

# 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

本稿の課題は、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にある。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関する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。国債残高の累増に対し、国債の取引所取引が低迷していたことから、大蔵省、日本銀行、取引所仲買人、市中銀行の間で、国債の取引所取引を拡大して取引所市場の価格形成・公示機能の向上、国債価格の安定化、銀行の資金調達・運用の円滑化を図る国債流通市場の整備が必要であると認識されるようになった。加えて、大蔵省は国債の安定消化と過剰消費の抑制を目的とした国債の民衆化政策の観点、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が必要であると考えていた。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、国債の民衆化政策の観点も踏まえて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：国債流通市場、取引所取引、長期清算取引、国債民衆化、政策主体、制度設計、第一次大戦後

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（II）—戦前期日本を事例として」（2009年2月23日）に提出した論文に加筆・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。また、南條隆氏（日本銀行金融研究所）からは個人的に有益なアドバイスを受けた。匿名レフェリーからも有益なコメントを頂戴した。貴重なコメントをくださった各氏に感謝申し上げる。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、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。

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

## 1. はじめに

現在の日本においては、国債の大量発行が続き、国債残高が累増していることを受けて、国債管理が財政・金融両面で重要な政策課題となっている。その一環として、国債流通市場の整備・機能強化の必要性が指摘されている（財務省理財局 [2010]）。こうした状況は戦前期にもみられ、その歴史を振り返ることは、現在の国債管理や国債発行・流通市場のあり方を議論するうえで参考になると思われる。

本稿の課題は、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にある。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。

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。しかし、そ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、資料的制約の問題もあり、あまり取り上げられてこなかった。したがって、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、これまでの研究を挙げるとすれば、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]<sup>1</sup>、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] がある。

だが、これらの研究については以下のような問題点を指摘することができる。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、市場運営者である株式取引所、市場仲介者である取引所仲買人、国債保有者である市中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関する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<sup>2</sup>。

1 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。

2 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うえて、再検討を行っている。

## 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、大戦参戦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1920年度には4億4,854万円と急増した（表1）。

また、第一次大戦前に発行された内国債は償還期限を55～60年とする五分利公債が中心であったが、1916年度から償還期限を5～7年とする五分利国庫債券<sup>3</sup>、翌1917年度から償還期限を5年以内とする臨時国庫証券<sup>4</sup>の発行が開始され、これらの

表1 国債の発行・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

資料：大蔵省 [1953]

3 五分利国庫債券は、第一次大戦前に発行された五分利公債と四分利公債が「何れも頗る長期に属するを以て一般の公募に適せず」という理由で発行された（大蔵省 [1936] 993～994頁）。

4 臨時国庫証券は、「特殊なる短期国債を発行して市場の余裕金を吸収し、之を以て為替銀行の買持に係る在外正貨を引受け、以て輸出為替資金の供給を円滑ならしむると共に、兼ねて連合与国が我国に於て購入する

表 2 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]

内国債残高に占める割合は、1914年度末の3.0%から1918年度末には42.5%に急上昇した<sup>5</sup>。こうした新規債の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、1916年度の6,000万円から1920年度には4億6,082万円と急増した(表1)。その結果、国債残高は、1916年度末の24億6,770万円から1920年度末には37億7,726万円にまで達した(表1)。

さらに、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年度まで5,000万円であった繰入額を、1919年度は3,000万円に減額し、1920年度から1923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・停止にともない、「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」<sup>6</sup>国債償還方法であった証券買入消却が、1918年度の2,800万円から、1919年度は28万円、1920年度には12万円と著しく減退した(表2)。

このように、第一次大戦中から戦後にかけて、国債残高が累増し、償還政策が消極的となる一方で、民間資金需要の増加を受けて市中銀行の預貸率が急速に高まり

軍需品代金の調達に便ならしめ、以て与国に対する財政的援助の一端となさんことを計画して発行された(大蔵省 [1937] 429頁)。

<sup>5</sup> 大蔵省昭和財政史編集室 [1954] 19~20頁。

<sup>6</sup> 大蔵省 [1936] 459頁。

表3 普通銀行の預金・貸出金・保有有価証券の年末残高

(単位：千円)

年末	預金	貸出金	保有有価証券		うち国債	
1914	1,519,760	1,730,985 [113.9%]	265,295 [17.5%]	153,356 [10.1%]		
1915	1,699,566	1,744,638 [102.7%]	328,378 [19.3%]	189,670 [11.2%]		
1916	2,256,831	2,271,032 [100.6%]	421,243 [18.7%]	203,566 [9.0%]		
1917	3,233,913	3,053,974 [94.4%]	561,884 [17.4%]	286,414 [8.9%]		
1918	4,639,314	4,235,633 [91.3%]	835,766 [18.0%]	400,601 [8.6%]		
1919	5,744,096	5,831,591 [101.5%]	847,978 [14.8%]	411,237 [7.2%]		
1920	5,826,526	5,979,979 [102.6%]	1,085,063 [18.6%]	593,942 [10.2%]		
1921	6,444,836	6,367,468 [98.8%]	1,499,937 [23.3%]	841,723 [13.1%]		
1922	7,801,459	7,966,216 [102.1%]	1,746,034 [22.4%]	909,543 [11.7%]		
1923	7,805,265	8,150,752 [104.4%]	1,746,423 [22.4%]	918,901 [11.8%]		
1924	8,093,167	8,430,782 [104.2%]	1,880,466 [23.2%]	967,244 [12.0%]		
1925	8,726,775	9,012,447 [103.3%]	2,051,251 [23.5%]	982,783 [11.3%]		
1926	9,178,802	9,385,789 [102.3%]	2,158,366 [23.5%]	972,298 [10.6%]		
1927	9,027,897	8,388,629 [92.9%]	2,591,382 [28.7%]	1,101,525 [12.2%]		
1928	9,330,796	7,941,286 [85.1%]	3,283,553 [35.2%]	1,487,262 [15.9%]		
1929	9,292,294	7,612,850 [81.9%]	3,323,334 [35.8%]	1,438,256 [15.5%]		
1930	8,738,289	7,163,361 [82.0%]	3,127,129 [35.8%]	1,313,358 [15.0%]		
1931	8,269,036	6,897,340 [83.4%]	2,928,861 [35.4%]	1,145,554 [13.9%]		

備考：1) 朝鮮に本店がある銀行を含まない。

2) 国債には短期証券を含む。

3) 括弧内は、預金に対する貸出金・保有有価証券（国債）の割合。

資料：日本銀行調査局 [1933]

(表3)、市中金利が上昇した(表4)ことから、内国債の発行利回りは急上昇し<sup>7</sup>、国債価格は大幅に下落した。東京株式取引所の甲号五分利公債の年平均価格をみると、1916年の96.23円をピークに1920年には84.06円にまで下落したのである(表5)。

## (2) 国債の民衆化政策

国債の発行方法については、新規債の場合、1917年度から1919年度までは大部分が公募であった(表6)。公募に際しては、大蔵省と日本銀行との間で内定した発行条件等を有力市中銀行で結成された国債引受シンジケート団<sup>8</sup>およびその他の銀行

7 五分利国庫債券の発行利回りは、1916年度は5.48%であったが、1920年度には最高で6.99%にまで上昇した(大蔵省 [1953] 64~65頁)。

8 1922年時点での国債引受シンジケート団加盟銀行は、日本興業、横浜正金、朝鮮、台湾、川崎、十五、第一、第三、第百、三井、三菱、安田、近江、加島、鴻池、三十四、住友、百三十、山口、愛知、名古屋、明治の22行であった(東洋経済新報社 [1922])。

表 4 市中金利の推移

(単位：銭、%)

年次	コール・レート (日歩)		割引手形 (日歩)		不動産抵当貸出 (利率)
	最高	最低	最高	最低	
1914	2.70	0.70	3.20	1.55	7.50
1915	2.00	0.30	3.20	0.75	7.70
1916	2.00	0.40	2.90	0.80	7.40
1917	1.70	0.40	3.00	0.70	7.00
1918	2.10	0.50	3.00	1.40	7.00
1919	3.30	0.60	3.20	1.50	7.00
1920	3.30	0.60	4.00	1.50	7.60
1921	3.20	0.50	4.00	1.10	7.80
1922	3.00	1.00	4.00	1.30	7.80
1923	3.10	1.10	4.00	1.65	7.80
1924	2.70	1.10	3.60	1.80	7.80
1925	2.35	1.15	3.60	1.55	7.80
1926	2.10	1.55	3.20	1.70	7.70
1927	1.60	0.70	3.40	1.07	7.60
1928	1.70	0.60	3.30	0.80	7.40
1929	1.60	0.65	3.20	0.80	7.20
1930	1.60	0.80	3.20	0.85	7.20
1931	2.50	1.60	3.30	1.00	7.20

備考：1) コール・レートは東京・無条件物、出手レート。  
 2) 割引手形は東京銀行集会所社員銀行金利。  
 3) 不動産抵当貸出は日本勧業銀行の田畑に対する貸付利率の最高。

資料：大蔵省理財局 [1932]

に示して募集国債の引受予約をさせ、予約をもって起債額を満たしたうえで公募を開始する方法（予約制度）が採用されていた。とくに国債引受シンジケート団は、募集ごとに一定額の均分共同引受の責を負い、公募における安全弁の役割を果たしていた<sup>9</sup>。

だが、国債価格の大幅な下落により新規債の発行方法の大部分を公募に依存することは困難となり<sup>10</sup>、他方で物価の騰貴が懸念されていた。これに対し、中産階級以下の貯蓄奨励と零細資金の吸収を図る国債の民衆化政策が実施され<sup>11</sup>、1919年度から小額面の国債が発行される<sup>12</sup>とともに、新たな発行方法として日本銀行が国債を

9 日本銀行 [1962] 132～133 頁。

10 「公債社債募集難」、東京銀行集会所 [1920a]。

11 「国債民衆化」、東京銀行集会所 [1919c]、「国債の民衆化」、大阪銀行集会所 [1921]。

12 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（「小額面臨時国庫証券発行」、東京銀行集会所 [1919c]、青木 [1925]）。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 [1919e]）。

表 5 内国債相場の推移

(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]

郵便官署に委託して売り出す郵便局売出<sup>13</sup>が開始された<sup>14</sup>。

こうした国債の民衆化政策の目的は、当時の大蔵大臣・高橋是清が明らかにしているように、国債の安定消化と過剰消費の抑制にあったと考えられる<sup>15</sup>。

高橋大蔵大臣は、国債の民衆化政策による国債の安定消化については、1919年4月23日の関西銀行大会で、「此の公債といふものを国民一般の投資の目的物たらしめるといふ事は将来の国策上頗る緊要な事ではないかと思ひます。即ち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何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のであります。故に今後は政府に於きまして公債募集の

13 大蔵省 [1936] 344 頁。

14 富田 [1925]。1919 年度は、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の郵便局売出であった。1920 年度からは、歳出の財源となった五分利国庫債券の郵便局売出が開始された（大蔵省 [1953] 64～65 頁）。

15 伊藤 [1985] は、この時期の国債発行が、副次的機能としてではあるが、「金融市場の調節」「兌換券縮小」「物価騰貴抑制」政策としての側面を有していたことを重視している。

表6 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 組合引受	日本銀行 引受	その他	合計
1914	-	-	-	-	-	-	-
1915	-	-	-	-	-	-	-
1916	-	-	-	-	-	-	-
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	20,258	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のみ。

資料：大蔵省 [1953]

方法或は公債を民間に消化する所の方策といふ様な事に就ては深重の考慮を遂げ又金融界の諸君の御意見をもちたい、さうして実地の経験に依る所の知識を廣く集めて此点に対して遺憾の無い様に致したいといふ考を持つて居ります。故に諸君に於きましても如何にして此公債といふものを今日より以上に民衆化する手段があるかといふ事に就ては深く御講究を願ひたいと思います」<sup>16</sup>、翌1920年4月22日の全国手形交換所組合銀行連合会で、「政府は其の公債計画を樹つるに当りましては公債発行額、市場の吸収力、公債の性質並公債発行の方法等に付て慎重の考慮を費し我金融の状態に適合せしめ且財政の運用を誤ることなきを期して居るのであります我が投資力を表示する国民貯蓄力の年増加額は達観上二十億円を下らざるものと見て誤りなからうと思ひます而して此内公債消化能力は一割前後と見て差支へなからうと考えるのでありまして政府は此公債消化力の範囲に於て公債計画を樹て、居るのであります而も一面預金部に於て一箇年少なくとも参千万円乃至五千万円位は公債に放資するの力がありますから實際市場に向つて公募する額は約一億四千万円を以て足るものと考へるのであります」、「是等の公債を募集するに当りましても

.....  
 16 「高橋大蔵大臣の財政経済演説」、大阪銀行集会所 [1919]。



其の時期条件に付特に慎重講究し金融市場の緩急宜しきを制するは勿論でありますると同時に努めて公債の民衆化と云ふことに意を用ゐる考へであります」<sup>17</sup>と述べていた<sup>18</sup>。

また、国債の民衆化政策による過剰消費の抑制については、1919年7月の論稿で、「苟も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タ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來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當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」<sup>19</sup>と記していたのである。

### (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。第一次大戦後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<sup>20</sup>が、取引所市場は、取引所での大量取引により公正な価格形成を行い、標準価格である「公定相場」を公示する<sup>21</sup>という価格形成・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。取引所市場の価格形成・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の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

17 「全国交換所連合晩餐会演説」、東京銀行集会所 [1920b]。高橋は、1920年1月22日の第42回帝国議会衆議院本会議でも、「来年度ノ募債計画ノ実行ニ付イテモ、政府ハ金融市場ノ情勢ニ鑑ミ、緩急宜キヲ制シ、努メテ公債ヲ民衆化セシムルコトヲ期シテ居ルノデアリマス」と述べていた（『第四十二回帝国議会衆議院議事速記録第三号』）。

18 第一次大戦時には、ドイツとイギリスが国債消化策の1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 [1919d]）。

19 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。

20 島田 [1932] 111頁。

21 長満 [1933] 16～19頁。

表7 内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)	内国債 年度末残高
1914	4,392 [0.4%]	4,392 [0.4%]	- -	991,531
1915	41,777 [4.0%]	41,777 [4.0%]	- -	1,028,091
1916	45,656 [4.1%]	45,656 [4.1%]	- -	1,097,494
1917	54,381 [3.9%]	54,381 [3.9%]	- -	1,359,957
1918	31,894 [1.8%]	31,894 [1.8%]	- -	1,740,638
1919	4,421 [0.2%]	4,421 [0.2%]	- -	1,966,734
1920	32,067 [1.3%]	32,067 [1.3%]	- -	2,352,875
1921	245,280 [9.0%]	245,280 [9.0%]	- -	2,718,100
1922	161,678 [5.4%]	161,678 [5.4%]	- -	2,983,339
1923	136,466 [4.3%]	136,466 [4.3%]	- -	3,108,562
1924	178,770 [5.3%]	178,770 [5.3%]	- -	3,356,238
1925	282,891 [8.0%]	250,121 [7.1%]	32,770 [0.9%]	3,519,864
1926	320,549 [8.6%]	193,679 [5.2%]	126,870 [3.4%]	3,710,576
1927	551,687 [13.9%]	436,237 [11.0%]	115,450 [2.9%]	3,944,473
1928	1,390,065 [31.7%]	973,340 [22.2%]	416,725 [9.5%]	4,379,965
1929	742,567 [16.4%]	435,762 [9.6%]	306,805 [6.7%]	4,512,608
1930	643,798 [14.3%]	372,878 [8.3%]	270,920 [6.0%]	4,476,792
1931	1,074,144 [22.7%]	316,174 [6.7%]	757,970 [16.0%]	4,715,078

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。

2) 東京株式取引所における取引高。

3) 括弧内は年度末残高に対する取引高の割合。

資料：東京証券取引所 [1970]、大蔵省理財局 [1931]。

其の標準をコーテーションに求めるのである、即ち金融界と公定相場といふもの、関係は説明するまでもなく密接なるものであると云ふことになる<sup>22</sup>と述べていた。

だが、国債残高の累増に対し、この時期の取引所市場での国債取引は低迷していた<sup>23</sup>。東京株式取引所での内国債の現物取引高は、1917年の5,438万円をピークに1919年には442万円と著しく減退し、内国債の年度末残高に対する割合は、1917年の3.9%から1919年には0.2%にまで低下していた(表7)。国債の取引所取引が低迷していた原因としては、株式への投機熱の影響を受けて国債への需要が減退していたことが指摘される<sup>24</sup>とともに、(1)取引所市場の価格形成機能が低下したため、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

22 河合 [1922]。

23 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、国債の取引所取引が低迷した原因の1つと考えられる。

24 「公債騰貴の傾向」、山一合資会社 [1920a]。

ものとなり、取引所市場の価格公示機能が低下している、(2)「暗商内」<sup>25</sup>とも呼ばれた店頭市場においては、取引所市場の公定相場を標準価格とすることになっている<sup>26</sup>が、取引所市場の価格公示機能が低下したため、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るという国債流通市場の制度上の問題点が指摘されていた<sup>27</sup>。

こうした国債流通市場の制度上の問題点に対し、取引所仲買人や市中銀行は、国債流通市場の整備が必要であると認識していたとみられる。

取引所仲買人は、国債の取引所取引を拡大して取引所市場の価格形成・公示機能の向上を図る国債流通市場の整備を必要としていた。取引所市場の価格公示機能が低下したため、無標準の相場表を基準とする国債取引により、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<sup>28</sup>ことから、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）は、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<sup>29</sup>。

市中銀行、とくに国債保有が増加しつつあった普通銀行<sup>30</sup>は、国債価格が大幅に下落していたために売買損・評価損を蒙るリスクが高まったことに加えて、国債の取引所取引が低迷していたために保有有価証券の中心であった国債（表3）の金融逼迫期の市場売却による資金化や<sup>31</sup>金融緩和期の国債への積極的な資金運用が困難となっていた<sup>32</sup>。このため、普通銀行は、国債の取引所取引を拡大して国債価格の安定化と銀行の資金調達・運用の円滑化を図る国債流通市場の整備を必要としていた。国債流通市場整備の必要性について、当時の三井銀行常務取締役・菊本直次郎は、1926年6月の論稿で、「我が邦証券市場が、斯くの如き堅実のものとなり、常に安定し、市価を崩さずして証券の売買が自由に出来ることゝなれば、証券の資金化と云ふことも困難でなくなり、銀行はその第二次支払準備として、遊金の一時的処分方法として、公債社債を持つことを喜んで盛んにするようになるであろう。そして現在銀行が変態的に背負込んで有価証券を所有すると云ふことはなくなり、銀行自身が自発的に証券を買ふことを希望して持つか、発行の際に売ることを自発的

25 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）。

26 太田垣 [1923] 102～104 頁。

27 日本銀行調査局 [1916, 1932]、「現物売買公市場新設計画」、山一合資会社 [1918]、「我国商業銀行と公社債の關係に就て」、大阪野村銀行 [1921b]、前掲、「国債の民衆化」、梅澤 [1925]。

28 前掲、「現物売買公市場新設計画」。

29 同上。

30 前述のように公募において新規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、普通銀行の内国債保有高は、1919年末の4億500万円から1921年末には7億9,500万円と急増し、内国債残高に対する割合は1919年末の20%から1921年末には29%に急上昇している（大蔵省昭和財政史編集室 [1954] 22～24 頁）。

31 普通銀行は日本銀行からの国債担保借入れによる資金調達も可能であったが、不正確な国債の公定相場を基準とした担保価格となっていることが指摘されていた（梅澤 [1925]）。

32 菊本 [1926]。

に控えて置いて、一層有利な時を見計らつて売ると云ふことをするやうになるであらう。私は然う云ふ日の一日も早く来ることを、特に銀行家として望んで已まぬ次第である」<sup>33</sup>と記していた。

このように取引所仲買人や市中銀行が国債流通市場の整備の必要性を認識していた状況下で、大蔵省と日本銀行も、国債の取引所取引を拡大して取引所市場の価格形成・公示機能の向上、国債価格の安定化、銀行の資金調達・運用の円滑化を図る国債流通市場の整備が、国債流通市場の制度上の問題点を解消・軽減する対応策として有効であると認識するようになったと考えられる。

国債流通市場整備の有効性について、高橋大蔵大臣は、1921年10月19日の国債市場関係者による懇談会で、「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啻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」、「取引高の増加は市場の発達を語るものと見て大過なかるべく之によりて作らるゝ公定相場も其取引高の増加すればする程一層確實性を帯ぶることゝなる」、「従来僅に現物業者の発行する気配表によりて国債市価を知り得たる時代に在りては其高低の巾も大きく更に局外より気配表に基づきて注文を発する場合多額の売買にあらざるも尚多くは数拾銭時に壹圓の値開きを以て漸く之を実現するを得たる始末なりしに国債市場開設以来は日々少なくとも拾萬円圓外多きときは数壺百萬圓の取引あるに拘らず日々の相場の変動が著しく小巾となりたる」<sup>34</sup>と述べていた。

また、日本銀行は、1920年8月18日の国債市場開設に関する会合の散会後に、「国債及社債類ノ売買ヲ円滑ニシ其価格ノ安定ヲ期スルコトノ肝要ナルハ今更多言ヲ要セザル所ナルガ、其発行額ノ如キ、内国債ノミニテ既ニ二十億圓ノ巨額ニ上リ、之ニ外国債、地方債及社債ヲ合スルトキハ其額三十七億圓余ニ達ス。然ルニモ拘ラズ国債及社債ハ他ノ株式ト異ナリ、価格ノ騰落著シカラザルヲ以テ、動モスレバ市場ニ於テ閉却セラレ、取引従テ甚ダ振ハズ。現今ニ於テモ定期取引市場及直取引市場ニ於テ国債ノ売買ヲ為シ得レドモ、實際ニ於テハ其取引殆ンド皆無ニシテ、国債ノ相場ハ単ニ一部仲買人ノ見込ニ拠リテ相場表ニ現ハル、有様ナレバ、国債ノ所有者ハ売買共ニ非常ナル不便ヲ感じ又其相場ニ就キテモ標準不明ナル為メ不利益ヲ蒙ルコト多シ。是第一、国債ノ所有者ニ取りテ不利益ナルノミナラズ其ノ発行者タル国家ニ取りテモ亦甚シキ不利益ナリトス。而シテ更ニ金融業者トシテ之ヲ考フルモ、元

33 同上。

34 「高橋蔵相の国債宣伝演説」、大阪銀行集会所 [1921]。

来国債ハ絶大ナル国家ノ信用ヲ基礎トシテ発行セラレタルモノナレバ今次ノ財界反動期ニ於テ遭遇シタルガ如キ金融逼迫ノ時期ニ際シテモ尚容易ニ市場ノ最低歩合ヲ以テ資金ノ調達ヲ為スニ適シ、平素ヨリ銀行ノ非常準備トシテ大ニ歓迎セラルベキ筈ナルニ、従来兎角其機能ヲ發揮スルコト不十分ナルノ嫌アリシハ、一二其取引ノ円滑ヲ欠キシガ為メニシテ、之ニ因リテ受クル財界ノ不利益間亦甚大ナリト謂フベキナリ」<sup>35</sup>との新聞発表を行っていたのである。

こうした認識に加えて、大蔵省は、国債の民衆化政策の観点からも国債流通市場の整備に積極的であった<sup>36</sup>。国債の取引所取引が低迷していたことから、国債投資家、とくに小額投資家の国債の換金売りによる資金化は著しく困難であった。また、小額投資家は、日本銀行への国債時価売却による資金化が可能であったが、煩雑な手続きと多大な日数を必要としたうえに、国債の公定相場が不正確であり、国債価格が大幅に下落している状況下での時価売却は売却側の損失を意味していたことから、常に不利な状況におかれていた<sup>37</sup>。したがって、国債民衆化を実現するためにも、国債の取引所取引を拡大して取引所市場の価格形成・公示機能の向上と国債価格の安定化を図る国債流通市場の整備が必要とされたのである<sup>38</sup>。

一方、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が必要であると認識していた。公開市場操作実施の観点からの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ぬことと考へます御承知の如く現状を申します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

35 日本銀行資料係、『大正九年八月国債市場開設ニ関スル書類』（日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料1833）。

36 前掲、「国債民衆化計画」、前掲、「公債市場の改善」。

37 前掲、「公債市場の改善」。

38 国債民衆化政策の観点からの国債流通市場整備の必要性について、高橋大蔵大臣は、「公債市場は専ら日本銀行と当局の計画にして其趣旨は公債民衆化の一助たらしめんとするにあり蓋し現今の公債取引機関は頗る不備にして取引所の一部に公債現物取引の組織ありと雖も公債は他の株式類と異り相場の変移少きが故に値鞘を目的とする相場師の取引物に適せず殆ど有名無実の状態にして相場も釘付の儘なるを例とす而して一般の公債売買は寧ろ公債株式現物店にて行わるゝも市場の如き普遍的に大取引の行われざるが故に一時に多額の売買注文を消化し難く少しく纏まりたる注文あるときは忽ち相場に変動を生じて注文者の不利益を誘起し公債取引の円滑乃至は公債民衆化の支障となる事少からず之を以て有効なる公債市場を設けて公債売買の円滑と売買に依る相場の激変を防ぎて一般の公債取引に便し公債民衆化となす所以なるを以て政府は其趣旨に賛成を表わしたる次第なり」、「勤儉貯蓄の美風を養成せん事切望に堪えざるが此方策として公債の民衆化は最も緊要事なるべし蓋し公債は利廻り好き貯蓄にして其支払期日前と雖も売渡によりて必要なる資金を得る途あり唯其売買機関の不備なる為売買に円滑を欠き或は相場の低落して不利を招く事あるが如きは一般に公債放資を好まざる所以なれば其売買を円滑にし且何時之を売払うも為に相場の変動を誘起する事なき公債の大消化市場を設くるには公債民衆化の最も必要なる条件なるべく今回の公債市場の如きは此意味に於ける効果少からざるべしと信ず」との談話を発表していた（1919年10月26日、中外商業新報）。

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」<sup>39</sup>と述べていたのである。

### 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る<sup>40</sup>。同年、大蔵省は、「逐年国債発行高ノ増大ハ国債市価ノ維持、流通力ノ増進ヲ益々急務トスルニ至レル」<sup>41</sup>との認識のもとで、取引所市場における国債の取引振興策として「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<sup>42</sup>。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、日本銀行が取引所市場で国債を直接売買することにより、取引所市場の価格形成・公示機能の向上と国債価格の安定化を図る取引振興策であった。

これに対し、日本銀行は、国債価格の安定化を目的とした取引所市場での国債の直接売買には消極的であり、市場参加者による自由な国債取引の拡大が必要であると判断し、「本行自ら直接国債売買ヲ行フハ国債市場ノ発達ヲ阻害スルノ虞アルヲ以テ、寧ろ一方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」<sup>43</sup>旨を大蔵省に答申した。この答申で日本銀行は、「政府及日本銀行ハ公債市場ヲ支配シ適當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ろ之ヲ企テサルヲ可トス」、「ヨシ豊富ナ

39 「全国交換所連合会」、東京銀行集会所 [1919b]。

40 「公債活用拡張計画」、東京銀行集会所 [1919a]。

41 日本銀行審査部 [1991] 1200 頁。

42 同上、1200～1204 頁。

43 同上、1204 頁。

ル資金ヲ擁スルトスルモ虚々実々所謂生き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かシ却テ害アルヲ致スヘシ」<sup>44</sup>と説明していた<sup>45</sup>。

もっとも、大蔵省も、前述のように国債の償還政策が消極的となる過程で、国債価格の安定化を図るためには、国債償還資金の証券買入償却よりも、取引所市場での市場参加者による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。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、国債償還資金繰入れの全部停止についての審議が行われた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ズ公債ノ確実ナル、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ス、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ス、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」<sup>46</sup>と述べていたのである<sup>47</sup>。

## (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月に取引所市場にお

44 同上、1204～1206頁。

45 日本銀行は、国債民衆化政策に関しては、小額投資家の国債の換金売りによる資金化に否定的であったとみられる。この答申で日本銀行は、「小口売買ノコトハ公債政策ヨリハ寧ろ社会政策ノ見地ヨリ考フルヲ要ス郵便局利用勸業月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レ方可ナラン中産以下ノ階級ヨリ言ヘ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、1206頁)。

46 『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』。

47 高橋は、後に国債償還資金繰入れの一部停止についての審議が行われた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、其発行ノ価格ヲ成バク良クスル為ニ、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ツタ、公債ヲ市場カラ買上ゲルト云フコトニ付テハ、之ニ伴フ弊害モアル、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、本當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』)。

ける取引振興策がまとめられたとみられる<sup>48</sup>。同時期に日本銀行が作成したと推定される文書<sup>49</sup>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株式取引所が反対し、実現されなかった<sup>50</sup>。

第2に、前述のように普通銀行を中心に市中金融機関の国債保有が増加しつつあったことから、店頭市場での取引が多かったといわれる市中金融機関の同業者間での国債取引<sup>51</sup>を取引所市場に集中させるため、取引所市場で国債取引を行う国債仲買人を新設し、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、「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」<sup>52</sup>、市中銀行、ビルブローカー、信託会社などの市中金融機関からも国債仲買人を選定するとした。

第3に、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）<sup>53</sup>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、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<sup>54</sup>。

第4に、日本銀行は、前述のように取引所市場での国債の直接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、国債に関する制度改正を行い、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（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）を実施するとした。これらは、大蔵省による国債民衆化の促進策でもあった<sup>55</sup>。

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、専業国債仲買人15名、兼業国債仲買人31名が国債仲買人<sup>56</sup>として

48 「国債取引所設置計画」、東京銀行集会所 [1919e]、杉野 [1925]。

49 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）。

50 杉野 [1925]。

51 石塚 [1958] 94 頁。

52 日本銀行調査局 [1932]。

53 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）。

54 「国債取引と裸相場」、東京銀行集会所 [1920c]。

55 富田 [1925]。

56 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



認可され<sup>57</sup>、市中金融機関からは、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に選定された<sup>58</sup>。取引価格については裸相場が採用され<sup>59</sup>、翌 1921 年 1 月からは入札売買が開始された<sup>60</sup>。

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<sup>61</sup>。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。

国債に関する制度改革については、1920 年 3 月発行の臨時国庫証券から利払期が年 4 回に統一され<sup>62</sup>、同年 9 月には額面金額が 7 種類に統一された<sup>63</sup>。また、翌 1921 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<sup>64</sup>。

## 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

1920 年の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 制限の取引期限を 2 ヶ月 3 制限に制度改革することを要求していた<sup>65</sup>。これに対し、大蔵省と日

され、翌 1920 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、1920 年 12 月 23 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 1921 年 2 月 8 日に農商務大臣に認可された。（大阪株式取引所 [1928] 401 頁）。

57 「国債市場開始」、山一合資会社 [1920c]。

58 日本銀行調査局 [1932]。国債仲買人の選定については、「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 [1920b]）。もともと、特殊銀行であった日本興業銀行、朝鮮銀行、台湾銀行を除くと、国債仲買人に選定された銀行の多くは、第一次大戦期に現物商が創設した銀行（霧見 [1989]）であった。日本銀行は有力市中銀行に対して国債仲買人としての役割を求めたが、躊躇する銀行が多かったといわれている（野村證券株式会社 [1936] 7 頁）。

59 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ていた（日本銀行営業局長、「国債売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〉）。

60 入札売買が開始されたことについては、「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]）。

61 大阪の国債市場では、1921 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）。

62 「国債政策改善」、東京銀行集会所 [1920c]。

63 「国債額面の統一」、大阪銀行集会所 [1920]。

64 「国債融通範囲拡張」、東京銀行集会所 [1921]。

65 杉野 [1925]。

本銀行は、取引期限の延長による投機的取引が不当に大きな国債価格の変動をもたらすことを懸念していた<sup>66</sup>。したがって、制度改正の採否は国債市場開設後の状況から判断されることとなっていた<sup>67</sup>。また、1922年にも東京と大阪の国債仲買人組合が2ヵ月3限制への定期取引の制度改正を提案した<sup>68</sup>が、大蔵省と日本銀行は賛成しなかった<sup>69</sup>。大蔵省と日本銀行が制度改正に賛成しなかった背景には、1922年8月18日に閣議決定された物価調節策の一項目に「取引所並に場外の投機取引を厳重に取締ること」が掲げられていた<sup>70</sup>ように、投機的取引がもたらす物価騰貴の懸念があったと考えられる。

国債市場開設後、東京株式取引所での内国債の現物取引高は、1919年の442万円から1921年には2億4,528万円と急増し、内国債の年度末残高に対する割合は、1919年の0.2%から1921年には9.0%に急上昇した。だが、1922年以降は漸減し、1924年の実物取引高（1922年の取引所法改正により、現物取引から名称変更）は1億7,877万円、年度末残高に対する割合は5.3%であった（表7）。また、国債取引が全く行われず、いわゆるバイカイ（同一の国債仲買人が同一の国債を同数量だけ同時に売りと買いを場帳に登録すること）によって辛うじて公定相場が形成される場合もあり、公定相場の変動幅も大きかったとみられる<sup>71</sup>。

国債の取引所取引が停滞した原因については、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<sup>72</sup>。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市場での取引よりも無標準の相場を基準とする店頭市場での取引の方が利益が大きいのという取引所市場での実物取引にかかわる問題点

66 こうした大蔵省と日本銀行の懸念に対し、当時の東京株式取引所理事長・郷誠之助は、前述の1921年10月19日の国債市場関係者による懇談会で、「現今の国債市場の取引は余りに物々交換的で殆ど原始的である元來放資と投機とは同一物の裏表で投機を離れての放資は想像すること不可能である然るに政府当局多年の見解は放資を愛して投機を憎んだ日銀当局の如きは万々斯る僻見なかるべき筈なるも国債市場に投機分子を注入する事に対しては余程臆病なるが如く拝察する過当投機は固より不可なれど適當なる投機を交ゆるに非ざれば真正なる放資を完全に運用することは出来ない近來国債仲買人に加入せられたる銀行家諸君の内には市場の真相を理解せらるゝに伴い國際市場に或程度迄の投機を必要とすることに覺醒せられたるは甚だ欣喜に堪えぬ政府日銀当局等に於ても努めて有価証券市場の真相に触れられ進んでは積極的に国債市場に対し尽策せられんことを希望する」と述べていた（1921年10月22日、報知新聞）。

67 前掲、「国債清算市場開設ノ可否ニ就テ」。

68 1922年1月の国債仲買人総会での元日本興業銀行総裁・土方久徴の提案が契機になったとみられる（梅澤 [1925]、吉川 [1925]）。

69 同上。また、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限制の定期取引の提案に対し、「敢て其ノ必要ヲ認メズ」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〉）。

70 「物価調節策決定」、東京銀行集会所 [1922c]。

71 太田垣 [1924]、大阪株式取引所国債取引員組合 [1928] 1頁。

72 現時点でのこの時期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」）。

が指摘されていた<sup>73</sup>。

このように国債市場開設後も国債流通市場の制度上の問題点に改善がみられなかったことから、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<sup>74</sup>」、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ることになった。東京株式取引所の国債取引員で組織された国債清算市場研究会による「国債長期清算取引要綱」が具体案として作成され<sup>75</sup>、若干の修正が加えられた「国債長期清算取引要綱」が1925年6月の国債取引員組合委員会総会で承認された<sup>76</sup>。これにもとづき、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」が同年8月29日に株式取引所を管轄する商工省（1925年4月に農商務省が廃止され、農林省と商工省が発足）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<sup>77</sup>。

## (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。国債清算取引の開始について、大蔵省は、1925年9月29日に作成した文書で、「国債市場ノ発達ハ国債ノ清算取引ニ負フ所大ナリ、大量取引ニ適スルコト、市価ノ公正ヲ図ルコト、金融ノ疏通ヲ滑カニスルコトノ三点ヨリ察スレハ此ノ制度ヲ採用スルヲ以テ当面ノ良策ナリトス」<sup>78</sup>、日本銀行は、前述の大蔵省の回示に対する同年9月16日の答申で、「市場消化力ヲ増大シ国債ノ取引ヲ円滑ナラシメントセハ国債ニ対スル実需ノ外ニ投機取引ヲモ集中セシメ以テ自由ニ且大量ニ売買ノ出合ヲ付ケシムルコトヲ要スヘク之レカ為メニハ取引ノ決済ハ一定期ニ於テ之レヲ為シ又転売買戻ノ方法ニヨリテ必スシモ実物現金ノ受渡ヲ要セサル所謂清算市場ヲ設立セシムルヲ可トスヘキナリ」<sup>79</sup>と記していた。

このように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としては、以下のことが考えられる。

73 前掲、「国債清算市場開設ノ可否ニ就テ」、日本銀行調査局 [1932]。

74 片岡 [1925]。

75 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）。

76 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）。

77 「東京株式取引所国債長期清算取引ニ関スル件ニツキ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）。

78 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』。

79 「調秘第一号」、同上所収。

表 8 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	発行額に対する 売上高の割合
1919	60,000	44,189	73.6%
1920	70,000	39,604	56.5%
1921	63,000	29,625	47.0%
1922	50,000	28,948	57.8%
1923	40,000	19,065	47.6%
1924	70,000	41,758	59.6%
1925	60,000	29,914	49.8%
1926	40,000	18,977	47.4%

備考：臨時国庫証券、借換債を含む。

資料：大蔵省理財局国債課 [1932]、大蔵省 [1953]。

第 1 に、国債市場開設後も国債の民衆化が進展していなかった<sup>80</sup>。国債の郵便局売出の状況についてみると、発行額の約 50% が売残りとなっていた (表 8)。したがって、大蔵省は、国債民衆化を促進するためには、国債長期清算取引の開始による国債の取引所取引のさらなる拡大が必要であると認識していたとみられる<sup>81</sup>。上記の文書で大蔵省は、国債長期清算取引による効果の 1 つに、「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」<sup>82</sup>る点を挙げていた。

第 2 に、国債市場開設後も、国債の取引所取引が停滞する一方で、市中銀行の預貸率は依然として高く (表 3)、市中金利も高止まりの状況にあった (表 4) ことから、国債価格が低迷していた (表 5)。国債価格の低迷により、前述のように国債保有が増加しつつあった普通銀行においては売買損・評価損を蒙るリスクがさらに高まったため、1922 年 4 月 7 日に全国手形交換所連合会は、「我国債の信用を維持し市価の回復を図らん」<sup>83</sup>として、国債の新規発行抑制と国債償還資金の繰入れ再開を建議した。これに対応して、1923 年度から国債償還資金の繰入れが再開され、証券買入消却も増加した (表 2) が、国債価格は回復しなかった (表 5)。したがって、国債価格の安定化を図るためには、国債償還資金の証券買入償却よりも、国債長期清

80 「債券取引の円滑」、大阪野村銀行 [1921a]、「公債の民衆化に付て」、東京銀行集会所 [1922a]。当時の国債取引員であった神田銀行の神田鑑蔵は、1924 年 5 月 18 日の東京銀行集会所における国債市場関係者懇和会例会で、「公債の在 high の統計を見ますと、誠に公債脳充血、どうも日本銀行若くはシンジケート銀行とか普通銀行とかに余りに多い而して民衆化して居りませぬ。故に民衆化を如何にするか、如何にして国民に之を消化せしむるかと云ふことは、蓋し仲買人諸君の大なる力を藉らなければならぬと思います」と述べていた (神田 [1924])。また、前述のように国債民衆化の促進が期待された入札売買も不振であったとみられる (太田垣 [1924])。

81 岡田 [1925]。

82 前掲、「国債長期清算取引ニ関スル件」。

83 「手形交換所連合大会」、東京銀行集会所 [1922b]。

算取引を開始し、取引所市場での市場参加者による自由な国債取引をさらに拡大することが重視された。取引所市場での国債取引のあり方や取引の拡大効果について、上記の文書の中で大蔵省は、「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ロ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カ減債基金ノ利用ニ依ル国債相場線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」、「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」<sup>84</sup>、上記の答申の中で日本銀行は、「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ク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」、「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繫即チ売繫買繫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」<sup>85</sup>と記していた<sup>86</sup>。

第3に、大蔵省と日本銀行は、いずれも国債の長期清算取引による投機的取引の可能性は低いと判断していた。長期清算取引による投機的取引の可能性について、上記の文書で大蔵省は、「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ハ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崩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、ナルヘク相場ハ度々変動スヘキモノノ激動ハ却テ現物取引ヨリハ之ヲ減スルコトヲ得ヘシ」<sup>87</sup>、上記の答申で日本銀行は、「国債清算市場ノ開設ハ投機ヲ奨励シ国債市価ノ変動ヲ多カラシメ且ツ不当ナル相場ヲ出現セシムル惧アリ之ニ対シテハ適当ナル対策ヲ講スルコト素ヨリ必要ナルモ元来国債自体ハ投機ノ目的物トシテハ寧ロ妙味ニ乏シキモノナルヲ以テ財界ノ好

84 前掲、「国債長期清算取引ニ関スル件」。

85 前掲、「調秘第一号」。

86 日本銀行は、1925年4月の文書でも、「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シ現在ヨリモ困難ヲ感ス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市場トシテハ元来公正ナルモノニ非スシテ此点ハ寧ロ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」）。

87 前掲、「国債長期清算取引ニ関スル件」。

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」<sup>88</sup>と記していた。

もともと、日本銀行には投機的取引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り、長期清算取引の開始による国債の取引所取引の拡大効果について日本銀行は懐疑的であった。上記の答申で日本銀行は、「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」、「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」<sup>89</sup>と記していたのである。

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1926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<sup>90</sup>。

## 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。国債残高が累増し、償還政策が消極的となる一方で、国債価格の大幅な下落により国債の消化が困難となり、他方で物価の騰貴が懸念されていたことから、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。また、国債残高の累増に対し、国債の取引所取引が低迷していたことから、大蔵省、日本銀行、取引所仲買人、市中銀行の間で、国債の取引所取引を拡大して取引所市場の価格形成・公示機能の向上、国債価格の安定化、銀行の資金調達・運用の円滑化を図る国債流通市場の整備が必要であると認識されるようになった。加えて、大蔵省は国債の民衆

88 前掲、「調秘第一号」。

89 同上。

90 「国際長期清算取引の概要」、債券協会本部 [1925]。

化政策、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が必要であると考えていた。

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、国債民衆化政策の観点も踏まえて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、国債価格の安定化を目的とした取引所市場での国債の直接売買には消極的であり、市場参加者による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となる過程で、国債価格の安定化を図るためには、国債償還資金の証券買入償却よりも、取引所市場での市場参加者による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、いずれも国債の投機的取引の可能性は低いと判断していたが、長期清算取引の開始による国債の取引所取引の拡大効果について日本銀行は懐疑的であった。

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<sup>91</sup>、1926年8月28日に東京株式取引所の国債取引員組合委員会が、大蔵省に対して取引所市場における取引振興策を答申した。その主な内容は、(1)国債償還資金の証券買入消却を国債長期清算取引にも流用する、(2)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というものであった<sup>92</sup>。

続いて、1926年9月16日に、金融制度調査準備委員会臨時委員<sup>93</sup> [1926] が作成され、(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による国債売買を促進するという内容の取引振興策が提示された。ここで注目されるのは、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が行われたことである。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<sup>94</sup>。

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坂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

91 「国債長期取引開始」、東京銀行集会所 [1925]。この点に関して粕谷教授から、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ご教示をいただいた。

92 東洋経済新報社 [1926]、池田 [1926]。

93 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] 375、381頁）。委員の構成については、証券会社などの株式取引所関係者が選ばれていないことを問題とする指摘もあった（岡田 [1927]）。

94 竹澤 [1968] 378頁

投機化することは不適當との意見がある一方で、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<sup>95</sup>。

1927年の金融恐慌以降は、取引所市場での国債取引は増加傾向を示し、国債価格は大幅に上昇する<sup>96</sup>（表5、表7）。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<sup>97</sup>についての検討は、筆者の次なる課題である。

---

95 日本銀行調査局 [1932]。

96 日本興業銀行調査課 [1935] 7～9頁。

97 この点に関して岡崎教授から、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とのこと教示をいただいた。



## 参考文献

- 青木得三（大蔵省書記官）、「敢て国債投資を勧む」、『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、25～28頁
- 池田 生、「国債長期取引と国債市場」、『インヴェストメント』第4巻第4号、インヴェストメント社、1926年、24～28頁
- 石塚一正、『証券』、有斐閣、1958年
- 伊藤正直、「財政・金融構造」、大石嘉一郎編『日本帝国主義史Ⅰ』、東京大学出版会、1985年、71～111頁
- 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』第1巻第4号、取引所研究社、1925年、87～91頁
- 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、『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  
 ——、『財政金融統計月報』第35号、大蔵財務協会、1953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、『国債統計年報 昭和六年度』、大蔵省印刷局、1931年  
 ——、『昭和七年調 金融事項参考書』、内閣印刷局、1932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
- 大阪株式取引所国債取引員組合、『国債市場取引は如何に利用すべきか』、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277号、大阪銀行集会所、1920年  
 ——、『大阪銀行通信録』第290号、大阪銀行集会所、1921年
- 大阪野村銀行、『大阪野村銀行旬報』第10号、大阪野村銀行、1921年 a  
 ——、『大阪野村銀行旬報』第25号、大阪野村銀行、1921年 b  
 ——、『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  
 ——、「国債市場振興策」、『銀行研究』第6巻第1号、銀行研究社、1924年、141～155頁
- 岡田純夫、「国債長期清算取引に就て」、『商事研究』第5巻第5号、文雅堂、1925年、95～102頁  
 ——、「資本市場としての株式取引所」、『銀行研究』第12巻第3号、銀行研究社、1927年、17～27頁
- 片岡吾音（大阪野村銀行重役）、「国債長期清算取引の開始」、『取引所研究』第1巻第6号、取引所研究社、1925年、49～59頁

河合良成（東京株式取引所理事）、「取引所と金融市場との関係」、『大阪銀行通信録』第 297 号、大阪銀行集会所、1922 年、19～28 頁

神田鑄蔵、「国債市場の沿革」、国債市場関係者懇和会『学窓より見たる国債市場』、国債市場関係者懇和会、1924 年、31～44 頁

菊本直次郎（三井銀行常務取締役）、「銀行と証券市場」、『インヴェストメント』第 3 巻第 6 号、インヴェストメント社、1926 年、24～28 頁

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、638～641 頁

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 2 巻第 6 号、インヴェストメント社、1925 年

財務省理財局、『債務管理レポート 2010—国の債務管理と公的債務の現状—』、財務省理財局、2010 年

島田 茂、『公社債投資の智識』、内外社、1932 年

杉野喜精（山一合資会社社長）、「国債清算取引の開始に就て」、『インヴェストメント』第 2 巻第 5 号、インヴェストメント社、1925 年、31～39 頁

竹澤正武、『日本金融百年史』、東洋経済新報社、1968 年

霧見誠良、「証券財閥」、渋谷隆一・加藤 隆・岡田和喜編『地方財閥の展開と銀行』、日本評論社、1989 年、471～522 頁

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 巻第 402 号、東京銀行集会所、1919 年 a

——、『銀行通信録』第 67 巻第 403 号、東京銀行集会所、1919 年 b

——、『銀行通信録』第 67 巻第 405 号、東京銀行集会所、1919 年 c

——、『銀行通信録』第 67 巻第 408 号、東京銀行集会所、1919 年 d

——、『銀行通信録』第 68 巻第 409 号、東京銀行集会所、1919 年 e

——、『銀行通信録』第 69 巻第 412 号、東京銀行集会所、1920 年 a

——、『銀行通信録』第 69 巻第 415 号、東京銀行集会所、1920 年 b

——、『銀行通信録』第 70 巻第 420 号、東京銀行集会所、1920 年 c

——、『銀行通信録』第 71 巻第 423 号、東京銀行集会所、1921 年

——、『銀行通信録』第 73 巻第 437 号、東京銀行集会所、1922 年 a

——、『銀行通信録』第 73 巻第 438 号、東京銀行集会所、1922 年 b

——、『銀行通信録』第 74 巻第 442 号、東京銀行集会所、1922 年 c

——、『銀行通信録』第 80 巻第 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

東洋経済新報社、「本邦起債市場の発達」、『東洋経済新報』第 1022 号、東洋経済新報社、1922 年、17～18 頁

- 、「国債市場振興案」、『東洋経済新報』第1212号、東洋経済新報社、1926年、31頁
- 富田勇太郎（大蔵省理財局長）、「債券民衆化の三大要件」、『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、20～24頁
- 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、『日本銀行沿革史』第3集第13巻、日本銀行、1962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、『東京ニ於ケル株式市場ノ要綱』、日本銀行調査局、1916年
- 、「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、479～552頁
- 、『昭和七年 本邦経済統計』、日本銀行、1933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、71～94頁
- 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79号、山一合資会社旬報発行所、1920年 a
- 、『山一合資会社旬報』第86号、山一合資会社旬報発行所、1920年 b
- 、『山一合資会社旬報』第87号、山一合資会社旬報発行所、1920年 c
- 吉川良作、「国債の長期清算取引問題」、『調査彙報』第10号、安田保善社、1925年、78～87頁

