

## 日本銀行による国債市場オペレーション（1936-45年）

東京海上アセットマネジメント株式会社 平山賢一

本研究の課題は、1930年代後半以降、国債利回りの変動率が低下していく過程で、日本銀行の国債市場オペレーションの実態を明らかにすることである。国債市場の主たる参加者である日本銀行の売買行動の整理は、これまで研究対象として掘り下げられてこなかった戦時期の国債流通市場を解明する端緒になることも期待されよう。

1932年以降、日本銀行は、戦時期の巨額政府資金調達を左右することになる国債引受を実施してきた。各種の国債優遇策を通して国債消化が促されたが、その中でも日本銀行による国債引受による消化体制の徹底が、国債利回りの安定化に貢献したとみなされている。日本銀行が引き受けた国債を民間金融機関等へ売却する仕組みが、政府の資金調達を容易にして戦時経済を支えたと考えられているのである。この点は、戦時期の金融市場政策にとって重要な論点であるものの、資金循環構造の探求はされているものの、引受けた国債を日本銀行が売却していく過程での国債市場オペレーションの実態は明らかにされていないのが現状である。

そこで、本研究では、1936年1月から1945年12月までの日本銀行「総勘定元帳」の「公債」勘定に着目し、「借方」「貸方」「残高」の日次推移と、各種史料のデータとを照合し、1936年以降の国債流通市場を日本銀行の国債市場オペレーションの側面から確認することを試みた。国債大量発行時代に、日本銀行の日々の金融調節実態を明らかにすることで今後の政策や研究にも貢献すると考えるからである。

その結果、日次ベースの日本銀行総勘定元帳から「公債」勘定を確認すると、日本銀行は、国債残高の急増や急減を回避し、緩やかに国債残高が増加するように日々の調節（売オペレーションなど）を実施していたことが明らかになった。この間、日次ベースの国債残高の変動率は、低下基調で推移してきたが、1944年9月前後を境に急上昇し、日々の調節姿勢に変化がみられるようになっている。そのため、引受額の急増や、売りオペ対象金融機関の多様化といった点も手伝い、国債消化における転機が1944年9月前後に訪れていた可能性がある。1944年には日本銀行貸出金が急増しており国債の実質消化率が急低下していることから推察するに、日本銀行の国債市場オペレーションにも、その影響があったのかもしれない。また、日本銀行と国債流通市場という観点からは、相対的に買オペレーション額は売オペレーション額よりも少額であったものの、時系列で見れば第二次世界大戦終盤に向けて急増しており、「公債」勘定の借方および貸方の水準も高どまっていたため、国債流通市場が閑散状態に陥ったとは言い難いだろう。