

ひるには各銀行の支拂能力を鞏固ならしむるの外他に良策はないのであつて、今日此種の方法としては銀行券發行の特權を有する中央銀行の貸出を擴張して各銀行に資金を供給するのが採るべき殆んど唯一の途である。蓋し各銀行が中央銀行の援助により其支拂能力の鞏固となれることが明瞭となるに至らば、取付は自然に消滅するものであつて、又之によりて堅實なる企業者を擁護するの目的を達することも固より至難ではない。斯くの如く中央銀行は恐慌の際銀行並に一般の企業者を援助すべき機能を有するのであるから、平素事なきの時に於ては營業上慎重なる態度を採り、銀行券の發行の如きは極度迄之を行ふことなく、常に多少の餘力を存し置くことが極めて必要である(註九)。

(註九) 恐慌の際には預金者の取付をなす危険があると共に、他方には窮境にある企業者の銀行に對する貸出の請求が急迫するから、銀行の立場は一層の困難を加ふるものである。故に中央銀行は發行權の運用により貸出を擴張するが爲めには、多額の銀行券を發行するの必要あるは勿論であるが、斯る目的を達せんには、其發行制度は變通自在なる作用を有すると、中央銀行は非常の際の準備として、平素より銀行券の發行に對し、多少の餘裕を存し置くことの二點を肝要とするものであつて、彼の政府が公債政策の必要上、強りに中央銀行の發行權を濫用するが如きは殊に不可なりと言はなければならぬ。

銀行券發行制度の不備なる爲め、恐慌に際して苦き經驗を嘗めたるは英蘭銀行であつて、即ち同行は比較的不自由なる一部準備法 *Partial reserve system* を採つて居つた爲め、恐慌の際其貸出を擴張するを得なかつたのであつて、彼の一八四七年一八五七年、一八六六年及び最近の大戦勃發當時の四回の恐慌に當りては英蘭銀行條例の停止 *Suspension of the Bank Act* を行ひ、制限外の發行をなすの已むを得ざる事情に陥つた。けれども此四回の恐慌の中、現實に限外の發行を見たのは一八五七年及び最近の大戦勃發當時の恐慌の二回であつて、其他の場合には單に條例を停止するの布告をなしたのみで、市場の驚怖状態を鎮靜せしめ得たと云ふことである。是に由りて之を観るも、恐慌に對する中央銀行の政策即ち所謂割引政策の有効なることを窺ふことが出來ると思ふ。要するに中央銀行が恐慌の際其の貸出を擴張すべしとの説を擴張説 *Expansive theory* と云ひ、之に對して貸出を緊縮すべしとの説を緊縮説 *Restrictive theory* と云ふのである。緊縮説は擴張説が銀行説 *Banking theory* を基礎とするものなるに對し、通貨説 *Currency theory* を基礎とするものであつ

て、即ち恐慌は銀行が放漫なる貸出をなし、銀行券を増發したによりて生じたものであるから、恐慌の救済策は銀行の貸出を制限するの外之を求むることが出来な
いと云ふのである(註一〇)。

(註一〇)

コナントが恐慌前に於ける資金の要求と恐慌發生後に於ける資金の要求とは全く其の性質を異にするものであつて、即ち後者は通貨の膨脹を繼續せんが爲めではなく、全信用機關の一時的痲痺に陥れるより生ずる困難を排除せんとするものであつて、必要なる要求である(Conant, *The Principles of Banking*, 1908, p. 415.) と述べて居るのは大に玩味すべき言であると言はなければならぬ。

緊縮説は十九世紀の四十年代英國に於て實際の政策上通貨説の捷利を得るに及び有力となつたものであつて、又當時に至る迄の恐慌に際して屢々實行されたのである。けれども現代の恐慌が前述せるが如く信用の急激なる收縮によりて起るものである以上、各銀行の上に超越すべき中央銀行迄が貸出の緊縮をなすときは金融の梗塞を一層甚だしくし、玉石を共に倒して、單に恐慌の慘害を擴張せしむるに過ぎないことは勿論である。此點より見るも、恐慌に際して、殆んど唯一の救済者たる地位を有する中央銀行が猥りに貸出を緊縮するの否なることは明かであ

つて、實際に於てはどうしても中央銀行が其割引歩合を相當に引上ぐると共に堅實なる方面に對しては躊躇せず資金の供給をなす所の擴張説を以て正鵠を得たるものと言はなければならぬ。實に此種の擴張説は十九世紀の中葉有名なるマクラウド出で、其正當なるを種々の方面より力説したのであつて(Macleod, *The Theory and Practice of Banking*, 1855-56) 後バヂエオット之を祖述して更に其眞價を闡明するに及び(Bagehot, *Lombard Street*, 1873) 終に全く緊縮説を排して定説となるに至つたものである。但し擴張説の正當なることは理論上疑なしとするも之を適當に實行することは必ずしも容易ではないやうに思はれる。

四

前述の如く恐慌の對應策は主として中央銀行の活動に俟つべきものであるけれども、場合によりては之のみを以て足れりとせず、或は中央銀行の下に於ける貸出の極端なる膨脹を防ぐが爲めに、或は又中央銀行の存せざる國に於ては同一の機能を盡さしむるが爲めに、別に適當の貸付機關を設けて所謂應急通貨(Emergency currency)の發行をなさしむることあるべく、或は政府が特に公債を發行して一般民

衆の銀行より引出して死藏せる貨幣を吸収し、更に之を確實なる銀行に預入れて其資力を鞏固ならしむるが如き方策を講ずることも間々行はれたのである。

右の内應急通貨の發行は從來獨逸並に米國の屢々採用せる所であるから、先づ獨逸の實例より示さんに、即ち其方策は中央銀行以外に官營の貸付金庫 *Darlehnskassen* *lassen*なるものを設けて貸付金庫證券 *Darlehnskassenscheine* を發行せしめたることは是である。貸付金庫の制度は普魯西に於て一八四八年の革命戰爭の際始めて案出されたものであるが、其後一八六六年の普墺戰爭並に一八七〇年の普佛戰爭の際其發行を看更に最近の大戦勃發以來極めて大規模に利用されたものであつて、此方策によりて恐慌の救済を圖ると共に、一面には戦費の調達上至大の便利を得たのである。但し最近に於ける貸付金庫證券は間もなく専ら財政上の目的に利用せられ、今日にては純然たる不換紙幣となつて居るけれども、其發行の當初に於ては少くとも、之によりて商品及び有價證券に對する貸出の擴張を圖り、財界の混亂を防止せんとする目的を達するを以て主眼となしたることは争ふべからざる事實である。

最近の貸付金庫は大戦の勃發と共に一九一四年八月四日の法律を以て豫て準備せる如く、獨逸全國に互り九十九箇所設置されたものであつて、其内柏林に在るものが本部となり、各地に存在する所謂地方金庫を統括するの組織であつた。而して同金庫より發行せらるゝ貸付金庫證券は強制通用力は持つて居らぬが、普通の紙幣と同じく公衆の間に自由に流通し得るものであつて、其額面金額は最初、五馬克、十馬克、二十馬克、及び五十馬克の四種となつて居つたけれども、間もなく一馬克、二馬克の小額のものをも發行し得ると、なして(發行總額は初めは十五億馬克に制限され、今日に及んだのである。其發行法は何人にも一定の商品又は有價證券を擔保として金庫に提供するときは其時價の四割乃至七割五分に相當する同證券の交付を受けるものとして居つた。但し實際には貸付金庫より直接に各人に對して、證券を交付せるものではなくして、同金庫は豫め證券を發行し之を獨逸帝國銀行に預託して其れに相當する銀行券を受け置き、擔保物件の提供者に對しては前記の割合を以て該銀行券を交付したもののやうである。従つて貸付金庫證券の一般市場に流通せるは帝國銀行が適宜之を市場に出したるによるのであつて、尙同證券は之を

帝國銀行の正貨準備に充當することが出来たのである。要するに貸付金庫證券の發行が中央銀行の政策を補助して信用の梗塞を防ぎ、一般の支拂能力を擴張するに就き、至大の効果を奏したことは明かなる事實であつて、其結果は延ひて戦費の調達に必要な公衆の公債應募をも容易ならしめたのである(註一)。

(註一) 貸付金庫の数は九十九箇所であつたけれども、尙其下に全國に亘りて百二十三箇所の出張所が設置せられた。擔保物件は國債、地方債、社債、株券類の外、商品にては棉花、羊毛、酒類、珈琲、煙草、藥種、紙、木材製品、金屬製品等を以て主要なものとしたのである。

米國に於ては從來金融機關の不整備であつた爲め、恐慌の際其救済に關して、特に種々の畫策を要したものであつて、應急通貨並に公債の發行以外に富豪をして巨額なる資金を銀行又は取引所仲買人等に貸付けしめて、市場の驚怖状態を緩和するの手段を採り之によりて相當の効果を收めたこともあるのである。要するに此等の方策は各銀行に對して金融上の援助をなすべき中央銀行の同國に於て存せざりし爲め、已むを得ず採用した所の手段であるが、此内特に重視すべきは他國に於けると等しく應急通貨の發行に就ても米國は亦特有の方法を採つたものであつて、即ち同國が從來恐慌毎に採用せるものは手

形交換所貸付證券 *Clearing House Loan certificate* の發行であつた。此證券は交換所決濟資金の缺乏によりて破産するを防止する爲め、銀行間に於てのみ流通する一種の應急通貨である。其發行方法は銀行より手形交換所に一定の有價證券又は商業手形等を擔保として提供し、其額面價格の最高七割五分迄に相當する貸付證券の發行を受けたものであつて、同證券は利子附であつた。而して利子は當初發行を請求せる債務銀行より其後の所持銀行に支拂ふべきものであつて、相當高率であつたから債務銀行は手許に少しく餘裕の生ずるときは、直に之を回收せんと努めた爲め、長期に亘りて流通するが如きことなく、従つて普通の通貨と異り濫用の弊害は起らなかつたのである。兎も角此種の證券は一八六〇年の恐慌の際、初めて發行されたものであつて、爾來恐慌ある毎に殆んど採用せられ、最近の一九一四年の大戦勃發當時の恐慌に至る迄、前後十回其發行を見たのである(註二)。

(註二) 手形交換所貸付證券の額面は必ずしも一定せず、百弗位より一萬弗に達する高額のものもあつた。其發行は一八六〇年以來十回繰返へされたのであるが、其年度發行額等を示せば次の如くである(Platt, *The Work of Wall Street, 1921, p. 370*)。

發行年次

最高發行額

發行總額

一八六〇	六、八六〇、〇〇〇弗	七、三七五、〇〇〇弗
一八六一	二一、九六〇、〇〇〇	二二、五八五、〇〇〇
一八六三	九、六〇八、〇〇〇	一一、四七一、〇〇〇
一八六四	一六、四一八、〇〇〇	一七、七二八、〇〇〇
一八七三	二二、四一〇、〇一〇	二六、五六五、〇〇〇
一八八四	二一、八八一、〇〇〇	二四、九一五、〇〇〇
一八九〇	一五、二〇五、〇〇〇	一六、六四五、〇〇〇
一八九三	三八、二八〇、〇〇〇	四一、四九〇、〇〇〇
一九〇七	八八、四二〇、〇〇〇	一〇一、〇六〇、〇〇〇
一九一四	一〇九、一八五、〇〇〇	一二四、六九五、〇〇〇

以上の外米國は最近の大戦勃發當時の恐慌に際しては、聯邦準備銀行の尙完成せなかつた爲め、オールドリッチ、ヅリーランド法 Aldrich-Vreeland Act により臨時の手段として國立銀行をして特に應急通貨を發行せしめたのである。此方法は上述の如く、全く一時の變則的のものであつて、將來に於ては繰返へさるゝものではないけれども、米國の恐慌史上重要な出來事であるから、其法律の一斑を附記することゝする。即ち同法は國立銀行に對して非常の際銀行券の發行をなし得るの特權を

認めたまつてあつて、其制度の大意は次の如くである。(一)五百萬弗以上の資本金及び積立金を有する銀行は十個以上聯合して各地に國立通貨組合 National Currency Association を設立し得ること、但し一銀行は二個以上の組合に加入するを得ざること(二)加盟銀行は銀行券發行の保證として其資本金の四割に相當する合衆國公債を中央政府に提供するを要すること(三)加盟銀行が應急通貨を發行せんとするときは、國債、地方債並に商業手形を通貨組合に供託して、國債、地方債に對しては其額面價格の九割迄、商業手形に對しては七割五分を限度として銀行券を發行し得ること。(四)應急通貨の發行額に對しては發行後第一箇月間は年五分の發行税を課し、爾後月々年一分宛の割合を以て、其税率を増加し、總計年一割に至りて止むること。(五)應急通貨の發行總額は全國を通じて五億弗を以て限度とすること。此法律は一九〇七年の恐慌の結果生じたるものであつて、一九一四年七月三十日を以て其效力を失ふの豫定であつたが、偶々大戰の勃發となつた爲め、更に一箇年延期し其れと共に發行總額を十億弗に増加し、且發行税を改めて第一箇月を年三分とし、其後の累進率を年五厘の割合となし、總計年六分に止むることゝしたのである。要する

にホルドリツチ、ヴリーランド法は聯邦準備制度の完成に至る迄の安全弁となつたものである。

叙上の所説を綜観するに、恐慌の對應策として中央銀行の割引政策以外に採用せらるゝ各種の方策は何れも補助的のものに過ぎないのであるから、一國にして完全なる發行制度を有し、且中央銀行が之に適應せる鞏固なる資力を擁するとき、は割引政策のみによるも、恐慌の弊害を軽減することは左迄困難ではないのである。けれども恐慌の慘害の激烈となるときは割引政策のみによりて之を救済することは至難となるから、斯る場合に至りて始めて補助的金融政策の必要を見るに至るものであつて、此點は今日に於ける多數學者の認むる所である。(大正十年一月)

時論

金輸出解禁の効果如何

一、金輸出解禁尙早論の無理由——二、金輸出解禁論の理論的根據——三、金輸出解禁と銀行券發行制度の改善——四、補論

最近我國の經濟界に於ては金の輸出禁止を解除すべしとの説が漸次有力になつて來たやうに思はれる。即ち大正六年九月より今日に至る迄引續き行はれて居る金の輸出禁止は現在にては最早何等の効果がなればかりでなく、通貨政策又は爲替政策上却つて非常な弊害を齎すものであるから、斯る有害無益な禁止令は一日も早く之を撤廢すべしと云ふのである。此種の議論は政黨屋又は實業家等が唱へるばかりでなく、學者の間にも明白に之を主張する者が少くないのである。

然るに政府側の説明殊に其與黨たる政友會の主張は金の輸出解禁を以て未だ尙早であるとなし、斯くの如き重要な政策は世界經濟の今少しく安定せる後に於て之を斷行すべきものであると論じて居るやうに思はれる。尤も予の寡聞なる

爲めか、右の尙早論は之を明瞭に詳論したものを未だ聴かないのであるから、其論據は之を審にするを得ないけれども、坊間の雑誌、新聞等に於て間接に傳ふる所によれば、大略下のやうな理由によるものであると云ふことである。即ち其の一は大戦後歐洲諸國の政治上經濟上の状態は未だに安定の域に至らず、隨所に不安なる空氣が漲つて居るから、斯る過渡の時代に一國財力の柱石とも云ふべき正貨準備を輕々に減少することは危険なる政策であつて、慎むべきことであると云ふのである。其の二は大戦後事實上金の輸出禁止を解除したものは戦時中巨額の富を積み、戦後に於ては一躍世界金融市場の中心とならんとする抱負を實行しつつある米國のみであつて、英、佛、伊等の諸國は何れも未だ之を解除して居らない。従つて我國も亦是等多數の國に倣つて禁輸を繼續し、以て大勢の向ふ所に従ふべしと云ふのである。

以上二説は尙早論の最も主なるものであるが、予は此種の議論は何れも採るに足らぬ愚論であると思ふ。先づ第一説に就て之を看るに歐洲諸國の政治上經濟上の状態が不安定なるが故に、何故に我國が巨額の金を集積して置かねばならぬの

てあらうか、其理由は少しも解することが出来ぬ。恐らく今日に於ては獨逸の前帝ウイールヘルムが普佛戦後、將來の戦争を豫想して多額の金貨をシュパンダウのユリウス塔中に匿藏して置いたやうに、戦争の再發を虞れて巨額の正貨を保持して置かねばならぬと論ずるやうな謬見を懷いて居るものは一人もあるまい。然らば我國が金の輸出を解放するときは歐洲諸國よりの輸入が急激に増加して正貨が大に持去らるゝやうな危険があるかと云ふに、差當り斯る危険は少いと言はなければならぬ。(我物價が現時の割高を續けて居る以上は金輸出解禁の如何に拘はらず、輸入は漸増する傾向を有し、金輸出解禁によつて急激の變化はないであらう)蓋し歐洲の諸國は戦時以來負ふに至つた巨額の負債を償却し、莫大なる不換紙幣を整理するが爲めに今や銳意輸出貿易の振興に努力して居るのであるが、戦争の創痕は種々の方面に於て意外に大であつて、其努力も中々豫期の如き効果を齎さないのである。されば我國が金の輸出禁止を解除するも、或は米國に對しては正貨の多少流出する虞がないでもないが、歐洲に對しては其心配は左迄怖るゝに足らないと思ふ。現に爲替相場が今日の如く尙著しく逆調(我國より見れば順調)を呈して居る時代には、我國への輸出は大に刺戟されなければならぬのであるが、事實其れ程でないのは、戦時以來の混亂

状態が輸出貿易の伸張に對して種々の障害を興へて居ることを明かに語るものである。要するに歐洲の状態が不安定なる今日こそ我國が左迄の危険を招かずして金の輸出を解放し得る時機なのである。

次に第二説は一層沒常識なる議論あつて英佛等の諸國と我國との立場の相違を全く無視するものである。歐洲の諸國は今や不換紙幣の膨脹の爲めに其金準備は極めて貧弱なる状態に陥り、交戦國は云ふに及ばず、中立國と雖も必ずしも潤澤ではない。蓋し我國の如く全額の正貨準備を以て銀行券を發行して居るやうな國は現今世界に一つも其類例がないのである。試に各國の金準備の割合を見るに、聯合國側に於ては英吉利が二割六分、佛蘭西が九分、伊太利、白耳義が共に五分等であつて、まだ幾分よいのであるが、同盟國側では其窮迫の度一層甚だしく、埃匈兩國が共に二厘、獨逸は最近に於ては三厘に低下して居る。其他中立國に於ては和蘭の五割八分を筆頭として、瑞西が五割三分、西班牙が四割六分、丁抹が四割、瑞典が三割二分、諾威が二割八分等であつて我國に及ばざること極めて遠いのである。斯くの如く金準備の薄弱なる歐洲の諸國殊に英、佛、伊等の諸國が輕々に金の輸出禁止を解

除することは甚だ危険であつて、殊に戦後の整理事業の爲めに動もすれば物資の大なる輸入を將來するの虞あるに於ては一層然りと云はなければならぬ。然るに我國は之と全然立場を異にし、今後或は米國等より幾分輸入の増加する懸念がないでもないが、是とても我官民の努力により輸出を大に伸張して、十分之に對抗することが出来るし、又假りに金が多少流出するも、決して歐洲諸國の如き危険はないのである。蓋し我國は歐洲の或交戦國の如く物資の窮乏、資本の涸渴、生産手段の破壊等によりて輸出貿易の振興を圖らんと欲するも、事實上之をなし得ざる國とは全く其趣を異にするのであつて、若し我國が今後輸入の多きに苦むが如きことあらば、此は經濟政策に對する官民の努力が足りないが故である。と見なくてはならぬのである。要するに歐洲の諸國が金の輸出を解禁せざるが故に、我國も亦之れを解除すべからずと云ふは、黑白の異同を辨ぜざる暴論であると言はなければならぬ。

金の輸出解禁を以て尙早であるとする議論の誤つて居ることは以上論じた如くであるが、此種の説が尙我國に於て相當有力であるのも全然原因のない譯では

ない。即ち我國は大戦前に於ては終始輸入の超過、正貨の流出に苦み、姑息なる外債政策を以て、僅かに金の流出を彌縫し得たのであつて、正貨の充實政策は常に爲政者の腐心し來つた問題であるから、折角戦争によりて漸く集積し得た正貨を極力擁護せんとするのも、洵に無理からぬ所ではあるが、併し今日は世界の趨勢も一變し我國の經濟上の實力も著しく向上したのであるから、此實力を十分に發揮することが極めて肝要であつて、理由なきマーカントリズム的思想の如きは之を一掃することが極めて必要であると思ふ。(前掲「我國の在外」正貨問題」參照)

二

然らば金の輸出禁止を解除すべしとの説は如何なる理由に基くものであるかと云ふに、之にも大要二つの説があると思ふ。尤も此二説は相關聯して論ぜらるゝものであつて、全然分離せしむべきものではないが、論者によりて其の何れかに重きを置くことは事實である。

其の一は我國の銀行券發行制度は正貨準備の存するときは無制限に之を發行し得るの制度となつて居るから、現在の如く正貨準備の潤澤なるときは、銀行券は

常に必要額以上に發行せられ、通貨膨脹の弊害を招いて居るのである。従つて銀行券の收縮を圖らんとするには、其基礎たる正貨の減少を圖るの外他に適當なる方策はない。乃ち金の輸出を解放して正貨の流出を促し、銀行券を收縮して、通貨膨脹物價騰貴の弊害を矯正せんと云ふのである。

其の二は金の輸出の禁止されて居る爲め、貿易上最も密接なる關係を有する米國に對する爲替相場が不當なる逆調(無論我國より見て逆調)を呈して居り、之が爲めに米國より廉價なる貨物を輸入して我國の物價騰貴を牽制することが十分に出来ない。従つて金の流出を自由にして、爲替相場の逆調を矯正し、廉價なる貨物の輸入を容易にして、物價の騰貴を調節すべしと云ふのである。

要するに以上の二説は共に物價調節策として金の輸出解禁を賞揚するものであつて、其結果に於ては無論同一であるが、只前者は其政策の直接的効果に重きを置き、後者は其間接的效果を主眼とするものである。従つて前者の方が直接的であるだけ有力であつて、其効果も一層顯著であると思ふ。尤も實際に於て金の輸出禁止を解除した場合には、此二説に於て論ずるやうな作用は相俟つて現はれるので

あつて兩者は全然分離せしむべきものではない。けれども茲では論述の便宜上先づ第二説に就て其當否を吟味して見ることにする。

現在米國に對する爲替相場は電信爲替四十八弗、要求拂四十八弗八分の一(何れも相場實際には之れより低價で取引されて居る)であつて、大戰前の普通相場である電信爲替四十九弗四分の一、外、要求拂四十九弗八分の三内外に比するときは二分以上の下落であつて、何れも正金輸送點を割つて居るのである。斯くの如く對米爲替の逆調を示して居るのは固より種々の理由によるのであらうが、其主要なる原因が金の輸出禁止にあるは争はれざる事實であつて、金の流出を自由にするときには、少くとも正金輸送點以下(支那に對する爲替も甚だしく逆調を呈して居るが)の下落は之を回復することが出来るであらうと思ふ。けれども假りに爲替の逆調を矯正し得たとしても、其効果は米國に對する關係のみであつて、(是は銀塊相場の影響によるので如何とも致方がない)之によりて廉價なる貨物の巨額なる輸入を促し、一般に我國の物價を引下げ得るが如き大なる影響を及ぼすものではあるまい。既に述べたる如く今日歐洲に對しては勿論、濠洲に對する爲替相場も皆著しく順調を保つて居り金の輸出を解放しなくとも、輸入に對しては至大の便宜を供して居るに拘はらず

貨物の輸入は決して怖るべき程度に増加せず、最近一兩年來に於ける輸入の増進も僅に數種の我國際の商品を除くの外、我國の一般物價に對しては何等の影響をも及ぼさないのである。されば此上米國よりの輸入を容易にするも、夫れのみにて直に輸入の激増を惹起し、物價の調節を期することは至難である。要するに第二説の如き爲替の矯正を主眼とする物價牽制策のみでは、金輸出解禁の必要なる理由を説明するには未だ以て不十分であると言はなければならぬ。

故に予は第二説よりも第一説を以て主要なるものとするのであつて、即ち第一説は金の流出を自由にするときには、單に輸入増加の關係ばかりでなく、對外放資、外債償還其他一切の支拂が便利となる爲め、正貨準備は著しく減少して、結局通貨の收縮を圖ることが出来ることと云ふのである。元來我國に於て今日の如く正貨準備の潤澤になつたのは、日銀總裁の公言して居るやうに、主として大戰以來輸出超過、對外債權の増加により我國に流入すべき金を日本銀行が購入せるによるものであつて、其の購入の手段は即ち銀行券の發行に外ならないのであるから、我國國民經濟の發展し、國際貸借の有利となるに従ひ、正貨準備増加し、之に伴ひて銀行券の増發

を見たのである。されば我國に於ける通貨の膨脹は普通の經濟學教科書に看ゆるやうに、日本銀行の貸出高が著しく増加せるが爲めてはなくして其重大なる原因は他にあるのである。大戰中の舊きことは姑く之を措き、昨年(大正九年)四月恐慌發生以來の状態に就て之れを見るも、恐慌の勃發により、日銀に對する救済の請求大に増加して、同月末及び五月初旬に於ては日銀の貸出額は俄に増加して一時八億五千萬圓の多きに上り、銀行券の發行額も亦十三億八千萬圓に達したのであるが(銀行券の膨脹は割合に僅少のものであつた)爾來財界の漸次鎮靜するに従ひ、貸出は急激に縮少して、最近數箇月に於ては、月末に於て一億圓内外、平日に於て五、六千萬圓の小額に減少するに至つた。然るに一方銀行券の發行額は一向目星い收縮を示さず、今日にても尙十一億圓内外の多きに止まつて居るのである。要するに此一例によつて見るも、現在の銀行券發行額が中央銀行たる日銀の貸出高の増減によりて大なる影響を蒙るものでないことを明かにし得るであらうと思ふ。

事情斯くの如き有様であるから、今日の我國では日本銀行が割引歩合の引上をなし、或は其高率を維持するも、通貨の縮少に對しては殆んど見るべき効果はない

のである。従つて銀行券の收縮を圖らんとするには、學者の所謂割引政策と稱するもの以外の方策によつて其目的を達するの外はない。即ち其方策は金の流出を許して、正貨準備の減少を圖るのが最も捷徑であつて、是れ金の輸出禁止を解除するのが極めて必要な所以である。

従つて金の輸出解禁は多少とも、正貨の流出を惹起せなければ、全く其効果が無い譯であるが、我國の現状に於ては、既に屢々述べたる如く金の輸出禁止を解除するも貿易上の關係よりして相當巨額の金が短期間に流出し去るやうな望はないのであつて、其他對外放資、外債償還等の方法によるも、巨額の正貨を急速に處分することは困難であらうと思ふ。尤も少しく永き年月を経過するときは、輸出解禁の効果は漸次現はれて來るであらうが、差當りの物價調節策としては到底十分の效果は期待されないけれども、金の輸出解禁を斷行するときは、幾分にも正貨の流出を見るに至るべきことは、否定すべからざる事實であつて、殊に米國に對しては此事實は稍々明瞭に現はれるであらうから、解禁論者の期待するやうな大なる効果はないにしても、正貨準備を幾分にも縮少せしむる効果は之を認むることが

出来るであらうと思はれる。果して然らば其効果は左迄大でないにせよ、金の輸出禁止は一日も早く之を解除するのが得策であつて、予は此意味に於て金の輸出解禁論に左袒するものである。

三

併しながら予は無條件は金輸出解禁論に賛成するものではないので、之に對しては他に重要な前提條件を附するものである。而して其重要な條件とは即ち現行銀行券發行制度の改善に外ならない。予は日銀の發行制度が現在の如く不備不整であり、又其運用の妙味も一向現はれて居らぬ現状に於ては、假令金の輸出禁止を解除し、幾分の正貨が流出したとしても、通貨の收縮に對しては殆んど何等の影響をも及ぼさないと思ふ。今日世上に行はるゝ輸出解禁論なるものは少しも此點に論及して居らぬが、此點は極めて重要な問題であつて、銀行券發行制度の改善を伴はない金の輸出解禁は結局何等の意味をもなさぬのである。予は前項述べたる如く、輸出解禁に對しては、同論者の期待して居るやうな大なる効果を認むるものではないが、多少にても、解禁の効果を收得するに就き極めて必要であつて、是

非とも之と相俟つて實行しなければならぬ發行制度の改善を特に重視するものなのである。次に其理由を述べて見やうと思ふ。

解禁論者は金の流出により正貨準備の減少するときは、其れ丈銀行券の收縮するものと考へて居るやうであるが、之は我國の發行制度の内容並に從來の日銀の態度等を深く考察せざるものである。言ふ迄もなく今日、日本銀行は全額の正貨準備を以て銀行券を發行して居るのであるから、保證準備額たる一億二千萬圓は當然發行餘力として残つて居り、尙其上に必要に應じては制限外の發行をもなし得るの制度となつて居るのである。但し之れ以外に現在日本銀行は正貨準備に繰入れない多少の正貨を持つて居るのであつて、其額は大したものではないが、亦考慮の中に入れてなければならぬ。従つて日本銀行の有する事實上の發行餘力は相當に大であつて、假りに金の輸出解禁により、二、三億の正貨が流出したとしても同行は之に應じて銀行券を收縮する必要はないのである。即ち正貨準備の減少するときには、保證準備を充たし、更に場合によりては限外の發行にも進み得るのである。尤も斯る場合に保證準備の物件が相當に窮屈なものであり、又制限外の發行が嚴重に

制限せられて居るならば正貨準備の減少は銀行券の發行を收縮せしむるの効果を齎すのであるが、我國の現行制度に於ては保證準備の内容は甚だ幼稚なものであつて、發行制度の本旨に添はないし、又制限外の發行に對する今日迄の日銀の態度並に之を監督する政府の態度は甚だ粗漫であつて、限外の發行を濫用し、全く其制度の精神を没却せしめたのである。

されば昨年の上半期に至る迄、限外の發行は殆んど常習的に現はれ、最も極端なる場合の實例を擧ぐれば、大正八年十二月末の如きは限外の發行額が四億八千萬圓の巨額に上り、銀行券發行總額の約三分の一に達したやうな奇現象を示したのである。事情斯くの如くてあるから、假令正貨準備を減少せしむるの目的を以て金の輸出解禁を斷行するも、發行制度を適當に改善し、又日本銀行が通貨を收縮せしめんとする誠意を有するにあらざれば、何等の効果もないのである。

元來銀行券の發行は産業界に於ける通貨の需要の増減に應じて、之を伸縮せしめ得るの制度となさなくてはならぬ。而して其目的を達せんとするには、銀行が商業取引の關係によりて發生せる貸出の請求に應じて、銀行券の發行をなすことが

最も必要である。而して斯くの如き貸出の請求は純然たる商業手形の割引に於て最もよく現はれて居るのであるから、中央銀行が此種の手形の割引又は再割引に際して銀行券を發行することゝなさば、其發行額をして適確に産業界の必要とする通貨の需要に應ぜしむることが出来るのである。されば文明國の中央銀行は正貨準備以外に於ては、叙上の確實なる商業手形を保證準備として銀行券を發行して居るのである。大戰以前に於て最も進歩せる制度と稱せられた獨逸帝國銀行の發行制度は是であつて、即ち保證準備物件は一定の性質を有する商業手形に限られて居り、大戰直前に設立せられた米國の聯邦準備銀行に於ても銀行券發行額の六割に對しては確實なる商業手形を以て準備となすことになつて居る。而して此制度は戰後に於ても依然繼承せられ、最近設立せられた南阿聯邦の中央準備銀行も亦全く米國の制度に倣つて保證準備を銀行券發行額の六割となし、之に對しては確實なる商業手形を以て準備となすべきことを規定して居るのである。大戰以來英國に於て英蘭銀行の發行制度改善案として其銀行券發行額の三分の二に對し商業手形を充てんとするホルデン案なるものゝ現はれたのも決して偶然では

ない。

斯くの如く進歩せる發行制度は何れも商業手形を以て保證準備の内容物件となせるにも拘はらず、此點に關する我國の制度は幼稚なること甚だしく、今尙三十年前の舊制度を墨守して、實際に於ても昨秋、保證準備發行の消滅した迄の状態は主として公債證書、大藏省證券、諸株券等を以て之に充て、商業手形は最近兩三年來に及んで漸く小部分挿入せらるゝに至つたのみである。日銀が割引業務の擴張に對して極めて冷淡であり、其貸出額の毫も伸張せずして常に怠慢の誹を招いて居るのも、亦斯る制度の禍して居る點が少くないであらうと思はれる。されば我國に於ても斯る不完全なる制度は速に之を改善して、保證準備物件は商業手形を以て之に充つることゝなし、且制限外の發行を適當に制止する爲め、米國及び南阿の制度に倣つて、之に期間の制限を置くことゝなすの二點は他の改善に先つて速に之を斷行するのが極めて必要であると思ふ。而して此種の改良は今日の如き正貨の潤澤なる場合に斷行するのが最も適當で且容易なのである。

要するに斯くの如き改善策にして實行せられ、之と相俟つて金の輸出解禁の斷

行せらるゝときは、現在の如く割引額の僅少なる日本銀行にては保證準備に充つべき十分の手形を有せないのであるから、金の流出により正貨準備の減少するときは、勢ひ銀行券の收縮をなさざるを得ないであらう。而して將來日本銀行が覺醒し、割引業務を大に伸張し得た曉に於ても、制限外の發行に對する嚴重なる制限により通貨の不當なる膨脹は之を防止し得らるゝであらう。是れ予が金の輸出解禁の前提條件として現行發行制度の改善を特に推奨する所以であつて、此兩者が相俟つて行はるゝにあらざれば、金の輸出禁止のみを解除するも、到底物價の調節をなすことは出来ないのである。(大正十年十月)

四

金輸出解禁の問題に關しては、予は昨年十月の大阪朝日新聞紙上に於て數日に亙り私見(以上三項の所説が即ち是である)を發表して一日も早く解禁をなすの必要なることを反復力説したから、恐らく同好の士の一顧を煩はしたであらうし、又該私見の重要なる部分は最近武藤山治氏一派の紡績業者によりて公表されたと傳へらるゝ大阪朝日、毎日兩紙上の解禁促進公開狀にも引用せられたから、(表向に引用の旨を斷つては居らぬが)前論の起稿以

來別に所信の變更を來さない予としては再び冗筆を繰返す必要はなからうと思ふ。けれども折角大阪時事新報社より私見を徵せられたから、聊か前論を補充するの意味に於て、特に今春の議會に於て問題となつた點等に就て少しく卑見を述べて置きたいと思ふ。

元來予は我國が現在金の輸出禁止を無條件に解除するも、解禁論者の期待するやうな極めて顯著なる影響は急激には來ないと信ずるものであつて、此點より看るときは金の輸出解禁は物價調節策の隨一のものでもなければ、又我經濟界の萎靡不振を救済すべき無上の策でもない。けれども金の輸出禁止は固々一時の變則的手段に過ぎぬのであるから、之を撤廢することは漸を追ふて物價の低落を圖り外國貿易の平調を期する所以であつて、斯る政策は成る可く早くより着手せなければ十分其効果は收められないのである。政府當局は金の輸出解禁は我國の經濟状態に對して急激の怖るべき影響を及ぼす危険があるから、今少しく經濟状態の安定せる後に於て之を斷行するのが適當であるとの意見を依然踏襲して居るやうであるが、此見解は全く杞憂であつて、解禁論の聲の大なるに驚かされ、其結果を

過重視して居るのである。要するに解禁は善惡とも決して爾く大なる効果を及ぼすものではないのであつて、一言にして之を評せば少しく極言てはあるが、實行せぬよりも一日も早く之を實行した方が、より宜いと云ふ位に止まるのである。但し政府は最近通貨收縮の一手段として多年の懸案であつた在外正貨の正貨準備繰入を廢止するに決したのであるから、更に之と相俟つて現時の過大なる在內正貨を減縮せしむるに就き、多少の効果ある金の輸出解禁を斷行することは、政府の物價調節策をして一層有效ならしむる所以であつて、解禁の必要は従前に比して緊切の度を加へたと云ひ得るのである。兎も角金の輸出禁止は即時に之を解除するのが必要であつて、又其解除の方法も原則としては何等の制限又は條件等を附せぬのがよろしいと思ふ。

今春の議會に於て高橋前首相は(一)金の輸出解禁は支那に於ける金の投機賣買を盛ならしむるものであつて、其結果は我國より巨額の金の流出を惹起すること、なつて甚だ危険であること(二)金の輸出禁止を解除せずとも貿易上の必要に對しては隨時在外正貨の拂下を實行して居るのであるから、國際貸借の決濟に對して

は何等支障はないのであつて、従つて爲替相場等に對しても毫も悪影響を及ぼさないことの二點を以て解禁論者の質問を撃退するに努め、此答辨に對しては其論據を覆へし得るやうな名論は終に議會に於て聽かれなかつたやうである。

以上二個の論據の内第一の點は幾分の理由がないでもない。即ち現在金の價格は我國に於ては略ぼ戦前の平價に復歸して居るが、歐洲に於ては尙戦前の平價を遙に超過して居り、殊に今年の春季迄は二、三割位の大なる懸隔があつたのであるから、利害の打算に極めて鋭敏なる支那人が此差額を利用して金の買占をなすが如き危険も全然想像せられないではない。けれども金の買占は地金市場の状態により爾く容易に且巨額に行はれ得るものではないから、其心配は無用であり、若し萬一斯る危険が現はれたとしても、此種の投機的流出に對しては臨機の適當なる他の防止策を樹つることが左迄困難ではないから、何れにするも此弊害は高橋氏の高調するが如く大なるものではないと思ふ。

第二の點は吾人の全く諒解するを得ざる所であつて、假令在外正貨の拂下をなすとしても、我國で輸出を禁止せる場合と之を自由にせる場合とは爲替相場に及

ぼす影響は非常に異なるのである。即ち爲替相場が普通、正金輸送點以下に下落するの困難なるは、必要に應じ何時にても金を輸出し得べき可能性のあるが爲めてあつて、現實に輸出するとせざるとは寧ろ第二次の問題であるのである。即ち正貨を輸出せんとする氣配の存するときは、相場の下落は困難であつて、其傾向を阻止し得るものなのである。されば我國が金の輸出禁止を解除する時は米國に對する爲替相場は金の現實なる流出の有無如何に拘らず、現在に於けるやうな正金輸送點以下の下落は容易に之を回復し得るであらうと思ふ。吾人が米國に對する爲替相場の逆調を矯正せんが爲めに、金輸出解禁の必要なることを論ずるは、全く斯る理由に出づるのであつて、爲替相場に對する氣配の作用を無視し、單に外國に於て正貨の拂下をなすが故に其結果は同一なりと云ふが如きは本末を顛倒せる暴論であると言はなくてはならぬのである。果して然らば第二の論據も未だ以て吾人を承服せしむることは出来ないのである。(大正十一年八月)

現時の金利引下問題

一、金利引下論の主張——二、金利引下論の無理由(其二)——三、金利引下論の無理由(其三)——四、金利引下論の無理由(其四)——五、金利引下尙早論の理論的根據——六、金利引下論と日本銀行の公定利率

我國の物價が戦前の平準に比し、尙極めて割高であつて、其比較程度が英米兩國を遙に凌駕せることは世間周知の事實である。従つて國民生活の安定、諸産業の振興、輸出貿易の伸張等を圖るに就き、一日も早く或程度迄の物價引下を斷行せねばならぬことは吾人の贅言を要せざる所である。最近に至り朝野共に其必要を痛感するに至つたものと見へ、物價調節の問題が大分喧しくなつたのであつて、即ち去る八月政府は率先して十九項目の調節策を發表し、更に第二次、第三次の方策を考案して漸次其實行を期すべき意氣込を聲明したのである。茲に於て乎、物價調節の問題は漸く實行の舞臺に入ると共に、一面論壇に於ても右政府案の批評竝に今後

計畫すべき各種の方策に關する論者の提案が續出するに至つた。而して是等の所説は其論旨多岐に亘つて居るので、茲に一々紹介する閑はないが、只金融上より見て最も重要なものと考へらるゝのは、金輸出解禁と金利引下との二問題であると思ふ。けれども、金輸出解禁の問題に關しては、予は既に前稿に於て比較的詳細に私見を發表してあるから、更に進んで本稿にては専ら後者の金利引下問題に關して卑見を開陳して見たいと思ふ。先づ論述の順序として現在我國に於ける金利引下論の主張を吟味することにする。

現時行はるゝ金利引下論は大體に於て次の二つの理由に基いて居るやうに思はれる。其の一は我國の金利殊に其標準利率たる日本銀行の現行公定利率は歐米の諸國に匹儔を看ざる高率を維持して居つて、毫も世界の氣勢に順應して居らない。即ち英米諸國の中央銀行が漸次利下を斷行しつゝあるにも拘はらず、我國のみは依然高率を續くる爲め、是等諸國と我國との金利の開きが極めて大となり、既に英米に對しては倍以上の間隔を示して居る。而して斯くの如き顯著なる利鞘の發生は國際證券の再輸出を促し、或は外資輸入の計畫を喚起し其結果は銀行券の増

發或は正貨の流入として現はるゝのであるから、斯る傾向の進むに於ては、折角減少しつゝある我通貨をして再び膨脹せしむるの危険を招くのであつて、物價は之が爲めに騰貴するの虞こそあれ、之を引下げんとする方策とは全然逆行せる結果を齎すに過ぎないと云ふのである。

其の二は金利は生産費を構成する重要な一要素であるから、金利の高き時は其丈生産費を増加せしめ、物價を騰貴せしむるか、或は少くとも其低落を阻止して其負擔を消費者に轉嫁するの結果となるのである。今や政府は運賃の輕減、配給機關の完備、中間商人の排斥等によりて銳意生産費の減少を企圖しつゝあるにも拘はず、生産費の増加に關して最も重大の關係を有する金利の方面を無視して、毫も其引下を圖らんとせざるは、物價調節の努力と明かに矛盾せる態度であつて警告しなければならぬと言ふのである。此種の議論は現今政友會の特に高調しつゝある所であつて、新聞紙の傳ふる所に據れば、『金利は生産費の重要部分を構成するものであるから、物價を調節し、以て我外國貿易を盛ならしむるには先づ金利の引下を爲さざるべからず』と云ふのが同會主張の骨子であると云ふことである。

然れども私見によれば、以上の二説は共に一面観であつて、現在に於ける我經濟界の真相を深く洞察せざる見解であると思ふ。先づ第一説を見るに我國の金利殊に日本銀行の公定利率が歐米諸國に匹儔を見ざる高率であることは正に論者の説の通りであつて、吾人も亦固より其事實を認める。今論述の必要上具體的數字によりて主要なる各國中央銀行の現行公定利率を示せば次の如くである。

銀行名	變更月日	利率
日本銀行	一九一九年十一月十九日	八分三毛
英蘭銀行	一九二二年七月十三日	三分
紐育聯邦準備銀行	一九二二年六月廿一日	四分
佛蘭西銀行	一九二二年三月十一日	五分
伊太利銀行	一九二二年七月十一日	五分五厘
獨逸帝國銀行	一九二二年九月廿一日	八分
ネザラランド銀行	一九二二年七月十八日	四分
白耳義國立銀行	一九二二年六月八日	四分五厘
西班牙銀行	一九二二年五月十一日	五分五厘

印度帝國銀行

一九二二年七月六日

四分

(補註)

本論の執筆以後今日に至る迄の右表中に於ける公定利率の變動を示せば、即ち獨逸帝國銀行は十一月十三日一割に引上げ、更に本年(一九二三年)一月十八日に至りて一割二分の高率に引上げた。次に白耳義國立銀行は本年一月二十二日五分五厘に引上げ、又印度帝國銀行は十月二十六日五分、十二月十四日六分、十二月二十八日七分に引上げ、更に本年に入り一月十一日に八分に引上げたのであつて、最も頻繁な變動を示して居る。最後に紐育準備銀行は最近二月二十一日に四分五厘に引上げた。但し其他の諸銀行は依然右表示の儘である。要するに各國の公定利率は今年初頭以來大體に於て昂騰の氣運を示して居る譯である。(大正十二年三月記)

右の内各國金利の標準となれる英蘭銀行並に紐育聯邦準備銀行の公定利率の最近に於ける變遷を見るに、兩國とも戦後横溢し來つたブームを制止するの必要上、一九一九年十一月より漸次同利率の引上を行ひ、英國は翌二〇年四月十五日、米國は同じく六月一日何れも最高率七分に進めたのである。然るに爾後約一箇年に於て財界の整理も略ぼ其緒に就くに至つた爲め、昨二一年四、五月頃より兩國は相競つて公定利率の引下を斷行し、即ち同年中に英國は四回、米國は五回の引下をなして今年初頭には英蘭銀行は五分、紐育準備銀行は四分五厘の割合を採つて居つ

たのであるが英國は本年に入りて更に四回の利下を行ひ、七月十三日以来は三分の低率に下りて戦前の平準に復し、米國も遅れ馳せながら六月二十一日四分に引下げたのである。

斯くの如く英米兩國は昨年の後半期以降相次で金利の引下を行ひ、又其他の諸國も大體に於て利下の氣運に順應しつゝあるにも拘はらず、我日本銀行は一九一九年(大正八年)十一月十九日八分三毛に引上げたる儘にて、爾後一回も其引下をなすことなく、依然該高率を持續して今日に及んだのである。従つて斯る趨勢を皮相的に觀察するときは我國は如何にも世界の氣勢を無視して居るやうに思はれるが、併し之れは少くとも英米兩國と我國とが其事情を著しく異にするが爲めてあつて、寧ろ大勢に順應し得ないのが當然の徑路なのである。蓋し戦後英米に於ては銳意財界の整理恢復に盡瘁したのであつて、其努力の効果は種々の方面に現はれて居り、例へば物價の如きも英國は最高時(一九二〇年四月、五月頃)に比して十七割、米國は十三割の下落となり、現在にては英國は戦前の六割高、米國は四割高に過ぎない。其他勞銀に於ても英國は最高時の七割、米國は五割の下落を示し、現在英國は戦前の九割九

分高、米國は九割高に止まつて居る。然るに我國は本論の冒頭に於て一言せるが如く、是等兩國に比して遜色を示せること甚だしく、即ち物價は最高時(一九二〇年三月)に比すれば十三割の下落を示して居るけれども、戦前に比すれば尙十割四分の割高に在り、勞銀の如きは毫も低落せず、戦前に比し尙二十一割高即ち三倍餘の高率に在るのである。最等の簡單なる數字によりて見るも、我國に於ては財界の整理が徹底的に行はれず、一般に極めて不健全なる状態を呈して居ることは明かであつて、又實際に於ても屢々中間景氣が現出して整理の進捗を妨げ、人心の緊張を阻碍したのである。されば我國の現状は甚だ遅滞ではあるが、尙極力整理を遂行すべき時機であつて、未だ金利の引下を要するが如き安定なる状態には達せないのである。

元來通貨及び信用の急激なる膨脹を見たる後に於て、之を適度に收縮せしむることは非常の難事業であつて、極めて慎重なる注意を要すべく、一事相の輕卒なる觀察によりて金利の抑制を緩和するが如きは絶対に避けなければならぬ。現に米國に於ても昨年後半期公定利率の比較的急速なる引下をなすや、之に對する反對論は相當に有力であつて、堅實なる論者は聯邦準備銀行の政策の尙早にして投機

熱再興の危険の極めて多きとを非難したのである(前掲米國に於ける割引政策の重要問題参照)尤も此非難は大體に於ては杞憂に了つたけれども併し本年初頭以來同國に於ても中間景氣の徴候の現はれたことは掩ふべからざる事實であつて、準備銀行が今年に入り久しく利下を決行しなかつたのも全く之に因るのである。要するに金利の引下に關する大勢順應論は國々の特殊の事情を無視するものであつて、理論上實際上何等の價值をも有せない。現に英、米、佛等の諸國が利下を續行しつつあるにも拘はらず、獨逸帝國銀行が一九一四年十二月二十三日五分に定めたる儘にて爾後七箇年半全く動さなかつた公定利率を今年七月二十八日に至り始めて六分に引上げ、次て八月二十八日七分、九月二十一日八分に引上げたのを以て見るも蓋し思半に過ぐるであらう。是れ馬克相場の暴落、物價の暴騰による投機熱の横溢を阻止せんが爲めであつて、同國に於ける特殊の事情に出てたるものに外ならない。想ふに我國の現狀に於ては今日の高率なる公定利率を積極的に引上ぐるの必要は先づないであらうけれども、少くとも之を引下ぐるの時機には未だ達して居らぬものと看なくてはならぬのである。

三

前述の如く我國と歐米諸國との間の金利の開きが益々大となる傾向のある爲め論者の憂ふるやうな國際證券の再輸出並に外資の輸入計畫等の現はれて來たことは事實であつて、此現象は或場合には慥に物價の引下と逆行するものである。元來近年に至る迄我國の金融市場は其發達が極めて幼稚であつたから、歐米の市場と直接の交渉なく、従つて公定利率も二、三分の開きを看ることが寧ろ常例であつて、而かも斯る利鞘の存するに由つて我國に正貨の流入を促すやうな傾向はなかつた。然るに此状態は最近に至りて幾分變化し、所謂證券放資の著しく進歩するに從ひ、我國に於ても金利及び爲替相場等の關係によりて邦貨公債並に外貨證券の輸出入を試むること發生し、殊に大正九年九月以來國債市場の設置によりて現物取引の勃興するに從ひ、此趨勢は一層助長されたのであつて、偶々内地市場の緩慢にしてコールの著しく低率であつた爲め、是等のコール資金を利用して外債の輸入を企てたものが相當多額に上つたのである。斯くして昨年の七、八月頃迄に輸入された證券の總額は固より明細には分らぬけれども、邦貨公債約二千三百萬圓、

外貨公債約一億八千萬圓に達したと云ふことである。是等の公債の輸入は種々の理由により昨年秋季以來中絶したのであるが、今年に入り内地市場の益々緊縮を加ふるに反し、米國市場に於ける金利の低落顯著となるに至つたから、昨年輸入したるものを再輸出して外國市場に於て換價するの得策なることを發見するに至り、之が爲めに最近其輸出が著しく増加するに至つたことは少しく斯界の事情に通ずるものゝ熟知せる事實である。

然らば斯る再輸出の結果が論者の主張するが如く、我内地市場に於ける銀行券の増發を促し、或は窮極に於て正貨の流入を惹起するやうな大影響があるかと云ふに、予は其れを確實なる事實とは思はない。蓋し我國と米國等との間に國際證券の流通の起つたのは何分最近の出來事であつて、輸入されたる證券も大局より見れば未だ左迄巨額なものではない。従つて其等の證券が再輸出せらるゝとしても其額には自ら限度があるから、我國の通貨に對して大なる影響を及ぼすやうな虞はないであらう。加之現在我國は輸入超過の時代であつて、是等の證券は實際に於ては輸入品の對價として相殺せらるゝ部分が少くないのであるから、輸入超過に

伴ふ正貨の流出を多少とも緩和こそすれ、反對に其流入を招くが如き危険は殆んど認め得ないと言はなければならぬ。

次に内外金利の開きを利用して外資輸入を計畫せんとする氣運の動いて來たことも亦事實であつて、現に今夏、南滿及び川崎造船所が之を企てたけれども、外國に於ける社債に對する課設の高率なる爲め、採算上必ずしも有利とならぬので、終に該計畫を中止したと云ふことである。従つて今日迄の状態に於ては外資の輸入は未だ事實となつて現はれて來ないから、此點は特に論ずる必要はないが、只内外金融市場の疏通の大に進歩した今日に於ては金利の差の餘り大なるときは將來或は再び同種計畫の出現を見るかも知れない。けれども斯る將來の事實を憂慮して今日より金利の引下を急ぐには及ばないと思ふ。又實際斯る事實の現はるゝとしても之を阻止する途は金利政策以外に求むることが困難ではないから、旁以て外資輸入論は決して高調するには足らぬのである。要するに公定利率は以上述べたるが如き一方面的現象殊に想像的事實によりて之を左右するが如きは絶対に不可であつて、之を變更するに就ては須らく一國經濟政策の高處大局より考察せ

なくてはならぬのである。

四

更に進んで第二説の當否を吟味せんに、金利が生産費の一要素を成せることは経済學上の常則であつて、低廉なる金利が生産費を減少せしめ、延いて物價を下落せしむるの可能性を有することは之を否定するの必要はないけれども、予は我國の現狀に於ては金利を以て生産費の重要な一要素と認むることは之を首肯するを得ないのであつて、寧ろ原料品、勞銀等を以て一層重要な要素と認めなくてはならぬと思ふ。従つて生産費の低減を圖らんと欲せば、原料品の低價、勞銀の引下等に主力を注ぐべきものであつて、其等の方面を輕視して金利の引下のみを高調するは全く本末を顛倒せるものと言はなければならぬ。元來生産費を構成する各要素の輕重は生産組織の發達の程度によりて差異あるものである。即ち生産組織の大規模にして機械の利用による所謂大量生産の極めて盛なる國に於ては事業の經營に對して巨額の資金を要するから、資金の價格即ち金利が比較的重要な關係を有するけれども、之に反して生産組織の小規模にして機械の利用未だ盛な

らず、主として勞力に依頼するが如き狀態に於ては生産費の大部分を占むるものは勞銀、原料品等であつて、金利は大なる關係を有して居らない。我國の生産組織は近時大規模經營の發達洵に著しきものがあるけれども、尙大體に於ては勞力を主とする小規模經營が頗る多く、此點に於て生産費を構成せる各要素の關係が歐米の先進國に比して大に異つて居るのであるから、兩者を一律に論ずることは決して正當の見解ではないと思ふ。

例へば勞銀の騰落が物價の變動に追従することは經濟學上の原則であるが、歐米にては其追従する時機が遅く、仍ち物價の騰落が現はれてより、勞銀は遙に遅れて同様の徑路を採り、而かも多くの場合に同一の程度に達せないのが普通であるけれども、我國にては事情大に異り、勞銀は割合に迅速に物價に追従するものであつて、大戰前の統計によるも勞銀の騰貴率が物價の騰貴率を凌駕せる實例の存する程である。今農商務省の統計によりて二十世紀以來に於ける兩者の關係を示せば次の如くであつて、這般の消息を語つて居る。

(物價は重要日用商品十種の平均指數であつて、勞銀は六種の名目賃銀指數である。拙著「勞働問題研究」參照)

年次

物價指數

勞銀指數

年次

物價指數

勞銀指數

現時の金利引下問題

四一一

一九〇〇	一〇〇	一〇〇〇	一九〇六	一二七	一一八・四
一九〇一	九八	一〇四・七	一九〇七	一三六	一三四・一
一九〇二	一〇〇	一〇七・七	一九〇八	一三九	一四三・〇
一九〇三	九九	一〇九・五	一九〇九	一三三	一四四・一
一九〇四	一一一	一〇七・五	一九一〇	一三六	一四八・五
一九〇五	一二七	一一二・一			

右の傾向は大戦以來一層甚だしく、即ち財界の好況となり、各種工業の勃興するに連れ、職工の争奪烈しく行はれ、又一般に社會主義的思想の流布するに従ひ、勞銀其他勞働條件の改善に對する勞働者の團體運動激烈となりて、益々勞銀の昂騰を惹起し其結果は今日見るが如き物價と勞銀との極めて偏頗なる騰落傾向を示すに至つたのである。即ち物價は漸進的ながらも低落の步調を採つて居るに拘はらず、勞銀は毫も同様の傾向を示さない。従つて勞銀の生産費に對して重きをなせる程度は戦前よりも今日に於て一層大なるものがあると思ふ。されば生産費の減少によりて物價の引下を圖らんとせば其重要々素たる勞銀の引下を斷行すると共に輸入税の撤廢によりて原料品の低廉を圖り、或は機械の改善、能率の増進等によ

りて生産技術の上達を促すことが遙に有效であつて、二次的の方策に過ぎない金利の引下を重視するが如きは我國特有の事情を無視せる謬見であると言はなければならぬ。

以上予は論者の主張を駁するの必要上生産費を以て物價決定の重要條件であるとの前提を承認して論を進めたのであるが、此前提に對しても予は決して無條件に服従するものではない。予は物價の騰落は専ら貨物に對する需要供給の關係によりて定まるものであつて、生産費は單に供給側に於ける一要素に過ぎないと考へて居る。従つて物價の調節をなさんとするには生産費以外の種々の要素に干渉することが必要であるが、此點は本題の金利問題に直接の關係がないから、暫く論究を差控へて置く。

次に尙一言附記して置かねばならぬのは、論者が我國の金利の著しく高率なる爲め商工業者並に一般消費者が無用の負擔をなして居り、貸出資金の對價として支拂ふ金額は優に關稅營業稅等に匹敵し、生産費及び物價の上に極めて重大なる關係を有して居ると主張して居る點是である。けれども此議論は單に貸出利率の

みを見て預金利率を看過せる一面觀であると思ふ。予の見る所によれば我國に於て貸出利率の極めて高きは固より種々の理由によるのであるが、其直接の原因は預金利率の甚だ高率なるが爲めである。即ち我國に於ては歐米の如く貸出利率が預金利率を掣肘するのではなくして、反對に前者が後者に掣肘さるゝが如き奇觀を呈して居る。兎も角預金利率の甚だ高率なる爲め、一見商工業者は貸出利率に於て大に失ふやうであるが、實は預金利率に於て多く償はれて居る譯であつて、兩者の差額を計算するときは商工業者の金利に對する負擔は論者の誇張するやうに大なるものではない。要するに我國の金利を徹底的に引下げんとするには諸銀行間に於ける無用の競争を排して預金利率を大に低下せしむることが最も捷徑であつて、貸出利率の一種たる日銀の公定利率を低下するも一般金利の充分なる引下をなすことは出来ないのである。

五

以上は利下論の論據を批評して、其理由なきことを指摘したのであるが、此所論は其儘之を利下尙早論と見做して差支なからうと思ふ。けれども叙上は主として

金利引下の効果なきことを論じたに止まるのであるから、尙早論の主張を一層有力ならしむるには、利下の効果の薄弱なる所以を明かにするばかりでなく、更に進んで輕卒なる利下をなすことが財界の健全なる恢復を圖るに就き、却つて有害なることを説明せなくてはならぬ。蓋し利下をなすも、別に弊害なしとすれば、強ひて之に反對する理由はないからである。

前項に於て述べたる如く、我國の現状に於ては金利の引下は生産費の減少に對して大なる關係を有するものではないから、公定利率の引下によりて多少金利の低落を來すも、殊に現時の如き世界的不況の時代に於ては、工業者が新に資金の調達をなして、猥りに事業の創設、擴張等を計畫するが如き弊害は極めて少いてあらう。果して然らば主として金利政策のみによりて産業の振興を圖ることは到底不可能であると言はなければならぬ。されば金利の引下は工業の方面に於ける投機的計畫の復興に對しては左迄の惡影響を及ぼすものとは思はれないが、商業に對しては其影響は著しく異ると思ふ。此點は予の喋々する迄もなく、最近の『英國經濟雜誌』に於てホートレイが『工業者は銀行に支拂ふべき利率の多寡によりて

多くの苦痛を受くるものでないことは顯著なる事實である。けれども商人の場合には餘程異つて居る。彼等は自己の資本に比例して常に多額の在庫品を持つて居り且利潤並に利子の限度に關して精密なる計算をするから、利率の僅少の騰貴でも成る可く在庫品を多く置かぬやうにする。即ち斯る場合には買入を控へて、多く賣拂ふことに努めるから物價は下落せざるを得ない』(Hawtrey, The Genoa Resolutions on Currency, Economic Journal, Sept., 1922, p. 297.)と述べて居るのによつても明かである。尤もホートレイは金利引上の場合を論じて居るのであるが、反對に考ふれば、即ち金利の引下は商人の投機思惑心を刺戟して貨物に對する需要を増加せしむる危険が甚だ多いのである。

元來金利の低下は資金の融通の容易となることを意味するのであるから、産業界の不況、金融の逼迫等によりて事業の緊縮整理をなしつゝあるものも資金の融通の容易となるときは、動もすれば其整理を等閑に附するに至るは、免れ難き所であつて前述の如く工業者が金利の低落によりて積極的に事業の創設、擴張等を計畫するに至るが如き弊害はないにしても、事業の緊縮整理を忽にするに至ること

は少くとも財界の根本的恢復を遅延ならしむる所以であつて回避せねばならぬことである。我國の財界が未だ恢復の域に入り居らざること、物價と勞銀との傾向によりても知り得るのであるが、更に資金の源泉なる銀行の貸出によりて見るも、去十月末に於ける全國銀行の總貸出額四十九億圓の内約十五億圓は大正九年の恐慌以來尙回收せられざる固定貸であつて、期限毎に切替を重ね來つたものであると云ふことである。尙貸出額を預金額と比較するも全國を總括するときには兩者略ぼ均衡を保つて居るが、東京、大阪等の大都市に於ては、貸出額が預金額を超過して居り、銀行の營業内容は尙明かに不健全なる状態を示して居る。されば我國の現状は何れの方面より看るも、尙極力財界の整理を遂行すべき時であつて、斯る重要な時機に際し、聊かなりとも其整理を停滯せしむるが如き氣運の醸生は嚴に之を警戒せなければならぬ。

けれども一層憂慮すべきは斯る消極的の弊害ではなくして、商業上に於ける投機思惑の復興による假裝景氣の發生是である。而して此種の危険は特に證券市場の方面に於て頻發する虞が多い。蓋し大戰以來我國の事業者は一般に投機思惑熱

に潤蝕せられ、殊に證券投機は都鄙共に極めて旺盛であつて、最近の恐慌以來此弊風は表面に於ては大なる打撃を受けたけれども、尙根柢より一掃せらるゝに至らず、暗雲は裏面に低徊して居るのであるから、金融市場に於ける緊張の少しく緩むときは、直に證券投機又は先物思惑取引の擡頭を促す危険が極めて多いのである。兎もすれば財界の整理が停頓し、中間景氣の現出を促したるも亦斯る誘因によるのである。要するに投機思惑熱を根絶せしむることは、物價の安定を圖るに就き極めて肝要の事であつて、其弊害を排除するの方策は今少しく高率なる金利を持続すると共に銀行の貸出方法を慎重にするの外ないのである。是等の點より觀察するも金利の引下は大なる弊害を伴ふものであつて、物價の低落を阻止し、場合によりては却つて其昂騰を促す危険が少くないのである。投機思惑の復興に關する危険に就ては既に世間多數論者の云爲せる所であるから、予は今之れ以上述べないが、要するに吾人が我國の現状に於て金利の引下に反對せんとするのは全く斯る理由に基くのであつて、即ち利下は如何にするも之を尙早なりと斷ぜざるを得ないのである。

六

最後に金利の引下問題に關連して、一應附言して置き度いのは日本銀行の公定利率と一般市場金利との關係に就ての世人の謬見是である。現時の金利引下論は大體に於て日銀が公定利率の引下をなすときは市場金利も之に追從して低下すべきことを前提として居るのであるが、此前提は必ずしも正確なものではないと思ふ。元來中央銀行の公定利率が市場金利を支配し得るには、中央銀行が民間銀行に比し其資力の遙に強大であり、又其貸出が相當多額であつて、金融市場と密接なる關係を有することが必要である。近年に至る迄我日本銀行は前者に就ては大體其要件を充して居つたけれども、最近民間銀行の著しく發達して其資力も頗る充實し、現在にては日本銀行を凌駕する大銀行も現はるゝに至つたから、恐慌等の如き特別の場合を除き、平時に於ては日銀に依頼するの必要は大に減退したのである。従つて各銀行は必ずしも公定利率を標準として其貸出利率を定むる必要はないのであつて、近時其騰落が前者と歩調を一にせざる場合の往々現はるゝに至つたのは全く之が爲めてある。されば今日にては日銀の公定利率は往時の如く我金

融市場を統帥する威力はない。但し現時の如く恐慌後財界の整理完了せず、諸銀行の貸出が不相當に膨脹して其資力の比較的薄弱となれる際には、公定利率が平時に比し幾分大なる勢力を有することは之を否定することが出来ない。

次に日銀の貸出状態を見るに同行の營業方針は由來保守退嬰を極め、一般金融市場の進歩せるにも拘はらず、依然舊態を維持して、政府の御用機關たるを以て能事了れりとなし、一向其業務の刷新に努めない。従つて一般市場に對する貸出は極めて少く、此點に於て歐洲の中央銀行とは大に其趣を異にして居る。例へば現在銀行券の發行額は戦前に比して著しく増加し、約三倍の巨額に達して居るが、此は貸出の増加せるが爲めてはなくして、戦時以來輸出貿易の増進其他種々の理由によりて正貨の夥しく流入し、金準備の激増せるが爲めてある。即ち銀行券の斯く膨脹せるにも拘はらず、同行の貸出額は金融の緊縮して居ると稱せらるゝ。昨今に於て漸く一億五、六千萬圓(月末月初には此倍額位に達するけれども)に過ぎないのは、其實力に比して甚だ小額であると言はなければならぬ。斯くの如く貸出の小額なることは割引政策の萎微振はざる所以を語るものであつて、斯る状態に於ては公定利率を上下するも一般金

利に對して大なる反響を與ふるものではなく、其金融市場に及ぼす影響は論者の想像するが如く顯著なるものではないのである。蓋し公定利率の變更は金融市場、證券市場等に對して傳統的に或心理的影響を與ふるに過ぎないであらう。

次に我國に於ては一般に日銀の公定利率は市場の最低金利より低位にあるべきものと認められ、従つて市場の最低金利が公定利率以下に下るときは、公定利率を速に引下げねばならぬやうに考ふるのであるが、之は全く誤解であつて、公定利率の本質を辨へざるものである。歐洲に於ては一般に公定利率は市場の最低金利即ち市場利率より高位を保つべきものと認められて居るのであつて、此準則は十九世紀の中葉英國に於て確立せられ、近年に於ては大陸の小國にても亦之に倣つて居る。蓋し公定利率が市場金利を支配せんとするには、後者より高率でなくては其效力はないのであつて、我國竝に米國の如く公定利率が低位にあるときは其變更は市場金利に對して何等の影響を及ぼし得ざる場合も少くないのである。從來我國の銀行は中央銀行に對する再割引を以て常に營利の一手段としたから、此關係に於て日銀の公定利率は市場金利より低位にあるを要し、且其變更は銀行界に

於て注意されたけれども、近時の如く民間銀行の向上して日銀に依頼する程度の減少するときは、公定利率の低率なることは何等の意味をもなさないものであつて、斯る場合には公定利率が高位にあるのが當然なのである。要するに公定利率と市場金利との關係に就ての世人の觀念は改めなくてはならぬのであつて、市場金利が單に公定利率以下に降ることは公定利率を低下せしむべき證據ではなく、斯る現象によりて、直に金利引下論を生ずることは全然無意味である。即ち公定利率が或程度に於て市場の最低金利以上に在ることは寧ろ常態と見なくてはならぬのである。(大正十一年十一月)

金利引下論の誤謬

一、金利引下策の内容——二、割引政策の效果に關する謬見——三、通貨膨脹論の誤謬
——四、金利引下と金融界の現状

最近我國の經濟界に於ては金利引下論なるものが復た擡頭し來つて、實際家の間には之に共鳴する論者が少くないやうに思はれる。而して金利の引下を必要とする論據は種々あるであらうが、寡聞なる予の了解する所によれば、其の最も主要なる理由は、我國の產業界が大正九年以降萎靡不振の状態を辿りて輸入超過の増加を招きつゝありたるに、更に昨年の震災によりて未曾有の大打撃を蒙り、疲弊困憊、一層入超の激増を將來するに至つた。従つて我產業界の頹勢を挽回するには、どうしても輸出貿易の増進を期せなくてはならぬ。而して輸出貿易の増進を圖るには根本に於て商工業の發展を圖らなくてはならぬ。然るに我國の金利は大戦直後の泡沫時代より一向に低落せず、今尙稀有の高率にある爲め、我企業者は生産費の

上に莫大なる負擔をなして居る譯であるから、産業の發展を圖らんとするには、何よりも先づ高率なる金利を低下せしめなくてはならぬと云ふのである。

然らば金利の引下をなすには如何なる方法によるべきやと云ふに、此點に關しても論者の主張は一樣ではないが、現在最も高調されて居る提案は日銀をして其公定利率の引下をなさしむることである。けれども該利率の引下をなすには、日銀の供給する資金の高を潤澤にせなくてはならぬのであるから、明治三十二年以來二十餘年間膠着して居る保證準備額壹億貳千萬圓を此際擴張して五億乃至六億となし、且制限外の發行税をも著しく低率となすべしと云ふのである。尤も論者によりては、保證準備額を擴張すると共に、從來の發行税主義を全廢して銀行の純益に對する總括的納付金制度を採用せよとも論じて居るやうである。兎も角金利引下の方法としては、日銀の通貨供給能力を擴張して現在の如き高率なる發行税の負擔を輕減し、斯くして其公定利率を低下せしむるときは、世上の金利も之に追從して低下すべしと云ふのである。

以上の所論の内、高率なる金利が我企業者に對して無用の負擔を課して居り、産

業の發展を阻止する一因となつて居ることは、予も亦之を認むるに吝なるものではない。けれども予は高率なる金利を以て唯一の且最も重要な障害とは見て居らぬのであつて、寧ろ我が産業界の根本的調整を期するには、金利の引下以外に重大なる種々の方策のあることを確信するものである。例へば産業組織の改善を圖り原料品並に勞力の低廉を促すが如き方策も差詰め考慮せねばならぬ緊要問題であると考へる。けれども是等の問題は既に他の場所に於て幾分詳細に卑見を開陳してあるから(前掲「現時の金利引下問題」参照)本稿では其點に觸接せないこととし、茲では假りに金利の引下を以て一つの緊急對策と認め、斯る前提の下に論者の主張を吟味することにする。然るに予を以て之を看れば、前掲の金利引下策に對する論者の主張は次の三點に於て誤謬を包含して居ると言はねばならぬと思ふ。即ち(一)一國の金利は中央銀行の任意に引下げ得るものにあらざること(二)單純なる通貨の増發は金利を低下せしむる所以にあらざること(三)現在に於ける我金融界の大勢は金利の引下を可能ならしめざることである。以下是等の點に關し、一々私見を陳述して見たいと思ふ。

由來物價の操縦に關しては誤れる見解が割合に少く、何人も政府又は中央銀行等の如き機關が人爲的に物價の傾向共ものを直接に左右し得るが如く考ふるものはないけれども、金利に關しては此種の謬見が極めて多く、即ち金融市場の中樞機關たる中央銀行が人爲的に一般金利の傾向を左右し得るが如く考ふる者が少くない。けれども此は云ふ迄もなく非常の謬見であつて、物價が物資に對する需要供給の關係によりて定まる一つの社會現象であるが如く、金利も亦資金に對する需要供給の關係によりて定まる一つの社會現象であつて、單に社會に於ける一二の機關が人爲的に之を決定又は左右し得るものでは決してないのである。要するに吾人のなし得る總ては物價並に金利の何れに於ても其變動の原因たる需要供給を構成する要素を幾分變形して、間接に其發生すべき現象を調節し得るに過ぎないのである。従つて物價を調節せんとする方策は世人の熟知せるが如く、多々存するのであつて、是等の方策が夫々需要供給を構成する要素に影響して其結果生ずべき物價を間接に調節し得るに止まる。古來政府が法律を以て具體的に物價の

限度を定めんとするが如き方策の毎に失敗に了れることは全く這般の關係を無視せる謬策であつたからである。

されば金利の變動原因を無視して中央銀行が人爲的に一定の利率を指示するも、市場に於ける一般金利を之に追従せしむることは至難なのである。勿論一般金融機關の發達尙幼稚にして中央銀行が獨り強大なる資力を有し、金融市場に於て所謂獨占的地位を擁するが如き時代に在りては、中央銀行が人爲的に金利を左右し得るが如き現象を見ることがないではないけれども、斯る場合に於ても中央銀行の勢力は或限度を有するものであつて、決して時勢の推移に逆行して金利を左右し得るものではない。殊に現在の文明國に於ては一般銀行の發達せる結果、中央銀行は斯る有力なる地位を有するものではなく、此事は我國に於ても亦同様であつて、近年民間銀行の著しく向上するに従ひ、日銀の地位は漸次低下し、加之、日銀は久しく政府の御用機關たるを以て甘じて來た爲め、其營業狀態は其實力に比し甚だ不振であつて、金融市場と密接なる關係を有せないのであるから、金利に對する操縦力は決して論者の想像するが如く爾く偉大なるものではないのである。

斯く云へばとて予は固より中央銀行の公定利率が一般金利に對して全然無力であると認むるものではない。投機熱の勃興によりて金融著しく逼迫し、各銀行の貸出が不相當に膨脹して其資力の薄弱となれる如き場合には、中央銀行が卒先其の公定利率の引上をなすことは、市場金利の向上に對して比較的顯著なる影響を及ぼし得るのであつて、斯る場合には中央銀行が或程度迄明かに市場金利を左右し得るのである。けれども此は固より特有の場合であつて、又斯る場合に於ても中央銀行の態度は寧ろ時勢の推移に併行して單に機先を制したに過ぎないとも云ひ得るのである。尙此問題に關聯し、我國特有の事情に就て特に注意すべきは、歐洲に於ては中央銀行の公定利率は市場の最低金利即ち市場利率より高位にあるから、前者が後者を左右する力は引上引下何れの場合に於ても之を認め得るのであるが、我國にては之に反し、公定利率は市場の最低金利より低位にあるのが普通であるから、公定利率引上の場合には其影響を認めるけれども、引下の場合には市場金利を低下せしむる効果は殆んどないのであつて、日銀が輕卒に公定利率の引下をなすときは、市場金利との利鞘が大となるから、動もすれば一般銀行の貸出を放

漫ならしむる危険が少くないのである。是れを以て見るも日銀が其公定利率の引下をなすに就ては、特に細心の注意を拂はなくてはならぬ。要するに中央銀行の公定利率は大體市場に於ける一般金利の反映に過ぎないのであつて、後者を左右し得るは特有の場合に限られ、而かも其程度は或範圍に限られて居るのである。されば一國の金利引下策として公定利率にのみ依頼せんとするは、中央銀行の勢力を過大視するものに外ならぬのである。

三

金利引下の手段として、通貨の増發をなさんが爲めに、日銀の保證準備額を擴張せんとする主張は大體二つの異なる見地に基くものゝやうに思はれる。其の一は現在日銀は保證準備發行額に對しては一朱二厘五毛の發行税を課せらるゝに過ぎないけれども、制限外發行に對しては七朱の高率税を課せられて居り、而かも從來巨額なる限外の發行が間斷なく繰返されて居るから、日銀は其公定利率(大正八年十一月十日より現在迄八朱三毛である)を引下げることが出来ない。されば此際保證準備額を擴張すると共に、更に限外の發行税をも著しく低率となして、日銀の供給する資金の原價を低廉に

し其公定利率を低下せしむべしと云ふのである。けれども此議論は前項に於て述べたる如く公定利率が市場金利を左右し得る力の微弱なることを認むるに於ては、猥りに其引下を圖るは洵に無益な方策であつて、此點より云ふも該所論の正鵠を得ないことは明かであらうと思ふ。尙此點に就て一應論者の注意を喚起し度きは、論者は限外發行税の高さが故に、日銀の貸出利率高く、従つて亦一般金利の高率なる所以を唱ふるけれども、此は事實の真相を全く誤解せるものである。予の信ずる所によれば、限外發行税の高さは一般金利の高く、従つて亦日銀の貸出利率の高さが爲めであつて、前者は寧ろ其結果に過ぎない。而して限外發行税は最低五分迄は政府の随意に低下せしめ得るものであつて、果して論者の主張するが如く、現在の限外發行税の高さが爲めに、我國の金利が正當なる下落をなし得ないとすれば之を五分程度迄引下ぐることは極めて易々たる事業なのである。乃ち單に限外發行税を低下せしむる丈の目的ならば、何も保證準備額を擴張するが如き大袈裟な改正は要せないのである。

其の二は金利は資金に對する需要供給の關係によりて定まるものであるから、金利を低下せしむるには資金の供給を潤澤にするのが最も捷徑である。されば日銀の通貨供給能力を擴張して銀行券の増發をなさしめんと云ふのである。此説は一應尤に聞えるが、併し素人騙しの俗論であつて皮相の見解であると思ふ。金利が資金の需要供給關係によりて定まることは、一點疑なき事實であるが、さればとて、猥りに通貨の増發をなすも、決して確實且永遠に金利の引下をなすことは出来ないのである。或は通貨の増發によりて一時金利の引下傾向を認むべしと雖も資金の供給の増加は銀行の貸出を放漫ならしめ、殊に一面には通貨の膨脹によりて物價騰貴の傾向が現はれるから、乃ち投機思惑熱の擡頭を來して、資金に對する假想の需要は一層増加し、忽ち金利を反撥せしむるに過ぎないであらう。即ち單純なる通貨の供給の増加は却つて財界を不健全ならしむるの外何等の得る所はないのである。元來資金の供給の増加は其れに對する需要の増加に伴ふて起るべきものであつて、獨り供給のみが先行すべきものではない。故に吾人の主眼とすべき點は、單なる資金の供給の増加を圖ることではなくして健全なる需要の存在するとき、之に應じて容易に且迅速に資金の供給をなし得るが如き金融組織を完成する

ことが刻下の急務であつて、換言すれば資金の供給の圓滑を圖ることが最も緊要なのである。斯くせば金利は求めずとも自然に低下せらるゝであらう。

然らば資金の供給の圓滑を圖るには如何なる方策を要するやと云ふに、銀行券發行制度の改善を圖ることも一法であらうが、其は重要な方策ではないのであつて、予は我金融界の現状に於ては信用の利用を發達せしむること、資金の原價（生産費）を一層低下せしむることの二點が最も肝要であると思ふ。尤も此兩者は相關聯せる事項であるが、現在我國に於ては兩者何れも極めて不備不全である。蓋し今日の經濟界に於ては信用は一種の通貨であり、而かも伸縮極めて自在なる通貨であるから、信用の利用の著しく發達せるときは、資金の供給は極めて圓滑に行く譯であつて、銀行券の如き現實的通貨は必ずしも重きをなさぬのである。此事は現實的通貨の流通額の比較的少く、且永く變通不自由なる發行制度を採つて居つた英國の實狀によつても容易に推測が出来るであらう。而して信用の發達を圖ることは單に金融業者の責任のみでなく之を利用する商工業者の共同責任であつて、彼等の不誠實なるときは到底其發達を期することは出来ないのである。

次に資金の原價を低廉にするには、我國の現状の如く銀行數が極めて多く、其經營の散漫であつて、營業費の膨脹を看るが如き状態にては其目的は到底達せられない。殊に是等多數の銀行が無用の競争を重ねて資金の吸収に多額の利子並に經費を支出し、又其貸出が放漫であつて、貸倒の危険の少からざるが如き現状に於ては資金の原價はどうしても高價とならざるを得ないのであつて、斯る高價なる資金を擁する銀行に對して金利の顯著なる引下を要求することは木に倚りて魚を求むると異なる所はないのである。予は嘗て我國に於て貸出利率の極めて高きは固より種々の理由によるのであるが、其直接の原因は預金利率の甚だ高率なるが爲めである。歐米の諸國に於ては概して貸出利率が預金利率を左右して居るのであるが、我國にては反對に前者が後者に掣肘するゝが如き奇觀を呈して居ると述べたのであるが、此言は復た茲に反覆するの適切なるを信ずるものである。要するに資金の原價を低廉にするには銀行界の整理を圖り、其經營方針を刷新するの外ないのであつて、此種の大斧鉞を加ふるにあらざれば、金利の確實且永遠なる引下を圖ることは到底不可能なのである。

次に論者が我金融界の現状に於て金利引下論を高調することは時勢の推移を無視せる誹りを免れないのである。元來我國にては大正九年の恐慌後は極力財界の整理を圖り、不健全なる分子は之を一掃して資金に對する需要の如きも堅實なるものゝみに緊縮し、仍りて以て自然に金利の引下を促すべきであつたのである。當時朝野共に銳意斯る方針を以て進んだならば、金利の如きは一兩年にして相當に低下し得た筈である。(固より歐米諸國と同率迄引下げることとは出来なかつたとしても)然るに實際に於ては我實業家は久しく戦時の好況を夢みて着實なる整理を怠り、動もすれば投機思惑に感染して屢々中間景氣を現出せしめ、又政府も依然放漫なる積極的態度を改むることなく、却つて戦後公債を濫發して金融市場を壓迫し、之が爲め一方には輸入超過の趨勢を甚だしくし、物價、金利共に之を低下せしむるを得ずして、益々我産業をして困憊の淵に陥らしめたのである。要するに昨年の震災以前に於ける我財界の萎靡不振は全く經濟政策の實行を謬つた自業自得の報に外ならぬのであつて、此事は政府も一半の責を免るゝことは出来ないけれども、決して政府のみの責任ではない。

然るに突如大震災に遭遇して更に一層の大打撃を蒙り、殆んど收拾すべからざる難境に陥つたのである。此大難により幸にして從來の迷夢を醒されたる國民は更に再生の意氣を以て復興事業に従事するに至つたけれども、何分にも此種の事業に對して先立つものは資金であつて、其需要は各種の復興計畫を合するときは數十億にも達すべく、加之震災後入超の激増、物價の騰貴等によりて、我金融界は益々壓迫を蒙るのみであるから、金利は更に向上するの傾向こそあれ、之を積極的に引下ぐるが如きは極めて至難の状態なのである。従つて此際假りに保證準備額を擴張して更に五、六億の通貨を増發するとするも、金利に對しては殆んど見るべき好影響はないであらう。殊に復興事業の進捗に伴ひ、財界の裏面には震災前の病根たる投機思惑熱が所謂復興景氣の假面を掩ふて現はれんとして居るから、輕卒なる通貨の膨脹は益々慎まねばならぬのである。

勿論予と雖も金利の昂騰を希望するものではなく、其引下の必要なることを認むるに於ては論者の人後に落ちない積りであるが、論者の如く通貨の増發のみを以てしては決して眞に其引下を圖ることは出来ないと確信するものであつて、殊

に通貨の増發は危険の多い方法であるから、其のみを高調する所説は到底首肯するを得ないのである。是を要するに將來金利の昂騰を防止し、更に進んで其徹底的引下を圖らんとするには、一般金融界に於ける信用利用の發達、資金原價の低廉等を促すに就て最大の努力を傾注するを要すべく、銀行券發行制度の改善の如きは此目的のみに對しては寧ろ第二次的の方策に過ぎないのである。(大正十三年二月)

金利引下に關する諸説を評す

一、序説——二、保證準備擴張論——三、内外金融市場懸隔論——四、不生産的資金需要過多論——五、銀行經營拙劣論

前論は世上に行はるゝ金利引下論なるものゝ誤謬を以て(一)金利は中央銀行の任意に引下げ得るものにあらざること(二)單純なる通貨の増發は金利を低下せしむる所以にあらざること(三)現在に於ける我金融界の大勢は金利の引下を可能ならしめざることの三點となし、其れに就て私見を開陳した譯である。けれども右の私見は大體に於て抽象的であつて、現在我國に行はるゝ金利引下論の内、最も主要なる共通點と見らるべき所説に就て批評を加へたに止まり、金利引下に關する諸説を一々列擧して批判したものではなかつた。蓋し二月初旬該拙文を起稿せる當時に於ては未だ纏れる引下論は甚だ少く、當時最も世人の注意を喚起せるものは高橋政友會總裁、松方川崎造船所社長等の主張さるゝ保證準備擴張論、換言すれば

金利引下に關する諸説を評す

通貨膨脹論であつたから、私見の内容は特に論者の指名はせなかつたけれども、自然に此種の所説に就て批判せる部分の多かつたことは、前文を一瞥された讀者の容易に看取された所であらう。

然るに其後に至りて金利引下論は一層高調せられ、種々の所説が現はれて來たのであつて、此等の所説の内には有力なる主張も少くないから、更に革めて之に對する卑見を述べて見たいと思ふ。尙一言すべきは主として通貨膨脹論を批評した前文は紙幅の都合上所説が簡單であつて、多少の盡さざる點を發見したから、幾分重複ながら此點をも補足して置きたいと思ふ。但し論者の内には今尙中央銀行たる日銀が其公定利率の引下をなすことが一般金利の低下を促すに就て極めて肝要なることを主張するものが少くない。例へば最近東京商業會議所より提案せられ、終に全國商業會議所聯合會の採擇を経て政府に建議された金融緩和策なるものを見るも日銀公定利率の引下が劈頭に掲げられてあつて、極めて重要な地位を占めて居る。けれども金利の本質並に金融市場に於ける中央銀行の現在の地位等を少しく考慮するときは、公定利率が斯る萬能力を有するものでないことは容

易に了解される譯であつて、此點は予が前文に於て比較的詳細に論じた所であり、其れを以て略ぼ盡して居ると思はれるから、本稿では再論しないことにする。次に主なる所説の要點を列擧して之に對する卑見を述べやうと思ふ。

二

金利引下論の内最も有力なる主張として共鳴者の少くないものは前述の保證準備擴張論である。此種の所説は前文に於ても述べたる如く、日銀の通貨供給能力を擴張して公定利率の引下を容易ならしむると共に、他方には銀行券の増發をなして通貨の供給を潤澤にし、以て一般金利の引下を促さんと云ふのである。此内公定利率の問題は姑く舍き、専ら後者の通貨膨脹論に就て吟味せんに、元來今日我國に於て金利の極めて高きは通貨の數量の過少なるが爲である。而して斯る原因は日銀の發行制度が正貨準備を主として保證準備を従とし、而かも後者の範圍が甚だ狭められて居る爲め、通貨に對する需要の増加するも、之に應じて自由に銀行券を増發することが出來ないからである。されば斯る缺陷を除去して通貨の供給を潤澤にするには、先づ現在の如き狹隘なる保證準備を擴張するのが最も捷徑であ

つて、換言すれば英國流の正貨準備を主とする發行制度は之を改造して、保證準備を主とする制度を確立せよと云ふのである。

日銀發行制度改善の急務なることを唱ふる論者の主張は、之を金利引下論と引離して考ふるときは、慥に正當なる議論であつて、予も亦全然之に賛同を吝まぬものであり、殊に最近に及び松方氏の唱へらるゝ三分の一準備制論は偶然にも私見と符節を合して居る（松方幸次郎氏著「何故お互は馬鹿であるか」一四一―一六頁）。けれども予が日銀發行制度の改善を唱ふる理由は松方氏と同趣意ではないのであつて、即ち同氏の如く現在我國に於ける金利の高きことが通貨の數量の過少なるが爲めであり、従つて其數量の増加を圖るが爲めに、保證準備額を擴張せよと云ふのでは決してない。予の改善論は單に現在に於ける通貨の數量の過不足と云ふが如き目前の事實を前提とせるものではなくして、今少しく根本的なる發行制度の本質論より來て居るのであるから、立論の基調が全く異つて居る。元來正貨準備を主たる標準として銀行券を發行する制度に於ては、市場に於ける通貨の需要に適合して、其供給量を正確に調節する作用が甚だ薄弱であつて、例へば大戰以來に於ける米國我國並に中立諸國の状態の

如く正貨の流入の著しく増加するときは、市場に於ける通貨の需要の増加せざる場合に在りても、動もすれば銀行券の増發せらるゝ傾向を呈し、之に反して正貨の存在量の少き場合には、通貨に對する需要の増加するも之に應じて銀行券の増發をなすことが出来ないのである。故に通貨制度の進歩せる今日に於ては必ずしも正貨準備を以て金科玉條となすことなく、寧ろ健全なる商業取引の勃興する場合には正貨準備の増減如何に拘はらず、銀行券を發行し得る制度を樹つることが極めて必要なのである。而して斯る目的を達するには正貨準備は之を從とし、寧ろ保證準備を以て主とする制度を樹て、而かも健全なる商業取引に依りて發生せる商業手形を以て該保證物件に充てんと主張する所以である。

斯くの如く立論の前提が全く違つて居るから、假りに予の改善論が採用せられ、日銀の發行制度が三分の一正貨準備制に變更されたとするも、健全なる商業取引の勃興せざる以上、通貨の數量は決して増發せらるゝものではない。即ち予の主張は單に通貨の供給を増加せんが爲めに發行制度の改善を唱ふるのではなくして、銀行券の發行額をして社會に於ける通貨の需要に適合せしめんが爲めに之を改

造せよと云ふのである。蓋し通貨の數量の増減は社會に於ける商業取引の盛衰の反映に過ぎぬのであるから、完全なる發行制度は社會の通貨に對する需要の伸縮に應じて銀行券の發行額を容易に且迅速に調節し得る制度となつて居れば、其れにて十分なのである。然るに正貨準備を主とする現行の制度は前述の如く其調節力が薄弱であるから、之を改善する必要がある譯であつて、論者の如く發行制度の改善によりて通貨の増發を圖り、以て人爲的に商業取引の勃興を促さんとするが如き議論は全く本末を顛倒せる見解と言はなければならぬ。前論に於ても述べたる如く、元來資金の供給の増加は其れに對する需要の増加の現はるゝ場合に於て始めて起るべきものであつて、供給のみが先行するも、却つて不健全なる需要を喚起する危険があつて寧ろ弊害が多いのである。されば金融政策上吾人の將に努むべき點は單なる資金の供給の増加を圖ることではなくして、健全なる需要の存在するときは之に應じて容易に且迅速に資金の供給を爲し得るが如き金融組織を完成することである。換言すれば資金の供給の圓滑を圖り得るやうな制度を樹つることが最も緊要なのであるから、發行制度の改善は必ずや此見地より考究せな

くてはならぬのであつて、單に通貨の増發をなさんが爲めに、同制度を改善せんとするが如き議論は其前提が全く謬つて居るのである。

次に是非一應吟味せなくてはならぬのは論者の主張するが如く、現在の我國に於ける通貨の數量は果して過少なるや否やとの點であるが、此所論も實際の事實に反して居ると思はれる。松方氏は種々の統計を示して通貨の過少なる事由を説明せんと試みて居る。今氏の所説の一節を引用せんに『我國の經濟事情は異常の發達を遂げ、明治二十五年を一として算出すれば、大正十二年には一般會計歲入は十四倍、特別會計歲入は七十一倍、海外貿易は二十一倍、手形交換高は三百二十九倍、會社資本金は四十三倍、郵便貯金は四十一倍、銀行預金は、大正十年に於て既に千七百九十八倍し其進歩驚嘆に値するものあるに、通貨は舊臘末に於て十四倍、今日に於ては十二倍位に過ぎぬ。一方信用經濟が發達したりとは云へ、大體に於て如何に通貨が過少であるかを窺知することが出来るであらう』(大阪毎日新聞五月二十日、同氏稿「再び物價論に就て」及び「何故お互は馬鹿である乎」)と述べて居る。けれども予の看る所によれば、此等の數字は毫も通貨の過少なることを證明する材料とはならぬものであつて、場合によりては却つて全然反對

の結論が得られると思ふ。今他の數字は姑く之を措き、通貨の數量と最も密接なる關係を有する手形交換高並に銀行預金額の二者を採つて之を看るに、此兩者の増加率と通貨の増加率とが適應せず、後者の増加率が遙に少きが爲めに、通貨の數量が過少であるとは、如何なる理論に基ける斷定であらうか。予は了解することが出來ないのである。

松方氏は其所論に於て常に口を極めて貨幣數量説の誤れることを駁撃して居るから、氏が數量論者でないことは明かである。然るにも拘はらず、右に示したる關係に於ては數量論者の權威フィツシャー教授等と同じく通貨は手形交換高並に銀行預金額と略ぼ同一の比率を以て増減せなくてはならぬと認めらるゝのであらうか。而して同一の比率を以て増加せず、通貨の増加率の僅少なる場合には、直に通貨の數量の過少なるものと斷定せらるゝのであらうか。解し難きは氏の論調の態度であると思ふ。予は數量論者ではないが、手形交換高並に銀行預金額等を以て示さるゝ信用取引の分量と通貨(信用も一種の通貨であるけれども此點は姑く別物と解す)の數量との間に或關係の存するとは之を承認するものであつて、又今日迄の通貨制度に於ては信用取引が通

貨を基礎として其上に建設されて居ることも之を否定し去るものではない。けれども兩者の間に其増減に就て一定の比率の存すべきものであるなどとは到底考へられぬのであつて、又兩者の増加率の異なることは直に以て一方の數量の過少なる證憑とはならないと思ふ。寧ろ歴史的事實に就て觀察すれば信用取引の著しく發達する時代は通貨の數量の増加しつゝある時期であるから、我國に於て最近信用取引の顯著なる發展を遂げたることは、却つて通貨の増加額の相當に大なりしことを例證するものであつて、氏の所説とは全然反對の結論が得らるゝ譯である。換言すれば通貨の過少なる場合には信用取引は決して爾く著大なる發達をなし得ないのである。

更に他の方面より之を考ふるに、既に述べたる如く正貨準備を主とする我現行發行制度に於ては正貨の存在量の多額なるときは、銀行券は増發せらるゝ傾向のあるものである。然るに我國は大戰以來中立諸國と同じく金の流入が巨額であつて、近年に於ける我通貨の膨脹が日銀の金購入によれること多きは井上前日銀總裁の言明せる所である(前掲「銀行券の特質」と其「發行政策」参照)。而して我國の收得せる此等の金は最近在外

正貨に於ては著しく減少したけれども在正貨は金輸出禁止の厲行によりて毫も減少しては居らない(大戦終了當時よりは却つて増加して居る)。従つて我銀行券の發行額は大戰當時の好況時代に比し殆んど縮小されては居らぬのであつて、是れ現在我國に於て一方には通貨膨脹論の喧しきに拘はらず、他方には通貨收縮論の猶相當に有力なる所以である。想ふに最近に及び金融の梗塞し、金利の昂騰甚だしきに至れるは、明かに信用の著しく收縮せるが爲めであつて、通貨の過少なるが爲めでは決してない。果して然らば現下の急務は信用の梗塞を排除して其疏通を圖るに就き萬全の方策を講ずべきであつて、此上猥りに通貨の増發をなすことは百害あつて一利がないのである。

是を要するに日銀發行制度の改善を斷行することは極めて必要であるが、其動機は通貨の數量の過少なるを救濟せんとするが如き謬見より出つべきものではなくして、必ずや其本質上の缺陷を排除せんとする合理的論據より出發せなくてはならぬ。従つて予の主張する如く發行制度を改善するも、現在の如き信用の梗塞し、健全なる商業取引の勃興せざる時代に在りては銀行券は決して増發せらるゝ

ものではないのである。

三

保證準備擴張論に次いで我金利高の原因を説明するに就ての有力なる所説は我金融市場が國際金融の中心市場と殆んど没交渉の地位にある爲め、先進國の低率なる資金を以て金利の調節をなすことが出来ないからである。と云ふものは是である。即ち從來我國に於ては國內の金利が如何に高位にある場合に於ても短期の金融取引の關係によりて外國より資金の流入を招くが如きことは到底望まれなかつたのであつて、斯る場合に強いて外資を輸入せんとせば、政府、公共團體又は私設會社等が特に外債を發行する手續を踏まねばならなかつた。最近に至り金利の關係によりて外債の可否を決するやうなことが幾分現はるゝに至つたけれども、尙外債による資金の輸入は其手續が煩雜であつて、急場の間には合はぬのであるから、金利の關係によりて容易に手形の移動するが如き歐米諸國間の現象は見られぬのである。兎も角右の如き關係によりて我國の金利は著しく昂騰するものであると云ふのである。(大阪朝日新聞四月十六日、星野行則氏稿「金利は如何したら下がるか」及び同新聞四月二十五日、山室宗文氏稿「我金利の高い譯參照」)

此説は或程度迄は慥に事實であつて、我金融市場は歐米の市場に對し距離の懸絶せると、且從來其發達の甚だ幼稚であつた爲め、兩者の間に直接の交渉がなかつたから、大戰以前に於ても彼我利率の上に常に多少の開きの存するのを常として居つた。斯くの如く我國に於ては國內に於ける金融の逼迫の爲め金利の著しく昂騰することあるも、外國より資金の流入を促すやうな事實は全然現はれなかつたから、我國の中央銀行は金の流出入を調節するが爲めに公定利率の變更をなすやうな必要は之を経験せなかつたのである。我國に於て英國流の割引政策 *Discount Policy* なるものゝ行はれなかつたのも全く之に據るのである。勿論論者の云ふ如く外債によりて資金の輸入を圖ることは從來屢々行はれたのであるが、其方法が金利の調節の上に大なる影響のなかつたことは事實である。要するに我國は金融上に於ては孤立的地位を有し、國際金融の中心市場とは大體に於て没交渉であつたのであつて、之れが爲めに金利は専ら國內的原因によりて變動を受け、國際的中心市場の平準と遠かつて居つても、資金の移動によりて之を調節する途のなかつたことは明かなる事實と言はなければならぬ。

けれども予の考ふる所によれば、叙上の事實は我金利を積極的に高率ならしめた直接の原因ではなくして之が、引上を阻止せざる消極的原因に過ぎないと思ふ。換言すれば我金利を積極的に騰貴せしめた直接の原因は全く他にあるのであつて、只外國市場と交渉なき爲め、他の國內的原因によりて昂騰したる金利も低率なる外資の流入によりて容易に且迅速に其引下をなすことの出来なかつたに止まるのである。歐米の市場に於ては資金の移動による調節作用が鋭敏に働くから、金利の引下は容易に行はれて、其騰貴は間接に阻止されるけれども、我國の金融市場には斯る作用の存せざる爲め、金利の騰貴は場合により極端なる程度に進む虞がある譯である。けれども金利を引上げしむる積極的原因と之れが引上を阻止せざる消極的原因とは固より其種類並に性質を異にするものであつて、又金利昂騰の眞因が前者にあつて、後者にないことも固より論を俟たない。されば我金融市場が假りに歐米の市場と没交渉な地位を占めて居つたとしても、我信用制度にして著しく發達し資金の供給の圓滑であるときは、決して金利は左迄騰貴するものではないのであつて、斯る場合には外國市場との交渉の如きは實は何等の關係もない

のである。

現に外國市場との交渉の殆んどなかつた我徳川時代に於ても、信用制度の大に發達して居つた大阪に於ては、金利は一般に極めて低率であつて、例へば掛屋の大名に對する貸付利子は通常三、四朱であつて、高きも五朱に止まり、一般の商取引に於ても大抵四、五朱に過ぎなかつたと云ふことである。而して大阪に在りても金利の著しく昂騰するに至つたのは全く維新以後の事に屬するのである。(關西信託時報第二號「退論序」参照)此等の事情を回顧するときは、八、九朱若くは一割を超ゆること稀ならざる今日の實情に比し、其の如何に低率なりしかは洵に吾人の意想外とする所である。果して然らば現在我國に於て金利の極めて高きは我金融市場が國際金融の中心市場と没交渉なることが重要なる原因ではなくして、其眞因は全く他にあるのである。従つて其眞因を匡正せざる以上、金利の徹底的引下を圖ることは到底出來ないのである。

四

第三に擧ぐべきは我國に於ては生産の發達、資本の増加を伴はざる資金の需要

の過多なる爲め、動もすれば金利の昂騰を促すと云ふ所説である。此所説に於て示さるゝ生産の發達、資本の増加を伴はざる資金の需要とは種々の意味を包含するものであつて、例へば我國に於て一般國民の消費の甚だ放漫なることも其の一因であり、又産業界に於て投機の極めて旺盛なることも其の主要なる一因であるが、最近殊に論者の高調する點は中央政府並に地方公共團體の經費の膨脹甚だしく、之れが爲めに市場の資金にして租税又は公債の形式により政府又は公共團體の許に吸収せらるゝ額が甚だ巨大であつて、結局生産資金の缺乏を來し、金利の昂騰を促す原因となると云ふのである。(前掲野野氏稿及び山室氏稿)

我國に於て不生産的方面に使用さるゝ資金の需要の極めて多き事は論者の指摘する通りであるが、此事は寧ろ大戰以後に至つて顯著となつた事實であつて、我國の金利が歐米に比して常に高率であつた一般的原因を説明するに就ては未だ

以て不十分であると思ふ。何となれば國民の消費の放漫なることは、大戦當時の好況時代以後特に甚だしくなつたのであつて、投機の旺盛となつたのも略ぼ同様の傾向を採れるものであり、又中央政府並に地方公共團體の經費の膨脹も近年に至りて特に著しく現はれて來た所であるけれども、金利の高率なることは必ずしも大戦以來の現象ではなく、前に述べたる如く維新以降我金利は大體に於て終始歐米市場に比して高率であつたからである。只最近に及び事業界の沈滞せるにも拘はず、金利の昂騰の甚だしき爲め、營業者の苦痛を感ずる程度が大となり、一層其引下論を高調せしめたに過ぎないのである。予は我國に於て一般的に生産資金の稀薄なるが爲めに金利の低下せざる事實は之を認むるに吝なるものではないけれども、其主要なる原因は必ずしも生産的方面に使用さるゝ資金の需要の過多なるが故のみではなくして、其眞因は矢張り他にあるものと言はなくてはならぬと考へる。尤も最近に及びて生産的需要的特に増加し、其の結果金利の引上げられたことは明かなる事實ではあるが、此は寧ろ他の原因によりて本來高率なる金利を更に奔騰せしめたる追加的原因に外ならぬのであつて、之を以て殆んど唯一

の根本的原因と認むることは決して正鵠なる見解とは云へぬと思ふ。従つて中央政府並に地方公共團體が大に其經費を節減して緊縮的財政を實施し、又國民が消費若くは投機を大に慎むとしても、金利の低下すべき程度は恐らく論者の想像するが如く著大なるものではないのであつて、其徹底的引下は更に他の方策を俟たなくてはならぬのである。

果して然らば我國に於て生産資金の稀薄なるは抑も如何なる原因に基くやと云ふに、其根本的理由は我富力の貧弱なるに因るのであるが、其れよりも寧ろ重大な原因は資金の利用の拙なるが爲めである。但し茲に資金の利用の拙なりと云ふは以上述べたる如く資金が生産的方面又は不生産的方面等に使用されると云ふが如き利用の方面を指すのではない。用語が聊か不穩當であるが、予の言はんと欲する意味は、資金の能率を發揮せしむることが甚だ拙劣であることを特に指摘したいのである。換言すれば我國にては定額の通貨を基礎として、其上に數十倍又は數百倍に達する信用を建設することが出來ない。勿論既に述べたる如く我國に於ても近年信用の發達は甚だ顯著であつて、現に松方氏の擧げたる如く手形交換高

並に銀行預金額の激増は明かに此事實を示すものであるが、而も尙信用の利用に就て遺憾とすべき點が甚だ多いのである。例へば銀行預金の如きも通貨の作用を有する當座預金は比較的少くして、定期預金が多いのであるから、其激増せる割合に信用の利用は擴大されない。斯くの如く信用の利用に就て缺陷の多きは金融業者の經營方針の誤つて居ると、又一つには金融業者を利用すべき商工業者が無智又は不誠實であるからである。尤も單に商工業者が無智又は不誠實であるばかりでなく、其企業組織の幼稚なることも信用の疏通を圖るに就て一大缺陷となつて居ることは之を認めなければならぬ。要するに我國に於ては尙一層信用の圓滑を圖り、斯くして資金の利用を大に發達せしむることが緊要事であつて、斯くせば金利は求めずとも自然に低下せらるゝであらう。

五

最後に注意すべきは我國に於て金利の高きは銀行經營の上に幾多の缺陷の存するが爲めであると言ふ所説である。茲に云ふ銀行經營上の缺陷にも亦種々の意味があるであらうが、其主なるものを擧ぐれば、我國にては銀行數の餘りに多き爲

め其經營の散漫であつて、動もすれば經營費の膨脹され勝であると共に、他方には銀行數の多き結果は、同業者間の競争を極めて激烈ならしめて、銀行自身に對して種々の不利益を蒙らしめて居る。例へば預金の吸収に對しては高率の利子を支拂ふ等多額の經費を要し、又貸出も顧客の選擇が困難である爲め、動もすれば放漫に流れ勝であつて、一方商工業者の不誠實なると相俟つて貸倒れ並に固定の危険を甚だ多からしめて居る。而して此等の損失は結局轉嫁せられて銀行の有する資金の原價を著しく高からしめ、金利の昂騰を促すに至るのである。されば此種の缺陷を除去するには銀行界の大整理を斷行すると共に、其經營方針を刷新せしめ、併せて又銀行業者並に一般商工業者の金融取引に對する頭腦の改造をなさなくてはならぬと云ふのである。

此種の主張は極めて正當なる所説であつて予は全然之に左袒せざるを得ないのである。予は我國に於て金利の高き根本的の理由は前項に述べたる資金の利用の極めて拙なること(換言すれば信用の利用の拙なることである)と尙一つは茲に擧げたる銀行經營の缺陷より生ずる資金の原價の高價なることの二點に歸すべきであると確信して居るの

であつて、其他の原因は要するに追加的のものか或は消極的に金利の引下を妨げて居る障害に過ぎないと考へて居る。従つて此等の根本的原因に對して斧鉞を加へざる以上は如何に附隨的原因を除去又は矯正するも、金利の確實且永遠なる引下を圖ることは到底不可能なのである。

尙序ながら一言せんに、叙上の如く銀行間に於ける競争の激烈なる結果、預金利子の高率となり、延いて銀行經費の膨脹を惹起し結局資金の原價を高價ならしむるとの主張に對しては、實際家の間に反對論があつて、即ち預金利子の高率なることは我國金利高の主因ではないと論じて居るものが少くない。例へば加島銀行重役星野行則氏の如きは、『銀行間の競争の爲め預金利子を高めて居ることも事實であらう。併しそれが我國の金利高の主因をなして居る如く考へるのは大なる誤解である。何となれば銀行間の競争の如きは預金利子を釣上げる作用ともなるが、同時に其競争の爲め割引料なり、貸付利子なりが今一段上るべきものを上らしめざる作用をもなして居る。故に銀行の競争が金利高の主因の如く解することも皮相の考へである』(前掲星野氏稿)と述べて居る。けれども此議論は甚だ奇妙な論法であつて、到

底承服することは出来ないのである。蓋し銀行も一つの營利事業である以上、其經營費を支辨せる上、尙或程度の利潤は之を擧げなくてはならぬのであるから、其貸出利子なるものは少くとも預金利子に經營費並に利潤を加へたものと言はなければならぬ。従つて競争の結果預金利子の高率となるときは、銀行が其經營費並に利潤を著しく減少せしめざる限り貸出利子は高率とならざるを得ないのであつて、而かも經營費並に利潤の削減は營利業者たる銀行の固より好まざる所であるから、要するに此場合に銀行間の競争は單に貸出利子の極端なる騰貴を阻止するに止まるのである。即ち預金利子の高率となるときは固より同一の割合にはあらずとするも、貸出利子の昂騰を招かざるを得ないのであつて、此事は小賣商人の數の多き場合に、却つて小賣價格の高價となると全く同一の理由に基くのである。

松方氏は預金利子の高きは是れも亦通貨の數量の過少なるが爲めであるとし、『即ち日銀發行制度の不備なるが爲めに、低利なる貸付資金少く、銀行が其貸付資金を世界に類例ない定期預金に求むるが爲めである。今若し我國が世界の趨勢に遅れたる發行制度を改正し、或は陳腐なる從來の運用方法に改善を加へて貸付資金

の圓滑を計らば、預金利子の如きは自づと低下す可きものであると思ふ。（何故お互は馬鹿である乎）と論じて居るけれども、此説は固より謬見であつて、予をして言はしむれば預金利子の高きは通貨の數量の過少なるが爲めではなくして、銀行數の過多なるが爲めである。而かも我國の銀行は其經營方針の誤つて居ると、且信用の利用の幼稚なる爲め、振替預金（當座預金）の發達を圖ることが出來ないで、多く定期預金、特別當座預金の如き直接預金の吸収に没頭するのであるから、斯く多數の銀行が直接預金に傾注するに於ては其利子はどうしても高率とならざるを得ないのである。

最後に此問題に關聯して尙附言すべきは前條の如く預金利子の高きことが金利高の原因であることは明瞭なる事實であるとするも、更に斯く預金利子を高からしめたる眞因は預金協定の存する爲めであるから、斯くの如き有害無益なる協定は速に之を撤廢し、自由競争によりて公正なる利率を成立せしむるに於ては、預金利子の低下を圖り、延いて貸出利子の低落を促すことが出來ると主張する論者を散見することは是である。（時事新報五月二日、安川雄之助氏「金利協定を廢せ」）此説は銀行界の實情を理解せざる議論であるから、一顧の價値はないけれども、一言其妄を辯ぜんに、我銀行界の現狀に

於ては預金協定は論者の想像するが如く、爾く有害無益なるものではないのであつて、却つて是があるが爲めに兎も角も預金利子の昂騰は阻止されて居るのである。然るに若し之を撤廢するに於ては、銀行間の競争は更に激烈となりて預金の爭奪は極端なる程度に行はれ、結局預金利子は一層の奔騰を見ざるを得ないであらう。即ち預金協定は銀行界の整理の完成せざる内は輕卒に之を撤廢することは出來ないのであつて、其存在は金利の高率となる原因では固よりないのである。

（大正十三年六月）

爲替政策の根本問題

一、我國爲替相場の現状——二、爲替自由放任政策の效果——三、爲替自由放任政策の障害——四、爲替の根本的調節策

一

昨年の震災以來復興物資に對する需要の勃興すると共に、輸入貿易の激増を看るに至つたのに、一方之に對應すべき輸出貿易は生絲業其他各種産業の打撃によりて大に減退し、剩へ輸入の決済に充つべき在外正貨は漸次減少して甚だ残り少くなつた爲め、政府は其の拂下に對して種々の制限を附するの已むを得ざるに至つた。されば我國の國際貸借は極めて偏頗なる状態となりて、爲替の甚だしき逆調を招き、大戦によりて非常の創痍を蒙りたる歐洲の交戦諸國と殆んど逕庭なき境遇に陥つたのである。政府は斯る頽勢を挽回する爲め、輸入の制限、爲替の恢復に對して種々の人爲的政策を加へ、即ち在外正貨の拂下を益々嚴重となすは勿論、更に輸入信用狀の發行制限、正金建値の高率維持等の方策を實施し、更に在外正貨の充

實を圖る爲め、二月中旬五億五千萬圓の大公債を英米市場に於て募集するに至れる等百方調節策を講じたのである。けれども是等の政策は皆殆んど無効であつて外債成立後却つて爲替相場の暴落を來し、即ち對米爲替は竟に四十一弗代に低下し、將に四十弗をも割らんとする状態を示すに至つた。

茲に於て乎、政府も終に策の施すべき所を失ひ、在外正貨拂下制限の外は努めて姑息なる人爲的調節策を撤去するに至り、大體自然の落着くべき所に放任するの已むなきに至つた。從來市場相場に比し、放外なる高値を維持しつゝあつた正金の建値が數次の引下を経て、最近市場相場と一致するに至つた如きは明かに右の政策の一變を語るものと言はねばならぬ。而して其の結果、市場氣配も三月中旬より稍々安定状態を辿るに至り、四十二弗前後に落着くことゝなつたのである。されば政府の態度を大に攻撃しつゝあつた所謂識者の所論も次第に其鋭鋒を收めて、斯る自由放任政策を以て大體に於て機宜に適せるものとなし、將來に於ては三月末を以て了る輸入税免除の撤廢、下半期の輸出増加等によりて或程度迄の爲替恢復は不可能ではないと認め、只今後に於ける永遠の財界恢復策としては官民の努力

により輸入品に對する消費の節約、輸出貿易の増進等を圖るの外良策なきことを認むるに於て一致するに至つたやうである。尤も論者の主張に就て一々其内容を吟味するときは枝葉末節に互つて多少の扞格の存することは勿論であるが、兎も角爲替の自由放任政策なるものが多數識者の共鳴を得て居ることは事實であると思ふ。要するに此の種の所説に従へば、爲替政策の要諦は自由放任の外ないのであつて、今日の如く大體安定を得たる以上は、更に此れ以上の根本的爲替政策は要らないと云ふのである。けれども予は斯の如き自由放任政策に對しては尙幾多の疑問を有するものであつて、之を以て我政府の爲替政策が一段落をなせるものと信ずるものあらば、其の大に謬れることを指摘せなければならぬ。本稿は聊か此點を論斷して見たいと思ふのであるが、先づ論述の順序として一應爲替の自由放任政策なるものゝ内容を吟味することにする。

二

元來爲替の自由放任政策とは爲替相場其ものに對して何等の人爲的制限の存せざることを意味するのであるが、實は之にも二つの場合があつて、其の一は金の

流出入を自由となして爲替を成行に放任する場合、其の二は金の流出入を不自由となし、換言すれば我國の現状の如く金の流出を阻止して爲替を成行に放任する場合はである。後者を自由放任政策と稱するは實は適當な用語ではないと思ふけれども、姑く現在我國に行はれて居る實際の用例に従つて斯く名附けて置く。

先づ第一の場合より其特質を述べんに、金の流出入の自由なるときは、爲替は自然の儘に放任せらるゝとしても、決して大なる變動を示すものではない。例へば輸入超過其他對外債務の増加するときは、爲替相場が逆調となり、相場の採算上内國貨幣に於ける換算額が増加するから、爲替を買入るゝことは益々不利となる譯である。従つて斯る場合に其不利益の大となるときは、爲替を買入るゝよりは、直接に金を流出する方が有利となり、自然に其流出を促すに至るのである。而して金の流出の起るときは爲替に對する需要が減少するから、其逆調は阻止せられ、場合によりては却つて反撥の傾向を生ずるのであつて、即ち金の流出入の自由なる場合には其自然的調節作用によりて爲替は大なる變動を示すものではないのである。但し普通の爲替理論によるときは、金の移動の自由なる場合には正金輸送點なるも

のがあつて、爲替相場は正金輸出、輸入兩點を極度とし、其範圍内に於て變動するに止まると説明されて居るけれども、此は必ずしも事實ではなく、交通の便否、金融取引の粗密等の關係により正金輸送點を割りて動搖することも決して起らぬ譯ではない。けれども斯る場合に於ても結局は金の移動を惹起するに至るから、幾何もなく爲替相場は正金輸送點内に復するものが常であつて、甚だしき變動を示すことはないのである。要するに爲替を自由に放任するも、金の流出入を自由にするときはその自然的調節作用によりて爲替は甚だしき變動を起さぬのであつて、斯る状態が最も理想的のものなのである。

第二の金の流出入を不自由として爲替を成行に放任することは、前述の如く我國が最近採用するに至り、又現在我國に於ける多數識者の賛同を得つゝある所の政策であるが、斯る場合には金の移動による自然的調節作用なるものは全く其効果を現はすことが出来ないから、爲替の變動は一に國際貸借の均衡によりて安定を維持するの外ないこととなる。従つて國際貸借が不均衡となり、甚だしき片爲替となる時は、爲替相場は大なる變動を惹起することとなるのであつて、其變動は片爲

替の程度に比例して益々大となるのである(實際には爲替投機が行はれるから、此例以上の變動をなすことも少くない)。されば斯る場合に爲替の變動を阻止せんとするには、金の流出入の不自由なる状態を撤去して之を自由となし、其れによる自然的調節作用を恢復するか、或は輸出貿易又は輸入貿易の何れかを夫々場合に應じて伸縮し、以て國際貸借の均衡を圖るの對外策はない。但し此場合に於ても爲替相場其ものが或程度迄自然的調節作用(金の移動による自然的調節作用とは全く別箇のものである)を有し、其變動の餘りに甚だしきときは、終に右の如き調節作用を現はすに至ることは之を認めなければならぬ。

我國の現状は叙上の第二の場合に該當するものであつて、又我國の識者が此種の自由放任政策に左袒せる理由も恐らく右述べたる爲替相場其もの、自然的調節作用を重視せるが爲めであらうと思はれる。仍つて今該作用の特質を少しく説明せんに、例へば輸入超過の打續きて爲替相場の逆調となるときは、内國貨幣に於ける換算額が増加するから、輸入品の價格は其丈騰貴する譯であつて、輸入は爲替の逆調の甚だしきに從ひ、益々不利となるのである。然るに同一の場合に輸出品の價格は反對に低廉となるから、外國に於ける購買力を刺戟して輸出は一層有利と

なる譯である。従つて爲替相場の著しく下落するときは、輸入を抑へて輸出を奨励する結果を招くのであつて、斯る調節作用により輸出の増加する時は、爲替相場の逆調は自然に矯正せらるゝのである。されば金の移動による調節作用に依頼せずとも、爲替相場は其れ自身に於て一種の調節作用を有するから、之を自由に放任するも、左迄憂ふべきものではないと云ふのである。我國に行はるゝ自由放任論は儘に斯る論據に基くのであつて、現に論者の内には此點より觀察して爲替相場の逆調は輸入關稅と同一の作用をなすものであつて、輸入を阻止するに就ては有效なる障壁となると論じて之を稱揚して居るものもある位である。けれども此種の自然的調節作用は果して論者の考ふるが如く我國に於て圓滑に行はるゝであらうか、又其結果は我國國民經濟の健全なる發達に對して貢獻するであらうか、此點が甚だ疑問なのである。

三

以上述べたる第二の自由放任論は一應尤であり、又爲替相場に斯くの如き自然的調節作用の存することも事實であるが、此は種々の前提條件を必要とするもの

であつて、金の移動を自由にせる場合の調節作用のやうに確實に現はれるものではない。従つて斯る調節作用に依頼することは餘程危険であつて、之に伴ふ犠牲が少くないのである。何となれば斯る場合に爲替の逆調を矯正するには、輸出貿易の増進其他對外債權の増加を圖らなくてはならぬのであるが、此事は輸出品價格の低廉となるが爲めのみによりて決して達せらるゝものではないからである。尤も價格の低廉なるとが輸出貿易を促進せしむる一大楔子であることは否定すべからざる事實であるが、尙此外に輸出に充つべき物資の潤澤豊富に存すること並に輸出品の品質の優良なることの二點をも特に必要とするのである。然るに我國は此二點の何れに於ても極めて不満足であつて、即ち天然資源の乏しき我國にては内國の生産品にして國民の需要を充し、尙海外に輸出すべき大なる餘剰を有するものは幾何もない。加之、我國の工業は其事業組織の小規模にして幼稚なると、且技術の一般に拙劣なる爲め、今日の所優良なる製品を多量に生産することは到底覺つかない。従つて我現狀に於ては爲替の採算上假令價格に於て有利となるも、直に輸出貿易を大に進捗せしむることは至難なのである。但し斯く云へばとて價格の

低廉なることが我輸出貿易の發達を圖るに無關係なりと云ふのではない。我國の製品の如き品質の良好ならざるものは、せめて價格丈でも低廉でなくては販路を開拓維持するの困難なることは勿論であるが、併し單に價格丈が低廉であるからとて、急激に輸出額を増進せしめ得るものでないことは吳々も之を讀者の腦裡に印象せしめ置かなくてはならぬ。

然れども更に翻つて考ふれば、我國の如き國情に於ては爲替の逆調なることは必ずしも確實に輸出品の價格を低廉ならしむる所以とはならぬと思ふ。何となれば我國にては前述の如く天然資源の貧弱なると、技術の幼稚なる爲め、各種の工業を勃興せしむるに必要な諸原料品並に機械類は全く之を輸入に仰がなくてはならぬのであるから、爲替の逆調なるが爲めに、是等の輸入品の價格の騰貴するとは生産費を膨脹せしめ、更に製品の價格を騰貴せしむる結果を招くものと言はなければならぬ。尤も爲替の下落するときは、其下落以前に原料等を購入し居れるものは其製品の價格を騰貴せしむるに及ばないから、輸出上有利な立場にある譯であるが、此利益の間もなく消盡せらるゝことは論を俟たない。されば爲替の逆調

によりて輸出品の価格を低廉ならしむることは單に一時の過渡的現象に過ぎないのであつて、忽ち生産費の暴騰は製品の価格を高め、爲替の下落による利益を相殺するに至るであらう。即ち爲替相場の不利なるときは、原料品の割高となる爲めに、我工業は大なる打撃を蒙らざるを得ないのであつて、又機械類の高價となる爲め我工場は舊式の劣悪なる設備に満足せなくてはならぬのであつて、能率の増進の如きは到底満足に遂行することは出来ないのである。要するに我國に於ては各種の工業を維持發達せしめんとするには、假令價格の割高となるも、原料品並に機械類は之を外國より購入せなくてはならぬのであるから、爲替相場の不利なるが爲めに我國民經濟に及ぼす悪影響は決して尠少ではないのである。果して然らば爲替相場の自然的調節作用なるものは我國に在りては決して満足には行はれないのである(以上と全然同一の所説は英國に於ても唱へられて居る。最近船載のWalker, Modern Foreign Exchange, 1923, chap. VII, XIII を見よ)。

尙序ながら一言せんに、爲替相場の變動の甚だしきことは決して國民經濟の健全なる發達を圖る所以ではない。此事は隣邦支那の状態を見れば、明瞭に知り得るのであるから(戦後に於ける獨逸の状態も亦同様である)特に説明する必要はないのであるが、要するに國際間

の貿易に於ても内國交易と同じく加工及び賣買の利潤を確實にすることが必要であつて、此れ以外に爲替相場の不利によりて右の利潤に大なる影響を受くるが如き場合には、國際貿易は甚だしく投機的となる譯であつて、決して望まじき状態ではない。何となれば單に爲替の採算上輸出入の利又は不利となると云ふが如き状態は要するに一時的のものであつて、永遠に貿易の内容を改善し得る力はないからである。されば爲替の變動は可及的之を排除するに努め、以て國際貿易上に於ける投機的分子を減殺して採算の基礎を確實にすることが貿易の發展上最も肝要なることは論ずる迄もないのである。而して其變動を少くすることは現在の如き自由放任政策によりては到底達せられない。

以上述べたる所によりて之を觀れば、今日の如く爲替相場を暴落せしめ置くことは決して正當の政策ではないのであつて、又論者は自由放任政策の結果、現下の如く安定したものゝやうに考ふるけれども、此は決して眞に安定した譯ではないのであつて、國際貸借の變調により何時再び下落の傾向を採るや圖られない。爲替相場の暴落せる結果、現在にては綿製品、雜貨類等の輸出の有利となりたと、三月

末を以て輸入税免除の撤廢せらるゝ等の理由によりて一時小康を呈して居るけれども、必ずや近き將來に於て我工業者は原料品並に機械類の購入に就て大なる苦痛を訴ふる時が來るであらう。想ふに爲替の暴落は我産業上極めて不利なる影響を與ふることは以上述べたる所によりて明かであり、又我國に在りては爲替相場其ものゝ自然的調節作用なるものは期待し得られないのであるから、爲替に對して此れ以上の政策を要せずとの議論は到底採るに足らざる謬論と言はなければならぬ。従つて現在の自由放任政策なるものは之を撤廢し、更に根本的政策を講せなくてはならぬことは最早多辯を要せないと思ふ。而して其方策として差向き實行すべきものは矢張り何人が考慮するも、金の輸出解禁を斷行して其流出を自由となし、以て其自然的調節作用を復歸せしむるの外名案はなからうと思ふ。此方はは慥に有效なる方策であつて、金の流出を自由となすときは、直に其調節作用現はれ、正金輸送點以下の暴落は容易に恢復せらるゝであらう。

四

然らば我政府は斯る有效なる方策の存するにも拘はらず、何故に之を決行し得

ないで不利なる爲替の逆調を忍ぶかと云ふに、實は之にも大に理由があるからである。即ち我國の現状の如く入超の繼續する時代、殊に震災以來其傾向の一層顯著となり、尙今後復興事業の完成に要すべき期間は略ぼ同一狀態(現在の儘にして一般の事情に變化なき時は)を繼續するものと看做さなくてはならぬ時代に輕卒に金の輸出禁止を解除するときは、折角大戦によりて集積したる正貨は之を蕩盡するに至るの危険が少なくなひからである。勿論正貨を蕩盡するも此間に我産業の堅實なる發達を完成し、國民經濟の基礎を鞏固となすを得ば、一旦流出せる正貨も容易に之を回收することが出来る譯であるから、必ずしも憂ふるに足らぬけれども、若し其中途に於て正貨を蕩盡し、而かも尙産業の確立を期し得ないとすれば、正貨の相當潤澤なる現状に比し、更に非常の窮境に陥らざるを得ないのである。尤も漫然正貨の流出を虞るゝマ「カンテイリズム論者の如きは之を批判する價值はないけれども、冷靜に我國國民經濟の將來を考慮せる論者にして、且金の即時解禁の有效なることを信じて、尙其斷行の提唱を躊躇しつゝある所以は全く其流出程度の不明なるが爲めである。政府の解禁を斷行し得ない理由も明かに茲に在ると思はれる。

解禁論者の内には三、四億程度の流出を以て爲替相場を恢復し、輸出貿易を振興せしめ得るが如く考ふるものがないではないけれども、此は固より單なる臆測に過ぎないのであつて、毫も信憑するに足らない。予は元來解禁論者であつて、夙に其急務を論じたものであるが（前掲「金輸出解禁」の效果如何一参照）併し其時機を失したる今日に於ては僅に三、四億の流出を以て我財界を恢復せしめ得るや否やに就ては非常の疑問を有するものである。要するに今日の我國情は洵に痛し痒しの状態であつて、朝野を擧げて右すべきや左すべきやの岐路に彷徨しつゝあるものである。けれども現状の儘に推移するときは、我財界の恢復は困難であり、又前に屢々述べたる如く爲替相場其ものゝ自然的調節作用は到底期待されないから、どうしても何等かの根本的政策を講ぜなくてはならぬ。それには矢張り多少の危険は之を覺悟して金の輸出解禁を斷行するの外良策はないのであつて、斯る場合には固より相當巨額の流出は之を豫期せなくてはならぬのであるから、政府並に國民は此際餘程の大決心を以て、今後は極力舊來の陋習を打破して産業の堅實なる發達を圖るに勇往邁進せなくてはならぬ。斯くして金の流出をして我産業の發展に寄與せしむるやう努む

ることが肝要なのである。尙此點に關聯して此際國民の日常生活を大に改善することも亦必要であつて、現在の如く國民が極めて不合理なる消費をなしつゝあるが如き生活振は之れを一新し、以て多少とも輸入の減退を圖るに努力せなければならぬことも論を俟たないと思ふ。

最後に金の輸出禁止を解除するときは、日銀の正貨準備は相當に減少を免れないから、現在の如き變通不自由なる發行制度は之を革新せなくてはならぬのであつて、將來に於ては必ずしも正貨準備の存せざるも、正當なる商業取引に基く通貨の需要に對しては容易に銀行券を發行せしめ得るが如き制度となさなくてはならぬ。今日の通貨制度に於ては、正貨は専ら國際的支拂に要するものであつて、國內の流通とは大體沒交渉なものであるから、正貨の流出如何に拘はらず、國內に於ては確實なる商業取引に對しては容易に通貨を供給し得るの制度を樹てなければならぬ。従つて從來の如き正貨準備本位の發行制度は之れを改革して保證準備本位となし、即ち予の年來主張する三分の一正貨準備制を採用することが最も恰當であると考へる。さすれば眞に堅實なる商業取引の勃興するときは正貨準備の減

少するも通貨の供給は毫も拘束を受けぬであらう。之を要するに爲替の恢復に對する根本的政策としては金の輸出解禁を斷行することが最も有効であるが、之をなすには政府並に國民が非常の大決心をなすこと、日銀發行制度の根本的改善を遂行すること等の前提條件を急務とするのであつて、是等の前提條件を具へずして漫然金の輸出解禁をなさんとする論據に對しては予は到底左袒するを得ないのである。(大正十三年四月)

輸出振興策と貿易金融

一、輸出貿易振興の急務と貿易金融——二、英米佛三國に於ける貿易金融施設——
三、我國の貿易金融對策私案

我國に於ても大戰直後の兩三年間には所謂戰後經營の一施設として貿易金融機關を設置するの急務なることが識者の間に高調された。爾來歲月の流れ去ると共に、戰後經營なる話は世人の腦裡より忘却せらるゝに至つたけれども最近に及び更に新なる事情の發生によりて貿易金融施設の必要は一層急迫されるやうになつたと思はれる。蓋し戰後歐米の諸國が輸出貿易の振興に對して銳意努力し、種々の助長策を講じつゝありしにも拘はらず、我國の政府並に當業者は只管偷安を事として、何等の積極的施設を講ずることなく、従つて貿易金融に對しても毫も看るべき對策はなかつた。されば大戰中折角世界の各地に進出したる我貿易業者も漸次在外の支店、出張所を閉鎖して内地に退嬰萎縮するの已むを得ざるに至り、今

日にては戦前より確固たる地盤を持つて居つた大貿易業者の外は殆んど其市場を放棄するの狀態に立到つたのである。従つて我國の輸出貿易は戦後其増進の度洵に微少なるに、一方輸入貿易は顯著なる膨脹を示し、戦時四年間相當の出超を看たるものが、大正九年に入りて一躍三億八千萬圓の入超を來し、爾來同様の趨勢を續けて、昨年以降は更に一層の激増を見るに至つたのである。

尤も昨年以來入超の大膨脹を見るに至つたのは、昨秋の震災によりて輸出産業の大打撃を蒙りたるに、一方復興物資の購入により輸入貿易の激増を將來した爲めであつて、洵に已むを得ざる現象ではあるが、斯る入超の爲めに爲替相場の大逆調を招き、我經濟界をして未曾有の難局に陥れたのである。而して又入超の激増せる結果、其決濟資金に充つべき我在外正貨は著しく減少するに至つたから、其補充をなすの必要上極めて不利なる條件を忍んで外債を募集するの餘義なき狀態に至り、又爲替の逆調は輸入價格を騰貴せしめて、原料品、機械類等の供給を海外に仰げる我重要工業に對して甚だ不利益なる影響を齎したのである。要するに現在に於ける我經濟界の病根は輸入超過の激増であつて、此趨勢の持續するに於ては、我

國は再び大戦前の悲境時代に逆戻りせざるを得ないと思ふ。而して國際貸借の不利を彌縫する手段として、外債に次ぐに外債を以てせんとするが如きは、是れ亦往年の謬策を繰返すものであつて、極めて危険なることは論を俟たない。殊に今後は歐洲の大陸諸國に於ける復興事業の進捗するに従ひ、資金の需要は一般に逼迫するものと看なくてはならぬのであるから、假令外債に依頼せんとするも、其募集は決して容易には行はれないであらう。

斯くの如く我經濟界の難局は輸入超過によりて惹起されたのであるから、目下の難關を切抜けるには、どうしても輸入の減退を圖らなければならぬ。此目的を達するには國民各自が輸入品の消費を節約することも一法であるが、此は決して重要な方策ではなく、寧ろ實際上緊要なるものは、積極的に輸出貿易の増進を圖りて貿易差額を有利に導くの外はない。何となれば現今我國に於ける輸入品の大宗は工業用品であつて、單純なる消費品は決して世人の想像するが如く巨額に上れるものではないから、消費の節約は此目的に對しては左迄の効果はないのであつて、其れよりも原料品、機械類等の輸入を有利となして生産費の低廉を圖り、以て

各種製造工業の發達を促して積極的に此等製品の輸出を盛大にし、斯くして輸入を相殺する方が遙に有效なる方策であるからである。此點より論ずるも、今日の如き爲替の逆調は輸入價格を騰貴せしむる結果を齎すのであるから、工業用品の輸入を有利にする所以でないことは明かである。

果して然らば我經濟界の難局を救済するの途は輸出貿易の振興を促すの外ないのであつて、亦此目的を達するには、結局輸出工業の發達を圖ることが根本的の方策となるのである。而して輸出工業の發達を圖るには、現在の如き幼稚なる企業組織は之を革新して、可及的大規模となし、以て進歩せる機械並に技術を應用するの基礎を造り、能率の増進並に生産費の節約を促す餘地を設くるの最も肝要なることは固より論を俟たない。けれども斯く工業の發達を實現せんとするには、一方に於て科學の發達、當業者の技能の上達を促すの緊要なると共に、他方には工業者に金融上の援助を與へて、事業資金の供給を潤澤にし、又貿易業者に對して此等製品の海外に於ける販路を開拓維持するに要する資金の供給をなすことも極めて必要なのである。要するに叙上の諸方策は總て刻下の急務とすべきものであるが、

今日の我國にては其の何れも極めて不備不全であつて、輸出工業の堅實なる發達を助長するに就ての基礎は殆んど出來て居らぬと云つてよい。

けれども今本稿にては右の輸出貿易振興策の總てに對して評論する暇はないから、特に此内の金融施設に就てのみ一言するに止めやうと思ふ。輸出貿易に對する金融上の施設は一般に貿易金融と稱せらるゝものであつて、其範圍は相當に廣汎であるが、其主なる事項は、輸出入取引によりて發生せる所謂貿易手形に對する短期の金融即ち外國爲替より、輸出品の製造工業者に資金の貸付をなし、又は輸出貿易業者が既得の市場を確守し、並に新市場を開拓するに要する資金の融通をなす長期の金融をも包含するのである。尤も此内短期の金融業務は之を營む銀行が少くないけれども、之は單に國際貸借の決済方法に過ぎないから、之を以て直接に輸出貿易の振興策と稱することは出來ない。従つて此種の振興策として特に論ずべきものは後者の長期金融であつて、此方面の施設は從來我國に於ては殆んど全く缺除せるものである。然るに歐米の先進諸國に在りては戰後此種の施設に關して畫策努力する所が少くなかつたのであるから先づ參考の爲め、各國の貿易金融

施設に就て一瞥しやうと思ふ。

二

大戦以來貿易金融に對して先づ着目したのは英國であつて、即ち一九一六年フアリングドン委員會 Faringdon Committee の調査せる報告を採用して、翌一七年五月英國貿易會社 British Trade Corporation なる金融機關を設立するに至つた。此會社の性質は右委員會報告書の結語に看ゆる綱領によりて其一斑を窺はれるから、茲に示さんに、(一)同會社は極めて短期の預金 Deposit at call or short notice は之を引受けざるこ(二)當座取引は其資金を海外取引に利用するものゝみに許すこと(三)外貨手形をも取扱ふ外國爲替部を設くること(四)内外に於ける長期金融に對して信用調査部を設くることの四點であつて、之によりても同銀行が單純なる爲替業務のみならず、廣汎なる意味の貿易金融機關として計畫された事實を知り得るであらうと思ふ。尙同會社の資本金は壹千萬磅であつた (Kirkaldy, British Finance 1914-1921, pp. 110-123.) 然るに英國は單に之のみを以て足れりとせず、更に戦後に於ては廢頽せる大陸諸國との貿易關係を復興して英國の商權を確立せんとし、一九一九年九月商務

院内に輸出信用課 Export Credits Department なるものを設置して、大規模に貿易金融の官營を實施するに至つたのである。輸出信用課の融通方法は自國の輸出業者に對し、フィンランド、ラトヴィヤ、エストニア、リシア、波蘭、チエツコスロヴァキヤ、ユーゴスラヴィヤ、ルーマニヤ、ジョルジャ、アルメニヤ(後ブルガリヤ、澳太、利、匈牙利をも加ふ)等の諸國に向つて輸出せる英國品に對して其原價、運賃及び保險料を加算せる金額の八割迄前貸をなすことにしたのである。但し前貸すべき總金額は貳千六百萬磅を限りとし、且其期限は一九二五年十一月迄と定めた。けれども此制度を利用するには、輸入者が先づ輸入價格に相當する擔保金を當時の爲替相場にて換算し、其れを輸出信用課の指定する輸入國銀行に預託するを要すと居つたから、戦亂によりて衰頽せる大陸諸國の輸入者は此擔保金を調達するのが困難であり、加之、當時爲替相場は此等諸國に對して甚だ不利であつた爲め、益々擔保金の提供が至難であつて、十分に此制度の利用を見なかつたのである。即ち前貸金總額は一九二一年三月迄に僅に四拾萬磅に過ぎなかつたと云ふことである。されば英國政府は一九二一年三月に至りて此制度を改正し、全然前貸の方法を廢して、單に輸出者が輸入者の支拂

不能等の理由によりて損害を受けたるときは、其損害額に對し、送狀金額の八割五分を限度として填補をなすことに改め、且相手國も其範圍を擴張して、葡萄牙、伊太利、英領植民地(印度及極東を除く)をも加へたのである。然るに同年十一月に至り、政府は更に産業助成法 *Trade Facilities Act* を制定し、各種の工業資金と同じく、貿易業者が本國に於て借入れたる事業資金に對しては、其元本並に利子の支拂をも保證することゝし、單純なる損害保證制度に比して一層有效なる保證制度を實施するに至つた。而して此種の保證限度は五千萬磅と定められた(Cailliez, L'Organisation du Crédit au Commerce extérieur en France et a l'Etranger, 1923, pp. 142-160; Robinson, Foreign Credit Facilities in the United Kingdom, 1923, pp. 41-43.)。尙英國に於ては政府自身の施設又は其援助による貿易金融機關の外、民間に於ても貿易銀行が續々設立せられたのであるが、殊に一九一九年創設の英國海外銀行 *British Overseas Bank* は最も有名であつて、今日では前述の英國貿易會社と並んで此種金融機關の双壁となつて居る。

大戰前貿易金融に對しては短期、長期の金融とも之に對する適當なる機關を有せなかつた。米國は、戰時以來其資力の著しく向上するに連れ、國際貿易の發展にも大に注意するに至つたのであつて、即ち一九一六年以來聯邦準備銀行並に國立銀行の海外發展を容易にすると共に、同一九年十二月には更に貿易金融及び對外放資の開發を促す爲め、エツチ輸出金融法 *Elge Export Finance Act* なるものを制定して、特殊の貿易金融會社を創設することゝなつたのである。此法律による金融會社は、次の如き業務を營むものであつて、單純なる貿易金融機關ではなく、明かに對外放資機關をも兼ねて居るのである。

- 一、内國手形、貿易手形、引受手形、電信爲替の割引並に賣買をなすこと
- 二、聯邦準備局の指定する一定の條件を有する手形の引受をなすこと
- 三、外國貿易に對して信用狀を發行すること
- 四、外國貨幣、地金銀の賣買並に兩替をなすこと
- 五、資金の借入並に一般の貸付をなすこと
- 六、合衆國外に於て預金を受くること、國內に於て預金を受くることは特別の場合の外許可せられざること
- 七、内外國政府又は公共團體の發行せる公債の賣買をなすこと

八、資本金及び積立金額の十倍を超過せざる範圍に於て自己の社債、債券及び約束手形を發行すること

九、聯邦準備局の許可を得て外國及び合衆國の植民地、屬領に存在する會社の社債、株券等を購入し、又は之を保持すること

十、外國貿易並に其附帶事業に従事し、聯邦準備局の承認せる自國會社の社債、株券等を購入し、又は之を保持すること

エツチ法による貿易金融會社は一九二〇年六月以來四五設立せらるゝに至つたけれども、何分其創設後日が尙淺いのと(尙設立の時期も悪るかつた)且米國人が一般に外國貿易に慣れて居らなかつた爲め、此種の金融機關を十分に利用するの途を解せなかつたから、エツチ法の制定は其聲の大であつた割合に今日迄の效果は甚だ微弱なのである (Willis, The Federal Reserve System, 1923, pp. 1320, 1382.) 但しエツチ法制定以前にも外國に支店、出張所を出せる銀行がないではなかつたけれども、之れとても僅に紐育ポストン地方の銀行並に信託會社に限れるやうな状態である (Manchester Guardian Commercial, July 24, 1924, Supplement, p. 106.) 兎も角實際に於ける效果の如何に拘

はず、米國の識者が戰後、貿易金融機關の設立に對して極めて熱心となつたことは、注意すべき事實と言はなければならぬ。

大陸諸國の内、戰後、貿易金融の施設に對しては佛國が最も熱心であつた。戰前同國にては長期の貿易金融並に對外放資の事業に關しては多數の興業銀行 Banques d' Affaires 並に個人金融業者 Banques Particulieres があつて、之に従事して居つたのであるが、元來佛國は貿易國としてよりも、對外放資國として有力な地位を占めて居つたから、此等の金融機關は自然に對外放資の方面に主力を傾注したやうである。尙佛國には海外銀行 Banques d' Outre-Mer と呼び、同國內の大銀行が單獨又は外國銀行との共同出資によりて設立せる特殊の金融機關があつて、専ら營業の本據を海外に持つて居つたのであるが、之れが亦佛國人の對外放資に對して大なる便宜を與へたのである。然るに戰後輸出貿易の増進を促す必要に迫らるゝに及び、此等既存の機關のみにては猶不十分であつたから、更に新なる機關の設置を必要とするに至つたのである。有力なる貿易金融機關を設置するの必要は、大戰開始後間もなき一九一五年の末頃より唱へられたのであるが、其議論は終に戰後に至りて果を結ぶ

こととなり、即ち一九一九年十月佛蘭西國立貿易銀行 Banque Nationale Française du Commerce Extérieur なる名稱の下に新金融機關の設立を看たのである。此銀行は一億法の資本金を有する外、政府より特別の補助金を受け、其嚴密なる監督の下に營業をなすものであつて、同銀行の目的は(一)佛國の植民地、保護領並に外國に於て輸出入貿易に關係せる一切の銀行業務を營むこと、(二)本國內に於ては嚴重に輸出入貿易に關する範圍のみの銀行業務を營むこととし、國內の一般銀行に對しては營業上障害を興へないやうに考案された。尙此點に關して特に注意すべきは、同行は巴里に本店を有する外、佛國內に於ては一切支店、代理店の設置を禁ぜられて居るのであつて、此點は寧ろ嚴重に失するものと言つてよい位である。佛蘭西國立貿易銀行は米國のエツヂ法による金融會社と同じく戰後最も悪い時期に設立されたのであつて、即ち爲替相場の混亂により國際貿易は甚だしく不安定なる時期であつたから、十分に其驥足を延ばすことの出来なかつたのは事實である (Callez, op. cit., p. 298 et seq.; Théry, Les Grands Établissements de Crédit Français avant, pendant et après la Guerre, 1921, pp. 296-299.) けれども大局より云へば、同國の貿易業者、輸出工業者に對して

多少の援助を興へたのであつて、其機能は恐らく世界經濟の少しく安定する後に至りて發揮せらるゝであらう。

三

以上英米佛の三國に就て戰時以來の貿易金融施設を述べたのであるが、翻つて我國の現状を見るに輸出貿易振興の必要は恐らく何人も之を認めて居るであらうが、前述せるが如く戰後數年を経過せる今日に至る迄、何等具體的方策の實施せられたるものあるなく、又輸出貿易を發達せしむるに必要な間接條件たる物價爲替等の状態も政府の放漫なる財政方針、民間企業者の亂雜なる經營方法並に國民消費の不節制等によりて益々窮境に進むのみであつて、毫も改善の曙光は認められない。殊に此窮狀は昨年の震災によりて一層甚だしくなつたのであるから、今にして政府並に國民が一大決心をなし、局面の轉回に就て絶大の努力を拂ふにあらずんば我經濟界の難局は容易に排除せられぬであらう。

最近に至り政府は漸く此方面に對して幾分の注意を拂ふに至つたのであつて、財政の緊縮其他一般經濟界の革新を圖ると共に、輸出貿易の振興に關しても種々

の畫策をなしつゝあると云ふことである。而して本稿の貿易金融に對しても亦留意して居ることは事實であつて、或は英國の信用保證制度に倣つて、政府より輸出業者に保證をなすの制度を考案しつゝあるやにも傳聞されて居る。其詳細なる點は之を審にするを得ないけれども、果して斯る制度を樹つるとせば、英國の前例を吟味し、其缺陷の跡をも仔細に考究して、十全の施設をなすことが極めて必要であると思ふ。尙現在にては政府自身の此種の計畫の外は、貿易銀行又は貿易金融會社の設立等に關しては全く聽く所がない。尤も大正九、十年頃には貿易金融機關を設置して、頽勢に陥りたる我輸出貿易を振興せしむべしとの議論が一時旺に唱へられたのであつて、恰も當時米國に於てエツヂ金融會社の設立を見たる爲め、之を模倣せんとする論者が多く、現に東京商業會議所の如きは、エツヂ會社と殆んど同様の内容を有する貿易金融會社案を發表して、世人の注意を喚起したのである。其他現在の特殊銀行を改造して貿易銀行を設置すべしとの議論も亦散見された。然るに經濟界の不況に赴くに從ひ、此種の要望も何時しか聲を潛めて、益々退嬰の淵に沈んで終つたのである。

けれども現状を打破するには既に屢々述べたるが如く、どうしても輸出貿易の振興を圖るに就て萬全の方策を講ぜなくてはならぬのであるから、貿易金融の發達を促すことも固より必要であつて、歐米諸國に比して甚だ遅時ではあるが、速に適當の施設をなすべきものであると思ふ。人によりては歐米の諸國に於ける貿易銀行又は貿易金融會社が何れも未だ十分の成績を擧げ得ざる状態を指摘し、斯くの如き機關を設置するの無用なるを嗤ふものあるや圖られないけれども、此は正當なる見解とは云へないと思ふ。予の信ずる所によれば、歐米に於ける金融機關の成績の擧らざるは、其設立が何れも世界經濟の最も混亂せる時期であつて甚だ惡るかつた爲め、十分に驥足を延ばすことが出来なかつたのと、又貿易金融は元來其事業の性質が甚だ困難なものであつて、急速に其成功を期し得られない理由によるのであつて、機關其のものが決して無用の長物であるが爲めではない。寧ろ一日も早く此種の機關を設置して其基礎を確立し置くときは、世界經濟の安定時代に入るときは、容易に活動の舞臺に進むことが出来るのである。されば歐米の諸國が世界經濟の最混亂時代に此種の機關を設けたことは、將來の活躍に際して利便

が少くないと信ぜらるゝのであつて、予が我國に於て此種の施設を懲通する所以も全く茲に在る譯である。

果して然らば我國に於ては如何なる内容の貿易金融機關を設置すべきやと云ふに、予は此際新なる機關を設立するの方策は之を賛することが出来ないものであつて、寧ろ既設の機關を擴張又は改善して之に當らしむべしとの提案に左袒するものなのである。然らば既設の如何なる機關を改造して貿易銀行となすべきやと云ふに、之に對しては、正金並に臺灣朝鮮の兩植民地銀行を改造して之に充つるのが恰當であると思はれる。正金銀行は明治の初年以來我國に於ける爲替業界の柱石として穿乎抜くべからざる地位を有して居るが、今日にては正金以外の銀行が漸次外國爲替業務を營むに至つたから、今尙正金が種々の特權を擁して普通銀行に比し有利なる地歩を占むることは、却つて後者の進路を掣肘するものであつて弊害が少くない。故に現在にては普通銀行の爲替業務を發展せしむることが必要であつて、専門的の爲替銀行は多く其必要を見ない時期に進みつゝあるのである。されば正金は之を短期の爲替銀行としてよりも、寧ろ廣義の貿易銀行に變換せし

むる方が適當であらう。

次に臺灣、朝鮮の兩銀行は近年に於ては純然たる植民地銀行ではなく、一部は爲替銀行の特色をも具備して居るから、之れ亦貿易銀行に變更することは決して至難ではない。最近臺銀、鮮銀の相次で破綻を曝露するに及び、政府は其失錯を彌縫する手段として、臺銀に對しては之を正金と同様の純然たる爲替銀行に變換せしむる方針を採り、昨年之を斷行したのである。けれども此は非常の拙策であつて、政府は洵に無用なことをしたものであると思ふ。蓋し臺灣銀行は從來或方面に對しては貿易銀行としての機能をも盡したのであつて、例へば南清、南洋方面に對する貿易業者並に各種事業者に對しては相當長期の資金をも供給し、我輸出貿易並に對外放資を伸張するに就て多大の貢献をなし來つたことは明白なる事實である。然るに最近同行が純然たる爲替銀行に變換するの方針を採るに至つた爲め、此方面の金融業務より漸次引退することゝなり、而かも政府は之に代るべき何等の施設を講ぜなかつたから、從來此方面の事業に對して莫大の資本を投じ、漸く多少の地歩を獲得するに至つた我當業者は之が爲めに非常の難境に陥り憂慮すべき状態

に在ると云ふことである。されば臺灣地方の利害關係者は既存の華南銀行を改善して臺銀に代はらしむる方針を樹て、政府並に日銀に對して同行の整理改造を援助すべき請願をなしたとも傳へられて居る。兎も角斯る缺陷を曝露するに至つたのは、輸出貿易の振興とは全く逆行せる現象であつて、大に政府當局の反省を促さなくてはならぬのである。

是に由つて之を觀るも臺銀をして純然たる爲替銀行に變換せしめたことは洵に無用の方策であつたのであつて、斯る方針は速に之を改め、同行をして更に革めて貿易銀行に進ましむるの方策を講ずることが緊要であると言はなければならぬ。鮮銀に就ては斯る經緯がないから、之を貿易銀行に変更することは一層容易であると思ふ。是を要するに、今日は單純なる爲替銀行として特殊銀行を存續せしめ置くが如きは、時勢の推移に添はざるものであつて、特殊銀行としての特典並に保護を與ふるとせば、寧ろ之を開拓の至難な貿易銀行に移らしむる方が遙に適策なのである。(大正十三年九月)

米國の對外放資問題

一、英國の對外放資機關と對外放資——二、戰後の經濟的變化と米國の對外放資——
三、米國對外放資機關の發達——四、米國對外放資事業の將來

—

國際間に於ける經濟關係の極めて密接となつた今日に於ても、外國の市場に資金を放下することは内國市場に於けるが如く容易に行はれない。ケメラ―教授は對外放資は少くとも(一)政治上の關係(二)貨幣制度の相違(三)社會狀態の徑庭の三點に於て、内國放資と大に其趣を異にして居ることを述べて居る。兎も角對外放資は其距離の隔り、又風俗人情を異にする等の事情により内國放資に看られない特有の危険と不安とを伴ふて居ることは事實である。従つて對外放資には是等の危険と不安とを軽減するに足る設備殊に機關が必要である。

現今此點に於て長足の進歩を遂げて居るのは、既に久しく國際金融市場の中樞として、又世界の債權國として獨特の地位を占めて居る英國であつて、即ち斯國に

於ける對外放資の大部分は放資信託 Investment Trust と稱する特殊の機關によつて行はれて居るのである。元來放資信託とは資本家を代表して確實なる有價證券に其資金を放下せしむる目的を以て現はれたるものであつて、其濫觴は一八六〇年代に遡ることが出来る。即ち同年代に於てコンソール公債の市價が騰貴して其利廻り三分以下に下るに至つたから、資本家は之を棄て、他の有利なる有價證券に放資するの必要を認め、先づ放資の安全を期せんが爲に小資本家の組合を作り、其れに各自の資本を供託して共同に各種の證券を購入し之によつて危険の分配を圖つたのである。之が抑も放資信託の起源であつて、英國に於ける最初の組合は一八六八年に設立せられた外國及植民地信託 Foreign & Colonial Trust 是である。同信託は主として外國及び植民地公債に放資するを目的としたのであるが、偶々米國に於ける鐵道業の大擴張により、鐵道證券の利廻り遙に他の證券を超ゆるに至つたから、専ら之に對して放資し、後更に其活動の範圍を廣めて比較的確實なる各種の證券にも及ぼすことゝなつたのである。斯くの如く放資信託は其發生の當初より對外放資に關して密接の關係を有したのであるが、特に對外放資機關として長足の發展をなし、英國の經濟界に多大の貢獻を爲すに至つたのは最近二十五年以來の事であると謂はれて居る。

放資信託の組織は危険均分の法則 Law of averages に基くものであつて、英國の古き諺に看ゆる『總ての卵子を一個の籠に盛らなす』 Not to put all eggs in one basket 主義に出たのである。換言すれば巨額の資金を一二の證券に傾注しないで、成る可く各種の證券を購入するときは、其中に多少の損失あるも全體に於ては其損益を平均して相當の利益を擧げることが出来るからである。けれども此方法は大資本家にあらざれば單獨に之を行ふことは困難であるから、小資本家は多數糾合して組合を結び、以て危険の均分を圖るの外はない。乃ち放資信託は全く此目的の爲に案出されたものである。されば放資信託は當初に於ては相互主義の組合組織を採つたのであるが、十九世紀の末以來續々營利主義の會社組織に進むに至り、今日にては寧ろ後者を以て常態とするに至つた。従つて今日放資信託を利用するに就ては資本家は次の二つの形式の何れかを採らなければならぬのである。

- 一 會社の株主(組合の場合に勿論組合員)として、會社の放資に直接の關係を有し其獲たる利

潤の分配を受くること。従つて此形式を採る時は資本家は共同放資によりて経費の節約をなし、且斯業に熟練せる會社理事者の經驗を利用し得るの利益がある。

二 會社の社債を購入して、其債權者となり一定の利子の分配を受くること。即ち此形式を採るときは購入せる證券は會社自ら之を保持し、別に會社自身の社債を發行して資金を需めるのであるから、資本家は未知の外國證券を購入するの要なく、内國の熟知せる會社の證券に放資し得るの利益がある。

最後に英國に於ける放資信託は其起源の舊いと共に、又近年に於ける發達の顯著であるにも拘はらず、其規模が白耳義、瑞西、和蘭獨逸等に存在する同種の會社に比して左迄大でないのは寧ろ一奇である。現今斯國に於ける最も大なる放資信託會社はエディンバラの英國放資信託會社 *British Investment Trust Limited* であつて最近の報告によれば優先株(五分の優先)六百萬弗、普通株四百萬弗の資本金を有し、別に四分利附社債九百三十萬弗を發行して居る。要するに此一例によつて看るも、略ぼ此種類の會社の規模を窺ひ得らるゝてあらうと思ふ。

尙參考の爲め叙上の放資信託並に其他の機關によりて行はれた英國の對外放資の額を示さんに、大戰以來の狀況は之を審にするを得ないけれども、大戰開始の前年なる一九一三年末の現在に就てジョージ・ベイシユの調査せる所によれば、總計三十七億千四百二十五萬九千磅であつて、此外個人的に若くは内密に放資せられたるものを合するときには英國の總放資額は無慮四十億磅に達したであらうと述べて居る。而して右の金額が如何なる事業に放資せられたかを見るに、其の主なるものは鐵道十五億二千一百一萬四千磅、政府證券九億五千九百五十二萬三千磅、鑛山二億七千二百七十八萬九千磅、土地及放資會社二億四千四百十八萬七千磅、市債一億四千七百五十四萬七千磅、商工業證券一億四千五百三十三萬二千磅、市街鐵道七千七百七十九萬磅、銀行七千二百九十萬九千磅である。と云ふ。更に放資國の主なるものを擧ぐれば、印度並に其他の植民地が約半を占めて十七億七千九百九十九萬五千磅の多きに上り、第二位は合衆國の七億五千四百六十一萬七千磅、第三位はアルゼンチンの三億一千九百五十六萬五千磅、第四位はブラデルの一億四千七百五十六萬五千磅等であつて英國の資金は始んど如何なる國へも波及して居つた

のである。但し大戦以來叙上の状態は大に變化し、現在にては戦前の總放資額の四分の一以上を喪つたと稱せられて居り、殊に米國に對しては貸借相殺するときは全く主客其他位を顛倒するに至つたのであるが、兎も角英國が尙世界の巨大なる債權國であることは之を疑ふの餘地はない。

二

以上對外放資の先進國たる英國に就て其放資の一斑を述べたのであるが、翻つて本論の合衆國に於ける状態を看るに、大戦をエポックとして前後非常の運庭がある。大戦前に於ては米國は歐洲先進國の放資市場として終始債務國を以て甘んじて居つたのであるが、大戦後此状態は急激に變化し、殊に英佛兩國は巨額なる戦費を調達する爲めに、從來保有したる證券を適當に處分して米國より資金の供給を受くるを得策と認むるに至つた。されば戦争の開始後二年間に於て、從來歐洲に存した米國の證券は大部分紐育其他の米國市場にて賣却せられたのである。かくして戦局の進むに従ひ、交戦諸國に對する貸付額は漸次増加し、殊に合衆國の參戰以來同國の聯合與國に對して融通した金額は約九十億弗(戦前に於ける英國の對外放資額の約半を占む)の多き

に上り、休戦以來の分を合するときには百四十億弗を超ゆるの巨額に達して居ると云ふことである。但し此内約百億弗は米國政府が主として自由公債の發行によりて歐洲の交戦諸國政府に貸付けたる部分である。要するに大戦の結果米國は一躍債權國の地位に進んだのであつて、尙近き將來に於ては世界の銀行家 Banker of the world となるべき運命を有するものと一般に認められて居る。

蓋し當分の間歐洲の諸國は戦前の如く大規模の對外放資をなすべき餘力を有せざるばかりでなく、生産機關の破壊により物資の供給は著しく減退して居るか、先づ外資を輸入して國內に於ける生産事業を調整しなければならぬ。而して此必要に應ずべき資金の供給は之を合衆國に仰ぐの外他に途はない。大戦直後の歐洲の荒廢状態を視察せるヴァンダーリップは、歸米後興味ある一書 What Happened to Europe を公にして極めて大膽なる歐洲の改造意見を述べて居る。同書は我國にも既に數種の譯書があるから其詳細を述ぶるの必要はないが、要するに米國の對外放資問題に關する氏の意見の要旨を示せば次の如くである。

ヴァンダーリップは歐洲の諸國が戦争の甚大なる損害を恢復して、現状の如き

政治上社會上の破産状態を一掃せんとするには、何處に於ても先づ工業の蘇生を圖らなければならぬ。而して此事業の或部分は米國よりの巨額なる貸付によつてのみ達せらるべきものであると述べて居る。けれども歐洲に於ける個々の企業が此目的の爲めに證券を發行するも現狀に於ては到底米國の放資家を誘ふことは困難であるから、此際出来るならば萬難を排して、歐洲に於ける總ての企業を打つて一團となせる大聯合を組織し、之によりて巨大なる貸付を歐洲全部に擴張するやうな方法を講ずるのが最も良策である。而して此貸付に對しては歐洲諸國の政府は關稅の收入を擔保とし、且其債務を保證しなければならぬ。斯くの如く大規模の方策を講ずるも、之によりて發生せる歐洲の證券は尙米國の市場に於ては第一流の放資物件となることは困難であつて、場合によりては此種の證券を擔保として更に米國政府自身の證券を發行するの必要も起るであらうとは氏の附言せる所である。

以上はヴァ氏の意見であつて、要するに其計畫は從來夢想だもされなかつた大規模のものであるが、蓋し其遂行は現在に於ては只々種々の難關に逢着するのみ

であつて、到底不可能なることは明かである。要するにヴァ氏の提案は氏一個の空想として之を葬り去るの外ないけれども、歐洲の諸國が物資の甚だしき窮乏を告げ米國の後援を待つ切實なる現狀を呈しつゝあるとは氏の説明せる通りであつて、此方面に於て將來米國の放資事業は頗る廣汎なる市場を有するものと言はなければならぬ。現在歐洲諸國の米國に對する爲替は甚だしき逆調を呈して居り、英米クロスレートは三弗七十仙代（法定平價は四弗八十六仙三分の二）、佛米爲替は十四法十參代（法定平價は五法十八參八分の五）であつて、何れも銀價の昂騰の最も甚だしかつた昨一九二〇年の春季に比し幾分の恢復を示して居るにも拘はらず、尙法定平價に比するときは著しき懸隔を見るのである。一般の貿易理論に従ふときは斯くの如き爲替の逆調は米國の對歐輸出を大に阻止すべき筈であるが、實際に於ては此作用は未だ殆んど現はるゝに至らず、米國の輸出超過は依然繼續して貿易上の債權を増加せしめて居る。此状態は歐洲の諸國が價格の高低を問はず、如何に痛切に貨物購入の必要に迫られて居るかを明瞭に語るものであると思ふ。而して歐洲の諸國は現在其對價として米國に輸出すべき十分の貨物を有せないものであるから、斯く輸出の繼續すること

は歐洲に對する信用を益々膨脹せしめ、又米國に於ける金の流入を一層大ならしむるのみである。

最近の報告によれば本年六月一日現在の米國に於ける金の保有額は三十一億七千五百三萬七千弗であつて、世界に於ける金存在額の三分の一以上を占むるの盛況を呈して居る。最近大統領ハーディングが米國に於ける金の集積は最早之を回避しなければならぬこと、並に是等の金は之を適當に對外放資に運用するの必要なること等を力説して居るのは、尤もなる助言であつて、洵に氏の指示する如く米國の對外放資事業は現在の如き金の盛に流入しつゝ、ある時代に於て一層活動の必要を看るのである。併しながら少しく將來の事情を達觀するときは、歐洲諸國の金準備が今日の如く薄弱であり(中立諸國は決して薄弱ではないけれども)、又爲替相場が依然逆調を繼續するに於ては、米國の輸出貿易が早晚阻止せられ、又其對歐放資が大なる障害を蒙るに至るは免れ難き運命であると見なければならぬ。何となれば米國の貿易業者と雖も、無制限に信用を擴張して貿易關係を維持し行くことは固より不可能であり、又歐洲の支拂能力が永く薄弱であれば、終には其證券に應ずるものも絶無とな

るに至るの危険があるからである。されば叙上の如き將來の不安を軽減するの必要よりしても適當なる機關を設立して、貿易金融の疏通を圖り、又對外放資事業の基礎を確立することは米國に取りては焦眉の急務と言はなければならぬ。是れ同國に於て最近に至り對外放資機關の著しく發達するに至つた直接の原因である。而して其機運は一九一九年十二月のエツヂ輸出金融法 *Edge Export Finance Act* によつて促進せられたのである。以下少しく遡りて戰時以來に於ける米國金融業の此方面に對する發展を略述して見やうと思ふ。

三

米國に於て金融政策上國際貿易に對して考慮を拂ふに至つたのは、一九一三年の聯邦準備法 *Federal Reserve Act* の制定以來の事であつて、其れ以前に於ては斯國の對外貿易は總て倫敦市場に於て決済せられたのである。聯邦準備法は短期の貿易金融即ち爲替取引を疏通する爲め、一方には聯邦準備銀行をして外國銀行と代理店契約を締結することを許し、他方には更に對外放資にも便宜を與ふる爲め、百萬弗を超過する資本金及び積立金を有する國立銀行をして、聯邦準備局の認可を

得て外國並に植民地に支店を設置することを認むるに至つた。此二種の施設の内前者は着々實現せられ、乃ち紐育聯邦準備銀行は一九一六年十二月二十五日英蘭銀行を代理店となすに至つた。而して其結果翌一七年六月米人に支拂はるべき英國の債務五千萬弗が英蘭銀行に拂込まれた程である。尙紐育準備銀行は一七年二月より佛蘭西銀行を代理店となし、更に翌一八年六月には伊太利の爲替銀行とも代理契約を結ぶに至つたのである。

後者の海外支店の設置は、之に伴ふ危険の大なると、大戰開始後國內に於ける資金の需要激増するに至つた爲め、暫く其實現を看なかつたから、一九一六年九月七日の條例を以て此點（聯邦準備法第二十五條の規定）は改正せられ、百萬弗を超過する資本金及び積立金を有する國立銀行は共同して聯邦準備局の指定する外國銀行業を營む米國の銀行を設立し得ることとし、此種の銀行に對しては、其設立者たる國立銀行は自己の資本金及び積立金の一割を超えざる範圍に於て、夫々出資をなし得ることに改めたのである。此改正條例は相當に運用せられ、之による貿易金融機關の計畫を見たのであるが、只此種の機關は政府の特許を得ることが出来なかつた爲め、豫期

の如き進捗を示さなかつた。けれども一九一九年九月十五日議會を通過したマツクリーン法 McLean Act は當時尙審議中であつたエツヂ法に規定せる種類の會社に對しては、國立銀行は其資力の如何に拘はらず、資本金及び積立金の五分を超えざる範圍の出資をなし得ることを認め、以て貿易金融並に對外放資に従事すべき機關の設立を一層容易にしたのである。

かくしてマツクリーン法と相並んで、米國の國際金融事業に一新生面を開くべきエツヂ法は、前者に遅るゝこと約三箇月にして、同年十二月二十四日漸く兩院を通過し、翌二十五日公布せらるゝに至つたのである。但し同法はマツクリーン法と同じく聯邦準備法第二十五條の修正であつて、獨立の條例ではないが、一般に準備法以來の重要な法律と認められて居る。此法律による金融機關は一種の貿易銀行として長期、短期の貿易金融に従事し得るは勿論、他方には英國の放資信託に類似せる對外放資事業をも旺に營み得る機關であつて、其營業範圍は相當に廣汎である。而して其資本金は少くとも二百萬弗以上たるを要し、且其四分の一は開業前に拂込むことを必要として居る。

次にエツヂ法に規定せられた金融會社の業務を見るに、普通の商業金融乃至短期の貿易金融に關する部類は之を除き、専ら本論の對外放資にのみ關係ある業務の種類を擧ぐれば、(一)外國の政府又は公共團體の發行せる公債(米國の中央政府並に各州の發行せる公債を含む)を賣買すること、(二)資本金及び積立金額の十倍を超過せざる範圍に於て自己の社債、債券及び約束手形を發行すること、(三)聯邦準備局の認可を得て外國及び合衆國の植民地、屬領等に存在する會社の社債、株券等を購入し、又は之を保持すること、(四)國際貿易並に其附帶事業に従事するものとして聯邦準備局の承認せる自國會社の社債、株券等を購入し、又は之を保持すること等を以て其主なるものとする。尙此種の會社が聯邦準備局の承認を得て海外の各要地に支店、出張所等を設置し得ることは勿論である。

以上の如く對外放資機關の發生を促進すべき新法の出でたるにも拘はらず、一九二〇年の春季迄は尙對歐輸出の盛に行はれて居つた時代であつて、貿易上の關係に基く債權の増加が著しかつたから、特に貿易金融並に對外放資の機關を急速に設置するの必要を見なかつた。然るに四、五月頃より產業界の大勢一變し、日本の

恐慌は米國にも其影響を及ぼし、金融梗塞、滯貨の増殖を告げ、加ふるに歐洲に對する貿易は依然出超を繼續して居つたけれども、其他の諸國に對する貿易は漸く逆調を呈するに至つたから、戰時以來著大の發展を遂げたる外國貿易を維持すると共に、對外放資をも益々進捗せしむるの必要は朝野の痛切に感ずる所となり、先づエツヂ法による第一聯邦對外金融組合 The First Federal Foreign Banking Association と稱する會社が同年六月紐育に於て開業することゝなつたのである。けれども此會社は専ら引受によつて間接に貿易資金の供給をなすものであるから、對外放資とは特に交渉がない。而して貿易金融と併せて對外放資をも目的とするエツヂ金融會社は同年十一月以降紐育に於て計畫せられた外國貿易金融會社 Foreign Trade Financing Corporation であつて、一億弗の大資本金を有し、米國銀行家協會、商業會議所、國立外國貿易委員會、米國製造業者輸出協會等の共同計畫に出でたものである。同會社の定款は本年一月二十八日聯邦準備局の承認を得たのであるが、其後株式の募集が豫期の如く進捗せず、一時は資本金を四分の一に減せんとするの議も傳へられたけれども、最近の報告によれば創立事務は着々進行し、近く一兩箇月に

して開業の運びに至るべしと云ふことである(同年八月終に資本金を半減して設立せられ直に開業するに至つた)。

外國貿易金融會社が其創立事務に多少の行惱を示しつゝあつた間に於て、第三のエツヂ會社たる聯邦國際金融會社 Federal International Banking Corporation がニューヨークに於て南部諸州の銀行家及び棉花業者の間に計畫せられた。此會社は七百萬弗の資本金を有し、主として棉花の輸出を援助するの目的を有するものであつて、昨二〇年十二月直に會社の成立を告げ、本年一月より營業を開始するに至つた。以上三社の外に、紐育州法によりて設立せられた國際引受銀行 International Acceptance Bank なるものが、本年四月開業して、大規模の引受業務を營むに至り、從來聯邦準備銀行、國立銀行等の從事し來れる引受業務以上に貿易金融を疏通するの機能を盡すこととなつたのである。尙エツヂ法の制定以前にも己に放資信託に類する機關は其成立を看たのであつて、其主なるものは一九一九年の春季以來現はれた外國社債及株式會社 Foreign Bond and Share Corporation (ギヤラントイ信託會社其他十數社の共同計畫による)、外國金融會社 Foreign Finance Corporation (モルガン商會の後援による) 等である。

以上はエツヂ法の制定前後に於て、米國對外放資機關の急激に發展せる事情の一斑を説明せるものであるが、此種の放資機關は將來金融上に於ける米國の地位の向上と共に續々設立せらるゝてあらう。勿論今日に於ては、戰爭によりて偶然に伸張した對歐放資を除くときは、米國の對外放資事業は實は左迄看るべきものはないのであるが、此方面の事業に對する朝野の熱心は非常なものであるから、必ずや着々として堅實なる基礎を確立せしめ得るであらうと思はれる。同國と政治上經濟上極めて密接なる關係を有する我國は此方面に於て同國將來の發展に對し注視せなくてはならぬのである。

四

最後に予は米國の對外放資事業の將來に對し、同國に行はるゝ悲觀論の主なるものを紹介して、本論の筆を擱ふと思ふ。而して此種の悲觀論は大體に於て今日の歐米間の經濟關係が大戦以前に米國が盛に歐洲の資金を吸収しつゝありし時代に比し著しく其事情の變化せることを認むるに就て一致して居る。其理由は大凡次の三點に分けることが出来る。

其の一は大戦以前に於ては米國は巨額の食料品、原料品等を輸出して、歐洲に對

する債務の利子拂に充てたのであつて、之が爲めに國際貸借は略ぼ其均衡を維持し、米國爲替の下落を防止するを得たのである。然るに現在歐洲の諸國は米國に負へる約八億弗に達する年々の利子拂に對し、其對價として米國に輸出するに足る貨物を有せない。従つて今日の如く極度に下落せる對歐爲替相場は恢復せざるべきは、米國に對する利子拂は之を延期するの外ないけれども、而かも是等の延滞金額が歐洲の債務に加算せらるゝときは、其國際貸借の不利は一層甚だしくなつて爲替の恢復を益々困難ならしむるに止まるものである。されば斯くの如き時代に當つて、對歐放資を擴張せんとするが如きは歐洲に於ける戦後の整理を却つて在再せしむるのみであつて、米國の爲めにも決して得策ではない。

其の二は現今歐洲諸國の貨幣制度は甚だしく混亂して居り(中立諸國は必ずしもそ換紙幣の濫發は貨幣史上に其類例を看ざる程度に達して居る。例へば獨逸の如きは中央銀行の金準備が戦前に於ては七〇パーセントを超えたるもの、今日にては僅かに〇・三パーセントに止まり、而かも其の割合は日を追ふて減退を示すの現状である。今最近の調査により歐洲諸國の金準備の割合を示せば次の如くである(此

字) Revue d'Economie Politique, Mars-Avril, 1921; Trust Companies, April, 1921 等に於て

交 戦 諸 國		中 立 諸 國	
英 吉 利	二六%	和 蘭	五八%
佛 蘭 西	九	瑞 士	五三
伊 太 利	五	西 班 牙	四六
白 耳 義	五	丁 株	四〇
獨 逸	〇・三	瑞 典	三二
ユーゴ、スラヴィヤ	〇・六	瑞 威	二八
ブルガリヤ	〇・八		
波 蘭	〇・三		
埃 太 利	〇・二		

右の如き状態に於ては貿易上並に金融上の窮境を救済するに必要な一手段である正貨の輸出は歐洲の諸國に對しては到底望まれない。蓋し現在に於ける爲替相場は下落は米國の歐洲に對する輸出超過が尙繼續しつゝある故ではあるが、更に一層重大なる原因は歐洲諸國に於ける不換紙幣の横溢による貨幣價値の暴落であると言はなければならぬ。されば歐洲の諸國が是等の不換紙幣を適當に整理

し、且安全なる金準備を恢復するにあらざれば、貿易上並に金融上の平調なる關係を復活せしむることは至難である。併しながら此種の事業は恐らく十數年、殊に獨逸の如き困憊の甚だしき國に在りては數十年を要するの難事業であつて、其間は米國の對歐放資の如きも決して圓滑なる發展をなすを得ないであらう。

其の三は歐洲に對して巨額を貸付をなすことが賢明なる政策であるとするも、現在にては其れに伴ふ危険が大であつて、結局其遂行を不可能ならしむるの虞があるのである。即ち歐洲に於ける爲替相場の暴落、不換紙幣の價值の下落、交通業其他の公共企業並に各種基礎産業の破壊、社會上政治上の不安等は米國の資本家をして進んで對歐放資の危険を冒すの計畫を大に躊躇せしめる。殊に米國內に於て有利なる放資の途多々存するに於ては一層然りと言はなければならぬ。要するに米國が放資事業の準備行爲たる金融機關の設立等に關して時日を経過すること永きに從ひ歐洲の信用能力は益々薄弱なる地位に陥るのである。

叙上の三點は悲觀論の主なるものであつて、其論據には固より首肯すべき點も少くないけれども、要するに消極的の見解であつて事物の推移は必ずしも豫想通

に進まないばかりでなく、又現狀を以て猥りに將來を速斷するのは非常に危険である。例へば歐洲の經濟上社會上並に政治上の混亂は論者の指摘するやうに甚だしいことも事實であるが、其後或國に於ては其恢復は豫想外に迅速であつて、非常の長年月を要すべしと論斷したる學者の豫想を裏切つて居ることも少くないのである。又一般的に觀察するも、歐洲の迅速なる恢復は單に米國のみならず世界全體の利益であるから、戰爭によつて國富の著大なる増進をなせる米國は多少の犠牲を拂ふも歐洲の復活に對して十分の援助をなさなくてはならぬ。而して歐洲の恢復の遲速は米國の援助の程度によりて、大なる影響を受くるは明かなる事實であつて、又米國が此の事業に對して十分の努力をなすことは、聽て同國の對外放資をして大に伸張せしむるの誘因ともなるのである。殊に昨年開催のブラッセル國際財政會議に於て採用せられたター、ミューラン案 Ter Meulen Scheme も漸く實行の緒に就くことゝなつたのであるから、歐洲の小國殊に新興の諸國に對する金融上の援助は同案によつて、一層の疏通を圖り得る譯である。

是を要するに歐洲の諸國が混亂の窮地に陥つて居ることは米國の爲には寧ろ

利用すべき絶好の機會であつて、斯る時代に際して始めて歐洲に對する米國の經濟的發展の基礎が確立せられるのである。尙前掲非觀論者の説に反し、現在の如く歐洲に對する米國の輸出超過の依然繼續しつゝある時代には、或程度の對歐放資を持続せなくては、爲替相場の一層の暴落を阻止することは出来ないのである。されば此等の點より考ふるも米國に行はるゝ同國對外放資の將來に對する悲觀論は實は採るに足らぬものであつて、尙對外放資に關して同國の活躍し得る範圍の歐洲以外に多々存するに於ては一層然りと言はなくてはならぬ。是れ予が此等の悲觀論を排して其將來の好望を豫斷せんとする所以である。(大正十年六月)

本稿を草するに當り參考せる著書雜誌は次の如くである

Moulton, The Financial Organization of Society, 1921.

Liefmann, Beteiligung und Finanzierungsgesellschaften, 2 Aufl., 1913.

Laughlin, Banking Progress, 1921.

Hobson, The Export of Capital, 1914.

America's Changing Market, The Annals of American Academy, Nov., 1916.

The Bankers' Magazine, New York, Jan., 1921

國際信用設定策としてのター、ミューラン案

一、歐洲の經濟的復興とター、ミューラン案——二、ター、ミューラン案の運用方法——三、ター、ミューラン案實行の障害——四、ター、ミューラン案に對する我國の態度

ター、ミューラン案 The Ter Meulen Scheme とは昨年九月十月ブラッセルに開催せられた國際財政會議に於て採用せられたる所謂國際聯盟の國際信用設定計畫 The International Credits Scheme of the League of Nations であつて、同會議の生んだ殆んど唯一の實行案とも云ふべきものである。尤も同會議は今一つの實行案として國際經濟財政常設委員會を設置するの決議をなしたのであるが、之よりも差當りの計畫としては前者の方が重要であると思ふ。従つて同案に就ては其後各國の金融業者、貿易業者等が其の成行に就て何れも至大の注意を拂つて居るのであるが、殊に同案の實施に際して、當然債權國の地位に立つべき米國に於ては、同國が未だ國際聯盟に加入し居らざる爲め、兎角輕視せらるゝ傾向があつたから、其了解を得るの必

要より、最近同案の創設委員 *Organization* たる英人ドラモンド、フレーザー、自ら米國に渡航して、大統領ハーディングに會見し、次で去る十月ロサンゼルスに開催せられたる米國銀行家協會の大會に出席して、親しく該計畫の内容を説明し、特に其利用に關して米國金融業者の援助を求めた爲め、同國に於ても著しく注目を惹くに至たやうである。我國に於ても最近大藏省より同案の利用方法に關して全國銀行業者の意見を徵するに至つた程であつて、其内容は既に一般に知られて居る筈であるけれども、我國には今日迄同案の内容並に其效果等に關する研究極めて乏ぼしく、僅に大藏省の調査月報(大正十年八月號)、横濱正金銀行の調査報告(第二十八號國際爲替安定に關する諸説抄録)等に翻譯文が載せられたのみであつて、殆んど研究資料がないから、大分時機が遅れて居るが、之に就て概説して見たいと思ふ。

ター、ミューラン案の内容を説明するに就ては、勢ひ同案を採擇するに至つた國際財政會議の經過を一言する必要があるのであるが、本稿は紙幅の都合上此點に就ては全然觸接しないことにする。(全國經濟調查機關聯合會發行の森財務官述「現時に於ける國際的財政機關の活動」は此問題を明快に説明して居る)。要するにター、ミューラン案は主として歐洲の新興國たるチェツコスロヴァキヤ、ユーゴ

ー、スラヴィヤ、波蘭等の如き諸國に對し、金融上の援助を與へて、其の經濟的復興を遂げしめんとする目的を有するものに外ならぬのである。即ち現今是等の諸國は全く購買力を有せざる爲め、産業の恢復に必要な物資の、購入も之をなすことを得ず、従つて現状の儘にして推移するときは、輸出工業並に輸出貿易の振興の如きは、永く之を圖ることが出来ない窮境に陥つて居るのである。然るに他の一面を觀るときは、米國を始め中立諸國の中には、戰時、戰後の好況により、滯貨集積して、其處分に苦みつゝあるものも少なくないのであるから、是等諸國をして相互に有無相通ぜしむるの途を拓くときは、實に歐洲の經濟的復興を速進せしむるばかりでなく、世界の經濟的安定に貢獻する所が少くないのである。ター、ミューラン案は即ち此趣旨に基き、國際聯盟の後援の下に是等の餘裕國より購買力の缺除せる諸國に對して物資の供給をなさしむるに必要な長期の信用を設定せんとする提案であつて、和蘭委員ター、ミューランの案出して國際財政會議に提出せるものである。

尤もター、ミューランの原案は同會議の審議を經、更に昨年十一月、十二月ジュネヴアに開催せられた國際聯盟財政經濟臨時委員會に於て其細目に就ては多少の修

正を受けたのであるが、大綱は固より何等の変更を受くる所なく、此無名の(ター、ミューランは在和蘭 Hope and Brothers 商會の店員であつて、從來實)士の提案は終に國際聯盟の計畫として採用せられ、本年三月マンチエスターの銀行家サー、ドラモンド、フレージャー Sir Drummond Fraser を創設委員とし、其下に佛人アヴェノール、南阿人ストラコツシュ及び提案者ター、ミューランの三氏を同副委員として愈々實行の緒に就くこととなつたのである。

二

ター、ミューラン案は前述の如く購買力の缺除せる國に對して、産業復興の資料を供するに必要な信用を與へんとするものであつて、其要旨は輸入者が其所屬する政府の發行せる政府證券 Government bonds (俗にター、ミューラン證券と云ふ) を擔保として輸出者に提供し、輸出者は之を保證として長期の信用を以て輸入者の必要とする物資の供給をなし得る組織である。但し此證券は國際聯盟の委員會にて、其發行を承認するを要し、且其信用を保證する爲め普通一箇年分の利子並に證券發行額の約一割に相當する金額を其發行政府に於て國際委員會の指定する或外國の銀行に預託

することを要すとして居る。尙右の政府證券は輸出者の欲する貨幣を以て、其額面價格を表示するを原則とするから、普通は輸出國の貨幣を以て示され、且前條の預託金も同様の貨幣を以て預金せらるゝことになるであらう。次に國際貿易の常態は私人間の取引であつて、即ち輸入貿易は將來輸出貿易を以て決濟されなければならぬのであるから、ター、ミューラン案は私人間の貿易殊に産業の振興をなすに必要な貨物(機械、原料品、燃料品、食品等)の輸入を助長せしめんことを主眼とし、政府自身の取引は之を援助しない。けれども、歐洲の新興國政府にして鐵道材料又は食料品等の如き國家の開発に必要な物資を輸入せんとする場合には特に同案の利用を認めるのである。ター、ミューラン案は其實行機關として、追つては同案の規定する國際委員會 International Commission を組織せらるゝ筈であるが、差當りは國際聯盟の委任せる創設委員に於て其準備行爲に着手することゝし、尙國際委員會の職務は當分聯盟財政經濟臨時委員會に於て之に當ることになつて居る。

次にター、ミューラン案の運用方法に關して、少しく詳細に説明せんに、例へば或國に於て同案を利用して物資の輸入をなさんとする場合には、先づ其國の政府が

擔保に提供し得べき或財源を國際委員會に報告して、其評價を請求することを要する。右の財源は成る可く確定的の収入を擧ぐるものを必要とするから、實際には關稅又は專賣事業の収入の如きものが之に充てらるゝであらう。かくして右の請求を受けたる委員會は此種の財源を慎重に調査したる後、其價格を金を以て評定し、此金貨價格を限度として、前述の政府證券を發行するの承認を與へるのである。該證券は五年、十年、十五年等の償還期限を有し、且定率の利札附を以て發行せられる。而して擔保物件となりたる財源は其儘輸入國政府の管理に委せらるゝのが普通であるが、場合によりては國際委員會又は其の委任せる代理委員 (sub-committee) に於て其管理に當ることもあるのである。斯くて右の手續を進めると同時に、一方には其國の輸入商は外國の輸出商と折衝して或貨物の輸入契約をなし、其契約の成立せるときは政府より前記の發行證券の貸與を乞ひ、其券面に國際委員會の證印を受けて(此際該取引の内容は委員會の帳簿に登録せられる)之を輸出商に送付し、引換に貨物の發送を受くるのである。即ち斯る方法により輸入者は右の證券を通じて、自國政府の提供せる擔保物件を自己の取引に利用することが出来るのであつて、又輸出者は國際聯盟の介在

により該擔保證券を保證として自己の債權の安固を圖り、萬一輸入者が約定の決済期日に至り、代金の支拂をなさざる場合に於ても、此證券を處分して代金の回收をなすことが可能であるから、安んじて貿易上の長期信用を與ふることが出来るのである。

尤も右の輸入契約の内容は當事者が任意に之を決定するを得るのであるが、只其輸入せらるべき貨物はター、ミューラン案の目的に副ふことが必要であるから不必要なる貨物 *Unnecessary commodities* の輸入に對しては、國際委員會は同案の利便を拒み、即ち證券に證印を與へないけれども、其他に於ては契約の條件等に對して毫も干渉する事なく、全く當事者の自由に放任する。従つて信用の期間、信用に對する利率、決済の方法等は輸出入者の任意に協定すべきものであつて、其決済期日利率等は政府證券の償還期日、利率等と同一なるを必要としない。而して輸入者が信用期間中に行ふべき總ての條件を履行し、且決済期日に至りて無事に代金の支拂を了れる場合には、該證券は其利札と共に輸入者に返戻せられ、更に其發行政府に返還せらるゝ譯である。然るに若し輸入者が其契約の履行をなさざるときは、輸

出者は先づ輸入國政府に對して同證券の買戻を請求すべきものと定めて居るのであるが(此際延滞利子をも併せて)萬一該政府に於て買戻の請求に應ぜざるか、又は其買戻價格の不十分なるときは輸出者は其證券を公開市場に賣却して、代金の回収をなすのであるが、尙自己の債權額に不足せる部分は委員會に訴へて輸入國政府の預託金中より賠償を受けることが出来るのである。但し契約不履行の場合に於ても輸出者が放資々金として同證券を保持せんことを希望するときは、同證券は其儘輸入國政府の外債となるのであつて、爾後輸出者は該政府より定期に證券の利拂を受け、又其満期日には元金の償還を受け得るのである。其他輸入者が決濟期日に至りて契約の履行をなし得ざる場合に、輸出者と合議の上信用の延長を行ふことは固より可能であつて、此場合には輸入者は國際委員會の承認を得て、政府より證券貸與の延長許可を受くることが必要である。斯くの如く信用の延長も認めて居るのであるから、輸入者が誠意を有するときは、大多數の場合に於ては、政府が賠償の責を負ふに至るが如き不幸は之を看ないで済むであらう。

以上ター、ミュラン案の運用方法に關して、其要點を略ぼ洩れなく説明せる積

りであるが、要するに此計畫は普通の商業取引の手續と毫も矛盾するものではない、單に長期の信用に對する擔保物件の設定に關して幾分複雑な手續を要するのみである。従つて同案は現今喧しき彼の國際貿易の調整に對して一種の國際通貨 International currency を創造せんとするが如き理想案とも異り、又ブラッセル財政會議に於て最も重要な問題となつた外國爲替の安定に對しても、直接に何等の寄與する所がない。外國爲替との關係に就てはドラモンド、ブレーザーが最近ロースンジュエルの米國銀行家大會に於て、大體次の如き論旨を聲明したのは至言である(之は The American Banker 一九二一年十月十七日、號の記事より引用したので同氏の言葉の儘ではない)。

The Scheme does not attempt to stabilize exchanges. These were dislocated because war stocks were replaced at excessive prices in certain countries before the recovery of their export trade. Conditions of trade in these countries must be restored to normal. When they have been restored the exchanges will take care of themselves.

然れども其實行は他の理想案に比すれば、慥に容易であつて、固より多少の障害は免れないけれども、適當に之を利用するに於ては國際貿易の疏通に對して、貢獻

する所が決して少くないであらう。

三

ター、ミューラン案が本年三月實行の緒に就てから、直に其利用を申出たものは、疲弊状態の最も甚だしく、従つて同案によるも、其救済の最も困難なる奥太利であつて、其他チッコスロヴァキヤ、波蘭等も内心希望を懐いて居るとのことであるが、未だ公然請求をなさない。蓋し奥太利は今日其政府の有する財源は悉く賠償金の擔保に充當されて居るのであつてター、ミューラン證券の發行に對して提供すべき財源は絶無の状態であるから、同案の適用が先づ困難である。仍つて同國に對しては國際聯盟の助力により別途の方法を講じて先づ財政整理の事業に着手することとし、同事業の少しく進捗せる後に於て、必要に應じター、ミューラン案を利用せしむることに決定したと云ふことである。斯くの如く今日迄の経過に於ては、同案は未だ其實行的結果を見ないばかりでなく、其眞價に就ても未だ悉く研究し盡されたりと云ふことは出來ない。従つて其效果に關しては種々の議論が散見するのである。

先づ同案の實行に關して、最も議論のある點は普通の商業取引に對して政府の介入するにより、決して満足な結果は得られないと云ふもの是である。即ち政府が少數なる特定の輸入者を援助するが爲めに、其財源を提供するが如きは或意味に於ては民主主義の理想に反するものであつて、同主義の割合に勢力を有する新興の共和國に於ては、單に斯る理想論よりして、其實行に對する困難が少くないであらう。又關稅專賣事業等は何れの國に於ても極めて重要な財源であるから、之を少數事業者の爲めに擔保に供することは、政府としても其斷行を躊躇せざるを得ないであらう。けれどもター、ミューラン案の本旨は、政府が輸入者に對して現實に補助金獎勵金等を交付する場合と全く異り、前記の財源は單に輸入者の信用を保證する爲め的手段に供するに過ぎないのであつて、既に述べたる如く、輸入者にして、其債務の履行を怠らざるときは、政府は之によりて何等の損失をも蒙らないのであるから、必ずしも政府が少數者の爲めに特別の負擔をなすものとは言へない。要は國民の誠意又は努力の如何に在るのである。尙普通の場合には擔保財源も其儘原政府の管理に委せらるゝのであるから、形式に於ては殆んど何等の差異はない

のである。要するに以上の支障は同案の内容の正當に理解せらるゝときは、之を一掃することが、左迄困難ではなからうけれども、只政府の介入によりて生ずる他の重大なる弊害は、其手續の煩雜なる爲め、商取引の敏活を缺き、商機を逸するに至るの虞があることは是である。殊に實際に於ては自國の政府ばかりでなく、國際委員會が之に干渉するのであるから、其弊害は益々多いと言はなければならぬ。此障害は或程度迄は否定すべからざる事實であつて、例へば委員會が擔保物件の評價、輸入貨物の承認等をなすのであるから、此點丈でも取引の進捗を妨げる虞がある。けれども擔保物件の評價は總括的の事業であつて、個々の取引に際して一々之をなす譯てはなく、又輸入貨物の種類に關しては豫め一般的の準則が設けらるゝのとこのとであるから、其承認に關して商機を逸するが如き弊害は論者の憂ふるやうに大なるものではなからうと思ふ。

次に前者に比して、一層憂慮すべき實行上の障害は、現今中歐及び東歐諸國に於ける財政状態は其疲弊せること、私人の經濟より甚だしいのであるから、其財政の整理が寧ろ先決問題であつて、其乏しい歳入の内から、ター、ミューラン案の要求す

る預託金を醸出するが如き餘裕は到底之を有せないであらうと云ふことは是である。殊に是等の諸國に於ける通貨は其價值が著しく下落して居るから、斯る低落せる貨幣を以て徴收せる収入を比較的高き金貨價格を有すべき預託金(擔保物件は金を有すべしと論を俟たない)に充當することは一層の不利を蒙ることになるのである。尤も今日の塊太利の如く擔保物件に充つべき財源其ものも全く絶無なるが如き窮狀にあるものは例外であらうと思はれるけれども、財政の困憊に陥れることは何れの國も同様であつて、預託金の調達のもも困難なることは蓋し否定すべからざる實狀であると思ふ。而して預託金の提供の不可能なるときは、ター、ミューラン案は其運用を完うすることは出来ないものであつて、此點は實行上多大の障害を與ふるものと言はなければならぬ。従て將來塊太利の如く財政の整理を先にすべき國家の現はるゝやも計られぬけれども、要するに此問題は先進諸國の助力によりて解決し行くの外はない。即ち疲弊の甚だしき國に對しては先づ他の方面より適當の援助を與へて多少の根柢を築き、然る後ター、ミューラン案に誘導するの外良策はないであらう。但し實際に於ては現在尙紛糾しつゝある政治上の秩序にして、今

少しく恢復するときは斯くの如き困憊の甚だしい國は案外少いてあらう。

以上述べたる如くター、ミューラン案の實行に對する障害は決して甚少なるものではないが是等の支障は關係諸國の努力によりて排除し得られぬものではあるまいと思ふ而して何れにするも、同案の實行に際し債權國側に於て最も有力なる地位を占むるものは英米兩國であつて、殊に米國の強大なる資力に待つべきものが少くないのである。只米國が國際聯盟に加入し居らざることには幾分の瑕瑾であるが、此點は實際に於ては左迄障害とはならぬであらう。即ち此の點に就てもドラモンド、フレーザーの次の言(ローサンジェルスに於ける演説の一節であつて同氏の言葉其儘である)は適切なる説明であると
言はなければならぬ。

International solidarity is based upon economic necessity, just as a sound system of credit is based upon gold. The International Credits Scheme of the League of Nations does not bar American exporters being interested so long as they have faith in the scheme. The absence of America as a member of the League does not affect the scheme, because the participating countries are borrowers. America is a lender.

是を要するに國際信用設定策としてのター、ミュートラン案の成否は一に懸りて債務國側に於ける政府並に國民の誠意及び努力と、債權國側に於ける熱意との結合に在るのである。

四

翻つてター、ミューラン案と我國との關係を見るに、我國も大戦以來の状態に於ては少くとも餘裕國の一に屬するのであるから、同案を利用して歐洲の經濟的復興に援助を與ふるの責任があらうと思ふ。只我國は從來中歐及び東歐の諸國に對しては直接に貿易上の連絡を有せないのであるから、同案を利用するに就ては特別の考慮を要するのである。此點に就て東京商業會議所は本年七月各部聯合會を開きター、ミューラン案の運用に關して次の如き對策を決定し、之を政府に具申したと云ふことである(横濱正金銀行調査報告第二十八號による)

- 一 本邦輸出業者の取引に依りて受取りたる國際信用證券(即ちター、ミューラン證券)に對しては我政府其保證の責に任ずること
- 二 償還期限は長期に亘るべきを以て、該證券に對し我政府は割引其他金融に

就き適當なる方法を與ふること

三 本邦輸出業者の受取るべき證券額面の價格は邦價を以て表示さるゝこと
四 政府は其保證の遂行に關し、信用の調査及保證事務を圓滑完備ならしむる爲め、直接政府監督の下に在りて活動すべき特種の保證會社を設置すること
右の中一、二の點に關しては英國に於ても問題となつたのであつて、即ち政府がター、ミューラン證券の流通に對して或程度の保證を與ふるときは金融業者及び輸出業者は協力して、同案の利用に努めんことを聲明し、政府も之を容認したと云ふことである。従つて我國に於ても亦之に倣ひ政府に於て其保證を與へ、事實上は日本銀行に於て他の内外國債と同じく、金融又は賣買の斡旋をなすことが極めて必要であると思ふ。次に該證券の額面價格を邦貨を以て示すことは我國の當業者としては極めて便利であるけれども、差向きは預託金の所在地又は貿易上の關係よりして英貨を以て示すことになるであらう。尤も證券の額面價格と預託金とは必ずしも同一の貨幣を以て之を示すことを必要としないけれども、我國との關係に於ては預託金は便宜上英國に置かるゝてあらうから、證券も自然に英貨を以て

示さるゝの傾向が多いのである。此點は幾分の不便を忍ばなくてはならぬのであるが、我國債市場の發達するに連れ、英貨公債の輸入せらるゝ趨勢は益々旺盛となるのであるから、英貨證券にても左迄の不便はなからうと思ふ。但し之は固より過渡の時代の對策であつて、追つては邦貨證券の發行を要求すべきは勿論である。

最後に此種の計畫に關し、信用の調査及び保證事務等をなすべき特種の保證會社を設置すべしとの問題に就ては、予は其必要を認めないのであつて、斯る業務は爲替銀行に於て當然之に従事すべきものであると思ふ。從來我國に於ては一つの新なる業務の發生する毎に、新なる機關を設立せんとするの惡弊があるのであるが、新設會社にては到底其事業の十分なる進捗は圖られないのであつて、寧ろ基礎の鞏固なる既設の機關を擴張するの有利なるに如かないのである。又斯る業務のみにて一つの營利會社を設立することは決して賢明なる方策とは言へない。要するに此種の業務は政府並に日本銀行の後援の下に爲替銀行が之を營むべきものであつて、是等の銀行が有力なる輸出業者と提携するに於ては我國も亦債權國の一として相當の活動をなすことが決して至難ではないのである。(大正十年十二月)

ヴァンダーリップの國際銀行案

一、歐洲の經濟的復興と國際銀行案——二、主要なる數種の國際銀行案——三、ヴァン
ダーリップの國際銀行案の内容——四、ヴァンダーリップの國際銀行案に對する
私評

大戦によりて残された幾多の困難なる政治上並に經濟上の問題の内、政治上の
問題は今日に於ては兎も角曲りなりにも大體の解決を告げたのであるが、經濟上
の問題は未だ全然未決の状態であつて、一昨年のブラッセル國際財政會議に於て
も、僅かに一二の實行案を得たるに止まり、根本的問題に就ては何等の具體的解
決策をも獲るに至らなかつたのである。想ふに戦争によつて破壊された歐洲諸國
の財政上及び經濟上の混沌状態を整理して舊時の安定状態に恢復せしむること
は非常の難事業であつて、固より短期間に完成し得べきものではなく、恐らく今後
數回の國際經濟會議を開催して確固たる解決方針を定め、之によつて各國が共同

努力するの外良策はないであらう。而して差向きの整理問題として先づ着手しなければならぬものは現時の混亂せる爲替相場を安定ならしむること、財源の涸渴せる中歐及東歐諸國の購買力を復舊せしむることであると思ふ。尤も是等兩問題の解決は、結局莫大なる不換紙幣を整理し通貨制度の變調を矯正するにあらざれば、其目的を達する事は出来ないであつて、又之と共に後者の購買力復舊に就ては適當なる方法により貿易上の信用を興ふことも極めて必要であると言はなければならぬ。但し爲替相場の安定は現在懸案となつて居る獨逸の賠償金支拂方法並に米國の對歐貸付金整理方法にして満足なる解決を告ぐるときは幾分其恢復を認むることが出来るであらうけれども、要するに此二問題の解決は應急的の救済策に過ぎないのであつて、單に實行的方法の決定に止まり賠償金並に貸付金其ものゝ決済は歐洲の經濟的復活を待たなければ根本的に解決せらるゝものではない。而して其經濟的復活が通貨制度の調整並に國際貿易の復興によりて遂げらるゝの外なきことは論を俟たぬ處である。

斯くの如く通貨制度の調整並に國際貿易の復興が歐洲の經濟的混亂を救済す

べき根本的の方策である爲め、之に對しては各國に於て種々の方案が提出せられ其内には既に其實行を看、或は漸く實行の緒に就いたものもあるのである。例へば一九一九年九月以來實施せられた英國の輸出信用制度 *British Export Credits Scheme* の如きは其の一であつて、バルチック沿岸諸國、波蘭、チェッコスロヴァキヤ、ユーゴースラヴィヤ、ルーマニヤ等の諸國に對する貿易を振興せしめんとする目的を有したものである。尙ブラッセル財政會議に於て採用せられたるター、ミューラン案も略ぼ同様であつて、中歐及東歐諸國に對する物資の供給を圓滑にして其經濟的復活を遂げしめんとせるものである。けれども此兩案は輸入者又は輸入國政府をして或預託金を提供せしむる制度であるから、今日の經濟状態に於ては預託金の提供は至難であつて、現に英國の輸出信用制度の如きは單に此理由のみではないが失敗に終つたのである。ター、ミューラン案も漸く實行の緒に就いたのみであつて、其成否は不明であるが、此點に於て幾多の困難を傳へて居ることは事實である (*Moulton, The Limitations of Foreign Credits, The Journal of Political Economy, Dec., 1921*) 故に一層根本的な方策は各國が共同して一大國際銀行を設立し、同銀行に於て發行

せる國際通貨を以て貿易の決濟に充つると共に、國內に於ては同通貨を準備として不換紙幣を整理するの方針を樹つることが、理論上最も恰當の方策であることを認めざるを得ないのである。斯る理由により國際銀行設立の提案は歐洲の經濟的恢復難の漸次判明するに従ひ、續々現はるゝに至つたのである。

二

今各國に現はれたる國際銀行案の主なるものを示せば、其の一は一昨年、國際財政會議に於て、白耳義委員たりし同國前首相デラクロア Delacroix によりて提出された案であつて、各國が共同して、國際銀行 International Bank を設立し、同銀行は關係諸國より擔保を徵して利附金貨證券を發行し、之を一種の國際通貨として使用せしめんとするものである。但し此案の目的は主として國際貿易の復興に資せんとするのであつて、即ち右の金貨證券にて支拂ひを受けたる輸出者は自國の銀行に於て容易に之を割引し得ることゝなるのであるから同證券は國際通貨であり又國際的擔保物件ともなるのである。従つて此案の趣旨はターミュー、ラン案に餘程類似せるものと看ることが出来る。

其の二は昨年八月の『紐育銀行雜誌』に梗概の掲載せられた米國上院議員ヒッチコック Hitchcock の提案であつて、米國を中心とし、各國の共同出資に成る國際銀行 Bank of Nations を設立せんとするものである。即ち同行は其資本金を二十四億弗となし、本店を紐育に置き、支店を關係諸國に置くものであつて、國際弗貨 International Dollars と稱する紙幣を發行し、國際間の支拂並に關係諸國內に於ける租税の支拂等に充てしめんとするのである。而して同通貨の發行並に回収は本店のみでなく、何れの支店に於てもなし得るのであつて、其流通高の調節は總て米國聯邦準備銀行の現に實行し居れるが如き方針を踏襲することにする。尙同行は米國政府並に同國の金融業者、貿易業者等に於て、其資本金の過半の引受拂込をなしたるときは直に其成立を告げ、營業を開始することにする。要するに昨年發表されたヒ氏の提案は大體右の如きものであつて、未だ極めて概觀的のものに過ぎなかつたのであるが、其後同氏は一層具體的に其提案を作成し、昨年十二月十二日上院に提出し、直に同院銀行委員會の審議に附託せられたと云ふことである。けれども其内容の詳細は我國に於ては未だ之を知ることが出来ない。

其の三は昨年十月の『倫敦銀行雜誌』に掲載せられたギブソン Gibson の提案であつて(氏がエディンバラの英國協會で講演したものである)即ち各國が委員を選出して國際委員會 International Commission を組織し、同委員會の管理する國際中央銀行 International Central Bank を先づ倫敦に設立せんとするものである。而して同銀行は關係諸國間に其國內に於て法貨たる資格を有する紙幣を發行し、之を以て戦前の金貨と同様に各國内の銀行券に對する準備金並に國際貸借の決済資金に充てしむることとする。同紙幣の額面價格は當初、英貨、佛貨及び米貨の三種を以て之を示し、其單位を夫々戦前價值の一千磅二萬五千法、五千弗となし、順次其倍數の紙幣が發行せられる。但し委員は當初英佛米三國より選出し、其他の諸國は一定の條件に従ひて單に加盟國 Member States となるのであつて、委員は總て加盟國に對しては適當なる擔保を徴して定額の紙幣を發行するけれども、若し必要と認むるときは其發行額を制限し、又は其發行を停止するの權能を有するのである。斯くの如く國際紙幣は加盟國に對して發行せらるゝと稱するけれども、實際は加盟國の國立銀行又は國立銀行の存せざる場合には現在の中央銀行の如きものに對し其國政府の提供する擔保物件を保

證として發行せらるゝのであつて、右の發行を受けたる銀行は其發行額に對し委員の定むる利子を國際中央銀行に支拂ふことを要する。而して其利子歩合は大國間に於ては均等であるが、固定せるものではなく、委員は常に各國の物價指數を平均して作成せる標準指數によつて時々之を變更せしむるのである。要するにギブソン案の骨子は上述の如きものであるが、同案が他の諸案と根本的に異なる點は、氏の述べて居るやうに金本位制を基礎とせざる點であつて International Central Bank Notes would eventually fulfil all the pre-war financial functions of gold without the defects of the gold standard 即ち其發行紙幣は物價指數本位制を基礎とする不換紙幣に外ならぬのである。兎も角デラクロア及びヒツチコック兩氏の案並に本稿に於て主として説明せんとするヴァンダーリップの提案が何れも金又は金本位制を基礎とせるものなるに對し、ギブソンの提案が全然其思想を異にせる點は、大に注目すべき價值があると思はれる。

其の四は即ちヴァンダーリップ Vanderlip の提案であつて、氏は曩に休戦成立後歐洲に渡航し、大戰直後の慘狀を視察して、歸米後、歐洲諸國の大借款聯合を提唱し

たのであるが、更に昨年勞農露國との通商開始を主たる目的として再度歐洲に渡航し、十月波蘭に滞在中國國際銀行に關する提案を發表したのである。氏の提案は前述の如く金本位制を基礎とするものであつて、其名稱も特に金準備銀行と呼んで居る程である。只ヒツチョコツク案は米國を主とする色彩が特に濃厚であるが、ヴァ氏の案は創立當時には已むを得ず米國を中心とするけれども、之は永久の目的ではなくして、歐洲諸國の經濟状態が或程度迄恢復するときは、何時にても其自治に委すべきことを高調して居る。兎も角氏が實際家であり銀行家であるだけ、其提案が實行を主眼として居ることは事實であつて、此點はギブソンの如き理想案と大に趣を異にして居る點である。次に氏の發表せる綱領により其内容の一斑を説明して見やうと思ふ。

三

ヴァンダーリップの提案は二つの部分に分けて觀察することが出来る。其の一は各國の政府並に國民の共同出資により其等諸國の上に在る一つの超國家會社 *Super corporation* として設置せらるゝ國際銀行であつて、氏は之を歐洲聯邦金準備

銀行 *Gold Reserve Bank of the United States of Europe* と名付けて居る。其の二は右の國際銀行の出資により其支店として夫々關係諸國に設置せらるゝ國家銀行であつて、氏は便宜之を國立金準備銀行 *Gold Reserve National Banks* と呼んで居る。即ち前者は一つの持株會社 *Holding Company* として後者を統帥し、且國際通貨たる紙幣を發行するの特權を有するものであつて、後者は前者の指揮を受けて實際の銀行業に従事するものである。仍つて本稿にても此二つの部分に分けて其内容を説明することにするが、只稱呼の便宜上暫く前者を國際準備銀行、後者を國立準備銀行と譯することにする。

第一 國際準備銀行 此銀行は或特定國の法律によつて組織せられないのが適當であつて、成る可くは國際聯盟によりて設立せらるゝことを理想的とする。

一 銀行の組織 國際準備銀行の資本金は差當り金貨十億弗となし、一株の金額を百弗とする。株式は何人も之を引受くることが出来るけれども、其拂込は總て金を以てなすことを必要とする。銀行の幹部は九名の委員 *Trustees* より成り、其内五名を米人、四名を歐洲人となし、更に其下に米人五名、歐人四名の補充委員 *Alternate*

Trusteesを置き、委員の缺員又は故障の際其職務を代行する権限を有することにする。但し是等の委員は崇高なる人格と、金融業に關する十分の經驗とを有し、且國家的利害の觀念より超然たる人物たるを要する。其任期は之を終身となすも、或は一定の年齢制を設くるも隨意であるが、只其職務に専心ならしむるの必要上、在職中他の金融事業に關與するを得ざるは勿論退職後と雖も五年間は銀行業に關係することが出来ない、委員の空位は自動的に之を補充することとし、即ち残存の委員が新委員を選任するのである。但し新委員の選任は後述の條件の成就する迄、ワシントンに於ける聯邦準備局委員の過半数によりて承認を受けなければならぬ。委員會は總裁、副總裁を互選し、總裁は委員會を代表し、且業務の執行を主宰するの權能を有する。尙總裁は後述の條件の成就する迄、米國民たることを必要とする。

二 株式の種類 國際準備銀行の株式は之をA Bの二種に分ち、A株は米人をして引受けしめ、B株は歐洲人をして引受けしむることとする。但し今日金の横溢して其用途に腐心して居るのは米國であるから、創立當時に於ては事實上株式の大部分は米人によりて引受けらるゝてあらう。けれども米人のみが永久に株式を

占有し、銀行の實權を掌握することは決して其本旨ではないのであつて、將來歐洲諸國の經濟狀態が恢復し、其政府又は國民が株式の所有を希望するが如き時機に達する時は、銀行に對する正式の要求により、何時にても米人の有するA株は貳拾弗のプレミアム附即ち一株百貳拾弗を以て抽籤によりて償還せられ、其部分はB株として平價を以て再び發行せられる。尤も右の場合に或政府又は其國民に分配せらるゝ株式の額は國際準備銀行の資本金額と其國に存在する國立準備銀行の資本金額との比率を超過するを得ないものとする。而して斯る方法によりA株の七割五分がB株に變更された曉には、委員の過半数即ち五名を米人の獨占する規定、新委員の選任が米國聯邦準備局委員の過半数によりて承認を受くべしとの規定並に總裁は米國民たるを要すとの規定は其效力を失ふことになるのである。尙國際準備銀行を支配する根本的規定はA株の七割五分がB株に變更された後、總株主の四分の三の同意を得るときは之を修正することが出来るのである。但し右の修正をなす場合には残存のA株主に對して償還の通知をなし、プレミアム附の償還（回答期限を九十日とする）とB株への變換との何れかを選択せしめなければならぬ。要する

にA株とB株の間には打歩附償還の點以外には其権利の内容に何等の相違はないのである。

三 銀行券の發行 國際準備銀行は一定の形式及び單位を有する弗紙幣を發行し、之を金又は金及び裏書されたる商業手形を預託せしめて、各國立準備銀行に貸與するの機能を有する。但し金の預託額は右の紙幣貸付額の少くとも二割たるを要するのであるから、即ち國際準備銀行は常に紙幣發行額の二割に相當する金準備を保有しなければならぬのである。同紙幣は普通の状態に於ては要求次第金と兌換せられるものであつて、又其れが爲めに最低二割の金準備を有する譯であるが、現在の如き經濟的秩序の恢復せざる時代に輕卒に其兌換を許すときは、忽ち金準備を涸渴せしむるの危険があるから、兌換は經濟状態の今少しく安定する迄之を停止するのが適當であらう。但し將來金兌換の開始された後に於ても、戦争又は恐慌等の如き金の引出及び匿藏が兌換制度を危殆に頻せしむるやうな事態の發生する場合には委員は一時其兌換を停止し得る機能を有するのである。尙國際準備銀行は或銀行によりて金兌換の要求された場合に於てのみ、之に應ずるの

であつて、個人の要求に對しては全然應じないことにする。

四 収益の處分及經營費 國際準備銀行の全株主は三分の確定的配當(収益のない場合に無配當たるは勿論である)を受け、尙國立準備銀行より特別配當を受けたる場合には其總額を右の三分に附加して配當せられるのである。國際準備銀行の經營に要する一切の費用は各國立準備銀行に割當てられ、即ち經營費 *Operating expenses* として各國立銀行より分擔支出せらるゝのである。

第二 國立準備銀行 此銀行は國際準備銀行の支店として歐洲の諸國に夫々各國內の特別法規により設立せらるゝものであつて、其資本金は既説の如く總て國際準備銀行の醸出に係るのである。

一 銀行の組織 各國立準備銀行の資本金は金貨弗を以て之を示し、其額は國際銀行委員の決定に委せられる。役員は國際銀行委員の承認を得て選出せる九名の理事 *Governors* より成り、其内三名は銀行業に經驗を有することを要し、三名は高潔なる人格と公衆の利益を代表すべき地位とを有するものたるを要し、残り三名は特に農、工、商業の利益を代表するものより選出すべきものとする。而して是等九

名の理事は皆各銀行の所在國民たることを必要とする。次に理事會は總裁、副總裁を互選し、此兩者は理事會の委任により業務の執行に當る權限を有する。右の外特別理事及び特別副理事なるものがあつて、共に國際銀行委員によりて選任せられ、前者は理事會の會長 (Chairman) となり、後者は會長の補缺となる權能を有する。而して前者は銀行の所在國民たるを要せないけれども、後者は所在國民より選任せらるゝことを要する。

二 設立の條件 國立準備銀行は關係國政府より此種の銀行を設立せんとする正式の提議により設置されるものであつて、其資本金は國際銀行より齎出せらるゝけれども、營業をなすに必要な敷地、建物等は所在國政府に於て無償にて提供するを要し、且是等の敷地、建物等は其國の國內法上不可侵權を認めらるゝのである。次に該政府は將來同銀行の營業を阻害するが如き立法をなさざることを約するを要し、且同銀行並に國際銀行紙幣に對しては課税をなすことが出来ない。但し課税の代りに後段述ぶるやうに銀行收益の一部を分與せらるゝのである。

三 銀行の業務 國立準備銀行の業務は預金及び貸付であるが、其取引者は法

人組織の商業銀行のみであつて、個人とは取引をなさぬとする。貸付は其金額の一倍半に相當する價格を有する商業手形の割引、再割引に限らるゝのであつて、該手形は正常なる商業取引によりて發生し、且嚴密に自動的決濟力 (Self-liquidating) を有する期限六十日以内 (最長九十日以内のものをも特に認容する) のものでなくてはならぬ。自動的決濟力を有する手形とは、例へば生産者より消費者に運送の道程に在る商品、又は生産過程中の原料品、或は又轉賣によりて自然に買入資金を銷却し得るが如き商品に關して拂出された手形を指すものであつて、固定資本の貸付とは嚴格に區別しなければならぬ。従つて公債、社債、株式並に不動産を擔保とする貸付は之を營むことが出来ない。けれども政府が自動的決濟力ある商業取引を行ふ場合、例へば其國民に轉賣する目的を以て穀物を購入するが如き場合には、斯る取引によりて生ずる手形は或銀行の裏書を有する場合に限り、前記の商業手形と同様に再割引せらるゝてあらう。右の外國立準備銀行は特に國際銀行委員の指令により、他の國立準備銀行に對し、其裏書せる商業手形の再割引をなすことが出来るのである。

各國立銀行の割引歩合は國際銀行委員の承認を得て決定しなければならぬ。但

し其割合は國情の異なる爲め、銀行によりて多少の差異あるは勿論であつて、又取引者たる或銀行の借入額の特に多額なる場合には之に對して累進率を課することも出来る。總て國立銀行に就て手形の再割引をなさんとする銀行は自己の營業狀態を詳細に報告することを要するは勿論(場合によりては特定の會計士の検査を受けねばならぬ)該手形の發行者たる會社、商店又は個人等の信用を證明し、又其手形は正當にして且自動的決濟力を有する商業取引によりて發生せることをも保證しなければならぬのである。

四 収益の處分 國立準備銀行に収益の存する時は、先づ國際銀行の持株に對して八分の配當をなし、其殘餘の四分の三は資本金額の二割に達する迄積立金として保留せられ、其餘の四分の一は之を折半し、即ち一半は更に積立金に繰入れ、一半は課税の代りに銀行所在國の政府に提供せらるゝてあらう。然るに該積立金が資本金額の五割に達したる後に於ては、叙上の殘餘利益の四分の三は悉く所在國の政府に提供せられ、残り四分の一は國際銀行に對する特別配當として既定の八分以上に附加せらるゝてあらう。即ち此特別配當が國際銀行に入る場合に、同銀行の附加配當として其株主に分配せらるゝのである。

以上はヴァンダーリップの提案の要旨であつて、尙細目に就ては氏の説明の十分な點もあるが、固々綱領に過ぎないのであるから已むを得ないことと思ふ。氏自身も單に大綱を指示するに止めたることを言明して居る。

四

昨年十二月の『紐育銀行雜誌』によればヴァンダーリップは此提案に附加して次のやうな意見を述べて居る。即ち此案を作成する爲には十二箇國の經濟狀態を實地に就て調査研究し、且各國の政府筋に於ける多數識者の意見を徴したる結果、要するに歐洲の根本的救濟策が確實なる通貨 *Stable currency* の供給によるの外なきことを痛切に感知して之を案出したものであつて、實は米人に提案すべきものではなく、先づ歐洲の困憊諸國に示して其必要を確認せしむべきものなのである。而して歐洲諸國の政府及び國民が其必要を確認し、國際銀行の設立に對して合従連衡すべき決意を示すに至りて始めて米國の金融的參加が問題となるのである。尙金貨十億弗の資本金は相當巨額なものであるから、其拂込に關して幾分の懸念もあるやうであるが、此點に就ては左迄悲觀する必要はないのであつて、關係諸

國の決意如何により案外容易に醸出せらるゝてあらうと思はれる。而して國際銀行が十億弗の資本金を其儘二割の金準備として紙幣を發行するときは五十億弗の國際通貨を供給することが出来る譯であつて、斯る巨額の通貨を適當に運用するに於ては、之によりて現時の混亂せる通貨制度が著しく改善せらるゝことは疑がないと云ふのである。

予はヴァ氏の叙上の意見に對しては、大體に於て多くの異説を挿まないものであつて、歐洲の根本的救済策が通貨制度の調整に係り、而して之に對しては結局國際銀行の如きものを設立するの最も適策なることは之を認むるに躊躇しないものである。然れども國際銀行の設立に就て實際上最も困難なる問題は英國を中心とすべきや、或は米國を中心とすべきやの點であつて、米國を中心とする銀行の設立に對しては、英國を主斑とする歐洲の諸國が進んで參加するてあらうかどうか非常の疑問があるのである。尤も現在歐洲諸國の經濟的復活に關して米國の援助を藉らずに如何なる事業をも遂行し得ざるとは勿論であるが、さればとて米人に對して特に優先權を與へ、又米人をして經營の實權を掌握せしむるが如き事業組

織に於ては歐人の満足を買ふことは至難であると言はなければならぬ。但し米國的色彩の濃厚なる點に於てヴァンダーリップ案はヒツチョコツク案に比し一籌を輸して居るやうに思はれるけれども、尙米人の持株に優先權を與へたる點、委員の過半數を米人の獨占する點、甚だしきに至りては國際的機關たる同銀行委員の選任に對して米國の國內機關に過ぎざる聯邦準備局の容喙を認めたる點等(是等は何れも條件附のものではないが)は如何にするも米國に偏したる專横の提案であつて、決して正鵠を得たるものとは認むるを得ないのである。尙此點に就て一層甚だしきは國際銀行の發行する紙幣を弗貨となし、又各國立準備銀行の資本金を表示するに弗貨を以てせんとする提案であつて、斯くては各國の在來の貨幣制度は根柢より崩壊せらるゝことゝなるべく、又從來國際貿易に於て占めたる英貨の勢力は全く無視せらるゝものであつて到底英國を始め諸國の默視するを得ない處であらう。予は此點に於ては先づ英貨、佛貨及び米貨の三種を以て國際紙幣を發行せんとするヤブソン案の極めて穩當なることを認めざるを得ないのであつて、差當りは少くとも主なる數國の貨幣制度は依然之を存續せしめ、只其比較價值を確定して事實上國際通貨

の統一を圖るの外、公平なる方策はないと信ずるものである。

以上はヴァンダーリップ案の短所であつて、又其實行の困難な點であるが、同案中にも長所が決して少くない。今其主なるものを示せば、國際準備銀行を以て單純なる紙幣發行銀行となし、實際の業務は専ら各國に設立すべき國立準備銀行に委して居る點であつて、此點は米國の聯邦準備局と聯邦準備銀行との關係を參酌せるものであらうが、各國を統括する銀行制度としては大體に於て適切であると言はなければならぬ。尤もギブソン案も之に類似するものゝやうに思はれるけれども、同案では此關係がヴァンダーリップ案の如く明瞭でない。次に國際準備銀行の發行制度が既説の如く金本位制を基礎として居ることは明かなる事實であるが、其金準備は二割であつて決して多いものとは言へない。米國の聯邦準備銀行、南阿の準備銀行等が何れも四割の金準備を採用し、最近此割合が一新紀元を劃せるの觀ある際、ヴァ氏の國際銀行案が更に其割合を低下せるは注意すべき事實であつて、金準備の潤澤なることを以て安全條件となせる從來の思想が著しく變化し來れることを示して居ると思ふ。要するにヴァ氏の提案は金準備を推奨せるもので

はあるが、其内容は英國流の固陋なる準備制度とは大に其趣を異にして居るのであつて、名目論者の立場より單に金を準備するの故を以て之を攻撃するのは當を得ないのである (Vanderlips Europäische Goldreserverbank, Die Bank, Dez., 1921)。

最後に其長所として附言すべきは國立準備銀行をして、各國内に於ける銀行の銀行としての機能を完全に盡さしめんが爲め、總て個人取引を禁止し、又營業を嚴重に制限して、殊に其貸出は健全なる商業取引によりて發生し、且自動的決濟力を有する手形の割引に限つて居る點である。而して氏は自動的決濟力の意味をも同案に於て叮嚀に説明して居る。けれども此點は敢て氏の説明を俟つ迄もなく、從來學問上に於ては殆んど何人によりても認められて居つたのであるが、只其實行が動もすれば輕視せられ、銀行の銀行たる中央銀行の貸出が所謂自動的決濟力なき方面に迄擴張せられて種々の弊害を流したのである。然るに今實際家たる氏が此點を特に力説して居るのは、將來の金融政策上多大の警告となるであらうと思ふ。尙此問題と關連して國立準備銀行と其所在國政府の財政との關係に就ては、氏は収益の分配問題以外には餘り詳説して居らぬが、要するに兩者の連携を否定せ

ることは種々の方面より明かに推定せられるのであつて、即ち国立銀行は政府が
 嚴密なる商業取引を營む場合に於て其手形の割引をなすの外、營業上政府の財政
 を援助することは出来ないものである。是を要するにヴァンダーリップの提案は確
 實なる通貨の供給によりて歐洲に於ける通貨制度の調整並に國際貿易の復興を
 完成せしめ、之と共に一方には銀行の収益を可及的各國政府に提供して、同銀行株
 式の購入資金に充てしめ、斯くして不知不識の間に米人の羈絆を脱せしめんとす
 る相當に遠大なる計畫を包藏して居るのである。識らず各國の政府並に識者は同
 案に對して如何なる見解を有するであらうか、又今後の國際經濟會議が一般に國
 際銀行案に對して如何なる取扱をなすであらうか、吾人は多大の興味を以て其成
 行を觀察せんとするものである。(大正十一年二月)

銀行及金融……(終)……

大正十二年六月廿三日
 大正十一年六月廿五日
 大正十一年五月廿九日
 大正十一年四月廿七日
 大正十一年三月廿九日
 發行所
 改訂三版發行
 改訂四版發行
 普及版發行

〔普及版〕

〔定價壹圓八拾錢〕

〔銀行及金融〕
 付 奥

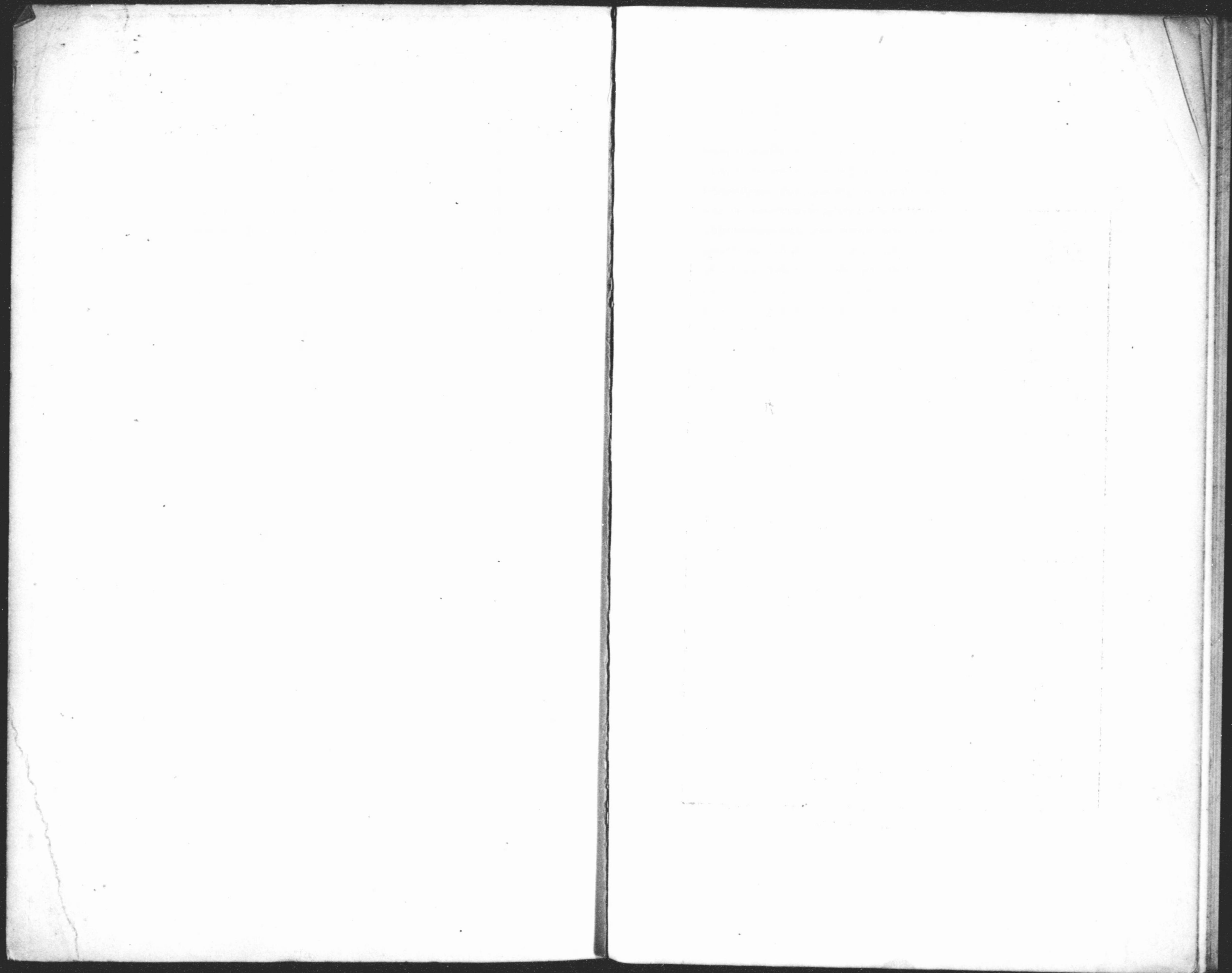
著 者 松 崎 壽
 發 行 者 東京市麴町區飯田町二丁目六十七番地 松 國 松
 印 刷 者 東京市麴町區飯田町二丁目六十七番地 益 枝 寅 三 郎

發 兌

東京市麴町區飯田町二丁目
 東京市東區內淡路町二丁目
 大阪市東區三軒松
 大阪市東區三軒松

文 雅 堂

(行印所刷印堂雅文)





¥1.80

502
941