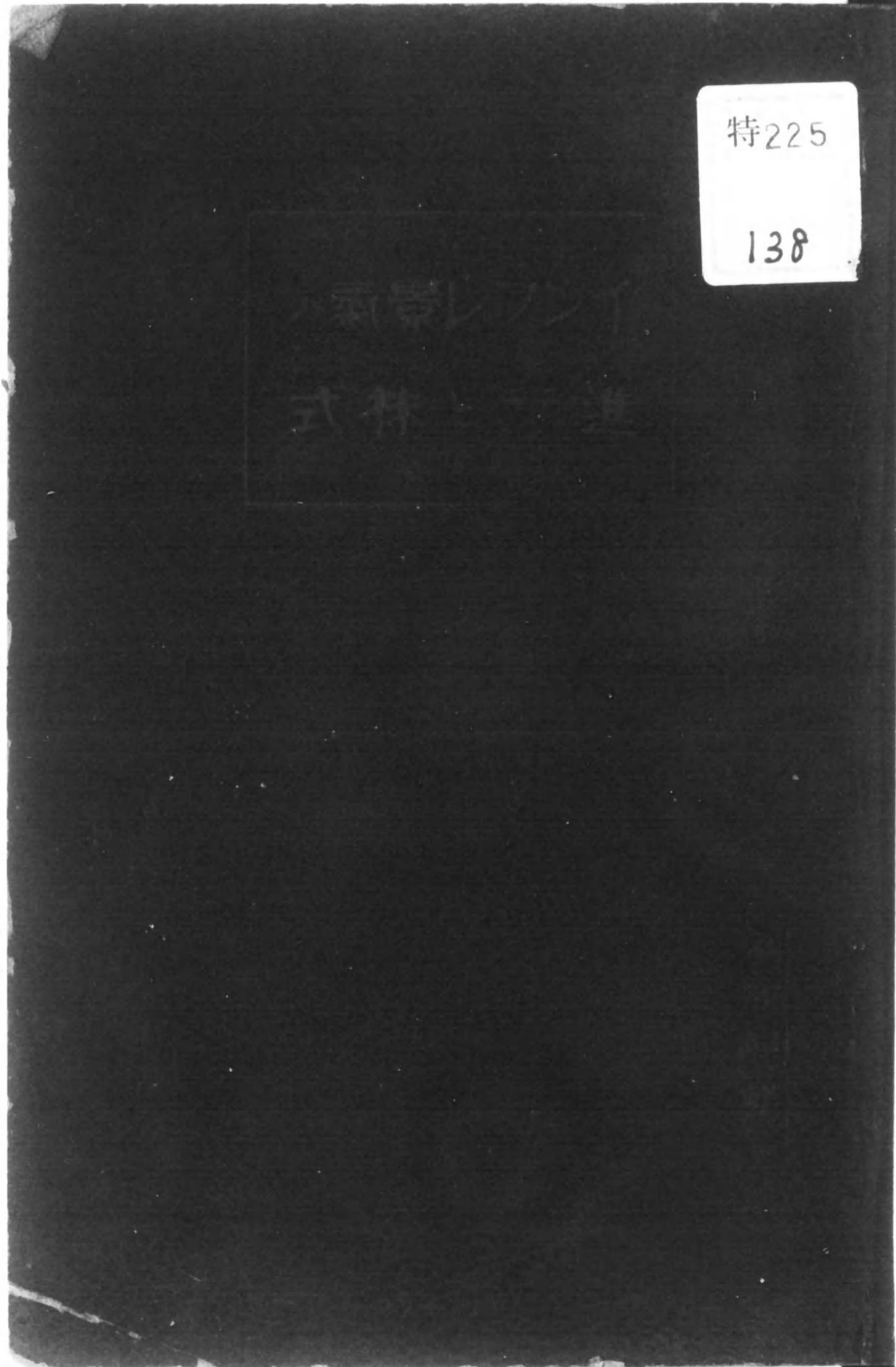


始



特225  
138



特225  
138

インフレ景氣の  
進行と株式

目次

一、インフレ景氣の進行……………記者 七

    金再禁止、爲替暴落……………八

    非常時財政の編成……………二

    物價の騰貴……………一五

    マーケット・オペレーション……………一八

    金利の低落……………二〇

    銀行勘定の改善……………二三

    輸出貿易の發展……………二四

    有價證券價額の増大……………二六

    近き將來の見透し……………二六

一、再禁止後の株式市場

前途の豫想.....B 記者 三

三つの前提条件.....三

金再禁止後の株界.....四

反落後の立直り.....五

株式市場現在の位地.....三

利廻歩合の問題.....六

事業界今後の變遷.....六

一、今日迄騰貴した株式

今後騰貴する株式.....C 記者 九

一、公社債利廻りの低下

.....D 記者 二五

一、貿易の増進と内部の問題

.....E 記者 三五

概観.....二五

貿易額の激増.....二七

輸出入の數量.....三一

輸出入品の價格.....三三

市場問題の今後.....三五

一、農村恐慌と景氣動向

.....F 記者 四六

農村疲弊の淵源.....四七

疲弊の進行と原因.....五〇

昭和五年以後の恐慌……………一五

再禁止と農業恐慌……………一五

所謂米穀非常時……………一五

今後の景氣と農村……………一六

# インフレ景氣の進行

A 記者

爲替相場の暴落と非常時財政の編成とによつて惹起されたインフレ景氣は、當初、期待されたほど強度のものではないが、併し、經濟界の各方面に廣く浸潤した。問題視された農村と雖も猶ほ改善されて居る。而して最も顯著によくつたのは、金利の低落と有價證券相場の暴騰に關聯した諸方面である。唯だ、この間に於て聊か物足りないのは、勞銀が、未だ、引上げられるに至らない點である。九年度豫算の實施と米買上げの影響とを前提としての近き將來の經濟界に對する見透しも良好と云ふ外ないが、十年度からの増税問題、

輸出貿易の停頓、政局不安、一九三六年の危機、等々の諸問題に妨げられて、その華々しい進展を妨げられるであらう。

## 一、金再禁止、爲替暴落

昭和五年下半年から六年にかけての經濟界は、今考へて見ても、非常に騒々しかつた。金の輸出解禁に依るデフレーションと、世界恐慌の深化とに依つて、經濟界の各方面は非常なショックを受けたこと、更に、昭和六年の九月十八日には滿洲事變が起り、政治的に經濟的に、又、國內的に國際的に、たゞならぬ黒雲が捲きあがつたに加へて、二日置ての二十一日、英國が突如として、金の再禁止を行ひ、世界經濟界を愕然たらしめたなど、斯ふした稀有の大事件が折り重つたので、騒々しさは、一層、甚しくなり、云はゆる金持ちの不安は募つて、資産擁護やら思惑やらの立場から、その大半をして弗買ひの方向へと走らしめた。

十二月十三日である。若槻内閣が崩壊して、犬養内閣が成立し、金の輸出再禁止を聲明するや、この騒々しさは直ちに解消して、新しく據頭したものがインフレーション景氣への待望で

ある。弗買問題から、金の輸出を惹起したことは、今尙ほ我々の記憶に新なる處であるが、當時、輸出された總額は三億八千四百萬圓の巨額に上り、正貨準備は四億三千萬圓の少額に下つた。その時に、金の輸出再禁止が行はれたので、先づ、起つたものは圓爲替相場の急激なる暴落である。日米爲替相場に就いて云ふと、再禁止以前に於いては、無論、四十九弗八分の三の正貨現送點以上を維持して居たのであるが、再禁止と同時に暴落して、六年十二月迄には三十四弗臺まで落ち、一月には三十六弗餘りに一時回復をしたが、それ以來、上海事件や國際聯盟の關係等も手傳ひ、日本の信用は日に／＼低下して、昭和七年の十一月には、到頭、二十弗そこ／＼になつて仕舞つた。約十ヶ月の間に二十九弗餘り暴落した譯であつて、世界の爲替相場暴落の歴史に於ても非常に稀らしいレコードを作つた。

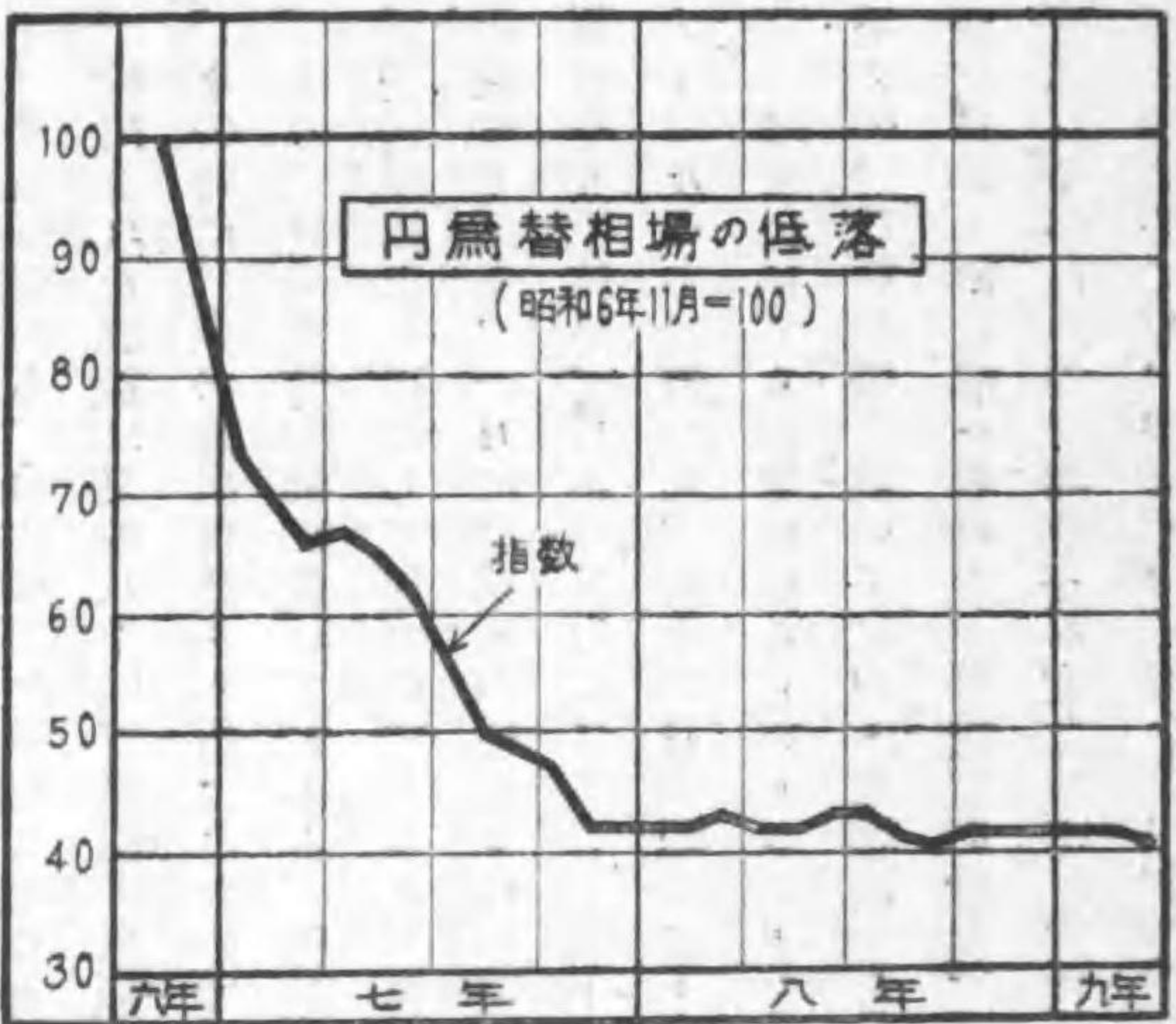
その頃、爲替相場に就いては色々な議論やら見透しやらがあつたが、中にも異彩を放つたのは政友會の一部に唱へられた十弗説であつた。

昭和五年から六年、産業資本家及び之を支持する一群によつて金輸出再禁止が騒々しく叫ばれた當時に於ても、圓貨爲替相場を二三割方低落せしむれば、と云ふのが、其の大體の目標で

あつた。

然るに、金再禁止後、一瞬ならずしてその目標は破壊され、容易に四割安、五割安、六割安となつたのである。資本家——殊に大資本家階級も内心うす氣味悪く感ぜざるを得なくなつたことは云ふまでもない。

政府及び日銀當局は、二十五弗前後になつた頃から、ソロ／＼これが前途を懸念して、爲替相場を一定點に安定させる方針を採り、七年七月には資本逃避防止法を實施し、更に八年四月からは爲替管理法を實施した。つまり圓爲替相場の二十弗出現を以て、日本の諸産業の保護回復の爲めに充分なりとなし、茲に



方向を轉じて、圓貨幣の對外價值安定策を採用したのであるが、この安定策は幸に奏効して、爾來、圓爲替相場は二十弗見當の處に、殆ど一年半ばかりすつと、保合へを續けてゐる。

### 二、非常時財政の編成

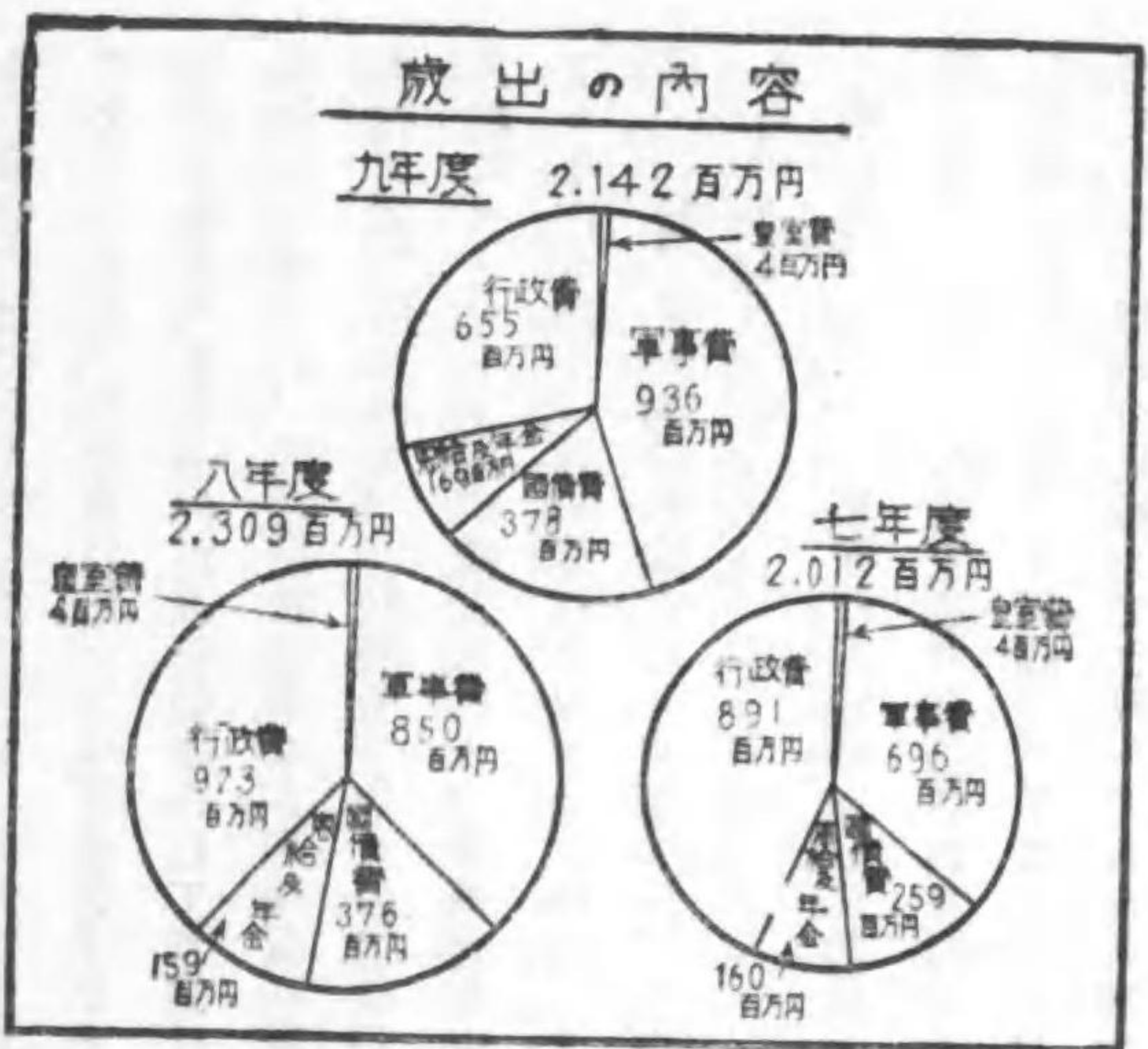
金の輸出再禁止に依る爲替相場の暴落自體が、既にインフレーションを必要として居るのである。併し、此のインフレを如何にして遂行するかと云ふことは、當初に於ては尙ほ明かにされなかつたが、五・一五事件を契機として、農村の全般的救済關係から、非常時豫算を編成せなければならなくなり、こゝにインフレ財政の端初が作られた。即ち、昭和七年度の豫算は、歳出に於て二十億一千三百万圓の巨額となり、昭和六年度に比較して約四億七千万圓程の急増を示すことになつた一面、之れが財源の全部を公債に仰いだ結果、公債の發行豫定額は六億八千四百萬圓の巨額に上ることになつた。更に、この非常時豫算は八年度にも續き同年度の歳出は二十三億九百萬圓の巨額となり、前年度に比較して更に三億圓以上増加し、その結果として公債發行高も亦急増して九億一千九百萬圓となり、而かも此の非常時豫算は九年度に於ても尙

は變ることなく、その歳出は二十一億四千一百万圓を算し、公債發行高は八億一千百万圓に上ることゝなつた。かくて、三箇年を通算すると、公債發行は二十四億一千四百萬圓の巨額に上るのである。併し、一般會計のみではない。他に特別會計の分が七年度九千五百萬圓、八年度に九千二百萬圓、更に九年度に九千二百萬圓ある。だから、公債發行高は交附公債を別にして年々、次ぎの如く巨額に上ることゝなつた。

◎公債總發行高

昭和七年度	七七九百萬圓
同八年度	一、〇一一
同九年度	九〇三

累計二十六億九千三百萬圓——この巨額の公債が日本銀行の引受けによつて發行される。インフレーションと云ふことは通貨に對しての水増しを意味するのであるが、政府によつて發行される公債が、全部、日本銀行の引受けとなれば、日銀はその引受代金として同額の兌換券を引渡すから、それだけ通貨膨脹を惹起する、即ち、かうした順序による公債發行はインフレーションを結果せずには置かない譯であり、而してインフレーションを惹起すと同時に、それ自體



がまた、その量的制限をすることになるのである。

他面、インフレ景氣の方向は、政府が公債發行によつて得たる資金を如何なる費用に充當するかによつて決定される。別言すれば如何なる費途の膨脹から公債發行が餘儀なくされたかと云ふことが、インフレ景氣の方向を決定的にするのである。それがインフレ景氣の質的制限である。

假りに、政府が國民全般に對して無償に通貨を給與する爲めに、公債發行、通貨膨脹を行ふたとすれば、國民全般の購買力が直ちに増加するので、インフレ景氣は消費材から始



り一般的になつたであらう。併し、政府の経費増加は、昭和七年度に於ては主に時局匡救事業であり八年度、九年度に於いては軍事費である。而して時局匡救事業は全國農村に亘つたのもあり相當大きな部分が直接勞銀として支拂はれてゐるから、かなり一般的インフレ景氣の要素をもち得たが、経費膨脹の中心が軍事費に移ると、その直接影響を蒙るものは、重工業、資本材工業に限られて、一般的インフレ景氣は間接的となつた。時局匡救事業を中心とした七年度にはセメント工業が隆盛となり、軍事費を中心とする八年度以降は之に代つて軍需工業が隆盛となれる如く、質的變化を來すと同時に、より多く間接的となつた爲めに一般インフレ景氣は、一層、量的制限を蒙ることとなつた。八年以降一般景氣の伸びないのは、概ね、此の理由からである。

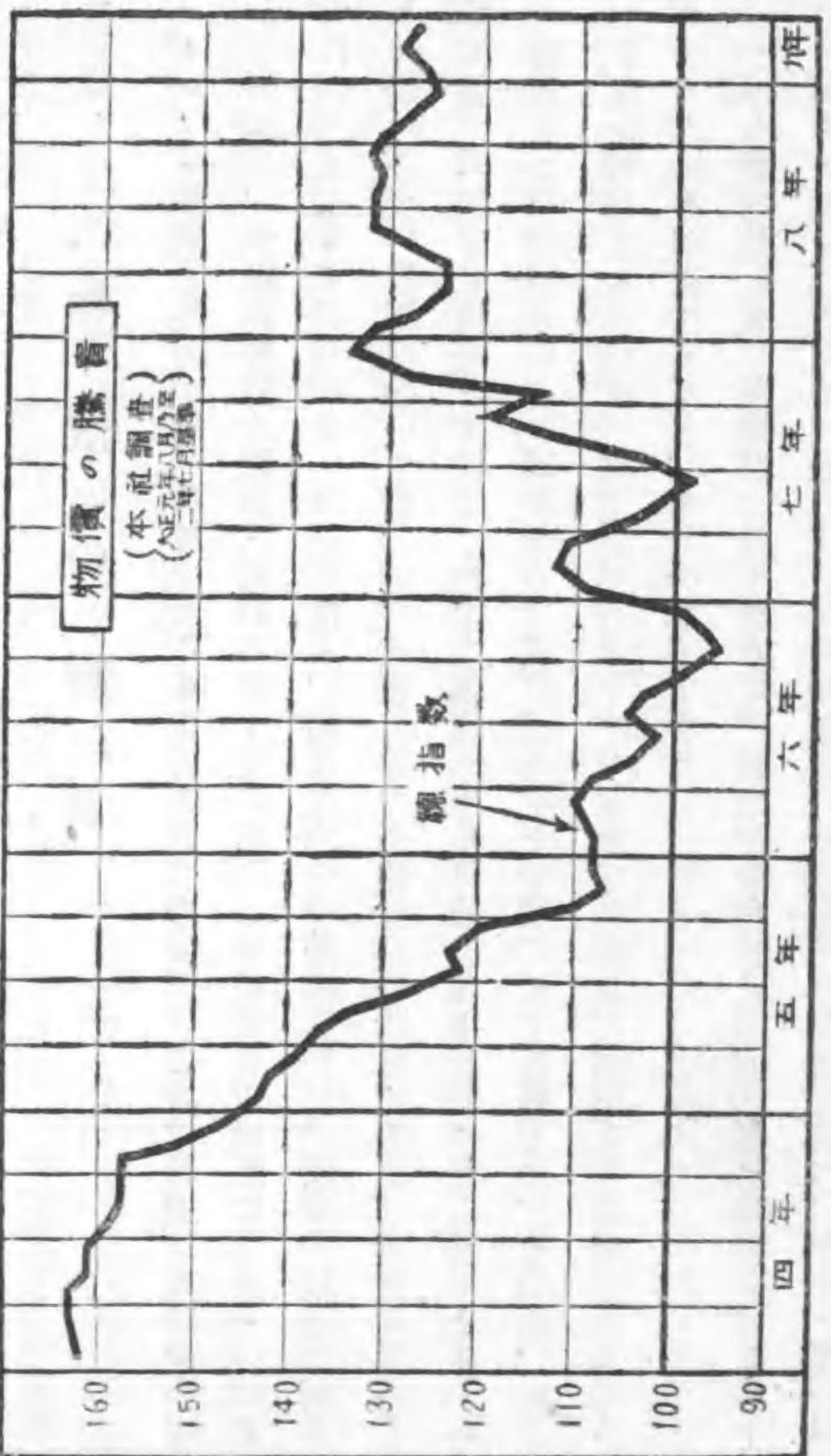
兎も角、インフレ景氣は非常時財政に於ける巨大公債を以て母體とするのであるが、その公債は種々の事情から豫定通り發行されては居らない。九年度は之れからであるから別として、七年度に於ては七億一千萬圓、八年度に於ては八億六千五百萬圓で、十五億七千五百萬圓に止つてゐる。豫定に比較して二億一千五百萬圓少ない。それだけ、インフレ景氣は、實際に於て

更に量的に制約された勘定である。

### 三、物 價 の 騰 貴

インフレ景氣上昇の一般的指標となるものは物價であるが、では、物價はどれ位の騰貴したかと云ふに、金輸出再禁止直前、昭和六年十月に於ける我社調査の指數は九五・一であつたがそれが大正七年十二月には一三三になり、約三割六分の暴騰をして、爾來、最近に到る一年餘りの間は多少の波紋は描いて居るが、大體に於て高値保合の状態である。爲替の暴落——圓貨幣價値の六割安を目安とすれば、物價の騰貴し得る可能性は十五割に及ぶ譯であるから、現實の騰貴はこの約四分の一に過ぎない。殊に、七年下半年に於て暴騰して、その後、殆ど、保合ひ状態を續けてゐるのは、前に述べたインフレ景氣の情勢を、遺憾なく表現したものと見られやう。之れを圖表にすると、次ぎの如くである。

この物價運動を商品種別に就て見るに、最近を金再禁止直前の最底値時代に比較して、流石に一齊に騰貴してゐる。茲にインフレ景氣の一般的發展を見出し得る。併し、第一次高値時



代の七年十二月に較べると、最近は食料嗜好品、被服地、同原料、建築材料、工業藥品、肥料の六類に下落し、金屬、工業雜品、燃料の三類に騰貴を示して居る。この多數品の下落と少數品の騰貴との間に昨年以來のインフレーション景氣の特殊性——質的方向の轉換と、一般性——量的沈滞とを認識し得るのである。

◎卸賣物價指數商品種類別

種類	四年五月	六年十月	七年十二月	九年三月
穀類	一四六・二	一三三・四	一一四・五	一一五・六
食料嗜好品	一七八・三	一六五・三	一五九・六	一五九・六
被服地	一五七・六	一六〇・四	一三六・二	一三三・八
被服地原料	一四九・五	一四〇・四	一三〇・八	九八・四
建築用材料	一三三・五	一三九・〇	一五八・六	一五〇・五
金屬類	一四〇・四	一六六・六	一三三・三	一三〇・九
工業藥品	一四八・五	一〇五・二	一四七・〇	一四〇・八
工業雜品	一五三・一	一〇四・四	一三六・八	一四九・九

総料	三三〇・九	二八・八	三六・一	三三〇・三
肥料	三三〇・九	二八・八	三六・一	三三〇・三
總平均	一六二・五	一四・一	一三三・五	一三三・一

### 四、マーケット、オペレーション

爲替相場は六割も暴落し、公債は、年々、七八億づゝも増發されたが、併し、インフレ景氣は以上の程度に止つた。従つて、通貨は過剰状態に陥つた。之れを自然のまゝ放任して、若干の時間を貸したならば、或は間接的ながら、インフレ景氣は猶ほ全面的となり、物價を更に一段と暴騰せしめたかも知れない。ところが、この過剰通貨を吸収するために、昭和七年末から、日本銀行は云はゆるマーケット、オペレーションを開始した。即ち、先きに引受けた公債を市中銀行の希望に應じて賣却したのである。日銀から積極的に賣る譯ではない。市中銀行の希望に應じて賣るのであるから、厳格なる意味に於ては、この種の市場操作を英米中央銀行同様のマーケット、オペレーションと云へさうもない。高橋蔵相も、議會に於いて、屢々、さう

した釋明をした。併し乍ら、この操作開始の當時、日銀當局者は「物價の急騰は國民大衆の生活に悪影響を及ぼすから」と聲明してゐるのである。だから、方法は兎に角、その意圖は慥かにマーケット、オペレーションであつて、過剰通貨の調整を目的として出發してゐるのである。而して最近までの間に賣却された公債は次ぎのような計算になる。即ち、非常時公債發行直前——昭和七年九月末に於ての日銀公債保有高は一億一千七百萬圓であつたが、それが、最近九年四月七日には六億五千四百萬圓となつて居る。其の内容は——。

米穀證券	一六五百萬圓
舊五分利公債	七〇
四分半利公債	一六〇
四分利公債	二六〇
はい、號、ろ	一一〇
は	一四〇
計	六五四

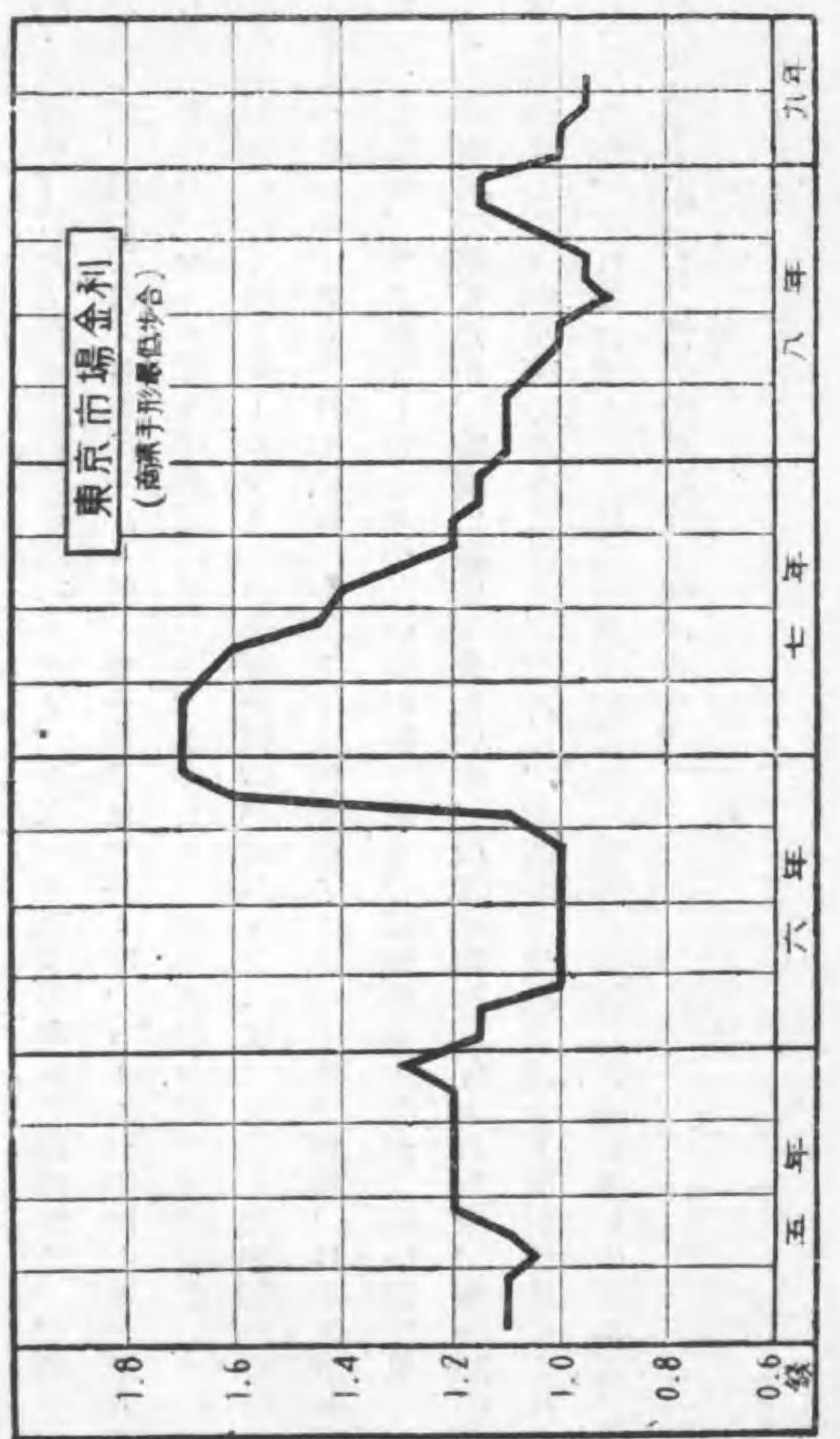
この間、どれだけの公債が發行されたかと云ふに、(一)七年度分、四分半利七億一千萬圓。(二)八年度分四分利八億六千五百萬圓。而して別に米穀證券の四億四千萬圓増がある。さうす

ると、四分半利債に於て五億五千五百萬圓、四分利債に於て六億五百萬圓、又、米穀證券に於て三億二千萬圓（大藏省證券にも關聯してゐるから、之れは正確な計算でない）、合せて十五億八千萬圓だけ、行外に賣却された勘定である。但、この内、二億二千萬圓は預金部に入つてゐるから、實際にマーケット、オペレーションとして、市中銀行その他民間に提供せられたものは十三億四五千萬圓、公債だけでは十億圓見當である。

### 五、金利の低落

物價の騰貴が比較的に少いのは、唯だ今まで述べたやうに、インフレ景氣の範圍が局限されたからであるが、公債増發に依り、通貨の大増發となつたにも拘らず、資金の需要は少く、却て通貨の過剰を來し、このことは一方に於て、マーケット、オペレーションを可能ならしめたが、他の一方に於ては、金利の低落を促進することになつた。金再禁止以前に於ては、日本銀行の金利は一錢四厘、市中銀行の預金利子は、定期預金（東京大阪甲種）で四分二厘、又、市場金利としてのコール日歩は一錢乃至四厘五毛と云ふやうなことが、舊平價解禁以來、再禁止に

至る迄の約二年間の間に於ける状態であつたが、再禁止以後、政府が保證準備の擴張、郵便貯金利子の急引下げなど低金利政策を採つたのと、今述べた通貨狀勢との關係から、是等の金利は急落して、最近では、日銀金利は一錢、預金利子は三分七厘、コール日歩は七厘乃至六厘二毛五糸になつた。コール日歩は表面に見た處、必ずしも未曾有の低金利では出來ないけれども實際に取引せられて居るコールマネーの負擔金利の平均から云へば、矢張り未曾有の低利と云つて差支へないのであり、日本銀行の金利や定期預金利子に至つては、無論、日本の金融市場が始まつて以來、會て経験したことのない低利率である。長期資本利子が、長い眼で見て、果してどの程度に低落したか、容易に斷定できないが、政府が昭和八年九月以來、四分利の長期公債を發行することが出來るやうになり、同時に、社債も一流物で四分五厘が標準にされるやうになつたが、之れ等は主として此の短期金利低落の情勢に釣られた處が多いのである。市場金利（商業手形割引日歩）の低落を左に掲げやう。



### 六、銀行勘定の改善

インフレ景気が軍需工業部門を通じての間接的現象となつたので、一般情勢はそれだけ稀薄となつた結果、その影響として現はれたのは全国銀行勘定の改善である。預金は顯著に増加したが、貸出は少しも増加しない。のみか、寧ろ、却つて減少したのである。

◎全国普通銀行勘定(単位百萬圓)

年	預金	貸出	預金超過	有價證券
四年五月	九、二四	七、二四	七、八九	三、三九
六年十月	八、二九	六、五〇	一、六九	三、〇九
七年六月	七、七九	六、〇〇	一、四三	二、七六
八年六月	八、六二	六、三三	二、四八	三、三九
九年三月	八、七九	五、九〇	二、八八	三、七〇

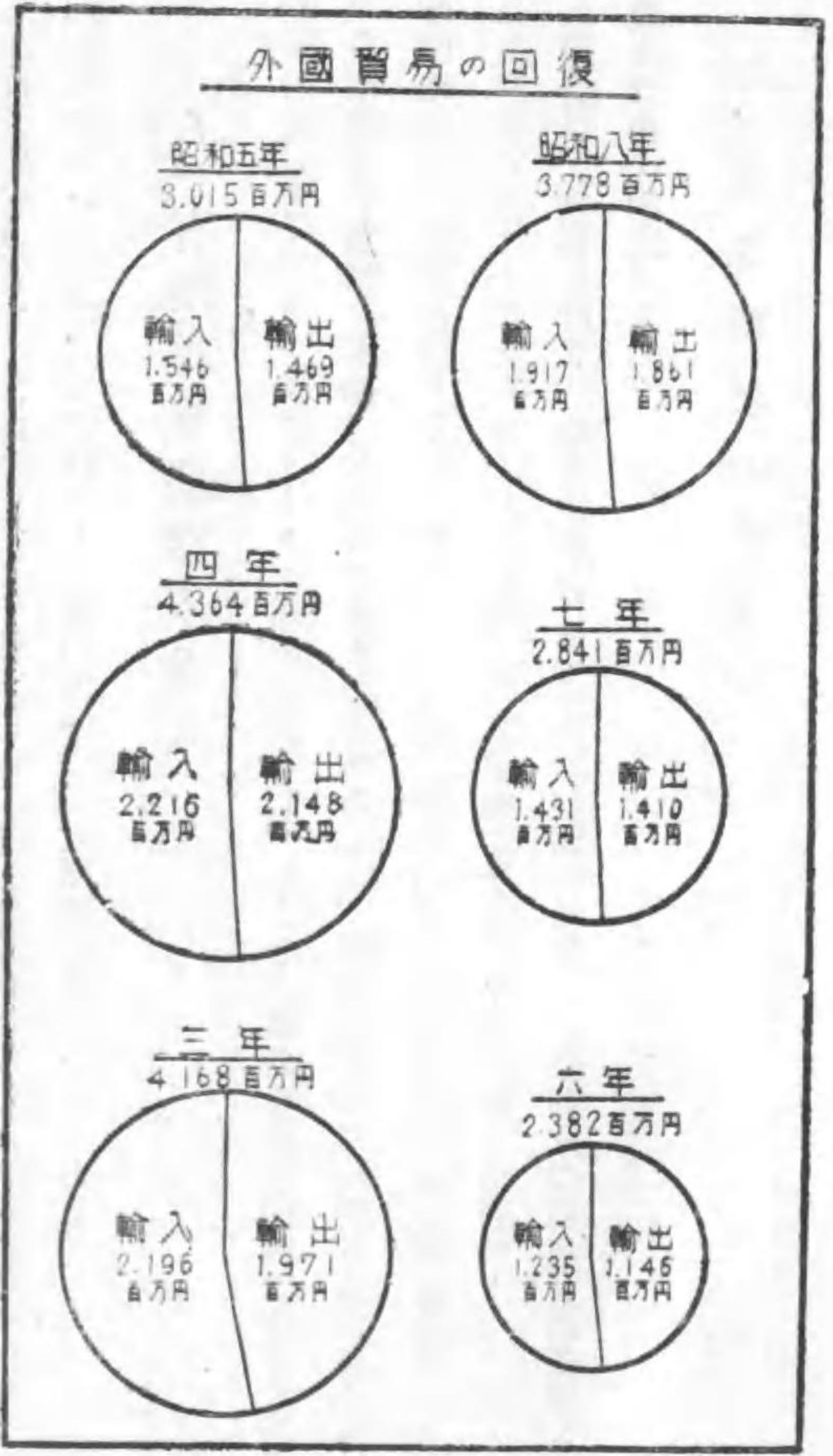
(備考) 六年十月以下、有價證券には外國證券を含む。

かくて預金超過は急増した。舊平價解禁前の四年五月、十八億九千萬圓だつたのが、七年六月には十四億五千萬圓まで減り、一時的ながら、金再禁止後に於て、却つて金融不安状態を惹起したけれど、その後は急増して、最近九年三月には二十八億四千萬圓に上り、僅か二年足ら

その間に、殆ど二倍になった。銀行の立場から云へば、この預金超過の激増が、マーケット、オペレーションを可能ならしめた一面と、金利低落を促進した他面とを招来したのである。有価証券所有高が約六億圓増加してゐるが、大半はマーケット、オペレーションに關聯した國債の買入増加であること附言を要しまい。

### 七、輸出貿易の發展

昭和七年八年の内地の一般經濟活動は、以上の程度であつたが、これに對して、外國貿易の増進は素晴らしいものであつた。我國の貿易は世界恐慌の影響や、内地の不景氣におされて、昭和四年以來激減し、六年には輸出は十一億四千六百萬圓、輸入は十二億二千五百萬圓、輸出入を合せても二十三億八千萬圓に止まり、金解禁以前、昭和四年の四十一億以上と云ふやうな状態に比較して、殆ど半減してしまつた。處が、昭和七年以來回復して、八年には輸出は十八億六千萬圓、輸入は十九億七千萬圓となり、その合計は三十八億以上となり、稍や昭和四年に近い處まで急速なる改善を遂げた。輸出に於て特にさうである。一方には、舊平價解禁時代に



於ける生産設備の改善や、生産費の低下、他方には、金再禁止後に於ける爲替相場の低落と、物價騰貴率の少いことが、この貿易——輸出促進の三大原因を爲したのである。

### 八、有價證券價額の増大

右のやうな状態で、インフレーション景氣は進行し、かくて、事業會社の利潤は著しく増大して、有價證券の價格を暴騰させたこともまた素晴らしい。昭和六年十月に於ける全國の株式時價總價格は百一億圓に過ぎなかつたのであるが、昭和八年三月には百三十一億となり、昭和九年三月には百九十一億となつて、殆ど株式の總價格は最近二年間に於て倍額に上つて居るがこの大部分は、物價の騰貴、生産の増加に依る企業利潤の増加と、金利及び利廻りの低下とに依る資本價格の増大である。

### 九、近き將來の見透し

以上がインフレ景氣進行の經過と、その現状である。

斯うした現状の上に九年度豫算が働きかけ、今後の景氣動向を決定的にして行くのであるが、では、此のインフレ景氣は、近き將來に於て、量的に、又、質的に如何に發展するか。

九年度豫算の内容は前掲の通り、公債發行額に於て八年度より一億餘圓減つてゐるが、他面軍事費は八千萬圓ほど増加して居る。即ち、一般インフレの可能性は量的に縮少され、しかもその質的關係に於ては軍需工業の方向へと、益々、擴大された。従つて局限されたインフレ景氣——軍需インフレの様相は八年度以上に顯著にならねばならない。

しかし、茲に看却できぬ要因に米買上げの影響がある。米穀證券増發三億數千萬圓が意味してゐる如く、巨額の米買上げの結果、農村の手許に通貨が取得された。現在では地方銀行の預金増加となつて居るが、それが新しき購買力に轉化し、商品市場に現はるれば、量的に一般インフレ景氣の方面を強化して、農村向き諸消費材の生産を刺戟すべき順序である。

種々の點から考へると、インフレ景氣の前途如何に對して、次ぎの如く、概ね三つの目標を立てられる。

(一) 非常時膨脹財政が永く續いて、少し位もの増税では追ひ付かず、公債は濫發されて、現

在の外國爲替管理制度を以てしも、圓爲替相場の新たなる崩落を避け難い程度までに、インフレーションが激化する場合。

(二)非常時膨脹財政が適當に調整せられ、現在の爲替相場をそのまま基準として平價切下げ解禁が實行せられる場合。

(三)九年度豫算の影響の及ぶ範圍内の近い將來。

而して此の第三目標の情勢は大體に前記した通りであるが、それでは、それは、どの程度の進展であるか。それを見極める上に、一種の目安——具體的手掛りとなるものは、舊平價解禁以前、即ち、田中内閣の末期——昭和四年頃の經濟界である。左に最近と、その當時とを比較するであらう。

◎インフレ景氣發展の數字的鳥瞰

(い) 通貨及び金融	最近 (九年三月)	金再禁止前 (六年五月)	舊平價解禁前 (四年五月)
▽兌換券發行	最多……………一、三〇百圓	一、二三	一、四八
	最少……………一、〇〇	九七	一、二五

▽全國普通銀行 預金……………八、八三(二月)

八、四八

九、一四

貸出……………五、九六

六、五八

七、〇九

預金超過……………二、八八

一、八九

二、〇七

▽郵便貯金……………三、八四(二月)

三、五二

一、八四

▽金利

日銀商業手形割引日歩……………一〇

一〇

一〇

コール翌日物……………一〇・〇六

一〇・〇四

一〇・〇七

預金(定期中種)……………三・七

四・二

四・七

(ろ) 價格

▽物價指數……………三三・一

三三・一

三三・一

▽株價指數……………三三・五

四九・九

八九・九

(は) 生産及び貿易

▽工礦業生産指數……………三三・四(一月)

一六・五

一六・三

▽外國貿易

輸出……………一、六二(八年)

一、一四

一、九七

輸入……………一、九七

一、三五

二、一六



入 超…………… 六 九 三

(に) 國民所得

▽貸銀(實收)指數…………… 九一六(八年十二月) 九〇三

百圓

100.0

▽租 稅 收 入…………… 七五

七五

七五

九六

(九年度豫算)

(六年度豫算)

(三年度決算)

通貨及び金融關係では、最近は舊平價解禁前に比較して兌換券發行高は猶ほ一億圓方少い、全國銀行勘定は、舊平價解禁時代に多數の不良銀行が整理された結果、預金は幾分少いが、貸出はより多く減つてゐるので預金超過は激増し、預金貸出關係は顯著に改善されてゐる。郵便貯金に至つては十億圓——五割餘の激増。

金利は日銀金利も市場金利も空前の低位である。

價格現象では、物價は猶ほ三割方及ばぬが、株價は反對に三四割方、却つて上廻つて居る。生産および貿易に於ては、工礦業生産指數は二割以上増加した。外國貿易は猶ほ少しく及ばぬが、之は輸出入價格の低位な關係からで、貿易數量では既に凌駕してゐると思はれる。

國民所得の全體に就いては明かでないが、その指標と云ふても差支えない労働賃銀と國家の租稅收入とに就いて見るに、ともに、未だ、昭和四年程度に回復して居らない。

之れが現在の位地である。九年度豫算および米買上げ資金の撤布が、この位置に拍車を加へて新しく進展させるのであるが、之れ等諸事實の内、最も重要な目標となるものは兌換券と金利と物價および株價である。

然らば、之等の事實は何うなるかと云ふに、兌換券が増發、物價が更に騰貴するであらうこと、確かである。此處一ヶ年の間に、兌換券と物價とが昭和四年程度へ回復しさうであること、決して無謀な期待であるまい。金利は既に安過ぎる位であるが、併し、一時は更に又なる可能性がある。現に新なる預金利下げ問題さへ起つてゐるのである。

かくて通貨と物價とが昭和四年同様の位置に復歸し、金利は當時以下に遙かに低落するならば、その場合、そこに又、重大な相違あることを認識しなければならぬ。經濟界は昭和四年頃は多年の懸案たる金解禁問題のために壓迫され下降しつゝあつたが、今日および今後には、さうした懸案もなく、上昇しつゝあるのである。物價が一定地點に顔合せしたとしても、一つは下

向、他は上向で、物價運動自體が本質的な相違をもつてゐるのであるから、之に内蔵された經濟界の活力もまるで相違する。端的に云へば、今後、物價が昭和四年程度に騰貴するまでのインフレ景氣は、當時とは到底比較的にならぬほど好況であらうことを斷じ得るのである。

株價が特に高いのは、かうした形勢に先走つたものであらう。従つて前記の樂觀情勢が進行すれば更にその先きが樂觀されて株價の騰貴は益々促進されさうに想はれるが、それはさう簡單に斷定できない。物價騰貴から企業利潤が増加しても、現在の社會情勢では容易に増配が許されないからである。のみならず、他方さらに、政局の不安、増税問題、輸出貿易の後退、一九三六年の危機、等々——投機的活躍を制限する諸條件が働いてくる。勿論、之等の諸條件によつて此處一年の景氣上昇が根柢から覆されると云ふおそれは毛頭ないが、併し、華々しい活躍は望み難いのである。それだけ堅實とも云へる。

## 再禁止後の株式市場と前途の豫想

B 記者

金再禁止後の株式市場は、三つの段階を経て、今日に到つてゐる。

第一期は再禁止後から、七年六月初に至る底固め時代、第二期は七年六月から八年初に至る飛躍時代、第三期はそれから今日に至るまでの諸株評價の修正時代である。財界に何等か著しい變化が起らない限り、第三期は尙ほ続く。随つて當面の急務は、諸事業、諸會社の狀勢を、仔細に研究して、有望株を見出すことである。

將來インフレーションが高度化する場合は、諸株の利廻歩合向上と諸會社の配當率の引上げとの釣合から、更に評價修正運動が起る。

尙ほ又、その場合、諸事業にどういふ變化が起るかも、興味ある問題で、豫測困難な事柄ではあるが、大體の見當をつけて、最善の策を講ぜねばならぬ。之を要するに、今後の株式市場は、諸事業の隆替盛衰を背景として、可成り複雑な變動を繰返すと想ふ。

### (一) 三つの前提條件

我國が昭和六年十二月に金の輸出を禁止して以來、株式市場は大體に於て漸騰歩調を續けて居るが、その間にも、可成り大きな波瀾起伏があり、且つ株種別に見ると、その騰貴率に著しい差を生じて居る。これは爲替安と財政膨脹との影響に依つて、景氣が好轉し、諸事業が建直つた程度を反映してゐるのであるが、この傾向は何時まで續くであらうか。前途には大分に複雑な問題が潜んで居ると思ふ。

過去二年有餘の間に、大きな波瀾曲折があつたのには、純經濟的な事情以外、政治外交等の方面からの衝動が加はつて居る。又、外國市場の推移も、可成り強く影響して居る。今後に於

ても矢張り、その方面の關係如何が、財界の大勢にも、株式市場變動にも、多大の影響を及ぼすであらう。國內の經濟狀態以外に於て、財界並に株界を動す重大要素としては、次の三つを擧ぐべきであらう。

- 一、世界經濟が之から先、どう云ふ變遷を示して行くか。
- 二、日本のインフレーション政策が、將來どう云ふ風に發展して行くか。
- 三、所謂三十五六年の危機なるものが、どう云ふ風に解決されるか。

この三つは、過去の株式市場の推移にも、甚深の關係を持つて居たが、將來も亦同様であらう。従つて、その點に關する或程度の理解がないと、過去及び將來の株式の變動を、正當に解釋し難い。よつて、先づこの三問題に就て、一應の所見を述べる。

第一に、世界經濟はこゝ數年間、可成り、變態的な情勢に陥つてゐる。その直接動機としては、償金支拂其他の關係に基く獨逸の窮迫と、株式投機熱昂進の反動として起つた米國財界の惡化とを擧げる得るが、更に深く突込んで考へると、歐洲大戰の餘殃の爲に、世界各國共、政治的にも、經濟的にも、稍や重大な改革を行はねばならぬ時期に到達したものと見られる。

一九二九年以後の世界不況の深化を、資本主義末期の現象、又は其崩壊の一過程と解釋するものがあるが、それは餘りに、飛躍的な考へ方で、之を過去の歴史に徴するも、社會機構若くは經濟機構の修正なるものは、概ね漸進的に行はれ、唯時として急變が起るに過ぎない。即ち急激な變化が起るは寧ろ例外と見做すべきである。歐洲大戰以後に於る各國の經濟的變化は、その漸進的修正の連続と見るべきで、統制主義への轉向とか、ブロック經濟の構成など云ふことも、出来るだけ現状を維持しつつ、資本主義の缺陷を補つて行かうと云ふ意味である。従つて、その弊害の甚だしい國ほど、大きな改革が行はれる譯だが、これを日本の場合に就て云へば、未だ資本主義の極致に達したとも見られない位で、經濟機構の修正などは左程必要とは思はれない。唯諸外國が極端に排外的傾向を示すとか、日本品丈けに壓迫を加へるやうな場合はその對策として、何等かの手段を講ぜねばなるまい。

最近に於ける諸外國の傾向は、下層階級の極端なる窮乏を救ふ手段として、事情の許す限り労働者を保護するに傾いて居る。併し米國以外の諸國、就中歐羅巴諸國は、戰時以來財政の不均衡に悩み、公債の激増に苦しんで居るから、財政的手段に依つて失業者を救済することは、

事實上、行ひ得ず。その結果、輸入割當制度とか、高率關稅に依る外國品防遏など云ふ手段を執り、それに依つて幾らかでも國內の就業率を高めやうとして居る。唯、米國丈けは國富に比較して、國債の現在高が少いので、本年度以來、極端な財政膨脹に依つて、失業救済、景氣振興を圖らうとしてゐる。是等の政策は、結局に於て、各國内に於ける諸商品の生産費を高めるものである。それを極端に實行する場合は、却つて、一般民衆の生活難を助長する場合がないとも限らない。假りに、左様な場合を生ずるとせば、現在の貿易制限政策が、果して繼續されるかどうか疑問だと思ふ。

唯、目下の處では、各國が尙ほ其方向に進むことは避け難い情勢で、それが日本の貿易にどう云ふ影響を及ぼすかは、大に研究する必要がある。

次に問題となるは、世界物價の將來であるが、昨年亞米利加が金本位制を停止して以來は、その國の物價の騰貴が、他の諸國にも反映して、幾らか上向き氣味になつて居る。若しも、各國の労働者保護政策に依つて、諸商品の生産費が高まるとすれば、物價は今後もそれに準じて騰貴すると思ふが、その場合は、通貨の増發に依つて、高物價を支持せねばなるまい。現在金

本位制を維持して居る諸國に於て、更に通貨を増發する餘地があるかどうか、假に、通貨の増發に依つて、高物價を支持し難いとすれば、生産費のみ徒に高まつて、國民の購買力がこれに伴はないと云ふ結果を生じはせぬか。

實際の處、各國政府何れも、今後の經濟狀態がどう變つて行くかに就て、十分の見通しがついて居ないのではあるまいか。各國それ／＼獨特の方法に依つて、景氣振興策乃至下層民保護政策を行ふて居るが、それは未だ實驗の範圍を出でず、恐らく今後數年間は、色々な手段が試みられ、さうして結局に於て、何等か適當な政策が発見せられるのではあるまいか。さう考へると、日本もの情勢それに應じて、若干政策を變更する必要も生ずべく、今からどうなつて行くかを豫斷することは困難である。唯、一部の人の唱へる經濟機構是正論は、日本にとつては左程急迫した問題とは考へられない。

第二に日本のインフレーション政策が、將來どういふ風に展開して行くかも、豫測し難い問題である。今春の議會の形勢から推せば、政治家の間に財政收支の均衡回復を考慮して居るものが、尠くないやうである。理論上から云つても、早晚それを斷行する必要があるのである。

だがその反面、所謂一九三五、六年の危機なるものに對し、萬全の用意をせねばならぬ點から云へば、明十年度は勿論、十一年度になつても、歳出の著しい切詰めは望まれさうもない。然らば、増税はどうかと云へば、増税に依つて、一舉に赤字公債を消滅し得る程の收入を擧げ得ないは勿論、民力を涵養して、將來増税する餘地を残す意味に於て、これを暫く見合せると云ふ議論にも、相當の理由がある。いづれにもせよ、五六億圓程度の歳入不足は、まだ二三年続くのではあるまいか。過去二ケ年間の經驗から云へば、一年十億近い赤字公債を發行しても、マーケット・オペレーションの効果で、通貨はその割に増發されないやうであるが、三年も五年も同じ手段を繰返して居れば、結局に於て、公債の消化力が減退し、通貨が急速度で増發される時期に到達するのではあるまいか、その結果として、物價が甚だしく騰貴し、大衆の生活が壓迫されれば、そこで初めて、財政緊縮と云ふ聲が高まるであらう。現實に通貨増發の弊害が現れるまでは、均衡回復の必要があると云ひながらも、或程度まで、現在の財政方針を續けて行きさうに考へられる。

第三の所謂三十五六年の危機なるものは、聯盟脱退以來、多數の人の不安の種となり、それ

が過去現在の株式市場にも、間接又は直接に影響して居る。が、恐らく何人も其の歸着點に就て、何等の斷定をも下し得ないであらう。明年の聯盟脱退効果發生期に到つて、國際聯盟が日本に對し如何なる處置をとるか、獨逸までが聯盟を脱退して居る今となつては、積極的に日本を壓迫するやうな場合は、一寸想像し難い。唯、關稅政策其他に於て、間接に日本を苦しめることは考へられるが、各國夫々その立場を異にして居るから、果してさう云ふ問題に就て、意見が一致するかどうか。それよりは三十六年の第三次海軍々縮會議の方が一層重大で、日本の比率變更要求に對しては、可成り強い反對が起るものと覺悟せねばなるまい。萬一建艦競争開始の段取りともなれば、英米二國は財力に於て、遙かに我國に優つて居る丈けに、巨額の軍費膨脹を豫想せねばならぬ。

そこで此問題が、愈々話頭に上り始める頃に、財界がどう云ふ位置にあるか、株式市場がどうなつてゐるかは、今から豫想の限りではないが、會議の進行狀態如何によつては、多大な衝動を受ける場合がないとは限らない。

以上三つの問題は、過去の株式市場にも大分に影響して居るが、今後の市場には一層大きな

影響を示す場合があらう。之を考慮の他に置いて、株式の前途を説くわけには參らぬ。だが是等の問題と、經濟界の現實の推移とを結付けて説明することは、事實上、困難であるから、唯、斯う云ふ事情があるを念頭に置いて、前途を豫測する他はあるまい。

## (二) 金再禁止後の株界

昭和六年十二月に金再禁止を斷行して以來の株式市場の變動は、これを三期に分けて見るとが出来る。第一期は、再禁止が實行せられた六年十二月中旬から、七年六月初に至る期間で上げ相場の底固め時代と稱すべきであらう。第二期は、七年六月初から八年一月初に至る騰貴時代で、これが今日に到る迄、最も活況を呈した時期である。第三期は、昨年一月に一と天井打つてから、今日に至る迄の高値保合時代で、見方に依つては、諸株間の比價修正時代とも云へる。そこで先づ、第一期の經過から説明する。諸株が急激に騰貴したのは、若槻内閣の倒壊が略々確實になつた十二月初旬末であるが、金再禁止が行はれるであらうと云ふことは、それ以前から見越されて居た。これに先立つ約二ヶ月、即ち九月十八日に北大營の事件が起り、越へ

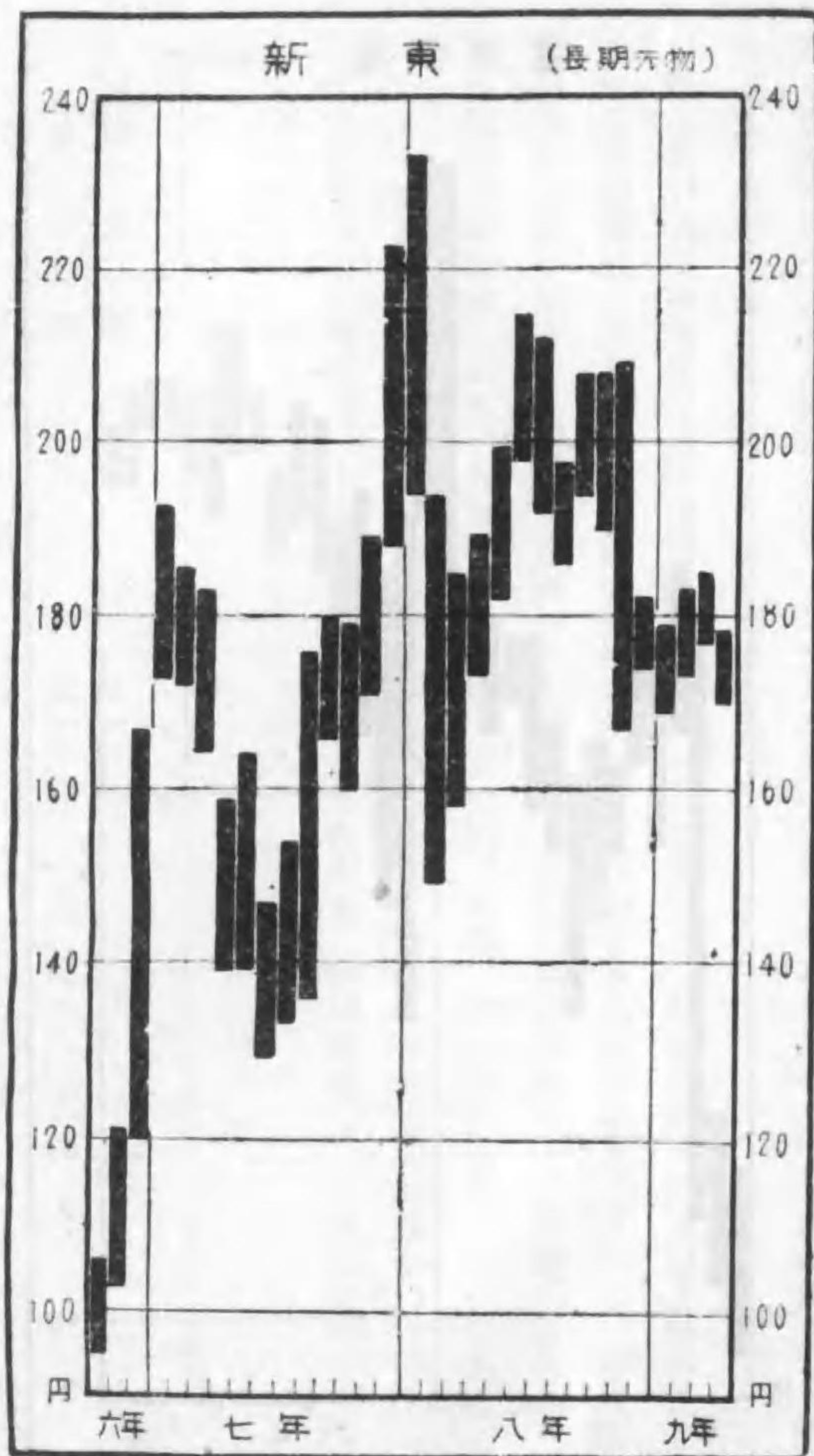
て二十一日には英國の金本位制離脱の報道に接した。滿洲事變は格別として、英國の金本位制停止は、日本にとつても必然的に、金本位制の停止を招来すべきものとして、その直後に巨額の所謂「弗買ひ」が行はれた。この事實を知つて居る人達は、十月に入ると、間もなく、金再禁止見越して株式を買つた模様である。滿洲事變と英國の金本位制離脱との爲に、急に下落した株式が、十月初に至つて底入れ模様を呈したは、斯う云ふ買物が入込んだ爲である。勿論、その反面には、再禁止はないものと見て、賣思惑を續けて居つたものも少くなかつた。そこで犬養内閣が出来て、愈々、再禁止が實行されると、賣方の踏退きと、新規の買物が、一時に勃發して、諸株は目覺ましい急騰を演じた。それ以來、七年一月末に至るまで、尙ほ買氣が續き世間には諸株はまだ上進すると説くものが多かつた。

併し金本位制を停止したからとて、財界の實勢が急に變化するものではないから、此上げた相場に永續性はなく、早晚反落に轉すべき運命に在つた。丁度その折柄上海事變が起つたので今度は買方が投げ退く順序になつて、二月から三月へかけて、急反落が起り、四月には一寸戻り足に轉じたが、それも五、一五事件の突發に挫かれて、落潮は六月初まで續いた。

第一期を前期と後期とに分けると、前期は賣方の踏退きと、「金を物へ」の妄信とに依つて無暗に買進まれた時であり、後期はその反動と、上海事變、五一・五事件、それに續く社會不安等の爲に反落した時期である。尤も、二月以後の反落は、單にそれ等の爲のみではなく、前年十月以來、盛んに正貨が流出した穴埋めの爲に、金融的整理が行はれたことも、重大な原因を爲して居る。斯くして、再禁止後約半ヶ年に亘る上下動は終を告げ、七年六月初から、愈々第二期の上げ相場が始まつた。

試みに、再禁止直後に於て、どういふ株が騰つたかを見ると、左表に示すやうに、概ね、從來思惑の目標になつてゐたものが躍進し、それ以外のものも、相當に騰つては居るが、その騰貴率は左表に掲ぐるものよりは、遙かに低かつた。

品名	六年十二月		七年一月	
	高	安	高	安
郵 船	六〇・五	三一・一	四八・七	三一・一
玉 水	五一・〇	三二・〇	四〇・六	三二・〇
富 士 紡	四七・〇	三〇・五	五一・〇	三〇・五
鐘 紡	二二〇・九	一五一・三	二二六・〇	一五一・三



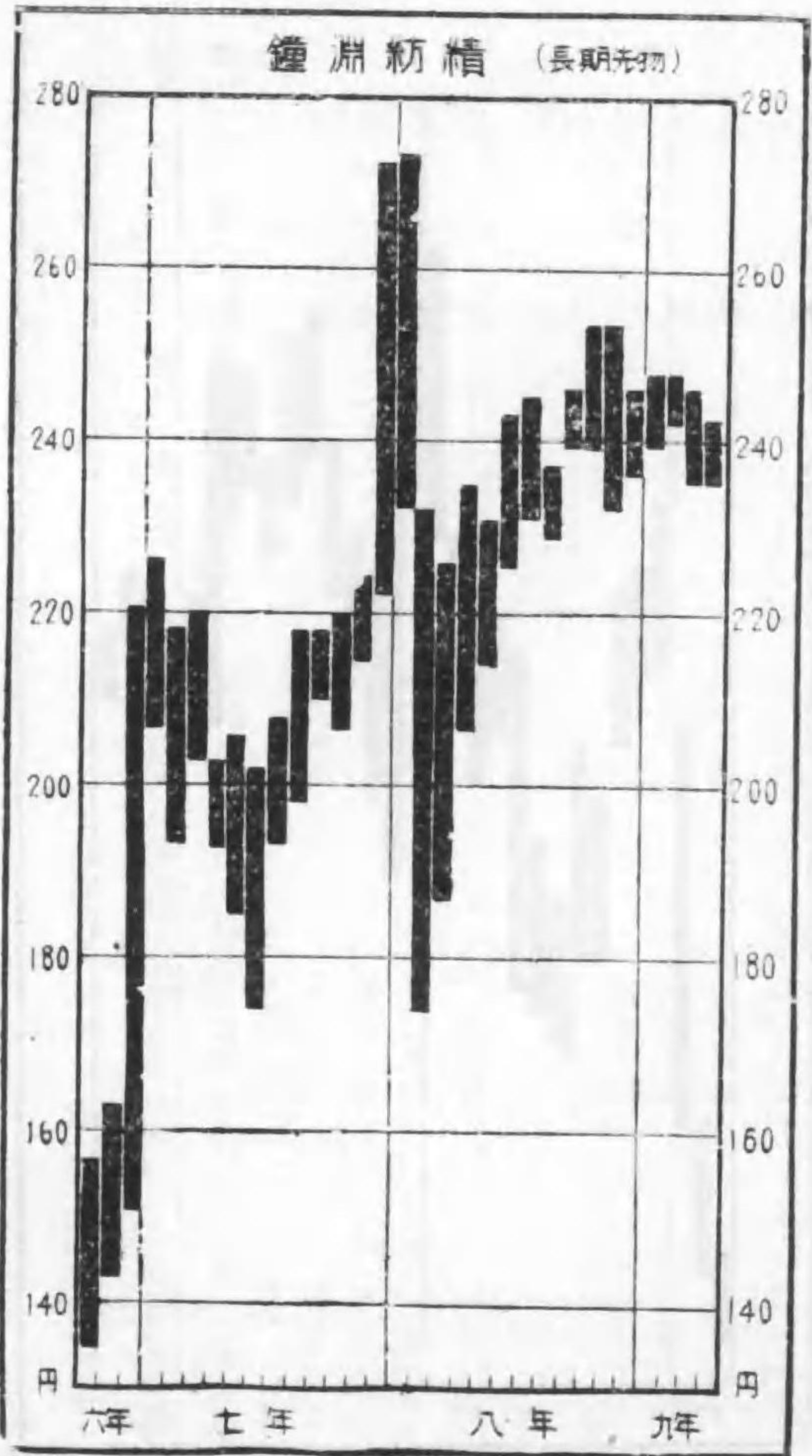
(四五)

右の中、最も急激に騰貴したものは、値幅に於ては、鐘紡と東株新舊、騰貴率の高かつたは日魯、郵船、人肥、電化、樺工等である。人肥電化等は、値嵩が低い關係で、特に買はれたと云ふ事情もあるが、郵船が十二月中に、早くも六十圓に上つたなどは、少しく常軌を逸してゐた。此頃には唯物價が騰るだらう、爲替が下るだらうと云ふ丈の見當で買進まれ、どの事業が

日 淺 熱 電 人 樺 富 同 東 日 同	産 野 帯 化 肥 工 紙 新 株 魯 新	騰貴率	騰貴率	
日 淺	産	二九・九	一八・二	四五・九
熱	野	四二・二	二八・三	五二・九
電	帯	一六・〇	一〇・七	二二・三
人	化	一九・四	八・七	二七・九
樺	肥	二四・九	一一・八	二八・四
富	工	二六・九	一五・三	三三・一
同	紙	四三・〇	二七・三	四八・三
東	新	一六七・〇	一一九・五	一九三・四
日	株	一七一・五	一二三・九	一九二・〇
同	魯	三一・九	一五・三	六九・五
	新	九八・五	六二・九	一〇四・〇

(四)





好くなるだらう云ふ見据を付けて、思惑したものは妙かつた。従つて、第二期に至つて騰貴した諸株も、第一期には、餘り人氣を惹かなかつた。

第二次の上げ相場は、爲替安商品高を背景として展開し、製糖株がその先驅を務めたが、順次他の諸事業株に波及し、最後には諸株一氣高の大活況を呈した。七年六月中に、早くも二月の高値を上廻つたものは濃糖、帝糖位のものであつたが、八月になると、日糖、新高糖、片倉王子紙等が新高値に上り、九月には富士紙、富士紡、明糖、帝麻等が新値に上つてゐる。それにして尚ほその頃までは、再禁止直後の高値以下に止まつてゐたものが多かつた。愈よ活氣づいて來たは、十月以後で、十一月になると、春の高値以上に達したものが多くなつて來た。その主なものを擧ぐれば、左の如し。

銘柄	七年一月 高値 (円)	同年十一月 高値 (円)	安値 同上 (円)
富士紡	五二・〇	六〇・五	五三・九
日清紡	九一・五	九九・九	九二・一
東洋紡	一五一・九	一六一・九	一五二・三

片	麥	麥	日	新	帝	明	日	浦	北	馨	三	富	王	榉	
倉	酒	礦	糖	糖	高	糖	粉	質	炭	炭	礦	紙	紙	工	
二五・八	八五・〇	三一・三	五〇・八	七八・九	三二・〇	三八・〇	七五・四	八八・六	二六・九	三三・四	一九・九	四五・九	四八・三	八一・六	三三・一
三五・〇	一〇一・五	四〇・一	七六・七	一一〇・三	六二・三	七一・八	九八・五	九二・七	四〇・八	三八・〇	二二・五	六三・二	六四・六	九三・九	三九・六
二九・一	九二・一	二八・一	六九・三	一〇三・一	五三・一	六一・四	八九・六	八二・九	三三・〇	三〇・一	一八・二	四九・八	五六・一	八一・三	三一・六

(四八)

帝製鋼人電熟淺馨日  
 藤網管肥化帶野灰  
 二四・一 二九・四 二四・三 三六・六 四二・八 二四・六 三一・九 二一・八 五二・六 四八・七 四二・四

尙ほ此外に新規に上場されたものや、現物で新高値を出したものもあるが、此時になつてす  
 ら、東株、大株、鐘紡、郵船、日魯等再禁止直後に踏上げ、又は買煽られたものは、新高値に  
 達せなかつた。それ等までが、皆一齊に躍進したは、十二月から一月初へかけての事で、物價  
 の急騰を眺めて金を物への人氣が、再び湧立つて來た結果である。此期間に於て、特に飛躍し  
 たは、日産と日魯とであつたが、十二月の安値から五割以上騰貴したものに、石川島、浦賀、  
 三菱礦、鋼管、洋鐵等があり、値巾の大きかつたものとしては、鐘紡の五十圓高、新東大新の

(四九)

四十餘圓高が擧られる。併し人氣の中心は、軍需品關係株と産金株で、主力株はその餘惠を被つて上進したに過ぎない。七年十月中の安値と、八年一月中の高値との比較は、左の如し

品名	七年十月 安値 円	八年一月 高値 円	比較 円
郵船	三九・〇	六〇・〇	二一・〇
商船	二七・二	四六・六	一九・六
東電	一二・三	一九・九	七・六
富士	四六・一	七三・九	二七・八
鐘紡	二〇六・六	二七二・七	六六・一
同紡	九一・三	一四〇・一	四八・八
日清	八一・六	一二三・四	四一・八
東洋	一三三・四	一八六・〇	五二・六
片倉	二七・三	三九・五	一二・二
麥酒	八四・三	一二三・〇	三八・七
麥粉	二五・二	六〇・七	三五・五
日糖	三三・九	九七・九	六四・〇
日糖	五二・一	九七・九	四五・八

品名	七年十月 安値 円	八年一月 高値 円	比較 円
豊後	八七・一	一三五・〇	四七・九
新糖	四〇・七	七八・〇	三七・三
帝糖	四五・九	八〇・五	四四・六
大明	七五・一	一一八・〇	四二・九
大連	一一〇・五	一三一・三	一二〇・〇
東株	三三・二	四九・〇	一四・八
同株	一五四・九	二二五・四	七〇・五
通運	一五七・二	二二二・八	七五・六
濱川	三四・七	五四・五	一九・八
石川	一四・七	三〇・〇	一五・三
浦賀	一四・三	三二・九	一八・六
北州	二五・八	六〇・〇	三四・二
九城	二二・六	五七・五	三四・九
磐城	四七・〇	七一・九	二四・九
山人	一一・八	三四・四	二二・六
三山	二一・〇	四七・五	二六・五
三菱	四四・〇	一一〇・〇	六六・〇

製鋼	洋鐵	人電	白電	淺白	日魯	日魯	滿東	東拓	秋木	王子	富士	樺工				
鋼	管	鐵	肥	化	煉	野	灰	灰	産	石	鐵	拓	木	紙	紙	工
三九・六	五三・九	一六・九	三六・〇	四三・四	二〇・一	六一・五	五八・四	五六・六	五〇・二	三六・八	五〇・二	一九・一	四四・二	七三・八	四九・六	二九・一
五五・〇	九三・九	二四・九	五〇・八	六二・〇	二九・〇	七六・〇	七〇・三	七三・一	一二六・四	六七・七	七〇・九	三六・〇	八七・四	一一一・五	七五・六	四四・三
一五・四	四〇・〇	八・〇	一四・八	一八・七	八・九	一四・五	一一・九	一六・五	七六・二	三〇・九	二〇・七	一六・九	四三・二	四七・七	二六・〇	一五・二

(五二)

帝	日
粉	粉
一八・五	七四・九
四二・一	一〇〇・二
二二・六	二五・三

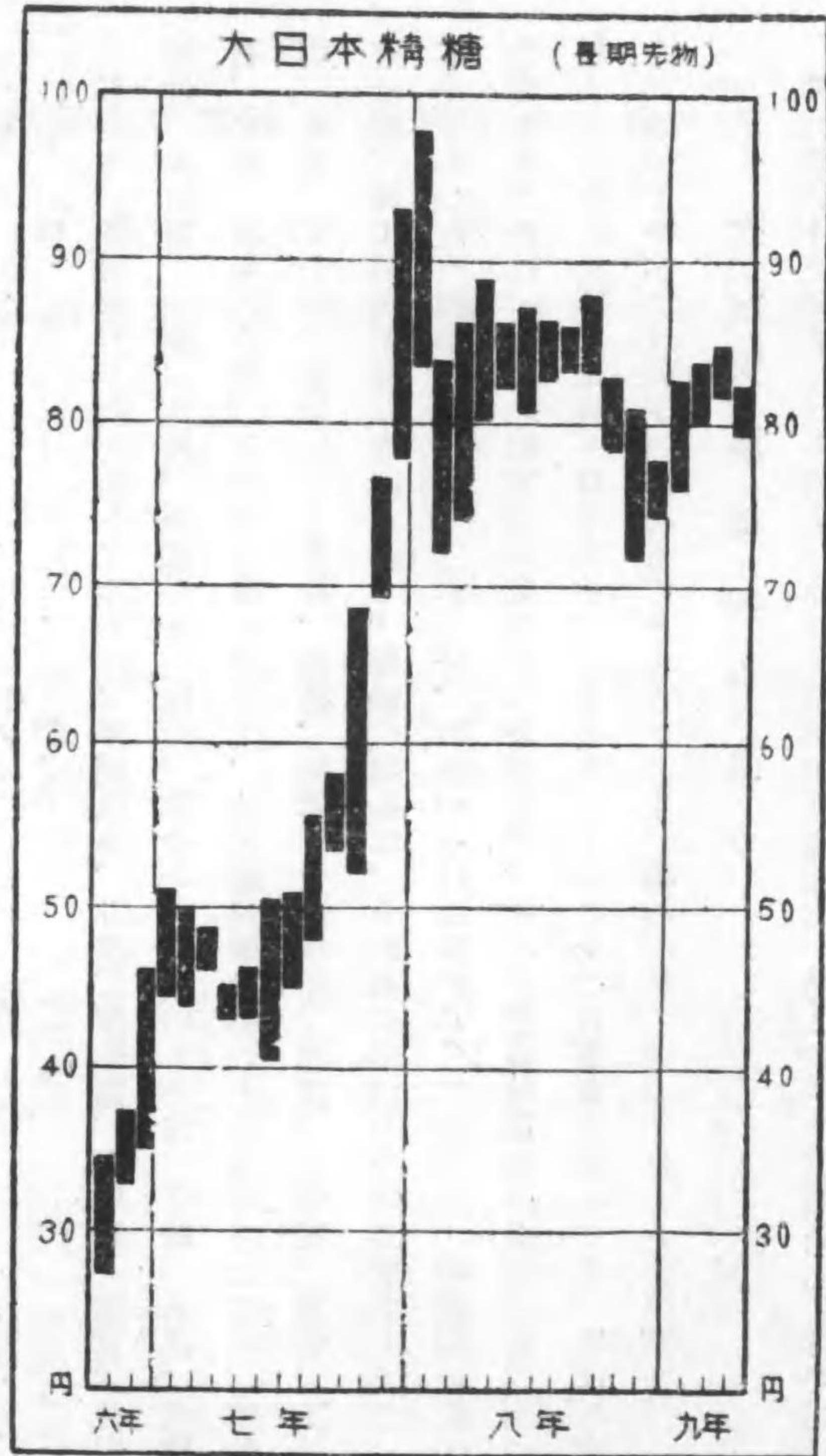
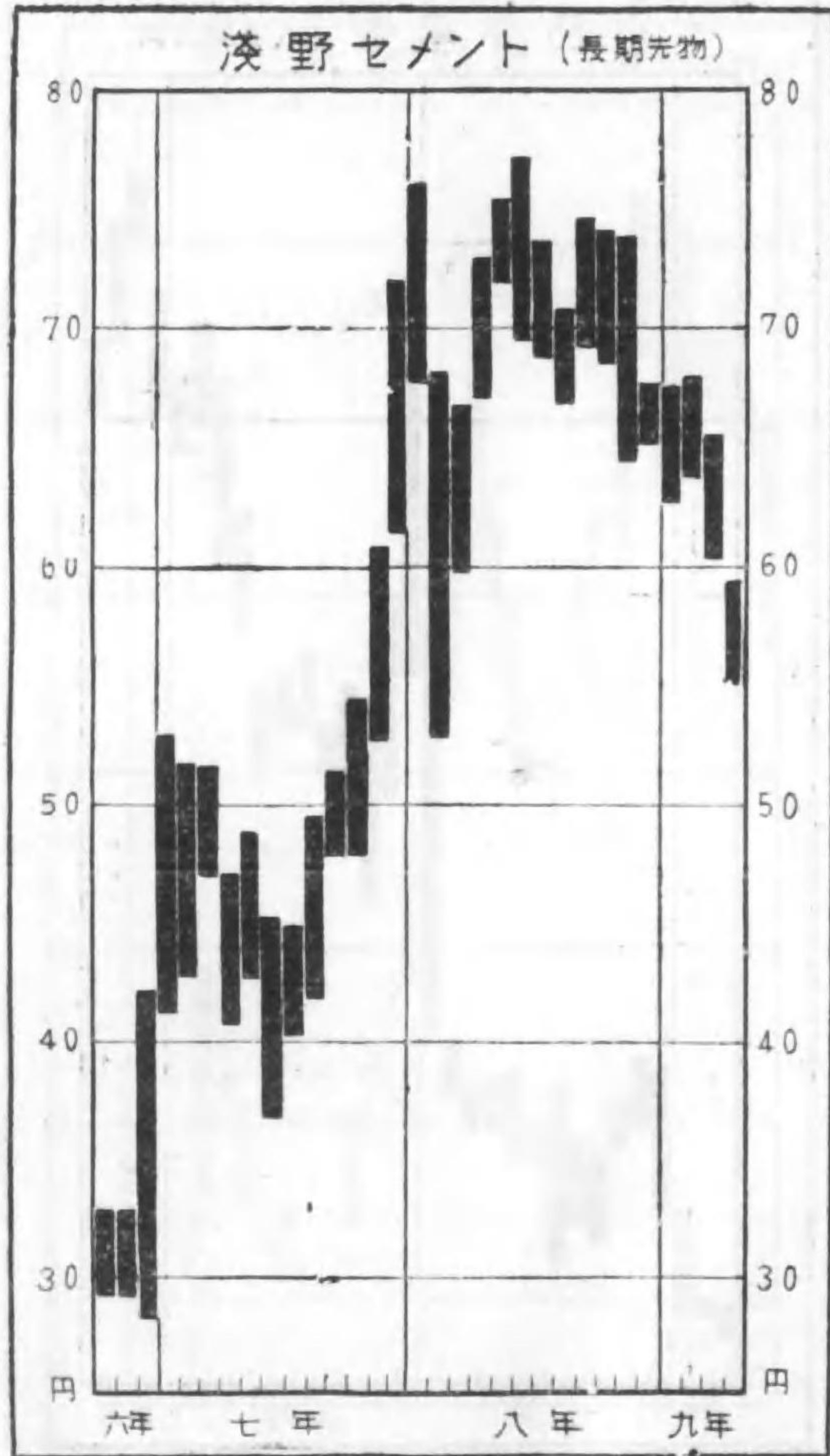
右の内、騰貴率が十割を超へてゐるは、麥酒礦泉、日魯、濱船渠、石川島、浦賀、北炭、磐城炭、入山炭、三菱、日産、帝麻の十一種で、稍やそれに近いものは、日糖、新高、帝糖、日石、東拓、秋木の六種、是等が人氣の中心で、次に騰貴率五割以上のものとしては、郵船、商船、東電、富士紡、新鐘紡、日清紡、濃糖、明糖、大連信託、通運、九州炭、銅管、王子紙、富士紙、樺工の十五種が挙げられる。爾餘の諸株は、それ等の餘波をうけて躍進したが、騰貴率は低かつた。鐘紡のそれは、三割二分、新東のそれは四割八分であつた。短期間に此の如き急變が起つたは、歐洲大戰當時以來無かつたことで、それが思惑熱昂進の結果であつたは、七年十二月中の長期出來高一日平均が、三十七萬二千餘に上つた事實に徴しても、略ぼ確實である。随つてやがて反動下落が起るであらうことも、事前に於て豫測することが出來た。

(三) 反落後の立直り

第二期の上げ相場は、爲替安に由る物價高並に輸出増、輸入減等を背景とした諸事業の好轉

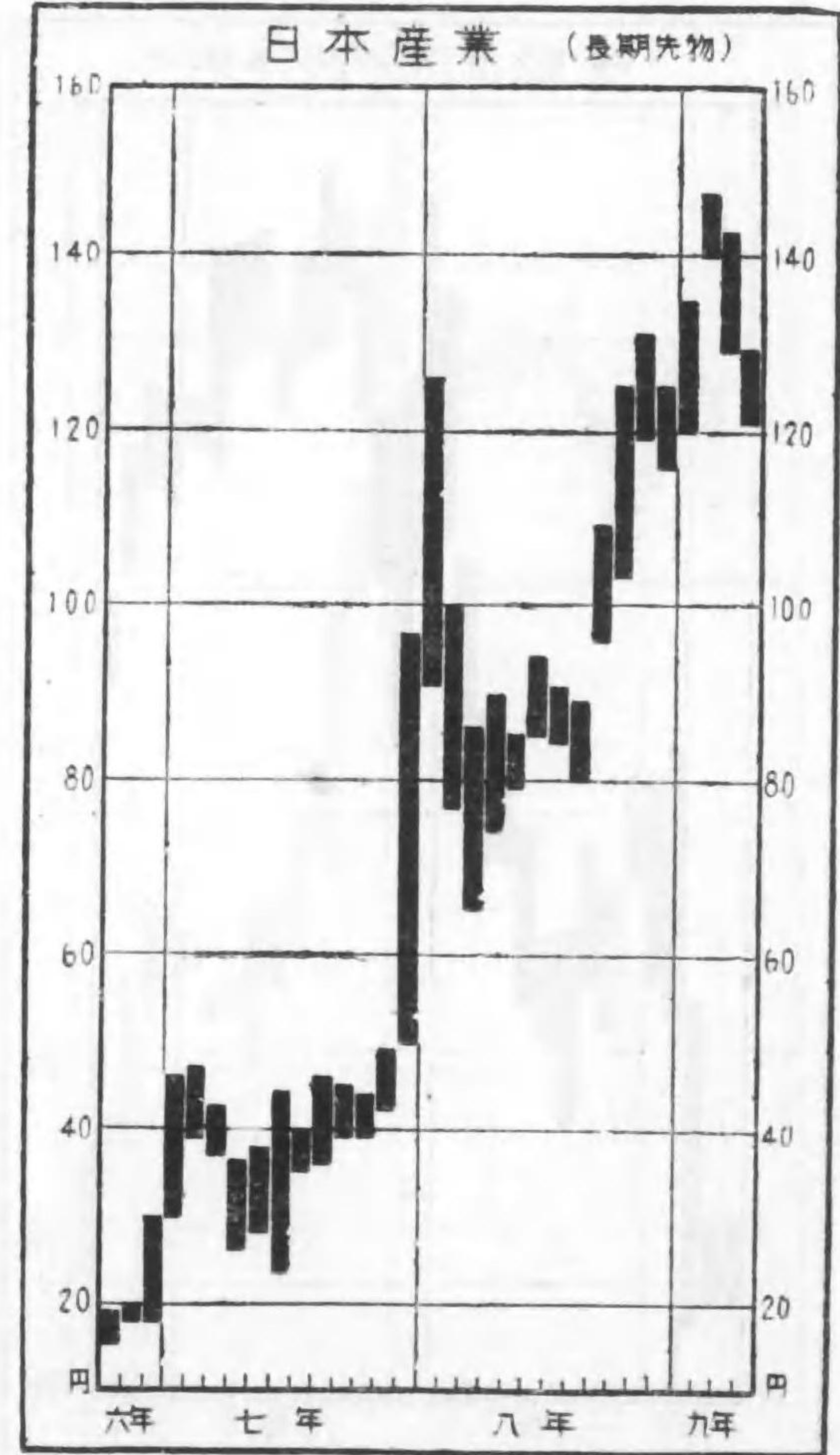
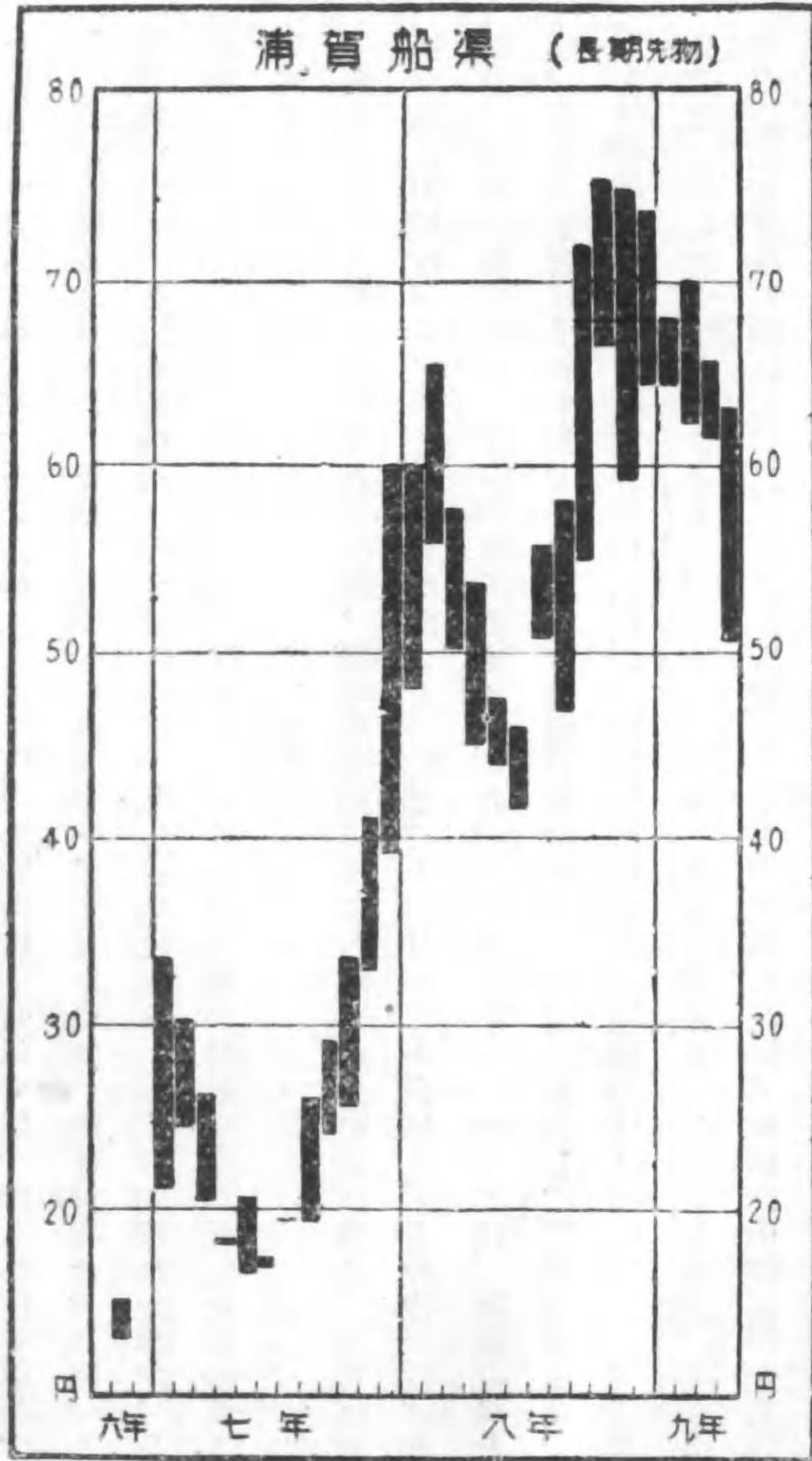
(五三)

(五五)



(五四)

(七五)



(五七)

を反映したものであるが、その末期に至つては、對國際聯盟關係樂觀、財政膨脹見越等、好材料のみが宣傳された上に、日産、日魯等には強氣の策動があつた。越年後早々、日産がまづ反落に轉じたは、暮以來買煽つてゐた買方中に、拔驅け的に利喰したものが現れた爲で、それが總崩れの動機になつた。假に對國際聯盟關係の紛糾や、米國の金融恐慌が起らなかつたとしても可成り大きな反動下落は免れなかつたであらう。

株式市場が落勢に傾いてゐた折柄、國際聯盟總會の雲行は、漸く險惡に傾き、二月中旬初には、遂に聯盟脱退の已むなきに至つた。その結果、十二日から十六日に至る最後の投げ崩れが起り、多數の株式はそこで八年中の最低に降つた。その後、月末へかけては、軍需品株を中心に、戻り足を續けてゐたが、その頃から米國の金融恐慌は次第に擴大し、三月四日には、遂に金本位制停止が斷行された。それが爲に、我株式市場にも、再度の投げ崩れが起り、三月八日が二ばん底になつて、物により二月の安値を下廻つたものもある。日産の如きが、その著例である。主な諸株について、二、三月の安値を、一月の高値に比較すれば左の如く、十月以後の上げ足が急であつただけに、一月以後の下げ足も亦、急速であつた。

品名	一月高値	二月安値	三月安値
郵	六〇・〇	四一・五	四〇・〇
東	一九・九	一一・二	一五・〇
富	七三・九	四八・一	四九・八
鐘	二七二・七	一七四・〇	一八六・九
同	一四〇・一	七八・九	八五・五
日	一二三・四	八一・〇	八七・七
東	一八六・〇	一三二・一	一三八・九
片	三九・五	二〇・八	二〇・九
麥	一二三・〇	九七・八	一〇一・〇
麥	六〇・七	四三・〇	四八・五
日	九七・九	五四・九	五九・三
日	九七・九	七一・九	七四・〇
糖	一三五・〇	一一二・〇	九七・〇
糖	七八・〇	五五・八	五三・五
高	七八・〇	五五・八	五三・五
帝	八〇・五	五五・二	五二・一

日	淺	電	人	銅	製	三	入	磐	北	浦	石	同	東	漢	明
産	野	化	肥	管	網	礦	炭	炭	炭	賀	島	新	株	株	礦
.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
一二六・四	七六・〇	六二・〇	五〇・八	九三・九	五五・〇	一一〇・〇	四七・五	三四・四	五七・五	六〇・〇	三二・九	二二二・八	二二五・四	四九・〇	一一八・〇
七七・〇	五二・七	四二・一	三六・一	八二・九	三八・六	六六・四	二二・五	一七・〇	三九・九	五〇・六	三二・一	一四九・一	三一四・〇	三〇・九	八二・八
六四・八	五九・八	四五・三	三八・五	七五・一	四〇・五	六五・〇	二九・五	二二・五	四〇・一	五〇・一	二八・一	一五七・六	一五二・〇	三二・五	八六・九

(六〇)

八年二三月の安値が、前年十月の安値を、著しく下廻つたものとしては、鑛紡、片倉、東株等が挙げられるだけで、大多數はそれよりは大分に高い處で止まつてゐる。聯盟脱退や、米國の金再禁止の如き重大な悪材料が出て、一般の事業株が、尙ほ斯様な高位に止まつたのは、爲替安の影響で、諸事業が好轉し、諸會社の内容が、大に改善されてゐた爲である。其處に次の騰貴が、暗示されてゐた。

日	滿	東	秋	東	大	玉	日	帝
石	鐵	拓	木	邦	同	紙	粉	麻
.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
六七・七	七〇・九	三六・〇	八七・四	四〇・八	二七・五	一一一・五	一〇〇・二	四二・一
五一・〇	五三・七	一六・九	五一・五	二七・六	一七・五	九六・〇	七〇・五	三〇・〇
五一・二	六〇・一	二二・四	五二・一	三〇・四	二〇・一	九五・一	七八・三	三〇・〇

(六一)

八年一月に天井を打つてから今日に至るまでは、諸株間の比價修正時代とも、有望株の撰擇



時代とも言へる。東京市場建株の總平均價格は、本年三月上旬末に至つて、再禁止以來の最高位に達したのであるから、昨年三月八日の二ばん底以來滿一ケ年間、大體に於て、漸騰傾向が續いたわけだが、個々の株式に就て言へば、まだ昨年春の高値を上廻つてゐないものと、遂に當時の高値以上に出でゐるものがあり、最高値を出した時期も、株式によつて著しく違ふ。第一に最近に至るまでの高値が、昨年一月のそれに及ばないものは、東株、織紡、濃糖以下可成り多數を算する。それ等は、七年十月以後の思惑熱昂進期に先走り過ぎて、是から先、財界の狀勢に甚しい變化が生ぜない限り、此高値を上廻り得ないと見るべきであらう。

次に最近の高値が、八年一月のそれと大差なき處に達したものに郵船、明糖、東洋紡、滿鐵王子紙等がある。是等は業績改善又は低金利の影響で、再び評價を高められたのである。第三に三月中の高値が、八年一月のそれよりも、著しく低いものに、日魯、片倉、日清紡等がある。是等は過去一年間に營業狀態が、却つて悪い方に傾いた例に數へられる。

第四に三月中の高値が、遂に八年一月の高値を上廻つたものは、その他の大多數に亘つてゐるが、その差が五割以上に上つてゐるのは東電、東邦、大同等の電力株と磐城炭だけで、稍や

それに近いのは、九州炭、銅管等であるが、新規に上場され、若くは實物取引だけしか行はれてゐない株の中には、此部類に屬するものが尠くない。

第三期の有望株撰擇時代の先驅を務めたは、所謂軍需品株で、八年二月中に、その後の最高値に接近したものが尠くなかつた。八年度豫算に巨額の軍備充實費が計上されたのを見て、収益増加見越で買はれたのである。八年二月中の高低と、その後最近に至るまでの高値とを示せば、左の如し。

	八年二月高値	同上安値	その後の高値
濱船渠	× 二九・九	二一・七	四八・九(10)
石川島	四六・五	三二・一	四七・一(2)
浦賀	六五・五	五〇・六	七五・五(10)
製鋼	四九・九	三八・六	六七・二(3)
銅管	九六・五	八二・九	一四七・〇(2)
戸畑	七二・二	六二・一	一〇八・八(1)
新潟	七八・九	五四・五	一〇三・〇(11)

(備考) ×印中物、洋數字は高値の出た月123は本年のその月である。  
(六三)

右の外にも此の部類に屬するものは尠くないが、之によつて大體の見當はつく。最高値は昨年十月以後に出てゐるが、石川島、浦賀の如きは、昨年二月に最高に近い處まで買はれてゐる此二つは、郵船と同様、餘りに早く前途を見越されたのである。

更に遡つて言へば、第二期の上げ相場の先驅を務めたは製糖株、次は人絹株であつた。その内製糖株は八年一月に至る間に、略ぼ最高位に達してゐる。人絹株は、これよりは稍複雑な動きを示してゐるが、是れ亦、既に最盛期を終つたやうに想はれる。

再禁止以來の最高

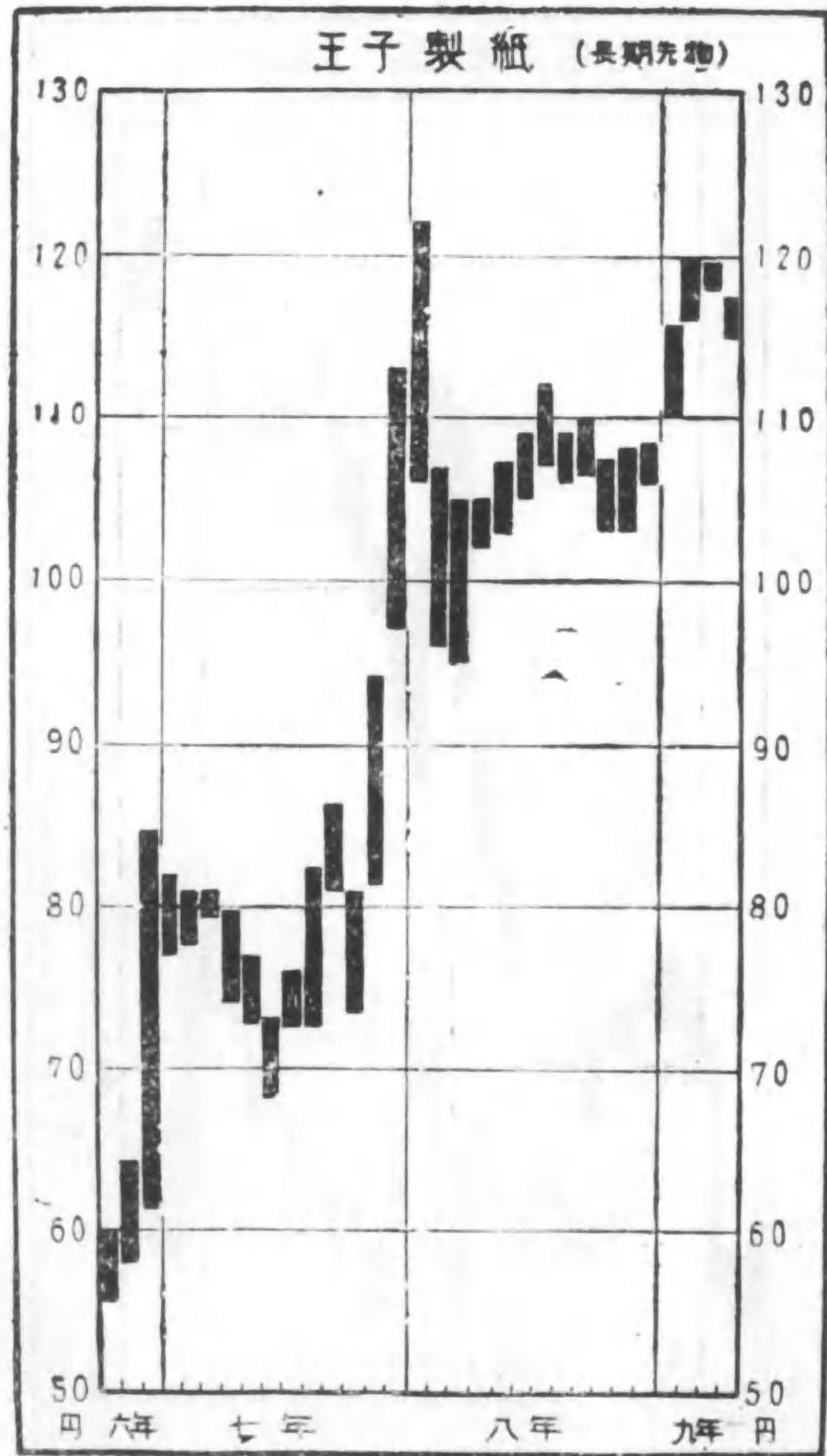
九年四月十四日引値

慶	糖	.....	一三五・〇(八・一)	一一五・八
日	糖	.....	九七・九(八・一)	八〇・四
明	糖	.....	一一八・〇(八・一)	一一一・九
鹽	港	.....	四八・二(八・一)	三八・四
新	高	.....	七八・〇(八・一)	六八・八
帝	糖	.....	八〇・五(八・一)	六一・六
帝	人	.....	一九四・六(八・一)	一七一・八
倉	數	.....	二〇五・三(八・一)	一九四・九

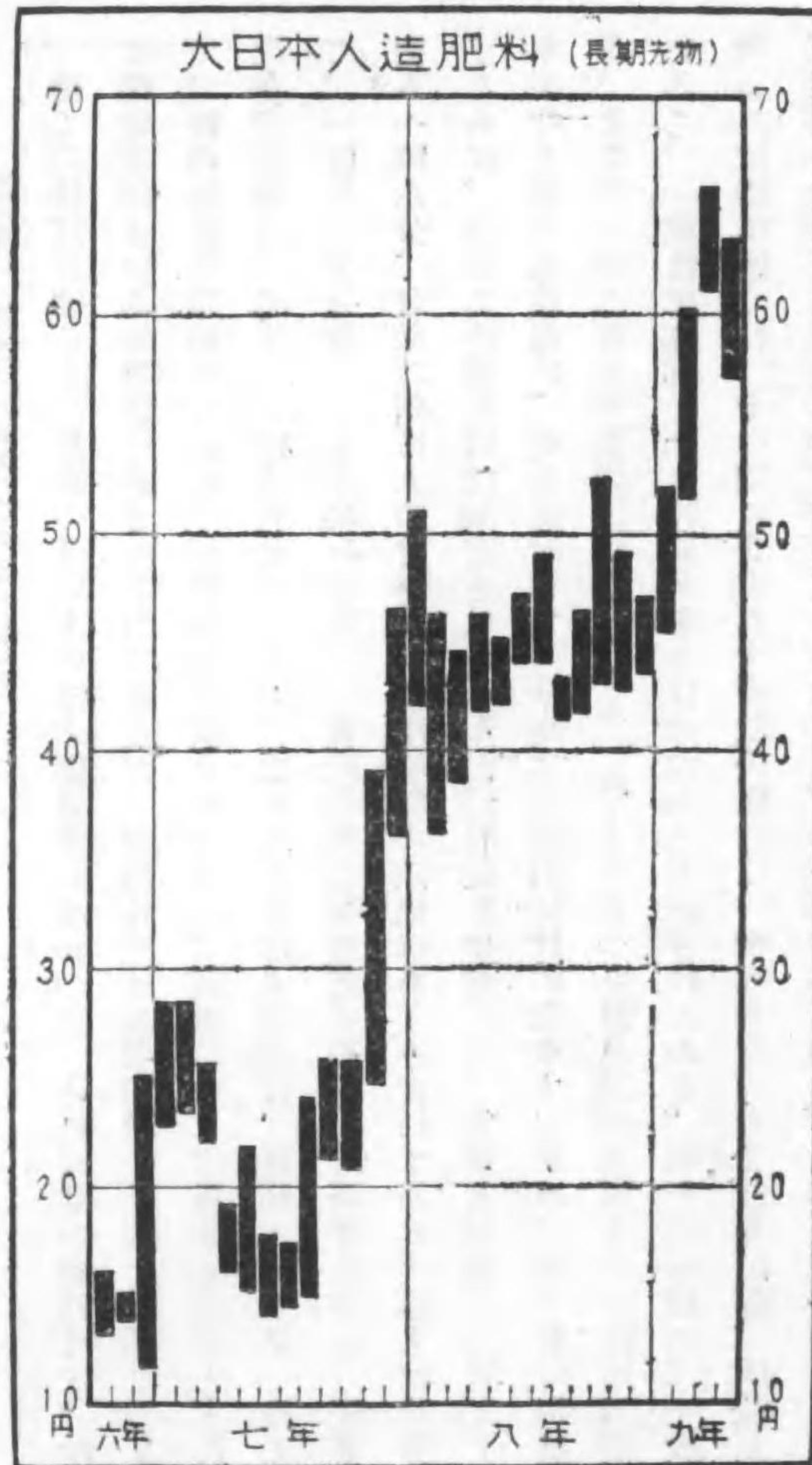
(備考) 括弧内の數字は高値の出た月。

總ての株式を通じて、値嵩の低いものほど騰貴率が高かつた。それは悪い會社ほど、増配又は配當復活といふ好事情に恵まれた爲であるが、製糖會社は高率關稅の保護をうけてゐる關係で、概ね増配を差控へてゐる。製糖株伸び悩みの主因は、其處に在り、將來も同様とすれば、現在の株價は、必ずしも割安とは言れない。之に比すれば人絹業は、新興工業の第一線に立つて、一昨年以來目覺しく生産高を増加し、實際の利益率は五七割以上の高率を示し、配當率は帝人一割八分、倉敷二割に上つてをり、尙ほ増配の餘地がありと言れてゐる。若も此狀勢が續くならば、現在の株價も尙ほ割安と見られるが、有利な事業には、新資本が盛んに流入する。本年の人絹の生産高は、更に激増して、早晚生産過剩時代が到來すべきは、避け難い形勢である。そこで一時二百五十圓(百二十デニール一噸)まであつた製品現物相場も、一時は百圓以下に落ち、一度は生産費を割る時期がありはせぬかと懸念されてゐる。唯その時期が、一般の豫想よりは遙に遅くれ、その間に先進五大會社の實力は、増大する一方であるから、株價も製品の低落した割には低落せず、將來どうなるかも、疑問視されてゐる。

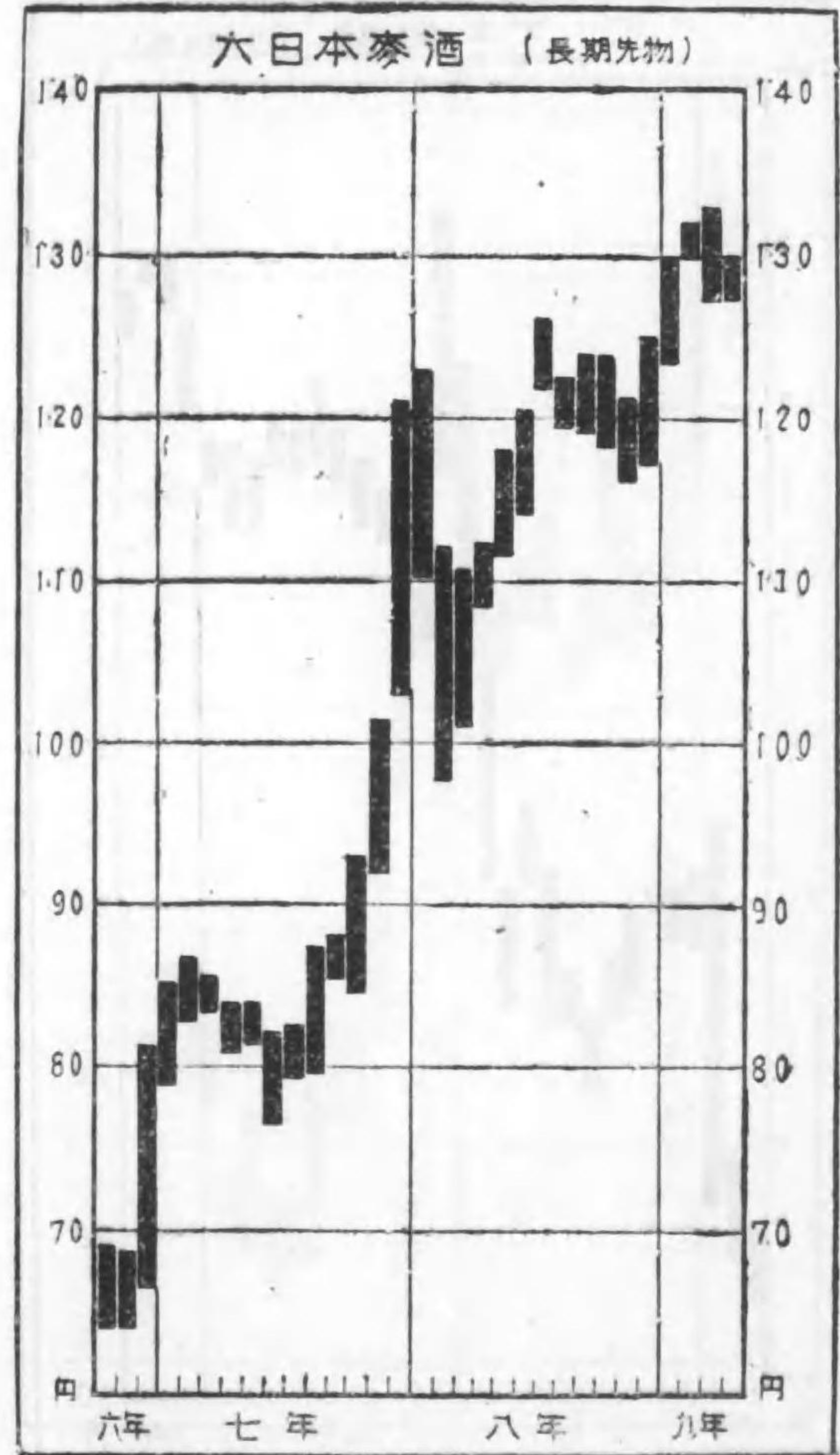
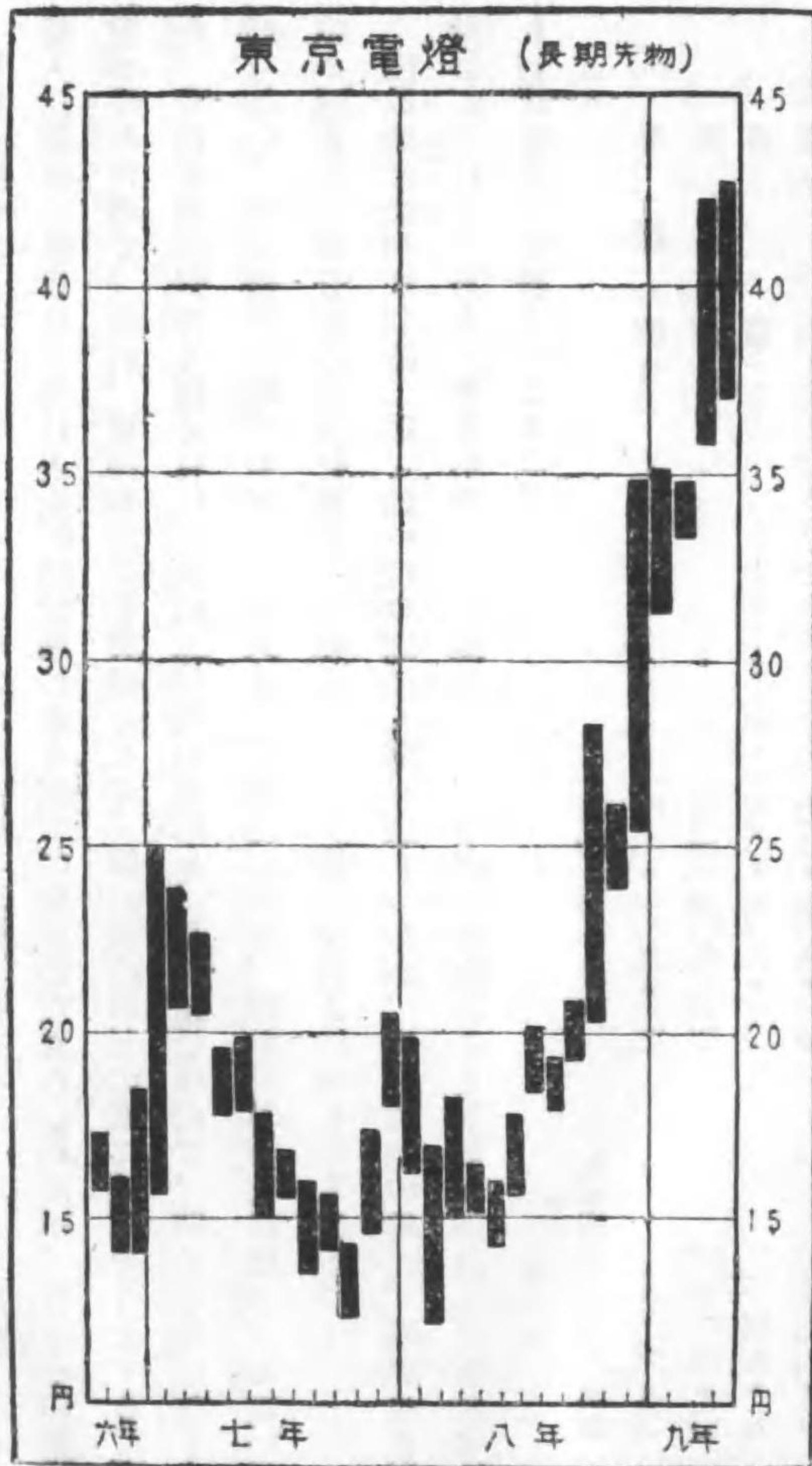
(六六)



大日本人造肥料 (長期先物)



(六六)



軍需品関係株に次で人氣の中心になつたは、化學工業株と礦業株とである。爲替下落に依る輸入品原價の騰貴は、それと競争的地位に在る總ての事業を立直らしめたが、特にその壓迫を被つてゐた硫安、染料、曹達等は之を契機として、俄に自給自足の域に達しやうとするに至つた。普通軍需品関係と稱せられる機械工作業の中にも、是と同じ理由で、俄に好轉したものが尠くない。唯此部類に屬する會社の株式は、肥料株以外は、概ね清算市場に建つてゐない爲に稍や遅くして投資家の注目を惹き、今春に至つて、新に物色されたものもある。

礦業株は最初は金屬工業、就中産金株に人氣が集まつたが、生産活動の増大、鉄鋼生産高の増加につれて、石炭の需要が著しく増進した爲、やがて炭礦株にも買氣が波及し、それ等は今も尙ほ前途を樂觀されてゐる。

	再禁止後の最高	九年四月十四日引値
三 菱 礦	一四二・三(九・三)	一二六・二
日 産	一四三・四(九・三)	一二四・〇
日 鐵	一六八・九(九・三)	一四六・九
北 炭	七九・四(九・二)	七三・五

磐 城 炭	七〇・九(九・三)	六二・九
入 山 炭	八〇・六(九・二)	七〇・〇
九 州 炭	一八・九(九・二)	一〇二・五
人 肥	六五・九(九・三)	六〇・三
電 化	六八・四(九・三)	六四・〇
電 素	八七・〇(八・一)	八一・一
油 脂	一〇〇・〇(八・二)	七一・五
日 本 曹 達	× 一四四・〇(九・三)	△ 八九・〇
日 本 染 料	× 一四三・〇(八・一)	△ 一〇五・〇

(備考) ×印は實物。△印下落。

最も遅くして飛躍したは電力株で、その一の原因は、石炭と同様、生産活動の増大に基く需  
要増であるが、副因としては對米爲替の回復と、外債の整理とが擧げられる。そして總株數の  
多い電力株の騰貴は、市場建株の平均市價を高める大きな原因を成してゐる。

	再禁止後の最高	九年四月十五日引値
東 電	四三・五(九・三)	三七・九

大	同	四五・一(九・三)	四〇・六
東	邦	六六・七(九・三)	六〇・八
日	電	六〇・二(九・四)	五四・五
宇	治	四三・九(九・三)	四〇・〇
鬼	怒	五四・二(九・四)	四八・四
東	信	八四・三(八・一〇)	七九・五

以上に掲げた数種の事業株は、製糖株を除き、何れも昨年十月から最近に至る間に、最高位に達してゐる。随つて昨年二三月に底を入れてからの市況も、大體に於て、漸騰の一途を辿つたと云へるが、何分にも従來の花形株が、引立たなかつたので、純粹の思惑者には、物足らぬ感を與へてゐる。

#### (四) 株式市場現在の位地

金輸出再禁止後の第三期に起つた諸株間の比價修正運動が、どの程度まで妥當なものであつたか。將來再修正が行れるかどうか。假に將來再修正が行れるとすれば、それはどういふ傾向を

示すであらうか。總て是れ、今後に残された問題で、何人にも的確な見据はつくまいと思ふが今日までの経過が、再禁止直後の豫想とは、大分に違ふてゐるやうに、今後の推移も亦、當今世人が豫想してゐる處とは、必ずしも一致せないであらう。それは冒頭に記したやうな重大な懸案が、依然持越されてゐると、今後更に色々な新事情が発生する場合も、想像されるからである。

差當つての問題は、現在の株式市場の位地を、どう見るべきかである。昨年二三月に底を入れて以來、去る三月上旬末に至る間、諸株は大體に於て、漸騰歩調を續けたとは言へ、昨年十二月に小頓挫を示し、最近又第二次の小反落が起つてゐる。大勢樂觀と、有望株物色で買ひはするが、高値には正繋ぎが出て、騰勢を阻み、正株が消化し切れぬといふ形である。此金融緩慢、事業界好轉時代に、斯様に株式の供給が潤澤なは、聊か意外であるが、その理由としては

- 一、一昨年以來、大財閥や、諸會社の持株が、盛んに賣出されたこと。
- 二、増資新株や、新會社株の公募も多數に上つてゐること。

三、値頃次第では、銀行の處分物が出ること。

等が擧げられる。是等は上げ相場時代には、必ず起る現象で、財界の狀勢が良く、諸會社の利益が増せば、如何に多量の正繋ぎが出て、それ等を消化しつゝ、相場は上進する。大正四五年の如きは、その著例であるが、今日は當時とは、大分に趣を異にする。諸事業が好轉したと言ふても、歐洲大戰當時ほどの巨利を収めてゐるものは、幾許もない。株式の値上りや、中小工業の好調で、多數の小成金は出來たやうだが、一手に何萬、何十萬株と引取るほどの大成金は皆無に近い。その上、冒頭に記したやうな次第で、諸事業の好調が、何時まで續くかに就ても、幾多の疑惑が懷かれる。大資産家が、持株を賣出すには、色々な事情があらうが、最大の理由は、前途の見据へがつき難い點に在るのであるまいか。

警戒氣分の濃厚な一例としては、紡績株の不振を擧げることが出來やう。その一つの理由は王子紙など、同様に、當分増配の望がない爲もあらうが、二流以下の株式の中にも、その利廻歩合が四分臺に降つてゐるものがあるに對し、紡績株のそれが、概ね五分以上を示してゐるは前途警戒の爲と見る他はあるまい。東株大株の不振も亦、同じ意味と解釋される。

	再禁止以後の高値	九年四月十六日引値
鐘 紡	二七二・七(八・一)	二三九・四
東 洋 紡	一八九・二(九・二)	一七四・八
日 本 紡	一九七・七(九・二)	一〇九・四
富 士 紡	七三・九(八・一)	六二・〇
日 清 紡	一一三・四(八・一)	一一一・六
新 東	一一三・八(八・一)	一七二・三
大 新	一四〇・九(八・一二)	一一二・八

紡績株中の代表株とも見るべき鐘紡は、去る十六日の引値が二百三十九圓四、是は六月限の配當付きであるから、それを差引いた正味は二百三十三圓、利廻歩合は五分三厘五毛に當る。空前の低金利時代であるから、一流株の利廻歩合は四分臺に落ちても、必ずしも低きに失せないと唱へられてゐるが、假に然りとせば、優秀株中の第一位に推さるべき鐘紡の五分三厘半は減配見越と見做さねばならぬ。果して左様であらうか。

之に對比さるべきものとしては、王子紙と臺灣糖とが擧げられる。去る十六日の引値は一方

が百十五圓八、他方が百十五圓九で、僅か十錢違ひ、配當月の差もあるが、略ぼ對等の評價で利廻は四分三四厘に當る。處で此二つの會社は、最近の營業成績から推せば、早晚増配する可能性があると見られる。その點から言へば、四分臺の低率利廻歩合は、増配を見越した結果とも考へられる。イマ一つの例としては、大日本麥酒を擧ぐべきで、是は十六日の引値が百二十八圓七で、略ぼ五分利廻に當る。是が標準利廻であらうか。

翻つて鐘紡に減配の懸念ありや否やを考へて見ると、

(一) 昭和五六年の大不況時代にも、尙ほ二割五分配當を維持したこと。

(二) 再禁止後巨額の利益が、内部に匿されてゐること。

(三) 二割五分の高率配當も、實在財産に割當つれば、世間並以下の低率であること。

等から推して、假に一時的混亂時代が來たとしても、減配はすまいと想れる。又鐘紡を賣繫いでゐる者でも、減配を見越してゐるは妙いやうである。唯賣方は何となく不安を感じて、株を繫いで置く。之に對して買方も、高値は警戒するので、出來高が甚しく減少して、相場が伸びないのである。新東や、大新の不振も亦、同じ理由で説明されると想ふ。

斯ういふ點から推せば、現在の株式市場は、必ずしも思惑熱に浮かされてゐるとは見られない。だがその反面、二三流以下の株式の跳躍や、早受手形の發行高が、概ね制限額に近く、三月末の東京短期市場の代引尻が、四十萬近くに上つた點や、少し相場が動く、長短期の出來高合計が、東京だけで七八十萬以上に達することや、大抵の新會社株にプレミアムが付く事實などを眺めると、決して思惑熱が低いとも申されない。此矛盾を、どう解釋すべきか。

財政常道論者と、インフレーション禮讚者との見解の相違が、株式市場に反映してゐるのであるまいか。財政常道論者から言へば、今日の財政經濟状態は、一時的の大變態で、一日も早く之を正道に引戻さねばならない。是は金融業者並に大資産家の主張であると同時に、希望でもある。その主張の實現する時は、即ち財界特に事業界に反動の起る時である。そこまで考へると、今の高値で持株を手放すは、反動期に備へる唯一の對策で、目先の慾に釣られて、株式を買つてゐるは無謀な冒險と言ねばならぬ。斯ういふ見地から持株を手放し、又は保險的に賣繫いでゐるものは、可成り多いと想ふ。

インフレーション禮讚者は、高橋藏相の財政政策は、從來の學說から言へば、儘に常軌を逸



してゐるが、現實に景氣建直しの効果を示してゐるのみか、九年度の豫算は既に決定し、十年度のそれも、略ぼ同じ方針の下に編成されやう。すると、まだ二年間は變態時代が続く。その後、どのような變化が起るかは何より豫測の限でないが、既に判明してゐる事實を基礎として、今後一二年間の財界の推移を考察すれば、早晚或る程度の信用膨脹、それに基く貨幣價值の低落は、不可避の狀勢である。その間は諸事業も、總括的に見て、好調を持續し、株價は漸騰する。備かる時に備けて置けば。反動期には自から臨機應變の措置を講ずる途がある。常道論は既存の事實を否定しやうとする空論で、左様な事を考へてゐては、積極的活動は出來るものではない。是は株式市場に於ける強氣の見解であると同時に、一昨年來積極的の方針の下に、會社を經營してゐる事業家の考へ方でもある。

之を過去の經驗に徴すれば、現實に即した強氣の思惑は、或る期間、弱氣の理想論に勝つ。而かも反動期に臨機應變の措置を講ずることが、言ふべくして、行ひ難い爲に、究極に於ては既に積極的態度を執つたものが失敗する。眞に成功するは、最善の時期に持株を手放した者で早きに失すれば、折角得べかりし利益を他人に與へ、遲過ぎれば、回復し難い窮地に陥る。

そこで現在の株式市場の位地をどう見るべきかと、重大問題になるわけだが、大局から見れば、此處一年以内に稍や大きな反動が起らうとは想はれない。それは、(一)金融緩慢の狀勢が尙ほ繼續しさうであること、(二)本年の貿易が、依然好調を持續してゐること、(三)爲替が安値に安定してゐること、(四)九年度の豫算が、既に決定してゐること、(五)爲替との釣合に於て、物價騰貴の餘地が、大分に残されてゐること、等を基礎とした斷定であるが、細かく見ると、或種類の事業は、既に最好調期を過ぎ、若くはその末期に近づいてゐるのではあるまいかといふ疑問が起る。

歐洲大戰當時の例に徴すれば、株式の騰勢は、大正三年末から九年三月末まで、約五十ヶ月續いたと言へるが、其間にも大分に大きな波瀾起伏があり、株種別に見れば、最高値に達した時期にも甚しい遲速があつた。即ち一部の化學工業株は、五年十二月に、船株鐵株は六年夏に紡績、製糖、取引所株等は、九年三月に大天井を打つてゐる。過去二ケ年有餘の間に在ても、株種別に見た騰落の時期に、著しい相違が起つてゐるが、既に天井を打つたと斷定すべきものがあるかどうか。前途に高値が残されてゐるはどういふ種類の株か。まだ世人の注目を惹かな

株の中に、有望なものがあるか、どうか。

斯ういふ細かい問題になると、我社同人の間にすら、若干意見の相違する場合がある。況んや世間多数の人の間には、千差萬別の見解が、相對立してゐて、それが株式市場を賑はす一因を成してゐるわけだが、事業別に見た前途観は、各擔當記者によつて、別に記述されてゐるから、此では唯大綱に就て述べるに止める。

### (五) 利廻歩合の問題

財政膨脹の結果、財界に起つた諸變化中で、特に著しいものゝ一つは、金利の低下である。通貨補給に依る金利の引下げは、高橋藏相が頭初から豫定してゐた政策の一つで、日銀の保證準備を、一舉十億圓に擴張したは、それが爲である。七年三月、六月、八月と三回連續して、日銀の公定歩合を引下げ、郵便貯金の利率を三分に引下げたも、國債の利率を四分半、四分と遞減したも、皆その方針に依る。而して今日までの處では、それが成功した形で、コール日歩は六厘臺、一流手形の割引日歩も一錢以下に降つてゐる。併し此に到るまでには、多少の曲折

があつた。

金再禁止直後の金融市場は、前年來の正貨現送の跡をうけて、金融は可成り引締つてをり、銀行は七月上旬末まで貸出の整理回収を圖つてゐた。是が再禁止直後に急騰した物價、株價を七年二月以後六月まで反落せしむる一因を成したは、前にも記した如くである。七下期に入つてから、金融は加速度に緩慢に傾いたが、銀行は尙ほ警戒的態度を變へなかつた。公債に對する投資も、一流銀行は手控へてゐた。公債の増發と、インフレーションの進行とは、必定その市價の低落を惹起すものと見てゐたのである。

但し公債相場は、五月下半頃から、小口の買物によつて、漸く騰勢に傾き、その頃八十六圓臺まであつた第三五分利は、年末には九十八圓臺まで進んでゐる。そして第一回四分利は、十一月に七年中の最高九十圓に達してゐる。それにしても全國普通銀行の國債所有高は、七月一月末に十二億二千三百萬圓あつたものが、年末には十一億八千八百萬圓に減つてゐる。その頃まで銀行家は、インフレーションの急進を豫想してゐたものと推測される。

七年末に日銀が、マアケツト・オペレーションを開始するに及んで、銀行家の態度は俄に一

變し、日銀に對する公債買入れ申込殺到して、八年一月末の全國普通銀行の國債所有高は、前月に比し一億五千七百萬圓増加し、去る二月末には十七億四千八百萬圓の巨額に達してゐる。そして國債相場は、去る四月十七日の引値に於て、第三五分利百五圓七十錢、第一回四分利九十八圓九十錢といふ高値に上つてゐる。四分利標準時代が、愈よ實現したわけである。日銀のマアケツト・オペレーションによつて、インフレーションの進行が、阻止されると見てゐるのであらうか。

預金利率は七年八月と八年七月とに、二度引下げられて、甲種の協定率は三分七厘になつてゐるが、目下第三次の利下げが懸案になつてゐる。そして銀行債、會社債の中にも、四分五厘利付が現れて來た。是等との釣合から云へば、一流株の利廻りが、四分五厘内外に降るは當然で前に記した鐘紡の五分三厘半利廻りの如きは、正しく減配見越と斷定する他はあるまい。假に然りとせば、紡績株は大分に悲觀されてゐるものと見へる。

昨年春以來の経過から見れば、最初財政大膨脹の結果に對し、多大の懸念を懷いてゐた銀行業者も、日銀のマーケット・オペレーション開始以來、心機一轉して、今ではインフレーション

を否定してゐるやうである。併し果して然りや否やは、輕々に斷定すべきでない。結局インフレーション時代の到來は、避け難いとしても、その時期が遠いと見れば、巨額の資金を死藏するわけにも參らず、何れは國債下落時代が來るにもせよ、その間に出来るだけ原價を銷却して、萬一に備へるが、採算上有利だといふ見方もある。利廻りは低くとも、期限の短いものを意味で、日歩六厘五毛の米穀證券を歡迎してゐる點など、その一證とも考へられる。

本年度に更に八億圓以上の公債が増發され、十年度にも相當多額の赤字公債が出るとして、それでも尙ほ信用が膨脹せないとすれば、民間に注入された資金の大部分は、預金又は貸出の償還に充てられて、生産資金には活用されないわけだが、それは各國景氣循環史上の特例で、どうして左様な事態が発生するか、その理由は、恐らく何人にも説明し難いであらう。

資金が盛んに蓄積された割合に、新企業の起らなかつた例としては、千九百二十六年以前の米國を擧げ得ると想ふが、それも遂に株式の異例の騰貴から、結局は新企業の勃興にまで進展した。資金が剩れば、何とかして、之を利用しやうとするは、經濟社會の通則であつて、大正五年以後の企業熱も、その結果として起つたのである。昨年以來の新企業の増加も、その例に

數ふべきだが、現在の程度では、まだ信用膨脹を促進する力は弱い。だが、是から先、資金が益々集積する場合、稍や熱氣を帯びる時期が到來せないのであらうか。

公債を財源とする政府の拂出は、民間から見れば受取勘定になる。その結果は、預金の増加と、貸出の減少になる。二月末の全國普通銀行勘定に依れば、預金總額は八十八億千二百萬圓で、近年の最少額七十五億三千萬圓に比し、十二億八千二百萬圓も増加してゐる。同じ期間に貸出は約一千萬圓減少して、六十四億五千二百萬圓に降つてゐるが、貸出減少額が尠いは、物價や證券の値上につれて、預金と貸出とが相並んで増加するのと、コール・ローンが二億三千六百萬圓も増してゐるからである。右の他に特別銀行の預金も、貯蓄預金も、郵便貯金も皆増加してゐる。それらが、生産設備に轉化する間は、金融は緩慢状態を續け、資金の過剰と信用の増進とは、既發行證券の騰勢を支持する。それは信用膨脹の準備時代とも稱すべきで、今は尙ほその時期に該當するわけである。

歐洲大戰當時に在つては、低金利時代は、六年春まで續いた。そして六年夏から引締まり傾向に轉じた金融は、八年秋には既に甚しく緊張し、それが遂に反動來の主要原因になつた。隨

つて此時の上げ相場を前期(至大正五年末)と、後期(至九年三月初)とに區分すれば、前期は利廻低下時代であり、後期は増配に依る騰貴時代であつたと言へる。九年三月の鐘紡の高値は、五百七十四圓であつたが、當時の配當は七割で、利廻は六分、鹽水港のそれは二百八十圓であつたが、五割配當見越で利廻は九分に近かつた。上げ相場の末期に於て、斯様な高率利廻を示したは、全く異例であるが、當時の金融状態より見れば、寧ろ當然であつたと言へやう。

若も日銀のマーケット・オペレーションによつて、極端な通貨膨脹が抑へられ、何時までも低金利が続くものとすれば、諸株の利廻歩合は、往年の紐育株式の如く、現在以下に低下するかも知れぬ。すると濶衡、王子紙の如きは、増配がなくとも、尙ほ若干騰上の餘地があり、紡績株などは、減配がなければ、甚しく割安といふ事になる。

反對にインフレーション政策續行の結果、早晚大正六年夏以後の如き状態が現れて、金利が上向くとすれば、諸株の利廻歩合は高まるが、諸會社の利益が増加して、配當率が高められるから、増配の望のあるものが、特に上進する事になる。過去の經驗から推せば、斯う見るが本筋と想ふが、當今多數の人は、第一の見方に傾いてをり、それが公社債騰貴の原因を成してゐ

る。通貨が過度に増發される以前に、財政を常道に引戻す成算が立てば、國家の爲にも慶賀すべきであるが、在野の政治家の中に、その具體案を提示するものがない一人も今日、左様な事を期待し得るであらうか。

### (六) 事業界今後の變遷

過去二年有餘の間に、我國の礦工業は、皆著しく好轉したが、就中その苦例としては、人絹と製鐵と機械工作とが擧げられる。製鐵と機械工作とが、際立つて好轉した爲に、世間では、之を軍需品景氣と唱へてゐるが、實際は他の諸事業と同様に、爲替下落の影響の方が、大きかつたのではあるまいか。去月の臨時増刊『世に出る小會社』の中にも、機械工作會社が二十四社も掲げられてゐるが、それ等の多くは、主として政府需要の爲に、利益が増したのではなく爲替安と他の諸事業の好轉とが、より以上の原因を成してゐるのである。昨年中の機械類の輸出は、二千六百萬圓で前年に比し十三割の増加、鐵製品は二千七百萬圓で同じく八割九分の増加、それが本年第一四半期には、機械類は前年同期に比較して更に五割餘増加して、六百五十

餘萬圓、鐵製品も亦六割近く増加して六百七十萬圓に達してゐる。その反面、機械類の輸入は昨年度が七千二百萬圓で、前年に比し二割増、本年第一四半期のそれは二千百萬圓で、前年同期に比し二割三分六厘増加してゐるが、それは内地の需要増加で、製作が間に合はない爲に、外國へ注文したものが多く爲と解せられる。若もその一半が國産に入れ代り、そして輸出の増勢が続くとすれば、機械工作業の好調は、まだ一二年は続くかも知れない。併し昨年来、頻りに生産設備が擴張されてゐるから、早晩行詰まる時期が來ることは、覺悟せねばならぬ。但し造船を主とする會社に在つては、海軍の補充計畫と、船質改良施設の繼續とが、好調持續を測定する一目標である。

之に比すれば人絹業の好調期は短かく、今や既に生産過剩期に接近し、遅くも來春初には、反動期に移るものと見られてゐる。一昨年は昨年下半年を危険期と言ひ、今は又、之を本年末以後に延長するに至つた爲に、世間には増産必ずしも悲觀を要せず、細番綿糸の領域を侵すことゝ原糸の輸出増とによつて、まだ發展の餘地が残されてゐる。尙ほ又、既設五大會社の如きに在つては、過去に於ける社内保留益の累積と、生産高の増加とによつて、一画當りの利益が減

少しでも、現在の配當率を維持するは困難でないと言くものもある。斯ういふ樂觀説は、大戦直後の海運業に就ても言れたが、結局は悲觀論が的中してゐる。唯海運業と違ふ處は、新興産業の強味といふ點だが、何としても増産計畫が大き過ぎるから、早晚その咎めが現はるべき筋合である。問題は反動來の時期の遅速と、製品市價低落の程度如何とに在らう。

人絹織物の輸出は、一昨年から躍進して、昨年中のそれは七千七百萬圓、昭和六年に比すれば二倍に近い。そして本年第一四半期のそれは、二千二百萬圓で、前期同期に比し五割近い増加である。唯數字から見れば、日貨排斥驚くに足らずとも考へられるが、此増勢が何時まで続くか、其處にも疑問がある。

人絹業と相似た地位に在るものに、化學藥品業がある。是も再禁止後、著しく好轉したものの一つに數へられるが、比較的小額の資本で、増産の目的が達せられる爲に、遠からず自給自足の域に達して、反動期に入りさうである。此部類に屬する新設會社など、特に警戒を要するのではあるまいか。

斯ういふ風に、諸事業を一々批判することは、それ／＼の擔任記者の記述と重複する處があ

るから、以下は省略するとして、最後に諸事業並に諸會社觀測の大綱に就いて一言する。

(一)事業の性質上、盛衰の激しいものと、然らざるものがある。例へば同じ工業品でも生活必需品に屬するものは、需要の増減が尠く、それだけその關係事業は、盛衰が甚しくない。製鐵、機械工業の如きは、之に反する。

(二)目下の處、最も利益増進の確實性があるは、需要漸増の利益をうけて、而かも生産増加の餘地が尠い電力、炭礦業等である。

(三)將來貨幣價値が下落する場合は、金利が騰貴するから、外部負債の多過ぎる會社は、矢張り警戒する必要がある。

(四)紡績業の如く、長い歴史を持ち、且つ基礎の確實なものは、反動期にその底力を現はすから、目先の惡材料に釣られて、過度に悲觀してはならない。

(五)如何なる時代に於ても、餘りに積極方針に傾く會社は、何處かで躓くから、警戒する必要がある。

(六)今後に於ける諸商品の需要増加率をどう見るかによつて、諸事業の前途觀は大分に違

ふ。此點は今後に於ける景氣上昇の方向を基礎として、綿密に研究せねばならぬ。

(七)爲替が將來更に下落するか、どうかも、諸事業にとつては、頗る重大な問題である。

(八)急激に資本を増加した會社は、それにつれて利益率が低下する。最近特に人氣のある小會社株に對しては、特にその點に注意する必要がある。

(九)投資株を選擇するに當つては、頭初から目先有望なものと、長く持續けるものとを嚴重に區別し、前者は適當の時期に處分せねばならぬ。王子紙の如きは、後の部類に屬する。

(十)新進會社の中には、會社自から好材料を宣傳して、株價を煽るものがあるから、それに釣込まれぬ用意が肝要である。

(十一)新設會社株をプレミアム付きで買うことは、目先多少の利益はあつても、禍を將來に貽す。特別の事情あるもの以外は、見合せるが安全である。

(十二)海運業が今日以上好くなるか、どうかは我輸出貿易が今後更に伸張するか、どうかと、同じ問題に歸着する。之を樂觀し得るとせば、財界の前途も大分に樂觀される譯である。

(十三)取引所株が活氣づく場合は、三度金を物への人氣が湧立つ時である。何れはさうい

ふ時代が來ると見るは、インフレーションの必然性を、可成り強く見る意味になる。

(十四)セメント、人絹等の事業に在つては、同業者間の實力並に生産費に、次第に懸隔を生ずべき傾向が強いから、各社別の觀測が、特に必要である。

(十五)新企業が増勢が急になれば、大會社の中にも、豫期以上に早く、新株の拂込徴收や増資を行ふものが現れる。每期巨額の社内保留を續けてゐる會社に於て、特に然り。

(十六)金融業に就ては、將來公社債の下落する場合、その帳簿價格が切下げられてゐるか否かが、重大な問題である。

斯ういふ風に列擧して往くと、際限がないが、會社別に見た株價の前途觀は、インフレーションの限度を、どう見るかによつて、甚しく違ふ。當今多數の人が考へてゐるやうに、その往過ぎが、人工的に制限されるとすれば、一部の株式は、既に天井を打つたとも見られるが、記者はその點に多大の疑問を懷く。財界の收縮も、膨脹も、概ね極端に到らねば已まない。その點、インフレーションの方に、特に往過ぎの危険性がある。愈よその進行速度が、早まつて來れば、人爲的抑制など、容易に行へるものでよ。

# 今日迄騰貴した株式

## 今後騰貴する株式

記者

株式には騰貴の前後がある。株式投資は其の前後を見別ける事が肝腎である。今後騰貴する株は何か。

紡績株の興味。今後警戒を要する株式。

(一)

株式相場を大観すると、昭和六年の十一月から今日迄騰貴を續けて居る。中間に多少の曲折はあるが、大勢は騰貴の繼續である。東京株式取引所の調査による株価指數左の如し。

昭和六年九月	同十月	同十一月	同十二月	同七年一月	同二月	同三月	同四月	同五月	同六月	同七月	同八月	同九月	同十月	同十一月
.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
五八・八	五〇・七	五二・三	五八・八	七二・七	七四・二	七一・七	六六・〇	六六・三	六二・二	六四・三	六五・八	七〇・七	七一・一	八一・四

價格指數

(九三)



同	十二月	九七・九
同	八年一月	一〇三・七
同	二月	九二・五
同	三月	九一・五
同	四月	九五・四
同	五月	九六・五
同	六月	一〇〇・七
同	七月	一〇三・九
同	八月	一〇二・四
同	九月	一一〇・〇
同	十月	一一四・二
同	十一月	一一五・九
同	十二月	一一六・九
同	九年一月	一二〇・七
同	二月	一二九・三
同	三月	一三五・〇

此の表に見る如く、株式相場は昭和六年十一月より今日迄の間に二回挫折して居る。昭和七年三月と八年二月がそれである。然し、其の際指数の減退が続いたのは僅か三四月の事で、間もなく恢復して、それ以上になり、更に上へへと進んで居る。そして最近三月の指数を六年十月のそれに比較すれば、次ぎの如き相違を示して居るのである。

六年	十月	五〇・七
九年	三月	一三五・〇
比	較	二倍七分

即ち去る三月の指数は六年十月のそれに比較して二倍七分——三倍近くになつて居るのである。

(三)

株式相場の大勢は以上の如き向上をして居る。然らば、各株式もそれと同一歩調で進んで居るかと思ふと、そうではない。金再禁止當時大に騰がり、其後一向に騰貴しない株式もあれば又それと反對に、金再禁止當時一向に騰らないで、最近になつて非常に騰貴した株式もあり、

其の中間の株式もあると云ふ風である。

(九六)

そこで今日の如き株式の騰貴時代でも、何株を買つても儲かると云ふ譯に行かない。下手な買ひ方をすれば矢張り損をする。損をしないまでも、大に儲かると、そうでないとの差を生ずる。例へば、金再禁止當時大に騰がり、其の後一向に騰貴しない株式だと、再禁止當時に買へば儲かつたが、其の後だと儲らない。又、金再禁止當時一向に騰貴しないで、最近になつて騰貴した株式だと、最近買った人は儲かるが、以前に買った人だと、辛抱し切れないで投げて、損をしたりするのである。

斯う云ふ次第であるから、株式を買つて金を儲けるには、株式の選擇が極めて大切である。漫然株式を買つた處で決して儲かるものでない。如何なる株式が騰貴するかを能く研究し、それを買ひ當て、始めて儲かるのである。

本文は、今後如何なる株式が騰貴するかを研究する事が主たる目的であるが、それを述べる前に、今日迄如何なる株式が騰貴し、又其の騰貴の順序が如何なるものであつたかを一應振り返つて見る。

(III)

昭和六年十一月以來株式が騰貴したと云つても、總べての株式が騰貴した譯ではない。銀行株、保険株、土地株などは一向に騰貴しない。瓦斯株、電鐵株、船舶株、紡績株なども騰貴の度が鈍い。騰貴率の著しいのは、

- (一) 株式取引所株
  - (二) 砂糖株
  - (三) 人絹株
  - (四) 軍需工業株
  - (五) 産金株
  - (六) 石炭株
  - (七) 電力株
- である。

然も、是等の株式は同じ時に一齊に騰貴したのではない。これに前後の別がある。此の前後

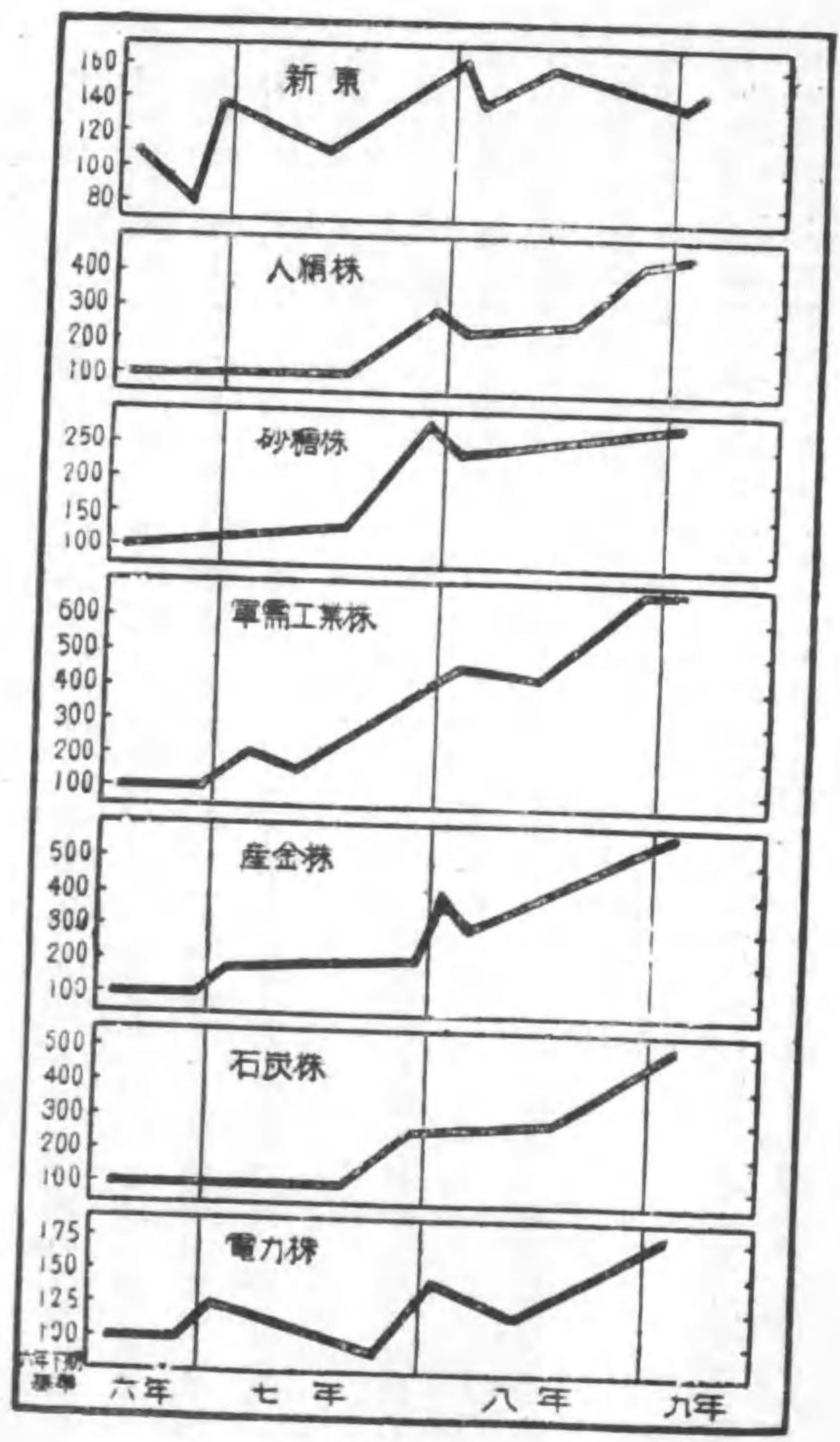
(九七)

の關係を示したものが別掲の圖表であるが、之を注視されると分る如く、昭和六年十二月に六養内閣が成立して金再禁止が行はれると、第一に騰貴を開始したのは、東株であつた。イヤ、斯う云つたのでは、少しく事實に適合しない處がある。今回の株式騰貴の原因を作つたのは、金再禁止と公債増發であるが、株式の騰貴はそれが行はれない前に始まつた。即ち株式騰貴の始まつたのは昭和六年十一月で、金再禁止の一ヶ月前からである。是れは金再禁止を見越して株式を買ひ出した爲めであるが、株式は常に前途を見越して先走る處から、斯う云ふ結果を呈するのである。

東株に次いで騰貴を開始したのは砂糖株と人絹株である。次ぎは軍需工業株、産金株、最後に騰貴したのは石炭株と電力株である。斯う云ふ順序であつた。

だから、最初東株を買つた人は能く儲けた。然し、今日まで引續き東株のみをやつて居る人は、其の結果が頗る問題である。

六養内閣の成立當時、新東の先物は百二十圓臺であつた。それが騰貴して八年一月には二百



三十圓臺に上つた。ザット二倍の騰貴であつた。

然し、それからは振はない。今日の新東は百七十圓臺である。八年十一月の高値に比較すれば六十圓前後の下落である。高値時代に飛び着いた人は、可なり損をして居る譯である。

金再禁止が行はるれば、株式が騰貴するとは誰も考へた。處が、さて實際となると、何株を買つてよいか分らない。そこで東株を買つた。誰も彼も無闇に東株を買つた。其の結果、東株が暴騰したのであつた。

處が、其の後時日が経過するに従つて、金再禁止と公債増發の影響が實際に現はれ出した。其の結果、他の株式に興味が移り、東株の人氣が衰へたのである。

其の上、東株自身も内部に缺陷があることを暴露したので、右様の結果を呈したのである。東株の全盛は八年一月迄で、其の後は人氣が去つた。

(四)

砂糖株は金再禁止が行はれた當座靜止状態を呈して居た。それから約半年後に騰貴し出した。其の主因は關稅改正の爲めであつた。即ち昭和七年六月に砂糖の輸入關稅が改正されて、稅

率が三割五分高められた。その爲めに内地の砂糖が一躍有利の地位に進んだ。それから砂糖株がメキノ騰貴し、其の騰貴が半年續いた。然し、それだけで騰貴が止まり、それ以後は保合状態を呈して居る。之を臺灣製糖株に依つて例證すれば左の如し。

◎臺灣製糖株の推移

昭和六年十二月一日	六六円
同 七年十二月(高値)	一二九
比較 騰貴	六三
同 七年十二月(高値)	一二九
今日の株價(九、四、二〇)	一一五
比較 下落	一四

右の如く臺灣製糖株は、七年十二月迄に二倍の騰貴をしたが、今日はそれより十四圓方下落をして居るのである。

是れは、會社が關稅の引下げを慮り、利益が増加しても増配をしない爲めである。

人絹株も砂糖株と同時に騰貴し出した。然し、其の後の経過は砂糖株と違つて居る。砂糖株

は八年一月以降弱保合であるに引換へ、人絹株は其の後も引續き騰貴して居る。是れは人絹の海外輸出が引續き旺盛の爲めである。

人絹株中最も重きを置かれて居る帝人株に就て其の経過を示せば左の如し。

◎帝國人絹株の推移

昭和六年十二月一日	八〇円
同 七年十二月(高値)	一五七
今日の株價(九、四、二〇)	一六九

即ち帝人株は七年十二月迄に二倍、それ以後も若干騰貴し、今日の株價を七年十二月中の高値に比較しても尙ほ十四圓の騰貴をして居るのである。

軍需工業株は、金再禁止が行はれると同時に騰貴し出した。それからツイ最近までは倦みなく騰貴した。今後の軍需工業株は頗る問題であるが、今日までは大體に於て金再禁止以來騰貴を續けて來た株式である。但し株別にすると多少の相違はある。日本鋼管、日本染料、浦賀船渠株の推移左の如し。

	六 十二月一日	八年一月の 高 値	今日の株價 (九、四、二〇)
日本鋼管	五・六〇	八七・五〇	一三四・五〇
日本染料	二七・七〇	八六・〇〇	一〇七・五〇
浦賀船渠	一三・〇〇	五八・三〇	五四・〇〇

いづれも驚く可き騰貴である。

日本鋼管の如きは金再禁止前五圓六十錢に過ぎなかつたものが、八年一月に八十七圓に躍進し、其の後更に暴騰して今日は百三十四圓の株價を保つて居る。金再禁止前に比較すれば二十四倍の騰貴である。

日本染料は日本鋼管ほど甚しくはないが、それでも可なりの暴騰である。八年一月に三倍になり、今日はそれより更に二割六分騰貴して居る。

浦賀船渠は右の二株と聊か趣を異にし、八年一月までは暴騰したが、今日は若干下落して居る。これは成績が思つたほどよくならない爲めである。

斯う云ふ風に、若干の例外はあるが、軍需工業株は大體に於て騰貴を續けて居るのである。

(五)

産金株は、金再禁止當時少し騰貴したが、其の後小一年保合状態を持續し、七年十二月以後暴騰した。此の株式の推移左の如し。

	六 十二月一日	八年十一月 の高値	今日の株値 (九、四、二〇)
日本産業	一八・八〇	八七・五〇	一二六・〇〇
三菱礦業	二八・七〇	一〇二・五〇	一二六・〇〇

今日の株價を六年十二月一日に比較すれば日産は七倍、三菱礦業は四倍の騰貴である。石炭株は金再禁止當時動かず、七年下期より騰貴を開始し、更に八年下期より又騰貴して居る。大體の推移左の如し。

	六 十二月一日	八年一月の 高値	今日の株値 (九、四、二〇)
北海炭礦	一六・五〇	五四・五〇	七三・〇〇
九州炭礦	三六・〇〇	六七・二〇	一〇四・〇〇

今日の株價を六年十二月一日に比較すれば北海炭礦は四倍、九州炭礦は三倍の騰貴である。

電力株は金再禁止當時一時下落した。是れは爲替暴落の結果、外債の利拂が嵩んだ爲めである。

處が、七年下期末に至つて盛り返し、八年上期末以來更に騰貴した。大體の推移左の如し。

	六 十二月一日	八年一月の 高値	今日の株値 (九、四、二〇)
東京電燈	一四・五〇	一八・八〇	三七・七〇
東邦電力	二八・二〇	三九・〇〇	六〇・八〇
日本電力	一七・八〇	四三・五〇	五三・五〇
大同電力	二〇・四〇	二六・七〇	三九・三〇

今日の株價を六年十二月一日に比較すれば、東電は二倍半、東邦は二倍強、日電三倍、大同二倍の騰貴である。

各株式騰貴の経路は以上の如きものであつた。

斯う云ふ次第だから、一つ株を買つたのでは、たいして儲からない。下手をすれば、却て損をする。時に應じて巧に株式を選択する事が極めて必要である。

今日迄の経過に徴すると、最初東株を買ひ、次に砂糖株に移り、それを人絹株、軍需株、

産金株に乗換へ、最後に石炭株と電力株を買つた人が最も儲けたのである。

絶えず騰貴を續けて居るものは、人絹株と軍需株だけである。此の株式とても、昨年一月以降下り坂になつたのもあるのだから、そう云ふ株式を買つた人は損をして居る。

呉れ／＼も株式の選擇が肝腎である。

## (六)

さて今後は如何なる株式が騰貴するか。

今日迄騰貴した株式は、主として爲替關係の事業である。爲替が暴落した結果、輸入が防遏され、輸出が増進する結果となつたので、それに關係した事業の株式が騰貴したのである。

今後は内地消費を司る事業の株式が騰貴するであらう。

昨年の秋以來、稍々大規模の過剰米買上げが實行され出した。之に三億圓前後の米穀證券が發行される。其の結果、久しく困窮に悩んで居た農村が救はれて來た。従つて本年以後は農村の購買力が増加するに相違ない。農村の人口は日本全國の六割を占めて居るから、その購買力増進は、消費に影響する處が大きい。

金再禁止以來、爲替關係の事業がよくなつた爲めに、内地の購買力は高まつた。今後はそれへ更に農村の購買力が加はるのだから、消費は可なり増加する筈である。

此の見地からして記者は、内地消費を司る事業の成績向上を豫想するのである。

購買力増進に依つて消費の増加する商品は

(一)肥料。

(二)綿布、人絹、モスリン。

(三)酒、麥酒。

(四)製菓。

などである。

株式は、既に此の事あるを豫想して相當買ひ進まれて居るものもあるから、右の商品を製造する會社の株式ならば、何でも買つてよいと云ふ譯には行かぬが、今後の成績と今日の株價とを能く研究したならば、其處に相當有利の株式がある事を發見し得るであらう。

## (七)

第二に株式の騰貴を豫想し得る資料は金利の低下である。

現行の定期預金利子三分七厘が三分二厘程度に引き下げられる事は、必然の運命である。そうすると、株式の利廻標準もそれだけ低下する。

今日の株式の利廻標準は、一流堅實株五朱、普通株六朱と云ふ處である。定期預金利子が五厘引き下げられるれば、一流堅實株の利廻採算は四朱五厘となり、普通株は五朱五厘となるであらう。

そうすると株價は全體的に一割方騰貴する。二百四五十圓の鐘淵紡績株が二百六七十圓になり、百一二十圓の臺灣製糖株や王子製紙株が百二三十圓となるのであるから、其の値上りは仲々大きい。

金利低下から来る株價の騰貴は、株式全體に及ぶものではあるが、それは結局の事で、最初は配當率の動かない内容の堅實な株式が騰貴する。其の例を挙げれば、鐘淵紡績株、東洋紡績株、臺灣製糖株、王子製紙株、麒麟麥酒等である。但し、此の内、臺灣、王子、麒麟の三株は今日でも可なりの低利廻になつて居る。左の如し。

株名	株價	配當	利廻
臺灣製糖	一一四	一〇〇	四四
王子製紙	一一七	一〇〇	四二
麒麟麥酒	一五〇	一〇〇	三三

即ち臺灣は四分四厘、王子四分二厘、麒麟は三分三厘に過ぎない。

是等の株式は既に預金利下げが買はれたものと見て居る向きもある。然し、記者はそう考へない。臺灣、王子の二株は増配期待、麒麟は増配と合併と麥酒官營とを買つたもので、利廻採算の基礎は矢張り五朱であると信ずる。従つて預金利下げが實行されるれば、低利廻になつて居る是等の株式も、其の影響を受けて矢張り一段の騰貴をするであらう。

次に電力株も預金利下げの影響を比較的早く受ける株式である。

電燈電力事業は、本來の性質としては、波瀾の少い、基礎の堅い事業である。處が、此の事業は概して經營の仕方がよくない。その爲めに、堅實の事業を浮薄のものにした。殊に今日は大電力會社の大部分が無配當である。その爲めに、利廻など問題にされなくなつて居る。

然し、電燈電力事業の經營者も近年眼が覺めて、經營を非常に堅實にするようになつた。そ



の上、此の事業を根底から動搖させた爲替の暴落もたいした事でなくなつて來たから、今後の電力株は本來の性質に立ち戻り、預金利下げの影響を比較的早く受ける事になるであらう。

## (八)

以上で本文の主要目的を述べ終つた。

然し、尙ほ讀者に注意して置きたい事がある。

それは、持株の處置である。

記者は、株界の大勢に對しては依然樂觀であるが、さりとて、總べての株式が引續き騰貴するものと思つて居る譯ではない。中には最早騰貴が止つたと思へる株式もある。又、今後騰貴するにしても、騰貴率が甚だ鈍いと思へる株式もある。そう云ふのは、賣つて騰貴率の著しい株式に乗換へた方が得策である。

其の具體的方法は、我々が毎號誌上で發表する會社記事を參考として、決定して貰ふ外ないが、茲で其の大體を云へば、近き將來に供給過剩を惹起す事業の株式は、特殊のものを除き、賣却した方がよからう。

近き將來に供給過剩を惹起す虞のある事業は、紡績、人絹、セメント、硫安等である。

但し、此の内紡績は一方に之を打ち消す好材料があり、硫安も農村恢復といふ事があるのだから、夫等の事情を併せ考へる必要がある。

軍需工業株は餘程疑問だと思ふ。軍需は仲々續きそうであるが、今日軍需工業株と稱せらるゝものは、純粹の軍需工業ではない。其の内に民間の需要が多分に介在して居る。イヤ、會社によつては、民間需要が八割も九割も占め、軍需の碌々ないものもある。寧ろ斯う云ふ會社が多いようだ。

民間需要の重なるものは、紡績及人絹機械、鑛山用諸機械、水力電氣、滿洲事業等である。

是等の需要には山が見へて居るのが可なりある。民間需要はひよつとしたら本年あたりが最盛期であるかも知れない。そうすると、軍需工業株は既に警戒期に入つた事になる。

然し、間違ふといけないから、此の事は茲には斷定しない。我社は目下此の事に力を入れて調査して居るから、其の結果を待つて正確の意見を發表する事にしたい。

紡績株は昨今人氣が衰へて居るが、前途頗る興味あるものと思ふ。其の故は、一流紡績會社

が近年保留利益を以て内部を改善し、設備を擴張し、實力を増加させた事は非常なものであるからである。

一流紡績會社は、今日何の事故もなければ斷然増配をするであらう。直接増配を好まぬ會社は新株の拂込を徴收して間接の増配をするであらう。

唯、何分にも海外に問題が多い。對印、對英、對蘭と、大きな問題が幾つもある。所詮海外の販路は縮小されるに相違ない。

そうすると、來年は操業短縮が更に擴大されて片番操業となる。

會社は今それを慮つて、増配を差控へて居るのである。

従つて、今、株價もよくない。

然し、會社には實力の増加があるから、たとへ海外の販路が縮小されても、その程度がヒドイものでない限り、配當の減少とはならない。或は一步進んで増配をするような事になるかも知れない。

其の事を考へると、紡績株は仲々興味があるのである。

尙ほ瓦斯株の如く原料が騰貴しても、瓦斯代金を容易に引き上げ得ない株式は注意を要する電鐵株は、外國の例を見ると、自動車の壓迫で根本的に悲觀しなければならぬ。然し、眼先はどの電車も乗客増加と借金の利子低下で成績がよくなるから、株價は騰貴する。それから自動車の壓迫に就ても外國と日本と違ふ所がある。

外國——それは主として米國の事であるが、米國では政府が自動車の専用道路を造つて呉れる。其の上を自動車が行くから、安く走れる電車や汽車は自ら軌道を造り、其の上を走るのでから、自動車と競争にならない。

日本では政府が國費で自動車の専用道路を造つて呉れるほど自動車を重く見てない。だから米國で汽車や電車が自動車に壓倒されたからとて、それを直に日本へ當て嵌めると間違ふ。

日本でも汽車や電車が自動車の壓迫を受けて居るのは事實であるが、それを過大に見て直に米國と同一運命に陥るものと斷定するのは、餘りに早計である。

其の他、海外輸出品を製造して居る會社は一般に注意を要する。今日は世界各國が自給自足主義に傾いて居るのだから、海外輸出品は次第に販路が縮小される。一時盛大であつても、皆

局衰へるものと見なければならぬ。此の意味からすれば人絹など大研究の必要がある。

(114)

## 公社債利廻りの低下

D 記 者

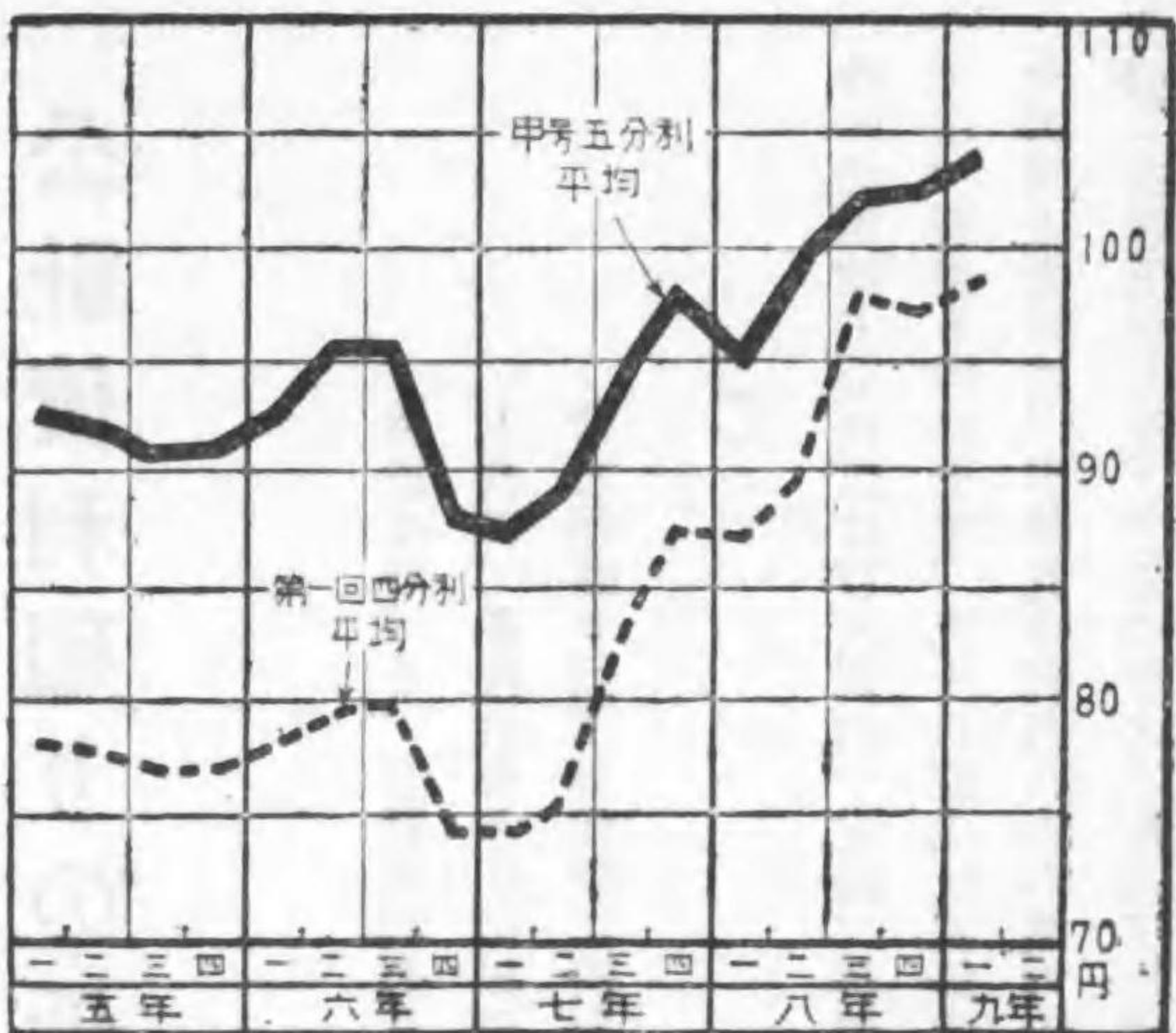
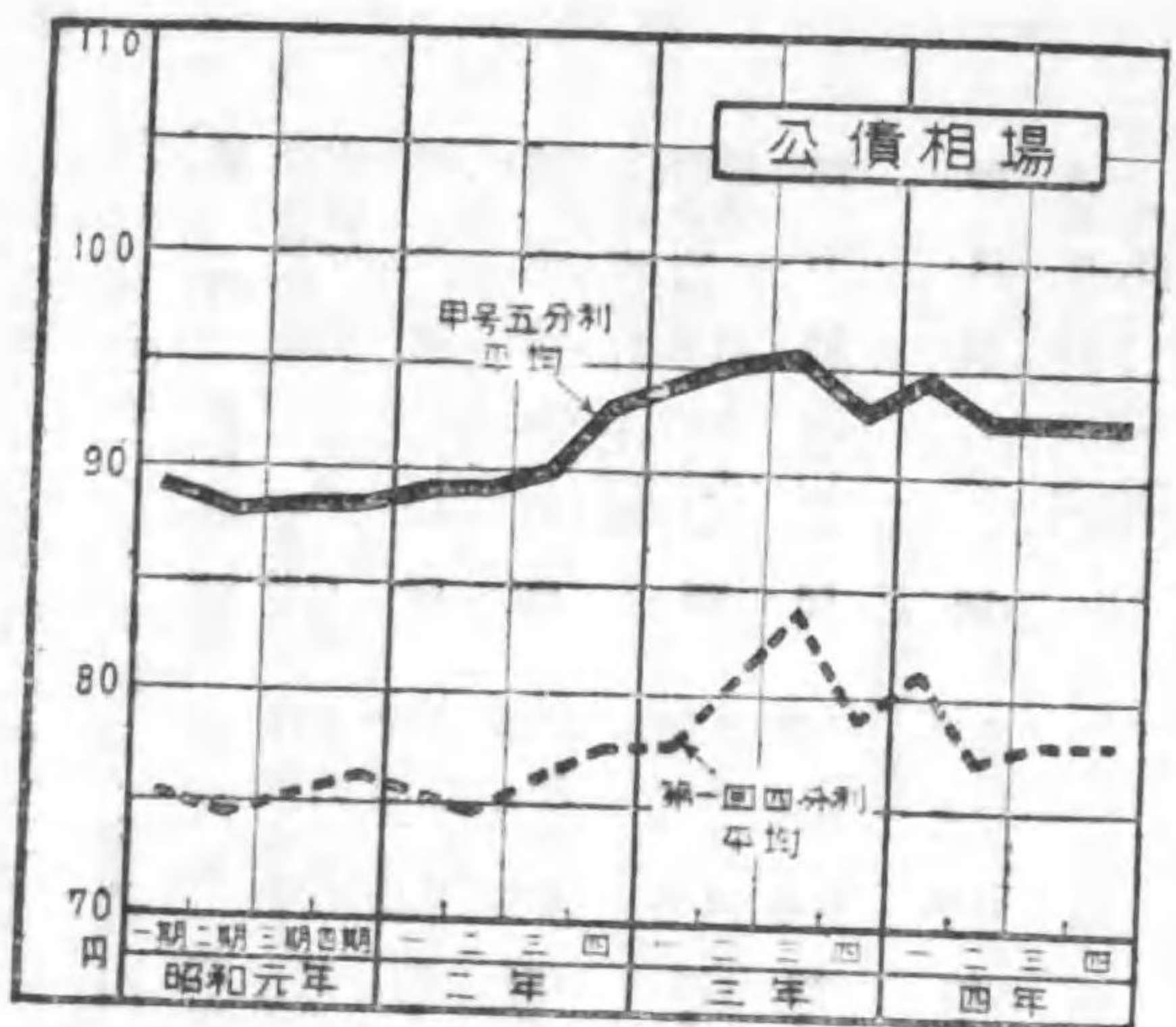
最近における、公社債利廻りの著しい特徴として、その一般的低下と共に、各種利廻り間の接近が揚げられるが、我々は、短期債の異常な利廻り低下の背後に潜むものを深く考察せねばならぬ。

(1)

昨今の甲號五分利債は百五圓六十五錢、利廻りにして四分五厘五毛であるが、四分利債に至つては、利廻り四分七毛、九十八圓九十五錢の相場である。

金再禁止當時に、甲號五分利が八十六圓六十五錢（利廻五分九厘三毛）、四分利債七十三圓六十錢（利廻五分七厘）であつたのに對比すれば、價格昂騰——利廻り低下の著しいのは驚か

(115)



(一一六)

ざるを得ないが、地方債社債類もまた、均しく利廻り低下してゐる。

現實に我國金利を茲まで押下げた主因は、政府の公債政策に外ならないとしても、これに關聯して注意されねばならないのは、諸々の低金利政策であらう。

日本銀行は、昭和七年一ケ年のあひだに三月、六月、八月と三回もの利下げを行ひ、また政府は八月に郵便貯金利子引下げを發表した。日銀貸出歩合は、斯くて商業手形一錢八厘から一錢二厘に低下し、郵貯利子は四分二厘から三分に變つた。七月一日から實施された日本銀行の制度改正もまた、直接間接、こ

の金利低下情勢に關して看却されてはならな

ス。斯かる低金利政策の遂行に連れ、各金融機關も、それに追隨したが、就中、八月に普通銀行、貯蓄銀行の預金利下げを見、定期預金(甲種普銀)が四分七厘から四分二厘になつたごとく、各々引下げられたのである。

四分半、廿五ヶ年の條件で、最初のインフレ公債が發行されたのは、次表のごとく十一月廿五日であつたが、政府はそれ以前に相當巨額の大藏省證券を發行して膨脹財政を賄つた。是等の政府資金が市場に流出するに伴ひ金融は潤澤化し、金利低下に連れて、公債利

(一一七)

廻りも低落した。

◎インフレ公債発行高

銘柄	発行額	引受	発行日	利率(利廻)	発行價格	償還期限	(期間)
四分半利國庫債券	二〇〇	百萬元	昭和七年十二月廿五日	四分(四・九)	九六・五〇	昭和十九年六月一日	二年(二一六)
同ろ	二〇〇	同	同八年一月廿一日	四分(四・九六)	九六・五〇	同廿一年三月一日	三年(三一〇)
同は	三二五	同	同八年三月卅日	四分(四・九六)	九六・五〇	同廿一年三月一日	三年(三一〇)
七年度分計	七一五						
四分利國庫債券	三〇〇	同	同八年九月四日	四分(四・三)	九八・五〇	同卅三年九月一日	五年(五一〇)
同ろ	四〇〇	同	同八年十一月二日	四分(四・三)	九八・五〇	同卅二年九月一日	四年(四一〇)
同は	一六〇	同	同九年三月卅日	四分(四・三)	九八・五〇	同卅四年九月一日	五年(五一〇)
八年度分計	八六〇						
累計	一、五七五						

(内一億圓預金部)

二億數千萬圓に達した七年十二月の日銀民間預金は、政府資金流出による金融市場緩漫化の様相を能く物語ると共に、當時の六厘コール出現は、同年一月頃の一錢六厘と對比して興味ぶかす。

(一一九)

ところで、六年から七年上期に掛けての起債界は殆ど梗塞状態と云つてよいほどであつた。發行利廻りが單に七分以上に及ぶ高利であり、期限が一ケ年などの最短期であつたのみならず多くは發行不能、借換不能の状態に陥つたのである。それが、七年下期以降には、全く面目を一新し、借換、發行が容易化したと共に、利廻りで一分近く低落し、期限も五年前後に延長されたのは、前述の金融状態から齎された歸結である。

この金融緩漫情勢から捲き起つた投機熱に向け、七年末から始まつたマーケット・オペレーションは冷水を浴びせかける結果となつた。

マーケット・オペレーションに就ては、他の記述に俟つとして、政府は八年上期においても猶ほ、低金利誘導の手を弛めず、これに追隨して一般金利は低下し、公社債利廻りは昂騰した

公社債發行利廻及期間（興銀調査）

年 月	種 別	平均利 率				平均 期 間			
		國 債	地 方 債	郵 行 債 券	會 社 債	國 債	地 方 債	郵 行 債 券	會 社 債
昭和二年上期	……	六〇〇〇	六〇九五	七〇五三	七〇三八	二年	二年	二年	二年
同 下期	……	五〇四〇	六〇三三	六〇九八	七〇〇〇	二年	二年	二年	二年
同 三年上期	……	五〇三六	五〇九五	五〇六四	六〇五九	二年	二年	二年	二年
同 下期	……	五〇三五	五〇八九	五〇五七	六〇三七	二年	二年	二年	二年
同 四年上期	……	五〇六〇	五〇八六	五〇八九	六〇一〇	二年	二年	二年	二年
同 下期	……	五〇三五	六〇〇〇	五〇九四	六〇四〇	二年	二年	二年	二年
同 五年上期	……	五〇七六	六〇三四	六〇一一	六〇六五	二年	二年	二年	二年
同 下期	……	五〇五〇	六〇〇〇	六〇一六	六〇三三	二年	二年	二年	二年
同 六年上期	……	五〇三八	六〇〇四	六〇二八	六〇四三	二年	二年	二年	二年
同 下期	……	五〇八一	五〇六五	五〇八〇	六〇三八	二年	二年	二年	二年
同 七年上期	……	六〇三三	六〇三三	六〇二八	七〇〇〇	二年	二年	二年	二年
同 下期	……	五〇四五	六〇二四	六〇八二	六〇四五	二年	二年	二年	二年
同 八年上期	……	四〇九三	五〇四〇	五〇四六	五〇九八	二年	二年	二年	二年
同 七月	……	—	五〇九三	五〇三五	五〇五〇	—	二年	二年	二年

同 八月…………… 四〇九四 四〇九六 五〇五八 一 三二五 二一〇 六一四  
 同 九月…………… 四〇三二 四〇五九 四〇七四 五〇一〇 三二〇 三二四 三二六 七二〇  
 同 十月…………… 四〇五七 四〇五七 五〇三六 一 三二一 三二六 二二二 七二七  
 同 十一月…………… 四〇三三 四〇七四 四〇五二 四〇八六 三二〇 一八一 三二〇 八一  
 同 十二月…………… 四〇三三 四〇六三 四〇八七 五〇三三 一 二五〇 二一〇 七一  
 同 下期…………… 四〇三三 四〇七四 四〇八七 五〇三三 一 二五〇 二一〇 七一  
 同 九年一月…………… 四〇三三 四〇六三 四〇八七 五〇三三 一 二五〇 二一〇 七一  
 同 二月…………… 四〇三三 四〇六三 四〇八七 五〇三三 一 二五〇 二一〇 七一  
 同 三月…………… 四〇三三 四〇六三 四〇八七 五〇三三 一 二五〇 二一〇 七一

が、この間、七月、普通銀行、貯蓄銀行の預金利下げ、並びに日銀の再禁止來、第四次の利下げがあつた。

八年度公債は、四分利、廿五ヶ年といふ條件で、九月四日に先づ發行された。この發行を期として、政府の低金利政策も一段落したごとく思はれるが、兎も角、九月以降においては、一方に起債界の活況も一半の原因をなすにせよ、マーケット・オペレーションが猛烈に行はれたため、金融界は異常な窮屈さを見せ、コールなどは上期よりも、たかいくらゐであつた。

起債市場は、八年に入つて、ますます活潑となり、地方債は八年中で七億六千萬圓（内借換五億七千萬圓）、銀行債券六億八千三百萬圓（内借換五億一千七百萬圓）、社債九億三千萬圓（内借換六億七千五百萬圓）といふごとく、過去數年に比して、數倍の増加を示した。

## (三)

以上、金再禁止後の公社債界を粗雑ながら點描して來たが、その後、本年に入つてはどうであるか。

前掲の「公社債發行利廻及期間」に見られるごとく、國債、銀行債券の利廻りは大體、安定した。然し、地方債會社債の利廻り低下は相變らず、急激であつて、このために、是等公社債利廻り間の接近は頗る激化した。

今後發行される國債の條件は、素より確知し得ないにしても、大體、四分利で、期限が多少延長するかに考へられる。然りとすれば、現在の地方債、社債利廻りは低過ぎることになるが逆に今日の地方債、社債利廻りが妥當ならば、國債利廻りはそれに順じて三分半利債の三分七八厘利廻りでもなければ濟まぬことゝならう。

國家、地方團體、企業間に、信用その他の相違ある以上、各債券利廻りには差違がなければならず、従つて右利廻りの密着は、不自然と見られやう。が兎も角、一方に四分一厘利廻りの國債がマーケット・オペレーションに従つて賣り續けられてゐる場合に、他方に四分利地方債なり、四分五厘社債が發行されるには、何か理由がなければならぬ。一面に金利先安豫想で先走つたとも考へられる。然し茲になにより力強く働きかけて居るものは期限の長短である。

四分利地方債は、實際利廻り四分二厘程度で、期間は償還滿期七、八年であつても、平均期間は四、五年にすぎず、これに對して、四分利國庫債券は何れも二十數年である。

期限の長短によつて、利廻りに變化をきたすこと、斯くも甚しいとすれば、金利の將來に對する不安が増大しつゝあるわけだ。

従つて、短期債ばかりが利廻り低下するのは、單純に低金利情勢激化のみを意味するに非ず現在の資金過剩を語る他の半面に、將來の金利不安が濃厚化せることを物語るものである。金利前途不安は、必ずしも金利反騰を約束するものではないにしても、それは金利昂騰の契機増大を意味するものでなければならぬ。

インフレーションの進展そのことが金利の反騰をもたらすべきであるが、それが假りにマーケット・オペレーションによつて抑壓され得るにしても、滿洲地方の資本需要増大もまた、看却し能はぬのである。

少くとも、短期債利廻り低落の背後に潜むものを我々は、深く吟味しなければならぬ。

## 貿易の増進と内部の問題

E 記者

再禁止後の貿易は輸出入ともに價格と數量の増加を來したが、輸出は數量を主として、輸入は價格を主として總額の増加を來した。殊に輸出額の増加著しく輸出景氣を招來した。今や、貿易の拘束期に入つて些か樂觀を許さぬものがあるけれど、未だ當分は現在の傾向を辿るのであらうと想像される。

### 概観

再禁止後の貿易、殊に、輸出貿易が振つて居ることは、既に、周知の通りであるが、其の原因が、圓爲替の暴落に負ふところ大なる事も、一般に、信じられて居る通りである。

併し、昭和五年一月十日から同六年十二月十三日に至る一年と十一ヶ月に亘る金解禁中にお



いて、我が事業經營者が行つた産業の合理化——生産費並びに營業費の切下げと商品品質の改善が無かつたならば、如何に爲替暴落の恩恵を享けたとしても、現在のやうな輸出増進は起きずには居なかつたであらう。従つて亦、輸出産業に必要な原料品の輸入も、現在ほどには、増加して居なかつたらうと思はれる。

輸出景氣の躍進に幸した今一つの條件は、爲替の低落に逆比例した物價の騰貴が無かつたからである。紙幣圓は、金圓に比較すれば六割近く、紙幣磅に比較すれば五割八分くらゐ、紙幣弗に比較すれば三割九分くらゐの下落に當つて居るが、再禁止後における我が物價は、右の爲替下落を相殺するほど大きな騰貴を示して居ないのである。

我が社調査の物價指數は、再禁止直前十月の夫れが九十五點二、本年三月の夫れが百二十七點一で、三割三分五厘の騰貴に過ぎない。假りに、爲替下落の逆比例通りに騰貴して居るとすれば、米日爲替で勘定した場合は六割三分、英日爲替で勘定した場合は七割三分くらゐを騰貴して居なければならぬのである。従つて、外貨で計算した輸出品の値段は、當然、再禁止前よりも下落して居り、輸出促進の力は強く働いて居るのである。

かくて、紙幣計算による輸出價額の激増と數量の増加とが招來されたのであるが、輸出景氣の促進は、未だ、金利や勞銀の騰貴によつて妨げられる段階には達して居ない。寧ろ、金利は緩漫を続け、いま一段の低金利さへ豫想されて居るし、勞銀にしても、現在のところでは、再禁止直前に比し、三分くらゐしか騰貴して居ない。輸出産業の利潤は、かくて、販路の擴張と物價の騰貴、それから、金利の低下と勞銀の微増によつて増大した。併し、此れ等の事實が、果して、何日まで続くものであるか。販路については、既に、日印通商新條約や日英、日蘭會商たの問題があり、その他の條件とでも、何時、不利に轉換して來るか判らないのである。さうし觀測を再禁止後の貿易と共に少し詳しく述べて見たいと思ふ。

## 貿易額の激増

再禁止後における我が貿易額の増加は、臺灣の輸出減を除けば、内地と云はず朝鮮と云はず何れも躍進のあと著しいが、以下は内地及び樺太の合計について見やう。昭和六年において二十四億圓に萎縮して居た我が輸出入貿易の合計は、七年の二十八億圓を越えて、八年には三十

八億圓に達せんとするに至つた。

◎内地貿易總額(單位百萬圓)

	輸出	輸入	合計	入超
昭和六年	一,二〇〇	一,三三五	二,五三〇	〇
昭和七年	一,四〇〇	一,四三〇	二,八三〇	三
昭和八年	一,八六二	一,九七六	三,八三八	五
九年一—三月	一,四三三	一,三三八	二,八二一	四
前年同期	一,三〇〇	一,四〇〇	二,七〇〇	一〇〇

(備考) 大藏省調査。

これを輸出入に振り分ければ、輸入の増加に比して、輸出の夫れは殊に著しく、前者が、十二億圓三千萬圓から十九億一千萬圓へ、六億八千萬圓の増加を來す間に、後者は、十一億四千萬圓から十八億六千萬圓へ、凡そ七億二千萬圓の増加を來した。

いま本年第一四半期の情勢を見ると、貿易増加の勢は未だ相當なもので、前年同期に比べて輸出入合計は八千萬圓の増加を來して居る。しかも、其れは偏へに輸出の増加によるもので、輸入は却つて減つて居るのである。かくて、大正十四年から五ヶ年に亘る平均状態を常態(好

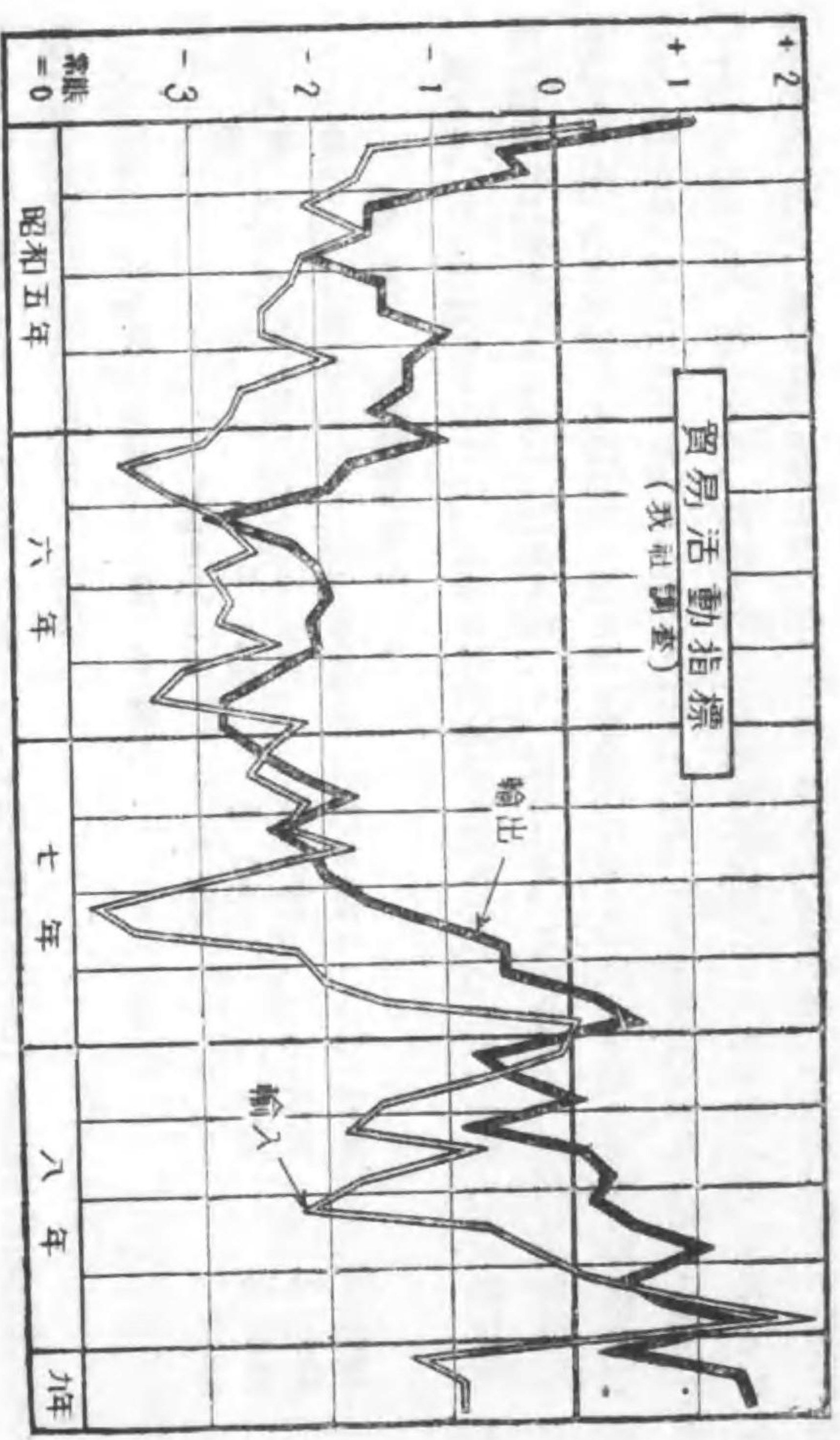
景氣でも不景氣でもない)と云ふ安定状態で之れを零の位地とする)と假定した我が社の貿易指標は第六頁圖の如き上昇を示して來た。

◎貿易指標

	昭和九年一—三月	同八年	同七年	同六年
輸出	(+) 1.00	(+) 0.03	(-) 1.33	(-) 2.11
輸入	(-) 1.00	(-) 0.57	(-) 2.33	(-) 2.65
合計	(-) 0.18	(-) 0.18	(-) 1.00	(-) 2.54

(備考) 我社調査。常態〇。

素より、月の如何によつては、多少の浮動高低を免れなかつたが、昭和六年下期以後、上下兩半期毎に比較を行ふならば、輸出も輸入も、或ひは又、その合計も、半期は半期毎に、上昇回復を示し、六年下期に不況點二・三を示せる輸出指標は、八年下期に至つて好況點〇・七となり、輸入は、同じ比較において、不況點二・七から、同じ不況點ながらも相當の回復を示し〇・〇七に達した。従つて亦、輸出入の合計指標も不況點二・八から好況點〇・五へ上昇したのである。併し、本年は、三月までの平均では、輸入の萎縮が著しい爲め、輸出の好況を相殺



して、総額指標は却つて低下した。即ち、輸出の好況點一弱に對して、輸入は不況點一強に沈下し、総額では不況點〇・二弱に下降した。

輸出景氣の衰へざること、否、寧ろ、上昇して居ることは、右によつても明かであるが、輸入の下降して居ることは何を表はすだらうか。其れは主として原料品の輸入減退に基づくものであつて、或る程度までは、其の加工製造、輸出の衰兆を暗示するものではあるまいか。

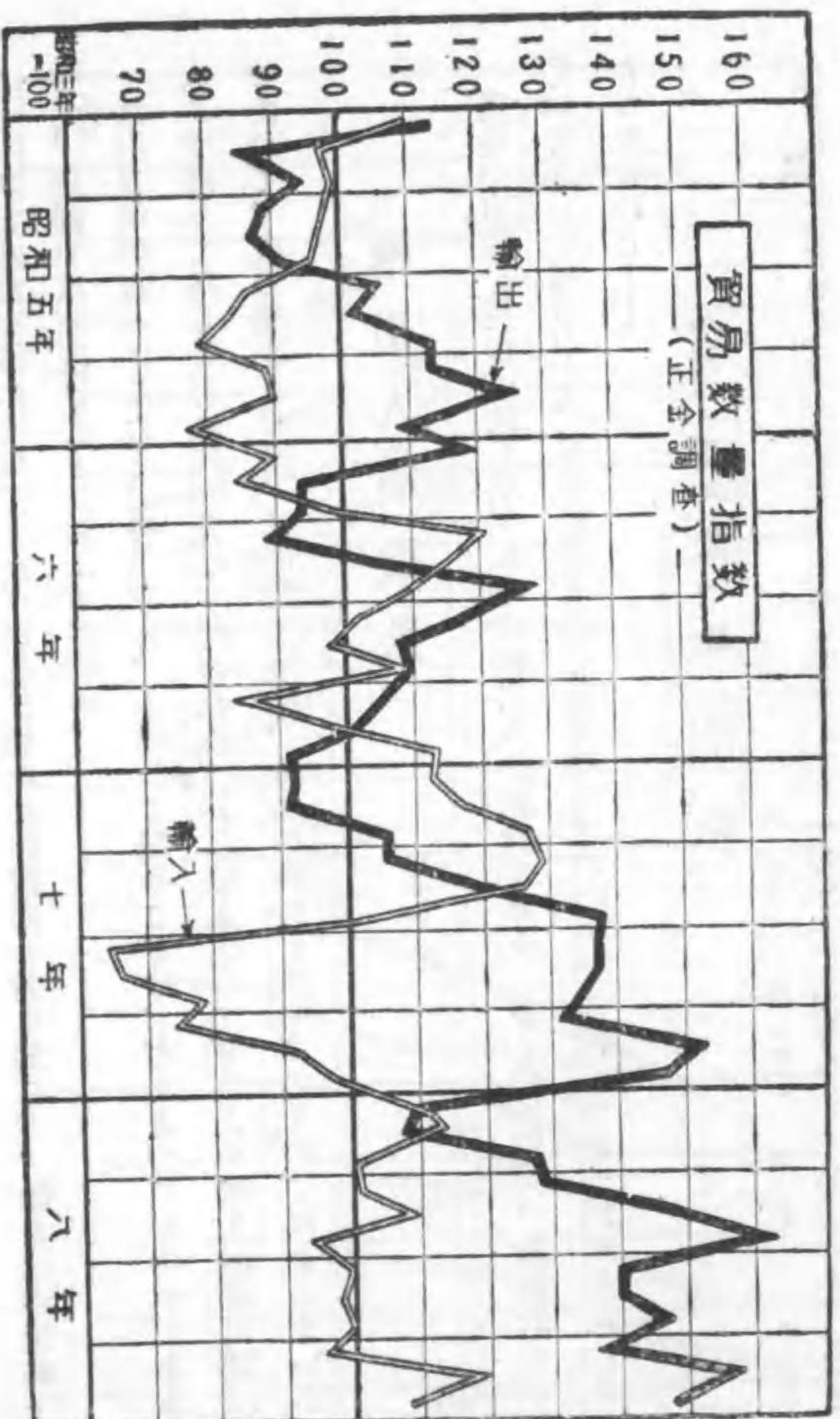
### 輸出入の數量

貿易の實體を更らに良く示すものは輸出入の數量である。多くの外國が、數量的に、貿易の萎縮を來して居る中に、日本は獨り其の量を増して行つた。勿論、金額が示す程には増加しなかつたけれど——。

◎貿易數量指數

年	輸出	輸入
昭和八年	136.1	113.0
同七年	133.0	104.8
同六年	104.8	101.8
同五年	101.8	111.1
同四年	111.1	111.1

11117

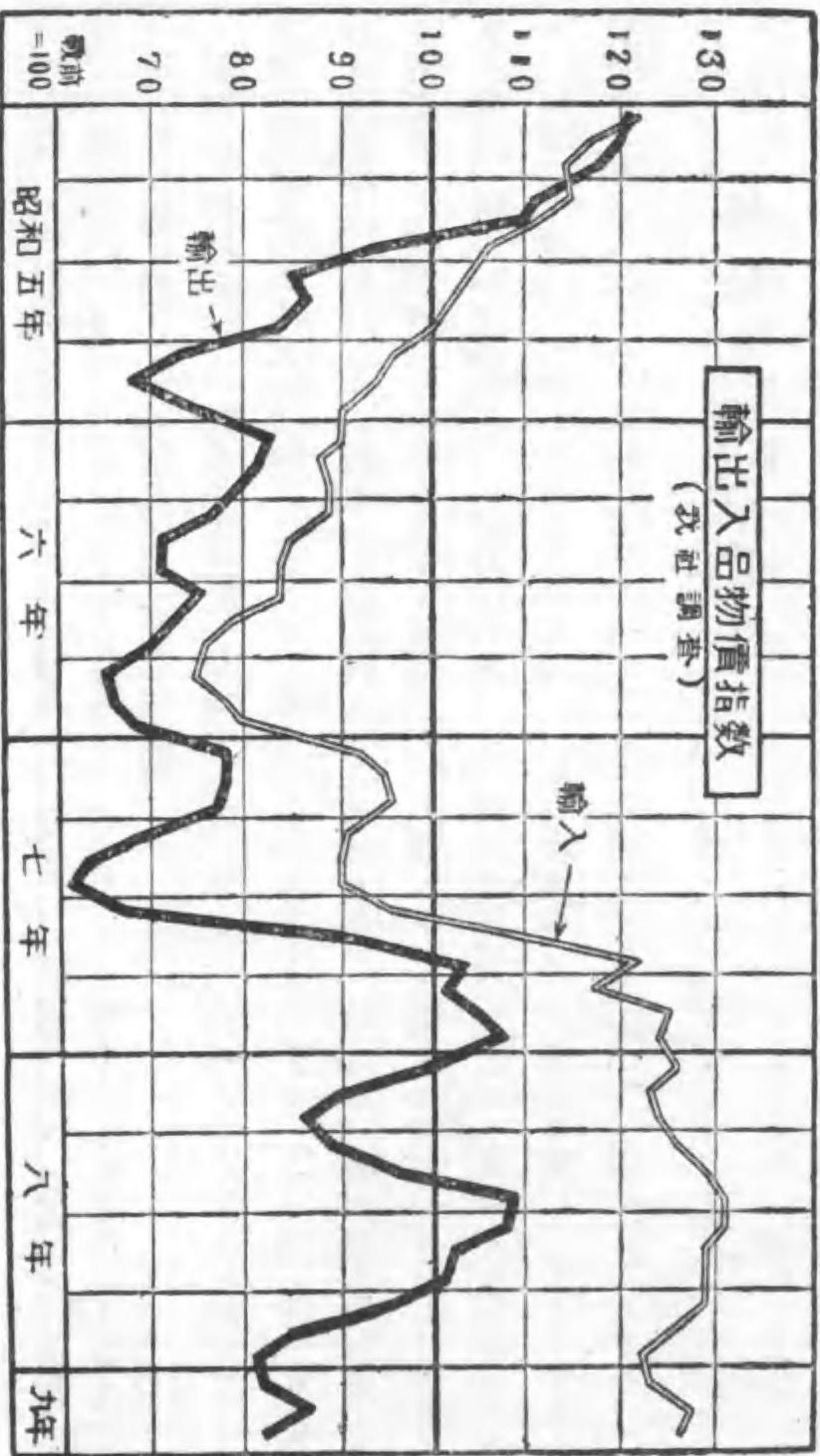


品名	入	出
総量	100万噸	100万噸
(備考)	正金銀行調査。昭和三年基準。	

最近三年間において、貿易の数量は毎年増加した。僅かに、昭和七年の輸入を除いて――。再禁止直前六年の輸入は、前年に比して、相當の増加を示したけれど、其の後の増加には見るべきものなく、昭和四年の程度に引歸したと云ふに過ぎない。然るに、輸出は七年以後において躍進著しく、昭和四年をさへ遙かに凌駕した。八年における輸入の増加は主として礦物及び其の製品、鐵及び金屬の二つの項目から起つた。即ち、前者は三百二十萬噸から四百二十萬噸へ、後者は二百八十萬噸から三百八十萬噸へ、各々百萬噸づゝの増加を來して居るのである。賢明なる讀者は既に其の意味を汲み取つて居るに相違ないと思ふから、絮説は控えやう。

### 輸出入品の價格

輸出入の金額を激増せしめた主なる原因は其れ等商品の價格が著騰した點にある。



◎貿易物價指數

輸出品	昭和九年三月	八年平均	七年平均	六年平均	六年十一月
輸出品	117	111	113	113	110
輸入品	116	118	113	110	118

(備考) 本社調査。戦前基準。

即ち、毎年平均の指數をとつて見るならば、輸出は七三・五から九五・一へ二割九分餘の騰貴、輸入は八三・〇から一二六・八へ五割三分弱の騰貴を示した。爲替下落の逆比に遙かに及ばざる輸出物價の騰貴は、輸出數量の激増を説明し、爲替下落の逆比に近い輸入物價の騰貴は輸入數量の微増を説明すると云へるであらう。

市場問題と今後

滿洲國の成立によつて、我が對滿貿易は著しい活況を示した。また現在もさうである。併し英國及び其の自治領、植民地、米國、支那、蘭領印度に對して、或ひは亦、其の他の諸國において看過し難い問題の伏在して居ることを認めることが出來やう。海外諸國における購買力の

低下は、却つて、良質廉價なる日本品を需要するやうになるかも知れない。併し、各國の競争産業は、其の爲めに受ける打撃を回避せんとして、各種の對策を政府に強要する情態にある。例へば、關稅引上げ、輸入の許可制、割當制、禁止、管理など制限政策の横行であつて、近くは、日印協定、日英會商、日蘭會商に見られる傾向である。主要國に對する貿易情勢を舉げれば面白い傾向が見られる。

◎對 主 要 國 貿 易 (單位百萬圓)

國	昭和八年	同 七年	同 六年	同 五年	同 四年
米 國	出..... 820.2	850.1	810.3	800.2	780.1
輸 入..... 610.8	500.9	500.3	500.9	500.1	500.1
差 額..... (1) 209.4	(1) 349.2	(+) 309.0	(+) 300.3	(+) 280.0	(+) 280.0
英 領 印 度	出..... 104.2	121.4	110.8	120.3	120.1
輸 入..... 109.4	126.9	130.2	120.8	120.1	120.1
差 額..... (1) 5.2	(+) 6.5	(1) 19.4	(1) 10.5	(1) 0.1	(1) 0.1
英 帝 國 (印度を除く)	出..... 104.2	121.4	110.8	120.3	120.1
輸 入..... 109.4	126.9	130.2	120.8	120.1	120.1
差 額..... (1) 5.2	(+) 6.5	(1) 19.4	(1) 10.5	(1) 0.1	(1) 0.1

△ 支 那 (滿洲國獨立以前も之れを含まず)

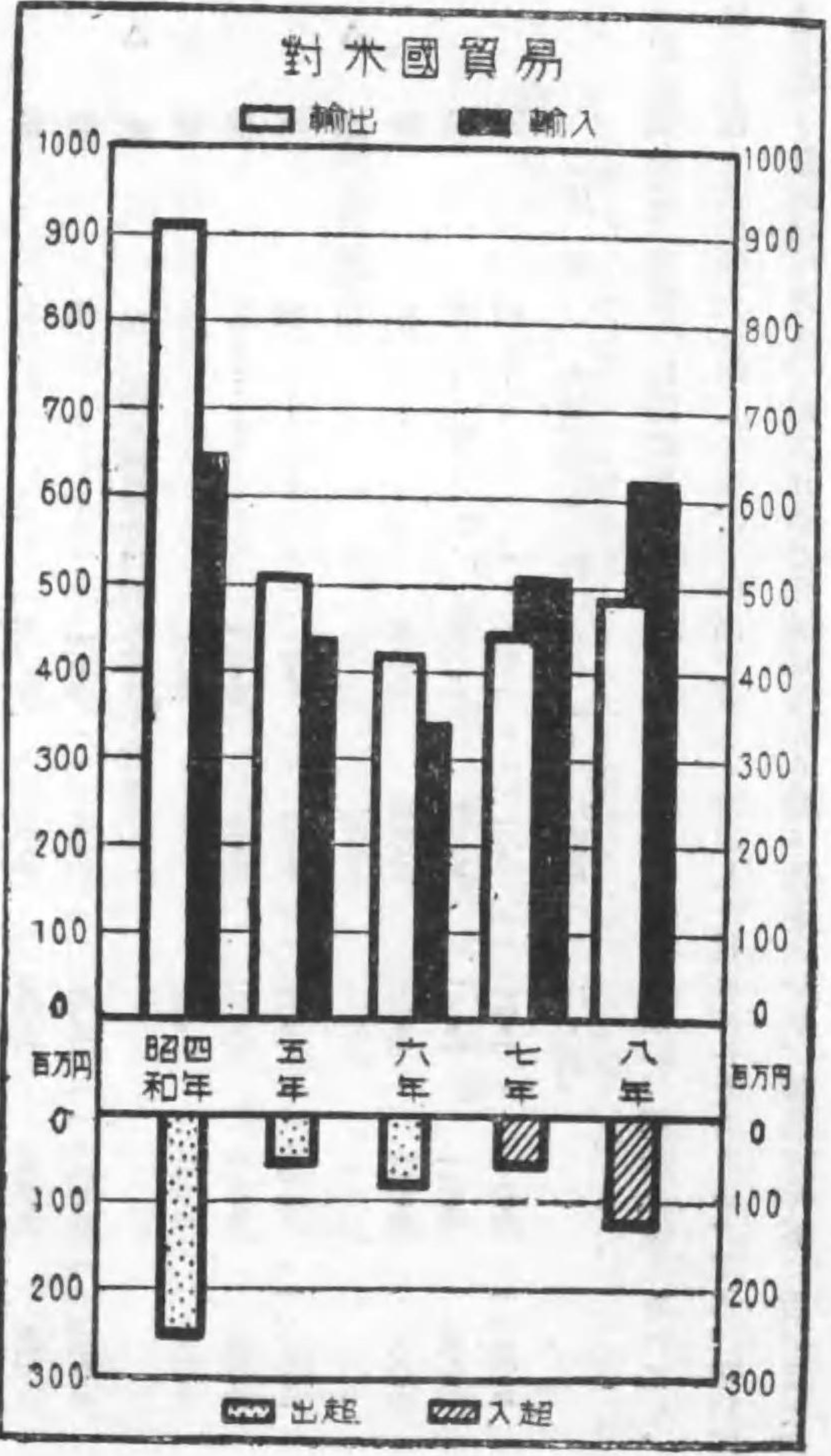
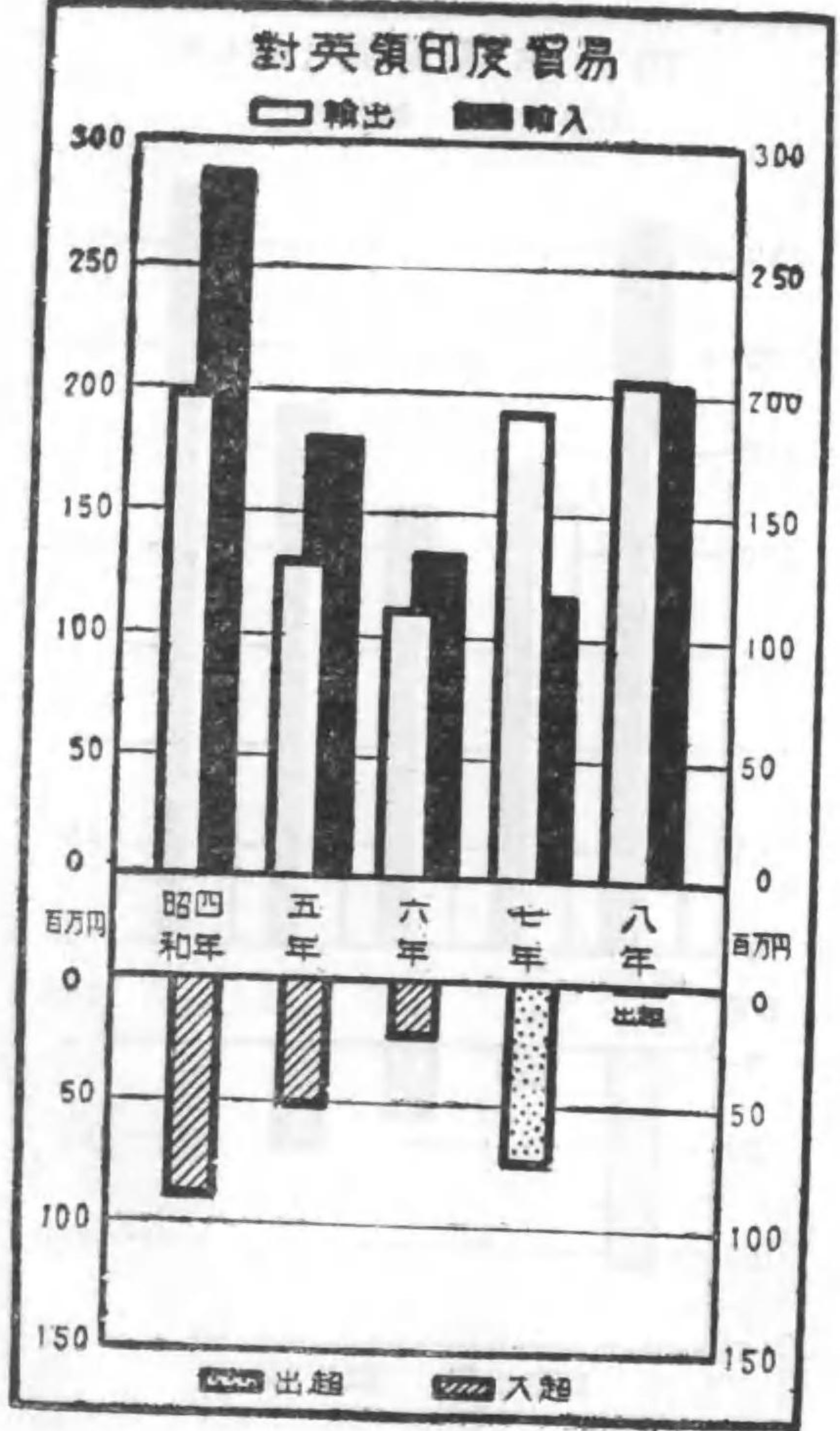
輸 入	輸 出	差 額
..... 310.2	..... 310.1	..... 10.1
..... 310.3	..... 310.4	..... 10.1
..... 310.5	..... 310.6	..... 10.1
..... 310.7	..... 310.8	..... 10.1
..... 310.9	..... 311.0	..... 10.1
..... 311.1	..... 311.2	..... 10.1
..... 311.3	..... 311.4	..... 10.1
..... 311.5	..... 311.6	..... 10.1
..... 311.7	..... 311.8	..... 10.1
..... 311.9	..... 312.0	..... 10.1

△ 滿洲國及關東州

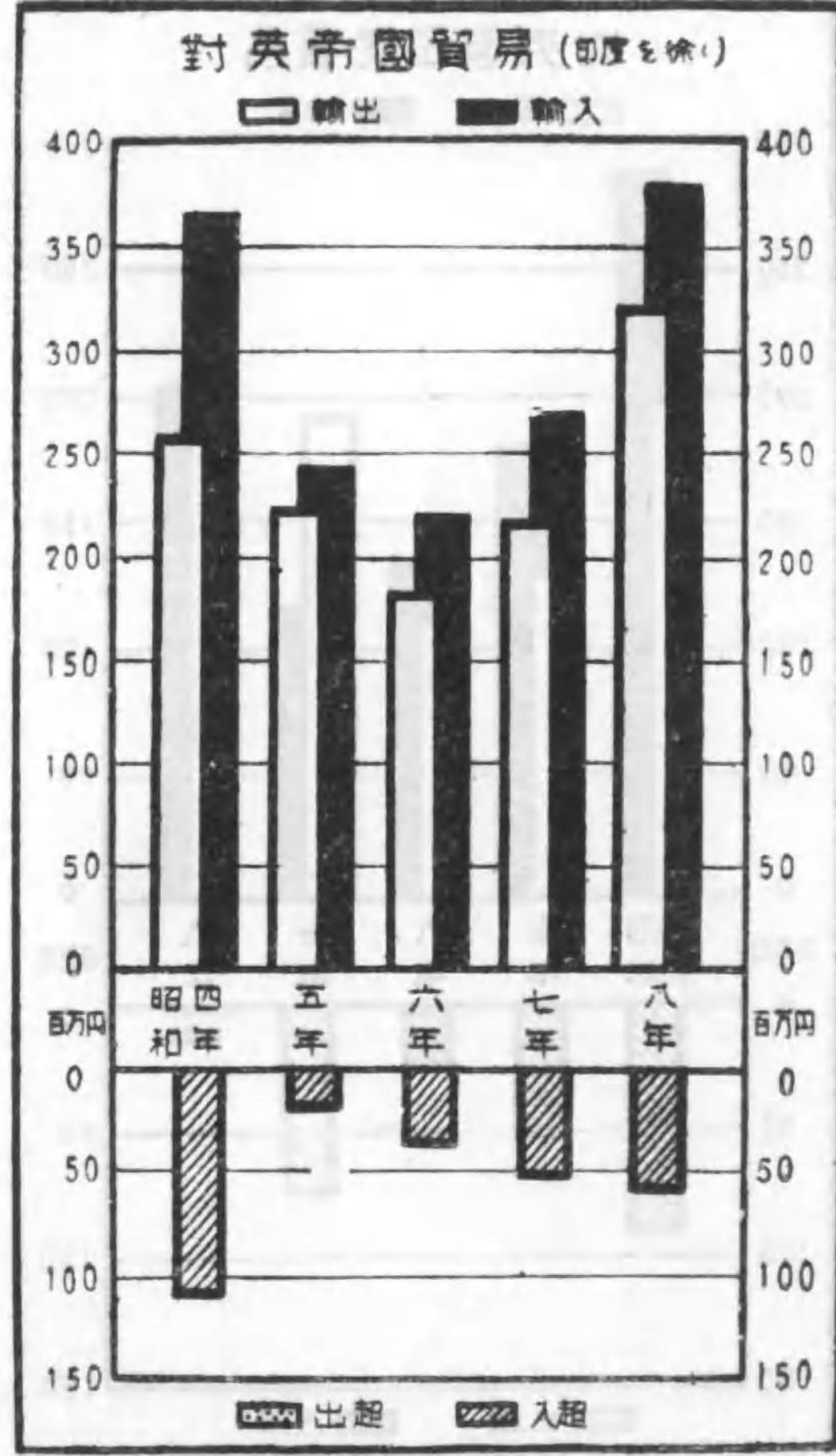
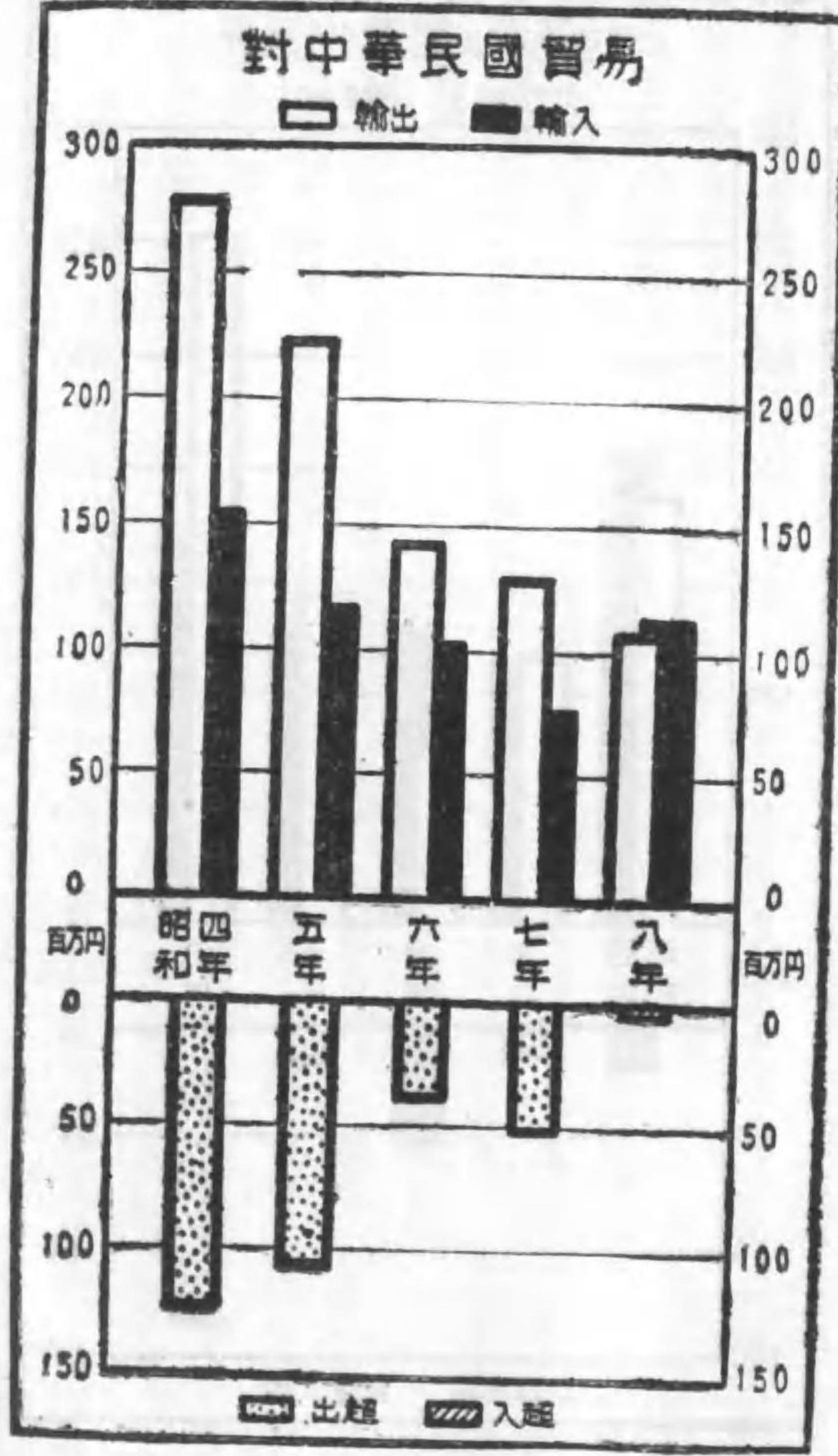
輸 入	輸 出	差 額
..... 100.1	..... 100.2	..... 10.1
..... 100.3	..... 100.4	..... 10.1
..... 100.5	..... 100.6	..... 10.1
..... 100.7	..... 100.8	..... 10.1
..... 100.9	..... 101.0	..... 10.1
..... 101.1	..... 101.2	..... 10.1
..... 101.3	..... 101.4	..... 10.1
..... 101.5	..... 101.6	..... 10.1
..... 101.7	..... 101.8	..... 10.1
..... 101.9	..... 102.0	..... 10.1

(備考) 大藏省貿易月表による。(+)は出超(1)は入超。

對米貿易は、再禁止以前においては、永らく出超を續けて居たが、再禁止後においては、俄に、入超と其の増大を示して來た。輸出が著しく減退した爲めに外ならない。即ち、昭和四年と八年とを比較すると、輸入は多少の減退ながら餘り大差ないが、輸出は半減に近いほどの激

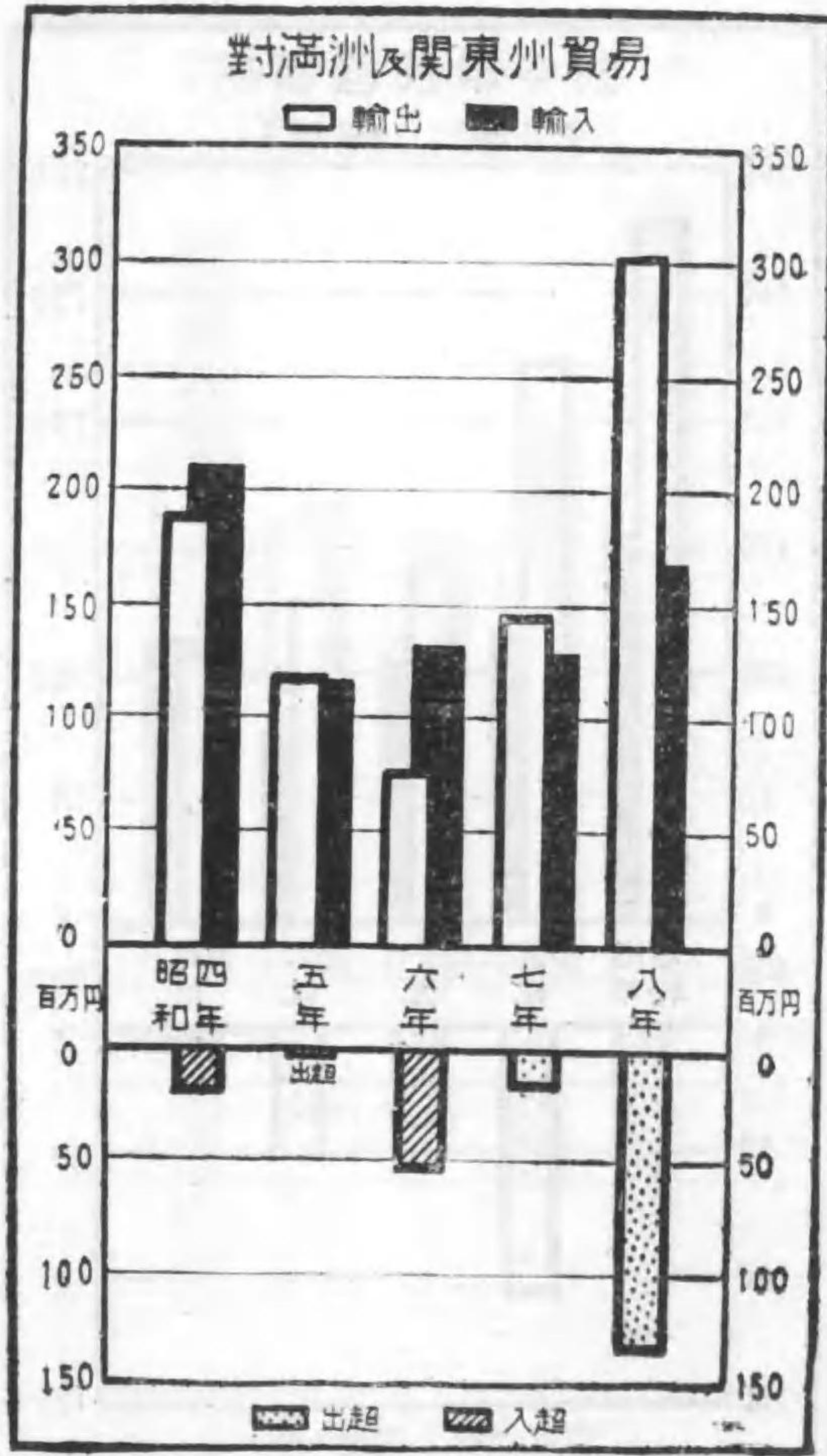


(141)



(140)





減を示して居るのである。蓋し、これは米國購買力の一般的減退と生糸に代はる人絹工業の發達に起因するもので、昭和四年に七億五千萬圓から輸出して居た生糸は、昨年、三億五千萬圓に減つた。再禁止の年に比較すれば、千萬圓の増加となつて居るが、此れは單に價格が騰貴したために外ならない。然るに、輸入側においては、その代用品産業が無く、しかも、我が紡績業に必須の原料たる棉花は、必要にして缺くべからざる輸入品となつて居る爲め、否でも應でも、相當額の輸入を米國に仰がねばならないのである。かくて、その輸入が、昭和四年に二億七千萬圓、六年に一億五千萬圓だつたものは、昨年において三億八千萬圓を越えた。

英領印度に對する貿易は、日印新通商協定によつて、印棉と綿布との間に、スライディング・スケール式の物々交換的協定ができた。價格と品質競争によつて自由に綿布を輸出することが出来なくなつたのである。再禁止直後の昭和七年においては、輸出の激増と輸入の減少によつて、從來入超を續けて居た對印貿易は、遂に、出超に轉じた。併し乍ら、昨年は、輸出の増加に比して輸入の増加著しかつた爲め、輸出入は殆んど同じ位になつて了つた。綿布の輸出は、昭和六年に四億平方碼、七年に六億四千萬平方碼、八年に四億五千萬平方碼で、再禁止

前よりは五千萬平方碼増加して居る勘定であるが、今後は、協定の最高限度まで輸出できたとして、再輸出は別とし、四億平方碼しか出せない。昭和四年に綿布の輸出は對印輸出總額の五割五分を占めて居たが、昨年は三割五分に減つて了つた。それだけ雜品の輸出が増大しつつあるわけだが、綿布の不勢は、大勢上若干の悲觀的色彩を添える。況や、雜貨關稅の引上げを著々と實行しつつある現状において、尙更ら然りである。

印度を除く英帝國に對する貿易は、昭和五年に俄然その入超尻りを激減せしめたが、其の後は逐年之れが増加を來し、昭和六年と昨年とでは、二千二百萬圓の入超増である。輸出入共に増加したけれど、輸入の増加が著しい爲めに外ならない。

支那に對する輸出は、輸入と共に、減退を續けて居るが、その差縮は殊に著しい。勿論、これは滿洲國への貿易を除いての話である。かくて、滿洲事變の昭和六年と昨年とを比較すれば、輸出が減少した反面、輸入の増加によつて、四千萬圓の出超だつたものは、五百萬圓の入超に逆轉した。昭和四年の情勢に比ぶれば、何れの側面から見ても、著しい惡化である。

併し、右の如き惡化を相當程度まで相殺するものは滿洲國及び關東州に對する貿易である。

即ち、昨年を六年と比較すれば、輸入の増加に對して輸出の躍進めざましく、五千五百萬圓の入超だつたものは一億三千五百萬圓の出超に轉じた。一億九千萬圓の好轉と云ふ勘定である。併し、既述の米國、印度、英帝國(印度を除く)、支那に對する貿易惡化を通算すると、六千二百萬圓の出超から一億九千四百萬圓の入超に逆轉し、二億六千萬圓に近い惡化を來して居る爲め、對滿貿易の著しい好轉も尙ほ且つ之れを相殺し得ない。

たゞ、以上に述べたるが如き諸國以外の雜市場を見る時、輸入の増加よりも輸出の増加が多く、貿易總體としては入超尻の改善を來した。即ち、雜市場の輸出は、六年の二億八百萬圓から八年の四億三千萬圓へ、二億二千萬圓餘の増加を來し、輸入の三億四百萬圓から四億三百萬圓へ一億二千五百萬圓の増加よりも、九千八百萬圓の増加を來したのである。

滿洲方面に對する輸出は本年に入つても愈いよ増加の傾向を示し、雜市場に對する夫れも同じ傾向にある。従つて、總體としての輸出増、入超減を來して居り、かゝる傾向は少なくとも今後一年からは續きさうな感じがするのである。重要市場において日本品の壓迫運動が續けられて居るにしても……………。

## 農業恐慌と景氣動向

F 記 者

我國の農村疲弊の問題は、決して近年の現象でない。遠く明治初期からの衰退傾向が、生糸や米の異常によつて特に窮乏化されたのが、近年の農業恐慌である。だから、現時の農村問題の検討、對策は此の點に目醒め、かゝる恒久的な農村維持策と、米生糸に對する當面の策とを行はねばならぬ。先づ此の長い農村衰退原因は何處に在るのか。次には昭和五年以後の農業恐慌と之に對して行はれたる對策を觀察し更に金禁止後のそれらを詳説する。

最後に農民の疲弊と一般景氣の關係を問題にし、今迄の再禁景氣は、大體農村の回復に立脚せず、農村以外に偏在せることを明らかにす。

だが、かゝる偏在景氣が本調の好景氣に成長するには、現時の農村の狀態が、必ずや大なる障害たるべきこと、これが本文の結論である。

## 農村疲弊の淵源

近年特に重大化して來た農村疲弊の問題は、決して一朝一夕の現象でない。遠く其の淵源は明治十一年大久保卿の斃されて、重農政策の放棄された頃にまで遡るのである。此の年を一劃期として従來勸業政策の殆んど凡てを意味した農業保護政策は打ち切られ、此の後の産業政策は専ら資本主義的新興産業の培養と扶助とに當てられた。此の爲め關稅政策、資本主義産業に對する免稅、直接補助金等の手段を通じて新興産業を保護し、此の犠牲は、いづれも農村の負擔に歸せざるを得なかつたのである。例へば明治二十九年棉花の輸入稅撤廢されるや、これより内地の棉作衰滅し、又臺灣を領有してより同地の糖業を興し、これ又内地の蔗作を絶滅せしむるに充分なものであつた。

更に國の財政を見ても、永く地租が租稅收入の大部分を占め、所得稅が之を凌駕したのはつ

い最近大正六年以後であり、營業收益税は今日と雖も地租に及ばず、間接税まで視野を擴げても、酒税が地租を抜いたのは大正元年前後まで降らなくてはならぬ。其の他相續税や通行税の創設は四十年から、資本金子税に到つては、昭和元年からであり、礦業税や其の他の間接税は明治三四十年代に於いて、殆んど物の數ではなかつた。此の如く、我國の資本主義成長時代に於いて、其の財政的犠牲は専ら地租によつて賄はれた。地租によつて賄はれたといふことは、取りも直さず農村の負擔に於いて、都會産業を保護したといふことに外ならぬのである。

かくて時代と共に資本主義産業は前進したが、農業は之と反馳して衰頽を始めた。明治三十年前後には、早くも棉花や蔗作と共に藍作絶滅し、大豆も暴落して年々減退を始めた。米は以前輸出品だつたもの、三十年の凶作より輸入品と變じた。これより先、明治二十二年頃まで農業政策は自由放任であつたが、此の農業衰頽の兆と帝國議會の開會とは、農業自由放任政策を多少緩和する必要を生じ、此の後農業の衰兆が濃化するに従い、農業政策も亦保護主義を加味する事が多くなつた。明治三十年代には農會法や産業組合法が制定され、地租の軽減も行はれたが其の根本の主義に於いては、依然資本主義偏重政策たるに變りはなかつた。

明治三十年代から四十年代に進むにつれて、農村の行詰りは愈々甚だしくなつて來た。農業生産は振はずして外米、小麥を始め外國農産物の輸入増加し、農村内部に於いては自作の小作化、農民の難村が増加した。資金の都市集中、地主の都會事業投資から、貨幣の缺乏といふ資本主義的困難にも逢着し、農民の疲弊問題が可なりに近代色彩を帯びるに到つた。此の期に次いで、歐洲大戰當時、生糸や米が騰貴し、一時變態的の農村繁榮時代はあつたもの、此の後には愈々農村の行歩難を現實ならしめ、前からの農村行詰り現象に加へて小作爭議なる現象が一時極めて熾烈に行はれたものだ。此の外中農の没落、農民の難村、小農の生活難等は益々甚しくなり、従つて農業政策も、勸業政策であるよりも社會政策的になつて來たことは此の期の顯著なる特色をなすものである。

かくてある處へ、例の昭和五年以來の農業恐慌が起きた。此の農業恐慌は先づ繭の暴落を動機として疲弊病の内攻しつゝあつた農村に一大衝擊を加へ、此の爲め深刻極る悲劇を齎し、其の上米の異狀が、再び起ち得ざる程の致命傷を與へた。

農家が窮乏する時には、米や繭以外の農産物も暴落する。蓋し窮乏とは、昔の如き物質の不

足を意味するのではなく、貨幣の飢饉を意味するのであるから、米や繭の暴落による貨幣の減収を補ふ爲め、他の農産物が賣り急がねばならぬ。従つて農産物の恐慌は一般化され、又他面で農村全體の収益が低下する結果は、農村自らの資金も逃避すれば、他處からの資金も、信用の低下せる農村へ入つて來ない。其の上從來農村の金融機關であつた地方の小銀行や信用組合が潰れたり半身不隨に陥り、愈々資金の週流を困難ならしめ、恐慌を一種の慢性的現象たるに到らしむるものである。

### 疲弊の進行と原因

扱て、以上概観せる如く、我國の農村窮乏の問題は、決して一朝一夕に生じた現象でない。長い疲弊の極と、最近の繭及米を動機とする恐慌が事態を茲に到らしめたのだ。而して久しきに亘る疲弊現象としては、中農の没落、農民の離村、小作爭議等が此の表れであつて、就中農家の貧弱なる家計と、莫大なる借金の累増とは、此の最後の結論をなすものである。

試みに、恐慌以前たる昭和二年の内閣統計局家計調査によると、農家と、他階級の家計の間

には、次の如き優劣が存在する。

◎農業者労働者給料生活者家計比較(月)

	農 民	勞 働 者	給料生活者
調査世帯	六七〇	六五八	二五四
家族平均人数	五・八三	四・二三	三・九三
支出の部			
飲食物費	四四〇・一	三七・三五	三六・二六
住居費	一四・六四	一六・一六	一九・五九
光熱費	五・八九	四・四五	五・一二
被服費	七・五九	一一・八〇	一四・〇六
保健衛生	二・七一	六・三九	六・三八
育兒教育費	一・五三	二・八九	三・一八
交通々信運搬費	一・三一	一・五一	一・九六
公課負擔額	一・三一	〇・五三	〇・九〇
交際費	七・五八	七・一八	七・六二
修養娛樂費	二・一六	三・六〇	四・六七

旅行費	〇・五八	一・〇六	〇・九九
其他	七・〇八	四・〇一	二・五五
合計	九六・三九	九七・九三	一〇三・二八
収入の部			
本業収入	六一・五七	九〇・五〇	九一・六五
差引不足	三四・八二	七・四三	一一・六三
其他収入	三四・五九	一八・七八	一八・四九
再差引過不足	〇・二三	一一・三五	六・八六

(備考) 農家は自作、小作、自小作平均。労働者と給料生活者は之と同一収入階級のものをとる。右によると、農家の平均は、支出が毎月九十六圓三十九錢で、勿論此の中には多くの現物支辨——約半分を含んで居る。此の支出を維持する爲めの本業収入はたつた六十一圓五十七錢しかない。そこで此の他の収入を求めらるる必要が生じ、農業外勤勞收入や、其他の収入を漁つて辛く收支の出合をつけるのであるが、それでも尙多少の不足勘定となる。

此の農家々計を、之と同一収入ある他の労働者や給料生活者に比すると、彼等は農家より遙かによい。全家計費中本業収入の占むる割合は農家が僅か六割四分なるに對し、労働者は九割二分、給料生活者は八割九分の多きに及ぶのである。家計の内容を見ても、農家は飲食物費、光熱費の如き絶對生活費が多額を占める。別に食物が贅澤でないことは家族一人當りにすれば却つて少額になることでも分る。而して衣服の如き贅澤性を持ち易い費目は他階級より甚だ少く、保健衛生、育児教育、修養娛樂、旅行の如き文化的な生活費又少く、公課負擔額と、社會的義務費の性質を持った交際費だけは皮肉にも農家が多くなつて居る。かく、絶對的生活費や義務費の多いことは何を語るか。こゝにエンゲルの法則を持ち出すまでもなく、農家々計に餘裕なきことを示すものに外ならぬのである。殊に是等收支の尻を見ると、労働者や給料生活者は相當の餘剰を存し、保險や其他不時の出費の發め貯金する丈けの餘裕があるが、農家には全然之がない。即ち全く準備的な生活費に事缺く仕末である。

右の農民の生活費は調査農家全體の平均で月九十六圓三十九錢、別に之と同様な平均を見ると給料生活者百二十四圓三十四錢、労働者九十一圓三十八錢、是等を家族一人當りにすると、労働者の二十一圓七十錢、給料生活者の二十九圓八十二錢に對し、農民はたつた十六圓六十錢となつて、階級全體としても、彼等が最も慘めな生活をなしたつた様子が判明するのである

正に此の通り、農村の疲弊といふことの根本は、農民が社會的な平均生活が出来ぬといふことに在る。社會の生活水準が年々上つて行くものとすれば、農民のみが、他階級並みの生活向上が許されぬといふことに在る。然もかく社會の水準以下の慘めな生活をなしつつも、彼等は貯蓄處か、喰込借金が年々増加して行くといふ慘澹たる矛盾の境遇に在る。

農家の負債總額は、農林省調査によると、昭和四年末現在四十五億八千五百四十萬圓と稱せられる。別の調査によると、大正元年七億七千萬圓、大正二年九億六千萬圓とあるから、此の後十六ヶ年の間に三十六億の借金を増加し、此の勢は實に年々二億二千萬圓餘増の勘定となる譯けである。否、専門家のいふ處によると、右の四十五億の借金は農家一戸當り八九百圓に相當し、近年は毎年一戸につき大體百圓宛の借金が増加し、全體では約六億圓を算するといふ！此の激烈なる借金増加の果はどうなるか。それは餘りに重大すぎる疑問であるかもしれない。

是等の事實によつて、我國の農村が如何に没落の軌道を急ぎつゝあつたかは、略々明らかに立證することが出来たと思ふが、然らばかゝる事態を惹起した主な原因は何であらうか。之に就いては周知の如き種々の原因が數へられて居るが、固よりいづれも其の一半の眞理を語るも

のには相違あるまい。試みに其の項目を列擧すれば次の如し。

- 一、耕地の不足と勞力の過剩
- 二、農村負擔の苛重
- 三、都市經濟の農村壓迫
  - A、人材の離村
  - B、資金の都會集中
  - C、取引に於いて被る搾取
  - D、副業の工業化
  - 四、小作制度の缺陷
  - 五、負債の壓迫

農村の負債は疲弊の結果であると共にそれが再轉して原因になる。農村の資金が都市に集中し、金融の梗塞する結果は、農村の負債は法外の高利であつて、到底農業收益の程度を以つては之を負擔することが出来ぬ。従つて一度借金すると、其の借金が又借金の原因となり、遂い

に中農没落、土地の兼併、農民の流浪といった様な結果を産むのである。

統制されたる都會の大工業と、無統制なる農民の間の取引は、必ず農民に不利である。例へば肥料を賣る肥料會社は、相當の利益を見込んだ價格で商品を賣るが、肥料の必要な農民は、此の云ひ値でそれを買はねばならぬ。然し、農産物を賣る場合の農民は、價格の決定權が彼等にない。自家勞働の現金化を目的にして營まれる農業の産物は、利益などなくても、自家勞賃の回收される限り、詰り農民の低い生活費が償はれる限り、或る場合には價格が此の飢餓點以下に下つても、農業は續けられ、農産物は賣られる。そこで、常に農村と都會との取引は利益ある工業品と利益なき農産物の交換から成り、當然農村に歸すべき農業資本の利子や經營報酬は、都會に提供することに終つて了ふのである。

副業の工業化といふことは、今日大工場で行はれる製糸、紡績、製糖の一切が、もと農村の副業であつたことを想へば、容易に首肯し得る事實であらう。

### 昭和五年以後の恐慌

いふまでもなく、昭和五年以來の農業恐慌は、先づ同年の春繭恐慌から始つたのである。此の年の金解禁による圓價の回復と、米國不況による需要不振とは、同年五月に於ける補償法の發動にも拘らず糸價を暴落させ、當然繭價を暴落させた。此の糸價安定融資補償法によつて生じた十萬俵の滞貨は所謂補償糸と稱して今日に到るもまだ問題の解決を見て居ない。

繭に始つた恐慌は小麦、大麦、野菜雞卵等あらゆる農産物を暴落させ、此の年秋には又米の大豊作があり、米價暴落して遂に恐慌を全面的且つ深刻極るものとならしめた。翌昭和六年も、生糸は一帯に不振で少しづつ下げ續け、年初の實物高値七百六十圓から年末の安値は五百二十五圓といふ有様。殊に六月には五百圓といふ安値を示現した。

唯此の年十二月十三日政變と共に再禁止が行はれ、若槻内閣の金本位維持策の下に於いて、四十九弗十六分の七を保つて居た爲替は再禁止と共に三十九弗臺へ一擧に崩落した。これにつれて諸市場一齊に活躍したが、生糸も五百二十五圓の安値より六百四十圓の高値へ擡頭して年を越したのである。

米は、此の前年の豊作飢饉と逆に五千五百萬石の凶作、東北地方殊に甚だし、して、此の飢



寒地の子弟が、折からの満洲事變に戦つた譯けである。

かくて昭和六年も引續く農業恐慌深化の中に年を終つた。明けて昭和七年から、六年末の金再禁止を出發點とするインフレ政策と、六年九月以來の満洲事變を契機とする軍事財政の膨脹に伴つて都會産業は著るしく形勢轉換したが、農村經濟はそれ程捗々しく回復せぬ。此の状態を豫め展望する爲め、重要農産物の産額を示せば次の如し。

◎農産物 價額 (百萬圓)

農産物	昭和四年		同五年		同六年		同七年		同八年	
	價	數	價	數	價	數	價	數	價	數
米	九、五七	一、八五	六、八五	一、二八	五、二五	九三	六、五〇	一、三三	七、八四	—
蕎麥	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
小麥	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
大麥	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
其他	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
合計	九、五七	一、八五	六、八五	一、二八	五、二五	九三	六、五〇	一、三三	七、八四	—

右によると、昭和四年三十一億八千萬圓あつた農産物産額は、五年には二十一億六千萬圓に減じ、昭和六年は更に十八億に續減した。これらは産額を示すものであるが、農業の所得が、此の如き勢で減じたと考へても大した誤はない。之が七年には二十一億八千萬圓に上進した。未だ昭和五年より多少多い程度にすぎぬが、六年から見ると四億近くの増収である。尤も此の増収は主として米の増産と値上りが原因であるから、それが實際農村を潤したのは、寧ろ昭和八年になつてからである。

### 再禁止と農業恐慌

昭和七年の春は、前年末に行はれた巨額の弗買資金の流失より金融極度に梗塞し、ひさびさ

月は廣範圍な地方金融の動搖を起し、前年の米凶作による減収がひし／＼と農家に迫り、そこへ大養内閣によつて行はれた滞貨生糸の一括處分による生糸恐慌が起きて糸價は四百圓といふ安値へ沈没した。此の爲め春繭又暴落し、五月二十七日に行はれた沼津の初取引は、白二圓五十二錢——二十二掛といふ惨めなものにすぎなかつたのである。

彼の五・一五事件なるものは、此の農村窮乏の頂點に於いて、恰も救農政策を強要するかの如く勃發した。五月二十六日成立せる齋藤内閣は六月一日よりの六十二議會に臨み、同議會には農民の請願運動等頻りに行はれたが、政黨も甚だしい無策を暴露して、平價の五分の四切下を論じたり、資金の圓滿な流通か疏通かといふような字句を争つて、結局得たものは、「政府は至急救農對策の具體的方法を作成して、二ヶ月以内に臨時議會を召集すべし」といふ一片の決議にすぎなかつた。尤も一般經濟上の工作としては、日銀制度の改革が行はれた。此の他救農策らしきものとしては、預金部低資の償還延期を認めた位のものだ。

八月末開かれた六十三臨時議會では、不動産資金化政策として勸銀、農工、北海拓殖の三銀行に對し今後三年に預金部資金五億圓（七年度一億）を融通して損失は一億を限り政府が補償

するといふ法案を通過させ、産業組合の三億圓と見られる不良貸流動化の爲め、中央金庫に低資を融通し、之を特別融通させて三千萬圓を限り政府が損失を補償するといふ案も通した。

此の外追加豫算として時局匡救費なるものを成立させた。即ち一般會計追加豫算一億六千三百萬圓のうち一億千二百萬圓が大體農村救済のためのもので、此の大部九千七百七十二萬圓は農林省及内務省關係の土木事業から成り、此の中賃銀として直接農家の懐ろへ入るものは、内務省關係五割、農林省關係八割、總額五千六百三十九萬圓といふ數であつた。尤も土木事業は、政府支出の外に地方財政の支出五千三百萬圓を加へて行ふことに定められて居た。

更に政府は自力更生なる農業政策を唱道した。之は各種の經濟更生計畫を立て、併せて一種の精神運動を起さんとするもので、之に要する經費は第一年度三百四十四萬圓で五ヶ年計畫である。

農業恐慌以來、地方財政の窮乏から、教育費の負擔に堪え兼ね、教員らの俸給不拂などと云ふことも生じたので、昭和七年度から九年度まで小學教育費の補助金を交付することとし、先づ七年度は千二百萬圓が計上された。

米に就いては、率勢米價の存否が政友會と後藤農相との間に重大政治問題となつたが、結局十二月まで此の制度を停止して生産費のみによることとし、米穀資金を三億五千萬圓より四億八千萬圓に擴張、豪鮮米をも買上げ得ることとしたのである。

昭和七年は、六年の藪減産と、製糸減産、新糸の減少及び出廻り後れ、爲替の低落等によつて生糸相場は七八月意想外の高値に爆發し、九月上旬には千圓を抜いて生糸取引所は幾度か休會を餘儀なくされた程である。此の爲め、春繭は安かつたが夏秋繭は高く、漸次尻上りとなつて三十五掛から晩秋は五十掛近くにも及んだ。

米も六千三十萬石——略々平年作で、地方的には北海道の如き凶作地もあつたが、藪高や、匡救事業で農村の潤つたこと、前途のインフレを見越し、一般に物價高人氣が強かつたこと、及び米穀政策の強化等を氣構へて米の販賣期といふに可なり強調を持續し、深川中米十一月十九圓以上、一月には二十三圓以上にも達したのである。此の藪高と米の増收によつて、八年上期の農村は概ね少康状態であつたと斷定することが出来る。

## 昭和八年の農村

昭和八年春の六十四議會に於いては、米穀統制法が制定され、之が實施期を十一月一日と定め、同時に米穀會計の資金を七億圓に増額された。農村負債整理組合法が通過し、九月一日から實施された。又農業動産信用法も成立し、十二月一日より實施されたが、どちらも未だ其の効果を批評する處まで行つて居ない。

此の年三月、米國には未曾有の金融恐慌が起り、之が爲め遂に米國は金本位を放棄し、通貨信用擴張法を始め、救農法や産業復興法の如き大規模の景氣挽回策に乗り出して來た。弗はこれより低落し、米日爲替は年初を底として回復に向つたが、米國の國內市場は高物價政策の奏効と景氣回復を氣構へて活躍し、殊に生糸の米貨相場の如きは恐慌前の八割も昂騰した。内地に於いても、前年の藪額産は九千萬貫足らず、近年稀れな減少であつたから端境の生糸在荷薄も此の騰勢を支持して、六月千九百圓の天井を劃した。

此の端境の生糸高は當然繭價を高からしめ、沼津の初市五圓二十六錢——四十二掛より、六

月上旬には五十掛を突破して五十五七掛より六十掛に及び、養蠶家をして又復宇頂天ならしめ當然夏秋繭の掃立増加を奨励した。

然るに、六月を天井に糸價が反落歩調に轉ずるに及んで繭價も漸く下り坂となり、製糸家の警戒と共に夏繭は四十五掛見當に取引始つて四十掛臺を割り込み、米國のインフレ失望、絹業ストライキによる需要不振、絹物の消費不振、内地の出廻増等から來る生糸の實勢悪化によつて、糸價が崩落を辿るに従つて繭價も追隨をよぎなくされた。晚秋繭に到つては三十二掛見當の低落を演じて、一年を尻下りの状態に終つたのである。

此の高い繭を仕入れ、次々に安い生糸を賣つた製糸家が、押しなべて莫大な損失を被つたことは今更注意するまでもあるまい。

米作期に於ける昭和八年の天候は無類の好順氣で、千葉縣其他に小部分の旱害があつたといへ、此の年の豊作は早くも六七月から豫想されて、秋の近付くにつれて豊作飢饉の懸念が一層濃厚になつて來た。

そこで農林當局は、十一月一日の米穀統制法の實施期を前にして種々の補強工作に思ひ悩み

或は減反案、収貯藏案、外地米統制法等を考へ出したが、作付減段案は諸方面の反對に逢つた立消え、外地米統制は今日に到るものにならず、結局収貯藏のみを以つて此の豊作乗り切りに臨むことゝなつた。

昭和八年の米作は、懸念された通り七千八十万石といふ豊作で移入米又激増を期待され、著るしい過剰計算となるのであるが、此の十一月から米穀統制法が實施されて、公定米價による無制限の買上が始められた。此の公定價格は、十二月二十五日決定の暫定價格最高三十圓五十錢、最低二十二圓七十錢、十二月十六日決定の本格的米價は最高三十圓五十錢最低二十三圓三十錢であつた。

### 所謂米穀非常時

始め米價は公定價格以上であつたから申込は皆無であつたが、十一月中ばに及んで、地方米價の唱へが公定米價を割るに及んで急激に政府への買上要求増加し、十二月に入つてからは月央に百萬俵を突破し、十二月二十八日で五百九十二萬俵に達した。本來此の年程の豊作ならば

米價の位置は十四五圓位のものと考えられるのに、兎も角も二十圓臺に在るは統制法の効果であつて、之が爲め農村の潤つた點も決して些少とはいへない筈である。明けて昭和九年、即ち今年の議會に於いては、専ら外地米の統制が農業政策の中心を形成し、五十幾日を紛糾のうちを過ぎたが、結局、外地米の移入を制限せんとする農林省と、制限に反対する拓務省の間に妥協の餘地を見出すことが出来ず、再び白紙から出直し、米に對する恒久國策は調査會に譲り、其の成案を得て臨時議會を開くこととし、取り敢へず臨時米穀移入調節法、政府所有米穀特別處理法、米穀需給特別會計法中改正法律案の三つを通過させた。移入調節法は臨時向ふ一ヶ年を限り、別の勅令に定むる一定價格以内の時價に於いて臺灣米を買上げ得る。買上げた米は賣渡し貯藏、加工をなし得る旨が規定してある。米穀特別處理法は、米の新規利用、用途發見の爲め、米の市價に悪影響なき限り、政府米を處分し得る旨を規定し、米穀會計法の改正は、現在七億の借入限度を八億五千萬圓に擴張し、尙要すれば、更に三億を勅令を以つて擴張し得ることを規定したものだ。

九年の議會では、まだ此の外農業政策として蠶糸業に關する立法や、追加豫算を通過させた

が、茲には別に説明の要もなからう。

昭和七年以後の三年間に於ける農村の赤字に就いて政友會の砂田氏は次の如き計算を行ひ、之を議會に於いて發表した。丁度それが、私の今迄述べた説明の結論として相應しいものであるから、茲に借用して掲載することにす。

◎農 家 收 支 計 算 (千圓)		昭 和 六 年	同 七 年	同 八 年
收 入				
農 業 收 入		六二八、二八八	五一三、二〇八	六九四、一七二
米	.....	九三、〇三八	九五、四八二	一三三、〇〇八
麥	.....	二七五、五五七	二九六、七九一	五〇〇、六一三
其 他	.....	二五九、八三九	二八四、一一五	三一一、五二六
副 業 收 入				
藥 工 品	.....	二五、九〇三	二七、〇八七	二八、〇〇〇
鶏卵、牛乳、牛馬	.....	一三四、二二〇	一三一、六三〇	一四四、七九三
用材、木炭、林産	.....	一〇四、九一八	一〇七、三六二	一一九、九〇五

傳給勞賃	七二四、二三九	七二四、二三九	七七四、二三九
果計	二、二四六、〇〇二	二、一七九、九一四	二、七〇七、二五六
支			
經營費			
肥料	一九五、一三二	二〇三、八八〇	二二四、二六八
飼料	一六八、〇〇〇	一八四、八〇〇	二〇一、六〇〇
勞賃	一七三、六〇〇	一四七、六八〇	一四七、六八〇
負債	一〇六、四〇〇	一〇六、四〇〇	一〇六、四〇〇
諸費	三八〇、八〇〇	三四二、七二〇	三四二、七二〇
其他	四四二、四〇〇	四四二、四〇〇	四四二、四〇〇
合計	一、四六六、三三二	一、四二七、八八〇	一、四六五、〇六八
生活費			
飲食費	三七五、二〇〇	三九〇、二〇八	四一二、七二〇
被服費	三四三、五〇〇	三四三、五〇〇	三七七、八五〇
其他	一、三〇八、八〇〇	一、三〇八、八〇〇	一、三〇八、八〇〇
合計	二、〇二七、五〇〇	二、〇四二、五〇八	二、〇九九、三七〇

果計	三、四九三、八三二	三、四七〇、三八八	三、五六四、四三八
差引赤字	一、二四七、八三〇	一、二九〇、四七四	八五七、一八二

右によると、昭和六年の農家全體の赤字は十二億四千八百萬圓、七年が十二億九千萬圓、八年が八億五千七百萬圓といふ巨額を示す。こうした數字が可なりの狂いを含んだものとしてもともかくも、農家の莫大なる赤字といふ一點に到つては、遂に疑ふことの出来ない事實であらう。普通再禁止後我財界は好轉したと信じられて居る。又今後も、景氣の上向いて行くことが一般に信じられて居る。然るに、農家は猶も此の如き不況の状態に取り残されて居るのだ。今後財界の上向きは、此の如き農村を、依然置き去りにして進むことが出来るものであらうか

### 今後の景氣と農村

昔風な貨幣數量説的な考へ方からすれば、インフレーションによつて貨幣を増加するとき若くは平價の切り下げ如きを行ふとき、それが直接當然に一般物價を騰げるものであると判断される。だが、一般社會に購買力のない時には、通貨の増發其のものが困難であるし、一度増

發された通貨も、又デフレーションを起して收縮して了ふ。だから、物價を決定するものは通貨の量よりは寧ろ通貨の背後に在る購買力の如何である。新らしい物價學説はカッセル流の考へ方にしろケーンズ流の考へ方にしろ此の購買力——利子勞銀等に分割されたる商品の費用から説明を建設せんと努力されつゝある。

右の考へ方からすると我國の物價が再禁止後今迄に三割二分も騰貴したのは、貨幣の増加ではなくて、購買力の増加によるものでなければならぬ。然るに、國民の大多數を占むる農民の購買力は依然不振であるし、再禁止其のものは直接聊かも國內購買力を増加させるものでないでは何が物價を騰げたか、第一は赤字財政であつて、公債を日銀に引受けさせ、此の代り金を費消する時には、政府が非常な購買力を獲得したことになる。第二は輸出の振興即ち外國人の購買力増加で、之は圓安から起る。同じ圓安の影響でも、輸入品の騰貴は國內購買力に増加のない場合、他にそれだけ需要の減じる商品を生ずる筈であり、一般物價騰貴の原因とはなり得ぬ。

かく今迄の物價騰貴ひいて財界の好轉が財政と輸出から起きたものだとするれば、農村はそれ等と關係を有する限りに於いてのみ景氣の回復を支持したにすぎぬ。財政の膨脹と農村の關係は、僅かに例の七年度匡救費一億六千三百萬、八年度二億七百萬、九年度一億二千五百萬圓、合計四億九千五百萬圓に於いて交渉を保つて居る。之は一般會計のみの分で、此の七八割が農村關係であるが、此の中勞銀となるものは更に其の五六割である。それにしても、相當農村を潤し購買力を人爲的に補充したには相違ない。

輸出に於ける農村は、肝心の生糸が昭和五六年以來人絹の壓迫を特に甚だしく受けるに到り他に日星しい輸出品を持たぬ結果は、圓安の景氣も、さして農村を潤すことにならなかつたのである。

今迄の景氣は、かく農村を置き去りにしたものであつた。一般にも、農村對手の仕事では儲からぬといふのが常識であり、事業の擴張も發展も此の方面に對しては控へられて居る現状である。今迄の景氣は、ともかくも農村不況と別個に進行して來たが、猶此の上農村と離れて、景氣の本格的向上を期待することが可能であらうか。恐らく之は不可能であらう。何故なら、財政の膨脹は固より、輸出の振展にも自ら制限があるべきだから、現在の景氣が、目下の如き

低調な偏在景氣に終るか、或は本當の好景氣にまで成熟するかの謎は、専ら國內購買力——主として農村購買力に秘められて居るものと解さねばならぬ、

昨年の米の豊作と、米穀統制法による偉大な買上げが、今日の農村にどれ程の購買力を與へたかには、色々の見方がある。第一は、政府の買上米一千萬石に對する二十三圓三十錢、即ち總額二億三千萬圓丈け農村が潤つたとの見方、第二は昨年の一昨年に比しての米増收一千四十萬石に最低價格二十三圓三十錢を乘じ、矢張り二億四千萬圓位と稱するもの、第三は米穀統制法なかりせば一年を通じて大體五圓位安かつたと假定し、平年の商品米三千二百萬石に今年の増收一千萬石を加へた四千二百萬石を乘じ、二億一千萬圓を今年の農村購買力の増加と見做すもの。第三の考へ方が最も妥當であらう。

他方今年の春繭の低落は既定の事實と見られる。現在の糸價からいへば二十五六掛の相場であり、昨年の繭増産は今年端境の原料持越しを多からしめ、昨年來の製糸家の莫大なる損失は彼等の繭資金調達を梗塞させる。其の上九月までは實効少きにもせよ三割制限が行はれ、糸價の前途にも強材料はない。他方政府は繭價の維持策として乾繭保管を考へ此の助成費として追

加豫算で百六十萬圓を取つたが、かゝる策は今迄の經驗も示す通り、眞に頼りなき極みであつて今年春繭の二十五掛以下の低落はも早必至の現象と見られる。

そうだとすると、春繭を五千萬貫として、五十三四掛なりし昨年より、ざつと一億八千萬圓の收入減となる。夏秋繭は未だ何ともいへぬが、これ又昨年の三十掛より低い二十掛見當の覺悟を定めて置かねばならぬ。昨年中の平均は四十四五掛であるがかくして、今年のそれを二十二三掛とすれば、一億貫ではざつと二億六千萬圓からの減收となる。

其の上、米は今後高くなり相だ。已に政府の棚上米は千六百萬石の多きに及び、粃貯藏も外に三百萬石もあつて、早くも有りがスレ状態が稱へられつゝある。然るにも早農家は米を賣つて了つて、残つて居る者は何程もなく、却つて今後は米を買ふ時季に當る。農林省の調査によると、農家で米を買ふものは、二百二十七萬戸——年に七百五十九萬石もあり、此の中百九十八萬石は主米農家であつて、残りは蠶村や山村が多いのである。然も此の時季は端境期であるが、今後は米高が却つて農村購買力を剝脱する結果となり、養蠶村の困難は一入と想像される。先に米の買上によつて得た購買力も、借金の償還や不況期の金錢の缺乏に悩んだ後とて貯金



に向けられたものが多い模様であり、今又養蠶の收入減が起りつゝある。これでは農村の回復は期待出来ず、之等が今後の一般景氣の進行に對して、大きな障害となるは必然であらう。

(一七四)

昭和九年四月二十七日印刷納本  
昭和九年五月一日發行

經濟 別冊附錄  
雜誌 第十四號  
ダイヤモンド  
インフレ景氣の進行と株式  
定價本誌とも八十錢(送料七錢)

東京市麴町區内幸町二ノ三

編輯兼 發行人 石 山 皆 男

印刷所 同 所 齋 藤 利 潔

印刷所 同 所 ダイヤモンド社印刷部

發行所

東京市麴町區内幸町二ノ三  
經濟 雜誌  
ダイヤモンド社  
電話銀座四二五五、四二五六、四二五七番  
振替口座東京二五九七六

終

