

# 第1次世界大戦期における日本のマクロ経済政策 ——主として金融的側面を中心に——

鈴木 恒 一

## Japanese Macroeconomic Policy during World War I

Koich Suzuki

In 1914 when World War I broke out, Japanese exports grew rapidly and the Japanese economy enjoyed a substantial balance of payments surplus and high economic growth. In 1916, however, the overheated economy caused an inflationary tendency, which steadily accelerated towards galloping inflation. Then, after the War, a deep depression occurred in 1920 as the reaction to this situation. According to the accepted opinion, the main cause of the inflation was an over-issue of banknotes based on the increasing specie holdings of the Bank of Japan. Yet this was just one small factor, in my opinion, and the main factor was rather the fiscal and monetary policy of that time.

Until 1917 the Bank of Japan continued to follow an easy monetary policy. It brought about a large increase in bank loan and a consequent increase in the money supply. Why did the Japanese Government and the Bank of Japan exercise such an easy policy? It could be because they were inclined to accelerate the progress of Japanese industries with adequate money supply. In 1918 the Bank of Japan switched its monetary policy by raising the Bank rate. But it was too late and the policy was not restrictive enough. Furthermore, fiscal policy was also stimulative, for government expenditure was increasing rapidly. The aim of the Government to modernise its military power and other public facilities was another background factor.

In conclusion, the Japanese inflation of that time was not an inevitable effect of the large balance of payments surplus, but was caused by the inappropriate fiscal and monetary policy.

### はじめに

大正3年(1914年)7月に勃発した第1次世界大戦は、日本経済に極めて大きな影響を

及ぼした。すなわち当時、不況に苦しんでいた日本経済は、輸出の急増を契機に未曾有の好況を謳歌することになった。その間における重化学工業の発展は著しく、その結果日本

の産業構造は大きく変貌した。国際収支の大巾な黒字は、日本の正貨危機を救った。しかし同時に、激しいインフレーションが生じた。あまりのブームは、大戦が終わると、やがて大正9年(1920年)の反動恐慌を招くことになる。

このような日本経済の劇的ともいえるべき推移については、当然のことながら、これまでも多くの分析が行われてきた。しかしながら、当時の日本経済を取り巻く内外環境は極めて複雑で、したがってこれに対応する政策もまた複雑なものにならざるをえなかった。それだけに当時の日本経済と政策をマクロ的観点から分析・評価することは、極めて興味深いかつ重要な作業と思われる。ただそうした試みは、これまで主として統計データの制約に阻まれてきた。ところが、近年、明治以降のマクロ経済統計の整備が精力的に行なわれ、漸くそうした分析が可能になってきたように思われる。そこで本稿は、そうしたマクロ経済統計整備の業績に依拠しながら<sup>1)</sup>、激動した第1次世界大戦期の日本経済の姿を、改めて分析しようとするものであり、とくに当時のインフレーションがどのようにして生じたかを探ろうとしたものである。同時に、日本銀行の正貨保有高増加に伴う銀行券の増発がインフレーションの原因であるとする従来の解釈に対し、筆者自身の解釈を提供することをも意図している。

なお、本稿において「第1次世界大戦期」というのは、筆者が本稿作成の便宜上使用したもので、第1次世界大戦勃発の大正3年(1914年)から、大正9年反動恐慌の前年、つまり大正8年(1919年)までの6年間を指している。

## 1. 第1次世界大戦期日本の経済成長<sup>2)</sup>

まず、第1次世界大戦期の6年間の経済成長は、実質で平均、年率5.9%であった。これは、その前の6年間の実質成長率2.1%と

比較してかなり高い。とくに、大正5年(1916年)から同7年(1918年)の3年間は、年率7%台の高い成長であった。このような高成長の原因は何であったか。これをGNEの項目別伸び率によってみると、まず大戦勃発の翌年から輸出が急増し、ついで大正6年以降、粗国内固定資本形成(以下、設備投資という)が高い伸びを示すようになった。つまり当初、輸出ブームの様相を呈していた日本経済は、やがて設備投資ブームとなった。さらに大戦末期から戦後にかけては、政府經常支出(以下、財政支出という)もブームを支える要因となった(第1表)。しかしこうした第1次世界大戦期の高成長も、各年毎にみれば、かなりのバラつきがあり、とくに大戦が勃発した大正3年の実質成長率は、1%強の低いものであった。この年は個人消費、設備投資、輸出が、いずれも前年を下回っている。もっとも輸入も前年を大きく下回ったので、經常海外余剰のマイナスは前年に比し減少した(第1表)。これは、当時の経済界が大戦勃発に大きなショックを受け、先行きについての見通し難に陥ったこと、また同時に現実に貿易取引にいろいろな障害が生じたことを反映している<sup>3)</sup>。しかし以上のような大戦勃発直後の混乱は次第に鎮静化し、やがて交戦国に対する軍需品の売行きが増えただけでなく、従来交戦国からの輸入に依存していたインド、東南アジア、オーストラリア等への輸出も増加した。こうして大正4年の実質ベースの輸出は前年比3割弱の大幅な伸びとなったが、他方輸入は前年比ほぼ横這いとどまったので、この年の輸出入はおおむねバランスするようになった。ただ企業の投資マインドはなお慎重で、この年の設備投資は前年に引き続きマイナスとなった。しかし個人消費支出が高まりをみせたこともあって、同年の実質成長率は6.4%の高い伸びとなった(第1表)。

第1表 総国民支出の推移（実質ベース）

	個人消費支出	政府経常支出	粗国内固定資本形成	経常海外余剰	輸出と海外からの所得	(控除)輸入と海外への所得	総国民支出
昭和9～11年価格による支出額(単位：百万円)							
大正2年(1913年)	6,604	672	1,297	△462	966	1,428	8,111
3年	6,430	727	1,272	△223	898	1,121	8,206
4年	6,806	769	1,176	△16	1,141	1,151	8,735
5年	7,193	731	1,252	205	1,498	1,293	9,381
6年	7,521	750	1,598	237	1,563	1,326	10,106
7年	7,949	821	2,038	99	1,627	1,528	10,907
8年	8,697	994	2,283	△504	1,377	1,881	11,470

対前年比増加率(単位：%)

大正3年(1914年)	-2.6	8.2	-1.9	—	-7.0	-21.5	1.2
4年	5.8	5.8	-7.5	—	27.1	2.7	6.4
5年	5.7	-4.9	6.5	—	31.3	12.3	7.4
6年	4.6	2.6	27.6	15.6	4.3	2.6	7.7
7年	5.7	9.5	27.5	-58.2	4.1	15.2	7.9
8年	9.4	21.2	12.0	—	-15.4	23.1	5.2

(資料) K. Ohkawa & M. Shinohara: *Patterns of Japanese Economic Development*, Appendix Tables

前述のように、大正5～7年の日本経済は極めて高い成長を実現した。それは、輸出の急伸によって経常海外余剰が黒字となり、企業の設備投資も大幅に増加したためである。もっともこの間、日本経済が格別の波瀾もなく、ひたすら好況を謳歌していたというわけではない。大正5年12月には、ドイツが講和を提議したというニュースが伝えられ、株式市場は大混乱に陥った。翌6年4月のアメリカの参戦も、経済界を動揺させた。事実この年の7月、アメリカが戦時必要品輸出禁止令によって鉄類や石油などの輸出を禁止したことは、日本の造船業・製鉄業に大きな打撃を与えた。そのような波瀾はあったものの、おしなべて言えば、この間の日本経済はまさに空前のブームを謳歌したのである。以下、この期間における日本経済の動きを、GNE統計によってもう少し詳しくみてみることにしよう。

まず大正5年には、輸出入（実質）とも高い伸びを示したが、とくに輸出の伸びが前年

に引続ききわめて高かったので、実質ベースの経常海外余剰は前年のマイナスからプラスに転じた。実質での設備投資の伸びも前年のマイナスからプラスとなった。個人消費も安定した伸びを示した。こうして、大正5年の実質成長率は、7.4%という高いものになったが、この年はいわば輸出ブームの年であったといえる。前述のように、この年の12月、ドイツ講和提議の報が伝えられ、日本の経済界は大きなショックを受ける。そのため「大戦景気の一服」といった現象もみられたが、そうした現象は一時的なものにすぎず、結局大正6年の実質成長率は、前年をさらに上回る7.7%となった。こうした高成長の原因は、設備投資の急伸であった。大正4年以降の輸出の急増が、ここにきて企業心理を強気にし、設備投資意欲を盛り上げた姿をみることができる。大正7年の経常海外余剰は輸入の増大によって前年を下回ったものの、前年に引続き設備投資の高い伸びによって、同年の経済成長は実質7.9%という高さ

を記録した（第1表）。この年の11月に第1次世界大戦は終結した。

戦争が終結すると、経済界にはさすがに先行きに対する警戒感が広がった。とくに当初は、それまで戦争の結果として好調な輸出を謳歌してきた産業を中心に、前途に対する悲観ムードが広がった。しかし、間もなくヨーロッパ諸国において復興のための資材需要が高まり、それがアメリカ経済に好況をもたらした、さらにその影響によって日本の輸出が支えられる結果になった。そのため大正8年の実質GNEベースの輸出はさすがに前年を下回ったものの、なお高い水準を維持した（名目ベースでは7.5%増）。もっとも輸入も急増したので、実質ベースの経常海外余剰は久方振りにマイナスになった。それにも拘らず、大正8年の実質成長率が5.2%となおかなりの高さを維持したのは、財政支出が大きく拡大し、さらに個人消費支出・設備投資の伸びも比較的高かったからである（第1表）。この年の個人消費が高い伸びを示したのは、大戦期における好況によって、個人の実質所得が増加したことを反映したものである。もっとも当時の激しいインフレーションは、国民の所得分配を歪め、一方で消費ブーム的な様相を呈しながら、他方低所得層の生活を圧迫した。大正7年8月の米騒動は、そのことを象徴的に示した事件であった。また後述のように、大正7・8年の財政規模は、軍事費を中心に大幅に膨張した。これがまた景気を刺激する要因となった。

このように、第1次世界大戦期の日本経済は、未曾有のブームを享受した。しかしそれは同時に激しいインフレーションを伴ったものであり、大戦終結後大正9年の反動恐慌とそれ以後の長期停滞の原因となった。この間における物価の動向をGNPデフレーターでみると、大正3年はかなり大幅な下落、翌4年は若干の下落であるが、大正5年からは急速に上昇率が高まり、6～8年の3年間は毎

年20%台の上昇が続いた。大正7年の卸売物価、大正7・8年の消費者物価の上昇率は、30%を越えている（第2表）。このような激しいインフレーションはどのようにして生じたのか。この点については、後に詳しく検討するであろう。

第2表 物価の動向

(単位：前年比・%)

	卸売物価	消費者物価	GNPデフレーター
大正3年 (1914年)	-4.5	-8.3	-6.2
4年	+1.1	-6.0	-0.5
5年	+21.0	+7.4	+13.8
6年	+25.8	+21.4	+28.2
7年	+31.0	+33.3	+26.8
8年	+22.5	+31.6	+24.4

(資料) 日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行百年史』  
(資料編)

## 2. ブームを支えた金融的条件

以上のような第1次世界大戦期のブームが可能になるためには、それを支える金融面の条件が必要であることはいうまでもない。設備投資の急激な盛り上りを実現し、急ピッチな生産の拡大を可能にするための資金調達は、どのようにして行われたのか。この点について、当時の産業金融に中心的役割を果たしていた銀行の動きからみることにしよう。

いま、全国銀行（普通銀行・貯蓄銀行・特殊銀行）勘定における貸出の増加状況を見ると、大正8年（1919年）末の残高は大正2年（1913年）末に比較して3.7倍になっている。これに対して同じ期間の預金（官公預金を除く、以下同じ）残高の比較では4.3倍、これに債券発行高を加えた資金量の倍率は4.0倍である（第3表）。実物経済面の拡大と同様、急激な信用膨張である。ところでここで注目されるのは、貸出の増加率が資金量の増加率を下回っていることである。資金量に官公預金を加えれば、もちろんこの格差はもっと広がる。このことは、これだけの信用拡大にもかかわらず、金額でみるかぎり銀行の資金ポ

第3表 全国銀行勘定

(単位：百万円・%)

各年末	預金		債券発行高		計		貸出	
		前年比		前年比		前年比		前年比
大正2年 (1913年)(A)	1,966		315		2,281		2,568	
大正3年	2,081	+5.8	353	+12.1	2,434	+6.7	2,683	+4.5
4年	2,447	+17.6	396	+12.2	2,843	+16.8	2,872	+7.0
5年	3,258	+33.1	424	+7.1	3,682	+29.5	3,574	+24.4
6年	4,830	+48.3	427	+0.7	5,257	+42.7	4,795	+34.2
7年	6,855	+41.9	562	+31.6	7,417	+41.1	6,819	+42.2
8年(B)	8,347	+21.8	714	+27.0	9,061	+22.2	9,161	+34.3
(B)/(A)	4.3倍		2.3倍		4.0倍		3.7倍	

(資料) 日本銀行統計局『明治以降本邦主要経済統計』

ジョンが戦前に比較して悪化していないことを推測させる。各年毎の増加額でも、貸出が資金量を上回ったのは、大正8年のみである。

これに関連して、当時の金利の動きをみよう。いま、これを東京の市中割引歩合でみると、大戦勃発前の大正3年(1914年)6月では日歩1.95~2.30銭であった。この金利は大戦勃発後若干上昇したが、大正4年(1915年)に入ると次第に低下し、翌5年(1916年)3月には、1.10~1.20銭まで下がった。その後この金利は若干上昇するが、日歩2銭を越える金利がでるのは、大正7年(1918年)12月以降である。このような傾向は、コール・レートでも同様である(第4表)。大正3年後半において金利が上昇したのは、同年7月6日の日本銀行の公定歩合引上げ(日歩1.8→2.0銭)による影響、大戦勃発後の先行き警戒感、さらには8月下旬の銀行休業・取付け発生などによるものと考えられる。しかし大戦勃発直後の混乱期が過ぎると、前述のように金利は再び低下した。

こうした金利の動きと前述の銀行勘定の動きからみて、第1次世界大戦期の金融は、少なくとも大正7年秋までは緩和状態が続いていたといえる。さらに名目GNPに対する通貨量<sup>4)</sup>の比、つまりマーシャルのkを計算してみると、大正元~3年の3年間は40%を割っていたのに対し、大戦が始まる

第4表 公定歩合と東京市中金利

(単位：日歩・銭)

	公定歩合 (月末)	市中割引歩合		コール・マネー(無条件)		
		最高	最低	最高	最低	
大正3年 (1914年)3月	1.80	2.10	4.90	2.00	1.00	
6月	↓	2.30	1.95	2.05	0.95	
9月	2.00	2.50	2.20	2.15	1.00	
12月	↓	2.30	2.10	2.70	0.75	
大正4年3月	↓	2.00	1.60	1.30	0.60	
6月	↓	1.80	1.50	1.60	0.50	
9月	↓	1.40	1.10	0.80	0.45	
12月	↓	1.60	1.20	2.00	0.50	
大正5年3月	↓	1.20	1.10	1.80	0.45	
6月	1.80	1.50	1.30	1.70	0.40	
9月	1.60	1.40	1.20	1.60	0.40	
12月	↓	1.90	1.40	1.75	1.10	
大正6年3月	1.40	1.50	1.30	1.60	0.60	
6月	↓	1.70	1.40	1.60	0.60	
9月	↓	1.80	1.55	1.65	1.10	
12月	↓	1.70	1.60	1.70	0.50	
大正7年3月	↓	1.75	1.60	1.65	1.35	
6月	↓	1.80	1.65	1.60	1.20	
9月	1.60	1.80	1.65	1.60	1.00	
12月	1.80	2.05	1.80	2.10	1.10	
大正8年3月	↓	2.00	1.90	2.10	1.65	
6月	↓	2.00	1.90	2.10	0.90	
9月	↓	2.20	1.90	2.30	1.30	
12月	↓	10月2.00 11月2.20	2.70	2.20	3.30	1.80

(資料) 日本銀行調査局『昭和二年本邦経済統計』。

とこの数値はだんだん上昇し、大正6年には50%近い高さになっている。その後この数値は若干は低下するが、それでも大戦前に比較すればなおかなり高い。なお、現金通貨のマーシャルのkも変化の方向としては通貨量全体の動きと類似しているが、数値そのもの

第5表 通貨量とマーシャルのk

(単位：百万円・%)

	現金通貨量*		通貨量*		名目GNP	M <sub>1</sub> /GNP	M <sub>2</sub> /GNP
	(M <sub>1</sub> )	前年比	(M <sub>2</sub> )	前年比			
大正元年 (1912年)	543	+1.3	1,857	+27.7	4,774	11.4	38.9
2年	515	-5.2	1,841	-0.9	5,013	10.3	36.7
3年	447	-13.2	1,791	-2.3	4,738	9.4	37.8
4年	498	+11.4	2,117	+18.2	4,991	10.0	42.4
5年	676	+35.7	2,923	+38.1	6,148	11.0	47.5
6年	913	+35.1	4,187	+43.2	8,592	10.6	48.7
7年	1,254	+37.3	5,394	+28.8	11,839	10.6	45.6
8年	1,701	+35.6	6,849	+27.0	15,453	11.0	44.3

\*各年末計数

(資料) 現金通貨量・通貨量：江見康一・伊東政吉・江口英一『貯蓄と通貨』（長期経済統計5）

名目GNP：(第1表)に同じ

は極めて安定している(第5表)。以上のような状況からみて、当時の高成長とインフレーションが続くなかで、金融はそれを抑えるという役割を果たすことはなく、通貨は十分に供給されていたのである。もっとも、後述のように、日本銀行は大正7年以降政策を転換し、かなり早いテンポで公定歩合を引き上げた。そのため市中金利もある程度は上昇したが、少なくとも大正8年半ばまでの市中金利の上昇はなお軽度である(第4表)。前述のマーシャルのkも大正7年・8年には若干低下したが、その水準はなおかなり高い(第5表)。

問題は、どうしてこのような金融緩和の状態が続いたのかということである。今日のようなマネタリーサーベイ・資金需給実績といったデータが得られない当時の状況については、これを計量的に分析するのは困難であるが、当時の状況からみてまず考えられる通貨供給要因は、国際収支の黒字である。国際収支統計(IMF方式)<sup>5)</sup>によれば、大正3年の総合収支は赤字であったが、翌4年からはかなり大幅な黒字が続き、大正8年まで5年間の合計額は17.5億円に達する(第6表)。しかしこの国際収支の黒字は、それがそのまま円資金の供給に結びつくわけではな

い。しかもこの間における通貨量増加額は、50.6億円という大きなものであった。このような通貨の急ピッチな伸びが継続するためには、それを支えるような日本銀行の行動があった筈である。そこで次にわれわれは、第1次世界大戦期の日本銀行がどのように行動し、どのようにして円資金を供給したかをみなければならない。

### 3. 日本銀行の金融政策

まずはじめに、第1次世界大戦期6年間における日本銀行のバランス・シートの変化からみておくことにしよう。この6年間で、発行銀行券は11億円増加している。これに対し資産サイドでは、現金・金地金が7億円の増加であり、民間貸出が5億円の増加である(第7表)。これだけの単純な数字だけからも、当時の銀行券増発が必ずしも保有正貨の増加のみによるものとはいえないことが分かる。以下、このようなバランス・シートの背後にあった日本銀行の政策行動を、年次を追いつつ簡単にみていくことにしよう。

大正3年(1914年)7月の第1次世界大戦の勃発が、日本の経済界を不安と動揺に陥れたことは、既に述べた通りである。その影響

第6表 国際収支表

(単位：百万円)

	大正3年 (1914年)	大正4年	大正5年	大正6年	大正7年	大正8年
貿易収支	△23.1	169.5	392.1	615.4	286.8	△114.7
(輸出)	(610.5)	(733.1)	(1,192.4)	(1,703.9)	(2,032.0)	(2,221.7)
(輸入)	(633.6)	(563.6)	(800.3)	(1,088.5)	(1,745.2)	(2,336.4)
貿易外収支	△25.3	49.6	229.0	336.6	511.0	378.1
移転収支	18.9	19.6	35.4	38.7	49.5	62.0
経常収支	△29.5	238.7	656.5	990.7	847.3	325.4
長期資本収支	△4.7	△64.4	△437.8	△344.6	△520.5	△37.6
短期資本収支	} △19.7	} △27.7	} △37.9	} △251.1	} 169.0	} 242.6
誤差・脱漏						
総合収支	△53.9	146.6	180.8	395.0	495.8	530.4

(資料) 山沢逸平・山本有造『貿易と国際収支』(長期経済統計14)

は単に心理的なものではなかった。まず第一に、ロンドン市場における混乱によって、一時的とはいえ同市場における為替決済や資金調達に困難が生じたことである。このため日本銀行は8月前半において、横浜正金銀行に対し、在外正貨の預入(30万ポンド)および買戻条件付売却(60万ポンド)を行った。第二に、国内金融も逼迫現象を呈していた。これは、春蘭関係の生糸資金貸出の回収が進まず、市中銀行の資金操りが悪化していたこと、8月下旬に北浜銀行の支払い停止、名古屋地方における銀行の預金取付けなどが原因となっている。第三に、大戦勃発に伴う輸出の停滞によって生糸をはじめとする輸出産業が苦境に陥った。8月の日本銀行貸出がかなり増加(月中44百万円増、前年同月15百万円増)したのは、日本銀行が以上のような金融界・産業界の苦境に弾力的に対応したことを示している。しかし、大戦勃発による経済界の混乱もやがて収った。大正3年末の日本銀行のバランス・シートを前年末と比較すると、発行銀行券が9.6%減、民間貸出が28.7%減、現金・金地金では2.7%減となっている(第7表)。これは、当時の日本経済の停滞状況を示しているとみることができる。

大正4年(1915年)になると、貿易取引はかなり回復した。国際収支統計ベースでみると、輸入はなお前年を下回っているものの、

輸出は前年比20.1%増の高い伸びとなり、経常収支は前年の赤字から一転して239百万円の黒字となった(第6表)。日本の正貨保有高は年間175百万円増加し、年末残高516百万円となったが、これは前年末に比し実に5割増である(第8表)。前年まで正貨の不足に悩まされていた日本は、いまや保有正貨をいかにして利用すべきかを問題とするようになった<sup>6)</sup>。物価はGNPデフレーターでみると、なお若干のマイナスである。ただこれを卸売物価と消費者物価でみると、前者は前年の下落から上昇に転じているのに対し、後者は引続きかなり下がっている(第2表)。このような消費者物価の下落は、家計の実質所得を上昇させ、それは消費の拡大へとつながった。こうして大正4年の日本経済は、個人消費支出と輸出の増加によって、実質で5.8%というまずまずの成長を遂げたのである。前年、不振を極めていた株式市場も活況を呈した。通貨量は増大し、金利も低下した(第4表、第5表)。この間における日本銀行のバランス・シートをみると、現金・金地金と発行銀行券が増加に転じた反面、貸出はむしろ減少した(第7表)。日本銀行にとって、この年は比較的平穏な1年であったことを窺わせる。ただこの年の後半になると日本銀行は、このまま国際収支の黒字が続き、金融緩和が促進されることに次第に警戒感を持つよ

第7表 日本銀行勘定

(単位：百万円・%)

各年末	現金・ 金地金		民間 貸出		外国為 替貸付		発行 銀行券		民間 預金	
		前年比		前年比				前年比		前年比
大正2年 (1913年)(A)	225		122		45		426		5	
3年	219	-2.7	87	-28.7	47		386	-9.4	15	200.0
4年	250	14.2	50	-42.5	21		430	11.4	12	-20.0
5年	412	64.8	189	278.0	121		601	39.8	26	116.7
6年	656	59.2	271	43.4	199		831	38.3	22	-15.4
7年	716	9.1	577	112.9	444		1,145	37.8	48	118.2
8年(B)	953	33.1	716	24.1	358		1,555	35.8	40	-16.7
(B)-(A)	728		594		313		1,129		35	

(資料) (第2表) に同じ。

第8表 正貨現在高

(単位：百万円)

各年末	所有別		所在地別		合計
	政府	日本銀行	内地	海外	
大正3年 (1914年)(A)	49	292	128	213	341
4年	153	363	137	379	516
5年	262	452	227	487	714
6年	386	719	461	644	1,105
7年	855	733	453	1,135	1,588
8年(B)	1,051	994	702	1,343	2,045
(B)-(A)	1,002	702	574	1,130	1,704

(資料) (第3表) に同じ

うになった。すなわち、三島日銀総裁は、大正4年12月の支店長会議において、次のように述べている<sup>7)</sup>。

「此ノ如クニシテ今後一層ノ金融緩慢ヲ来タシ其勢久シキニ亘リ益々甚シキヲ加フルニ於テハ結局我経済界ハ無理ニモ景気付ケラルルノ結果」になるが、そうした状況になることについては「之ニ伴フ危険アルコトヲ忘ルヘカラス、若シ万一我経済界カ此ノ如キ経路ニヨリテ景気付ケラルル時カ時局一転ノ日ニ際会スルカ如キコトアラハ其ノ危険タルヤ一層重大ノモノトナルヘキヤ明ナリ」

前述のように、翌大正5年(1916年)から日本経済は本格的なブームに入る。この年は輸出ブームの年で物価も急騰した。とくに卸売物価は前年比2割以上も上昇し、いまや物価上昇は深刻な問題となってきた。このよう

な情勢のなかで、日本銀行は同年4月と7月の2回にわたり、公定歩合を日歩2厘ずつ、計4厘(年率1.46%)引下げた。実は、この公定歩合引下げについては当時その意図や当否をめぐって、いろいろな議論が起った<sup>8)</sup>。これらの議論の大筋を要約すると、まず賛成論は、産業界全体としてはなお不況感を免かれられないし、政府は国債を発行しようとしているから、それに伴う金融逼迫を避けるために公定歩合を下げるのは当然であるという。これに対し反対論は、ここで通貨供給を促進するような政策を採ると、将来通貨膨張、物価騰貴、貿易収支の悪化といった事態を招きかねないというのである。結果的にみると、その後の情勢の推移は、反対論が正しかったことを証明した。それでは日本銀行自身は、この公定歩合引下げをどのように説明しているのか。大正6年2月の「大正五年日本銀行営



業報告」のなかで、三島総裁は公定歩合を引き下げたのは正貨流入に伴い金融緩和が著しく進んだからだとしている<sup>9)</sup>。これは、素直に読めば公定歩合の追隨的引下げということになる。しかし当時の政府の説明はこれとは若干ニュアンスが異なる。例えば武富蔵相が、4月の公定歩合引下げの際の談話のなかで「前途尚ほ流入する正貨は事業界の勃興に応じ、之を産業資金化せしむるを必要とし、日本銀行金利引下に認可を与へた」<sup>10)</sup>と述べているからである。

大正5年3月当時の市中割引歩合は日歩1.1~1.2銭、これに対し公定歩合は日歩2.0銭でその差は確かに大きすぎるから、公定歩合の引下げによってそうした不自然な金利体系を是正しようという意図が分からないわけではない。ただ問題は、政府・日銀が当時の金融緩和をどのようにみていたかということである。大正5年の全国銀行の貸出は前年比24.4%増、同じく預金は33.1%増という高い伸びである(第3表)。通貨量も急増して前年比38.1%増であった。大正元~3年のマースシャルのkは40%を割っていたが、大正4年には42.2%、翌5年には47.5%という高い水準になった(第5表)。いまや過剰流動性こそが問題になってきたのである。ただ当時の政府・日銀にも、過度な金融緩和に対する警戒心が全くなかったとは思われない。それは、前述の大正4年12月の三島日銀総裁の演説をみても明らかである。しかも同総裁はこの演説のなかで、金融緩和、景気過熱を避けるために、①対外投資の奨励、②産業発展に必要な原材料の輸入促進、③本邦外債の償却などによって国際収支の黒字を抑えることが必要であると説いている<sup>11)</sup>。そしてそうした対策は確かにある程度は実行されたが、それらはあまり成功せず、結局「資金の対外流出促進の効果はあまり挙がらず、金融緩慢の大勢を阻止もしくは覆すまでに至らなかった」<sup>12)</sup>のである。しかし他方、当時の日本銀行のバ

ランス・シートをみれば、保有正貨も貸出も急増している(第7表、第8表)。金融緩和の状況下でありながら、日銀貸出が急増したのはなぜか。前述のように、大正5年末には戦争終結かというニュースによって株式市場が混乱した。そのため、日本銀行が救済融資を行わざるをえなかったという事情はあった。また日銀の貸出増加の大半は、横浜正金銀行・台湾銀行の輸出手形買取りを助けるための外国為替貸付である。しかし、これら為替銀行の輸出手形買取資金は、金融が緩和状態にあれば、そのかなりの部分が市中で調達することができる筈である。ところが、この外国為替貸付は輸出超過の増大と並行するような形で増え続け、これが日銀貸出急増の原因となった。

結局政府・日銀は、大戦勃発による国際収支の黒字を奇貨として、大いに産業の発達を促進しようという立場から、金融の緩和を続けようとしたのである。このことは、前述の大正5年4月の公定歩合引下げの武富蔵相の談話によく表れている。また当時日銀営業局長であった深井英五も、後に「当時多くの方面から日本銀行に希望する所は、産業資金の為に大に門戸を開放すべしと云ふにあった。」とし、さらに「経済活動の進展に応じて通貨発行高の増加することは当然の成行で、日本銀行は強ひて之を避けようとしなかった。」<sup>13)</sup>と述べている。もっとも前述のように、当時日本銀行が、一方で過度の金融緩和を警戒していたことも事実であるから、以上のような金融政策のスタンスは、政府の方針に引きずられたということかもしれない。いずれにせよ、大正5年の金融緩和は、輸出の急増とともに、大いに企業の設備投資意欲を刺激したであろう。同時にそれは、需要インフレーションに火を点けることになった。

以上のように、大正5年の日本経済は、すでに高成長下のインフレーションという状態に入っていた。ところが大正6年3月、日本

銀行は公定歩合をさらに日歩2厘下げて、1銭4厘(年利、5.11%)とした。それまでの日本銀行の公定歩合は、最も低い時で日歩1銭3厘であったから、これはほとんど最低水準に近いものである。この公定歩合引下げがいかなる判断のもとに、何を意図したものかについては、当時からいろいろな解釈があった。まず日本銀行自身の説明であるが、「大正六年日本銀行営業報告」は次のように述べている<sup>14)</sup>。

一昨冬講和問題(引用者注一大正5年12月突如ドイツが講和を提議したとのニュースを指す)ノ影響ヲ受ケ一時警戒ノ状態ナリシ我ガ経済界ハ昨年(引用者注一大正6年)ニ入り人気次第ニ静穏ニ帰シタリシカ其ノ後ニ交戦諸国ニ於ケル輸出入ノ拘束益々厳密トナリ加フルニ敵国潜航艇戦策ノ敢行、露国革命ノ勃発(引用者注一2月革命)、其ノ他重要ナル事項相続テ起リ殊ニ米国参戦(引用者注一アメリカ、2月対ドイツ断交、4月参戦)ノ結果其ノ戦時施設着々遂行セラル、ニ従ヒ貿易上重大ナル関係ヲ有スル本邦経済界ハ之カ為メ著シキ影響ヲ蒙リ幾多ノ曲折ヲ生スルニ至レリ時局ノ大勢既ニ叙上ノ如シ金融経済ノ状況亦之ニ伴ハサルヲ得ス一昨年下半年以来殊ニ旺盛ナリシ事業界ハ昨春ニ入りテ新設拡張共ニ幾分減退ニ傾キ物価モ亦暫落ノ趨勢ニ向ヒ金利低落ノ傾向ヲ告ケタルヲ以テ本行ハ四囲ノ情勢ニ鑑ミ三月十六日ヨリ公定金利二厘ノ引下ヲ実行シタリ

確かに、当時の日本経済を取り巻く内外情勢には、いろいろ問題があった。さらに大正6年(1917年)1月には帝国議会が解散され、政局の前途も不透明であった。しかし前述のように、この「大戦景気の一服」は心理的要因による一時的現象であった。大正6年の実質成長率は7.7%に達し、卸売物価も消費者物価もともに2割以上の上昇となった(第1表、第2表)。こうした状況下での公定歩合

引下げに対し、多くの批判<sup>15)</sup>が出たのは当然である。この年の通貨供給量は、前年に比し実に43.2%増という激増振りである。

大正7年(1918年)も後半、日本銀行は漸く政策の方向を転換して、9月、11月と二度にわたり、公定歩合をそれぞれ日歩2厘ずつ計4厘(年率、1.46%)引き上げた。これについての日本銀行の説明は「金融益々繁忙ヲ告ゲ金利次第ニ引締ニ傾キタルヲ以テ」ということであるが、同時に引上げ理由のなかで、「本行ハ現在竝ニ将来ノ大勢ニ鑑ミ」と述べているのは<sup>16)</sup>、当時の経済状況ならびに戦後の反動に対し危機意識を持ったということであろうか。確かに大正7年に入り市中金利は若干強含みとなっているが(第4表)、これが公定歩合引上げの主因ではなかったのではないか。大正7年といえ、世界情勢はまさに激動の連続である。そしてそれは、第1次世界大戦がいよいよ終幕に近づいていることを示していた。後に深井英五が当時を回想して「戦後浮動的景気の発揚を抑へ、妥当なる整理緊縮を誘導するの必要を感じ」たから金融政策の転換を図ったと述べている<sup>17)</sup>のは、当時の日本銀行の雰囲気伝えてるように思われる。第1次世界大戦はこの年の11月に終わったが、日本銀行が公定歩合の第2次引上げを行ったのはその直後のことであった。そしてこの年の物価上昇率は、卸売物価も消費者物価もともに3割を越えた(第2表)。

第1次世界大戦の終結によって、産業界に混乱や反動が生じたのは当然である。しかしその大部分は先行きに対する警戒感に基づく心理的要因によるものであった。実際には前述したように、ヨーロッパ諸国における復興資材需要の高まりが、直接・間接に日本の輸出に好影響を及ぼした。景気は再びブームになった。物価も株価も高騰した。他方大正5年以来の物価の高騰は、次第に国民大衆の生活を圧迫していた。物価問題はいまや重大な政治問題となり、各方面でいろいろな論議が

行われたが<sup>18)</sup>、結局日本銀行は、大正8年(1919年)10月、11月と相次いで公定歩合を引き上げた。その結果、公定歩合(商業手形割引歩合)の水準は日歩2銭2厘(年率、8.03%)となり、第1次世界大戦前の水準を上回るようになった(第4表)。

#### 4. 通貨膨張のメカニズム

以上、われわれは公定歩合政策を中心に、日本銀行の政策態度をみてきた。そこから第1次世界大戦期における日本経済のインフレ的拡大が、単に輸出超過、それに伴う日銀保有正貨の増大によって生じたものではないことを明らかにしたが、ここで当時の通貨膨張のメカニズムをやや図式的に考察してみよう。

当時の通貨膨張が、国際収支の大幅な黒字と密接に関連していることはいうまでもないが、ただ、国際収支の黒字による外貨取得が国内通貨の膨張と結びつくためには、何らかのルートを通ずるハイパワード・マネーの供給を伴わなければならない。当時そのルートとして代表的なものは、政府・日銀による民間からの外貨買入れと日銀貸出の供与であった。政府・日銀による外貨買入れは日本の正貨保有増となるが、大正4～8年における正貨保有増は17.0億円であった(第8表)。この間における日銀貸出の増加は6.3億円であり(第7表)、これがハイパワード・マネーの供給となって、市中銀行による信用膨張を可能にしたのである。

ところで、金本位制下における通貨膨張のメカニズムについては、一般に日銀の正貨保有増→銀行券増発→市中銀行の貸出増→通貨増と考えられてきた。もっとも近年一部に、このような理解について疑問が提示されていることは注目しておきたい<sup>19)</sup>。

それでは事実はどう理解すべきか。当時日本の発券制度は、正貨準備発行(在外正貨準備発行を含む)のほか保証準備発行を認めて

いた。この保証準備発行は、一応その限度が120百万円とされていたが、さらにそれを上回る制限外発行も認められていた。しかも当時この制限外発行は決して異常な事態ではなく、ほとんど恒常化していた(第9表)。このことは、当時の銀行券供給が日本銀行の正貨準備の増減によってというよりは、むしろ保証準備発行の増減を通じて変動していたことを意味する。具体例として、大正6年上期(1～6月)をみてみよう。この期間では、正貨準備発行は76.0百万円増加したにもかかわらず、銀行券発行高の増加額は4.7百万円にすぎず、そのため保証準備発行は71.4百万円減少して、期末時点では制限外発行がなくなっている。また大正7年下期(7～12月)をみると、正貨準備発行は67.5百万円の増加にすぎないのに、銀行券全体の発行高は335.3百万円と急増したため、制限外発行が著しく増加した<sup>20)</sup>(第9表)。つまり日本銀行の保有正貨の増減と銀行券の動きは、決して平行ではなかったということができる。

それでは第1次世界大戦期における通貨膨張は、どのようにして生じたのか。そのメカ

第9表 銀行券発行状況  
(単位:百万円)

各月末	銀行券発行高	正貨準備発行*	保証準備発行	制限外発行
大正2年(1913年)6月	371.0	219.6	151.4	31.4
12月	426.4	224.4	202.0	82.0
3年6月	362.3	220.4	141.9	21.9
12月	385.6	218.2	167.4	47.7
4年6月	337.4	217.8	119.7	—
12月	430.1	248.4	181.7	61.7
5年6月	429.3	270.6	158.7	38.7
12月	601.2	410.5	190.7	70.7
6年6月	605.9	486.5	119.4	—
12月	831.4	649.6	181.8	61.8
7年6月	809.5	645.4	164.1	44.1
12月	1,144.7	712.9	431.8	311.8
8年6月	1,080.3	705.4	374.9	254.9
12月	1,555.1	952.0	603.1	483.1

\*在外正貨準備発行を含む。  
(資料)(第2表)に同じ。

ニズムは次のように考えるべきであろう。まず国際収支の黒字が増加すると、為替銀行は輸出手形買取りのための円資金調達を必要とする。円資金調達の主な方法は、①コールの取入れ、②政府・日銀への外貨売却、③日銀からの借入れ（ないし預り金）である。このうち②、③は、ハイパワード・マネーの供給となる。もっとも政府の外貨買入れ資金が民間部門から調達されれば、ハイパワード・マネーの供給は相殺されることになる。第1次世界大戦期においては、コール市場が急テンポの拡大をみせたが<sup>21)</sup>、同時に政府・日銀の正貨保有は急増し、日銀貸出も大幅に増加した。もっとも日銀貸出の過半は外国為替貸付である（第7表）。しかし日本銀行が為替銀行に要請に応じる形で、この貸付を急速に増加させていった背景には、輸出の増加をてことして産業の発展を促進するために、金融の引締まりと為替レートの上昇<sup>22)</sup>を避けようとする政策の意図を読み取ることができる。いずれにせよ、このようなハイパワード・マネーの供給は、一方で民間非金融部門の流動性を高めるとともに、他方で市中銀行のリザーブをも増加させた。このようにして、大正4年以降の金融は次第に緩和した。やがてこのような金融緩和は、折からの外需の増大と相まって、次第に企業のビヘイビアを積極化させたであろう。それは急角度の景気上昇をもたらしただけでなく、信用の膨張と物価騰貴を発生させ、さらに投機的取引を増大させた。第1次世界大戦期における銀行券の膨張は、このような名目的な経済拡大の結果であったと考えるべきである。

## 5. 財政政策の運営

以上われわれは、第1次世界大戦期における経済の拡大とインフレーション進行のプロセスを、主として金融面から分析してきた。しかしこのプロセスについては、政府の財政政策運営の態度もまた重要な影響を持って

た。以下この点について、その推移だけを簡単にみてみよう。

第1次世界大戦勃発当時の大隈内閣は、緊縮的な財政方針を採っていたが、大正5年（1916年）10月に成立した寺内内閣の財政政策は積極方針に転じた。いまこれを、中央政府・地方政府の全支出純計<sup>23)</sup>によってみると、その伸びは大正3・4年の両年度では前年度に比し約10%のマイナスであったが、大正5年度からの伸びはプラスとなり、とくに大正6年度からの伸びは高くなり、しかもその伸び率は年々大きくなった（第10表）。これには、当時の物価上昇率の高さも考慮しなければならないが、それにしても大正7・8両年度の伸びは異常である。

このようにな財政支出膨張の最大の原因は、軍事支出の増大であった（第10表）。日本は当時実態的には戦争の圏外にあったとはいえ、一応は連合国の一員として参戦していたし、戦後もシベリヤに出兵していたから、軍事費の増大はある程度やむをえないという一面もある。しかし当時の軍事支出の増大は、そうした戦争のための直接的な経費だけによるものではない。政府はかねて軍備充実の方針（明治40年の帝国国防方針）を持ちながら、当時の財政事情からそれを思うように実行できないまま推移していたが、第1次世界大戦期の財政事情の好転を機に、長年の懸案をここで一挙に解決しようとしたのである。こうして寺内内閣の手によって、軍備の改良・充実は大いに進んだ。さらに軍事支出以外でも、政府は製鉄所の拡充、鉄道の建設と改良、電話事業の拡張、教育の振興などに多額の財政資金を投入した<sup>24)</sup>。

以上から明らかのように、大正6年以降の財政政策は極めて積極的なものであった。財政規模の拡大があまりに急テンポであったため、歳入の増加が歳出の増加に追いつかず、大正7年（1918年）3月には所得税および酒税の増徴と戦時利得税の新設が行われたほど

第10表 財政支出

(単位：百万円・%)

年 度	一 般 会 計			全 政 府*		軍 事**	
	中央政府	地方政府	純 計	支出純計	前年度比	支 出	前年度比
大正3年 (1914年)	648	308	933	1,264	-7.1	250	+13.6
4年	583	303	826	1,161	-8.1	269	+7.6
5年	591	320	888	1,269	+9.3	303	+12.6
6年	735	350	1,058	1,528	+20.4	421	+38.9
7年	1,017	479	1,452	2,073	+35.7	673	+59.9
8年	1,172	623	1,737	3,211	+54.9	1,015	+50.8

\*一般会計のほか植民地会計・企業特別会計の支出を含む。

\*\*軍事扶助、年金恩給等の戦争関連費を含む。

(資料) 江見康一・塩野谷裕一『財政支出』(長期経済統計7)

である。政府のこのような態度は、直接的に総需要拡大の要因になっただけでなく、民間部門の期待を強気にさせたことは当然であろう。つまり当時の財政政策は、第1次世界大戦期の異常なブームを抑えるのではなく、かえってそれを加速したと考えられる。

## 6. おわりに

第1次世界大戦期日本経済の異常とも言うべきブームの発端は、日本にとってはいわば偶発的な事件によってもたらされたものであった。大戦前、正貨の不足、財政事情の悪化、景気の停滞などに苦しんでいた日本経済は、これによってそうした諸問題を一挙に解決することができた。しかし問題は、ブームの行過ぎであり、それによって生じた投機の発生であり、激しいインフレーションであった。それは、著しい分配の歪みを生み、過剰な設備能力を作りだし、奢侈的な消費を蔓延させた。大正7年の米騒動は、こうした日本経済の矛盾を象徴的に表した事件であり、やがて戦争が終結すれば、ブームの反動が生じるのは必然であった。そして当時の政策当局もまた、そうしたブームに潜む危険を大なり小なり認識していた。それにもかかわらず当時の財政金融政策は、そうした危険に対応した運営がなされたとは思われない。

最初に述べたように、第1次世界大戦期の

日本経済は非常に複雑な経過を辿っており、基本的にはブームが進行しているなかで、時に銀行の取付けがおこり、時に株式の暴落があった。それに対して、政策当局として対応策を講じる必要があったことは理解できる。しかし当時の著しい通貨膨張が、国際収支の大幅な黒字、正貨保有の増大に伴う必然的な結果であったとは考えられない。いわんや財政支出の拡大は、政府の能動的意志以外の何ものでもない。当時の政策手段には技術的な面でいろいろ問題があったことは確かであろう。しかし問題は財政金融政策の基本的なスタンスである。これまで述べてきたところから明らかなように、当時の財政金融政策は輸出増大をてこに、産業発展を促進しようとしていた。経済発展を急ぎすぎた、そのような政策態度こそが、激しいインフレーションを招き、大正9年の反動恐慌を一層深刻なものにしたといえよう。

## 注

- 1) 以下、本稿の統計データは一橋大学経済研究所のスタッフが中心となって纏められた「長期経済統計」に大きく依拠している。
- 2) 以下、GNE関係のデータはK. Ohkawa and M. Shinohara; *Patterns of Japanese Economic Development*, Yale University Press, 1979による。
- 3) 以下、当時の具体的な経済状況については次の

資料を参照した。

- 日本銀行調査局「明治大正各年金融概況」(日本銀行調査局編『日本金融史資料』明治大正編第20巻, 大蔵省印刷局, 昭和34年所収)  
「日本銀行調査月報」(同上)  
日本銀行臨時調査委員会「欧州戦争ト本邦金融界」(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)
- 4) 江見康一・伊東政吉・江口英一『貯蓄と通貨』(長期経済統計5)(東洋経済新報社, 昭和63年)による。
  - 5) 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)による。
  - 6) 「日本銀行調査月報」(大正4年11月号)(前掲『日本金融史資料』明治大正編第20巻所収) 500ページ。
  - 7) 日本銀行資料「大正四年十二月支店長会議ニ於ケル総裁演説要領」
  - 8) 当時の議論の詳細については日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』(第2巻)(日本銀行, 昭和58年) 352~356ページ参照。
  - 9) 「大正五年日本銀行営業報告」(日本銀行調査局編『日本金融史資料』明治大正編第11巻, 大蔵省印刷局, 昭和33年, 所収)
  - 10) 東京銀行集会所『銀行通信録』第61巻第367号(大正5年5月20日発行) 25~26ページ。
  - 11) 前掲「大正四年十二月支店長会議に於ケル総裁演説要領」
  - 12) 前掲『日本銀行百年史』(第2巻) 348ページ。
  - 13) 深井英五『回顧七十年』(岩波書店, 昭和16年) 129~131ページ。
  - 14) 「大正六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) 383ページ
  - 15) 前掲『日本銀行百年史』(第2巻) 387~388ページ。
  - 16) 「大正七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) 418ページ。
  - 17) 前掲『回顧七十年』197ページ。
  - 18) この点について詳しくは前掲『日本銀行百年史』(第2巻) 507~510ページ参照。
  - 19) 例えば伊藤正直『日本の対外金融と金融政策』(名古屋大学出版会, 平成元年) 110~111ページ, 寺西重郎・内野裕子「金本位制のゲームのルール」(貝塚啓明・小野英祐編『日本の金融システム』東京大学出版会, 昭和61年) 55~66ページ, 寺西重郎「金融の近代化と産業化」(西川俊作・山本有造編『産業化の時代(下)』(日本経済史5)(岩波書店, 平成2年) 79~83ページ。
  - 20) 実は当時日本銀行は, 計理上の操作によって正貨準備をある程度増減させることができたが, いまその点については触れない。このことは明治期においても同様であるが, その点については拙稿「明治期における金属本位制の運営」(『信州大学経済学論集』第25巻, 昭和61年) 参照。
  - 21) 短資協会編『短資市場七十年史』(実業之日本社, 昭和41年) 68~72ページ。
  - 22) 本稿では紙数の制約もあり, 為替レートの問題を検討することはできなかったが, 当時日本の政策当局, 経済界が円高を避けようとしていたことは前掲「欧州戦争ト本邦金融界」200ページからも明らかである。このような低為替政策が転換されたのは大正7年9月, 寺内内閣が退陣し, 原内閣が成立してからである(前掲『日本銀行百年史』第2巻 420ページ)。
  - 23) 江見康一・塩野谷祐一『財政支出』(長期経済統計7)(東洋経済新報社, 昭和41年)による。
  - 24) 鈴木武雄『財政史』(日本現代史大系)(東洋経済新報社, 昭和37年) 127~130ページ。