

## 昭和初期国債市場のパフォーマンスインデックス 算出による検証<sup>1)</sup>

平山 賢一

### 要旨

本研究は、「昭和初期国債パフォーマンスインデックス（GBPI）」算出を通して、昭和初期の国債市場の投資成果（リターン・リスク）や市場特性（複利回り・平均残存年数）の時系列変化を明らかにするものである。総計268銘柄（時価データ数25,000弱）を対象としたGBPIによると、1924年半ばから44年11月までの国債市場のリターン（年率換算）は5.71%であり、リスク（年率換算）は2.04%であった。また、リターンは日本銀行の国債引受が始まった1932年にピークを記録し40年代にかけて低下していくのに対して、リスクは金解禁から再輸出禁止に転じた1931年にピークを迎えていた。そのリスク水準は、時価が発行価格に釘づけされた三分半利債の発行が急増する1938年以降、大幅に低下し、42年には短期金融市場並みにまで極小化していたことが確認された。

### 1 はじめに

本研究は、昭和初期の国債投資成果や市場特性を明らかにするために、国債全銘柄を計測対象とした昭和初期国債パフォーマンスインデックス（Government Bond Performance Index；以下GBPIと記す）算出を試みたものである。

従来の戦前期の国債市場に関する研究では、「甲号五分利公債」や「第一四分利公債」などの個別銘柄の利回り（価格）推移を対象とするものが多いが、個別銘柄ごとに市場構造や政策の影響が異なるため、個別銘柄の動向が国債市場全体の動向と一致しないという問題があった。例えば、1936年の二・二六事件後の国債市場では、甲号五分利公債が暴落した局面で、第一四分利公債は急騰するという逆行現象が発生したが、この時期の国債市場が堅調に推移したのか軟調基調であったのかは、個別銘柄から判別するのは難しい。また、1938年以降、時価が発行価格に釘づけされた三分半利債は、利回り変動も抑制されリスク水準が低位で推移したが、42年になると、他の高利率債のリスク水準も低下したため、リスク消失が国債市場全体に波及した。国債市場のリスク水準といっても、同一ではなく、利率により違いが存在していたのである。

1) 本稿は、日本金融学会歴史部会および日本金融学会2016年度秋季大会での報告の一部を要約したものである。学会においては、討論者である三隅隆司氏に加え、佐藤政則氏、鹿野嘉昭氏、鎮目雅人氏から、早稲田大学政治経済学術院・実証政治経済学研究拠点（EBBセミナー）においては、小枝淳子氏から、大変貴重なコメントを頂いた。また匿名のレフリーおよび編集委員長の櫻川昌哉氏、そして伊藤修氏、長田健氏からも有益なコメントを頂いた。これらの方々にして謝意を表したい。

そのため、昭和恐慌、戦時統制期を含む昭和初期の国債市場動向を把握するには、個々の銘柄の個別要因を極力排除して、全銘柄を対象にした指標を基に、市場動向を把握すべきであるといえよう。また、国債市場全体の動向を把握する観点からは、売買高の多寡に左右されるのではなく、残高に応じて投資成果が計測できるように、個別銘柄の時価残高比率に応じた時価総額加重平均型指数とすることが望ましいといえよう。

戦前期の国債市場に関する先行研究としては、主として制度と市場構造の変化について分析した志村嘉一（1980）、富田俊基（2006）、永廣顕（2011）、大蔵省（1954）等に加えて、特に経済政策と国債市場の関係に軸足を置いた研究もある。後者は主として昭和恐慌から高橋財政に至る政策変化と市場動向に着目した岩田規久男（2004）、鎮目雅人（2009）、佐藤政則（2016）等や、日本銀行による国債引受に焦点をあてた井手英策（2001）、佐藤政則・永廣顕（2013）等を挙げることができる。また、戦前期の国債価格もしくは利回りデータに関する先行研究としては、主要国債の個別銘柄利回り推移を対象とした鎮目雅人（2008）が、甲号五分利公債利回り等を活用し、戦間期の金融実態を把握するための基礎的データを整備している。また、釜江廣志（2012）は、国債個別銘柄の利回り推移の時系列分析を行い、国債市場の非効率性を検証している。

しかし、いずれの先行研究においても国債市場の分析は、個別銘柄データを基にしており、国債市場全体の動向を示したデータではない点に注意すべきであろう。国債市場全体を対象とした研究としては、藤野正三郎・秋山涼子（1977）があるが、流動性の大きい銘柄の影響が高い取引量に応じた算出法を採用していることや、キャピタルゲイン（評価差額による利得・損失）のみを対象にしており、インカムゲイン（利子や配当による利得・損失）が勘案されないことから（トータルリターンでないことから）、国債投資成果ではなく、経済指標としての国債価格変化のみを意図した研究になっている。さらに、Dimson *et al.*（2002）は、他国市場との比較を主眼にした長期データから資産間の収益率格差を算出する際に、日本国債のリターンおよびリスクも算出しているが、個別銘柄のデータで代替していることが推定され、<sup>2)</sup> 国債市場全体の指標とはなっていない。つまり、多くの先行研究（金融史・経済政策史に加えて、計量経済学・ファイナンス理論研究）では、戦前国債市場を分析することの重要性が示唆されているものの、国債の個別銘柄データを基にした研究となっているため、国債市場全体の動向を十分に表していないという限界がある。

そこで、本研究では、残存年限1年超の円建て利付国債全銘柄を対象とした時価総額加重平均型の国債インデックスを算出することで、国債市場全体の月次収益率（リターン）やその変動率（リスク）、複利利回り、平均残存年数を算出することを試みた。具体的には、総計268銘柄の国債をユニバース（算出対象）として、時価データ数25,000弱となるGBPIを算出した。なお、このパフォーマンスインデックスでは、インカムゲインとキャピタルゲインを総計したトータルリターンで算出している。

## 2 昭和初期の国債市場

昭和初期の国債市場は、1930年1月の金解禁から31年12月の金輸出再禁止までの期間に大変動期を経験した後に、戦時時期には国債利回りの低位安定期を迎える。国債残高は大量発行により累増したものの、政府の公債消化策強化や戦時金融統制により、低金利が定着する軌跡をたどったのである。以下では、昭和初期の国債利回りを経済政策（制度）および投資家行動に関連付けて整理した

2) Dimson *et al.*（2002）による国債のリターンは、四分利債（個別銘柄）のリターンデータであることが推計される。

上で、種別および利率に着目した国債市場のマイクロストラクチャーについて明らかにし、GBPI算出対象期間の国債市場の特徴について確認しておきたい。

日本銀行は、1919年11月以降、5年超にわたり商業手形割引歩合を日歩2銭2厘で維持してきたが、関東大震災後の日本経済が低迷状態から脱することができなかつたため、25年4月以降、断続的に利下げを実施するようになった。27年3月に昭和金融恐慌が起ると、政府は積極的な資金供給による金融緩和政策を実施し、<sup>3)</sup> 国債利回りは28年7月にかけて急低下した。この間、市中大銀行は、資金集中が進む中、「巨額の遊資をいだいて、適当な投資口を見出すのに困り、競って安全確実な国債に投資の対象を求めた」<sup>4)</sup> こともその背景として指摘しうる。<sup>5)</sup>

しかし、1928年8月以降、金解禁による金融逼迫懸念が台頭し国債利回りは上昇に転じた。<sup>6)</sup> この基調は金解禁実施後も続いたが、30年10月に商業手形割引歩合が1銭4厘に引き下げられると、一時的に国債利回りは低下した。しかし31年9月には満州事変が勃発するとともに英国が金本位制離脱を発表すると、資本の海外流出が加速したため31年10月には利上げが実施され、コールレートおよび国債利回りは急上昇した。この国債価格の暴落により、金融機関は、昭和6年下期決算で巨額の有価証券評価損失が発生し、別途積立金の戻入れを余儀なくされ、金解禁前に多額の国債を購入した金融機関等に大きな衝撃を与えたのである。

一方、1931年末から始まる高橋是清蔵相時代には、日本銀行による相次ぐ利下げ、国債の標準発行価格制度施行による金融機関等の評価損発生懸念払拭、国債担保貸出の高率適用緩和による国債保有動機引上げ、そして資本逃避防止法や外国為替管理法による対外資本流出抑制などの政策が相次ぎ発動され、金融機関等による国債保有を促す環境が整備された。1932年11月に日本銀行による国債引受（四分半利国庫債券）が始まり、翌12月からは、日本銀行所有国債が市中売却されたが、これらの国債消化策が奏功し、金融機関等による国債購入が円滑に進み、市中金融機関の金融資産に占める国債投資比率も12%弱（1931年）から19%（1936年）まで上昇した。<sup>7)</sup> 1936年の二・二六事件以降は、高橋蔵相による公債漸減策が放棄され、1937年には臨時資金調整法施行、1940年には銀行による国債割当が実施されるとともに、大量発行された三分半利債の取引所価格も標準発行価格に釘付けされた。この間、市中金融機関の資産額に占める国債投資比率は、1944年には44%弱まで急上昇している。<sup>8)</sup>

以上のように、1927年から31年にかけての国債市場は経済環境に応じて国債利回りが敏感に反応していたものの、それ以降は、政府が国債市場の安定化を図り、投資家も政策意図に対して協調的に行動したため、国債市場の変動率は低下傾向で推移した。この間の安定化政策とそれに対する投資家行動、および市場の反応を分析する上で、国債投資成果の変動率（リスク）の算出は意味があ

3) 商業手形割引歩合は、1925年4月に日歩2銭、26年10月に日歩1銭8厘、27年3月に日歩1銭6厘、27年10月に日歩1銭5厘に引き下げられた。

4) 大蔵省（1954）、68頁。

5) 営業報告書に記載される「諸公債証券（国債、地方債、外国証券）」の五大銀行（三菱、住友、三井、第一、安田銀行）合計額は、1926年末385百万円、27年末637百万円、28年末779百万円であり、27年の増加率は65.4%、28年は22.3%。

6) 日本銀行百年史編纂委員会（1984）第5巻、371頁。

7) 柴田善雅（2011）、32～60頁。「金融資産負債残高」の市中金融（旧特別銀行およびその他の政府金融機関、市中銀行・地方銀行・信託銀行・銀行信託勘定、無尽・市街地信用組合、信用組合联合会・信用組合、生命保険・損害保険）の金融資産に占める国債の割合から算出。

8) 柴田善雅（2011）、32～60頁。国債発行残高に占める占有比率は日本銀行が4.9%まで低下しているものの、市中金融機関が56%を占めるまでになっていることから、民間金融機関をはじめとした投資家が安定的な国債消化に貢献したものと考えられる。

るといえよう。

次に、昭和初期の国債市場の状況を種別および利率の観点から概括すると、主たる内国債（円建て日本国債）は利率5%の五分利債であったが、債券利回りが低下するとともに新規に発行される国債の利率も低下し、利率4.5%の四分半利債、利率4.0%の四分利債、そして利率3.5%の三分半利債へと新発国債の利率が低下していった点が確認できる。

まず五分利債の代表は、売買高が多く、東京株式取引所にも上場していた甲号五分利公債<sup>9)</sup>であり、その時価総額比率（対国債市場全体）は、1929年までは10%を超えていた。しかし、他の国債が新規発行されるにつれ、その比率は低下傾向で推移し、売買高は多かったものの、国債市場の中における指標性も低下していった。甲号五分利公債の時価総額比率は、44年には1%未満になっているため、昭和初期を通して一貫した国債指標として甲号五分利公債を採用することは難しいといえよう。

1932年11月には、長期債利回りが趨勢的に低下してきたことから、32年8月に発行が停止された五分利国庫債券に替わり、四分半利国庫債券が日銀引受で発行されるようになった（五分利公債の発行は、第2次世界大戦中まで継続されている）。さらに長期債利回りの低下ペースが早まったため、四分半利国庫債券は、33年3月までの3銘柄の発行のみになるが、3銘柄とはいえ、五分利国庫債券と比較すると1銘柄当たりの発行額が大きく（い号2億円、ろ号2億円、は号3.15億円）、この影響で32年度からの国債市場規模の増加率は、急上昇している。

1933年度から四分利債が発行されたが、その中でも四分利公債の発行額は僅少であり、その太宗は四分利国庫債券であった。四分利国庫債券13銘柄は、「一號四分利」、「二號四分利」、「三號四分利」、および「四號四分利」と統合表記され、それぞれ「(い号, ろ号, は号, わ号)」、「(に号, ほ号, へ号)」、「(と号, ち号, を号)」、「(り号, ぬ号, る号)」が相当する。また、1910年から12年にかけて発行された第一・第二四分利公債の流通市場での売買高は大きく、指標性が強かったものの、四分利国庫債券が大量に発行されたため、四分利債という分類の中では相対的に時価総額比率は低下している。

1936年の二・二六事件以降、馬場鉄一蔵相は、「政府は今後どんな条件の公債を出すか見当のつかぬ状態で四分利債の市場相場も一種の暗相場といへる様な有様だから、この際公債について一つの標準を与へて市場を安定させるといふ意味と同時に公債政策を通してこの低金利政策を行うといふ考え<sup>10)</sup>」を示し、三分半利債の発行に踏み切ったが、国債市場にとっては戦時体制に移行する大きな変化点であったといえよう。1938年度以降は、戦時体制を彷彿とさせる名称が国内債に付されるとともに、新たな国債消化のための金融統制が強化されていくことになる。支那事変国庫債券（利払日が年2回）、支那事変特別国庫債券（利払日が年1回）、大東亜戦争国庫債券（利払日が年2回）、大東戦争特別国庫債券（利払日が年1回）といった三分半利債が大量に発行されたのである。時価総額比率は、支那事変国庫債券が42年3月に国内債全体の44.0%を占め、その後44年3月には、大東亜戦争国庫債券が同じく41.6%を占めることになる。これは40年代の発行額が極端に大きく、戦時に新規発行された国債残高が急増したことを物語っている。

以上のように、昭和初期の国債市場は、低金利政策が採用されるなかで、高利率債から低利率債へと新規発行の軸が移行するとともに、国債残高も累増していくため、国債インデックスを算出するにあたっては、利率別の動向を把握する必要があるといえよう。

9) 「公債」は期限前償還されない据置期間があるが、「国庫債券」はそれがないという相違点がある。

10) 「五分利国庫債券の低利借替に関し蔵相談」日本証券経済研究所（2011）、507頁。



### 3 昭和初期国債パフォーマンスインデックス (GBPI) の算出手法 (表1参照)

以下では、GBPIの算出手法を示したい。GBPI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、3ステップに区分できる。第1ステップは、個別銘柄ごとに当月(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」に基づき計算する。それを前月時価総額で加重平均して、市場全体(総合)もしくは利率別セクターを対象としたインデックスの月次投資収益率を求めるのが第2ステップである。そして、第3ステップでは、三分半利債がインデックスの算出対象になる1937年3月(基準日)を100.00として、投資収益率を累積・遡及して投資収益指数(パフォーマンスインデックス)を算出する。なお、市場特性を明らかにするために、複利利回り、平均残存年数を算出し、さらに利率別のサブインデックスも算出している。<sup>11)</sup>

償還日・利払日については、年月のみ特定されている銘柄の場合には、当該年月初の1日に償還を迎えるものとして算出している。また、特別五分利公債を号・わ号(1935年償還)、甲号五分利公債(1962・63年償還)については、償還月日および利払日の指定がないため、償還月日を償還年の1月1日、利払日を利払月の初日である1日としてインデックスを計算した。時価総額比率は、前年度末の銘柄別国債額面に各月時価を乗じて求めたものである。銘柄ごとに、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た。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られることになる。

算出期間は、関東大震災の翌年に東京株式取引所の短期清算取引が始まったことから、その開始の1924年6月に合わせて指数算出を開始し、『日本証券取引所統計月報』により時価が取得できる44年11月までの20年5カ月間とした。算出対象は、大蔵省『国債統計年報』に記載される内国債(日本国が発行体となる外貨建ての外国債を除く)としたが、インデックス算出対象期間の内国債は、20種別に区分でき、銘柄数の合計は336銘柄になる。具体的には、五分利公債49銘柄、<sup>12)</sup> 特別五分利公債2銘柄、甲号五分利公債2銘柄、第一四分利公債3銘柄、第二四分利公債1銘柄、四分利公債4銘柄、三分半利公債11銘柄、五分利国庫債券95銘柄、鉄道債券2銘柄、臨時国庫証券<sup>13)</sup> 13銘柄(割引臨時国庫証券除く)、四分半利国庫債券3銘柄、四分利国庫債券13銘柄、三分半利国庫債券49銘柄、支那事変国庫債券27銘柄、支那事変特別国庫債券5銘柄、支那事変割引国庫債券16銘柄、大東亜戦争国庫債券14銘柄、大東亜戦争特別国庫債券4銘柄、大東亜戦争割引国庫債券20銘柄、賜金国庫債券3銘柄である。

その上で、現代の一般的な債券インデックス算出基準が割引債を除いていることから、支那事変割引国庫債券16銘柄、および大東亜戦争割引国庫債券20銘柄の計36銘柄はインデックス対象外とした。同様に、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た。そのため、『国債統計年報』に記載されている銘柄でも、インデックス計算期

11) 利率に応じて公社債利子税、第二種所得税、配当利子特別税等の税率差があったことから、税負担考慮前のグロスインデックスに加え、税負担考慮後のネットインデックスを算出することも考えられる。

12) 大阪毎日新聞(1926)には、五分利公債の表記について、「明治年間発行のものを第一種五分利とし、大正年間発行のものを第二種五分利とし、更に大正年間発行のもので据置期間を経過せざるものを第三種五分利と分けて取引することに決定した」として、区分変更したことが記されている。

13) 五分利債に分類される臨時国庫証券は、『国債統計年報』で大正13年度までは内国債として計上されずに「外ニ」として外書きされたが、大正14年度から「内国債計」に計上されるようになった。GBPIでは、臨時国庫証券が、債券と同等の特性を有し残高比率も高いことから、算出当初から対象とした。

表1 昭和初期国債パフォーマンスインデックス (GBPI) 種別・利率別構成比率 (時価総額ベース、単位%) およびパフォーマンスインデックス推移 (1937/03=100.00)

種別/利率別比率	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	44/03	44/11	
五分割公債	9.1	11.9	15.0	18.6	21.5	27.0	29.8	31.4	34.1	32.1	28.6	25.5	22.8	20.4	16.6	12.0	9.2	7.0	5.3	3.8	2.7	2.7	
特別五分割公債	5.3	4.6	4.2	3.7	3.4	3.0	2.9	3.0	2.9	2.9	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
甲号五分割公債	16.6	14.2	12.7	12.2	11.1	10.3	9.4	9.3	8.5	7.0	6.1	5.4	4.8	4.3	3.5	2.6	2.0	1.5	1.1	0.8	0.6	0.6	
第一四分利公債	5.4	4.7	4.3	4.2	3.7	3.5	3.2	3.2	3.0	2.6	2.4	2.1	1.9	1.8	1.4	1.1	0.8	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2	
第二四分利公債	3.1	2.7	2.4	2.4	2.1	2.0	1.8	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0	0.8	0.6	0.5	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	
四分利公債	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6	0.9	0.9	0.7	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	
三分半利公債	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.5	0.5	0.5	0.8	1.1	1.0	1.4	1.4	
五分利国庫債券	46.3	46.8	50.7	50.9	54.0	51.9	51.9	51.3	49.8	42.2	33.9	28.9	23.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
鉄道債券	3.1	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
臨時国庫証券	11.1	12.3	8.0	5.4	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
四分半利国庫債券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.4	10.8	9.7	8.7	7.8	6.3	4.6	3.4	2.6	2.0	1.4	0.4	0.4	
四分利国庫債券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	14.8	26.6	36.3	33.6	27.1	19.6	14.8	11.2	8.4	6.0	4.3	4.3	
三分半利国庫債券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	29.9	43.0	43.3	39.3	35.9	32.3	27.1	24.3	24.3	
支那事変国庫債券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.1	29.1	39.8	44.0	31.2	22.3	22.3	
支那事変特別国庫債券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	
大東亜戦争国庫債券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.1	26.3	41.6	41.6
大東亜戦争特別国庫債券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	0.7
賜金国庫債券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	1.6	1.2
5.0%利付債	91.5	92.6	93.2	93.5	94.2	94.4	95.0	95.0	95.3	83.5	70.4	59.8	51.1	24.7	20.1	14.6	11.2	8.5	6.5	4.6	3.3	3.3	3.3
4.5%利付債	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.4	10.8	9.7	8.7	7.8	6.3	4.6	3.4	2.6	2.0	1.4	0.4	0.4	0.4
4.0%利付債	8.5	7.4	6.8	6.5	5.8	5.6	5.0	5.0	4.7	4.1	18.7	30.5	40.2	37.3	30.1	21.8	16.4	12.4	9.4	6.7	4.8	4.8	4.8
3.65%利付債	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	1.6	1.2	1.2
3.5%利付債	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	30.2	43.5	59.0	69.0	76.5	81.6	85.7	90.3	90.3	
時価総額(億円)	23.1	26.7	29.6	30.7	35.4	38.7	41.0	40.9	40.7	55.4	68.1	76.0	83.8	93.2	115.8	161.0	215.5	281.7	374.4	528.1	740.2	740.3	

  

パフォーマンスインデックス	24/06	25/03	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	43/12	44/11	
総合	43.64	45.34	48.87	51.91	57.07	60.79	63.74	66.85	67.49	78.79	86.03	89.94	95.23	98.10	103.09	108.27	112.87	116.91	121.62	126.56	131.23	135.63
五分利債	44.44	46.14	49.76	52.85	58.27	61.96	65.04	68.25	68.94	80.11	87.16	90.88	97.13	97.91	103.98	110.90	118.32	122.71	130.05	139.76	146.61	152.57
四分半利債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	86.92	91.55	95.61	98.08	103.21	109.15	113.85	117.94	123.46	128.39	133.18	137.67
四分利債	38.89	40.57	43.54	46.27	49.10	53.90	55.35	57.60	57.51	73.49	84.46	88.52	92.11	98.22	102.61	108.13	112.53	115.82	120.75	126.61	131.52	135.89
三分半利債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	102.92	106.70	110.56	114.55	118.77	123.11	127.54	131.78
東京コール	60.19	62.12	66.00	70.28	73.57	76.16	78.92	81.97	85.11	89.09	91.57	93.99	96.53	99.31	102.12	104.81	107.67	111.05	114.17	117.52	121.28	124.93

(注) 1) 大蔵省『国債統計年報(大正12年度-昭和16年度および昭和24年度)』における「内国債」のうち、割引債および残存年限1年未満の債券を除く時価総額比率。  
 2) 東京コールは、1924年6月~37年6月までは、藤野・秋山(1977)による東京コールマネー(無条件)、それ以降は、日本銀行統計局(1947)の東京コール日歩(普通)を年率換算。

間内に残存年限1年以上となる期間がなかった三分半利公債2銘柄、五分利国庫債券13銘柄、臨時国庫証券7銘柄、三分半利国庫債券3銘柄、大東亜戦争国庫債券3銘柄、大東亜戦争特別国庫債券2銘柄、賜金国庫債券2銘柄の計32銘柄は対象外とした。その結果、GBPIの対象銘柄数は268銘柄となった。

GBPIおよびその利率別サブインデックスは、三分半利債サブインデックス算出開始月である1937年3月を100.00として<sup>14)</sup>算出した。1924年3月から42年3月までの年度末額面残高データは、1941年度(円単位)までは大蔵省『国債統計年報』から取得したが、42年度から47年度の年報が発行されていないため、48年度発行の同年報(千円単位)から各年度の残高を推計している(43年3月および44年3月データは、42年3月残高に発行と償還を銘柄ごとに加減)。また、価格データは、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・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」を採用した。

なお、銘柄によっては、価格の記載がない期間等があったが、直接記載がないデータについては、個別銘柄ごとに時価を推計した。直接記載のない時価データの具体的な推計方法については、稿末の「GBPIの採用債券時価算出方法について——時価未記載期間の時価推計方法」を参照されたい。五分利国庫債券については、満期償還日以前(1936年5月から同年9月)に、低利借換えを目的として期限前償還された。そのため、順次、時価データが途絶えた段階で、残高がゼロになったとみなして、時価総額から控除した。また、臨時国庫証券(利付)の時価は、『国債統計年報』に記載されている同償還年月の「五分利国」表記の時価(五分利国庫債券時価)を採用した。

#### 4 結論——昭和初期国債市場の投資成果(表2参照)

GBPIによれば、昭和初期の国債市場のリターンは、5.71%(年率換算)であり、インカムゲインを対象としていない藤野・秋山(1977)の国債価格指数の年間変化率を大きく上回り、国債市場のリスク(年率換算)は、2.04%であった。

時系列で国債市場のリターン推移を確認すると、1931年が悪化したものの、高橋財政期の32年・33年のリターンは大幅に上昇した。そして36年には、二・二六事件後の低利借換え実施により、高利率債である五分利債インデックスのリターンが大幅に悪化している。その反対に、低利借換えリスクが低い四分利債インデックスのリターンは好転しており、利率の違いでリターンが逆行していた。

国債市場のリスクは、1932年以降、趨勢的低下トレンドが続き、38年以降には、国債市場リスクは0.5%以下に定着した。38年以降の三分半利債の実物取引では、「政府の国債価格支持政策により、市場価格は釘付けにされていた。償還期限の長い三分半利債では、最高、最低価格ともに発行価格(したがって財産目録に記載しうる標準発行価格)に等しい九十八・〇〇円というものも多かった<sup>15)</sup>とあるように、半ば規制価格(金利)状態にあった。国債市場全体に対する時価総額比率が上昇していた三分半利債の価格が規制化し、価格変動が消失したため、国債市場全体のリターンの安定化(低リスク化)にも大きく寄与したわけである。<sup>16)</sup>また、複利回り水準からも、標準発行価格で下支えされた三分半利債が、3.67%程度で半ば固定化された影響が、時価総額比率の上昇と

14) 三分半利債は1936年5月から発行され、GBPIには37年3月から組入れが開始されるため、37年3月を100.00として、GBPI(総合)およびGBPI利率別サブインデックスを算出している。

15) 志村嘉一(1980)、117頁。

表2 昭和初期国債パフォーマンスインデックス(GBPPI)および東京コロールのリターン(%)・リスク(%)・リスクリターン(%)・平均残存年数(年)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	1944	全期間
総合	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	4.24	3.58	4.03	4.06	3.69	3.36	5.71
五分利債	3.84	7.84	6.22	10.26	6.34	4.97	4.93	1.01	16.20	8.80	4.27	6.88	0.80	6.19	6.66	6.69	3.71	5.99	7.46	4.91	4.06	6.23
四分半利債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.33	4.43	2.58	5.23	5.76	4.31	3.59	4.69	3.99	3.73	3.37	-
四分利債	4.33	7.31	6.27	6.12	9.77	2.68	4.08	-0.17	27.80	14.93	4.80	4.06	6.64	4.47	5.38	4.07	2.93	4.25	4.85	3.88	3.32	6.32
三分半利債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
東京コロール	3.21	6.25	6.48	4.69	6.51	3.63	3.87	3.83	4.67	2.78	2.64	2.71	2.88	2.82	2.64	2.73	3.14	2.81	2.93	3.20	3.01	3.64
リスク(年間変動率)	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940	1941	1942	1943	1944	全期間
総合	0.70	0.64	0.71	1.61	3.13	1.85	2.00	5.28	3.67	2.56	1.43	0.40	1.85	0.90	0.44	0.15	0.43	0.18	0.08	0.08	0.02	0.04
五分利債	0.64	0.76	0.73	1.46	2.73	1.74	2.01	5.21	3.51	2.33	1.85	0.58	2.87	1.26	1.02	0.41	2.12	1.11	0.57	0.28	0.26	2.12
四分半利債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.28	0.22	1.61	1.41	0.63	0.28	0.49	0.24	0.24	1.05	0.82	-
四分利債	1.80	2.17	2.02	4.04	10.81	4.16	2.46	7.54	8.32	8.06	0.58	0.16	3.46	1.17	0.42	0.38	1.24	0.62	0.25	0.28	0.26	4.37
三分半利債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
東京コロール	0.18	0.14	0.06	0.23	0.09	0.04	0.05	0.32	0.36	0.07	0.03	0.03	0.06	0.04	0.01	0.05	0.04	0.05	0.05	0.03	0.02	0.35
複利回り	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	43/12	44/11
総合	6.40	6.23	5.98	5.95	5.32	5.24	5.28	5.36	5.82	4.94	4.60	4.51	4.35	4.34	4.10	3.95	3.86	3.83	3.78	3.74	3.72	3.71
五分利債	6.46	6.29	6.03	5.99	5.31	5.24	5.28	5.36	5.82	4.96	4.67	4.69	4.53	4.96	4.89	4.80	4.69	4.75	4.68	4.52	4.50	4.51
四分半利債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.28	4.15	4.12	4.35	4.22	3.95	3.88	3.96	3.74	3.65	3.70	3.70
四分利債	5.67	5.58	5.49	5.46	5.42	5.18	5.33	5.41	5.74	4.60	4.08	4.08	4.09	3.93	3.89	3.80	3.78	3.84	3.81	3.73	3.72	3.73
三分半利債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
東京コロール	5.80	7.20	6.40	6.40	3.90	3.90	3.60	3.90	6.60	3.10	2.60	2.80	2.80	2.80	2.65	2.60	3.01	3.29	3.01	3.01	3.06	3.24
平均残存年数	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	43/12	44/11
総合	17.5	17.9	18.0	19.3	21.0	23.0	25.1	25.8	25.8	26.2	24.8	24.3	24.6	28.5	23.2	20.7	18.4	16.9	15.9	15.2	14.8	14.7
五分利債	15.0	15.3	15.8	17.5	19.5	21.8	24.3	25.2	25.2	25.6	26.4	26.2	26.7	41.5	40.5	39.5	38.5	37.5	36.5	35.5	34.5	33.6
四分半利債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.4	10.4	9.4	8.4	7.4	6.4	5.4	4.4	3.4	2.4	1.8	1.2
四分利債	44.5	44.0	43.0	42.0	41.0	40.0	39.0	38.0	37.0	36.0	35.0	25.8	25.2	24.2	23.2	22.2	21.2	20.2	19.2	18.2	17.2	16.3
三分半利債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(注) 1) リターンおよびリスクの各年の表記のうち1924年は7月以降12月まで、1944年は1月以降11月まで、全期間は年換算値。リスクは、月次リターンの標準偏差(年率換算)。利回り・平均残存年数は、時価総額加重平均。  
 2) 東京コロールは、1924年6月～37年6月までは、藤野正三郎・秋山涼子(1977)による東京コロールマナー(無条件)、それ以降は、日本銀行統計局(1947)の東京コロール表(普通)を年率換算。

16) 高利回り時代に発行された高利率債は、標準発行価格よりも大幅に時価が上回っていたため、この国債標準価格制の影響は大きくなかったものの、三分半利債の場合には、時価と標準発行価格が近接していたため、時価のフロアとして価格変動抑制効果が大きかったといえよう。



ともに大きくなり、国債市場全体の利回り水準も3.7%台前半に収束されていくことが確認できる。42年以降には、国債市場のリスク水準は0.1%を下回り、ほぼ無変動状態に釘づけされたため、国債市場リスクは東京コール市場並みのリスク水準になった。国債市場と短期金融市場は、その機能面での相違は残余するものの、少なくともリスク水準という点では近似化したといえる。

しかし、興味深いことに、基調は低下傾向であった国債市場のリスクも、1936年と40年には上昇していた。36年の二・二六事件後には、公債漸減主義の放棄による市場の混乱や、低利借換えの実施による波乱が影響し、国債市場のリスクは上昇したのである。また40年には、第2次近衛内閣発足を契機に、国債市場のリスクは一時的に上昇しており、必ずしも国債市場の安定化が一本調子で図られたのではなく、政策変化や政治要因により紆余曲折を経ていることが確認できよう。

ところで、国債市場を平均残存年数という側面から見ると、1924年から36年に至るまで、17.5年から28.5年へと長期化したのが、三分半利債の中でも残存年数が30年を超える三分半利公債よりも、20年未満の三分半利国庫債券や支那事変国庫債券等の発行が主軸になったことから、36年をピークに短期化に転換している。国債市場の平均残存年数は、1944年には、14.7年にまで低下しており、利回り変化に対する価格変化率が抑制されて（デュレーションが低下して）いたことも、国債市場のリスク低下の背景になったといえる。この側面からみれば、1936年は、政府による国債調達期間が短縮化される一大転換期であったともいえよう。

以上のように、昭和初期国債市場のリターン、リスク、複利利回り、平均残存年数等の指数化は、従来の主要個別銘柄による分析では見逃していた事実を可視化することに少なからず貢献しているといえよう。例えば1936年の利回り逆行現象、趨勢的リスク低下期中における一時的リスク上昇時期の特定、三分半利債の時価総額比率上昇による複利利回り水準抑制の影響度合い、平均残存年数と国債リスク低下の関係といったファクト・ファイディングの有効なツールとなりうるからである。

さらに戦前と現在の国債市場を厳密に比較・検証することは、市場の構造や制度、もしくは投資家構成やそのインセンティブが異なるため容易ではないが、統一化された手法で算出した国債インデックスの特性を1つの尺度として、異時点間の国債市場比較を行えば、そのインデックスの変化や特性変化から、市場構造の変化の端緒を確認するツールになるだろう。異なる金融環境であっても、同じ手法で算出された国債インデックスおよびその特性の変化を介して、その背景に潜む構造転換や制度変化の可能性を検討する契機になるからである。今後は、GBPIデータを用いて金融統制や金融機関の投資行動と金融市場の関係についてモデル化を図り、現代につながる時系列比較することが課題であろう。また、1932年代以降戦時期に至る国債市場の変動と公債政策の関連等については、GBPIをベースに検討することも、特に現代の金融財政政策を考える上で重要なテーマであり、今後の課題としたい。

(埼玉大学)

投稿受付2017年6月12日、最終稿受理2017年11月2日

表3 GBPIの採用債券時価算出方法について——時価未記載期間の時価推計方法

種別	時価算出方法
五分利公債	<ul style="list-style-type: none"> <li>1924年6月から26年7月までは、明治期発行債券時価として「五分利公債(第一種)」時価を採用、大正期以降発行債券時価として「同(第二種)」時価を採用、償還表記のない「同(恩賜)・同(め号、み号、ひ号)」時価として、「同(第一種)・同(第二種)」時価を採用。</li> <li>26年8月から37年12月までの期間は、明治期発行債券時価として「第一五分利」時価を採用、大正期以降発行債券のうち、据置期間(5年間)の満了していない債券は「第三五分利」の時価を、据置期間満了債券は「第二五分利」の時価を採用。</li> <li>38年1月以降は、「第三五分利」表記がなくなったことから、据置期間であっても「第二五分利」の時価を採用。</li> </ul>
五分利国庫債券	<ul style="list-style-type: none"> <li>1934年9月償還「五分利国庫債券(21号)」の時価未記載期間(25年3月～5月)は、32年9月償還「同(20号)」の利回り、時価未記載期間(25年6月～33年5月)は、34年6月償還「同(22号)」と36年3月償還「同(24号)」の利回りから線形推計した利回り、時価未記載期間(33年6月～8月)は、36年3月償還「同(24号)」の利回り月次変化幅を加減推計した利回りから時価を逆算。</li> <li>32年6月償還「同(12号)」の時価未記載期間(24年6月～12月)、36年12月償還「同(29号)」の時価未記載期間(26年3月)、37年6月償還「同(32号)」の時価未記載期間(36年5月)、41年9月償還「同(42号)」の時価未記載期間(28年3月～29年1月)は、順に31年9月償還「同(い号)」の利回り、36年9月償還「同(27号)」と37年3月償還「同(28号)」の利回りから線形推計した利回り、38年9月償還「同(33号)」の利回り、40年9月償還「同(41号)」の利回りと同じとみなして時価を逆算。</li> </ul>
四分半利国庫債券	<ul style="list-style-type: none"> <li>1945年償還「四分半利国庫債券(ろ号)」、46年償還「同(は号)」の時価未記載期間(順に33年3月～5月、33年3月～4月)は、44年償還「同(い号)」の利回りと同じとみなして時価を逆算。</li> </ul>
四分利公債	<ul style="list-style-type: none"> <li>1967年償還「四分利公債(ほ号)」の時価未記載期間(34年3月～9月)は、69年償還「同(は号)」利回りから時価を逆算。</li> </ul>
四分利国庫債券	<ul style="list-style-type: none"> <li>1936年7月までは、各償還年月記載により表記されており、その表記どおりの時価を採用。36年8月以降では、「一號四分利」、「二號四分利」、「三號四分利」、「四號四分利」と表記され、それぞれ対応する時価を採用。39年12月以降では、「三號四分利」、「四號四分利」の時価として、償還年限に近い「二號四分利」の時価を採用。</li> <li>59年償還「四分利国庫債券(は号)」の時価未記載期間(34年3月～10月)、60年および61年償還「同(に号、ほ号、へ号)」の時価未記載期間(35年3月～6月)、62年償還の「同(と号)」の時価未記載期間(35年3月～8月)、63年償還の「同(を号)」の時価未記載期間(36年3月～5月)、56年償還の「同(わ号)」は、順に58年償還「同(い号)」の利回り、59年償還「同(は号)」の利回り、同年償還「同(は号)」の利回り、62年償還「同(ち号)」の利回り、57年償還「同(ろ号)」の利回りと同じとみなして時価を逆算。</li> </ul>
三分半利国庫債券	<ul style="list-style-type: none"> <li>1948年12月償還「三分半利国庫債券(り号、を号)」、49年同3月償還「同(か号、た号)」の時価未記載期間(38年3月～11月)は、48年6月償還「同(い号)」と49年6月償還「同(ろ号)」の利回りから線形推計した利回りと同じとみなして時価を逆算。「同(を号)」(38年12月～39年11月)は、残存期間が同じである「同(り号)」の利回りと同じとみなして時価を逆算。</li> <li>52年6月償還「同(あ号)」の時価未記載期間(41年3月～7月)は、51年6月償還「同(け号)」と53年6月償還「同(へ号)」の利回りから線形推計した利回りと同じとみなして時価を逆算。</li> <li>54年3月償還および同6月償還「同(と号、ち号)」の時価未記載期間(37年3月～11月)は、53年6月償還「同(へ号)」の利回りと同じとみなして時価を逆算。54年12月償還および55年3月償還「同(ぬ号、る号)」の時価未記載期間(38年3月～7月)は、54年6月償還「同(ち号)」の利回りと同じとみなして時価を逆算。</li> <li>55年3月償還および同6月償還の「同(わ号、よ号)」の時価未記載期間(38年3月～7月)は、54年6月償還「同(ち号)」の利回りと、時価未記載期間(38年8月～11月)は、55年3月償還「同(る号)」の利回りと同じとみなして時価を逆算。</li> <li>55年7月償還「同(れ号)」の時価未記載期間(38年3月～7月)は、54年6月償還「同(ち号)」の利回りと、時価未記載期間(38年8月～11月)は、55年3月償還の「同(る号)」の利回りと、時価未記載期間(38年12月～39年2月)は、55年6月償還の「同(よ号)」の利回りと同じとみなして時価を逆算。55年10月償還および同12月償還「同(な号、ら号)」の時価未記載期間(39年3月～8月)は55年10月償還「同(つ号)」の利回りと同じとみなして時価を逆算。</li> <li>56年6月償還「同(む号、う号)」の時価未記載期間(39年3月～8月)は、55年10月償還「同(つ号)」の利回りと、時価未記載期間(39年9月～11月)は、55年12月償還「同(ら号)」の利回りと同じとみなして時価を逆算。</li> <li>57年3月、4月、6月償還「同(く号、や号、ま号)」の時価未記載期間(40年3月～41年6月)は、56年12月償還「同(の号)」の利回りと同じとみなして時価を逆算。57年9月、12月償還「同(ふ号、こ号)」の時価未記載期間(41年3月～同6月)は、56年12月償還「同(の号)」の利回りと同じとみなして時価を逆算。</li> <li>58年3月、6月償還「同(え号、て号)」の時価未記載期間(41年3月～6月)は、56年12月償還「同(の号)」の利回りと、時価未記載期間(41年7月～42年3月)は、同じく残存年限が最も近い57年12月償還「同(こ号)」の利回りと同じとみなして時価を逆算。58年12月償還および59年3月償還「同(さ号、ゆ号)」の時価未記載期間(42年3月)は、57年12月償還「同(こ号)」の利回りと同じとみなして時価を逆算。</li> </ul>
支那事変・大東亜戦争(特別)国庫債券	<ul style="list-style-type: none"> <li>『国債統計年報』『国債証券相場(実物)東京市場』等の「1948～61年償還三分半利」の時価を採用。</li> <li>未記載時価は、次の手順から時価を推計した。第1に、同償還年月の三分半利国庫債券がある場合にはその利回りから時価を逆算、同償還年月の三分半利国庫債券がない場合でも償還年月をまたぐ残存年限が三分半利国庫債券で存在する場合には線形推計した利回りから時価を逆算、それ以外は、残存年限が最も近い三分半利国庫債券の利回りから時価を逆算。</li> </ul>
賜金国庫債券	<ul style="list-style-type: none"> <li>政府が日華事変に関する行賞のため交付されることになった債券(額面発行、3.65%利率、償還期限20年間)。</li> <li>時価の取得ができないこと、そして市場性よりも行賞の特性が強いことから、発行価格100円で評価。</li> </ul>

## [参考文献]

- 井手英策 (2001) 「新規国債の日銀引受発行制度をめぐる日本銀行・大蔵省の政策思想——管理通貨制度への移行期における新たな政策体系」『金融研究』20(3), 171~202頁.
- 伊藤修 (1995) 『日本型金融の歴史的構造』東京大学出版会.
- 岩田規久男編著 (2004) 『昭和恐慌の研究』東洋経済新報社.
- 永廣顕 (2011) 「第一次大戦後の日本における国債流通市場の制度改革」『金融研究』30(2), 1~27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『金融事項参考書』(大正13年調~昭和17年調).
- 大蔵省理財局『国債統計年報』(大正13年度~昭和16年度, 23年度).
- 釜江廣志 (2012) 『日本の債券市場の史的分析』同文館出版.
- 佐藤政則・永廣顕 (2013) 『1932年日銀引受国債発行はどのようにして始まったのか——大蔵省・日本銀行・シンジケート銀行からの考察』麗澤大学経済社会総合研究センター・ワーキングレポート No.55号.
- 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) 「两大戦間期日本の長期金利指標——東京株式取引所の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』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.
- 柴田善雅 (2011) 『戦時日本の金融統制』日本経済評論社.
- 志村嘉一 (1980) 『日本公社債市場史』東京大学出版会.
- 東京株式取引所・日本証券取引所『統計月報』.
- 富田俊基 (2006) 『国債の歴史』東洋経済新報社.
- 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』.
- 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』.
- 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.
- 大阪毎日新聞 (1926) 「五分利公債取引の銘柄種別を改正——発行年代により三種に区分」1926年7月28日 (神戸大学附属図書館・デジタルアーカイブ).
- Dimson Elroy, Paul Marsh and Mike Staunton (2002) *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton, N.J., Princeton University Press.

## 《SUMMARY》

THE JAPANESE GOVERNMENT BOND PERFORMANCE INDEX  
IN THE EARLY SHOWA ERA*By* KENICHI HIRAYAMA

Using “Government Bond Performance Index in the early Showa era (GBPI),” this paper makes clear that the changes in investment results (return & risk) and market characteristics (compound interest yields & average remaining years to maturity) of the government bond market. According to the GBPI, the return and risk in the government bond market from 1924 to 44 were 5.71% and 2.04%. The risk level of the government bond market had continued to decline since 1931, and became a same level of short-term financial market in 1942.

(Saitama University)