

戦前日本の国債管理政策： 国債整理基金・預金部・日本銀行に よる国債価格支持政策

えひろ あきら
永廣 顕

要 旨

国債管理政策の役割の1つである国債の価格支持に関して、戦前の日本の国債流通市場において国債整理基金・預金部・日本銀行が担った役割について考察し、国債の価格支持を目的とする国債流通市場からの国債買入れの主たる担い手の変化の過程やその背景、政策主体における国債買入れについての認識、判断を明らかにすることが本稿の課題である。第一次世界大戦後の日本では、国債の償還政策が積極的であった時期には、大部分を国債流通市場からの買入れとする国債整理基金からの償還が増額され、国債の価格支持を目的とした国債買入れの主たる担い手は大蔵省が管理する国債整理基金であった（1928～30年）。1931年以降、国債の償還政策は消極的なものとなって国債整理基金による国債買入れは減退し、預金部・日本銀行による国債買入れもほとんど実施されず、国債流通市場からの国債買入れにより直接的に国債の価格支持を図ることは困難な状況となったが、かわりに実施された国債優遇策が間接的に国債の価格支持の機能を果たした（1931～32年）。その後、大蔵省は、国債流通市場からの国債買入れによる国債の価格支持の担い手を預金部に求め、預金部による国債の価格支持を目的とした国債買入れが行われた（1936年）。一方、日本銀行は、日本銀行信用の膨張とそれともなうインフレへの懸念から国債買入れについてはできれば避けたいと考えていたが、1937年以降、日本銀行信用の膨張ともなうインフレへの懸念が弱まる中で、資金の運用余力に限界があった預金部にかわって国債の価格支持の主たる担い手となった。

キーワード： 国債管理政策、国債価格支持政策、国債流通市場、国債整理基金、預金部、日本銀行、国債買入れ

.....
本稿は、筆者が日本銀行金融研究所の国内客員研究員の期間に行った研究をまとめたものである。金融研究所のセミナーにおいては、鎮目雅人教授（早稲田大学）をはじめ、参加者から数々の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、筆者個人に属し、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。

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

国債管理政策については、財務省によると、「できるかぎり財政負担の軽減を図りながら、国の公的債務（国債、政府短期証券、借入金、政府保証債務及び交付国債）が国民経済の各局面において無理なく受け入れられるよう、国債の発行、消化、流通及び償還等の各方面にわたり行われる種々の政策」¹と定義されている。その中で、国債市価の下落に対して価格支持を行い、国債の発行条件を有利にして国債の安定消化と財政負担（利払費の負担）の軽減を図ることは国債管理政策の役割の1つであるといえる。

本稿では、国債管理政策の役割の1つである国債の価格支持に関して、戦前の日本の国債流通市場において国債整理基金・預金部・日本銀行が担った役割について考察する。ここでは、1904年の日露戦争時から1940年までの国債流通市場において、国債市価の下落が大きな問題となった3つの時期（1928～30年、1931～32年、1936～37年）に特に焦点を当てて検討する。

戦前の日本の国債発行市場についてみると、第一次世界大戦中から戦後にかけて、経済社会基盤の拡大と軍備増強の財源として新規国債の発行が増加し、その主な発行方法は、有力銀行で結成された国債引受シンジケート銀行（シ団銀行）が中心となって国債を引き受ける公募、日本銀行がいったん政府から引き受けた国債を郵便官署に委託して郵便局の窓口を通じて個人向けに売り出す郵便局売出し、郵便貯金を主たる原資として受け入れた預金部が国債を引き受ける預金部引受けであった。1931年9月の満州事変の勃発以降は、戦局の拡大による巨額の戦費調達のために新規国債の発行が急増し、発行方法の中心は日本銀行が政府から直接国債を引き受ける日本銀行引受けとなり、郵便局売出しと預金部引受けがそれを補完した（表1）。日本銀行引受けにおいては、日本銀行が引き受けた国債を、漸次、銀行等の民間金融機関や預金部等の政府関係機関に売却する方法（売りオペ）がとられた。

こうした国債発行市場の拡大にともない、国債の取引所市場での価格形成・公示機能の向上を目的として国債流通市場が整備された。1920年に東京と大阪の株式取引所内に国債市場が開設され、1925年からは東京の国債市場で国債長期清算取引が開始された（大阪では1926年から開始）。国債流通市場の整備により、取引所市場での国債の取引高は著しく増加し、1940年にピークを迎えた。しかし、戦時における経済統制の強化とともに国債の取引は著しく減退し、1943年には国債長期清算取引が廃止された。したがって、ここでは、国債流通市場が拡大傾向にあった1940年までを考察の対象とする（表2）。

.....
1 財務省理財局 [2024] 3頁。

表 1 新規国債の発行方法（1917～45年度）

（単位：百万円）

年度	新規国債発行額	公 募	郵便局売出	預金部引受	日本銀行引受	その他
1917	36.4	33.4		3.0		
1918	107.1	101.9		1.2		4.0
1919	211.9	211.9				
1920	305.2	199.9	70.0	29.0		6.2
1921	349.9	181.7	63.0	35.0	50.0	20.2
1922	183.9	121.8	50.0			12.0
1923	79.1	11.4	40.0	24.1		3.5
1924	290.0	115.5	40.0	130.0		4.5
1925	90.0		60.0			30.0
1926	97.0		40.0	40.0		17.0
1927	182.0	60.0		122.0		
1928	151.0	70.0		78.5		2.5
1929	161.9			161.9		
1930	64.5			59.5		5.0
1931	191.2			191.2		
1932	772.3			67.0	682.3	23.0
1933	839.7			86.8	752.8	
1934	830.0			152.0	678.0	
1935	761.0			100.0	661.0	
1936	685.0			120.0	565.0	
1937	2,230.0		118.7	350.0	1,661.2	100.0
1938	4,530.5		475.0	780.0	3,275.4	
1939	5,516.5		496.6	1,500.0	3,519.8	
1940	6,884.5		601.1	1,890.0	4,393.3	
1941	10,191.0		722.0	2,150.0	7,318.9	
1942	14,259.0		1,240.5	3,350.0	9,668.5	
1943	21,147.0		1,204.2	6,000.0	13,942.7	
1944	30,076.3		584.8	10,400.0	19,091.4	
1945	28,111.2		61.0	11,859.0	16,191.2	

備考：歳出の財源となる新規国債のみ。

資料：大蔵省 [1953] 46 頁

表2 内国債の取引所取引（1917～45年）

（単位：百万円）

年	取引高		実物取引 (現物取引)	長期清算取引 (定期取引)	内国債の 年度末残高
	総額	対年度末残高			
1917	54.3	4.0%	54.3	—	1,359.9
1918	31.8	1.8%	31.8	—	1,740.6
1919	4.4	0.2%	4.4	—	1,966.7
1920	32.0	1.4%	32.0	—	2,352.8
1921	245.2	9.0%	245.2	—	2,718.1
1922	161.6	5.4%	161.6	—	2,983.3
1923	136.4	4.4%	136.4	—	3,108.5
1924	178.7	5.3%	178.7	—	3,356.2
1925	282.8	8.0%	250.1	32.7	3,519.8
1926	320.4	8.6%	193.6	126.8	3,710.5
1927	551.6	14.0%	436.2	115.4	3,944.4
1928	1390.0	31.7%	973.3	416.7	4,379.9
1929	742.5	16.5%	435.7	306.8	4,512.6
1930	643.7	14.4%	372.8	270.9	4,476.7
1931	1074.0	22.8%	316.1	757.9	4,715.0
1932	911.0	16.1%	205.3	705.7	5,663.7
1933	692.3	10.3%	227.4	464.9	6,724.4
1934	574.9	7.5%	217.5	357.4	7,687.5
1935	1012.2	10.6%	567.7	444.5	9,522.4
1936	1166.7	12.6%	688.7	478.0	9,257.5
1937	1077.4	9.4%	548.2	529.2	11,516.9
1938	789.8	4.9%	464.1	325.7	16,065.1
1939	1433.8	6.6%	686.5	747.3	21,628.0
1940	1774.5	6.2%	745.9	1028.6	28,611.2
1941	639.4	1.6%	428.6	210.8	39,248.9
1942	608.4	1.1%	338.5	269.9	54,222.0
1943	483.2	0.6%	373.5	109.7	76,660.6
1944	…	…	…	…	106,744.6
1945	…	…	…	…	139,924.4

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。

資料：大蔵省 [1953] 46頁、東京証券取引所 [1970] 718～719頁。

このように国債発行・流通市場が拡大する中で、国債市価の下落は、金融機関や個人による国債の安定消化を困難にし、国債の多くを保有するようになっていた金融機関²の損失を意味することになる。そこで、国債の消化促進と金融機関の損失回避のために、国債流通市場からの国債買入れによる国債の価格支持の担い手とされたのが、本稿の考察対象である国債整理基金・預金部・日本銀行であった。

これら3つの公的機関の国債買入れについては、以下のような特徴があった。

国債整理基金は、国債償還のための財源を制度的に確保して計画的な償還を実施する大蔵省所管の特別会計であった。国債の価格支持を目的として国債流通市場（取引所市場）からの買入償還が行われたが、買入償還は償還政策の動向に左右された。

預金部は、国債整理基金と同様に大蔵省所管の特別会計であり、郵便貯金を主たる原資として受け入れ、国債、地方資金、生産力拡充資金等に運用した。資金運用においては、1925年制定の預金部預金法の第4条に規定された「国家公共の利益」と「有利確実」の2つの原則との整合性が問われ、預金部が受け入れた資金と払い出した資金の差額である運用余力の制約を受けた。国債運用の方法には、新規国債の引受け、売りオペに対応した国債買入れ、国債流通市場（取引所市場）からの国債買入れがあり、国債流通市場からの国債買入れは国債の価格支持を目的として行われた。

日本銀行は、物価の安定を目的として通貨供給量の調節を行う金融政策の主体である。したがって、国債買入れは、本来、物価の安定を目的とした通貨供給量の調節のために行われるが、国債の価格支持を目的とした国債買入れが行われて日本銀行信用が膨脹することになると、金融引締政策と矛盾が生じる可能性があった。

戦前の日本の国債管理政策³の中で、国債の価格支持を目的として国債整理基金・預金部・日本銀行が国債買入れを実施していた事実は、これまでの研究で明らかになっている⁴。また、国債整理基金・預金部・日本銀行による国債買入れにつ

2 金融機関の内国債保有高は、1919年末の8億9,300万円から1926年末には22億円に急増し、内国債残高に対する割合も1919年末の45%から1926年末には60%に上昇した。金融機関のうち、特に内国債保有高が増加し、内国債残高に対する割合が上昇したのは、普通銀行（1919年末：4億500万円、20%→1926年末：9億5,500万円、26%）と預金部（1919年末：1億300万円、5%→1926年末：4億1,700万円、11%）であった（大蔵省昭和財政史編集室 [1954] 22～24頁）。

3 戦前の日本の国債管理政策については、高橋財政における国債管理政策を体系的に論じた中島 [1977]、1930年代の国債管理政策と対外金融との関係を論じた伊藤 [1989]、明治初期以降の金融政策と国債管理の関係を論じた鎮目 [2023] の研究がある。

4 大蔵省昭和財政史編集室 [1954]、志村 [1980]、日本銀行百年史編纂委員会 [1984]、釜江 [2012, 2016, 2021]。

いて、個別具体的に分析・考察した研究もある⁵。しかし、国債買入れの主たる担い手には変化があったと推察されるが、その変化の過程や背景、さらには、政策主体である国債整理基金・預金部・日本銀行それぞれが、国債の価格支持を目的とした国債買入れについてどのように認識、判断していたのかについては明らかになっていない⁶。

そこで、国債流通市場に関する資料やデータは非常に少ないという制約はあるが、本稿では、現時点で入手可能である第一次資料等を利用し、戦前の日本の国債流通市場において国債整理基金・預金部・日本銀行が担った役割について考察しつつ、国債の価格支持を目的とする国債流通市場からの国債買入れの主たる担い手の変化の過程やその背景、それぞれの政策主体における国債買入れについての認識、判断を明らかにしていくことにしたい。

2. 1928～30年：国債整理基金による国債の価格支持

(1) 国債整理基金の設置と国債償還政策の展開

本節で明らかにするように、1928～30年の国債の価格支持を目的とした国債流通市場からの国債買入れの主たる担い手は国債整理基金であったが、まずは本項で、国債整理基金の設置とその後の国債償還政策の展開について概観しておく。

1904～05年の日露戦争時の巨額の軍事国債の発行と累増により国債市価が下落傾向にあり、さらに、軍事国債の大部分が外貨債であったことから、国債市価を維持して国内外の公信用を高めておくことが必要となった。このため、国債残高の圧縮による将来の財政負担の平準化を図り、国債の規則的な償還方針を明らかにした1906年の国債整理基金特別会計法の制定により国債整理基金が設置され、国債整理基金には、毎年度、一般会計から償還財源を繰り入れることになった。

その後、第一次世界大戦後の軍備増強のための財源を捻出するために1920年度に償還財源の繰入れを停止したが、1922年の全国手形交換所連合会からの繰入れ再開の建議に対応して1923年度に繰入れを復活し、さらに、関東大震災にともなう復旧・復興費の財源として国債が累増したため、国債償還の促進を図り、1927年

.....
5 国債整理基金については武田 [2012]、預金部については大蔵省昭和財政史編集室 [1962]、中島 [1982]、迎 [1991]、永廣 [1994, 2023]、平山 [2021, 2023]、日本銀行については日本銀行百年史編纂委員会 [1984] がある。

6 戦後の日本では、1970年代後半以降に国債の市況対策として国債整理基金・資金運用部（戦前の預金部）・日本銀行による国債流通市場からの国債買入れが実施されている。これについて分析・考察した研究に、山田 [1990]、宮島 [1996]、財務省財務総合政策研究所財政史室 [2004] がある。

度には償還財源に一般会計剰余金の繰入れを追加した。しかし、昭和恐慌にともなう税収の減少によって生じた1931年度の一般会計決算における歳入不足に対応して1931年度に繰入れを一部停止し、続く1932年度の一般会計予算においても著しい歳入不足となる一方で、満州事変の勃発により急増した軍事費の財源を捻出して新規国債の増発の抑制を図るため、1932年度からは定率繰入れの繰入基準を3分の1に圧縮するとともに一般会計剰余金の繰入れを停止した⁷。

このように、国債整理基金の設置後は、国債整理基金への償還財源の繰入れを増額する積極的な償還政策と繰入れを減額・停止する消極的な償還政策が繰り返された⁸。その中で、国債整理基金は、「市場の景況に応じ随時低価を以て証券を買収し、以て国債の銷却を行ふことは、洵に財政上巧妙の措置と謂ふべく、且つ此の方法たるや一面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は疑を容れざる所なり」⁹として、国債流通市場からの買入れ償還を行い、国債の価格支持を図っていたのである。

(2) 国債整理基金による国債流通市場からの国債買入れ

1928年8月頃から、金解禁への懸念、金解禁後の金利高騰への不安等から国債市価が急落した(表3)ことに対応し、償還政策が積極的であった1929年度から30年度にかけて、大部分を国債流通市場からの買入れとする国債整理基金からの償還が増額された(表4)。その結果、1931年8月頃まで国債市価は安定して推移した(表3)。一方、預金部と日本銀行による国債流通市場からの国債買入れは国債整理基金に比べて少額であったと推察され¹⁰、この時期の国債の価格支持を目的とした国債買入れの主たる担い手は国債整理基金であった。

日本銀行は、国債の価格支持を目的とした国債買入れの主たる担い手は国債整理基金であり、また、国債の価格支持のためには国債買入れもやむをえないが、日本銀行信用の膨張とそれにともなうインフレへの懸念からできれば避けたいと考えていた。

1929年10月10日の日本銀行本支店事務協議会で土方久徴総裁は、「公債八年ノ初メニ下ツタガ其下リ方ハ余リヒドクナク今デハ一時ヨリ上向イテ居ル、コレハ政府ガ今申上ル様ナ国債政策ニ依リ減債基金ヲ必要ニ応ジテ使フコトヲ声明シ又實際

7 北村 [1979]。

8 加藤 [1963]。

9 大蔵省 [1936] 459頁。

10 資料やデータの制約・限界はあるが、1930年度の預金部による国債買入れ額は1,000万円(大蔵省主計局 [1966] 212頁)、1929年中の日本銀行による国債買入れ額は3,468万円(調査局財政金融係、「自大正十三年至昭和四年各月別 本行所有邦貨国債売買高調」、1929年、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料3041)であった。

表3 内国債相場（1928～32年）

（単位：円）

年	月	最高	最低																
1928	1	95.05	93.55	1929	1	96.30	93.85	1930	1	92.95	92.40	1931	1	92.20	89.75	1932	1	88.00	86.65
	2	94.90	94.00		2	96.30	94.20		2	92.50	92.25		2	93.10	91.65		2	87.70	86.30
	3	94.25	93.25		3	94.95	94.40		3	92.55	92.15		3	95.45	93.15		3	88.25	86.50
	4	94.80	93.65		4	94.55	90.90		4	92.50	92.30		4	94.65	93.70		4	88.20	87.20
	5	96.50	94.45		5	92.15	90.50		5	92.50	92.15		5	96.30	94.10		5	89.70	88.15
	6	97.10	95.80		6	93.05	92.10		6	92.70	90.70		6	97.30	96.20		6	94.00	89.45
	7	98.00	96.40		7	93.60	92.10		7	92.25	91.65		7	98.35	95.40		7	94.75	93.20
	8	96.95	93.50		8	92.75	91.90		8	91.80	89.85		8	95.95	94.20		8	96.75	93.20
	9	94.80	92.15		9	93.40	92.25		9	90.50	87.75		9	95.60	89.50		9	97.15	96.10
	10	93.20	89.30		10	93.15	92.50		10	91.05	86.30		10	91.00	87.50		10	98.65	96.65
	11	93.70	90.95		11	92.80	92.45		11	91.90	90.75		11	89.15	86.20		11	99.25	98.20
	12	94.50	93.40		12	92.55	92.40		12	92.00	90.90		12	88.20	86.15		12	99.50	98.50

備考：東京株式取引所の甲号五分利公債実物相場。

資料：日本銀行調査局 [1964] 31～33 頁（日本銀行調査局、「日本銀行調査月報付属 統計」）

下半季少シ前カラ減債基金ヲ使用シテ居ル為メデ、此所丈ノ数字デスガ、今年ノ春以来其額ハ三、四千万円ニ上ツテ居ル。此主義ハ私共トシテハ始終続ケ度ク、殊ニ前内閣ノ時ニハ減債基金ハ金解禁後ニ於テ之ヲ使用スルトノ説ニヨリ国債ハ弱気ニ傾イテ居タガ現政府ハ其時々ノ情況ニ照ラシテ減債基金ヲ使用セサルコト、ナツテ居ルカラ此ノ後ハ余リ相場ノ下落スルコトナク今ノ利廻リ五分六厘程度ヲ維持シテ行クコト、思フ」¹¹、1930年10月14日の日本銀行本支店事務協議会で堀越鉄蔵理事は、「国債市価ノコトハ総裁カラ御話ガアリマシタガ、下リサウニナレバ減債基金デ買フ。ダガ大勢上ゼリデリ下ル、大勢カラ来ルノハ止メニクイ。日本銀行ノ資金デ買ハシテモイ、遣ルカモ知レンガ今カラ何トモ云ハレマセン」¹²と説明し、日本銀行による国債買入れの可能性を否定しなかつた¹³が、国債の価格支持を

11 「昭和四年十月十日 本支店事務協議会席上ニ於ケル土方総裁演説」、審査部、『昭和4年度支店長会議書類』、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料 3753。

12 「昭和五年十月 本支店事務協議会 第四日（火曜日）十月十四日 午後一時三十分開会」、審査部、『自昭和5年春季至昭和5年秋季 本支店事務協議会書類』、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料 3941。

13 1929年10月10日の日本銀行本支店事務協議会で君島岡山支店長が、「度々新聞テ見ルノハ日本銀行ハ売戻条件付テ国債ヲ買フト云フコトデス、之レハ田舎デハ大変良イコトノ様ニ伝ヘテ居ル」と発言したのに対し、土方総裁は、「未ダ決ツテハ居ラヌガ世間デ云フ日本銀行ノ売戻条件付買入ハ、トテモ駄目デス」、堀越理事は、「新聞ニ出マスネ、私モ或銀行カラ聞カレマシタガ、アレハ間違ツテ出マシタ」と回答し、日本銀行による（売戻条件付きでの）国債買入れを実施しないことを明言していた（「昭和四年十月 本支店事務協議会 第一日（木曜日）十月十日 午後一時五十分開会」、前掲注11、『昭和4年度支店長会議書類』）。

表 4 国債整理基金における償還財源の繰入れと償還（1923～41 年度）

(単位：千円)

年度	国債整理基金	前年度より繰越額	本年度繰越額	償還額	償還額のうち 国債市場等より内国債買入額		翌年度繰越額
					内国債買入額	対償還額 (%)	
1923	42,000	—	42,000	41,646	21,582	51.8%	354
1924	44,535	354	44,180	40,641	33,074	81.4%	3,894
1925	52,586	3,894	48,692	52,586	27,080	51.5%	—
1926	50,225	—	50,225	45,641	17,856	39.1%	4,584
1927	103,139	4,584	98,554	93,393	29,472	31.6%	9,746
1928	94,787	9,746	85,040	28,076	24,371	86.8%	66,711
1929	143,890	66,711	77,179	97,384	90,644	93.1%	46,506
1930	137,833	46,506	91,328	104,334	98,719	94.6%	33,499
1931	60,318	33,499	26,819	55,789	42,698	76.5%	4,529
1932	29,573	4,529	25,044	23,373	7,899	33.8%	6,200
1933	41,491	6,200	35,291	16,340	5,198	31.8%	25,151
1934	73,861	25,151	48,710	20,224	—	—	53,637
1935	95,813	53,637	42,176	67,375	1,028	1.5%	28,437
1936	64,111	28,437	35,674	46,908	—	—	17,203
1937	55,312	17,203	38,109	13,883	—	—	41,429
1938	82,319	41,429	40,890	14,390	—	—	67,929
1939	117,594	67,929	49,664	13,555	—	—	104,039
1940	107,109	104,039	67,071	15,202	—	—	155,907
1941	246,862	155,907	90,955	6,843	—	—	240,018

資料：理財局国庫課 [1943] 205 頁

目的とした国債買入れの主たる担い手は国債整理基金であることを明らかにしていた¹⁴。

また、土方総裁は、1930 年 10 月の日本銀行本支店事務協議会で、「世上では此際市価維持のため本行勘定の買入れをも併せ行つてはどうかと云ふやうな説を耳にす

.....
14 1930 年 5 月 16 日の日本銀行本支店事務協議会で青木名古屋支店長が、「此頃公債ノ安イノハ外債投資ノ関係デスカ」、「新聞デハ減債基金ノ運用ハ止メラレタトアリマスガ」と発言したのに対し、土方総裁は、「減債基金ノ運用ニヨツテ安定シテ居ル様ニ思フ」、「ソナコトハナイ」と回答し、国債の価格支持を目的とした国債整理基金による国債買入れが機能していることを明らかにしていた（『昭和五年五月 本支店事務協議会 第一日（金曜日）五月十六日 午後二時十五分開会』、前掲注 12、『自昭和 5 年春季至昭和 5 年秋季 本支店事務協議会書類』）。

る、乍併本行としては公債の市価維持と共に又一方通貨関係をも考慮しなければならぬので、目下未だ買入れを実行する考はないが、今後若し不当の値下りを惹起するが如きことあらば適當の処置を採ることは考へて居る」¹⁵、同月13日の日本銀行本支店事務協議会で、「日本銀行ハプライベート・エコノミー一億円位ハ持つテモ良イカモ知レヌガ、ソノ高ハ非常ニ六ケ敷イ。然シソレ丈ケ大キナ言葉テ言ヘバインフレーションヲ起ス様ナ副作用ヲ生ズル。其他ニハ減債基金ノ活用、預金部ノ買入、ソノ他ニ考ヘラレルコトハ生保ノ証券会社ノ様ナ所デモ働イテ呉レルト宜イガ。サウカト言ツテ、吾々ニハ之ヨリ手ガ無イカラ公債ハ駄目ダト云フ訳ニハ行カヌ」¹⁶と説明し、国債の価格支持のためには日本銀行による国債買入れもやむをえないが、日本銀行信用の膨張とそれともなうインフレへの懸念からできれば避けたいことを明らかにしていたのである。

3. 1931～32年：国債優遇策による国債の価格支持

1931年9月の満州事変の勃発とイギリスの金本位制の停止を契機に国債市価が暴落し、その後も、同年10月と11月の正貨擁護のための公定歩合の引上げ、国債の消極的な償還政策、新規国債の増発の影響を受け、国債市価は低迷した（表3）。その結果、国債を多く保有するようになっていた金融機関の1931年下半年決算において多額の国債の評価損が計上され、シ団銀行では損失補填のための積立金の戻入れが実施された¹⁷。しかし、この時期の国債市価の暴落、低迷に対し、国債整理基金・預金部・日本銀行による国債の価格支持を目的とした国債流通市場からの国債買入れはほとんど実施されなかった¹⁸。

国債整理基金においては、1931年度以降、償還政策は消極的なものとなり、償還は減額され、国債流通市場からの買入れも減退していた（表4）。

また、当時の高橋是清大蔵大臣は、国債整理基金による国債の価格支持を目的とした国債買入れには懐疑的であった。

高橋蔵相は、1932年3月22日の第61回帝国議会で、「政府ガ減債基金ヲ以テ公

15 「昭和五年十月 本支店事務協議会席上総裁演説要旨」、前掲注12、『自昭和5年春季至昭和5年秋季 本支店事務協議会書類』。

16 「昭和五年十月 本支店事務協議会 第三日（月曜日）十月十三日 午後一時四〇分開会」、前掲注12、『自昭和5年春季至昭和5年秋季 本支店事務協議会書類』。

17 日本銀行調査局 [1932a] 2頁、同 [1932b] 2頁。

18 国債市価が暴落、低迷したにもかかわらず、国債整理基金・預金部・日本銀行による国債の価格支持を目的とした国債買入れがほとんど実施されなかった背景には、佐藤 [2016] が指摘しているように、1931年9月のイギリスの金本位停止後の「ドル買い」問題を機に、1931年末にかけて大蔵省・日本銀行・シ団銀行の信頼関係が大きく崩れ、協働して事態に対処することがもはや不可能となっていた状況もあったと考えられる。

債ヲ市場カラ買入レテ、値段ヲ釣上ゲテ、其値段デ公債ヲ発行スル、其後ニナルト何時デモ下リ、公債所有者ハ非常ニ迷惑スル、随テ一般ノ公債ニモソレガ響クノデアリマス」¹⁹、同年6月7日の第62回帝国議会で、「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」²⁰と説明し、国債整理基金の国債買入れによる国債の価格支持の効果は一時的であるとの認識を示していたのである。

預金部においては、預金部資金の主たる原資である郵便貯金の残高は増加傾向にあったものの、満州事件費公債を含む1931年度の新規国債の追加発行分の全額預金部引受けに加え、昭和恐慌により不振に陥っていた中小商工業の救済を目的に、1932年3月に3,276万円、同年5月には1億8,076万円の地方資金の融通が決定されたため、資金の運用余力は限界となっていた²¹。したがって、国債買入れは困難であったと考えられる²²。

日本銀行は、国債の価格支持を目的とした国債買入れの主たる担い手は国債整理基金であり、また、国債の価格支持のためには国債買入れもやむをえないが、日本銀行信用の膨張とそれともなうインフレへの懸念からできれば避けたいと考えていた。それに加えて、国債市価の下落をもたらす可能性があっても、正貨擁護のために公定歩合の引上げを優先していた。

1931年10月20日の日本銀行本支店事務協議会で堀越理事は、「公債ノ価格ハ変動セヌ様ニ減債基金ガ有ルノデ買ツテ居マシタガ前途下ルダラウト云フ空気ノアルノヲ日本銀行デ買ツテ行ツテモ上ゲルコトハ六ヶ敷イノデ近頃デハ日銀デハソウ買出シテ上ゲル方針ハ取りマセンガ余リ下ルコトガ有レバ何トカスル程度デヤツテ居マス、之レガ年末ニデモ入レバ別デスガ今ノ処デハ其ノ方針デ大勢ガ赴イテ居ル場合ニハ買出動ヲシテモノノ効果ガ少イ、然シ変動ハ洵ニ困ルコトデスカラヤリマスガ然シ高値ヲ維持スルトカ反発ヲ考エテハ居ナイ」²³と説明し、国債買入れの可能

19 『第六十一回帝国議会衆議院満州事件ニ関スル経費支弁ノ為公債発行ニ関スル法律案外五件委員会議録 第一回』、1932年3月22日。

20 『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外四件委員会議録 第二回』、1932年6月7日。

21 永廣 [1991, 2013]。

22 預金部による国債買入れ額は、1931年度が2,100万円、32年度が500万円であった（大蔵省主計局 [1966] 212頁）。

23 「第二日（火曜日）十月二十日 午後二時十分開会」、審査部、『自昭和6年春季至昭和6年秋季 本支店事務協議会書類』、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料 3942。

性を否定しなかったが、国債の価格支持を目的とした国債買入れの主たる担い手は国債整理基金であることを明らかにしていた。

また、1931年10月6日の公定歩合の引上げ時に土方総裁は、「金本位制度維持の爲め正貨を擁護せんとする所謂正貨政策の定石は即ち金利の引上なるが故に、日本銀行は唯々此の定石を打ちたるに過ぎず、之に依りて公社債其の他有価証券の相場が或る程度迄下落し、一般金利の昂騰を促すことゝなるは免れざる所なるべきも、其は日銀の利上を待つ迄も無く、金の流出に因りて当然起るべき現象なるべく、之に依つて幾分資金の海外流出を制限し得べしと期待し居れり」²⁴との談話を発表し、正貨擁護のための公定歩合の引上げによる国債市価の下落を容認していたのである。

このように、1931年9月以降の国債市価の暴落、低迷に対し、国債整理基金・預金部・日本銀行が国債流通市場からの国債買入れを実施して直接的に国債の価格支持を図ることは困難な状況にあった。こうした事態に対応し、翌1932年2月に高橋蔵相は、「公債市価の情勢を考へ国債優遇策につき種々研究を重ね出来得る限り取引所の投機により相場の変動を来さないやうな方法をとりたい」²⁵との談話を発表していたが、国債優遇策としての日本銀行の国債担保貸出の緩和と「国債の価額計算に関する法律」の施行が、銀行等の国債保有を促進、安定化して間接的に国債の価格支持の機能を果たし²⁶、同年7月以降、国債市価は回復、安定した²⁷（表3）。

1932年4月に日本銀行は、金融の緩和を図り、融通期間が30日以内の国債担保貸出について、高率適用を免除して最低の公定歩合を一律無制限に適用した。この国債担保貸出の緩和は、当時の金融雑誌であった『銀行通信録』が、期待される効果の1つとして、「各銀行をして支払準備としての国債所有を、従来よりも容易ならしむるに至るべきこと」²⁸を挙げていたように、銀行等の支払準備としての国債保有を促進するものでもあった。

また、1932年7月に「国債の価額計算に関する法律」が施行され、財産評価を時価とする商法の規定の特例として、時価ではなく大蔵大臣が告示する標準発行価格

24 「日銀利子引上事情」、東京銀行集会所 [1931] 63 頁。

25 「政府与党の大勝と今後の財政々策」、大阪銀行集会所 [1932a] 73 頁。

26 永廣 [1991, 2013]。

27 日本銀行は、1931年12月の金輸出再禁止により金本位制度が放棄され、正貨擁護のための金融引締政策が不要となったことから、高金利の是正を図り、翌1932年3月に公定歩合の引下げを実施した。さらに、金融緩和を図り、同年6月と8月にも公定歩合の引下げを実施したが、8月の公定歩合の引下げ時に大蔵省が、「当面の影響としては公債が相当値上りを来すであらう」（「朝鮮銀行及台湾銀行の第三次利下げ」、大阪銀行集会所 [1932b] 59 頁）との談話を発表していたように、こうした低金利政策も間接的に国債の価格支持に寄与していた。

28 「日銀貸出緩和の影響」、東京銀行集会所 [1932] 70 頁。

での国債価額の財産目録への記載が認められた²⁹。この法律は、同年6月7日の第62回帝国議会で高橋蔵相が、「此国債優遇法案ト云フモノハ、安心シテ公債ヲ持テルト云フノガ趣意デアリマス、今迄ノヤウニ市価ガ下レバ、其次ノ半期ノ利益ガドウナルカ分ラヌ、ドウシテモ公債ガ高クナル、サウスレバ公債ヲ持ッテ居タイ者モ其時ニ売ル、ソレデ公債ノ市価ト云フモノハ変動ガ激シクナルノデアリマス、此法案ニ依ッテ行ケバ、取得価格マデハ考課状ニ載セルコトガ出来ルカラ、公債ノ市価ガ高クナッテモ安心シテ持ッテ居ルコトガ出来ル」³⁰と説明していたように、国債市価の下落による国債の評価損の計上を不要とし、銀行等の国債保有を安定化するものであった。

4. 1936～37年：預金部・日本銀行による国債の価格支持

(1) 預金部による国債流通市場からの国債買入れ³¹

1936年の二・二六事件後に広田弘毅内閣が成立し、馬場銈一大蔵大臣は前任の高橋蔵相が掲げていた公債漸減主義を放棄して新規国債を増発する財政運営を行った。一方で、軍需産業を中心に民間企業の生産力拡充資金の需要が高まり、銀行等の貸出が増加するにつれて、1936年8月以降、コール・レートも上昇したことから、同年9月に発行された三分半利国庫債券の市価が下落し、発行直後の同年11月には、一時的ではあったが発行価格である98円を割り込むようになった(表5)。

こうした国債市価の下落に対し、前述のように、国債整理基金において、償還政策が消極的なものとなって償還が減額され、国債流通市場からの買入れも減退していた状況下で、大蔵省では日本銀行による国債の価格支持を目的とした国債買入れが企図されていた。1936年3月30日に大蔵省理財局国債課が作成した文書は、「今日国債価格ニハ何等変動ナク従テ日銀ノマーケットオペレーションハ事実上公債売却ノミ止レル処将来若シ価格ノ一般的下落等ノ虞アル場合ニハ国債整理基金ノ比較的僅少ナル現状ニ於テハ日本銀行ヲシテ市場ニ出動セシメ国債ノ買入ニ当ラシムルコト必要ニシテ此ノ場合日本銀行モ純营利的立場ヲ第二位ニ置キ国家的見地

29 この法律は、1932年5月に貯蓄銀行協会が行った、「最近当局ニ於テモ国債ハ国家ノ実力ヲ反映スルモノニシテ一般証券市場ノ景況如何ニ依リ其相場ニ著シキ変動ヲ来サシメ之ガ評価ヲ為サシムルハ国債ノ性質上妥当ニ非ズトセラレ之ガ対策御考慮中ナリトノ事ナレバ此際貯蓄銀行ハ国債ニ限り決算ノ場合ニ於テ其発行価格ヲ以テ評価シ得ルコトトスル等適當ナル対策ヲ講ゼラレ速ニ之ヲ実現セラレムコトヲ望ム」(「陳情書」、貯蓄銀行協会[1932]92～99頁)陳情にも対応していたとみられる。

30 前掲注20、『第六十二回帝国議会議院昭和七年法律第一号中改正法律案外四件委員会議録 第二回』。

31 本項は、永廣[1994, 2023]を基礎とし、その後の再検討も踏まえて加筆・修正している。

表5 内国債相場（1936～37年）

（単位：円）

年	月	甲号五分利公債		第一回四分利公債		三分半利国庫債券 (い号)		年	月	甲号五分利公債		第一回四分利公債		三分半利国庫債券 (い号)	
		最高	最低	最高	最低	最高	最低			最高	最低	最高	最低	最高	最低
1936	1	105.85	105.20	98.70	98.65	—	—	1937	1	100.40	100.20	102.15	101.50	98.20	98.00
	2	105.70	105.40	98.70	98.65	—	—		2	100.60	100.40	102.05	101.65	98.25	98.00
	3	103.60	100.95	100.00	98.70	—	—		3	101.30	100.40	102.35	101.90	98.40	98.00
	4	101.30	100.80	103.30	99.90	—	—		4	101.80	101.20	102.25	101.90	98.10	97.80
	5	101.10	100.60	103.05	102.50	—	—		5	101.70	101.45	102.00	100.80	98.00	97.70
	6	101.60	100.95	102.80	102.35	—	—		6	101.70	101.10	101.70	101.15	98.00	97.70
	7	101.90	101.40	102.90	102.50	—	—		7	101.70	101.30	101.60	101.25	97.95	97.90
	8	101.65	101.05	102.70	102.30	—	—		8	101.50	100.75	101.20	100.50	98.05	97.95
	9	101.20	100.50	102.50	101.40	98.80	98.20		9	101.60	100.30	101.45	100.00	98.35	98.05
	10	100.65	100.20	101.70	100.90	98.25	98.00		10	101.75	101.60	101.60	101.30	98.45	98.35
	11	100.40	100.10	101.25	100.70	98.20	97.85		11	101.75	101.65	101.40	101.35	98.45	98.35
	12	100.40	100.10	102.20	101.05	98.25	98.05		12	102.00	101.65	101.90	101.35	98.50	98.40

備考：東京株式取引所の実物相場。

資料：日本銀行調査局 [1964] 34～37頁（日本銀行調査局、「日本銀行調査月報付属 統計」）

ヨリ相当ノ犠牲ヲ忍ヒ国債ノ一定価格ニ依ル買入ヲ行フコト必要ナル可シ³²と記し、日本銀行による国債買入れの必要性を明らかにしていた。

しかし、日本銀行は、三分半利国庫債券の市価の長期にわたる発行価格割れの可能性は非常に低く、国債の信用力も不変であるとの認識から、発行価格割れに対しては楽観的な態度を表明していた³³。また、日本銀行は、前述のように、日本銀行信用の膨張とそれともなうインフレへの懸念から国債買入れをできれば避けたいと考えていたと推察される。そこで、「大蔵省ハ預金部ノ資金ニテ本行（日本銀行一筆者）ヲ通シ市場ヨリ三分半利国庫債券ヲ買入レ発行価格ノ維持ヲハカルコトニ決シ³⁴、預金部が国債の価格支持を目的とした国債買入れの主たる担い手となり、1936年11月から預金部による国債流通市場からの国債買入れが実施された（実際の国債買入れは日興証券の裁量に委ねられた）。その結果、三分半利国庫債券の市価は、すぐに発行価格である98円を回復し、翌1937年2月には、「本操作（預金部による国債流通市場からの国債買入れ一筆者）ニ依ラストモ大体発行価格ヲ維持スルニ至³⁵」った（表5）。

32 国債課、「公債政策及低金利政策ヲ中心トスル金融統制策」、1936年3月30日、『昭和財政史資料第7号第12冊』。

33 調査局、「三分半利公債市価の九十八円割れに就て（重役提出書類）」、1936年10月30日、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料1909。

34 「預金部資金ニヨル国債ノ市場買入ノ概要」（日本銀行 [1962] 518～522頁）。

35 同上。

預金部による国債買入れは、預金部の資金運用における「国家公共の利益」と「有利確実」の2つの原則とも整合的であった。1936年12月に大蔵省理財局が作成した文書

が、「国債ノ価格低落シ其ノ回復渺々シカサルハ動モスレハ国債ノ実勢ヲ疑ハシメ今後ノ国債発行ニ支障ヲ来スノ虞ナシトセザルヲ以テ政府ニ於テ適當ノ対策ヲ講スルノ要アリ又預金部トシテハ比較的安値ニテ国債ヲ買入レ得レハ採算上有利」³⁶と記していたように、国債買入れは、国債市価の下落に対応するとともに、預金部資金の運用利回りを向上させていた。

こうした預金部による国債買入れを可能としたのは、主たる原資であった郵便貯金の残高が予想以上に急増したことにあったと考えられる。1936年1月末から同年11月末までの累計で、郵便貯金の残高の増加実績額は増加予定額を1億3,189万円も上回っていた³⁷。

また、預金部は、コール・レートの上昇が国債市価の下落の一因となっていたことから、「去ル九月以来短資市場ハ引締ノ市況著シク同月末ニハ翌日物一銭台ヲ二日間現出シ十月末ヨリ十一月始ニ掛ケテハ六日間ニ亘リテ一銭台ノ継続ヲ見延イテ国債相場ノ軟調ヲ招来シタル... (中略) ...此ノ儘推移スルトキハ十月末ニ於ケル短資ノ引締ニ鑑ミ十一月末及年末ノ金融ハ相当ニ窮屈トナレリ一時トハ謂ヘ金利ノ昂騰国債相場ノ低落ヲ惹起スルノ惧少ナカラズ斯クノ如キ事態ハ金融ノ根本基調ニ変化ナシトスルモ之ヲ屢々繰返シ又相当期間継続スル時ハ延テハ一般ノ国債ニ対スル信頼ニモ悪影響ヲ及ボシ今後ノ国債発行ニ対シテ支障トナルノミナラズ一般的ニ金融政策上相当考慮ヲ要スルモノト考ヘラレ又一面預金部ハ郵便貯金ノ増加予定以上ニ多キヲ以テ之ヲ短期貸付等ニ運用スルコトハ有利ナルノミナラズ資金ノ民間還元トナリ短資市場ノ緩和延テハ国債市価ノ快復ノタメ適當ナル方法ナリト認め」³⁸、1936年11月から主として日本興業銀行を經由してコール市場に資金を放出し、コール・レートの低下とともに、間接的に国債の価格支持を図った。

金融調節は主として日本銀行の役割であった。しかし、深井英五日本銀行総裁が、1937年1月11日の第62回預金部資金運用委員会で、「公定歩合ノ取引ノ起ルベキ所マデ来レバ日本銀行ハ自カラ大イニ出動スルノデアリマス、併シ此ノ所謂短資市場ナルモノハ日本銀行ノ公定歩合マデ至ラナイ間ニ於テ市場ニ起ル波デアル、ソレヲ調節スル為ニ日本銀行ノ発行権ニ依ル資力が直チニ動くベキモノデハナイ、又サウ云フコトハシナイガ宜シイト私ハ考ヘテ居リマス... (中略) ...其ノ公定歩合ニ至ラザルマデノ間ハ、先程モ大臣（馬場蔵相一筆者）ノ言ハレタ如ク預金部ハ一ツノ大キナ銀行ノ如キモノデアリマシテ、公的見地カラハ又違ツタ見方モ出

36 大蔵省理財局、「金融評議会答弁資料」、1936年12月、『昭和財政史資料第6号第32冊』。

37 国庫課、「郵便貯金増加調」、1936年12月12日、前掲注36、『昭和財政史資料第6号第32冊』。

38 前掲注36、「金融評議会答弁資料」。

来マスガ、金融市場カラ言ヘパーツノ大キナ銀行ガ存在シテ居ルト同ジヤウナモノデアリマスカラ、日本銀行ノ公定歩合ニ触レテ来ルマデノ金融ノ為ニ日本銀行ノ発行権以外ニ立ツテ居ル預金部ガ其ノ資金ヲ働カスト云フコトハ、預金部ノ規定等ノ問題ヲ離レマシテ、金融上カラ言ヘバ怪シムニ足ラナイコトダト考ヘルノデアリマス」³⁹、同月 27 日の東京手形交換所新年会で、「金融市場の様相により日本銀行の公定歩合に依る貸出を必要とするに至りました際には、日本銀行は予てより充分資金融通の請求に応じて金融の調節に努めて居りますが、其処に至る迄の間の短資市場を調節するには、日本銀行以外に資力があれば、先づ之を以てするのが妥当と考へたのであります。而して金融界多数の希望したる如く政府関係資金の支払を多からしむると云へば、当時の実情に於ては、預金部の余裕資金を短期に市場に運用することが最も適切と認められ、年末臨機の措置として、十一月の月末に向ひ、其の実行を見るに至つた次第であります」⁴⁰と説明していたように、公定歩合による貸出取引が必要となるまでには至らないコール市場でのレートの変動に対しては、日本銀行以外での資力があればそれに対応するのが妥当との認識から、日本銀行はコール市場への資金放出には消極的であった⁴¹。

(2) 日本銀行による国債流通市場からの国債買入れ

三分半利国庫債券の市価は、1937 年に入り発行価格である 98 円を維持し安定していたが、生産力拡充資金の需要の高まりに対して貸出を増加するために、銀行等の中には「金繰りの都合上公債を処分するものも現はれ」⁴²、同年 4 月になると再び 98 円を割り込むようになった（表 5）。これに対応し、同月以降、より多額の預金部による国債流通市場からの国債買入れが実施され、加えて、政府関係機関である簡易保険局、専売局共済組合による国債買入れも実施された（表 6）が、すぐに

39 預金部、『第六十二回預金部資金運用委員会会議議事録』、1937 年 1 月 11 日。

40 調査局、「東京手形交換所新年会席上 深井総裁挨拶要旨」、1937 年 1 月 27 日（『自昭和三年九月至昭和十二年一月 日本銀行総裁演説集』、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料 4239）。

41 預金部のコール市場への資金放出は 1937 年以降も継続して実施された（日本銀行調査局、「支那事変勃発後の金融対策」（未定稿）、1938 年、日本銀行調査局 [1971] 89～106 頁、調査局、「昭和十二年十一月二十四日年末金融対策案（重役提出書類）」、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料 2805、調査局、「十一月末に於ける預金部短期運用金の市場操作」、1941 年 2 月、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料 3135）が、吉野 [1952] は、「この時（1936 年末—筆者—）以来、預金部の中央銀行的金融操作は毎年の例として確立するに至つた...（中略）...我国においてあたかも中央銀行が二箇存在するかの如き外観を呈した」（同書、400～401 頁）と評価し、預金部による金融調節を批判している。しかし、1937 年 1 月の深井総裁の説明や、同年 12 月に日本銀行調査局が作成した文書で、「短資市場緩和策として預金部の短期資金放出を続行すること」（日本銀行調査局、「国債消化策」、1937 年 12 月、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料 1834）を提示していたことから、日本銀行は預金部のコール市場への資金放出には肯定的、協調的であったと考えられる。

42 日本銀行調査局 [1937] 1 頁。

表6 預金部等の政府関係機関と日本銀行の国債買入れ（1936年11月～37年11月）

(単位：千円)

年	月	預金部	簡易保険局	専売局共済組合	金資金特別会計	日本銀行
1936	11	40				
	12	3,881				
1937	1	500				
	2	3,730				
	3	5,430				
	4	23,051				
	5	7,020				34,400
	6	12,150	9,000	300		
	7	5,520	1,000			
	8	12,690				61,300
	9	10,290				20,800
	10				2,910	20,400
	11				270	6,800

備考：預金部、簡易保険局、専売局共済組合、金資金特別会計：国債流通市場からの三分半利国庫債券の買入額。

日本銀行：利付国債の買入額。

資料：預金部、簡易保険局、専売局共済組合、金資金特別会計：前掲注41、「支那事変勃発後の金融対策」（未定稿）

日本銀行：調査局、『金融資料要録』、1939年、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料1750

98円を回復するには至らなかった（表5）。

こうした国債市価の発行価格割れに対応し、日本銀行は、当時の金融雑誌であった『金融資料』が、「公債市価は去る四月下旬の月末接近に伴ふ短資市場の昂騰によつて発行価格を割込んだが、越月後短資が急軟化を示したにも拘らず、依然発行価格割れの状態を続けてゐるに鑑み、日興証券は日銀の諒解のもとに十四日国債市場に於て三分半公債の買入れに出動した...（中略）...かゝる日銀と日興の合作は従来の預金部出動と対比して金融界の注目を惹いてをり」⁴³と記していたように、1937年5月に国債買入れを実施し、国債の価格支持を図った（表6）。

また、日本銀行は、日中戦争が勃発した直後の1937年7月に、国債担保貸出の最低利率を商業手形割引歩合と同率にまで引き下げた。これにより、国債担保の貸出利率が国債の利回りを下回り、国債を担保として日本銀行から借入れを行う銀行等にとっては順軌となったことから、同月14日に宝来市松日本興業銀行総裁が、「九厘で日銀から資金を仰ぐことが出来れば資金難から三分半の公債を売る者は無くなる。従つて国債の市価維持、消化に有効である。各銀行とも手元準備を従来より減じていゝわけだ」⁴⁴、翌15日の地方長官会議で賀屋興宣大蔵大臣が、「日本銀

43 「公債買支へ出動」、金融研究会 [1937a] 14頁。

44 「日銀国債担保貸出利下並に社債優遇」、金融研究会 [1937b] 27～28頁。

行ガ国債担保ノ割引利率ヲ本日ヨリ九厘ニ引下ゲマシタノハ特ニ今回ノ事件（日中戦争の勃発—筆者—）ニ対スル措置トシテ行ツタト云フ訳デハアリマセンガ、国債優遇ノ政策ノ現ハレデアリマス。諸君ニ於テモ此ノ公債市価ノ維持ノ点ニ付テハ十分御配慮ヲ願ヒ度イノデアリマス」⁴⁵と説明していたように、国債優遇策としての1932年4月の国債担保貸出の緩和と同様に、銀行等の支払準備としての国債保有が促進され、間接的に国債の価格支持が図られた⁴⁶。

さらに、日本銀行は、「短期資金ノ調達ニ一層便宜ヲ与フル為メ」⁴⁷、保有国債の売却を希望する取引先に対して売戻条件付きでの長期国債の買入れを実施していた⁴⁸が、日中戦争の勃発により軍需産業を中心とする生産力拡充資金の需要がさらに高まり、銀行等が貸出を拡大する必要が生じたことから、「今ハ軍需品又ハ生産力拡充ニ要スル資金ハ之ヲ潤沢ニシ...（中略）...資金ハ日本銀行トシテハ出来ル丈ケ潤沢ニ供給スル方針」⁴⁹のもとに、1937年8月からは、「三分半国債ニ限り、ソレモ主トシテシンジケート銀行ニ対シテ、アルガ」⁵⁰、保有国債の売却を希望する取引先に対して無条件（売戻条件なし）での長期国債の買入れも実施した。この日本銀行による無条件での長期国債の買入れは、生産力拡充資金等の需要に対して貸出を行う取引先への長期資金の融通を目的としていたが、取引先が保有する国債の国債流通市場での売却を抑制し、間接的に国債の価格支持の機能を果たしていた⁵¹。

前述のように、従来、日本銀行は、日本銀行信用の膨張とそれにとまなうインフレへの懸念から、国債の価格支持を目的とした国債買入れについてはできれば避けたいと考えていた。しかし、この時期になると、日本銀行信用の膨張にとまなうインフレへの懸念が弱まる中で、国債買入れもやむをえないと受け止めていたようである。

結城豊太郎日本銀行総裁は、1937年8月18日の日本銀行支店長会議で、「本行ノ公債買入ニ付テハシンジケート以外ニ亘ルコトモ考ヘネバナルマイ。戦時統制経済ニ参画スルコトモ必要ダ。寧ロ或場合ニハ本行ガリードセネバナラヌ事モアロウ」⁵²と説明し、国債買入れの必要性を明らかにしていた。また、同年12月17日の貴族院有志に対する講演で、「日本銀行としては、先づ金融機関に於て資金融通

45 「地方長官会議ニ於ケル大臣訓示」、1937年7月15日、『昭和財政史資料第9号演説 賀屋大臣演説(1)』。

46 志村 [1980]、深見 [2019]。

47 「支店長宛営業局長通牒」、1935年10月28日（日本銀行 [1962] 421～422頁）。

48 日本銀行は、短期資金を融通するために、従来は特殊な取引先または臨時に一部の取引先に対してだけ行っていた売戻条件付きでの長期国債の買入れを、1935年10月からはすべての取引先に対して実施していた（同上、420頁）。

49 1937年8月18日の日本銀行支店長会議での結城豊太郎日本銀行総裁の説明（「昭和十二年八月十八日 支店長合議事速記」、審査部、『支店長合議関係書類 昭和12年8月』、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料 3676）。

50 同上。

51 志村 [1980]、深見 [2019]。

52 前掲注49、「昭和十二年八月十八日 支店長合議事速記」。

の必要上国債を以て日本銀行より融通を受くるが如き普通の方法に対しては、其の貸出利率を引下げて便宜を与へ、更に金融機関の希望に応じて国債の買入れを実行致しました。一方に於て国債の売却を必要とする時期に当り、斯の如き買入れの手段を講じましたことは一時日本銀行保有国債の増加を見ると致しましても、之により市場資金の潤沢を図り、延いて国債の消化を助長し得る次第でありますから所謂オープン・マーケット・オペレーションの完璧を期した次第であります⁵³と説明し、国債買入れによる国債保有の増加を容認していたのである⁵⁴。

こうして、預金部、政府関係機関に加えて、日本銀行による国債買入れが行われた(表6)結果、1937年9月には三分半利国庫債券の市価は発行価格である98円を回復した(表5)。

その後、日中戦争の長期化と1939年9月の第二次世界大戦の勃発を契機に、新規国債の発行が急拡大する中で、預金部にかわって日本銀行が国債の価格支持を目的とした国債買入れの主たる担い手となった。

日中戦争の勃発以降、預金部の国債運用においては、新規国債の引受けと売りオペに対応した国債買入れを増額して国債の安定消化を図ることが優先され⁵⁵、資金の運用余力の限界により、国債の価格支持を目的とした国債流通市場からの国債買入れには限度があったことから、日本銀行でも国債の価格支持を目的とした国債買入れが必要であると認識されるようになっていた。1937年12月に日本銀行調査局が作成した文書は、「預金部に依る市場に於ける国債買入れは本年度(四月より)九月迄に既に七千余万円に達し国債市価維持に多大の効果を収め居れり、然れ共預金部の国債買入れは其一面に於て国債引受能力を減少せしむること、なるを以て限度あるは勿論なり... (中略) ...現在本行は取引先銀行のみより其所有国債の買入れをなし居れども国債市価維持のためには預金部資金にのみ任せず本行も国債市場

53 「貴族院有志に対する日銀総裁講演資料」、1937年12月17日、日本銀行調査局[1972]、753～755頁。

54 結城総裁は、この講演で、「最近の日本銀行兌換券発行高を觀ますと、事変以来の増勢は特に顯著を加へまして各月の平均発行高は前年に比し何れも二億円以上の増加を示したのでありまして特に十一月に於ては実に三億二千余万円の増加を告げて居るのであります... (中略) ...併し乍ら此情勢を以て直に不自然なる通貨膨脹の兆候なりとする見解は妥当を欠くものと申さねばなりません。我国最近の生産力は急激なる拡充過程にあるのでありまして、之に伴ひ物資の取引高も自ら繁忙を加へて參るのであります。左すれば通貨の流通高が増加し従つて兌換券発行高の増加すべきは当然の事と云ひ得るのであります... (中略) ...今後の兌換券発行高が更に増加すると致しましても夫れは財界自体の發展過程に対応するものと見るべきであります。最近の物価水準を昨秋に比べますと一割八分見当の騰貴を示して居りますが、之れは主として昨年末から本春に掛けての海外物価の騰勢の影響等に依りまして高められたものが、其後海外物価の低落に拘らず事変に伴ふ特殊の物資需給関係竝に各般の物資需給調整策等の作用せるところ多き結果、海外物価低落の程度に追隨し得ざる状況に在つたことに由るのであります。従つて本邦物価水準は現在海外の夫れに比して幾分割高の關係を免れませぬが、之は通貨の不自然なる膨脹等に基因せざるものなることは明らかであります(同上)と説明し、この時期の日本銀行信用の膨脹は、生産力の急激な拡充過程に対応するものであり、物価上昇の要因になっていないという認識を示していた。

55 永廣 [2023]。

に随時出動して買入れを行ふことも亦必要なり」⁵⁶と記し、預金部だけでなく日本銀行による国債の価格支持を目的とした国債買入れの必要性を明らかにしていた。

また、1939年度から各金融機関に蓄積された資金を公債所要資金、事業所要資金、対満・対支供給資金に配分する「資金統制計画」が策定され、公債所要資金に重点が置かれた翌1940年度からは銀行等に国債消化目標が設定された⁵⁷が、国債保有が急増した銀行等が一時的な資金繰りのために国債を国債流通市場で売却する可能性もあった。そこで、1940年4月から日本銀行は、「国債買過キニ因リ金繰ノ支障ヲ来タシ之カ処分ヲ余儀ナクスル如キ」⁵⁸取引先⁵⁹に対しては、無条件での長期国債（三分半利国庫債券および支那事変国庫債券）の買入れにより短期資金も融通できるようにしたが、この国債買入れは、多額の国債を保有する取引先への短期資金の融通とともに、国債の価格支持を目的としていた。

結城総裁は、1940年4月15日の日本銀行部局長支店長会議で、「国債の消化を強調すると共に、銀行其他の投資勘定中、国債保有高の割合が多くなることを考慮し、必要の場合の金繰の便宜は勿論、国債の市価の安定の為にも金融機関に安心を与える必要がある。本行の国債買入れ操作も弊害の起らぬ程度に実行致し度い」⁶⁰、同月18日の第35回全国手形交換所連合会で、「金融機関の資産査定中、国債投資の割合は自然増大することになりますが、日本銀行と致しましても、必要に応じ国債の売買、其の他有効なる手段を以て、其の融通性を確保し、又低金利政策の維持に依り国債市価に動揺なからしめることを期して居るのであります」⁶¹と説明し、国債の価格支持を目的として無条件での長期国債の買入れを実施したことを明らかにしていたのである。

.....
56 前掲注41、「国債消化策」。

57 永廣 [1995]。

58 「国債買入所作ニ関スル件」、1940年4月6日（営業局国債売買係、『自昭和9年7月至昭和18年10月 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）。

59 この無条件での長期国債の買入れの対象となる取引先については、「(一) 当該銀行（信託モ之ニ準ス、以下同シ）カ国債消化ノ実績ヲ挙ケ現ニ左記何レカノ場合ニ該当シ居ルモノニシテ、預金増勢カ予期ニ反シ捗々シカラサルカ又ハ必要已ムヲ得サル貸出等ノ為ニ国債保有困難トナリタル場合ナルコト イ、国債所有高カ預金残高ニ対シ相当高率ナルカ（例ヘハ同型銀行ノ平均率以上所有ノ場合） ロ、最近ノ国債所有増加高カ預金増加高ニ対シ相当高率ナルカ（例ヘハ前同様） ハ、支払準備ヲ相当切詰メテ国債保有ヲ為シ居ルカ等 (二) 国債保有ノ困難カ左ノ如キ事情ニ基ク場合ニハ本取扱ヲ許容セサルコト イ、株式投資、単名手形買入等ニ関連セル事由ニ基ク場合 ロ、コールノ取入ニ依リ国債ヲ保有シ居リシカ如キ形跡アル場合 ハ、其他放漫ナル資金操作ヲ為シタルモノト認メラル、場合」という基準が設けられた（同上）。

60 「昭和十五年四月十五日 部局長支店長会議 結城総裁開会之辞」、審査部、『昭和十五年中 部局長支店長会議関係書類』、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料3909。

61 「第三十五回手形交換所連合懇親会演説 結城日本銀行総裁の演説」、東京銀行集会所 [1940] 6~7頁。

5. おわりに

国債管理政策において、国債の発行主体である財政当局（財務省・大蔵省）は、国債流通市場における国債の価格支持を行い、国債の発行条件を有利にして国債の安定消化と財政負担の軽減を図ることを第一義としている。これに対し、金融政策の主体である金融当局（中央銀行）においては、本来、国債の価格支持よりも物価の安定を目的とした通貨供給量の調節という金融政策の観点から国債買入れを実施している。

本稿で明らかにしたように、第一次世界大戦後の日本では、財政当局である大蔵省は、自らが管理する資金により国債の価格維持を図ってきた。しかし、その資金量に限界が生じた後は、金融当局である日本銀行が、大蔵省にかわって国債の価格維持を図るようになった。

国債の償還政策が積極的であった時期には、大部分を国債流通市場からの国債買入れとする国債整理基金からの国債償還が増額され、国債の価格支持を目的とした国債買入れの主たる担い手は大蔵省が管理する国債整理基金であった（1928～30年）。1931年以降、国債の償還政策は消極的なものとなって国債整理基金による国債買入れは減退し、預金部・日本銀行による国債買入れもほとんど実施されず、国債流通市場からの国債買入れを実施して直接的に国債の価格支持を図ることは困難な状況となったが、かわりに実施された国債優遇策が間接的に国債の価格支持の機能を果たした（1931～32年）。その後、大蔵省は、国債流通市場からの国債買入れによる国債の価格支持の担い手を自らが管理する預金部に求め、預金部による国債の価格支持を目的とした国債買入れが行われた（1936年）。一方、日本銀行は、日本銀行信用の膨張とそれにとまなうインフレへの懸念から、国債の価格支持を目的とした国債買入れについてはできれば避けたいと考えていたが、1937年以降、日本銀行信用の膨張にとまなうインフレへの懸念が弱まる中で⁶²、資金の運用余力に限界があった預金部にかわって国債の価格支持の主たる担い手となったのである。

第二次世界大戦中から大戦終了直後の1951年までの諸外国における国債価格支持政策についてみると、アメリカとイギリスでは財政当局の要求により中央銀行が無制限に国債買入れを実施し、フランスでは金融機関に対する国債の強制保有制度を採用していたことが明らかになっている⁶³。これに対し、この時期の日本における国債価格支持政策についてはほとんど解明されていないように思われる。した

62 注54の結城総裁の認識にみられるように、1937年以降、生産力が急激な拡充過程にある中で、日本銀行のレジーム・チェンジがあったかどうかについては、さらなる詳細な検討が必要である。今後の課題としたい。

63 日本銀行調査局 [1966]。

がって、1940年から第二次世界大戦終了直後にかけての国債価格支持政策を検討することが、筆者の今後の課題となる。

参考文献

- 伊藤正直、『日本の対外金融と金融政策』、名古屋大学出版会、1989年
- 永廣 顕、「国債発行方法の転換過程—昭和7年度予算編成において—」、『証券経済』第177号、日本証券経済研究所大阪研究所、1991年、127～156頁
- 、「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、甲南大学経済学会、1994年、57～77頁
- 、「統制的国債管理政策の展開過程—日中戦争期の国債管理政策—」、『甲南経済学論集』第36巻第2号、甲南大学経済学会、1995年、25～56頁
- 、「日銀引受国債発行方式の形成過程：1932」、RIPESS 麗澤大学経済社会総合研究センター Working Paper No.55、2013年、20～36頁
- 、「預金部の資金運用の変化と国債運用」、RIPESS 麗澤大学経済社会総合研究センター Working Paper No.95、2023年、9～35頁
- 大蔵省、『明治大正財政史』第11巻、財政経済学会、1936年
- 、『財政金融統計月報』第35号、大蔵財務協会、1953年
- 大蔵省主計局、『昭和40年度及び昭和41年度における公債発行に関する資料集（第二分冊）』、1966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
- 、『昭和財政史』第12巻、東洋経済新報社、1962年
- 大阪銀行集会所、『大阪銀行通信録』第415号、大阪銀行集会所、1932年 a
- 、『大阪銀行通信録』第421号、大阪銀行集会所、1932年 b
- 加藤三郎、「戦前・戦後の国債問題」、大河内一男編『日本の経済—戦前・戦後—』、東洋経済新報社、1963年、125～144頁
- 釜江廣志、『日本の債券市場の史的分析』、同文館出版、2012年
- 、『日本の公共債市場の数量経済史』、同文館出版、2016年
- 、「戦前期における5分利公債等の市場効率性Ⅲ：公債買入れと新発債の影響を考慮して」、一橋大学経営管理研究科 Working Paper Series No.168、2021年
- 北村恭二、『国債』、金融財政事情研究会、1979年
- 金融研究会、『金融資料』第3号、金融研究会、1937年 a
- 、『金融資料』第4号、金融研究会、1937年 b
- 佐藤政則、『日本銀行と高橋是清—金融財政ガバナンスの研究序説』、麗澤大学出版会、2016年
- 財務省財務総合政策研究所財政史室、『昭和財政史—昭和49～63年度』第5巻、東洋経済新報社、2004年
- 財務省理財局、『債務管理レポート 2024—国の債務管理と公的債務の現状—』、2024年 (https://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2024/saimu2024.pdf、2024年6月19日)

- 鎮目雅人、「金融政策と国債管理—近代日本の経験から—」、『金融経済研究』第46号、日本金融学会、2023年、52～70頁
- 志村嘉一、『日本公社債市場史』、東京大学出版会、1980年
- 武田 勝、「1920年代における減債基金と国債価格」、RIPESS 麗澤大学経済社会総合研究センター Working Paper No.43、2012年、56～76頁
- 貯蓄銀行協会、『会報』特別号、貯蓄銀行協会、1932年
- 東京銀行集会所、『銀行通信録』第92巻第549号、東京銀行集会所、1931年
- 、『銀行通信録』第93巻第556号、東京銀行集会所、1932年
- 、『銀行通信録』第109巻第652号、東京銀行集会所、1940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
- 中島将隆、『日本の国債管理政策』、東洋経済新報社、1977年
- 、「金融市場における預金部の機能変化」、玉野井昌夫・長 幸男・西村閑也編『戦間期の通貨と金融』、有斐閣、1982年、269～294頁
- 日本銀行、『日本銀行沿革史』第3集第4巻、日本銀行、1962年
- 日本銀行調査局、『調査月報』昭和7年1月、日本銀行、1932年 a
- 、『調査月報』昭和7年2月、日本銀行、1932年 b
- 、『調査月報』昭和12年4月、日本銀行、1937年
- 、『日本金融史資料 昭和編』第9巻、大蔵省印刷局、1964年
- 、「欧米諸国における国債管理政策」、『調査月報』昭和41年9月号、日本銀行、1966年、1～14頁
- 、『日本金融史資料 昭和編』第30巻、大蔵省印刷局、1971年
- 、『日本金融史資料 昭和編』第33巻、大蔵省印刷局、1972年
- 日本銀行百年史編纂委員会、『日本銀行百年史』第4巻、日本銀行、1984年
- 平山賢一、「戦時末期の国債売買と投資成果」、『証券経済研究』第113号、日本証券経済研究所、2021年、19～45頁
- 、「預金部の国債ポートフォリオの推移と検証」、RIPESS 麗澤大学経済社会総合研究センター Working Paper No.95、2023年、36～60頁
- 深見泰孝、「戦時期のインフレリスクと国債消化政策」、『彦根論叢』第419号、滋賀大学経済学会、2019年、80～94頁
- 宮島 洋、「公的資金による国債管理政策」、金融調査研究会『公共債をめぐる諸問題』、金融調査研究会報告書(17)、1996年、47～80頁
- 迎 由理男、「預金部・簡易生命保険資金の動員」、伊牟田敏充編『戦時体制下の金融構造』、日本評論社、1991年、283～312頁
- 山田博文、『国債管理の構造分析—国庫の資金繰りと金融・証券市場』、日本経済評論社、1990年

吉野俊彦、『我国金融制度の研究』、実業之日本社、1952年
理財局国庫課、『第八十一回帝国議会 国債参考書』、1943年

