

戦前期における 5 分利公債等の市場効率性 III
: 公債買入れと新発債の影響を考慮して

釜江廣志

Efficiency of the prewar Japanese Government 5% Bond Markets III

Hiroshi KAMAE

Working Paper Series No. 168

August 2021

戦前期における 5 分利公債等の市場効率性 III¹

: 公債買入れと新発債の影響を考慮して

釜江 廣志

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

§1 はじめに

戦前国債市場に関する効率性の分析は、これまでいく度か試みてきた。拙著(2016)では戦前債券市場の推移を概観した。釜江(2018)では、最も取引が盛んであった甲号 5 分利債・第 1 回 4 分利債に加えて、特別 5 分利債²と雑 5 分利債(帝国 5 分利とも呼ぶ)も対象とした。さらに、結果をより頑健なものにするべく、前稿釜江(2021a)では 1908(明治 41)年 10 月～39(昭和 14)年末を対象とし、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(大正 9)年 9 月も用い、かつ有意水準としては 10%ではなく 5%を用いた。また、説明変数に超長期国債(25 年超物、交付債を除く)の発行と公定歩合変更を加えた。

ところで、1920 年 9 月の国債市場分設まで国債取引は必ずしも盛んではなかった。また、当時の新聞の相場記事によれば、債券が値下がりすると政府・日銀等が市場で介入を試みるものがしばしばあった。新発債が発行されるとこれは流通している債券(現行債と呼ぶ)と代替的であり、条件によっては現行債の取引に影響を与えた。さらに株価の変動が債券価格に影響することも見られた。

本稿はこれまでの分析の最終版の予定である。本稿では、国債市場が分設され取引がよく成立するようになった 1920 年 9 月を計測期間の始期とし、終期を 37 年末とした上で、金輸出再禁止が行われた 31(昭和 6)年 12 月で期間区分して計測することを試みる。終期については、38 年頃から国債は統制下に入って道徳的に流通禁止となり、市場価格はほぼ固定されており³、このような期間を含めると効率性を正確には判定しがたいと考えたためである。さらに、前稿(2021a)で用いた説明変数にいくつかを追加する。それらは、政府・日銀等の市場買入れ額、新発債とその前に発行された債券の利回りとの差、計測対象の債券の利回り和新発債の利回りとの差である。付随して、株価の変化も追加する。加えて、株式市場に関する結果との比較にも言及する。なお予備的な計測によれば、この期間で特別 5 分利債には有意な説明変数が見つけられないので、分析対象から除外する。

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

² 日露戦争時の臨時事件公債 30 年物であり、1906 年に 2 億円が発行された。

³ 小林(1978)p. 153 参照。

ところで前稿(2021a)までは、後述の「非効率性を示唆する」説明変数が存在しても、他に効率性を示す変数が存在すれば、その市場は全体として効率的であると判定した。しかし本稿では、非効率性を示唆する変数の存在をより重視することにして、この場合は非効率だと判定する。また、このようにすると結果が非効率性に偏りすぎることとを考慮して、前稿のように9日後までではなく7日後までの影響を調べることにする。すなわち、8日後と9日後に有意な変数が存在して「非効率性の示唆」に導く、という可能性を排除するのである。

第2節ではこれらの銘柄とその流通市場を説明する。これまでの拙稿で触れた箇所もあるが、本稿を self-contained にするべく重複をおそれずに記述する。第3節で説明するデータを用いて効率性を検定するのが第4節である。そこでは新たな結果の説明も試みる。最終節はまとめである。

§ 2 国債の流通市場と国債管理政策

東京株式取引所（東株）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・仏貨4分利公債などに取引は集中した（表1参照）。定期取引（期限3か月）は東株開設時から行われたが、1899（明治32）～1912

（大正1）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年に休止状態になった⁴。取引を振興するべく20年9月に国債市場が分設された。定期取引は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⁵。

本稿で取り上げる国債の銘柄は雑5分利公債、甲号5分利公債、第1回4分利公債であり、これらの詳細は前稿(2021a)で説明したが後記§3にも再掲する。またその価格変動を説明する変数としては、3マクロ指標（貿易収支、卸売物価、小売物価<1922年4月以降のみ>）と、超長期国債の発行（25年超物、交付債を除く⁶）と公定歩合変更を用いた。

これら以外の説明変数を新聞記事などから拾うと、主に債券需要へ影響する要因として、景気の見通し⁷、金融情勢と金利の見通し⁸（公定歩合変更とも関連）、為替（貿易収支と関連）・外資流入および国際関係⁹、株式動向（債券との代替関係も含めて）¹⁰、税¹¹、政府・日銀等による市場からの買い入れ、買入消却、買い入れ以外の価格支持策、などがあり、主として債券供給側の要因には、新発債・借換債の発行高（既出の超長期国債発行額を含めて）と新発債・借換債の発行条件¹²、などがあげられよう。

これらのうち、政府・日銀等の市場買い入れとしては、
1923（大正12）-24年 借り換えと新規公債発行のため預金部・減債基金が買い入れ、
29（昭和4）-30年 金解禁時、日銀・預金部が買い入れ、

⁴ 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。

⁵ 釜江(2016)第1章参照。

⁶ 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、既発債価格への影響は少ないと考えられる。

⁷ 「東京日日新聞」1927年7月16日、1932年2月28日参照。

⁸ 「東京日日新聞」1928年5月13日、1930年9月26日参照。

⁹ 「東京日日新聞」1932年2月3日；「東京日日新聞」1927年10月16日；
「東京朝日新聞」1932年2月15日、1933年10月17日、「東京日日新聞」1932年2月28日参照。

¹⁰ 「株式活況のためこの方面に資金流入し、国債の手仕舞いが多い」（「東京朝日新聞」1933年10月17日）参照。

¹¹ 「東京朝日新聞」1934年10月31日参照。

¹² 「東京日日新聞」1927年7月16日、「東京朝日新聞」1933年8月12日参照。

35年10月 日銀、国債を取引先銀行から売戻し約款付（条件付）で買い入れを決定¹³、

37年8月 日銀、国債の無条件買い入れ¹⁴、
がある。これらは表2にまとめている。なお、買入日は表記載の新聞記事によって特定するが、記事が全ての買い入れを網羅しているとは判断できず、漏れがある可能性は残る。また、連続する営業日の買い入れは一括して取り扱い、連続しない場合はたとえ近接する日でも別個の行動と考える。さらに、政府・日銀等の市場からの買い入れには、預金部・減債基金を含む政府（筋）と日銀の買い入れがあるが、両者の債券価格への影響に違いはないであろうと考える。なぜなら、30年1月18日、同年2月14日、同年6月24日、1931年9月17日のように、日銀が政府（減債基金）の資金を使って買い入れるというケースも存在するからである。

政府等の行動には市場買い入れ以外に買入消却などがあるが、これらが生じた日、あるいはそれらの情報が初めて報じられた日はその特定が容易ではない。また、買入消却には、「従来、国債整理基金特別会計において随時、市場より買い入れ保有」していたものを特定の日まとめて消却するケースと、「政府に対する担保・保証に充用の分で、随時買入消却を実行」するケースがあり、市場で買い入れた分は前者である¹⁵。通常、買い入れ日は消却日と異なっていて、買い入れ日を特定することは困難を伴う。

さらに、買い入れ以外の国債優遇策には、

1932年4月 日銀は国債担保貸付を優遇し、最低公定歩合の適用を拡大¹⁶、

32年7月 前年の満州事変費や赤字補てん目的の国債を発行しその消化のために、標準価格、すなわち発行価格によって資産を評価できるとする国債標準価格制度を設定¹⁷、

37年4月 法人所得のうち国債利子に対する控除を拡大して、所得税を軽減¹⁸、

37年7月 国債担保貸付を優遇するべく、日銀は国債担保貸付利率を引下げるとともに、社債担保貸付も優遇して社債発行条件の悪化を食い止め、ひいては国債発行条件の悪化も防止¹⁹、
などがあげられる。これらは実施日を特定することは困難ではないが、実施の回

¹³ 日本銀行百年史編纂委員会(1984)第4巻, p. 204 参照。

¹⁴ 「東京朝日新聞」1937年8月25日、日本銀行百年史編纂委員会(1984)第4巻, p. 205 参照。

¹⁵ 「東京朝日新聞」1929年11月26日朝刊 p. 4 参照。

¹⁶ 「東京朝日新聞」1932年4月29日、野村證券(1976)p. 166、藤崎(1954) p. 243 参照。

¹⁷ 藤崎(1954)p. 341、日本銀行百年史編纂委員会(1984)第4巻, p. 48、「大阪毎日新聞」1932年5月26日、「東京朝日新聞」1933年12月28日参照。

¹⁸ 藤崎(1954)p. 359 参照。

¹⁹ 「東京朝日新聞」1937年7月15日、藤崎(1954)p. 361-62 参照。

数が少なく、ダミー変数として用いるのは適当ではない。これらの理由から、本稿では政府・日銀等の市場買い入れ以外は検討対象にしない。

§3 テストの方法

国債の日々の価格変動はマクロ変数とその発表などの影響を受けていると考えられる。そこで前稿(2021a)では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²⁰、および超長期国債(25年超物。交付債を除く)の発行(ダミー変数と公表値)、公定歩合変更(ダミー変数と公表値)を説明変数として用いたが、加えて本稿では、新発債とその前に発行された債券の利回りの差(公表値)、政府・日銀等の市場からの内国債買い入れ(ダミー変数)、計測対象の現行債と新発債との利回りの差(現新利差と呼ぶ。ダミー変数と公表値)、東株の旧株=東株旧の価格の変化幅(公表値)で代表させる株価も使用する。さらに、1920(大正9)年9月~37年12月の全期間を前後半に分けて計測し、変化があったかを調べる。具体的には金輸出再禁止が行われた31年12月13日で期間区分を行う。

用いるデータの詳細は次のとおりである。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5分利公債24種は、前掲の特別5分利公債と甲号5分利債を除いて、5分利、5年据置、55年間で償還という条件が固定されており、雑5分利公債(もしくは帝国5分利公債)として一括された²¹。これは株取引所において1923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)に分けられ、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²²。価格は、「東京日日新聞」が08年年初から帝国5分利債を報じ、23年6月からは「五分利二種」を掲載した。「第三五分利」は「東京日日新聞」に28年6月末から、「東京朝日新聞」に26年8月からそれぞれ掲載された。

²⁰ 貿易が国債価格に影響することはすでに明治後半期には認識されていたとみられる。例えば「東京朝日新聞」1900年2月14日p.2、志村(1908,p.15)、阪田(1912,p.17-18)、「東京日日新聞」1922年11月14日p.6参照。また、物価については「東京朝日新聞」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。同紙1891年7月11日p.2、1894年2月23日p.1参照。

²¹ これらの債券を「大日本帝国政府五分利公債」として共通に発行し、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月からその価格記事が掲載されている。前稿(2021a)の§2に掲げた下線付きの債券(鉄道公債、事業公債、震災善後費公債など)と、禄高整理公債、鉄道及軽便鉄道買収公債、海軍軍備制限補償公債などが含まれる。

²² 「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うのが如き面倒も生じ」(「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。

1908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²³、10年に発行された第1回4分利債の現物は同年4月から、それぞれ取引された。価格は「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²⁴、第1回4分利債は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²⁵であるため、時期により、前場の直取引のみ掲載²⁶、あるいは長期清算取引²⁷の前場の当限と後場は掲載がない²⁸、などのケースがある。

マクロ経済指標の出所は大蔵省理財局（各年）である。マクロ経済指標の公表、公定歩合の変更、超長期国債の発行、政府・日銀等の国債買い入れの日は新聞の初報に基づき特定する。貿易入超はデータの連続性を考慮して内地のみの計数を用い、変動幅が大きいので、輸出額で割ってノーマライズする。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。発行される新発債がその直前に発行された債券と比べてどれくらい好条件であるかは、両債券の利回りの差で測る。

政府・日銀等の市場からの国債買い入れは、本稿の計測期間内では1923年に始まり、25～27年を除き37年まで断続的に続けられた。また、32～35年ころは日銀による国債売却がしばしば行われた。正確な売買額は不明であるので、ダミー変数としてだけ用いる。

さらに、計測対象の既に発行されている債券（現行債）が新発債と比べてどれほどの条件であるかは、現行債の複利最終利回り和新発債のそれとの差（現新利差）で測る。現行債として甲号5分利債をとると、その最終利回りが新発債よりも高いケース（現新利差高と呼ぶ）は14回で全て期間区分の後半期にある。低いケース（現新利差低と呼ぶ）は35回あって、うち27回が前半であり、後半期は8回しかなく、これではサンプル不足で説明変数としては使えない。第1回4分利債は、現新利差高が49回（27回が前半期、22回が後半期）、現新利差高低は0回である。現新利差高か現新利差高低かにより、ダミー変数・公表値ともそれぞれ別の変数にして計測に用いる。雑5分利債をとると、現新利差高が44回

²³ 大蔵省(1937)p. 773 参照。

²⁴ 「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。

²⁵ 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。

²⁶ 「受渡日とし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。

²⁷ 長期清算取引の限月は3週間3限制(11年8月～)、2か月3限制(25年11月～)、3か月3限制(29年5月～)。東京株式取引所(1938)統計凡例 p. 2、「東京朝日新聞」1925年11月8日参照。

²⁸ 東京株式取引所(1928)p. 512 参照。

(22回が前半期、22回が後半期) あるが、現新利差高低は5回しかなくこれもサンプル不足である。

最後に株価(東株旧のそれ)の変化であるが、これと債券価格の変化とが逆方向である場合と同方向である場合の2とおりがある。株式の値上がりで資金が債券から株式に向かうと債券価格は下落する²⁹、あるいは、株式の値下がり(または値上がり)で市場全般の人气が悪化(または良化)すると債券価格も下落(または上昇)する³⁰、の両ケースである。ただし、他の要因の影響を排除した上で、これらを判然と分類することは容易ではないので、ケース分けは行わず、説明変数は1種類だけとして取り扱う。

イベント・スタディの方法により、これらの変数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、影響がイベント発生の当日か翌日³¹という短期間で終われば、市場は効率的であると判断する。また、即時的な影響が有意であり、かつ、イベント発生の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、市場は情報の処理に手間取っており非効率的であると判断する。

即時的な影響が存在しない場合には、効率的か非効率的かの判定はできないが、その場合でもその後において影響が残存していれば、情報の処理に手間取っていることには変わりはなく、この場合を「非効率性を示唆する」と称することにする。

前述のように、非効率性を示す説明変数、あるいは非効率性を示唆する変数が一つでもあれば、市場は非効率的であると判定する。即時的に有意な変数がないとしても、非効率性を示唆する変数があることは、情報の処理に時間がかかることを意味することに他ならないからである。

非効率的であるとは、具体的には、イベント発生のx営業日以降に影響が有意に持続することである。ただし、xを選ぶ客観的な基準はない。そこで、結果の頑健性を高めるためにxとして2、4、6を用い、これらをそれぞれ2日後基準、

²⁹ 「東京朝日新聞」1933年10月17日参照。

³⁰ 「東京朝日新聞」1932年12月20日、1934年7月10日参照。

³¹ 国債の後場取引は、1920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等が発表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、マクロ指標等の発表時刻を正確に特定することはできない。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ず、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。なお、市況の夕刊掲載は「東京朝日新聞」が21年2月から、「東京日日新聞」23年11月からである。また、戦前の夕刊は43年10月まで発行の日付を翌日付としていた。釜江(2021a)参照。

4日後基準、6日後基準と呼ぶ。本稿では $x=4$ としてのテスト結果を主に考慮する。

計測においては当日と前営業日との国債価格の差 Δp 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 $D_{ik} (k=0, 1, \dots, 7)$ を使い、7日後までの影響を調べる。K番目のダミー D_{ik} は第 i イベント生起の k 営業日前にのみ1をとり他の日は0である。

$$(1) \quad \Delta p = f(D_{i0}, D_{i1}, D_{i2}, \dots, D_{i7}, \text{const.})$$

このようにすれば、 D_{ik} はイベントの k 営業日後価格への影響をとらえることができる。なお、マルチコを避けるために、複数のイベントの影響を同時に計測するのではなく、いわゆる単回帰、つまり単一のイベントを示す説明変数を用いて、その影響を複数日にわたりとらえる方法による。

第2に、説明変数としてイベントそれぞれの公表値 RAW_{ik} そのものを使う。 RAW_{ik} は第 i イベントの k 営業日前にのみ値を持つ。

$$(2) \quad \Delta p = f(RAW_{i0}, RAW_{i1}, RAW_{i2}, \dots, RAW_{i7}, \text{const.})$$

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、釜江(2017)と同様に Newey-West の方法を採用する。

§4 テストの結果と説明

1920年9月～37年12月の期間の計測結果は次のとおりであり、5%水準で有意性を判定する。被説明変数の定常性は表記しないが確認できる。式(1)、(2)の結果は表3～表6のとおりである。以下で特記しないものは2、4、6日後の全ての基準によることを示すが、特に4日後基準の結果を注視する。

最初に、期間全体をとおしての結果である。まず雑5分利債であるが(表3)、効率性を示すのは、新発債とその直前発行債の利回りの差に関して(公表値、6日後基準のみ)である。非効率性を示すのは、新発債とその直前発行債の利回りの差に関して(公表値、2、4日後基準)と株価変化の公表値に関して、である。

即時的影響はないが、影響が長く残って非効率性を示唆するのは、貿易に関して(ダミーと公表値のともに2、4日後基準)、小売物価に関して(ダミー・公表値のともに4、6日後基準)と国債発行に関して(ダミー、2、4日後基準)、公定歩合に関して(公表値)、国債買い入れに関して(ダミー、2日後基準)、現新利差高に関して(ダミー・公表値のともに2、4日後基準)である。これらから、雑5分利債は非効率的事であることが導かれる。

ところで、計測結果から株価変化は債券価格の変化と同時的な連動関係が認められ、その即時的影響は強い。これは下記の甲号5分利債と第1回4分利債についても同様である。つまり、株価の影響は他の要因と異なり、即時的であって持続しない傾向があり、したがって効率性を示しやすい。その理由として、他の指標がほぼ月次かそれに近い変化を示すのに対して、株価が毎日、しかも正負の変動をくり返しがちであることから、その影響が直ちに発生してかつ持続し難いことがあげられよう。そこで、株価の影響を考慮に入れないと結果がどう変わるかをみると、雑5分利債は公表値に関し6日後基準についてのみ非効率性の示唆に変わるが、2、4日後基準では非効率的事のままである。

次に、甲号5分利債と第1回4分利債を計測する(表4)。効率性を示すのは、甲号債が新発債とその直前発行債の利回りの差の公表値に関して(6日後基準)と株価変化の公表値に関して、4分利債は公定歩合公表値に関してと株価変化の公表値に関して、である。非効率性を示すのは甲号債が新発債とその直前発行債の利回りの差の公表値に関して(2、4日後基準)である。

非効率性を示唆するのは、甲号債が貿易のダミーに関して(2日後基準)、小売物価に関して(ダミーの2、4日後基準と公表値の2日後基準)、国債発行ダミーに関して(2、4日後基準)、公定歩合に関して(ダミー・公表値とも)、現新利差高に関して(公表値の2、4日後基準)であり、4分利債は卸売物価ダミーに関して、国債発行ダミーに関して(2、4日後基準)、新発債より高い現行債利回りに関して(ダミー・公表値とも。2、4日後基準)である。

これらから、甲号債、4分利債ともに非効率性が示唆される、つまり、両銘柄とも非効率的事である。また、株価の影響を考慮しない場合も結果は変わらない。さらに、この結果は別稿(釜江(2021b)で株式の分析に用いたのと同じ3指標だけを使っても同様である。

続いて、期間を前後半に区分する。区分時点は金輸出再禁止が行われた1931

年12月13日である。第1の雑5分利債（表5a、5b）には、ダミー変数に関する反応で効率性を示すものはない。長い影響があり非効率性が示唆されるのは、前半で貿易（2日後基準）、小売物価（2日後基準）、国債発行（2、4日後基準）、国債買い入れ（2日後基準）、現新利差高（2日後基準）に関し、後半では小売物価、国債発行、公定歩合（以上いずれも2、4日後基準）に関して、である。

雑5分利債の公表値に関する反応は、後半の新発債と直前発行債の利回りとの差（6日後基準）に関してと、株価変化に関して効率的であり、前半の株価変化に関してと、新発債と直前発行債の利回りとの差（2、4日後基準）に関して非効率性である。長い影響があるのは、前半の貿易（2、4日後基準）、国債発行（2日後基準）、現新利差高（2日後基準）に関してと、後半の小売物価（2、4日後基準）、公定歩合（2、4日後基準）、現新利差高（2、4日後基準）に関して、である。これらから、前・後半とも非効率性である。

第2に、甲号債（表6a、6b）はダミー変数を使う場合、前半で卸売物価に関して効率的である。前半の貿易（2日後基準）、国債発行（2、4日後基準）、公定歩合（2、4日後基準）に関し、および後半の公定歩合（2、4日後基準）、国債買い入れ（2、4日後基準）に関してそれぞれ長い影響があり、非効率性が示唆される。

甲号債に公表値を使う場合は、前半の株価変化と、後半の貿易（4、6日後基準）、公定歩合（6日後基準）、株価変化に関して効率的であり、後半の貿易（2日後基準）、新発債と直前発行債の利回りとの差、公定歩合（2、4日後基準）に関して非効率性である。前半の国債発行（2、4日後基準）、新発債と直前発行債の利回りとの差（2日後基準）に関して長い影響がある。これらから、前半は非効率性の示唆、後半は非効率性が得られる。

第3に、4分利債（表6c、6d）はダミー変数に関して、前半は有意なものはない。後半は卸売物価、小売物価（2日後基準）、国債発行（2、4日後基準）、現新利差高（2、4日後基準）に関して長い影響があり、非効率性が示唆される。

4分利債に公表値を使う場合は、前半で貿易、公定歩合、株価変化に関し、後半で株価変化に関して効率的である。前半の国債発行と、後半の卸売物価、小売物価（2日後基準）、新発債と直前発行債の利回りとの差（2日後基準）、公定歩合、現新利差高（2、4日後基準）に関しては長い影響があり、非効率性が示唆される。これらから、前・後半とも非効率性の示唆が得られる。

期間区分の結果をまとめると、前半は4分利債・甲号債・雑5分利債のいずれも非効率性が示唆される。後半では4分利債が非効率性の示唆であるのに対し、雑5分利債・甲号債は非効率性である。また、株価の影響を考慮しない場合でも大きな違いはない。

最後に、期間区分して主に4日後基準の結果に焦点を当てると、効率性を示す指標が前半においてわずかながらもより多かった。この原因としては、買い入れが1937年に30年と並んでひんぱんに行われ、金額も37年に拡大したこと（表2）、§2に示したように、買い入れ以外にも、32年以降に国債優遇策が多く採用されたことがある。これらによって取引の自由度が損なわれ、市場メカニズムが作用しにくくなったことがあげられよう。

なお、この結果は、別稿（釜江(2021b)で株式の分析に用いたのと同じく3指標だけを使い、4日後基準の結果に焦点を当ててもほぼ同様であるが、違いは甲号債だけが前・後半とも効率的であることである。

また、別稿で取り上げた株式10銘柄を上記の期間においてテストすると、表7に示されるように、3銘柄（東電、満鉄、郵船）が効率的であり、非効率性の示唆の4銘柄（鐘紡、北炭、鋼管、王子）を併せて5銘柄（さらに日石）が非効率的である。

表8によれば、同一期間における株式10銘柄と債券の分散を比べると、予想されるように³²債券のそれらが小さい。このことから、マクロ指標の同幅の変化に対して、価格変動の小さい証券は大きい証券よりも、約定に時間がかかりがちであった³³、とみることができよう。そうであるとすれば、債券市場がより非効率的であることが説明できる。

³² 「債券相場の1円方の値動きは株式の10円方の値動きに相当する」（「東京日日新聞」1930年10月12日）、「1円安は国債市場の恐慌相場」（「東京朝日新聞」1930年10月4日）などと報じられている。

³³ 変動が小さいとは同じ大きさのイベントに対してより小さくしか反応しないことであり、唱えられる呼値は狭い範囲内に存在する。しかし、買呼値の存在する範囲と売呼値の範囲が合致するとは限らず、約定までに時間がかかる可能性がある。

§5 おわりに

本稿では、大正から昭和期、1920～37年のデータによって国債市場に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、甲号債、4分利債はいずれも非効率的事であることが導かれる。

1931年12月で前・後半に区分すると、前半は雑5分利債・4分利債・甲号債のいずれも非効率性が示唆される。後半では4分利債が非効率性の示唆であるのに対し、雑5分利債・甲号債は非効率的事である。つまり、これらは前・後半ともいずれも非効率的事である。これらの変化を説明すると、前半の効率的事から後半の非効率的事へ変化することの原因としては、買い入れが37年にひんぱんで、その金額も37年に拡大したこと、また、32年以降に国債優遇策が多く採られたことがあげられよう。

さらに、株式を同期間においてテストすると、一部の銘柄が効率的事であり、他の大半は非効率的事であった。これは債券価格の分散が株式のそれらより小さいことで説明できるであろう。

残された課題としては、期間の後ろへの延長があるが、それには市場の状況が計量分析に適しているかの問題がある³⁴。また対象銘柄の拡大も必要であろうがこれにはデータの制約があつて、それを乗り越える手だてが見つからず、容易ではないであろう。

³⁴ 注1参照。

<参考文献>

- 有沢広巳（監修）（1978）『証券百年史』日本経済新聞社。
- 大蔵省（1936）『明治大正財政史 國債（上）』財政経済学会。
- （1937）『明治大正財政史 國債（下）』財政経済学会。
- 理財局（各年）『金融事項参考書』内閣印刷局。
- 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
学会誌』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
- （2021a）「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」『一橋大学経営管理研究科ワーキング・ペーパー』162号、
2021年2月
- （2021b）「満鉄等株式の市場効率性Ⅱ」『一橋大学経営管理研
究科ワーキング・ペーパー』近刊。
- 小林和子（1978）「統制下の証券業者」（有沢（1978）所収）。
- 阪田實（1912）「金融の前途如何」『東洋経済新報』6月5日。
- 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。
- 武田勝（2012）「1920年代における減債基金と国債価格」（佐藤他（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（1970）『東京証券取引所20年史 規則・統計』同所。
- （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。
- 野村證券（1976）『野村證券株式会社五十年史』同社。
- 野村総合研究所（1978）『公社債要覧』同社。
- 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）。

表1 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	
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	

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2 日銀・政府等による内国債の市場買入（1923-37年）

売買開始日	主体	金額(万円)	出所
1923年4月15日	預金部	1千余	東朝5月8日
1923年12月28日	減債基金		読売24年4月8日、大毎24/4/10
1924年4月1日	減債基金		読売4/8, 東朝3/30
1928年10月4日	政府筋(日興)	(*1) 770	東朝10/5
1928年10月9日	政府筋(日興)	(*2) 190	東日10/10, 11
1929年4月11日	日銀	100	東朝4/12
1929年4月17日	政府、日銀(日興)	(*3) 500	東朝4/18, 19, 20
1929年7月16日	日銀、政府筋(*4)	78	東日7/17, 7/18
1929年8月6日	政府筋, 日銀	100(*5)	東日8/7, 8/8
1929年9月13日	日銀(減債基金)		東朝9/14, 東日9/15
1929年12月14日	日銀		東朝12/15
1929年12月19日	日銀		東日12/20
1929年12月26日	日銀		東日12/27
1930年1月10日	日銀		東日1/11, 12
1930年1月18日	日銀(減債基金)		東日1/19
1930年1月31日	日銀		東日2/1
1930年2月8日	日銀		東日2/9
1930年2月14日	日銀(減債基金) (*6)		大朝2/15, 東朝2/16
1930年2月24日	日銀		東日2/25
1930年4月5日	日銀		東日4/6
1930年4月11日	日銀		東日4/12
1930年5月15日	日銀		東日5/16
1930年6月24日	日銀(減債基金)	20	大朝6/25
1930年8月4日	日銀(山一)		東日8/5. 6. 7
1930年8月12日	日銀		東日8/13, 14, 16, 17, 東朝8/15
1930年8月20日	日銀		東日8/21
1930年8月29日	日銀(減債基金)		東朝8/31
1930年9月2日	日銀(日興)		東日9/3
1930年9月16日	日銀 (*7)		東朝9/17
1930年9月19日	日銀		東日9/20
1930年9月27日	日銀		東日9/28
1930年10月2日	日銀		東日10/3, 5, 東朝10/4
1930年10月7日	日銀		東日10/8
1930年10月13日	日銀		東日10/14, 15
1930年10月22日	日銀		東日10/23
1930年10月28日	日銀		東日10/29
1930年11月29日	日銀		東日11/30
1930年11月29日	簡保	200	東朝11/30
1930年12月17日	日銀		東日12/18, 19, 東朝12/20
1930年12月26日	日銀		東日12/27
1931年1月10日	日銀		東日1/11
1931年8月8日	日銀(減債基金) (*8)		東朝8/11
1931年9月17日	日銀(減債基金)	50	東朝9/18
1931年9月23日	日銀	300	東朝9/24
1931年9月25日	日銀		東朝9/26
1931年9月30日	日銀		東日10/1, 東朝10/2
1931年12月17日	政府筋		東日12/18
1931年12月19日	政府筋		東日12/20. 22
1932年1月14日	政府筋		東日1/15
1932年2月29日	日銀		東日3/1
1932年3月18日	政府		東日3/19
1932年4月8日	政府筋		東日4/9
1936年11月26日	預金部		読売11/27, 東朝12/4, 大毎12/8

1937年3月27日	政府(日興)		東朝3/30
1937年5月3日	政府(日興)		国民5/6
1937年5月20日	政府(日興)		東日5/21
1937年5月22日	政府(日興)/日銀		東朝5/23
1937年5月25日	政府(日興/鉄共済)		東朝5/26
1937年6月3日	政府(日興)		東朝6/4
1937年8月3日			東日8/4
1937年8月12日	日銀		読売8/31, 東日8/25
1937年8月24日	日銀	(*9)	読売8/31

注：主体は日銀、減債基金、預金部、政府（筋）、簡易保険、鉄道省共済組合。
出所のうち、東朝は「東京朝日新聞」、大朝は「大阪朝日新聞」、「時事」は時事新報、東日は「東京日日新聞」、大毎は「大阪毎日新聞」、中外は「中外商業新報」、読売は「読売新聞」、国民は「国民新聞」。
日付に年がないのは売買開始日と同年。

(*1)以下、日銀が減債基金の資金を使って、あるいは日興・山一証券などを使って買い入れることがあった。

(*2)10月10日は1200万円。大朝10月11日。また過日來の合計は3200万円。東日10月14日。

(*3)先般來の合計。

(*4)7月17日は日銀が山叶証券を使って買入れたとする見方もある。東朝7月18日。

(*5)先般の国債借換直前からの買入の合計は600～700万円。東朝8月8日。

(*6)金解禁後の買入は1300万円。大朝2月15日。

(*7)上期末以來、日平均70～80万円。東朝9月11日。

9月16日までの1週間で日銀自己資金で3827万円増。東朝9/17日。

(*8)8月8日以來700万円。東朝8月18日。

(*9)8月12日以來7500万円。読売8月31日, 東日8月25日。

表3a 雑5分利債（ダミー）の推定結果（全期間）

	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合		国債買入		現新利差高	
	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値
当日	-0.26	0.79	0.94	0.35	-0.60	0.55	1.04	0.30	-0.52	0.60	-0.05	0.96	0.99	0.32
1日後	1.84	0.07	0.53	0.60	0.45	0.65	0.25	0.80	0.44	0.66	-0.62	0.54	0.18	0.85
2日後	-0.76	0.45	1.28	0.20	-0.89	0.37	-0.51	0.61	0.06	0.95	-2.46	0.01	-0.52	0.60
3日後	2.06	0.04	0.94	0.35	-2.48	0.01	0.11	0.92	-0.05	0.96	1.29	0.20	-0.21	0.83
4日後	-1.21	0.23	0.27	0.78	-1.10	0.27	-3.00	0.00	0.97	0.33	0.01	0.99	-2.78	0.01
5日後	1.64	0.10	0.29	0.77	-1.45	0.15	-0.82	0.41	1.38	0.17	-1.44	0.15	-0.46	0.64
6日後	-0.31	0.76	0.68	0.50	-1.53	0.13	-0.38	0.70	1.90	0.06	1.33	0.18	-0.77	0.44
7日後	0.62	0.53	-1.00	0.32	-0.85	0.39	-0.72	0.47	-0.25	0.80	-0.24	0.81	-0.54	0.59

表3b 雑5分利債（公表値）の推定結果（全期間）

	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		新債利差		公定歩合		現新利差高		株価	
	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値
当日	-0.66	0.51	0.41	0.68	-0.76	0.45	1.60	0.11	-1.07	0.29	-1.34	0.18	0.97	0.33	4.47	0.00
1日後	0.73	0.47	0.73	0.47	0.77	0.44	0.70	0.48	-3.78	0.00	0.66	0.51	0.22	0.82	2.66	0.01
2日後	0.63	0.53	1.04	0.30	-0.61	0.54	-0.93	0.35	2.38	0.02	-0.11	0.91	-0.47	0.64	1.59	0.11
3日後	0.10	0.92	1.22	0.22	-2.38	0.02	-0.16	0.87	0.31	0.75	0.03	0.97	-0.22	0.83	0.01	0.99
4日後	-2.63	0.01	0.21	0.83	-0.90	0.37	-1.19	0.23	3.24	0.00	-1.64	0.10	-2.89	0.00	0.14	0.89
5日後	1.77	0.08	0.05	0.96	-1.22	0.22	-0.59	0.55	-0.87	0.38	0.53	0.60	-0.47	0.64	1.04	0.30
6日後	-0.15	0.88	0.08	0.94	-1.67	0.09	-0.20	0.84	-0.09	0.93	-2.31	0.02	-0.67	0.50	2.14	0.03
7日後	-0.73	0.46	-0.53	0.59	-0.66	0.51	-0.89	0.37	0.44	0.66	-0.79	0.43	-0.58	0.56	-0.99	0.32

表4a 甲号債（ダミー）の推定結果（全期間）

	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合		国債買入		現新利差低		現旧利差高	
	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値
当日	0.06	0.95	1.12	0.26	-0.35	0.73	1.26	0.21	-0.64	0.52	0.67	0.51	0.62	0.53	1.89	0.06
1日後	0.35	0.73	0.23	0.82	-0.46	0.64	0.06	0.95	1.89	0.06	-0.96	0.33	-0.04	0.97	-0.35	0.73
2日後	1.12	0.26	-0.28	0.78	-0.85	0.40	0.27	0.79	0.85	0.40	-0.03	0.97	-0.08	0.94	0.39	0.70
3日後	2.58	0.01	1.22	0.22	-1.75	0.08	-0.64	0.52	-0.38	0.70	-0.33	0.74	-0.42	0.68	-1.16	0.25
4日後	-0.07	0.94	-0.16	0.87	-1.06	0.29	-2.27	0.02	-0.23	0.82	-1.27	0.20	-1.38	0.17	-1.88	0.06
5日後	0.55	0.58	0.73	0.47	-1.94	0.05	-2.15	0.03	3.07	0.00	-1.75	0.08	-1.58	0.11	-0.98	0.32
6日後	0.26	0.79	-0.33	0.74	-0.78	0.43	-0.98	0.33	1.81	0.07	0.22	0.83	-0.73	0.46	-0.95	0.34
7日後	-0.75	0.46	-0.13	0.90	-0.08	0.94	0.46	0.65	-0.22	0.83	1.57	0.12	-0.53	0.59	1.04	0.30

表4b 甲号債（公表値）の推定結果（全期間）

	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合		国債買入		現新利差低		現旧利差高		株価	
	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値
当日	0.71	0.48	0.37	0.71	-0.40	0.69	1.72	0.09	-3.53	0.00	-1.51	0.13	0.66	0.51	1.85	0.06	5.71	0.00
1日後	-0.86	0.39	0.15	0.88	-0.32	0.75	0.59	0.56	-2.86	0.00	0.39	0.70	-0.08	0.93	-0.42	0.67	2.37	0.02
2日後	1.20	0.23	0.16	0.87	-0.48	0.63	-0.74	0.46	1.93	0.05	-0.12	0.90	-0.03	0.98	0.48	0.63	1.52	0.13
3日後	-1.31	0.19	0.55	0.58	-1.96	0.05	-1.28	0.20	5.35	0.00	-1.36	0.17	-0.40	0.69	-1.13	0.26	-1.89	0.06
4日後	0.47	0.64	-0.41	0.69	-1.06	0.29	-1.13	0.26	2.08	0.04	0.86	0.39	-1.32	0.19	-2.06	0.04	0.42	0.68
5日後	0.01	0.99	0.83	0.41	-1.71	0.09	-0.06	0.95	-0.25	0.80	-1.68	0.09	-1.54	0.12	-1.09	0.28	1.87	0.06
6日後	-1.38	0.17	-0.08	0.94	-0.84	0.40	-1.00	0.32	-1.32	0.19	-1.25	0.21	-0.77	0.44	-0.89	0.37	0.93	0.35
7日後	-1.19	0.23	-0.11	0.91	0.00	1.00	-1.45	0.15	0.77	0.44	0.91	0.36	-0.52	0.60	1.09	0.28	0.45	0.65

表4c 4分利債（ダミー）の推定結果（全期間）

	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合		国債買入		現旧利差高	
	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値
当日	-0.06	0.95	-0.54	0.59	1.05	0.29	0.33	0.74	0.77	0.44	-0.22	0.83	1.53	0.13
1日後	1.13	0.26	0.71	0.48	-0.23	0.82	-0.38	0.70	1.46	0.14	0.60	0.55	-0.25	0.80
2日後	0.40	0.69	-0.02	0.98	0.01	1.00	-0.87	0.38	0.56	0.58	-0.34	0.73	0.08	0.93
3日後	0.77	0.44	-0.73	0.47	-1.01	0.31	-0.26	0.79	-0.82	0.41	-0.78	0.44	-0.96	0.34
4日後	0.04	0.97	1.39	0.17	-0.94	0.34	-1.63	0.10	0.33	0.74	-0.92	0.36	-2.15	0.03
5日後	0.91	0.36	0.22	0.83	-1.40	0.16	-2.08	0.04	0.52	0.60	-1.55	0.12	-1.87	0.06
6日後	-0.15	0.88	-1.98	0.05	-1.09	0.28	-0.96	0.34	1.11	0.27	0.40	0.69	-1.19	0.24
7日後	-0.55	0.58	1.22	0.22	-0.90	0.37	-0.21	0.83	1.86	0.06	-0.15	0.88	0.36	0.72

表4d 4分利債（公表値）の推定結果（全期間）

	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		新債利差		公定歩合		現新利差高		株価	
	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値
当日	-1.90	0.06	-1.00	0.32	1.02	0.31	-0.38	0.70	1.05	0.29	-1.95	0.05	0.54	0.59	6.04	0.00
1日後	-0.34	0.73	0.50	0.62	0.08	0.94	-0.83	0.41	-0.94	0.35	-0.05	0.96	-0.60	0.55	3.85	0.00
2日後	0.21	0.83	0.04	0.97	0.02	0.99	-1.02	0.31	1.47	0.14	-1.32	0.19	-0.65	0.52	0.61	0.54
3日後	-0.32	0.75	-1.07	0.29	-0.88	0.38	-0.40	0.69	-0.33	0.74	1.26	0.21	-0.28	0.78	0.29	0.77
4日後	-1.14	0.25	1.20	0.23	-0.76	0.45	-1.26	0.21	1.17	0.24	-0.83	0.41	-1.79	0.07	-0.61	0.54
5日後	0.34	0.73	0.18	0.85	-1.25	0.21	-1.64	0.10	0.87	0.39	0.06	0.95	-2.29	0.02	1.01	0.31
6日後	-0.59	0.55	-1.80	0.07	-1.26	0.21	-0.30	0.76	-0.98	0.33	-0.68	0.50	-1.16	0.25	1.40	0.16
7日後	-0.93	0.35	1.17	0.24	-0.94	0.35	-1.08	0.28	0.71	0.48	-1.06	0.29	-0.14	0.89	0.44	0.66

表5a 雑5分利債（ダミー）の推定結果（期間区分）

前半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合		国債買入		現旧利差高	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.49	0.62	1.20	0.23	-0.70	0.48	0.92	0.36	-0.51	0.61	-0.41	0.68	0.87	0.39
1日後	1.61	0.11	0.13	0.90	1.00	0.32	-0.19	0.85	-0.01	1.00	-1.01	0.31	-0.36	0.72
2日後	-0.32	0.75	1.79	0.07	-1.09	0.28	-2.20	0.03	-0.33	0.74	-2.68	0.01	-2.32	0.02
3日後	2.43	0.02	0.43	0.67	-1.93	0.05	0.56	0.57	0.32	0.75	1.53	0.13	0.22	0.82
4日後	-1.68	0.09	1.18	0.24	-0.55	0.58	-2.21	0.03	0.33	0.74	-0.04	0.97	-1.91	0.06
5日後	1.47	0.14	0.50	0.62	-0.18	0.86	-0.55	0.58	1.23	0.22	-1.16	0.25	-0.17	0.86
6日後	-0.21	0.83	1.09	0.28	-1.64	0.10	-0.48	0.63	1.35	0.18	1.39	0.16	-1.04	0.30
7日後	0.45	0.66	-0.62	0.54	-0.71	0.48	-0.65	0.52	-1.11	0.27	-0.02	0.98	-0.41	0.68

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合		国債買入		現旧利差高	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.56	0.58	-0.58	0.56	0.10	0.92	0.54	0.59	-0.37	0.71	0.26	0.80	0.54	0.59
1日後	1.00	0.32	1.13	0.26	-1.24	0.21	0.37	0.71	0.96	0.34	0.77	0.44	0.37	0.71
2日後	-1.15	0.25	-1.28	0.20	0.19	0.85	0.62	0.53	0.31	0.76	-0.24	0.81	0.62	0.53
3日後	-0.33	0.74	1.41	0.16	-1.58	0.11	-0.85	0.40	-1.46	0.14	-0.39	0.69	-0.85	0.40
4日後	0.53	0.60	-1.64	0.10	-1.38	0.17	-2.05	0.04	2.13	0.03	0.25	0.80	-2.05	0.04
5日後	0.77	0.44	-0.37	0.71	-2.55	0.01	-0.66	0.51	0.91	0.36	-0.63	0.53	-0.66	0.51
6日後	-0.31	0.76	-0.67	0.50	-0.36	0.72	-0.09	0.93	1.35	0.18	0.53	0.60	-0.09	0.93
7日後	0.58	0.56	-0.87	0.38	-0.49	0.63	-0.37	0.71	1.64	0.10	-0.23	0.82	-0.37	0.71

表5b 雑5分利債（公表値）の推定結果（期間区分）

前半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合		国債買入		現旧利差高		株価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.89	0.37	0.66	0.51	-0.77	0.44	-0.30	0.76	0.21	0.84	-1.44	0.15	0.91	0.36	3.55	0.00
1日後	0.22	0.83	0.34	0.73	1.20	0.23	0.85	0.39	-1.19	0.23	1.54	0.12	-0.39	0.70	1.50	0.13
2日後	0.24	0.81	1.49	0.14	-0.62	0.54	-2.70	0.01	0.51	0.61	0.00	1.00	-2.28	0.02	0.78	0.44
3日後	0.40	0.69	0.89	0.38	-1.80	0.07	-0.99	0.32	1.72	0.08	-0.44	0.66	0.24	0.81	-0.08	0.93
4日後	-2.35	0.02	0.90	0.37	-0.45	0.65	-1.32	0.19	0.74	0.46	-0.86	0.39	-1.91	0.06	1.68	0.09
5日後	1.71	0.09	0.23	0.82	0.02	0.99	-0.34	0.73	-0.24	0.81	0.81	0.42	-0.18	0.86	0.43	0.67
6日後	-0.56	0.58	0.43	0.67	-1.60	0.11	0.36	0.72	0.80	0.43	-1.81	0.07	-1.00	0.32	2.16	0.03
7日後	-1.28	0.20	-0.10	0.92	-0.39	0.70	-0.46	0.65	-1.40	0.16	0.11	0.92	-0.48	0.63	-1.55	0.12

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		新債利差		公定歩合		現旧利差高		株価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.85	0.39	-0.58	0.56	-0.02	0.98	1.66	0.10	-0.96	0.34	0.12	0.90	0.48	0.63	3.04	0.00
1日後	1.38	0.17	1.25	0.21	-1.30	0.19	0.59	0.55	-20.68	0.00	-1.12	0.26	0.49	0.62	2.35	0.02
2日後	0.75	0.45	-1.33	0.18	-0.01	0.99	-0.72	0.47	4.46	0.00	-0.11	0.91	0.84	0.40	1.47	0.14
3日後	-0.45	0.65	1.32	0.19	-1.67	0.10	0.05	0.96	-4.19	0.00	1.75	0.08	-0.87	0.39	0.10	0.92
4日後	-1.10	0.27	-1.58	0.11	-1.28	0.20	-0.92	0.36	5.37	0.00	-3.23	0.00	-2.26	0.02	-1.63	0.10
5日後	0.70	0.48	-0.46	0.65	-2.58	0.01	-0.67	0.51	-1.82	0.07	-0.70	0.48	-0.63	0.53	1.34	0.18
6日後	0.38	0.70	-0.86	0.39	-0.51	0.61	-0.43	0.67	-0.52	0.61	-1.42	0.16	0.01	1.00	0.63	0.53
7日後	0.91	0.36	-0.77	0.44	-0.52	0.60	-0.89	0.38	0.93	0.35	-1.40	0.16	-0.36	0.72	0.65	0.52

表6a 甲号債（ダミー）の推定結果（期間区分）

前半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合		国債買入		現新利差低	
	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値
当日	-0.54	0.59	2.21	0.03	-0.57	0.57	0.32	0.75	-0.88	0.38	-0.07	0.95	0.63	0.53
1日後	1.39	0.16	0.61	0.54	-0.86	0.39	0.50	0.61	1.41	0.16	-1.07	0.28	0.74	0.46
2日後	1.45	0.15	-0.56	0.58	-0.70	0.48	-0.50	0.62	1.05	0.29	0.10	0.92	-1.49	0.14
3日後	2.80	0.01	0.81	0.42	-1.36	0.17	0.50	0.62	-0.33	0.74	-0.58	0.56	0.35	0.72
4日後	-0.44	0.66	-0.15	0.88	-1.04	0.30	-1.58	0.11	0.61	0.54	-1.21	0.23	-0.69	0.49
5日後	0.61	0.54	1.85	0.06	-1.52	0.13	-2.35	0.02	2.11	0.03	-1.19	0.23	-1.34	0.18
6日後	0.70	0.48	-0.32	0.75	-0.91	0.36	-0.96	0.34	1.06	0.29	-0.04	0.97	0.05	0.96
7日後	-0.57	0.57	0.69	0.49	0.13	0.89	0.19	0.85	-0.15	0.88	1.77	0.08	-1.24	0.21

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合		国債買入		現新利差低	
	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値
当日	1.21	0.23	-0.75	0.45	0.43	0.66	1.32	0.19	0.28	0.78	1.33	0.18	1.69	0.09
1日後	-1.05	0.30	-0.64	0.52	0.53	0.60	-0.30	0.77	1.46	0.15	-0.15	0.88	0.29	0.77
2日後	-0.20	0.84	0.44	0.66	-0.48	0.63	1.19	0.24	-0.55	0.58	-1.12	0.26	-1.13	0.26
3日後	0.24	0.81	1.07	0.29	-1.10	0.27	-1.21	0.23	-0.28	0.78	0.89	0.37	-1.34	0.18
4日後	0.79	0.43	-0.06	0.96	-0.33	0.74	-1.70	0.09	-0.77	0.44	-0.39	0.69	-1.11	0.27
5日後	0.06	0.95	-1.26	0.21	-1.21	0.23	-0.17	0.87	2.29	0.02	-2.27	0.02	1.34	0.18
6日後	-0.85	0.40	-0.11	0.91	-0.01	0.99	-0.39	0.70	1.78	0.07	1.28	0.20	0.45	0.65
7日後	-0.49	0.63	-0.74	0.46	-0.26	0.79	0.92	0.36	-0.19	0.85	-0.30	0.76	-1.19	0.24

表6b 甲号債（公表値）の推定結果（期間区分）

前半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合		国債買入		現新利差低		株価	
	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値
当日	-0.85	0.40	1.21	0.23	-0.48	0.63	-0.48	0.63	0.44	0.66	-1.51	0.13	0.68	0.50	7.01	0.00
1日後	-0.51	0.61	0.50	0.62	-0.50	0.61	1.28	0.20	-0.28	0.78	1.33	0.18	0.71	0.48	2.83	0.00
2日後	-0.30	0.77	0.04	0.97	-0.22	0.83	-1.79	0.07	1.66	0.10	-0.25	0.80	-1.49	0.14	1.81	0.07
3日後	-1.32	0.19	0.27	0.79	-1.57	0.12	-1.25	0.21	2.90	0.00	-1.51	0.13	0.40	0.69	-1.99	0.05
4日後	0.84	0.40	-0.41	0.68	-0.99	0.32	-1.01	0.31	-0.05	0.96	0.55	0.58	-0.64	0.52	0.37	0.71
5日後	-0.92	0.36	1.68	0.09	-1.18	0.24	-2.18	0.03	0.09	0.93	-0.32	0.75	-1.31	0.19	1.14	0.25
6日後	-1.84	0.07	0.12	0.90	-0.84	0.40	0.66	0.51	-1.00	0.32	-0.36	0.72	0.02	0.98	1.90	0.06
7日後	-1.00	0.32	0.60	0.55	0.30	0.76	-1.03	0.30	-0.34	0.74	1.24	0.21	-1.25	0.21	1.23	0.22

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		新債利差		公定歩合		現新利差高		株価	
	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値
当日	3.62	0.00	-0.78	0.44	0.27	0.78	1.77	0.08	-3.71	0.00	-0.52	0.60	1.67	0.09	3.39	0.00
1日後	-0.70	0.48	-0.55	0.58	0.44	0.66	0.43	0.67	-5.57	0.00	-2.04	0.04	0.31	0.76	0.72	0.47
2日後	2.04	0.04	0.39	0.70	-0.52	0.60	-0.21	0.84	1.10	0.27	0.34	0.73	-1.15	0.25	0.78	0.43
3日後	-0.32	0.75	0.88	0.38	-1.12	0.26	-1.15	0.25	4.56	0.00	0.03	0.97	-1.37	0.17	-1.14	0.25
4日後	-0.30	0.77	-0.02	0.98	-0.33	0.74	-1.05	0.29	5.55	0.00	0.69	0.49	-1.18	0.24	0.30	0.77
5日後	1.00	0.32	-1.28	0.20	-1.23	0.22	0.73	0.46	-0.34	0.74	-2.29	0.02	1.34	0.18	1.58	0.11
6日後	0.64	0.52	-0.32	0.75	-0.10	0.92	-1.69	0.09	-1.63	0.10	-1.87	0.06	0.57	0.57	-0.40	0.69
7日後	-0.61	0.54	-0.68	0.50	-0.33	0.74	-1.26	0.21	1.92	0.05	0.07	0.94	-1.27	0.20	-0.45	0.65

表6c 4分利債（ダミー）の推定結果（期間区分）

前半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合		国債買入		現新利差高	
	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値
当日	-0.08	0.93	-0.80	0.42	0.03	0.98	0.24	0.81	-1.42	0.16	-0.20	0.84	0.37	0.71
1日後	0.17	0.87	1.15	0.25	-0.05	0.96	0.08	0.93	0.86	0.39	0.06	0.95	-0.27	0.78
2日後	1.59	0.11	-0.66	0.51	0.28	0.78	-0.69	0.49	0.08	0.94	0.25	0.80	-0.47	0.64
3日後	0.42	0.68	-0.03	0.98	0.18	0.86	-0.46	0.64	0.11	0.92	-0.76	0.44	-0.47	0.64
4日後	0.85	0.40	1.29	0.20	-0.29	0.77	-0.67	0.50	-0.35	0.73	-0.70	0.48	-0.84	0.40
5日後	-0.12	0.90	0.90	0.37	-1.29	0.20	-1.61	0.11	0.86	0.39	-1.44	0.15	-1.87	0.06
6日後	-0.68	0.50	-1.04	0.30	-1.01	0.31	-0.34	0.73	0.33	0.74	0.34	0.73	-0.55	0.58
7日後	0.27	0.79	1.09	0.28	-0.65	0.52	-0.86	0.39	1.07	0.28	0.12	0.90	-0.85	0.40

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		公定歩合		国債買入		現新利差高	
	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値
当日	0.37	0.71	0.00	1.00	1.55	0.12	0.27	0.79	1.65	0.10	0.26	0.80	0.27	0.79
1日後	-0.27	0.78	-0.24	0.81	-0.35	0.73	-0.65	0.52	1.23	0.22	1.32	0.19	-0.65	0.52
2日後	-0.47	0.64	0.80	0.42	-0.43	0.67	-0.60	0.55	0.60	0.55	-1.84	0.07	-0.60	0.55
3日後	-0.47	0.64	-1.37	0.17	-2.65	0.01	0.27	0.79	-1.57	0.12	-0.57	0.57	0.27	0.79
4日後	-0.84	0.40	0.62	0.53	-1.47	0.14	-2.12	0.03	0.49	0.62	-0.45	0.65	-2.12	0.03
5日後	-1.87	0.06	-0.62	0.53	-0.59	0.56	-1.39	0.16	-0.50	0.62	-0.51	0.61	-1.39	0.16
6日後	-0.55	0.58	-1.95	0.05	-0.45	0.65	-1.12	0.26	1.10	0.27	0.34	0.74	-1.12	0.26
7日後	-0.85	0.40	0.59	0.55	-0.62	0.54	1.53	0.12	1.71	0.09	-1.22	0.22	1.53	0.12

表6d 4分利債（公表値）の推定結果（期間区分）

前半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		新債利差		公定歩合		現新利差高		株価	
	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値
当日	-2.22	0.03	-1.21	0.23	0.31	0.76	0.76	0.45	0.02	0.98	-1.23	0.22	0.40	0.69	4.59	0.00
1日後	-1.09	0.28	0.80	0.43	0.39	0.70	-1.46	0.14	0.75	0.46	2.16	0.03	-0.24	0.81	3.50	0.00
2日後	-0.83	0.41	-0.39	0.70	0.42	0.68	-1.92	0.05	0.46	0.64	-1.12	0.26	-0.42	0.68	0.91	0.36
3日後	-1.34	0.18	-0.34	0.73	0.22	0.82	-1.79	0.07	1.37	0.17	0.28	0.78	-0.43	0.67	0.60	0.55
4日後	-0.88	0.38	1.08	0.28	-0.06	0.95	-0.07	0.94	0.61	0.54	-0.94	0.35	-0.85	0.39	-0.19	0.85
5日後	-0.29	0.77	0.85	0.40	-0.97	0.33	-5.16	0.00	0.77	0.44	-0.33	0.75	-1.85	0.06	0.35	0.72
6日後	-0.92	0.36	-0.82	0.41	-1.02	0.31	-0.42	0.68	-0.17	0.87	0.65	0.52	-0.57	0.57	1.54	0.12
7日後	-0.35	0.73	1.10	0.27	-0.59	0.56	-4.53	0.00	0.41	0.68	-0.09	0.93	-0.80	0.42	1.42	0.16

後半	貿易		卸売物価		小売物価		国債発行		新債利差		公定歩合		現新利差高		株価	
	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値	t 値	P 値
当日	-0.45	0.65	-0.08	0.94	1.49	0.14	-0.92	0.36	1.43	0.15	-1.57	0.12	0.41	0.68	4.32	0.00
1日後	0.98	0.32	-0.12	0.91	-0.45	0.65	-0.75	0.46	-1.17	0.24	-1.24	0.21	-0.61	0.54	2.10	0.04
2日後	0.97	0.33	0.75	0.45	-0.57	0.57	-0.87	0.39	1.89	0.06	-0.93	0.35	-0.50	0.62	0.11	0.91
3日後	1.12	0.26	-1.71	0.09	-2.54	0.01	0.67	0.51	-4.99	0.00	1.69	0.09	0.20	0.84	-0.15	0.88
4日後	-0.67	0.50	0.64	0.52	-1.46	0.15	-1.80	0.07	1.49	0.14	-0.51	0.61	-2.19	0.03	-0.65	0.51
5日後	1.00	0.32	-0.78	0.44	-0.65	0.52	-1.35	0.18	0.66	0.51	0.67	0.50	-1.37	0.17	1.14	0.25
6日後	0.39	0.69	-2.14	0.03	-0.51	0.61	-0.39	0.69	-1.17	0.24	-1.11	0.27	-1.16	0.25	0.71	0.48
7日後	-0.90	0.37	0.55	0.59	-0.65	0.51	0.45	0.65	0.67	0.51	-2.12	0.03	1.72	0.09	-0.67	0.50

表7-a1 東株旧（ダミー）の推定結果（1920年9月～37年12月）

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.10	0.92	-0.65	0.52	0.87	0.38
1日後	-0.25	0.81	-0.28	0.78	0.58	0.56
2日後	-0.01	0.99	0.41	0.69	-0.01	0.99
3日後	0.09	0.93	-0.75	0.45	0.69	0.49
4日後	0.42	0.67	-0.43	0.67	-1.38	0.17
5日後	0.07	0.95	0.03	0.98	-0.09	0.93
6日後	0.76	0.45	-0.14	0.89	-1.31	0.19
7日後	1.37	0.17	-0.93	0.35	-0.60	0.55

表7-a2 東株旧（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.79	0.43	-0.91	0.36	0.61	0.54
1日後	-1.23	0.22	-0.21	0.83	0.65	0.52
2日後	0.11	0.91	0.52	0.60	0.05	0.96
3日後	-1.00	0.32	-0.94	0.35	0.67	0.50
4日後	-0.23	0.82	-0.37	0.71	-1.26	0.21
5日後	0.47	0.64	0.02	0.98	0.03	0.98
6日後	-0.03	0.98	-0.38	0.71	-1.39	0.16
7日後	0.17	0.87	-1.05	0.29	-0.62	0.53

表7-b1 東株新（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.46	0.64	-1.34	0.18	1.21	0.23
1日後	-0.10	0.92	-0.40	0.69	-0.59	0.56
2日後	-1.75	0.08	-0.05	0.96	0.23	0.82
3日後	0.91	0.36	-0.68	0.50	0.69	0.49
4日後	0.13	0.90	-0.69	0.49	-1.27	0.20
5日後	-0.23	0.82	-0.51	0.61	-0.14	0.89
6日後	0.14	0.89	0.09	0.93	-0.63	0.53
7日後	1.39	0.17	-1.36	0.17	-1.38	0.17

表7-b2 東株新（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.89	0.06	-1.37	0.17	1.09	0.27
1日後	-0.54	0.59	-0.47	0.64	-0.52	0.60
2日後	-0.80	0.42	0.02	0.98	0.26	0.80
3日後	-0.10	0.92	-1.02	0.31	0.82	0.41
4日後	-1.57	0.12	-0.59	0.56	-1.14	0.26
5日後	0.02	0.99	-0.69	0.49	-0.01	0.99
6日後	0.25	0.80	-0.18	0.86	-0.74	0.46
7日後	-0.11	0.91	-1.52	0.13	-1.47	0.14

表7-c1 東電（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.11	0.27	-0.84	0.40	1.01	0.31
1日後	-1.86	0.06	-1.24	0.22	1.92	0.05
2日後	-0.27	0.79	0.24	0.81	-1.19	0.23
3日後	-0.77	0.44	0.92	0.36	-0.28	0.78
4日後	0.77	0.44	-0.83	0.40	0.87	0.39
5日後	-0.11	0.91	-0.39	0.70	0.34	0.74
6日後	0.25	0.81	-0.47	0.64	-1.23	0.22
7日後	0.62	0.53	0.19	0.85	0.62	0.54

表7-c2 東電（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.13	0.26	-1.00	0.32	1.06	0.29
1日後	0.07	0.94	-1.20	0.23	1.89	0.06
2日後	-1.17	0.24	0.02	0.99	-1.29	0.20
3日後	1.29	0.20	0.68	0.50	-0.48	0.63
4日後	-0.71	0.48	-1.34	0.18	0.83	0.41
5日後	0.56	0.58	-0.31	0.75	0.29	0.78
6日後	-0.98	0.33	-0.07	0.94	-1.25	0.21
7日後	-0.66	0.51	-0.42	0.67	0.75	0.45

表7-d1 鐘紡（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.32	0.19	-0.80	0.43	-0.12	0.90
1日後	-0.94	0.35	-1.40	0.16	-1.03	0.30
2日後	0.32	0.75	0.98	0.33	0.82	0.41
3日後	0.05	0.96	1.51	0.13	1.48	0.14
4日後	1.11	0.27	1.27	0.20	-1.45	0.15
5日後	0.58	0.56	0.90	0.37	-0.35	0.73
6日後	1.88	0.06	0.39	0.69	-0.15	0.88
7日後	2.68	0.01	0.35	0.72	-0.18	0.85

表7-d2 鐘紡（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-2.00	0.05	-0.75	0.46	-0.43	0.66
1日後	-0.57	0.57	-1.50	0.13	-1.21	0.23
2日後	0.57	0.57	0.93	0.35	0.52	0.61
3日後	-0.67	0.51	1.41	0.16	1.09	0.28
4日後	-1.09	0.28	1.21	0.23	-1.66	0.10
5日後	0.89	0.38	0.78	0.44	-0.23	0.82
6日後	0.35	0.72	0.34	0.73	-0.10	0.92
7日後	1.16	0.25	0.20	0.84	-0.28	0.78

表7-e1 北炭（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.42	0.67	2.26	0.02	0.63	0.53
1日後	-1.72	0.09	0.27	0.79	0.29	0.77
2日後	-0.68	0.50	1.15	0.25	-0.41	0.68
3日後	0.67	0.50	0.18	0.86	-0.10	0.92
4日後	0.85	0.40	0.06	0.95	1.00	0.32
5日後	0.28	0.78	0.18	0.86	1.15	0.25
6日後	-0.59	0.56	1.37	0.17	-0.76	0.45
7日後	1.56	0.12	-0.52	0.60	0.79	0.43

表7-e2 北炭（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.01	0.31	2.37	0.02	0.34	0.74
1日後	-0.46	0.64	-0.02	0.98	0.42	0.67
2日後	-0.22	0.82	0.73	0.47	-0.51	0.61
3日後	0.38	0.71	0.55	0.58	-0.14	0.89
4日後	-0.62	0.54	-0.18	0.86	0.91	0.36
5日後	-0.17	0.86	-0.24	0.81	1.29	0.20
6日後	-0.07	0.94	1.16	0.25	-0.49	0.63
7日後	0.82	0.41	-0.11	0.91	0.54	0.59

表7-f1 鋼管（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.14	0.25	1.75	0.08	1.69	0.09
1日後	-0.71	0.48	-1.37	0.17	-0.44	0.66
2日後	-0.39	0.69	0.85	0.40	-0.39	0.70
3日後	-0.89	0.38	-1.11	0.27	0.47	0.64
4日後	1.45	0.15	-1.23	0.22	-0.59	0.55
5日後	-2.13	0.03	-1.30	0.19	-0.16	0.87
6日後	-1.08	0.28	0.84	0.40	-1.62	0.10
7日後	-0.99	0.32	-1.14	0.26	-0.02	0.99

表7-f2 鋼管（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.97	0.33	1.69	0.09	1.61	0.11
1日後	0.69	0.49	-1.63	0.10	-0.49	0.63
2日後	-1.41	0.16	0.73	0.47	-0.57	0.57
3日後	0.88	0.38	-1.50	0.13	0.24	0.81
4日後	-2.10	0.04	-1.40	0.16	-0.73	0.47
5日後	-1.39	0.17	-1.43	0.15	-0.12	0.91
6日後	-0.29	0.77	0.85	0.40	-1.85	0.06
7日後	-1.16	0.25	-1.35	0.18	-0.18	0.86

表7-g1 日石（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.67	0.51	-0.77	0.44	1.85	0.06
1日後	-1.10	0.27	-1.21	0.23	-1.15	0.25
2日後	-0.37	0.71	1.24	0.22	-0.50	0.62
3日後	-0.08	0.94	1.37	0.17	1.74	0.08
4日後	-1.21	0.23	1.74	0.08	-0.69	0.49
5日後	0.06	0.95	0.76	0.45	0.03	0.98
6日後	1.95	0.05	-0.94	0.35	-1.11	0.27
7日後	0.66	0.51	0.45	0.66	-0.52	0.61

表7-g2 日石（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.93	0.35	-0.68	0.50	1.57	0.12
1日後	-2.30	0.02	-1.07	0.29	-1.03	0.30
2日後	0.12	0.91	1.09	0.27	-0.62	0.54
3日後	-0.60	0.55	1.00	0.32	1.53	0.13
4日後	-2.06	0.04	1.58	0.11	-0.93	0.35
5日後	-0.97	0.33	0.61	0.54	0.02	0.99
6日後	0.97	0.33	-1.08	0.28	-1.30	0.19
7日後	-1.04	0.30	-0.01	0.99	-0.58	0.56

表7-h1 満鉄（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-3.06	0.00	-1.22	0.22	1.34	0.18
1日後	-1.49	0.14	-1.69	0.09	0.26	0.79
2日後	-1.53	0.13	-1.27	0.20	-0.78	0.44
3日後	-1.61	0.11	2.66	0.01	0.94	0.35
4日後	-0.04	0.97	-0.58	0.56	0.03	0.98
5日後	-0.30	0.77	-0.02	0.98	1.05	0.30
6日後	-0.88	0.38	-0.67	0.50	1.43	0.15
7日後	-1.17	0.24	-0.54	0.59	1.73	0.08

表7-h2 満鉄（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.34	0.18	-1.43	0.15	1.37	0.17
1日後	0.64	0.52	-1.40	0.16	0.32	0.75
2日後	1.24	0.22	-1.56	0.12	-1.16	0.24
3日後	-0.61	0.54	2.45	0.01	1.15	0.25
4日後	-1.13	0.26	-0.55	0.58	-0.15	0.88
5日後	-0.13	0.89	0.00	1.00	1.08	0.28
6日後	-0.49	0.63	-0.66	0.51	0.99	0.32
7日後	-1.64	0.10	-0.37	0.71	1.64	0.10

表7-i1 郵船（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.10	0.27	0.07	0.94	0.98	0.33
1日後	-0.11	0.91	-0.49	0.62	-0.95	0.34
2日後	0.89	0.37	1.38	0.17	-0.88	0.38
3日後	-0.24	0.81	1.52	0.13	1.15	0.25
4日後	-0.27	0.78	-0.86	0.39	-1.11	0.27
5日後	0.40	0.69	1.39	0.16	-0.91	0.36
6日後	0.84	0.40	0.34	0.73	1.43	0.15
7日後	0.28	0.78	0.35	0.73	-1.46	0.14

表7-i2 郵船（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-2.30	0.02	0.07	0.94	0.70	0.48
1日後	-2.17	0.03	-0.57	0.57	-0.83	0.41
2日後	-1.38	0.17	0.84	0.40	-0.94	0.35
3日後	1.07	0.28	1.70	0.09	0.81	0.42
4日後	-1.09	0.28	-0.60	0.55	-1.11	0.27
5日後	-0.88	0.38	0.88	0.38	-0.83	0.41
6日後	0.62	0.54	0.30	0.76	1.31	0.19
7日後	-1.19	0.23	0.42	0.68	-1.46	0.14

表7-j1 王子（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.74	0.08	0.42	0.68	1.32	0.19
1日後	-1.12	0.26	-1.79	0.07	0.56	0.57
2日後	-1.79	0.07	0.11	0.91	0.75	0.45
3日後	-1.13	0.26	0.79	0.43	1.52	0.13
4日後	-1.62	0.10	-0.01	0.99	-0.04	0.97
5日後	0.24	0.81	2.17	0.03	0.04	0.97
6日後	0.80	0.42	-0.97	0.33	1.12	0.26
7日後	1.23	0.22	0.55	0.58	1.68	0.09

表7-j2 王子（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.54	0.12	0.42	0.67	1.46	0.14
1日後	-0.31	0.76	-1.91	0.06	0.59	0.55
2日後	-1.70	0.09	0.04	0.96	0.84	0.40
3日後	0.65	0.52	0.74	0.46	1.36	0.17
4日後	-2.17	0.03	-0.21	0.83	-0.02	0.98
5日後	-0.86	0.39	2.04	0.04	0.11	0.91
6日後	1.13	0.26	-1.43	0.15	0.77	0.44
7日後	-0.59	0.55	0.51	0.61	1.81	0.07

表8 証券価格変化額の分散

	期間	分散
甲号	全	#0.044
	20-31年	0.046
	32-37年	#0.042
四分利	全	0.059
	20-31年	*0.055
	32-37年	*0.064
雑五分利	全	*0.084
	20-31年	#0.11
	32-37年	0.045
東株旧	全	5.38
東株新	全	*6.43
東電	全	0.43
鐘紡	全	2.05
北炭	全	0.84
鋼管	全	1.32
日石	全	1.37
満鉄	全	0.54
郵船	全	1.53
王子	全	#0.31

注：全期間とは1920年9月～37年12月。

*と#は債券（期間別）と株式それぞれのなかで最大と最小を示す。