

## 昭和初期の金融統制と国債市場

埼玉大学大学院 平山賢一

本研究は、「昭和初期国債パフォーマンスインデックス (Government Bond Performance Index; GBPI)」算出を通して、金融統制が日本国債市場のリスク＝リターン特性に与えた影響について検証するものである。ここでは、金融統制が国債の保有構造や資金循環にどのような影響を与えたかを量的側面から検証するのではなく、金融統制が国債市場の特性変化という質的側面に与えた影響を対象にすることで、市場の統制化の過程を明らかにした。1930年代後半以降、国債利回り決定過程には、政策による影響が色濃く反映されるようになるが、それは以下の三点に集約される。

第一に、国債市場の分析対象を、代表的な個別国債銘柄だけではなく、国債市場全体にまで広げると、利率毎に国債市場のリスク＝リターン特性が大きく異なっていたことが明らかになる。特に、1930年代後半以降の国債市場は、低利借り替え政策などにより資金運用者の「高利率債忌避行動」が顕著になり、国債利回りがマクロ経済情勢を一元的に反映するよりも、公益を優先した政策の影響を強く受ける多元的市場となっていた。

第二に、1940年代前半は、国債標準価格制や投資割当政策などの影響で、国債市場のリスク水準は0.1パーセントを下回り、ほぼ無変動状態に釘づけされたため、一種の統制（規制）金利化されたと言える。これは、戦後金融システムの一翼を担う規制金利の淵源となったと見なせるかもしれない。また短期金融市場に対する日本国債のリスクプレミアムは、0.5パーセント程度にまで極小化し、「国債市場の短期金融市場化」を促した。結果的には、金融機関のリスク負担余力を高めることになり、ポートフォリオの軸足は、軍需（生産拡充計画）産業への融資に移行する背景になったと言えよう。

第三に、1935年半ば以降、国債投資の名目リターンおよび名目利回りは安定していたが、インフレ率を下回ったため実質リターンおよび実質利回りはマイナス化した。つまり、国債に投資した資金運用者の資金は、政府系金融機関を介して資金調達者に貸し出され、実質的に利益が統制移転されていたことになり、資金運用者の利益は毀損される結果となったのである。

政府および日本銀行が国債市場に深く関与しているのは、金融統制期のみならず、現代も同じである。昭和初期の国債市場の特性を分析することは、未来の国債市場を考える上で避けては通れないはずだ。本研究は、そのための基礎データを提供することを視野に入れたものである。