

大正バブル期における経済政策の 転換とその効果(Ⅲ)¹⁾

望 月 和 彦

はじめに

12月は帝国議会の開かれる月であり、これ以降政争が熾烈になることが予想された。これに関して、『満州日日新聞』は、現政府の政策に国民が満足

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」

原奎一郎編『原敬日記』第5巻、福村出版、昭和56年→『原敬日記』

井上準之助「戦後に於ける我国の経済及び金融」井上準之助論叢編纂会編『井上準之助〔1〕論叢一』明治百年史叢書、原書房、昭和57年→「戦後に於ける我国の経済及び金融」

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』

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

しているとは言えないが、たとえ憲政会内閣ができたとしても五十歩百歩の差でしかない、政権が交代した所で変り映えはしないと論じた²⁾。

同紙は来る帝国議会では物価調節と普通選挙が政争の焦点になるとした。このうち普通選挙については別稿で論ずることにし、本稿では前2稿に続いて大正バブル期における原内閣の政策転換を扱う。第一部では大正8年10月の日銀の第一次公定歩合引き上げを論じ、第二部では第二次公定歩合引き上げを論じた。この第三部では、大正8年12月の経済状況と経済政策を考察する。

物価騰貴とその原因

『読売新聞』は大正8年12月4日付の社説で、わが国経済のこの一年を振り返り、全く予想外のことが起きたと述べた。つまり休戦条約成立以前は、「戦争終結と同時に歐米の商品は東洋に殺到し、就中、獨逸は其慣用手段を以て盛にダンピングを行ふべく、随つて戦時中大に膨脹したる我國の經濟界は、爲に甚しき打撃を被むるに至るべしと思はれたりき。我國の對外貿易の如きも、急に輸入超過となり、戦時中に贏ち得たる巨額の正貨は、忽ちにして流出し、再び元の持主の手に歸し、爲に内地の兌換券も縮小すれば、物價も大に低落するものと信ぜられたりき」の状況であり、これが世間一般の予想であった³⁾。ところが事実はこの予想と正反対となった。

すなわち休戦条約成立後に予想に反して景気が過熱し、それに伴って物価昂騰も深刻になったことはこれまでの一連の論考で述べた通りである。同紙は「實に過去一箇年間に於ける我經濟界ほど、世人の豫想を裏切たるはあらじ」とまで述べている。

そして同紙は予想が外れ好景気がやってきた原因として、(1) 欧米諸国に於ける物価の暴騰、(2) 戦時中に課された増税による費用の上昇、(3) 労働者の労働条件改善要求、(4) 東欧諸国の秩序回復の遅れ、を挙げてい

2) 「無意義の政争」『満州日日新聞』大正8年12月1日付。

3) 「休戦後の我經濟界」『読売新聞』大正8年12月4日付。

る。

『中央新聞』によれば、11月1日から12月1日までの一ヶ月間で物価は6～7%上昇した。同紙はこれら物価騰貴の原因を、(1)好景気を背景にした投機的取引の増加、(2)セメント、マッチ、石炭等の産業では賃金上昇による生産コスト増加、(3)硫安・石炭酸等外国製品によって支配されている市場では、諸外国による輸出禁止措置、(4)洋紙、薬品、染料等のような輸入品の価格によって影響されるものについては、外国製品の価格上昇、(5)銀本位国である中国やインドからの輸入品である大豆、豆粕、木綿等は、銀相場の上昇に求め、様々な原因で物価は騰貴していると主張した。

そして政府が通貨縮小をして投機熱を冷やしたとしても、賃銀高を抑止し、これを低落させることや輸入を助長することはすぐにはできない。また農産物の価格を支配する銀塊相場は当分低落する見込みはないので、「天井知らずの状態にある物価騰貴の趨勢は或程度まで抑止し得るに止まり、将来甚だしき低落を望む事は絶対に不可能と謂はねばならぬ」と述べた⁴⁾。

政府が10月に物価対策の一環として打ち出した公設市場の増設であるが、12月になると小売商人から公設市場の弊害が叫ばれるようになった。それは一般の小売商人が営業税や所得税及びそれらと同額の地方税たる付加税も負担しているのに対して、公設市場は租税を負担していない、また公設市場で販売されるものについては運賃が免除されている。公設市場がこれらの優遇措置を受けているため一般の小売商人は公正な競争ができないというのである⁵⁾。

後に貴族院研究会の上山満之進は次のように述べて政府の公設市場政策を批判している。

4) 「物価騰貴の真相」『中央新聞』大正8年12月1日付。

このうち(3)についてはアメリカは石炭をイギリスは硫酸アンモニアをそれぞれ輸出禁止にしている。

「休戦後の我経済界」『読売新聞』大正8年12月4日付。

5) 「公設市場に対する苦情」『読売新聞』大正8年12月27日付。

「然るに彼の東京府公設市場なるものは、一昨年之の米騒動の際醸集せられたる寄附金の残餘を基礎として成立したる一財團法人が、國有公有の土地を無料にて借入れ低利資金の供給を仰ぎて之に店舗を築造し、之を商人に貸付して店賃を徴せず、商品には鐵道院に於て運賃の減免と輸送上の便宜とを與へ、而して其營業に對しては營業税を課せらるゝことなしといふ。借問す是れ何が故に社會政策的施設なりや。此の如き方法を以てせる事業が永續的ならざるは勿論惠澤の普遍的なる能はざるは自然の數なり、加之、此の如きは本來損益を眼中に置かざるものなれば、純良なる商人を脅すこと夥しきものなり。」

(上山満之進「物價調節に就て」『太陽』大正9年4月号, 40ページ)

これは政府の社會政策としての物價対策が場当たりのものであるが故に、經濟に歪みをもたらしたと言えよう。

英国国庫債券の償還問題

12月15日には英国国庫債券1億円が現金償還された。イギリスはこれに先立ち、10月にニューヨークで3年物と10年物の公債を發行し、それにより2億5千万ドルを調達した。この公債の利回りは6%であり、これは後に述べるわが国での借換發行条件に比べて有利なものとなっていた。これをうけて『国民新聞』はイギリスが米国において公債發行に成功した以上、12月17日に期限が到来する英国国債1億円をアメリカで借り換えすることは不可能ではなく、この成り行きはわが国金融上の問題として注意すべきだとしている⁶⁾。同紙はこの時点で英国国債の現金償還の可能性を指摘したのであった。

これが現金償還されることは、すでに『原敬日記』の10月28日の条に、「高橋藏相が閣僚に内話する處によれば、英國公債一億圓償還の期限に達したるに、英國は借替せず金にて償還する旨内々申送りありたり、少々意外の事なるが英國が經濟的に我に壓迫を加ふるが如き事なきや懸念に堪へずと

6) 『国民新聞』大正8年10月24日付。

云へり」とある⁷⁾。これを見る限り、政府としては借換を予想していたところ意外にも現金償還となり、高橋蔵相はこの現金償還の背後に日英関係の悪化があるのではないかと懸念していたことが分かる。その翌日の10月29日に英国政府から東西シンジケート銀行に対して現金償還の通知があった⁸⁾。

英国国債の償還がマネーサプライを増加させる恐れがあることは、当初から指摘されていた。例えば、『国民新聞』は11月1日に英国蔵券が現金償還されるべく計画中であり、これが実行されるとわが国金融市場に一億円もの資金が一時に流入して市場に急激な変化が引き起こされる恐れがあるので政府として対策が必要であると報じている⁹⁾。

『中外商業新報』も、通常金融が引き締まる歳末に英債が現金償還されれば、その金融緩和効果は「甚大」とであると評価した¹⁰⁾。

そもそもこの英国国債が償還されるのは、借換発行条件が整わなかったからである。わが国銀行団側が提示した条件は、利率6%、実際利回り7.3%強であり、イギリスにとって不利な条件であった¹¹⁾。しかし当時のわが国の経済状況から見れば決して高すぎる条件ではなかった。高橋蔵相は、10月の公定歩合引上げ時に金利引き上げの制約条件として外国金利とのバランスを挙げ、その具体的事例として、英国国債の借換がわが国の高金利のために難しくなっているとし、わが国だけが金利引き上げを行うことは国際金融上でできないと述べた¹²⁾。表Vを見てもわが国の金利が主要国に比べてかなり高いことが分かる。その金利のアンバランスが英国国債の現金償還となって現れたのである。

7) 『原敬日記』163ページ。

8) 『大阪銀行通信録』第268号、大正8年12月、2ページ。

9) 「英蔵券償還説」『国民新聞』大正8年11月1日付。

10) 「英債償還確定」『中外商業新報』大正8年11月2日付。

11) 「英債償還魂膽」『東京日日新聞』大正8年11月2日付。

12) 『時事新報』大正8年10月13日付。

わが国の金利水準が他の諸列強に比べて高いため、それ以上金利を引き上げることは国際金融市場でわが国が不利になると言う主張はすでに8月の意見書の中で高橋が述べたところである。

表V 各国中央銀行利率

	現行利率	改定前利率	改定年月日 (%)
日本	8.03	7.3	大正8年11月19日
イギリス	6.0	5.0	大正8年11月6日
アメリカ	4.5	4.0	大正8年11月5日
フランス	5.0	4.5	大正3年8月20日
ドイツ	5.0	6.0	大正3年12月23日
イタリア	5.0	5.5	大正7年1月11日

(出所:『東洋経済新報』大正9年1月17日号、5ページ)

これに対して、政府は11月4日に、1億円の英国国債の償還に際して、これが現金償還されれば、通貨の増発を招くという理由でその半額の5000万円を国債に乗り換えさせることを公布した¹³⁾。これが五分利国庫債券(ヘ号)である。この発行決定に先立ち日銀は11月3日に国債銀行団に所属する銀行の代表者を招集し、発行条件について協議している¹⁴⁾。

この国債発行の理由について、『大阪朝日新聞』は巨額の現金償還による金融市場の混乱を恐れた政府が借換債を企図したのだが、手許資金を充実したい銀行側は現金償還を歓迎したので、両者の妥協として半額借換、半額現金償還になったとしている¹⁵⁾。同紙はこれにより銀行の手許資金は潤沢になるので好影響はあっても悪影響はないとした。しかし同紙は翌日の社説では評価を一変させ、現金償還は通貨膨張を招き、投機熱を煽って物価を上昇させるという理由で、政府は全額借換にすべきであり、それができなかったのであれば、年明けにも5000万円の国債を発行して通貨を吸収すべきであって、そのためには日本銀行は金利を引き上げるべきだとした¹⁶⁾。

要するに政府・日銀は、不胎化政策をとることで通貨供給を抑制しようと

13) 「公債発行」『国民新聞』大正8年11月4日付。「国庫債券発行」『中外商業新報』大正8年11月5日付。

14) 「公債発行協議」『国民新聞』大正8年11月4日付。

15) 「内債五千万圓発行」『大阪朝日新聞』大正8年11月4日付。

16) 「通貨更に膨張せん」『大阪朝日新聞』大正8年11月5日付。

したのである。この発表を受けて、先にこの英国国債の現金償還により歳末金融が緩和されると歓迎した『中外商業新報』は、『大阪朝日新聞』同様、一転して主張を転換し、償還による兌換券膨張の弊害を矯正するためにも償還金を吸収する必要があるとして、政府・日銀の引き締め政策を歓迎したのである¹⁷⁾。

さらに同紙は社説でこの外債がそのまま現金償還されれば、通貨は膨張してさらに物価騰貴が進むことになる。今回の国債発行はそれを抑制するためであるが、もしそうなら全額を国債で吸収すべきであったと考えられるが、政府はその半額を吸収するに止まったのは意に解せないと言いながらも、近来市場金利は高騰し、会社の新設増資による資金需要が増加する傾向にあって、金融市場が引締まっていることを考慮すれば、国庫債券を5000万円に止めたことは「策の得たるもの」と言うべきであると、政府の政策を手放して評価している。

だがその発行条件が問題であった。この乗換国債は、発行額5000万円、利率年5%、現金払込の利回り6.4%弱という条件であった。つまりイギリスに提示した利回りよりも1%低い条件で発行しようとしたのである。またこの条件は、先の9月に発行された臨時国庫証券の利回り6.77%に比べても低くなっている。この間公定歩合は2回も引き上げられている。

これは政府が市場利率よりも低い利率で国債を発行しようとしたことを示している。もっとも乗換の場合の利回りは6.75%弱となり、9月の臨時国庫証券をわずかに下回る水準である。それにしても市場金利を下回ることには変わりはない。

同紙は、これは政府にとって有利、国債購入者にとって不利な条件であるが、目下事業熱は下火になり、株式市場の人氣も薄らいで有利な投資先が少なくなっているため、このような条件でも売れるだろうとした。これは前段で述べたことと明らかに矛盾しており、この社説は政府の主張を鵜呑みにす

17) 「内債募集発表」『中外商業新報』大正8年11月4日付。

る内容となっている¹⁸⁾。

もともと銀行団は政府が当初計画した7000万円の発行に反対し、5000万円にしたのであった。なぜなら、市場金利より低い利率で売り出しても大量の売れ残りが発生し、それは引き受け銀行団の背負い込みになるからである¹⁹⁾。銀行団としても、資金を市場実勢よりも低い利回りしか得られない国債に回すことは避けたかったであろう。9月15日借換発行の臨時国庫証券のときもそうであったが、この当時の政府は、市場金利を無視した国債の発行を試みていた。『東京日日新聞』は、通貨抑制のためには政府は臨時国庫証券を発行して通貨吸収に努めるべきであるのに、それを怠っていると批判した²⁰⁾。

『大阪毎日新聞』も、12月15日に現金償還された英国国債について、「英債一億圓の現金償還は疑もなく我當局者の失敗なり、若し當局者にして金融の引締策を正當なりとせば、斯の如き償還は絶対に避けざるべからざる所に屬す」と述べ、条件が少々引き合わなくともマネーサプライを増加させるような措置を執るべきではなく、英国国債を引き受けるべきであったと述べた²¹⁾。

このように売行が懸念された国庫債券（へ号）であったが、実際には現金応募16,269,125円、乗換応募55,138,325円あり、乗換応募だけで募集額を超過するほどとなった²²⁾。その際、応募して外れた者に対して、日銀所有の既発公債を提供しているが、その中には9月17日発行の割引臨時国庫証券も含まれていた²³⁾。結果的には、政府が当初計画した7000万円でも辛うじて調達できたわけであるが、市場の国債の消化力は弱まっていたと見ることができ

18) 「国庫債券発行」『中外商業新報』大正8年11月5日付。

19) 「公債発行効果」『東京日日新聞』大正8年11月4日付。

20) 「五分利新公債」『東京日日新聞』大正8年11月5日付。

21) 「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。

22) 大蔵省編『明治大正財政史』第11巻国債，財政経済学会，昭和11年，1033ページ。

23) このとき提供された既発公債は、五分利国庫債券（に号），五分利国庫債券（ほ号），臨時国庫証券（ち号），割引臨時国庫証券である。この最後の割引臨時国庫証券が9月17日に発行されたものである。

「公債募入決定」『国民新聞』大正8年11月20日付。

る。

その後、大正9年1月17日に英大蔵省証券8580万円も満期となったが、これはその一部7000万円は借換となっている²⁴⁾。借換分のうち5000万円は1年期限の、残り2000万円は半年期限の大蔵証券で借り換えられた²⁵⁾。

減債基金繰入中止

このように市場実勢を無視した通貨吸収策をとった政府であるが、12月には減債基金への繰り入れを4年間で中止するという決定を行っている²⁶⁾。そもそも減債基金繰入とは、明治39年制定の国債整理基金特別会計法に基づくものであり、これは当時日露戦争のために国債が大量に発行され、これがわが国の国債の信用、とくに外国市場に於ける信用を低下させることを恐れた政府が経常歳入の一部を国債償還に充てることで始まった。その後第二次桂内閣は、公債相場釣り上げのために減債基金繰入額を法定最低限度額を超える5000万円に増額した²⁷⁾。

その後、大隈内閣が鉄道資金に充当するため減債基金繰入額を3000万円に減額しようとした際に反対したのが政友会であった²⁸⁾。その政友会は自身が政権につくとその態度を一変させる。原内閣は、大正8年度予算策定の際に、従来5000万円であった減債基金を財源不足を理由に3000万円に減額した²⁹⁾。そして今回繰入を中止するというのである。

これに対して『中外商業新報』は、減債基金繰入停止決定に対する批判として、(1) 現在保有している巨額の正貨は外国債券の購入に充て、それにより保有正貨を縮小して物価を抑制すべきである、(2) 現在英国の債券市場は供給超過になっており、わが国の外債も頻りに売り出されており今が繰

24) 『国民新聞』大正8年12月28日付。

25) 『読売新聞』大正8年12月28日付。

26) 「減債法の改正」『中外商業新報』大正8年12月17日付。

27) 「減債基金法廃止の好機」『大阪朝日新聞』大正8年11月23日付。

28) 『大阪朝日新聞』大正8年12月14日付。

29) 『銀行通信録』第69巻第411号、大正9年1月20日、103ページ

り上げ償還の好機である、(3) 正貨保有の増加と対外債務の償還は別問題であり、たとえ現在と同じだけの正貨を保有していても、償還時の経済状態が借換を許されないような状態にあったとき、政府はどうやって借換の財源を得るのか、(4) 現在対英為替は非常に低落しているので、この点からも対外債務を償却することは大きな利益があるという四つの項目を挙げた³⁰⁾。つまり減債基金を使って対外債務を償還した方が良いというのである。

同紙はわが国の外貨保有高が安心できるほど十分ではなく、貿易逆調に陥った場合には、大正14年に予定されている英貨公債の償還が困難になる可能性がある」と指摘している。その場合、英貨公債を償還するために内債の募集をせねばならない。

ところが、内債自体がすでに総額18億円を超え、大正9年度の募債額は借換債を含めると約6億4000万円に達する見込みとなっている。果たしてこの巨額の国債募集がスムーズに行われるのか疑問であるが、このような状況の中で減債基金の繰入を中止すれば、英貨公債償還の際にはそれだけの国債を発行しなければならなくなり、国債の募集はより困難になるとして、政府寄りの同紙としては珍しく政府の公債政策を批判したのである³¹⁾。

このように減債基金繰入中止に『中外商業新報』は反対したが、主要なマスコミで反対論を展開したのは同紙だけであり、多くのマスコミは減債基金繰入中止を肯定している。例えば、『財政経済時報』は、減債基金制の中止を「是れ吾人の主張に合する措置にして、今日の公債政策は斯くあらねばならぬのである」と述べて、政府の政策を認めた上で、減債基金が作られた当時と今日とは状況が異なっており、現在保有する外貨で外債を皆済できる以上もはや減債基金の必要はなく、むしろ国債の増発を抑制することが重要だと論じた³²⁾。

また『東京日日新聞』は、減債基金は「本来無価値のもの」であり、「減

30) 「減債繰入停止是非」『中外商業新報』大正8年12月15日付。

31) 「減債緩、増債急 公債政策の不安」『中外商業新報』大正8年12月26日付。

32) 「減債基金制中止」『財政経済時報』第7巻第1号、大正9年1月、12ページ。

債基金の如き不急の経費は出来得る限り之を節約して、國家が最も必要とする方面に之を利用すべき」だとした³³⁾。同様に『大阪朝日新聞』も「我が財政状態は最早舊時の外債政策を繰返す必要無く、今日迄減債基金法の必要を裏書したる對外關係は、最早事實に於て消滅し去りぬ」として減債基金法の廃止を主張した³⁴⁾。つまり減債基金は元来、外国市場に於けるわが国公債の信用を維持するために設けられたものであり、わが国が對外純債務国から純債権に転換した以上、このような制度はもはや不要というのである。そして巨額の公債発行が予定され、その消化が問題になっている一方で減債基金繰入を行うことは矛盾である、繰入を停止することで公債発行額が軽減されるとして繰入停止を支持した³⁵⁾。結局、減債基金繰入停止は、当初4年間行われることになっていたが、実際には大正9～11年度の3ヶ年だけ実施され、大正12年度からは復活している。

スタンプ手形のその後

日銀が為替資金調達の一多様化を目指して導入したスタンプ手形は、9月になって臨時国庫証券発行に伴い一時売出しが中止となった後、9月25日に割引率を引き下げた上で売出しが再開されたが、それ以降販売不振に陥っていた。

その後、正金銀行は割引金利を2銭1厘にまで引き上げていたが、市場金利までは達せず状況は変わらなかった。『東洋経済新報』は、「要するに保証手形の賣行を良好ならしめんと欲すれば、先づ日銀金利を市中金利以上に引上げて而して保証手形の日歩を市場利率に、もつと接近せしむるの外はない」と述べている³⁶⁾。

そのような中で日銀は、横浜正金銀行のみに認めていたスタンプ手形発行

33) 「減債制中止」『東京日日新聞』大正8年12月14日付。

34) 「來年度豫算の財源」『大阪朝日新聞』大正8年11月2日付。

35) 「減債基金制の停止」『大阪朝日新聞』大正8年12月14日付。

36) 『東洋経済新報』大正8年11月29日号、1ページ。

を、大正8年10月30日には台湾銀行に、同年12月30日には住友銀行に対しても認めた³⁷⁾。これに関連して『ダイヤモンド』は、スタンプ制度は輸出手形の買持がある銀行に広く認めるべきである、また両銀行に制度を拡張したのはよいが、日本銀行はこれらの銀行に対して手形割引率を公定歩合の2銭2厘以上にしないことを内約させたといわれるが、今日の市場においては2銭5厘以下で資金を吸収することはできない。スタンプ手形の割引率を低位に拘束するのはこの手形奨励の趣旨に反すると述べた³⁸⁾。

ここでも日銀はスタンプ手形を台湾・住友両銀行に認めながらも、その売出しについては正金銀行同様の制限をかけたのである。同誌はこのような制限は取り払うべきであり、それにより銀行に発生するコストは為替レートに転嫁すべきであるとする。これまで外国為替に対してとられてきた優遇措置は明治以来の外貨不足に原因してきたが、今日のように正貨の増加が経済に悪影響を与えるようになれば、そのような優遇措置をとる根拠はなくなってしまっている。同誌は世の中には通貨の収縮を唱える人はたくさんいるが、外国為替資金の供給が通貨増加の原因であることを知ってそれをふさごうとする人は稀であるのは「近來の珍事」であると言い、外国為替資金供給をそのままにすれば、通貨の膨張は止まらず、従って、物価騰貴の勢いも益々熾烈になるであろうと述べた。

12月になると正金のスタンプ手形の売れ行きは振るわないまま、先に売り出したスタンプ手形の回収期限が到来したため、日銀の為替資金貸付高は11月末に比べて増加した³⁹⁾。

もっともこのスタンプ手形の割引率は、市場実勢に合わせて大正9年1月17日に2銭3厘に引き上げられている⁴⁰⁾。他方で、英ポンドの下落により、我国のイギリス向け輸出は激減し、正金の保有する輸出手形も激減してい

37) 日本銀行審査部編『日本銀行沿革史』第2輯第3巻、クレス出版、平成3年、213ページ。

38) 「貿易手形の不振」『ダイヤモンド』大正9年2月1日号、31ページ。

39) 「爲替貸付増加」『国民新聞』大正8年12月11日付。

40) 『銀行通信録』第69巻第412号、大正9年2月20日、6ページ。

た⁴¹⁾。その意味でスタンプ手形拡張は手遅れの政策であったといえる。結局、スタンプ手形制度が我国に定着しなかったのは別稿で述べた通りである⁴²⁾。

景気先行きへの警戒

前稿では、景気を煽るようなマスコミの記事について論じたが、常にマスコミが景気を煽っていたわけではない。景気の先行きに対して警戒するような記事も掲載していた。例えば、『万朝報』は、アメリカのバートンという人の説として、不景気到来の前兆として以下の現象を挙げている。すなわち(1)物価の騰貴、(2)既存事業の活動の増加及び新事業の企図の増加、(3)利率高騰にも拘わらず借入れ金の需要が増加すること、(4)一般労働者の賃金上昇、(5)公私経費の著しい増加、(6)投機熱の昂進及び取引に於ける欺罔の可能性拡大、(7)割引及び貸付の甚だしい膨張、である。同紙はこれらの現象が現下の経済界に見られるとして、恐慌が近いと断言した。そして投機者の代表である現内閣にこれを予防するのは期待できないので、国民一般が警戒をしなければならないとした⁴³⁾。

また『中央新聞』も「此の開關以來の大景氣も早晚一大反動時期に會すべく膨脹せる通貨の縮小、續出せる事業會社の整理淘汰と相俟つて需給無視の人爲相場も應て反落すべきは到底免れざる數である。要は唯時期の問題の緩急の差である」と述べて反動は近いとした。同紙がその証拠としてあげているのが商品価格の下落であり、例えば、銅相場は講和成立後に80円の高値を見たが、最近では54円にまで下落している。主要産地の米国では40万トンの滞貨が発生している。わが国でも2万トンという平時の倍の滞貨が存在している。これは思惑はずれの結果であるとした。同様に鉄材価格も低迷しており、そのあおりを受けて石炭の滞貨も増加している。砂糖の価格も最近低下した。

41) 「輸出手形激減」『大阪毎日新聞』大正8年12月3日付。

42) 拙稿「大正バブル初期に於ける日銀の金融政策」『桃山学院大学経済経営論集』第49巻第4号、2008年3月。

43) 「経済界の浮動」『万朝報』大正8年11月23日付。

窯業や鉄地金、船舶関係の経営も悪化している。最近増加した土地や信託会社も金融の引き締めと共に行き詰まるであろうとし、「既に景気は頂點に達し事業界は之れより漸次整理淘汰の時代に入るべきもの」であると述べた⁴⁴⁾。

その後、年末に近づくとつれて金融が引き締まってきたことから納会となった12月22日の綿糸市場では定期相場が当限545円50銭と前日比45円50銭安、先限567円10銭と同26円90銭安となり異例の納会瓦落となった⁴⁵⁾。

さらに同紙は株式市場に於ても「事業界は概ね整理改造の時期に入りたるの觀あれば、近年濫興されたる巨多の事業會社も整理統整を免れぬ。即ち浮薄なる企業家は勿論整理淘汰の犠牲を避けられぬ」とし、「事業界が甚だしき不況を辿らず株式市場が悪化せざるに先だちて所有株を整理處分するは刻下の急務と稱すべく、銀行保險會社等に於て所有株整理の傾向あるは寧ろ當然にして一般投資家の留意を要する事である」と述べ、株の処分も考えるべきであるとした⁴⁶⁾。だがこれらの相場下落は、金融引締りの結果であり、年が明けて金融が緩和されると相場は再び上昇基調に入る。

8年末になると『福岡日日新聞』は財界の今後について次のように書いている。

「翻つて國內の經濟事情を一顧せんか、通貨膨脹、物價奔騰の餘弊は今や漸く國民の生活不安より産業不安の因子たらんとし、一方輸出貿易は衰退して正貨の流入復た多大の望みを繋ぐに由なからんとする事前述の如しとせば、將に來るべき者は何ぞ。企業旺盛を説くの時代は已に過去れるに非ずや、企業の放漫、投機熱の猖獗は經濟界の亂階として見るべき理由あるに非ずや、否、金融界の警戒、金利の漸騰は早晩此等財界の有藏無藏を淘汰し去らざれば已まざるの兆候あるに非ずや。」

(「財界の推移」『福岡日日新聞』大正8年12月29日付)

44) 「反動の片鱗見ゆ」『中央新聞』大正8年12月4日付。

45) 「綿糸相場惨落」『中央新聞』大正8年12月24日付。

46) 「株式市場の前途」『中央新聞』大正8年12月15日付。

そして同紙は結論として、「吾人は敢て我財界の將來を悲觀せんとするものに非ず、又急激なる反動の襲來を豫想するものに非ずと雖も、我國の經濟界が靜思熟慮すべき時機は正に到來せりと信ず」と述べ、警戒を呼びかけている。

『ダイヤモンド』は貿易の動向に注目して好景氣の終焉を予想している。

「戦時國外に注文したる機械類の如きも來年頃よりは追々輸入し來るの期に到達すべく、特に我物價の激甚なる騰貴は國外の物資を輸入せずしては止まざる可く、斯くて今將に引締まりつゝある我金融は是れより次第に緊縮を加ふるの外あるべからず、金融の方面に斯變化の兆ある以上、本年の放漫なる繁盛を幾久しく維持すべき見込は無からん。」

(「過去將來の財界」『ダイヤモンド』大正8年12月21日号、10ページ)

このように戦中・戦後に於て思うように行かなかった機械類の輸入も増加するようになり、生産拡大のめども立ちつつあった⁴⁷⁾。同様に『東洋經濟新

47) それまで紡績機械入手難のため輸入紡績機械に対しては多額のプレミアム付で売買されていた。

『中央新聞』大正8年11月8日付。

大正8年秋の時点で、主要紡績機械製造国であったイギリスの生産が減少していたため、注文済み(イギリスへ160万錘、アメリカへ60万錘)の紡績機械が全て輸入されるのは大正12年までかかると考えられていた。

『中央新聞』大正8年11月19日付。

そのため政府はイギリスの官憲に対してこれを速やかに輸出するよう斡旋を要求したほどである。

「休戦後の我經濟界」『読売新聞』大正8年12月4日付。

だが12月末になると、英米からの紡績機輸入も今後2年間で100万錘の輸入は確実になったとの記事が見られる。

『大阪朝日新聞』大正8年12月21日付。

しかし他方では、12月23日付の『大阪毎日新聞』は、紡績会社の新設ラッシュが続いているが、既に設立された紡績会社でも注文した紡績機が届かず、未操業のままにあるか、一部運転に止まっている。そのため、紡績会社は、国内の紡績機製造会社に注文しているが、国内メーカーの技術水準は低いため完全な紡績機を製造する域に達しておらず、性能も悪いと述べている。

また翌年1月26日付の『中外商業新報』は依然英米からの紡機輸入は困難であるという記事を掲載している。同様に『中央新聞』も、イギリスで大正8年9月

報』も、このまま貿易の逆調が続けば、正貨の流出とは至らないまでも通貨膨張は止まってしまう。これまでの好景気の原因は通貨膨張であったことから、これは財界にとって大打撃となる。しかしこのまま通貨膨張を続け、物価高騰を放置すれば、景気はますます沸騰するであろうが、同時に輸入超過も一層激増し、巨額の正貨流出を促すことになって財界は根底から覆されるであろうと予想した⁴⁸⁾。まさに事態は同誌の予想の通りになっていく。

『中央新聞』も貿易の逆調を予想している。

「本年度に於ける交戦諸國の産業界は戦禍に次で労働不安に襲はれ戦前の状態に復活する事能はず、對外貿易は殆んど戦時中の状を改めざりしも後半期に至りては漸く労働不安も緩和されてゐるから、今後は生産の増加となり戦時中培養せられたる重商主義は愈々濃厚なる色彩を以て現はれ、外國品の輸入防遏と同時に戦時中荒廢に歸したる海外市場の恢復に努力すべきを以て本年已に若干の輸入超過を見たる我が對外貿易は、大正9年度以降は一層顯著なる逆調を呈すべきは否むべからざる自然の趨勢と謂はねばならぬ」

(「本年財界總勘定」『中央新聞』大正8年12月30日付)

そして商品価格も下落し、景気は下向きになるとした。その結果、事業熱も冷めざるを得なくなる。

「之を一般事業界に見るも戦時中より本年に互り事業の新設、擴張計畫は驚くべき數に達し、是が資金のみにても大約90億圓に上るべきが、機械の輸入困難其他の事情に餘儀なくされて擴張資金の多くは内地に預金又は證券となりて現存して固定するに至らなかつたが、今後機械の輸入可能となり工場固定資本の累加と共に製品の賣行不良

に起きた鑄物職工のストライキが長期化したことにより、紡績機械をはじめとする機械製造会社は大きな打撃を受けており、これが紡機の輸入遅延を引き起こしている」と報じている。

「英紡機遅延影響」『中央新聞』大正9年1月31日付。

48) 「明年の財界」『東洋經濟新報』大正8年12月13日号。

とならば、久しく多額の収益を得たる事業會社も漸く經營難に見舞はれねばならぬ」
(同上)

これとともに金融も資金が工場建設などにより固定化され引き締まって金利昂騰の趨勢も続くであろうと予測した。そして同紙は「大正9年の財界は早晚反動の襲來を免れざるべく其程度如何によりては今春以上の混亂を來たすであらう」と結論している。

『大阪毎日新聞』は、ヨーロッパに於ける戦争による生産力の破壊、財政・通貨の混乱から不景気は免れないとし、不景気襲來を恐れたり、回避したりすること自体が無益であり、バブルに浮かれた応報としてそれを甘受すべきであるとした。それでも不景気への対策は必要であるというのであるが、同紙が指摘する対策とは、まず一般的に、国民一般が不景気の襲來を覚悟することであり、不景気による打撃に耐える国民の氣力があれば不景気襲來による打撃も小さくなると言うのである⁴⁹⁾。

同紙は今日的な不景気対策として、(1)投機心の抑制、(2)金融の貸出警戒、(3)国民の放漫の檢束があるという。つまり金融引き締めと消費抑制である。これはバブルが大きくなればなるほどその反動も大きくなると予想されることから、バブル自体を小さくしようということである。だがその政策そのものが不景気を惹き起こす原因となることからこのような政策を薦めることはできないと同紙は言う。

結局同紙は不景気の襲來に際して消極主義に陥らず、「大膽なる勇氣と機敏なる動作を以て飽まで邁進するの覺悟なかるべからず」と積極的に対応すべきだとしたのである⁵⁰⁾。そして不景気に対する抵抗力を高めるため、産業の根底を強固にする必要があり、そのためには海外販路の拡大と對外投資の奨励を唱道した⁵¹⁾。

49) 「不景気襲來の用意 (18)」『大阪毎日新聞』大正8年12月24日付。

50) 「不景気襲來の用意 (19)」『大阪毎日新聞』大正8年12月25日付。

51) 「不景気襲來の用意 (20)」『大阪毎日新聞』大正8年12月26日付。

またこの当時有名な相場師であった田附政次郎は、既に大正8年における綿糸市場での大相場の到来を予測していたのだが、年末に至って大正8年に相場は絶頂に達したと述べ、大正9年には相場は下落するだろうと予測した。

その理由として、田附は綿糸の生産が増加すると見込まれること、投機熱の世界的減少が予測されること、政府による物価調節政策が継続して実行されることを挙げた。ここから田附は大正8年に沸騰した綿糸、綿布相場は「9年度に於て再び復活を望むは絶対に危険なること、断じ、進んで下落より生ずる危険を防止することに焦慮せざる可からざる年柄ならんかとの想像を抱いて越年する次第である」と述べたのである⁵²⁾。

逸した金利引上げの機会

後から振り返れば、大正8年の末から9年のはじめにかけて日銀は公定歩合をもう一度引き上げる機会があったと考えられる。『時事新報』は、これまでの2回の利上げは不十分であり、投機熱の冷却や通貨の収縮に何等効果を発揮していない。従ってこれらの目的を達成するためには第3回第4回の利上げが必要であることは明らかであり、とくに年末に金融が逼迫することを考慮すれば日銀は即刻第3回目の利上げを断行すべきだとした⁵³⁾。

『万朝報』は12月5日付の同紙で政府が日銀第三次利上げを考慮中であり、恐らく近く日銀第三次の利上げをみるだろうと期待されるという記事を掲載している。もっとも『万朝報』は、2日後の7日には、三次利上げはしばらくは行われず、1月の英国国債の現金償還が行われ、さらに臨時軍事費公債の未募集分7000万円の募集が終了した後利上げが行われるだろうとする事実上の訂正記事を掲載している⁵⁴⁾。

12月8日には、『中央新聞』が「日銀第三利上げ」と題する次のような記

52) 田附政次郎『綿業機界放言集』田附商店、昭和10年、240ページ。ここでは昭和28年の再刊本を参照した。

53) 「利上と價格公定」『時事新報』大正8年12月3日付。

54) 「三次利上來年」『万朝報』大正8年12月7日付。

事を掲載した。

「日本銀行にては既に二回金利引上げを行つたが、以來内外市場は金利騰貴の勢ひを持續して居るのみならず、投機の爲めに利用せらるゝ金益々多く此金融趨勢は大體に於て尚持續するものと認め得べきが故に、同行にては近く公定歩合を通じ近く金利二厘方を引上げ左の如く改正すると

△商業手形割引日歩二錢二厘△國債擔保とする貸附率及國債を保證とする手形割引歩合日歩二錢二厘以上△國債以外の物を擔保とする貸附及國債以外の物を保證とする割合歩合日二錢四厘以上△當座貸越金及^(ママ)コルレスコンデンス貸越利子日歩二錢五厘以上」

(『中央新聞』大正8年12月8日付)

このように同紙は引上げの内容にまで踏み込んで報道した。

これらの公定歩合引き上げの觀測記事に対して、高橋蔵相は「又近時巷間日本銀行第三回の利上げは今月中旬以後に於て斷行するが如く傳ふるものあれ共、之れ金融風説にして年末金融逼迫の際誰れか敢て金融を阻害し商工界を脅威するが如き愚策に賛成するであらうか」と述べて金利引き上げを否定した⁵⁵⁾。

『大阪毎日新聞』は、日本銀行は兌換券の膨張を防止し、投機を抑圧するために利上げを斷行し、最低歩合2錢2厘、年利換算で8分以上となったが、投機熱の抑制にはあまり効果はなく、地方における投機熱は依然として旺盛で新設事業も後を絶たないため公定歩合の第三次引上げの声はあるが、現状では公定歩合政策には限界があるとした⁵⁶⁾。後日同紙は大正9年初頭に第三回の日銀による利上げがあるのではないかとしている⁵⁷⁾。

高橋亀吉は、英国が8年11月、米国が9年1月にそれぞれ中央銀行の金利

55) 「投機と金融」『中央新聞』大正8年12月9日付。

56) 「兌換券膨張趨勢」『大阪毎日新聞』大正8年12月12日付。

57) 「不景氣襲來の用意(14)」『大阪毎日新聞』大正8年12月17日付。

を引き上げていることから、8年12月から9年1月にかけて少なくとも1回は金利を引き上げるべきであったと述べている⁵⁸⁾。ちなみにアメリカは大正8年12月29日に金利を4.5%から6%に引き上げている。

その結果、英米との金利差は縮まり、日銀が公定歩合を引き上げても国際金融競争上それほど不利な状況ではなくなっていた。かつて高橋蔵相が金利引上げに反対した理由が一つ消えていたのである。もっともそれでもわが国との金利差は2%強あった。

高橋亀吉によると、引上げをしなかったのは、経済界に悪影響が出ることを恐れたためであるという。「当時高橋蔵相は、日銀金利2銭2厘は年8%3の高率であって、これ以上日銀金利を引き上げることは、産業貿易の対外競争上悪影響があるといっていた⁵⁹⁾」と述べている。これは高橋蔵相が8月に出した「意見書」で述べていた見解であった。

その高橋蔵相は大正8年12月22日の政友会政務調査会で、「物價調節の爲に相當通貨収縮の必要あるは予の平素より是認する所にして、又其方法に就ては今日迄相當考究もし、又施設も講じ居れり」と述べ、物価と通貨量の間に関係があることを明確に認めた。だが通貨収縮のための金利引き上げは依然として否定し、金利引き上げ以外の通貨収縮策を行うべきだとした。また金利引き上げについて次のように述べた。

「元來金利引上は日本銀行の手を下すべきものにて、大蔵省の關與すべき性質のものにあらず。然るに従來、動もすれば日本銀行は大蔵省の一局の如き觀を呈し、又事業上斯かる非難も世間に行はれつゝあるが、而も這は一に中央銀行が權威を保持する能はざりしが爲に外ならず」

(「九年度財政計畫」『東京日日新聞』大正8年12月23日付)

つまり金利政策は日本銀行の責任であり、大蔵省即ち高橋自身の責任では

58) 『財界變動史』231ページ。

59) 『財界變動史』231ページ。

ないとしたのである。『日本銀行百年史』は、この高橋蔵相の発言を「一見正論を吐くがごとき装いのもとで、これまでの責任の転嫁を図ろうとするものといえよう」と批判している。この頃になると高橋蔵相は金利の変更は日本銀行に聞くのが当然だという発言もしている⁶⁰⁾。

日銀が9月に行おうとした公定歩合引上げを差し止めたことにも見られるように、金利の最終的な決定権は自分が握っておきながら、あたかも日本銀行にその権限があるかのように高橋が主張するのは今に始まったことではないが、この時点にまで来ると、さすがの高橋蔵相も自分の金融政策に対する自信をやや失っていたのかもしれない。

おわりに

日銀の「財界動揺史」は、10月と11月の2回に分けて行った利上について次のように効果があったと評価している。

「本行利上の結果は市場の大勢に順應したるものなれとも此利上か一方事業者の自制を促すと共に他方金融業者の警戒を新にして動もすれば放漫に流れんとする財界の趣向を矯むるに極めて力ありしは否む可からざる所にして、殊に最も敏感なる株式市場の如きは早くも利上の市場を看取し、發表に先ち低落を告げたり。」

(「財界動揺史」468ページ)

だが同時に同書は大正8年末の貸出の未曾有の増加も認めている。

「何分財界稀有の活躍を承け年末決済資金の需要は著しく増大し、且地方農村の投機熱旺盛なりし等の事情より、地方送金例年より目立ちて多額に上り、又金融緊縮の結果十月頃より爲替銀行は引受手形スタンプ手形に依る市場資金の吸収困難となり、爲めにコール資金を漁るの傾向を生じ、彼此の事情相俟ちて金融益々強調を呈し、割引

60) 『日本銀行百年史』543ページ。

歩合東西共に二銭六、七厘、コールは東京市場に於ては三銭三厘迄上進したり、而して此間本行第三次利上説も昌へられ長期貸出に對する警戒加はり取引頗る難澁の状を呈し、歳末に本行に融通を求むるもの甚た多く、本行の外國爲替貸付金及普通貸出金の十二月末日残高は各三億五千八百萬圓の多額を算し、貸出總額七億千六百萬圓てう實に未曾有の數字に上れり、殊に普通貸出の如きは八年二月末の三千九百萬圓に對比するときは其激増驚くべきものありたり。」

〔「財界動搖史」468-469ページ〕

確かに大正8年12月30日の兌換券発行高は15億6380万円という記録的水準に達した。その一因は正貨の輸入増加にある。表VIに見るように大正8年6月9日のアメリカの金輸出解禁に伴いこれまで在外正貨として積み上げられていたものの一部が正貨として輸入されるようになった。

この正貨輸入の一部は外國爲替銀行によるもので、これらの銀行は正貨を輸入して日銀からの外國爲替借入金^(ママ)の返済に充てた。その結果日銀の外國爲替貸付金は6月の3億7400万円から11月には2億6600万円と1億円以上減少している。これはいうならば在外正貨が在內正貨に振り替わっただけなので、通貨増発の原因とはならない。

金輸入が解禁されたため、対米爲替レートは下落した。大正8年1月に54ドル3/8だったものが9月には50ドル3/8に、9年2月には49ドル3/8になっ

表VI 金輸入額（大正8年7月～12月）

（単位：千円）

大正8年7月	28,173
8月	49,997
9月	34,561
10月	30,408
11月	51,348
12月	131,281
計	325,768

（出所：「財界動搖史」479ページ）

ている。為替レートの下落は物価上昇の一因となった。

他方、12月には1億3000万円以上の正貨が輸入されているが、他方で外国為替貸付金も3億5800万円と増加しているため、通貨は増加したことになる。高橋亀吉は、この時の正貨流入が日銀統制力の喪失の原因となり、投機熱の沸騰に対して日銀の政策で抑制できなかったのはここにあると主張した⁶¹⁾。だがこの時期の兌換券増発は正貨輸入だけでは説明できない。その原因は日銀の貸出政策にあると考えられる。

『ダイヤモンド』は、前々稿の表Ⅰに見るように⁶²⁾、大正8年下半期から手形割引高が急増していることを指摘し、その原因が日銀の低金利政策にあるとした上で、このままでは制限外発行が5億を常態とするようになるだろうと予想し、「日銀引上の期は既に後れたりと云ふて可ならん」と述べた⁶³⁾。

日銀による手形割引の激増は、大正3年以降の日銀の手形割引高の動向を見れば、より一層明白となる。表Ⅶから大正8年に入って割引高が激増していることが分かる。とくに同年下半期の増加が著しい。同年の手形割引高は総額で約21億円に達するが、そのうち銀行引受手形は7300万円に過ぎず、全体の88.5%に当たる18億7100万円余りは保証品付手形であった⁶⁴⁾。8年末の手形割引高は3億6500万円であり、これは外国為替貸付高3億5800万円を上回っていた。

確かに日銀は10月と11月に公定歩合の引き上げを行ったのであるが、手形割引高は逆に増加している。公定歩合の引き上げは、これにより資金調達コストを引き上げ、資金需要を抑制するために行われたはずであるのに、資金需要は減少しなかった。それはそれだけ資金需要が旺盛でこれくらいの公定歩合の引き上げでは資金需要を抑制できなかったことを意味している。

つまり2度の公定歩合の引き上げでは不十分であったのであり、もし日銀

61) 『財界変動史』178ページ。

62) 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、105ページ。

63) 「年末兌換券の膨張」『ダイヤモンド』大正9年1月21日号。

64) 「日銀の手形割引」『東洋経済新報』大正9年4月3日号、12ページ。

表Ⅶ 日銀の手形割引高

	前期末繰越高	当期割引高
大正3年上半期	72,599,113	226,794,260
下半期	41,735,962	141,274,404
大正4年上半期	37,071,866	82,283,048
下半期	10,645,092	109,900,474
大正5年上半期	34,913,700	118,106,170
下半期	15,345,000	196,875,766
大正6年上半期	63,552,385	217,007,089
下半期	49,315,568	435,363,911
大正7年上半期	67,195,827	467,519,842
下半期	74,610,429	520,910,899
大正8年上半期	129,946,949	669,082,520
下半期	149,890,882	1,444,355,987

(出所：『東洋経済新報』大正9年4月3日号、11ページ)

が資金供給を抑制しようとするのであれば、追加的な措置をとらねばならなかった。しかし事実として、日銀は追加的な措置をとらず、積極的に手形割引に応じたのである。つまり公定歩合の引き上げだけを見れば、この時期の日銀は引き締め政策を取ったように見えるが、その実は、金融緩和を行っていたのである。明らかに日銀は保証品付手形割引を通じて産業界に大量の資金を供給したのであり、これが物価高騰とバブルにつながっていったと考えられる。

その結果、銀行はどのような行動をしたのか。『ダイヤモンド』は、8年末に於ける銀行の日銀借入高を独自に推計している(表Ⅷ)。

これで日銀借入の全てを網羅しているわけではないが、多くの銀行が巨額の借入を行っていることが分かる。他方、同誌によると三菱・三井の両銀行は日銀からの借入はゼロであった。

当時短期金融市場の金利であるコール金利は3銭内外にまで上昇していたため、日銀の割引率は非常に低利であり、各金融機関は争って日銀に融通を求めたのである。その結果が兌換券の未曾有の増加となって現れた。

年末になると銀行の手許資金は逼迫し、銀行の中には個人から証券を担保

表Ⅷ 大正8年末の日銀借入高

(1) 借入金として計上		(2) 借入、再割の合計	
近江銀行(大阪)	4,500,000	三十四銀行(大阪)	4,846,550
浅野昼夜銀行(東京)	3,610,000	渡辺銀行(横浜)	1,200,000
両羽銀行(山形)	1,000,000	第百銀行(東京)	9,899,975
第四銀行(新潟)	2,050,000	六十九銀行(新潟県)	1,150,000
東北実業銀行(仙台)	850,000	丁酉銀行(東京)	5,635,000
第一銀行(東京)	31,000,000	高岡共立銀行(富山)	2,637,533
中越銀行(富山県)	1,430,000	黒須銀行(埼玉県)	889,014
第百七銀行(福島)	1,810,000	(3) 借入、コールの合計	
明治銀行(名古屋)	9,980,000	三十四銀行(大阪)	4,846,550
名古屋銀行(名古屋)	3,500,000	安田銀行(東京)	7,142,014
東海銀行(東京)	3,100,000	第十二銀行(富山)	3,133,051
村井銀行(東京)	4,350,000	第三銀行(東京)	6,400,000
今村銀行(東京)	1,140,000	(4) 借入、コール、再割の合計	
鹿沼銀行(栃木県)	233,000	七十四銀行(横浜)	13,386,972
足利銀行(上州)	950,000	長岡銀行(新潟県)	1,747,574
伊勢崎銀行(上州)	544,000	浪速銀行(大阪)	17,143,892
十五銀行(東京)	1,700,000		

ここで三十四銀行が(2)と(3)の両方に出てきているが、これは重複分と考えられる。

(出所:「日銀歳末貸出」『ダイヤモンド』大正9年2月11日号、33ページ)

にして借り入れを行うところも現れた。また京都では登記所の門前に数行の銀行員が待ち伏せ土地売却金の預金争奪をするにまで至った⁶⁵⁾。

このように日銀の二次にわたる公定歩合引上げによっても資金需要は減退せず、市場金利は公定歩合以上に高騰したため、銀行は盛んに日銀から借入を行って貸し付けを行ったのである。

日銀は、12月16日に営業局および各支店に通達を出し、貸出の際に高率適用を厳格に用いて、貸出を抑制しようとした。つまり高い金利を設定して貸出の抑制を図ったのである。

『日本銀行百年史』は「しかし、投機熱は日を追って高まる一方で、8年

65)「財界無事越年乎」『中央新聞』大正8年12月25日付。

11月末には資金需要は空前の金額に達し、日本銀行がその貸出に対し2銭7厘の高率すら適用したにもかかわらず、同行貸出高の最高記録を作るに至った」と公定歩合引き上げにも拘わらず貸し出しの増加が止まらなかったことを認めている。同書はその原因を投機熱が熾烈となり、都市部および地方の資金需要が増加したことに求め、マスコミの中には「投機抑制に対する日本銀行の態度を冷笑する者」もあったとし、「このような情勢のもと本行が投機抑制のために最善の努力を尽くし是非とも趣旨の徹底を図らなければならぬと考えたのは当然であろう」と日銀が投機抑制のために最善の努力をしたと強調している⁶⁶⁾。だが2銭7厘（年利9.855%）という高率であろうと市場金利は3銭（同10.95%）に達しているのであるから、銀行が競って日銀借り入れを行うのは無理もない。

また井上準之助も後年、「金利を二度も引上げたが、又金利は事実上りましたが、それ位の事では、警戒を與へる効果が薄かつた。そこで政府も日本銀行も共に投機の警戒を致しまして、日本銀行は、金利の高いといふ外に、投機に使ふ金は貸しませぬ、貸すことを拒みますといふ態度をとつて之れを警戒致し、其の時は政府も同一の態度に出まして、全國に投機熱の警戒を與へたのであります」と、日本銀行として、投機抑制に努力したと弁解している⁶⁷⁾。

確かに日銀や大蔵省にも言い分があろう。この当時、日本銀行には普通銀行に対して検査を行うといった権限は全くなく、放漫な貸出があってもそれをチェックすることができなかつた。他方、大蔵省は検査権限を持つてはいたが、その根拠となる明治23年の銀行条例には、検査によって不適當となれば営業を停止できるとあるが、その検査の基準が規定されていないために、銀行の内容に立ち入って検査することができないようになっていた⁶⁸⁾。これでは検査の実効があがるわけではない。

66) 『日本銀行百年史』541ページ。

67) 「戦後に於ける我国の経済及び金融」58ページ。

68) 「戦後に於ける我国の経済及び金融」179ページ。

前稿の結論では、政府は政策転換を行ったものの、首尾一貫性に欠け、政策効果はほとんどなかったと述べたが同じことは本稿にも当てはまる。10月に行われた日銀の公定歩合の第一次引き上げの効果がないため、11月に第二次引き上げが行われ、同時に銀行に対して貸し出し抑制の要請を行ったが、日銀の貸し出し行動を見れば、抑制的でなかったことは明らかである。また英国公債の償還に際しても乗り換え国債の金利を意図的に低くしたため半額が現金償還となり、金融引き締めとは逆の政策をとることとなった。スタンプ手形に対する割引率も低めに抑えられてしまった。そのためスタンプ手形による資金調達が困難になり、外為銀行はコール市場から資金を調達したのである。

後に『時事新報』は年末の金融逼迫の原因は特殊銀行が盛んにコールを吸収したことにあり、そのため特殊銀行に対する非難が高まったことから、政府は内密に特殊銀行の持つ在外正貨を預金部で買上げて資金調達を助けたと報じた⁶⁹⁾。

その結果、表IXに見るように、日銀の貸出高は大正8年12月末に716,550,000円に達した。これは11月末の465,344,000円と比べて54.0%の増加である⁷⁰⁾。いくら年末とはいえ貸出が1.5倍以上増加したわけであるから異常な伸び率と言わねばならない。このことは大正7年12月末の数値と比較すれば分かる。これに伴い制限外発行も11月から12月にかけてほぼ倍になっている。この時点で日銀に貸出抑制の意図はなかったことは明らかである。

もっともこの当時、地域の格差が大きく、それほど好景気でなかった地域もあったことも明記しておかねばならない。例えば『小樽新聞』は、農産物の出回期になっているにも拘わらず市況は不活発であり、日銀の警戒的態度から市中銀行も貸出を制限していると伝えている。そのため「資金需要の増加に對しては農村不景氣の結果、賣掛代金回収の困難に遭遇する一方に於ては農産の賣行き捗々しからず、搦て加へて年末決濟期を控へて商品仕入期

69) 『時事新報』大正9年1月11日付。

70) 『銀行通信録』第96巻第415号、大正9年5月20日、26ページ。

表IX 大正8年各月末日日本銀行各種残高

	(千円)			
	兌換券発行高	正貨準備	制限外発行高	一般貸出高
1月末	1,025,041	709,654	195,393	522,617
2月末	896,912	708,789	68,122	347,779
3月末	897,639	706,868	70,770	347,333
4月末	878,256	705,821	52,435	362,963
5月末	927,112	705,124	101,987	420,816
6月末	1,080,314	705,572	254,942	525,057
7月末	1,034,760	728,760	185,999	482,955
8月末	1,096,524	754,116	222,407	496,895
9月末	1,172,250	792,342	260,108	431,081
10月末	1,201,068	810,041	271,026	448,799
11月末	1,243,699	880,879	242,820	465,344
12月末	1,554,050	951,976	482,074	716,550
(参考)				
7年12月末	1,144,739	712,925	311,813	574,960

(『銀行通信録』第96巻第415号、大正9年5月20日、26ページ)

にあるを以て其結果や想像に難からざる處にして、金融は今後日を逐ふて緊縮するものと見ざる可からず」と、不況が金融梗塞を招くと予想した⁷¹⁾。

他方で満州では12月中旬には一時深刻な資金不足に陥っていた。

「常に内地に資金を負ふ處多き大連として内地再三の利上以來常に資金は内地に引付けられ、更に商品決済に於て一層の流出となり、目先慥かに流入の見込なきに支那商側が銀高の關係より金を一種の商品として割安惚れに買込みの氣風熾烈となり、爲に上海其他に流出する正貨多く、遂に銀の流入嵩み一種のダブツキを見るに至りたるなど、兩様相俟つて資金の缺乏を來たしたるものゝ如く、大連市内一流銀行に於てすら無い袖は振れぬ比喩で資金の缺乏は如何ともする能はずと苦惱の色を包み居るなど新年資金の回収を見る迄尙一層の緊縮は餘儀なき處なるべし。」

(「金融逼迫」『満州日日新聞』大正8年12月17日付)

71) 「小樽金融前途」『小樽新聞』大正8年12月1日付。

このため朝鮮銀行や正金銀行すらも新規貸出を拒絶する状況となっていた。もっともこれも内地と同じく12月下旬になると金融は緩和状態となった⁷²⁾。

結局年末の金融も若干の波乱はあったものの、高水準のまま経過した。

「極月31日の東京コール市場は朝3錢2厘見當に始まり、纏て供給潤澤の振合を呈して2錢6厘迄崩落せるが、実際には出手少く、正午過ぎには再び昂進して3錢を唱ふるに至り、取引は近來に無き繁忙の状を呈せり。然し極めて急速なる膨脹を告げたる8年の經濟も其決濟期に於いて何等別段の故障なく頗る高直なる金利の記録を遺して無事経過せり。」

(「コール亂調」『時事新報』大正9年1月1日付)

そしてこの時期、金融だけでなく財政もまた放漫であった。減債基金繰入を停止したことは既に述べたとおりである。これは原内閣が行った財政支出拡大の一つの結果であった。12月20日に大正9年度予算の内示会が行われたが、その席上、高橋蔵相は来年度予算の方針として、(1)国防充実、(2)交通通信機関の整備、(3)教育の振興、(4)産業奨励、(5)大正3年臨時事件費(第1次世界大戦の戦費のための予算)の廃止を挙げた⁷³⁾。

ここで高橋蔵相が示した予算案は經常部・臨時部合計で12億7500万円、大正8年度比で2億1100万円も増加しており、物価上昇の要素もあったとはいえ、かなり積極的な予算となっていた。特に鉄道建設予算は1億7000万円と非常な増加となっている⁷⁴⁾。これに対して12月22日の政友会政務調査総会に於て鉄道計画調査特別委員会の小久保委員長は、「政府は大體に於て我黨の主張を容れ、明年度の建設改良費の如き1億7000萬圓と稱するが如き空前の巨額を得るに至りたれば、其希望は大部分達成せられたりと云ふべし」と述

72) 「年末金融状態」『満州日日新聞』大正8年12月23日付。

73) 『中外商業新報』大正8年12月21日付。

74) 当初鉄道院が要求した予算は1億8000万円であったのに対して、大蔵省は1億5000万円と査定した。

『読売新聞』大正8年12月6日付。

べて満足の意を表している⁷⁵⁾。この背後には鉄道建設を口実に利益誘導を行おうとする政治的意図があったと考えられる⁷⁶⁾。

原内閣の大正9年度予算に対して、『読売新聞』は、「政府の財政計画如何は、將來の兌換券の増減に大なる關係あり。殆んど根本的物價調節策は、政府の財政計画によりて定まるといふも強ち誣言にあらざる也」と述べて財政と物価に密接な關係があるとした上で、大正9年度予算には物價調節政策が欠けていると批判した。その理由として、同紙は減債基金繰入を中止したことと来年度予算で公債募集額が大きく増加することを挙げている。減債基金は本来兌換券縮小効果を持つのだが、原内閣はその繰入を中止してしまった。また政府事業拡大に伴う大規模な公債発行はそれだけ資金を民間に散布することになりそれだけ物價騰貴の勢いを助長させることになるというのである⁷⁷⁾。いうならばインフレを止めるために財政緊縮を主張したのである。これは物價と財政政策の間に因果關係を認める当時としては珍しい論説である。

年末に『東京日日新聞』は、原内閣の治績について次のように評価している。

「聞く所に據れば、原内閣は、平素不言實行を旨とする由なれども、今之を既往十五箇月間に於ける治績に徴すれば、何等世界の犬勢に順應し、國家の基礎を鞏固にせりと思はるゝべきもの無く、講和會議、對米外交、西伯利出兵、對支交渉は固より、物價調節、暴利取締、勞資協調其他の内政問題に對して、一も根本的解決を講じ、國民の不安を芟除したるものなきにあらざるや。政黨内閣に向つて、一概に黨勢の扶殖を禁ぜよと注文するは、事の実際に當り、或は無理なるやも知るべからずと雖も、而も原内閣の如く、終始國家の公器公權を利用して、黨勢の擴張、黨利の獲得を事とし、其

75) 『中外商業新報』大正8年12月24日付。

76) 『小樽新聞』は、鉄道特別會計の大正9年度募債額は当初7000万円であったのが、「鐵道を地方誘因の好餌とする、與黨傳來の策略」と「鐵道當局の事業欲と抱合し、遂に原首相を動かす」、募債額を3000万円増額して1億円となったと報じている。

「財政計畫動搖」『小樽新聞』大正8年12月21日付。

77) 「來年度豫算と物價調節」『読売新聞』大正8年12月23日付。

の之が爲めには、一般公衆の幸福安寧を犠牲に供するも、尚且辭せざらんとするの風あるに至つては、唾棄するの外あるべからず」

(「原内閣の過去現在」『東京日日新聞』大正8年12月28日付)

同紙は原内閣のこのような党利党略優先の行動は、「一般國民の政黨政治に愛想を盡かし、政友會内閣の存續を呪詛せる所以なり」と述べ、政党政治に対する不信を露わにしている。

『銀行通信録』は、大正8年末のわが国経済について、政府の11月からの物価調節、日銀の第二次金利引き上げ、そして政府・日銀の投機抑制方針により一般銀行は貸し出しを警戒したので、一時熱狂的になっていた株式市場も多少鎮静したが、地方の景気は依然熾烈で容易に抑圧することはできず、株式市場自体もそれほど相場は下落せずに春高見越の状況で越年した。つまり12月の経済界は破綻が懸念されていたにも拘わらず何等破綻を暴露することなく消費者階級を除けば一般に景気良好のうちに越年したと述べている⁷⁸⁾。

このように金融市場では景気の過熱とともに資金需要が旺盛となり、それがバブルをさらに過熱させていたが、実体経済では変化が起こっていた。第一次大戦期の龐大な貿易黒字が一転して、大正8年には貿易収支は輸出が20億9800万円に対して輸入が21億7300万円となり、差引7400万円の赤字となった。もっとも貿易外収支は受け取りが9億1500万円、支払が4億1060万円で差引5億440万円の黒字であり⁷⁹⁾、国際収支はなお大幅な受け取り超過となっていたが、この貿易収支の変調はやがて来るバブル崩壊の前兆となったのである。(了)

(もちつき・かずひこ／経済学部教授／2009年10月19日受理)

78) 『銀行通信録』第96巻第411号、大正9年1月20日、30-31ページ。

79) 大蔵省財政史室編『昭和財政史』X、金融、東洋経済新報社、平成3年、6-7ページ。