

---

# 戦前期日本の金融システム—1924～40年

菅原晴之

---

## 1. はじめに

日本銀行の兌換銀行券が発行された年は1885年であり、この年から国家総動員法が施行されるまでの日本経済を戦前期日本経済といい、以下では特にその後半期間である1914年以降の日本の金融システムに関する特徴を浮かび上がらせたい。1914～30年の期間は第一次世界大戦に伴って金本位制が崩壊した結果、世界経済の地域ブロック化が急速に進行した期間である。1930年に日本が一時的に金本位制に復帰するまで、国内においては昭和金融恐慌、関東大震災、海外においてはウォール街の株価大暴落などを経験し、松方財政以来のデフレに遭遇した。一方、1930年以降日本政府はそれまでの緊縮財政政策から一転して、一時的に軍事費を削減しながら積極的財政政策を実行した結果、国内の景気は回復しつつ、物価も安定し始めた。しかし国内政局は極めて不安定であったため、財政政策と為替政策に関しては適切かつ一貫した政策運営が困難であった。1920年代についても、関東大震災直後に発令した震災手形もその多くは本来の目的を逸脱して、大正バブル期に生じた企業経営の失敗が財政負担という結果に<sup>1)</sup>達着したのである。

以下では、まず第1にマネタリ・ベースと公定歩合およびインターバンク・レートとの関係を検討する。第2にマネタリ・ベースとマネー・サプライ

イとの関係，すなわち貨幣乗数の実態から金融政策の有効性を評価する。そのため，資金需給に関する内生変数と政策変数の連立方程式体系により，金利が決定される一般均衡体系を構築する。

## 2. 金融市場の一般均衡モデル

経済は，日本銀行，市中銀行，企業，家計の4部門から構成される。日本銀行は，初期資産として金地金，外国債券，国債を保有しており，さらに企業への貸出を加えた総額がその資産に等しい。そこで，マネタリー・ベースを  $C_0$ ，現金通貨発行残高を  $C_1$ ，当座勘定預金残高を  $R$ ，市中銀行への貸出を  $J^S$ ，日本銀行の国債保有残高を  $B^J$ ，初期条件としての実物資産残高を  $J_0$  とする。

市中銀行は預金の受入  $D_S$ ，日本銀行からの借入  $J^S$  およびインターバンク市場からの受入資金  $K_S$  によって資金を調達する。一方，市中銀行は企業への貸出  $L^S$ ，国債の購入  $B^d$  によって運用しつつ，日本銀行当座預金勘定への預入  $R$  が義務づけられている。

金融機関以外の民間企業は当初  $K$  の額に等しい資本ストックを保有しており，投資需要  $I$ ，現金需要  $C^F$ ，預金需要  $D^F$  を，銀行借入  $L^d$  および証券新規発行  $B^{FS}$  によって調達する。

家計は初期資産  $W_0$  を保有しており，そこで  $S$  の額だけ貯蓄する結果，現金残高  $C^H$ ，預金残高  $D^H$  および証券需要  $B^H$  の3種類の資産で運用する。一般物価が一定であるとするれば，各主体のバランス・シートは次のように表される。

$$J_0 + J^S + B^J = C_0 + R \quad (1)$$

$$L^S + B^B + R = D^S + J^S \quad (2)$$

$$K_0 + I + C^F + D^F = L^d + B^S \quad (3)$$

$$C^H + D^H + B^H = W_0 + S \quad (4)$$

さて次に現金、貸出および証券の需給均衡式と貯蓄投資バランス条件を表したい。

第1に、家計および企業の現金通貨需要は産出量の増加関数である。市中銀行の当座預金残高は、政策変数であれば日銀が自立的にこれを決定できるが、外生変数であれば  $R$  はインターバンクレート  $i_K$ 、貸出金利  $i_L$  および債券利回り  $i_B$  の減少関数となる。

第2に、銀行の貸出供給は  $i_L$  の増加関数、 $i_S$  の減少関数となる。貸出需要  $L_d$  は  $i_L$  の減少関数、 $i_S$  の減少関数、産出量  $Y$  の増加関数となる。第3に証券の需給について、すなわち証券の需要は  $L_S$  と同様の関数に、また証券の供給は  $L_d$  と同様の関数となる。

$$L^S(i_S, i_L, i_K) = L^d(i_S, i_L, Y) \quad (5)$$

第3に、証券の需給均衡式を明らかにしたい。証券需要は証券利回りの増加関数であるが、貸出利率の減少関数である。

$$B^B(i_S, i_L, i_K) + B^H(i_S, Y) = B^S(i_S, i_L, Y) \quad (6)$$

最後の貯蓄投資のバランス式については次の通り。

$$S(Y) = I(i_S, i_L) \quad (7)$$

日銀貸出が政策変数であるとすれば、 $J^S = J^D$  が外性的に成立する。このことと(5)~(7)を考慮すれば、次の預金需給均衡式が成立する。

$$D^H + D^F = D_S \quad (8)$$

$$C_0 + R = C^H(Y) + C^F(Y) + R(i_S, i_L, i_I) \quad (9)$$

以上から、 $i_S, i_L, i_I, Y$  を内生変数とする(6)~(8)の連立方程式を解くことによって金融システムを一般化できる。

### 3. マネタリ・ベースと金利

上記の一般均衡モデルにおいては、貨幣供給量またはマネタリ・ベースは外生的に決定され、インターバンク・レート  $i_K$  が内生的に決定される体系

となっている。この  $i_k$  は公定歩合  $i_j$  に等しくなる。このケースにおいては、公定歩合は政策変数ではなく内生変数となり、一方マネタリ・ベースが政策変数となりうる。したがって、全微分した方程式体系は次のように集約できる。

$$\begin{pmatrix} 0 & 0 & 0 & (C_Y^H + C_Y^F) \\ (I_{iS}^S - L_{iS}^d) & (L_{iL}^S - L_{iL}^d) & L_{ik}^S & -L_Y^d \\ (B_{iS}^B - B_{iS}^F) & (B_{iL}^B - B_{iL}^F) & B_{ik}^B & (B_Y^H - B_Y^F) \\ I_{iS} & I_{iL} & 0 & -S_Y \end{pmatrix} \begin{pmatrix} di_S \\ di_L \\ di_k \\ dY \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} dC_1 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \end{pmatrix} \quad (10)$$

方程式体系(10)を解いた結果は次のようになる。ただし、(10)式の左辺の係数行列を  $A$ 、 $\Delta L_{iS} = L_{iS}^S - L_{iS}^d$ 、 $\Delta L_{iL} = L_{iL}^S - L_{iL}^d$ 、 $\Delta B_{iS} = B_{iS}^B - B_{iS}^F$ 、 $\Delta B_{iL} = B_{iL}^B - B_{iL}^F$  とおく。現金通貨またはマネタリ・ベースの変化が各種金利に及ぼす影響は次の通りである。

$$\frac{di_L}{dC_1} = \frac{\Delta L_{iS} B_{ik}^B S_Y - \Delta B_Y I_{iS} L_{ik}^S - I_{iS} B_{ik}^B L_Y^d - \Delta B_{iS} S_Y L_{ik}^S}{|A|}$$

この計算結果より、 $|A| < 0$  であり、分子の符号も通常はプラスとなるので、現金通貨供給を拡大すれば貸出金利は低下することが明らかになる。ただし、貸出需要および供給関数の債券利回り交差弾力性および債券需給のインターバンクレート交差弾力性が著しく大きければ、現金通貨供給の拡大が貸出金利の十分な低下を引き起こさないこともある。

マネタリ・ベースの変化が生産量に及ぼす影響は次の通りである。

$$\frac{dY}{dC_1} = \frac{1}{C_Y^H + C_Y^F} > 0$$

次に、第2モデルとして、公定歩合が外性的に決定され、その結果インタ

ーバンク・レートもこれに追隨するケースを想定する。したがって、方程式体系は次のように表される。

$$\begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 & -(C_Y^H + C_Y^F) \\ 0 & (L_{IS}^S - L_{IS}^d) & (L_{iL}^S - L_{iL}^d) & -L_Y^d \\ 0 & (B_{IS}^B - B_{IS}^F) & (B_{iL}^B - B_{iL}^F) & (B_Y^H - B_Y^F) \\ 0 & I_{IS} & I_{iL} & -S_Y \end{pmatrix} \begin{pmatrix} dC_1 \\ di_S \\ di_L \\ dY \end{pmatrix} \\
 = \begin{pmatrix} 0 \\ -L_{iK}^S di_K \\ -B_{iK}^B di_K \\ 0 \end{pmatrix} \tag{11}$$

第(11)式左辺の係数行列を  $B$  として、 $\Delta L_{IS} = L_{IS}^S - L_{IS}^d$ 、 $\Delta B_{IS} = B_{IS}^B - B_{IS}^F$  とおけば、通常は  $|B| > 0$  となる。ただし、貸出超過需要関数の債券利回り交差弾力性と債券超過需要関数の貸出利子交差弾力性が極めて大きい場合は、 $|B|$  がゼロに近づくであろう。公定歩合の変更がマネタリ・ベースおよび各種金利に及ぼす影響は次のようになる。

$$\frac{dC_1}{di_K} = \frac{(C_Y^H + C_Y^F)(\Delta L_{IS} B_{iK}^B I_{iL} + L_{iK}^S I_{IS} \Delta B_{iL} - L_{iK}^S \Delta B_{IS} I_{iL})}{|B|} \\
 - \frac{(C_Y^H + C_Y^F)(L_{iK}^S \Delta B_{IS} I_{iL} + L_{iK}^S I_{IS} \Delta B_{iL})}{|B|} < 0 \\
 \frac{di_S}{di_K} = \frac{L_{iK}^S S_Y \Delta B_{iL} + I_{iL} L_Y^d B_{iK}^B - S_Y B_{iK}^B \Delta L_{iK} - I_{iL} L_{iK}^S \Delta B_Y^H}{|B|} > 0$$

2つのモデルにおいて、インターバンク市場が競争的であり、かつ日銀借入に数量的制約や無視できない借入費用が存在しなければ、市中銀行は短期資金を取り入れる手段としていずれの資金調達も無差別になるはずである。なぜなら、 $i_j > i_K$  であると仮定すれば、すべての市中銀行は日銀借入よりインターバンク市場からの資金調達が有利になるからである。また、 $i_j < i_K$  で

あると仮定すれば市中銀行はすべての短期資金を日銀借入に依存する結果、インターバンク市場における資金需要はゼロとなる。ただし、第1モデルにおいては、日銀は必要に応じて政策的に相当量の資金をコントロールできるので、間接的に金利に対する市場支配力を持つ。第2モデルにおいては、 $i_j < i_k$  のケースでは市中銀行の借り手がすべて日銀借入に依存するので、やがて  $i_j = i_k$  となる。 $i_j > i_k$  のケースでは、すべての資金需要者がインターバンク市場を利用する結果、高い公定歩合の日銀借入を利用する銀行は存在しなくなる。もし市場金利で資金の超過需要が解消せず、高い公定歩合でも日銀借入を希望する金融機関が存在すれば、インターバンク金利の方が上昇するはずである。

ただし、短期資金需要が旺盛であるため、供給量を常に上回っている場合に不均衡のままインターバンク市場の取引が完了する可能性もある。その結果としての資金の超過需要はより高い金利の日銀借入に依存する可能性も否定できない。もし資金需要が市場において満たされず、所定の金利等の条件で必要な資金量を調達できない金融機関の方が資金余剰の銀行より多ければ、資金調達を計画している金融機関はその計画を縮小して市場均衡に見合った資金需要に変更するか、より高い金利の日銀借入に依存するはずである。金融機関の市場に関する情報が完全であれば、前者のように資金計画の縮小を実行するはずである。しかし、短期資金市場では当日の決済に必要な資金が予想以上に増加しながら、手形や小切手の決済額を縮小できない場合には、不足する短期資金を金利水準いかんに関わらず調達しなければならないことが生じうる。むろん、公定歩合とインターバンク金利との格差が拡大すれば、金融機関は過剰準備の幅を拡大してこの事態に対処するであろう。このケースを第3モデルとする。さらに、 $i_j < i_k$  のままインターバンク資金の需給が名目上クリアするケースを第4モデルとする。しかし、日銀からの借入制約が存在しない限り、インターバンク市場の資金の貸し手は日銀から借り入れながら金利の高いコール市場でより多くの資金を供給するはずである。した

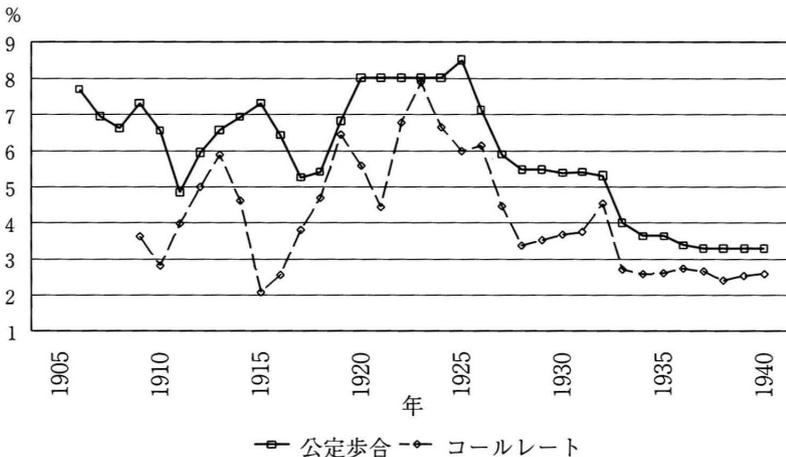
がって、日銀借入の数量制約が存在しない限り、このような事態は長く持続しないことになる。

戦前期日本の金利の動向から、公定歩合変動に関する山と谷がコールレートより1年程度遅れていることが読みとれる。この事実から、戦前期の日本銀行の公定歩合は概ねインターバンク市場金利に追随していたといえる。したがって、戦前期日本の金融政策は第3モデルが妥当する。

さて、参考までに戦後日本の金利体系についてはいかなるモデルが妥当するであろうか。一見すると公定歩合とコールレートの関係が戦前と比較して逆転しているように見えるので、これは第4モデルが妥当するといえるのであろうか。<sup>2)</sup>

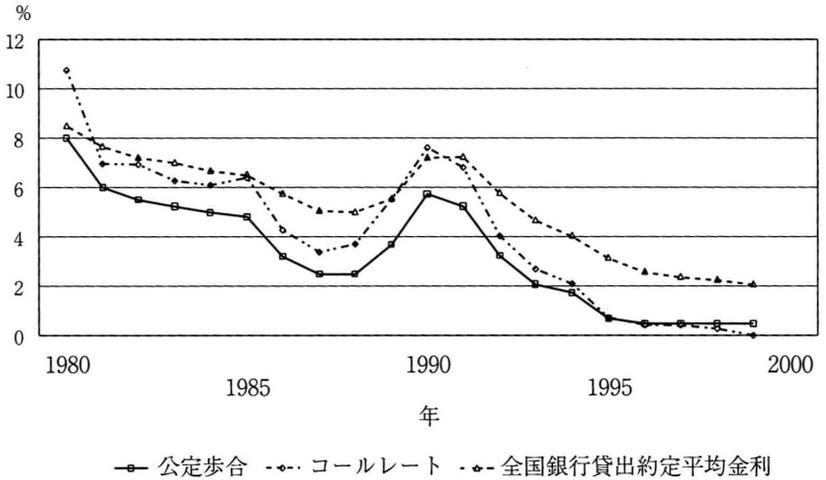
仮に公定歩合の方が常に低いにもかかわらず、金融市場を調整したとすれば、日銀信用割当や窓口規制を恒常的に実行してきたことになる。しかし、このような政策を実行してきたのは、好景気の時期で資金需要が旺盛な高度経済成長期に限られている。1970年代後半期以降は景気の局面いかに関わ

第1図 戦前期日本の金利



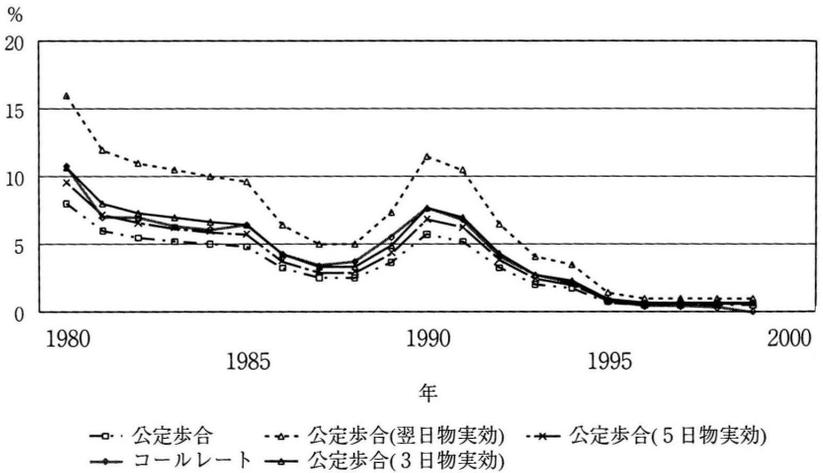
出所：藤野正三郎『日本のマネーサプライ』

第2図 戦後日本の金利



出所：日本銀行『経済統計年報』

第3図 日銀借入実効金利と市場金利



出所：日本銀行『経済統計年報』

らず、相対的にインターバンク市場の規模が日銀貸出の規模以上に拡大している。実際には、日銀貸出に伴う公定歩合については、翌日物でも2日分の金利を負担するオーバーナイト金利となっている<sup>3)</sup>。

市中銀行が日銀から3日間資金を借りれば、同じ市場金利の4日分に相当するペナルティを含めた金利を負担しなければならない。同様に日銀借入5日の金利は、同水準のコール・レート6日の金利負担となる。そこで、日銀借入に伴う金利を市場の実勢とイコール・フィッティングとなるような実効金利に補正した上で、コール・レートと比較したのが第3図である。以上のデータから、最近35年間の年次データによれば、3日物日銀借入実効金利がコール・レートを下回っているのは6年間にすぎないが、5日物日銀借入実効金利がコール・レートを下回っているのが21年間にも及ぶことが判明した。したがって、戦後日本経済、特に安定成長期以降の日本経済に関して、公定歩合とコール・レートとは実効水準ではほぼ同水準で推移していることになる。したがって、公定歩合が市場金利に追随しているかまたは後者がに連動しているかである。少なくとも、戦後後半期日本経済が第3モデルでも第4モデルでもないことは明らかになった。また、日本銀行はマネー・サプライをコントロールしてこなかった事実からも第1モデルも否定されることになる。

さて、戦前期日本経済が当てはまると考えられる第3モデルにおける各市場の均衡条件は次の通りである。

第1に、家計および企業の現金通貨需要は第1モデルと同様に産出量の増加関数である。

$$C^H(Y) + C^F(Y) = C_0 + R_1 = C_1 \quad (12)$$

第2に、貸出供給関数は第1モデルと同様に競争的な貸出市場で金融機関が利潤を極大化するように合理的に行動する結果、下記ようになる。しかし、貸出金利が均衡水準より低い金利で決定される結果、貸出需要は日銀借入またはインターバンク資金調達において数量制約を受けるので、もはや金

利の関数ではなくなる。

$$L^S(i_S, i_L, i_K) = L_0 < L^d \quad (13)$$

債券市場の需給均衡条件および貯蓄投資バランス条件は、第1モデルの第(6)式および第(7)式と同じである。以上の方程式体系のうち、マネタリ・ベース  $C_1$  が政策変数であり、一方公定歩合およびインター・バンク金利が内生変数として扱うモデルを第3Aモデルと呼ぼう。このモデルの体系は、第(10)式の連立方程式と比べて、右辺のベクトルの第2成分が0ではなく、 $dL_0$  となる。したがって、マネタリ・ベースが各種金利や生産量に及ぼす影響は、貸出制約を除けば、第1モデルと同様の結果を得る。また、制約量としての貸出額が、各種金利を引き下げ、それに伴って生産量も増加することが容易に確かめられる。

次に、公定歩合とそれに連動するインターバンク・金利が政策変数であり、マネタリ・ベースが内生変数であるモデルを想定する。このようなモデルを第3Bモデルと呼ぶ。その方程式体系の比較静学分析は次のように表される。

$$\begin{pmatrix} 0 & 0 & -1 & C_Y^H + C_Y^F \\ L_{i_S}^S & L_{i_L}^S & 0 & 0 \\ \Delta B_{i_S} & \Delta B_{i_L} & 0 & \Delta B_Y^{HF} \\ I_{i_S} & I_{i_L} & 0 & -S_Y \end{pmatrix} \begin{pmatrix} di_S \\ di_L \\ dC_1 \\ dY \end{pmatrix} \\ = \begin{pmatrix} 0 \\ dL_0 - L_{i_K}^S di_K \\ -B_{i_K}^B di_K \\ 0 \end{pmatrix} \quad (14)$$

さて、方程式体系(14)における左辺の係数行列を  $E$  と表現すれば、その行列式の値は次のようになる。

$$|E| = -S_Y (L_{i_L}^S \Delta B_{i_S} - L_{i_S}^S \Delta B_{i_L}) \quad (15)$$

第(15)式の ( ) 内における第1項のいずれの係数も、貸出供給、債券需

給の自己利子率の効果を現す係数であり、第2項はいずれも交差効果であり、自己利子率の効果が優位であるから、第(15)式の符号はマイナスとなる。その結果、政策変数である公定歩合（インター・バンク金利）が、内生変数の金利、マネタリ・ベースおよび産出量に及ぼす効果は次のようになる。

$$\frac{di_s}{di_k} = \frac{B_{ik}^B L_{il}^S S_Y - L_{ik}^S \Delta B_{il} S_Y - L_{ik}^S I_{il} \Delta B_Y^{HF}}{|E|} > 0 \quad (16)$$

$$\frac{dC_1}{di_k} = \frac{(C_Y^H + C_Y^F)(L_{is}^S L_{ik}^S I_{is} + L_{ik}^S \Delta B_{is} I_{il})}{|E|} - \frac{(C_Y^H + C_Y^F)(L_{ik}^S \Delta B_{il} I_{is} + L_{is}^S B_{ik}^B I_{il})}{|E|} < 0 \quad (17)$$

$$\frac{dY}{di_k} = \frac{L_{il}^S B_{ik}^B I_{is} + L_{ik}^S \Delta B_{is} I_{il}}{|E|} - \frac{L_{ik}^S \Delta B_{il} I_{is} - B_{ik}^B I_{il} L_{il}^S}{|E|} < 0 \quad (18)$$

さて、戦前期日本経済について第3Bモデルにしたがって金融政策が各種金利、マネタリ・ベース等に対して上記のような効果を及ぼしたのであろうか。なお、方程式におけるMBCは銀行以外の民間部門が保有するマネタリ・ベース残高、PはGNPデフレーター、INTCはコール・レート、INTORは公定歩合、DOT(P)はGNPデフレーター上昇率を示す。

$$MBC/P = -5502.02 - 2.79211 * ((INTCR - DOT(P))) + 1.21680 * (GNP) \\ \begin{matrix} ' & (-1.97) & (-.04) & (7.59) \end{matrix}$$

$$' \quad OLS \quad (1924-1940) \quad R^2 = .927 \quad SD = 1,259.84 \quad DW = 1.94$$

$$MBC/P = -5427.87 - 4.60478 * ((INTOR - DOT(P))) + 1.21289 * (GNP) \\ \begin{matrix} ' & (-1.79) & (-.06) & (7.13) \end{matrix}$$

$$' \quad OLS \quad (1924-1940) \quad R^2 = .927 \quad SD = 1,259.74 \quad DW = 1.938$$

以上の推計式から、有意性は低いものの、実質金利の低下が実質マネタリ・ベース残高の増加を引き起こす傾向があることを確かめることができ

た。なお、戦前期において公定歩合は常にコール・レートより高いものの、前者は後者より遅れながら連動する傾向があることが観察される。

$$\begin{aligned} \text{INTOR} = & .661971 + .902292 * (\text{INTCR}) + .240797 * (\text{INTCR}(-1)) \\ & \quad \quad \quad (1.82) \quad (4.13) \quad \quad \quad (1.34) \\ & \quad \quad \quad \text{OLS (1924-1940) } R^2 = .909 \quad \text{SD} = .514884 \quad \text{DW} = 1.568 \end{aligned}$$

#### 4. 貨幣乗数と貨幣需要関数

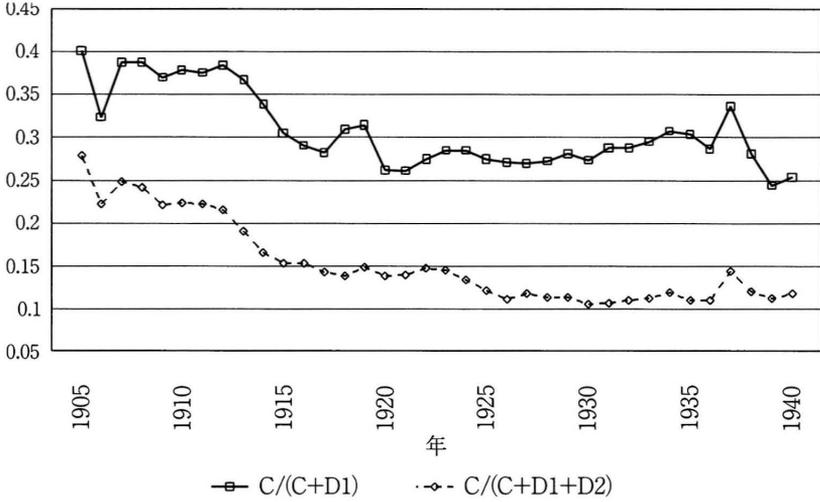
第3Bモデルのもとで公定歩合は政策変数でありながら、コール・レートに追随する変数であり、マネタリ・ベースは連立方程式体系の中で決定される内生変数であった。中央銀行が実体経済を適切な目標に市場経済を誘導するためには、まず第1にマネタリ・ベースと貨幣供給量との間に安定的かつ比較的単純な関数関係で表現できなければならない。第2に貨幣供給量と実体経済とが予測しやすい単純な関数関係になければならない。

第1の関係は貨幣乗数の観察によって確かめることができる。以下の第4図は、1940年以前の貨幣乗数を時系列的にプロットしたものである。 $M_1 = C + D_1$ は銀行以外の民間部門が保有するマネタリ・ベースと要求払い預金残高を加えた金額である。 $M_2 = C + D_2$ は $M_1$ に民間部門が保有する定期性預金残高を加えた金額である。

以上の観測結果によれば、1924～36年の期間は貨幣乗数のいずれの指標も安定していた。一方、この期間のはじめには8%であった公定歩合も期間の終わりには3%台に急落したことが第1図から読みとれる。このような金利の変動については、1990年代の日本の実態と似ている。

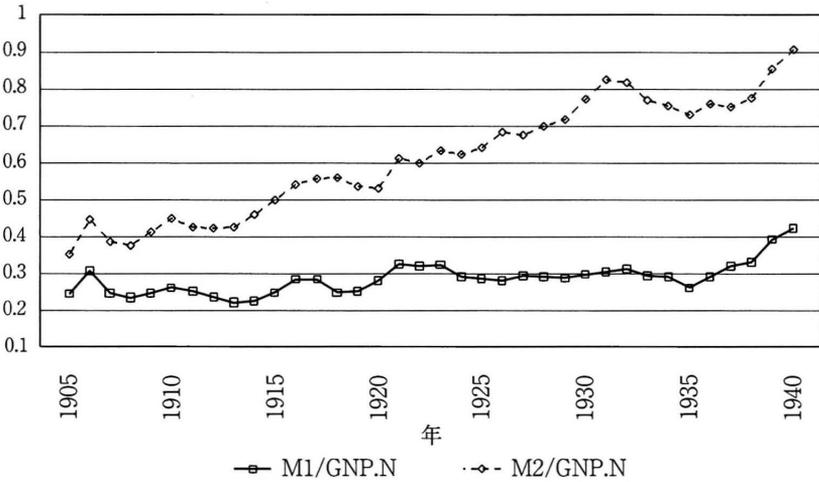
第2の関数関係については、貨幣需要関数の推計とマーシャルのkのトレンドによって確かめることができる。まず、貨幣需要関数については次のような結果を得た。ただし、推計式中のINTNは、東京貸付証書金利を表す。

第4図 貨幣乗数



出所：藤野正三郎『日本のマネーサプライ』

第5図 マーシャルのk



出所：藤野正三郎『日本のマネーサプライ』

$$\begin{aligned}
 M2/P &= -41025.7 + 10.7053*(GNP) - 1250.15*(INTN) \\
 &' \quad \quad (-3.22) \quad (23.63) \quad \quad (-.94) \\
 &' \quad OLS \quad (1910-1935) \quad R^2 = .957 \quad SD = 6,629.79 \quad DW = .561 \\
 M2/P &= -51769.8 + 10.7228*(GNP) \\
 &' \quad \quad (-9.32) \quad (23.75) \\
 &' \quad OLS \quad (1910-1935) \quad R^2 = .957 \quad SD = 6,612.78 \quad DW = .535
 \end{aligned}$$

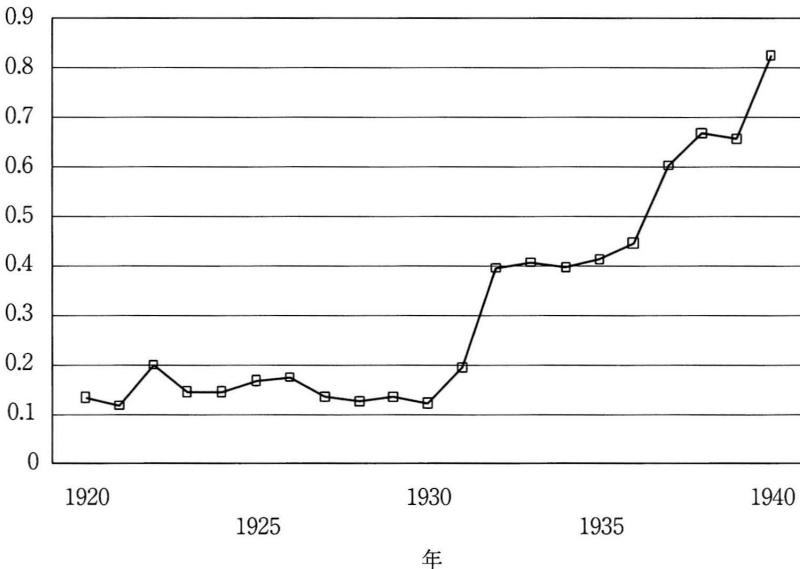
M1 に関するマーシャルの k は1924～36年の期間についてはほぼ一定であったが、M2 に関しては1932年まで上昇トレンドを描きながら、その後4年間は下降したことが明らかである。ただし、マーシャルの k が一定であるからといって日本銀行が自律的にマネー・サプライをコントロールできたことにはならない。1920年代から1934年まで日本経済は対外的に経常収支赤字に悩まされ、一方金外貨準備にリンクした現金通貨の最高発行限度額の制約があったため、自律的にマネー・サプライをコントロールできなかった。1931年には経常収支赤字の対 GNP 比率が上昇したのは、実力以下の円の対ドルレートで金本位制に復帰したためであり、1932年から対外赤字が減少しつつ景気が回復したのは金本位制への復帰を断念しつつ、高橋財政の効果が現れたことによる。

日銀貸出については、経済成長率やインフレ率をにらみながら政策運営を遂行する余裕はなかったと思われる。1910年代後半以降、第一次世界大戦中から日本の輸出が急増した結果、経常収支は黒字に転じたものの、横浜正金銀行他外国為替取扱銀行が資金不足に直面した。そのため、コール市場では1915年から1919年まで市場金利が上昇し続けた。当時コール市場は成長しつつあったものの、預金量全体に対する規模が小さかったので、資金不足に直面した外国為替取扱銀行は日本銀行からの借入に依存する以外に資金調達の手段はなかった。公定歩合は、インターバンク金利に追随しつつ、日銀券発行限度が制約条件となって、日本経済の輸出と経済成長の天井が形成されていたと考えられる。1921～23年に金利が急騰したのは、1920年末から21年に

かけて金融恐慌が発生したため、一部の銀行の資金繰りが逼迫したためである。しかし、1924年以降は日本銀行が金融システム救済のため、国債を売却しつつ市中銀行への貸出を増やしたので、市中銀行の短期資金ポジションが改善した結果、その後一貫してインターバンク金利は低下した。

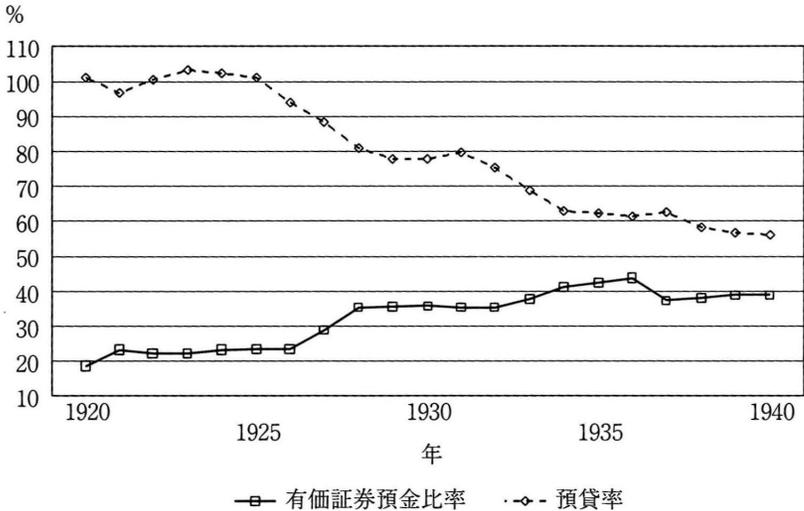
特に1924年までは、横浜正金銀行、日本興業銀行、台湾銀行、朝鮮銀行の4行がコール資金の主な借り手であった。しかし、1932年以降は横浜正金銀行のみがコール資金の借入額が急増するが、他の3行の借入額は横ばいとなる<sup>4)</sup>。このように、1924年以降において、日本銀行は通貨発行額の制約条件の下で国債等を市中に売却して資金繰りが逼迫している銀行に日銀信用供給を積極的に実行することにより、インターバンク金利が低下するように誘導した。その結果、公定歩合がインターバンク金利に追随して低下させることが可能になった。さらに、各種金利が低下し、マネタリ・ベースが拡大したの

第6図 日銀の国債保有残高対日銀券残高



出所：後藤新一『日本の金融統計』東洋経済新報社

第7図 全国銀行預貸率等



出所：後藤新一『日本の金融統計』

である。

一方市中銀行の貸出預金比率は、1925年まで概ね100%を越えていたが、その後預貸比率を低下させつつ有価証券、特に国債の預金に対する比率を高めた結果、(有価証券+貸出)/預金の比率は大きく変動していない。1920年代は、日銀が保有していた国債を市中銀行が買い取り、貸出の減少を補う運用手段としたのである。また、1930年代前半は、積極財政に伴う政府の新規発行国債を市中銀行が直接購入したものが少なくない。その後市中銀行と日本銀行が国債の購入を増加させたのは、戦時経済への移行過程を反映しているからである。

1930年代後半には、日銀が大量の国債を保有するようになった結果、インフレーションが進行した。マーシャルの  $k$  が上昇したのは GDP デフレーターが10%に及ぶインフレ経済に転換した事実の反映でもある。当時、経済成長率も低く、景気が低迷していたため、マネタリ・ベース残高も安定しており、

日銀融資額も減少していたにもかかわらず、マネーサプライだけが増加した結果、インフレを抑制できなかった。

1920～36年の時期について、全国銀行の貸出行動を日銀による国債保有残高の対現金通貨発行残高比と貸出金利で回帰させた結果を観察してみよう。

$$\begin{aligned} \text{LSAJ} &= -23.5758 - 12.3507 * (\text{GBCABOJ}(-1)) + 12.7473 * (\text{INTN}) \\ & \quad \quad \quad (-1.71) \quad (-1.01) \quad \quad \quad (9.37) \\ & \quad \quad \quad \text{OLS (1920-1936) } R^2 = .936 \quad \text{SD} = 3.84808 \quad \text{DW} = .945 \end{aligned}$$

LSAJ は全国銀行の預貸比率、GBCABOJ は日銀による国債保有残高対日銀券発行残高比、INTN は東京証書貸付金利（年平均値）である。当時、日本企業が内外において投資機会が減少していたので金利が低下し、貸出が減少したのである。また、国債の大量発行は潜在的に金利の上昇要因であるが、1930年代後半以降の日本では日銀がその多くを引き受けたので金利の上昇には結びつかなかった。しかしそのことがマネーサプライの大幅な増加を引き起こし、インフレとなったのである。上記の結果によれば、日銀や市中銀行がこれを大量に引き受けたことにより、貸出が減少した可能性も否定できない。すなわち、クラウディング・アウトが生じつつインフレが進行していたことになる。当時、マネタリ・ベースは預金総額に見合っただけしか増加していないので貨幣乗数は比較的安定していたものの、資金需要が大幅に拡大していたのでインフレとなった次第である。資金需要は民間の投資や輸出の増加によるものではなく、政府支出の拡大、国債の大量発行、日銀や市中銀行による国債の引き受けがインフレの要因であるといえる。

## 5. 結びに変えて

戦前期後半（1924～40年）の日本経済は、第3Bモデルが妥当であるとの仮説に基づいて、金融システムを中心とした国民経済モデルの機能と政策効果のメカニズムを検討してきた。この仮説によれば、コール・レートが日銀

貸出によって誘導される政策変数であり、マネタリ・ベースはコール・レート  
の減少関数、GDPの増加関数であることが回帰分析によって確かめられた。  
1920年代後半はデフレの期間であり、物価上昇率、金利が一貫して低下しつ  
つ、景気が低迷していた。1930年代は、積極的財政政策によって景気は回復  
したものの、対外的な膨張に伴う財政支出が削減できないまま、国債の大量  
発行、日銀と市中銀行による国債の大量引き受けを余儀なくされ、その結果  
インフレを引き起こしたのである。むしろ、このモデルの枠組みから逸脱し  
なくても、なおいっそう低金利誘導政策を進めることによって民間投資を刺  
激すれば経済成長率をある程度高めることはできたはずである。1930年代初  
期の積極的財政は一時的に金利を上昇させたものの、景気回復の突破口とし  
て誤りではなかった。ただし、その後の持続的成長を可能にするためには、  
政策の主角を財政から金融に引き継ぐべきであった。実際には、当時の不安  
定な政局が金融政策と金融システムの自由度を制約したため、健全な政策運  
営が不可能となった。したがって、日本銀行は1930年代後半のインフレ期か  
ら自立性を失っていたといえる。

---

#### 注

- 1) 高橋・森垣が当時の具体的な事実とデータを利用して、経済問題のポイントと政策のあり方を論じている。
- 2) 戦後日本の金融システムのあり方を論じた代表作として、鈴木 [1973] および寺西 [1980] をあげておく。
- 3) この点も含めた最近の金融政策論争について、学会派の代表作として岩田 [1993] を、また日銀実務派の代表作として翁 [1993] をあげておく。
- 4) 戦前期の横浜正金銀行におけるコール借入額は一切公表されていない。この推計データと推計方法は藤野 [1994] に詳しく論じられており、唯一のデータである。

[参考文献]

1. 岩田規久男『金融政策の経済学』日本経済新聞社
2. 大川一司『国民所得』(長期経済統計第1巻)東洋経済新報社
3. 翁邦雄『金融政策 中央銀行の視点と選択』東洋経済新報社
4. 後藤新一『日本の金融統計』東洋経済新報社
5. 鈴木淑夫『現代日本金融論』東洋経済新報社
6. 高橋亀吉・森垣淑『昭和金融恐慌史』講談社
7. \_\_\_\_\_『日本近代経済発達史』東洋経済新報社
8. 寺西重郎『日本の経済発展と金融』岩波書店
9. 藤野正三郎『日本のマネーサプライ』勁草書房