

# 戦前日本の国債市場改革

—1920年の国債市場開設—

永 廣 顕

## 要 旨

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た。本稿の課題は、この国債市場が開設されるに至る過程を、国債の発行、消化、流通、償還の各方面にわたり変化がみられた第一次大戦中から戦後にかけての国債政策との関連において検討することにある。

第一次大戦中から戦後にかけては、民間企業の設備投資のための資金需要が高まり、金融市場が逼迫していた状況下で、国債残高が累増する一方、国債の償還政策も消極的なものとなり、国債価格の低迷と物価の騰貴が懸念されたことから、国債の安定消化と濫費の抑制を目的として、国債の民衆化による中産階級以下の貯蓄奨励と零細資金の吸収が図られた。国債の発行方法については、公募に加えて、新たに小額国債の郵便局売出が開始され、国債の民衆化を促進するための諸施策が講じられた。しかし、国債の流通市場においては、個人投資家、特に、小額投資家にとって国債の資金化が著しく困難となっていたことから、国債の民衆化を促進するために、株式取引所内に新たに国債市場が開設され、国債の取引所取引の拡大が図られた。国債市場の開設に際しては、第一に、国債仲買人が新設され、証券会社、現物商等の従来の株式仲買人に加えて、銀行、ビルブローカー、信託会社等からも国債仲買人が選定された。第二に、国債の取引価格について、裸相場の方法が採用された。第三に、日銀は、国債市場での国債売買に直接介入することには消極的であったが、国債市場における国債取引を拡大し、国債の民衆化を促進するために、日銀の国債売買取次が開始された。このように、1920年の国債市場の開設は、国債の安定消化と濫費の抑制を目的とした国債の民衆化を促進するための施策であった。

## 目 次

はじめに

I. 国債政策の推移

II. 国債市場の開設

おわりに

## はじめに

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た。本稿の課題は、この国債市場が開設されるに至る過程を、第一次大戦中から戦後にかけての国債政策との関連において検討することにある。

国債市場の開設に至る過程については、第一次資料を分析した武藤正明氏の研究<sup>1)</sup>により、すでに詳細が明らかとなっている。本稿も、武藤氏の研究に依拠するところが少なくない。だが、第一次大戦中から戦後にかけては、国債の発行、消化、流通、償還の各方面にわたる国債政策に変化がみられたにもかかわらず、武藤氏の研究は、国債政策との関連において国債市場の開設に至る過程を分析しているとはいいい難い。そこで、本稿では、現時点で入手可能な第一次資料を利用し、第一次大戦中から戦後にかけての国債政策の推移を考察するとともに、国債政策における国債市場開設の位置づけを明確にしなが、国債市場の開設に至る過程を検討していくことにしたい。

## I. 国債政策の推移

第一次大戦中から戦後にかけては、大戦参加とその後の大陸出兵にみられる軍備の拡張と、国内および植民地における鉄道、通信等の諸事業の整備・拡充という、いわゆる「積極政策」が展開され、臨時軍事費や政府事業費等の財政支出が拡大した。その財源の大部分は国債の増発によってまかなわれ、国債の新規発行額は、1916年度の991万円に対し、17年度2億4,142万円、18年度3億8,125万円、19年度2億7,555万

円と急増した(図表1)。また、民間企業の設備投資のための資金需要が高まり、金融市場が逼迫していた状況下で、国債の償還期限が短期化された。従来、国債の中心は、償還期限が55年から60年の五分利公債であったが、17年度以降に発行された国債の大部分は、償還期限が1年から8年程度の五分利国庫債券と臨時国庫証券であり、これらの短期債の内国債残高に占める割合は、14年度末の3.0%から、18年度末には42.5%に急上昇した<sup>2)</sup>。こうした償還期限の短期化は、必然的に借換債の増発をもたらすことになり、国債の借換発行額は、16年度の6,000万円、17年度の5,152万円、18年度の5,000万円に対し、19年度には3億2,629万円と急増した(図表1)。その結果、国債残高は、16年度末の24億6,770万円から、19年度末には32億7,787万円にまで達した(図表1)。

一方、軍備拡張の財源を捻出するために、国債償還資金の国債整理基金特別会計への繰入は、1919年度に5,000万円から3,000万円に減額され、20年度から23年度までの4年間は全部停

図表1 国債の発行額と残高の推移

(単位: 千円)

年度	発行額		年度末残高
	新規発行	借換発行	
1914	107	29,289	2,506,371
1915	7,032	30,000	2,489,234
1916	9,916	60,000	2,467,701
1917	241,429	51,524	2,698,741
1918	381,256	50,000	3,051,776
1919	275,555	326,290	3,277,263
1920	448,545	460,824	3,777,263
1921	360,565	377,746	4,077,115
1922	250,820	583,306	4,341,895
1923	121,857	943,402	4,729,955
1924	317,075	718,406	4,863,013

[出所] 大蔵省編『財政金融統計月報』第35号、1953年4月、41頁。

図表2 償還方法別国債償還額の推移

(単位：千円)

年度	抽選償還	全部償還	証券買入消却	年賦償還	合計
1914	20,067	39,052	47,812	215	107,147
1915	—	7,957	45,996	215	54,168
1916	—	—	91,233	215	91,449
1917	—	29,999	31,699	215	61,914
1918	—	50,000	28,005	215	78,221
1919	—	375,252	281	215	375,749
1920	—	409,638	123	215	409,977
1921	—	372,730	65,514	215	438,460
1922	—	568,504	843	—	569,347
1923	19,890	633,006	24,304	—	677,200
1924	—	638,002	264,422	—	902,424

[出所] 前掲、『財政金融統計月報』第35号, 40頁。

図表3 国債の取引所取引高と価格の推移

年	実物取引高(千円)	甲号五分利公債価格(円)		
		最高	最低	平均
1914	5,488	93.70	84.40	90.72
1915	4,392	98.30	86.60	92.21
1916	41,777	100.00	93.00	96.23
1917	45,656	97.75	94.10	96.85
1918	54,381	97.00	90.50	94.23
1919	31,894	93.30	86.80	90.93
1920	4,421	89.60	80.70	84.06
1921	32,067	88.10	83.35	84.96
1922	245,280	88.00	81.00	84.94
1923	161,678	89.00	85.00	87.17
1924	136,466	88.50	85.00	86.56

(注) 東京株式取引所における実物取引高と甲号五分利公債価格。

[出所] 『東京証券取引所20年史—規則 統計—』、東京証券取引所, 1970年, 718-719頁。

止とすることが決定された。こうした国債償還資金の国債整理基金特別会計繰入の減額・停止にともない、この時期の主要な国債償還方法であり、国債価格の下落を防止する効果を持っていた証券買入消却<sup>3)</sup>は、19年度以降、著しく減退することになった(図表2)。

このように、金融市場が逼迫していた状況下で、国債残高が累増する一方、国債の償還政策

も消極的なものとなったため、国債価格は低迷した。東京株式取引所の甲号五分利公債の平均価格は、1916年の96.23円をピークに、17年95.85円、18年94.23円、19年90.93円、20年84.06円と大幅に下落したのである(図表3)。

この時期の国債の発行方法については、当時、蔵相であった高橋是清が、1919年10月に記述した論稿の中で、「政府ハ各種ノ公債ヲ発行スルニ当リテハ努メテ「シンヂケート」銀行並現物団ヲ利用シ各銀行並一般民間ヲシテ之カ応募ヲ為サシムコトヲ期シ又特ニ最近発行ニ係ル公債ノ如キ民間余裕金吸収ノ目的ヲ徹底スル為之ヲ小額面公債トシ郵便局ヲシテ之カ売出ヲ為サシムル等公債ノ民衆化ヲ図ルニ於テ各種ノ施設ヲ講シツツアル<sup>4)</sup>」と述べている。新規発行の場合は、大部分が公募であり(図表4)、公募に際しては、大蔵省と日銀との間で発行条件等を決定した上で、東西の有力銀行により結成された国債引受シンヂケート団に募集国債の引受予約を要請し、予約の内諾を得られなかった分については、日銀の取引先銀行に予約を勧誘する方式がとられていた<sup>5)</sup>。だが、民間企業の設備投資のための資金需要が高まり、金融市

場が逼迫していた状況下で、国債価格の低迷とともに物価の騰貴が懸念されたことから、国債の民衆化による中産階級以下の貯蓄奨励と零細資金の吸収が図られ、新たな発行方法として、19年7月から（新規発行分については20年度から）小額国債の郵便局売出<sup>6)</sup>が開始された（図表4）。その目的は、高橋蔵相が、19年4月23日の関西銀行大会における演説で、「此の公債といふものを国民一般の投資の目的物たらしめるといふ事は将来の国策上頗る緊要な事ではないかと思ひます、即ち国民が貯蓄をする其の貯蓄力を保持する為に公債を普及せしむるといふ事は将来の国策上緊要な事であるといふ事は今回の欧州戦争に於て列国の経験したる所に徴するも明かで何うしても其国の公債に対して国民が進んで自分の貯蓄を投ずるといふ様な状態になつて居なければならぬのであります、故に今後は政府に於きまして公債募集の方法或は公債を民間に消化する所の方策といふ様な事に就ては深重の考慮を遂げ又金融界の諸君の御意見をも承りたい<sup>7)</sup>、同年8月に発表した物価調節と金利政策に対する意見の中で、「苟も物価騰貴の事実存在し之が為に国民生活の安定を脅すものがあるが如きは実に憂慮すべき事態なるを以

て、政府は夙に国民の濫費苟も投機的信用の防止に努むると共に特に民間に於ける余裕金の如きは其物資に対する不生産的需要を増進するものなるに鑑み之れが吸収を図るに最も意を致し、以て一面物価の抑制に資すると共に他面之によりて国民をして恒産あらしめ他日反動的時機に処するの準備たらしめんことを期し之が為に各種の施設を實行したり、即ち現内閣成立以来其方針に基き特に国民貯蓄の奨励に努力し又民間資金吸収の為に各種国債を發行し、而して之が実行に当りては所謂国債の民衆化の趣旨を以て公債の募集元利払其他の取扱につき各地郵便局を利用するの途を開き以て其の実を挙ぐるの遺憾なきことを期したり<sup>8)</sup>と述べていたように、国債の安定消化と濫費の抑制にあった。さらに、国債の民衆化を促進するために<sup>9)</sup>、①国債元利金支払の郵便局取扱を開始（従来は日銀取扱のみ）、②国債の利払を四期払に改正（従来は二期払）、③政府に納付する競争入札に対する保証金、身元保証金、個別消費税や関税等の納税、砲兵工廠製品代金延納等の担保を現金または国債に限定（従来は現金または有価証券）、④財産公売の場合の加入保証金または契約保証金の国債代用を開始（従来は現金のみ）、

図表4 発行方法別国債新規発行額の推移

(単位：千円)

年度	公募	郵便局売出	預金部引受	鉄道共済 組合引受	日本銀行 引受	その他	合計
1917	33,480	—	3,000	—	—	—	36,480
1918	101,999	—	1,200	—	—	4,000	107,199
1919	211,999	—	—	—	—	—	211,999
1920	199,986	70,000	29,013	—	—	6,207	305,208
1921	181,712	63,000	35,000	—	50,000	20,258	349,971
1922	121,877	50,000	—	—	—	12,084	183,961
1923	11,430	40,000	24,181	3,500	—	—	79,111
1924	115,570	40,000	130,000	4,500	—	—	290,070

(注) 歳出の財源となる国債の新規発行額。

[出所] 前掲、『財政金融統計月報』第35号、46頁。

⑤国債募集の広告を改善、などの施策が講じられた<sup>10)</sup>。

しかし、この時期の国債の流通市場においては、個人投資家、特に、小額投資家にとって国債の資金化が著しく困難となっていた<sup>11)</sup>。その原因は、①国債残高が累増する一方で、国債は株式市場の上場銘柄の一部に過ぎなかったことから、東京株式取引所での国債取引高（実物取引）は、1917年の5,438万円をピークに、18年3,189万円、19年442万円と減退していたこと（図表3）、②国債取引は取引所取引よりも店頭取引が中心であったが、店頭取引においては、公定相場ではなく、各店が作成した無標準の相場表を基準に国債売買が行われ、その結果、国債保有者に不利益が発生していたこと、③国債価格が低迷していた状況下で、国債保有者が日銀に国債の時価買入を依頼した場合、売却側の国債保有者に常に損失が発生していたこと<sup>12)</sup>にあったと考えられる。したがって、国債の民衆化を促進するためには、国債市場を整備し、国債の取引所取引の拡大を図ることも必要となったのである。

## II. 国債市場の開設

国債市場の整備については、1919年に入り大蔵省内で検討が開始されたとみられる<sup>13)</sup>が、同年に「国債証券売買増進計画ノ要領」が大蔵省の最終案として作成され、日銀にも回示された<sup>14)</sup>。その主な内容は、①興銀やその他の有力銀行、証券会社等の国債売買を日銀が援助する、②銀行、証券会社等の国債売買価格については、日銀と協議して価格の統一を期する、③銀行、証券会社等が買入れた国債の手許保有高が特定売買資金の2分の1を超過する場合、ま

たは、国債の手許保有高では買入申込に対応できない場合は、日銀がこれらの銀行、証券会社等の申込に応じて国債売買を行う、④大蔵省預金部と国債整理基金特別会計は、国債売買増進計画を円滑に実行するため、日銀の要求に応じて日銀と国債売買を行う、というものであった<sup>15)</sup>。

これに対し、日銀は、公開市場操作による金融政策の実現という観点からは、国債市場の整備に積極的であったと考えられる。国債市場の整備について、井上準之助日銀総裁は、1919年4月22日の全国手形交換所組合銀行連合会の演説で、「銀行の準備金又は遊資を確実に且迅速に回収の出来る様に市場を発達せしめんと致しますには今少しく公債及債券市場を拡大しなければならないことと考へます御承知の如く現状を申しますると公債市場の取引は誠に狭少で又同時に不便であります又倫敦市場に行はれます如く公債によつて金融業者が相互に便利に資金の融通を計るといふこともございませぬ従つて日本には公債担保で市場から資金を吸集し又公債担保によりて市場に遊資を出すも誠に不円滑であります夫れ故中央銀行としましても英国などに行はるる如く公債によつて市場に資金を放出し又公債によつて市場から資金を吸収することが敏活に行はれ難いのであります之に付ても皆様と研究をして見たいと考へます」<sup>16)</sup>と述べていた。しかし、日銀は、国債価格を維持するために国債市場での国債売買に直接介入することには消極的であり、日銀内での審議の結果、「国債市場ノ確立ヲ計ルト共ニ本行トシテハ右国債売買ニ付出来得ル限り銀行其ノ他証券業者ニ便宜ヲ与フル程度ニ止メ積極的ニ之カ取扱ヲナスヲ避ケ度」<sup>17)</sup>旨を大蔵省に答申した。その理由は、日銀が、国債価格の維持を図ることの

重要性を認識しつつも、「本行自ら直接国債売買ヲ行フハ国債市場ノ発達ヲ阻害スルノ虞アル」<sup>18)</sup>と判断していたことにあった。日銀が列記した答申の要項の中では、「政府及日本銀行ハ公債市場ヲ支配シ適當ナル價格ヲ維持スルニ努ムルタメニハ銀行証券現物商ノタメニ便宜ヲ図ルハ当然ナレトモ日本銀行直接売買業ヲ営ミ証券現物商ノ抵抗シ難キ競争者トナリテ公債市場自然ノ発達ノ萌芽ヲ折ルハ最モ不可ナリ」, 「愁ニ拙ツク手ヲ著ケ売物ニ売物ト嵩ミタル場合引取ル能ハサルカ引取ルニ無理ナル手段ヲ弄セサルヲ得サルヤウノコトアリテハ却テ公債市価ノ下落ヲ来シ又ハ他ノ弊害ヲ醸ス虞アルヲ以テ先ツ余程豊富ナル資金ヲ擁スルニアラサレハ寧ロ之ヲ企テサルヲ可トス」, 「ヨシ豊富ナル資金ヲ擁スルトスルモ虚々々々所謂生キ馬ノ眼ヲ抜ク証券現物商等對手ノ仕事ナレハ相場ヲ定ムルコト及實際取引ヲナス上ニ於テ其人ヲ得サレハ必ス彼等ノ乗スル所トナラン現今ノ日本銀行ニ於テハ斯ル方面ニ訓練ノ機会ナキヲ以テ容易ニ適材ヲ得難ク此点ヨリスルモ大仕掛ノ公債売買援助ハ余程慎重ナル考慮ヲ要スヘシ」, 「公債売買ニ就テハ實際上ノ必要ニ応シ銀行業者証券現物商ニ対シ出来得ル丈ノ便宜ヲ与ヘ例之或銀行カ必要ニ迫リ売又ハ買ヲ欲スルトキニ之ニ応スルトカ或現物商カ買注文ニ接シタレ共市場ニ品物ナクシテ困難スルトカ言フ場合ニ売買ノ求メニ応スル程度ニ止ムル方可ナラン然ラサレハ現物商等ノ策略ニテ折角安定セル公債所有者ヲ動カシ却テ害アルヲ致スヘシ」<sup>19)</sup>と説明していた。

その後、株式取引所内に新たに国債市場を開設し、国債の取引所取引の拡大を図ることが企画され、大蔵省、日銀、東京株式取引所との間で協議が行われた結果、1919年11月には具体案

がまとめられたとみられる<sup>20)</sup>。同時期に日銀が作成したと推定される「国債市中取引促進に関する意見」は、その具体案を示したものであると推察される。国債市場を開設し、国債の取引所取引の拡大を図ることにに関して記載されていた事項は、以下のとおりであった。

#### 一、国債市場ヲ開設スルコト

##### (1) 組織

- イ. 国債市場ハ東京株式取引所ノ管理ノ下ニ取引所外ノ建物内ニ設クルコト
- ロ. 国債市場ニ於テ取引ヲ為シ得ルハ国債仲買人ニ限ルコト
- ハ. 現在ノ取引所仲買人ハ国債仲買人タルヲ得ルコト
- ニ. 資産信用確實ナル銀行業者、ビルブローカー、信託業者（法人ナル場合ニハ其ノ推挙ニ係ル者）ハ取引所ノ認定ニヨリ国債仲買人タルヲ得ルコト
- ホ. (イ)及(ニ)ノ国債仲買人ハ取引所定期仲買人組合以外ニ別ニ其組合ヲ組織スルコト
- ヘ. 新ニ国債仲買人タルニハ(ホ)ノ国債仲買人組合ノ承諾ヲ要スルコト
- ト. 国債仲買人ノ身元保証金ハ一万円トシ定期仲買人ニシテ之ヲ兼ヌル者モ更ニ一万円ヲ納入スルコト

##### (3) 取引価格ノ基礎

- イ. 売買呼値ハ凡テ裸相場ヲ以テスルコト
- ロ. 受渡ノ場合取引価格計算ノ方法ハ利払期日ヲ基準トシ其日ノ受渡ニ在リテハ利払期末開始利札付属ノ証券ニ対シ買方ヨリ裸相場相当額ノ現金ヲ提供スベク、其後ノ受渡ニ在リテハ利払期後経過シタル日数ニ応シ日割ヲ以テ右買

方ヨリ提供スベキ現金額ヲ増加スルコト

#### 一. 国債市場ノ取引ヲ促進スルコト

イ. 日本銀行ハ広く公衆殊ニ公共団体ヨリ国債売買取次ノ依頼ニ応スルコト、シ国債ノ売買ハ其取次ニ係ルモノ及自己ノ計算ニヨルモノ共ニ指定仲買人ヲ通シテ之ヲ国債市場ノ取引ニ懸クルコト

ロ. 国債仲買人モ亦日本銀行同様、国債ノ売買ハ凡テ必ズ国債市場ノ取引ニ懸クルコト、シ其旨仲買人規約中ニ規定スルコト

ホ. 日本銀行ハ場合ニヨリテハ国債仲買人ニ対シテ其所有国債ヲ担保トシテ短期ノ貸出ヲナスコトアルヘシ但シ一口少ナクトモ十万円以上タルコト<sup>21)</sup>

この記載事項においては、以下の点が注目される。第一に、国債市場での国債取引は新設の国債仲買人に限定され、前述のように、この時期の国債発行方法の大部分が公募であり、国債引受シンジケート団等の銀行が国債を引受けていた状況下で、「国債市場開設ノ趣旨国債取引ノ円滑及市場集中ニ在ルガ爲メ債券類ヲ最モ多額ニ手持スル銀行、信託会社等金融機関ノ後援ナクシテハ到底所期ノ目的ヲ達シ得ザルニ鑑ミ」<sup>22)</sup>、証券会社、現物商等の従来の株式仲買人（取引所仲買人）に加えて、銀行、ビルブローカー、信託会社等からも国債仲買人を選定することとされていた<sup>23)</sup>。第二に、国債市場での国債の取引価格については、従来は裸相場に経過利子を加算した金額（含相場）であり、利回りの比較の際に取引価格から経過利子を差引く必要が生じるなどの不便があったことから、「売買を円滑にするの一助となさん」<sup>24)</sup>として、

取引価格を裸相場による金額とし、経過利子は別に計算して授受することとされていた。第三に、上で述べたように、日銀は、国債市場での国債売買に直接介入することには消極的であったが、「国債市場ノ円満ナル発達ヲ助長シ国債所有者ノ便益ヲ計ル」<sup>25)</sup>、すなわち、国債市場における国債取引を拡大し、国債の民衆化を促進するために、国債売買の取次には応じることとされていた。

このような具体案にもとづき、国債市場の開設を前提とした制度変更が実施された。まず、1919年12月から、日銀が国債を売却する際の取引価格は裸相場による金額とされた<sup>26)</sup>。続いて、同年12月24日の東京株式取引所の定時株主総会で、東京株式取引所に国債仲買人を新設し、①国債仲買人は、国債、地方債、外国債および社債の現物取引を行う、②国債仲買人は、国債に限り定期取引の委託または売買取引を行う、③国債仲買人の員数は50名以内、国債仲買人の身元保証金は2万円、という内容の定款変更が決議され、翌20年2月4日、農商務大臣の認可を得て東京株式取引所の定款が改正された<sup>27)</sup>。他方、国債仲買人は、国債市場の開設に際し、制度上存在するだけで13年以降は事実上休止の状態となっていた国債の定期取引（22年に長期清算取引と改称）の開始を要求していたとみられる<sup>28)</sup>が、国債が投機的取引の対象となった場合に国債価格の変動幅が不当に大きくなることが懸念されたことから、その採否は国債市場開設後の国債市場での国債取引高の状況により判断されることとなった<sup>29)</sup>。

東京株式取引所内においては1920年9月20日、大阪株式取引所内においては同年10月1日に、国債市場が開設された。国債市場の開設に際しては、上で述べた「国債市中取引促進に關

する意見」における記載事項が踏襲され、株式仲買人から26名、銀行、ビルブローカー、信託会社等から15名（藤本ビルブローカー銀行、日本信託銀行、早川ビルブローカー銀行、朝鮮銀行、日本興業銀行、東京渡辺銀行、神田銀行、小池銀行、日米信託会社、台湾銀行、帝国商業銀行等）が新設の国債仲買人に選定され<sup>30)</sup>、国債市場での国債の取引価格について裸相場の方法が採用された。また、同時に、東京の国債市場で、日銀の国債売買取次が手数料無料で開始（大阪の国債市場では、翌21年5月10日に開始）されたのである。

## おわりに

第一次大戦中から戦後にかけては、民間企業の設備投資のための資金需要が高まり、金融市場が逼迫していた状況下で、国債残高が累増する一方、国債の償還政策も消極的なものとなり、国債価格の低迷と物価の騰貴が懸念されたことから、国債の安定消化と濫費の抑制を目的として、国債の民衆化による中産階級以下の貯蓄奨励と零細資金の吸収が図られた。国債の発行方法については、公募に加えて、新たに小額国債の郵便局売出が開始され、国債の民衆化を促進するための諸施策が講じられた。しかし、国債の流通市場においては、個人投資家、特に、小額投資家にとって国債の資金化が著しく困難となっていたことから、国債の民衆化を促進するために、株式取引所内に新たに国債市場が開設され、国債の取引所取引の拡大が図られた。また、国債市場の開設に際しては、国債仲買人が新設され、国債の取引価格について裸相場の方法が採用されるとともに、国債市場における国債取引を拡大し、国債の民衆化を促進す

るために、日銀の国債売買取次が開始された。したがって、1920年の国債市場の開設は、第一次大戦中から戦後にかけて国債政策が変化していく過程で、国債の安定消化と濫費の抑制を目的とした国債の民衆化を促進するための施策であったといえる。

最後に、国債市場開設後の国債取引について概観し、その後の国債市場改革の展開について簡単にふれておく。

国債市場が開設された後、東京株式取引所での国債取引高については、1919年の442万円に対し、20年3,206万円、21年2億4,528万円と急増した。しかし、22年以降になると、22年1億6,167万円、23年1億3,646万円と漸減した（図表3）。一方、国債取引の中心は依然として店頭取引であり、24年の店頭取引の取引高についてみると、取引所取引の約3倍であった<sup>31)</sup>。その理由としては、①受渡期日が一定せず、即時引渡を必要とする顧客からの注文、特に、買い注文に応じるのが困難である、②国債仲買人の間で悪意による取引妨害が頻発している、③国債仲買人は100円につき4厘の売買手数料を負担しなければならないが、その一方で、違約による損害に対する保障が不十分である、④国債の公定相場が公開され、無標準の相場による店頭取引に比べて、国債仲買人の利益が一定の範囲にとどまっている、という取引所取引における制度上の問題により、国債仲買人にとっては、取引所取引よりも店頭取引の利益が大きかったことが指摘されていた<sup>32)</sup>。

このように、国債市場が開設された後も国債の取引所取引が不振であったことから、「国債市場繁栄策ノートシテ」<sup>33)</sup>、国債市場開設時には採否が保留となっていた国債の長期清算取引の開始を要求する、いわゆる「国債清算市場開

設運動」が、国債仲買人（1922年に国債取引員と改称）を中心に展開されることになった。その後、25年11月に、東京の国債市場で、国債の長期清算取引が開始（大阪の国債市場では、翌26年2月に開始）されるに至るのである。

### <付記>

本稿を作成するにあたり、資料閲覧につき、日本証券経済研究所証券図書館、日本銀行金融研究所アーカイブ、旧大蔵省財政史室、旧大蔵省文庫、東京大学大学院経済学研究科・経済学部図書館、東京大学社会科学研究所図書室、大阪市立大学学術情報センターの諸氏には、多大なるご配慮を賜った。末尾ながら記し、謝意を表したい。

なお、本稿は、2006年度甲南学園平生太郎基金科学研究奨励助成金による研究成果の一部である。

### 注

- 1) 武藤正明「大正9年の国債市場分設」（『証券研究』第72巻、日本証券経済研究所、1984年5月、71-94頁）。なお、この論文で武藤氏は、「本稿は、日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』第2巻、日本銀行、1983年のためのドラフトを基にして執筆したものである」と説明している。したがって、『日本銀行百年史』第2巻の556-565頁の記述は、武藤氏が執筆したものである。
- 2) 大蔵省昭和財政史編集室編『昭和財政史』第6巻、東洋経済新報社、1954年、18頁。
- 3) 大蔵省編纂『明治大正財政史』第11巻、経済往来社、1956年、459頁。
- 4) 高橋是清「金融政策ニ対スル私見」1919年10月（『旧大蔵省資料』）。
- 5) 日本銀行『日本銀行沿革史 第三集』第13巻、1962年、132頁、竹内半寿『我国公社債制度の沿革』、酒井書店、1956年、32頁。
- 6) 額面金額100円、500円、1,000円、5,000円、10,000円の国債に加えて、額面金額25円、50円の小額国債が新たに発行され（青木得三〔大蔵省書記官〕「敢て国債投資を勤む」『インヴェストメント』第1巻第5号、1925年5月、25-28頁）、郵便局売出による国債については、額面金額500円以下の国債に限定された（大蔵省財政金融研究所財政史室編『大蔵省史—明治・大正・昭和—』第1巻、大蔵財務協会、1998年、554頁）。
- 7) 「高橋大蔵大臣の財政経済演説」（大阪銀行集会所編『大阪銀行通信録』第261号、1919年5月、18-27頁）。
- 8) 「物価調節と金利政策に対する高橋蔵相の意見」（東京銀行集会所編『銀行通信録』第68巻406号、1919年8月、38-42頁）。
- 9) 当時の中産階級以下の所得水準では、新たに発行された額面金額25円、50円の小額国債でさえ買入れることは容易ではないという懸念があったことから（「公債市場の改善」〔前掲、『銀行通信録』第68巻409号、1919年11月、89-90頁〕）、新たな小額国債の発行だけで国債の民衆化を実現することは困難であったと考えられる。
- 10) 「国債融通範囲拡張」（前掲、『銀行通信録』第71巻423号、1921年1月、100頁）、「公債の民衆化」（前掲、『大阪銀行通信録』第290号、1921年10月、29-30頁）、富田勇太郎（大蔵省理財局長）「債券民衆化の三大要件」（『インヴェストメント』第1巻第2号、1925年2月、20-24頁）。
- 11) 前掲、「公債市場の改善」。
- 12) 日本銀行（調査局）「東京株式取引所概要」（日本銀行調査局編『日本金融史資料 昭和編』第30巻、大蔵省印刷局、1971年、479-552頁）、前掲、「公債の民衆化」、前掲、「公債市場の改善」。
- 13) 「公債活用拡張計画」（前掲、『銀行通信録』第67巻402号、1919年4月、78頁）、「国債民衆化計画」（前掲、『銀行通信録』第67巻403号、1919年5月、92-93頁）。
- 14) 日本銀行審査部編『日本銀行沿革史』第2輯第3巻（2）、クレス出版、1991年、1200頁。
- 15) 同上、1200-1204頁。
- 16) 「全国交換所連合会」（前掲、『銀行通信録』第67巻403号、1919年5月、67-71頁）。
- 17) 前掲、『日本銀行沿革史』第2輯第3巻（2）、1204頁。
- 18) 同上。
- 19) 同上、1204-1205頁。
- 20) 「国債取引所設置計画」（前掲、『銀行通信録』第68巻409号、1919年11月、90頁）。
- 21) 日本銀行「国債市中取引促進に関する意見」日付不明（1919年11月末頃と推定）（営業局国債売買係「国債売買関係書類綴」〔日本銀行金融研究所保管資料、4020〕）。
- 22) 前掲、「東京株式取引所概要」。
- 23) 銀行、ビルブローカー、信託会社等からも国債仲買人が選定されたことに関しては、「国債市場分設に当って銀行家が証券界に進出したことは、全く異例であった。即ちこれまでは、証券市場は、金融業者にとって外国のように密接な関係はもってなかった」という指摘もみられる（「戦前の公社債市場について」〔東京証券取引所編『証券』No.83、1956年4月、11-21頁〕）。
- 24) 「国債取引と裸相場」（前掲、『銀行通信録』第70巻420号、1920年9月、104-105頁）。
- 25) 前掲、『日本銀行沿革史』第2輯第3巻（2）、1207頁。
- 26) 営業局長「国債売価算出方改正ノ件伺」1919年11月29日（前掲、『国債売買関係書類綴』）。
- 27) 東京株式取引所編『東京株式取引所五十年史』、東京株式取引所、1928年、89-90頁。
- 28) 杉野喜精（山一合資会社社長）「国債清算取引の開始に就て」（『インヴェストメント』第1巻第11号、1925年

- 1月, 31-39頁)。  
29) 調査局「国債清算市場開設ノ可否ニ就テ」1925年4月  
(日本銀行金融研究所保管資料, 1837)。  
30) 前掲, 「東京株式取引所ノ概要」。  
31) 前掲, 「国債清算市場開設ノ可否ニ就テ」。  
32) 同上。  
33) 同上。

(甲南大学經濟学部教授)