

戦前債券市場と引受シ団の変遷¹⁾

釜 江 廣 志

§ 1 はじめに

拙著（2012）第2章では戦前債券市場の推移を概観したが、本稿では拙著を拡張し、明治から昭和戦前期までの国債・地方債・社債の各市場を取り上げて、とりわけシ団との関わりを中心にどのように変遷してきたかを調べる。ここに、社債は狭義であって事業債を指し、銀行債（金融債）は含まない。第2節ではシ団を中心に国債発行市場の状況を概観する。第3節では同じくシ団を中心に地方債・社債発行市場の状況にふれる。第4節は債券の引き受け手としての公的部門とシ団など民間金融機関の状況を見る。第5節は債券流通市場にふれる。

§ 2 国債の発行と引受

本節では国債発行・引受を、特にシ団と関連する部分を中心に概観する。

§ 2-1 明治期

まず明治期では1870（明治3）年4月に最初の国債である9分利付外国公債（外貨建）をロンドンで募集した²⁾。明治10年代のデフレ政策が行われた後、それまでに発行された6分利以上の国債の整理を行うために1886年以降発行された5分利の整理公債で近代的な国債制度が始まった。国債増加の第2期である対外膨張期では、1894（明治27）-95年の日清戦争、1904-05年の日露戦争の戦費調達に国債とりわけ外債が多く発行され、また鉄道国有化のための交付国債（甲号5分利公債）も発行された。

次いで、国債の整理を行ってその価格を維持するとともに外国人保有者に対する信用を確保することなどを目的として1906年に国債整理基金特別会計法が制定され、一般会計からの繰入により国債の元利支払いを行って減債することを目指した。しかし実際には、元金償還はわずかしが行われなかった³⁾。日露戦争後、桂内閣は財政緊縮策と非募債（国債不発行）主義を取り、金融が緩和された。そこで既発行の5分利債を低利債へ借り換えるべく、「下請銀行組合」と称した引受シ団と政府が後記 § 4-2 のように協議して、4分利公債が1910年3、4月に2回発行された。しかし第3回目の発行はシ団の了解が得られなかった⁴⁾。そ

表1 戦前の主たる国債銘柄の変遷

銘柄	利率 (%)	発行年	償還	備考
9分利付外国公債	9	1870 (明治3) 年	3年据え置き後10年以内	100万ポンド (0.05億円) 発行
金札引換公債	6	1873年	3年据え置き後12年以内	0.07億円発行
7分利付外国公債	7	1874年	2年据え置き後22年以内	240万ポンド (0.12億円) 発行
秩祿公債	8	1874-76年	2年据え置き後7年以内	0.17億円発行
金禄公債	5~10	1876年	3年据え置き後25年以内	1.7億円発行
起業公債	6	1878年	2年据え置き後23年以内	0.13億円発行
金札引換無記名公債	6	1884年	5年据え置き後30年間	0.08億円発行
中山道鉄道公債	7	1884年	5年据え置き後25年間	0.2億円発行
海軍公債	5	1886年	5年据え置き後30年間	0.2億円発行
整理公債	5	1886-97年	5年据え置き後50年間	1.75億円発行。6分利以上の各公債整理のため。 1910年全額償還
5分利公債 (*2)	5	1893-1946年	5年据え置き後50年以内	16.7億円発行。鉄道公債、事業公債等。利払い は年2回 (大正9年以前発行分) か4回
軍事公債	5	1894-96年	5年据え置き後50年以内	1.2億円発行。日清戦争戦費調達
明治37, 38年国庫債券 (第1-5回国庫債券)	5 (第1-3回), 6 (第4, 5回)	1904-05年	5 (第1回のみ) -7年 (第2回以降) 物	4.8億円発行。軍備補充と日露戦争費。 第4, 5回は英貨公債。発行を銀行団と協議
特別5分利公債 (臨時事件公債)	5	1906年	5年据え置き後25年以内	3.6億円発行。日露戦争後の戦費不足調達。公募 2億、預金部引受1.5億。発行時に銀行団と協議
甲号5分利公債 (鉄道買収公債)	5	1908-09年	5年据え置き後50年以内	4.76億円発行。鉄道会社国有化後、08-09年に それらの株主に交付
4分利公債 (*3)	4	1910年	10年据え置き後50年以内	2億円発行。桂内閣がシ団と協議して5分利債を 2回借換え
英貨公債	4~6	1899-1924年	7-60年	
仏貨4分利公債 (*4)	4	1910年	10年据え置き後50年	4.5億フラン (1.7415億円) 発行。5分利債借換 え。4分利公債の後に発行。利払いは5, 11月
5分利国庫債券 (*5)	5	1916 (大正5)	1-25年, 多くは5-7年据え置き期間	49億円発行。短・中期債。軍事費、植民地事業、

臨時国庫証券 (*6)	2 (短期物), 5	-32年 1917-24年	なし 2か月, 6か月, 5年以内	震災手形損失補償など。多くは公募 新発5.3億円, 借換20.7億円発行。ロシア, シナ 両政府への貸付金を調達
米貨公債	6.5	1924年1月	30年	1.5億ドル発行。第3回6分利英貨公債と同時発 行。震災善後公債
4分半利国庫債券	4.5	1932-33年	11-13年	7.2億円発行。日銀引受。歳入補てん, 満州事件 費と鉄道・朝鮮各事業費
4分利公債	4	1933-44年	5年据え置き後34年	0.5億円発行
4分利国庫債券	4	1933-36年	20-27年	31億円発行
3分半利公債	3.5	1936-45年 + (*7)	5年据え置き後34年	17億円発行
3分半利国庫債券	3.5	1936-45年 +	11-19年	527億円発行。北支事件公債 (11年2か月物) 等
シナ事変国庫債券	3.5	1938-41年	17年	166億円発行
シナ事変特別国庫債券	3.5	1938-39年	17年	0.2億円発行
シナ事変割引国庫債券	3.5	1939-41年	10年	3.7億円発行
賜金国庫債券	3.65	1940-45年	20年	9.5億円発行
大東亜戦争国庫債券	3.5	1941-45年	17年	631億円発行
大東亜戦争割引国庫債券	3.5	1941-45年	10年	9.2億円発行
大東亜戦争特別国庫債券	3.5	1943-45年	17年	13億円発行

注 (*1) 個別銘柄については表13参照。

(*2) 1922年11月まで「帝国5分利公債」, 23年5月まで「雑5分利公債」。23年9月から償還期日で1種 (据置期間 (5年) を経過) と2種 (据置期間未経過) に分けた (東洋経済新報社 (1924) p.164, 武田 (2012))。

(*3) 1回債 (1億円) は1910年3月発行, 1969-71年償還, 利払いは6, 12月, 2回債 (1億円) は1910年4月発行, 1969年償還, 利払いは6, 12月。51年12月に繰上償還。

なお, 借換の申し込みを躊躇した投資家に対し1回債 (0.76億円) の特別発行を1910-12年に行った。

(*4) 1920年12月-21年に国内に輸入され, 国内の取引所に上場された (長期は1925年11月18日, 実物は26年12月30日)。

(*5) 震災善後処理公債は1925-27年に発行, 発行から5年据え置き後50年以内に償還。

(*6) 貸付が返済されなかったもので, この国債は何度も借換られた。1924 (大正13) 年以降, 普通の5分利国庫債券に切り替えた。藤崎 (1954) p.6参照。

(*7) + は戦後も発行されたことを示す。

出所: 大蔵省 (1936), 藤崎 (1954), 大蔵省理財局 (各年b)。

戦前債券市場と引受シ団の変遷

ここで、わが国と同様に金融緩和が進んでいた外国での発行が試みられ、英貨と仏貨の4分利公債が実現した。仏貨公債は後に国内に輸入され上場されて甲号5分利公債に次ぐ債券の代表銘柄となった。

シ団引受開始時に証券会社はシ団を組織して元引受業者と契約を結んで下引受（再下請）を行い、発行市場への進出を始めた⁵⁾。1908年には国債の登録制度が開始されペーパーレス化が進んだ。

§ 2-2 戦間期

大正期において金融は緩慢であった。1918（大正7）年以降日銀金利は引き上げられたが、20年の反動恐慌、23年の関東大震災後の復興金融のため緩慢化した。20世紀初めにスタートしたコール取引において、資金の出し手は大銀行と地方銀行、取り手は台湾・日本興業などの特殊銀行であった⁶⁾。

国債は第1次世界大戦とその直後に軍事公債や鉄道・植民地経営のために発行された。20年の反動恐慌、22年の銀行動揺、23年の関東大震災、27年の金融恐慌など経済の不振が続き、これらの時期に震災手形損失補償公債など交付公債⁷⁾が5分利公債あるいは5分利国庫債券として増発された。20-21年の金融緩和期には遊資増と金利低下で債券需要が高まった。昭和初期には緊縮財政で国債縮減がはかられたが失敗した。少数の例外⁸⁾を除き25年以降新規債のシ団による引受は中止され、大蔵省預金部による引受が増加して、民間銀行の保有も市場での購入により25-29年に増大した⁹⁾。

昭和期に入って27年の金融恐慌の後は預金が大銀行と郵便貯金に集中した。コール資金は特殊銀行の取り入れが急減してレート低下を招いた。金融恐慌時に台湾銀行が過度に集中してコールの取り入れを行うなどの問題が生じたため、市中銀行は預金準備として国債の保有を増加していたが、金解禁の懸念、金利低下の限界などからの金利上昇（国債価格下落）不安のため30-31年に保有を減らし¹⁰⁾、預金部の保有が増加した。

30年の金解禁後は不況のため日銀割引歩合が引き下げられて救済融資がなされ、31年年央に短期資金市場には遊資が横溢したが、緩和状態は長期資金市場には波及しなかった。金輸出再禁止を見込んでドル思惑買いを防ぐため31年末まで日銀金利は引き上げられ、32年後半からの日本銀行引受による赤字国債発行の開始後は低金利政策への転換が図られた。31年秋のドル思惑買いの際を除きコール・レートは低下傾向をたどって¹¹⁾債券投資が促され、同時にコール資金が債券流通金融に用いられて債券流通市場活性化に役立った¹²⁾。政府短期証券（大蔵省証券）は30年12月にその発行規程が公布施行されて増発され、31年から32年にかけて入札が行われた¹³⁾。

第1次大戦を契機として1917年に禁止されていた金輸出が30年1月に解禁され、金本位制のもとで物価引き下げ・国際競争力の強化・国際収支の均衡を目指してデフレ政策がとられた。しかしデフレ、29年の世界恐慌、31年の英国の金本位制離脱の影響で不況が深刻化

したため31年12月に金輸出は再禁止された。

31年からの高橋財政期では、32年3月の公定歩合引き下げで低金利政策が始まり、6月に赤字長期国債（歳入補填公債）の発行が決定された。時局匡救費など巨額財政支出の財源として発行された公債を公募と預金部引受では消化できなくなり¹⁴⁾日本銀行引受によることとなった。

4分半利¹⁵⁾国庫債券（い号¹⁶⁾、2億円）が日銀引受で32年11月25日に発行され、33年1月からは4分半利国庫債券（赤字国債、ろ・は号、計5.15億円）が発行された。金解禁時における正貨の流出でその準備が激減してマネーサプライ減少をもたらし金融梗塞を起こしていたため、日本銀行引受は以下のようなルートでの効果をねらった¹⁷⁾。つまり、国債を日本銀行が引受けて国庫預金が増加→予算執行により民間へ散布され日銀券が増大→民間資金を潤沢にして景気に好影響を与えてから金融機関へ還流→日本銀行が手持ち国債を売却して資金を回収、である。

日本銀行は長期国債保有増による貨幣供給増さらにはインフレを避けるべく、32年12月27日以降、保有国債を市中に売却した¹⁸⁾（表2、3参照）¹⁹⁾。シ団銀行が引受を全く行わなかったのに日銀売却には応じたが、これはシ団の資金繰りが32年秋以前は苦しかったがそれ以後は余裕ができたためである²⁰⁾。余裕ができたのにシ団引受がなされず日銀引受と売却に依ったのは、シ団引受の場合、財政支出がなされるまでに一時的にマネーサプライ減が起こるからであり²¹⁾、また、シ団引受の場合、銀行は予約申し込み料²²⁾を受け取ることと取扱手数料をもらうことから安く買えるため²³⁾、売り崩しを行うおそれがあること²⁴⁾、なども理由に挙げられよう。日銀売却後の流通市場では売買高は増大せず、購入した市中銀行がそれほど売却しなかったことを示している（表3e、表5）。

なお、国債は上場されており流通市場で売却できた（表3d参照）。4分半利国庫債券の直前に発行された5分利国庫債券は多くが上場されていたから、32年発行の公債も上場されることは予想できたはずである²⁵⁾。しかし、銀行は買った国債の一部を流通市場へ出したが量的には僅少で、多くを保有した。これは銀行以外の買い手がほとんどなかったためであろう。したがって、シ団銀行の資金繰りに余裕がないと日本銀行からの買入やシ団引受は不可能であった、と見てよい。

また、高橋財政の政策効果が発揮されるためには引受と売りオペの間に十分な時間の経過が必要であったが、32年11月の引受から翌月の売却までは短期間であった²⁶⁾。この時期には金融が緩和され民間銀行の資金繰りが楽になっていたのも、十分な時間をおかないで売りオペを行うことはできた。他の時期でも引受と売りオペの間にはあまり時間の経過がないが（表3b）、表6に示されるように普通銀行の預貸率は32年以前よりも下がっており²⁷⁾、これらの時期にも民間の資金繰りが容易になっていた²⁸⁾とみられる。

さらに32年あるいは33年頃からは実物経済へ影響を及ぼしていることもうかがわれる。

表2 日銀等の引受・売出国債銘柄 (1917-1937年)

銘柄	発行年度	日銀引受	預金部引受	他の引受先	郵便局売出	出典、備考
臨時国庫証券(割引債)	1917	○				後に売却 (「百年史4」 p.43)
5分利国庫債券ふ	1917		○			
臨時国庫証券(割引債)	1918	○				日銀売出 (大朝18.9.19)
臨時国庫証券に	1918			正金		
5分利公債え	1918		○	台銀		
臨時国庫証券に	1919			正金		
臨時国庫証券(割引債)	1919		○			
臨時国庫証券へ	1919				○	
臨時国庫証券と	1919				○	
臨時国庫証券(割引債)	1919	○				日銀売出 (読売19.9.13. &9.17)
臨時国庫証券ち	1919					
臨時国庫証券(割引債)	1919		○			
臨時国庫証券り	1919				○	
臨時国庫証券ぬ	1919				○	
臨時国庫証券(割引債)	1919		○			
5分利国庫債券と	1920					読売20.5.11
臨時国庫証券(割引債)	1920		○			
5分利国庫債券ち	1920					
臨時国庫証券(割引債)	1920	○				日銀売出 (読売20.8.10)
5分利国庫債券り	1920				○	
5分利国庫債券る	1920		○			
5分利国庫債券ぬ	1920			台銀		
臨時国庫証券(割引債)	1920		○			
5分利国庫債券わ	1921		○			
5分利国庫債券か	1920				○	

臨時国庫証券(割引債)	1920	○			日銀売出 (読売21. 2. 11)
5分利国庫債券よ	1920	○			
5分利国庫債券れ	1921	○			
5分利国庫債券つ	1921	○			
5分利国庫債券ね	1921	○			「史」上, p.1066
臨時国庫証券に	1921		○	正金	日銀売出 (読売21. 5. 17)
5分利国庫債券ら	1921		○	台銀	日銀所有公債売 (調月21/2)
5分利国庫債券な	1921		○		1月4000万, 2月1800万
5分利国庫債券う	1921		○		
5分利国庫債券う	1921		○		
5分利国庫債券ぬ	1921		○		
臨時国庫証券(割引債)	1921		○		
5分利国庫債券く	1921		○		
5分利国庫債券や	1921		○		
臨時国庫証券(割引債)	1921	○			売出
5分利国庫債券ま	1921		○		
5分利国庫債券ま	1921		○		
5分利国庫債券ふ	1921		○	*	* 鮮銀, 小池銀, 拓銀
5分利国庫債券こ	1922		○		
臨時国庫証券わ	1922		○		
5分利国庫債券て	1922	○			日銀所有公債売 (調月22/7) 1600万
5分利国庫債券あ	1922			正金	日銀売出 (東朝22. 8. 9)
臨時国庫証券に	1922			台銀	
5分利国庫債券あ	1922				

戦前債券市場と引受シ団の変遷

銘柄	発行年度	日銀引受	預金部引受	他の引受先	郵便局売出	出典、備考
5分利国庫債券さ	1922			小池銀	○	
5分利国庫債券ゆ	1922				○	
5分利国庫債券み	1922		○			
臨時国庫証券か	1922	○				日銀売出 (東朝 23. 1. 17)
臨時国庫証券よ	1922					日銀所有公債売 (調月 23/1) 3500万 日銀所有公債売 (調月 23/2) 200万
5分利国庫債券も	1922	○		*	○	売出 * 鮮銀, 小池銀, 拓銀
臨時国庫証券た	1922					
5分利国庫債券せ	1922				○	
5分利国庫債券2回	1923		○			
臨時国庫証券れ	1923				○	
5分利国庫債券4	1923					
5分利国庫債券5	1923	○				日銀売出 (大朝 23. 5. 23)
5分利国庫債券7	1923				○	
5分利国庫債券8	1923	○				日銀売出 (大時事 23. 8. 29)
臨時国庫証券そ	1923					
臨時国庫証券ね	1923	○				日銀売出 (読売 24. 2. 13)
5分利国庫債券10	1923					
5分利国庫債券11	1923			*		* 鮮銀, 小池銀, 拓銀
5分利公債め	1923			鉄道共済		
5分利国庫債券12	1923		○			
5分利国庫債券14	1924		○		○	
臨時国庫証券な	1924	○				日銀売出 (大朝 24. 5. 27)
臨時国庫証券ら	1924					日銀所有公債売 (調月 24/7) 5000万

5分利国庫債券15	1924					○	日銀所有公債売 (調月24/9) 900万
5分利国庫債券16	1924				○		
臨時国庫証券う	1924		○				
5分利国庫債券18	1924		○				
臨時国庫証券の	1924						日銀売出 (大時事25. 2. 13)
5分利国庫債券19	1924		○				
5分利国庫債券21	1924		○				
5分利公債み	1924		○				
臨時国庫証券く	1924	○					
5分利公債み	1924		○				
5分利公債み	1925		○				
5分利国庫債券23	1925					○	
5分利公債み	1925		○				
5分利国庫債券24	1925						
5分利国庫債券26	1925	○					
5分利国庫債券28	1925					○	日銀売出 (東期25. 5. 27)
5分利国庫債券30	1925					○	
5分利国庫債券31	1925		○				日銀売出 (大朝26. 2. 11)
5分利公債ひ	1926						
5分利国庫債券33	1926					○	
5分利国庫債券35	1926					○	
5分利公債も	1926					○	日銀売出 (読売27. 2. 28)
5分利国庫債券38	1926	○					
5分利国庫債券39	1926					○	
5分利公債も	1926						
			○				

戦前債券市場と引受シ団の変遷

銘柄	発行年度	日銀引受	預金部引受	他の引受先	郵便局売出	出典、備考
5分利国庫債券42	1927		○			日銀所有公債売 (調月 27/7) 6700万
5分利公債せ	1927		○			日銀所有公債売 (調月 27/9) 4800万
5分利公債せ	1928		○			
5分利公債す	1928		○			
5分利公債す	1929		○			日銀所有公債売 (調月 28/1, 中外 28. 1. 13, 28. 3. 6) 1800万
5分利公債1回	1929		○			日銀所有公債売 (調月 28/2) 4200万
5分利公債1回	1930		○	鉄道共済		日銀所有公債売 (調月 28/4) 2000万
5分利公債2回	1930		○			日銀所有公債売 (調月 28/5) 7000万
5分利公債2回	1931		○			日銀所有公債売 (調月 28/6) 2300万
5分利国庫債券58	1931		○			日銀所有公債売 (調月 28/7) 9000万
5分利公債3回	1931		○	正金		
5分利公債3回	1931		○			
5分利公債3回	1932		○	鉄道共済・簡保		
4分半利国庫債券い	1932	○	○			
4分半利国庫債券ろ	1932	○	○			
4分半利国庫債券は	1932	○	○			
4分利国庫債券い	1933	○	○			
4分利国庫債券ろ	1933	○	○			

4分利国庫債券は	1933	○						
4分利国庫債券は	1933	○						
4分利国庫債券に	1934	○						
4分利国庫債券は	1934	○						
4分利国庫債券へ	1934	○						
4分利国庫債券と	1934	○						
4分利国庫債券と	1934	○						
4分利国庫債券と	1934	○						
4分利国庫債ち	1935	○						
4分利国庫債り	1935	○						
4分利国庫債ぬ	1935	○						
4分利国庫債る	1935	○						
4分利国庫債を	1935	○						
4分利国庫債わ	1935	○						
3分半利国庫債券い	1936	○						
3分半利国庫債券ろ	1936	○						
3分半利国庫債券は	1936	○						
3分半利国庫債券に	1936	○						
3分半利国庫債券ほ	1936	○						
3分半利国庫債券へ	1936	○						
3分半利国庫債券と	1936	○						
3分半利国庫債券ち	1936	○						
3分半利国庫債券ぬ	1937	○						
3分半利国庫債券る	1937	○						
3分半利国庫債券を	1937	○						
3分半利国庫債券わ	1937	○						
3分半利国庫債券か	1937	○						
3分半利国庫債券よ	1937	○						
3分半利国庫債券た	1937	○						
3分半利国庫債券れ	1937	○						

教育基金

(*1)
(*1)
(*1)

注：教育基金は教育改善・農村振興基金。
「史」は大蔵省（1936）。「百年史」は日本銀行百年史編纂委員会（1982-1986）。「調査月」は日銀調査月報、「大時事」は大阪時事新報。
(*1) 乗換分のみ公募、現金応募は日銀引受。
出所：吉田・藤田（1962）、藤崎（1954）、大蔵省（各月）1953年4月。

戦前債券市場と引受シ団の変遷

表3a 国債発行と日銀引受・売却高

(単位百万円, %)

年度	国債発行	日銀引受	日銀売却	日銀売却/同引受	郵便局売出
1932 昭和7	1035	715	703	98	
1933 8	1024	760	755	99	
1934 9	1027	678	675	100	
1935 10	1018	661	510	77	
1936 11	2843	565	519	92	
1937 12	2231	1780	1555	87	258
1938 13	4530	3275	2811	86	457

注：国債発行は新規と借換の合計で交付債を含まない。郵便局売出は年の計数。日銀引受・売却は交付債を含まず、37年以後郵便局売出分を含む。

出所：大蔵省理財局（1976）p.168, 日本銀行特別調査室（1948）p.58-59, 藤崎（1954）p.254, 372, 井上（1957）p.603-623。

表3b 国債発行と日銀引受・売却高

(単位百万円, %)

年	月	国債発行	日銀引受	日銀売却	日銀売却/同引受	郵便局売出
1932	11-12	200	200	16	8	
1933	1-12	1215	1115	789	71	
	1-6		515	462	90	
	7-12		600	326	54	
1934	1-12	916	701	900	128	
	1-6		251	602	240	258
	7-12		450	298	66	457
1935	1-12	1048	751	655	87	
	1-6		228	352	154	
	7-12		522	303	58	
1936	1-12	2810	1580	686	43	
	1-6		1151	505	44	
	7-12		430	181	42	
	計	6189	4347	3045	70	

注：前表の注に同じ。

出所：日本銀行百年史編纂委員会（1984）p.45, 大蔵省（1953）。大蔵省理財局（1976）p.168, 日本銀行特別調査室（1948）p.58-59。

表3c 日銀売却先の割合（1932-35年）

売却先	%
金融機関	78
銀行	65
信託	5
保険	4
証券業者	9
預金部など官庁	10

出所：日本銀行特別調査室（1948）p59。

表3e 4分半利国庫債券の実物取引の売買高

(単位万円)			
年	い号	ろ号	は号
1933	294	116	349
1934	518	685	1140
1935	931	908	1542
1936	1090	1413	1393
1937	618	1053	809

出所：東京株式取引所（1938）。

表3d 日銀引受の4分半利国庫債券の内訳

(単位百万円, %)				
	発行額	発行日	償還日	上場日
い号	2億円	1932/11/25発行, 償還	1944/6/1	1933/3/16
ろ号	2億円	1933/1/21	1945/3/1	1933/6/16
は号	3.15億円	1933/3/30	1946/3/1	1933/5/8

注：上場日は長期取引のそれ。

出所：東京株式取引所（1938）。

表4 1932-33年の金融の状況（日銀「調査月報」による）

年 月	状 況	年 月	状 況
1932年 1月	引き緩み呈せず。金融業者の手元逼迫	1933年 1月	緩和傾向抑制
2月	銀行手元窮屈	2月	緩和傾向濃厚
3月	梗塞状態、のち緩和	3月	警戒から緩和へ
4月	銀行手元寛ぐ	4月	緩和促進
5月	短期は緩和、長期は梗塞	5月	ますます緩慢
6月	短期市場、銀行手元とも潤沢	6月	緩慢
7月	長期もやや緩和	7月	金利低下
8月	緩和に至らず、のちやや緩和	8月	金融繁忙
9月	緩和、銀行手元余裕	9月	緩慢
10月	緩和、銀行手元潤沢	10月	市場繁忙
11月	緩和、銀行手元潤沢	11月	緊張緩む
12月	緩慢、銀行手元潤沢	12月	軟化

表5 東株における債券売買高

(額面, 単位百万円, %)

年	債券		国 債		地方債	社債
	合計額	合計額	比 率 (%)			
			長期清算	実物		
1912 大 1	4.9	4.9	25	75	0.0	0.0
1913 2	5.6	5.5	0	100	0.0	0.0
1914 3	4.4	4.4	0	100	0.0	0.0
1915 4	41.9	41.8	0	100	0.1	0.1
1916 5	45.7	45.7	0	100	0.0	0.0
1917 6	54.8	54.6	0	100	0.0	0.3
1918 7	32.2	31.9	0	100	0.2	0.1
1919 8	4.6	4.4	0	100	0.1	0.1
1920 9	34.3	32.1	0	100	0.1	1.6
1921 10	267	245	0	100	2.4	19.4
1922 11	184	162	0	100	4.1	15.5
1923 12	146	136	0	100	1.7	6.6
1924 13	198	179	0	100	3.6	14.3
1925 14	334	283	12	88	5.2	33.2
1926 昭 1	361	321	40	60	2.9	15.7
1927 2	601	551	21	79	13.6	24.1
1928 3	1485	1389	30	70	9.7	29.8
1929 4	805	743	41	59	1.1	19.4
1930 5	670	643	42	58	1.0	7.5
1931 6	1204	1074	71	29	4.4	12.0
1932 7	1041	1021	78	23	3.2	16.7
1933 8	986	692	67	33	7.0	31.2
1934 9	801	778	62	38	9.6	11.3
1935 10	1145	1013	44	56	8.3	18.6
1936 11	1278	1167	41	59	3.4	9.9
1937 12	1247	1077	49	51	21.5	65.8
1938 13	980	833	41	59	11.2	127.5
1939 14	1791	1434	52	48	25.6	228.6
1940 15	2215	1775	58	42	7.8	282.4
1942 17	919	710	44	56	6.4	212.6
1945 20	169	—	—	—	—	—

注：長期清算取引は1913-24年休止。国債の内訳は比率。地方債・社債は実物取引の計数。長期清算取引は1925年（社債共で9.3）、26年（社債共で13.7）を除きネグリジブル。社債は金融債を含む。

出所：東京証券取引所（1970）p.718、東京株式取引所（1928）p.111。

表6 全国普通銀行勘定

(單位百万円, %)

年 月	季 調 前			季 調 済			
	預金	貸出	預貸率	預金	貸出	預貸率	
1930	1	9053	7083	78	9059	7057	78
	2	8964	7064	79	8971	7075	79
	3	8864	7075	80	8918	7049	79
	4	8768	6948	79	8865	6992	79
	5	8776	7023	80	8812	7050	80
	6	8955	7098	79	8774	7095	81
	7	8778	7071	81	8735	7075	81
	8	8589	6995	81	8662	7018	81
	9	8653	6937	80	8687	6965	80
	10	8601	6913	80	8638	6908	80
	11	8525	6838	80	8548	6827	80
	12	8659	6748	78	8522	6685	78
1931	1	8507	6693	79	8513	6668	78
	2	8494	6663	78	8500	6672	78
	3	8589	6792	79	8647	6768	78
	4	8468	6677	79	8556	6719	79
	5	8448	6559	78	8475	6584	78
	6	8650	6562	76	8479	6560	77
	7	8454	6561	78	8411	6568	78
	8	8314	6498	78	8382	6520	78
	9	8276	6483	78	8316	6512	78
	10	8140	6510	80	8177	6503	80
	11	8097	6485	80	8119	6469	80
	12	8174	6549	80	8046	6488	81
1932	1	7915	6538	83	7924	6513	82
	2	7872	6459	82	7877	6468	82
	3	7724	6482	84	7785	6459	83
	4	7582	6388	84	7648	6426	84
	5	7622	6363	83	7630	6387	84
	6	7759	6307	81	7613	6308	83
	7	7533	6215	83	7494	6228	83
	8	7677	6229	81	7737	6253	81
	9	7641	6181	81	7687	6212	81
	10	7749	6147	79	7788	6137	79
	11	7887	6153	78	7906	6127	78
	12	8132	6176	76	8007	6115	76
1933	1	8073	6099	76	8089	6077	75
	2	8115	6047	75	8121	6059	75
	3	8098	6030	74	8174	6007	73

戦前債券市場と引受シ団の変遷

年 月	季 調 前			季 調 済			
	預金	貸出	預貸率	預金	貸出	預貸率	
1934	4	8119	5984	74	8170	6016	74
	5	8292	5936	72	8275	5959	72
	6	8615	6131	71	8465	6136	72
	7	8604	6138	71	8561	6159	72
	8	8417	5994	71	8485	6022	71
	9	8394	5984	71	8453	6014	71
	10	8529	6046	71	8574	6031	70
	11	8555	6062	71	8568	6026	70
	12	8727	6032	69	8596	5968	69
	1	8701	5971	69	8726	5955	68
	2	8813	5919	67	8828	5936	67
	3	8758	5910	67	8852	5882	66
1935	4	8950	5826	65	8980	5850	65
	5	9065	5826	64	9021	5855	65
	6	9144	5816	64	8992	5825	65
	7	9106	5774	63	9070	5798	64
	8	9034	5790	64	9111	5823	64
	9	8944	5744	64	9008	5773	64
	10	9026	5800	64	9077	5779	64
	11	9132	5830	64	9139	5786	63
	12	9354	5872	63	9217	5805	63
	1	9150	5856	64	9183	5849	64
	2	9189	5832	63	9215	5854	64
	3	9141	5908	65	9250	5875	64
1936	4	9321	5852	63	9324	5871	63
	5	9494	5835	61	9427	5870	62
	6	9545	5886	62	9394	5898	63
	7	9525	5868	62	9500	5894	62
	8	9417	5872	62	9501	5909	62
	9	9550	5918	62	9615	5946	62
	10	9609	6012	63	9668	5985	62
	11	9710	6099	63	9711	6050	62
	12	9874	6121	62	9727	6047	62
	1	9861	6015	61	9904	6017	61
	2	9634	5993	62	9674	6021	62
	3	9758	6047	62	9881	6007	61
4	9999	6244	62	9979	6256	63	
5	10099	6239	62	10015	6285	63	
6	10255	6245	61	10095	6261	62	
7	10201	6216	61	10190	6241	61	
8	10159	6285	62	10252	6327	62	

年 月	季 調 前			季 調 済		
	預金	貸出	預貸率	預金	貸出	預貸率
9	10527	6439	61	10589	6467	61
10	10532	6570	62	10603	6537	62
11	10724	6597	62	10719	6543	61
12	10932	6660	61	10765	6576	61
1937 1	10857	6711	62	10911	6717	62
2	10967	6824	62	11020	6861	62
3	11261	7035	62	11406	6985	61
4	11367	7073	62	11333	7083	62
5	11474	7043	61	11371	7100	62
6	11704	7209	62	11525	7230	63
7	11457	7377	64	11453	7407	65
8	11536	7465	65	11647	7516	65
9	11644	7490	64	11706	7520	64
10	11627	7555	65	11708	7517	64
11	11851	7614	64	11841	7552	64
12	12352	7712	62	12161	7612	63

注：預貸率は貸出/預金。

出所：日本銀行調査局（1964）第9巻，付属統計p.6。

表7a 国民総生産

(単位十億円，%)

暦年	名目GNP	変化率	実質GNP	変化率	GNP デフレーター	国民所得 第2次産業	変化率
1930	13.9		13.5		1.03	3.2	
1931	12.5	-10.1	13.9	3.0	0.90	2.8	-12.5
1932	13.0	4.0	14.1	1.4	0.93	3.1	10.7
1933	14.3	10.0	14.7	4.3	0.98	3.5	12.9
1934	15.7	9.8	16.2	10.2	0.97	4.0	14.3
1935	16.7	6.4	16.6	2.5	1.01	4.5	12.5
1936	17.8	6.6	17.2	3.6	1.04	4.8	6.7
1937	23.4	31.5	21.2	23.3	1.10	5.6	16.7
1938	26.8	14.5	21.9	3.3	1.22	6.9	23.2
1939	33.1	23.5	22.1	0.9	1.50	8.7	26.1
1940	39.4	19.0	20.8	-5.9	1.89	11.1	27.6

出所：日本銀行統計局（1966），原資料は経済企画庁「国民所得白書」（昭和38，40年度版）。

注：1934-40年は原則として暦年ベース，GNPデフレーターは1934-36=1。

表7b 生産国民所得

(単位十億円, %)

暦年	山田推計				大川推計			
	総額	変化率	第2次産業	変化率	総額	変化率	第2次産業	変化率
1930	11.2		3.4		11.6		3.2	
1931	10.7	-4.5	3.2	-5.9	10.6	-8.6	2.9	-9.4
1932	11.6	8.4	3.6	12.5	11.6	9.4	3.9	34.5
1933	13.0	12.1	4.0	11.1	12.6	8.6	4.9	25.6
1934	13.7	5.4	4.5	12.5	13.6	7.9	5.9	20.4
1935	15.0	9.5	5.0	11.1	14.6	7.4	6.9	16.9
1936	16.6	10.7	5.6	12.0	15.6	6.8	7.9	14.5
1937	19.3	16.3	6.7	19.6	16.6	6.4	8.9	12.7
1938	22.6	17.1	8.5	26.9	17.6	6.0	9.9	11.2
1939	29.3	29.6	11.9	40.0	18.6	5.7	10.9	10.1
1940	31.9	8.9	13.1	10.1	19.6	5.4	11.9	9.2

出所:日本銀行統計局(1966), 原資料は山田(1957), Ohkawa(1957)。

表7によれば、名目で測ると32年以降GNP、国民所得、第2次産業国民所得は多くが5%以上の増加率を示す。ただし、実質GNPが高い成長率を示すのは34年、37年のみである。

国債標準価格の設定(32年4月)や日本銀行による国債担保貸出しの優遇(32年7月)²⁹⁾も与って国債は34年まで順調に消化された³⁰⁾。日本銀行の国債担保貸出しの優遇は公定歩合が一律・無制限に適用された³¹⁾。35年10月には短期資金の調達を容易にするために、市中銀行から国債の売戻約款付買入が行われるようになった。しかし、35年後半には金融機関への資金需要が増大して、表3bに示されるように市中への国債売却が困難となって価格下落と金利上昇が引き起こされたため、公債漸減の方針がとられた。

§4-1で詳述するように、預金部は25(大正14)年の預金部預金法により改革が行われ、同時に郵便貯金資金の預金部預託の義務づけ³²⁾などにより資金は増加して、大震災以降の不況期に国債投資は増加した³³⁾。

§2-3 戦時期

1936(昭和11)年にコール市場が逼迫して37年半ばにかけレートは上昇し、債券価格は下落した。同年中からのインフレ政策で金融緩和がもたらされた。39年9月には第2次大戦が開始されて資金需要が増加し、金融梗塞も引き起こされて債券は消化難となった。40年に緩和策がとられて、コール・レートは41年秋まで低下し42年以降は低位に固定された³⁴⁾。

36年2月の2・26事件の後、増大する軍事費を賄うべく公債漸減主義は放棄され、国債を円滑に消化するために低金利政策が続行されて空前の低利である3分半利公債への借換が

表8 内国債等発行・現在高

(単位百万円)

年度	国債		政府短期証券
	発行高	現在高	現在高
1912 大 1	51	1,116	
1916 5	70	1,097	
1918 7	431	1,741	
1919 8	602	1,967	
1920 9	792	2,353	
1921 10	738	2,718	
1924 13	791	3,356	
1926 昭 1	538	3,711	6
1927 2	742	3,944	57
1928 3	689	4,380	15
1929 4	559	4,513	44
1930 5	266	4,477	207
1933 8	1,066	6,724	544
1935 10	1,051	8,522	453
1938 13	4,548	16,065	492
1940 15	6,983	28,611	1,047
1945 20	33,495	139,924	3,020

出所：志村（1980）p.統計4-5、大蔵省（各月）1953年4月。

行われた³⁵⁾。37年7月の日華事変後には臨時軍事費³⁶⁾特別会計設置を契機として国債発行が急増し³⁷⁾、さらに41年12月の太平洋戦争勃発で激増した（表8参照）。起債目的別では軍事国債と赤字国債が大きなウエートを占め、鉄道・通信・外地事業などの事業国債のウエートは低下していった。40年度から政府出資のために3分半利公債が発行され、満鉄、日本製鉄や新設の国策会社、営団、金庫への出資を賄った³⁸⁾。

37年10月にシ団が3分半利国庫債券り号（北支事変公債第1回）の全額1億円の引受を行ったが、民間企業の設備投資資金への需要増のため金融市場にさらなる梗塞が引き起こされたこと、国債発行準備時の同年8、9月に株価暴落が発生したこと、国債発行が巨額になる見通しがあったことなどから、その後は日本銀行と預金部による引受が行われた³⁹⁾。民間部門の引受可能額以上に発行して預金部に依拠する方法はこの時始められた⁴⁰⁾。

証券会社への売りさばき取次制度⁴¹⁾や国民への奨励策などにより、日本銀行引受のうちかなりの部分（33-38年度で約70%以上）は銀行以外も含む民間に売却された（表3b参照）。

臨時資金調整法が37年9月に施行されて国債の消化が優先され⁴²⁾、金融機関には半強制的に引受・割当がなされた⁴³⁾。消化を促進するべく日本銀行の国債担保貸付利率の引き下げも行われた⁴⁴⁾。日本銀行からの借入が国債利回りより低利となり、国債担保貸付が急増

戦前債券市場と引受シ団の変遷

して国債の売却減をもたらし、国債の価格維持と発行・消化が容易になった。日本銀行は取引先銀行の国債保有増に対処するために国債の買入も行った⁴⁵⁾。

金融統制の強化とともに国民への貯蓄奨励と国債の引受勧誘が進められた。大規模な貯蓄奨励運動を進めるべく41年6月に国民貯蓄組合法が施行され、43年6月の国債郵便貯金制度により国民にも半強制的に貯蓄と国債購入が奨励された。さらに国債の消化も推進された。

この時期の金融市場では、36年の公債漸減策放棄後にいっそうの低金利政策が進められた。37年頃は生産力拡充計画で資金需要が増えて金融梗塞が発生した。

§ 3 地方債・社債の発行と引受

明治時代には地方制度の整備が進んだ。地方債は1889（明治22）年に長崎市水道公債が初めて発行され、外貨地方債は神戸市水道公債の募集がロンドンで1899年に行われた。1890年に公布された商法に基づいた「商法第206条ニヨリ発行スヘキ債券ニ関スル件」の規定によって最初の社債がこの年に発行された⁴⁶⁾。1900年頃以降は産業発展が進み社債の発行が増加した。1903（明治33）年に京釜鉄道債が、07年には南満州鉄道（満鉄）のポンド建債がそれぞれ政府保証付で発行された。日露戦争（1904-05年）後の金融緩和時には社債・地方債の発行が急増した。05年に外資の導入を促進するべく担保付社債信託法が公布され⁴⁷⁾、担保付社債の発行が可能になった。さらに11年には商法に社債の委託募集等の規定が新設された。

大正から昭和初めの戦間期に債券市場は拡大し活発化した⁴⁸⁾。低金利政策、起債市場の整備、シ団引受の増大⁴⁹⁾によって社債は地方債とともに発行額が増加した。まず第一次大戦期（15-18年）に正貨の流入と金融緩和があり、起債が増加した。戦後反動期（20-26年）は金融緩慢であったが株式による資金調達が困難で、鉄道などの社債発行が増加した。金融恐慌期（27-28年）には日本銀行の救済融資が行われ、企業の資金需要が停滞して金融緩慢状態になり、預金の集中した大銀行は社債への投資を増やした。29年下期から31年にかけては金解禁を控え、銀行は手元資金を充実したため起債は低調であった。32-36年の市場では自由な取引がさかんで、金融緩慢と低金利で活況であった。起債は34年上半期に最初のピークとなり（後掲表15参照）、外資と預金部の資金がそれを支えた⁵⁰⁾。37年の日華事変前までは遊資増の金融機関が社債への投資を増やし、加えて低金利期で借入金が社債に切り替えられた。

より詳細には次のとおりである。第1次世界大戦による好景気の結果、大正時代後半から無担保社債が増大し⁵¹⁾デフォルトが頻発した。このため31-33年に社債浄化運動がおり、33年に銀行・信託⁵²⁾・保険業界が社債発行を有担保かつ減債基金付（定時償還制）とすることを申し合わせた⁵³⁾。かつ、同年に改正された担保付社債信託法により、社債の同一担保・

同一順位の抵当権による分割発行（オープン・エンド・モーゲージ制⁵⁴⁾）が可能になった。従来は担保額の限度内で発行されても発行順序に従い社債権者の担保権順位は2位以下になって発行が困難であったが、この制度の採用で発行順位にかかわらず担保額限度に達するまで担保権順位は同一となることになった。31年頃まで台湾電力などの国策会社の社債の元利払を政府が保証する形態（政府保証債）が増加した⁵⁵⁾。引受業者間の競争が激しかったため、35年からしばらくは満鉄などの無担保債のウエートが高まったが、39年以降は社債浄化が徹底され有担保債が増加した⁵⁶⁾。

大正期には第1次世界大戦後の反動で地方財政が圧迫されたため地方債は増発された。昭和期に金解禁時の緊縮政策で29年の内務省訓令により地方債の発行は抑制されたが、32年に内務・大蔵両次官の通牒により緩和が図られ⁵⁷⁾、さらに高橋財政時の時局匡救事業で増大した。

地方債・社債の発行条件の推移は図1のとおりであり、戦後のような「金利体系」にしたがって応募者利回りは国債、地方債、利付銀行債、事業債の順にほぼ高くなっている。順序が逆転して地方債のそれが利付銀行債より高くなっているのは、21-24年、27-28年あたりである。

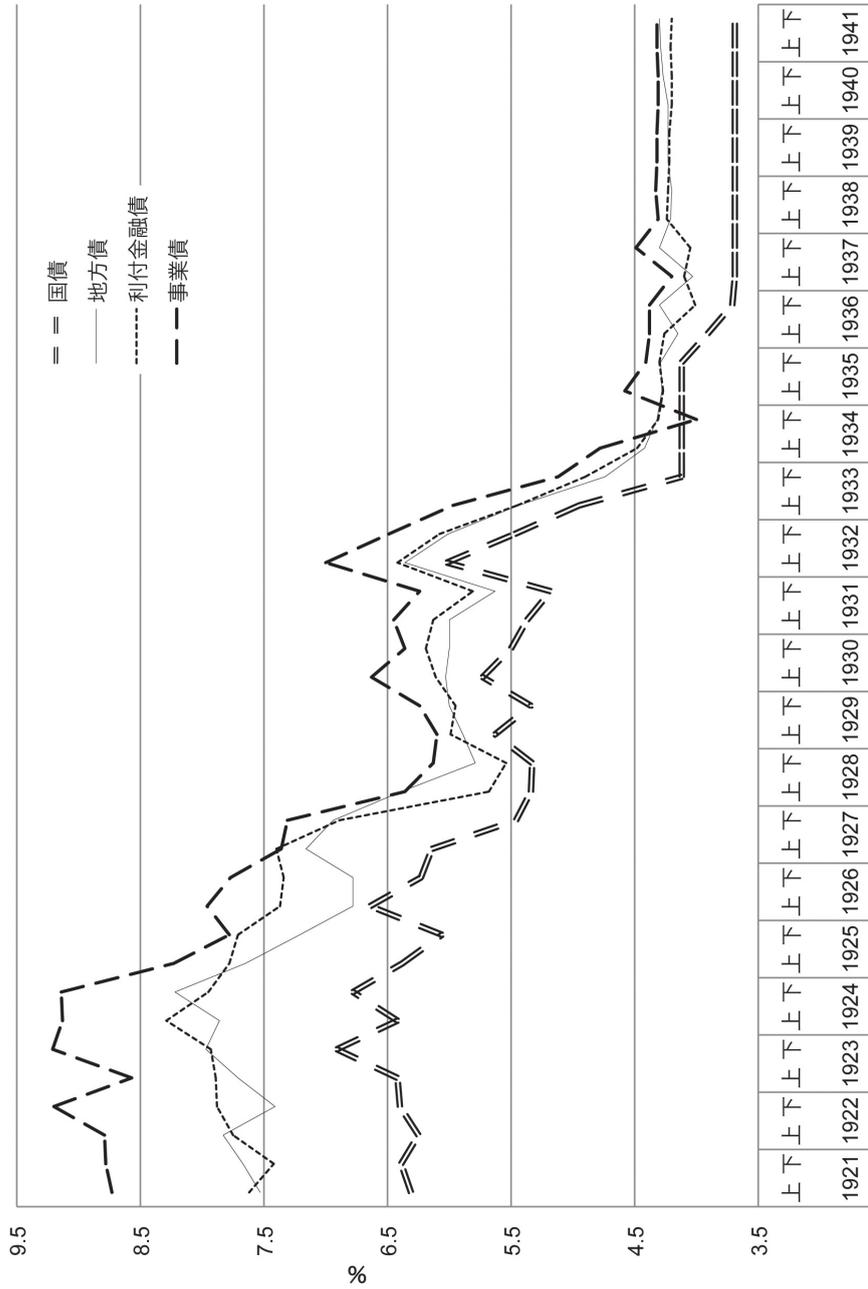
戦時期には各種の統制が加えられることになった。37年1月に輸入為替管理令が公布され、9月に設備資金を統制して軍需産業の育成をはかるべく臨時資金調整法が施行されて統制経済へ向かった。38年1月には起債の条件・時期を日本銀行と相談することが必要となったが、重化学産業、軍需産業、国策会社と新設された営団・金庫などの債券発行は優遇された。同年5月に社債権者集会制度の導入と募集の受託会社の権限を明確にした商法改正法が公布された。39年の第2次大戦開戦の後、梗塞状態に陥っていた起債市場を改善すべく起債の計画化が40年10月に実施された⁵⁸⁾。同年12月には大蔵省・企画院⁵⁹⁾・日本銀行・日本興業銀行がメンバーとなって社債の起債計画協議会が設立された⁶⁰⁾。

日本発送電・大日本航空などの特殊会社の社債は帝都高速度交通営団・住宅営団などの発行する営団債、興業債・商工債などの銀行債とともに戦時金融体制の中心であった⁶¹⁾。臨時資金調整法実施後の38年に興業債、庶民債、国策会社（帝国燃料・日本発送電・台湾拓殖・満州拓殖・鮮満拓殖など）の社債に政府保証が付けられ、発行限度の大幅拡大が認められて発行額は激増した⁶²⁾。

地方債は中央政府のコントロール下に置かれ、預金部などの官庁引受ウエートが増大したが、37年9月に不要不急として抑制する方針が閣議決定された。38年2月に発行の条件と時期を日本銀行と相談することが必要となり、同年8月に発行は原則として認可しないとの通達が出され、以後発行額は急減した⁶³⁾。

次に、地方債・社債の引受についてみてみよう。民間銀行等は1890年代から引受業務をまず地方債・社債から開始した⁶⁴⁾。資金力のあった銀行はこれらの債券発行を仲介する、

図1 応募者利回



総額を引き受け（総額引受）その後一般に売り出す、または募集の委託を受け残額が生じたら引き受ける（引受募集つまり残額引受）ことなどを行った。

地方債の引受は、大阪市築港公債について1897（明治30）年11月に始められた。引受銀行である第三銀行⁶⁵との契約書は「公債応募者の有無に係はらず…公債の代金悉皆を…納付する」とされていて⁶⁶、残額引受であった。1911（明治44）年には大阪市債にシ団が組織された⁶⁷。社債の引受は、阪鶴鉄道社債（1898年発行）を北浜・住友・百三十・四十二⁶⁸・大阪共立の5銀行が「社債応募数不足の節は右5銀行にて引受くる⁶⁹」こととしたのが最初である⁷⁰と見ることができよう⁷¹。また、1903年発行の大阪商船会社社債は三井・住友など「取扱7銀行のシンジケートにて引受⁷²」られたとあり、シンジケートの表記が見られる。担保の受託は銀行がほぼ独占した⁷³。社債・地方債に対しては証券業者の元引受もなされた⁷⁴。

ところで、預金部制度は1885年の預金規則の制定で大蔵省預金局が設置されて発足した。1890年には預金局預金特別会計法が成立し、預金部を資金の安全な保管機関と位置づけた⁷⁵。1925（大正14）年の預金部預金法制定とともに預金部が正式に設置された⁷⁶。簡易保険は16年に創設され、その積立金が19年から国債などへ、23年から地方債へ、33年から満鉄などの社債へ、それぞれ運用されるようになった⁷⁷。43年からは積立金の預金部への預託が始まり、余裕金は21年から預金部へ預託された⁷⁸。さらに郵便年金が26年に創設されて余裕金は同年に国債での運用などのほか預金部への預託が開始され、積立金も28年から国債への運用が始まり43年には預金部預託となった。

1875（明治8）年に創設された郵便貯金の資金は1878年から大蔵省国債局への預け入れが開始された。預金部は1910年に地方債の引受が可能となり⁷⁹、運用先は地方団体貸付⁸⁰、国債の短期運用などにも拡大した。預金部に預託されていた郵便貯金資金は地方から集まっていたため預金部資金の地方還元が課題となり⁸¹、そのために日本勧業銀行などの特殊銀行が地方団体に融資する際に預金部が特殊銀行の債券を引き受けるという方法が採用された⁸²。

戦間期では、1914（大正3）年に東京市公募債をシ団が引き受けた⁸³。金融恐慌後はシ団の再編が行われ大銀行が大都市の地方債を引き受けるとともに、証券会社・信託会社が大都市債の下引受とそれ以外の地方債の引受に進出した⁸⁴。

預金部資金の地方還元は27年度から道府県と6大都市の、32年度から市町村の、それぞれの地方債を直接引き受ける方式に変更された⁸⁵。なお、預金部が引き受ける地方債は簡易保険の資金が引き受けるそれとは異なり非市場性の債券であって、これは証書貸付けの変形であった⁸⁶。

戦時期にはシ団は社債を引き受けたが転売を自制し、市場性喪失の時代に入っていく。預金部は39年にその資金を特殊法人（庶民金庫・恩給金庫）の債券の他、それ以外の法人の政府保証債でも運用できるようになって⁸⁷国策会社などの政府保証債を多く引き受け、か

つ引受シ団のメンバーとして活動した⁸⁸⁾。預金部の資金運用における地方資金の比重は減少し、33年度において全運用額の45%であったのが41年度に17%、45年度は5%になった。

§ 4 債券引き受け手の状況

§ 4-1 預金部と公的部門

預金部資金の運用先は1885（明治18）年当初、国債のみであったが⁸⁹⁾、1902年に外国国債（支那債券）の購入を始めた⁹⁰⁾。25年に預金部への預託が義務づけられた郵便貯金の増大、簡易保険の余裕金・積立金や郵便年金のそれぞれの預金部預託開始などの結果、預金部資金は増加して大震災後の不況期に地方還元を行うとともに国債投資も増加した。預金部資金の運用先は国債・銀行債の引受の他、地方債引受、地方団体貸付などに広がった。1906年に創設された国債整理基金は27年の法改正で国債保有が可能になった⁹¹⁾。

20年の反動恐慌から27年の金融恐慌までの時期には震災手形損失補償公債などの交付債が増発され、他方公募債の募集は不振で、預金部引受と郵便局売出しに依拠した。23年以降新規債のシ団引受はほぼ中止されたため預金部による引受が増加し、29-36年のシェアは10%超となった。特に29-31年は国債価格維持のため買入を増した⁹²⁾。37年10月にシ団引

表9 預金部の資金運用

(単位億円, %)

年	資金合計 (億円)	内 訳 (%)				
		国債	地方債	各種債券	勸業債 うち勸業債	貸付
1910 明治43	2.3	55.8	—	11.2	6.9	5.6
1913 大正 2	3.1	36.3	5.1	24.2	15.7	19.7
1918 7	5.7	9.7	2.4	21.3		18.5
1920 9	9.8	10.6	3.8	22.4		16.9
1922 11	12.9	12.9	6.5	25.5		13.3
1924 13	15.4	15.2	9.1	22.3		16.7
1926 昭和元	17	17.9	11.5	25.3		25.2
1928 3	23.1	21	14.1	21.4	11.8	19.1
1930 5	28.9	26.7	16.0	23.1	12.7	18.8
1932 7	36.3	30	20.2	24.1	11.2	18.4
1934 9	40.7	39.7	21.9	21.9		11.5
1936 11	46.9	40.7	22.0	16.6		15.7
1938 13	56.3	49.7	19.0	14.6	4.8	11.9

注：各年3月の計数。資金合計は金額、内訳は比率。各種債券は勸業債、興業債、農工債などで、地方資金の一部。勸業債の空欄は不明部分。

出所：日本勸業銀行調査部（1953）p.243、大内（1974）p.353、大蔵省理財局（1942）p.136、農林中央金庫（1956、第1巻）p.254、吉田・藤田（1962）p.5、39。

受が行われたが既述のように成功せず、それ以後は日本銀行と預金部による引受が行われた。預金部の資金運用は国債が中心で運用全体に占めるウエートは急増し、36年において約40%、45年では70%に達した(表9参照)⁹³⁾。

27年の金融恐慌を経験して中小金融機関から郵便貯金に資金が流れた⁹⁴⁾。加えて、奨励策がとられ41年には定額貯金が創設されたこともあいまって郵便貯金は増大した⁹⁵⁾。なお、公的部門の国債保有シェアを預金部と簡易保険・郵便年金の合計で見ると表10に示されるように戦間期までは20%未満、戦時期で20-30%台であり、必ずしも大きくはない。

日本銀行は明治期に引受と市中への売却を行っており⁹⁶⁾、1917(大正6)年以降も短期物たる臨時国庫証券の他に5分利国庫債券の発行と借換に際し、これを引受けて後に売却すること、あるいは引受と同時に売り出すことなどを行った(表2)。前述のように、高橋財政期以後には多くの引受と市中への売却を行い、35年10月からは売戻条件付の買入⁹⁷⁾、37年8月以降は無条件の買入も行った⁹⁸⁾。

§4-2 民間金融機関

1894(明治27)年8月に日清戦争戦費調達のための第1回軍事公債(5分利債)発行に際して大蔵大臣・日本銀行総裁が銀行代表に応募の勧誘を依頼した⁹⁹⁾。同年11月の第2回債発行は第1回債の募集発表3か月後で、第1回債の応募金がまだ払い込み中であったため¹⁰⁰⁾さらなる勧誘が必要であり、大蔵大臣・日本銀行総裁が銀行代表¹⁰¹⁾を集めて応募勧誘方を依頼し¹⁰²⁾、日本銀行が各銀行の負担額を決めた¹⁰³⁾¹⁰⁴⁾。

日露戦争直前の1904(明治37)年1月には¹⁰⁵⁾第1回国庫債券(5分利債)について政府・日本銀行が民間銀行と発行条件を協議した¹⁰⁶⁾。協議の論点は、発行の総額の決定、国債利回りと銀行預金利率の高低比較、民間経済に激変を与えないように募集を分割して行うこと、などであった¹⁰⁷⁾。併せて日本銀行は国債担保貸出しに優遇措置を講ずることも提案した¹⁰⁸⁾。銀行に引き受けさせようとした背景は、銀行の資金力が増大していたこと¹⁰⁹⁾、金融が緩慢で市中銀行に資金がだぶついており、かつ国債相場が保持されていたことであった¹¹⁰⁾。第2回と第3回発行の際も協議がなされた¹¹¹⁾。日露戦争後、戦費不足分を調達するために特別5分利公債(臨時事件公債)を発行した1906(明治39)年1月以降にも発行条件の協議が行われた¹¹²⁾。

10年に国債引受シ団(「下請銀行組合」)が発足した。従来の5分利以上の公債を借り換えるために4分利公債¹¹³⁾が同年2-3月に2回発行された際、日本銀行が一部を引き受けた。同時に、民間銀行を代表する第一・住友など普通銀行13行と、横浜正金・日本興業の特殊銀行2行が発行条件を審議し、公募の応募分が発行額を下回る場合に不足分を引き受けるといふ引受募集¹¹⁴⁾を行うべくシ団を結成した(表11参照)¹¹⁵⁾。シ団は、国債の公募発行と借換が行われる際に条件等について大蔵省と協議することを要望し、政府がこれを受け入れ

表 10a 国債の部門別保有額

年	(単位百万円)										
	日銀	民間銀行	特銀	信託会社	産業組合 系統	保険会社	預金部	簡保・ 郵便年金	地方 公共団体	小計	国債 現在高
1877 明10	0	20	0	0	0	0	0	0	0	20	227
1887 20	18	49	1	0	0	0	22	0	0	91	238
1897 30	40	78	12	0	0	0	33	0	0	163	399
1907 40	80	128	22	0	0	0	110	0	0	340	2,277
1912 大 1	51	232	33	0	0	18	113	0	0	448	2,608
1914 3	56	198	35	0	0	36	69	0	0	394	2,506
1916 5	37	273	41	0	0	36	69	0	0	456	2,468
1918 7	32	524	112	0	0	68	104	0	0	840	3,052
1920 9	109	765	166	0	0	73	116	1	0	1,230	3,821
1921 10	102	1,082	261	0	0	98	169	2	0	1,713	4,097
1922 11	170	1,059	240	0	0	93	240	2	0	1,804	4,357
1924 13	240	1,231	316	0	2	103	309	3	0	2,204	4,901
1926 昭 1	264	1,282	304	31	4	110	418	18	0	2,430	5,178
1928 3	203	1,883	402	78	1	111	582	32	0	3,292	5,846
1930 5	176	1,814	372	94	1	130	888	81	0	3,556	6,154
1932 7	565	1,913	373	105	19	115	1,137	123	59	4,409	7,346
1934 9	647	2,959	467	245	59	178	1,718	0	50	6,323	9,613
1935 10	729	3,282	454	277	72	219	1,790	189	48	7,012	10,308
1936 11	829	3,587	530	360	69	238	2,134	247	45	8,039	11,019
1937 12	1,387	3,656	545	238	94	293	2,796	307	48	9,364	13,270
1940 15	3,949	8,592	1,699	327	398	889	7,412	555	0	23,821	30,895

注：各年末の簿価。現在高は額面で1897年以降は年度末の数値。地方公共団体を除き、外貨債、政府短期証券を含む。地方公共団体は年末の計数で、1931-36年
以外は不明。

出所：志村（1980）巻末統計，p.20-23，大蔵省理財局資金課（各年）。

表10b 国債の部門別保有シェア

年	(単位 %)									
	日銀	民間銀行	特銀	信託会社	産業組合 系統	保険会社	預金部	簡保・ 郵便年金	地方 公共団体	小計
1877 明10	0	100	0	0	0	0	0	0	0	100
1887 20	20	54	2	0	0	0	25	0	0	100
1897 30	25	48	7	0	0	0	20	0	0	100
1907 40	24	38	6	0	0	0	32	0	0	100
1912 大1	11	52	7	0	0	4	25	0	0	100
1914 3	14	50	9	0	0	9	18	0	0	100
1916 5	8	60	9	0	0	8	15	0	0	100
1918 7	4	62	13	0	0	8	12	0	0	100
1920 9	9	62	13	0	0	6	9	0	0	100
1921 10	6	63	15	0	0	6	10	0	0	100
1922 11	9	59	13	0	0	5	13	0	0	100
1924 13	11	56	14	0	0	5	14	0	0	100
1926 昭1	11	53	12	1	0	5	17	1	0	100
1928 3	6	57	12	2	0	3	18	1	0	100
1930 5	5	51	10	3	0	4	25	2	0	100
1932 7	13	43	8	2	0	3	26	3	1	100
1934 9	10	47	7	4	1	3	27	0	1	100
1935 10	10	47	6	4	1	3	26	3	1	101
1936 11	10	45	7	4	1	3	27	3	1	100
1937 12	15	39	6	3	1	3	30	3	1	100
1940 15	17	36	7	1	2	4	31	2	0	100

注：小計に対する比率。前表参照。

出所：前表に同じ。

表10c 国債の部門別保有シェア

年	(単位 %)										小計	国債 現在高
	日銀	民間銀行	特銀	信託会社	産業組合 系統	保険会社	預金部	簡保・ 郵便年金	地方 公共団体			
1877 明10	0	9	0	0	0	0	0	0	0	0	9	100
1887 20	7	21	1	0	0	0	0	0	0	0	38	100
1897 30	10	20	3	0	0	0	0	0	0	0	41	100
1907 40	4	6	1	0	0	0	0	0	0	0	15	100
1912 大1	2	9	1	0	0	0	0	0	0	0	17	100
1914 3	2	8	1	0	0	0	0	0	0	0	16	100
1916 5	1	11	2	0	0	0	0	0	0	0	18	100
1918 7	1	17	4	0	0	0	0	0	0	0	28	100
1920 9	3	20	4	0	0	0	0	0	0	0	32	100
1921 10	2	26	6	0	0	0	0	0	0	0	42	100
1922 11	4	24	6	0	0	0	0	0	0	0	41	100
1924 13	5	25	6	0	0	0	0	0	0	0	45	100
1926 昭1	5	25	6	1	0	0	0	0	0	0	47	100
1928 3	3	32	7	1	0	0	0	0	0	0	56	100
1930 5	3	29	6	2	0	0	0	0	0	0	58	100
1932 7	8	26	5	1	0	0	0	0	0	0	60	100
1934 9	7	31	5	3	1	0	0	0	0	0	66	100
1935 10	7	32	4	3	1	0	0	0	0	0	68	100
1936 11	8	33	5	3	1	0	0	0	0	0	73	100
1937 12	10	28	4	2	1	0	0	0	0	0	71	100
1940 15	13	28	6	1	1	0	0	0	0	0	77	100

注：国債現在高に対する比率。前表参照。

出所：前表に同じ。

て以後の慣行となった¹¹⁶⁾。4分利公債の第2回目募集は応募者が減少したが同年3月にかろうじて発行出来た¹¹⁷⁾。各回の発行1億円のうちシ団の引受(予定)額は第1回7,500万円,第2回8,750万円であったが¹¹⁸⁾,応募が第1回1.8億円¹¹⁹⁾,第2回1.5億円あり結局シ団の引受額はゼロであった¹²⁰⁾。

その後のシ団の変遷は表11に,公募債とシ団の関係は表13に記載のとおりである¹²¹⁾。23年以降28年を除き¹²²⁾新規債の公募は中止された¹²³⁾。借換債はシ団の要求を入れて従来よりも短期化された¹²⁴⁾。民間銀行は市場で国債を購入して保有シェアを増大させた。表10は20-30年代の民間銀行のシェアがほぼ30%であることを示しているが,これは金融恐慌前後から預金が大銀行に集中し,銀行が集まった資金をリスクの少ない国債投資に向けたためであった¹²⁵⁾。

このような行動は売れ残りをやむを得ず引き受けたのではなく,採算ベースに基づくものであったとみられる¹²⁶⁾。この点を具体的に調べてみよう。例えば27年12月では,普通銀行全体で貸付が残高80億円,利率は各種の貸付の平均で日歩2.4銭=8.8%,有価証券が残高26億円,重要株式の平均利回りは6.5%である¹²⁷⁾。他方,5分利国庫債券の発行価格(乗換)と期限は,27年の40回債で92円,12年,27年の43回債で94.75円,20年などで,応募者利回り(複利)はそれぞれ6.13%と5.55%であり,貸付の貸倒れを考慮すると,国債保有は採算ベースにのっていたと見てよいであろう。

その後,民間銀行は金解禁後の金利上昇・債券価格下落を見越して国債を売却し,保有シェアは30,31年にかけて低下した¹²⁸⁾。32年に信託会社がシ団に加入した後,シ団のシェアはわずかに増大して36年がピークであった。保険会社,産業組合系統などのシェアは時間の経過とともに逡増した。高橋財政期においてしばらくシ団引受は行われなかったが,前記のように32年12月以降,日本銀行の売りオペに応じて買い入れた(表3b参照)。

37年10月にシ団は3分半利の北支事変公債第1回1億円の全額を引き受けた¹²⁹⁾。引受額は,第一など8銀行と日本興業など3特殊銀行の計11行が同額,三井など4信託と名古屋・愛知の2銀行は11行の約半分であった¹³⁰⁾。その後は前記のように日本銀行と預金部のみが引き受けた。第2回目は日銀引受とし,日本銀行はシ団外の信託会社,貯蓄銀行,生命保険会社,地方銀行などにも買入の協力要請を行った¹³¹⁾。

国債の引受の推移を表13で見ると,大正期では短期物の臨時国庫証券が24年まで発行されたが,これは公募が少なく預金部・日本銀行などの引受が多い。長期債は公募と預金部などによる引受が拮抗している。昭和期(1932年まで)では臨時国庫証券の発行は行われず,ほとんどが長期債で,公募が預金部などの引受をやや上回っている(表14参照)。保有シェアの推移は表10のとおりである。銀行部門は特銀を含めると大正後半から30%以上を維持している。預金部は昭和期に10%以上,同12年以降20%台であり,日本銀行は昭和12年以降10%超である。

表11 国債シ団の変遷

年 月	
1894 (明治27) 年11月	政府・日銀が次の銀行に国債勧誘を依頼 (*1a)。 横浜正金, 第一, 三菱 (T8まで合資会社銀行部), 安田, 第三, 十五。他に, 熊本, 名古屋, 大阪, 高松, 山形各地区の代表銀行に募集の協力依頼。
1904 (明治37) 年1月	政府・日銀が次の銀行と国債発行を協議 (*1)。 特殊銀行 (日本興業, 日本勧業, 横浜正金), 第一, 三井, 三菱, 安田, 十五, 第百, 帝国商業 (S19年安田が買収), 二七 (以上東京), 横浜七十四 (S12廃業), 第二 (S9解散), 左右田 (S2横浜興信が買収, S32横浜に) (以上横浜), 住友, 三十四, 鴻池, 山口, 北浜, 浪速, 大阪貯蓄 (S20日本貯蓄に改称, S23に協和に), 百三十 (T12保善に, T12安田と合併) (以上大阪), 京都商工 (京都), 名古屋, 愛知, 十一, 伊藤 (S16合併して東海に改称), 明治 (以上名古屋)。 以下の銀行がシ団結成 (*2a)。 13行 (第一, 三井, 三菱, 安田, 第三 (*2), 十五, 第百, 住友, 三十四, 鴻池, 山口, 北浜 (T8摂陽と改称, T15三十四が吸収), 浪速), 2特銀 (横浜正金, 日本興業)。 シ団いったん解散
1912 (明治45) 年3月 (*3)	12行 (第一, 三井, 三菱, 安田, 第三, 十五, 第百, 住友, 三十四, 鴻池, 山口, 浪速), 2特銀 (横浜正金, 日本興業)。
1915 (大正4) 年 (*4)	19行 (第一, 三井, 三菱, 安田, 第三, 十五, 第百, 川崎, 住友, 三十四, 鴻池, 山口, 浪速, 加島, 近江, 百三十, 京都商工 (T5第一と合併), 愛知, 名古屋), 4特銀 (横浜正金, 日本興業, 朝鮮, 台湾)。
1916 (大正5) 年10月 (*6)	19行 (第一, 三井, 三菱, 安田, 第三, 十五, 第百, 川崎, 住友, 三十四, 鴻池, 山口, 浪速 (T9十五が吸収), 加島, 近江, 百三十, 愛知, 名古屋, 明治), 4特銀 (横浜正金, 日本興業, 朝鮮, 台湾)。
1920 (大正9) 年 (*7)	17行 (第一, 三井, 三菱, 安田, 十五, 第百, 川崎, 第三, 住友, 三十四, 鴻池, 加島, 近江, 山口, 愛知, 名古屋, 明治), 4特銀 (横浜正金, 日本興業, 朝鮮, 台湾)。
1921 (大正10) - 22年 (*7a)	18行 (第一, 三井, 三菱, 安田, 第三, 十五, 第百, 川崎, 安田, 第三, 百三十 (T12以上3行など合併して保善に, T12安田に改称), 住友, 三十四, 鴻池, 加島, 近江, 山口, 愛知, 名古屋, 明治), 4特銀 (横浜正金, 日本興業, 朝鮮, 台湾)。
1926 (昭和元) 年 (*8)	16行 (第一, 三井, 三菱, 安田, 十五 (S2整理開始, S19帝国 (S29三井に改称) が吸収), 4特銀 (横浜正金, 日本興業, 朝鮮, 台湾), 四, 鴻池, 加島, 近江 (S3昭和銀行が買収), 山口, 愛知, 名古屋, 明治), 3特銀 (横浜正金, 日本興業, 朝鮮)。
1927 (昭和2) 年5月 (*9)	14行 (第一, 三井, 三菱, 安田, 第百, 川崎 (以上2行S2合併して川崎第百に), 住友, 三十四, 鴻池, 加島 (S4野村, 鴻池, 山口の3行が分割買収), 山口, 愛知, 名古屋, 明治), 3特銀 (横浜正金, 日本興業, 朝鮮)。

1929 (昭和4) 年4月 (*10)	12行 (第一, 三井, 三菱, 安田, 川崎第百, 住友, 三十四, 鴻池, 山口, 愛知, 名古屋, 明治), 3特銀 (横浜正金, 日本興業, 朝鮮)。
1931 (昭和6) 年頃 (*11)	13行 (第一, 三井, 三菱, 安田, 川崎第百, 住友, 三十四, 鴻池, 山口 (以上3行合併してSS三和に), 野村, 愛知, 名古屋, 明治 (S13廃業)), 3特銀 (横浜正金, 日本興業, 朝鮮)。
1933 (昭和8) 年末 (*12)	9行 (第一, 三井, 三菱, 安田, 川崎第百 (S11第百に改称), 住友, 三和, 愛知, 名古屋), 3特銀 (横浜正金, 日本興業, 朝鮮), 4信託会社 (三井, 三菱, 住友, 安田) (S7に参加)。
1937 (昭和12) 年8月 (*13)	10行 (第一, 三井, 三菱, 安田, 第百, 住友, 三和, 野村, 愛知, 名古屋), 3特銀 (横浜正金, 日本興業, 朝鮮), 4信託会社 (三井, 三菱, 住友, 安田)。
1940 (昭和15) 年頃 (*14)	10行 (第一, 三井, 三菱, 安田, 第百 (S18三菱が吸収), 住友, 三和, 野村 (S23大和に改称), 愛知, 名古屋 (以上2行など合併しS16東海に改称)), 3特銀 (横浜正金, 日本興業, 朝鮮), 4信託会社 (三井, 三菱, 住友, 安田)。

注 T, Sはそれぞれ大正, 昭和を表す。

(*1a) 「東京朝日新聞」1894年11月30日, 同年12月1日参照。

(*1) 「銀行通信録」1904年, p.165, 「東京朝日新聞」1904年1月29日参照。

(*2a) 各行の引受額は日本銀行百年史編纂委員会 (1983, 第2巻) p.255参照。

(*2) 安田と第三の両社の代表として安田善治郎が政府との協議に参加した。大内 (1974) p.117参照。

(*3) 日本銀行百年史編纂委員会 (1983, 第2巻) p.258。

(*4) 大蔵省 (1936) p.977参照。

(*5) 大蔵省 (1936) p.982参照。

(*6) 大蔵省 (1936) p.1008参照。

(*7) 「大阪時事新報」1920年11月26日参照。

(*7a) 「東京朝日新聞」1921年9月6日, 1922年3月3日, 「読売新聞」1922年5月2日参照。

(*8) 山一證券 (1958) p.195参照。

(*9) 「東京朝日新聞」1927年5月10日参照。

(*10) 「東京朝日新聞」1929年4月12日参照。

(*11) 山一證券 (1958) p.195参照。

(*12) 後藤 (1977) p.8参照。

(*13) 藤崎 (1954) p.339, 「大阪時事新報」1937年8月13日参照。

なお, 「大阪毎日新聞」1939年11月29日にも13行と4信託の記述がある。

(*14) 宇佐美 (1957) p.99参照。

出所: 銀行の変遷の出所は渡辺・北原 (1966), 全銀協銀行変遷史データベース。

表12 第1回4分利債の応募者

	(単位%)
	シェア
政府	19.9
公共団体	4.6
銀行	4.1
会社	4.8
他法人・団体	5.2
個人	7.2
公債売買業者	16.5

出所: 大蔵省 (1936)。

表13 公募またはシ団関与の国債銘柄 (1910-1937年度)

銘柄	発行年月	年数+月数	発行額(百万円)	借換	シ団	出典, 備考
第1回4分利公債	1910年3月	60	176		○	直接募集
第2回4分利公債	1910年4	60	100		○	直接募集
朝鮮事業費国庫債券い	1913年度	4+8	30		○	中外13.4.24
鉄道債券い	1915年10	4+9	30		○	「史」上, p.977, 982, 1008
鉄道債券ろ	1916年4	14+10	40		○	「史」上, p.977, 982, 1009
5分利国庫債券い	1916年11	14+10	20		○	「史」上, p.977, 982, 1010
鉄道債券は	1917年5	14+10	40		○	東朝17.5.2, 中外17.4.28
臨時国庫証券い	1917年8	3	100		○	中外17.8.15
朝鮮事業費国庫債券ろ	1917年11	5	45		○	大毎17.10.27
臨時国庫証券ろ	1918年1	4+10	50		○	東朝18.1.12
5分利国庫債券ろ	1918年5	5	50		○	東朝18.5.4, 時事18.5.12
臨時国庫証券は	1918年8	3	100		○	東日18.8.4
5分利国庫債券は	1919年3	3+3	52		○	読売19.2.3
5分利国庫債券に	1919年4	3+4	82		○	東朝19.4.8
5分利国庫債券ほ	1919年7	4+3	80		○	読売19.7.11
5分利国庫債券へ	1919年11	2	50		○	東朝19.11.4
臨時国庫証券る	1920年3	3+11	100	○	○	大朝20.2.27
5分利国庫債券ぬ	1920年10	2+10	80		○	大阪時事20.9.28
5分利国庫債券を	1920年12	4+3	50		○	大阪時事20.11.26
5分利国庫債券た	1921年3	6+2	70		○	「史」上, p.1058, 中外21.2.24
5分利国庫債券そ	1921年4	7+7	80		○	読売21.4.12
臨時国庫証券を	1921年8	4+6	100	○	○	読売21.7.22
5分利国庫債券む	1921年9	4+11	50		○	大毎21.9.6
5分利国庫債券の	1921年11	5+3	55		○	読売21.10.22
5分利国庫債券け	1922年3	5+2	50		○	時事22.3.21, 東朝22.3.3
5分利国庫債券え	1922年5	4+6	52		○	読売22.5.2

5分利国庫債券き	1922年8	5+3	86	○	○	大毎22.7.4
5分利国庫債券め	1923年9	2+11	50	○	○	時事25.1.9
5分利国庫債券ひ	1922年11	5+3	50	○	○	読売22.10.24
5分利国庫債券せ	1923年3	6+5	70	○	○	大毎23.3.20
5分利国庫債券す	1923年4	6+7	38	○	○	大朝23.3.27
5分利国庫債券第3回	1923年5	6+9	70	○	○	東朝23.4.20, 読売23.4.21
5分利国庫債券第6回	1923年8	7	80	○	○	中外23.7.28
5分利国庫債券第9回	1923年11	2	83	○	○	時事25.1.9
臨時国庫証券	1924年2	4+6	100	○	○	大朝24.1.22
5分利国庫債券第13回	1924年4	4+10	85	○	○	大朝24.4.19
臨時国庫証券	1924年8	4+9	50	○	○	中外・大阪時事24.8.5
5分利国庫債券第17回	1924年11	6+9	68	○	○	大朝24.11.13
5分利国庫債券第20回	1925年2	7+9	90	○	○	東朝25.1.24
5分利国庫債券第22回	1925年5	9	90	○	○	大朝34.4.13, 大毎34.3.27
5分利国庫債券第25回	1925年8	10+6	60	○	○	大毎25.7.23
5分利国庫債券第27回	1925年11	10+9	90	○	○	東朝25.10.17
5分利国庫債券第29回	1926年2	10+9	65	○	○	東朝26.1.14
5分利国庫債券第32回	1926年5	11	100	○	○	大阪時事26.4.29
5分利国庫債券第34回	1926年6	11+6	60	○	○	大毎26.7.21
5分利国庫債券第36回	1926年11	12	60	○	○	大朝26.10.26
5分利国庫債券第37回	1927年2	12+2	80	○	○	東朝27.1.19, 大阪時事27.1.22
5分利国庫債券第40回	1927年5	12+6	75	○	○	大朝27.5.10
5分利国庫債券第41回	1927年8	13	55	○	○	東朝27.7.19
5分利国庫債券第43回	1927年11	20	90	○	○	大毎・東朝27.10.22
5分利国庫債券第45回	1928年2	19+9	155	○	○	大毎28.1.21
5分利国庫債券第46回	1928年4	19+8	60	○	○	東朝・読売28.3.6
5分利国庫債券第47回	1928年5	19+6	70	○	○	大朝28.5.10
5分利国庫債券第48回	1928年8	25	230	○	○	時事28.7.19
5分利国庫債券第49回	1929年5	24+3	140	○	○	東朝29.4.12

戦前債券市場と引受シ団の変遷

銘柄	発行年月	年数+月数	発行額(百万円)	借換	シ団	出典、備考
5分利国庫債券第50回	1929年8	12	92	○	○	大毎29.7.21
5分利国庫債券第51回	1929年11	12+6	40	○	○	大毎29.10.20
5分利国庫債券第52回	1930年2	12+3	72	○	○	大阪時事30.1.19
5分利国庫債券第53回	1930年5	12	31	○	○	中外30.4.20
5分利国庫債券第54回	1930年8	12	83	○	○	東朝30.7.20
5分利国庫債券第55回	1931年2	12+3	42	○	○	東朝31.2.1
5分利国庫債券第56回	1931年5	13	45	○	○	東朝31.4.16
5分利国庫債券第57回	1931年8	18	88	○	○	東朝31.8.6
5分利国庫債券第59回	1932年3	7	42	○	○	時事32.2.17
5分利国庫債券第60回	1932年5	7+3	53	○	○	東朝32.5.6
5分利国庫債券第61回	1932年8	12+9	93	○	○	中外・東朝32.7.21
3分半利国庫債券は	1936年7	13+8	362	○	(1)	関与せず 大毎36.5.30
3分半利国庫債券に	1936年8	14+4	597	○	(1)	関与せず 大毎36.7.10
3分半利国庫債券は	1936年9	14+9	400	○	(1)	関与せず 東朝36.8.7
3分半利国庫債券り	1937年度	11+2	100	○	全額引受	大阪時事・大朝37.8.13

注：借換欄に記載無しは新規償。シ団欄に記載のないものは関与（条件決定と発行額の一部の購入）あり、または引受。年数欄の+の次は月数を示す。

(1) は乗換のみ公募。「史」は大蔵省(1936)。表2の注参照。

出所：大蔵省(1936)、大蔵省(各月)1953年4月、野村総研(1978)。

表 14 国債発行のうち公募債の割合 (1916-32年)

(単位百万円)

年度	公募債	合計	比率 (%)
1916	60	60	100.0
	60	60	100.0
1917	235	288	81.6
	85	138	61.6
1918	202	428	47.2
	102	107	95.3
1919	312	561	55.6
	212	212	100.0
1920	200	717	27.9
	200	341	58.7
1921	335	726	46.1
	235	393	59.8
1922	259	767	33.8
	259	390	66.4
1923	333	723	46.1
	233	416	56.0
1924	293	764	38.4
	243	448	54.2
1925	305	533	57.2
1926	300	421	71.3
1927	435	557	78.1
1928	300	381	78.7
1929	344	527	65.3
1930	156	250	62.4
1931	175	436	40.1
1932	146	1035	14.1

注：1925年までの下段は臨時国庫債券を含まない計数。

出所：大蔵省（各月）1953年4月。

なお手数料のうち、元利払い手数料と公債証書取扱手数料は併せて06（明治39）年度に国債事務取扱手数料とした¹³²⁾。引受手数料は1円¹³³⁾、0.5円¹³⁴⁾、0.75円¹³⁵⁾などに変化した。また、前記のように予約申し込み料の割り戻し¹³⁶⁾もあった。

§ 5 債券流通市場

§ 5-1 国債流通制度の推移

株式取引所は1878（明治11）年に東京・大阪に開設された。そこでは主に債券が取引され、店頭取引はそれ以前から行われていた¹³⁷⁾。戦間期にはコール・レートが低下傾向をたどっ

戦前債券市場と引受シ団の変遷

て¹³⁸⁾ 債券投資を促すとともに、コール資金が債券流通金融に用いられて債券市場の活性化に役立った¹³⁹⁾。1919（大正8）年に国債仲買人制度が新設され、20年9月には東京株式取引所（東株）に国債市場が分設されて国債の取引は活発になった。なお、店頭市場では取引所市場での価格を基準として実物取引（決済期限2週間）のみが行われた。これは大量売買の場であり¹⁴⁰⁾ 取引高は取引所取引の数倍あった。

現物取引は従来¹⁴¹⁾、直取引（受渡は2日以内。実質は差金決済を行う）、延べ取引（受渡は3-150日以内で双方約定の日限）として行われており、1906（明治39）年以降盛んになった。現物市場は1918年に開設され9月から取引が始まったが、22年9月には実物取引と改称され¹⁴²⁾、23年1月に取引所に集中して開始された¹⁴³⁾。実物取引は大部分が相対取引であり¹⁴⁴⁾、受渡日は約定当日から15日以内の売り手勝手渡しであった。

差金決済に依拠する定期取引は1878年の東株開設時から行われ、87年までその取引高は現物取引をほぼ上回った。しかし、1899-1912年では日露戦争後の1907年を除きほとんど取引はなくなり、1913（大正2）年に休止状態になった¹⁴⁵⁾。その後25年11月に長期清算取引として再開された。

長期清算取引は板寄せとザラバの折衷方式による単一値段競争売買であり、一定値段売買法ともよばれた¹⁴⁶⁾。これは2か月3限月制¹⁴⁷⁾、売買期限は2か月で、2か月を20日ずつの3期に分けて当限・中限・先限の3種の売買が行われた。受渡日は奇数月が11日、偶数月は1・21日で、31年12月22日以降は奇数月が15日、偶数月が5・25日となった¹⁴⁸⁾。受渡日が日曜なら前日に繰り上げた。受渡日では後場は休場した。売買単位は1万円、呼び値の単位は100円で、決済は現物受渡か差金決済によった。

戦時期においては国債流通市場にも統制が及んだ。32年9月の臨時資金調整法の施行以後、起債市場は全般に統制され、発行条件が固定された。政府の価格支持政策により流通価格も下方硬直性を帯びるようになった¹⁴⁹⁾。取引所の取引高は40年にピークを迎え、その後はとりわけ長期清算取引が減少して43年には廃止された。なお、取引所外の取引は43年頃も活発であった¹⁵⁰⁾。

手数料（額面100円に付き）のうち¹⁵¹⁾、取引所における売買手数料は

1925年11月から、

実物取引 0.005 円、

長期取引 本建¹⁵²⁾ 0.011 現落¹⁵³⁾ 0.008、

1935年2月から、

実物取引 0.004

長期取引 本建 0.01 現落 0.007

であり、証券会社への委託手数料は

1925年11月から、

実物取引	0.1	長期取引	0.125
------	-----	------	-------

1935年2月から、

実物取引	0.084	長期取引	0.1
------	-------	------	-----

であった。

§5-2 国債取引の推移

東株における債券売買の状況は前掲表5のとおりである。国債が債券取引の大部分を占めており、30年までは実物取引の取引高が長期清算取引を上回り、その後逆転した¹⁵⁴⁾。取引高に特に大きな増減が見られるのは1919、21、28、30、40年である。

これらの増減の第1の原因は発行額の変化であり、表8に示されるように、21、28、40年度は発行額の変化を受けて現在高が前年に比べかなり増加し、30年度はわずかではあるが前年より減少している。

売買高変動の背景をさらに詳細に検討すると、このうち19（大正8）年の減少は、国債の累積増による供給過剰や資金の株式への流出などから国債の価格急落、つまり利回りが上昇したことによる（図2参照¹⁵⁵⁾。21年の増加は、20年頃から債券普及（「債券民衆化」）運動が行われたこと¹⁵⁶⁾、20年に国債市場が分設されたこと、また日本銀行が国債の取り次ぎを始めた¹⁵⁷⁾ ことなどによる¹⁵⁸⁾。28年は特に前半において増加したが、これは¹⁵⁹⁾ 25年の長期清算取引開始など債券市場の整備が進み、また27年の金融恐慌後の金融緩和と日銀特融の大銀行への集中（資金の偏在）によりそれらの国債投資が増加したためであった。

30年の減少は¹⁶⁰⁾、28年後半における国債発行増と同年前半までの日本銀行の売出増¹⁶¹⁾、金解禁後の景気沈滞などから国債価格が下落傾向となったためである。40年の増加は¹⁶²⁾ 国債発行増と日銀引受国債の販売増、個人資金の国債への吸収などによる。

次に部門別の取引状況であるが、これはデータが得られない。そこで表10の保有状況を見ると、保有シェアが10%以上あるのは、37年以降の日本銀行、1890年頃と1916年以降の民間銀行、28年以降の預金部であり、銀行に特銀を加えると20年以降は30%超となる。なお、流通市場では減債基金（国債整理基金）¹⁶³⁾・預金部¹⁶⁴⁾・日本銀行¹⁶⁵⁾などの公的部門も売買を行っていた。大正・昭和期の国債取引は鉄道国有化に伴い発行された甲号5分利公債¹⁶⁶⁾、5分利債借換のために1910年に発行された第1回4分利公債と仏貨4分利公債¹⁶⁷⁾などに集中した¹⁶⁸⁾。

§5-3 地方債・社債の流通市場

証券流通市場として1878（明治21）年に創設された株式取引所には国債に次いで地方債、銀行債も順次上場された¹⁶⁹⁾。流通市場では国債取引が中心であり、それ以外の債券のウェートは低く¹⁷⁰⁾、取引は満鉄・東洋拓殖など特定の銘柄に集中する傾向にあった¹⁷¹⁾。実物取

図2 甲号取引所利回

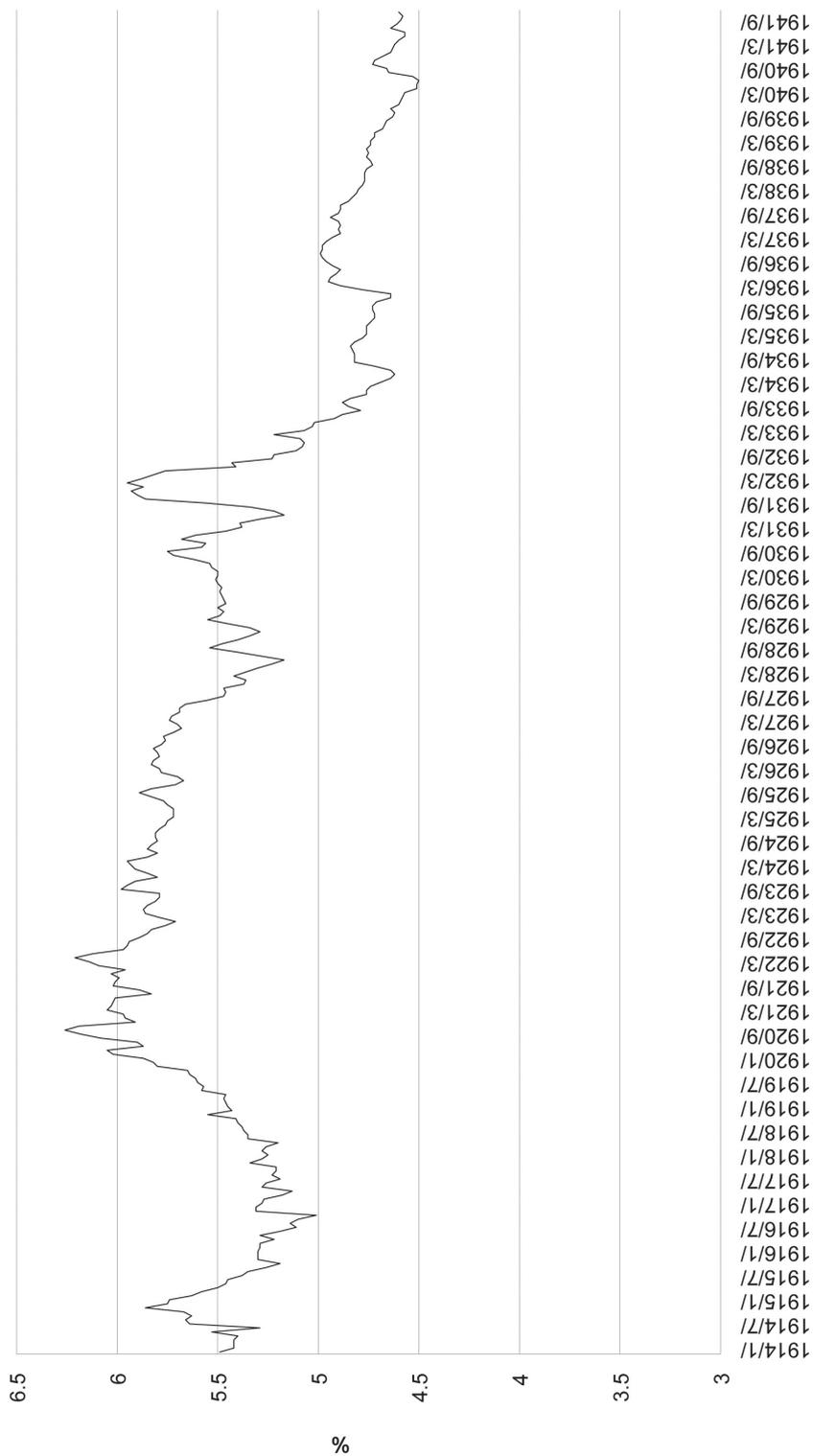


表15 地方債・社債の発行額と残高

(単位百万円)

年	地 方 債		社 債	
	発行額	残高	発行額	残高
1903 明36	18	67	24	…
1910 43	13	168	37	
1912 大 1	24	306	16	210
1914 3	25	327	7	242
1916 5	25	344	48	292
1918 7	11	338	79	391
1920 9	47	376	145	510
1921 10	102	462	228	686
1922 11	94	553	216	828
1923 12	135	675	299	983
1926 昭 1	228	1,030	524	1,849
1927 2	388	1,168	627	2,106
1929 4	200	1,456	616	2,823
1930 5	203	1,510	191	2,940
1932 7	230	1,790	287	3,045
1935 10	426	2,511	850	3,369
1937 12	243	2,670	330	3,462
1938 13	125	2,820	675	3,943
1940 15	271	3,020	1,365	6,110

注：地方債の1916年のみ年度の計数，他は年の計数。

外貨債を含む。

出所：志村（1980）。

引と長期清算取引が行われたが、後者はごくわずかであった（表5参照）。取引所取引は1940年に取引高のピークを迎えた。店頭取引は大量取引の場であり、このうち少額債券は債券業者の団体が債券交換会を開き現物（実物）取引の仲値（標準値）を決定していた¹⁷²⁾。44-45年でも相当額の取引があった。

東株における債券売買の状況は表5のとおりである。地方債・社債の特に大きな増減が見られるのは1921, 23, 27, 30年であり、社債は38-40年にも激増した。これらの増減を説明するのはまず発行額の変化であり、表15に示されるように、20, 27, 38年度は現在高が前年より増加し、30年度は発行額が減少している。23年は増加が見られるが、電力社債を中心とする¹⁷³⁾ 外貨債を除くと減少している¹⁷⁴⁾。

売買高変動の背景をさらに詳細に探ると、このうち21（大正10）年の増加は、国債と同様に債券民衆化運動などによるとみられる。23年の減少はデフレが深刻化したこと、および前記のように国内債発行条件の悪化により外貨債以外の発行が減少したためである。27

年の増加も国債と同様に、25年の長期清算取引開始など債券制度が整備され、金融恐慌後の日銀特融の大銀行への集中によりそれらの債券投資が増加したことによる¹⁷⁵⁾。30年の減少は金解禁後の価格下落（利回り上昇。図2参照¹⁷⁶⁾）による¹⁷⁷⁾。38年の社債の増加は大陸事業・時局関連産業の社債発行が増大したためである¹⁷⁸⁾。

§ 6 おわりに

本稿では、公共債の消化構造が公的部門にウエートが置かれるようになった歴史的要因を中心に市場の推移を概観した。このような消化構造は戦後の公共債の引受・消化にも引き継がれていく。

注

- 1) 本稿は2012年度東京経済大学個人研究助成費（研究課題番号12-07）に基づく研究成果の一部である。本稿を江藤勝先生に捧げる。
- 2) 主要な国債銘柄については表1参照。
- 3) 野村証券（1976）p.35参照。
- 4) 引受銀行は「国庫に幾分の余力を生じ…据え置き年限を経過せる5分利公債は残額わずかに1億6千万円に過ぎざる…これは財政上のやりくりにて普通の償還方法に従い…借換公債の一般募集は見合わせ」と意見が一致した。「東京朝日新聞」1910年4月15日、「読売新聞」10年4月14日参照。
- 5) 証券会社は一般投資家を募集する。小池（山一証券の前身）など東京の証券業者は興銀を通じて500万円、野村など大阪の証券業者は三十四銀行を通じて200万円を下引き受けした。日本銀行百年史編纂委員会（1983、第2巻）p.255、山一証券（1958）p.111、竹内（1956）p.90、野村証券（1976）p.37、「東京朝日新聞」1910年2月13日参照。
- 6) 藤野（1994）p.153参照。
- 7) 交付国債は予算に計上されず、発行市場を経由しないので乱発されがちであるが、発行後の影響は他の国債と変わらない。藤崎（1954）p.48参照。
- 8) § 4-2に後記。
- 9) 国債保有状況については後掲の表10参照。また野村総合研究所（1978）p.156、吉田・藤田（1962）p.61-64、宇佐美（1957）p.6参照。
- 10) 野村証券（1976）p.160、志村（1980）p.72参照。
- 11) 武藤（1978）p.111、日本銀行金融研究所（1986）p.528、大和証券（1963）p.106、浅見（1966）p.217-18参照。
- 12) 東京証券取引所（1974）p.73参照。
- 13) 藤崎（1954）p.149-50参照。1901-03年にも公募入札が行われた。日本銀行（1956）p.30参照。
- 14) 藤崎（1954）p.158参照。
- 15) 4分利が例外的に1910年に発行されたことがあるが、1886（明治19）年の海軍公債以来、5

分利で発行が続けられていた。表1参照。

- 16) 満州事件費、鉄道と朝鮮の各事業費を調達する目的で発行された。
- 17) 日本銀行百年史編纂委員会（1984、第4巻）p.25参照。
- 18) 東京証券取引所（1963）p.62参照。なお、国債の対市中売却は明治時代、1917（大正6）年、1927（昭和2）年にも前例がある。日本銀行百年史編纂委員会（1984、第4巻）p.43参照。
- 19) 売却価格は発行価格か、相場がある場合は市場価格である（日本銀行百年史編纂委員会（1984、第4巻）p.44参照）が、4分半利国庫債券い号の場合32年11月発行、同年12月売却開始、翌年3月上場であるから、この相場とは店頭取引のそれを指すのであろう。なお、「中外商業新報」1925年5月13日には「募入当日の市中出来値」の記載がある。
- 20) 表4、永廣（2012）参照。
- 21) 藤崎（1954）p.171、貝塚（1978）p.126参照。
- 22) 「中外商業新報」1924年4月29日と「大阪毎日新聞」34年3月27日には額面100円に付き0.5円と記されている。他に、「読売新聞」30年7月22日参照。
- 23) 現金応募よりも乗換応募の方が安く買える（現金応募との発行価格の差0.5円程度＋代用証券の額面との差1.25円程度〔26年の36回債のケース〕）ことも理由に挙げられているが、これはシ団引受に限らない。「大阪毎日新聞」1934年3月27日参照。
- 24) 「中外商業新報」1924年4月29日、「大阪毎日新聞」34年3月27日参照。しかし、日銀がシ団と協議して発行条件の決定にシ団の意見を取り入れ、その代わり引受分を発行価格以下では3か月間売らないとしたので（「大阪朝日新聞」32年4月27日、金融研究会（1937）p.51）、売り崩しの恐れは少なかったとみられる。
- 25) 26-32年発行の5分利債約30銘柄のうち上場されたのは第32、34-37、40-42、45、48、52、54、56、57、59-61回の17銘柄である。
- 26) 佐藤（2012）参照。
- 27) 表6の季節調整済み値が示すように、季節の変動を考慮しても同様である。
- 28) 金融市場の状況（表4）を見ても同様である。
- 29) 野村証券（1976）p.166参照。
- 30) 32年11月から35年度末までの売却額／引受額の比率は平均で85%であった。日本銀行特別調査室（1948）p.59参照。
- 31) 中島（1977）p.69-71参照。
- 32) 郵貯資金研究協会（1999）p.3参照。
- 33) 金融機関などの国債保有状況は表10のとおりである。
- 34) 日本銀行金融研究所（1986）p.529参照。
- 35) 表1に示されるように、これ以降の国債は償還期限が短くなり従来の超長期債中心から中期化した。加藤（1983）p.18参照。
- 36) 37年9月以降、臨時軍事費は国債で支弁されることになった。日本銀行特別調査室（1948）p.293参照。
- 37) 赤字公債、軍事費公債の他に広義の国債として短期証券（米穀証券など）もあった。藤崎（1954）p.186-91参照。
- 38) 藤崎（1954）p.417参照。
- 39) 志村（1980）p.88、日本銀行特別調査室（1948）p.251参照。

戦前債券市場と引受シ団の変遷

- 40) 林 (1978) p.73 参照。
- 41) 日本勸業証券 (1967) p.80 参照。
- 42) 税制上の優遇措置について野村証券 (1976) p.162 参照。
- 43) 永廣 (1995) p.52, 野村証券 (1976) p.161 参照。なお、終戦直後の 1946 年 3 月では、保有シェアは金融機関が約 6 割、政府機関が約 3 割、公衆他が 4%であった。加藤 (1983) p.14 参照。
- 44) 日本銀行特別調査室 (1948) p.295 参照。
- 45) 35 年 10 月から売戻約款付 (条件付) で買入れていたが 37 年 8 月からは無条件で買入れた。日本銀行百年史編纂委員会 (1984, 第 4 巻) p.204-205 参照。
- 46) 1890 年に初の資本主義的恐慌が起こり、株価下落で増資が困難になったのを補うために社債が発行された。伊牟田 (1978) p.24 参照。
- 47) 担保付社債信託制度では、委託者 (社債発行会社) と受益者 (投資家) の間に受託者 (信託会社) が介在して、担保権の保存と実行をする。
- 48) 竹内 (1956) p.35-, 51, 111- 参照。
- 49) 志村 (1980) p.56, 野村証券 (1976) p.118 参照。
- 50) 昭和初期は社債黄金時代といわれた。日本銀行調査局 (1969) p.29 参照。
- 51) 日本興業銀行 (1957) p.224 参照。
- 52) 信託会社は 1922 (大正 11) 年に起債市場に進出することが出来るようになっていた。
- 53) デフォルトの発生率は担保付の方が高かったにもかかわらず、逆に無担保債の方が高いという認識が一般に持たれた。公社債引受協会 (1996) p.8 参照。
- 54) 山一証券 (1958) p.239 参照。
- 55) 吉田・藤田 (1962) p.543, 573, 山一証券 (1958) p.267, 「中外商業新報」1919 年 3 月 29 日参照。
- 56) 日本興業銀行 (1957) p.356-57, 485-87, 野村証券 (1976) p.124, 日本銀行特別調査室 (1948) p.347 参照。
- 57) 藤田 (1954) p.117, 山一証券 (1958) p.236 参照。
- 58) 日本興業銀行 (1957) p.484 参照。同時に発行条件の基準も作られ、それ以後発行条件は固定化した。日本銀行百年史編纂委員会 (1984, 第 4 巻) p.316 参照。
- 59) 内閣直属の政策立案機関であった。
- 60) これらは戦後の起債懇談会とほぼ同じメンバーである。
- 61) 志村 (1980) p.94, 107, 野村証券 (1976) p.175 参照。
- 62) 山一証券 (1958) p.267 参照。
- 63) 志村 (1980) p.123, 野村証券 (1976) p.173-74, 藤田 (1954) p.204, 山一証券 (1958) p.264 参照。
- 64) 山一証券 (1958) p.106, 志村 (1980) p.22, 竹内 (1956) p.15 参照。
- 65) 「其第三銀行を始め安田、日本商業、明治商業の 4 銀行は共同営業を為すことに当初より決定し…北浜銀行をも右組合の中に加」(「東京朝日新聞」1898 年 1 月 11 日) えており、実質的にはシンジケートを組成していた。
- 66) 「銀行通信録」1897 年 12 月 p.134 参照。
- 67) 第一、三井、安田、十五、第百、住友、三十四、鴻池、北浜、浪速、山口、近江、加島の各銀行と三菱合資銀行部、日本興業銀行がシ団を形成した。山一証券 (1958) p.110, 「東京朝日新聞」1911 年 4 月 3 日、「中外商業新報」11 年 4 月 13 日参照。

- 68) 四十二銀行は結局参加しなかったとみられる。小川（1991）p.70 参照。
- 69) 「東京朝日新聞」1898年3月27日参照。
- 70) 野田（1980）p.135, 小川（1991）p.70 参照。
- 71) なお、1892年の日本郵船会社社債に横浜正金など5行が応募しているが、引受であるとはみられない。「東京朝日新聞」1892年10月5日参照。
- 72) 「東京朝日新聞」1903年10月7日参照。
- 73) 戸原（1965）p.240 参照。
- 74) 東京証券取引所（1974）p.16 参照。
- 75) 迎（1977）p.512 参照。
- 76) 上記のようにそれまでも預金部は存在していたが、規定はなかった。迎（1977）p.490, 同（1987）p.74, 79 参照。
- 77) 通信教育振興会（1953）p.344 参照。
- 78) 郵貯資金研究協会（2003）p.326 参照。
- 79) 地方資金研究会（1986）p.47 参照。
- 80) 地方団体貸付は1906年に開始された。池上（1987）p.292 参照。
- 81) 迎（1987）参照。
- 82) 大島（1955）p.309 参照。
- 83) 「中外商業新報」1914年7月14日参照。
- 84) 金沢（1986）p.71 参照。
- 85) 吉田・藤田（1962）p.141, 加藤（2001）p.187 参照。
- 86) 加藤（2001）p.178 参照。
- 87) 1943年からは貸付も可能になった。吉田・藤田（1962）p.465 参照。
- 88) 吉田・藤田（1962）p.392, 439 参照。なお、これらの政府保証債のうち戦後になって満期償還されたのは帝都高速度交通営団債のみで、他は満期前に清算あるいは政府保証の破棄が行われた。野田（1966）p.51-2 参照。
- 89) 日本銀行金融研究所（1986）p.504, 大蔵省理財局資金課（1964）p.114 参照。
- 90) 大蔵省（1939）p.813 参照。
- 91) 藤崎（1954）p.30 参照。
- 92) 藤崎（1954）p.154 参照。
- 93) 吉田・藤田（1962）p.385,462 参照。
- 94) 郵貯金利が硬直的で、市中の定期預金金利よりも高い時期があったことも一因であろう。吉田・藤田（1962）p.51, 藤野・寺西（2000）p.61, 金沢（1985）p.274 の図参照。
- 95) 日本銀行金融研究所（1986）p.528 参照。
- 96) 日本銀行百年史編纂委員会（1984）p.43 参照。
- 97) 藤崎（1954）p.365 参照
- 98) 「東京朝日新聞」1937年8月25日参照。
- 99) 依頼の相手は関東の銀行の代表（第一、十五、第三の各行）の他、大阪など各地の銀行の代表である。「東京朝日新聞」1894年8月19日、同月22日、「銀行通信録」1894年9月参照。
- 100) 大蔵省（1936）p.633 参照。
- 101) 協議の相手については表11 参照

戦前債券市場と引受シ団の変遷

- 102) 「銀行通信録」1894年12月, 日本銀行百年史編纂委員会 (1982, 第1巻) p.464, 「東京朝日新聞」1894年11月25日, 同年12月1日参照。
- 103) 「東京朝日新聞」1894年12月1日, 同年12月5日参照。
- 104) なお, 1899 (明治32) 年にロンドンで4分利英貨債を発行したが, その際, 横浜正金, パース, 香港上海, チャータード各行がシ団を形成して引受を行った。大蔵省 (1937) p.34, 「東京朝日新聞」1899年6月2日参照。
- 105) 蔵相がシ団組織の方針をこの時すでに考えていたことは次のように伝えられている。「曾祢蔵相は松尾日銀総裁に命じ英国にて行わるる方法に倣い即ち募集発表前に金融市場に牛耳を取る人々と応募価格, 利率, 期限等を協議して予めシンジケートを組織しおかしむるの方針を取り」(「東京日日新聞」1904年1月27日)。
- 106) 協議の相手については表11参照。
- 107) 「時事新報」1904年1月22日参照。
- 108) 日本銀行百年史編纂委員会 (1982, 第2巻) p.164参照。
- 109) 1904, 1905年頃から増大が著しく (1905年は戦後の活況のため), 預金が貸出しを上回るようになってきている。
- 110) 「時事新報」1904年1月6日, 日本銀行調査局 (1960, 第7巻 (下)) p.44-45参照。
- 111) 「東京朝日新聞」1904年5月19日, 同年9月29日参照。
- 112) 「銀行通信録」1906年3月, 「東京朝日新聞」1906年2月16日参照。
- 113) 10年2-3月の定期預金金利は1.1-2.7%, 貸付金利は1.6-4.4%, コールは2.9-4%程度であった。日本銀行調査局 (1960, 第7巻 (下)) p.280,284, 短資協会 (1966) p.51参照。
- 114) 手数料については後記参照。
- 115) 大蔵省 (1936) p.889, 竹内 (1956) p.32, 志村 (1980) p.25, 住友銀行 (1998) p.79参照。
- 116) 日本銀行百年史編纂委員会 (1983, 第2巻) p.255, 野村證券 (1976) p.36, 志村 (1980) p.25参照。
- 117) 林 (1978) p.53参照。
- 118) 再下請の銀行・証券会社等の下請額を含む。
- 119) 内訳は表12参照。
- 120) 「シンジケートはいよいよ各自において若干の引受なすべき危機到来せりと認め, 株式仲買の一団をして2千万円の引受をなさしむるに当たりても銀行は自家引受の厄を逃れん為1860万円の融通を与え」て (「東京朝日新聞」1910年3月8日), 応募額が多くなったため, シ団は引受を免れた。
- 121) 大正・昭和期のシ団引受は発行額全額を引き受けたのではない形態が多い。「報知新聞」1937年8月7日参照。
- 122) 金融市場が緩慢になったため, 28年に5分利国庫債券第46, 47回が発行された。藤崎 (1954) p.69, 「大阪朝日新聞」1928年3月9日, 同年5月10日参照。
- 123) 金解禁実施の懸念から債券価格が下落して債券不増発方針が取られ, 以後は公募ができなかった。藤崎 (1954) p.75, 「大阪朝日新聞」1928年8月24日参照。
- 124) 藤崎 (1954) p.69, 148参照。5分利国庫債券は25年物 (第48回, 1928年発行) の他19-24年物 (26-29年発行) があつたが, 12年物 (第50回) が29年に発行され, 以後も短期化されるものが増加した。

- 125) 藤崎 (1954) p.77, 野村総合研究所 (1978) p.156, 吉田・藤田 (1962) p.61-64, 宇佐美 (1957) p.6 参照。
- 126) 志村 (1980) p.78 参照。
- 127) 「銀行通信録」(各号) 参照。
- 128) 藤崎 (1954) p.155 参照。
- 129) シ団が公募に応じたのは 32 年 8 月以来との記述がある (「読売新聞」1937 年 8 月 6 日) が, これ以外に 36 年の 3 分半国庫債券の乗換分は公募が行われた。「大阪毎日新聞」36 年 5 月 30 日, 同 36 年 7 月 10 日、「東京朝日新聞」36 年 8 月 7 日参照。
- 130) 「大阪時事新報」1937 年 8 月 15 日参照。
- 131) 「大阪朝日新聞」1937 年 8 月 15 日参照。
- 132) 大蔵省 (1936) p.518 参照。なお額面 100 円に付き 0.25 円の記載が散見される (「中外商業新報」1924 年 4 月 29 日, 「大阪毎日新聞」34 年 3 月 27 日)。
- 133) 大蔵省 (1936) p.889, 「東京朝日新聞」10 年 2 月 2 日参照。
- 134) 「東京朝日新聞」1910 年 3 月 12 日, 「中外商業新報」16 年 4 月 8 日参照。
- 135) プラス取扱手数料 0.25 円である。「大阪朝日新聞」1929 年 4 月 20 日参照。
- 136) 額面 100 円に付き 0.5 円である。「中外商業新報」1924 年 4 月 29 日, 「大阪毎日新聞」34 年 3 月 27 日参照。
- 137) 中山 (1978) p.55 参照。
- 138) 武藤 (1978) p.111, 日本銀行金融研究所 (1986) p.528, 浅見 (1966) p.217 参照。
- 139) 東京証券取引所 (1974) p.73 参照。
- 140) 竹内 (1956) p.98, 志村 (1980) p.74 参照。
- 141) 1893 (明治 26) 年以来直取引は受渡が 5 日以内, 延べ取引は受渡が 150 日となっていたのが, 1913 (大正 3) 年に改訂された。東京才取会員協会 (1975) p.291-93 参照。
- 142) 受渡が行われるか否かで実物取引と清算取引が区別された。東京才取会員協会 (1975) p.294, 東京証券取引所 (1963) p.58 参照。
- 143) 東京証券取引所 (1974) p.36, 菊一 (1978) p.80 参照。
- 144) 東京才取会員協会 (1975) p.295 参照。取引仕法については向井 (1932) p.240-42 参照。
- 145) 日本銀行調査局 (1932) p.533, 志村 (1980) p.70, 東京証券取引所 (1970) p.718 参照。
- 146) 東京才取会員協会 (1975) p.295, 283, 291, 東京証券取引所 (1963) p.64-66 参照。
- 147) 株式の長期清算取引は 1929 年に 3 か月 3 限月制に変更 (復帰) された。
- 148) 31 年 12 月に東京株式取引所の業務規程が改正された。
- 149) 東京証券取引所 (1974) p.75 参照。
- 150) 志村 (1980) p.118 参照。
- 151) 東京株式取引所 (1933), 同 (1938), 読売新聞 1928 年 7 月 3 日参照。
- 152) 新規の売買。
- 153) 同一内容の売りと買いであり, 相殺して処理される。
- 154) 31 年以降の長期清算取引増はこの取引に思惑的色彩が強まったこと, 実需筋がこれを大量取引に使ったことなどによる。日本興業銀行調査課 (1935) p.9 参照。
- 155) 山一証券 (1958) p.597 参照。
- 156) 1919 年に初めて行われた国債の郵便局売出もその一環である。「読売新聞」1919 年 7 月 1 日,

戦前債券市場と引受シ団の変遷

28年4月18日、「東京朝日新聞」27年4月7日、「中外商業新報」33年4月28日参照。

- 157) 「読売新聞」1920年10月24日参照。
- 158) 山一證券(1958) p.598 参照。
- 159) 山一證券(1958) p.682 参照。
- 160) 山一證券(1958) p.694 参照。
- 161) 「日銀調査月報」(1928年2月, 同年4-7月)「中外商業新報」(28年1月13日, 同年3月6日)で確認すると, 28年1-7月の売却は2.6億円, 5分利公債第48回の発行額が2.3億円である。
- 162) 山一證券(1958) p.746 参照。
- 163) 減債基金に関して, 「東京朝日新聞」1927年2月10日に「[減債基金が] 国債市場より買入れたる内国債」, 「東京朝日新聞」28年8月25日に「民間ではこれ[公債暴落]が対策として減債基金を使用するかあるいは預金部余裕金をもって公債買い上げを行いその市価を維持すべき様希望している」, 「大阪毎日新聞」29年8月7日に「減債基金現在額は…一億七千万円の巨額に達し, しかもこれを本年度内に全額を使用する場合は公債市価の急激な昂騰ある外, …市場の情勢により適宜にこれを行う方針」, 「大阪時事新報」30年8月13日に「日銀が減債基金を運用して無理な挺入れ」, 「大阪朝日新聞」31年8月11日に「減債基金が予算に計上された以上は国債総額の減少策および市価安定のため…買出動する傾向になった」との記事がある。
- 164) 預金部に関して「大阪朝日新聞」1923年5月9日に「四月十五日から同月末日迄の間に於て預金部資金を以て雑五分公債一千万円余を国債市場より買入運用を実行」, 「大阪朝日新聞」28年10月5日に「日興証券が七百七十万円の買に出た…これは政府の国債市価維持策の発動であって…政府の減債基金を使うことにして実行を開始」, 「大阪時事新報」30年8月13日に「六月下旬…に, …日銀が減債基金を運用して無理な挺入れを行った反動もあり, 日銀は…減債基金の運用を打ち切り自然放任」, 「大阪毎日新聞」36年12月8日に「預金部資金をもって…近く発行さるべき第二回赤字公債に支障なきよう興銀から日興証券を通じ公債を買出動」と報じられている。
- 165) 日銀についても, 「東京朝日新聞」1929年4月12日に「政府日銀は十一日突如大口の買い注文出て実物で約百万円のあきない」, 「読売新聞」29年4月12日に「日銀は公債市場に買出動し約百万円近く買い上げた」とあって, 市場において市場価格で買いを行った。さらに, 「大阪朝日新聞」31年8月11日, 「東京朝日新聞」・「読売新聞」37年8月25日にも「市場で無条件の買い」が報じられている。他に, 「読売新聞」33年8月31日に「簡易保険初め官庁筋は額面以上でも投資できるようになった」との記事がある。
- 166) 甲号は特別扱いされ, 立会も他の銘柄に先立って行われた。日本銀行調査局(1932) p.538 参照。
- 167) 1920年以降に国内に輸入され, 内国債に近い性格のため国内の取引所で活発に取引された。
- 168) これらの取引が多かった理由として推測されるのは以下のとおりである。甲号公債は交付債で, 保有者は購入して長期保有しようとしたものではないから, 売却されやすかった。さらに利回りが高く需要を集めた(日本銀行「調査月報」38年9月参照)。私貨公債は発行後10年経過してから輸入され, 国内では当初から投資目的での買入がなされた。また4分利公債と私貨公債は発行が一時にまとまっていた, つまり, 残存期間・クーポンレートが同じ(属性が同一)であるものが多く発行され流通した。
- 169) 東京株式取引所における地方債銀行債・社債の取引状況はそれぞれ表5のとおりである。
- 170) 志村(1980) p.70, 114 参照。なお, 長期清算取引はほとんど国債であったが, 1913年から25

年まで停止され43年8月に廃止された

- 171) 石塚 (1958) p.95 参照。
 172) 志村 (1980) p.74, 日本勸業証券 (1967) p.54 参照。
 173) 野村証券 (1976) p.75 参照。
 174) 外貨債を除くと社債発行は190百万円である。山一証券 (1958) p.621 参照。
 175) 山一証券 (1958) p.682 参照。
 176) 価格データが利用可能でないので、利回りで見ることにする。
 177) 山一証券 (1958) p.694 参照。
 178) 山一証券 (1958) p.753 参照。

参考文献

- 浅見審三 (1966) 『戦後の短資市場』金融財政事情研究会。
 有沢広巳 (監修) (1978) 『証券百年史』日本経済新聞社。
 池上岳彦 (1987) 「地方債制度の歴史的沿革」(地方債問題研究会(編)『郵貯・簡保資金と地方債』全通信労働組合中央本部)。
 石塚一正 (1958) 『証券』有斐閣。
 井上敏夫 (1957) 「昭和金融史」(日本銀行調査局編(1970)『日本金融史資料 昭和編27』大蔵省印刷局)。
 伊牟田敏充 (1978) 「企業の勃興」(有沢広巳(1978)所収)。
 宇佐美誠次郎 (1957) 『昭和財政史 金融(下)』東洋経済新報社。
 永廣顕 (1995) 「統制的国債管理政策の展開過程」『甲南経済学論集』9月。
 ----- (2012) 「日銀引受国債発行方式の形成過程：1932」(日本金融学会2012年度秋季大会金融史パネル)。
 大内兵衛 (1974) 『大内兵衛著作集第2巻 日本公債論』岩波書店。
 大蔵省 (1936) 『明治大正財政史 国債(上)』財政経済学会。
 ----- (1937) 『明治大正財政史 国債(下)』財政経済学会。
 ----- (1939) 『明治大正財政史 通貨・預金部資金』財政経済学会。
 ----- (各月) 『財政金融統計月報』。
 ----- 理財局 (各年) 『国債統計月報』。
 ----- 資金課 (1964) 『大蔵省預金部史』同課。
 大島清 (1955) 『昭和財政史 金融(上)』東洋経済新報社。
 小川功 (1991) 「明治期における社債発行と保険金融」『文研論集』97号。
 貝塚啓明 (1978) 「高橋財政の軌跡」(有沢広巳(1978)所収)。
 加藤三郎 (1983) 『昭和財政史 終戦から講和まで 政府債務』東洋経済新報社。
 ----- (2001) 『政府資金と地方債』日本経済評論社。
 金沢史男 (1985,1986) 「預金部地方資金と地方財政(1),(2)」『社会科学研究』第37巻第3,6号。
 釜江廣志 (2012) 『日本の債券市場の史的分析』同文館出版。
 菊一岩夫 (1978) 「現物取引」(有沢広巳(1978)所収)。
 金融研究会 (1937) 「金融資料」第1号付録, 同会。
 公社債引受協会(編) (1996) 『公社債市場の新展開』東洋経済新報社。

戦前債券市場と引受シ団の変遷

- 後藤新一（1977）『普通銀行の理念と現実』東洋経済新報社。
- 佐藤政則（2012）「国債引受シンジケート銀行と売りオペ：1931-1937」（日本金融学会 2012 年度秋季大会金融史パネル）。
- 志村嘉一（編）（1980）『日本公社債市場史』東大出版会。
- 住友銀行（1998）『住友銀行百年史』同社。
- 全国金融統制会（各月）『全国金融統制会報』同会。
- 大和証券（1963）『大和証券 60 年史』同社。
- 竹内半寿（1956）『我国公社債制度の沿革』酒井書店。
- 武田勝「1920 年代における減債基金と国債価格」（佐藤政則他（2012）『内外国債市場と高橋是清：1897-1931』麗澤大学経済社会総合研究センターワーキング・ペーパー）
- 短資協会（1966）『短資市場 70 年史』実業之日本社。
- 地方資金研究会（編）（1986）『体系地方債』大蔵財務協会。
- 通信教育振興会（1953）『簡易生命保険・郵便年金事業史』。
- 東京株式取引所（1928）『東京株式取引所 50 年史』同所。
- （1933）『東京株式取引所史第 2 巻』同所。
- （1938）『東京株式取引所史第 3 巻』同所。
- 調査課（1932）『東京株式取引所』同所。
- 東京銀行集会所（各月）『銀行通信録』同所。
- 東京才取会員協会（1975）『才取史』同会。
- 東京証券取引所（1963）『東京証券取引所 10 年史』同所。
- （1970）『東京証券取引所 20 年史 規則・統計』同所。
- （1974）『東京証券取引所 20 年史』同所。
- 東洋経済新報社（各年）『東洋経済経済年鑑』。
- 戸原つね子（1965）「公社債市場の沿革と問題の検討」『農林金融』 4 号。
- 中島将隆（1977）『日本の国債管理政策』東洋経済新報社。
- 中山好三（1978）「証券業者」（有沢広巳（1978）所収）。
- 日本勧業銀行調査部（1953）『日本勧業銀行史』同社。
- 日本勧業証券（1967）『日本勧業証券株式会社 60 年史』同社。
- 日本銀行（1956）「政府短期証券起債方法の変遷（二）」『アナリスト』 3 月。
- 金融研究所（編）（1986,1995）『わが国の金融制度』日本信用調査。
- 調査局（1932）「東京株式取引所の概要」（同局編（1971）『日本金融史資料 昭和編第 30 巻』大蔵省印刷局）
- （編）（1955-61）『日本金融史資料 明治大正編』大蔵省印刷局。
- （編）（1961-74）『日本金融史資料 昭和編』大蔵省印刷局。
- （編）（1969）『わが国の金融制度』日本信用調査。
- 統計局（1966）『明治以降本邦主要経済統計』日本信用調査。
- 特別調査室（1948）『満州事変以後の財政金融史』同行。
- 百年史編纂委員会（1982-1986）『日本銀行百年史』日本信用調査。
- 日本興業銀行（1957）『日本興業銀行五十年史』同社。
- 調査課（1935）『国債市場発展の跡を顧みて』同社。

- 農林中央金庫 (1956) 『農林中央金庫史』 同金庫調査部。
- 野田正穂 (1966) 「政府保証債の本質と機能 (下)」 『調査月報』 7月。
- (1980) 『日本証券市場成立史』 有斐閣。
- 野村證券 (1976) 『野村證券株式会社五十年史』 同社。
- 野村総合研究所 (各年) 『公社債要覧』 同社。
- 林健久 (1978) 「維新期の公債」, 「国債の整理」, 「国家財政と公債」 (有沢広巳 (1978) 所収)。
- 藤崎憲二 (1954) 『昭和財政史 国債』 東洋経済新報社。
- 藤田武夫 (1954) 『昭和財政史 地方財政』 東洋経済新報社。
- 藤野正三郎 (1994) 『日本のマネーサプライ』 勁草書房。
- ・寺西重郎 (2000) 『日本金融の数量分析』 東洋経済新報社。
- 向井鹿松 (1932) 『総合取引所論』 日本評論社。
- 迎由理男 (1977) 「大蔵省預金部制度」 (渋谷隆一 (編著) 『明治期日本特殊金融立法史』 早稲田大学出版会)。
- (1987) 「大蔵省預金部の改革」 (渋谷隆一 (編著) 『大正期日本金融制度政策史』 早稲田大学出版会)。
- 武藤正明 (1978) 「金融恐慌とその影響」 (有沢広巳 (1978) 所収)。
- 山一證券 (1958) 『山一證券史』 同社。
- 山田雄三 (1957) 『日本国民所得推計資料』 東洋経済新報社。
- 郵貯資金研究協会 (1999, 2003, 2005) 『郵便貯金資金運用の概説』 同協会。
- 吉田震太郎・藤田武夫 (1962) 『昭和財政史 大蔵省預金部・政府出資』 東洋経済新報社。
- 渡辺佐平・北原道貫 (1966) 『現代日本産業発達史 銀行』 現代日本産業発達史研究会。
- Ohkawa,K. (1957) ,” The Growth Rate of the Japanese Economy Since 1878,” Kinokuniya.