

第一次大戦後における借換債の日銀引受

武 田 勝

要 旨

第一次大戦期の後半以降、寺内正毅・原敬内閣による「積極財政」によって国債発行額が増大するなかで、国債の満期構成の短期化が急激に進んだ。その帰結として、1920年代には借換えの連鎖現象が起こる。本稿の課題は、いわゆる「借換の連鎖時代」といわれた、第一次大戦期後半から20年代中葉における借換債の日銀引受の実態を明らかにすることである。この作業は日本における他の時期（日清・日露戦時、日露戦後、高橋財政期以降など）の国債管理政策と日銀の関係を考察する上でも重要なものであろう。以下、本稿の結論を要約する。

この時期の日銀引受は、借換債の引受という形で、10年間（1917～26年度）実施されていた。それは形式的には日銀の乗換えとなっていたが、実際には売却を前提として引受が行われており、日銀が引受主体として恒常的に発行市場に介在していたのである。それは確実な借換えを保証するものであったが、他方で日銀が引受主体として介在してはじめて、当時の借換えの実施が可能になっていたことを意味している。

以上の点を踏まえれば、戦前の日本では国債発行における日銀信用の利用は断続的に観察されることとなり、いわゆる高橋財政期における国債の日銀引受が突如として断絶的に起きたのではないことがわかる。

目 次

- | | |
|--------------------|-----------------|
| I. はじめに | 2. 直接売出公債の売却動向 |
| II. 第一次大戦後における起債動向 | 3. 借換えにおける日銀の役割 |
| III. 日銀による借換債引受の実態 | IV. むすびにかえて |
| 1. 日銀引受の内容 | 参考文献 |

I. はじめに

1970年代後半以降における国債の大量発行を契機として、日本の国債管理政策は、それまでの「統制的（あるいは隔離型）」国債管理政策から「市場型」国債管理政策へと転換し、今日までその延長線上に位置づけられるとされている¹⁾。周知のように、こうした日本の国債管理政策に関する歴史観を提出したのは中島将隆 [1977] である。しかし、今日における公的部門の国債保有状況、とりわけ買いオペを通じた日銀の国債保有状況を鑑みると、日本の国債管理政策が市場型であると単純に捉えることが可能であろうか。ここに、財政・金融政策とは峻別される独自領域として国債管理政策を把握する難しさがあり、改めて国債管理政策と金融政策（あるいは日銀）との関連が問われているように思われる²⁾。

さて、国債管理政策（あるいは国債発行）と日銀の関わりは、中島将隆 [1977] が分析対象とした戦前の高橋財政期以降に始まるものではなく、それ以前にも観察され、むしろその関わり方は歴史的に相違があるとみることができると。よって、今日の国債管理政策における日銀の役割を位置づけるためにも、日本における国債管理政策と日銀の関わり方を包括的に評価するためにも、特定の歴史的局面における国債管理政策（あるいは国債発行）と日銀の関わり方を明らかにする作業は不可欠であると思われる。

そこで本稿では、以上の作業の一環として、第一次大戦期後半から1920年代中葉における国債発行と日銀の関連を分析する。以下、従来の研究状況を踏まえて、具体的な本稿の分析課題

を明らかにする。

第一次大戦期の後半以降、寺内正毅・原敬内閣による「積極財政」によって国債が増発されるなかで、国債の満期構成の短期化が急激に進んだ。当時の金融状況をみても国債をめぐる環境は決して良好とはいえなかった³⁾。それらの帰結として、1920年代には借換えの連鎖現象が起きていた。よって、この時期を分析する際には、新規財源債だけでなく、借換債の動向にも着目しなければならない。この点を念頭に当該期における日銀引受の状況をみると、新規財源債については僅少であり、ここから従来の研究では、大正期における日銀引受を例外的と捉えてきたのである⁴⁾。ところが、借換債についてみると、日銀引受が相当の量的比重をもって行われていた。この点については、20年代を「借換の連鎖時代」として具体的に分析した小川郷太郎 [1930] や大内兵衛 [1974] でも看過されている。また、管見の限り、この時期における日銀引受に言及しているのは伊藤正直 [1983] であるが、そこでも日銀引受が存在したことを指摘するに止まっており、その具体的な役割についての分析は必ずしも十分ではないように思われる。よって、当該期における国債管理政策（あるいは国債発行）と日銀の関連を明らかにするためには、何よりも日銀による借換債引受の実態を把握した上で、その役割を評価する必要がある。

以上の課題を明らかにするために、まず1917年から32年までの起債動向について日銀引受の状況を含めて確認する（Ⅱ）。その後、日銀引受の内容とその処理動向について分析した上で、国債の借換えにおける日銀の役割について検討する（Ⅲ）。最後に、この時期における借換債の日銀引受の意義について、その前後の時

期における国債管理政策と日銀との関係も踏まえて、その歴史的な性格を浮き彫りにしたい(Ⅳ)。

Ⅱ. 第一次大戦後における 起債動向

1916年10月に成立した寺内正毅内閣とそれにつづく原敬内閣は「積極財政」を展開し、その財源として、大戦当初の非募債主義を放棄し、国債が増発された。この点は、新規財源債の起債動向を示した図表1から確認できる。その後の増減は、当該期における憲政会(民政党)と政友会の消極・積極路線とほぼ軌を一にした動きを示している⁵⁾。つぎに、起債方法別にみれば、この時期の発行方法に大きな段階的変化がみられる。すなわち、20年度から26年度までの郵便局売出を除けば、22年度までは公募発行が主たる発行方法であるのに対し、それ以後は預

金部引受が主たる発行方法となっているのである⁶⁾。この時期の日銀引受は、図表1をみる限り、21年度に5,000万円があるだけである。このようにみるならば、この時期の日銀引受は例外的なものとして捉えることができる。

つぎに、新規財源債だけでなく、借換債も含めた発行額の推移について検討する。図表2は、この時期における特別発行の内訳を、日銀引受、預金部引受、その他に分けて示したものである。

この表から明らかなことは、17年度から26年度まで日銀引受が存在した、ということである。17年度に5,000万円が引受けられており、以後20年度にかけて増大し、22年度をピークに日銀引受額は減少に向かい、26年度の2,400万円の引受を最後に、この時期の日銀引受は行われなくなる。また、日銀引受の内訳には直接引受と直接売出公債が存在し、後者の動きが日銀引受全体の動向を規定している。さらに、この

図表1 新規財源債の起債方法別発行額

(単位 1,000円)

年度	公 募	郵便局売出	預金部引受	日銀引受	その他	合 計
1917	33,480	—	3,000	—	—	36,480
18	101,999	—	1,200	—	4,000	107,199
19	211,999	—	—	—	—	211,999
20	199,986	70,000	29,013	—	6,207	305,208
21	181,712	63,000	35,000	50,000	20,258	349,971
22	121,877	50,000	—	—	12,084	183,961
23	11,430	40,000	24,181	—	3,500	79,111
24	115,570	40,000	130,000	—	4,500	290,070
25	—	60,000	—	—	30,000	90,000
26	—	40,000	40,000	—	17,000	97,000
27	60,000	—	122,000	—	—	182,000
28	70,000	—	78,560	—	2,500	151,060
29	—	—	161,900	—	—	161,900
30	—	—	59,571	—	5,000	64,571
31	—	—	191,279	—	—	191,279
32	—	—	67,000	682,313	23,000	772,313

(注)「その他」は、朝鮮銀行、台湾銀行、北海道拓殖銀行、小池銀行、鉄道共済組合、教育改善及農村振興基金、簡易生命保険の各引受である。

〔出所〕大蔵省編 [1953], 46頁。

図表 2 国債起債方法別発行高 (借換債を含む)

(単位 1,000円, %)

年度	直接募集	郵便局売出			特 別 発 行						合 計
		発行額	売出額	売却残	発行額	日銀引受	直接引受	直接売出 公 債	預金部 引 受	その他	
1917	235,000 (81.6)	—	—	—	53,000 (18.4)	50,000 (17.4)	—	50,000 (17.4)	3,000 (1.0)	—	288,000 (100.0)
18	201,988 (47.1)	—	—	—	227,041 (52.9)	168,840 (39.4)	68,840 (16.0)	100,000 (23.3)	54,200 (12.6)	4,000 (0.9)	429,029 (100.0)
19	311,953 (48.1)	60,000 (9.2)	44,190 (6.8)	15,810 (2.4)	276,696 (42.7)	170,696 (26.3)	70,696 (10.9)	100,000 (15.4)	106,000 (16.3)	—	648,649 (100.0)
20	199,986 (27.9)	70,000 (9.8)	39,604 (5.5)	30,396 (4.2)	447,137 (62.4)	269,740 (37.6)	69,740 (9.7)	200,000 (27.9)	171,191 (23.9)	6,208 (0.9)	717,123 (100.0)
21	334,971 (46.1)	63,000 (8.7)	29,626 (4.1)	33,374 (4.6)	328,014 (45.2)	219,737 (30.3)	69,737 (9.6)	150,000 (20.7)	88,000 (12.1)	20,278 (2.8)	725,985 (100.0)
22	310,424 (40.5)	50,000 (6.5)	29,054 (3.8)	20,946 (2.7)	406,843 (53.0)	274,737 (35.8)	69,737 (9.1)	205,000 (26.7)	106,000 (13.8)	26,103 (3.4)	767,267 (100.0)
23	370,568 (51.3)	40,000 (5.5)	41,759 (5.8)	28,241 (3.9)	311,959 (43.2)	160,551 (22.2)	551 (0.1)	160,000 (22.1)	130,181 (18.0)	21,227 (2.9)	722,527 (100.0)
24	293,902 (38.4)	70,000 (9.2)	19,039 (2.5)	20,961 (2.7)	400,500 (52.4)	140,000 (18.3)	—	140,000 (18.3)	256,000 (33.5)	4,500 (0.6)	764,402 (100.0)
25	304,999 (57.2)	60,000 (11.3)	29,914 (5.6)	30,086 (5.6)	168,200 (31.5)	75,900 (14.2)	—	75,900 (14.2)	62,300 (11.7)	30,000 (5.6)	533,199 (100.0)
26	299,999 (71.3)	40,000 (9.5)	18,977 (4.5)	21,023 (5.0)	81,000 (19.2)	24,000 (5.7)	—	24,000 (5.7)	40,000 (9.5)	17,000 (4.0)	420,999 (100.0)
27	374,761 (75.4)	—	—	—	122,000 (24.6)	—	—	—	122,000 (24.6)	—	496,761 (100.0)
28	360,660 (81.6)	—	—	—	81,060 (18.4)	—	—	—	78,560 (17.8)	2,500 (0.6)	441,720 (100.0)
29	343,999 (65.2)	—	—	—	183,300 (34.8)	—	—	—	183,300 (34.8)	—	527,299 (100.0)
30	156,000 (62.3)	—	—	—	94,472 (37.7)	—	—	—	89,472 (35.7)	5,000 (2.0)	250,472 (100.0)
31	174,997 (40.1)	—	—	—	261,198 (59.9)	—	—	—	235,008 (53.9)	26,190 (6.0)	436,195 (100.0)
32	146,002 (14.1)	—	—	—	888,903 (85.9)	729,000 (70.4)	—	—	150,904 (14.9)	9,000 (0.9)	1,034,905 (100.0)

(注) 1) 本表は、国債の募集形態のうち、間接募集、代償発行、承継を除いたものを表出したものである。

2) 「その他」は、朝鮮銀行、台湾銀行、北海道拓殖銀行、小池銀行、鉄道共済組合、教育改善及農村振興基金、簡易生命保険の各引受である。

3) カッコ内は、合計に対する割合を示す。

〔出所〕大蔵省編 [1953], 38頁; 大蔵省理財局編『国債統計年報』各年度版; 日本銀行審査部編 [1962], 257-260頁; 同 [1991], 1157-1159頁; 同 [1993 a], 1840-1850頁より作成。

時期の日銀引受額は、特別発行の枠内でみた場合、23年度まで一貫して預金部が引受けた金額よりも大きいという特徴を有している。また、日銀引受を含む特別発行と直接募集という区分でみるならば、日銀引受が存在した20年代前半までは、特別発行の比重が相当大きく、直接募集を凌駕する年度もあった。他方、20年代後半には、特別発行の比重は小さくなり、直接募集のそれが大きくなるという推移を示している。

以上のように、新規財源債の動向を示した図表1と借換債も含めた起債額の動向を示した図表2を比べれば、明らかに異なる像が示されている。すなわち、新規財源債の公募発行が可能であった20年代前半において、借換債を含めると特別発行の割合が高く、そのなかには日銀引受が存在するのみならず、その比重が高いのである。

Ⅲ. 日銀による借換債引受の実態

1. 日銀引受の内容

ここでは、この時期に行われた日銀引受の状況を確認する(図表2、図表3)。図表3は、この時期における内国債の発行要項を直接募集(公募)、日銀引受、預金部引受に分けて表出したものである。すでにみたように、この時期の日銀引受には、直接引受と直接売出公債(図表3では、○印を付しており、図表2の金額に対応している)があったので⁷⁾、まず、直接引受について検討する。

直接引受は、1918年度から22年度における7,000万円前後の発行が該当する。これは19年2月に輸出軍需品代金決済を目的として発行された、に号臨時国庫証券であり、20年6月以降

はすべて同号の借換えであった。に号臨時国庫証券の発行目的である輸出軍需品代金決済は、対露債権の肩代わりを内容としていた。しかし、同号証券は、「対露国政府債権ノ肩替(中略)ハ之ヲ収入金ノ伴ハサル交付公債ノ部類ニ属スト見ル方妥当」⁸⁾とあるように、国債の発行方式としては、いわゆる日銀引受といわれるものではなかった⁹⁾。

つぎに、直接売出公債について検討する。すでに述べたように、この時期の日銀引受の動向は、直接売出公債の動向に規定されていた。この直接売出公債は、「政府カ新ニ公債ヲ発行スル場合ニ本行カー一旦全部引受ケタル上更ニ之ヲ一般ニ売出ス方法」であり、その国債は日銀の勘定によって売買を行うこととされていた¹⁰⁾。日銀による直接売出公債の引受は、発行方法としては特別発行(非公募発行)に分類されるが、「売出ヲ条件トスル引受」¹¹⁾であった¹²⁾。よって「引受発行ト称スルヨリモ(中略)一種ノ直接募集」¹³⁾としての性格を有していた。また、その起債目的についてみれば、直接売出公債の引受全18回のうち、16回までが借換債の引受(うち18年9月の引受は、新規分も含む)であった。さらにみれば、その大半が日銀による乗換えとなっていることもわかる。

また、直接売出公債の償還期限について、公募発行のそれと比較すると明白な特徴がみられる(図表4)。すなわち、17年度から24年度までの公募発行による国債が5年前後の償還期限であったのに対して、日銀が引受けた直接売出公債の償還期限は大部分が1年以内の短期債だったのである¹⁴⁾。

この短期借換債の日銀引受の意義は、財政当局からみれば、公募発行による債券よりもさらに短い短期債を発行することによって、市中消

図表3 内国債の発行要項 (1915～26年度)

(単位 1,000円)

年度	公 募				日 本 銀 行				預 金 部			
	名称	発行日	発行額	起債目的	名称	発行日	発行額	起債目的	名称	発行日	発行額	起債目的
1915	鉄債 い	9/28	30,000 30,000	英貨鉄道証券償還								
16	鉄債 ろ	4/8	40,000	仏貨国庫債券 借入金償還								
	五国 い	10/19	20,000 60,000	四分半利付英貨公債償還								
17	鉄債 は	4/26	40,000	鉄道事業費・ 鉄道借入金返済	○臨国 割	10/1	50,000	輸出軍需品代金決済	五公 ふ	3/18	3,000	電話事業費
	臨国 い	8/14	100,000	輸出軍需品代金決済								
	朝国 ろ	11/3	45,000	い号同債券借換・ 新規朝鮮事業費								
	臨国 ろ	1/14	50,000	輸出軍需品代金決済			50,000				3,000	
18	五国 ろ	5/11	50,000	鉄道、電話、朝鮮事業費	○臨国 割	9/18	100,000	5千万円借換 5千万円為替資金融通	臨国 割	5/24	13,000	兵器売却代金決済
	臨国 は	8/3	100,000	輸出為替資金疏通	臨国 ほ	1/24	551	輸出軍需品代金決済	臨国 割	12/10	40,000	対外為替資金疏通
	五国 は	2/13	52,000	輸出軍需品代金決済	臨国 に	2/26	68,290	輸出軍需品代金決済	五公 え	3/20	1,200	台湾樺太両事業費
			202,000	臨時軍事費			168,841				54,200	
19	五国 に	4/8	82,000	鉄道電話、朝鮮台湾等 事業費	臨国 に	—	962	輸出軍需品代金決済	臨国 割	5/23	13,000	18年5月24日発行分借換
	五国 ほ	7/11	80,000	臨時軍事費	臨国 に	6/30	69,252	19年6月30日期限分借換	臨国 割	6/10	40,000	18年12月10日発行分借換
	五国 へ	11/4	50,000	臨時軍事費	○臨国 割	9/17	100,000	18年9月18日発行分借換	臨国 割	11/22	13,000	19年5月23日発行分借換
	臨国 る	2/27	100,000	19年9月17日割引 発行分借換	臨国 に	—	482	輸出軍需品代金決済	臨国 割	12/9	40,000	19年6月10日発行分借換
			312,000				170,696				106,000	
20	五国 め	9/28	80,000	電信電話、朝鮮台湾等 鉄道事業費	臨国 に	5/3	3	輸出軍需品代金決済	臨国 割	5/10	53,000	19年11月同年12月 発行分借換
	五国 を	11/26	50,000	臨時軍事費	臨国 に	6/30	69,737	20年6月30日期限 同証券借換	五国 り	9/1	32,000	い号鉄道債券借換
	五国 た	2/24	70,000	臨時軍事費	○臨国 割	8/16	100,000	い号同証券借換	臨国 割	11/9	53,000	20年5月10日発行分借換
			200,000		○臨国 割	2/16	100,000	20年8月16日発行分借換	五国 わ	12/15	33,191	鉄道事業費等
							269,740				171,191	
21	五国 そ	4/12	80,000	電信電話、朝鮮台湾等 事業費	○五国 ね	5/23	50,000	臨時軍事費	五国 ら	7/8	5,000	台湾鉄道事業費
	臨国 を	7/26	100,000	は号同証券借換	臨国 に	6/30	69,737	20年6月30日発行分借換	五国 う	10/24	3,000	鉄道事業費
	五国 を	9/6	50,000	臨時軍事費	○臨国 割	2/15	100,000	21年2月16日発行分借換	臨国 か	11/9	53,000	20年11月9日発行分借換
	五国 の	10/22	55,000	臨時軍事費					五国 く	12/17	25,000	鉄道事業費
	五国 け	3/3	50,000	臨時軍事費へ号同債券 借換教育朝鮮両事業費			219,737		五国 ま	3/24	2,000	鉄道事業費
			335,000								88,000	
22	五国 え	5/2	52,000	臨時軍事費主として は号同債券借換	○五国 て	6/1	55,000	ね号・は号同債券借換	臨国 わ	5/9	53,000	21年11月9日発行分借換
	五国 き	7/21	88,500	は号同債券借換	臨国 に	6/30	69,737	21年6月30日発行分借換	臨国 か	11/9	53,000	22年5月9日発行分借換
	五国 め	9/12	50,000	鉄道、朝鮮台湾等事業費	○臨国 に	12/1	50,000	主としてろ号同証券借換				
	五国 の	10/24	50,000	主として朝鮮国債ろ号借換	○臨国 に	2/14	100,000	22年2月発行分借換				
	五国 せ	2/22	70,000	電話電信、臨時軍事費 各植民地事業費			274,737				106,000	
23	五国 す	3/27	38,000	仏貨国庫債券借換	○五国 5	6/1	45,000	ろ号・て号同債券借換	臨国 れ	5/9	53,000	か号同証券借換
	五国 3	4/21	70,000	ろ号・て号同債券借換	臨国 に	6/30	551	は号同証券借換	臨国 れ	11/9	53,000	れ号同証券借換
	五国 6	7/27	80,000	ぬ号同債券借換	○五国 8	9/1	15,000	主としてぬ号同証券借換	五国 12	3/31	24,181	震災善後費
	五国 9	11/5	83,000	は号同債券借換	○臨国 ね	2/14	100,000	た号同証券借換				
	臨国 つ	1/22	100,000	ろ号同証券借換			160,551				130,181	
24	五国 13	4/11	85,000	主として第5回同債券借換	○臨国 ら	6/2	40,000	へ・と・ち号同証券借換	臨国 な	5/9	53,000	そ号同証券借換
	臨国 む	8/5	50,000	借入金返済のための借換	○臨国 く	2/14	100,000	ね号同証券借換	臨国 う	11/8	53,000	な号同証券借換
	五国 17	10/24	68,000	よ号同証券借換					臨国 の	12/1	20,000	り・ぬ号同証券借換
	五国 20	1/23	90,000	と・ち・り号同証券借換 そ号第8回第11回 同債券借換			140,000		五国 21	2/13	10,000	朝鮮事業費
			293,000						五公 み	3/31	120,000	震災善後費
											256,000	
25	五国 22	4/23	90,000	る・わ・か・よ号同債券	○五国 24	6/1	34,400	る・わ・か・よ号同債券	五公 み	5/8	62,300	臨国ら号借換
	五国 25	7/23	60,000	臨国ら号借換	○五国 31	2/13	41,500	臨国ら号借換				
	五国 27	10/22	90,000	き・め号同債券借換			75,900	臨国く号借換			62,300	
	五国 29	1/20	65,000	第9回同債券借換								
			305,000	臨国く号借換								
26	五国 32	4/29	100,000	臨国を号借換	○五国 38	3/1	24,000	の号・第31回同債券借換	五公 も	1/7	27,000	震災善後費
	五国 34	7/21	60,000	を号同債券借換					五公 も	3/18	13,000	鉄道事業費
	五国 36	10/26	60,000	え号同債券借換			24,000				40,000	
	五国 37	1/22	80,000	の号・第31回同債券借換								
			300,000									

(注) 1) 鉄債=鉄道債券, 朝国=朝鮮事業費国庫債券, 五公=五分利公債, 五国=五分利国庫債券, 臨国=臨時国庫証券。

2) 各年度最下段の数字(太字)は各年度における合計を示す。

3) 日本銀行の項目の名称前にある○印は直接売出公債を示す。

4) 発行日は発行規定(大蔵省令)公布日を示す。

〔出所〕大蔵省編 [1956 a], 965, 974-985, 995-999頁; 同 [1956 b], 434-436頁; 日本銀行審査部編 [1993 a], 1840-1850頁より作成。

図表4 発行国債の償還期限

(単位 年・月)

年度	公募	郵便局売出	日銀	預金部
1917	5.9	—	1.0	55.0
18	3.7	—	1.0	1.10
19	3.7	4.9	0.6	0.6
20	4.4	4.5	0.9	2.1
21	5.7	6.10	1.0	3.0
22	5.0	5.11	1.2	0.6
23	5.1	6.6	1.1	1.1
24	6.1	7.1	1.0	26.9
25	10.2	11.5	5.6	55.0
26	11.7	11.11	1.0	55.0

(注) 発行額をウェイトとした加重平均値。ただし、日銀は、直接売出公債の償還期限。

〔出所〕図表3に同じ。

化のために国債の多様化を図ると同時に、日銀を引受主体として国債発行市場に取り込むことによって、確実な借換への遂行を保証するものであったといえる。このような国債管理機構は、短期債という意味では日露戦時における大蔵省証券の日銀引受制度に、日銀の引受という意味では、日露戦後桂内閣における低利借換時の下請制度に、それぞれ原型を求めることができるように思われる¹⁵⁾。他方、日銀からみれば、1年以内の短期債であったからこそ、引受けることが可能になったと考えられるが、大蔵省証券とは違い、確実な償還財源をもたない国債の引受は、セントラルバンキング上、妥当ではないであろう¹⁶⁾。それゆえ、日銀は引受けた直接売出公債の市中売却が課題となる。

この売却について注目すべき点は、10年代の3回の引受に際して、日銀自らが各証券に対して相当の特典を付与したことである。17年10月の臨時国庫証券には、商業手形割引歩合で買い戻しをすることとし、18年9月、19年9月の臨時国庫証券には、買い戻しはしないが、当該証券による担保融通の際に、貸出標準外として、高率適用を免除したのである¹⁷⁾。このような対

応は、日銀が引受けた国債の市中売却を促進するための措置といえる。しかし、臨時国庫証券が過剰流動性対策の一環として発行されたことを鑑みれば、市中売却のために日銀自らが優遇措置を講じなければならないような日銀引受による発行方式に、過剰流動性対策としての結果の不十分性に対する問題点が内包していたといわなければならないであろう¹⁸⁾。そこで、以下では、具体的に日銀が引受けた国債の売却動向について検討する。

2. 直接売出公債の売却動向

図表5は、年次別にみた日銀の国債勘定と保有国債の内容を示したものである。日銀の国債保有額全体の動向をみれば、この時期に急増しているが、国債保有の増加額と引受額（直接売出公債、郵便局売出）の関係をみれば、引受額ほどには増加していない。これは引受けた国債が売却されたことを意味する。

また、保有国債の内容についてみれば、内国債の動向は、主として五分利国庫債券と臨時国庫証券の動向に規定されていることがわかる。五分利国庫債券の保有増は、郵便局売出のほとんどが五分利国庫債券であったことから、この売却残に対応していると考えられる¹⁹⁾。他方、臨時国庫証券については、直接売出公債の大部分が当該証券であった。図表5には、臨時国庫証券について2項目示されており、この残高がすべて引受に基づくものであると直截にはいえないが、少なくとも両者の残高から、引受額に比べれば保有額はほとんど増加していないといえることができる。さらに、内国債と外国債という区別でみた場合、とりわけ20年から22年にかけて英米の大蔵省証券の保有増がみられる²⁰⁾。

以上のように、年次別にみた日銀の国債勘定

図表5 日本銀行の国債勘定と保有国債の動向

(単位 1,000円)

年末	五分利公債 (1)	四分利公債 (2)	五分利国庫債券	臨時国庫証券	割引臨時国庫証券	米穀証券 大蔵省証券	その他 (3)	内国債計	四分半利付英貨公債 (4)	第二回四分利付英貨公債	六分半利付米貨公債	英大蔵省証券	米大蔵省証券	その他 (5)	外国債計	現在高
1914	24,420	31,451	—	—	—	—	6	55,877	—	—	—	—	—	—	—	55,877
15	14,979	28,966	—	—	—	—	5	43,950	—	—	—	—	—	—	—	43,951
16	5,359	25,742	—	—	—	—	5,622	36,723	—	—	—	—	—	—	—	36,723
17	5,514	20,112	48	2,683	—	—	6,177	34,534	—	—	—	—	—	—	—	34,534
18	5,360	17,485	75	2,738	12	—	6,333	32,003	—	—	—	—	—	—	—	32,002
19	5,642	12,906	12,430	9,945	27,918	—	5,684	74,525	2,471	—	—	—	—	—	2,471	76,998
20	5,577	10,795	31,507	40,916	—	—	5,305	94,100	8,235	5,680	—	45,127	38,316	671	98,029	192,126
21	5,737	5,781	46,912	8,939	—	10	5,304	72,683	13,099	15,603	—	45,158	27,159	18,213	119,232	191,915
22	5,349	5,418	77,869	25,734	—	356	5,396	120,122	22,085	26,726	—	15,993	62,205	64,275	191,284	311,408
23	8,306	6,165	125,634	6,402	12,562	4,544	6,567	180,180	25,835	32,456	—	—	—	6,200	64,491	244,671
24	17,663	5,981	143,549	7,319	—	16	7,562	182,090	—	32,601	24,125	—	—	2,092	58,818	240,909
25	19,331	5,944	161,461	8,502	—	—	9,075	204,313	—	32,601	24,125	—	10,356	2,092	69,174	273,485
26	19,021	5,946	165,414	2,223	—	—	10,018	202,622	—	32,601	24,125	—	5,732	9,901	72,359	274,979
27	60,224	5,969	75,340	4,102	—	172	6,765	152,572	—	32,601	24,125	—	10,832	8,149	75,707	228,278
28	38,409	2,617	99,432	—	—	—	998	141,456	—	32,601	24,125	—	17,129	5,218	79,073	220,528
29	49,879	5,242	99,921	—	—	—	—	155,042	—	17,867	24,125	—	19,727	5,218	66,937	221,979
30	57,505	5,242	101,970	—	—	8,000	478	173,195	—	—	1,503	—	—	1,077	2,580	175,775
31	38,554	5,438	116,851	—	—	88,512	—	249,355	—	—	1,503	—	7,704	1,077	10,284	259,639
32	53,215	6,859	90,906	—	—	235,346	176,348	562,674	—	—	1,503	—	—	1,077	2,580	565,255

(注) 1) 五分利公債には甲号五分利公債、特別五分利公債を含む。

2) 四分利公債は、第一回、第二回の合計。

3) その他は、旧公債、鉄道債券、朝鮮事業費国庫債券、四分半利国庫債券。

4) 四分利付英貨公債は、第一回、第二回の合計。

5) その他は、六分利付英貨公債、四分利付付貨公債、英国軍事債券、米国防務公債、米国防庫債券、英国政府米貨証券、米国防蔵省債券、米国防第四回自由公債。

〔出所〕『日本銀行第64-101回半季報告』『日本金融史資料 明治大正編』第9巻、『日本金融史資料 昭和編』第5巻;『大正3年-昭和7年日本銀行営業報告』『日本金融史資料 明治大正編』第11巻、『日本金融史資料 昭和編』第5巻;『第42-52次銀行局年報』より作成。

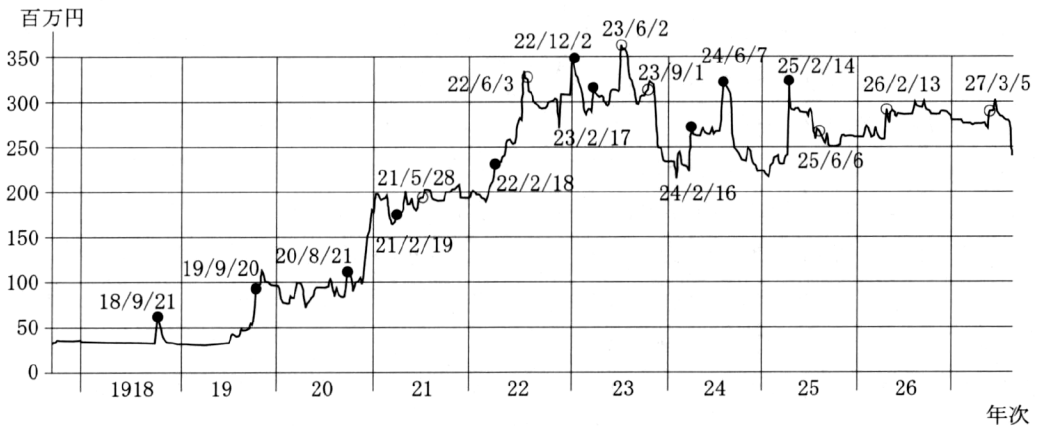
とその内容をみる限り、日銀が引受けた国債はほとんど売却されたことを示している。しかし、以上の分析では、直接売出国債の引受とその他の国債保有要因との関係が明らかになっていないので、直接売出国債の引受とその売却動向に限定して検討する。

図表6は、「日本銀行営業週報」によって日銀の国債保有額の動向をみたものであり、日銀によって直接売出国債が引受けられた直後の数字について、臨時国庫証券の引受は黒丸で、五分利国庫債券の引受は白丸で示したものである。この図を一瞥したとき、この時期における日銀の国債保有動向と直接売出国債の引受との相関が非常に強いことがわかる。とりわけ22年以降、保有額の増大と直接売出国債の引受は密

接に関連していたことがわかる。以下では、この図に基づきながら、直接売出国債の売却動向について検討する。

17年10月における割引臨時国庫証券5,000万円は、10月中に3,045万円が売却され²¹⁾、最終的にはほとんどが売却された²²⁾。18年9月における1億円についても、「本証券ノ売行頗ル良好」で、月末までの売却高は8,126万円、翌10月末にはその残高は100万円程度にまで減少した²³⁾。翌19年9月の1億円は、「市場ノ形勢ヲ考慮シ其条件ヲ幾分有利トセルモ猶相当ノ現金償還ヲ免レサルコト、ナリ」、9月末までの売却高は7,300万円程度であった²⁴⁾。この債券には、すでに述べたような優遇措置がとられたにもかかわらず売却されず、日銀の背負い込みと

図表6 日銀の国債保有額



(注) 1) 日付は直接売出公債の引受の直後の「営業週報」発表日を示す。

2) ●は臨時国庫証券の引受, ○は五分利国庫債券の引受を示す。

〔出所〕「日本銀行営業週報」「銀行通信録」各巻各号より作成。

なっていることがわかる(図表5, 割引臨時国庫証券)。

20年8月の引受は、「予想以上の好成績を収め、公募第一日目の十六日で全部売切れ」た²⁵⁾。また、21年2月の引受は「申込殺到シ殆ント全部ノ乗換トナリ」²⁶⁾、同年5月の引受も「即日締切ノ盛況」²⁷⁾であった。さらに、22年2月の引受も「乗換応募者頗る多数に上り」²⁸⁾、この時期の引受は順調に推移していることがわかる²⁹⁾。

ところが、この後の引受は、一時的な日銀の背負い込みが目立つようになる。この点は、図表6において、保有額の急増と引受時期の関係が密接になっていることから読みとれる。22年6月の引受は「殆ント現金償還トナリ」³⁰⁾、同年12月の5,000万円の引受も、「結局二千万円だけ日本銀行の引受とな」³¹⁾った。23年2月における1億円の引受にも、月末には約2,400万円の売れ残りがみられ³²⁾、1,256万円が年末に残高として計上されている(図表5, 割引臨時国庫証券)。また、23年6月と9月における合計6,000万円の五分利国庫債券の引受について

も、一旦日銀の保有となっている。23年における五分利国庫債券保有額の急増(図表5)の原因は、この引受に起因していると推察される³³⁾。さらに、24年2月の1億円の引受は「大口ノ申込多カラサリキ」³⁴⁾という状況から、約半分が日銀の背負い込みとなり、24年6月における4,000万円の引受についても「公債借替を機会に現金償還に接したる高二千万円」³⁵⁾に上ったが、その後急速に売却されている。しかし、25年2月における1億円の引受は、月末までの売却高が4,739万円にとどまり³⁶⁾、その残額が日銀の背負い込みとなったが、25年6月における3,440万円の引受が「日銀より売出すと共に、直ちに売切れ、日銀の手には一枚も残らぬ」³⁷⁾状況であったので、順調に売却されたことがわかる。また、26年2月における4,150万円の引受は、現金償還が3,800万円に上り³⁸⁾、27年3月の2,400万円の引受も、図をみる限り、2,000万円程度が一度日銀の背負い込みとなっていることがわかる。

以上みたように、この時期における日銀引受は、図表3をみる限り、形式上は日銀乗換えと

なっているが、実際には、日銀が乗換えているわけではないことがわかる。この時期の日銀は、引受主体として国債発行市場に恒常的に存在し、国債消化の責任を負っていたのである。たしかに、直接売出公債の引受時点では日銀の背負い込みとなっても、その後の売却は、全体としてみれば比較的順調に推移したといえる。しかし、必ずしもすべてが順調に推移したわけではなく、そのまま日銀の背負い込みとなった時期もあったのである。以下では、日銀が引受けた直接売出公債の内容を考察し、この時期に行われた借換債の日銀引受の役割について検討する。

3. 借換えにおける日銀の役割

この時期における日銀の役割について特筆すべきは、すでに述べたように、国債発行に関して、日銀が恒常的に引受主体として介在していたことである。しかし、結果としては恒常的であったが、1910年代と20年代の引受はその性質を異にしていた。

17年10月から始まった直接売出公債の日銀引受は、その後2度借換えられた後、20年2月に公募によって、償還期限3年1ヵ月の中期債に借換えられた。つまり、この時点で、国債の発行に関して日銀の関与はなくなるのである。この直前に高橋是清蔵相は「(国債の長期化に関して—引用者) 今日マデ政府ノ執ッテ居ル方針ハ(中略)一箇年トカ六箇月トカ云フ短イモノヲ、三年四年ト長クスル方針ヲ執ッテ居リマス」³⁹⁾と述べており、日銀が引受けた臨時国庫証券の市中借換えは、この具現化であるといえる。

しかし、20年8月に再び日銀引受が導入され、この引受到に基因する日銀の関与が、26年度

まで続くのである。高橋是清は、20年8月に日銀に引受けられた割引臨時国庫証券の借換債の発行方法に関して、「今年(21年—引用者)ノ二月十六日ニハ臨時国庫債券ト云フモノハ、是ハ割引デ発行シタモノガー億円アル、是モデス、二月十六日ニ至ッテ果シテ従前ノ形ニ於テ——割引ノ形ニ於テ借換ヘタガ宜イカ、或ハ稍、長キ所ノ国債ニ依ッテ之ヲ借換ヘタガ宜イカト云フコトハ、其時ノ財界ノ事情ニ依ッテ決シナケレバナラヌ問題デアル」⁴⁰⁾と述べている。このような認識を背景に、再び日銀が国債発行市場に介在する余地がつくられたといえる⁴¹⁾。

また、20年8月に日銀が引受けた臨時国庫証券の発行目的は、17年8月に公募発行された、い号同証券の借換目的の起債であることがわかる。つまり、この時の日銀引受は、公募発行債の満期時に日銀が借換えるという内容をもっていたのである。同様の所作は、22年12月のよ号臨時国庫証券の引受時にもみられる。よって、20、22年度の日銀引受は、公募発行新規債の満期時における借換債の引受という性質をもっていたのである。

さらに、20年代における借換債の日銀引受の特徴として、公募借換え不足分の引受があげられる。これは、とりわけ23年度以降の日銀引受到にみられる。たとえば、23年6月の第5回五分利国庫債券は、ろ号・て号同債券の借換えを目的として発行されたものであるが、すでに同目的のための起債が、23年4月に公募によって行われていたのである。つまり、この日銀引受による起債は、公募借換えの不足分を補充するための起債なのである⁴²⁾。同様の目的をもった日銀引受による起債は、23年9月の第8回五分利国庫債券、25年6月の第24回五分利国庫債券、

26年2月の第31回五分利国庫債券、27年3月の第38回五分利国庫債券が該当する⁴³⁾。すでにみたように、この時期における日銀の国債保有額の一時的な急増がみられたのは(図表6)、公募によって借換えられなかった不足分を日銀が引受けていたことと関連していたのである。

以上のように、この時期に行われた直接売出国債の日銀引受は、日銀が引受主体として介在しながら、10年にわたって行われていた。しかし、17年度から始まった日銀引受は、19年度に市中公募で借換えられ、日銀の関与はなくなるが、再び20年度に導入され、これが26年度まで続くのである。さらに、20年代における日銀引受は、公募発行新規債の借換債の引受や公募による借換え不足分の借換債の引受といった内容をもって、民間で募集し得ない部分を日銀が短期借換債で引受けることによって信用を維持するという役割を担っていたのである。

IV. むすびにかえて

以上、本稿では、1920年代における借換債の日銀引受について検討してきた。それは、この時期における新規財源債の日銀引受は僅少であったが、借換債を含めると日銀引受の量的比重が大きく、この点について従来の研究では十分に検討されていなかったからである。

本稿で明らかにしたように、この時期の日銀引受はいわゆる短期借換債の引受という形で10年間(17～26年度)実施されていた。とりわけ、国債をめぐる環境が決して良好とはいえなかった20年代前半の日銀引受は、公募発行による新規債の満期時における借換債の引受、公募発行による借換えの不足分を補充する借換債の引受といった内容をも有していた。日銀は、民

間で募集し得ない部分を短期借換債で引受けることによって信用を維持するという役割を担っていたのである。こうした国債発行市場への日銀の内部化の意義は、日銀を引受主体として国債発行市場に取り込むことによって、確実な借換えの遂行を保証するものであったといえる。いいかえれば、日銀が長期にわたって国債発行に介在した事実は、日銀引受とその売却に媒介されることによってはじめて、当時の借換えの実施が可能であったことを意味している。このように、20年代における借換債の日銀引受は、「借換の連鎖時代」を支える上で重要な位置を占めていたのである。

ここで戦前の日本を顧みれば、日清・日露戦時における政府貸上金先行方式による公募発行、日露戦後の低利借換時における日銀の下請け⁴⁴⁾、そして本稿で明らかにした20年代における短期借換債の引受にみられるように⁴⁵⁾、それぞれの時期における財政事情と市場環境に応じて、国債発行政策における日銀信用の利用は断続的に観察されることになる。とりわけ、20年代における直接売出国債(と郵便局売出)の日銀引受が決して看過できない規模と機能を持ち、また当該期に高橋是清が蔵相を務めていたことを踏まえれば、32年以降の高橋財政期において国債の日銀引受が突如として生じたのではなく、20年代の国債発行方式にその素地ができていたといえる⁴⁶⁾。このようにみるならば、少なくとも戦前の日本においては、日銀信用を断続的に組み込んだ国債管理機構になっていたといえるであろう⁴⁷⁾。中島将隆[1978]に従って、「民間信用と公信用の結節点」として国債管理政策を捉えるならば、その調節のあり方の一つとして20年代における日銀の借換債引受を位置づけることができるように思われる。

もっとも、金本位制度と管理通貨制度という政策環境の違いを無視することはできない。しかし、20年代と30年代の国債管理政策には、短期債と長期債、借換債と新規財源債という違いはあるが、日銀信用による国債発行とその市中売却という現象面での類似性はみられる。そこで重要になってくるのは、その20年代と30年代の事象について、各政策主体がそれぞれをどのように認識していたか、という政策思想の異同を明らかにすることであろう。なかでも、20年代における短期借換債の引受に関する日銀自身の政策思想を明らかにすることが重要であると考えられるので⁴⁸⁾、この点の検討を筆者の今後の課題としたい。

注

- 1) 黒田晃生 [1996] を参照。
- 2) 財政・金融政策とは区別される独自領域として国債管理政策を定義したW. L. スミス [1960] でも、国債管理政策と金融政策には重複する部分があり、明確に区別することは難しい、としている (94-95頁)。
- 3) たとえば、長期金利は18年から20年にかけて急激に上昇し、26年頃までは高止まりしたまま推移し、金融恐慌後に低落するという動向を示しており、預貸率は18年末には89.4%であったが、その後20年末には101.3%に上昇し、26年末まではほぼ100%を越えて推移し、27年以降改善がみられる (普通銀行ベース)。
- 4) たとえば、大蔵省昭和財政史編集室編 [1954]、167頁；吉野俊彦 [1962]、345頁；中島将隆 [1977]、41頁；志村嘉一監修・公社債引受協会編 [1980]、46頁など。
- 5) この点については、原朗 [1981] を参照。
- 6) この預金部による引受資金の枯渇が32年以降における日銀引受への決定的依存の一因となる。この点、永廣顕 [1991] を参照。
- 7) この時期には、このほかに郵便局売出も日銀と関連していた。郵便局売出の発行方法は、「本行 (日銀-引用者) 其ノ全額ヲ引受ケ同時ニ其ノ発行代金ヲ国庫ニ納付スルモノ」 (日本銀行審査部編 [1993 a]、1810頁) で、その後郵便局を通じて売り出す方法であり、日銀信用に依存した発行方法であった。発行額4億5,300万円のうち、2億84万円 (44.3%) が売却残として日銀の保有となった (図表2)。
- 8) 日本銀行審査部編 [1993 a]、1801頁。
- 9) 以上、詳しくは、大蔵省編 [1956 b]、450-451頁；日本銀行審査部編 [1993 a]、1825-1829頁を参照。実際に、21年6月時点では、当該証券は横浜正金銀行が6,219万円、大蔵省が755万円所有していた (日本銀行調

査局編 [1959 b]、259頁)。

- 10) 日本銀行審査部編 [1991]、1134-1135頁。
- 11) 日本銀行審査部編 [1993 a]、1800頁。なお、郵便局売出公債の引受も同様に売出を条件とする引受であった。
- 12) ここで引受は、戦後的な意味での引受 (アンダーライティング) とは異なるものである。戦前には日銀や預金部など特定の主体が発行額の全部または一部を引受ける発行方法である特別発行を引受発行ともよんでいた (日本銀行審査部編 [1962]、251頁を参照)。なお、戦前の引受と戦後の引受が異なる点については、日本証券経済研究所の小林和子氏にご教示頂いたものであり、お礼申し上げます。もちろん、注記については筆者の責任に帰するものである。
- 13) 日本銀行審査部編 [1993 a]、1801頁。
- 14) 図表4によれば、預金部も日銀と同様に短期債をも引受けており、その役割を看過することはできないが、本稿では日銀の問題に限定して検討する。
- 15) 大蔵省証券の日銀引受制度については、霧見誠良 [1979]、114-123頁を参照。また、伊藤正直 [1987] は、1910年の低利借換時における桂大蔵大臣による松尾日銀総裁宛「命令書」について、「これは、日露戦時期に政府短期証券において開始され、〇六年の臨時事件費公債二億円発行の際事実上行なわれていた国債発行日銀引受方式を、政府命令によって機構化したもの」(411頁) と評価している。この低利借換時には、第1、2回四分利公債2億円の発行に際して、日銀は3,750万円の下請けを行い、実際には650万円が日銀引受となった (神山恒雄 [1988] を参照)。現時点では、直接証拠を見出ししていないが、本稿では1920年代の国債管理機構が、日露戦時・戦後の延長線上に位置づけられると考えている。
- 16) 日本銀行調査局 [1956] は、この時期の臨時国庫証券の日銀引受について、「期限内に償還の当てはなく、(中略) 発行趣旨に忠実であろうとするならば、この種短期証券と雖も日本銀行が引受けることは妥当でない」(33頁) としている。
- 17) この点については、日本銀行審査部編 [1991]、1135、1157-1158頁を参照。また、これら3回の割引歩合は、商業手形割引歩合と同率であった。
- 18) 一ノ瀬篤 [1990] は、政府の過剰流動性に対する危機感の希薄さによって、積極的な発行政策が採用されず、対策を不十分なものにしたと評価している。
- 19) 五分利国庫債券の郵便局売出が開始された20年以降の郵便局売出の売却残 (図表2) と図表5に示される五分利国庫債券保有額の増分の関係をみると、22、23年以外には前者が後者を上回っている。これは売却残に示された額以上の市中売却が行われたことを示していると同時に、図表5における五分利国庫債券の保有増のほとんどが郵便局売出の売却残によるものと考えることができる。
- 20) これは、正貨処理問題の関係で、外国債を在外正貨勘定から国債勘定に移し替えるという、いわゆる金不貲化政策が採られたことによる。「日銀所有公債激増真相」『銀行通信録』第74巻第442号、1922年8月20日、85頁

を参照。

- 21) 日本銀行調査局編 [1959 a], 855頁。
- 22) 図表 6 において、この動向が示されていないのは、この引受が国債勘定ではなく、割引勘定に記帳されていたことによる。18年 9 月 18 日に計算規程の改正が行われ、割引臨時国庫証券も国債勘定で整理されることになった。この点については、日本銀行審査部編 [1993 b], 63 頁; 日本銀行調査局編 [1958], 423 頁を参照。
- 23) 日本銀行調査局編 [1959 a], 1032-1033, 1052 頁。
- 24) 日本銀行調査局編 [1959 a], 1227, 1230 頁。
- 25) 『東洋経済新報』第 910 号, 1920 年 8 月 21 日, 1 頁。
- 26) 日本銀行調査局編 [1959 b], 175 頁。
- 27) 日本銀行調査局編 [1959 b], 237 頁。
- 28) 『臨時国庫証券一億円借換』『銀行通信録』第 73 巻第 436 号, 1922 年 2 月 20 日, 91 頁。
- 29) 図表 6 に示される 20 年下半期, 22 年上半期の国債保有増は図表 5 から主として外債の保有増によると考えられる。
- 30) 日本銀行調査局編 [1959 b], 473 頁。
- 31) 「国庫証券(よ号)五千万円借替発行」『銀行通信録』第 74 巻第 446 号, 1922 年 12 月 20 日, 93 頁。
- 32) 日本銀行調査局編 [1959 b], 593 頁。
- 33) 23 年における五分利国庫債券保有額の増分は 4,777 万円であり(図表 5), 郵便局売上の売却残は 1,662 万円である(日本銀行審査部編 [1991], 1162-1163 頁より算出)。ここから, 3,000 万円強が郵便局売上の売却残以外の要因による保有増であることがわかり, その金額は引受額の約半分に相当する。
- 34) 日本銀行調査局編 [1959 b], 735 頁。
- 35) 『東洋経済新報』第 1100 号, 1924 年 5 月 31 日, 13 頁。
- 36) 日本銀行調査局編 [1959 b], 907 頁。
- 37) 『東洋経済新報』第 1151 号, 1925 年 6 月 6 日, 28 頁。
- 38) 日本銀行調査局編 [1959 b], 1010 頁。
- 39) 『第四十二回帝国議会衆議院予算委員会議録(速記)第六回』(1920 年 1 月 30 日)。
- 40) 『第四十四回帝国議会衆議院議事速記録第四号』(1921 年 1 月 25 日)。
- 41) このように日銀が引受主体として介入する余地が生まれる制度的背景は、当時の予約制度による国債発行方式にあると考えられる。この制度下では、事前にシ団と大蔵省・日銀の間で発行条件等についての協議が行われるため、発行予定額の不足分を補充するためには日銀が引受けざるを得ないこととなったように思われる。予約制度の概要については、神山恒雄 [1988], 44 頁注 95 を参照。
- 42) この点については、大蔵省編 [1956 a], 1139 頁を参照。
- 43) それぞれについては、大蔵省編 [1956 a], 1146, 1186, 1207, 1232 頁を参照。なお、22 年 6 月ので号五分利国庫債券の日銀引受も、比重はわずかであるが、同様の目的をもって(大蔵省編 [1956 a], 1100 頁を参照)。また、24 年 6 月のら号臨時国庫証券は郵便局売出分の借換債の引受である。
- 44) 前者については、山田博文 [1990], 第 2 章を、後者については、霧見誠良 [1979]; 伊藤正直 [1987]; 神山

恒雄 [1988] を参照。

- 45) 20 年代の民間レベルでの日銀制度改革論において、政府からの独立性、国債の引受・保有問題が議論された背景には、本稿でみた 20 年代における国債引受という事実もあったと考えられる。20 年代の日銀制度改革論、および、共同調査会の議論については、石井寛治編 [2001], 81-87 頁; 吉野俊彦 [1962], 252-281, 307-317 頁; 井手英策 [2001] を参照。なお、戦前における日銀の対政府信用に関しては、鎮目雅人 [2001] を参照。
- 46) この時期の国債発行は日銀信用に支えられたものであるといえるが、その引受は「売出ヲ条件トスル引受」という点に象徴されるように、日銀信用への依存回避手段も採られていた。そうした意味で、この時期の日銀引受は国債発行における日銀信用への決定的依存への過渡的性格をもつものとして位置づけられるように思われる。
- 47) 齋藤壽彦 [1990] は、高橋財政期の日銀引受について、日清・日露戦時における日銀信用を利用した国債発行方式の延長線上に捉えるべきではないか、と指摘している。また、21 年 5 月における新規財源債の日銀引受は、たしかに新規財源債という意味では例外的であるが、本稿で分析した国債発行の枠組みのなかで行われていることも明らかである。
- 48) 井手英策 [2001] は、1930 年の共同調査会において、日銀引受とその市中売却について、すでに大蔵省と日銀の間に合意が形成されていたことを明らかにしている。それゆえ、本稿で取り上げた 20 年代における短期借換債の日銀引受に関する日銀自身の政策思想を明らかにした上で、これが共同調査会、高橋財政期へどのように接続しているかを検討することが具体的な課題となる。

参考文献

- 石井寛治編 [2001], 『日本銀行金融政策史』東京大学出版会。
- 一ノ瀬篤 [1990], 「1920 年反動恐慌前の過剰流動性対策」『岡山大学経済学会雑誌』第 22 巻第 2 号。
- 井手英策 [2001], 「新規国債の日銀引受発行制度をめぐる日本銀行・大蔵省の政策思想」『金融研究』第 20 巻第 3 号, 日本銀行金融研究所。
- 伊藤正直 [1983], 「財政・金融」1920 年代史研究会編『1920 年代の日本資本主義』東京大学出版会。
- [1987], 「日露戦後の日本金本位制と中央銀行政策」藤瀬浩司・吉岡昭彦編『国際金本位制と中央銀行政策』名古屋大学出版会。
- 永廣頭 [1991], 「国債発行方法の転換過程」『証券経済』第 177 号。

- 大内兵衛 [1974], 『大内兵衛著作集』第2巻 (『日本公債論』), 岩波書店。
- 大蔵省編 [1953], 『財政金融統計月報』第35号, 大蔵財務協会。
- [1956 a], 『明治大正財政史』第11巻, 経済往来社。
- [1956 b], 『明治大正財政史』第12巻, 経済往来社。
- 大蔵省昭和財政史編集室編 [1954], 『昭和財政史』第6巻, 東洋経済新報社。
- 小川郷太郎 [1930], 『国債整理』日本評論社。
- 神山恒雄 [1988], 『国債引受シンジケートの成立』高村直助編『日露戦後の日本経済』塙書房。
- 黒田晃生 [1996], 「日本の国債管理政策: 再訪」公社債引受協会編『公社債市場の新展開』東洋経済新報社。
- 齋藤壽彦 [1990], 「日本銀行百年史編纂委員会編集『日本銀行百年史』第四巻～第六巻, 資料編をめぐって」『世界経済評論』第34巻第10号。
- 鎮目雅人 [2001], 「財政規律と中央銀行のバランスシート」『金融研究』第20巻第3号, 日本銀行金融研究所。
- 志村嘉一監修・公社債引受協会編 [1980], 『日本公社債市場史』公社債引受協会。
- 霧見誠良 [1979], 「成立期日本信用機構の論理と構造 (完)」『経済志林』第47巻第4号。
- 中島将隆 [1977], 『日本の国債管理政策』東洋経済新報社。
- [1978], 「公信用と信用制度」川合一郎編『現代信用論 (下)』有斐閣。
- 日本銀行審査部編 [1962], 『日本銀行沿革史』第3集第13巻, 日本銀行。
- [1991], 『日本銀行沿革史』第2輯第3巻, クレス出版。
- [1993 a], 『日本銀行沿革史』第2輯第13巻, クレス出版。
- [1993 b], 『日本銀行沿革史』第2輯第17巻, クレス出版。
- 日本銀行調査局 [1956], 「政府短期証券起債方法の変遷 (その一)」日本銀行調査局『調査月報』, 6月。
- 日本銀行調査局編 [1958], 『日本金融史資料 明治大正編』第11巻, 大蔵省印刷局。
- [1959 a], 『日本金融史資料 明治大正編』第20巻, 大蔵省印刷局。
- [1959 b], 『日本金融史資料 明治大正編』第21巻, 大蔵省印刷局。
- 原朗 [1981], 「1920年代の財政支出と積極・消極両政策路線」中村隆英編『戦間期の日本経済分析』山川出版社。
- 山田博文 [1990], 『国債管理の構造分析』日本経済評論社。
- 吉野俊彦 [1962], 『日本銀行制度改革史』東京大学出版会。
- W. L. スミス [1960], 「アメリカにおける国債管理 (その5)」大蔵省『調査月報』第55巻第5号 (W.L.Smith "Debt Management in the United States," Study Paper No. 19, Joint Economic Committee, 86th Congress 2nd Session, Congress of the United States, January 28, 1960)。

(中央大学経済学部助手)