

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

第一次大戦後の日本における国債流通市場の制度改革

え ひろ あきら
永 廣 顕

Discussion Paper No. 2009-J-23

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考： 日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

第一次大戦後の日本における国債流通市場の制度改革

えひろ あきら*
永廣 顕

要 旨

第一次大戦後の日本における国債流通市場の制度改革、具体的には株式取引所内における1920年の国債市場の開設と1925年の国債長期清算取引の開始について、それらの制度形成過程を解明することが本稿の課題である。第一次大戦中から戦後にかけての国債政策の推移を分析し、国債政策における国債流通市場の制度改革の位置づけを明確にするとともに、各政策主体の制度設計についての考え方の特徴を考察しながら問題を検討する。

第一次大戦後の国債流通市場の制度改革は、第一次大戦中から戦後にかけての国債の発行、消化および償還政策の変化に対応した施策であった。国債の安定消化と過剰消費の抑制を目的として国債の民衆化政策が実施されたが、国債の民衆化を実現するためには国債の取引所取引を拡大して取引所市場の価格公示機能を高める国債流通市場の整備が必要であると認識された。国債流通市場の制度改革が展開する過程では、制度設計をめぐる論議の中心となった政策主体に変化がみられた。国債市場の開設については国債民衆化の実現のために大蔵省が主導したのに対し、国債長期清算取引の開始については国債市場開設時からの国債仲買人（国債取引員）の政策要求に大蔵省と日本銀行が対応した。制度設計についての考え方は、大蔵省と日本銀行で異同がみられた。

キーワード：国債市場の開設、国債長期清算取引の開始、国債の民衆化、国債流通市場、国債政策、政策主体、制度設計

JEL classification: G28、H63、N25

*甲南大学経済学部教授（E-mail: : ehira@konan-u.ac.jp）

本稿は、日本銀行金融研究所からの委託研究論文である。本稿は、日本銀行金融研究所が開催した金融史ワークショップ「資本市場の制度設計と投資家・企業行動の効率性（ ） - 戦前期日本を事例として」（2009年2月23日）に提出した論文に修正を加えたものである。本稿を作成するに当たっては、岡崎哲二教授（東京大学）、粕谷誠教授（東京大学）をはじめ、ワークショップ参加者から有益なコメントをいただいた。貴重なコメントをくださった各氏に感謝申しあげる。ただし、本稿に示されている意見は日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りは、すべて筆者個人に属する。なお、資料閲覧については、日本銀行金融研究所アーカイブ、旧大蔵省財政史室、旧大蔵省文庫、日本証券経済研究所証券図書館、東京大学経済学部図書館、東京大学法学部研究室図書室、東京大学社会科学研究所図書室、東京大学総合図書館、大阪市立大学学術情報センター、神戸大学社会科学系図書館の諸氏に多大なるご配慮を賜った。記して謝意を表したい。

1. はじめに

第一次大戦後の日本における国債流通市場の制度改革、具体的には株式取引所内における 1920 年の国債市場の開設と 1925 年の国債長期清算取引の開始について、それらの制度形成過程を解明することが本稿の課題である。この場合、第一次大戦中から戦後にかけての国債政策の変化と、制度設計をめぐる政策主体間の論議を踏まえつつ問題を検討することにしたい。

第一次大戦後の国債政策に関しては、大蔵省昭和財政史編集室 [1954] をはじめとする数多くの研究があるが、ここでは主として発行、消化および償還の側面が論じられ、流通の側面はあまり取りあげられてこなかった。その理由の 1 つは、国債の取引所取引の規模が累増する国債残高に比べて極めて小さかった(表 1) ことにあると思われる。けれども、国債累増に対応して国債流通市場は整備されつつあった。また、国債が大量発行された 1975 年度以降においても国債流通市場は整備・拡充されている¹。したがって、第一次大戦後の国債流通市場の制度改革は国債累増を支える国債流通市場の制度的端緒であるといえるかもしれない。

資料的制約の問題もあり、第一次大戦後の国債流通市場の制度改革に関する研究は数少ないが、これまでの研究として、1920 年の国債市場開設の制度形成過程を第一次資料にもとづいて分析した武藤 [1984]²、戦前期における国債流通市場の制度改革の変遷を概説した公社債引受協会 [1980] や東京証券取引所企画調査部 [1982] を挙げるができる。だが、これらの研究には以下のような問題点がある。第 1 に、国債政策における発行、消化、流通および償還の各側面は互いに密接に関連していると考えられるが、第一次大戦中から戦後にかけての国債の発行、消化および償還政策の変化と国債流通市場の制度改革がどのように関連していたのかについて十分に検討されていない。第 2 に、国債流通市場の制度改革に際しては政策当局である大蔵省と日本銀行の政策対応、市場運営者である取引所、市場仲介者である仲買人、国債の大保有者である金融機関などの政策要求が相互に関連して新たな制度が形成されると考えられるが、制度設計をめぐる政策主体間の論議について明らかになっているとはいえない。そこで、本稿では、現時点で入手可能な第一次資料を利用することにより、第一次大戦中から戦後にかけての国債政策の推移を分析し、国債政策における国債流通市場の制度改革の位置づけを明確にするとともに、各政策主体の制度設計についての考え方の特徴を考察しながら、第一次大戦後の国債流通市場の制度改革について検討していくことにしたい³。

¹ 財務省財務総合研究所財政史室 [2004] 122 ~ 127 頁。

² この中で武藤氏は、日本銀行百年史編纂委員会 [1983] のためのドラフトをもとにして論文を執筆したことを明らかにしている。

³ 筆者は、永廣 [2007] において 1920 年の国債市場開設の制度形成過程を明らかにしているが、本稿は、これまでの研究における新たな問題点を踏まえ、内容を加筆・修正している。

2. 第一次大戦中から戦後にかけての国債政策

(1) 国債残高の累増

第一次大戦中から戦後にかけては、大戦参加とその後の大陸出兵にみられる軍備の拡張と、国内および植民地における鉄道、通信などの諸事業の整備・拡充という、いわゆる「積極政策」が展開され、臨時軍事費や政府事業費などの財政支出が拡大した。その財源の大部分は国債の増発によってまかなわれ、国債の新規発行額は、1916年度の991万円から、17年度2億4,142万円、18年度3億8,125万円、19年度2億7,555万円と急増した(表2)。また、民間企業の設備投資のための資金需要が高まり金融市場が逼迫していた状況下で、国債の償還期限が短期化した。第一次大戦前に発行された国債は償還期限が55年から60年の五分利公債が中心であったが、17年度以降に発行された国債の大部分は償還期限が1年から8年程度の五分利国庫債券と臨時国庫証券であり、短期債の内国債残高に占める割合は、14年度末の3.0%から、18年度末には42.5%と急上昇した⁴。こうした償還期限の短期化は必然的に借換債の増発をもたらすことになり、国債の借換発行額は、16年度6,000万円、17年度5,152万円、18年度5,000万円から、19年度には3億2,629万円と急増した(表2)。その結果、国債残高は、16年度末の24億6,770万円から、19年度末には32億7,787万円にまで達した(表2)。

一方、軍備拡張の財源を捻出するために、国債償還資金の国債整理基金特別会計への繰入れについては、1918年度に5,000万円であった繰入額が、19年度は3,000万円に減額され、20年度から23年度までの4年間は全部停止とすることが決定された。こうした国債償還資金の繰入れの減額・停止にとともに、「証券価格の低落を防止する点に於ても、亦大に効力を有すべき」⁵国債償還方法であった証券買入消却は、18年度の2,800万円から、19年度28万円、20年度12万円と著しく減退した(表3)。

このように、金融市場が逼迫していた状況下で、国債残高が累増し、国債の償還政策も消極的なものとなったため、国債価格は低迷した。東京株式取引所の甲号五分利公債の平均価格(年平均)は、1916年の96.23円をピークに、17年95.85円、18年94.23円、19年90.93円、20年84.06円と大幅に下落した(表4)。

(2) 国債の民衆化政策

国債の発行方法については、新規発行の場合、1919年度までは大部分が公募であった(表5)。公募に際しては、大蔵省と日本銀行との協議により発行条件を決定したうえで有力銀行から結成された国債引受シンジケート団の応募予約額(引受額)を決定し、予約が得られなかった分については日本銀行の取引先銀行に予約を勧誘する方式がとられていた⁶。

だが、金融市場が逼迫していた状況下で、国債価格の低迷とともに物価の騰貴が懸念されたことから、国債の民衆化による中産階級以下の貯蓄奨励と零細資金の吸収が

⁴ 大蔵省昭和財政史編集室 [1954] 19~20頁。

⁵ 大蔵省 [1936] 459頁。

⁶ 竹内 [1956] 31~32頁。

図られ、小額面の国債が新たに発行される⁷とともに、日本銀行が国債を郵便官署に委託して売り出す方法である郵便局売出⁸が1920年度から新たに開始された⁹(表5)。小額国債の郵便局売出による国債の民衆化について、当時の大蔵大臣高橋是清は、19年10月に記述した論稿の中で、「政府ハ各種ノ公債ヲ発行スルニ当リテハ努メテ「シンヂケート」銀行並現物団ヲ利用シ各銀行並一般民間ヲシテ之カ応募ヲ為サシメムコトヲ期シ又特ニ最近発行ニ係ル公債ノ如キ民間余裕金吸収ノ目的ヲ徹底スル為之ヲ小額面公債トシ郵便局ヲシテ之カ売出ヲ為サシムル等公債ノ民衆化ヲ図ルニ於テ各種ノ施設ヲ講シツツアル」¹⁰と記していた。

こうした国債の民衆化政策の目的は、国債の安定消化と過剰消費の抑制にあった。国債の民衆化政策の目的について、高橋大蔵大臣は、1919年4月23日の関西銀行大会における演説で、「国民が貯蓄をする其の貯蓄力を保持する為に公債を普及せしむるといふ事は将来の国策上緊要な事であるといふ事は今回の欧州戦争に於て列国の経験したる所に徴するも明かであろうしても其国の公債に対して国民が進んで自分の貯蓄を投ずるといふ様な状態になつて居なければならぬ」¹¹と述べ¹²、同年7月に記述した論稿の中で、「苟モ物価騰貴ノ事実存在シ之カ為ニ国民生活ノ安定ヲ脅カスモノアルカ如キハ実ニ憂慮スヘキ事態ナルヲ以テ政府ハ夙ニ国民ノ濫費ヲ戒メ投機的信用ノ防止ニ努ムルト共ニ特ニ民間ニ於ケル余裕金ノ如キハ其物資ニ対スル不生産的需要ヲ増進スルモノナルニ鑑ミ之カ吸収ヲ図ルニ最モ意ヲ致シ以テ一面物価ノ抑制ニ資スルト共ニ他面之ニ依リテ国民ヲシテ恒産有ラシメ他日反動的時期ニ処スルノ準備ヲラシメムコトヲ期シ之カ為ニ各種ノ施設ヲ実行シタリ即チ現内閣成立以来此方針ニ基キ特ニ国民貯蓄ノ奨励ニ努力シ又民間資金吸収ノ為各種ノ国債ヲ発行シ而シテ之カ実行ニ当リテハ所謂国債ノ民衆化ノ趣旨ヲ以テ公債ノ募集元利払其ノ他ノ取扱ニ付キ各地郵便局ヲ利用スルノ途ヲ開キ以テ其ノ実効ヲ挙クルニ遺憾ナキヲ期シタリ」¹³と記していたのである。

⁷ 額面金額が100円、500円、1,000円、5,000円、10,000円の国債に加えて、25円、50円の国債が新たに発行された(青木得三(大蔵省書記官)「敢て国債投資を勧む」、債券協会本部[1925b])。もっとも、当時の労働者階級や俸給生活者の所得水準では小額面であっても国債の買入れは容易でないとの指摘もあった(「公債市場の改善」、東京銀行集会所[1919d])。

⁸ 大蔵省[1936]344頁。郵便局売出による国債については、額面金額500円以下の国債に限定された(同296頁)。

⁹ 連合国発行債券の買入れによる連合国への財政援助を目的として発行された臨時国庫証券については、1919年度から郵便局売出が開始されていた(大蔵省[1937]429~436頁、453~458頁)。

¹⁰ 高橋是清、「金融政策ニ対スル私見」、『旧大蔵省資料』。

¹¹ 「高橋大蔵大臣の財政経済演説」、大阪銀行集会所[1919]。

¹² 第一次大戦時には、ドイツとイギリスが国債消化策の一つとして国債の民衆化政策を実施していた(日本銀行調査局、「欧州大戦時の交戦主要国公債政策」、甲南大学図書館蔵)が、当時の日本政府は、第一次大戦時の主要交戦国が巨額の戦費を調達することができたのは主として国債の民衆化にあると認めていた(「国債民衆化計画」、東京銀行集会所[1919b])。もっとも、イギリスにおける国債の民衆化の成功は、国債価格が下落しても額面価額で小額国債を買い上げることを政府が公約した結果であるとの指摘もあった(「小額公債発行要点」、東京銀行集会所[1919c])。

¹³ 高橋是清、「物価調節ト金利政策トニ付テノ私見」、東京大学経済学部図書館蔵。

(3) 国債流通市場の問題点

国債流通市場は、取引所市場と店頭市場に大別される。戦前期の国債流通市場における国債取引の大部分は店頭市場で行われていたとみられる¹⁴が、取引所市場は、取引所取引で成立した約定価格を標準価格である「公定相場」として公示する¹⁵という価格公示機能の面で重要な役割を果たすと認識されていたと考えられる。取引所市場の価格公示機能について、当時の東京株式取引所理事河合良成は、1922年3月17日の全国経済調査機関連合会東京支部の講演で、「結局のところへ詰めて行きますと公定相場を作る所であると云ふことが取引所の独特の作用でなくてはならぬと私は思ふ、而して取引所が公共機関たる所以も此処に存する、此のコーテーションは金融界に種々の影響を持つて居る」、「権威ある公定相場を取引所が金融界に発表して行くから銀行其他が貸付をやるとか、売るとか、買ふとかと云ふ場合即ちマネーといふものがこれに向つて動いて行く場合に其の標準をコーテーションに求めるのである」¹⁶と述べていた。

しかし、この時期の国債流通市場については、以下のような問題点が指摘されていた¹⁷。第1に、取引所市場での国債取引は低迷していた¹⁸。国債残高の累増に対し、東京株式取引所での現物取引高は、1917年の5,438万円をピークに、18年3,189万円、19年442万円と減退し、国債の年度末残高に対する割合は、17年の2.0%から、18年1.0%、19年0.1%と低下していた(表1)。第2に、国債の取引所取引の低迷により取引所市場の価格形成機能が低下したことから、国債の公定相場は一部の取引所仲買人の見込みにより相場表に登録された不正確なものとなり、取引所市場の価格公示機能は低下していた。第3に、取引所市場の価格公示機能が低下したことから、「暗商内」とも呼ばれた店頭市場¹⁹では各現物店が勝手に作成した無標準の相場表を基準に国債取引が行われていた。

こうした国債流通市場の問題点に対し、大蔵省は、国債民衆化を実現するためには国債の取引所取引を拡大して取引所市場の価格公示機能を高めることが必要であると認識していた²⁰。国債の取引所取引の低迷は、投資家、とくに小額投資家の換金売りを著しく困難にしていた。また、国債保有者は日本銀行に国債を時価で売却することも可能であったが、煩雑な手続きと多大な日数を必要としたことに加え、国債の取引所取引の低迷により国債の公定相場が不正確なものとなっていたことから、売却側の国債保有者は常に不利な状況におかれていた²¹。したがって、国債民衆化の実現には国債の取引所取引を拡大して取引所市場の価格公示機能を高める国債流通市場の整備が必

¹⁴ 島田[1932]111頁。

¹⁵ 長満[1933]16~19頁。

¹⁶ 河合良成、「取引所と金融市場との関係」、大阪銀行集会所[1922]。

¹⁷ 日本銀行調査局[1916]、「現物売買公市場新設計画」、山一合資会社[1918]、日本銀行資料係、『大正九年八月国債市場開設二関スル書類』、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料1833、「国債の民衆化」、大阪銀行集会所[1921]、梅澤愼六(前日本銀行調査課長)、「国債の長期清算取引」、取引所研究社[1925a]、日本銀行(調査局)[1932]。

¹⁸ 前述のように、国債償還資金の繰入れの減額・停止にともない証券買入消却が著しく減退したことも、取引所市場での国債取引が低迷した原因の1つと考えられる。

¹⁹ 調査局、「国債清算市場開設ノ可否ニ就テ」、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料1837。

²⁰ 前掲、「国債民衆化計画」、前掲、「公債市場の改善」。

²¹ 前掲、「公債市場の改善」。

要とされたのである。

国債流通市場の問題点やそれに対する市場整備の必要性については、日本銀行、金融機関、取引所仲買人も認識していたとみられる。国債の公定相場が不正確なものとなっていたことから、公定相場を基準とする日本銀行と市中銀行の国債担保貸出しや金融機関の国債保有による支払準備が十分に機能していない可能性が指摘されていた²²。一方、無標準の相場表を基準に国債取引が行われていた店頭市場では、現物商の間で利益相反が生じるとともに高値買い・安値売りとなった顧客に不利益をもたらしていた²³ことから、1918年頃に一部の取引所仲買人（山一合資、山叶商会、紅葉屋商会、角丸商会など）が、取引所市場における取引振興策として、株式取引所の上場銘柄の一部であった国債を株式取引所から分離し、株式取引所から独立した公設の国債取引機関を新設することを東京株式取引所に要求していた。

また、日本銀行は、公開市場操作による金融政策の実現という観点からも国債流通市場の整備に積極的であったとみられる。国債流通市場整備の必要性について、当時の日本銀行総裁井上準之助は、1919年4月22日の全国手形交換所組合銀行連合会の演説で、「銀行の準備金又は遊資を確実に且敏速に回収の出来る様に市場を発達せしめんと致しますには今少しく公債及債券市場を拡大しなければならないことと考へます御承知の如く現状を申しますると公債市場の取引は誠に狭少で又同時に不便であります又倫敦市場に行はれます如く公債によつて金融業者が相互に便利に資金の融通を計るといふこともございませぬ従つて日本には公債担保で市場から資金を吸集し又公債担保によりて市場に遊資を出すも誠に不円滑であります夫れ故中央銀行としましても英国などに行はるる如く公債によつて市場に資金を放出し又公債によつて市場から資金を吸収することが敏活に行はれ難いのであります」²⁴と述べていた。

以上のような国債流通市場における問題点を解消・軽減する対応策として、国債取引の取引所集中が有効であると認識され、株式取引所内に国債市場が開設されることになったと考えられる。国債市場開設の目的について、高橋大蔵大臣は、1921年10月19日の国債市場開設一周年記念を兼ねた国債市場関係者による懇談会の演説で、「国債の如き国家の信用を基礎とせる証券に在りてすら之を売買すべき適當の機関備はざると公定相場の信頼すべきものなかりしが為め之を以て資金の調達をなさんにも甚しき困難を感じ且不利を忍ばざる可からざる状態なりき、然るに一度国債市場開設せられ諸君の手によりて組織的に国債の売買行なはるゝに及び他方裸相場の採用と相俟つて日々最も信頼するに足る市価が公表せらるゝことゝなり當に之を売買せんとするものに多大の利便を与ふるに至れるのみならず銀行業者の如き国債担保の貸出を行ふもの其他直接市場に売買を行はざるも其業務が国債の市価に重大なる関係を有するものに於て信頼すべき市価を知り得るに至れる為め之によりて享受する便益頗る大なるものありたり」²⁵と述べていたのである。

²² 前掲、『大正九年八月国債市場開設二関スル書類』、前掲、「国債の長期清算取引」。

²³ 前掲、「現物売買公市場新設計画」。

²⁴ 「全国交換所連合会」、東京銀行集会所 [1919b]。

²⁵ 「高橋蔵相の国債宣伝演説」、大阪銀行集会所 [1921]。

3 . 1920 年の国債市場開設

(1) 国債流通市場の整備をめぐる論議

国債流通市場の整備に関する検討作業は 1919 年に入り大蔵省で開始されたとみられ²⁶、同年、大蔵省は、取引所市場における取引振興策として「国債証券売買増進計画ノ要領」を作成し、日本銀行に回示した²⁷。その主な内容は、(1) 日本銀行は日本興業銀行、有力市中銀行、有力現物商、勸業債券月報社などの国債売買を支援する、(2) これらの機関の国債売買価格は日本銀行と協議して統一を図る、(3) これらの機関が買い入れた国債の手許保有高が特定売買資金の 2 分の 1 を超過する場合や国債の手許保有高では買入れの申込みに対応できない場合、日本銀行はこれらの機関からの申込みに応じて国債売買を行う、(4) 計画を円滑に実行するために必要な場合、大蔵省預金部と国債整理基金特別会計は日本銀行の要求に応じて国債売買を行うというものであり、日本銀行の積極的な支援を求める取引振興策であった。

これに対し、日本銀行は、「国債市場ノ確立ヲ計ルト共ニ本行トシテハ右国債売買ニ付出来得ル限り銀行其ノ他証券業者ニ便宜ヲ与フル程度ニ止メ積極的ニ之カ取扱ヲナスヲ避ケ度」²⁸旨を答申した。日本銀行は、国債価格の維持を目的とした国債売買には消極的であり、市場での自由な国債取引の拡大が必要であると判断していた。答申で日本銀行は、「政府及日本銀行ハ公債市場ヲ支配シ適当ナル価格ヲ維持スルニ努ムルタメニハ銀行証券現物商ノタメニ便宜ヲ図ルハ当然ナレトモ日本銀行直接売買業ヲ営ミ証券現物商ノ抵抗シ難キ競争者トナリテ公債市場自然ノ発達ノ萌芽ヲ折ルハ最モ不可ナリ」、「愁ニ拙ツク手ヲ著ケ売物ニ売物ト嵩ミタル場合引取ル能ハサルカ引取ルニ無理ナル手段ヲ弄セサルヲ得サルヤウノコトアリテハ却テ公債市価ノ下落ヲ来シ又ハ他ノ弊害ヲ醸ス虞アルヲ以テ先ツ余程豊富ナル資金ヲ擁スルニアラサレハ寧口之ヲ企テサルヲ可トス」、「ヨシ豊富ナル資金ヲ擁スルトスルモ虚々実々所謂生キ馬ノ眼ヲ抜ク証券現物商等对手ノ仕事ナレハ相場ヲ定ムルコト及實際取引ヲナス上ニ於テ其人ヲ得サレハ必ス彼等ノ乗スル所トナラン現今ノ日本銀行ニ於テハ斯ル方面ニ訓練ノ機会ナキヲ以テ容易ニ適材ヲ得難ク此点ヨリスルモ大仕掛ノ公債売買援助ハ余程慎重ナル考慮ヲ要スヘシ」、「公債売買ニ就テハ實際上ノ必要ニ応シ銀行業者証券現物商ニ対シ出来得ル丈ノ便宜ヲ与ヘ例之或銀行カ必要ニ迫リ売又ハ買ヲ欲スルトキ之ニ応スルトカ或現物商カ買注文ニ接シタレ共市場ニ品物ナクシテ困難スルトカ言フ場合ニ売買ノ求メニ応スル程度ニ止ムル方可ナラン然ラサレハ現物商等ノ策略ニテ折角安定セル公債所有者ヲ動カシ却テ害アルヲ致スヘシ」²⁹と説明していた³⁰。

²⁶ 「公債活用拡張計画」、東京銀行集会所 [1919a]。

²⁷ 日本銀行審査部 [1991] 1200 ~ 1204 頁。

²⁸ 同上、1204 頁。

²⁹ 同上、1204 ~ 1206 頁。

³⁰ 日本銀行は、市場での自由な国債取引の拡大は必要であると判断していたが、国債の民衆化政策の観点から小額投資家の換金売りには否定的であったと考えられる。日本銀行は、この答申で、「日本興業銀行ノ所謂大口売買ノ方法ニ就テハ興業銀行ノ自由ニ任セ別ニ容喙セサル方カ至当ナラン他ノ銀行会社トテモ同様ノコトニシテ全ク当事者ノ随意ニ任セ日本銀行ハ其買持ノ多寡買注文ノ實際ニ応シ便宜ヲ与ヘ援助スル目的ヲ以テ自己ノ相場ニテ売買ニ応スヘシ」、「小口売買ノコトハ公債政策ヨリハ寧口社会政策ノ見地ヨリ考フルヲ要ス郵便局利用勸業月

もっとも、前述のように国債の償還政策が消極的なものとなる過程で、大蔵省も、国債償還資金の証券買入償却による国債価格の維持よりも市場での自由な国債取引の拡大が第一義であると認識するようになっていた。取引所市場での国債取引のあり方について、高橋大蔵大臣は、国債償還資金の繰入れの全部停止が審議された 1920 年 7 月 23 日の第 43 回帝国議会貴族院委員会で、「今日ノ日本ニ於テハ安心スベキ公債ノ市価ト云フモノガ何所ニアルカ分ラヌヤウナ状態デアル、此今日ノ如キ時機ハ必ず公債ノ確實ナル、国民ノ信頼シ得ベキトコロノ市価ト云フモノガ日々付カナケレバナラヌ、而シテ其市価ニ依ッテ或高マデハ買ハウトモ売ラウトモ余リ市価ノ変動ガ無ク自由ニ売買ガ出来ルト云フ市場ガ茲ニ成立タナケレバナラヌ、是ガ先ヅ第一ノ要件デアリマス、ソレカラ今一ツハ、即チ公債ノ需要ヲ是ハ無理ニ喚起スルノデハナイ」³¹と述べていたのである³²。

(2) 国債市場の開設

その後、大蔵省、日本銀行、東京株式取引所、取引所仲買人、日本興業銀行を中心とする市中銀行などの間で協議が行われた結果、1919年11月に国債市場開設をはじめとする取引所市場における取引振興策がまとめられたとみられる³³。同時期に日本銀行が作成したと推定される文書³⁴は、その具体案を示したものと推察される。以下、この文書の主な内容について考察する。

第1に、株式取引所の上場銘柄の一部であった国債を株式取引所から分離し、株式取引所内に新たに国債市場を開設するとした。もっとも、前述のように一部の取引所仲買人が要求していた株式取引所から独立した公設の国債取引機関の新設については、取引所法の改正が必要であったことから取引所が反対し、実現されなかった³⁵。第2に、国債市場において国債取引を行うことができる者を国債仲買人に限定し、証券会社や現物商などの当時の取引所仲買人（株式仲買人）に加えて、銀行、ビルブローカーお

報社利用可ナリサレト此ノ方ハ売ヲ専門トシテ買ハ取扱ハサル方可ナラン中産以下ノ階級ヨリ言ハ成ルヘク買ヒ易ク売リニククシ置ク方勤儉貯蓄奨励ノ趣旨ニ適スヘシ」と説明していた（同上）。

³¹ 『第四十三回帝国議会貴族院国債償還資金ノ繰入ヲ為ササルコトニ関スル法律案外十二件特別委員会議事速記録第二号』。

³² 高橋は、国債償還資金の繰入れの一部停止が審議された 1932 年 6 月 7 日の第 62 回帝国議会衆議院委員会でも、「政府ガ新ニ公債ヲ発行スル、若クハ公債ノ借換ヲスルト云フ時分ニハ、其発行ノ価格ヲ成ベク良クスル為ニ、一時市場カラ公債ヲ買上ゲルト云フ風ニ主ニ用ヒラレテ居ッタ、公債ヲ市場カラ買上ゲルト云フコトニ付テハ、之二伴フ弊害モアル、従来政府デハ其方法ニ付テハ大ニ苦心ヲシテ、色々試ミタノデアリマスルガ、唯一時其時値ガ上ルニ過ギナイ、借換ヲ了ルカ、発行ヲ了レバ、又公債ノ値ガ下ル、斯ウ云フ訳デアッテ、減債基金ト云フモノハ、本当ニ其用ヲ為シテ居ラヌト云フ嫌ガアル」と述べている（『第六十二回帝国議会衆議院昭和七年法律第一号中改正法律案（満州事件ニ関スル経費支弁ノ為公債発行ニ関スル件）（政府提出）外四件委員会議録 第二回』）。

³³ 「国債取引所設置計画」、東京銀行集会所 [1919e]、杉野喜精（山一合資会社社長）「国債清算取引の開始に就て」、債券協会本部 [1925c]。

³⁴ 日本銀行、「国債市中取引促進に関する意見」、日本銀行営業局国債売買係、『国債売買関係書類綴』、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料 4020。

³⁵ 前掲、「国債清算取引の開始に就て」。

よび信託会社などからも国債仲買人を選定するとした。その理由は、前述のように公募において新規国債の大部分を国債引受シンジケート団が引き受けていた状況下で銀行などの金融機関に国債保有が集中していた³⁶ことから、「国債市場開設ノ趣旨国債取引ノ円滑及市場集中ニ在ルガ為メ債券類ヲ最モ多額ニ手持スル銀行、信託会社等金融機関ノ後援ナクシテハ到底所期ノ目的ヲ達シ得ザルニ鑑ミ取引員中ニ之等金融機関ヲ包含セシメ」³⁷、店頭取引が多かったといわれる金融機関間での国債取引³⁸を取引所市場に集中させることにあった³⁹。第3に、国債市場での取引価格は裸相場による金額とし、経過利子は別に計算して授受するとした。これは、当時使用されていた含相場（裸相場に経過利子を加算した金額）⁴⁰には利回りを比較する際に取引価格から経過利子を差引く必要が生じるなどの不便があったことに対応したものであった⁴¹。第4に、日本銀行は、取引所市場での国債売買には消極的であったが、国債売買の依頼があった場合の取次ぎには応じるとした。また、本店と大阪支店間における国債為替の取扱いを開始するとした。第5に、国債の制度改正を行い、国債の種類および利払期を統一するとともに国債優遇策を実施する（政府に納付する担保保証などの代納を「国債に限定」するなど）とした。これらは、大蔵省による国債民衆化の促進策でもあった⁴²。

以上のような具体案にもとづき、東京株式取引所内においては1920年9月20日、大阪株式取引所内においては同年10月1日に国債市場が開設された。東京の国債市場においては、株式仲買人から26名、銀行、ビルブローカーおよび信託会社などから15名（日本興業銀行、朝鮮銀行、台湾銀行、神田銀行、小池銀行、帝国商業銀行、東京渡辺銀行、日本信託銀行、早川ビルブローカー銀行、藤本ビルブローカー銀行、日米信託会社など）が国債仲買人⁴³に選定され⁴⁴、取引価格については裸相場が採用された⁴⁵。ま

³⁶ 普通銀行の内国債保有高は、1919年末の4億500万円から、22年末には8億7,200万円と急増し、内国債残高に対する割合は19年末の20%から、22年末には30%に急上昇した（大蔵省昭和財政史編集室[1954]22~24頁）。

³⁷ 日本銀行（調査局）[1932]。銀行などの金融機関に国債保有が集中するとともに公債政策に対する金融機関からの要求も強まり、1922年4月7日には全国手形交換所連合会が、「我国債の信用を維持し市価の回復を図らん」として、国債の新規発行の抑制と国債償還基金の繰入れの再開を建議している（「手形交換所連合大会」、東京銀行集会所[1922b]）。

³⁸ 石塚[1958]94頁。

³⁹ 日本銀行が債券類の保有高が大きく資金力のある銀行などの金融機関に国債仲買人としての役割を求めたのに対し、日本興業銀行、朝鮮銀行、台湾銀行以外の多くの銀行は躊躇したが、1918年に現物商が創業した大阪野村銀行は、証券部を設置するなど積極的にこれに呼応したといわれる（野村証券株式会社[1936]3~10頁）。

⁴⁰ 例えば、4月1日の甲号五分利公債の取引価格88.65円には、前の利払期日が前年12月1日の場合、前年12月1日から4月1日までの121日間の経過利子1.65円（年利5%）が含まれていることになる（太田垣[1923]69~70頁）。

⁴¹ 「国債取引と裸相場」、東京銀行集会所[1920]。

⁴² 「債券民衆化の三大要件」、債券協会本部[1925a]。

⁴³ 1919年12月24日の東京株式取引所の定時株主総会において国債仲買人の新設に関する定款変更が決議され、翌20年2月4日に農商務大臣に認可された（東京株式取引所[1928]89~90頁）。大阪の国債市場においては、1919年12月24日の大阪株式取引所の定時株主総会で国債仲買人の設置に関する定款変更が決議され、翌21年2月8日に農商務大臣に認可された。1921年中に大阪の国債市場で国債仲買人に選定されたのは10名であった（大阪株式取引所[1928]401~402頁）。

⁴⁴ 日本銀行（調査局）[1932]。銀行、ビルブローカーおよび信託会社などから国債仲買人が

た、翌21年1月からは入札売買が開始された⁴⁶。

日本銀行は、東京の国債市場開設と同時に国債売買の取次ぎを手数料無料で開始した⁴⁷。また、1920年10月25日から本店と大阪支店間における国債為替の取扱いを開始した。

国債の制度改正については、1920年3月発行の臨時国庫証券から利払期が年4回の3月1日、6月1日、9月1日、12月1日に統一された⁴⁸。また、翌21年からは、(1)「現金または有価証券」であった政府に納付する競争入札に対する保証金、身元保証金、個別消費税や関税などの納税、砲兵工廠製品代金延納などの担保を「現金または国債に限定」する、(2)「現金のみ」であった財産公売の場合の加入保証金または契約保証金について「国債代用を開始」するなどの国債優遇策が実施された⁴⁹。

4 . 1925 年の国債長期清算取引開始

(1) 国債長期清算取引をめぐる論議

国債市場開設後の東京株式取引所での現物取引高は、1919年の442万円から、20年3,206万円、21年2億4,528万円と急増し、国債の年度末残高に対する割合は、19年の0.1%から、20年0.8%、21年には6.0%と急上昇した。だが、22年以降の実物取引高(1922年の取引所法改正により現物取引から名称変更)は、22年1億6,167万円、23年1億3,646万円、24年1億7,877万円と漸減し、国債の年度末残高に対する割合は、22年3.7%、23年2.9%、24年3.7%と停滞した(表1)。

このように取引所市場における国債取引が停滞した原因は、国債市場開設後も国債取引の大部分が店頭市場で行われていたことにあった⁵⁰。その理由としては、(1)受渡期日が一定せず顧客からの注文に応じるのが困難である、(2)国債取引員(1922年の取引所法改正により国債仲買人から名称変更)の間で故意に高値買い・安値売りを行って売買の成立に妨害を加えるなどの悪意による取引妨害が頻発している、(3)国債取引員は取引所に対して売買手数料を負担しなければならない、(4)国債取引員にとっては公定相場が公開される取引所取引よりも無標準の相場を基準とする店頭取引

選定されたことについては、「殊に取引の簡便、組織の自治を主眼とする点に於て将た仲買人に信用ある銀行業者を加入する点に於て頗る進歩の跡なしとせず」という評価もあった(「市場革新の一段階」、山一合資会社[1920])。

⁴⁵ 日本銀行が国債を売却する際の取引価格については、1919年12月から裸相場による金額とされた(日本銀行営業局長、「国債売出価格算出方改正ノ件伺」、日本銀行営業局国債売買係、『国債売買関係書類綴』、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料4020)。

⁴⁶ 入札売買が開始されたことについては、「売買競争入札は頗る結構な試みである之で今迄よりも一層便宜に売買する事が出来るし債券の民衆化の為に喜ぶべき事である」という評価もあった(「入札売買開始」、大阪野村銀行[1922])。

⁴⁷ 大阪の国債市場では、翌21年5月10日から日本銀行大阪支店による国債売買の取次ぎが開始された(日本銀行審査部[1991]1220頁)。

⁴⁸ 「国債政策改善」、東京銀行集会所[1920]。

⁴⁹ 「国債融通範囲拡張」、東京銀行集会所[1921]。

⁵⁰ 現時点で戦前期日本の店頭市場における国債取引の統計資料は存在しないが、1924年の店頭取引高は取引所取引高の約3倍であったといわれる(前掲、「国債清算市場開設ノ可否ニ就テ」)。

での利益が大きいという取引所市場での実物取引に関わる問題が指摘されていた⁵¹。

国債市場開設に際して国債仲買人は、制度上存在するだけで1913年以降は事実上休止の状態となっていた国債の定期取引について、3週間3限制の取引期限を2ヵ月3限制に制度改正することを要求していた⁵²が、取引期限の延長による国債取引の投機化が不当に大きな国債価格の変動をもたらすことが懸念され、その採否は国債市場開設後の国債取引の状況から判断されることとなっていた⁵³。また、22年には東京と大阪の国債仲買人組合が2ヵ月3限制の国債の定期取引の開始を提案していた⁵⁴が、大蔵省と日本銀行は賛成しなかった⁵⁵。このように定期取引の制度改正が実施されなかった背景には、投機的取引がもたらす物価の騰貴がこの時期には懸念されていたことがあったと考えられる。22年8月18日に閣議決定された物価調節策の一項目には、「取引所並に場外の投機取引を嚴重に取締ること」が掲げられていた⁵⁶。

しかし、1925年に入ると、「現制の実物取引以外別に長期清算取引を開始し、以て大量取引消化の便宜を与へ売買の円滑を計り、公正にして権威ある公定相場を構成する事を得ば、自然場外取引の大部分を市場内に誘導し得るのみならず、一般公社債取引当然の進展を助長する上に最も効果多かるべきを確信するに至り⁵⁷」、取引期限を2ヵ月3限制とする国債の長期清算取引（1922年の取引所法改正により定期取引から名称変更）の開始を要求する、いわゆる「国債清算市場開設運動」が国債取引員を中心に展開された。25年5月頃、東京株式取引所の国債取引員により組織された国債清算市場研究会が「国債長期清算取引要綱」を具体案として作成し⁵⁸、若干の修正を加えた「国債長期清算取引要綱」が6月の国債取引員組合委員会総会で承認された⁵⁹。これに基づき、東京株式取引所案として「国債、地方債、社債及外国国債等債券ノ長期取引要綱」が8月29日に取引所を管轄する商工省から大蔵省に照会され、9月3日には大蔵省から日本銀行に回示されたのである⁶⁰。

（2）国債長期清算取引の開始

こうした国債取引員を中心とする国債清算市場開設運動に対応し、大蔵省と日本銀行も国債長期清算取引の開始を決定するに至った。以下、1925年9月29日に大蔵省が

⁵¹ 同上、「国債清算市場開設ノ可否ニ就テ」、日本銀行（調査局）[1932]。

⁵² 前掲、「国債清算取引の開始に就テ」。

⁵³ 前掲、「国債清算市場開設ノ可否ニ就テ」。

⁵⁴ 1922年1月の国債仲買人総会での土方久徴元日本興業銀行総裁の提案が契機になったとみられる（「国債の長期清算取引問題」、安田保善社[1925]、前掲、「国債の長期清算取引」）。

⁵⁵ 同上。1922年3月7日に日本銀行大阪支店は、大阪国債市場仲買人組合が決議した2ヵ月3限制の定期取引の実施に対し、「敢テ其ノ必要ヲ認メズ」と回答していた（日本銀行大阪支店、『自大正九年至大正十四年公債関係事項』、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料7825）。

⁵⁶ 「物価調節策決定」、東京銀行集会所[1922c]。

⁵⁷ 片岡音吾（大阪野村銀行重役）、「国債長期清算取引の開始」、取引所研究社[1925b]。

⁵⁸ 日本銀行調査局、「国債清算市場開設運動ニ就テ」、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料1836。

⁵⁹ 日本銀行調査局、「国債清算市場開設問題ノ其後ノ経過」、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料1837。

⁶⁰ 「東京株式取引所国債長期清算取引ニ関スル件ニつき大蔵省理財局長ヨリノ照会状並ニ回答案」、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料2642。

作成した国債長期清算取引に関する文書⁶¹と、前述の東京株式取引所案について25年9月16日に日本銀行が大蔵省に対して回答した文書⁶²にもとづき、大蔵省と日本銀行が国債長期清算取引の開始を決定した理由について考察する。

第1に、国債の郵便局売出の状況についてみると、発行額の50%前後が売れ残り(表6) 国債市場開設後も国債の民衆化が進展しなかった⁶³ことから、大蔵省は、国債民衆化の促進策として取引所市場における国債取引のさらなる拡大が必要であると認識していた。大蔵省は、国債長期清算取引による効果の一つとして、「国債消化力ノ増大、証券放資ノ民衆化ハ延テ証券業ノ発達ヲ促進スル結果国債ノ発行ヲ容易ナラシメ」⁶⁴る点を挙げていた。

第2に、大蔵省と日本銀行は、市場における自由な国債取引の拡大が国債価格の安定をもたらすと認識していた。取引所市場での国債取引のあり方について、大蔵省は、「長期清算取引ノ隆盛ヲ見ルニ至ラハ、市場金利ト公社債相場利回トノ関係自然ニ密接ヲ加ヘ証券金融ノ円滑ヲ来シテ市場遊資ノ運用ヲ便ニシ延テ著シク金融市場ト国債市場トノ接近ヲ来シ金融調節及公債相場ノ上ニ良好ナル影響ヲ及ホスニ至ルヘシ」⁶⁵、日本銀行は、「国債清算市場ノ開設ヲ見タル暁ニ於テハ銀行ハ此市場ヲ利用シテ遊資ノ処分並ニ資金調達ニ一層ノ便宜ヲ得ルコト、ナルヘキヲ以テ「コール」市場ト国債市場トハ一層密接ナル関係ヲ保持スルニ至ルヘク又国債清算市場ニ於テハ掛繋即チ売繋買繋ノ方法ヲ許サルヘキヲ以テ国債ノ需給ハ一層円滑トナリ国債市価モ一層良好ニ調節セラル、ノ効果アルヘシ。サレハ国債清算市場ノ開設ハ現在市場ノ狭小ヨリ生スル弊害ヲ除シ且ツ金融市場トノ関係ヲ一層密接ナラシムルモノト云フコトヲ得ヘシ」⁶⁶と説明していた。

また、1923年度から国債償還資金の繰入れが再開されていたが、大蔵省は、「実物市場ニ於ケルカ如ク少額ノ買付ヲ以テ市場相場ヲ釣り上げ得ル如キハ国債市場ノ狭少ヲ意味シ寧口之ニ依リ公正ナル国債市価ノ形成ヲ紊スモノト謂ハサル可ラス故ニ市場ノ拡大力減債基金ノ利用ニ依ル国債相場^{ママ}縦ニ不便ナルノ理由ヲ以テ長期清算取引ノ開設ニ反対スルハ之亦明ニ不条理ナリト謂ハサル可ラス」⁶⁷、日本銀行は、「国債清算市場ヲ開設スルトキハ現在ノ実物市場ニ於ケルカ如ク少額ノ買付ヲ以テ相場ヲ吊上ケル如キコトハ困難トナルヘキヲ以テ国債市価ノ維持ハ現在ヨリモ一層不便トナルニ至ルヘキ惧アレトモ少額ノ買付ニヨリテ相場ヲ左右スルコトヲ得ルカ如キ状態ハ国債市価ノ狭小ヲ意味スルモノニシテ国債市場ノ発達ニハ清算市場ノ開設ハ已ムヲ得サル所ナルヘシ」⁶⁸と記し⁶⁹、国債償還資金の証券買入償却や日本銀行の国債買入による国債価

⁶¹ 大蔵省理財局国債課、「国債長期清算取引ニ関スル件」、『昭和財政史資料 1-082-3』。

⁶² 同上所収。

⁶³ 「公債の民衆化に付て」、東京銀行集会所 [1922a]。

⁶⁴ 前掲、「国債長期清算取引ニ関スル件」。

⁶⁵ 同上。

⁶⁶ 同上。

⁶⁷ 同上。

⁶⁸ 同上。

⁶⁹ 日本銀行は、1925年4月に作成した文書でも、「清算市場ヲ開設スレハ実物市場ニ於ケルカ如ク少額ノ買付ヲ以テ相場ノ吊上ケヲ為スコトハ困難トナルヘキヲ以テ国債市価維持ニ関

格の維持よりも市場での自由な国債取引の拡大を重視していた。

第3に、大蔵省と日本銀行は、長期清算取引開始による国債取引の投機化の可能性は低いと判断するようになっていた。長期清算取引開始による国債取引の投機化の可能性について、大蔵省は、「元来国債ソノモノカ株式等ト異リ思惑味少キノミナラスソノ思惑モ畢竟金利ノ思惑ニ帰着スヘキ以テ決シテ過度ノ投機ニ奔サルコトナク採算利廻リ狂ヘ八直チニ仕手関係出動スルモノ多クシテ恢復速ク売崩シ買煽リハ一時的ニ過キス此ノ相反セル現象交錯シテ平調ヲ得ルコト、ナルヘク相場八度々変動スヘキモノノ激動八却テ現物取引ヨリハ之ヲ減スルコトヲ得ヘシ」⁷⁰、日本銀行は、「元来国債自体ハ投機ノ目的物トシテハ寧口妙味ニ乏シキモノナルヲ以テ財界ノ好況ナル際ニハ投機ハ主トシテ株式ニ赴キ又財界不況ノ際ニハ一般ノ投機力モ自ラ減退スヘキヲ以テ国債ニ対スル投機ノ弊害ハ差シテ甚シキモノニハアラサルヘシ」⁷¹と説明していた。

もっとも、日本銀行には、「株式ニ在リテハ夫レ自体市価ノ変動ヲ生スヘキ種々ノ原因存スルヲ以テ其公正ナル相場ノ成立ニハ多クノ価値判断ノ競合ヲ要スヘク従ツテ幾多ノ思惑即チ投機ヲ集合スルコトヲ得ル清算取引市場ヲ必要トスヘシ。然ルニ我国現下ノ状態ニ於テハ国債其物ノ基礎ニハ何等ノ危険存在セサルカ故ニ其公定相場ノ決定ニハ本質上投機発生ノ余地少キヲ以テ此意味ニ於テハ国債ニハ強イテ清算取引市場ヲ開始セシムルニ必要ナキモノト云フ可キナリ」⁷²と、国債取引の投機化の可能性が低いのであれば長期清算取引は必要でないとの認識もあった。したがって、日本銀行は、「思惑市場トシテハ国債市場ハ到底株式市場ノ比ニ非サルヘキヲ以テ前述ノ如ク投機師ノ国債ヲ思惑ニ利用スルモノハ左迄多カラサルヘク又現物売買ヲナサントスルモノハ依然市場外ノ売買ヲモナスヘキヲ以テ清算市場ヲ開設スルモ其取引ハ或ハ案外少ナキヤモ計ラレス国債ノ市場取引振興策トシテハ始メヨリ余リ多大ノ希望ヲ懸クル事ハ如何アルヘキカ」⁷³と、長期清算取引開始による国債取引の拡大には慎重となっていたのである。

東京の国債市場では1925年11月28日、大阪の国債市場では翌26年2月8日から取引期限を2ヵ月3限制とする国債長期清算取引が開始された。上場銘柄は償還期限3年以上で発行額が5,000万円以上の国債とされた。取引開始時における東京の国債市場の上場銘柄は19種類であった⁷⁴。

シ現在ヨリモ困難ヲ感スルニ至ルヘキ俱アレトモ少額ノ買付ニヨリテ相場ヲ左右スルコトヲ得ルカ如キ状態ハ市場トシテハ元来公正ナルモノニ非スシテ此点ハ寧口逆ニ清算市場開設ノ一理由トシテ数フヘキモノナリトモ言フコトヲ得ヘキヲ以テ国債ノ相場ヲ市場ノ実勢ニ任ス為メニ清算市場ノ開設ヲ為スコトヲ適当トスベク日本銀行トシテハ国債市価維持ニ関シテハ自己ノ立場ノ許ス範囲ニ於テノミ政府ヲ援助スレハ足ルヘシ」と記していた（前掲、「国債清算市場開設ノ可否ニ就テ」）。

⁷⁰ 前掲、「国債長期清算取引ニ関スル件」。

⁷¹ 同上。

⁷² 同上。

⁷³ 同上。

⁷⁴ 「ニマ国際長期清算取引の概要」、債券協会本部 [1925d]。

5. おわりに

以上で明らかになった諸事実について、本稿の冒頭で提示した論点との関連において整理しておく。

第1に、第一次大戦後の国債流通市場の制度改革は、第一次大戦中から戦後にかけての国債の発行、消化および償還政策の変化に対応した施策であった。民間企業の設備投資のための資金需要が高まり金融市場が逼迫していた状況下で、国債残高が累増し、国債の償還政策も消極的なものとなり、国債価格の低迷とともに物価の騰貴が懸念されたことから、国債の安定消化と過剰消費の抑制を目的として国債の民衆化政策が実施されたが、大蔵省は、国債民衆化の実現には国債の取引所取引を拡大して取引所市場の価格公示機能を高める国債流通市場の整備が必要であると認識していた。

第2に、国債流通市場の制度改革が展開する過程で、制度設計をめぐる論議の中心となった政策主体に変化がみられた。国債市場の開設については国債民衆化の実現のために大蔵省が主導したのに対し、国債長期清算取引の開始については国債市場開設時からの国債仲買人（国債取引員）の政策要求に大蔵省と日本銀行が対応した。

第3に、国債流通市場の制度設計についての考え方は、大蔵省と日本銀行で異同がみられた。日本銀行は、一貫して国債価格の維持を目的とした国債売買には消極的であり、市場での自由な国債取引の拡大が必要であると判断していた。一方、大蔵省は、国債の償還政策が消極的なものとなる過程で、国債償還資金の証券買入償却による国債価格の維持よりも市場での自由な国債取引の拡大が第一義であると認識するようになった。また、国債長期清算取引の開始に際して大蔵省と日本銀行は、国債取引の投機化の可能性は低いと判断していたが、日本銀行は、国債取引の投機化の可能性が低いのであれば長期清算取引は必要でないとの認識から、長期清算取引開始による国債取引の拡大には慎重となっていた。

最後に、国債長期清算取引開始以降の国債流通市場の制度設計をめぐる論議について簡単にふれておきたい。

国債長期清算取引は開始直後から低迷が指摘され⁷⁵、1926年9月16日に作成された金融制度調査準備委員会臨時委員⁷⁶[1926]で取引所市場における取引振興策が提示された。その内容は、(1)国債取引員が負担する売買手数料を軽減する、(2)国債の種類を統一する、(3)国債償還方法について証券買入償却と抽選償還を併用する、(4)日本銀行と国債保有が集中していた普通銀行などの金融機関による国債売買を促進するというものであった。注目すべきは、国債売買に消極的であった日本銀行による国債売買を促進する提案を行ったことであろう。しかし、大蔵省が普通銀行制度の改善案を優先したため、この案は具体化されなかった⁷⁷。

1928年8月には、取引振興策として国債短期清算取引の開始を要求する運動が大阪

⁷⁵ 「国債長期取引開始」、東京銀行集会所[1925]。この点について粕谷教授から、取引における銘柄の分散が国債長期清算取引の低迷をもたらした可能性があるとのこと教示をいただいた。

⁷⁶ 金融制度の根本的検討を行うため、1926年4月に金融制度調査準備委員会が大蔵省内に設置され、堀越鉄蔵日本銀行調査局長、下田守蔵三井銀行営業部長、山室宗文三菱銀行大阪支店長、明石照男第一銀行営業部長、大平賢作住友銀行取締役の5名が臨時委員に囑託された（竹澤[1968]374～382頁）。

⁷⁷ 同上。

株式取引所の国債取引員を中心に展開された。しかし、株式と同様に国債取引が著しく投機化することは不適當との意見があり、国債取引が拡大する見通しについても多くの疑問点が指摘されたことから、実施には至らなかった⁷⁸。

1927年の金融恐慌以降、取引所市場における国債取引高は増加傾向を示し、国債価格は大幅に変動する⁷⁹(表1、表4)。また、1920年代に金融システムが不安定化する中で国債の安全資産としての意味が高まったことが国債流通市場の制度改革に影響を及ぼした可能性がある⁸⁰と考えられる。このような状況に対応した国債流通市場の制度設計をめぐる新たな論議についての検討は、筆者の次なる課題である。

⁷⁸ 日本銀行(調査局)[1932]。

⁷⁹ 日本興業銀行調査課[1935]7~9頁。

⁸⁰ この点については、岡崎教授からご教示をいただいた。

参考文献

石塚一正、『証券』、有斐閣、1958年

永廣 顕、「戦前日本の国債市場改革 - 1920年の国債市場開設 - 」、『証券経済研究』
第57号、日本証券経済研究所、2007年、59～68頁

大蔵省、『財政金融統計月報』第35号、大蔵財務協会、1953年

——、『明治大正財政史』第11巻、財政経済学会、1936年

——、『明治大正財政史』第12巻、財政経済学会、1937年

大蔵省昭和財政史編集室、『昭和財政史』第6巻、東洋経済新報社、1954年

大蔵省理財局国債課、『第六十四回帝国議会国債参考書』、1932年、東京大学経済学部
図書館蔵

大阪株式取引所、『大株五十年史』、大阪株式取引所、1928年

大阪銀行集会所、『大阪銀行通信録』第261号、大阪銀行集会所、1919年

——、『大阪銀行通信録』第290号、大阪銀行集会所、1921年

——、『大阪銀行通信録』第297号、大阪銀行集会所、1922年

大阪野村銀行、『大阪野村銀行旬報』第35号、大阪野村銀行、1922年

太田垣士郎、『公社債放資の研究』、文雅堂、1923年

金融制度調査準備委員会臨時委員、「証券市場ノ整備改善ニ関スル具体的方策」、
日本証券経済研究所、『日本証券史資料 戦前編』第3巻、日本証券経済研究
所、2004年所収、1926年

公社債引受協会、『日本公社債市場史』、公社債引受協会、1980年

債券協会本部、『インヴェストメント』第1巻第2号、インヴェストメント社、1925年 a

——、『インヴェストメント』第1巻第5号、インヴェストメント社、1925年 b

——、『インヴェストメント』第1巻第11号、インヴェストメント社、1925年 c

——、『インヴェストメント』第1巻第12号、インヴェストメント社、1925年 d

財務省財務総合研究所財政史室、『昭和財政史 - 昭和49～63年度』第5巻、東洋経済
新報社、2004年

島田 茂、『公社債投資の智識』、内外社、1932年

竹内半寿、『我国公社債制度の沿革』、酒井書店、1956年

竹澤正武、『日本金融百年史』、東洋経済新報社、1968年

東京株式取引所、『東京株式取引所五十年史』、東京株式取引所、1928年

東京銀行集会所、『銀行通信録』第67巻402号、東京銀行集会所、1919年 a

——、『銀行通信録』第67巻403号、東京銀行集会所、1919年 b

——、『銀行通信録』第67巻408号、東京銀行集会所、1919年 c

——、『銀行通信録』第68巻409号、東京銀行集会所、1919年 d

——、『銀行通信録』第70巻420号、東京銀行集会所、1920年

——、『銀行通信録』第71巻423号、東京銀行集会所、1921年

——、『銀行通信録』第73巻437号、東京銀行集会所、1922年 a

——、『銀行通信録』第73巻438号、東京銀行集会所、1922年 b

——、『銀行通信録』第74巻442号、東京銀行集会所、1922年 c

——、『銀行通信録』第80巻479号、東京銀行集会所、1925年

東京証券取引所、『東京証券取引所 20 年史 - 規則 統計 - 』、東京証券取引所、1970 年
東京証券取引所企画調査部、『戦前の東京株式取引所の債券清算取引』、東京証券取引所、
1982 年
取引所研究社、『取引所研究』第 1 巻第 4 号、取引所研究社、1925 年 a
——、『取引所研究』第 1 巻第 6 号、取引所研究社、1925 年 b
長満欽司（東京株式取引所常務理事）、「株式取引所の機構と機能」、経済知識普及会、
『市場経済講座』第 1 巻、春秋社、1933 年
日本銀行審査部、『日本銀行沿革史』第 2 輯第 3 巻（2）、クレス出版、1991 年
日本銀行（調査局）、「東京株式取引所ノ概要」、日本銀行調査局、『日本金融史資
料 昭和編』第 30 巻、大蔵省印刷局、1971 年所収、1932 年
日本銀行調査局、『東京ニ於ケル株式市場ノ要綱』、日本銀行調査局、1916 年
日本銀行百年史編纂委員会、『日本銀行百年史』第 2 巻、日本銀行、1983 年
日本興業銀行調査課、『国債市場発展の跡を顧みて』、日本興業銀行調査課、1935 年
野村證券株式会社、『野村證券十周年追想記』、野村證券株式会社、1936 年
武藤正明、「大正 9 年の国債市場分設」、『証券研究』第 72 巻、日本証券経済研究所、
1984 年
安田保善社、『調査彙報』第 10 号、安田保善社、1925 年
山一合資会社、『山一合資会社旬報』第 9 号、山一合資会社旬報発行所、1918 年
——、『山一合資会社旬報』第 86 号、山一合資会社旬報発行所、1920 年

表1 国債の取引所取引高

(単位：千円)

年	取引所取引		実物取引 (現物取引)		長期清算取引 (定期取引)	
	金額	割合	金額	割合	金額	割合
1914	4,392	[0.2%]	4,392	[0.2%]	-	-
1915	41,777	[1.7%]	41,777	[1.7%]	-	-
1916	45,656	[1.9%]	45,656	[1.9%]	-	-
1917	54,381	[2.0%]	54,381	[2.0%]	-	-
1918	31,894	[1.0%]	31,894	[1.0%]	-	-
1919	4,421	[0.1%]	4,421	[0.1%]	-	-
1920	32,067	[0.8%]	32,067	[0.8%]	-	-
1921	245,280	[6.0%]	245,280	[6.0%]	-	-
1922	161,678	[3.7%]	161,678	[3.7%]	-	-
1923	136,466	[2.9%]	136,466	[2.9%]	-	-
1924	178,770	[3.7%]	178,770	[3.7%]	-	-
1925	282,891	[5.7%]	250,121	[5.0%]	32,770	[0.7%]
1926	320,549	[6.2%]	193,679	[3.7%]	126,870	[2.5%]
1927	551,687	[10.2%]	436,237	[8.1%]	115,450	[2.1%]
1928	1,390,065	[23.8%]	973,340	[16.7%]	416,725	[7.1%]
1929	742,567	[12.5%]	435,762	[7.3%]	306,805	[5.1%]
1930	643,798	[10.7%]	372,878	[6.2%]	270,920	[4.5%]
1931	1,074,144	[17.4%]	316,174	[5.1%]	757,970	[12.2%]

備考：1. 1922年の取引所法改正により、現物取引は実物取引に、定期取引は長期清算取引に名称変更された。

2. 括弧内は、国債の年度末残高（表2）に対する取引高の割合（%）である。

資料：東京証券取引所 [1970]

表2 国債の発行額・償還額と年度末残高

(単位：千円)

年度	発行額		償還額		年度末残高
	新規発行	借換発行	基金償還	借換償還	
1914	107	29,289	62,724	44,423	2,506,371
1915	7,032	30,000	24,864	29,304	2,489,234
1916	9,916	60,000	39,306	52,142	2,467,701
1917	241,429	51,524	24,101	37,813	2,698,741
1918	381,256	50,000	28,210	50,011	3,051,776
1919	275,555	326,290	441	375,508	3,277,872
1920	448,545	460,824	332	409,646	3,777,263
1921	360,565	377,746	65,730	372,729	4,077,115
1922	250,820	583,306	843	568,504	4,341,895
1923	121,857	943,402	44,195	633,005	4,729,955
1924	317,075	718,406	45,513	856,911	4,863,013
1925	157,492	443,200	60,342	404,187	4,999,176
1926	213,589	323,999	66,583	298,415	5,171,766
1927	367,716	374,761	93,224	423,153	5,397,866
1928	458,451	230,660	31,344	224,401	5,831,261
1929	193,543	365,399	101,863	324,883	5,959,457
1930	109,609	420,460	156,847	376,862	5,995,816
1931	212,667	244,915	56,397	169,345	6,187,657

備考：交付公債を含む。

資料：大蔵省 [1953]

表3 償還方法別国債償還額

(単位：千円)

年度	抽選償還	全部償還	証券買入消却	年賦償還	合計
1914	20,067	39,052	47,812	215	107,147
1915	-	7,957	45,996	215	54,168
1916	-	-	91,233	215	91,449
1917	-	29,999	31,699	215	61,914
1918	-	50,000	28,005	215	78,221
1919	-	375,252	281	215	375,749
1920	-	409,638	123	215	409,977
1921	-	372,730	65,514	215	438,460
1922	-	568,504	843	-	569,347
1923	19,890	633,006	24,304	-	677,200
1924	-	638,002	264,422	-	902,424
1925	-	413,950	50,579	-	464,529
1926	10,749	298,415	55,833	-	364,998
1927	50,262	428,230	37,884	-	516,378
1928	-	225,018	30,728	-	255,746
1929	-	330,467	100,279	-	430,746
1930	-	236,451	297,257	-	533,710
1931	1,538	172,994	51,210	-	225,742

資料：大蔵省 [1953]

表4 国債相場の推移

(単位：円)

年	最高	最低	平均
1914	93.70	84.40	90.72
1915	98.30	86.60	92.21
1916	100.00	93.00	96.23
1917	97.75	94.10	95.85
1918	97.00	90.50	94.23
1919	93.30	86.80	90.93
1920	89.60	80.70	84.06
1921	88.10	83.35	84.96
1922	88.00	81.00	84.94
1923	89.00	85.00	87.17
1924	88.50	85.00	86.56
1925	90.00	87.75	88.63
1926	90.45	87.30	88.51
1927	93.75	88.60	90.33
1928	98.00	89.30	94.36
1929	96.30	90.10	92.99
1930	92.75	85.30	91.22
1931	98.45	85.80	92.59

備考：東京株式取引所における甲号五分利公債の相場。

資料：東京証券取引所 [1970]

表5 発行方法別国債新規発行額

(単位：千円)

年度	公 募	郵便局売出	預金部引受	鉄道共済組合引受	日本銀行引受	その他	合 計
1917	33,070	-	3,000	-	-	-	36,070
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	20,258	349,971
1922	121,877	50,000	-	-	-	12,084	183,961
1923	11,430	40,000	24,181	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

備考：歳出の財源となる公債であり、交付公債を含まない。

資料：大蔵省理財局国債課[1932]

表6 郵便局売出国債の発行額と売上高

(単位：千円，%)

年度	発行額	売上高	割合
1920	70,000	39,604	56.6%
1921	63,000	29,625	47.0%
1922	50,000	28,948	57.9%
1923	40,000	19,065	47.7%
1924	40,000	26,075	65.2%
1925	60,000	29,914	49.9%
1926	40,000	18,977	47.4%

備考：新規発行分の国債であり、借換発行分を含まない。

資料：大蔵省理財局国債課[1932]、大蔵省[1953]