

## 4. 株式市場の救済と公定歩合第3次引下げ

### (1) 5年末の株式市場救済

#### 株式市場の動揺

インド省証券の売出制限に伴い貿易・為替面で問題が生じたのとほぼ時を同じくして、国内では、株式市場に波乱が生じ、本行はその收拾に当たらねばならなかった。

すなわち、大幅な輸出超過、正貨の累増、諸工業の活況等に刺激され、日一日と新高値を付けつつあった株式市場も、大正5年(1916年)11月に入ってから、さすがに時折反落商状を示すようになったが、12月13日、ドイツが講和を提議したとの報が突然伝えられるや、市場は大混乱に陥り諸株棒下げの状態を呈した。その「形勢頗る険悪の様あり、此儘に放任せんか如何なる結果を惹起するや測知し難きを以て」、東京株式取引所はひとまず立会を停止し、次いで12月16日まで休会することにしたが、大阪・名古屋の取引所も東京と同様に休会した。<sup>(1)</sup>

株式取引所休会の際に、株式仲買人は株価崩落に伴う多額の追徴金・増証拠金を取引所に納入する必要に迫られたが、株価の低落から銀行の貸出警戒態度が強まり、市場の不安を一層大きくするおそれがあった。本行は、12月15日に東京の主要銀行代表者と懇談し、「財界の根柢は依然順調にして別に危惧するの理由なしと思考する」旨を述べるとともに、「日本銀行は平素の取引先に対し此際相当の融通を与ふる準備ある」ことを告げ、「此際過度の警戒は反て経済界を混乱するを以て余り貸渋りを為すことなからん」ことを勧奨した。<sup>(2)</sup>

本行の上記勧奨に対し市中銀行はその趣旨を了解し、「此際営業上に手心を加へ財界の安静を図ることに努む<sup>(3)</sup>」ると明言した。本行はこの市中銀行との懇談の大要を大阪・名古屋両支店に打電し、その趣旨を体して管下金融界に臨むよう通知した。こうして東京では、取引所の要求する追徴金・増証拠金の納付も12月16日には片付き、18日から取引所は立会を開始した。しかし、買方の投物が殺到し

て市場は不穏の情勢を示し、さらに翌19日に大阪の取引所が休会したため東京市場でも大阪よりの投げ物が現われ、相場は再び崩落して混乱に陥り、東京株式取引所は19日から再度立会を停止し、21日まで休会を余儀なくされた。一方、大阪の株式取引所も12月18日から立会を開始したものの情勢は必ずしも良くなく、19日を臨時休会としたのに続いて、翌20日、東京株式取引所の立会停止に伴い立会を停止することにした。

### 東京株式市場の救済

東京株式取引所が再び立会を停止した大正5年12月19日、同取引所の理事長郷誠之助と顧問中野武嘗が本行を訪れ、株式市場の救済方を懇請した。本行もこのような状態を自然の成り行きに放任すれば、経済界に著しい動揺をもたらすであろうと判断し、翌20日、東京の大銀行6行の代表者を招いて市場救済について協議した。市中銀行は「充分株式市場に融通援助すべき旨を述べ」、本行も「特に救済の方法を講ずるの意志ある旨を述べた」と本行内部資料に記されている<sup>(5)</sup>。しかし他方、市中銀行は「直接に救済資金を供給することを否みし」とも伝えられており、その後の経過からすると、市中銀行との懇談では市場救済に関する具体的成案を得るに至らなかったようである。

本行は主要市中銀行と懇談する一方、東京株式取引所の理事長と顧問に対し、同取引所がしかるべき銀行から特別融通を受ける協議を調えるならば、本行はその銀行に対し特別の援助を与えるであろうと述べるとともに、日本興業銀行総裁に対しても、もし同行が株式市場救済のため特に融通を与える意思があり、適当な融通方法を立てるならば、本行は同行に相当の特別融通を行う旨を告げた<sup>(7)</sup>。日本興業銀行は、12月20日、株式市場に対する救済融資を単独で実施することを応諾したが、本行は若干の市中銀行と協同させることにし、帝国商業銀行と豊国銀行の2行をこれに指定した<sup>(8)</sup>。

日本興業銀行は市場関係者とも種々協議の結果、ようやく救済融資に関する下記の成案を得たので、12月21日、本行の承認を求め、直ちに実施に移すことにした。

#### 4. 株式市場の救済と公定歩合第3次引下げ

イ、市場の救済に要する資金は日本興業銀行が中心となって供給し、日本銀行は同行がそのために必要とする資金を融通する。

ロ、日本興業銀行は救済資金を融通するに当たり、有力な仲買人にシンジケートを組織させ、連帯責任を負わせる。

ハ、救済融資の範囲は、5年12月に引渡しを受ける株式の乗換えを目的とする資金に限定し、上記受け株の評価は当事者間で協議して決定のうえ、日本興業銀行の承認を求める。

ニ、救済資金の融通額は東京では1500万円、大阪では1000万円を限度とする。東京における救済資金の融通は日本興業銀行を中心とし、帝国商業・豊国両銀行も加わって行う。

この案に基づき、仲買人の小池国三・織田昇治郎・南波礼吉・小布施新三郎の4名によりシンジケートが組織され、12月23日、次のような株式市場救済方法が決定された。<sup>(9)</sup>

イ、12月に引渡しを受けなければならない株式を引き取ることができない仲買人は、その買建て株を翌6年2月引渡しの条件で売却する一方、12月引渡しの受け株を引き取って東京株式取引所に提出し、証券預り証の交付を受け、これを融資銀行に担保として提供する。

ロ、引渡しを受ける株式の引取り資金は、6年2月27日までを期限とし、1500万円まで日歩2銭で特別に融通する。

ハ、前項の融資は、シンジケート仲買人の1名が帝国商業銀行あてに振り出し、他の3名が連帯保証をした約束手形であって、帝国商業銀行→豊国銀行→日本興業銀行と裏書譲渡されたものに対して行われ、日本興業銀行はこの手形を日本銀行に譲渡して再割引を受ける。

一時はほとんど恐慌状態にあった東京株式市場も、上記のように本行が多額の特別融通を供与することが伝わるや人気とみに回復し、12月26日の受渡し当日、実際に融通された救済資金は574万円余（担保となる受渡し株式108銘柄・5.8万株）にとどまり（翌27日、本行は再割引を実施）、当初の融通予定額の38.3%に終わった。こうして、26日に受渡しを無事に完了し、27日の納会市場は平穩のう

ちに終了した。

### 大阪株式市場の救済

大阪株式取引所も東京と同じく12月13日に立会を停止して、市場混乱の沈静を待ったが、休会中に色々な流言飛語が伝わって市場の人気はいよいよ悪化し、とくに金融の逼迫から資金の調達が困難になったため、取引所の理事は上京して本行に支援を要請した。本行は東京株式市場の場合と同様の方法で大阪株式市場も救済することにした。具体的には、仲買人の山内卯之助・中村秀五郎・小川平助・竹原莊三郎・野村徳七ら15名でシンジケートを組織したこと、融資限度が1000万円、帝国商業銀行、豊国銀行の代わりに百三十銀行が関与したこと以外は東京の場合と全く同様の内容であった。<sup>(10)</sup>

12月26日の受渡し当日、実際に融資された金額は640万円（受渡し株式49銘柄・3.5万株）に及び（当初融通予定額の64.0%）、東京における融資額を1割方上回った。

一方、名古屋株式取引所も東京・大阪と同様の方法により特別融通を受けようと考え、同取引所理事長は12月21日に本行を訪れて懇談するとともに、地元銀行である愛知・名古屋・明治の3銀行と交渉した。しかし地元3銀行は、東京・大阪で行われたような方法により救済することはかえって悪例を残すことになるとし、特別融通を拒否した。もっとも、従来からの取引先で確実な向きに対しては援助を辞さないのみならず、新規取引を望む者に対しても、相当の信用ある者の紹介もしくは裏書がある場合、または手元の確実な取引所関係者が連帯して借入れを請う場合には、特に融通の道を計る趣旨の覚え書を取引所に提示した。このため、名古屋株式市場の救済問題は特に本行の手を煩わすことなく解決された。<sup>(11)</sup>

以上のように、大正5年末における株式市場の救済融資は短時日のうちにその目的を達成し、融通した資金は順調に回収された。しかし、約3年後の大正9年4月に実施された株式市場救済融資をみると、5年末のそれがその原型となったことは否定し難いように思われる。

(1) 日本銀行「日本銀行調査月報」大正5年12月（日本銀行調査局編『日本金融史資料』明

#### 4. 株式市場の救済と公定歩合第3次引下げ

治大正編第20巻、大蔵省印刷局、昭和34年、所収）712 ページ。原文の片仮名は平仮名に改めた、以下同じ。

- (2) 日本銀行臨時調査委員会「戦時ニ於ケル日本銀行ノ施設」（上掲『日本金融史資料』明治大正編第22巻、昭和33年、所収）352ページ。原文の片仮名は平仮名に改めた、以下同じ。
- (3) 同上、352 ページ。
- (4) 同上、352 ページ。
- (5) 同上、352 ページ。
- (6) 『東洋経済新報』第765号（大正6年1月5日）財界要報「媾和提議と其後の経済界」36ページ。
- (7) 前掲「戦時ニ於ケル日本銀行ノ施設」352 ページ。
- (8) 日本興業銀行臨時史料室『日本興業銀行五十年史』同室、昭和32年、192 ページ。
- (9) 前掲「戦時ニ於ケル日本銀行ノ施設」352 ページ。
- (10) 同上、353 ページ。
- (11) 同上、353 ページ。

## (2) 公定歩合の第3次引下げ

### 6年初頭の金融経済情勢

上述のように、大正5年（1916年）12月には、ドイツの講和提議の報に株式市場は混乱に陥り、金融も一時は著しい引締まりを示したが、株式市場救済策の決定とともに平常に復し、平穩裏に越年することができた。しかし、株式市場動揺の影響で経済界が慎重になったことは否定できなかった。翌6年に入っても、1月25日の帝国議会解散に伴う政局の前途見通し難のほか、オーストラリアの羊毛輸出制限（5年11月24日以降）、ロシアの奢侈品輸入禁止（6年2月14日）、イギリスの輸入制限（同2月24日）、インドの綿製品輸入税大幅引上げ（同3月3日）、フランスの輸入制限強化（同3月22日）など、参戦諸国における貿易制限がいよいよ厳しくなったうえ、2月3日のアメリカ・ドイツ国交断絶、3月12日のロシア革命（いわゆる2月革命）勃発等、大きな事件が相次いだので、「旺盛なりし事業計画は幾分減退に傾き、物価も亦漸落の趨勢に向ひたるより金融緩慢、金利低落の傾向に向<sup>(1)</sup>」かった。

これを具体的にみると、大正5年10月～12月中にそれまでの約2倍の水準にまで急増した事業計画資本高は、6年に入って増勢一服模様となり、1月～3月中の同資本高は前年10月～12月のそれを上回ったものの比較的小幅の増加（5.1%増）にとどまり、4月～6月中の同資本高は1月～3月をわずか（0.5%）ながらも下回った。一般商況は「昨秋熱狂的の活躍より、講和提議を動機とする反動時代に入り<sup>(2)</sup>」、引き続き講和に対する気迷いが強かったうえ、前述のようにわが国の輸出面に少なからざる障害・懸念が生じたため、市場の人氣は自然阻喪の色を濃くした。このような傾向は6年春ごろまで見られ、前年下期中顕著な騰勢をたどってきた卸売物価も6年1月、2月と続けて下落し、3月は再び上昇に転じたものの前年12月より約3%低い水準にとどまっていた。株式市場も海外の諸事件にますます気迷いの感を深くし、4月上旬まで閑散の薄商いを続けた。

こうした大戦景気の一服を映じて、大正5年暮れに市中銀行から貸し出された資金は年明け後迅速に回収され、5年末には6億122万円と空前の巨額に達した兌換銀行券発行高は、更年後の1月12日には4億8600万円と前年末比約1億1500万円に上る収縮を示した。その後やや増加したが、5月末まで5億円前後で推移し、一時的ながら銀行券の動きには落着きがみられた。各月の銀行券平均発行高の前年比増加率の推移を振り返ってみると、5年初めごろには10～13%であったものが、春以降急速に増大し、5年12月には41%に達するという顕著な加速を示したが、6年に入ると、このような加速傾向は一服した。6年2月～3月には前年比増加率は30%前後にまで低下し、その後再び上昇し始めたものの、6月までは30%台にとどまった。この間本行対民間貸出残高（外国為替貸付金を除く）は、正貨買入に伴う多額の対民間資金散布持続のもと、このような情勢変化も加わって、5年末の6813万円から6年1月12日には2302万円へと大幅に減少し、旧節季資金・株式受渡し資金の需要台頭から1月末には4220万円に再び増大したもののその後はかなりのテンポで減少し、5月末の対民間貸出残高は1317万円と前年末比80.7%の減少となった。市中金利も低落し、6年1月11日には、東京の翌日物コール・レートは日歩4厘～5厘、手形割引金利は最低日歩1銭3厘、普通同1銭5厘～1銭7厘に低下し、前年末比2厘～3厘方の低落を示した。翌2月は

#### 4. 株式市場の救済と公定歩合第3次引下げ

「年中の閑散時丈けに一層緩慢の趨勢を辿り<sup>(3)</sup>」、3月に入っても大勢は変わらなかった。

表 4-1 本行主要勘定

(単位：千円)

大正 年/月末	銀行券発行高	発行余力 (△制限外)	一般貸出	外国為替貸付金
5 / 12	601,224(100.0)	△70,705	68,132(100.0)	120,542(100.0)
6 / 1	510,262( 84.9)	6,330	42,200( 61.9)	98,346( 81.6)
2	476,493( 79.3)	40,196	26,103( 38.3)	85,915( 71.3)
3	493,786( 82.1)	27,215	32,107( 47.1)	97,557( 80.9)
4	483,580( 80.4)	47,508	14,110( 20.7)	67,303( 55.8)
5	500,540( 83.3)	55,301	13,166( 19.3)	99,291( 82.4)
6	605,918(100.8)	602	56,873( 83.5)	120,308( 99.8)

(注) カッコ内は大正5年12月末を100とした指数。

(出所) 日本銀行調査局『本邦経済統計』昭和2年。

#### 6年3月の公定歩合引下げ

大正6年の初頭における大戦景気の一服をどう判断するかはなかなかむずかしい問題であった。当然のことながら、第1次大戦終結の見通しいかんが重大な関連を有したが、上記のような事業計画の増勢一服・物価の横ばい・金融緩慢・金利低落・兌換銀行券発行高の落着き・本行対民間貸出の減少など当時見受けられた経済・金融面のいくつかの指標の変化に限っていえば、一応公定歩合の引下げを支持する材料もある程度はそろっていたといえよう。もっとも、これらの現象は、これまで2年間にわたって経済活動の急速な拡大、国内流動性の過大化を背景に物価が大幅な上昇を続けてきた後のごく短期的な変化にすぎず、このような変化が持続ないし定着する見通しは極めて不確かであった。金融の緩和、市中金利の低落をどのように判断するか、すなわち、政策運営面でも追随すべき市場情勢の変化とみるか、あるいは逆に、流動性の吸収が不十分なために生じた、警戒を要する緩和現象とみなすか、が重大な問題であった。

大正6年3月16日、本行は公定歩合を日歩2厘引き下げた(商業手形割引歩合日歩1銭6厘→1銭4厘)。5年4月の引下げから数えて第3回目に当たるが、今回の引下げの理由について本行は次のように述べたと伝えられている。<sup>(4)</sup>

本年に入り外国貿易は益々好況を呈し、正貨は続いて増加すると共に金融は愈々緩慢に赴き、兌換券は四億千七百万円を算せるに拘らず発行余力は一億五百万円に達し、実に空前の状態を現出せり。加之、外国貿易は今後依然として出超を持続す可く、其結果正貨は更に劇増を来し、直接間接に益々資金の充実を招くに至るべし。斯の如く資金は今後一層充実する状態にあると共に、他面戦時貿易の好況は之に関する産業の発展を促し、延いて資金の需要も大に増加せりと雖も、今日の如く輸出超過の時に於て資金の需要が其供給を超過するが如き変調を呈するは殆ど想像し得ざる所也。従つて、金融は前途多少の波瀾を見るとしても、大勢に於て緩慢の経路を追ふ可きは多言を要せざる所なり。

尤も一般財界が浮調子となり、徒らに企業の乱発を見るが如き場合に於て中央銀行が漫に利下を行ふは戒むべき所なるも、目下の財界は極めて平穩の成行を呈し、物価の如きは昨年比し却つて低落の傾向を来せるのみならず、有価証券市場も常調を保ち、経済上毫も憂慮すべき徴候の見へざるに当り、中央銀行が殊更に金利を釣り上げ市中金利との間に大なる開きを存するは、他日其波瀾を大ならしむる所以なるを以て、今日に於て利下を断行するの必要あり。

況んや世界大戦乱は日本に対して経済上の雄飛を試むべき千載一遇の好機を与へ居ることなれば、日本は此機に乗じて各種産業を發展せしめざるべからず。而して日銀の金利引下は一面に於て事業経営費を遞減せしむると共に、他面に於ては企業資金を豊富ならしむるに依り、苟くも他に利下に伴ふ弊害を認めざるに於ては之を断行するに躊躇すべからず。而して我が一般財界の事情は今日毫も顧慮すべきものなきこと前述の如くなるを以て、産業の奨励上より見るも日銀は利子を引下ぐる必要あり、旁今回の利下を断行せる次第なり。

この引下げ理由の説明は、もしそれが本行の発表したものであったとすれば、冗長に過ぎる感じもするが、しかし全くの推測記事とも思われない。その内容についてみると、今後も国際収支の大幅黒字が続くとする見通しは、大正5年11月の正貨処理に関する本行意見書から見てうなずけよう。時局に著しい変化が生じない限り、正貨の累増、それに伴う資金流入と金融緩慢の趨勢は持続するであろうと予想したのは当然であった。残るは経済界の動向であったが、上に掲げた説明によると、企業の経営態度・物価・証券市場の現状から見て、本行は「憂慮すべき徴候なし」と判断していたといえよう。



#### 4. 株式市場の救済と公定歩合第3次引下げ

それでは、公定歩合引下げのねらいは何か。上掲の説明では、第1に、「中央銀行が殊更に金利を釣り上げ市中金利との間に大なる開きを有するは、他日其波瀾を大ならしむる所以なるを以て、今日に於て利下を断行するの必要」があったことを挙げている。「他日其波瀾を大ならしむる所以」とは、その意味がややつかみ難いが、公定歩合が市中金利より高すぎて市中銀行の借入れがなければ、いざというときに公定歩合の引上げによって市場に影響を及ぼし、通貨の収縮を図ろうとしても困難であり、たとえば景気の行き過ぎを防止できないということであろうか。そうであるとすれば、これまで本行がよく口にしてきた「市場との接触」<sup>(5)</sup>を保つため、公定歩合を引き下げたということになろう。引下げの当日、勝田蔵相も「従来日銀の金利と市中の金利との間に多大の値開を存し、殆んど没交渉の感ありたるを以て、政府は今後成るべく日銀金利を市中金利に適應せしむる方針にて、斯く引下げたる次第なり」と談話を発表している<sup>(6)</sup>。

しかし、それだけの理由であれば、公定歩合の引下げを行うべき場面は5年下期に何度もあったという批判<sup>(7)</sup>を免れない。第2の理由として、産業奨励上の見地からも公定歩合を引き下げる必要があった点を挙げていたのはそのためであろう。この点は副次的なねらいであったように見えるが、「経済上の雄飛を試むべき千載一遇の好機……に乗じて各種産業を發展せしめざるべからず」という言葉を考えると、産業奨励にもかなり重みがかかっていたといえよう。

#### 引下げに対する批判

大正6年3月25日付の『東洋経済新報』は、その社説「利下と金融の前途」において以下のように記している<sup>(8)</sup>。

市中金利が「安い時に下げないで高くなつてから下げた」点は問わないとしても、第1に、「英国を始め、交戦国民の節約と禁輸の励行は、交戦国に対する中立国全体の輸出貿易に打撃を与へるから、我が輸出貿易は単に交戦国に対して不況に陥るのみでなく、中立国に対しても不況となるべき虞れ」があり、今後も「巨額の出超を果して善く持続し得るかは」甚だ疑問である。第2に、わが財界は近く恐慌に襲われるであろうというわけではないが、「戦争が惹起した好況も亦、昨

年を以て其の極頂を經過した」観があるので、「財界は到處自然警戒勝にならざるを得ぬから、それだけ信用なる油も欠乏せることになる」。

この2点からいって、金融の前途は「必ずしも大なる緩却を期し難」いと考えるが、仮に当局の予想どおり金融大緩慢が到来するとしても、「其の実現せない今日に於いて、利下げを断行したに就ては勢ひ疑問を投ぜざるを得ない。蓋し日銀が今回利下げを断行して市場利率と歩調を揃はしめたことは、従来禁貸出の大なる建札を撤して自由に貸出すと云ふ建札に懸け替へたのである。そこで、問題は、何処に貸す乎、借手は何処から来る乎、内地放資の奨励乎、海外投資の促進乎、……兎に角、利下げの或意味が其辺の何れかに伏在し居るのではなからうか」と論評した。

6年3月17日付『東京日日新聞』は次のように批判している。今回引下げ後の公定歩合は、市中金利とほぼ均衡を保っているという点で経済界に及ぼす影響は大きくないと思われるが、「日銀が従来超然的態度を改め、市場の利率を追うて上下せんとするは、頗る注目し値する」。「市場の金利に鞫寄せんとして、隨時其利率を改正するに、寧ろ弊害の多からんことを恐るるものなり。元來中央銀行の利子は多大の權威を有するものにして、財界を指導する指針なれば、其上下に就て世人をして首肯せしむるに足るだけの理由を備へざるべからず。然るに今回の引下に就て、何等明快なる説明を与へず、或は金融の前途は益々緩慢なるべきを予想せるが為めなりと云ひ、或は産業奨励の方針に基くと云ひ、或は内債の発行、外債の引受に便せんが為めなりと云ふ」。その真意がいずれにあらうとも、「今回の引下に依り、兌換券の膨脹を誘致するが如きことあらば、日銀は之が責に任ぜざるべからず。昨今の発行高は昨年今日よりも約四千万円多く、正貨の増加と共に益々膨脹せんとする状勢ある場合に於て、利下に依り其勢を助長せんか、之に伴ふ弊害は洵に恐るべきものあらん」と述べている。

この批判もまた、その背後に公定歩合の引下げ→本行貸出の増大という連想を抱いていたことは明らかであろう。その当否は間もなく事実によって証明されるが、公定歩合の第3次引下げ後1か月も経たない大正6年4月6日のアメリカ参戦を機に、わが国経済は大戦期最後の局面へ急速に移行していく。

#### 4. 株式市場の救済と公定歩合第3次引下げ

- (1) 日本銀行臨時調査委員会「欧洲戦争ト本邦金融界」(前掲『日本金融史資料』明治大正編第22卷所収) 76ページ。原文の片仮名は平仮名に改めた。
- (2) 前掲「日本銀行調査月報」大正6年2月、744ページ。
- (3) 同上、741ページ。
- (4) 『銀行通信録』第63巻第378号(大正6年4月20日) 73ページ。
- (5) 深井英五『通貨調節論』日本評論社、昭和3年、466ページ。
- (6) 『東洋経済新報』第773号(大正6年3月25日) 社説「利下と金融の前途」4ページ。
- (7) 同上、4ページ。
- (8) 同上、4～6ページ。