

# 金融機関の破綻と市場機能の崩壊(Ⅲ)<sup>1)</sup>

— 不況の波及とマスコミの論調 —

望 月 和 彦

## はじめに

前稿では大正バブル崩壊の第二段階の(2)から(4)の時期のうち、株式市場および商品市場の4月末までの状況及びこの暴落に対する政府日銀の対策を取り上げるとともに、株式市場及び商品市場とくに綿糸業界のとった対応について論じた<sup>2)</sup>。その中で今回のバブル崩壊はこれらの市場がこれまで

1) 『銀行通信録』及び『東洋経済新報』は復刻版を参照したが、ページ数はオリジナル版のものを表記している。

これまでの一連の論考と同様、引用文は原則としてオリジナル表記で行い、年号は元号を用いている。ただし本稿が横書きであることを考慮して、数字はオリジナルが漢数字であっても算用数字で表記したところもある。また引用文には句読点を適宜追加している。必要に応じてルビを加えたところもある。また引用文中にある〔 〕は引用者が付け加えたものである。

雑誌『ダイヤモンド』の正式名称は『経済雑誌ダイヤモンド』であるが、本稿では『ダイヤモンド』と略記している。

本稿で頻繁に引用される文献については次のように略記している。

日本銀行調査局「世界戦争終了後ニ於ケル本邦財界動搖史」日本銀行調査局編『日本金融史資料明治大正編』(第22巻)、大蔵省印刷局、昭和33年→「財界動搖史」

高橋亀吉『大正昭和 財界変動史』上巻、東洋経済新報社、昭和29年→『財界変動史』

原奎一郎編『原敬日記』第5巻、福村出版、昭和56年→『原敬日記』

日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』第3巻、日本銀行、昭和58年→『日本銀行百年史』第3巻

ここで前稿というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」(Ⅱ)『桃山学院大学経済経営論集』第55巻第3号のことを言い、前々稿というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」(Ⅰ)『桃山学院大学経済経営論集』第55巻第1・2号、2013年10月をいう。

キーワード：大正バブル崩壊、金融梗塞、財界救済、銀行取付、モラトリアム

経験したことのない規模と程度の混乱をもたらし、政府・日銀がこれに適切に対応できなかったことを論じた。

バブル崩壊の影響は在庫の増加や一般物価の下落という形で経済全体に拡大し、最終的には企業倒産と失業の増大となって現れていく。

バブル崩壊による影響が拡大する中で、不況対策に関するマスコミの論調も熱を帯びてくる。しかし政府・日銀と同様、マスコミにもこのバブル崩壊を適切に評価する者は少なかった。またケインジアン以前の時代でもあり、不況に対する合意された処方箋というものはなく、様々な処方箋すなわちポリシーミックスが提案されたが、今日の私たちの目から見て玉石混淆であり、中には首をかしげるような主張も見られた。本稿では4月14日の大暴落の影響波及の状況と、この経済大変動に対するマスコミの論評について見る。

## 在庫の増加

株式市場や商品市場で発生したバブル崩壊の影響は一般経済にも波及していく。バブル期に盛んに行われていた各種先物取引もバブル崩壊のために受け渡しが困難となり、資金不足や品質の違いなどを口実にして受け渡しを拒否する者も現れた。また遠隔地の受け渡しは荷為替によって行われていたが、バブル崩壊後銀行が荷為替の取り扱いを拒否するようになったことから受け渡し自体が困難になっていた<sup>3)</sup>。

在庫の増加については、バブル崩壊直前に『東洋経済新報』(3月13日号)が懸念を示していたが<sup>4)</sup>、バブル崩壊後、在庫の増加は顕著になる。

『中外商業新報』は横浜港には積み荷を積んだままの商船が130隻あり、なかには十数日間も停泊しているものもあるが、これは横浜や東京といった各地の倉庫が満杯状況になっているためで、その原因は銀行が警戒して輸入品に対して振替為替を発行しないのと、輸入商が時価低落した商品を引き取

2) 大正バブル崩壊の諸段階に関しては、前々稿参照。

3) 「商品受渡困難」『大阪毎日新聞』大正9年4月17日付。

4) 拙稿「バブルの絶頂と崩壊」『桃山学院大学経済経営論集』第53巻第4号、2012年3月。

らないからだと報じている<sup>5)</sup>。横浜での貨物の大停滞の一因は3月27日から4月12日まで断続的に起こった横浜港沖人夫のストライキにもあった<sup>6)</sup>。「財界動揺史」によると5月の横浜税関の滞貨はおよそ30万ト<sup>7)</sup>に達した<sup>7)</sup>。

表I 大阪在庫品価格

年 月	在庫品価格	前月比	(単位千円)
大正8年 1月	189,099	—	
2月	193,683	4,584	
3月	194,393	710	
4月	207,005	12,612	
5月	220,884	13,879	
6月	226,813	5,929	
7月	228,765	1,952	
8月	233,375	4,610	
9月	230,528	▲2,847	
10月	229,611	▲ 917	
11月	247,292	17,681	
12月	273,538	26,246	
大正9年 1月	280,096	6,558	
2月	293,432	13,336	
3月	328,944	35,512	

(出所：『中央新聞』大正9年4月21日付、前月比は引用者が検算の上修正を行った)

神戸税関倉庫の4月中旬の在庫は195,000トンで前年同期の122,000トンに比べて70,000トン以上増加した。大阪五大倉庫の3月末の在庫品価額は

5) 「横濱港の滞貨」『中外商業新報』大正9年4月17日付。

6) 『時事新報』大正9年4月10日付。横浜市編『横浜市史』第5巻中、横浜市、昭和51年、607-608ページ。

7) 「財界動揺史」500ページ。

3億2000万円と戦時中の最高額を1億円上回っていた<sup>8)</sup>。同様に東京方面の滞貨品の金額は優に1億円を超えると言われていた<sup>9)</sup>。

このように商品が動かなくなったために、各地の倉庫は満杯となった。もっとも鉄道院が発表した4月中の貨物輸送量は前年同月比で3%増加しており、貨物の移動は増えていた<sup>10)</sup>。

表Iの大阪在庫品価格を見ても、在庫の増加が大正8年11月頃から始まり、大正9年3月に急増していることが分かる。また在庫の出入りをみると入庫高増加に対して出庫高はその増加に追いついておらず、『中央新聞』はこれは商品市場取引の行き詰まりを示すものとした<sup>11)</sup>。

バブル崩壊によって、投機思惑による仮需が消滅し、在庫が堆積してわが国経済は突然生産過剰の様相を呈したのである。まさに『東洋経済新報』が述べたように、「真昼と思っていたら突然真夜中になった」ような急激な大変化に見舞われたのであった<sup>12)</sup>。

## 機業の苦境

バブル崩壊による株価・商品価格の暴落は地方経済に深刻な影響を与えていた。『大阪毎日新聞』は地方に於ける金融梗塞の状況を次のように報じている。

「殊に最近の不況に地方筋を顧客とする一般問屋筋は先を争つて代金の取立を急ぎたるを以て勢ひ手形濫發の傾向現れ、地方商人に對する信用の基礎は漸く失はれんとする一方、金融の梗塞は之等手形の割引不能となり、問屋筋の窮状は想像に餘りあり。(中略) 現に目下の地方状態は機業地に於る機業休止の續出、株式の暴落に依る持株の値下り、期米生絲等の不勢にて一層地方資金の回収難

8) 『大阪毎日新聞』大正9年4月25日付。

9) 「銀行窮惑」『東京日日新聞』大正9年4月17日付。

10) 「鐵貨輸送狀況」『中外商業新報』大正9年5月8日付。

11) 『中央新聞』大正9年4月21日付。

12) 『東洋経済新報』大正9年4月24日号、7ページ。

を免れざるべし。』

〔地方資金回収困難〕『大阪毎日新聞』大正9年4月24日付)

手元資金に窮した問屋商人たちは地方の顧客からの代金取り立てを急いだために手形が乱発された。しかしそれらの手形を銀行は割り引くことを拒絶したことから問屋商人は行き詰まってしまったのである。

この記事に機業中止の続出とあるように、地方の主要産業であった機業も深刻な不況に陥っていた。例えば、両毛地方(栃木県・群馬県)の機業家は株価暴落と生糸綿糸価格の暴落で二重の打撃を受け、株価暴落の追敷で支払った金だけで、足利300万円、桐生130万円、伊勢崎60万円にも達し、これに手持ち原料、手持ち製品および半製品の価格下落を加えれば驚くべき額になるだろうと言われていた<sup>13)</sup>。

このように大戦中および戦後に殷賑を極めた機業も、1疋生産すれば10円程度の損失が発生するような状況となり、これまでの好況で多大の利益を得ていたものがその利益の大半をはき出し、なお莫大な損失を蒙る状況となっていた<sup>14)</sup>。窮地に陥った機業家のなかには高値で買った綿糸の引き取りを拒否する悪辣な者も現れた<sup>15)</sup>。このため綿糸問屋の資金繰りは急速に悪化したと言われる。これに加えて手形の支払い期日が従来90日から100日であったのが、4月から60日に短縮されたことも綿糸・織物業者の資金繰りを悪化させた。

資金繰りに窮した業者や銀行のなかには詐欺的行為を犯す者までが現れた。『大阪毎日新聞』は銀行自身が信用の破壊行為を実行したとして以下のような例を挙げている。

「荷爲替を受けて其代金を既に取立てたにも拘らず手元の資金を一日一刻なりと

13) 「両毛機業地窮況」『中央新聞』大正9年4月15日付。

14) 『中外商業新報』大正9年4月13日付。

15) 『九州日報』大正9年4月30日付。

も豊富ならしめ、他行の迷惑を顧みぬものがあつた。甚しきに至りては商人と結託して荷爲替を半額宛流用し、互に責任を他に塗り合つて決済を遅延せしむる奸手段を弄せるもあつた。地方の小銀行に於て此種の弊は最も甚しいやうである。」

〔銀行組織の改革〕(中)『大阪毎日新聞』大正9年5月15日付)

このため各地の銀行は貸し出しを警戒し、二流以下の手形の金利は日歩5～6銭ひどい場合には10銭にも達した。銀行から融資を受けられない機業家や商人は一流会社の株券を担保にして高利貸しから借り入れるようになった。その利率は大阪市内で日歩10銭から13銭、機業が不振に陥っている京都では15銭にも及んだ<sup>16)</sup>。日歩10銭とは年利36.5%、15銭となると年利54.75%にも達する高利である。

不況と金融梗塞により資金繰りに詰まった所では私的モラトリアムを実施するところも出てきた。例えば、両毛地方の<sup>おうら</sup>邑楽、桐生、伊勢崎、足利、佐野の5機業地の織物買継商は2000万円の手形支払いを4月20日より一時停止すること、また両毛織物連合組合も5月1日まで休市し、休市中の手形支払いを30日間延期することを決定した<sup>17)</sup>。埼玉県行田の足袋製造工場組合は総同盟休業を行うとともに綿糸布商に対する支払を無期限延期することを決議した<sup>18)</sup>。

これに対して『大阪朝日新聞』は「<sup>いくら</sup>幾許財界變動の際なりと雖も、多年の商習慣を一蹴して、他人の迷惑となることを公々然實行することは甚だ怪しからぬ仕業である」として批判した<sup>19)</sup>。労働者は治安警察法によって団結で

16) 『大阪毎日新聞』大正9年4月25日付。

17) 『大阪朝日新聞』大正9年4月23日付。

18) 『中央新聞』大正9年5月15日付。

『東洋経済新報』は正式に支払い延期を決議したのは両毛地方だけであるが、その他の地方でも実質的に支払い停止を行っていることは言うまでもないとしている。

『東洋経済新報』大正9年5月1日号。

19) 『大阪朝日新聞』大正9年4月30日付。

きないようになっているのに対して資本家は団体を作って政府に救済を懇請したり、私的モラトリアムのように私的救済を実行できるのは不公平だというのである。

売れ行き不振と金融梗塞のために追い詰められた機業地では投げ売りも行われた。例えば秩父綿は高値で1匹40円もしたものが、18～19円で売られるほどになった<sup>20)</sup>。それでも買い手が見つかず、操業を続けても休止しても損失が同じ程度になったため、操業を休止する者が相次いだ。

4月16日には京都西陣で機業家団体が5月1日より全機休機することを決定した。これにより約1万人の職工が失業することとなった<sup>21)</sup>。西陣の休業のあおりを受けて金沢の金銀箔製造業者も5月1日から1ヵ月間休業することになり、約3000人の職工が失業した<sup>22)</sup>。

4月17日には福井で機屋組合が市価回復まで無期限の同盟休業を行うことになった<sup>23)</sup>。福井県の織物は着尺絹織物が主でその多くが京都に送られ、そこで染色加工されて全国に販売されていたのだが、今回の反動で京都向き取引が途絶した上に、これまで60日間の約束手形で取引されていたところ、京都の銀行が手形の割引を拒否するに及びまったくの窮地に陥っていたのである<sup>24)</sup>。休業の波は全国の機業地に及んだ。

この結果、生産は急減した。例えば表Ⅱは米沢の絹織物の生産高の推移であるが、当地では4月15日から一斉休機を実施したことから4月以降の生産高は急減し、女工は半減した。

20) 『北海タイムス』大正9年4月17日付。

21) 『大阪毎日新聞』大正9年4月17日付。

その約1ヵ月後に同紙は西陣の機屋1500、職工3万5000人のうち、女4500人、男3800人余の職工が失業したと報じている。『大阪毎日新聞』大正9年5月15日付。

22) 『大阪毎日新聞』大正9年5月2日付。

23) 『中央新聞』大正9年4月19日付。

24) 「慘憺たる福井の機業界」『九州日報』大正9年4月28日付。

なお着尺(きじゃく)とは着尺物の略で大人一人用の幅と長さをもった織物のことである。

表Ⅱ 米沢機業の生産高

大正9年 3月	118,763点
4月	62,782
5月	46,270
6月	44,066
7月	67,532

(出所：「財界動揺史」512ページ)

このように多くの機業地では生産制限を実施するようになったが、この間職工は半年または一年契約で雇用されているため休業手当を与えられているケースが多く、例えば福井では休業中の職工に対して3月分の賃金を標準にして4割の賃金が支払われることになっていた<sup>25)</sup>。福島県の川俣羽二重機業では女工に月額10円の手当を支給し、労働力の確保を行っている<sup>26)</sup>。なかには浜松の染色業のように休業補償として1日につき米1升以下を支給するという現物支給という形もあった<sup>27)</sup>。そのため生産制限の実施により失業問題がすぐさま深刻になるということではなかった。

機業の不振は染料商にも及んだ。『時事新報』は、東京の日本橋瀬戸物町界限にある200軒余りの染料問屋は機業の休業を受けて商品の動きがなくなって十数日来1品も売れず、開店休業状態となり、染料価格も暴落している。それにも関わらず日本染料や東京アニリンといった染料工場では未だに盛んに製品を作っているため製品は増えるばかりである上に、輸入品まで入ってきていると報じている<sup>28)</sup>。

『中央新聞』は財界救済の一手段である生産制限すなわちカルテルは価格を維持することにより企業にとっては有利となるが、それによって消費者は不利益を蒙ることになるため、政府は生産者と消費者の利害のバランスを考

25) 『大阪朝日新聞』大正9年4月17日付。

26) 「財界動揺史」512ページ。

27) 『大阪毎日新聞』大正9年5月4日付。

28) 『時事新報』大正9年4月20日付。



慮すべきであると説いた<sup>29)</sup>。また先に述べたように『大阪朝日新聞』は労働者には組合活動が制限される一方で、生産者にはこのようなカルテル行為が認められることは不公平であると批判した。

## 物価下落の影響

仮需が消滅し生産過剰となれば当然ながら価格は下落する。バブル崩壊後の小売価格の下落について『中央新聞』は次のように報じている。

「先づ暴落の親玉は何と云つても綿糸布類である。就中白木綿などは殆ど高値當時に比すと半値になつて居る、其他金巾、双子織、花色絹、縮緬、甲斐絹、眞綿、打綿絹糸、綿縫糸、莫大小肌衣、<sup>はんから</sup>手巾は何れも下落し、殊に白木綿など常磐晒3等1反が4月には1圓60錢であつたが昨今では1圓3、40錢に金巾の3巾上品1反32錢が30錢と、羽二重1反55圓が44、5圓に縮緬同50圓が40圓に甲斐絹が15圓から8、9圓内外に低落して居る、唯だ足袋、靴足袋は勞銀の關係で紺十文男物1足1圓15錢、白キャラコ九文女物同93錢、靴足袋毛製並1打18圓と何れも同値であり、且つフランネル類は一向下落の兆候が見えない、之れは季節外れで品が動かない關係もあらう。

又飲食用品中で下落したのは、白米、挽割麥、小麥粉、大豆、小豆、醤油、<sup>たねみずあぶら</sup>種水油、鰹節、鶏卵、鹽鮭、椎茸、ビスケット類で白米は3月には平均1石61圓50錢、同4月には58圓50錢であつたが、25日の東京市中の標準相場は生搗3等58圓70錢、精白米同57圓となつた。胡麻油、牛、豚、鶏肉、□罐詰、佃煮海苔干瓢、梅干、澤庵福神漬、牛乳豆腐、蕎麥、麴麴類は前月から同値を往來して居るが味噌は原料の米及び大豆が下落したから當然低落すべきものであるが、之れは田舎物は圓に付100匁方下げ、又清酒は上物は値段不同で之れは荷の高に依つて變動がある3月には2等品で1升3圓30錢が4月には3圓10錢となり、本月は下物に於ては幾分低落して居るが砂糖と掛菓子<sup>かかし</sup>は前月より昂騰し干鰯も品薄で値段は不同である。

29) 「生産制限新傾向」『中央新聞』大正9年5月2日付。

薪炭油類は石油と石炭は異動はないが、木炭、薪は1割方低落である。建築用品は目下建築季なれば需要も旺盛となるのであるから値段も出さうに思つて居つたが、何分在荷が潤澤の爲め石材を除く他は何れも下向きで洋釘、葉□、<sup>とたん</sup>鍍丹板、壘表は低落し壘表など本引並1枚が前月中は1圓80錢諸目並は1圓8錢であつたのが前者は1圓65錢に後者は95錢と下つて居る。瓦と煉瓦は變りはないが木材は杉四寸角が1圓に2分9厘であつたが、2分3厘となり、杉四分板が同1枚7分が2枚2分に、セメントは會社に依つて非常に値段に相場があるし、石材は近く東京市が道路の大改修を行ふの見越してか中々強含みを唱へて居る。

此他に紙、燐寸、蠟燭、石鹼は3月以來同値であるが電球は近く値上しさうである、要するに砂糖と掛菓子、石材、フランネル、電球を除く外は何れも下向きで猶ほ品に依つては漸落の傾向があると」

(「何が下落したか」『中央新聞』大正9年5月26日付、□は判読不能)

このようにこの時期になると物価下落は広範囲に渡つて観察されるようになっていた。

この記事の中で暴落の親玉と言われたのが衣料関係であり、わずか1ヵ月の間に木綿白縞1反が3圓50錢から1圓に、銘仙1匹40圓が18圓台に下落し、帯地も半額となった。つまり在庫の価値が半額以下になったのである。これに加えて夏物が機業地から送られてきたが、価格が暴落したためにこれを小売に販売することができなくなり、問屋には暴落前の価格での在庫が堆積することになった<sup>30)</sup>。

不況のあおりを受けて中流の呉服店では客足が半減し、売り上げも半減した。また商品価格の下落がとまらないため、小売の方も夏物の仕入れができない状況となった<sup>31)</sup>。

この結果、呉服店では在庫処分のための投げ売りが一般的に見られるよう

30) 『大阪毎日新聞』大正9年5月2日付。

31) 『時事新報』大正9年4月16日付。

になった。

「大阪全市に渡る呉服物の投賣は一種の流行となり、誓文拂が臨時に現れたる如く雑間ざつとうと混亂は想像の外にあり。

殊に本町問屋筋の如き健實なる昔からの商習慣を苦もなく打ちやぶりて二三流以下の問屋は殆ど小口押に直接小賣を開始し、番頭小僧總出にて千日前あたりに見るが如き呼賣をなし、1尺のモスリン1反の木綿1足の足袋を振舞はすさま淺間しくも亦惨めにて之がため一流所は少なからず閉口し、この醜態より脱するため數軒申合せの上「小賣は致し申さず候」といふ一定の紙片を門扉に貼出すなどさながら火事場の跡の如し。」

(「投賣の混亂續く」『大阪朝日新聞』大正9年5月18日付)

このように卸売でも小売をするところが現れ、従来通り卸売を継続している一流所が閉口するという事態になっていた。

商品価格の下落に歩調を合わせて古綿ふるわた、古洋服、ボロ、石油の空き缶、空き樽、古雑誌、古道具といった屑物の価格も暴落した<sup>32)</sup>。新品の衣類が投げ売りされるようになると、却って古着の方が高くなったために、古着も投げ売りせざるを得なくなっていった<sup>33)</sup>。古着の価格は3割程度下落した。

古着価格が下落したので、質草としての古着の価格も3割下落したのだが、東京月島や佃島の人々はその価格に納得しなかったことから、同地の質屋が4月21日から1週間新規貸出を停止するという出来事も起きている<sup>34)</sup>。

このように不況の波は質屋にも及んだ。不況到来により物価が低落し、質

32) 『中央新聞』大正9年4月21日付。

33) 『大阪毎日新聞』大正9年5月23日付。

34) 同時に質屋の利子も値上げが要望されている(1円に対して3銭5厘、5円に対して15銭、10円に対して25銭)。

『時事新報』大正9年4月21日付。

これに対して警視庁は10円以上に対しては明治10年太政官布告の利息制限法により1円につき1銭5厘以上の利子は取れないことになっている。従来2銭を認めていたのすら不都合であるのに2銭5厘は認められないと報じられている。

『時事新報』大正9年4月30日付。

屋では物価高騰時に質受けしたものが受け出されずに流質になるものが続出していた。

この質流れのリスクの増大に加え、質流れ品の損失リスクも増大したので、質屋営業は二重の打撃を受けていた。また中小の質屋のなかには親質と呼ばれる規模の大きな質屋からの資金融通が停止されたために営業困難に陥るところも簇出した<sup>35)</sup>。質屋が貸出に制限を加えたことから、それに代わる資金の供給先として高利貸しが注目されるようになった<sup>36)</sup>。

不況は東京帝大の学生の就職状況にも影響を与えた。『時事新報』によると、求人申し込みは3月には激減し。財界不況が明確になった4月以降には求人の申し込みがなくなってしまったという。当時は卒業が7月であり、4月時点では多くの卒業見込生はすでに就職が決まっていたと思われるが、同紙はこの不況により就職先が決まっている学生もどうなるかと述べている<sup>37)</sup>。

不況の到来により失業問題が発生することは避けられない。だが『東京日日新聞』は日本における失業問題はそれほど深刻でないとした。すなわち未熟練労働者の多くは比較的最近農村から働きに来た者が多く、彼らを帰農させることにより失業問題はかなり緩和されると考えられていた。同様な主張は『大阪朝日新聞』や『中央新聞』にも見られる<sup>38)</sup>。

他方で内務省は4月21日に「多数の失業者があつた場合、必要に応じて道路河川其他の工事を起したり繰上げたりする様との通牒」を發した<sup>39)</sup>。前々稿で述べたことであるが、当時においても公共事業が失業対策になると認識されていた。もっともこれらの公共事業は規模が小さく、経済全体に与える影響はほとんどなかったと考えてよい。

このようにバブル崩壊による物価の下落は人びとの生活に大きな影響を与

35) 『読売新聞』大正9年4月25日付。

36) 『中央新聞』大正9年5月7日付。同一の記事が『中外商業新報』大正9年5月7日付にもある。

37) 『時事新報』大正9年4月22日付。

38) 「失業者問題」『東京日日新聞』大正9年4月13日付。『大阪朝日新聞』大正9年4月16日付。「失業者問題」『中央新聞』大正9年4月24日付。

39) 「土木に依て救はるゝ失業者」『大阪朝日新聞』大正9年4月23日付。

え始めていたのである。

### マスコミの不況認識

前稿では株式市場や商品市場での暴落対策を述べたが、以下3節にわたってこの経済的混乱についてのマスコミの論評について取り上げる。

4月14日の大暴落に際して、『時事新報』はこれが「一般的大恐慌」となるのではないかという危惧を示した。

「株式期米の暴落に次ぐに綿絲生絲の瓦落を以てし投機市場は益險悪なる徴候を呈しつゝある一方、機織製絲等生産者側の窮状亦逐日深甚ならんとし、早くも一般的恐慌來を絶叫するの聲漸く<sup>やかま</sup>喧しからんとせる折柄、日銀の株式救済資金融通策も實際上著しき限定的のものにして、到底之を以て這次の反動頽勢を支持するに由なく、斯ては頃來の投機事業の動搖を先驅として所謂一般的大恐慌を招來するに至らずやとの危惧は昨今財界各方面に對する一大脅威たらんとしつゝあり」

(『時事新報』大正9年4月16日付)

そしてその対策として同紙は、無制限な救済には反対し、ある程度までは人為的淘汰を前提としながらも救済融資の範囲を株式や商品市場だけでなく、一般企業にも拡張すべきであり、担保についても有価証券に限らず、倉荷証券などの現物担保も認めるべきであるとした。つまり流動性の増加を主張したのであった。

そして現在の反動の危険は銀行業にも波及しており、これからは銀行の破綻も予想され、反動は全産業に拡大する危険がある。銀行は自己を保全するためにも救済融資には自ずと限度があるため政府が積極的に銀行の救済に乗り出すべきであるとした<sup>40)</sup>。そして同紙が株式の救済措置を説いたのは前稿で述べた通りである。

40) 「救済の目算如何」『時事新報』大正9年4月18日付。

このように危機感をあわらにしたマスコミもあったが、すべてのマスコミが同様な危機感を持っていたわけではない。

この段階に至っても人々の間にはまだ楽観的な観測が行われていた。それは第一次世界大戦によってわが国の経済力が飛躍的に増大したことから、少々の経済的後退があったとしても十分に対応できるとする見方に基づいていた。例えば『大阪毎日新聞』は第一次世界大戦による経済的飛躍を次のように述べている。

「往時の我財界は毎年對外貿易逆調を續けたる外、外債利拂にて巨額の正貨流出したる事とて主として外資輸入に依りて一時の活氣を呈したるに止まり、従つて財界反動期に於ては抵抗する力薄弱なるを免れざりしが、戦時4箇年の間、我が國民の所得著しく増加し、結果今や全く面目を一新するに至れるは争ふ可からざる事實と云ふべし。(中略)我國は時局の好影響に依り多大の資力を獲得するに至りたるものと云ふべく、財界反動期に當り是等の資力が多大の抵抗力として効果を現し來るべきは疑ひなき所なるべし。」

(「財界反動と抵抗力」(5)『大阪毎日新聞』大正9年4月24日付)

わが国が第一次世界大戦以前は外債の利払いに窮するような状況であったのが、大戦中のブームによって経済が急速に発展して巨額の正貨を獲得し、戦後には巨額の対外債権を保有するに至った。そのため戦前とは比べものにならないほどの不況に対する抵抗力がついたと考えられていたのである。眼前で株価・商品価格の大暴落が進行しているのに、なお先行きを楽観していたのはこのような自信があったからである。

財界救済の中心銀行である興業銀行総裁の土方久徴が今回の不況が日露戦争後の不況と類似していると指摘する者があるが、日露戦争後のわが国経済は多額の対外債務を抱えていたのに対して、今日のわが国はむしろ債権国になっており、多額の正貨を保有していることから「前途を悲観すべき必要を認めない」と述べているのもこのような自信の表れであると考えられる<sup>41)</sup>。

さらにバブル期の投機思惑取引の根底にあったのが、大戦後における世界的な供給不足という見通しである。大戦終了により民需は急速に増加しても、戦争の惨禍により急速な生産力の回復は見込めず、戦争経済体制から平時の経済体制に移行するには相当の時間がかかると予想され、世界的な供給不足は続くと思われていた。

そのためわが国の輸出市場はまだ存在すると思われていた。

「従つて我國の物價にして今後一層の低落を見るに於ては海外に輸出さるゝに至るべく、現に今回の商品暴落に依り綿絲綿布硫安砂糖小麦大豆其他に對し輸出商談行はれ、亦海外に於て買付けたる商品に對しても轉賣續出せんとする模様あるに見るも、今回の財界恐慌は一時的のものにして今後引續き急激なる大恐慌状態を呈するが如き事なきは疑ひなき所なるべし。」

(「財界反動と抵抗力」(6)『大阪毎日新聞』大正9年4月25日付)

不況により物價が下がれば輸出が増大して景気は回復すると予想されるため、眼前の財界恐慌は一時的なものであるというのである。

しかし人びとが感じていた供給不足の原因は投機思惑による仮需にあり、バブル崩壊によりその仮需が消失し、供給不足は幻想であることが明らかになりつつあったのであるが、その現実を人びとが受け入れるまでにはまだ時間が必要であった。

例えば、それまで楽観的であった『東洋経済新報』は4月17日号で、これが恐慌であると認めるようになった<sup>42)</sup>。先に述べたようにわが国経済はバブル崩壊によって突然超過需要状態から超過供給状態となった。このような突然の状況変化の原因として同誌は信用濫用を指摘する。「信用の擴張が増進しつゝある間は、物價も、思惑も並行して増進する。而して信用の擴張が、行詰つて、收縮に逆轉せざるを得なくなると、物價も逆轉し、思惑は破

41) 『中央新聞』大正9年5月13日付。

42) 「財界概観」『東洋経済新報』大正9年4月17日号。

壊せられる。斯くて、反動の強弱は實に先行する信用擴張の大小に正比例する」と述べ、信用擴張の規模が大きいほど反動も大きいのだとした<sup>43)</sup>。

それでも同誌はこの恐慌が投機思惑の行き過ぎから発生したものであり、世界経済の基調は供給不足にあるので、この恐慌は一時的なものであると楽観的な見解をまだ保持していた。つまり投機思惑から生じた仮需がなくなれば、もともとの供給不足の状態に戻り、景気は回復すると予想したのである<sup>44)</sup>。

同誌は銀行が確実な所に融資をせよと言われても財界の前途の見通しがつかなければ実行できないことを認め、重要なのは前途観であるとした。しかしその前途観が誤っていればどうすることもできない。

同様に『九州日報』は世界的な供給不足は疑いのないところで、今回の反動が純粋に金融上の事象であり、実物的な要因が働いたわけではないため、それほど悲観する必要はないとした<sup>45)</sup>。同紙の見方は一貫しており、4月30日付においても財界恐慌の原因の半面としては投機思惑の反動と見られるが、その主要な原因は銀行の貸し渋りにあるのであって、実需要因ではないと述べている<sup>46)</sup>。

『中外商業新報』も、経済の先行きについては、第一次大戦以降の生産力の増加、他方で戦争による主要国の生産力の減退からわが国の海外発展はこれからも進むとし、財界の将来については十分警戒すべきではあるが、世上で懸念されているようなわが国経済界が奈落の底に急転直下するとは思えない。政府も民間もその施策を誤ることがなければ若干の整理を行った後には必ずや順調な財界を見ることも難しくないと楽観的な見方を示していた<sup>47)</sup>。

現実には既に述べたように倉庫は貨物で充満し、積み荷を降ろせない貨物船が港に多数滞留していた。商品の洪水が発生していたのである。しかし多

43) 『東洋経済新報』大正9年4月24日号、7ページ。

44) 「重て瓦落後の財界に就て」『東洋経済新報』大正9年4月17日号、6ページ。  
例えば、生糸の価格についても先行き高を予測していた。  
「生糸底入れ模様」『東洋経済新報』大正9年4月17日号。

45) 『九州日報』大正9年4月23日付。

46) 「財界恐慌の原因」『九州日報』大正9年4月30日付。

47) 「財界の趨勢」『中外商業新報』大正9年4月21日付。



くのマスコミはその現実を見ようとはしなかった。

一般的大恐慌の可能性を説いた『時事新報』ですら、現下の経済状態は物資の供給過多による信用秩序の混乱を意味する恐慌には当たらないとした。なぜなら、先物取引つまり投機の対象になっている株式や商品の価格は暴落しても、一般物価は暴落していないからである<sup>48)</sup>。これはバブルによって資産価格が高騰したけれども、一般物価は高騰していないとしてバブル抑制に消極的であった平成バブル時の金融当局の考え方と通底する点がある。同紙の主張の力点は価格が暴落しているかどうかであり、バブル認識の観点とは異なっているが、資産価格の動向と一般物価の動向を区別しようとしている点は同じである。

このように直近の事態に対しては危機感を抱いていたマスコミであっても長期的なトレンドは楽観的見通しを持っていたのである。つまりバブルの影響から完全に脱出することはできなかった。

このように不況認識からして大いに混乱していたことから、不況対策についても多様な見解が出されることになった。

### 奇妙なポリシーミックス

バブル崩壊による恐慌到来に直面して、各マスコミは多種多様な恐慌対策を提言しているが、そのなかには今日の私たちからみて理解しづらいものもあった。

その典型例が『大阪毎日新聞』によるモラトリアムの主張であろう。政府の財界救済策に反対した同紙ではあるが、今回の財界変動が単に虚業熱や有害な投機熱の沈静だけにとどまらず、健全な事業まで阻止衰退させるようになるという恐れがある場合には、国家的な保護救済策が必要だとした。

同紙はその策として、小恐慌に対しては中央銀行による無制限な資金融通が有効であるが、今回のような大恐慌に対しては中央銀行といえども無制限に貸出をすることはできない。しかもそのような政策は制限外兌換券発行に

48) 「反動緩和策」(1)『時事新報』大正9年4月21日付。

つながり、貿易赤字を引き起こし、正貨減少という結果となってしまうので、これは一時の弥縫策に過ぎず、永久の救済策ではないとした。

そこで同紙が主張するのは、「モレトリアム」すなわち「公認支払延期法」である。同紙は第一次世界大戦参戦直前の1914年8月3日に英国で行われたモラトリアムを例に取り、「モレトリアム」は何人にも何等の損害を与えるものではなく、単に手形決済の期日を少し先に延ばしただけであって、債権債務関係に何の変化も与えず、安全に恐慌時期をやり過ごすことができたと述べている。

もっとも同紙は、だからといってすぐにモラトリアムを実施せよと主張しているわけではない。「吾輩は今日我邦財界の波瀾が現に此モレトリアムの実施を必要とするほどの危険に陥つてゐると主張するものではない。日本銀行の多少の手加減で甘く切抜ければ之に勝したことはないが、愈々重大の形勢となった場合には斯かる便法があるといふ丈けを述べて参考に供して置く」と述べている<sup>49)</sup>。

参考とは言え、このような劇薬的施策を「財界救済の一便法」として紹介していることは相当の危機感の表れと言えよう。実際にこれが発動されたのは関東大震災の時と昭和金融恐慌の時の2回のみであった。しかし現実には私的モラトリアムが局地的に行われていたことは既に述べた通りである。

これに対して私的モラトリアムに批判的であった『大阪朝日新聞』は今回の反動が恐慌につながるのではなく、単に好況から不況への転換が急激にやってきただけであるとし、これが恐慌に転化することを恐れる余りモラトリアムを提唱するなどということは「思はざるも甚だしきもの」としてとした<sup>50)</sup>。これは前日23日付『大阪毎日新聞』の主張に対する批判である。

この『大阪朝日新聞』の批判を受けたためか、『大阪毎日新聞』は佐藤生の「財界緩和策」という記事の中で、モラトリアムを否定している。これは社論の明らかな撤回であった。

49) 「財界救済の一便法」『大阪毎日新聞』大正9年4月23日付。

50) 「財界と當局」『大阪朝日新聞』大正9年4月24日付。

「財界救済に對する最も甚しき謬見を支拂延期説とす、恐くは天下亦斯の如き笑ふべき愚説あらざらん、其言ふ所は、英佛が世界大戰當初におけるモラトリアムを以て其難關を凌ぎたりとし、恐慌を未前<sup>(ママ)</sup>に防ぐの策是れを以て上策とすと謂ふにあり、是れ豈内外の情勢を審にせず、彼我の地位を知らざるの説にあらずや」

(佐藤生「財界緩和策」(1)『大阪毎日新聞』大正9年4月27日付)

ほんの4日前に取り上げた政策を「最も甚しき謬見」とし「笑ふべき愚説」とまでこきおろしているのであるから、これを読んだ読者は少なからず戸惑ったのではないだろうか。

確かに未曾有のバブル崩壊とはいっても、昭和金融恐慌のように大銀行を含む多数の銀行が取り付けに会うという状況ではなかった。また戦争や震災といった異常な事態になっていたわけでもないため、モラトリアムを考える必要はなかったと言えよう。それ故『大阪毎日新聞』の主張はやや筆が走りすぎたという感を免れない。

また政策の組み合わせとして現代の私たちから見れば奇妙なものも散見された。例えば、既に述べたように『時事新報』は一般物価が下がっていないことから全般的な供給超過が起こっているわけではないとしたが、それでも同紙は不況対策は必要で、そのなかでも失業者の救済は重要であるとしている。その理由は失業による購買力の低下が不況をさらに深刻にするというところにあった。ここだけを見れば、後のケインジアンと変わるところはない。

さらにその具体的施策として、「自ら必要の事業を起し又は地方自治體をして之を起さしむ可く財政上に充分の援助を與へ、此方面に成る可く多数の失業者を吸収するの必要があると思ふ」と主張しているところはまさにケインジアンである<sup>51)</sup>。

同紙は失業者の救済策として労働時間短縮によるワークシェアリングも主

51) 「反動緩和策」(4)『時事新報』大正9年4月24日付。

張している<sup>52)</sup>。それもワークシェアリングによる雇用の維持を民間企業に委ねるのは無益であり、これも政府事業において実施すべきであるとした。これに加えて長期的施策として国立職業紹介所と失業保険の創設ならびに労働組合の健全な発達を促進すべきであるとした。ここまでならば今日の私たちの考え方とさほどの違いはない。

ところが、金融政策に関しては、今日的な考え方では説明のできないような主張を行っていた。すなわち「財界の反動期に際し、故意に金融の途を梗塞して生産貿易の基礎を破壊するが如き不條理なる態度は飽迄も慎まなければならない」と不況期に金融梗塞を激化させることには反対である旨を主張するのだが、同時に「他の一方に於てますます警戒を深くし、極力投機思惑を抑制して財界より不健全なる分子を一掃するに非ざれば満足なる整理は得て望む可からず」と述べ、財界整理すなわちリストラの促進のためには金利を引き上げるべきだとしたのである<sup>53)</sup>。

同紙は市中金利と公定歩合に大きな差があり、金融政策の有効性が損なわれていることから「一朝財界に警戒を與ふるの必要ある場合には日銀は有效なる程度まで其公定利子を引上げて金融界を<sup>いまし</sup>警むるの責任を盡さざる可らず」と述べて、日本銀行に対して金利の引き上げを求めているのである<sup>54)</sup>。

不況期に利子率を引き上げよというのは、現代の私たちの感覚では到底理解できないが、ケインズ革命以前の時代ではそのような考え方もある有力であった。バジヨットは1873年(明治6年)に出版した『ロンバート街』において、恐慌を食い止めるための中央銀行であるイングランド銀行の貸し付けは非常に高い金利でのみ実施すべきであると説いた。さらに優良な担保に基づく限りイングランド銀行は人びとの希望に応じて貸し付けるべきであるともしている<sup>55)</sup>。高い金利を課すことで無用な借入を抑制することができるとし

52) 「反動緩和策」(5)『時事新報』大正9年4月25日付。

53) 「反動緩和策」(6)『時事新報』大正9年4月27日付。

54) 「日銀總裁の演説」『時事新報』大正9年4月24日付。

55) ウォルター・バジヨット、久保恵美子訳『ロンバート街』日経B P社、平成23年、216-217ページ。

ファーガソンもバジヨットの考えに賛同している。

たのである。またケインズと対立していたハイエクも不況時の金利引き上げを主張している<sup>56)</sup>。

『時事新報』は市場金利と公定歩合の差が大きくなっていることから、両者を一致させよというのであるが、その方向が現在の私たちとはまったく逆に引き上げることによる一致なのであった。そこには今回のバブルの原因が日銀による放漫政策にあり、それを是正するのが焦眉の急の課題であるという認識があった。同紙は4月14日に於ける日銀の手形割引高が3億4900万円に達し、前年同期比で約26倍となっていることを指摘し、日銀の放漫貸出が未だに続いているとした。

財政出動と金利引き上げのポリシーミックスを主張した『時事新報』は銀行に対しては自力救済を求めた。即ち、一般銀行に対して銀行自身の自衛を図ることが第一義であるとし、そのために「資金回収、預金吸収、貸出制限を行ふて支拂能力の増大を圖らねばならぬ」と述べた。これでは金融梗塞が一層ひどくなると考えられるが、貸出制限をするのは投機者に対してである。同紙は「勿論此方面に對し思ひ切つて資金の融通を差控ふるときは投機者間に倒産者續出の不幸を見るかも知れない。倒産者續出すれば人氣は更に悪化し所謂財界の不景氣は一層甚だしきを加ふることなしと云ふ可からざるも、財界整理の爲めには已むを得ざる犠牲である」と投機者を切って捨てている<sup>57)</sup>。

さらに同紙は銀行の中にも不健全なものがあるだろうが、それは破綻するに任せて、これらの不健全な銀行を救済するために銀行自らを危険にさらすべきではないとも述べている。このような主張は銀行の積極的な貸出を主張

---

N・ファーガソン、櫻井祐子訳『劣化国家』東洋経済新報社、平成25年、87-88ページ。

56) 例えば、ワプショットはハイエクの大恐慌対策について、「誤った投資を減らすことと、金利を引き上げて貯蓄の増大を促し、消費者の支出を抑制することによって、市場がしかるべき状態に落ち着くようにする」ことであると述べている。  
ニコラス・ワプショット、久保恵美子訳『ケインズかハイエクか』新潮社、平成24年、257ページ。

57) 「反動緩和策」(7)『時事新報』大正9年4月28日付。

した『中外商業新報』（4月25日付）や『大阪毎日新聞』の佐藤生（後述）と正反対のものであった。

同紙は財政政策的には拡張政策をとるのだが、金融政策的には財界整理を促進して景気を回復させるという今日から見ると奇妙なポリシーミックスを主張したのである。

『東洋経済新報』も十分に支払い能力があり、自救能力のある者を確実な者と呼び、その確実な者に対して銀行は進んで融通を与えるべきであるとしたが、同時に急場をしのげば直ちに貸金を回収できるような動力、すなわちインセンティブとして営業上引き合わないと思うほどの高利を課すべきであるとした<sup>58)</sup>。

公定歩合を引き上げよという主張に対して、日本銀行は大正9年5月10日にまとめた所見で、日銀は現在でも公定歩合よりも高い金利で貸し出ししているので、これ以上の金利引き上げは人心の恐怖を増し、財界の動揺を大きくするという弊害を伴うと反論した<sup>59)</sup>。

このように日銀は金利引き上げに対しては拒否したが、引き下げを考えたわけではなかった。現在とは異なり不況時に金利の引下げを行うという発想は日銀にもなかった。むしろバブル再燃に備えて引き上げの余地を残すとしたのである。

財界救済策として国債償還を通じた金融緩和という手段も考えられる。事実、財界からは国債の償還を行って金融を緩和すべきだという要望が出ていた。例えば、『国民新聞』は財界は健康体であり、ただ金融梗塞のために油が切れた機械のように取引に円滑を欠いているだけである。そこで財界全体に油を注ぐ必要があり、金融梗塞に対する政策として正貨買入れ用に発行された臨時国庫証券の償還を提案している<sup>60)</sup>。

58) 『東洋経済新報』大正9年4月17日号、6ページ。

59) 『日本銀行百年史』第3巻、22ページ。

60) 「財界恐慌の真相」『国民新聞』大正9年4月27日付。

財界救済策について井上日銀総裁も機械に油を注ぐという表現をしている。例えば井上は次のように述べている。

「此の機械が動かぬならば、何れの場所に油の切れた處があるか、斯ういふこと

東京毛織会社専務（後の東京商工会議所会頭）の藤田謙三は現下の不況対策として金融緩和を主張し、その方策として、貿易資金の貸出、国債の償還、事業資金の貸出の三つを提唱した<sup>61)</sup>。

先に金利引き上げを主張した『東洋経済新報』は、バブル崩壊後の財界救済の要諦は信用の修復にあるとし、「毀れた信用さへ修復が出来れば、同時に恐慌は打切になる。休止せる生産機能は動き出して来る。之を他の言葉で云へば、株價も物價も、底を入れる、財界は安定を回復して復興の途に上ることになる」と述べ、信用修復の手段として、一つは生産者による供給制限、もう一つは政府による救済、とくに財政的施設を挙げた<sup>62)</sup>。

その財政的施設とは、シベリアからの撤兵、軍縮、公債募集停止及び公債償還の4つである。そのうち前の二つの財政政策は、今日の私たちが想像する財政政策とは逆方向で財政緊縮を意味していた。恐慌下の財政緊縮は日露戦争後の第二次桂内閣でも行われたと同誌は述べ、これに倣えと言うのである<sup>63)</sup>。

後ろ二つの金融政策は、銀行の流動性確保のためのマネーサプライの減少防止または増加を意味しており、今日的基準でも首肯できる。公債募集は資金の引き揚げになるため、それを中止することは間接的ながら金融緩和となる。もっとも同誌は公債償還の財源をシベリアからの撤兵と軍縮に求めている。同誌の主張は財政緊縮と量的金融緩和（金利は引き上げ）という現在の私たちから見ると奇妙なポリシーミックスとなる。

銀行の流動性を確保するためだけならば、公債を担保に資金を貸し出せばよく、公債を償還する必要はない。もし公債の償還のために財政支出を削減

---

を見て其の切れた場所に油を注ぐのが本當であらう。」

井上準之助「戦後に於ける我國の經濟及び金融」井上準之助論叢編纂会編『井上準之助論叢』第1巻、原書房、1982年、76ページ。

61) 「經濟界前途觀」(6)『中外商業新報』大正9年4月29日付。

62) 「財界救済の四綱目」『東洋経済新報』大正9年5月29日号、6ページ。

63) 「公債募集を中止せよ」『東洋経済新報』大正9年5月15日号。

これに先だって同誌は公債の即時償還を主張している。

「財界概觀」『東洋経済新報』大正9年5月1日号、1ページ。

するというのであれば、全体としてそのような政策は今日的観点からすると誤っているということができる。

反対に財政出動を主張した『時事新報』は、失業救済事業の原資として公債発行を提唱している。

「是等の施設を行ふ爲めには預金部の利用は云ふ迄もなく、場合に依つては公債発行の非常手段を取るも已むを得ず。政府に於て失業者を救済する爲めに新規の事業を起し、既定事業計畫の繰上を行ひ、地方自治體をして同様の事を行はしむる爲めに必要の資金を供給せんとする場合に於て特に然り」

（「反動緩和策」(5)『時事新報』大正9年4月25日付）

しかしここでも「然しながら斯の如き權道を行ふに當り特別に注意すべきは極力通貨の膨脹を避くるの一事である」と述べており、財政支出自体を「權道」つまり仮の措置、臨機応變の政策としている。さらには財政支出を容認しながらも日銀の国債引き受けによる通貨増発には反対するという『東洋経済新報』とは真逆ではあるが、やはり現在の私たちから見ると奇妙なポリシーミックスを提唱している。この時点に及んでも投機熱の再来を恐れていたのである。

結局、公債償還について『時事新報』は当局内部の意見交換の結果として、これは財界救済策としては一時的弥縫姑息策で当分実施を見合わせる事となったと報じている。このような金融緩和の効果は一時的であり、「反動的な不況の來襲を暫く延引せしめんとするに止まり、單に其救済の目的を達し得ざるべき」だというのがその理由である<sup>64)</sup>。

『中央新聞』は神野大蔵次官の談話として公債償還の効果について限定的であると述べている。その理由は、償還の原資として減債基金中の外債買入未銷却残金3000万円前後があるが、3000万円程度では金融緩和にならないこと、公債の所有者は限定されており、彼らは必ずしも資金の需要者ではな

64) 「内債償還見合」『時事新報』大正9年4月28日付。



く、資金が必要なところに行き渡らないこと、このような人為的政策によって財界の発達を図ることができるのかという疑問があることの三つであった<sup>65)</sup>。

これに加えて『国民新聞』は国債償還の財源として政府が保有する正貨があり、本年に入って政府は8000万円の正貨を為替銀行に売却しているが、これは一般会計の収入であり、これを臨時国庫証券の償還財源とすることはできないとしている<sup>66)</sup>。これは先に触れた同紙27日付の記事を受けたものであり、そこで主張されたことを否定する内容となっている。しかしなぜ償還財源にできないのかについては説明がない。

『東洋経済新報』は、政府が国債償還に消極的な理由として、大正9年度以降国債償還を中止して国防計画の財源に充当する方針が決定されていることを挙げている<sup>67)</sup>。結局、政府は5月10日に償還期限の到来した臨時国庫証券5300万円を償還せず借り換えている<sup>68)</sup>。

また民間金融機関による金融緩和も主張された。『読売新聞』(4月15日付)が銀行に対して積極的に貸出を行うように求めたことは前稿で述べた通りである。『中外商業新報』は、現下の不況が銀行の貸し渋りによる金融梗塞に原因があるとして、銀行に対して銀行は公衆の預金を保管すると同時にその資金を国家社会の資本として活用するという任務があり、この点において銀行は公共的役割をもっているとして、この公共的役割から有望な貸出先に対しては積極的に貸出を行うべきであるとした。また日本銀行もこの銀行の任務を遂行するための援助を積極的に行うべきであり、政府もまた金融界の安定を図るために、公債の償還、国庫金の運用、特殊銀行を通じた融資といった方策をとるべきであるとした<sup>69)</sup>。

また同紙は「今日の如く銀行は自家の防衛上徒に資金死蔵を事とし、商人は餘儀なく商品を抱きて絶縁の姿となり、全く背中合せとなりては相共に苦

65) 「財政当面の問題」『中央新聞』大正9年4月28日付。

66) 『国民新聞』大正9年4月29日付。

67) 『東洋経済新報』大正9年5月1日号, 1ページ。

68) 『東洋経済新報』大正9年5月8日号, 2ページ。

69) 「銀行の態度」『中外商業新報』大正9年4月25日付。

痛を感じ、更に此状態の進むに於ては共倒れの悲劇を演出せんも知るべからず」と述べて政府当局及び銀行業者は金融緩和を進めるべきだとした<sup>70)</sup>。

銀行による貸し渋り批判に対して第百銀行頭取で全国手形交換所連合委員長の池田謙三は「世人往々銀行の貸渋りを云々すれど斷じて斯る事實なし。現に各銀行の資力及預金の割合に比し、其貸出高は著しく増加せるに非らずや」と反論し、銀行にとって適当と思われる貸出には積極的に応じているとした<sup>71)</sup>。しかし実際には銀行の貸出高は減少したことは後に述べる通りである。

銀行による積極的貸出については4月15日に日銀が主要銀行の代表者を集めて資金の融通を慫慂し、日銀もこれを支援するとしたことは既に前稿で述べた。

## 自由放任の主張

他方で財界にはこのような救済策は無用とする意見もあった。例えば三菱合資会社総理事の木村久寿弥太は無謀な事業に手を出した人びとに対して「此際一大整理を斷行する事最も肝要也。之に依りて多少の犠牲者を出すと雖も我財界の大勢より打算すれば結局得策なる可し」と述べて財界の徹底的整理を主張した<sup>72)</sup>。

『大阪朝日新聞』は反動を引き起こしたのは自由放任主義を採り投機熱を助長した政友会内閣の政策にあり、「無爲無策の自然放任主義は、物價の下り坂にも一貫せざれば、國民は二重の壓迫を蒙る」として無差別的な財界救済を無用とした<sup>73)</sup>。

一方、一時はモラトリアムを唱道した『大阪毎日新聞』であるが、政府の財界救済策に関して、株式の暴落による投機者の破産、泡沫会社の解散、成金者の没落、一般物価の低落等に対しては一国産業上の健全な発達上敢て悲

70) 「株式時事艱難」『中外商業新報』大正9年4月26日付。

71) 「經濟界前途觀」『中外商業新報』大正9年4月25日付。

72) 「經濟界前途觀」(4)『中外商業新報』大正9年4月27日付。

73) 「反動期に入れる財界」『大阪朝日新聞』大正9年4月23日付。

しむべき理由は見いだせないとし、姑息弥縫の救済策に対して反対であり、とくに日本銀行から融資を受けての株式救済運動には反対した<sup>74)</sup>。

さらに同紙は、現在政府の行おうとする財界救済策は投機を救済することになり、これによって生じる兌換券の増発は将来投機熱を引き起こす恐れがあるとし、このような救済策は「名は救済と云ふも、其實彌縫糊塗急場の一時逃れに過ぎない」とした。これは前稿に引用した『福岡日日新聞』(4月19日付)の麗湖と同じ主張である。そして同紙はその解決策として投機取引は清算すること、資本を不自然に固定するすべての新事業計画は解散または延期することを説いた<sup>75)</sup>。

『国民新聞』も、不況時に兌換券を増発することは通貨価値の減少をもたらし、通貨の信用を失うことになるため物価上昇を招く。それ故財界救済のために通貨を膨張させることは断じて不可であると述べて<sup>76)</sup>、財界救済のための金融緩和策に反対した。不況時に物価上昇を恐れるのは奇妙に見えるが、それだけバブルの記憶が強かったとも言える。今日の私たちの経験からすれば、現実の世界に単純な貨幣数量説は当てはまらず、貨幣供給の増加は必ずしも物価上昇に直結していない。

このように不況に対しては財界整理すなわちリストラにより不良会社を淘汰し、健全な事業だけが残れば景気は回復すると考えられていた。この当時の不況対策でしばしば叫ばれていたのは、堅実な事業と投機的事業の甄別すなわち区別であり、事業濫興ブームに乗って設立された基礎の危うい事業は潰れて当然であるが、事業基礎の強固な堅実な事業に対しては資金を融通して存続させるべきだという議論である。そこにはバブルの原因は行き過ぎた投機にあり、これを抑制すればバブルも抑制でき、バブル崩壊の影響も限定することができるという考え方があったものと思われる。このような考え方は何も大正時代のわが国に限ったものではなく、大恐慌時代のアメリカや平

74) 「財界救済の一便法」『大阪毎日新聞』大正9年4月23日付。

75) 「藏相の經濟演説」『大阪毎日新聞』大正9年4月24日付。

76) 「事業困難」『国民新聞』大正9年4月23日付。

成バブル時のわが国でもそのような考え方が有力であった。

しかし実際に投機的取引と実需取引を区別することは容易ではない。そして投機を抑制するためにとった措置がバブル崩壊の契機となり、それ以降、経済が長期不況に陥ると言ったことも認められる。確かにバブルやその結果としての物価騰貴が投機によるものだという説は俗耳に入りやすい。しかし投機的取引だけを狙い撃ちする金融上・税制上の措置が有効であったという事実は歴史的には見当たらない。逆に不況時に救済措置をとるときに、投機的取引だけを除外して実施することもできない。

ここにあるのは諸悪の根源は投機にあり、投機的取引を徹底的に清算し、その損失は投機者が負えばよいという考え方である。これは道義的には正しいかもしれないが、この結果、財界恐慌になることを無視している点で前稿で論評した『読売新聞』（4月15日付）と同様、無責任な主張とすることができる。

ここで主張されている不況対策は自然放任というべきものであり、人為的政策による救済は最低限必要なものに限定されるべきというものであった。当時にハイエクやフリードマンのような市場メカニズム自体に対する信奉があったわけではなく、単に市場をコントロールすることはもとより不可能であるという考え方があったように思われる。

事実、そのような考え方に基づく自由放任の主張もあった。例えば政友会の御用新聞であった『中央新聞』は、これまで政府に対して物価調節策をとるように唱えていた人びとが、反動が来て物価が下落すると救済策を採るように政府に迫っていることを批判して「彼等の言ふごとく人為的に小細工をしたからと云つて潮流甚だ急なる時には決して効果はないが、其効果を現はすときは即ち株も米も糸も惨落を續け、金融界は大恐慌を來たすの時である」と述べ、人為的介入の効果は少なく、その効果が現れる時は大恐慌となっているとし、「今更人為的小細工で此下落が抑止せらるゝものでも無く、又之を抑止する必要は斷じて無い。従つて彼等の注文するごとき救済も不必要である」と救済は無用であると主張した<sup>77)</sup>。この論拠は政友会の自由放任

政策を批判した『大阪朝日新聞』とは逆で、人為的介入は効果がなく無駄であるとするものである。

『大阪毎日新聞』の佐藤生も救済反対論すなわち自由放任論を主張したが、その論拠として次のように述べている。

「即ち救済の方法なきは其一なり、救済の局に當るべき萬能力なきは其二なり、救済は一時の姑息手段にして更に大患を將來に貽すの虞あるは其三なり。是れ敍上評論したる所。今重ねて贅するの要を見ずと雖も、特に吾輩の今日に於て救済無用論を唱ふるものは、之を救済せざるに於て初めて財界の健全を得べければなり。」

(佐藤生「財界緩和策」(6)『大阪毎日新聞』大正9年5月2日付)

財界救済の方法がなく、また政府に救済のための能力もなく、救済すればかえって大きな弊害をもたらすというのは、今日に言うところの「政府の失敗」につながる主張とも言える。最後に触れられている財界の健全化のためには救済は無用であるという主張がしばしば唱えられていたことは既に見たとおりである。

ただし佐藤は単なる自由放任ではなく、業界の連携による自治的救済は積極的に認めていた。すなわち貸出リスクの大きい恐慌時に銀行が単独で積極的貸出を行うことは困難であることから、銀行もある種のシンジケートを組んで共同で貸出を行うべきであるとした<sup>78)</sup>。また同時に借り手もシンジケートを組んでやはり銀行のリスクを軽減すべきであるとした。

そして互救互助こそが今日における財界救済の唯一の方法であり、銀行と産業界がそれぞれに連盟を形成して信用と実力を増加させれば金融梗塞を打開することができるとした<sup>79)</sup>。この典型例が前稿で見た株式救済における仲

77) 「経済界の波瀾」『中央新聞』大正9年4月17日付。

78) 佐藤生「財界緩和策」(10)『大阪毎日新聞』大正9年5月7日付。同(11)『大阪毎日新聞』大正9年5月8日付。

79) 佐藤生「財界緩和策」(12)『大阪毎日新聞』大正9年5月9日付。

買入シンジケートと銀行シンジケートであるといえることができる。

佐藤の主張通り、バブル崩壊後、各種の業界団体はシンジケートを組織したが、それは自力救済ではなく政府に救済措置を求めるためであった。これに対して『大阪朝日新聞』は痛烈に批判している。

「反動來に依りて打撃を受けた當面の關係者たる株式取引所仲買人組合、綿絲布商同盟會、輸出綿絲商同盟會、各地機業組合、大阪貿易協會、糖業聯合會、糖商團など無数の資本家團體が各々實行委員を選定し、大會の決議を提げて當局に逼つてゐる、其又一方に於て紡績聯合會、各地商業會議所の如き有力なる團體が之に相呼應して間接射撃を行つてゐるのである。」

（『大阪朝日新聞』大正9年4月22日付）

つまり資本家たちは株式会社という組織を形成するだけでなくさらに業界団体を作って政府に救済を要請しているのに対して、不況により深刻な影響を受ける労働者は団体を結成することは禁止されているため、結果的に放置されているというのである。

このように資本家は自由に団体を形成することにより、大きな利益を得ているのに対して、労働者にはそのような自由は許されず、不況に直面して両者の差異がひときわ大きく現れたのである。このような同紙の主張は紡績業や機業の生産カルテル、私的モラトリアムに対しても行われていたことは繰り返し述べた通りである。

この他、救済策としては財政出動も考えられるが、『中央新聞』は、株式市場のために資金を投入するのは将来の悪例を残すものであり、現在は実行予算を実施しており予算を変更することはできない。たとえ臨時議會があるとしても経費多端の折から財政支出政策に関しては慎重にすべき状況にあるため具体的救済を実施することは難しいとして、政府による財政支出を通した救済措置に対しては悲觀の見通しを示した<sup>80)</sup>。財政出動が困難であるとし

80) 『中央新聞』大正9年4月16日付。

たのは前稿で触れた『大阪朝日新聞』（4月22日付）も同じである。同紙は財政政策がとれないために金融政策を主張した。

また『万朝報』は、不景気の悪影響を限定する政策は必要だとしたが、「政府に於ても従來の如き放漫なる財政政策は最も之を慎むべきである」と述べて<sup>81)</sup>、拡大的財政政策をとることは反対している。同紙は財界救済策には反対しており、物価が今後更に低落し、破綻者も続出するだろうが、これは恐慌ではなくまた不景気でもなくて総て一時的現象に止まるので今日は堅実な事業を促進する絶好の機会であるとして、不況到来を機に産業界のリストラを進めるべきだとした<sup>82)</sup>。

同紙は投機者を利する財界救済ではなく、産業界の基礎を強固にするような政策、とくに輸出を奨励するような政策をとるべきであるとした<sup>83)</sup>。輸出競争力を回復するためには物価低落は必然であり、賃金の下落も甘受しなければならぬという主張は前稿で触れた『時事新報』と同じ主張であり、金本位制の下での対外均衡回復策である。

マスコミの中には不況に際して緊縮的財政政策を唱道する『東洋経済新報』のようなところもあったことは既に述べた通りであるが、ここまで極端ではないが、財政政策自体を無効とするところもあったのである。

『中外商業新報』は財界救済に関する主張として、自然放任と人為救済の二つがあるとした。

「一は何れかと云へば放任主義に屬し、此説に依れば今日斯の如き財界の状態に立至れるは少なくとも自業自得の結果にして、又已むを得ざる也、強ひて禍を貽さんのみ、寧ろ自然に放任して行く所まで行かしめなば、遂に落付くべしと云ふに在り。斯の如く自然放任を以て唯一の療法となせる單純なる經濟救治論もあり、而して此の中には好景氣の繼續、諸物價の暴騰、奢侈の増長、人心の

81) 「恐慌の回顧」『万朝報』大正9年4月22日付。

82) 「財界救済如何」『万朝報』大正9年4月23日付。

83) 「經濟界動搖の責任者」『万朝報』大正9年4月24日付。

驕慢を致せるを見て之に對する感情的の意味より寧ろ自然成行主義の可なるを説く者と、又一面には何れにせよ今日の状態に於て人為的に之を救済し、若しくは何等かの特別なる策を施すが如きは全く必要を見ざるのみならず、或は却て有害無益なりと唱ふる論者とあり。

又他の一説なるものは人為救済論に屬し、此説に依れば斯の如き現状を以てしては其變化餘りに急激にして、之が爲め各種の金融は殆ど杜絶し、物價は之を投賣せざるべからず、而も融通困難の結果は非常なる窮地に陥るなり、即ち如何にしても何等の方法を講じて救済せざるべからずといふに在り、此議論は財界に於て比較的多數を占め、諸種の方面より救済の運動起り、若くは起らんとしつゝあり、而して其中には眞に財界の動搖と今後の成行とに對し一波萬波の及ぶ所、遂には財界全體を通じて容易なるざる恐慌を起すことなきやを憂慮し、或は營業者が各自家の立場に苦しみ其窮境を脱せんが爲に人為救済を唱ふるの論者もあるなり。」

〔財界救済の意義〕『中外商業新報』大正9年4月28日付

同紙は放任主義には自然放任と人為的施策の有害無益の二つの考え方があり、人為救済主義には不況が財界全体に及ぶことを恐れるものと単に自分たちの苦境を脱するため人為救済を唱える者があると述べている。

同紙は人為的救済論が財界で比較的多數を占めており、救済運動も起こっているとしているが、同紙としては人為的救済を否定している。しかし他方では「今日の財界の情勢が次第に融和安定して或程度まで落着くを得ば可ならんも若し然らずとせば將來起る所の大波瀾大恐慌に對して未然に之を豫防するの策を講じ置くの必要あること」を主張した。つまり更なる景気の悪化を食い止めるための財界救済策は必要であるとしたのである。

不況に対する政府の介入の是非については今日まで論争が続いているわけであるが、この当時においても両者の明らかな対立が見られた。



## 金融状況の変化

増田ビルブローカー銀行の破綻や4月14日の株価・商品価格の大暴落と市場の閉鎖は金融市場に大きな変化をもたらした。

一般に3月15日の諸市場での暴落の引き金は金融梗塞であったと言われていたが、『東洋経済新報』は金融梗塞がひどくなったのは4月以降からであるとした。

「株式市場が一般的金詰りの爲めに崩落したといふのは、尠くも4月以後の事と見ねばならぬ。然らずんば2月納會当日に暴騰して、受渡が無事に行はれたことが、不可解である。3月15日の下げの直接の動機は、所謂綿糸筋なる某一派の期米崩落による打撃であつたが、更に立入つて探れば安田系諸銀行の、回收急ぎといふことに歸着しよう。即ち當初は部分的金詰りの打撃を被り、後に至つてそれが一般化したのである。尤も安田系銀行をして回收を急がしめた本尊が、日本銀行であつたとすれば今度の株式崩落は其端を金融の中樞に發したとも云へる。併し此の動搖をして重大なものたらしめた所以は、金詰りの一般化した處に存する。然らば如何なる徑路を辿つて、それが全般に行き互つたかと云ふに、増田銀行の破綻から諸銀行の警戒を惹起したからである。」

(「諸會社と投機的利得」(1)『東洋経済新報』大正9年5月1日号, 27ページ)

同誌は3月15日のバブル崩壊の端緒となった株価暴落の原因を綿糸筋の期米での打撃と安田系銀行の株式の投げ売りに求め、その背後に日銀による金融引き締めがあつたと推定している。しかし金融梗塞が一般化したのは4月7日の増田ビルブローカー銀行の破綻により諸銀行が貸し出しを警戒し始めたからであるとした。

事実、14日の株価・商品価格の暴落以降、銀行間の信用は崩壊していた。地方の銀行が手元流動性を確保するために自己中心的な行動を取っていることは既に述べた通りである。金融梗塞が激化すると銀行間の手形の割引も行われなくなった。特に倉庫手形の再割引や倉庫証券による借り入れも困難と

なった<sup>84)</sup>。木綿問屋では、地方からの入金が現金ではなく手形となった一方で、銀行が手形割引に応じなくなり、支払い不能になる者が相次いだ<sup>85)</sup>。

『東洋経済新報』は、「既に破綻を暴露した銀行も現はれたが、未だ尻尾を出さずにゐる大多数の銀行も、内々互に相疑ひ、相懼れて、小切手さへ其流通を甚だしく沮まれつゝある程で、荷爲替の如き容易に取組まない」と述べ、信用による決済ができなくなったため、現金決済が増加し、その結果、銀行の定期預金が減少していると述べている<sup>86)</sup>。

株価・商品価格の暴落により信用が急速に収縮したことが手形交換高からも見て取れる。東京に於ける手形交換高は、一時一日2億7000万円台にまで上っていたものが、信用が毀損され、現金取引が横行するようになるにつれて減少し、3月末日で2億6000万円あったが、4月5日には1億5000万円台に、15日には1億1800万円に、さらには4月22日及び23日には1億円台を割り、それぞれ8834万円、8732万円にまで減少した<sup>87)</sup>。

『読売新聞』はこの原因として、(1)不況による生産低下、(2)金融逼迫による為替手形・約束手形の期限到来時の切り換え増加、(3)コール取引の減少を挙げている<sup>88)</sup>。

同時に不渡り手形は増加した。4月中の不渡り手形は前月比枚数で204枚増、金額で61万円の増加となった。これを1月-4月期でみると大正8年は796枚、98万円だったものが、9年は1019枚、148万円と増加している。前年の1月-4月も大戦後の不況期であったが、それに比べても増加したのである<sup>89)</sup>。

銀行の資産内容も3月末から4月末にかけて大きく変化していた。この1カ月間で全国交換所加入銀行の預金は8600万円、貸出金は1700万円、金銀在高は300万円それぞれ減少した。これは金融梗塞が進んでいること示して

84) 「大阪銀行協議」『東京日日新聞』大正9年4月21日付。

85) 『東京日日新聞』大正9年4月21日付。

86) 「財界概観」『東洋経済新報』大正9年5月22日号、1-2ページ。

87) 『東京日日新聞』大正9年4月23日付。

88) 「手形交換高激減」『読売新聞』大正9年4月24日付。

89) 『中央新聞』大正9年5月7日付。

いる。

これについて『東京日日新聞』はこの1年間に銀行預金は6億7800万円増加しているが、その半分は当座預金の増加であり、また残りの預金増加にしてもその多くはいわゆる預け合い勘定で、会社の新設増資のための預金であり、不安定なものであったのに対して、貸出の増加は預金の倍近くの11億6600万円に達しており、この結果銀行は容易に資金欠乏状況に陥ることになるとした。つまり金融梗塞の原因は輸入超過でも正貨流出でもなく銀行の放漫な貸付にあったというのである<sup>90)</sup>。『東洋経済新報』(4月24日号)のいう信用の濫用が起こっていたのである。

また4月中の資金の動きを見ると、銀行預金が減少したのに対して郵便貯金は増加している。これは銀行取付の影響と株価・商品価格暴落によって株式や商品市場への投資が激減したためであると考えられる<sup>91)</sup>。

救済措置について曖昧な態度をとり続けた原首相であったが、背後では日銀を通じて積極的な救済に動いていた。『原敬日記』4月26日の条には次のように書かれている。

「日本銀行總裁井上準之助を招き財界救済の實況を尋ねたるに各銀行を経て資金を供給し(1億5000萬圓に近し)其他種々の方法を施し居るに付破綻は免がれ得べしとの趣旨を物語れり。」

(『原敬日記』234ページ)

井上総裁は原首相に日銀が1億5000万円近くの救済融資を行っているので破綻は免れるだろうと述べているのである。

日本銀行による財界救済の結果、4月末の一般貸出高は8億3500万円にも達した。この中には株取引の解合のための株式取引所に対する3000万円の融資も含まれている。しかし日銀による資金供給も市場の金融梗塞の緩和

90) 「銀行資力減退」『東京日日新聞』大正9年5月16日付。

91) 『中央新聞』大正9年5月3日付。

につながらず、預金として還流するものもあったことから兌換券発行高は13億6600万円、制限外発行も3億2900万円にとどまった<sup>92)</sup>。日銀貸出は翌5月1日には8億5500万円と記録的水準に達した。

日銀による貸出増加のためにコール市場ではコールマネーの需要が激減した。また東京株式取引所が日銀より借り入れた資金3000万円のうち2000万円は使われずに銀行の預金として残っていたために資金に余裕が生じたことも、コール金利の低下に寄与した。コール金利は4月末頃には翌日払いで1銭3厘まで低下している<sup>93)</sup>。

このように通貨供給は増加していたが、民間銀行の警戒は依然厳しく割引歩合は2銭9厘から3銭1厘と高水準のまま、取引はほとんどない状況となった。同時期に東京では預金金利の引き上げが観測されている<sup>94)</sup>。

金融危機の際、日銀は大量の資金を市中に散布するが、その一部は日銀に還流する。これは銀行が貸出を警戒して、銀行間取引を抑制し、手許資金を厚くするためである。このような現象は、金融パニック時には一般的に観察され、昭和金融恐慌時にも見られたし、平成バブル崩壊後の金融緩和時にも見られた。同様に、大正バブル崩壊後の5月8日の日銀に於ける民間預金高は1億2100万円に達した<sup>95)</sup>。コール市場に於ける金利低下はこのような金融状況を反映したものと考えられる。

## 小括

バブルの認識も困難であるならば、バブル崩壊の認識もまた困難であることは、本稿で取り上げた4月14日の暴落後のマスコミの認識を見ても分かる。一方で景気の先行きに対して警戒を示したマスコミもあったが、多くのマスコミは株式市場や商品市場での大暴落や市場休場という現実に直面して

92) 『銀行通信録』第69巻第415号、大正9年5月20日、12-14ページ。

93) 『時事新報』大正9年4月29日付。

94) 『中央新聞』大正9年4月20日付。これによると最近金融逼迫により貸出金利が上昇したことから預金金利も引き上げるといふ。

95) 『ダイヤモンド』大正9年5月21日号、48ページ。

もなお世界的に供給不足にあるという認識から抜け出すことはできず、市場救済措置を行うとしても常にバブル再燃を懸念していた。

4月19日に報道された日銀の一般方針には「現状の儘にて金融市場を救済するときは却て財界に悪風を増長せんことを恐れ居るもの、如く」とあり<sup>96)</sup>、日銀もまた全般的な救済措置をとることで投機思惑熱が再燃することを恐れていた。そのため金利を引き上げることには反対したものの金利の引下げは論外と考えられていたのである。

この4月14日暴落以後の日銀の金融政策については評価が分かれている。『ダイヤモンド』は、日銀の金融政策について、日銀はバブルの時にも放漫な貸出を行ってバブルを煽ったが、反動後の貸出についても放漫であると次のように批判した。

「現に本月の一日に於ける日本銀行の手形割引額は5億2850萬圓の巨額に上りて、昨年末大決算期の當日に於けるよりも約1億6100餘萬圓の激増なりとす。當日の外國爲替貸付金も俄然増加し來りて、約3億2500萬圓に上れり、是れ亦本年に入りて以來の最大金額なり、又定期貸付金も5200餘萬圓を算し、是等の3口を合計するときは貸出9億350萬圓に上るべし。日本銀行の貸出が9億餘圓に上りたるは珍らしき違例にして、前代未聞の出來事なり。

言ふまでも無く、手形割引金額の激増は彼の市場救済資金の放出其主たるものなるべし。是れは時の緊急避け難き所なりとするも、然も斯る巨額の濫貸が毫も市場の金融を緩和したる跡あることなし。近日コール日歩太く低落せるを以て顯然たる効果なりと誇らんも、コール日歩の低落は商工業者日常の取引には些の縁なし、市中の手形割引日歩は依然として3錢以上を動かすこと無く、金融の梗塞は依然として依然たり。是れ日本銀行の貸出方が宜しきを得ざる結果に外ならず、彼れの如き巨額の手形割引を敢てし乍ら、別に市場の金融を緩和する能はざる所以のものは、其貸出の局部的不公平に過ぎて、普遍的ならざるの結果ならずばならず。」

96) 「金融疎通施設」『中外商業新報』大正9年4月19日付。

(「日銀の放漫貸出」『ダイヤモンド』大正9年5月11日号, 20ページ)

5月1日には日銀の貸付額が9億円を超えるという異例の事態となっていた。この巨額の貸付によって確かにコール金利は低下したが、手形の割引率は依然として日歩3銭を超える水準のままであった。しかし商工業者にとって重要なのはコール金利ではなく手形割引率であって、その意味では金融梗塞は依然として続いている。これは日銀の金融政策が不十分であるという主張になるように思える。つまり金融市場全体の金利を引き下げるべきだということになるはずである。しかし同誌の主張はそうではなかった。

さらに同誌は別の記事で日銀が大量の資金を供給する一方で、日銀預金が増大していることを取り上げ、これは日銀から融資を受けている銀行が金融不安の中で手元資金を厚くし、支払い準備を増やしているからであり、日銀の政策は放漫ではあっても、財界不安を取り除くこと、即ち財界救済に失敗している。そこで同誌は財界不安を取り除くためには、金利を引き上げた上で門戸を開放すべきであるとした。つまり貸出金利を引き上げ、銀行だけでなく一般企業にも直接資金を貸し出すべきだとしたのである<sup>97)</sup>。

これに対して、『東洋経済新報』はバブル崩壊後、日銀が大幅な貸出増加を行って流動性を供給した点については評価している。

「今迄の遣口では、餘り聰明とは云ひ得ない日銀當局者も、此度は幸ひにして大過誤を冒さなんだ。そうして可なり思ひ切つて、資金の貸出を行ひ、上記の如く僅々一ヶ月か二ヶ月半の間に、日銀當局者が、二億圓以上もの貸出を増加し、由て以て財界の健全者には、決済の道を得せしめ、其信用を未倒に維持することを得せしめた。さもなければ、一層激化したるべき混乱を、之に由て或は未然に防止し、或は既發に救済したる効果のあつたことを十分に認めてやらねばならぬ。世上では、日銀の此資金の放出を以て、無用の救済なりと嘲罵し、或は一概に通貨の増發、投機再發の獎勵なりと非難するものもある。だが斯の如

97) 「誤れる救済法」『ダイヤモンド』大正9年5月21日号。

き論は、時と場合とを考へざる所謂膠柱の見解であつて、固より取るに足りない。」

(「日銀は利上を即行すべし」『東洋経済新報』大正9年5月8日号、8ページ)

同誌は日銀の株式市場救済融資を積極的に評価した。また日銀が短期間に貸出を増加させたのは、信用が崩壊し支払い手段として現金しかない結果であつて、当然であるとした。もし他の銀行と同じく資金の回収に走れば金融梗塞はますますひどくなり、恐慌が深刻なものになったであろうといふのである。

また『ダイヤモンド』のように選択的貸出を批判せず、日銀が2億円の貸出増加を行い、資金を供給しても、兌換券発行高は2月末の13億6000万円から4月末の13億6600万円にしか増えていないのは全体の信用、とくに銀行間取引が収縮しているからだとした。

だが同誌も日銀による流動性の供給は認めながらも、それが長期的な通貨の膨張になることを防ぐために、公定歩合を少なくとも市場金利水準またはそれ以上に引き上げるべきだと述べている<sup>98)</sup>。同誌は日銀の民間預金の増加を見て、これが投機資金に回る前に日銀は資金を回収すべきであり、そのために金利の引き上げを求めたのである。

他方で金利引き上げに対しては、それが再び株価・商品価格の暴落を引き起こす恐れがあること、また金利引き上げは国債価格の暴落を招き、政府の公債発行政策に悪影響があることから反対論があることも認めているが、前者に対しては今回の暴落が金利引き上げによって生じたのではなく、金融梗塞が原因であったこと、後者に対しては公債募集を止めるべきだと反論している<sup>99)</sup>。

『ダイヤモンド』にしても『東洋経済新報』にしても日銀に金利の引き上げを求めているという点では同じである。それを実際に実行したのが前稿で

98) 「財界概観」『東洋経済新報』大正9年5月1日号。

99) 「重ねて日銀の利上に就て」『東洋経済新報』大正9年5月15日号、9ページ。

述べた株式救済融資であり、仲買人に日歩4銭の高利で貸し付けたが、余りに高利であったために融資を受ける者が少なく貸出枠が大幅に余る結果となった。また前稿の『中央新聞』（4月16日付）が主張していたように、金利とは関係なく救済融資のスキームが有効でなかったことは増田ビルブローカー銀行の破綻後の日銀による救済融資を見ても明らかであった。金利引き上げとマネーサプライの増加は矛盾するはずであるが、当時そのことを指摘したマスコミはなかった。必要な貸出をスクリーニングするために金利を引き上げれば良いという考え方がそこにはあったと考えられる。

大正バブルは第一次世界大戦という政治的経済的大変動のなかで発生したものであり、歴代の内閣による経済政策が引き起こしたものではない。原内閣もバブル発生に対してほとんど自然放任の態度をとった。このバブルが崩壊し、経験したことのない経済的混乱が起こったとき、これに対処しようにもその前例がまったくなかった。それでも否が応でも対応がなされなければならない。政府や日銀はまさに手探り状態でその対応を行わざるを得なかった。

本稿で紹介したように当時は不況に対する処方箋で合意されたものはなかった。そのため様々なポリシーミックスが提案されており、その中には現在の私たちから見て奇妙なものもある。しかし、現在の私たちがバブル崩壊およびその後の不況に対して明確な処方箋を持っているかと言えばそうではない。教科書的なケインズ政策が今日の不況に対して有効でないことは明らかであり、これまでとは違ったポリシーミックスを私たち自身も模索しているところである。例えば、現在日銀が実施している金融政策も非伝統的であり、この政策がどのような結果をもたらし、何時日銀が通常の金融施策に戻ることができるのか、そのための政策手段は何かという出口戦略も見えていない。

超金融緩和による長期金利の低下は財政規律を毀損し国民所得に倍する公的債務を累積させた。これが将来わが国経済に致命的な影響を与える可能性を私たちは否定できない。不況時に金利を引き下げるといふ政策が将来に禍



根を残すという当時の人びとが持っていた感覚はもしかすると正しいのかも知れない。それ故、私たちにこの当時提案されたポリシーミックスを荒唐無稽と片付けるだけの資格はないと言ってよい。私たちは常に手探りで現在の状況にあったポリシーミックスを見つけなければならないのである。

(続く)

(もちづき・かずひこ／経済学部教授／2013年12月24日受理)

## Bank Crisis and Collapse of Markets(Ⅲ)

### — The Expansion of Economic Slump and Policy Debates in Mass Media —

MOCHIZUKI Kazuhiko

After the crash on April 14<sup>th</sup>, symptoms for the expansion of economic slump were seen in the business and ordinary life. Deals on credit dwindled and merchants sold and bought by cash. Inventories increased quickly and storehouses were filled with imported goods. In ports there were many ships with imported goods waiting for unloading.

Weavers in local areas were also suffered from the price fall of textiles and evaporated demand for their products. They restricted their production by cartels and many workers were lay-offed.

Price falls were seen in many goods. Some textile wholesale shops sold in bargain to consumers directly. In May people saw the price fall wider spreading.

In mass media there were many policy proposals for the economic turmoil. Among them some are very curious for us from the present viewpoint. The Keynesian macro economic theory was not known yet in those days. As a financial policy many media advocated a rise of interest rate of BOJ. It was popular that in time of financial panic the central bank had to lend money to the city banks unlimitedly at higher interest rate as Walter Bagehot claimed. Some claimed the policy mix of high interest rate and public expenditure. Such policy mix also seems curious for us.

Others opposed against the government intervention to the economy. But they said so not because they trusted the market mechanism as M. Friedman and F. Hayek did but because they didn't know effective economic policies.

Many media held the prospect that the economic slump was temporary and would recover soon because the short supply was worldwide and would continue for long time so that the exports would increase in short time. They were afraid of bubble coming again. They didn't think the deflation seriously. But the Japanese economy was trapped in slump for more than 10 years.

(To be continued)