

戦前期外貨建日本国債の投資成果

－東京・ロンドン・ニューヨーク市場間のイールドスプレッド検証－

東京海上アセットマネジメント 平山賢一

グローバル金融危機以降、各地域の中央銀行による資産購入が積極化している。政府による市場介入強化が価格決定機能を歪めるとの批判もあるが、経済政策が政治的課題として注目される現代にあっては、政府から完全に独立した金融市場を前提にするのは難しいと言えよう。政府による市場介入の度合いは、地域や時期に応じて変化するが、過度な市場機能の歪曲化は、資産配分の非効率化を招く可能性が高いと考えられる。そこで、この市場介入の極端な事例であるわが国の戦時統制(国債管理政策や資本逃避防止法に代表される内外資金統制)について市場データに基づく検証を行い、改めて政府の市場への関与を再考してみたい。

わが国政府債務は、第二次世界大戦にかけて急拡大し、国民総生産の2倍を超えた。1932年以降、大量に発行される日本国債を日本銀行が引き受け、資金動向に応じて金融機関等に売却されたため、国債の流通市場が混乱することは、少なくとも表面上はなかった。国債市場が健全に機能し、世界中を自由に資金が移動できるならば、軍事支出が急増する一方で、税収が追いつかない状況では、国家の信用度が低下するはずである。それにもかかわらず国債利回りが大幅に上昇しなかったのは、政府・日本銀行による徹底した国債管理政策の結果と見なせよう。

ところが、この国債管理政策が及ばないロンドン市場では、英貨建日本国債の利回りは、大幅に上昇している。国内市場は、政府の市場統制が及ぶ一方で、その範疇外の海外市場では信用度の低下を反映したため、内外市場が分断されたと言えよう。この市場分断は、金融鎖国により国内市場での日本国債利回りが安定的に推移したとしても、財政規律弛緩に対する警告が国際金融市場で発せられた結果であると指摘されている(富田[2006])。また、1932年以降の高橋財政による政策運営スキームの変更が、日本銀行の対政府信用と金融政策の大きな転機になったとの示唆もある(鎮目[2001])。この観点からは、市場分断現象は、市場介入の極端な事例であることに加え、戦前の市場金融の終焉と、戦後の銀行中心型金融システムの淵源を示す画期の一つと見なせるかもしれない。

そこで、この外貨建日本国債の市場分断を、ロンドン市場だけでなく、ニューヨーク市場と東京市場との比較も加えて多角的に検証してみたい。特に、ロンドン市場は、1939年の欧州世界大戦の影響を受け、英貨建日本国債の売買可能性が著しく低下した可能性もあるため、ニューヨーク市場も加えてイールドスプレッドも比較対象とすべきと考えている。また、外貨建日本国債の市場間比較だけでなく他の資産クラスである株式等とのリスク・リターン関係も明らかにするために、昭和初期外国債パフォーマンスインデックス(Overseas Government Bond Performance Index ; OGBPPI)の算出も同時に試みている。