

両大戦間期の日本における恐慌と政策対応 金融システム問題と世界恐慌への対応を中心に

金融研究所 鎮目雅人

Bank of Japan Review

2009年4月

両大戦間期の日本では、繰り返し発生する恐慌への対応が政策運営上の大きな問題となっていた。なかでも、1927年の「昭和金融恐慌」と1930～31年にかけての「昭和恐慌」は日本経済にとって大きな転機となった。このうち「昭和金融恐慌」は、第1次大戦後における産業界の事業整理と金融機関の不良債権処理が不完全であったことに伴う国内の金融システム問題の表面化という側面が強く、これを契機に大規模な財政資金の投入と銀行合同等の構造改革が実施された。一方、「昭和恐慌」は、旧平価による国際金本位制への復帰という政策選択と、折から発生していた世界恐慌の国内経済への波及、の相乗効果が背景となっていた。1931年末に5度目の大蔵大臣に就任した高橋是清が「昭和恐慌」への対応として進めた経済政策は「高橋財政」と呼ばれているが、財政政策だけでなく、為替レート政策、金融政策を含むマクロ経済政策の総体として理解する必要がある。「高橋財政」期の日本経済は世界各国に先駆けて回復したが、国際金本位制の崩壊によりそれまで財政を規律付けていたメカニズムが失われるなかで、日本銀行による長期国債の引き受けを伴う財政拡大が行われたことが、財政規律を失わせる結果につながったとの見方ができる。

1. はじめに

両大戦間期の日本では、繰り返し発生する恐慌への対応が政策運営上の大きな問題となっていた。この時期の恐慌のなかでも、1927年の「昭和金融恐慌¹」と1930～31年にかけての「昭和恐慌」は日本経済にとって大きな転機となった。このうち「昭和金融恐慌」は、国内の金融システムの動揺が背景となっていた一方、「昭和恐慌」は、旧平価による金本位制への復帰という政策選択と、折から発生していた世界恐慌の国内経済への波及、の相乗効果が背景となっていた。

両大戦間期の日本経済のおかれた状況は、いくつかの時期に区分される(図表1)。第1次世界大戦から戦後にかけて、日本経済は「大戦ブーム」に沸いた。続く1920年代は、「大戦ブーム」の調整と金融システムの動揺が続き、「慢性不況」と呼ばれる低成長と緩やかなデフレーション²の時代であり、1927年には「昭和金融恐慌」が発生した。1930～31年の2年間は「昭和恐慌」と呼ばれ、日本は、ゼロ成長と急激なデフレーションを経験した。1932～36年にかけては「高橋財政」のもとで高成長と低インフレーションが達成された。1937年以降は、日中戦争から太平洋戦争と続く戦時統制経済下の高成長と高インフレーションの時代であった。

本稿では、こうした経済状況の推移を踏まえつつ、両大戦間期の日本経済を取り巻く環境と政策対応を、1920年代における国内の金融システム問題ならびに1930年代における世界恐慌への対応の観点から概観する。

【図表1】両大戦間期日本の
経済成長率とインフレ率

(単位: 年率%)

	実質 GNP	GNP デフレーター	備考
1914～19年	6.2	13.6	「大戦ブーム」
1920～29年	1.8	▲1.3	「慢性不況」
1930～31年	0.7	▲10.3	「昭和恐慌」
1932～36年	6.1	1.5	「高橋財政」
1937～40年	5.0	11.9	戦時統制経済

(資料) 大川一司・高松信清・山本有造『長期経済統計 1 国民所得』

2. 1920年代の金融恐慌と政策対応

1920年代の日本では、金融恐慌が繰り返し発生していたが、1927年の「昭和金融恐慌」を契機に不良債権処理と銀行再編が進展し、金融システム問題は収束に向かった（図表2）。

【図表2】1920年代の金融恐慌関連年表

1920(大正9)年	4月7日	増田ビルブローカー銀行、破綻
1922(大正11)年	2月28日	石井定七商店、破綻
	10月19日	日本商工銀行(京都)休業
	11月29日	日本積善銀行(京都)の休業発表により京都・奈良地方に銀行動揺発生
	11月30日	九州銀行(熊本)休業発表
1923(大正12)年	9月1日	関東大震災
	9月27日	震災手形割引損失補償令、公布
1927(昭和2)年	1月26日	震災手形2法案、帝国議会に提出
	3月14日	片岡蔵相、衆議院予算委員会で東京渡辺銀行が破綻したと発言
	3月23日	震災手形2法、成立
	3月30日	銀行法、公布(1928<昭和3>年1月1日、施行)
	4月17日	枢密院本会議、台湾銀行関係の緊急勅令案を否決
	4月18日	台湾銀行、台湾島内の本支店・出張所を除き休業
	4月21日	十五銀行休業、各地の銀行取付けピーク
	4月22日	支払延期令(モラトリアム)公布
	5月8日	日本銀行特別融通及損失補償法、台湾ノ金融機関ニ対スル資金融通ニ関スル法律、成立

(資料) 日本銀行金融研究所『日本金融年表』、『日本銀行百年史』第3巻

(1) 第1次大戦後の反動恐慌

1920年3月に、「大戦ブーム」³の反動から株価が暴落し、4月には、地方銀行を含めた銀行間取引の仲介を広く行っていた大阪の増田ビルブローカー銀行が破綻した。これを契機に、7月にかけて全国各地で銀行取付けが発生し、21の銀行が休業した⁴。これに対し、日本銀行は、一般的な金融逼迫の緩和ならびに主要産業等に対する援助を通じた市場の安定、の2点を目的として、「特別融通」を実施した⁵。

(2) 1922年金融恐慌

1922年には、2月末に投機筋として有名であった材木商石井定七商店の破綻を機に高知県下と関西地区で銀行取付けが発生した。また、10月から12月にかけて、九州から関東地方の広範囲にわたって銀行取付けが発生し、同年中に15行が休業した。日本銀行は、1922年12月から翌年4月にかけて、20行に対して「特別融通」を実施した⁶。

この間政府は、1920年の反動恐慌を受けて、1921年4月に貯蓄銀行法を制定し、貯蓄銀行に対する規制強化を実施していた。また、1922年の金

融恐慌後は、普通銀行を中心とする金融制度改革への取り組みを本格化させたが、金融システムの動揺が収まるには至らなかった⁷。

(3) 関東大震災後の「特別融通」

1923年9月の関東大震災は、金融システムに大きな影響を及ぼした。すなわち、被災地の銀行店舗の焼失や損壊といった直接の被害に加え、取引先の被災による貸出の固定化、不良債権化が懸念された。政府は、30日間の支払延期令(モラトリアム)を公布、この間、日本銀行は「特別融通」をはじめとするさまざまな特例措置を講じた。さらに政府は、震災手形割引損失補償令を公布し、日本銀行が一定の条件を備えた震災地関係手形(いわゆる震災手形)を割り引いた結果損失を被った場合には、1億円を限度として政府が日本銀行の損失を補償できることを定めた。

こうした措置によって、モラトリアム撤廃後の10月に入ってから預金者の動揺は概ね抑制された。一方において、震災手形の決済は進まず、このため震災手形の割引期限は2度にわたって延長され、最終的に1927年9月末とされた⁸。

(4) 「昭和金融恐慌」

1927年1月、政府は震災手形の最終的な処理を図るため、「震災手形損失補償公債法案」と「震災手形善後処理法案」(以下、震災手形2法案)を議会に提出した。議会ではこれら2法案の取り扱いが政治問題となり、その過程で3月14日の片岡直温蔵相によるいわゆる「片岡失言」を契機に、関東、関西を中心に銀行取付けが広がった⁹。

その後、3月23日に震災手形2法案が貴族院を通過して成立したこともあり、いったん預金者の動揺は収まった¹⁰。しかしながら、議会での2法案の審議を通じて、台湾銀行と鈴木商店の信用問題が表面化した。政府は、緊急勅令により、日本銀行に台湾銀行への非常貸出を行わせるとともに、これによって日本銀行が損失を被った場合には2億円を限度として政府が損失を補償することを目指した。しかしながら、勅令の審議を行う枢密院は、4月17日にこの緊急勅令案を本会議で否決し、若槻禮次郎内閣は総辞職、これを機に全国各地に銀行取付けが波及した¹¹。

4月20日に発足した田中義一内閣の高橋是清蔵相は、22日から21日間の支払延期令(モラトリアム)を公布した。5月4日、臨時議会が開会さ

れると、政府は支払延期令の事後承諾とあわせて、「日本銀行特別融通及損失補償法案」(5億円を限度とする政府補償など)、「台湾ノ金融機関ニ対スル資金融通ニ関スル法律案」(2億円を限度とする政府補償など)の2法案を提出し、5月8日に両法案は可決された。モラトリアムは5月13日に解除され、「昭和金融恐慌」は収束した¹²。

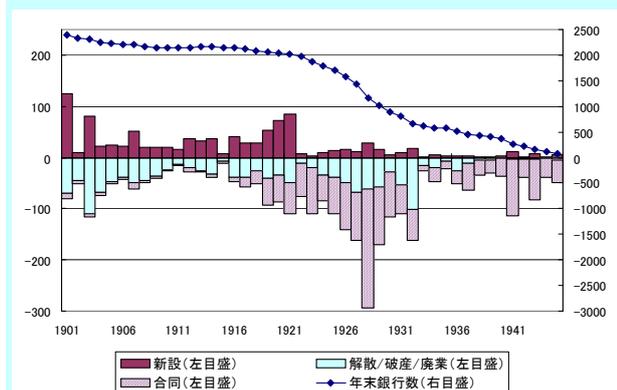
3. 銀行部門の構造改革の進展

(1) 1927年銀行法と金融制度改革

政府は、1920年の反動恐慌を受けて、1921年4月に貯蓄銀行法を制定し、貯蓄銀行に対する規制強化を実施したほか、1922年の金融恐慌後は、銀行合同を促進していた。しかしながら、銀行部門の構造改革が本格化したのは、1927年以降のことであった。

昭和金融恐慌最中の1927年3月30日、最低資本金法定化、金融業以外の兼業禁止、常務役員の兼業制限等を柱とする銀行法が公布され、1928年1月から施行されることとなった。同法のもとで、当局主導による銀行合同の促進、銀行検査・監督の強化等が実施され、金融システムの安定化が図られた¹³。こうして、1927年を転機として抜本的な不良債権処理と銀行再編が進展し、1920年代における金融システム問題は収束に向かった。

【図表3】銀行数の変動

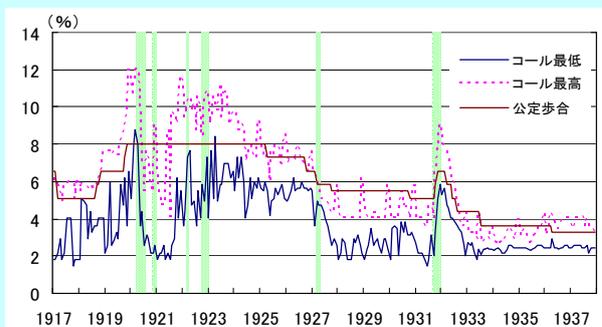


(資料) 後藤新一『日本の金融統計』

銀行数の変動をみると、1920年代に銀行数は減少傾向にあったが、とくに1927年を契機として銀行合同が加速し、銀行業界の再編が急速に進展したことが示されている(図表3)。この間のコール金利をみると、1922年の金融恐慌がいったん収束した後も1927年初までは高止まりしていた。この時期には、台湾銀行をはじめとする経営の不安定な銀行がコール市場での資金調達を積極的

に行っており、資金の出し手は、借り手の信用リスクを強く意識していた¹⁴。コール金利は、1927年の春頃から急激に低下した。このことは、「昭和金融恐慌」の処理と銀行法の制定が契機となって、金融システムが安定に向かったことが市場参加者に認識されたことを示唆している(図表4)。

【図表4】東京のコール金利と公定歩合



(資料) 大蔵省理財局『金融事項参考書』各年版
(注) シャドー部分は銀行取付けが広範に発生していた時期。

(2) 1920年代の金融システム問題の原因と帰結

「昭和金融恐慌」の発端は、片岡蔵相の失言であったが、1920年代において繰り返し金融恐慌が発生していた根本的な原因については、第1次大戦後における産業界の事業整理と金融機関の不良債権処理が不完全であったためとする見方が多い。例えば、当時日本銀行理事で後に副総裁、総裁を務めた深井英五は、「これら銀行破綻の原因を達観すれば、戦後反動期における不妥当の運営に淵源し、中間彌縫の曲折を経て、来たるべきものが終に来たといえるだろう」と述べている¹⁵。また、東洋経済新報の編集長を経て民間エコノミストとして活動していた高橋亀吉も、「大正9年反動以降における過去の創痕に対する糊塗彌縫が、たまたま、議会における震手問題の紛糾によって暴露せられ、それが発火点となって、ここに大恐慌の爆発となるに至ったもので¹⁶」あり、「想像の域を超えた大金融パニックは、好むと好まざるを問わず、銀行の急速な改革を促し、またそれを実現させるに大いに寄与した¹⁷」と述べている。

さらに高橋亀吉は、「昭和金融恐慌」を機に金融システムの改革が進んだことが、1930年代の世界恐慌時における日本の対応を容易にしたとして、以下のように述べている。「世界の主要工業国は、1931年7-10月期において(米国は1933年1-3月期において)未曾有の世界的な大金融恐慌に

襲われ、ために信用の大崩壊で、爾後、相当長期に亘って、その経済活動は著しく阻害された。しかるに、わが国はかかる金融恐慌になら煩わされることなくして、金再禁止後における政策の転換と、円為替低落の好作用のみを享受することができた。(中略)理由は、昭和2年の金融恐慌によって、すでに、銀行界の一大整理を完了していたことにあった¹⁸。」

以上みてきたように、1920年代の日本においては、1927年の「昭和金融恐慌」という大規模な金融危機を契機として、日本銀行貸出に対する政府補償というかたちでの大規模な財政資金の投入と、銀行合同等の構造政策が実施されたことによって、金融システム問題が解決に向かったと考えられる¹⁹。

4. 金本位制復帰と「昭和恐慌」

(1) 金本位制復帰の経緯

第1次大戦後の世界では、大戦中に各国の判断で停止されていた金本位制の再建と、欧州大陸の経済復興が課題とされた。米国(1919年6月)、英国(1925年4月)など、世界の主要国が金本位制に復帰する中、日本は金本位制への復帰に踏み切れないでいた。

当時の日本では、金本位制への復帰の方法ならびにその時期が論争の的となり、少なくとも、1919年、1923年、1927年の3回にわたり、金本位制への復帰が政府内で検討されたといわれている。その際、現状よりも円高な旧平価による金本位制への即時復帰、十分な準備期間を経た上での旧平価による金本位制への復帰、旧平価より円安な新平価による金本位制への復帰、といったいくつかの方法が俎上に上ったが、その都度、金本位制への復帰は見送られた²⁰。

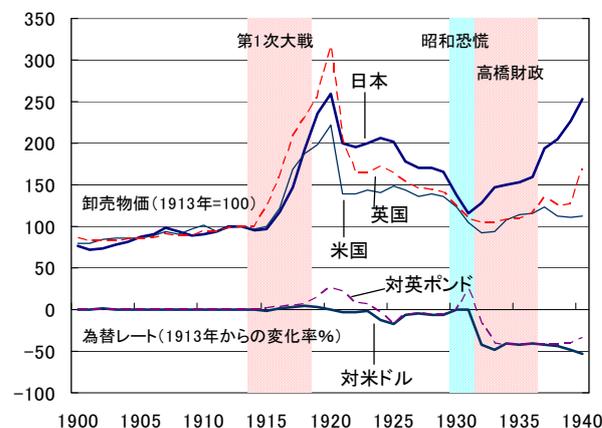
1920年代において、日本政府が金本位制への復帰を躊躇していた背景には、国内の金融システムの動揺に加え、貿易収支の赤字傾向が続いていたことから、いったん金本位制に復帰したとしても国際収支の長期的な均衡が維持できなくなるとの危惧があったとされる。

第1次大戦中の日本は、多額の貿易収支黒字を計上し、正貨(ロンドン等において外貨で運用していたいわゆる「在外正貨」を含む)を蓄積したが、1920年代に入ると、一転して貿易収支の赤字

が続き、正貨は減少傾向を辿った。正貨残高は1914年末の3億41百万円(同年のGNP比7.2%)から1920年末には21億79百万円(同13.7%)に増加したが、1928年末には11億99百万円(同7.3%)へと減少した。

1920年代に貿易収支の赤字が続いた背景には、国内物価が海外に比べて割高で、製品の国際競争力の点で見劣りしていたことが当時から指摘されていた。日米英3ヶ国の卸売物価の動きをみると、第1次大戦が勃発する前年の1913年までは、3ヶ国の物価はいずれも極めて安定しており、また国内外の物価が大きく異なる動きを示すこともなかった。しかしながら、第1次大戦中から直後にかけて、英米の物価が急上昇し、これに追随するかたちで日本の物価も急激に上昇した。その後、世界的に物価が下落したが、日本の下落幅は米英両国と比較して小さく、日本の物価は割高となっていた(図表5)。こうした状況のもとで、1920年代の日本にとっての主要政策課題は、いかにして米英との相対的な価格差を縮小させ、旧平価で金本位制に復帰できるような環境を整えるか、という点にあった²¹。

【図表5】日米英3ヶ国の物価と円為替レート



(資料)日本銀行調査統計局『明治以降卸売物価統計』、朝日新聞社『日本経済統計総覧』、大蔵省理財局『金融事項参考書』各年版、U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census, Historical Statistics of the United States, B. R. Mitchell, British Historical Statistics.

1929年7月に成立した民政党・浜口雄幸内閣は、金本位制復帰の前提条件のひとつとされた金融システムの安定化が達成されたとの判断に立って、蔵相に就任した井上準之助を中心に財政緊縮等の金本位制復帰の準備を進め、1930年1月から旧平価により金輸出を解禁した。しかしながら、1930年は世界恐慌が世界的に拡大、深化していく

過程であり、旧平価に戻したことによる円高と、世界恐慌の影響とが重なり、1930年から31年にかけての日本は、後に「昭和恐慌」と呼ばれる急激なデフレーションと景気後退に見舞われた。その意味では、1930～31年にかけての恐慌は、海外要因による物価下落、外需の減少を基点としたものであり、国内の金融システム問題との関連性が強い1920年代の恐慌とは異質のものであったといえる。

1931年9月に英国が金本位制から離脱すると、日本も早晚離脱せざるを得なくなるとの観測から円売りドル買いの動きが強まった。井上準之助蔵相は、金輸出再禁止の意思のないことを言明し、日本銀行は10月、11月の2回にわたって公定歩合を引き上げた。しかしながら、日本の金本位制離脱を見越した資金の対外流出は収まらなかった。12月に民政党・若槻禮次郎内閣が倒れ、政友会の犬養毅内閣が成立すると、高橋是清が5度目の蔵相に任命された。

(2) 金本位制離脱と「高橋財政」の開始

高橋是清は蔵相就任当日の1931年12月13日に金輸出再禁止を命じて、日本は金本位制から離脱し、1932年には「高橋財政」を構成する経済政策が具体化していく。これ以後、高橋是清が1936年2月に2.26事件で暗殺されるまでの4年余の期間に実施した経済政策は「高橋財政」と呼ばれている。「財政」という言葉が用いられているが、財政政策だけでなく、為替レート政策、金融政策を含むマクロ経済政策の総体として理解する必要がある。

まず、為替レートについては、金本位制離脱直後から大幅な円安となり、1932年11月までに、対米ドルで60%、対英ポンドで44%下落した(前掲図表5)²²。政府は、これ以上の円安は望ましくないとして、円相場を安定させる方針に転換し、1933年4月以降、横浜正金銀行は英ポンドを基準とする建値を提示することになった²³。この間、1932年7月から資本逃避防止法、1933年5月から外国為替管理法が施行されたが、「高橋財政」期の日本の為替管理・資本取引規制は比較的緩やかであったとされている²⁴。

財政政策面では、1932年3月8日に高橋は、金融業者を個別に招いて懇談を行ったが、その席上、長期国債の日本銀行引き受けが議題に上ったこ

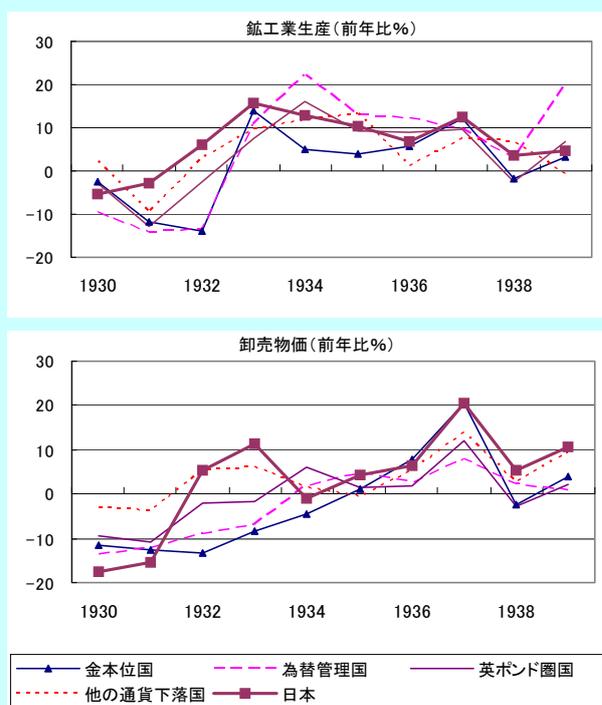
とが新聞に報道された²⁵。5.15事件で犬養首相が暗殺され、斎藤実内閣の蔵相に高橋が留任した後の6月3日、政府は、満州事变費や時局匡救事業(農村部を中心とする公共事業等)を含む追加予算案とあわせて、赤字国債の発行のための法律を議会に提出し、ここで高橋は、長期国債の日本銀行による引き受け方針を正式に表明した²⁶。追加予算案と赤字国債法案は6月18日に可決、成立し、財政拡大方針が正式に決定した。長期国債の日本銀行による引き受けは11月25日から開始された。

金融政策面では、1932年3月、6月、8月に公定歩合の引き下げが行われたほか、6月には、銀行券保証発行限度をそれまでの1億2千万円から10億円へと拡張する兌換銀行券条例改正法が成立し、公布された。

5. 「高橋財政」の政策効果波及メカニズム

「高橋財政」のマクロ経済的側面に着目する多くの論者は、ケインジアン政策の先駆的な成功例として、「高橋財政」に積極的な評価を与えてきた。例えば、キンドルバーガーは、「彼(引用者:高橋)の著述は、彼が1931年『エコノミック・ジャーナル』誌のR・F・カーンの論文に当たったような徴候は何もないのに、ケインズ的な乗数機構

【図表6】生産と物価の国際比較



(資料) League of Nations[1940], *Statistical Year-Book of the League of Nations*, 1939/40, pp.194-204.

をすでに理解していたことを示した」²⁷として、ケインズが1936年に『一般理論』を発表する前に、現実にケインジアン政策を実施していたと述べている。実際に、円安放任(為替レート政策)、

赤字国債の日銀引き受けを伴う財政支出拡大(財政政策)、金利引き下げ(金融政策)という景気刺激的なマクロ経済政策の組み合わせによって、世界的な大不況のもとでも日本経済の総需要の拡大が可能となったことが重要である。

大恐慌期の各国経済の状況を比較してみると、日本では、生産、物価ともに、他の国ではまだ下落を続けていた1932年にはすでに上昇に転じており、他国に先駆けて景気回復が始まっていたことが見て取れる(図表6)。

これまで、国内外の研究者の手によって、マクロ経済安定化政策としての「高橋財政」に焦点をあてて、その政策波及メカニズムを明らかにするための分析が行われてきた。しかしながら、為替レート政策、財政政策、金融政策の波及メカニズムについては、現在でも完全に解明されているとは言い難い²⁸。

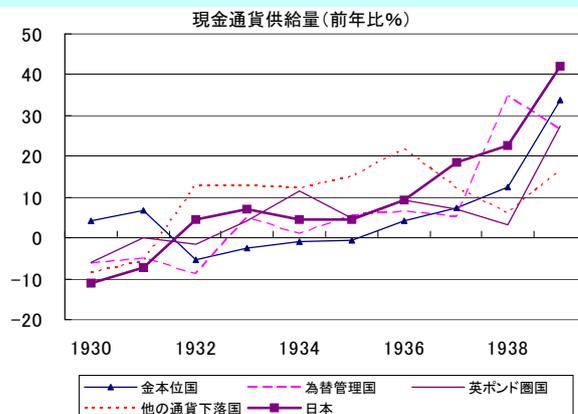
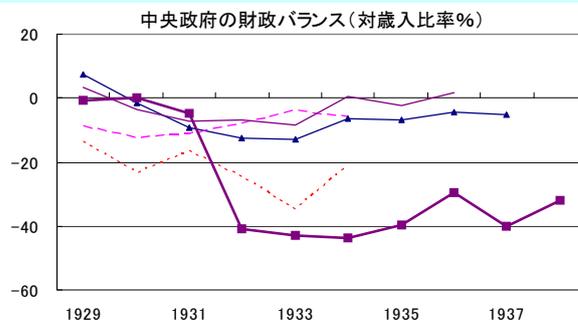
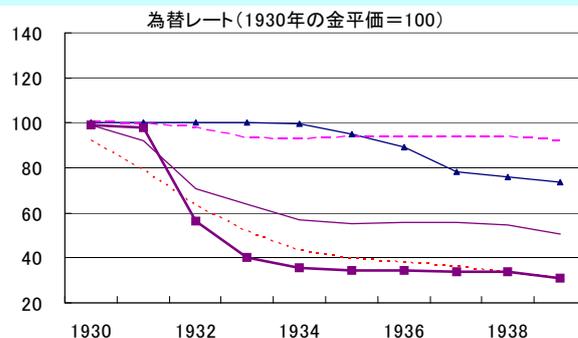
これまでの実証研究をみると、マクロ経済政策の需要ないし物価に対する直接的な効果に関しては、比較的早くから研究が行われてきており、為替レートを中心とする対外的な要因が相対的に強い影響を与えていたとの分析が多くみられる²⁹。

一方、マクロ経済政策が将来の物価変動に関する人々の予想に働きかけることを通じた効果に関しては、最近になって研究が進められるようになってきた。「高橋財政」の開始前後に人々の予想がデフレーションからインフレーションへと転換したとの実証結果が示されているが、どのような要因が人々の予想の変化に影響を与えたかについては、これまでの研究からは明確ではない。すなわち、金本位制離脱、日本銀行による長期国債の引き受け開始という2つの政策転換が人々の予想をデフレーションからインフレーションへと転換させたとする論者³⁰もいるが、こうした見方に対しては、金本位制離脱は人々の予想をインフレーションへと転換させた一方、長期国債の日銀引き受け開始は人々のインフレーション予想を高めたわけではなかったとの実証結果が存在する³¹。

ここでは、マクロ経済政策の国際比較の観点か

ら、当時の世界において日本と同様に開放小国経済としての性格が強かった周辺諸国を、金本位国、為替管理国、英ポンド圏国、その他の通貨下落国に分類したうえで、「高橋財政」期の日本の為替レート政策、財政政策、金融政策をこれら4類型の諸国と比較してみよう³²(図表7)。

【図表7】マクロ経済政策の国際比較



(資料) League of Nations[1940], *Statistical Year-Book of the League of Nations*, 1939/40, pp.194-204; Economic Intelligence Service, League of Nations [1937-38], *Public Finance*.

まず、為替レートについては、日本は1932年中に他国に比べて大幅な為替下落を経験した後、英ポンド圏国と同様の動きをしていた。

次に、財政政策については、日本は「高橋財政」期を通じて、他国に比べて大幅な財政赤字を継続していた。

一方、金融政策についてみると、日本の通貨供給量は他国に比べて際立った増加を示しているわけではなく、「高橋財政」期を通じてみると、

英ポンド圏諸国の平均と同程度の増加率となっていた。なお、日本の公定歩合は1932年中に3度にわたり引き下げられているが、海外金利とくに英米両国の低金利に追随するかたちで引き下げが行われていた³³。

上記の分析結果を踏まえて「高橋財政」期の日本のマクロ経済政策の運営レジームを整理してみると、当時の政策当局や市場参加者は、日本が固定為替レート制下の開放小国であることを前提として行動していたと考えられる。すなわち、「高橋財政」の初期において、日本は自国通貨を維持可能な水準までいったん大幅に切り下げたうえで、その後は英ポンドへペッグさせた。「マクロ経済政策のトリレンマ」³⁴の観点からみると、固定為替レート制のもとでは、自由な資本移動と自律的な金融政策は両立しない。「高橋財政」期の日本は、主要通貨のうちで緩和的な金融政策を運営する国（英国）の通貨にペッグし、金融政策はその国に追随するという選択を行うと同時に、短期的に国内の財政支出を拡大するというマクロ経済政策を採用したと考えられる³⁵。そして、市場参加者も、そのことを意識しながら将来の物価変動を予想していた可能性がある。

当時の日本は、貿易面でも、金融面でも、海外市場に依存する度合いが高く、対外経済関係を安定させつつ国内経済を安定化させるとの観点からみると、こうしたマクロ経済政策の運営レジームは相応の合理性を持っていたと考えられる。なお、当時において日本と同様の政策対応を採った国にスウェーデンやデンマーク等が挙げられる。これら諸国は日本と同様、英国に続いて金本位制からの離脱を行うとともに、対英ポンドで自国通貨の切り下げを行い、ヨーロッパにおいて比較的早期の経済回復を果たした³⁶。

財政規律の観点からは、先行研究では、「高橋財政」下の政策とりわけ日本銀行による長期国債引き受けの開始が財政規律を失わせるきっかけとなったとの論調が多くみられる³⁷。この点に関連して、最近の研究では、「高橋財政」の開始を前にした1931年9月の時点で、英国の金本位制離脱を契機とする国際金本位制の崩壊によって、金本位制下で国際金融面から日本の財政を規律付けていたメカニズムが有効でなくなっていた可能性が指摘されている。すなわち、国際金本位制下では、日本を含む周辺諸国にとっては、金本

位制を維持すべく健全な金融財政政策を行うことが、欧米主要国の資本へのアクセスを容易にするものであり³⁸、そのことが国内の政策決定過程において軍事費等の過大な支出を抑制する機能を果していた。国際金本位制への参加を前提とすれば、金融政策だけでなく財政政策にも規律が必要となり、このことがいわば国際金融面から財政を規律付けるメカニズムとして働いていた。しかしながら、国際金本位制の崩壊によりこうしたメカニズムが失われるなかで、日本銀行による長期国債の引き受けを伴う財政拡大が行われたことが、財政規律を失わせる結果につながったとの見方ができる³⁹。

6. おわりに

1920～30年代の日本における恐慌と政策対応に関する経験は、多くの歴史的教訓を含んでいる。

まず、1920年代の金融システム問題への対応については、抜本的な対応が採られるまでは金融システムの動揺は収まらず、1927年の「昭和金融恐慌」という大きな危機を契機として、大規模な財政資金の投入と、銀行合同等の構造改革が実施されたことによってはじめて問題が解決に向かったことが示唆される。

1930年代初頭の「昭和恐慌」とその後の「高橋財政」については、世界恐慌への対応として、為替円安、財政拡大、金融緩和というマクロ経済政策の組み合わせが有効であったといえる。なお、開放小国としての性格が強かった1930年代の日本では、人々の予想がデフレーションからインフレーションへと転換する鍵となったのは、為替レートの切り下げであり、日本銀行による長期国債の引き受けではなかった可能性がある。

財政規律の観点からは、金本位制離脱後の「高橋財政」期の予算編成においては、制度として財政規律を確保するメカニズムが存在せず、財政規律は高橋是清という個人の能力と意思に委ねられていた面が大きかった⁴⁰。「高橋財政」後期になって、政治的な歳出増大圧力が金融市場において許容される範囲を逸脱するようになると、予算編成を巡る高橋と軍部との対立が激化した結果、高橋の暗殺とその後の財政規律の完全な喪失を招き、戦時統制経済と戦後の急激なインフレーションにつながった。1930年代の日本においては、

金本位制に代わる財政規律メカニズムを見出すのではなく、高橋是清という個人の能力と意思に依存しつつ、日本銀行による長期国債引き受けを導入したことが、財政政策のガバナンスを弱めたとみることができよう。

¹ 1927年の恐慌は、論者によって「昭和金融恐慌」、「金融恐慌」、「1927年金融恐慌」等、さまざまな名称で呼ばれている。本稿では、大正期に発生した1920年代の他の金融恐慌と区別するため「昭和金融恐慌」と称する。

² 『日本銀行百年史』第3巻 pp.380-493。もっとも、この時期には、都市部を中心に重化学工業化が進展し、実質経済成長率がプラスであったことから、この時期を不況ではなく「不均衡成長」の時代と呼ぶ論者もある。こうした見方については、中村隆英[1971]（『戦前期日本経済成長の分析』）、中村隆英・尾高煌之助[1989]（『概説 1914-37年』）、中村隆英・尾高煌之助編『日本経済史 6 二重構造』pp.1-80）を参照。

³ 1918年11月に第1次大戦が終結すると、いったん景気は後退局面に入ったが、1919年春頃から海外の戦後復興需要に対する思惑等が生じ、1920年初まで景気拡大が続いた。高橋亀吉[1954]（『大正昭和財界変動史』上巻）を参照。

⁴ 増田ビルブローカー銀行は、大阪本店のほか、東京、名古屋、京都、門司に支店を有していた。霧見誠良[2000]（『戦前期における金融危機とインターバンク市場の変貌』伊藤正直・霧見誠良・浅井良夫編『金融危機と革新：歴史から現代へ』pp.67-107）および永廣頭[2000]（『金融危機と公的資金導入：1920年代の金融危機への対応』伊藤・霧見・浅井編『金融危機と革新：歴史から現代へ』pp.109-138）を参照。

⁵ 「特別融通」とは、日本銀行の通常の規定によらない貸出全般を指す言葉で、貸出限度額を超える貸出、担保条件の緩和、取引先以外に対する貸出等を含む概念である。例えば、井上準之助は「（金融界の）動揺が起ると日本銀行は常規慣行に拘わらず各銀行に対し広く又直接に融通を与え」と述べている。「昭和3年版内外経済年鑑」『日本金融史資料 昭和編』第26巻 p.100。

⁶ 『日本銀行百年史』第3巻 pp.29-36、および永廣[2000]p.110。

⁷ 浅井良夫[2000]（『1927年銀行法から戦後金融制度改革へ』伊藤・霧見・浅井編『金融危機と革新：歴史から現代へ』）p.142。

⁸ 『日本銀行百年史』第3巻 pp.48-102。

⁹ 片岡蔵相は、同日の衆議院予算委員会において「本日正午頃において（引用者：東京）渡辺銀行がとうとう破綻をいたしました」と答弁した。実際には、同行は当日の交換戻決済を終了したが、蔵相の発言を受けて翌日から休業することとなった。この間の経緯については、『日本銀行百年史』第3巻 pp.169-170 を参照。

¹⁰ 『日本銀行百年史』第3巻 pp.169-173。

¹¹ とくに、華族の銀行といわれた十五銀行が休業した4月21日には、全国の銀行に預金の引き出しが殺到し、当日の日本銀行貸出増加額は6億182万円（残高の前日比+57%）、銀行券発行高増加額は6億3902万円（同+38%）となった。これに対応して日本銀行は、4月25日から片面のみを印刷した二百円券（乙二百円券）を発行し、流通

高はピークには1億6283万円に達した。「乙式百円券、甲五拾円券ノ製造」『日本金融史資料 昭和編』第25巻 pp.129-130。

¹² 『日本銀行百年史』第3巻 pp.174-181 および pp.245-260。なお、このときの政府補償総額7億円は、1927年のGNPの4.3%に相当する。

¹³ 『日本銀行百年史』第3巻 pp.264-292、浅井[2000]pp.139-175、邊英治[2003]（『大蔵省検査体制の形成とその実態：1920年代を中心として』『金融経済研究』第20号）を参照。なお、後藤[1970]（『日本の金融統計』pp.56-58）によれば、1920年末時点で2039行あった銀行数（普通銀行、貯蓄銀行を含む）は、1927年末には1427行となっていたが、1928年だけで265行の減少をみせ、1932年末には650行となった。

¹⁴ 霧見[2000]pp.100-101。

¹⁵ 深井英五[1941]（『回顧七十年』）p.225。

¹⁶ 高橋亀吉[1955a]（『大正昭和財界変動史』中巻）p.739。

¹⁷ 高橋亀吉・森垣淑[1993]（『昭和金融恐慌史』）p.289。

¹⁸ 高橋亀吉[1955b]（『大正昭和財界変動史』下巻）pp.1315-1316。

¹⁹ 高橋[1955b]（p.1315）は、「昭和金融恐慌」を契機として、産業界においても事業整理が進展したと論じている。1920年代を通じた産業界の構造調整の進展については、橋本寿朗[1984]（『大恐慌期の日本資本主義』）、三和良一[2003]（『戦間期日本の経済政策史的研究』）を参照。

²⁰ 金本位制への復帰の経緯については、『日本銀行百年史』第3巻、中村隆英[1978]（『昭和恐慌と経済政策』）pp.22-97を参照。

²¹ 『日本銀行百年史』第3巻 pp.363-79、および高橋亀吉[1954]（『大正昭和財界変動史』上巻）pp.445-467。

²² 金本位制下での平価で為替レートを換算すると、1円につき対米ドル49.845セント、対英ポンド2.0291シリングであったが、1932年11月には対米ドル20セント、対英ポンド1.14シリングとなった。

²³ 『横浜正金銀行全史』第3巻 pp.561-565、同第4巻 pp.50-54。

²⁴ 伊藤正直[2003]（『昭和初年の金融システム危機：その構造と対応』安部悦生編『金融規制はなぜ始まったのか：大恐慌と金融制度の改革』pp.155-193）。

²⁵ 1932年3月9日および10日付大阪毎日新聞。なお、土方久徴日本銀行総裁は、4月18日の本支店事務協議会の席上、政府が日本銀行引き受けによる長期国債発行を行う方針にあると言及している。日本銀行アーカイブ保管資料3943「本支店事務協議会書類 昭和7年春・秋」。

²⁶ 『日本金融史資料 昭和編』第33巻 pp.331-333。

²⁷ Kindleberger, Charles P. [1973]（『The World in Depression, 1929-1939』）p.166。

²⁸ 中村隆英[1971]（『戦前期日本経済成長の分析』）は、マクロ経済安定化政策としての「高橋財政」に焦点をあてて、定量的な分析を試みた初期の研究である。中村は、為替レート政策、財政政策、金融政策のそれぞれに言及しつつ、三者を含めた政策が全体として経済の安定化に貢献した、としている。

²⁹ Nanto, Dick K., and Shinji Takagi [1985]（“Korekiyo Takahashi and Japan's Recovery from the Great Depression,” *American Economic Review* 75-3, pp.369-74）は円安という為替レート政策の効果を強調しており、Okura, Masanori and Juro Teranishi [1994]（“Exchange Rate and Economic

Recovery of Japan in the 1930s,” *Hitotsubashi Journal of Economics*, 35, pp.1-22) は、円安の効果に加えて、財政拡大ならびに満州への経済的進出の効果にも言及している。また、梅田雅信[2006] (「1930年代前半における日本のデフレ脱却の背景：為替レート政策、金融政策、財政政策」『金融研究』25-1, pp.145-81) は、VAR(ベクトル自己回帰)モデルを用いて為替レート政策、財政政策、金融政策の効果をあわせて分析し、日本の国内物価に対しては、海外物価や為替レートという対外的な要因が相対的に強い影響を与えていた一方、財政政策や金融政策の影響は対外的要因に比べて格段に弱かったと論じている。一方、Cha, Myung Soo [2003] (“Did Korekiyo Takahashi Rescue Japan from the Great Depression?” *Journal of Economic History* 63-1, pp.127-44) は、財政支出拡大政策の効果が大きかったとしている。

³⁰ 飯田泰之・岡田靖[2004] (「昭和恐慌と予想インフレ率の推計」岩田規久男編『昭和恐慌の研究』pp.187-217) は、金本位制からの離脱、および長期国債の日銀引受け開始は、実際に政策が発動される前の段階で予想インフレ率を大幅に上昇させた可能性が大きいとしている。

³¹ 鎮目雅人[2008] (「両大戦間期日本における物価変動予想の形成：商品先物価格データを用いた分析」RIEB ディスカッション・ペーパーJ97, 神戸大学経済経営研究所) は、当時の市場参加者は、日本の金本位制からの離脱が為替レートの切り下げを通じて先行きの物価上昇につながると考えていた一方、長期国債の日銀引き受けの実施が先行きの物価に大きな影響を与えるとは認識していなかったと論じている。

³² 詳細は、Shizume, Masato [2007] (“A Reassessment of Japan’s Monetary Policy during the Great depression: The Constraints and Remedies,” *RIEB Discussion paper* 208, Kobe University) を参照。

³³ Shizume [2007]では、日英米3カ国の長期金利の連動関係についても統計的に検証しており、日本の長期金利は英国に連動していたとの結果を得ている。

³⁴ 「マクロ経済政策のトリレンマ」とは、開放経済体系のもとでは、自由な資本移動、固定為替レート、自律的な金融政策の3者を同時に達成することはできない、との命題である。Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor [2004] (*Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*) は、通貨制度と金融政策の関係について歴史的な考察を行うにあたって、「マクロ経済政策のトリレンマ」の概念を採り入れている。

³⁵ 自由な資本移動に関しては、国内外の資金移動を規制するための枠組みとして、1932年7月に資本逃避防止法、1933年5月には外国為替管理法が施行されたが、実態としては、「高橋財政」期の資本移動規制は緩やかであったとされている(伊藤正直[2003]p.156)

³⁶ Eichengreen, Barry [1992] (*Golden Fetters*, pp.298-309),

³⁷ 1947年に公布・施行された財政法では、第4条において国債の発行目的を公共事業費、出資金、貸付金に限るとともに、第5条において日本銀行引き受けを禁止している。同法案の提案理由説明の中で、野田主計局長は、「一般の者の貯蓄によって公債を消化するという方法によれば、財政上はきわめて健全でありまして、インフレーションの危険は起らない。ところが日本銀行に引き受けさせますと財政インフレを起すことになる。こういう関係から今後は原則として公債は日本銀行には引き受けさせない。」と述べている。(平井平治[1947]『財政法逐條解説』p.161) また、『昭和財政史』第1巻(pp.134-140)や、島謹三[1983] (「い

わゆる高橋財政について」『金融研究』第2巻第2号)は、日本銀行による長期国債の引き受けという財政運営の枠組みの中に、財政運営の歯止めが効かなくなる要素が内在していたと論じている。

³⁸ 周辺諸国が国際金本位制に参加することのメリットについては、Bordo, Michael D., and Hugh Rockoff [1996] (*The Gold Standard as a “Good Housekeeping Seal of Approval,” Journal of Economic History*, 56-2, pp.389-428) を参照。1930年に日本が金本位制復帰を急いだ背景として、日露戦争時に海外市場で発行した外債の借り換え時期が迫っていたことが指摘されている(津島寿一[1965]『金解禁の舞台裏』安藤良雄編『昭和経済史への証言』上巻 pp.55-72)。明治期から両大戦間期にかけての日本では、国際金本位制に参加することが一等国の証であるとの議論がしばしばなされたが、その背景には、国際政治における立場の強化といった側面もさることながら、こうした経済的な実利が存在していたことになる。

³⁹ 鎮目雅人[2007] (「第2次大戦前の日本における財政の維持可能性」RIEB ディスカッション・ペーパーJ78, 神戸大学経済経営研究所)。

⁴⁰ 高橋是清は、不況期においては景気回復のために財政政策を活用することを提唱したが、一方では長期的な財政の健全性が重要であると認識していたとされる。この点については、例えば Smethurst, Richard J. [2007] (*From Foot Soldier to Finance Minister: Takahashi Korekiyo, Japan’s Keynes*, pp.268-298) を参照。また、井手英策[2006] (『高橋財政の研究：昭和恐慌からの脱出と財政再建への苦闘』pp.171-221) は、景気回復が明確化した1934年以降も軍事費拡大を求める軍部の圧力のなかで、財政当局が財政の健全性を確保することは困難であったと論じている。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融研究所 鎮目雅人(Eメール: masato.shizume@boj.or.jp)までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。