

令和 3 年 5 月 13 日現在

機関番号：13901

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2018～2020

課題番号：18K01720

研究課題名(和文)日本の経済統制期における通貨発行を通じた財政ファイナンスの長期的影響について

研究課題名(英文) Analysis of fiscal policy by massive money issues during the controlled economy from 1937 to 1952

研究代表者

齊藤 誠 (Saito, Makoto)

名古屋大学・経済学研究科・教授

研究者番号：10273426

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,700,000円

研究成果の概要(和文)：本研究プロジェクトでは、戦中・終戦直後の統制経済期と1995年以降の現在に至る2つの時期について財政金融政策を分析の対象としている。第1の時期には、闇市場からの日銀券需要と占領地の発券銀行券需要が政府債務発行を支えてきた。一方、第2の時期は、ゼロ近傍の金利で旺盛となった貨幣需要(日銀当座を含む)によって莫大な公債発行が支えられてきた。終戦直後は、闇市場や占領地からの貨幣需要が失われたことから、戦中・終戦直後に発行した政府債務を支え切れなくなって物価高騰と財政規律の維持で長期均衡を回復した。こうした終戦直後の経験は、日本の財政金融政策の今後の在り方を検討する上で非常に重要である。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究プロジェクトの学術的意義は、日本経済が他の先進国経済に先行して直面した公的債務拡大、超低金利、そして、物価安定の状況について、戦中・終戦直後の日本経済の経験を含めて長期的な視点から分析することによって、こうした困難な財政金融政策の現在と将来の在り方を考察してきたことである。

また、その社会的意義は、現在の変則的な日本の財政金融政策に対して、将来的な見通しを与えて、どのような政策対応を準備しなければならないかを明らかにしていることである。本プロジェクトの成果は、さまざまなメディアを通じてアウトリーチも行ってきた。

研究成果の概要(英文)：This research project analyzes how the Japanese fiscal and monetary policies worked during the two periods, including the controlled economy in the years 1937-1949, and the current economy from mid-1995. In the former period, the public debt, massively issued in excess of forced private savings, was sustained by strong money demand from domestic black markets and the occupied territories. In the latter period, on the other hand, huge amounts of public bonds have been supported by strong demand for BOJ notes and reserves, driven by near-zero interest rates. Strong money demand from black markets and the occupied territories was lost immediately after the war, and a long-term equilibrium was recovered by price surges and fiscal discipline. This postwar experience is quite suggestive in predicting how the current fiscal and monetary policy will evolve in the near and far future.

研究分野：マクロ経済学

キーワード：貨幣発行益 財政ファイナンス 統制経済 中央銀行券と政府紙幣 闇市場 旺盛な貨幣需要 ゼロ金利政策

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

1. 研究開始当初の背景

(1) 本研究プロジェクトに着手したのは、現在の日本経済の財政金融状況が、日中戦争から太平洋戦争までの第二次世界大戦中のそれと共通している側面が多いことに着目したからである。すなわち、現在の日本経済では、マクロ経済規模に対する公債残高が拡大し、将来の基礎的財政収支の黒字化も見込まれないにもかかわらず、長短金利がきわめて低水準にあり、物価水準も安定的に推移している。一方、第二次世界大戦中の日本経済の財政金融状況も、政府債務が拡大し、国内民間貯蓄が著しく不足していたにもかかわらず、金利は低水準に制御され、物価水準も相対的には落ち着いていた。

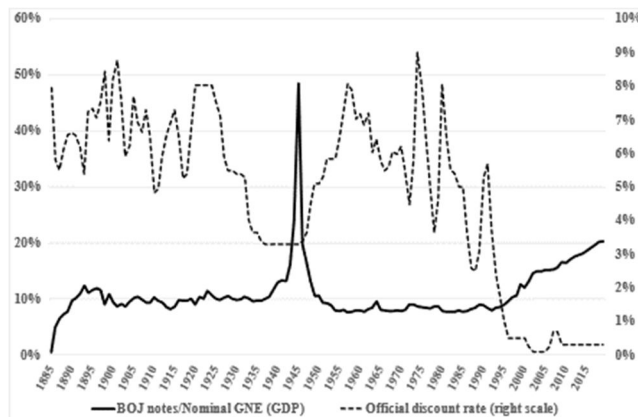
(2) そうした両期間の共通点を踏まえると、現在の日本経済の財政金融状況が今後、どのように推移していくのかに関する予測も、終戦直後の占領期における物価高騰をはじめとした経済混乱が生じたメカニズムを明らかにすることで多くの示唆が得られると考えられた。そうした分析を踏まえることによって、物価と金利が今後も低位で安定することを大前提とした現在の日本の財政金融政策を再考する契機としていく。

2. 研究の目的

なぜ、現代の日本経済では、貨幣供給が急拡大しても、政府債務が膨張しても、物価が安定し、金利は超低水準に留まっているのであろうか。いつまで、物価の安定とゼロ近傍の金利が続くのであろうか。このまま、財政規律の回復を棚上げにしておいてよいのであろうか。本研究プロジェクトでは、これらの疑問に答えるために、近現代の日本経済において、戦中・終戦直後および1995年秋以降に現れた旺盛な貨幣需要を考察の対象としている。両期間は、旺盛な貨幣需要が物価安定の下で拡張する政府債務を支えてきた。また、1940年代後半に旺盛な貨幣需要が崩壊する過程で生じた物価高騰は1940年代末に突然止まった。そうした旺盛な貨幣需要に関わる現象を理論的に解明することで、将来の日本経済において貨幣需要が急激に縮小し物価高騰や金利急騰が生じる可能性を検討する。とりわけ、物価高騰時に財政規律を回復し、ハイパーインフレを回避する意義を強調したい。さらには、こうした考察が新しい物価理論を提起する契機となることも議論する。

3. 研究の方法

(1) 本研究プロジェクトは、右図で示されている貨幣需要の変動を基本的な動機付けとしている。右図に示されている名目GDP(あるいは、GNE)に対する日銀券残高の比率(マーシャルのk)は、19世紀末以降、安定してきたが、1937年から1949年の経済統制期(戦中と占領期を合わせた)と1995年秋以降から現在に至るまでの超低金利環境において拡大している。本研究プロジェクトは、こうした旺盛な貨幣需要のメカニズムを明らかにすることを目的としている。



(2) 経済統制期については、主として戦後に推計された戦中・戦後の国民所得統計を中心に、旺盛な貨幣需要が生じた背景を明らかにする。とりわけ、経済統制期の国民所得統計に特徴的な総支出が総所得を大きく上回る統計的不突合が闇市場への所得漏出と闇市場からの貨幣需要に関わることを理論的に明らかにする。

(3) 1995年以降の超低金利環境については、標準的な貨幣経済モデルを用いて分析をしていく。ただし、政府の予算制約における横断条件(終点条件)が一時的に満たされない状況を考えることで、物価安定とゼロ近傍の金利で旺盛となっている貨幣需要(日銀券だけでなく当座預金も含めて)が現在の財政余剰の割引現在価値を上回る公債残高を支えていることを明らかにする。

4. 研究成果

(1) 本プロジェクトの研究成果は、5つの論文として書き下ろしたものをまとめて、単著の英文研究書、

Saito, Makoto, 2021 (forthcoming in August 2021), *Strong Money Demand in Financing War and Peace: The Cases of Wartime and Contemporary Japan*, Springer Nature.

として公刊する。5つの論文は以下のもので、いずれも単著である。

- Saito, M. (2017a, 大幅に改訂をして、Chapter 2). Central bank notes and black markets: The case of the Japanese economy during and immediately after World War II. Hitotsubashi University, Graduate School of Economics, DP 2017-01.
- . (2017b, 大幅に改訂をして、Chapter 3). On wartime money finance in the Japanese occupied territories during the Pacific War: The case of instant reserve banks as bad central banks. Hitotsubashi University, Graduate School of Economics, DP 2017-03.
- . (2020a, Chapter 5). Long-run mild deflation under fiscal unsustainability in Japan. Hitotsubashi University Institute of Economic Research Discussion Paper No. 703.
- . (2020b, Chapter 4). Public bonds as money substitutes at near-zero rates: Disequilibrium analysis of the current and future Japanese economy. Hitotsubashi University Institute of Economic Research Discussion Paper No. 714. (なお、本論文は、齊藤誠、「貨幣財需要としての公債需要: 不均衡分析から見た過去四半世紀と将来の日本経済」、『金融経済研究』近刊を大幅に改訂したものである)
- . (2020c, Chapter 6). Central bank cryptocurrencies in a competitive equilibrium environment: Can strong money demand survive in the digital age? Hitotsubashi University Institute of Economic Research Discussion Paper No. 719.

以下では、序章と第1章にイントロダクションに続く第2章から第6章の要旨を付す。

(第2章と第3章の要約)本プロジェクトでは、まず、非常に異なった2つのチャンネルを通じて、戦中の政府債務の拡大が旺盛な貨幣需要に支えられてきたことを示していく。第1のチャンネルでは、政府が発行した国債は、日銀によって直接引き受けられ、日銀券発行でまかなわれた。そうして大量に発行された日銀券は、正規経済の取引動機に基づいて需要されただけではなく、地下経済の闇市場ディーラーたちが所得隠匿目的で匿名性が保たれた日銀券を積極的に保有した。すなわち、正規経済から地下経済に漏出した所得が日銀券需要の形で政府に再び還流してきたのである。

第2のチャンネルでは、日銀ではなく、占領地の発券銀行や中央銀行が政府債務を引き受け、現地の通貨需要でまかなわれた。具体的には、北京の中国聯合準備銀行、南京の中央儲備銀行、東京に本店が置かれた南方開発金庫などの発券銀行や、満州、タイ、インドシナの中央銀行が日本政府債務を引き受け、現地通貨によって資金調達を行った。後者の中央銀行券については、需要も旺盛で物価高騰を伴わない形で現地の日本軍が順調に資金を調達できた。しかし、前者の発券銀行については、銀行券への需要は弱く物価が高騰し、現地の日本軍の資金調達がうまくいかなかった。

1945年8月の終戦によって2つのチャンネルは同時に失われた。第2のチャンネルは、敗戦国の政府として旧占領地の発券銀行の清算や中央銀行への返済が迫られた。前者の発券銀行の清算は、現地の急激な物価上昇のために、政府債務の名目額が天文学的な数字に達していたが、その実質的な返済負担は抑えられた。一方、後者の中央銀行への返済は、現地の物価が相対的に落ち着いていたことから、政府債務の返済の実質的な負担が高かった。

第1のチャンネルは、事情がやや複雑である。実質的な経済統制が1940年代末まで続いたこともあって、所得が正規経済から地下経済へ漏出し続けた。しかし、闇市場ディーラーは、1946年2月に金融緊急措置が発せられる前から、旧日銀券が回収され新日銀券に置き換わることを恐れて、これまで保有してきた日銀券を実物資産に交換するようになった。すなわち、地下経済からの日銀券需要は急速に減少したのである。

特に、第1のチャンネルが失われたことから、日本経済全体の貨幣需要も急激に縮小していく。その結果、物価が急激な勢いで上昇したが、決してハイパーインフレには至らなかった。日銀券需要が戦前の取引需要の水準まで低下するやいなや、物価高騰は突然止まった。1940年代後半、政府の財政余剰が税制改革で改善したことから、その間の物価高騰で実質価値が大きく減価した国債残高がその後の財政余剰で支えられる見通しが立ったからである。言い方をかえると、財政改革による財政余剰の改善によって、物価過程がハイパーインフレに陥ることを防いだといえる。

(第4章と第5章の要約)第2章と第3章で分析してきたように、戦中は本土や占領地における旺盛な貨幣需要が膨張する政府債務を支えた。終戦直後は、貨幣需要が急激に縮小するとともに物価が高騰した。戦中に拡張した政府債務は、実質価値が物価高騰で大きく減価した。このように実質残高が大きく低下した政府債務は、1940年代後半の財政改革で改善した財政余剰で将来にわたって支えられることが見込まれた。実質政府債務の返済の見通しが立った1940年代末には、物価高騰は突然ストップした。第4章と第5章では、こうした旺盛な貨幣需要の戦中の生成と終戦直後の崩壊と比較しながら、現在の金融市場で観察される旺盛な貨幣需要のメカニズムを明らかにしていきたい。さらには、そうした旺盛な貨幣需要が崩壊する可能性についても慎重に検討していく。

現代の日本経済に表れた旺盛な貨幣需要のもっとも大きな特徴は、需要される貨幣の範囲が、日本銀行が発行する日銀券や法定準備預金といった伝統的な貨幣から大きく広がってきたこと

である。第1に、1995年秋以降、翌日物コールレートが0.5%を下回る超低水準に誘導したことから、金利がゼロ水準である通貨（日銀券や法定準備預金）は短期国債と代替性を強めた。さらには、2000年代半ばごろより、長期金利もゼロ水準に向かって低下してきたことから、長期国債も通貨や短期国債との代替性を強めた。翌日物コールレートがゼロ近傍になって貨幣の保有コストがほぼゼロになったことから、貨幣需要は旺盛となっていった。こうして旺盛となった貨幣需要は、伝統的な通貨だけでなく、大量に発行された長期国債や法定準備預金を超える超過準備預金を、伝統的な通貨を代替する金融資産として吸収してきた。

上述の旺盛な貨幣需要は、日銀による国債の直接引受や直接借換えを禁じている財政法の制約を政府が回避することを可能とした。大量に発行された新発国債や借換え国債は、まず民間銀行によって通貨を代替するものとして需要された。その後日銀は、民間銀行から保有国債を買い入れ、その買入代金を日銀当座預金に振り込んだ。法定準備預金の水準を超えて振り込まれた日銀当座預金は、2016年初まで0.1%の付利がなされた超過準備預金となった。最終的に見ると、日銀は、民間銀行を介しつつも、政府から新発国債を引き受けるとともに、満期国債の借換えに応じてきたことになる。こうした変則的な国債引受や借換えが可能になったのも、日銀券、法定準備、超過準備、短期国債、長期国債がほぼ等価な金融資産となったからである。

以上をまとめてみると、名目金利がゼロ近傍の水準になったことで、旺盛な貨幣需要が膨張する政府債務を支えることが可能となった。旺盛な貨幣需要が存在する限りは、物価が高騰することなく、低金利の水準のままでも、政府は膨大な政府債務を発行できたのである。将来にわたってゼロ金利が続く限りは、大量の国債を返済することなく借り換え続けることができた。その結果、政府債務の実質残高は、返済原資となる将来の財政余剰の割引価値を超えることも可能となった。超低金利環境が続く限り、政府は財政規律を維持する必要もなくなったのである。

逆にいうと、名目金利がゼロ近傍の水準から離陸し、旺盛な貨幣需要が失われるやいなや、物価が高騰し、金利が急騰する。また、政府は、財政規律の回復を迫られる。まさに、第1部で分析してきたように地下経済からの貨幣需要と占領地の現地通貨需要が失われたときに生じたのと同じ経済現象が再び起きる可能性がある。そうした旺盛な貨幣需要の崩壊の契機としては、広義の貨幣需要増加の原資である民間貯蓄をはるかに超える資金を政府が調達しなければならず、国債市場の需給が逼迫するときであろう。

第4章と第5章では、以上の状況をモデル化することを試みている。提起した理論モデルでは、旺盛な貨幣需要が発生する前に金利が急激に低下するとともに、インフレ率がマイルドなインフレからマイルドなデフレに転じるフェーズ、ゼロ近傍の金利で貨幣需要が旺盛となり、超低金利・物価安定の下で財政規律を維持することなく大量の国債が消化されていくフェーズ、

国債市場を一挙に逼迫させるイベント（ここでは、首都直下地震を想定）で旺盛な貨幣需要が失われ、物価高騰と金利急騰が生じ、政府は財政規律の回復を迫られるフェーズを説明することができる。

モデルの重要な政策インプリケーションとしては、旺盛な貨幣需要が失われると、短期間に数倍の物価上昇が生じる可能性があるが、そうした物価高騰は決してハイパーインフレではないところである。実質貨幣需要は、旺盛な貨幣需要が生じる前の水準に回帰し、そこで安定すると、急激な物価上昇はストップする。安定した貨幣需要の下では、貨幣数量と物価水準が比例関係にある貨幣数量説が再び成り立つ。ただし、政府が財政規律の回復に失敗すると、貨幣需要は退化し続け、物価過程はハイパーインフレに転じる。したがって、旺盛な貨幣需要の崩壊に伴って財政規律を回復させることが最重要な政策課題となる。この意味では、終戦直後の政府の財政改革は、適切な政策対応であったことになる。

（第6章の要約）近現代の日本経済において2度現出した旺盛な貨幣需要に関する考察は、新たな物価理論の契機になる可能性がある。貨幣需要が旺盛となった期間以外は、日銀券への需要が取引動機に基づいていて、戦前で名目GNEの約10%、戦後で名目GDPの約8%と安定していた。安定した貨幣需要の下では、物価水準が貨幣数量に比例する貨幣数量説がおおむね成り立ってきた。

しかし、貨幣需要が旺盛になった期間は、物価水準と貨幣数量の比例関係は失われ、貨幣数量の拡大にもかかわらず、物価水準は安定した。一方、同期間は、貨幣数量説の有力な代替理論であるFTPL（物価水準の財政理論）も妥当しなかった。FTPLでは、政府債務の実質残高が将来の財政余剰の割引現在価値に等しいことを想定し、将来の財政余剰の縮小が現在の物価水準の上昇をもたらすことを予測している。しかし、第4章と第5章で分析してきたように、旺盛な貨幣需要の下では、政府債務の実質残高が将来の財政余剰の割引現在価値を常に上回っていることから、現在の物価水準は将来の財政余剰とタイトな関係を持つことはない。

すなわち、貨幣需要が旺盛な経済環境では、貨幣数量説も、FTPLも成立していないことになる。したがって、代替的な物価理論の構築が求められることになる。本書では、不均衡理論に基づいた物価理論を提出している。

標準的な貨幣数量説の背後では、

実質貨幣供給 = 安定した取引動機に基づいた実質貨幣需要

が成立している。しかし、旺盛な貨幣需要の下では、実質貨幣需要が実質貨幣供給（背後には、安定した取引需要があるとする）を超えている。

実質貨幣需要 > 実質貨幣供給 = 安定した取引動機に基づいた実質貨幣需要

一方、国債市場では、通常、実質国債需要が将来の財政余剰を裏付けられ、実質国債供給もその範囲に収まる。その結果、

実質国債供給 = 実質国債需要 = 将来の財政余剰の割引現在価値
が成立している。しかし、旺盛な貨幣需要の下では、実質国債供給は実質国債需要を超えてしまう。

実質国債供給 > 実質国債需要 = 将来の財政余剰の割引現在価値

まとめてみると、貨幣市場では超過需要が生じ、国債市場では超過供給が生じている。しかし、ゼロ金利環境の下では、貨幣と国債が等価となることから、国債市場の超過供給を貨幣市場の超過需要で吸収することができて、以下の関係が成り立つ。

実質貨幣需要 - 実質貨幣供給 = 実質国債供給 - 実質国債需要

上の式を変形すると、

実質国債供給 + 実質貨幣供給 = 実質貨幣需要 + 実質国債需要

を求めることができる。

したがって、貨幣市場が旺盛な市場環境では、貨幣市場の需給一致（実質貨幣供給 = 実質貨幣需要）を想定した貨幣数量説も、国債市場の需給一致（実質国債供給 = 実質貨幣需要）を想定した FTPL も成立しない。その代わりに、貨幣市場と国債市場をあわせた需給均衡条件が、物価水準を決定することになる。こうした新しい物価理論は、「物価水準の貨幣・財政理論」といってもよいのかもしれない。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 4件/うち国際共著 1件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 Devereux Michael B., Saito Makoto, Yu Changhua	4. 巻 127
2. 論文標題 International capital flows, portfolio composition, and the stability of external imbalances	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 Journal of International Economics	6. 最初と最後の頁 103386 ~ 103386
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1016/j.jinteco.2020.103386	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する
1. 著者名 齊藤誠	4. 巻 43
2. 論文標題 貨幣財需要としての公債需要：不均衡分析から見た過去四半世紀と将来の日本経済	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 金融経済研究	6. 最初と最後の頁 近刊
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 齊藤誠	4. 巻 12-1
2. 論文標題 危険事象に関する『想定内』と『想定外』の曖昧な境界	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 日本保険・年金リスク学会誌	6. 最初と最後の頁 17-27
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 Gu Tao, Nakagawa Masayuki, Saito Makoto, Yamaga Hisaki	4. 巻 69
2. 論文標題 Public Perceptions of Earthquake Risk and the Impact on Land Pricing: The Case of the Uemachi Fault Line in Japan	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 The Japanese Economic Review	6. 最初と最後の頁 374 ~ 393
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1111/jere.12173	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計8件（うち招待講演 2件 / うち国際学会 2件）

1. 発表者名 Makoto Saito
2. 発表標題 Long-run Mild Deflation under Fiscal Unsustainability
3. 学会等名 関西マクロ経済学研究会（大阪大学）
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Makoto Saito
2. 発表標題 Long-run Mild Deflation under Fiscal Unsustainability
3. 学会等名 日本経済学会春季大会（武蔵大学）
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Makoto Saito
2. 発表標題 Long-run Mild Deflation under Fiscal Unsustainability
3. 学会等名 Summer Workshop on Economic Theory（小樽商科大学）
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Makoto Saito
2. 発表標題 Wealth Inequality and Piketty's Progressive Wealth Taxation
3. 学会等名 Kyoto University Faculty of Economics, The 100th Year Anniversary, International Conference Series, Economic Growth and Income Distribution: Facing Real Economy Beyond Schools（招待講演）（国際学会）
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 齊藤誠
2. 発表標題 「想定内」のリスクと「想定外」の不確実性の狭間で
3. 学会等名 日本保険・年金リスク学会（慶応大学矢上キャンパス）（招待講演）
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 齊藤誠
2. 発表標題 貨幣財需要としての公債需要
3. 学会等名 日本金融学会学術コンファレンス「長期停滞・金利低下の財政・金融政策」（慶応義塾大学三田キャンパス）
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 齊藤誠
2. 発表標題 貨幣財需要としての公債需要：日本のマクロ経済政策の経験を踏まえて
3. 学会等名 日本経済学会春季大会（九州大学）
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 Makoto Saito
2. 発表標題 On the possibility of deflationary equilibria with monetary expansion
3. 学会等名 CIGS Conference on Macroeconomic Theory and Policy 2018（国際学会）
4. 発表年 2018年

〔図書〕 計2件

1. 著者名 Saito, Makoto	4. 発行年 2021年
2. 出版社 Springer Nature	5. 総ページ数 2021年8月公開予定
3. 書名 Strong Money Demand in Financing War and Peace: The Cases of Wartime and Contemporary Japan	

1. 著者名 齊藤 誠	4. 発行年 2018年
2. 出版社 勁草書房	5. 総ページ数 480
3. 書名 危機の領域	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------