

戦時期のインフレリスクと 国債消化政策

深見泰孝

Yasutaka Fukami

駒澤大学 経済学部 / 准教授

I はじめに

1931年に始まる高橋財政以後、終戦まで行われた国債の日銀引受発行を巡っては、これまでさまざまな研究の蓄積が行われてきた。高橋是清は国債の日銀引受発行を「一時の便法¹⁾」として、売りオペをセットにすることで、インフレを回避しつつ、財政資金需要を満たし、かつ金利水準を低下させる「一石三鳥の妙手²⁾」として採用したのであった。

そのため、高橋は日銀引受国債の市中消化率の低下が始まった1934年ごろから、健全財政への転換を模索していた。そのことが、2・26事件による高橋の暗殺という悲劇を生むわけだが、高橋の暗殺を契機にして、国債の日銀引受発行は一層拡大し、かつ「一時の便法」は財政の王道となり、約13年に亘って続けられたのであった。

国債の日銀引受発行に関しては、以下に述べるとおり、主として高橋財政期を中心に研究が蓄積している。先行研究では①日銀引受発行が行われるまでの政策形成過程、②日銀引受発行とシンジケート銀行との関係、③高橋財政の積極財政からの転換、④日銀引受国債の売りオペの成功要因に大きく大別できよう。これらを簡単にまとめると次のようになる。

①については、永廣によれば、元々国債発行は公募発行、もしくは公募発行と預金部引受で発行されていたが、1929年以降、徐々に政府機関引受の依存を高めていく。ところが、政府機関引受の中心であった預金部が、地方匡救事業（公共事業）費を融通せねばならなくなり、国債引受資金

1) 深井英五(1941)『回顧七十年』岩波書店、p.270

2) 前掲『回顧七十年』p.269

3) 永廣顕(2013)「日銀引受国債発行方式の形成過程：1932」『麗澤大学経済社会総合研究センターワーキングレポート』No.55号

が不足していく。そこで、1932年3月、8月に大蔵省は国債の日銀引受発行を日銀に依頼する。しかし、日銀はインフレ懸念、売りオペの実現可能性に懐疑的であり、慎重な姿勢を見せていたが、預金部引受が期待できないため、「暫定的」、「未完成」な形で国債の日銀引受発行は開始されたと結論づけている³⁾。

②については、佐藤によれば、国債の日銀引受発行前の大蔵省、日銀、シ団銀行の関係を次のように整理している。1931年までの三者の関係は円滑で、国債の借換もシ団と協調して行われていた。ところが、預貸率の低下、預貸利ザヤがマイナスとなるなど、1928年頃から民間金融機関の収益性は低下し、そこにイギリスが金本位離脱したため、財閥銀行を中心にドル建邦債への投資を積極化させる。これに対し大蔵省、日銀は金解禁政策を危殆に陥れるものとして、公定歩合引き上げで対応する。このことが、東西預金銀行間の預金金利引き上げを巡って、シ団銀行内の潜在的対立を顕在化させるとともに、金融機関に多額の国債の評価損計上を迫り、大蔵省、日銀、シ団間の信頼を毀損することとなる⁴⁾。

こうした三者の信頼関係が毀損した状態では、売りオペの実現可能性に懸念が残るため、高橋は国債の日銀引受発行を決断できなかったとする。ところが、国債の日銀引受発行を開始すると、早々に日銀引受国債の売却を希望する声が上がったため売りオペを行うと、ドル買い事件で対立関係にあった三井銀行が積極的に購入する。その後もシ団銀行が積極的に売りオペに応じていた間は、売りオペも順調に行われており⁵⁾、売りオペがシ団

銀行の買い入れ、特に三井銀行、三菱銀行をはじめとする財閥銀行の投資余力に依存していたとする⁶⁾。

③については、井手によれば、高橋が軍部と対立してまで財政膨張を抑制したのは、1936年予算編成を前に国債消化の限界が近づく一方、国債市価維持のために国債の売却もできなくなる。したがって、収支均衡には徹底的な歳出削減、増税が必要となり、高橋は健全財政を目指した。ただ、その実態は、前者は軍部の過剰な要求の一部を削減したにとどまり、後者は高橋の増税回避論のために実現できず、収支均衡は実現しなかった。しかも、歳出削減は会計操作によって行われ、むしろ軍部の予算に対する発言力を高めたと評価している⁷⁾。

④については、中島⁸⁾、日本銀行⁹⁾によれば、売りオペの成功要因として、売りオペの事前準備として低金利政策、国債価格維持政策、国債優遇策といった国債の売却を阻止する政策が行われていたことと、銀行の余剰資金の存在を挙げる。すなわち、一方では国債の日銀引受発行による政府の資金撒布による金融緩和が行われたが、遊休資産が存在したため設備資金需要が高まらず、銀行は預金超過となっていた。これが国債投資に用いられ、その一方で売却阻止策として公定歩合の引き下げや国債優遇策(国債標準価格設定、国債担保貸付優遇制度)が採られ、日銀信用を背景に順調な市中消化が可能になったとする。

ここまで高橋財政以降の国債の日銀引受発行について、四つの視点から先行研究を整理してきた。ここで重要なことは、日銀は国債の日銀引受

4) 佐藤政則(2013)「1931年末金融危機と国債引受シンジケート銀行」『麗澤大学経済社会総合研究センターワーキングレポート』No.55号

5) 佐藤政則(2013)「国債引受シンジケート銀行と売りオペ」『麗澤大学経済社会総合研究センターワーキングレポート』No.55号

6) 佐藤政則(2015)「高橋財政期の国債消化力とは何だったのか」『経済志林』第84巻第2号

7) 井手英策(2006)『高橋財政の研究』有斐閣

8) 中島将隆(1977)『日本の国債管理政策』東洋経済新報社

9) 日本銀行百年史編纂委員会編(1986)『日本銀行百年史』第4巻

発行に対し、インフレ懸念、売りオペの実現可能性から、かなり慎重な姿勢を見せていた。そして、暫定的、未完成な形でそれを開始するわけだが、いざ始めてみると売りオペも順調に行われた。ところが、1934年に転機が訪れる。それは国債消化資金と軍需生産資金との競合であり、そのことが原因となって、それ以降シ団銀行の売りオペ参加が減少し、売りオペの市中消化率が一旦低下するのである。ここで日銀保有国債の売りオペによる市中消化率を上昇させるため、金融界全体に売却先を分散させるとともに、再び国債優遇策などを案出していくのである。

しかし、高橋財政期の日銀保有国債の売りオペについては研究蓄積があるものの、1937年以降は、

国債発行額が急拡大し、インフレを阻止するために日銀による売りオペが一層重要性を増していくにもかかわらず、それがあまり見られない。そこで、本稿では史料の制約から1937年から1940年までが中心となるが、大蔵省、日銀がインフレを阻止するために、普通銀行、生命保険会社(以下、生保会社と略記)、個人に対して、どのような国債消化策を採ったのかを考察したい。

II 金融統制と国債売却阻止政策

(1) 日銀による国債引受額と売りオペ額の推移

国債の日銀引受発行は1932年11月25日に始まり、売りオペは同年12月24日に始まった。最初に

図表1 新発長期国債の引き受け状況

(単位：千円)

	日銀引受額	預金部引受	郵便局売出し	その他	合計
1932年度	682,313	67,000		23,000	772,313
1933年度	752,893	86,838			839,732
1934年度	678,000	152,000			830,000
1935年度	661,000	100,000			761,000
1936年度	565,000	120,000			685,000
1937年度	1,661,250	350,000	118,750	100,000	2,230,000
1938年度	3,275,402	780,000	475,097		4,530,500
1939年度	3,519,801	1,500,000	496,698		5,516,500
1940年度	4,393,307	1,890,000	601,192		6,884,500
1941年度	7,318,922	2,150,000	722,077		10,191,000
1942年度	9,526,230	3,350,000	1,382,769		14,259,000
1943年度	13,887,281	6,000,000	991,698		20,878,980
1944年度	19,275,488	10,400,000	604,811		30,280,300
1945年度	16,252,227	11,923,899		5,255,100	33,431,227

(出所) 大蔵省昭和財政史編集室(1954)『昭和財政史』第6巻 国債、東洋経済新報社、資料Ⅱp.26-27より作成

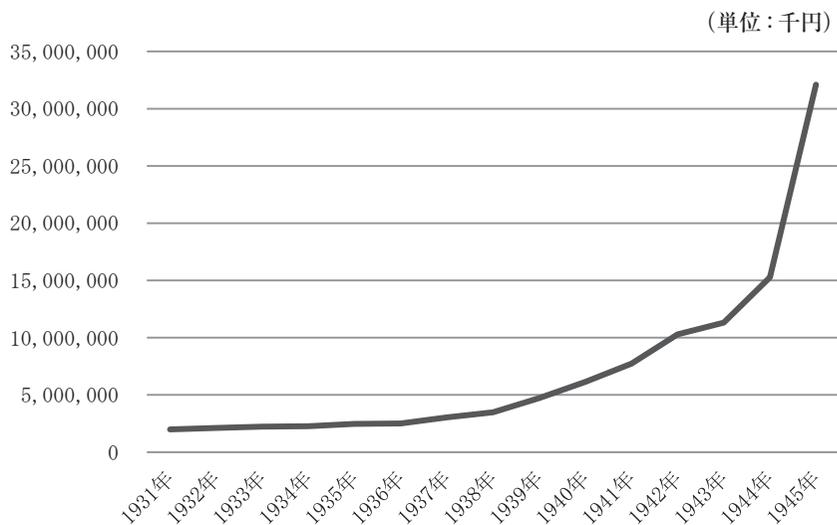
日銀の国債引受状況を確認しておこう(図表1)。図表1によれば、1937年度までの各年、新発長期国債の80%以上が日銀引受によって発行され、その後引受率は下がったものの、1944年度までの引受額の累計は約662億円に上っている。

国債の日銀引受発行は、日銀による事後的な買いオペとは異なり、政府が調達した資金は事業に使われ、有効需要が創出されるとともに財政資金が散布され、マネーストックの増加につながる¹⁰⁾。したがって、日銀券の流通高も増加していく。これを確認しておく、1932年末には13億7,362万円だった日銀券流通高は、特に1939年以降増加率が拡大し、1944年末には177億2,891万円と、1932年末に比べて13.5倍に膨れ上がった¹¹⁾。その一方で、大量に発行された国債を引き受けさせられた日銀の資産の推移も見ておこう(図表2)。それは、国債の日銀引受が始まる前の1931年末には

19億8,248万円であったが、国債発行に依存した軍備拡張を目指した馬場鑣一が大蔵大臣に就任後、日銀の資産拡大は加速し、1944年末には152億7,738万円となり、1931年末と比較して7.7倍の拡大を見た。

ただ、日銀券流通高、日銀の資産とも1939年以降、顕著な拡大が見られたわけだが、日銀が引き受けた国債累計額と比較すると拡大は抑制的である。つまり、国債の日銀引受とセットとなっていた売りオペが重要な意味を持っていたことを示している。そこで、当時の売りオペの状況を確認しよう(図表3)。図表3によれば、1934年にピークを迎え、1936年、1937年は日銀保有国債の売却率が低迷したが、1938年にはそれは回復し、1942年以降は80%以上の売却率を維持している。

1936年から日銀保有国債の売却が低迷したわけだが、その要因には戦時経済への移行に伴う



図表2 日銀の総資産の推移
(出所) 前掲『日本銀行百年史』資料編、p.288-293より作成

10) 国債の日銀引受発行ではマネーストックの増加をもたらすのに対し、事後的な買いオペの場合、ベースマネーの供給に留まる点が異なる。

11) 日本銀行統計局編(1966)『明治以降本邦主要経済統計』p.172

生産力拡充資金の拡大により、国債消化資金との資金競合が起きていたことにある。その証左に1935年から普通銀行への売りオペ額は大幅な減少が見られる。ただ、国債の市中消化率が低下を続ければ、インフレの懸念が拡大する。そこで、政府は国民貯蓄を奨励するとともに、臨時資金調整法による資金統制を行う。これにより、貯蓄を増やす一方で、不要不急産業への資金供給を抑制して、政府資金の優先的調達を実現するとともに、生産力拡充資金を確保することが目指されたのである。

他方、高橋財政期から日銀保有国債の市中売却率が高まるよう、国債優遇策を実施していた。1936年以降市中売却率が低下する一方、軍備拡張路線によるさらなる国債大量発行方針が出され

たことにより、売りオペの重要性は一層高まっていく。そこで、民間金融機関への売りオペ率を高めるとともに、一旦保有した国債が売却されないよう、1937年以降、国債優遇策も次々に始められた。次に、国債優遇策について見ていこう。

(2) 国債優遇策と日銀取引先銀行による国債消化

高橋是清は国債の日銀引受発行を「一時の便法」として利用したが、その後を継いだ馬場鏐一は、それを積極的に利用した軍備拡張路線を採る。馬場の予算案は広田内閣総辞職により廃案となるが、1937年7月7日夜、支那事変の発端となる盧溝橋事件が発生する。政府は当初不拡大方針

図表3 日銀引受国債の売りオペ状況

(単位：千円)

	国債引受額	純売却額							売却率
		普通銀行	地方銀行	保険	その他	郵便局売出分	官庁	合計	
1932年	200,000	5,000	300	0	11,000	0	0	16,300	8.15%
1933年	1,115,000	391,500	89,740	7,350	314,880	0	39,700	843,170	75.62%
1934年	701,358	356,600	97,329	15,300	429,234	0	29,558	928,021	132.32%
1935年	750,657	208,800	103,377	11,655	336,210	0	42,025	702,067	93.53%
1936年	1,580,836	162,275	126,160	34,917	354,559	0	19,587	697,498	44.12%
1937年	1,780,000	38,820	56,580	103,900	332,723	68,000	258,620	858,643	48.24%
1938年	3,750,500	753,128	209,203	127,600	1,070,928	457,992	520,557	3,139,408	83.71%
1939年	4,016,500	664,500	226,076	38,370	1,510,122	472,677	417,736	3,329,481	82.90%
1940年	4,994,500	718,800	277,817	1,750	1,759,719	570,394	62,315	3,390,795	67.89%
1941年	8,041,000	1,140,450	382,036	1,349	3,280,449	590,877	244,116	5,639,277	70.13%
1942年	11,209,000	2,312,299	383,384	4,036	5,597,989	1,080,985	440,155	9,818,848	87.60%
1943年	15,247,000	2,070,495	1,440,432	572,468	6,168,148	1,190,738	1,845,670	13,287,951	87.15%
1944年	19,947,500	3,441,302	4,379,564	818,638	6,203,440	638,289	388,519	15,869,752	79.56%

※1937年は7月から12月の数値である。

※日銀純売却額は、日本銀行の民間ならびに官庁への売却高から買入高を差し引いたものである。

(出所) 前掲『日本銀行百年史』第4巻p.45、日本銀行統計局(1946)『本邦経済統計』p.68-70より作成

を採ったが、事変は拡大、長期化していく。そのため、軍事費の急増を招き、国債の長期継続的な増発は不可避となった。それゆえ、政府は国債の発行限度額を毎年引き上げ、1937年度から1941年度の新発債の発行状況は、軍事公債を中心に、20億から101億に増額された(図表4)。

当然、大量発行された国債の消化は、大きな問題となった。そこで、一方では貯蓄を奨励しつつ資金需要を抑制し、もう一方では資金統制の実施をはじめとする、人為的方法による国債消化策が推し進められることとなった。その一環で行われたのが、国債優遇策である。国債優遇策の目的は、①国債の売却阻止と②国債消化資金の優先的確保にあった。1937年以降に行われた国債優遇策には、大きく税制上の優遇措置を目的としたものと、国債の市場価格の維持の二つがあった。前者には、有価証券移転税の優遇、所得税、法人税などの国債利子課税の優遇などが行われた¹²⁾。他方、後者には日銀の国債担保貸出金利の一層の引き

下げや、日銀による売戻約款付国債買入の無条件買入の開始などが行われた。

1937年7月には日銀の国債担保貸出金利が、1厘引き下げられて9厘となり、国債担保貸出金利は国債の表面利率以下へ引き下げられた。これにより、日銀の取引先銀行にとっては、日銀から国債担保借入をすれば、国債を保有する限り若干のサヤも残るため、市場売却よりも日銀借入の方が有利となった。この結果、銀行による国債の消化率は表面的には上昇した¹³⁾。

また、日銀による売戻約款付国債買入は、金融機関の保有国債の増加によって、その処分が増えてきたため、その売却を阻止するとともに、日銀の取引先金融機関の資金繰り改善のために無条件買入を開始した。こうした日銀の国債担保貸出金利引き下げや、売戻約款付国債買入によって、金融機関の保有国債の市中売却を阻止し、国債価格維持が図られたのである。特に、国債担保貸出金利の引き下げは、売りオペ参加者に順ザヤを

図表4 1937年度から41年度の新発債発行状況

(単位：百万円)

	1937年	1938年	1939年	1940年	1941年
歳入純計	9,190	11,423	13,182	17,304	28,067
新発債総額	2,230	4,530	5,517	6,885	10,191
軍事公債	1,751	3,807	4,371	5,228	7,100
歳入補填公債	355	579	940	1,265	2,433
植民地事業公債	52	88	142	166	159
内地事業公債	71	55	64	65	119
政府出資公債	—	—	—	161	365
年度末国債額	12,817	17,344	22,885	29,847	40,470

(出所) 前掲『昭和財政史』第6巻、p.292より作成

12) 国債優遇策については、前掲『日本の国債管理政策』第5章に詳しい。

13) 表面的には銀行による国債消化率は上昇したが、その反面で国債担保貸付が大幅に増加していたことが指摘される(吉野俊彦、中川幸次(1980)『金利の解説』日経文庫、p.137)。

保証するものであり、売りオペ拡大に大きく寄与したのであった。このように、金融機関に対しては、資金統制の実施と国債優遇策によって国債消化への協力を求めている。

III 地方銀行に対する国債消化策

(1) 普通銀行の預貸状況と証券投資

戦時下の我が国では、国民貯蓄奨励運動が行われていた。これは、大蔵省が国民貯蓄奨励局を設置し、年度ごとに貯蓄目標を設定して、国民の貯蓄増進を行うものであった。1938年から1945年の合計貯蓄目標額は1,980億円に設定され、2,167億800万円の貯蓄実績が上がった。そのうち銀行預金での貯蓄は約836億円に上り、最も資金を吸収していた¹⁴⁾。

その一方で、1937年末と1941年末の普通銀行の預金額は、国債シ団銀行のそれが約2.2倍増加

したのに対し、地方銀行では約2.7倍の増加が見られた。また、同期間の貸付額の状態は、国債シ団銀行のそれは約2.3倍の増加であったのに対し、地方銀行は約1.6倍の増加しか見られなかった。その結果、預貸率は1937年末の国債シ団銀行のそれが56.5%、1941年末は57.9%と微増したのに対し、地方銀行のそれは72.7%から41.2%へと大幅に低下していた¹⁵⁾。つまり、地方銀行は政府の財政支出拡大と国民貯蓄奨励運動により、預金は増加したものの、臨時資金調整法による金融統制によって、融資面での制約から全国的に運用難に陥り、預貸率が低下していたのであった¹⁶⁾。

次に、普通銀行の証券投資額を確認しておこう(図表5)。図表5によれば、シ団銀行の預証率は35%前後で推移していたのに対し、地方銀行のそれは1937年末には43.4%であったが、1941年末には55.7%へと上昇しており、この間一貫して上昇している。また、投資先を見ると、投資金額が大き

図表5 シ団銀行、地方銀行の証券投資額

(単位：千円)

		国債	地方債	外国証券	社債	株式	合計	(参考) 預金額
1937年末	シ団銀行	1,603,208	225,049	82,159	715,926	161,505	2,787,847	8,603,205
	地方銀行	896,374	104,846	19,433	475,153	376,636	1,872,442	4,310,587
1938年末	シ団銀行	2,470,608	223,743	104,187	846,875	178,106	3,823,519	10,061,289
	地方銀行	1,167,768	115,463	28,080	604,665	424,211	2,340,187	5,312,013
1939年末	シ団銀行	3,003,754	209,143	162,627	952,653	216,170	4,544,347	13,164,748
	地方銀行	1,624,751	141,316	127,953	912,021	494,855	3,300,896	7,058,598
1940年末	シ団銀行	3,679,580	184,688	177,896	960,043	220,716	5,222,923	15,995,738
	地方銀行	2,301,643	134,361	186,409	1,306,251	541,908	4,470,572	8,878,968
1941年末	シ団銀行	4,781,816	173,790	289,225	1,336,006	214,777	6,795,614	19,310,362
	地方銀行	3,195,642	134,299	245,308	1,968,042	540,066	6,083,357	10,927,304

(出所) 東京銀行集会所「銀行通信録」各月号より作成

14) 日本銀行統計局『戦時中金融統計要覧』(1947) p.151-152

15) 「銀行通信録」所収の東京銀行集会所「全国各種銀行業務要報」『全国各種銀行所有有価証券調』より筆者計算

16) これに対し、戦時中に命令融資を命じられるなど、戦時貸付を支えた日本興業銀行の同期間の預金額は約2.9倍、

融資額は約3.4倍、預貸率は1937年末の89.8%が1941年末には105.4%へと上昇していた。

17) しかし、国債発行額が大幅に増加していく1940年以降、シ団銀行に対しても、日銀から国債保有目標(預金総額の25%)が要請され、国債の強制割当が行われていく。

いのはシ団銀行、地方銀行とも国債と社債である。ただ、シ団銀行の国債保有額は1937年末から1941年末の間に2.98倍増加し、社債は1.87倍増加したのに対し、同じ時期の地方銀行のそれは国債が3.57倍、社債が4.14倍増加していた。

シ団銀行の場合、国債を保有していれば、順ザヤで日銀から国債担保貸付を受けることができるため、国債を消化するインセンティブが存在する。したがって、日銀の国債担保貸付の存在が、シ団銀行に国債保有を拡大させた背景と言えよう¹⁷⁾。他方、地方銀行はその3分の2近くが日銀との取引を行っていないため、国債を保有しても低利資金の調達はできない¹⁸⁾。また、預貸率の大幅な低下に見舞われている地方銀行にとっては、収益性を改善させるには、低利国債よりも高い利回りが期待できる社債保有の方が理に適った投資である。そこで、次になぜ地方銀行が国債を保有したのかを見ていこう。

(2) 地方銀行の国債投資

地方銀行の債券投資に拡大が見られるのは、1939年以降である。地方銀行の債券投資拡大の基底にあったのは、全国的な金利平準化であった。当時、地方銀行や信用組合の中には、預金金利に勉強率と称した上乗せ金利を提供しており、金利が高止まりしていた。しかし、低金利政策を徹底したい大蔵省は、信用組合を管轄する農林省と共同して、預金金利の引き下げを勧奨した（第一次金利平準化¹⁹⁾。

第一次金利平準化は、1939年3月に全国的な成立を見て、定期預金金利が平均20%低下した。そうは言いながらも、第一次金利平準化では、23

県で定期預金金利が国債の表面利率である3.5%を上回っており、特に東北（岩手を除く全県）や九州（全県）に多く見られた²⁰⁾。預金金利が国債の表面利率を上回っていれば、銀行の国債消化が伸び悩む。そこで、大蔵省と農林省は、さらなる預金金利低下とその平準化を目指した（第二次金利平準化）。

地方銀行の債券投資が積極化したのは、第一次金利平準化と符合する。それは、預金金利の引き下げに伴う資金コストの低下により、債券投資での採算が見込めたことが要因と考えられよう。ただ、それならば社債保有を増やした方が、国債を保有するよりも収益性は高いはずである。しかし、1937年末から41年末にかけての地方銀行の債券保有額は、社債よりも国債の方が増加している。

その一つの要因は、地方銀行が希望する社債を証券業者から購入できなかったことにある。したがって、地方銀行の預貸率は低下し、そのうえ社債投資も思うようにならず、深刻な運用難に陥っていた。こうした地方銀行の運用難を利用し、大蔵省は地方銀行の国債投資増額を慫慂した。すなわち、地方銀行や地方銀行協会が、大蔵省や日本興業銀行に対して運用難の改善を訴えた際、大蔵省や日本興業銀行は、預金部保有社債の売却や興銀債の売却、優先割当を行うわけだが、これには次のような売却条件や割当方針が出された。以下に引用しておく²¹⁾。

〈売却条件〉

- 一、開放社債の銘柄は興業債券ほ号、第五十八回満鉄債、第二百二十七回東拓債

18) 日本銀行と取引していた普通銀行は、1937年末で144行であった。他方、同年末の地方銀行数は356行であり、60%程度の銀行は日銀の取引先銀行ではなかった。

19) 日本銀行調査局編(1973)『日本金融史資料』昭和編第34巻、大蔵省印刷局、p.244-245

20) 前掲『日本金融史資料』昭和編第34巻、p.246-247

21) 『銀行通信録』第108巻、第643号、1939年8月20日。なお、1939年12月に行われた預金部保有社債の第二次売却や興銀債の優先割当の際も、同じ割当方針で申込銀行への割り当てを行っている（『銀行通信録』第108巻、第647号、1940年5月20日、第108巻、第652号）。また、引用にあたっては常用漢字に一部改め、長文引用にあたっては読点を付けた。

の三種で、売却単価は何れも額面百円に付百円とし、受渡期日は八月七日とする。

一、売却の条件としては、(1) なるべく長期保有すること(2) 既に相当国債を所有しこの上国債投資の困難なるもの及び預金部以外よりの購入困難なるものに開放すること。

一、購入後若し売却したき時は、大蔵省宛売却承認願書を提出して許可を得ること。売却が已むを得ざる場合には、預金部に於て再び買上げるか又は売却の斡旋をする。

〈割当方針〉

申込銀行の国債所有高に応じて割当てた。従って、国債所有高の僅少なる銀行は、割当から除外した。此反対に本年上期中に多額の国債を買入れた銀行は、割増をした。国債所有額が大体この中間と見られるものは、申込額に従って按分した。この結果の割当額は最高百万円、最低一万円とした。

このように、国債保有に積極的な地方銀行に対し、優先的に預金部保有社債の売却や興銀債の割当を行ったのであった。つまり、預金は確定利率で集めた資金であり、その利率が国債の表面利率を上回っていれば、国債の大量保有はできない。そこで、一方では金利平準化を進めて資金コストを引き下げ、他方では低利国債を大量に保有する銀行には、優先的に優良でかつ、利回りの良い社債を提供し、これを国債投資の甘味材とすることで、収益性を確保しつつ、国債の大量消化を慫慂したのであった。

(1) 生保会社に対する国債強制割当

普通銀行に対しては、日銀の国債担保貸付利率の引き下げにより、国債の表面金利以下の利率で日銀からの借入を可能にしたことで、順ザヤで無制限に日銀信用を利用できるようになった。このことが、国債シ団銀行を中心とした日銀取引先銀行の国債消化を増加させる最大の要因であった。また、地方銀行に対しては一方で金利平準化によって資金コストを引き下げるとともに、他方で国債保有に比例して、優先的に優良企業の、利回りの良い社債の売却や割り当てを行うことにより、国債消化を慫慂したのであった。

では、生保会社に対してはどのような国債消化策が採られたのであろうか。これは銀行に対する消化策とは異なり、強制的な消化策が採られた。高橋の後を継いだ馬場鏝一が、国債発行による軍備拡張路線を打ち出したわけだが、当時、既に国債消化資金と生産力拡充資金との競合が顕在化しており、馬場は新たな国債の消化先として、資金量を増やしていながら、国債保有額の少ない生保会社に注目していた。

そこで、馬場は1936年10月に、生保会社を監督していた商工省に対して監督の共管を提議した。このことを契機として、商工省は生保会社の国債保有に対する態度を変化させた²²⁾。すなわち、従来の商工省は、国債保有については各社の自主性に任せていたが、それへの干渉を始めたのである。生保会社の資産運用は、財産利用方法書によって申請し、認可を得る必要があったが、その認可権を利用して国債保有を強制させていくのであった。

22) 従来、生保会社を監督していた商工省にすれば、大蔵省に生保会社監督への干渉を受けることを嫌ったため、方針を転換させたものと考えられる。

23) 当時、予定利率が4%の商品が多く、国債の表面利率は3.5%であったため、国債の表面利率は、予定利率を下回っていた。

24) 「日刊中外保険新報」1936年9月5日

25) 予定利率引き下げ方針決定後、明治生命と仁寿生命が新種商品の認可を申請した。このとき、明治生命は高料高配商品、仁寿生命は低料低配商品を申請したわけだが、商工省は明治生命の商品の予定利率を3%、仁寿生命のそれは3.5%としており、国債の表面利率と同等もしくはそれ以下の予定利率を採用している。

26) 「日刊中外保険新報」1937年3月25日

そもそも、生保会社は契約者に対して予定利率を提示し、それで現在価値に割り引いた保険料を徴収しているため、予定利率を下回る利回りの低利国債に投資することはできない²³⁾。つまり、資金コストを引き下げることが必要であった。そこで、馬場の蔵相就任以降、政府内では予定利率の引き下げが画策された。1936年9月には、「将来の新種保険に対する予定利率は、何れも三分にする様にとの商工省のお達しである²⁴⁾」との記述が業界紙でも見られることから、新種商品の予定利率引き下げ方針が固まっていたものと考えられる²⁵⁾。

こうして一方では予定利率を引き下げて、生保会社に国債投資余力を作りだしたにもかかわらず、生保会社の国債保有額は増加しなかった。そこで、1936年末には大蔵省は商工省に、生保会社の所有資産の20%（金額にして5億円）を、国債保有に充てるよう通達したとされる²⁶⁾。このときは実施こそされなかったものの、1937年4月には結城蔵相が「金融機関が一致団結し、公債発行の政策に対し、誠意ある協力をする事になれば、強制の手段はその必要を見ないで済むと考へる²⁷⁾」と強制割当も視野に入れて、金融機関の自発的な国債消化を要求していた。このように生保会社に対する圧力は、どんどん強まっていった。

こうして生保会社に対する国債保有圧力が強まる中、盧溝橋事件の勃発により、国債のさらなる大量発行が不可避となる。ここで商工省は、生保各社に年間1億円の国債消化を要請した²⁸⁾。これを受け、生保、徴兵保険12社は、商工省の要請に応じて増加資産の25%、かつ正味総資産の7%まで国債保有を増額することを目標として定め²⁹⁾、この目標を全社に適用することを申し合わせた³⁰⁾。

ここに、国債の強制割当が始まり、前年の倍以上の国債保有額の増加を見たのである。

そして、1938年以降も強制割当が強化される。すなわち、1938年の目標に関しては、生保側は前年並を主張したが、商工省は増額（増加資産の40%および正味総資産の9.7%）を要請し、最終的には増加資産に対する33%を国債保有増加目標額とし、かつ保有額を年始資産の10%以上とすることとなった³¹⁾。

さらに、1939年も生保側の提示した目標と大蔵省側の要請額には乖離があり（生保側は前年並を主張したのに対し、大蔵省は増加資産の50%への増加を要請）、商工省と大蔵省で折衝が行われた。そして、①公債発行予定額が前年より多額になること、②有力会社の買入余力は十分あるとして³²⁾、増加資産の33%以上の国債消化を行い、特に日本生命など有力17社は、増加資産の40%まで国債を消化させることになった³³⁾。その結果、生保会社の国債保有額は、1937年以降、責任準備金増加額に対して30%以上の国債保有が行われるのであった（図表6）。

図表6 生保会社の国債増加額と責任準備金増加額に占める比率

(単位：百万円)

	責任準備金 増加額 (前年比)	国債増加額 (前年比)	比率
1936年末	281	50	17.8%
1937年末	332	103	31.0%
1938年末	383	158	41.3%
1939年末	546	218	39.9%
1940年末	696	297	42.7%
1941年7月末	-	196	-

(出所) 前掲『昭和財政史』第6巻、p.381より作成

27)「保険銀行時報」1937年5月20日

28)「保険銀行時報」1937年8月5日

29) 生命保険協会(1978)『生命保険協会70年史』p.302-303

30)「日刊中外保険新報」1937年8月26日

31)「保険銀行時報」1938年6月30日。この消化目標額は、

生保会社側の抵抗で商工省の要請より抑制させることに成功したように見えるが、年始資産の10%に相当する国債を保有するには、増加資産の40%程度を国債消化に充てねばならず、商工省の要請に沿った国債保有が強制されたと言えよう。

32)「日刊中外保険新報」1939年5月17日

33) 前掲『生命保険協会70年史』p.302-303

(2) 国債保有に対する優遇策

では、こうした国債の強制割当の裏で、銀行に対して行われた国債優遇策と同様の措置は採られたのであろうか。もちろん、国債の価格評価や課税上の優遇は、生保会社に対しても適用される。一方で、銀行に対して行われた金利平準化や、国債担保貸付金利の国債表面利率以下への引き下げや、地方銀行に対して行われた優良社債の優先売却、割当と同様の優遇策が、生保会社に対しても行われたのだろうか。

その一つが先に述べた予定利率の引き下げである。予定利率は保険料計算の際、現在価値に割り引く際の割引率にもなるため、生保会社の資産運用は予定利率を下限とし、それ以上の収益を上げる必要がある。したがって、予定利率の引き下げは、生保会社に低利国債の保有を可能にさせたのである。このように、政府は生保会社による国債保有が、生保会社の収益性に影響を与えないよう、生保会社の経営に留意しつつ、国債の強制割当を行っていたのである。

ただ、当時の生保会社は、高率の契約者配当率を予想配当と明示して、正味保険料を算出し、生保商品の有利さを説いた累加配当保険を販売していた³⁴⁾。そのため各社は、募集時に契約者に提示した配当率を維持しており、一般には契約者配当は、将来も持続するものと思われていた。そもそも、契約者配当は、予定率以上に実現益が生じた際に発生した余剰金の事後的な分配であるため、それを引き下げることも自体に法的問題はない。

しかし、契約者配当率の引き下げは保険料引き上げを意味するため、各社がし烈な募集競争を行っているときに、契約者配当率の引き下げを個社で行うことはできない。そこで、生保業界が国債

保有目標を立てたのとほぼ同時に、商工省は高率配当会社8社に対して、契約者配当率の1割以上の引き下げを慫慂した³⁵⁾。これを受けて、全生保が契約者配当率を一律1割以上引き下げたのであった。さらに、1938年に国債保有目標が増額されると、再び、商工省は契約者配当率の1割以上の引き下げを慫慂し、全社が再び契約者配当率を1割以上引き下げたのであった³⁶⁾。

こうして、生保会社に対しては、予定利率および契約者配当率引き下げを通じて、資金コストを引き下げさせ、国債の強制割当を通じて、国債保有額を増額させたのであった。これらは1936年から38年に行われたわけだが、当時は最も日銀の売りオペ率が低迷していたときである。つまり、日銀引受国債の市中消化が伸び悩んだときに、資金量が増えているながら、国債保有量が少ない生保会社に対しては強制的に国債を保有させ、日銀保有国債の市中売却率向上の一翼を担わせたのであった³⁷⁾。

V 個人に対する国債消化策

ここまで銀行、生保会社に対する国債消化策について述べてきた。最後に、個人に国債を保有させるための消化策も見ておこう。まず、個人が国債を保有するための優遇策としては、支那事変特別税法や所得税法などで、国債利子課税の軽減、免除を行う措置が採られた。その一方で、販売チャネルの拡大や売出債券の多様化、貯蓄奨励による預金部の資金力増強、強制割当、国債売却阻止策を行い、国民に国債消化への協力をさせた。

販売チャネルの拡大では、郵便局や百貨店で国債売出しが行われた。1937年11月から郵便

34) 累加配当保険とは、合計既払済保険料に対して、毎年4.5%や5%の配当がされる保険商品であった。帝国生命の五分累加配当保険の場合、契約5年目以降予想配当は毎年5%ずつ上昇し、配当開始後20年が経てば配当金が支払保険料と同額となり、保険料が無料となるのであった。高料高配を謳った会社は、表定保険料の合計から配当金を差し引

いた保険料を正味保険料として、その高さを武器に契約募集していた。

35) 「保険銀行時報」1937年10月7日

36) 「保険銀行通信」1938年9月25日

局での国債売出しを再開、1938年4月には金融機関以外の公共団体、会社などへの国債販売所の設置、さらには1939年6月には百貨店でも国債の売り捌きが行われた³⁷⁾。そして、売出債券の多様化では、国民が国債を消化し易くするため、1938年以降、小額国債(額面10円)の販売が開始され、翌年には割引債の販売も行われた。

また、貯蓄奨励に関しては、1938年以降、新発国債の預金部引受拡大に伴い、国民貯蓄奨励運動が行われ、国債消化資金を蓄積するため、貯蓄が奨励された。また、1937年12月には日本勧業銀行が、割増金付支那事変貯蓄債券(その後、報国債券、特別報国債券も発行)を販売し、その販売代金は預金部を通じて国債消化に充てられた。貯蓄債券や報国債券などは、1937年12月から1941年12月までに39回発行され、12億8,650万円を販売した³⁹⁾。こうした貯蓄奨励や貯蓄債券の販売により、新発国債の預金部引受を拡大するための資金拡充が行われていたのであった。

さらには、戦時国債の消化が徐々に低迷を始めると、1941年には小額国債の隣保消化が始まる。それは翌年には組織化され、各都道府県に割り当てられた国債消化目標を、各都道府県は各市町村に割り当て、そして各市町村が各隣組に強制割当することより、国債の消化を確実にものにするのが目論まれた⁴⁰⁾。こうした販売チャネルの拡大、貯蓄を通じた間接的な国債消化、さらには強制割当によって、個人による国債消化が強化された。

その一方で、国債価格を維持するためには、国債の市中売却を阻止する必要もある。そこで、1937年11月の郵便局での国債売出し再開と同時に、郵便局での国債買い上げも行われ、換金の必要が生じた場合は、いつでも郵便局が買い上げた。

また、1938年以降は貯蓄債券の預金部による買い取り⁴¹⁾が、さらには1943年以降は郵便局だけでなく、銀行でも国債、小額債券の買い取りが行われた。このように、必要に応じて郵便局などで一定の価格での換金に応じることで、国債の市場放出が阻止された。そのほかにも、1937年以降は政府が国債登録を奨励し、1940年には郵便局での国債の無償保管制度を開始するなど、個人への国債消化の強化と同時に、国債の市中売却を阻止する政策も行われたのであった。

VI むすびにかえて

1937年以降、国債発行額の急拡大に伴い、インフレを抑制するため、いかに国債の市中消化を拡大するかが重要となった。本稿では、1937年から1940年を中心に、銀行、生保会社、個人に対して、どのような国債消化策を採ったのかを考察した。

国債消化の拡大には、一方では国債優遇策を採り、他方では国債の市中売却を阻止する政策を行ったところに特徴があろう。しかも、それは銀行と生保会社、個人それぞれがもつ資金の特性に応じて、異なる政策が採られていたことにも注目できよう。銀行はそもそも最も多額の国債を消化しており、国債の市中消化率悪化は、債券価格の下落を通じて、資産の毀損を招来するため、強制割当を行わなくとも国債消化のインセンティブがある。しかも、銀行は生産力拡充資金の供給源でもあるため、国債の強制割当は金融の梗塞を招き、金利上昇を招く。そこで、強制割当ではなく、資金統制による貸出の制限により自主的な国債消化が求められた。そして、日銀の国債担保貸付の利率引き下

37) 図表3と図表6では、生保会社の国債購入額に相違があるが、生保会社は証券会社(図表3ではその他に分類)からも国債を購入していたため、相違があるものと思われる。

38) ただし、百貨店での国債の売却実績は14万9,380円に過ぎなかった(前掲『日本銀行百年史』第4巻、p.248-249)。

39) 日本勧業証券(1967)『日本勧業証券株式会社60年史』p.77

40) 前掲『日本銀行百年史』第4巻、p.247-248

41) 前掲『日本勧業証券株式会社60年史』p.78-79

げにより、日銀取引先銀行の収益性を保証することで、国債消化のインセンティブを与えると同時に、日銀信用によって生産力拡充資金をバックアップした。

また、預金増に見合った融資先が見当たらず、運用難に陥っていた地方銀行に対しては、金利平準化による資金コストの低下を行った上で、優良会社債の優先割当てや売却という優遇策も抱き合わせて行うことで、国債消化の採算性を確保させて国債消化を勧奨していた。

他方、生保会社は、予定利率や契約者配当率による資金コストが国債の表面利率を上回っていたことから、国債消化に消極的であったため、1937年から強制割当てが開始された。ただ、一方的に強制割当てを行ったわけではなく、予定利率や契約者配当率の引き下げによって、資金コストを低下させることで、国債消化の採算性を確保していた。銀行と比較すると保有額は少ないが、日銀引受国債の売りオペ率が低下したときに、生保資金による国債消化が進められたのであった。

最後に、個人消化であるが、国債利子課税の免除という優遇策を行った上で、販売チャネルの拡大や貯蓄奨励による間接的な国債消化への協力、さらには強制割当てによって国債消化が拡大された。その一方で、国債価格維持のため、市中売却を阻止する政策も同時に行われていた。

このように、1937年以降の国債大量発行に対して、インフレを抑制するため、政府、日銀は各主体の資金特性を踏まえ、それに合わせた国債消化策を採っていたことが明らかとなった。ただ、戦時下の国債消化について、これですべてが明らかになったわけではない。あくまでも本稿は、1937年から1940年を中心とする時期だけを取り上げて考察

したに過ぎない。図表2に示したように、1941年以降、日銀の資産は急拡大し、インフレも率の拡大もそれまで以上に激しいものとなる。この時期に政府、日銀が各主体に対して、どのような国債消化策を採ったのかは考察できていない。これは今後の課題としたい。

参考文献

- ◎ 井手英策(2006)『高橋財政の研究』有斐閣
- ◎ 永廣顕(2013)「日銀引受国債発行方式の形成過程：1932」『麗澤大学経済社会総合研究センターワーキングレポート』No.55号
- ◎ 大蔵省昭和財政史編集室(1954)『昭和財政史』第6巻 国債、東洋経済新報社
- ◎ 佐藤政則(2013)「1931年末金融危機と国債引受シンジケート銀行」『麗澤大学経済社会総合研究センターワーキングレポート』No.55号
- ◎ 佐藤政則(2013)「国債引受シンジケート銀行と売りオペ」『麗澤大学経済社会総合研究センターワーキングレポート』No.55号
- ◎ 佐藤政則(2015)「高橋財政期の国債消化力とは何だったのか」『経済志林』第84巻第2号
- ◎ 生命保険協会(1978)『生命保険協会70年史』
- ◎ 東京銀行集会所「銀行通信録」
- ◎ 中島将隆(1977)『日本の国債管理政策』東洋経済新報社
- ◎ 日本勧業証券(1967)『日本勧業証券株式会社60年史』
- ◎ 日本銀行調査局編(1973)『日本金融史資料』昭和編第34巻、大蔵省印刷局
- ◎ 日本銀行統計局(1946)『本邦経済統計』
- ◎ 日本銀行統計局編(1966)『明治以降本邦主要経済統計』
- ◎ 日本銀行百年史編纂委員会編(1986)『日本銀行百年史』第4巻
- ◎ 深井英五(1941)『回顧七十年』岩波書店
- ◎ 深見泰孝(2013)「統制経済下における生保会社の公債投資と国債消化政策」『証券経済研究』第81号

◎ 深見泰孝(2015)「戦時期の起債市場と社債保有構造」『証券経済研究』第89号

◎ 吉野俊彦、中川幸次(1980)『金利の解説』日経文庫

新聞

◎ 「日刊中外保険新報」

◎ 「保険銀行時報」

Inflation Risk and Public Debt Management in a Wartime

Yasutaka Fukami

This paper focused on public debt management when large amounts of government bonds were issued during the wartime. After 1937, government bonds issued by underwriting the Bank of Japan was increase by the occurrence of war. Since Minister of Finance Takahashi Korekiyo started this policy, the Bank of Japan was afraid to become inflation. Therefore, the government and the Bank of Japan made their efforts to sell government bonds owned by it. Government and the Bank of Japan gave financial institutions incentives to buy government bonds and made financial institutions purchase government bonds. They took different preferential treatment considering the characteristics of each business category. Therefore, in this paper was examined how the government and the Bank of Japan made each financial institution purchase government bonds.

