

# 日銀 戦前・戦中と酷似？

日銀が黒田東彦総裁のもとで取り組む異次元の金融緩和が揺れている。日銀が国債市場を強力に統制する姿が「戦前・戦中と共通する」と指摘するのは、「戦前・戦時期の金融市場」などの著書がある東京海上アセットマネジメントの平山賢一チーフストラテジストだ。日銀は2022年12月に長期金利の上限幅を引き上げた。戦前、戦中の教訓は生きたのだろうか。

## 国債を強力統制

異次元の  
10年  
2/17



平山賢一さん

金を供給し続ける大規模な金融緩和に踏み切った。16年からは、政策の軸足を国債の大量購入から金利の操作に移したが、これも日銀が市場で国債を買って価格を上げ（金利は低下）、長期金利を一定の上限までに抑える政策だ。国債を買い集めていることに変わりはない。

### 軍事費の工面に

戦前はどうか。1932年以降は主に日銀が国債を政府から直接買っていた。当初は昭和恐慌からの回復を急ぐ政府が財政出動の原資を得るためだったが、蔵相（現在の財務相）の高橋是清が2・26事件で暗殺された後は、軍事費を工面するためという色合いが濃くなった。

平山さんによると、当時の日銀は政府から引き受けた国債をそのまま保有せず、民間銀行などに売却していた。しかし、戦況が緊迫すると銀行の軍需産業への貸し出

しが拡大し、国債を買い取る余裕がなくなっていた。

「そこで日銀は銀行へ積極的に貸し出しを行い、軍需産業への資金供給とともに国債の買い取りも続けさせた。銀行の資金調達金利を国債の利回りより低くし、銀行が日銀から国債を買えば買うほどもつかる仕組みにした」（平山さん）。こうして軍事関連の出費で財政が悪化していたにもかかわらず国債は買い支えられ、暴落は免れた。

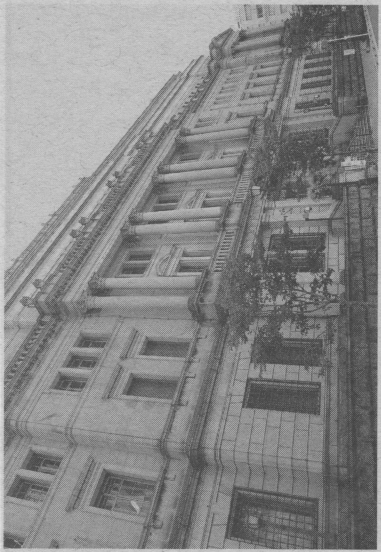
銀行に国債買いを促す当時の金融政策は、銀行などから国債を買いあさっている現在の日銀とは正反対に見える。しかし、平山さんは「国債の価格や利回りをほとんど変動がない状態に抑え込んでしまった」という点で共通点は大きい」と指摘する。市場原理によって動くはずの国債価格や利回りを無理やり抑えることで、市場機能を損なっているというわけだ。

日銀による統制は市場にどんな影響をもたらすのか。平山さんは、現在の日本では「為替相場にひずみが表れている」と解説する。22年10月に一時、1ドル＝151円台



1ドル＝150円台となった日相場を宗子主ニター「東京都港区の外務省とこと」コトで2022年10月21日、吉田航太撮影

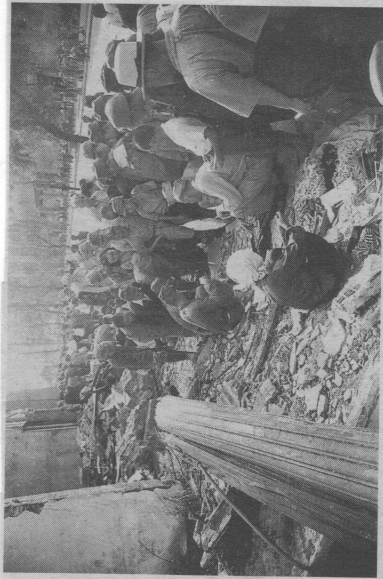
まずは現在の日銀の金融政策をおさらいしよう。黒田氏が総裁に就任した13年以降、日銀はデフレ（物価下落）からの脱却を目指し、市場で大量の国債を買い上げてお



1896年完工の日本銀行本庁。戦前・戦中も現在同様に金融政策をつかさどってきた「東京都中央区」2022年8月、杉山雄飛撮影

# 市場機能低下 高まる「体感物価」

がれきの中に座り込んでヤミ市の店開  
きを待つ人々1946年撮影



(南良から)

と22年ぶりの田安・ドル高にな  
った主因は、米国の中央銀行にあ  
たる連邦準備制度理事会(FRB)  
がインフレ抑制のため利上げを急  
いだ一方で、日銀が緩和を続けて  
いることで、金利が高く運用に有  
利なドルを買う動きが進んだこと  
だった。「市場を安定させるべき  
金融政策が、かえって為替市場の  
変動を大きくしてしまった」

### 「ヤミ物価」高騰

金融政策のひずみが市場機能を  
ゆがめたのは、戦時中も同様だ。  
平山さんは「戦争末期には『ヤミ  
物価』の高騰という形でひずみが  
出ていた」と言う。

戦時中は価格統制が行われてい  
たが、足りない物資は「ヤミ」で  
取引されていた。「日本のハイパ  
ーインフレは戦後に起きたイメ  
ージが強いが、実際には戦時中から  
始まっていた。戦後に物価が一気  
に100倍になったというより  
も、戦時中に10倍、戦後にその10  
倍になったというのが実態に近  
い」

現代の日本では、戦中、戦後の  
ようなハイパーインフレは心配し

なくていいのだろうか。

日本の11月の全国消費者物価指  
数(CPI、変動の大きい生鮮食  
品を除く)の上昇率は前年同月比  
3.7%と40年11カ月ぶりの高い  
水準だが、それでも米欧に比べれ  
ばまだ低い。

ただ、平山さんは数字以上に、  
国民の「体感物価」は高まっている  
と警告する。CPIをよく見ると、  
上昇が目立つのは電気代(20  
・1%)、調理食品(6.8%)  
など。教養娯楽サービスはマイナ  
ス2.9%と、むしろ下落してい  
る。「サービス業の対価は増えて  
いないのに、そこで働く人々にも  
必需品の食費や電気代はかさんで  
いる。体感の物価上昇はCPIの  
数字よりもさらに大きい」

日銀が16日発表した22年12月の  
企業物価指数(20年平均110)  
は119.5となり、上昇率は前  
年同月比で10%を超えた。指数は  
60年の統計開始以来過去最高だ。  
物価の上昇率は日銀にとっても  
大きなブレンチャーとなっている。

戦前・戦中と現代の金融政策は  
目的や手法が大きく異なる。しか  
し、本来は市場の評価や需給で決  
定されるべき価格を抑えつけてい  
ることは変わらない。「ゆがんだ  
力が蓄積されるほど『爆発』は  
大きくなる」と平山さんは案ずる。

### 大量買い強いられ

日銀内でも市場機能の低下につ  
いて「気にしている」という声が出  
ていた。日銀は22年12月、大規  
模な金融緩和政策を修正し、長期  
金利の上限を「0.25%程度」か  
ら「0.5%程度」に変更した。

黒田総裁は「利上げではない」  
「金融緩和の効果をより円滑に波及  
させるためのものだ」と再三強

調したが、市場では「事実上の利  
上げだ」との受け止めが広がり、  
債券市場では16日、長期金利の指  
標となる新発10年債の利回りが日  
銀が上限に設定する0.5%を上  
回って推移するなど金利上昇圧力  
が高まり、日銀は連日、上限内に  
抑えようと大量の国債買いを強  
いられている。

「変動幅拡大自体は評価できる  
が、幅広い国債を操作対象にする  
など逆に統制が強化されてしまっ  
た面がある。失望した」

平山さんはこう指摘し「大規模  
緩和の後始末は困難を極める。だ  
からこそ、日銀は苦し紛れの弁明  
をするのではなく、謙遜に説明責  
任を果たすべきだ」と注文をつけ  
る。

市場や国民生活への影響を考え  
ると、どんな金融政策でも急転換  
するのは難しい。だからといって  
不十分な説明のまま微修正を重ね  
るだけでは、市場のひずみは蓄積  
していきただけではないか。「異次  
元」と称されるほどの措置を10年  
近くも続けていることがもたらす  
「副作用」に、日銀はもっと注意  
を払うべきではないだろうか。

戦中に始まったハイパーインフ  
レは戦後さらに加速し、国民の預  
金は紙くすとなった。通貨の信認  
の崩壊という高い代償を払った教  
訓から、日銀が政府から直接、国  
債を引き受けることは財政法で禁  
じられ、現在の日銀は市場で国債  
を買っている。

市場の「統制」も行き過ぎると  
国民生活に打撃を与えかねない。  
日銀は17、18日に金融政策決定会  
合を開くが、市場では金融政策を  
再修正するのではとの思惑も強ま  
っている。歴史が伝える大きな教  
訓に、日銀はどうか心えるのだら  
うか。

【岡大介】