

令和 5 年 6 月 23 日現在

機関番号：34506

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2018～2022

課題番号：18K01741

研究課題名（和文）日銀引受国債発行と国債流通市場 - 戦前期日本の国債政策の総体的考察

 研究課題名（英文）The Underwriting of Government Bonds and Transactions of Them by the BOJ
 Presenter：the Functions of Government Bonds Trading Market in Prewar Japan

研究代表者

永廣 顕（EHIRO, Akira）

甲南大学・経済学部・教授

研究者番号：70268514

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,700,000円

研究成果の概要（和文）：本研究では、1930年代から40年代にかけての戦前期日本における日銀引受による国債発行の全体像を考察した。その際、これまでの研究において開拓された国債の発行・引受が行われる発行市場中心の分析だけではなく、国債の売買・転売が行われる流通市場も分析対象に加え、日銀引受国債の買入主体としての国債引受シンジケート銀行（シ団銀行）と預金部の国債取引について検討した。これにより、戦前期日本における国債の発行、引受、流通のしくみと実態が明らかになり、国債管理において大蔵省、日銀、シ団銀行、預金部がそれぞれ果たしてきた機能の異同を解明することができた。

研究成果の学術的意義や社会的意義

これまでの研究において開拓された国債の発行・引受が行われる発行市場中心の分析だけではなく、国債の売買・転売が行われる流通市場も分析対象に加えることにより、従来の国債管理史研究の欠落を埋めると同時に、国債残高が累増する状況下で金融緩和から金融引締めへ転じる日銀の出口戦略が議論され、国債を保有している金融機関のリスク管理が問題となっている日本の現状に対し、重要な示唆と打開に向けた戦前期の歴史的事実を正確に提示し、戦後との連結を図ることが可能となった。

研究成果の概要（英文）：This study examined the total picture of government bond issuance underwritten by the Bank of Japan in prewar Japan in the 1930s-40s. In addition to analysis focused on the issuance market where government bonds were issued and underwritten, which a past study reclaimed, the trading market where government bonds were transacted would also be analyzed, and this study paid its attention to government bond transactions by government bond underwriting syndicate banks and the Finance Ministry Deposit Bureau, which were main buyers. Through this, this study clarified the mechanism and actual situation of the issuance, underwriting, and transactions of government bonds in prewar Japan, and the differences in the functions performed by the Ministry of Finance, the Bank of Japan, syndicate banks, and the Finance Ministry Deposit Bureau in government bond management.

研究分野：財政金融史

キーワード：国債発行 国債流通 日銀引受 日銀売りオペ 預金部 国債引受シンジケート 国債転売 戦前期日本

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

1. 研究開始当初の背景

(1)1932年11月から開始された日銀引受による国債発行は、1931年12月の金本位制停止(金輸出再禁止)とともに高橋財政の支柱であり、財政支出の増大により、軍事部門をテコに需給ギャップを埋め、昭和恐慌からの速やかな脱却を実現した。一方、日銀引受による国債発行は、高橋蔵相が二・二六事件で犠牲になって以降、戦時財政を支える装置となり、戦後直後の激しいインフレの要因の一つになった。

こうした日銀引受による国債発行に関しては、すでに多くの研究を共有しているが、それらは国債の発行主体である大蔵省や引受主体である日銀からの分析であり、当時の有力銀行の代名詞でもあった国債引受シンジケート銀行(以下、シ団銀行)からの分析はほとんどなかった。しかし、この日銀引受の発行方式は、大蔵省と日銀だけでは完結せず、日銀引受と売りオペ(国債売却)とがセットになっており、日銀は買い手を待って売り出すことしかできないという難点があった。

(2)しかし、戦前期の日銀は、引き受けた国債を必要最小限しか所有せず、国債価格の変動から日銀のバランスシート上の資産を守ることに万全の注意を払っていた。これは、2013年4月に日銀が異次元金融緩和に踏み切った以降、日銀が国債を大量に購入し続けて国債の保有残高が膨らんでいる現在と好対照であると思われるが、それはなぜ可能だったのか。その解明には、これまでの研究が開拓してきた国債発行市場中心の分析だけではなく、「闇の世界」ともいわれる国債流通市場にも着目した分析を行うことが必要であると考えた。

2. 研究の目的

本研究の目的は、1930年代前半から第二次世界大戦終了の1945年までを中心に、戦前期日本における日銀引受による国債発行の全体像を解明することにある。その際、これまでの研究において開拓された国債の発行・引受が行われる発行市場中心の分析だけではなく、国債の売買・転売が行われる流通市場も分析対象に加え、日銀引受による国債発行と市中金融機関の国債保有・転売との関連性を検討し、国内外の研究を踏まえつつ、新たに発見された資料や研究史的に未利用の資料にもとづき、市中金融機関の国債保有・売却を丹念に追うことで「闇の世界」ともいわれる国債流通市場にメスを入れる。これにより、国債発行・流通市場の実態を総体的に考察しながら、戦前期日本における日銀引受による国債発行の全体像を明らかにし、戦後との連結を図る。

3. 研究の方法

(1)戦前期の日本銀行による国債引受・売買および市中金融機関・政府資金(預金部資金や国債整理基金等)による国債引受・売買等に関する文献・資料は、日本銀行金融研究所アーカイブや国立国会図書館等に相当量が所蔵されているとみられ、すでに発見したものもあればまだ発見されていないものもある。しかもこれらの文献・資料は研究史的に未利用であるものも少なくない。また、銀行等の市中金融機関の営業報告書については、東京大学経済学図書館をはじめとする大学図書館等に数多く所蔵されている。本研究では、これらの新資料の解析を中心に研究を進めた。

(2)研究の方法的視点として、下記の三点を設定した。

国債流通市場における国債売買の構造とその変化をシ団銀行の国債保有と転売(売却)行動を中心に検討する視点

国債流通市場に関しては、取引所取引の調査や統計は存在するが、店頭取引については「闇の世界」であり、その実態は未知数であった。そこで、まず店頭取引の実態を個別の銀行事例にもとづいて分析する。具体的には、銀行の営業報告書に記載されている所有有価証券明細書の銘柄・額面・評価額を分析し、国債の流動性について検討する。そしてシ団銀行とその他の銀行、貯蓄銀行、信託会社、生命保険会社、証券会社との相互補完関係についても検討し、戦前期の国債流通市場全体の構造と変化を明らかにする。あわせて1920年代に整備された国債流通市場の機能的実態とその後の制度改革についても検討する。

預金部資金や国債整理基金等の政府資金と国債流通市場との関係について検討する視点

取引所取引において、政府資金による国債の買入操作は国債価格を引き上げ、国債価格維持機能を果たしていたといわれるが、その実態を国債売買状況の分析を通じて解明するとともに、シ団銀行を中心に市中金融機関の国債転売と政府資金の国債買入操作との関係について考察する。そしてこうした政府資金の「金融調節」機能をめぐる戦時期の日銀と政府資金(大蔵省預金部)の位置付けについて検討する。

大蔵省、日銀、シ団銀行の連携関係とその変化について検討する視点

大蔵省、日銀、シ団銀行三者の連携は戦間期に紆余曲折を経ながら形成・強化されてきたと考えられることから、三者の連携関係の形成、機能的実態、変動について、上記の視点も踏まえて検討する。そしてこれらと1942年の全国金融統制会結成とを連結し、戦時金融統制の「競争活用」的要素について検討する。

(3)これまでの研究業績を踏まえ、市中金融機関の国債転売の分析(上記)については、主

として研究分担者の佐藤政則が、国債流通市場の制度設計と政府資金の国債買入操作の分析(上記)と研究全体の総括については、主として研究代表者・永廣顕が担当した。

4. 研究成果

上記の研究目的と研究方法に対応した成果は下記のとおりである。

(1)戦前期日本の国債流通市場に関する先行研究の整理

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」を公示する機能を果たすと認識されていた取引所市場の制度改革、取引所市場での国債価格もしくは利回りデータの推移、国債取引の大部分が行われていたとみられる店頭市場も含めた国債売買について、何がどこまで明らかになっているのかを確認するために、戦前期の国債流通市場に関する先行研究の整理を行った。これにより、戦前期日本の国債流通市場研究の方向性として、国債流通市場全体の構造とその変化を明らかにするためには、取引所の調査や統計に依拠するだけでは不十分であり、店頭取引にまで踏み込んだ分析が必要であり、店頭市場での国債取引について、買入先および売却先(転売先)を明らかにし、各金融機関の国債保有と転売行動の差異とともに、金融機関間の相互補完関係についての考察も必要であることが明らかとなった。

(2)研究の方法的視点の に関する収集資料の紹介

日本銀行金融研究所アーカイブを通じて公開されている日銀保有資料は極めて膨大であり、史料価値の高いものが多い。その中でも、いわゆる日銀考査の報告書である「実地調査報告」は、長らく門外不出の極秘史料であったが、ようやく2010年代後半頃から、戦前・戦時に関しては、特段問題のない限り、通常の閲覧が可能になった。そこで、本資料を活用していくための資料紹介を行った。

取引先銀行の経営状況を実地で調査する日銀考査が始まったのは、1927年金融恐慌後の1928年9月であり、三井銀行が最初であった。そして戦時下の1943年5月に行った岸和田市の阪南銀行が戦前期最後の日銀考査であった。日銀考査の報告書である「実地調査報告」は、複数の銀行・信託会社等が収録された簿冊になっているが、戦前・戦時時期を対象に、公開されている目録に基づいて簿冊と収録銀行・会社を整理すると、支店による調査を除いて45簿冊となり、延べ264銀行・会社が収録されている。

事前の書面調査と現地でのヒアリングの成果を整理したのが「実地調査報告」の基本的なスタイルであった。書面調査では、每期毎の財務諸表と当該銀行の監査役が作成した監査書を提出させ活用した。実施調査は、書面による事前調査と現地でのヒアリングがセットで行われ、信用不安を煽らないために、あえて超優良銀行とみなされていたシ団銀行から開始され、その後全国の地域銀行が対象になった。現地では、アクセスできる財務諸表や事前に提出された計数表に基づいて聞き取りや意見交換が行われた。とにかく経営内部に立ち入ることが重要だと考えられたのであろう。

(3)日銀による引受国債の売却とシ団銀行の国債保有と転売(売却)行動の検討

1932年～34年における高い国債消化率を支えていたのはシ団銀行であった。日銀の売りオペに占めるシ団銀行のシェアは41.0%であり、各行別にみると、三井銀行が21.8%、三菱銀行が15.7%で貢献度が大きかった。国債を購入するシ団銀行の投資行動は、決して奉加帳的なものではなく、価格の上昇が期待される五分利公債・国庫債券を狙ったものであった。シ団銀行に大口の売却先を加えると、この時期のシェアはさらに高くなった。すなわち、この時期の高い国債消化率は特定の大口売却先に大きく依存していた。このように売りオペが大口売却先に過度に依存している実態については日銀も熟知しており、売りオペの裾野を拡大するための期待の一つが地方銀行であった。地方銀行サイドも1933年4月の四分利国庫債券の購入ではまとまった動きを見せていた。

しかし、シ団銀行は地方銀行から支払準備を預託され、地方銀行とは国債も取引していたが、日銀が広範囲の地方銀行に対して引受国債を直接に売却する道を広げることは、シ団銀行と地方銀行との関係に異変を起こすことになった。また、日銀借入を期末決算において計上することを回避するため、臨時的な措置として実施されていた日銀の売戻約款付国債買入が1935年12月から通常措置となったことで、日銀の引受国債の売却は実質的には国債売買となった。こうして日銀による引受国債の売却は、高い国債消化率とは裏腹に、シ団銀行が果たしていた既存の機能を無機能化していくことになったのである。

(4)預金部資金や国債整理基金等の政府資金と国債流通市場との関係についての検討

預金部資金や国債整理基金は国債市場において主要な国債買入機関であったといわれているにもかかわらず、その実態については、先行研究ではほとんど解明されていなかったが、本研究により断片的ではあるが明らかとなった。

1936年の下期以降、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、民間金融機関の貸出が増加した結果、民間金融機関、特にシ団銀行に対する日銀引受国債の売却が著しく減退し、日銀引受国債の売却率も低下していたが、馬場財政の下で新規国債が増発されたことから、1936年11月になると三分半利国庫債券の価格が下落し、発行価格の98円を割るに至った。

国債価格の維持を図るための方策としては、1931年度までは国債整理基金の使用額の大部分が国債市場からの買入償還に充当されていた。しかし、1932年度以降は、満州事件費や時局匡救費等の財源調達のために新規国債が増発される一方で、国債償還資金の国債整理基金への繰入が減額・停止されて国債の償還政策は消極的なものとなり、国債市場等からの買入償還も著し

く減退していた。一方、1930年1月の金解禁前後にも預金部による国債市場からの国債買入が実施されていたとみられるが、この三分半利国庫債券の発行価格割れに対しては、預金部が国債市場から国債を買い入れ、国債価格の維持を図った。また、1936年8月以降のコール・レートの上昇も国債価格の下落をもたらしていたことから、預金部は主として興銀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国債価格の維持を図った。

この預金部による国債市場からの三分半利国庫債券の買入は、日銀を經由して日興証券により1936年11月20日から実施され、1937年9月までの買入額は8,430万円に上り、「国債市価の維持、低落の防止に付相当の効果を収めた」（日本銀行（調査局）「支那事变勃発後の金融対策」（未定稿）1938年）と評価された。また、預金部の国債買入は少額で小刻みに行われたが、これは、国債市場からの一時の大量の国債買入による国債価格の急騰が金融市場にもたらす影響が懸念されたためであったと考えられる。

(5)1942年の全国金融統制会の結成と戦時金融統制、戦時国債管理をめぐる日銀と預金部の位置付けについての検討

日本の戦時金融統制は、すべての民間金融機関を糾合した全国金融統制会が日銀を会長行として結成され、郵便貯金を主たる原資とする預金部に政府関係余裕資金が集中し、基本的には、既存の金融組織構造を前提にした二元体制で推進されたといえる。そのもとで日銀は、全国金融統制会の会長行として同会内部の様々な不協和音を調整しながら、生産力拡充、インフレ抑制、国債消化、金融組織統合という課題に各金融組織を動員して取り組んでいく。こうした中で日銀企画委員会第二回特別委員会により意見書「預金部ノ機能ニ関スル第二回特別委員会意見」（1942年11月、以下「委員会意見」）がまとめられ、日銀総裁に提出された。

「委員会意見」には、民間資金（全国金融統制会）と郵便貯金等を含む政府系資金（預金部）との大まかな役割分担が記述されていた。それは全国金融統制会が軍需産業のための生産力拡充資金を、預金部が国債消化資金を各々主に担うというものであった。しかし、自動的な線引機能が働いていたわけではなく、増加基調の郵便貯金を主たる原資とする預金部は、機会あるごとに運用範囲の拡張を企図していかざるを得なかった。預金部単独の意思なのか、大蔵省の意思なのかは判然としないものの、1942年後半の時点でもその動きがあり、日銀からは金融統制の攪乱要因として排撃された。換言すれば、全国金融統制会による戦時金融運営が機能するかどうかは、内部の問題と共に、単独で最大の金融組織である預金部の協力が得られるかどうか、積極的に独自の預金部ではなく、消極的な補完者、具体的には国債消化機関でいてくれるかどうかにか左右されたといえる。「委員会意見」もこの一環として提出されたのである。

「委員会意見」を通じて垣間見える太平洋戦争期の預金部像は、先行研究が提示した統制機関化する強力な預金部像とはかなり異なる。むしろ日銀主導の統制会方式のもとで、それを補完する姿であったといえよう。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計16件（うち査読付論文 0件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 4件）

1. 著者名 永廣顕	4. 巻 未定
2. 論文標題 預金部の資金運用の変化と国債運用	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 麗澤大学経済社会総合センターWorking Paper	6. 最初と最後の頁 未定
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 佐藤政則	4. 巻 未定
2. 論文標題 日本銀行は預金部をどう観ていたのか：1942年	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 麗澤大学経済社会総合センターWorking Paper	6. 最初と最後の頁 未定
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 佐藤政則	4. 巻 53
2. 論文標題 日銀審査資料の概要と活用-戦前を中心に-	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 地方金融史研究	6. 最初と最後の頁 21-32
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 永廣顕	4. 巻 63
2. 論文標題 戦前・戦時期の預金部の国債運用（1）	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 甲南経済学論集	6. 最初と最後の頁 63-85
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.14990/00004380	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 佐藤政則	4. 巻 43
2. 論文標題 戦時銀行統合と地域公益	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 金融経済研究	6. 最初と最後の頁 70-82
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計11件 (うち招待講演 1件 / うち国際学会 0件)

1. 発表者名 永廣顕
2. 発表標題 預金部の資金運用の変化と国債運用
3. 学会等名 日本金融学会2022年秋季大会
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 佐藤政則
2. 発表標題 日本銀行は預金部をどう観ていたのか：1942年
3. 学会等名 日本金融学会2022年秋季大会
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 永廣顕
2. 発表標題 戦前・戦時期の預金部の国債投資
3. 学会等名 2020年度日本金融学会秋季大会
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 佐藤政則
2. 発表標題 日銀による戦時銀行統合の現代性：一県一行の再考
3. 学会等名 2019年度日本金融学会秋季大会
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 永廣顕
2. 発表標題 戦前の国債流通市場に関する研究史レビュー
3. 学会等名 2018年度日本金融学会春季大会
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 佐藤政則
2. 発表標題 日銀による引受国債の売却
3. 学会等名 2018年度日本金融学会春季大会
4. 発表年 2018年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 伊藤正直・佐藤政則・杉山和雄編	4. 発行年 2019年
2. 出版社 日本経済評論社	5. 総ページ数 327
3. 書名 戦後日本の地域金融：バンカーたちの挑戦	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究 分 担 者	佐藤 政則 (SATO Masanori) (10192600)	麗澤大学・経済学部・教授 (32506)	

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関