1936年の低利借換えと国債市場*

平 山 賢 一

東京海上アセットマネジメント株式会社

要 旨:

本研究は、昭和初期の日本国債市場で高利率債と低利率債の利回り差(イールドスプレッド)の分析を通して、これまで研究対象とされるケースが少なかった1936年の低利借換えが、国債の価格決定過程に影響していた可能性を指摘するものである。

低利借換え懸念が台頭した二・二六事件以降、代表的銘柄とされる甲号五分利公債価格が暴落する 一方、第一四分利債価格は急騰するという現象が発生した。本研究では、この逆行現象に着目し、同 償還年である五分利公債と四分利公債とのイールドスプレッドと低利借換えの関係について検証を試 みている。

キーワード:

低利借換え、イールドスプレッド、国債

目 次:

- 1. はじめに 課題と先行研究
- 2. 昭和初期国債市場の特性
- 3. 1936年の低利借換え
- 4. 低利借換え以降の国債市場
- 5. おわりに

1. はじめに 課題と先行研究

本研究の課題は、昭和初期の日本国債市場では、国債個別銘柄の利率水準により利回り差(イールドスプレッド)が生じていたという特殊性に着目し、1936年に馬場鍈一蔵相により実施された五分利国庫債券から三分半利国庫債券への「低利借換え(Debt conversion)」及びそ

の懸念が、国債価格決定に影響(利率選好) した経緯を明らかにすることである。

低利借換えとは、償還期限到来日以前に、資金調達者である政府の意思決定により、高利率の既発債が低利率の借換債に借り換えられることであり、趨勢的に金利が低下していた時代にあっては、資金運用者である既発債保有者は経済的損失を被ることを意味した。低利借換えは、現代のわれわれが考える「既に発行した国

^{*} 本稿作成にあたり、3名のレフェリー、伊藤修氏(埼玉大学)、岡崎哲二氏(東京大学)、岸田真氏(日本大学)、小枝淳子氏(早稲田大学)、佐藤政則氏(麗澤大学)、鹿野嘉昭氏(同志社大学)、鎮目雅人氏(早稲田大学)から、大変貴重なコメントを頂いた。これらの方々に記して謝意を表したい。

債の償還財源を調達するために国債を借り換えるもの」ではないため、両者の経済効果はまったく異なり、資金調達者及び資金運用者にとっての経済効果は中立的ではない。低利借換えは、資金調達者である政府が利払費の節約を意図して実施するものであり、資金運用者である既発債保有者は経済的損失を被ることになる。当然ながら、資金調達者は、非経済的な事情が無い限り、金利上昇期に利率が高くなる高利借換えをすることは無いと考えられる。

昭和初期の日本国債は、恩賜国庫債券を除くと、その利率(クーポン)の違いにより、五分利債(利率5%)、四分半利債(利率4.5%)、四分利債(利率4%)、三分半利債(利率3.5%)、割引債(利率0%)に区分される。高利率債の代表である五分利債は、政府の利払い負担軽減圧力が上昇する時期に、公益重視の観点から低利率債への低利借換え懸念が強まる傾向にあったのである。1930年代の国債市場参加者が低利借換えに大いなる関心を示し、国債市場の価格形成要因の一つとなってきたことは、全国経済調査機関連合会編「日本経済年誌」の野村証券株式会社調査部による公社債市場の記述に頻繁に登場する。

以下では、この史料と債券利回りに代表されるマイクロデータを時系列で比較することを通して、1936年の低利借換えと利率別国債価格決定の関係について確認してみたい。第一に昭和初期の国債市場の特性を10年国債利回りや甲号五分利公債と第一四分利公債のイールドスプレッドから整理した上で、第二に1936年に実施された低利借換えの経緯を整理し、第三に同償還年債イールドスプレッド算出を通して、1936年以降の高利率債忌避によるイールドスプレッドの上昇が、政治情勢等の変転に応じて変化していたことを指摘する。

ところで、昭和初期の国債価格及び利回り推移に関する先行研究としては、鎮目雅人〔2008,2009〕によるイールドカーブの主成分分析、釜江廣志〔2012〕による個別銘柄の利回りに関する時系列分析などがあるが、特に高利率債のイールドスプレッドについての分析とは

なっていない。また、藤野正三郎、秋山涼子 〔1977〕は、膨大な個別銘柄の価格データを蓄積し国債価格指数を算出しているが、研究の主たる目的がデータベースの構築であることから、戦時期に至る昭和初期の市場特性についての分析は行われていない。一方、低利借換えに焦点を合わせた分析としては、岡本英男〔1981〕をはじめとする19世紀の英国国債市場に関する研究が中心であり、主としてわが国の低利借換えについて取り扱った研究は見出し難いのが現状である。

本研究は、これまであまり触れられることの少なかった低利借換えとその影響としての高利率債に生じたイールドスプレッド推移について検証することを通して、昭和初期の国債市場の特殊性を明らかにし、戦時金融統制期に至る国債市場の理解に新たなる視角を付け加えることを目指したものである。

尚,価格データは、特に注記しない限りは 1924年6月以降42年3月までは、大蔵省理財局 「国債統計年報(各年度)」に記載されている 「東京市場・月中平均価格」、42年4月以降44 年11月までは、東京株式取引所および日本証券 取引所の「統計月報」に記載されている「実物 取引・月中平均価格」を採用している。

2. 昭和初期国債市場の特性

(1) 指標が存在しない昭和初期の国債市場

現代の国債市場では、満期までの残存年数が10年である国債の利回りを接続した「10年国債利回り」を指標として用いているが、戦前期の国債市場にあっては、一般に広く認められた利回り指標が存在しなかった。確かに、甲号五分利公債など売買が頻繁にされた銘柄の利回り推移でその指標を代替することは可能かもしれないが、債券の特性から理解できるように、時間経過とともに残存年数が短期化していくため、特定の銘柄を指標として採用し続けることには無理がある。

甲号五分利公債の場合には、1908年発行1962 年償還の「い号」と1909年発行1963年償還の 「ろ号」の二種類が存在し、発行当時は残存年数50年を超える超長期債であったものの、終戦期には20年を下回る債券となっており、イールドカーブ(利回り曲線)の変化やデュレーションの短期化の影響を受けることから、首尾一貫した指標としての特性が維持されていないという難点がある。

一方、戦前期の米国の場合には、国債(財務省証券)の利回り推移を確認する場合には、連邦準備制度理事会(FRB)が公表している10年超財務省証券合成利回りである「Composite(over 10 years, long term)」の存在を挙げることができる¹¹。米国では、1925年から、満期償還までの残存期限10年超の財務省証券合成利回りを指標として、戦前期の投資家行動やマーケット・ストラクチャーの分析を可能にしている。この10年超財務省証券合成利回りを主に用いることで、米国株式市場との比較分析や、国債市場の国別相対分析などが行われ、米国債市場と経済システムとの関連が分析されてきているのである。

確かに、1999年3月以降の日本国債の場合に は、10年国債利回りを代表的な指標として用い ることが可能だが²⁾. 残念なことに戦前期につ いては、確立された指標は存在しなかった。本 来であれば、米国の10年超財務省証券合成利回 りや現代日本の10年国債利回りなどのように、 残存年数を定義することで、戦前期の日本国債 利回りについても比較可能な時系列データを算 出すべきであろう。具体的には、順次発行され る国債の中で、残存年数が最も10年に近い国債 の利回りを繋げるか、10年を跨ぐ残存年数の国 債の利回りから、線形補完などで10年国債利回 りを推定することが考えられる。しかし、この ような手法をもってしても、戦前国債市場の特 殊性から、指標性のある10年国債利回りの算出 には困難性が伴う。その特殊性とは、利率によ るイールドスプレッドが認められるという点で ある。この現象は、たとえば残存年数が10年に 最も近い国債のデータ系列を導出して接続した 場合にも影響を与える要因となる。

(2) 戦前期の10年国債利回り推移

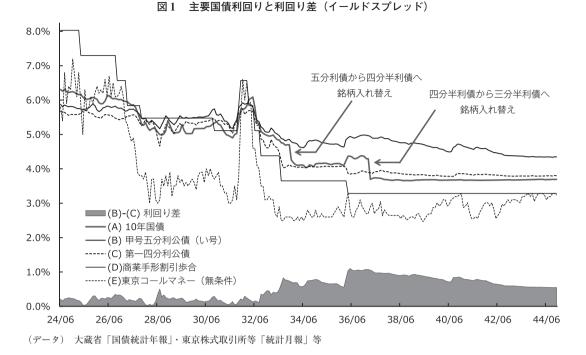
すべての国債の中で最も残存年数10年に近い 国債の利回りを繋いで(残存年数9年まで保有 し、その後10年超で最も10年に近い国債への乗 り換えを繰り返す)、「10年国債利回り(図1の (A))」を導出してみると、想定に違わず、利 率が異なる銘柄に移行した時点で利回りの非連 続面が生じている。図1で確認すると、1933年 12月に五分利債から四分半利債に対象銘柄が移 行し、1937年3月には、四分半利債から三分半 利債に移行したことで、利回りが非連続的に低 下する局面が生じている。現代のように10年国 債利回りを求めようとしても、このように利率 差による非連続面が生じてしまうため、国債市 場の推移を表現する指標として10年国債利回り を採用することは難しいと言えよう。

当時, 売買高が多かった甲号五分利公債と第 一四分利債の利回りのイールドスプレッドの推 移を確認しても、1932年後半以降、イールドス プレッドは拡大して0.50%を上回り、馬場財政 期に1%程度まで拡大しており、高利率債とそ れ以外の債券との差が顕著になっていることが 確認できる3)。このことから、利率毎に異なる 利回り水準が形成されていること、さらにその イールドスプレッドが時系列で変化したことか ら、戦前期の国債市場の特殊性を認識すべきと 言えよう。特に、30年代末以降は、四分半利 債. 四分利債. 三分半利債の利回りが収束し. 五分利債のみ他の利率債とのイールドスプレッ ドが高止まりしていたため、甲号五分利債や第 一四分利債といった個別銘柄の利回り推移を用 いても昭和初期の国債利回りの推移を代表する ものにならないわけである。

(3) 低金利政策と利率間イールドスプレッド

1932年後半以降、甲号五分利債と第一四分利債のイールドスプレッドが拡大し始めたが、その背景で商業手形割引歩合やコールマネー金利水準は、低下基調で推移していた。金解禁時に、日歩1銭8厘(年率6.57%)まで引き上げられていた商業手形割引歩合は、1931年12月13





日の金輸出再禁止後に4回(32年3月,6月,8月,33年7月)にわたって引き下げられ,33年7月3日には日歩1銭(年率3.65%)にまで至る。市中金利は、高橋是清蔵相による政策いわゆる高橋財政の始動と共に、積極的な低金利政策が推進され、31年12月に6.60%まで上昇していた東京コールマネー(無条件)の金利水準が,33年7月には2.50%まで低下し、実に低下幅にして4%を超す大幅な低下となった。

国債市場では、金輸出再禁止直後こそ、金融 逼迫懸念・国債増発の不可避性から目立った利 回り低下に至らなかったが、32年3月に商業手 形割引歩合が引き下げられ、4月には国債担保 貸出の優遇措置がとられ、7月には「資本逃避 防止法」が制定される中で利回り低下が顕著に なり始めた。

特に32年7月に制定された「国債ノ価額計算ニ関スル法律」すなわち国債の標準発行価格制⁴⁾は、国債優遇策の一つとして括目すべきであろう。「巨額の公債を日銀引受けで発行し、これを市場に売り出してゆく、いわゆる国債の消化を順調にすすめるためには、国債の価格を維持することが最も大切であった⁵⁾」こと

から、昭和七年法律第一六号「国債ノ価額計算ニ関スル法律」が制定・施行された。そこには、「大蔵大臣ノ告示スル標準発行価格ニ依ルコトヲ得但シ其ノ取得ノ際ニ於ケル時価ヲ超ユルコトヲ得ズ⁶⁾」と記され、標準発行価格による国債価額計算が認められるようになったのである。金融機関にとって、財産目録に計上する国債の評価値に対する関心は、非常に大きい。市場価格に連動した時価評価を採用していれば、国債を保有する金融機関等の営業報告書等で記載する財政状態及び企業業績の数値が変動することになるからである。

明治三十八年法律第二十号「国債證券価格計算二関スル法律」の場合には、「軍備補充ノ為及臨時事件費支辨ノ為發行スル國債證券ニ付テハ其ノ最低發行價格ヲ以テ債權ノ價格トシテ計算スルコトヲ得⁷⁾」とあり、国債の価格計算に関する特例は、軍事公債等に限られていたものの、32年には、外国債を除く国債に適用拡大されることになったのである⁸⁾。金融機関にとっては、標準発行価格を下回る水準で時価評価する必要がなくなったため、将来大幅な金利上昇が発生したときに評価損計上に追い込まれる事

態を回避できることを意味した。以上の手当てをした上で、32年11月25日には、四分半利国庫債券の日本銀行による国債引受が実施された。 その後に実施される日銀引受国債の市中売却の際に、金融機関が自発的に国債保有するように促す政策が事前に準備されていたわけである。

ところで、東京コールマネーの金利水準は 1932年に急速に低下しているものの、国債利回 りの低下進度は非常に遅々としたものであっ た。31年12月の甲号五分利公債利回りが5.92% (時価87.00円), 第一四分利公債利回りが5.63% (73.41円) であったのに対して、33年8月に は、4.86% (時価102.10円)、4.03% (時価99.36 円)まで利回り低下(価格上昇)しているが、 この間の利回り低下幅は五分利債よりも四分利 債が目立って大きい。また、1933年以降は利回 り低下基調が止まり、甲号五分利公債利回りは 5%割れ水準で、第一四分利公債利回りは4% 超水準で半ば固定化されている。これは、すで に1932年7月には、特別五分利公債(1935年償 還) や満期償還日が迫っている五分利国庫債券 の価格が100円を上回り (オーバーパー). 低利 借換えによる損失リスクを懸念して、金融市場 が償還額面価格100円を意識し始めた可能性が ある。市中金利の大幅な低下により、 趨勢的な 金利低下が進んでも、国債時価が100円を超過 してくると価格上昇が抑制されることで、高利 率債の利回り低下進度が鈍り、相対的に低利率 **債利回り低下幅が大きくなったと解せよう。**

市中金利が大幅に低下した1926年後半から28年にかけての場合には、国債価格が100円を上回る水準まで上昇しなかった。そのため甲号五分利債と第一四分利債のイールドスプレッドが大幅に拡大することはなかったが、1932年以降は、商業手形割引歩合も東京コールマネーも、さらに水準が低下したことで、五分利債価格が100円を上回ったため、低利借換え懸念から利回り低下が抑制されるようになり、第一四分利債とのイールドスプレッドが拡大した可能性を指摘できよう。

http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.
htm

- 2) 1999年3月以前は、流通市場で流動性の高い指標銘柄 が選ばれ、長期金利の指標とされてきたため、必ずしも 残存年数10年の国債であったわけではない。流動性の高 さから、他の銘柄との利回り格差が大きくなる現象も頻 発した点には注意が必要であろう。
- 3) 利率別の主たる国債種別は,五分利債が五分利公債, 甲号五分利公債,五分利国庫債券,四分半利債が四分半 利国庫債券,四分利債が四分利公債,第一四分利公債, 第二四分利公債,四分利国庫債券,そして三分半利債が 三分半利国庫債券,支那事変国庫債券,支那事変特別国 庫債券,大東亜戦争国庫債券,大東亜戦争特別国庫債券 に区分される。
- 4) 大蔵省〔1954〕, 243頁によれば、標準発行価格は、国 債の種類ごとに告示され、発行年及び銘柄記号が同じで 二つ以上の発行価格のあるものに付いては、その発行価 格の平均とされた。
- 5) 大蔵省〔1954〕, 241頁~242頁.
- 6) 大蔵省〔1954〕, 534頁.
- 7) JACAR (アジア歴史資料センター) Ref.A03020616600, 御署名原本・明治三十八年・法律第二十号・国債証券価格計算ニ関スル件(国立公文書館).
- 8) 大蔵省〔1954〕に、「事変以来の国債発行条件は、利率三分五厘で、期限十七年三ヵ月、発行価格九十八円もの(歳入補填公債)と、期限十一年二ヵ月、発行価格九十八円五十銭もの(事変公債)の二種類を併用」したとあるように、国債発行についても国債価格の現状維持を図る観点から一定条件への固定化が行われ、事実上の規制金利が採用されたと言える。

3. 1936年の低利借換え

(1) 1936年馬場財政の低利借換えに至るまでの経緯

五分利債の利回り水準は、市場参加者の「高利率債選好」と「高利率債忌避」の間を揺れ動き、特に1936年の二・二六事件を境に、四分利債とのイールドスプレッドが拡がった。五分利債と四分利債のイールドスプレッドが変動することや、発行残高の主軸は、低利率債に移行することからも⁹⁾、五分利債を代表する甲号五分利公債は、国債市場の指標利回りとは言い難い状況に至った。

このイールドスプレッド拡大の経緯を確認すると、金融緩慢期であった1935年には、「低利物に對する人氣は、高率物に奪はれ、自然高率物としての五分利債、外債の相場が連續強調を呈してゐる¹⁰⁾」とあり、低利借換え懸念はあるものの、利回りの高い五分利債に対する選好が

強かったことが窺え、四分利債とのイールドスプレッドも縮小傾向で推移していた。一方、「二・二六事件後は一變し、高利率債は再び借換懸念に襲はれ、事件後蓋明けされた市場では五分利は一擧二圓方暴落し、これに對して四分利は低金利見越によって微騰さへ示した¹¹⁾」とあるように、低利借換え懸念が強まり五分利債は利回り上昇(価格は低下)するにもかかわらず、金融緩和が強化されることを市場が織り込み四分利債は利回り低下(価格は上昇)したのである。

1936年は、「健全財政主義、國債漸減主義、 低金利漸進主義は脆くも崩壊し、之にとつて代 わったものは財政膨張、 國債増發の容認であ り、茲に低金利は再び急激に推し進められるに 至ったのである12)」と表現されているように、 国債市場にとって大きな転換期であった。ま た、1932年11月から実施される日本銀行による 国債引き受け前から、甲号五分利債と第一四分 利債のイールドスプレッドは急拡大しており (32年8月0.10%から33年8月0.83%まで上 昇). この転換期である1936年に至るまでの期 間についても、前章で記したように国債市場の 価格形成に変化が発生していたことが確認でき る。その経緯の延長線上で、低利借換え懸念に 対する不安感を払しょくする意義も込めて高橋 蔵相は、「今日では未だ此五分利公債を低利に 借換へると云ふ、 さう云ふ時期は来て居ら ぬ13) | と発言した可能性がある。高橋蔵相は、 高止まりするイールドスプレッドを前に、低利 借換え否定発言を余儀なくされたと言えよう。 その後、イールドスプレッドは若干縮小し、国 債市場の懸念は一時的に落ち着きを取り戻した ことが観察されるが、その蔵相が暗殺されたた め、低利借換え懸念が一気に噴き出し、国債管 理政策の転換可能性が急速に高まったと解せよ う。

(2) 甲号五分利公債と第一四分利公債の利回り逆行

図2を通して、1936年の国債市場の推移を確認してみると、1936年3月以降、低利借換え観

測が強まったため、オーバーパー幅が5.54円になるまで上昇していた甲号五分利公債は、4円超暴落している。わずか三カ月の間に、利回り幅にして0.30%の上昇である。対照的に第一四分利公債の時価は、アンダーパー(時価が償還価格である100円を下回っていること)から急上昇し、甲号五分利公債の時価を上回り逆転している。償還期限が異なるとはいえ、低利率債が高利率債の価格を上回るというのは尋常なことではない。これは、据置期間を過ぎている高利率債は、パー(100円)で低利率債に借り換えられるリスクがあるため、低利率債よりも忌避される(低利率債が選好される)という市場参加者の国債保有モチベーションの減退がはたらいているからであると推察される。

具体的にみると、甲号五分利公債を保有して いる投資家にしてみれば、国債市場を通して 105.54円で売却できるときに、大蔵省の決定に より100.00円で低利借換えされれば、機会損失 が5.54円生じてしまう。その代わりに、手に入 れることが可能なのは、より利回り水準の低い 低利率債ということになれば、 われ先にと高利 率債を売却する動きが加速することになるだろ う。そこで、低利借換えリスクの低い四分利債 が選好され、真っ先に低利借換えのターゲット になる五分利債が忌避されるわけである。政府 は、低利借換え対象の利率が高いほど、経済効 果が高いため (利払費が圧縮できるため), 高 利率債ほど低利借換えの可能性が高い。趨勢的 に金利が低下している局面では、据置期間に該 当しない高利率債は、このように低利借換えり スクを織り込み、市場参加者から忌避されるこ とになるわけである。現代の日本国債市場で発 行される国債の場合には、繰上償還条項 (コー ル条項)がないため、このような現象が発生す る可能性は低いが14, 当時の高利率債忌避行動 は、定常的に甲号五分利公債の利回りにプレミ アム (価格ディスカウント) を付与したと考え ることが可能である。

1937年1月22日に,馬場鍈一蔵相は,「昨年五月一日より九月十五日迄の間に於て,総額二十一億余万円に上る五分利国庫債券を,三分

半利国庫債券に借換へたのでありまするが、政府と致しましては国債に付ては尚ほ当分の中、現在の金利水準を維持せんとする方針でありまして、残余の五分利付及四分半利付の公債二十九億余万円も、適当なる機会に於て是が低利借換を実行致したいと考えて居る次第であります¹⁵⁾」と演説しており、1936年に大量の低利借換えを実施し、さらに今後も五分利債および四分半利債の低利借換えに対する含みを残している。そのため、国債市場参加者は、さらなる低利借換えによる損失が生じる懸念を持ち、高利率債忌避姿勢を捨てることはなかったが、金融緩慢期に生じる高利率債選好姿勢との間を揺れ動くのであった。

さらに、高利率債の利回りにプレミアムを付与する事象として、1936年9月に、税制改正案が発表された点が挙げられる。国債の利子が課税対象になる可能性を嫌気して、国債の利回りの上昇要因となったが、中でも利率が4%を超える国債については、課税率が加算されたことで、四分半利債、五分利債の利回り上昇圧力は大きかったのである。このように低利借換えり

スクに加え, 高利率債の課税負担強化は, 市場 参加者の忌避姿勢を強化した可能性も指摘でき よう。

(3) 低利借換え前後の国債市場の状況

1936年の低利借換えが、利率の相違により国債市場の価格決定過程に影響を及ぼしていた可能性を指摘したが、当時の国債市場の状況を、利率差に着目して整理してみたい。利率差という切り口で1936年の低利借換え前後の国債未償還残高、発行(起債)額、償還額、売買高などの指標を整理すると、この時期の国債管理政策と低利借換えが密接に関係していたことが明らかになってくる。

国債の発行面からみると、1926年から31年にかけての起債はすべて五分利債であったが、高橋財政が始まる32年以降の低金利政策により、四分半利債及び四分利債の発行が急拡大する(表1-1参照)。34年及び35年の発行の大部分は四分利債になり、高橋財政期の新規政府調達コストの主軸は、5%程度から4%程度に1%も低下したわけである。さらに二・二六事

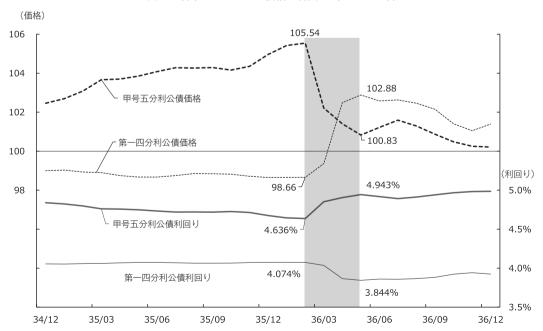


図2 利率の違いによる価格・利回り(1935~36年)

(データ) 大蔵省「国債統計年報」・「金融事項参考書」, 東京株式取引所・日本証券取引所「統計月報」

件後の36年3月以降に始まる馬場財政では、低利借換えが実施され、発行の軸足が三分半利債となり、37年以降に起債される国債は、割引債と賜金国庫債券(利率3.65%)を除くと、ほとんどが三分半利債となっている。これは、1936年の低利借換えを分水嶺として、国債発行が三

分半利債中心に移行したことを意味しており, 発行面での国債発行方針と低利借換えが密接な

関係を有していたことが確認できよう。

次に国債の償還面からみると、日本銀行国債 引受が1932年11月から開始され本格化する33年 には償還額が激減しているのは、33年に満期償 環を迎える内国債が無かったことの影響が大き い (表1-2参照)。概ね35年までは、償還の 太宗は満期償還と買入償還(期限前償還の一種 だが、市場価格で政府が国債を購入して償還す るため、低利借換えと経済効果・市場影響度は 大きく異なる) であったが、20億円を超える36 年の低利借換えによる期限前償還が実施された 後は、買入償還なども抑制される。これも、37 年以降に償還を迎える五分利国庫債券が前倒し されて36年に低利借換えされたため、37年以降 に償還額が激減したと考えられよう。償還面か らも、低利借換えが大きな影響を及ぼしていた ことが確認できる。尚、1927年にかけての「そ の他利率債」の償還額は、臨時国庫証券の満期 償還によるものである。

これらの発行・償還額の変化は、年末未償還残高、すなわち国内債残高に反映される。五分利債の残高は、36年に大幅に減少し、その間隙をついて三分半利債のシェアが急拡大しているのである。35年までは、国債残高の半分以上のシェアを維持していた五分利債も36年には4分の1に低下し41年には6%強まで急減しているが、三分半利債は、36年に約30%まで占有するに至っているのである。41年には、三分半利債は80%を超えるまでにシェアアップしており、国債残高面で見ても36年の低利借換えは一大転換期であったと言えよう。

ところで、国債の流通市場については、店頭 市場のデータ制約があるため、東京株式取引所 の債券実物取引の売買高を利率別に確認してみ

よう。同取引所では、長期清算取引市場で一部 の主要銘柄を上場させているが、ここではより 多くの銘柄が上場している実物市場(年によっ て異なるが25銘柄から56銘柄が対象。表2参 照)を見ると、上場銘柄数は、1936年までは圧 倒的に五分利債が多かったが、37年以降は三分 半利債の銘柄数が増加する。売買高もこの銘柄 数に応じ、35年に五分利債の売買高はピークア ウトし四分利債. 三分半利債の売買高が増加す る。見逃してはいけないのは、未償還残高が増 加しているにもかかわらず、売買高合計は1940 年に最高額を記録した後に、減少傾向で推移し ているという点である。三分半利債を中心に銘 柄数は多いものの. 残高対比の売買額が逓減 し、戦時金融統制の影響で市場の流動性が低下 していたことが推察されよう。また、1936年に も一時的に売買高のピークを迎えていることか ら、低利借換え懸念が高まった36年と40年に売 買高が増勢するものの, 国債未償還残高対比の 売買高は低下基調で推移し. 市場による価格決 定過程に影響していた可能性があると言えよ

以上のように、国債の発行・償還・流通面の 各市場を確認していくと、低利借換えと歩調を 合わせるように、国債管理政策や市場環境が変 化していると言えそうである。

(4) 低利借換えと市場の反応

低利借換えについて大蔵省理財局は、1926年に『英国の国債に関する調査』を作成し、その「第一章 国債総説 第六節 国債の借換に就いて「60」において、英国の借換え(Conversion)事例を紹介している。同調査では、借換えについて、「本來の意味の借換公債は政府が一般所有者に對して或條件を提示して或る既發公債との交換を行ひ、若し之に應じないものは其對まとなれる公債の償還期に現金を以て之を償還するものである」と定義している。強調されているのは、「一公債の償還期限が到来するも國庫に其全部又は一部を償還する餘裕の無い場合に別に起債に依て調達した資金を以て償還する所作は国債の置換(replacement)であるから之

表1-1 昭和初期内国債利率別未償還残高・年間発行額推移

				_	9国慎利举列本(1)	昭和初期内国慎利率別本償遠残局・中间充仃親推移	5.仃积胜移					
		中	年末未償還残高	(額面・単位円)				年末未償還残高比率	發高比率	(額面合計対比	対比)	
	石	五分利債	四分半利債	四分利債	三分半利債	その他利率債	中丰	五分利債	四分半割債	四利分衡	三分半利債	その他 利率債
1923年末	3,093,166,625	2,601,751,700	0	268,126,700	0	223,288,225	100.0%	84.1%	%0.0	8.7%	%0.0	7.2%
1924年末	3,227,908,625	2,736,830,650	0	267,789,750	0	223,288,225	100.0%	84.8%	%0.0	8.3%	%0.0	%6.9
1925年末	3,525,900,225	3,087,966,800	0	267,645,200	0	170,288,225	100.0%	%9'28	%0.0	%9'.	%0.0	4.8%
1926年末	3,684,388,500	3,346,551,125	0	267,549,150	0	70,288,225	100.0%	%8'06	%0.0	7.3%	%0.0	1.9%
1927年末	3,901,778,800	3,635,023,750	0	266,755,050	0	0	100.0%	93.2%	%0.0	%8.9	%0.0	%0.0
1928年末	4,346,454,475	4,080,819,225	0	265,635,250	0	0	100.0%	93.9%	%0.0	6.1%	%0.0	%0.0
1929年末		4,193,664,800	0	265,158,700	0	0	100.0%	94.1%	%0.0	2.9%	%0.0	%0.0
1930年末	4,461,837,075	4,199,947,225	0	261,889,850	0	0	100.0%	94.1%	%0.0	2.9%	%0.0	%0.0
1931年末	4,525,470,725	4,264,087,725	0	261,383,000	0	0	100.0%	94.2%	0.0%	5.8%	%0.0	%0.0
1932年末	5,150,452,850	4,690,906,500	200,000,000	259,546,350	0	0	100.0%	91.1%	3.9%	2.0%	%0.0	%0.0
1933年末		4,717,412,450	715,000,000	967,647,600	0	0	100.0%	73.7%	11.2%	15.1%	%0.0	%0.0
1934年末	7,242,608,625	4,617,427,650	715,000,000	1,910,180,975	0	0	100.0%	63.8%	%6.6	26.4%	%0.0	%0.0
1935年末	8,208,005,325	4,496,619,900	715,000,000	2,996,385,425	0	0	100.0%	54.8%	8.7%	36.5%	%0.0	%0.0
1936年末	9,072,124,650	2,265,707,125	715,000,000	3,411,165,250	2,680,252,275	0	100.0%	25.0%	7.9%	37.6%	29.5%	%0.0
1937年末	10,585,150,975	2,265,623,125	715,000,000	3,411,806,225	4,192,721,625	0	100.0%	21.4%	%8.9	32.2%	39.6%	%0.0
1938年末	14,934,733,575	2,265,630,600	715,000,000	3,411,758,175	8,542,344,800	0	100.0%	15.2%	4.8%	22.8%	57.2%	%0.0
1939年末	20,253,576,975	2,265,648,200	715,000,000	3,411,781,925	13,794,646,850	66,500,000	100.0%	11.2%	3.5%	16.8%	68.1%	0.3%
1940年末	27,008,153,550	2,265,660,225	715,000,000	3,411,816,300	20,389,677,025	226,000,000	100.0%	8.4%	3.6%	12.6%	75.5%	0.8%
1941年末	36,100,558,163	2,265,684,900	715,000,000	3,411,829,325	29,215,275,668	492,768,270	100.0%	6.3%	2.0%	9.5%	%6.08	1.4%
		年間	年間発行(起債)額	額(額面・単位円	(h		中	年間発行(起	(起債) 額比率	(額面	合計対比)	
	石	五分利債	四分半利債	四分利債	三分半利債	その他利率債	有	五分利债	四分半利債	四個分類	三分半利債	その他利率値
1924年	699,459,300	493,459,300	0	0	0	206,000,000	100.0%	70.5%	%0.0	%0.0	0.0%	29.5%
1925年	822,709,850	722,709,850	0	0	0	100,000,000	100.0%	82.8%	%0.0	%0.0	%0.0	12.2%
1926年	504,095,150	504,095,150	0	0	0	0	100.0%	100.0%	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0
1927年	651,079,300	651,079,300	0	0	0	0	100.0%	100.0%	0.0%	%0.0	%0.0	%0.0
1928年	879,767,200	879,767,200	0	0	0	0	100.0%	100.0%	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0
1929年	441,620,725	441,620,725	0	0	0	0	100.0%	100.0%	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0
1930年	368,968,825	368,968,825	0	0	0	0	100.0%	100.0%	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0
1931年	300,160,500	300,160,500	0	0	0	0	100.0%	100.0%	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0
1932年	813,610,950	613,610,950	200,000,000	0	0	0	100.0%	75.4%	24.6%	%0.0	%0.0	%0.0
1933年	1,257,214,525	34,068,975	515,000,000	708,145,550	0	0	100.0%	2.7%	41.0%	26.3%	%0.0	%0.0
1934年	942,643,800	6,125	0	942,637,675	0	0	100.0%	0:0%	0.0%	100.0%	0.0%	%0.0
1935年	1,086,257,450	9,150	0	1,086,248,300	0	0	100.0%	0:0%	0.0%	100.0%	0.0%	%0.0
1936年	3,095,699,850	12,100	0	415,435,475	2,680,252,275	0	100.0%	%0'0	0.0%	13.4%	%9.98	%0.0
1937年	1,513,126,075	4,375	0	646,500	1,512,475,200	0	100.0%	0.0%	0.0%	%0.0	100.0%	%0.0
1938年	4,349,704,575	7,600	0	73,200	4,349,623,775	0	100.0%	0:0%	0.0%	0.0%	100.0%	%0.0
1939年	5,318,845,650	18,225	0	23,950	5,252,303,475	66,500,000	100.0%	%0.0	%0.0	%0.0	82.2%	1.3%
1940年	6,754,576,650	12,025	0	34,450	6,595,030,175	159,500,000	100.0%	%0.0	%0.0	%0.0	%9'.26	2.4%
1941年	9,092,405,313	24,725	0	13,075	8,825,599,243	266,768,270	100.0%	%0.0	%0.0	%0.0	97.1%	2.9%
(注1) 力	大蔵省理財局「金融事項参考書(大正13年調~昭和17年調)	! 事項参考書 (大正	13年調~昭和17年	9	「國債起債償還及未償還額表」	表 · 「國債起債及償還明細表		に基づき内国債額を利率に区分。	借箱を利率	に区分。		

大蔵省理財局「金融事項参考書(大正13年調~昭和17年調)」の「國債起債償還及未償還額表」・「國債起債及償還明細表」に基づき内国債額を利率に区分。 臨時国庫債券を含む数値,その他利率債には割引債含む。年間発行額には,代償発行(交付公債)含む。 (洪1)

表 1 - 2 昭和初期内国債利率別年間償還額推移

				1			1					
			年間償還額(額	(額面・単位円)				年間償還額比率	\sim	額面合計対比)	t 比)	
	和	五分利債	四分半利債	四分利債	三分半利債	その他利率債	和	五分利債	四分半利債	四分利債	三分半利債	その他 利率債
1924年	564,717,300	358,380,350	0	336,950	0	206,000,000	100.0%	63.5%	%0.0	0.1%	%0.0	36.5%
1925年	524,718,250	371,573,700	0	144,550	0	153,000,000	100.0%	%8'02	%0.0	%0.0	%0.0	29.2%
1926年	345,606,875	245,510,825	0	090'96	0	100,000,000	100.0%	71.0%	%0.0	%0.0	%0.0	28.9%
1927年	433,688,350	362,606,025	0	794,100	0	70,288,225	100.0%	83.6%	%0.0	0.2%	%0.0	16.2%
1928年	435,092,175	433,972,375	0	1,119,800	0	0	100.0%	%2'66	%0.0	0.3%	%0.0	%0.0
1929年	329,251,700	328,775,150	0	476,550	0	0	100.0%	%6.66	%0.0	0.1%	%0.0	%0.0
1930年	365,955,250	362,686,400	0	3,268,850	0	0	100.0%	99.1%	%0.0	%6.0	%0.0	%0.0
1931年	236,526,850	236,020,000	0	206,850	0	0	100.0%	88.66	%0.0	0.5%	%0.0	%0.0
1932年	188,628,825	186,792,175	0	1,836,650	0	0	100.0%	%0.66	%0.0	1.0%	%0.0	%0.0
1933年	7,607,325	7,563,025	0	44,300	0	0	100.0%	99.4%	%0.0	%9.0	%0.0	%0.0
1934年	100,095,225	99,990,925	0	104,300	0	0	100.0%	%6.66	%0.0	0.1%	%0.0	%0.0
1935年	120,860,750	120,816,900	0	43,850	0	0	100.0%	100.0%	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0
1936年	2,231,580,525	2,230,924,875	0	029'229	0	0	100.0%	100.0%	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0
1937年	99,750	88,375	0	5,525	2,850	0	100.0%	88.6%	%0.0	5.5%	2.9%	%0.0
1938年	121,975	125	0	121,250	009	0	100.0%	0.1%	%0.0	99.4%	0.5%	%0.0
1939年	2,250	625	0	200	1,425	0	100.0%	27.8%	%0.0	8.9%	63.3%	%0.0
1940年	22	0	0	22	0	0	100.0%	0.0%	%0.0	100.0%	%0.0	%0.0
1941年	200	20	0	20	009	0	100.0%	7.1%	%0.0	7.1%	85.7%	%0.0

年間償還額は、満期償還・買入償還の他に1936年の借換償還等を含む。 1927年・28年の五分利債および合計数値は、未償還残高変化額と年間発行額から年間償還額を差し引いた額が650円一致しない。 (注3) (注4)

表 2 昭和初期内国債利率別売買高推移 (東京株式取引所・債券実物取引)

	三分半利債	%0:	%0:	%0:	%8.	.7%	.2%	%8:	%6.	.3%	26.9%
		_	_								
	国外						48.4%				27.7%
売買高比率	四分半 利債	l .	l .	l .	l .		2.7%				
売	五分利債	80.7%					24.7%				13.8%
	台	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	三分半利債	0	0	0	71,578,200	150,415,125	83,705,100	204,184,775	264,172,260	236,833,975	182,340,725
(日)	四分利債	27,335,900	34,194,400	84,818,375	193,567,875	194,082,250	191,271,000	198,061,150	202,403,100	89,949,175	88.603.225
売買高(額面・単位円)	四分半利債	7,586,000	23,431,500	33,805,000	38,961,000	43,155,875	22,568,000	50,241,950	49,661,500	22,844,000	5,115,000
売買肩	五分利債	146,438,775	98,157,600	254,641,100	216,285,600	86,780,375	97,459,900	134,554,700	163,178,750		44,360,550
	石	0 181,360,675	155,783,500	373,264,475	520,392,675	474,433,625	395,004,000	587,042,575	679,415,610	406,479,000	24 320,419,500
	三分半利債	0	0	0	9	10	23	45	53	25	24
	四分 利債	3	9	11	18	8	7	5	5	5	5
場銘柄数	四分半利債	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
14	五分利債	27	27	92	25	4	3	3	3	3	3
	和	33	36	40	25	22	36	99	40	36	35
		1933年	1934年	1935年	1936年	1937年	1938年	1939年	1940年	1941年	1942年

(注1) 東京株式取引所「統計年報(昭和8年~昭和17年)」の「債券実物取引相場表」に基づき内国債の売買高(額面)を利率毎に集計したもの。

を Conversion とは謂はない」として、償還期限到来前の借換えと峻別している点である。しかし、現在の日本国債制度にあって、借換債と言えば、既に発行した国債の償還財源を調達するために発行される国債のことであるため、本研究で取り上げている1936年の低利借換えは、18世紀以降の英国国債史で注目されてきた借換えと同様に、償還期限到来前の借換えとして峻別すべきである。

低利借換えに国債市場が影響を受けた英国の 事例としては、18世紀半ばの各種英国債の統合 が、ヘンリー・ペラム (Henry Pelham) によ る低利借換えが成功する中で達成された事例 や¹⁷⁾. 1888年の英国のジョージ・ゴッシェン (George Joachim Goschen) による低利借換 えの際に、趨勢的に金利が低下する中で、利率 2.5%の年金公債が利率3%のコンソル債より も選好され、利回りが大幅に低くなった事例な どを挙げることができる。これは、当時の国債 市場参加者が、オーバーパーの高利率債が低利 借換えされる際の損失を回避する行動の結果と 考えることができる¹⁸⁾。19世紀の英国にあって も、金利の趨勢的低下期に、市場参加者の高利 率忌避行動が確認されるが、この実態調査を大 蔵省が1926年段階で実施しており、将来の選択 肢の一つとしての検討材料を得ていた点は特筆 すべきであろう。資金運用者にとっては、償還 期限到来前のどの時点で借換えが実施されるか 不確定であることから、発行時と比較して利回 り水準が低下していれば(価格が上昇しオー バーパーになっていれば)、債券発行者である 政府の恣意性に委ねられた借換え懸念を常に抱 かねばならないことになる。

この懸念は、前述したように同利回り水準であれば価格水準が高い高利率債ほど大きくなるのは当然である。高利率債に対する市場参加者の「低利借換え懸念」は、金利低下が進み四分利債の比率が高まり始めた1934年度以降、目立つようになっている。1934年度には、「(五分利借換懸念について)當局の幾度かにわたる借換否定の聲明があつたに不拘、相場は逐次下落し、更に特別利得税の問題で急落¹⁹」、1935年

度には、「五分利債は、前年下期に借換懸念で 百二圓五十銭まで下押して(中略)年末に於け る高値示現は、借換懸念の解消が一つの理 由²⁰⁾」と記されている。

1936年の五分利債の価格下落(利回り上昇) は顕著であったが、表3および表4は、1936年 5月から9月にかけて、5回にわたり五分利国 庫債券が三分半利国庫債券に借り換えられた実 態を、価格推移も含めて一覧表にしたものであ る。満期償還を迎えていなかった五分利国庫債 券35銘柄が、三分半利国庫債券5銘柄に借り換 えられる対応関係を示しているが、馬場蔵相の 就任と共に、大幅に五分利国庫債券の価格が下 落し、償還単価である100円に収束しているの が明らかである。日銀引受であった第一回借換 と第二回借換を除くと、代用発行が認められた 第三回以降の借換では、借換償還債券(五分利 国庫債券)による代用で0.50円ほど現金発行よ りも安価で購入できるという特典が付与されて いる。しかし、この間に四分利債の価格は上昇 しているにもかかわらず、五分利国庫債券は、 償還期間が長く価格が高かったものほど大幅に 価格が下落しており、この間の時価変動により 国債保有者の投資収益率(リターン)は大幅に 低下した。このような借換えが実施された後に は、逆に残された五分利公債等について、当 面、借換えが実施されないという見通しが強ま れば、三分半利債よりも利回り水準が高いこと から、相対的に市場参加者による利回り目当て の購入意欲も高まるようになったのである。

五分利国庫債券の三分半利国庫債券への借換えが実施された後には、『日本経済年誌』には、次のような記述も見られる。「五分利は乗替應募の場合或程度の特典を與へられた為め微騰し、更に借替が期近物から漸次行はれること、なつたので同じ五分利の中でも償還期限の遠いものは採算的に相當の回復を見るに至った²¹⁾」、1937年度には、「い號四分半、五分利等の高率債は借換懸念全くの解消で、一時はむしろ強調を呈してゐた²²⁾」、そして1938年度には、「低金利の見越による高率債への買氣が旺盛となり、借換懸念の解消せる五分利債は品薄と相

表 3 借換償還される五分利国庫債券の価格推移(1936年1月~9月)

					1年1月27~		価格推移				
回号	償還日	額面(円)	36/01	36/02	36/03	36/04	36/05	36/06	36/07	36/08	36/09
23	37/03/01	14,845,700	101.69	101.69	101.43	100.20					
26	37/03/01	14,961,775	101.69	101.69	101.43	100.20					
27	36/09/01	89,848,575	100.99	100.99	100.81	100.12					
28	37/03/01	14,922,100	101.69	101.69	101.43	100.20					
29	36/12/01	64,957,750	101.29	101.29	101.10	100.18					
30	37/03/01	14,907,700	101.69	101.69	101.43	100.20					
32	37/06/01	99,360,475	101.89	101.89	101.62	100.26	100.00				
33	38/09/01	14,477,625	102.59	102.60	102.03	100.60	100.00				
34	38/03/01	59,635,150	102.49	102.50	101.99	100.29					
35	38/09/01	9,884,850	102.59	102.60	102.03	100.60	100.00				
36	38/12/01	59,078,700	102.79	102.80	102.09	100.60	100.00				
37	39/06/01	79,275,200	103.19	103.23	102.22	100.60	100.00				
39	38/09/01	14,909,300	102.59	102.60	102.03	100.60	100.00				
40	39/12/01	74,496,025	103.39	103.43	102.31	100.60	100.00				
41	40/09/01	53,546,300	103.59	103.69	102.39	100.73	100.31	100.44	100.55		
42	41/09/01	88,908,000	103.78	103.92	102.50	100.73	100.31	100.44	100.55		
43	47/12/01	75,169,100	105.01	104.97	102.04	100.85	100.57	100.77	101.41	101.57	
44	39/12/01	58,468,750	103.39	103.43	102.31	100.60	100.00				
45	47/12/01	132,531,700	105.01	104.97	102.04	100.85	100.57	100.77	101.41	101.57	
46	47/12/01	53,445,250	105.01	104.97	102.04	100.85	100.57	100.77	101.41	101.57	
47	47/12/01	58,139,850	105.01	104.97	102.04	100.85	100.57	100.77	101.41	101.57	
48	53/09/01	165,530,700	105.06	105.04	102.07	101.07	100.76	101.08	101.52	101.27	101.10
49	53/09/01	112,707,350	105.06	105.04	102.07	101.07	100.76	101.08	101.52	101.27	101.10
50	41/09/01	89,252,300	103.78	103.92	102.50	100.73	100.31	100.44	100.55		
51	42/06/01	28,322,300	103.97	104.11	102.59	100.73	100.31	100.44	100.55		
52	42/06/01	63,820,900	103.97	104.11	102.59	100.73	100.31	100.44	100.55		
53	42/06/01	28,701,300	103.97	104.11	102.59	100.73	100.31	100.44	100.55		
54	43/06/01	82,970,000	104.18	104.31	102.67	100.73	100.31	100.47	101.07	101.30	
55	43/06/01	41,997,400	104.18	104.31	102.67	100.73	100.31	100.47	101.07	101.30	
56	44/06/01	45,000,000	104.39	104.50	102.74	100.73	100.31	100.47	101.07	101.30	
57	49/09/01	87,999,750	104.88	104.86	102.02	100.81	100.56	100.84	101.51	101.27	101.10
58	49/09/01	56,042,000	104.88	104.86	102.02	100.81	100.56	100.84	101.51	101.27	101.10
59	39/03/01	41,999,800	103.09	103.13	102.18	100.60	100.00				
60	39/09/01	52,999,900	103.29	103.33	102.26	100.60	100.00				
61	45/06/01	92,999,650	104.85	104.90	102.84	100.73	100.31	100.47	101.07	101.30	
借換	增還額面	2,136,113,225									

⁽注1) 本表は、大蔵省〔1954〕270頁の第七十八表を基に、五分利国庫債券と三分半利国庫債券の回号を対応させたもの。

⁽注2) 五分利国庫債券の借換償還額面は、1936年3月末 (35年度末)の額面 (円)。

⁽注3) 五分利国庫債券の価格推移は、大蔵省理財局「国債統計年報(各年度)」東京市場・月中平均価格。

表 4 借換償還される五分利国庫債券に対応する借換発行される三分半利国庫債券

———	2X 7		第一回借換え	第二回借換え	第三回借換え	第四回借換え	第五回借換え
回号	償還日	額面 (円)	36/05/01	36/06/01	36/07/15	36/08/15	36/09/15
23	37/03/01	14,845,700	14,845,700				
26	37/03/01	14,961,775	14,961,775				
27	36/09/01	89,848,575	89,848,575				
28	37/03/01	14,922,100	14,922,100				
29	36/12/01	64,957,750	64,957,750				
30	37/03/01	14,907,700	14,907,700				
32	37/06/01	99,360,475	99,360,475				
33	38/09/01	14,477,625		14,477,625			
34	38/03/01	59,635,150	59,635,150				
35	38/09/01	9,884,850		9,884,850			
36	38/12/01	59,078,700		59,078,700			
37	39/06/01	79,275,200		79,275,200			
39	38/09/01	14,909,300		14,909,300			
40	39/12/01	74,496,025		74,496,025			
41	40/09/01	53,546,300			53,546,300		
42	41/09/01	88,908,000			88,908,000		
43	47/12/01	75,169,100				75,169,100	
44	39/12/01	58,468,750		58,468,750			
45	47/12/01	132,531,700				132,531,700	
46	47/12/01	53,445,250				53,445,250	
47	47/12/01	58,139,850				58,139,850	
48	53/09/01	165,530,700					165,530,700
49	53/09/01	112,707,350					112,707,350
50	41/09/01	89,252,300			89,252,300		
51	42/06/01	28,322,300			28,322,300		
52	42/06/01	63,820,900			63,820,900		
53	42/06/01	28,701,300			28,701,300		
54	43/06/01	82,970,000				82,970,000	
55	43/06/01	41,997,400				41,997,400	
56	44/06/01	45,000,000				45,000,000	
57	49/09/01	87,999,750					87,999,750
58	49/09/01	56,042,000					56,042,000
59	39/03/01	41,999,800		41,999,800			
60	39/09/01	52,999,900		52,999,900			
61	45/06/01	92,999,650				92,999,650	
借換	負還額面	2,136,113,225	373,439,225	405,590,150	352,551,100	582,252,950	422,279,800

マシ ムー トル・トエ	### A ≃L (III)	\ . H	7 II)). 🗆	1.2 🗆) 7 🖽
発行銘柄	額面合計(円)	い号	ろ号	は号	に号	ほ号
償還日	_	48/06/01	49/06/01	50/03/01	50/12/01	51/06/01
発行価格	_	98.00	98.00	98.00	98.00	98.00
利回り (複利)	_	3.707%	3.695%	3.688	3.681%	3.677%
借換発行額面	2,152,590,000	381,000,000	413,000,000	361,590,000	597,000,000	400,000,000

⁽注1) 本表は、大蔵省〔1954〕270頁の第七十八表を基に、五分利国庫債券と三分半利国庫債券の回号を対応させたもの。

⁽注2) 三分半利国庫債券の借換発行額面は、1937年3月末(36年度末)の額面(円)。は、に、ほ号の発行価格・利回りは現金 発行の場合。代用発行の場合は、順に97.50円・3.736%、97.50円・3.727%、97.50円・3.722%。

俟つて漸次高歩調を辿り²³⁾」という具合に,低 利借換えリスクではなく,より高い利回りをよ り重視する投資姿勢が強まったのである。

その後は、このような懸念が再燃する際に は、1938年度後半に「十一月に入っても大勢は 依然保合裡に推移したが、唯五分利債は總動員 法十一條發動機運による高率配當株暴落の餘波 を避け得ず24)」とあるが、一転、1939年度に 「借替懸念解消により高率債に對する買氣には 侮り難きものがあった²⁵⁾」となるものの, 1940 年度に「(新内閣成立による借換懸念から甲號 五分利公債が激落する中) 高率物の低落を阻止 すべく. 政府當局は高率物借換を否定する聲明 を發し、市場に於ても國債相場の大巾騰落を阻 止する自粛申合せを行った²⁶⁾ という具合に、 政府の見解表明などにより、短時日のうちに国 債市場参加者が翻弄される様が読み取れる。こ のように、低利借換え懸念の消長は、低利率債 に対して利回りプレミアムが付与される高利率 債の人気を左右すると共に、利率によるイール ドスプレッドの常態化と変動の要因となったの である。

- 9) 時価総額ベース (残存年数1年超) の五分利債の比率 は、1936年3月の段階で50%を超えていたのに対して、 1937年3月に25%を下回った。その後漸減し、1944年11 月末には5%未満まで低下している (額面ベースは表1 - 1参照)。
- 10) 全国経済調査機関連合会編『日本経済年誌』昭和11年版, 証券市場, 公社債市場, 341頁。
- 11) 同昭和12年版, 証券市場, 公社債市場, 350頁。
- 12) 同昭和12年版, 証券市場, 公社債市場, 346頁。
- 13) 「公債問題に就いて 一森平兵衛の質問に対する答弁―昭和10年3月16日 於第六七議会貴族院臨時利得法委員会」、大蔵省〔1954〕593頁。しかし、将来については、以下のように言葉を濁している点は興味深い。同書595頁に、同議会(昭和10年3月20日)で、高橋蔵相は、「将来何処までも低金利の政策を維持しまして、五分利公債が機会ある毎に、償還期限の到来しないものでも、苟も据置年限の来たものに付ては低利に借換へるのだと云ふことを私今日言明することは避けたいと思ひます」とある。
- 14) 現在発行される日本国債は、平成10年12月(平成11年 1月債)から繰上償還条項が撤廃されているが、繰上償 還条項のある国債も相当期間にわたって残存している。 現代の国債管理政策の推移は、「主要な公的債務の現状 とその管理をめぐる課題について」、財務省『21世紀の 資金の流れの構造改革に関する研究会』研究報告(平成

12年6月29日) に詳しい。

- 15)「昭和十二年度予算案説明中の公債政策に関する演説」(昭和12年1月22日 於第七○議会衆議院本会議), 大蔵省 [1954] 599頁。
- 16) 大蔵省理財局〔1926〕, 205頁。
- 17) 岡本英男〔1981〕は、リデュースト債およびコンソル 債に各種国債が統合されていく過程を、低利借換えとの 関連で明らかにしている。
- 18) Homer [2005], 210頁。
- 19) 全国経済調査機関連合会編『日本経済年誌』,昭和10年版,証券市場,公社債市場,310頁。
- 20) 同昭和11年版, 証券市場, 公社債市場, 345頁。
- 21) 同昭和12年版, 証券市場, 公社債市場, 350頁。
- 22) 同昭和13年版, 証券市場, 公社債市場, 344頁。
- 23) 同昭和14年版, 証券市場, 公社債市場, 309頁。
- 24) 同昭和14年版, 証券市場, 公社債市場, 310頁。
- 25) 同昭和15年版, 証券市場, 公社債市場, 356頁。
- 26) 同昭和16年版, 証券市場, 公社債市場, 185頁。

4. 低利借換え以降の国債市場

(1) 同償還年債イールドスプレッドと高利 率債忌避

売買額の多かった甲号五分利公債(1962年,63年償還債)や第一四分利公債(1969年償還債)のイールドスプレッドは,残存年数は近似しているものの,償還年限の違いによるイールドカーブ形状変化による影響を受けてしまう。 異時点間での比較としては精緻さを欠くため,残存年数を揃えた同償還年債の組み合わせで,イールドスプレッドの推移を検証すべきであろう。1930年代以降で,同償還年で利率が異なる国債(四分利公債と五分利公債)が存在しているケースは、1967年、68年、69年、70年償還債の4つの組み合わせのみであった。

表5は、たとえば1967年償還債については、 五分利公債む号と四分利公債ほ号のイールドス プレッドを1934年3月から44年11月までの期間 で算出すると、最大が1.068%、最小が0.574%、 平均0.794%、標準偏差0.135%であったことを 示している。4つの償還債の組み合わせの平均 を求めると、おおむね4つの組み合わせのイー ルドスプレッドの最大、最小、平均、標準偏差 は等水準であり、同残存年数の組み合わせで、 どの組み合わせでも、ほぼ等しく利率間のイー ルドスプレッドが存在していた。

しかし、1936年に五分利国庫債券が期限前償還されたため、残存年数10年未満の五分利債が存在しなくなったことや、四分利債にあっても同様に残存年数10年未満の債券が存在していないことから、データ制約上、ゼロ・クーポン・イールド・カーブを推定することが残念ながら難しいと言えよう。	スプレッドが急拡大し、実際に低利借換えが実施された後は、時間経過とともにイールドスプレッドは縮小基調に転じていた。さらに、40年7月には第二次近衛内閣が組閣され、経済新体制下での低利借換えが実施されるのではないかとの再懸念が台頭した時期に、イールドスプレッドが拡大している。
ところで、これら1967年償還債等の4つの	1936年の急上昇局面では2カ月間に0.49%,
図3 同償還年債イールドスプレッド(ヨ 1.30% 「	5分利公債利回り一四分利公債利回り)
1 200	——1967年償還債
1.20%	→ 1968年償還債
1.10%	——1969年償還債
0.90%	1970年償還債
0.80%	John John John John John John John John
0.70%	
0.60%	
0.50% 34/03 35/03 36/03 37/03 38/03 39/0	03 40/03 41/03 42/03 43/03 44/03

表 5 同償還年債イールドスプレッド (五分利公債利回り-四分利公債利回り)

五分利公債 四分利公債 償還年 比較期間 最大 最小 平均 標準偏差 1967年償還債 む号 ほ号 1934/03 - 44/111.068% $0.574\,\%$ 0.794% 0.135% 1968年償還債 う号 へ号 1935/03 - 44/111.067% 0.580% 0.808% 0.134% 1969年償還債 ゐ号・の号 と号 0.126% 1936/03 - 44/111.066% 0.646% 0.828% 1970年償還債 お号・く号 ち号 1936/10 - 44/111.026% 0.653% 0.118% 0.819% 平均 1934/03 - 44/111.067% 0.577% 0.798% 0.132%

本来、より精緻に考えるならば、利率差によ るキャッシュフローの影響を除去した上で、両 者を比較する必要があるだろう。利率毎にゼ ロ・クーポン・イールド・カーブを推定するこ とが可能であれば、スプレッドを伴った二つの 異なるゼロ・クーポン・イールド・カーブが得 られることを以て、高利率債忌避が常態化して いたことを定量的に求められるはずである²⁷⁾。

イールドスプレッドの時系列推移を確認する と、図3から明らかなように、1936年2月をボ トムに3月から4月にかけての期間と、1940年 6月をボトムに7月から8月にかけての期間 で、イールドスプレッドが非連続的に急拡大し ている。前章で『日本経済年誌』を通して国債 市場環境を確認したように、二・二六事件勃発 後の低利借換え懸念が台頭すると共にイールド

(データ) 大蔵省「国債統計年報」・「金融事項参考書」,東京株式取引所・日本証券取引所「統計月報」

1940年に同0.11%上昇していることから,低利借換え要因として四分利債対比で五分利債に付与されたイールドスプレッド拡大幅は無視できる水準ではない。ゼロ・クーポン・イールド・カーブを推定することで,低利借換えによる残存年数毎の利率別イールドスプレッドを算出することは難しいものの,時系列でのイールドスプレッドの推移から低利借換えが五分利債の利回り水準に影響していたと見なせるだろう。

(2) 三分半利債とイールドスプレッド

1936年5月からは、三分半利国庫債券が発行 され、さらに38年から支那事変国庫債券、支那 事変特別国庫債券. 42年から大東亜戦争国庫債 券、43年から大東亜戦争特別国庫債券という利 率3.5%の三分半利債が、主として発行される ようになった。三分半利債は、発行額が多く国 債市場全体の動向を左右することからも、国債 市場の主役は、これまで見てきた五分利債から 三分半利債に替わったため、三分半利債と低利 借換えの関係についても整理しておくべきだろ う。低利借換えにより、5月に発行された三分 半利国庫債券い号(1948年6月償還債)の価格 は、東京株式取引所・債券実物取引相場表によ れば、5月から確認することが可能であるた め、当銘柄の価格と甲号五分利債および第一四 分利債の価格推移を比較してみたい。

36年3月から5月にかけて、甲号五分利債価格が暴落し、第一四分利公債価格は急騰するという大変動が発生した国債市場も、5月に懸念された低利借換えが実際されると落ち着きを取り戻し、価格変動幅が小幅になった。6月には甲号五分利公債価格は上昇し、第一四分利公債は下落するという小反動局面を経て7月には共に上昇した。8月以降36年末にかけては、甲号五分利債や第一四分利債も軟調に推移していることから、低利借換えの衝撃が市場に織り込ま

れ、高利率債も低利率債も同方向に動く定常状態に戻ったと考えられる。一方の三分半利国庫債券い号価格は、5月上場から、甲号五分利公債と同様に上昇したが、8月以降は軟調に推移しているため、甲号五分利公債や第一四分利公債と同方向での価格推移になっているため、低利借換えにおける1936年の利率差による逆行現象は、年前半の現象であり、7月以降の年後半期には混乱が収束されたと見なせよう。

次に三分半利債について同償還年で利率が異なる国債が存在しているケースは、1970年償還債の組み合わせ(五分利公債と三分半利公債、五分利公債と四分利公債)のみであり、そのイールドスプレッドは表6に示した通りである。表6によれば、五分利公債と三分半利公債のイールドスプレッドは、五分利公債と四分利公債のイールドスプレッドよりも大きく、利回り水準は利率水準に対応して、五分利公債>四分利公債>三分半利公債という序列になっていた。

図4によりイールドスプレッドの時系列推移を確認すると、1940年には、再び五分利公債と四分利公債とのイールドスプレッドだけでなく、五分利公債と三分半利公債のイールドスプレッドも拡大していることから、低利借換え懸念が台頭する時期には、五分利債の利回りが相対的に上昇していることが見出せる。低利借換え懸念によるイールドスプレッドの拡大は、同残存年数で比較しても、1936年の五分利債と四分利債特有の現象ではなく、40年に三分半利債も含めた現象であったわけである。

概ね四分利債も三分半利債も低利借換え懸念が台頭する局面で五分利債よりも選好され、市場が落ち着きを取り戻し安定化すると、利回り水準の高い五分利債が選好されるという振幅が繰り返されている。1932年以降、積極的な低金利政策が推進される中で、低利借換え懸念が高

± c	日尚温左住ノ	n 1° → →° 1 1°	(1970年償還債に依る比較)
オマり		-ルトスノレツト	(19/11年1首1束1百に1化る口野)

償還年	比較期間	最大	最小	平均	標準偏差
五分利公債 (お・く号) - 三分半利公債 (い号)	1937/02 - 44/11	1.268%	0.760%	0.990%	0.169%
五分利公債 (お・く号) - 四分利公債 (ち号)	1936/10 - 44/11	1.026%	0.653%	0.819%	0.118%



図 4 1970年償還債イールドスプレッド

まると、低利率債(三分半利債・四分利債)と 高利率債(五分利債)のイールドスプレッドが 拡大し、高利率債忌避局面を迎えるものの、低 利借換え懸念が後退する平常時には、イールド スプレッドが縮小、高利率債選好局面に至った と言えよう。

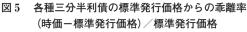
(3) 三分半利債の標準発行価格と強制割当

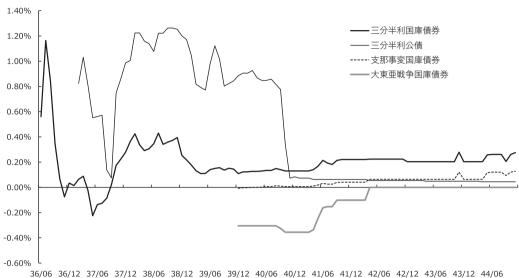
次に、金融統制期の三分半利債価格形成に影響したと考えられる標準発行価格水準と強制割当についても整理しておきたい。1936年以降44年11月までの間に新規発行された三分半利債の標準発行価格は、発行額の少ない三分半利公債(10銘柄の標準発行価格は96.90円もしくは96.475円)、大東亜戦争特別国庫債券(3銘柄の標準発行価格は100.00円)を除くと、98.00円もしくは98.50円であった²⁸⁾。44年11月までに発行された三分半利国庫債券47銘柄、支那事変国庫債券27銘柄、大東亜戦争国庫債券13銘柄の標準発行価格は、順に98.00円が38銘柄、23銘柄、12銘柄、同じく98.50円が9銘柄、4銘柄、1 銘柄という構成である。つまり、三分半利債の大部分が、98.00円もしくは98.50円を標準発

行価格とした債券であり、発行と共に引き受けた場合、もしくは金融機関等が強制割当を受けても、「国債の価額計算に関する法律」により評価損を計上せずに済む水準が、98.00円、98.50円に集中していたことを意味している。

また、1937年7月15日には国債担保貸出金利が、1銭(3.65%)から商業手形割引歩合と同じ9厘(3.285%)まで引き下げられたことから、三分半利債の98.00円もしくは98.50円水準は、十分に利鞘を得つつ、しかも時価評価損が発生しない絶妙な水準として位置付けられた。実際に、各銘柄の標準発行価格からの乖離幅を種別に平均化すると、図5に示すように40年末以降は、ほぼ標準発行価格に釘づけられていたことが確認できる。つまり、引受や強制割当の対象となった三分半利債の時価が、標準発行価格をアンカーに価格決定されていたと推察できるのである。

ところで、戦時期に至る期間において国債市場に大きな影響を与えた可能性のある生命保険会社や銀行の国債強制割当などの資金統制と、利率選好の関係も簡単に整理しておきたい。これら民間金融機関に対する強制割当対象は、新





(データ) 大蔵省「国債統計年報」・「金融事項参考書」、東京株式取引所・日本証券取引所「統計月報」

規に大量発行される三分半利債であったと考えられ、利率選好の観点からは、三分半利債保有のインセンティブが政策的に意識されたことが 想定される。

注目すべきは、生命保険会社に対する国債の 強制割当が1937年から始まり、銀行についても 40年3月から始まる中で、強制割当の対象とな る三分半利債時価は、標準発行価格に収斂して 推移した点である。ほとんどの三分半利債の利 回りが標準発行価格を基準に3.7%割れ水準に 収束する過程で、四分利債とのイールドスプ レッドは縮小し、大部分の四分利債利回りも42 年には3.7%をわずかに上回る水準にまで収斂 したのである。一方の前記した五分利債は、四 分利債や三分半利債とのイールドスプレッドは 縮小したものの、43年から44年にかけても、そ れぞれ0.65%もしくは0.77%のイールドスプ レッドが残存していた。商業手形割引歩合(= 国債担保貸出金利)を基準として、三分半利債 の標準発行価格に三分半利債利回り水準が収束 し、さらにその水準に四分利債利回りが鞘寄せ されるものの、オーバーパーが顕著で低利借換 えリスクが最も高い五分利債のみ、43年、44年 に至っても、明らかなイールドスプレッドが残存するという構図が続いたのである。確かに、44年の五分利債の平均残存年数は30年を超過し、三分半利債や四分利債の平均残存年数は、その半分程度であったことから、平均的にはイールドカーブ要因も指摘されうるが、表6や図4では同残存年数の債券間での比較になっていることから、イールドカーブ変動要因を排除しても顕著なイールドスプレッドが残存していたことになる。

生命保険会社や銀行という細分化された投資 主体で確認することはできないが、民間金融機 関という大分類の投資主体については、国債の 対金融資産比率を、藤野正三郎、寺西重郎 〔2000〕に加え、宇都宮浄人〔2011, 2013〕に よる数値で時系列比較することができる。これ らによれば、1937年に14.7%だった民間金融機 関の国債への配分比率が、生命保険会社への強 制割当が本格化するにつれて上昇し、銀行への 強制割当が本格化する41年以降に顕著に上昇し ている。44年度には、民間金融機関の国債への 資産配分比率は、ピークの34.1%に至っていた ことから、強制割当などの影響は1944年前後ま で続いたことが推察される。その間、三分半利債と四分利債の利回り水準が収束したにもかかわらず、五分利債のイールドスプレッドは、31年以前の水準に戻ることはなかった。強制割当の主たる対象となった三分半利債と、新規発行が僅少だった四分利債の利回りが収斂したにもかかわらず、五分利債のみ顕著なイールドスプレッドが残存したのであった。

- 27) ゼロ・クーポン・イールド・カーブ推定については、 菊池健太郎・新谷幸平〔2012〕に詳述されている。
- 28) 1936年以降新規発行されたものの,発行額が少なかった支那事変特別国庫債券 4 銘柄の標準発行価格は98.00円であった。

5. おわりに

本研究では、戦前の国債管理政策や国債市場を考える上で、1936年が大きな節目になった可能性を、五分利債と四分利債の利回り変化の違いや、五分利債の三分半利債への低利借換え事例から指摘することを試みたものである。

昭和初期に、政府による国債管理政策(低利 借換え)が、市場参加者の利率選好に影響を与 え29) 高利率債忌避現象が生じており、高利率 債が低利率債の利回り水準を上回るイールドス プレッドが常態化したという点は戦時の国債市 場や金融統制の理解にとって見逃すべきではな い。1930年代前半に、同一発行体(日本国政 府) にもかかわらず、利率間のイールドスプ レッドが生じ、かつその変動が続いていたとい うことは、政府の国債管理政策(低利借換え) が国債市場参加者の大いなる懸念として織り込 まれ、国債市場内での歪みが生じていたことを 意味しよう。これは、戦前国債市場の特殊性と して再認識されるべき点である。昭和初期に あって、国債管理政策が利率による投資家の選 好を左右し、市場の価格決定過程に影響してい た可能性があるわけである。

この観点からは、大蔵省が発行した国債を日本銀行が引き受ける一方で、金融機関への国債売りオペを実施するという官民の円滑な資金循環経路が構築された体制から、資金調達者であ

る政府の統制が格段に強化される体制へと移行する象徴的な事件が、低利借換えであったと指摘できよう。つまり、1936年の低利借換えは、政治的転換点としての二・二六事件に匹敵する「国債市場の転換点」であったと言えるかもしれない。1936年の低利借換えをめぐる国債市場の変化(五分利債の価格下落と四分利債の価格上昇という逆行現象)は、金解禁を巡る金融市場混乱の沈静化に貢献した高橋財政が終焉を迎え、政府の国債管理政策が転換期に至ったことを、国債市場参加者に強く意識させたのである。

これまで、戦時期の資金統制については、銀 行や保険会社などの資金配分や資金循環分析に 着目した優れた研究があるが、本研究では、国 債市場の価格及び利回り変化に着目し、戦時の 価格統制に至る経路の一端を明らかにすること に主眼を置いた。そのため、今後は、戦時期の 主要な投資家による国債保有のインセンティブ と利率選好の関係について深掘りすることが求 められよう。たとえば、銀行と生命保険会社の 資金特性の違いが国債保有インセンティブに影 響を与えたとする深見泰孝〔2013〕や、金融新 体制下で、資金運用者の投資行動は類似化して いくものの、生命保険会社は個別企業ごとの資 産配分にバラつきがあったとする新保博彦 [2004] の資金統制に関する研究と、国債市場 の利率選好といった価格統制研究を融合してい くことは、戦前の金融構造を再認識する上で有 用であろう。

さらに本研究では、利率差によるイールドスプレッドを対象としたが、クレジットスプレッド(事業債と国債のスプレッド)や通貨スプレッド(日本国債における外国債と内国債のスプレッド)、さらには株式益回り(株価収益率の逆数)や配当利回りの対国債スプレッドなど、戦前期における利回り特性を多角的に分析する必要があろう。現代と戦前の市場比較を通して、多角的に戦前期の経済情勢をより鮮明に浮かび上がらせることも、今後の課題としていきたい。

29) その他に、1936年の税制改正案発表に引き続き低利率 債優遇実施は、低利率債と高利率債のイールドスプレッ ドを拡大させた可能性もある。1937年4月施行の臨時租 税増徴法においては、公債投資を優遇するために国債利 子に対する課税減免措置が講ぜられていたが、1938年4 月施行の支那事変特別税法では、利率が四分以下の国債 に対する課税が免除され、「第二種甲および乙所得税に つき、利率年四分以下のもの百分の二、四分以上のもの 百分の二・五」とすることで、低利率債をより優遇し た。さらに、1940年4月施行の税制改正では、配当利子 特別税が、利率四分以下で免除された。

<参考文献>

- 伊藤修〔1995〕,『日本型金融の歴史的構造』, 東京大 学出版会。
- 宇都宮浄人〔2011〕,「戦後復興期の金融仲介構造に関する一考察—1949~52年度末の資金循環統計の推計」『金融研究』30(1), 253~305頁。
- 宇都宮浄人〔2013〕,「1940年代の金融仲介構造:1941 ~48年度末の資金循環統計の推計」『金融経済研 究』第35号,52~73頁。
- 大蔵省〔1954〕, 『昭和財政史 第6巻 国債』, 東洋経 済新報社。
- 大蔵省理財局〔1926〕, 『英国の国債に関する調査』, 大正十五年一月調。
- 大蔵省理財局, 『国債統計年報』(各年度)。
- 岡本英男〔1981〕,「ペラムの低利借換とコンソル国債 の成立」研究年報『経済学』43(2), 205~227頁。
- 釜江廣志〔2012〕,『日本の債券市場の史的分析』,同 文舘出版。
- 菊池健太郎,新谷幸平〔2012〕,「本邦国債価格データ を用いたゼロ・クーポン・イールド・カーブ推定 手法の比較分析」『金融研究』31(3),35~85頁。
- 小林和子〔2012〕, 『日本証券史論―戦前期市場制度の 形成と発展』, 日本経済評論社。
- 小峰みどり〔1985〕,「債券価格の決定と直利指向」 『ファイナンス研究』No.4, 29~41頁。
- 佐藤政則〔2015〕,「高橋財政期の国債消化力とは何だったのか:日銀売りオペとシンジケート銀行」 『経済志林』82巻第4号,191~204頁。
- 佐藤政則〔2016〕,『日本銀行と高橋是清 金融財政ガ バナンスの研究序説』, 麗澤大学出版会。

- 鎮目雅人 [2008],「両大戦間期日本の長期金利指標: 東京株式取引所における上場国債の価格データを 用いた推計」,『RIEB ディスカッション・ペー パー』 J 98, 神戸大学経済経営研究所。
- 鎮目雅人〔2009〕、『世界恐慌と経済政策』、日本経済 新聞出版社。
- 島田徳〔1928〕, 『公社債投資の智識』, 啓明社。
- 志村嘉一〔1969〕,『日本資本市場分析』,東京大学出版会。
- 志村嘉一〔1980〕,『日本公社債市場史』,東京大学出版会。
- 新保博彦〔2004〕,「戦間期日本の主要企業と企業間関係」『大阪産業大学経済論集』 5(2), 1~28頁。
- 全国経済調査機関聯合会編,『日本経済年誌』,昭和5 年版~昭和18年版。
- 東京株式取引所・日本証券取引所,『統計月報』。
- 富田俊基〔2005〕,「NAVIGATION & SOLUTION 1930 年代における国債の日本銀行引き受け」『知的資 産創造』13(7). 4~33頁。
- 富田俊基〔2006〕、『国債の歴史』、東洋経済新報社。
- 南條隆・粕谷誠〔2006〕、「銀行のポートフォリオ選択 の効率性に関する一考察―戦前期日本における普 通銀行の資産運用を事例として―」『金融研究』 25(1)、105~144頁。
- 日本銀行統計局〔1947〕,『戦時中金融統計要覧』(昭 和22年10月)。
- 日本銀行百年史編纂委員会編〔1984〕,『日本銀行百年 史』第4巻。
- 日本証券経済研究所〔2011〕, 『日本証券史資料』戦前 編第八巻 公社債・投資信託・税制。
- 深見泰孝〔2013〕,「戦時経済下における生保会社の公 債投資と国債消化政策」『証券経済研究』第81号, 49~68頁。
- 藤野正三郎, 秋山涼子〔1977〕, 『証券価格と利子率: 1874-1975 年』, 一橋大学経済研究所日本経済統 計文献センター。
- 藤野正三郎, 寺西重郎 [2000], 『日本金融の数量分析』, 東洋経済新報社。
- Homer, S. and R. Sylla [2005], *A History of Interest Rates*, John Wiley & Sons, Inc. NJ: Rutgers University, Fourth Edition.

(投稿受付2016年11月1日,) 最終受理日2017年6月27日/

Conversion in 1936 and Japanese Government Bond Market

Kenichi Hirayama

Tokio Marine Asset Management Co., Ltd.

Abstract:

Using the analysis of the yield spread between high coupon and low coupon government bonds, this paper clarifies that debt conversion in 1936 affected the pricing process of the bond market. Government bonds policy is likely to have unintentionally affected the coupon preference of market participants in the early Showa era.

Keywords:

debt conversion, yield spread, government bond.