

戦時末期¹⁾の国債売買と投資成果

平 山 賢 一

要 旨

戦時末期の国債市場は、取引所売買高が減少したことから、流通市場での売買が低迷したとされている。しかし、巨額化する国債発行にに応じて、日本銀行や預金部等による国債オペレーションが積極化されたことを背景に、取引所外では活発な店頭取引が行われていた点が、証券会社の営業報告書等のフローデータから確認された。この間の国債投資成果についての詳しい研究は多くないものの、日本政府により積極的な国債価格統制が強化された経緯を売買行動と投資成果を結びつけて整理しておくことは、政府と市場の関係性を考える上で意義があると言えよう。

本稿は、1924年6月から44年11月までの株式投資成果を明らかにした昭和初期国債パフォーマンスインデックス (Government Bond Performance Index ; GBPI) について、その期間を終戦 (45年8月9日) まで延長し、戦時末期の国債市場動向を再整理している (延長期間部分を GBPI-EXTENDED と称することにする)。この延長期間の国債価格は、1944年6月の「国債証券、貯蓄債券及報国債券ノ価格指定ニ関スル件」に代表される大蔵省告示等により、国債消化の円滑化を図るために一本値化された点は重要である。株式市場においては価格決定機能が市場に残余されたものの、国債市場においては戦時資金循環の根幹であったことから、価格統制の強化が徹底されたと考えられる。

その結果、市場介入が特に強化された1944年から1945年にかけての戦時末期のリスク水準は0.00%水準に張り付いた。短期金融市場の東京コールのリスク水準も同水準であることから、戦時末期の国債リスクは、短期金融市場化したと言えよう。リスク水準がほぼ同水準になったにもかかわらず、国債の投資成果は、トータルリターン指数3.67% (1944年1月~12月)、2.41% (1945年1月~8月) であり、短期金融市場の3.29% (1944年1月~12月)、2.18% (1945年1月~8月) を上回っていたという歪んだ関係性は、政府による国債価格統制の強さの証

左と言えよう。

尚、東京小売物価指数は、上昇率（1944年1月～12月）+17.65%程度、同（1945年1月～8月）+23.94%と高く、国債の実質リターンは大幅なマイナスに陥り、国債投資家の資産価値を毀損したと言える。そのため、国債保有による実質的な投資家のダメージは、終戦を画期として発生したのではなく、戦時末期にすでに発生していたと考えられる。

目次

I はじめに

1. 課題
2. 先行研究と研究方法

II 戦時末期に至る国債市場

1. 日本銀行による国債市場介入と売戻約款付国債買入
2. 戦時統制期の国債価格推移
3. 戦時末期に至る国債売買

III 戦時末期の国債リターン

1. 戦時末期の国債市場
2. 昭和初期国債パフォーマンスインデックス（GBPI）算出と期間延長手法
3. GBPI-EXTENDEDによる戦時末期の国債リターン

IV おわりに

I. はじめに

1. 課題

戦時末期の国債残高は、臨時軍事費の拡大により、国民総生産の2倍を超える水準まで急増したが、国債市場の混乱は発生しなかった。急激な財政拡張にもかかわらず、国債市場が安定し、国債価格（利回り）のボラティリティが抑制された理由として、日本銀行による国債引受を頂点とする金融機関等による国債割当システムが機能したからとされている。一方で、1943年のガダルカナル島失陥以降の株式市場は大幅に下落し、44年には戦時金融金庫による強力な市場介入が実施されるに至った。また、物資動員計画は、1944年以降に限界を迎え資材調達に

行き詰まり、インフレ率上昇の抑制が困難になっており、実態経済は混乱の度合いを急速に高めていた。この混乱を波及させないように、政府・日本銀行は、巨大化する戦時資金の安定供給のために、主要金融機関による貸出急増や複雑化する国債事務取扱に忙殺され、限られた人員による運営が余儀なくされたはずである。戦況・経済環境の急速な悪化に応じて、国債市場の安定を維持するには、従来型の国債割当だけではなく、何らかの工夫や対応が図られなかったとは考え難い。円滑な経済運営に支障をきたすようになった戦時末期にあっても、政府・日本銀行は、戦時末期の資金循環の一翼を担う国債による資金調達経路確保に、一層注力したと考えられるからである。

そこで、二・二六事件以降から戦時末期までの期間を対象に、国債の流通市場の売買実態の

変化を整理するとともに、投資家にとっての投資成果が実際に安定化されていた点を定量的に確認することを通し、政府と日本銀行が、市場の安定化を図った過程を明らかにしたい。特に戦時末期における国債価格に関するデータは限られるため、投資成果の算出には一部推計が加わるものの、金融統制の結果を検証することは意義があると考え。名目上の投資成果は安定していたものの、1944年以降、実質的な投資成果が急速に悪化していた点は、戦時末期に既に終戦後の混乱が始まっていたことを示唆する検証結果である。

2. 先行研究と研究方法

日本銀行は、金融緩和強化のために、2016年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入し、金融市場調節によって長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」と、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」を始動した。イールドカーブ・コントロールは、主として「日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）」を実施することで長期金利を操作するものであり、1932年以降実施された日本銀行による国債引受に伴う市中売却とは異なる。

確かに、1932年以降の国債市場では、日本銀行による国債引受が活発化したのに対して、現代の国債市場では、入札により金融機関等が購入した国債を日本銀行が大量に購入するという経路に違いがある。しかし、流通市場における日本銀行の位置づけは勝るとも劣らないほど大きなものであると言う点で、日本銀行と国債流通市場の密接不可分な関係は、戦時期も現代も

変わらないと言えよう。

特に、1937年に日本銀行及び預金部は、「政府資金の運用による売買」による国債買付だけでなく、大量発行され始めた三分半利債に対する「無条件国債買付」を実施するようになり、市場価格維持のためのオペレーションとして機能した点は見逃せない。その後、一時的な上下動はあるが、概ね三分半利債の時価が発行価格水準で維持されたことから、日本銀行による無条件国債買付は、イールドカーブ・コントロールの一種としての位置づけうると考える。この観点から、1930年代だけではなく、第二次世界大戦時期及びその末期にかけての日本銀行を軸に国債流通市場の動態を整理することは、現代との比較をする上でも意義が大きいと言えるだろう。

これまでも1930年代における国債の発行、消化、および償還・借換えに関する研究は多く存在し、経済政策における主要課題の一つと認識され、国債の制度・仕組みといった市場構造の解明が進んでおり、今後の政策運営にとっても参考になるものである。市場構造に関する研究としては、たとえば、日本銀行調査局特別調査室編 [1948]、中島 [1977]、鎮目 [2009]、佐藤・永廣 [2013]、佐藤 [2016]、平山 [2017] などがある。

一方、流通市場における国債売買行動に関する研究は、戦時末期にかけて、資料上の制約が大きくなる。特に店頭市場での売買に関しては、山一証券 [1958]、大和証券 [1963]などを除くと詳細は明らかにされていない。1920年代半ばから30年代半ばにかけての事例分析としては、粕谷 [2006] が有価証券の明細表が得られる地方銀行の店頭取引込みの売買動向について分析しているものの、戦時期についての解明

には至っていない。以上のように、日本銀行が引受けた国債が引受シンジケート団銀行（以下シ団銀行）および地方銀行へ売却されていく消化構造への注目度は高いものの、流通市場での市場参加者の売買動向については着目されておらず、この分野での詳細な検討の余地が残されている。

ところで、取得可能な売買データが取引所取引に限られ、必ずしも国債取引を代表するものではない点は注意すべきである。国債売買では、売買状況の定量的把握が難しい店頭取引の相対的位置づけが大きく、特に戦時末期にはその傾向が強くなったため、国債流通市場に関する研究は道半ばにあるのが現状である。今後、国債流通市場の実態解明するのであれば、店頭取引のデータを、金融機関や証券会社といった市場参加者の営業報告書等を詳細に分析することで、点と点を結び、有機的な関係を明らかにする必要がある。

そこで、戦前・戦時期の国債市場参加者として、国債引受だけではなく、マーケットオペレーションを通して金融機関等に引受国債の大部分を売却していた日本銀行の売買動向を確認することは意義があると思われる。1930年代後半から、国債が大量発行される中で、日本銀行による引受国債は、マーケットオペレーションにより円滑に売却されたとされているが、その流過程でどのような売買が実施されていたか明らかになっていないからである。日本銀行の国債売買は、大量の利付国債の引受だけではなく、その売却および市場参加者のニーズに応じた買付（無条件国債買入）、官廳（預金部）の委託を受けた国債売買、売戻約款付国債買入（買戻約款付国債売却）など多岐にわたり、国債流通市場での売買を積極的に実施していたこ

とが『日本銀行沿革史』等に記されており、大量発行時代に日本銀行は国債流通市場において重要な役割を果たしていた。むしろ1940年代前半においては、日本銀行と市中金融機関等との店頭（相対）取引が流通市場の軸足であった可能性も推察される。

そこで、本研究では、第一に、二・二六事件から戦時末期に至る国債市場価格の推移を確認しつつ、日本銀行の国債売買を整理したい。具体的には、全国経済調査機関連合会編『日本経済年誌』、『日本銀行沿革史』第三輯等を基に国債流通市場における国債価格の変動要因を時系列で確認し、日本銀行の「政府資金の運用における売買」および「売戻約款付国債買入」を中心に売買動向を確認する。日本銀行の国債売買は、「引受→市中売却」というシンプルなパターンだけではなく、市場環境に応じた多様なオペレーションが実施されていたことは、戦時期の国債売買を考える上で重要なファクターになり得るからである。

第二に、大手証券の営業報告書における国債増減額、日本銀行調査局編『金融資料要録』や日本銀行統計局『本邦経済統計（昭和21年）』における日本銀行の引受国債純売却額推移などから、国債流通市場の売買高傾向を概観する。国債流通市場における店頭取引について、一定程度の規模を保ち国債売買が維持されていたことを明らかにしたい。

第三に、日本証券取引所長期清算取引が廃止され、取引所取引が実物取引に限定された1943年8月以降の国債投資成果（リターン）について明らかにしたい。金融統制が強化されるにつれて、国債価格の変動が消失していく過程については、平山〔2018〕における昭和初期国債パフォーマンスインデックス（GBPI）による算

出したが、日本証券取引所等の『統計月報』によりデータ取得可能な1944年11月までを対象としていたため、この期間を1945年8月まで延長したGBPI-EXTENDEDを算出し、戦時末期の国債市場を投資成果の側面からも確認できるようにした。戦時末期の混乱期にあって、大量の大東亜戦争国庫債券が発行されており、その国債を購入した金融機関等の所有期間利回りと、インフレ率等の経済指標と比較することは、経済社会情勢を分析する上で、一つの基準を提供することに貢献すると考えたからである。以下では、日本銀行の売買と国債価格動向、国債店頭取引の状況、国債投資成果という三つの側面から、戦時末期に至る国債市場の実態解明を試みることにする。

II. 戦時末期に至る国債市場

1. 日本銀行による国債市場介入と売戻約款付国債買入

二・二六事件から日中戦争が勃発するまでの国債市場は、相次ぐ変化に市場参加者が翻弄される高変動率時代であった。高橋是清蔵相から馬場鑓一蔵相への政策運営の移行は、国債市場を大きく揺るがしたのである。低利借換え懸念から、国債市場では、高利率債が暴落し低利率債が急騰するという混乱が発生したが、実際に、低利借換えは、1936年5月から9月にかけて実施段階に移された。その後は、新規国債の利率は、3.5%に引き下げられ三分半利国庫債券もしくは三分半利公債を中心に発行される²⁾。

低利借換え後も国債市場の混乱は続き、1937年にかけて新規発行された三分半利国庫債券(い号、ろ号、は号、に号、ほ号、へ号)の市

場価格は、発行価格の98円00銭を下回り、政策的に新規発行国債利率の急引下げに対する余波が残ったと言えよう。そこで、政府は、国債を市場から買付ける市場介入を実施し、混乱収束に努めるようになる。いわゆる「政府資金の運用による売買」であり、政府資金(預金部等)による国債買付を日本銀行が媒介し、日本銀行の「公債」勘定で購入した上で預金部等へ売却する取引が実行されたのである。この政府資金の運用による公社債の売買は、「単なる資金運用のためばかりでなく、国債の市価維持、産業資金の供給等特定の目的のためにも行われた³⁾」ものであり、日本銀行を媒介とした間接的なものとは言え、国債市場の安定に対する強い政策意図が示されたものと言えよう。経済環境は、1936年下期以来漸く兆していたインフレ昂進機運が37年に入り俄然沸騰し、生産活動が旺盛になり金融が本格的繁忙過程に突入したため、「公債消化の困難はこゝに愈々現実の深刻なる問題として登場するに至った⁴⁾」のである。

このような背景により、市場介入は、当初から円滑に機能せず、三回にわたる介入によって、漸く三分半利国庫債券の市場価格が、発行価格である98円00銭を安定的に上回るようになったという経緯を辿る。第一回目の介入(1936年11月20日～37年2月6日)、第二回目の介入(37年3月22日～4月22日)が実施されたものの、再び市場価格は、発行価格を下回ったため、第三回介入(37年5月12日～9月30日)が実施された。1937年7月7日には盧溝橋事件が勃発する中、政府は、第三回介入として大量の国債購入を実施し⁵⁾、政府による市場統制強化の画期となった。本来であれば、日中戦争の勃発により、インフレ懸念から国債利回りが急上昇してもよいはずのところ、前述の市場介入

に加え、国債担保貸付利子歩合を1厘引下げるだけではなく、日本銀行は国債引受シンジケート団等へ国債消化の協力を要請する中で、三分半利国庫債券の無条件買入れに至ったのである。

1937年8月から始められた日本銀行による「無条件国債買入れ」は、「開始当初の昭和12年下期中は金融機関からの国債売却希望が比較的多く、本行の買入総額（9400万円）は同期間中に本行が市中銀行に売却した額にほぼ匹敵するもの⁶⁾」であった。東京小売物価指数は、日中戦争の影響により1937年9月には前年同月対比上昇率が10%を上回り、国債消化率も56.1%と低迷した⁷⁾。そこで、日本銀行は、積極的な市場介入を実施し、消化率引き上げに躍起になったのである。その後1938年以降は、日本銀行による国債の買オペレーション額が縮小していったことから、日本銀行による無条件国債買入が奏功し、三分半利国庫債券に関する限り、国債市場は落ち着きを取り戻したと考える。

次に日本銀行は、各種の国債消化策に加え、流通市場での直接的な国債買入を実施しただけではなく、金融機関の資金繰りを支援する観点から、国債を活用した売戻約款付国債買入も1935年末から実施している。実施額は少額であるものの、金融機関にとっては、日本銀行からの貸出以外の、緊急的資金繰りのツールを付与されたことから、間接的に国債保有に対するハードルが低下したと考える。売戻約款付国債買入は、金融機関等の資金繰りを目的とした資金融通の仕組みであり、金融機関等の短期的な資金繰りをサポートするために、国債取引を活用したものである⁸⁾。この取引は、国債を介して短期的な資金繰りが容易に行えるというメリットを理由に、金融機関の国債保有動機を高

め、国債消化を推進する間接的な仕組みと言ってもよいだろう。具体的な内容については、1935年10月に取扱要項⁹⁾が定められており、次の四点を満たすものである。①取引の相手方は本行手形割引取引先銀行に限る、②この取引は相手方銀行の一時的な資金繰りの必要に基づくもので、かつその売戻しの履行が確実な場合に行う、③買入れ対象の国債は内国債（大蔵省証券、米穀証券を除く）に限る、④各銀行別に買入れ限度額を設ける¹⁰⁾。そして、④売戻期間については、3日以上15日以内とし、あらかじめ売戻日を定めておくことにするというものであった（1940年10月に、3日以上30日以内に期間延長）。売戻約款付国債買入には、「主として月末・期末等の季節的金融繁忙期における取引先銀行の資金繰りを助けるという役割を演じた¹¹⁾」ことと、「一面において本行の金融調節策としての性格を持つものであったが、他面、金融機関の国債保有意欲を高めるという効果をねらったものでもあった¹²⁾」ことが指摘されている。

ところで、売戻約款付国債買入を利用する金融機関にとっては、貸借対照表の表記が異なっている点が重要だったと考えられる。「当時市中の大銀行は本行からの借入れを避けようとする態度が強かったが、この方式によれば形式上は借入れと異なるため、市中銀行側が本行信用を受けやすくなるという観点から、この措置が取られたものであった¹³⁾」とあるように、金融機関にとっては営業報告書等の開示資料により、日本銀行から国債担保手形割引を活用している事実が広く社会に公開されずに、日本銀行から資金調達できるというメリットがあった。具体的には、国債担保手形割引の場合には、日本銀行側では「割引手形」勘定が増加し、金融

図表1 売戻約款付国債買入と国債担保手形割引の比較表

差違点	売戻約款付国債買入	国債担保手形割引
数口ノ取引カ併存スル場合	共通担保ニ相当スル取扱ヲナス能ハス	共通担保ノ特約アリ
国債ノ市価カ中途低落セル場合	増担保ニ相当スルモノヲ徴スル能ハス	増担保ヲ徴シ得ル
期限前ニ売戻ス場合	原日歩ニテ割引料相当額ヲ払戻ス	一厘減又ハ原日歩ニテ割引料ヲ払戻ス
相手方カ破産シタル際国債ノ処分代金カ債権額ニ不足ノ場合	劣後的ノ破産債権トナルニ過キス	不足額ハ破産債権トナル
勘定ノ整理	相手方銀行及本行トモ公債勘定ノ増減トナリ従テ金融情勢ヲ窺ウニハ不便トナル	相手方銀行ニハ借入金、本行ニハ割引手形トナリ従テ右ノ勘定ノ増減ガ金融情勢ノ一ノ指針トシテ表ハルルコトナル

(注) 日本銀行『日本銀行沿革史』第三輯・第四巻、430頁の記述を基に作成。

機関側では「借入金」勘定が増加するものの、売戻約款付国債買入の場合には、日本銀行側では「公債」勘定の増加、金融機関側では「公債」勘定の減少という仕訳になる。

国債担保手形割引との相違点は、図表1の比較表からも理解できるように、特に期末における金融機関の資金繰りについての風評悪化を回避する手段として活用されたわけである。『日本銀行沿革史』に記載されている売戻約款付国債買入取引事例を毎月に集計すると、6月末と12月末の決算期越えが多くなっているのが目立つ¹⁴⁾。この売戻約款付国債買入も1943年3月以降には、利用されなくなり、制度としては1945年2月21日に廃止されている。1943年以降は、金融機関の資金不足が恒常化し、同制度を利用するのではなく、多くの金融機関が日本銀行からの借入金に依存するようになったため、あえて借入金勘定計上を回避する必要がなくなったからと考えられる。以上のように、日本銀行等は、国債市中売却をするだけでなく、流通市場の安定化に寄与するオペレーションも実施していた点は留意すべきであろう。

2. 戦時統制期の国債価格推移

以下では、日本銀行による流通市場安定化の試みが行われる中で、国債価格はどのように推移したのかに関して整理したい。日中戦争勃発以降の時期を、戦時統制期¹⁵⁾として、概ね第二次世界大戦開始(1939年9月)、対日資産凍結(1941年7月)、ガダルカナル島撤退(1943年2月)、サイパン島陥落・東条内閣総辞職(1944年7月)を節目として5期に分けた上で、戦時末期を除く最初の4期の国債市場動向について確認した上で、戦時末期に至る国債売買を概括する。

(1) 戦時統制開始期

日中戦争開始から第二次世界大戦勃発に至る戦時統制開始期の国債市場動向は、1937年9月まで国債利回りは上昇したものの、39年にかけて低金利の継続を見越して、相対的に利回りの高い高利率債(五分利債、四分半利債)の利回り低下が顕著になった。1938年11月には、「五分利債は總動員法第十一條發動機運による高率配當株暴落の餘波を避け得ずして¹⁶⁾」、一時的

戦時末期の国債売買と投資成果

に高利率債の利回りは上昇に転じたものの、この状況は長く続かず、金融緩和の影響が強く国債市場は安定的に推移したのである。

1937年の国債発行額15.1億円が¹⁷⁾、38年には43.5億円、そして39年に53.2億円まで段階的に増加する中で、総じて「公債消化、生産力擴充資金の調達を二大目標とする資金調整法を樞軸として厳格なる統制下に置かれて来た¹⁸⁾」金融市場は、消費節約・貯蓄奨励の効果による預金増加を背景に潤沢なる資金を国債消化に回すことが可能であった。特に、主に日中戦争の費用を賄う目的で発行された三分半利債（支那事变国庫債券等）は、利回り変動が小さく、限られた利回りレンジ内での推移に終始したのである。取引所の債券売買において、「実物取引では、長期取引と共通する銘柄以外に相当額の三分半利国債取引がみられ、その多くは一三年以後政府の国債価格支持政策により、市場価格は釘付けにされていた¹⁹⁾」からである。

図表2の三分半利国庫債券い号（昭和23年6月償還）の価格推移で確認すると、償還までの期間が他の主要銘柄よりも短いものの、前章で記した1937年の無条件国債買入れにより落ち着きを取り戻し、38年の価格は堅調に推移した（利回りは低下した）ことが確認できる。1938年の甲号五分利公債や第一回四分利公債の価格上昇率は小さく、1939年以降は、月中価格幅も縮小している。甲号五分利公債等における価格変動幅の狭小化は、1942年末以降に発生したのに対して、三分半利国庫債券の場合には、1939年にいち早く示現していたわけである。

日中戦争に伴う三分半利債の大量発行にも関わらず、日本銀行は無条件国債買入により価格変動抑制に貢献したと考える。一方、市場における残高が相対的に低下してきた五分利債や

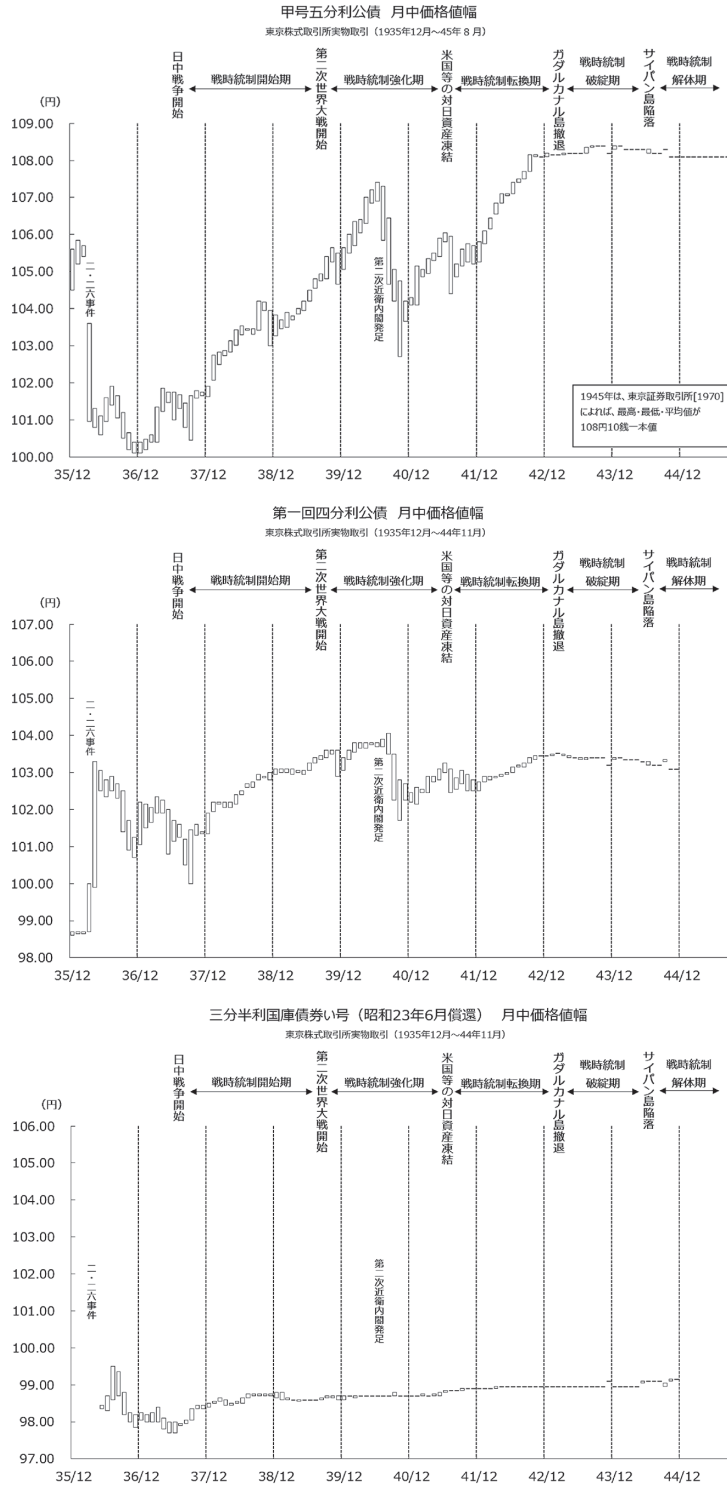
四分利債については、ある程度の市場変動が許容されていたため、債券市場における投資成果の変動率（リスク）も、利率により異なっていたと言えよう。

（2）戦時統制強化期

1939年9月には、欧州で第二次世界大戦が始まり、わが国でも戦時統制が強化されると、円滑に機能していた国内経済動向に変化がみられるようになる。物資需給の不均衡が漸次露呈する中で、銀行券の増発、日本銀行貸出の増加が目立つようになり、1940年の国債発行額も67.5億円まで拡大したのである。この間に、東京小売物価指数も1940年7月には前年同月比での上昇率が20%を上回るまで上昇したため、1939年半ばに2.5%程度であったコール・レート（東京コール）も、40年を通して上昇基調で推移し12月には3.2%を上回るまで上昇した。これに対して、1940年4月に日本銀行の無条件国債買入制度が改正され²⁰⁾、同年9月には預金部による資金放出が行われたのであった²¹⁾。1937年8月に始められた日本銀行による国債の買オペレーションは、コール・レートが上昇し資金需給がひっ迫する過程で、再び国債価格支持策としてクローズアップされるようになったのである。

国債市場は、1940年6月には、従来からの金融緩和を背景に、高利率債を中心に利回り低下（価格上昇）が続き、売買高の多い甲号五分利公債が1934年7月以来の高値107円40銭を記録する。しかし、1940年7月には、新体制運動を進める第二次近衛内閣が発足すると、「新内閣成立による借換懸念から甲號五分利は七月下旬一舉に百五圓八十五銭と六月の高値に比し一圓五十五銭を激落し²²⁾」、課税懸念や短期金利の

図表2 主要銘柄（五分利債・四分利債・三分半利債）の価格推移



(注) 東京株式取引所・日本証券取引所『統計月報』, 東京証券取引所 [1970]『東京証券取引所20年史』規則・統計のデータを基に作成。

戦時末期の国債売買と投資成果

上昇の影響を受け、40年後半の国債市場は大波乱となった。1940年の債券売買高（東京株式取引所の長期清算取引と実物取引の合計額）は22億円まで急増したが、「この活況も、金融環境の悪化、起債市場統制の強化などによって挫折し、債券流通市場も以後、完全な統制市場へと変質²³⁾」することになる。

その後は、1941年前半にかけて、「政府当局は高率借換を否定する声明を發し、市場に於ても國債相場の大巾騰落を阻止する自肅申合せ²⁴⁾」を行い、政府資金の支払が促進された。コール・レート（東京コール）も2.5%台まで低下する中で、この対応が奏功して国債市場は落ち着きを取り戻し、利回り水準も低下したのである（甲号五分利公債は6月に106円05銭まで回復した）。

（3）戦時統制転換期

1941年7月には、米国をはじめとした4ヶ国による対日資産凍結が発動され、国際情勢の緊張が一層高まっただけでなく、政府支払の停滞、預金情勢の鈍化、貸出の増勢がみられたため、戦時統制も転換期を迎えることになった。1941年12月8日には太平洋戦争が勃発し、42年1月に大東亜戦争国庫債券が発行され、国債発行額も、1941年の90.9億円に対して、42年には141.6億円まで大幅に増加した。金融機関では、各種統制会による国債割当が実施されるとともに、資金統制が急速に強化されるようになった²⁵⁾。「支那事變勃發以後にみられた金融統制の進展が、公社債自由市場を漸次狭隘化して來た²⁶⁾」が、その動きは対米開戦と共に顕著になるのであった。

1942年には、政府資金支払超過（図表3参照）による金融緩慢を背景として、債券市場で

は、高利率債の買漁り状態になり、国債利回りは低下基調で推移した。高利率債価格高騰の背景は、「配當利子特別税据置きの結果、高利率債の利廻の有利化、借替懸念の無い事、品薄感²⁷⁾」が挙げられる。主として官廳や金融機関により保有され、大量売却懸念の低い（不動産としての希少性も反映された）甲号五分利公債は、1942年12月末に108円20銭まで価格が上昇した。この価格水準まで上昇する背景には、全国金融統制会等が設立され、「傘下統制會別に預貯金の増加額に對する国債買入割當の標準比率を定めて、これに基づき消化目標額を指示し消化計畫を強行した²⁸⁾」ことで、大量に發行される三分半利債の需給が安定した点に注目すべきであろう。

一方、短期金融市場は逼迫し、図表3の1943年3月期の全国銀行の資金状況から確認できるように、預金を上回る貸出・有価証券保有の増加は²⁹⁾、大銀行の資金繰りを悪化させたため、コール・レート（東京コール）は3%を上回る水準まで上昇するという対照的な動きとなった。「計畫金融が発足してからは預金の停滞にかゝらず貸出は増加し國債の消化も強行されたので普通銀行の手許は次第に逼迫を加えた³⁰⁾」ため、金融機関間での資金融通の余地が狭められたと言ってよいだろう。

（4）戦時統制破綻期

1942年末から1944年7月のサイパン島陥落・東条内閣総辞職に至る戦時統制の破綻期においては、取引所価格の月中価格値幅が狭小化した。この価格から算出される国債利回りの変動は、ほとんど認められなくなり、国債投資に係る価格変動リスクという点からは、国債リスク消失が極まったと言えよう³¹⁾。小幅ではあるが

図表3 四半期資金状況 (億円)

四半期末	政府			日本銀行			全国銀行		
	支払撒布	公債発行	公債消化	兌換券	貸出金	保有公債	預貯金	貸出金	保有公債
1941年12月	28.4	28.0	19.5	13.6	3.0	12.1	36.9	19.6	6.1
1942年03月	18.5	29.9	30.9	-6.7	-3.9	-0.2	-0.8	2.5	8.5
1942年06月	46.5	35.3	33.9	2.4	-2.7	4.0	47.0	12.2	17.5
1942年09月	21.0	30.0	27.7	-0.2	3.3	-0.7	-3.3	5.4	6.6
1942年12月	37.1	38.0	35.7	16.2	13.6	1.9	44.8	18.7	20.3
1943年03月	30.9	39.3	39.3	-3.3	-5.2	3.3	15.6	12.3	10.7
1943年06月	41.3	50.0	45.4	5.4	3.4	4.8	37.5	14.1	22.1
1943年09月	23.7	35.0	35.5	3.1	7.6	-6.2	15.8	23.7	10.0
1943年12月	51.1	58.8	50.5	25.9	12.3	14.5	28.7	24.9	16.3
1944年03月	45.7	67.8	66.1	7.3	0.3	8.3	43.0	35.8	14.1
1944年06月	55.8	57.2	42.3	13.3	3.8	9.0	50.5	43.8	22.8
1944年09月	66.3	66.9	68.0	14.0	14.6	-4.7	70.4	50.6	26.2
1944年12月	72.7	78.0	73.8	40.2	34.3	8.2	52.1	57.8	26.0
1945年03月	59.2	102.7	94.8	27.8	55.3	-11.3	65.2	72.2	28.2
1945年06月	54.7	31.4	72.7	56.6	90.6	-20.8	133.3	68.4	32.8
1945年08月	64.1	75.6	55.0	161.2	68.2	15.7	141.7	94.1	21.7

(注) 1) 日本銀行統計局 [1947a] 『戦時中金融統計要覧』のデータを基に作成。

2) 1945年08月は2ヵ月間の増減。全国銀行の貸出金はコール除く。

価格変化を確認するならば、1943年1月から2月にかけては堅調だったものの、6月にかけては、「五分利債を始め三分半利債に至るまで、月中膠着状態にて一本値を示現するもの多く、益々この傾向が恒久化せんの状態³²⁾」となった。1943年8月にかけ、「高利率債中心に強調を示し、五分利債は、又新高値に買い進まれた³³⁾」ものの、その後は高値持ち合いで価格変動に著しく乏しい状態となった。日本証券取引所『統計月報』の「月中市況」頁においても、相場変動が認めがたかったことから、1944年1月号以降、債券市況については、記載されなくなっている。

国債発行額は、1943年195.9億円、44年275.5億円まで拡大する中で、証券会社の商状から債

券市場を概観すると、次のように44年にかけて大きく変化していたことが確認できよう。1943年の債券市場は、資金需要の激増から各種債券の引受消化圧力が高まり、「証券引受会社の公社債の消化活動はきわめて困難であり、背負込債券はいっそう増加³⁴⁾」したものの、44年になると加速度的な政府支払の増大により日本銀行発券残高が急増し、各金融機関の預金増加とともに公社債の消化状況も好転し始めたのである。図表3で確認するならば、日本銀行の兌換券残高は、1943年12月期（四半期末）25.9億円が44年12月期（同）に40.2億円まで増加している。また、人口の地方分散、農村への資金の流入によって地方銀行や農業信用組合等の余裕資金が増大して債券流通市場に資金が流入し始め

図表4 五大銀行の借入金勘定（日銀貸出・千円）

銀行名	42/12	43/09	44/03	44/09	45/03	45/09
三菱銀行	50,000	—	100,000	590,000	1,740,000	2,077,702
帝國銀行（旧三井）	52,000	455,000	975,000	1,130,000	2,773,732	5,431,601
帝國銀行（旧第一）	66,000					
住友銀行	66,000	210,000	393,000	480,000	1,394,007	2,340,929
安田銀行	51,000	102,000	204,000	388,000	1,068,203	2,261,844
三和銀行	65,000	80,000	230,000	350,000	1,195,000	1,500,000
合計	350,000	847,000	1,902,000	2,938,000	8,170,942	13,612,076

(注) 各社社史を基に作成（参考文献参照）。1943年9月期以降、三井銀行と第一銀行は帝國銀行に合併。

たため、特に証券会社の商況が活況を呈するようになったことも考えうる。つまり、債券市場の価格統制は続いていたものの、1944年以降の通貨急膨張を背景に資金循環も好転するという大きな転機を迎えたと言えよう。

しかし、債券流通市場が好転するのと対照的に、1939年10月に公布施行された価格等統制令に基づきコントロールされてきた物価水準に異変が見られ始める。太平洋戦争開始以降抑制されていたインフレ率が、急速に上昇しだしたのである。東京小売物価指数（公定価格ベース）の対前年上昇率は、1944年に顕著に上昇し始めている。それだけに、実勢価格ベースでは歯止めのかからぬインフレが進行したと推察されよう³⁵⁾。闇物価に相当する実勢価格は、日本銀行による物価統計が、戦後に限定されているため、戦後に急騰したとされてきたが、鎮目 [2018]、小池 [2020]、The U.S. Strategic Bombing Survey [1946] からは、1944年には公定価格と実勢価格の乖離が大幅なものになっていたことが確認できよう³⁶⁾。

それまで、急増する国債を引受ける日本銀行は、インフレ抑制策として金融機関等へ引受国債の売却を積極的に実施し、表面的には消化に努めていた。預金部引受と日本銀行純売却高の

合計額（消化高）は発行高の9割を上回っていたのである³⁷⁾。しかし、1944年度からは、急増した日本銀行貸出金³⁸⁾が金融機関を介して国債購入（および融資）に回っていたため、実質的な国債増発によるインフレ圧力は高まったことが、戦時末期にかけての実勢価格急上昇に影響したと考えることも可能であろう。図表4で五大銀行の「借入金（日銀貸出）」勘定合計額は、1943年9月8.47億円から44年9月29.38億円まで3.5倍に急増しているのが確認できる。

3. 戦時末期に至る国債売買

前節では、戦時末期に至る国債市場を国債価格の変化を基準に確認したが、以下では、売買動向について概観しておきたい。東京株式取引所等の上場国債の売買高を確認すると、1940年代に減少傾向で推移し、国債市場（取引所）価格は標準発行価格に半固定化され、国債の流通市場は形骸化したとされる。東京証券取引所 [1970] によれば、1940年から1943年にかけて、内国債の長期清算取引売買高は10.3億円から1.1億円まで減少し、国債の実物取引売買高は、7.5億円から3.7億円に減少している。また、外貨建ての外国債も含む東京証券取引所 [1974] のデータによれば（図表6参照）、1940

図表5 戦時期の国債市場に関するイベント

年月日	国債市場に関する主なイベント
1941/01/--	前年末の政府資金大量撒布による金融緩和で、債券市場は買人気となる（2月は低迷、3月より7月下旬迄堅調）
1941/07/19	債券割引歩合引下決定
1941/07/26	4ヶ国の対日資産凍結の報に債券市場反落、甲号五分利公債104円台に低落
1941/12/27	支那事変国庫債券を42年1月発行分より大東亜戦争国庫債券と改称決定
1942/01/--	債券市場、金融緩慢、株式活況と相まって高利率債中心に買人気となる（年末迄堅調）
1942/01/08	第一回大東亜戦争国庫債券発行
1942/01/10	第一回戦時報国債券・戦時貯蓄債券発行
1942/02/19	第一回大東亜戦争割引国庫債券発行
1943/03/04	大東亜戦争臨時軍事費支弁のための公債発行及び借入金の限度額を特定せず臨時軍事特別会計歳出予算額より同会計普通歳入額を控除した金額で公債発行及び借入の限度となす旨の法律（8号）公布施行
1943/03/11	日本証券取引所法（44号）公布
1943/04/10	全国銀行の貯蓄債券及び報国債券買取制度実施
1943/06/03	国債貯金規則（大蔵、農林省令1号）公布施行
1943/06/21	日銀国債代理店設置の件（大蔵省令53号）公布施行
1943/06/30	日本証券取引所設立
1943/09/05	大阪市場の国債長期取引廃止
1943/09/15	東京市場の国債長期取引廃止、全国銀行の小額国債買入制実施
1943/10/13	貯蓄券規則（大蔵省令93号）公布施行
1944/06/20	日本証券取引所、非常時証券対策要綱を発表
1944/08/30	大蔵省、福券規則に基づく第1回売出決定に伴い、報国債券の発行停止
1945/01/01	大蔵省、債券取引値一本化を指令
1945/03/10	未明からの東京大空襲により東京市場立会停止（3/17より再開）
1945/03/19	大阪市場臨時休会（3/27も休会）
1945/04/07	東京、大阪市場臨時休会
1945/05/26	東京大空襲により東京市場立会停止（6/02より再開）
1945/06/01	大阪市場臨時休会
1945/06/05	大阪、神戸市場臨時休会（6/07～6/10、6/15～6/16も休会）
1945/06/20	東京、大阪市場における清算取引、新甫9月限以降中止と決定
1945/06/22	東京市場臨時休会
1945/07/05	大阪市場臨時休会（7/24、7/30も休会）、7月中に横浜市場閉鎖
1945/08/09	ソ連参戦の報に大蔵省は各市場の立会休会を命ず（8/10以降各市場休会）

（注） 山一証券 [1958]、『山一証券史』の年表における「証券及び取引所関係事項」のうち国債市場関連事項を抜粋して作成。

年から1943年にかけて、長期清算取引売買高は11.0億円から1.2億円弱まで減少するとともに、実物取引売買高は、11.1億円から6.2億円弱に減少しており、清算取引だけでなく国債の

図表6 取引所債券売買高（千円）

年	長期清算取引	実物取引	合計
1932	815,492	225,167	1,040,659
1933	711,700	274,324	986,024
1934	560,822	239,641	800,463
1935	544,040	600,624	1,144,664
1936	567,138	710,381	1,277,519
1937	604,784	637,191	1,241,975
1938	369,080	611,361	980,441
1939	800,286	990,871	1,791,157
1940	1,104,806	1,110,652	2,215,458
1941	273,686	662,044	935,730
1942	335,492	583,608	919,100
1943	116,386	617,193	733,579
1944	—	429,510	429,510
1945	—	169,468	169,468

(注) 1) 東京証券取引所 [1970] 『東京証券取引所20年史』, 74頁・83頁のデータを基に作成。外貨国債も含む。

2) 1943年6月までは東京株式取引所, 7月以降は日本証券取引所東京市場。1945年は8月までの売買高。

受け渡しを前提とした実物取引でも、取引所売買高は減少していたことが明らかである。また、日本証券取引所の東京市場債券売買高は、1944年4.3億円、45年（8月まで）1.7億円まで減少しており、特に、戦時末期の取引所取引が低迷した点が確認できる。

一方、大和証券 [1963] によれば、大手証券四社による、相対取引による店頭流通市場における債券売買取扱高は、1940年41.95億円に対して1945年107.21億円となり、2.3倍に拡大している。取引所取引による売買高が、「株式取引のみならず、債券取引も低調に推移し³⁹⁾」、減少したのとは対照的に、店頭取引は、売買高が増加しており、主たる流通市場は、取引所取引から店頭取引に移行したと言える。大手証券店頭売買高は極端に減少していないことから、

国債売買そのものは、低迷化したわけではなく、取引所取引の政策的位置づけが変化したと見なすべきだろう。特に、1941年以降、証券・保険行政が商工省から大蔵省に移行したことから、証券行政・取引所の運営方針が変化したことも考慮する必要がある。たとえば、2年後の1943年8月末には、日本証券取引所に再編された取引所での国債売買において、長期清算取引が廃止され実物取引一本となっている。「政府としては、国債の消化は金融機関の協力体制の強化、隣組を通ずる売捌きなどが進んでいるので、あえて国債の清算取引市場の効用を認めぬという方針を採った⁴⁰⁾」のである。1937年以降、東京株式取引所での長期清算取引の受渡高は、売買高の10%以下であったことから⁴¹⁾、国債売買による円滑な価格形成よりも国債消化に

図表7 大手証券国債期別増加額・減少額 (千円)

決算期	決算月	当期増加額 (A)			当期減少額 (B)			合計 (A) + (B)		
		日興	野村	山一	日興	野村	山一	日興	野村	山一
38年下期	38/11	58,256	401,527	116,013	58,118	393,417	114,055	116,374	794,945	230,068
39年上期	39/05	41,448	264,844	139,239	41,280	259,345	140,367	82,729	524,189	279,606
39年下期	39/11	63,081	282,143	188,838	53,577	283,900	184,397	116,657	566,043	373,235
40年上期	40/05	286,389	223,873	269,607	292,913	234,383	271,508	579,302	458,257	541,115
40年下期	40/11	261,631	313,429	245,534	255,578	299,387	243,569	517,209	612,816	489,103
41年上期	41/05	402,813	326,055	279,041	405,442	348,311	282,897	808,254	674,365	561,938
41年下期	41/11	253,903	315,074	271,357	256,034	314,721	271,819	509,936	629,795	543,176
42年上期	42/05	521,355	285,422	349,564	519,883	273,262	347,508	1,041,239	558,684	697,073
42年下期	42/11	419,207	—	247,656	426,019	—	250,128	845,227	—	497,783
43年上期	43/05	456,728	521,660	426,867	455,384	513,222	424,556	912,112	1,034,882	851,423
43年9月	43/09	305,508	337,240	—	283,390	333,550	—	588,897	670,790	—
43年下期	44/03	—	579,501	683,761	—	585,870	662,434	—	1,165,371	1,346,195

(注) 野村証券, 日興証券, 山一証券の各期営業報告書における「有価証券」勘定を基に作成。当期増加額は当期応募又買入高, 当期減少額は当期償還又売却額。

政策の主眼が置かれたと考えられる。相対取引により国債消化の円滑化を図るために、取引所取引から店頭取引へと国債売買の中心軸が移行したと言えよう。

図表7は、店頭取引含む証券売買が確認できる日興証券, 野村証券, 山一証券の営業報告書「有価証券」勘定データを整理したものである。「有価証券」勘定では、「国債」「社債」「株式」等の種別毎に、「前期繰越高」「当期増加高」「当期減少高」「現在高」が記載されている。このうち「当期増加高」は、当期応募又買入高に、「当期減少高」は当期償還又売却額に相当し、応募額等や償還額も含まれるため注意が必要だが、取引所売買高が1940年を境に減少に転じているのに対して、総じて増加傾向で推移している点が確認できる。

日興証券および野村証券の国債増加額・減少額は、1943年9月期に減少しているが、短期間の臨時決算の影響であり、1943年以降の顕著な

減少は確認できず、1943年下期にかけて野村証券および山一証券の国債売買高は増加傾向で推移している。そのため、「店頭売買が相当の量にのぼったので、取引所取引の不振にもかかわらず、国債の取扱高だけは引き続いて増加した⁴²⁾」ことが確認できる。さらに、山一証券営業報告書第一期及び第二期では、1943年下期から44年上期にかけて、日本銀行引受国債の売捌きが順調に行われたことが記され、さらに本土空襲が相次ぐ中でも、「公社債市場ハ引續キ頗ル活況ヲ呈シ且當社取扱高ハ前期成績ヲ更ニ凌駕シ、日本銀行引受國債賣捌高ノ如キ殆ンド二割方ノ激増ニ當ル⁴³⁾」とあるように、国債取引が活発化していた点が確認できる。

従来の研究では、戦時期の国債店頭売買に関する詳細かつ適切なデータセットが見当たらないため、これまで実態の解明が進んでこなかった。しかし戦時期の金融動向を考察する上では、ストックベースの主体ごとの資金循環に加

図表 8 日本銀行の国債オペレーション（売却・買付・純売却）

(千円)

(暦年)	シンデ ケート 普通銀行	其他 普通銀行	特殊銀行	貯蓄銀行	信託会社	保険会社	其他 金融機関	証券業者	其他	郵便局 売出分	民間合計	官廳	総計
1937	38,820	56,580	51,133	57,672	5,855	103,900	24,601	17,024	5,681	68,000	429,266	258,620	687,886
1938	753,128	220,203	610,000	204,383	22,988	127,600	59,767	124,560	49,219	457,986	2,629,834	1,015,553	3,645,387
1939	664,500	236,146	641,000	349,638	39,678	38,370	55,624	487,198	21,970	472,671	3,006,795	1,443,332	4,450,127
1940	718,800	279,816	152,500	586,793	45,351	1,750	86,509	861,964	26,586	570,391	3,330,460	1,945,509	5,275,969
1941	1,140,450	394,165	1,172,652	604,032	38,334	1,349	303,560	1,224,923	46,694	590,873	5,517,032	3,374,382	8,891,414
1942	2,380,298	383,384	1,722,026	1,142,846	41,185	4,036	591,427	1,999,679	175,484	1,080,981	9,521,346	2,804,602	12,325,948
1937	89,000	35,443	5,029	0	10,000	19,800	0	60	0	0	159,332	0	159,332
1938	0	11,000	0	0	0	0	0	0	0	0	11,000	495,000	506,000
1939	0	10,070	85,000	0	0	0	0	0	0	0	95,070	1,025,700	1,120,770
1940	0	2,000	0	0	0	0	0	0	0	0	2,000	1,883,200	1,885,200
1941	0	12,130	79,000	0	12,000	0	0	0	18,764	0	121,894	3,093,272	3,215,166
1942	68,000	0	69,000	0	0	0	0	4,109	1,560	0	142,669	2,364,450	2,507,119
1937	△ 50,180	21,137	46,104	57,672	△ 4,145	84,100	24,601	16,964	5,681	68,000	269,934	258,620	528,554
1938	753,128	209,203	610,000	204,383	22,988	127,600	59,767	124,560	49,219	457,986	2,618,834	520,553	3,139,387
1939	664,500	236,076	556,000	349,638	39,678	38,370	55,624	487,198	21,970	472,671	2,911,725	417,632	3,329,357
1940	718,800	277,816	152,500	586,793	45,351	1,750	86,509	861,964	26,586	570,391	3,328,460	62,309	3,390,769
1941	1,140,450	382,035	1,093,652	604,032	26,334	1,349	303,560	1,224,923	27,930	590,873	5,395,138	281,110	5,676,248
1942	2,312,298	383,384	1,653,026	1,142,846	41,185	4,036	591,427	1,995,570	173,924	1,080,981	9,378,677	440,152	9,818,829
1943	2,070,495	1,440,432	2,137,975	1,235,446	93,570	572,471	1,405,110	—	1,210,096	1,190,738	11,356,333	978,120	12,334,453
1944	3,441,302	4,379,564	2,154,136	1,171,220	166,467	818,638	2,485,936	—	225,679	638,289	15,481,231	388,519	15,869,750
1945	3,706,356	8,648,412	3,942,400	334,529	88,829	342,767	5,026,283	—	12,833	120,744	22,223,153	2,447,053	24,670,206

(注) 1) 日本銀行調査局「金融資料要録」昭和14年～18年各5～6頁、同昭和19年～20年各5～6頁、日本銀行統計局「本邦経済統計」昭和21年68～69頁におけるデータを基に作成。

2) 昭和18年4月以降、「金融資料要録」および「本邦経済統計」の表記区分から「証券業者」が削除される一方、地方銀行、保険の額が増加。

3) 其他金融機関には産業組合中央金庫、信用組合、無盡會社等を含む。其他には各種共済組合、内蔵頭、個人等を含む。

4) 昭和18年の「金融資料要録」以降は、シンデケート普通銀行は普通銀行統制會會員、其他普通銀行は地方銀行統制會會員、貯蓄銀行は貯蓄銀行統制會會員と表記。

5) 昭和18年の純売却「其他」には証券業者（昭和18年1～3月期含む）。

えて、フローベースでその資金移動データで補完すれば、一層の実態把握に貢献するだろう。この観点から、1940年代の金融市場の資金循環や構造を明らかにするためにも、流通市場における国債売買を分析すべきと言えよう。

一方、証券会社による国債売買高の推移は、流通市場の一端を示すものの、銀行、信託会社、保険会社も含んだ幅広い売買動向を確認する必要がある。そこで、日本銀行の引受国債の売オペレーションの規模が大きく、かつ、主要な金融機関を対象としたものであったことから、日本銀行の利付国債売却額の推移から店頭取引の概容を確認してみよう。国債の取引所取引売買高は、1940年以降、減少基調で推移しているのに対して、図表8の日本銀行の国債オペレーションを確認すると、引受額増加に応じて日本銀行の対民間国債売却額及び買付額は1942年にかけて増勢傾向で推移しており、日本銀行を介した国債の所有者の移転が活発に行われているのが窺い知れる。また、この間、日本銀行の粗買付額の大部分を対官廳（預金部等）取引が占有しているが、粗売却額と連動して増加していることもあり、政府間の需給調整が実施されていた可能性もあろう。

ところで、1943年1月～3月までの日本銀行による粗売却額と粗買付額は、日本銀行調査局『金融資料要録』の「本行利付國債賣却高（額面）」に記されているものの、その後は「本行利付國債純賣却高（額面）」に純売却額のみ記載されるようになってきているため⁴⁴⁾、戦時末期の粗売買額を確認できないが、純売却額により国債売買の状況を確認してみよう。1940年の日本銀行利付国債純売却額（対民間）33億円強が、同年末内国債残高（割引債除く）約268億円の約12.4%を占めたのに対して、1945年の利付国

債純売却額222億円強は、同年末内国債残高（割引債除く）約1,287億円の約17.3%を占めている。残高増加に応じて純売却額も比例して増勢基調で推移しているだけではなく、純売却の比率が上昇していることから、日本銀行の売買を通して流通市場での店頭取引が活発化したことが推察される。1944年、1945年については、特に其他普通銀行（主に地方銀行）および其他金融機関（信用組合等）に対する市中売却（純売却）の増勢は顕著であった。

純売却額は、実際の粗売却額と粗買付額の合計よりも少額であることや、日本銀行の対官廳での純売却額も勘案すると、店頭市場を中心に国債流通市場の売買高は、相当な規模を維持していたと言える。『金融資料要録』からは、戦時末期の粗売却額・粗買付額の合計売買額（グロス）は、純売却額（ネット）を上回ることから、日本銀行による国債売買額は増勢傾向で推移したと見なせよう。

Ⅲ. 戦時末期の国債リターン

1. 戦時末期の国債市場

1944年7月のサイパン島失陥までの戦時統制破綻期に続き、以下では1944年後半以降1945年8月のポツダム宣言受諾までの戦時統制解体期の国債市場の動向について整理したい。戦時末期の国債市場に関する文献は僅少であるが、日本銀行『調査月報』および『金融概況』、日本銀行調査局特別調査室『満州事変以後の財政金融史』等を通して、その経過の一部を垣間見ることとする。

まず国債価格の推移を図表2で確認するならば、戦時末期の国債価格変動は極小化し、相対

的に価格変動が大きかった五分利債でさえ、国債価格が半固定化されているのが明らかになる。これは、証券業者等の低価買い漁りが禁止され、国債等の円滑な売買を図ろうとする政府の意図が強く時価に反映されたものと解釈できよう⁴⁵⁾。大蔵省は、「臨時資金調整法施行令第九条ノ八第一号」の規定に基づき、1944年6月24日に「国債証券、貯蓄債券及報国債券ノ価格指定ニ関スル件（大蔵省告示第二百十三号）」を取引員統制組合取引員及びその使用人に通牒した。これにより三分半利国庫債券、支那事変国庫債券、大東亜戦争国庫債券、大東亜戦争特別国庫債券は、発行価格から一定の手数料相当額を控除した価格⁴⁶⁾で取引することが強く求められたのである⁴⁷⁾（次節参照）。

次に戦時末期の金融情勢の特徴であるが、軍需産業等の資金需要が増加し、金融機関の貸出金が急増した点を挙げることができる。前記したようにこの貸出増に対応するために全国銀行は、預貯金額は増加傾向だったとはいえ、日本銀行からの借入金に依存するようになった。確かに全国銀行の保有公債も増加したが、貸出金の増加が国債の増加を上回り、従来の関係が逆転したのである（図表3参照）。「これまでの消極的な資金調整政策が積極的な資金供給政策に飛躍した⁴⁸⁾」ためであり、軍需産業に対する資金供給にできる限りの便宜が与えられた。金融機関は、軍需融資が増加しても、国債等を担保として日本銀行から資金を借り入れることが可能であったため、短期金融市場での資金逼迫が懸念されることはなく、コール・レートも低位で安定推移した。

サイパン島失陥から4か月後にわが国は、米戦略爆撃機による本土空襲に曝される。1945年3月10日には東京大空襲、さらに続く主要都市

への空襲の衝撃に打ちのめされ、1945年1月の東京小売物価指数の対前年同月比上昇率は、20%を上回り、同年7月には30%を上回るまでに物価の急上昇に至った。闇物価に至っては、比較にならないほどのインフレが発生していたことは予想に難くないが、日本銀行券発行増加額が56.6億円（1945年4月から6月まで）、161.2億円（1945年7月から8月まで）となり、「日銀券は大河の如く市中に奔出⁴⁹⁾」した影響も大きかったと考えられる。低金利環境下での、日銀券の増発は、空襲による生産設備の損耗や輸送経路の分断、資材不足の悪化に輪をかけて、インフレ率の極端な上昇をもたらしたのである。

ところで、大東亜戦争国庫債券の発行は、1944年9月から月1回に集約されるようになったため、1回あたりの発行額も臨時軍事費の膨張に応じて増大した。大東亜戦争国庫債券の発行額（額面）は、30億円（1944年9月）、16億円（同10月）、22億円（同11月）、38億円（同12月）、20億円（1945年1月）、10億円（同2月）と巨額化している。それに加え、東京大空襲後の3月には、三分半利国庫債券が44.92億円発行されたため、政府の公債発行額は大幅に拡大したが（図表3参照）、日本銀行の保有公債額はむしろ減少した点は注意を要する。引受国債の市中売却は、地方銀行を主軸に円滑に実施されるとともに、郵便貯金の増加を背景にした預金部の国債引受額が増勢傾向で推移する中で、日本銀行の国債オペレーションにも変化が訪れるのであった。戦時末期に国債引受－市中売却が円滑に実施されたとはいえ、日銀券の大量発行と官民への貸出を日本銀行が積極化した結果、インフレーションには歯止めがかからなくなったと言えよう。政府一時貸上金が1944年9

月以降増大し、五大銀行等への貸出だけでなく、政府への短期的な資金融通を機動的に実施することで、資金循環の目詰まりが生じないように配慮した帰結と考えられる。

1945年の国債発行額は、333.1億円（1945年1月～8月は212.4億円）と巨額であったが、日本銀行の貸出に支えられた金融機関への国債市中売却と、預金部の積極的な国債投資による資金統制強化、さらには国債価格の変動回避を意図した価格統制強化により、国債市場は仮初めの安定は保たれたものの、インフレーションの犠牲を伴っていたのである。

2. 昭和初期国債パフォーマンスインデックス (GBPI) 算出と期間延長手法

戦前の投資成果についても、現代の債券インデックスの標準的な算出手法に則って個別銘柄のトータルリターンを求め、時価総額を基準に加重平均化して指数化したのが昭和初期国債パフォーマンスインデックス (GBPI) である。算出過程は、概ね三段階に区分できるが⁵⁰⁾、第一段階は、個別銘柄毎に当月（月次）投資収益率を算式「(当月経過利子込時価 - 前月経過利子込時価 + 当月クーポン収入) / 前月経過利子込時価」に基づき計算する。1920年9月以降の国債時価は、経過利子込時価ではないため（裸値段表示のため）、経過利子込時価を計算した上で計算するのは言うまでもない。それを前月時価総額で加重平均して、市場全体（総合）もしくは利率別セクターを対象としたインデックスの月次投資収益率を求めるのが第二段階である。そして、第三段階では、三分半利債がインデックスの算出対象になる1937年3月（基準日）を100.00として、投資収益率を累積・遡及して投資収益指数（パフォーマンスインデック

ス）を算出する。尚、市場特性を明らかにするために、複利利回り、平均残存年数を算出し、さらに利率別のサブインデックスや、クーポン収入を反映せず価格変化のみを示す価格指数PI (Price Index) も算出している。

本研究は、この基準に則ったGBPIの期間を延長し、1945年8月までを対象とするGBPI-EXTENDED⁵¹⁾の算出を試みた。GBPI-EXTENDED算出にあたって最大の課題は、国債の時価の特定である。1944年12月以降の国債時価については、日本証券取引所の『統計月報』が発行されていないため時価取得が難しいからである。ただし大蔵省 [1948] では、1944年12月の国債時価に限り記載されているため、このデータを活用したい。甲号五分利債、第一四分利公債、第二四分利公債の月次最高価格、最低価格、平均価格は、44年11月と同値であることが確認でき⁵²⁾、前節で示した1944年6月の「国債証券、貯蓄債券及報国債券ノ価格指定ニ関スル件（大蔵省告示第二百十三号）」が徹底され、国債の評価が一本化されたと考えられる⁵³⁾。

また、1945年以降についても、債券の取引所取引について東京証券取引所 [2002] では、「1945年1月、大蔵省から債券取引値一本化が指示され、市場価格は以後固定され、売買高も漸減傾向が続いた⁵⁴⁾」と記されている。この件については、日本証券新聞に関連事項が記されているが⁵⁵⁾、東京証券取引所 [1970] から、1945年8月9日まで続けられた甲号五分利公債の実物取引は、1945年の高値、安値、平均ともに一本値108円10銭であったと言えよう⁵⁶⁾。本来、オーバーパーの五分利債の価格であれば、アモチゼーションの影響を受けるはずのところ一本値に収束している点から、パー価格に近く変動率も低かった低利率債（三分半利債および

図表9 戦時末期の国債特性推移（昭和初期国債パフォーマンスインデックス GBPI 及び GBPI-EXTENDED）

項目		利率別	44/11	44/12	45/03	45/08
複利利回り (%)	GBPI EXTENDED	総合	3.71	3.71	3.70	3.70
		五分利債	4.51	4.51	4.51	4.50
		四分半利債	3.70	3.65	—	—
		四分利債	3.73	3.73	3.73	3.73
		三分半利債	3.68	3.68	3.69	3.68
	東京コール	3.24	3.29	3.24	3.24	
平均残存年限 (年)	GBPI EXTENDED	総合	14.7	14.6	15.2	14.8
		五分利債	33.6	33.5	33.2	32.8
		四分半利債	1.2	1.2	—	—
		四分利債	16.3	16.2	15.9	15.5
		三分半利債	14.0	13.9	14.7	14.3
時価総額比率 (%)	GBPI EXTENDED	総合	100.0	100.0	100.0	100.0
		五分利債	3.3	3.3	2.3	2.3
		四分半利債	0.4	0.4	0.0	0.0
		四分利債	4.8	4.8	3.3	3.3
		3.65%利付債	1.2	1.2	0.9	0.9
	三分半利債	90.3	90.3	93.5	93.5	
時価総額 (億円)			740.3	740.3	1,038.2	1,038.2

(注) 東京コールは、日本銀行統計局 [1947a] 『戦時中金金融統計要覧』の東京コール無条件普通物の中値 (1945年4月以降は、最高・最低値が1945年3月と同水準であったことから45年3月値で代替)

四分利債) の価格も一本値に収束されたと考える。以上の確認できる複数の出典から、1944年12月以降の国債価格は、1944年11月時価で固定化されたとみなし、1944年12月以降のGBPI-EXTENDEDについては、国債の時価として1944年11月時価を延長した一本値を採用することとした。

次に、利率別の時価総額比率であるが、GBPIの組入基準に則り、1944年度に発行された国債が年度末の1945年3月に指数対象になるため、1945年3月以降の時価総額比率は極端に三分半利債の比率が高まる (図表9参照)。1944年度発行の大東亜戦争国庫債券の号、わ号の発行額が大きく、三分半利債の時価総額比率が増加するからである。る号は、1944年3月に14億円、4月に8億円、5月に26億円、6月に

18億円、そして7月に10億円の計76億円、わ号は、同年9月に30億円、10月に16億円、11月に22億円、12月に38億円の計106億円が、大東亜戦争に関する臨時軍事費のための国債として発行されている。そのため三分半利債の時価総額比率は、1944年3月90.3%であったものの、45年3月には93.5%まで上昇したのである。一方、四分半利債は、1946年3月償還の四分半利国庫債券は号が、残存期間1年未満となり指数対象から外れたため、四分半利債の時価総額比率はゼロになっている点は注意が必要であろう。償還が間近に迫っていた四分半利債が、指数対象から除外されると共に、残存年限17年強の大東亜戦争国庫債券が大量に発行されたため、1945年3月の平均残存年限 (総合) は15.2年まで長期化しているものの、複利利回り (総

合)は、3.70%前後で変化していない。指数対象国債の時価総額が740億円から1,038億円まで量的に拡大している一方で、利回り水準は固定化されていた点が確認されよう。

GBPIおよびGBPI-EXTENDEDは、戦前・戦時期の投資家が国債を保有した際の投資成果を定量的に計測する指数であり、国債価格の変化率(キャピタルリターン)だけではなく、投資期間に相当する経過利子によるインカムリターンも加えたトータルリターンを算出している。戦時期に発行された主たる国債の利率は3.5%であったが、国債投資家にとって投資成果の大宗を占めたことから、キャピタルリターンのみを以て投資成果とすべきではない。たとえば、1943年以降、国債の投資成果(約3.7%)が借入金利(日歩9厘・年率3.285%)を上回ったからこそ、金融機関は日本銀行から国債を担保として多額資金を借入れており、市場参加者の投資行動を分析する際にインカムリターンを勘案するのは必要不可欠である。戦時期の金融機関のバランスシート拡大や国債消化策は、インカムリターンを考慮しない投資成果を前提にすると説明ができなくなるのは言うまでもない。合理的なスプレッド(調達金利と投資成果の格差)が存在したからこそ、金融機関は国債保有額を拡大させており、国債の投資成果を考える際には、インカムゲインを含むトータルリターンを算出する必要があるわけである。

また、図表10で記すように戦時末期の価格統制強化は、インカムリターン(個別銘柄の経過利子)を含まない裸値段(キャピタルリターンのみ)による価格指数で確認できるものの、株式市場(株式益回りや配当利回りと)のスプレッドや短期金融市場(リスクプレミアム)におけるリターンとの相対的な比較を行うことで、

市場間での価格統制の影響の差異が明らかになることから、インカムゲインを勘案した国債市場全体の投資成果(トータルリターン)を算出している。現代においても、インカムゲインを無視して国債投資成果を計測するならば、機関投資家や金融機関の投資行動やアセットクラス間の関係を説明することは難しいと言える。さらに、国債全体の平均残存年限は、発行状況により変化するため、戦前期の代表銘柄とされる甲号五分利公債等を基準にして投資成果を代替することは、個別銘柄は徐々に残存年限が短期化することから適切とは言えず、データ取得の容易性に着目した分析に陥ることは避けるべきと言えよう。

3. GBPI-EXTENDED による戦時末期の国債リターン

戦時末期の国債投資成果を、前節に記した基準に則り算出し、図表10に記載した。GBPI-EXTENDEDで確認すると、国債価格一本値を前提にPI(価格指数)は1944年11月以降101.596で固定化される。月次のPI変化率は1944年6月からほぼゼロになっていることから、11月以降に限ったことではなく、サイパン島失陥時にはすでに国債価格は半固定化されていたと見なせよう。複利利回り水準が変化しないのであれば、五分利債等のハイクーポン債の国債価格は、アモチゼーションの影響で徐々に低下圧力がはたらき、アンダーパーの三分半利債の国債価格はアキュムレーションにより上昇圧力がはたらくことになる。実際には、1944年から1945年初にかけて、大蔵省による国債価格の一本値化が図られたため、時価総額比率が低い五分利債の複利利回りが低下し、時価総額比率の高い三分半利債の複利利回りが上昇するこ

図表10 戦時末期の国債投資成果（昭和初期国債パフォーマンステクス GBPI 及び GBPI-EXTENDED）

Index 名称	取引	年月	GBPI (PI)		GBPI (TRI)		東京コール		東京小売物価指数		実質 GBPI (TRI)	
			Index	変化率	Index	変化率	Index	変化率	Index	変化率	Index	変化率
GBPI	実物	43/01	101.593	0.01%	126.951	0.31%	117.826	0.26%	160.468	0.40%	79.113	△0.09%
GBPI	実物	43/02	101.595	0.00%	127.338	0.31%	118.131	0.26%	162.865	1.49%	78.186	△1.17%
GBPI	実物	43/03	101.595	0.00%	127.726	0.30%	118.436	0.26%	164.620	1.08%	77.588	△0.76%
GBPI	実物	43/04	101.591	0.00%	128.106	0.30%	118.738	0.25%	167.836	1.95%	76.328	△1.62%
GBPI	実物	43/05	101.589	0.00%	128.489	0.30%	119.036	0.25%	167.251	△0.35%	76.824	△0.65%
GBPI	実物	43/06	101.586	0.00%	128.874	0.30%	119.353	0.27%	168.012	0.45%	76.706	△0.15%
GBPI	実物	43/07	101.590	0.00%	129.268	0.31%	119.670	0.27%	168.187	0.10%	76.860	0.20%
GBPI	実物	43/08	101.598	0.01%	129.668	0.31%	119.993	0.27%	168.538	0.21%	76.937	0.10%
GBPI	実物	43/09	101.597	0.00%	130.058	0.30%	120.322	0.27%	170.000	0.87%	76.505	△0.56%
GBPI	実物	43/10	101.597	0.00%	130.451	0.30%	120.642	0.27%	170.994	0.58%	76.289	△0.28%
GBPI	実物	43/11	101.597	0.00%	130.843	0.30%	120.972	0.27%	172.515	0.89%	75.844	△0.58%
GBPI	実物	43/12	101.589	△0.01%	131.238	0.29%	121.281	0.25%	172.982	0.27%	75.862	0.02%
GBPI	実物	44/01	101.596	0.01%	131.633	0.31%	121.603	0.27%	175.205	1.28%	75.131	△0.96%
GBPI	実物	44/02	101.586	△0.01%	132.016	0.29%	121.936	0.27%	175.380	0.10%	75.274	0.19%
GBPI	実物	44/03	101.586	0.00%	132.415	0.30%	122.270	0.27%	178.480	1.77%	74.191	△1.44%
GBPI	実物	44/04	101.586	0.00%	132.811	0.30%	122.605	0.27%	183.450	2.79%	72.396	△2.42%
GBPI	実物	44/05	101.608	0.02%	133.237	0.32%	122.936	0.27%	184.094	0.35%	72.375	△0.03%
GBPI	実物	44/06	101.604	0.00%	133.632	0.30%	123.254	0.26%	184.035	△0.03%	72.612	0.33%
GBPI	実物	44/07	101.601	0.00%	134.028	0.30%	123.582	0.27%	186.374	1.27%	71.914	△0.96%
GBPI	実物	44/08	101.600	0.00%	134.428	0.30%	123.911	0.27%	187.602	0.66%	71.656	△0.36%
GBPI	実物	44/09	101.596	0.00%	134.826	0.30%	124.250	0.27%	195.848	4.40%	68.842	△3.93%
GBPI	実物	44/10	101.592	0.00%	135.225	0.30%	124.590	0.27%	198.655	1.43%	68.070	△1.12%
GBPI	実物	44/11	101.596	0.00%	135.634	0.30%	124.926	0.27%	202.924	2.15%	66.840	△1.81%
GBPI-EXTENDED	推計	44/12	101.596	0.00%	136.041	0.30%	125.268	0.27%	203.509	0.29%	66.848	0.01%
GBPI-EXTENDED	推計	45/01	101.596	0.00%	136.449	0.30%	125.611	0.27%	210.526	3.45%	64.813	△3.04%
GBPI-EXTENDED	推計	45/02	101.596	0.00%	136.856	0.30%	125.941	0.26%	215.673	2.44%	63.456	△2.09%
GBPI-EXTENDED	推計	45/03	101.596	0.00%	137.265	0.30%	126.281	0.27%	218.772	1.44%	62.744	△1.12%
GBPI-EXTENDED	推計	45/04	101.596	0.00%	137.675	0.30%	126.622	0.27%	224.444	2.59%	61.340	△2.24%
GBPI-EXTENDED	推計	45/05	101.596	0.00%	138.085	0.30%	126.963	0.27%	235.497	4.92%	58.635	△4.41%
GBPI-EXTENDED	推計	45/06	101.596	0.00%	138.497	0.30%	127.306	0.27%	237.193	0.72%	58.390	△0.42%
GBPI-EXTENDED	推計	45/07	101.596	0.00%	138.910	0.30%	127.650	0.27%	245.789	3.62%	56.516	△3.21%
GBPI-EXTENDED	推計	45/08	101.596	0.00%	139.322	0.30%	127.994	0.27%	252.222	2.62%	55.238	△2.26%
	期間		リターン	リスク	リターン	リスク	リターン	リスク	リターン	リスク	リターン	リスク
		1943年1～12月	0.00%	0.02%	3.69%	0.02%	3.20%	0.03%	8.23%	2.20%	-4.20%	2.17%
		1944年1～12月	0.01%	0.03%	3.67%	0.03%	3.29%	0.02%	17.65%	4.46%	△11.88%	4.30%
		1945年1～8月	0.00%	0.00%	2.41%	0.00%	2.18%	0.01%	23.94%	4.53%	△17.37%	4.30%

(注) 1) 1944年11月までは日本証券取引所「統計月報」, 1944年12月以降は、推計価格（1944年11月時価）で接続。
 2) GBPI の1924年6月以降のデータは、平山 [2019]「戦前・戦時期の金融市場」, 81頁を参照。

とになるだろうが、五分利債のオーバーパー幅が三分半利債のアンダーパー幅よりも大きかったこと等から、一定程度は相殺されたものと推察される。

同様に TRI (トータルリターン) は、月次 0.30% 程度に収束したことから、概ね日歩 1 分となり、国債担保日銀貸出金利 9 厘と 1 厘のスプレッドが維持されたことが確認できる。トータルリターンは、1943年3.69%、1944年3.67%、1945年(1月～8月) 2.41%であり、東京コールの各3.20%、3.29%、2.18%を上回っている。一方、リスク水準は、1943年0.02%、1944年0.03%とほぼ同水準だが、1945年は大蔵省による債券取引値一本化指示を反映して時価が固定されたため、リスクは0.00%水準に張り付いている。短期金融市場の東京コールのリスク水準も同水準であることから、戦時末期の国債リスクは、短期金融市場化したと言えよう。リスク水準がほぼ同水準になったにもかかわらず、国債の投資成果が短期金融市場を上回っていたという歪んだ関係性は、政府による国債価格統制の強さの証左と言えよう。

ところで、東京小売物価指数の上昇率が高く、実質リターンは1944年に $\Delta 11.88\%$ 、1945年に $\Delta 17.37\%$ という具合に大幅に毀損していると共に、実質収益率のリスクは4.3%程度まで上昇している。名目上では、国債価格が固定化されリスクは消失したものの、実質的には、国債投資の収益はインフレ率に左右されて大幅に高まったと言える。

物価については、「1944年度の総動員計画は、年度当初から計画を外れ始め、急速に縮小した最も深刻な計画であった⁵⁷⁾」こともあり、資料調達の困難性が高まり、公定価格と実勢物価の乖離が大きくなったことが推察される。東

京小売物価指数は、公定価格を基準に算出されているため、実勢価格である闇物価を大幅に下回り、国債投資の実質的な価値は大幅に毀損されたと言えよう⁵⁸⁾。個人投資家にとっても、郵便局を通して購入していた国債の価格が上昇したわけではないことから、生活費の高騰を背景に国債保有の魅力は大幅に減退していたはずである。公定価格ベースであったとしても、国債への投資で得られる実質リターンは、少なくとも1944年初から大幅に減退している。そのため、1945年8月の終戦によるショックおよび物価の大幅な上昇を画期に、資産としての国債の価値が毀損したのではなく、すでに戦時末期において、国債の投資成果は実質的に急落していたと言える。

IV. おわりに

日中戦争勃発後の国債市場は、発行残高が急増したにもかかわらず、「国債消化システム(日本銀行引受-市中売却)」が円滑にはたらく、混乱することはなかったとされている。この国債消化システムについては、従来から戦前の資金循環構造の一環として、国債発行額・残高に着目しつつ研究対象とされてきた。一方、本研究では、国債価格に着目しつつ市場参加者の売買行動や投資成果についての分析を通して、戦時末期の国債市場が安定した背景について明らかにした。戦時末期に至る国債消化の状況把握にとどまらず、如何にして国債市場の安定を維持できたのかという課題にも研究領域を拡げることは、財政拡張が加速する現代の金融財政政策決定にとっても意義があるからである。本研究を通して、データ取得の困難性から検討が進んでいなかった戦時末期に至る

国債流通市場と国債価格の推移、投資成果について、以下の三点が明らかになった。

第一に、日本銀行が、引受国債の市中売却だけでなく無制限国債買付や売戻約款付国債買入といった国債価格支持政策の強化により、混乱しかけた国債市場の安定に貢献してきた経緯を整理した上で、戦時統制期の国債価格の推移を明らかにした。ここでは、戦時末期にかけての国債消化および国債価格の安定は、日本銀行券急増による物価急騰を伴っていた点が再確認されよう。

第二に、国債市場への統制が強化される中で、国債流通市場は縮減を余儀なくされたのは、取引所取引に限られ、店頭取引における債券売買は一定程度の規模が維持されていた点について明らかにした。大手証券の営業報告書の国債増減や証券会社社史、日本銀行の国債純売却額の増勢からは、国債流通市場の主軸が店頭取引に移行したと考える。

第三に、1924年6月から1944年11月までの国債投資成果を示した昭和初期国債パフォーマンスインデックス（Government Bond Performance Index ; GBPI）について、その期間を1945年8月まで延長し、戦時末期に特に焦点を当てて国債市場動向を整理した（GBPI-EXTENDED）。1944年12月以降の国債価格が半固定化されたため1944年末以降のリスク水準が極小化したことや、インフレ率上昇が加速する中で1945年には実質リターンが大幅に悪化した点などが明らかになった。国債市場への政府介入により、名目上の国債投資成果は3.7%程度を維持したものの、実質的な投資成果は、終戦を画期に毀損したのではなく、1944年前後の戦時末期にすでに顕著に悪化していた点は重要であろう。国債を保有していた投資家の実質的な財産価値は、終

戦を待たずに、戦時末期に非連続的な暴落が始まっていたことになるからである。

注

- 1) 本稿執筆にあたっては、永廣 顕、佐藤 政則、鎮目 雅人、深見 泰孝の諸氏から大変貴重なコメントを頂いた、これらの方々に記して謝意を表したい、尚、本研究では、戦時統制が破綻し解体期を迎えることになった1944年7月のサイパン島失陥から、45年8月のポツダム宣言受諾までを戦時末期として取り扱う。
- 2) 低利借換えの詳細については、平山（2019）、51～64頁参照。
- 3) 日本銀行、『日本銀行沿革史』第三輯 第四巻、517頁
- 4) 全国経済調査機関連合会編、『日本経済年誌』昭和13年版、証券市場、公社債市場、338頁
- 5) 第一回介入買付額8百万円、第二回介入買付額32百万円が東京、大阪市場で実施されたのに対して、第三回介入は、東京市場に集中して56百万円の買付を実施した。永廣（1994）、71頁参照。
- 6) 日本銀行百年史編纂委員会編（1984）、第4巻、269頁
- 7) 国債発行額から預金部及びシンジケート団による引受額と日本銀行純売却額を除いた額を消化額とした場合の消化率（1937年7月から12月まで）を、日本銀行統計局（1947a）のデータを基に算出。
- 8) この他に「買戻条件付国債の売却」がある。金融機関等の余剰資金の運用ニーズを満たすために活用された取引であり、売戻約款付国債買入とは逆の取引。該当期間で顕著な事例がないため、本研究では割愛する。
- 9) 日本銀行（1962）、421～423頁。1935（昭和10）年10月28日、営秘第一号 支店長宛営業局長通牒
- 10) その限度額は各銀行の前半期末における所有内国債の2割（貯蓄銀行については1割）とする。ただし最低額を30万円、最高額を2000万円（1942年7月に、5000万円に引き上げ）とする。
- 11) 日本銀行百年史編纂委員会編（1984）、第4巻、205頁
- 12) 日本銀行百年史編纂委員会編（1984）、第4巻、246頁
- 13) 日本銀行百年史編纂委員会編（1984）、第4巻、205頁
- 14) 月末越え資金の調達のために活用された売戻約款付国債買入2.13億円のうち、1.13億円（約53%）が6月末もしくは12月末の決算期末に相当している。また、月内売戻分を含む同取引2.76億円のうち1.50億円が住友銀行との取引であり、その他の事例では中国、四国地方の銀行が多く、西日本での活用が主軸となっている。短期的資金繰りとして東日本よりも西日本で積極的に活用されたと言える。『日本銀行沿革史』に記載されているデータは1939年12月までだが、金融資料要録の月末額からは、コール・レートが上昇した1941年12月、1942年12月の期越え資金調達が目立って増加しており、日本銀行の国債売買を活用した金融機関の期越え資金の調達が実施されていたことが確認できる。
- 15) 大石（1994）では、戦時統制を①戦時統制開始期（1937年7月中戦争勃発～39年9月第二次世界大戦開始）、②戦時統制強化期（～41年7月米国の対日資産凍結）、③戦時統制転換期（～43年2月ガダルカナル島撤退）、④戦時

- 統制破綻期（～44年7月サイパン島陥落・東条内閣総辞職）、⑤戦時統制解体期（～45年8月敗戦）の5期に区分して整理している。
- 16) 全国経済調査機関連合会編、『日本経済年誌』昭和14年版、証券市場、公社債市場、310頁
 - 17) 本節表記の国債発行額（内国債）は、国債統計年報によるカレンダーベースの発行額。
 - 18) 全国経済調査機関連合会編、『日本経済年誌』昭和15年版、証券市場、公社債市場、351頁
 - 19) 志村（1980）、117頁には、さらに「償還期限の長い三分半利債では、最高、最低価格ともに発行価格（したがって財産目録に記載しうる標準発行価格）に等しい九八・〇〇円というものも多かった。いわば「公定価格」取引であった」と記されているように、標準発行価格との乖離が大きい高利率債の価格変動は維持されたものの、三分半利債のように時価が発行価格に近接する債券の場合には、1932年7月公布施行の「国債の価額計算に関する法律」が時価のフロア（下限値）を形成し、価格変動が抑制されたのである。
 - 20) 日本銀行百年史編纂委員会編（1984）、第4巻、269頁には、「市中金融機関の国債保有残高の急増に伴い、本行取引先の銀行や信託会社の中には資金繰りの必要上保有国債を処分しようとするものがみられるようになった。そこで本行は昭和15年4月に、こうした取引先から国債（三分半利国庫債券および支那事変国庫債券）を買い入れることにし、国債の無条件買入れもまた、取引先の資金繰り調節の手段として活用できるように改めた。さらにこの措置は、取引先の国債保有意欲を高めるとともに、国債の市価安定に資することをねらったものであった」と記されている。
 - 21) 日本銀行百年史編纂委員会編（1984）、第4巻、278頁
 - 22) 全国経済調査機関連合会編、『日本経済年誌』昭和16年版、証券市場、公社債市場、185頁
 - 23) 東京証券取引所（1974）、63頁
 - 24) 全国経済調査機関連合会編、『日本経済年誌』昭和16年版、証券市場、公社債市場、185頁
 - 25) 馬場財政期以降の生保会社における国債割当に関する経緯は、深見（2016）に詳しい。
 - 26) 全国経済調査機関連合会編、『日本経済年誌』昭和17年版、証券市場、公社債市場、184頁
 - 27) 全国経済調査機関連合会編、『日本経済年誌』昭和18年版、証券市場、公社債市場、172頁
 - 28) 日本銀行調査局特別調査室（1948）、585頁
 - 29) 全国銀行の預貯金額は、1942年12月には一時的に急増したため、東京コールは時限的に落ち着きを取り戻したが、43年初には再び資金逼迫の状態に復帰した。
 - 30) 日本銀行調査局特別調査室（1948）、586頁
 - 31) 平山（2019）、83、88頁。昭和初期国債パフォーマンスインデックス（GBPI）のリスク（年間変動率）は、1943年0.02%、1944年（11月迄）0.03%となり、ほぼリスク水準はゼロに近似。
 - 32) 東京株式取引所『統計月報』第153号、1943年5月
 - 33) 日本証券取引所『統計月報』第3号、1943年8月
 - 34) 大和証券（1963）、157頁。日本興業銀行臨時史料室（1957）、613頁の「証券下引受業者背負込社債共同融資状況」によれば、1943年6月末が融資額ピークとなり9月末、12月末が高止まるものの、44年3月末から急減している。
 - 35) The U.S. Strategic Bombing Survey（1946）に記載される消費財42品目（実勢価格）の単純平均騰落率を求めると、1943年12月から45年7月までの19か月間で10.64倍になっている（同期間の東京小売物価指数は1.51倍）。
 - 36) 戦後も含めた東京小売物価指数と実勢価格の上昇幅の比較については、平山（2020b）参照。
 - 37) 日本銀行統計局（1947a）による公債消化状況は、1937（7月以降）～41年度累計の消化率84.9%に対して、42年度95.8%、43年度93.4%、44年度91.4%、45年度（8月まで）119.4%であり、表面的には順調に消化されている。
 - 38) 日本銀行統計局（1947a）による日本銀行貸出金増加額は、1943年度23.6億円に対して、44年度108.1億円、45年度（8月まで）158.8億円であり、国債発行高（年度）に対する日銀貸出金増加額（年度）、44年度は約3分の1を占め、45年度は約1.5倍にまで急増している。
 - 39) 東京証券取引所（2002）、73頁
 - 40) 山一証券（1958）、312頁
 - 41) 東京証券取引所（1974）、74頁・83頁
 - 42) 山一証券史（1958）、760頁
 - 43) 山一証券第三期営業報告書（1944年9月～45年3月）
 - 44) 「本行利付國債賣却高（額面）」は1943年3月のデータまで、1943年4月以降は「本行利付國債純賣却高（額面）」。尚、1945年4月以降のデータは、日本銀行（1947b）に収録。
 - 45) 日本銀行『調査月報（調査事務資料）』昭和19年自6月至8月（『日本金融史資料』昭和編第9巻153頁）には、「指定価格は従来の銀行、郵便局等に於ける買入価格に比し幾分低目に定められたるが、銀行、郵便局等に於ける買入価格は従前通りなり」とあり、証券業者等による陳情等が奏功した可能性がある。詳しくは、日本証券経済研究所（2011）、579～582頁を参照。
 - 46) 国債証券の控除すべき手数料相当額は、額面金額10円1枚に付き15銭、額面金額20円もしくは25円1枚に付き20銭、額面金額30円1枚に付き25銭、額面金額50円1枚に付き30銭、額面金額100円1枚に付き40銭、額面金額500円1枚に付き1円、額面金額1000円1枚に付き1円80銭（1000円を超えるものについては100円までを加える毎に1枚に付き1円50銭を加える）と定められた。少額額面の国債の場合には、1%程度を上回る手数料が控除されて組合取引員等に買い取られたことになるが、この手数料相当額を上回る額で買い漁ることが規制されたわけである。低価での国債売買実態の慣習化は、国債保有者にとって換金時の魅力が低下するため、国債消化そのものに悪影響が出ると考えられたと推察される。
 - 47) その他に、支那事変割引国庫債券、大東亜戦争割引国庫債券といった割引国庫債券、貯蓄債券および報国債券についても価格および手数料相当額が定められた。割引国庫債券の手数料相当額については三分半利債の国債と同水準、貯蓄債券及び報国債券の手数料相当額は、額面金額5円もしくは7.50円1枚に付き10銭、額面金額10円もしくは15円1枚に付き15銭、額面金額30円1枚に付き25銭であった。

- 48) 日本銀行調査局特別調査室 (1948), 588頁
- 49) 日本銀行調査局特別調査室 (1948), 596頁
- 50) 詳細については, 平山 (2019), 78~82頁を参照。
- 51) 昭和初期株式パフォーマンスインデックス (EQPI) を戦時末期 (1945年8月まで) 延長したEQPI-EXTENDEDは, 平山 (2020a) を参照。
- 52) 大蔵省 (1948) のデータ出所は, 「山一証券会社調査部保管帳簿」であり, 最高価格, 最低価格, 平均価格は3銘柄共に一本値であり, 甲号五分利債108円10銭, 第一四分利公債103円10銭, 第二四分利公債103円15銭となっている。
- 53) 小林 (1978), 153頁には, 「流通市場規制も株式と公社債では大分違う。公社債は原則として道徳的に流通禁止, 市場売買はほぼ固定価格で, とされたのに, 株式はかなりの高値で乱高下を繰り返す, その後低迷傾向となってもむしろ売却は自由で, 買い支えによる株価維持が続けられた」とある。
- 54) 東京証券取引所 (2002), 73頁。山一証券 (1958) にも1945年1月1日に大蔵省から, 債券価格一本値を指令された旨が記載されている。釜江 (2020) での指摘にあるように, 店頭流通価格を中外商業時報等の新聞記載データから時系列で収集することは難しく, 日本証券新聞 (1945年1月16日), 大蔵省告示第二百十三号, 山一証券 (1958), 東京証券取引所 (2002) 等からはほぼ固定化されたとみなせる。
- 55) 『日本証券新聞』, 1945年1月16日。「債券類を買取指定価格統一」との表題に続き以下が記事内容。「貯蓄債券, 報国債券等の各銀行における買取価格は, 従来全国金融統制會において大蔵相の承認を経て, 各回別及び各月毎に決定してゐたが, その買上価格は各債券の抽選前後の価格變動を綿密に織り込み, 詳細に過ぎるので, 大蔵省では今回事務の簡捷化を圖るため, 去る六月二十四日告示された臨時資金調整法による指定価格によることとし, 本年一月一日以降の買取分から実施されてゐる, なほ買取手数料も右の告示に定められた通りである。臨時金調整法による指定価格は戦時債制の低価格漁りを禁止し, 債制の最低価格を維持するため定められたもので, 従つて銀行, 郵便局等の公認買取機關の買取価格より多少低い価格となつてゐるが, 銀行, 郵便局などの公認機關と, その他の公認機關とで買取価格に高低があるために弊害を生じてゐる向きもあり, 一方買取価格の区分が繁雜に過ぎるので, 今回戦時債制の買取価格はすべて指定価格によることとしたものである。なほ有價証券業者は現在公認の買取機關となつてゐるが將來企業整備が進捗すれば當然公認の買取機關とされる模様である。」
- 56) 東京証券取引所 (1970), 711頁および719頁
- 57) 山崎 (2016), 761頁
- 58) 実勢価格 (闇物価) の詳細については, 鎮目 (2018), 小池 (2019), 平山 (2020b) を参照。平山 (2020b) では, 株式市場の実質リターンの推計を試みている。

参 考 文 献

- 永廣顕 [1994] 「国債管理と預金部資金—馬場財政期の国債管理政策—」『甲南経済学論集』第35巻第1号, 57~77頁
- 大石嘉一郎 [1994] 「第二次世界大戦と日本資本主義」大石嘉一郎編『日本帝国主義史 第二次世界大戦』東京大学出版会
- 大蔵省 [1948] 『財政経済統計年報』, 昭和23年
- 大蔵省 [1954] 『昭和財政史』第6巻国債, 東洋経済新報社
- 粕谷誠 [2006] 「戦間期における地方銀行の有価証券投資」『金融研究』25 (1), 59~104頁
- 釜江廣志 [2020] 「書評 平山賢一著『戦前・戦時期の金融市場』」『社会経済史学』86 (2), 73~74頁
- 小池良司 [2020] 「1940年代の家計消費の補間」『経済研究』第71巻第4号, 289~316頁
- 小林和子 [1978] 「統制下の証券業者」, 有沢広巳監修『証券百年史』日本経済新聞社。
- 佐藤政則・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—大蔵省・日本銀行・シンジケート銀行からの考察—』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 [2016] 『日本銀行と高橋是清 金融財政ガバナンス研究序説』, 麗澤大学出版会。
- 三和銀行史刊行委員会 [1954] 『三和銀行史』
- 鎮目雅人 [2009] 『世界恐慌と経済政策』, 日本経済新聞出版社
- 鎮目雅人 [2018] 「第二次世界大戦中の日本の闇物価について——ヘドニック・アプローチに基づく推計——」金融研究所ディスカッションペーパーNo.2018-J-17, 日本銀行金融研究所
- 志村嘉一 [1980] 『日本公社債市場史』東京大学出版会
- 住友銀行 [1955] 『住友銀行史』
- 住友銀行行史編纂委員会 [1979] 『住友銀行八十年史』全国経済調査機関連合会編『日本経済年誌』, 昭和12年版~昭和18年版

- 第一銀行八十年史編纂室 [1958] 『第一銀行史下巻』
- 大和証券 [1963] 『大和証券60年史』
- 東京株式取引所・日本証券取引所 『統計月報』
- 東京証券取引所 [1970] 『東京証券取引所20年史』 規則・統計
- 東京証券取引所 [1974] 『東京証券取引所20年史』
- 東京証券取引所 [2002] 『東京証券取引所50年史』
- 中島将隆 [1977] 『日本の国債管理政策』, 東洋経済新報社
- 日本銀行百年史編纂委員会編 [1984] 『日本銀行百年史』 第4巻
- 日本銀行統計局 [1947a] 『戦時中金融統計要覧—昭和12年から昭和20年(8月)迄—』
- 日本銀行統計局 [1947b] 『本邦経済統計』, 昭和21年
- 日本銀行調査局特別調査室 [1948] 『満州事変以後の財政金融史』
- 日本銀行 [1962] 『日本銀行沿革史』 第三輯 第四巻
- 日本銀行調査局編 [1964] 『日本銀行調査月報』, 『日本金融史資料』 昭和編 第7・8・9巻。
- 日本興業銀行臨時史料室 [1957] 『日本興業銀行五十年史』
- 日本証券経済研究所 [2011] 『日本証券史資料』, 戦前編第八巻, 公社債・投資信託・税制 『日本証券新聞』, 1945年1月16日
- 平山賢一 [2017] 「1936年の低利換えと国債市場」 『証券経済学会年報』 第52号, 3頁~23頁
- 平山賢一 [2019] 『戦前・戦時期の金融市場』 日本経済新聞出版社
- 平山賢一 [2020a] 「戦時末期の株式投資成果」 『証券経済研究』 第109号, 日本証券経済研究所, 63~85頁
- 平山賢一 [2020b] 「終戦前後に市場の断絶はあったのか——戦後の市場構造転換と投資成果」, 伊藤修他編著 『日本金融の誤解と誤算』 勁草書房
- 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, 日本証券経済研究所, 49~68頁
- 富士銀行七十周年記念事業委員会 [1952] 『富士銀行七十年誌』
- 三井銀行八十年史編纂委員会 [1958] 『三井銀行八十年史』
- 三菱銀行史編纂委員会 [1954] 『三菱銀行史』
- 安田銀行六十周年記念事業委員会 [1940] 『安田銀行六十年誌』
- 山一証券社史編纂室 [1958] 『山一証券史』
- 山一証券営業報告書, 第一期~第三期
- 山崎志郎 [2016] 『太平洋戦争期の物資動員計画』, 日本経済評論社
- The U.S. Strategic Bombing Survey [USSBS], *The Effects of Strategic Bombing on Japan's War Economy*, Pacific War Report No.53, U.S. Government Printing Office, 1946 (米国戦略爆撃調査団・正木千冬訳 『日本戦争経済の崩壊』 日本評論社, 1950年)
- (東京海上アセットマネジメント株式会社 執行役員)