

Title	1920年代日本の正貨収支の数量的検討：「在外正貨」再考
Sub Title	A quantitative review of Japan's specie holdings in the 1920s
Author	岸田, 真(Kishida, Makoto)
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2003
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.96, No.1 (2003. 4) ,p.61- 90
JaLC DOI	10.14991/001.20030401-0061
Abstract	<p>1920年代における日本の国内外での正貨保有の実態を、日本銀行保有史料を用いて残高(ストック)と収支(フロー)の両側面から明らかにし、その分析結果から日本の対外金融政策を再検討した。特に、海外保有正貨の有価証券(外国政府証券・日本政府外債)への運用に着目し、日本の在外金融資産の構成と対外決済構造の変化を指摘するとともに、研究史上通説となっている。「在外正貨の払い下げ」と「在外正貨の枯渇」への評価に対する新たな論点を提示した。</p> <p>This study elucidates the actual conditions of Japan's specie holdings both domestically and abroad during the 1920s using the historical documents and statistics held by the Bank of Japan, thereby reexamining Japan's foreign monetary policy.</p> <p>Particularly focusing on investments of foreign specie holdings in securities (foreign government securities, Japanese government bonds issued abroad), this study highlights a change in the composition of Japan's foreign financial assets and the foreign settlement structure, and proposes a new perspective towards "the drying up of Japan's foreign specie" in the late 1920s, which are commonly held views in the past studies.</p>
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20030401-0061">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20030401-0061</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

1920年代日本の正貨収支の数量的検討 — 「在外正貨」再考—

A Quantitative Review of Japan's Specie Holdings in the 1920s

岸田 真(Makoto Kishida)

1920年代における日本の国内外での正貨保有の実態を、日本銀行保有史料を用いて残高（ストック）と収支（フロー）の両側面から明らかにし、その分析結果から日本の対外金融政策を再検討した。特に、海外保有正貨の有価証券（外国政府証券・日本政府外債）への運用に着目し、日本の在外金融資産の構成と対外決済構造の変化を指摘するとともに、研究史上通説となっている。「在外正貨の払い下げ」と「在外正貨の枯渇」への評価に対する新たな論点を提示した。

#### Abstract

This study elucidates the actual conditions of Japan's specie holdings both domestically and abroad during the 1920s using the historical documents and statistics held by the Bank of Japan, thereby reexamining Japan's foreign monetary policy. Particularly focusing on investments of foreign specie holdings in securities (foreign government securities, Japanese government bonds issued abroad), this study highlights a change in the composition of Japan's foreign financial assets and the foreign settlement structure, and proposes a new perspective towards "the drying up of Japan's foreign specie" in the late 1920s, which are commonly held views in the past studies.

# 1920年代日本の正貨収支の数量的検討\*

—「在外正貨」再考—

岸 田 真

（初稿受付2003年1月7日，  
査読を経て掲載決定2003年3月12日）

## 要 旨

1920年代における日本の国内外での正貨保有の実態を、日本銀行保有史料を用いて残高（ストック）と収支（フロー）の両側面から明らかにし、その分析結果から日本の対外金融政策を再検討した。特に、海外保有正貨の有価証券（外国政府証券・日本政府外債）への運用に着目し、日本の在外金融資産の構成と対外決済構造の変化を指摘するとともに、研究史上通説となっている「在外正貨の払い下げ」と「在外正貨の枯渇」への評価に対する新たな論点を提示した。

## キーワード

1920年代、正貨、在外正貨、金本位制、国際金融、日本銀行

## はじめに

1897（明治30）年の金本位制度への移行より金輸出再禁止の行われる1931（昭和6）年までの日本の財政・金融政策史において、政府および日本銀行が海外に正貨・外貨を保有する「在外正貨」<sup>(1)</sup>の存在は研究上の重要な論点となっている。<sup>(2)</sup>

\* 本稿の作成にあたり、杉山伸也氏（経済学部教授）、玉置紀夫氏（商学部教授）および本誌レフェリーより有益なコメントを頂いた。日本銀行金融研究所には、史料閲覧の便宜を賜っただけでなく、同研究所セミナーでの報告（2003年3月11日）の機会を設けて頂いた。セミナーでは、伊藤正直氏（東京大学）、粕谷誠氏（東京大学）、齊藤壽彦氏（千葉商科大学）、鎮目雅人氏（日本銀行金融研究所）をはじめ、出席者各氏より貴重なご助言を頂いた。また、史料の撮影に際し鷺崎俊太郎氏（大学院経済学研究科）の協力を得た。ここに記して謝意を表したい。

なお、本稿脱稿後、日本銀行資料を用いて在外正貨の動向とその財政的意義を論じた武田晴人「景気循環と経済政策」（石井寛治・原朗・武田晴人編『日本経済史3 両大戦間期』東京大学出版会、2003年）を落手した。

(1) 「在外正貨」は、一般的には政府・日本銀行が海外に保有する正貨および換金性の高い金融資産を指す。しかし、後述するように1920年代には政府と日銀で「正貨」の定義に相違がみられた。本稿では第1章で政府・日銀が海外に保有する金融資産の区分を再定義する。

「在外正貨」は、日清戦争の賠償金を英貨（ポンド）によって受領した日本政府が、それをただちに国内に現送せず海外に保管したことに由来する。政府は日本銀行にロンドン代理店を設置させ賠償金の保管出納事務を行うよう定め、日本銀行は横浜正金銀行ロンドン支店にその業務を委託した。これらの正貨は、横浜正金銀行だけでなくイングランド銀行や有力英国銀行に預金や証券の形態で預け入れられた。

日清戦争後、日本は1897年に貨幣法を制定し金本位制に移行したが、日銀は政府より賠償金の一部を購入・現送し、準備正貨に充当した。日清戦後経営期、政府の海外保有正貨は海軍拡張費を中心とする政府経費の支払いに用いられたが、戦後ブームによる国際収支入超が顕在化すると、政府は準備正貨流出を防ぐため横浜正金銀行への「在外正貨」の売却（払い下げ）を開始した。他方、金本位制への移行は外債発行による国際金融市場からの資金調達を可能とし、政府は1897年の内国債の海外売却を契機に、外債発行による正貨の補充を継続的に行った。

日露戦争に際し、日本政府は総額10億円余りの外債を発行し、その募資金により「在外正貨」は拡大した。<sup>(3)</sup> 1904年6月、政府は日銀からの借入金返済を「在外正貨」により行い、日銀はこれを準備正貨に組み入れた。<sup>(4)</sup> その結果、日露戦争後の「在外正貨」は、日銀海外準備正貨、同準備外正貨、政府保有正貨の三形態で保有された。日露戦後経営期には、国際収支の入超拡大・外債利払いのために「在外正貨」は大幅に減少し、日本銀行は準備外正貨の為替銀行への売却を通じて対外決済資金の供給を行った。政府は日露戦後も政府保証債を中心に外債発行を継続し、手取金を日銀へ売却し「在外正貨」を補充した。

このように、日清・日露戦後経営期を通じて、政府・日本銀行は「在外正貨」、特に準備外正貨の売却によって国際収支の入超に対する為替決済資金を供給した。その結果、国際収支の不均衡が金の流出→準備正貨の減少→通貨収縮によって調整される金本位制のメカニズムは遮断され、国内における積極財政＝戦後経営を可能とした。しかし、国際収支入超の拡大と新たな外債発行の限界により、「在外正貨」を前提とした積極政策は次第に困難となった。1907年恐慌を契機に政府の財政・金融政策は緊縮方針へと転換したものの、<sup>(5)</sup> 明治時代末期には「正貨危機」が表面化する。この

---

(2) 以下、第一次大戦期までの「在外正貨」に関する記述は、以下の諸研究による：小島仁『日本の金本位制時代（1897-1917）』日本経済評論社、1981年；齊藤壽彦『金本位制下の在外正貨』国際連合大学、1981年；能地清「日清・日露戦後経営と対外財政 1896-1913——在外政府資金を中心に」『土地制度史学』第92号、1981年7月；伊藤正直「日露戦後の日本金本位制と中央銀行政策」藤瀬浩司・吉岡昭彦編『国際金本位制と中央銀行政策』名古屋大学出版会、1987年、所収。なお、石井寛治編『日本銀行金融政策史』東京大学出版会、2001年では、上記の諸論文を含む金融史研究の成果をサーベイしている。

(3) 日露戦時外債を含む、第一次大戦前の外債発行については、Suzuki, Toshio, *Japanese government loan issues on the London Capital market, 1870-1913*, London: Athlone Press, 1994.

(4) 日銀海外保有正貨の正貨準備への組み入れは「在外正貨制度」と呼ばれているが、用語の混用を避けるため、本稿では用いなかった。

状況を打破したのが第一次世界大戦の勃発であった。

「大正新時代の天佑」と言われた第一次大戦期の急激な輸出拡大によって、日本の国際収支は大幅な黒字に転換し、1915～18年の貿易収支・貿易外収支の累積黒字額は27億3,500万円を記録した。<sup>(6)</sup>日本銀行は外為貸付金の回収を通じて国内に正貨を蓄積し、その結果正貨準備の増大と国内通貨供給の拡大をもたらした。同時に政府も為替銀行の外貨を積極的に買い入れた結果、政府および日銀が保有する「在外正貨」は急増した。これは大戦直前に不足していた政府対外支払い費を調達すると同時に、日銀正貨保有増大によるマネーサプライ増加を抑制する金不胎化政策の側面を持って<sup>(7)</sup>いた。しかし大戦後、経常収支が再び赤字に転落し、為替銀行の外貨資金不足が明らかになると、政府・日銀は為替銀行に対する「在外正貨」の売却を再開した。1917年の金輸出禁止により為替相場が変動制となった1920年代において、「在外正貨」の払い下げは国際収支入超による為替相場の低落を阻止する役割を果たした。特に関東大震災直後に正貨売却額は急増し、1920年代を通じて売却された「在外正貨」は約10億円に達した。

1920年代の金輸出禁止下における「在外正貨」の意義について、中村隆英は、国際収支の入超にもかかわらず、日本経済が財政支出の拡大や重化学工業を中心とする設備投資によって相対的に高い成長率を達成した条件として、大戦期に獲得した「在外正貨」と外債発行による対外決済機構の重要性を指摘した。<sup>(8)</sup>日本の対外金融政策を論じた伊藤正直は、政府による「在外正貨」の保有と20年代を通じた払い下げが、「国際均衡と国内均衡の乖離を調整する『緩衝版』としての役割<sup>(9)</sup>」を果たしたと論じ、1920年代末に顕在化した「在外正貨」の枯渇が、通貨政策の最終的転換＝金本位復帰（金解禁）政策の実施を決定づけたと指摘している。為替銀行に対する正貨の払い下げと政府の為替政策の経緯については齊藤壽彦や三吉加代子による詳細な研究があり、<sup>(10)</sup>「在外正貨」を補充した政府による外債発行の交渉過程については、鈴木俊夫や岸田真が政府の為替政策とも関連づけて

(5) 明治末期の財政・金融政策の転換については、神山恒雄『明治経済政策史の研究』塙書房、1994年。

(6) 杉山伸也「貿易と資本移動」西川俊作・尾高煌之助・斎藤修編著『日本経済の200年』日本評論社、1996年、所収、185頁。

(7) 第一次大戦期の日銀・政府の正貨吸収策については、齊藤壽彦「第一次大戦期の正貨獲得政策——日本正貨政策史研究（一）」『三田商学研究』16巻3号、1973年8月；同「第一次大戦期の正貨処理政策——とくに外債償還および正貨蓄積政策について」『千葉商大論叢』第12巻3号-B、1974年12月；日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』第2巻、日本銀行、1983年、第4章；伊藤正直『日本の対外金融と金融政策、1914-1939』名古屋大学出版会、1989年、第1章。

(8) 中村隆英『戦前期日本経済成長の分析』岩波書店、1971年；同「世界経済の中の日米経済関係」細谷千博・斎藤真編『ワシントン体制と日米関係』東京大学出版会、1978年、所収。

(9) 伊藤『日本の対外金融と金融政策』、137頁。

(10) 齊藤壽彦「金輸出禁止下の在外正貨払下げ政策——1920年代初期を中心として」玉野井昌夫・長幸男・西村閑也編『戦間期の通貨と金融』有斐閣、1982年、所収；三吉加代子「1920年代の横浜正金銀行と為替政策」『金融経済』第148号、1974年10月。

<sup>(11)</sup>  
論じている。

以上の研究史が示すように、「在外正貨」の重要性は経済政策史・金融史研究上の共通認識となっている。しかしながら、「在外正貨」の保有や収支の実態について論じた研究は少なく、その対象も第一次大戦期までに限られている。<sup>(12)</sup>そこで本稿では、日本銀行が保有する正貨残高および収支に関する一次史料を用いて、1920年代における日銀・政府の在外金融資産の実態を残高（ストック）と収支（フロー）の両側面から数量的に検討することを直接の課題とし、その検討結果から日本の対外金融政策の再検討を試みたい。

本稿の構成は次のとおりである。第1章では、分析の基礎史料である日本銀行調査局『正貨受払月表』<sup>(13)</sup>の史料批判と、日銀・政府の在外金融資産残高の分析を行う。特に、従来の政府の正貨統計に記載されていなかった外国政府証券（英米大蔵省証券など）や日本政府外債の保有に注目し、在外金融資産の構成とその動向を明らかにする。第2章では、日銀・政府の保有する国内・海外の正貨勘定の収支を半年ごとに集計し、1920年代の対外決済構造を分析する。為替銀行に対する正貨売却や外債発行による正貨補充に加え、有価証券（外国政府証券・日本政府外債）への運用の実態や、政府の海外経費（外債元利払い費・海軍省経費）の重要性が明らかとなる。上記の検討結果を踏まえ、第3章では1920年代の正貨・為替政策を批判的に再検討する。特に、研究史上指摘されてきた「在外正貨払い下げ」および「在外正貨の枯渇」の評価に対する新たな論点を提起し、今後の検討にむけた作業仮説を提示する。

## 1 政府・日銀の在外金融資産勘定と資産残高

### (1) 『正貨受払月表』と日銀・政府の在外金融資産勘定

はじめに、本稿の主要史料である『正貨受払月表』の内容を検討し、そこから導きだされる日本の公的な在外金融資産の構成と定義に関する問題を取り上げる。

『月表』は、日本銀行および政府が保有する国内・海外の正貨の動向を月単位で集計したもので、各月の収支表と月末残高表から構成される。<sup>(14)</sup>図1には収支表の書式を示した。『月表』の勘定体系

(11) 鈴木俊夫「戦間期ロンドン市場における日本政府の外債発行」杉山伸也・ジャネット・ハンター編『日英交流史4 経済』東京大学出版会、2001年、所収；岸田真「南満州鉄道外債交渉と日本の対外金融政策、1927～1928年」『社会経済史学』第65巻5号、2000年1月；同「東京市外債発行交渉と憲政会内閣期の金本位復帰政策、1924～1927年」『社会経済史学』第68巻4号、2002年11月。

(12) 小島『日本の金本位復帰時代』および能地「日清・日露戦後経営と対外財政」。両研究とも『勝田家文書』に収録された明治末期から大正初期の正貨収支に関する史料を用いている。

(13) 日本銀行調査局『正貨受払月表 自大正十一年三月至昭和四年十二月』日本銀行金融研究所保管資料。以下本稿では『月表』と略す。

(14) 日本銀行では、毎日（営業日）の正貨収支を記した『正貨受払日表』が作成されており、『月表』は、それらを1ヶ月単位で集計したものである。

図1 日本銀行調査局「正貨受払月表」収支表の書式

〇〇年〇月正貨受払月表					
受 入			払 出		
摘 要	金 額	1月以降 累計額	摘 要	金 額	1月以降 累計額
内地正貨 日銀勘定			内地正貨 日銀勘定		
政府勘定			政府勘定		
海外正貨 日銀勘定			海外正貨 日銀勘定		
政府勘定			政府勘定		
受取合計			支払合計		

は日銀保有内地正貨・日銀保有海外正貨・政府保有内地正貨・政府保有海外正貨の四部門から構成され、収支表には1ヶ月間の正貨入出金の摘要と金額が記載される。他方、残高表には、各勘定の月末における正貨保有残高と「海外保管有価証券在高」(外国政府証券および日本政府外債の保有残高の合計)が記載されている。

さて、本史料の検討に際して考慮すべき重要な問題は、『月表』に示される「正貨」および「有価証券」の内訳と、日本銀行と政府勘定それぞれにおける「正貨」の定義についてである。図2には、両者の関係を図示した。

第一次大戦前における日本銀行・政府の海外正貨統計には、在外銀行への正貨・外貨預金に加え、資金運用として購入された有価証券(外国政府証券等)の残高が合算されていたが、第一次大戦後、日銀・政府の正貨勘定はそれぞれ次のように組み替えが行われた。日本銀行勘定では、正貨準備の急増により国内の通貨膨張が問題化した1919年から20年にかけて海外正貨勘定から有価証券の分離が行われ、海外預金(当座・通知・定期預金)および英国大蔵省証券の一部を「海外資金」として正

(15) 政府海外勘定の「正貨」には、一部外国政府有価証券を含む。詳細は注(19)を参照。

(16) 以下、本稿で言及する「日本政府外債」には、政府公債だけでなく、政府保証により発行された市債・特殊会社債が含まれる。

図2 日銀・政府の在外金融資産の分類と勘定区分

勘定区分	資産種別	在外銀行預金 (当座・通知・定期預金)	外国政府証券 (英米短期政府証券)	日本政府外債 (政府保証債を含む)
政府保有 在外金融資産		海外正貨 (海外資金) (A)	海外保管有価証券	
			預金部保有 外国政府証券 (B)	預金部保有 日本政府外債 (C)
日本銀行保有 在外金融資産		海外正貨 (海外資金) (A)	海外保管有価証券	
			(正貨外保有) 外国政府証券 (B)	日銀保有 日本政府外債 (C)

注)

1. 図中の網かけ部分は、従来の正貨統計における「在外正貨」を指す。
2. 『月表』の示す「海外正貨(海外資金)」(A)には、外国政府証券(英国大蔵省証券)が一部含まれている。
3. 1924年3月までの政府保有在外金融資産(日銀区分)「預金部保有外国有価証券」には「臨時国庫証券収入金諸証券」が含まれる。

貨勘定に含め、それ以外に日本銀行が保有する外国政府証券と日本政府外債は、日銀海外代理店保管金の有価証券勘定(公債勘定)へと移管され、正貨勘定からは除外された<sup>(18)</sup>。他方、政府勘定では、1922年4月の国庫預金制度の創設に際し、従来の「在外正貨預金」勘定より、預金部保有海外有価証券および臨時国庫証券収入金運用証券(いずれも英国大蔵省証券・英国国庫債券)計3億7,000万円余りが切り離された。その結果、政府海外正貨勘定は、政府一般会計に所属する預金および短期有価証券と、預金部の普通勘定に所属する預金の合計である「政府在外指定預金(政府海外資金)」として再定義された<sup>(19)</sup>。『月表』における日銀・政府の「海外正貨」とは、この「海外資金」として示される狭義の正貨を指している。

しかし、『金融事項参考書』などに示される1920年代の正貨統計では、日本銀行保有正貨の定義

(17) 「海外資金」は、日本銀行の正貨残高表(日本銀行『内外正貨』日本銀行金融研究所保管資料)における呼称である。

(18) 『日本銀行百年史』第2巻, 547~553頁および『百年史』資料編, 1986年, 307頁。この分離に際し、どのような基準で外国政府証券(英国大蔵省証券)の一部が「海外資金」として正貨勘定に残ったかについては、管見の限り判明しなかった。

(19) 日本銀行審査部編著『日本銀行沿革史』第2輯第11巻, クレス出版, 1992年, 266~278頁。22年4月の勘定体系の変更に際し、政府一般会計に所属する英国大蔵省証券(額面560万ポンド, 邦貨換算4,577万円)は「一般会計所属短期有価証券勘定」として、引き続き政府の在外指定預金に算入された。したがって、日本銀行が定義する「政府海外資金」残高には、一部ではあるが一般会計に所属する外国政府証券が含まれている。

が海外保管有価証券を含まない狭義の正貨（海外資金）に変更されたのに対し、政府勘定では、上述の「政府海外資金」に加え、政府保有有価証券のうち、預金部・臨時国庫証券収入金勘定に所属する外国政府証券を含めた金額を海外正貨残高として採用した。その結果、公表された「在外正貨」統計（図2の網かけ部分）には、日本銀行が海外資金勘定外に保有する外国政府証券が含まれておらず、「在外正貨」は過小評価されていたことになる。

さらに、上記の点と関連して、海外に保有する外国政府証券と日本政府外債の取り扱いについても日銀と政府には相違がみられた。上述のように、日本銀行勘定では、正貨（海外資金）に含まれない有価証券を一括して「海外保管有価証券」と定義しているが、政府勘定では、外国政府証券を「在外正貨」の一部に組み入れ、政府が自己保有する日本政府外債を正貨統計からは除外していた。

すなわち、日銀・政府の在外金融資産の保有形態は、「海外資金」として示される（狭義の）正貨、その運用先である外国政府証券、および日本政府外債の三種類に大別され、第一次大戦後、そのいずれを「正貨」あるいは「有価証券」と分類するかについて、日銀と政府の間には定義の相違が発生していた。しかし、後述する正貨収支の検討結果が示すように、実際にはこの三つの資産間では頻繁な売買や運用益の還流が行われており、一体化した在外資産を形成していたと考えられる。

以上の点に鑑み、本稿では、海外において日銀および政府がそれぞれ保有する「（狭義の）正貨」「外国政府証券」「日本政府外債」を区別し、その全体を「在外金融資産」と定義する。<sup>(20)</sup>このように定義することで、従来の「在外正貨」統計には含まれなかった有価証券の保有残高や資金運用の実態が確認できるだけでなく、正貨勘定の資金の流れを在外金融資産内部の有価証券取引と外部の取引とに区分して把握することが可能となる。

もちろん、政府・日銀が保有する日本政府外債は、対外債務として最終的には外貨によって償還されるものであり、正貨や外国政府証券とは区別されるべき性格を有している。しかし、日本政府外債はその大半が長期債であり、未償還外債は短期的な海外正貨の運用先であったこと、そして流動性が劣るものの国際金融市場において外貨との交換が可能な金融資産の一つと考えられることから、本稿では広義の「在外金融資産」に含めるものとする。

以下では、『月表』のデータより1921年末から29年末までの正貨・外国政府証券・日本政府外債の残高を半年ごとに集計した。『月表』では外国政府証券と日本政府外債の内訳が明らかではないため、日本銀行分については大蔵省『銀行局年報』に記された日本銀行の保有証券内訳表を用いて両者を分離した。また政府の「海外保管有価証券」の内訳については、「在外正貨」残高表より「外国政府証券」の残高が判明するため、その残額を「政府公債残高」とした。<sup>(21)</sup>

---

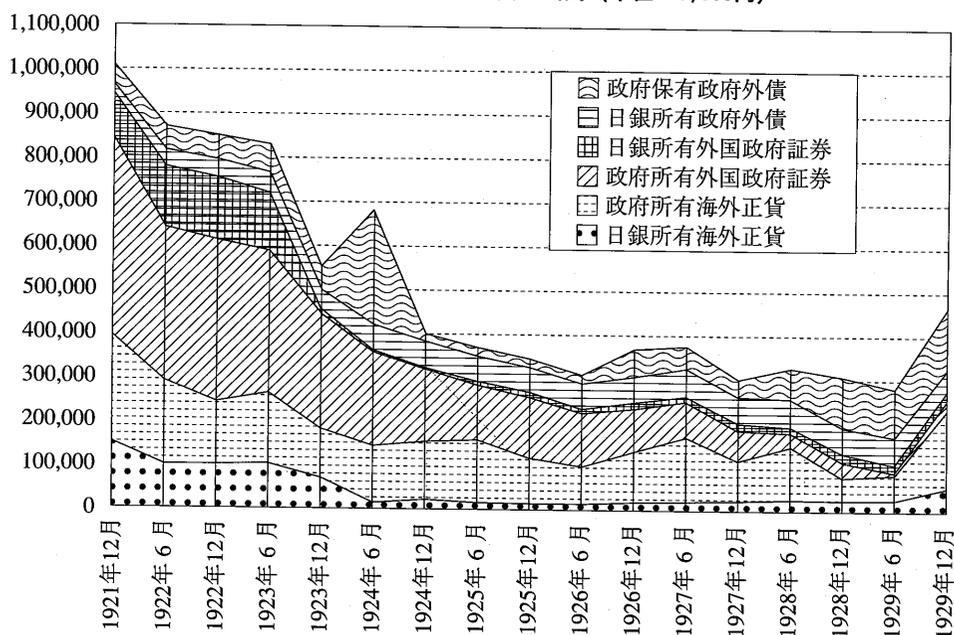
(20) 以下、単に「正貨」と言う場合の定義は、『月表』での定義（日銀、政府の「海外資金」）を指す。

## (2) 日銀・政府の在外資産残高の考察

図3および表1は、日銀・政府の在外金融資産残高の推移を示したものである。在外金融資産残高の全体的な動向は、1924～25年を境界に急速な減少期と相対的安定期（漸減期）に区分できる（後述するように1924年6月の政府保有外債の増加は一時的なもの）。1921年末に約10億円あった日銀・政府の在外金融資産は、24年末までの3年間に約6割が失われ、その残高は約4億円まで減少した。その後、浜口内閣成立直前の1929年6月までは全体的には緩やかな減少を示し、おおむね3億円前後の水準にあった。1929年12月の残高の増加は、浜口内閣の金解禁政策による海外正貨補充の結果である。

従来の正貨統計における日銀・政府の「在外正貨」残高は、図3の下層3項目の合計値として示される。有価証券を含む在外金融資産残高と、「在外正貨」残高との差額は1922年末に2億4,000万円余りに達し、その後縮小するものの、26年以降に再び拡大することが読み取れる。特に1929年6月には、「在外正貨」残高が8,340万円にまで減少するのに対し、在外金融資産残高は2億7,874万

図3 日銀・政府在外金融資産残高（単位：1,000円）



資料)表1に同じ。

注)「在外正貨」は下層部3項目(日銀所有海外正貨・政府所有海外正貨・政府所有外国政府証券)の合計。

- (21) 『日本金融史資料』に収録された大蔵省文書（「正貨補充策」昭和4年1月10日，日本銀行調査局編『日本金融史資料 昭和編』第21巻，大蔵省印刷局，1968年，357頁）に示される，1928年11月末現在の「政府（預金部）正貨外所有証券」の残高は，上記の方法により算出した「政府外債残高」と一致した。その内訳は，政府英貨公債・米貨公債，東京市・横浜市・南満州鉄道・東洋拓殖会社の政府保証外債である。

表1 正貨・在外金融資産残高表 (単位: 1,000円)

	日本銀行勘定				政府勘定				日銀・政府						
	内地正貨	海外正貨 (A)	海外保管有価証券		内地正貨	海外正貨 (A)	海外保管有価証券		在外金融 資産合計 (A+B+C)	在外金融 資産合計 (A+B+C)	在外金融資産合計				
			外国政府 証券 (B)	日本政府 外債 (C)			外国政府 証券 (B)	日本政府 外債 (C)			日銀	政府			
													構成比(%)		
1921年12月	1,139,189	150,347	114,367	89,858	24,509	264,714	86,130	243,959	502,539	460,819	41,720	746,498	1,011,212	26.2	73.8
1922年6月	1,135,146	106,813	174,019	136,356	37,663	280,832	86,130	182,911	412,093	357,395	54,698	595,004	875,836	32.1	67.9
1922年12月	1,063,898	99,335	182,232	141,800	40,432	281,567	150,810	145,870	431,411	370,277	61,134	577,281	858,848	32.8	67.2
1923年6月	1,053,280	100,761	181,502	134,149	47,353	282,263	150,810	164,176	389,676	324,416	65,260	553,852	836,115	33.8	66.2
1923年12月	1,057,500	69,827	55,543	5,527	50,016	125,370	150,810	117,055	314,078	257,616	56,462	431,133	556,503	22.5	77.5
1924年6月	1,061,474	13,071	59,963	0	59,963	73,034	129,630	131,367	479,608	217,526	262,082	610,975	684,009	10.7	89.3
1924年12月	1,059,025	17,529	58,382	0	58,382	75,911	116,389	136,797	191,200	170,566	20,634	327,997	403,908	18.8	81.2
1925年6月	1,059,003	12,356	66,411	8,029	58,382	78,767	116,389	141,015	150,973	131,244	19,729	291,988	370,755	21.2	78.8
1925年12月	1,056,999	13,052	68,738	10,356	58,382	81,790	98,439	105,617	158,292	138,563	19,729	263,909	345,699	23.7	76.3
1926年6月	1,058,126	13,814	70,956	9,853	61,103	84,770	85,079	84,543	142,798	123,069	19,729	227,341	312,111	27.2	72.8
1926年12月	1,058,132	15,983	71,923	10,819	61,104	87,906	68,980	113,452	160,779	100,916	59,863	274,231	362,137	24.3	75.7
1927年6月	1,062,713	17,411	72,884	11,781	61,103	90,295	24,745	146,582	136,375	86,705	49,670	282,957	373,252	24.2	75.8
1927年12月	1,062,737	18,807	74,865	13,762	61,103	93,672	24,645	95,647	111,175	71,655	39,520	206,822	300,494	31.2	68.8
1928年6月	1,062,738	20,598	76,842	15,738	61,104	97,440	23,411	123,672	103,170	30,487	72,683	226,842	324,282	30.0	70.0
1928年12月	1,061,636	22,496	78,232	17,128	61,104	100,728	23,391	50,934	155,533	40,886	114,647	206,467	307,195	32.8	67.2
1929年6月	1,064,234	23,282	80,658	19,555	61,103	103,940	22,960	59,821	114,977	293	114,684	174,798	278,738	37.3	62.7
1929年12月	1,072,275	50,328	66,096	19,726	46,370	116,424	15,938	178,653	165,797	26,026	139,771	344,450	460,874	25.3	74.7

資料) 日本銀行「正貨受払月表」。日銀勘定の「海外保管有価証券」の内訳は、大蔵省銀行局「銀行局年報」より「外国政府証券」残高を算出し、「海外保管有価証券残高」との差額を「政府外債」残高とした。政府勘定の「海外保管有価証券」の内訳は、日本銀行資料「内外正貨」より「外国政府証券」残高を算出し、差額を「政府外債」残高とした。断片的ではあるが、本表中の「政府外債」残高は、他の資料より得られる政府保有政府外債・保証債の残高とおおむね一致した。

注) 1. 原資料では、1922年3月まで政府勘定「海外正貨」残高(A)に外国政府証券(B)を含んでいたが、1922年4月に外国政府証券約3億7,200万円を有価証券勘定に移換し、両者を分離した。しかし、1928年7月以降両者は再度統合された。本表では「海外正貨」と「外国政府証券」の残高を明確にするため、すべて両者を分離して示した。

2. 政府勘定「外国政府証券」残高(B)は、大蔵省預金部勘定および臨時国庫証券収入金勘定(1924年3月に廃止)に所属する外国政府証券を指す。

円を維持しており、その差は2億円近くに拡大した。この「在外金融資産」と「在外正貨」の残高のギャップをどのように解釈するかによって、先行研究が指摘する「在外正貨の枯渇」に対する評価は大きく異なってくる。この点については後に詳しく検討する。

日銀と政府の在外金融資産の保有比率をみると、1921年末から29年末における日本銀行の資産保有率は、24年に一時10.7%まで低下するものの、それ以外の時期では20~35%前後の割合を保ち、この期間全体を通じての平均は26.7%であった。1920年代の「在外正貨」について、その保有主体が日銀から政府へ転換したとの指摘があるが、<sup>(22)</sup>有価証券を含めた「在外金融資産」としてみた場合、日本銀行も一定の資産を海外に保有していたといえよう。

### 日本銀行勘定

次に、日銀・政府それぞれの在外金融資産残高の動向を検討しよう。日本銀行の在外金融資産残高は、1921年末に2億6,471万円（正貨1億5,035万円、外国政府証券8,986万円、政府外債2,451万円）であり、在外金融資産全体のおよそ26%を占めていた。日銀資産残高の動向は、1921年から23年6月までの安定期、23年下半期から24年上半期における大幅な減少期、その後の安定・漸増期に分けられる。

1923年6月末に2億8,226万円を示した日銀在外資産残高は、同年9月の関東大震災を契機に急減し、24年6月末には7,303万円と、およそ4分の3が失われた。この1年における日銀資産の減少額は、海外正貨8,769万円に対して外国政府証券が1億3,415万円と大きく上回り、外国政府証券は一時その全額が売却された。その後、残高に大きな変化はみられず、1920年代後半を通じて若干の増加傾向にあった。その構成は、政府外債の保有が1924年以降約6,110万円と過半を占め、正貨・外国政府証券の残高もわずかながら増加した。1929年6月末における日本銀行の在外金融資産残高は1億394万円（正貨2,328万円、外国政府証券1,956万円、政府外債6,110万円）で、在外金融資産総額中の日銀の保有割合は37.3%であった。

### 政府勘定

政府の在外金融資産残高は、1921年末の7億4,650万円から24年末には3億2,800万円へと急減し、その後28年末までは2億円台の水準で推移した。最も少ない1929年9月の残高は1億6,065万円であったが、その後政府の金解禁政策によって残高は再び増加した。政府在外金融資産の構成をみると、正貨残高は変動が大きく、1922年から28年6月までは6,000万円から2億円の間で増減を繰り返す、全体では1億円前後の水準にあった。1926年後半から27年前半にかけて残高は6,000万円余り増加するが、これは外債発行手取金と国内正貨の現送によるものである。しかし、1928年後半期より正貨残高は減少傾向が顕著となり、一時的に5,000万円を下回る月も存在した。

政府の保有する外国政府証券の残高は、1921年末の4億6,082万円から29年6月にはわずか29万

---

(22) 伊藤『日本の対外金融と金融政策』, 56頁。

円にまで減少し、事実上消滅した。正貨と比較して増減の変動は少なく、外国政府証券は徐々に資金化されたと考えられる。他方、政府外債の保有高は、1923年まで5～6,000万円台の水準で推移した。1924年6月から9月にかけて保有高は一時的に急増するが、これは同年2月の「震災復興」政府外債の発行に際し、借り換えの対象となった旧公債を政府が一時保有した結果と考えられる。その後約2年間、政府外債保有高は2,000万円前後の低水準にあったが、1926年後半より再び増加に転じ、1928年には1億円を突破した。政府在外金融資産に占める政府外債の割合も、29年6月には65.6%へと増加した。

### (3) 日本銀行・政府の国内正貨勘定

最後に、日銀・政府の内地（国内）正貨残高について確認しよう。第一次大戦期に日銀は外為貸付金の回収を通じて国内に取り寄せた正貨を国内正貨準備に組み入れた。海外保有正貨の正貨準備への組み入れは1922年9月に廃止され、日銀の正貨準備はその全額が国内保有正貨となった。日銀の国内正貨の残高は1920年代を通じて安定的に推移し、1922年後半期以降は10億6,000万円前後の水準を維持していた。

他方、政府の内地正貨勘定は、政府が1917年より発行した小額紙幣の引換準備金の国内移管にともない1920年に設置されたものである。<sup>(23)</sup>その後1922年1月まではその全額が小額紙幣引換準備であったが、小額紙幣の銷却によって同年2月に8,281万円が準備から除外され、その後も徐々に縮小された。準備から除外された正貨は政府の一般会計に移され処分が進められた。政府内地正貨の残高は、1923年末の1億5,081万円から、29年末には1,594万円まで減少した。

## 2 日銀・政府の正貨収支の数量的検討

本章では、『月表』のデータを用いて、日銀・政府の正貨勘定の収支（フロー）を検討する。上述のように、日銀・政府の在外金融資産は正貨として保有されるだけでなく、資金運用として外国証券・政府外債の購入に充てられた。したがって、海外正貨勘定の収支の検討に際しては、在外金融資産内部の取引である有価証券売買と、それを除く外部との正貨収支を区別して議論する必要がある。以下に示す正貨収支表は、『月表』を勘定別に再集計したものである。原資料における収支項目は必要に応じて整理・統合を行った。1922年12月および23年8月のデータが欠落しているため、当該月を含む半期、通年の数値は欠落月を除いた期間の合計値である。また、政府海外勘定では1922年4月と28年7月に海外正貨の内容の組み換えが行われたため、一部欠落した項目がある。<sup>(24)</sup>各

(23) 斉藤「金輸出禁止下の在外正貨払下げ政策」、233頁。

(24) 詳しくは表1注を参照。

表には期末の正貨残高と前期比増減を示した。『月表』の数値は1,000円単位切り捨てのため若干の誤差があるが、各期の正貨収支は、ストック統計上の正貨残高増減と整合していると判断される。

#### (1) 日銀内地正貨勘定および政府内地正貨勘定

はじめに、日銀・政府の内地（国内）正貨勘定の収支を検討しよう。準備正貨に充当された日銀内地正貨の収支（表2）は、1922～29年に受取2億3,901万円、支払い3億366万円を記録している。10億円余りの残高に対して、8年間を通じての支払超過額は6,465万円に過ぎず、日銀内地正貨は1920年代を通じて安定的に推移したといえよう。1年間に1,000万円を超える支払超過を記録したのは1922年（7,308万円）のみであり、そのうち6,468万円は小額紙幣準備金の政府勘定への移管であった。また、外部勘定への支出として確認できるものは、1922年から23年に5回行われた台湾銀行への貨幣証券売却（計1,041万円）である。1922、24、26年には総額1億7,883万円の米金貨売却が行われたが、売却のあった月には受取勘定に売却相当額の「金貨・金地金・貨幣証券」「定型金塊」の受取が記録されており、これらは「正貨」を構成する要素間の交換取引と判断される。

表3より政府内地正貨勘定の収支をみると、受取勘定に記録された項目は日銀内地勘定からの小額紙幣準備の移管（1922年9月）と、横浜正金銀行からの小額の受け入れのみである。支払勘定では、1924年1月から9月に計3,418万円の正貨が日本銀行勘定へ移管されている（理由は不明）。1925年下半年から27年上半年の内地正貨の減少（9,027万円）は、政府海外正貨勘定への正貨現送によるものである。また、1926年以降、わずかではあるが正金銀行への米金貨売却が記録されている。

#### (2) 日銀海外正貨勘定

表4より、日銀海外正貨勘定の収支を検討しよう。日銀海外勘定の資金の流れは、有価証券（外国政府証券・日本政府外債）への運用と、為替銀行への正貨売却に大別できる。

##### 外国政府証券・政府外債への運用

日銀海外正貨の外国政府証券への運用は、英米の大蔵省証券などの短期証券を対象とし、1922～29年における売買総額は、買い入れ1億5,890万円、売却2億5,187万円であった。表5より、日銀正貨勘定における外国政府証券の売買差額と、有価証券残高の増減を比較すると、1923年下半年以降両者の金額はおおむね一致しており、日銀の外国政府証券の保有は海外正貨の運用によるものと確認できる。

次に政府外債への運用をみると、1922年から26年にかけて3,670万円の買い入れが行われ、他方償還・売却は、1924年10月に197万円の売却の記録があるのみで、政府外債の資金化はほとんど行われなかった。同じく表5より正貨勘定の売買差額と日銀保有政府外債残高の増減を比べると、増減のトレンドは一致するものの、その金額には若干の隔りがある。しかし1929年後半期を除いた売買差額と残高増加額はおおむね一致しており、収支表上の入出金と実際の政府外債売買にはタイ

表2 正貨収支表：日本銀行内地勘定（単位：1,000円）

	受取勘定				支払勘定				期末正貨 在高	増減			
	合計	金貨・ 金地金・ 貨幣証書	英貨米貨	仮試験済 雑地金	定型金塊	合計	金貨・ 金地金・ 貨幣証書	米金貨 売却			貨幣証書 (台銀へ 売却)	仮試験済 雑地金	
													収支
1922年1-6月	15,094	15,083	11			19,138	31	17,606	1,501		-4,044	1,135,146	-4,043
1922年7-11月	9,108	9,108				78,143	65,637	11,255	1,251		-69,035	1,063,898	-71,248
1923年1-6月	6,737	6,737				17,355	13,323		4,032		-10,618	1,053,280	-10,618
1923年7-12月	14,803	14,803				10,535	6,912		3,623		4,268	1,057,500	4,220
1924年1-6月	32,699	32,699				28,725	7,254	21,471			3,974	1,061,474	3,974
1924年7-12月	48,086	48,049	37			50,535	5,022	45,513			-2,449	1,059,025	-2,449
1925年1-6月	7	7				22	22				-22	1,059,003	-22
1925年7-12月	85,127	2,006			83,121	2,010	2,006			4	-2,003	1,056,999	-2,004
1926年1-6月	25	11		14		84,001	1,012	82,989		4	1,126	1,058,126	1,127
1926年7-12月	4,596	4,593		3		19	15			6	6	1,058,132	6
1927年1-6月	64	33		31		15	9			32	4,581	1,062,713	4,581
1927年7-12月	1,005	1,005				40	8			2	24	1,062,737	24
1928年1-6月	2	2				1,004	1,002			2	1	1,062,738	1
1928年7-12月	3,500	3,500				1,104	1,104				-1,102	1,061,636	-1,102
1929年1-6月	18,154	18,154				902	902				2,598	1,064,234	2,598
1929年7-12月	24,202	24,191	11			10,113	10,113				8,041	1,072,275	8,041
1922年	24,202	24,191	11			97,281	65,668	28,861	2,752		-73,079	1,063,898	-75,291
1923年	21,540	21,540				27,890	20,235	7,655	7,655		-6,350	1,057,500	-6,398
1924年	80,785	80,748	37			79,260	12,276	66,984			1,525	1,059,025	1,525
1925年	7	7				2,032	2,028			4	-2,025	1,056,999	-2,026
1926年	85,152	2,017		14	83,121	84,020	1,027	82,989		4	1,132	1,058,132	1,133
1927年	4,660	4,626		34		55	17			38	4,605	1,062,737	4,605
1928年	1,007	1,007				2,108	2,106			2	-1,101	1,061,636	-1,101
1929年	21,654	21,654				11,015	11,015				10,639	1,072,275	10,639
1922-29年合計	239,007	155,790	48	48	83,121	303,661	114,372	178,834	10,407	48	-64,654	-	-66,914

資料) 日本銀行「正貨受払月表」。

注) 1922年12月および1923年8月の収支は不明のため、当該月を含む期間は5ヶ月(11ヶ月)の合計。

表3 正貨収支表：政府内地勘定（単位：1,000円）

	受取勘定		支払勘定					月末正貨 在高	増減		
	合計	小額貨幣 準備 (日銀よ り移管)	正金銀行 より受入 れ外国貨 幣(別口 預金へ)	支払勘定 合計	日本銀行 へ預け 入れ	地金現送 (別口預 金より)	米国金貨 正金へ 売却			米国金貨 売却	別口預金
1922年1-6月	0			0					0	86,130	0
1922年7-11月	64,679	64,679		0					64,679	150,810	64,680
1923年1-6月	0			0					0	150,810	0
1923年7-12月	0			0					0	150,810	0
1924年1-6月	0			21,179	21,179				-21,179	129,630	-21,180
1924年7-12月	0			13,240	13,000		240		-13,240	116,389	-13,241
1925年1-6月	0			0					0	116,389	0
1925年7-12月	104		104	18,054	18,054				-17,950	98,439	-17,950
1926年1-6月	0			13,360	12,036	1,324			-13,360	85,079	-13,360
1926年7-12月	0			16,098	16,048	50			-16,098	68,980	-16,099
1927年1-6月	0			44,234	44,134	100			-44,234	24,745	-44,235
1927年7-12月	0			100	100	100			-100	24,645	-100
1928年1-6月	0			1,233	1,233	1,233			-1,233	23,411	-1,234
1928年7-12月	0			20	20	20			-20	23,391	-20
1929年1-6月	0			431	431	431			-431	22,960	-431
1929年7-12月	0			7,021	7,021	7,021			-7,021	15,938	-7,022
1922年	64,679	64,679		0					64,679	150,810	64,680
1923年	0			0					0	150,810	0
1924年	0			34,419	34,179		240		-34,419	116,389	-34,421
1925年	104		104	18,054	18,054				-17,950	98,439	-17,950
1926年	0			29,458	28,084	1,374			-29,458	68,980	-29,459
1927年	0			44,334	44,134	200			-44,334	24,645	-44,335
1928年	0			1,253	1,253	1,253			-1,253	23,391	-1,254
1929年	0			7,452	7,452	431			-7,452	15,938	-7,453
1922-29年合計	64,783	64,679	104	134,970	90,272	3,258	240		-70,187	—	-70,192

資料) 日本銀行『正貨受払月表』。

注) 1922年12月および1923年8月の収支は不明のため、当該月を含む期間は5ヶ月(11ヶ月)の合計。

表 4 正貨収支表：日本銀行海外勘定（単位：1,000円）

1922年1-6月 1922年7-11月 1923年1-6月 1923年7-12月 1924年1-6月 1924年7-12月 1925年1-6月 1925年7-12月 1926年1-6月 1926年7-12月 1927年1-6月 1927年7-12月 1928年1-6月 1928年7-12月 1929年1-6月 1929年7-12月	受 取 勘 定										支 払 勘 定					期末正貨 在高	増減			
	合計	預金 利息	本邦債 利息	政府預金 運用 手数料	外国証券 償還及び 売却	外国証券 売却益・ 償還益	本邦外債 償還及び 売却	公債勘定 より移換	政府より 受入れ (為替銀行 売却のため)	その他	合計	本邦外債 買入	外国証券 買入	(外国証 券) 増 減 利子	公債勘定 へ払出			為替銀行 へ売却	政府より 受入れ 為替銀行 へ売却	
																				収支
	177,841	6,836		707	16,369	2,500		914	150,515		227,763	20,462	39,180		5,394	12,223	150,504	-49,922	106,813	-43,534
	13,898	4,999		519	8,380						21,868	5,307	14,519		2,042			-7,970	99,335	-7,478
	15,904	5,598		540	94		3,487	6,185			14,480	5,164	3,131			6,185	1,424	1,424	100,761	1,426
	244,504	5,646		448	127,149	7,330		103,931			276,175	925	1,727			169,594	103,929	-31,671	69,827	-30,934
	168,097	2,582		383	5,423			155,669	4,040	224,851	1,724			27	67,433	155,667	-56,754	13,071	13,071	-56,756
	35,851	2,533		356				30,991		31,393	395			8		30,990		4,458	17,529	4,458
	10,035	2,603		286	1,018			6,119	9	15,208		9,048		41		6,119	-5,173	12,356	12,356	-5,173
	3,053	2,798		255						2,359		2,327		32				694	13,052	696
	8,590	2,838		242	5,510					7,827	2,720	5,076		31				763	13,814	762
	8,926	3,017		175	5,734					6,757		6,757		62				2,169	15,983	2,169
	13,984	3,027		200	10,757					12,556		12,494		26				1,428	17,411	1,428
	5,687	3,079		199	2,285	124				4,292		4,266		26				1,395	18,807	1,396
	15,420	3,047	7	168	11,640	519			46	13,629		13,616		13				1,791	20,598	1,791
	7,522	2,120		104	4,225	34			16	5,626		5,615		11				1,896	22,496	1,898
	18,061	892		61	14,818	6				17,277		17,244		33				784	23,282	786
	66,282	1,426		89	38,464	3,431			20,587	39,237		23,904		122	15,211			27,045	50,328	27,046
1922年	191,739	11,835		1,226	24,749	2,500		914	150,515	249,631	25,769	53,699			7,436	12,223	150,504	-57,892	99,335	-51,012
1923年	260,408	11,244		988	127,243	7,330		3,487	110,116	290,655	6,089	4,858			169,594	110,114		-30,247	69,827	-29,508
1924年	203,948	5,115		739	5,423			1,971	186,660	4,040	256,244	2,119		35	67,433	186,657		-52,296	17,529	-52,298
1925年	13,088	5,401		541	1,018				6,119	17,567		11,375		73		6,119		-4,479	13,052	-4,477
1926年	17,516	5,855		417	11,244					14,584	2,720	11,833		31				2,932	15,983	2,931
1927年	19,671	6,106	7	399	13,042	124				16,848		16,760		88				2,823	18,807	2,824
1928年	22,942	5,167		272	15,865	553				19,255		19,231		24				3,687	22,496	3,689
1929年	84,343	2,318		150	53,282	3,437			20,587	56,514		41,148		155	15,211			27,829	50,328	27,832
1922-29年合計	813,655	53,041		4,732	251,866	13,944		4,401	453,410	921,298	36,697	158,904		406	7,436	264,461	453,394	-107,643	—	-100,019

資料) 日本銀行「正貨受払月表」。

注) 1922年12月および1923年8月の収支は不明のため、当該月を含む期間は5ヶ月(11ヶ月)の合計。

表5 『正貨受払月表』による有価証券売買高と残高増減(単位:1,000円)

	日銀海外勘定				政府海外勘定			
	外国政府 証券売買 差額	外国政府 証券残高 増減	政府外債 売買差額	政府外債 残高増減	外国政府 証券売買 差額	外国政府 証券残高 増減	政府外債 売買差額	政府外債 残高増減
1922年1-6月	-22,811	46,498	-20,462	13,154	14,730	-14,610	-1,468	12,978
1922年7-11月	-6,139	5,444	-5,307	2,769	-12,940	12,882	-6,436	6,436
1923年1-6月	-3,037	-7,651	-5,164	6,921	7,248	-45,861	0	4,126
1923年7-12月	125,422	-128,622	-925	2,663	30,228	-66,800	-355	-8,798
1924年1-6月	5,423	-5,527	-1,724	9,947	-285	-40,090	-1,930	205,620
1924年7-12月	0	0	1,576	-1,581	48,006	-46,960	5,050	-241,448
1925年1-6月	-8,030	8,029	0	0	39,322	-39,322	905	-905
1925年7-12月	-2,327	2,327	0	0	-7,422	7,319	0	0
1926年1-6月	434	-503	-2,720	2,721	10,025	-15,494	0	0
1926年7-12月	-1,023	966	0	1	26,476	-22,153	-46,492	40,134
1927年1-6月	-1,737	962	0	-1	56,547	-14,211	4,381	-10,193
1927年7-12月	-1,981	1,981	0	0	14,641	-15,050	8,717	-10,150
1928年1-6月	-1,976	1,976	0	1	41,168	-41,168	-3,683	33,163
1928年7-12月	-1,390	1,390	0	0	na	10,399	-43,171	41,964
1929年1-6月	-2,426	2,427	0	-1	na	-40,593	-160	37
1929年7-12月	14,560	171	0	-14,733	na	25,733	-26,692	25,087

資料) 売買差額は表4および表6, 残高増減は表1から作成。

注) 各項目の「売買差額」は、各勘定の「外国証券(本邦外債)償還および売却」(受取勘定)と「外国証券(本邦外債)買入」(支払勘定)の差額を示し、「残高増減」とは正負が逆転している。

ム・ラグがあったものと考えられる。

海外正貨の運用によって生じる利息は、海外正貨勘定の恒常的な受取項目であり、日本銀行の収入源の一つであった。<sup>(25)</sup> 1922~29年における利息収入の合計は5,863万円で、各年の在外金融資産残高に対する預金・証券利息の利回り<sup>(26)</sup>は4.61%(1921年)~7.26%(1924年)を示し、特に1924年以降は6%以上の高い水準にあった。<sup>(27)</sup> また、政府資金の運用手数料として、政府の「在外正貨」(海外正貨+外国政府証券)残高の0.3%(1922年4月より0.25%, 26年4月より0.2%)が日本銀行に支払わ

(25) 海外有価証券運用益のうち、政府外債利息は日本銀行損益金勘定における「収入」に、正貨・外国政府証券の利息は同勘定の「その他損益」に計上された(『日本銀行百年史』資料編, 308~323頁「日本銀行損益勘定」)。

(26) 各年の利回りは、「預金・証券利息」を分子、在外金融資産の月末残高の平均値を分母として算出した。資料の欠落により「預金・証券利息」が11ヶ月分しか判明しない年については、分子を12ヶ月分に換算した。

(27) ただし、日本政府外債保有による利息収入は、政府海外正貨勘定からの移転である。

(28)  
れた。

### 為替銀行への正貨売却

日銀海外正貨勘定から外部への正貨支払い、その大半が為替銀行に対する正貨売却であった。その額は1922～29年に2億6,446万円に達し、1920年代を通じた為替銀行への正貨売却総額のおよそ4分の1強を占めていた。日銀正貨の売却は関東大震災後の1923年後半期から24年前半期に集中し、この期間に2億3,703万円が売却され、その後日銀保有正貨の売却は途絶した。

他方、1925年までの日銀勘定には、日銀保有正貨の売却とは別に、政府正貨による為替銀行への正貨売却が記録されている。すなわち、為替銀行に対する正貨売却(払い下げ)は日本銀行を窓口とし、政府正貨は一旦日銀の海外正貨勘定に移管された後、日銀保有正貨とともに為替銀行へ売却されたのである。伊藤正直は、1920年代に対外金融の調整主体が政府へ転換し、日銀は対外金融の直接的な調整機能を失ったと指摘しているが、<sup>(29)</sup> 為替銀行への正貨売却のおよそ4分の1が日銀保有正貨によって行われ、また政府正貨の売却についても日本銀行を経由していた事実からは、第一次大戦以前の正貨売却との連続性が指摘でき、日本銀行は1920年代においても正貨政策の主体として一定の役割を担っていたと考えられる。<sup>(30)</sup>

### (3) 政府海外正貨勘定

政府海外正貨勘定の収支を表6に示した。日銀勘定と同様、政府勘定の収支項目を在外金融資産勘定内部の有価証券取引と、在外資産外の取引に分けて検討する。

#### 外国政府証券・政府外債への運用

1922年から28年上半年期(28年下半年以降の売買高は不明)に海外正貨勘定に記載された外国政府証券の総売買額は、買い入れ15億364万円、売却17億3,022万円であり、収支ともに正貨勘定の最大の取引項目であった。特に1925年以降に取引額は急増し、1年間の売買高はそれぞれ5～6億円に達した。1925年の大蔵省預金部改革により預金部資金の運用基準が厳格化したことや、この時期の為替相場の大幅な変動が、有価証券売買が頻繁に行われた理由として考えられる。運用先は日銀と同様、英米の大蔵省証券を中心とする流動性の高い短期証券であった。次に、政府正貨による政府外債の購入・売却についてみると、1922～29年の政府海外勘定からの売買額は、買い入れ1億8,880万円、売却7,747万円であった。買い入れ額が大きく上回っているものの、日銀勘定とは異なり保有

(28) 大蔵省編『明治大正財政史』第13巻「通貨」, 経済往来社, 1959年, 596頁。

(29) 伊藤『日本の対外金融と金融政策』, 207頁。

(30) もちろん、日銀保有海外正貨が失われた後、政府正貨売却の決定権を握る政府の役割が大きかった点は筆者も肯定するところである。むしろ、海外正貨の払い下げは第一次大戦以前から政府と日銀の協調のもとに行われ、1920年代の正貨払い下げもその延長線上に位置づけられると筆者は考える。

表 6 正貨収支表：政府海外勤定（単位：1,000円）

	受 取 勤 定											計			
	預金及 証券 利息	本邦債 利息	外国証券 償還及び 売却	(外国)証 券売却益	本邦外債 償還及び 売却	公債勤定 より移替	国債整理 基金より 組替	国債元利 払基より	現送外貨 手取り金	外国債募 集金およ び買取金	会計移換 差増		贈償金 (ドット・フ ルガ)ヤ	朝鮮銀行 より米買 買戻	住友銀行 より米買 買戻
1922年1-6月	42,755	16,591	23,811												2,353
1922年7-11月	30,508	10,297	5,385												14,826
1923年1-6月	86,576	6,222	22,342	57		57,905									50
1923年7-12月	101,115	8,286	46,417			44,812									1,600
1924年1-6月	373,793	8,060	23,550	5,129	53,174	49,629									1,337
1924年7-12月	234,737	7,034	54,301	275	6,476	20,000	90,270								
1925年1-6月	377,532	6,062	355,751	34	905		785								10,312
1925年7-12月	288,764	5,498	256,428					3,894	18,054		16				21
1926年1-6月	318,264	5,121	284,274	72		5,409		7,506	12,036		6				232
1926年7-12月	341,482	4,725	232,774	104				4,669	16,048	79,088	3,074				64
1927年1-6月	383,172	6,072	276,568	3	6,762			5,373	44,134	36,067	665				121
1927年7-12月	177,969	5,604	148,619		10,150			4,996			1,117				533
1928年1-6月	203,213	4,258	144,012					2,195		50,625	1,262				138
1928年7-12月	31,224	1,891	na					3,086		21,276	1,010				30
1929年1-6月	13,207	1,217	na					5,464			1,665				74
1929年7-12月	231,145	1,775	3,497					5,059			1,308				
1922年	73,263	26,888	29,196												17,179
1923年	187,691	14,508	68,759	57		102,717									1,650
1924年	608,530	15,094	77,851	5,404	59,650	69,629	90,270			283,748	5,547				1,337
1925年	666,296	11,560	612,179	34	905		785	4,667	18,054		7,557				10,533
1926年	659,746	9,846	517,048	176		5,409		12,175	28,084	79,088	4,283				296
1927年	561,141	11,676	425,187	3	16,912			10,369	44,134	36,067	1,782				654
1928年	90,425	6,149	na					5,281		71,901	2,272				188
1929年	244,352	2,992	6,932					10,523			2,973				217,224
1922-29年合計	3,091,444	98,713	1,730,220	5,674	77,467	177,755	91,055	43,015	90,272	470,804	24,414	10,692	8,333	4,166	249,061

表6 正貨収支表：政府海外勘定（つづき）

	支 払 勘 定										増減							
	計	海軍省 経費	国債・公社 債元利・社 債信託 報酬	外国証券 買入	本邦外債 買入	国債買入 資金	公債勘定 へ払出	国債整理 基金へ 移替	日本銀行 へ払出 (為替銀行へ 売却のため)	米国大蔵 省証券類 金部へ 組替		正金銀行 へ売却 ↓米貨売却 ↑米貨売却 債還金売却	朝鮮銀行 へ売却	米貨住友 銀行へ 売却	英貨正金 銀行倫敦 支店預入 分払出	その他	収支	期末正貨 在高
1922年1-6月	186,216	9,374	22,784	9,081	1,468			141,896							1,613	-143,461	182,911	-61,048
1922年7-11月	62,563	5,052	17,993	18,325	6,436						20,957					32,055	145,870	-37,041
1923年1-6月	68,271	3,975	22,217	15,094	355			6,027							1	18,305	164,176	18,306
1923年7-12月	146,898	2,579	22,693	16,189				100,362							4,720	-45,783	117,055	-47,121
1924年1-6月	359,481	3,537	23,677	23,835	55,104			151,130							9,093	14,312	131,367	14,312
1924年7-12月	228,752	3,205	181,652	6,295	1,426			26,019							5,708	5,985	136,797	5,430
1925年1-6月	373,315	4,956	37,660	316,429	5,626			8,469							175	4,217	141,015	4,218
1925年7-12月	324,163	9,688	45,076	263,850	5,546										3	-35,399	105,617	-35,398
1926年1-6月	339,341	4,321	55,523	274,249	5,247										1	-21,077	84,543	-21,074
1926年7-12月	312,574	6,338	42,517	206,298	46,492										5,616	28,908	113,452	28,909
1927年1-6月	350,046	6,409	40,448	220,021	2,381										414	33,126	146,582	33,130
1927年7-12月	228,902	8,932	83,373	133,978	1,433											-50,933	95,647	-50,935
1928年1-6月	175,189	7,006	31,387	102,844	3,683											28,024	123,672	28,025
1928年7-12月	93,563	7,864	42,522	na	43,171											-62,339	91,820	-62,339
1929年1-6月	44,916	3,539	40,162	na	160											-31,709	60,114	-31,706
1929年7-12月	84,948	4,758	40,890	na	26,692										10,515	146,197	204,679	144,565
1922-29年合計	3,276,294	91,533	750,574	1,503,644	188,801	32,830	20,957	93,187	433,903	42,418	27,193	38,361	4,058	10,976	37,859	-	-	-

1922年	248,779	14,426	40,777	27,406	7,904			141,896							1,613	-175,516	145,870	-98,089
1923年	215,169	6,554	44,910	31,283	355			106,389							4,721	-27,478	117,055	-28,815
1924年	588,233	6,742	205,329	30,130	56,530	4,365	20,957	93,187	177,149						14,801	20,297	136,797	19,742
1925年	697,478	14,644	82,736	580,279		11,172		8,469							178	-31,182	105,617	-31,180
1926年	651,915	10,659	98,040	480,547	46,492	10,560									5,617	7,831	113,452	7,835
1927年	578,948	15,341	123,821	353,999	3,814	3,553				42,418	12,436	8,118	4,058	10,976	414	-17,807	95,647	-17,805
1928年	165,908	14,870	73,909	na	46,854	32						30,243				-75,483	91,820	-75,482
1929年	129,864	8,297	81,052	na	26,852	3,148									10,515	114,488	204,679	112,859

資料) 日本銀行「正貨受払月表」。

注) 1. 1922年12月および1923年8月の収支は不明のため、当該月を含む期間は5ヶ月(11ヶ月)の合計。  
 2. 政府「海外正貨」の定義の変更(表1注参照)による「外国政府証券」の取り扱い変更により、本表では以下の点を修正した。①1922年4月の「公債勘定へ売却」(外国政府証券の正貨勘定からの払い出し)3億7,000万円は、4月以降の基準に統一するために除外した。②1922年1-6月期の「外国証券償還及び売却」(外国証券買入)の残高は、4-6月の3ヶ月間の合計値。③1928年7月の基準再変更(政府基準への再統一)により、同月以降の「外国証券償還及び売却」(外国証券買入)の金額は不明。よって、1928年7-12月期以降の「期末正貨残高」(同増減)は、政府基準(表1のA+B)に準拠し、それを斜体で示した。

外債の売却も行われていた。

ところで、日銀勘定と同様に、外国政府証券および政府外債の売買差額と、それぞれの残高の増減を比較すると（表5）、政府勘定ではその金額が一致しない期間が多く、特に政府外債において顕著である。その原因として、表中の「国債買入資金（勘定）」「公債勘定」との入出金の存在が指摘できる。『日本銀行沿革史』によれば、「国債買入資金勘定」は、1924年の六分半利付米貨公債の減債基金条項（毎年一定金額の政府公債の買入銷却を義務づける）による同公債の購入資金として政府の在外指定預金に設けられた<sup>(31)</sup>勘定で、同勘定への支出は最終的に政府外債の購入に充てられたと考えられる。「公債勘定」は、政府正貨によって運用されている有価証券の保管勘定を指すものであり、同勘定から正貨勘定への入出金の存在は、正貨勘定からの売買以外の理由による有価証券取引、あるいは、有価証券そのものの海外正貨勘定（一般会計所属短期証券勘定）への移管と<sup>(32)</sup>考えられる。

有価証券の運用による利息収入は、1922～29年の合計で1億852万円に達した。各年の利回りは2.97%（1923年）から4.98%（1921年）で推移し、1925年以降は4%台の水準であった。<sup>(33)</sup>

#### 政府勘定の主要収支項目

有価証券取引を除く政府海外正貨勘定の主要支出項目は、外債元利払い費、海軍省経費などの政府対外経費と、為替銀行への正貨売却であった。為替銀行への正貨売却高は、8年間に5億1,449万円に達し、その大半は1922年～25年上半期（実際は1月まで）に集中していた。上述のように、1925年までの正貨売却は日銀の海外正貨勘定を経由して行われたが、1927年から28年にかけては日銀を経由せず、為替銀行に対して直接売却を行っている。他方、外債元利払い費の総額は、1922～29年に約7億5,057万円であり、為替銀行への売却額を上回っていた。これには電力外債などの民間外債の利払いは含まれておらず、外債発行の累積による利払い負担は、対外決済上きわめて重かったといえる。それに対して、海軍省経費は8年間の合計が9,153万円と相対的に小さい。ワシントン条約による海軍軍縮は1920年代の対外支出抑制に大きく貢献していたといえよう。

政府海外正貨勘定の主要な受取項目は、預金証券利息、外債発行者手取金、そして国内正貨勘定か

(31) 『日本銀行沿革史』第2輯第11巻、308～310頁。「国債買入資金」勘定への支出金は横浜正金銀行ニューヨーク支店が保管し、米貨公債買入れは米国モルガン商会を通じて行われた。したがって、「国債買入資金」への支出と実際の政府公債の買入れには、時期的なギャップが存在していたと考えられる。

(32) たとえば、1924年3月に「臨時国庫証券収入金特別会計」が廃止された際、同会計に所属する正貨および英国大蔵省証券（6万ポンド）は一般会計に移管されている（『日本銀行沿革史』第2輯第11巻、271～273頁）。その際、同特別会計が保有した英国大蔵省証券は「一般会計所属短期証券」として海外正貨勘定に算入されることになり（注19参照）、これが『月表』の「公債勘定より移替」として記載されたと考えられる。

(33) ただし、政府が自己保有する政府外債による利子収入は、正貨収支勘定上では受取項目になっているものの、支払勘定の外債元利払いの一部が還流している可能性がある。

らの正貨補充であった。外債発行による手取金は1922年～29年に4億7,080万円が記録され、その内訳は、1924年：政府公債（六分利付英貨公債・六分半利付米貨公債）2億3,272万円、政府保証興業銀行債券（米貨）5,103万円、26年：政府保証東京市外債（英貨）4,315万円・同横浜市外債（米貨）3,593万円、27年：政府保証東京市外債（米貨）3,607万円、28年：東京電灯社債（英貨・米貨）5,063万円、政府保証東洋拓殖会社社債2,128万円であった。これらの他に、1923年には英米で南満州鉄道と東洋拓殖会社の政府保証社債が発行されているが、その手取金について『月表』では確認できない。1920年代に発行された電力会社を中心とする民間外債の手取金は、28年の東京電灯債の一部を除いて政府による買い取りは行われず、為替銀行を通じて民間の外為決済資金となった。国内正貨勘定から海外勘定への組み入れは、1925年10月より26年2月に3,009万円、26年10月から27年5月に6,018万円が正貨現送によって行われた。

#### (4) 日銀・政府の対外決済構造

以上の収支統計から、日銀・政府の海外正貨勘定の収支構造を、海外資産残高の急激な減少がみられた1924年まで（第Ⅰ期）と、その後の相対的安定期である25年から28年（第Ⅱ期）に区分し、主要勘定項目間の純流入出を図示したものが図4および図5である。1929年を含めなかったのは、金解禁方針決定後の正貨残高の変化による影響を排除するためである。この図より、日銀・政府海外正貨の決済構造を考察しよう。

##### 第Ⅰ期：1922～24年

日銀・政府勘定ともに第Ⅰ期における正貨流出の最大の要因は為替銀行への正貨売却であり、その純流出額は6億9,653万円（日銀2億4,925万円・政府4億4,728万円）であった。<sup>(34)</sup>日銀勘定では、この正貨流出は海外正貨残高の減少と外国政府証券の売却によって賅われた。政府勘定でも、「外国政府証券」「公債勘定」から正貨勘定への純流入額は2億4,384万円であった。

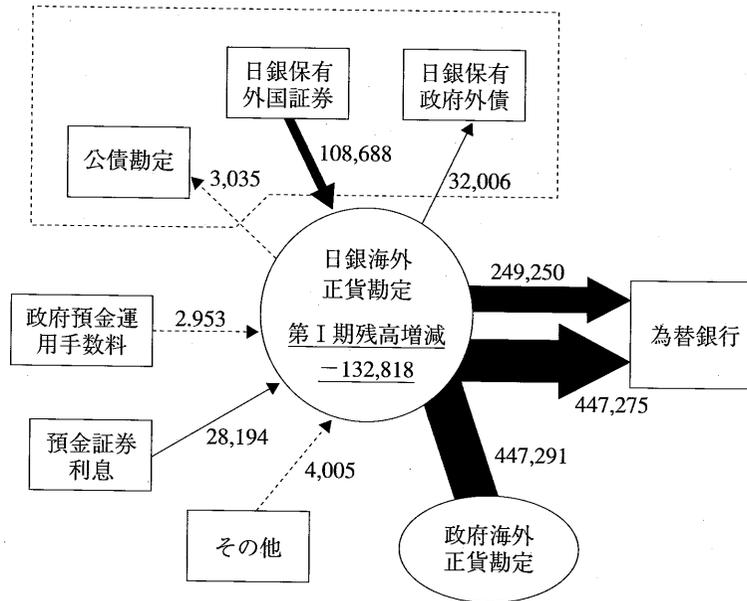
一方、政府勘定では為替銀行への売却に加えて政府海外経費の重要性が指摘できる。その主要項目は外債元利払い費2億9,102万円、海軍省経費2,772万円であり、両者を合計すると年平均およそ1億円の恒常的な正貨流出であった。

在外金融資産内部での資金移動を除く、第Ⅰ期の外部から正貨勘定への純流入額は、政府勘定では外債手取金2億8,375万円、預金証券利息5,649万円など合計3億4,482万円（年平均約1億1,500万円）であった。外債手取金のうち約2億3,000万円は、1924年の政府公債（六分利付英貨公債・六分半利付米貨公債）の募資金であり、両外債の発行が対外決済資金の調達にきわめて重要な役割を果たしたことを示している。日銀勘定では、為替銀行売却に際する政府勘定からの正貨受け入れを除

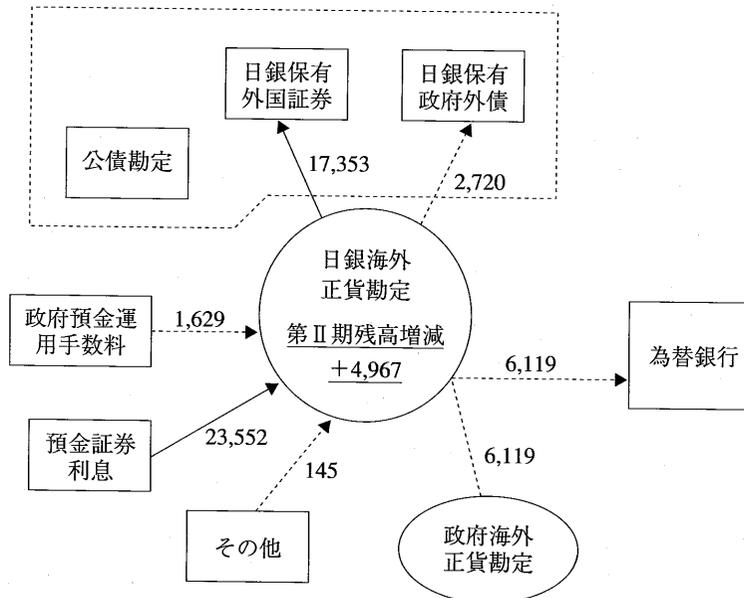
(34) 図5に示すように、政府勘定からの日本銀行への払出額は4億2,543万円を示し、日銀勘定における政府からの受取額よりも少ない。この誤差の原因は不明である。

図4 日本銀行海外正貨勘定の対外純流出入（単位1,000円）

第Ⅰ期：1922—24年



第Ⅱ期：1925—28年



資料) 表4より作成。下線で示した各期における「(正貨) 残高増減」は表1による。

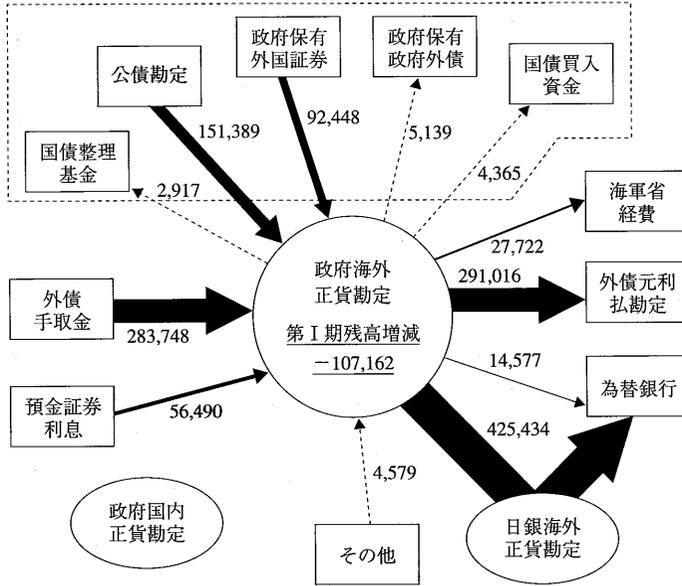
注) 各期の純流出入の合計と「残高増減」は、完全には一致しない(表4注参照)。

点線枠内は「在外金融資産」内部の資金移動を示す。

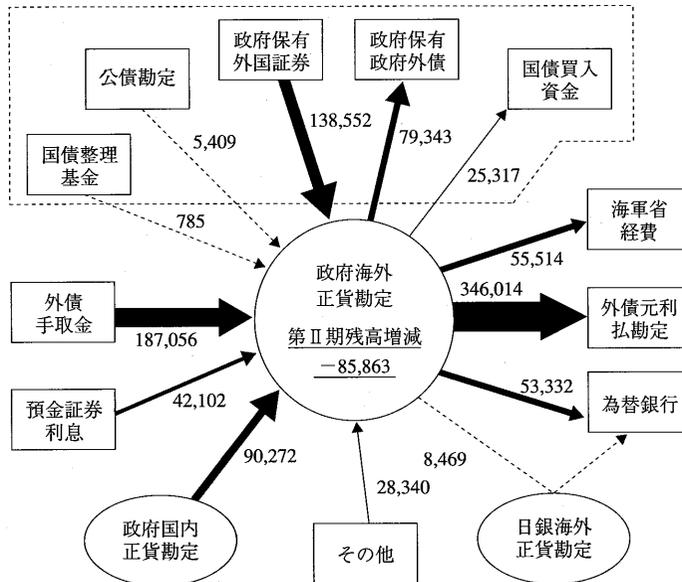
破線矢印は各期における純流出入額が1,000万円未満を指す。

図5 政府海外正貨勘定の対外純流出入 (単位1,000円)

第Ⅰ期：1922-24年



第Ⅱ期：1925-28年



資料) 表6より作成。下線で示した各期における「(正貨) 残高増減」は表1による。

注) 各期の純流出入の合計と「残高増減」は、必ずしも一致しない(表6注参照)。

点線枠内は「在外金融資産」内部の資金移動を示す。

破線矢印は各期における純流出入額が1,000万円未満を指す。

くと、流入項目は金利・手数料収入の3,517万円のみであった。

## 第Ⅱ期：1925～28年

第Ⅱ期には、政府勘定から為替銀行への正貨売却が大幅に減少し、日本銀行勘定からの正貨売却は途絶した。日本銀行の海外勘定の取引は利息・手数料収入による受取超過となり、それを外国政府証券・政府外債に投資するという構造を示している。日本銀行の在外金融資産残高は第Ⅱ期を通じておよそ2,500万円の増加であった。

政府勘定では、第Ⅱ期の外部に対する純支出は、外債元利払い費（3億4,601万円）を最大の流出項目とし、海軍省経費（5,551万円）、為替銀行への売却（6,180万円）を含めるとその額は4億6,333万円（年平均1億1,583万円）に達した。それに対する外部勘定からの流入をみると、外債発行手取金が1億8,706万円と大幅に減少し、利息収入を合わせても2億2,916万円（年平均5,729万円）と第Ⅰ期を大きく下回った。第Ⅱ期には、政府内地勘定からの正貨現送（9,027万円）が行われた。これは、1925年の憲政会内閣による金解禁準備政策として行われたものであるが、マクロ的には海外正貨勘定の収入不足を補う役割を果たした。しかし、これらの対外流入では政府の対外支出の全額を補填することはできず、第Ⅱ期においても在外金融資産の処分が行われた。外国証券売却による純流入は1億3,855万円（1928年6月までの数値）に達し、残高統計（表1）上でも外国政府証券残高は1億2,968万円の減少を示した。

第Ⅱ期における政府海外勘定の取引で注目すべき点は、政府海外正貨による政府外債の買い入れである。同期間における「政府外債」および「国債買入資金」への純支出額は1億466万円に達し、対応するストック統計上の政府外債残高も9,401万円の増加を示している。特に1926年下半年と28年下半年には、それぞれ4,000万円を超える政府公債が購入された。この「政府正貨による日本政府外債の買い入れ」が、1920年代末の政府海外正貨減少の大きな原因となったと考えられる。

### 3 1920年代の在外金融資産の動向と日本の正貨・為替政策

前章まででは、1920年代の日銀・政府の海外金融資産の動向を、残高（ストック）・収支（フロー）の両側面から検討し、各勘定の在外金融資産の残高および収支の実態と、正貨収支からみた日本の対外決済構造を明らかにした。それでは、在外金融資産の動向は、1920年代の日本の正貨・為替政策とどのように結びついていたのであろうか。本章では、数量分析の結果から政府の対外金融政策に関する研究史上の議論を批判的に再検討し、新たな論点を提示する。

(35) 岸田「東京市外債発行交渉と憲政会内閣期の金本位復帰政策」、および寺村泰「1920年代の対外為替政策——20年代中葉における政策転換の解明」『土地制度史学』第108号、1985年7月。

## (1) 「在外正貨払い下げ」の再検討

第一の論点は、1920年代の対外金融政策における「在外正貨払い下げ」の意義についてである。序論でも指摘したように、「在外正貨」について言及する先行研究の多くは、「在外正貨」の為替銀行への払い下げに注目し、その財政・金融政策上の意義を論じてきた。たとえば伊藤正直は、「正貨売却は20年1月から29年11月までの10年間に約10億円にのぼり、同期間の在外正貨減少額にほぼ匹敵している。……外債発行手取金の受入・買取による在外正貨補填額は3億6,000万円であり、これをさらに差し引いても在外正貨減少の70%近くは、正貨売却によりもたらされたことになる。正貨売却こそが20年代における正貨減少の主要因<sup>(36)</sup>だったのである」と指摘している。

しかし、これまでの諸研究では、ストック概念としての「在外正貨」残高の減少と、正貨勘定の収支項目の一つである為替銀行への正貨売却、あるいは外債発行を結びつけて論じてきた結果、それら以外の正貨収支項目の存在が軽視、あるいは捨象されていた。前章までに行った海外正貨勘定の収支（フロー）の検討結果からは、こうした従来の議論に対して次の点が指摘できる。

第一に、1920年代の対外決済にしめる政府経費、特に外債元利払い費の重要性が従来の研究では軽視されてきた。前掲表6からも明らかなように、1922年～29年における政府対外経費（外債元利払い費・海軍省経費）はそれぞれ7億5,057万円、9,153万円であり、同期間の為替銀行への売却額（政府勘定5億1,449万円、日銀勘定2億6,446万円）に匹敵し、<sup>2</sup>政府勘定においては前者が後者を上回っていた。

第二に、1920年代の対外決済構造を1924～25年を境界に前半期と後半期に分けた場合、対外決済における「在外正貨払い下げ」の重要性には大きな相違が存在した。為替相場の維持を目的とした為替銀行への正貨売却が行われたのは1925年1月までであり、その大半が1923年9月から24年5月までの関東大震災後に集中していた。それに対し、1920年代後半に行われた為替銀行への正貨売却の規模、海外正貨勘定へ与えたインパクトは、図4、図5からも明らかなように、相対的に小さかった。また、1927年の金融恐慌後に行われた正貨売却は、為替銀行の資金供給というよりは、金融恐慌後の投機的な金流出への対応や、経営危機が表面化した台湾・朝鮮銀行の救済を主な目的としていた。正貨売却のルートも、それまでの日銀を経由した売却ではなく政府勘定からの直接売却へと変化し、1927年に住友銀行・朝鮮銀行に売却された正貨の一部は同年中に政府に買い戻されている（表6）。金融恐慌後の正貨売却は一時的な貸出金の性格が強かったと考えられ<sup>(37)</sup>、1920年代前半における正貨売却とは質的にも異なっていたといえよう。

すなわち、為替銀行への「在外正貨払い下げ」は、正貨減少の主要因の一つであったが、対外決

(36) 伊藤『日本の対外金融と金融政策』、138頁。

(37) たとえば、1927年に横浜正金銀行へ支払われた正貨のうち、1,244万円は為替資金調達のための正貨売却であったが、残りの1,097万円は、正金ロンドン支店の政府預金口座への預け入れ金であった（表6および東京銀行編『横浜正金銀行全史』第3巻、東京銀行、1981年、206～209頁）。

済上重要性を持ったのは1920年代前半期までであった。大戦期に蓄積された在外資産の3分の2を失い、為替相場の低落を容認した1920年代後半期における日本の対外決済構造は、年平均1億円を超える政府の対外支払い経費（外債元利払い費と海軍省経費）が最大の流出要因であり、それを継続的な外債発行によって補填するという、第一次大戦前の対外決済のパターンとも類似した構造を示していた。

ただし、1920年代の対外金融が必ずしも大戦前の構造に回帰したわけではない。第一次大戦後には、政府だけでなく電力会社を中心とする民間企業による外債発行が本格化した。1923年から28年に発行された特殊会社を除く民間外債は4億3,938万円に達し、<sup>(38)</sup> その手取金は、政府が買い上げた28年の東京電灯社債手取金の一部（約5,000万円）を除き、全て民間に供給された。民間外債の発行は、短期的には日銀・政府の正貨売却に代わる外貨供給手段として機能しており、政府による外貨調達が対外決済資金の供給を規定した大戦前とは明らかに異なっていた。

## (2) 1920年代末における「在外正貨の枯渇」の再検討

第二の論点は、日銀・政府の在外金融資産残高の評価についてである。1920年代の日本の対外金融政策、特に金本位復帰（金解禁）に関する研究は、日本が1929年に金解禁を最終的に決断した理由のひとつとして1920年代末の「在外正貨の枯渇」を指摘し、通説的な見解となっている。たとえば田中生夫は、「浜口内閣（井上蔵相）の登場する以前の田中内閣（三土蔵相）の末期に在外正貨はすでに枯渇寸前の状態にあった。そしてこのことが……金解禁を考慮させる、唯一ののではないにしても主要な要素になっていたのではないのか」<sup>(39)</sup>と指摘した。また伊藤正直も、「金解禁への道を最終的に軌道づけたのは、やはり在外正貨の涸渇であった。……『在外正貨』と国内正貨を切り離し、さらに『在外正貨』と通貨発行を遮断することによって、国際収支のインパクトを中立化する、という政策を維持していくことは不可能となった。金解禁は客観的には不可避の、そして政策的には唯一の道となったのであった」<sup>(40)</sup>と論じている。

確かに、政府統計に示された日銀・政府の保有する「在外正貨」の残高は、1929年3月末には9,100万円まで減少し、以後大蔵省は正貨残高の公表を中止している。また、この時期の政府文書は、たびたび「在外正貨」の枯渇について言及している。たとえば1928年1月の大蔵省文書は、政府が最低限海外に保有すべき正貨は約1億円であり、「在外正貨」残高が1億8,000万円（27年末）まで減少した現在、政府の対外支払いを在外正貨により決済することは早晩困難となり、為替送金

(38) 橘川武郎『日本電力業の発展と松永安左エ門』名古屋大学出版会、1995年、第1章。邦貨換算レートは平価による。

(39) 田中生夫「金解禁史の再検討覚え書——金本位制・再建金本位制に関する深井英五の見解」玉野井他編『戦間期の通貨と金融』、197頁。

(40) 伊藤『日本の対外金融と金融政策』、213頁。

に切り替える必要があると指摘している。<sup>(41)</sup>

しかし、第1章で検討したように、「在外正貨」は、その定義から日本の在外金融資産の全てを示すものではなく、日銀・政府は「在外正貨」統計には含まれない金融資産として海外に有価証券を保有していた。これらを含めた日本の在外金融資産の残高は、1928年末においてもおよそ3億円（政府勘定2億円、日銀勘定1億円）を維持していた。すなわち、1920年代末の「在外正貨の枯渇」とは、流動性の高い「正貨および政府外国政府証券」の減少を意味していたのである。

そして、1920年代末に「在外金融資産」と「在外正貨」残高のギャップが拡大する最大の原因となったのは、日銀・政府の海外正貨による日本政府外債の買い入れである。日銀・政府の政府外債残高（表1）は、1924年末の7,902万円から29年6月には1億7,578万円へと大幅に増加し、その大半が政府による保有の増加であった。政府海外正貨勘定の収支動向（表6）をみても、1925年から29年6月までの政府外債購入費（「本邦外債買入」「国債買入資金」より「本邦外債償還および売却」を除いたもの）の総額は1億678万円で、当該期の外債残高の増加とおおむね一致する。特に1928年には政府外債購入のために4,685万円が政府正貨勘定より支出され、これは同年中の海外正貨残高の減少額（4,471万円）にほぼ等しかった。

それでは、この「政府海外正貨による政府外債の買い入れ」は、どのような政策的意義を持ち、これまでの日本の対外金融政策、あるいは金解禁問題に対する研究に対して、どのような問題を提起するのだろうか。ここでわれわれは、二つの問題に答えなければならない。その第一は、議論の前提にかかわる問題、すなわち、政府が保有する政府外債を決済手段としての在外金融資産に含めることの是非である。この点について、「在外正貨」の枯渇が深刻化した1929年1月に作成された大蔵省文書は次のように述べている。

……併シ此ニ考慮ヲ要スルハ政府及日銀ニ於テ保有スル外貨証券〔政府外債・政府保証外債を指す——引用者〕ノ資金化ノ問題ナリ。之等ノ外貨証券ハ一面在外資金運用ノ手段ナルモ他面何時ニ於テモ之ヲ資金化シ以テ正貨補充ニ資スヘキ目的ヲ有スルモノナリ。……併シ之ガ資金化ハ極メテ徐々ニ行ハル可キモノニシテ若シ急速ニ之ヲ行フトキハ之カ為証券市価ヲ崩シ啻ニ之ヲ所有スル政府日銀ノ欠損トナルノミナラス我対外信用ヲ傷ケ我新発行其他ニ極メテ不利ナル影響ヲ齎スヘシ。依テ之カ資金化ハ相当長期ニ渉ルヘキモノトシ其ノ処分得可キ金額ハ既往ノ実績ニ徴シ先ツ一カ月百万円ヲ限度トスヘシ。<sup>(42)</sup>

この文書が示すように、政府による政府外債の保有は「在外資金運用」の一環であり、流動性・

(41) 大蔵省文書「外国為替及正貨ニ関スル件」（1928年1月10日）、『日本金融史資料 昭和編』第21巻、344～349頁。

(42) 大蔵省文書「正貨補充策」（1929年1月10日）、『日本金融史資料 昭和編』第21巻、352頁。

換金性に制限はあるものの、必要な場合には売却して正貨補充に利用可能な金融資産として認識されていたと判断できる。

もう一つの問題は、政府公債の保有拡大、特に政府海外正貨による買い入れがなぜ行われたのか、という点である。すなわち、一方において「在外正貨」の枯渇が問題となっていながら、他方において正貨残高の減少に結びつく政府外債の買い入れが行われる過程には、いかなる政策上の意図が存在していたのであろうか。本稿では考えうるいくつかの仮説を提示し、その可能性を検討することにした。

### 仮説1：政府外債利払い負担の軽減

第2章で指摘したように、政府外債の元利払い費は1920年代を通じて政府海外勘定からの恒常的かつ最大の正貨流出要因であり、政府内部でもその削減が大きな課題となった。政府外債の買い入れは、在外資産の固定化をもたらす反面、政府の利払いを軽減し、正貨の対外流出を抑制する効果を持つ。したがって、政府の正貨政策の目標が、海外正貨残高の維持（ストック重視）よりも正貨流出の抑制（フロー重視）に置かれた場合、政府資金による外債の買い入れは有効な政策手段となる。

### 仮説2：外債借り換え準備

1920年代後半期の政府の正貨・為替政策の議論において、常に重要課題として認識されていたのは、31年1月に満期を迎える第二回四分利付英貨公債2,500万ポンド（約2億5,000万円）の償還（借り換え）問題であった。<sup>(43)</sup> 同じ借り換え公債である1924年の政府外債が「国辱外債」と批判される高利債となったこと、また、金利水準が上昇し大規模な起債が困難となった1920年代の国際金融市場の状況を考慮すれば、政府は該当する英貨債の買入銷却をすすめ、起債額の抑制につとめる必要があった。実際、1926年度には843万円、27年度には407万円の四分利付英貨公債が政府海外正貨によって買い戻され、<sup>(44)</sup> また1928年度にはロンドンで保有する六分利付英貨公債340万ポンドを売却し第二回四分利付英貨公債を購入する計画があった。<sup>(45)</sup>

### 仮説3：市場における政府公債相場の維持

1924年の政府公債以後、特にアメリカで発行された政府外債・政府保証外債には減債基金条項が設けられ、毎年一定額の公債を銷却することが義務づけられた。これは市場での日本政府外債の相場を維持し、投資家に対する資産価値を保障することを目的としていた。一方、1926年にイギリスで行われた東京市外債の発行交渉に際しては、発行条件の基準となる六分利付英貨公債を預金部資金（＝政府海外正貨）によって買い入れ、発行条件の改善を図ろうとした記録がある。<sup>(46)</sup> 日本の対外

(43) 早くも1926年には大蔵省内で「今後五年間ノ正貨政策」という文書が作成され、1931年の外債償還期限までの正貨収支予想と正貨補充策の検討が行われている（大蔵省『昭和財政史資料』3-040）。

(44) 前掲大蔵省文書「正貨補充策」356頁：別表第一「在外正貨振替政府海外払調」。

(45) 『横浜正金銀行全史』第3巻、275頁。

信用を維持し、新たな外債の発行条件を有利にするために、政府は外債買い入れを行ったと考えられる。

#### 仮説4：為替銀行への資金供給

政府外債の一部は、発行団の一員でもある横浜正金銀行や、朝鮮・台湾銀行などの政府系銀行によって保有され、英米で短期資金の融通を受ける際の担保として利用された。『横浜正金銀行全史』には、1928年に正金銀行が四分利付英貨公債137万ポンド（約1,400万円）を政府に売却し、外貨資金を調達したとの記録がある。<sup>(47)</sup> その時期や方法など詳しい事実関係は不明であるが、政府は為替銀行が保有する政府公債を一時的に買い入れ、為替資金の供給を行った可能性がある。

1920年代末における「政府正貨による政府外債の買い入れ」は、上に示した要因の複数が関連していたと考えられる。いずれの原因にせよ、1920年代末の正貨減少は、対外的な正貨の流出というよりは、在外金融資産勘定内における海外正貨の政府外債への組み替えによって生じたものであった。そして、政府外債の換金性を考慮すれば、有価証券を含む日本の在外金融資産は「固定化」したものの「枯渇」したのではなかった。

さらに、政府外債の買い入れが行われた理由が、償還期を迎える外債の借り換えや、将来的な対外債務・元利支払いの抑制にあるとすれば、「在外正貨の枯渇」が金解禁を不可避としたとする従来の議論には再検討の余地がある。すなわち、近い将来の金解禁と外債の借り換えを念頭に公債買い入れ政策が行われ、その結果として、「在外正貨」として示される海外正貨・外国政府証券が減少したと考えられるのである。

### 結論と展望

以上本稿では、1920年代における日銀・政府の在外金融資産の動向を、一次史料を用いてストック・フローの両側面から数量的に検討し、日本の対外決済構造を明らかにするとともに、分析の結果から、日本の対外金融政策に関する議論を批判的に再検討した。

本稿では、第一に、従来の「在外正貨」統計が捕捉していなかった有価証券（日銀の外国政府証券および政府・日銀の保有する日本政府外債）を含む、1920年代の日本の在外金融資産の全体像を明らかにした。その結果、在外金融資産残高は1920年代前半に大幅な減少を示したものの、20年代後半期に減少の幅は小さくなり、20年代末までおよそ3億円の水準を維持していたことを確認した。

第二に、日銀・政府の正貨勘定の収支（フロー）を集計し、特に海外正貨勘定に注目して1920年

(46) 岸田「東京市外債発行交渉と憲政会内閣期の金本位復帰政策」, 58頁。

(47) 『横浜正金銀行全史』第3巻, 276頁。この手取金は日銀への借入金返済に充てられた。

代の日本の対外決済構造を考察した。1920年代の「在外正貨」に関する従来の研究は、為替銀行への正貨払い下げによる「在外正貨」の減少と、外債発行による正貨補充の二点を中心に議論が行われ、金解禁問題を中心とする政府の為替政策との関連や正貨売却の過程、あるいは外債発行の意義が問われてきた。しかし、海外正貨の収支の検討からは、政府の対外支払い経費、特に外債元利払い費の重要性が指摘されるとともに、為替銀行への正貨売却の意義が1920年代の前後半では大きく異なっていた点が明らかになった。これらの事実は、1920年代の対外金融政策を「20年代」、あるいは「金輸出禁止期」という一つの時期区分として論じることへの疑問を提起する。本稿では、1924/25年を境界とする二期間の海外正貨の収支構造を検討した。その結果、1920年代の前半には、為替銀行への正貨売却が大戦期に蓄積された在外金融資産ストックの取り崩しによって賄われたのに対し、後半期には為替銀行への正貨売却の重要性は相対的に小さくなり、年間1億円を超える政府の対外支払い費を内地正貨現送と新たな外債発行によって補充する構造が看取された。

また、日銀・政府の在外金融資産残高の検討からは、従来の「在外正貨の枯渇」の評価に対する疑問が提起されるとともに、「在外正貨」と「在外金融資産」のギャップ拡大の原因となった、20年代末の「政府正貨による政府外債の買い入れ」という新たな論点が提示された。この点に関して本稿ではいくつかの仮説を示したが、1920年代末の「在外正貨の枯渇」の実態が、在外金融資産内部における資産の「固定化」（流動性の低い政府外債への組み替え）に過ぎなかったことは明らかであろう。そしてこの事実は、先行研究が指摘した「在外正貨の枯渇→金解禁の実施」というロジックに対する疑問を提起する。すなわち、1920年代末の「在外正貨の枯渇」は、1931年の政府外債期限までの金解禁実施が不可避であるという前提のもと、その準備として政府が海外正貨による政府外債の買い入れを開始した結果であったと考えられ、日本の金解禁政策は、政策史上の転換点である1929年よりも早い時期に事実上開始されていた可能性が指摘できる。

本稿では、正貨勘定の数量分析の結果から従来の金融史・経済政策史研究を再検討するという問題発見的なアプローチをとった。その結果、研究史上の議論に対する問題点や仮説を提示したが、数量分析の結果と実際の財政金融政策との関係について、本稿での指摘が十分に証明されたわけではない。筆者に課せられた次の課題は、再び政策過程に関する一次史料の検討に立ち返り、1920年代の対外金融政策の実態を明らかにすることである。

(経済学研究科研究生)