

# 大正バブル期における経済政策の 転換とその効果(Ⅱ)<sup>1)</sup>

望 月 和 彦

## はじめに

本稿は前稿に引き続き、原内閣の政策転換後、大正8年11月の日銀の第二次公定歩合引き上げを中心とする政府・日銀のバブル対策と、その政策意図及び経済認識を取り上げ、これら政府の政策に対するマスコミの評価・提案を考察する。

---

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じく、引用文はオリジナル表記とし、年代は元号を用いて表している。ただし数字については本稿が横書きで書かれていることを考慮し、オリジナルが漢数字であっても算用数字に変えているところがある。また読みやすくするため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。  
日本銀行調査局「世界戦争終了後ニ於ケル本邦財界動揺史」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→「財界動揺史」

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、昭和58年→『井上準之助伝』

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』

『樞密院會議議事録』第21巻、東京大学出版会、昭和60年→『樞密院會議議事録』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。

キーワード：大正バブル、政党政治、金融政策、物価対策、公定歩合

## 公定歩合再引き上げ

原内閣が、大豆、生牛肉、鶏卵、綿糸及び綿布の輸入関税の撤廃を閣議決定した11月18日に、日銀は再び公定歩合を引き上げ、商業手形割引歩合を日歩2銭2厘（年利8.03%）とし翌19日に実施すると発表した。これは明治39年3月12日以来13年8ヶ月ぶりの高水準の金利となる。

『銀行通信録』は今回の引上の理由として、「去る五六月以來金融界は、漸次繁忙となりたるを以て、日本銀行は去る十月六日金利の引上を行ひたるが、爾來内外市場の金利は騰貴の勢を持し、加之投機の爲めに需要せらるゝ資金益々多く、同行貸出の如きも漸次増加の趨勢に在り、此金融情態は大體今後尚ほ持續すべしと思はるゝを以て、今回貸出日歩を總て二厘方引上げた次第なり」と伝えている<sup>2)</sup>。つまり公定歩合引き上げの理由として日銀が挙げたのは、物価高騰ではなく、「投機抑制」であった。

『日本銀行百年史』も、「前回引上げ時の発表文との大きな違いは「投機」という言葉が見られたことである」と述べている<sup>3)</sup>。また高橋蔵相も、これが投機対策であると強調し、今回の引き上げも物価調節の手段に供するものではないと弁明した。ただし『原敬日記』にはこの時の利上げについては何も記されていない。

しかし11月26日に枢密院で先に閣議決定された大豆、生牛肉、鶏卵、綿糸及び綿布の輸入税の低減又は免除の勅令について審議を行なった際、原首相は物価と金融政策について次のように述べている。

「世間には金利を引上げて物價の下落を計るべしと云ふ者あり。併し乍ら斯の如き方法にて物價の調節せしむと欲すれば勢ひ根本に遡りて外國貿易を制限することを覺悟せざるべからず。金融の状態に應じて金利を引上ぐることあるべきも、物價調節のみの爲にするに非ず。爲替資金の按排に付ても同様なり。」

2) 『銀行通信録』第68巻第410号、大正8年12月20日、7ページ

3) 『日本銀行百年史』540ページ。

(『枢密院会議議事録』343-344ページ)

そこでは従来通りの政府の主張が述べられているだけで、投機には言及されていない。また通貨を縮小するために外国投資を増加させよという主張に対して、原は次のように答えている。

「世間には外國に投資すべしとの論あり。日本にて公債を募集し、其の資金を以て外債を買入るるが如きは其の一法なり。然らずとも政府は西伯利亞等に軍隊を駐屯せしむる爲相當の金額を海外に放出しつつあり、更に外國に投資することは政府の力にては爲し難し。直に物價に影響する程日本の資金を外國に持出すが如きは決して容易の所行に非ず」

(『枢密院会議議事録』344ページ)

原はこのように述べて、物価を抑制するほどの外国投資を政府が行うことは困難であるとしたのである。

そしてこの勅令は、「其の内容は立法事項なるも生活必需品の價格を調節して一般國民生活に對する危害の除却するの目的なるが故に所謂公共の安全を保持し其の災厄を避くるの必要に出づるものと認められ」とあり、社会政策の一環としてこの勅令は位置付けられていた<sup>4)</sup>。この勅令は11月28日に公布・施行され、上記の品目の輸入税は大正9年11月30日まで免除されることになった。

投機について高橋蔵相は、その原因が銀行にあるとして銀行を非難した。銀行が事業資金と投機資金を区別せずに貸し出し、さらには株式担保貸出の際にも株式を時価で評価して貸し出していたからというのである。

そして今回の利上げの影響について、日露戦争後、わが国では預金や貸出の争奪が起り、市中金利は日銀のそれと没交渉の觀を呈していたが、最近

---

4) 『枢密院会議議事録』340ページ。

預金の協定、輸入手形の引き受け、または輸出手形の割引等が行われて漸次市中銀行の金利が日銀の金利と一致するようになったことから、それだけ日銀の利上げは従来に比べて市中銀行一般に密接な反響を与えるであろうと述べた<sup>5)</sup>。

この高橋の主張は全く事実と異なることは、すでに何度も指摘したところである。そもそも、もし高橋の言うように日銀の金利が市場に影響を与えるというならば、前回の利上げから44日しか経過していないのに、再び利上げに追い込まれることはなかったはずである。

この利上げに対してマスコミの評価は二つに分かれた。つまり今回の利上げを効果ありとするものと、今回の利上げでもまだ不十分であり、さらなる利上げを求めるものに分かれたのである。

まず前者から見ていくことにする。『万朝報』は、第二次利上げの背景として、先の第一次利上げは効果がなく、かえって不正事業や投機を助長して日銀券発行高は増加し、このままでは年末には15億円にまで増加すると予想されていることを指摘し、政府も物価調節上この利上げは計画通りであるとし、今回の利上げは前回に比べて年末財界鎮静上数倍の効果があるとした<sup>6)</sup>。

『福岡日日新聞』は、この利率改定は当今の浮薄なる投機熱や企業熱を抑制する少なからざる効果をもつとし、さらに今や政府は物価調節のために、すでに綿糸の輸出制限を断行し、近く綿布の輸出制限も行おうとしている。また生活必需品の輸入税を撤廃すると聞いている。これらとともに日銀の利上げを実行したのは極めて適切であり、その効果は物価ならびに一般経済にも及ぶであろうと政府の物価対策を手放して評価している<sup>7)</sup>。

『中外商業新報』は、この利上げのタイミングは歳末に於ける金融引締りに備えたもので、財界に動揺を与えないように早めの引上をしたのだと述べた上で、この引き上げが物価にどのような効果を及ぼすかはなお疑問である

5) 「藏相の利上説明」『大阪毎日新聞』大正8年11月20日付。

6) 「二次利上事情」『万朝報』大正8年11月19日付。

7) 「日銀の再利上」『福岡日日新聞』大正8年11月20日付。

が、現在の財界は金利以上の収益を上げていることから物価に及ぼす影響は軽微であると考えられるとしている。だがその直接効果は軽微であるとしても、間接的には財界を警戒させ、中央銀行の方針を知らしめたということで、財界軽佻の風から来る反動を防ぐ効果があるだけでなく、ある程度財界を調節し、財界の根底を堅実にするという効果もあることから、今回の日本銀行の利上げは「策の得たるもの」であると述べた<sup>8)</sup>。

このようにこの日銀の利上げに賛成し利上げ効果もあるとするマスコミもあった。ただしその効果については微弱とするものもあった。例えば、『国民新聞』は、公定歩合引き上げ、増税、輸出入制限等は通貨膨張の初期に実施すれば有効ではあるが、現在のように物価騰貴と通貨膨張が進んだ後ではその効果は微細であるとした<sup>9)</sup>。

他方、この利上げでは不十分であり、さらなる利上げが必要と主張するマスコミもあった。『時事新報』は、この利上げによってもようやく市場利率に達したに過ぎず、そのタイミングと程度では効果は疑わしいが、利上げをしないよりも優れているとした。しかし投機的信用を抑制するためには、公定歩合を市場利子率よりも高位にし、資金需要を抑制するべきであり、更なる利上げを求めた。

そして金利引き上げは単に通貨収縮物価調節策として必要なだけでなく、投機熱の抑制および来るべき反動期の波瀾を緩和するためにも必要であり、日銀当局者は最近米国の銀行が株式投機を抑制するために株式に対する金融に対して25%の貸し出し利率を定めたことに学ぶべきであるとした<sup>10)</sup>。

『大阪毎日新聞』は、内外の金融情勢を考えれば、この金利引き上げは有意義であると評価した。その理由は戦後の経済調整が進み、世界的に金融が引き締め、金利が上昇しているためであり、そこから同紙は「今回の利上は今後に行ふべき数回の利上の第一前驅たるに於て初めて其有意義なるを見

8) 「日銀金利引上」『中外商業新報』大正8年11月20日付。

9) 「金融政策」『国民新聞』大正8年11月29日付。

10) 「利上と輸出制限」『時事新報』大正8年11月21日付。

るべきのみ」と述べ、更なる利上げをすることで今回の利上げの意味があるとした<sup>11)</sup>。

また同紙は当初、この利上げは投機抑制に効果があるとした<sup>12)</sup>。だが予想に反し、20日の株式相場が急騰したのを見て、同紙は翌日には、会社の新設・増資によって集められた資金は、輸入の困難によりまだ実物資本に投下されておらず、単に内地で移動しているだけであり、これらの事業会社が機械輸入などで現実に資金が海外に流出するまでは、いかに銀行が貸し出しを警戒しても投機熱や事業熱を抑圧することは難しいとし、現状では輸入増による通貨収縮がない限り、金利を引き上げても投機を抑制することはできないと主張を転換した<sup>13)</sup>。つまり新株や増資によって調達された資金がそのまま現物投資とならず、他の新株や増資の応募資金に回っているというのである。それは一種の「株転がし」といえるであろう。

『読売新聞』は、公定歩合引上げや綿糸輸出制限の後でも株式市場が昂進していることを受けて、これらの政策ではまだ不十分であるとした。つまり公定歩合を2厘ほど引上げても効果がないというのである。従って、同紙は公定歩合の更なる引き上げとともに従来から同紙が主張していたように、郵便貯金利子の引上げや小額公債の発行により調達した資金を事業に散布するのではなく、それを海外投資に向けるべきだとした<sup>14)</sup>。

『東京日日新聞』は、日銀の再度の利上げについて、昨今の手形割引歩合が一流紡績物で2銭1厘半、普通商業手形で2銭2厘といわれているが、実際の取引では2銭3厘にまで上昇しているのに対して、これまでの日銀の最低歩合2銭は市中の金利以下である。これをみても今回の利上げは予定通りであると見るべきで、これを日銀の英断と称することはできない。今日の事業界は金利が2, 3厘上がっても気にも留めないことから、今回の日銀の利

11) 「日銀再度利上」『大阪毎日新聞』大正8年11月20日付。

12) 「日銀利上影響」『大阪毎日新聞』大正8年11月20日付。

13) 「銀行貸出警戒」『大阪毎日新聞』大正8年11月21日付。

14) 「更に一步を進めよ」『読売新聞』大正8年11月25日付。

上げが貸出回収・通貨収縮をもたらすとは想像できない。むしろこの利上げにより更に第三第四次の利上げが予想されること、及びこの利上げにより日銀の貸出態度が引き締められ、市中銀行の警戒が歳末とともに厳重になるであろうと述べている<sup>15)</sup>。

『東洋経済新報』は、この利上げにより公定歩合が16年ぶりの高水準になったわけだが、それはわが経済界がこのような異常な高金利を必要としたためであり、むしろその利上げが遅れたことを恨むと述べ、10月の公定歩合引き上げと同じく金利引き上げのタイミングが遅れたことを批判している<sup>16)</sup>。

さらに同誌は、利上げ後も日銀による貸出が減少せず、むしろ手形再割引の増加が見られるようになると平日の制限外発行がなくなるところまで金利を引き上げるべきだと主張した<sup>17)</sup>。結果的には今回の利上げでは不十分とするマスコミの方が正しかったことになる。後日、高橋亀吉もこの第二次利上げは「いうに足る効果を挙げ得なかった」と評価している<sup>18)</sup>。

## 景気過熱と政府の貸出抑制政策

10月の公定歩合引き上げでは不十分であったことを理解したためか、政府・日銀は、公定歩合を引き上げただけでなく、資金の量的規制にまで踏み込む。政府は公定歩合引き上げに先立ち、11月8日に大蔵次官名で各市組合銀行に、近時の物価高騰は投機に原因があり、各市組合銀行においても放漫な貸出を行って投機を助長し、物価の不自然な騰貴を惹起することがないように注意すべき旨を警告した。

『大阪朝日新聞』は、政府のこの警告は英国国債の予想外の償還に狼狽し、これによる金融緩和が更なる投機の過熱を招くことを恐れて行った陋態であると論じた<sup>19)</sup>。英国国債の償還問題については別稿で触れる。

15) 「日銀利上」『東京日日新聞』大正8年11月19日付。

16) 『東洋経済新報』大正8年11月22日号、1ページ。

17) 『東洋経済新報』大正8年12月6日号。

18) 『財界変動史』221ページ。

19) 「無意味なる銀行警告」『大阪朝日新聞』大正8年11月9日付。

さらに11月20日には、内務、大蔵、農商務三省次官の連名で、各地方長官に対し、所謂民風作興に関する訓令を発した。つまり奢侈の風を改め、民心を善導啓発せよというのである<sup>20)</sup>。

これに対し、『大阪毎日新聞』は、国民を投機熱に感染させ、農村の美風を傷つけ、堅実な国民思想を壊乱させたのは、通貨の膨張及び物価の法外の騰貴であると述べ、国民をこのような頹廢に導いたのは政府自身であると批難した<sup>21)</sup>。通貨が膨張する中で、輸入困難のため生産拡張が思うように進まない現状では、通貨を生産的投資に振り向けることはできず、かといって通貨はインフレのために減価していくため、人々が通貨を商品や株式の購入に使うのは当然である<sup>22)</sup>。政府はこの現象を投機思惑の流行と見ているが、国民は投機思惑をしなければ生活の安定、事業改良を行うことができないのだとした。

そのような中で政府は銀行に対して投機資金の供給を抑制するように要請しているが、銀行貸出の放漫の原因は政府の金融政策の放漫にあり、これを正さない限り銀行貸出を抑制することはできないと述べ、投機の真の原因は政府の政策にあり、それを国民に転嫁しているのだとした。

さらに同紙は、高橋蔵相が銀行を非難しているのに対して、高橋蔵相は事業資金と投機資金を区別すべきだとしているが、実際にはその両者の区別は困難であるとした。そして銀行の放漫貸出の原因は、事業資金を必要とする者がなく、資金を需要するのは投機者だけであることにあり、国民に起こすべき事業なく、改良すべき事業がない状況にしたのは政府自身であるとし、投機の原因を政府の失策に求めた。

同様に日銀も、11月22日に東京シンジケート銀行12行、12月3日にはシンジケート以外の本支店35行の当時者と懇談を行い、投機方面に対する貸出を

---

20) 『銀行通信録』第68巻第410号、大正8年12月20日、8ページ

21) 「民心頹廢の原因」『大阪毎日新聞』大正8年11月22日付。

22) 投機の背景にインフレによる通貨価値の下落があり、貯金をすれば損をするという考え方が広がっていることは神野大蔵次官も認めていた。

「投機抑制方針」『時事新報』大正8年11月27日付。



制限するように要請した<sup>23)</sup>。大阪でも12月5日にシンジケート銀行を除く、大阪、奈良、和歌山の銀行の役員を日銀大阪支店に集めて協議した結果、投機資金貸出を警戒することを申し合わせている<sup>24)</sup>。

この背景には、日本銀行が貸出金利を日歩2銭7厘に引き上げたにも拘わらず、手形貸付が1億9千万円の巨額に達したことがある<sup>25)</sup>。つまり金利を引上げても貸出は抑制されず、資金需要が旺盛のままであったのである。この原因として投機的資金需要があると考えた日銀がシンジケート銀行団を呼び出して投機資金貸出制限を要請したのである。

11月22日の懇談では一般的な意見として次のようなものが出された。

「現在我國の事業界は、非常の勢を以て膨脹しつつあるも、大體に於いて尚生産不足の範圍を脱せず、従つて單に事業の性質より之を見れば、此の際特に事業界を抑壓するの必要を認めず、又資金關係に於いても未だ何等行き詰りの傾向を生ぜるに非ずと雖も、現に設立計畫中なる無数の事業會社が愈々事業に着手せんとする明年三四月以後に於て、果して資金の不足を生むが如き事なきや、若し遠からず事業資金の不足を生ずべきものとすれば、此際率先して緊縮方針を執るに如かざる事勿論なれ共、將來に於る資金不足の程度尚不明なる今日、過度に緊縮方針を執らんか、反對に資金過剰の状態を現出し、之が捌口に窮するのみならず、更に再び事業勃興の勢を辿り、却つて現在以上の熱狂時代を誘致するやも知れずとて、結局緊縮方針採用の必要は是認するも、之が實行方法並に程度に就いては更に審議の要あり。」

(「金融引締協議」『大阪毎日新聞』大正8年11月23日付)

ここから、銀行側としては行き過ぎた引き締め政策に対しては反対する意向を持っていたことが分かる。もっとも過度に引締政策をとれば、貸出先を失った銀行が資金過剰状態となるというのはともかく、それによって再び事

23) 『銀行通信録』第68巻第410号、大正8年12月20日、65-66ページ

24) 『大阪朝日新聞』大正8年12月6日付。

25) 『銀行通信録』第68巻第410号、大正8年12月20日、84ページ

業熱が高まるという意見の背後にどのような経済論理があったのか不明である。

金融引き締め政策について、『大阪毎日新聞』は、現時のように財界が好調のときには、少しくらいの金利暴騰は影響を与えない。もっとも苦痛なのは資金貸出額に制限を受けることである。従って資金貸出高に一定の制限を課せば、投機思惑は手控えられるので、貸出利率の協定を行うよりも貸出期限の協定を行い、貸出期限を短縮する方が効果が大きいと主張した。つまり金利政策ではなく、貸出制限を行う方が効果があるとした<sup>26)</sup>。

同紙は、いうならば価格調整ではなく、数量調整を行うべきだとしたのである。確かに資金貸出高に一定の制限を設けたならば、投機抑制に絶大な効果を発揮したであろうと推測される。もしそれが実行されたならば、平成バブルと同じく、実行時点でバブルは崩壊したであろう。

そして同紙は具体的な投機抑制策として、(1) 投資制限、(2) 企業監督の励行、(3) 暴富者の検束、(4) 保護事業の整理、(5) 認可事業の改善、(6) 金利引き上げ、(7) 生産業の開発を挙げた<sup>27)</sup>。

『中外商業新報』は、日銀の目的は投機資金の抑制にあり、健全な産業資金の供給を阻害するものではないが、もともと事業資金と投機資金の区別をすることは困難であり、従って、株式の担保価格を引き下げて融資を制限すれば、結果的に一般事業界の活動を阻止し、経済界に不意の波瀾を引き起こす恐れがあるため、銀行としてもその貸出を制限することは実際には不可能であると述べた<sup>28)</sup>。

『大阪朝日新聞』は、投機熱の背景には、銀行の放漫な貸出行動があり、その背景には銀行の規模拡大への経営方針があったとした。そのために諸銀行は増資を行い、支店を設置して預金獲得を行うとともに貸出を増加させたのである。これに対して同紙は増資ではなく銀行合同による規模拡大を行うべ

26) 「金融引締め策如何」『大阪毎日新聞』大正8年11月25日付。

27) 「投機抑制」『大阪毎日新聞』大正8年11月29日付。

28) 「日銀警戒影響」『中外商業新報』大正8年12月6日付。

きだと主張した<sup>29)</sup>。同紙は、銀行合同により銀行は信用を増すことができ、この効果は増資では得られないとしたのである。

日銀の公定歩合引上げに連動して、東京の銀行は11月25日から当座貸越利子を2厘引き上げ最低日歩2銭4厘とした<sup>30)</sup>。朝鮮銀行も利子を2厘引き上げ最低2銭2厘とし、11月26日から実施した<sup>31)</sup>。『福岡日日新聞』によれば、朝鮮でも米価の高騰により人々の所得が上昇して新設会社を中心にした株式投機が旺盛になっていた<sup>32)</sup>。

また二度にわたる公定歩合引上げに伴って、11月26日からは限外発行税が6%から7%に引き上げられた<sup>33)</sup>。これは公定歩合が日歩2銭2厘つまり年利8.3%に引き上げられたのに、限外発行税が据え置かれれば、日銀は限外発行による貸付によって2.3%の利鞘を得ることができるという批判に応えたものであった。これにより通貨収縮上の効果も期待された<sup>34)</sup>。

この市場金利の上昇のため、市場金利を下回る利率しか提示できなかった国債の価格は下落した<sup>35)</sup>。『東洋経済新報』によれば、東京銀行集会所組合銀行の保有する国債の総額は1億5000万～1億6000万円で、国債が1割下落すれば1500～1600万円の損失が出ると推定している<sup>36)</sup>。これはそのまま銀行の貸出余力低下につながる。

同様に社債の売れ行きも不振となった<sup>37)</sup>。例えば、11月25日募集締切の満鉄社債3000万円に対して、応募高は400万円でしかなく、残りは引受銀行が背負い込むことになった<sup>38)</sup>。12月9日に借換発行された臨時国庫証券4000万円も民間で売れたのは600万円だけで、残りは預金部の引受けとなった<sup>39)</sup>。

29) 「投機熱と銀行者の態度」『大阪朝日新聞』大正8年12月7日付。

30) 『銀行通信録』第68巻第410号、大正8年12月20日、66ページ。

31) 『東洋経済新報』大正8年12月6日号、1ページ。

32) 「朝鮮金融繁忙」『福岡日日新聞』大正8年12月7日付。

33) 『銀行通信録』第68巻第410号、大正8年12月20日、65ページ

34) 「財界動揺史」481ページ。

35) 『東洋経済新報』大正8年11月29日号、1-2ページ。

36) 「国債暴落と銀行」『東洋経済新報』大正9年1月31日号。

37) 『東洋経済新報』大正8年12月6日号、1-2ページ。

38) 『銀行通信録』第68巻第410号、大正8年12月20日、12ページ

金利の上昇は街の金融業である質屋の営業にも影響を与えた。11月10日には東京の市内質商組合の代表が内務省を訪れ、現行法の改正とくに質物の利子率の引き上げを陳情した<sup>40)</sup>。その後、『万朝報』は、政府が42議会に質屋取締法改正案を提出するのを機に全国の質屋の代表者が1月に全国同業者大会を開き、そこで質の利子率の改訂を政府に求める予定であると報じている<sup>41)</sup>。

### 預金協定利子引き上げ問題再燃

前稿で述べた通り、大正8年10月の公定歩合の引き上げ時には、預金協定利子の引き上げは見送られた。11月の再度の公定歩合引き上げにより、公定歩合は計4厘上昇したことから、当然協定利子も引き上げるべきだということになる。しかしこの引き上げ論に対して東西の大銀行は現状維持を主張した。

その理由は、(1) 年末を控えて金融は引き締まっているが、年を越えると金融は緩慢になる可能性があること、(2) 物価騰貴のため銀行の営業費用も上昇しており、預金協定利子を引き上げることは銀行の収益を圧迫すること、(3) 現在、銀行は過度の資金運用のため手許準備が減少していることから、これから手許準備を増加し銀行及び預金者の安全を図らねばならない、そのためには利益を増やさねばならない、ということにあった。

これに対して『東洋経済新報』は、協定利子をそのまま放置すれば、人々は信用力のない弱小銀行を中心に預金を引き出して株式投資を行うようになるであろう。それは却って投機を煽ることになる。また預金引出しに直面した弱小銀行は預金協定を破って利子を引き上げてでも預金残高を維持しようとするであろう。それは結局は預金協定の破壊につながる。以上の点から同誌は預金協定利子を適当に引き上げることが必要であると主張した<sup>42)</sup>。

39) 『中外商業新報』大正8年12月10日付。

40) 『時事新報』大正8年11月11日付。

41) 「質屋利子陳情」『万朝報』大正8年12月15日付。

事実、堺の寺田銀行や第一銀行久留米支店が利率協定を破るという事件が起きている<sup>43)</sup>。

『大阪朝日新聞』は、協定利率を据え置いた銀行を批判して次のように述べた。

「今次の日銀利率引上に伴ふ市中貸出利率と預金利率との差率最低年2分（日歩換算6厘弱）は餘りに過慾ならずや、是やがて公正なる營業收益以上の暴利を收得し、其間投機取引を助成するの禍因を構成しつゝあるに非ずや、這是銀行中の或る者が思惑商品及株券擔保の貸出をなし居る爲、今次直に預金利率を引上げは因果關係を以て非常なる窮境に陥る者あるべしと唱へ居る其裏面を推察せば如何に銀行が放漫なる貸出を實行しつゝあるかを窺知し得べし」

（「日銀利上と市中金利」『大阪朝日新聞』大正8年11月20日付）

預金利率が引き上げられることで、資金が株式市場から流出することを銀行が恐れていたことがここから分かる。

協定利率据え置き理由のひとつに金融緩慢が挙げられていたが、その見通しの根拠の一つに外債償還があった。後に触れるように12月15日には1億円、翌年の1月には8000万円の英国債の償還が予定されており、1億円のうちの半分は内国債に乗り換えられることになっていたが、それでも残額の5000万円は現金償還され、それだけ金融が緩和されると予想されていた。そのため『大阪毎日新聞』は預金協定金利引き上げはこの外債償還の影響を見きわめた後から決定されるであろうとし、その時期は日銀の第三次引き上げがない限り翌年の2月頃であろうと予測した<sup>44)</sup>。

42) 「預金利率引上の必要」『東洋経済新報』大正8年11月29日号、11-13ページ。

43) 『大阪朝日新聞』大正8年12月5日付。

このうち第一銀行久留米支店の事件は、その後第一銀行が久留米組合銀行に陳謝し、同組合銀行も第一銀行久留米支店に対する取引停止通牒を撤回し、同支店は組合銀行に加盟して預金協定利率を遵守するということで解決している。

「一銀事件解決」『福岡日日新聞』大正8年12月7日付。

44) 「預金利上難關」『大阪毎日新聞』大正8年12月2日付。

事実は、同紙の予想通り、日銀は第三次の利上げをしないまま、東京・大阪の預金協定利子の引上げは、大正9年2月1日に行われている<sup>45)</sup>。これにより定期預金利率は甲種6分5厘、乙種6分8厘となったほか、これまで認められていた勉強率も廃止された<sup>46)</sup>。『東洋経済新報』は、日銀の利上げから2ヵ月も経過した後に預金利率を引き上げたことに対して、利上げ反対の口実にしてきた営業費や金融事情が変化していないにも拘わらず2ヵ月の間金利を据え置いたことで利鞘をタダ儲けたことになる、その間銀行は暴落した公債を償却したというが、それは公債暴落の損失を預金者に転嫁したのと同じであると批判した<sup>47)</sup>。

### 公定歩合引き上げ後のバブル進行

公定歩合の二度にわたる引き上げにもかかわらず、11月末の兌換券発行高は12億4300余万円、うち制限外発行高2億4200余万円と記録の水準に達した。同じく日銀の貸出高は4億6534万円でそのうち為替銀行貸付は2億6625万円と一週間前に比べて2087万円減少したのに対して、割引高は1億9628万円と同1億1015万円の増加となった<sup>48)</sup>。

つまり公定歩合を二回にわたって引き上げたにも拘わらず資金需要はその引き締め効果を上回って増加し、日銀はその資金需要増加に応じて制限外発行にもとづく貸出を増やし、その結果兌換券発行も増加したのである。

この通貨供給の増加が物価高騰の原因となった。バブル崩壊直後に出された報告の中で台湾銀行は、物価高の主要な原因は通貨膨張にあったと明言し

45) 『井上準之助伝』147ページ。

46) 勉強率とは、協定利率に上乘せられる利率で個別銀行の裁量に任せられていた。明石照男『大正銀行史概観』東京銀行集会所、昭和12年、79ページ。  
明石によると、銀行の営業時間が午後3時までになったのも、この時であったという。それまで銀行は4時までだったが、あまりの繁忙のため、行員の保健上の理由から営業時間が1時間短くなったという。

明石照男『大正銀行史概観』東京銀行集会所、昭和12年、81ページ。

47) 「財界概観」『東洋経済新報』大正9年1月31日号。

48) 『国民新聞』大正8年12月3日付。

ている。この物価騰貴の直接的結果として、「投機熱の流行となり事業資金の固定となり勢ひ實力以上の信用膨脹となる等之に伴ひて夥多の弊害を生じ遂に外國貿易の逆調の原因を誘致する」までに至つたのであるとした<sup>49)</sup>。つまり物価騰貴が投機を引き起こしたというのである。

『中外商業新報』は、11月4日から「經濟界の前途 楽悲観測＝斯界有力者所見」と題して、有力実業家の景気予想を連載しているが、そこで楽観的予想を行っている人々は、その根拠として欧州諸国の經濟の回復の遅れと労働問題の深刻化ならびに米國經濟の好調を指摘し、そこから我國の競争力がしばらくは維持され、米國への輸出も続くとした。つまり現在の好況はあくまでも実需によるものであり、投機ではないというのである<sup>50)</sup>。そこにバブル期特有の現状を肯定的に受け入れるというムードが漂っていたことが分かる。

本来投機とは価格上昇を予想して行われるものであり、予想が当たるかどうかは極めて不確実なところに投機の意義があるはずなのだが、『大阪毎日新聞』が述べているように、「今日の時代は思惑の必ず中るべき時なり、物を買ふものは必ず利益すべきの時なり。昨今稍投機的興味の減殺せられたるを見ると雖も、然も物價の騰貴的趨勢ある以上、思惑は必ずしも思惑にあらず」と全員が物価上昇を予想し、それが自己實現的な結果をもたらしているために、投機に関わる不確実性がなくなっているような状況になっていた。

同じ事が株式市場にも当てはまり、「虚業計畫に至りても亦同じき勢ひを有し、人は資金を領有して消費の途なき場合、一新事業の起るあれば、必ず争うて之が募集に應ず。即ち株式に對する需要力が株式の供給量よりも多き結果、新事業株のプレミアムを見る、亦當然と謂ふべし」という状況になり<sup>51)</sup>、先高観が株式への超過需要を生み出し、それがプレミアムを生み、それがまた株式需要を刺激するというバブル特有の状況を現出したのである。

49) 台湾銀行『大正九年に於ける我財界恐慌の原因』大正9年5月、14ページ。

50) 例えば、南波礼吉の予想。『中外商業新報』大正8年11月11日付。

51) 「内科的投機療法」『大阪毎日新聞』大正8年11月30日付。

この時期、会社の新設・増資が盛んに行われたが、その背景として世界的な供給不足、需要超過に対応した工場設備の拡張があったのは明らかであるが、その他に社内留保のため増配を回避する目的で増資を行うところもあった。さらには各地取引所や銀行・保険会社の増資に見られるように、取引高・契約高の増加により担保能力が不足するようになったために増資をするところもあった<sup>52)</sup>。

政府による綿糸などの輸出制限・関税撤廃が行われ、日銀が金利を引き上げた直後の11月20日には、綿糸定期市場では、綿糸価格が暴落する一方で、株式市場はこれを悪材料出尽くしとみて株価は暴騰した<sup>53)</sup>。

このような状況の中で投機は益々過熱していった。『大阪朝日新聞』は、この投機熱の背後にはこれを煽る金融機関があったとし、投機熱を抑制するためには金融機関の貸し出し抑制と預金利率の引き上げを求めた<sup>54)</sup>。

このバブル過熱と銀行家がどのように絡んでいたのかについて、大正8年12月3日に行われた東京シンジケート以外の銀行業者に対する井上日銀総裁の演説の中で、銀行家に対する注意が述べられており、銀行家としては避けなければならない行動が列挙されている。

それは、(1) 銀行のトップが新会社の発起人となって新株の募集に努めること、(2) 事業の性質や基礎等に格段の注意を払わずに新株の募集取扱いを行い、これによって利益をあげること、(3) 有価証券の荷為替取引を無条件に認めること、(4) 有価証券担保掛け目を一律に7掛けまたは8掛けとし、過大な資金を供給すること、であった<sup>55)</sup>。これは逆に言えば、銀行家達がそのような行動をとることで、これまでバブルを煽ってきたことを示している。

政策のバブル抑制効果がほとんどないのを見て、『大阪朝日新聞』は、日

52) 「會社増資の流行」『中央新聞』大正8年11月28日付。

53) 『中外商業新報』大正8年11月21日付。

54) 「投機熱と金融業」下『大阪朝日新聞』大正8年11月30日付。

55) 『井上準之助伝』153-154ページ。



銀は投機資金の増加を金利引き上げの理由としたが、その後の実際を見ると金利引き上げはかえって投機の材料となり、農商務省が綿糸の輸出を制限すれば、それが綿糸投機の材料になっていると述べた。同紙はその原因をわが国の兌換制度に根本的な欠陥があるからだとし、限外発行及び在外正貨に基づく兌換券発行を制限すべきだと主張した<sup>56)</sup>。

バブルが持続するなかで、マスコミの中には将来の見通しに関してかなり強気の見方をするものも現れた。例えば、『中外商業新報』は物価の先高を予想し、株価もまたそれにつれて上昇すると主張した。

同紙は結論として、「單に株式市場の觀測としては前途を樂觀する外なく。其最高潮期の何時頃なるやは不明なれども、或は年末より新春に掛け、相當の活動力を示すならんと推想されつゝあり」と述べ、株価はまだまだ上昇すると人気を煽ったのである<sup>57)</sup>。

政府に批判的であった『大阪毎日新聞』でも、不景気の襲来に警戒を要するとは述べているものの、その中味を見ると不景気は恐慌の形では始まらないとし、景気悪化は徐々に進行するというある意味では非常に楽観的な見方を示している。

「今日の物價は通貨の膨脹にあり、此膨脹は今後或は徐々に回収するを期するなるべし、然も急激に之を引揚ぐるは實勢の許さざる所に屬す、今日の物資需給困難は容易に回復せらるべからず、大戰四箇年の膏血渴盡は能く一兩年にして回復せられ得べきか、即ち需要は多しと雖も供給は依然困難ならざるべからず、天よりして降すにあらざるよりは人力を以て今日の物資増加を期し得べからず、物資の供給にして斯の如く、需要の勢ひ亦今日の如くなりとせば、物價の上に見るべき状態も亦急激なる變化あるを認むべからず。

故に今日における經濟界は決して過當の信用膨脹にあらず、又其前途にありても需給兩面に急激なる變化なかるべしとせば、之が爲に經濟界を震撼すべき恐慌の發生は、

56) 「兌換券の膨脹」『大阪朝日新聞』大正8年12月3日付。

57) 「株式大勢樂觀」『中外商業新報』大正8年12月1日付。

今日に於て豫期せざるを妥當とせん、最も恐慌の原因に富める我國にして既に斯の如し、他の世界各國における情勢の如き亦略推知し得べきにあらずや、今後の不景氣は恐慌なしに徐々として其深淵に進み行くものなり。」

(「不景氣襲來の用意 (二)」『大阪毎日新聞』大正8年12月3日付)

つまり現在の物価上昇にある二つの要因、通貨膨張と超過需要の存在は急激に是正されるものではなく、今後の不景氣は恐慌という形ではなく徐々に来ると言われれば、これを読んだ人々はむしろこのまま好景氣が続くと考えるであろう。

なお同紙は、不景氣襲來の原因の第一に戦後各國の經濟疲弊を挙げ、戦争で生産力を破壊された欧州諸國の經濟回復の遅れが不景氣の原因となるとし、具体的にはこれらの國は需要はあるのだが、購買力がないために外国から財貨を輸入することができない状態にあることが不景氣の原因であるとした<sup>58)</sup>。

このように同紙は、不景氣の原因が購買力のある需要、即ち有効需要の欠如にあるとしていた。ヨーロッパ諸國に於ける有効需要不足を解消するためには、戦債問題を解決し、貿易黒字國であるアメリカがヨーロッパにドルのファイナンスを行うべきであるということになる。

その欧州諸國を救済できる米国もストライキをはじめとする社会不安のため、その任に堪えることはできないと同紙は考えていた。そして物資の欠乏は、生産能力の破壊と財政の窮迫をもたらし、結果として不景氣を長引かせるとした<sup>59)</sup>。

だからといって同紙がこの景氣過熱に問題がないといっているわけではない。地方に於ける投機の過熱に対して、同紙は、農家が購入している有価証券は投機性が強く、金融が引き締められれば、これらの有価証券の価値はなくなり、これによる資金融通は途絶えて、いわゆるクレジットクライシスが起り、莫大な借金だけが残るであろうとした<sup>60)</sup>。

58) 「不景氣襲來の用意 (三)」『大阪毎日新聞』大正8年12月4日付。

59) 「不景氣襲來の用意」(十一)『大阪毎日新聞』大正8年12月13日付。

有効な物価対策が打ち出せないのを見たマスコミの中には、あらためて公定価格制度の導入を求めるものもあった。公定価格制度導入の主張は、すでに7月に『門司新報』、『国民新聞』、『時事新報』が主張していたことは別稿で見たとおりである<sup>61)</sup>。

この時点で公定価格制度導入を支持するマスコミが新たに加わった。例えば、『福岡日日新聞』は、物価対策として大幅な通貨縮小は一般的な影響をもつだけに経済に対して深刻な結果をもたらすのでこれは避けるべきであり、むしろ生活必需品を中心に公定価格を設けるべきだと主張した<sup>62)</sup>。『万朝報』は現内閣が利上げを忌避しているという理由で生活必需品に対する公定価格の導入を求めている<sup>63)</sup>。生活必需品への公定価格の導入は即効性のある物価調節策であるとして『時事新報』も主張している<sup>64)</sup>。『東京日日新聞』は、これまでの政府の施策に効果がないため、社会政策として、必需品の標準価格を設定すべきだと主張した<sup>65)</sup>。

これらの主張は、金利などの価格調節や輸出制限などの数量調節が十分に機能しないなかで、国民生活安定のためにはより直接的な規制に頼らざるを得ない状況に追いつめられていったことを示すものと考えられる。

『原敬日記』によると、米に公定価格制度を導入するというアイデアは、元老の山県有朋や高橋是清蔵相も持っていたようである。もっとも両者は物価問題のその他の解決方法については対立していた。だが原自身は公定価格制度には不同意であくまで物価調節は徐々にすべきだと考えていた<sup>66)</sup>。

---

60) 「不景氣襲來の用意(十四)」『大阪毎日新聞』大正8年12月17日付。

61) 拙稿「大正バブル膨張期の金融政策」『桃山学院大学経済経営論集』第50巻第1・2号、2008年6月。

62) 「物價と公定價格」『福岡日日新聞』大正8年12月6日付。

63) 「必需品價公定」『万朝報』大正8年12月9日付。同紙は15日付の記事でも公定價格導入を求める井上辰九郎の意見を掲載している。

64) 「綿布の輸出制限」「物價對策」『時事新報』大正8年11月29日付、「利上と價格公定」『時事新報』大正8年12月3日付、「價格の公定」『時事新報』大正8年12月18日付。

65) 「必需品の標準價格を一定すべし」『東京日日新聞』大正8年12月7日付。

66) 『原敬日記』184ページ。

山県有朋と高橋是清の物価調節策に関する対立については、拙稿「大正バブル期

## 高橋蔵相のバブル認識

この時期のバブルの進行を計画資本の額でみれば、大正3年には2億5000万円台であったものが、大正4年に2億9200万円、同5年に6億5800万円、同6年には15億6200万円と大戦中に急増し、大戦が終わった大正7年には26億7600万円にまで達する。ところが、大戦終結後には景気が更に過熱して、大正8年10月までの累計で28億5900万円となり、そのうち大正8年の8月、9月は毎月4億円台になり、10月には5億9000万円台にまで膨らんでいたのである<sup>67)</sup>。

このような企業設立ブームを反映して、東京株式市場の11月限の株式受け渡し高は、株数約77万3千株、金額約9700万円と記録的な水準となった<sup>68)</sup>。

『大阪朝日新聞』は12月9日に高橋蔵相の談話を掲載しているが、その中で高橋蔵相は、企業設立の増加について次のように述べている。

「泡沫會社の勃興と言へば甚だ忌むべき現象の如く聞ゆれど、我國現時の企業界を以て全然不完全なりとし干渉を加ふことは考へものなり。奈翁戦後の英國は企業熱大に勃興し、恰も現在の日本の如き状態を現出し、識者は一齊に警戒の必要を高唱したれど、全企業數の一割五分が倒れたるのみにて其他は健全に發育し、英國現在の盛況を招來したる例もあり、政府は現在の財界の趨嚮を全然放任して可なりとはせざれど日露戦後の事業熱勃興が今日の發展の素を爲したるを想ひ、更に大なる發展を期待する爲には、多少不健實なる事業が隨伴して起るは已むを得ざるものと認む。但し事業界の今日以上に狂熱味を帶び來り放任し難しと見れば、世間傳へらるゝ如き會社の發起人に或る種の責任を負はしむる政策に出づるを辭せざれど、這是現行法律の改正を

---

における経済政策の転換とその効果」(I)『桃山学院大学経済経営論集』第50巻第4号、2009年3月参照。『原敬日記』によるとこの両者の論争は互いに譲らないまま大正8年12月には終わったようである。『原敬日記』大正8年12月7日の条、185ページ。

67) 『井上準之助伝』151ページ。

68) 『国民新聞』大正8年11月29日付。

要する事なれば、事慎重を要するは勿論なり。今日の物價高が國民生活脅威しつゝあるは政府も大に痛心する所なれば、銳意之が緩和を計るは勿論なり。唯之を抑壓するが爲に事業熱を壓迫するが如きは政府の採らざる所なり。」

(「事業濫興と當局」『大阪朝日新聞』大正8年12月9日付)

これを読む限り、高橋蔵相は基本的に企業設立ブームを経済発展の結果として考えており、これを抑圧する意図はないことが分かる。

『大阪毎日新聞』も12月9日に高橋蔵相の時局対策を掲載している。その中で高橋蔵相は、投機抑制の必要性は認めながらも、投機事業と一般事業の区別は困難で、投機から生まれる会社は少数にとどまるとする一方で、投機の抑制のために日銀の利上げを行っており、それ以上の手段は法律の改正などが必要で急場の役に立たないため、しばらくは利上げの効果を見るしかないとした。

また物価高騰に対しては、この原因が欧州に於ける供給不足にあるという従来の主張を繰り返し、世の中には物価調節のために経済活動を抑圧すべきという意見があるが、わが国経済が今日のように勃興したのは、日露戦争後盛んに外資を導入し、事業を起こしてきたからであり、折角活況を呈している事業界を抑圧することは思いも寄らないことで、物価調節のためにはむしろ生産を増加させるべきであり、抑圧すべきではないと述べた<sup>69)</sup>。

この高橋蔵相談話を伝える報道は、東京からの電話によるもので、『大阪朝日新聞』にしても『大阪毎日新聞』にしても、正確な内容を伝えているわけではないことに留意が必要であるが、いずれにせよ高橋蔵相にはバブルを抑制する意図はなかったことは明らかである。

この高橋蔵相談話に対して、『大阪朝日新聞』は、「曩には物價騰貴は世界的大勢なるが故に、我國に於てのみ之を調節するの無意味なるを高唱したりしが、今は日本の物價は歐米と事情を異にし、品があつて而かも値の高きに

69) 「蔵相の時局対策」『大阪毎日新聞』大正8年12月9日付。

苦しむものなれば、調節の根柢は之を暴利の取締及び供給の圓滑に措かざる得ずと爲す」と述べて、発言の首尾一貫性がないことを批判した上で、「大藏大臣は物價調節の基礎は暴利取締にありと言ひ、農商務大臣は暴利取締令は傳家の寶刀にして滅多に抜くべからずとなす。農相は通貨の收縮を以て物價調節の根本義なりと主張し、藏相は事業界を抑壓するなど思ひも寄らずと蹴飛ばす。臺閣の中心人物がお互に其責任を塗付け合つて自ら物價調節の陣頭に立つを避けんとするやに見ゆるは卑怯千萬ならずや」と内閣の不一致から有効な政策を取ろうとしない原内閣を攻撃した<sup>70)</sup>。

## まとめ

本稿では主として大正8年11月の日銀の第二次公定歩合引き上げを中心に、11月中のわが国経済の状況と、引き上げに伴う追加的措置、政府の政策に対するマスコミの評価について考察を行った。政府が同年12月にとった政策については次稿でとりあげる。

皮肉な事に、政府が政策を転換し、二回にわたる公定歩合引き上げを含む種々の対策をとるようになった大正8年10月以降、バブルはいよいよ加熱していくのである。前稿でも述べたように、銀行の貸出はその時期に増加し、その結果預貸率のピークは東京で10月、大阪で11月になっている<sup>71)</sup>。

政策転換とバブルの過熱の同時発生の原因には、経済政策に特有の認知ラグが働いていたとともに、繰り返して述べたように選挙という政治的な要因もあったと考えられる。だが枢密院会議で原が述べていることを見れば、原内閣は一貫してドラスティックな物價調節とは貿易制限であり、それをすれば財界に破滅的な影響があるとしてそのような政策はとらず、あくまで微温的な政策をとろうとしていることが分かる。つまり原内閣は自ら微温的であるということを承知した上でこれらの政策をとったのである。

70) 「定見なき高橋藏相」『大阪朝日新聞』大正8年12月10日付。

71) 拙稿「大正バブル期における経済政策の転換とその効果(Ⅰ)」『桃山学院大学経済経営論集』第50巻第4号、2009年3月。とくに表Ⅲ参照。

投機の主体となっていた米価・繭価の高騰に起因する農村の投機ブームは、余剰資金で証券を購入するという段階を過ぎて、買い入れた証券を担保に資金を借りてさらに証券を買い増すという段階に入っていた。これを煽ったのは銀行であり、その結果、銀行の貸し出しは増加の一途を辿る。また銀行は協定預金利子率の引き上げに反対し、利鞘を拡大するとともに資金を株式や商品市場に向けるように誘導した。政府や日銀が銀行に対して投機資金貸出を抑制するように要請したのだが、結果としては効果はなかった。

他方、高橋蔵相は投機の中心となっていた企業の新設・増資ブームも生産力の増加につながるとして歓迎したのである。これは日露戦争後の企業設立ブームが後の経済発展につながった、そこで積極的に外資導入を図ったのは当時日本銀行総裁や大蔵大臣であった自分であるという個人的な成功体験に基づくものであったといえる。

だが、日露戦争後のブームの後、第一次世界大戦が始まる時期にはわが国経済は国際収支の天井にぶつかり、深刻な不況にあった。この不況を乗り越えることができたのは、第一次世界大戦という「天佑」だったのであるが、この大戦によるブームが新たな不況の種を形成することになったのは、高橋蔵相にとっては誠に皮肉と言わなければならないであろう。

(続く)

(もちづき・かずひこ／経済学部教授／2009年6月1日受理)