

會學濟經學大國帝都京

叢論濟經

號六第 卷九十二第

行發日一月二十年四和昭

論叢

地租に於ける累進 法學博士 神戸 正雄
 運賃負擔力の表現とし容積と重量 經濟學博士 小島昌太郎
 平均生産力説について 文學博士 高田 保馬

說苑

貨幣價值決定原理の一考察 經濟學士 柴田 敬
 所謂公開市場取引に就いて 經濟學士 島 本 融
 明治政府の貸附金 經濟學士 吉川 秀造

講演

國民的産業としての生糸 法學士 勝山 勝司

雜錄

地方税不動産取得税 經濟學士 安田 元七
舊津藩士 斗南士族の就産 經濟學士 堀江 保藏
 統計拾穗抄 法學博士 財部 靜治
 株價指數に就いて 經濟學士 益田 熊雄
 近着外國經濟雜誌主要論題

附錄

本誌第二十九卷總目錄

(禁 轉 載)

所謂公開市場取引に就いて

島 本 融

第一 公開市場取引の意義

公開市場 (open market) とは或目的物の獲得の競争者たるに何等資格上の制限なき市場を言ふ、故に中央銀行の公開市場取引 (open market operation) とは語義より之を言へば、中央銀行がその相手を特定範囲のものに限定せず廣く一般銀行會社個人等との間に行ふ所の取引の凡てを指すものと言ふべきである。而して此語が始めて注目されるべき方法に於て使用されたのは聯邦準備法に於てあるが、同制度に於ては聯邦準備銀行はその加盟銀行の準備銀行たるを原則とせられ、割引の如き最も重要な取引は加盟銀行との間にのみ行はるべきものとし、只特に若干の取引に限り廣く加盟銀行以外の銀行會社個人等とも取引し得る事としたから、之を特に公開市場取引と稱するに至つたのである。即ち割引取引の相手が加盟銀行に限定されてゐるのに對して、公開市場取引にあつてはその相手は即ち公開市場であつて、加盟銀行は勿論、あらゆる範圍に及び得るものとされたのである。此の點を指して此處には假りに公開市場取引の公開性と稱する事とする。

1) Encyclopedia of banking and finance, p. 442. money, credit and banking principle, p. 33^b.

Wright : Readings in

然しながら此の公開性のみを以ては、所謂公開市場取引をして今日の如く人々の注意を惹かなかつたのではないかと思ふ。何となれば既に英佛獨の中央銀行の如きに於ては、特に公開市場取引なる術語こそ存在しなかつたけれども、却つて特定の取引に限らず、割引取引をも含めて凡ての取引は公開性を帯びてゐたのであつて(註)、殊に佛獨の中央銀行が多數の營業所を有し、多くの銀行以外の取引先を有せる事は屢々説かるゝ所の如くである。即ち米國の場合は公開市場取引のみが公開性を有してゐるに止るのに對して、既に早くより英佛獨等にあつてはその凡ての取引が公開性を有してゐたのである。故に今聯邦準備法に於て所謂公開市場取引を規定した所で、只それが公開性のみを具へてゐるに止るものならば何等の目新しい事實と言ふ事が出来ないのみならず、公開性は此の場合に於て却つて縮少されてゐるものと言はねばならなかつたのである。

(註) 米國上院の National monetary commission の "Interviews on the banking and currency systems of England, Scotland, France, Germany, Switzerland, and Italy." 217

英獨銀行については、問「貴銀行は會社商人及び個人より預金を受入れ又その爲に割引をなさるゝと言ふが、その業務上株式銀行と競争の地位に在らるゝものと言ふべきか」。答「或意味に於て然り」と、

佛蘭西銀行については、問「佛蘭西銀行は銀行の銀行と見るべきや、又は一般公衆の銀行と見るべきや」。答「佛蘭西銀行は久しく銀行の銀行なりしも……今日に於ては何人も躊躇する事なくそは既に——貴下の所謂——佛蘭西公衆の銀行であり今後も益々然らんとしつゝあるものと答へる事を得」。問「されど取引は銀行に對するものの方多からずや」。答「そは割引に就いてのみ眞なり。然れども貸付及び證券に關する取引にありてはその顧客は主として個人なり云々」と、

ライヒスバンクについては、問「銀行は一商人により振出され他の商人によりて引受けられたる手形を割引くや」。答「然り、

2) Interviews, p. 24.

3) " " pp. 207-208.

4) " " p. 339.

ライヒスバンクは只に銀行の銀行たるのみならず、又帝國の商工業企業の爲の銀行なり。問「貴銀行は商人に對し直接に貸付を行はるゝや」答「然り」と

の間答ありたる由の記載がある。

然も此の中央銀行の取引の公開性なるものは市中銀行の發達の爲にその必要を認めらるゝに至つたものであるが、實際上はその市中銀行の強力化の故に、中央銀行が營業所を増置し個人取引の如きを増加せんとする事は愈々困難とさるゝ事情にあるものである。故に此の點より言つても所謂公開性の故に公開市場取引が今日の如く世人の注意を惹くと言ふ事はあり得ないのである。

然らば所謂公開市場取引が今日の如く注意を惹くに至つた理由は何れにあるのであらうか。その點を明にするには所謂公開市場取引の内容を少しく知る必要がある。聯邦準備法第十四條によれば聯邦準備銀行は發券銀行につきものゝ金の賣買の權能の外に、銀行引受手形、政府證券其他の賣買の權能を與へられてゐるのである。而して此場合には一般公衆の側より積極的に賣付け又は買入れんとし、準備銀行は只受働的に之に應ずる場合もあるが、準備銀行の側より一般公衆に向つて積極的に賣出し又は之より買入るゝ事も出来るのである。今假りに此の點を公開市場取引の積極性と云ふ事にする。

然るに割引政策の奏効は市中銀行が中央銀行に割引を依頼して來るか否かによつて定るのであつて、若し市中銀行が接近して來ない場合には何事も出来ないのである。處が此の場合に右の如き權能を利用して積極的に證券を賣買する時は、或程度まで市中銀行をして中央銀行に接近せし

むる事ができるのである。然も先きに述べたやうに市中銀行は漸次中央銀行に依頼する度合が少くなりつゝあるのが近年の實狀であるから、其の點より言つて此の取引の今日有する意味は甚だ重要なものがあるのである。かゝる際に當つて準備銀行は一九二二—三年以來盛んにその信用政策の一部分として此の方法を利用したが、之はその組織的であつたのと規模の大であつた事の爲に特に世人の注意を惹いたのである。其の結果公開市場取引なる語は俄かに有名となり、今日では米國以外の諸國に於ても證券の積極的賣買の意味に廣く用ひらるゝに至つたのである。而して公開市場取引がかく人々の注意を惹くに至つた根本の點はその積極性に外ならないのである。

故に例へば聯邦準備局年報（一九二三年度）には次の如く言つてゐる。「割引取引と公開市場取引との相異は、再割引にあつてはイニシアチヴが加盟銀行に存在するに對し、證券の賣買にあつてはイニシアチヴが準備銀行に存在し得る點にある」と。今若し人ありて輕々に此の説明を聽取したならば、公開市場取引の公開とは如何なる意味かを了解に苦しむかも知れない。只そこに斷然他の取引と區別さるゝ所以のものはその取引が右に言ふ積極性を有する點であらう。かくて公開市場取引に於て公開性は漸次その重要性を失ひ、積極性が漸次その重要性を増しつゝあるのが今日の實際であると思ふ。即ち公開市場取引はその語義より言へば公開性を特徴とするものであるが、今日注意すべきはその積極性にあると言はねばならぬ。此の點を巧みに説明してパーチェスは公開市場取引に廣狹二義ありとし、廣義のそれは此處に所謂公開性ある取引を指し、狹義のそれは所謂積極性ある取引を指すものとしてゐる。而して聯邦準備法を離れて公開市場取引なる

5) Tenth annual report of the Federal Reserve Board (1925), p. 14.

6) R. Burgess: The reserve banks and the money market, p. 206.

語の用ひらるゝ場合には必ず此の狹義に使用されてゐるのである。以下所謂狹義の公開市場取引に就いてその目的効果及び客體等に就いて若干の考察を試みたいと思ふ。

第二 公開市場取引の目的

かくて所謂(又は狹義の)公開市場取引は積極性をその特徴とするのであるが、そう云ふ上は何等かの目的が之に伴はねばならぬ事は普通に考へらるゝ所であらう。然らば此場の目的は如何なるものであらうか。

ワードは聯邦準備銀行の場合の公開市場取引の目的を考察して一、投資二、通貨統制三、引受手形市場の創設であるとなして居るが、引受手形に就いての事情は米國に固有であるし、又米國に於ける引受手形の取引は後にも述ぶる如く準備銀行は只受働的に買入れるばかりであつて、こゝに所謂公開市場取引に入らない。故に一般に公開市場取引の目的として問題となるは投資と通貨統制の二だけである。

而して英獨等の中央銀行は準備銀行設立のすつと以前から、此處に所謂公開市場取引を割引政策の補助手段として通貨統制の目的の爲に用ひられてゐたのであるが、それにも拘はらず聯邦準備法制定の際の報告書等には公開市場取引によりて通貨統制を行ふと云ふやうな事は殆ど何も述べられて居なかつた。只上院の委員會では一個の卓れた意見が述べられた。それは歐洲の發券銀行の既に承認された慣行に従つて、割引額を増減し以て割引歩合を一層有効にする爲に準備銀行

1) H. L. Reed: The development of Federal Reserve policy, pp. 187-189.

の賣買すべき特殊の證券を政府に於て發行すべしと言ふのであつた。²⁾然し實際上の發達は久しく此の方向に發達せず、其間只投資のみが公開市場取引の目的と考へられて居たのである。それが通貨統制の目的の爲に此取引を始むるに至つたのは前述の如く一九二二—三年以來の事である。然し一九二三年春創立されたる準備局の公開市場投資委員會の綱領の如き³⁾に於ても尙次の如く述べられてゐるのである。

聯邦準備銀行の公開市場取引に當つては其方法性質數額は而取引に適應するを第一の目的としその賣買の一般信用状態に及ぼす影響を考慮せざるべからず。

公開市場買入の選擇に當つては政府證券殊に短期證券の買入が該證券市場に及ぼす影響を考慮すべし。又公開市場買入は所謂買戻約定による短期國庫證券を除き商業上の投資たるべし。云々

之によれば一面公開市場取引は通貨統制を主目的とするものとするも、尙短期政府證券市場の創設を目的とする買戻契約による短期國庫證券の取引を除きたる他の取引は商業上の投資たる事を要求するものであつて、兩個の目的の關係は決して明ではない。

然しながら此場合に甚だ興味ある事には公開市場取引を行ひたる場合の通常の効果より觀察する時は、實際上は此取引によりては通貨統制以外に、投資の目的を達する事はできないのである。其點を明にする爲には公開市場取引の効果を顧みなくてはならぬ。

第三 公開市場取引の効果

2) Financial Chronicle, Dec. 15, 1928 所載 R. Burgess の演説 (p. 3341.)

3) 1923年3月22日の聯邦準備局決議。

一九二二—三年來の準備銀行の公開市場取引に就いては、その効績を熱狂的に賞讃する人が少くない。然るに之に對して昨年來此取引を非難し、準備銀行より斯くの如き權能を剝奪すべしとの論者が現はれた。然も吾々はその兩者は何れも公開市場取引の效果の正當なる觀察を忘れたるものなるを注意したい。

例へば公開市場取引の効果を賞讃するに最も熱心なミッドランド銀行月報（一九二七年七月—八月號）⁴⁾の如きは次の如く言つてゐる。

「信用統制の實行の爲に中央銀行當局の手に在する武器は割引利率と公開市場取引である。此兩者はともに銀行の現金準備に影響を及ぼし、その結果或程度迄信用の數量に影響を及ぼす。然し、割引利率の變更の效果は間接的である。何とならば手形の割引を求むるイニシアチブは顧客に存するからである。而して此方法により中央銀行の齎し得る所はそれぞれ手形の呈出を制限し又は獎勵するを得るに過ぎないのである。然るに公開市場取引は中央銀行のイニシアチブに基いて、他の銀行をして手形の呈出を増加し又は手控へせしめると云ふやうな方法によらず、投資證券引受手形又は他の適當なる證券を賣買する事により行はれその結果中央銀行は、その収益資産を増減する事となるのである。故に二つの方法のうち後者は前者に比し遙かに有力である。何とならばそれは只に銀行利率と獨立に使用され得るのみならず割引利率の變更の影響を全く發生せしめる事なく、又必要な場合には更にそれ以上効果を生じ得るからである。……」云々

之に對して聯邦準備局の Adolf C. Miller はストロング案の審議に際し、意見を述べたるを始めとし、其後の機會に於ても、公開市場取引の制限を主張するに至つた。此意見は之を支持する者もあるが尙、勿論一部の人々の意見に過ぎない。之は先きの意見が一九二二—三年以後の金流入期の公開市場取引に注目するに對して一九二七年夏の所謂低金利策當時の公開市場取引に注目

4) The Problem of Gold Value. (Midland Bank. Monthly Review, July-August 1927. pp. 3-4.)

しその弊害の大なるを唱ふるものである。故に公開市場取引が、その結果の利害に拘らず甚だ信用統制上有力なるを認むる事は前者と同斷である。彼も亦次の如く言つてゐる。

「證券の買入は信用の基礎を擴張するの効果を持ち、證券の賣却は之を收縮せしむるの効果を持つ……云々」⁵⁾

即ち公開市場取引が信用の基礎たる現金準備に影響し、やがては信用の總額に迄影響を及すものとみなして居る事は兩者とも同様である。

成程一寸考へた所では、證券を買入れた場合には準備銀行は代金として聯邦準備資金を拂出し、證券の賣手は之を受取つて取引銀行に預入れ、次に此銀行は之を準備銀行に預託し、該市中銀行の準備金はそれだけ増加する事となり、之を基礎として信用の擴張をなし得るに至ると考へられるのである。之と反對に準備銀行が證券を賣却した場合には、證券の買手は取引銀行宛の小切手を振り出して、之を以て準備銀行に拂込み、爲に準備銀行に於ける當該銀行の準備預金は此の小切手額だけ減少するに至り、之を基礎とする信用は收縮のやむなきに至ると考へられるのである。

然し乍ら實際に當つてはかくの如き結果を來すことは誠に稀である。何となれば加盟銀行が準備銀行より融通を受けてゐる場合には出来るだけ此債務を辨濟せんとするものであるから、右の場合證券の代金として準備銀行の市場に出した準備銀行小切手を加盟銀行が受取る時は、該加盟銀行は小切手を以て準備銀行よりの債務の辨濟に當て、敢て信用擴張の爲に使用しやうとしないのである。かくて準備銀行の證券買入の結果は通常その貸付及有價證券の増加とならず。寧ろ貸

5) A. C. Miller: The Federal Reserve System, (The Statist, June 30. 1928, Jubilee Section, p. 37.)

付の減少となつて證券の買入を相殺し、全額に於て變化したことになる。その結果加盟銀行の信用の量も殆ど増加しない。故にかゝる債務が存在しない場合には此處に述ぶる通りにならない場合もあるが、かくの如き状態は極めて稀である。

反對に準備銀行が證券を賣却した場合にも準備銀行に於ける加盟銀行の預金が減少すると、加盟銀行はその信用を收縮する事なく準備銀行より信用を得て不足を補ふ事が多い。

此の點を例へてローレンスは次の如く言つてゐる。

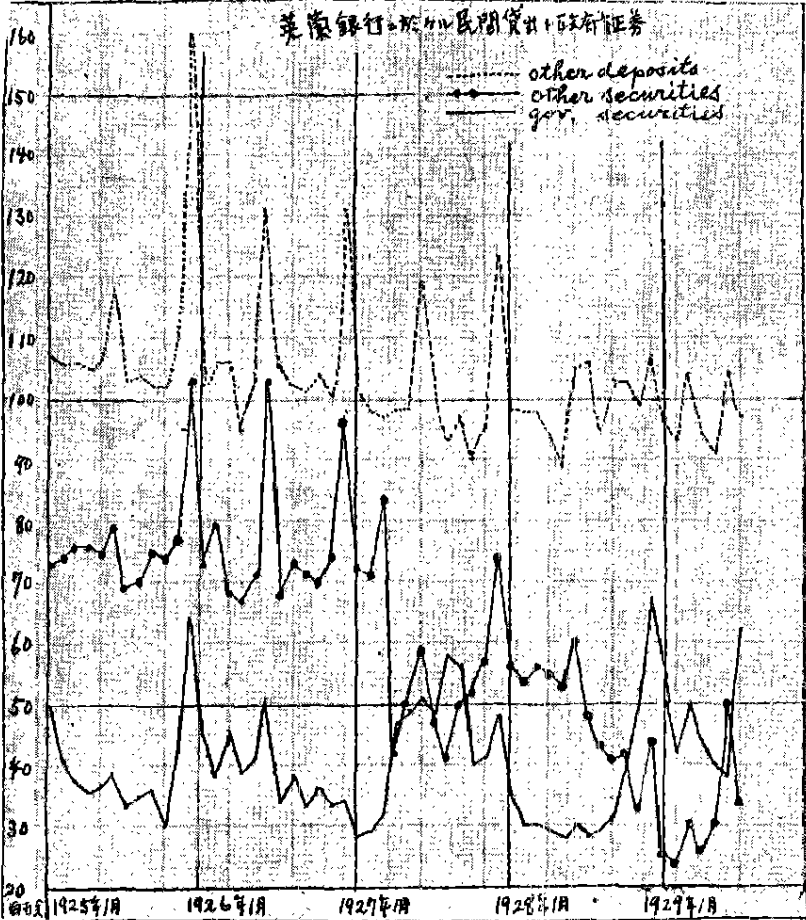
「吾々は中央銀行を二つの門を有する城に譬へる事ができる。主なる門は、日常の出入に使用され、貸付割引門と稱せられる。他の門は、裏門であつて特別な合言葉を知りきへすれば獨立に入城ができる。之等は法律の定めたる盛裝をなせる商業手形である。其外此の補助門を出入する他の一團がある。之は政府證券であつて、彼等は只城の内部からの命令によつてのみ出入する。後の二者がやつて來る場合には、弗を持ち込み準備を豊富にする、出て行く時には弗を持ち出し準備をそれだけ減少する。此準備の弗が追出さるゝ場合即ち銀行が證券を賣る場合にも必ずしも城に入る事が禁ぜられてゐるのではない。只正門に廻つて入城料(割引利率)を支拂へば再び城に入る事ができるのである。……云々」

而して準備銀行の實例に就いて右の點を證明する事は、既に充分試みられた所である。⁷⁾ 此處には英蘭銀行の場合に就いて次の如き圖表を作つてみた。大體事情は同一であると見る事ができるかと思ふ。

6) J. S. Lawrence: Stabilization of prices. p. 276.

7) *ibid*, pp. 275-287. & Burgess, *ibid*, pp. 209-213.

説苑 所謂公開市場取引に就いて



第二十九卷 八八二 第六號 九四

然らばかくの如く證券の賣買は信用供給量に影響を及ぼさないのが通常であるとすれば、證券の賣買は信用状態には何等の影響をも與へないものと解せられるかも知れない。又實際かくの如く考へて公開市場取引は徒に國債市場を攪亂するに過ぎない有害無益のものとなすものもある。⁶⁾

然し證券の買入は米國に就いて言へば加盟銀行の準備銀行よりの債務を軽減しその貸付政策に著しく餘裕を生ぜしむるに至る。之に反して準備銀行に依る證券の賣却は加盟銀行の債務を増し、彼等をして頗る窮屈な貸付政策を採らしむる結果になる。即ち先きにも述べた如く、割引手段の準備手段として又割引歩合の効果を一層大ならしむる手段として甚だその効果大なるものがあるのである。

只右によりて明なる如く公開市場取引による證券買入は一の収益資産を他の収益資産と代へるだけで、決して通常に収益資産を増加するものではない。然るに政府證券の利廻は、加盟銀行貸出利率より低いのが通例であるから、政府證券の買入によつては収益を増加する事は殆どなく、従つて前述の如く公開市場取引は投資の目的には適しないと云ふ事になるのである。⁷⁾

第四 公開市場取引の客體

然らば次に公開市場取引は如何なる客體につき之を行ふ事を得るかと云ふに、此問題は以上述べたる所の意義目的効果等によりて大なる制約を受ける事勿論である。

8) Financial Chronicle, May 5, 1928 卷頭評論.

9) Burgess: *ibid.*, pp. 213-214.

今日公開市場取引に用ひられる最も普通なるものは政府證券である。然し政府證券による公開市場取引は適當でないから、一般の商業手形の賣買はともに通貨の創設回収となるのであるから、先

所で中央銀行の政府證券又は商業手形の賣買はともに通貨の創設回収となるのであるから、先づ問題は此の立場から觀てみる必要がある。然し只中央銀行の通貨創設は伸縮的でなくてはならないと云ふ立場からのみ言へば政府證券と商業手形の賣買の間には、是非の別を充分につける事は不可能であらうと思はれる。成程一見した所では政府證券の買入により發行されたる通貨は伸縮性を缺いてゐるやうであるが、元來その買入れたる政府證券は任意の時に賣却する事ができるのであつて、或意味に於て却つて大なる伸縮性ありとも言へるかも知れないのである。故に政府證券の買入による通貨の創設を理論的に全然之を非なりとする人があるならば、それはペンディクセンの通貨創設理論のやうな立場よりして始めて然か言ひ得るものであらう。然し乍ら尙此立場よりするとしても、公開市場取引が通貨創設の常道でなく補充的のものにすぎないとすれば、その弊も必ずしも大でないだらう。

けれども普通にはかゝる立場から政府證券の使用を不可とし商業手形の使用を可とされるものではない。多くは(一)政府證券の量及び満期日等に就いて政府の財政と通貨統制とはその便宜相一致せず、結局に於て政府財政の都合により金融市場が支配されるに至るとか、(二)金融統制の目的の爲に政府證券を使用する爲に政府證券市場を攪亂するとか、云ふ理由により右の如き主張を行ふのであるが、之は理論上常に然りと云ふのでないが確にかゝる傾向は存在する。然しそれでは

- 1) 田中金司氏：中央銀行の公開市場政策（經營學論集第二輯、148-151頁）も此點を力説されてゐる。
- 2) 金融制度研究会：中央銀行制度私案9-10頁の如き此の立場である。
- 3) W. G. Behrens: Das Geldschöpfungsproblem, S. 236.

商業手形を使用すれば全然之等の問題は存在せぬかと言ふに第一の點は、買取る必要のある時は市場に手形の供給大なる時であり賣る必要ある時は即ち手形供給小なるときであり、手形の満期は即ち金融市場の資金不要の時であるのであつて、甚だ好都合であるが、それでも實際上の問題としては手形の發達未し所では數量の絶對額が甚だ少く、期限に就いては中央銀行に賣却さるゝ手形の期限(註)は甚だ短きを常とするとか云ふ困難がある。更に第二の點は商業手形市場が中央銀行に依頼する事は程度の差こそあれ、政府證券に比して大であるから、此の憂は商業手形に就いて却て大であらう。

(註) ライヒスバンクの保有する手形の期限に就いて考へて見ると戦前に於ては一年間の平均にて、

十四日以内に満期となるもの	一九〇〇年	一九一〇年	一九一三年
十四日—二十八日内に	三〇・八%	三四・二%	三五・三%
以後二ヶ月内に	一六・七%	一六・九%	一六・八%
	五二・五%	四八・九%	四七・九%

の如くであつたのが其後の通貨の價值の動搖期は別としても最近にては(最近の數字は一年間の平均にあらず各年十二月三十一日現在の状態である)

一月一日—十五日に満期となるもの	一九二六年末	一九二七年末	一九二八年末
一月十六日—卅一日に	三九%	三三%	四三%
二月及三月中に	一	一九	一八
	四二	四八	三九

の如くである。故にあまり此點は問題にならないだらう。

4) Die Reichsbank 1901-1925, 2. Teil, S. 71.

5) Verwaltungsberichte der Reichsbank für das Jahr 1926, 1927 u. 1928.

6) Plenge: Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt, SS. 385-386.

只聯邦準備銀行にては手形が「綠色」の時即ち發行されて問もない時は買入を拒絶するので十五日以内のものゝ絕對多數である。⁷⁾かくて問題は然く簡單に決する事はできない。特に現實の問題としては商業手形を代りに採用する事に就いては大なる困難が存在するのである。即ち商業手形の數額の不足と、商業手形を市場に賣却するに就いての實際上の困難が、之を公開市場取引の客體たらしむるに就ての大なる障害となつてゐる。

故に今日公開市場取引の活用は各國に於て漸次盛になつて來てゐるのであるが、今尙商業手形を此目的に供したる事例は殆どない。

此處に所謂公開市場取引は既に早くより歐洲の中央銀行によりて行はれ居た事は既述の如くであるが、此場合にも商業手形を用ひてゐない。

英國にては最初此の爲にコンソルを利用した。所謂 *Budlet's* 之であつて、コンソルを賣出して之を現金に替へ定期即ち二週間後に之を買戻すの方法に出でたのである。戰時中及び戰後に於ては此の代りに政府の大藏省證券賣出を利用し、政府が大藏省證券の募集金で政府貸上金を償還する場合には、英蘭銀行の金融市場に對する支配權を増大せしむる事を得たのである。⁸⁾

獨逸に於てもライヒスバンクは一九〇一年以來大藏省證券を此の目的に使用した。⁹⁾然し商業手形は之を賣却する權能は銀行法により之を認められてゐたけれども一度も之を實行しなかつた。

此點は明言されてゐる所である。¹⁰⁾然るに大戰後ライヒスバンクの根本的改造行はるゝや、政府財政と中央銀行との關係は斷然之を發生せしめてはならないと云ふ主義よりして大藏省證券の如き

7) 前掲 Burgess の演說。

8) W. F. Spalding: The London money market. pp. 87-89.

9) Die Reichsbank 1901-1925. S. 10.

10) Die Reichsbank 1876-1900. S. 19, 76 u. 132.

もその買入は只顧客の繼續的取引を維持するに必要な範圍に止るべきものとしたのである(第二十一條)。只商業手形は從來通り之を買又は賣る事ができ、賣放つた手形は別に之を週報に明記すべき事とした(第二十六條)。而して其後の週報に右の賣放ちたる手形により發生する事あるべき債務額が發表されて居た。然し之は公開市場に對して賣放つたものではなく、その相手は公共機關であつて、その遊資を之に運用せしめたものに過ぎない。¹¹⁾然も此の事實も一九二六年前期中に中絶し其後再び見る事ができない。

佛蘭西銀行は戰前にあつては公開市場取引を行つた事はなかつたやうである。¹²⁾然し一九二六年八月以來巧妙なる通貨政策を行ふに至るや此方面にも大なる進歩を見たのである。即ち此場合に佛蘭西銀行の態度は所謂フランの事實上の安定の維持を主目的とし専ら外貨買フラン賣の方法に出で居たのである。然し乍らかゝる政策の當然の結果として國內の通貨過剰を起す恐が充分にあつたのである。そこで佛蘭西銀行は政府をして長期債を發行せしめ、其手取を以て政府貸上金を返還せしめたのである。之は政府貸上金と云ふ銀行所有公債を間接に公開市場に賣却したの外ならなかつたのであつて、¹³⁾英蘭銀行の場合と同じである。然も此場合には事情が特殊であつた爲に直接に信用量に大なる効果を及ぼす事ができたのである。其後佛蘭西銀行の改革行はるゝや此貴重な經驗は勿論尊重されて常時に於ても公開市場取引を行ひ得る事となつた。然しその目的はやはり所謂政府證券に外ならなかつた。即一九二八年六月二十三日付國防證券管理及國債償還獨立金庫と佛蘭西銀行との間に締結せられた契約の第二條及第三條によれば佛蘭西銀行は對露貸付

11) Verwaltungsberichte der Reichsbank für das Jahr 1926. S. 8.

12) Maurice Patron: Bank of France, pp. 63-69.

13) 大藏省理財局、調査月報特別號「佛國の幣制整理」275-276頁。

の爲の國庫證券の代りに獨立金庫より受取りたる無利子證券を市場に賣却する權利を與へられたに過ぎないのである。¹⁴⁾

之に對して米國では所謂公開市場取引の目的となるは政府證券のみであつて引受手形は買入れられたる時は満期日迄保持されて賣り出さるゝ事なく、買入も亦、受働的に呈出されたるものは「綠色」のものを除き凡て買入るゝのであるが、銀行側より積極的に出動して買入るゝが如き事はない。¹⁵⁾

各國の事情も亦かくの如くである。故に若し商業手形を公開市場取引に使用せんとするならば尙その以前に幾多の障害の撤去すべきものあるを知らねばならないのである。

—(一九二九、一〇、九)—

14) Le Temps, 9. juillet 1928, (Supple. secon. et fin. no. 90) の Jenny の論文及 Wirtschaftsdienst, Heft 27. vom 6 Juli 1928, S. 1107 等は佛蘭西銀行は將來商業手形をも此目的に使用するものとしてゐる。

15) Twelfth annual report of the Federal Reserve Board (1925), pp. 7-8.