

起債市場統制と戦後債券市場の原点

天羽正継

要 旨

本稿の課題は、戦後日本に特徴的な債券市場の仕組みが、戦時期のメカニズムを受け継ぎつつ戦後復興期に形成されてゆく過程を明らかにするとともに、戦時期と戦後における債券市場構造の連続面および断絶面について考察することである。

戦時期には計画経済の下、債券利率は国債利率を最低として完全に統制され、社債市場は国債市場と分離される形で計画化がなされた。同様の計画化は金融債と地方債についてもなされたが、これは安定的な起債と消化の実現と共に、国債消化政策に影響が及ぶ可能性を防ぐことが目的であった。国債利率の低位固定化と国債への優先的起債割当というメカニズムは、終戦後に引き継がれることとなった。

終戦後に戦時期の起債計画は撤廃されたが、逼迫した起債市場を打開するべく起債条件の統制が実施されることとなった。実際には、国債と戦後新たに登場した復金債の発行条件が市中金利をはるかに下回る水準に固定され、それらとの関係で地方債と社債の条件が受動的に決定されたため、市中金利に対応した弾力的な条件設定がなされず、起債市場の回復が妨げられた。また、国債と復金債は、戦時期と同様に政策当局による積極的な消化対策がなされたのに対し、社債は戦時期とは異なりそうした対象とはならなかった。ここに、発行条件の低位固定化と公債および金融債への優先的起債割当てという、その後の債券市場が有することとなる特徴的な仕組みが形成されたのである。

目 次

はじめに

- I. 戦時期における債券市場の統制と計画化
- II. 終戦後における債券市場
- III. 起債統制と条件決定方式

- 1. 起債統制の開始
- 2. 起債条件の決定方式
- 3. 起債条件の改定
- 4. 国債・復金債消化対策と社債

おわりに

はじめに

戦後日本の金融システムの特徴として、企業金融における間接金融の直接金融に対する圧倒的優位という事実が数多くの研究によってこれまで論じられてきた。その中で、債券市場、特に社債市場については、戦後長きにわたって発展が妨げられてきたことが指摘されてきた。

わが国の債券市場に関する歴史的研究は、志村嘉一の研究を中心として一定の蓄積が存在する¹⁾。それによれば、戦後日本の債券市場の発展を妨げてきたのは、一貫してとられてきたいわゆる「人為的低金利政策」であった。すなわち、戦後の経済復興および経済成長の促進のために実施された低金利政策により、債券の発行条件は市場の実勢金利を下回る水準に抑えられ、その結果、債券市場は資金配分機能を喪失し、必然的に政策的資金配分・信用割当政策が実施されることとなった²⁾。また、発行条件の低位固定化によって、引き受けられた債券はキャピタル・ロスを伴う売却以外には流動化の道がふさがれていたため、債券流通市場の発展は妨げられることとなり、日銀借入の担保として認められることによってようやく流動化が可能となるに過ぎなかった。しかも、本来であれば債券投資に向かう資金も、低利回りのために実際には貸付やコールに向かい、こうした面からも債券市場の相対的縮小が進むこととなった³⁾。さらに、発行条件の低位固定化は起債割当を必然化させたが、そこでは公債と金融債に優先的な割当がなされた。すなわち、各年

度の起債可能総額から公債と金融債の起債額が計画的に先取りされ、その後に残り分が社債に割り当てられるという仕組みである⁴⁾。こうした資金割当政策はクラウディング・アウトを結果することとなり、社債による企業の資金調達を著しく困難なものとしたのである⁵⁾。

こうして、戦後日本の債券市場の発展は妨げられ、その反面として間接金融機構が定着することとなった。それは、「日銀信用に支えられた、統制的起債市場のみからなる」⁶⁾債券市場であり、しかも「流通市場を欠いたまま、わずかに日銀オペ、日銀担保貸出にしか債券流動化の途を見出しえない」⁷⁾という、本来の意味での債券市場ではなかった。こうした特徴をもつ債券市場の構造は、第二次世界大戦後の戦後復興期にその原型を有すると考えられ、そのことは先行研究においても指摘されてきた。もっとも、上記に挙げた戦後債券市場の諸特徴のいくつかは、戦時期にその萌芽を見出すことが可能である。国債利率を最低とした債券利率の低位固定化も、起債可能額からの国債資金枠の一括先取りも、戦時期に行われていた。しかし、完全な計画経済が実施された戦時期とは異なり、終戦後の債券市場では可能な限りでの市場機能の利用が行われたのであり⁸⁾、こうした点において戦時期の債券市場と戦後のそれとは異なるものと言わなければならない。やや結論を先取りすることとなるが、戦後債券市場の構造は、戦時期のメカニズムを遺産として受け継ぎつつ、終戦後に形成されることとなったのである。それでは、戦時期と戦後の連続面および断絶面とは、具体的にはどのようなものであるの

だろうか。先行研究ではこうした点はあまり明確に意識されていなかったように思われる。したがって、この点が本稿における一つの論点となる。

次に、上記のような特徴を有する戦後の債券市場の構造の形成期が戦後復興期にあるとして、その具体的な時期はいつかということが問題となる。先行研究では、戦後債券市場の本格的再開はドッジ・ラインが実施された1949年であったとされる。それまで社債発行額はほとんどネグリジブルであったが、同年以降、日銀信用の動員によって発行額が急増したのである⁹⁾。しかし、それまで大きな割合を占めていた復興金融金庫発行の債券（以下、復金債）が、同年4月に発行を停止している。本稿において見るように、復金債は間接金融機構の定着に寄与し、国債とともに優先的な起債割当の対象となっていた。このように考えるならば、先に述べた戦後債券市場の諸特徴の一つである、公債と金融債への優先的起債割当という仕組みは、終戦からドッジ・ラインまでの時期において形成されたと考えなければならないであろう¹⁰⁾。

本稿は、終戦から1948年までの戦後復興期において、発行条件の低位固定化と公債および金融債への優先的起債割当という、その後の高度経済成長期に特徴的な債券市場の仕組みが、戦時期のメカニズムを遺産として受け継ぎつつ形成されてゆく過程を明らかにすることを目的としている。この過程は先行研究においてもある程度明らかにされており、特に、志村嘉一の監修になる『日本公社債市場史』は、それまでの研究水準を飛躍的に上げたと言える。しかしながら、それらは尚も次の2点において不十分であると考えられる。

第一に、債券の発行条件と、金融機関貸付利率やコールレートといったその他の諸金利との関係が十分に分析されていないため、金融市場分析として不十分なものとなっていることである。そのため本稿では、債券利率がその他の諸金利との関係においてどのように決定されたのかを明らかにする。それによって、発行条件の低位固定化の実相が明らかとなるであろう。第二に、先行研究では、債券市場において国債と復金債への優先的な起債割当が行われ、それに伴って各種債券の発行条件が決定されたとされているが¹¹⁾、明らかにされているのは専ら国債と復金債の条件決定方式であり、それらの条件決定とその他の債券の条件決定とがどのように関係していたのかが明らかとなっていない。これは優先的起債割当ての一側面であり、重要な論点であると言える。本稿では、従来利用されてこなかった資料を利用しつつ、これらの条件決定方式について明らかにすることとしたい。

以上2つの論点は結局のところ、債券市場政策のうち起債市場統制がどのように行われたのかという論点である。これは、既述のように、戦後債券市場の諸特徴が発行条件の低位固定化によってもたらされたことによるものである。いわば本稿は、起債市場統制との関係において戦後債券市場の構造の原点を明らかにしようとするものである。これに加えて本稿は、既述のように、戦時期と戦後の連続面および断絶面を明確にすることを課題としている。したがって、本稿では戦時期から本論を説き起こすこととしたい¹²⁾。

I. 戦時期における債券市場の統制と計画化

1937年の日中戦争勃発以降、国債発行額は飛躍的に増大することとなった。国債は主として日本銀行引受によって発行されたが、その国債を他の債券よりも優先的に市中に売却する目的から、民間資金調達を人為的に圧縮する政策がとられることとなり、37年9月に臨時資金調整法が成立した。これによって国家が資金統制を行うことが可能となった。しかし、この時期における金融機関の国債消化が依然として金融機関側の自主性に委ねられていたのに対し、41年の太平洋戦争勃発後は、国債消化政策は計画的かつ強制的なものに移行することとなった。41年7月に財政金融基本方策要綱が決定され、国債の計画的消化が実施されることとなった。さらに、42年4月には金融統制会が結成され、各種金融機関に対し資金蓄積と国債消化の目標額を決定し、国債消化額を割り当てることとなったのである¹³⁾。

一方、社債市場はどのような推移を辿ったのであろうか。日中戦争勃発前に起債市場は逼迫し、社債発行額は減少していたが、戦争勃発後に資金需要の増大が見込まれるようになったため、起債市場打開に向けて様々な対策がとられることとなった。1937年7月に日銀によって時局緊要産業発行社債保証手形割引の優遇措置がとられ、9月には前述した臨時資金調整法が成立した。その後、37年末から38年初頭にかけてようやく政策効果が表れるようになり、起債市場が再開されることとなった¹⁴⁾。

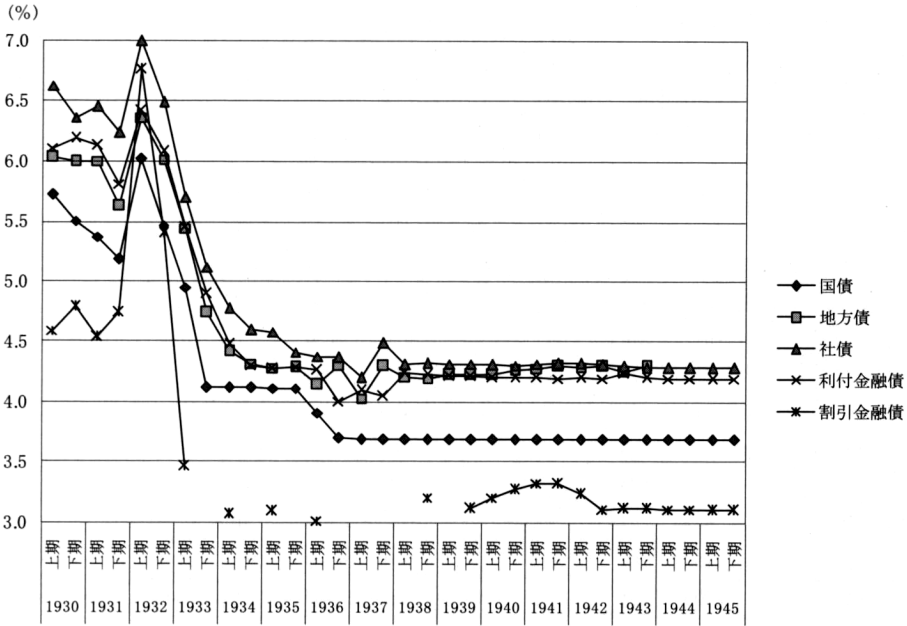
1938年1月の起債市場再開に伴い、市場の混乱を防ぐために、起債条件の統一と各個別会社

による起債計画の日銀への集中、および一流社債優先という起債調整方針がとられることとなった。発行利率は、一流社債4.3%パー、地方債および六大都市債4.2%パー、その他市債4.3%、金融債4.2%、政府保証債4.2%アンダーパーに統一され、この基準は終戦までほぼ維持された¹⁵⁾。国債利率は36年に3.5%に引き下げられ、以後終戦までその基準が維持されたから、ここに国債利率を最低とする統制的金利体系が確立することとなったのである(図表1)。

以上のような政策の結果、1938年から39年にかけて起債市場はめざましく回復した。ところが、39年9月の第二次世界大戦勃発を契機として、翌40年に入ると起債市場は再び急激に委縮した。こうした事態に対して応急的な起債市場対策が実施されたものの回復せず、より根本的な対策として起債統制の強化が図られることとなった。40年10月、政府は昭和15年第4四半期の起債計画を決定した。12月には経済新体制確立要綱が発表され、これを受けて大蔵省内に、大蔵省、日銀および日本興業銀行からなる起債計画協議会が設置され、起債計画の作成担当機関となった¹⁶⁾。同協議会は、社債発行に総合的かつ計画的な調整を行い、その消化区分を定めて完全な消化を期することを目的としたものである。同協議会が設置されたのは、起債条件と発行時期について調整を加えるだけでなく、国家資金計画および物資動員計画との関係において起債を認め、その消化に万全を期する必要性が生じたためであった¹⁷⁾。

起債計画協議会の具体的な機能は、(1)起債を希望する会社から四半期毎に起債希望額を申告せしめ、これに基づいて、資金計画と物動計画をにらみながら戦争遂行に緊要な起債を認める

図表 1 債券発行利回り



(注) 1) 計数は当該期間中に発行された債券の応募者最終利回りの算術平均。
 2) 政府部内引受のものおよび交付公債を除く。
 [出所] 公社債引受協会 [1980], 巻末「公社債基本統計」, 34-35頁, より作成。

ことにより起債計画を立てる、(2)起債を認めた金額について、官庁その他特殊筋による引き取り、引受シ団による親引けおよび公募の3つに区分して消化計画を立てる（消化三分主義）、というものであった¹⁸⁾。以上から明らかなように、起債計画協議会の設立は、社債市場が国家資金計画の下に置かれるとともに、完全な統制市場と化したことを示している¹⁹⁾。また、社債市場の統制は起債の側面においてのみならず、流通の側面においても行われた。1940年10月に初めて起債計画が作成された際、引受シ団は所有社債の売却自粛を申し合わせた²⁰⁾。これによって、以後の既発債市場利回りは安定し、発行利回りの安定が可能となったのである。

こうした社債市場の計画化には、社債の安定的な起債と消化という目的以外に、国債消化政

策への影響を遮断するという目的が同時に存在した²¹⁾。既述のように、太平洋戦争勃発後、国債消化政策は計画的・強制的政策に移行したが、こうした国債消化政策を貫徹するためには、国債市場と社債市場を分離し、後者が前者に影響を及ぼすことを防がねばならなかった。そのため、起債市場において起債可能額から国債発行額が一括先取りされた後に、限られた資金を社債に割り当てるために起債を統制し、社債市場を計画化する必要があったのである。なお、金融債については全国金融統制会が主催する金融債打合会において計画化が行われ²²⁾、地方債についても、全額政府資金引受ではあったが、国家資金計画において国債計画と並んで地方債計画が形成された²³⁾。

戦時期の債券市場においては、発行利率は国

図表2 債券発行高

(単位：百万円)

		国債	地方債	社債	金融債					国債	地方債	社債	金融債		
					利付	割引	復金債						利付	割引	復金債
一九四六年	1月	300	-	9	-	60	-	一九四八年	1月	2,600	50	-	-	6,965	6,965
	2月	-	-	10	-	20	-		2月	1,200	7	80	100	4,835	4,800
	3月	10,379	-	10	90	50	-		3月	700	207	-	137	6,349	6,300
	4月	2,852	-	0	210	45	-		4月	660	110	-	-	1,600	1,600
	5月	1,813	-	120	110	35	-		5月	800	84	-	77	7,000	7,000
	6月	-	-	94	210	49	-		6月	800	8	-	100	6,500	6,500
	7月	-	-	71	170	10	-		7月	1,000	9	21	-	6,400	6,400
	8月	-	11	84	200	-	-		8月	1,400	7	24	-	3,900	3,900
	9月	-	2	-	-	-	-		9月	3,500	-	65	-	10,600	10,600
	10月	350	-	60	200	-	-		10月	3,900	42	70	-	8,400	8,400
	11月	5,060	5	77	22	-	-		11月	1,800	10	55	-	10,700	10,700
	12月	-	129	185	262	70	-		12月	5,100	60	190	-	14,000	14,000
	合計	20,754	147	720	1,474	339	-		合計	23,460	595	505	414	87,248	87,100
一九四七年	1月	6,427	18	45	100	60	-	一九四九年	1月	4,600	217	140	-	15,270	14,900
	2月	10,090	7	-	-	1,535	1,500		2月	1,200	82	200	-	11,098	10,800
	3月	3,303	69	-	-	1,535	1,500		3月	1,200	140	280	-	14,546	14,300
	4月	5,408	123	-	-	1,515	1,500		4月	-	10	345	-	374	-
	5月	-	92	-	431	2,518	2,500		5月	-	163	220	-	574	-
	6月	1,770	16	-	-	4,028	4,000		6月	-	130	725	-	1,670	-
	7月	355	11	90	-	5,027	5,000		7月	1,400	141	1,420	-	2,236	-
	8月	-	22	110	264	4,946	4,900		8月	2,650	180	2,268	-	2,447	-
	9月	1,000	65	80	160	5,031	5,000		9月	4,400	140	2,060	1,500	389	-
	10月	1,300	76	-	-	4,549	4,500		10月	-	-	3,408	1,500	363	-
	11月	700	75	-	105	4,568	4,500		11月	-	16	3,735	1,200	300	-
	12月	1,000	151	15	300	6,108	6,000		12月	-	117	1,754	1,700	300	-
	合計	31,353	725	340	1,360	41,420	40,900		合計	15,450	1,336	16,555	5,900	49,567	40,000

〔出所〕日本興業銀行調査部『公債社債統計月報』各月版、より作成。

債利率を最低として完全に統制された。起債および消化の面に関しては、それぞれの債券市場で相互に分離した形で計画化がなされ、その中でも国債資金が起債可能額から一括先取りされる形で資金割当が行われた。国債資金の一括先取りというメカニズムは、この後に見るように、終戦後に準国債である復金債が加わる形で

ほぼそのまま受け継がれた。一方、利率の統制は、終戦後も国債利率を最低とした統制が行われたが、戦時時期におけるような完全な統制は不可能となり、市場の状況にある程度対応するという形での統制手法へ移行せざるを得なくなった。次章以降では、それらが実際にどのように行われたのかを見てゆくこととする。

Ⅱ. 終戦後における債券市場

1945年8月の終戦により、起債市場の機能は停止した。その後、地方において徐々に投資意欲が回復し、同年12月に倉敷絹織の借換発行によって起債市場は再開されることとなり、鉄道債の借換発行が順調におこなわれた²⁴⁾。46年2月に実施された金融緊急措置令は地方金融機関に著しい余裕を生じさせ、復興需要の増加とあいまって起債市場は活況を呈した。図表2によれば、社債は同年5月には1.2億円の発行を見るに至っている。しかし、これは金融緊急措置による一時的現象に過ぎず、その後の金融機関の預金増勢の鈍化とともに、社債発行は減少傾向を辿ることとなった²⁵⁾。

一方、利率はどうであったか。図表3は、1946年から49年までの各種債券利回り（割引金融債は利率）と、それらと関係の深い、全国銀行貸付利率、日銀国債担保等貸付利子歩合（公定歩合）およびコールレート無条件物の推移を示したものである。これによれば、銀行貸付利率は46年7月から8月にかけて大幅に上昇し、これに対応して10月には公定歩合が引き上げられている。また、コールレートも緩やかな上昇傾向を示している。こうした市中金利の動きはインフレーションの進行に沿ったものであった²⁶⁾。一方、各種債券利回りは、46年中はほとんど変化がなく、その結果、貸付利率との幅が顕著に拡大することとなった。

なぜインフレにもかかわらず債券利回りは安定していたのか。終戦後、既述した戦時期の起債計画は撤廃されたが、社債は依然として臨時資金調整法の統制を受け、公募地方債も法的根拠はないものの、大蔵省と日銀の監督下に置か

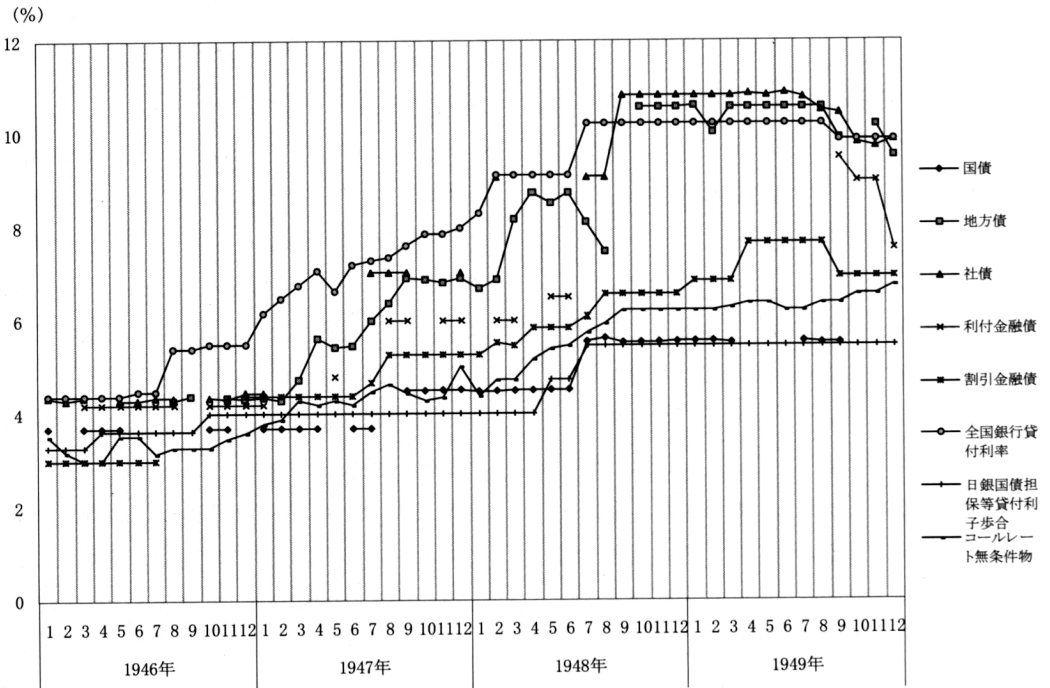
れていた²⁷⁾。また、社債が主として資金に余裕のある農業信用組合、地方銀行、貯蓄銀行および生命保険会社によって消化されたことも、利回りが安定していた要因であった²⁸⁾。

図表2に示されているように、1947年の2～6月にかけて社債発行は途絶し、利付金融債もほぼ同様の傾向を辿った。なぜこうした事態が生じたのか。その要因となったのが国債の動向であった。既述のように、国債は戦時期以降主として日銀引受によって発行されてきたが、46年1月の司令部覚書によって日銀引受発行は「最後ノ手段」とされた²⁹⁾。これによって国債発行方法の転換が必要となり、大蔵省では46年12月の段階で公募原則の法制化が模索されていた³⁰⁾。こうした国債の公募主義への転換決定は起債市場に影響を及ぼすこととなった。国債は36年以降3.5%の利率で発行されてきたが、公募を行う場合はその利率を市中金利に釣り合うところまで、少なくとも4.5%にまで引き上げる必要があり、その場合は社債利率が5%以上になるという金利先高見込が市場に広がり、投資が手控えられることとなったのである³¹⁾。

1947年に入ってもインフレによる市中金利の上昇は続いた。図表3に示されているように、銀行貸付利率は46年12月以降ほぼ一貫して上昇を続け、コールレートも同様の傾向を辿った。47年以降のインフレはいわゆる「復金インフレ」であった。図表2に示されているように、47年2月以降に発行された割引金融債の多くが復金債であり、さらにその大部分が日銀引受によって発行された³²⁾。そのためにインフレが急激に進行することとなったのである。

こうした中で各種債券利回りは安定していたが、その中で1947年3月以降、地方債利回りが急速に上昇していった。なぜ地方債のみがこの

図表3 主要金利の推移



- (注) 1) 各種債券の利率は、毎月発行債券の利率（割引金融債以外は応募者利回り）の平均値。
 2) 全国銀行貸付利率は平均値。
 3) 日銀利子歩合は、1946年10月までは国債のみ、それ以降は国債に加えてスタンプ手形と輸出前貸手形等を担保とするもの。

〔出所〕日本興業銀行調査部『公債社債統計月報』各月版、日本銀行『本邦経済統計』各年版、短資協会『短資市場七十年史』実業之日本社、1966年12月、大蔵省財政史『昭和財政史 終戦から講和まで』第19巻、東洋経済新報社、1978年4月、より作成。

ような動きをしたのか。既述のように、公募地方債は大蔵省と日銀の監督下に置かれていたが、縁故地方債についてはそうした統制がなされていなかった。そのため、市中金利の上昇とともに縁故地方債の利回りが上昇してゆくこととなったのである³³⁾。

Ⅲ. 起債統制と条件決定方式

1. 起債統制の開始

以上見てきたように、終戦後に戦時期の起債

計画は撤廃されたが、その後、基準となる国債発行条件の未決定という要因から起債市場は停止状態に陥った。こうした事態に対し、「市中金利に応ずる起債条件の決定、起債金額及び順序の調整を行う」³⁴⁾ことを目的として1947年6月に日銀内に設置されたのが起債調整協議会であった³⁵⁾。同協議会は、日銀、大蔵省、内務省、経済安定本部、興銀、日本勧業銀行、農林中央金庫、5大銀行および地方銀行の代表各1名より構成され、「形式上は日銀の主導による事実上の協議懇談機関」³⁶⁾であった。

起債調整協議会の設置理由は、「多額の起債

を円滑に実行せしめる為には、その間に適正な計画調整を実施する必要がある」³⁷⁾、「蓄積資金の配分を適正にするという観点からも資本市場の景況に応じて国債、社債、株式等の相互の間に消化計画を樹てることが、今後の起債を円滑ならしめる上において緊要である」³⁷⁾というものであった。しかし、別の資料によれば、「この協議会は戦時中のように消化計画にまで及ぶ強力な統制を行うのではなく、市場公募を建前とし、市場の打開及びその維持、培養を図ろうとするものである」³⁸⁾というものであった。実際、この後で見ると、社債については計画的な消化政策は実施されなかった。ただし、ここで「市場公募」とあるが、それは起債条件を市場メカニズムによって決定するという本来の意味での公募ではなく、起債条件は政策当局が統制的に決定し、その条件の下で引受先を募るというものであり、資料が述べるように市場公募はあくまで「建前」であった。

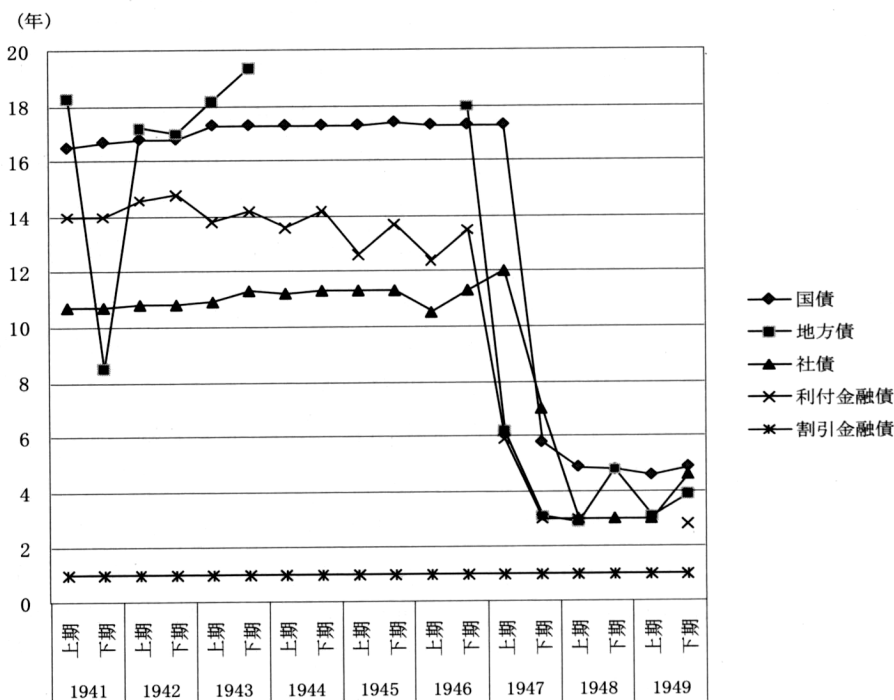
起債調整協議会は、起債統制を行う政府機関という点で戦時期の起債計画協議会の事実上の後継機関と考えられるが、その一方で、大蔵省ではなく日銀に設置されている点、大蔵省、日銀および興銀だけでなくそれ以外の政策当局や金融機関も構成員に含まれている点、後述するように社債だけでなく地方債および金融債もその対象とされている点、国家資金計画との関係において消化を図るのではなく市中金利に対応するとされている点など、起債計画協議会との相違点も数多く存在する³⁹⁾。このことは、戦時期の起債統制のあり方と終戦後のそれとの違いを表していると考えられる。いずれにせよ、戦時期の起債計画が廃止された後に新たに起債市場の打開を統制的に図る機関として起債調整協議会は設置されたのである。

2. 起債条件の決定方式

起債調整協議会が最初に着手したのは社債の起債条件で、応募者利回り7.03%という新条件を決定し、7月に0.9億円の起債が行われた。続いて着手したのが地方債で、難航の末、8月に応募者利回り6.90%という新条件を決定し、9月に前月を大きく上回る起債が行われた。しかし、こうして決定された地方債と社債の利回りは、図表3に示されているようにいずれも銀行貸付利率を下回るものであり、しかもそれは、国債の発行条件との関係において受動的に決定されたものであった⁴⁰⁾。

既述のように、1946年末より大蔵省内部で国債の公募主義への転換が検討され始めた。図表3より明らかなように、47年における国債利回りは公定歩合やコールレートよりも低い水準にあった。同年2月に大蔵省と日銀は市中公募の準備作業に着手し、金利の実勢や金融機関の資金コストを勘案して新たな国債利率を4%とし、これに伴って諸金利の適正配置を行うという基本方針を決定した⁴¹⁾。日銀は6月に連合国総司令部に提出した文書の中で、「地方債、社債の条件は国債の条件と密接な関連にあり、後者の決定が先決問題である」⁴²⁾と述べた。続いて、その数日後に提出した資料の中で、「国債の利率を引上げることに依つて国債利率が不当に低い為め之を『カバー』する意味で他の利率が不必要に昂められるのを防止すると共に、地方債及び社債の条件及貸出利率を大体左の線に抑制することが適当と思はれる」⁴³⁾と述べ、地方債利回り6.5%前後、社債利回り7%前後、貸付利率7.3%中心、という起債条件を提示した⁴⁴⁾。そして、「地方債社債に付ては過般日本銀行を中心として結成された起債調整協議会の

図表4 債券償還期間の推移



(注) 値は発行額加重平均による。
 [出所] 日本興業銀行調査部『公債社債統計月報』各月版, より作成。

運営に依つて前記基準条件の勵行を図る」⁴⁵⁾とした。新たに決定された4%という国債利率は、図表3より明らかなように、依然として市中金利水準をはるかに下回るものであった。

以上より明らかなことは、各種債券の条件決定にあたっては国債の発行条件が優先されたこと、そして、その他の債券、すなわち地方債と社債の起債条件は、国債の発行条件との関係においてバランスがとれるよう受動的に決定され、しかもその大まかな水準は、大蔵省と日銀の内部で事前に決定されていた、ということである。したがって、起債調整協議会とは事実上、国債発行条件決定後に地方債と社債の起債条件を微調整するための機関に過ぎなかったと考えられるのである⁴⁶⁾。

ここまで、起債条件のうち利率についてのみ見てきたので、もう一つの重要な起債条件である償還期間について簡単に見ておく。図表4によれば、いずれの債券においても、1947年上期以降に期間の短期化が起きていることが分かる。これは言うまでもなく、インフレに対応して短期の債券を発行した結果である。しかし、その中でも国債が最も長い期間を維持しており、ここでもやはり国債に最も有利な条件が与えられていたのである。

3. 起債条件の改定

(1) 1948年1月の改定

その後も市中金利は上昇を続けた。銀行貸付利率もコールレートもほぼ一貫して上昇を続

け、前者は債券利回りとの差を広げ、後者は1947年末に遂に国債利回りを上回るに至った。こうした長期金利と短期金利の逆転現象から、金融機関は社債投資よりも利回りの良い短期貸付を選好するようになり⁴⁷⁾、10月から11月にかけて社債発行は再び途絶えることとなった。そのため、起債条件の改定が余儀なくされるに至ったのである。

この時期に同時に問題となっていたのが金利協定であった。従来、各地方の銀行協会等は自主的に金融機関の金利協定を行ってきたが、これが公正取引委員会によって独占禁止法違反として1947年10月に審判されることとなった。そのため、12月に臨時金利調整法（以下、臨金法）が制定され、協定という従来の方法に代わって、法律によって金利の調整を行うこととなった。同法に基づく金利決定は大蔵大臣が行い、その際には金利調整委員会に諮問することとされた⁴⁸⁾。

臨金法に基づき、1947年12月に銀行貸付利率の最高限度を日歩2銭5厘（年利9.13%）とすることが決定された。図表3に示されているように、48年2月以降、貸付利率は見事に統制されている。そして、これを受けて社債の起債条件も改定されることとなり、応募者利回り9.07%という、市中金利に近い条件が決定された。続いて2月には地方債について、応募者利回り8.76%（公募）および9.24%（非公募）という新条件が決定された⁴⁹⁾。新条件決定を受けて地方債の起債額は増加した。ところが、社債は2月に8000万円の起債が行われた後、6月まで起債が再び途絶えてしまった。その背景には、政府支払の遅延や徴税の強行による起債市場の狭隘化という問題があった⁵⁰⁾。

（2）1948年8月の改定

臨金法によって金利を人為的に統制することが可能になったものの、コールレートは1948年1月以降も一貫して上昇を続けた。これは、コールレートのうち無条件物については臨金法の規制の対象外とされたため、これ以降、無条件物を中心に取引が行われるようになったためである⁵¹⁾。一方、公定歩合は46年1月以降据え置かれていたため、市中金利との乖離が大きくなった。そのため、48年4月と7月の2回にわたって引き上げが実施されたが、その後もコールレートは公定歩合を上回り続けた。

公定歩合がこのように低い水準に据え置かれたのは、国債利率を低位に維持し、なお且つ金融機関による消化を図ることが目的であった。金融機関にとって国債は、利回りが市中金利をはるかに下回っているために不利な投資対象であるが、国債を担保としてより低い利率で日銀借入を行うことができれば採算が取れる⁵²⁾。そのため、国債利率を下回る水準に公定歩合を据え置くことにより、国債の金融機関引受が可能となる仕組みを作りだしたのである。

しかし、インフレの進行から1948年4月頃には国債利率の再引上が議論されるようになり⁵³⁾、銀行コストの上昇から利回りを6%程度へ引き上げることが必要とされた。しかし、6%まで引き上げると財政負担が増大する。そのため、利回りが銀行コストを上回っている復金債を国債と抱き合わせて金融機関に引き受けさせることにより、国債利回りを5%程度に抑えることが考案された⁵⁴⁾。こうして、48年7月より国債の応募者利回りは5.51%に引き上げられ、復金債の利率も2銭引き上げて日歩1銭8厘（年利6.57%）とされた。

国債と復金債の利率引き上げと同時に、公定

歩合と貸付利率最高限度の引き上げも実施された。公定歩合は、国債等を担保とする貸付利子歩合が日歩1銭5厘（年利5.47%）に引き上げられ、その結果、図表3に示されているように、国債利回りと公定歩合はほとんど差がない状態となった。正に国債政策のための公定歩合決定であった。一方、貸付利率最高限度は3厘引き上げて日歩2銭8厘（年利10.22%）とされた⁵⁵⁾。

諸金利の引き上げを受けて、地方債と社債の起債条件も改定する必要が出てきた。社債については、「一般貸出金利と均衡のとれたものであることの外に金融機関の経費率の面をも考慮に入れたものとして設定する必要があるのみならず、起債調整協議会では更に確定利付債券としての社債の消化方策をも加味する必要があるので」、「長期貸出金利の標準たる3銭を目標にし、且つ消化先として主として金融機関を考え併せて個人層の投資意欲の刺激という点をも留意して条件を考え⁵⁶⁾」、8月に利回り10.82%という条件が決定された。地方債についても、利回り10.59%（公募）および10.12%（非公募）という条件が決定された。

ここで注目すべき点は、国債および復金債については、次節において見るように、金融機関に強制的に引き受けさせる消化政策が行われたために、金融機関のコストを基準として可能な限り発行条件を低位に抑えることが可能であったのに対し、社債についてはそうした強制的消化政策が行われなかったため、その発行条件は、金融機関の投資対象となるように国債・復金債よりもかなり高い水準に設定されざるを得なかった、ということである。また、国債・復金債の条件決定後に受動的に決定されるという方式はここにおいても一貫している。

新条件による起債は、社債は9月から、地方債は10月から行われた。図表3に示されているように、いずれの利回りも銀行貸付利率を超えるものであったため、起債市場はようやく回復に向かい、図表2に示されているように、社債と地方債は順調に起債額を増加させていったのである⁵⁷⁾。

その後の金利の推移を図表3で見ると、割引金融債はその後にも利率の引き上げが行われたのに対し、地方債と社債の利回りは1949年半ば頃まで変化がなく、国債利回りも完全に固定化されている。他方で、コールレートは諸金利引き上げ以降も上昇しており、国債利回りおよび公定歩合との差は拡大している。市中金利の上昇にもかかわらず、国債利率の低位固定化はその後にも貫徹されたのである。

4. 国債・復金債消化対策と社債

ここまで起債の側面についてのみ見てきたので、次に消化の側面について検討しよう。周知のように、1946年2月の金融緊急措置実施に伴い「金融機関資金融通準則」と「産業資金貸出優先順位表」が制定され、以後、金融機関は両者に基づいて融資活動を行うこととなった。統制と傾斜金融の方針は翌47年7月に強化されることとなり、金融機関の融資残高の増加は大蔵大臣が告示する限度を超えてはならないこととされた。ただし、その場合でも、国債、地方債および復金債の取得についてはその制限の適用を受けないとされた⁵⁸⁾。

1947年9月に各銀行宛に送られた大蔵省銀行局長通牒は、同年度第2四半期における融資限度50%を超える残りの50%の資金運用に際し、純資金増加額に対して概ね「国債投資5%、地方債投資、復金債投資、日銀借入金の返済、産

業資金枠外融資、支払準備金45%」の割合を基準として運用するように求め、国債、地方債および復金債等に対する投資計画を日銀本店に通知することとした。さらに10月には、純資金増加額の10%を国債投資に充てること、および復金債投資はなるべく前月の純資金増加額の10%を下回らないように考慮することが求められた⁵⁹⁾。

以上のように、国債および復金債については、政策当局によって資金枠の確保が積極的に図られた。さらに、資金需給計画が本格化する1948年度には、特に国債消化について強力に実施されることとなった。すなわち、起債市場からの国債資金の一括先取りが、戦時期と同様に終戦後にも行われたのである。また、準国債としての復金債についても資金先取りが行われ、間接金融機構を強化することとなった。ここに、公債と金融債への優先的な起債割当てという、その後の高度経済成長期における債券市場の特徴がその萌芽を見せていたのである。

他方で、社債はこうした強制的消化政策の対象とはならず⁶⁰⁾、専ら「金融機関資金金融通準則」に基づく産業資金融資、すなわち間接金融の促進が図られた。この点において、消化三分主義に基づく消化対策が図られた戦時期とは大きく異なっていた。社債消化対策が本格的に行われるようになったのは、1949年3月のドッジ・ライン実施後、復興金融金庫の閉鎖によって起債市場の拡大が求められるようになった際に、日銀が「ひもつきオペレーション」と社債担保金融優遇措置によって、日銀信用を直接利用した起債市場育成策を実施するようになってからであった。

おわりに

最後に、以上の分析より明らかになった事実を整理した上で結論を導き出し、本稿を締めくくるとしたい。

まず、国債および復金債と地方債および社債とでは、発行条件の決定方式が明確に異なっていた。国債利率は財政負担軽減のための低位固定化という目的から、金融機関の資金コストを下限として可能な限り低い位置に決定され、復金債の利率は低利産業資金供給という目的から国債に次いで低い位置に決定された。それに対して地方債および社債の利率は、国債と復金債の利率が優先的に決定された後に受動的に決定されたに過ぎず、しかも、その大まかな水準は日銀と大蔵省の内部で事前に決定されており、若干の微調整が起債調整協議会でなされたに過ぎなかった。また、その利率は、市中消化を促すためには市中金利に近い水準に設定される必要があったが、国債利率が市中金利よりもはるか低位に固定化されている関係上、それとのバランスをとるために急激な引き上げを行うことも避けねばならず、その結果、市中金利に対応した弾力的な条件決定はなされず、起債市場の回復を妨げることとなった。発行条件の側面においても、国債・復金債への優先的割当がなされていたのである。

次に、戦時期と戦後の連続面および断絶面という論点について整理する。連続面について言えば、既に繰り返して述べてきたように、国債利率を最低とした起債条件の低位固定化と、国債資金の一括先取りというメカニズムが終戦後にも引き継がれることとなったことが第一に挙げられる。また、戦時期の起債計画協議会に類似

した組織である起債調整協議会が終戦後に設置されたことに示されているように、大蔵省、日銀および興銀を中心とする政策当局によって実施されるという起債統制のあり方も、戦時期から引き継がれることとなった。

一方、断絶面は、終戦後に優先的な資金枠先取りの対象として、国債に加えて新たに復金債が登場し、金融債の優位という、高度経済成長期の債券市場が有することとなる特徴的仕組みの原点が見出されること、そして、国債が終戦後も引き続き強制的消化対策の対象とされたのとは対照的に、社債が戦時期とは異なってそうした政策の対象とはならず、社債市場の縮小がもたらされることとなったことである。これらはいずれも、結果として間接金融システムを強化する方向に作用した。

わが国の債券市場は、戦時期のメカニズムを遺産として受け継ぎながら、戦後復興期において新たな変容を遂げることで、発行条件の低位固定化と公債・金融債への優先的起債割当という、その後の高度経済成長期に特徴的な構造が形成されることとなった。言い換えるならば、わが国の債券市場は、戦時期の統制から戦前期において展開されたような自由市場へと復帰することはなく、市場にある程度対応しつつも依然として政策当局による統制の下に置かれることとなり、その結果、本来の意味での債券市場の発展は妨げられることとなったのである⁶¹⁾。

注

1) 本稿が対象とする戦後復興期を取り扱った研究に限定して挙げるならば、志村嘉一「戦後の資本蓄積と債券発行(1)―終戦時の赤字公債―」公社債引受協会『公社債月報』第125号、1967年1月、16-24頁、志村嘉一「戦後の資本蓄積と債券発行(2)―産業復興資金供給と復金債―」公社債引受協会『公社債月報』第126号、1967年

2月、14-24頁、志村嘉一「公社債市場の特質と低金利政策」日本証券経済研究所編『日本証券市場の諸問題』東洋経済新報社、1967年7月、175-194頁、志村嘉一・野田正徳編『証券経済講座』第5巻、東洋経済新報社、1968年12月、志村嘉一「現代日本公社債論」東京大学出版会、1978年6月、大蔵省財政史室編『昭和財政史 終戦から講和まで』第14巻、東洋経済新報社、1979年3月、公社債引受協会『日本公社債市場史』公社債引受協会、1980年9月、が志村嘉一による一連の研究であり、また、債券市場のみを扱った研究ではないが、志村嘉一「戦後低金利政策の展開」専修大学社会科学研究所『社会科学年報』第9号、時潮社、1975年11月、も本稿のテーマとの関係において参照されるべき研究である。同氏以外の研究としては、竹内半寿『我国公社債制度の沿革』全国地方銀行協会、1956年5月、竹内半寿「わが国資本市場の構造と問題点」全国地方銀行協会、1963年6月、後藤猛「わが国公社債市場の構造」証券経済学会『証券経済学会年報』第9号、証券経済学会事務局、1974年5月、231-250頁、小林和子「証券市場の戦後改革と公社債市場」日本証券経済研究所『証券研究』第64巻、日本証券経済研究所、1981年6月、17-38頁、後藤猛「戦後公社債市場の金利構造」前掲、『証券研究』第64巻、67-116頁、奥田孝一「現代日本公社債市場総論」日本評論社、1988年3月、小林和子「戦前発行国債の処理と公社債市場」日本証券経済研究所『証券研究』第85巻、日本証券経済研究所、1988年11月、がある。また、社史であるが、日本興業銀行臨時史料室『日本興業銀行五十年史』日本興業銀行臨時史料室、1957年9月、および、山一証券株式会社社史編纂室『山一証券史』山一証券株式会社社史編纂室、1958年10月、は債券市場の歴史に関する大規模な資料公開をおこなった先駆的研究である。

- 2) 前掲、『日本公社債市場史』、194頁。
- 3) 前掲、『現代日本公社債論』、105-109頁。
- 4) 同上、111-112頁。
- 5) 同上、125頁。
- 6) 前掲、『日本公社債市場史』、133頁。
- 7) 同上、133頁。
- 8) 同上、132頁。
- 9) 同上、131頁。
- 10) もっとも、復金債は事実上準国債としての性格を有しており、純粋な意味での金融債とは言えないのではないかという問題が存在する。この点は本稿が依拠する先行研究においても論じられており(例えば、前掲、『日本公社債市場史』、138頁)、また筆者もそれに同意するものであるが、復金債の発行が停止された翌年の1950年に「銀行等の債券発行等に関する法律」が制定され、復金に代わる長期産業資金供給機構の確立が図られたことを考えるならば、復金債の存在がその後の債券市場における金融債の優先的地位の確立を導くこととなったことは明らかであろう。そのことは、当時の大蔵省銀行局が、ドッジ・ラインの全貌が明らかとなり、復金の活動停止が指示されると、ドッジおよび連合国総司令部に対して普通銀行の金融債発行を認めるように要請を繰り返した事実(大蔵省財政史室編『昭和財政史 終戦から講和ま

- で」第13巻, 東洋経済新報社, 1983年11月, 581-582頁)からも傍証される。
- 11) 前掲, 『日本公社債市場史』, 157-166頁。
 - 12) 本稿で使用する用語の問題について述べておく。「債券」の同義語として「公社債」という用語があるが, 本稿では前者を使用することとした。また, 「社債」の同義語として「事業債」という用語があるが, 本稿では, 堀之内朗・武内浩二『債券取引の知識 第2版』日本経済新聞出版社, 2003年7月, 30頁, の分類法に依拠し, 前者を使用することとした。本稿が依拠する先行研究や資料では, 社債は事業債(本稿での社債)と金融債を包摂する上位概念として用いられているが, 本稿ではそれとは逆に, 事業債を社債と金融債の上位概念としているので, 混乱なきよう注意されたい。
 - 13) 中島将隆『日本の国債管理政策』東洋経済新報社, 1977年11月, 96-102頁。
 - 14) 前掲, 『日本公社債市場史』, 102頁。
 - 15) 同上, 104頁。
 - 16) 同上, 105頁。その後, 1942年度に, それまで金融債の起債計画を行っていた全国金融統制会が起債計画協議会に加わった。また, 加入時期は不明であるが, 軍需省, 企画院, 厚生省および簡易保険局の関係者も同協議会に加わっていた(栗栖超夫『栗栖超夫法律著作選集』第5巻, 栗栖超夫法律著作選集刊行会, 1968年11月, 155頁)。
 - 17) 同上, 155頁。
 - 18) 同上, 155-156頁。
 - 19) 前掲, 『日本公社債市場史』, 105頁。
 - 20) 日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行百年史』第4巻, 日本銀行, 1984年6月, 316頁。
 - 21) 東京手形交換所「事変後の公債の発行及消化の実績と今後の方策」(日本銀行調査局『日本金融史資料 昭和編』第31巻, 大蔵省印刷局, 1971年10月, 540頁)
 - 22) 渡辺武「起債計画の発展」(日本銀行調査局『日本金融史資料 昭和編』第11巻, 大蔵省印刷局, 1965年2月, 266頁)
 - 23) 地方債計画の形成については, 井手英策「地方債計画の形成過程に見る戦後地方債政策の原点」『都市問題』第95巻第3号, 東京市政調査会, 2004年3月, 93-122頁, および, 拙稿「戦後地方債計画の形成」日本財政学会編『財政研究』第3巻, 有斐閣, 2007年9月, 206-225頁, を参照されたい。
 - 24) 日本興業銀行調査部『公債社債統計月報 昭和二十一年七月中』日本興業銀行調査部, 1946年1月, 1頁。
 - 25) 同上, 1頁。
 - 26) この時のインフレは石橋湛山蔵相による積極財政によってもたらされたものであった(鈴木武雄『現代日本財政史』第1巻, 東京大学出版会, 1970年10月, 280頁)。
 - 27) 日本興業銀行調査部『公債社債統計月報 昭和二十二年三・四月中』日本興業銀行調査部, 1947年8月, 1頁。
 - 28) 日本興業銀行調査部編『産業金融時報』創刊号, 日本興業銀行調査部, 1947年6月, 30頁。
 - 29) 大蔵省財政史室編『昭和財政史 終戦から講和まで』第11巻, 東洋経済新報社, 1957年12月, 521頁。
 - 30) 同上, 588頁。
 - 31) 日本興業銀行調査部『公債社債統計月報 昭和二十二年一月中』日本興業銀行調査部, 1947年6月, 1頁。
 - 32) 1947年1月の発足から23年度末に至る2年間で1680億円の復金債が発行されたが, そのうちの70%が日銀引受であった(前掲, 『日本公社債市場史』, 138頁)。
 - 33) 日本興業銀行調査部『公債社債統計月報 昭和二十二年三・四月中』日本興業銀行調査部, 1947年8月, 1頁。
 - 34) 日本興業銀行調査部『公債社債統計月報 昭和二十二年五・六月中』日本興業銀行調査部, 1947年12月, 1頁。
 - 35) こうした統制機関の設立が可能であったのは, 臨時資金調整法がこの時も存続していたためである(前掲, 『昭和財政史 終戦から講和まで』第14巻, 437頁)。
 - 36) 「起債調整協議会設置要領」(細郷道一・後藤瑛『地方債の話』港出版合作社, 1951年3月, 219-221頁)。
 - 37) 同上。
 - 38) 前掲, 『公債社債統計月報 昭和二十二年五・六月中』, 1頁。
 - 39) 今から30年前の時点において, 志村嘉一は「起債調整協議会の機能については, 現在のところ十分な資料がなく, 具体的にどのような権限をもち, 各種債券の条件決定に関しどの程度関与したかについて, 必ずしも明らかにはされていない」(前掲, 『昭和財政史 終戦から講和まで』第14巻, 446頁)と述べているが, 現在でもこの状況に変わりはない。そのため, 起債計画協議会と起債調整協議会が, 仕組みや機能の上で具体的にどのように共通し, あるいは異なっていたのかという点についてもやはり明らかではない。志村嘉一は別の著作で「同協議会(起債調整協議会のこと:引用者注)はすでに戦時中から存在し, 起債統制にあっていたが, 戦後一時的な中断後再開されたものである」(前掲, 『現代日本公社債論』, 33頁)と述べているが, その根拠については示されていない。
 - 40) 当時の報道は「今回の起債条件の基準は銀行資金コスト4分1, 2厘, 貸出金利2銭2厘(年利8.03%:筆者注)を目やすとし一応新規国債回りとは切離してきめたものである」(「起債市場再開へ, まず鉄道, 配電起債を決定」『日本経済新聞』昭和22年7月4日(日本証券経済研究所『日本証券史資料 戦後編』第5巻, 日本証券経済研究所, 1985年11月, 656-657頁))としているが, 社債の新起債基準が国債利率との関係から高騰しないように貸出金利以下の水準に抑えられたものであることは, 以下で紹介する日銀資料より明らかであり, 国債利率との関係において決定されたものであることは間違いないであろう。
 - 41) 前掲, 『日本公社債市場史』, 160頁。
 - 42) 「国債利率に付て」(前掲, 『昭和財政史 終戦から講和まで』第11巻, 608頁)
 - 43) 「国債利率の引上に付て」(同上, 610頁)
 - 44) 地方債の起債条件は, 実際に決定された条件よりも低いものとなっているが, これは, 後に起債調整協議会において, 「今日の地方財政状態より見ても地方債の信用

- 度が著しく希薄な事由に照して、矢張り一般事業債並みの条件でなければ消化は困難」という理由から引き上げられたためである(日本興業銀行調査部『公債社債統計月報 昭和二十二年七・八月中』日本興業銀行調査部、1948年1月、1頁)。
- 45) 「国債利率の引上に付て」(前掲、『昭和財政史 終戦から講和まで』第11巻、610頁)
- 46) 志村嘉一は、「これら新規条件決定が、事実上同協議会の決定によるものか、公債隔離政策によって、たんなる形式的決定という形をとったのかは明らかでない」(前掲、『昭和財政史 終戦から講和まで』第14巻、446頁)と述べているが、ここでの過程を見る限り、国債以外の債券の大まかな起債条件は既に日銀・大蔵省内部において決定しており、起債調整協議会ではその若干の修正が認められていたに過ぎなかったと考えられる。
- 47) 「起債市場低調、金融機関、利回りの安い長期社債から利回りの良い短期金融に」『日本経済新聞』昭和22年10月24日(前掲、『日本証券史資料 戦後編』第5巻、663頁)。
- 48) 大蔵省財政史室編『昭和財政史 終戦から講和まで』第12巻、東洋経済新報社、1976年3月、234-238頁。
- 49) ただし、その後に発行された地方債の利回りには、ここで決定された条件以外のものが存在している。
- 50) 日本興業銀行調査部『公債社債統計月報 昭和22年2・3月中』日本興業銀行調査部、1948年8月、3頁。
- 51) 浅見審三『戦後の短資市場』金融財政事情研究会、1966年4月、63頁。
- 52) 前掲、『現代日本公社債論』、38頁。
- 53) 前掲、『昭和財政史 終戦から講和まで』第11巻、612頁。
- 54) 前掲、『日本公社債市場史』、161頁。
- 55) その後、同年9月に市中銀行から貸付金利引き上げの要望がなされたが、金利調整委員会における審議の末、据え置きと決定された(前掲、『昭和財政史 終戦から講和まで』第12巻、242頁)。金利調整委員会が大蔵大臣の所轄であったことを考えると、貸付金利の抑制は国債利率の低位維持と関係があったのではないかと考えられる。
- 56) 日本興業銀行調査部『公債社債統計月報 第47號』日本銀行調査部、1948年12月、3頁。
- 57) また、期限が5年から3年に短縮されたことや無記名となったことも、起債市場の回復に寄与した(前掲、『現代日本公社債論』、49頁)。
- 58) 前掲、『昭和財政史 終戦から講和まで』第12巻、216頁。
- 59) 同上、224頁。
- 60) 地方債は強制的消化政策の対象となっていたものの、その消化は必ずしも順調には進まなかった。詳しくは、拙稿「戦後復興期における地方債消化問題」『地方財政』第46巻第7号、地方財務協会、2007年7月、196-221頁、を参照されたい。
- 60) 連合国総司令部(GHQ/SCAP)の政策関与がほとんどないことについて読者は疑問を抱かれるかもしれない。実際、総司令部が金融債の存在に対して否定的な見解を抱いていたことが知られている(前掲、『日本公社債市場史』、150-151頁)。筆者は、現在利用可能な資料を可能な限り調査したが、総司令部がこの時期の債券市場について、本稿で言及した以上の政策関与を行ったことを示す資料を発見することはできなかった。また、1948年5月には、社債の引受・募集の業務から金融機関を排除する旨を規定した証券取引法が公布されたが、起債市場に与える影響を考慮して施行は同年11月まで延期された(前掲、『現代公社債市場総論』、277頁)。したがって、本稿が対象とする時期において、同法が債券市場に対して与えた影響はなかったと考えられるのである。

(東京大学大学院経済学研究科博士課程)