

7. 明治40年代の金融政策

- (23) 明治43年1月11日の公定歩合引下げに関する本行発本文（前掲『本行利子』所収）。
- (24) 前掲「日本銀行調査月報」明治42年10月、844ページ。
- (25) 前掲、明治43年1月11日の公定歩合引下げに関する本行発本文。
- (26) 同上。
- (27) 前掲「日本銀行調査月報」明治43年1月、892ページ。
- (28) 上掲書、明治43年2月、910～911ページ。
- (29) 『東京経済雑誌』第1534号（明治43年3月19日）時報「日本銀行利下」29ページ。
- (30) 同上、29ページ。
- (31) 前掲「日本銀行調査月報」明治43年3月、925ページ。
- (32) 『銀行通信録』第49巻第294号（明治43年4月15日）1ページ。
- (33) 『東京経済雑誌』第1533号（明治43年3月12日）社説「金融と有価証券の市況」1ページ。
- (34) 同上、1ページ。
- (35) 鶴見誠良「成立期日本信用機構の論理と構造（完）」（法政大学経済学会編『経済志林』第47巻第4号、同会、昭和54年12月）106ページ。
- (36) 前掲「日本銀行調査月報」明治43年8月、1009ページ。
- (37) 上掲書、明治43年11月、1064ページ。
- (38) 上掲書、明治43年3月、924ページ。
- (39) 上掲書、明治43年5月、958ページ。
- (40) 上掲書、明治44年7月、1190ページ。
- (41) 上掲書、明治45年4月、1363ページ。
- (42) 『東洋経済新報』第655号（大正2年12月25日）社説「本年財界の回想」11ページ。

（4） 国債の低利借換えと本行

国債引受けシンジケートの組織

日露戦時・戦後における巨額の国債発行に伴いその残高は急増し、明治43年（1910年）1月末の内外債残高は25億8500万円余に上った。その約63%は五分利公債であったが、毎年の利払高は1億2200万円に達したうえ、償還期限の迫った内国債は約5億2000万円に及び、財政上の負担は決して軽いものではなかった。第2次桂内閣は42年8月の新財政計画において国債の低利借換えを重要な施策の一つとしていたが、⁽¹⁾41年下期に始まる金融の緩慢に伴い国債市場価格が上昇し、ついに額面を上回るに至った好機をとらえて低利借換え事業に着手することにした。

43年1月26日、政府は松尾臣善本行総裁および高橋是清同副総裁（横浜正金銀行頭取を兼任）のほか、東京の大銀行を代表する渋沢栄一（第一）・豊川良平（三菱）・園田孝吉（十五）・早川千吉郎（三井）・安田善三郎（安田・第三）・池田謙三（第百）を招いて借換え交渉を開始した。同月29日には大阪の大銀行代表である小山健三（三十四）・志立鉄次郎（住友）・原田二郎（鴻池）・町田忠治（山口）・岩下清周（北浜）・永田仁助（浪速）も参加し、31日にはさらに添田寿一（興銀）も加わって借換えの協議を続け、2月1日、本行を除きこの協議に参加した15銀行をもって国債引受けシンジケート（「下請銀行組合」）を組織し、借換えのため発行される四分利公債の引受け募集を行うことを決定した。

翌2月2日、政府は早速「内債借換に関する言明」⁽²⁾を発表するとともに、中1日置いた4日、本行総裁に対し「今般五分利付内国債借換ノ為メ四分利公債一億円ヲ募集スルニ付、其行ニ於テハ右ノ内二千五百万円ノ下請ヲ為シ」残額の7500万円については、政府に代わって上述の引受けシンジケートと下記趣旨の契約を締結することを命じた。⁽³⁾

イ、公衆の応募総額が1億円に達しないときは下請高の割合に応じてその不足額を引き受けること。

ロ、下請組合の引き受ける応募価格は最低発行価格とする。

ハ、日本銀行は下請総額に対する下請料として政府から支給される100万円のうちから、下請組合に対し下請高の100分の1に相当する下請料を交付すること。

2月2日、シンジケート銀行15行は「政府ノ計画ヲ賛助シ、公債低利借換ノ事業ヲ首尾好ク成功セシムル目的ヲ以テ、下請組合ヲ作り」、下請銀行組合内部の規約を定めて「固ク守ル事ヲ誓フ」とともに、高橋横浜正金銀行頭取と渋沢第一銀行頭取に下請銀行組合の幹事を委嘱し、同組合を代表させることにした。⁽⁴⁾ 本行は政府の命令書を受けた2月4日、高橋・渋沢両組合幹事と命令書の前記趣旨を盛り込んだ第一回四分利公債1億円の引受けに関する契約書の調印を完了した。⁽⁵⁾

翌2月5日、下請銀行組合は「銀行組合内部ノ規約書」を蔵相に提出した。同時に、①公債政策に関する既定方針（非募債主義）を堅持すること、②満期到来の国債はすべて低利借換えを行う旨の政府方針を公に宣言すること、③郵便貯金

の利率を速やかに引き下げること、④今後の国債償還に関する手続き、目論見書、時期については下請銀行組合の意見を徴すること、⑤今後の国債借換えに関してはまず下請銀行組合に協議することを要望⁽⁶⁾し、政府の承認を取り付けた。これは「一五の巨大銀行からなる『下請銀行組合』を国債引受の永続的な機構として確認⁽⁷⁾するよう迫ったもの」であり、大銀行は「その交渉力において自己の実力を証明した⁽⁸⁾」といわれている。

「銀行組合内部ノ規約書」は11か条から成り、その第1条で「下請額ハ其都度発行額ノ多少ニ依リ各銀行応分ニ引受ル事」と定めていたが、原案では「下請額ハ主トシテ各銀行ノ不動預金ヲ基礎トシテ各自ニ分担スル事⁽⁹⁾」となっていた。原案修正の理由は明らかでないが、実際の下請額を見ると（表7-4）、特殊銀行および華族銀行である十五銀行は別として、財閥系大銀行とその他銀行とでは一線を画していたといえる。

「規約書」で注目すべき点は、引き受けた国債を発行価格以下で他に売却することを固く禁止し、価格維持のため買支

えを行うと同時に、規約に違反した場合は除名することもあるという厳しい内容を含んでいたことである。それは「発行価格以上に維持することを至上命令とする引受機関の創設」を意味し、日露戦争時の国庫債券発行に際して市中大銀行が市場実勢の尊重を主張・達成したの⁽¹⁰⁾と比べれば後退したといえる。

表 7-4 四分利公債下請額

(単位：万円)

下 請 銀 行	第一回	第二回
日 本 興 業 銀 行	1,000	2,000
横 浜 正 金 銀 行	700	700
十 五 銀 行	700	700
三 井 銀 行	600	600
三菱合資会社銀行部	600	600
第 一 銀 行	600	600
安 田 銀 行	600	600
第 三 銀 行	500	500
住 友 銀 行	400	400
第 百 銀 行	300	300
北 浜 銀 行	300	350
浪 速 銀 行	300	350
三 十 四 銀 行	300	350
山 口 銀 行	300	350
鴻 池 銀 行	300	350
計	7,500	8,750
日 本 銀 行	2,500	1,250
合 計	10,000	10,000

(注) 再下請銀行・証券会社等の下請額を含む。

(出所) 日本銀行保有資料『明治四十三年四分利公債下請組合関係書類』。

四分利公債の発行

第一回四分利公債応募申込みの受付は43年2月19日から25日まで行われ、応

募高は累計1億8077万円（うち現金応募1億1209万円）に達し、「予期の如く好成績を挙げることを得た」といわれた⁽¹¹⁾。申込み受け付けを締め切った翌日（26日）、東西のシンジケート銀行代表は本行に参集して募集の成功を祝った。しかし、預金部・宮内省・赤十字社・本行など特殊機関の応募を除く民間応募高は7000万円にとどまり、必ずしも好成績とは言えないという意見もあった⁽¹²⁾。本行大阪支店長も3月3日付の総裁あて「第一回四分利付国債募集ノ件ニ付上申」の中で、「今回の応募は左迄の盛況を呈せざりし」と述べており、その理由について大要次のように記している⁽¹³⁾。

今回応募の盛況ならざりし理由は、取扱い手続きの煩雑、募集機関の不備、募入方法の不明瞭等にあるのではなく、要するに「乗換の利益の点は元より借換発行の真意義が地方の公債所有者に迄周知せられざると、銀行の定期預金の如きも従来永く五分又は六分なりしに慣れたることに候へば、昨今四分又は四分余なるを見候ても単に一時の現象に過ぎずとなし、再び往時の状態に復すべきを夢想し容易に永きに亘る四分利公債に対する放資を敢てせざるもの多き有様なるが為め」である。加えて、「大阪シンジケート連の東京に比し幾分勧誘に冷淡にして」自然の成行きに放任していたものが見られたことによるところもあった。「日露戦争中の臨時派出所たりしもの全部をして国債取扱店たらしめば、仮令其下請銀行たるを得ざるものに在つても必ずや相当の力を尽した」であろう。

この大阪支店長上申で注目すべき点が二つある。一つは、引受けシンジケートの事実上の拡大を勧告していた点であり、もう一つは、年4%という水準が今後の金利の標準となるかどうか疑問視されていたことを指摘したことである。後者の点は3月7日の第4次公定歩合引下げの引き金になったといえないこともないが、その引下げ直後の3月9日、蔵相はシンジケート銀行15行の代表者を官邸に招き、第一回四分利公債の発行により収納した現金3000万円（借換対象国債による代用応募を除く普通応募分）と、国債整理基金からの支出2000万円により既発国債を償還する一方、第一回と同じ条件で第二回四分利公債1億円を発行する（第2次借換え）考えを示した。翌10日、シンジケート銀行は本行において政府当局と会合し、第二回四分利公債の応募取扱い方法を協議決定したが、その際、

取扱い銀行の数を増やすことにし、新たに加える銀行の指定は本行に一任することに決したようである。

3月14日、本行は第二回四分利公債引受け募集に関する契約をシンジケート銀行15行と締結した（シンジケート下請額8750万円）。翌15日、政府は「第二回四分利公債規程」を公布し、25日には、シンジケート銀行15行のほか、「日露戦役当時国庫債券の応募を取扱ひたる銀行を標準⁽¹⁴⁾」として東京・大阪・京都・名古屋・横浜・神戸の33銀行も第二回四分利公債募集取扱い銀行とすることを告示した。

この間、下請銀行組合（シンジケート銀行）は、同組合銀行以外で発行価格を下回って四分利公債を売却する者がある場合には、下請銀行組合がこれを買取り市場価格の維持に努めるとの組合規約書第6条の実効を期するため、「四分利付公債買入手続」を定め、第一回下請額に応じて下請組合各銀行の提供する資金500万円を限度として買支えを行い、この限度を超えてなお買支えを要する時は、保有四分利公債の買上げを日本銀行に依頼することにした。そして、3月17日に上記「買入手続」の承認方を本行に願い出た。即日、本行は同手続承認の件とともに、「本行に於て組合より四分利公債を買受候場合に更らに之を政府へ御買上被下候様」蔵相に上申してその承諾を得たうえ、同月22日、下請銀行組合に対し「買入手続」の承認を通告した。⁽¹⁵⁾「買入手続」によると、下請銀行組合が四分利公債を買入れる場合には、「組合幹事ニ於テ予シメ日本銀行総裁ニ内議シ、実行ノ上買入金額、買入価格、其他必要ノ事項ヲ詳細同総裁ヘ報告スル」ことになっていたので、シンジケート銀行の国債価格支持操作に伴う弊害の発生に対しては一応の歯止めがかけられていたが、本行が価格支持体制の一環に組み込まれたことは否定できない。

第二回四分利公債の応募申込み受け付けは43年4月4日から11日まで行われ、申込み総額は1億5176万円（うち現金応募5840万円）に上った。4月13日、シンジケート銀行15行の代表者は今度も本行に参集して第2次借換えの成功を祝したが、この応募結果は実質的に「辛じて発行総額を満し得た」程度であって「第一回よりも不成績⁽¹⁶⁾」と見る向きもあった。13日のシンジケート銀行の会合におい

て、第3次借換えについては賛成であるものの、これまでのように国内で新規に国債を発行するという方法をとらず、借換え対象国債は原則としてすべて現金償還を行うことにし、希望者にだけ借換え公債を交付するという方法を取るべきであるとする意見が多数を占め、事実上引受け拒否の態度を示さざるをえなかったのは、応募成績が必ずしもよくなかったためではなかろうか。いずれにせよ、4月14日の本行正副総裁と蔵相との会談および本行を含むシンジケート銀行の会合で、第3次借換えは現金償還の方法によることに決定した。⁽¹⁷⁾

引受けシンジケートの解散

第3次借換えの対象となった国債は据置期間を経過した五分利公債で、その金額は2億8300万円に及んだ。政府はそのうち国内保有分1億9000万円に対しては、新たに4億5000万フラン（邦貨換算1億7415万円）の四分利付仏貨公債を発行してその償還資金に充て、海外流出分9300万円については、そのほとんどがイギリスにあったので、1100万ポンド（同1億739万円）の第三回四分利付英貨公債を発行して償還することにし、4月25日に仏貨公債の、5月3日に英貨公債の募集契約を締結した。

これにより据置期間経過の五分利公債はすべて四分利公債に借り換えられたことになり、低利借換えの大事業は一段落を告げた。政府は毎年約365万円の国債利子負担を節約することができ、約5億円の内外債に関しては当分償還・借換える必要がなくなった。しかし、国内における現金償還分2億4990万円にほぼ相当する外債が増え、国債残高総額は減少しなかっただけでなく、外貨による利払い負担はかえって増大した点を見逃してはならない。⁽¹⁸⁾

第3次借換え実施後、シンジケート銀行は「今後四分利公債ノ市価維持ニ付キ、組合ハ各行ノ既ニ引受ケタル分ヲ発行価格以下ニテ売出サザルコトトシテ、其以上ハ大蔵省及日本銀行ニテ処理スル」こととした。⁽¹⁹⁾ 下請銀行組合内部の規約弛緩の第一歩といえようが、45年3月12日、下請銀行組合は解散することに決し、翌13日、蔵相官邸で解散式が行われた。規約実施後2年を経過した時は、「その筋」と協議して組合を解散することができるという定めによるものであった

が、「内閣更迭以来財政方針並に経済状態に著しき変化を来し、最早公債引受銀行団の存在は実益なきのみならず、諸種の内約殊に四分利公債売出しに対する禁止的約款の如き却て相互に不便を感ずるもの」があったためとも報道された。事実、「内約なるものは早き以前より一片の空文となりて事実上四分利債不売同盟は崩壊し、その結果として四分利債市価は刻々低落の歩調を辿」⁽²⁰⁾っていたという。

理由はともあれ国債引受けシンジケートは解散したが、同シンジケートによる四分利公債引受け後、国債発行の型が決まり⁽²¹⁾、「公債の売買の組織も発行の常則も形成されたのであるから、固有の公債市場はここに確立したと⁽²²⁾いってよい」といわれている。もちろん、この時期の国債市場はその規模・深さにおいてまだ不十分さを免れず、市場が「確立」したと言い切れるかどうか問題があろうが、国債市場が確立すれば、本行の金融政策運営にとってその持つ意味は大きい。それまで国債は担保貸出というルートのみで政策運営の手段となるにとどまったが、国債市場の確立は国債による公開市場操作への道を切り開くことになるからである。もっとも、第1次大戦後に本行が国債流通市場の整備に乗り出していることからすると、市場操作への道のりはなお遠かったといえよう。

また、本行の国債担保貸出を通ずる国債の流動化を基盤として、第1線支払準備の手薄さを国債の保有により補強するという形で預金銀行化の道を歩んできた市中銀行も、国債市場の確立とともに「国債市場を軸とする日本型の預金銀行」という一応の到達点に達したと目されている⁽²³⁾。しかし、そのような日本型預金銀行の成立は、手形割引市場を基礎とするイギリス型預金銀行からの著しい離反を示すものであった。後に本行が手形割引市場の創設もしくは育成を指向するに至った一因はここにあったといえよう。

(1) 大蔵省『明治大正財政史』第11巻、財政経済学会、昭和11年、887～888ページ。

(2) 同上、887～889ページを参照。

(3) 同上、889～890ページ。

(4) 日本銀行保有資料『明治四十三年四分利公債下請組合関係書類』。

(5) 同上。

(6) 前掲『明治大正財政史』第11巻、890～892ページ。

第3章 金本位制発足後の政策運営

- (7) 前掲「成立期日本信用機構の論理と構造（完）」134ページ。
- (8) 鈴木武雄『財政史』東洋経済新報社、昭和37年、114ページ。
- (9) 前掲『明治四十三年四分利公債下請組合関係書類』。
- (10) 前掲「成立期日本信用機構の論理と構造（完）」134ページ。
- (11) 前掲『明治大正財政史』第11巻、901ページ。
- (12) 『東京経済雑誌』第1532号(明治43年3月5日)時報「四分利内債民間応募高」33ページ。
- (13) 前掲『明治四十三年四分利公債下請組合関係書類』。一部、原文の片仮名を平仮名に改めた。
- (14) 前掲『明治大正財政史』第11巻、905ページ。
- (15) 前掲『明治四十三年四分利公債下請組合関係書類』。
- (16) 『東京経済雑誌』第1538号(明治43年4月16日)社説「金融及び有価証券市況」1ページ。
- (17) 明治43年4月15日付『中外商業新報』。
- (18) 前掲『財政史』114ページ。
- (19) 前掲『明治四十三年四分利公債下請組合関係書類』。
- (20) 明治45年3月15日付『大阪毎日新聞』。
- (21) 有沢広巳監修『証券百年史』日本経済新聞社、昭和53年、54ページ。
- (22) 前掲『財政史』114ページ。
- (23) 前掲「成立期日本信用機構の論理と構造（完）」156ページ。

(5) 明治45年（大正元年）の金融政策

45年2月の公定歩合引上げ

既述のように（6.の(3)）、明治44年（1911年）7月、本行は日露戦後の変則的な金融政策の運営を是正する決意を示し、9月27日に公定歩合の日歩2厘引上げを実施したが、引き続き大幅な輸入超過ならびに事業の新設・拡張に伴う資金の固定化を主因に下期の金融は一転して引締まりに向かった。そして年末資金需要の増大からピーク時の12月30日には兌換銀行券発行高は4億3500万円という「未曾有」の巨額に達して、8600万円余の制限外発行を見るに至り、本行貸出残高は1億3900万円（うち対民間貸出5700万円）に上った。翌45年に入っても前年下期来の金融引締まりの大勢は変わらず、「利子の引上げを断行して警戒を与ふるに⁽¹⁾

あらざれば、何を以て物貨騰貴^{〔ママ〕}の弊害を予防することを得んや」との意見がみられるようになった⁽²⁾（卸売物価は44年6月から45年5月までの11か月間に8.9%上昇した）。

45年2月6日、本行は公定歩合の日歩1厘引上げを発表し、翌7日から実施した（商業手形割引歩合日歩1銭5厘→1銭6厘）。その趣旨に関する本行の説明は公表されなかった。しかし世間では、この引上げは一般金融の動向に追随したものであるが、このような事情に加え、東京市外債の募集契約が2月6日に成立したので、今後9000万円の外資が流入すれば、一時金融は緩慢となることが予想され、「之が為めに更に起業の濫興等ありては又々金融の急変を来さんとも限らず、故に多小之を戒むる要もあり、旁々以て此引上げを決行した」のではないかと推測する者が少なくなかった⁽³⁾。

45年4月の本行支店長会議における高橋是清総裁の演説は、2月の公定歩合引上げに直接触れてはいなかったものの、事業新設・拡張計画の漸増、米価騰貴に伴う商況の活発化、引き続き輸入超過、大蔵省証券の発行増、鉄道証券の発行などから見て、金融は「大体に於て漸次引締まるべき原因多く」「昨秋以来の趨勢を持続する」であろうという判断を示していた⁽⁴⁾。したがって、公定歩合引上げの理由は上記のような大方の推測と大差なかったと思われるが、世上では、2月の引上げは日歩1厘にとどまったため、既に市中貸出金利が1銭8、9厘を唱えている時、その程度では市中金利に比べてなお2厘方の開きがあるので果たして金融調節の目的を達成できるかどうか懸念が抱かれ⁽⁵⁾、また、今回の引上げは通貨収縮、正貨準備問題のためではないというと新聞に報道された点につき⁽⁶⁾、「訳の分らぬ説を為すにも程があ」るとの批判がみられた⁽⁷⁾。

当時、本行対民間貸出の主流を占めていた国債担保貸出が45年1月から高率適用制度の対象に加えられたので、基準歩合より2厘高い高率を課せば市中貸出金利との2厘の格差は相当程度減殺できたこと、一時的とはいえ東京市外債代り金の流入による金融緩和が当面予想されたこと、45年1月末の本行貸出残高中对民間貸出(外国為替貸付を除く)の占める割合は28.4%にとどまっていたこと、などの諸事情を考慮して、本行は引上げ幅を日歩1厘にとどめたのではないかと考え

られる。

しかし、この点に関連し、2月16日の銀行倶楽部における演説の中で高橋総裁が、市中銀行貸出のほとんど（16億円のうち13億円）は「真面目に商売をし真面目に物を造つて居る人達」に対するものであって、「一厘金利が上れば此人達にどれだけ苦痛を与えるか知れない」、「唯々此金利を上げ兌換券を^{〔ママ〕}減少すれば、経済界が立ち直ると単純に考へると是は大なる間違で有ります」と述べていたことは見逃すことができない。⁽⁸⁾その背後に、輸入の抑制という消極的手段によるのではなく、産業の発展を図って輸出を増大することにより正貨流入を促進しようという積極的意図があったとすれば、公定歩合の引上げ幅を日歩1厘にとどめた意味合いもかなり違ってこよう。

一方、当時の蔵相山本達雄は「今日の如くに……物価騰貴し輸入増加し、貨幣海外に出づるは即ち通貨の多きを事実の上に示すもの」であるとすれば、「或る時期を見て漸次之を常態に復せしむるを要」するが、「経済社会のことたる急激の変化は最も之を謹まざるべからず、通貨収縮は善は善なりと雖も之が実行の結果は経済界を紊乱せしめ、時に或は銀行商店の倒産などを来さんも計られず」した⁽⁹⁾がって「人為的手段を加ふるは宜しからずと思ふ」と述べていた。この所見は差し当たり公定歩合の1厘引上げを支持するものであったが、その論理には拡大均衡的な考え方とは相いれないものがあった。

通貨・物価論議

上述した45年2月16日の銀行倶楽部における高橋本行総裁の演説を発端として、公定歩合引上げをめぐる論議から派生的に兌換銀行券の増発と物価騰貴の因果関係について論争が生じた。

高橋総裁の主張は次のとおりであった。貨幣数量説に基づきわが国の物価騰貴の原因はひとえに兌換銀行券の増発にあるとする論議が盛んであるが、小切手・手形の流通が多くなった今日では貨幣数量説は陳腐となった。兌換銀行券は小切手と同じようなもので、経済界の必要に応じて流通するものであり、「貨幣」とは性質を異にするから、古い貨幣数量説に基づいて物価騰貴を兌換銀行券の膨張

に帰するのは誤りである。物価騰貴は他の色々な原因によって生ずるのであり、物価騰貴が銀行券の増発を招いている、というのである。⁽¹⁰⁾

高橋総裁の発言に対し、『東洋経済新報』はその社説において、これは「途方もなき見当違ひの意見」であり、「全く事相を誤れる強弁」であると激しく批判したが、その他の有力新聞、雑誌においてもこの問題が盛んに論議された。このなかで井上辰九郎は、兌換銀行券は手形・小切手とは大いに趣を異にし、純然たる通貨の性質を有するものであるとしつつも、信用取引の発達を取り入れていない貨幣数量説により通貨と物価との関係を論ずるのは不当であって、一部論者の唱えるように物価の騰貴を兌換銀行券の膨張にのみ帰するのは大いに疑問であると主張し、どちらかといえば高橋総裁にくみした。⁽¹²⁾

これに対し村林彦四郎は、高橋総裁の説は別に耳新しいものではないが、「通貨調節の大任にある日本銀行総裁」がそれを提唱したのが問題であるとした後、経済現象は非常に複雑であるので通貨数量の増加は物価騰貴の結果なのか、原因なのか鑑別することは非常に難しいけれども、「我が国に於ける通貨殊に兌換券の数量は正に膨脹の域にありて、物価騰貴の一因を為せるを確信する」と主張した。ただし、兌換銀行券増発の経路を対民間信用供与と対政府信用供与とに分けてみると、銀行券膨張に伴う一般物価の上昇圧力は後者のほうが大きいが、最近の銀行券増発は主として後者にに基づくものであるので、金利政策の運用のみに頼っては、銀行券の収縮を十分に図ることができないだけでなく、事業界に意外の悪影響を及ぼすおそれもある。したがって根本的対策として財政収支の改善に着手すると同時に、在外正貨の補充をやめ「兌換制度本来の妙用を充分に發揮せしむるの策に出でん」ことを要望した。⁽¹³⁾

他方、杉梅三郎は、高橋総裁の説は「大体に於て所論の肯綮に当るもの多きを認む」とし、次のように述べた。「貨幣」の対内価値はその数量よりも流通速度に基づくものであって、流通速度と対照してはじめて通貨量の膨張とか縮小とかをうんぬんできるのである。通貨と物価との関係を論ずる場合に用いられる物価指数にも問題があるが、わが国のように人口の増加や経済の発展が著しい時には物価もおのずと騰貴する傾向を免れがたく、「通貨」の膨張を抑えることはでき

ない。また実力の伴わない財政の膨張によってみだりに経済界の自然的発達を阻害し、これにより物価の騰貴を来しているとすれば、この点も研究を要する。物価の変動は真に複雑な要因に基づくものであるので、物価騰貴の原因を単に通貨の膨張のみに帰するのは甚だ浅薄な議論である、と。⁽¹⁴⁾

杉自身は「近年我国の物価騰貴の原因は寧ろ通貨の膨脹以外に存在し、反りて物価の騰貴が大に通貨の膨脹を助長せしめた」と確信していたが、上記のような主張の真意は、「日本近年の趨勢は通貨は膨脹する、金利は低落する、物価は騰貴すると云ふ三拍子揃て居るから数量説には誠に都合がよく、何んとなしに通貨収縮を主張し度くなれど之れは余程重大なる問題だから先づ物価騰貴の真因を根本的に調査する必要がある」ことを説く点にあった。⁽¹⁵⁾ ちなみに、『中外商業新報』は当時前後23回にわたって「我国物価の趨勢と之が変動の事因」を論じたが、⁽¹⁶⁾「今日の物価騰貴は要するに租税の増加、食料品の不足、通貨の膨脹と云ふ順序に見るを得ん」と結論していた。⁽¹⁷⁾

以上のような議論は、今日からみれば理論的に不十分な点が少なくないが、論議の過程を通じて、通貨と物価との関係は一方通行ではなく、相互に影響し合うこと、通貨については兌換銀行券だけではなく、預金通貨の果たす役割を見落としてはならないこと、物価の変動要因としては需要面の事情だけではなく、供給の弾力性、関税・消費税などの及ぼす影響、海外物価の動向なども考慮すること、通貨の増大が政府、民間のいずれに対する信用供与から生じたかに留意することも重要であること、などの諸点が認識されたことは理論面での進歩を示すものといえよう。同時に、それは、前述のような預金銀行化の進展をはじめ、当時の金融、経済各方面における構造的発展、変化を反映するものでもあった。

ただ、ここで見逃すことのできない点は、従前の単純な貨幣数量説的考え方からの前進が、現実の金融政策運営面において、物価騰貴の原因についての十分な実証的究明なしには、物価上昇を理由に直ちに引締め政策への転換を主張し難くさせるようになったこと、また他方で、積極的経済政策の遂行を弁護する方策として利用されがちであったことである。

大蔵省証券割引日歩の引上げ

東京市外債代り金の流入に伴い45年3月に見られた金融緩和も、予期されたとおり一時的現象にとどまり、決算期の6月には金融の大勢は再転して繁忙となった。翌7月には小康状態に復したものの、天皇御不例の発表もあって（7月30日崩御、大正と改元）金融の前途は見定め難く、大蔵省証券の売行きも芳しくなかったため、政府は44年11月以来維持してきた同証券の割引日歩1銭4厘を7月25日借換え発行分から1銭5厘に引き上げた⁽¹⁸⁾。また、8月に入り恒例の季節資金需要がかさんで金融が再び繁忙化したため、同月15日借換え発行分の割引日歩をさらに1銭6厘（商業手形割引歩合と同率）に引き上げた。

従来、大蔵省証券割引日歩の変更は本行公定歩合の変更に随伴して行われることが多く、また商業手形割引歩合に対して常に多少の利ざやを保っていたのに、「今回政府が日本銀行の金利未だ動かざるに先ちて頻りに大蔵省証券の割引日歩を引上げ、且つ日本銀行最低割引歩合に対し全然無鞘としたるは稀有の事実」として少なからず世の注目を引いたが、このような引上げは二つの点で論議を巻き起こした。一つは、前回引上げ後1か月を経過しないうちに大蔵省証券割引日歩が再度、しかも商業手形割引歩合と同一の水準にまで引き上げられたのはなぜかという点である。もう一つは、大蔵省証券割引日歩の引上げと並んで公定歩合を引き上げるべきか否かという点であった。

勝田主計大蔵省理財局長は大蔵省証券割引日歩引上げの理由について当時次のように述べている。第1に、年初来の民間事業計画高は4億円内外と、ここ数年見られなかったような額に達し、世間の「不景気」の嘆声とは反対の動きを示しており、これは一見喜ぶべきことのように見えるが、行過ぎの懸念もないではないのでそれに備えておく必要があること。第2に、数年来の貿易収支逆調の有力な原因の一つは、国内金利の現状が事業計画の増大と相まって輸入の増加を促している点にあること。第3に、通貨を収縮して物価騰貴の勢いを抑制すべきであるという意見があるが、その当否は別として、憂国の至情に発するこのような意見を、財政と経済の調和を図るのに苦心している現政府としては無視できないこと。第4に、年末には資金需要が増大するのが恒例であり、今日の勢いからする

と年末の兌換銀行券発行高は昨年同様巨額に達するおそれがあるが、その時になって慌てて大蔵省証券割引日歩を引き上げると、民間金融の調節に支障をもたらし事業家に迷惑を与えること、であった。

この説明によれば、大蔵省証券割引日歩の引上げは兌換銀行券の膨張を抑制し、事業計画の行き過ぎを防ぐとともに、外国貿易の逆調を是正しようとするものであったことは明らかであった。⁽²¹⁾しかし大蔵省証券の本行による対市中売却が市中銀行現金準備の減少をもたらし、信用供与の縮小を通じて経済活動に抑制的影響を与えるためには、幾つかの条件が整っている必要があったが、本行がいつでも買い戻すという条件のもとで大蔵省証券の対市中売却が行われていた当時においては、勝田理財局長の意図したような効果を十分に挙げられるかどうかにつき、懐疑的な意見が当然生じた。

たとえば、割引日歩の引上げにもかかわらず大蔵省証券の売行きは芳しくなく、最近では買戻しその他のために日本銀行の同証券保有額が総発行高の半分に当たる2000万円に達していることを考えると、「政府の方針を貫徹せんとせば勢ひ大蔵証券の利率を引上げ、以て民間の応募を誘致するの外他に策なかるべしと雖も、日本銀行の公定利子にして依然現状を維持せる場合に於て、大蔵証券利子の引上のみに依り能く其目的を達し得べきや、若し証券利子にして日本銀行公定利率を超過せんか、大蔵証券に投資せんとする民間銀行家は日本銀行の借入金を以て応募するも多少の利鞘を見込み得べきが故に、従つて発行せられたる大蔵証券は偶々日本銀行の貸出を増加し、其れに依りて兌換券を増発せしむべきなり」との批判がみられた。⁽²²⁾

このように大蔵省証券割引日歩の引上げは、公定歩合の引上げを伴ってはじめてそのねらいを達成できるものであったとすれば、世間一般に公定歩合が引き上げられようと予想させたのは自然の成行きであった。⁽²³⁾大蔵省当局者も「蔵券日歩の引上げに伴ひ日本銀行においても金利を引上ぐ可きが、這は目下の経済状態においては最も必要なり」と語っていた。⁽²⁴⁾しかし本行はなんらの動きも示さなかったもので、公定歩合引上げの可否が盛んに論議され、ひいては大蔵省と日本銀行の不調和をうんぬんする者も現われた。⁽²⁵⁾

なお当時の経済・金融情勢に関する判断の適否は別として、上述のような大蔵省証券割引歩合の引上げが単なる市場実勢への追随という域を超え、金融政策運営に大きな影響を及ぼすことを意図したものであったとすれば、入札方式をとらず日本銀行引受けによって大蔵省証券を発行する方式が内包する重要な問題点の一つがここに現われたとみることができよう。

公定歩合引上げ論議

大蔵省証券の割引日歩引上げ前にも、45年下期の金融逼迫を予想して公定歩合引上げの必要性をめぐる論議がなかったわけではないが、同証券割引日歩再引上げ後論議は活発化し、引上げ直後の8月17日付『時事新報』は「日銀利上無用」論を主張した。⁽²⁷⁾ 貿易の大幅入超も企業熱の勃興もその主因は東京市外債代り金の流入散布にあるが、これに対しては既に2月の公定歩合引上げや、2回にわたる鉄道証券の発行などの措置が講じられたうえ、散布資金も大方落ち着くべき所に落ち着き、その結果として企業熱は衰え、貿易収支逆調の件も輸出期を迎えたので、ここで特に公定歩合を引き上げて前途を警戒する必要はない、というのであった。

また『大阪毎日新聞』も、財界の現況からすると公定歩合引上げの要は認められないだけでなく、かつてその引上げの弊を指摘していた日本銀行が大蔵省の意を奉じてその所信を曲げ、公定歩合の引上げを行うならば「金融の政策は此に左支右吾の結果を生じて民間は之が為めに適従する所を知らざるに至るべく」産業の秩序ある発達は到底期待できなくなるであろうと述べた。⁽²⁸⁾

一方、9月5日付『東京日日新聞』は公定歩合引上げの必要を強調した。金利引上げによって通貨の収縮を図り、通貨膨張のため生じた多くの病弊を救済するには、大蔵省が単に自己の管轄下にある大蔵省証券の割引日歩を引き上げただけでは足りない。それはあくまでも間接的手段にすぎず、直接的手段としては公定歩合の引上げが有効と考える。日本銀行が殊更に公定歩合を低位に置き、当局者自らが新事業奨励の態度を示す以上、企業熱の勃興は当然の結果である。公定歩合を引き上げず、通貨の膨張を放任し物価の騰貴を許すならば、輸出が伸びず輸

入が増えるのは必然の成行きである、というのであった。

このような公定歩合引上げの可否をめぐる議論の渦中にあった高橋総裁は、当時のことを次のように回想している。⁽²⁹⁾

第二次西園寺内閣（明治四十四年）^{〔ママ〕}の時に私が日本銀行に居つてどうも大蔵省と意見が合はなかつた。其時分金利が低いから金利をもつと引上げてデフレーションをやれといふ。さう無理をしてはいかぬと言ふのが私の理論、日本銀行の利息を上げろと云ふのが大蔵省の意見であつた。すると大蔵大臣はその権限で大蔵省証券を日銀の金利よりも高く発行して金利を吊上るといふ。そこで私は、さういふなら日銀をやつて行けないから罷めようと思つた。併し辞めるに就ては自分は大蔵省が相手じやない。総理大臣が相手だ、それで一応西園寺公に意見を述べてその主張が通つたら留まるがその結果に依つて辞めようと思つて、大蔵省の方針と、自分等日本銀行の方針と、何れを採るか正さうといふ決心をし、西園寺公に意見書を出した。

これによると、公定歩合の引上げをめぐる大蔵省と本行との間に意見の相違があつたことは単なるうわきではなかつた。大方の予想に反して公定歩合の引上げが見送られたのは、本行の意見が通つたのであろう。国立国会図書館憲政史料室所蔵『井上馨関係文書』に収められている「正貨準備ニ関スル日本銀行総裁ノ上申」（大正元年）によると、高橋総裁は次のように主張している。正貨危機・貿易収支逆調の打開策として、外資導入を中止し金利を引き上げることには大反対である。輸入超過は外資導入等に伴う事業の発展による需要増大から生じた現象であつて、わが国経済の不健全さを示すものではない。金利引上げ・デフレ政策による輸入超過の解消は縮小均衡を目指すものであるから、わが国産業の進歩を中断させ経済の発展を阻止することになる。「国際貸借上利払ノ為メ足ラザル所ノモノハ外資ニ依リテ補充スルト共ニ、内地ニ生産資金ヲ給与」すべきである、⁽³⁰⁾と。

拡大均衡的考え方は既に明治44年7月の正貨準備維持に関する本行上申書にも見られたが、前回上申では、同時に財政緊縮の必要性を強調していたほか、正貨準備の増減をもって公定歩合変更の重要な標準の一つとすることを主張していた点を見落としてはなるまい。もっとも、明治45年当時の正貨準備は同年4月ごろ

をピークとして漸減傾向にあったとはいえ、当面早急に公定歩合を引き上げねばならないような切迫した状況ではなかったともいえる。輸入期を終わって輸出期である下期に入ったことと、前年来のモロッコをめぐるドイツ・フランスの対立やイタリア・トルコ間の紛争もほぼ一段落を告げ、外資導入に対する攪乱要因が消滅したことから、正貨急減の危機は差し当たり遠のいたと見ることもできる状況にあったことは指摘できよう。また、公定歩合の変更は正貨準備の増減のみを基準として決められるべきものではなかったが、この点本行は当時の国内金融経済情勢からは公定歩合引上げの必要を認めていなかったといえよう。

このようにして、本行は大正元年（明治45年）8月に多大の論議を巻き起こした公定歩合の変更問題についてその意見を押し通した。しかし、松尾総裁時代に見られた正貨準備高の変動に対する本行の感応度や、正貨危機の到来を強く意識した明治44年7月の本行上申書の基調にかんがみると、この時点での本行の考え方にはかなりの変化を感じざるをえない。金融政策運営の力点が「安定」より「成長」に移ったと見られないこともない。高橋総裁は大正元年8月の時点における公定歩合の引上げ反対は「自分等日本銀行の方針」であると述べ、個人的意見でないことを主張しているが、ちなみに当時の副総裁は水町袈裟六、理事は土方久徴・山口宗義・木村清四郎・吉井友兄、秘書役は深井英五、営業局長は小野英二郎、調査局長は片山貞次郎であった。

大正元年10月の公定歩合引上げ

大正元年（1912年）10月1日、本行は当座貸越・コルレスボンデンス貸越利子を日歩2厘、その他の公定歩合を同1厘引き上げる旨を発表し、翌2日から実施した（商業手形割引歩合日歩1銭6厘→1銭7厘）。その理由を明らかにした本行資料はないが、「日銀当局者」は次のように説明したと伝えられている。⁽³¹⁾

東鉄外債の成立当時に於ては、金融界は流石に一時緩慢の状態を呈せしも、爾来企業の勃興貿易の入超あり、資金の大部分は消化し去られて、復た余す所尠なく、加ふるに下半期に入りてよりは、例年の通り資金の需要一段の活気を呈し、現に九月の如きは十九日の日銀帳尻に於て僅に五十余万円の発行余力を見たるのみにて、二十一日に

は再び三百万円の制限外発行を生じ、殆ど一箇月を通じて制限外の実行を断たざる状態にあり、而も金融の前途如何と見るに、十月以降は仮令生糸資金の回収せらるべきものと雖、冬物仕入、収穫資金廻米資金等の需要著しく増加すべく、金融は是れ以上引緩むべき何等の理由をも見ざるを以て、今回遂に重役会議に於て利子引上を決定したる次第なり

既に8月の大蔵省証券割引日歩引上げ時より公定歩合の引上げは一般に予期されていたところであって、10月まで引上げが行われなかったのは「寧ろ不思議」であるとみられていた⁽³²⁾。したがって、この引上げは大勢やむをえないものであることは何人も異議がないといわれたが、引上げ理由に関する上記の本行説明は世人を十分に納得させるものではなかった。金融の前途を本行がどう見ているのかについて世上の評価が分かれ、引上げ幅の当否をめぐって議論が生じた。すなわち、「今回の利上は敢へて金融界の前途に危険の雲行を認むるが為めにあらずして、単に民間金融の趨勢に随伴し来れるのみ」であるとし、このような本行の判断に同調する意見があった一方、今後金融界は財政面から「強烈の圧迫」を被り、⁽³³⁾「民間事業界の趨勢並に一般当時の資金需要と共に前途益々多忙なるは之を予想するに難からず」と思われるのに、日本銀行はそう見ていないとする意見も少なくなかった。前者の意見に立てば日歩1厘（貸越利子以外）の引上げで十分であったが、後者の意見に立てばすべて2厘引上げとすることがあるということになり、⁽³⁴⁾本行の政策に対する批判が噴出した。⁽³⁵⁾

たとえば10月3日付『東京朝日新聞』は、去る2月の引上げ時にもやはりわずか1厘引き上げたにとどまったが、あの時にもう少し思い切って引き上げておけば、上半期における新規事業の資金需要はあのように巨額に上らなかったであろうし、外国貿易の輸入超過もそれほど甚だしくならなかったと思われるとし、「元来日本銀行は此点に於て余りに細心に過ぐ」と批判した。同日付『大阪朝日新聞』も、日本銀行の政策は常に時機を失し、「或は通貨の膨脹を以て自然の需要人力の如何ともす可からざる所となし」としていると非難した。10月3日付『日本新聞』の論評もしんらつであって、制限外発行の続発を意とせず、兌換銀行券の膨張は財界の必要から生じたものであって、物価にはなんらの影響も与えないと信

じ、そのうえ、正貨準備が貿易の大逆調にもかかわらず一向に減らない以上、公定歩合を動かす必要はないとしていた日本銀行が、「突然」公定歩合を引き上げたのは「頗る意外とする所」であって、「之を解釈するに苦まざるを得ず」と皮肉り、たとえ今次の公定歩合引上げが市中金利との均衡を回復するためのやむをえない措置であるとしても、日歩2厘の引上げでようやく「市中と其利率を均くするを得るのみ」であるから、わずか1厘の引上げでは「益々其意の在る所に惑はざるを得ず」と主張した⁽³⁷⁾。

本行は「世人は利上の小刻みなるに疑惑を抱くべきも、現在是れ以上の利上を必要とせざるに依れり」と説明したと報道されているが、大蔵当局者は、日本銀行はおそらく急激な引上げはかえって財界に悪影響を及ぼすという懸念から小刻みに引上げを行ったのであろう、したがってこの引上げにより通貨の膨張を防ぎ、貿易の逆勢を緩和する効果は十分ではなかろうと述べて、「其引上の手緩き」を暗に批判していた⁽³⁸⁾。某銀行家も引上げの時期はともかくとして引上げの程度が甚だ小刻みなのは物足らぬ、これでは本年中にさらに公定歩合を引き上げる必要があろうと批評していた⁽³⁹⁾。

なお以上のような論評の中にあって、10月3日付『東京日日新聞』は「日本銀行の兌換券は市中銀行の手に入りて、其準備金に供せられ、随つて其発行高は市中銀行が市場に対して資金を融通する程度を左右するものなるを以て、金利を引き上げて、兌換券の増発を制するは、即ち我国の全体に通貨収縮の効果を齎すの手段たるは論を俟たず」という注目すべき指摘を行っていた。この指摘は、本行の貸出と市中銀行の貸出とを直結して考える「鞘取り」という観念から完全に脱却し、市中銀行の信用創造能力に着目した立論であったといえよう。

大正元年11月の公定歩合引上げ

大正元年11月に入るや、年末の資金需要期を控えて市中銀行の警戒態度はますます強まり、市中割引金利は日歩2銭1厘に上昇した。このため、11月14日借換え発行の大蔵省証券割引日歩は1銭6厘から1銭7厘に引き上げられたが、同じ14日、本行も公定歩合の日歩1厘引上げを実施した（商業手形割引歩合日歩1銭

7厘→1銭8厘)。この引上げ理由について本行『調査月報』は、単に「市場ノ趨勢ニ鑑ミ」と記すにとどまっているが、世上でも前回と同じく一般金融の引締まりにつれて金利が上昇してきた大勢に應じようとするものにほかならないとの見方が一般的であり、「大体に於て是認す可きこと」と受け取られた。⁽⁴²⁾しかし、市中金融追随の政策運営ぶりは論議的になった。

11月15日付『中外商業新報』は、「一個月前に利上を實行したる日銀が今回又又之を再びし、斯くて小刻みに数々金利を動かすに於ては、時節柄却て金融界の不安を大ならしめて益々警戒を強むるの結果とはならざる乎」と疑問を提起し、このような公定歩合の変更ぶりは中央銀行の金利政策としていささか神經過敏の嫌いがあり、「中央銀行として少しく軽きに失せざる乎」と批判した。また同日付『東京日日新聞』も、8月以降の本行政策態度から見て日本銀行は金融の動向について定見がなく、「蔵券日歩の引上に促され、之に対して或る程度の上鞫を保たしむることを標準として、無意義に金利歩合の改定を行ふものなるの觀」があるが、「必然来るべき金融の緊縮を見越し、今日より以前に金利を引上げ、民間金融業者に嚮ふ所を示し、金融界に起る急劇の変動を緩和するを以て至急の処置とすべき」であると非難した。

11月22日付『東京朝日新聞』は、今夏以来世人が金融は次第に引き締まるであろうと予想し、公定歩合の引上げが必要であるとしたにもかかわらず、日本銀行は容易に引上げを実施せず、また引上げを行ってもその時期は常に遅れ勝ちで、引上げ幅も至って小さく、渋々公定歩合を引き上げているように見えると批判した後、市中割引金利が2銭以上であるにもかかわらず、再引上げ後の日本銀行商業手形割引歩合はなお1銭8厘にとどまっているため、「日本銀行の民間貸出は次第に増加し、兌換券は膨脹し、其結果は矢張輸入超過と正貨流出を激成す、斯くて正貨駆逐を胚胎する目下の財政計画の為に影響を受くること最も甚だしく、随つて之に対して最も痛心すべき筈の日本銀行が、嘗に之を冷淡に附し去るのみならず、却て自らも亦正貨駆逐を厭はざるが如き営業方針を取りつつあるは如何」と主張した。

一方、11月23日付『大阪朝日新聞』は、日本銀行が常に低利の維持に努め、進

んで財界に抑制を加えることをせず、市場を自然に放任して一般金利が上昇するのを待ち、その後で公定歩合を引き上げるという方針を採っていることは、当局者の口ぶりからうかがうことができるが、これでは「日本銀行は自ら進んで市場を指導調節するの意なく、他動的受動的行為を以て金利昇降の方針となすもの」と言わざるを得ず、日本銀行が「自ら進んで市場を指導啓発するの決断なくんば国家の不幸之に過ぎたるものなし」と慨嘆していた。⁽⁴³⁾

以上のように、10月の引上げ時と比べてジャーナリズムの本行批判は一段と激しさを増した感があった。同年の本行営業報告に述べられているように、長期の「不景気」に続いて「御大喪」があり、「経済界の人心……銷沈に帰したるの観を呈」したという状況を重視すれば、⁽⁴⁴⁾本行が公定歩合の引上げに慎重にならざるをえなかったこともその限りでは理解できよう。しかし、高橋総裁が同報告で述べているように、「我が邦の如く少からざる国際債務を負ふ所の国柄に在ては、是非とも勝を貿易市場に制し因て以て債務償却の資と為すの大勢を馴致せざるべからず」という考えが強く働き、あるいは中央銀行当局者として終始国富増進の方針を「一貫せんことを期」したため、⁽⁴⁵⁾公定歩合の引上げに抑制的であったとすれば、当時のわが国正貨準備の絶対額および消耗速度との対比において評価はおのずから異なつてこよう。高橋総裁のいう拡大均衡は容易に達成できる目標とは思われなかったからである。

堀江帰一教授の批判

上述のように、大正元年中の金融政策の運営、特に金利政策に関連して本行は多くの批判・非難にさらされたが、大正2年1月に発表された堀江帰一教授の「中央銀行の金利政策」と題する論文は、それらを締めくくるものとして注目されよう。同教授は大要以下のように記している。⁽⁴⁶⁾

イギリスやドイツにおいても、近年、小切手の使用が増えて兌換銀行券に対する需要はさほど大きくなく、「中央銀行の勢力を減却する」に至ったが、中央銀行は必ずしも単に市場の大勢に順応して、公定歩合を上下することのみをもって満足するものではなく、時には中央銀行自ら市場の大勢を左右しこれを誘導し、

またはこれを抑制する目的で公定歩合を変更することが多く、「之を以て中央銀行の重要な職務を果す所以の道」としている。それは中央銀行特有の職務を有するためであるが、特有の職務とは、「正貨準備を擁護し、其額をして常に豊富ならしむる」、「金利歩合に於ける急劇の変動なからしめ、以て金融市場の安穩を期する」、「資金に対する需要の増加するに先だちて、之に應ずるの準備を講ずると同時に、適宜需要を控制して、投機熱の勃興を未発に防止する」といったことである。したがって、中央銀行の公定歩合は金融繁閑の大勢を世間に示し、銀行以下金融業者をして営業上根拠とすべきところを知らせると同時に、金融繁閑の過渡期に生ずる金利の激変を緩和するように操作しなければならない。

ところが日本銀行の公定歩合変更の実情を見ると、「金融市場を統轄するの勢力を有するや、将た又金融市場に対して金融の繁閑を予告するの具たるを得るか」大いに疑問を抱かざるをえない。日本銀行は大正元年中に前後3回公定歩合を引き上げたが、「常に市場に於て金融繁忙の結果、市場に於ては金利の上進し、政府亦大蔵省証券の発行に際して着々割引日歩を引上げ、四囲の状況金融緊縮の大勢を示して已まざる暇に、日本銀行は此勢に促され、世上の事実に適応する為めに、金利歩合を引上げたるの観」があった。このため、公定歩合の引上げは金融の趨勢になんらの影響も及ぼさなかった。世人は日本銀行の態度によって今後金融上の変動を予測する指針とすることができず、かえって既定の事実を承認した行動にすぎないとしてこれを閑却する傾向を生じた。

このように中央銀行の権威を軽くした嫌いがあっただけではない。8月15日の大蔵省証券割引日歩引上げから10月2日の公定歩合引上げまでの1か月半の間、大蔵省証券割引日歩と日本銀行商業手形割引歩合とを同率のままとし、「我国の金利歩合を左右するは日本銀行なるか、大蔵省なるかの感を懷かしめた」。また、10月2日の引上げ後1か月半を経過しない11月14日に再度の引上げを行い、「中央銀行の自若たる可き態度を失ひ、中央銀行自ら輕躁の行為に出」たというようなことは、ともに非難を加えざるをえない。公定歩合変更の影響を輕微にするという点からすれば日本銀行の政策運営は「甚だ可」といえようが、中央銀行の職務を全うし、金融上の波乱を制し、金融市場にその向かうべき方途を示すという

点からみれば、日本銀行の金融政策は「殆ど無意義の行動に類する」と認めざるをえない。

日本銀行が金利政策を誤った主因は、①通貨と物価との関係を誤解していること、②公債政策に執着していること、③公定歩合引上げの効果に疑問を抱いていることにある。

日本銀行当局者が貨幣数量説を陳腐とし、通貨膨張により物価騰貴を引き起こした事実を否定している以上、「物価が幾何の騰貴を為し、貿易が若干の逆勢を告ぐるも、総て通貨と相関することなしとし、金利引上に依て通貨の縮少^{〔ママ〕}を謀らざるも亦当然」であった。日本銀行は公債の借換え、四分利公債の発行と市場価格維持に力を尽くしたが、四分利公債市価の著しい低落から見て低利借換えの失敗は明らかであるにもかかわらず、借換えの「成功を以て自家功業の一たらしめ」ようとして、金利を低位に据え置き、金利の上昇によって公債市価が圧迫される傾向を避けようとしたことが、「日本銀行をして放漫なる金利政策を敢てするに至らしめたる原因」になったと考える。

日本銀行が公定歩合を引き上げても、外国から金を吸引して金融の局面を一変することはできず、金融市場を苦しめるにとどまるという説がある。また、日本銀行の対民間貸出による兌換銀行券発行額は多くないので、公定歩合を引き上げても通貨収縮効果は小さいという説もある。これらの説が正しいとすれば、「日本銀行が従来金利引上に躊躇したる理由亦諒恕を値する^{〔ママ〕}」が、必ずしもそうとは言えない。第1に、「我国に於て金利引上の為めに公債の市価低落し、倫敦に於ける公債市価の以下に降下したりとせんか、公債は日本より英国に輸出せられて、金貨を吸収するの原因たるを得」る。第2に、「日本銀行の兌換券は事実諸銀行の支払準備金に充てられ、銀行は此準備金に数倍する信用を支持し、銀行に取引を有する者は此信用に依て得たる資金に対して小切手を振出し、小切手は取引決済上兌換券と殆ど同一の作用を為すものなる以上は、兌換券の収縮は兌換券を基礎とする信用の膨脹を制限し、兌換券発行高の数字に現はれたる減額以外に、之に二倍三倍する程度に於て、通貨の収縮を惹起す」るのである。

上述した堀江教授の所説には、論点を明確にしようとする余り、事態を単純化

第3章 金本位制発足後の政策運営

しすぎたきらいはあったが、明治末期の本行の金融政策運営を世間ではどう評価し、中央銀行に何を望んでいたか、その一端を示すものとして無視することができないと思われる。

- (1) 前掲「日本銀行調査月報」明治44年12月、1282～1287ページ。
- (2) 『東京経済雑誌』第1628号（明治45年1月6日）社説「兌換券の膨脹と利子改正」6ページ。
- (3) 明治45年2月8日付『中外商業新報』。
- (4) 日本銀行保有資料『支店長会議書類』（明治44年春季～大正5年秋季）。原文の片仮名は平仮名に改めた。
- (5) 明治45年2月8日付「時事新報」（『銀行通信録』第53巻第316号、明治45年2月20日、190ページから引用）。
- (6) 明治45年2月8日付『中外商業新報』。
- (7) 『東京経済雑誌』第1633号（明治45年2月10日）社説「日本銀行の利子引上」3ページ。
- (8) 『東洋経済新報』第590号（明治45年3月15日）47ページ。
- (9) 明治45年2月21日付『中外商業新報』。
- (10) 前掲『東洋経済新報』第590号、雑報「高橋日鉄〔ママ〕総裁の通貨論」46～47ページ。
- (11) 上掲誌第588号（明治45年2月25日）社説「通貨数量説と日銀総裁の強弁」10～11ページ。
- (12) 明治45年3月7日付『中外商業新報』。
- (13) 明治45年3月11日・12日・13日付『中外商業新報』論戦壇「兌換券と物価論」。
- (14) 明治45年2月29日、3月1日・2日・3日付『中外商業新報』。
- (15) 杉梅三郎「通貨と物価」（『銀行通信録』第53巻第320号、明治45年6月20日）26～30ページ。
- (16) 明治45年3月7日～30日付『中外商業新報』。
- (17) 上掲紙、明治45年3月26日付。
- (18) 『銀行通信録』第54巻第322号（大正元年8月20日）2ページ。
- (19) 上掲誌第54巻第323号（大正元年9月20日）16ページ。
- (20) 同上、59～60ページ。
- (21) 同上、16ページ。
- (22) 同上、17ページ。
- (23) 前掲「日本銀行調査月報」大正元年8月、1431ページ。
- (24) 『東京経済雑誌』第1661号（大正元年8月24日）時事観「藏券の利上と日銀利上問題」7ページ。
- (25) 前掲『銀行通信録』第54巻第323号、18ページ。

7. 明治40年代の金融政策

- (26) 豊国銀行専務阪田実「金融の現状と金利引上の必要」(『東洋経済新報』第602号、明治45年7月5日) 15～16ページ。
- (27) 前掲『東京経済雑誌』第1661号、8ページ。
- (28) 同上、7～8ページ。
- (29) 高橋是清『随想録』千倉書房、昭和11年、18～19ページ。
- (30) 坂野潤治「桂園内閣と大正政変」(岩波講座『日本歴史17』近代4、岩波書店、昭和51年、所収) 288ページ。
- (31) 『東京経済雑誌』第1667号(大正元年10月5日)社説「日本銀行の利子引上」4～5ページ。
- (32) 同上、5ページ。
- (33) 『銀行通信録』第54巻第324号(大正元年10月20日) 16ページ。
- (34) 大正元年10月2日付「時事新報」(同上、17ページから引用)。
- (35) 大正元年10月3日付「大阪朝日新聞」(同上、19ページから引用)。
- (36) 同日付『東京朝日新聞』。
- (37) 前掲『銀行通信録』第54巻第324号、17～18ページから引用。
- (38) 前掲『東京経済雑誌』第1667号、時報「日本銀行利上」34ページ。
- (39) 上掲誌第1668号(大正元年10月12日)時事観「日銀の利子引上げ観」7ページ。
- (40) 同上、7ページ。
- (41) 前掲「日本銀行調査月報」大正元年11月、1480ページ。
- (42) 大正元年11月15日付『中外商業新報』。
- (43) 『銀行通信録』第54巻第326号(大正元年12月20日) 20ページから引用。
- (44) 「明治四十五・大正元年日本銀行営業報告」(前掲『日本金融史資料』明治大正編第11巻所収) 216～217ページ。
- (45) 同上、217～218ページ。
- (46) 『銀行通信録』第55巻第327号(大正2年1月20日) 49～53ページ。