

²⁸ 日本の金本位制導入の経緯については、中村[1985]、pp.62-77を参照。

²⁹ 中村[1985]、p.76。

国際金融市場における大量の外債発行なしには遂行できなかったという点である。日露戦争の戦費総額は 18 億 26 百万円、1904 年の日本の GNP 総額の 60% に達し、その財源として非常特別税法等による臨時増税（地租、所得税、営業税、各種消費税等の増税、ならびに相続税の創設等）³⁰ や専売収入の拡大、内国債発行（額面 6 億 73 百万円）も行われたが、外債の発行総額は額面ベースで 8 億 01 百万円（82 百万ポンド）、実収ベースで 6 億 90 百万円と、戦費総額の 38% を占めた³¹。これに、講和成立後に内国債償還のために発行した第 2 回四分利付英貨公債を含めると、1904 年と 05 年の 2 年間の外債発行額は額面ベースで 10 億 45 百万円（1 億 7 百万ポンド）に達した。

日露戦争時の日本が大量の外債を発行することが可能となった前提として、1897 年に金本位制を導入していたことが挙げられる。金本位制導入時に財界を代表する反対論の急先鋒であった澁澤栄一は、後に、金本位制が「実施された以後をみますと、どうしても是でなければならぬということが数年の後に始めて分かってからは、松方侯爵はよく果断して、私のいうことをきかぬであったと深く感服した」と述べている³²。この点に関連して中村[1985]は、「金本位制に移行したことによって、外債発行は容易になり、また為替低落による財政上の損失の心配もなくなった」としている³³。

ロンドンを中心とする国際金融市場での外債発行は、英米との協調の枠内でアジア大陸への進出を図るという外交方針と表裏一体であった。升味[1988a]によれば、小村寿太郎外務大臣は、ロシアとの「開戦必至となったとき、戦争目的がロシアから満州を開放することであり、それは英米の希望にかなうものであることを強調して、英米の支持を求めた。そして、外債募集のために英米に使者を派遣し、ローズヴェルト大統領には適当な時期に講和調停に乗り出すことを依頼した³⁴。」

日露戦争終結後の日本政府は、当初、第 1 次桂・第 1 次西園寺内閣のもとで、軍備拡張、国内インフラ整備、植民地経営を中心とする、いわゆる「日露戦後経営」と呼ばれる積極的な財政政策の実施を目指した。この時期の財政運営上、とくに大きな問題となったのは軍部からの軍備増強要求の扱いであった。「日露戦争によって、満韓に広大な権益を獲得した日本にとって、それを確保拡大することが最高の国策とな³⁵」るなかで、1907 年 4 月

³⁰ 相続税の設置のみは恒久措置とされた。大蔵省編[1940]、pp.234-240。

³¹ 日露戦争の戦費総額については大蔵省編[1955b]、p.9 第 3 表、財源については大蔵省編[1940]、pp.232-247、日露戦争時の外債発行の経緯については、鈴木[2005]を参照。

³² 日本銀行調査局編[1958]、p.703。1917 年 11 月 1 日に行われた「金本位制実施満 20 年記念会」の晩餐会における演説。原文に句読点を補い、現代仮名遣いに改めた。

³³ 中村[1985]、p.107。

³⁴ 升味[1988a]、p.129。なお、「外債募集のために英米に派遣された使者」とは、当時日本銀行副総裁であった高橋是清であり、後に日本銀行副総裁、総裁として高橋財政期の高橋の有力なブレーンとなる深井英五は秘書として随行して高橋の知己を得た。高橋は、英米金融家と緊密に連絡を取りながら外債の発行を行い、海外の投資家は英米金融家の仲介により日本の国債を購入した。

³⁵ 升味[1988a]、p.173。

に初めて「日本帝国国防方針」が天皇により裁可された³⁶。これ以後、国防に関する計画は陸海軍のみの協議によって定められ、天皇の裁可の後、初めて首相に内覧を許される慣行が成立した³⁷。同国防方針のもとで、日露戦争により拡大した大陸権益を確保するためとして陸軍は師団増設を要求し、太平洋における英米との対抗を企図した海軍は艦隊の増強を要求した。陸軍と海軍は互いに対抗しつつ財政当局に対して軍備増強を要求し、均衡財政を目指す財政当局と対立した。

しかしながら、その財源となるべき国債の内外市場での発行は不調となり、1906年から08年初にかけて国債価格は内国債、外債ともに下落した³⁸。神山[2000]は、この時期に外資導入が不調であった背景として、「海外の投資家が過大な公債発行計画など財政膨張に不安を持ち、日本への投資に消極的になっていたことが影響していた」と指摘している³⁹。

日本政府は、こうした国債消化難を受けて、体外的な信用を重視した緊縮的な財政運営方針への転換を行なった。第1次西園寺内閣（1906年1月～08年7月）は、緊縮的な財政政策への転換を模索した。1906年8月には、英貨公債借り換えのために欧米に派遣された高橋是清の要請で、借換交渉を円滑にするために、できるだけ国債発行を抑制するとの「財政政策の方針」を策定した⁴⁰。

第2次桂内閣（1908年7月～11年8月）は、財政収支の均衡を原則とする「非募債主義」に基づく緊縮財政方針を確立した。具体的には、歳入面では、日露戦争期に臨時的に行われた増税措置⁴¹を恒久的なものとするとともに、酒税、砂糖消費税の増税、石油消費税の創設等が実施された。一方、歳出面では「行政と財政の整理を行いつつ、特定の分野に支出を集中」⁴²するかたちで、全体の歳出規模を抑制した。

日露戦争後から第1次大戦前の日本の政界では、長州出身の元老桂太郎に代表される藩閥官僚、貴族院等を中心とする勢力と、公家出身の元老西園寺公望が率いる最有力政党の政友会との連携が成立し、桂と西園寺が交互に政権を担当したため「桂園時代」と呼ばれる。両者の経済政策についてみると、藩閥官僚は大蔵省を中心に財政整理を志向する傾向があった一方、政友会は、利益誘導型の政治を目指し、交通網や教育機関の整備、産業奨励等を志向したとされる。もっとも、実際の政策遂行においては、桂と西園寺や同じく政友会の原敬等が連携を取りながら各方面の利害を調整していた。そして、軍部との関係においては、陸海軍からの軍備増強予算要求を極力抑制し、削減した⁴³。

³⁶ 升味[1988a]、p.173。

³⁷ 中村[1993]、p.11。

³⁸ この間の経緯については神山[2000]を参照。

³⁹ 神山[2000]、p.48。

⁴⁰ 神山[2000]、pp.42-43。

⁴¹ 大蔵省編[1940]、p.235。

⁴² 中村[1985]、p.91。

⁴³ 「桂園時代」の政治については、升味[1988a]、pp.140-172を参照。1912年12月、第2次西園寺内閣は、2個師団増設を要求する陸軍と対立し、上原勇作陸軍大臣が単独辞職をしたために総辞職を余儀なくされた。その後を受けて第3次桂内閣が発足するが、このとき

日露戦争後の日本のケースは、金本位制下の国際金融市場を通じた財政政策のガバナンスが有効に作用し、その結果として国際金融市場で低利の資金へのアクセスが確保された事例であり、まさに、Bordo and Rockoff [1996]が論じた状況にあったといえることができる。

c. 1920年代の財政運営：財政の維持可能性が保たれた事例(2)

日本は、第1次大戦中の1917年9月に、米国に追随するかたちで金本位制を停止していたが、国際金融市場を通じたガバナンスは、金本位制停止期間中を含め、1929年7月に成立した民政党の浜口雄幸内閣とその後任で同じく民政党の第2次若槻礼次郎内閣の時代まで働いていた。

日本は、欧米主要国が相次いで金本位制に復帰する中で、何度か金本位制への復帰を検討したが、1923年9月の関東大震災や1927年春の金融恐慌によって、復帰に踏み切ることができずにいた。この間、1924年2月には、日露戦争時に発行された英貨公債の借り換えならびに震災復興に向けた資金調達のため、ロンドンならびにニューヨークの両市場において外債が募集されたが、利回りはいずれも7%といずれも発行条件が悪く、「国辱公債」と呼ばれた⁴⁴。

一方、1920年代の日本においては、政権は、衆議院を拠点として成立した政党内閣が担当しており、政友会と民政党が政権交代を繰り返していた。国際的な軍縮の流れもあり、軍部からの歳出拡大圧力に対しては、歯止めがかかっていた。とくに、ヴェルサイユ講和条約の延長として1922年に締結されたワシントン軍縮条約は、主要艦の保有比率を対英米6割としたため、海軍の建造計画は削減された。これと並行して、陸軍についても兵力削減が行なわれた⁴⁵。

1929年7月に成立した民政党の浜口雄幸内閣は、金本位制への復帰と軍縮を公約に掲げ、一方で、金解禁により海外投資家の信用を得て国際金融市場へのアクセスを確保するとともに、他方で、ロンドン軍縮条約の締結により英米との協調を維持するという方針で臨んだ。緊縮財政はこの方針と整合的であり、日露戦争後の緊縮財政と共通する面がある。1929年7月10日の官報に掲載された浜口首相の声明によれば、軍縮問題については、「今や列国共に断乎たる決意を以て国際協定の成立を促進せざるべからず。其の目的とする所は単に軍備を制限するに止まらず更に進んで其の実質的縮小を期するに在り」としている。また、財政政策については、「政府自ら中央地方の財政に対し一大整理緊縮を断行し依て以

桂は後の憲政会＝民政党の流れを作る新党「立憲同志会」の設立に動き、桂と政友会との提携は途切れ、このときをもって「桂園時代」は終了したとされる。このときの経緯については、升味[1988a]、pp.220-227、および中村[1993]、p.11を参照。

⁴⁴ 英ポンド債の表面利率は6%で発行価格は額面100ポンドに対して87.5ポンド、米ドル債の表面利率は6.5%で発行価格は額面100ドルに対して92.5ドルであった。大蔵省編[1940]、pp.450-451、中村[1993]、p.75を参照。

⁴⁵ 陸軍の軍縮は当時の陸軍大臣の名前をとって「山梨軍縮」（1922～23年）、「宇垣軍縮」（1925年）と呼ばれている。このうち「宇垣軍縮」は、政党からの師団削減要求に応えるかたちで実施されたものである。

て汎く財界の整理と国民の消費儉約とを促進せむとす。財政の整理を実現するに当り陸海軍の経費に関しても国防に支障を来さざる範囲に於て大に整理節約の途を講ずる所あらむとす」として、軍事費の削減にも言及している。国債については、「我国債の総額は世界の大戦開始以来非常の勢を以て増加し今や 60 億の巨額を算す。而かも現在の財政計画に於ては其の増加は殆んど止まる所を知らず。為に財政の基礎を薄弱ならしめ財界の安定を脅威し公債の信用を毀損すること実に甚しきものあり。依て政府は昭和 5 年度以降一般会計に於ては新規募債を打切るべく特別会計に於ても其の年額を規定募債計画の半額以内に止めむことを期す」とし、国債の信用を回復するために新規発行を極力抑制することを表明している。そのうえで、「金輸出の解禁は国家財政及民間経済の建直しを為す上に於て絶対必要なる基本的要件たり。而かも之れが実現は甚しく遷延を容さず。上述財政経済に関する緒項は皆に我財政経済を匡救する上に於て必要なるのみならず金解禁を断行する上に於て必要欠くべからざるの要件たり。政府は斯の如く諸般の準備を整へ近き将来に於て金解禁を断行せむことを期す。是れ即ち我財界を安定し其の発展を致す唯一無二の方途なるを信ず」⁴⁶としている。

浜口内閣は、1930 年 1 月に金解禁を実行し、同年 4 月にはロンドン軍縮条約を締結した。ロンドン軍縮条約は海軍の強硬派の反対を受けていわゆる「統帥権干犯」問題に発展するが、同条約は 10 月には批准されて成立し、予算面を含めて 11 月までに決着した⁴⁷。

経済的には、金本位制への復帰は、折からの大恐慌と重なり、国内経済を深刻な不況に陥れた。欧米における大恐慌の研究によれば、各国の政策当局が金本位制の維持に固執したために大恐慌を拡大、深化させたことが指摘されている⁴⁸。浜口、若槻両内閣の下で採られた経済政策は、まさにその典型であった。

しかしながら、国際金融市場で低利の資金へのアクセスを確保するという意味では、金解禁は報われた。すなわち、1930 年 5 月には、日露戦争時に発行され 1931 年 1 月に満期が到来することになっていた外債の借り換え債がロンドンとニューヨークで発行された。表面利率は 5.5%、利回りは 6.2% となり、1924 年の外債発行時に比べ発行条件は改善した。この点について、金解禁の前後に財務官として欧米銀行家等との調整にあたった津島寿一は後に、「英米銀行家は現在（引用者注：金解禁前）のように円為替が不安定では外債の発行はむずかしい。通貨安定が先で、外債発行はそのあとにすべきだというのが一致した意見でした」と回想している⁴⁹。伊藤[1989]は、浜口内閣が金本位制復帰を急いだ背後のひ

⁴⁶ 日本銀行調査局編[1968]、pp.393-394。

⁴⁷ ロンドン軍縮条約に関する一連の問題が決着した 2 日後の 11 月 14 日に、浜口首相は東京駅で狙撃されて重傷を負い、これがもとで翌 1931 年 4 月に内閣は総辞職し、同じ民政党の第 2 次若槻礼次郎内閣が発足する。この間の経緯は升味[1988b]、pp.77-84、中村[1993]、pp.110-114 を参照。

⁴⁸ 代表的なものに Temin[1989]、Eichengreen[1992]がある。

⁴⁹ 津島 1965]、p.65。

とつに、外債借り換え問題があったと指摘している⁵⁰。

民政党の方針は、政治的な支持を獲得していた。浜口内閣は、ロンドン軍縮会議が開幕した 1930 年 1 月 21 日に議会を解散し、2 月の総選挙で圧倒的多数を獲得した。升味[1988b]は、ロンドン条約の成立等の局面において、最後の元老として大きな政治的影響力を持っていた西園寺公望が「明確な判断と意図をもって、積極的に政局に介入した。……彼の立場は、議会政治の維持、対英米協調であった。1930 年 10 月のロンドン条約成立は、西園寺・民政党内閣・海軍条約派の勝利であり、政党内閣の絶頂をしめすといってよい」⁵¹と述べている。

金本位制を前提に国内経済を犠牲にしても対外均衡を優先するというマクロ経済政策レジームの選択が政治的支持を得ている限りにおいて、国際金融市場を通じたガバナンスは働いていたといえる。当時の有力な経済学者で日本銀行副総裁（後に総裁）を務めていた深井英五は、日本が金本位制に復帰する直前の 1928 年の著作のなかで、金本位制の利害得失を客観的に分析したうえで、「私は金本位を金科玉条とするものではない。金本位の欠点はこれを認める。しかしながら代案として金本位に優ることの明白なるものを見出さない」⁵²と述べている。そしてさらに、金本位制下でのマクロ経済政策運営の利点に関して、政策決定過程にも言及しながら以下のように整理している。

一般的に通貨調節の規準を的確に立てることは難しい。これを立ててもこれを守ることは難しい。金本位の下においては、通貨を金の一定量と交換しなければならぬという束縛がある。その束縛は機械的の極限ではないが、常にこれを顧念するによりて、自ら調節の範囲と方向が定まる。仮令人智の裁量に欠漏があっても、その弊害は甚だしきに至らずして止む。殊に現今の時勢において通貨政策を遂行するには、当事者の裁量によるの外、大衆の諒解を必要とする場合が多い。目前の便宜からいえば財政上にも、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これを適度に抑止しなければならないのである。しかるに通貨の理論や、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これを濫発すべきでないというならば、常識あるものは直に理解するであらう。金本位の束縛あるが故に、通貨の調節が比較的妥当に、比較的安全に行われ得るのである⁵³。

d. 財政運営の転換点としての 1931 年 9 月：財政の維持可能性を支えてきた条件の喪失

1931 年 9 月に起きた満州事変と英国の金本位制離脱という 2 つの事件は、日本の財政運

⁵⁰ 伊藤[1989]、p.213。

⁵¹ 升味[1988b]、p.10。

⁵² 深井[1928]、p.294。旧字体は新字体に、旧仮名遣いは現代仮名遣いに改めた。以下同様。

⁵³ 深井[1928]、pp.302-303。

営に対して大きな影響を与えた。

満州事変は、政府全体として軍部の行動に対する制御が利かなくなったという点で重要である。すなわち、満州事変の発端となった柳条湖事件（9月18日）は関東軍の独走によるものであり、さらに、独断で満州に派兵した林銑十郎朝鮮軍司令官の決定について、内閣は事後的に出兵費用の支弁を決定し、内閣の不拡大方針をなし崩しにするかたちで満州事変が拡大した。満州事変に代表される大陸における中国との軍事的緊張の激化は、英米との緊張激化をも誘発し、このため軍部からの歳出拡大要求がさらに高まるという循環となった。

同年9月21日の英国の金本位制離脱は、国際金本位制崩壊の契機となった。欧米金融市場においては、日本も英国に追隨して金本位制を停止するのではないかとの憶測が高まり、大量の資金が国外へ流出した。実際に日本が金本位制から離脱したのは、3ヵ月後の12月13日のことであったが、それ以前において、国際金本位制は崩壊の危機に瀕しており、したがって、財政政策運営に関して、国際金融市場を通じたガバナンスを有効に働かせる客観的条件は失われていた。すなわち、日本のような周辺国にとっては、金本位制のルールに忠実であることは、もはや国際金融市場における低利の資金へのアクセスを保証するものではなくなっていた。大恐慌が深刻化するなかで、金本位制に固執することは、むしろ国内経済をさらに悪化させる結果となった。各国は、閉塞状況からの脱却を目指してそれぞれの対応を模索していた。各国にとっては、金平価を維持したとしても、もはや国際金融市場を通じた資金調達への途は保障されていなかった。したがって、軍事費をはじめとする歳出を金平価の維持が可能な範囲に制限すべきとの主張は政治的な説得力を持たなかった。深井は後に、「英国の再離脱は世界的潮流の転換であるから、我国も其の時直に思切るのが賢明であつたらうことは、回顧的判断として議論の余地がない」と述べている⁵⁴。

1931年10月下旬頃から、安達謙蔵内務大臣は、政権基盤の強化を企図して若槻首相の了解を得ながら政友会との連携を模索した。しかしながら、政友会との連携については、井上大蔵大臣と幣原喜重郎外務大臣が強硬に反対したため、12月に閣内不統一で総辞職に至った。政権は政友会の犬養毅に移り、高橋是清が5度目の大蔵大臣に就任した⁵⁵。

e. 高橋財政の論理と現実

すでにみてきたように、高橋が大蔵大臣に就任したときには、それまで財政を維持可能なものとしていた条件は失われており、高橋はそうした状況のなかで財政運営を行なわなければならなかった。したがって、高橋によって導入された長期国債の日本銀行引き受けが財政の維持可能性を失わせた主たる原因であるとは言えない。それでは、日本銀行引き受けを主体とする赤字国債の発行という高橋財政の特徴は、財政の維持可能性という観点からどのように位置付けられるのであろうか。

⁵⁴ 深井[1941]、pp.251-252。

⁵⁵ この間の経緯については、升味[1988b]、pp.187-193を参照。

高橋は、大蔵大臣への就任当日に金輸出を再禁止し、金本位制から離脱した。さらに、1932 年度補正予算において満州事変費の増額ならびに時局匡救（農村向け公共事業）費の新規計上を中心とする歳出拡大を行い、その財源調達のための長期国債をいったん日本銀行に引き受けさせたうえで、それを日本銀行が民間に売却する（国債の売りオペレーション）という方法により消化することとした。これらの一連の政策によって、日本は大不況から早期に脱却することが可能となったとされる⁵⁶。

高橋は、財政の維持可能性と関連の強い赤字国債の発行について、蔵相就任から約 1 年後の 1933 年初の議会で、以下のように発言している。

歳出増加の主因たる如上の経費は、其性質上大部分臨時的のものであり、又其金額も巨額に上る関係上、到底増税其他の増収計画に依って、其全部を支弁することの不可能なるのみならず、仮令其一部を補填する目的を以てしても、増税其他増収計画を立つことは、経済界が漸く恢復の緒に就きたる今日、折角伸びんとする其萌芽を剪除する結果となり、大局より見て未だ其時期でないと考へますから歳入の不足する額は総て公債財源に依ることと致したのであります。（中略）今日巨額の歳入不足を生じます原因の一は、經常歳入の減少でありまして、（中略）併しながら今後財界が回復すれば、国庫の歳入も漸次増加し来ることは明白であります。又歳入不足の他の原因たる歳出の増加の内、其大部分を占むる満州事件費、兵備改善に要する経費並びに時局匡救に関する経費は、大体において一時的性質のものでありまして、数年後に於ては著るしき減少が期待されるのであります。（中略）併ながら歳入歳出の開きは、相当巨額なるのみならず、歳出は由来膨張の傾向を有するものなるが故に、此収支の適合を計る為には、大なる努力を要するのであります⁵⁷。

高橋は、あくまで財政赤字が一時的なものであることを強調している。この発言の背後にある基本的な考え方は、軍事費の一時的な増加や、景気後退による税収の落ち込みなどの歳出、歳入の振れを通時的に均すという、課税平準化の論理である。

それでは、財政の維持可能性は、どのようなかたちで測定することができるのであろうか。1935 年初の議会では、公債消化力の限界が議題となり、高橋は、財政学者で当時民政党に所属していた小川郷太郎衆議院議員の質問に対して、以下のように答えている。

公債の限度と云ふ言葉は、公債を募集する其応募の力が民間にないと云へば、其上に尚ほ政府が紙幣を発行して行けば、所謂有害なるインフレーションと云ふものは、其国の通貨に信用を他の国民が置かなくなる。其信用を置かなくなる原因の 1 つとし

⁵⁶ この間の経緯については、中村[1971]、pp.202-229 を参照。

⁵⁷ 「昭和 8 年度予算説明中の公債政策に関する演説」、1933 年 1 月 21 日、第 64 議会衆議院本会議、大蔵省編[1954]、pp.575-576。

て、私は為替相場のことを言うたのです。（中略）昭和7年以来日本銀行に引受けさせた公債は幾らありますか——多分17、8億位ありませう。是が今日まだ手許に残って居るものは2億円台である。其結果から見ますと云ふと、相当に無理せずして、敢て此方から売付けると云ふ考は少しもない。（中略）さうして見ると、先づ此方から公債の限度と云ふものが現れるのは、比較的遠い所である。一番惧れるのは為替相場の方から来る原因である。是が今日の日本の通貨の価値を国民に対して落すやうな原因になる⁵⁸。

このときの高橋の発言のなかで、財政が維持不可能となったときに起こりうる事態として想定されているのは、財政赤字の累増により市場における自国通貨の信認が失われたり、インフレーションが発生するというものである。その際、高橋は、自国からの資本逃避による為替相場下落がその引き金となることを、最も懸念している。

日本銀行金融研究所アーカイブには、高橋財政期に作成された国債消化力に関する調査資料が保管されており、その中には、この時期の高橋の発言の背後にある考え方が端的に示されているものが含まれている。このうち、「自昭和8年1月至昭和10年8月 国債消化力に関する資料」と題した綴り込みからは、この時期の大蔵省と日本銀行が国債消化力の限界について精力的に検討を重ねていたことが読み取れる⁵⁹。この中でとくに注目に値するのは、「国債消化力ニ関スル副総裁ノ意見（昭和九年九月）」（以下、「副総裁意見」）と題された資料である。「日本銀行調査局用」と記した社用便箋に手書きされ、表紙には、「当係ニ於テ私的ニ筆写セルモノ」との添え書きが見える。同資料の基本的な内容は、1935年初の議会における高橋の答弁と一致しており、深井が自ら起草し、高橋に提出したものを日本銀行調査局の担当部署が筆写したものと推測される。高橋は、深井が起草した資料をもとに議会での論戦に臨んだものと推測される。

「副総裁意見」の冒頭には、以下の記述が見える（原資料の片仮名はひらがなに、旧字体は新字体に変換、以下同様）。

国債発行の限度は国民所得の内、国債投資に振向けらるべき高によりて推定するを普通とす。

右の高は国により時により異なるべきを以て精確に調査すること困難なるも公募に

⁵⁸ 「公債消化力の限度に就いて：小川郷太郎の質問に対する答弁」、1935年1月31日、第67議会衆議院予算委員会、大蔵省編[1954]、p.583。

⁵⁹ 例えば、表紙に「昭和九年八月 深井副総裁 青木理財局長ニ提出」と題された資料は、日本銀行調査局がとりまとめた深井副総裁と大蔵省の青木一男理財局長に提出したものと推測される。井手[2006]第4章（pp.171-221）は、同資料を含む日本銀行ならびに大蔵省の内部資料をもとに、当時の政策当局の認識について詳細な検討を加えている。大蔵省と日本銀行の事務方間における意見交換の具体的内容については、井手[2006]、pp.184-185を参照。

よる国債発行の場合には之を一応の基準として考ふことを得べし。何となれば応募者の既存の資力が応募の資源となるを以てなり。

然るに一応日本銀行引受の方法によりて国債を発行し而して後出来るだけ之を世間に売却する方法を採る場合には、普通の意味に於ける国民所得以外に公債の消化力を発生せしむるが故に、単純なる国民所得の振向方の問題として考ふるを得ず。

そして、長期国債を日本銀行が引き受けた後に民間に売却する方法を採ることにより、強い金融緩和効果が発生するため、公募発行の場合よりも国債の消化力が増すことが述べられている。そのうえで、日本銀行引き受けの方法を採る場合でも国債発行には限度があるとして、国債発行が限度に達することが想定される状況として、以下の場合を列挙している。

- 一、産業資金の需要増加するときは金融機関の国債投資は減少すべきこと、
- 一、金融機関の資力と国債投資との割合に鑑み金融機関は国債投資を好まざるに至るべきこと、
- 一、国債利回と預金利率との差を大にすれば一般公衆の国債投資を誘導する余地あるべきも預金利率甚だしく低下するときは預金の減少を来たすか又は預金の移動を甚だしくするにより金融機関の経営に不安を生ずべきこと、
- 一、国債の利回甚だしく低下するときは一般公衆の国債投資の増加を期待するを得ず、金融機関も亦国債利回の低下に準じて必ずしも預金利率を低下する能はざるべきを以て其の国債投資を困難ならしむべきこと、
- 一、金融機関たと一般公衆たとを問はず国債償還力に対して疑を生じ又は貨幣価値の下落を懸念するに至るときは国債投資は減退すべく甚だしきに至れば全く杜絶すべきこと。

そして、結論として以下のように記している。小川郷太郎の質問に対する高橋の答弁は、基本的に以下の内容に沿っている。

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。

この資料から、以下の点が確認できる。第 1 に、深井は、長期国債の日本銀行引き受けと売りオペレーションの組み合わせという金融調節方法を、国債大量発行下で大規模な金融緩和を実現し、国債の消化力を増すための有効な政策手段であると考えていたことが分かる。第 2 に、1934 年秋の段階では、深井は、国債消化難に陥る潜在的なリスクを認識していたが、未だそうしたリスクが顕現化するには至っていないと考えていたことが分かる。高橋は、深井のこの判断に沿って、財政の現状について楽観的な見解を述べていた可能性がある。第 3 に、深井は、国債消化難に陥る最大のリスクとして、民間の国債保有者の間で、将来における国債の償還力に対する疑惑や通貨価値の下落に対する懸念が高まり、リスク・プレミアムの高騰により国債金利が暴騰する事態を想定していたことが分かる。

以下では、上記の 3 点に即して、同資料で示された意見の書かれた背景と、財政の維持可能性に対する含意について、検討してみたい。

第 1 に、長期国債の日本銀行引き受けと売りオペレーションの組み合わせという金融調節方法の位置づけについてである。深井は後に、「日本銀行の国債引受発行を創意的に工夫したのは高橋大蔵大臣である」と述べている⁶⁰。また、日本銀行による長期国債の引き受けが考案された時期について、「高橋氏は再禁止後の急切措置を了りたる上、昭和 7 年晩夏の頃より葉山に滞留して調査熟慮を遂げ、為替相場維持の為め場合により為替管理を強化するの已むを得ざることと、日本銀行の国債引受により当面財政上の必要と金融対策との調合を図るべきこととの腹案を得たものの如く察せられる」としている⁶¹。

しかしながら、井手[2006]は、大蔵省と日本銀行の内部資料をもとに、深井の手によるこれらの記述が事実とは異なることを明らかにしている。すなわち、国債の日本銀行引き受けと売りオペレーションの組み合わせという金融調節方法については、1930 年 2 月に大蔵省と日本銀行との間で非公式に設けられた「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」の場で議論が行われていた。そして、高橋が大蔵大臣に就任する前の 1931 年夏の段階で、日本銀行が業務として国債を引き受ける一方で、日銀には大蔵省の認可なしに引き受けた国債を市場で売買する裁量が認められるという合意が、大蔵省と日本銀行の間で形成されていた⁶²。このときは、満州事変の勃発により、同調査会での合意は実現に至らなかったが、1932（昭和 7）年 4 月の日本銀行支店長会議の場において、日本銀行はすでに、政府が国債を日本銀行に引き受させる方針であることを認識していた⁶³。上記の井手による分析を踏まえれば、日本銀行による長期国債の引き受けと売りオペレーションとい

⁶⁰ 深井[1941]、p.269。

⁶¹ 深井[1938]、p.359。

⁶² 井手[2006]、pp.46-59。

⁶³ 井手[2006]、p.67。

う政策手法は、金本位制下で事務方によって検討が進められていたものであり、これを高橋が金本位制からの離脱後に現実の必要性に即して活用した、というのが実態に近いと推測される。

第2に、1934年秋の段階で、国債消化難に陥るリスクは顕現化していないとの判断についてである。資料の該当部分を通読すると、深井の真意は、「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」という後半の部分にあったことが分かる。しかしながら、議会の論戦の中で、国債消化力に対する疑念を示す声が挙がっているのに対して、財政当局として潜在的なリスクを公式な場で強調することは、当該リスクを顕現化させかねないため、高橋は、「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」という深井の記述の前半部分を強調せざるを得なかったと推測される⁶⁴。

第3に、国債消化難に陥る最大のリスクとしての、国債償還力や通貨価値下落に対する民間の国債保有者の見方についてである。深井は、Bohn[2005]が述べているように、政府の借入れ能力が、国の内外を問わず他の経済主体が政府に進んで貸そうとするかどうかによって制約されることを認識していた。深井の結論は、財政の維持可能性に問題が発生する場合には、国債金利の暴騰や為替相場下落といったかたちで、内外の金融市場において兆候が現れるので、これを避けるような政策運営を行う必要があるというものであった。当時の政策当局者の間では、国債の累増に端を発した第1次大戦後のドイツ等のインフレーションの記憶が生々しく、深井の意見もこうした例を念頭に置いたものである可能性が高い⁶⁵。また、財政、金融政策と為替政策の関係についても、深井は的確に認識していた。この点については、筆者は別稿で詳しく分析しているのでここでは詳説しない⁶⁶が、深井は、上記のドイツ等の例に加えて、イギリスが金本位制から離脱した後に日本から資本逃避が生じたことを踏まえ、財政金融政策と為替政策の関係を再認識したものと推測される。

高橋財政期の財政当局は、国債消化難に陥るリスクを回避するために、国債の発行額を徐々に減少させる「国債漸減方針」を模索する一方、内外の金融市場の自由な取引に任せるとリスクが顕現化する可能性があるとの判断に立って、金融市場の規制に乗り出していた。すなわち一方で、高橋による最後の予算編成となった昭和11（1936）年度予算では、陸軍との間で激しい交渉を行い、年度経費の後年度への先送りや特別会計から一般会計への繰り入れ等の会計操作等を行いつつ、国債の前年度比減額を達成した。このときの高橋

⁶⁴ 井手[2006]は、1935年初の段階では、高橋は将来の国債消化について楽観的な見通しを持っていたが、大蔵省内の事務方からの働きかけもあって、1936年度の予算編成が近づくにつれて緊縮的な姿勢を強めていったとしている。井手[2006]、pp.187-188。

⁶⁵ 第1次大戦後のインフレーションに関する深井自身の考察は、深井[1929]、pp.1-64、深井[1938]、pp.26-37、深井[1941]、pp.190-191を参照。

⁶⁶ この間の経緯については、鎮目[2006]を参照。この点についての深井自身による記述は、深井[1938]、pp.317-325、深井[1941]、pp.250-255を参照。

の強硬姿勢がもとで、2.26 事件において高橋が暗殺されることとなったとされる⁶⁷。他方で、為替面のリスクが顕現化することを防ぐため、1932 年 7 月に資本逃避防止法、1933 年 5 月には外国為替管理法が施行され、投機的な国際金融取引は規制された。さらに、井手[2006]によれば、1934 年 7 月頃から、国債の強制保有についての検討もなされていた⁶⁸。

f. 日露戦争後と高橋財政期の比較

経済規模からみた単年度負担の大きさという面では、日本にとって日露戦争は第 2 次大戦に匹敵する大規模な戦争であった。日露戦争後と高橋財政期は、ともに財政の維持可能性が失われかねない財政運営面での環境変化が生じていた時期であった。ここでは、これまでみてきた経緯を振り返り、両時期の共通点と相違点を整理することで、日露戦争後において財政の維持可能性が保たれ、高橋財政期に失われる結果となった背景について考えてみたい。

両時期の共通点としては、政治制度に起因する内閣の調整力の弱さを挙げることができる。第 2 次大戦前の日本においては内閣の権限は小さく、議会、内閣、官僚、枢密院、軍部といった権力が直接天皇に結びつくかたちで分立していた。権力の分立それ自体は財政の維持可能性に対して必ずしもマイナスではなく、一部権力の暴走に対するチェック・アンド・バランスが働くことにより、財政の維持可能性を高める可能性もあろう⁶⁹。第 2 次大戦前の日本における構造的な問題は、相反する利害を調整する機能が欠如していたことであると考えられる。こうした状況で、軍部は、日露戦争によって獲得した大陸権益の維持拡充を楯にして予算面で事実上の拒否権を行使し、軍部の反対によって時の内閣は総辞職に追い込まれたり、そこまで至らなくても予算編成上の譲歩を余儀なくされたりした。財政支出に関する最大のかく乱要因であった軍部の了解なしには事実上の予算編成ができない制度に、財政政策運営上の構造的な問題があったといえることができる。

両時期の相違点としては、政府の資金調達方法の違いが挙げられる。第 2 次大戦前の日本の財政運営にとっては、軍事費をはじめとする財政資金の調達が大きな課題であった。日露戦争後は、19 世紀後半に成立したロンドンを中心とする国際金本位制の全盛期であった。大規模かつ機動的な資金調達を可能とする国際金融市場へのアクセスは、大陸進出を目指す日本だけでなく、各国の軍事・外交面を含めた国家戦略の成否を握っていたと考えられる。1897 年の日本の金本位制の導入は、日露戦争における巨額の戦費調達の前提となり、日露戦争終結後も、引き続きロンドンを中心とする国際金融市場へのアクセスを確保することが、日本の国家戦略遂行上の前提となっていた。こうした状況の下では、軍事費を含む財政支出を、金平価と国際収支の維持が可能な範囲内にとどめなければならないと

⁶⁷ 井手[2006]、198-217。

⁶⁸ 井手[2006]、pp.189-193。国債の強制保有は高橋財政期には法制化されなかったが、後の戦時期には実施された。

⁶⁹ 例えば、1920 年代の政党政治の高まりは、国際的な軍縮の機運とあわせて、国内政治における軍縮の流れ、ひいては財政の維持可能性を高めることに寄与した。

の主張が、軍部を含めて国内で説得力をもって受け止められる素地があったと考えられる。このため、日露戦後経営のための歳出増が市場における国債金利の上昇と国債の消化難を引き起こすと、早期に緊縮財政への転換というコンセンサスが形成された。このような素地は、1931年9月に英国が金本位制から離脱するまでは存続していた。

これに対して、高橋財政期には、英国が離脱した後の国際金本位制は崩壊の危機にあり、各国にとって、金本位制にとどまることが国際金融市場での資金調達を可能にする保障はなかった。世界経済は大恐慌の最中にあり、経済・社会の閉塞状況からの脱却を目指して、各国それぞれが対応を模索していた。こうした状況の下では、軍事費を含む財政支出を、金平価と国際収支の維持が可能な範囲内にとどめなければならないとの主張は、日本の軍部にとって説得力を持つものではなかったと考えられる。

深井が指摘しているように、財政金融政策は「国家大局の問題の一部」であり、軍事・外交面を含めた日本の国家戦略の一環として運営された。財政当局は、国家戦略の一環として、国際金融市場での資金調達の途が閉ざされつつあるとの認識のもとに、自分の所掌範囲でできる政策対応を考えた。そして、長期国債の日本銀行引き受けという新たな政策手法を導入することにより、国内における資金調達を容易にする条件を整えた。しかしながら、政府が全体として大陸への進出拡大による軍事費の増大を抑制することができないため、その一部局である財政当局としては、日本銀行引き受けへの依存を強めざるを得ない状況に追い込まれていった。

日本銀行による長期国債引き受けという制度は、財政の維持可能性を失わせる主因となったというよりも、財政の維持可能性が失われつつある状況のもとで、それが国債消化難として顕現化することを少しでも遅らせるための対応と考えることができる。いわば、財政赤字という病がもとで、市場での国債消化難という症状が懸念される患者に対して、財政当局は、自らの権能の及ぶ範囲内で、国内における国債消化を円滑化するための日本銀行による長期国債引き受けや、資金の海外流出を抑えるための為替規制といった処方を行ったわけである。もとより、これらはいずれも対症療法であり、根本的な解決には至らなかったし、高橋や深井等はその点のある程度認識していた。もし、日本銀行による長期国債引き受けという制度が導入されていなかったならば、日本の財政はより早い時期に破綻していた可能性があると考えるのが自然であり、例えば、日本銀行による長期国債引き受けを禁止するだけで、財政が維持可能になると考えるのはやや無理があるように思われる。この点、金本位制が曲がりなりにも機能していた時期においては、国際金融市場を通じた健全財政への圧力こそが、財政の維持可能性を支えていたと考えられる。1930年代の日本においては、金本位制に代わって財政規律を擁護するメカニズムを見出しえなかったことが、財政政策のガバナンスを弱めたといえることができる。

高橋在任中の1935年6月に日本銀行総裁に就任した深井は、2.26事件後も1年間は総裁にとどまったが、1936年2月の林銑十郎内閣発足とともに職を辞した。2.26事件以後の深井は、財政当局の限界を実感しており、もはや軍部の歳出要求に歯止めがかからないこ

とが明白となった馬場鑓一大蔵大臣の下で総裁を務めることに関する言説には、傍観者の的な諦観が漂っている。深井は後に、「私は単に人心安定の為めの緩和剤たる自己の立場を理解して居たから、進言はするが強く固執せず、大体政府の方針に順応した」⁷⁰「私の心境から云へば、実行上在職の意義は昭和 11 年 2 月に於て既に尽きたのである」⁷¹と述べている。

5. 結びに代えて

本稿の内容を総括すれば、前半の数量的分析により、高橋財政の開始前後を契機として、日本の財政が維持可能でなくなったことが示された。後半の資料的分析により、高橋財政開始の前後に財政が維持可能でなくなった背景として、権力の分立という政治制度に起因する政府組織全体としてのガバナンスの弱さに加え、金本位制の崩壊により資金調達面でのガバナンスが利かなくなった可能性があることが示された。

本節の分析は、政府の財政運営のガバナンスを考察したものであるが、政府の行動に影響を与える要因は多様であり、本節ではその一部が検討されたに過ぎない。例えば、農村不況など国内経済状況や、大量の国債消化を可能とした国内金融市場の発達との関連、日本の大陸進出自体が惹起したと思われる国際的な波紋の影響など、重要な論点が残されており、この点は今後の課題としたい。

以 上

⁷⁰ 深井[1941]、p.329。

⁷¹ 深井[1941]、p.330。

補論. 本稿で使用するデータの説明

(1) 年度末政府債務残高

長期債務残高は、1893（明治 26）年度以降については、『金融事項参考書』各年版に掲載されている「国債起債及償還明細表」の「年度末現在額」の値を使用。1892 年度以前については、『明治大正財政史 第 11 巻 国債』pp.31-33 に掲載されている「暦年末未償還現在額」（前年末と当該年末）をもとに年度末残高を線形推計。具体的には、 $(3 \times \text{当該年末残高} + 1 \times \text{翌年末残高}) / 4$ として算出（以下同じ）。

政府債務残高計は、上記の長期債務残高と以下で求める短期債務残高とを合計。短期債務残高は、1903（明治 36）年度以降については、『金融事項参考書』各年版に掲載されている「国債現在高」の「大蔵省証券、借入金」の「年度末現在額」の値を使用。1902（明治 35）年度以前については、『明治大正財政史 第 11 巻 国債』pp.31-33 に掲載されている「暦年末未償還現在額」（前年末と当該年末）をもとに年度末残高を線形推計。

地方債残高は、『金融事項参考書』各年版に掲載されている「地方債未償還額」の値を使用。

(2) 基礎的財政収支

(1)で求めた前年度末と当該年度末の政府長期債務残高の差額を当該年度の財政収支（残高増加を赤字<負>、減少を黒字<正>）とし、同財政収支から利払費を控除したものを基礎的財政収支とした。利払費の計算にあたっては、1920（大正 9）年度以前については、『明治大正財政史 第 11 巻 国債』pp.522-523 に掲載されている「利子支払額」の値を使用し、1921（大正 10）年度以降については、『昭和財政史 第 6 巻 国債』統計編 pp.78-79 に起債されている「国債利子、臨時国庫証券割引差額、借入金利子、買収鉄道社債利子、継承社債利子、旧韓国政府起業資金債利子、大蔵省証券割引差額」の合計から、「利子収入」を控除することにより、ネットの利払費を算出。

(3) 政府支出・収入

政府支出合計は、『昭和財政史 第 4 巻 臨時軍事費』本文 pp.4-5 第 1 表に掲載されている「一般会計と臨軍会計との純計」から、『大蔵省年報』各年版に掲載されている「国債費」を控除することにより算出。また、その内訳としての臨時政府支出は、『昭和財政史 第 4 巻 臨時軍事費』本文 pp.4-5 第 1 表に掲載されている「直接軍事費」の値を使用。

政府収入は、1926（昭和元）年以前については、『明治大正財政史 第 1 巻』pp.126-128、pp.220-223、pp.340-341、pp.512-514 に掲載されている「歳入総計」から、「公債金」、「前年度剰余金繰入」、および「臨時軍事費特別会計剰余金繰入」を控除することにより算出。1927（昭和 2）年以降については、『大蔵省年報』各年版に掲載されている「一般会計歳入総計」から、「公債金」および「前年度剰余金繰入」（「臨時軍事費特別会計剰余金繰入」は当該期間中の該当なし）を控除することにより算出。

(4) 年度 GNP および循環的変動

『長期経済統計』の暦年名目 GNP から線形推計。具体的には、 $(3 \times \text{当該年 GNP} + 1 \times \text{翌年 GNP}) / 4$ として算出。

循環的変動は、暦年実質 GNP から線形推計によって求めた年度実質 GNP の対数値に対して、HP フィルター ($\lambda=100$) を使用してトレンド実質 GNP を求め、各年度実質 GNP のトレンド実質 GNP との差により算出。

(参考文献)

- 浅子和美・福田慎一・照山博司・常木 淳・久保克行・塚本 隆・上野 大・午木直之[1993]、
「日本の財政運営と維持点間の資源配分」、『経済分析』第 131 号
- 井手英策[2001]、「新規国債の日銀引受発行制度をめぐる日本銀行・大蔵省の政策思想：管理通貨制度への移行期における新たな政策体系」、『金融研究』、日本銀行金融研究所、
pp.171-202
- 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
- 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、pp.377-419
- 伊藤正直[2002]、「戦後ハイパー・インフレと中央銀行」、IMES ディスカッション・ペーパー2002-J-35、日本銀行金融研究所
- 梅村又次・中村隆英編[1983]、『松方財政と殖産興業政策』、東京大学出版会
- 大川一司・高橋信清・山本有造[1974]、『長期経済統計 1 国民所得』、東洋経済新報社
- 大蔵省編[1899]、「明治 30 年幣制改革始末概要」、日本銀行調査局編[1958]、『日本金融史資料 明治大正編』第 17 巻
- 大蔵省編[1954]、『昭和財政史 第 6 巻 国債』、東洋経済新報社
- 大蔵省編[1940]、『明治大正財政史 第 1 巻』、財政経済学会
- 大蔵省編[1954]、『昭和財政史 第 6 巻 国債』、東洋経済新報社
- 大蔵省編[1955a]、『昭和財政史 第 3 巻 歳計』、東洋経済新報社
- 大蔵省編[1955b]、『昭和財政史 第 4 巻 臨時軍事費』、東洋経済新報社
- 大蔵省編[1965]、『昭和財政史 第 1 巻 総説』、東洋経済新報社
- 大森 徹[2001]、「明治初期の財政構造改革・累積債務処理とその影響」、『金融研究』第 20 巻第 3 号、pp.115-158
- 神山恒雄[2000]、「日露戦後恐慌と公債政策」、伊藤正直・つる見誠良・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、pp.37-66
- 鎮目雅人[2006]、「伝説のケインジアン：高橋財政期の低金利政策について」、RIEB ディスカッション・ペーパー、J77
- 柴田章久[1991]、「公債の中立命題：展望」、『大阪大学経済学』第 40 号第 3-4 号、pp.449-458
- 島 謹三[1983]、「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
- 鈴木俊夫[2005]、「日露戦時公債発行とロンドン金融市場」、日露戦争研究会編、『日露戦争研究の新視点』、成文社、pp.85-103
- 武田晴人[2002]、「景気循環と経済政策」、石井寛治・原 朗・武田晴人編、『日本経済史 3 両大戦間期』、東京大学出版会、pp.1-51
- 長 幸男[2001]、『昭和恐慌：日本ファシズム前夜』、岩波現代文庫（初版は 1973 年）
- 津島寿一[1965]、「金解禁の舞台裏」、安藤良雄編、『昭和経済史への証言 上』、毎日新聞社、pp.55-72

- 寺西重郎[1983]、「松方デフレのマクロ経済学的分析」、梅村又次・中村隆英編、『松方財政と殖産興業政策』第6章、東京大学出版会、pp.157-185
- 土居丈朗・中里 透[2004]、「公債の持続可能性：国と地方の財政制度に即した分析」、井堀利宏編、『日本の財政赤字』、岩波書店、pp.53-83
- 富田俊基[2006]、『国債の歴史』、東洋経済新報社
- 中村隆英[1971]、『戦前期日本経済成長の分析』、岩波書店
- [1981]、「高橋財政と公共投資政策」、中村隆英編、『戦間期の日本経済分析』、山川出版社、pp.111-133
- [1983]、「明治維新时期財政金融政策展望：松方デフレーション前史」、梅村又次・中村隆英編、『松方財政と殖産興業政策』序章、東京大学出版会、pp.3-34
- [1985]、『明治大正期の経済』、東京大学出版会
- [1993]、『昭和史』第1巻、東洋経済新報社
- 西野 元[1926]、『豫算概論』、日本評論社
- 日露戦争研究会編[2005]、『日露戦争研究の新視点』、成文社
- 日本銀行調査局編[1958]、『日本金融史資料 明治大正編』第17巻
- 日本銀行調査局編[1968]、『日本金融史資料 昭和編』第21巻
- 原 朗[1981]、「1920年代の財政支出と積極・消極両政策路線」、中村隆英編、『戦間期の日本経済分析』、山川出版社、pp.77-109
- 原 朗編[1995]、『日本の戦時経済：計画と市場』、東京大学出版会
- 平井平治[1947]、『財政法逐條解説』、一洋社
- 深井英五[1928]、『通貨調節論』、日本評論社
- 深井英五[1929]、『通貨問題としての金解禁』、日本評論社
- 深井英五[1938]、『金本位制離脱後の通貨政策』、千倉書房
- 深井英五[1941]、『回顧七十年』、岩波書店
- 藤野正三郎・寺西重郎[2000]、『日本金融の数量分析』、東洋経済新報社
- 本間正明[1996]、「財政赤字の経済分析：中立命題の再検証」、金融調査研究会、『公共債をめぐる諸問題』、pp.1-24
- 前田美稻[1930]、『豫算の知識』、千倉書房
- 升味準之輔[1988a]、『日本政治史2 藩閥支配、政党政治』、東京大学出版会
- 升味準之輔[1988b]、『日本政治史3 政党の凋落、総力戦体制』、東京大学出版会
- 村松岐夫・伊藤光利・辻中 豊[2001]、『日本の政治』第2版、有斐閣
- 室山義正[2004]、『松方財政研究：不退転の政策行動と経済危機克服の実相』、ミネルヴァ書房
- 明治財政史編纂会[1904]、『明治財政史』第1巻
- Abel, Andrew B., N. Gregory Mankiw, Lawrence H. Summers, and Richard J. Zeckhauser [1989], "Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence," *Review of*

- Economic Studies*, 56, pp.1-20.
- Barro, Robert J. [1974], "Are Government Bonds Net Wealth?," *Journal of Political Economy*, 82(6), pp.1095-1117.
- Barro, Robert J. [1986], "U.S. Deficits Since World War I," *Scandinavian Journal of Economics*, 88(1), pp.195-222.
- Bernheim, B. Douglas [1987], "Ricardian Equivalence: An Evaluation of Theory and Evidence," *NBER Macroeconomics Annual*, pp.263-304.
- Bohn, Henning [1998], "The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits," *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), pp.949-963.
- Bohn, Henning [2005], "The Sustainability of Fiscal Policy in the United States," *mimeo*, University of California Santa Barbara, <http://econ.ucsb.edu/~bohn>.
- Bordo, Michael D., and Hugh Rockoff [1996], "The Gold Standard as a "Good Housekeeping Seal of Approval," *The Journal of Economic History*, 56(2), pp.389-428.
- Eichengreen, Barry J. [1992], *Golden Fetters: the Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press.
- Engle, Robert F., and C. W. J. Granger [1987], "Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing," *Econometrica*, 55(2), pp.251-276.
- Ghatak, Subrata, and Jose R. Sanchez-Fung [2006], "Is Fiscal Policy Sustainable in Developing Economies?" *Review of Development Economics*.
- Hamilton, James D., and Marjorie A. Flavin [1986], "On the Limitations of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing," *American Economic Review*, 76(4), pp.808-819.
- Ihori, Toshihiro, Takero Doi, and Hiroki Kondo [2001], "Japanese Fiscal Reform: Fiscal Reconstruction and Fiscal Policy," *Japan and the World Economy*, 13, pp.351-370.
- Stock, James H., and Mark W. Watson [1993], "A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems," *Econometrica*, 61(4), pp.783-820.
- Temin, Peter [1989], *Lessons from the Great Depression*, MIT Press.