

戦前期における 5 分利公債等の市場効率性:期間区分を追加して  
釜江廣志

Efficiency of the prewar Japanese Government 5% Bond Markets II  
Hiroshi KAMAE

Working Paper Series No. 162

February 2021

# 戦前期における 5 分利公債等の市場効率性：期間区分を追加して<sup>1</sup>

釜江廣志

Efficiency of the prewar Japanese Government 5% Bond Markets II

Hiroshi KAMAE

## §1 はじめに

本稿は明治から昭和戦前期の国債市場を対象として効率性の分析を行う。これまでの拙著（2012、2016）では戦前債券市場の推移を概観し、また釜江（2017）ではとりわけ明治期の状況を詳細に説明するとともに、整理・軍事・甲号 5 分利・第 1 回 4 分の各債券について流通市場が効率的であったかを分析した。また、釜江（2018）では、甲号 5 分利債・第 1 回 4 分債に加えて、特別 5 分利債と雑 5 分利債（帝国 5 分利とも呼ぶ）も対象とした。本稿では、釜江（2018）で得られた結果をより頑健なものにするべく、1908（明治 41）年 10 月～39（昭和 14）年末を計測対象とし、期間区分の時点として 26 年 12 月だけでなく国債市場が分設された 20 年 9 月も用い、かつ有意水準としては 10%ではなく 5%を用いる。さらに、期間区分について考察する際に超長期国債発行の回数がとりわけ前半期において多くないことを踏まえて、発行回数が 10 以下であればこの変数を用いないこととする。

第 2 節ではこれらの銘柄とその流通市場を説明する。この部分は釜江（2018）に加筆した。第 3 節で説明するデータをもちいて効率性を検定するのが第 4 節である。ここでは新たに結果の説明も試みる。最終節はまとめである。

---

<sup>1</sup> 本学と東京経済大学両図書館のデータベース、および神戸大学新聞文庫を利用した。記して感謝申し上げます。

## §2 各種の5分利公債

### §2-1 明治期

鉄道建設のために、わが国最初の国債である1870[明治3]年発行の9分利付英貨公債(発行額0.05億円)の他に、中山道鉄道公債が84年に7分利付で0.2億円発行されて初の呼価募集法<sup>2</sup>が採られた。東海道線建設のための鉄道費補充公債は89年に5分利付で0.2億円が同じく呼価募集<sup>3</sup>、93年度以降には中央線などの建設のための5分利の鉄道公債も呼価募集され、その後1907年度までに計0.6億円が発行された<sup>4</sup>。これは後述する帝国5分利公債の嚆矢である。以下の下線付きは帝国5分利公債を示す。また、北海道鉄道公債は1897年度以降5分利で0.04億円発行された。

諸事業のための国債も次のように発行された。事業公債は1896(明治29)年度以降に5分利付で0.9億円発行され、鉄道業・製鋼業などへの資金供給を目的とした。台湾事業公債は1900年に5分利で0.3億円が発行された。前掲の鉄道公債の多くと上記の事業公債、北海道鉄道公債は日清戦争後に発行されたが、国内金融市場逼迫のため、鉄道公債のうち日清戦争前(1893年度)に公募された分以外は預金部・償金部などの引き受けによった<sup>5</sup>。また、鉄道建設などのために1899年に第1回4分利英貨公債も発行された。

日露戦争(1904-05年)の戦後経営に伴い国債などが増加したが、輸出増により外貨を稼いで国債を償還する方針が持たれ、そのために交通機関の整備が必要とされて鉄道国有化が行われた<sup>6</sup>。北海道炭鉱・日本・関西・山陽・九州の5大私設鉄道など国内の主要私鉄17社と朝鮮の京釜鉄道が1906(明治39)~07年に買収され、それらの株主に甲号5分利公債4.8億円が08~09年に交付された。また、山陽鉄道の社債などを政府が継承する承継公債が06年以降、6分~8分半利で0.2億円発行されたが、高利であったためこれらを整理するべく、同年から5分利の旧鉄道会社債務整理公債が預金部引き受けで0.3億円発行された。11~12年度に鉄道証券(短期物)が<sup>7</sup>、15(大正4)年度からは後述のように鉄道債券が、それぞれ発行された。

日露戦争直前の1904(明治37)年に軍事費を調達するべく、第1回発行国庫債券(5分利付)1億円の公募について政府・日本銀行が民間銀行に協力を要請した<sup>8</sup>。同第2回~第5回債3.8億円の公募発行に際しても協議を行った<sup>9</sup>。これらは戦争中の04-05年に発行され、「国民報国の熱誠」、「義務奉公の念の刺激」<sup>10</sup>もあって多くの応募者がいた。

<sup>2</sup> 第3回が呼価募集であった。「高価ノ申込額中ニ就キ其最モ高価ナルモノヨリ順次募入シ予定額ニ満ツルニ至リテ之ヲ止メ」た、また募入内の価格には幅があり、単一価格ではなかった。大蔵省(1927)p.481-82 参照。

<sup>3</sup> 大蔵省(1936)p.629 参照。

<sup>4</sup> 大蔵省(1936)p.670 参照。

<sup>5</sup> 松下(2004)p.115-6 参照。

<sup>6</sup> 小林(1988)p.149-50 参照。

<sup>7</sup> 1913,14年に外債(英貨鉄道債券・鉄道証券、仏貨国庫債券)の発行により、1909~10年度の借入金の返済と同時に、償還された。松下(2004)p.288、「東京朝日新聞」1913年5月14日p.4、「東京日日新聞」1913年5月21日p.5 参照。

<sup>8</sup> 「東京朝日新聞」1904年1月29日、同30日参照。

<sup>9</sup> 「東京朝日新聞」1904年5月22日、10月11日、1905年2月18日、4月21日参照。

<sup>10</sup> 大蔵省(1937)p.941、滝沢(1912)p.721-23、「東京朝日新聞」1906年3月24日参照。

**特別 5 分利公債**（臨時事件公債、30 年物、2 億円）<sup>11</sup>は日露戦争後の 1906（明治 39）年に軍事費不足分を賄うため呼価募集方式（応募価格の高いものから順次募入する、いわゆるコンベンショナル方式）で発行したもので、発行条件は民間銀行と協議された<sup>12</sup>。

日露戦争後、1907（明治 40）年恐慌などのため公債政策が転換されて<sup>13</sup>08 年度から緊縮財政となった。桂内閣は非募債主義<sup>14</sup>を採るとともに、公債価格維持策による国債市価の吊り上げ後に低金利を利用して<sup>15</sup>既発債を借り換えた。そのために第 1 回と第 2 回の 4 分利公債が 10 年に計 2.8 億円発行され呼価募集された。加えて、金融緩和が進んでいた外国での発行も試みられ、英貨と仏貨の 4 分利公債が実現した。

また、日露戦争時の第 1 回発行国庫債券を満期前償還するべく、国庫債券整理公債（乙い号、5 分利、5 年物）を 1908 年に 0.3 億円発行した。預金部・国債整理基金の資金不足のためであった。

1910（明治 43）年に日韓併合がなされ、翌年には朝鮮銀行が設立された。植民地経営のために、甲号 5 分利債の一部として前述の京釜鉄道買収公債が 08 年に、朝鮮事業費国庫債券は 5 分利で 13（大正 2）年に呼価募集で 0.3 億円、17 年には 0.45 億円が、朝鮮事業公債も 21 年と 26 年に計 0.2 億円、それぞれ発行された。また、東洋拓殖<sup>16</sup>（08 年設立）の社債<sup>17</sup>と南満州鉄道（06 年設立）の外貨社債（07 年以降発行）とともに政府保証が付与され、20 年には満鉄社債を政府が承継した<sup>18</sup>。

---

<sup>11</sup> 新 5 分利公債という呼称もみられるが、これは特別 5 分利公債を指すのであろう。例えば、1908 年 7 月から 8 月頃の「東京日日新聞」の現物市況の記事と福島商会の広告を比べると両者の価格はほぼ一致する。とりわけ 7 月 2 日の「東京日日新聞」p. 8 の現物市況記事と広告、同年 8 月 25 日の同紙の市況記事と広告および同日の「東京朝日新聞」p. 8 の特別公債の記事を参照。

<sup>12</sup> 「東京朝日新聞」1906 年 2 月 15 日参照。

<sup>13</sup> 高橋（1964）p. 208、神山（2000）p. 56 参照。

<sup>14</sup> 一般会計についての新規の長期国債を発行しないとの趣旨で、借り換え・交付公債や政府短期証券の発行は除外。神山（2000）p. 56、「東京朝日新聞」1920 年 11 月 23 日参照。なお、後には公債を公募しない非公募主義も採られた。「東京朝日新聞」1924 年 11 月 21 日参照。

<sup>15</sup> 鈴木（1962）p. 113 参照。

<sup>16</sup> 開拓、拓殖資金の供給、債券発行などが業務であった。鈴木（1962）p. 102 参照。

<sup>17</sup> 「東京朝日新聞」1913 年 3 月 7 日 p. 3 参照。

<sup>18</sup> 大蔵省（1937）p. 405 参照。

## §2-2 大正期以降

大正・昭和期に発行された国債には次のようなものがある。

5分利公債：事業（電信、電話、鉄道、植民地、震災善後費）目的。交付・引き受けが多い。

鉄道債券<sup>19</sup>：1915(大正4)～17年度発行、1.1億円<sup>20</sup>、シ団引受、5～15年物。国有鉄道の開業マイル数は18年度末では07年度末の1.5倍<sup>21</sup>となった。

5分利国庫債券：16年以降発行、短期物で公募が多い。

臨時国庫証券：17年以降発行、対外発展政策のために輸出為替資金の疎通を図った。短期物で公募が多い。ロシアとシナへの貸付が返済不能になり、24年度末に臨時国庫証券特別会計は廃止されて、臨時国庫証券の借換のために臨時国庫証券整理公債が発行された。

大正期後半以降、以下のような資本救済的な交付公債が発行された<sup>22</sup>。

対支借款関係三銀行債務整理公債：1926年4月、西原借款の後始末、0.8億円。

震災手形補償公債、震災手形善後処理5分利国庫債券：23年以降発行、1.8億円。

台銀融資損失補償公債：28(昭和3)年以降、2.4億円。

なお、1893(明治26)年度発行の鉄道公債以後、大正末年までに発行の24種は、特別5分利公債・甲号5分利債を除いて、**雑5分利公債**もしくは**帝国5分利公債**として一括される<sup>23</sup>。5分利、5年据置、55年間で償還という条件が固定され、金融の状況により条件を変えるものではなかったので公募はわずかであり、預金部・償金部などの引き受けが多かった。株式取引所は雑5分利公債を1923(大正12)年6月から第1種(据置期間が経過済)と第2種(据置期間が未経過)に分けた。また、26年8月からは第1種(明治年間発行)、第2種(大正年間発行)、第3種(大正年間発行で据置期間未経過)に分けられた<sup>24</sup>。

流通市場への介入が行われて価格が下方硬直的となることもあった<sup>25</sup>。1923(大正12)～

---

<sup>19</sup> 非募債政策に抵触せずに鉄道会計の負担で鉄道事業費を賄う公債を発行できるようにした。小林(1988)p.161、桜井(1986)p.121参照。1918年度以降は5分利国庫債券、5分利公債で賄われた。

<sup>20</sup> うち、1915年発行のい号0.3億円は、13年発行の英貨鉄道債券・第1回英貨鉄道証券を償還するために15年2月に発行された第3回英貨鉄道証券を償還するべく、また16年発行のろ号0.4億円は、13年に発行された仏貨国庫債券を償還するべく、それぞれ発行された。大蔵省(1937)p.314,344,353参照。

<sup>21</sup> 鈴木(1962)p.128参照。

<sup>22</sup> 鈴木(1962)p.133参照。

<sup>23</sup> 据置5年かつ償還期限55年の証券を共通に「大日本帝国政府五分利公債」として発行したものを1922年11月までは「帝国五分利公債」、その後23年5月まで「雑五分利公債」と呼んだ。大蔵省(1936)p.644、「東京朝日新聞」1897年11月21日参照。「東京日日新聞」には1908年4月15日からその価格記事が掲載されている。本文の下線付きの債券以外に、禄高整理公債、救恤公債、製塩地整理公債、禁猟公債、一時賜金公債、鉄道及軽便鉄道買収公債、軌道補償公債、退職賜金公債、海軍軍備制限補償公債が含まれる。

<sup>24</sup> 「同一銘柄中で償還期限の長短に相当の差があり、勢い償還期限の比較的短いものは相場の上において損をしている勘定になり、これが為受渡に際し償還期限の長いもののみ渡されるといふが如き面倒も生じ」（「大阪毎日新聞」1926年7月28日）ていたためである。大蔵省(1936)p.644、東洋経済新報社(各年)1924年p.164、武田(2012)p.73、「大阪朝日新聞」1926年7月28日参照。

<sup>25</sup> 藤崎(1954)p.150,250、東京証券取引所(1974)p.75参照。

24 年、28 年 10 月、29 年 4 月などにおいて預金部・国債整理基金・日本銀行が国債を買い支えた<sup>26</sup>。31 年の満州事変以後は介入が顕著になった<sup>27</sup>。

---

<sup>26</sup> 増大する発行を容易にするためであった。「東京朝日新聞」1923 年 5 月 8 日、同年 7 月 27 日、1928 年 10 月 5 日、「大阪毎日新聞」1928 年 10 月 5 日、1929 年 4 月 12 日、「中外商業新報」1929 年 9 月 6 日など参照。

<sup>27</sup> 志村(1980)p. 73 参照。

### §3 国債取引の推移とデータ

東京株式取引所における債券売買はその大部分を国債が占めた。明治末期以降は甲号5分利公債と第1回4分利公債、大正期後半にはこれらと雑5分利公債・特別5分利公債・仏債4分利公債などに取引は集中した(表1a参照)。定期取引(期限3か月)は東株開設時から行われたが、1899~1912年では日露戦争後の1907年を除いてほとんど取引はなく、13(大正2)年に休止状態になった<sup>28</sup>。22年から清算取引、25年11月からは長期清算取引と称して再開された<sup>29</sup>。

流通市場のデータの出所は次のとおりである。「東京日日新聞」と「東京朝日新聞」にほぼ1908年4月15日~35年10月30日の間、特別5分債の価格の記載があるが、29年2月以降はまばらである。雑5分利債については、「東京日日新聞」が08年初年から帝国5分利債の価格を報じ、23年6月3日からは「五分利二種」の価格記事を掲載した。「第三五分利」は「東京日日新聞」が28年6月29日から、「東京朝日新聞」が26年8月からそれぞれ掲載した。08年から翌年にかけて発行された甲号5分利債の現物は08年8月から<sup>30</sup>、10年に発行された第1回4分債の現物は同年4月5日から取引された。価格記事は「東京日日新聞」に甲号債(08年6月発行の京釜鉄道の分)が08年10月から<sup>31</sup>、第1回4分債は10年6月から、それぞれ掲載されている。

なお、月末日は定期取引の受渡日<sup>32</sup>のため、時期により、前場の直取引のみがある<sup>33</sup>、あるいは長期清算取引<sup>34</sup>の前場の当限と後場がない<sup>35</sup>、などのケースがある。

ところで、1920(大正9)年9月まで国債価格は裸相場ではなく<sup>36</sup>経過利子が含まれており、利落ち日(雑5分利債は3、9月の各1日<sup>37</sup>、特別5分利債・甲号5分利債・第1回4分債は6、12月初め)に価格は不連続になった。「時日の経過に依り端数利子額[つまり経過利子額]が漸次増加し行くの事実は實際上閑却せられ勝ちとなり、日々の相場には現われ悪しく、不知不識の間に価格を引下ぐる傾き」([ ]内は引用者)があったとの日本銀行の見

<sup>28</sup> 日本銀行調査局(1932)p. 533、志村(1980)p. 70、東京証券取引所(1970)p. 718 参照。

<sup>29</sup> 釜江(2016)第1章参照。

<sup>30</sup> 大蔵省(1937)p. 773 参照。

<sup>31</sup> 「東京日日新聞」1908年9月6日から記事と福島商会による広告がある。

<sup>32</sup> 受渡日はしばしば納会(毎月末、12月は25日)の翌日に設定されている。受渡日が休日の場合は前日に繰り上げる。東京株式取引所(1928)p. 519 参照。

<sup>33</sup> 「受渡日とて例の通り定期取引は休業したるも、郵船直取引ハ本場[前場-引用者]丈け立会ひたり」(「東京朝日新聞」1901年10月1日 p. 6)。他に同紙1886年3月30日 p. 1、1891年5月31日 p. 1、1906年12月1日 p. 8 参照。また、「定期取引が有名無実となりし為、今三十日の取引所は受渡しの事務なき為、延べ取引は平日通り売買行わるる」(「東京朝日新聞」1903年6月30日 p. 6) こともあった。

<sup>34</sup> 長期清算取引の限月は、3か月3限制(1878年6月-)、1か月1限制(1907年1月-)、3週間3限制(11年8月-)、2か月3限制(25年11月-)。東京株式取引所(1938)統計凡例 p. 2 参照。

<sup>35</sup> 東京株式取引所(1928)p. 512 参照。

<sup>36</sup> 「読売新聞」20年9月8日 p. 3、「東京朝日新聞」20年9月9日 p. 4 参照。

<sup>37</sup> 1920年以前発行のもののみ。同年以後の発行分は3、6、9、12月の各1日。大蔵省(1937)p. 660 参照。

方<sup>38</sup>に従えば、利落ち日以外において経過利子は必ずしも正確に価格に反映されていなかったためである。

そこで、価格の不連続性の修正が必要である。しかし、年2回の利落ち日とその翌取引日の比較の際には、差は $2.5/183=0.013$ 円、または $2/183=0.011$ 円と微少であり、かつ、上記の日本銀行の見方によれば、経過利子を価格から毎日差し引く線形近似の方法などで価格を修正するのは適切ではない。そこで本稿でも前稿と同様に、利落ち日とその前取引日を比較する場合のみ、利落ち日の価格を+2.5円(5分利債)または+2円(4分利債)とする修正を行い、それ以外の比較では修正は行わない。

このような処理をして、雑5分利債(大券)・甲号5分利債の実物取引は1908(明治41)年10月～39(昭和14)年末について、特別5分利債(大券)の実物取引は1908年10月～29(昭和4)年1月について、第1回4分利債の実物取引は1910年6月～39年末についてそれぞれ日次の価格記事データを用いてテストする。雑5分利公債と特別5分利公債を使うのはデータを長期間採りうることを重視したためであり、同様の理由から前者は第1種5分利債で代表させる。

なお、第1種5分利債の価格データが得られなければ、広告あるいは長期清算取引のデータで補い、それらもアベイラブルでない場合には第2種または第3種5分利債が第1種と同様の動きをすると考えて、これらのデータを適宜利用する。価格記事がない日はほぼ「出来不申」であり、業者の広告は前日とほぼ同値をつける場合もあるようであるが<sup>39</sup>、広告していれば取引は可能と考えられるので、サンプルを増すために広告からのデータも使うことにする。さらに、必要なら長期清算取引のデータも近似値として利用する。これらが全くない場合には前後の日の価格をつなぎ合わせ、また広告や長期取引のデータがアベイラブルでも記事データと乖離がある場合には、それぞれ調整する。なお、この期間の前後では1897～1917年に金本位制が採られた。

---

<sup>38</sup> 「東京朝日新聞」1920年9月8日 p. 4、日本銀行百年史編纂委員会(1983)第2巻 p. 563 参照。

<sup>39</sup> なお、現物屋が勝手に作った相場表で取引していた、との見方(永廣(2012)p. 43)や、「取引所相場表所載の取引直段[=値段-引用者]なるものは二三仲買人の直取引せしものを採りて平均したるに過ぎされは……時価の真相を得る能わさるの虞ある」(大蔵省(1927), p. 544)との指摘もあるが、近辺の日の市場価格と全くかけ離れた値付けをしていたわけではない。

## §4 テストの方法と結果

### §4-1 テストの方法

国債価格に影響を与える要因としては戦争、財政政策の変更などの大きなイベントがある。しかし、これらは日々の動きよりもむしろトレンド的な変動に寄与していると考えられること、発生日の特定が容易ではないことなどから、日次データを使うイベント・スタディに取り込むことは困難であると考えて、本稿では取り上げない<sup>40</sup>。他方、日々の価格変動はマクロ変数とその報道などの影響を受けていると考えられる。そこで本稿では、拙著（2016、第3章）と同様に、3つのマクロ経済指標、つまり貿易収支、卸売物価、小売物価の他に、超長期国債（25年超物、交付債を除く<sup>41</sup>）の発行と公定歩合変更を加えて、計5種類を取り上げる<sup>42</sup>。

さらに、全期間を前後半に分けて計測し、構造変化があったかを調べる。前稿（2018）とは異なり、国債市場が分設された20年9月と、大正末年の26年12月で期間区分を行う。前者の場合、前半期は特に国債発行のイベントが少ないので第1回4分利債にはこれを用いない。

貿易はデータの連続性を考慮して内地のみの計数を用いる。入超は変動幅が大きいので、輸出額で割ってノーマライズする。マクロ経済指標の出所は大蔵省理財局（各年）である。マクロ経済指標と公定歩合変更は新聞の初報日、超長期国債は発行日を基準とする。小売物価はデータに制約があり、1922年4月以降しか利用可能でない。また、超長期国債発行の回数は多くない。とりわけ前半期で顕著であるため、発行が10回以下であればこの変数を用いない。

---

<sup>40</sup> 大きな価格変動がある期間を取り出し1日あたりの変動幅を計算すると、甲号債は0.09円（08年9月26日-10年6月1日）、4分利債と雑5分利債は0.06円（それぞれ32年5月1日-33年7月21日と32年5月1日-34年4月5日）、特別5分利債は0.03円（08年10月16日-10年8月20日）であって、日々の実際の変動幅に比べて十分大きいというわけではない。したがって、これらを明示的に取り上げる必要ではないであろう。図1、2参照。

<sup>41</sup> 他の債券と異なり、交付債は発行時に市場から資金を吸い上げないので、既発債の価格への影響は少ないと考えられる。

<sup>42</sup> 貿易が国債価格に影響することは、どの程度かは不明であるが、とりわけ金融業界では明治後半期には認識されていたとみられる。例えば、日本勧業銀行副総裁による志村（1908, p.15）は国債価格に及ぼす原因の一つとして金利（貸出金利）とそれに影響する金融市場の「傾向」を取り上げ、「輸出貿易の頓挫せる以来容易に恢復せざる、……其結果、内地金融の潤沢を阻害しつつ……内債市価に及ぼす影響も亦偉なり」とし、貿易の状況が資金需給を介して金利を左右し公債市価に影響する、と考えている。入超増が流通資金量を減少させて金利上昇をもたらすことについては豊国銀行専務による阪田（1912, p.17-18）を、入超増に対処するべく日本銀行が金利（公定歩合）を引き上げるべきことについては「東京朝日新聞」1900年2月14日p.2参照。また、物価上昇が国債保有者に不利であって国債の需要減と価格下落を招くことについては同紙1908年3月5日p.3参照。さらに、物価上昇がとりわけ農家購買力を増大させ輸入増をもたらすことも指摘されているが（同紙1891年7月11日p.2、1894年2月23日p.1など）、貿易ほどの言及は見られず、認識が十分ではない可能性もあった。なお、国債利回りは「一国金利の標準たる可き」（東京銀行集会所（1920）420号、p.462）とも認識されていた。また、豊国銀行は1907年設立で、みずほ銀行の前身の1行である。

イベント・スタディの方法により、これらの要因を用いて各銘柄の市場が効率的であるかを検討する。本稿では、イベントの即時的な影響のみが有意である、つまり影響が短期間で終われば市場は効率的であると判断する<sup>43</sup>。また、即時的な影響が有意であるとともに、イベント発生後の  $x$  営業日以降にも有意な影響が存続すれば、つまり影響が短期間で終わらなければ市場は非効率的であると判断する。しかし、この  $x$  を選ぶ客観的な基準はないので、結果の頑健性を高めるために以下では 2、4、6 を用いてテストし、これらをそれぞれ 2 日後、4 日後基準、6 日後基準と呼ぶ。

計測においては当日の国債価格と前営業日のそれとの差  $\Delta p$  を被説明変数とする。説明変数としてまず、上記のイベントを示すダミー変数を使い、9 日後までの影響をダミー  $D_{ik}(k=0, 1, \dots, 9)$  によって調べる。最初のダミー  $D_{i0}$  は第  $i$  イベント ( $i=1, 2, 3, 4, 5$ ) 生起の当日にのみ 1 をとり他の日は 0 であり、第 2 のダミー  $D_{i1}$  は第  $i$  イベントの 1 営業日前にのみ 1 をとり、……などとする。

$$(1) \quad \Delta p = f(D_{i0}, D_{i1}, D_{i2}, \dots, D_{i9}, \text{const.})$$

このようにすれば、最初のダミー  $D_{i0}$  は第  $i$  指標公表当日の価格への影響をとらえ、 $k$  番目のダミー  $D_{ik}$  は  $k$  営業日後価格へのイベントの影響をとらえることができる。定数項はイベント発生前と 10 営業日後以降の影響などを示す。

次に、説明変数としてマクロ指標、超長期国債発行額と公定歩合変更幅のそれぞれの公表値そのものを使い、9 日後までの影響を 10 個の変数  $RAW_{ik}$  によって調べる。最初の変数  $RAW_{i0}$  は第  $i$  イベントの当日にのみ 0 でない値を持ち、他の日は 0 であり、 $RAW_{ik}$  は第  $i$  イベントの  $k$  営業日前にのみ値を持つ。

$$(2) \quad \Delta p = f(RAW_{i0}, RAW_{i1}, RAW_{i2}, \dots, RAW_{i9}, \text{const.})$$

予備的な計測によれば、回帰分析の結果はいずれも DW 比が系列相関存在の可能性を示すので、以下ではこの点を考慮して、釜江(2017)と同様に Newey-West の方法を採用する。

---

<sup>43</sup> 国債の後場取引は、20 年以降 13～15 時（東京株式取引所（1928）p. 92 参照）、または 25 年以降実物の 2 回目が 13 時 50 分から、長期清算の大引けが 14 時 10 分からであり（「東京朝日新聞」1925 年 11 月 13 日 p. 4 参照）、それぞれ 20～30 分程度行われたと推定される。本稿の国債価格データは新聞の朝刊と夕刊のどちらに掲載されたかを区別していない。午前中にマクロ指標発表がされれば午前の価格に影響するのに対し、午後発表のものは午後の価格、あるいは翌営業日の価格に初めて影響することもあり得るが、マクロ指標などの発表時刻を正確に特定することはできず、発表が遅い時刻に行われると翌営業日以降の債券価格にしか影響を与えない可能性がある。その場合、翌営業日の結果が即時的な影響を示すことになる。そこで、当日に加え翌営業日も「即時的な影響」を表していると見なすことにする。なお、戦前の夕刊は発行の日付を翌日付としていた。国会図書館「レファレンス協同 DB/レファレンス事例詳細サイト」の北九州市立中央図書館の項参照。

## §4-2 テストの結果と説明

計測の結果は次のとおりであり、前稿(2018)とは異なり5%水準で有意性を判定する。銘柄ごとに計測期間が異なるのは、前述のようにデータの利用可能性のためである。被説明変数の定常性は以下の表2のように確認できる。式(1)、(2)の結果は表3～表6のとおりである。特記しないものは2、4、6日後の全ての基準によることを示す。

最初に、雑5分利債と特別5分利債をそれぞれ1908年5月～39年12月と、08年5月～29年1月の期間で計測する(表3)。効率性を示すのは、特別5分利債に小売物価のダミーを使うケースと公表値を使うケース、公定歩合の公表値を使うケース(4、6日後基準のみ)である。非効率性を示すのは、特別5分利債に公定歩合の公表値を使うケース(2日後基準)である。

2日または4日または6日後以降に有意な日があって影響が長く残り非効率性を示唆するのは、雑5分利債に貿易を使うケース(2、4日後基準、ダミー・公表値とも)、小売物価を使うケース(ダミー・公表値とも)と国債発行公表値を使うケース、特別5分利債に貿易ダミーを使うケースと、公定歩合ダミーを使うケース(2、4日後基準)、卸売物価の公表値を使うケース(2日後基準)、国債発行の公表値を使うケースである。

これらを総合すると、雑5分利債は非効率的であり、特別5分利債は2日後基準では非効率的であるが4・6日後基準によれば効率的であることが導かれる。

次に、甲号5分利債と第1回4分利債を1908年9月～39年12月と、10年4月～39年12月についてそれぞれ計測する(表4)。効率性を示すのは、甲号債に公定歩合のダミーを使うとき(6日後基準)と4分利債に貿易と公定歩合のともに公表値を使うときであり、非効率性を示すのは、甲号債に国債発行のダミーを使うときと公定歩合のダミーを使うとき(2、4日後基準)である。影響が長く残り非効率性を示唆するのは、甲号債に卸売物価のダミー(2、4日後基準)、小売物価(2日後基準)と国債発行(2、4日後基準)のともに公表値を使うときと、4分利債に卸売物価ダミーを使うときである。

これらから、甲号債は非効率的であり、4分利債は効率的であるが非効率性も示唆されることが導かれる<sup>44</sup>。

次に、期間を前半に区分する。区分時点は国債市場が分設された20年9月と、大正末年の26年12月である(表5、表6)。第1は20年9月で区分する場合である。雑5分利債(表5a、5b)のダミー変数に関する反応は、前半で卸売物価に関して効率的、また前半で公定歩合に関し、後半では貿易(2日後基準)、小売物価に関して長い影響がある。公表値には前半で卸売物価・公定歩合に関し効率的であり、長い影響があるのは、後半の貿易(2、4日後基準)、と小売物価・国債発行・公定歩合に関して、である。

特別5分利債(表5c、5d)のダミー変数への反応は、前半で公定歩合に関し非効率的(2、4日後基準)、長い影響があるのは、前半の貿易と後半の小売物価と国債発行(2、4日後基準)に関して、である。公表値は前半の貿易・卸売物価と公定歩合(2日後基準)に関して長い影響がある。

以上の結果を前・後半で総合すると、前半の雑5分利債と特別5分利債の一部のケースが効率的であって非効率性の示唆も伴うが、それら以外は非効率的あるいは非効率性の示唆が得られる。

次いで、甲号債(表6a、6b)はダミー変数を使う場合、前半で公定歩合に関して4、6日

---

<sup>44</sup> これらの結果と後掲の期間区分した結果は、対象期間を1920～42年にした釜江(2016、第3章)の実物取引の結果とほぼ同様であり、期間選択に対してロバストであるとみてよいであろう。

後基準で効率的、2日後基準によれば非効率的である。前半の貿易と卸売物価（2、4日後基準）に関し、後半の貿易（2日後基準）、国債発行と公定歩合に関してそれぞれ長い影響がある。公表値を使う場合は、前半の卸売物価と、後半の小売物価（2日後基準）と国債発行・公定歩合に関して長い影響がある。

4分利債（表6c、6d）はダミー変数を使う場合、前半の公定歩合（2、4日後基準）に関して、後半の卸売物価に関して長い影響がある。公表値を使う場合は、前・後半で公定歩合に関して効率的、前半の貿易（2、4日後基準）に関して長い影響がある。

期間区分の結果を総合すると、前半は4分利債・甲号債ともにほぼ効率的ではあるが非効率性も示唆される。後半では4分利債が効率的であって非効率性の示唆も伴うのに対し、甲号債は非効率性の示唆にとどまる。

第2の期間区分時点は26年12月である。その際の雑5分利債（表5e、5f）のダミー変数に関する反応は、前半で貿易（2、4日後基準）に関し、後半では貿易（2日後基準）、小売物価、公定歩合（2、4日後基準）に関してそれぞれ長い影響がある。公表値に長い影響があるのは、前半の貿易（2、4日後基準）、国債発行に関してと、後半の貿易（2、4日後基準）、小売物価・国債発行・公定歩合に関して、である。

特別5分利債（表5g、5h）はデータが29年までであるので小売物価については期間区分しての計測は行わない。ダミー変数に長い影響があるのは、前半の貿易、後半の貿易と卸売物価（ともに2日後基準）と公定歩合に関して、である。公表値には前半の公定歩合に関して4・6日後基準によれば効率的、2日後基準によれば非効率的であり、前半の国債発行に関して非効率的である。前半の貿易と卸売物価（2日後基準）、後半の国債発行2日後基準）と公定歩合に関しては長い影響がある。

以上の結果を前・後半で総合すると、全てのケースで非効率的であるか、あるいは非効率性が示唆される。

次いで、甲号債（表6e、6f）はダミー変数を使う場合、前半で公定歩合に関して4、6日後基準で効率的、2日後基準で非効率的であり、後半の公定歩合に関して非効率的である。前半の卸売物価（2、4日後基準）と国債発行に関し、後半の貿易・卸売物価（ともに2日後基準）と国債発行（2、4日後基準）に関してそれぞれ長い影響がある。公表値を使う場合は、前半の国債発行・後半の貿易に関しともに非効率的であり、後半の国債発行・公定歩合に関して長い影響がある。

4分利債（表6g、6h）はダミー変数を使う場合、前半で小売物価に関し効率的である。前半の公定歩合（2、4日後基準）と後半の国債発行に関して長い影響がある。公表値を使う場合は、前半で貿易・小売物価・公定歩合に関してと、後半の公定歩合に関して効率的であり、前半の卸売物価に関しては長い影響がある。

各債券を前・後半で総合すると、前・後半を通して甲号債が非効率的であるのに対し、4分利債は効率的であるが非効率性の示唆も伴う。

全債券をまとめると、前半の雑5分利債・4分利債と、特別5分利債・甲号債の一部のケースが効率的であって非効率性の示唆も伴うが、それら以外は非効率的あるいは非効率性の示唆が得られる。後半では、4分利債が効率的で非効率性の示唆を伴うのを除き、大多数はほぼ非効率的であるか非効率性の示唆である。

最後に、これらの結果、とりわけ期間区分した結果の変化を説明してみよう。まず1920年9月で区分すると、前半期で雑5分利債が効率的（ただし非効率的の示唆付き）であったが、特別5分利債はほぼ非効率的であった。前者が戦争と直接には関わりのない多数の債券で構成されていたのに対して、特別5分利債（臨時事件公債）は日露戦争休戦の翌年に戦費不足を補うために発行された。つまり、§2-1で述べた戦時に発行された第1回から第5回

までの発行国庫債券のような非経済的な動機に基づいて応募した購入者は多くはなかった<sup>45</sup>であろうが、特別5分利債も戦費と関係するから、このような購入者は存在したであろう。したがって、情報により経済的・合理的に判断する投資家の割合は雑5分利債よりも少なかった、と考えられる。また、前半で甲号債が非効率的の示唆付きながら効率的であるのは、特に09、10年ころに取引がさかんであったこと<sup>46</sup>も一因とみられる。さらに、後半において4分利債を除き非効率的の示唆との結果が得られるのは、介入・買い支えが増えてきたことを反映している、とみなしてよいであろう。

1926年12月で区切るときも20年9月区分の場合とほぼ同様の結果が得られているが、違いは、前半で雑5分利債が20年9月まででは効率的（ただし非効率的の示唆付き）から1926年12月までにすると非効率的の示唆となり、特別5分利債は6日後基準で効率的（ただし非効率的の示唆付き）であったのが全く非効率的となったことと、甲号債が4、6日後基準で効率的（ただし非効率的の示唆付き）であったのが非効率的になったこと、後半で甲号債が非効率的の示唆から示唆なしの非効率的になったこと、である。これらが示されるのは、23年頃からの介入によって効率性が低下しているためであろう。さらに、26年12月までで甲号債のみが非効率的になり、4分利債と正反対であるのは、4分利債は投資家が積極的に購入したの対し、甲号債は私設鉄道の鉄道国有化の際、株主は望まないのにこの債券を保有させられており、必ずしも合理的に判断して行動したのではなかったために非効率性がもたらされたのであろう。

---

<sup>45</sup> 「東京朝日新聞」1906年3月24日参照。なお、応募額/発行額は第1回～第5回の発行国庫債券が3～5倍、特別5分利債は1.8倍であった。大蔵省(1937)p. 865、941、および野田(1980)p. 336-38参照。

<sup>46</sup> 表1a、1b、および野田(1980)p. 346参照。

## §5 おわりに

本稿では、明治から昭和期の国債の発行と消化を中心に市場の推移を概観し、1908（明治41）年～39（昭和14）年のデータの実証分析を行って市場効率性が見られるかを検討した。全期間の結果をまとめると、雑5分利債は非効率적であり、特別5分利債は2日後基準では非効率적であるが4、6日後基準によれば効率적である。甲号債は2、4日後基準では非効率적であり、6日後基準では効率적である。4分利債は効率적であるが非効率性も示唆される。このように、市場が非効率적であるとの結論は多くのケースで得られ、少数のケースでは効率性が示されたがこれらでも非効率性の示唆付きであった。

1920年9月と26年12月で前・後半に区分して結果をまとめると、前半の雑5分利債・4分利債と、特別5分利債・甲号債の一部のケースが効率적であって非効率性の示唆も伴うが、それら以外は非効率적あるいは非効率性の示唆が得られる。後半では、4分利債が効率적で非効率性の示唆を伴うのを除き、大多数はほぼ非効率적であるか非効率性の示唆である。

これらの変化を説明すると、1920年9月で区分する場合、前半期で雑5分利債が効率적（ただし非効率적の示唆付き）であったが、特別5分利債はほぼ非効率적であった。このことは、特別5分利債は日露戦争後に戦費不足を補うために発行された。雑5分利債とは異なり戦費と関係するので、戦後であっても経済外的要因に基づく購入者が存在し、情報を合理的に判断する投資家の割合が雑5分利債に比べて少なかったために非効率적となったと考えられよう。後半において4分利債を除き非効率적の示唆との結果が得られ、1926年12月で区切るときの後半もほぼ同様の結果が得られるのは、これらの期間において介入・買い支えが増えていたことを反映している。さらに、26年12月までで甲号債のみが非効率적になり、4分利債と正反対であるのは、4分利債は投資家が積極的に購入したのに、甲号債は私設鉄道の株主が鉄道国有化の際、望まずして保有させられたことも理由であろう。

残された課題として、データが充分ではないので困難を伴うが、明治前期にも分析を拡げることなども必要であろう。

<参考文献>

- 有沢広巳（監修）（1978）『証券百年史』日本経済新聞社。
- 永廣頭（2012）「第1次大戦後の国債発行・流通市場の変容と制度改革」（佐藤政則他（2012）所収）。
- 大蔵省（1927）『明治財政史 国債（一）』財政経済学会。
- （1936）『明治大正財政史 国債（上）』財政経済学会。
- （1937）『明治大正財政史 国債（下）』財政経済学会。
- 理財局（各年）『金融事項参考書』内閣印刷局。
- 大阪株式取引所（1928）『大株五十年史』同所。
- 釜江廣志（2016）『日本の公共債市場の数量経済史』同文館出版。
- （2017）「明治・大正期の国債市場の効率性について」『東京経大会誌』12月。
- （2018）「明治・大正期における5分利債市場の効率性について」『一橋大学経営管理研究科ワーキング・ペーパー』148号、2018年10月
- 神山恒雄（2000）「日露戦後恐慌と公債政策」（伊藤正直『金融危機と革新』日本経済評論社所収）。
- 小林道彦（1988）「桂園時代の鉄道政策と鉄道国有」（『年報近代日本研究10』）。
- 阪田實（1912）「金融の前途如何」『東洋経済新報』6月5日。
- 桜井徹（1986）「鉄道の国有化」（野田正穂他『日本の鉄道 成立と展開』日本経済評論社所収）。
- 佐藤政則他（2012）『内外国債市場と高橋是清：1897-1931』麗澤大学経済社会総合研究センター・ワーキング・ペーパー。
- 志村嘉一（編）（1980）『日本公社債市場史』東大出版会。
- 志村源太郎（1908）「財政と公債市価」『東洋経済新報』2月25日。
- 鈴木武雄（1962）『財政史』東洋経済新報社。
- 高橋誠（1964）『明治財政史研究』青木書店。
- 滝澤直七（1912）『稿本 日本金融史論』有斐閣書房。
- 
- 武田勝（2012）「1920年代における減債基金と国債価格」（佐藤政則他（2012）所収）
- 東京株式取引所（1928）『東京株式取引所50年史』同所。
- （1933）『東京株式取引所史 第2巻』同所。
- （1938）『東京株式取引所史 第3巻』同所。
- 東京銀行集会所（各月）『銀行通信録』同所。
- 東京証券取引所（1974）『東京証券取引所20年史』同所。
- 東洋経済新報社（各年）『東洋経済 経済年鑑』同社。
- 日本銀行調査局（1932）「東京株式取引所の概要」（同局編（1971）『日本金融史資料 昭和編第30巻』大蔵省印刷局）。
- 百年史編纂委員会（1982-1986）『日本銀行百年史』日本信用調査。
- 野田正穂（1980）『日本証券市場成立史』有斐閣。
- 藤崎憲二（1954）「国債」（大蔵省昭和財政史編集室『昭和財政史 国債』東洋経済新報社）。
- 松下孝昭（2004）『近代日本の鉄道政策』日本経済評論社。
- Newey, W. and K. West(1987),” A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix,” Econometrica, 703-708.

図1 雑5分利債・特別5分利債の価格

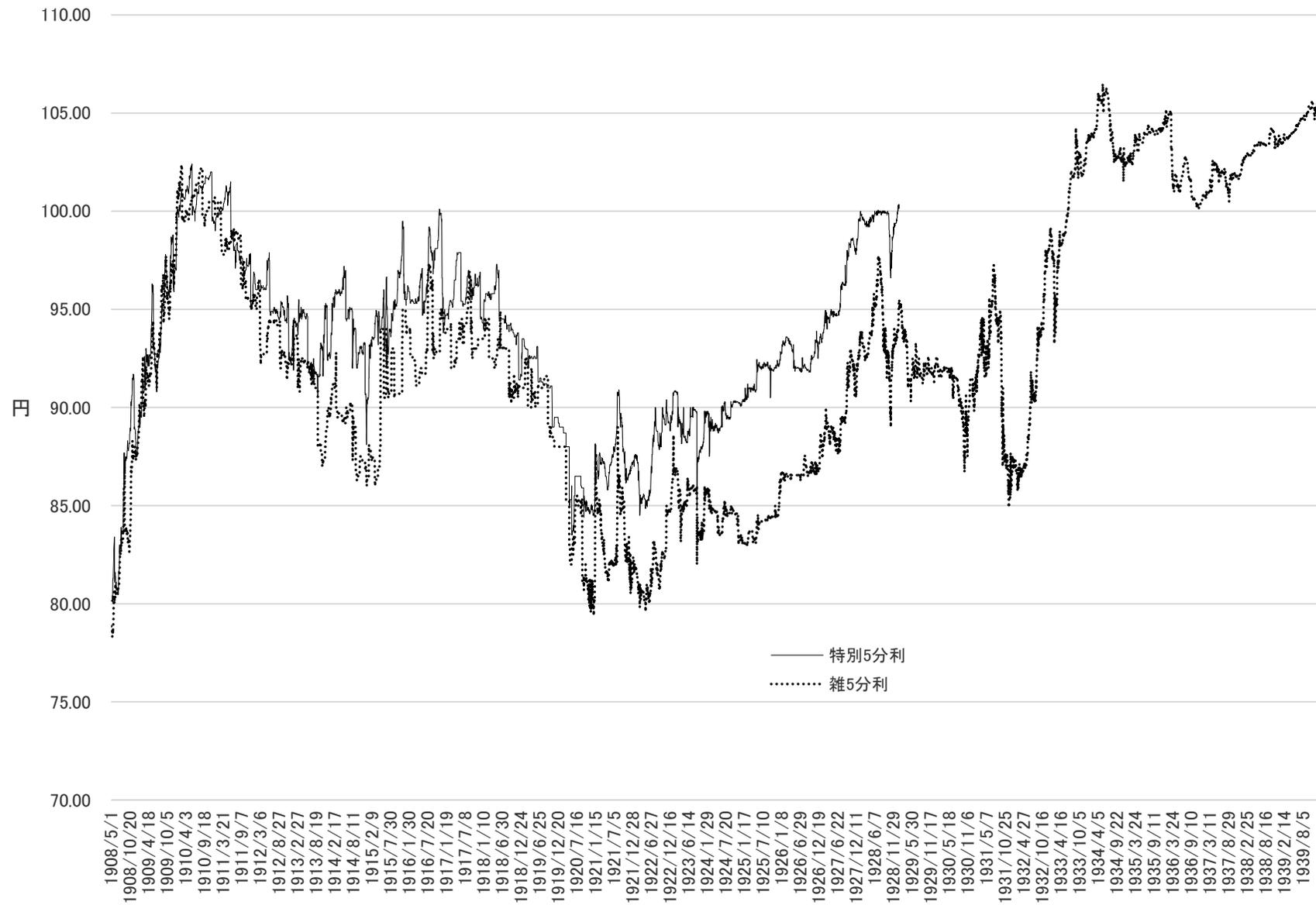


図2 甲号債・4分利債の価格

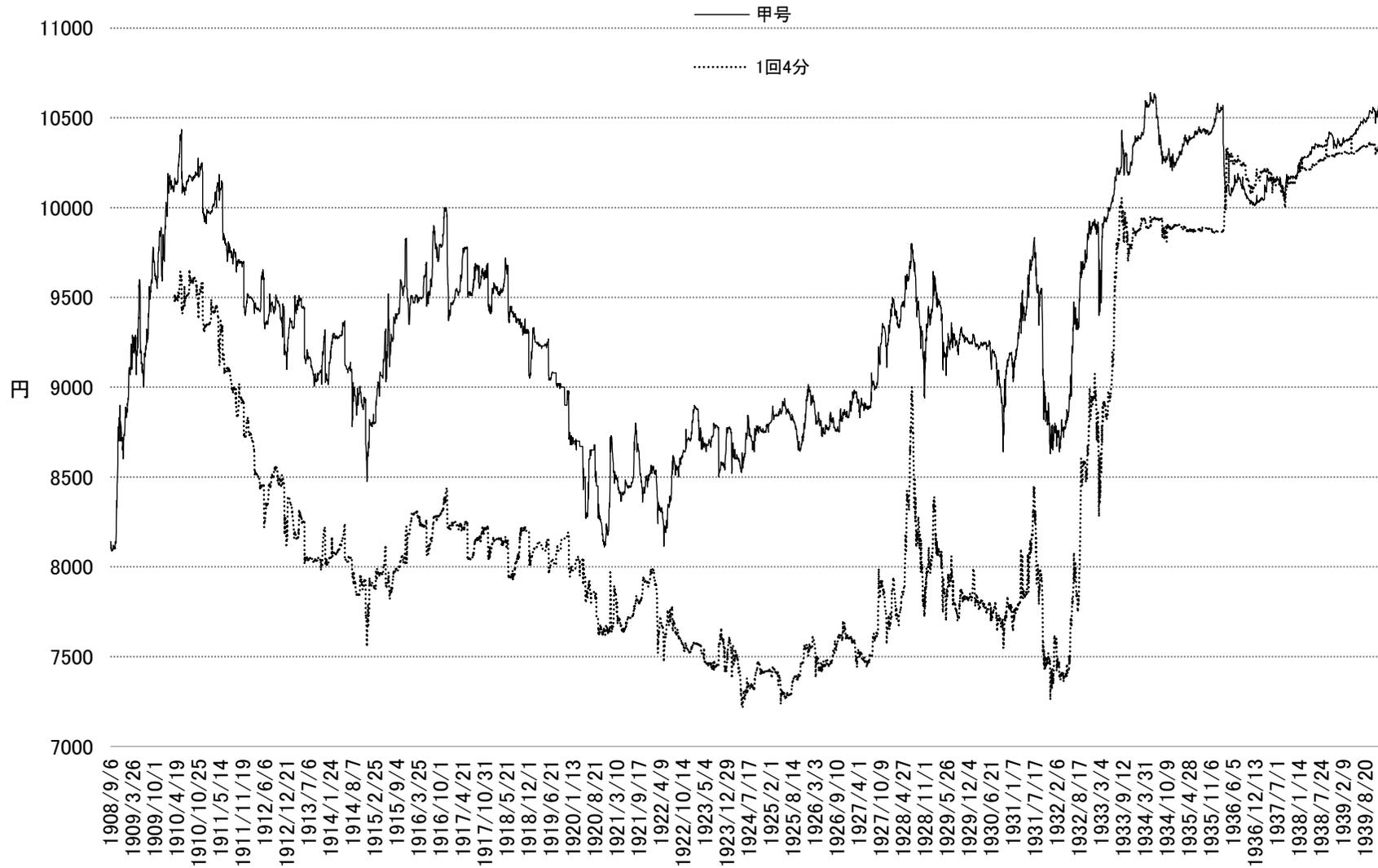


表1a 東株における国債売買高 (単位千円)

年度	実物	長期	実物				長期				
			特別5分	雑5分	甲号	1回4分	特別5分	雑5分	甲号	1回4分	
1908(明41)	8,401	78									
1911(明44)	12,560	1,857						72	*15	1,507	151
1915(大4)	41,777										
1920(大9)	4,421										
1925(大14)	250,121	32,770						2,525	2,885	19,095	1,800
1929(昭4)	435,762	306,805	7,843	5,463	51,667	11,634	1,460	1,030		71,050	32,000
1935(昭10)	567,746	444,560	10,456	756	54,419	12,113		**126,309		106,138	4,998
1939(昭14)	686,562	747,330									

注：銘柄別の長期清算取引は年次毎で、年度ではない。

空欄はデータなし。\*は帝国5分利+つ号5分利、\*\*は第3種5分利。

出所：東京株式取引所(1928, 1933, 1938), 野村総合研究所(1978), 東京証券取引所(1970)。

表1b 大株における国債売買高 (単位千枚)

年度	長		期	
	特別5分	雑5分	甲号	1回4分
1909(明42)	37		260	
1910	56		177	
1911	38		42	35
1915(大4)	22		22	22

出所：大阪株式取引所(1928)。

表2 国債価格差の定常性テスト

トレンドと定数項	ラグ数決定法	雑5分利	特別5分	甲号	1回4分
ともに有り	BIC	-110.16	-22.39	-41.54	-94.73
ともに有り	AIC	-58.35	-22.39	-35.25	-26.65
ともに有り	LM	-110.16	-33.41	-41.54	-64.92
定数項のみ有り	BIC	-110.14	-22.16	-41.48	-94.73
定数項のみ有り	AIC	-58.31	-22.16	-35.16	-26.65
定数項のみ有り	LM	-110.14	-33.27	-41.48	-64.92
ともに無し	BIC	-110.05	-21.70	-41.35	-94.67
ともに無し	AIC	-71.43	-21.70	-35.00	-26.56
ともに無し	LM	-110.05	-35.12	-41.35	-47.45

注:ラグ数決定法のBICはSchwarzベイズ情報量基準、AICは赤池情報量基準、LMはLagrange乗数テストである。結果は全て単位根なしを示す。

表3a 雑5分利債（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-0.87	0.38	-0.53	0.60	-0.39	0.70	1.74	0.08	-0.25	0.80
1日後	1.54	0.12	-0.06	0.95	0.72	0.47	-0.24	0.81	0.92	0.36
2日後	-1.21	0.22	1.39	0.17	-0.70	0.48	-0.72	0.47	-1.24	0.22
3日後	0.24	0.81	0.09	0.93	-2.40	0.02	0.21	0.84	1.08	0.28
4日後	-2.12	0.03	-0.19	0.85	-0.65	0.51	-0.77	0.44	0.83	0.41
5日後	0.42	0.67	0.55	0.58	-0.95	0.34	-0.54	0.59	0.79	0.43
6日後	-0.09	0.93	0.25	0.81	-1.37	0.17	-1.01	0.31	1.79	0.07
7日後	0.22	0.83	-0.60	0.55	-0.66	0.51	-1.71	0.09	-0.50	0.62
8日後	1.18	0.24	1.04	0.30	1.38	0.17	0.78	0.43	1.32	0.19
9日後	-0.39	0.70	-0.09	0.92	2.65	0.01	-1.24	0.21	1.49	0.14

表3b 雑5分利債（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-1.19	0.24	-1.44	0.15	-0.59	0.56	0.99	0.32	-1.23	0.22
1日後	1.13	0.26	-0.41	0.68	0.98	0.33	-0.75	0.46	-0.05	0.96
2日後	1.06	0.29	0.81	0.42	-0.47	0.64	0.32	0.75	-1.06	0.29
3日後	-0.31	0.76	-0.23	0.82	-2.36	0.02	1.69	0.09	0.70	0.48
4日後	-2.59	0.01	-0.27	0.79	-0.43	0.67	-2.01	0.04	-1.50	0.13
5日後	1.98	0.05	0.01	0.99	-0.61	0.54	-1.22	0.22	-0.62	0.53
6日後	-1.11	0.27	-0.65	0.51	-1.54	0.12	0.09	0.92	-1.69	0.09
7日後	-1.13	0.26	-0.86	0.39	-0.48	0.63	-2.62	0.01	-1.45	0.15
8日後	-0.28	0.78	-0.01	0.99	1.07	0.29	-1.65	0.10	-0.10	0.92
9日後	-0.91	0.36	0.73	0.46	2.60	0.01	-1.54	0.12	-0.13	0.90

表3c 特別5分利債（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	1.44	0.15	-0.28	0.78	-1.10	0.27	0.35	0.73	1.01	0.31
1日後	-0.34	0.73	0.50	0.62	2.05	0.04	0.27	0.78	1.85	0.07
2日後	-1.39	0.16	0.02	0.98	-1.80	0.07	-1.87	0.06	1.21	0.23
3日後	-1.48	0.14	-1.63	0.10	1.44	0.15	1.52	0.13	0.45	0.66
4日後	-2.45	0.01	1.31	0.19	-1.01	0.31	1.30	0.19	2.35	0.02
5日後	-1.19	0.24	1.41	0.16	1.00	0.32	0.04	0.97	-1.24	0.21
6日後	0.02	0.99	0.02	0.98	-1.13	0.26	-1.20	0.23	-0.36	0.72
7日後	0.65	0.52	1.11	0.27	0.76	0.44	-0.47	0.64	0.02	0.98
8日後	3.14	0.00	1.40	0.16	-1.23	0.22	-1.69	0.09	-0.64	0.52
9日後	-0.06	0.95	-0.41	0.68	1.70	0.09	1.10	0.27	1.72	0.09

表3d 特別5分利債（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	0.52	0.61	-0.93	0.35	-1.11	0.27	-1.85	0.06	-1.95	0.05
1日後	-1.11	0.27	-0.29	0.77	2.06	0.04	-1.04	0.30	-0.15	0.88
2日後	-1.30	0.19	-0.79	0.43	-1.82	0.07	-2.21	0.03	0.24	0.81
3日後	0.79	0.43	-2.45	0.01	1.52	0.13	1.48	0.14	-2.08	0.04
4日後	-1.62	0.10	0.39	0.70	-1.01	0.31	1.27	0.20	-0.95	0.34
5日後	-0.06	0.95	0.83	0.41	1.00	0.32	0.97	0.33	0.24	0.81
6日後	-1.90	0.06	-0.84	0.40	-1.00	0.32	-1.36	0.17	0.27	0.79
7日後	-0.75	0.45	1.20	0.23	0.86	0.39	1.46	0.14	-0.77	0.44
8日後	-0.16	0.87	0.61	0.54	-1.22	0.22	-2.01	0.04	0.90	0.37
9日後	1.26	0.21	-0.68	0.49	1.73	0.08	0.19	0.85	-1.09	0.28

表4a 甲号債（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		長期国債		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-0.41	0.68	0.29	0.77	-0.33	0.74	0.25	0.80	-0.35	0.73
1日後	-0.83	0.41	-0.17	0.87	-0.32	0.75	-1.97	0.05	3.21	0.00
2日後	0.59	0.55	-0.37	0.71	-0.93	0.35	2.45	0.01	-0.57	0.57
3日後	1.42	0.16	1.65	0.10	-1.88	0.06	0.12	0.90	1.19	0.23
4日後	-1.18	0.24	1.18	0.24	-0.79	0.43	-2.15	0.03	-0.61	0.55
5日後	0.69	0.49	2.08	0.04	-1.75	0.08	-2.11	0.03	2.11	0.03
6日後	0.74	0.46	-0.79	0.43	-0.73	0.46	-2.16	0.03	1.40	0.16
7日後	-0.63	0.53	0.25	0.80	-0.11	0.91	0.04	0.97	-0.01	0.99
8日後	-1.28	0.20	0.76	0.45	-0.12	0.91	-0.65	0.52	1.38	0.17
9日後	-0.66	0.51	1.08	0.28	0.41	0.68	-0.85	0.40	-0.64	0.52

表4b 甲号債（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		長期国債		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	0.32	0.75	-0.91	0.36	-0.38	0.71	-0.89	0.38	-1.20	0.23
1日後	-0.44	0.66	-0.66	0.51	-0.19	0.85	-1.30	0.19	-0.23	0.82
2日後	0.56	0.57	-0.63	0.53	-0.63	0.53	1.72	0.09	-0.50	0.61
3日後	-1.17	0.24	0.31	0.76	-2.14	0.03	0.77	0.44	-1.37	0.17
4日後	-0.73	0.47	0.48	0.63	-0.68	0.50	-0.03	0.98	0.47	0.64
5日後	0.04	0.97	1.57	0.12	-1.45	0.15	-2.48	0.01	-0.83	0.41
6日後	-1.69	0.09	-1.09	0.28	-0.78	0.43	-1.70	0.09	-1.31	0.19
7日後	-0.79	0.43	0.03	0.98	-0.06	0.95	-1.76	0.08	0.56	0.57
8日後	1.07	0.29	0.17	0.86	-0.48	0.63	-1.33	0.18	-0.85	0.40
9日後	-0.31	0.75	0.92	0.36	0.58	0.56	-0.15	0.88	-0.87	0.38

表4c 4分利債（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		長期国債		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-0.21	0.84	-0.10	0.92	1.22	0.22	1.40	0.16	0.60	0.55
1日後	0.70	0.49	0.20	0.84	-0.15	0.88	-0.55	0.58	1.45	0.15
2日後	0.11	0.91	0.21	0.84	0.00	1.00	0.48	0.63	0.16	0.88
3日後	0.46	0.64	-0.61	0.54	-0.90	0.37	-1.22	0.22	0.23	0.82
4日後	-0.21	0.84	1.22	0.22	-0.69	0.49	-1.14	0.25	-0.63	0.53
5日後	1.65	0.10	-0.03	0.98	-1.25	0.21	-1.52	0.13	-0.15	0.88
6日後	-0.63	0.53	-1.97	0.05	-0.42	0.67	-1.57	0.12	0.90	0.37
7日後	-0.02	0.98	1.43	0.15	-1.07	0.28	0.77	0.44	1.49	0.14
8日後	-0.37	0.71	-1.50	0.13	0.99	0.32	-1.48	0.14	0.78	0.44
9日後	-0.41	0.68	0.94	0.35	1.21	0.23	-0.06	0.95	1.04	0.30

表4d 4分利債（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		長期国債		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-2.41	0.02	-0.72	0.47	1.13	0.26	1.41	0.16	-2.14	0.03
1日後	0.06	0.95	-0.16	0.87	0.11	0.91	-0.54	0.59	0.24	0.81
2日後	0.75	0.45	0.35	0.73	-0.09	0.93	0.81	0.42	-1.75	0.08
3日後	-0.44	0.66	-1.34	0.18	-0.84	0.40	-0.13	0.90	1.50	0.13
4日後	-1.65	0.10	1.16	0.25	-0.50	0.62	-1.33	0.18	-1.10	0.27
5日後	-0.34	0.73	-0.13	0.90	-1.14	0.25	-1.61	0.11	-0.64	0.52
6日後	-0.70	0.48	-1.63	0.10	-0.47	0.64	-0.47	0.64	-0.55	0.58
7日後	-1.32	0.19	1.40	0.16	-1.23	0.22	-0.45	0.65	-0.84	0.40
8日後	-0.07	0.94	-1.62	0.11	0.54	0.59	-1.39	0.16	-1.25	0.21
9日後	-0.75	0.45	-0.04	0.97	1.10	0.27	1.02	0.31	-1.61	0.11

表5a 雑5分利債（ダミー）の推定結果（20/9で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値						
当日	-0.87	0.38	-1.99	0.05	-1.84	0.07	1.21	0.23
1日後	1.08	0.28	-0.77	0.44	-2.63	0.01	1.45	0.15
2日後	-1.64	0.10	0.57	0.57	-1.49	0.14	-1.53	0.13
3日後	-0.26	0.79	-1.02	0.31	0.89	0.37	1.68	0.09
4日後	-1.90	0.06	-0.83	0.41	0.83	0.41	0.14	0.89
5日後	-0.97	0.33	0.54	0.59	-2.63	0.01	-0.23	0.82
6日後	0.00	1.00	-0.65	0.52	-1.83	0.07	0.05	0.96
7日後	0.09	0.93	0.10	0.92	0.41	0.68	-0.59	0.56
8日後	1.00	0.32	-0.10	0.92	-2.63	0.01	-2.41	0.02
9日後	-0.17	0.86	-0.63	0.53	0.68	0.50	1.66	0.10

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-0.19	0.85	0.82	0.41	-0.39	0.70	1.89	0.06	-0.52	0.61
1日後	1.88	0.06	0.66	0.51	0.72	0.47	-0.05	0.96	0.44	0.66
2日後	-0.68	0.50	1.27	0.20	-0.70	0.48	-0.46	0.64	0.07	0.94
3日後	2.08	0.04	1.02	0.31	-2.40	0.02	0.05	0.96	-0.05	0.96
4日後	-1.13	0.26	0.51	0.61	-0.65	0.51	-0.95	0.34	0.98	0.33
5日後	1.74	0.08	0.40	0.69	-0.95	0.34	-0.43	0.67	1.39	0.16
6日後	-0.26	0.79	0.87	0.39	-1.37	0.17	-0.86	0.39	1.90	0.06
7日後	0.67	0.50	-0.88	0.38	-0.66	0.51	-1.76	0.08	-0.24	0.81
8日後	0.85	0.40	1.28	0.20	1.38	0.17	0.83	0.41	1.86	0.06
9日後	-0.56	0.58	0.27	0.79	2.65	0.01	-1.26	0.21	0.50	0.62

表5b 雑5分利債（公表値）の推定結果（20/9で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値						
当日	-1.05	0.29	-2.22	0.03	-3.78	0.00	0.07	0.94
1日後	1.06	0.29	-1.17	0.24	-2.35	0.02	-2.12	0.03
2日後	1.42	0.16	0.20	0.84	-3.34	0.00	-1.18	0.24
3日後	-0.55	0.58	-1.32	0.19	2.67	0.01	0.85	0.40
4日後	-1.20	0.23	-0.78	0.44	0.25	0.80	-0.41	0.68
5日後	0.94	0.35	-0.03	0.97	-2.36	0.02	-1.38	0.17
6日後	-1.17	0.24	-1.36	0.17	-2.15	0.03	1.25	0.21
7日後	-0.75	0.45	-0.72	0.47	2.58	0.01	-1.31	0.19
8日後	0.76	0.45	-0.34	0.74	-2.37	0.02	1.75	0.08
9日後	-0.75	0.45	-1.01	0.31	2.45	0.01	0.83	0.41

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-0.66	0.51	0.25	0.80	-0.59	0.56	1.13	0.26	-1.34	0.18
1日後	0.70	0.49	0.90	0.37	0.98	0.33	-0.68	0.50	0.66	0.51
2日後	0.59	0.55	1.02	0.31	-0.47	0.64	0.82	0.41	-0.11	0.91
3日後	0.17	0.86	1.30	0.19	-2.36	0.02	1.39	0.17	0.03	0.97
4日後	-2.61	0.01	0.51	0.61	-0.43	0.67	-2.05	0.04	-1.64	0.10
5日後	1.80	0.07	0.17	0.87	-0.61	0.54	-1.11	0.27	0.53	0.60
6日後	-0.13	0.90	0.28	0.78	-1.54	0.12	0.22	0.83	-2.31	0.02
7日後	-0.75	0.46	-0.36	0.72	-0.48	0.63	-3.42	0.00	-0.79	0.43
8日後	-0.69	0.49	0.41	0.68	1.07	0.29	-1.59	0.11	-0.52	0.60
9日後	-0.51	0.61	1.44	0.15	2.60	0.01	-1.74	0.08	-0.87	0.38

表5c 特別5分利債（ダミー）の推定結果（20/9で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値						
当日	0.73	0.47	-0.29	0.77	-1.37	0.17	0.40	0.69
1日後	-0.26	0.80	0.06	0.95	-3.02	0.00	2.09	0.04
2日後	-1.85	0.06	-0.03	0.98	-0.92	0.36	1.25	0.21
3日後	-2.01	0.04	-0.46	0.65	0.55	0.59	0.30	0.77
4日後	-2.40	0.02	1.38	0.17	-1.20	0.23	1.98	0.05
5日後	-1.80	0.07	1.40	0.16	-0.01	0.99	-0.76	0.44
6日後	0.13	0.90	0.25	0.80	-4.62	0.00	-0.20	0.84
7日後	0.74	0.46	-0.86	0.39	0.81	0.42	-0.12	0.91
8日後	2.74	0.01	0.89	0.37	-2.17	0.03	-1.10	0.27
9日後	-0.51	0.61	-1.42	0.15	-2.17	0.03	1.79	0.07

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.59	0.11	0.98	0.33	-0.74	0.46	1.32	0.19	1.60	0.11
1日後	0.64	0.53	1.27	0.20	1.20	0.23	1.32	0.19	0.19	0.85
2日後	1.27	0.20	0.98	0.33	1.07	0.28	0.04	0.97	0.65	0.52
3日後	1.29	0.20	0.44	0.66	-1.46	0.15	1.80	0.07	1.08	0.28
4日後	0.63	0.53	1.10	0.27	-0.58	0.56	2.20	0.03	1.67	0.09
5日後	1.26	0.21	1.21	0.23	0.62	0.53	0.43	0.66	-0.78	0.44
6日後	0.76	0.45	0.88	0.38	-1.74	0.08	-0.12	0.91	0.13	0.90
7日後	0.77	0.44	1.63	0.10	-0.21	0.83	-0.29	0.77	0.38	0.71
8日後	1.22	0.22	1.23	0.22	-0.01	0.99	-0.21	0.84	1.76	0.08
9日後	1.50	0.13	1.30	0.19	1.98	0.05	1.91	0.06	0.69	0.49

表5d 特別5分利債（公表値）の推定結果（20/9で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値						
当日	-0.73	0.46	-0.89	0.37	-4.13	0.00	-1.58	0.11
1日後	0.99	0.32	-0.68	0.49	-3.48	0.00	-0.29	0.77
2日後	-0.66	0.51	-0.72	0.47	-3.52	0.00	0.14	0.89
3日後	1.11	0.27	-1.59	0.11	2.03	0.04	-2.13	0.03
4日後	-1.34	0.18	0.71	0.48	0.09	0.92	-0.54	0.59
5日後	0.71	0.48	0.41	0.68	1.67	0.10	-1.11	0.27
6日後	-1.98	0.05	-0.18	0.86	-3.50	0.00	-0.28	0.78
7日後	-0.13	0.89	-1.24	0.22	2.59	0.01	-0.84	0.40
8日後	-0.04	0.96	-0.14	0.89	-3.48	0.00	1.26	0.21
9日後	0.31	0.75	-2.08	0.04	-3.49	0.00	-1.35	0.18

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.49	0.14	0.98	0.33	0.08	0.94	0.93	0.35	-1.57	0.12
1日後	-0.73	0.46	1.32	0.19	1.80	0.07	0.27	0.79	-0.24	0.81
2日後	0.62	0.54	0.90	0.37	0.48	0.63	0.33	0.74	-0.61	0.54
3日後	0.96	0.34	0.49	0.62	1.28	0.20	1.13	0.26	-1.08	0.28
4日後	0.26	0.79	1.04	0.30	0.90	0.37	1.39	0.16	-1.80	0.07
5日後	0.46	0.65	1.28	0.20	0.86	0.39	0.86	0.39	0.86	0.39
6日後	0.42	0.68	0.82	0.41	0.79	0.43	-0.77	0.44	-0.08	0.94
7日後	0.26	0.79	1.64	0.10	1.13	0.26	0.68	0.50	-0.49	0.63
8日後	0.84	0.40	1.27	0.20	0.71	0.48	-0.36	0.72	-1.68	0.09
9日後	1.67	0.09	1.34	0.18	1.34	0.18	1.16	0.25	-0.45	0.66

表5e 雑5分利債（ダミー）の推定結果（26/12で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-0.83	0.41	-1.44	0.15	-0.88	0.38	-0.70	0.49	1.47	0.14
1日後	1.20	0.23	-0.88	0.38	1.25	0.21	-0.01	0.99	1.01	0.31
2日後	-1.12	0.26	1.88	0.06	0.89	0.37	-1.24	0.21	-1.50	0.13
3日後	-0.11	0.91	-0.48	0.63	-1.42	0.16	0.60	0.55	1.39	0.17
4日後	-2.02	0.04	-0.65	0.51	-0.13	0.90	1.14	0.25	0.58	0.56
5日後	-0.14	0.89	0.54	0.59	0.31	0.76	1.21	0.23	-0.54	0.59
6日後	0.00	1.00	-0.40	0.69	-0.83	0.41	-1.44	0.15	0.91	0.37
7日後	0.14	0.89	0.51	0.61	1.62	0.11	-0.43	0.67	-0.69	0.49
8日後	1.03	0.30	-0.02	0.98	0.33	0.74	-0.55	0.58	-0.93	0.35
9日後	0.08	0.93	0.20	0.84	1.38	0.17	0.95	0.34	1.51	0.13

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-0.46	0.65	0.61	0.54	0.40	0.69	1.84	0.07	-0.56	0.57
1日後	1.63	0.10	0.95	0.34	-0.25	0.80	-0.14	0.89	0.58	0.56
2日後	-0.88	0.38	-0.24	0.81	-1.16	0.25	-0.37	0.71	0.08	0.94
3日後	1.99	0.05	1.19	0.23	-1.96	0.05	0.06	0.95	0.18	0.86
4日後	-0.74	0.46	0.65	0.52	-0.66	0.51	-1.11	0.27	0.59	0.55
5日後	1.83	0.07	0.19	0.85	-1.10	0.27	-0.86	0.39	2.18	0.03
6日後	-0.49	0.63	1.11	0.27	-1.09	0.28	-0.72	0.47	1.64	0.10
7日後	0.61	0.54	-1.41	0.16	-1.12	0.26	-1.61	0.11	-0.14	0.89
8日後	1.00	0.32	1.47	0.14	1.37	0.17	0.81	0.42	1.68	0.09
9日後	-1.36	0.17	-0.30	0.77	2.27	0.02	-1.30	0.19	0.63	0.53

表5f 雑5分利債（公表値）の推定結果（26/12で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-0.76	0.45	-1.86	0.06	-0.86	0.39	-1.12	0.26	-0.11	0.91
1日後	0.93	0.35	-1.21	0.22	1.24	0.22	-1.21	0.23	-1.37	0.17
2日後	0.23	0.82	1.39	0.17	0.87	0.39	-3.09	0.00	-1.16	0.25
3日後	-0.25	0.80	-0.73	0.47	-1.39	0.16	1.25	0.21	1.07	0.28
4日後	-1.99	0.05	-0.52	0.60	-0.13	0.90	0.77	0.44	-0.90	0.37
5日後	1.13	0.26	0.06	0.95	0.38	0.70	0.77	0.44	-0.81	0.42
6日後	-1.13	0.26	-1.09	0.28	-0.76	0.44	-0.78	0.44	-0.06	0.95
7日後	-1.34	0.18	-0.19	0.85	1.68	0.09	0.74	0.46	-1.07	0.28
8日後	-0.53	0.59	-1.10	0.27	0.33	0.74	-1.82	0.07	0.58	0.56
9日後	-0.46	0.64	0.43	0.66	1.39	0.17	2.26	0.02	1.01	0.31

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-1.00	0.32	0.20	0.84	0.24	0.81	1.09	0.28	-1.31	0.19
1日後	0.63	0.53	1.34	0.18	-0.09	0.93	-0.62	0.53	0.52	0.60
2日後	1.32	0.19	-0.77	0.44	-1.11	0.27	1.30	0.19	-0.12	0.90
3日後	-0.21	0.83	1.66	0.10	-1.91	0.06	1.40	0.16	-0.26	0.79
4日後	-2.02	0.04	0.41	0.68	-0.42	0.67	-2.23	0.03	-1.23	0.22
5日後	1.77	0.08	-0.02	0.98	-0.87	0.38	-1.38	0.17	0.03	0.97
6日後	-0.19	0.85	0.71	0.48	-1.33	0.18	0.36	0.72	-2.00	0.05
7日後	0.12	0.91	-1.07	0.28	-1.13	0.26	-3.42	0.00	-1.00	0.31
8日後	0.50	0.62	1.10	0.27	1.06	0.29	-1.56	0.12	-0.29	0.77
9日後	-0.96	0.34	0.67	0.50	2.34	0.02	-1.82	0.07	-1.04	0.30

表5g 特別5分利債（ダミー）の推定結果（26/12で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値						
当日	1.34	0.18	-0.05	0.96	-1.42	0.16	-1.42	0.16
1日後	-0.33	0.74	0.38	0.71	-0.15	0.88	-0.15	0.88
2日後	-1.60	0.11	-0.07	0.94	-1.76	0.08	-1.76	0.08
3日後	-1.47	0.14	-1.21	0.23	1.24	0.21	1.24	0.21
4日後	-2.45	0.01	1.07	0.28	0.91	0.36	0.91	0.36
5日後	-1.23	0.22	1.51	0.13	0.14	0.89	0.14	0.89
6日後	0.13	0.90	0.06	0.95	-0.91	0.36	-0.91	0.36
7日後	0.58	0.56	0.72	0.47	-0.60	0.55	-0.60	0.55
8日後	3.26	0.00	1.67	0.10	-1.39	0.16	-1.39	0.16
9日後	-0.12	0.90	-0.47	0.64	0.87	0.38	0.87	0.38

後半	貿易		卸売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値						
当日	1.26	0.21	-1.03	0.30	0.95	0.34	-0.69	0.49
1日後	-0.30	0.76	0.98	0.33	0.67	0.50	0.25	0.81
2日後	2.03	0.04	0.62	0.54	-0.83	0.40	-2.07	0.04
3日後	-0.11	0.92	-2.44	0.01	1.66	0.10	-1.99	0.05
4日後	-0.01	1.00	1.43	0.15	1.36	0.17	-2.07	0.04
5日後	0.45	0.66	-0.27	0.79	-1.89	0.06	-1.48	0.14
6日後	-1.69	0.09	-0.17	0.87	-0.83	0.40	-1.55	0.12
7日後	1.32	0.19	1.19	0.23	0.29	0.77	0.76	0.45
8日後	-0.60	0.55	-1.01	0.31	-0.96	0.34	3.36	0.00
9日後	1.01	0.31	0.30	0.76	1.63	0.10	0.25	0.81

表5h 特別5分利債（公表値）の推定結果（26/12で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値						
当日	0.56	0.58	-0.74	0.46	-2.24	0.03	-2.19	0.03
1日後	-0.84	0.40	-0.45	0.65	-1.63	0.10	-0.08	0.93
2日後	-1.41	0.16	-0.75	0.45	-1.98	0.05	0.19	0.85
3日後	0.58	0.56	-2.17	0.03	1.37	0.17	-2.29	0.02
4日後	-1.61	0.11	0.16	0.87	1.20	0.23	-1.01	0.31
5日後	0.06	0.95	0.86	0.39	0.99	0.32	-0.97	0.33
6日後	-1.93	0.05	-0.70	0.49	-1.29	0.20	-0.80	0.42
7日後	-0.82	0.41	0.76	0.45	1.48	0.14	-0.31	0.75
8日後	-0.06	0.95	0.87	0.38	-2.03	0.04	1.09	0.28
9日後	1.35	0.18	-0.92	0.36	-0.09	0.93	-1.15	0.25

後半	貿易		卸売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.63	0.53	-1.21	0.23	0.58	0.56	1.72	0.09
1日後	-1.43	0.15	1.81	0.07	1.60	0.11	-0.95	0.34
2日後	0.29	0.77	-0.22	0.82	-1.14	0.25	1.94	0.05
3日後	1.69	0.09	-1.82	0.07	2.90	0.00	4.95	0.00
4日後	-0.43	0.67	1.32	0.19	0.89	0.37	1.94	0.05
5日後	-1.50	0.13	-0.01	0.99	-1.74	0.08	3.73	0.00
6日後	0.37	0.71	-0.55	0.58	-0.80	0.43	3.95	0.00
7日後	1.32	0.19	1.33	0.18	0.13	0.90	-1.87	0.06
8日後	-0.65	0.52	-0.77	0.44	-0.52	0.61	-11.44	0.00
9日後	-0.39	0.70	0.80	0.42	1.88	0.06	0.27	0.79

表6a 甲号債（ダミー）の推定結果（20/9で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値						
当日	-0.70	0.48	-0.76	0.45	-0.93	0.35	0.45	0.65
1日後	-1.70	0.09	-0.80	0.42	-1.28	0.20	2.61	0.01
2日後	0.01	0.99	-0.30	0.77	0.98	0.33	-2.55	0.01
3日後	-1.48	0.14	0.81	0.42	0.90	0.37	1.72	0.09
4日後	-1.65	0.10	1.47	0.14	0.28	0.78	-0.93	0.35
5日後	0.32	0.75	2.02	0.04	-1.30	0.19	-0.25	0.80
6日後	0.74	0.46	-1.22	0.22	-1.12	0.26	-0.64	0.52
7日後	-0.19	0.85	0.26	0.80	0.41	0.68	0.14	0.89
8日後	-2.28	0.02	0.08	0.94	-3.24	0.00	-1.44	0.15
9日後	-1.00	0.32	-0.05	0.96	-2.36	0.02	-0.73	0.47

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	0.18	0.86	1.05	0.29	-0.33	0.74	0.77	0.44	-0.63	0.53
1日後	0.50	0.62	0.44	0.66	-0.32	0.75	-1.59	0.11	1.90	0.06
2日後	0.81	0.42	-0.23	0.82	-0.93	0.35	2.62	0.01	0.85	0.40
3日後	2.66	0.01	1.46	0.14	-1.88	0.06	-0.32	0.75	-0.38	0.70
4日後	-0.01	1.00	0.20	0.84	-0.79	0.43	-2.29	0.02	-0.22	0.82
5日後	0.69	0.49	0.98	0.33	-1.75	0.08	-1.59	0.11	3.08	0.00
6日後	0.42	0.68	-0.06	0.95	-0.73	0.46	-1.89	0.06	1.82	0.07
7日後	-0.65	0.51	0.12	0.90	-0.11	0.91	0.10	0.92	-0.21	0.83
8日後	0.34	0.74	0.88	0.38	-0.12	0.91	-0.25	0.80	2.85	0.00
9日後	0.00	1.00	1.47	0.14	0.40	0.69	-0.60	0.55	-0.16	0.87

表6b 甲号債（公表値）の推定結果（20/9で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値						
当日	-0.22	0.83	-1.50	0.13	-3.24	0.00	0.05	0.96
1日後	0.80	0.43	-1.09	0.28	-3.95	0.00	-0.76	0.45
2日後	-0.80	0.42	-0.87	0.39	-0.58	0.56	-0.63	0.53
3日後	0.03	0.97	-0.17	0.86	0.31	0.76	-0.68	0.49
4日後	-1.23	0.22	0.96	0.34	2.42	0.02	-0.58	0.56
5日後	0.09	0.93	1.46	0.14	-0.30	0.76	0.96	0.34
6日後	-0.86	0.39	-2.04	0.04	-1.42	0.16	-0.54	0.59
7日後	0.36	0.72	0.16	0.88	2.38	0.02	-0.20	0.84
8日後	0.87	0.38	-0.28	0.78	-5.56	0.00	1.26	0.21
9日後	-0.41	0.68	-0.72	0.47	-2.84	0.00	0.00	1.00

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.70	0.48	0.25	0.81	-0.38	0.71	-0.36	0.72	-1.51	0.13
1日後	-0.82	0.41	0.39	0.69	-0.19	0.85	-0.93	0.35	0.39	0.70
2日後	1.39	0.16	0.13	0.90	-0.63	0.53	2.12	0.03	-0.13	0.90
3日後	-1.28	0.20	0.77	0.44	-2.14	0.03	0.86	0.39	-1.36	0.17
4日後	0.59	0.55	0.06	0.95	-0.68	0.50	-0.66	0.51	0.86	0.39
5日後	0.10	0.92	1.08	0.28	-1.46	0.15	-2.36	0.02	-1.68	0.09
6日後	-1.36	0.18	0.20	0.84	-0.78	0.43	-1.28	0.20	-1.25	0.21
7日後	-1.16	0.25	0.15	0.88	-0.06	0.95	-2.24	0.03	0.90	0.37
8日後	0.81	0.42	0.56	0.58	-0.48	0.63	-1.10	0.27	-2.04	0.04
9日後	0.00	1.00	1.64	0.10	0.58	0.56	0.09	0.92	-1.79	0.07

表6c 4分利債（ダミー）の推定結果（20/9で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		公定歩合	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.38	0.70	0.56	0.57	-0.73	0.47
1日後	-1.02	0.31	-0.83	0.41	0.24	0.81
2日後	0.16	0.87	0.45	0.65	-1.00	0.32
3日後	-0.15	0.88	-0.15	0.88	1.34	0.18
4日後	-0.70	0.48	0.03	0.97	-3.02	0.00
5日後	1.52	0.13	-0.60	0.55	-1.42	0.16
6日後	-0.78	0.43	-0.49	0.62	-0.77	0.44
7日後	0.34	0.74	0.67	0.50	-0.84	0.40
8日後	-0.35	0.72	-1.73	0.08	-0.59	0.55
9日後	-0.45	0.65	1.38	0.17	0.01	0.99

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-0.06	0.95	-0.39	0.70	1.22	0.22	1.43	0.15	0.77	0.44
1日後	1.21	0.22	0.57	0.57	-0.15	0.88	-0.50	0.62	1.47	0.14
2日後	0.04	0.97	-0.05	0.96	0.00	1.00	0.52	0.60	0.57	0.57
3日後	0.65	0.52	-0.63	0.53	-0.89	0.37	-1.16	0.24	-0.81	0.42
4日後	0.15	0.88	1.40	0.16	-0.69	0.49	-1.07	0.28	0.35	0.73
5日後	1.14	0.25	0.26	0.79	-1.25	0.21	-1.48	0.14	0.54	0.59
6日後	-0.36	0.72	-1.96	0.05	-0.42	0.67	-1.53	0.13	1.11	0.26
7日後	-0.29	0.77	1.27	0.20	-1.07	0.28	0.80	0.42	1.87	0.06
8日後	-0.19	0.85	-0.49	0.63	1.00	0.32	-1.44	0.15	1.29	0.20
9日後	-0.23	0.82	0.25	0.81	1.21	0.23	-0.03	0.98	1.14	0.26

表6d 4分利債（公表値）の推定結果（20/9で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		公定歩合	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.79	0.07	0.34	0.73	-2.08	0.04
1日後	0.53	0.60	-0.98	0.33	0.93	0.35
2日後	0.66	0.51	0.82	0.41	-1.75	0.08
3日後	-0.51	0.61	-0.81	0.42	0.84	0.40
4日後	-1.70	0.09	0.32	0.75	-0.87	0.39
5日後	-1.93	0.05	-0.49	0.62	-1.63	0.10
6日後	-0.99	0.32	-0.09	0.93	0.46	0.65
7日後	-1.08	0.28	0.82	0.41	0.57	0.57
8日後	0.31	0.76	-1.58	0.11	-0.20	0.84
9日後	-0.06	0.95	0.60	0.55	-1.72	0.09

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-1.88	0.06	-0.85	0.39	1.13	0.26	1.43	0.15	-1.95	0.05
1日後	-0.23	0.81	0.28	0.78	0.11	0.91	-0.44	0.66	-0.06	0.95
2日後	0.54	0.59	-0.08	0.93	-0.08	0.93	0.85	0.40	-1.33	0.18
3日後	-0.26	0.79	-1.02	0.31	-0.84	0.40	-0.08	0.93	1.25	0.21
4日後	-1.11	0.27	1.19	0.23	-0.50	0.62	-1.25	0.21	-0.84	0.40
5日後	0.23	0.82	0.20	0.84	-1.14	0.26	-1.58	0.11	0.05	0.96
6日後	-0.45	0.66	-1.83	0.07	-0.47	0.64	-0.43	0.67	-0.68	0.49
7日後	-0.78	0.44	1.20	0.23	-1.23	0.22	-0.41	0.69	-1.06	0.29
8日後	-0.37	0.71	-0.81	0.42	0.54	0.59	-1.37	0.17	-1.42	0.15
9日後	-0.80	0.42	-0.32	0.75	1.10	0.27	1.05	0.29	-1.06	0.29

表6e 甲号債（ダミー）の推定結果（26/12で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-1.18	0.24	-0.01	0.99	-0.19	0.85	0.03	0.98	1.16	0.25
1日後	-0.87	0.38	-0.54	0.59	-0.24	0.81	-1.14	0.26	2.37	0.02
2日後	0.16	0.87	0.02	0.98	0.72	0.47	1.00	0.32	-2.51	0.01
3日後	-0.12	0.90	0.53	0.60	-1.37	0.17	1.17	0.24	1.81	0.07
4日後	-1.11	0.27	1.35	0.18	-1.77	0.08	-0.49	0.62	-0.32	0.75
5日後	0.58	0.56	2.38	0.02	-0.55	0.58	-0.99	0.32	0.27	0.79
6日後	0.11	0.91	-0.51	0.61	-0.24	0.81	-1.48	0.14	-0.72	0.47
7日後	-0.35	0.73	0.91	0.36	0.50	0.62	-0.71	0.48	-0.11	0.92
8日後	-1.56	0.12	0.42	0.68	-1.00	0.32	-2.91	0.00	-0.46	0.64
9日後	-0.48	0.63	0.81	0.42	-0.20	0.84	-0.07	0.94	-0.77	0.44

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	0.72	0.47	0.42	0.67	-0.27	0.79	0.39	0.70	-1.14	0.26
1日後	-0.27	0.79	0.32	0.75	-0.21	0.83	-1.73	0.08	2.17	0.03
2日後	0.71	0.47	-0.64	0.52	-1.15	0.25	2.56	0.01	0.90	0.37
3日後	2.06	0.04	2.12	0.03	-1.47	0.14	-0.63	0.53	-0.51	0.61
4日後	-0.48	0.63	0.15	0.88	-0.29	0.77	-2.12	0.03	-0.52	0.60
5日後	0.35	0.72	0.17	0.86	-1.66	0.10	-1.87	0.06	2.75	0.01
6日後	1.00	0.32	-0.64	0.52	-0.69	0.49	-1.77	0.08	1.98	0.05
7日後	-0.63	0.53	-0.50	0.62	-0.31	0.76	0.30	0.76	0.08	0.94
8日後	-0.02	0.98	0.64	0.52	0.49	0.62	-0.23	0.82	2.43	0.02
9日後	-0.71	0.48	0.71	0.48	0.58	0.56	-0.82	0.41	-0.04	0.97

表6f 甲号債（公表値）の推定結果（26/12で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-1.34	0.18	-0.67	0.50	-0.18	0.86	-1.32	0.19	-0.67	0.50
1日後	0.10	0.92	-0.85	0.40	-0.16	0.87	-2.82	0.00	-0.59	0.56
2日後	-1.18	0.24	-0.66	0.51	0.82	0.41	-0.57	0.57	-0.53	0.60
3日後	-0.61	0.54	-0.39	0.69	-1.33	0.18	0.47	0.64	-0.77	0.44
4日後	-0.79	0.43	0.51	0.61	-1.71	0.09	1.43	0.15	-1.01	0.31
5日後	-0.55	0.58	1.77	0.08	-0.40	0.69	0.66	0.51	0.43	0.67
6日後	-1.82	0.07	-1.01	0.31	-0.17	0.86	-1.23	0.22	-0.24	0.81
7日後	-0.67	0.51	0.88	0.38	0.54	0.59	1.15	0.25	0.16	0.87
8日後	0.15	0.88	-0.13	0.89	-0.95	0.34	-5.70	0.00	0.37	0.71
9日後	0.62	0.53	0.64	0.52	-0.07	0.94	-0.17	0.87	0.11	0.92

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	2.93	0.00	-0.61	0.54	-0.42	0.67	-0.44	0.66	-1.05	0.29
1日後	-0.71	0.48	0.11	0.91	-0.10	0.92	-0.90	0.37	0.26	0.80
2日後	2.32	0.02	-0.10	0.92	-0.98	0.33	2.09	0.04	-0.21	0.83
3日後	-1.18	0.24	1.34	0.18	-1.70	0.09	0.76	0.45	-1.23	0.22
4日後	-0.11	0.92	0.12	0.91	-0.03	0.98	-0.77	0.44	1.24	0.22
5日後	1.04	0.30	0.16	0.88	-1.42	0.15	-2.79	0.01	-1.37	0.17
6日後	-0.34	0.74	-0.46	0.65	-0.80	0.42	-1.23	0.22	-1.40	0.16
7日後	-0.46	0.64	-0.62	0.53	-0.36	0.72	-2.27	0.02	0.61	0.54
8日後	2.30	0.02	0.35	0.73	0.23	0.82	-1.08	0.28	-1.57	0.12
9日後	-1.63	0.10	0.68	0.50	0.80	0.42	0.01	0.99	-2.13	0.03

表6g 4分利債（ダミー）の推定結果（26/12で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-0.86	0.39	-0.68	0.49	1.17	0.24	0.05	0.96	-0.44	0.66
1日後	-0.27	0.79	-0.21	0.84	2.16	0.03	1.08	0.28	-0.03	0.97
2日後	-0.82	0.41	0.31	0.76	-0.69	0.49	2.34	0.02	-1.13	0.26
3日後	-0.18	0.86	-0.98	0.33	0.20	0.84	-2.19	0.03	1.55	0.12
4日後	0.20	0.84	0.71	0.48	0.58	0.56	0.86	0.39	-2.75	0.01
5日後	0.33	0.74	0.50	0.62	0.62	0.54	-1.31	0.19	-1.83	0.07
6日後	-1.10	0.27	-0.83	0.41	-0.42	0.67	0.75	0.45	-0.17	0.87
7日後	0.44	0.66	1.81	0.07	-0.89	0.37	-1.77	0.08	-0.37	0.71
8日後	-0.26	0.80	-1.66	0.10	-0.88	0.38	0.47	0.64	-0.75	0.45
9日後	-0.21	0.84	0.96	0.34	-0.04	0.97	-0.67	0.50	-0.45	0.65

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	0.21	0.84	0.38	0.70	0.80	0.42	1.38	0.17	0.72	0.47
1日後	1.07	0.28	0.33	0.74	-0.67	0.50	-0.81	0.42	1.58	0.11
2日後	0.97	0.33	0.01	0.99	0.26	0.80	0.25	0.80	0.63	0.53
3日後	0.75	0.45	0.14	0.89	-1.00	0.32	-0.86	0.39	-0.99	0.32
4日後	-0.44	0.66	1.00	0.31	-0.95	0.34	-1.52	0.13	0.32	0.75
5日後	1.91	0.06	-0.48	0.63	-1.44	0.15	-1.14	0.26	0.87	0.38
6日後	-0.01	0.99	-1.91	0.06	-0.29	0.77	-2.11	0.04	0.99	0.32
7日後	-0.48	0.63	0.53	0.60	-0.88	0.38	0.92	0.36	1.78	0.08
8日後	-0.27	0.79	-0.46	0.64	1.44	0.15	-1.58	0.11	1.48	0.14
9日後	-0.34	0.73	0.45	0.65	1.30	0.19	-0.06	0.95	1.49	0.14

表6h 4分利債（公表値）の推定結果（26/12で期間区分）

前半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-2.86	0.00	-1.17	0.24	1.23	0.22	-0.79	0.43	-2.35	0.02
1日後	-0.44	0.66	-0.49	0.63	2.18	0.03	0.77	0.44	1.35	0.18
2日後	-0.38	0.70	0.48	0.63	-0.62	0.53	7.40	0.00	-1.31	0.19
3日後	-1.12	0.26	-1.54	0.12	0.19	0.85	-13.71	0.00	0.68	0.50
4日後	-1.61	0.11	0.84	0.40	0.56	0.58	3.78	0.00	-0.80	0.42
5日後	-1.53	0.13	0.42	0.68	0.73	0.46	-5.10	0.00	-0.60	0.55
6日後	-0.98	0.32	-0.62	0.54	-0.38	0.70	3.28	0.00	-0.01	0.99
7日後	-1.48	0.14	1.95	0.05	-0.81	0.42	-1.86	0.06	0.24	0.81
8日後	-0.09	0.93	-1.55	0.12	-0.85	0.39	-0.34	0.73	0.10	0.92
9日後	0.01	0.99	-0.03	0.97	0.02	0.98	-0.90	0.37	-0.73	0.46

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合	
	t 値	P値								
当日	-0.72	0.47	-0.03	0.97	0.60	0.55	1.44	0.15	-1.95	0.05
1日後	0.64	0.52	0.09	0.93	-0.54	0.59	-0.71	0.48	-0.17	0.86
2日後	1.42	0.15	0.03	0.98	0.28	0.78	0.61	0.54	-1.48	0.14
3日後	0.59	0.56	-0.22	0.82	-0.93	0.35	0.22	0.82	1.54	0.12
4日後	-0.78	0.43	0.80	0.42	-0.79	0.43	-1.51	0.13	-0.84	0.40
5日後	1.21	0.23	-0.75	0.45	-1.45	0.15	-1.45	0.15	-0.36	0.72
6日後	0.09	0.93	-1.85	0.06	-0.27	0.79	-1.69	0.09	-0.57	0.57
7日後	-0.24	0.81	0.25	0.81	-0.96	0.34	-0.41	0.68	-0.97	0.33
8日後	0.05	0.96	-0.75	0.45	1.15	0.25	-1.40	0.16	-1.69	0.09
9日後	-0.98	0.33	-0.02	0.98	1.26	0.21	1.02	0.31	-1.48	0.14