

大正バブル初期に於ける 日銀の金融政策¹⁾

望 月 和 彦

第一次大戦により、わが国経済は未曾有の発展を遂げた。この大戦の終了がどのような影響をわが国経済にもたらすのか、全く予測不可能な五里霧中の状況の中で、金融政策の総責任者となったのが、大正8年3月に三島総裁の死去を受けて新たに日銀総裁となった井上準之助である。

混沌とした経済状況の中で、井上準之助新総裁は、就任早々から新たな政策を打ち出していく。これが銀行引受手形制度であり、スタンプ手形制度である。

これらの制度が大正バブルの発生とどのような関係があったかについて、これまでも色々な議論がなされてきた²⁾。田中生夫が、「銀行引受手形制度と

1) 本稿では引用は原則としてオリジナル表記で行っている。ただし読みやすくするために適宜句読点を加えている。

また本稿で頻繁に引用される以下の文献については次のように表記している。
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→『日本銀行百年史』

日本銀行審査部編『日本銀行沿革史』第2輯第3巻(1)、クレス出版、平成3年→『日本銀行沿革史』

拙著『大正デモクラシーの政治経済学』芦書房、平成19年→『大正デモクラシーの政治経済学』

また年代は、すべて元号で表記している。

2) 銀行引受手形制度およびスタンプ手形制度に関する代表的な先行研究として、寺西重郎「大正8年の貿易手形制度創設について——問題点の整理」SERUND Discussion Paper Series No.8, 1983. がある。これらの手形制度とその後のバブル発生の因果関係についての論争もここに述べられている。

キーワード：大正バブル，日本銀行，金融政策，銀行引受手形，スタンプ手形

スタンプ手形制度とを一括して、ある者は積極政策と考え、他の者は引締政策と見る」と述べているように³⁾、これらの制度導入がわが国経済に及ぼした影響に関しても正反対の評価が存在する。

日本銀行自身も「議論の多い大正8年中の金融政策運営を評価するに当たっては、井上総裁の政策構想を解明するだけでなく、その政策構想の中軸にすえられた銀行引受手形制度の実態をも明らかにする必要がある⁴⁾」と述べており、第一次大戦後のバブル経済を考える上で、日銀の金融政策とりわけ銀行引受手形・スタンプ手形制度の考察は必要不可欠と考えられる。

そこで本稿では、大正8年のバブル膨張期に打ち出されたこれら日銀の新政策について、当時のマスコミの論調および日銀資料を手がかりにその政策の当否について考察を行う。

大正8年上半期における貿易収支と通貨供給

既に別稿で述べた通り、第一次大戦中、わが国経済は未曾有の好況に沸いた。しかし大戦が終了すると、人々は物価下落を恐れるようになった⁵⁾。とはいえ、物価高騰問題が全く閑却されていたわけではなかった。例えば、『東京経済雑誌』はこれまでの日銀の通貨政策を次のように批判している。

「日銀は平時に於いて制限外発行を續行し、少なきも五六千萬圓、多きは三億圓にも達し、更に正貨制度の下に在りては、流通せしむること能はざるべき在外正貨に對してまでも兌換券を發行せり、是れ兌換券の過度に膨脹して、其の價值下落し、下落せる兌換券を以て測定表示するが爲に、物價は一般に騰貴せる所以ならずや。故に日銀の兌換券發行法は、兌換制度を極度に濫用せるものにして、政府が之を制止せざるのみならず、當然の方法なるが如くに思惟せるは、誤れるの甚しきものにして、物價の

3) 田中生夫『戦前戦後 日本銀行金融政策史』有斐閣、昭和55年、28ページ。

4) 『日本銀行百年史』485－486ページ。

5) 拙稿「第一次大戦終結期における金融政策」『桃山学院大学総合研究所紀要』第30巻第3号、平成17年3月および「大正バブル生成期における経済問題と経済政策」『桃山学院大学経済経営論集』第48巻第4号、平成19年3月参照。

騰貴は、經濟界を攪亂し物品の生産者を利して、消費者を損せしめ、債務者を益して、債權者を損せしめ、政府地方の財政をして困難に陥らしめ、其の弊害擧げて數ふべからざるを以て、之を矯正すること能はざる政府は無能の譏を免かるべからざるなり。」

（「通貨の膨張を制せざれば物價の下落は望むべからず」『東京經濟雜誌』第1988号、大正8年1月18日、6－7ページ）

在外正貨を引当とする通貨発行や正貨準備を超過して通貨を発行する制限外発行は、インフレにつながるという批判は従来からあった。だが大正8年1月といえば、大戦後の反動が真剣に心配され、經濟界が極度の警戒感をもっていた時期であり、多くの人々が物価の上昇ではなく、下落を心配していた時である。そのような時であっても、同誌は物価高騰を放置した政府と日銀を批判したのである。これは物価下落が懸念されていたとはいえ、物価水準自体は戦前に比してかなり高くなっていたことが背景にある。

第一次大戦中のインフレは、巨額の貿易黒字による通貨増発によって引き起こされたことは別の所で述べた⁶⁾。そこには政府の輸出促進政策があり、それに基づく無制限な外国為替買入れ、それも人為的円安レートでの買入れが通貨増発の直接の引金となっていた。この寺内前内閣の人為的な低為替政策を批判し、自由放任を唱道した高橋是清蔵相であったが、これによって通貨が縮小したわけではなかった。

実際の為替貸付金の推移を見れば、大正7年9月末の3億7千万円から10月19日の2億9千万円へと一旦は激減したものの、大正8年1月4日には4億5千万円と急激に増加し、このため兌換券発行も1月初めに10億円を突破した⁷⁾。これがコール金利の急低下という金融緩和状態の原因となった。表Iをみても、外国為替貸付金のピークは大正7年12月であり、原内閣になって外国為替貸付金が減少したわけではない。ここからも寺内内閣から原政友会内閣への交替が金融政策の転換につながっていないことが分かる。

6) 『大正デモクラシーの政治経済学』第2章。

7) 『大阪毎日新聞』大正8年1月9日付。

だが他方では低為替政策の放棄は堅持されており、その結果、わが国為替銀行と外国為替銀行との間の為替レートの差はむしろ逆転する有様となった。さらに、外国貿易が赤字になることも予想され、その場合には為替レートが下落することも懸念されていた⁸⁾。

それでも大正8年当初では、外国為替問題はなお深刻であると考えられており、大蔵省は、外国貿易の黒字は大正8年には5000万円程度に縮小するが、貿易外収支の黒字はなお4億円見当はあるため、計4億5000万円の受け取り超過になるという見通しを持っていた⁹⁾。政府はこの為替資金調達のために臨時国庫証券の法定発行限度を5億円から8億円に増額することで対応しようとしていた。

だが、臨時国庫証券を発行するだけで通貨が収縮するわけではない。『読売新聞』は通貨収縮のためには日銀の割引歩合を引き上げ、有価証券の保証による兌換券の発行を制限すべきだとした¹⁰⁾。このメカニズムはすでに別稿で説明したとおりである¹¹⁾。

他方、大正8年に入ると貿易収支は大幅な黒字から大幅な赤字となる（表Ⅱ参照）。同年上半期の貿易赤字は2億2千万円に達した。この貿易の形勢変化を受けて、戦時為替調査会も5月12日の官報により廃止が公布された¹²⁾。

しかし大正7年中の2度にわたる公定歩合引上げや為替レートへの人為的介入の中止によっても、日銀による外国為替貸付は減少せず、8年5月からは3億円台を推移するようになり、これが8月まで続く。これに伴い日銀の制限外発行も増加し、5月以降1億円を突破することになる。

戦後不況と貿易収支の赤字転換という新たな状況のなかで、日銀は新たな金融制度を創設する。それが次に述べる銀行引受手形制度である。

8) 「歐米為替の波瀾」『大阪毎日新聞』大正8年3月12日付。

9) 「為替資金前途」『日出新聞』大正8年1月11日付。

10) 「通貨収縮」『読売新聞』大正8年2月16日付。

11) 拙稿前掲論文参照。

12) 「為替調査会廃止」『大阪毎日新聞』大正8年5月13日付。

表 I 日本銀行貸出金内訳

(単位：千円)

年 月	一般貸出高	外国為替貸付金	合 計
大正 7 年 1 月	69,011	152,928	221,940
2 月	84,342	152,966	237,309
3 月	94,609	182,626	277,236
4 月	71,462	179,910	251,373
5 月	27,255	155,864	183,120
6 月	77,280	232,271	309,551
7 月	65,786	222,583	288,370
8 月	99,450	368,467	467,918
9 月	59,645	371,370	431,015
10月	58,842	352,357	411,200
11月	45,395	396,852	442,247
12月	132,517	444,224	576,742
大正 8 年 1 月	139,952	384,278	524,230
2 月	39,616	309,781	349,397
3 月	70,933	281,011	351,944
4 月	73,920	290,453	364,373
5 月	101,426	320,522	421,948
6 月	152,432	374,051	526,483
7 月	132,384	351,891	484,276
8 月	168,010	330,419	498,429
9 月	182,381	249,827	432,209
10月	179,328	270,968	450,296
11月	199,210	266,250	465,461
12月	358,011	358,112	716,124

(出所：日本銀行調査局編「世界戦争終了後ニ於ケル本邦財界動揺史」『日本金融資料明治大正編』第22巻，大蔵省印刷局，1958年，付録14ページ)

表Ⅱ 貿易収支の推移

(単位：円)

年 月	輸 出	輸 入	貿易収支 (▲は赤字)
大正7年1月	106,241,609	115,703,869	▲9,462,260
2月	130,401,992	126,508,733	3,893,259
3月	160,632,461	148,312,655	12,319,806
4月	157,049,456	162,633,637	▲5,584,181
5月	198,612,735	144,234,146	54,378,589
6月	143,984,472	142,489,094	1,495,378
7月	136,154,899	134,063,477	2,091,422
8月	165,761,316	119,261,127	46,500,189
9月	185,886,640	132,762,102	53,124,538
10月	186,740,800	126,162,685	60,578,115
11月	182,770,574	152,252,701	30,517,873
12月	207,863,705	163,759,607	44,104,098
大正7年累計	1,982,100,668	1,668,143,833	313,956,835
大正8年1月	117,861,699	138,676,693	▲20,814,994
2月	125,619,938	170,542,884	▲44,922,946
3月	133,705,204	169,918,523	▲36,213,319
4月	142,187,740	208,003,669	▲65,815,929
5月	156,887,133	186,007,831	▲29,120,698
6月	151,158,043	176,220,432	▲25,062,389
7月	181,289,563	144,567,495	36,722,068
8月	196,223,252	194,677,229	1,546,023
9月	172,661,438	196,620,414	▲23,958,976
10月	225,682,685	179,790,284	45,982,401
11月	218,614,035	183,300,789	35,313,246
12月	276,981,887	225,133,637	51,848,250
大正8年累計	2,098,872,617	2,173,459,880	▲74,587,263

(出所：『銀行通信録』大正8年8月12日号，96ページ，大正9年2月20日号，21ページ)

銀行引受手形制度が導入されるまでの状況

銀行引受手形制度導入以前のわが国の金融市場は統一されたものでは全くなく、標準的な市場金利というものが存在しないような状況にあった。つまり金融市場のシグナルである金利が市場の状況を反映するものではなかった。統一された金融市場の不在は各地の金利差を論じた『九州日報』の記事を見れば明らかである。

「本邦各銀行は金利の統一に付苦心する處あり。既に利率協定を實行せる地方あれど猶、大體に於ける不統一は非常なるものなり。現に一月中の預金利率は、定期預金は丸龜の割を始め、宇和島の七分二厘、横濱、神戸、静岡等の七分の最高利率に對し、高知の二分二厘、多度津の二分五厘と云ふが如き低率の地方あり。高低の差實に七分八厘の大鞘開きありて、同地方に就ても、丸龜は五分、善通寺は四分三厘、青森は二分八厘、神戸、横濱、長濱等は二分五厘の鞘開きあり。當座預金も、最高は津山の三錢三厘、石巻の一錢九厘、倉敷の一錢七厘を始め金澤、仙臺、盛岡、福山等の一錢六厘に對し、最低は防府の三厘を始め明石、甲府、青森の四厘ありて、高低一錢の大懸隔ありて不統一極れる」

（「金利統一如何」『九州日報』大正8年5月9日付）

これによると、同じ四国地方でも定期預金利率で最高の10%から最低の2.2%まで7.8%もの開きがあった。このような状況では有効な金利政策を打ち出すことは不可能であり、日銀がコントロールできるのは特殊銀行や大都市の一部の銀行に止まっていたことは容易に看取できる。そのため横浜正金銀行副頭取の鈴木島吉は「如何に慾目で視るも、日本に割引市場ありとは誇り能はざる現状なり、斯る混沌たる状態にありては、貸すものにも借るものにも不便なる而已ならず、海外に於て日本の金利を知らんとする場合に特に不便にして、海外より投資者又は借手を誘致するが如きは絶対に不可能なりとす」とし、割引市場の不在とそれによる標準的金利の欠如が外資導入の障

害になると述べている¹³⁾。

金融市場がこのような有様であることから、銀行合同や金利統一を説く井上総裁と高橋蔵相の演説に対して、『国民新聞』は、日銀が金利統一を図るための方策として支店を増設するべきであると説いた¹⁴⁾。つまり、金融政策実行のためのインフラ自体から整備する必要があったのである。

井上準之助は当時の公定歩合政策の限界について、大正8年6月から7月にかけての日銀の普通銀行に対する貸出残高は1億円しかなく、公定歩合引上げはこの1億円にしか効果はないと述べている¹⁵⁾。

中央銀行の金融政策が効力を持つためには、多様な金融商品が大規模に取引される市場が必要であるが、この当時、わが国には手形の割引市場は実質的に存在しなかった。そこで、日本銀行が銀行引受手形を割り引くことにより、手形割引市場を人為的に創設しようとしたのである。

銀行引受手形のアイデアはかなり以前からあった。例えば、『井上準之助伝』によると、大正5年に水町日銀副総裁と正金頭取の井上準之助が銀行引受手形の導入について検討したが、諸般の事情で中止になったとある¹⁶⁾。

これを裏付けるように、日銀副総裁の水町袈裟六は、大正7年5月の関西銀行大会での演説の中で、ロシア向けの生糸・絹織物輸出の決済のために手形の銀行引受制度を立ち上げようとしたことがあると述べている。そして水町は、この銀行引受手形制度は、「金融上莫大な利益を得るのみならず、産業商業全體に亘つて非常な利便を有することになると思ひます」と述べ、この時点で銀行引受手形制度の導入を唱道している¹⁷⁾。

13) 鈴木島吉「手形割引市場の改善に就て」『大阪銀行通信録』大正8年9月号、21ページ。

14) 「交換大會演説」「井上總裁責任」『国民新聞』大正8年4月25日付。

15) 井上準之助『戦後に於ける我国の経済及金融』岩波書店、大正14年。ここでは竹森俊平『世界デフレは三度来る』上巻、講談社、平成18年、254ページを参考にした。

16) 井上準之助論叢編纂会編『井上準之助伝』明治百年史叢書、原書房、1983年、131-132ページ。

17) 『大阪銀行通信録』大正7年5月号、24-25ページ。

また大正7年6月19日の財政経済研究会で、横浜正金銀行頭取の井上準之助が「東洋に於ける日本の経済上及金融上の地位」というテーマで演説した際、銀行引受手形制度について言及している¹⁸⁾。

銀行引受手形自体は、この制度が導入される以前に市場に現れていた。大正7年12月27日に川崎造船所振出、正金銀行及び十五銀行支払引受の為替手形が出回っていたほか、南満鉄道振出朝鮮銀行支払引受、台湾及東洋製糖振出台湾銀行支払引受、鈴木商店振出日本興業銀行支払引受の為替手形が市中に流通していた。これを『大阪朝日新聞』は「金融界の新現象」として取り上げている¹⁹⁾。

それは、これ以前に手形引受けがされていなかったことを意味している。これまでわが国には手形引受市場がなかったことから、為替銀行は輸入手形を自由に処分することができなかった。

その当時に於ける貿易為替の実態を朝鮮銀行東京調査支局の木村憲二は次のように述べている。

「外國より貨物を輸入せんとする者は、外國爲替取扱銀行に付き、信用状の發行を依頼する外途無く、而して此信用状に由りて振出されたる爲替手形の日本に到着せる上、引受を爲すものは普通輸入業者にして、歐米の如く信用確實なる手形引受業者、信託會社又は銀行等に非ず、輸入業者の信用は取引銀行には判明せるも、世上一般には知悉せられざるのみならず、又其信用にも差等尠からざるを以て、到底市場に於て一流手形として低利に割引さるゝことを得ざるのみならず、信用状發行爲替銀行の外は割引に應ずるものも稀なる状態にして、各機關分擔して、金融の疏通を計る妙味なし、よし割引せんとするものもあるも、夫は引受人の信用に由るに非ずして、其の手形の裏書人たる爲替銀行の信用によりて割引せらるゝの有様なり」

(『我國銀行と手形引受業務』『大阪銀行通信録』大正8年5月号、39ページ)

18) 『大阪銀行通信録』大正7年5月号、42ページ。

19) 「金融界の新現象」『大阪朝日新聞』大正8年4月26日付。

輸入手形の振出人の信用状態が不明なために、当該手形を引き受ける者がなく、手形の流通する余地がなかったことが分かる。

このような状況に対して、マスコミの間にもわが国にも手形引受業務を開始すべきだという主張はあった。例えば、『東京日日新聞』は、アメリカのニューヨーク準備銀行が引受手形の再割引業務を開始したというニュースを伝える中で、金融の中心地には必ず手形引受市場があり、そこに国際的な資金が集中するようになる。そこでわが国もアメリカに倣って引受手形制度を導入せよと主張した²⁰⁾。

アメリカにおいても銀行引受手形制度は第一次大戦前には存在せず、手形割引市場もなかった。大正2年(1913)に中央銀行となる連邦準備制度が発足したばかりであった。そのようなアメリカでの急速な金融市場の発展をみれば、わが国でも同様の発展が可能であり、東洋の金融市場の中心となるのではないかという期待も生まれてこよう。

そこで『大阪毎日新聞』はこの制度の究極的な目的が「日本の金融をして、少なくとも東洋金融の中心点たらしめ、我國の貿易が倫敦の資金によりて融通せらるゝの域を脱却し、所謂金融の獨立を得る²¹⁾」にあるとしたのである。

同紙によると、国際金融に於てニューヨーク市場の重要性が高まっているのは、ひとえに手形引受制度の開始によるものだというのである。米国の手形引受業は、大正3年(1914)8月のニューヨーク州銀行法の改正、同年11月の連邦準備銀行法の施行によって開始され、それ以降著しい発展を遂げた。日本もこれをまねて、銀行引受制度を創始し、東洋に於ける国際金融の中心を占めるべきだというのである。

このように銀行引受手形制度の導入は、国際金融市場におけるわが国の地位の向上が目的であり、最終的にはわが国の貿易を円貨で決済するだけでなく、広くアジア諸国における貿易をわが国市場で決済するという「クリアリング・センター」を目指すという雄大な構想を含んでいたのである。そして

20) 「米銀の手形政策」『東京日日新聞』大正7年10月10日付。

21) 「手形引受創始」『大阪毎日新聞』大正8年5月27日付。

そのためには銀行手形引受制度の確立だけではなく、広汎な割引市場の発達、金の自由取引を可能とする経済力、中央銀行の適切な金融政策、对外投资・貿易・海運・保険といった付随業務の進歩発達が不可欠であるとされた²²⁾。

『九州日報』も、イギリスが経済的苦境にあって金の輸出に制限を加えようとしていることからロンドン金融市場の勢力は減退する一方で、大戦中、欧州諸国に80億ドル以上の貸付を行ったアメリカの経済力はこれからも伸張り、パナマ運河も開通して海運の道筋が変化することから、ニューヨークが世界の金融市場となる資格を有する。

また日本も中国と協調してその資源を十分に利用することができれば、将来大いに発達する余地があり、東洋金融の中心となる可能性はある。だが中国は銀本位制であって、日中両国が密接な経済関係を結ぶに当たって大きな障害となっている。さらにわが国の銀行の未発達もその障害の一つであり、企業金融や貿易金融の発達を促進しなければならないと論じている²³⁾。日銀による銀行引受手形制度とは同紙の論じた企業金融と貿易金融の発達をまさに促進しようとするものであった。

また大正8年4月には東京実業組合聯合会が金融及び為替機関整備に関する意見を政府に建議しているが、そのなかで「対外金融の発展」として、金融機関の整備を要望し、一部の銀行業者に与えられている保護を一般の銀行にも与えて貿易金融に関与できるようにすべきだとした²⁴⁾。

第一次大戦の結果、アメリカは世界最大の債権国となり、国際金融の中心はロンドンからニューヨークに移った。大戦終結直後の時点では、国際金融の中心が移ることは、まだハッキリとは認識されていなかったが、イギリスの凋落とアメリカの勃興は誰の目にも明らかであり、この大戦で経済的躍進の著しい日本も東洋の金融の中心地になるべきだという議論が出てきたので

22) 白石幸三郎「手形引受業務の實行案に就て」『大阪銀行通信録』大正8年6月号、38ページ。

23) 「東洋金融の中心」『九州日報』大正8年1月23日付。

24) 『銀行通信録』第67巻第403号、大正8年5月20日、658ページ。

ある。

このような外国貿易取引の状況及び国際経済上の大きな変化の中で、日本銀行は新たな制度を導入しようとしたのである。それが銀行引受手形制度である。井上が日本銀行総裁として初めてこの制度の創設に触れたのは、大正8年4月22日に大阪で行われた第16回全国手形交換所組合銀行聯合会の懇親会での演説であった。井上は、そこでわが国では割引市場が未だ発達していないとした後、次のように述べている。

「此割引市場の発達につきまして最攻究を要するものは、銀行引受手形であります。銀行引受手形は、英米の市場に於きましては、銀行が直接又手形仲買人を通じて銀行準備金放資の唯一の証券であります。日本に於きましても、割引市場の発達を計りますには、此手形の発達が最も必要であらうと思ひますが、遺憾なることには未だ此類の手形の正當なる發生を見て居りませぬ。日本が海外に發展し、殊に東洋市場に優越なる地位を占めんとするに付きましては外國貿易より生ずる金融に付て種々の便宜を與へなければならぬのでありますが、之に付ても銀行引受手形が最も必要であらうと思ひます。」

（『銀行通信録』大正8年5月12日号、70ページ）

この演説の中で井上は、日銀の金利政策を効果的にするためには金融市場を整備しなければならず、そのために銀行引受手形を導入して割引手形市場を発達させなければならない、また公債債券市場を拡大することも必要だと述べた。

もっとも、井上総裁の積極的な市場創設提案に対して、懐疑的な見方をするマスコミもあった。

例えば、『大阪朝日新聞』は、銀行引受手形制度について、それが手形割引という商慣習が欠如しているわが国の実情を無視した翻訳論であり、現在でも為替手形を割引きする方が、日銀から直接借り入れするよりも有利であるのに、為替銀行たる横浜正金はそれをしていないことからみても、井上総

裁が銀行引受手形を提案したところでこれを実施するのは難しいとした²⁵⁾。

このように、銀行引受手形制度が生まれる以前のわが国の金融市場は非常に不完全で、日銀の金融政策の有効性に限界があったことが分かる。このような状態を打破して、金融市場を発達させ、あわよくば東洋金融の中心地となるという意図がこの制度にこめられていたのである。しかしこの制度は従来の商慣習にはない新しいものであり、人為的な制度創設という試みであった。

貿易手形引受制度

さて5月22日に正式に導入された銀行引受手形制度とは²⁶⁾、銀行引受貿易手形を最低利子で割り引き、また銀行引受金融手形を担保品付手形と同じ利子で割り引くという制度であった²⁷⁾。これまで支払期日まで為替銀行の手許に止められていた貿易手形を日銀が最低利子で割り引くことにより、貿易手形を普通の銀行でも引受けが可能となり、それにより手形の流通を促進しようとしたのである²⁸⁾。

25) 「先づ己より初めよ」『大阪朝日新聞』大正8年4月24日付。

26) この制度の導入については、5月22日の正式発表以前にすでに『読売新聞』が日銀と諸銀行の間にこれに関する協議が行われていることをスクープしている。「手形引受問題に關しては、各主要銀行當事者間に於て、大體所見の合致を見るに至りたる結果、日本銀行當局は、差當り爲替銀行及普通銀行間に仲介の勞を執りつゝ、同時に又此等各銀行と日銀自身との取引關係に就て具體的に協議することゝなり、十六日には正金、臺灣、朝鮮各銀行の首腦者を、又十九日には三井、三菱、第百、第一、十五、安田、川崎、興業各銀行代表者を日銀に招致し、井上木村正副總裁より實行方法に關して懇談熟議する所ありしが、何れも趣旨に於ては固より贊意を表し居れる所なるのみならず、實行方法に關しても大體意見の一致を見たるを以て、兩三日中日銀より一般に告知する筈なるが、其内容は要するに、輸出入貿易業者の便宜を圖ると共に、銀行間に於ける資金の融通上簡便利益増進するを旨とせるものにして、之が發達の曉には金融狀況に一大改新を見るべしと期待せらる」

「手形引受協議」『読売新聞』大正8年5月20日付。

同じ記事で、この引受手形のなかには貿易手形だけでなく、事業手形も含まれており、これにより比較的低利でかつ長期の事業資金も流通することが期待されるとしている。

27) 田中生夫前掲書、26ページ。

28) 新制度発表後の6月3日に日本銀行は、三井、三菱、大倉、高田、古河、浅野、

『日本銀行百年史』は、銀行引受手形制度導入の意図を次のように説明している。

「直接的には、第一次大戦中に発展したわが国経済・産業の整理・維持のための資金供給手段、および大戦中に開拓した海外市場保持のための貿易金融疎通手段となし、それを通じて割引市場の発達をはかることにあった。しかしそれだけにとどまらず、割引市場の発達、その機能発揮を通じて、都市の銀行と地方の銀行との連絡提携を密接ならしめ全国的な金融疎通をはかるとともに、中央銀行と市中銀行との結びつきを強め、公定歩合－市場金利－市中銀行金利の有機的関連に基づく金利機能により、金融政策の有効性を高めることをも重要なねらいとしていたことを見落としてはなるまい。さらに公社債市場の拡大をはかり、公開市場操作活用の道を開くことも展望していたことを併せ考えると、イギリス型預金銀行とそれを基礎とするオーソドックスな中央銀行金融政策の運営により、通貨・金融の調節、通貨価値の安定がより効率的、円滑に達成されうるメカニズムの確立を最終的な目標としていたといえよう。」

(『日本銀行百年史』483ページ)

つまりより効率的な金融市場の確立を目指して、銀行引受手形制度を創設したというのである。

吉野俊彦は、新制度導入について、コール市場を通じた外国為替資金調達が貿易拡大によってその限界を超え、日銀に資金を仰ぐようになったため、その結果として過度の信用拡張を招いたことから、コール市場以外に手形市場を創設して資金調達の途を作るという目的があった。またそれにより、資金の効率を高めることも目論まれていたと述べている²⁹⁾。

マスコミもこの日銀の意図を理解していた。『東洋経済新報』は、銀行引

原，茂木，増田など京浜地区の主だった貿易業者30数名を招いて，銀行引受手形の内容と活用法を説明している。

「引受手形態憑」『東京日日新聞』大正8年6月4日付。

29) 吉野俊彦『歴代日本銀行総裁論』ダイヤモンド社，1957年，138－139ページ。

受手形制度の意義は短期資金の流動化にあり、この制度創設は金融市場整備の第一歩となるとした³⁰⁾。

また『大阪毎日新聞』は、銀行引受手形制度の効果について

- (1) 割引市場の拡大,
- (2) 貿易の助長,
- (3) 金利の乱高下の予防及び金融市場の着実な発達,
- (4) 事業資金供給の安全,
- (5) 資金需要の円滑化,
- (6) 為替リスクの分担,
- (7) 金融の独立があると述べている³¹⁾。

同紙によると、これまで約束手形しか使用されていなかったために、商業手形と融通手形の区別が困難で、それが短期商業手形の発達を阻害していたが、為替手形引受けによりこの障害が除去される。従来、銀行の余裕資金の運用先はコール市場しかなかったが、この制度により運用先が多様化されるので、金利の変動が緩和されるというのである。

また『東洋経済新報』は輸入手形引受制度の不在の弊害を次の四点で示している。

- 一、輸入の困難
- 二、危険の集中
- 三、日本銀行貸出の歪み
- 四、コールマネー市場の歪み

まず為替銀行は輸入為替を処分することができず、手元に置くしかないので、輸入業者に対して信用の拡張をすることができない。信用を与えられない輸入業者は輸入業務に大きな支障を感じることになる。

次に輸入手形を処分することができないことから、為替銀行に為替リスク

30) 「手形引受業務と金融市場 (一)」『東洋経済新報』大正8年6月15日号, 7ページ。

31) 「手形引受創始」『大阪毎日新聞』大正8年5月27日付。

の負担が重くかかることになる。

さらに輸入手形を引き受ける資金は日本銀行に仰がざるを得ず、日本銀行から為替銀行、この場合には横浜正金銀行への貸し付けは増大することになる。これにより日本銀行は横浜正金銀行の為替リスクを負担することになる。

最後に為替銀行は輸入手形引き受けに要する資金の一部をコール市場から調達するのであるが、その額が巨額であり、変動幅も大きいために、コール市場における金利の変動も大きくなるという弊害がある³²⁾。

輸入手形引受市場ができれば、これらの弊害は緩和されることになる。さらに同誌は、コールマネー市場の歪みに関連して、適当な資金運用先の欠如の弊害として、普通銀行が自己に密接に関係する事業に預金資金を投入しようとする傾向があるとする。

同誌は、その結果として「斯くの如く日本の現在の市中金融状態は、一方に爲替銀行あれどもその爲替手形は固定し、之れに對して日銀の爲替資金放出となり、普通銀行は、唯だ僅かにコールマネーを通じて貿易金融に關係を有するのみに過ぎない。而して普通銀行はその資金の大部分を自家得意の直接貸出に固定せしめをるといふ有様である」と述べ、金融市場の未成熟が銀行の資金の固定化を引き起こし、その結果、機関銀行の危険性を引き起こしているのだと指摘する³³⁾。

貿易手形の引き受けは、金融の効率化を促進するだけでなく、貿易業者にとって直接的な利益もあった。手数料の軽減である。当時の外国為替の売買には多大の手数料が取られていた。太陽生命保険の清水文之輔によると、大正7年10月の最高時において英ポンドの直物と4ヵ月先物の間のサヤは日歩5銭、年利換算で18.2%、同じく米ドルは日歩3銭9厘4毛、年利換算14.3%と高率であり、それだけ貿易業者には不利になっていた³⁴⁾。

32) 「手形引受業務と金融市場」(一)～(四)『東洋経済新報』大正8年6月15日号～7月15日号。

33) 「手形引受業務と金融市場(四)」『東洋経済新報』大正8年7月15日号、13ページ。

34) 清水文之輔「誤れる爲替政策を論じて其改善を望む」『東京経済雑誌』第2004号、

為替売買のサヤが大きいということは、輸出業者にとってそれだけ円高に、輸入業者にとってそれだけ円安になることを意味しており、両者ともに不利になる。為替手形の割引率を通常の手形の割引率に引き寄せることで外国為替の売買利鞘を縮小させることができれば、輸出入業者ともに利益を受けることになる。特に利益を受けるのはドルやポンドの先物売りをしていた輸出業者であり、彼らがこれまで負担していた高利の割引率が低下することで実質的にドル高となる。

『東京経済雑誌』は日銀によるこの銀行引受手形再割引に対して、これが輸入貿易奨励効果をもつこと、また引受銀行は為替リスクを負うことになるため、この制度が円滑に実行されるかどうかは疑問であると論評した³⁵⁾。

そしてこの制度が主な対象としているのは輸入為替手形であるが、これはいうならば円売りドル買い取引であり、それ自体通貨縮小の効果を持っている。つまり輸入為替取引は最終的には通貨縮小をもたらすのであり、このような制度の改善は、最終的に手形が落ちるまでのプロセスに於ける資金効率の向上ではあっても、この制度を導入したからといって通貨が収縮するわけではない。

従って、この制度は、貿易業者にとって有利であることは確かであるが、通貨収縮策とはいえない。

通貨膨張の真の原因は輸入為替ではなく輸出為替なのであり、輸出為替の資金融通を根本的に変えない限り通貨膨張を抑制することはできない。

さらに為替リスクの問題もあった。つまり円建てでなく外国為替建ての手形を割り引く際、為替レートをどのように決めるかという問題があり、これを解決しないうちは制度自体が機能しない恐れがあった³⁶⁾。

大正8年5月10日、5－6ページ。

『大阪朝日新聞』も同様な報道をしている。それによると当時、外国為替の売買差額は大きく、電信売りで四ヶ月買いの間には2ドルのサヤがあり、それは日歩3銭3厘強に当たっており、年利換算で1割2分1厘(12.1%)と高利であった。

『大阪朝日新聞』大正8年5月20日付。

35) 『東京経済雑誌』第2007号、大正8年5月31日。

『大阪銀行通信録』は、国際貿易に於ける弱小国が先進国に対して自国の貿易に自国通貨を用いさせ、為替レートの変動リスクを相手に転嫁することは尋常の努力によってはなしえないと述べ、この制度の有効性について疑問を投げかけている³⁷⁾。

同様に『大阪朝日新聞』は、為替リスクのために銀行引受手形制度が十分な効果を発揮していないと述べている。つまり、手形引受けが行われるためには、貿易の決済が円建てでなければならないが、実際には東洋貿易以外は外貨建てになっており、外貨建て為替を割り引く際に為替レートの問題が生ずる。つまり為替を売却するものが為替リスクを負うことになるため、銀行引受手形が普及しないのだというのである。同紙は、日銀がこの制度を導入した時に、為替リスクがあることを説明していなかったと批判した³⁸⁾。

従って、銀行引受手形が普及するためには、輸入手形が円建てになることが必要であった。この為替リスクの問題は、やがて後述するスタンプ手形制度創設の原因となるが、この制度が導入された当初は、割引率を優遇することで、為替リスクを乗り越えることができ、円建て為替手形の普及を促進することができると楽観的に考えられていた³⁹⁾。

さらに、円貨建ての多い中国や南洋向けの輸出手形を引受手形として国内市場で流通させるためにはいくつかの条件を満たすことが必要となる。

それは、まず国内の金利が海外よりも低いこと、次に金融市場が整備されていることである。前者については大戦中に蓄積した外貨により、金利は低下しているが、後者については国内の商業手形すら自由に流通しているとは言えない状態であった。

自国通貨建てでの決済が普及しない限り為替リスクの問題は回避できない。

36) 「引受制度の實行難」『大阪朝日新聞』大正8年5月25日付。

37) 白石幸三郎前掲論文、39ページ。

38) 『大阪朝日新聞』大正8年7月11日付。

39) このような楽観的な考え方は、例えば大阪の加島銀行の銀行引受手形についてのパンフレットの中にみられる。

『大阪銀行通信録』大正8年8月号、61ページ。

そしてこの為替リスクの存在は銀行引受手形制度の普及を阻害することになる。この問題の解決は後に述べるスタンプ手形制度に待たれることになる。

金融手形引受制度

さらにこの銀行引受手形制度では、事業会社に対する資金融通のための手形引き受けも行われることになった。これについて、日本銀行はその意図を次のように説明している。

「銀行引受手形中、所謂金融手形に屬するものは、其性質商業手形とは其趣を異にする所あるものなれども、日本銀行に於て今回此種の銀行引受手形中、相當確實なる基礎を有する事業會社等に於て、資金の融通を受くる目的を以て作成したるものを割引するの便法を設けたるは、戰時中擴大せられたる我國の産業を維持し、又は之が整理を爲すに必要な資金の調達を圓滑順便ならしむるに適當の處置と考へたるものにして、此種の手形は事業界と金融界との連絡を謀るの一方法なりと思考し、日本銀行に於ては之に對して相當の助力を爲し、以て其の目的の達成を容易ならしめんとするの趣旨に出でたる次第なり。」

（「日銀の新施設」『中外商業新報』大正8年5月24日付）

このように日銀自身、金融手形は取引の裏付けのある商業手形と性質が異なるため、事業会社の手形の再割引は「臨機の措置」であり、「其ノ性質上本來本行ノ干與スヘキ所ニハアラサルモ、唯我國ノ實情ト時局トニ鑑ミ、機宜ノ措置トシテ之ニ對シテモ割引ノ便法ヲ開クコトヽセルモノナリ⁴⁰⁾」と日銀が本来行うべきでないものと認めている。それにも関わらずこのような制度を導入したのは、戦争中に拡大した産業を維持するため、もしくはそれを整理するために必要な資金を供給するためである。つまり戦争終結による財界整理のためであり、一種の不況対策なのであった。

40) 『日本銀行沿革史』145ページ。

これに対して、この新制度が信用拡張につながると考えるマスコミもあった。『東洋経済新報』は、この手形引受制度は「當然我國に起らねばならぬもの又一日も早く起さねばならぬものである」とし、この制度を導入した井上総裁の手腕を高く評価する一方で、この新制度は戦時に拡張した産業の救済が目的である以上、通貨増発につながり、これにより信用が過度に拡張され、経済を混乱させるという弊害がある。とくに信用が拡大し、景気が良くなれば、貿易が赤字化し、通貨収縮が起こる。つまり信用拡大の反動がやってくることになる」と警鐘を鳴らしている⁴¹⁾。この指摘は1年も経たないうちに的中することになる。

この弊害を抑制するためには銀行の手元準備を厚くすることと、日銀の金利政策を有効にすることが必要であると同誌は説く。日銀の金融政策を有効にするということは、信用が過度に拡張する前に予防的に金利を引き上げて信用の過熱を防ぐということである。

当初、日銀のこの新施策を「我國金融制度の一進歩にして、經濟界の爲め深く之を歡ぶ⁴²⁾」と積極的に評価した『中外商業新報』も、銀行引受手形や融通手形の制度化は事業資金の調達に大きな便宜を与えることになり、その結果、信用の濫発を招いて、最終的に収拾が付かなくなるであろうと指摘している⁴³⁾。同紙はこれらの制度がバブルの火付け役となると予測したのである。

同様に『小樽新聞』で、武田小樽高商教授は、この制度が兌換券縮小政策と矛盾し、信用の増大を招き、物価の高騰を引き起こすと批判した⁴⁴⁾。

『大阪朝日新聞』は、引受手形実行案が発表されて市場に現れたものは大部分が金融手形であり、これが金融界の健全を侵害する恐れがあるとした⁴⁵⁾。

41) 「手形引受制開始と日銀の金利政策」『東洋経済新報』大正8年6月5日号、4－5ページ。

42) 『中外商業新報』大正8年5月24日付。

43) 「手形引受と金融界（五）」『中外商業新報』大正8年6月3日付。

44) 『小樽新聞』大正8年5月28日付。

45) 『大阪朝日新聞』大正8年7月12日付。

つまり日銀による引受手形制度は、当初の目的を逸脱しており、有効ではなく、むしろ金融市場に歪みをもたらすという評価が下されたのである。確かに、表Ⅲにみるように、大正8年6月の引受額2500万円は、貿易手形引受額よりも大きいと推定される。

銀行引受手形制度が信用を拡張するという批判に対して、『日本銀行百年史』は、オーソドックスなバンカーであった木村副総裁が、銀行引受手形制度の目的は、為替銀行に市場から資金調達を行わしめることにあり、貿易金融と一般金融の差をなくし、金融市場の歪みを除くことで金融政策の有効性を高めるためであったと明言していたことを引いた上で、同氏が金融引締下でなお銀行引受手形制度を推奨していることから、木村副総裁をはじめとする日本銀行全体がこの制度を引締効果を持つものと考えていたのだとしている⁴⁶⁾。

確かに、銀行引受手形に対しては、手形振出人の信用状況、手形振出人と引受銀行の取引関係、手形の総額と引受け条件、資金の用途などを調査した上、重役会の決裁が必要であり、その際には厳しいガイドラインが課せられており、日銀としても無条件で割引を行ったわけではなかった⁴⁷⁾。

例えば、「大正8年7月2日調秘第149号通牒」では、銀行引受手形承認の際、以下の点に注意すべきであると述べられている。すなわち、

- (1) 引受銀行の信用
- (2) 引受銀行と手形振出人の間に特別な関係がないこと
- (3) 手形による資金調達の用途及び手形決済期間
- (4) 手形引受額が銀行の自己資本に対して過大でないこと⁴⁸⁾。

また、大正8年7月10日調秘第159号通牒では、金融手形で事業会社が自己を受取人とする為替手形を振り出して、引受銀行が直ちに日本銀行に割り引き依頼に来たときや、当該事業会社が自ら日本銀行に割り引き依頼に来た

46) 『日本銀行百年史』495ページ。

47) 『日本銀行百年史』496－498ページ。

48) 『日本銀行沿革史』207－209ページ。

ときには、手形の割引を拒絶するように求めている⁴⁹⁾。

さらに、同年8月12日調祕第205号通牒では、次の3種類の手形を再割引することは、正統な銀行引受手形発生の機会を減少させる恐れがあるため、今後これに類似する手形の再割引は当然見合わせることが決定されたと知らせている。

問題の3種類の手形とは次のようなものである。

- ①香港または上海の鈴木商店から台湾銀行を受取人として下関同店に宛てた為替手形。
- ②上海安部幸兵衛商店から台湾銀行を受取人として下関同店に宛てた為替手形。
- ③日本棉花株式会社孟買支店が棉花代金決済のため横浜正金銀行を受取人とし同社本店へ宛て振り出した参着払の為替手形を正金銀行が買い取り、内地へ送付した場合、これを決済手段として同社本店がさらに正金銀行を受取人とし、他の市中銀行を支払人として振り出した銀行引受手形⁵⁰⁾。

このように、実際には日本銀行は銀行引受手形の再割引にはかなり慎重な態度をとっていたことが分かる。

49) 『日本銀行沿革史』211ページ。

50) 『日本銀行沿革史』212ページ。

表Ⅲ 日本銀行による銀行引受金融手形再割引承認限度額 (単位：万円)

引受 銀行名	振出 会社名	承認限度額										
		8年6月	7月	8月	11月	12月	9年1月	4月	5月	10月	10年10月	11年1月
朝鮮	南満洲鉄道	1300		800	1000	1000	1000		670			
横浜正金	〃						300					
台湾	〃					150						
横浜正金	川崎造船	300					250					
十五	〃	300										
浪速	〃					250	250					
日本興業	鈴木商店	600										
台湾	東洋製糖		711					711		711	600	500
〃	塩水港精糖		300					300		400	700	400
〃	新高製糖		120					120		120		
〃	台南製糖		200					200		200	100	100
〃	台湾製糖		300					300		200	400	400
〃	帝国製糖							220		220		
〃	南国産業		150					150		150	100	100
計		2500	1781	800	1000	1400	1800	2001	670	2001	1900	1500

引受 銀行名	振出 会社名	承認限度額					
		11年4月	14年4月	10月	15年4月	10月	昭和2年4月
台湾	東洋製糖	500	400	400	400	400	400
〃	塩水港精糖	400	400	400	400	400	400
〃	新高製糖	100	100	100	100	100	100
〃	台南製糖	100					
〃	台湾製糖	400	500	500	500	500	500
〃	帝国製糖						
〃	南国産業	100					
〃	林本源製糖		100	100			
計		1600	1500	1500	1400	1400	1400

(出所：『日本銀行沿革史』294－295ページ)

そして民間銀行がこの銀行引受手形を利用したのは6月が最初であり、大阪の山口銀行が引き受けた手形を藤本銀行が買い入れたことが報じられている⁵¹⁾。

『日本銀行百年史』も「事実、銀行引受手形の本行再割引承認限度額は表7-1（本稿では表Ⅲ）のようにその対象先はごく限られていた。同金融手形をもって、第一次大戦の終結に伴い窮状に陥った大企業に対する救済措置であるとする説が生ずる理由の一つであろうが、銀行引受手形の利用が思ったほど活発でなかったと見られるのは、本行の厳格な運用態度によるところであろう」と述べている⁵²⁾。

さらにこの日銀の新政策について『東京経済雑誌』は、これまで普通の商業手形の再割引すらしていなかった日本銀行が、一転して融通手形を再割引することは余りに突飛であり、従来の政策から矛盾していると指摘し、もしそれでもこの政策を実行するのであれば、これまでの見返品制度を放棄すべきだとした⁵³⁾。

この日銀の見返品制度は日本銀行条例第12条にある禁止事項の第1号「不動産及び銀行又は諸会社の株券を抵当として貸金を為す事」に抵触していたが、見返品制度が始まった明治23年当時には、動産銀行は存在せず、日銀が動産銀行の役割を果たさざるを得なかったという特殊な事情があった。

しかし、明治33年に「国債証券、地方債証券、社債券及び株券を質とする貸付」を行う日本興業銀行が設立され、ここに動産銀行たる興業銀行が発足し、いよいよ日銀の見返品制度には意義はなくなった。ところが日銀は見返品制度を撤廃することなく、従来通りに動産貸付を行ったために、興銀の業務が圧迫されるという結果になった。そこで同誌は日銀は速やかに見返品制度を廃止し、動産貸付を興銀に任せて、日銀は再割引業務に専念すべきだと

51) 「私銀手形引受」『東京日日新聞』大正8年6月4日付。

52) 『日本銀行百年史』500ページ。

53) 「日本銀行は見返品制度を廃止す可し」『東京経済雑誌』第2007号、大正8年5月31日、1-2ページ。

いうのである。

見返品制度廃止の意見は日銀自身も持っており、明治30年5月の大蔵大臣に対する上申においても明治23年恐慌時に一時的救済措置として導入された担保品付手形割引制度は、商業手形の発達を阻害するので廃止すべきだという意見が述べられた後、この制度をすぐに廃止することは商業社会に困難をもたらすおそれがあるので抵当貸付に代えて見返品制度に移るべきだという意見が盛られている⁵⁴⁾。

見返品とは割引手形の見返品として公債や株式を預かることであり、実態は担保付き融資であり、担保品付手形割引と変わらない。つまりこのような制度は健全な商業手形割引の発展を阻害するので速やかに廃止すべきであり、見返品制度も過渡的な措置であるに過ぎないことは日銀自身も認めていることなのである。

その意味でもこの日銀の新政策は、日銀本来の役割を果たそうとしていることから積極的に評価すべきであろうが、『ダイヤモンド』は、これまで見返担保制度に慣れて、企業の経営評価のノウハウを持っていない日銀がどうして手形の割引が適正にできるのかという疑問を表明している⁵⁵⁾。

また本来、固定貸付となる事業資金を、手形の形で融通することに対する批判もあった。例えば、『九州日報』は、手形貸付による事業資金供給は、資金を固定化させるために、このような取引に慣れていけば、銀行業務に甚大な危険を生むと警告した⁵⁶⁾。

工業資金供給については、昭和6年の講演の中で、明石照男はその当時の状況を次のように述べている。

「今から数十年前に於きましては今日の如く経済界に活躍して居る人が皆専門的になっ

54) 『日本銀行百年史』16－18ページ。

55) 「近時銀行界の施設」『ダイヤモンド』大正8年6月1日号。

56) 同紙は手形引受は金融取引の便宜上必要であるが、事業資金の供給は別の方法によるべきであり、それは信託事業であると述べた。

「金融改善策」『九州日報』大正8年5月7日付。

て居りませんので、事業会社の人が同時に金融機関の枢機をも握って居ったから、自然普通銀行が工業会社の固定資産にまでも投資して居ったと云ふことも仲々数多かったのであります。ただそれが工業資金として適切な形式ではなくして、寧ろ商業的資金の形、例へば手形——今日の新聞の流儀で申せば単名手形と申しませうか、さう云ふやうな形式で融通して居る。例へば茲に工業会社の固定資金が要りますと、其資金は30年ならば30年に亘って要るものでありまして、其間に償却すると云ふ資金なのであります、之を60日とか90日とかに払ふべき、即ち短期に切替へて遣繰りして行く手形に依って融通する、是が普通銀行の遣り口であつた。又工業会社もかかる短期資金で固定資産の一部を賄って行くことがあつたのであります。」

（明石照男「金融界最近の趨向」『金融研究会講演集』Ⅱ 金融経済研究所，昭和48年，429－430ページ）

つまり本来、長期資金である工業金融が短期資金の回転を通して行われていたのである。この弊害が銀行引受手形制度によってさらに助長されるというわけである。

先に、銀行引受手形制度が導入される以前に、適当な運用先がないため、資金を過度にコール市場で運用したり、自己の事業に投資してリスクを増大させる傾向があることを『東洋経済新報』が指摘していたことに触れたが、銀行引受手形制度が導入されると、今度はこの制度を利用する形で、資金が事業に投入されるという弊害が現れるというのである。

これは工業資金の供給が適切に行われるための金融機能の形成が不十分であつたことを示している。この問題については、すでに大正4年に工業家の栗本勇之助が指摘したところである⁵⁷⁾。

スタンプ手形割引制度

銀行引受貿易手形制度が「輸出貿易についてはその利用範囲が狭いため十

57) 『大正デモクラシーの政治経済学』，196－197ページ。

分な発達を期待できず、輸出金融の疎通上問題であった⁵⁸⁾」ことから、日銀は貿易金融改善のためのさらなる施策を打ち出した。それが8月1日から実施されたスタンプ手形再割引制度である⁵⁹⁾。

これは横浜正金銀行である為替銀行が保有する輸出手形を日本銀行が担保として受け取り、正銀はその輸出手形の邦貨換算額の範囲内で融通手形を振り出して、これを市場に売却して邦貨を得るというものである。これにより従来日本銀行が融通してきた為替資金を一部市場から調達することが可能となる。その際の為替レートは、当初、英1ポンド10円、米1ドル2円と定められた⁶⁰⁾。当初日銀は、スタンプ手形を横浜正金銀行のみに認めていたが、大正8年10月30日には台湾銀行、同年12月30日には住友銀行に対してもこれを認めた⁶¹⁾。

この制度は、『中外商業新報』が、「今回の日本銀行の新施設に依り、一は以て爲替資金の調達を便じ、一は以て兌換券膨脹の状況を抑制するは、頗る策を得たるものと云ふべし」と評しているように⁶²⁾、これは本来、日銀が資金を供給する所を市中銀行によって代替させようとする政策であり、これにより在外正貨繰入による正貨発行を抑制し⁶³⁾、通貨供給を抑える効果を持つものであった。

巨額の貿易黒字により、正金には巨額の正貨が蓄積されたが、そのファイナンスはまずコール市場からの資金調達によって賄われ、それでも不足した場合には日銀の為替資金貸付により資金が供給された。さらに日銀の資金供

58) 『日本銀行百年史』519-520ページ。

59) スタンプ手形制度は、発表前日の7月31日に大蔵大臣に上申され、直ちに認められている。

『日本銀行沿革史』213ページ。

60) 『日本銀行沿革史』238ページ。以後、大正11年から昭和4年にかけて、為替レートの実勢に合わせて換算率が変更されている。

61) 『日本銀行沿革史』213ページ。

62) 「日銀の新施設」『中外商業新報』大正8年8月6日付。

63) 当時、在外正貨繰入によって兌換券を発行することで、日銀が二重利得を得ているという批判があった。在外正貨を運用することで日銀が利息収入を得ることができるからである。

給でも間に合わない場合には、政府が国債を発行して正金の正貨を買い付けていたのである。これが通貨膨張の大きな原因となっていた。

この新制度が機能すれば、日銀や政府が正金に融通していた資金を民間銀行に肩代わりさせることができ、それだけ通貨増発に歯止めをかけることができるようになる。もっとも国債発行による正貨買入は通貨供給を増加させるものではないが、本来政府貯蓄となるべきものが正貨買入に使われれば、結果として通貨は増発されることとなる。先に日銀が導入した貿易手形割引制度に比べれば、こちらの方が通貨収縮に関してより実効のある政策であるといえる。

またこの新制度を実効あらしめるために日銀は、スタンプ手形のもとになる為替手形を保有していた正金に対して、スタンプ手形を売却させるための施策として、正金に対する外国為替引当貸付金の利率を引き上げている⁶⁴⁾。これにより為替銀行が市場から資金調達を行うためのインセンティブをつけた。そして当初、このスタンプ手形の割引率は、コール金利よりも低く設定されており、正金は従来よりも低い調達コストで資金を調達することが可能となったのである。

『日本銀行百年史』は、「井上総裁は、銀行引受手形に次いでスタンプ手形を導入することにより真の市場金利が成立するようになるならば、金融政

64) その詳細については、大蔵大臣への上申書（大正8年7月31日営第116号）で次のように述べられている。

「此度同行ト協議ノ上、同行買持ノ倫敦及紐育拂ノ輸出手形ノ邦貨換算金額ノ範圍内ニ於テ、隨時自己ヲ支拂人トセル爲替手形ヲ振出サシメ、之ヲ市場ニ賣却シテ、所要ノ資金ヲ調達セシムルコトヽシ、本行ハ大體外國爲替引當貸付金ニ對スル引當手形ノ取扱方法ニ準シ、別紙(甲號)記載ノ手續ニ從ヒ右輸出手形ヲ擔保ニ供セシメ、本行取引先ヨリ右賣出手形ノ再割引依頼アリタル場合ニハ、之ニ應スルコトヽシ、以テ該手形ノ賣行ヲ好良ナラシムルコトヲ期シ申候。而シテ又横濱正金銀行ヲシテ出來ルタケ該手形ノ賣出シニ努メシムル爲メニハ、同行ニ對スル外國爲替引當貸付金ノ利子歩合ヲ貸出金額ノ増加ニ伴ヒ遞加スルコト必要ト被存候ニ付キ、今回別紙(乙號第一項)ノ如ク貸付殘高三千五百萬圓迄ハ從來ノ儘トシ三千五百萬圓以上一億圓迄ハ日歩一錢八厘、一億圓以上二億圓迄ハ日歩二錢、二億圓以上三億圓迄ハ日歩二錢二厘ヲ徴スルコトヽ改定致候。」『日本銀行沿革史』226-227ページ。

また『日本銀行百年史』523ページの表7-5参照。

策ことに公定歩合操作の重要な指標となり、本行の使命である通貨価値安定を達成するための通貨・金融の調節が一層円滑に行われるようになると考えていたといえよう」と述べ⁶⁵⁾、この制度を導入した井上日銀総裁の意図の中には、銀行引受手形制度と同じく人為的な金利政策から市場による金利決定への移行が含まれていたと主張している。

だが他方では、このスタンプ手形の効果に疑問を呈するマスコミもあった。『中外商業新報』は、この新制度が兌換券発行を抑制する効果は認めたが、すでに経済情勢は一変し、輸出も伸びず、アメリカの金輸出禁止も解かれた後ではこの制度はやや遅きに失したとした。また日銀が為替手形を公定歩合中最低率で割引くと言うが、そうになると為替銀行が売り出す手形の割引率も低位とならざるを得ず、他に有利な投資先を抱えている場合には、市中銀行がこれを喜んで買うことはないのではないかとその効果に疑問を呈している⁶⁶⁾。

『大阪毎日新聞』も、スタンプ手形の割引日歩が公定歩合よりも高ければ、手形を買い入れた銀行は日銀に割引を求める裁定取引を行うので、兌換券は増加し、他方割引日歩が低ければ買い手は付かないであろう。従って、スタンプ手形の通貨縮小効果はそれほどないであろうとしている⁶⁷⁾。

同紙は真剣に通貨収縮に取り組むのであれば、まず公定歩合を引き上げるべきであるとした。そして通貨収縮による不況を銀行家が恐れているために政府が遠慮して通貨収縮政策がとれないでいることから、銀行家は「餘りに自己の立場のみに籠城せず多少の犠牲を拂ひ窮屈を忍びて大局の爲に盡くす」べきだと主張した。つまり銀行家も金利引上に反対せず、通貨収縮に協力すべきだというのである。

同紙は同日の別の記事で、正金がスタンプ手形を売り出すにしても、その時点での市場金利からみて一流紡績手形の1銭7厘から1銭7厘5毛を下ま

65) 『日本銀行百年史』521ページ。

66) 「日銀の新施設」『中外商業新報』大正8年8月6日付。

67) 「銀行者の諒解と努力」『大阪毎日新聞』大正8年8月6日付。

わる割引率では売れそうもなく、かといって1銭8厘以上では従来通り日銀から借り入れた方が有利となるので、日銀としては正金に対する貸出を制限するか、それとも貸出金利を引き上げる必要が出てくる。

だがそのようなことをすれば為替レートを引き上げることになり、輸出を阻害するため、政府の輸出奨励策に反する。以上のことからこの制度の実効性は疑わしく、もしスタンプ手形が市場に大量に流通すれば、日銀に割引を要求するものも多く出てくるので、通貨収縮にもならないことから、通貨収縮効果も疑わしいとした⁶⁸⁾。

『大阪朝日新聞』は、この政策により、従来横浜正金がコール市場から調達していた為替資金をスタンプ手形を通して調達することに転換するだけの効果しかないとし、コール市場の規模が3000万円からせいぜい5000万円しかないことを考慮すれば、日銀の為替貸出額3億5000万円がこの新しい政策によって急激に減少することは期待できないとした⁶⁹⁾。つまりこの政策によるマネーサプライが減少することは期待できないというのである。このスタンプ手形制度が発表されて2週間経過した時点で、同紙が推計したスタンプ手形の売り出し高は1000万円前後であり、この政策の金融上の効果は微弱であるとしている⁷⁰⁾。

スタンプ手形割引歩合の引き上げとその効果

スタンプ手形が導入された際、普通銀行は、スタンプ手形をブローカー銀行が引受け、それを一般に売り出せば、資金が普通銀行の預金からスタンプ手形に流れることを恐れ、ブローカー銀行によるスタンプ手形取扱に反対するほどであった⁷¹⁾。

しかしながら、当初スタンプ手形の割引歩合が市場金利以下であったため、

68) 「金融改善効果」『大阪毎日新聞』大正8年8月6日付。

69) 「日銀新施設の影響」『大阪朝日新聞』大正8年8月8日付。

70) 「輸出手形賣出成績」『大阪朝日新聞』大正8年8月21日付。

71) 「新手法流通未し」『大阪毎日新聞』大正8年8月17日付。

スタンプ手形は他の投資先に対して競争力をもつことができず、売れ行きは芳しいものではなかった。

もしスタンプ手形の売出しを増やして、より多くの資金を市場から調達しようとするれば、手形の割引日歩を引き上げねばならないが、そうすると、正金側からすれば、日銀からの資金借入とコスト的には変わらなくなり、スタンプ手形導入の意味が失われる。

またスタンプ手形の割引率が上昇し、公定歩合との差が開けば、市中銀行にとって日銀から借入を行いスタンプ手形を購入することで利鞘が稼げることになって、通貨縮小につながらなくなってしまう。いずれにせよ、割引率の引き上げはスタンプ手形の存在意義を脅かしてしまうのである。

しかし結局、月22日に横浜正金銀行は、売出し輸出手形の割引率を期限60日物で1銭7厘4分の3を1銭8厘4分の3に、90日物のそれを1銭8厘から1銭9厘にそれぞれ引き上げた。この引上げは、スタンプ手形に対する割引率が市場実勢よりも低かったことから、スタンプ手形の売れ行きが不振に陥っていたため、割引率を市場実勢に合わせたものであった。それでもこれにより日銀の為替資金貸出利率の平均2銭1厘よりも低利で為替資金を調達することができた。

この引上げにより市中銀行は積極的に輸出手形を買い入れるようになり、この結果、金融は逼迫して市中金利は上昇した⁷²⁾。

このためコール市場で外為資金を調達していた正金以外の為替銀行は不利な地位に置かれることになり、為替銀行側に不満が増大したが、これに対して、井上総裁は、スタンプ手形の意義や今回の割引率引き上げについて、本来、為替相場と金利は一致するものであるが、わが国の場合、外国為替資金が日銀外国為替貸付金とコール資金によって賄われ、そのために、市場金利と無関係になっている。4億円にも上る輸出為替資金が市場から調達された後に成立する金利がわが国本来の金利水準であるわけで、今回のスタンプ手

72) 「手形買入旺盛」『大阪毎日新聞』大正8年8月27日付。

形割引歩合の引き上げが市中金利の高騰の原因であるというが、それはむしろ本来の金利水準に向かう傾向を示すものであり、歓迎すべきであると述べた。

井上は、スタンプ手形導入がいうならば金利自由化の一環であり、この引き上げは「自然の大則に合致」しようとするものである、つまり市場実勢に合わせたものだとしている。また信用により日本銀行の取り扱い方が銀行によって異なるのは当然だとした⁷³⁾。

この引き上げにより、輸出手形の割引率は日銀の公定歩合よりも高くなり、市中銀行がスタンプ手形を購入してこれを担保に日銀から借り入れることによって利鞘を稼ぐことが理論的に可能になった。日銀自身はそのような可能性を否定したが、市場ではこのような変則状態の解消のため公定歩合自体が引上げられるのではないかと予想した⁷⁴⁾。『国民新聞』もこのスタンプ手形割引歩合引き上げによって、公定歩合との開きが大きくなり、裁定取引の余地が生まれるため、早晩日銀は公定歩合引き上げに踏み切らざるを得ないだろうと観測している⁷⁵⁾。

事実、日銀が正金に貸す為替資金の利率はそれまで平均1銭8厘見当だったものが、この時期には2銭1厘見当に引き上げられていた。為替資金調達面では、日銀の公定歩合政策が市場実勢に合わせる形で、事実上変更されていたのである。『万朝報』は、政府は表向き蔵相声明の手前、金利を引き上げていないが、日銀の貸付金利を密かに引き上げ、最低利率よりも高い1銭9厘または2銭で貸付を行っていると報じた⁷⁶⁾。『ダイヤモンド』もこれを根拠に日銀による利上げ実現の先駆けと見ていた⁷⁷⁾。

『大阪毎日新聞』も、この引上は「最近通貨膨脹の事實に鑑み日銀の正金

73) 「對日銀正金非難の辯」『大阪毎日新聞』大正8年8月27日付。

74) 『銀行通信録』第68巻第407号、大正8年9月20日、364ページ。

75) 「政府の金融策干渉」『国民新聞』大正8年9月13日付。

76) 「卑怯の財政策」『万朝報』大正8年9月1日付。

77) 「輸出手形の日歩引上——日銀利上の前提たらん」『ダイヤモンド』大正8年9月1日号。

に對する爲替資金の手加減ありたる結果コール連日引締を呈し敍上正金手形の不賣行を示したるによるべきが既に日銀の最低利子たる一錢八厘に比し上鞘たるに至りたる以上日銀利子引上げ斷行の前提たるべしと觀測せらるゝ⁷⁸⁾」と述べ、日銀による公定歩合引上げを予測している。

このように多くのマスコミが日銀の公定歩合引上げを予測したが、これはある意味で当然のことであつた。なぜなら、日銀は表向き否定しているが、スタンプ手形の割引率が公定歩合よりも高くなり、スタンプ手形を日銀に持ち込むことで利鞘が発生する状況となれば、日銀貸出が増大して、スタンプ手形本来の目的である爲替資金の市中調達が有名無実になるからである。

『万朝報』は、9月6日付夕刊で「金融市場は、日銀利上の前提たる正金輸出手形の利率引上以來、益緊縮して止る所を知らず、各銀行とも自營上預金利率の引上に依り、預金の吸収を圖る必要あれば、結局預金利率の引上は、早晚實現するに至るべきかと云ふ」と報じ、日銀による利上げは近いとした⁷⁹⁾。

他方で、日銀金利の引き上げを全く否定したマスコミもあつた。『大阪毎日新聞』である。同紙は、日銀は公定歩合の引上げに代わる手段として、横浜正金を通じて輸出手形の割引歩合を引き上げたのであり、これによりむしろ日銀の利上げは遠のいたと論じた⁸⁰⁾。つまり公定歩合の引上ではなく、スタンプ手形の割引率を引き上げることにより、市中金利を引き締めようとしたのだというのである。

もっとも同紙も9月に入ると、井上日銀総裁は、金利引上に反対する蔵相を説得する手段としてまずスタンプ手形の割引率を引き上げ、市中金利を引き締めて、市中金利に従うという形で利上げを実行しようとしているのだと説くようになる。

同紙は在外正貨引当による兌換券発行が通貨膨張の主因であり、これがあ

78) 「手形引上」『大阪毎日新聞』大正8年8月22日付。

79) 「預金利引上論」『万朝報』大正8年9月6日付。

80) 「正金手形の利上」『大阪毎日新聞』大正8年8月23日付。

る以上、金利の調節は不可能であり、金融界が人造的質物であることを免れない。ところが、現蔵相の高橋是清は、金利引上げ、通貨収縮に反対しているため、あからさまな引締政策をとることができないでいる。そこで引き締め反対論者の蔵相が自然に軟化するように、スタンプ手形を通して市場金利が自然に上昇するように仕向けているのだとした。これは回りくどいやり方であるが、既成事実を作ることによって高橋蔵相の引き締め反対論を説破しようとしたというのである⁸¹⁾。

そしてこの新制度そのものが、次の『国民新聞』が述べているように、利上げにあくまでも反対する高橋蔵相の面目を守りつつ、通貨膨張を抑制しようとする日銀の苦心の結晶であったとも考えられる。

「現蔵相高橋男は、通貨問題に關し一種の迷信を抱き、超道理的な兌換券の収縮、爲替資金の制限、金利の引上に反對しつゝあり。日銀當局は内心蔵相の頑冥振に辟易し居るも、表面反對の施設を爲すこと能はず。已むを得ず表面蔵相の所説に反對せずして、而も事實に於いて爲替資金を制限し、延いて兌換を収縮するの策を執ることに苦心したる結果案出したるものが、即ち輸出手形を擔保とする正金の圓手形賣出しなり。蓋し我が金融市場にして若し大に正金の圓手形を消化せんか、正金は金融市場の資金を吸収して爲替資金に充つるを得て、夫れだけ日銀よりの借入額を減じ得ればなり。日銀が正金をして圓手形の賣出を開始せしめたる一方、正金に對する爲替資金貸付利率を幾分引上げたるは、正金をして可成市場資金^{なるべく}を利用せしむるの趣旨に出でたるものにして、日銀當局の苦心尋常ならざるを察すべし。」

(「爲替資金制限方針」『国民新聞』大正8年8月24日付)

つまりスタンプ手形による資金調達が進めば、市場金利の上昇が期待される。これは物価抑制のために公定歩合の引上げを考えていた日本銀行にとっては有利な市場環境になることを意味していた。

81) 「日銀の革正を要する點」『大阪毎日新聞』大正8年9月2日付。

『東京経済雑誌』は、スタンプ手形制度導入当初において、このスタンプ手形売出しが金融市場を引き締める方向に向かうため、兌換券縮小という効果があるだけでなく、やがては日銀の利上げを惹起すると予想している。同誌はこのスタンプ手形制度を日銀利上げの前提と考えていた⁸²⁾。

『日本銀行百年史』は、当時の日銀の一般貸出額は1億円程度に過ぎず、公定歩合の引上げの効果はそれほどないと考えられていたため、公定歩合を引き上げるよりも市場金利の上昇に誘導する政策をとった方が経済に与える効果が大きいと考えられていたので、このような政策をとったとしている⁸³⁾。

大正8年8月から9月にかけて、日銀と大蔵省、とくに高橋蔵相との間に金融政策を巡って深刻な対立があったことはよく知られており、マスコミにも両者の対立が取り上げられていた。大蔵省の監督下にある日銀は、高橋蔵相の意向に逆らうことができないため、このような変則的な手段をとらざるを得なかったのである。

米国の金輸出解禁とその影響

戦後不況は大正8年4月には底を打ち、以後景気は回復に向かう。そのため日銀の政策とは無関係に、5月頃より銀行の貸出高は増加に転じていた。休戦後の財界の混乱により一時期貸出を手控えていたものが、一時的な不安も沈静化し、企業の事業拡張のための資金需要に応じるようになっていたのである。5月末時点では大阪の主要銀行の多くは貸出超過となっていた。

さらに手形交換高も4月に底を打った後、5月から急増している。『大阪毎日新聞』は、休戦後に不況となったにも拘わらず、手形交換高が大戦中の好景気時に比べても増加している理由として、

- (1) 休戦による打撃にも拘わらず戦時景気の余勢が大きいこと、
- (2) 休戦後外国貿易は入超となったが、輸入業者は貨物の転売を行うために二重に手形を使用すること、

82) 「日本銀行の輸出手形保証」『東京経済雑誌』2017号、大正8年8月9日。

83) 『日本銀行百年史』521ページ。

(3) 株式市場や綿糸布市場が空前の活況を呈し、その取引のために手形使用が増加したこと、

(4) 一時低落した物価が再び騰貴したこと、の4点を挙げている⁸⁴⁾。

6月9日にはアメリカが金解禁を断行する。『大阪毎日新聞』は、アメリカの金解禁は、同国が世界金融界の牛耳を執ろうとする雄図の一端であり、これによりニューヨークはロンドンを凌駕して世界金融における中心的市場となるであろうと評した。同時に「世界戦争によりて米國と同様に利益したる我國は、果して何れの日にか東洋における金融的中心市場たり得べきか⁸⁵⁾」と日本政府及び日本銀行の発奮を期待している。

アメリカの金解禁を受けて『中外商業新報』は、これにより在外正貨が還流して兌換券発行が増加し、その結果として物価高騰が予想されるので、政府は通貨を縮小する政策をとらねばならないとした。すなわち「金輸出禁止解除の結果、通貨を膨脹せしむると此の如く、延いて一般物價及米價を昂騰せしむべき果して此の如くなりとせば、政府は之が對策を講ぜざる可からず。而して之が對策とは他無し。通貨の收縮即ち是れ也」と述べ、具体的には国債発行により通貨収縮を行うべきだと主張した⁸⁶⁾。

同様に『東京經濟雑誌』も、アメリカの金解禁による正貨の輸入は、為替銀行の輸出為替買い入れによる通貨膨張よりも、さらなる通貨膨張効果があるとした⁸⁷⁾。

『時事新報』も米国の金解禁により、わが国の通貨膨張が一層進行することが予想されるので、わが国においても金の輸出解禁もしくは制限緩和を行うべきだと主張した⁸⁸⁾。もしわが国が東洋の金融の中心を目指すのであれば、手形市場の創設だけでなく、米国に続いて金解禁を断行すべきであったであろう。だが現実には、わが国は米国の金解禁にも関わらず、金輸出禁止を続け

84) 「手形交換高激增」『大阪毎日新聞』大正8年7月4日付。

85) 「世界金融中心の一變化」『大阪毎日新聞』大正8年6月14日付。

86) 『中外商業新報』大正8年6月15日付。

87) 「米國金輸出解禁の結果如何」『東京經濟雑誌』第2010号、大正8年6月21日。

88) 「金解禁の影響」『時事新報』大正8年6月15日付。

たのであった。

結局、通貨発行高はバブル膨張期の大正8年6月から12月の間に11億円から15億円へと急増していた。同時期に正貨準備も7億円から9億円へと増加した⁸⁹⁾。この通貨発行の増加の一因は、大正8年6月にアメリカが金輸出を解禁したため、これまでアメリカに金を保有していた外為銀行が日本銀行にこれを持ち込み、通貨と交換したからである⁹⁰⁾。大正8年から10年にかけてアメリカから流入した金は8億4813万圓に達した⁹¹⁾。従って、『中外商業新報』をはじめとするマスコミが主張した通貨膨張予想は的中したということができる。

この時期の日銀の金融政策に対する評価

このように、銀行引受手形制度は、単に金融疎通を容易にするという実用的な観点から提唱されたわけではなく、広く金融市場を整備することにより、日銀の金融政策の有効性を高め、わが国の国際競争力を総合的に増進し、ゆくゆくは東洋市場における決済中心地として貿易と金融のヘゲモニーを握ろうとする野心的なものであったのである。

それではこの新制度はわが国経済にどのような影響を与えたのか。

『日本銀行百年史』は、銀行引受手形制度が、井上の輸出拡大政策の一環であり、これがその後のバブル到来の一因をなしたとする批判があるとした上で、銀行引受手形制度導入の歴史的評価について次のように述べている。

「井上総裁の積極的整理方針の中軸はあくまでも海外貿易であった。換言すれば、戦時中に拡大発展した銀行および産業企業の整理集中によって海外における競争力を強化し、積極的な輸出増進による産業の振興と景気回復を企図していたとはいえるであ

89) 井上準之助前掲書、53ページ。

90) 深井英五『回顧七十年』岩波書店、昭和16年、194ページ。

91) 伊藤正直「1910－1920年代における日本金融構造とその特質（1）」『社会科学研究』第30巻第4号、昭和54年。

ろう。しかし、それは大戦中に拡張され、休戦によって困難に陥った大企業に対する市中銀行の救済融資を容易にするために、日本銀行自身が産業金融へ積極的に進出しようとしたものであるとまでいえるかどうか疑問であると考える。」

(『日本銀行百年史』485－486ページ)

これはこの時期の日銀の政策が後のバブルの原因となったという批判を念頭に置いた主張であるが、日銀が産業金融に積極的に進出したというのは、バブル崩壊後の緊急避難的な対策を示すのであればともかく、この時期の日銀の政策からはそのような批判が出てくるとは考えられない。従って、この主張はバブル崩壊後の施策を混同したもので的外れな反論といえる。

手形引受制度にせよ、スタンプ手形制度にせよ、第一次世界大戦という巨大な経済的インパクトのしわ寄せが外国為替を通じて通貨膨張に現れたことに対する日本銀行の対応策であると言うことができる。だがこの時期にこれらの政策が取られたことについて、パーソナリティの要因を無視することはできない。

つまり日銀総裁が三島から井上に交代した直後にこれらの政策が取られたわけだが、この銀行手形制度自体、井上が総裁に就任する以前から日銀内部で研究が行われていたと言われているが、これを実行すると言い出したのは井上自身であり、それも他の幹部に相談することなく、唐突にそれを発表したと言われている⁹²⁾。

それまでの井上の発言を見ても、日本を東洋経済の中心にするというある種の大望をもっていたことは明らかであり、その大望を実現すべく、日銀総裁に就任してすぐさまその方向に歩みを進めたと考えられる。

さらに井上は日銀総裁になる前は横浜正金の頭取であり、外国為替買入れ資金調達に東奔西走した人物であった。日銀総裁となった後も、横浜正金の

92) これらの経過については『万朝報』が「日銀の内訌」という連載記事で詳しく述べている。

『万朝報』大正8年9月6, 7, 8, 10, 11, 12, 14, 15, 18, 19, 21日付。

利害をひきずっていたとしてもやむを得ないところがある。この点について『大阪毎日新聞』は次のように書いている。

「井上日銀總裁は正金銀行を以て第二の故郷とす氏が、正金にあるの^{つお}日備さに爲替資金の爲に辛酸を嘗めたり。

氏が時の藏相勝田氏の政策に對して幾度か苦言を試み、更に市中金融業者の反感を緩和をして之が資金調達に奔走す。

戦時における經濟政策は、確に一半の功を氏に歸すべき價值あり、未曾有の大戦に處して能く過なきを得たりしもの、亦氏の苦心に負ふ所大なりとす。

今や一轉して日銀に就く。然も尚一片、正金爲替資金調達の苦難を忘るゝ能はざるなり。即ち正金の爲に百方畫策し、引受手形制度を開き、輸出手形引受を創始し、其正金に盡くす所最も多し」

このように同紙はこれまでの井上準之助の貢献を評価しながらも、彼が日銀總裁として導入した諸制度は行き過ぎた正金の庇護となっており、それを改めるべきだとする。

「正金偏愛の制度は、我國に爲替銀行なかりし時の遺物なり。今や大小の爲替銀行あり、而して此遺風を廢する能はず。偏愛は即ち盲愛、社會の非難の發生する亦當然のみ。

正金の輸出手形と云ふ、何ぞ有らゆる輸出手形に對して同一の待遇を與へざる、正金の低利資金と云ふ、何ぞ有ゆる爲替資金に對して同一の待遇を與へざる。

人は理性に乏しく、特に銀行者は嫉妬心に富む。誠に其行動を公平にするにあらずんば、若輩は密に經濟的便法の却て不利を來たすに至るを恐る」

(「日銀對正金の非難」『大阪毎日新聞』大正8年8月28日付)

その意味では、これらの外国爲替に関する日銀の諸施策は、通貨膨張の抑制という効果も考慮されていたではあろうが、その第一の目的は横浜正金の

援助にあったと言うこともできるのである。

つまり当初、スタンプ手形を横浜正金にのみ認め、その割引率を低く設定することで、横浜正金の資金調達コストを引き下げようとしたわけである。だがそのためにスタンプ手形の売れ行きが振るわなかったことから割引率を引き上げざるを得なくなった。

そしてその結果、資金が横浜正金に集中するようになり、コール市場から資金が流出したため、それまでコールの取り手であった他の為替銀行（朝鮮銀行、台湾銀行）のほか二流銀行やビルブローカーの資金調達が困難になり⁹³⁾、日本銀行に対する批判が高まったほどである。この批判に対する井上総裁の弁明は既に述べたとおりである。その後、スタンプ手形の発行は台湾銀行や住友銀行にも認められるようになった。

さてこの新制度の効果についてであるが、スタンプ手形を含む銀行引受手形の再割引高は、制度が発足した大正8年5月から同年12月までの間で692枚・7287万円であり、同年末の外国為替貸付金残高3億5811万円に比べてかなり小さいといわねばならない。大正9年中には再割引高は3281枚1億8265万円と急増するが、この多くは3月の大正バブル崩壊までの期間であり、同年後半には激減し、翌10年には173枚・954万円とさらに減少してしまう。他方、外国為替貸付金は9年上期でも2億9483万円あり、前期に比べ減少しているが、これは銀行引受手形のためではなく、貿易赤字によるものと考えられる⁹⁴⁾。

従って、銀行引受手形制度はそれほど利用されたわけでもなく、通貨膨張にも通貨収縮にもさほど効果がなかったということになる。

『日本銀行百年史』はスタンプ手形制度について、次のような評価を行っ

93) 日本銀行「東京コール市場概観」大正8年10月、日本銀行調査局編『日本金融史資料』明治大正編、第24巻、大蔵省印刷局、昭和35年。

94) 『日本銀行百年史』502－503ページ。

後に『ダイヤモンド』は、スタンプ手形の残高は高々5、6000万に過ぎないのに、日銀の為替資金貸出しは3億円にも上っており、この政策は効果がなかったとして批判している。

『ダイヤモンド』大正9年3月1日号、13ページ。

ている。

「売出残高から本行再割引高を控除した市場資金動員額はピーク時の9月末には9348万円に上り、市場資金吸収というスタンプ手形制度創設のねらいはその時点ではかなりの程度達成されたといえるが、その後この額が急速に減少したことは上記のとおりである。また制度発足以来8年末までの間に外国為替貸付金残高はわずからながらも(622万円)増大しており、スタンプ手形制度が上記の市場資金動員額の範囲内である程度外国為替貸付金の増大を阻止したとはいえるものの、本行信用の削減を通じて積極的に兌換銀行券の収縮を図るという点では、その効果はあがらなかった。さらにまた売出残高の推移から見て、スタンプ手形制度の導入が市場資金の回転速度を速めることを通じて全体としての信用拡大策になるという同制度に対する批判も事実在即きぬものであったといえようが、真の市場金利の成立を目指した本行の意図も実現できなかったと言わざるをえない。」

(『日本銀行百年史』529ページ)

つまり日銀もスタンプ手形制度の効果は一時的なものにとどまり、結果として通貨縮小につながらず、手形制度を充実させることで市場金利の成立を目指すという目的も達成されなかったことを認めている。

他方、この制度が大正8年から9年にかけてのバブルとその破裂の原因の一半をなしたとする批判に対して、既に述べたように『日本銀行百年史』はこれを否定している⁹⁵⁾。

すなわち『日本銀行百年史』は、「銀行引受手形制度の創設が信用の乱用・過度の拡大を招きやすいとする批判の背後には、市中銀行が一定の支払準備金を保有し、それを基礎にして信用を供与するという習慣はまだ確立されていないという認識があったように思われる。その後の熱狂的好況の到来と、それに続く大正9年3月の大反動という事実には照らせば、その先見性は注目

95) 『日本銀行百年史』503ページ。

に値するかもしれないが、銀行引受手形制度の創設が熱狂的好況を招来したという因果関係を必ずしも実証するものではあるまい⁹⁶⁾」とし、事実、銀行引受手形の割引額が、外国為替貸付金残高に比べれば明らかに小額であったことから、「このような銀行引受手形再割引の状況では、銀行引受手形制度の創設が大正8年の熱狂的好況を招来し、翌9年の大反動の主因をなしたとはとてもいえないのではなかろうか」と結論し⁹⁷⁾、この銀行引受手形制度とバブルの過熱・崩壊との直接的因果関係を否認している。もちろん、大正バブルの発生と崩壊が単一の原因——それが金融政策という重要な要因であったにせよ——だけで説明されるわけではない。だが逆にこの時の金融政策が、バブルの発生と崩壊に無関係であったということもできない。

貿易手形の割引やスタンプ手形制度創出は、貿易黒字によるマネーサプライ増加を抑制するためのものであったとすることができるが、それでは実際にこれらの制度によってマネーサプライ増加が抑制されたのかというと、そうでなかったことは日銀自身も認めている。またこれらの制度が作られた後の経済状態、即ちバブルの発生を考えれば、これらの制度の効果があったと主張することは非常に難しいと言える。

為替資金調達とマネーサプライの関係に関して、『時事新報』は、これまで為替銀行が為替資金調達の方法として依拠してきたのは、(1) 兌換券の増発による日銀からの融資、(2) 公債発行や国庫金の運用といった政府資金、(3) コール市場に限定されており、適切な調達方法とはいえない。また日銀が導入した銀行引受手形制度は輸出手形に利用される範囲が狭いため、これも資金調達方法として依拠することはできない。従って、今回導入されたスタンプ手形制度は歓迎しながらも、この政策の結果、日銀の為替銀行への貸し出しが所期の通り減少すればよいが、別の形で貸し付けが増加すれば通貨量抑制の目的は達成できないと指摘した。

従って、「為替資金の融通を制限して、実際に通貨の収縮を圖らんとせば

96) 『日本銀行百年史』494ページ。

97) 『日本銀行百年史』502－503ページ。

金利の引上は、當然行ふ可きの方策にして、之を行ふに於ては獨り爲替資金の融通を制限するのみならず、一般に信用の膨脹を抑制し、「現金通貨」と共に「信用通貨」の收縮を圖るの効果ある可きを疑はず」と述べ、金利を引き上げるとともに、市中銀行に対する貸出しを抑制するべきだと主張した⁹⁸⁾。

ところが実際には日銀は、金利を据え置いたばかりでなく、為替銀行への外国為替資金供給は抑制したものの、市中銀行に対する貸し出しは増加させ、結果的には通貨供給を増大させてしまったのである。

例えば、景気回復による資金逼迫を背景に、6月に大阪の主要銀行が日銀に対し、市中銀行に対する当座貸越限度額を拡張するよう要望したが、これに対して井上総裁は個々に拡張の希望に応ずるという意向を伝えた⁹⁹⁾。つまり日銀自身が市中銀行に対して積極的に貸出を行うことを表明したのである。

従って、日銀の政策スタンスは、『日本銀行百年史』が主張するのとは逆に、緊縮的というよりも拡張的というものであった。表Ⅳに見るように、日銀の外国為替貸付金は、大正7年から8年にかけて漸減しているのに対して、一般貸出高は大正8年5月以降に急増している。その結果、日銀の貸出金総額は、大正8年5月以降、米騒動が起きた前年8月の水準に匹敵する規模に達する(表Ⅰ)。

事実、大正8年における兌換券発行残高は、4月末に8億7800万円余というボトムを打つが、それ以降増加に転じ、9月末には11億7200万円余と僅か5ヶ月間で3億円弱の増加を遂げる。同時期に制限外発行も5200万円余から2億6000万円余と2億円以上増加している。このように井上が総裁に就任した後、日銀は明らかに信用拡大に走っているのである¹⁰⁰⁾。

とくに、銀行引受手形制度導入直後に、アメリカが金輸出を解禁したことにより、外国為替資金の調達是国内資金だけに限られなくなってしまった。つまり外国為替をもつものは直接これを金に換えて輸入し、それを日銀に持

98) 「爲替資金と通貨」『時事新報』大正8年8月6日付。

99) 『時事新報』大正8年6月26日付。

100) 『日本金融史資料』第22巻、付録4ページ。

ち込んで正貨と交換することができる。金との兌換を保証している以上、これによる通貨の増加を止めることはできない。それ故、アメリカの金解禁は通貨増加の直接の契機となり、日銀は通貨増加に対するより深刻な圧力に直面することになる。しかし、貸出に関しては日本銀行は主体性をもっており、貸出抑制をすることは可能で、これにより通貨供給をチェックすることはできたはずである。

他方、銀行引受手形は、不況に直面したときには、金融梗塞を緩和する制度として機能することが期待できるが、好況期にこれを導入すれば、過度の貸出を引き起こし、景気の過熱を更に加速する結果をもたらす¹⁰¹⁾。井上総裁が銀行引受手形を導入したときには、わが国経済は休戦後不況の最終局面にあり、不況は終わっていた。そのため、この制度は不況の緩和ではなく、景気の過熱に手を貸すことになったのである。

事実、銀行引受手形導入後、わが国経済は好況局面に入り、次第に景気は過熱していった。したがって、この時点で必要な金融政策は、マネーサプライ増加をさせる政策ではなく、マネーサプライを抑制する政策であったが、銀行引受手形は前者の効果を持つ制度であり、必要な政策とは正反対の政策をとることになったのである。スタンプ手形導入時に於ても、日本銀行は巨額の制限外発行を行っているとして、『ダイヤモンド』から批判を受けている¹⁰²⁾。

それでは、新制度は市場構造の改善に寄与したのであろうか。つまりこれらの日銀の導入した新制度の結果、わが国において手形割引市場は発達したのであろうか。これについては、昭和金融恐慌後に行われた明石照男の講演の一節をみれば明らかである。明石は、わが国には短期資金市場としてのコー

101) 『大阪朝日新聞』は、金融手形割引を日銀が行ったことに対して、「日本銀行としては爲すまじき無用の業なり」と断じ、「吾人は此點に於ても、日本銀行の通貨縮小を重んぜざる意嚮の一端を推測し、現時の國民經濟上一の痛恨事と認めざるを得ざるなり」と述べ、金融手形制度は日銀による通貨増発政策であると評価した。

「日本銀行の責任」『大阪朝日新聞』大正8年7月23日付。

102) 「制限外巨額の續發」『ダイヤモンド』大正8年8月11日号。

ル市場は存在すると述べてから、「短期資金の金融市場の中でもう一つの割引市場、手形割引市場、是はどうかと申しますと、日本にはないと申して宜しいでせう。手形の取引はあります、併し手形の売買が円滑に行はれて居るといふ市場は殆んどないと申してよいのであります」と述べている¹⁰³⁾。つまり、この講演が行われた昭和6年2月に至っても、手形割引市場は十分に発達しなかったのである。

他方、貿易為替手形について明石照男も「日本では銀行も輸入商も未ださう云ふ制度には慣れて居りませぬし、又保證を與へて自行が手形を引き受ける位なら寧ろ自行で割引く方がいゝと云ふ考へ方が支配しまして、この制度は餘り効果を擧げなかつたのであります¹⁰⁴⁾」と述べ、この制度が普及しなかったことを示している。

さらに明石は、大正8年に日本銀行が導入した銀行引受手形とスタンプ手形は一時2億円もあったが、わずか一二年の寿命しかなく、大正9年の恐慌後はほとんど利用されなくなったと述べている¹⁰⁵⁾。そして昭和6年の時点で「今日直に大規模の手形割引市場を計画するのはむづかしいであります」と結論しているのである¹⁰⁶⁾。

既に述べたように、日銀の普通銀行への貸出高は、大正8年6月－7月時点で1億円でしかなく、公定歩合政策もその範囲でしか効果がなかった。つまり日銀の公定歩合政策には明らかな限界があった。そこで手形割引市場の促進により、わが国に統一した金融市場を成立させ、金融政策とくに金利政策の有効性を高めることが銀行手形引受制度やスタンプ手形制度導入の目的であったと考えられる。しかし結果的には、これらの新制度導入は手形割引市場の発達には失敗したのである。

103) 明石照男前掲論文、421ページ。

104) 明石照男『大正銀行史概観』東京銀行集会所、昭和12年、56ページ。

105) 同書、450ページ。

106) 同書、455ページ。

寺西も、井上が導入した貿易手形制度はわが国に根付くことなく2年あまりで消滅してしまったと述べている。

寺西重郎『日本の経済システム』岩波書店、平成15年、160ページ。

大正バブル崩壊後、この時期の日銀の金融政策の当否について多くの批判が生まれる。竹森俊平は、公定歩合の引上げ効果が限定されていたことは認めながらも、当時物価が3倍にもなっていたのに、金融引き締め議論が出てくるタイミングが非常に遅れたことを問題視している。もっと以前から引締政策が議論されて然るべきであったというのである¹⁰⁷⁾。

だが、実際には、第一次大戦終結時に、公定歩合は2回引き上げられており、金融は引き締めの方向にあった¹⁰⁸⁾。それでも引き締め方が不足であったということになろう。後に浜口雄幸も帝国議会での質問の中で、大正8年5月の時点で金利を引き上げるべきであったと述べている¹⁰⁹⁾。

『井上準之助伝』も、「銀行引受手形の制度を勧奨したのは貿易金融の改善、割引市場の発達といふ目的以外に、之れに依て當時の金融を引締めんとする策であつた」と述べているように、5月に導入された銀行引受手形制度には金融引き締めの狙いがあったと述べている¹¹⁰⁾。そして同書は、この引締策の効果がなく、投機が過熱したので、大正8年秋に公定歩合を引き上げたのだとしている。これは後世の批判を意識したものと言えよう。

しかしこのような批判はあくまでも後知恵であるといえることができる。別稿で述べたように、第一次大戦終結後に物価下落が到来すると予想されており、その予想が外れて物価上昇が本格的に認識されるのは5月であった。この時点で予防的引締政策に転換することは非常に困難であったと考えられる。むしろこの時点ではなお不況の恐れが強かったために、金融手形引受けといった対策が打ち出されていたのである。景気が過熱するとともに景気に対する認識も改まって、さらなる金融引き締めの必要性が議論されるのは8月以降となる。

いずれにせよ、井上準之助は横浜正金の為替資金調達を容易にし、日銀の

107) 竹森俊平前掲書、254-255ページ。

108) 『大正デモクラシーの政治経済学』54ページ。

109) 高橋亀吉『大正変動史』上巻、東洋経済新報社、昭和29年、226-227ページ。

110) 井上準之助論叢編纂会編前掲書、145ページ。

金融政策の有効性を高めるため、そしてアメリカに倣って東洋金融市場の中心となろうとして、手形割引市場の発達を目論んだのであるが、その結果は、明石照男が述べているように、そして表IVで見るように、所期の目的は達成されずに終わったと言える。

金融の中心地になるためには、アメリカに続いて金解禁をしなければならなかったし、当時のわが国には金解禁をするための十分な金準備があった。また金融市場の整備も必要であった。そして日銀の独立性も確保されねばならなかった。だがこれらのいずれの点についても、達成されないまま、やがて戦後恐慌に見舞われ、10年以上にわたってわが国経済はスランプから抜け出せないままに終わる。

第一次大戦終結の影響は、大正8年上半期における貿易赤字の増加という形で現れていた。下半期には再び貿易黒字が発生するが、同年通期では貿易は赤字となった。戦争特需は終わり、景気が過熱する中で輸入が急増する勢いにあった。

貿易黒字が急速に縮小する中で、外国為替を起因とする通貨増発は、日銀貸出増加という経路ではなく、アメリカの金解禁により、金の直接輸入という形をとって、過去の貿易黒字が直接通貨増発となって現れるようになる。このような状況では、公定歩合引上げがもっともオーソドックスな対策であると考えられるが、実際に日銀が行ったのは、貸出増加という金融緩和策とスタンプ手形の割引率引き上げ、それによる市場金利の上昇を期待するという金融引締策であった。つまりこの時期の日銀の政策は首尾一貫性が欠如していたのである。この背景には、金融政策を巡る日銀と大蔵省の対立があったことはすでに述べた通りであり、その詳細については、別の機会に取り上げるつもりである。

銀行引受手形制度を創設した時点では、景気に対して悲観的な見方をしていた日銀であったが、スタンプ手形を導入する頃になると、インフレ対策の必要性を認めるようになっていた。しかしながら、政府内部での意見対立のため、明確な反インフレ、反バブルのスタンスがとれない状態になり、実体

表Ⅳ 銀行引受手形・スタンプ手形の日本銀行割引月末残高 (単位：円)

	スタンプ手形	銀行引受輸入手形	銀行引受金融手形
大正8年8月	1,500,000	876,637	0
9月	9,750,000	876,637	100,000
10月	29,500,000	0	0
11月	17,400,000	4,800,727	0
12月	5,560,000	10,511,961	3,500,000
大正9年1月	25,960,000	9,141,618	4,700,000
2月	28,100,000	13,336,842	200,000
3月	29,100,000	26,868,282	200,000
4月	15,700,000	29,222,543	600,000
5月	3,200,000	23,856,728	0
6月	2,100,000	16,170,790	0
7月	8,900,000	1,817,896	0
8月	8,000,000	3,069,993	0
9月	12,300,000	1,356,505	0
10月	12,800,000	1,280,000	0
11月	11,600,000	0	0
12月	8,800,000	1,245,601	500,000
大正10年1月	2,200,000	26,705	0
2月	2,500,000	1,146,104	0
3月	100,000	3,716,826	0
4月	0	0	0
5月	0	0	0
6月	0	0	0
7月	1,000,000	0	0
8月	1,000,000	0	0
9月	0	0	0
10月	0	0	0
11月	500,000	101,677	300,000

12月	2,000,000	0	900,000
大正11年 1 月	800,000	199,432	0
2 月	0	0	0
3 月	2,500,000	0	0
4 月	800,000	0	200,000
5 月	0	0	0
6 月	1,700,000	0	400,000
7 月	0	0	0
8 月	4,800,000	0	100,000
9 月	1,800,000	505,784	0
10月	5,300,000	0	0
11月	1,500,000	0	0
12月	2,700,000	0	4,250,000
大正12年 1 月	2,000,000	0	0
2 月	4,200,000	0	0
3 月	7,200,000	0	1,250,000
4 月	4,500,000	0	0
5 月	3,000,000	0	0
6 月	1,200,000	0	1,000,000
7 月	700,000	0	0
8 月	700,000	0	1,000,000
9 月	0	1,250,000	1,000,000
10月	0	0	1,000,000
11月	500,000	0	0
大正13年 8 月	400,000	0	0
大正14年 6 月	500,000	0	0
大正15年 3 月	2,000,000	0	0

(出所：『日本銀行沿革史』290－293ページ)

的には引き締めではなく緩和政策をとることになる。それが10月まで続き、結果的にバブルを引き起こすことになるのである。

(もちづき・かずひこ／経済学部教授／2008年1月31日受理)