

資料

各国の公開市場操作

ニューヨーク連邦準備銀行月報
1957年3月号掲載論文翻訳

1. はしがき

活発な金融市場 (money market) が現に存しているか、または発達しつつある大部分の国の中央銀行は、何らかの形式の公開市場操作を行つている。かかる公開市場操作の種類および程度、あるいはまた各種金融調整手段中に占めるその重要性は、国によつて大いに相違している。米国において公開市場操作——連邦準備制度公開市場委員会の指令に基いて行つた政府証券 (および銀行引受手形) の売買——は、商業銀行の準備金の量を増減し、これにより適切な信用状態の維持に貢献する弾力的手段として、信用調整の主要な手段となつている。しかしながら、米国以外において、公開市場操作が十分発達した信用調整手段となつているのはごくわずかな国であり、英国およびカナダがその主要国である。それ以外の国においては、公開市場操作はその範囲が限定され、必ずしも常に中央銀行のイニシアティブによつて操作されず、ある場合には銀行あるいは他の投資者との直接売買であり、また政府証券あるいは銀行引受手形以外の証券を売買の対象としている。多くの諸外国において、制度的な困難な問題に直面しながらも、公開市場操作は急速に重要性を増しつつある。

2. 法的・制度的仕組

1930年代以前には、ごくわずかな国の中央銀行のみが公開市場操作を行う法的権限を有していたにすぎなかつた。しかし今日では、事実上すべての国の中央銀行が政府証券および政府保証付証券の売買を行う権限を与えられている。また多くの外国中央銀行は銀行引受手形および商業手形を売買する権限を有している。その上、ある国々 (オーストラリア、デンマーク、日本、メキシコ) では

国債以外の長期債を、またその他の少数国 (オーストリア、ガテマラ) では中央銀行が適格と宣言したいかなる種類の長期債をも取扱うことができる。ある場合 (ボリビア、エル・サルバドル、ノルウェー) には、また、特別抵当証券 (special mortgage bond) を売買することができる。最後に、若干の国の中央銀行 [注]、特に金融的に発達している国々の中央銀行は金融政策の目的のため自己の債務証券を発行する権限を有している。

[注] たとえば、セイロン、チリー、キューバ、ドミニカ共和国、エグアドル、エル・サルバドル、ホンデュラス、韓国、メキシコ、パラグアイ、フィリピン。

しかしながら、多くの国々で中央銀行による政府証券の購入は、総額、購入の仕方、購入証券の償還期限などに関して法的制限を受けている。市場から購入されたものであると政府より直接引受けたものであるとにかかわらず、中央銀行の政府証券保有高の最高限度は、時に絶対額を規定され (ベルギー)、ある場合には銀行の資本金、または要求払債務 (demand liability) に関連して規定されている (パキスタン、ベネズエラ)。このような規定は一般的に政府が中央銀行信用に頼ることを制限することを目的としたものである。同じ理由で、若干の国——特にフランス——の法律では中央銀行が政府より証券を直接引受けることを禁止しており、キューバでは中央銀行は通常の場合1年以上たつた政府証券しか買入ることができない。同様に、ある中央銀行法は、事実上、公開市場操作が政府の赤字金融のために使用されえないよう規定しており、公開市場操作は、“金融市場を調整する” ため (オーストリア、フランス)、または “金融政策の目的” のため (チリー、韓国、フィリピン) にもみ使用できると特に規定している。さらに、若干の中央銀行法

はインフレ期に中央銀行が証券を購入することを禁止している（セイロン、チリー、キューバ、韓国、フィリピン）。

中央銀行が所有しうる政府証券の最長償還期限を法的に制限している場合がある。そのような制限の仕方は、ある場合には償還期限を規定せずに短期証券でなければならないとしている場合（フランス、ベネズエラ）もあり、また実際に2年（スイス）から5年（メキシコ）、あるいは10年（ガテマラ）と最長期限を特定している場合もある。また、たとえばセイロンのごとく、ある国では中央銀行が信用収縮を行う必要の事態に陥り込んだ際、それを実行しやすいようにするため、適当な金額の短期債を保有すべきことを法律が規定している。

しかし、中央銀行の政府証券保有に関する制限は数年前に比し少なくなっている。南アフリカでは1941年に、またスイスでは1953年にその制限は緩和され、ニュージーランドでは1936年、オランダでは1945年、インドでは1948年、カナダでは1954年に完全に廃止された。デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、英国のごとき若干の国では、そのような制限はそもそも存しなかつた。

もちろん、法的権限さえあれば、中央銀行が有効な公開市場政策を行いうるというわけではない。このためには、適当な制度的仕組（institutional framework）が必要であり、多くの諸外国ではそのような仕組を欠いていることが、公開市場操作が有効な金融調整手段として発達しえない最も大きな障害となつている。最も重要な、かつまたしばしば遭遇する障害は、中央銀行が所有することを適当と考えられている証券についての活発かつ大規模な市場を欠いていることである。さらに、弾力的な金融市場を欠く場合には商業銀行は多額な過剰準備を所有して営業を行う傾向があり、その現金比率（cash ratio）は大幅に変動しやすい（銀行はこれ以外にそのポジションを短期間に調整する方法がないからである）。このような事情の下では、中央銀行による証券の売買は、公開市場操作という挺を乗せる安定的な現金比率という挺を欠くこととなり、公開市場操作による銀行の支払準備金額の増減が商業銀行信用のアベイラ

ビリティーに大きな変化を与えないこととなる。

前述の事情に比すれば、それほどしばしば起ることでもなく、また非常に大きな障害となることも少ないが、公開市場操作の発達を阻害している一要因として次の事実がある。それは、公開市場操作によつてもたらされる銀行の支払準備ポジションの変化が、割引または貸付の形態による中央銀行よりの借入れによつて容易に相殺され、その結果商業銀行信用のアベイラビリティに何らの変化をも与えない危険があるということである。もちろん、商業銀行が債務を負うことあるいは長期にわたり債務を負うことを嫌うのであれば、この危険は最少限度になる。多くの国において、中央銀行公定歩合は、中央銀行より借入れをしようとする誘因を減少させるためにペナルティー・レートにされているか、あるいはまたそのような借入額は公式または非公式な最高貸付限度によつて直接制限されている。最後に、若干の国では中央銀行は公開市場操作に適当な証券を十分保有していないか、中央銀行買上適格証券の商業銀行手持高が非常に少ない。

したがつて、諸外国において公開市場操作が米国におけるのごとく、連続的に大規模に行われることがまれであるのも不思議ではない。事実前述したごとく、公開市場操作が完全な信用調整手段として利用されているのは英国およびカナダだけである。その他の国では、公開市場操作はより制限された目的、たとえば日々の金融市場の変動を少なくしたり（フランス）、または商業銀行の流動性の季節的あるいはその他の一時的変化を相殺する（ドイツ、日本、オランダ）こと、のために使用されている。中央銀行の公開市場操作はまた、多くの国々において単に政府証券価格維持の目的のために使用されている。しかし、そのような政府証券価格維持のための公開市場操作は、大部分のヨーロッパ諸国および英国において、公定歩合の引上げのごとき他の金融調整手段をより有効ならしめるため、近年ではすでに廃止されているか、あるいはより弾力的に運用されるようになってきている。金融組織がより未発達な国では、中央銀行の公開市場操作は、主として資本市場拡大のための各種の努力の一環として使用されている。

3. 英 国

英国においては、有効な公開市場操作を行いうる制度的条件は古くから備わっていた。ロンドン金融市場および資本市場は世界で最も発達したものの一つであり、商業銀行はまた安定した現金比率を維持しつつ運営されていた。商業銀行は割引の窓口を通じ、中央銀行より直接借入れを受けることはできず、またディスカウント・ハウスの中央銀行よりの借入れも、大部分の短期市場金利よりも常に高めに維持されている公定歩合の罰則的性格により抑制される傾向がある。〔注〕

〔注〕 中央銀行よりの借入れはすべてディスカウント・ハウスによつてなされ、商業銀行はディスカウント・ハウスに対するコールを回収してそのポジションを調整する。若干の国では、商業銀行は中央銀行より直接借入れをなし、その借入額は商業銀行の貸出意欲に影響するが、英国では中央銀行貸出額の増減は、そのように商業銀行信用のオペラビリティに直接的かつ即時的影響を与えない。

さらに、英蘭銀行は通常の場合公開市場操作に必要な十分な証券を手持しており、また巨額な政府資金による売買を補完していることもよく知られている事実である。

19世紀に始まつた英蘭銀行の公開市場操作は、1920年代、1930年代により一層発達した。しかし、第2次大戦中および戦争直後には、英蘭銀行は大蔵省証券レートへの釘付政策をとり、このため大蔵省のイニシアティブによつて市場に資金を供給した。1951年11月になつてやつと大蔵省証券レートは“自由化”され、かくして英蘭銀行の信用のコストおよびオペラビリティに対する統制力は強化された。

一般的に言つて、英蘭銀行は公開市場操作の対象を短期証券に限定しているようである。しかし、特に英蘭銀行は中期および長期資金市場に干渉することもある。英蘭銀行の証券保有高内訳の詳細の変化を知りうるデータが発表されないこともあつて、短期証券の取引が主として“銀行部”(Banking Department) 勘定で行われ、より長期な証券の売買は主として“発行部”(Issue Department) 勘定のために行われるのであるか

どうかを判断することは困難である。いずれにせよ、最近に至つて、英蘭銀行は当局が現在の情勢からみてかくあるのが妥当と思う価格から大幅に変動していた場合、この価格差を縮小させるためにのみ長期債の売買を行つているものと一般に了解されているようである。英蘭銀行は償還期限のいかんを問わず政府証券の現実の価格および金利をリードし、またはこれを決定しようとして試みているという見方をする市場関係者は、あつたとしてもきわめて少ない。また“政府代理ブローカー”(government broker)——政府証券市場における主要ブローカーの一つ——は、単に英蘭銀行や政府機関のためのみならず、通常の私的顧客のためにも中期および長期債の売買を行つていることも指摘しておく必要がある。英蘭銀行の短期証券市場での売買は他の商社、すなわち“ビル・ブローカー”(bill broker)——ロンドンのディスカウント・ハウスの一つ——によつて行われる。このブローカーは通常商業銀行と同時に他のすべてのディスカウント・ハウスとも取引している。国庫現金収支のしばしば起る大幅な振幅やその他の金融市場のかく乱を平準化し、あるいはこれを相殺する必要があるため、英蘭銀行の操作は常時行われており、これにより英蘭銀行は金融市場を密接に技術的に監督することができる。

英蘭銀行の公開市場操作は金融市場の情勢に明らかに直接的な影響力を有している。たとえば、資金のオペラビリティに引締めをかけるようとする場合には、英蘭銀行は公開市場よりの証券の買入額を減少させるか、売操作をするか、または満期到来債の償還を受けることによつて市場に資金を欠乏させ、これにより中央銀行に資金を仰がせる(forcing it “into the bank”)、すなわち、ディスカウント・ハウスをして前述したごとくペナルティ・レートである公定歩合により英蘭銀行より借入れさせる。英蘭銀行より借入れを受けると、ディスカウント・ハウスは短期証券の買入れを少なくし、売却を多くするようになるから短期金利は上昇し、金融市場全体に抑制的効果をもたらす。市場が中央銀行に資金を仰ぐ度合およびその借入高いかんは、もちろん公定歩合と市場レートとの隔差に影響する主要な要因であ

る。大蔵省証券価格の釘付政策が廃止された1951年1年間、この公定歩合と市場レートとの隔差は比較的大きかつたが、1956年12月に終る過去2か年間この隔差はきわめてきん少となつた。それにもかかわらず、英蘭銀行の公開市場操作は最近のインフレ期においてある障害に見舞われた。それは大蔵省が巨額な赤字に直面し多額の大蔵省証券を発行、大部分これを市中銀行組織で調達したからである。英蘭銀行総裁は昨年10月次のごとく指摘している。

“不幸にして、最近のある時期、政府および公共企業体の総資金需要を長期債の発行によつてまかないえなかつた。短期債の発行は時に過剰であり銀行預金も多額にのぼりすぎ、引締政策を維持することはなかなか困難であつた。”

4. カナダ

カナダ銀行は1935年に設立されたにすぎないが、公開市場操作はすでに同行の主要な金融政策手段となつている。公開市場操作を有効に行うる基礎的条件は大体満たされてきたようにみえる。カナダ銀行設立時にはすでに活発であつた長期国債市場は、その後著しく拡大され、1954年には財務省証券市場の拡大を中心として真正な短期金融市場ができ上つた。カナダの商業銀行は特に金融市場の拡大以降安定的な現金比率を維持して運営されている。商業銀行の割引または貸付の形態によるカナダ銀行よりの借入れ、および政府証券ディーラーの買戻し条件付買上契約の形態による中央銀行よりの資金借入れは間歇的であり、かつ金額もきん少である。これは銀行が借入れをすることに気乗薄であり、また公定歩合が短期市場レートよりも高く維持されているため借入れをすることを不利とする事情によるものである。〔注〕

〔注〕 1956年11月以降カナダ銀行は公定歩合を毎週財務省証券の $\frac{1}{4}$ %高に定めている。この取決めがなされる以前にも財務省証券レートが公定歩合を上回することはまれであつた。

カナダ銀行は設立された後すぐ公開市場操作を開始した。しかし、戦時中および戦争直後には戦費の金利コストを最少限度にするため政府証券市場で価格支持政策をとつてきた。この政策からの

最初の離反は1948年1月で、同行は従来行つていた買入・売却価格リストの毎日の公示を取止めた。しかし、公に発表されたステートメントによれば、1950年々々朝鮮動乱ぼつ発時までは、カナダ銀行は商業銀行準備金の増大を抑えることを目的とはしつつも、政府証券価格の妥当な安定を確保することに主要な関心があつた。その後、カナダ銀行は短期金利を自由化した。短期資金市場がなかつたために、商業銀行はその支払準備ポジションの調整を財務省証券のカナダ銀行への売却によつて行い、カナダ銀行はかかる証券を買入れるという言葉を与えたわけではないが、当時の情勢から、商業銀行の流動性を確保するため、かなりいい価格でこれを買上げ、買上げを拒否することはなかつたという事実は、戦争直後当面した一つの問題点であつた。しかし、この方法は漸次修正され、1954年政府証券ディーラーに対し商業銀行から day-to-day ローンを出す取決めができ、金融市場が漸次活発化するに伴い全く廃止された。

カナダ銀行の公開市場操作はすべての償還期限の政府証券を対象としているが、公開市場操作には三つの主たる目的がある。第1に、公開市場操作は市場の流動性の変化をもたらす季節的やその他一時的要因を相殺するとともに、市場のかく乱を日々最少限度にすることを目的として行われる。第2は、カナダ銀行は銀行の支払準備を金融政策の目的よりみて適当と思われる水準に維持する責務を有する。最後に、カナダ銀行の公開市場操作は政府証券市場の発達・拡大を目的として行われる。カナダ銀行の公開市場操作は、カナダ銀行総裁 Towers 氏が1954年にカナダ下院銀行委員会に提出したステートメントによく要約されている。“貸し手および借り手、さらにまたわが国金融組織全体の利益のために金融市場を向上拡大するための計画の一部として、カナダ銀行は1935年設立以来絶えず政府証券の売買を行つている。もちろん、カナダ銀行の政府証券保有高の総額は必然的に金融政策の考慮によつて決定されるが、われわれはすべての種類の政府証券市場の形成に助力し、非常に多額な政府証券の売り手であり、また買い手であつた。ある意味において、われわれは仲買人的業務を行つており、よ

き市場を維持するために必要欠くべからざる額の政府証券を保有している。インベストメント・ディーラーおよび銀行も、もちろんより小規模であるがこのような仕方でも政府証券を売買している。カナダ銀行は将来とも常に市場において非常に多額な売買をするつもりではあるが、われわれはディーラーおよび銀行が前述したような性格の政府証券の売買を拡大し、カナダ銀行の占める役割を小さくしてくれればきわめて喜ばしい。”

5. ヨーロッパ大陸諸国

ヨーロッパ大陸諸国では、市場の狭隘その他の理由により英国およびカナダと比較すると、中央銀行の公開市場操作は、現在までのところなお限定されたものであつた。西ドイツでは、巨額の金および外貨の流入があり、銀行組織の流動性を低めることがますます必要になつた事態に直面し、しかもレンダー・バンクの保有証券がきわめて少額にすぎなかつた1955年に、レンダー・バンクが現在の形式の公開市場操作を開始し始めたのであつた。公開市場操作に適した証券を入手するため、同行は政府と協定し、同行保有のある種の非市場債 (nonmarketable securities)——1948年の通貨改革時にできたいわゆる“平衡請求権”——を償還期限2か年までの短期市場債に転換した。レンダー・バンクの短期資金市場における操作は主として銀行組織の流動性の変動を平準化することを目的としている。しかし、大規模な短期資金市場を欠いているため、同行の操作は同行の売買する証券の買入れまたは売却価格を時々変更し、これを公示するという操作に限定されているから、受動的なものである。実際の取引額は、したがって同行と取引している銀行の決意によつて定まる。しかしながら、最近数か月は巨額な外貨の流入による影響を相殺しようと努力しているため、同行の公開市場売操作の額は非常に多額にのぼつている。本年初め、同行の短期証券純売却額が公認された20億マルク限度にほとんど達したので、同行はさらに10億マルクだけ非市場債を市場債に転換する協定を政府と結んだ。レンダー・バンクはまた時々長期証券市場で操作することがある。

オランダ銀行も公開市場操作について若干これに似た問題に直面している。さらに事実、1952年までは大蔵省が差迫つた資金需要に関係なく常時固定レートで短期証券をタップ発行したため、公開市場売操作はそれだけ困難であつた。しかし、1952年々央に至り大蔵省はこの売操作を停止した。その後、オランダ銀行は売り手あるいは買い手として、しばしば市場に乗り出している。時々同行は占領時代から引継いでいる大蔵省の帳簿上の債務 (Treasury's book debt) を5年までの償還期限の市場債に転換して手持証券を補充している。しかし、現在では前述の帳簿上の債務も非常に減少し、またオランダ銀行の証券手持額も比較的少額なので、同行の公開市場操作の潜在的な武器は限定されてきた。政府証券ディーラーの売買活動にかかわらず、市場が狭隘であることが同じく公開市場操作の範囲を制限している。1955年末まで、同行はその操作を時々特定のレートで、各種償還期限の証券を売却または買入れる意思のあることを発表し、市場の反応をまつだけにとどめていた。しかし、その後同行は特定の償還期限の証券を市場の入札を通じ決定されるレートで、しかも同行が受諾しうるレートにより売操作を行う意思のあることを公表することにより、より弾力的運営を図るに至つた。同行が買入れることのできる金額に関するイニシアティブは、なお依然として主として市場の側に存している。さらに1956年末にかけて、同行は商業銀行および明らかに政府証券ディーラーに対しても、同行の定めるレートにより売戻し条件付買上操作を行つた。

商業銀行およびディスクウント・ハウスがともにある程度発達した金融市場に参加しているフランスでは、中央銀行の公開市場操作は市場資金の流れの週期的なかく乱要因を平準化することに限定されている。アウトライト売買および売戻し条件付買上操作のいずれをも含め、中央銀行の公開市場操作の大部分は、期間2年までの大蔵省証券を対象としており、特別なブローカーを通じてなされている。フランス銀行の公開市場操作の活動範囲が限定されているのは、同行総裁が最近の年報で述べているごとく、二つの要因の結果である。第1は、政府が巨額の赤字に直面して、純利回り

で公定歩合より高い大蔵省証券のトップ発行〔訳注〕を行つているため、商業銀行はフランス銀行から借入れしようとするのであり、第2はフランス銀行は満期日までの期間が3か月以内の大蔵省証券を公定歩合で買上げる法的義務を持つていることである。

〔訳注〕 申込みがあれば常時申込額だけの国債を発行する制度。

スカンデナビア諸国では、公開市場操作は主として長期政府証券を対象としている。デンマークでは、中央銀行が第1次大戦後第2次大戦ぼつ発までの時期にすでに長期証券市場における操作を行つていたが、同国の中央銀行は活発に操作を行い、かつその操作は長期証券価格に大きな影響を及ぼすものとして知られている。戦後の大部分の期間、同行は長期証券利回りを厳格に支持する政策を採用せず、公開市場操作は主として一般金融政策の目的の線に沿つて行われた。ノルウエーではごく最近に至るまで、中央銀行は公開市場操作を行わなかつたし、またその操作も主として買操作だけであつた。1955年に中央銀行は従前の厳格な価格支持政策にかえて、より弾力的な売買政策を採用し、昨年には事実、売・買差引してみ、同行の証券保有高は減少した。同行の証券保有額はきん少であるので、最近戦時の占領時代から引継がれている政府の帳簿上の債務を、同行が公開市場操作で売却するに適する短期政府証券に転換するよう大蔵大臣に申入れをした。スエーデン中央銀行の操作は戦後長期証券市場(bond market)において重要な役割を果たしてきた。1954年10月まで公開市場操作は政府の金融緩和政策に歩調を合わせていた。しかし、同月中央銀行は金融引締政策の一環として長期政府証券価格を支持する操作を差控えるのみにとどまらず、金融引締政策の効果を強めるために市場に証券を売却する旨公表した。その後スエーデン中央銀行は市場において売り手ともなり買い手ともなり、商業銀行に対し、すべての信用需要を満たすに必要な支払準備金の全額を供給するようなことはなかつた。

その他のヨーロッパ諸国では、中央銀行の公開市場操作はきわめて微々たるものである。ベルギーでは、長期証券市場における公的操作は、1945

年長期政府証券価格を支持するために作られた政府資金である国債基金(Fonds des Rentes)によつて行われており、中央銀行は市場における操作を行つていない。政府の資金需要はきわめて大きいため、政府の中央銀行よりの借入法定限度の未使用額——直接借入れおよび中央銀行の政府証券引受による間接借入れ双方に適用される——は非常にきん少で、そのため市場で買入れをする余地がきわめて少ない。また公開市場売操作は政府および政府関係機関が巨額な資金を市場で調達していることにより妨げられている。1955年中央銀行年報によれば、これらの事実が同行の政策の効果を相殺する要因である。目下中央銀行の金融政策がより効果的に行われようような弾力的な金融市場を形成することが考慮されている。

スイスでは、戦後経済はきわめて流動性が高かつたが、中央銀行の証券手持額が少なかつたことが中央銀行が市場において主要な売り手となることを妨げてきた。この理由から、中央銀行は時々一定額の金貨(gold coin)を一般(public)に売却し、銀行組織の過剰の流動性を吸収した。しかし、同行が主として依存したのは、当局と銀行、その他金融機関との間の特別支払準備制度に関する紳士協定やその他の手段である。さらに、大蔵省による多額な現金バランスの集積、大蔵省による特別証券の発行が過剰流動性の吸収に役立った。

6. その他の諸国

英連邦のその他の諸国では、中央銀行の公開市場操作は、広範囲に行われているわけではないが、一般的に資本市場の育成に役立ち、同時にある程度の影響を銀行組織に与えている。南阿連邦の中央銀行の公開市場操作の目的は、公に示されているところによれば主として政府証券市場の秩序ある状態(orderly conditions)および適正な長・中・短期金利間の適当な関係を維持することにある。中央銀行は時々金融情勢および金融政策の目標を勘案して金利体系を決定し、これに基づき政府証券の買入れおよび売却価格を公示している。かくて中央銀行は1955年4月に公定歩合の引上げに加え、短期および長期政府証券の利回りをおある水準にまで引上げるため証券市場に対し操作を行う

旨発表した。オーストラリアでは、中央銀行の政府証券価格支持政策は最近まで厳格に行われ、時に非常に多額の追加準備を銀行に与える結果となっていた。しかし、1956年春政府の引締政策の一環として、政府証券の支持を“より一層通常のレベル”に下げたが、この結果長期債利回りは $\frac{1}{2}$ パーセント上昇した。同国中央銀行がいつでも必要の際には少額の政府証券の買い手となり、また市場で多額の売買注文が出た場合、これが円滑に行われるよう取り計うことによつて、政府証券の市場性を増やすために努めたことも特記すべきことである。

インドでは、中央銀行による厳格な価格支持政策は遠く1951年11月に廃止されている。この時中央銀行は、買入れの申込みのあつた政府証券を買上げることにより長期金利の維持を図る政策を取止め、特殊な事情のある場合を除き、銀行の季節的資金需要を証券の買上げによつて充足させることを差控え、その資金需要は主として“割引の窓口”を通じてまかなわせる方針であると言明している。この中央銀行の公開市場政策の転換は、新たに引上げられた公定歩合をより効果的ならしめるものであり、季節的資金需要のピークが過ぎたならば、季節的資金の収縮が必ず起るようにするためのものである。中央銀行は直接あるいはブローカーを通じ間接に銀行と証券の売買を行つているが、これも銀行がよりよい配分で証券を保有しうよう援助すると同時に、また時に政府が新規政府証券を発行しやすいような市場情勢をつくることを目的としている。セイロンでは中央銀行の公開市場操作は、比較的小規模にしか行われていないが、多くの金融的に未発達な国においてみられるごとく、政府証券価格の厳格な、またしばしばインフレ的な支持を目的としているというよりは、むしろ主として銀行組織の流動性を調整することを目的としている。しかし、時に中央銀行は政府証券の発行期間中市場の安定を目的とすることがある。1956年2月、中央銀行の証券手持がほとんど無くなり他方経済は異常に流動的であつた際、同行は1年および2年物の債務証券を発行した。これは中央銀行が債務証券を発行した例としては最近における初めてのことであつた。パ

キスタンでは、中央銀行がブローカーに対し、証券を買入れまたは売却する用意のあることを通知し、この申し出を受けるかどうかは市場の自由にまかしている。この方法により、金融が逼迫している時期にこれを救い、他方証券が多量に売りに出される危険に備え、また同時に証券に対する一定の需要を提供してきた。

日本では、1955年11月銀行の流動性が著しく増大したので、中央銀行は長い間行つていながつた公開市場操作を再開した。しかし、現在までのところ、中央銀行の証券売却額は少額であつて、中央銀行は満期が数日以内にくる当該証券の売操作はこれを行わないことに同意している。そのうえ、中央銀行は当該売却証券を一定の短期間経過後には売却値段と同じ価格でいつでも買戻すことにしている。最近大蔵省は新規証券を中央銀行に引受けさせる代りに商業銀行に直接引受けさせる取決めを行つたが、中央銀行はこのようにして市中で引受けた証券をも同様にいつでも買入れることにしている。

南米およびアジアのその他の諸国では、資本市場が極端に狭隘であるか、あるいは全くこれを欠いているため、中央銀行の公開市場操作は依然としてより一層限定されたままである。その上、これらの国々では公開市場操作は買上げ一方であり、ごくまれに売却が行われる場合にも証券価格を低落させないよう考慮が払われている。さらにまた、買操作はしばしば直接または間接に政府あるいは政府機関に対し、その必要資金を供給することを意図してきた。フィリピン、ドミニカ共和国、エクアドル、ホンデュラスのごとき国の中央銀行法によつて設立された証券安定基金 (securities stabilization fund) の活動もまた同様にきわめて少ない。資本市場が狭隘なため、このような金融的に未発達な国では当局は、たとえばキューバやメキシコのごとく、新規発行政府証券に対し中央銀行の買上保証を求めているにとどまらず、更にしばしば銀行の流動性を低め、市場を拡大し、また政府の赤字資金の調達を容易ならしめるため、多かれ少なかれより強制的な性質の手段をも採用している。メキシコでは商業銀行の所要準備 (reserve requirement) には長らく政府証券を

含めていたが、最近これを強化し、商業銀行をして中央銀行からさらに多くの政府証券を購入させることにした。ホンデュラスでは、最近銀行の所要準備を上げたが、この場合中央銀行の証券安定基金から政府証券を買入れることによつてこれを満たしうると規定した。フィリピンでは商業銀行はその所要準備を一部政府証券によつて充当することができるし、キューバでは最近公的預金を受入れる資格の条件としてその預金債務に対する一定比率の政府証券を保有しなければならないこととした。パラグアイ、ガテマラ、エクアドルでは、当局が保険会社やその他の金融機関が政府証券その他当局の推薦する証券に投資しなければならないという特別法を提案している。

公開市場操作を行うことについて多くの困難な障害があるにかかわらず、多くの国々特にキューバ、コスタリカ、メキシコ、フィリピンなどにおいて資本市場の拡大は大きな成果をあげてきた。しかし中央銀行の市場操作が政府証券の所有者を拡大することに役立つ国においてすら、当局の政府証券価格支持言明は通貨量の急速な増大を防止しようとする努力を阻害している。

7. 教訓と見通し

多くの国において中央銀行が、市場における中央銀行の証券の売買の手段を発達させようと努力しているのは、金融および信用調整を弾力的にし、その効果を強くする必要が感ぜられていることの反映である。また大部分の国において、克服すべき多くの制度的障害のあることもまた明らかである。多くの国において進歩がみられたにもかかわらず、公開市場操作が金融調整の主要な手段となつていのは、なお依然としてごくまれなケースである。英国、カナダおよび米国を除いて、公開市場操作が行われているところでも、それは公定歩合、支払準備制度のごときその他の手段を補完する上に一般的に役立つにすぎない。それにもかかわらず、過去数年間、過剰の流動性を払拭するため多くの中央銀行によつて行われた金融政策の重要な手段となつた。その上、外国の中央銀行でなお政府証券価格の支持政策を行つている場合でも、そのような支持政策は従前に比しより

弾力的に行われ、金融および資本市場の基本的需給の情勢をより現実的に反映する金利により価格支持が行われている。

外国中央銀行の経験は、公開市場操作の実際の運営を阻害する要因は克服しうることを示している。中央銀行が公開市場操作に適する証券を保有していないという支障は、原則として、もつとも簡単に解決しうる問題である。中央銀行が市場で売買しうる証券に転換できる政府に対する帳簿上の債権を有していない場合には、必要な公開市場操作の武器を得るため自己の債務証券を発行する権限を得ればよい。これより一層困難な障害は、適切な財政政策、国債管理政策を欠いているということである。もつとも多くの国において、より均衡した予算をつくること、また財政赤字をインフレ的でない方法によつて埋めてゆくことの必要が漸次よく理解されはじめ、多くの国はすでにこの線に政策を調整している。公開市場操作に必要な大きな金融あるいは資本市場の欠如ということも、もう一つの根本的な問題である。しかし、若干の中央銀行は、すでに適当な制度的仕組を作ることを助成するか、またはこのような市場の一層の発達を育成することによつて、かかる市場の発達に大きく貢献している。

もちろん、なおなすべきことは多い。一般的に、中央銀行の金融および資本市場育成の努力が単に政府の赤字金融を容易ならしめる手段とならないようにすることが根本的に必要である。政府証券価格支持政策は、たとえ金融市場がより一層発達してもインフレ的圧力をもたらすものである。金融的に未発達な国における金融市場の拡大は、単に適切な金融政策、財政政策あるいは国債管理政策によつて達成されるわけではなく、それに加えて絶えざる経済の成長と分化とが必要である。より組織の発達した諸国では、市場の一層の発達は、政府の国債管理に関する政策およびその技術の再検討と市場の機能の改善にかかつており、そのような改革は西ヨーロッパ諸国の多くの国においてすでに考慮されつつある。