

預金部の国債ポートフォリオの推移と検証

平山賢一（東京海上アセットマネジメント）

当報告では、日銀引受国債発行に伴い、預金部の資金運用がどのように変化したかを検証する。預金部が国債の引受と売買・保有の両機能を果たし続けた資金運用側の実態把握を通して、郵便貯金等による資金調達側との関連性を明らかにする前提を提供したいからである。預金部の資産運用側の分析を通して、日銀を介さない自己完結的な国債を巡る資金循環（「預金部引受⇒財政支出増⇒郵便貯金増⇒預金部資金増」）だけではなく、日本銀行による対官庁国債売買の一部も明らかになるだろう。

整理・分析にあたっては、『預金部資金運用一口別明細書』を用いて預金部の主軸である国債ポートフォリオの詳細を詳らかにする。その具体的プロセスは、第一に、日銀国債引受体制が始動した1932（昭和7）年から太平洋戦争突入後の1942（昭和17）年にわたる11年間の国債個別銘柄別残高の推移表を整理した上で、国債ポートフォリオの金利変動リスクの推移をデュレーション等の定量指標を基に確認する。

第二に、預金部の引受実績と国債銘柄の残高増減を比較することで、預金部が実施した国債売買の実態を明らかにする。特に、1937年以降大量に発行された支那事变国庫債券等の三分半利債の売買と、準戦時体制突入以前に発行された五分利債や四分利債の売買との相違点に着目して、預金部の国債保有のモチベーションについて明らかにしたい。

第三に、利率別の最適ポートフォリオ（リスク調整後リターンの最大ポートフォリオ）を算出し、実際のポートフォリオとの時系列差異を明らかにする。この検証は、預金部の資金運用方針における「有利確実」の有利性の定量的把握を意図したものであり、同方針の「国家公共の利益」と「有利確実」という2つの原則のトレードオフ関係にあって、後者が優先される時期を鮮明にすることが期待される。また、これは、戦時の緊急事態という政治社会的理由以外にも、経済的国債保有動機が預金部にあった可能性を検討することも意味する。

以上の作業・検討を踏まえ、預金部の国債個別銘柄ポートフォリオと金利変動リスクに重点を置いて報告したい。

参考文献・資料

永廣頭（1994）「国債管理と預金部資金—馬場財政期の国債管理政策—」『甲南経済学論集』第35巻第1号

永廣頭（1995）「統制的国債管理政策の展開過程—日中戦争期の国債管理政策—」『甲南経済学論集』第36巻第2号

平山賢一（2019）『戦前・戦時期の金融市場』日本経済新聞出版

預金部『預金部資金運用一口別明細書』（東京大学社会科学研究所図書室阪谷文書、東北大学附属図書館所蔵）