

# 大正9年3月大反動の原因<sup>1)</sup>

望 月 和 彦

## はじめに

大正9年3月に入ってバブルはその最盛期を迎える。前々稿の表Iにみるように、同月の事業計画資本額は11億4800万円という空前の額に達していた。株価・商品価格もその最高値を更新していた。

この当時、株価の全般的状況を示す指標、今日で言うところの日経平均やTOPIX（東証株価指数）といったものは存在せず、東京株式取引所株といった個別銘柄の株価が代表的指標とされていた。大正9年3月の代表的銘柄の株価と商品価格については前稿の表Iに掲げたが、ここでは大正9年3月

---

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

これまでの一連の論考と同様、引用文は原則としてオリジナル表記で行い、年号は元号を用いている。ただし本稿が横書きであることを考慮して、数字はオリジナルが漢数字であっても算用数字で表記したところもある。また引用文には句読点を適宜追加している。

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』

原奎一郎編『原敬日記』第5巻、福村出版、昭和56年→『原敬日記』

なお本稿で前々稿、前稿と言うのは以下の拙稿を指す。

前々稿→「バブル崩壊直前の貿易及び金融状況」『桃山学院大学経済経営論集』第53巻第3号、2012年2月。

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

キーワード：大正9年3月大反動、バブル崩壊、金融梗塞、金融政策

の東京株式市場の状況を理解するために『国民新聞』の株式欄の見出しを掲げた。同様に米の先物市場である東京期米市場の見出しと大引値および取組高も示した(表I)。

表I 大正9年3月1日から13日までの株式市場及び米穀市場の状況

日付	東京株式市場	東京期米市場		
	見出し	見出し	大引値	取組高
3月1日	発会爆発	前場2円台 後場下押	52.19円	321.600石(27日)
3月2日	休場	前場昂騰 後場引緩	52.21	170.000
3月3日	混乱状態	前場崩落 後場保合	51.95	201.600
3月4日	一般不勢	前場安値引 後場浮腰	52.00	155.600
3月5日	鐘紡崩落	前場安往来 後場不味	51.97	121.300
3月6日	区々保合	前場高値引 後場尚引締	52.49	197.200
3月8日	東株崩落	前場新高値 後場強保合	52.58	205.600
3月9日	諸株低落	前場下放 後場強硬	52.45	112.600
3月10日	大体強調	前場下放 後場大暴落	50.69	325.800
3月11日	諸株瓦落	前場続落 後場引返	50.59	569.200
3月12日	又復惨落	前場跡安 後場1円台	50.90	218.400
3月13日	諸株続落	前場安値引 後場暴落	50.28	259.500

(出所:『国民新聞』大正9年3月2日付~3月14日付)

表Iを見ると3月に入って株式市場・商品市場とも一段と過熱するが、株式市場の場合には3月1日に「大会爆発」というピークを迎えたのち、株価は下落の傾向に入る。定期米では3月8日に米価のピークを打ち、3月10日には暴落する。つまりこれらの市場では3月に相場のピークを迎えた後、迷走を始めるのである。同時に大幅な貿易赤字、金融の逼迫といった変調要因も現れ、在庫の積み上がりという実需面での陰りも見せていたことは前稿・前々稿で見たとおりである。

そこに起こったのが商品価格の崩落を契機とする株の売り崩しであり、これにより3月15日の株式市場は未曾有の大暴落となった。これは大正9年3月の大反動と呼ばれ、これが大正バブル崩壊の契機となる。本稿では前稿に続いてこの大反動の前後の相場の動きについて論じるとともに、この大反動

の原因についての諸説に触れ、併せて大反動当時の経済見通しと政府の経済政策について述べる。

### 大反動に向けた相場の動き

前々稿で述べたように、衆議院解散後の3月1日には東京株式市場では東株が30円値上がりし、同時に出来高が55万株に達し、取引所の処理能力を超えたことから、翌日は臨時休会となる熱狂ぶりとなった。期米も前場は高騰し、後場はやや値を戻したものの52円19銭で引けている。また綿糸価格も上昇し、期近物は一時51円高の740円となった<sup>2)</sup>。これらの市場の好況を受けてモスリン価格が暴騰したほか、白木綿、小麦、大麦の商品市場価格も上昇した。当時の状況を『大阪毎日新聞』は次のように伝えている。

「株式も同様なれど議會の解散は今日迄兎角壓せられつゝありし投機心を一氣に解放したるの感あり。殊に最近商品投機の妙味を覺えられてより、綿絲布の如きは格好の目的物となれる丈け此投機熱現はれ來る以上、相場の高騰は免れ能はず。絲高の調節策としては（市場の強弱とは別問題）何等か此人氣を壓する手段を必要とせんか」

（「投機熱出づ」『大阪毎日新聞』大正9年3月3日付）

もはやこの投機熱に対して手の打ちようのないところまで来たといふのである。

他方、この時期すべての商品が熱狂状態にあったわけではない。すでに述べたように生糸は1月下旬に価格のピークを打ち、以後続落していた。また絹製品は販売不振と原料である生糸価格の高騰により2月の時点で深刻な不況におちいつていた。そのため羽二重生産を行う機業家は1匹当り30~40円の損失を蒙る状況となっており、採算がまったく引き合わなくなっていた<sup>3)</sup>。この状況は3月に入っても変わらず、株式市場が大暴落した3月1日の生糸

2) 『万朝報』大正9年3月2日付。

3) 『中外商業新報』大正9年3月2日付。

市場はニューヨーク市場の不振をうけて後場は低落している。

この生糸市場の不振の背景を『中外商業新報』は次のように分析している。

「北國機業地を始めとして各地共會社熱旺にして新會社は雨後の筈の如く頻出して此等の拂込資本相當巨額に上り、地方銀行の預金は續々引出され、一方織物は原料相場に比して割安なるより總じて賣滯り、輸外向織物も可なりに堆積せるのみならず、上毛方面の内地向織物も賣行停頓して相場崩落せるが如き状態にて、此等製品にも相當資金固定して旁銀行の手許著しく逼迫を來せるが、機業家は工女關係等より休機する譯に行かざるより、原料は相當に用意を要する次第なりが、原料絲の相場は従前に比し可なり高値なる爲め、數量は少きも是に要する資金は多額なれば、金融は益々梗塞しつゝある爲め、一般に多額の思惑も出來かぬる有様なれば、茲國用向とても花々しき買収は困難なる模様也。」

（「金融益々逼迫」『中外商業新報』大正9年3月2日付）

会社の新設・増資ブーム、在庫の増加、運転資金需要のために資金需要は旺盛である一方、資金が固定され、金融梗塞が機業地でいち早く進行していることが分かる。そのため生糸の需要も伸び悩んでいた。販売不振にあえいでいた機業家は、これまでの儲けをはき出しながらも、工女の確保のためになかなか生産調整に踏み切れないでいたが、ついに耐えきれなくなり、金沢では機業の生産調整のための休業が3月2日から始まっていたことは前稿で述べたとおりである。

東京株式市場休場明けの3日は、それまで買いが続くだろうという予測がされていたにもかかわらず利食い売りが出たり、2月の貿易が9600万円という予想外の赤字となったことから高安区々の「混乱状態」となった。結局3月1日をピークに株価は下落を始める。人々も先行きに対して不安の念を持ちつつあった。

「兎に角天井の近い居る事は一般の感じて居る所であるけれども、今一度吹き出

す所がなければ眞の反動期には入らぬであらうと思つて居るものが多いから、買玉は容易に投げ出されず何れかと言へば押目を賣らんとする振合がある。但し貿易及び金融の情勢の悪化は注意を要する所で或は此結果相當の反動安を告ぐる事となるかも知れない。」

(『中外商業新報』大正9年3月9日付)

このように人々は疑心暗鬼になりながらも、もう一度大相場がやってくるのを期待し、売るのはその時だと考えていたのである。確かに主力株は下がっていたが、端株は主力株下落の悪影響を免れていた。他方で、株式売買高の増加に対して、50種類の株式の定期取引の証拠金が5日取引分から引き上げられることになった<sup>4)</sup>。『中外商業新報』は金融情勢の悪化が反動安を引き起こすことを懸念していた。

表Iを見ると3月10日に東京期米市場は後場大暴落となっている。当日引け際に定期米価格が1円ほど暴落して終わったことを指しているが、その暴落の原因として『国民新聞』に挙げられているのが綿糸筋の利食い乗り換えであった<sup>5)</sup>。

これまで定期米の相場をつり上げているのが綿糸筋であった。これは「綿糸筋小暮を中心とする少数強氣筋の買に対して賣方は地方筋や小口正米師地場多数弱氣筋等多数なり<sup>6)</sup>」という『東京日日新聞』の記事からもうかがえる。これらの綿糸筋は本来定期米市場では素人であるが、この素人筋が非常に強気で米を買い集め、相場をつり上げていたのである。

しかし同紙は同じ記事で、「連日大玉を仕入れて買建て益々増加し來れる綿糸筋小暮一派は相場が正米に届き來れる爲めか將た一仲買店より十万石以上の建玉を制限せられ居る爲めか又は相場の伸惱みて頭重き風情あるに多少心の付きたる爲めか此の處尚ほ連日買ひ居れるもの、少々警戒の色あり買物も漸く杜切れ勝ちとなれり」と述べ、綿糸筋を中心とする買い方が息切れし

4) 『中外商業新報』大正9年3月4日付。

5) 「米界見聞」『国民新聞』大正9年3月11日付。

6) 『東京日日新聞』大正9年3月5日付。

ていると報じている。また季節的にも陽春の変質期となり、軟質米は処分を要する時期となっていた。そして東北地方の農家はすでに米を売りにかかっていると報じられた<sup>7)</sup>。10日の定期米暴落はその綿糸筋が利食い売りをしたことが原因と言われたのである。

10日の期米の暴落の翌日11日、株式市場は『国民新聞』が「諸株瓦落」と報じているように、株価は暴落した。この原因を『東京日日新聞』は次のように述べている。

「其原因としては大體一般人氣の警戒を緩めざると且つは銀行業者が株式其他投機の目的に供用せらるゝ物に對しては元來貸出しを警め來りたるに、近來此傾向尙更に甚しく、一流の仲買店より發送する株式の荷爲替に對しても貸出しを拒絶する有様なりとか傳へらるゝ一方期米が前日來頼に悪化し暴落を演ずる杯元來が諸物高と相關聯する株界人氣の現状なれば昨今の期米暴落が一入人氣を崩すに至れるものなり」

(『東京日日新聞』大正9年3月12日付)

つまりもともと警戒気分にあったところに、金融の梗塞のため株式担保による資金借入れが困難になっていた上、今回の期米の暴落によって株価が暴落したというのである。『大阪毎日新聞』によると大阪株式市場では日銀の利上げの噂もあって株価は下落したという<sup>8)</sup>。これまで持ちこたえていた端株も11日には暴落している。

その東京期米は10日に続いて11日の前場も暴落した。後場は値を戻したものの、表Iに見るように、暴落した10日の終値に届かなかった。『東京日日新聞』はこれを見て、「綿糸一派が孤軍奮闘此邊に下げ足を阻止し得るか見物なるべし<sup>9)</sup>」と買い方の出方を注目している。

株式市場が期米市場の動向に注目していたことは『東京日日新聞』3月13

7) 『中外商業新報』大正9年3月11日付。

8) 「東京安の影響」『大阪毎日新聞』大正9年3月12日付。

9) 『東京日日新聞』大正9年3月12日付。

日付の「株式見聞記」という株式市場関連の記事からも明らかである。

「市場は悪説紛々期米の暴落は正米の低落を思はしむると同時に農家も自然手持ちを安く賣らねばならぬ事になり、地方の資金が多く株化した揚句の金融引締りが自ら都會に株が流れん結果を見るべしとて、元來が高値警戒の念深き折柄とて一波の波動物凄く響くも餘儀なき次第なるが、市中金利の3錢3、4厘は今の株式を買つて算盤に合ぬ高率にして株の思惑を阻止する觀前の事實…」  
（「悪説尚ほ紛々」『東京日日新聞』大正9年3月13日付）

金融の梗塞とともに期米市場の暴落が正米市場にも影響を与え、農家の売る米の価格が低下し、それにより資金不足に陥った農家が株を手放すことで影響が株式市場にも及ぶことを警戒していた。

その東京期米市場では金力にモノを言わせる買い方（木暮小出一派）と実物で対抗する売り方（岡半菽長吉川一派）の攻防戦がその頂点を迎えていた。『大阪朝日新聞』は売り方が大量の米を東京に運んでいるという記事を載せている。そして「この際小出一派が賣方の渡す丈は皆取るか或はそれ以上渡せと強請するか、それとも受米を忌避して投げ出すかは頗る興味深き所なるも、何れ一波瀾あるを免れず、結局は解合に終るに非ざるかとも云はる」と述べ、投機思惑で米を買い集め続ければ、いずれ受米が不可能になり、取引自体が成立せず、結局解け合いという清算になってしまうのではないかと懸念を表明した<sup>10)</sup>。

さらに米市場については現物の供給が増加するという記事が次々に現れるようになる。10日には大阪で大量の朝鮮米が買い付けられたことが報じられており<sup>11)</sup>、14日には台湾米がすでに10万袋波止場に積み上げられており、この売りさばきを急ぐ商人たちの要請を受けて台湾総督府は3月末か4月上旬にこれを解禁するという記事があり、同じ日に深川の現物市場に搬入するた

10) 「東京へ廻米」『大阪朝日新聞』大正9年3月13日付。

11) 『東京日日新聞』大正9年3月10日付。

めの米が秋葉原の駅に大量に到着しているという記事が出ている<sup>12)</sup>。これに加えて東京期米市場では委託証拠金を600円に引き上げたとする記事があり、これは小出を初めとする買い方にとっては資金負担となる<sup>13)</sup>。このように米市場では買い方に不利な条件がそろいつつあった。

期米の暴落を受けて、11日には正米相場も50銭下げて、上米1石57円50銭となっている。

綿糸価格も3月11日から下落を続けており、その原因として『大阪朝日新聞』は、需要期にもかかわらず需要が伸びないこと、株式を初めとする他の市場での価格下落、そして金融梗塞を挙げている<sup>14)</sup>。

12日の東京株式市場は総崩れとなり、特に値の軽い端株が暴落した。

続く13日にも株式市場では下落が止まらなかった。これを見た『東京日日新聞』は次のように述べている。

「一兩日來形勢遽に悪化し來れる相場は其歩調從來と稍々異なるものあるより買方が頗る狼狽の態なるが、本日も諸株を通じて投げ物頗る多く、殊に昨日迄は地場來客の投物多かりしが、本日は遅れ走せに地方より投げ來るもの多數なるが如く賣方としては從來賣つて居るものは鼻張り頗る荒く、今にも大恐慌襲來せん杯氣焰を掲げ居るも強て追ひかけ來るもの少なく、相場は買方自ら狼狽して投げ崩し居るが如し」

(「買方自ら投げ崩す」『東京日日新聞』大正9年3月14日付)

最近の相場の形勢はこれまでと様子が違い、買い方がパニックになって投げ売りをしていると述べるとともに、そのパニックが地方へ拡大しつつあると指摘している。『中外商業新報』もこの間の株式総崩れによってこれまで買い進んできた地方筋は大きな打撃を受けていると報じている<sup>15)</sup>。同紙は定

12) とともに『東京日日新聞』大正9年3月14日付。

13) 「米界餘滴」『大阪朝日新聞』大正9年3月14日付。

14) 『大阪朝日新聞』大正9年3月14日付。

15) 「地方筋の打撃」『中外商業新報』大正9年3月14日付。

期取引は撤退することは容易であるが、新設会社株は処分のしようがないため、景気の動向によっては更に打撃を受ける可能性があるとしている。この株式市場の状況につられて期米も続落した。

つまり後で述べるように株式、期米、綿糸といった市場が相互に関連しており、どこかで価格が崩れると他の市場にも影響が及ぶような状況になっていた。そして各市場で売り圧力が相互に強まっており、その勢いと範囲は拡大していた。それが一気に現れたのが3月15日なのである。

大反動について『和歌山新報』は次のように報じている。

「奈時しか財界企業界の低氣壓として暴發すべき氣運に熟じ、將た恐慌來を報ぜんとするの利那恰かも日本銀行の貸出手控に導火線を求め、彼此錯雜して風雲を卷、更にこれに對するに財界の危險分子たる大手筋の思惑的賣出一時に續出し、三者呼應して軟氣配を風靡し、悉ち瞭原の火のごとく期米の暴落を魁に綿糸、株式の暴落に次いで暴落を示し、一昨日の後場のごとき低値を逆賭するに苦む急轉直下的に低落を招來し、阪神地方はこれがため大々的なる動搖を告げたり」

(『和歌山新報』大正9年3月18日付)

同紙は大反動の原因を(引用文には書かれていないが)企業濫設、日銀の貸出制限、そして大手筋の思惑的売り出しの三つに求めた。そして暴落の直接の原因は期米の暴落であるとしている。次節では株価暴落を中心とする大反動の直接の原因について考察する。

## 大反動の原因

日銀の『財界動揺史』は、3月15日の株式市場に於ける大反動の原因を(1)外国貿易の逆調をはじめとして經濟事情が悪化しているにもかかわらず、株式の取組高は減少せず、むしろ増加の趨勢にあったこと、(2)銀行の警戒がますます嚴重となり、資金の梗塞が顕著になったこと、(3)株価が金利とバランスがとれないほどに上昇したこと、つまり株式の利回りが低下したこと(4)株式の売り方の多くは実株であったのに対して、買い方の多数

は一時的思惑であったこと、(5) 商品市場で価格が劇落していたこと、の五つに求めている<sup>16)</sup>。つまり日銀は暴落の原因として、貿易の逆調、金融梗塞、株式利回りの低下、株式投機の過熱、商品価格の暴落を示唆した。この見解は恐らく当時の一般的見解であったと考えられる。

他方、高橋亀吉は大反動の原因を国内要因、主として投機の行き過ぎによる株式市場の自壊に求め、政府の政策がその自壊を招いたとして、次のように述べている。

「その主なるものの第一は、一国の政策上、投機の行き過ぎがこれを放置し得ない事態となって各種の投機抑圧対策が講ぜられるに至ったことである。第二は景気の基盤である貿易、金融事情そのものが悪化して、自立的に物価の反動を呼ぶ事態が激化して来たことである。第三は投機思惑の中心対象をなしていた株式界、商品界そのものに、反動を培う要因が累積して来たことである。」  
〔『財界変動史』198ページ〕

つまり高橋は大反動の原因を、まず政府の政策に求め、次に貿易・金融状況に求め、最後に投機の中心となっていた株式市場、商品市場に求めたのである。これは『財界動揺史』に掲げられていた項目を整理したものであるといえる。

そこで以下、高橋の論点に従って、大反動の要因について考察する。

まず高橋が第一に挙げる政府がとった各種の投機抑圧対策とは、これまで述べてきたような綿糸布、食糧等の輸出制限、綿糸布、食糧等の輸入税の減免、金融の引き締め政策を指すが、それらの政策は大反動に先立つ4、5ヵ月前に実施されたものであり、それらの政策が導入された後もバブルの過熱は収まらず、株価や商品価格は上昇を続けた。原内閣はこのような現実には直面しても、さらなる対策をとることはなかった。従って、大反動の遠因として

16) 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、495ページ。

これらの投機抑圧対策を挙げることは可能であるが、大反動の直接原因とはいえない。ただし金融引締政策、とくに日銀による貸出制限は大反動と密接な関係がある。これについては後述する。

高橋は大反動の原因となる二番目の貿易・金融事情として金融梗塞を挙げ、次のように述べている。

「これを要するに、投機思惑の熱狂と、入超激増とに接して、日銀がその貸出をいよいよ嚴重にしたことは（貸出制限をしたか否かはしばらくおき）容易に推想されるところである。と共に、以上の如き基本事情と相俟って、従来かなり放漫な貸出をしていた市中銀行が、事態の容易ならぬことに果然驚愕して、俄かに過度の貸出緊縮政策を強行したことが反動を招来し、その反動に直面するや、更に狼狽的に貸出しを過度に急激に引き締めたことが、いよいよ恐慌を拡大せしめる動因を成したわけである。」

（『財界変動史』242ページ）

高橋は日銀による貸出制限については留保してはいるが、市中銀行による貸出緊縮が反動を引き起こし、反動後にさらに貸出を緊縮したことが恐慌につながったとしている。

『北陸毎日新聞』も不況の原因は内外資金の減少にあるとし、外的要因として貿易逆調による正貨の減少を挙げ、内的要因として日本銀行の引き締め政策、財界の拡大と物価騰貴、中央資金の地方移動、事業勃興による資金減少の4つを挙げた<sup>17)</sup>。外国為替銀行や国内の銀行がいかに資金不足に苦しんでいたかについては前々稿で見たとおりである。

だが金融梗塞を原因に挙げた高橋ではあるが、「しかし、銀行の貸出急緊縮は、単に反動の時期を早め、恐慌の程度を激化させたというに止まるのであって、それが9年反動の中心原因でも、中心動因でもない」と述べ、反動の真の原因はこの銀行による貸出の引締めにあったのではなく、金融緩和期

17) 「財界逆轉の兆象」『北陸毎日新聞』大正9年3月17日付。

の過度の投機とその結果としての輸入超過を原因とする金融梗塞にあったとする。

つまり金融梗塞は単に表面的な原因でしかなく、その金融梗塞を引き起こした輸入超過こそが真の原因であり、さらにその原因は過度の投機思惑取引にある。そしてそれは明治以来繰り返し起きてきたことであるというのである<sup>18)</sup>。

もちろん、バブル発生の原因としては、金融の過度の緩和にあり、それに誘発された投機思惑取引の増加にある。しかしバブル崩壊の直接の引き金を引いたのは、これまでも見てきたように金融梗塞と呼ばれた金融の引き締めにあったことは当時のマスコミの論調からも明らかである。その金融引き締めの原因がバブルそのものにあることもまた明らかである。

景気の過熱は輸入の急激な増加を招き、それが大正9年に入っの巨額の貿易赤字の原因となり、それが通貨の収縮を引き起こした。また景気過熱に煽られた会社の新設・増資ブームは、巨額の資金需要を呼び起こし、銀行の貸し出し余力を低下させ、金融梗塞の原因となった。

そしてその金融梗塞が新たな暴落のルートを作ったのである。『ダイヤモンド』の石山賢吉は、金融の梗塞と株価・商品価格の暴落の関係について、もし金融が円滑であれば、一回くらいの暴落があっても、資金繰りのために株式を売りつなぐことはせず、資金を借り入れれば済むことであるため、2回、3回と暴落することは避けられる。しかし当時は金融が極端に梗塞していたことから、資金の手当が付かず、暴落に直面すれば資金繰りのために株式を売らざるを得なくなり、それが第2、第3の暴落につながったと述べている<sup>19)</sup>。つまり金融の梗塞が株式・商品市場をショックに対してより脆弱にしたというのである。

金融梗塞の原因がバブルそのものにあることは論を俟たないが、ではなぜ

18) 『財界変動史』243ページ。

19) 石山賢吉「金融梗塞は如何にして除かれる」『ダイヤモンド』大正9年5月1日号、22ページ。

このタイミングで金融梗塞が大反動を引き起こしたのかという問題が残る。それは高橋の言うように単に貿易赤字による通貨収縮だったのだろうか。このタイミングの問題については次節で取り扱う。

第三の要因である株式市場・商品市場における反動要因の累積であるが、その背景にあった先物取引を中心とする投機の拡大について、当時の有名な相場師であった田附政治郎は次のように述べている。

「財界に於ける普遍的投機流行熱は、開戦以来徐々発達し来りたる各種商品の不規律なる長期売買契約による定期類似の取引大流行となり、遂に綿糸布以外、綿布の加工品または絹布、モスリン、麻袋、麦粉、砂糖その他一地方の製織綿布等に於ても長期売買を見るに至り、地方の一小都市に及ぶまで商品長期売買の流行を見ざるなきの有様にして、其弊害のまた甚大なるを想わざるを得ざる実況である。」

(田附政治郎『綿業機界放言集』日本繊維経済研究所、昭和28年、245-246ページ)

田附の言うように当時、伝統的な先物商品以外にも種々の商品が先物取引され、投機が行われていた。しかしそれらはいうならばバブルのあだ花のような存在であり、これらの新興投機市場からバブル崩壊が始まったわけではない。

最初の節で述べたように、3月10日の期米に於ける価格暴落以後、各市場とも価格暴落が顕著になってくる。ここで注しなければならないのは、前稿でも触れた市場間の連関関係である。

『東洋経済新報』は、諸市場の連関に注目して、株式市場の崩落の原因を商品市場の投機思惑の結果であるとも述べている。

「株式市場は商品投機に従属する資金の融通機関となつて了ふた、即ち有力なる商人達は、主力を商品思惑に集注して、餘力を株式に用ひ、反動的下落の起こつた場合には、株式を投げて商品を維持すべき立場に在つた。3月15日に於ける東京株式市場の崩落は、綿糸期米の買方の投げに起因し、4月に於ける、再度の崩落は、綿糸布関係者の投げに起因する。且つ又内地向き商品の荷動きが止まり、新規の商品

金融の止まった後に於いて、簡便に現金化し得るものは、株式に限られた有様であるから、之れに賣り物の増加したのは當然である。」

(「株式の實價は不況時代に現はるべき乎」『東洋経済新報』大正9年5月29日号、26ページ)

これは前稿で高橋亀吉の見解として触れたことと同じである。当時の投機を中心は商品市場であり、株式市場は商品投機の資金調達源となっていた。そのため米や綿糸・綿布の先物相場で価格暴落が生じたとき、資金繰りに窮した投機筋が資金調達のために株式を大量に売却したことが大暴落につながったというのである。

これは二番目の要因である金融の梗塞と密接な関連を持っている。石山が述べたように、もし金融梗塞がなければ一つの市場で暴落が起きたとしても、その穴埋めのための資金を銀行が融資すれば、暴落は当該市場に止まったであろうが、銀行が貸出を極端に警戒していたため、穴埋め資金の調達は別の市場での売り物の増加を引き起こしたと考えられるからである。つまり金融の梗塞は諸市場間の相互連関を強める結果となった。

その予兆は現れていた。『大阪毎日新聞』は、株式市場と米市場の関連について「曩<sup>さき</sup>に岡山縣米の暴落を演じたるは、當時株式の拂込期に際し、其必要より米を賣出したるに因ると云へば、財界の脅威が根柢の怪しき端株に迫り來る事あらば正米の壓迫著しきものあらんか」と述べている<sup>20)</sup>。つまり投機性の強い端株で暴落が起これば正米相場は下落するとみていたのである。

同じ記事で同紙は、前日行われた2月の入超額9688万円の報道を見て、この入超が農家による米の売出を促進すると予想した。これは恐らく入超による通貨収縮が金融を逼迫させ、換金売りを促進すると考えたからであろうと思われる。

『国民新聞』も大反動の翌日に、銀行による貸出が制限されるなか、これまで一連の暴落によって資金繰りに窮した買方が株を売却せざるを得なくな

20) 「入超と農家」『大阪毎日新聞』大正9年3月5日付。

ったことが大反動の原因であると述べている<sup>21)</sup>。

このように各市場は相互に関連しており、暴落が暴落を呼ぶような構造ができあがっていた。しかしその中でも株式市場の暴落が顕著であった。そこには株式市場特有の要因が働いていた可能性がある。

株価暴落は一種のセリングクライマックスのさなかに起こった。このなかで幾人かは株式暴落以前に株を売り抜けて損失を免れたり、逆に儲けたりしている。前稿ではその例として内田信也の行動に触れた。ここでもう一つの例を挙げれば、それは安田善次郎である。大反動時に株価が暴落したのは、「安田が株を売り放ったからだ」と広く信じられ、人々は安田を恨んだという<sup>22)</sup>。

このような批判に対して、坂井は、確かに安田銀行は株価の絶頂期に手持ち担保株を一斉に売り、その後株式市場は大暴落したわけだから世間の批判にも一応の理がないわけではないとしながらも、当時株式市場はその絶頂期にさしかかっており、安田銀行はその潮合いに乗ったまでのことであり、主因は別の処にある。強いて言えば安田の売り処分は株価大暴落の副因程度に止まるとして安田を擁護している。

それにしても安田は顧客から預かっていた株式を大量に売却し、当時株式界ではその額3億円とも4億円とも言われたという。これに対して坂井は実際の売り出し額は1億7,8千万円に止まっているとした。しかし安田はこれを後に三分の一の価格、すなわち6500~6600万円で買い戻し、その差額を自己の利益としたのである<sup>23)</sup>。自己の所有でもない株式を売却して巨額の利益を得たわけであるから、世間から非難されても当然であるといえよう。

この安田系銀行による株式の売却について、『東洋経済新報』は次のような観測をしている。

21) 「恐慌來の株式市場」『国民新聞』大正9年3月16日付。

22) 坂井磊川『銀行王 安田善次郎』喜父堂書房、大正14年、73ページ。

23) 坂井磊川同書、75ページ。

「3月15日の下げの直接の動機は、所謂綿糸筋なる某一派の期米崩落による打撃であったが、更らに立入つて探れば安田系諸銀行の、回収急ぎといふことに歸着しよう。即ち当初は部分的金詰りの打撃を被り、後に至つてそれが一般化したのである。尤も安田系銀行をして回収を急がしめた本尊が、日本銀行であつたとすれば、今度の株式崩落は其端を金融の中樞に發したとも云へる。」

（「諸會社と投機的利得（一）」『東洋經濟新報』大正9年5月1日号，27ページ）

このように同誌は大反動の直接の原因を綿糸筋が米先物相場で持ちこたえられなくなって米を投げ売りしたことが株式市場に影響したことにあるとしたが、同時にそこに安田系の株式の売りが入って状況をさらに悪化させたとしている。

確かに安田系の銀行の一つである安田銀行はこの時期に有価証券売却益369万円、同償却高217万円を計上しており<sup>24)</sup>、株価暴落にも拘わらず「売り抜け」に成功しているように見える。これが事実ならば、大反動は商品市場暴落に端を發した株式市場での売り崩しが直接の原因であつたとしても、それに輪をかけたのが資金繰りに詰まった銀行の貸金回収のための株売却であつたと言うことになる。そしてその金融梗塞を引き起こしたのは日銀の貸出政策であつたと同誌は指摘するのだが、この点については次節で取り扱う。

このように市場では天井感が強まって、買いが続かないような状況になっていた。逆に、先物の証拠金が引き上げられて買い方にはさらなる資金調達圧力がかかるとともに、期米市場では現物が集められて供給力が増し、売り方優勢となりつつあつた。そして銀行の貸出制限により、株・商品取引に必要な資金の融通が困難になる中で、市場間の相互連関性が強まり、売りが売りを呼ぶ状況に陥っていた。

そこで起こつた期米の暴落が相互連関を通じて株式市場にまで及び、株式市場でのパニック売りが拡大して、3月15日の株式・商品市場の総崩れとなつたと考えられる。

24) 富士銀行八十年史編纂委員編『富士銀行八十年史』富士銀行，昭和35年，91ページ。

## 日銀の利上げに代わる貸出制限

さて問題なのは、バブル崩壊の主因が金融梗塞にあるとして、それではなぜこのような金融梗塞が起こったのかである。金融梗塞の一つの原因が外為銀行による資金吸収にあったことは前々稿で述べた通りであるが、金融梗塞のもう一つの原因として国内要因があり、銀行の貸出態度が厳しくなったことが挙げられるが、その背景にあるのが日銀の行動である。

3月の金融梗塞の原因が日銀の貸出態度にあったことは、次の『中外商業新報』の記事からも明らかである。

「例年金融の比較的閑散なるべきの時季に於て實際は反對に逼迫の狀況を呈するは斯界稀に見る現象にして、…而して其原因としては日銀の貸濫りに基くものなりとは市場に宣傳せらるゝ處なり。即ち日銀は容易に貸出を肯ぜざるのみならず、既に貸出せるものに對しては回収を嚴にする結果、市中銀行は資金をコール市場に求むるもの多く、爲に金利昂騰せざるを得ずとの觀測なるが、其是非は扨て措き日銀は昨年來投機資金貸出を警告しつゝあるは周知の事實なれば、自ら率先して其方針を貫徹せんとするは當然の態度と云ふべし。」

（「金融」『中外商業新報』大正9年3月16日付）

確かにこの記事の言うように日銀は前年末に投機抑制の方針を打ち出しており、貸出金利の引き上げと相まって金融引き締めに転じていたことは事実であるが、この時期になると日銀は貸出を制限しただけでなく、資金の回収まで行っていたというのである。この記事は株価大暴落の翌日の記事であり、日銀の貸出態度に端を発する金融梗塞が株価や商品価格暴落の原因になったとまでは書いていない。

大反動後、地方紙も相場下落の原因を金融の梗塞に求め、その金融梗塞の原因は日銀の貸出態度にあるとしている。

「銀行の警戒し出して來たのは去年の暮からであるが、春來益々其度を増して來た、

どの銀行も中々オイソレと貸出さなくなつた處へもつて来て、銀行界の心臓にも謂ふべき日本銀行では政府の財政政策と歩調を一にしてゐるも、極端な警戒振りを示して来て、中々貸出さうとはせぬやうになつた、…最近東京方面では某銀行の申込みに対して日銀が貸出を斷つたとさえ伝えられてゐる、勿論之は日銀の方で極力其無實の事を辨明してゐるが、今日此頃の日銀の態度から押測れば有り得るやうな出来事である…」

(「銀行の大警戒」『北陸毎日新聞』大正9年3月17日付)

同様に『東洋経済新報』は次のように述べて株価崩落の原因は金融梗塞にあり、それは日銀の緊縮政策への転換によつてもたらされたとした。

「市中銀行が、上記の如く、3月上旬に至りて、俄に、資金涸渴の苦悶を叫び、貸出を拒絶せざるを得ざる羽目に陥れるは、畢竟日銀が、漸く従來の態度を變じて、「貸さぬ」と云ふ方針を取り始めたのでは無いだらうか。…井上日銀總裁は、既に本年1月27日の東京交換所新年宴會席上に於て頗る悲觀的の意見を發表してゐるが、爾後の驚くべき意外の大入超の趨勢に由て、更に其悲觀を強められ、金利政策位では、間尺に合はぬことを切に思ふて、遂に斯の如き、荒つばい態度を取るに至つたのではないか。斯う見れば一應の理解は着く。」

(「財界概観」『東洋経済新報』大正9年3月20日号、1ページ)

このように同誌は日銀が巨額の入超という事態に悲觀的となり、利上げという手段では間に合わないために量的制限を行ったとしたのである。これまで日銀の金利引き上げの噂が何度もあり、3月中旬に入って日銀利上げの観測記事が何度も出ていたことは前々稿で述べたとおりである。しかし結局前年の11月の引き上げ以降、日銀の金利は引き上げられることはなかった。これは引き上げに強硬に反対してきた高橋蔵相の存在が大きいのと思われるが、ここに至つて日銀は金利引き上げではなく、貸出制限という手段を使って金融を引き締めようとしたのである。

後日、『東京日日新聞』は、政府の政策転換を高橋蔵相と山本農相の力関係の変化に求めた。

「昨秋までは、高橋男の意見専ら行はれたりしに、冬期に及びて男は病氣勝ちなる上に、日本銀行は消極策に與し、山本氏の方策専ら閣僚を制するに及びて、例の貸出し制限より禁止とまで進みて、遂に此度の大變動を招致したり」  
(「原内閣の運命」『東京日日新聞』大正9年4月19日付)

金融緩和を主張する高橋に代わって金融引き締めを主張する山本が閣内での影響力を強めた結果が金融梗塞につながる貸出制限となったというのである。確かに『原敬日記』の3月8日のところに「高橋藏相過日來病氣引籠中に付往訪し、9年度實行豫算其他に付相談したり<sup>25)</sup>」とあり、この時期高橋藏相は病気で動けなかったことが分かる。

日銀の金利引き上げ観測が大正9年に入って度々行われていたことは、これまでの論考で述べたとおりである。そして3月に入っても金融梗塞に伴って利上げ観測が生まれていた。このような状況の中で、人々は日銀が利上げに代わる措置を講じても当然と考えていた。

そのような考え方が『万朝報』の以下の記事に現れている。

「政府は曩に物價調節策の一端として昨秋來前後二回に互り日銀利上を實行せしめたり、而も些<sup>さ</sup>の効果無き上却て浮薄なる財界を煽り、株式熱を勃興<sup>ますます</sup>して益す物價の昂騰を誘致せり、仍て政府は、曩に聲明せる日銀三次利上に換るに、日銀をして極端なる貸出制限を爲さしめたり、該計畫は意外の功を奏し、市中銀行は爲に資金の供給を絶たれ、勢ひ一般貸出に對して貸澁りを餘儀なくされ、最近にては一流株乃至公債類の擔保貸に對しても極端なる牆壁を設くるに至れり、爲に株式界は連日崩落を重ね、延いて財界の不健全分子は自然的に整理され、財界は漸次回復の域に向ひつゝあり、此情勢永續せば自然的に物價は下落すべく、政府は當分此方策を持續する意嚮也と」

(「日銀貸出制限」『万朝報』大正9年3月15日付)

25) 『原敬日記』273 ページ。

株価大暴落に先立つ株価下落はこの貸出制限によるものであり、これは政府の物価調節策の一環であるとした。しかし同紙はこれによって日銀を非難するのではなく、日銀のこの政策により物価が下落して財界は健全な方向に進むとした。もちろんこれにより価格がスムーズに調整されていけばこの政策は成功だったと言うことになろう。これとほぼ同じ内容の記事が一日遅れて『大阪毎日新聞』、『福岡日日新聞』および『門司新報』に掲載されている<sup>26)</sup>。

このように、日銀が第三次利上げに代わる金融引き締め措置として貸出制限を行ったと主張するマスコミも多くあった。そして大反動の結果が明らかになるまでは日銀のこのような措置は当然と受け止められていた。その後、大反動の影響が明らかになるにつれてその原因として日銀の貸出制限が取りざたされるようになった。

これに対して、『大阪朝日新聞』は金融が緊縮した原因として、政府当局が日銀の第三次利上を行う代わりに日銀の貸出を極端に制限したことにあるという説を紹介した上で、同紙は日銀の貸出制限といっても限度のあることなので、これが金融緊縮の原因とすることはできないとしている。同紙は金融梗塞の原因を企業の新設・増資の増加と投機取引の増加による資金需要の増加に求め、信用の拡張はすでに限界に達しており、貿易の動向も考慮すれば、先行きは警戒が必要で、15日の暴落も当然の結果であると述べた<sup>27)</sup>。

さらに3月18日付の『門司新報』には「民間銀行資金需要に對し近頃日銀が貸出に應ぜざるが如き説を爲すものあるも、斷じて然る事實なし」という日本銀行理事の談話が掲載されている。つまり日銀の貸出拒絶は事実無根であるというのである。この談話では、金融梗塞は自然の勢いであり、日銀が意図的に緊縮したわけではなく、この金融逼迫の状況が続けばさらなる日銀の貸出金利引き上げもありうるとしている。この時点でも日銀は景気の過熱

26) 「貸出制限効果」『大阪毎日新聞』、「日銀緊縮」『福岡日日新聞』、「自然的物價下落」『門司新報』いずれも大正9年3月16日付。

27) 「財界警戒の期愈逼る」『大阪朝日新聞』大正9年3月16日付。

を心配していたのである<sup>28)</sup>。

『ダイヤモンド』は3月15日の株価惨落の原因を次のように述べている。

「15日に於ける大崩落の直接原因如何は、今に至るも尚ほ疑問視されつゝあり、或は之れを日銀の貸出拒絶に在りと做すものあり、併し日銀の帳尻に現はれたる所より推せば首肯し難き節あり、或は政府筋の綿糸期米賣崩し策に基くといふものあり、されど現内閣が然る小刀細工を弄すべしとは思はれず。

表面に現はれたる所より觀れば、(1) 月初買過ぎの反動、(2) 期米安の影響、(3) 東株450圓割れを見ての狼狽、(4) 仲買の先廻り處分等を、直接の動機とすべきが如し、而して株式金融の硬塞は、15日以降に及んで、却つて甚しきを致せるに似たり。」

(「大動揺一段落」『ダイヤモンド』大正9年4月11日号、52ページ)

同誌は株価大暴落が貸出制限という外生的な要因ではなく、市場内部の要因によるものであったと考えたのである。これは高橋亀吉の説と似ているといえる。そして同誌は金融硬塞は大暴落の後の方がひどくなっているというのである。このように当時のマスコミの間にも日銀による貸出制限が大反動の原因であったかどうかについて、その事実も含めて意見の対立があった。

では金融データからどのようなことがいえるのか。表IIをみると、日銀の貸出高は3月初めの6億2000万円弱から3月20日には4億9200万円余りへと減少している<sup>29)</sup>。日銀の営業報告を見ても、3月7日から13日までの1週間で2月末の1週間と比べると、手形割引高で7900万円減少し、兌換券発行額も1億1000万円余減少しており、明らかに緊縮を行っている。

また外国為替貸付金も2月末の約3億4000万円から3月6日には約3億1600万円、13日には約3億200万円、さらに3月20日には約2億7500万円と減少している<sup>30)</sup>。

28) 「日銀貸出拒絶無根」『門司新報』大正9年3月18日付。

29) 「財界概観」『東洋経済新報』大正9年3月27日号。

30) 『銀行通信録』第69巻第414号、大正9年4月20日、168ページ。

表Ⅱをみる限り、3月中の兌換券発行及び限外発行のボトムは大暴落直前の3月12日であり、一般貸出のボトムは大暴落直後の3月20日となっている。コール市場金利を見ても、月末の繁忙期を除くと金利の最高値は16日の日歩3銭1厘である。これらの数字から結果的に大暴落に向けて日銀の金融政策は引き締まっていたことは明らかである。

他方で、大反動以後は、日銀の一般貸出高は確かに減少を続け、ボトムは3月20日になっており、日銀は大反動以後も引締を維持していたと見ることはできるが、コール市場金利は同じく20日に日歩2銭と3月中の最低を記録しており、短期市場金利を見る限り金融梗塞がひどくなっていたとはいえない。従って、先ほどの『ダイヤモンド』の主張は当たらないということになる。

このように3月15日の株価崩落の原因として、日銀の緊縮政策への転換が疑われているのに対して、『日本銀行百年史』はこれについて何も触れていない。つまり否定も肯定もしていない。しかしデータを見る限り、金融政策が転換していたことは明らかであるように思える。

第三次利上げに代えて日銀が貸出制限を行ったことは、3月15日から16日にかけて多くのマスコミの報じているところであり、金融データもその報道が事実であることを裏づけている。3月に入って利上げをすることは3月10日に借換え募集を開始する臨時国庫証券が控えていたことから現実的に困難であった。そのため日銀も利上げに代わる施策を考えねばならなかった。

前々稿で述べたように、この時期日銀は手持ち正貨を積極的に売却していた。これは金解禁に代わる措置であり、この売却により外国為替貸付金が減少すれば、兌換券発行も減少することになる。このような一連の措置は利上げに代わる金融引き締め措置であり、それは前年秋から日銀が実施してきたバブル抑制策に一致する。

しかしこれらの措置は市中金利を引き上げることになり、臨時国庫証券の借換えには不利に働く。それを承知の上でこのような措置をとったとすれば、日銀は臨時国庫証券の借換えがうまく行かなくてもよいと判断したと言

うことになる。事実、臨時国庫証券は半分だけが乗り換えとなり、現金応募のうち2000万円が日銀引き受けになったことは前稿で述べたとおりである。日銀はこのようなリスクを負うことを覚悟してまでも金融引き締めを選択したのだと言える。

だが結果的にはこの引き締め政策がバブル抑制ではなく、バブル崩壊を招いたのである。恐らくそれは日銀の意図を遙かに超えた効果をわが国経済にもたらしたと言える。結果論的に言うならば、バブル崩壊の引金を引いたのは日銀の政策転換であったということができよう。

表Ⅱ 三月中東京金融参考表

日付	兌換券発行高	日本銀行一般貸出	限外発行高	コール翌日払
1日	1,349,563 千円	618,997 千円	292,653 千円	305 銭厘毛
2日	1,309,697	600,585	252,813	310
3日	1,280,698	578,452	224,215	300
4日	1,256,667	555,908	200,154	295
5日	1,241,129	541,561	185,117	290
6日	1,235,086	533,849	179,053	290
8日	1,218,553	524,678	162,821	290
9日	1,204,181	514,521	148,750	295
10日	1,195,674	503,800	140,620	295
11日	1,189,620	501,932	134,666	295
12日	<u>1,183,842</u>	503,250	<u>129,383</u>	300
13日	1,186,344	502,528	132,885	300
15日	1,192,021	511,177	138,064	305
16日	1,200,037	510,374	146,180	<u>310</u>
17日	1,195,051	503,701	141,695	300
18日	1,191,762	498,978	139,007	290
19日	1,189,995	497,882	136,741	260
20日	1,194,792	<u>492,378</u>	141,738	200
22日	1,191,560	500,471	139,007	220
23日	1,196,111	502,724	143,660	220

24日	1,200,910	509,819	148,959	240
25日	1,216,278	520,298	164,427	270
26日	1,230,466	553,935	179,116	300
27日	1,248,218	575,278	206,868	290
29日	1,283,765	604,012	242,917	305
30日	1,329,749	645,151	288,902	320
31日	1,368,056	676,628	327,308	330
前月末	1,360,457	620,400	303,046	290

(出所：『銀行通信録』第69巻第414号，大正9年4月20日，2-3ページ，ただし下線は月末繁忙期を除くそれぞれの最高値，最低値を示す)

### 大反動直後の経済の見通し

大反動直後の経済の見通しであるが，これもマスコミによって若干の違いがある。当然のことながら，大反動直後はこれがバブルの崩壊であるという認識はなかった。

大反動で顕著に暴落したのは株価だけであり，それも東京株式市場の打撃が大きかったことから，この暴落が東京株式市場特有の現象であるとする見解もあった<sup>31)</sup>。つまりバブル崩壊当初，『東洋経済新報』が述べているように，これが局地的現象であり，この影響は軽微であると考えられていた。

「成程，今回の株式の崩落は頗る強烈であつたに相違ない。然し乍ら，市場の受けの激動は左迄ひどくない様だ。此點にも何處か落ち着きが見える。諸事業の純益も

31) 例えば，『東洋経済新報』の記者である野崎龍七はバブル崩壊直後に次のように述べている。

「此の様に，般般の株式暴落の中心が東京株式取引所にあつて，而も是れが他に波及する處の少かつた點から推して，其原因は決して一般的のものでなく，特殊の局地的のものであつたと信ずる。」

従って，野崎はこの暴落によって大勢が変化したとは考えなかった。

野崎龍七「株式暴落と財界」『東洋経済新報』大正9年3月27日号，12ページ。

同じく同僚記者である安田與四郎も「今日の財界は金融關係から，頗る危殆な状態に陥つてをるが，併し國庫の餘力のあるのと，季節の關係上，急に反動を惹起する慮はない」とこれが反動すなわちバブル崩壊ではないとした。

「金融市場より觀たる我財界の前途(四)」『東洋経済新報』大正9年4月3日号，14ページ。

依然として多い。又勿論羽二重は悪化した、米も崩落した。併し乍ら、生絲や綿絲は依然として、強固に維持してゐる。其他の商品市場も、亦た概して悪くない。尤も工業薬品のみは著しき悪變を傳ふるけれども、併し之れが爲に、未だ何處にも破綻の如き不祥事を起せるを聞かない。」

〔「財界概観」『東洋經濟新報』大正9年3月20日号、2ページ〕

『東洋經濟新報』は、綿糸市場の暴落についても樂觀的な見方をしており、今回の暴落は綿糸輸出規制のような綿糸市場内部から発したのではなく、株式市場暴落のあおりを受けただけで何か悲觀材料が出てきたからではないので、急激な下げは考えられず、引き返しも早いだろうと述べ、この下落が一時的なものとした<sup>32)</sup>。

さらに株価についても、人々は株価が高くなりすぎたから当然の反動が来たと言っているが、確かに本年に入って急激に高くなり、割高になったものもあるが、主要な株式についてみれば反動が起こるべき価格であったかどうかは疑問であり、15日の終値を基準に会社の実質を見れば大いに割安なものが多くあるように思われると述べ、株価は総じて高すぎるわけではなく、株の中には下がりすぎたものがあるとした<sup>33)</sup>。

『九州日報』は、財界は整理期に入ったとしているが、資金はいずれ投資に向かうこと、また仮に不況が到来すれば、総選挙対策として政友会内閣が何らかの財界振興策をとることが予想されるので、今回の反動が永続的なものとは考えないとした<sup>34)</sup>。

さらに同紙は米価の現在の水準は決して高いわけではなく、世界的に見れば物不足状態で賃金の上昇も自然の趨勢であるとし、財界の基礎は堅実であることから、株式及び商品市場の暴落が直ちに財界全般に悪影響を及ぼしたり、一般物価の下落につながるものではないとした<sup>35)</sup>。

32) 「綿絲布市場の今後」『東洋經濟新報』大正9年3月20日号、24ページ。

33) 「會社の實質と諸株の値頃」『東洋經濟新報』大正9年3月20日号、26ページ。

34) 「經濟界の一動搖」『九州日報』大正9年3月19日付。

35) 「地方農村の投機熱」『九州日報』大正9年3月20日付。

『北海タイムス』も今回の反動は日露戦争後の恐慌に比せられるが、今回の場合は大戦景気によって未曾有の富の増加を見た後なので、経済が不況になっても株価・商品価格が惨落することは想像できず、恐慌はある程度に止まって、その間に財界の自然的整理が行われるのであれば、大局の上からはかえって禍いは福となろうと楽観的な見方を示した<sup>36)</sup>。

政友会系の『門司新報』は、原内閣の経済政策を批判することなく、バブル崩壊は自然的現象であると捉え、これにより財界の整理が進むとした。そして財界の不況はいずれ物価の下落を招くが、その間にはいくらかのタイムラグがあるとした<sup>37)</sup>。

同紙は大反動の原因となった日本銀行や市中銀行の引締方針すら「頗る時機に通じたるものにして、事業の整理も物價の調節も、今日の場合是れを外にして他に良法良策はあらず」とまで述べている<sup>38)</sup>。

大反動直後に悲観的な見通しを述べていた『中央新聞』であったが、18日になるとその見通しを楽観的な方向に変える。すなわち同紙は、物資不足は世界的に共通の事実であり、今回の株式暴落は金融の引締りに原因があるが、その金融引締りは好況によるもので、大勢は硬調維持と見るべきであるとして好景気は続くとした。今回の株価下落も高金利によるもので、単に天井を打っただけであり、株価下落がすぐに経済全般や一般物価に影響を与えることはない、地方の資力は頗る充実しているので、財界の基礎は健全であるから、資力のある地方、すなわち農家の行動がこれからを決めるのだとした<sup>39)</sup>。

『大阪朝日新聞』も暴落した株式や綿糸がどのような影響を財界に与えるかは、農家の行動がどう正米や期米市場に影響を与えるかで決まるとし、先行きは警戒すべきであるが、まだ反発の可能性はあるとしたのである<sup>40)</sup>。同

36) 「経済界の變調」『北海タイムス』大正9年3月25日付。

37) 「颱風襲來の兆」『門司新報』大正9年3月19日付。

38) 「銀行業の趨勢」『門司新報』大正9年3月28日付。

39) 「財界前途」『中央新聞』大正9年3月18日付。

40) 「警戒期來る」『大阪朝日新聞』大正9年3月16日付。

紙も農家にはまだ余裕があり、ここから反発が始まると期待していたと考えられる。

しかし肝心の農家も打撃を受けていた。『和歌山新報』は株価の暴落が農家を直撃しているとして次のように報じている。

「以前は株と米とは反比例で、株が高いと米が安く、米が高いと株が安かったものだが、近來に至つては株と米とが正比例の線上を辿つて株の景氣が悪いと直ぐ米に影響して來るといふのは農家が株に手を出し始めた結果である。従つて、米が安いと直ぐ株に響いて來る。今度の株の慘落と殆ど同時に農家も米を吐き出し、加ふるに變質期近に脅威されて米のガタ落ちとなつた。農家が株を澤山持つて懐勘定暖かいにつけ米は賣急がないから米も次第に上るのだが一度株の景氣が悪くなると米を賣出さねばならぬから、急に米も安値を報じるという譯になるのである。」

(『和歌山新報』大正9年3月19日付)

農家も米価と株価の連動の影響を免れることができず、株安は米の供給増を引き起こして米価安を引き起こしたのである。

大反動がどのような結果をもたらすかはすぐには分からなかったことから、『中央新聞』は3月末の時点で「若し此ままに下落すべきものは下落し、淘汰すべきものは淘汰されて核實なる經濟状態(ママ)を見ることともならば、是れ實に我國民の至幸至福である」と述べ、『門司新報』と同じく、あくまでも政友会内閣がとってきた自由放任政策を支持し、景氣の過熱が整理されとしたのである<sup>41)</sup>。

このように大反動直後は多くのマスコミは樂觀的な見通しを述べていたのである。高橋亀吉は、大反動直後のこの樂觀の見通しについて、当時は世界的な物資の欠乏状態は簡単には回復せず、好景氣は続く、たとえ金融が引き締まっても反動は來ないという強い信念が広がっていたので、反動の当初ではこれを一時的なものとして輕視していたと述べている。それが財界全体に

41) 「經濟界の趨勢」『中央新聞』大正9年3月31日付。

広がるにつれて恐慌状態になったというのである<sup>42)</sup>。

前々稿で触れたことであるが、3月初めには多くのマスコミが先行きに対して警戒感を持っていた。それまで反動が来ると色々なところで取りざたしておきながら、本当に反動が来たときに、それを反動と認識することができなかった。まさにバブル認識の難しさがここに表れていると言えよう。

他方、景気の先行きについて悲観的な見方をする識者、マスコミもあった。例えば、武藤山治は、この大反動が第一次大戦時の好況時に正貨蓄積に走った政府の政策に原因があり、折角獲得した正貨を有利な海外投資に振り向けず何ら経済的意義を有しない紙幣増発につなげてしまったと政府の無策を批判した。そしてこれから供給過剰になりわが国の経済界はすこぶる苦境に沈淪すると予想した<sup>43)</sup>。

だが大反動直後に武藤のような悲観的な見通しを示した財界人は少数にとどまり、大方の財界人はこれが一時的な下落にとどまり、狼狽の必要なしと論じたのである<sup>44)</sup>。彼等はいずれ大反動が来ると予想していたが、今回の暴落がその大反動であるとは考えていなかった。輸入の急増に対しても、輸入の多くが綿花などの原材料であり、それはやがて輸出の増加につながるので問題はないとしたのである。

マスコミでは、先に触れた『万朝報』が貿易赤字による正貨減少と事業資金の固定化により、金融は益々逼迫しており、これは恐慌の前兆であるとした。そしてこの状況は日露戦争後のそれとよく似ており、「日露戦争後の恐慌は只40年に於ける経済界の一事變で、事變其のものは再度と歸つて來るものではないが、其の事變を生む原因は、今日に於ても、動かすことの出来ない真理を語つて居る」と述べ、日露戦争後とは状況が異なるとして前途を楽観するものは<sup>ぜいせい</sup>噬臍の悔いを為すであらうとした<sup>45)</sup>。これは先に触れた『北

42) 『財界變動史』248-249 ページ。

43) 「財界變勢乎否乎」(1) 『中外商業新報』大正9年3月17日付。

44) 「財界變勢乎否乎」(1) ~ 「財界變勢乎否乎」(13) 『中外商業新報』大正9年3月17日付~3月29日付。

45) 「經濟界の爛熟」『万朝報』大正9年3月22日付。

海タイムス』とは全く逆の評価であり、このように当時の状況が日露戦争後のそれと似ているかどうかでも見解が分かれていた。

同紙は現在の株の買方は地方筋及び実株受け取りの意志のないマバラ連である一方、売り方は実株を売りつないできた大手筋及び銀行筋で、彼らは少しくらい安値になっても買い戻しはしないため、市況の立ち直りを予期することはできないとした<sup>46)</sup>。

『ダイヤモンド』は、これまでの株価高騰は、都会だけでなく農村を巻き込んだ未曾有の投機ブームの結果であり、このような状態がいつまでも続くはずはなく、今回の株式相場の惨落は反動の到来を告げるものであるとした<sup>47)</sup>。

『北陸毎日新聞』は「頃日の株式暴落は、まだ徹底した現象とは謂へないが、假令一時の引返しを見ても、將來眞の反動期に至るまでの間に於て、猶痛手を蒙るべき現象は來るものと覺悟しなければならない」と述べ、更なる反動がやってくると予想した<sup>48)</sup>。また同紙は対外貿易の逆調化による通貨収縮・物価下落は世界の大勢の結果であり、人為的經濟政策ではいかんともしがたいとしている。

北陸地方の機業は大反動に先立って不況に直面し、生産調整を余儀なくされたところから、それを見ていた同地の新聞が景気の先行きに対して悲観的な見方をするのも当然と考えられる。

確かに3月15日に大暴落したといっても、株価や商品価格はその前から下落を続けており、3月15日の下落幅はそれまでよりも少し大きかったというだけに過ぎないという見方もできた。そしてこの時点では株価や商品価格の下落が一般經濟界に及ぶ、すなわち恐慌が日本經濟全体に広がるという予想は立てられていなかった。

東京株式市場は大反動による混乱のため、16日、17日と休場したが、巨額

46) 「株式市場混惑」『万朝報』大正9年3月24日付。

47) 「株式相場の動揺」『ダイヤモンド』大正9年3月21日号、9ページ。

48) 「暴落の教訓」『北陸毎日新聞』大正9年3月20日付。

の追徴金を救済融資を仰ぐことなく自力で調達し、2日休んだだけで市場を再開している。大阪株式市場は17日は休場したが、商品市場は休場しなかった。

つまりこの時点ではバブル崩壊は始まったばかりであり、その広がりや誰も予見することができなかったことは止むを得なかったというべきであるかもしれない。であるからこそ、この時点で金融梗塞を緩和させることができれば、以後の経済的混乱を防止する可能性も残されていたといえる。

### 政府の対応

前節で見たように、大正9年3月の大反動直後は、これは一時的暴落であるという見方が優勢で、そのためこの暴落に対して政府も何も対策を打たなかった。例えば、暴落直後に神野大蔵事務次官は次のように述べている。

「過般の株式大暴落は經濟界の一大變調を語るものなるが如きも財界の膨脹又非常の勢ひを呈せる折柄、神經過敏なる株式市場の時々意外の波瀾を捲起するは已むを得ざる所にして、斯る波瀾は結局落付く所へ落付かしむる外致方なかるべく、而して世界財界は今や戦後の過渡期に際會せること、て今後尚幾多の波瀾を免れざらんも財界好況の大勢は當分尚繼續するなるべし。又今回の株式暴落に附し日銀をして嘗て獨逸の購和を提議せし當時と同様何等かの救済を講ぜしむる必要なく、政府は救済に關して何等考慮せる所なし」

（「暴落觀」『中外商業新報』大正9年3月17日付）

つまり株価暴落は一種の調整局面であり、財界の好況は当分続くと予想されるので、大正5年12月に起こったドイツの講和という風説による株価暴落時と同じく救済措置を講じる必要はないとしたのである。

株価大暴落後、市場で混乱が続いても政府はこれが本格的な反動の到来とは捉えようとしなかった。3月20日付の『門司新報』には大蔵当局の談話として、今回の暴落は「風聲鶴唳に驚き易き定期市場が所謂政府日銀の金融緊縮方針なる者の聲に驚き、一時の暴落を見しに外ならざるべき」と単なる政

府日銀の金融緊縮方針の風説に惑わされたことによって生じたものと片付けている。そして今回の暴落の原因として政府が為替銀行に正貨の譲渡を中止したことにあるという説に対して、政府が中止したことはなく、ただみだりに為替銀行の要求に応じていないだけで必要な場合には正貨譲渡を拒否することはないと弁明に努めている<sup>49)</sup>。

3月15日の株式市場での瓦落を契機に諸商品の価格が下落に転じたにも拘わらず、政府は価格高騰対策を続けた。既に綿糸価格抑制のために太番手の綿糸輸出に対しては輸出制限を課していたが、これに加えて42番手以下の中番手の綿糸に対しても輸出許可を制限する方針を決定した<sup>50)</sup>。大反動到来後に、さらに細番手の綿糸についても価格の動向によっては輸出制限を行う意向を示したのである。まさに経済政策に於ける時間的ラグが起こっていたのであった。

もともと前年の11月に実施された綿糸の輸出制限であるが、その時点で綿糸の輸出はピークを越え、漸減していた。すなわち大正8年上半期の綿糸輸出は最高が1月の30,288 梱、最低が6月の20,779 梱と月平均2万梱を超えていた。しかし輸出制限が実施された11月は12,097 梱とピーク時の半分以下であり<sup>51)</sup>、この時点で輸出制限をかけることにどれだけ意味があったか疑問である。加えて9年2月の輸出は16,177 梱と増加しており、輸出制限に効果がなかったことも確かである。そしてバブルが弾けた後に輸出規制を強化するというのであるからナンセンスも甚だしいと言えるだろう。

政府が綿糸の輸出制限政策を転換するのは4月27日であった<sup>52)</sup>。3月15日

49) 「恐慌来るに非ず」『門司新報』大正9年3月20日付。

50) 「中糸輸出制限」『中外商業新報』大正9年3月25日付。

51) 「綿糸前途樂悲乎」『中央新聞』大正9年3月6日付。

52) 同日付けで以下のような輸出禁止緩和令が出されている。

「曩ニ農商務省令ヲ以テ綿織糸ノ輸出ヲ取締リ二十番手以下ノ太番ハ省令公布後ノ契約品ニ対シ輸出ヲ許可セザリシガ、四月二十七日以後ノ同番手以下新規約定品ニ対シテハ審議ノ上適宜輸出ヲ許可スルコトアル可キヲ以テ契約品タルコトヲ立証スルニ足ル書類ヲ取揃ヘテ添付出願セシム可シ」

田附政治郎前掲書、257 ページ。

の大反動により綿糸・綿布の在庫は急増し、綿糸製造に於ては5月10日には1ヶ月6昼夜（1割）の操業短縮が始まった<sup>53)</sup>。つまり操業短縮が始まる直前まで綿糸の輸出制限がかけられていたことになる。

この時点で政府の景気認識は非常に甘かったと言うべきである。マスコミは政友会内閣は選挙を控えて財界救済に乗り出すと観測していたが、政府の対応は遅かった。もちろんマスコミ自体も当初諸相場の暴落を軽視し、これを一種の調整局面と見ていたことはすでに述べた通りである。それほどに国民全体がバブルの熱狂に舞い上がっていたのである。

### 小括

前稿及び前々稿で述べたように、バブルの進行によって一方では空前の好景気となり、物価は上昇し、それに伴い株価・商品価格も暴騰を続け、それを見越して投機は盛んになり、それがさらに価格上昇を誘い、米価・糸価の上昇により農家は思わぬ資金を手にし、それを投機に投じるとともに米の売り惜しみをすることでさらに株価・米価を押し上げていた。投機資金は、株式、期米、綿糸、生糸といった諸市場を回転し、さらには麻袋やモスリン、麦粉、砂糖といった従来先物取引が存在しなかった商品にも先物投機が行われるようになった。当時の日銀総裁であった井上準之助も後日、ガニバックと呼ばれる麻袋に投機が行われ、年間需要が1400万枚しかないガニバックが1日に800万枚から1000万枚も取引されていたと述べている<sup>54)</sup>。地価も上昇し不動産取引も盛んになっていた。

このような投機過熱の結果、株式会社の新設・増資が盛んに行われ、発起人たちは巨額のプレミアムを受け取り、労せずして巨額の所得を手に入れた。そして株式を購入した人々はそれを転売することでやはり大きな利益を得ていたのである。これがさらに新設・増資ブームに拍車をかけることにな

53) 庄司乙吉『紡績操業短縮史』日本綿業倶楽部、昭和5年、365ページ。

54) 井上準之助『戦後に於ける我國の經濟及び金融』井上準之助論叢編纂会編『井上準之助〔1〕論叢一』明治百年史叢書、原書房、昭和57年、33ページ。

り、大正9年3月の事業計画資本額は11億4800万円にも達していたことはすでに述べたとおりである。これはバブルに沸いた前年の年間額40億6800万円の28%に相当する（前々稿表I参照）。わずか1ヵ月でこれだけの新設・増資が計画されていたのである。ちなみに大正9年1月から4月の事業計画資本額累計は37億2000万円であり、4ヶ月で前年1年分にはほぼ匹敵する新設・増資が行われようとしていたことになる。正に異様な過熱ぶりであり、これにより巨額の資金需要が発生することになった。

だが好景気を背景とする輸入増加により、大戦中に計上していた巨額な貿易黒字は一転して赤字となった。バブルに沸いた大正8年には通年で7400万円余の赤字となったが、大正9年になると赤字幅が拡大し、3月には1ヶ月間で1億3546万円という大幅な入超となった。

この急激な貿易収支の変化は外国為替銀行の資金ポジションに大きな影響を与えた。それまで巨額の黒字の結果、ポンドやドルの買持、すなわち外貨預金の処理に困っていたのが、アメリカの金輸出解禁により金現送が可能となって、政府に正貨を売って外国為替貸付金を返済していたところ、急転直下、外貨の不足に直面したのである。そして外貨を調達するための資金に窮した外国為替銀行はさかんにコール市場から資金を調達し始めたのである。国内外の要因により金融状況は異常な引締りとなった。それが金融梗塞と呼ばれるもので、投機家の資金繰りが急速に悪化していく。

他方で、投機資金の供給源であった農家も、肥料その他の資金需要が発生するようになり、また米の変質期にかかってきたため、それまで米を売り惜しんでいたが一転して米を売り始めるようになる。農家のもう一つの主要産物である生糸も大正9年1月下旬に最高値をつけた後下落を始めており、絹製品の生産過剰も明らかになっていた。米や生糸といった実需のところで需給状態に変化が現れていたのである。

このように3月に入ると、投機はまだ過熱していたものの、いつ崩壊してもおかしくないような状況にあったのである。それが暴露されたのが3月15日の大反動である。

だが大反動の直接の引き金を引いたのは日銀による貸出制限であったと考えられる。日銀はそれまでも引き締め政策を維持しており、日銀の金利引き上げは何度も観測されていた。しかし結局日銀は前年の11月に金利を引き上げたままで、それ以上の金利引き上げは行わなかった。これには恐らく政治的な圧力がかかっていたと見ることができる。そこで日銀は金利引き上げに代わって量的な規制である貸出制限に踏み切ったと考えられる。しかしそれは予想以上の効果をもたらしたのである。

量的な直接規制は金利のような価格調整よりも場合によってはドラスティックな効果をもたらすことがある。それは時として思わぬ社会的争乱を引き起こす場合もある。米騒動がそうである。米騒動は米価高騰が直接の原因であるかのように思われているが、それならば米価は大正バブル全盛期には米騒動期よりも高騰していた。しかし米騒動のような騒乱は起こっていない。米騒動の直接的な原因は政府による米先物市場介入による米の品不足にあったと考えた方がよい。だからこそ原内閣は外米の輸入を促進して、米の供給量を確保しようとしたのである。

『東京株式取引所五十年史』は、3月15日の株価暴落のため2日間市場が休場した後の東京株式市場の状況を次のように書いている。

「3月18日、立會を開始したるが、賣方の利喰買物もありて相場は反動高を示したるも、其の後は一昂一低の波瀾を畫き、25日に於ては諸株崩落して本所株366圓50錢、同新株367圓10錢を示し、27日の納會には本所株397圓50錢、同新株395圓90錢に反撥した。斯くの如くして同月の當限受渡株數79萬8240株、此の代金9727萬4460圓、一株平均直段は最高直段の前月に比し15圓10錢方低落して121圓86錢なりしが、懸念されたる3月限受渡も、無事、終了することを得たり。」

(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、380-381ページ)

株式市場は3月末になるとやや回復基調を示すようになった。商品市場では期米は低落が続けていたが、綿糸は保合状態となり、生糸は値を戻してい

た<sup>55)</sup>。

3月15日に起こった株価崩落後株価は、一時的に戻り高となり、市場の混乱は一段落を告げたように見えた。すでに見たように、3月末には『門司新報』や『中央新聞』は株価や商品価格の反落により、物価問題は解決され、財界整理が進捗すると評価したのである。しかしそれは嵐の前の静けさに過ぎなかった。バブル崩壊が本格化したのは4月に入ってからである。

(もちづき・かずひこ／経済学部教授／2012年5月11日受理)

---

55) 『中外商業新報』大正9年3月29日付。

## On the Causes of “Daihando” in March 1920

MOCHIZUKI Kazuhiko

On 15th March 1920, the prices of stocks and commodities fell dramatically. That great fall was named “Daihando”. As has been said in previous papers, a credit squeeze was brought by the domestic and external factors. The former is money fixation in the banking sector which deprived banks of capability to lend money. The latter is money shrink caused by the deficit of international trade.

The credit squeeze caused Daihando in two ways, that is, (1) by the credit squeeze the interest rate was higher than a dividend yield of stocks so that it got irrational to invest in stocks, (2) many speculators bought stocks and commodities by borrowing money from banks, but by the credit squeeze the banks refused to lend money to the speculators, so that they had to sell their stocks and commodities if the market of stocks or any commodities had faced the turmoil. The market situation as a whole was so vulnerable to the external or internal shocks through this interlinkage between markets.

The price fall began first in the future rice market on 10 th March. Then it spread to other market including stock market with panic sales. On 15 th March the great price fall came out in the stock market.

The credit squeeze was a result of the lending restriction of the BOJ. The BOJ took the tight money policies since October 1919, but they had no effect on the bubble ballooning. So instead of rising the discount rates which was politically difficult, the BOJ tried to restrict lending to the banks. This caused the credit squeeze which led the collapse of bubble.