

明治・大正期の国債市場について¹⁾

釜 江 廣 志²⁾

§1 はじめに

本稿は明治・大正期の国債市場を対象として実証分析を進めるためのノートである。なお拙著(2012, 2016)では戦前債券市場の推移を概観したが、本稿ではとりわけ明治期の状況を詳細に検討する。それとともに、流通市場を対象とする実証分析の準備のために、データの利用可能性にもふれる。

§2 財政・金融の状況と国債発行

2-1 明治期

明治前期における状況は以下のとおりであった。まず、1871(明治4)年の廃藩置県により統一税制が実現して、藩札が政府紙幣に引き換えられた。1873年の地租改正は土地所有者と地価を確定し、地租を貨幣で収納することとなった。

藩債の処分のために旧公債と新公債が発行された。旧公債は明治期より前の各藩の債務を引き継ぐもので、1872年に無利子で0.1億円が発行された。新公債は明治元年以降の各藩の債務の引き継ぎであり、同年に4分利で0.1億円が発行された。

1) 村本教授の長年の学界への貢献に思いを馳せつつ、退任のお祝いを申し上げる。本稿は2014-16年度のJSPS科研費(課題番号26512013)の助成を受けた研究成果の一部である。

2) 東京経済大学経済学部教授。

1869（明治2）年に版籍奉還がなされて、武士に与えていた家禄（石高表示の禄米）が削減された。1873年に家禄の非奉還者に家禄税を新設し、翌年には任意の家禄奉還希望者³⁾に秩禄公債を交付する家禄奉還制がとられた。秩禄公債は8分利で0.2億円が発行された。公債の他に現金支給もあり、これは1873年発行の7分利外国公債で充当した。

1876（明治9）年に金禄公債証書発行条例が公布されて金禄（貨幣額表示）に改められていた全家禄が廃止となり、全ての武士を対象にして金禄公債が交付された。この公債は1.74億円の巨額が翌年発行された。5～7分利と1割利付で、うち7分利が1.08億円と最多であった。1870年代後半（明治10年代前半）のインフレと80年代前半（明治10年代後半）の松方デフレで下級武士などは困窮し公債を手放したので市場に流れ、債券流通市場が成立した⁴⁾。また公債は国立銀行の紙幣発行の抵当として用いられた⁵⁾。

これらの制度変更債の他に、各種の目的のために発行された国債があった。通貨整理のための国債は不換の太政官札・新紙幣を整理するもので、6分利付の金札引換公債0.07億円が1873（明治6）年に記名式で紙幣交換発行され、また金札引換無記名公債は1884（明治17）年に無記名で、金札引換公債と同条件・同額が発行された。

鉄道建設のためには、最初の国債である9分利付英貨公債（1870〔明治3〕年、発行額0.05億円）の他に、中山道鉄道公債が1884（明治17）年に7分利付で0.2億円発行されて初の呼価募集法（応募価格の高いものから順次募入するコンベンショナル方式）⁶⁾が採られた。東海道線建設のための鉄道費補充公債は1889（明治22）年に5分利付で0.2億円が同じく呼価募集⁷⁾、1893年度以降、中央線などの建設のための5分利の鉄道公債⁸⁾0.6億円も呼価募集された⁹⁾。また、北海道鉄道公債は1897年度以降5分利で0.04億円発行された。

3) 林(1978) p. 16 参照。

4) 林(1978) p. 16 参照。

5) 三和(1993) p. 48 参照。秩禄公債はこれを有利に投資しようと望んだ華族等を中心に日本鉄道会社の創立に用いられた。国土交通省(2012) p. 5 参照。

6) 第3回が呼価募集であった。「高価ノ申込額中ニ就キ其最モ高価ナルモノヨリ順次募入シ予定額ニ満ツルニ至リテ之ヲ止メ」た、また募入内の価格には幅があり、単一価格ではなかった。大蔵省(1927) p. 481-82 参照。

7) 大蔵省(1936) p. 629 参照。

8) 後述する帝国五分利公債の嚆矢である。

9) 大蔵省(1936) p. 670 参照。

軍事費調達のためには1886（明治19）年に5分利付の海軍公債0.2億円が呼価募集¹⁰⁾された。5分利付は金禄公債の一部と同じで、以後の標準となった。

諸事業を興す殖産興業政策のために、起業公債が1878（明治11）年に6分利で0.13億円発行されたが、これは公募の嚆矢であり¹¹⁾、募集事務を民間銀行である第一・三井の両行が担当した。

明治10年代にデフレ政策を行った後、それまでに発行されていた金禄公債など高利の国債の整理を行うべく、1887（明治20）年3月¹²⁾～97年（公募分は87～92年）に5分利の整理公債を発行して近代的な国債制度が始まった。その発行方法は公募、引き受け¹³⁾、証券交換（既発債券との交換）であり後者のウエートが大であった¹⁴⁾。整理公債の満期は55年後、5分利で1.75億円の巨額が発行され、呼価募集に依った。国債の初の整理借り換えであり、償還されたのは6～7分利の金禄¹⁵⁾・金札引換・起業・金札引換無記名・中山道鉄道の各公債と7分半利の征討費借入金であった¹⁶⁾。整理公債は1910年に仏貨4分利公債と第3回4分利付英貨公債を発行した資金で、軍事公債や1905年以前発行の5分利公債などとともに償還された¹⁷⁾。また、一時的な歳入の不足をカバーするための大蔵省証券も1886年に発行が開始された¹⁸⁾。

対外膨張期では、日清（1894〔明治27〕年6月～95年4月）・日露（1904年2月～05年9月）両戦争の戦費調達に国債（内国債）を、また日露戦争の戦費調達に外債（英貨債）を、それぞれ発行した。なお外債は一括して§2-3

10) 大蔵省(1927) p. 497 参照。

11) 発行価格を80円に固定した。応募が多く、申し込み額が3千円以上などの多額のクラスは、申し込み額に比例させて募入額を決定した。大蔵省(1927) p. 467 参照。

12) 証券交換は3月から、公募は払い込みの締め切り第1回が2月末であった。「大阪朝日新聞」1886年10月26日、1887年1月18日参照。

13) 特別募集または特別発行と称して、多くは預金部引受によるが、一部日本銀行引受によった。なお、1890（明治23）年に預金局預金特別会計法が成立して国庫勘定に預金部が設けられ、預金部制度が創設された。

14) 大蔵省(1936) p. 620, 624 参照。

15) 金禄公債のうち1割利付は1886年6月までに償還済みであった。大蔵省(1936) p. 598 参照。

16) 整理公債の発行により償還された公債のうちでウエートが大きかったのは金禄公債であった。大蔵省(1936) p. 625, 伝田(1988) p. 200 参照。

17) 日本銀行調査局（各月、1957年6月）「戦前における外資導入について」参照。

18) 「大阪朝日新聞」1886年8月11日参照。

に後記している。

これらの戦争時の国債発行に先立って日本銀行は政府に貸し付け（「貸上」）を行った。政府はそれを戦費として散布し、市中の流動性を高めた後で国債を公募発行して市中へ売却してその代金を吸収し、日本銀行に借入金を返済した。

まず、日清戦争の経費を調達するために軍事公債が1894（明治27）年8月～96年3月に4回計1.2億円発行され、満期は55年後、5分利付で呼価募集であった¹⁹⁾。銀行家に依頼した公募の他、預金部と日本銀行も引受を行った。発行前の1894年10月～95年3月に日本銀行が渡した政府貸上金を政府が戦費として市中に散布し²⁰⁾ 軍事公債の払込金として吸収して、貸上金の返済に充てられた。

日清戦争後には賠償金が流入し、それを元にして1897年に金本位制へ移行した。また、特殊銀行（日本勧業・農工・北海道拓殖・日本興業・台湾の各行）が設立された。諸事業のための国債が次のように発行された。事業公債は1896（明治29）年度以降発行、5分利付で0.9億円であり、鉄道業・製鋼業などへの資金供給を目的とした。台湾事業公債は1900年に5分利で0.3億円が発行された。前掲の鉄道公債の多くと上記の事業公債、北海道鉄道公債は日清戦争後に発行されたが、国内金融市場逼迫のため、日清戦争前の1893年度に公募された鉄道公債を除き、預金部・償金部などの引受によった²¹⁾。また、諸事業のために1899（明治32）年に第1回4分利英貨公債も発行された。

次に、日露戦争の戦費は日清戦争のその7倍で、その8割を公債と借入金で賄った²²⁾。公債の半分は外債であった。戦費調達のために以下の国債が発行された。

第1～5回発行国庫債券：1904（明治37）～05年発行。第3回までは5分利で計2.8億円、第4回から6分利に利上げして計2億円であった²³⁾。第1回の

19) 大蔵省 (1927) p. 566 参照。

20) 日本銀行百年史編纂委員会 (1982) 第1巻 p. 465-68 参照。日本銀行はそのために保証限度額を超える兌換券の制限外発行が必要となった。日本銀行百年史編纂委員会 (1982) 第1巻 p. 468, 474 参照。また後の高橋財政時には資金散布による景気浮揚が目指されたが、この時期ではむしろ貨幣供給増による物価騰貴への懸念もあった。「東京朝日新聞」1894年12月9日、同月18日参照。

21) 松下 (2004) p. 115-6 参照。

22) 鈴木 (1962) p. 85 参照。

23) 民間銀行との協議により利上げした。「大阪朝日新聞」1905年2月18日、「東京日日新聞」

み5年物、他は7年物で呼価募集された。日本銀行からの政府貸上金と外資からの資金による戦費を債券公募前に散布して消化を促した²⁴⁾。発行条件を民間銀行と協議した。1904年から郵便局で申し込みの取扱いを行った。

第1-2回6分利・第1-2回4分半利の英貨公債：1904～05年発行，8億円。

特別5分利公債（臨時事件公債）：日露戦争後の1906年に軍事費不足分を賄うため2億円が呼価募集方式で発行された。発行条件を民間銀行と協議した。

戦後経営に伴い国債などが増加したが，輸出増により外貨を稼ぎ国債を償還する方針が持たれ，そのために交通機関の整備が必要とされた²⁵⁾。その資金を調達するべく発行された国債は次のとおりである。日本・関西・山陽・九州など国内の主要私鉄17社が1906～07年に買収され，旧山陽鉄道社債などを政府が継承する承継公債が1906（明治39）年以降，6分～8分半利で0.2億円発行され，同年，旧鉄道会社債務整理公債が5分利預金部引き受けで0.3億円発行された。甲号5分利公債（鉄道買収公債）は1908（明治41）～09年に買収された私鉄の株主に²⁶⁾ 4.8億円²⁷⁾ が交付された²⁸⁾。甲種登録（証券発行せず）で満期は55年後であった²⁹⁾。1912年から鉄道証券（短期物，0.8億円），1915（大正4）年からは後述のように鉄道債券が，それぞれ鉄道事業費のために発行された。

外国人投資家に対する信用を確保することなどを目的として，1906（明治39）年に国債整理基金特別会計法を制定し，一般会計からの剰余金をこの特別会計へ繰り入れることにより国債の元利払いを行って減債することを目指した。これは初の減債基金制度であったが，実際には元金償還はわずかしが行われなかった³⁰⁾。

同年2月23日参照。

24) 石川(1978) p. 42 参照。なお，1905年以降に発行された大蔵省証券も散布された資金を吸収した。日本銀行百年史編纂委員会(1983)第2巻 p. 173 参照。

25) 小林(1988) p. 149-50 参照。

26) 最大の株主は三菱，三井，住友の各財閥と皇室で，それ以外に大倉喜八郎らの個人，金融機関（大阪貯蓄銀行，明治生命，日本貯蓄銀行など）であった。これらの資金は重工業，電力業への再投資，中国・朝鮮への進出に用いられた。老川(2014) p. 209，桜井(1986) p. 121 参照。

27) この交付額は買収時の私鉄の払込資本総額の2倍であった。民間資金は潤沢となり，その後の企業勃興を促進した。国土交通省(2012) p. 6 参照。

28) 日本銀行沿革史編纂委員会(1913)第9巻 p. 1188 参照。

29) 大蔵省(1937) p. 883 参照。

日露戦争後、1907（明治40）年恐慌などのため公債政策が転換されて³¹⁾ 1908年度から緊縮財政となった。桂内閣は非募債主義³²⁾ を採るとともに、後記のような公債価格維持策による国債市価の吊り上げ後に低金利を利用して³³⁾ 既発の臨時事件公債、第2・3回発行国庫債券、5分利公債（整理公債、軍事公債）などを借り換えた。そのために4分利公債が1910年に2回、2.8億円発行され呼価募集された。その際、引受シ団が組成され³⁴⁾、発行について政府・日本銀行・シ団が協議し、また証券業者などは下引受を行った。

4分利公債の第3回目の発行はシ団の了解が得られなかったので、金融緩和が進んでいた外国での発行が試みられ、英貨と仏貨の4分利公債が実現した（後述）。借り換えによって国債総額は減少しなかったが、債券市場が確立した³⁵⁾。

4分利公債での借り換えに備えて以下のような公債価格維持策が採られた³⁶⁾。1905（明治38）年に国債の国庫納金代用³⁷⁾、および国債の債権価格評価に最低発行価格が使用可能になった³⁸⁾。1906年には国債の定期取引の取引所税免除³⁹⁾と登録国債の登録税免除⁴⁰⁾、1908年に上記の第1回発行国庫債券の1億円が全額償還された⁴¹⁾。同年、市場で新5分利公債⁴²⁾と第2・3回発行国庫債券を買い入れ⁴³⁾、また特別5分利債を塩専売の担保として優遇し、かつ所得税

30) 野村證券(1976) p. 35 参照。

31) 高橋(1964) p. 208, 神山(2000) p. 56 参照。

32) 新規の長期国債を発行しないとの趣旨で、借り換え・交付公債や政府短期証券の発行は除外。神山(2000) p. 56 参照。

33) 鈴木(1962) p. 113。

34) シ団には、引き受けた公債を発行価格以下では売らないという規約があったが、必ずしも守られなかったとみられる。神山(1988) p. 27, 「大阪毎日新聞」1912年3月15日, 「東京朝日新聞」同年2月22日参照。

35) 鈴木(1962) p. 114 参照。

36) 林(1978) p. 53 参照。

37) 大蔵省(1936) p. 553 参照。

38) 大蔵省(1936) p. 562, 「東京朝日新聞」1904年12月23日参照。

39) 大蔵省(1936) p. 560 参照。

40) 大蔵省(1936) p. 560 参照。

41) 東京銀行集会所(1908-09) 270, 271, 273, 274, 279号参照。

42) 新5分利公債は特別5分利公債(06年発行の臨時事件公債)を指すのであろう。例えば、1908年7月2日の「東京日日新聞」のp. 8の現物市況の記事と福島商会の広告、同年8月25日の同紙p. 8の現物市況の記事と福島商会の広告および「東京朝日新聞」p. 8の特別公債の記事を比べると両者の価格がほぼ一致する。

43) 「読売新聞」1908年6月2日, 「東京朝日新聞」同年7月23日参照。

を免除した⁴⁴⁾。1909年には登録国債の担保充用⁴⁵⁾、公債利子の所得税免除⁴⁶⁾、直取引の競売買を開始した⁴⁷⁾。同年から1911年にかけて第2・3回の発行国庫債券を償還し⁴⁸⁾、4分利公債との交換も行った⁴⁹⁾。

また、日露戦争時の第1回発行国庫債券（1904年発行、5分利5年物）を満期前償還するべく、国庫債券整理公債（乙い号、5分利5年物）を1908（明治41）年に0.3億円発行した。預金部・国債整理基金の資金不足のためであった。

1910（明治43）年に日韓併合がなされ、翌年には朝鮮銀行が設立されて、植民地経営のために次のような国債が発行された。京釜鉄道買収公債が1906（明治39）年に甲号5分利公債の一部として発行され、朝鮮事業費国庫債券が5分利で1913（大正2）年に呼価募集で0.3億円、1917年には0.45億円が発行された。また、東洋拓殖（1908年設立）の社債と⁵⁰⁾南満州鉄道（1906〔明治39〕年設立）の外貨社債（1907年以降発行）にともに政府保証が付与され、1920年には満鉄社債を政府が承継した⁵¹⁾。

§2-2 大正期

大正期では、第1次世界大戦中（1914〔大正3〕～18年）と戦後の好況時に金融引き締めが行われたが、1920年の戦後反動恐慌、23年の関東大震災の後には緩慢化した。国債は第1次大戦中と戦後に軍事費調達や鉄道・植民地経営のために発行され、関東大震災後には震災手形損失補償公債などの交付公債が発行された。1920～21年の金融緩和期に遊資増と金利低下によって債券需要が高まった。1920年代後半以降においては国債の短期化が進んだ。また、郵便局売出しが1919（大正8）年度に開始され⁵²⁾、預金部による引受は激増した⁵³⁾。

44) 「東京朝日新聞」1908年8月25日参照。

45) 大蔵省(1936) p. 551, 「東京朝日新聞」1908年11月29日, 同紙1909年2月16日参照。

46) 大蔵省(1936) p. 559, 「東京朝日新聞」1909年1月26日, 同紙同年2月6日, 同紙同年3月3日参照。

47) 「直取引の開始なき為、海外の注文に応じて容易にこれを纏むること難く、往々取引上の不都合を醸す」(『東京経済雑誌』1487号(1909年4月24日)), ほかに東京銀行集会所(1909年5月)283号参照。ただし、東京証券取引所(1974, p. 799)は1908年7月開始としている。

48) 「東京朝日新聞」1909年5月1日, 9月15日, 1911年3月18日, 6月10日参照。

49) 「東京朝日新聞」1910年2月16日, 9月30日, 1911年3月29日, 4月8日, 4月10日, 5月28日参照。

50) 「東京朝日新聞」1913年3月7日参照。

51) 大蔵省(1937) p. 405 参照。

大正期に発行された国債には次のようなものがある。

5分利公債：1913（大正2）年以降発行，事業目的（電信，電話，鉄道，植民地）。交付・引き受けが多い。

鉄道債券⁵⁴⁾：1915（大正4）～17年発行，1億円，シ団引受。

5分利国庫債券：1916年以降発行，短期物で公募が多い。

臨時国庫証券：1917年以降発行，対外発展政策のため。短期物で公募が多い。1924年度末に臨時国庫証券特別会計は廃止。

震災善後公債：1923年以降発行。

外債（6分半利米貨債，6分利英貨債）：1924年発行。

なお，1893（明治26）年度発行の鉄道公債以後，大正末年までに発行の24種は帝国（または雑）5分利公債として一括される。5分利，5年据置，55年間で償還という条件が固定され，金融の状況により条件を変えるものではなかったので公募はわずかであり，預金部・償金部などの引受が多かった。

§2-3 外債

戦前の外貨国債の発行は軍事費への支出，内債借り換え（国際収支の赤字補填）などが主目的であった⁵⁵⁾。明治期においては，前記のように，まず1870（明治3）年に鉄道建設資金の調達を目指して最初の国債である9分利付外国公債（英貨建，邦貨換算で約490万円）を発行し，ロンドンで募集した。1873年には7分利外国公債が禄券買い上げのため約1,200万円発行された。

内債の外国市場での売り出しは，1897年の軍事公債のロンドンなどでのそれが初めてであった。その際，横浜正金・香港上海・チャータードの各行がシ団を組成した⁵⁶⁾。さらに1899年に5分利公債をロンドンで売り出した。1896

52) なお，郵便局での国債応募の申し込み，応募金の払い込み，債券の交付についての規程はすでに1904（明治37）年に公布され，前記のように発行国庫債券の申し込みが取り扱われていた。日本銀行金融研究所（1993）p. 72 参照。

53) 林（1978）p. 71 参照。

54) 国有化時に制定され1909年3月に改正された帝国鉄道特別会計法により鉄道会計を一般会計から独立させ，非募債政策に抵触せずに鉄道会計の負担で鉄道事業費を賄う公債を発行できるようにした。小林（1988）p. 161，桜井（1986）p. 121 参照。1913，14年に外債（英貨鉄道債・英貨鉄道証券，仏貨国庫債券）の発行により償還された。松下（2004）p. 276, 288，「東京日日新聞」1913年5月21日参照。1918年度以降は5分利国庫債券と5分利公債で賄われた。

55) 日本銀行調査局（各月，1957年6月）「戦前における外資導入について」参照。

56) 日本銀行百年史編纂委員会（1983）第2巻 p. 108 参照。

年 10 月には整理公債をロンドン市場に上場した⁵⁷⁾。

外貨国債は以後、次のように発行された。

・第 1 回 4 分利英貨公債 (1899 [明治 32] 年)

鉄道建設などのため。横浜正金・パース・香港上海・チャータードの各行がシ団を組成した。1,000 万ポンド (約 1 億円) の募集に対し 90% 以上が売れ残り、シ団が残額引受を行った⁵⁸⁾。

・第 1, 2 回 6 分利英貨公債 (1904 年) および第 1, 2 回 4 分半利英貨公債 (1905 年)

日露戦争の戦費調達、約 8 億円。ロンドン、ニューヨーク、ベルリンで発行。

・第 2 回 4 分利英貨公債 (1905 [明治 38] 年)

約 2.4 億円。6 分利の第 4～5 回発行国庫債券を借り換え。

・5 分利英貨公債 (1907 年)

約 2.2 億円。日露戦争時の第 1～2 回 6 分利英貨公債 (1904～05 年発行) を借り換え。

・仏貨 4 分利公債 (1910 年、約 1.7 億円)

次項の第 3 回 4 分利英貨公債とともに、ロンドン売出しの内国債と整理・軍事・台湾事業公債と 1905 年以前発行の 5 分利公債を全て償還するために発行した⁵⁹⁾。発行後 10 年経過した 1920 (大正 9) 年から輸入された⁶⁰⁾。この債券には 258 フラン＝100 円の確定換算率が適用された⁶¹⁾。日本国内では 1920 年頃上場され⁶²⁾、内債より高利回りであった。

・第 3 回 4 分利英貨公債 (1910 年)

1910 年に 1.1 億円が発行された。これらの債券の発行は財政の対外依存度を高めた⁶³⁾。

57) 日本銀行百年史編纂委員会 (1983) 第 2 巻 p. 105, 日本銀行金融研究所 (1993) p. 54 参照。

58) 大蔵省 (1937) p. 48, 石塚 (1958) p. 81, 「東京朝日新聞」1899 年 6 月 10 日参照。

59) 大蔵省 (1937) p. 282, 301 参照。

60) 大和証券 (1963) p. 79, 「東京日日新聞」1921 年 4 月 5 日, 「大阪時事新報」同年 10 月 9 日参照。なお、英貨債・米貨債も輸入された。「大阪朝日新聞」1921 年 11 月 2～10 日, 同 1926 年 11 月 11 日参照。

61) 大蔵省 (1937) p. 281 参照。

62) 長期取引は 1925 年 11 月 18 日, 実物取引は 20 年 9 月開始であろう。東京株式取引所 (1928) p. 31 の表から, 1913 年発行の仏貨国庫債券を併せると実物取引は 20 年 9 月に開始されたとみられる。なお 25 年 11 月 19 日の「国民新聞」も実物取引が 25 年 1 月以前に上場されていたことを示している。

63) 高橋 (1964) p. 211 参照。

・鉄道会計の債務償還のために第1回英貨鉄道証券と英貨鉄道債券（1913年、計約0.5億円）、仏貨国庫債券（1913年、約0.7億円）、第2、3回英貨鉄道証券（1914、1915年、約0.5億円）が発行された。

・震災復興と英貨公債借り換えのために1924年に6分半利米貨公債（約3億円）、6分利英貨公債（約2.4億円）⁶⁴⁾が発行された。

§3 国債流通市場

§3-1 国債流通制度の推移

1878（明治11）年の株式取引所の開設後、店頭市場では取引所市場での価格を基準として決済期限2週間の実物取引のみを行った。店頭市場は大量売買の場であり⁶⁵⁾、取引高は取引所取引の数倍あった。

国内での実物・現物取引は1878（明治11）年から現場取引、1893年から直取引（実質は差金決済を行う⁶⁶⁾）や延べ取引として行われており⁶⁷⁾、1906（明治39）年以降盛んになった⁶⁸⁾。1909年に直・延取引⁶⁹⁾に競売買を導入したが、1914（大正3）年に禁止した。1915年に国債売買高が激増した。1918年に現物取引が始まり、1922（大正11）年に実物取引（受け渡し15日以内）と改称して1923年からは取引所に集中された⁷⁰⁾。

差金決済に依拠する定期取引（期限3か月）は東京株式取引所開設時から行われ、1895（明治28）～98年は盛んで実物取引を上回った⁷¹⁾が、1899～1925（大正14）年では1907、11、12年を除きほとんど取引がなく、1913（大正2）年に休止状態になった⁷²⁾。1922年から清算取引、1925年11月からは長期清算取引⁷³⁾と称して再開された⁷⁴⁾。

64) 大戦後の資金不足と復興のための需要増により金利は高騰していた。

65) 竹内(1956) p. 98, 志村(1980) p. 74 参照。

66) 菊一(1978) p. 79 参照。

67) 1893（明治26）年以来直取引は受け渡しが5日以内、延べ取引は受け渡しが150日となっていたのが、1914（大正3）年に改訂された。東京才取会員協会(1975) p. 291-93, 「中外商業新報」1914年7月1日参照。

68) 明治20、30年代は休止状態。志村(1980) p. 30-31 参照。

69) 受け渡しは150日以内の現物取引。

70) 東京証券取引所(1974) p. 36, 菊一(1978) p. 80 参照。

71) 東京証券取引所(1970) p. 718 参照。

72) 日本銀行調査局(1932) p. 533, 志村(1980) p. 70, 東京証券取引所(1970) p. 718 参照。

73) 株式は1924年下期以降。

1920（大正9）年に国債仲買人制度を新設した⁷⁵⁾。同年9、10月にはそれぞれ東京と大阪の両株式取引所内に国債市場を分設し、国債取引を活発にすべく、経過利子を含まない裸相場の採用⁷⁶⁾、日本銀行による国債売買の無料取引次ぎの開始⁷⁷⁾、国の受け入れる担保・保証金としての国債の利用拡大⁷⁸⁾など各種の措置がとられた⁷⁹⁾。

§3-2 国債取引の推移

東京株式取引所における債券売買は国債が大部分を占めた。明治期後半は整理公債・軍事公債が多く取引され、明治末期以降は甲号5分利公債と第1回4分利公債、大正期後半にはこれらと仏貨4分利公債などに取引は集中した。

流通市場への介入が行われて価格が下方硬直的となることもあった⁸⁰⁾。1923（大正12）～24年⁸¹⁾の他、昭和に入って28年10月、29年4月などにおいても預金部・減債基金・日本銀行が国債を買い支えた。

流通市場のデータの詳細は次のとおりである。整理・軍事両公債の取引開始はそれぞれ1887（明治20）年7月と1895年1月、償還はそれぞれ1910（明治43）年5月と同年7月である。いずれかの価格についての記事⁸²⁾は「中外商業新報」、「東京日日新聞」に1897（明治30）年5月から1910年5月までは毎日あり、広告は1888年頃⁸³⁾から見られる。なお、月末日は定期取引の受渡日⁸⁴⁾のため、国債は時期により、前場の直取引のみがある⁸⁵⁾、あるいは長

74) 再開の理由としては、取引を活発にすること、相場変動を小さくすること、国債の民衆化を促すことなどがあげられていた。「大阪朝日新聞」1925年2月20日、「国民新聞」1925年3月28日参照。

75) 「東京朝日新聞」1920年8月19日参照。

76) 「東京朝日新聞」1920年8月19日参照。

77) 「福岡日日新聞」1920年10月28日、日本銀行百年史編纂委員会（1983）第2巻 p. 563 参照。

78) 「大阪毎日新聞」1921年1月21日参照。

79) 永廣（2012）参照。

80) 藤崎（1954）p. 150, 250、東京証券取引所（1974）p. 75 参照。

81) 増大する発行を容易にするためであった。「大阪朝日新聞」1923年7月29日、「大阪毎日新聞」1924年4月10日参照。

82) 明治39年頃の記事の値段は定期取引のそれであろう。東京株式取引所（1928）の統計部分 p. 116 参照。

83) 「大阪朝日新聞」に1888（明治21）年2月26日から竹原両替店が、「東京朝日新聞」に同年7月11日から斉藤両替店がそれぞれ出稿している。なお、現物屋が勝手に作った相場表で取引していた、との指摘もある。永廣（2012）p. 43 参照。

期精算取引の前場の当限と後場がない⁸⁶⁾，などのケースがある。

1908（明治41）から翌年にかけて発行された甲号5分利債の現物は1908年8月から⁸⁷⁾，1910（明治43）に発行された第1回4分債の現物は同年4月5日から取引された。価格データは「東京日日新聞」に甲号債（1908年6月発行の京釜鉄道の分）が1908（明治41）年10月から⁸⁸⁾，第1回4分債は1910年6月から掲載されている。

ところで，20年9月の国債市場開設まで価格は裸相場ではなく⁸⁹⁾，経過利子が含まれていた。そのため，例えば整理・軍事・甲号債は6，12月初めに価格が不連続になった。かつ「時日の経過に依り端数利子額〔つまり経過利子額〕が漸次増加し行くの事実は實際上閑却せられ勝ちとなり，日々の相場には現われ悪しく，不知不識の間に価格を引下ぐる傾き⁹⁰⁾」（「大阪朝日新聞」1920年9月8日，〔 〕内は引用者）があり，利落ち日以外の日において経過利子は必ずしも正確に価格に反映されていなかった，との日本銀行の見方が示されている⁹¹⁾。

このような見方に従えば，経過利子分を価格から差し引く線形近似の方法な

84) 受渡日はしばしば納会（毎月末，12月は25日）の翌日に設定されている。受渡日が休日の場合は前日に繰り上げる。東京株式取引所（1928）p. 519 参照。

85) 「受渡日として例の通り定期取引は休業したるも，郵船直取引ハ本場〔前場－引用者〕丈け立会ひたり」（「東京朝日新聞」1901年10月1日）。他に同紙1891年5月31日，1886年3月30日，1906年12月1日，「中外商業新報」1904年4月1日参照。また，「定期取引が有名無実となりし為，今30日の取引所は受渡しの事務なき為，延べ取引は平日通り売買行わるる」（「東京朝日新聞」1903年6月30日）こともあった。

86) 東京株式取引所（1928）p. 512 参照。

87) 大蔵省（1937）p. 773 参照。

88) 「東京日日新聞」1908年9月6日から記事と福島商会による広告がある。

89) 「読売新聞」1920年9月8日，「大阪朝日新聞」同年11月29日参照。なお，「大阪朝日新聞」1920年11月29日は，大株で20年9月以前から裸相場を採用していたと記しているが，詳細は大阪株式取引所（1928）でも不明である。

90) 「価格を引下ぐる傾き」があったかを見るために，ある利落ち日の直前の価格に，次の利落ち日まで（の6か月間）に回復するかを調べると，整理・軍事は26ケース中11ケース，甲号・1回四分利は24ケース中8ケースが回復しない，つまり，価格が下がるケースが散見される。ただし，これらが通常の価格変動（経過利子が増えられても下落するケース）であるのか，または経過利子が考慮されずに閑却されていることに起因する（経過利子が増えられれば上昇するケース）か，を判別することは不可能であり，また，経過利子のどれだけの割合が考慮されないかも不明である。

91) なお，「〔公債は〕引続き手堅き現況ながら，右は来月勿々二圓五十銭の利子を得られるより自然割安なるが為なるべし」（「東京日日新聞」1897年5月6日，〔 〕内は引用者）との見解もあった。

どで価格を修正するのは限界があり，さらなる工夫が必要である。

§4 おわりに

本稿では，国債の発行と消化を中心に市場の推移を概観し，実証分析の準備のためにデータを検討した。次の課題は実際にデータを用いて市場構造や効率性などを検証することである。

<参考文献>

- 有沢広巳（監修）（1978）『証券百年史』日本経済新聞社。
- 石川郁郎（1978）「日露戦争と証券市場」（有沢広巳（1978）所収）。
- 石塚一正（1958）『証券』有斐閣。
- 永廣顕（2012）「第1次大戦後の国債発行・流通市場の変容と制度改革」（佐藤政則他『内外国債市場と高橋是清：1897-1931』麗澤大学経済社会総合研究センター・ワーキング・ペーパー所収）。
- 老川慶喜（2014）『日本鉄道史』中央公論社。
- 大蔵省（1927）『明治財政史 国債（一）』財政経済学会。
- （1936）『明治大正財政史 国債（上）』財政経済学会。
- （1937）『明治大正財政史 国債（下）』財政経済学会。
- 大阪株式取引所（1928）『大株五十年史』同所。
- 釜江廣志（2012）『日本の債券市場の史的分析』同文館出版。
- （2016）『日本の公共債市場の数量経済史』同文館出版。
- 神山恒雄（1988）「国債引受シンジケートの成立」（高村直助『日露戦後の日本経済』塙書房所収）。
- （2000）「日露戦後恐慌と公債政策」（伊藤正直『金融危機と革新』日本経済評論社所収）。
- 菊一岩夫（1978）「現物取引」（有沢広巳（1978）所収）。
- 国土交通省（2012）「日本鉄道史」同省 web site。
- 小林道彦（1988）「桂園時代の鉄道政策と鉄道国有」（『年報近代日本研究 10』）。
- 桜井徹（1986）「鉄道の国有化」（野田正穂他『日本の鉄道 成立と展開』日本経済評論社所収）。
- 志村嘉一（編）（1980）『日本公社債市場史』東大出版会。
- 鈴木武雄（1962）『財政史』東洋経済新報社。
- 大和証券（1963）『大和証券 60 年史』同社。
- 高橋誠（1964）『明治財政史研究』青木書店。
- 竹内半寿（1956）『我国公社債制度の沿革』酒井書店。
- 伝田功（1988）「大蔵省預金部の創設」『彦根論叢』11 月。
- 東京株式取引所（1928）『東京株式取引所 50 年史』同所。
- 東京銀行集会所（各月）『銀行通信録』同所。

東京才取会員協会 (1975)『才取史』同会。

東京証券取引所 (1970)『東京証券取引所 20 年史 規則・統計』同所。

—— (1974)『東京証券取引所 20 年史』同所。

日本銀行金融研究所 (1993)『日本金融年表』日本信用調査。

—— 調査局 (1932)「東京株式取引所の概要」(同局編 (1971)『日本金融史資料 昭和編第 30 巻』大蔵省印刷局)。

—— (各月)『調査月報』同行。

—— 百年史編纂委員会 (1982-1986)『日本銀行百年史』日本信用調査。

野村證券 (1976)『野村證券株式会社五十年史』同社。

林健久 (1978)「維新期の公債」,「国債の整理」,「国家財政と公債」(有沢広巳 (1978) 所収)。

藤崎憲二 (1954)「国債」(大蔵省昭和財政史編集室『昭和財政史 国債』東洋経済新報社)。

松下孝昭 (2004)『近代日本の鉄道政策』日本経済評論社。

三和良一 (1993)『概説日本経済史 近現代』東大出版会。