

# 1920年反動恐慌前の過剰流動性対策\*

一ノ瀬 篤

## 目 次

序

- (1) 恐慌の様相と原因
  - 1 恐慌の規模・程度
  - 2 原因
- (2) 正貨累増の実態
- (3) 政府・日銀の過剰流動性対策
  - 1 過剰流動性吸収政策
  - 2 流動性吸収政策の不十分性
    - ① 不胎化政策の問題点
    - ② 公定歩合政策について
- (4) 結び
  - 1 要約と付言
  - 2 現時点への示唆
  - 3 先行諸研究との関係

---

\* 本稿は金融学会1989年度秋季大会報告（於関西学院大学，1989年10月28日）における同名の報告をもとにしている。報告の要旨は『金融学会報告 71』に掲載される予定である。しかし、これは骨子のみで、簡単に過ぎるので、元の報告に含まれていた統計や出典をも明示して、ここに収録したい。

## 年 表

年. 月	事 項
1914.7	第一次世界大戦開始
7	公定歩合 6.57→7.3%
7	政府・日銀・正金間で正貨買い上げ協定
1915.8	蔵相 武富時敏（内閣は大隈内閣のまま）
1916.4	公定歩合 7.3 →6.57%
7	公定歩合 6.57→5.84%
10	寺内内閣（蔵相 勝田主計 12月）
1917.3	公定歩合 5.84→5.11%
7	臨時国庫証券法
9	金銀輸出禁止令
1918.9	公定歩合 5.11→5.84%
9	政友会原敬内閣（蔵相 高橋是清）
11	休戦成立
11	公定歩合 5.84→6.57%
1919.3	日銀総裁 井上準之助（三島弥太郎の後任）
3-5	株式・商品市況が休戦不況から回復開始
9	この前後から投機白熱化
10	公定歩合 6.57→7.3%
11	公定歩合 7.3 →8.03%
1920.3	株式・商品市場で価格大暴落
4	為替相場暴落

## 序

第一次世界大戦期は、經常国際収支の黒字が継続したという点において、戦前の日本経済としては、例外的な時期だった。累積する国際収支の黒字は、国内において、過剰流動性圧力を生み出した。

本稿の第一の目的は、第一次世界大戦開始（1914年）から大正9年の反動恐慌（1920年）に至る時期を対象として、政府・日銀の過剰流動性対策を、在外正貨に焦点を当てて検討することである。しかし、この課題は、一般論的には、これまでの研究によってすでに解明されている。<sup>(1)</sup>そこで本稿では、

政府・日銀の対策の如何によっては、恐慌の回避もしくは緩和が可能だったのではないかという問題意識に基づき、臨時国庫証券発行政策に的を絞って、事態を観察する。

第二の目的は、この検討から現時点への示唆を求めることである。現時点の日本経済は、経常国際収支黒字の累積を基礎要因とする国内の過剰流動性圧力を、主としては海外投資（特に対アメリカ）によって緩和しているが、この機構は安定したものでも望ましいものでもない。過剰流動性問題の適切な解決のためにも、本稿対象期の政府・日銀の対策を検討することは、重要な意義をもつ。

## (1) 恐慌の様相と原因

過剰流動性との関連を念頭に置きつつ、まず、1920年恐慌を概観しておこう。

### 1 恐慌の規模・程度

第1表を見ると、恐慌によって1921年の卸売物価指数は、前年の259（1913年＝100）に比べて200に激落している。

これに対して、鉱工業生産指数は1919年の165から、1920年の154へ、国内粗生産の指数は1919年の141から1920年の132へと、それぞれ比較的軽微な下落にとどまっている。繊維業においては企業破綻が続発したので、この意味では実物経済への影響も大であったと言えるが、全体としては生産の後退は意外に緩やかであった。

第1表の有業者は、第2次産業と第3次産業における就業者の合計であるが（この時期の第1次産業の「就業者」には、實際上、失業者に他ならないものが含まれているはずなので、除外した）、この指数も絶対的には減少す

---

(1) 文末の文献②③⑤参照

るに至らず、微増傾向を保っている。

他方、銀行取り付けは169行（内、支店102）、休業は21行にのぼり、<sup>(2)</sup> 株式・商品市場における価格下落は激甚であった（第2表）。

第1表 当該期の主要経済指標

年	卸売物 価指数	鉱工業生 産指数	国内粗生 産指数	有業者人 口指数
1913	100	100	100	100
1914	96	96	97	101
1915	97	109	106	107
1916	117	128	122	110
1917	147	146	127	111
1918	193	158	128	118
1919	236	165	141	118
1920	259	154	132	122
1921	200	164	147	123
1922	196	173	146	126

出典 日本銀行『明治以降本邦主要経済統計』  
1976年, p. 76

文献④『10 鉱工業』1972年, p. 147

同上 『1 国民所得』1974年, p. 227

同上 『2 労働力』1988年, pp. 204-214

第2表 株式・商品市場の値動き

	1919年末-1920年初	1920年中のボトム
株価指数 (1917年7 月=100)	250.84 (1920年2月) (100)	113.1 (6月) (45.1)
東京期米 先物平均	50.81円 (1919年12月) (100)	25.56円 (12月) (50.3)
大阪三品 綿糸先物	686.3円 (1919年11月) (100)	237.1円 (12月) (34.5)
横浜定期生 糸先物平均	396.2円 (1920年1月) (100)	141.7円 (12月) (35.8)

出典 文献④, 116-117頁

(2) 文献③第3巻, p. 8

要するに、この恐慌を経済全体への影響という観点から見ると、異常に高騰した価格の下方への是正という色合いが濃く、実物（生産・雇用）面の減退・停滞は意外に軽微だったことがわかる。周知のように、この恐慌を契機として、政府・日銀の救済政策が定着するのであるが、実物面における後退の意外な穏やかさは、この点に大いに関連しているのであろう。

実物面への影響が、少なくとも統計上では、さほど深刻な形で現れていないとはいえ、それは、もちろん、この恐慌が経済に大きな影響を及ぼさなかったことを意味するわけではない。逆である。多くの製造企業、商業企業が物価・株価の下落によって、金融困難に陥っていた。つまり、設立中の群小企業は資金が枯渇して立ち往生を余儀なくされたし、既設企業の場合は物価激落によって収益が減退し、債務支払いに困難をきたしていたのである。恐慌再発の可能性が含まれていたと言える。

## 2 原因

1920年恐慌の基本的な原因は、大戦勃発以後の輸出好調に支えられた好景気が過熱して、過剰生産をもたらしたことであろう。第3表を見よう。

第3表 製造工業生産額と労働者購買力

年	賃金 指数 (A)	就業 人口 指数 (B)	$\frac{A \times B}{100}$	生産 額指 数 (C)	CP 指数 (D)	AP 指数 (E)
1913	100	100	100	100	100	100
1918	159	125	199	326	154	169
1919	220	124	273	409	205	232
1920	285	130	371	351	214	184
1921	284	126	358	323	196	178

A 職業別賃金総平均  
B 第二次産業就業人口  
C 製造工業（当年価格）  
D 消費者物価指数  
E 農産物価格指数

出典 文献①『2 労働力』1988年, pp. 204-210  
同上 『10 鉱工業』1972年, p. 143  
同上 『8 物価』1966年, pp. 134-165

1913年から1919年にいたる6年間に製造工業の生産価額指数は100から409に上昇している。1913年に比べて4.09倍の額の商品が販売されねばならなかったということである。これに対応する購買力の動きを見ると、第二次産

業労働者を中心とする労働者の賃金は100から220に、第二次産業の就業人口は100から124に、それぞれ上昇している。その積を指数表示すると273である ( $220 \times 124 \div 100$ )。労働者の消費財購買力に対して、次第に過大な商品の実現が求められていたことが分かる。もちろん、このギャップは、当分の間は生産財需要や輸出が拡大することによって埋め合わされうるし、現実にもそうであった。しかし、1920年の春にはついに生産の過剰が露呈することとなった。

なお、この頃の需給の不均衡を、実質賃金の下落による一人当たり実質購買力の低下や、農村購買力の低下によって説明することは、統計上かなり困難であることを指摘しておきたい。<sup>(3)</sup> 実現されるべき商品価格総額が、実質賃金の軽微な上昇と就業者人口の増加にも拘らず、被雇用者や農民の購買力総額に対して過大となった点に基本的な問題があった。

さて、実現されるべき商品価格総額と言う場合、商品の物理的な量の拡大とともに価格上昇が含まれてくることは言うまでもない。同じ第3表を見ると、1913年から1919年に至る期間の消費者物価指数は100から205に上昇しているので、上記4.09倍の約半分は、価格上昇によるものである。この物価上昇の根本原因となった過剰流動性について見よう。

## (2) 正貨累増の実態

世界大戦は日本に漁夫の利をもたらし、経常国際収支は1915年から1919年まで毎年、大幅黒字を記録した。この間の黒字累計額は約31億円であった(第4表)。

この経常収支の黒字分は、一面では日銀保有正貨の増加、その反面では国内日銀券の増発という結果をもたらした。<sup>(4)</sup> 日銀はこの正貨の大部分をロン

(3) 文献④(45-46頁)は、実質賃金低下による購買力減退を重視している。

第4表 経常収支黒字・正貨・日銀券残高の動向（単位：100万円）

年	経常収支黒字額	正貨保有額			日銀券発行残高
		日銀 (内、海外分)	政府 (内、海外分)	合計	
1913	-96	286(155)	91( 91)	377( 246)	426
1914	-10	292(163)	49( 49)	341( 212)	386
1915	231	363(225)	153( 153)	516( 378)	430
1916	635	453(225)	262( 262)	715( 487)	601
1917	976	719(257)	386( 386)	1,105( 643)	831
1918	851	733(280)	855( 855)	1,588(1135)	1,145
1919	397	994(292)	1,051(1051)	2,045(1343)	1,555
1920	-43	1,292(178)	887( 884)	2,179(1062)	1,439
1921	-233	1,290(150)	791( 705)	2,081( 855)	1,547
1922	-160	1,163( 99)	667( 516)	1,830( 615)	1,558

出典 文献③『資料編』1986年，pp. 332-337, 342, 416

ドン，ニューヨークに外貨預金や外国政府債購入等の形態で保有した。これが日銀保有「在外正貨」である。（第4表において，日銀保有の在外正貨の額

(4) 実際には，輸出代金等として受け取られた外貨と，日銀券増発とは常に表裏一体の関係にあるわけではない。現実のメカニズムの概要は，以下の通りである。

まず，為銀である横浜正金が，円で国内の輸出業者から輸出手形を買い取る。これに必要な円資金は，日銀が優遇金利で（詳しくは後述）正金に貸し出したのである（外国為替手形引当貸付金制度）。外国の輸入業者が外貨で正金に支払いをすると，正金は日銀からの借入金を返済すべく，外貨を日銀に売って円貨を受け取り，日銀への返済を果たすであろう（単純化すると，外貨で，先の円借入金を返済するということになる。なお，はじめの借入れに対しては，必ずしも当該輸出代金で返済する必要はなく，他の源泉から返済してもよいが，大局的には，以上のような。）

結局，日銀の観点からすると，概しては，はじめの円の増発（為銀への貸付）に等しいだけの資金が，外貨で戻って来ることになるが，タイム・ラグを考えると，対応する外貨の引き当てなしに，円の増発だけが先行することは，始終起こりうる。また，上記のように，当該輸出代金によらず，国内源泉の資金（預金，増資，コール・マネーなど）で日銀への返済が行われると，為銀としては，その分だけ，外貨形態で資金を保有できることになる。

しかし，現実には，為銀にとって，国内での資金調達には狭い限界があり，輸出に関わる日銀からの借入れは，概して，外貨の日銀への売却によって返済する他なかったのである。

が必ずしも大きくないのは、第一に、後述のように、特に1915年から、その一大部分を政府に売却したこと、第二に、為銀が取得外貨を、特に1916-1917年に、国内に正貨で送金した部分があることによる。）

正貨の累増は、それまで輸入に必要な外貨の不足に悩んでいた日本経済にとって歓迎すべきものであったが、他方、そのあまりに急速な蓄積は貿易金融の困難と、<sup>(5)</sup>国内における通貨大增発をもたらさざるをえなかった（第4表）。

そこで、政府・日銀はやむをえず、後述のような正貨流出策をとった。この結果、1915-1919年の「総合」収支の黒字累計額は「経常」収支のそれ（約31億円）に比べると、60%弱の約18億円に縮小した。<sup>(6)</sup>

しかしなお、この18億円弱は、当時の日本経済にとって、過大な額であった。そのことは、現代（経常収支黒字が大幅であった1984-1988年）と比較した第5表を見ると明らかである。

これを反映して、政府・日銀の正貨保有額は、1915年の5億1600万円から1919年には20億4500万円に増加した。増分15億2900万円の中、海外保有分（在外正貨）が9億6500万円を占めている（前掲第4表）。

(5) 為銀は「円不足・外貨過剰」の状態に追いやられる。この結果、以後の為替取り組みが困難になる。為銀は国内金融市場で資金を調達することも可能であったが、当時、急速に発達しつつあったコール市場のキャパシティにも限界があった。

注(4)で述べたように、為銀の困難は日銀の外貨買取りによって解決されるが、他方、日銀としては、国内通貨増発への配慮が必要なので、無条件に買取りを続ける訳にも行かない。また、日銀も為銀も、多額の外貨買い持ちに陥ると、為替リスクを抱えることにもなる。

(6) 文献③『資料編』1986年、p. 343



第5表 当時の国際収支黒字額の巨大さ—現代との比較— (単位：%)

経常収支黒字額 GNP				経常収支黒字額 前年末日銀券発行残高				総合収支黒字額 前年末日銀券発行残高			
年	%	年	%	年	%	年	%	年	%	年	%
1915	4.6	1984	2.8	1915	59.8	1984	37.3	1915	41.5	1984	2.2
1916	10.3	1985	3.7	1916	147.7	1985	47.8	1916	45.8	1985	0.2
1917	11.4	1986	4.4	1917	162.4	1986	56.9	1917	67.4	1986	10.6
1918	7.2	1987	3.7	1918	102.4	1987	46.8	1918	60.4	1987	21.2
1919	2.6	1988	2.8	1919	34.7	1988	34.9	1919	46.6	1988	7.2
平均	7.2	平均	3.5	平均	101.4	平均	44.7	平均	52.3	平均	8.3

出典 文献③『資料編』1986年, pp. 342-343, 416

文献①『1 国民所得』1974年, p. 200

日本銀行調査統計局『日本経済を中心とする国際比較統計』1986年, pp. 138, 142. 1989年, pp. 29, 125, 138

同上『経済統計月報』1989年9月, p. 15

### (3) 政府・日銀の過剰流動性対策

#### 1 過剰流動性吸収政策

日銀の正貨保有額の増加は、特別の措置をとらぬ限り、国内における日銀券の増発を意味した。増発日銀券の姿をとった購買力は、主に新投資資金として用いられた。この間の企業新設、増資、起債などの勢いは、まさにとどまるところを知らぬ態のもので、過剰投資、投機の要素を大いに含んでいた。<sup>(7)</sup>好景気の中で物価が急騰すると、この物価急騰によって利潤を得ようとする投資、投機が盛んになる。先進国の生産力に追いつこうとしている若

(7) 日銀『明治以降本邦主要経済統計』1966年, pp. 350-351 は、当時、官庁が認可を与えた「事業計画資本高」(株式会社の新設、増資、起債計画)を示しているが、その拡張意欲はまさに「途方もない」というほかなく、官庁が認可を与えたのが不思議に思われる。例えば、1919年の紡績業の資本計画額は約4億6000万円であったが、これは前年額3300万円の約14倍であった。

い資本主義の国では、これが、とりわけ企業設立ブームという姿をとって、典型的に生じる。増発日銀券は、具体的には、このような企業設立ブームを支える資金となった。

さて、政府は、国際収支好調による正貨流入を国内資本蓄積のための千載一遇の機会としてとらえる傾向が強かった。したがって、日銀券増発の危険を冒してでも、民間企業・個人の資力充実を促進しがちであった。

しかし、日銀にはマネー・サプライ急増への不安が強く、この過剰流動性の凍結を政府に建言していた。日銀の建言や在野の批判などの結果、<sup>(8)</sup> 政府は二つの過剰流動性対策をとった。その第一は対外放資政策であり、第二は政府が日銀から在外正貨を買い取ることによって、在外正貨を不胎化する一国内の日銀券増発に結びつかぬようにする一ことである。

まず、対外放資政策であるが、これは、流入してきた外貨を既往の対外債務の償還、新規貸付・投資、既往対外債権（民間および預金部）の肩代りなどに振り向けようとする政策である（円形態の借款も多かった）。<sup>(9)</sup>

政府は自ら放資の主体となるばかりでなく、民間の対外放資をも奨励したので、民間が対外融資の主体となったものもあった。この間の多様な対外放資を概括すると、第6表のようになるであろう。（なお、この表は大戦中の対外投融資のうち、確認できたものをまとめたにすぎず、実際の放資額はもっと大である。）

簡単に説明を加えておこう。表中の①は、政府・日銀が既に保有していた在外正貨で英米仏の公債（英貨債が主）を購入したケースであって、経常黒字を外国に還流させる効果はあるが、国内流動性を削減する効果はない。

②は複雑である。まず、臨時国庫証券（以下、臨国証券と略記）について見よう。臨国証券というのは、この時期にのみ発行された文字どおり臨時的

(8) 詳細については、文献③第2巻、第4章を参照

(9) 詳細については、文献②第12巻の第4章、第17巻の第4章、文献③第2巻の第4章を参照

第6表 対外放資の形態・効果・実績

形 態	經常収支黒字相殺効果	国内流動性吸収効果	累計金額：億円 (1914-18年,推計)
① 政府・日銀が既保有の在外正貨を対外証券投資に切り替え	あり	なし	1.9 <sup>1)</sup>
② 政府が国内で新たに資金を調達して、これを放資 ・臨時国庫証券 (軍需品代金決済, 連合国財政援助) ・その他の債券 <sup>2)</sup> 本邦債務償還	あり	あり	2.6 <sup>2)</sup>
③ 預金部が外債を購入	あり	あり	1.1 <sup>3)</sup>
④ 民間資金による外債(英仏露支)購入	あり	あり	0.4
①～④ 合計			4.0
			10.0

1) 1918年6月末の残高だが、大戦開始時には残高ゼロだったので、この間の振替額の累計を示すと見てよい。

2) 1918年11月末の残高だが、上と同様、この間の対外融資額の累計額と見てよい。

3) 1915-1917年に発行された鉄道債券1億1000万円(3回分)のうちの9000万円(2000万円は鉄道事業費に用いられた)と5分利付国庫債券2000万円の合計(以上、概数)。これらによって、既往の対英、対仏債を償還した。政府はこれ以外にも外債の償還をしており、実際の償還合計額はこの表の数値よりも大である。

出典 文献②第17巻, pp. 590, 638-642

文献③第2巻, pp. 351, 367-368

な国債であって、期限は最短2カ月から最長5年に及ぶ短・中期債であった。利率は年5%のものが多かったが、最高年7.3%のものもあった。1917年8月に発行が始まり、最後の発行は1925年2月に行われている。但し、新規発行は1920年6月に終わっており、それ以降の起債はすべて借り替えのためである。

臨国証券には大別して二つの目的があった。一つは後述の在外正貨不胎化であり、もう一つは交戦中の連合与国への信用供与である。後者の信用供与は二つの名目で行われた。「輸出軍需品代金決済」と「連合国財政援助」がそれである。

「輸出軍需品代金決済」のための臨国証券発行は、ロシア政府への援助を内容とする。その過半は同国政府が主として1917年に発行した円貨大蔵省証券（期限は1年）の肩代り（民間銀行団、預金部からの）及び引受であって、ロシアとしては、さもなくば支払わねばならない軍需物資輸入代金を猶予してもらえることになる。日本から見れば、経常収支黒字分が資本流出で相殺されることになり、輸出為替取り組みの必要が、それだけ減少する。

「連合国財政援助」というのは、英仏中の三国に対する同様の信用供与である。ここでも、これらの国が日本の預金部引受で発行していた円貨大蔵省証券もしくは国庫証券（中国）の肩代りが内容となっていた。国際収支上の効果も、「輸出軍需品代金決済」の場合と同様である。

臨国証券のネット発行額（借り替え分を除く）と、その内訳は以下の通り。<sup>(10)</sup>

ネット発行総額	約 5 億3300万円
内 輸出為替資金疎通分	1 億9000万円
輸出軍需品代金決済分	2 億8300万円
連合国財政援助分	6000万円

②のうちの「その他の債券」というのは、鉄道債券、5分利付国庫債券を指す。これらの発行によって、国内から資金を引き上げ、従来からの対英仏債を返済したのだった。

④は主として民間銀行団による外国公債等への投資であって、政府はこれを積極的に勧奨した。このうち、特に西原借款を中心とする対中国投資は回収不能となり、政府が肩代りする結果となった。<sup>(11)</sup>

(10) 臨国証券については、文献②第12巻第4章参照

(11) このあたりの詳細については、文献③第2巻第4章、3の(5)。また、日本興業銀行『日本興業銀行五十年史』1957年、を参照

さて、第6表の対外放資は、それ自体として見れば、概しては経常黒字縮小と国内流動性の吸収とを同時に達成しようの方策であった。(但し、表中に示したように、①はすでに国内資金を引き上げた後の話であるから、重ねて国内流動性を縮減する効果はない。)

②の臨国証券の場合、これで引き上げた国内資金を、すぐに国内の民間銀行団等に移転することになるので、流動性縮小効果はないように見える。しかし、これは民間によるごく最近の対外投資を肩代りしているのであるから、民間が投資をした時点を含めて考えるべきであって(つまり、初めから政府が融資したと考えればよい)、その意味ではやはり、国内流動性圧縮効果を持つ。

要するに、いわゆる対外放資政策は、それ自体としては、国内流動性縮小効果をもっていた。実際、上にも見たように「総合」黒字は、「経常」黒字に比べると、大いに減少している。

しかし、黒字圧縮手段としては、対外放資政策には問題があった。つまり、対外投融资は主として資金需要の強い交戦国に対して行われたので、せっかく資金が一旦海外に流出しても、その相当部分が、日本からの輸入金決済等に用いられて国内に還流して来たと見られる点である(もっとも、この点についての実証は不可能である)。具体的には、還流は、近い将来の経常収支受取超過をもたらす形で生じたであろう。

従って、対外放資政策は、時間の全経過を考慮に入れると、その数値に表れているほどには収支不均衡是正作用を持ちえなかった。

対外放資政策のみでは、物価高騰を抑えることが出来なかったのも、第二の在外正貨不胎化政策が登場する。これは上にも簡単に触れたように、政府が日銀から在外正貨を買い上げる政策である。在外正貨の実際の売り手は横浜正金、台湾、朝鮮の三為銀と日本興業、三井、三菱、住友の四銀行であった。政府は、日銀を経由してこれら諸銀行から買い入れたのである。買い入れ額の82%ほどが横浜正金からのものだった。

資金源としては一般会計の歳計剰余金，大蔵省預金部資金，そして臨国証券の発行収入金がい用いられた。これらはいずれも国内購買力を引き上げて，これを外貨預金等に振り替えることを意味していたので，過剰流動性凍結策として至当なものである。「金不胎化政策（内容的には『在外正貨不胎化政策』・・・ノ瀬）」と呼ばれるゆえんである。<sup>(12)</sup>

政府は，上記の経常収支黒字累計額約31億円のうち，6年間にわたって，累計で17億円強を買い上げた。資金源の内訳は下記の通りである。<sup>(13)</sup>

一般会計歳計剰余金	14.0	億円
預金部	1.4	億円
臨時国庫証券発行収入	1.7	億円

## 2 流動性吸収政策の不十分性

### ① 不胎化政策の問題点

累計31億円の経常収支黒字のうち，10億円が資本流出によって相殺され，残る21億円の大部分（上記のように17億円強）が，政府の不胎化政策によって凍結されたのだから，過剰流動性対策は万全であったように見える。

しかし，先にも見たように，流出資本については，その少なからぬ部分が日本に還流したと見られる。

不胎化についてはどうか。不胎化の額は十分のように見えるが，ここにも問題がある。政府が日銀から在外正貨を買い入れると，日銀としては発券残高が減少するので，それだけ発行余力<sup>(14)</sup>が生じる。その分だけ，日銀は為銀に対して新規融資を拡大できることになる。

(12) 文献⑥序章第二節参照

(13) 文献②第14巻，pp. 854-855

(14) 発行余力と言っても，発券制度上のもの（限外発行にならないという意味の）ではない。「国民経済に対して」という意味である。

同じ事を為銀の側から見よう。日本商品への海外需要は依然として強く、これを受けて、日本企業の輸出意欲は旺盛だった。この結果、為銀は引続き、輸出為替買取りに追われ、円資金に困っていた。上にみた「政府による、日銀を通じての正貨の買い上げ」は、為銀に外貨の円転換を可能にし、為銀はこれによって日銀からの既往借入を返済することが出来た。この段階では、為銀が輸出手形買取りのために日銀から借り入れた時点で増加していたマネーサプライは、一旦、縮小する。日銀としては、その分だけ発行余力が生じることになる。しかし、新規為替買取り額（→日銀からの新規借入れ額→発券増加）が、日銀への返済額をはるかに上回る状況が絶えず続いたので、結局、日銀への債務（→発券額）は累積していったのである。「半ば悪循環的」と言ってよい。この結果、日銀券の増発と物価上昇がもたらされる（第7表）。

第7表 不胎化金額・日銀券残高・卸売物価

年	政府による日銀からの 在外正貨買取り額 (フロー) (億円)	日銀券発行 残 高 (億円)	卸売物価 上昇年率 (%)
1914	0.1	3.9	-4.0
1915	2.2	4.3	1.0
1916	2.8	6.0	20.6
1917	2.5	8.3	25.6
1918	6.6	11.4	31.3
1919	2.9	15.6	22.3
1920	-	14.4	9.7

出典 日本銀行統計局『明治以降本邦主要経済  
統計』1966年、p.76  
文献③『資料編』、p.416  
文献②第14巻、854-855頁

第7表を見ると、この「半悪循環」によって、一見強力な過剰流動性対策にも拘らず、依然として巨大な流動性圧力が存在していたことが分かる。

日銀の為銀に対する為替貸付額が累積して行くことに対して、外為貸付に関する高率適用制度はチェック機能を果たさなかったのだろうか。第8表を見よう。

第8表 外国為替貸付金に関する高率適用制度  
 —1914年1月から1919年8月（この時、制度改正）まで—

貸付金残高	運用利率歩合
1500万円まで	2%
1500以上3500万円まで	6%
3500万円以上	6.5%

出典 文献③第2巻, p. 523

この表から分かるように、為銀に対する超優遇金利（2%）は、僅々1500万円までの貸付に適用されたに過ぎない。もっとも、仮に為銀がはじめに日銀から1500万円借り、しばらく後に外貨を日銀に売却してこれを返済し、またすぐに同額を借りるとすれば、この1500万円も「延べ」では相当な威力を発揮するであろう。

しかし、為銀への輸出手形の持込み額は、その程度の日銀貸付ではとても対処できないほど多額であった。従って、貸付残高は超優遇金利の適用される1500万円の枠をはるかに超えざるを得なかった。ところが、ここで適用される6%もしくは6.5%の金利も、なお公定歩合に比べれば概して低かったのである。

具体的には、1916年7月5日から1918年11月25日の2年余りの時期だけは、公定歩合は6%より低かったが、<sup>(15)</sup> それ以外の時期には、為替貸付利率の方が公定歩合よりも低かった。つまり、優遇金利になっていた。この意味で、高率適用制度は、為銀の日銀からの借入を抑制する機能を十分には持ち得なかった。第9表を見ると、為銀の中でずば抜けて重要な横浜正金の場合、超優遇金利の適用される1500万円の枠は大した意味をもたず、総借入れ残高は、第三段階の枠（3500万円）をもはるかに超過していることが分かる。3500万円を超えても、やはり適用金利が他の貸付より有利だったためである、と言っても大過はないであろう。<sup>(16)</sup>

(15) 文献③『資料編』, p. 374. 文献⑦, p. 100



第9表 日銀の為替貸付金残高 (単位：100万円)

年末	為替貸付金残高				総貸出高 (B)	日銀券 発行残高 (C)	A/B (%)	A/C (%)
	横正	浜金	台銀	灣行 合計 (A)				
1913	41			41	125	33	10	
1914	44		1	45	89	51	12	
1915	21		10	31	69	45	7	
1916	119		23	142	212	67	24	
1917	198		11	209	283	74	25	
1918	395		6	401	448	90	43	

出典 文献③第2巻, p. 359

さて、以上の吟味から、次のように言えるだろう：不胎化政策によって、十分に過剰流動性を吸収しようとするれば、不胎化の額を思い切って巨大にする必要があった、ということである。つまり、上述の日銀の対為銀新規貸付額の増加を相殺できるほどの不胎化政策が必要であった。

この場合、原資面では歳計剰余金や預金部資金には、当然、限界がある。しかし、より精力的な臨時国庫証券の発行は可能だったはずである。当時の政府は、巨額の歳計剰余金を実現していた。<sup>(17)</sup>従って、これを在外正貨買入れ元本としてのみ用いるのではなく（買入れ元本として用いるだけでは、臨国証券を増発する上で、早く限界に突き当たる）、当分の間、利払い基金としても用いれば、5%以上の金利をつけた臨国証券をいっそう大量に発行して、市場で円滑に消化させることも可能なはずであった。こうして、過剰資金を吸収するばかりでなく、この面から市場金利を高め、誘導することも有益だったであろう。

議論を明確にするために、極端化を恐れず、具体的な計数を挙げて説明してみよう。第7表によると、1918年には、政府が日銀から、実に6億6000万

(16) なお、横浜正金に対しては、この他にも様々な優遇措置があった。（文献⑦, pp. 100-101）

(17) 1917年から1919年にかけての歳計剰余金は、1年あたり約3億5000万円（平均値）だった（総務庁統計局『日本長期統計総覧 3』p. 241）。

円もの正貨買い上げを行ったにも拘らず、日銀券残高は前年に比べると、3億1000万円も増加している。他方、第9表によると、1918年には為替貸付金の残高が約2億円増加している。

これらの関連は次のように推測できる：つまり、為銀は、政府による6億6000万円の正貨買い入れによって、同額の既往借入れを返済した（いずれもフローベース）が、新規為替買取り額が少なくとも8億6000万円あったので、結局、日銀からの借入れ残高は約2億円増加した。これを主要な原因として（言うまでもなく、日銀券の発行ルートは為替貸付に限られない）、第7表の日銀券残高も約3億2000万円増加した。（以上では、やむをえず、フローベースとストックベースの話が混在しているが、事態の「概略」を把握するには大きな妨げにはならない。）

さて、事態がもしこのようであったとするならば、政府が不胎化政策を真に強力なものとするためには、たとえば1918年については、臨国証券発行を大々的に行って、不胎化資金を拡大し、6億6000万円ではなく8億6000万円の正貨買い入れを実施すべきであった。

しかし、政府は臨国証券については、そこまで強力な政策をとらなかった。この証券の総発行額5.3億円強のうち、「輸出為替資金疎通」のために用いられたのは1.9億円のみである。

臨国証券を用いてもっと強力な流動性吸収政策をとらなかったのは、要するに政府の過剰流動性に対する危機感が希薄だったからである。このことは寺内内閣、原内閣を通じて、政府の発言に表れているし、何よりも、積極財政政策に顕著に表れている。中央政府歳出純計の対GNP比は、恐慌前年の1919年（原内閣）には、1918年の13.6%に比べて、16.9%に跳ね上がっている。<sup>(18)</sup> 内国債残高も増加を続け、特に1918年からの増勢が顕著である。<sup>(19)</sup> 政

(18) 文献①『7 財政支出』p. 162および、同『1 国民所得』p. 200

(19) 文献②第11巻、39-42頁

府の姿勢は、右手で行ったことを左手で打ち消す類のものであった。

## ② 公定歩合政策について

上述のように、過剰流動性を十分に「吸収する」ためには、いっそう強力な不胎化政策が必要だったであろう。他方、流動性の「増加を抑える」ためには、日銀の早めかつ厳格な引締め姿勢が必要なはずであった。日銀の姿勢はどうだったのか。

当然の事ながら、日銀は一貫して政府よりも物価上昇に対して警戒的だった。しかし、その中でも、三島総裁時代（1919年3月まで）には政府方針への警戒・批判が弱く、井上総裁時代になってから、物価上昇への警戒心がそれまでより強くなっていると見られる。

とはいえ、両総裁時代を通じて、結局は政府の積極姿勢に引っ張られている。具体的に見ると、高率適用制度を含みつつも、基本的には一貫して優遇的な為替貸付金制度が維持されたこと、そして公定歩合引き上げについても、政府の圧力に抗しえず、後手に回ってしまったこと、が二大ポイントである。

1918年9月と11月の、合計1.46%の公定歩合引き上げはごく穏健なものだった。これは休戦反動不況への懸念を考えれば、うなずけぬ事ではない。しかし、1919年の引き上げは明らかに遅きに失した。井上総裁下の日銀の懸命の要請も、政府（高橋是清蔵相）の積極姿勢を変えるには至らず、引き上げは遅延を重ねて、結局、10月、11月にずれ込んでしまった。公定歩合の引き上げは戦中では1917年、1918年の前半、戦後では1919年の初夏が好機であったと思われる。

## (4) 結 び

### 1 要約と付言

輸出の伸張による一国購買力の増加は、それ自体危険ではない。危険なの

は「急速な」増大である。なぜなら、急速な物価上昇は必ず過剰投資・投機をもたらすからである。若い資本主義では、これが企業設立ブームという形で典型的に表れる。当該ケースもこれであった。

対策について言えば、大戦中の過剰流動性蓄積に関しては、その凍結が不十分であった。臨国証券政策の不徹底が惜まれる。蓄積された過剰流動性を原資として、1919年には過剰投資・投機が爆発したが、<sup>(20)</sup>これについては公定歩合政策が不適切であった。これらの政策が当を得ておれば、恐慌の発現そのものは避けられなかったとしても、その様相や程度は大いに違っていただろう。ひいてはその後の日本史の展開も異なっていたと思える。

## 2 現時点への示唆

1986-1987年の首都圏における地価狂騰は、同じ時期の総合国際収支の大幅黒字（前掲第5表）と完全に符合している（第10表）。過剰流動性対策の重要性を十分に示唆している。すでにかなり遅きに失しているのであるが、し

第10表 東京都の地価と総合収支黒字

年	東京都住宅地 平均価格の対 前年上昇率 (%)	総合収支黒字 の対前年末日 銀券発行残高 比率 (%)
1981	21.3	4.1
1982	15.6	-5.4
1983	18.0	1.4
1984	4.2	2.2
1985	5.4	0.2
1986	19.2	10.6
1987	90.1	21.2
1988	41.4	7.2

出典 国土庁『地価公示 住宅地平均価格』各年1月1日の数値

日本銀行調査統計局『日本経済を中心とする国際比較統計』1986年, pp. 138, 142. 1989年, pp. 125, 138

同上『経済統計月報』1989年9月, p. 15

文献③『資料編』p. 330

かし、これからでも、臨国証券型の国債発行によって過剰資金を吸収し、外貨を買い上げて外貨・円を混合保有する一大基金を設定し、為替安定基金及び国際財政投融資基金の機能を併せもたせる方策が研究されてしかるべきである。<sup>(21)</sup>

### 3 先行諸研究との関係

1970年以降に刊行された正貨問題に関する研究のうち、主なものについて簡単に触れておきたい。この時期の正貨政策については、斉藤寿彦氏の諸論文が最も包括的で詳細である。政府はなぜ、いかに正貨を獲得し、処理したか、何がこれらを可能にしたのか、その経済全体への影響はどのようなものか、が論じられている。

『日本銀行百年史』の第二巻、第三巻：正貨については「正貨累積と物価・通貨管理政策・恐慌」という問題意識と受け取られる。包括的な資料であって、特に当時の政府・日銀の見解や主な世論を紹介しているところに魅力がある。

田中生夫『昭和前期通貨史断章』：在外正貨に限定すると、問題意識は「イギリスの経験を基準として通貨管理問題を考える場合、日本において国内経済を金本位制のゲームのルールから一定程度隔離して、裁量主義的な国内通貨政策を可能とした技術装置は何か」ということになる。簡単には「在外正貨制度と通貨管理政策」という問題となる。もっとも、簡潔な示唆にとどまっている。

伊藤正直『日本の対外金融と金融政策 1914-1936』：戦間期の日本資本主義を、世界経済との金融上の連関という視角から捉え、特に民間金融機関

(20) 深井英五は次のように回顧している。「後から振り返って見るに、戦時中に蓄積された所の正貨及び在外資金の大部分は戦後の輸入超過によって必ずしも有効ならざる用途に消耗された。輸出減退の時期に入っても輸入力はなお存したるが故に、国内産業の規模は縮小すべき時に縮小せず、反動の禍根を一層大にした感がある。」(文献⑧, 140頁)

(21) この点については拙文「黒字を為替安定に活用せよ」(『朝日新聞』1990年5月29日「論壇」)で少し敷衍しておいたが、なお時間をかけて十分に展開したい。

と政府系金融機関の対抗・協調関係、および市場メカニズムの機能に注目しつつ分析したすぐれた研究書であるが、正貨問題についての言及は豊富とは言えない。(22)

本報告の問題意識は『日本銀行百年史』と基本的には同じである。但し、臨時国庫証券政策に焦点を当てている。あわせて議論の枝葉をできる限り切りおとし、事態の骨組みが見えやすくなるように努力した。恐慌の原因についての理解も従来と異なっている。また、現代との統計比較にも、少し、意を用いた。

なお、ファクト・ファインディングの面で貢献をなすことは、本稿の目的ではない。過剰流動性抑制政策の「意義」を考察することに狙いがある。とくに、この政策が失敗したゆえんの考察に重点がある。この時期の公定歩合政策については、いずれかといえば周知の事に属するので、簡単な指摘にとどめた。

#### 主 要 文 献

- ① 大川一司・篠原三代平・梅村又次編『長期経済統計』第1, 第2, 第5, 第7, 第8, 第10巻, 東洋経済新報社, 1966-1988年
- ② 大蔵省編『明治大正財政史』第1, 第11, 第12, 第14, 第17巻, 1955-1957年
- ③ 日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行百年史』第2, 第3巻, 1983年
- ④ 大島清『日本恐慌史論』下, 東京大学出版会, 1955年
- ⑤ 斉藤寿彦「第一次世界大戦期の正貨獲得政策」(『三田商学研究』第16巻3号, 1973年), 「第一次世界大戦期の正貨処理政策」(『千葉商大論叢』第12巻第3号, 1974年), 『金本位制下の在外正貨』(国際連合大学, 1981年), 「金輸出禁止下の在外正貨払い下げ政策」(玉野井昌夫・長幸男・西村関也編『戦間期の通貨と金融』有斐閣, 1982年, 所収)
- ⑥ 田中生夫『昭和前期通貨史断章』有斐閣, 1989年
- ⑦ 伊藤正直『日本の対外金融と金融政策 1914-1936』名古屋大学出版会, 1989年
- ⑧ 深井英五『回顧七十年』岩波書店, 1941年

(22) 同じ指摘が最近の、斉藤寿彦氏による伊藤氏著書(文献⑦)への書評にも見られる。  
(斉藤寿彦評, 『地方金融史研究』第21号, 1990年3月)