



景氣綜合觀  
(現任の投資觀)

特240

21

調查叢書第廿四冊



始



株式會社 望月商店 調查部





はしがき

發行所寄贈本

本年は年初早々金の解禁が断行されたので、我が経済界にとり劃期的な年であると申してよろしい。従つて今日の財界觀は、何處までも金解禁の影響に重點が置かれるべきでありませう。果せる哉、新春以來多數人々の財界觀は、如何なる方面の人たるを問はず、悉く一致して金解禁から出發して居りました。

然し其の觀測は、實に思ひ思ひであつて、個々に自己の立場から或は影響なしと云ひ、或は影響甚だしと述べ、又或は影響なからしむべ



111  
11



し、と論じて居るのであつて、之れを読んで参考としやうとすれば、徒らに時間と努力とを多大に費すことを必要とするではありません。そして更に之等のものを讀了したとしても、何れの點に歸着せしむべきかに迷ふことが少くありません。

○  
其處で當調査部に於ては、公平に之等のものを多數蒐集し分類して理解し易からしめ、且つ靜かに考察してそれが綜合觀を引出すと共に其の投資觀の焦點を此處に記述して見たのであります。それだけ如何に科學的に觀たと云ふものでも、少數者の意見は主觀的に得て成り勝であるに比して、最も妥當性を持つものであらうと考へます。

○  
尙ほ我々として今年は、金の解禁が斷行されただけでも、昨年のやうに、底無し沼に引き込まれるやうな氣持悪さがなく、不景氣さもさばくして、今「暫らくの辛抱だ」と云ふやうな感じが深いことを、皆様と共に嬉しく思つて居ります。

○  
本欄中に掲げた人々の御意見を、用ひさせていたゞいたことを感謝し、今後何かにつけて御援助御指導下さるやう御願ひする次第であります。

昭和五年二月

望月乙彦商店



# 景氣綜合觀

(現在の投資觀)

## 目次

- 一、金解禁斷行と影響の誤解……………(一)
- 二、景氣觀の個々……………(五)
  - 1 『景氣は徐々によくなる』説
  - 2 『不景氣は一層深刻となる』説
  - 3 『相變らすの不景氣』説
- 三、英米其他主要國金解禁後の狀況……………(一〇)
  - 1 英國の狀況



2 米國の状況

3 佛、獨、瑞の状況

四、我が國解禁後の状況は如何にあるか……………(三〇)

五、冷靜なる觀測と現在の投資觀……………(三五)

## 景氣綜合觀

(現在の投資觀)

### 一、金解禁斷行と影響の誤解

一月十一日、豫定の通り我が國の金輸出禁止もいよく解除せられた。多年の懸案が解決せられたので、國民一般、朝野の士何れもほつとした感じを持つて居るやうだ。従つて去る一月廿四日東京銀行俱樂部に於ける、銀行家の新年宴會の席上でも、井上準之助氏、山本健雄男、志村源太郎氏、木村清四郎氏等名譽會員は申し合したやうに「金解禁斷行の新年宴會は特に意義があるので、誠にお互様にお芽出度いことである」と述べたと聞く、勿論銀行家の方々も、先輩の言葉をそのままに、金本位制復歸による我が國金融制度の磐石を思つて安心の態であつたことだらうと想像する。然るに一人同じく名譽會員である、

多年の懸案解決



阪谷芳郎男のみは「今からお芽出度うなど、云ふのは早い、金解禁後三ヶ年位経てからでなくは、ほんとうにお芽出度いかどうかは判らぬ」と述べて、宴席にある人々の胸を、ひやりとさせたと言ふではないか。

銀行家と云へば、金融資本の樞機を握る、経済界の中心の人々のみである。であるから此の方々の頭腦は、国内の商工業の方途を常に指導して居る。又それだけ経済界の動勢に對しては、頗る鋭敏な觀察力を持つて居るのだ。其の方々でさへが、ほんの思ひつきの表面的な宴席に於ける考へ方であるとしても、金の解禁を斷行した、すぐお芽出度いと思ふやうな状態にあつたのだから、一般國民の間ではかなり誤解があるやうである。申すまでもなく、銀行家の方々は、此間の事情に誤解などしやう道理はないので、各人金解禁後の財界の動向などは、深く見通して居らるゝのであるが、心の上へには、ふとすると斯様な錯覺が起り易いのである。

井上準之助氏は現大藏大臣として、此の金解禁當面の功勞者である。誰が何と氏を批評

し、或は批難しやうとも、其の金解禁を斷行し得た人として、我々は其の功績の大を認めざるを得ない。従つて氏は大藏大臣に就任後金解禁を斷行しやうとの覺悟を定めると同時に、大わらわになつて、金解禁の必要なる所以を高唱して、國民に呼びかけたことは、人々の記憶に新たなる處である。そして曰く「金の解禁を斷行するためには總ゆる緊縮と節約とを行はねばならぬが、斷行後に於ても同様である、若し解禁したからとて緊縮節約を忘れるならば、其後に於ける打撃は甚だしくなるだらう、寧ろ問題は解禁後にある」旨を力説せられたのである。誠に此の言葉の通り、金解禁の問題は實に今後に残されたものとも云ふべく、今後に於ける政府並に國民の態度如何で、解禁の可否は決定する。故に我々は徒らに今後の経済界の成行きを樂觀し、昨年金解禁斷行の聲明を政府が爲して以來、貿易状況の好轉、爲替相場の恢復等があるとて、安心すべきではあるまい、決して金解禁の實行でほつとしてはならぬだらう、併し又徒らに悲觀するにも當らないだらう。

實際一般國民としては、昨年の貿易が植民地を合して、輸入超過額一億七千萬圓に過ぎ



なかつた、故に貿易外の受取勘定が例年の如くであれば、それと貿易の誤差其他にて昨年の國際貸借はとん／＼になる、爲替相場も亦對米四十九弗八分の三に回復した、而も一月十一日以後の状態も順調で、貿易の入超も特に著増したと云ふ風もなく、金利もさらに高くないはならぬ、たゞ外國銀行が自行の營利關係から、金の現送をすると云ふのが多少問題視されて居ると、久し振りに金貨の顔が見たいと云ふやうな連中が、日本銀行本支店の窓口へ小口の兌換に出かけるのを、新聞が社會部種にする程度に過ぎない、こう云ふ好調子にあるのは金解禁のお蔭である、最早心配はない、いよ／＼これから好景氣になるのだ、と云ふ風に考へる者もあるやうだ。がしかしこれは大變な誤解である、眞に阪谷男に非ずとも、金解禁を祝するのは、尙ほ少くとも一年後に於てはなくてはならない。

金の解禁を斷行したからとて、堰の水を落したやうに、すぐ池の水が動搖を初めて流れ落ちるものではなく、ぢり／＼と年月の経過するにつれて影響が現れるものなのだ、一月十一日に金解禁を行つた、二月初めの今日別に變化を起さない、これなら大丈夫と樂觀す

るのは早い、但し金の解禁を悪い影響のみと觀測するのも亦誤解である。何分大正六年以來、金の輸出禁止に慣れて居る經濟界であるから、ほんとうの状態に置きかへても、一種の習慣は、未だ總ての現象を變態に順應せしめずには置かない、其處に影響があるのであつて、此の點が經濟界の常態に慣れるまでの不安である。故に我々は、それ等の内部的な經濟界の動きを靜かに觀察し考慮して、本年の我が財界が、如何に實在するかを見極めなくてはならないのである。

其處で、我が調査部の調査結果を發表する前に、財界人がどう云ふ風に、本年の景氣を觀測して居るかを見、次で金解禁と云ふ重大懸案を解決した更生の年の經濟界の波動を如實に示して見たいのである。即ち財界人の景氣觀測は、今年に入つて新聞、雜誌に發表せられた代表的のもの九十四人に就てのものである。

## 一、景氣觀の個々



財界九十四人の方々の高説を分類して見ると、一景氣徐々によくなる」と観らるゝ人廿一人。但し此の内へは「上半期は悪いが下半期からはよくなる」と云ふやうなものも入つて居り、又株式関係者の投機的観測もは入つて居ることを知つて置いていたゞき度い、此の株式関係のものは更に説明するのであるが、便宜上此處では一しよにして掲出したのである。次は「不景氣は一層深刻になる」と観らるゝ人、卅一人、此の内へは株式関係者の賣を主とする人のもものは入つて居り、別に政黨的關係から、不景氣深刻を云爲したらしい人も若干名ある。此點も後に説明するが、一應考慮に入れて置かれたいのである。第三は「相變らず不景氣」と観る人々で、特に深刻なる不景氣を惹起することもあるまいかと云つて景氣を盛り返すべくもない、先づ昨年などゝ大して變りはあるまい、先づは沈衰繼續の時代であると云ふので、四十二人の多數を數える。尙ほ之等の言説の代表的なるものを示す前に、夫等の人々のお名前と御身分とを左に掲げさせていたゞく。順序は手あたり次第で不同であるから、此點は御容赦を乞ふ。

大藏大臣	井上準之助氏	前大藏大臣	三土忠造氏
日本銀行總裁	土方久徴氏	日本興業銀行總裁	鈴木島吉氏
三井銀行常務	池田成彬氏	三菱銀行會長	串田萬藏氏
第一銀行副頭取	石井健吾氏	國民同志會長	武藤山治氏
大阪商船社長	堀啓次郎氏	住友銀行專務	八代則彦氏
日本生命社長	弘世助太郎氏	東株取引理事長	岡崎國臣氏
東洋拓殖總裁	宮尾舜治氏	航空輸送社長	西野嘉之助氏
森永製菓專務	松崎中三郎氏	法學博士	井上辰九郎氏
東京米商常務	柿沼谷藏氏	早川ビルブローカー專務	早川芳太郎氏
三井合名調査部長	玉木龍夫氏	磐城炭礦取締役	阿部香市氏
關東紡績社長	堀内明三郎氏	大日本人肥專務	二神駿吉氏
松竹キネマ常務	町田唯介氏	藤本銀行會長	谷村一太郎氏
三井物産常務	川村貞次郎氏	東京電氣社長	山口喜三郎氏



中央製糖常務 廣瀬徳次郎氏  
 慶應大學教授 高城仙次郎氏  
 東京米商取引員 松村金兵衛氏  
 東株短期組合委員長 沼間敏朗氏  
 大株一般組合委員長 黒川福三郎氏  
 伊藤忠商事專務 伊藤竹之助氏  
 三菱倉庫支配人 明智瀧明氏  
 第一火災保險社長 柳 莊太郎氏  
 博進社社長 山本留次氏  
 合同油脂取締役 久保田四郎氏  
 日本大學教授 井上貞藏氏  
 住友銀行東京支店長 岡橋 林氏  
 中外商業經濟部長 小汀利得氏  
 橫濱絹物組合長 上甲信弘氏  
 三菱商事金屬社長 谷田友治氏  
 白木屋專務 山田忍三氏  
 東株一般組合委員長 徳田昂平氏  
 大阪商事社長 上田源三郎氏  
 日本レィヨン專務 菊池文吾氏  
 橫濱生糸問屋 奥村鹿太郎氏  
 代 議 士 武藤七郎氏  
 第一銀行取締役 野口弘毅氏  
 東京木材協會長 黒田善太郎氏  
 日魯漁業取締役 檀野禮助氏  
 代 議 士 小西和氏  
 地下鐵道專務 早川徳次氏

國民新聞經濟部長 中津海知方氏  
 帝國森林會理事 漆山雅喜氏  
 浦賀船渠社長 今岡純一郎氏  
 日本郵船專務 渡邊水太郎氏  
 正金銀行頭取 兒玉謙次氏  
 工政會常務理事 倉橋藤治郎氏  
 東京米商取引員 平井文三氏  
 早大教授經濟學博士服部文四郎氏  
 大藏省參與官 勝 正憲氏  
 東株取引員 林 莊治氏  
 東株取引員 遠山元一氏  
 日本毛織社長 川西清兵衛氏  
 工學博士 今泉嘉一郎氏  
 太陽生命保險專務 清水文之輔氏  
 三井物産業務課長 守岡多仲氏  
 豐年製油社長 杉山金太郎氏  
 芝浦製作所社長 岩原謙三氏  
 日本無線電信常務 五島駿吉氏  
 代 議 士 守屋榮夫氏  
 三井信託副社長 色川俊次郎氏  
 日本銀行理事 清水賢一郎氏  
 東株取引員 鈴木由郎氏  
 東株理事 三上良兼氏  
 東株支配人 高橋正衛氏  
 日本製粉專務 中村藤一氏  
 法政大學教授 高木友三郎氏



- |          |        |           |          |
|----------|--------|-----------|----------|
| 三井物産取締役  | 井上治兵衛氏 | 東京モス社長    | 鶴見左吉雄氏   |
| 大阪商議會頭   | 稻畑勝太郎氏 | 三井物産常務    | 安川雄之助氏   |
| 三井信託社長   | 米山梅吉氏  | 川崎第百銀行頭取  | 星 堃 章氏   |
| 日本電力社長   | 池尾芳藏氏  | 原合名副社長    | 原 善 一 郎氏 |
| 日本生糸専務   | 永峰承受氏  | 日本綿花横濱支店長 | 小林又七郎氏   |
| 日本石油専務   | 津下紋太郎氏 | 野村證券社長    | 片岡音吾氏    |
| 帝國生命調査課長 | 西尾清一氏  | 北海道銀行頭取   | 山口治作氏    |
| 安田保善社理事  | 森 廣 藏氏 | 全國無盡理事長   | 關 經 雄氏   |

。偕て此處に於て以上の諸氏の御意見を、一つ一つ熟讀して右の如く分類したのであるが次に代表的と認められるそれ等の言説を簡単に掲げて見やう。

1 「景氣は徐々によくなる」説

我が財界今後の推移は畢竟する處、解禁の影響如何の問題に歸着する、而してそれは

景氣直る

(一)國際貸借 (二)物價低落(三)金融問題、此の三つに懸つて居る。即ち國際貸借は正貨の流出に關聯し、物價の低落は爲替の回復と因果關係があり、之等の原因によつて動くのが即ち金融問題である。其處で國際貸借如何と見ると、昨昭和四年度の外國貿易は近年になり好調であつたから、其の收支は大體に均衡を行たと云はれる、但し之れは金解禁の聲明と準備との爲め、爲替相場が一割二分から回復した、それを見越した輸出の増加と輸入の手控えとに依ると一般に云はれる、或はさうした點も原因ではあらうが、實際には輸入の増加は明かに數字の上に現れて居るから、輸入手控後爲替回復の後に於て俄かに輸入を増加するやうなことはない。又國內消費の如きも政府の節約宣傳にて減じ、勢ひ生産も減少する結果となるから、輸入を特に増加する筈はない、従つて國際收支の上に特別な支拂が激増するやうな悲觀すべきものはないであらう。次に物價は如何なる程度まで下落するであらうか、第一に爲替恢復から受ける點であるが、爲替は徐々に引返して既にパーに近づいて來て居るから、特に急激な下落がある筈はない、寧ろ消費の節約によつて、物資の



消費量が減ずる方の影響が多くはあるまいか、故に物價は今後ともに下落の一途を辿るであらう、そして物價下落は金解禁の一つの目的であつて、輸出は爲めに刺戟せられるので今日の事態から見た時は、急激に物價が下落しないだけ、その方面から財界が受ける打撃は殆んどない。右様の有様故、内地正貨の流出は懸念する程のことはない、或は多少あつたとしても、在外正貨も一億圓以上あり、クレジットの設定もあるから、今年や明年でどうかうと云ふ心配は更にないのである。従つて内地の金融市場も正貨が流出すること甚だしくなければ、梗塞の憂もなく、金利も急騰する虞れもない、さすれば證券市價の値下りも、今日より以上あるとも思はれないから、非募債主義の政府の方針と相俟つて公債の如きも、最早低落する餘地は見出せぬ。此處に於てか從來の變態は常態に還つた上、國際貸借の關係に憂慮すべきものがなく、物價の低落も急激ならず、又金利も特に急騰せず、有價證券はより以上の値下りがないとすれば、そして財界が平靜に推移するとするならば次に到るべきものは何であるか。云ふまでもなく、一陽來復の景氣でなくてはならぬ。即

ち總てのものが底をついた時、物價の低落による輸出の増進によつて景氣は立直る譯である。但し本年としては、金解禁の當年ではあり、それ等の好影響を直ちに反映する程、財界そのものの基礎が、常態に順應するやうになつて居ないから、先づ徐々に好轉して行くものと見てよからう。要するに金解禁後の財界は、堅實なる基礎の上に築かれつゝあるから、過去の不況を脱却する日も遠くはあるまいと思はれる。

## 2 「不景氣は一層深刻となる」説

不景氣は平價による金解禁にて、物價の甚だしい低落を惹起し、爲めに一層深刻化するのである。何故ならば我が物價は、尙ほ爲替の騰貴による低落さへ十分に現して居ない、成る程輸出品はかなり低落したが、輸入品はまだそれ程でなく、勢ひ内地向物資の市價は更に低落する氣配にある、加之一般國民の節約と不景氣とに原因する、購買力の減少が廣す物價の低下はまだまだ現れて居ない、故に本年に於てはその現象がかなり甚大である筈

不景氣は  
深刻



だ。さればそれに伴ふ生産費の低下がない限りは、事業は非常な損失を受けねばならない如何に合理化經營を叫んで見ても、實際上に生産費の低下が現れ、物價下落の程度を補ふと云ふやうなことは、急速に期待出来るものでない。或は事業の損失がないまでも利益は著しく減少し、爲めに事業會社の株式の低落を必然的に伴ふであらう。即ち之れを一口に盡せば物價の下落を中心として、商品界、有價證券界共に不況の深刻さを味ふことになる。更に金解禁は我が金利の昂騰を誘ひ、その方面からも財界を壓迫せずには居ないのである。勿論政府としては、金融政策を採つて人爲的に當分それから受ける悪影響を防止しやうとするだらうが、それは一時的に奏功して、多少不景氣の招來を遅延せしめたとして何時までも續き得る性質のものでない、と云ふのは必ず正貨の流出は甚だしくなり、結局に於て我が金本位制を危機に導くやうなことになるからである。資金は何故に海外に流出するかと云へば、第一は貿易の入超であつて、昨年貿易が金解禁見越で割合順調に行つた後であるだけ、本年の貿易は逆調が甚だしいであらう、また政府及日本銀行の金融政策は

内地金利の昂騰を抑制しやうとして居るから、金利も當分は思つた程高くなるまい、また遊資も速かに姿を没してしもう道理もないから、如何に市中銀行が資金の海外輸出をしないことを申合せたとて、低きより高きに流れる資金は、外國銀行の手によつても流出して行く可能性が強いであらう。然し金利の餘り高くないのは短期のものゝみで、長期のものは依然高く、彼の二億數千萬圓から流通して識者の眉をひそめしめて居る單名手形の如きも、なか／＼社債化し得ないで、社債發行會社の不利は當然甚だしいに相違ないさすればそれが利廻り標準となつて、金利の如何を無視して證券の低落を誘ふ結果になる。就中物價低落による事業會社の収益減はその配當率の低下となる爲め、それだけ株價その他有價證券の値下りを見ねばやまないから、その方面からの景氣悪化も加はり、今後、特に今年の財界は一層不況を甚だしからしめずには置かないであらう。



### 第一貿易状態

一、金解禁後の偽替相場は安定するから、従来見送られた輸入が増し、輸出は急がれた後とて貿易差額の上に影響を與へる。但しそれが憂ふべき程のことではないは申すまでもない。

二、輸出貿易上、米國は昨年の如き熱狂的景氣はなく平靜に還つて居るが、大して變化ありとも思はれず、支那の時局も同様で、大體に悲觀すべき點は見出せぬ。

三、一般物價は當然下落する、殊に輸入品は低下し、我が輸出上に好影響を齎すから、昨年後半期の如き好調は期待されないまでも、著しい入超はあるまい。

### 第二通貨の收縮

一、貿易は悲觀の餘地はないけれど、昨年の如き好調とは豫想されぬから、國際貸借關係は不利を免れず、勢ひ正貨の流出となり、内地の通貨は收縮する。

二、通貨の收縮は物價を徐々に低落させ、適當に低落して居た金利を引締める、しかし

それは財界を壓迫する程著しいものではない、たゞその程度如何では公社債の市價に幾分影響しやう、とは云へ國債はごく短期のものゝみで、長期物は既に下げ過ぎて居るから影響は受けないであらう。

三、株式は財界一般不況の狀勢から見て、好轉するとは云ひ難いが、金解禁が人心に安定的好感を與へたことは、事業の上になかなかな安心が加はり、又合理化の實現はその生産費の輕減となり、更に消費方面も前途の見据がつけば實需を喚起するに到る、従つて商品の移動も加はる譯である。斯様な點から見て、或は採算的な事業中には立直り來るものもあるべく、株式の如き昨年より以上に悪化するものとは到底考へられないのである。

されば大體に金解禁後當分の我が財界は、昨年と大した變りはない狀況で推移するものと考へるのであつて、徒らに樂觀して之までの努力を挫折せしめるやうなことになるつてはならないと共に、無闇に悲觀すべき理由は些少もない。そして何れかと云へば、



今後に處する國民の覺悟によつて、充分將來好轉する基礎が培はれつゝあると見られるのである。

以上三つの觀測に就て、それ／＼の主張點の要領を掲げて、これを理解したのであるが一般の見る處は、第一の「好轉する」と云ふよりも、「惡化する」と見る人達が多く、さらに「相變らず」と觀察する人達が、最も多數である。然し「相變らず」と見る人は、本年或は近き將來をそう察して居るので、その後には充分好轉すると云ふもの、即ち好轉の基礎を培つて居ると考へるのであるから、「好轉する」と見る人とは、單に時期の遲速の相違があるのみである。其處に「好」か「惡」かの二方面から之を觀察することになると「相變らず」と見る人達も「好轉する」と云ふ中へ入れなければ「惡化する」に對しての觀測となすことは出來ぬ。換言すれば其の對立を判然せしめやうとすれば「相變らず」は「好轉する」ものの中へは入るものである。斯う見て來ると「惡化する」と云ふ人々よりも「好轉する」と主張する人達の數が遙かに多數となる。即ち九十四人の内「惡化する」の方

#### 好惡を對

#### 立せしむ

が卅一人であるから「好轉する」の方が六十三人で倍以上の數となる譯である。

然し前にも記述したやうに「好轉する」と云ふ内には、上半期は悪いであらうと云ふものがある、けれどもその悪いと云ふ程度は「相變らず」の人達の見る程度より以上でないことは、後者の人々が稍々長い期間を左様に見て居るに拘らず、前者は早くも下半期になれば好くなると云ふて居ることによつても明かである。次に株式關係者は、どうしても投機的に觀測するから、之れは財界を廣く見るよりも、株式の騰落に重きを置く嫌があり、且つ株式に對するに強氣であれば、前途を樂觀するので、多少とも好く見やうとする心の動きが強いと申さなければなるまい。

またさうした觀測と同様のものが「惡化する」と云ふ方にも株式關係者の説としては入つて居るので、これも弱氣の人として投機的に、多少とも特に悪く見せやうとする嫌があるものであると云へやう。更に政黨的に現内閣に反對の立場にある人々は、強ひて政府の行つた金解禁が、不景氣を一層深刻ならしめると云ひ度い立場にある。即ち政友會として



は、此度の選挙スローガンに「景氣か不景氣か」と云ふ言葉を用ひ、民政黨は不景氣たらしめ政友會は景氣をよくすると云ふを旗印として民心を得やうとして居る程である。と同時に民政黨びいきの人、又現内閣に好意を寄せて居る人達としては金解禁の影響を特になし、寧ろ功績と云ふて居ること説明の要はなく、又其の斷行を謳歌して、財界の常態化と、それによる景氣の立直る時期を早めたことを認めると云ふて居る。されば政治關係の人々の觀測に對しては、其の人の立場をよく見定めてかゝらねばならぬのである。

### 三、英米其他主要國金解禁後の狀況

以上の如く、大體我が金解禁後の財界は觀測されて居るのであつて、又別種の觀測があるとも思はれない。而して人も知る通り一時は全世界の國々が金の輸出を禁止し、後漸次解禁して、今日では一、二の小國を除く以外は悉く解禁したから、我が國の金本位制復歸を先づは最後として、全世界の貨幣制度は、戦前の状態に還つたものと見られる。

従つて我が國の金解禁が大問題であり、直後の財界が如何に在り得るか、どう動揺すべきかと云ふことは實に問題である、と同時に他國に於ても、金の解禁後の狀況は問題視されたこと申すまでもない。其處で既に金解禁を行つた國々の事情が如何にあつたかと云ふことを知るのには、一面我が金解禁後の財界がどう動くかを豫想するよすがとなることと勿論である。但し國によつて事情を異にするから、甲の國の狀況が直ちに乙の國の狀況を物語るものと云へないやうに、我が國の狀況は、英國が斯くあつたからどう、米國が如何に在つたからどう、と云ふ風に斷定することは出来難い。併し大體には前後の事情などを比較考慮して参考と爲し得るであらう。

#### 1、英國の狀況

英國では金準備の基礎を擁護する爲め、千九百十九年四月一日に金貨及金塊の輸出を勅令を以て禁止し、次で千九百二十年十二月三十一日金銀法を以て金銀貨幣及金地金を



國外に持ち出すことを禁止した、然し之れに依ると、金の輸出禁止の期限は千九百二十五年十二月三十一日で満了する規定であつた。處が金輸出禁止の結果は、經濟界を變態ならしめる虞れが多いので、好機が至れば期限前に解禁しやうとして居た、そして千九百二十五年四月廿八日、財界は金解禁に有利な状態、即ち（一）國際貸借の改善（二）爲替相場の強調（三）通貨の收縮（四）英米物價の接近（五）公定金利の引上（六）財政整理の進捗が成つたのに、諸外國の金本位恢復の情勢がいよ／＼盛んになつて來た處から、國內にても金本位恢復論が擡頭した、又かねて設置して居た通貨委員會でも金の解禁を主張した爲め遂に之を斷行した。そして豫め米國に三億弗のクレジットを設定した、扨て金解禁後の財界は如何なる影響を受けたかと云ふに、先づ第一に爲替相場は金解禁前の千九百二十四年十一月頃には對米四弗五、六十仙であつたものが、解禁の四月になつて四弗八十仙に回復し、解禁後動搖少なかつたが、一時十月に對外投資抑制の撤回で莫大な金の流出があつた爲め四弗四十五仙臺にまで低落した、併しそれは例外で爾來四弗

八十五仙に引返して平靜である。第二に外國貿易は千九百二十四年の入超三億三千六百五十萬磅であつたが、二十五年には三億九千五百三十六萬磅に増し、二十六年には更に四億六千二百八十二萬磅に増し、二十七年は稍減じて三億八千七百二十萬磅となつて居るから、入超は金の解禁後増加して居る。之が原因は爲替の昂騰によるものではなく、内國財界不振の爲め輸出が減少したからで、輸入は特に増加して居ないのである。思ふに入超の増加は金解禁の爲めでなくて、産業界不振に因るものと云はれて居るが、蓋し産業界が諸種の原因によつて不振を呈するに至つて居たものを、解禁によつて一層深刻ならしめたものとも見られる。其處で第三に國際貸借の状況を見ると、千九百二十四年には三億三千萬磅の入超であつたが、貿易外の純受取動定が四億一千萬磅に達して居たから、尙ほ八千萬磅の剩餘となつた。又二十五年には三億九千萬磅の入超に對し貿易外の受取額は四億二千萬磅に達して居たから、此年も同じく三千萬磅は剩餘となつた、併し翌二十六年には四億六千二百萬磅の入超で、貿易外の受取額増加して四億六千五百萬磅



となり、剰餘は僅かに三百萬磅となつて居るのである。併しながら二十四年には倫敦にて一億三千五百萬磅の外債募集があり、二十五年にも九千九百萬磅の外債募集が行はれ二十六年には前年秋海外投資抑制を撤回したので、一億二千二百萬磅の同じく外債募集があつた爲め、何れの年にも、平時の英國としては珍らしく、多額の資金流出を示したのである。但し貿易外の受取勘定額が増加して居り、且つ外債募集が依然行はれた點などから見て、特に金の解禁の悪影響があつたものとは思はれない。尙ほ第四に金の輸出に就て、少しく詳細に觀察すると解禁後最初の二週間に約百二十萬磅の金が流出した、これは爲替上の差益を目的とする正貨の現送であつたから、其後は英蘭銀行にて調節策を採り五月中旬以後は金の輸入を見た。併し二十五年の十、十一、十二の三月に二千三百萬磅を輸出した爲め、結局此年には八百萬磅の輸出超過となつた。千九百二十六年には前年秋の金利引上が利いて八月までに一千二百萬磅の輸入超過となり、二十五年の輸出超過八百萬圓を差引いて四百萬圓の輸入超過を示し、解禁後の金流出は何等憂ふべき

ものがなかつたのである。第五に金利は英蘭銀行が千九百二十五年三月五日公定割引歩合を四分から五分に引上げた、しかし金流出の懸念もなかつたので、八月六日には四分五厘に、次で十月四分に引下げた。併し十月以後に金流出を見、倫敦の金融市場も逼迫を告げたから、又も十二月三日五分に引上げ、爾來一昨年春米國の金利が甚だしく騰貴するまで、正貨流出防衛策として、米國よりも常に一分高に金利を定めて居た。第六に物價は、金の解禁の爲めと云ふよりも、産業不振の折柄とて千九百二十五年以降漸次低落して居たが、解禁によつてその勢ひを助長した。即ちエコノミストの物價指數によると、戦前たる千九百十四年七月を一〇〇としたもので、二五年一月は一八五・九であり四月一七七・四五月一七三・八次で六月一六九・六と漸落したが、此の一六九・六は千九百二十三年以來の最低指數であつたのである。尙ほ物價の低落に關聯しては、貨銀の低下となり、失業者の増加となり、次いで二五年六月炭坑争議を惹起し、遂に二六年五月には未曾有の總罷業となり、一時全英國の産業は運轉を停止したが、それは金解禁に



由因するものではないと云はれて、其後の状勢は頗る順調に回復の一路を辿つて居る。

## 2、米國の状況

米國は英國とは全然國內經濟の狀態を異にし、世界大戰によつては莫大なる富強國となり、戰前の債務國から一躍して債權國と化し、通貨の膨脹、物貨の騰貴に苦しんだ方である。然し千九百十七年四月歐洲大戰争に参加して聯合軍の一員となり、同九月金の輸出を禁じた、けれども國內の事情が歐洲の諸國とは相違して居るから、逸早く千九百十九年六月三十日此の金の輸出禁止令を撤廢して金本位制に復歸したのであつた。其處で米國に於ける金解禁後の影響はどうあつたかと云ふに、先づ第一に米國に於ける金は解禁と同時に東南洋方面へ盛んに流出し、十九年六月より翌年三月までの十ヶ月間、毎月多くは五千萬弗餘、少くも三千萬弗の金の輸出超過を見たから、此期間に合計四億五百萬弗の金を流出せしめた。しかし之等も米國の金融界には特に大なる影響を與へるこ

米國にて  
の實狀

ともなかつた。而も歐洲諸國が復興の爲め、米國から各種の物資を購入しなければならぬ立場にあつた爲め、米國の貿易上の出超は巨額に上り、千九百二十年には九千五百萬弗、二一年には六億六千七百萬弗の金が流入して、所謂金の過剩問題をさへも惹起したのである。第二に外國爲替は當然の結果として昂騰し、對英の如き金解禁前には四弗七五八であつたものが、解禁に依り六月には四弗六二五となり、七月四弗五七〇、八月四弗三五二、九月四弗二六二と漸次昂騰、遂に十一月には四弗一六二に翌年二月には三弗四五二と云ふ激騰となつて居る、勿論他國に對するものも同様で、日本宛のものも解禁の月に五一弗七五であつたものが、漸次騰貴して翌年の二月には四八弗七五になつて居る。第三に金利は金解禁と同時に金流出が巨額となり、聯邦準備銀行の正貨準備が減少して來たことも原因であるが、好景氣のため、千九百十九年十一月紐育準備銀行は公定割引歩合を四分から四分四分の三に引上げ、二〇年一月には五分二分の一から六分に、次で五月には七分にさへ引上げた。しかし二一年五月には六分五厘に引下げたのである。



第四に物價に對してはどうかと云ふに、殆んど影響がなかつた。即ち勞働統計局の卸賣物價は一九年六月以後も依然漸騰を續け、千九百十三年を百としての指數は六月二〇七、七月二一八、八月二二六と云ふ風に進んで居る。之れは米國に於ける通貨膨脹の結果であるが、其の經濟界が特に賑盛なる傾向にあつたからで、我が國の金解禁などは、到底比較にならぬ状態にあつたことが、此一事でも知られるのである。そして金解禁に依つて完全に世界の金融中心市場となり、英國を尻目にかけると云ふ有様で、その金融的偉力を發揮し、爾後萬年景氣を謳はれて居たのであつて、此等の點は同じく金解禁と云ふも、他國と全然經濟界の事情が相違して居ただけ、同一視は出来ない譯である。

### 3 佛、獨、瑞の狀況

英、米兩國に於ける金解禁後の影響を、稍々精しく述べたから、他は簡単に記述しやう佛國は人も知る如く千九百二十八年六月平價を切下げて金解禁を斷行した、そして其後は

佛、獨、瑞  
の實狀

銳意緊縮と節約に徹底したから、總て財界は安定して、金融、物價、貿易何れも不安の懸念はなく、商工業も漸次活況を呈するに及んで居る。獨逸は平價切下と云ふよりは、幣制の根本的改革に依つたと申すべきであるに拘らず、外資の輸入と産業合理化によつて着々國力の恢復を圖りつゝあるが、その經濟界の大勢は頗る順調に進捗して居るのである。又瑞典は戰爭中兌換の停止を一時解除したが、千九百二十年に再び金の禁止を爲し二四年七月解禁した、そして金の流出は直後はなかつたが、その輸出が有利となつた後は鞘取的に相當多額が米國に向けて輸出せられた、爲めに對米爲替相場を引下げて對應した。勿論解禁によつて爲替相場が騰貴したからであるが、それによつて外國貿易はさしたる影響を受けることはなかつた。そして又物價は解禁後二三ヶ月下落傾向にあつたが、其後は此の國特殊の關係から却つて漸騰した如く、同國の金解禁後の經濟界も惡影響を蒙ることなく願ふ順調に経過したのである。



### 四、我が國解禁後の状勢は如何にあるか

一月十一日金の解禁を断行した、其の後の我が經濟界の状勢は如何にあるかと云へば、大體に今日までの處では非常に順調であると申すべきで、此の有様が續けば少しの影響もなく、該事件の解決は容易であつた、案外に事なきを得たと稱せられる譯であるが、尙ほ安心することは出来ない、又國民がこれなら大丈夫と安心して、放漫に流れ、緊縮、節約を忘れるならば、後に至つて取り返しのつかぬやうな破目に陥らぬとも限らぬのである。殊に前にも記述した通り、金解禁の影響が一月や二月目に確然と現れ来るものではなく、相當の年月を経て見なければ、これなら最早心配はないと云ふ確信は持てない。先づ此程度なら大したことはあるまい、従つて前途は好くなりこそすれ、悪くなる虞れはないと觀測される程度である。

扱て本年に入つてから、金の解禁を断行した後の態様を聊か調べて見やう。換言すれば

### 金利

金の解禁を中心とした前後の事象を次に明かにして見やうと思ふ。第一に金利を観察すると、依然たるもので、特に解禁によつて變化ある狀況を示して居ない、即ちコール翌日物は月末に至つて昂騰して居るが、最高は一錢一厘の協定率で些の動きもなく、割引歩合も商業手形にて最低一錢一厘最高一錢八厘に釘付けされて居る。

日	コール翌日物		商業手形割引歩合	
	最低	最高	最低	最高
一月四日	〇、九五	一、一〇	一、二〇	一、八〇
九日	〇、五〇	一、一〇	一、一〇	一、八〇
十一日	〇、五〇	一、一〇	一、一〇	一、八〇
十七日	〇、五〇	一、一〇	一、一〇	一、八〇
廿三日	〇、九〇	一、一〇	一、一〇	一、八〇
卅一日	一、〇五	一、一〇	一、一〇	一、八〇
二月六日	一、〇〇	一、一〇	一、一〇	一、八〇

これも經濟界が不振沈衰の有様で、新規の資金を需要しない關係にあるが、解禁が尙ほ



外國爲替

まだ金融界へは影響を與へて居ない證左である。第二に外國爲替は定石通り引續いて昂騰の一路を辿り、今日の處對米四十九弗八分の三に落ち付いて居る、即ち對米爲替は一月四日四十九弗であつたもの、九日には四十九弗八分の一となり、解禁當日の十一日は四十九弗四分の一で、その後は四十九弗八分の三を示して居るのである。而して第三に政府及日本銀行で正貨の輸送點を四十九弗四分の一乃至四十九弗八分の三見當と想定し、それによつて在外資金を賣渡し、内地正貨の現送に代らしめやうとして居るが、外國銀行筋は四十九弗二分の一以上を輸送點として採算して居る爲め、此の爲替の賣渡しに應ぜず、正貨兌換を爲して以て、其の現送を爲すことが有利である處から、ナショナル、シチー銀行を初め香港上海銀行、また蘭印商業銀行等は、漸次正貨の現送を行ひつゝあり、現に金解禁當日より五日までの正貨兌換高四千九百萬圓中、二百一、三十萬圓の小口兌換を外にした、四千七百萬圓弱のものは既に積出されたのである、而して採算上有利である以上、外國銀行のみならず内地銀行も此の舉に出づべく、三井銀行は米國へ向け數百萬圓、住友銀行も

正貨現送

流出する  
正貨高

正貨準備

貿易

亦正貨を送り出したと傳へられるが、解禁後の正貨流出は當然のことで驚くべきでない、就中それが右の如く銀行の利鞘を稼ぐ意味のものであれば、決して憂慮する必要はない。或る方面では本年上半期中に約八千圓の正貨が流出するであらうと豫想して居るが、入超期の上半期にその程度の流出は當然のことと考へるべきであらう。然らば第四に斯かる正貨の流出により正貨準備は如何にあるかと見ると、一月九日十億七千二百二十七萬三千圓であつたものが、二月五日には十億二千五百七十七萬六千圓と四千六百四十九萬餘圓を減じて居る。さればさうした割合に於て通貨をも收縮されて居る譯である。第五に外國貿易は一月中輸出入共に減じて居るが、特に輸入に於て著しい爲め、入超額は三千百二十七萬五千圓で前年一月中の入超額五千百五十五萬五千圓に比し、三千二萬圓からの激減である。併しこれは前述の通り、輸入に於いて五千五百四十五萬圓からの激減を示した結果で、輸出も二千五百二十萬圓を減じ、如何にも金解禁を警戒しつゝありしと同時に、經濟界の不振を反映したものと云へやう。そして中旬貿易が二千五百四十五萬八千圓の入超と



報せられた時には、いよ／＼金解禁手控の昨年における貿易の反動が現れた如く感ぜしめ

たが、下旬には僅か五百六萬圓の入超のみであつたから、未だ金解禁は影響のないことを證據だてたのであつた。斯様であるから内地物價にも直ちに影響を與へる筈はないが、一般的に物價は昨年から引續いて下落の傾向を辿りつゝあり、一月中の東京卸賣物價も日本

銀行の調査に依れば指數二〇一・四と前年十二月より三・六の下落を示して居るから、其後は更に多少低下して居ると思はれる。最後に株式はどうであつたか、株式は既に昨年中に解禁相場を出現して居るから、特別に解禁に依つて相場の動搖はなかつた、否左表の通り、却つて解禁によつて多少昂騰し、其後議會の解散、總選舉等の爲め、市場は頗る閑散で、チリ安傾向にあつたが、最近の實物市場に於ける投資株の採算的買物は漸く目立ち、資産家筋の出勤を思はせる。之れも金解禁は影響なしと見定めた結果であらうか。(左表の株價は其日の後場先限大引値段)

物價

株式

一月四日	新東株	新鐵株
	一〇四、六	九五、八

同 九日	一〇〇、九	九三、八
同 十一日	一〇二、七	九四、八
同 十七日	一〇三、九	九八、四
同 廿三日	一〇四、二	九八、三
同 廿九日	一〇三、九	九七、八
二月六日	一〇一、五	九五、〇

### 五、冷靜なる觀測と現在の投資觀

以上一般的なる金解禁後の景氣觀を綜合し、且つ諸外國の解禁後の狀況を參考とし、又解禁後今日までの實狀を調査して、此處に冷靜なる觀察を下せば、大體に我が經濟界が數年來かなり疲れて居る關係から、景氣が俄かに立直ると云ふやうなことは考へられない、當分は然依たる不況裡に在らねばならぬ運命を背負つて居るやうである。然し金解禁そのことが斷行せねばならずして斷行せられたものであつただけ、割合自然に運んで

依然不況



英國の如く無理でなかつた、就中英國は逸早く世界の金融中心市場たらんとした等の關係から周圍の經濟事情を幾分無視した觀があつたので、あのやうな影響を受けたけれど、我國にあつては、英國の場合とは全然異つて居り、且つ内地の正貨も十億數千萬圓ある上、在外正貨クレジット合して二億圓以上を數へるので、過去の如き貿易の入超が続いたと假定しても、さして心配する程のことはなく、まして近頃の如く國民一致の節約が勵行せられて居る以上は、金解禁に依る影響は、寧ろ國家的に見てよい結果となつて居ると感ぜられるのである。故に目先に好轉を望むことは出來難いが、或る時期を辛抱して經過すれば好況の時代を迎へ得ること必然で、金解禁によつて、其の曙光を認められたと云つて不可はあるまい。また従つてより以上の悪化ありとは考へられないので、平價切下解禁論者が説く如く、此の平價解禁が財界を混亂せしめるやうなことにはなるまい。いや解禁前後の事情から察しても、或は今からさう斷することは早計かも知れないが、國際貸借の關係が何か特別の原因から著しく不利にならぬ以上、右様のことは杞憂に終るべく、尙ほ國際貸借

も突發事件のない限りさして不利になるが如き傾向は今日の處更でない。

殊に株式界にあつて投資眼から見るとは、悪い材料は既に出盡して居る、人氣の安定を現在に求めることは、解禁直後である上に、總選舉中の事とて難かしいであらうが、近く安定すべきは期待してよく、従つて株式全般に眼を通して賣餘地のあるものは、殆ど見當らないと言つてもよい位である。中には財界の不振を云爲され、配當減を豫想されるものもあるけれど、先づ多少の配當減があると假定しても、尙ほ買ふべきものが多く、賣るべきものは少いと云つて過言でないのである。

要するに我々は本年が午の年であるからとて、徒らに科學的ならぬ樂觀をすることを許されないと同時に、金解禁の影響を過大に觀じて恐怖するにも當らないと考へるのだ。故に經濟界としては不振なるを當分免れないであらうが、有價證券殊に株式にありては常に經濟界の事象を、數ヶ月早く相場の上に現示するものであるから、少くとも此方面に對する金解禁の影響はさしてあるべしとも思はれず、却つて金解禁によつて、一度不況の



利廻りを  
採算せよ  
投資的買  
株引取り

場所を過ぎ去つた後に於ける好況の場面を、速からず寫し出すのではあるまいか、或は好況の場面を寫し出すのは尙ほ先のことと屬すとすも、現在株價の位置が如何なる點にあり其の利廻り採算がどの點まで高率であるかを見れば、雖しも投資心の湧き起ることを禁ぜずには居られないのであつて、既に物色的に投資標準の株式は、其の實株を引取られて居る量が少くない。而も財界不況の前には必ず眞先に賣られる處の銀行株に、最近買氣が勢ひづいて來た如きは、何事を物語るものであらうか、其點我々は特に説明するの要なしと考へるのである。

望月商店調査叢書

- (1) 我が財界はどう動くか  
昭和二年二月廿五日發行
- (2) 注目すべき運送業の將來  
昭和二年四月十五日發行
- (3) 我が財界は如何に整理されたか  
昭和二年五月廿七日發行
- (4) 對外爲替の變動と景氣の消長  
昭和二年七月五日發行
- (5) 證券利廻りの研究  
昭和二年八月廿八日發行
- (6) 官業性に富む民業の中から  
一、電 氣 事 業  
昭和二年十月十日發行
- (7) 國際收支はどうなるか  
昭和二年十一月廿日發行

- (8) 昭和二年財界小史  
昭和二年十二月廿五日發行
- (9) 日本銀行統制力の問題  
昭和三年二月廿五日發行
- (10) 金輸出解禁問題に就て  
昭和三年四月廿一日發行
- (11) 會社合併上の評價計算と株價の算定  
昭和三年六月八日發行
- (12) 金利低下の諸作用  
昭和三年七月十三日發行
- (13) 各種事業生産制限の推移  
昭和三年九月十三日發行
- (14) 我國紡績事業の現在及び將來  
昭和三年十一月一日發行
- (15) 紡績會社の比較研究  
昭和三年十二月三日發行



323  
463

- (16) 昭和三年財界小史  
昭和三年十二月廿八日發行
- (17) 低金利と證券利廻の考察  
昭和四年二月十四日發行
- (18) 在外正貨の激減と其の影響  
昭和四年四月六日發行
- (19) 國債の今後と整理問題  
昭和四年五月十六日發行
- (20) 利廻り昂上せる優良株  
昭和四年七月三日發行
- (21) 轉換期にある財界の動向  
昭和四年十月十二日發行
- (22) 關稅の改廢と關係事業  
昭和四年十一月十五日發行
- (23) 昭和四年財界小史  
昭和四年十二月廿八日發行
- (34) 景氣綜合觀(現在の投資觀)  
昭和五年二月十四日發行

昭和五年二月十二日印刷  
昭和五年二月十四日發行  
(定價金二十錢)

東京市日本橋區坂本町一〇

發行所 望月乙彦商店調查部  
電話茅場町(66) 自二七七一  
至二七五五  
國六六六番

編輯人 望月 孝

東京市日本橋區兜町五番地  
印刷所 鈴木印刷所  
電話(66) 二五六五番  
茅場町(66) 二五六六番

東京市日本橋區坂本町一〇

發行所 望月乙彦商店調查部  
電話(發信「モ」又ハ「モチ」  
略號「受信」トウケイサシマル)



終

