

政府の救済策と市場動揺の収束（Ⅲ）¹⁾

望 月 和 彦

はじめに

前稿「動揺の収束」(Ⅱ)で述べたように、高橋亀吉は大正バブル崩壊に

1) 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。必要に応じてルビを加えたところもある。引用文中〔 〕は引用者による補足である。

本稿及び一連の論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。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」

日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』第3巻、日本銀行、昭和58年→『日本銀行百年史』第3巻

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』

横浜市編『横浜市史』第5巻上、横浜市、昭和46年→『横浜市史』

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。

『東京経済雑誌』及び『銀行通信録』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。

ここで「動揺の収束」(Ⅰ)というのは、拙稿「政府の救済と市場動揺の収束」(Ⅰ)『桃山学院大学経済経営論集』第58巻第4号、平成29年3月を、

「動揺の収束」(Ⅱ)というのは、拙稿「政府の救済と市場動揺の収束」(Ⅱ)『桃山学院大学経済経営論集』第61巻第2号、令和元年10月を、

「破綻と崩壊」(Ⅰ)というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」(Ⅰ)『桃山学院大学経済経営論集』第55巻第1・2号、平成25年10月を、

「破綻と崩壊」(Ⅱ)というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」(Ⅱ)『桃山学院大学経済経営論集』第55巻第3号、平成26年2月を、

「破綻と崩壊」(Ⅲ)というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」(Ⅲ)『桃山学院大学経済経営論集』第55巻第4号、平成26年3月を、

キーワード：大正バブル崩壊、日本興業銀行、日本銀行、救済融資、限外発行消滅

よる経済的混乱は一先ず大正9年6月頃には収まったとしている。

しかしそれは結果論であって、前稿で見たように、6月16日の東京株式市場では立ち会いの停止が検討され、停止にはならなかったものの、場の途中で乱手を振る者があり立ち会い中止に追い込まれそうになる。だが一部の仲買人による立ち会い中止の試みは挫折し、市場はそのまま立ち会いを続け、前場は暴落したものの、後場は反発する。こうして株式市場は大正バブル崩壊による市場動揺の最後の局面を乗り切ったのである。その後、各市場はしばらく回復に向かう。ここでようやく各市場は底なしの暴落局面から脱出することができた。

7月には当面の危機は乗り切り、金融の緩慢状態がやってきたが、不況は続くという状態になっていた。

前稿「動揺の収束」(Ⅱ)では各市場の動向を新聞・雑誌記事から事実在即して概観したが、本稿ではこれらの市場の動きについてのマスコミの評価と政策提言について見ていくことにする。

マスコミの論調

大正9年5月下旬以降のマスコミの状況認識についてみると、七十四銀行が破綻した当日の『読売新聞』は経済状態の急変について次のように述べている。

「僅1、2ヶ月以前までは、到る處に於て、諸商品供給不足の聲を聴かざるはなかりき。米、麥、豆類等の主要食料品は勿論、味噌醬油も、食鹽も砂糖も悉く不足し、綿糸綿布毛織物其他の如き生活必需品も、セメント、煉瓦木材等の如き建築材料も、總て缺乏し、外國より急に輸入するか、否^{しか}らざれば内地に於て大に生産

「破綻と崩壊」(Ⅳ)というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」(Ⅳ)『桃山学院大学経済経営論集』第56巻第1号、平成26年11月を、
「破綻と崩壊」(Ⅴ)というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」(Ⅴ)『桃山学院大学経済経営論集』第56巻第4号、平成27年3月のことをそれぞれ言う。

を奨励し、以て之れが供給増加を圖るの必要ありと信ぜられたりき。現に高橋藏相の飽くまで通貨収縮に反対したるが如きも、畢竟其結果内地の産業を衰微に導き、生産増加の勢を頓挫せしむべきを懸念したるが爲に外ならざりき。彼等は實に今春1、2月頃までも斯く信じ、斯く主張し來りたるなり。然るに爾來僅に1兩月間にして、形勢は急轉し、今や何れの方面に於ても供給過多、生産過剰の聲を聞かざるはなし。砂糖の如きは今尚供給不足を訴へられ、其相場は益々騰貴する一方なりと雖も、其他の諸商品は、到る處在庫品堆積し、何れも供給過多と相場暴落の聲を聞かざるはなし。就中綿糸綿布の如き、人造肥料の如き、若くは生糸絹織物類の如き、今や生産過多を唱へ、操業時間を短縮して、之が供給に人為的制限を加ふるの必要ありといふに至る。吾人の實に僅の期間に於ける經濟上の事情の急變に一驚を喫せざるを得ざる也。」

（「株式其他の救済運動」『読売新聞』大正9年5月24日付）

バブル崩壊に伴い、慢性的供給不足から全般的な供給過剰へ、まさに『東洋經濟新報』がいうように「真昼と思っていたら突然真夜中になった」ような急激な大変化に見舞われたのであった。当時の人びとにとって余りにも突然の状況変化に大いに戸惑ったであろうことは想像に難くない。七十四銀行が破綻したのは、3月15日にバブル崩壊が始まってまだ2ヵ月ほどしか経っていない時点であった。それまでに既に多くの中小銀行が破綻し、休業状態に陥っていたほか、株式市場を始めとする諸市場もしばしば休場を余儀なくされていた。そのため信用が突然供与されなくなり、恐慌状態が拡大し、さらなる破綻を招いていたのである。

『読売新聞』のこの記事では經濟界というのは極端に走りやすいものであり、好況時には供給不足となり、不況時には供給過多に陥るのであって、現在の供給過多もいずれは解消するという見方をしている。

『中央新聞』は株式市場や商品市場の下落が止まらない6月初めにおいても經濟は恐慌状態ではないと主張した。同紙は恐慌と認定するには生産過剰と信用の収縮という事実が必要であるが、前者の生産過剰については、世界

的な物資不足は依然続いているので生産過剰に陥ることはない²⁾。また後者の信用収縮については、正貨保有高、兌換券発行高、預金高のいずれを見ても信用収縮が起きているほどには正貨は減少しておらず、兌換券や預金高は増加している。

そこで同紙は投機の行き過ぎと同時に決済資金の欠乏となり、貿易入超による恐怖となり、それが信用の破壊につながったことから、今回の財界動揺は真の恐慌ではなく一時的恐慌状態もしくは一種変則的な恐慌ともいうべきもので、適切な救済措置がなされて人心の安定を得られれば早晩常態に復帰するであろうと述べている³⁾。つまりこの恐慌は実体的なものではなく心理的なものに過ぎないというのである。そこで人々が心理的に安定すればすぐにでも正常な状態に戻るとした。

そのため同紙はバブル期に計画された企業の新設増資についても将来の生産力拡大のために政府は援助を与えるべきだとする。さらに金融梗塞を緩和するために日本銀行の「公債準備保証」の拡大を主張している。現在の保証準備額は日清戦争時の1億2000万円に止まっており、現在の経済状況に合っていないというのである。つまり日本銀行の公債購入を拡大してマネーサプライを増加させようとしたのである⁴⁾。これは後に触れる政友会の救済策と同じ考え方であった。

『九州日報』は今回の経済的混乱を動機として7月から9月までの3ヵ月間は財界の整理時期に入り、物価の下落と失業者の増加による消費減少によって10月以降2、3年間はいわゆる不景気時代に転換すると予想した⁵⁾。

しかし他方で同紙は金融界の現況は一時的恐慌であって真の恐慌ではないとした。その理由として(1)生産過剰及び(2)準備率低下による信用収縮が見られないことに加えて、(3)世界的には物資の欠乏状態が続いており、

2) 「恐慌の素質なし」(1)『中央新聞』大正9年6月5日付。

3) 「恐慌の素質なし」(2)『中央新聞』大正9年6月6日付。

4) 「財界救済」『中央新聞』大正9年6月11日付。後に犬養内閣の蔵相として高橋は日銀の限外発行枠を増やしてマネーサプライを増やす政策をとる。

5) 「財界の前途如何」『九州日報』大正9年6月24日付。

実際に信用の収縮は起きておらず、その証左に郵便貯金や銀行預金は増加しており、公債の売れ行きも良好であることを挙げた。

この一時的恐慌の原因は投機思惑の行き過ぎによる決済不能と信用破壊であり、いうならば財界膨張が余りに急速だったためにその反動が来たただけだということである。これに対して日銀が財界救済資金を大量に供給していることから、これが兌換券増加となり信用増加につながっていけばやがて財界は安定するだろうと述べている⁶⁾。これは『中央新聞』の見解と同じであり、先に触れた同紙6月24日付の見通しと矛盾する。この楽観論は株式欄に掲載されており、株式担当者の見方が現れているのだと考えられる。

当時財界を襲っていたバブル崩壊が一時的なものか、構造的なものかで見解の相違が見られた。そこには分析能力の限界とともに自らの利害関係も反映されていたとも考えられる。

綿糸で見られた莫大な在庫の積み上がりを見ても依然世界的な供給不足であると主張するマスコミもあった。デフレであれば必然的に生産過剰が伴うはずだが、それ以前のバブル景気に引きずられていたために状況変化を正しく認識できなかったのである。

デフレの進行という危機的状況の中で銀行の貸し渋りを容認するような意見もあった。

「銀行の緊縮的態度は其自衛の必要に基くものにして、多年の放漫なる營業方針が今日の結果を生じたるものとせば、財界の各方面に於ても自然の數として之を諦めざる可からず。銀行の警戒嚴重なれば物資の生産販賣に従事するものは概して不如意を感じ可しと雖も、下落す可き物價が下落し、整理す可き事業が整理せられ、淘汰せらる可き不健全なる分子が淘汰せられて財界の安定を得るときは金融も自ら緩和せられ、景氣も徐々に回復す可きを以て一時の不利不便は生産者販賣者に於ても甘んじて之を忍ばざる可からず。」

（「緊急已むを得ず」『時事新報』大正9年6月13日付）

6) 「財界の前途」『九州日報』大正9年6月29日付。

同紙は「破綻と崩壊」(Ⅲ)でも述べたように、恐慌初期には政府による銀行及び株式の救済を説き、その後金融政策として金利引上げ、銀行による自力救済を主張していたが、この時点でも日銀が低利で積極的に救済資金を放出しようとする一般銀行が再び放漫な営業方針になる恐れがあると述べて日銀による救済資金供給に反対し、銀行貸出が減少して不況がひどくなくてもそれは甘受すべきという立場を堅持していた。あくまでも市場メカニズムに調整を委ね、自然淘汰を待つべきだというのである。この期に及んでもまだバブルの再来を恐れていたのである。

バブル崩壊後の不況を一層深刻化したのはいわゆる金融梗塞であったが、その金融梗塞について『国民新聞』は『中央新聞』と同じく、金融梗塞というのは資金の欠乏をいうのではなく信用の破壊であって、それはあくまでも心理上のことであり、物質上のことではなく、人びとの心理状態が改善すれば急速に金融梗塞も解決されると主張した。

つまり投機取引の清算が行われ、泡沫会社の始末がつけば金融梗塞は自ずから解消するというのである⁷⁾。これも一種の自由放任政策の主張であるが、金融梗塞状態に対して先行き楽観的な見方が出てきたとも読める。この記事が出た時点では株式市場を始めとして諸市場の危機的状況は去っており、諸市場は回復へ向かっていた。

公債市場の活況に示されるように⁸⁾、他方で資金が余っているなかで不況が続く状況に対して東京瓦斯会社社長の石渡敏一は、資金は金融業者の所に死蔵されており、人氣が腐敗畏縮しているため資金の放出がなされていない、そこでこの沈滞している空気を一新するため人氣作興が必要であるとした。石渡のいう人氣作興策とは当時計画されていた帝国鉄道電力株式会社設立であった⁹⁾。

7) 「金融梗塞」『国民新聞』大正9年6月24日付。

8) 「動搖の収束」(Ⅰ) 参照。

9) 「財界の前途觀測」(23)『中外商業新報』大正9年7月14日付。

この帝国鉄道電力株式会社は国有鉄道に電力を供給するために設立しようとしたもので、資本金1億円のうち5000万円を政府から出資するというものであった。「電力会社法案」『時事新報』大正9年7月11日付。【神戸大学経済経営研究所

先の『中央新聞』と正反対の主張をしたのが『大阪毎日新聞』である。同紙は『中央新聞』とは逆に金融梗塞は財界悪化の結果であって原因ではないとした。従って、金融の緩和によって財界悪化を改善することはできないというのである。

では財界悪化の真因は何かというと、世界的不景気であるというのが同紙の見解であった。原因は実物にあるというのである。この点で世界的な物資不足は続いているとする『中央新聞』と見方が正反対になっている。だがその世界的不景気もたらす財界悪化に対する処方箋は同紙には示されていない。ただ政府・日銀の金融緩和策はこれから本格化する世界的不景気に対応できないというだけに止まっている¹⁰⁾。

むしろ同紙は財界動揺による物価下落を戦争によって生じた所得分配の不平等を是正するプロセスであるとした。物価下落により戦時利得を得た者はその利得を失い、戦時利得を得ていない者は物価下落による利益を受けているというのである。そして同紙は「一般國民が物價の爲に其生計を脅されぬ點に達するまで之を調節せねばならぬ」と政府に対して一層の物価調節を求めたのである¹¹⁾。同紙は物価が下落すれば輸出も回復し不況も収束するとした。これは金本位制下の正統派の議論と同じである。その意味で同紙も自由放任を主張していた。

『東洋経済新報』も産業救済だけでは不足で、信用の安定を回復させるには銀行も救済しなければならず、そのためには政府は公債の償還を図るべきであると主張した¹²⁾。

このような見通しの下で同誌は所得税増税に反対したほか、3億806万9千円に上る公債募集計画にも反対した。不況の折にこれだけ多額の公債を発行して資金を調達することはできないとしたのである¹³⁾。しかし実際にはり

新聞記事文庫による】

10) 「財界緩和は金のみで出来ない」『大阪毎日新聞』大正9年6月1日付。

11) 「物價調節の急務」『大阪毎日新聞』大正9年6月17日付。

12) 「財界概観」『東洋経済新報』大正9年6月5日号。

13) 「財政に此の缺陷あり」『東洋経済新報』大正9年7月17日号。

これと同じ議論を第42帝国議会で浜口雄幸が行っていたことは、拙論「大正9

スクを回避する銀行が資金の安全な運用先として公債投資を増やしていたことは「動揺の収束」(I)で述べた通りである。

銀行救済の裏には金融梗塞を解決しなければ不況から脱出できないという考え方があるものと思われる。そのため政府による銀行保有公債の買い上げの主張が出されたのであろう。しかし政府は公債の償還を行うような態度と公債の新規発行の中止ができないような態度を同時に取っており、煮え切らないと批判した。金融緩和のために公債を買い入れてマネーサプライを増やすというのは『中央新聞』と同じ考え方である。

これに対して『門司新報』は財界救済のための通貨膨張はやがては信用の拡大となり、バブルの再来となることを懸念した¹⁴⁾。また同紙は公債の現金償還による金融緩和策について、それが有効でないとする土方興銀総裁の談話を掲載している。土方は一律の現金償還よりも、資金の必要な人間に対して公債の買入償還をした方が有効であるとした¹⁵⁾。選択的貸付は後日、興業銀行自身が政府・日銀の支援の下で実行することになる(後述)。

『読売新聞』は不況対策として政府の新規募債による事業の中止を求めた。公債募集による資金の吸収を止めれば金融梗塞が緩和されるというのである。人びとが経済界の前途を悲観する原因に政府の公債政策がある¹⁶⁾。これは公債発行によるマネーサプライの減少を止めるという考え方であり、公債買い入れによるマネーサプライの増加と対の考え方である。

これについては「動揺の収束」(I)で述べたように市中金利の低下とともにリスクの少ない公債に対する需要は増大していた。金融機関は資金の運用先に困っており、金利の低い公債やスタンプ手形を喜んで買い入れていたのである。リスクのある事業資金の供給は止まっており、それが金融梗塞と認識されていたが、他面では資金は余っていたということができる。

年1-2月期におけるバブル経済」(II)『桃山学院大学経済経営論集』第52巻第2号、平成22年10月で触れたとおりである。

14) 「通貨膨張を惧る」『門司新報』大正9年6月2日付。

15) 「財界の救済方法」『門司新報』大正9年6月3日付。

16) 「有効なる財界救済策」『読売新聞』大正9年6月21日付。

またこのような議論は資金の吸収面しか見ておらず、撒布面は考慮されていない。公債の募集の背後には事業計画があり、財政支出を伴うことは現在では常識であり、当時でも公債で集められた資金はいずれ撒布されることは知られていたが、このような物事の片面しか見ないような議論が横行していた。

また「動揺の収束」（Ⅰ）の冒頭で述べたように、不況下にも拘わらず、世界の大勢は金利引上げであり、金利を引き下げるように求める主張はどこにも見られなかった。

その考え方の一例として、堀江帰一慶大教授の所論を挙げる。彼は利下げの効果について以下のように述べている。

「然し今日日本銀行が金利を引下げたとして、如何なる結果を生じるであらうか。数月來の金融梗塞の爲めに、世間では随分皆資金の供給に窮して居る者がある。一旦日銀の金利が引下げられ、市中諸銀行亦之に依頼して金利を引下げ、金融上の方便を取引先に向つて、自由にしたならば、商工業者は恰も堤の決せられた時と同じ勢を以て、諸銀行に殺到して、資金の融通を求めるのに、相違ないのである。此場合に諸銀行が1年なり、2年なりの永きに互つて、同様の金利歩合で、資金に對する需要に應ずることが出来たならば、自ら産業を振興し、景氣を挽回する一助と爲るかも知れないが、今日諸銀行の實力を以つてしたならば、斯る事を期するのは、甚だ困難であつて、彼等は少しばかりの資金需要に接したならば、忽にして之に應じ切れず、金利引上の已むを得ざること、爲るのである。」
(堀江帰一「不自然なる日本銀行利下説を排して恐慌再襲の危険を説く」『中央公論』大正9年12月号、26-27ページ)

つまり金利引き下げにより事業家は銀行から資金を借り入れ、それが長期にわたれば景氣回復の一助となるだろうが、銀行には資金を長期にわたって貸し出す余力はなく、すぐに金利は引き上げられるとする。ここでは銀行の手許資金しか考慮されておらず、中央銀行からの資金供給の可能性が排除されている。

では景気回復策としてどのようなことをすべきであるのか、堀江は次のように主張する。

「恐慌後金融が梗塞して、生産過剰の時代から澤山の物資を持越して居つた者が持切れなく爲つて、物資の投賣りをするので、物價に低落を來すことの如き、物價が低落した爲めに、其騰貴時代に、算盤を持つて、仕事に着手した事業家は何れも收支の均衡を失つて、事業を廢棄しなければならないことゝ爲るが如き、斯くて堅實な事業だけが残つて、下落した物價を基礎として事業を立て直すことの如き、一方に物價が低落し、他の一方に不健全な事業の倒れた結果として、資金に對する需要が減少して、金融緩和の曙光を生じることの如き、即ち經濟社會の整理されたる所以であつて、斯く整理が順當に行はれるので、此處に始めて好景氣の再來を期すことが出来る。要するに金融の緩和——或る期間繼續して渝らない緩和が好景氣恢復の必要條件であつて、而して金融の永續性を有する緩和を得やうとするには、物價が其ドン底まで下落した時を待たなければならない。」

(堀江帰一同論文, 28 ページ)

持続可能な金融緩和は物価下落・事業整理の後でなければならないというのである。そして生産者としては「好景氣時代に行はれた浮華輕佻の考を去り、冗費を省き、生産費を低廉にし、貯藏に屬する物資は早く之を處分し、新しき基礎に立つて、生産に従ふ」ことが求められる。そしてその結果、「或は商品の價格を賣崩すとか、使用人を解雇して、失業者を増すとか云ふやうな非難を生じるかも知れない。然しそれは不景氣時代に於ける已むを得ざる犠牲であつて、此程度の犠牲を拂へばこそ、他日の好景氣を迎へることも出来るし、又恐慌の再襲を回避することも出来るのである」というのである¹⁷⁾。

このロジック自体は現代のミクロ経済学の需給調整と同じであり、構造改革を行うことにより不況から脱出せよということと同じである。これは本節

17) 堀江帰一 同論文, 31 ページ。

で取り上げた多くのマスコミの自由放任の主張とも共通している。ただし堀江はこれ以上の日銀の金利引上げは主張していない。

他方、『東洋経済新報』は物価下落の原因について次のように述べている。

「物價の崩落、恐慌襲來の原因は、勿論種々あらう。戰時戰後に互れる物價の奔騰の爲に、意外の邊に意外なる投機思惑の行過ぎもあつたらう。金融の緊迫に對して、銀行（特に我國の）が無用の恐怖に驅られたことも、勿論ある。併し乍ら、昨年の秋季から此方、金融が次第に緊迫に轉じ、又た物價の低落を惹起したる、根本原因が、金の輸出禁止の解除、金に對する貨幣用としての需要再興、而して金價の回復の騰貴にありとすれば、物價は、金價の回復の騰貴の停止點に達するまでは、其低落を今後に續けねばならぬ。而して金價の騰貴の停止點は、既に来れりや、尚今後に来るべきかは、容易に知り得ぬけれども、今日の如く金利が尚ほ騰貴の趨勢にある間は、其の停止點に達せざることは申す迄もない。」

（「金價の騰貴」『東洋経済新報』大正9年6月5日号）

この時点で日本は金本位に復帰していた訳ではないが、アメリカなどいくつかの列強は金本位制に戻っていた。同誌は主要国の金本位制復帰により金需要が増加し、その結果として金価格が上昇したというのである。同誌のいう金価格の上昇とは銀に対するものと考えられる。

金価格の上昇は金融システムに対して金融抑圧の効果を持つと共に、銀貨国に対しては自国為替の上昇（円高）となり、輸出にも悪影響を与えることになる。金価格上昇のもとで貿易収支を均衡させるためには物価を下げねばならない。現下の物価下落の原因はこのような金価格の上昇にあると同誌は主張した。いうならば現在の状況は、第一次世界大戦の異常な景気、輸出急増による巨額の貿易黒字による景気の調整過程にあるということなのである。

同誌は今回の恐慌と日露戦争後の恐慌を比較している。日露戦争後の恐慌の特徴として、まず株価から下落が始まり、それが一般物価に及ぶまで相当の時日が経過していたことが挙げられる。株価の下落が明治40年1月に始

まり底入れが5月から6月であったのに対し、物価の下落は同年10月以降から7~10ヵ月に及んだ。これが前者にも影響を与え、株価はさらに緩慢ながら下落した。さらに日露戦後の恐慌では貿易赤字が今回ほど急激に来なかった。

これに対して今回の恐慌の場合には、諸物価の崩落が株価の崩落と同時に起こった。そして輸入が急速に増加したことが特徴的である。そのため恐慌が財界に与えた打撃や混乱も激烈なものにならざるを得なかった¹⁸⁾。

同誌はこの時点で財界はいわゆる恐慌期を脱して不景気時代に入ったと述べている。同誌のいう不景気時代とは供給調整の時代であり、過剰な生産設備を整理するまでの苦難の時代を意味した。世の中には世界的な供給不足が続く、現在の生産調整が一段落すれば再び景気は回復するという楽観論があるが、同誌は景気の悪化は世界的現象であり、これがわが国の輸出に重大な影響を与えること、その輸出で重要な位置を占める織物市場が今回の財界動揺で大きな打撃を被ったことを挙げて今回の不況は長期化すると予想している。理論的にはこの不景気時代に物価はその最低点に達するという。このように同誌は金本位制のメカニズムの観点から長期的な物価下落を支持しており、そこから生じる長期的不況は甘受せよと主張した¹⁹⁾。

そして財界救済策には主として三つあるとする。すなわち、

- (1) 商工業者が連合して、破綻した供給の調節機能の復活を計ること、
- (2) 政府の財政的圧迫を軽減すること、
- (3) 公債を償還して民間に固定している資力を活発化することである。

そのうちの(1)については既に民間部門で努力が行われているので、未実行のまま残されているのが、(2)と(3)である。

これらは政府の財政上の政策に待たねばならないが、より具体的には

- (1) 急々にシベリアから撤兵すること、

18) 「今回と日露戦後の恐慌」(上)『東洋経済新報』大正9年7月3日号、10ページ。

19) 「財界概観」『東洋経済新報』大正9年7月10日号、1ページ。

- (2) 軍備拡張を延期すること、
- (3) 増税案の提出は暫く見合わせる事、
- (4) 公債募集計画を中止すること、
- (5) 公債の償還を行うことの5つであった²⁰⁾。

原内閣の所得税増税の根拠が軍備増強であったことから、まず軍備拡張を延期して増税も延期せよというのである。

また同誌は、単に株価や物価が暴落しただけでは真の財界の状況の転換にはならない。さらに一步を進めて、賃金の低下まで行かなければ徹底したものという事はできない。もし価格の崩落が商品に止まり、賃金に及ばなければ、事業の生産状況は悪化するだけで改善されないことから財界が悲観の見通しから脱却するためには、賃金の低下が必要となるとした。しかし現実には賃金は低下しておらず財界の大局上の状況は依然として不安定であるとした²¹⁾。これは貿易収支の不均衡を賃金を含んだ物価水準の低下によって調整するという金本位制下の均衡回復メカニズムそのものである。

他方、経済状況とはかけ離れた記事もあった。例えば、株式市場と商品市場で暴落が起きていた6月16日に金融市場は落ち着きを取り戻しつつあるという論評が現れている。

「而して總預金の減少する率に對し總貸出の減率は比較的少きものにして、然も一方金銀在高即ち手許資金が非常に減じたるは銀行の内容漸く整備され落付きたるかの觀あり。曩に徒に貸出を嚴戒して手許資金の潤澤を圖りたるものが今や預金の減少するにも拘はず一方貸出の増加を見るものは、蓋し内容の整理と同時に漸次貸出緩和の緒に就かんとするものなるべく、只定期預金の減少率著しきものあれど此は一面に於て貸出警戒の聲により預金者の之を引出して融通したるものあれば、是等は銀行の警戒緩和と同時に増加することは疑を容れず。」

（「金融市場緩和傾向」『中央新聞』大正9年6月16日付）

20) 「軍備拡張を延期せよ」『東洋經濟新報』大正9年6月26日号、8-9ページ。

21) 「財界概觀」『東洋經濟新報』大正9年7月3日号、1ページ。

このように『中央新聞』は、銀行の金銀在り高、いうならば自己資本が非常に減じていることを銀行内容整備であると解釈するばかりか、預金の減少に比べて貸出の減少は相対的少ないことを金融緩和の兆候と見ていた。このような論評が市場暴落のクライマックスの時にみられること自体が奇異であり、政友会の御用新聞といえども的外れも甚だしいといえる。

いくら預貸率が低下しているとはいえ、それだけ固定貸しが増加している反映とも考えられるので、決して楽観的とはばかり捉えられるようなものではなかった。同紙が言うように定期預金は減少していた。『ダイヤモンド』によると6月12日の定期預金額は3月13日に比して、東京組合銀行では4580万円、大阪組合銀行では3310万円減少した²²⁾。

『中央新聞』は定期預金を解約して決済に充当した者も金融の警戒緩和によって定期預金を増やすだろうと予測しているが、6月から7月にかけての金融緩和期における定期預金額は増減を繰り返すのみで増加傾向にあったとは言えない。

他方、この時期は各市場とも暴落が底値に達しようとしており、パニックが起りかけていた。とても金融緩和の兆しが出ていたとは言えない状態であった。この記事はパニックの最中でも的外れな論評が出てくることの証左となっている。これはまた適切な経済見通しをもつことがいかに困難であるかを示している。

いかに的外れな論評をしようと現実には冷厳である。不況の深刻化に伴う失業である。農商務省の調査では4月の職工の解雇数76,148人に対して雇入数は79,040人となり、これだけ見れば失業が深刻になっているようには見えないが、3月と較べると解雇数は16,300人も増えたのに対して、雇入数は17,374人の減少となっていることから、雇用情勢は急激に悪化したことが分かる²³⁾。これが5月になると、解雇数が105,930人と急増したのに対し、雇入数は62,022人と解雇数の6割程度にまで減少しており、失業が深

22) 『ダイヤモンド』大正9年7月1日号、47ページ。

23) 『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、79ページ。

刻化していることが分かる²⁴⁾。6月になると失業者数は20万人に達した²⁵⁾。

失業問題に関して『時事新報』は政府が休戦後の不況時には失業者数を公表したのに、今回の財界反動に際しては失業者数を調査せず、または調査してもその結果を公表しないのは政府に失業対策を真剣に行うつもりがないことを表していると批判した²⁶⁾。

『大阪朝日新聞』は全国の失業者数が20数万人、大阪府下だけでも1万人以上に達しているのに、政府は産業界に救済策をとるのみで失業者には協調会に職業紹介事業を委託するだけで何の対策も打っていないと批判した²⁷⁾。もっとも同紙も失業対策のための予算の原資としてこれまでの予算の剰余金や大蔵省預金部の預金があるとするのみで、どのような対策を取るべきかの具体策を示すまでには至っていない。

株式市場の救済策

「動揺の収束」(Ⅱ)で、株式市場は6月16日が「運命の分かれ目」であったと述べた。株式市場関係者たちは危機をひしひしと感じていたに違いない。6月初めの暴落を受けてすでに彼らはその対応に追われていた。株式市場の底が見えない同月14日に東株理事者及び仲買人委員が協議会を開き、資本金3000万円の証券会社を設立し、そこに政府から5000万円の低利資金を受けて株式の買い支えをするという案が審議された。そして郷誠之助東株理事長が15日に関係省庁を回り、16日には日銀を訪問する予定であると伝えられた²⁸⁾。

「東株仲買並に取引所側に於る証券消化に關する一の有力機關設立の内計畫は最近に至り大に成熟したる模様あり。政府筋に對しても豫め其諒解を求め、又求め

24) 『銀行通信録』第70巻第418号、大正9年8月20日、85-86ページ。

25) 「失業者20万人」『万朝報』大正9年6月5日付。

26) 「失業問題を如何」『時事新報』大正9年6月9日付。

27) 「人道の爲めに 失業者の國家的救済の急務」『大阪朝日新聞』大正9年6月21日付。

28) 「株式救済前途」『読売新聞』大正9年6月16日付。

んとすべきが政府筋の諒解を求むる要件は浮動証券類の消化を目的とし、一種の機関會社を組織せんとするにあり。即ち差當り資本金3000萬圓程度の証券會社を設立し、政府筋より5000萬圓程度の融通資金を仰ぎ比較的低利の供給を受けて確實なる株式を買入れ所有し及運用せんとする次第にして、右の低利融通資金5000萬圓の内には曩に日本銀行より融通を受けたる4100萬圓をも含ましむるものなるが如し、隨つて証券消化の會社成立し愈々政府筋より融通資金を仰ぎ得る場合となりたりとて新に資金の融通を受く可きは1000萬圓足らずの金額に過ぎざるべし」

（「株式救済機關」『中外商業新報』大正9年6月16日付）

要するに日銀からの融資で仲買人達が先物を乗り継いでいたものを機関會社に引き取ってもらおうというのである。平成バブル崩壊後の局面でいうなら、株価維持政策（PKO）ともいうべきであろうか。生糸市場における帝国蚕糸株式会社と同じような役割を持たせようとするものだと考えられる。株式市場のパニックが起りかけているこの時期に株式市場救済策が検討されていたことは注目に値する。もっとも『中外商業新報』が伝えているように、日銀からの借入金5000万円のうち4100万円は既に融資を受けたものであり、新規借入れは1000万円に満たないものであった。

株式市場救済策に関する協議は17日にも行われており、これについて井上日銀総裁は次のような談話を述べている。

「刻下の証券市場悪化に就ては銀行業として最も利害關係の密接なるものあるは論を俟たず。日銀始め市中銀行に於ても最近に於ける市場險惡の状勢を極めて重大なりと認め、此際何等かの對策を講じて市場の悪化を或る程度迄緩和する事は一般財界安全の爲め誠に已むを得ざる事なるは銀行側に於ても承認する所なり。然らば如何なる方法にて之を實行すべきやに就ては取引所側よりは証券會社設立或は株式擔保の日銀スタンプ手形制等種々の提案あるも、問題の性質極めて重大なるを以て未だ銀行側に於ては贊否を決するに至らざりし。就ては今後數回銀行

家の會合を催し、意見を交換すると同時に市場刻々の形勢に就ても取引所側の説明を求め、本問題の研究を爲す筈なり。而して當月末受渡資金の融通或は融通金返済延期の事に就ては取引所側より未だ何等の相談をも受け居らず。只市場の昨今の有様にては賣方一方に偏し、買方少數の有様なれば、随つて受渡金額多額に上るは誠に困難とすべき問題なり。」

〔證券救済協議續行〕『大阪朝日新聞』大正9年6月18日付）

結果的にはもはや株式市場救済は必要なくなっていたのだが、この時点では見通しがつかなかった。井上は用心深く何の言質も与えていないが、定期市場における受渡資金の融通については何も取引所から相談を受けていないとしながらも、このままでは清算は困難なので受渡資金の借換に応ずる見通しであることを暗に示唆しているように見える。

しかしこのような株式買い支え策の効果には疑問があった。具体的な買入れの銘柄の選定で内紛が起こる可能性があるからである²⁹⁾。

例えば、『中央新聞』はこの株式買い支え策について次のように論評した。

「假りに株式救済會社を設立し政府が之に資金を融通するとして會社が果して其趣旨を實行し得るや否や、多數の證券に一々標準相場を決する能はず、若し會社内規に標準價を定め、之以下に低落したる場合には之を買收する底の意志なければ徹底的の救済とはならず、然れど此は云ふ可く行はれざる所、又前述の趣旨に出でずして證券中比較の有利のものが採算點以下に低落したるとき之を買收し後日昂騰の□賣放す方針なれば全く營利的にして政府は是等のものに資金の融通を爲す能はず、時局以來投機心の勃興により地方農家の懐具合暖まると相俟ち農家の株式所有者増加し、一方銀行擔保の證券は今や資金化せんが爲に機會を窺ひつゝあれば、若し前述の如き會社が設立され、ば是等より賣放す證券は少きものに非ず、到底5000万1億の資本金にては救済不可能にして要は事業會社の内容健實を圖り、更に信用の恢復に努力せば自然株式も亦昂進すべく人爲的の救済は

29) 『読売新聞』大正9年6月16日付。

此際不可能である。」

〔「低利融通」『中央新聞』大正9年6月17日付〕

同紙はこのような会社の運営は非現実的であり、もしこれで結果的に利益が出るのであれば政府が手助けする必要はないとした。また銀行や農村には売り出す機会を窺っている株式が膨大にあるため、この程度の資金で株価を支えるのは不可能だというのである³⁰⁾。

『ダイヤモンド』も救済資金の規模が不足しており、その資金でどの株を買うかで不公平が生じるとした。また政府資金により株式の買入を行い、株価をつり上げたところで、いずれはそれらの株式は売らねばならないわけであるから、市場には常に売り圧力がかかることになり、株価上昇を抑圧することになる。またこのような会社が株式を売買することで株式市場で一種の圧倒的権力を獲得することになり、それがどのような結果を齎すか分からないという懸念も示した³¹⁾。

株式市場がパニックに陥ろうとした危機的状況に於ても多くのマスコミは株価支持策に反対したのである。結局、このアイデアは株式市場の回復によって立ち消えとなった。この顛末を『銀行通信録』は次のように伝えている。

「然るに此計畫は銀行團側の賛成を得ること能はざりし爲め遂に廢案に歸し、其代り6月末に償還すべき株式救済資金2700萬圓中500萬圓は來る8月末迄延期せらるゝことゝなり、斯くて一大有力機關組織の計畫は結局株式救済資金の一部償還延期に了りたり。」

〔『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、4ページ〕

しかしこのような株式救済策が政府・日銀の下で話し合いがされていたこと自体、市場にある種の安心感を与え、市場閉鎖を求める一部仲買人の要求を

30) 「株式再救済無効」『福岡日日新聞』大正9年6月17日付。

31) 「株式界の救済策」『ダイヤモンド』大正9年6月21日号、26ページ。

拒否して市場を開かせ、結果的にそれが6月16日後場の株式市場の反発を呼び、市場回復の契機をつかんだのかも知れない。それは直接の実体的効果はなかったかもしれないが、一種の「アナウンス効果」、心理的効果をもち、それが現実経済に影響を与えた可能性はある。

日銀の救済策

6月23日に井上日銀総裁は憲政会の財界救済調査委員会に対してこれまで行われた日銀救済策について説明を行っている。そこで日銀はバブル崩壊期の3月から4月にかけて朝鮮、台湾、正金等の特殊銀行が盛んに市中銀行からコールを吸収し、市中銀行に影響を与えていたことから4月15日にこれら特殊銀行に対してコールの吸収を止めさせ、その代わり日銀がこれらの銀行に5000万円を貸し出したとした。

次に株式市場の救済のために6000万円（東京4500万円、大阪1200万円、名古屋300万円）、砂糖シンジケートに3200万円、羊毛原料に2700万円、綿糸には5月中に3000万円、6月中7～8000万円を貸し出し、または貸し出す予定である。これらの救済資金は特殊銀行への5000万円を除いて総額2億2千万円になる計算であると述べた³²⁾。

このほか『横浜市史』によると、日銀は銑鉄同業会に1000万円、産銅組合に600万円の救済資金を貸し出した他、日銀自身が独自に1096万円の救済融資を行った。また政府も預金部資金を利用して七十四銀行の整理に1600万円、9月に横浜に設立された帝國蚕糸株式会社に5000万円、その他の工業資金に4000万円を貸し出している³³⁾。『日本銀行80年史』では、この時期に行った日本銀行の特別融通はその承認限度3億8000万円、実際貸出額2億4000万円となっている³⁴⁾。

このような形での救済を行った理由として井上自身は、機械の例えを借り

32) 『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、3ページ。

33) 横浜市編『横浜市史』横浜市、昭和46年、673ページ。

34) 日本銀行資料調査室編『日本銀行80年史』日本銀行、昭和37年、45ページ。

て、具合の悪くなったところに油を差すように、局部的に融通を行えばよい、一般的な金融緩和は必要ないと述べた³⁵⁾。つまりマクロ的な金融緩和は必要ないとしたのである。これは「マスコミの論調」で触れた土方興銀総裁と同じ考え方である。

『銀行通信録』によると政府・日銀の財界救済策は、

- (1) 善良確実な事業に対しては金融難による恐怖心を除くこと
- (2) 貸付は実需者の要請に応じることとし、投機思惑の再燃を防ぐこと
- (3) 善良確実な事業に従事する者はシンジケート団を組織し、担保を提供して銀行からの融資を受けること

以上の条件を備えた者に対しては日銀は民間銀行の後援となって十分な援助を行うというものであった。

しかし市場が不安心理に支配されている状況でシンジケート団を組織するのは難しく、貸し出す銀行の方も万一の危険の負担を恐れて貸し出された資金もいち早く回収され日銀に返済される始末で折角の救済資金も実需者に活用されることなく市場心理も不安から解放されることはなかった。

同誌は財界動揺の原因を投機思惑の行き過ぎとそれに続く金融梗塞に求めた。銀行業者と当業者の意思疎通が十分でない、つまり互いに疑心暗鬼になっているため、日銀の2億2000万円にも上る救済資金もたちまち市場から引き上げられ、日銀に還流する有様であり金融梗塞を緩和する効果を持たなかった。同誌は政府・日銀の救済策を実効あるものにするためには、銀行自らがシンジケート団を組織して財界に対して救済貸付を行うべきであるとともに財界一般の恐怖心理を緩和することが必要であるとした³⁶⁾。

日銀による貸出が迅速に回収されたことはすでに「破綻と崩壊」(IV)で述べたが、このことは日銀自身も認めている³⁷⁾。日銀としては特別融通は金融阻碍に対応した流動性の一時的不足を補うものであり、長期的な観点から

35) 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、78-79ページ。

36) 『銀行通信録』第69巻第416号、大正9年6月20日、85ページ。

37) 「財界動揺史」605ページ。

する産業救済とは自ずと異なるものであるから、迅速に回収したというのである。その方法として、手形の切替の回避、普段よりも高利率の適用、繰上げ返済の認容、資金の用途の監視などを挙げている。その結果、特別融通の実際貸出額 2 億 5500 余万円の残高は、6 月末には約 1 億 800 万円、9 月末には約 7500 万円、12 月末には約 3700 万円と漸減していった。

また銀行救済のため大正 9 年中に 35 行に対して特別融資を行い、その支払準備金総額は 1 億 500 万円に達した。なお動揺に際し、預金の取付けにあたり、手許資金に苦しんだ銀行に対して日本銀行が普通取引方法によって援助を与えた銀行は主要なもので 17 行に及んだ。また銀行の支払い準備のための普通貸出も行った。

表 I 日銀の普通貸出高(大正 9 年 2 月～12 月)

単位：円					
2 月末	3 月末	4 月末	5 月末	6 月末	7 月末
280,408,000	389,746,000	512,610,000	400,967,000	365,443,000	228,873,000
8 月末	9 月末	10 月末	11 月末	12 月末	
221,246,000	171,235,000	116,951,000	101,000,000	158,705,000	

(出所:「財界動揺史」608 ページ)

この表 I に見るように、日銀の普通貸出のピークは 4 月末から 5 月初めであり、それ以降漸減している。表 I は月末残高を示しているが月中にはもっと減ることがあり、「財界動揺史」によると 8 月には 1 億円を切ることもあり、10 月には 7000 万円台になったこともあった³⁸⁾。

「財界動揺史」は日銀の銀行救済措置について次のように述べて正当化している。

「平素より最後の預金準備は之を中央銀行の紙幣發行に俟つべしとせらるる我國の金融界に在りては銀行が流言蜚語の爲に預金の取付に遭遇するが如き場合之が

38) 「財界動揺史」608 ページ。

救済は一般に日本銀行の責務なりとせらるゝ所にして、若し此期待に背かんか、銀行は倒壊の外なきなり、勿論此等救済の爲には兌換券の増發は免かれざるべし、然れども斯の如き事情の下に發行せらるゝ兌換券は預金の急激なる引出により銀行準備に生じたる不測の缺陷を補ふものに過ぎざれば、人心前途を樂觀する場合に於ける發行とは自ら異なり論者の言ふが如き直に物價騰貴、投機煽揚の弊害を伴ふものにはあらざるなり」

(「財界動揺史」622 ページ)

つまり金融危機的な状況の中での救済融資はバブルの再燃をもたらすのではないというのである。これまで見てきた通り、マスコミのなかには金融緩和がバブル再燃につながるのではないかという懸念を持っているものもあった。日銀のこの説明はこのような懸念から来る批判を念頭に置いていたものといえよう。そして貸出に当たってはこれが投機的資金に使われないように慎重に貸出を行い、貸し出した後も綿密にモニタリングをしたと強調している。しかしこの時の日銀融資がその後の日本経済に大きな歪みをもたらしたことは否定できない。

日銀の貸出態度にも問題があった。「財界動揺史」は日銀の貸出方針について次のように述べている。

- (1) 貸出期限の短縮化
- (2) 手形切り替えの回避
- (3) 高率適用
- (4) 期日前返済の容認
- (5) 貸出金の使途監視
- (6) 返済遅延対策³⁹⁾

これでは資金の疎通をむしろ制限しており、金融緩和になっていないことは明らかである。日銀は貸出資金の回収を急いだ。そのため2億5500万円余あった救済融資は12月末には約3700万円と急減したことはすでに述べた

39) 「財界動揺史」605 ページ。

通りである。

6月21日に政友会の財界救済特別委員会は以下のような財界救済策を提案している。

- (1) 所得税法改正は財界不安の一因となっているのでこれを修正すること
- (2) 特殊銀行の機能を大いに発揮させること
- (3) 日本銀行は市中銀行の取付に対して徹底的に救済すること
- (4) 不動産担保貸付を簡便にしてこれを拡張すること
- (5) 日本銀行の見返担保品を拡張し、供託金の代用物件を拡張すること
- (6) 輸出資金の供給を増やし、輸出を促進すること
- (7) 生糸・綿糸・株式市場の救済を徹底に行うこと
- (8) 以上の政策を行うために兌換券発行が必要な場合には必要の限りこれを増発すること⁴⁰⁾

救済策としてやや具体性に欠けるが、その主眼は最後の項目にある兌換券の増発にあると見てよい。この救済策について『大阪毎日新聞』は、「是等の方法を實行するに於ては自然兌換券増発の結果を生ずることの避け難いのみならず、其の精神のある所は所謂金を以て救済せんとするので、恐らくは財界の一部の歓迎を得るに至るであろう」と述べて、この救済策の結果は兌換券の増発であるとした。そして同紙は兌換券の増発はいずれ物価騰貴と投機横行を招くので却って財界救済にならないとした⁴¹⁾。

『大阪朝日新聞』も政友会の救済策は当業者の依頼心を増長させること、商品価格の引き下げによって解決されるべき問題を逆に引き上げることによって不当利得を与えようとしているという理由で批判した⁴²⁾。『ダイヤモンド』も財界不安の原因が通貨膨張にあったのに、この上通貨膨張を求める

40) 「政友會の財界救済策」『大阪毎日新聞』大正9年6月22日付。

41) 「政友會の財界救済策」『大阪毎日新聞』大正9年6月22日付。

42) 「政友會の財界救済策」『大阪朝日新聞』大正9年6月23日付。

ことは真面目な経済政策ではないと批判した⁴³⁾。

当時、不況対策として財政支出拡大を行うという発想がなかったため、政友会の救済策も金融政策に偏ることになった。そこで通貨増発の要求を招くのは当然の成り行きといえる。そして当時のマスコミの多くが不況がいくら深刻化しても通貨増発が物価騰貴と投機熱の再発を招くという理由で反対していたことも繰り返し述べたとおりである。

しかしこの主張自体が事実に照らせば誤っていたと思われる。それは7月15日に英国国庫証券2000万円の現金償還によって金融は緩和されたものの、それが物価騰貴や投機熱の再発を引き起こさなかったからである。同じことは日銀の救済融資によっても物価騰貴や投機熱の再発が起きなかったことから推断される。神戸正雄も物価高騰は通貨の増発ではなく信用の増加によって引き起こされたのであるから、救済融資が増えても信用が増加しない限り物価高騰を心配する必要はないとしている⁴⁴⁾。

しかし日銀には政友会からの通貨増発圧力がかかっていた。この一つの対応が次節で見る特殊銀行による融資であった。

興銀による事業資金融通 —— 「今日の我財界は金融が梗塞せるに あらずして商品が梗塞せるなり」

6月27日に日本橋の永代橋畔にある日本銀行舎宅に総裁を初めとする日銀関係者、日本興業銀行首脳及び東京・大阪・名古屋の主要銀行頭取が参集し、事業資金融通について協議した。これについて土方興銀総裁は次のような説明を行っている。

「今次財界の動搖に際し当面の必要に應ずる金融疏通の途は諸方面にて種々施設せられ居るも、事業經營者にして資金缺乏の爲窮境に立つもの尠からず、故に前

43) 『ダイヤモンド』大正9年7月1日号。

44) 神戸正雄「現下財界の恐慌並之が救済」『大阪銀行通信録』第276号、大正9年8月、28ページ。

途確實の見込ある事業の経営者にして急劇なる金融上の變態の爲困難せるものに對し一時的梗塞を解舒する爲、特に事業資金供給の方法を講ずるは目下の急務と思はるゝにより、日本興業銀行は其筋の諒解の下に東京大阪名古屋の有力なる銀行と協力し之に當らんとする次第なり。而して以上の理由に依り臨時に事業資金を融通するものなるが故に其融通期間は凡そ一箇年以内に回収し得るものを選ぶ考なり。而も成べく汎く疏通を圖り且最も敏速に之を實行する事を要するを以て事業資金の融通に當りて、其擔保としては財團等の正式の手續に因るものゝ外便宜の方法として現時最も其融通に困難を來しつゝある不動産をも受入るゝものとす（有價證券及商品の擔保たる事勿論とす）。而して此施設の有效且圓滑を期する爲、特に東京大阪に各3名の相談委員を置き實行に遺漏なきを期せんと欲す。以上は這回實施せんとする臨時事業資金融通方策の概要にして、此他興銀が自己の代理店其他を通じ、供給しつゝある普通事業資金は依然從來通りたる事勿論なるを以て畢竟興銀は今回の新方策實施の結果、二重の金融に携はる事となりたる譯なり。」

（「事業資金供給決定」『東京經濟雜誌』大正9年7月3日号、32ページ）

興業銀行は不動産融資を含む臨時事業資金融通を行ない、日銀はその興業銀行に対して救済資金を供給するというのである⁴⁵⁾。

今回の融資スキームは日銀が直接に資金を興銀に供給するのではなく、一旦政府預金部の資金を興銀に流し、その所要資金を日銀が預金部の保有する証券を買い入れるという形を取った。これに要する預金部資金は総額5000万円とされ、この金額は興銀には内示されたが、世間には明示しないことになっていた⁴⁶⁾。なぜこのような手の込んだ資金供給を行うのかについて『大阪朝日新聞』は次のように解説している。

45) 日本興業銀行臨時資料室編『日本興業銀行50年史』日本興業銀行、昭和32年、194-195ページ。

46) 『財界變動史』322ページ。

「既報の如く今回興銀及市中有力銀行に於て相協同して事業資金の融通を試むる事となりたるが、興銀に對する必要資金の貸出は日本銀行に於て如何なる形式を以て之を爲すべきやは甚だ疑問とせられ、即ち日銀に於ては條例の定むる所に従ひ直接たると又間接たるを問はず工業に關係することを禁ぜられ、且つ不動産を擔保として取得するを得ざる所なれば、本案に依り事業資金供給の目的を以て直接興銀に對し貸出をなすことは到底不可能の立場にあるより、形式上政府預金部をして資金の融通をなさしめ、更に預金部に於ける所要資金は同部手持の臨時國庫證券其他短期證券を日本銀行に於て買取り資金の準備をなすこと、なるべく、尙政府借入の方法は之を採らずと云ふ。」

（「救済資金出所」『大阪朝日新聞』大正9年7月1日付）

『中外商業新報』によれば、興業銀行に供給する資金は日本銀行の供給によるべきであるが、日本銀行条例第12条第1項第3号は明らかに事業資金の貸出を禁じているため、興銀に直接事業資金の貸出ができないことから、預金部の保有する興業債券を買い受け、預金部はその資金で新たに興業債券を購入することになった⁴⁷⁾。このスキームに沿って7月10日に興銀に第1回の資金が供与されている。要するに預金部の債券を買い上げを通じて興銀に資金を供給するという変形的な「公開市場操作」を行ったのである。

この政策について『東京経済雑誌』はこのスキームは商業金融しか行ってこなかった商業金融を工業金融の面から支えるものとした⁴⁸⁾。だがこの問題はすでに銀行引受手形制度とりわけ金融手形導入の際に取り上げられていた⁴⁹⁾。

この救済策は興業銀行を媒介としてこれまで商業金融業務に限定されていた普通銀行に対して不動産抵当に基づく工業金融を行わせようとするものであり、ある種革新的な要素を含んでいた。普通銀行が工業金融を行えば、このような融資形態は必要ない。だが七十四銀行と茂木商店の関係のように、

47) 「事業資金形式」『中外商業新報』大正9年7月1日付。

48) 「臨時事業資金の融通」『東京経済雑誌』大正9年7月3日号、23ページ。

49) 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、平成20年3月参照。

銀行に事業融資を認めると機関銀行問題が発生する⁵⁰⁾。

既に述べたように、6月中旬の最後のパニックを乗り切った後、短期金融市場は緩慢状態が続いていた。問題なのは長期資金の供給であり、どの金融機関も資金の長期貸し出しについては慎重になっていた。この長期資金の供給を興業銀行を通じて行おうというのである。

この救済策について『中外商業新報』は「今回の臨時事業資金は金融梗塞の爲め困難に陥れる事業界を一般的に救済せんとするものなるを以て、興銀は預金部より資金の供給を受くるに付き特に其制限を被らず、徹底的に事業界を救済する方針なる由にて、右救済資金の普及するに至れば事業界は金融梗塞の苦境を脱し其結果は惹いて金融市場を安定せしむるに至らん」と述べ、肯定的に評価している⁵¹⁾。

同紙はこれにより事業界は金融梗塞の状況から脱して、金融市場は安定化するとまで予想している。手放しの褒めようである。しかし直面する金融梗塞の原因は資金不足にあるのではなかった。銀行の手許には潤沢な資金があった。しかしリスクを恐れて貸出を抑制していたのである。興業銀行の事業資金貸出により銀行全体の貸出態度が変わることが期待されたと見るべきであろう。

これに対して『ダイヤモンド』はこの救済案の革新性について次のように批判している。

「斯資金の融通に就きて損失負擔の衝に當るものは、列席せる3都20程の銀行にして、興銀に非ず亦日銀及政府にも非ざるなり。然るに不動産抵當に受入るゝことを取てして、普通預金銀行に長期の資金固定を強めんとす、隨分策の窮するものに非ずや。一方の事業會社を救済するも左る事乍ら、他方に於て面白からざる貸出を普通預金銀行に強めて、其營業に喜ぶ可からざる影響を與へんとする、頗

50) 例えば、堀江婦一「『恐慌來と國民生活』」『中央公論』大正9年7月号。このなかで堀江は銀行家が工業の發起經營に関与するする場合にはその營業資金を預金以外に求めるべきであるとしている。

51) 「事業資金貸出」『中外商業新報』大正9年7月5日付。

る一方向きの考案ならずや。日本興業銀行を其主幹たらしめたるものは、短期商業資金の融通に非ずして、長期固定を主とし剩へ不動産抵當をも受入れんとする一事あるが爲ならん。普通預金銀行も其營業範圍を日銀と同程度に局限するが正當なるべきに、日銀が避けて當らざる程の事を普通銀行に強めんとす、恐らくは實際に行はるゝ事無かるべきか。」

（「事業資金救済案」『ダイヤモンド』大正9年7月11日号、30ページ）

もともと日銀も普通銀行も不動産を抵當にした長期貸し出しではなく短期の商業金融を目的とした銀行である。その日本銀行ができないような貸し出しを普通銀行に強制しても実行できないというのである。同誌はこのような長期固定資金を普通銀行が貸し出すのであれば、興銀などの特殊銀行の存在意義はなくなるとした。

このような無理な救済案を政府当局が押しつけるのは、「是れ帝國議會に對する説明の材料を製造するの意に外ならず」としたのである。つまりこれは議會対策なのであった。そして「斯る申譯の救済策に何程の効果ある可からざることを知悉して、之に誤られざらんことを要す」と述べて、このような政府の救済策を当てにしてはならないと主張したのである。同誌は普通銀行が工業金融に乗り出すことに反対した。

『大阪毎日新聞』は「實力なき興銀が、對財界方針を異にする日銀と提携し、不誠意極まる政府の命を承けて、自發的覺悟なき普通銀行者と決議したる其事は、果して満足なる効果を擧げ得るかは言はずして明かであらう」と述べて、この施策には効果がないとした。

そしてこのような施策を興銀にさせた政府の意図を次のように述べている。「政府は何故に今日に於て財界緩和についての密旨を興銀に下したか、言ふまでもなく臨時議會に對する目的である⁵²⁾」。

つまり『ダイヤモンド』と同じく議會対策であるというのである。原内閣は自分たちの経済失政を糊塗するために興銀による融資を行い、議會（特に

52) 『大阪毎日新聞』大正9年7月1日付。

貴族院）からの批判をかわそうとしたというのである。つまり動機が政治的であるだけに実効性に乏しいというのである。

この施策に誠意がないのは、本来不動産貸付を行う興銀がわざわざ普通銀行を介して融資する点にある。商業貸付を専らとする普通銀行は不動産貸付をしないのでそれだけ手続きが煩瑣になる。だが興銀ならば手続きは簡単である。わざわざ手続きの煩瑣な普通銀行を仲介する必要はないはずである。それだけ政府には救済をする気がないからだとした。同紙は結論として、「要するに此救済策なるものは徹頭徹尾贗物である、誤魔化し策である」と決めつけた。

『大阪朝日新聞』はこれらの施策が先ず市中銀行が手許資金を長期貸出しやすいようにし、これに伴う興銀及び日銀の資金の減少に対応して興銀債券発行及びそれを担保にして日銀が兌換券を増発する順序になると述べ、その総額は恐らく3億円程度となるだろうと予想している。しかしその効果については以下のように疑問を呈している。

「此際問題となるべきは擔保價格如何にあり。若し其評價格低率なりとせば夫丈け非難あると共に融通額を總額に於て増大すべく、評價率が市場期待の如しとせば民間當者の遊金融通化を誘致して反つて所謂救済放出額を減少せしむる事となるべし。斯かる機微の點は實際に就て見るより外なく、従つて今より確然と其影響如何を判斷し難きも、今次の救済方法が行詰れる金融緩和策にありて云はゞ消極的理由を有する丈に其實行も上述諸事情に基き徐々に施行さるべきは想像に難からず。之を以て即時財界の好轉を庶幾すとせば大なる門違ひにて要は氣休め策に過ぎず。」（傍点引用者）

（『興銀救済策効果』『大阪朝日新聞』大正9年6月29日付）

同紙の傍点部の主張は誤っていると思われる。担保評価額が低ければ貸出しは低調となり救済効果は期待できず、他方評価額が市場と同じであれば、興銀が融資しなくても市場から資金の調達が可能となり、そのような施策は

不要となるということになる。従ってこのような救済融資の効果は景気の好転に何ら効果を有していないというのである。

『京都日出新聞』もこの興銀による融資について、前途有望なものとしてでないものをどうやって甄別^{けんべつ}するのか、またその際の担保品の評価をどうするのかという問題があり、興銀やそのバックにいる政府が相当大胆にリスクを負わない限り効果は期待できないとした⁵³⁾。

この興業銀行の融資は大正9年7月から翌10年4月までの間に、化学工業、醸造業、製鉄、鉄工、機械工業、製紙、船舶、造船電気及電力、紡績、製糖、鋳業、鉄道の諸産業の計40数件、金額約4400万円に達した⁵⁴⁾。なお申込件数は93口、総額9200万円であった。そのうち審査を通ったものが61口、6300万円であった。この融資は全て工場抵当または工場財団担保が付けられ、期限1年の条件となっており、それを過ぎると興業銀行または他の銀行の一般貸付金に振り返られることになっていた。これらの資金は大正11年4月迄にすべて返済されている⁵⁵⁾。この貸出実績は興銀への預金部貸出5000万円に見合った額であるといえる。しかし日銀の救済融資額と比べると小規模の感を免れない。

また興業銀行の融資は、市中銀行が不動産や有価証券を担保にして振り出された手形を興業銀行が再割引する形で行われるか、直接に資金を供給するという形で行われることになっていた。前者の形であれば手形に興銀による保証がついているのと同じであり、その分貸出リスクは軽減され、手形を引き受けやすくなる。それによって銀行に止まっている遊金を活用しようとしたのである。

しかしこのような目論見にも拘わらず、市中銀行は手形の引き受けには依然消極的であったため事業者は興業銀行に直接貸出を要請しているが、興銀がそれにほとんど対応できていないと報じられている。同紙は結局、この方

53) 『京都日出新聞』大正9年6月30日付。

54) 『財界変動史』305ページ。

55) 「財界動揺史」597-598ページ。

策が「竜頭蛇尾」に終わるとした。つまり効果は期待できないとしたのである⁵⁶⁾。

この興業銀行を通じた担保範囲の拡大による貸出しの増加は、今日的に言うならば量的緩和につながるものがある。大正バブル崩壊後の量的緩和は結果的には不況からの回復にはつながらなかった。流動性の大量供給は市場がパニックに陥っている時には必要な政策であるといえるが、一旦そのパニックから回復すれば、流動性の供給はその効果を失ってしまう。むしろそれはゾンビ企業を温存し、財界整理を遅らせて不況を長期化する。その一つの表れが小売物価の高位安定である。

諸産業に対して救済措置がとられたのは、商品価格の暴落のためである。だが確かに商品価格は3月15日のバブル崩壊以後急激に暴落したが、価格水準そのものはバブル発生前の不況時に比べて高いところに止まっていた。

『東京経済雑誌』は物価がそれほど低下していないのは、賃金下がっていないこと、仕入れ価格が高いことを口実に価格を引き下げていないからだとしたが、株価のように半値になっているところを見れば、今後物価はさらに低下するであろうと予測している。そのため政府による救済融資も物価低落を止めることはできないとしている⁵⁷⁾。つまり量的緩和と物価下落が共存する状態となるというわけである。

バブル崩壊以後、物価急落の声は上がるものの株価や商品価格の下落に比べて消費者価格は下がっておらず、消費者は依然として物価の騰貴に苦しんでいた⁵⁸⁾。

とはいえ、バブル崩壊以後、財界は政府に対して救済を求め、先に述べたように『大阪朝日新聞』によれば、その救済申込額は40億円にも達したという。同紙はこれに対して「如何に彼等の反省的良心が痲痺して居るかを窺ひ得るではないか」と他力本願的な財界の態度を批判している⁵⁹⁾。そして彼

56) 「不徹底の不動産金融」『大阪朝日新聞』大正9年7月23日付。

57) 「物價低落の程度如何」『東京経済雑誌』大正9年7月10日号、6ページ。

58) 「財界革新期到来」『九州日報』大正9年7月11日付。

59) 「自力主義の財界救済」『大阪朝日新聞』大正9年6月23日付。

らの救済要請が不況を却って悪化させているのだと主張した。

「今日の我財界は金融が梗塞せるにあらずして商品が梗塞せるなり、時非なれば損失も亦已むを得ぬ、絶対に損をせぬ商人なるものは有る筈がない。然るに彼等は當然受くべき損害をすら畏れて、餘剰在荷を動かす事を取てせず、資金融通の道を偏に政府及び日銀の憐愍に仰がんとして居る。然れども在荷を動かさずして、救済資金を融通する結果は、夫れ丈け在荷に對する維持力を擴大せしむる事となるが故に、益事態を悪化せしむべきこと、火を賭るよりも瞭かであつて、救はれんと欲して悶ける彼等の努力は、却つてその希望を裏切るべき力となつて現はれんとしつゝある。」

（『自力主義の財界救済』『大阪朝日新聞』大正9年6月23日付）

救済融資によって在庫処分が遅れ、それだけ不況を長期化させるというのである。同紙は財界は政府・日銀に救済を求めるのではなく、早急に在庫処分を行うべきであり、それができれば金融梗塞も緩和されるとした。

同紙は商品廉売を通した物価下落により、資金の融通が緩和され、市場金利は低下する。そこで初めて有価証券市場が回復するのであって、現下のように兌換券増発による景気刺激策は有効性のない近視眼的方策だと主張した⁶⁰⁾。

『銀行通信録』は興業銀行を中心とする事業資金供給の効果は無かったとしている⁶¹⁾。さらに政府・日銀は各種産業に救済資金を貸付けているが、その一部は投機資金になったという批判があった。

例えば『万朝報』は糖業救済について糖業者の金融梗塞は自らの独占的買占めに原因があり、つまりは自業自得であるのに、糖業救済資金は製糖会社の配当資金に充てられたり、株式投機の資金に回ったりしていると述べられ

60) 「又復糊塗的財界救済」『大阪朝日新聞』大正9年6月30日付。

61) 『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、8ページ。

ている⁶²⁾。「動揺の収束」(Ⅱ)で述べたように糖業会社のなかには7割の配当を行ったところもあった。同紙は日銀による救済資金は思惑資金の原資となっているだけで、このようなことを続ければやがて日銀自体の経営が悪化し、政府が日銀を救済しなくてはならなくなるとした。

マスコミの多くは、高金利の原因は金融梗塞にあるとしていたが、後述するように、コール金利をはじめとする市場金利は低下しており、問題の所在は金利ではなく貸し出しが行われないことにあった。

事実、この後のパニック沈静により7月に入ると、市中銀行の手許資金は増加する一方で日銀の貸し出しは回収され、兌換券発行も減少し、保証発行もなくなる。そして銀行は資金の運用先に困難を感じるようになったのである。

6月危機以降の金融市場

『銀行通信録』は株式市場が特別な原因もないのに上昇しないのは、先行きに不安があることと既に投機思惑で破綻した英米を中心とした国際貿易が回復しないため、そのため事業会社の整理統整は刻下の急務であるとし、これからも事業会社の減益は続くので会社の整理が必要であるとした⁶³⁾。

恐慌の沈静化とともにコール市場での金利も7月に入ると急低下した。東京のコール市場金利は3月に最高3.1%、最低2.7%であったものが、6月にはそれぞれ2.8%、1.5%と低下したのち、7月前半にはそれぞれ1.6%、1.2%と低下した。『中外商業新報』はコール金利の低下の原因の一つとして春繭の売り上げ金を手に入れた農家がこれを地方銀行に預金し、地方銀行は運用先に困ってこれを東京の有力銀行に預金したため東京金融市場が緩慢になったからだとしている⁶⁴⁾。

各市場が回復した後も銀行の貸し渋りは続き、資金の運用先に困った銀行

62) 「救済濫用」『万朝報』大正9年6月7日付。

63) 「事業会社収益激減」『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、78ページ。

64) 『中外商業新報』大正9年7月19日付。

はスタンプ手形を争って購入したためこれらの手形の利率は低下した。他方、商業手形は期限が来ても全額支払われず、ほとんどが乗り替えされて実質的に融通手形になっていた。そのため商業手形を割引引く者がなくなってしまっていた⁶⁵⁾。

「動揺の収束」(I)で銀行の中にはすべての取引を現金で行うように求める所も出てきたと述べたが、一般の商業界でも掛け売りから現金取引に転換する業種も現れている⁶⁶⁾。また京都では組合銀行が8月11日から割引を行う約束手形の最長期間をこれまでの70日から60日に短縮すると決定している⁶⁷⁾。

「破綻と崩壊」(IV)で述べたように、すでに大阪や京都で商品相場を知るための投げ売りが行われていた。銀行間では金融の緩慢状態となっていたが、一般財界では金融緩和の恩恵はまだ及んでいなかったのである。

日銀による救済融資も日銀への預金増加という形で回収されていたことは既に述べた通りであるが、その傾向は依然として続いており、政友会の要請および興銀による融資開始にも拘わらず兌換券の縮小が続いていた⁶⁸⁾。

コール金利の低下はさらに続き、7月9日には翌日払6厘、無条件7~8厘となり、出し手は多く普通物は取引のない状態となったという⁶⁹⁾。24日にはコール金利はさらに低下し、銀行間で4~5厘で取引に応じる者が出ているとする記事が現れる⁷⁰⁾。ただし『銀行通信録』を見てもこのようなコール市場での金利低下は記録されていない。

3月のバブル崩壊以後、手形取引は減少の一途を辿っていた。『中外商業新報』によると大正9年2月の東京交換所の手形取引高は1日の平均枚数4万余、金額1億5300余万円であったものが、6月には枚数が3万3000余枚、金額は1億円を割って9700余万円にまで減少し、さらに7月には枚数

65) 「銀行の資金運用難」『大阪毎日新聞』大正9年7月7日付。

66) 「掛賣から現金へ」『中外商業新報』大正9年8月3日付。

67) 『銀行通信録』第70巻第418号、大正9年8月20日、70-71ページ。

68) 「金融閑散持續」『中外商業新報』大正9年7月9日付。

69) 「コール激落す」『中外商業新報』大正9年7月11日付。

70) 「金融更に緩む」『中外商業新報』大正9年7月25日付。

が3万枚を割って2万8400余枚となり、金額も6777万余円と激減した⁷¹⁾。この背景には銀行の貸出警戒と商況の悪化がある。

不況の進行に伴い不渡り手形の増加が予想されるが、実際には5月に比べて6月になると不渡り手形は減少している（155名）。その原因を『大阪毎日新聞』は次のように説明している。

「現に先月下旬以来支拂停止を爲し居れる某綿業者の如き今日に至るも交換所より何等不渡処分を受けず依然として營業を續け商取引にて善意の第三者は同店振出の手形を受取り不測の損害を蒙れるもの少からず、此他有力大商店にして支拂不能の状態に陥れるもの甚だ多きに拘らず是が商店に對し斷然不渡処分の舉に出づる能はざるは全く此結果は銀行に多大の打撃を與ふるのみか銀行の不信用を暴露する虞ある事とて各銀行を通じ益々手形の不渡処分となす事を避け極力商店の窮境を隱蔽し其間に債権を取立て圓滿なる解決を爲し一時を糊塗せんとすべく努力し居るに依るものにして、商店中金融梗塞商品暴落のため多大の窮状に陥り支拂不能となるもの増加せるに拘らず不渡手形は益々減少せんとしつゝあり、併し斯かる現象は今後何時まで繼續し得べきか頗る疑はしく、商店の整理にして成立せざるにおいては今後一層我財界に悪影響を及ぼすのみか一般商取引者に不測の損害を醸す虞ありと。」

（「支拂不能者増加」『大阪毎日新聞』大正9年7月10日付）

不渡手形を出しているのに手形交換所が不渡処分をしていないというこの記事はにわかには信じられないが、不況の進行に拘わらず不渡手形が減少しているのは、銀行側が何等かの形で信用を提供している可能性があると言える。

各市場でパニックが収束した後の時点でも、6月末の決算期を控えて破綻者が続出するのではないかという懸念も残っていた。多くの商店は実質上破

71) 『中外商業新報』大正9年8月1日付。

大正9年上半年の東京手形交換・不渡手形の状況については「動揺の収束」(I)表Ⅱを参照。

綻状態に陥っているのだが、それが表面化しないのは単に商品の受け渡しを延期することでうわべを取り繕っているからである。それが今月末に上半期の決算を迎えるのと、長期金融市場が依然閉塞状況にあること、解合が一部の市場を除いて進んでおらずこのまま決済するとなると破綻する者が続出すると予想された⁷²⁾。

しかし7月になると不渡手形は増加し、東京交換所の不渡手形は枚数90枚（前月69枚）、金額は15万5千余円（前月12万5千余円）となった⁷³⁾。

バブル崩壊の結果、会社の新設・拡張（増資）ブームは消滅した。大正9年7月の全国銀行会社の計画資本金は新設8730万5000円、拡張1億1131万4000円、合計1億9861万9000円であり、前月比で新設は1507万円、拡張で4397万9000円の減少となった⁷⁴⁾。

7月の大阪金融市場を概観する記事のなかで『大阪銀行通信録』は英国国庫証券2000万円は現金償還されたことから、銀行の手許資金は厚くなりコール金利は低下し金融は緩慢となったとしている⁷⁵⁾。

しかしすでに「日銀の救済策」の節で述べたようにこれが景気の刺激になったわけではない。つまりこれまで一部のマスコミが主張していた国債の現金償還策は景気対策としては有効でないと判断できる。

つまり金融市場は既に緩慢状態となっており、ここに更なる金融緩和策を行っても効果は期待できない。資金需要が減退した結果、兌換券の発行も減少し、日銀には発行余力すら発生したのである。これは先に述べた政友会の求める救済策とは逆の結果となった。

それでもこれから政府は既発公債の借換に苦心するのではという記事も見られる⁷⁶⁾。だが実際には金融機関は資金の運用先に困り、公債やスタンプ手

72) 「期末決算如何」『中央新聞』大正9年6月24日付。

73) 『中外商業新報』大正9年8月6日付。

74) 『銀行通信録』第70巻第418号、大正9年8月20日、15ページ。

なお会社の新設・拡張については「動搖の収束」（Ⅰ）の表Ⅲ参照。

75) 『大阪銀行通信録』第276号、大正9年8月、2-3ページ。

76) 「短期債の禍根」『大阪毎日新聞』大正9年7月20日付。および『国民新聞』大正9年7月21日付。

形に資金を投じていた。従って、これらの巨額の国債の借換も容易に行われると予想すべきであった。これらの論評はそのような現実を無視した観念上の懸念であったといえることができる。

最後のパニックを乗り切った後の金融市場について『大阪朝日新聞』は銀行の手許資金は潤沢であるが与信は極めて消極的であり、興業銀行による臨時事業資金供給も一般的金融緩和にはつながらず、金融梗塞は続いているとした⁷⁷⁾。

貿易収支と兌換券発行

大正9年1月から6月までの貿易収支は4億7700万円余りの赤字となっている。この原因は輸入の大幅増加によるものであるが、その増加の原因について『京都日出新聞』は会社の新設・拡張に伴う投資需要、米作及び桑樹用肥料需要の増加、また商品価格上昇を見越した投機的思惑買に求めている⁷⁸⁾。同紙は3月以来の反動の影響はこの数字にはまだ表れていないが、下半期には工業用原料、機械類、肥料、織物などの輸入の減少が予想されたとした⁷⁹⁾。

年初来の貿易赤字を見て『九州日報』は輸入超過は正貨の流出、金融逼迫、経済界の不安、一般商工業界の萎靡凋落、失業者の増加そして国民思想の不安という広範囲な悪影響を及ぼす。その原因は原内閣の放漫な財政計画にあり、これが財界の楽観、物価調節の不在、空景気煽動を引き起こしたのだとした⁸⁰⁾。

とはいえ貿易が大幅に赤字になったと言っても、政府所有の在外正貨は6月中旬時点で総額9億1000万円という巨額に達していた。そのうち一般会計所有分が4億4000～5000万円あり、これを肩代わりできるのは日本銀行しかなかったが、『九州日報』は、もしこれだけ巨額の正貨を日銀が買入

77) 「財界前途の難關」『大阪朝日新聞』大正9年7月28日付。

78) 「上半貿易」(上)『京都日出新聞』大正9年7月10日付。

79) 「上半貿易」(下)『京都日出新聞』大正9年7月11日付。

80) 『九州日報』大正9年6月5日付。

れば兌換券が増発されることになり、これによってバブルが再燃する恐れがあるとして日銀による政府所有の在外正貨買入に反対している⁸¹⁾。

貿易収支は大幅赤字であったにも拘わらず為替レートは円高となり、金の流入も続いていた。この原因について『京都日出新聞』は3月以降の恐慌状態から輸入契約を取り消す者が増加し為替銀行は輸入手形用に手当てしていた資金が余るようになり、外国に保有していた遊資が増加したことから為替相場が上昇したのだと述べている⁸²⁾。

確かにバブル崩壊により輸入額は当初の水準よりも減少したと言えるが、それでも赤字は続いていたわけであるので、これだけの説明では十分とは言えない。他方、『国民新聞』は円高の原因として、為替銀行は今年の初めに輸入為替資金に行き詰まり、政府所有の在米正貨の払下げを受けた経験があることから、巨額の輸入に備えて正貨を取り寄せたにも拘わらずバブル崩壊後輸入契約を破棄する者が続出し輸入が激減したために輸入為替資金が不用となった。為替銀行に正貨が蓄積されていることから、貿易が赤字になっても円安にならず逆に円高になっているのはそのためであるとした⁸³⁾。

つまり為替レートが金現送点までの円高には達していないものの、内地金融逼迫と需要の低下した在外正貨をそのまま置いておくよりも内地に現送した方が有利と見て為替銀行は正貨を持ち込んでいたのである。このまま為替レートが円高に動けば金現送はますます有利になる。

日銀の貸出高も4月末の8億3500万円をピークにして以後減少し、7月末に4億7600万円、8月10日には4億300万円となっていた。これは各銀行が警戒を強め、資金回収に努めるとともに、貸出を控えた結果、手元資金が潤沢になり日銀からの借入金を返還したからである⁸⁴⁾。

このため日銀の外国為替貸出高は7月17日には2億2830万円と5月1日

81) 「在外正貨問題」『九州日報』大正9年7月1日付。

82) 「金の流入持続す」『京都日出新聞』大正9年7月27日付。

83) 「為替銀行の資金轉換」『国民新聞』大正9年7月24日付。

84) 「財界轉換期切迫」『九州日報』大正9年8月17日付。

の3億2455万円に比べて約1億円の減少となった⁸⁵⁾。7月23日には日本銀行の正貨準備が10億円を突破し、発行額の9割に達した⁸⁶⁾。日銀の民間貸出も減少し、兌換券発行高も減少した。同時に7月20日には昨年5月以来継続して発生していた制限外発行が消滅し、109万5千円の発行余力が発生した⁸⁷⁾。

その結果、『京都日出新聞』は金融市場には資金が余っているが、資金需要は甚だ不振である。その上、一般事業界の整理が進んで企業は借入金を返済しており、金融市場の資金はさらに増加し、金融は緩慢になっているとした。

また景気の見通しについても、財界が好景気の絶頂から一挙に不景気のどん底に墜落したため在庫の水準は空前の巨額になっており、この整理は決して容易ではないとし、金融緩和は進んでもそれによる在庫整理はスムーズに進まないとした。そのため金融の緩慢は長びき、銀行は遊資の運用に困るであろうと述べた⁸⁸⁾。

発行余力が発生した原因を『大阪銀行通信録』は正貨が増えた分だけ貸付や割引が減ったことから兌換券は増加せず、そのため限外発行が消滅したからとしている⁸⁹⁾。

同様に『九州日報』も通貨流通量の増加はいずれ貸出の増加となり、購買力に転化し景気は回復に向かうだろうと予想している。同紙は興業銀行の貸出増加が一般銀行にも波及すると予想した⁹⁰⁾。当時においても量的緩和により貸出が増加して景気が回復すると考えられていたのである。

また日銀による手形割引高は9年上半期に20億2800万円に達した。これは6年上半期の9倍強、7年上半期の4倍強、8年上半期の3倍強、バブル最盛期の8年下半期の1.5倍に相当する。

とくに8年下半期と9年上半期を地域ごとに比較すると、東京と大阪が突

85) 『大阪毎日新聞』大正9年7月23日付。

86) 『銀行通信録』第70巻第418号、大正9年8月20日、79ページ。

87) 『国民新聞』大正9年7月22日付。

88) 「財界の遊金死蔵」『京都日出新聞』大正9年7月28日付。

89) 『大阪銀行通信録』第276号、大正9年8月、3ページ。

90) 「局面轉換期如何」『九州日報』大正9年7月15日付。

出しており、増加率は東京よりも大阪の方が高い。ここからバブル崩壊の影響は東京よりも大阪の方が相対的に大きかったということが分かる。他方で北海道や松本ではむしろ減少しており、バブル崩壊の影響は相対的に少なかったということになる⁹¹⁾。

日銀の救済策の評価

高橋亀吉によると日銀の財界救済策には二面あったという。一つは一般金融を緩和する措置であり、その手段としては

- (1) 外国為替銀行が吸収していたコール資金を日銀が肩代わりしたこと
- (2) 市中銀行の過度の貸出警戒による信用梗塞を緩和する措置を講じたこと
- (3) 銀行の預金取付に対して果敢に救済融資をして人心の安定を図ったこと。

そしてもう一つは、個々の産業に対して特別融資を大胆に行ったことであり、これは過去の慣行になく今回初めて取った措置であって、大正9年財界救済融資の根幹をなしたものである⁹²⁾。

さらに日銀の金利政策について、高橋亀吉は、当時恐慌時の救済的貸出に際しては公定金利を引き上げるのが常識であったが、この時日銀は金利を引き上げなかったことに対して、日銀自身が金利を引き上げれば救済資金濫用を防ぐことは出来るが、それ以上に人心の恐怖を煽る副作用の方が大きいため、金利引上げは他日再び投機熱が勃興した際に行うことが機宜に適していると考えたからであると述べている一方、恐慌一巡とともに速やかに金利を引き下げるべきであったと批判し、「この日銀の金利観の裏には、反動を日本特殊の現象と見て、財界整理の徹底化を期する必要よりも、当面の混乱收拾をヨリ重大視していた事実の潜在していたことを窺知し得ると思う」と述べている⁹³⁾。

金利引上げに関する議論は「破綻と崩壊」(Ⅲ)で取り上げたところであ

91) 「本行本支店別「割引手形」各半季割引高及残高一覧表」による。「財界動揺史」606 ページ。

92) 『財界変動史』303 ページ。

93) 『財界変動史』321 ページ。

り、日本銀行の見解についてもそこで触れた。すでに公定歩合は非常に高い水準（日歩2銭2厘、年率8.03%）にあり、実際の貸出金利はそれよりもずっと高く、「破綻と崩壊」（Ⅱ）で述べたように株式市場での総解合に融通された資金の利息は日歩4銭（年率14.6%）にも達していた。金利上げはスクリーニング効果をもっているので、貸出しリスクは低下するが、そのような高利で借り入れする者は減少するであろうことは容易に推知できる。事実、株式市場での総解合の際に資金を借り入れた者は少数にとどまった。

高橋亀吉は「恐慌の整理一巡とともに、速かに金利をまず引き下げて、他日に備え得るはずである⁹⁴⁾」と日銀の態度を批判する。しかしこれは後世の後知恵の議論である。この当時ケインズ経済学は出現しておらず、当時の常識では不況時には金利を引き上げて企業淘汰を進めるというのが一般的な処方箋であったことは本稿「マスコミの論調」で述べた通りである。

『門司新報』は次のように述べて日銀の政策を徹底的に批判している。

「中央銀行たる日銀當局の態度は其職責を全うし居れりやと云ふに、無能無策殆んど金融調節の機能を發揮し居らず、金利政策に貸出方針に又は金融界の救済に、其爲す所行ふ所支離滅裂を極め一貫せる主義方針毫も認め得ざるなり、殊に最近横濱某銀行の破綻の際の如き、某家顧問の位置に在る井上氏を總裁とせる日銀の措置は實に矛盾撞着を極め、爲めに關係取引銀行の蒙りたる損失の如きは莫大なるものあり、事業及株式資金の融通援助の如きも、一部に偏し公平を缺きたるの嫌無しと云ふ可からず、然のみならず貸出方針は常に一定の方針存せずして動揺し、金利政策に至りては絶えず機宜を誤り居れるなど、數え来れば其中央金融機關としての責任を盡きざる點決して尠しとせず。」

（「各國の金融政策」『門司新報』大正9年6月10日付）

同紙は、日銀の銀行への救済融資の効果について次のように述べている。

94) 『財界變動史』321 ページ。

「昨今財界救済の聲盛なるに拘らず日銀の民間貸出は動揺前に比し約1億1700萬圓の増加を示すに過ぎざるを見れば、日銀の貸出増加に依り市中銀行の預金減少を抑制せる程度は未だ著大ならざるなり、斯の如く銀行の資産状態は急激の變動を來さざるに拘らず金融梗塞の聲益々高まれるは財界の不安状態に畏怖し銀行の貸出を警戒せるに依るものにして銀行の多くは其遊資を日銀に預金し萬一の場合に備へんとするもの多く」

(「動揺と金融界」『門司新報』大正9年6月17日付)

市中銀行が余剰資金を日銀に預金した結果、日銀預金は激増した。同紙は5月の日銀の手形割引高が本年2月比で1億円以上増加していることについて、あまり評価していないようであるが、前年比でみれば3億円の増加となっており、3月以降手形割引高が外国為替貸付金を超えるようになった事象について無視しているように見える。日銀が手形割引を通じて大量の資金を供給したことは明らかであり、それが銀行預金の減少を食い止めたのである(表II)。

表II 日本銀行手形割引高・外国為替貸付金

月 日	割引手形	外国為替貸付金
1月31日	249,425	324,396
2月28日	276,845	339,988
3月27日	290,456	281,371
4月24日	381,281	316,727
5月29日	393,854	322,414
6月26日	334,881	258,923

(出所:『銀行通信録』大正9年3月号,5月号,7月号)

おわりに

ともかく、6月には日銀の救済策は一段落を告げた。『銀行通信録』も「日本銀行の所謂救済事業も鐵に對する貸付を以て各方面に大體一巡したるのみならず經濟界も大體落付きたるもの、如くなれば4月以來の大動揺に對

する救済事業は略一段落を告げたるものと解せらる⁹⁵⁾」と述べている。

しかしこのような救済策によっても七十四銀行の破綻を食い止めることはできなかった。『万朝報』は政府があと1000万円追加融資をすれば財界はここまで苦しまなかつたらうと述べている⁹⁶⁾。「破綻と崩壊」(V)で述べたように、七十四銀行の処理が難航し、処理完了までに非常に長い年月を要したことを考えれば、徹底的に救済するという選択肢もあったのかもしれない。これはアメリカ政府がリーマンブラザーズを破綻させたケースと似ていなくもないと思われる。

高橋亀吉は日銀の救済融資により日銀自身が救済銀行化し、日銀の救済融資によって財界整理が遅れ、不況が長期化したと批判した⁹⁷⁾。『日本銀行百年史』も、この時の財界救済を契機に日本銀行が財界の救済機関となったことを認めている⁹⁸⁾。同様に『日本銀行80年史』でもこの救済融資により、「日本銀行創立の目的である商業金融疎通の理念は否定され、遺憾ながら日本銀行の市場調節力が弱化するに至った事実を否定することはできない」と述べている⁹⁹⁾。

『大蔵省史』も大正バブル崩壊後の救済融資について以下のような評価を下している。

「こうして、9年の反動恐慌の際の財界救済融資は、日銀の信用と預金部資金を動員し、日銀・勧銀・興銀の3特殊銀行を通じて行われた。これらのことは必ずしも前例のないことではなかったが、その規模が多面的でまた融資額が大きかったことは、まことに異例なことであった。これらの貸出は、恐慌の鎮静化とともに一部を除いておおむね回収されたが、この救済融資によって、大戦中膨脹した事業界の根本的整理合理化は延引され、うち続く不況と関東大震災の影響が加

95) 『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、75ページ。

96) 「救済不可能乎」『万朝報』大正9年6月17日付。

97) 『財界変動史』313ページ。

98) 『日本銀行百年史』第3巻、22ページ。

99) 日本銀行資料調査室編『日本銀行80年史』日本銀行、1962年、45ページ。

わって、昭和初年の金融恐慌の遠因を形づくった。また、これ以後、日銀は財界の救済機関化したと評された。」

(大蔵省財政金融研究所財政史室編『大蔵省史——明治・大正・昭和——』第1巻、大蔵財務協会、平成10年、571ページ)

結局、大正9年4月から7月にかけて取付けにあった銀行は169行に及び、そのうち休業したものが21行、この他に特別救援などで休業を免れたものが27行であった¹⁰⁰⁾。他方では銀行の合同も進んだ。例えば、8月2日には十五銀行が浪速銀行、神戸川崎銀行、丁酉銀行の3行を合併している。

政府の救済策については、「破綻と崩壊」(Ⅱ)で触れた。外為資金供給をはじめとして日本銀行による流動性供給が救済策のすべてと言って良い。この当時には不況時に財政出動を行うという発想がそもそもなかった。

日銀が財界救済のために貸し付けた資金は、為替銀行関係分を除いて計3億6000万円以上に達した¹⁰¹⁾。だが高橋亀吉によるとこれらの救済措置は中途半端なものに終わり、結果的には禍根を残した。

「以上諸対策の中、日本銀行の救済資金は専ら恐慌対策であり、預金部資金等の財政資金に依ったものは、その性格上寧ろ、恐慌一巡後の事業資金救済であって、必ずしも厳格の意味の反動善後措置ではなかった。しかし、かかる事業資金対策まで併せ施策せねばならなかった程、財界の打撃は深刻であったわけである。とともに、金融政策上そこに少なからぬ無理な乃至不健全な融資があり、他日、多大の弊害を醸すに至った禍根を蔵していたわけである。」

(『財界変動史』306ページ)

確かに、この時点では株式市場や商品市場の最後の危機は通過しており、流動性供給の必要性は低下していた。そしてここで述べられている資金供給

100) 『財界変動史』281ページ。

101) 『財界変動史』306ページ。

が所期の目的を達しなかったことは、日本経済が以後10年以上にわたって長期不況局面から脱出することが出来なかったことで明らかである。そして回復に至るまでにいくつかの波乱を経験しなければならなかった。

高橋亀吉はこれらの救済融資は恐慌を緩和し、破綻を減少させ、財界の再安定化を促進する効果をもったが、他方、財界整理を著しく不徹底にし、不況を長期化させ、その悪影響は昭和2年の金融恐慌まで続いたとする¹⁰²⁾。

日銀の救済融資が財界整理を阻害し、それが景気回復を遅らせるとともに、バブル崩壊によって発生した不良債権が、関東大震災の時の震災手形に紛れ込み、最終的には昭和金融恐慌に至るのである。

(もちづき・かずひこ／経済学部教授／2020年8月20日受理)

102) 『財界変動史』307-308ページ。

Remedies by the Government and Calming of Oscillation in the Markets (Ⅲ)

MOCHIZUKI Kazuhiko

At the crises of the stock and commodity markets, the media disputed about the economic policies. Among them some denied the economy went to depression.

On the other hand, stockdealers tried to establish a company which bought the unsold stocks through the money lent by central bank. As the stock prices recovered, this plan was no more necessary. And at the end of July, clearing the future deals was completed without further borrowing from the BOJ.

As the policy to remedy the economy, the BOJ made a scheme of increasing lending of Nihon Kogyo Ginko (the Industrial Bank of Japan) to commercial banks through mortgage of immobility. The BOJ supplied the liquidities to troubled industry but re-collected them quickly, so it has temporary effects.

The lending of the BOJ and money supply decreased at the same time by the collecting loans and trade deficits. As with the panic calminated, the financial market was eased. The call rates were lowered.

In July the economy passed through the panic phase. But economic stagnation continued for twelve years until Takahashi took pre-Keynesian policies in 1932.