

日英米市場における外貨建日本国債の投資成果*

平 山 賢 一

東京海上アセットマネジメント株式会社

要 旨：

わが国政府債務は、第二次世界大戦にかけて急拡大したが、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されている。しかし富田〔2006〕が示唆するように、ロンドン市場での外貨建日本国債利回りは急上昇しており、海外市場では日本国債の信用度に警鐘が鳴らされていた。本研究では、日英市場に米国市場を加えて外貨建日本国債のイールド・スプレッドの推移を検証し、さら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；OGBPI）を算出することを通して、日英米市場における外貨建日本国債の投資効率を検証した。その結果、戦時期に至る日本国債は内外市場で分断されており、政府の市場介入の効果が、投資成果の観点からも自国に限られていたことが明らかになった。

キーワード：

投資成果、イールド・スプレッド、国債

目 次：

1. はじめに
2. 外貨建日本国債の概要と流通市場
3. 外貨建日本国債の投資成果と市場特性
4. おわりに

1. はじめに

わが国の政府債務は、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¹⁾。膨大な政府資金調達にもかかわらず、大量に発行される日本国債は、日本銀行が引き受け、資金

動向に応じて市中金融機関等に売却されたため、表面上は流通市場が混乱しなかった。世界中を自由に資金が移動できたならば、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して国債利回りが上昇する（価格が下落する）はずである。それにもかかわらず国債利回りが低位で安定していたの

* 本稿作成にあたり、永廣顕氏、佐藤政則氏、本誌匿名のレフェリーの先生方から、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。

は、政府・日本銀行による徹底した国債管理政策の成果の一つとされている。

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、外貨建日本国債（日本政府外債）の利回りは、大幅に上昇しているのを見逃してはいけない。国家の統制が効く国内市場での安定とは裏腹に、その範疇外の海外市場は不安定化しており、内外市場での市場参加者の値付けが分断されたと言える。国内市場での日本国債利回りは安定的に3.7%未満で推移していたものの、この市場分断について富田〔2006〕は、「金融鎖国で財政規律が弛緩」した結果として国際金融市場が警告した姿であると指摘している。また、鎮目〔2001〕は、1931年末に大蔵大臣に就任した高橋是清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市場を通じた金融政策の遂行という点に関して大きな転機となったとしており、戦前の金融市場における非連続面の形成を示唆している²⁾。このスキームの変化が内外市場間を分断し、同一銘柄の利回り格差（イールド・スプレッド）が拡大したとみなせよう。

たとえば、ロンドン市場と東京市場で決定されていた第一回四分利付英貨公債の利回りは、金輸出再禁止が実施される1932年まで、概ね内外共に同水準で推移していたものの、わが国の資本逃避防止法・外国為替管理法制定による内外資金移動の管理強化と歩みを揃えるように、イールド・スプレッドが拡大していった³⁾。その後、東京市場では、1936年にかけて同利回りが低下基調で推移するものの、ロンドン市場では、1933年半ば以降横ばいであったため、イールド・スプレッドはさらに拡大したのである。そして日中戦争がはじまる1937年7月からイールド・スプレッドは急速に拡大し始め、太平洋戦争が始まる1941年にかけてロンドン市場の同銘柄の利回りが急騰（価格が暴落）したため、20%を上回ることもあった⁴⁾。以上のように戦前期の日本国債は、国内市場だけでなく海外市場でも値付けされており、その水準を時系列で比較できるのは、金融市場の価格統制の深化を定量的に検証する上で非常に興味深いと言えよう。

ところで、先行研究では、Suzuki〔1991〕、岸田〔2017〕、高橋〔2018〕等が英貨債について詳述しているものの、米貨債も含めた外貨建日本国債を総合的に取り扱った研究は、鈴木〔2001〕、伊藤〔1989〕を除くと僅少であり、さらに日中戦争以降について取り扱った研究の主なものは富田〔2006〕に限られている⁵⁾。外貨建日本国債について、時間軸としては戦時期も対象としつつ、空間軸としては東京市場だけでなくロンドン市場およびニューヨーク市場も視野に入れた研究は多くないのが現状である。

そこで、本研究では、外貨建日本国債の内外市場での評価（イールド・スプレッドの推移）を東京－ロンドン市場間だけでなく、東京－ニューヨーク市場間からも行い、複眼的に昭和初期の日本国債に対する海外市場参加者の評価を確認する。ロンドン市場は、1939年の欧州戦争の主戦場となる1930年代後半の経済状況が、日米と異なることが想定されるからである。その結果、イールド・スプレッドからは、1931～1932年、1937年、1940年前後に内外市場での日本国債についての評価の変節がみられ、特にニューヨーク市場よりもロンドン市場での外貨建日本国債価格が下落したことが明らかになった。

その上で、イールド・スプレッドに加えて昭和初期外国債パフォーマンスインデックス（OGBPI；Overseas Government Bond Performance Index）を算出して、市場間の投資成果（リターンおよびリスク）の相違を確認する。各市場の市場参加者が得る投資成果は、地域ごとの資金循環に影響を与えるため、金融システム全体の時系列変化を把握する指標になると考えるからである。その結果、OGBPIからは、主に以下の3つの点が明らかになった。

（1）内国債のリターン5.84%・リスク2.09%に対して、外貨建日本国債（東京市場）のリターンは8.66%、リスクは7.35%であり、ハイリスク・ハイリターンの関係が成立していたこと。（2）外貨建日本国債（東京市場）のリスク調整後リターンは日本株や外貨建日本国債（海外市場）よりも高く、内国債に準じた戦時

価格統制（価格維持策）の影響が推察されること。そして、(3) 戦時体制が強化された1937年以降に東京市場と海外市場のリスク水準が極端に相違する市場分断とも言える状況になっていたことである。政府による市場統制は、自由な内外資金移動の抑制に続き、国内市場価格が海外市場対比で歪められた価格統制に至ったのである。つまり、戦時期は、一国の政策が影響しう国内市場は安定していても、海外市場にその効果が及ばないほどに、市場が分断されていたのである。

- 1) 政府債務は、主に内国債、外国債、短期証券、借入金により構成され、第一次世界大戦開戦時の1914年度末の政府債務に対する比率は、内国債37.4%、外国債57.2%、短期証券0.0%、借入金5.4%であり、日本政府は、内国債よりも外国債での資金調達が多かった。
- 2) End〔2019〕は、戦間期の金融財政政策について、日本政府の資金調達全体像を眺望する際に、外貨建日本国債の詳細について整理し、低金利による金融抑圧的資金調達を明らかにしている。
- 3) 国内から海外への資本逃避が発生した場合に海外との資本移動規制を発動する権限を政府に付与した資本逃避防止法に対して、外国為替管理法は原則自由であった資本取引を規制する（大蔵省告示による外国為替に関する投機禁止含む）ようになっていく。詳しくは、鎮目〔2009〕、77～83頁参照。
- 4) 詳しくは、富田〔2006〕432～436頁参照。
- 5) 日露戦争における戦費調達についての英貨債発行は、多くの高橋財政研究で詳細が分析されているが、全体像は伊藤〔2018〕を参照。

2. 外貨建日本国債の概要と流通市場

（1）政府債務と外貨建日本国債の銘柄概要

明治維新後の政府債務資金調達は、自国通貨建てに限らず、社会情勢に応じて外貨建てでも行われた。その政府債務は、自国通貨建ての日本国債（内国債）・借入金・短期証券に加え、海外で発行された外貨建てによる日本国債（外国債）に区分される。明治政府による新体制整備では、主に外貨建日本国債が活用されたが、1870年に英貨建ての九分利付外国公債約4.9百万円⁶⁾が発行され、1873年に英貨建ての七分利付外国公債約11.7百万円が発行されている。この時期の内国債（国内で発行された円建

て日本国債）発行残高は24.5百万円程度であったため、約39.6%は外国債が占めていたものの、1877年に金禄公債173.9百万円が起債されて内国債残高が213.5百万円に膨らむと、外国債比率は5.9%まで低下した（表1参照）。そして1897年に外貨建日本国債は、計画通り買入消却が実施されてきたため残高がなくなっている。

その後、1899年7月に第一回四分利付英貨公債約97.6百万円が発行されてからは、外国債発行が相次ぐことになる。日露戦争期の1904年度に第一回・第二回付六分利英貨公債（約97.6百万円および約117.2百万円）、1905年度に第一回・第二回四分半利付英貨公債（各約292.9百万円）に加え第二回四分利付英貨公債（約224.1百万円）が起債されるなど、外国債調達が活発化して、その比率も51.9%まで上昇した。しかし、1914年度に外国債による政府資金調達比率が60.4%に達すると、ピークアウトして低下基調となった。関東大震災が発生した1923年度には、外国債残高は1,621百万円まで一時的に拡大しているが、1932年以降には、日本銀行による国債引き受けなどが活発化し、政府債務資金調達の国内シフトが鮮明になり外国債比率は20%を下回った。以上のように、70余年の間に、政府の資金調達における国内・海外比率は、状況に応じて柔軟に変化したのである。

次に、戦前期の外貨建日本国債の個別銘柄について概観すると、発行時から国債として発行された16銘柄（英貨建12銘柄、仏貨建2銘柄、米貨建2銘柄）と法律の規定により国が元利払い義務を承継した承継外国債6銘柄（すべて英貨建）の計22銘柄あるのが確認できる（表2参照⁷⁾）。この他に日本政府は、「内国債の海外売出し」を1897年と1902年に実施している。これは、政府にとって新たな収入があるわけではないが、実質的な外国債募集と同じ効果が得られるとみなされた。具体的には、預金部引受の五分利公債（軍事公債43百万円、五分利公債50百万円）をロンドン市場で売り出した実績があるが⁸⁾、本研究では、承継外国債および内国債の海外売出しは、政府による当初からの起債とは異なるため対象に加えずに、外国債16銘柄に

表1 内国債と外国債の残高推移

年度	額面（円換算・千円）		残高比率		年度	額面（円換算・千円）		残高比率	
	内国債	外国債	内国債	外国債		内国債	外国債	内国債	外国債
1870	0	4,880	0.0%	100.0%	1908	1,062,606	1,165,701	47.7%	52.3%
1871	0	4,880	0.0%	100.0%	1909	1,417,129	1,165,675	54.9%	45.1%
1872	23,176	4,880	82.6%	17.4%	1910	1,203,140	1,447,216	45.4%	54.6%
1873	24,536	16,104	60.4%	39.6%	1911	1,146,216	1,437,449	44.4%	55.6%
1874	31,303	15,616	66.7%	33.3%	1912	1,116,247	1,456,972	43.4%	56.6%
1875	40,916	14,894	73.3%	26.7%	1913	1,054,634	1,529,489	40.8%	59.2%
1876	39,772	14,155	73.8%	26.2%	1914	991,532	1,514,840	39.6%	60.4%
1877	213,455	13,399	94.1%	5.9%	1915	1,028,092	1,461,143	41.3%	58.7%
1878	224,740	12,624	94.7%	5.3%	1916	1,097,494	1,370,208	44.5%	55.5%
1879	223,369	11,829	95.0%	5.0%	1917	1,359,958	1,338,784	50.4%	49.6%
1880	223,325	11,013	95.3%	4.7%	1918	1,740,639	1,311,138	57.0%	43.0%
1881	220,954	10,173	95.6%	4.4%	1919	1,966,735	1,311,138	60.0%	40.0%
1882	216,202	9,309	95.9%	4.1%	1920	2,352,875	1,424,388	62.3%	37.7%
1883	208,756	8,906	95.9%	4.1%	1921	2,718,100	1,359,015	66.7%	33.3%
1884	221,385	8,476	96.3%	3.7%	1922	2,983,340	1,358,556	68.7%	31.3%
1885	223,240	8,015	96.5%	3.5%	1923	3,108,563	1,621,393	65.7%	34.3%
1886	222,472	7,522	96.7%	3.3%	1924	3,356,239	1,506,775	69.0%	31.0%
1887	230,987	6,994	97.1%	2.9%	1925	3,519,864	1,479,312	70.4%	29.6%
1888	236,117	6,430	97.3%	2.7%	1926	3,710,576	1,461,190	71.7%	28.3%
1889	244,227	5,826	97.7%	2.3%	1927	3,944,473	1,453,393	73.1%	26.9%
1890	238,056	5,180	97.9%	2.1%	1928	4,379,966	1,451,295	75.1%	24.9%
1891	238,137	4,489	98.1%	1.9%	1929	4,512,608	1,446,849	75.7%	24.3%
1892	242,145	3,749	98.5%	1.5%	1930	4,476,792	1,479,024	75.2%	24.8%
1893	232,857	2,957	98.7%	1.3%	1931	4,715,078	1,472,579	76.2%	23.8%
1894	271,518	2,110	99.2%	0.8%	1932	5,663,754	1,390,442	80.3%	19.7%
1895	340,556	1,203	99.6%	0.4%	1933	6,724,440	1,414,598	82.6%	17.4%
1896	357,101	234	99.9%	0.1%	1934	7,687,511	1,402,943	84.6%	15.4%
1897	399,245	0	100.0%	0.0%	1935	8,522,440	1,331,861	86.5%	13.5%
1898	391,253	0	100.0%	0.0%	1936	9,257,551	1,316,955	87.5%	12.5%
1899	383,337	97,630	79.7%	20.3%	1937	11,516,974	1,300,284	89.9%	10.1%
1900	388,834	97,630	79.9%	20.1%	1938	16,065,139	1,279,715	92.6%	7.4%
1901	404,596	97,630	80.6%	19.4%	1939	21,628,074	1,257,886	94.5%	5.5%
1902	432,551	97,630	81.6%	18.4%	1940	28,611,277	1,236,596	95.9%	4.1%
1903	441,333	97,630	81.9%	18.1%	1941	39,248,958	1,221,472	97.0%	3.0%
1904	661,232	605,306	52.2%	47.8%	1942	54,222,088	1,221,472	97.8%	2.2%
1905	899,976	970,410	48.1%	51.9%	1943	76,660,618	894,182	98.8%	1.2%
1906	1,049,547	1,146,161	47.8%	52.2%	1944	106,744,656	887,956	99.2%	0.8%
1907	1,088,645	1,165,701	48.3%	51.7%	1945	139,924,465	886,689	99.4%	0.6%

（出所）大蔵省〔1969〕『大蔵省百年史』、大蔵省・日本銀行編〔1948〕『財政経済統計年報』、大蔵省『国債統計年報』。

（注）1907年度（1908年3月）末に第一回四分半利英貨公債（3/29発行）を加算すべきところ、『大蔵省百年史』では対象としていない。『国債統計年報』では対象としており加算済。

絞り検討したい。戦前期の外貨建日本国債発行の目的は、時代と共に変化しており、宇野〔1986〕は、その変化を時期に結びつけて、日露戦争までの社会資本の充実（第Ⅰ期）、関東大震災までの政府による戦費調達と鉄道会社等による設備資金調達（第Ⅱ期）、震災復旧資金調達と電力会社等による設備調達（第Ⅲ期）、そして昭和期の借換え・償還資金調達（第Ⅳ期）の4期に区分して整理している。

この区分に則り日本国政府が発行した外国債を対応させると、第Ⅰ期の発行は、九分利付外国公債（1870年発行）・七分利付外国公債（1873年発行）・第一回四分利付英貨公債（1899年発行）が相当する。七分利付外国公債は、廃藩置県により士族に交付された禄券の買支えを目的として発行されたため、発行目的は他の債券と異なる点には注意が必要である。また、九分利付外国公債を旧外債、七分利付外国公債を新外債と称するが、高利回りでの資金調達であったことから「国辱国債」とも別称された。この2つの外国債は、当初予定通りそれぞれ1882年8月、1897年7月までに買入消却・償還が進んだという信用実績を積み、1899年には四分利債での低利調達が可能になった。もちろん旧新外債の発行時点では、わが国の通貨制度が金銀複本位制（実質的には銀本位制）であったものの、1897年10月に金本位制（1871年の新貨条例に比べ円の平価を半分に切下げ）に移行した影響も大きかったはずである⁹⁾。とはいえ、第一回四分利付英貨公債の起債時には、ロンドン市場での「一般公衆の応募申込は意外に不成績にして僅に98万ポンドに過ぎざりしを以て、その残額は全部シンジケートに於て（内額面249万9050ポンドは帝国政府償金特別会計）之を引受けたり¹⁰⁾」という惨憺たる結果であった。

第Ⅱ期には、第一回および第二回六分利付英貨公債（1904年発行）・第一回および第二回四分半利付英貨公債（1905年発行）が、日露戦争に伴う臨時軍事費支弁のために発行された。第一回四分利付英貨公債のロンドン市場価格が大幅に下落していたことから、円滑な発行が懸念されたものの、戦局の好転により発行条件が改

善している¹¹⁾。薄氷を踏むような高橋是清特派財政委員（日本銀行副総裁）とマーチャント・バンカーたちとの交渉の結果、発行利回りは7%台から5.3%程度まで大幅に低下しているのが表2から確認できる。その後発行された第二回四分利付英貨公債（1905年発行）・五分利付英貨公債（1907年発行）・四分利付仏貨公債（1910年発行）・第三回四分利付英貨公債（1910年発行）・仏貨国庫債券¹²⁾（1913年発行）は、主として内国債・外国債の償還資金として調達されたが、4.2～5.2%という低い利回りでの発行となった。

また、第Ⅱ期の特徴としては、調達通貨に仏フランが加わったことが挙げられよう。従来の調達通貨は英ポンドであったものの、1910年には四分利付仏貨公債が仏フラン建てで発行利回り4.2%程度で発行された¹³⁾。この四分利付仏貨公債は、日本においては100円当たり258仏フランという確定換算レートにて元利払いされる債券であった¹⁴⁾。そのため、実質的には内国債に近い性格をもち、日本国内に輸入されて活発に取引されたのである¹⁵⁾。課税その他の理由から日本投資家に有利な面が多く、第一次世界大戦期に輸入されたことから、内外市場での価格裁定がはたらき始めたと推察される。

第Ⅱ期における外国債は、国際社会における日本政府の信用を確立するための分節点になったが、第Ⅲ期における外国債は、関東大震災後の復興と1925年に償還を迎える外国債の償還資金調達のために発行され、対照的に対外信用の低下を表すものとなった¹⁶⁾。第Ⅲ期には、六分半利付米貨公債（1924年発行）・六分利付英貨公債（1924年発行）が、震災復興および第一回および第二回四分半利付英貨公債の償還資金として発行され、調達通貨も米ドルが加えられ、発行額も英貨債よりも多額となっている。震災による信用度の低下局面において、高利回りでの発行（7%程度）となったため、明治初期と同様に再び「国辱国債」の汚名をつけられることになった。もちろん、英国の金融市場も、第一次世界大戦前とは異なり金利水準が上昇しており、1910年に3.12%だった英コンソリ債利回

りは、1924年に4.37%まで上昇していたため、ロンドン市場における調達金利が総じて上方シフトしていた点は留意が必要である¹⁷⁾。さらに、1917年9月以降は、わが国で「金貨幣または金地金の輸取出締りに関する大蔵省令」が公布施行され、金輸出禁止が続いていたことも影響していたはずである。

そして第Ⅳ期は、五分半利付米貨公債（1930年発行）・五分半利付英貨公債（1930年発行）が、第二回四分利付英貨公債の償還資金として発行された。1930年1月にわが国は、金本位制に復帰したが（金解禁）、金現送ではなく外国債発行に頼らざるを得なかったと考えることも可能である。実際、蓋を開けてみると、1930年4月以降、「融資の潤沢に乗じて、外貨債に対する投資を惹起し、殊に五分半利付対英米貨公債の発行を見るに及んで、その応募（国内からの）は相当巨額に達し¹⁸⁾」とあるように、価格下落により魅力が高まった外貨債をわが国の金融機関等が購入したのである。また、米国資本市場は、生産力が急速に発展し、金地金の極端な米国偏在化が進んだため、米国の对外投资が勧奨された。そこで日本政府に加え、わが国の電力会社等による米国での債券発行が活発化したのであった。1932年には、金輸出再禁止による円安が加速し、外債発行者の元利払い負担が増加するとともに、外貨調達が困難になったため、外国債発行に踏みとどまらざるを得なかった¹⁹⁾。その後、五分利付英貨公債（1947年償還）の償還外貨を調達する必要が無かったこともあり、第二次世界大戦終戦まで日本政府による外国債発行は実施されることはなかった。

（2）外貨建日本国債の輸入と市場価格

外貨建日本国債は、ロンドン市場、ニューヨーク市場、パリ市場などで発行・流通されたが、国内にも持ち込まれて（輸入されて）東京市場や大阪市場で活発に売買されていた。外貨建てであるため、為替変動リスクを伴うものの、相対的に高利回りであったため、国内市場参加者の注目度は高かったのである。特に四分利付仏貨公債（1970年5月償還）の利払いおよ

び元本償還価額は、日本円と仏フランの為替換算レートを固定化するとされていたため、前記したように本邦投資家は為替変動リスクを実質的に意識せずに取引でき、東京株式取引所の長期清算取引の対象銘柄にもなっていた²⁰⁾。東京株式取引所では、甲号五分利公債に次ぐ国債取引の代表銘柄のひとつと位置づけられた。

国内に外貨建日本国債が輸入された理由としては、相対的に高利回りであっただけでなく、為替資金回送を円滑に行うというメリットもあった。わが国の場合には、第一次世界大戦期には、輸出超過により米ドル・英ポンド売りが多く、日本円買い一方に偏っている片為替の状態にあったが、金地金の現送には手数と日数を要するため、為替銀行の海外支店での資金余剰・国内での資金が不足するという状況になっていた。さらに1917年9月には米国が金輸出禁止を決定したこともあり、為替相場が不安定化するという「為替資金問題」にわが国は悩まされていたのである。そこで、累積する外貨を金現送に変えて国内に持ち込むために、外貨建日本国債の輸入や、英仏の軍事公債等を買入れる証券輸入が活発化した²¹⁾。従来、日本政府が海外で発行する外国債は、国内の金融機関にとってみれば「没交渉・無関係²²⁾」であったものの、第一次世界大戦以降、注目度が上がったのである。

外国債の輸入額を正確に把握するのは難しいが、利払い場所から傾向を想定することは可能であろう。国内で保有された外国債の利払いは、日本銀行の本店および各支店でも行われたが、1915年度以降増加しているのが「国債統計年報」の銘柄別国債利子支払額から確認できる。発行要項において元利金支払場所として、日本銀行が指定されている外貨建日本国債の中でも、四分利付仏貨公債の比率が1915年度以降急上昇し、その後の大部分の利払いは日本国内で行われていた。北条〔1933〕は、国内で保有する外国債でも「利札を紐育なり倫敦なりに送って、期日取り立てをして貰うという方法を取れば、所得税・資本利子税の賦課」がなく済むと指摘しているが、仏貨公債の利札は、そ

のほとんどが内国債に準じて取り扱われたため、国内の日本銀行に持ち込まれたと推察される。その後、1933年には、英貨債の国内利子支払いが増加しているが、金輸出再禁止における円売りの対象とされた米貨公債投機の余波を受けた可能性がある。一部の銀行、信託会社等の金融機関や個人投資家による資本逃避は、「ドル買の対象を、多くは米貨邦債に求めた²³⁾」が、第一回四分利付英貨公債も含めた英米貨邦債も、国内金利の低下基調も手強い堅調に推移したため²⁴⁾、国内投資家からの大幅な購入があった影響と想定される。

表3は、1924年6月から1942年3月までの東京株式取引所の実物取引における外国債の売買高（円換算）の推移である。全銘柄合計で1920年代には安定的に推移していたものの、1930年代前半には増加基調となり、1935年の約321百万円をピークに減少に転じた上で、1940年代には

急減している。米貨公債の売買高比率が1932年から上昇していることから、金輸出再禁止以降、わが国の市場参加者の注目が米貨債に集まったのが確認できよう。仏貨公債は、全期間を通して決して多くはないものの安定的に売買が成立していたのが確認できる。ただし、長期清算取引に唯一上場していた四分利付仏貨公債の売買高も併せて確認するならば、1930年代前半の仏貨債への注目は高く、1933年の実物倍率（実物売買高合計／長期清算取引売買高）は4.3倍まで上昇しており、受渡を伴わない投機取引が拡大した可能性がある。長期清算取引の売買高に占める受渡高は、1931年までの水準から大幅に低下しており（14%台）、1932年以降には長期債利回り変動に伴う思惑売買が活発化したことは否定できない。

次に、市場価格について確認しておきたい。

「国債統計年報」における外貨建日本国債の

表3 東京株式取引所の外国債の通貨別売買高推移・円換算額面・千円

暦年	実物取引				売買比率			長期清算 取引（仏貨）	実物 倍率	受渡 比率
	英貨	仏貨	米貨	合計	英貨	仏貨	米貨			
1924	14,278	8,719	0	22,997	62.1%	37.9%	0.0%	—	—	—
1925	3,011	9,922	149	13,082	23.0%	75.8%	1.1%	2,826	0.2	19.9%
1926	557	1,946	103	2,606	21.4%	74.7%	3.9%	8,236	3.2	49.4%
1927	11,587	35,305	2,229	49,121	23.6%	71.9%	4.5%	16,043	0.3	27.2%
1928	1,811	70,579	21	72,411	2.5%	97.5%	0.0%	51,300	0.7	35.0%
1929	0	25,778	0	25,778	0.0%	100.0%	0.0%	45,537	1.8	27.1%
1930	20	5,859	45	5,924	0.3%	98.9%	0.8%	17,612	3.0	24.4%
1931	26,779	24,298	751	51,828	51.7%	46.9%	1.4%	109,686	2.1	29.9%
1932	37,928	13,177	20,410	71,515	53.0%	18.4%	28.5%	106,310	1.5	14.4%
1933	10,057	27,345	18,770	56,172	17.9%	48.7%	33.4%	239,205	4.3	14.2%
1934	17,084	23,899	48,570	89,553	19.1%	26.7%	54.2%	197,066	2.2	12.9%
1935	18,110	20,753	282,536	321,398	5.6%	6.5%	87.9%	96,395	0.3	10.8%
1936	11,486	23,453	234,865	269,803	4.3%	8.7%	87.1%	86,349	0.3	11.4%
1937	4,817	8,709	107,882	121,408	4.0%	7.2%	88.9%	73,163	0.6	7.0%
1938	1,431	7,541	106,991	115,963	1.2%	6.5%	92.3%	41,977	0.4	10.2%
1939	2,733	8,399	177,843	188,974	1.4%	4.4%	94.1%	51,314	0.3	3.9%
1940	271	17,477	103,023	120,770	0.2%	14.5%	85.3%	73,756	0.6	1.2%
1941	891	19,795	2,547	23,233	3.8%	85.2%	11.0%	48,640	2.1	0.0%
1942	0	4,252	765	5,017	0.0%	84.8%	15.2%	13,151	2.6	0.0%
合計	162,850	357,204	1,107,500	1,627,553	10.0%	21.9%	68.0%	1,278,566	0.8	14.4%

（出所）大蔵省『国債統計年報』『金融事項参考書』

（注1）実物取引の1924年は6月以降、1942年は3月まで。長期清算取引の1925年は11月以降、1942年は3月まで。

（注2）英ポンド・米ドルは、為替月次時価換算。仏フランは、固定換算（258仏フラン＝100円）。

（注3）1931年12月のポンド（対円）は12月12日までの横浜正金銀行建値と1932年1月最高値の平均値。

（注4）実物倍率は長期清算取引売買高／実物取引売買高合計、受渡比率は長期清算取引受渡高／同売買高。

「国債証券相場」は、1921年4月から1942年3月までの期間につき、円建てによる東京市場（実物取引）および大阪市場（同）での価格が記載され、1907年4月（月次）から1941年12月までについては、英国ロンドン市場および米国ニューヨーク市場がパーセント表記（外貨建てベース）で記載されている²⁵⁾。この内外市場の利回りを基準に内外市場間利回り格差（イールド・スプレッド）を、市場参加者は容易に知ることができたわけである。また、英 THE TIMES 紙等からも、海外市場での外貨建日本国債の価格を確認できたため、海外市場での価格と国内市場での価格を比較するのは容易であったと言えよう。戦前期の具体的な外貨建日本国債の円価格決定方法（東京市場等）は、『大和証券60年史』に詳しく記載されている。「まず、ニューヨーク及びロンドン両市場での買付けた外貨邦債を、利含値段で取引されるロンドン市場買付けのものについてはニューヨーク並みの裸値段に引直し、これに輸出入に要する費用を増減し、さらに必要な積送日数の間の先物売買の約定を行って、国内における円貨値段を決定」しており、この輸入が可能な期間においては、国内市場と英米市場における価格連動性が保たれていたと考えられる。「ニューヨーク及びロンドンの市価を標準に、海外店舗および取引店からの入電に基づいて、随時外貨制度の円貨仲値表を作成し、照会にたいして報知」していたのである²⁶⁾。

（3）金輸出再禁止と内外市場分断

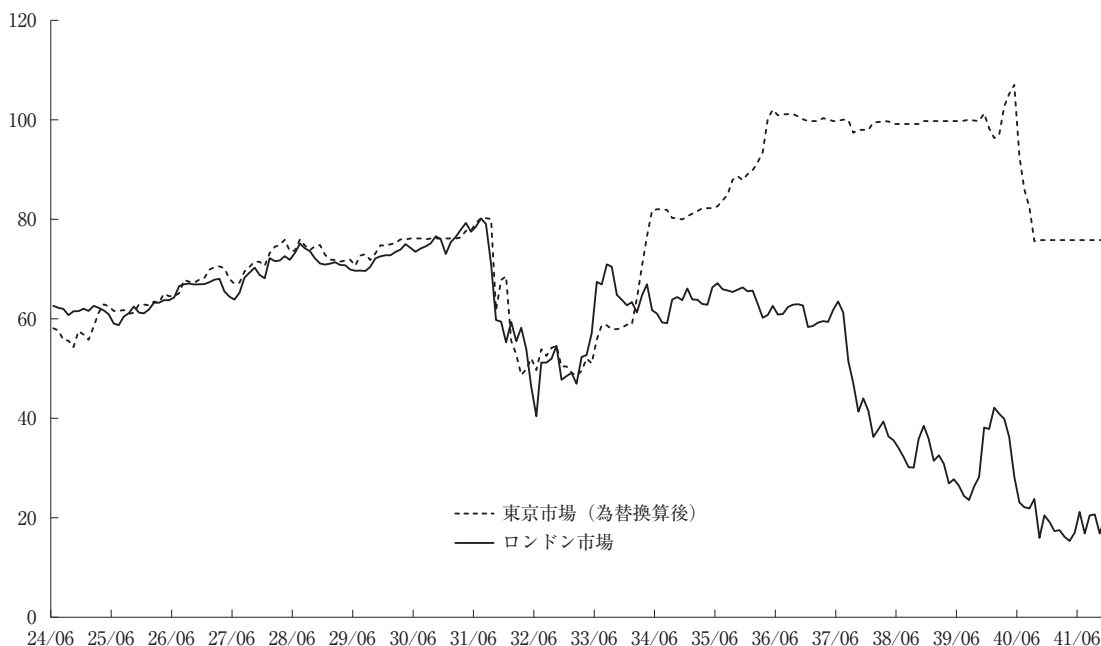
昭和初期のわが国の金融市場は、第一次世界大戦後の反動恐慌や関東大震災からの復興、さらに昭和金融危機の克服といった難題を抱えていた。それに加え1929年に発生したニューヨーク市場の株価大暴落を発端とした恐慌が世界経済を不安定にするだけでなく、わが国の金本位制への復帰（金解禁）と再離脱（金輸出再禁止）は、金融市場をより不安定化させたのである。1931年9月の英国金本位制離脱により英ポンドが急落して間もなく、わが国も1931年12月に離脱を発表し、日本円は暴落する。この為替

相場の変動は、株式市場や国債市場だけでなく、特に為替レートの変動の影響を受ける外国債市場を揺るがしたのである。為替市場の変動率上昇は、各種市場参加者の期待と不安感に影響し、その後のイールド・スプレッド等の変動の起点になったと言えよう。

図1は、ロンドン市場と東京市場で取引されていた第一回四分利付英貨公債の価格推移を示したものである。国内市場での債券価格（円表記）は、英ポンドの為替水準を織り込んでいるため、ポンド建てに換算してロンドン市場での債券価格（英ポンド表記・利含み単価であるため裸単価に換算）と比較すると、金輸出再禁止が実施される1932年まで、両市場の債券価格は、概ね同水準で推移していたのが確認できる²⁷⁾。一方、1932年以降の円安局面において、相次いで資本逃避防止法（1932年7月）および外国為替管理法（1933年5月）が制定され、内外資金移動の管理を日本政府が強化すると、東京市場とロンドン市場の価格水準の乖離が始まる。

1932年7月に制定された資本逃避防止法は、金輸出再禁止後の円安局面で、国内資金の流出を回避するためのものであり、この影響で、国内において円建てで取引されている日本国債とロンドン市場およびニューヨーク市場において外貨建てで取引されている日本国債の値付けに変化が発生したと言えよう。内外の資金移動が制限されたため、市場ごとに独自の需給で価格が決定されるようになった点について、北条〔1933〕は、従来、両者は「密接不可分な関係にあり、内地から見て、向うが割高であれば売りに向い、内地市場よりも向うが割安ならば買注文を出す」という関係だったものの、資本逃避防止法制定以降、「内地の相場と向うの相場とは全然連絡のないものになった」としている²⁸⁾。尚、1932年は、五・一五事件が発生し、戦時体制の兆しが強まっただけでなく、国債市場でも日本銀行による引受が始まる政府介入強化の年でもあるが、実際の資本規制は緩やかなものであった。鎮目〔2009〕によれば、資本逃避防止法制定にあたっては、「大蔵省は、国際的な資本移動は原則自由であり、資本移動規制

図1 第一回四分利付英貨公債の日英市場価格比較



（出所）大蔵省『国債統計年報』『金融事項参考書』各年度のデータを基に作成（ロンドン市場価格は利含み単価を裸単価に修正）

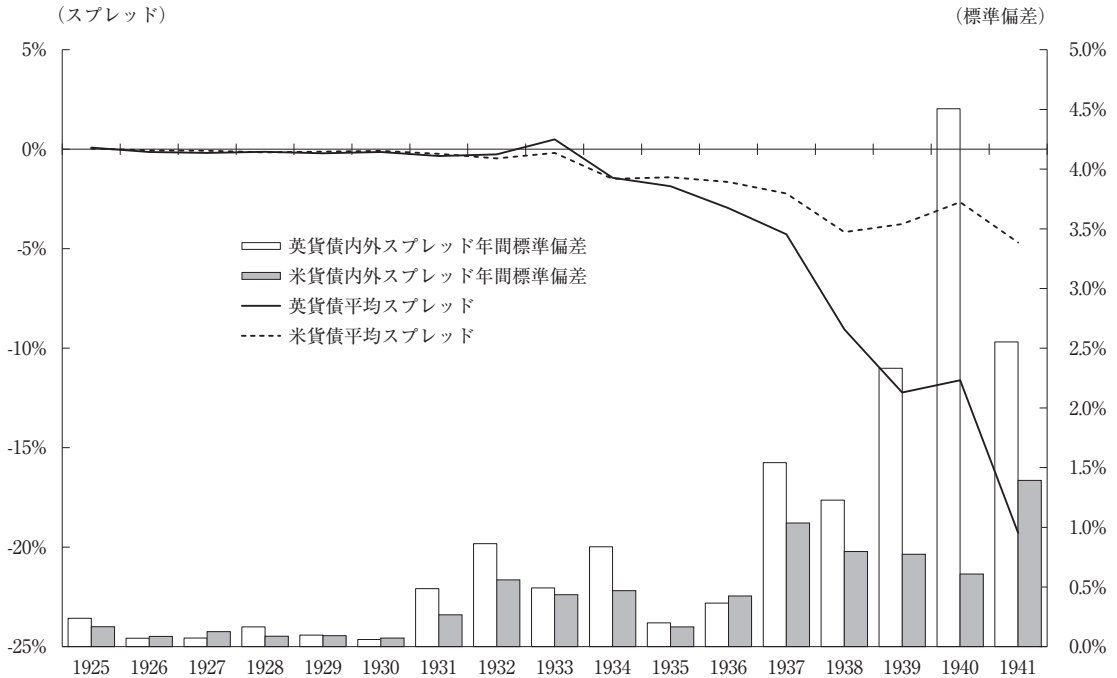
は例外的なもの」であり、日本において資本取引や經常取引を含む外国為替取引に全般的な規制が行われるようになったのは1937年以降のことであるとしている。内外市場の乖離が非連続的に発生したわけではなく、1932年前後は、段階的に進むスタートラインであったと位置づけられよう。

次に、同一銘柄の内外市場間の価格乖離に加え、英貨債と米貨債の複利利回り²⁹⁾格差（イールド・スプレッド）をそれぞれ東京市場－ロンドン市場間、東京市場－ニューヨーク市場間で比較してみたい。比較にあたっては、英貨債については1931年に償還を迎える第二回四分利付英貨公債を除く、第一回四分利付英貨公債、五分利付英貨公債、第三回四分利付英貨公債、六分利付英貨公債、五分半利付英貨公債の5銘柄、米貨債については六分半利付米貨公債、五分半利付米貨公債の2銘柄を対象として³⁰⁾、それぞれ単純平均イールド・スプレッドを算出した上で、月次データの12か月標準偏差も求めて、イールド・スプレッドのばらつき度合いを

確認した。

図2の外貨建日本国債の市場間イールド・スプレッドから明らかになる点は、1932年、1937年、1940年が分節点となり、段階的に内外市場の関係が分断されていった点である。この3つの分節点を基準に、4つの期間に区分して市場の変化を特徴づけることができる。①1930年前後まではイールド・スプレッドが狭小な範囲で収まり標準偏差が落ち着いていたものの、②イールド・スプレッドの幅が拡がり、標準偏差も一段階上昇した1932年前後から1936年まで、③米貨債対比で英貨債のイールド・スプレッドが拡大し、英貨債の標準偏差が急上昇しつつ米貨債の標準偏差が低下する1937年から1940年まで、④イールド・スプレッドの拡大が再燃する1941年の4期間である。①から②に移行する時期には、各国の金本位制停止、さらに資本規制などのイベントが目白押しであり、金本位制からの離脱という通貨制度の転換と債券市場の衝撃が符合している。②から③への移行期には、日中戦争の勃発による戦時体制下における統制

図2 英米貨債の内外市場間スプレッド推移



(出所) 大蔵省『国債統計年報』『金融事項参考書』各年度のデータを基に作成

強化のイベントが続き、③から④にかけては欧州戦争の英国経済への悪影響と日米関係の悪化が確認される。

(4) 戦時期における政府統制強化と外貨建日本国債暴落

1936年にかけて、東京市場では低金利政策により英貨建日本国債の債券換算価格は上昇基調で推移する一方、1934年以降、ロンドン市場では日本国債価格は横ばいとなった。1936年11月15日には、外貨債特別税の要綱案が決定され、1937年1月1日以降に支払われる外貨債の利子に東京市場では課税されるようになった。債券市場は、この税制変更案により1937年1月にかけて大幅に下落したが³¹⁾、その影響を危惧して1937年2月に税制改革案が撤回され、増税幅が緩和されている。1937年3月に制定された外貨債特別税は、5%を上回る利子に70%課税されるものであり、当初案からは大幅に増税率が後退し、それを好感して債券価格は上昇に転じたのである。具体的には、五分利債は課税さ

れず、五分半利債の利率が5.15%、六分債の利率が5.30%、六分半利債の利率が5.45%になるように課税されたため、高利率債ほど、より多くの課税がされたことには変わりなく、低利率内国債の大量発行を控えて、内国債との利率格差を縮小する意図が大きかったとも言えよう。金本位制から離脱して以降、新規発行債は、円建てによる内国債に限られたため、内国債消化を促進する政策の一環と捉えることも可能である。日本の投資家や金融機関に保有されている外貨債の利回りが内国債対比で極端に高くなり、内外金利差が拡大したための措置と考えられる³²⁾。戦時期にあつては、特に税制や資本規制といった要素が、各国市場の価格決定に影響を与えるため、市場ごとに価格が決定される傾向が強まると考える必要がある。

その最たるものが、戦時統制である。わが国の国家総動員法は、1938年4月1日に公布されたが、英国の場合は、1939年8月24日に制定され (Emergency Powers Act)、これに基づく財政国防令 (Defense Finance Regulation) お

よび大蔵省令により金利統制が強化された。具体的には、英国債の最低市場価格の制定³³⁾、外国貨幣および外貨証券の政府集中を促した。証券市場は、戦況に応じて上下動したが、1940年6月にフランスがドイツに降伏すると、株式市場などは「崩落して暗黒時代を現出³⁴⁾」し、ロンドン市場の資金は専ら英国公債に集中するようにされた。前記したように英国は、1940年6月17日に外貨及外国証券取引禁止を発表するなど、戦時経済に移行するにあたって市場統制を強化しており、英米間の価格形成の相違が鮮明になったのである³⁵⁾。わが国における国債優遇策と同様に、英国においても自国政府発行の国債の利回りを安定させる市場統制が実施され、その影響は日本国債だけでなく他国政府債も同様にはたらいと見えよう³⁶⁾。この間、イールド・スプレッドは、日中戦争がはじまる1937年7月の約4.3%が、外貨及外国証券取引が英国で禁止³⁷⁾された1940年6月には約14.4%まで拡大する。わが国では、遡ること1937年1月に外国為替管理法に基づく輸入為替管理令が施行され、実需為替が許可制に変更となり、実質的な貿易統制・外貨資金管理が始まった³⁸⁾ことも、この間の両市場の連動性分断に影響したと言えよう。

その後、戦時体制の急速な進捗により市場介入が急速に進むロンドン市場に対して、わが国の外貨建日本国債の位置づけにも変化が見られた。外貨建日本国債については、早期の借換えが進められるようになったのである。国内市場における四分利付公債等は、その大部分が日本に輸入されており、「ニューヨーク、ロンドン、パリ等の発行地市場と絶縁されてもお、低金利統制のつづけられた日本国内の市場で、高利回りで投機的な証券として流通した³⁹⁾」が、英貨債や米貨債については、戦時期の外貨建て元利払いに支障が生じ始めたからでもある。そこで、政府は、1943年3月15日に「外貨債処理法」を公布・施行して、本邦人および友好国人の所有する英・米貨債は、所有者の承諾を得て、適正な価格その他の条件をもって邦貨債に借換えられた⁴⁰⁾。借換えの際の価格

は、本邦内に存するものは、高利率の影響から、その市場価格が比較的高かつ安定しているのに反し、本邦外に存するものは、国際情勢の陰悪化に伴い、その価格が低かつ不安定であったので、同一価格で借り換えることは不適當と考えられた点には留意が必要であろう。

戦時期に近づくほど、1937年や1940年前後は分水嶺として、ロンドン市場とニューヨーク市場、そして東京市場の価格形成は、その独自性が高まっていった。このような市場間の乖離は、金本位制を前提とする世界では見られなかったものの、国際関係の悪化に伴い政府の市場安定化介入（統制）が自国内で強化された結果と言える。この観点から市場乖離の始点は1932年前後であり、戦時期の経済体制を左右する分岐点ともなったことが再認識できよう。

ところで、東京－ロンドン市場での英貨建日本国債のイールド・スプレッドは大幅に上昇しているものの、東京－ニューヨーク市場での上昇幅は極端に小さい。1937年7月の約1.4%が1940年6月には約2.4%に拡大しているが、約1%に過ぎないのである。1940年6月には英国での資本規制が強化され、欧州戦争による混乱でロンドン市場の国際金融センターとしての機能が、ニューヨーク対比で遥かに下回る水準まで落ち込んだことも影響したはずである。富田〔2006〕は、東京市場とロンドン市場での第一回四分利付英貨公債の利回り格差を示した上で、日本国債の信用悪化を指摘しているが、ニューヨーク市場よりもロンドン市場において、格差が拡大している点は注意すべきである。英国および欧州での国際政治上の混乱が、他国政府債のオファー・ビッド・スプレッド⁴¹⁾を拡大させ、流動性プレミアムを急上昇させた可能性があるからだ。つまり、日英市場間の英貨建日本国債のイールド・スプレッド拡大は、純粋にわが国の信用度の悪化を示すだけでなく、ロンドン市場における債券市場の流動性低下の影響もあった点も含めて考える必要がある。さらに、1939年にかけては、日本と米国の金利は低下するものの、英国は資本逃避の情勢を鑑みて公定歩合を1932年6月以来の2%から

4%まで引き上げ(1939年8月24日)、コンソリ債利回りも上昇していた事情も勘案しないわけにはいかない。つまり、金融環境は英国において大きく異なっており、金融逼迫を背景にロンドン市場での債券利回り上昇圧力が強まっていた点を見逃すべきではないだろう⁴²⁾。

- 6) 外貨建てによる外国債の起債に際し、円貨換算した発行額は、手数料等を控除した実収額とは異なる。
- 7) 「鉄道国有法(1906年)」に基づく旧北海道炭礦鉄道株式会社英貨社債(5.0%利率、1906年発行・1921年償還)、旧関西鉄道株式会社英貨社債(4.5%利率、1906年発行・1926年償還)に加え、「南満洲鉄道株式会社の株式引受に関する件(1920年および1933年)」に基づく南満洲鉄道五分利英貨社債として、第1回(5.0%利率、1907年発行・1932年償還)、第3回(5.0%利率、1908年発行・1932年償還)、第4回(4.5%利率、1911年発行・1936年償還)、第19回(5.0%、1923年発行・1948年償還)が鉄道建設用資金使途として発行され、国に承継された。詳しくは、大蔵省編〔1937〕、397～412頁。
- 8) 詳しくは、大蔵省編〔1937〕、413～428頁参照。高橋〔1976〕下巻330頁には、高橋は清が1905年秋に東京に確認した内容が記されている。「我が五分利付国庫証券を海外に売り出さんとして奔走する者が多くなってきたが、これは我が既発の英貨公債の騰貴を押え、かつ新たに起こす外債との競争の地位に立たしむるもので、現にその噂のみでも悪影響を与える」として、「そもそも内国債を海外に売出すことは結局国家が比較的高利の外債を起すと同一のこととなり、その国家の損となる」と戒めているように、既発内国債の元利払いを英貨で行うことの不利益を描いている。
- 9) 富田〔2006〕245頁では、「金本位制への移行によって、日本国債の信認が上昇し、日露戦争の戦費だけではなく、戦後の国債整理のためにロンドンで巨額の国債を発行することができた」としている。
- 10) 詳しくは、大蔵省編〔1937〕、48頁参照。
- 11) 露国英貨公債と日本英貨公債の市場価格の推移については、板谷〔2012〕参照。
- 12) 償還まで10年間の債券として発行され、買入消却による期限前償還が実施されない条件であったため、据置期限が設定されていない。据置期限のある公債と区別して国庫債券と称される。
- 13) 詳しくは、高橋〔1976〕下巻306～338頁参照。
- 14) ロンドン市場およびブリュッセルでの元利払いは、為替時価にて行われた。
- 15) 志村〔1980〕、75頁参照。
- 16) 詳しくは、高橋〔1954〕、479頁参照。
- 17) コンソリ債利回りは、Bank of England, “A millennium of macroeconomic data for the UK”を参照。
- 18) 詳しくは、全国経済調査機関連合会編〔1930〕491頁、参照。
- 19) 詳しくは、大蔵省〔1974〕「政府関係外債について」を参照。

- 20) 東京株式市場の長期清算取引では、1925年11月18日に売買が開始され額面500仏フラン当たりの値付けが行われた(東京株式取引所の長期清算取引は1943年8月に廃止)。確定換算為替レート(258仏フラン=100円)で計算すると、額面193.80円・年間利子7.75円である。外国債で、東京株式取引所の長期清算取引の対象となった銘柄は、四分利付仏貨公債のみである。
- 21) 東洋経済新報社編〔1924〕、530頁参照。
- 22) 北条〔1933〕、81～87頁には、金融機関にとって、在外資金の取り寄せの解決策のみではなく、高利回り商品の輸入による委託買入益、為替相場における利益、預かった公債の担保利用など「一石四鳥の大名案」であったと記されている。当初、台湾銀行が先導した外国債取引は、山一商店や藤本ビルブローカー銀行等に拡散していく過程が同書では描かれている。『大和証券60年史』78頁では、1917年から1920年にかけて、横浜正金銀行、台湾銀行および朝鮮銀行に依頼して米国で、英仏公債および英国公債を買入れ、わが国の投資家等に売却したことが記載されている(合計約11.5百万ドル)。英仏公債は、第一次世界大戦時の軍需品等輸入の対米支払のために発行された米ドル建てのAnglo-French Five Year 5% External Loan(1915年10月発行)であるが、米国での利子に対する税負担が大きく、最終的な利回り水準で魅力が高かったため、わが国の保険会社や貿易会社等に藤本ビルブローカー銀行(大和証券)が国内に持ち込み、各種投資家等に販売したのである。
- 23) 詳しくは、高橋〔1955〕、1348～1349頁参照。
- 24) 詳しくは、全国経済調査機関連合会編〔1934〕、282～285頁参照。
- 25) 東京市場(実物取引)の四分利付仏貨公債価格・五分半利付米貨公債価格・六分半利付米貨公債価格は、東京株式取引所・日本証券取引所「統計月報」で1944年11月まで確認することができ、ロンドン市場の第一回四分利付英貨公債価格は、『明治大正財政史』第12巻で1902年4月まで遡ることができる。尚、「国債統計年報」の相場記載によると、1940年11月以降のロンドン市場は、毎日の報告を得ることができなくなったため、報告があった中で月末に近い日の分を記載しているが、1941年12月以降は入電しなくなっている(ニューヨーク市場は1941年12月7日以降入電無し)。
- 26) 詳しくは大和証券〔1963〕、118頁の脚注を参照。脚注には他の大手証券会社も外貨邦債の取り扱いを行っていた点が記載されている。
- 27) 若槻内閣から犬養内閣に移行する1931年12月の混乱期の英ポンドのデータには注意が必要である。すでに英国は、金本位制を離脱していたため、英ポンドの変動幅が大きかったことがその背景として考えられる(この段階で米ドルは、金本位制を維持していたため対円レートの建値は固定)。1931年12月の横浜正金銀行建値(平均)は、若槻内閣が総辞職する12日までしか発表されていないため、金輸出再禁止発表後の為替相場を反映していない。一方、東京株式取引所の国債売買は、17日から立会を開始しているため、国債価格は、金本位制離脱発表による円安外貨高局面を反映している。特に円建て表記の

- 英貨公債の東京市場価格をポンド換算する際には、ポンド高を反映していない横浜正金銀行建値を基準にするため、英貨公債の価格が実態以上に高く計算されてしまう。そこで本研究では、1931年12月中平均為替レートは、英 THE TIMES 紙 Money Market 欄の 日次 Offer-Bid 仲値 (25 日間分) の平均値を用いた。そのため、12 月 12 日までの横浜正金銀行建値 1 円 = 2 シリング 11 - 716 ペンス を 1 円 = 2 シリング 6 - 3/4 ペンス、12 月 12 日迄の横浜正金銀行建値 100 円 = 49 - 3/8 米ドル を 100 円 = 43 - 1/4 米ドルとしている。
- 28) 北条 [1933], 205~206 頁参照。
- 29) 大蔵省昭和財政史編纂室編 [1954], 76~77 頁には、「単利計算方法は、価格と額面との差額を償還年数で除し、これに毎年の利子額を加え、得たものを価格で除するやり方で大体の見当はつくが、正当額よりも少し大きく算出される。これに対し、複利計算は年金現価計算と複利現価計算とを組み合わせたもの、計算は複雑であるが、利回り勘定は正確である。わが国では単利計算が用いられ、外国では複利計算が用いられていたが、外債交渉にあたって、この差異による不便が見いだされ、大正十三、四年ごろから大蔵省に改正委員会をおき、数年を費やして、わが国の実情に即し、しかも、内容において外国に劣らない債券利回表を作成した。昭和三年三月以降の国債発行にこれを用いた」とあり、1928 年から複利利回りを国債発行における標準としたことが記されている。
- 30) 五分利付英貨公債・第三回四分利付英貨公債・五分半利付英貨公債は 1940 年 6 月まで、第一回四分利付英貨公債・六分利付英貨公債は 1941 年 11 月まで、そして六分半利付米貨公債・五分半利付米貨公債は 1941 年 12 月までとした。
- 31) この要綱案では、5% を上回る利率債 (五分利・五分半利・六分利・六分半利債) は、利率が一律 4.2% となるように課税されるというものであり、四分利・四分半利債は対象外であった。そのため、第一回・第三回四分利付英貨公債、四分利付米貨公債の価格は影響がなかった。
- 32) 大蔵省昭和財政史編纂室編 [1954], 487 頁参照。
- 33) 詳しくは、在イギリス日本大使館編 [1941], 111 頁参照。
- 34) 詳しくは、在イギリス日本大使館編 [1941], 123 頁参照。
- 35) The TIMES (1940/06/19) には、STOCK EXCHANGE 欄において Dealings were suspended in securities on which interest or dividends are payable in certain stipulated foreign currencies, in accordance with the official notice. との記載がある。
- 36) THE TIMES 紙の STOCK EXCHANGES PRICES 欄 (FOREIGN BONDS) 価格データによると、1940 年は英国債 (コンソル債) が堅調に推移する一方、外貨建日本国債に加えオーストリア、ベルギー、ドイツ、ハンガリーといった欧州戦地国や南米チリの国債価格も大幅に下落している。
- 37) 日本銀行「調査月報」(1940 年 6 月) の要録には、「17 日一切の外貨取引を禁止し、同時に額面表記金額、利子又は配当が米国、カナダ、アルゼンチン、ベルギー、フ

ランス、オランダ、オランダ領東インド、ノルウェー、スウェーデン、スイスの通貨を以て支払われる外国証券の売買をも禁止せり (17 日はフランスの対独戦闘停止を伝えられたる日なり)」と記されている。

- 38) 伊藤 [1989], 343 頁参照。
- 39) 志村編 [1980], 117 頁。
- 40) 大蔵省昭和財政史編纂室編 [1954], 495 頁参照。概ね米貨債の 85.9%、英貨債の 33.1% が借り換えられた。外貨再処理法制定に至るまでの経緯は、公益財団法人日本証券経済研究所 [2011] 25 頁, 614~629 頁参照。
- 41) ビッド・アスク・スプレッドとも表現されるが、流通市場における最高買値 (最良買い気配値) と最安売値 (最良売り気配値) の差をいう。この差が小さいほど、売買にかかる取引費用が小さく、流動性が高いことを意味する。
- 42) 鈴木 [2001] は、1920 年代に「ロンドン是一流といわれるヨーロッパや南アメリカの政府の公債発行を誘引するのに失敗した」ものの、「あらゆる政府が倫敦よりもいっそう有利な条件でニューヨークにおいて公債を発行できたわけではなかった」として、戦間期におけるロンドン市場の国際金融としての有意性の残存を記している。このことを前提とするならば、英国は金本位制を離脱し、欧州大戦直前に至る 1930 年代後半にかけて、国際金融センターとしての有意性が急速に低下したものと考えられるかもしれない。

3. 外貨建日本国債の投資成果と市場特性

(1) 昭和初期外貨建日本国債パフォーマンスインデックスの算出

本章では、内外の投資家のポートフォリオに組み込まれた外貨建日本国債が、国内市場の他資産 (内国債や短期金融市場、そして株式市場) 対比で、どのような位置づけにあったのかを、リスクとリターンの観点から定量的に考察したい。まず他資産との比較をするにあたり、投資成果を示す昭和初期外貨建日本国債パフォーマンスインデックス (OGBPI; Overseas Government Bond Performance Index) を算出して、リターンやリスクについて明らかにする。算出期間は、1924 年 6 月から外貨債処理法⁴³⁾ により借換えられる 1943 年 9 月までとする (19 年 4 か月間)。次に市場間の価格決定の違いを明らかにするために、ロンドン市場およびニューヨーク市場における市場別指数についても「国債統計年報」による価格の記載が行わ

表 4 昭和初期外国債パフォーマンスインデックス (OGBPI) の銘柄別・通貨別比率およびインデックス

銘柄別/通貨別比率	24/06	25/03	26/03	27/03	28/03	29/03	30/03	31/03	32/03	33/03	34/03	35/03	36/03	37/03	38/03	39/03	40/03	41/03	42/03	43/03	43/09
第一回四分利付英貨公債	9.01%	5.11%	5.14%	5.45%	5.61%	5.56%	6.93%	5.52%	5.05%	5.53%	5.18%	5.79%	6.18%	6.73%	7.03%	7.17%	7.49%	6.82%	6.95%	6.78%	6.73%
第二回四分利付英貨公債	35.06%	18.61%	19.18%	18.77%	18.00%	18.00%															
五分利付英貨公債	27.08%	15.94%	15.65%	15.93%	16.50%	16.25%	20.38%	16.33%	15.60%	16.17%	15.47%	16.88%	16.73%	17.20%	17.33%	17.78%	18.82%	17.25%	17.59%	17.65%	17.50%
四分利付私貨公債	18.43%	10.51%	10.89%	10.09%	10.21%	11.07%	12.30%	9.97%	12.34%	15.11%	12.47%	11.88%	11.38%	12.05%	12.62%	13.01%	13.23%	16.11%	16.12%	16.02%	16.72%
第三回四分利付英貨公債	10.42%	5.89%	5.81%	6.03%	6.27%	6.13%	7.59%	6.04%	5.68%	6.26%	5.99%	6.64%	6.99%	7.74%	8.11%	8.27%	8.65%	7.87%	8.02%	8.05%	7.98%
六分半利付米貨公債	24.34%	23.26%	23.96%	23.49%	23.33%	28.28%	22.68%	22.88%	21.20%	17.29%	21.37%	19.80%	19.68%	18.29%	17.65%	17.11%	15.30%	16.05%	15.75%	15.80%	15.67%
六分半利付英貨公債	19.60%	20.08%	19.78%	19.92%	19.67%	24.53%	19.28%	19.16%	20.10%	18.87%	18.41%	18.17%	17.53%	17.12%	16.96%	17.30%	15.71%	15.77%	15.83%	15.70%	15.70%
五分半利付米貨公債								9.35%	11.09%	11.39%	9.31%	9.71%	9.56%	9.38%	9.17%	9.11%	9.70%	10.22%	10.24%	10.27%	10.19%
五分半利付米貨公債								10.84%	9.87%	8.16%	11.35%	10.90%	11.31%	11.08%	10.97%	10.59%	9.52%	9.97%	9.56%	9.59%	9.52%
通貨別																					
英貨債	81.57%	65.15%	65.85%	65.96%	66.30%	65.60%	59.42%	56.51%	56.59%	59.45%	54.81%	57.43%	57.63%	58.58%	58.76%	59.29%	61.95%	57.87%	58.57%	58.58%	58.09%
仏貨債	18.43%	10.51%	10.89%	10.09%	10.21%	11.07%	12.30%	9.97%	12.34%	15.11%	12.47%	11.88%	11.38%	12.05%	12.62%	13.01%	13.23%	16.11%	16.12%	16.02%	16.72%
米貨債		24.34%	23.26%	23.96%	23.49%	23.33%	28.28%	33.51%	31.07%	25.45%	32.72%	30.69%	30.99%	29.37%	28.62%	27.71%	24.82%	26.02%	25.31%	25.40%	25.19%
時価総額 (百万円)	598	1,111	1,127	1,182	1,219	1,175	1,002	1,263	880	819	1,248	1,297	1,382	1,362	1,297	1,271	1,252	1,016	1,015	1,011	969

インデックス	24/06	24/12	25/12	26/12	27/12	28/12	29/12	30/12	31/12	32/12	33/12	34/12	35/12	36/12	37/12	38/12	39/12	40/12	41/12	42/12	43/09
OGBPI PI 総合指数	100.00	108.85	107.06	99.88	107.70	110.69	105.88	106.27	90.08	132.20	148.20	183.63	198.34	193.94	193.87	198.39	197.34	170.47	170.53	170.48	163.11
OGBPI TRI 総合指数	100.00	112.33	117.47	116.10	132.45	143.75	145.37	154.38	138.67	221.12	265.71	347.01	394.15	404.72	425.25	457.76	479.14	438.36	465.76	494.05	494.93
複利回り 残存年数	7.02%	7.24%	6.76%	6.36%	6.32%	6.14%	5.96%	5.92%	6.58%	8.73%	7.15%	5.57%	4.95%	5.15%	5.10%	5.04%	5.32%	7.09%	7.25%	7.33%	8.25%
英貨債	100.00	114.87	119.80	117.63	134.66	145.26	147.88	158.04	127.92	207.15	269.75	365.11	417.31	444.43	461.06	490.26	499.40	438.93	468.89	500.03	499.05
仏貨債	100.00	108.46	123.09	127.67	139.26	155.13	155.95	158.87	153.26	203.06	244.87	262.61	275.79	300.59	312.88	329.82	342.99	352.03	366.83	380.69	390.42
米貨債		101.13	102.84	101.33	116.69	127.50	127.04	135.56	139.52	235.19	240.92	320.56	370.81	346.54	375.11	417.99	465.51	449.15	482.53	518.23	519.82
市場別 指数	100.00	102.74	107.65	120.44	130.05	138.92	150.96	162.15	141.97	131.24	170.33	194.41	206.34	202.11	159.60	152.05	180.95	126.34	147.88		
ニュー YORK		100.02	109.20	125.64	135.79	143.49	154.93	166.30	146.12	111.35	175.23	206.13	234.00	241.13	210.19	237.11	244.88	228.40	197.02		
為替 指数	100.00	115.29	106.47	93.78	99.72	99.45	94.03	92.82	73.58	149.59	160.18	161.61	161.61	161.61	161.61	161.61	158.08	161.61	161.61	158.75	158.75
米ドル	100.00	104.87	93.90	82.82	87.53	87.77	82.40	81.77	93.35	194.58	133.47	140.43	140.80	141.67	138.63	148.51	172.27	172.27	172.27	171.59	171.59
GBPI TRI 総合 (内国債)	100.00	103.88	111.98	118.93	130.77	139.29	146.04	153.18	154.63	180.54	197.12	206.07	218.21	224.77	236.21	248.09	258.61	267.87	278.67	289.98	298.00
EQPI TRI 総合 (日本株)	100.00	128.88	164.21	170.78	152.41	161.03	129.79	89.42	90.94	142.55	161.00	166.57	188.30	203.23	238.37	223.92	305.34	268.84	298.31	339.34	350.68
東京コール	100.00	103.21	109.66	116.76	122.23	126.53	131.11	136.19	141.40	148.01	152.13	156.15	160.38	164.99	169.65	174.13	178.88	184.49	189.69	195.25	199.90

(注 1) データ出所は、1942年 3 月までは大蔵省「国債統計年報」、1942年 4 月以降は東京株式取引所等「統計月報」。外貨債処理法により1943年 9 月まで。

(注 2) ロンドン市場の1941年12月値は1941年11月値を記載、ニューヨーク市場は1924年10月 = 100.00が基点 (米貨債も同じ)、1941年12月未まで。

(注 3) PI は価格指数 (Price Index)、TRI はトータル・リターン・インデックス (Total Return Index)。為替指数は、1924年 6 月 = 100.00として外貨 1 単位の円為替を指数化したものである。

(注 4) GBPI (昭和初期外国債パフォーマンスインデックス) と EQPI (昭和初期株式パフォーマンスインデックス) の算出方法は、平山 [2019] 参照。

れた1941年12月まで（ロンドン市場は1941年11月まで）についてサブインデックスとして算出した⁴⁴⁾。

算出にあたっては、現代の一般的な債券指数算出手法に則り、時価の変動に伴うキャピタルゲインと経過利子収入によるインカムゲインを合算したトータル・リターン・インデックス（TRI；Total Return Index）として、総合、通貨別指数（英貨債・仏貨債・米貨債）および市場別指数（ロンドン市場・ニューヨーク市場）を算出した。また債券価格の変化を比較するために、キャピタルゲインのみによるプライス・インデックス（PI；Price Index）総合も求めている。

具体的な OGBPI TRI の算出過程は、現代の債券インデックスの標準的な算出手法に則って個別銘柄の投資成果を求め、時価総額を基準に加重平均化して指数化するというものであり、三ステップに区分できる。第一ステップは、個別銘柄毎に当月（月次）投資収益率を算式「（当月経過利子込時価－前月経過利子込時価＋当月クーポン収入）／前月経過利子込時価」（「当月クーポン収入」を加算するのは、利払月の「経過利子込時価」はクーポン支払いにより減価するためである）に基づき計算する。英貨公債の市場価格は、利含み単価であるため、経過利子込時価として採用し、仏貨公債および米貨公債の市場価格は裸単価のため、経過利子込時価を求める必要がある。それを前月時価総額で加重平均して、市場全体（総合指数）または通貨別等指数（サブインデックス）の月次投資収益率を求めるのが第二ステップである。さらに第三ステップでは、1924年6月を100.00として、投資収益率を累積して指数化する。尚、市場特性を明らかにするために、TRI 総合指数については、複利利回り⁴⁵⁾、平均残存年数を算出している。

償還日・利払日は、個別銘柄毎の発行要項（表2）に基づくものとし、対象銘柄は、承継外国債および内国債の海外売出しは、政府による当初からの起債とは異なるため対象としなかった。また、インデックス計算期間内に残存

年限1年以上となる期間がなかった九分利付外国公債、七分利付外国公債、第一回六分利付英貨公債、第二回六分利付英貨公債、仏貨国庫証券、第一回四分半利付英貨公債と、算出開始時から3カ月後に残存期間が1年未満となり対象から外れる第二回四分半利付英貨公債の計7銘柄は対象外とした。現代の一般的な債券インデックス算出基準は、残存年限1年未満となった銘柄は短期金融商品であるとみなし、1年未満となった月から対象外としているからである。そのため対象銘柄は、第一回四分利付英貨公債（1899年発行）、第二回四分利付英貨公債（1905年発行）、五分利付英貨公債（1907年発行）、第三回四分利付英貨公債（1910年発行）、六分利付英貨公債（1924年発行）、五分半利付英貨公債（1930年発行）の英貨公債6銘柄、四分利付仏貨公債（1910年発行）の仏貨公債1銘柄、六分半利付米貨公債（1924年発行）、五分半利付米貨公債（1930年発行）の米貨公債2銘柄の合計9銘柄とした。

尚、銘柄毎の時価総額比率は、前年度末（3月）の対象国債残高（額面）に、当該年度1年間の額面は不変とみなして（追加発行および一部償還による額面の変更をしない）、各月の時価を乗じて算出している。そのため、年度内に新規発行された銘柄は、年度末（3月末）になって、インデックスの対象銘柄として組み入れている（1924年2月発行の六分半利付米貨公債および六分利付英貨公債は、国債統計年報で時価が記載された1924年10月以降、計算対象に加えている）。

（2）外貨建日本国債のリターンとリスク

この OGBPI に基づき戦前期の外貨建日本国債の投資成果を確認すると次のようになる。第一に、昭和初期の外貨建日本国債の年間収益率（全期間の年率換算リターン）は、TRI 総合指数が8.66%、インカムゲインが反映されていない PI 総合指数が2.57%であった。この期間の内国債投資により得られたリターン（内国債268銘柄を対象とした時価総額加重平均指数である GBPI TRI 総合指数⁴⁶⁾）が5.84%であり、

外貨建日本国債が2.8%程度上回っている。これは、外国債 OGBPI の複利利回り（月次データの全期間平均）6.28%（最高9.49%，最低4.51%）と内国債 GBPI の複利利回り（同）4.76%（最高6.40%，最低3.72%）の格差より大きく、その利回り差以外の要因は主に円安による為替効果と考えられる。日本から投資した場合の外貨の水準を指数化した為替指数（1924年6月＝100.00，表5）から確認できるように、1931年末前後の円高時には為替効果はマイナスにはたらいっていたものの、金輸出再禁止以降は米ドルおよび英ポンドが堅調に推移したため、プラスに転じた効果が反映されたと言える。外貨建日本国債（OGBPI TRI 総合指数）は、1930年までは内国債（GBPI TRI 総合指数）と歩調を揃えて連動していたものの、いち早く金本位制を離脱した英ポンドの下落の影響で、1931年12月には大幅に外貨建日本国債が劣化した。一方、1932年12月には、米ドルと英ポンドの対円での復調で回復しているのが確認できる。

第二に、外貨建日本国債のリスク水準は、全期間では7.35%と比較的高くなっているが、金本位制を巡る為替市場での高ボラティリティが織り込まれた1931年から1934年にかけての為替効果が影響したと考えられる。この為替変動期および1937年、1940年、1943年（外貨債処理法により市場価格の5%程度低い水準で1943年9月に借換えられた影響を織り込みリスクが上昇）を除くと、リスク水準が5%程度まで上昇する年はなく、特に1941年、1942年は1%を下回っている。内国債のリスクが1937年以降に1%を下回ったのに続き、1941年には、外貨建日本国債も同様にリスク消失状態に至ったと言える。これは、東京市場での値付け頻度が低下して、流動性が枯渇したことも影響したと考えうる。さらに、1930年以降の外貨建日本国債は、新規発行が無い中で、第二回四分利付英貨公債が償還されたため、20年を超えていた平均残存年数が1944年11月には15.2年に短縮し、債券価格変動率の指標となるデュレーションが低下した要因もある。

第三に、外貨建日本国債のリターン（全期

間）は、短期金融市場（東京コール市場）対比で5%超過している⁴⁷⁾。リターンの序列は、短期金融市場<内国債<外貨建日本国債であり、それぞれのリスク水準である0.36%，2.09%，7.35%の多寡の順と符合しており、ハイリスク＝ハイリターン、ローリスク＝ローリターンという合理的な関係になっている。

一方、同期間の日本株投資により得られたリターン（東京株式取引所の短期清算取引を対象とした時価総額加重平均指数である EQPI TRI 総合指数）6.74%，リスク16.63%と比較すると、外国債がローリスク＝ハイリターンに位置づけられる。金融統制による政府介入が戦時期に至っても緩慢だった株式市場に対して、1932年前後から、準戦時体制下での市場安定化政策が採用された内国債の影響を少なからず受けた金利性資産である外貨建日本国債との相違が鮮明に表れているのだろう。短期金融市場と内国債、日本株の3資産だけを比較するならば、ハイリスク＝ハイリターン、ローリスク＝ローリターンの合理的な関係が確認できるが、ここに4資産目の外国債を加えると、外国債のリターンの高さが際立つ。検証期間では、英国と米国が金本位制を停止し、日本が金解禁を経て金輸出再禁止に回帰するという為替制度のレジーム・チェンジが雁行的に発生する中で、結果的に外貨建日本国債のリスク調整後リターン（リターン／リスクによる投資効率の尺度）が改善したのである⁴⁸⁾。

第四に、外貨建日本国債の通貨別の特性について確認しておきたい。仏貨債は仏フランと日本円の換算レートが固定されていたため、実質的な円建債券と見なされていたのに対して、英貨債や米貨債は為替変動の影響を大きく受けたため、リスク水準が異なる。

図3は、資産別のリターン（縦軸）とリスク（横軸）の関係をプロットしたものであり、短期金利（東京コール）、内国債（GBPI TRI 総合指数）、外貨建日本国債（OGBPI TRI 総合指数）のリターンおよびリスク水準が順に上昇している。外貨建日本国債を囲むように英貨債、仏貨債、米貨債が位置づけられ、リターン

表5 昭和初期外国債パフォーマンステックス (OGBPI) のリターン・リスク等の推移

リターン	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940	1941	1942	1943	全期間
	OGBPI PI 総合指数	885%	-1.65%	-6.70%	7.82%	2.78%	-4.35%	0.37%	-15.24%	46.76%	12.11%	23.96%	8.01%	-2.22%	-0.04%	2.33%	-0.53%	0.04%	-0.03%	-4.32%	2.57%
通貨別 指数	OGBPI TRI 総合指数	12.33%	4.58%	-1.17%	14.08%	8.53%	1.13%	6.20%	-10.18%	59.46%	20.17%	30.60%	13.59%	2.68%	5.07%	7.65%	-8.51%	6.25%	6.07%	0.18%	8.66%
	英貨債	14.87%	4.29%	-1.81%	14.47%	7.88%	1.81%	6.87%	-19.06%	61.93%	30.22%	35.35%	14.30%	6.50%	3.74%	6.33%	1.86%	6.83%	6.64%	-0.20%	8.71%
	仏貨債	8.46%	13.49%	3.72%	9.08%	11.40%	0.53%	1.87%	-3.53%	32.49%	20.59%	7.25%	5.02%	8.99%	4.09%	5.41%	3.99%	4.20%	3.78%	2.56%	7.33%
市場別 指数	米貨債	1.13%	1.69%	-1.47%	15.17%	9.26%	-0.36%	6.71%	2.92%	68.57%	2.44%	33.06%	15.68%	-6.54%	8.24%	11.43%	-3.51%	7.43%	7.40%	0.31%	9.10%
	ロンдон	2.74%	4.78%	11.88%	7.98%	6.82%	8.67%	7.42%	-12.45%	29.79%	14.14%	16.14%	-2.05%	21.04%	-4.73%	19.01%	-30.18%	17.05%			2.27%
	ニューヨーク	0.02%	9.17%	15.06%	8.08%	5.67%	7.97%	7.34%	-12.13%	57.37%	17.63%	13.52%	3.00%	3.05%	12.81%	3.28%	-6.73%	-13.74%			4.03%
為替 指数	英ポンド	15.29%	-7.65%	-11.92%	6.34%	-0.27%	-5.45%	-1.28%	-20.73%	103.31%	7.08%	0.89%	0.00%	0.00%	0.00%	-2.18%	2.23%	0.00%	-1.77%	0.00%	2.43%
	米ドル	4.87%	-10.47%	-11.79%	5.69%	0.27%	-6.12%	-0.76%	14.16%	108.43%	-31.40%	5.22%	0.26%	0.61%	-2.15%	7.13%	16.00%	0.00%	-0.39%	0.00%	2.84%
GBPI TRI 総合 (内国債)		3.88%	7.80%	6.21%	9.95%	6.52%	4.85%	4.88%	0.95%	16.75%	9.18%	4.54%	5.89%	3.01%	5.09%	5.03%	3.58%	4.03%	4.06%	2.77%	5.84%
	EQPI TRI 総合 (日本株)	28.88%	27.41%	4.00%	-10.76%	5.66%	-19.40%	-31.11%	1.70%	56.76%	12.94%	3.46%	13.05%	7.93%	17.30%	-6.06%	-11.95%	10.96%	13.75%	3.34%	6.74%
東京コール		3.21%	6.25%	6.48%	4.69%	3.51%	3.63%	3.87%	3.83%	4.67%	2.78%	2.64%	2.71%	2.88%	2.82%	2.64%	3.14%	2.81%	2.93%	2.38%	3.66%

リスク	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940	1941	1942	1943	全期間
	OGBPI PI 総合指数	3.86%	3.22%	2.25%	2.27%	3.10%	2.15%	0.99%	17.40%	10.93%	10.89%	12.98%	4.69%	5.74%	0.74%	2.85%	5.03%	0.08%	0.06%	4.84%	7.32%
通貨別 指数	OGBPI TRI 総合指数	3.80%	3.23%	2.23%	2.27%	3.09%	2.19%	1.01%	17.35%	10.89%	10.59%	12.92%	4.65%	5.69%	0.77%	2.83%	4.99%	0.17%	0.16%	4.77%	7.35%
	英貨債	6.81%	3.82%	1.96%	2.65%	3.50%	2.58%	1.15%	26.26%	15.64%	9.34%	16.13%	3.49%	4.97%	0.76%	2.67%	8.04%	0.02%	0.06%	5.73%	9.53%
	仏貨債	4.10%	1.93%	2.92%	2.88%	12.57%	4.86%	2.72%	12.07%	7.33%	11.21%	3.25%	1.45%	4.41%	1.76%	1.00%	1.65%	1.03%	1.04%	1.37%	5.67%
市場別 指数	米貨債	2.88%	5.48%	5.01%	2.68%	0.91%	3.32%	1.41%	4.57%	16.19%	18.69%	13.13%	3.66%	8.20%	9.78%	2.30%	5.18%	7.59%	0.01%	0.02%	8.45%
	ロンдон	1.14%	2.40%	3.08%	4.71%	6.70%	2.05%	3.20%	13.09%	32.30%	20.54%	10.45%	6.30%	8.94%	22.28%	29.21%	46.33%	68.87%	61.11%		27.06%
	ニューヨーク	4.74%	2.97%	1.82%	2.04%	3.27%	1.96%	2.56%	10.68%	19.69%	25.09%	9.32%	5.87%	7.03%	21.77%	20.16%	16.02%	21.49%	38.19%		15.96%
為替 指数	英ポンド	7.12%	6.37%	3.20%	3.90%	4.51%	5.24%	0.89%	14.59%	23.02%	3.77%	1.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	16.85%	0.00%	1.77%	0.00%	9.27%
	米ドル	8.13%	6.02%	3.26%	6.25%	4.85%	5.26%	0.55%	14.16%	21.96%	14.86%	4.16%	3.38%	3.52%	1.87%	4.60%	0.00%	0.00%	0.39%	0.00%	9.94%
GBPI TRI 総合 (内国債)		0.70%	0.64%	0.71%	1.61%	3.13%	1.85%	2.00%	5.28%	3.67%	2.56%	1.43%	0.40%	0.90%	0.44%	0.15%	0.43%	0.18%	0.08%	0.02%	2.09%
	EQPI TRI 総合 (日本株)	17.82%	13.13%	13.12%	14.48%	9.03%	12.29%	31.23%	22.56%	33.45%	17.54%	9.97%	11.24%	8.01%	18.05%	8.77%	13.56%	14.80%	11.16%	5.00%	16.63%
東京コール		0.18%	0.14%	0.06%	0.23%	0.09%	0.04%	0.05%	0.32%	0.36%	0.07%	0.03%	0.06%	0.04%	0.01%	0.05%	0.04%	0.05%	0.05%	0.03%	0.36%

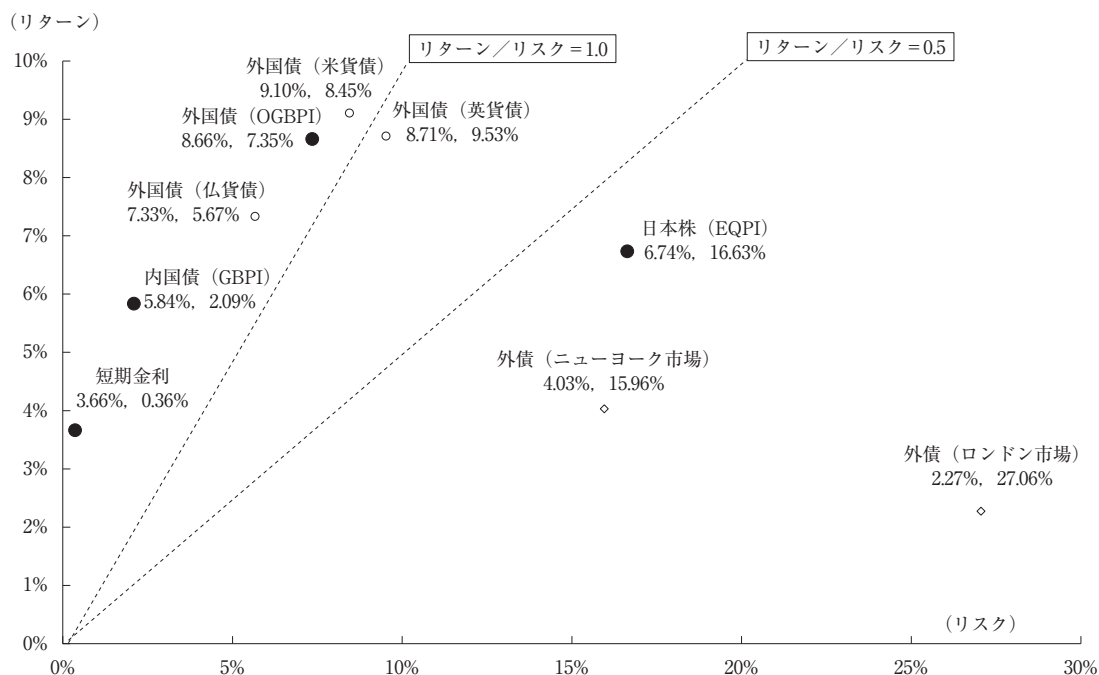
(注1) データ出所は、1942年3月までは大蔵省「国債統計年報」、1942年4月以降は東京株式取引所等「統計月報」。外貨債処理法により1943年9月まで。1924年のリターンおよびリスクは1924年7月以降。

(注2) ロンドン市場のリターン・リスクは11月まで、ニューヨーク市場は1924年10月以降 (米貨債も同じ)、1941年12月末まで。

(注3) PIは価格指数 (Price Index)、TRIはトータル・リターン・インデックス (Total Return Index)。為替指数は、1924年6月を100.00として外貨1単位の円為替を指数化したものである。

(注4) GBPI (昭和初期外国債パフォーマンステックス) と EQPI (昭和初期株式パフォーマンステックス) の算出方法は、平山 [2019] 参照。

図3 資産別リターン・リスク特性 (1924年6月～1943年9月)



※数値は順にリターン、リスク。外債 (ロンドン市場・ニューヨーク市場) は1941年11・12月まで。

水準では、米貨債9.10%、英貨債8.71%、仏貨債7.33%の順になっているのに対して、リスク水準は、英貨債9.53%、米貨債8.45%、仏貨債5.67%の順に入れ替わっている。仏貨債が為替変動リスクを負わない四分利付仏貨公債であることから、内国債に近い位置づけとして、3通貨のうちではローリスク＝ローリターンになるわけである。一方、英貨債は米貨債対比でリスクは高いが、リターンは低くなっており、投資効率という観点からは、英貨債は劣後しているのが明らかである。図3には、リターンをリスクで除したリスク調整後リターンが1.0になる (リターンとリスクが等しい) 直線を記しているが、英貨債はこの閾値の右側になることから、仏貨債に対しても劣後している。日本政府による国債発行は、英貨債でより多くの銘柄が発行されてきたが、昭和初期のパフォーマンスは、相対的に劣位に立たされており、外貨建日本国債に関する銘柄選別の点では、英貨債よりも米貨債や仏貨債を中心にポートフォリオを組成すべきであったことになる。

ところで、図3のリターン／リスク＝0.5のラインのさらに右側に、日本株が位置づけられている。日本株のリスク16.63%は金利性資産よりも遥かに高く、リターン6.74%は外国債より下回る。興味深いことに、データ期間は他資産と期間は異なるが (1941年11月・12月まで)、ロンドン市場とニューヨーク市場での外貨建日本国債のリターンとリスクも、日本株と同様に低投資効率に位置づけられている。同じ外国債でも、東京市場における市場参加者と、ロンドン市場やニューヨーク市場の市場参加者では、異なる値付けが行われていたことを意味している。東京市場では、為替変動リスクが反映され、英米市場では、それぞれ英ポンド建・米ドル建債のため為替変動リスクが反映されていないにもかかわらず、海外市場でのリスク水準が高かったのである。また、日本株は、戦時末期に至って政府介入は強化されたものの、内国債に比べれば政府の価格介入が緩慢だった。日本政府の市場介入が強化された短期金融市場、内国債、国内市場における外貨建日本国債と、日

本株および海外市場における外貨建日本国債の投資効率は対照的だったと言える。さらにロンドン市場のリターン2.27%は、ニューヨーク市場のリターン4.03%よりも低く、リスクはロンドン市場27.06%がニューヨーク市場15.96%を上回っており、ロンドン市場参加者の日本国債に対する評価がニューヨーク市場参加者よりも低かったと言える。

外貨建日本国債についての内外市場の価格形成の違いについては、前章で確認したが、市場別の投資成果の違いについて図3で概観した。以下では、日本投資家が海外市場に投資した場合の投資成果について確認したい。そこで、図4・図5に示すように市場別指数である「ロンドン市場」および「ニューヨーク市場」に為替変動を反映させた「ロンドン市場（為替変動反映後）」および「ニューヨーク市場（為替変動反映後）」と、通貨別指数（英貨債および米貨債）である「東京市場」を比較する。

（3）外貨建日本国債の内外市場投資成果

東京市場をはじめとする国内の国債流通市場は、1932年に「国債の価額計算に関する法律」が制定され、日本銀行による国債引受が始まるだけでなく、各種の国債消化策が強化されたため、内国債利回りの低位安定化が図られた。また、高利回りの外貨建日本国債は、国内金利水準が総じて低下する過程で魅力が高まったものの、1936年には外貨債特別税が施行され、相対的に高利回りであった外国債と内国債の実質的な投資成果の格差縮小が促され、外国債の税効果反映後の利回りも内国債の利回りに収束されていく。

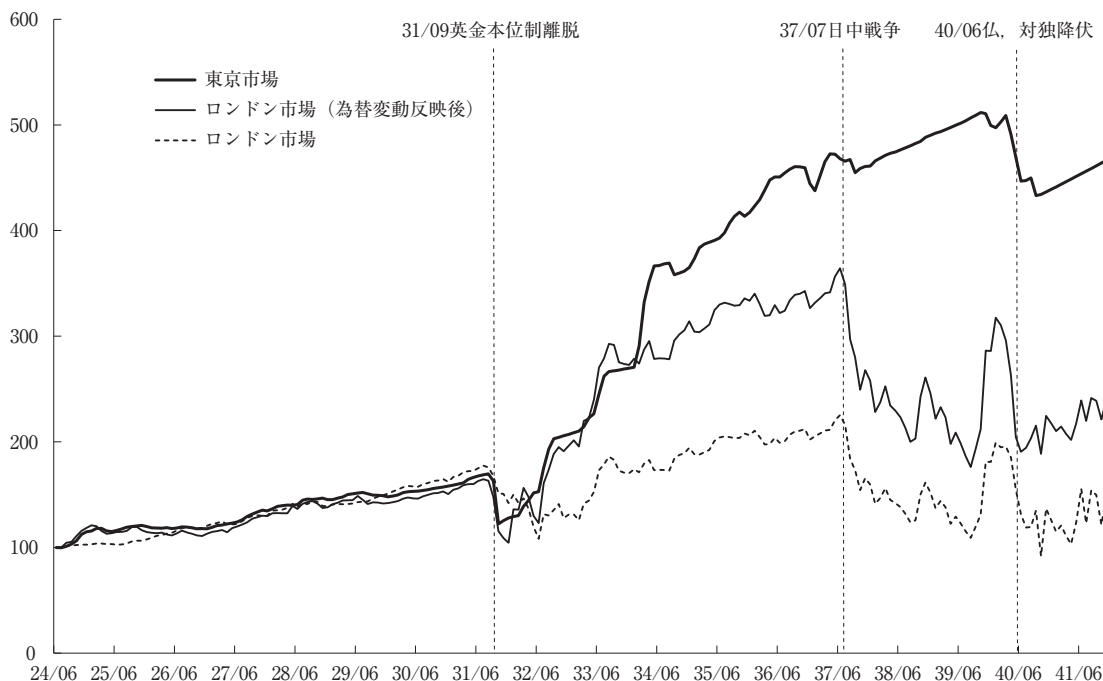
英米各市場における英米国債利回りは、1920年代には似た動きをしていたが、1930年代には、英米間で著しく乖離するようになった。米財務省証券利回りは1932年に上昇した後に1946年まで低下基調で推移しているのに対して、英国債利回りは、1931年から1935年まで低下した後に1939年まで上昇に転じているのである⁴⁹⁾。1935年から1939年の期間は、欧州大陸の政局が悪化するのと連動するように英債券利回りが上

昇し、英米国債の利回り推移が対照的になったと言える。特に1930年代後半の時期について取り上げてみると、日本と米国の債券市場は安定していたものの、英国の債券市場は金利上昇に見舞われたという点で相違しているため、それが投資成果に反映されたと考えうる。

図4の「ロンドン市場」は、ロンドン市場参加者の需給や見通しが反映された外貨建日本国債の投資成果を示している（表4・表5の市場別指数）。1932年の資本逃避防止法制定、そして外国為替管理法の強化などにより、外国債を国内に輸入する、もしくは送金して証券投資することが事実上困難になってからは、日本国内の投資家による直接投資は不可能になったが、仮に日本の投資家がロンドン市場の外貨建日本国債に投資可能とした場合には、英ポンド（対円）の変動が投資成果に反映される。この為替効果を反映したものが、図4の「ロンドン市場（為替変動反映後）」である。すでに国内に持ち込まれている英貨債指数（図4の「東京市場」）と比較することで、より多くの銘柄を用いたバスケット（英貨債6銘柄）で市場間の価格形成の相違を確認することができる⁵⁰⁾。同様に図5は、東京市場とニューヨーク市場の投資成果（米貨債2銘柄）の推移を記したものである。

まず、日英市場の推移を確認すると、図2の英米貨債の内外市場間スプレッド推移で確認したように、1931年9月の英金本位制離脱から内外格差が生じ、1930年代後半には東京市場とロンドン市場の市場参加者の英貨建日本国債への評価が為替変動反映後でも大きく乖離している。1937年7月に日中戦争が勃発し、日本が準戦時体制に突入すると、東京市場のリターンの変動が極小化する一方、ロンドン市場の債券暴落によりリターン内外格差が急拡大しているのである。ロンドン市場では、1939年8月の公定歩合引き上げ後すぐに利下げに転じたため、1939年末にかけて債券価格が急騰したが、その後国際情勢の悪化により下落に転じている。また、英国政府は、外貨及外国証券取引を禁止したため、他国政府が発行した国債などの流動性

図4 東京市場・ロンドン市場の投資成果比較



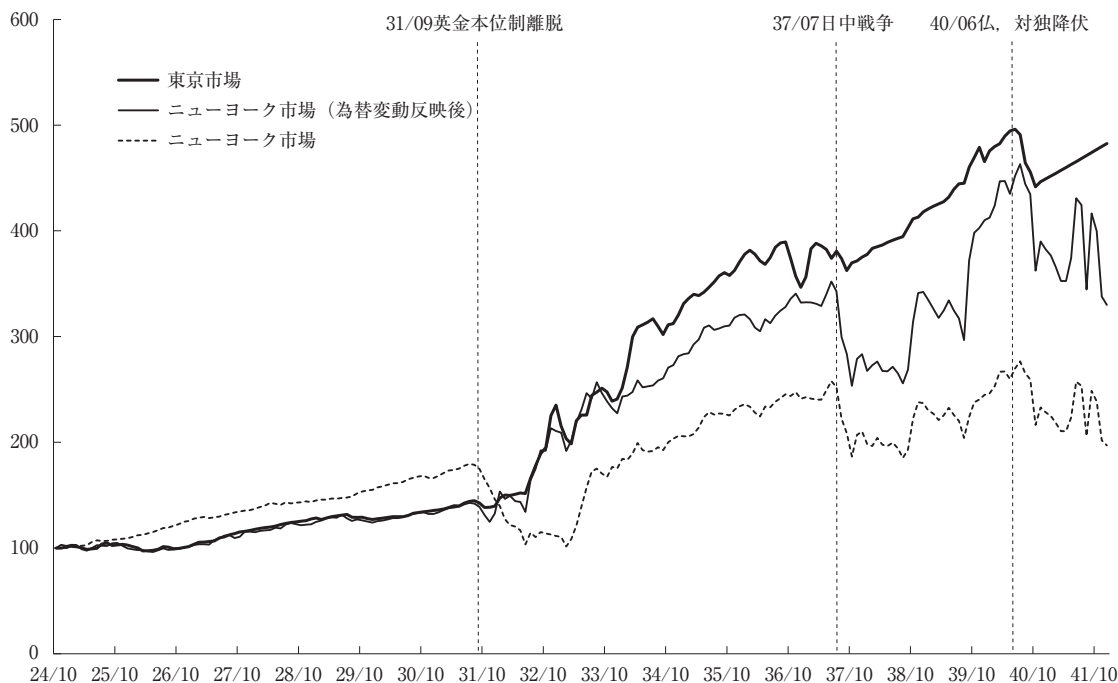
が後退した。同様に東京市場でも、日米関係の悪化や低利借換え懸念などによりリスク回避的姿勢が高まり⁵¹⁾、外貨建日本国債価格に下押し圧力がはたらいた。1940年6月には、フランスが対独降伏に追い詰められ、欧州戦局は英国にとっても本土決戦という最悪期を迎えるに至り、多角的な検証が求められるがロンドン市場の価格決定機能が後退した可能性がある。1930年代半ば以降、市場間の資金移動が極端に限られたため、ロンドン市場の金融逼迫が投資成果に影響するなど、各国独自の金融情勢による格差が生じたのである。

次に、日米市場の推移を図5から確認すると、1931年9月の英金本位制離脱から内外格差が生じていることは共通しているが、ロンドン市場とは異なりニューヨーク市場の場合は、1937年7月まで、東京市場と連動している点で異なる(図5の「東京市場」と「ニューヨーク市場(為替変動反映後)」)。前記したように東京市場とニューヨーク市場の債券利回りがともに低下基調で推移したため、ロンドン市場の投資成果とは異なる状況になっていると考えう

る。一方、1937年7月の日中戦争勃発により、ニューヨーク市場では、米貨建日本国債の投資成果が悪化している。1937年以降の東京市場では、内国債への価格統制の影響が米貨建日本国債の安定に貢献したものの、その影響が及ばないニューヨーク市場での米貨建日本国債の下落は大きかった。

1939年9月には英仏がドイツに宣戦布告し、米ドルが非連続的に上昇したことや、米金融市場が緩和基調となったため、ニューヨーク市場(為替変動反映後)の投資成果が東京市場に対してキャッチアップしている。さらに1940年の東京市場は、金融逼迫による内国債の需給悪化に加え、米貨債は「対米関係懸念にて大幅低落を示せり⁵²⁾」、「売物さして多からざるに拘わらず月中20円以上もの大幅低落を示し注目を惹けり⁵³⁾」とあるように東京市場で下落している。尚、1940年半ば以降は、東京市場が時間経過とともにインカムリターンを積み上げているのに対して、ニューヨーク市場(為替変動反映後)では変動率が高くなっており、日米関係悪化と共に日本国債の評価が悪化した可能性もあり、

図5 東京市場・ニューヨーク市場の投資成果比較



1940年が日米市場間の一つの分水嶺になっている可能性が指摘されよう。

以上のように、投資成果の観点からは、1931年9月、1937年7月、1940年6月という転換点を経るごとに、市場間の乖離が段階的に拡大する歩みをたどったことが、OGBPIにより確認できる。リスク調整後リターンを見ると、海外市場よりも東京市場での投資効率が高いことが確認され、国債発行国政府が、自国市場で価格統制を強化する一方、海外市場にはその影響が波及しないため、劣後する傾向が生じたと解釈可能だろう。東京市場に対する為替変動反映後の海外市場は、ロンドン市場が1934年頃から、ニューヨーク市場が1937年もしくは1940年頃から、東京市場との分断化現象が顕著になったのである。

- 43) 大蔵省理財局外債課〔1942〕57頁によれば、特別輸入分を除く国内にある甲種証券の借換価格は、「国内の市場相場として東京株式取引所発行の公社債日報所蔵の外債相場を基準にとり、最近の事例として昭和16、17両年の取引を斟酌して右の日報相場の平均の95%を適当と見、これに外貨特別税等の関係から若干調整を加えた」ものである。具体的には、六分半利付米貨公債342.00円

(乙種297.30円)、五分半利付米貨公債332.50円(乙種232.60円)、第一回四分利付英貨公債1,235.00円(乙種775.50円)、五分利付英貨公債1,282.00円(乙種862.50円)、第三回四分利付英貨公債1,235.00円(乙種769.60円)、六分利付英貨公債1,330.00円(乙種896.80円)、五分半利付英貨公債1,615.00円(乙種907.10円)により1943年9月に借り換えられたとしてOGBPIを算出している。実際の借換処理は、大蔵省理財局外債課〔1942〕78頁によれば、1943年9月15日である。

- 44) 市場別指数(サブインデックス)におけるロンドン市場の対象銘柄は、第一回四分利付英貨公債・第二回四分利付英貨公債・五分利付英貨公債・第三回四分利付英貨公債・六分利付英貨公債・五分半利付英貨公債の6銘柄、ニューヨーク市場の対象銘柄は、六分半利付米貨公債・五分半利付米貨公債の2銘柄である。英貨債である第二回四分利英貨公債は、ロンドン市場だけではなくニューヨーク市場での市場価格が国債統計年報に表記されているが市場別指数(ニューヨーク市場)の対象とはしなかった。
- 45) 五分利付英貨公債(1947年3月償還)は、1942年3月以降に残存期間5年未満となるにもかかわらず、1942年1月1,350.00を以て、それ以降の値付けが無い。この気配値を基に「複利回り」を求めているため、複利回り平均は若干上昇傾向になっている。
- 46) 昭和初期国債パフォーマンスインデックス(GBPI)および昭和初期株式パフォーマンスインデックス(EQPI)の算出方法は、平山〔2019〕参照。
- 47) 本来であれば信用リスクのある銀行間の金利である

- コール・レートをを用いるのではなく、無リスク金利である短期国債を用いるべきであるが、一貫性のある短期証券の持続的データの取得が困難であるため代替している。
- 48) (リターン－短期金利)／リスクで投資効率を計測することもあるが、本研究ではリターン／リスクで比較している。
- 49) 詳しくは、Homer and Sylla [2005], 451～452頁参照。
- 50) ユニバースが少ないためロンドン市場との比較では英貨債6銘柄に限られているが、一銘柄比較よりも個別銘柄要因を除去できる。(ニューヨーク市場との比較では米貨債2銘柄)。
- 51) 詳しくは、平山 [2019] 88～89頁参照。内国債 (GBPI) のリスクは、1939年0.15%から1940年0.43%まで上昇し、1941年には0.18%に低下している。
- 52) 詳しくは、日本銀行「調査月報」(1940年7月)の有価証券市況(公社債)参照。
- 53) 詳しくは、日本銀行「調査月報」(1940年8月)の有価証券市況(公社債)参照。日本銀行「調査月報」(1940年11月)の有価証券市況(公社債)では、「米貨債は遂に場内商内出来ず対米問題動向待ちに窺はる」とある。

4. おわりに

外貨建日本国債の内外市場格差は、1931年9月英金本位制離脱から1932年7月の資本逃避防止法施行にかけての時期、1937年の日中戦争勃発、1940年の日米関係悪化という節目毎に、裁定が機能する局面から、連動性が阻害される局面、内外格差が拡大する局面に変化していった。これは、日本政府の金融統制が強化されるに従って、統制が機能する国内市場とその範疇外にある海外市場での格差が生じたことを意味している。また、内外資金の移動抑制を通して、国内金融市場の安定化は維持できるものの、海外市場での不安定化を回避することは難しいという、政策効果の限界を示しているとも言えよう。

従来の研究では、東京市場とロンドン市場での利回り比較が行われていたが、本研究では東京市場、ロンドン市場、ニューヨーク市場の外貨建日本国債の投資成果を比較することで、段階的に市場間分断が進捗していった経過を明らかにした。また、外貨建日本国債の国内市場と海外市場の投資効率性が大きく異なり、投資家にとっては、政府の市場介入効果の高い資産への投資によりリスク調整後リターンを高められ

ていた点を検証した。

戦時期のような国債価格維持政策は、海外投資を制限したからこそ可能であったと言え、自由なグローバル資金移動を前提とするならば、市場分断を伴う国内市場の安定を維持できるとは限らない。現代の日本銀行によるイールドカーブ・コントロールの限界が、各国間の金融環境の乖離が拡大する局面で露呈するのは、歴史の教訓からも明らかである。

<参考文献>

- 板谷敏彦 [2012], 『日露戦争、資金調達の違い』, 新潮選書。
- 伊藤正直 [1989], 『日本の対外金融と金融政策: 1914～1936』, 名古屋大学出版会。
- 伊藤正直 [2018], 「高橋財政をめぐる論点整理」『金融経済研究』第40号, 66～70頁。
- 宇野健吾 [1986], 「戦前外債小史 序 — 吉田清成のことども —」『筑波大学経済学論集』(17), 5～31頁。
- 大蔵省, 『国債統計年報』, 大正13年度～昭和16年度。
- 大蔵省編 [1937], 『明治大正財政史』第12巻。
- 大蔵省理財局外債課 [1942], 『日本の外貨債について・中』。
- 大蔵省昭和財政史編纂室編 [1954], 『昭和財政史』第6巻, 東洋経済新報社。
- 大蔵省 [1974], 「政府関係外債について」『財政金融統計月報』, 270号。
- 岸田真 [2017], 「国際金本位制期における日本の経済政策と国際金融市場におけるリスク・プレミアム」『日本大学経済科学研究所紀要』第47-1号, 3～13頁。
- 公益財団法人日本証券経済研究所 [2011], 『日本証券史資料 戦前編第8巻公社債・投資信託・税制』。
- 在イギリス日本大使館編 [1941], 『戦時下ノ英国事情』, 外務省欧亜局第三課。
- 鎮目雅人 [2001], 「財政規律と中央銀行のバランスシート—金本位制—国債の日銀引受実施へ—中央銀行の対政府信用に関する歴史的考察—」『金融研究』20(3), 213～265頁。
- 鎮目雅人 [2009], 『世界恐慌と経済政策』, 日本経済新聞出版社。
- 志村嘉一編 [1980], 『日本公社債市場史』, 東京大学出版会。
- 鈴木俊夫 [2001], 「戦間期のロンドン外債市場」『三

田商学研究』第43巻第6号, 129~144頁。
 全国経済調査機関連合会編 [1930, 1934], 『日本経済年誌』昭和5年度, 昭和9年度。
 大和証券 [1963], 『大和証券60年史』。
 高橋亀吉 [1954], 『大正昭和財界変動史 (上)』, 東洋経済新報社。
 高橋亀吉 [1955], 『大正昭和財界変動史 (下)』, 東洋経済新報社。
 高橋是清 (上塚司編) [1976], 『高橋是清自伝』(原本は千倉書房, 1936年刊), 中公文庫。
 高橋秀直 [2018], 「1931年のポンド危機における日本政府外債のロンドン市場における価格の推移: 通貨選択約款に着目した検討」『筑波大学経済学論集』第70号, 177~186頁。
 東洋経済新報社編 [1924], 『金融六十年史』, 東洋経済新報社。
 富田俊基 [2006], 『国債の歴史』, 東洋経済新報社。
 平山賢一 [2019], 『戦前・戦時期の金融市場』, 日経BP。

北条伝四郎 [1933], 『公社債投資読本』, 日本公論社。
 明治財政史編纂会 [1904], 『明治財政史』第8巻。
 Bank of England, *A millennium of macroeconomic data for the UK*.
 End, N. [2019]. Japan during the interwar period: from monetary restraint to fiscal abandon. *Debt and Entanglements Between the Wars*, 241~281.
 Homer, S. and R. Sylla [2005]. *A History of Interest Rates*, John Wiley & Sons, Inc., NJ: Rutgers University, Fourth Edition.
 Suzuki, Toshio [1991]. *Foreign government loan issues on the London capital market, 1870-1913, with special reference to Japan*. University of London, London School of Economics.

(投稿受付2021年10月24日,)
 最終受理日2022年5月6日)

Investment Results of Japanese government bonds in foreign currency for the Japanese, UK and US markets

Kenichi Hirayama

Tokio Marine Asset Management Co., Ltd.

Abstract:

Japan's government debt expanded rapidly through World War II, but the secondary market for government bonds was not disrupted, at least on the surface. The fact that yields on JGBs did not rise sharply has been attributed to the government's and the Bank of Japan's thorough government debt management policies. However, as Tomita [2006] suggests, yields on JGBs denominated in foreign currencies rose sharply in the London market, and alarm bells were ringing in overseas markets about the creditworthiness of JGBs. In this study, we examine the yield spread of JGBs denominated in foreign currencies in the U.S. market in addition to the Japanese and U.K. markets. Furthermore, we examine the investment efficiency of foreign-currency-denominated JGBs in the Japanese, U.K., and U.S. markets through the calculation of the Overseas Government Bond Performance Index (OGBPI) for the early Showa period. The results show that Japanese government bonds leading up to the war period are divided between domestic and foreign markets. We find that the effects of government intervention in the market were limited to the home country in terms of investment outcomes.

Keywords:

investment outcomes, yield spread, government bonds