

#### 第4章 第1次大戦下の日本銀行

- (14) 上掲誌第852号（大正8年6月5日）4～5ページ。
- (15) 前掲「本邦財界動揺史」482ページ。
- (16) 前掲『戦前戦後日本銀行金融政策史』61ページ。
- (17) 大正8年9月28日の北海全道銀行大会における木村副総裁の講演要領「我国の対外的経済上の地位」（日本銀行保有資料『日本銀行総裁演説集』大正4年～12年、所収）。原文の片仮名は平仮名に改めた。
- (18) 前掲『戦前戦後日本銀行金融政策史』80ページ。
- (19) 同上、48ページ。
- (20) 前掲『財政経済二十五年誌』第6巻、972ページ。
- (21) 大正11年8月18日付「東京朝日新聞」に掲載された武藤山治の「日本経済聯盟会に就て井上日銀総裁に問ふ」（前掲『井上準之助伝』127ページから引用）。
- (22) 前掲『日本銀行沿革史』第2輯第3巻、192～193ページ。
- (23) 同上、193～196ページ。
- (24) 同上、207～209ページ。
- (25) 同上、210～211ページ。
- (26) 前掲『本邦銀行史論』320～321ページ。
- (27) 日本銀行「日本銀行調査月報」大正8年6月（前掲『日本金融史資料』明治大正編第20巻、昭和34年、所収）1172ページ。
- (28) 同上、1172ページ。
- (29) 上掲書、大正8年10月、1251～1252ページ。原文の片仮名は平仮名に改めた、以下同じ。

### (5) 景気の好転と物価騰貴

#### 景気の好転

前述のように、大正8年（1919年）4、5月の交から商品市況は回復の兆しを表わし、海運市況もとみに回復に転ずるなど景気は上昇し始めたように見受けられた。そして経済界の雰囲気は急速に変化し、6月に入るや、早くも休戦後の反動的悲観状態を脱却し「熱狂的好景気<sup>(1)</sup>の幕」を開くに至った。

すなわち、8年6月には生糸・綿糸はいずれも空前の高値を告げ、株価・諸物価は著しい騰勢を示した。6月の株価は前月比9.7%高、大正8年中のボトムである2月に比べると19.8%高となり、卸売物価は第1次大戦終結時（大正7年11

月)の水準を4.4%上回るに至った。また、8年2月を底にして上向いてきた事業計画高も6月には前月比34.6%の増加を示し、ボトム<sup>(1)</sup>の2月に比べると実に2.7倍に達する急増ぶりであった。このような傾向は7月に入ると一層甚しくなった。卸売物価は前月比8.2%の上昇とさらに上げ足を速め、株価も同6.9%高と続伸し、6月末から7月初旬にかけて株式をはじめ綿糸・生糸・米・砂糖市場はいずれも第1次大戦中を上回る好況を呈した。後に井上準之助本行総裁は、「大正八年の六月位から先づ我時来れりといふやうな有様で、実業界に居る者が非常な活躍を始めたのです。……其の景気の拡がる力と範囲の広いことは、昔の言葉に『療原の火』といふことがあります、……冬の初めに広き野原に行つて、枯草に火を点けて、風が吹くとぱつと拡がる、其の時の様子とちつとも変りませぬ<sup>(2)</sup>」と述べている。

井上総裁はこのように急転して激しく燃え上がった大正8年の好況を根柢のない空景気であったと再三にわたり述べているが、翌9年初めまで続いたこの好況を全体としてみれば、それは空前の規模にまで膨れ上がった投機に大きく支えられたものであった。ただし、大正8年春以降景気が急速に好転し始めたのには次のような内外の諸条件が影響していた。第1は、第1次大戦の終結に伴う需要減少と先進国の輸出力回復による競争激化から後退が予想された輸出が、アメリカの好景気を映ずる同国向け生糸・絹製品を中心に意外と活発であったことで、大正8年中の輸出はなお前年比7.0%の増加を示した。他方、輸入も大幅に増加したため(前年比30.3%増)、貿易収支は前年の2億9396万円の黒字から8年には7459万円の赤字へと転落したが、貿易外を含めた経常収支は3億2500万円の黒字を示し、これに資本収支の受取り超過を加えれば8年中の国際収支の黒字は5億3000万円に上り、前年(4億9600万円の黒字)を7.0%上回ったと推計されている<sup>(3)</sup>。貿易収支こそ赤字に転じたものの、国際収支、とくに経常収支の大幅黒字→好景気という第1次大戦中のパターンは崩れていなかったといえよう。

第2に、大戦景気の間蓄積された国民の購買力による需要の増加である。この点は統計の不備から厳密には実証しがたいが、大正8年7月の「日本銀行調査月報」は、鉄道貨物輸送量の増大や各種消費税徴収額などから購買力の増大に伴

う需要の増加を指摘している。<sup>(4)</sup>確かに、8年上期中の鉄道貨物輸送トン数は前年同期を6.8%上回り、4月～7月中の酒税・砂糖消費税・織物消費税収入は前年同期より53.8%も増えていた。

第3に、8年6月9日、アメリカが大正6年9月以来の金輸出禁止措置を「敵国及露国過激思想の浸潤せる地方を除き」解除する旨発表<sup>(5)</sup>、翌10日から実施したことである。わが国政府は、アメリカから急激に正貨の現送を行うと同国が金輸出を再禁止するおそれがあるので、為替銀行に対してなるべく正貨現送を見合わすよう「訓諭」したが、<sup>(6)</sup>アメリカの金輸出解禁に伴い、第1次大戦中に累積した為替銀行在外資金の国内回収がすすみ、正貨流入が増大するのは当然の成行きであった。解禁の翌7月には2150万円前後の正貨が流入したが、同月以降在外資金が続々と回収され、8年下期中に政府・本行の国内正貨保有高は2億5897万円増加した。それが景気の先行き見通しにとって好材料となったであろうことは想像に難くない。<sup>(7)</sup>

そのような好材料としては、大正8年6月28日のベルサイユ講和条約成立も見逃すことができない。この講和条約により、戦勝国は委任統治などの名目で領土を獲得し、ドイツに対して巨額の賠償が課せられた（その総額は連合国賠償委員会によって大正10年4月27日に1320億金マルクと決定された）。わが国も赤道以北の南洋群島を委任統治領として割り当てられたほか、中国山東省のドイツ權益も譲渡された。このような講和条約が市場の人気を刺激しないはずがなかった。

### 金融の繁忙化

金融面についてみると、既に述べたように、東京手形交換所組合銀行の貸出は第1次大戦終結後も緩やかながら増勢を続け、大阪手形交換所組合銀行のそれは大正8年3月を底にして増勢に転じていたが、8年5月に至り金融市場はこれまでの閑散状態を脱し、同月19日～22日の間に政府による為替銀行の在外資金2500万円の買入れがあったにもかかわらず、下旬後半には東京のコール・レートは月央の日歩1銭5厘から1銭8、9厘～2銭を唱えるようになり、本行商業手形割引歩合並みもしくはそれを上回るに至った。兌換銀行券発行高は増勢に転じ、5

月25日以降8年末まで制限外発行が継続することになった。本行対民間貸出残高（外国為替貸付金を除く）は5月の月末3日間だけで4200万円も増加し、5月末の同残高は1億143万円に達した（前月末比37.2%増）一方、金融繁忙化に伴うコール資金の回収による為替銀行の資金調達難から、外国為替貸付金残高も5月末には3億2052万円と再び増大した（前月末比10.4%増）。

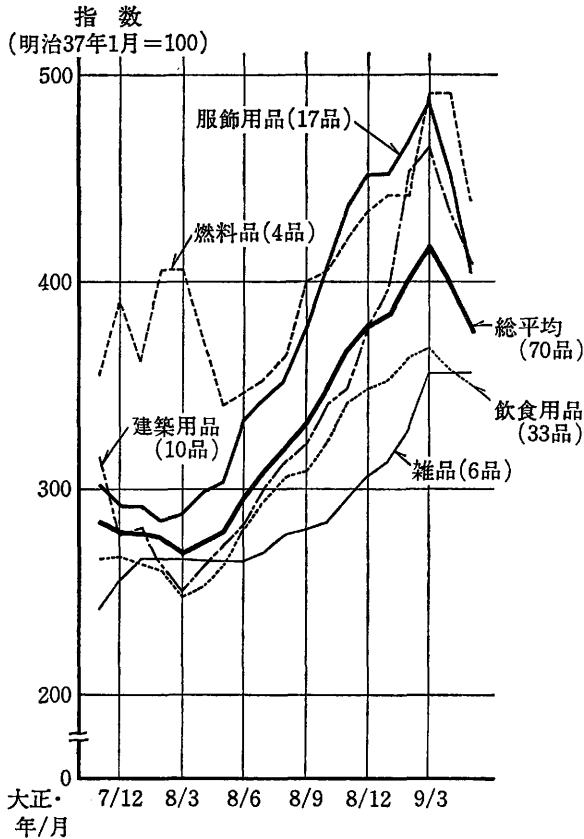
6月は、毎年、期末決済資金・生糸資金など季節資金の需要期に当たるため相当の金融繁忙を告げるのが常であったが、景気の急速な好転歩調を反映して繁忙の度を加え、為替銀行保有在米外貨の本行買入れや政府関係資金の散布により約2000万円が放出されたにもかかわらず、コール・レートの強調は一向に緩和するに至らず、東京市場のレートは日歩2銭1厘にまで上昇した。本行の対民間一般貸出も外国為替貸付金も一段と増加し、6月末の兌換銀行券制限外発行高は2億5494万円と、金融緩慢下にあった2月～4月ごろの水準（月末平均6378万円）の4倍に達した。

上期末を越えた7月には、期末決算資金の順調な回収とアメリカの金輸出解禁に伴う正貨の流入により金融市場は幾分引締まり気味といった程度にとどまり、本行対民間貸出も4200万円ほど減少した。しかし、市中手形割引日歩は月中を通じて変化がなく、東京では普通2銭、最低1銭9厘と強含み状態を持続し、コール・レートも中旬初めごろの日歩7厘～8厘から月末には日歩2銭を唱えるに至り、予想外の繁忙状態を呈した。

### 物価調節論議の再燃

上述のような大正8年5、6月以降における金融繁忙化の傾向は、景気の底入れから上昇局面への移行を映じたものといえるが、その急速な上昇に伴う物価の騰勢は目覚ましかった。先に述べたように、8年7月の卸売物価は7年11月に比べても12.8%の上昇を示していたが、小売物価は3月～7月の間に14.9%も上昇しており、7年11月比では8.8%高となっていた。図7-3によると、雑品と季節性の強い燃料品を除けば、8年春以降の小売価格の上げ足はかなり速かったことが分かるであろう。当時、評論家の三宅雪嶺は、「米が円に一升台になつた。副

図7-3 東京小売物価指数



(出所) 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、所収) 446ページ。

食物の品質を下げなければならぬ。三度の食事も腹一杯には摂られない。生命からがらだといふ悲痛な叫びを揚げる一方に帝劇は毎晩満員、歌舞伎座は大入客止め。三越白木は毎日数万円の売上げを算へるといふ昨今の社会現象は誠に憂慮すべきものである」と語っているが、当時の本行調査月報も、「諸物価統騰に伴ふ生活難は諸処に労働紛議を発生せしめ、物価調節対策一般に高唱せられ」と記している。<sup>(9)</sup>

上記のような物価の高騰のもと、早くも8年6月上旬には、「国民の生計が物価の騰貴に圧迫されて容易ならざる

状態に陥れるは久しき以前よりの事にして」、識者が「物価を調節せざる可からざるを主張せるや久し」として、通貨収縮を求める意見が見られたが、7月に入ると野党は政府攻撃を開始し、同月6日と14日の東京および大阪における憲政会大会で加藤高明憲政会総裁は、米価および一般物価の騰貴は政府の放任政策の結果であるとしてその責任を追及した。7月13日の新聞報道によれば、「最近山県公が原首相と会見の際、特に物価問題につき首相の考慮を促す所あり、又枢府方面の有力者間にも本問題の前途を重大視しつつあると同時に、貴族院各派も亦近日此問題に関し政府に建議せんとする形勢」にあった。<sup>(11)</sup>

しかし、原内閣の高橋是清蔵相は、大正8年7月19日、衆議院諸会派の一つで

ある正交倶楽部の代表者に対し、物価騰貴驚くに足らずと大要次のように語っている。<sup>(12)</sup>

今日の物価騰貴は世界的な傾向であって、わが国だけが物価騰貴を来しているわけではない。物価騰貴抑制のため通貨を収縮すべしと言う者があるが、ジョン・スチュアート・ミルが60年前に既に断言しているように、物価は他に経済的変動があるかぎり、通貨を収縮しても容易にその低落を期することはできない。そもそも通貨には預金通貨と現金通貨との2種があり、現在のわが国における通貨構成は預金通貨が83%、現金通貨が17%となっているが、収縮をはかることができるのは現金通貨であって、それがわずかの17%であることを考えると、現金通貨の一部を収縮させても、物価の大勢は到底動かすことができないであろう。もし本当に物価に影響を及ぼそうとするならば、「財界に不況を及ぼす迄に金利を引上げるか、又は総べての貨物の輸出禁止を行ふ」以外に方法はない。しかし、このような手段は「維新以前の国情に戻るの勇気なき限り」とても実行することはできない。現在、世界各国が採用している物価対策は乱費の禁止に尽きるが、わが国政府もこの点に関しては最大の努力を行っている。欧米諸国の小麦価格は戦前の3倍半に騰貴しているのに対し、わが国の米価はまだそこまではいっていないので、「物価の騰貴敢て驚くに足らざるなり」というのであった。

このような景気優先、物価軽視の考え方は既述のように高橋蔵相の年来の持論であったが、同蔵相が現金通貨と預金通貨との関連を知っていたとすれば、上記の談話はき弁と脅かしを交えた驚くべき強気の発言であったといえよう。高橋蔵相は通貨収縮策が物価抑制に効果のあることを認めていたので、かえって、金融・財政面の引締め政策→物価下落→景気後退という過程を予見して忌避したのであろう。大正8年7月の段階では、投機・思惑の動きは既にかなり広範化していたが、引締め政策以外に打つべき手段があると同蔵相は考えていたのではないかと思われる。ちなみに、中橋徳五郎文相は7月20日の政友会中国四国大会において、「生活必需品の騰貴就中米価の異常なる昂騰に対し、漫に人為的干涉を為すは無謀の至りにして、其対策の要は数量増加の方法を講ずるの外な」と述べている。<sup>(13)</sup>

政府の当時の物価対策を見ると、①米の輸入促進・供給円滑化・鉄道運賃免除や混食・代用食の奨励による米の消費抑制等を通ずる米の需給均衡化と価格抑制を中心とし、そのほかは②官吏に対する臨時手当の支給（5割）と俸給引上げ（1割～1割5分）、③公設小売市場・簡易食堂の開設ならびに住宅供給の奨励を目的とする低利資金の融通（600万円）、④勤儉貯蓄の奨励、⑤公債発行（7月、8月にそれぞれ臨時国庫債券1000万円を郵便局を通じ売出し）による民間資金の吸収にとどまった<sup>(14)</sup>。

### 本行の政策意図

当時本行副総裁であった木村清四郎は、昭和4年（1929年）6月17日の貴族院公正会有志に対する演説において次のように述べている<sup>(15)</sup>。第1次大戦後の大正8年における「財界一般の人気は矢張有頂天を続け従って物価の騰貴は益々甚しく、実に其弊に堪えざる有様になって来たので」、「其弊を矯正し之を調節する上から見、且つ世界大戦という非常の大事件が終局を告げ正貨も未曾有の巨額を保有せる実情に顧み、当時において金解禁を断行し戦時中一時変態に陥りたる我国の金本位制を常道に復せしむることは、当然の義であって最も好機会であると考え私は之を時の政府当局に促したこともあったが、此意見は不幸にして終に容れられなかったのである。……当時解禁論を唱えたのは速かに通貨制度を本道に回復せしむるに在ったのは勿論であるが、又一には過度無謀の熱狂気分を適度に抑制するの趣旨もまた含まれて居ったのであるが、しかし当時においては何人も之を顧る者が不在の状態であった」というのである。

アメリカの金輸出解禁後、大正8年7月ごろまでの国内経済の状況が「過度無謀の熱狂気分」と表現されるのが妥当かどうかは別として、当時の物価の著しい騰勢から見てその抑制を図るため、金融・財政政策を緊縮的な方向に早急に転換する必要に迫られていたことは明らかであった。木村副総裁がその一手段として大正6年9月以来の金輸出禁止措置の解除を主張したとしても当然のことであったと思われる。既に述べたように、本行の一部局長は6年9月の金輸出禁止・事実上の兌換停止に反対意見を抱いていたことを考慮すると、上記木村副総裁の発

言を裏付ける本行内部資料は見当たらないものの、当時本行ないし木村個人が金輸出解禁を唱えたということは十分にありえたと考えられる。

ただ、仮にそうであったとしても、金輸出を解禁すれば、物価高騰→正貨流出→通貨収縮→物価下落もしくは物価の騰勢停止をもたらす実際的な背景が、当時存在していたのであろうか。確かに貿易収支は輸入超過となっていた。折からの銀価騰貴は金輸出禁止前と同様に中国への金流出を招いたかもしれない。しかし、先に見たように国際収支全体としてはなお多額の黒字を示していた大正8年という時点では、正貨流出→通貨収縮という効果をどの程度期待することができたか疑わしい。「当時の在外正貨の状態等を考慮する時、当時における金解禁の如何が、その直後の経済情勢に対して左程大きい影響をもつたとは考へられない」という指摘<sup>(16)</sup>もなされている。

したがって、当時の物価高騰に対する処方せんとして金輸出解禁のみを主張するのは妥当でないといえるが、この点は別にして、当時、わが国は米国に続いて金輸出解禁を行うべきであったと考えられる。確かに大正8年の国際収支は大戦中の余韻を残し黒字を計上したが、既に貿易収支は赤字に転じており、戦時の異常事態が解消した戦後の国際経済のなかで、政策運営に厳しい節度が保たれなければ、わが国が再び貿易収支・経常収支の持続的な赤字に悩まされる危険性は多分に存在しており、予見されえたところであった。そのような展望のなかで、できるだけ早く金本位制を常道に復し、金融政策運営の正常な枠組みを整えておくことは、国際収支の危機再来を予防し、あるいは少なくとも危機への敏速な対応を促すという点で重要な意義をもつ措置であった。

しかも、金解禁を円滑に実施するためには、それによって直ちには経済・金融面での摩擦をあまり生じさせない時点において決断・実行することが望ましいことはいうまでもない。いたずらにその時機を逸し、政策運営上の厳しい節度の回復が緊要な事態になってから、解禁を断行しようとする、政治的・社会的その他種々の障害が生じやすく、それに伴う断行への逡巡が情勢をさらに悪化させるという悪循環をたどりやすいことは、その後の歴史が示したところである。その意味では大正8年はわが国にとり金解禁断行の最大の好機であった。



当時金本位制度自体に対する疑念が一般に抱かれていたわけではなく、いずれ金解禁が実施されることは当然視されていたにもかかわらず、政府はこの好機に踏み切らなかった。その理由としては、後に第5章で述べるように、当時中国をめぐって国際政治情勢が緊迫しており、戦争勃発の危険性もあったこととか、わが国は中国に対する多額の経済援助を行うため相当量の金を保有しておく必要があったことなどという諸事情が指摘されているが、このような判断の妥当性については疑問の余地が極めて大きく、わが国は金解禁のタイミングにつき重大な誤りをおかしたように考えられる。

ところで、前記の木村副総裁の述懐は、金輸出解禁のほか、本行が公定歩合の引上げを意図していたかどうかという点には及んでいなかったようであるが、当時の首相原敬の日記に依拠して、「おそらく七月下旬には井上は物価状況にかんがみて日銀金利引上げの目的をもって内閣閣僚と内談を開始した」と判断する説がある。<sup>(17)</sup> 確証はないが十分考えられることであろう。大正8年8月5日の『原敬日記』には、「井上日本銀行総裁来訪、目下物価騰貴甚しきに因り何とか工夫を要すとて、山本農相及び高橋蔵相に内談せしも一致を得ずとて種々の意見を述ぶるに付、余は之を閣議に諮るには題目を明示する必要あるに因り其意見を書面にて出すべしと云ひたるに、井上之を承諾せり」と記されている。<sup>(18)</sup> 後に述べる8年8月の本行の「物価調節ニ関スル意見」は上記の原首相の要望に答えたものとみられるが、この意見書には公定歩合の引上げが掲げられていた。

8年7月26日、床次竹二郎内相は東京の新聞社代表に対し政府の物価対策を説明しているが、その前日の『原敬日記』を見ると、7月25日の閣議において「高橋蔵相より金利引上の不可（物価低下の為に）を記したる趣旨書を床次内相等公表の便宜の為に提出し、日本銀行をして金利を引上げしむるの不可を高橋主張し、夫れよりは市場の遊金を吸収するを急務とすと云ひ、山本農相は日本銀行自己の考にて金利を引上るも可なりと云ひたるも、余の見る処にては其結果に至りては大差なし、依て物価引下げの目的のみを以てしては不可なれども絶対に金利は動すべからずと主張するの必要もなき事に付、其点に触れざる口吻を以て便宜公表すべしと云ひ其事に決」<sup>(19)</sup> したと書かれている。高橋蔵相は公定歩合の引上

げに反対であり、山本農商務相は消極的ながら賛成であったことが分かるが、この両者の発言から見て、井上総裁が公定歩合の引上げにつき内閣閣僚と内談したのは、7月25日以前のことであったと推測される。

次いで8月1日の閣議では、「高橋蔵相より物価調節の為め金利引上を要すとの世論に対し、其不可を論じたる意見書発表の事相談」があったので、原首相は「通貨膨脹は外国貿易の關係に出たる事を今少く明瞭にし、外国貿易にさわりて不景気を醸す事は国家の不利なれば俄かに行ふべからざる事、並に金利は絶対に動さずとの感念を世上に起さしめざる様に修正すべく注意し、野田〔卯太郎通相〕、中橋〔文相〕等よりも多少の注意ありて其事に決し、高橋は私見として発表すべしと云へり」と、『原敬日記』に書き残されている。<sup>(20)</sup> 政府としては、物価調節のための公定歩合引上げに反対であったことは明らかであった。<sup>(21)</sup>

### 蔵相の意見書

8年8月1日の閣議で高橋蔵相から申し出のあった蔵相意見書「物価調節と金利政策に関する意見」は、同月7日の新聞に発表された。この意見書は同蔵相がそれまで断片的に言明したことを総括したにとどまり、格別目新しいものではなかったが、その大要は以下のとおりであった。<sup>(22)</sup>

第1次大戦中に生じた世界的な物価騰貴は大戦終了後の今日でもその傾向を改めないのみか、各国ともかえって一層の騰貴を見ているものが多い。わが国でも、物価調節策として通貨収縮を行うべしとし、その実施手段について論議する者が少なくないが、物価引下げのため現金通貨も預金通貨もともに収縮させようとすると、通貨収縮策のほかに輸出の禁止もしくは制限をも実施せざるをえないこともあって、事業会社の破綻、労働者の失職、農村の疲弊等により全国一般に不景気を招来し、物価騰貴よりも悪い影響をもたらすおそれがある。

そもそも兌換銀行券増発の主因はわが国輸出貿易の発展にあるので、金利引上げ政策によって一般的に通貨の収縮を図ろうとするならば、必ずやその主要原因である輸出の伸長を抑圧し、これを萎縮させることになるだけでなく、債権国として資金の供給を行える余裕のあるものは英米日の3国に過ぎないことにかんが

みると、現在でもイギリスやアメリカに比べて高いわが国公定歩合をさらに引き上げることは、ますます国際資本市場におけるわが国の地位を不利にするであろう。ロシアの政情や同国政府に対する財政援助問題あるいは対中国借款など、先行き多額の資金を必要とする東アジア情勢を考えると、今日において単に物価調節を目的として公定歩合の引上げを行うことは、国防関係から見ても、経済関係から見ても得策ではないと思われる。

しかし、物価の騰貴が国民生活の安定を脅かしているのは憂慮すべきことであるので、政府は国民の乱費、投機的信用の防止に努むるとともに、物資に対する不生産的需要を増進することになりがちな民間余裕資金の吸収を図ることに意を用い、国民貯蓄の奨励、各種国債の発行を実施している。日本銀行が先に銀行引受手形を設け、今またスタンプ手形(7.の(6)参照)を設けて市場資金吸収の道を開こうとしたのは、いずれも従来日本銀行が直接融通していた為替資金をなるべく市場で調達させようとするものであって、「穏健なる通貨収縮の一方策」といえよう。

以上のような高橋蔵相の意見については、大正8年7、8月当時の見解としては「一個の識見たるを失わない」との評価もあるが、当時の『東洋経済新報』は、<sup>(23)</sup>「実に賞めたくも賞め様のない程の粗末を極めた随分の無鉄砲なもの」と批判している。<sup>(24)</sup>この批判によれば、蔵相の公定歩合引上げ反対論の根拠を詳細に吟味してみると、多数消費者の犠牲を無視した無責任な放言といわねばならない。蔵相意見の「重要な実際的の意義」は、今日まで、日本銀行に公定歩合の引上げを行わせなかった理由を明らかにすると同時に、今後もできるだけ引き上げさせないという方針を示し、「日銀をして兌換券を増発せしめて、又々金融的救済を行ふの方針なることを表明」したことである。スタンプ手形の創設もこれによって通貨収縮の一助にしようというようなことは「全然の口実」で、結局は兌換銀行券の増発とならざるをえない。高橋蔵相の「満腹の経綸は少くも此の法外なる高物価を支持するにある」というのであった。

### 物価調節に関する本行の意見

本行も大正8年8月に「物価調節ニ関スル意見」を取りまとめた。前述のように原首相の要請に答えたものとみられるが、物価調節に関する本行意見を要約すれば以下のとおりである。<sup>(25)</sup>

現時の物価騰貴は世界各国共通の現象であるので、一国政府の施策によってこの傾向を急速に是正することは至難の業に属する。現に欧米諸国が実施している多くの物価調節策を見ても、所期の成果を遺憾なく達成したものは一つとしてない。わが国の現状を踏まえて物価調節の方策を考究しても、有効適切な策を案出することはむずかしい。物価の引下げにやや効果があると認められる方策も、これを実行に移すと色々な弊害を免れず、国内産業や対外貿易の伸長にある程度は悪影響を及ぼし、一国の経済的發展に多少の障害を与えることにならざるをえないと思われる。

しかし、今日のわが国の状況において、このような弊害を恐れて何もしないでよいかといえば、「一般国民生活は物価騰貴の為め脅威せられ、人心洶々として其堵に安ぜざるが故に」、自然の成り行きに放任すれば本当に憂慮しなければならぬような状態に陥ることもないとはいえない。したがって、政府としては国民生活の危急を救い人心の安定を保つため、物価の調節上相当の効果があると認められる方法は、多少の弊害を伴っても顧慮することなくすべてこれを実行する旨決意し、徹底的に遂行することが最も喫緊であると信ずる。色々な施策を適当に組み合わせて一斉に実施すれば、長短相補って目的達成上非常な効果を奏するであろう。不幸にして満足すべき効果を見ることなく終わったとしても、政府の誠意は深く国民の胸中に伝わり、おのずと人心の安定を保つことができると考えるが、物価調節上必要と信ずる施策を述べれば次のとおりである。

第1は公定歩合の引上げである。公定歩合は経済動向の先行きの見通しや金融情勢の変化に伴って上げ下げすべきものであって固定化してはならない。目下の物価調節または兌換銀行券回収のための唯一の方策として公定歩合の引上げをなすことは、弊害が多くて効果の少ないことは明らかであり、とうてい成功は期しがたいけれども、政府が物価調節の諸方策を一斉に採ることに決し、それと同時

に本行が公定歩合を引き上げるならば、必ずや相当の効果を挙げるができるであろう。

第2は公債の発行である。公債発行により民間資金を吸収して通貨の収縮をはかることは、現在政府が最も力を尽くしているところであるが、今後は償還期限の到来により借換えを必要とする内外公債が少なくないので、国内市場で新規に発行することのできる公債の額はおのずから制限される。また、公定歩合と郵便貯金利子が引き上げられれば、自然公債利子の引上げも必要になると思われるので、国庫の負担は重くなるであろう。公債発行により市場から多額の資金が吸収されるならば、経済界に好ましくない色々な影響を与えるおそれもある。しかし、目的達成のためには政府もこのような不利を忍び、公債発行上必要な程度の犠牲はこれを払う覚悟を要する。

第3は郵便貯金利子の引上げである。公定歩合の引上げと同じように、郵便貯金利子の引上げは一般市場金利の上昇を促し、経済界に良くない影響を与えるおそれがあるが、現在のように一般国民の得る利潤が多く手元に余裕のあるときは、乱費を戒め貯蓄を奨励するため各種の手段方法を講じて遺漏のないようにしなければならない。単に貯蓄を奨励するだけでは十分とはいえないので、郵便貯金利子を引き上げて貯蓄（民間資金）の吸収をはかるべきであり、この措置は他に先んじて直ちに実行すべきであると考える。

第4は金輸出禁止の緩和である。大正8年6月のアメリカの金輸出解禁後、同国から続々と金が輸入されており、8年末までにその流入高は1億円以上に達するであろうと見込まれている。金の流入は直ちに兌換銀行券の増発となるが、貸出金等のように金利の引上げなどによってその膨張を抑制することができない。金の輸出を禁止または制限するというのはもともと便宜的な措置であるので、上記のように国内正貨の増大が相当の額に上ると見込まれている以上、直ちに金輸出を解禁することはしないまでも特許の程度を次第に緩和すべきであると信ずる。

第5は酒造制限である。現今の米価騰貴は米の消費量増大と外米の輸入難に基づくところが大きいので、今年の米作が豊作であったとしても米価の顕著な低落は望みがたい。したがって、酒造高の制限または酒造税率の引上げにより相当の

節約をはかることはやむをえないと考える。

第6は日用必需品の輸出制限および輸入促進である。食料品その他日用品の輸出制限または禁止、あるいは輸入税の軽減もしくは撤廃は最も有効な物価調節策である。米・麦・小麦粉については既に実施されているが、その範囲を相当拡張する必要がある。

以上のような本行の意見書は、通貨面のみならず物的面の措置をも含めた総合的な物価対策が必要であると主張していた点では高橋蔵相の意見と差がないように見えるが、公定歩合引上げの必要性を説いている点に表われているように、本行意見書が通貨面の措置・金利の引上げを不可欠のものとしていた点は大いに異なっていた。ただし、公定歩合の引上げに賛成しない政府に対する意見書としては、金利引上げの必要性に関する説明に説得力や迫力を欠いていたことは否めない。公定歩合は経済の先行き見通しや金融情勢の変化に伴って上げ下げすべきであると主張していたにもかかわらず、これらの点について具体的に全くふれなかった理由は明らかでない。物価騰貴による国民生活の安定崩壊はもちろん重要な問題であったが、物価上昇の進行を抑止しなければ、政府の重視していた輸出にも悪影響を与えるだけでなく、いずれは景気に大反動をもたらすおそれのあることを明確に指摘すべきであったのではなかろうか。

井上準之助本行総裁は、後年（大正14年2月）、「何でも総て緊縮方針を採る、政府は財政の緊縮方針を採り、日本銀行は金利を引上げる。輸出も或品目のものは停止し又は制限すべし、総て手の届く限り引締める方針を採ることにして、総ての此の空景気の非常に上りつつある所を、之れを上らせぬやうにするといふ方策を施すより外ない、斯ういふ考へでありました」と述べているが、上記の本行意見書には財政の緊縮を求めた部分は見当たらない。いずれにせよ、本行意見書が政府に提出された後どう処理されたかは定かでないが、公定歩合の引上げが実施されたのは2か月後の8年10月のことであった。

(1) 前掲「本邦財界動揺史」443ページ。

(2) 井上準之助「戦後に於ける我国の経済及金融」(前掲『井上準之助論叢』第1巻、昭和10年、所収) 28ページ。

#### 第4章 第1次大戦下の日本銀行

- (3) 山沢逸平・山本有造『貿易と国際収支』（「長期経済統計」14）東洋経済新報社、昭和54年。前掲「本邦財界動揺史」も、大正8年中の貿易外収支は約5億円の受取り超過と推算しており、この黒字額から資本移動による支払い超額約4000万円と貿易収支の赤字を除いても、国際収支は約2億8000万円の黒字になると記している（473～474ページ）。
- (4) 前掲「日本銀行調査月報」大正8年7月、1191ページ。
- (5) 大正8年6月12日の本行ニューヨーク代理店監督役の電報（大正8年6月14日付『東京日日新聞』）。
- (6) 『銀行通信録』第67巻第405号（大正8年7月20日）6ページ。
- (7) 前掲「日本銀行調査月報」大正8年6月、1175ページ。
- (8) 大正8年6月4日付『東京朝日新聞』。
- (9) 前掲「日本銀行調査月報」大正8年7月、1187ページ。
- (10) 大正8年6月7日付『東京日日新聞』。
- (11) 大正8年7月13日付『東京日日新聞』。
- (12) 『銀行通信録』第68巻第406号（大正8年8月20日）4～5ページ。
- (13) 同上、3ページ。
- (14) 同上、100～101ページ。
- (15) 前掲『戦前戦後日本銀行金融政策史』66～67ページから引用。片岡直温『大正昭和政治史の一断面』（西川百子居文庫、昭和9年）も、木村副総裁は「大正八年六月において、愈々米国の金解禁となるや」「我国も米国と同様、金解禁を即行して金本位制の常態に復するとともに、物価を引下げて、入超を防ぎ、戦時膨脹せる経済機構の建て直しを行ふことの急務なるを力説して止まなかつた」と記している（256ページ）。
- (16) 寺島一夫『日本貨幣制度論』（「日本産業経済全書」12）白揚社、昭和12年、99ページ。
- (17) 前掲『戦前戦後日本銀行金融政策史』60ページ。
- (18) 原奎一郎編『原敬日記』第8巻、乾元社、昭和25年、290ページ。
- (19) 同上、277ページ。
- (20) 同上、283～284ページ。
- (21) 第一銀行元頭取明石照男は、第1次大戦末期ならびにその後における公定歩合の引上げについて次のように記している。

当時物価の騰貴と兌換券の膨脹〔中略〕に就て、一体これは物価の騰貴が先であるか、通貨の膨脹が先であるか〔中略〕官民間に非常な議論がありました。〔中略〕民間の方の議論は多くは、通貨が膨脹して居るから物価が騰貴する、従てこれは通貨を収縮させなければならぬと言ふのでありますが、当時の大蔵大臣高橋是清翁は、それはいかぬ、通貨膨脹は物価騰貴の結果である。我国は折角この千載一遇の好機に乗じて対外発展を遂げなければならぬ。その為めには斯くの如き物価騰貴も亦斯くの如き通貨膨脹も已むを得ないのである。〔中略〕と言つて、非常に頑強に主張されて居つたの

## 7. 大戦後の好況と本行の施策

であります。〔中略〕斯くの如き時に当りまして、日本銀行はどんな政策を執つたかを顧みますと、同行は七年の九月には二厘の引上をしましたが引続き、同年十一月には更に二厘方を上げましたが、それからその後ずっと金利はその儘にして居つたのであります。〔中略〕この時、何故日本銀行が金利を上げないかと云ふことに就きましては、皆も考へました〔中略〕が、池田さん〔引用者注——池田成彬のこと〕は実は大正七年の十一月の日本銀行の利上以後、同行が何等為す所がないから、自分は窃に井上総裁に会つて、金利を引上げざるべからざる所以を説いたのだ。所が井上総裁はこれ以上私に利上をしろと言はれるのは、俺に辞職しろと言ふのかと言はれたと申されて居りましたが、これは多分政府との諒解が付かないと云ふ意味ではなかろうかと思ひます。併し乍ら斯くの如く通貨の膨脹、物価の騰貴が甚だしくして、到底放任すべからざる形勢になりましたから、遂に八年の十月即ち前の利上から約一年後には遂に日本銀行は二厘の利上をしたのに引続き、翌十一月に又二厘〔中略〕上げて二銭二厘にしたのであります。(明石照男「大正銀行史概観」(一)『銀行通信録』第104巻第618号、昭和12年7月20日、11～12ページ)。

- (22) 前掲『銀行通信録』第68巻第406号、38～42ページ。
- (23) 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、213ページ。
- (24) 『東洋経済新報』第859号(大正8年8月15日)8～10ページ。
- (25) 前掲「本邦財界動揺史」449～452ページ。
- (26) 前掲「戦後に於ける我国の経済及金融」53ページ。

## (6) スタンプ手形制度の創設

### 制度創設の趣旨

上述のように、物価調節論議の高まりを背景として本行は公定歩合の引上げを意図したものの、政府(高橋是清蔵相)の反対によりさしあたりその実施を見送ったが、大正8年(1919年)8月1日から本行承認為替銀行売出手形の再割引取扱を開始した。『日本銀行沿革史』は本行承認為替銀行売出手形制度の創設について次のように記している。<sup>(1)</sup>

大正8年5月に実施した銀行引受貿易手形制度は、輸出貿易についてはその利用範囲が狭いため十分な発達を期待できず輸出金融の疎通上問題であった。そこで本行はさらに考究を重ね、為替銀行の買持ち輸出手形を利用して市場より直ち



に資金を調達する方法を工夫し、まず横浜正金銀行と協議のうえ、同行が買持ちしているロンドンおよびニューヨーク払いの輸出手形を本行に担保として預かり、同行に同輸出手形の邦貨換算額の範囲内で自行を支払人とする適宜金額の為替手形を振り出させ、随時これを市場に売却して所要資金を賄わせることにし、本行はその手形面に一定の「スタンプ」を押捺して、これを買取った取引先に対してはいつでもその再割引依頼に応じることにした。このような制度を創設してその普及発達を図った理由は、「実に之に依りて我国に手形割引市場開発の気運を導き以て本邦金融界の改善進化を期したるに由るものにして、嘗に当面の問題なりし貿易金融の疏通或は通貨膨脹の匡治等の目的より出でしに止まるものに非ざるなり」というのである。

いわゆるスタンプ手形とは上記の本行承認為替銀行売出手形を指すが（以後、スタンプ手形と呼ぶ）、『日本銀行沿革史』の上記の説明からまず指摘できることは、スタンプ手形制度は銀行引受貿易手形制度の延長線上のものであったという点である。つまり、輸出貿易金融の疎通を図る面での銀行引受貿易手形制度の弱点を補い、スタンプ手形の普及・発展を通じて割引市場の発達を促すためにスタンプ手形制度が創設されたという意味では、両制度の担う究極的な政策的意義には異なる所がなかった。大正8年9月に本行が「宣伝用」として作成した「銀行引受貿易手形ト日本銀行『スタンプ』付為替銀行売出手形」と題する小冊子も、スタンプ手形の目的とするところは「畢竟銀行引受制度の根本義と其揆を一にすることは極めて明白の事実」<sup>(2)</sup>であると述べている。その根本義とは、第1に、「対外貿易上の決済は出来得る限り自国の資金を利用し成るべく外国の資力に倚頼せざること」であり、第2に、「対外貿易に要する資金は出来得る限り市場の資金を利用し成るべく政府又は中央銀行の助力を乞はざること」<sup>(3)</sup>であったが、以下の井上総裁の発言<sup>(4)</sup>はその意味する所をよく示していたと思われる。

従来の如き為替銀行が三億乃至四億の為替資金を日銀より借受け、此資金は直に一般市場に放出せらるることとなるものなるが、此場合に於て市場に生ずる金利なるものは経済上の原則に依り自然に生ずる利率にあらず。何となれば、其資金供給の源泉たる日銀より為替銀行に貸附くる際の利率は人為的に定められ、市場の金利と何等交渉

## 7. 大戦後の好況と本行の施策

する所なければなり。故に今後は為替銀行をして市場より資金を吸収するを得るの方法を立て、之に依り為替銀行をして市場の金利に順応して為替資金を吸収せしめ、又之に拠りて其為替相場を立てしむることとし、一面金融市場を統一し市場の資金をして其実際の需要に応じて増減せしめん考にして、是に於てか始めて真の市場利率の発生を見得るなり。

井上総裁は、銀行引受手形に次いでスタンプ手形を導入することにより真の市場金利が成立するようになるならば、金融政策ことに公定歩合操作の重要な指標となり、本行の使命である通貨価値安定を達成するための通貨・金融の調節が一層円滑に行われるようになって考えていたといえよう。とくに、制度発足当初の金融経済情勢のもとでは、スタンプ手形による為替資金の市場調達がすすむにつれて市場金利が上昇する可能性は大きく、したがって、市場金利の上昇という厳然たる事実を足掛かりにして、公定歩合の引上げにつき政府の支持を得ることが一段と容易になるであろう、と見込まれたことは想像に難くない。後に井上総裁も次のように述べている。大正8年ごろは、政府・政党员・実業家の間には放漫ムードが充満し、緊縮の気分はなかった。公定歩合を引き上げて世の中に警告するというだけではあまり効果が期待できなかった。公定歩合を引き上げるのであれば、市中金利も上がるような方法を取らなければならないと考えた。しかし、公定歩合の引上げを要すると思われた8年6月末から7月にかけては、本行の市中銀行に対する一般貸出はわずか1億円程度にすぎなかった。換言すれば、市中銀行は日本銀行から借入れをしなくてもよい時代であったので、日本銀行から借入れをする必要が出てくるようにしなければ、市中金利は上がらないと思われた。そこで、為替銀行が必要資金を市場で調達するような策をめぐらし、これにより市中金利が上がれば、公定歩合を引き上げて緊縮気分を醸成しようと取り計らった。これがスタンプ手形制度を設けた理由である、<sup>(5)</sup>と。

この井上総裁の説明によれば、スタンプ手形制度の創設は、当時の情勢のもとでは、市場資金の吸収→通貨収縮という直接的なものだけではなく、市場資金の吸収→市場金利の上昇→公定歩合の引上げ→通貨収縮という過程を通じての通貨量の調節を期待していたといえよう。なお、本行はスタンプ手形制度実施直後の

8月4日から後述のように外国為替貸付金の利子歩合を改定し、一種の高率適用制を導入したほか、同月1日に金買入れ価格の引下げを実施しているが（アメリカ金貨100ドルにつき200円36銭→200円26銭）、これらを考え併せるとスタンプ手形制度の実施は「明白な通貨収縮策」であるという指摘がなされている。<sup>(6)</sup>

### 制度の仕組み

上述した『日本銀行沿革史』のスタンプ手形制度創設に関する説明により、同制度の仕組みの概要は明らかであるが、改めて述べれば次のとおりである。

イ、為替銀行は、その買持ちしている、ロンドンおよびニューヨークを支払地とする輸出手形の邦貨換算金額の範囲内において、随時、自己を受取人とする為替手形を振り出し、同手形を本行に提示してその承認（スタンプの押印）を求めたうえ市場に売却する。

ロ、為替銀行は、本行が本行取引先に対し前項売出手形の再割引を行う場合の担保として、あらかじめ本行に当該輸出手形を提出しておく。

ハ、本行は、スタンプ手形の再割引に当たっては商業手形割引歩合を適用し、貸出標準制度の対象外とする。

ニ、本行は、再割引の担保として提出された輸出手形を本行海外代理店監督役に送付する。監督役は送付を受けた輸出手形の予定支払期日の前日に当該手形を現地為替銀行支店に返却する。この返却に伴い担保に不足を生ずる時は代替りの担保手形を差し入れさせる。

制度発足の当初は、スタンプ手形の市場売却を認められた為替銀行は横浜正金銀行だけであったが、制度創設の効果を発揮するためには、まず横浜正金銀行にできるだけ同手形の売出しに努めさせる必要があった。そこで、同行に対する外国為替引当貸付金の利子歩合を貸出金額の増加に伴い遡増させることにし、8年8月4日から同利子歩合を表7-5のように改めた。<sup>(7)</sup>

スタンプ手形制度創設時ごろの翌日物コール・レート（東京）は、8月中の最安値を示した上旬央でも日歩1銭7厘であり、市中手形割引金利の最低も日歩1銭9厘5毛に達していたので、本行の外国為替貸付金利子歩合を従来（残高3500

表 7-5 外国為替貸付金利子歩合

	貸付金残高	適用利子歩合
従来	1500万円まで 1500万円以上3500万円まで 3500万円以上	年 2 % (日歩 5 厘 5 毛 ) " 6 % ( " 1 銭 6 厘 4 毛) " 6.5 % ( " 1 銭 7 厘 8 毛)
改正	1500万円まで 1500万円以上3500万円まで 3500万円以上 1 億円まで 1 億円以上 2 億円まで 2 億円以上 3 億円まで	年 2 % " 6 % 日歩 1 銭 8 厘 " 2 銭 " 2 銭 2 厘
暫定措置	1500万円まで 1500万円以上3500万円まで 3500万円以上 3 億円まで 3 億円以上 3 億5000万円まで 3 億5000万円以上 4 億円まで	年 2 % " 6 % 日歩 1 銭 8 厘 " 2 銭 " 2 銭 2 厘
	<p>(注)1. 横浜正金銀行がその保有在外正貨を政府に売却し、あるいは国内に金貨・金地金をもって回送した場合は、売却額または回送額に相当する金額を、1 銭 8 厘の利子歩合が適用される残高3500万円以上 3 億円までの枠から控除し、同枠の上限が 1 億5000万円に縮小するまで減額を続ける。</p> <p>2. 1 銭 8 厘の利子歩合が適用される枠の上限が 1 億5000万円まで縮小した後は、横浜正金銀行のロンドン・ニューヨーク支店が保有する現金・有価証券の在り高が 1 億5000万円以下に減少するにつれて、その減少額相当額を 1 銭 8 厘の利子歩合が適用される枠の上限 1 億5000万円から控除し、それが 1 億円に縮小するまで減額を続ける一方、控除額を 2 銭の利子歩合が適用される枠に加えていき、改正利子歩合体系に漸次一致させる。</p>	

万円以上でも日歩換算で 1 銭 7 厘 8 毛) のままにすえ置いておくと、スタンプ手形の売出により市場で為替資金を調達しようというインセンティブが働かないおそれがあった。このため、本行は残高3500万円を超える外国為替貸付金の利子歩合を引き上げるとともに、残高が増えれば金利も逡増することにして、スタンプ手形の売出による資金調達のほうが横浜正金銀行にとって有利になるようにしたのである。

表 7-5 の改正利子歩合を見ると、本行は外国為替貸付金残高をせいぜい 1 億円の範囲内に押さえ込もうとしていたのではないかと思われるが、同貸付金残高がなお 3 億円を超えていた当時においては (8 年 7 月末残高 3 億 5189 万円)、改

正利子歩合を直ちに適用すると、横浜正金銀行の金利負担があまりにも重くなりすぎるので、当分の間は暫定金利を適用し、徐々に改正利子歩合に移行させることにした。すなわち、暫定金利によれば残高3億円を超える外国為替貸付金の利子歩合は日歩2銭または2銭2厘であったので、その部分の借入れに関する限り、横浜正金銀行にとっては当時の市中手形割引金利の最低日歩1銭9厘5毛と同じ割引金利でスタンプ手形を売り出しても、市場で資金を調達するほうが有利であった。もし、スタンプ手形が当時の商業手形割引歩合（日歩1銭8厘）以下の金利でも市場で容易に割引かれるような場合には、外国為替貸付金残高は一挙に3500万円まで減少する可能性があったといえよう。

以上のように、横浜正金銀行になるべくスタンプ手形を売却させるようにする措置を講ずる一方、本行は市中銀行に対し横浜正金銀行の売り出すスタンプ手形を買い入れるよう勧奨することに努めた。すなわち、8月2日付をもって各支店に対し「外国貿易金融改善ノ新施策<sup>(8)</sup>」と題する印刷物（公表のため新聞社に配布したものと同一）を送付し、取引先銀行のほか保険会社その他しかるべき所に配布方を依頼した。

なお、外国為替貸付金に対する適用利子歩合の暫定措置において、横浜正金銀行が保有在外正貨を政府に売却し、あるいは国内へ金貨・金地金をもって回送した場合には、その売却額または回送額に相当する金額を、比較的安い日歩1銭8厘の利子歩合が適用される外国為替貸付金の枠（残高3500万円以上3億円まで）から差し引き、日歩2銭もしくは2銭2厘の利子歩合が適用される実際の残高の水準を引き下げることにしたのは、外国為替貸付金の返済圧力を強めるためであったと思われる。この措置は同時に横浜正金銀行の保有在外正貨の売却および国内取寄せを防ぐ効果もあったといえるが、既述のように本行は8月1日からアメリカ金貨の買入れ価格を100ドルにつき200円36銭から200円26銭に引き下げた。これは、価格改定前1か月間に本行が実際に買入れたアメリカ金貨を計量したところ、その重量が200円36銭という買入れ価格を算出した基準にまで達していなかったために取られた措置であったが、結果的に、アメリカ金貨を本行に売却した場合の邦貨代金は0.05%減少することになった。このことが金輸入の抑

制にどの程度役立ったかは判断しがたいが、通貨収縮策の一つとして注目されている。

### スタンプ手形の利用状況

スタンプ手形が市場に初めて売り出されたのは大正8年8月9日であった。すなわち、横浜正金銀行は60日物スタンプ手形を日歩1銭7厘7毛5糸で、同90日物を日歩1銭8厘で売り出した。しかし、スタンプ手形の性質が一般に知れ渡っていなかったうえ、市場には割引金利日歩2銭見当の短期優良手形が多かったため、スタンプ手形の売行きははかばかしくなく、東京では8月19日までに215万円、大阪では同月20日までに550万円の取引を見たにとどまった。<sup>(9)</sup>

一説によると、<sup>(10)</sup>当初は、60日物スタンプ手形は日歩1銭7厘5毛の割引金利で売り出すつもりであったが、それでは市中金利に比較して安いため市中銀行は放資を喜ばない。さりとて公定歩合と同水準もしくはそれ以上にすれば、直ちに日本銀行の再割引を求められることになるおそれがある。そこで、横浜正金銀行は日本銀行と相談の結果、2毛5糸引き上げて、1銭7厘7毛5糸に改めると同時に、日本銀行と市中銀行との間で「その再割引につき制限的約束をした」と伝えられている。また、スタンプ手形の割引金利が1銭7厘7毛5糸であればもちろんのこと、1銭7厘5毛でも市中銀行の協定預金利子1銭6厘4毛（年6%）に比べれば1厘1毛方高い。したがって、保険会社のように多額の資金を擁する向きの需要を喚起し、市中銀行は打撃を受けないともかぎらない。そこで市中銀行は銀行以外に輸出手形を売り出さないよう、横浜正金銀行に交渉してその承諾を得たが、ブローカー銀行から抗議が出て、結局、ブローカー銀行には他の市中銀行より2毛5糸安で売ること、市中では再割引しないことで妥協したらしいといわれている。「日本銀行調査月報」も、「正金銀行は此点に篤と注意を払ひ其の売先を銀行に限り、ブローカーに対しては地方銀行の仲介をなす場合に限り売渡すこととせり」と記しているところを見ると、上記の説は単なるうわさではなかったといえよう。<sup>(11)</sup>

このような状況は、金融繁忙化に伴う市場金利の引締まりに起因するものであ

ったが、スタンプ手形の売行き低調にかんがみ横浜正金銀行は、早くも8月21日に、60日物は日歩1銭8厘7毛5糸、90日物は同1銭9厘と、それぞれ割引金利を日歩1厘引き上げることにした。その結果急に各方面の買気をそそって売行きは盛況を呈し、月末までに振り出された3886万円のスタンプ手形はほとんど全部売り尽くされた<sup>(12)</sup>。しかし、このスタンプ手形割引金利の引上げに伴い、市場で次のような観測がなされた。すなわち、一流商業手形の割引金利も日歩1銭8厘5毛以下は全くその跡を絶ち、日歩1銭9厘を最低とするような金融市場の情勢から見て、スタンプ手形の割引金利を少なくとも市中金利と同様にすることは同手形の普及策としてやむをえないと思われるが、スタンプ手形の割引金利が公定歩合を4分の3厘ないし1厘上回るようになった現在では、多少でも手元に余裕のある向きは自然にスタンプ手形を買い入れて、利ぎやかせぎをすることになる。したがって日本銀行としては、いつでも日歩1銭8厘で再割引しなければならぬスタンプ手形を1銭8厘4分の3ないし1銭9厘で売り出させる結果、「恰も兌換券に対して四分の三厘乃至一厘の金利附与を公約すると同一義務を負ふ事となる筈なり」というのであった<sup>(13)</sup>。もっとも、大正8年8月の「日本銀行調査月報」は、「其の買取銀行は続々本行に再割引を求め鞘取りをなす結果となるべしと、当時世上に推測するもの多かりしが、実際に於ては大阪支店にて唯だ一口の再割ありしのみにて、本店にては月末迄一口も此種手形の再割依頼はなかりき」と述べている<sup>(14)</sup>。

このように実際には「鞘取り」のための本行の再割引はほとんど生じなかったものの、「理論上斯の如き弊害発生は勢ひの免れ得べからざる所<sup>(15)</sup>」であったことは否定できない。わが国経済発展の柱とされていた輸出貿易に伴う必要資金といえども、自然な資金需給に基づく金利決定メカニズムにゆだね、その結果生ずる市場金利を尊重していくというスタンプ手形制度創設の趣旨からいえば、スタンプ手形の売買に伴うこのような「鞘取り」を防ぐためには、本行のスタンプ手形再割引歩合を引き上げるのが筋であった。もっとも、スタンプ手形再割引歩合のみ引き上げることについては、「該制度開始当時の精神に鑑み、……軽々しく其公約を更改し得べからざる事情あり」、したがって結局「日銀自らの金利引上げ

を以て之に<sup>〔ママ、なかの誤りか〕</sup>応ずるの外<sup>(16)</sup>致方なかかべき」とみられたのは当然であり、前述の井上総裁の説明にあるように、公定歩合の引上げを不可避とさせることはスタンプ手形制度実施のねらいとするところであった。

以上のような世評を生んだ8月下旬の割引金利引上げに伴うスタンプ手形の売行き好調の後を受けて、横浜正金銀行は翌9月にも早々から盛んにスタンプ手形を売り出したが、これに伴って同手形制度は「所謂日銀の正金偏重主義」の表れであるとする非難が聞かれるようになった。第1に、為替銀行がスタンプ手形の振出に際し本行に担保として提出する輸出手形は、すべて横浜正金銀行に取立てを依頼することになっているので、為替銀行と貿易業者との取引内容をすべて横浜正金銀行に知られてしまうため、同行以外の為替銀行はスタンプ手形制度を利用することができず、したがってスタンプ手形は横浜正金銀行の独占に帰することになる。第2に、横浜正金銀行が高利のスタンプ手形を売り出したので市場金利が漸騰し、コールで為替資金を調達している他の為替銀行は金利高に悩まされている、<sup>(17)</sup>というのであった。

この非難に対して井上総裁は、①スタンプ手形売出金利の問題は当事者である為替銀行が市場の情勢に応じ適宜決定すべきものであって、日本銀行が関与することではないこと、②再割引の担保として提出された輸出手形を取り立てる際には、横浜正金銀行とその他の為替銀行とで区別することなく、公平な取り扱いをする<sup>(18)</sup>考えであることを明らかにした。また木村清四郎副総裁も、日本銀行は公共の機関であるから、取引先の営業状況いかにによりこれに対して与える信用の程度・金額に差別を加えるのは、銀行業務上やむをえないことではあるが、「相手方の甲乙如何により偏頗なる取扱をなさんと欲する考へは、日本銀行当局者に於て毛頭も有せざることを世間一般に諒知せんことを切望」<sup>(19)</sup>した。ちなみに、本行は大正8年10月30日に台湾銀行と、同年12月30日に住友銀行とスタンプ手形に関する取引契約を締結した（両銀行とも当初はスタンプ手形売出残高の限度は500万円とされた）。

上記のように、割引金利を引き上げた8月下旬以降スタンプ手形の売行きは好調を続けていたが、横浜正金銀行は担保として本行に提出すべき輸出手形の不足



を理由に、突如9月13日以降スタンプ手形の市場売却を中止した。そして同月25<sup>(20)</sup>日から再び売却を開始したが、同時に割引金利を60日物は日歩1銭8厘2毛5糸、90日物は日歩1銭8厘5毛とそれぞれ5毛方引き下げた。9月央から23日までのコール・レート（東京・翌日物）はやや低落して日歩1銭3厘～1銭7厘の間であったので、スタンプ手形割引金利の引下げは「単に金融市場の実情に対応せんが為」であるという、横浜正金銀行の説明は一応もつともなように思われるが、しかし、『東洋経済新報』は横浜正金銀行がスタンプ手形の売出しを一時中止したことについて、「市場には二箇の風説が行はる、一は保証手形〔スタンプ手形のこと：引用者注〕の売出が金融緊張の勢を激成するとの理由で政府が干渉したといふこと、他は国券借替に便ぜん為め一時の権宜策として之を中止したといふこと、之れである」と記している。さらに続けて同誌は、「保証手形の売出が金融緊張の勢を促進するは始めから知れ切つたことで、日銀当局者も百も承知の上でやつたことではないか。世間でも日銀当局者が市場金利の標準を見出さうとするのであると観察してゐた。実際又さうでなければ保証手形の日歩を上げたことは無意味であるまいか」と売却中止措置を批判した。<sup>(21)</sup>

8年9月中旬の売出し一時中止を境として、その後の割引金利引下げに伴いスタンプ手形の売行きは急速に落ち込んだ。同手形が初めて市場に売り出された8月9日から9月末までの間に、横浜正金銀行が本行に対して手形売出しの承認を求めた金額は累計1億333万円に達し、そのほとんどを9月末までに売り尽くしている。この額から8月末の売出残高3886万円を差し引けば、9月中旬に6500万円近くのスタンプ手形を売り出したことになるが、上記売出し承認額累計のうち9月17日以降の分はわずかの380万円にすぎなかった。このようなスタンプ手形の売行きは落ち込みは、同手形の売出しが再開されたころからコール・レートが大幅に上昇し、スタンプ手形の割引金利と市場金利との間にかかなりの格差が生じたことによるもので、10月に入っても、一段と金融が引き締まったためスタンプ手形の売行きは芳しくなく、同手形の月中承認額は845万円と著しく減少し、8年末までそうした傾向が続いた。

このため、スタンプ手形売出残高は8年9月末をピークとして顕著な減勢をた

7. 大戦後の好況と本行の施策

どり、8年12月末の売出残高は台湾銀行分（380万円）を含めて1936万円にとどまった（表7-6）。売出残高から本行再割引高を控除した市場資金動員額はピー

表 7-6 本行承認為替銀行売出手形利用状況

（単位：千円）

大正 年/月末	売 出 残 高 (A)	うち 横浜正金分		
		うち 横浜正金分	本行再割引高(B)	B/A(%)
8/ 8	38,860	38,860	1,500	3.9
9	103,230	103,230	9,750	9.4
10	99,430	99,430	29,500	29.7
11	59,800	59,800	17,400	29.1
12	19,360	15,560	5,560	28.7
9/ 1	59,010	55,210	25,960	44.0
2	65,723	64,423	28,100	42.8
3	56,823	52,223	29,100	51.2
4	26,023	21,423	15,700	60.3
5	36,200	30,900	3,200	8.8
6	52,300	46,800	2,100	4.0

（出所）前掲『日本銀行沿革史』第2輯第3巻。

ク時の9月末には9348万円に上り、市場資金吸収というスタンプ手形制度創設のねらいはその時点ではかなりの程度達成されたといえるが、その後この額が急速に減少したことは上記のとおりである。また制度発足以来8年末までの間に外国為替貸付金残高はわずかながらも（622万円）増大しており、スタンプ手形制度が上記の市場資金動員額の範囲内である程度外国為替貸付金の増大を阻止したとはいえるものの、本行信用の削減を通じて積極的に兌換銀行券の収縮を図るという点では、その効果はあがらなかった。さらにまた売出残高の推移から見て、スタンプ手形制度の導入が市場資金の回転速度を早めることを通じて全体としての信用拡大策になるという同制度に対する批判も事実在即さぬものであったといえようが、真の市場金利の成立を目指した本行の意図も実現できなかったと言わざるをえない。

- (1) 前掲『日本銀行沿革史』第2輯第3巻、146～147ページ。
- (2) 同上、187ページ。
- (3) 同上、183～184ページ。
- (4) 『銀行通信録』第68巻第407号（大正8年9月20日）79ページ。

## 第4章 第1次大戦下の日本銀行

- (5) 前掲「戦後に於ける我国の経済及び金融」54～57ページ。
- (6) たとえば、前掲『戦前戦後日本銀行金融政策史』58ページ。
- (7) 前掲『日本銀行沿革史』第2輯第3巻、227～228ページ。
- (8) 同趣旨のものは、前掲『銀行通信録』第68巻第406号、76ページに収録されている。
- (9) 前掲「日本銀行調査月報」大正8年8月、1207ページ。
- (10) 『東洋経済新報』第860号（大正8年8月25日）1ページ。
- (11) 前掲「日本銀行調査月報」大正8年8月、1207ページ。
- (12) 同上、1207ページ。
- (13) 前掲『銀行通信録』第68巻第407号、78ページ。
- (14) 前掲「日本銀行調査月報」大正8年8月、1207ページ。
- (15) 前掲『銀行通信録』第68巻第407号、78ページ。
- (16) 同上、78ページ。
- (17) 同上、78～79ページ。
- (18) 同上、79ページ。
- (19) 同上、79ページ。
- (20) 前掲「日本銀行調査月報」（大正8年9月）は「26日」としているが（1229ページ）、大正8年9月27日付『東京日日新聞』、『東洋経済新報』（第864号、大正8年10月4日）2ページおよび『銀行通信録』（第68巻第408号、大正8年10月20日）90ページにより「25日」説をとった。
- (21) 『東洋経済新報』第863号（大正8年9月25日）1ページ。

### (7) 公定歩合の引上げ

#### 投機思惑の盛行

大正8年（1919年）春ごろの商品市況回復後、6月から7月にかけて、アメリカの金輸出解禁・講和条約の成立を好材料として仮需要が次第に復活してきた一方、実需も順調に増大し、市場人気はおおむね楽観論に傾き商品相場は次第に高騰して第1次大戦中の水準をはるかに上回るようになった。本行調査局が作成した『本邦財界動揺史』は次のように記している<sup>(1)</sup>。

如此相場の昂騰は勢ひ此等商品に対する思惑を助長し、過度に価格の奔騰を来さしめたるのみならず、市人は戦後好景気来を速断して益々人気を煽揚せしかば、自余の商品も亦之に刺戟せられて駢進的に連騰し空前の物価高を示すと共に、過度の信用の拡