証券セミナー：2015年3月13日

中央銀行の金融政策と国債管理

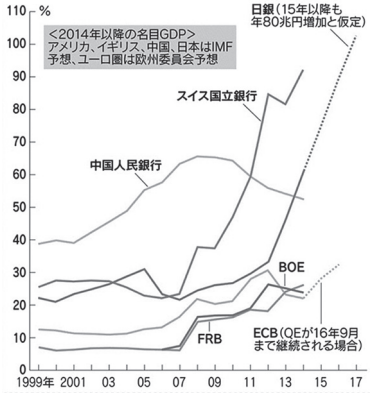
日本証券経済研究所　客員研究員
関西学院大学経済学部　元教授
中央銀行研究所　代表

春井久志

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

1

図表1　主要中央銀行の資産の対名目GDP比（%）



出所：加藤（2015）。

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

2

図表２ 各国の物価安定目標

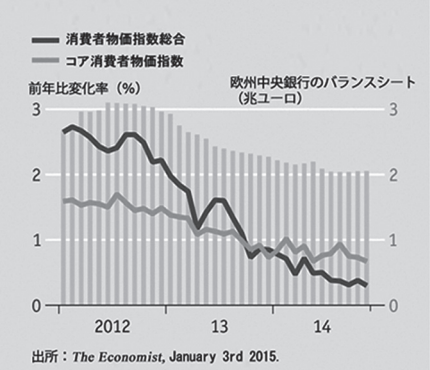
国／地域	名称	指標	数値
日本	物価安定の目標 Price stability target	消費者物価(総合)	2%
米国	Quantitative definition	個人消費支出 デフレーター(総合)	2%
ユーロ圏	Target	消費者物価(総合)	2%未満かつ 2%近傍
英国	Target	消費者物価(総合)	2%
カナダ	Target	消費者物価(総合)	2% (1～3%の中心値
オーストラリア	Target	消費者物価(総合)	2～3%
ニュージー ランド	Target	消費者物価(総合)	2%近傍 (1～3%の中心値)
スウェーデン	Target	消費者物価(総合)	2%
スイス	Definition	消費者物価(総合)	2%未満

出所：黒田(2014)。

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

3

図表3 ユーロ圏のインフレーションと欧州中央銀行のバランスシート



出所：*The Economist*, January 3rd 2015.

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

4

図表4　発行方法別内国債新規発行額

（単位　千円）

年度	公募	郵便局売出	預金部引受	鉄道共済引受	日本銀行引受	その他	合計
1917	33,480		3,000	−	−	−	36,480
1918	101,999		1,200	−	−	4,000	107,199
1919	211,999		−	−	−	−	211,999
1920	199,986	70,000	29,013	−	−	6,207	305,208
1921	181,712	63,000	35,000	−	50,000	20,255	349,971
1922	121,877	50,000	−	−	−	12,084	183,961
1923	11,430	40,000	24,161	3,500	−	−	79,111
1924	115,570	40,000	130,000	4,500	−	−	290,070
1925	−	60,000	−	−	−	30,000	90,000
1926	−	40,000	40,000	−	−	17,000	97,000
1927	60,000	−	122,000	−	−	−	182,000
1928	70,000	−	78,560	2,500	−	−	151,060
1929	−	−	161,900	−	−	−	161,900
1930	−	−	59,571	5,000	−	−	64,571
1931	−	−	191,279	−	−	−	191,279
1932	−	−	67,000	9,000	682,313	14,000	772,313
1933	−	−	86,838	−	752,893	−	839,000
1934	−	−	152,000	−	678,000	−	830,000
1935	−	−	100,000	−	661,000	−	761,000
1936	−	−	120,000	−	555,000	−	685,000
1937	−	118,750	350,000	−	1,551,250	700,000	2,230,000
1938	−	475,097	780,000	−	3,275,402	−	4,530,500
1939	−	496,698	1,500,000	−	3,519,801	−	5,516,600
1940	−	601,193	1,890,000	−	4,393,307	−	6,884,500
1941	−	722,077	2,150,000	−	7,318,923	−	10,191,000
1942	−	1,240,540	3,350,000	−	9,668,550	−	14,259,000
1943	−	1,204,227	6,000,000	−	13,942,773	−	21,147,000
1944	−	584,818	10,400,000	−	19,191,484	−	30,076,000
1945	−	61,015	11,859,000	−	16,191,212	−	28,111,227
1946	−	−	4,665,170	−	21,178,514	−	25,843,634
1947	8,500,000	−	−	−	2,125,000	−	10,025,000
1948	21,900,000	−	−	−	−	4,235,470	25,135,470

出所：永廣（2013）、1ページ。

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

5

図表5　日銀引受国債の売却率、シ団シェアの推移

（千円、%）

暦年		特別発行額	日銀引受額(A)	日銀売却額(B)	売却年 B/A	シ団購入額	シ団シェア C/B
1932	11〜12 月	200,000	200,000	16,300	8	5,000	31
1933	上期	515,000	515,000	483,650	94	240,900	50
	下期	700,000	600,000	359,520	60	150,600	42
1934	上期	415,814	251,357	609,177	242	258,600	43
	下期	500,000	450,000	318,844	71	98,000	31
1935	上期	436,091	228,000	359,264	158	117,350	33
	下期	611,681	522,656	339,369	65	89,950	27
1936	上期	1,200,835	1,150,825	561,569	49	151,860	27
	下期	1,858,590	430,000	250,724	58	10,415	4
1937	上期	185,000	135,000	134,724	99	22,050	16
	下期	1,300,000	1,000,000	553,758	55	16,750	3
1938	上期	1,830,000	1,430,000	1,629,235	114	466,310	29
	7〜11 月	1,800,500	1,550,500	1,543,020	100	175,318	11
	合計	11,553,511	8,463,348	7,158,556	85	1,803,103	25

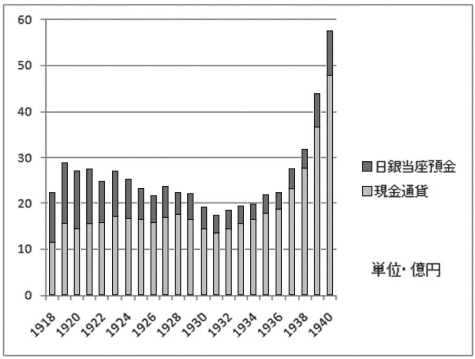
資料：「特別発行国債要目」日本銀行『日本銀行沿革史　第3集』13巻p257〜p260、
「昭和財政史」Ⅵ国債、巻末統計。日本銀行調査局「昭和七年十二月以降昭和十三年十一月

出所：佐藤（2013）、4ページ。

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

6

図表６　日本銀行のマネタリーベース、**1918-40**年



出所：藤野正三郎・寺西重郎『日本金融の数量分析』東洋経済新報社 2000年

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

7

図表7　イギリスのインフレ率、産出高、金利、1925−35年

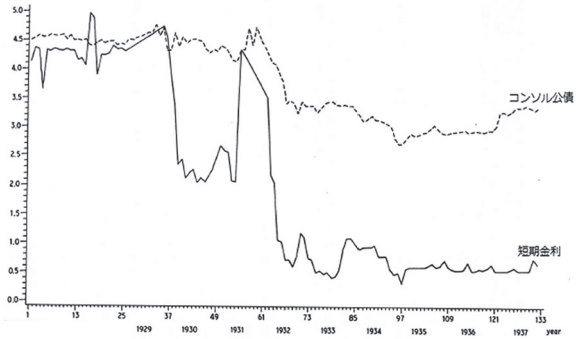
	Real GDP 1900 factor cost (£m)	Inflation rate (%)	Unemployment rate (%)	Consol yield (%)[a]	Bill rate (%)	Money growth (%)[a]
1925	4119.0	0.0	8.6	4.5	4.8	−0.9
1926	3939.0	−1.4	9.6	4.7	4.5	0.6
1927	4225.0	−2.4	7.4	4.6	4.3	1.7
1928	4295.0	−1.1	8.2	4.5	4.4	1.0
1929	4400.0	−0.3	8.0	4.4	4.5	−1.2
1930	4395.0	−0.4	12.3	4.4	2.3	3.3
1931	4153.0	−2.4	16.4	4.6	5.6	−4.7
1932	4154.0	−3.6	17.0	3.4	1.1	10.3
1933	4229.0	−1.4	15.4	3.4	1.1	0.4
1934	4526.0	−0.7	12.9	2.7	0.5	1.6
1935	4702.0	0.9	12.0	2.9	0.7	5.5

出所：Column1 Feinstein (1972) Table 5, T.16
Column2 Feinstein (1972) Table 61, T.133
Column3 Feinstein (1972) Table 58, T.128
Column4, 5 and 6 Capie and Webber (1984)
[a]End of year figures.

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

8

図表8 コンソル公債利回りと3ヵ月物銀行手形金利に与えた国債借換えの影響



出所：Capie et al (1986), p. 1120.

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

9

図表9a イギリスの総政府支出と総政府債務、1901-39年

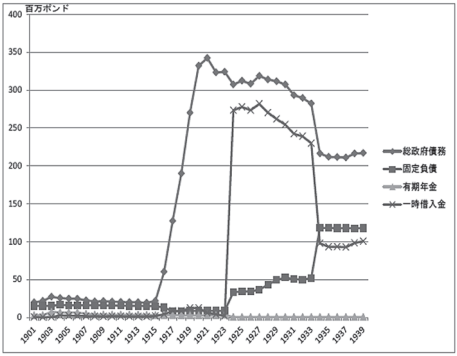
年	総政府支出	利払い（100万ポンド）				総政府支出に占める利払い費の比率（%）②/①
		総額	固定負債	有期年金	一時借入金	
1901	193.3	19.8	15.3	2.8	0.4	10.2%
1902	205.2	21.7	15.3	2.8	0.3	10.6%
1903	194.2	27.2	15.2	7.3	0.4	14.0%
1904	155.3	25.5	16.6	6.5	2.4	16.4%
1905	149.5	24.8	16.1	6.5	2.1	16.6%
1906	147.0	24.6	16.1	6.5	1.9	16.7%
1907	143.7	22.5	16.0	4.7	1.7	15.7%
1908	143.4	21.1	16.0	3.6	1.6	14.7%
1909	144.8	21.5	15.8	3.6	1.2	14.8%
1910	156.9	20.8	15.7	3.5	1.6	13.3%
1911	167.9	20.4	15.6	3.5	1.4	12.2%
1912	174.1	20.1	15.4	3.5	1.2	11.5%
1913	184.0	19.9	15.2	3.5	1.2	10.8%
1914	192.3	19.3	15.0	3.2	1.1	10.0%
1915	559.5	21.7	14.8	2.9	1.8	3.9%
1916	1559.2	60.2	13.1	2.9	4.3	3.9%
1917	2198.1	127.3	8.3	2.9	8.6	5.8%
1918	2696.2	189.9	8.5	2.8	8.5	7.0%
1919	2579.3	270.0	8.7	2.6	12.4	10.5%
1920	1665.8	332.0	8.8	2.6	12.4	19.9%
1921	1188.1	342.3	8.6	2.6	5.9	28.8%
1922	1070.1	323.2	8.7	2.6	4.1	30.2%
1923	812.5	324.0	8.8	3.4	1.9	39.9%
1924	748.8	307.3	33.5	0.4	273.4	41.0%
1925	750.8	312.2	34.0	0.4	277.7	41.6%
1926	776.1	308.2	34.4	0.4	273.4	39.7%
1927	782.4	318.6	36.4	0.4	281.7	40.7%
1928	773.6	313.8	43.3	0.4	270.2	40.6%
1929	760.5	311.5	49.4	0.4	261.7	41.0%
1930	781.7	307.3	52.5	0.4	254.3	39.3%
1931	814.2	293.2	50.6	0.4	242.2	36.0%
1932	818.6	289.5	50.0	0.4	239.0	35.4%
1933	833.0	282.2	52.0	0.4	229.8	33.9%
1934	770.5	216.3	118.1	0.4	97.7	28.1%
1935	784.7	211.7	118.0	0.4	93.2	27.0%
1936	820.4	211.5	117.8	0.4	93.3	25.8%
1937	889.1	210.9	117.8	0.4	92.7	23.7%
1938	909.3	216.2	117.6	0.4	98.2	23.8%
1939	1005.7	216.8	117.8	0.4	100.5	21.6%

出所：Mitchell and Deane (1962), pp. 398-9

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

10

図表9b　総政府債務とその内訳、1901−39年



出所：Mitchell and Deane (1962), pp. 398−9.

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

11

図表9c　総政府債務、1901−39年（100万ポンド）

出所：Mitchell and Deane (1962), pp. 398-9.

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

12

図表10a　イギリスの利払い費総額とその内訳、1901-39年

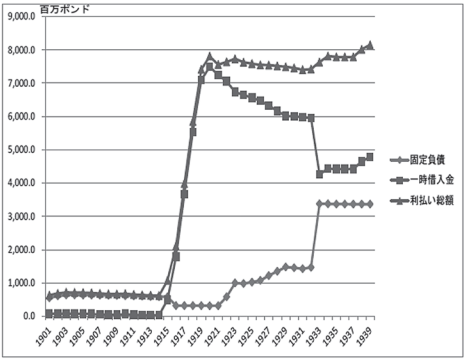
年	総政府債務（100 万ポンド）		
	固定負債	一時借入金	利払い総額
1901	551.2	78.1	629.3
1902	609.6	75.1	684.7
1903	640.1	75.1	715.2
1904	637.6	73.6	711.3
1905	635.7	71.6	707.3
1906	634.0	65.7	699.8
1907	631.9	51.7	683.6
1908	625.6	44.0	669.6
1909	621.8	42.8	664.7
1910	614.9	62.5	677.4
1911	610.3	40.5	650.8
1912	602.2	33.1	635.3
1913	593.5	31.5	625.0
1914	586.7	33.5	620.2
1915	583.3	493.6	1076.9
1916	318.5	1788.5	2107.0
1917	317.8	3669.6	3987.4
1918	317.7	5532.2	5849.9
1919	317.6	7096.7	7414.3
1920	315.0	7494.5	7809.5
1921	314.8	7241.8	7556.7
1922	580.6	7057.5	7638.1
1923	997.8	6730.7	7728.6
1924	980.3	6647.3	7627.6
1925	1022.7	6562.1	7584.8
1926	1073.5	6472.5	7546.0
1927	1219.8	6322.6	7542.4
1928	1350.0	6165.3	7515.3
1929	1478.3	6009.5	7487.8
1930	1456.0	6000.9	7456.9
1931	1425.0	5976.3	7401.3
1932	1467.1	5955.1	7422.2
1933	3376.3	4255.6	7631.9
1934	3374.3	4435.9	7810.2
1935	3368.1	4420.2	7788.4
1936	3366.5	4417.3	7783.7
1937	3364.9	4420.2	7785.1
1938	3364.8	4648.8	8013.6
1939	3364.6	4785.0	8149.6

出所：出所：Mitchell and Deane (1962), p. 403.

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

13

図表10b　イギリスの利払い費総額とその内訳、1901-39年

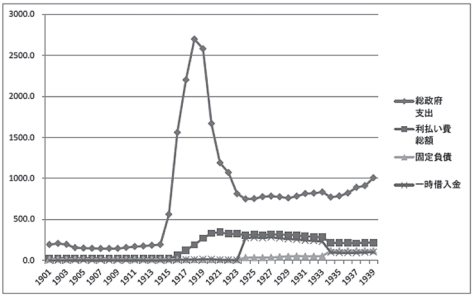


出所：出所：Mitchell and Deane (1962), p. 403.

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

14

図表 10c　総政府債務と利払い費（総額と内訳）、1901-39年（100万ポンド）

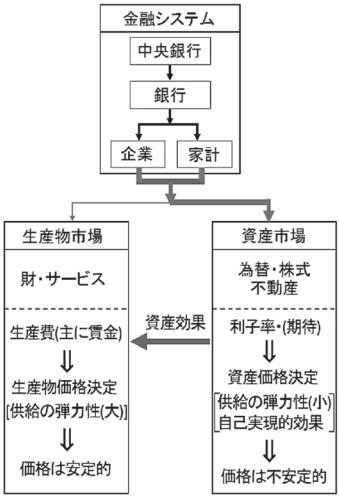


出所：Mitchell and Deane (1962), pp. 398-9 and 403.

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

15

図表11　２種類の市場価格決定理論



(注)1980年後半の日本経済では「物価安定」と「資産価格バブル」が共存

KWANSEI GAKUIN UNIVERSITY

16

参考文献

伊藤隆敏（2001）『インフレ・ターゲティング』日本経済新聞社。
永廣　顕（2013）「1932年日銀引受国債発行はどのようにして始まったのか？」、RIPESS Working paper, No. 55, 3月。
翁　邦雄（2013）『日本銀行』ちくま新書。
加藤　出（2014）『日銀、「出口」なし！――異次元緩和の次に来る危機』、朝日新書。
加藤　出（2015）「SNB ペッグ政策の破綻と日銀 QQE の比較」『加藤出レポート』1月20日号。
北岡孝義（2009）「1930年代のスウェーデンの物価安定政策」『社会科学研究紀要』、3月。
佐藤政則（2013）「1932年日銀引受国債発行はどのようにして始まったのか？」、RIPESS Working paper, No. 55, 3月。
白川方明（2002）「1930年代の経験に学ぶ「デフレ脱却」の歴史的教訓」『週刊　ダイヤモンド』、4月13日号。
田中隆之（2014）『アメリカ連邦準備制度 (FRS) の金融政策』金融財政事情研究会。
春井久志（2013）『中央銀行の経済分析』東洋経済新報社。
春井久志（2014）「金融政策と物価コントロール」『関西学院大学経済学論究』、第68巻、第2号、9月。
春井久志（2015a）「欧州中央銀行と『ユーロ危機』」、*CUC View & Vision*, No. 39.
春井久志（2015b）「インフレ率目標＜2%＞の起源」『証券レポート』、4月。
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。
湯本雅士（2013）『金融政策入門』岩波新書。

Capie, F., T.C. Mills, and G. Wood (1986) "Debt management and interest rates: The British stock conversion of 1932", *Applied Economics,* 18, pp.1111-26.
Howson, S. (1975) *Domestic Monetary Management in Britain, 1919-38*, Cambridge University Press.
Kaldor, N. (1982) *The Scourge of Monetarism*, Blackwell.
Mitchell, B.R. and P. Deane (1962) *Abstract of British Historical Statistics*, Cambridge University Press.
Sayers, R.S. (1976) *The Bank of England, 1891-1944*, Cambridge University Press. 西川元彦監訳（1979）『イングランド銀行、1891-1944年』東洋経済新報社。
Trefgarne, G. (2012) " Metroboom: Lessons from Britain's recovery in the 1930s", Centre for Policy Studies, March.
Nevin. E.T. (1955) *The Mechanism of Cheap Money: A Study of British Monetary Policy 1931-1939*, University of Wales Press.
Tobin, J. (1961) Money, capital and other stores of value, *AER Papers and Proceedings*, 51, pp. 26-37.
Woodford, M. (2003) *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy,* Princeton University Press.