

戦前金融債市場の構造

Structure of the Bank Debentures in the Prewar Japan

釜江 廣志

Working Paper Series No. 123

March 2009

戦前金融債市場の構造

Structure of the Bank Debentures in the Prewar Japan

釜江廣志

§1 はじめに

戦前の金融債は特殊銀行と呼ばれた業態によって発行され、発行額は社債と同程度あって政策的な要請から増減した。取引高は国債には及ばないものの流通市場では重要な位置を占めていた。本稿は、大正から昭和期、具体的には1921（大正10）年から40（昭和15）年までの金融債流通市場を取り上げ、市場メカニズムに従っていたか、つまり、金融債利回りの推移は期間構造に関する純粋期待仮説で説明できるかを検定して、市場構造の分析を行う。

次節では金融債市場の状況を社債にも関連させて取り上げる。第3節で説明するテスト法とデータにより行うテストの結果が第4節で述べられる。第5節はまとめである。

§2 戦前金融債市場の状況

市場形成期の明治時代には株式会社・銀行・証券取引所が設立され、近代的金融機構の確立をみた。この時代には政府主導の産業化と、1894-95（明治 27-28）年の日清戦争および 1904-05（明治 37-38）年の日露戦争のために国債発行で資金調達が行われたが資本蓄積は乏しく、日銀貸付に依存する銀行が中心的な役割を果たす間接金融が優位であった。

1890 年に公布された商法に基づいた「商法第 206 条ニヨリ発行スヘキ債券ニ関スル件」の規定によって最初の社債がこの年に発行された¹。明治 30 年代以降は産業発展が進み社債発行が増加した。1905 年 3 月に外資の導入を促進するべく担保付社債信託法が公布され²、担保付社債の発行が可能になった。さらに 1911 年には商法に社債の委託募集等の規定が新設された。

明治 30 年代には農・工業のために長期低利の資金を供給する金融機関が必要となって特殊銀行が設立され、金融債が発行された³。1897（明治 30）年 8 月に農・工業振興のための不動産抵当貸付を行う日本勸業銀行が発足して勸業債券を 1898 年から発行した⁴。次いで農工銀行⁵が 1898 年 1 月の静岡県を皮切りに以後 1900 年まで各府県に 1 行ずつ設立されて 99 年から農工債券を、1900 年 2 月設立の北海道拓殖銀行が 05 年から拓殖債券を、02 年 3 月に動産（株式）抵当貸付を行うべく設立された日本興業銀行が同年から興業債券を、それぞれ発行した。預金部によっても引受が行われ、02 年に興業債⁶、05 年には勸業債がそれぞれ対象となった⁷。これらの発行額は表 1

¹ 1890 年に初の資本主義的恐慌が起こり、株価下落で増資が困難になったのを補うために社債が発行された。伊牟田(1978)p. 24 参照。

² 担保付社債信託制度では、委託者（社債発行会社）と受益者（投資家）の間に受託者（信託会社）が介在して、担保権の保存と実行をする。

³ 志村(1980)p. 16-、野村証券(1976)p. 22- 参照。なお、金融債と事業債を区別して呼ぶようになったのは戦後のことで、それまでは一括して社債と呼んでいた。山一証券(1958)p. 91 参照。

⁴ これのみに抽選で当選者を決める割増金付（「勸業小券」）であった。割増金なしの債券（「勸業大券」）は 1909 年以降発行された。

⁵ 1921（大正 10）年から 1944 年の間に日本勸業銀行と合併した。

⁶ 預金部の引受による資金供給を受けて対外投資など国策遂行に協力した。日本興業銀行(1957)p. 84 参照。

⁷ 日露戦争時に勸銀が貯蓄債券を政府から受託して発行し、募集金は預金部に預け入れた。その際勸業債券は発行中止となったが、その間の資金をまかなうために預金部により勸業債券の引受が行われた。この債券は市場性を持たず、「特殊債券」と

のとおりである。

募集法としては直接募集か他の銀行による募集の取扱い、あるいは証券業者による引受・募集の取扱いが行われた。1912年には発行者が債券を売り出す方式で、簡略化された手続きが用いられる売出發行⁸が開始され⁹、割引債も20年から発行が始まった¹⁰。

証券流通市場としては1878年4月に東京・大阪に株式取引所が創設され、国債に次いで株式、地方債、金融債が順次上場された。

大正から昭和初めの戦間期のうち、1914(大正3)年の第1次世界大戦から30年の昭和恐慌までは不況期で、原敬や高橋是清によって積極財政が採用された。また22年に銀行動揺、23年に関東大震災、27年に金融恐慌がそれぞれ発生した際には資本救済措置がとられた。

30年1月に金輸出解禁が行われたが、前年の世界恐慌の影響で不況が深刻化して株式、生糸や米の価格が暴落した。そのため31年12月に金輸出が再禁止され、管理通貨制へと転換した。32年には赤字国債を日銀引受で発行するというインフレ策が開始された。

この時期に公社債市場は拡大し活発化した。低金利政策、起債市場の整備、シ団引受の増大¹¹によって社債は地方債とともに発行額が増加し、34年上半期にピークとなったが、外資と大蔵省預金部の資金がそれを支えた¹²。37年の日華事変前までは遊資増の金融機関が社債投資を増やし、また低金利下で借入金社債に切り替えられた。

金融債は政策的に要請されて発行額が増加した。22年から割引発行が可能となった。24-28年に勸銀が復興貯蓄債券を発行し、その収入金を用いて預金部が震災復興と地方融資を行った¹³。30-31年には興銀等特殊銀行や産業組合中央金庫が民間企業や地方公共団体への融資を行えるよう預金部と逋信省簡易保険局が割引興業債等を

呼ばれた。その後、1906年以降の預金部の地方還元(勸銀・拓銀・農工銀を経由)や内地企業救済、対外貸し付け(ともに興銀・勸銀などを経由)などのひも付き融資の際にもこれが行われた。日本勸業銀行(1953)p.13-、243、249、斉藤(1966)p.293、360-62参照。

⁸ 日本経済新聞社(1987)p.197参照。

⁹ 志村(1980)p.55参照。

¹⁰ 日本興業銀行(1957)p.178参照。

¹¹ 志村(1980)p.56-、野村證券(1976)p.118-参照。

¹² 昭和初期は社債黄金時代といわれた。日本銀行調査局(1969)p.29参照。

¹³ 吉田(1962)p.120参照。

引き受けた¹⁴。23年12月に設立された産業組合中央金庫(43年農林中央金庫に改称)には7月に産業債券令が施行され、また36年1月設立の商工組合中央金庫も9月に商工債券令が施行されて、それぞれ債券を発行した¹⁵。

次の戦時期には各種の統制が加えられることになった。1936(昭和11)年頃から物価上昇が著しくなり、同年の2・26事件後に公債漸減主義が放棄されるとともに低金利政策が採用された。37年1月に輸入為替管理令が公布され、9月には設備資金を統制して軍需産業の育成をはかるべく臨時資金調整法が施行されて¹⁶統制経済へ向かった。38年1月には起債の条件・時期を日本銀行と相談することが必要となった。なお、重化学工業、軍需産業、国策会社や新設された営団、金庫などは債券発行が優遇された。38年5月に社債権者集会制度の導入と募集の受託会社の権限を明確化した商法改正法が公布された。

39年の第2次大戦開戦の後、40年には梗塞状態に陥っていた起債市場を改善すべく起債の計画化が同年10月に実施された¹⁷。12月に大蔵省、企画院¹⁸、簡易保険局、日本銀行、日本興業銀行がメンバーとなって社債について起債計画協議会が設立された¹⁹。

戦時期には日本興業銀行の戦時金融機関としての役割が高まった。臨時資金調整法によって興業債の発行限度が拡張されるとともに金資金特別会計による買入も行われ、40年からは社債の計画的消化の一環として資金に余裕があった地方銀行へ興業債の割当が行われた²⁰。他に農林中央金庫、貯蓄銀行、庶民金庫、共同融資銀行も引受を行った²¹。42年2月から全ての興業債に政府保証が付けられ²²、国策会社と特殊

¹⁴ 吉田(1962)p.105、大島(1955)p.309参照。

¹⁵ 1925(大正14)年以降、預金部資金により勸業債券の引受が行われた。日本勸業銀行(1953)p.468参照。

¹⁶ 日本銀行金融研究所(1988)p.168参照。

¹⁷ 日本興業銀行(1957)p.484参照。同時に発行条件の基準も作られ、それ以後発行条件は固定化した。日本銀行百年史編纂委員会(1984,第4巻)p.316参照。

¹⁸ 内閣直属の政策立案機関であった。

¹⁹ これらは戦後の起債懇談会とほぼ同じメンバーである。

²⁰ 伝田(1970)p.45-46、野村証券(1976)p.182参照。

²¹ 日本興業銀行(1957)p.626参照。

²² 志村(1980)p.110参照。なお、政府保証が初めて興業債につけられたのは興銀法改正後の1908(明治41)年であり、その後1937(昭和12)年には臨時資金調整法に基づいて発行される特別枠の債券にも付けられることになった。日本興業銀行(1957)p.100、495参照。

会社の社債の元利払いにも政府保証が付いた²³。庶民、恩給、国民更正、戦時金融、南方開発などの新設金庫も金融債を発行した。

金融債を含む社債流通市場では²⁴、取引所取引が40年に取引高のピークを迎えた。また、店頭取引は大量取引の場であり、このうち少額債券は債券業者の団体が債券交換会を開き、現物（実物）取引の仲値（標準値）を決定していた²⁵。44-45年でも相当額の取引があった。

²³ 釜江(2007) §3 参照。

²⁴ 志村(1980)p. 70-、114-参照。なお、長期清算取引はほとんど国債であったが、1913年から25年まで停止されさらに43年8月に廃止された

²⁵ 志村(1980)p. 74-、日本勧業証券(1967)p. 54-参照。

§3 テスト法とデータ

MacDonald and Speight (1991) は Campbell and Shiller (1987) 流のモデルにより、純粋期待仮説と合理的期待仮説を組み合わせて得られる効率的市場仮説から長短金利の共和分関係を導き、共和分ベクトルが $(1, -1)$ になることを示している²⁶。これによって共和分テストが可能になる。以下では長期金利として最長期物金融債の複利最終利回り²⁷、短期金利としてコール・レートを用いる。

計測の対象期間は 1921 (大正 10) 年 10 月から 40 年 12 月までで、月次データを使用する²⁸。この始期を選ぶのはデータの利用可能性のためであり、終期は、38 年頃から利回りが硬直的になっているが、取引高は 40 年以後もかなりの大きさであったこと (表 2 参照) を考慮したためである。なお、23 年 9-11 月は震災でデータが得られない。

利回りデータは毎月月初の最長期物の金融債複利利回りを日本勧業銀行 (各月)、野村総合研究所 (1978) から採集する²⁹。最長期物の銘柄は次のとおりである。

21 年 10 月-29 年 9 月	勸業債 36 回 ³⁰ (41/3 満期、30 年物)
29 年 10 月-33 年 7 月	同 107 回 (44/3 満期、14 年 11 か月物)
33 年 8 月-33 年 12 月	同 118 回 (48/2 満期、14 年 10 か月物)
34 年 1 月-34 年 3 月	同 121 回 (48/8 満期、14 年 11 か月物)
34 年 4 月-35 年 3 月	同 122 回 (48/9 満期、15 年物)
35 年 4 月	愛知農工銀行債 145 回 (50/5 満期)
35 年 5 月-36 年 4 月	勸業債 126 回 (51/9 満期、17 年物)
36 年 5 月-37 年 1 月	大阪農工銀行債 89 回 (52/12 満期)
37 年 2 月-40 年 12 月	勸業債 127 回 (52/10 満期、17 年物)。

²⁶ 釜江 (2009) 参照。

²⁷ なお、長期金利は理論的にはスポット・レートであるが、スポット・レートの推計に必要なクロスセクション・データがアベイラブルでないので、複利最終利回りで代用する。MacDonald and Speight (1991) で用いられているデータのうち米国債の利回りは最終利回りである。

²⁸ 日次データは「中外商業新報」などでもアベイラブルではない。

²⁹ 日本勧業銀行 (各月) のデータは上場銘柄ではなく店頭取引の価格であると判断できる。釜江 (2009) 参照。なお、野村総合研究所データも日本勧業銀行 (各月) に依っている。

³⁰ 日本勧業銀行 (各月) 参照。なお以下で対象とする勸業債は割増金の付かないいわゆる大券である。

短期利子率としては無条件物コール・レートが大蔵省理財局（各年）から採集して用いる。利回りの単位は日歩、つまり元金100円に対する1日あたりの利息（銭）で、

年利（%）＝日歩（銭）×365/100
から年利が計算可能である。

§4 テスト結果

テストの対象期間はそれほど長くはないが、経済状況の変化も見られることから、金融債市場で構造変化が生じている可能性は否定できない。そこで、まず変数の定常性を検定するが、構造変化を前提とする Zivot and Andrews(1992)、Perron(1997)のテストも併せて行う。さらに変数に非定常性が見られれば共和分関係が存在するかを検定するが、その際も構造変化を明示的に考慮する Gregory and Hansen (1996a, 1996b)と、非定常な変数を FM-OLS (fully modified OLS)で推定し、得られた係数推定値の安定性を F 検定で調べる Hansen(1992)の方法を取り入れる。

まず単位根テストでは金融債利回り、コールレートとも定常ではない(表3参照)。構造変化を考慮に入れると金融債利回りには Zivot and Andrews、Perron の両テストで単位根が存在している(表4,5参照)。次いで構造変化を考慮しない Engle and Granger テストからは共和分関係の存在が認められ(表6参照)、Gregory and Hansen のテストからは「共和分関係なし、構造変化なし」の帰無仮説は棄却されない(表7参照)。Hansen テストに依れば共和分関係はない。したがって純粋期待仮説が成立するとは見られない(表8参照)。

このように非効率性があったと見られる理由は市場メカニズムに基づく行動をとるであろう部門が金融債を多くは保有せず売買にも影響力を持ち得なかったのではないかと考えられることである。部門別の売買データがないので売買状況は引受の状況から推定するしかない。金融債の代表であった勸業大券と興業債の引受状況をながめると(表9参照)、1926年までは銀行が主力である都市金融機関が勸業大券の60%以上のシェアを占めたが、興業債は預金部のシェアが高い。他の年は政府と個人投資家のシェアが高い。銀行が他の部門よりも市場メカニズムに基づく行動をとると考えれば、市場に非効率性があったことが説明できるのかもしれない。

§5 おわりに

本稿では、1921（大正10）年から40（昭和15）年まで月次データを用い共和分関係を考慮して、金融債流通市場が市場メカニズムに従っていたか、つまり、金融債利回りの推移は期間構造に関する純粋期待仮説で説明できるかを検定した。得られる結果によれば純粋期待仮説が成立するとは見られない。

このように非効率性があったと見られる理由は、市場メカニズムに基づかない行動をとる部門が金融債を多く保有し、売買にも影響力を持ち得たと考えられることである。金融債の引受状況では預金部、政府と個人投資家のシェアが高く、銀行のそれは高くない。このことから市場に非効率性があったことが説明できるのかもしれない。

残された課題としては、月次よりも高頻度のデータを用いることによって分析の精緻化が図られるかもしれない。ただし、そういったデータの探索は容易でない。

<参考文献>

- 有沢広巳（監修）（1978）『証券百年史』日本経済新聞社
伊牟田敏充（1978）「企業の勃興」（有沢広巳（1978）所収）。
上柳克郎他（編）（1988）『新版注釈会社法（10）』有斐閣。
-----（編）（1989）『新版注釈会社法（11）』有斐閣。
大蔵省理財局（各年）『金融事項参考書』内閣印刷局。
大島清（1955）『昭和財政史 金融（上）』東洋経済新報社。
釜江廣志（2007）「戦前の公共債の推移」未発表。
-----（2009）「戦前戦後の国債市場構造の分析（2）」『一橋商学論叢』第4巻
第1号。
経済企画庁（編）（1988）『経済白書』大蔵省印刷局。
公社債引受協会（1966）『戦後の公社債市場年譜』『公社債月報』7月。
-----（編）（1986）『現代日本の公社債市場』公社債引受協会。
-----（編）（1996）『公社債市場の新展開』東洋経済新報社。
後藤猛（1982）『やさしい公社債教室』公社債新聞社。
-----（1984）『転換社債とワラント債』東洋経済新報社。
斉藤仁（1966）「特殊金融機関の発展」、「預金部の多面的活動と改造」（渡辺佐平・
北原道貫（編）『現代日本産業発達史 銀行』交詢社出版局）。
志村嘉一（編）（1980）『日本公社債市場史』東大出版会。
-----（1968）「公社債市場構造の特質」（志村嘉一・野田正穂（編）『証券経済
講座5 公社債と証券市場』東洋経済新報社）。
志村哲也（1979）『地方債』ぎょうせい。
菅谷隆介（1978）「公社債市場の再開」（有沢広巳（1978）所収）。
大和証券（1963）『大和証券60年史』同社。
伝田功（1970）「日本興業銀行と債券発行-金融債の歴史的意義」『彦根論叢』。
徳島勝幸（2000）『現代社債投資の実務』財経詳報社。
戸原つね子（1965）「公社債市場の沿革と問題の検討」『農林金融』。
内藤純一（2004）『戦略的金融システムの創造』中央公論新社。
日興証券（1970）『50年史』同社。
日本勧業銀行（各月）『主要債券利回調』同社。
-----調査部（1953a）『日本勧業銀行史』同社。
-----（1953b）『日本勧業銀行史資料4 日本勧業銀行統計資料』同

社。

日本勧業証券(1967) 『日本勧業証券株式会社 60 年史』 同社。

日本銀行金融研究所(1988) 『日本金融年表』 日本信用調査。

-----金融研究所(1986、1995) 『わが国の金融制度』 日本信用調査。

-----調査局(1969、1971) 『わが国の金融制度』 日本信用調査。

-----特別調査室(1948) 『満州事変以後の財政金融史』 同行。

-----百年史編纂委員会(1984) 『日本銀行百年史』 日本信用調査。

日本経済新聞社(編)(1982) 『資金調達の間 公社債発行市場』 同社。

----- (編)(1987) 『公社債発行市場』 同社。

日本興業銀行(1957) 『日本興業銀行 50 年史』 同社。

----- (1982) 『日本興業銀行 75 年史』 同社。

日本長期信用銀行(1962) 『日本長期信用銀行 10 年史』 同社。

野村証券(1976) 『野村証券株式会社 50 年史』 同社。

----- (1986) 『野村証券史 1976-1985』 同社。

-----引受部(1979) 『社債ハンドブック』 商事法務研究会。

野村総合研究所(1978) 『公社債要覧』 同所。

松尾順介(1999) 『日本の社債市場』 東洋経済新報社。

安田秩敏(2002) 『一般債取引入門』 パンローリング。

山一証券(1958) 『山一証券史』 同社。

-----経済研究所(各年) 「増資白書」 『商事法務』。

山村勝郎(1980) 『昭和財政史終戦から講和まで 国庫制度国庫収支、物価、国家公務員給与、預金部資金・資金運用部資金』 東洋経済新報社。

郵政研究所(2003) 『社債市場の動向と社債投資に関する調査研究報告書』 同所ホームページ。

郵政省貯金局(1957) 『郵便為替貯金事業 80 年史』 郵貯研究会。

吉田震太郎(1962) 『昭和財政史 大蔵省預金部・政府出資』 東洋経済新報社。

龍昇吉(1968) 「戦後の資本蓄積と公社債」(志村嘉一・野田正穂(編) 『証券経済講座 5 公社債と証券市場』 東洋経済新報社)。

Campbell, J. and R. Shiller(1987) "Cointegration and Tests of Present Value Models," Journal of Political Economy, 1062-88.

Carstensen, K. (2006) ” Stock Market Downswing and the Stability of European Monetary Union Money Demand,” Journal of Business and Economic Statistics, 395-402.

Gregory, A. and B. Hansen(1996a) ” Tests for Cointegration in Models with Regime and Trend Shifts,” Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 555-60.

----- (1996b) ” Residual-based Tests for Cointegration in Models with Regime Shifts,” Journal of Econometrics, 99-126.

Hansen, B. (1992) ” Testing for Parameter Instability in Regressions with I(1) Processes,” Journal of Business and Economic Statistics, 321-35.

MacDonald, R and A. Speight (1988) ” The Term Structure of Interest Rates in U. K.” Bulletin of Economic Research, 287-99.

----- (1991) ” The Term Structure of Interest Rates under Rational Expectations,” Applied Financial Economics, 211-21,

Perron, P. (1997) ” Further Evidence on Breaking Trend Functions in Macroeconomic Variables,” Journal of Econometrics, 355-85.

Zivot, E. and D. Andrews(1992) ” Further Evidence on the Great Crash, the Oil-Price Shock, and Unit Root Hypothesis,” Journal of Business and Economic Statistics, 251-70.

表1 戦前の金融債・社債の発行と残高(単位百万円)

		金融債		勸銀		社債			
		全残高	興銀 発行額	残高	発行額	残高	発行額		
1890	M23							0.3	
1891	24							1.3	
1892	25							3.4	
1893	26							6.2	
1894	27							1.7	
1895	28							0.7	
1896	29							0.9	
1897	30							1.1	
1898	31	5	0	0	5	5		6.1	
1899	32	7.9	0	0	2.5	7.4		3.8	
1900	33	10.4	0	0	2.5	9.8		3	
1901	34	14.5	0	0	4	13.5		4.8	
1902	35	19.2	3	3	3	14.4		8.5	
1903	36	27.6	3	6	6	19.5		23.7	
1904	37	36.2	3	8.9	2.3	21.1		7.9	
1905	38	46.9	1	9.8	3.5	24.1		1.6	
1906	39	60.9	0	9.6	4.3	27.9		33.2	
1907	40	74	7.4	14.1	7.6	34.2		50.5	
1908	41	100.6	21.5	33.4	8.5	40.3		43	
1909	42	112.1	2	33.2	10	49.5		10.6	
1910	43	150	10.1	36.7	29.9	74.7		37.1	
1911	44	220.5	13.5	45.2	42.8	116		73.2	
1912	T1	288.1	12	55.5	30.8	141.7		15.7	210
1913	2	317	6	52.1	22.8	159.5		38.5	239.5
1914	3	355.1	5	56.7	22.5	177.5		7	241.5
1915	4	397.5	13.9	64.2	34	202.9		49	277.9
1916	5	425.4	15	77.2	13.5	210.8		47.9	292.3
1917	6	425.7	0	76.4	22.4	210.6		57.6	327.6
1918	7	590.2	121.8	197.6	40	231.5		78.5	390.7
1919	8	715.4	35.5	232.6	51.8	277.6		141.7	514.7
1920	9	898.1	86.2	307.5	57.6	329		144.8	509.9
1921	10	1069	107.1	360.9	68	388.9		227.8	685.8
1922	11	1141	34.5	288.6	106.6	482.8		216.3	827.8
1923	12	1288	125.2	308.4	30.5	531.2		298.5	982.6
1924	13	1426	120.6	322.2	78.6	596.3		426.4	1287.9
1925	14	1535	59.2	286.3	76.6	654.5		583.6	1661.4
1926	S1	1634	37.6	271	50.3	683.4		524.2	1848.5
1927	2	1678	69	246.5	69	693.5		627.3	2106.2
1928	3	1749	115	268	205.2	732		1205.2	2623.2
1929	4	1850	127	278.3	70.6	752.1		616	2823
1930	5	2039	85.9	333	241.8	853.7		191	2939.8
1931	6	2115	88.1	343.2	106.8	896.7		265.9	3067.3
1932	7	2265	171.5	403.7	92.9	915.7		287.5	3044.9
1933	8	2096	159	313.2	107.6	852.8		943.6	2989.2
1934	9	1976	112.3	287.3	80.5	797.5		1472	3198.2
1935	10	1930	85.5	279.3	49.7	729.4		849.6	3369.2
1936	11	1861	57.3	243.1	197.7	715.4		838.1	3479
1937	12	2278	410.7	640.8	375.9	959.4		330.2	3461.6
1938	13	2484	642.4	872	61.2	901.1		675.3	3943.2
1939	14	2514	121.7	866.4	30.7	850.8		1284.9	5009.7
1940	15	3221	675	1425	52.1	834.5		1364.7	6110.4
1941	16	4210	1017	2310	34.3	810.9		2169.7	7953.2
1942	17	5733	1337	3279	62.5	835.6		2337.6	9929.6
1943	18	7590	1326	4082	166.7	947.2		2628.3	11947
1944	19	11414	2098	5696	338.7	1235.1		3785.3	15138
1945	20	15033	2657	7728	220	1425.2		3200	17862

出所: 日本興業銀行(1957)「計表」p.22、日本勸業銀行(1953b)、志村(1980)。
 注: 全残高と興銀は暦年、勸銀は年度である。勸銀は政府委託債券を含まない。

表2 東株における債券売買高(額面,単位百万円)

年	債券		社債		国債	
	合計		実物取引		合計	
1912,T1		4.9		0		4.9
	2	5.6		0		5.5
	3	4.4		0		4.4
	4	41.9		0.1		41.8
	5	45.7		0.0		45.7
	6	54.8		0.4		54.4
	7	32.2		0.1		31.9
	8	4.6		0.1		4.4
	9	34.3		1.6		32.1
	10	267.4		19.4		245.3
	11	184.4		15.5		161.7
	12	145.6		6.6		134.5
	13	198.3		14.3		178.8
	14	333.5		33.2		285.8
1926,S1		361.2		15.7		329.0
	2	606.9		24.1		568.6
	3	1485.0		29.8		1445.0
	4	804.9		19.4		784.4
	5	669.9		7.5		661.5
	6	1204.0		12.0		1187.0
	7	1041.0		16.7		1021.0
	8	986.0		31.2		939.2
	9	800.5		11.3		778.3
	10	1145.0		18.6		1112.0
	11	1278.0		9.9		1256.0
	12	1242.0		65.8		1153.0
	13	980.4		127.5		833.3
	14	1791.0		228.6		1487.0
	15	2215.0		282.4		1851.0
	16	935.7		201.6		702.3
	17	919.0		212.6		710.0
	18	756.0		209.7		514.0
	19	430.0	-		-	
	20	169.0	-		-	

出所:「東京証券取引所20年史 規則・統計」p.718。

注:T2-13年は長期清算取引休止。

社債の実物以外(長期清算)の取引はT14年(地方債共で9.3), S1年(地方債共で13.7)を除きネグリジブル。

社債は金融債を含む。

表3a ADFテスト(金融債利回り)

トレンドと定数項	ラグ数決定法	ADF
ともに有り	BIC	-2.14
ともに有り	AIC	-2.52
ともに有り	LM	-2.14
定数項のみ有り	BIC	-0.32
定数項のみ有り	AIC	-0.55
定数項のみ有り	LM	-0.32
ともに無し	BIC	-2 *
ともに無し	AIC	-1.63
ともに無し	LM	-2 *

*印は単位根無しを示す。

表3b ADFテスト(コールレート)

トレンドと定数項	ラグ数決定法	ADF
ともに有り	BIC	-2.66
ともに有り	AIC	-2.12
ともに有り	LM	-2.74
定数項のみ有り	BIC	-1.99
定数項のみ有り	AIC	-2.02
定数項のみ有り	LM	-1.96
ともに無し	BIC	-1.36
ともに無し	AIC	-1.68
ともに無し	LM	-1.3

全ケースで単位根あり。

表4 Zivot and Andrewsテスト

切片に変化	-3.3
トレンドに変化	-3.51
両方に変化	-4.28

全て臨界値より大で、帰無仮説を棄却しない。

表5 Perronテスト

モデル	変化時点決定法	検定統計量
IO1	UR	-3
IO1	tABS	-3
IO1	t	-3
IO2	UR	-4
IO2	tABS	-2
IO2	t	-2
AO	UR	-3
AO	tABS	-3
AO	t	-3

注: IO1は切片の変化を想定するinnovational outlierモデル,
IO2は切片と傾きの変化を想定するinnovational outlierモデル
AOは傾きの変化を想定するadditive outlierモデル。

URはt値最小の点、tABSは傾きまたは切片の変化に関わるt値の絶対値最大の点、
tは傾きまたは切片の変化に関わるt値の最小の点、をそれぞれ探す。

全て臨界値より大で、帰無仮説を棄却しない。

表6 EGテスト

トレンドと定数項ラグ数決定法	EG-ADF
ともに有り BIC	-4 *
ともに有り AIC	-3 *
ともに有り LM	-4 *
定数項のみ有りBIC	-3
定数項のみ有りAIC	-2

* 印は5%で単位根なし、共和分あり。

表7 Gregory-Hansenテスト

モデル	
切片に変化、トレンド無	-3.74
切片に変化、トレンド有	-3.81
全体に構造変化	-3.78

注:t値最小の時点のt値である。
すべて帰無仮説を棄却しない。

表8 Hansen's FM OLSテスト

回帰結果

説明変数	回帰係数	s.e.
定数項	2.4	0.36
コールレート	0.7	0.077

Lc 3.63

注:Lcの臨界値は0.62で、帰無仮説を棄却する。

表9a 勸業大券引受先別消化状況(単位%、百万円)

年度	政府・公共団体	都市金融機関	農村金融機関	個人	計	
1922	6.6	69.6	2.4	18.4	37.5	
1926	11.1	60.8	6.5	18.1	19.9	
1930	54.5	8.6	10.5	17.7	22	
1935	20.0	6.2	4.6	35.4	6.5	
1940	6.5	7.5	60.5	21.0	20	

注:部門別の計数は引受シェア(単位%)、計は金額である。

都市金融機関では銀行会社を中心である。

出所:日本勸業銀行(1953b)p.60-

表9b 興業債引受先別消化状況(単位%、百万円)

年度	預金部	他の政府部	金融機関	公募	計
1921	72	0.0	0.0	14.0	107
1926	20.2	0.0	0.0	79.8	37.6
1930	1	0.0	0.0	99.0	85.9
1937	1.4	95.9	0.0	2.2	410
1940	20.1	7.4	34.8	31.4	676

注:部門別の計数は引受シェア(単位%)、計は金額である。
 他の政府部門は金資金特別会計と簡易保険局、公募は一般投資家から成る。
 出所:日本興業銀行(1957) p.216-、496-。