バブルの絶頂と崩壊[1)]

望　月　和　彦

「大暴落は，深刻な不況が近くに迫っていることに市場が突然気づいたことから引き起こされるという人もいるが，そうではない。それが深刻なものであろうがなかろうが不況は市況が悪化した時点で予想することはできない。…というのは，投機ブームの本質は，いかなるものであれそれを崩壊させることができるというところにあるからだ。」

（J. K. Galbraith, *The Great Grash 1929,* Penguin Books, 1992, p.113）

はじめに

バブルの過熱とともに，金融市場が対外的及び国内的要因から極度に逼迫したことは前稿で述べた。だがこのような状況でもなおバブルは持続していた。他方，産業によってはバブル崩壊以前に不況に突入するところも現れ，またバブルの背後で在庫が累積していることが観察されていた。実物レベルでは既に超過供給の状態になっていたと考えられる。そのような状況の変化が 3 月 15 日の大暴落を引き起こしたのである。本稿では，バブル崩壊直前の

1）『銀行通信録』，『大阪銀行通信録』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。
　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。
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』

キーワード：戦後恐慌，バブル崩壊，臨時国庫証券，金融政策

実物市場の状況を概観し，株式・商品市場のバブル崩壊直前に於ける暴落状況，そしてそれに続く3月15日の大暴落とその原因さらにその後の金融市場について述べる。

バブルの絶頂と実物市場の変調

『日本銀行百年史』は，大正9年2月から3月にかけての経済状況を次のように描写している。

「生糸相場は，輸出引き合いがそれほどでもなかったのに大正9年1月には現物上一番4350円を唱え，『五千円を目標として思惑熱は凄じく空人気の沸騰驚嘆を禁ぜざらしめ』た。綿糸相場（大阪三品市場定期先物月中平均）も9年2月に613円91銭，3月に628円37銭と前年同月比2倍近い高値を示し，綿糸の思惑は『二，三月に於て正に其絶頂に達した』。株式市場も空前の活況を呈し，『一月遂に東株五百円の大関門を突破するの気勢にて狂態殆ど窺ひ知る可からざるに至』り，『三月の受渡代金は約一億円に達し』た。事業の新設・拡張を計画する者はいよいよ多く，9年3月の計画資本高は前年同月の7.3倍に上る11億4849万円の巨額を算した。物価も騰勢を改めなかった。大正3年7月を100とする卸売物価指数は9年3月には338（前年同月比59.0% 高）に達した。このような国内物価の高騰に加えて消費力の増大や企業活動の活発化により，食料・原材料・機械類の輸入が多額に上ったうえ，思惑輸入も盛んに行われたため。9年3月には1億3546万円という大幅な入超を見ることになった。」（日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』第2巻，日本銀行，昭和58年，545ページ）

ここに示されているように，大正9年に入ると思惑取引は盛んとなり，それにつられて物価も上昇をみせ，バブルはいよいよその絶頂期を迎えたのである。

バブルは不動産にも及んでいた。『東洋経済新報』によると大阪では特に土地投機が盛んで，「例へば，住宅払底の折柄とて，試に或る土地を卜して數軒の貸家を新築（其家は如何に割高でも忽にして借手が付く）すると，其邊一帯の土地は忽にして騰貴するという有様」となっていた[2)]。不動産の供給の増

加が不動産価格を煽るという，平成バブルで私たちが経験したようなことが大正バブルでも起こっていたのである。土地バブルが膨張するとともに土地会社も簇生した。大阪では大正８年６月までに15社しかなかった土地会社は大正９年３月上旬には69社にまで増加していた[3)]。

投機熱はますます熾烈になり，常軌を逸したような取引も現れていた。その一例が綿糸の先物取引であった。綿糸投機は１年もしくはそれ以上の先物にも及び，その取引高は約200万梱にも達していた。これはこの当時の綿糸生産高180～190万梱を10～20万梱も上まわるものであった[4)]。つまり投機思惑取引が生産高を超えて行われていたのである。

１年先の先物取引は白木綿つまり綿布でも行われており，大正８年12月８日時点で，大正9年1，2，3月物2円30銭，4，5，6月物2円8銭5厘，7，8，9月物２円３銭５厘，10，11，12月物１円93銭５厘という相場になっていた[5)]。バブルの過熱を背景に盛んに投機思惑取引が行われていたことが分かる。

では実需はどのようになっていたかというと，綿糸について『東洋経済新報』は，「輸出は若干の増加をしたが，相場に響くほどのものでもない。内地の機業界も依然として不振で，夏物の契約もまた初まらぬ有様である。米綿も保合である。何處を見ても，彼處を尋ねても，綿絲を騰貴せしむるような，需給關係の變化は見當らない」と述べ，綿糸価格を上昇させるような需給関係の変化は見られず，大正９年１月に見られた定期綿糸価格の上昇は「一種の策略から出た投機相場」であり，早晩崩れるであろうと予想した。

そして相場暴落の原因は金融方面となるが，その時期については容易に予測することはできないとしながらも，「今度の騰貴が最後の騰貴であることだけは間違ない」と綿糸先物相場がピークアウトしたと主張した[6)]。また同誌は３月13日号で，綿糸生産の増加の結果，阪神綿糸在庫とくに太番手の在庫が

2）「大阪の土地熱」『東洋経済新報』大正９年３月13日号，９ページ。
3）「土地投資」『中央新聞』大正９年３月17日付。
4）『財界変動史』208ページ。
5）「白木綿恢復難」『大阪朝日新聞』大正８年12月９日付。
6）「綿絲の投機的反騰」『東洋経済新報』大正９年２月21日号，25-26ページ。

急増していると報じた上で「出來高も在荷も増加して，しかも相場が此の頃減切り高くなつて來たのは注意に値する」と警戒を発している[7]。

前稿で述べたように，生糸もアメリカの在庫が積み上がっていたことから1月下旬に最高値に達した後，価格が下落し始める。輸出額も大正9年2月，3月は1月の半額以下に激減していた。

『東洋経済新報』は（1）欧米間の為替変動がアメリカの欧州向け輸出を阻害していること，（2）米国の金融緊縮により思惑売買が困難になっていること，（3）我が輸出商はこれを見て引き続き買い控えをするであろうこと，（4）従って春挽糸が出回るにつれて横浜の在庫は増加し，（5）地方筋が軟化して売り急ぐようになれば，売り崩しにより相場は下落し，これまで買い進んできた定期の買い方も窮地に陥って投げ売りをするようになるとの弱気筋の主張を紹介した。しかし結論として，同誌は買い手は引き続き強気を崩さないと予想し，「一月中の高値を以つて，大天井を打つたものと斷定するのは，聊か早計に失しはすまいか」と生糸価格は先行きまだ値上がりすると予想している[8]。

だが実際には，3月12日になるとそれまで3500～3600円を維持していた生糸価格は3300円台にまで下落し，それに伴って羽二重価格も暴落した[9]。

また同誌は，輸入増と生産増加の結果として倉庫在荷はかなり急速に増加しており，その例として綿糸，豆類，小麦粉，米，砂糖，海産物，綿織物，毛織物，印度綿，毛糸，麻及び麻製品，皮革及び同製品，洋紙，肥料，鉄材，雜金属といった商品を挙げている。そして「倉庫在荷にして既にさうであるとすれば，卸賣商小賣商自身の倉庫にもまた堆荷が案外多いのではあるまいか」と述べ，流通の各段階で在庫が急増しているのではないかと推定している。だが在庫急増の現実に直面して，これが仮需要であり思惑すなわち投機の結果であると認めはするものの，「而して此の思惑は，昨年の初夏頃から，

7)「財界概觀」『東洋経済新報』大正9年3月13日号，1ページ。
8)「反動後の生絲市場」『東洋経済新報』大正9年3月6日号，7-8ページ。
9)『北国新聞』大正9年3月13日付。

ずつと續いて來た」と何も特記すべきことではないとするのである。そしてその思惑を支えてきたのが信用の拡大であり，それはまだ続くとする。

その根拠として同誌が挙げるのは，3月15日に借換が予定されている臨時国庫証券1億円であり，政府が提示する利率では借換に応ずるものは少なく，多くは現金償還されるであろうと同誌は予測する。その結果，兌換券は増発され，信用の拡大は続くというのである。信用の拡大は投機取引を支えることになり，好景気は持続することになる。

だが他方で同誌は「景氣沸騰の外皮の内に，旋がて之れを打ち砕くべき種子が既に芽を萌き，かなり急速に成育しつヽあることを發見する」と述べ，反動の兆しが見えるとする。それが金融の逼迫である。輸入代金支払いのために正貨が減少していることから，やがて日銀は金利を引き上げるのではないかとするのである。また市場金利も上昇しており，資金調達自体も困難になってきていると同誌は指摘する。

その一例として同誌が挙げるのは，業績良好で2割5分の配当を行っている紡績会社が，思惑のため会社と重役の信用を使い尽くしてしまい，2月末の支払いに窮して，手持ち原料を転売したという例である。つまり資金が固定化してしまい，必要な資金の手当てができず，やむなく現物を処分しなければならない事態が既に発生していたのである。

これをうけて同誌は今後正貨の流出が顕著になると金利はさらに騰貴し，金融の困難は普遍的になる。その時に行詰りが起こって，売り惜しんだ品，買い占めた品が市場に氾濫するであろうと不況の到来を予測しているが，それでもその行詰りが起こるのは半年か一年先であり，短期的にはこの好景気は続くと考えていた[10)]。金融の逼迫については前稿で述べた通りであるが，同誌はこの影響が出てくるのはかなり先になると予想したのである。

また一部の製造業でもバブル崩壊に先だって製品価格の暴落に直面したところがあった。その代表例が羽二重である。既に述べたように，生糸及び絹

10)「景氣沸騰の眞相」『東洋経済新報』大正9年3月13日号，7-9ページ。

製品はバブルの絶頂期に価格下落と在庫増に見舞われていた[11]。羽二重の価格は，1月21日に百匁36～37円の高値を付けて以降，低落を続け，3月1日には同26円にまで下がっていた[12]。それがバブル崩壊の前週にはついに暴落し，機業家では休業者が続出し，同盟休機を行うところも出ていた[13]。例えば，金沢地方では生糸価格下落に伴う羽二重価格の下落により，機業家は生産調整のために3月2日から10日または15日まで休機した[14]。

『北陸毎日新聞』は景気のいい時には1疋について14,5円から20円の利益があったのに，今ではアベコベに同じほど損することになり，県下の8割が休業している。価格が暴落したために，休業して職工に7割余の給料を払っていた方がよいという状況になったと述べている[15]。機業はいうならばミクロ経済学でいう閉鎖点近くにまで追いつめられていたのである。このような事態に直面して銀行も担保貸出を警戒していると報じられた[16]。

大正9年2月の金沢組合銀行14行の預金総額は24,833,325円に対して貸出総額は32,885,268円となり預貸率は132.4% に達した[17]。これはそれだけ貸出資金が固定化したこと，即ち不良債権化していることを表している。

このようにバブル絶頂期に，商品によっては価格暴落のため先行して不況局面に入っているものもあったのである。

このようにバブル崩壊の予兆はすでに現れており，マスコミもその予兆を認識していたのだが，現在の状況が継続するという現状維持の見方が依然強かったことから，予兆を適切に評価することができず，それがバブル崩壊につながるとの判断を下すことはなかったのである。

11）拙稿「大正9年1－2月期におけるバブル経済」（Ⅱ）。
12）『北国新聞』大正9年3月3日付。
13）「羽二重益不況」『中外商業新報』大正9年3月16日付。
14）「機業引続休」『北陸毎日新聞』大正9年3月15日付。
15）『北陸毎日新聞』大正9年3月16日付。
16）「輸出羽二重休場」『大阪毎日新聞』大正9年3月9日付。
17）『大阪銀行通信録』第271号，大正9年3月，銀行及び経済統計表20ページ。

大反動の兆し

このように実物市場でもブームに陰りが見えていた。在庫は増加し，羽二重のように生産制限を行うところもでてきた。しかし人々はこれをもってバブル崩壊が近いとは考えなかった。ガルブレイスも述べているように，バブル崩壊は崩壊した後にそのことが判明するのであり，バブル崩壊に直面した時にそれを認識することはできない。それはあくまでも結果論に過ぎない。従って，この時期に人々がバブル崩壊を予想することはそもそも不可能なのである。従って大反動の兆しとは言ってもあくまでも結果論，後講釈に過ぎないことに留意が必要である。

高橋亀吉は大正７年の休戦後の不況の際には人々は事前にこれを警戒していたのに対して，大正９年３月15日から始まるバブル崩壊，すなわち大反動は予想外の突発事件であり，それだけに被害も甚大であったと述べている[18]。

しかしバブル崩壊の前兆が全くなかったわけではない。前節で述べたように，実際には，大正９年に入って市場は変調の兆しを見せていた。砂糖市場では供給が過剰気味となり，先物・現物ともに取引が成り立たなくなっていた。生糸定期市場でもニューヨークでの在庫が６万８千俵とふくらんでいるため，引き合いがなくなるという状況となり，相場は下落の様相を強めていた[19]。他方，綿糸，米，株式は依然高値を続けていた。

高橋自身，３月15日の株式市場暴落以前にその兆候はあったことを認めている。そのエピソードとして彼は内田信也の例を挙げている[20]。内田は第一次大戦勃発時に船会社を設立して大成功を収め，山下亀三郎，勝田銀次郎とともに船成金として名をはせた人物であるが，内田自身そのエピソードを次のように述べている。

18）『財界変動史』243-244ページ。
19）『中外商業新報』大正９年３月１日付。
20）『財界変動史』206ページ。

「大正９年３月はじめ，僕は丁度上京中だつたが，かねて規交(ママ)のあつた興銀總裁土方久徴氏を訪うと，氏が『どうも財界の様子が變だよ，氣をつけないといけませんぜ』と注意してくれた。そこを辞して更に前月の２月に議會を解散し，４月の總選擧を控(ママ)えて多忙中の原敬首相を訪問したが，原首相からもまた『どうやら經濟界の様子がおかしくなつたよ，茂木總(ママ)兵衞君など山本達雄君を通じて前から選擧資金を頼んで置いたのだが，引受けてはくれていたものゝ，それがどうも出せなくなつたようだからね』という打明け話を聞いた。僕はそこでこれはいかん，來るべきものが遂にやって來たと覺悟して，直ちに英米，インドその他各地の支店宛に『Panic will be soon, dispose off your goods in your hands（恐慌近し，手持品全部賣拂え）』と電命した。」

（内田信也『風雪五十年』実業之日本社，昭和26年，30－31ページ）

内田が売り払ったのは，株式ではなく彼の商事会社が保有していた商品であり，彼の船会社である内田汽船が保有していた船舶であった。彼自身，「こんな次第で内田汽船の第一次歐州大戦結末時における締めくゝりは，大成功をとげたわけであるが，山下龜三郎，勝田銀次郎君などはあたら機を失して，莫大な借金を背負い込むことになつた」と自らの先見の明を誇らしげに述べている[21]。

前節で述べたように，バブル崩壊以前に商品によっては価格の暴落，生産不振の局面に入っていたものもあった。事実，３月中旬から株価や商品価格の下落は始まっていた。東京市場では，株価は３月11日から３日連続で暴落している。これを受けて３月15日付の『中外商業新報』は株式市場において株価が暴落し始めたと伝えている。その原因として同紙は金融梗塞が発端としながらも，その根本原因は買いすぎの祟りであるとして，今回の株価下落は株式市場に於ける調整局面を示したものであるとし，この局面はしばらく続くとした[22]。

『万朝報』もバブル崩壊直前に先行きに対して警戒感を示していた。

21）前掲同書，32ページ。
22）「株式界反動來」『中外商業新報』大正９年３月15日付。

「大引立會禁止に就ての紛擾や日銀の第三次利上説及び期米の暴落，生絲綿絲の不況などにて，俄然，氣崩れ状態に陥りたる株式相場は，狼狽筋の投物一巡と共に，休日前引際は稍や落着模様を呈したり，然し貿易の逆調，正貨の漸減，資金の株券化，銀塊の崩落，歐米財界の不振等，數へ來れば，悲觀材料尚ほ尠からざるのみならず，人氣も是迄と違ひ，高値は漸く買警戒の風情なれば，縦ひ今後投機熱の餘勢を驅つて，再び買進まるゝ場合ありとするも，相場は最早戻賣の時期に入れるものゝ如し，左れば買方たるもの又一考を要すべし」
（「目先強弱如何」『万朝報』大正9年3月15日付）

ここでは貿易の逆調や金融梗塞といったマクロ的な経済状況の変化に並んで株価暴落の原因として米や生糸といった商品市場での暴落が挙げられていることに注意が必要である。後で述べるように3月15日の株価大暴落は商品市場と連動したものであったと考えられるからである。

例えば，堂島市場では3月10日に期米が暴落している[23)]。期米は13日にも暴落した[24)]。

そもそも米については大正8年の産米は豊作であることは既に知られていた。しかしそれでも米価は上昇を続けていたのである。その原因は農家の主要生産物である米と生糸の価格が暴騰し，農家所得が増加したことから，農家は米を売り急ぐ必要がなくなり，むしろ米価に対して先高感を持つようになって，米の売り出しを抑制した，つまり売り惜しみをしたことにある。つまり投機思惑が供給を抑制しそれが米価高騰を引き起こしていたのである。だがこのような不自然な状況はいつまでも続く訳ではない。いずれ農家が保有する米は処分されねばならない。処分するのはもはや時間の問題となっていた。

そしてこの時期になると農家はもはや持ちこたえられなくなっていた。この時期になると軟質米が変質するために売り出さざるを得ない状況になった。また春を迎え，肥料の仕入れなど耕作の準備のためにも資金が必要となって

23)「期米暴落」『大阪毎日新聞』大正9年3月11日付。
24)「期米再暴落」『大阪毎日新聞』大正9年3月14日付。

いた。

『中央新聞』は最近の傾向として，株価と米価が連動するようになった，これは農家が株に手を出すようになったためで，今日，株価下落により農家の資金繰りが悪くなったのと，米の変質期が近づいてきたことから，農家が米を手放すようになり，その結果，米の価格も下落していると報じている[25)]。

資金繰りの点で追いつめられていた農家は，これまでにも郵便貯金を引き出したり，地租を滞納までして資金のやり繰りを付けていたのが，それでも持ちこたえられずに米を手放すようになったのである[26)]。さらには政府が保有する外米の払下も予想されたことが，米価の下落に拍車をかけた[27)]。

同様に綿糸や生糸の相場も下落し始めていた。一般的には大正バブルの崩壊つまり戦後恐慌は大正9年3月15日から始まったとされるが，実際にはそれ以前から各市場で価格の下落は始まっていたのである。

バブル崩壊直前の3月13日付『中央新聞』は，最近の金融梗塞と貿易赤字が景気の悪化につながることを懸念し，「市場の景氣は漸次悪化すべく，現に最近株，米，綿糸市場が不味の成行を呈せるが如き，或は中旬の金融市場がコール3錢を唱ふるが如き，何れも注目に値する現象と謂はねばならぬ」として景気の先行きに警戒感を示している[28)]。

そしてバブル崩壊の3月15日当日に発行された『万朝報』には財界の破綻を予期するような社説が掲載されている。

「財界の前途には，恐ろしい妖雲が漂うて居る，記者は昨年11月本欄で『經濟界の浮動』と題して，浮ッ(うは)調子な財界の傾向を指摘して早晩『恐慌來』の日あるを豫言して置いたが，此の日は刻々に近づいて，財界破綻の日は，既う(も)目捷の間に迫つて居るやうな氣がしてならない。」

（「財界の破綻期」『万朝報』大正9年3月15日付）

25）『中央新聞』大正9年3月15日付。
26）「財界反動の第一犠牲」『京都日出新聞』大正9年3月18日付。
27）『小樽新聞』大正9年3月12日付に，米価高騰に対応するため，政府が60万石保有している保存米のうち10万石以上を払い下げる予定であると報道されている。
28）「財界警戒時期」『中央新聞』大正9年3月13日付。

その理由として，同紙は現在の好況の原因は貿易黒字にあったが，その貿易の赤字が続けば好況の原因が根本から覆されるからだと述べている。同紙は破綻を避けようとするならば，通貨の縮小を図って，物価を下げるべきだとした。そのためには日銀による金利引き上げを求めたのである。だがこの時点では既に手遅れとなっていた。

バブル崩壊

そして15日月曜日の株式市場は東株80円以上，大株61円50銭下落したのをはじめ，軒並み50〜60円から80円以上も下落し，まさに恐慌相場となった（表Ⅰ）。15日の株式市場の様子を『中外商業新報』は次のように報じている。

「15日の場面は買方の恐怖的投物續出し，先づ東株の四五十圓方暴落せるに，益々場面の氣配を険悪ならしめ，汽船株は割合下げ澁りたれども富士紡は十五六圓方安く殊に鐘紡日清紡東洋紡は何れも四六十圓方の慘落を演出し，砂糖株は下げの程度割合激しからざりしも尚二三十圓方激落し，又前來増配増資説にて無暗に買煽られたる端株は成行の投げに對し相手の少きまゝ下落振りも激烈にして毛織毛斯（もす）は四五十圓方日活製麻は三四十圓方製氷製粉石油の類も三五十方の暴落を演じ，其他一體に一二十圓方の激落を告げて立會の夜に入りたる抔全く日露戰後の暴落時代にも見ざりし所也。」
（「定期一齊暴落」『中外商業新報』大正9年3月17日付）

まさに市場は日露戦争後の暴落以来の暴落に直面したのである。株価が暴落するだけでなく，取引高も57万株を越えて新記録となり，市場は正にセリングクライマックス状態となった。暴落は株式市場だけでなく，期米や綿糸市場にも波及し，市場は転機を迎えた。

東京株式市場のうち定期市場は，株価暴落によって生じた追証6千数百万円の徴収のため，16，17日を臨時休業した。株式の現物市場も以下の記事に見るように，16日の午後になって立ち会いを中止している。

「16日定期休會中の現物氣配は一派の處分物や氣配に雷同する賣物抔にて益々人氣を動搖せしめ，其結果市場の秩序を混亂する嫌ひありとし，現物業者は16日午後2時頃申し合せて現物取引を一時休止する事とせり。而して17日の休會中も市場内の現物取引は休止するに内定せり。」
（「株式現物休止」『中外商業新報』大正9年3月18日付）

大阪では追証1700万円が全部納入されたことから16日は立ち会いを行ったが，後場は臨時休業となった。また東京期米市場も米価暴落のため16日の途中で立会停止になっている。

『万朝報』は3月16日付の夕刊つまり15日発売の夕刊で株式や商品市場での暴落を報じ，この暴落により追敷即敷5000万円が発生し，これを銀行から調達するために市場は翌日休会するであろうとした。その後同紙は16日付の朝刊で即追敷は計1億円に達したと報じている。人々は日露戦争後の恐慌よりも惨めな状況になるのではないかと恐怖した。

『時事新報』は株価暴落が買いすぎの反動にあるとしながらも，「端株中には證據金の三四倍程も一氣に暴落せるありて，不穩なる商状を現はしたるに拘らず，之れに對し取引所が何等の施策なく立會を續行せるは少しく無謀なりとの非難も少からざりき」と述べ，異常な株価下落に対して取引を続行した取引所の判断は適切でなかったとしている[29]。

29)「株大混亂」『時事新報』大正9年3月16日付。

表Ⅰ　大正9年3月15日前後の株価と商品価格

	3月1日高値	3月13日大引	3月15日大引	3月17日
東株新	545.0	484.0	399.9	395.0
日本郵船	299.5	200.9	192.1	193.9
鐘紡新	544.9	519.2	455.0	454.8
東京期米取引	52.19	50.28	48.36	48.35
大阪三品綿糸	649.1	633.5	614.0	621.5
横浜生糸	346.7	330.1	313.8	319.7

(『財界変動史』246ページ)

この暴落に狼狽したのか，16日付の『中央新聞』は，「目先き買方の利喰買退きに依つて縦令多少の引返しありとするも，戻り値には地方筋より遅れ馳せの投げ物も尚ほ殺到すべく處分賣りも現はるべければ，到底此儘眞の挽回を見んこと甚だ困難と看做され居る」と非常に悲観的な見方を述べたが[30)]，まさにその通りの展開となる。

すでに市場間の連関を報じていた同紙は17日には綿糸市場の暴落が他の市場に与える影響を憂慮していた。

「唯最も憂ふべきは綿糸の前途如何である。當業者は何れも高値の先約取引を締結し居れば，綿糸の一度暴落に次ぐ暴落を以てせば，續々地方機業家に破綻者現出すべく，之が財界に及ぼす影響は又株式に打撃を與ふること大なるべく，又生糸は15日200圓の暴落を告げたるが尚暴落を重ねるに於ては之亦株界に波動を與へる事となるべく，定期市場が17日如何なる成行を呈するか頗る興味がある」
(「三定期市場觀」『中央新聞』大正9年3月17日付)

このように同紙は株・米・綿糸・生糸の諸相場に密接な連関があり，一つの市場の暴落が他の市場に波及することを懸念していたのである。この株式

30)『中央新聞』大正9年3月16日付。

市場と商品市場の連関については，後日，高橋亀吉も指摘している。

「当時株式投資は，商品投機に従属する資金融通手段となっていたことである。即ち，有力な商人達は主力を商品思惑に集中して，余力を株式に用い，金融の逼迫その他で，資金的必要を生じた場合には，株式を投げて資金を得，以て商品を維持する立場にあった。例えば 3 月 15 日の株式崩落は，綿糸，期米の買方が，株式を投げたことが動因だと見られていた。しかして，この事実はまた，4 月 7 日以降の株式再崩落の中心原因であった」
（『財界変動史』255 ページ）

高橋は当時の投機の中心は商品市場であり，株式市場は商品投機の資金調達の場となっており，3 月 15 日の株価暴落は，綿糸や期米の買方が資金調達のために株を投げ売りしたことが原因であると見ていた。だがこの株式市場の暴落は他の商品市場にも拡大していく。

株価暴落は生糸市場にも影響を与えた。生糸価格は 1 月の最高値から下落を続けていたが，3 月 15 日には定期先物が 20 円下落して 313 円 80 銭となり，現物は 250 円下落して 3450 円となった。現物価格は 1 月の最高値から約 1050 円の下落となった。

大阪では株式や商品市場は 15 日，16 日と開かれていたが，暴落に見舞われた。そのため 17 日には東京とならび大阪の株式市場は休場ということになった。もっとも米や綿糸といった商品市場は開かれている。

その後株価はやや戻したものの，22 日からは再び下落し，時として反発はするものの，下落傾向は変わらなかった。

諸相場の暴落は，相場に手を染めていた農家に打撃を与え，米の品質も変化する時期と重なって，米価格が下落しているにも拘わらず，東北北陸各方面からの米の積み出しが増加して各地の駅には扱いきれないほど米俵が集まっていると報じられた[31]。

31）『国民新聞』大正 9 年 3 月 30 日付。

バブル崩壊直後の金融市場

すでに日銀の貸出が厳重になっていることは前稿で触れたが，3月15日の金融市場は更に引き締まっていた。

「定期市場崩落を始め一般財界の前途愈々樂觀（ママ）を免れざるの象徴顯著となれることとて金融市場は更に強調を示現せり。即ち15日市中市況はコール日歩午前午後を通じて3錢乃至3錢1厘の取引行はれ，而も取手のみ多くして出手極めて少く無條件普通物其他殆ど取引なく，又割引日歩も普通最低2錢6厘乃至7厘唱へと幾分引締の商状を呈せり。而して先行も公債償還金の或は市場を潤すものあるべきが，夫とて期待極めて少かるべきを以て強調は依然持續せらるべし。尚13日日銀帳尻は貸出高前日に比し72萬餘圓を減少せる外預金の引出あり，兌換券は350餘萬圓を増加して11億8724萬餘圓となり，同時に限外發行は350餘萬圓増の1億3280餘萬圓となれり。」（「金融更に強調」『中外商業新報』大正9年3月17日付）

株価・商品価格の暴落により証拠金の積み増しを求められた人々はなりふり構わず資金の調達に走ったのである。これに対して資金の出し手は少なく，限外発行により兌換券は増加したが，その増加率はわずか0.3%でしかなかった。そのため金融は梗塞したままとなり，臨時国庫証券の現金償還もそれほどの金融緩和効果を持たないだろうと予想されていた。

それでも『中外商業新報』は，3月18日に社説として株式暴落を論じている中で「今日の對外貿易の逆調，金融の強調等は，果して株式市場に恐慌的状態を惹起せしめたる人氣作用の合理的根據を有するか」と述べ，貿易赤字や金融逼迫が株式市場の下落を引き起こしたとする説明に対して疑問を投げかけている。つまり貿易赤字や金融逼迫は株式市場の暴落を引き起こすほど深刻な状態にはないと同紙は主張したのである[32)]。ここにもこれまでのバブルの幻影を引きずり現状が見えない状況が現れている。

32)「財界の状勢」『中外商業新報』大正9年3月18日付。

他方，『門司新報』は暴落直後に株価下落の原因として，

(1) 日本銀行の貸出引締の態度

(2) 財界の拡大と物価騰貴

(3) 中央資金の地方移動

(4) 事業勃興による資金の減少を挙げ，特に日本銀行の貸出態度が厳しくなっていることが銀行の資金欠乏の原因なのだとした[33]。バブル崩壊の原因については後に取り上げる。

他方，市場暴落の翌日16日の日銀貸出は，前日比860万9千円増の5億1117万7千円，兌換券発行額も467万7千円増の11億9202万1千円となり，制限外発行額も517万9千円増の1億3806万4千円と資金供給をやや増やしている。そのためコール金利は16日午前中の最高3銭1厘5毛から2銭7～8厘にまでやや低下した。

しかしバブル崩壊後，市中銀行は一層貸出を制限するようになった。例えば，京都組合銀行ではバブル崩壊後，手形取引を制限するとともに貸出金利を引き上げている。

「京都組合銀行は本春來貸出に對しては手心を加へ投機抑制の態度を採り來れると織物商が從來の三ヶ月又は半期の長期取引を廢止し月末決算に改善せるより各地方に向け長期掛金にて取引せる各商店は融通資金の圓滑を缺くに至り，商品殊に織物類は氣迷ひの姿にて早晩商況惡化の形勢にあるより，組合銀行は更に貸出制限の擧に出づべく3月19日臨時總會を開き，同所手形として取引し來れる大阪東京の兩手形を同19日より廢止して他所手形と看做すと共に日歩2銭8厘を2銭9厘又同地手形日歩2銭7厘を2銭8厘に又3月22日より貸出日歩2銭7厘を2銭9厘に引上げたり」
(『大阪銀行通信録』第271号，大正9年3月，84ページ)

銀行の貸出態度が厳格になったことは次の『大阪毎日新聞』の記事でも明らかである。

33)「財界逆轉の兆象」『門司新報』大正9年3月17日付。

「最近新設増資會社の株金拂込の激増したるため株金の拂込みに差支へ，資金の貸出を銀行に仰ぐもの夥しく増加したる等一般の資金需要激増一方となれり。然るに之れと正反對に各銀行の手許資金激減し，預金亦一向増加の模様なきため銀行の貸出態度益々強硬となり，資金貸付日歩の如き一流手形に對しては2銭5,6厘見當にて貸出し居れるも，擔保付割引手形又は一般貸付けに至りては，今や日歩3銭見當の高利にあらざれば容易に貸出に應ぜず」
（「長期金融益困難」『大阪毎日新聞』大正9年3月26日付）

それでなくても，投機に手を出した人たちは追加担保の提供を求められ，手許の資金繰りはいよいよ苦しく，投げ売りを余儀なくされたのである。

金融梗塞の指標として，手形交換高をみると，大正9年3月上半期は21億2000万円だったものが，同下半期には20億1500万円に，さらに4月上半期には17億9400万円と急減している[34]。

表Ⅱ　東京組合銀行各種残高　（千円）

	3月20日	4月17日	増減（▲は減少）
貸付金	908,797	877,706	▲31,091
当座貸越	167,085	197,440	30,355
割引手形	650,177	622,171	▲28,006

（出所:『ダイヤモンド』大正9年5月1日号,61ページ）

表Ⅱを見ても，東京組合銀行の貸付金と割引手形は減少し，当座貸越は増加している。これは当座貸越は銀行側としても拒否しづらいものであるのに対し，貸付と手形割引に対して銀行側が消極的になったことを示している。その結果，資金の借り手は借入や手形割引の代わりに当座借越で資金をつないだのである。

34）「金融梗塞の實勢」『ダイヤモンド』大正9年5月1日号，61ページ。

銀行は準備金を積増したことから，短期金融市場には資金を出すようになったが，長期貸し出しには応じなかった。そのため『ダイヤモンド』5月21日号によると，コール金利は低下して翌日払い1銭前後，交換後では7,8厘までになる一方，割引日歩は商業手形最低2銭9厘，普通3銭1,2厘と高止まりしたままであった。

さらに下旬になると，23日に借換臨時国庫証券の第二回払込（50円）があり，為替銀行も資金を吸収しようとしたほか，株式の受け渡し代金9727万円，納税資金6300万円，年度替わりの国庫金取扱銀行検査用見せ金3000万円と巨額の資金需要が一度に発生した。

他方，正貨は急激に減少した。3月31日時点の正貨保有額は18億7400万円で，3月15日から4300万円も減少した[35)]。

これに対して日本銀行は貸し出しを増加させた。その結果3月末の一般貸出高は6億7662万8千円に達し，兌換券発行高は13億6805万6千円，制限外発行高も3億2730万8千円となった。これは3月16日に比べて，貸出高は1億6545万1千円，兌換券発行高は1億7603万5千円，制限外発行高は1億8924万4千円それぞれ増加している。

ところが『東京日日新聞』はこれが日銀の放漫貸付の結果であるとして日銀を批判した。

「通貨膨脹の弊は今更言はず，當局者も亦悟るところありて，通貨收縮につき不斷の注意を怠らずと稱し，又スタンプ付手形賣出は穩健なる通貨收縮の妙策なりと激賞しながら，割引率を低位に置きて其引上げを許さゞる爲，其賣行は小額に止りて通貨收縮に幾何の效果なきは事實なり。當局者は投機熱の熾盛なるを恐れ，日銀當局者に旨を含めて，投機熱資金の貸出につき銀行業者に警告を與へながら，日銀は手形の割引を放漫にして，其金額今や2億9000万圓に上れるも，之を默過して顧みざるが如きは何の意なるや，吾輩實に之を解するに苦しむなり。唯，當局者にして，投機市場の頓挫に驚き，通貨收縮は思ひも寄らず，成行に放任せんのみと言はゞ，吾輩復何をか

35)『東京日日新聞』大正9年4月8日付。

言はん。」

(「兌換券膨張の原因」『東京日日新聞』大正9年4月2日付)

確かにこの批判はバブル過熱期に対しては当てはまる。だがすでにバブルが崩壊して，株式・商品市場での暴落が止まらないなか，金融逼迫は改善されず，コール翌日払いは3銭3厘にまで上昇したが，出し手は少ないという状況になっていた[36)]。従って，もしこれ以上日銀の貸出態度が厳しくなれば，相場の暴落はより激しいものになり，経済は大混乱に陥ったと考えられる。

確かに日銀の金融政策が不十分であったことは確かであり，それがバブルの原因になったと考えられるが，バブル崩壊後の貸出について非難するのは当たらない。むしろ日銀の貸出政策は不十分であったとすら言える。

経済の悪化の主原因を金融の梗塞に求めたものとして，大阪商業会議所が4月16日に政府に提出した意見書がある。その内容は次のようなものであった。

「我が経済界は最近急転直下の勢をもつて悪化し，各種定期市場は混乱し，内に在つては金融急激に梗塞の結果，一般商取引に甚だしき支障を来たし，外に対しては為替資金欠乏の為，輸出入貿易は著しい不振に陥り，今や財界は暗雲をもつて蔽はるゝに至れり。之が主因は金融の緊縮急激にしてその程度甚だしきに過ぎたるにあり，若し此の儘に放任するに於ては確実なる事業界にも破綻者続出し延て金融業者にも危険を及ぼし，一般経済界に一大恐慌を惹起するのおそれあり。依て此際政府に於て適当なる応急策を講ぜられんことを希ふ。」

(伊東俊雄編『大阪商工会議所75年史』大阪商工会議所，昭和30年，130ページ)

意見書は経済状況悪化の原因を金融の急激な緊縮にあるとした。その意味で，バブル崩壊後日銀のとった救済策は機動的ではなく，不十分なものであったということになる。

36)『銀行通信録』第69巻第414号，大正9年4月20日，3-4ページ。

臨時国庫証券借換

バブル崩壊後の金融市場を考える上で見逃せないポイントに臨時国庫証券の借換えがある。大正8年9月17日に借り換えられた臨時国庫証券が3月16日に償還期限を迎えることから，政府は2月26日にシンジケート銀行を招いて借換条件の協議を行った。その結果，従来の割引方式ではなく利付方式にすること，利回りを乗換年6分9厘余，現金応募年6分8厘余とし，利払いも従来の年2回から4回にすることに決定した[37]。

政府は2月27日付の官報で，臨時国庫証券（る号）1億円発行を告示した。この償還期限は大正13年3月1日，利率年5分，発行価格現金応募94円50銭，乗換応募94円，利子支払期3月，6月，9月，12月の各1日，初期利子1円6銭とし，申込期間3月10日より同12日まで，16日に募入決定，払込期日は第1回3月16日5円（証拠金振替），第2回3月23日50円，第3回4月5日39円50銭であった。この利回りは現金応募で6分8厘余，乗換応募で6分9厘余で乗換前の6分5厘7毛よりも有利となっていた[38]。

『中央新聞』はこの臨時国庫証券借換発行について，「右割引國庫證券は大部分市場に消化せられてるので乗換希望者甚だ多く，又都鄙諸銀行共財界の將來に備ふる爲め増資其他に依りて得たる資金にて所有公債を増加せんとする一般の傾向あり。之等の向よりも應募尠からず。期日前豫め申込みたる高既に1億圓を超過した」と売行良好であると述べている[39]。

これに対して『東洋経済新報』は次のようにコメントしている。

「斯くの如く新證券は，舊證券に比すれば利廻りの點に於て若干放資家の利益となる計算なれど，然し乍ら，此の謂ふに足らざる利益の爲めに四ヶ年に亘る長期證券に果

37)『時事新報』大正9年2月27日付。
38)『銀行通信録』第69巻第413号，大正9年3月20日，6-7ページ。
39)「1億圓　公債好景氣」『中央新聞』大正9年3月10日付。同内容の記事が同日付の『時事新報』にも見られる。

して放資するものがあらうか。前回募集の際には賣行き甚だ不良にして4000萬圓は日銀の背負ひ込みとなり，其の後，日銀に於ても該證券の市場散布に付き努力する處があつたが，それにしても，其の市場賣行きは7000萬圓前後であらう。而して今日は日銀金利が2錢2厘，8分3毛にて，市場金利は3錢近くの有様なるが，斯かる金融市場の大勢より謂へば，現金應募と合せて，此の7000萬圓が果して乘替へ得らるゝや否やさへ疑はれる。尤も政府としては此の募債は，新年度募債の試金石ともなるもの故，大に努力するであらうが，さりとて之れに應募するものあらば，そは採算を無視した一種の慈善家でなければならぬ。」
（「財界概觀」『東洋經濟新報』大正9年3月6日号，2ページ）

つまり合理的な投資家は，市場金利を大きく下回る証券の乗換に応じないし，現金応募もしないだろうというのである。『中央新聞』によれば，建物器械業に対する定期貸の利率が8.5～9% になっており，2月に募集した興業銀行債券500万円の利率が7% で辛うじてその募集額に達したという状況であり[40]，募集環境としては決して有利とは言えない状況であった。

そこで『東洋経済新報』はこのほとんどが現金償還されると予想し，これにより金融が緩和されて好景気が持続するとしたことは既に述べた通りである。

結局，臨時国庫証券借換え1億円の応募高は乗換応募5098万円，現金応募5642万円の合計1億740万円でかろうじて募集額を超えたものの現金応募の中に日本銀行引き受け分2000万円が含まれており，実質的には募集額に達しなかった[41]。乗換応募が半額しかなかったことは，それだけ手許が逼迫していたことを意味している。この第一回払込は発行当日の3月16日であった。もっとも払込金額は5円であり，しかも保証金振替であるため，実際の払込はなかった。

だが同日に1000万円の国債償還金が市場に流入して金融市場はやや緩和状況となった。

40）「工業資金繁忙」『中央新聞』大正9年3月10日付。
41）『銀行通信録』第69巻第414号，大正9年4月20日，1-2ページ。

「金融市場は先行も依然強調を持續さるべき情勢なるが16日は國債償還金約1000萬圓内外は市場を潤せること丶て市況は小緩みを示現せり。即ち同日は割引日歩に於ては普通最底2錢6厘乃至2錢7厘唱へにて強(つよ)保合の商調なるがコール日歩は午前中の3錢乃至3錢1厘5毛唱へより交換後資金に稍餘裕を生じ，相場も3錢より2錢9厘となり，稀には2錢7，8厘の取引を見たり。」
（「金融市場小緩」『中外商業新報』大正9年3月18日付）

もっともこの現金償還による金融緩和の効果は一時的なものにとどまった[42)]。後知恵ではあるが，この時点で既に臨時国庫証券の役割は終わっていたのであるから，この国庫証券を借り換えず，全額償還すればバブル崩壊の影響を幾分でも緩和することができたかも知れない。

小括

大正9年3月にはバブルはいよいよ熾烈を極めるようになっており，綿糸投機のように常軌を逸した取引すら行われるようになっていた。他方，現物市場では在庫が堆積し，産業によっては羽二重のように明らかに超過供給状態となり生産制限が行われるような所も出ていた。

他方で，前稿で述べたように金融市場は対外要因と国内要因の双方から引き締まり，資金需要に十分応えることができないような状況になっていた。このため3月中旬になると短期金利がさらに上昇するとともに，資金の出し手がいなくなるという事態になる。これに対して日銀は資金を供給するどころか逆に資金を吸収したためにいよいよ資金繰りが困難になった。

これまで投機の中心となっていた農村も資金の逼迫に見舞われるとともに，米の売り惜しみの物理的限界が近づいてきたことから，商品市場でまず暴落が始まり，商品市場での資金の手当てに迫られた農家が資金調達のために株式市場で株の投げ売りをするようになった。これが3月15日の株価暴落を引

42)『銀行通信録』第69巻第414号，大正9年4月20日，2ページ。

き起こしたと考えられる。そしてこの株価暴落が逆に商品市場での暴落を引き起こし，諸市場は連鎖的な暴落に見舞われたのであった。

バブル崩壊後，日銀は資金供給を増やし，また国債の償還金も市場に流入するのであるが，バブル崩壊を喰い止めるには不十分であった。だが多くの人々は株価や商品価格の暴落に直面しても，これは単なる調整局面に過ぎず，いずれは価格は元に戻るのではないかと期待していた。だが事態の進行とともに人々は事態の深刻さを認識するようになる。

3月15日に始まるバブル崩壊を『東京株式取引所五十年史』は次のように述べている。

「然るに9年3月に入るや，同3日を絶頂として漸く大反動來の危機を孕み，同月15日，遂に急轉直下，第一次の暴落あり。次で4月7日，第二次の暴落に會したるが，兩次共に市場を休止して專ら整理に努めたる結果，辛うじて4月13日，開市の運びに至りしも，翌14日，復も第三次暴落を演じ，玆に數年間，好景氣に亂酔したりし人氣全く破れ，市場は混亂狀態に轉落するの已むなきに至れり。爾來，5月14日に至るまで，市場の全部を休止して，建玉整理に從事したるが，幾多の難關に逢着して苦心努力，漸く之を打開して市場救濟を完了したり。」

（平賀義典編『東京株式取引所五十年史』東京株式取引所，昭和3年，378ページ）

このように3月15日の暴落は，以後2ヵ月にわたる市場混乱の幕開けに過ぎなかった。これらの株価・商品価格の暴落は，銀行の破綻や市場機能の喪失といった人々の予想もしない結果をもたらすことになる。

（もちづき・かずひこ／経済学部教授／2011年12月9日受理）

The Peak and Collapse of the Taisho Bubble

MOCHIZUKI Kazuhiko

The panic in the stock market began on 15 th March 1920. But there was some symptoms of it. For instance, the price of silk was peaked out in January, and the texile industry faced a severe excess supply in February. The commodities were piled up in the warehouse as well as the distribution inventory. But nobody expected the panic to come soon.

At last farmers who held the rice and waited for the price rise of it began to sell their rice because the quality of rice got worse and they needed money to buy fertiliser for plowing. But they could not borrow money from banks which suffered from lack of liquidity so that they sold stocks for money.

The fall of stock and commodity prices began tranquilly prior to the panic. And once the panic took place in the stock market then it spread out commodity markets because they had a close linkage. People at speculation needed money for a security by the great fall of the market. The money demand soared and the BOJ lended money to the banks in large scale, but the BOJ failed to calm the panic. And redeeming the government bond hardly contributed to ease the money market.

Retrospectively, the panic of the markets was a herald of the general depression for decades.