

# 資料

## 政府短期証券起債方法の変遷（その二）

—短期証券と日銀信用の關係を中心として—

### 目 次

序—本調査の要約並に本調査の目的

#### 1. 政府の短期債務の中で短期証券は如何なる

特色を有するか

#### 2. 政府短期証券の種類

#### 3. 政府短期証券の起債方法は如何に変遷したか

(1) 明治年代（大蔵省証券のみ）

(2) 大正年代

（以上前号）

(3) 昭和年代

(イ) 大蔵省証券

(a) 昭和4年度から昭和7年度まで

(b) 昭和8年度から昭和11年度まで

(c) 昭和20年度から昭和23年度まで

(ロ) 米穀証券＝食糧証券

[A] 交付米券＝交付糧券

(a) 昭和元年度から昭和14年度まで

(b) 昭和15年度から昭和21年度まで

[B] 借換米券＝借換糧券

(a) 昭和6年度から昭和12年度まで

(b) 昭和13年度から昭和19年度まで

(c) 昭和20年度から最近まで

(ハ) 蚕糸証券

[A] 交付蚕糸証券

[B] 借換蚕糸証券

(ニ) 薪炭証券

(ホ) 貿易資金証券

(ヘ) 外国為替資金証券

#### (3) 昭和年代

昭和年代に現実に発行された政府短期証券は、大蔵省証券、米穀証券＝食糧証券（交付米券＝糧券のみならず借換米券＝糧券も）蚕糸証券、薪炭証券、貿易資金証券、外国為替資金証券の6種類である。

大蔵省証券が発行された期間は、昭和4年度から昭和11年度までと、昭和20年度から昭和23年度までである。

米穀証券＝食糧証券のうち、交付分が発行された期間は、昭和元年度から昭和21年度までであり、借換分が発行された期間は、昭和6年度以降現在におよんでいる。

蚕糸証券のうち、交付分が発行された期間は昭和12年度から昭和17年度までのうち昭和14年度を除いた各年度、また借換分が発行された期間は昭和13年度から昭和18年度までのうち昭和15年度を除いた各年度である。

薪炭証券が発行された期間は昭和22年度から昭和24年度までである。

貿易資金証券が発行されたのは、昭和25年度の

みである。

外国為替資金証券が発行された期間は昭和25年度以降現在におよんでいる。

#### (イ) 大蔵省証券

##### (a) 昭和4年度から昭和7年度まで

昭和年代に入つて第一次大戦により生じた国庫余裕金は次第に枯渇し、更に昭和4年度以降緊縮財政方針が採用されるにおよんで、国庫の資金繰りは苦しくなつた。このため同年度以降、大正9年度を最後として久しく中絶していた大蔵省証券の発行が復活し、翌昭和5年度昭和6年度は頻繁に発行された。

この復活した大蔵省証券の発行に当つて注目すべき事実は、日露戦争の勃発以来襲用されてきた安易な日本銀行引受制度に改革が加えられたということである。すなわち昭和4年度に発行された大蔵省証券については、日本銀行引受と並んで大蔵省預金部の引受が併用されたが、更に昭和5年度に至つて、既述のように大蔵省証券入札発行規程が制定され、公募入札の制度が再び導入された。大蔵省令による制度化という点では、かつて明治

34年度から明治36年度にかけて発行の都度大蔵省告示によつて公募入札したのと異つてゐるが、昭和5年の大蔵省令の内容は明治30年代の大蔵省告示とほとんど同一であり、実体的にはその復活であるといふことができる。しかも明治30年代においては公募入札制度が採用されていた期間に関する限りそれ以外の起債方法は採用されていないのに対し、昭和初年の公募入札が行われた期間においては、大蔵省預金部引受と日本銀行引受の二つの方法が補足的に併行して行われている。しかしとにかくこのように久しく中絶していた短期証券の公募入札制度が復活した客観的背景としては、昭和2年の金融恐慌またそれに引き続く金解禁政策の実施によつて不景気の様相は深刻となり、大銀行中心に遊資が累積し短期証券消化の能力が生じていたこと、金融緩慢の情勢下において政府としても確定割引歩合で発行するよりも金利負担の軽減を図り得ると見込み得たことなどに加え、金融正常化を促進しなければならなかつた基本的情勢を考慮にいれるべきであらう。

公募入札が現実に行われた初めは、昭和6年1月月末で、期間1カ月ものを8,500百万円発行したが、募入になつたものの割引歩合は日歩7厘9毛から9厘8毛までであつた。申込は発行予定額の2倍に上つたが、9厘9毛以上の申込は募入はずれとした。その後4月、8月を除き9月まで、月末に各1回あて実施されたが、3月には割引歩合は日歩5厘台に急落し、申込額は6倍近くになつた。5月から2カ月ものを発行し6月、7月には日歩3厘台のものまで現われたが、一方申込額は2倍足らずに減退している。その後ドイツの信用恐慌、英国の金本位制停止、満洲事変の勃発などで金融界は極度の警戒状況に陥り、ドル買も旺盛となつたので、9月の入札分から割引歩合は日歩5厘乃至6厘5毛に反騰するに至つた。このため10月から12月まで入札は取り止め翌昭和7年の1、2の両月再び月末に各1回実施したところ、1月発行分は1カ月ものであつたにもかかわらず割引歩合は日歩1銭3厘乃至1銭7厘に急上昇し、申込額も予定額にかつかつたので、昭和7年3月公募入札制度は停止され、この時以降日本銀行引受制度が原則となり、一部預金部引受が併用されることに改められた。

なお、公募入札が行われていた期間中も、入札が行われたのは昭和6年の3月を除きすべて15日乃至19日という月中であつてそれ以外の期日には預金部並に日銀の引受が併行していたことを忘れてはならない。そこで公募入札で募入となつたものの割引歩合と、預金部並に日銀の引受ける場合の割引歩合とを対比してみると、発行時の金融情勢が異り、また同じ発行時であつても償還までの期間が異なることがあることを注意すべきであるが、預金部並に日銀の引受けた分の割引歩合は、公募入札で募入となつたものの割引歩合のうちで最高のもとのほぼ同水準であるということが次表によつて分明する。

(昭和6年)

蔵			券	
発行日	割引歩合		発行方式	期間
1月17日	銭 0.79 0.78 0.98 0.90	85 15 75	入札発行	1ヵ月
21			預金部引受	{ 1ヵ月 39日
2月16日	{ 0.85 0.89 0.85 0.85	85 40 65	入札発行	1ヵ月
28			預金部引受	"
			"	"
3月17日	0.55 0.57 0.65 0.52 0.57	40 45 65	入札発行	"
"			預金部引受	2ヵ月
30			入札発行	"
5月20日	0.40 0.54 0.55	65 45	入札発行	"
			預金部引受	"
6月1日	0.55 0.35 0.41	3.8 60	日銀引受	2.5ヵ月
19			入札発行	2ヵ月
7月18日	0.34 0.47	95	"	"
8月17日	0.55	25	預金部引受	3ヵ月
9月1日	0.65 0.50 0.65 0.56	50 50 55	"	1ヵ月
15			入札発行	2ヵ月
			預金部引受	"
10月15日	1.00 1.20	50 20	"	3ヵ月
27			"	"
11月14日	1.45	{ 80 25	預金部引受	"
			日銀引受	"
12月14日	1.60 1.70	{ 20 15 80	預金部引受	1ヵ月
23			日銀引受	"

(昭和7年)

藏		券	
発行日	割引歩合	発行方式	期 間
1月18日	銭 百万円	入札発行 " 預金部引受 日銀引受	1. カ月 2. カ月 1. カ月 2. カ月
	1.30 47.49		
	1.70		
	1.25 81.93		
	1.70		
2月16日	1.60 62.51	入札発行 預金部引受	" 1. カ月
	1.70 38		
	1.60 51.72		
3月17日	1.50 80	日銀引受	"

(注) この期間の日銀公定歩合は次の通りである。

昭和5年10月7日	日歩 1銭4厘
6年10月6日	1銭6厘
11月5日	1銭8厘
7年3月12日	1銭6厘

昭和7年3月以降日本銀行引受制度が原則となるに至つて、大蔵省証券の割引歩合は、昭和7年3月の日歩1銭5厘(65日もの)から昭和8年3月の日歩6厘5毛(62日もの)に至るまで急速な引下げをみており、人為的な低金利政策の推進せられたことを如実に反映している。この間日銀の公定歩合も昭和7年3月日歩1銭8厘から1銭6厘へ、同年6月日歩1銭6厘から1銭4厘へ、同年8月日歩1銭4厘から1銭2厘へと、急落を示している。この期間中年度末発行残高があるのは昭和5、6、7年の3年度であるが、日銀手持高は皆無で日銀引受分は日銀の背負い込みとなつていない。

## (b) 昭和8年度から昭和11年度まで

昭和8年度以降も大蔵省証券は発行されたが、純粹の一般会計負担分は昭和8年度が最後で、9年度以降は発行をみなかつた。昭和9年度から昭和11年度まで大蔵省証券の発行が引き続いているのは専売局関係分で、これも12年度以降は発行をみなかつた。そして各年度とも年度末発行残高は皆無である。昭和8年度以降大蔵省証券の発行が漸減し12年度以降中絶したのは、昭和7年11月以降歳入補填国債が大量に日銀によつて引受けられ始めた関係上、短期証券に依存する必要がなくなつたためであり、財政の実体が健全化したことを意味するものでは決してない。

なおこの時期に発行された大蔵省証券はすべて

日銀引受けであつた。その割引歩合は昭和8年5月の日歩6厘(62日もの)同年7月日歩5厘5毛(63日もの)と、当初は前段階以降の低落傾向をそのまま継受しているが、昭和9年5月には日歩7厘(48日もの)7月には日歩7厘2毛5糸(48日もの)と反騰し、昭和10年5月にも日歩7厘5毛(66日もの)とかなり強調であつた。しかし昭和11年7月には日歩6厘7毛5糸(62日もの)と再び下落を示した。この間日銀の公定歩合は、昭和8年7月2日までは日歩1銭2厘、7月3日からは日歩1銭に引き下げられたが、その後据え置かれた。しかし昭和11年4月には日歩9厘に引き下げられている。昭和9年、10年における大蔵省証券の割引歩合の反騰は、この頃まではまがりなりにも市場金利の実勢を全然無視できなかつたことを示すもので、その意義については借換米券の割引歩合のところであわせ論ずることとする。

## (c) 昭和20年度から昭和23年度まで

終戦翌年の昭和21年1月から約10年間で中絶していた大蔵省証券の発行が復活し、特に昭和21年度、昭和22年度、昭和23年度の発行額は巨額にのぼつたが、その起債方法は昭和21年の1月から11月までの間に、わずかの金額が預金部引受となつたほかはすべて日本銀行引受であつた。これは既述のように昭和21年1月司令部覚書によつて、満洲事变勃発以来襲用されてきた赤字国債の日銀引受が原則として禁止された際、短期政府証券はこの限りにあらずとされたため、この抜道を利用して赤字国債の新規発行に代えて、短期証券の代表としての大蔵省証券の発行を活用することになつた関係によるものである。当時財政収支は巨額の赤字を続け、しかも民間貯蓄の蓄積は思うに任せず、国債を発行する以上は長短にかかわらず日銀引受に依存せざるを得なかつたのであろうが、要するに司令部の覚書、次いでその趣旨を具体化した財政法の規定も、赤字国債を大蔵省証券の発行に切り替えるだけに終つたのである。もつとも昭和23年度においては総合的な財政収支は巨額の赤字であつたが、一般会計のみは収支均衡の形をとつただけでなく、昭和23年暮には経済安定九原則が打ち出され、徴税強化が司令部の指令によつて行われたため、同年度中に大蔵省証券の全額は償還さ

れた。しかしその代り大蔵省証券以外の短期証券は増加している。総合的な財政収支が赤字から解放され、名実ともに大蔵省証券の発行を不要とするに至つたのは、経済安定九原則が実施された昭和24年度以降のことである。

この期間中に発行された大蔵省証券の割引歩合は、昭和23年7月日歩1銭3厘に引き上げられるまでは、戦争以来の日歩6厘5毛の水準に据え置かれたままであつた。このような市場の実勢を無視した低金利では、日銀の引受けた大蔵省証券の市場売却は思うに任せなかつた。年度末発行残高のあるのは昭和21年度と昭和22年度であるが、そのほとんど全部が日銀手持高となつている。なおこの間、日本銀行の公定歩合は、昭和21年10月日歩9厘から1銭へ、昭和23年4月日歩1銭から1銭2厘へ、同年7月には日歩1銭2厘から1銭4厘に引き上げられている。表面上大蔵省証券との偏差はあまりないようではあるが、終戦後は高率適用制度が事実上公定歩合に代る役割を演じているので、実質的にその偏差はかなり大きいものとみなければならない。

#### (口) 米穀証券=食糧証券

##### [A] 交付米券=交付糧券

##### (a) 昭和元年度から昭和14年度まで

昭和14年度までに発行された交付米券は、大正年代と異なるところはない。その性質上日銀引受ということがあり得ないことはいふまでもないが、交付先としては生産者よりもむしろ商人系統の方が大きなウェイトをもつていた。当時の米穀需給調節の直接のねらいが、市場における米価の安定におかれ、後年におけるような米穀の供給の不足を、生産者からの供出によつて確保するという点におかれていなかつたからである。たとえば昭和8年10月農林省令20号、米穀統制法施行規則の第28条をみると、「最低価格=依ル 売渡又ハ 最高価格=依ル 買入ノ 申込ハ 同一銘柄百俵(呔)以上ニシテ 同一ノ 等級及粒種ノ モノ 20俵(呔)以上タルコトヲ要ス 但シ 特別ノ 事由アル場合ハ 此ノ 限ニ在ラス」とあるところからも明らかなように、地主階級でなければ自家消費を控除した後に100俵以上の米穀を政府に売却する余力はない。従つて交付米券の交付先が生産者よりも商人系統に集中

じたことは十分想像できる。生産者として交付米券を請求し得る者は、一部の地主階級かしからずんば産業組合たらざるを得なかつたのである。現に昭和9年2月7日号読売新聞には「政府は米穀需給調節特別会計で買われた米の約3分の2は商人系統集荷業者よりのものであつたと言明している」という記事を載せているくらいである。

ところで問題は、交付米券を日本銀行が割引く以前に、市中でどの程度転売されていたかということであるが、銀行や証券会社が商人から交付米券の買入れを行つていたことは、当時の日本銀行の公債売買帳をみると、日本銀行が交付米券を買いとつた相手方の中に、山崎種二氏のような米穀商のほか、銀行や証券会社の名前が現われてくることによつて十分証明できる。

以下に掲げるのは日銀の公債売買帳の中に現われてくる金融機関の名称である。

昭和6年度	十五銀行深川支店 早川ビルブローカー 産業組合中央金庫
昭和10年度	藤本ビルブローカー 早川ビルブローカー
昭和11年度	早川ビルブローカー 第一銀行神田支店、 第 百 銀 行 藤本ビルブローカー
昭和12年度	藤本ビルブローカー
昭和13年度	安 田 銀 行 藤本ビルブローカー
昭和14年度	商工組合中央金庫 産業組合中央金庫 第四十八銀行 上 田 商 店

これら金融機関から日本銀行が買入れた交付米券の金額がどのくらいのものかを、たとえば昭和6年度についてみると、次の通りである。

		円 銭
年度中	買入高累計	9,370,586.38
	内本店取扱分	6,330,785.57
	産業組合中央金庫	4,514,301.14
	早川ビルブローカー	427,811.16
	十五銀行深川支店	12,688.38
	其 他	1,375,984.89
	(内山崎種二)	136,567.36
	内支店取扱分	3,039,800.81

		円 銭
大 阪 支 店		1,792,974.02
門 司 支 店		538,579.09
新 潟 支 店		239,971.62
神 戸 支 店		231,750.52
名古屋 支 店		47,743.04
秋 田 支 店		72,887.57
岡 山 支 店		22,438.16
福 島 支 店		33,019.67
京 都 支 店		43,001.20
金 沢 支 店		16,105.92
熊 本 支 店		1,330.00

ただし昭和6年度の支店取扱分については、本店の元帳に支店名を掲げてあるだけで、買入先内訳をのせていない。支店取扱分の中にも金融機関が含まれていると推定されるが、この点は支店の元帳をあたらなければ正確なことは判明しない。

なお銀行や証券会社が交付米券を、商人あるいは生産者からどのような条件で買入っていたかは、現在までのところ適確な資料をつかみ難い。この点は日本銀行支店の元帳の買入先内訳の調査と並んで、他日の調査にまづことにしたい。

これに対し比較的僅少な金額ではあつたものの、産業組合系統機関における交付米券の金融方法はある程度はつきりと分明する。「産業組合中央金庫史」によると、昭和3年度まで同金庫は交付米券を直接買入れることなく、全国各地における業務代理所、すなわち全国の道府県信用組合連合会をして現品領収証によつて担保貸付を行わせ、交付米券の受領後その売却代金又は償還金によつて貸付を返済せしめるとする方法をとつていたが、昭和4年度からは現品領収証によつて担保貸付を行うことは従前通りであるが、その返済は同金庫において交付米券を買取ることによつて行わせることにした。買取の条件も同金庫の使命に鑑み、日本銀行の割引歩合を下回るレートが適用された。同金庫の買取資金はコール、日銀借入あるいは手持米券の市場又は日銀に対する売却によつてまかなわれたが、この期間において日銀信用はあまり利用されず、主として市場資金が使用された。この点についての「産業組合中央金庫史」の記述を念のため引用してみると次の通りである。

「食糧証券（昭和16年3月以前は米穀証券）に対する金融は、従来業務代理所をして、現品領収証により担保貸付を行わせ、証券の売却代金又は償還金により

手形金を返済せしめて居たが、第7年度即ち昭和4年よりは本証券の交付を受けたとき之を金庫に於て買取ることにした。」

「当金庫の食糧証券金融の眼目とする所は、最初は生産者の為の早期且つ低利換価であつたが、事変（筆者注、昭和12年日華事変を指す）以後は食糧国策の一翼を為すものであり、食糧統制の裏附としての金融である為、特に市場歩合の許す限り低利買取を行つて来たが、大体に於てその歩合を変更せず、政府の食糧供出促進策に対応して売却歩合を下廻る場合に於ても、奉仕的歩合を以て買取を実行したのである。」

「食糧証券の金融は迅速低利を主眼とする為、これが資金は当座の預り金を振当てる可きであるが、中央金庫の当座の預り金は一般銀行と異り極めて僅少であつて之を賄うに足りない為め、（中略）その大部分は短資、若しくは日本銀行よりの借入金又は手持食糧証券を、市場又は日本銀行に売却することに依らざるを得ない。」

「中央金庫が貸出其他資金の供給を行うに当つては、出資金、積立金、預金、産業債券の発行、預金部借入金とその供給資金構成の主体を為していることは前述の通りであるが、一時的現象として此等資金のみでは猶その供給の円滑を期し難い場合の生ずることがある。斯かる事態に対処し、その補充資金調達の一途として第4年度（筆者注、昭和元年）以来短資市場より随時遊資を吸収し、又此の吸収が困難な場合には日本銀行より資金を借入れて来たのであるが、第16年度（筆者注、昭和13年）に至る迄は、前記借入金は、米穀及その他の季節資金の需要期に際し、その供給に付き手許資金の不足を一時的に補充する所謂応急的措置として行つたものであつて、殊に日本銀行借入金の如きは資金調達面に於ては稀に起る現象として取扱われて来たのである。」

この期間中の各年度における産業組合中央金庫の交付米券売買高と、交付米券の発行総額とを次に示してみよう。

年 度	交付米券 発 行 高	産業組合中央金庫	
		交 付 米 券 買 取 高	同 処 分 高
	千円	千円	千円
昭和元年度	6,092	—	—
2	56,683	—	—
3	14,625	—	—
4	43,591	2,580	2,075
5	48,508	12,336	12,673
6	18,509	6,264	6,178
7	88,364	7,718	7,862
8	258,645	50,955	38,428
9	59,391	9,397	22,034
10	34,101	7,698	7,694
11	62,159	12,871	12,875
12	63,094	14,069	9,067
13	131,237	48,971	53,972
14	303,908	183,113	155,376

これによつてみると産業組合系統機関の取得した交付米券の比重は当初はさして高くなかつたが、

昭和13年度以降漸次その比率を高めつつあることが窺われる。

### (b) 昭和15年度から昭和21年度まで

昭和12年日華事変勃発に伴つて、米穀統制は米穀の供給を確保するという方向に進み始めたが、昭和15年この方向は事実上決定的なものとなり、昭和16年からは制度的にも確定するに至つた。すなわち米穀の生産者から供出を強制するという形で米穀の国家管理が開始され、それに伴つて米穀の集荷は産業組合系統機関によつて事実上一元的に行われることとなり、商人系統はほとんど完全にオミットされた。かくてこの時以降交付米券は事実上産業組合系統機関に対してのみ交付されることとなり、従つてまた産業組合中央金庫の交付米券買取額も飛躍的に増大した。このような事態の変化に即応して産業組合中央金庫の交付米券に対する金融方式も昭和15年11月改正され、従来のように現品領収証(米穀証券交付通知書もこれに準ずる)を担保として業務代理所において貸付をなさしめることを廃止し、爾後は同金庫の本所支所および業務代理所において、現品領収証、米穀証券交付通知書、米穀証券の何れの段階たるを問わず、本所の定める割引歩合によつてこれを買取ることとなつた。

また従来交付米券の償還期日はその発行日の属する年度の翌年度4月1日とされていたが、政府

買上米の激増した結果償還金が一時に集中することを避けるため、昭和16年10月以降12月、4月、8月の3回に分割されることとなり、更に昭和17年3月米穀証券が食糧証券と名称が変更されるに伴い、従来のごとく償還期日を一定することなく、政府の買上量と金融市場の実勢に即応して、償還期は発行の都度告示されることになつた。

なお、日本銀行の公定歩合(国債を担保とする貸付利子歩合)は昭和21年4月9日に日歩1銭に引上げられるまではこの期間を通じてずっと日歩9厘であつたので、交付米券=交付糧券の日銀割引歩合はこれと歩調を合わせ日歩9厘とされていた。昭和21年には日本銀行の国債担保の貸付利子歩合は、4月9日と10月14日と2回引き上げられているので、交付米券の日銀割引歩合は9月27日割引分より日歩1銭に、11月30日割引分より日歩1銭1厘に引き上げられている(公定歩合引上前に発行された交付米券の日銀割引は、引上前の旧歩合によつて行われることになつていた)。そして産業組合中央金庫(後に農林中央金庫)が証券発行の告示あるごとに定めた同金庫の買取歩合は、二、三の例外を除き常に日銀割引歩合を下回つていた。

いま「産業組合中央金庫史」によつて昭和16年3月から昭和18年3月までの同金庫の交付米券=交付糧券の買取歩合を一表にしてみると次の通りである。

記 号	買 上 期 間	償 還 日	産業組合中央金庫買取歩合
甲れ号米穀債券	昭和16年 3、4、5、6 月中	昭和16年 8 月 1 日	日歩9厘
同	同	同	8厘5毛 (5月1日変更)
甲そ号米穀債券	同 年 7、8、9、10月中	同 年12月 1 日	8厘5毛
同	同	同	8厘2毛5糸 (7月28日変更)
同	同	同	8厘 (8月28日変更)
同	同	同	8厘5毛 (10月3日変更)
甲つ号米穀債券	同 年11、12月中	昭和17年 2 月 20 日	9厘
甲ね号米穀債券	昭和17年 1、2 月中	同 年 4 月 20 日	9厘
甲な号米穀債券	同 年 3 月中	同 年 6 月 20 日	8厘7毛5糸
い 号食糧証券	同 年 4 月中	同 年 6 月 20 日	8厘7毛5糸
ろ 号食糧証券	同 年 5、6、7 月中	同 年 9 月 20 日	8厘2毛5糸
ろ 号食糧証券	同	同 年 9 月 20 日	8厘 (7月1日変更)
は 号食糧証券	同 年 8、9、10月中	同 年12月 21 日	8厘5毛
に 号食糧証券	同 年11月中	昭和18年 2 月 20 日	8厘7毛5糸
は 号食糧証券	同 年12月中	同 年 3 月 20 日	9厘
へ 号食糧証券	昭和18年 1、2 月中	同 年 4 月 20 日	8厘7毛5糸
と 号食糧証券	同 年 3、4 月中	同 年 6 月 21 日	8厘7毛5糸

「産業組合中央金庫史」の掲げるところは以上で終つているので、その後の状況につき農林中央金庫に照会したところ、昭和18年5月から昭和20年3月まで同金庫の交付糧券買取歩合は日歩8厘7毛5糸であり、昭和20年4月以降は目下のところ資料不明との回答を得た。またこの期間における同金庫の交付米券＝交付糧券買取資金の調達は、昭和14年度までの期間のように主として市場資金を使用するという方式にたよることは困難となり、日本銀行よりの借入並に日本銀行に対する交付米券交付糧券＝売却に依存する割合が高まつた。この点についての「産業組合中央金庫史」の記すところを引用すると次の通りである。

「然るに最近（筆者注、昭和17、8年位の頃を指す）市場は益々窮屈の度を増大する傾向にあるので、自然大部分の資金は手持食糧証券の日本銀行への売却代金又は日本銀行よりの借入金に俟たざるを得ない場合が多い。殊に米穀の出盛期は市場も硬調の季節であるから、短資の借入も食糧証券の市場売却も窮屈となるのである。試みに昭和18年2月15日の食糧証券手持高並にその資金状況を見るに下記の通りである。

食糧証券手持高	637,843 千円
短資借入金	76,300
日本銀行借入金	176,900
当座的預り金	145,237

即ちその差額 239,406 千円は高歩の資金によつて賄つて居ることになる。同年1月以降3月迄に日本銀行に売却した食糧証券の総額は50,952万円に上つて居る。而して日本銀行の買入れ歩合は9厘であるから、前述のへ号食糧証券（筆者注、昭和18年1月発行）及と号食糧証券（筆者注、昭和18年3月発行）の買取歩合8厘7毛5糸は奉仕の歩合というべきであらう。」

なおこの期間中の各年度における産業組合中央金庫＝農林中央金庫の交付米券＝交付糧券売買高と、交付米券の年度中発行高、年度末日銀保有高とを次に示してみよう。

年 度	交 付 米 券		産 業 組 合 中 央 金 庫	
	年 度 中 発 行 高	年 度 末 日 本 銀 行 手 持 高	交 付 米 券 買 取 高	同 処 分 高
昭和		百万円	百万円	百万円
15年度	1,197	337	947	939
16 "	2,016	244	1,354	1,315
17 "	2,642	316	1,809	1,665
18 "	2,974	408	2,388	2,397
19 "	2,837	—	2,122	2,251
20 "	3,708	—	2,357	2,107
21 "	26,365	—	21年4月1日 —8月10日	3,095
			8月11日— 22年3月31日	17,330
				17,348

「産業組合中央金庫史」の記す同金庫の交付米券買取高と処分高の計数は昭和17年度までであり、その後の計数は今回の調査に当り農林中央金庫に照会の結果得た回答によるものである。なお昭和21年度が8月中旬で二つに区切られているのは金融機関再建整備法による仮決算を行つたためである。

## 〔B〕 借換米券＝借換糧券

### （a） 昭和6年度から昭和12年度まで

昭和6年度から交付米券の借り替えのため借換米券の発行が行われるようになった事情は既述の通りであるが、なにぶん金解禁実施中のことでもあり、大蔵省証券については公募が行われていた時代であつたから、借換米券の発行については大蔵省証券の入札発行規程を準用するという制度がつくられたくらいであつた。ただし現実に発行された借換米券については公募入札は一度も行われず、昭和7年12月までに発行された借換米券に関しては、すべて大蔵省預金部引受の方法が採用された。このように借換米券については公募入札の方法こそ採用されなかつたとはいふものの、預金部引受の方法のみによつて発行された期間が1年9カ月に及ぶという事実は、すくなくともその出発の当初においては日銀信用に依存するということが考えられていなかったことを示すものである。

しかるに昭和8年2月1日発行の分から日本銀行の引受が始まり、預金部引受は直ちに廃止せられたわけではなく、昭和12年度までは日銀引受と預金部引受とが併用されたが、年度を追うごとに日銀引受の比重は高まるに至つた。これは昭和7年の11月から赤字公債の発行が日本銀行引受けによつて行われるようになった事実と照応するもので、もし借換米券が公募乃至預金部引受けによつて発行される方式を固執するときは、満洲事変勃発、金輸出再禁止を機として政府が促進し始めた金融緩慢、金利低下の趨勢を阻止するおそれがあるとされたためであらう。

この期間特に昭和7年、昭和8年の両年度について逸してならない事実は、従来米穀需給調節特別会計の損失を補填するため行われてきた預金部よりの借入金を、預金部の都合によつて借換米券に切り替え、預金部資金の固定化を緩和したとい

うことである。つまり仮りに預金部からの借入を借換米券の形に切り替えこれを預金部が引受けても、一度証券化された後においては借入の場合と異つて預金部から日銀がこれを買入れる途が開かれるわけであり、更に日銀が最初から借換米券を引受け預金部からの借入が返済されれば、結局日銀は預金部が融資していた米穀需給特別会計の損失を肩替りするという最も不健全な結果を惹起することになる。そしてこのような肩替りが昭和7年、昭和8年度中特に後者において大々的に行われたのである。いま日本学術振興会第6小委員会報告書「米穀需給調節特別会計の財政及び金融に及ぼせる影響」をみると、此の間の事情を次のように述べている。

「昭和8年度末現在に於ては同会計の損失金は米穀証券の発行によつて補われた事が明かに認められるのである。併しながら昭和7年以前に於ては必ずしも常に米穀証券に依つてその損失を補填したものではなく、特に大正14年乃至昭和6年の期間に於ては専ら借入金に依つてなされたものである事は、前掲貸借対照表に依つて明かに看取し得るところである。従つて之等の事実から大体に於て昭和6年以前は借入金に依る資金の運転が主とせられて居つたが、昭和7年以降は反対に米穀証券に依る資金の融通が主として採られたと謂い得る。此の事は昭和7年以降の低金利時代に於て証券の発行が容易になつた事が唯一の原因をなすものと考えられる。(中略)米穀需給調節特別会計の損失金は、斯くの如く或は借入金に依り或は米穀証券の発行に依つて補われ来つたものであるが、此の両者が財政に及ぼす所の影響は必ずしも等しくない。即ち借入金はその全額が大蔵省預金部からのものであるが故に、預金部資金の運用を通じて直接に国庫に影響を有するものであるが、米穀証券に依る場合に於ては、一時預金部に於て引受けの形を以て預金部資金を吸収するが、預金部は同証券を時に日本銀行に売却する等の事に依つて資金の固定を免れ得るものとしなければならない。斯る観点からみる時、昭和6年以前の如く同会計が主として借入金に資金の源を仰いだ時代に於ては、預金部資金を著しく固定せしめて延いて国庫の運用に不尠不便を与えたものである事は想像し得るであろう。併しながら最近の如く証券の発行が容易となり、又その引受に於ても預金部の引受が日銀の引受に比して著しく小額となつた結果、預金部はその貸付金を証券に肩替りせしめて、漸く同会計への貸付に依る資金の固定から免れ得たものである。即ち昭和5年及び6年に於

て2億円近くあつた借入金は昭和8年末に於ては1,000万円程度に減じ、同じく昭和5年及び6年に6,000万円乃至8,000万円であつた米穀証券が昭和8年度末に於て54,000万円を越ゆるに至つた事実は、右の事情を明示して余りあるものであらう。」

このようにして借換米券の日銀引受は昭和8年を境にして大々的に始まつたが、すでに行われていた大蔵省証券の引受けと相まつて日銀手持の短期証券は巨額に上り、日本銀行としてはこれをそのまま放置しておく時は通貨の増発、物価の上昇のおそれがあるので、可及的にこれを阻止するためそれ以前から行われていた大蔵省証券の売却操作と並んで、昭和8年2月以来借換米券の売却操作を開始した。すでに昭和7年11月以来日本銀行は大量の赤字公債の引受を行い同年12月以降赤字公債の売却操作を開始しているので、昭和8年2月以降は長短両国債が日本銀行によつて引受けられ、まず市場に資金が散布された後これを長短両国債の売却操作によつて吸収するという制度が形成されたわけである。借換米券についてそれが短期国債なるが故に日銀引受けとせられたのではなく、長期国債の日銀引受が要請された情勢の下において、初めて日銀引受制度が導入されたというこの事実は、長く記憶さるべきである。そしてこの制度がその後におけるインフレーション進展の支柱的役割を演じたことは歴史がこれを証明している。

なお借換米券は市中金融機関の余資の運用として日銀から売却されることを予定していたために、その割引歩合は交付米券の割引歩合より低水準、つまり大蔵省証券の割引歩合と同一水準に定められた。昭和6年から昭和9年頃まで借換米券と大蔵省証券の割引歩合に不一致の月があるが、これは償還までの期間の相異によるものと認められる。借換米券の割引歩合は、昭和6年4月日歩8厘(5~6カ月もの)から始まり9月日歩9厘(4カ月もの)、昭和7年2月日歩1銭6厘(3カ月もの)と反騰しているが、昭和7年4月日歩1銭5厘(3カ月もの)に引き下げられて以来、政府の低金利政策を反映して顕著な低落を示し、昭和8年2月には日歩7厘5毛(3カ月)乃至9厘(1年もの)まで下がつた。しかるに昭和8年4月以降は、3カ月もの日歩6厘5毛乃至5厘5毛、6カ月もの日



歩7厘5毛乃至6厘の間を往来しており、特に昭和8年秋頃まではげしい低下ぶりは昭和9年、10年頃若干ながら修正されている。つまりこの頃までは、日銀引受が始まったとはいうものの、その額もそれほど巨額ではなかつたので、政府短期証券の割引歩合が市場のレート特にコールレート（無条件並に翌日物）に影響を与えた度合よりも、むしろ市場のレートが短期証券の割引歩合に大きな影響を与えているとみななければならない。もしそうでなければ短期証券の割引歩合が反騰しているということを説明できないからである。しかし昭和11年6月に借換米券の割引歩合は3カ月もの日歩6厘7毛5糸に引き下げられて以来、この期間が終るまで釘付けされている。そしてこの頃から政府短期証券の割引歩合が市場金利をあまり問題にしなくなつたとみてよいであろう。日銀信用が介在しない場合あるいは介在しても少額の場合は政府短期証券の割引歩合は市場金利殊にコールレートを参酌して定められるであろうが、すでに日銀引受制度が確立され、これによつて大量の借換米券が発行される以上は、借換米券の割引歩合が市場金利をあまり問題にしなくなるのも当然のことであつた。なおこの間の事情については、単に短期証券の日銀引受額だけでなく赤字公債の日銀引受額の推移をも総合的に考察する必要があることを忘れてはならないであろう。

このようにして開始された借換米券の売却操作は、赤字公債の売却と併行して当初は比較的無難に推移するかに見えたが、昭和8年度の末から昭和9年度の初めにかけて、借換米券の売却が大量に行われる結果赤字公債の売却操作に支障をきたすという事態が生じてきた。これは借換米券の方が赤字公債よりも短期であり、かつその条件も赤字公債に比べて相対的に有利であつたことがあづかつていふと考えられるが、借換米券と赤字公債の売却操作が競合し赤字公債の売却成績が思うに任かせぬということになれば、借換米券の売却が不成績に終る場合に比べその影響がより深刻であることは言をまたない。かくて借換米券について日本銀行が政府手持米の売却によるその償還乃至は長期公債に対する切り替えを政府に求めるに至つたことは、赤字公債の日銀引受を不可避の前提

とする以上は当然であつたと認めることができる。この間の事情を再び「米穀需給調節特別会計の財政及び金融に及ぼせる影響」を引用することによつて確認してみよう。

「昭和8年2月以降日本銀行が米穀証券の引受に参加して以来、日本銀行の米穀証券引受は急激に増加し、加え之等の引受米穀証券は直ちに市場に放出せられたがために、同会計と金融市場との関係はその以前に比して直接的となり、その範囲は拡大せられた事が識られる。

のみならず市場に於ては米穀証券の消化が旺盛にして、一方同会計は此の情勢の裡に借入金の殆ど全部を米穀証券に乗り替えたが故に、其の発行高又著しく増加して前記の手續上直接的になり且つ範囲が拡大せられたのみならず、其の量に於ても昭和5、6年以前と比較にならない程度に増大したのである。

日本銀行はその市場政策に米穀証券を有効に利用した。併しながら米穀証券が市中の短資を吸収する事漸く甚しきに至るや、それは公債の消化力如何の問題となり、所謂赤字公債の市場消化力が重要な問題であつた折柄、この米穀証券の市場消化の旺盛は遂に政府の公債政策及び日銀の市場政策に支障を与えるものとして問題を生ずるに至つた事が認められるのである。

右の如き情勢は昭和8年度の末より昭和9年度の初頭へかけて著しく顕著となり、遂に日銀当局は大蔵省当局に米穀証券の処理を迫るに至つた。」

このような情勢に加えて米価もこの頃からかなりの反騰を示すようになってきた関係もあり、昭和9年度以降政府の米穀買入れも減少する一方米穀の払い下げも進捗したので、借換米券の年度末発行残高も昭和9年度末がピークでその後漸減するに至つた。

#### (b) 昭和13年度から昭和19年度まで

昭和12年日華事変の勃発に伴つて、米穀需給調節の趣旨による米穀買上げの必要はなくなつた代りに、戦時食糧の確保という見地から米穀の買上げが行われ、昭和16年秋からは既述のように米穀の供出が制度化された。このため政府の手持古米の払い下げの進捗した昭和15年度を除き、借換米券の発行と年度末発行残高は再び増加しだした。しかも昭和12年度までは借換米券の発行高中日銀引受分は漸次高まりつつあつたものの、まだ預金部引受が併行していたのに対し、昭和13年度以降の発行分はすべて日銀引受となつた。ここに至つ

て借換米券＝借換糧券の100%日銀依存体制は完成したといつてよい。そして赤字公債の日銀引受とその売却操作と並んで、借換米券＝借換糧券の売却操作も継続して行われたが、赤字公債の売却操作が優先的に強行されたため、借換米券の年度末発行残高中日銀手持分の比重は昭和19年度を除き漸次増大してゆかざるを得なかつた。

この期間における借換米券＝借換糧券の割引歩合は当初日歩6厘7毛5糸であつたが、昭和13年9月以降に日歩6厘5毛に引き下げられた後、爾後昭和23年7月に日歩1銭3厘に引き上げられるまで長くその水準に釘付けされた。

### (c) 昭和20年度から最近まで

終戦後に発行された借換糧券は、前段階と同様すべて日銀引受に依存したまま、最近に至つたのであり、既述の昭和21年1月の司令部覚書もこれを改めることはしなかつた。

ただ、この間昭和24年度と昭和26年度にいわゆるインヴェントリー・ファイナンスが行われていることは注目を要する。その金額は後述の外国為替(資金)特別会計の場合と異り300億円に満たない(最初から赤字補填のために繰り入れられた金額を合せばこれを上回る)し、その後法律上又は事実上喰いつぶされているが、もしこの措置なかりせば事実上日銀引受けの借換糧券がこの金額だけ増発されていたものと推定される。

次に日銀引受により発行された借換糧券(昭和22年度からは交付糧券の制度が廃止されたので、先述のようにそれに対立する意味の借換糧券という言葉を使うのは正確でないが、便宜襲用することにする)は、市中金利が上昇したのにその割引歩合は昭和23年7月に至るまで戦時中以来の日歩6厘5毛に据置かれ、昭和23年7月一挙に日歩1銭3厘、更に昭和27年4月19日以降日歩1銭5厘に上げをみたものの、当時における市中の金利とかけはれていたため、従来のような日銀の売却操作は漸次行きつまずり、昭和25年下期以降はほとんど例外的となり、昭和27年下期以降は年末年初を除き全然行われなくなり、資金運用部、見返資金、政府金融機関等広義の政府資金の余裕金の運用として日銀から買いとられた分以外はすべて日銀の手持となつた。日銀の売却操作が再開された

のは昭和30年の年末以降のことである。

なお昭和31年5月16日後述のように外国為替資金証券の公募方式による発行が実施されたが、この新方式は5月25日以降発行された食糧証券にも適用され、また割引歩合も日歩1銭4厘5毛に引き下げられた。

## (ハ) 蚕糸証券

### [A] 交付蚕糸証券

交付蚕糸証券は昭和12年度以降発行されたが、その性質上日本銀行引受けということはありません。法律上日本銀行は交付蚕糸証券の割引義務を負担しているが、年度末発行残高日本銀行の割引残高があるのは昭和15年度と昭和16年度の2年度のみで、年度末発行残高日本銀行割引残高のウェイトが大きいのは昭和16年度である。日本銀行の割引前に市中でどの程度転売されたかは明らかでない。日本銀行の割引歩合は交付米券同様国債を担保とする貸出利子歩合同率であつた。

### [B] 借換蚕糸証券

借換蚕糸証券は昭和13年度以降発行されたが、この時期は借換米券がすべて日銀引受によつて発行される体制が形成された期間にまさに該当するので、借換蚕糸証券だけその例外をなすわけにはいかなかつた。年度末発行残高があるのは昭和13年度、昭和14年度、昭和16年度、昭和17年度の4カ年度にわたっているが、昭和17年度末を除き、日本銀行手持高は発行残高に等しい。つまり丸々日本銀行の背負い込みに終つていたのである。借換蚕糸証券の割引歩合は同期間に発行された借換米券同様、3カ月物日歩6厘7毛5糸、2カ月日歩6厘5毛であつた。

## (ニ) 薪炭証券

薪炭証券が発行されたのは昭和22年度から昭和24年度までの極めて短期間であつたが、年度末発行残高のピークは昭和23年度であつた。これは薪炭需給調節特別会計として前々から比較的金利の高い借入金(日歩8厘)よりも金利の低い短期証券の発行を要望していたが、昭和22年度に同会計の借入限度拡張の機会にそれが実行されたこと、昭和21年1月の司令部覚書が短期証券の日銀引受を裏から公認した形となつたため短期証券の発行が結果において促進されたことによるものと思わ

れる。従つて発行された薪炭証券は、昭和23年度においてほとんどネグリジブルな金額が預金部引受となつたほかは、すべて日銀引受に依存した。そして各年度末の日銀手持高が完全に発行残高に一致していることをみれば、丸々日銀の背負い込みに終つていることは明かである。薪炭証券の割引歩合は同期間に発行された食糧証券同様昭和23年7月までは日歩6厘5毛、それ以降は日歩1銭3厘であつた。

#### (木) 貿易資金証券

貿易資金証券が発行されたのは昭和25年の8月21日から10月20日までの短期間で、しかも後述する外国為替資金証券は同じ年の8月1日から発行されているから、現実の起債の始期の点からいえば、貿易資金証券を外国為替資金証券より先に掲げるのは正確ではない。しかし貿易資金証券の根拠法たる貿易特別会計は、外国為替資金証券の根拠法たる外国為替特別会計によつて廃止されたという沿革を有しており、根拠法の点からいえば貿易資金証券を先に掲げることは決して誤りではない。しからば何故に根拠法の点から先にたつべきものが、現実の始期の点からいえば後になつたのかといへば、貿易特別会計の施行されていた期間に予約の行われた貿易取引の決済は、外国為替特別会計設置後も依然旧法に基いて行われることになつていたのである。

貿易資金証券の発行はすべて日銀引受に依存した。またその割引歩合は同期間に発行された食糧証券外国為替資金証券同様日歩1銭3厘であつた。

#### (へ) 外国為替資金証券

外国為替資金証券は昭和25年8月1日以来最近まで発行されているが、昭和31年5月16日公募方式による発行が実施されるに至るまで、全額日銀引受に依存してきた。それはすでに食糧証券について形成されていた起債方法がそのまま外国為替資金証券についても襲用されたに過ぎず、かつて大正年代に臨時国庫証券について払われたような配慮（公募が建前とされたこと、中期証券としてのそれについてはその建前が実現されたこと、また短期証券としてのそれについては公募こそ行われなかつたものの日銀引受と並んで預金部引受が行われたことなど）の形跡は今回の公募実施に至

るまでは認められないのである。

このほか、外国為替資金証券を発行した上でこれを日銀に引受けさせるという形をとつていないが、結果において外国為替資金特別会計の円資金繰りの逼迫を緩和したものに、同会計保有の外貨の日銀に対するスワップまたはアウトライトによる売却がある。外国為替資金証券の日銀引受と日銀に対する外国為替資金特別会計の外貨の売却とは、たとえば外貨の預託を政府の名において行うことができるかできないかなどの点では大きな差があるが、外国為替資金特別会計の対民間散布超過を惹起する限りにおいては、その作用は同一である。

なお昭和25年度から昭和27年度まで3カ年度にわたつて計1,510億円の所謂インヴェントリ・ファイナンスが行われていることは注目を要する。これは一般会計の経常収入によつて取り立てた資金によつて特別会計の運転資金の不足を補うものであり、ある意味では外国為替資金証券が強制的に公募されたものということもできる。従つて当時においても市場の実勢金利に合致した条件を以て外国為替資金証券が発行されていたとするならば、すくなくともインヴェントリ・ファイナンスの行われただけの金額に等しい公募は可能であつたはずである。

外国為替資金証券の割引歩合は、昭和25年8月発行当初は日歩1銭3厘であつたが、昭和27年3月末日発行分から日歩1銭5厘に2厘方引き上げられた後、その水準に釘付けされた。従つて公募は勿論のこと、日銀の引受けた外国為替資金証券を市中に売却することは昭和27年4月中に少額が行われた例外を除いては全然不可能であつた。この間日銀引受の外国為替資金証券を売却することのできた先は、資金運用部、見返資金、政府金融機関など広義の政府資金ぐらいのものであつた。日銀の対市中売却操作が行われるようになったのは、昭和31年の1月5日以降すなわち食糧証券の売却操作が再開されて間もなく後からである。なお今回の公募実施とともに割引歩合は日歩1銭4厘5毛に引下げをみた。