

に生じてゐるのが見られる。この説明は明かであつて、各月末に俸給支拂や他のある支出を賄ふ政府の慣行と、同じく月末に自己の預金勘定宛に多額の手形を振出す國庫の預金者達の多數のものゝ習慣とから説明されるのである。これ等二つの支出に對しては、國庫はフランス銀行に多額の預金残高を蓄積することによつて自らに備へねばならないのである。月資料の圖表(第二十八圖表)は一九一四—一九二七年の全期間を通じて國庫預金が平均して實際極めて少額であつて、終始一億フラン以下であり、屢々二千萬フラン以下であつたことを示してゐる。特に一九二二年から一九二六年までは、國庫がフランス銀行に預金として持合せてゐたものは、非常に限られた額であつたといふことは明かである。如何なる収入が受入れられたにしても、それは經常費を賄ふために利用されなかつた。すれば、その場合には公衆か或は佛銀かのいづれにか對する債務を償却するために早速利用されたのであつた。この勘定の僅少さに對する顯著な例外は、簡単な説明で足りるのである。それぞれの場合に山は國庫が各種の政府證券の發行から多額を受取つたといふことゝ關聯せしめることができるであらう。この時には國庫の勘定は、佛銀の

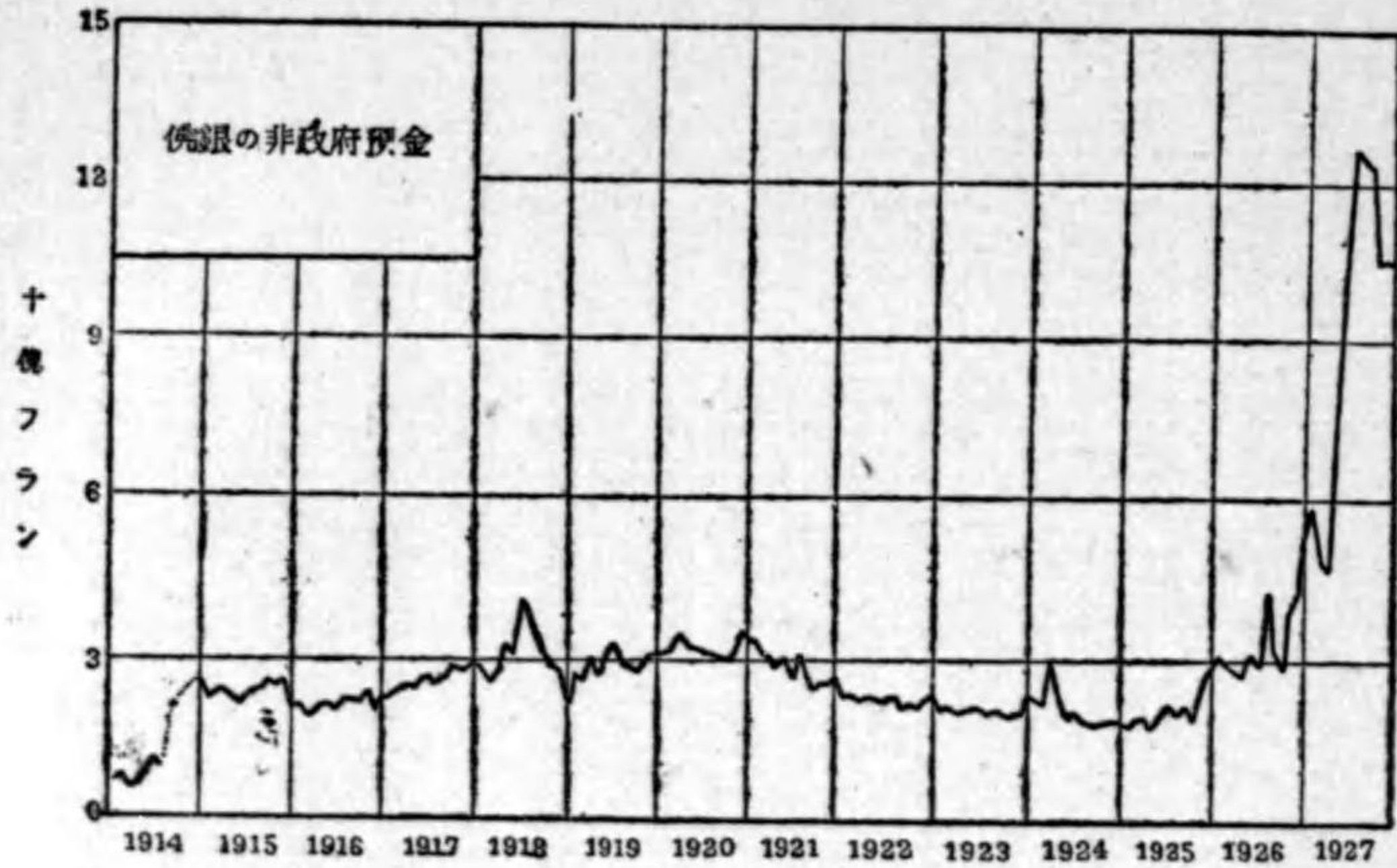
第四十四表
フランス銀行
における國庫
の預金*

(週資料, 百萬フラン)

| 月日 | 金額 | 月日 | 金額 |
|-------|----|--------|----|
| 1. 7 | 48 | 7. 8 | 38 |
| 1. 14 | 40 | 7. 15 | 13 |
| 1. 21 | 5 | 7. 22 | 38 |
| 1. 28 | 40 | 7. 29 | 17 |
| 2. 4 | 31 | 8. 5 | 36 |
| 2. 11 | 29 | 8. 12 | 15 |
| 2. 18 | 9 | 8. 19 | 8 |
| 2. 25 | 53 | 8. 26 | 92 |
| 3. 4 | 9 | 9. 2 | 9 |
| 3. 11 | 37 | 9. 9 | 28 |
| 3. 18 | 49 | 9. 16 | 38 |
| 3. 25 | 32 | 9. 23 | 36 |
| 4. 1 | 6 | 9. 30 | 37 |
| 4. 8 | 4 | 10. 7 | 10 |
| 4. 15 | 11 | 10. 14 | 9 |
| 4. 22 | 45 | 10. 21 | 33 |
| 4. 29 | 36 | 10. 28 | 36 |
| 5. 6 | 20 | 11. 4 | 16 |
| 5. 13 | 3 | 11. 12 | 48 |
| 5. 20 | 14 | 11. 18 | 31 |
| 5. 27 | 30 | 11. 25 | 60 |
| 6. 3 | 8 | 12. 2 | 14 |
| 6. 10 | 36 | 12. 9 | 30 |
| 6. 17 | 16 | 11. 16 | 29 |
| 6. 24 | 18 | 11. 23 | 47 |
| 7. 1 | 23 | 11. 30 | 14 |

* 出所: Bulletin de
Statistique et de
Législation Comparée

第二十九圖表



國家への貸上金を減少せしめるために、かくの如き預金を利用する政策が持続的に追求されたにも拘はらず、當然に毎日の如く膨脹し従つて報告作成の時には多額となつて現はれたのであつた。

フランス銀行の非政府預金(第二十九圖表)はより價值ある材料をもたらしべきものである。併し乍ら、その可能的重要な事は、それが統計的に分離することのできない若干の相異つた重要な構成成分からなつてゐるといふ事實のために著しく弱められてゐるのである、けだし佛銀は、必要な材料を發表してをらず、發表しやうともしないであらうから。従つて全體としてのこの系列の検討は、各種の構成成分の特徴が簡単に叙述された後でなさねばならないのである。

中央銀行によつて準備された割引及び振替の便宜を常に利用することができるやうに、大多數の諸銀行は、第三章で指摘されたやうに、フランス銀行に預金勘定を保持してゐる。

この勘定は多額であるとは確かに見えないのである。これには利子がつけられず、また、佛銀はこの勘定が手形交換、取立、及び振替の取扱ひに基くすべての支拂を辨するに足りさへすればよいのであるから、多額の預金残高は必要ではないのである。實際、現在（一九二七年十二月）それは合計殆んど五億フラン少々にしか上らないといふ有力な證言がある。その上、佛銀の全預金に對するこの割合は、恐らくは現在も過去數ヶ年間さうであつたと同じ高さなのである。

第四十五表

(續き)

| | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|
| 一月 | 62 | 28 | 51 | 23 | 21 | 34 | 26 |
| 二月 | 52 | 40 | 60 | 22 | 12 | 30 | 40 |
| 三月 | 52 | 62 | 26 | 26 | 12 | 32 | 51 |
| 四月 | 56 | 43 | 22 | 20 | 19 | 20 | 67 |
| 五月 | 36 | 22 | 39 | 17 | 28 | 17 | 114 |
| 六月 | 46 | 29 | 19 | 15 | 22 | 19 | 94 |
| 七月 | 25 | 48 | 23 | 15 | 37 | 26 | 267 |
| 八月 | 45 | 47 | 16 | 13 | 19 | 38 | 108 |
| 九月 | 37 | 26 | 25 | 14 | 19 | 30 | 55 |
| 十月 | 38 | 35 | 31 | 15 | 37 | 22 | 36 |
| 十一月 | 39 | 44 | 47 | 17 | 25 | 39 | 103 |
| 十二月 | 35 | 20 | 22 | 18 | 25 | 27 | 30 |

また第 45 表の算術平均は各月とも週資料から計算された。

同様に、巨大な事業會社の多くも——産業及び公益は勿論のこと鐵道も——特にこの國の各所に事務所をもつてゐる巨大な事業會社も、フランス銀行と取引してゐるのである。

これ等の事業會社は振替制度を引續き利用してをり、又それ等の遠隔地にある事務所は經常的に手に入つてくる資金を規則的に佛銀の地方支店に預金してゐるのである。この勘定は佛銀の非政府預金の第二の構成成分をなすものである。その大いさは無視されないことは

第四十五表
フランス銀行における國庫の預金*
(各月の週資料の平均、百萬フラン)

| | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 | 1920 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|
| 一月 | 230 | ... | 78 | 53 | 125 | 45 | 43 |
| 二月 | 190 | 86 | 79 | 41 | 96 | 53 | 53 |
| 三月 | 210 | 112 | 49 | 78 | 48 | 75 | 183 |
| 四月 | 165 | 67 | 51 | 99 | 60 | 52 | 331 |
| 五月 | 156 | 73 | 73 | 76 | 58 | 116 | 74 |
| 六月 | 190 | 76 | 44 | 64 | 53 | 64 | 58 |
| 七月 | 330 | 132 | 61 | 71 | 101 | 75 | 102 |
| 八月 | ... | 122 | 119 | 43 | 132 | 78 | 80 |
| 九月 | ... | 69 | 134 | 33 | 274 | 57 | 51 |
| 十月 | ... | 62 | 97 | 35 | 89 | 67 | 90 |
| 十一月 | ... | 53 | 103 | 38 | 245 | 67 | 102 |
| 十二月 | ... | 606 | 35 | 122 | 160 | 76 | 102 |

* 出所：1914—1919 年, Journal Officiel. 1920—1925 年, 1927 年, L'Économiste Français. 1926 年, Bulletin de Statistique et de Legislation Comparée. 第 44 表の資料はフランス銀行の週報からとられた。

確かであるが、それが幾何に上るかは之を云ふことは不可能である。

第三の構成成分は大部分この國中に普ねく散在してゐる様々の種類の事業會社の勘定から成るのである。かくの如き事業會社には、大きなものも小さいものもあるが、そのすべてが必要な三人の名前（或は適格の附屬擔保のあるときには二人の名前）のある手形をもつてゐて、中央銀行を貸出乃至預金銀行として利用してゐるのである。こゝにはまた農業者や通常取引關係をもたない私個人やの勘定も含まれてゐる。彼等は他の大多數の者が商業

銀行を利用するやうに、フランス銀行を利用してゐるのである。彼等は佛銀に彼等の剩餘金を預金し、又佛銀から彼等の事業上及び一身上の入用金を借入れるのである。

この系列の異質的内容についての右の簡單な敘述を以つてしても、その分析の限度は明かである。他の系列の大

多数と異つてそれが、一九二二—一九二四年の間は、下降的趨勢をもつてゐるといふ事實は直ぐに讀取られるのである。物價や、ドル爲替の相場や、また銀自身の個人貸付でさへも、同一期間にはすべて上昇的趨勢を示したのであつた。かくも異様な運動の一應の説明はかうであるやうに思はれる、即ち支拂停止及び無数の不安定のみられる戦時には、安全のためにフランス銀行に可成りの預金残高をもつてゐた事業會社や個人が、この信頼回復期には、いまやこれを引出して利子のつく他の諸銀行に預金しつゝあつたといふことである。

第四十六表 (續き)

| 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|------|------|------|------|------|------|-------|
| 3390 | 2372 | 2160 | 2372 | 1966 | 3148 | 5924 |
| 3257 | 2371 | 2204 | 2229 | 2014 | 2960 | 4752 |
| 3104 | 2311 | 2041 | 3223 | 2039 | 2802 | 4457 |
| 2946 | 2358 | 2089 | 2419 | 1948 | 2646 | 6874 |
| 3019 | 2295 | 2173 | 1995 | 2124 | 3197 | 10424 |
| 2630 | 2276 | 2142 | 2137 | 2409 | 2909 | 12677 |
| 3229 | 2353 | 2039 | 2174 | 2270 | 4326 | 12629 |
| 2687 | 2111 | 2104 | 1984 | 2387 | 3238 | 12445 |
| 2390 | 2179 | 1974 | 1727 | 2144 | 2958 | 10575 |
| 2521 | 2109 | 1978 | 1737 | 2480 | 3945 | 10753 |
| 2309 | 2222 | 2045 | 1976 | 3013 | 4325 | 10698 |
| 2717 | 2829 | 2363 | 1959 | 3244 | 5324 | 10481 |

ある。これらの諸項の詳細な叙述は本文 191—192 頁に見出すことができるであらう。資料の適用される週を選択する方法及びこれが選擇の理由はフランス銀行の銀行券流通高の系列の叙述の中で明かにされた方法及び理由と同じである(第5章, 第9表)。

この系列の小運動は流通高及び卸賣物價に對しては顯著な類似を、また「四大銀行」の即時拂預金に對しては多分僅かの類似を示してゐるのである。併し乍ら、相關係數はこれを計算しなかつた、けれど計算するだけの意義は殆んどないやうに思はれたからである。
一九二六年十月以降は、フランス銀行の個人預金は全く新しい影

第四十六表
フランス銀行の非政府預金*
(選擇された月末資料、百萬フラン)

| | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 | 1920 |
|-----|-------------------|------|------|------|------|------|------|
| 一月 | 756 | 2328 | 2046 | 2305 | 2835 | 2769 | 3131 |
| 二月 | 830 | 2356 | 1942 | 2452 | 2608 | 2648 | 3232 |
| 三月 | 683 | 2415 | 2006 | 2541 | 2809 | 3013 | 3513 |
| 四月 | 686 | 2329 | 2092 | 2509 | 3313 | 2720 | 3338 |
| 五月 | 836 | 2201 | 2109 | 2620 | 3162 | 3200 | 3639 |
| 六月 | 1017 | 2275 | 2055 | 2733 | 4019 | 3362 | 3578 |
| 七月 | 943 | 2380 | 2273 | 2588 | 3845 | 2952 | 3307 |
| 八月 | ... | 2473 | 2240 | 2716 | 3477 | 2977 | 3203 |
| 九月 | 2177 ^a | 2588 | 2248 | 2910 | 3107 | 2782 | 3025 |
| 十月 | ... | 2546 | 2731 | 2834 | 2909 | 3030 | 3316 |
| 十一月 | ... | 2671 | 1852 | 2800 | 2816 | 3089 | 3640 |
| 十二月 | 2651 | 2033 | 2260 | 2914 | 2366 | 3127 | 3521 |

^a 十月一日の數字。
* 出所: 1914—1919 年, Journal Officiel. 1920—1925 年, 1927 年, L'Économiste Français. 1926年, Bulletin de Statistique et de Législation Comparée. この系列はフランス銀行の報告書に於ける次の二項、即ち Comptes Courants et Comptes de Dépôts de Fonds à Paris と、Comptes Courants et Comptes de Dépôts de Fonds dans les Succursales との和で

響力の登場によつて著しく擾亂されるに至つた。その時に新設の Caisse Autonome d'Amortissement は佛銀に預金し始めた。その財源は非常に大きく、ある理由のためにこの機關は佛銀に文字通り巨額の預金残高を維持することが適切であると考へたのである。併し乍ら、如何に解釋しても、この預金は、國家の一時借入金償却し回収するといふ特殊の目的のために保有された國庫の資金以外のもの

のと同じ見做すことはできないのである。現行法の下に於ては Caisse d'Amortissement はこの預金を他の如何なる目的にも利用することはできないのである。それにも拘らず、それは國庫の一種の緊急準備金を構成せざるを得ないのである。この基金の一部は一九二七年七月の六分利附證券の發行と關聯して最近國庫に移讓された。國防證券は

この新發行に對する拂込の代償として國庫によつて受入れられて、直ちに國庫のために Caisse d'Amortissement によつて割引された。かくして國防證券は直ちに回收せられ、國庫は佛銀に於ける Caisse の預金財源から照應額の資金を受取つたのであつた。

フランス銀行に於ける Caisse d'Amortissement の様々の日時の預金額の大體の推算は、佛銀の報告書中に報告された非政府預金から三五億萬フランの金額を、即ち Caisse がその現在の形で誕生する少し前の、一九二六年の中ばの水準に略々近いものを、控除することによつて行はれた。この推算は左表に報告されてゐる。

インフレーション過程を説明する上からは、フランス銀行の非政府貸付は遙かにより大きな意義をもつてゐる。その大部分は、佛銀に取立てを依頼した満期前五日或はそれ以下の手形から成つてゐるが、その外諸銀行への貸出、

第四十七表

フランス銀行に於ける
Caisse d'Amortissement
の預金*

(選擇された月末日附の推定額、百萬フラン)

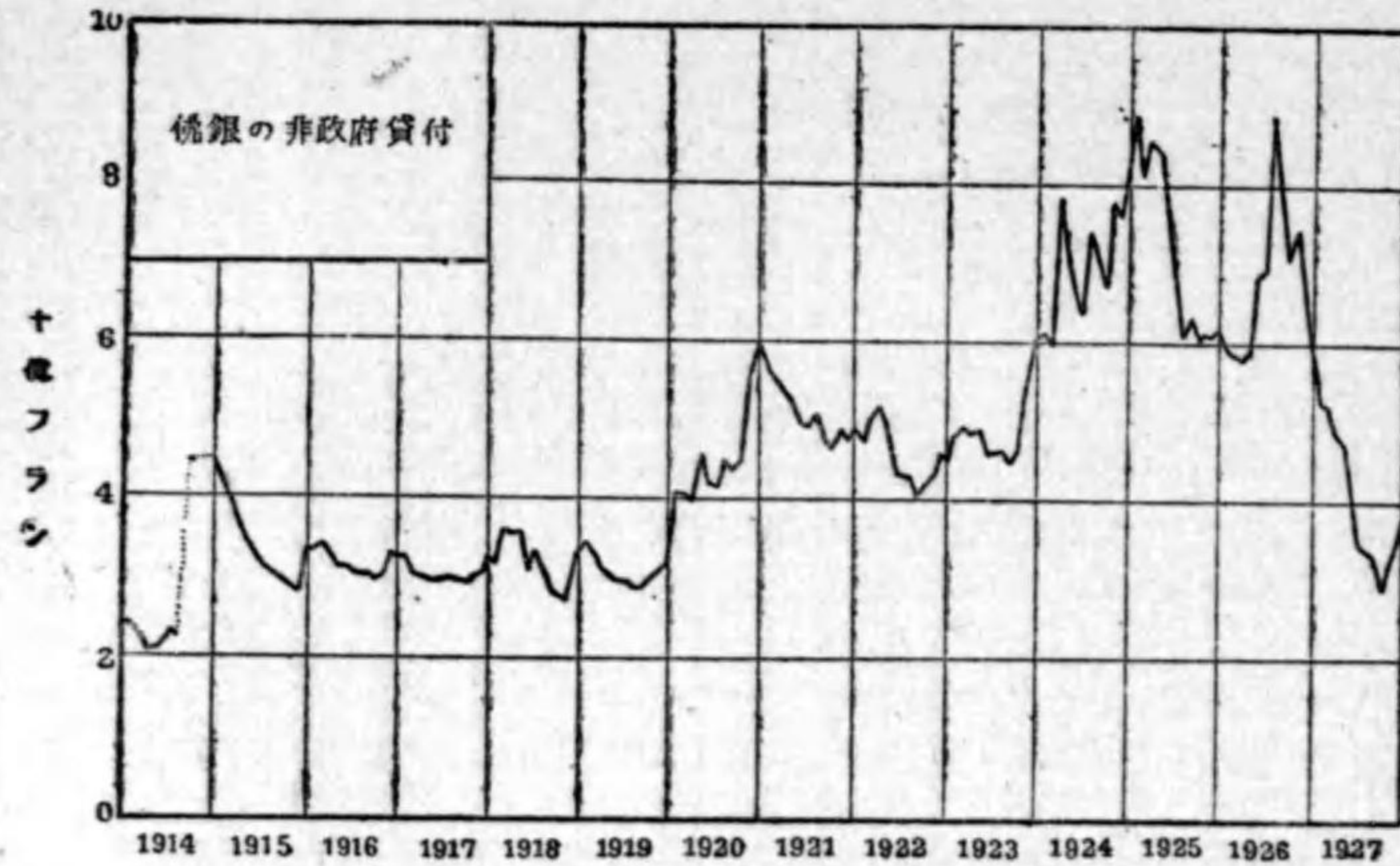
| 1926 | | 1927 | |
|------|------|------|------|
| 十月 | 444 | 五月 | 6924 |
| 十一月 | 825 | 六月 | 9177 |
| 十二月 | 1824 | 七月 | 9129 |
| 1927 | | 八月 | 8945 |
| 一月 | 2424 | 九月 | 7075 |
| 二月 | 1252 | 十月 | 7253 |
| 三月 | 957 | 十一月 | 7198 |
| 四月 | 3374 | 十二月 | 6981 |

* 選擇された月末預金資料に基づいて推算せるもの。

事業會社への貸出及び私個人への貸出、並びに Crédit Agricole の地方支店の可成りの額の再割引をも含んでゐる。フランス銀行は商業手形には市中銀行よりも高率の利子を課してゐるために、確實な信用をもつた巨大な事業會社は商業銀行から經常的借入の大部分を調達してゐる。

諸銀行への貸出は、大體に於いて、經濟組織を通じての銀行信用の一般的膨脹を表はすものである。フランスでは、

第三十圖表



中央銀行制度の實施されてゐる他の國々に於けると同じく商業銀行は、通常の額を可成り超えた貸付融通に對する顧客の需要に應ずるために、中央銀行からの貸付或は再割引に依頼してゐるのである。そこで佛銀によるかくの如き貸付の増加は、通常は商業銀行による信用の膨脹を示すのである。

農業者及び小營業者に對する佛銀の貸出は、これに反して、銀行融通ではなくてその他の方法で實際にやつてゐる種類の人々に擴張される、概して全く小額の、一種の非収益の銀行信用を表はすにすぎない。併し、インフレーションに關するかぎり、かくの如き貸出は諸商業銀行に於ける同様の信用膨脹と殆んど同じ意味をもつてゐるのである。より巨大な事業會社の借入金もまた同様である、すなはち彼等の多くは、フランス銀行に預金勘定をもつてゐて、他の諸銀行で割引される一流手形の保有額が彼等の信用の必要を賄ふのに一時的に不十分な時には彼等の借入の特權を利用するのである。

不幸にして、佛銀の非政府貸付を含むこれ等各種の型の勘定を分離することはできない。他の大多数のフランスの金融機関のやうに、フランス銀行は公衆の信頼をかちうることによつて得らるべき利益について未だ學ぶところがなかつたのである。多分これをもその重要な構成成分に分離することができないために、フランス銀行の非政府貸付は戦時中は殆んど何物をも示さないやうに思はれる。一九一四年の後半の二つの日付の報告は非政府貸付が、その

第四十八表

(續き)

| | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|
| 一月 | 5681 | 4731 | 4757 | 6116 | 8864 | 5893 | 5251 |
| 二月 | 5488 | 5038 | 4814 | 5915 | 8083 | 5841 | 5195 |
| 三月 | 5346 | 5210 | 4782 | 7853 | 8579 | 5762 | 4793 |
| 四月 | 5204 | 4917 | 4816 | 7178 | 8448 | 5859 | 4707 |
| 五月 | 4869 | 4581 | 4556 | 6674 | 7590 | 6856 | 3787 |
| 六月 | 4811 | 4318 | 4577 | 6347 | 6893 | 7054 | 3483 |
| 七月 | 5024 | 4306 | 4605 | 7404 | 6037 | 8998 | 3382 |
| 八月 | 4696 | 4062 | 4430 | 7119 | 6362 | 7939 | 3357 |
| 九月 | 4572 | 4223 | 4645 | 6753 | 6058 | 7051 | 2900 |
| 十月 | 4769 | 4307 | 5304 | 7735 | 6189 | 7495 | 3296 |
| 十一月 | 4577 | 4674 | 5678 | 7533 | 6156 | 6514 | 3482 |
| 十二月 | 4804 | 4512 | 6073 | 8180 | 6138 | 5797 | 3840 |

Paris; Avances sur lingots et monnaies dans les succursales; Avances sur titres à Paris; Avances sur titres dans les succursales; Effets prorogés, Paris; and Effets prorogés, succursales. この合成系列は本文 167—171 頁に説明されてゐる。週選擇の方法及びその選擇の理由はフランス銀行の銀行券流通高の系列の説明の中に示されたところと同じである(第5章, 第9表)。

第四十八表

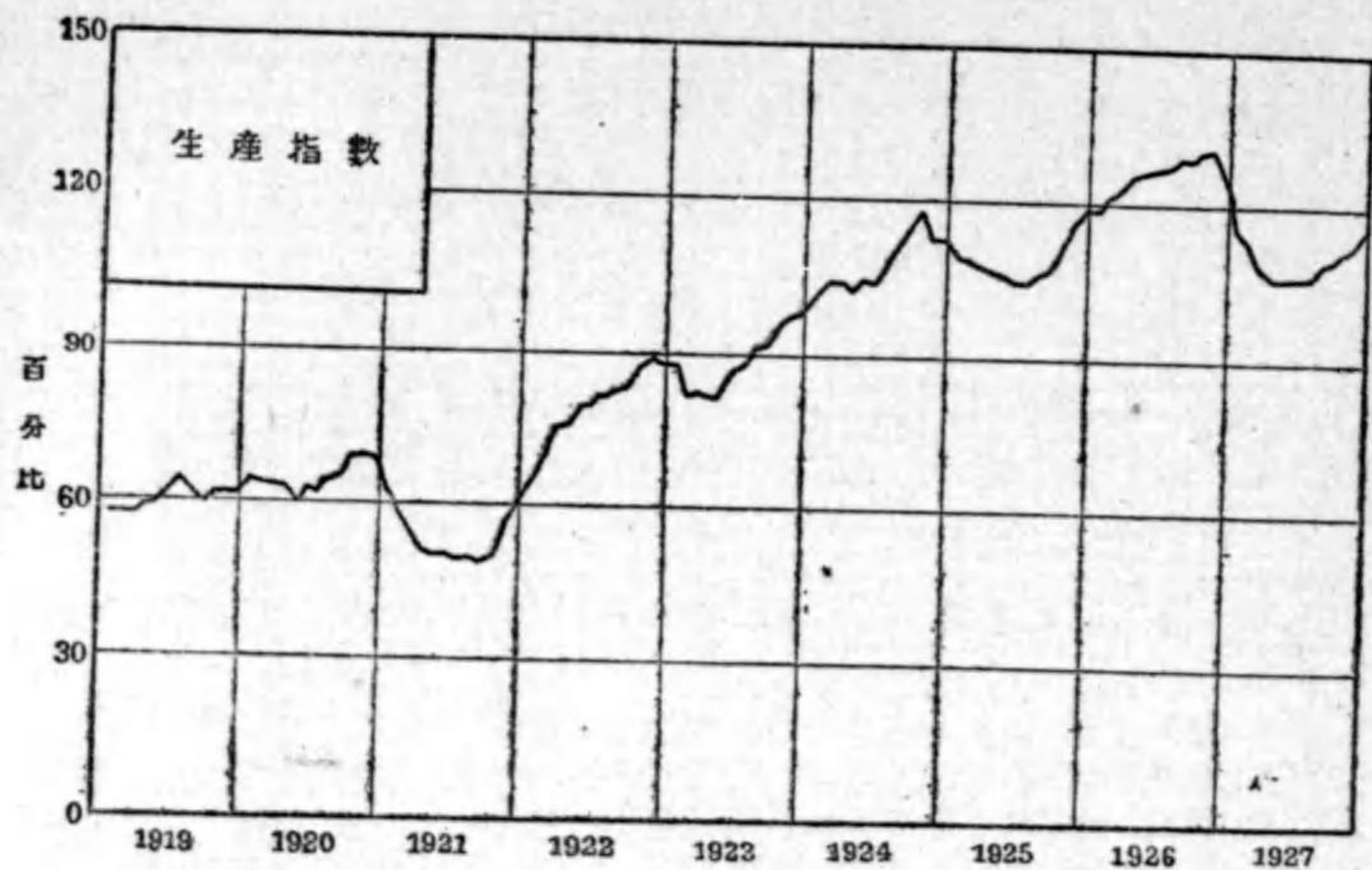
フランス銀行に於ける非政府貸付*
(選擇された月末資料、百萬フラン)

| | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 | 1920 |
|-----|-------|------|------|------|------|------|------|
| 一月 | 2403 | 4155 | 3392 | 3297 | 3244 | 3474 | 4022 |
| 二月 | 2281 | 4100 | 3408 | 3068 | 3597 | 3295 | 4004 |
| 三月 | 2178 | 3686 | 3304 | 3004 | 3549 | 3183 | 3920 |
| 四月 | 2177 | 3472 | 3204 | 2923 | 3551 | 3025 | 4526 |
| 五月 | 2228 | 3306 | 3166 | 2835 | 3117 | 2903 | 4233 |
| 六月 | 2355 | 3156 | 3091 | 2883 | 3384 | 2940 | 4170 |
| 七月 | 2280 | 3018 | 3073 | 2876 | 3065 | 2884 | 4474 |
| 八月 | ..... | 2923 | 3024 | 2867 | 2798 | 2865 | 4369 |
| 九月 | 4476 | 2832 | 2973 | 2846 | 2743 | 2934 | 4444 |
| 十月 | ..... | 2765 | 3023 | 2899 | 2710 | 3004 | 5257 |
| 十一月 | ..... | 2736 | 3324 | 3011 | 2947 | 3127 | 5739 |
| 十二月 | 4481 | 3385 | 3276 | 3278 | 3291 | 3359 | 5894 |

a 10月1日の數字。
* 出所: 1914—1919年, Journal Officiel. 1920—1925年, 1927年, L'Économiste Français. 1926年, Bulletin de Statistique et de Legislation Comparée. この系列はフランス銀行の報告書に於ける 11 項から編纂したものである。—Portefeuille de Paris: Effets sur Paris, Effets sur l'étranger, Effets du Trésor remis à l'encaissement; Portefeuille des Succursales: Effets sur place, Effets du Trésor remis à l'encaissement; Avances sur lingots et monnaies à

年の九月と十二月に高かつたことを示してゐる。一九一五年一月にもそれは非常に高かつた。その後は一九一四年末の一般的水準の僅か三分の二近くの水準まで徐々に降下した。この水準は僅かに小變動を伴ひはしたが、戦争の終りまで持續した。戦争初期の支拂停止は當時の高水準を説明するものである、といふのはフランス銀行は凍結資

第三十一圖表



産に一時悩まされた他の諸銀行の面倒をみる義務を當然に引受けてゐたからである。國家への貸上金の形で佛銀が投資した資金の潤澤な供給は、戦時の低水準及び一九一九年のそれを十分に説明してゐる。併し乍ら、佛銀の國家への貸上金が相對的に不動となり、事業が非常に活潑となるに至つた、一九二〇年の始め以後は、佛銀の個人貸付は急速に上昇し、明かに事業擴張の結果を示した。事業不況の初期の段階では當然のことであつたのであるが、それは一九二〇年の後半は引續き増加し、一九二一年は引續き徐々にのみ減少した。それにつゞく一年九ヶ月は個人貸付は殆んど水平線を中心に變動したが、他方物價と生産とは共に徐々に回復した。

(註五) 第九章、註六、二四七—四八頁参照。

一九二三年の暮からその後一年半の間は、佛銀の個人貸付は急速に上昇した。生産(第三十一及び第三十二圖表)、

第四十九表
生産數量、フランス中央統計局の月別指數*
(1913年を基準100とす)

| | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 一月 | 57 | 65 | 62 | 66 | 88 | 102 | 110 | 118 | 117 |
| 二月 | 57 | 64 | 58 | 69 | 83 | 104 | 109 | 122 | 113 |
| 三月 | 57 | 64 | 55 | 75 | 83 | 104 | 108 | 123 | 108 |
| 四月 | 59 | 63 | 52 | 75 | 82 | 102 | 107 | 125 | 106 |
| 五月 | 60 | 60 | 50 | 78 | 82 | 104 | 106 | 126 | 106 |
| 六月 | 62 | 63 | 50 | 79 | 87 | 103 | 105 | 126 | 106 |
| 七月 | 64 | 62 | 49 | 81 | 88 | 107 | 105 | 127 | 106 |
| 八月 | 62 | 64 | 49 | 82 | 91 | 110 | 106 | 128 | 107 |
| 九月 | 60 | 65 | 48 | 84 | 92 | 114 | 107 | 128 | 109 |
| 十月 | 61 | 68 | 50 | 87 | 95 | 117 | 111 | 129 | 110 |
| 十一月 | 61 | 68 | 55 | 89 | 97 | 113 | 116 | 129 | 112 |
| 十二月 | 62 | 67 | 62 | 88 | 98 | 113 | 118 | 123 | 115 |

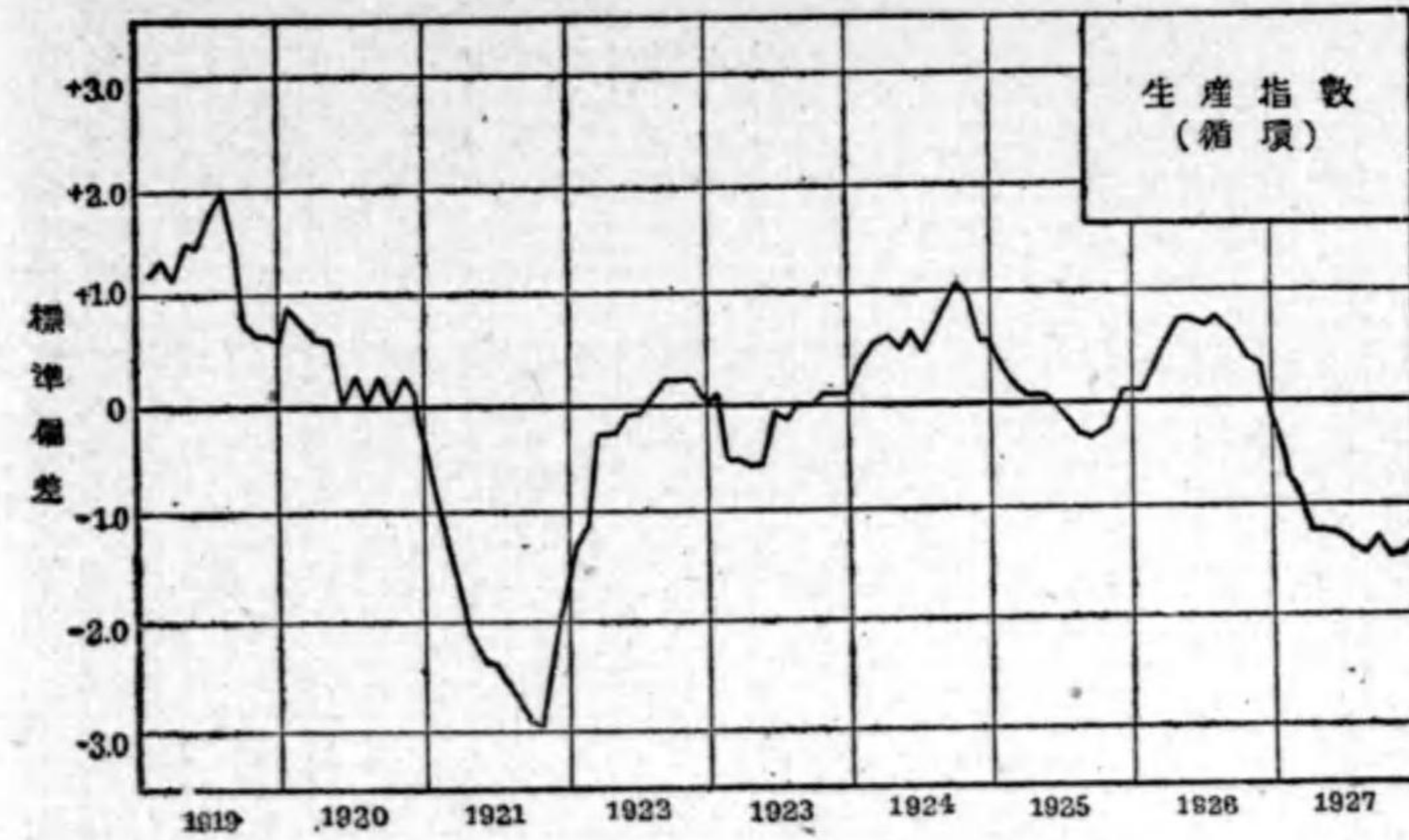
* 出所：1919—1924年、Bulletin de la Statistique Générale de la France, 1926年4月。1925—1927年、上掲引用書、1927年7月。

J. Dessirier がフランス中央統計局のために作成したこの生産指數は八群の産業の個別生産指數の加重算術平均である。群指數は様々の種類の資料を用ひて計算されてゐる。併し乍ら、これらの資料は常に生産の物理的数量と關聯してゐるのである。實際の生産の數字は抽出産業群と冶金産業群との指數をつくる場合と繊維群中の棉花及び羊毛産業に適用される資料としてのみ用ひられてゐる。爾餘の産業群には他の物理的基準が用ひられてゐる。紙及び護謄産業の指數と他群の特殊産業の生産資料には、問題の諸産業の消費に充てられる粗生原料品の月別輸入超過額が移動平均に直されてから利用されてゐる。皮革産業群の指數と鐵鋼産業に適用される生産資料の指數をつくる場合には、粗生原料品の輸入超過額に産出額の合計月別數字を加へたものが、やはり移動平均に直されてから用ひられてゐる。建築業群の指數はある都市で發行された建築許可證の數に基くものである。(荒廢地方に於ける建築作業は考慮されてゐないといふことは特に指摘すべきである。)

アルサス・ロレーンの生産が指數計算の基礎たる戦後の資料の中に含まれてゐるので、基準年たる1913年の各産業群の生産の數字もアルサス・ロレーンの戦前の生産を考慮に容れて増大せしめられてゐる。包括された産業のすべてに通ずる信憑すべき生産資料を缺くために、一般指數の形成に入る群指數に適用されるウェートを、戦前は、1906年國勢調査當時にそれぞれの産業群に雇傭されてゐた有業人口の比率と考へるのである。このウェートは、基準年の指數と戦後年の指數とに適用されたときには、アルサス・ロレーンの生産とそれぞれの群の各々の1906—1913年中の相對的消長とを考慮して修正された。訂正はアルサス・ロレーンの生産に對する現實の貢獻に基いて行はれたこともあり、人口數に基いて行はれたこともあり、また1906年乃至1913年中の群指數に示されたやうなそれぞれの群の産業の産出額の増加に基いて行はれたこともあつた。

| 産業群 | ウェート | 産業群 | ウェート | 産業群 | ウェート |
|-----|------|-----|------|-----|------|
| 抽出 | 4 | 纖維 | 14 | 冶金 | 2.5 |
| 機械 | 15 | 建築 | 7 | 紙 | 1.6 |
| 皮革 | 5 | 護謄 | 0.9 | | |

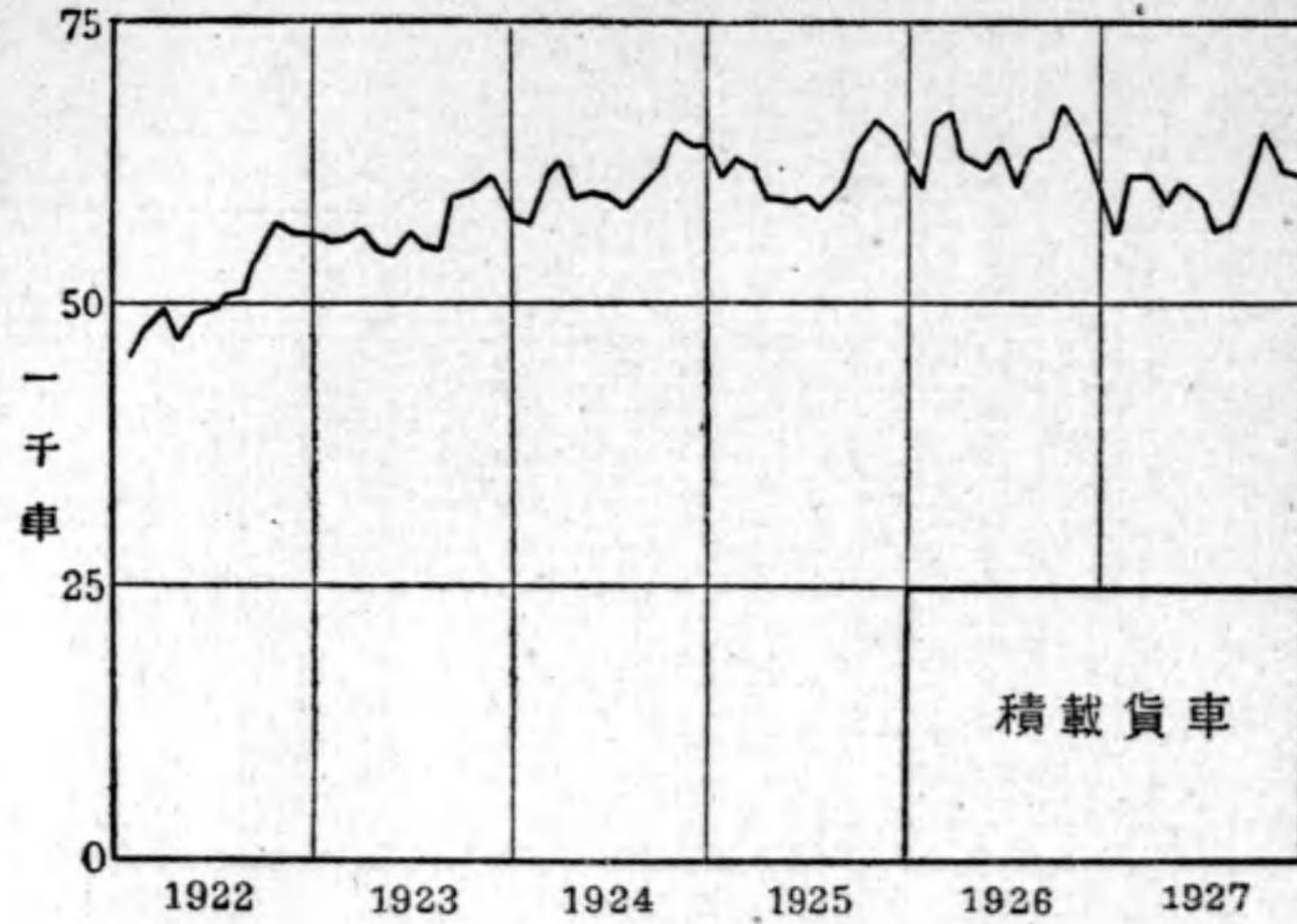
第三十二圖表



物價及び積載貨車數(第三十三及び第三十四圖表)によつて示される取引數量は、一九二四年の暮まで引續き上昇的趨勢にあつた。併し非政府貸付の卒然且つ持續的な上昇は、部分的には疑ひもなくこれ等の諸運動と關聯してゐるけれども、これ等の諸運動によつて完全に説明することはできないのである。後に指摘されるであらうやうに、この上昇の一部分は佛銀の國家への隠された間接のある貸上金に基くものであつた。

フランス銀行の割引政策は戦前には信用情勢の最も有力な統制力の一つであると共に、最も敏感なバロメーターの一つでもあつたが、インフレーションの進展するにつれてその重要さの多くを喪失した。戦時中その變化の話は簡單だが重要である。一九一四年七月三十日には割引利率は三・五%から四・五%に、擔保貸付の利率は四・五%から五・五%に引上げられた。八月一日にはそれ等は再びそれぞれ六%と七%

第三十三圖表



に引上げられた。かくして、戦争の開始は極めて著しい利率の騰貴によつて特徴づけられた。併し乍ら、それ等は明かに餘りにも高いことが見出された、といふのはその後一月経たないうちに(八月二十日)それ等はそれぞれ一%ほど引下げられたから。それ等はより低いこの水準に於いて戦時中及び一九二〇年四月八日まで維持された。戦後のブーム中物價が最高點に達したその月のその日に、それ等は再びそれぞれ六%と六・五%に引上げられた。この利率の調節と因果的の關聯があらうとなからうと、その直後に物價の長期且つ突然の低落が起り、それはこの低落が始まつてから間もなく僅か一度停止しただけで、翌年の中ばまで繼續した。一九二〇年十一月以後は生産數量も同様に激烈な低落を蒙つた。そこで一九二一年七月二十八日には割引利率は再び五・五%に引下げられた。これに續く三

となり、新しい年が近づくと共に殆んど奇蹟以外には銀行券流通高が同様にその法定最大限度を超過するのを阻止できないといふことが明かになり始めた。割引利率の變化は、それが企圖したと思はれる目的を達成することがで

第五十一表
積載貨車數*

(毎日の積載貨車數の各月平均)

| | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一月 | 45584 | 55052 | 57362 | 61361 | 60808 | 56663 |
| 二月 | 47741 | 55464 | 61609 | 63352 | 66179 | 61967 |
| 三月 | 49676 | 56971 | 63228 | 62990 | 67329 | 61880 |
| 四月 | 47225 | 54930 | 59126 | 58944 | 63193 | 58817 |
| 五月 | 49055 | 54272 | 59777 | 58946 | 62075 | 60858 |
| 六月 | 49585 | 56757 | 59597 | 59683 | 64856 | 59494 |
| 七月 | 50031 | 55073 | 58708 | 58037 | 61478 | 56549 |
| 八月 | 50875 | 54964 | 60303 | 60143 | 63487 | 57386 |
| 九月 | 54431 | 59025 | 62812 | 64107 | 64600 | 61032 |
| 十月 | 57185 | 60517 | 65471 | 66542 | 67923 | 66507 |
| 十一月 | 56046 | 61976 | 64256 | 65957 | 65125 | 62963 |
| 十二月 | 55848 | 57995 | 64284 | 63437 | 60775 | 61456 |

* 出所: Bulletin de la Statistique Générale de la France. この數字はフランスの鐵道の毎日の積載貨車數の平均を表はす。この平均は各月(各月の全部或は大部分を占める週合計から成る)の全積載貨車數を包括された日數で除して計算されてゐる。

けは〇・五%ほどであつたが、九月には再び八%に引上げられた。

佛銀の利率の次の變化は一九二四年十二月十一日に行はれたが、この時には割引利率は六%から七%に引上げられた。この調整は實際非常な危機の時期に行はれた。佛銀の國家への貸上金の法律によつて規定された最大限度は既に超過されてゐたといふこと、及びこの非合法的貸上金は、佛銀の報告の歪曲によつて僅かに公衆に隠されてゐたといふことが後で(恐らくは誤つてゐる)非難せられたのであつた。それは兎も角も、この貸上金は危険なほど多額

第五十表

生産數量、フランス中央統計局の月別指數*

(標準偏差での長期趨勢からの比率偏差、季節的變動を考慮す)

| | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一月 | +1.21 | +0.87 | -0.76 | -1.32 | +0.10 | +0.36 | +0.25 | +0.08 | -0.62 |
| 二月 | +1.38 | +0.72 | -1.25 | -1.09 | -0.48 | +0.53 | +0.16 | +0.36 | -0.88 |
| 三月 | +1.19 | +0.57 | -1.72 | -0.32 | -0.48 | +0.61 | +0.08 | +0.51 | -1.21 |
| 四月 | +1.49 | +0.57 | -2.06 | -0.32 | -0.57 | +0.52 | +0.08 | +0.72 | -1.27 |
| 五月 | +1.47 | 0.00 | -2.39 | -0.11 | -0.57 | +0.60 | 0.00 | +0.72 | -1.14 |
| 六月 | +1.80 | +0.27 | -2.39 | -0.10 | -0.09 | +0.42 | -0.15 | +0.64 | -1.19 |
| 七月 | +1.92 | 0.00 | -2.59 | 0.00 | -0.19 | +0.67 | -0.23 | +0.71 | -1.38 |
| 八月 | +1.42 | +0.27 | -2.67 | +0.10 | 0.00 | +0.84 | -0.31 | +0.64 | -1.43 |
| 九月 | +0.77 | +0.14 | -2.86 | +0.20 | 0.00 | +1.08 | -0.31 | +0.56 | -1.31 |
| 十月 | +0.60 | +0.26 | -2.94 | +0.20 | +0.09 | +0.99 | -0.23 | +0.35 | -1.49 |
| 十一月 | +0.60 | +0.13 | -2.48 | +0.20 | +0.09 | +0.57 | +0.08 | +0.28 | -1.47 |
| 十二月 | +0.59 | -0.25 | -1.79 | 0.00 | +0.09 | +0.57 | +0.08 | -0.20 | -1.34 |

* 計算のために、1919年1月から1927年1月まで97ヶ月の間は直線長期趨勢が月別數値に當嵌められた。1919年1月が横坐標の零點を、また零の生産數量が縦坐標の零點を表はす如くに原點(0,0)を選んだ場合のこの線の方程式は、 $y = +.788x + 49$ であつた。1927年の數値は長期趨勢の同じ線とその年まで擴張して追加された。季節的變動は聯環比率法によつて計算された。

ヶ月間は物價は取るに足らぬほど回復したが、その後は翌年の三月まで引續き低落した。その月の十一日には割引利率は再び五%に引下げられ、それは一九二四年一月十日まで繼續された。その時までは物價と取引數量とは共に著しく回復してをり、又、恐らくは最も重要なことであつたが——銀行券流通高は急速且つ確實に増大しつゝあつた。かくの如き事情の下に於いて割引利率はもう一度五・五%に引上げられたが、流通高と物價とと共に上昇運動を繼續したのですぐ又一週間後には更に〇・五%引上げられた。同時に擔保附貸付の利率が一九二〇年以來始めて引上げられた。そのときの引上

かくの如き利率の調整は、(その目的の一部は、疑ひもなく、心理的效果にあつたのであるが)一般市場に對する感情的な影響力さへもたなくなつた。

第五十二表
積載貨車數*

(標準偏差での長期趨勢からの比率偏差, 季節的變動を考慮す)

| | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一月 | -2.32 | +1.21 | +0.68 | +1.00 | -0.77 | -3.94 |
| 二月 | -2.47 | +0.03 | +1.44 | +0.59 | +0.32 | -2.97 |
| 三月 | -2.18 | +0.03 | +1.44 | -0.38 | +0.06 | -3.79 |
| 四月 | -1.79 | +0.71 | +1.18 | -0.50 | 0.00 | -3.26 |
| 五月 | -0.79 | +0.32 | +1.44 | -0.53 | -0.53 | -2.41 |
| 六月 | -0.91 | +1.21 | +0.94 | -0.59 | +0.32 | -3.35 |
| 七月 | +0.09 | +1.09 | +1.29 | -0.56 | -0.38 | -3.79 |
| 八月 | -0.27 | +0.21 | +1.27 | -0.38 | -0.29 | -4.21 |
| 九月 | -0.24 | +0.41 | +0.56 | -0.44 | -1.71 | -4.56 |
| 十月 | -0.06 | -0.15 | +0.56 | -0.62 | -1.53 | -3.56 |
| 十一月 | -0.09 | +1.18 | +0.56 | -0.29 | -2.15 | -4.41 |
| 十二月 | +0.88 | +0.24 | +1.65 | -0.35 | -2.94 | -3.91 |

* 計算のために、直線長期趨勢が1922年1月から1926年1月までの59ヶ月間の月別數値に當嵌められた。1922年1月が横坐標の零點を、また零の積載貨車數が縦坐標の零點を表はすやうに起點を選んだ場合の、この線の方程式は $y = +275.4x + 51055$ 。即ち m は 275.4 であり b は 51055 積載車輻數であつた。1927年の數値は長期趨勢の同じ線をこの年まで擴張して追加された。季節的變動は聯環比率法で計算された。

以後、恐慌が漸次的に解消して過去に去り、物價が下落し、生産數量が減少し、更に事業不況が漸次的にこの國に腰を落付けるにつれて、利率は數回引下げられた。併し一般的事業不況のすべての借入に及ぼす抑制的效果のために、又、諸銀行の國庫に於ける多額の預金の蓄積——それは諸銀行のフランス銀行からの借入を必要ならしめた——のためにも、更に、外國爲替の購入のために佛銀が引續き資金の放出してゐた點から見ても、

第三十四圖表



きなかつたが、併し八ヶ月間確實に騰貴してゐた物價水準は、これに續く五ヶ月間は實際に安定するに至り、又前月中に既に減少を始めてゐた生産數量は、その後數ヶ月間は下降的趨勢を繼續した。

銀行券と貸上金の兩法定限度は一九二五年四月の立法によつて引上げられ、七月九日には割引利率は再び六%に戻された。これに先立つ二ヶ月間は物價は徐々に騰貴してゐたといふ事實があつたにも拘はらず、このやうな行動が佛銀によつてとられたのであつた。これに反して、生産數量は前年の十月以來確實に低落してゐたのであつた。これらの利率で——すなはち割引は六%、擔保附貸付は八%で——佛銀は一九二六年七月の絶望的の恐慌まで引續き貸出した。記憶すべきその月の三十一日には利率はそれぞれ一・五%引上げられて、それぞれ七・五%と九・五%になつた。この時

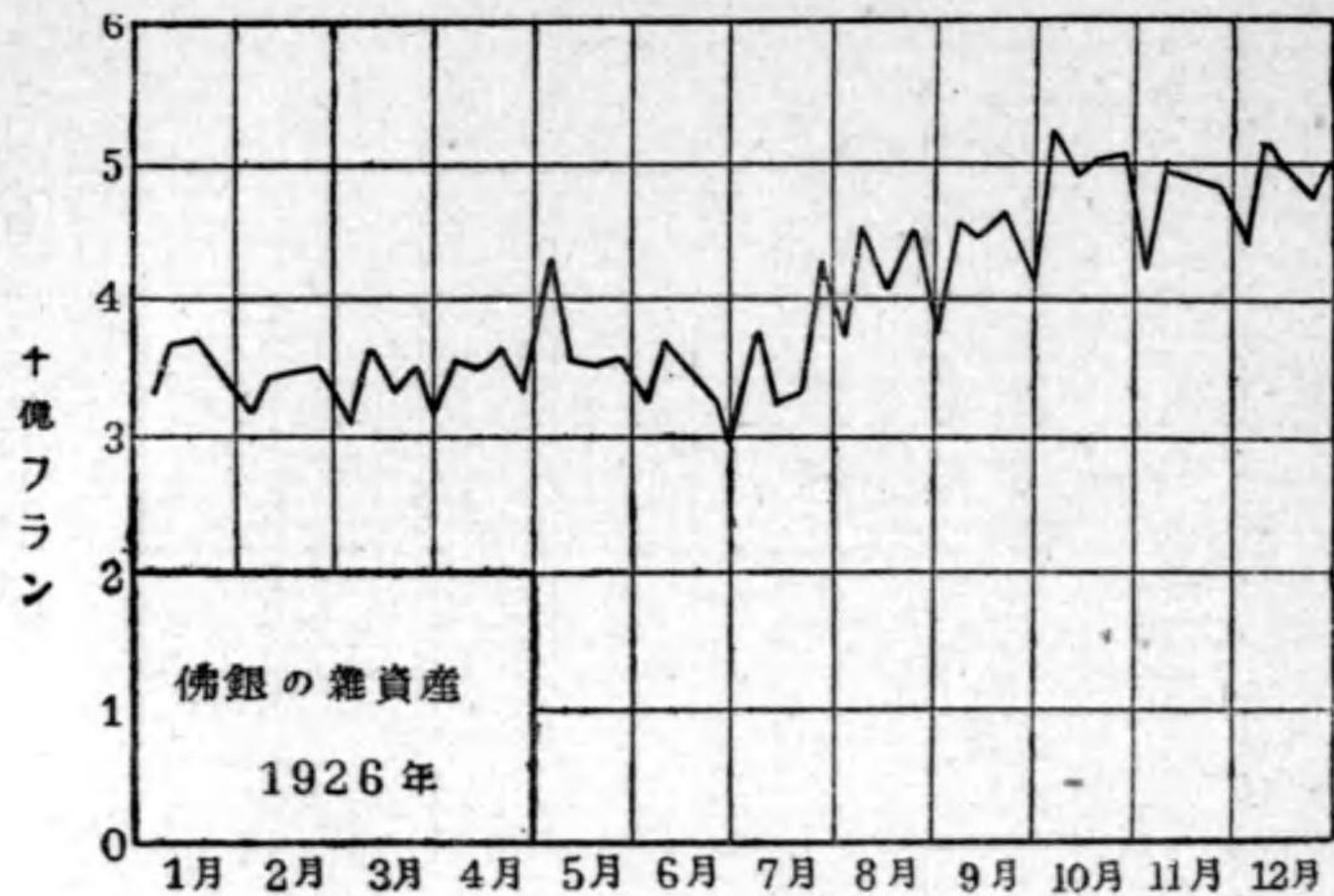
最後に、佛銀の貸借表中の雑科目は、借方貸方共に、並々ならぬ興味のあることが分るであらう。
 先づ、雑資産 Divers actif に関して云へば、それは一九二六年の中ば前には、その額は可成りのものであり(十億フラン少し以上から略々四十億フランの間を動いてゐた)。又各月中の變動は大きかつたが(第三五圖表)、それも拘はらず月から月へ、又年から年へは驚くべき安定を維持した(第三六圖表)ことが分るのである。成程、年か
 ら年へは顯著な増加があつたが、それは殆んど計算されるほど規則的な増加であつた。併し乍ら、一九二七年一月以降は、この科目はその内容の著しい變化を明かに豫示するほど急速にその以前の趨勢以上に上昇し始めた。これは、一九二六年八月七日の法律^(註七)によつて授權された佛銀による金、銀、及び外國爲替の購入のうち、外國爲替の購入が

第五十三表
フランス銀行の貸付利率*

| 變化の日附 | 割引利率 | 擔保附貸付利率 |
|--------------|-------|---------|
| 1914, 1, 1 | 4 % | 4½ % |
| 1914, 1, 29 | 3½ % | ..... |
| 1914, 7, 30 | 4½ % | 5½ % |
| 1914, 8, 1 | 6 % | 7 % |
| 1914, 8, 20 | 5 % | 6 % |
| 1920, 4, 20 | 6 % | 6½ % |
| 1921, 7, 28 | 5½ % | ..... |
| 1922, 3, 11 | 5 % | ..... |
| 1924, 1, 10 | 5½ % | ..... |
| 1924, 1, 17 | 6 % | 7 % |
| 1924, 9, 11 | ..... | 8 % |
| 1924, 12, 11 | 7 % | ..... |
| 1925, 7, 9 | 6 % | ..... |
| 1926, 7, 31 | 7½ % | 9½ % |
| 1926, 12, 16 | 6½ % | 8½ % |
| 1927, 2, 3 | 5½ % | 8 % |
| 1927, 2, 17 | ..... | 7 % |
| 1927, 4, 14 | 5 % | 6 % |
| 1927, 12, 29 | 4 % | ..... |

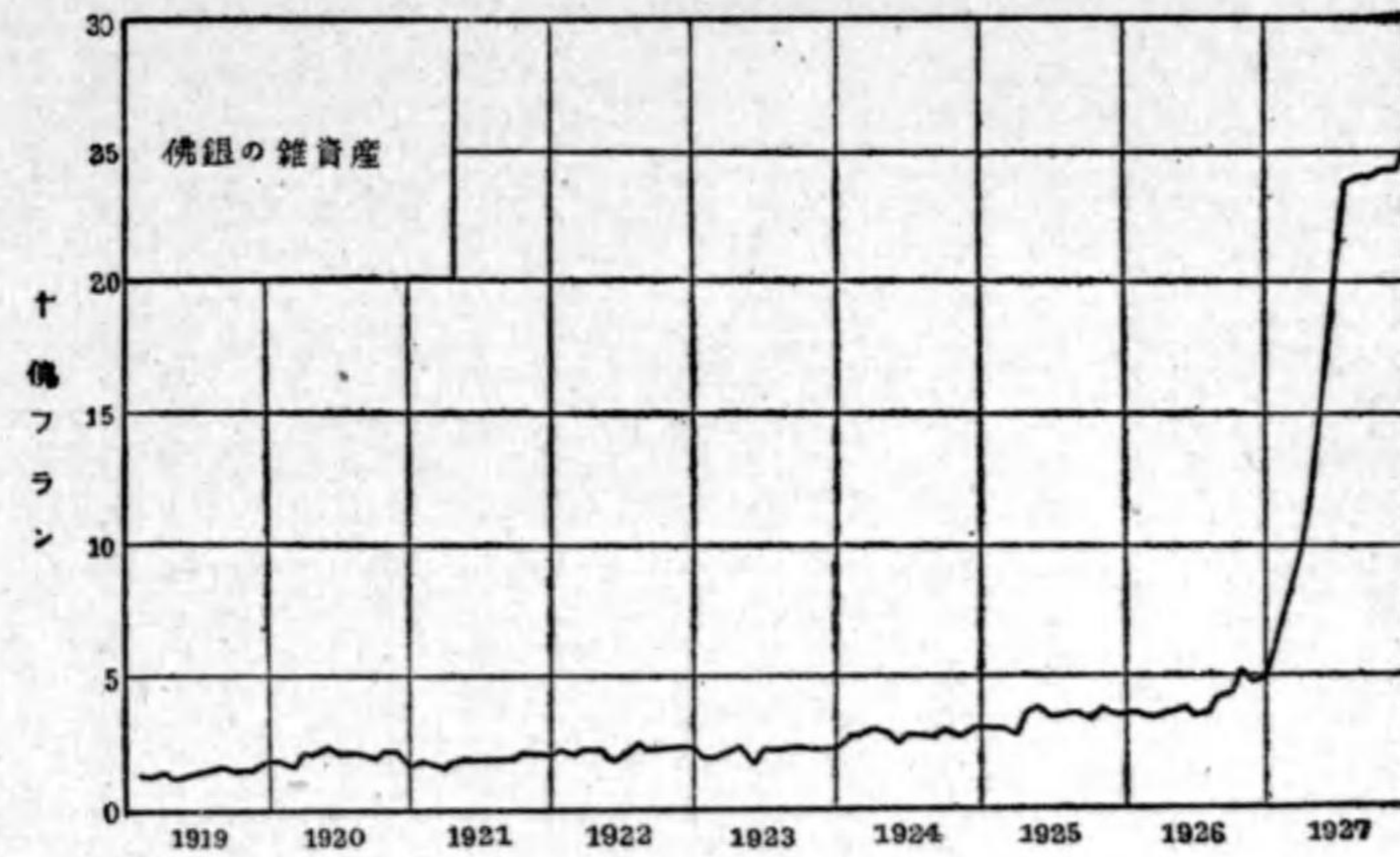
* 出所：すべての年の資料はフランス銀行の記録からとられた。

第三十五圖表



雑資産として貸借対照表の中にとり入れられたからに外ならなかつた。従つて、その系列はかくの如き購入の總額を推測する優れた手段を吾々に提供すべきものである。従つて、一九二二年七月以後の四ヶ年間の直線長期趨勢が最小自乘法によつてその系列に當嵌められた。各月の最終報告當時のこの長期趨勢線以上に出づる距離は上述の法律の規定に従つて購入された外國爲替の保有高を表はすものと見做された。この額に「金、銀、及び外國爲替の購入」(achats d'or, d'argent et de devises) とする表題の下に貸借表中に記入された額が追加されて、佛銀による三科目全體の購入の推定總計が得られた。
 (註六) 政府と佛銀の協定 Convention のできた日は一九二六年九月十六日であつた。
 この表から理解されることは、授權後數ヶ月して始まつたこれ等の購入が^(註七)一九二七年の中ばまでは急速な比

第三十六圖表



率で増加したといふことである。而してその時には總計略々二百億フランに達したのであつた。八月には僅かに減少したが、その後はこの總計は緩慢な比率ではあつたが、引續き増加した。十二月末にはそれは略々二百四十億フランにまでなつた。八億ドル以上に上るこの金と外國爲替の多額の蓄積は（銀の額は非常に僅少である）海外からの爲替投機が再び試みられる場合にフランの保護にいつでも利用され得べき實際異常な大いさの資金を提供するものである。

（註七） フランス銀行は一九二六年十二月二十三日に外國爲替の購入を開始した。

雜負債 *Divers Passif* は、その運動に於いて雜資産よりも遙かにより不規則であるが、それにも拘はらず一九一九年から一九二三年の年末までは比較的規則的な趨勢を保つた。その後はそれは略々月々に、また殆んど常に月末を含む週報中に現はれる著しく高い山の繼續によつて特徴づけられてゐる。

第五十四表
フランス銀行
の雜資産*

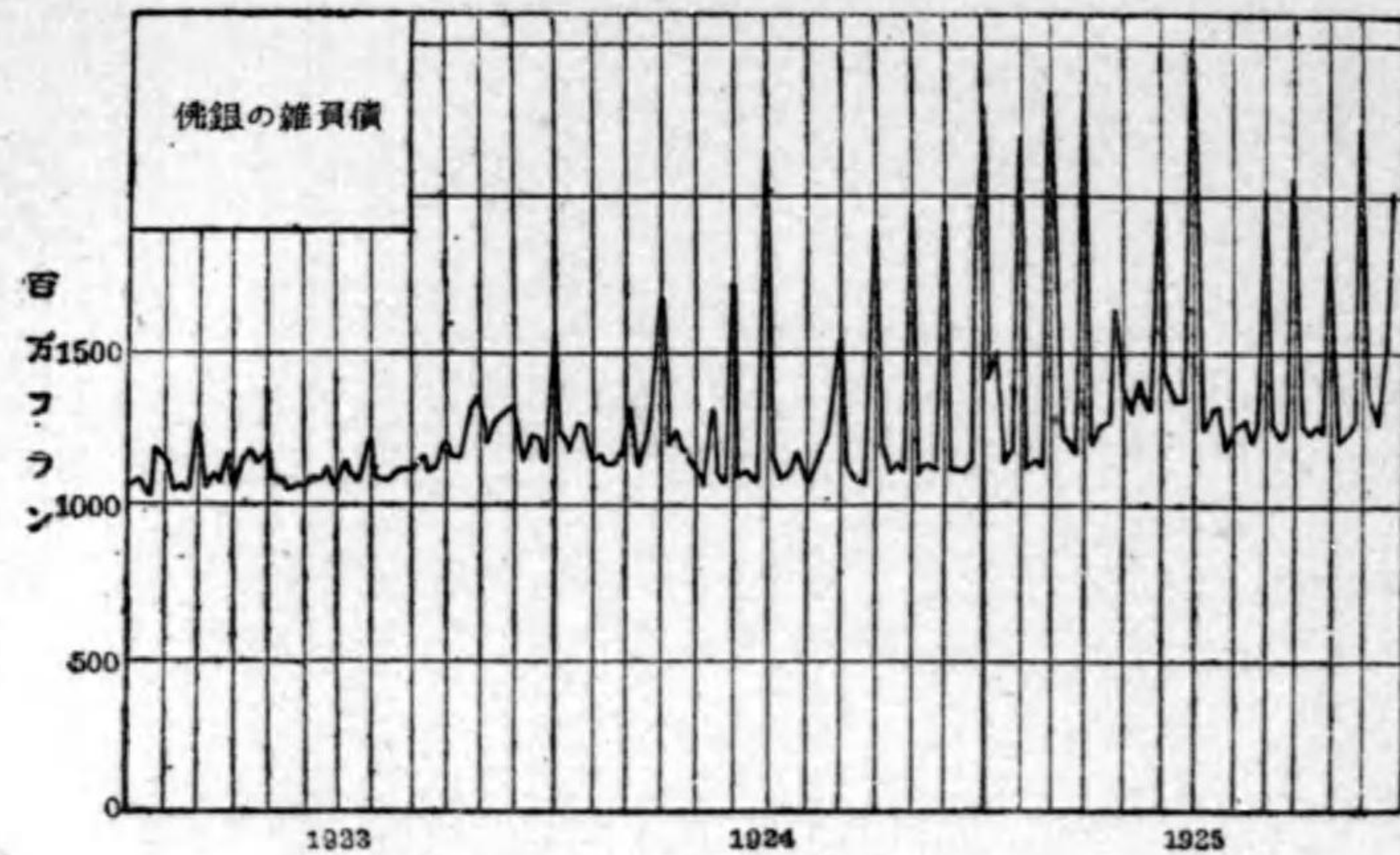
（週資料、百萬フラン）
1926

| 月日 | 金額 | 月日 | 金額 |
|-------|------|--------|------|
| 1. 7 | 3312 | 7. 8 | 3704 |
| 1. 14 | 3677 | 7. 15 | 3214 |
| 1. 21 | 3707 | 7. 22 | 3376 |
| 1. 28 | 3561 | 7. 29 | 4233 |
| 2. 4 | 3183 | 8. 5 | 3689 |
| 2. 11 | 3487 | 8. 12 | 4555 |
| 2. 18 | 3467 | 8. 19 | 4043 |
| 2. 25 | 3529 | 8. 26 | 4503 |
| 3. 4 | 3158 | 9. 2 | 3787 |
| 3. 11 | 3640 | 9. 9 | 4575 |
| 3. 18 | 3367 | 9. 16 | 4454 |
| 3. 25 | 3502 | 9. 23 | 4602 |
| 4. 1 | 3187 | 9. 30 | 4072 |
| 4. 8 | 3586 | 11. 7 | 5311 |
| 4. 15 | 3567 | 10. 14 | 4984 |
| 4. 22 | 3612 | 10. 21 | 5009 |
| 4. 29 | 3353 | 10. 28 | 5062 |
| 5. 6 | 4339 | 11. 4 | 4189 |
| 5. 13 | 3581 | 11. 11 | 4935 |
| 5. 20 | 3543 | 11. 18 | 4866 |
| 5. 27 | 3599 | 11. 25 | 4832 |
| 6. 3 | 3220 | 12. 2 | 4388 |
| 6. 10 | 3655 | 12. 9 | 5137 |
| 6. 17 | 3498 | 12. 16 | 4892 |
| 6. 24 | 3303 | 12. 23 | 4738 |
| 7. 1 | 2948 | 12. 30 | 5010 |

* 出所：Bulletin de Statistique et de Legislation Comparée.

る。かくの如き變化は、事實金融不安増大の年に始まり、一九二五年及び一九二六年の危機の年により顯著となるに至つたのであるが、これが説明は決して明かではないのである。この科目の内容は發表されてをらず、又フランス銀行に直接聞き合はせても、その大部分が本支店間の運送中の科目を表はすといふ一般的説明以上には分らなかつた。かくの如き科目は當然に月末にはより多額となるべきである。併しその一般的水準は、依然として略々不變であるのに、それが何故一九二三年以後は月末（或は月初）に、従前よりもかくも著しくより多額となつたのかは、依然説明されないものである。銀行券流通高が——これは後に Henry Bénanger 氏によつて一九二五年四月早々に法定最大限を超過してゐたことが上院で認められた——この科目の中に陰蔽されたと概して信ぜられてゐる以上、同様の陰蔽がそれ以前にも行はれなかつたか否かは少くとも疑問の餘地があるのである。この關係に於いて更に指摘されうることは、國債を引受けた諸銀行が國庫に支拂をなす目的で差出した手形をフランス銀行が、彼等のため

第三十七圖表



讀者は附帯の諸圖表(第三十七及び第三十八圖表)と諸表(第五十七及び第五十八表)とを参照されたい。

(註八) 『一九二五年四月一日には、流通中の銀行券の實際の總額は四百三十億フランに近かつた。この額は、一九二〇年七月三十一日の法律に従つて發令された一九二〇年九月二十八日の命令によつて授權された四百十億フランの法定限度に比して二十億フランの超過であつた。』—Journal Officiel, Débats Parlementaires, Sénat, 一九二五年四月十六日、八六五頁。

然らば戰時及び戰後に互り様々の様相を呈したインフレーション及びデフレーション過程に於ける、フランス銀行の地位に關しては概して如何なることが云はれ得るか？
確かにその影響は著しく重要であつた。併し乍ら、上にみられた諸理由のために、その重要さの量的推定はこれを得るのに非常に困難である。

フランス銀行の演じた遙かに最も重要な役割は、政府、諸銀行、及び事業會社への貸手としての役割であつた。而して

第五十五表

フランス銀行の雜資産*

(各月の週資料の平均、百萬フラン)

| | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 一月 | 1351 | 1820 | 1728 | 2112 | 1972 | 2741 | 3029 | 3564 | 6451 |
| 二月 | 1336 | 1778 | 1640 | 2008 | 1926 | 2829 | 3039 | 3417 | 8459 |
| 三月 | 1356 | 2096 | 1644 | 2199 | 2132 | 3146 | 2801 | 3417 | 9963 |
| 四月 | 1322 | 2028 | 1773 | 2187 | 2272 | 2964 | 3839 | 3461 | 11830 |
| 五月 | 1467 | 2276 | 1901 | 1913 | 1677 | 2681 | 3926 | 3765 | 16893 |
| 六月 | 1518 | 2048 | 1993 | 2026 | 2238 | 2962 | 3670 | 3419 | 21165 |
| 七月 | 1578 | 2014 | 1973 | 2404 | 2341 | 3853 | 3640 | 3495 | 23727 |
| 八月 | 1661 | 2018 | 1929 | 2126 | 2237 | 2807 | 3725 | 4192 | 23864 |
| 九月 | 1598 | 1889 | 1935 | 2263 | 2480 | 2952 | 3499 | 4298 | 23867 |
| 十月 | 1600 | 2156 | 2090 | 2276 | 2328 | 2818 | 3751 | 5091 | 24396 |
| 十一月 | 1731 | 2062 | 2059 | 2252 | 2224 | 2959 | 3527 | 4718 | 24372 |
| 十二月 | 1849 | 1556 | 2008 | 2247 | 2256 | 3066 | 3504 | 4833 | 25547 |

* 出所：1919年, Journal Officiel. 1920—1925年, L'Économiste Français. 1926年, Bulletin de Statistique et de Législation Comparée. 第54表の資料はフランス銀行の週報からとられた、第55表の算術平均は各月の週報から計算された。

第五十六表

フランス銀行による
金、銀及び外國爲替
の購入
(推定總計、百萬フラン)

| 1926 | | 1927 | |
|------|------|------|-------|
| 9月 | 198 | 4月 | 10426 |
| 10月 | 2207 | 5月 | 16954 |
| 11月 | 2320 | 6月 | 20258 |
| 12月 | 2555 | 7月 | 22488 |
| | | 8月 | 21885 |
| | | 9月 | 21649 |
| 1927 | | 10月 | 22012 |
| 1月 | 4867 | 11月 | 22536 |
| 2月 | 6819 | 12月 | 24437 |
| 3月 | 8913 | | |

に割引くことによつて、明かに、直接貸上金の法定最大限を超えて國家へ間接貸上をなしてゐた一九二〇年十二月には、この科目は數週間著しく増加したけれども、他方報告された銀行券流通高は——これは一九一四年十二月乃至一九二六年十二月の全期間は、佛銀の國家への貸上金と(十)〇・九八(一四五)の相關關係をもつてゐた——現實に減少したといふことである。これ等の異常な諸運動の正確な性格については、

第五十七表
フランス銀行の雑負債*
(週資料、百萬フラン)

| 1923 | | | | 1924 | | | |
|-------|------|-------|------|--------|------|-------|------|
| 月日 | 負債 | 月日 | 負債 | 月日 | 負債 | 月日 | 負債 |
| 1. 4 | 1061 | 5. 3 | 1174 | 9. 6 | 1117 | 1. 3 | 1542 |
| 1. 11 | 1088 | 5. 11 | 1080 | 9. 13 | 1133 | 1. 10 | 1255 |
| 1. 18 | 1027 | 5. 17 | 1082 | 9. 20 | 1115 | 1. 17 | 1182 |
| 1. 25 | 1188 | 5. 24 | 1065 | 9. 27 | 1120 | 1. 24 | 1290 |
| 2. 1 | 1156 | 5. 31 | 1068 | 10. 4 | 1205 | 1. 31 | 1271 |
| 2. 8 | 1043 | 6. 7 | 1067 | 10. 11 | 1167 | 2. 7 | 1149 |
| 2. 15 | 1053 | 6. 14 | 1095 | 10. 18 | 1152 | 2. 14 | 1171 |
| 2. 22 | 1038 | 6. 21 | 1095 | 10. 25 | 1306 | 2. 21 | 1143 |
| 3. 1 | 1290 | 6. 28 | 1122 | 11. 2 | 1366 | 2. 28 | 1146 |
| 3. 8 | 1053 | 7. 5 | 1065 | 11. 8 | 1204 | 3. 6 | 1171 |
| 3. 15 | 1105 | 7. 12 | 1149 | 11. 15 | 1277 | 3. 13 | 1349 |
| 3. 22 | 1074 | 7. 19 | 1118 | 11. 22 | 1310 | 3. 20 | 1135 |
| 3. 29 | 1169 | 7. 26 | 1090 | 11. 29 | 1326 | 3. 27 | 1231 |
| 4. 5 | 1057 | 8. 2 | 1214 | 12. 6 | 1161 | 4. 3 | 1643 |
| 4. 12 | 1148 | 8. 9 | 1096 | 12. 13 | 1211 | 4. 10 | 1197 |
| 4. 19 | 1170 | 8. 16 | 1092 | 12. 20 | 1202 | 4. 17 | 1237 |
| 4. 26 | 1146 | 8. 23 | 1103 | 12. 27 | 1156 | 4. 24 | 1188 |
| | | 8. 30 | 1117 | | | 8. 28 | 1259 |

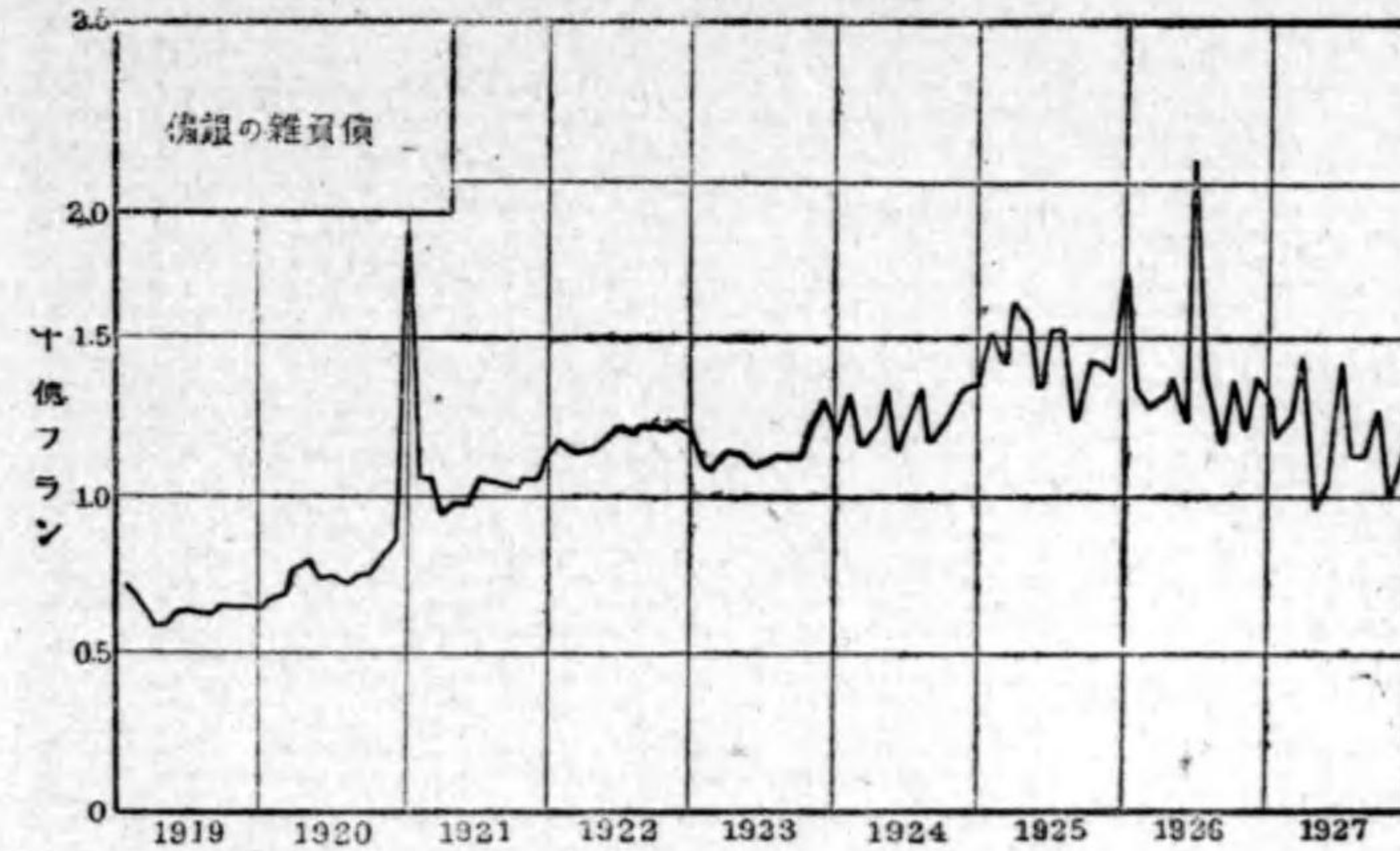
第八章
フランス銀行の作用

| 1925 | | | |
|-------|------|--------|------|
| 月日 | 負債 | 月日 | 負債 |
| 1. 2 | 2308 | 5. 7 | 1399 |
| 1. 8 | 1418 | 5. 14 | 1301 |
| 1. 15 | 1517 | 5. 22 | 1407 |
| 1. 22 | 1147 | 5. 28 | 1316 |
| 1. 29 | 1185 | 6. 4 | 1995 |
| 2. 5 | 2203 | 6. 11 | 1406 |
| 2. 12 | 1146 | 6. 18 | 1352 |
| 2. 19 | 1151 | 6. 25 | 1351 |
| 2. 26 | 1145 | 7. 2 | 2514 |
| 3. 5 | 2367 | 7. 9 | 1259 |
| 3. 12 | 1701 | 7. 16 | 1325 |
| 3. 19 | 1220 | 7. 23 | 1332 |
| 3. 26 | 1161 | 7. 30 | 1198 |
| 4. 2 | 2353 | 8. 6 | 1240 |
| 4. 9 | 1201 | 8. 13 | 1289 |
| 4. 16 | 1289 | 8. 20 | 1205 |
| 4. 23 | 1292 | 8. 27 | 1283 |
| 4. 30 | 1630 | 12. 31 | 2032 |

* 出所: L'Économiste Français.

手持商業手形と彼等の保有にかゝる短期國庫手形とを單一の科目のうちに報告する慣行によつて大いに歪められるのである。この政策は、これ等諸銀行が彼等の顧客によつて需要されない資金はすべて之を短期國庫手形に投資する慣行をも確立してゐる點を考慮すると、特に厄介である。といふのは、彼等の報告の中に補足的の二科目をかく結合せしめること

第三十八圖表



すべての問題の中で、多分最も重大な問題は佛銀からの政府の借入金とかくして得られた費消的財源とが、フランス銀行と諸商業銀行の双方からの個人の借入とかくして得られた資金の彼等による消費とに比して、如何に影響するところ大であつたかといふことである。

問題の量的分析に於いては、インフレーションの度合の主要尺度の一つである銀行券流通高と、佛銀の國家への貸上金との密接な相關關係が再び重要となるのである。併し乍ら、第五章で考察されたやうに、パリ金融市場の特異性と國庫の異常な借入方法とのために、この密接な相關關係は高度の係數——(十)〇・九八(一四五)——が正常的には示するであらう重要さは之をもたないのである。そこで分析の鋒先を、緊急時以外には非政府借手のみ貸出す、諸商業銀行の貸出に向けることにした。

併し乍ら、これについての研究はこれ等諸銀行が、彼等の

第五十八表
フランス銀行の雑負債*
(各月の週資料の平均、百萬フラン)

| | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 一月 | 706 | 673 | 1051 | 1177 | 1091 | 1308 | 1515 | 1334 | 1196 |
| 二月 | 652 | 685 | 1052 | 1136 | 1073 | 1152 | 1411 | 1294 | 1269 |
| 三月 | 596 | 775 | 953 | 1133 | 1138 | 1219 | 1612 | 1321 | 1439 |
| 四月 | 590 | 800 | 985 | 1146 | 1130 | 1316 | 1553 | 1373 | 940 |
| 五月 | 628 | 745 | 992 | 1171 | 1094 | 1148 | 1356 | 1220 | 1025 |
| 六月 | 630 | 745 | 1053 | 1206 | 1095 | 1249 | 1526 | 2064 | 1403 |
| 七月 | 623 | 726 | 1038 | 1199 | 1106 | 1348 | 1526 | 1381 | 1129 |
| 八月 | 622 | 739 | 1029 | 1218 | 1124 | 1168 | 1254 | 1166 | 1126 |
| 九月 | 648 | 746 | 1020 | 1216 | 1121 | 1212 | 1446 | 1370 | 1273 |
| 十月 | 645 | 808 | 1044 | 1213 | 1208 | 1295 | 1417 | 1216 | 996 |
| 十一月 | 638 | 863 | 1053 | 1223 | 1297 | 1330 | 1392 | 1375 | 1180 |
| 十二月 | 637 | 1841 | 1118 | 1195 | 1183 | 1331 | 1695 | 1322 | 1392 |

* 出所：1919年、Journal Officiel. 1920—1925年、1927年、L'économiste Français. 1926年、Bulletin de Statistique et de Législation Comparée. 第57表の資料はフランス銀行の週報からとられた、第58表の算術平均は各月の週報から計算された。

によつて、諸銀行はその最も重要な貸出業務を完全に陰蔽して殆んど餘すところがないからである。「貸出プラス短期國庫手形」と預金との比率をとつてさへも殆んど得るところがないのである。實際、フランスでも他の國に於けると同じく、貸出は事業の活況期には預金よりも急速且つより多額の膨脹をするであらう。更に、短期國庫手形への投資が正確にその購入の程度まで資金を消費するものである以上、貸出にかくの如き國債の保有高を加へた結合科目は事業の活況が増加する時期には、やはり預金よりも多額であるべきである。併し、この比率の兩側面共に短期國庫手形保有高の著しく重^(註九)い死重を(或は、同じことであるが、その購入に消費された資金を)

荷つてゐるのであるから、その變化は著しく僅少たらざるを得ないのである。その上、どの貸出科目にも含められないで、現金保有高のうちに包含されてゐるところの、諸銀行の國庫に於ける預金が、この比率を更に至める要因として働いてゐるのである。といふのは、預金の大きさは一九二五年の中ばまでは疑ひもなく微々たるものであつたけれども、こゝで問題とされてゐるそのやうな僅少の差違に基く比率は、少額で以つてよく之を擾亂することができるからである。またかくの如き預金が非常に多額となるに至つたこの時期の後半には、この比率はその正常的な意義のすべてを失はざるを得なかつたのであつた。

(註九) Crédit Lyonnais の年次報告書よりとられた次の章句は一九二〇年及び一九二二年にはかくの如き國債の保有高が多額であつたことを示してゐる。

『本店によつて割引された商業手形の總額は望んでゐたほどは多くなかなかつた、けれど本當のよい手形は常に稀であつたから。ポルトフォリオの最も重要な部分は常にフランス國庫證券及び國庫證券から成つてゐるのである。』

吾々は本行によつて割引された適格の手形の増加を認めることを仕合せに思ふ。その増加は、前數年中に既に著しいものがあつたが、一九二二年には、一九二一年に記録された總額の約三〇%より低くはなかつた。併し正規のものたる否とを問はず、本行の手持商業手形の額は、本行に預けられた金額を預金銀行がなしうる各種の使用方法の間に、戦前の比例に従つて、分配しうるために保有すべきであつた額よりも尙ほ遙かに低いのである。最大限三ヶ月しか流通しない國庫發行の證券が、常に『ポルトフォリオ及び國庫證券』と題された本行の貸借對照表の科目の、實に、大部分をなしてゐるのである。』

第四一圖表(下掲二四一頁)を見れば、一九一九年の中ば以後「貸出プラス短期國庫手形の保有高」が殆んど六

第五十九表
フランス諸銀行の外國代理店勘定*
(百萬フラン)

| | Société Générale | Comptoir d'Escompte | Crédit Industriel | Banque de Paris et des Pays-Bas | Banque de l'Union Parisienne |
|------|------------------|---------------------|-------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 1922 | 76 | 177 | 16 | 137 | 15 |
| 1923 | 92 | 244 | 7 | 207 | 57 |
| 1924 | 172 | 292 | 12 | 283 | 99 |
| 1925 | 378 | 358 | 34 | 669 | 270 |
| 1926 | 638 | 452 | 73 | 463 | 228 |

* 出所：取締役會の株主總會への年次報告。關係諸銀行のすべては彼等のフランス代理店勘定尻と外國勘定尻とを一緒にしてあるが、フランス諸銀行が他のフランス諸銀行に資金を預金することは習慣でもなく又廣範圍に互るものでもないのであるから、上記の金額中のフランス代理店勘定尻を表はす僅少部分は保有された外國信用の眞の増加を陰蔽しないであらう。Crédit Lyonnaisの數字の缺けてゐるのはこの銀行がその代理店勘定尻を半ばは Comptes courants débiteurs の科目に半ばは Espèces en Caisse, chez les Trésoriers et dans les Banques の科目に含ませてゐるといふ事實のためである。

ケ年の間「四大」銀行の預金を超過してゐることが分るのである。恐らくは一九一九年と一九二〇年の繁榮期には、この貸出の超過の可成りの部分は事業會社側の借入の増大の結果であり従つて手持商業手形の増大を表はすものであつた。これに反して、一九二二年と一九二三年早々の不況年間のこの超過の繼續は、その間疑ひもなく可成り多額に存在した信用の凍結から説明する以外には説明困難である。一九二五年の中ば以後の預金の超過は、諸銀行がその資金を益々短期國債以外の投資に振り向ける傾向にあつたことによつて容易に説明されるのである。特に、一般的に「フランよりの逃避」のみられたこの期間は、諸銀行の外國代理店勘定は、諸投資銀行のそれと同じく、著しく増加したので

第六十表
國庫における預金*
(百萬フラン)

| 日 時 | 在パリ ^a | 合計 ^b | 日 時 | 在パリ ^a | 合計 ^b |
|------------|------------------|-----------------|--------|------------------|-----------------|
| 1. 1, 1919 | 218 | | 3. 31 | | 7845 |
| 1. 1, 1920 | 646 | | 4. 30 | | 7397 |
| 1. 1, 1921 | 928 | | 5. 1 | 917 | |
| 1. 1, 1922 | 618 | | 5. 31 | | 7681 |
| 1. 1, 1923 | 676 | | 6. 30 | | 8338 |
| 1. 1, 1924 | 556 | | 7. 31 | 2167 | 8378 |
| (1925) | | | 8. 31 | | 7904 |
| 1. 1 | 1055 | | 9. 30 | 1717 | 7833 |
| 1. 31 | | 7156 | 10. 31 | 2606 | 8925 |
| 2. 28 | | 7430 | 11. 30 | 2255 | 8571 |
| 3. 31 | | 7295 | 12. 31 | 2629 | 8975 |
| 4. 30 | | 7706 | (1927) | | |
| 5. 31 | | 8240 | 1. 31 | 2111 | 8090 |
| 6. 30 | | 7734 | 2. 28 | 3330 | 9630 |
| 7. 31 | | 7463 | 3. 31 | 6179 | 12258 |
| 8. 31 | | 7385 | 4. 30 | 6894 | 13254 |
| 9. 30 | | 7914 | 5. 31 | 9214 | 16010 |
| 10. 31 | | 7715 | 6. 30 | 10882 | 17776 |
| 11. 30 | | 8756 | 7. 31 | 9862 | 16911 |
| 12. 31 | | 8776 | 8. 31 | 6349 | 13457 |
| (1926) | | | 9. 30 | | 13041 |
| 1. 1 | 2496 | | 10. 31 | | |
| 1. 31 | | 8376 | 11. 30 | | |
| 2. 28 | | 7545 | 12. 31 | | |

a 『パリの國庫における預金』は Caisse Centrale に於ける預金を表はし、1921年以後は、大部分が諸銀行の勘定からなつてゐる。1921年以前は政府に物資を供給した事業會社及び個人の勘定のみが表はされてゐる。パリ市や、Caisse des Dépôts et Consignations や、ある他の公共機關やの勘定の如き、個人とか銀行とか、或は事業會社の勘定ではない多くの多額の勘定は、含まれてゐない。
b 『國庫における預金合計』は Caisse Centrale に於けるすべての預金と、これに加へて地方の Trésoreries Générales に於ける預金とを含む。
* 出所：『パリの國庫における預金』、1919年1月—1926年5月、Rapport du Comité des Experts (Paris, Imprimerie Nationale, 1926)。1926年7月—1927年9月、Chappedelaine, Rapport du Budget Général de l'Exercice 1928 (Paris, Imprimerie de la Chambre des Députés, 1927)。『國庫における預金合計』、すべて大蔵省から提供された資料。

あつた。

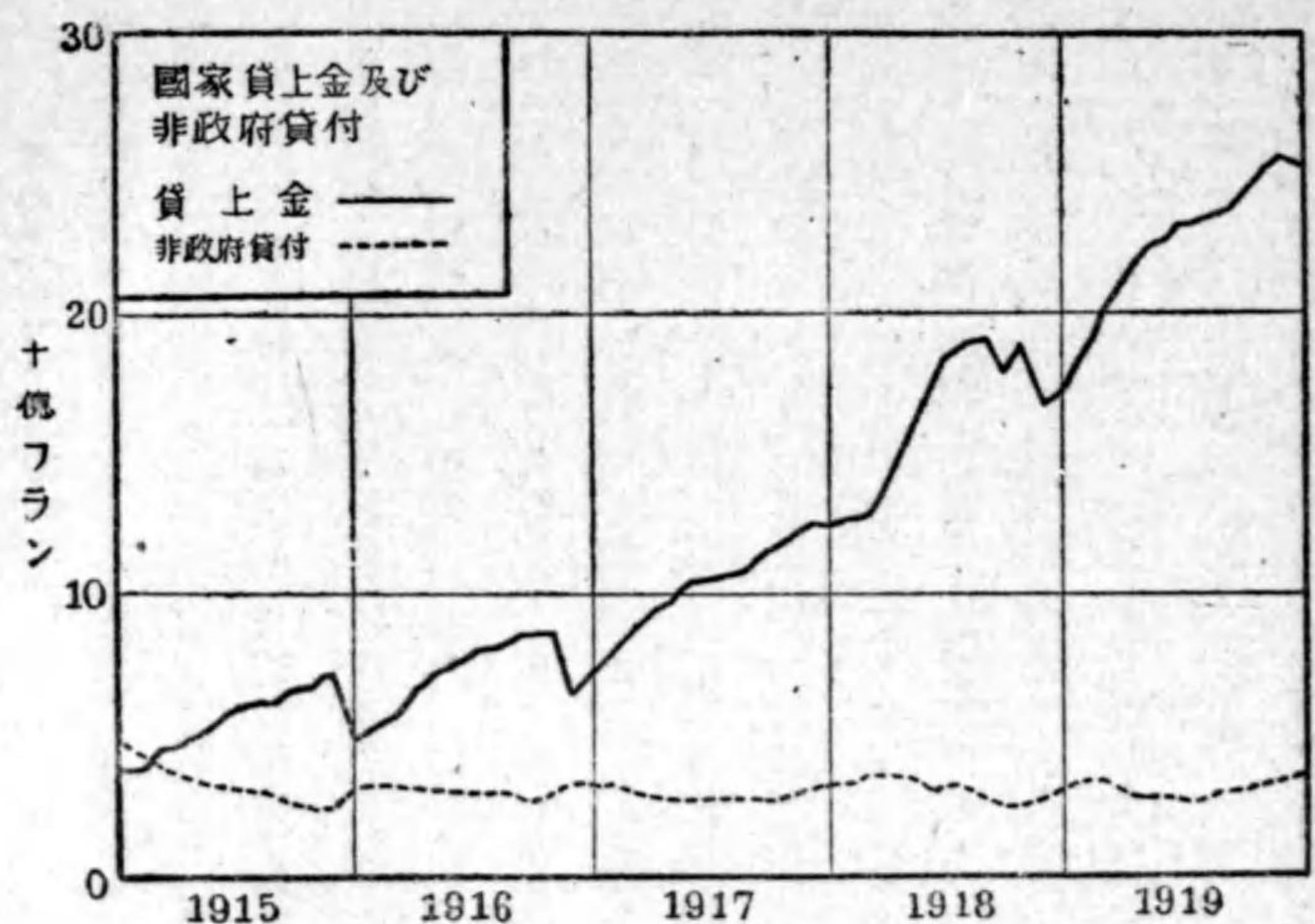
(註十) この科目の變化は『四大』銀行及び最大の二投資銀行の年次報告書によつて與へられてゐるのであるが、それは前掲の表(第五十九表)に於いて明かである。

預金の超過は、疑ひもなく、半ばは諸銀行による國庫への大規模の預金の結果でもあつた。諸銀行の預金に加へて、私個人及び事業會社によつてなされた預金をも含む、かくの如き預金の總額は、第六十表に與へられてゐる。提起された重要問題に答へる方向にはかくして殆んど何等の進展もみられなかつたから、本章の初めに論究された(第三十圖表)フランス銀行の非政府貸付について再検討をすることにしよう。

この系列は問題を遙かに明かにするやうに思はれる。一九一四年八月のこの系列の急速な上昇は、その流動資産が政府の支拂停止によつて「凍結」せしめられたところの、他の諸銀行に對するフランス銀行の直接的救済を明かに示してをり、またその年の九月以後におけるその漸次的低下は、かくの如き勘定の緩慢ではあるが、併し堅實な流動化を證明してゐるのである。一九一五年の年末から一九一九年の暮まで持續した低水準は、更に、その間信用状態とインフレーションとが、殆んど疑ひもなく、政府の費消とこれに基く國家による佛銀からの直接的借入金とによつて左右されたといふこと、及び諸銀行も實業家達もフランス銀行から大規模には借入れなかつたといふことを示してゐる。政府への貸上金によつて解放された資金は、當然に間もなく諸銀行に流入し、諸銀行が事業へのより以上の貸付を行ふのに必要な基礎を提供した。これが戦時及びその後少くとも一年は生起しつゝあつたといふことは、佛銀の政府貸上金と非政府貸付の逆の運動によつて明かにされるのである(第三十九圖表)。

(註十一) この二つの系列の長期趨勢が逆に運動してゐるといふこと、すなはち國家への貸上金のそれは上昇趨勢であり非政府貸付のそれは下降趨勢であるといふこともまた重要である。

第三十九圖表



併し乍ら、一九一九年の暮以後は、事業上の費消と借入はインフレーション過程を持續せしめる上に有力なものとなつたといふことは可成り明かである。略々その頃に急速な物價騰貴と、可成りの事業活動の時期が始まつたといふことを記憶されるであらう。而してこゝで興味のあることは、非政府貸付は堅實且つ急速に増加したけれども、他方國家への貸上金は、依然として殆んど不變であつたといふことである。従つて(政府費消に關する佛銀の國家への貸上金の地位について第五章で述べられたところから考へると)事業上の購入が信用状態に影響を及ぼし、物價を刺戟し、預金を膨脹せしめ、更に概してインフレーションの直接的行程を左右しつゝあつたといふことは、明かである。一九二一年の不況年の事業會社の信用收縮政策の影響は稍々より僅かであつた。その間政府貸上金も非政府貸

付も共に可成り減少したけれども——前者は後者よりも稍々多くを減少した——他方、事業活動と物價も同時に低下した。一九二二年の暮から一九二四年の年末に互る活況期には事業上の借入及び費消（政府のそれに對立する意味においての）が常に物價と流通高とに對する主たる影響力であつたといふことは殆んど疑ひないやうに思はれる。尤も一九二四年の非政府貸付の増加の少くとも一部分は、やがて説明されるであらうやうに、疑ひもなく佛銀の國家への間接貸上の結果ではあつたが。一九二五年の大部分と一九二六年の四月までは、國家による佛銀からの多額の借入金は信用状態を左右してゐたのみならず、更に物價、流通高、及び取引の金高が増加しつつあつた時に佛銀の非政府貸付を減少せしめるほど多額でさへもあつたといふことは、より明かださへもあるやうに思はれる。

その上、別の重要な影響が現はれた。この最後の期間は、政治的不安定の時期であつたが、それは豫算に租税に從つてまた將來の借入金の見込に、更に國家の終局的支拂能力の上にさへも直接な關聯をもつたので、前章で詳細に説明されたやうに、様々の外國爲替中心地に於けるフランの價値のより以上の下落から利得を求める投機業者達による『先物フラン』の多額の賣りを刺戟したのであつた。この投機は必然的に、先物契約を取扱ふ諸銀行をして彼等自身を保護するために同額の『現物』フランの同時賣りをなさしめた。その結果、一九二五年に入つて數ヶ月してからは、フランは僅か一年前に、即ち一九二四年三月の崩壊後に放棄した下降趨勢を繼續したのであつた。外國通貨に對するフランのこの漸次的低落はフランス製品の外國購入の増加を、物價の漸次的ではあるが、併し遅れのある騰貴を、後には、より多額の支拂をなすことが必要となるにつれて、通貨供給の増加を招來した。

インフレーション及びデフレーション過程に於ける非政府的借入及費消に對立するものとしての政府の借入と費消とに附さるべき相對的重要さに論をかへすと、一九二六年の後半及び一九二七年の大部分は、どちらの借入も急速且つ非常に大幅に減少したのに對し、物價は一九二七年の始めまで下落し、事業活動はそれ以後に減退した。この場合にもまた、ポアンカレ政府に對する新たな信頼がこの國の全國民に及ぼした有益な影響を考慮に入れるならば、一聯の事件はすべて、その年の年末まで最初は漸次的に次いで非常に急速に強化した爲替相場の運動によつて左右されたといふことは、殆んど疑ひがないやうに思はれるのである。この爲替相場の強化に伴つて、フランス製品の外國購入の不可避的減少が、物價の同じく不可避的の下落が、また、最後に、事業活動の減退と物價の低落とが一般的となるにつれて通貨と預金の減少が、生じたのであつたのであつた。併しどちらの借入も、その著しい減少は更に別の要因から結果したのであつた。この間フランス銀行は、略々二百二十億フランに上る多額の外國爲替を購入し、今なほ保持してゐるのである（一九二七年十二月）。この購入のために放出された資金は、大部分諸銀行に流入したが、諸銀行は事業上の信用需要がないために、そのうちの必要なだけをフランス銀行及び其他に於ける未済の負債を返済するために利用し、残餘を國庫に預金した。私個人及び事業會社も、少額ではあるがその手に歸したこれらの資金を疑ひもなくかやうに同じく預金した。如何なる源泉から受取られたにしても、それは國庫によつてフランス銀行からの貸上金を返済するのに利用された。その究極の結果は、佛銀に於ける政府及び非政府貸付が事業不況及び低物價水準のために減少せしめられたであらう點を遙かに超えて共に減少せしめられたといふ

ことであつた。

インフレーション過程に於ける、フランス銀行の主なる作用の相対的重要さについての論究はこれを以つて盡くされたので、注意はその異常な作用のあるものに向けられる。これは(一)直接貸上金の法定最大限度を超過せる國家への間接貸上と(二)規定された法定最大限を超過せる銀行券の發行とから成るものであつた。

國家への間接貸上は、信賴するに足る材料に従へば、一九二〇年以後時々許可されてゐた。それは一九二五年四月に、フランス銀行の法定額を超過せる銀行券發行と並んで、上院で議題に上つたときに、はじめに一般に知れ渡つて嚴しい公衆の非難を受けた。事情は次の如くであつた、即ち國庫は資金を絶對的に必要としたが同時に、佛銀の國家への貸上金に對する法定最大限度の故に、これ以上はフランス銀行から直接に信用を確保することができないことが分つたので、大藏大臣は危急を救ふために、他の諸銀行に訴へたのであつた。諸銀行の中數行は、自己への短期國庫手形の發行の返禮に必要な資金を調達することに同意した。併しこの協定には、次の如き重要な了解が含まれてゐた、即ちフランス銀行は、かくして購入された國庫手形の代價を支拂ふに足るだけの手形を諸銀行のために直ちに再割引するであらうといふ了解である——そして、現に公にされた場合には、佛銀はこの貸出協定が行はれた翌日それを實行したのであつた。かくして佛銀は、實際には國庫への貸上を行ひながら、この追加的貸上を「國家貸上金」の科目に入れる代りに「ポトフォリオ」の科目に入れることができ、従つて、法律の精神ではな

く、その條文を履行することができたのであつた。かくの如き慣行が佛銀によつて如何に屢々繰返へされたかは公表されてゐないのである。^(註十二)併し乍ら、これが可成りの規模で利用されたことは、統計の證明するところである。

(註十二) 多くの事例を Georges Lachapelle 著 *La Trésorerie et le Budget* La France économique en 1924 (Paris, Recueil Sirey, 1925) § 474 et Merneix 著 *La Histoire du Franc* (Paris, Albin Michel, 1926) § 中 47 引用されてゐる。

一九二〇年十月—十二月は、物價と生産數量は共に急激に低落しつゝあつたけれども、非政府貸付は突然に上昇した(第三十圖表)。同じ期間佛銀の國家への貸上金は依然として概して靜止的で、その時の法定最大限度を少しく下廻つてゐた。やはり、一九二三年の暮以後も民間貸付は急速に増大したけれども、他方國家への貸上金は、フランス銀行によつて報告されてゐる所に従へば、依然として殆んど不變でその法定限度を少しく下廻つてゐた。更に、一九二四年及び一九二五年の初めの數ヶ月は、民間貸付は引續いて高く、また概して上昇しつゝあつたけれども、他方國家への貸上金は、一九二四年の全一ケ年は、不動の水準を維持してゐたが、その後一九二五年一月には十億餘を減少した。

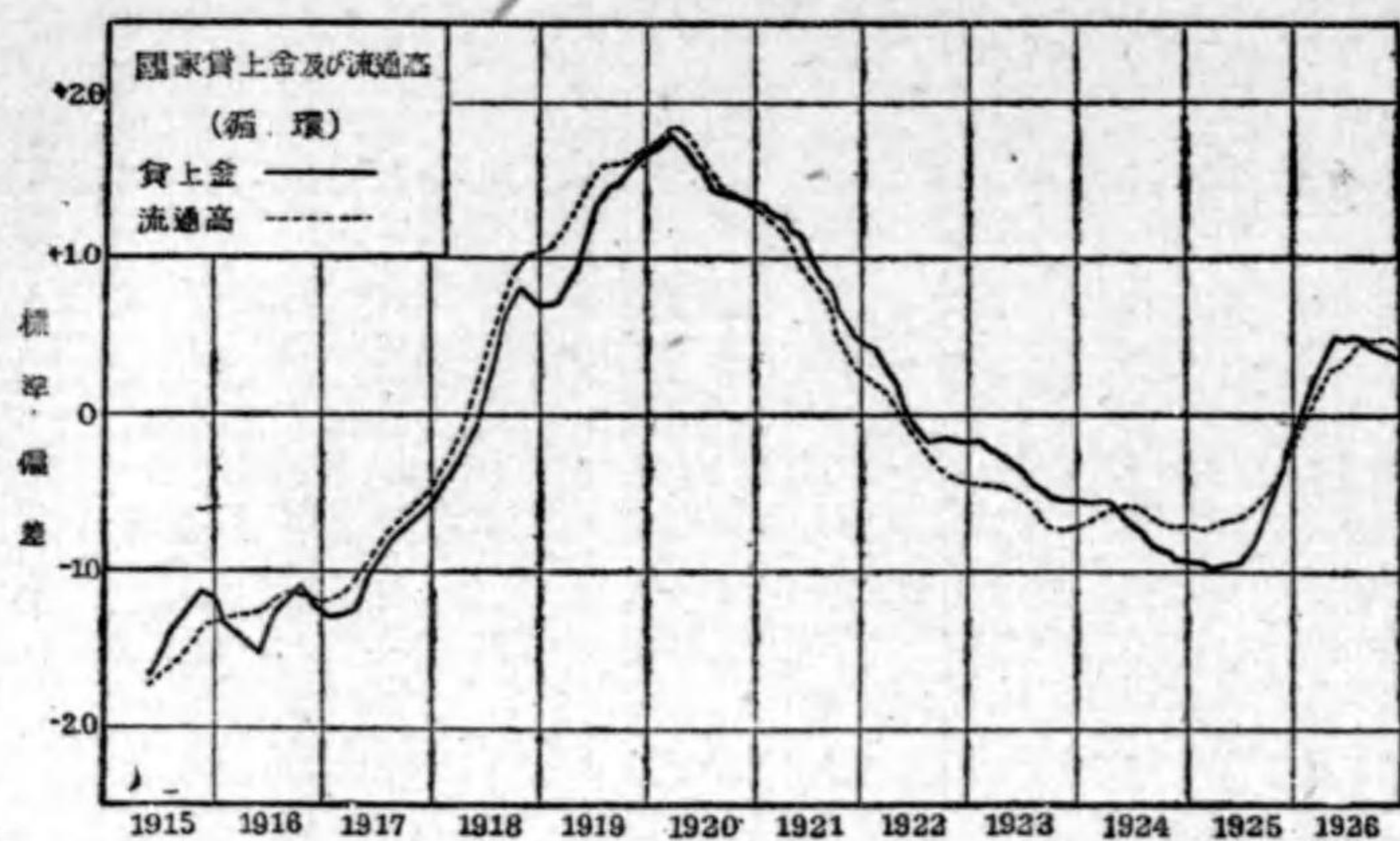
これ等諸運動のすべては、實際非常に意外に思はれるのであるが、それは一九二三年の終頃から一九二四年の始頃にかけて、流通高が(これは、この章の初めに見られたやうに、一九一五—一九二六年の全期間國家への貸上金と(十)〇・九八(一四五)の相關係數をもつてゐた)、公の報告によれば、可成り急速に上昇してゐたために特に

さう思はれるのである。併し乍ら、一九二五年の初頃にはその上昇も、それが銀行券流通の規定された法定最大限度に接近するにつれて、同様に抑止された。その上、物價はこの間、騰貴してはゐたけれども、概してその正常的の長期趨勢以下にあつたし、また事業は、積載貨車數と生産數量の運動の示すところによれば、活況を呈してはゐたけれども、平均すれば著しくは正常以上を出でなかつた。又、民間貸付の曲線の鋸齒狀の特異性をも指摘せざるを得ない、この特異性たるや物價にも生産及び取引の數量にも全く見られない底のものなのである。従つて、直接には他の諸銀行から借入れるのであるが、實際にはフランス銀行をして再割引を通じて資金を調達せしめることによつて佛銀からの眞の貸上金を陰蔽するといふ政府の甚だ非難された慣行は、一九二三年の終頃から一九二五年四月までは寧ろ繼續的に、またそれ以前にも時々繰返へされた、といふ推測は殆んど免れ難いのである。^(註十三) 物價と取引數量とは共にその上昇趨勢を繼續したけれども、銀行券の發行は、一九二四年十月にその法定最大限度に極く接近してからは殆んど増加しなくなつたといふ事實は、フランス銀行の銀行券の數量についての貸借表中に於ける虚構が一般に信ぜられてゐるよりもより早くから始まつてゐたといふことを示すやうに思はれるであらう。併し乍ら、フランス銀行の請合ふところに従へば、それは一九二五年一月以後のことであつた。

(註十三) 第三章、三六頁参照。

少くとも一九二四年五月以後は、かくの如き陰蔽された貸上金が大规模に利用されたといふことは、別の統計的操作によつても示すことができるのである。この仕事を遂行するために、二つの系列、即ち流通高と佛銀の國家へ

第四十圖表



の貸上金が、六ヶ月の移動平均に直されるであらう^(註十四) (第四十圖表)。又、注意をもう一度上掲第五章で發見された貸上金と流通高との長期關係に向けることにする。そこでなされた議論が正しいとすれば、漸次的により緩慢に貸上金が増した一九一七年から一九二〇年に至る長き期間は、流通高の曲線は絶えず貸上金の曲線以上に出るであらう、といふことが考へらるべきである。といふのは、流通高の系列のそれぞれの縦座標は二つの組成因の合計から成つてゐるのであるから——一は政府による新費消の即時的結果であり、他はこれに先立つ數ヶ月間の政府費消の長期的結果である——即時的結果の組成因(ひとりこれのみが貸上金に作用するのである)が長期的結果の組成因に比して低減した時には、兩組成因をもつ系列の縦座標は即時的組成因のみをもつ系列のそれより比較的により大きいに相違ないのである。流通高が貸上金以上にあるといふことは上述の期間については眞實であること

が分るのである。その上、流通高と貸上金双方の低減が漸次的に絶えずより緩慢になりつゝあつた、一九二一年の初葉から一九二五年の中ばまでの間は、銀行券流通高の縦座標はその組成因の1が、以前のより激烈な支出削減の結果から引出されてゐる以上、即時的削減のみによつて影響される貸上金の縦座標を絶えず下廻るであらうといふことが考へらるべきである。そして實際にもまた、一九二四年五月まではその通りになつてゐるのであるが、この

第六十一表 (續き)

| | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一月 | +1.32 | +0.42 | -0.18 | -0.56 | -0.95 | +0.04 |
| 二月 | +1.29 | +0.34 | -0.19 | -0.56 | -0.97 | +0.21 |
| 三月 | +1.25 | +0.22 | -0.23 | -0.59 | -0.99 | +0.35 |
| 四月 | +1.19 | +0.10 | -0.28 | -0.62 | -0.99 | +0.45 |
| 五月 | +1.12 | -0.01 | -0.31 | -0.66 | -0.99 | +0.50 |
| 六月 | +1.00 | -0.10 | -0.37 | -0.71 | -0.95 | +0.47 |
| 七月 | +0.91 | -0.17 | -0.44 | -0.76 | -0.86 | +0.48 |
| 八月 | +0.81 | -0.19 | -0.49 | -0.82 | -0.78 | +0.47 |
| 九月 | +0.70 | -0.17 | -0.53 | -0.86 | -0.66 | +0.45 |
| 十月 | +0.62 | -0.17 | -0.54 | -0.89 | -0.53 | +0.43 |
| 十一月 | +0.53 | -0.18 | -0.56 | -0.91 | -0.36 | +0.41 |
| 十二月 | +0.49 | -0.18 | -0.56 | -0.92 | -0.12 | +0.39 |

時に貸上金の曲線は流通高のそれ以下に低下してゐる。然らば何故この時から低下したか。その説明は可成り明かであるやうに思はれる。陰蔽された貸上金は佛銀の國家への貸上金の統計的系列には現はれなかつたから、その系列の縦座標は明かに餘りにも小さいのである。而して、他の諸銀行を通じて間接になされた貸上金を含む佛銀の國家への貸上金總額がかりに精確に報告されてゐたとすれば、流通高の曲線が當然に下から上に移行した、一九二五年の終頃乃至一九二六年の始頃までは曲線の交叉は恐らくはみられなかつたであらう。

第六十一表
フランス銀行の國家貸上金
(長期趨勢からの百分比偏差を標準偏差で除したものを六ヶ月移動平均に直したもの)

| | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 | 1920 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一月 | ..... | -1.35 | -1.30 | -0.45 | +0.69 | +1.68 |
| 二月 | ..... | -1.42 | -1.29 | -0.38 | +0.72 | +1.74 |
| 三月 | ..... | -1.45 | -1.26 | -0.29 | +0.85 | +1.79 |
| 四月 | ..... | -1.48 | -1.22 | -0.15 | +0.95 | +1.74 |
| 五月 | -1.69 | -1.54 | -1.04 | -0.01 | +1.14 | +1.67 |
| 六月 | -1.58 | -1.40 | -0.92 | +0.22 | +1.33 | +1.62 |
| 七月 | -1.46 | -1.28 | -0.85 | +0.42 | +1.39 | +1.54 |
| 八月 | -1.39 | -1.18 | -0.79 | +0.64 | +1.44 | +1.45 |
| 九月 | -1.31 | -1.13 | -0.75 | +0.75 | +1.46 | +1.38 |
| 十月 | -1.24 | -1.10 | -0.69 | +0.83 | +1.51 | +1.37 |
| 十一月 | -1.14 | -1.20 | -0.62 | +0.79 | +1.58 | +1.34 |
| 十二月 | -1.25 | -1.27 | -0.55 | +0.69 | +1.63 | +1.33 |

(註十四) 兩系列は季節的變動が除かれた後長期趨勢からの百分比偏差に直された。この百分率偏差は標準偏差で表はされその結果は六ヶ月の移動平均に直された。
(註十五) 移動平均はそれぞれの場合に最終月のものとして記録されてゐるといふ事實から考へると、一九二四年五月に現はれてゐる曲線の交叉は數ヶ月以前の日に當嵌まるのである。

佛銀の國家への間接貸上に關する曝露が明かみに出されたと同じ時に、又銀行券も同様に法定限度を超過して發行されてゐたといふことが明言された。その上、かゝる法律違反は、フランス銀行の公表された報告書中のある科目に手を加へることによつて陰蔽されてゐたといふことは上院で Henry Batongor 氏によつて公認された。^(註十六)一九二五年四月になされたこの公認と

同時に、流通高に關して當時の情勢を示す、訂正された貸借対照表が發表された。爾餘の不正確な貸借対照表は決して公けにはされなかつたし、又隠蔽された精確な期間も公けには發表されなかつた。だが、貸上金と流通高の系

列の行程からすれば、過少表示は少くとも一月には早くも始まったのであつて、訂正された報告が最初に發表された、四月の始頃まで繼續したといふことは明かであらう（第四十圖表）。

（註十六） 上院でなされた『財政委員會の一般報告者』たる Henry Beauger 氏の報告は次の如くである、『……佛銀の國家への直接或は間接の貨上に關して云へば、それは四月二日には二五・三億フランに増加した、これは法律で許可された總額二二〇億フランに對し三一・三億萬フランの超過である……』

『……今日課せられた問題は次の如きものである、フランス銀行によつて發行された銀行券の總額は、最近の週報が發表されて以來、法定限度より二〇億フラン以上の超過を示してゐる。國家への貸上金に關して云へば超過額は未だ勘定の中には現はれてゐないが、併しそれは國家への佛銀の特別貸上によつて以つて行はれるその證券の支拂期日が到來するに従つて現はれてくるであらう。』
Journal Officiel, Débats Parlementaires, Sénat, 一九二五年四月十六日、八六五—八六六頁。

フランス銀行のこれらの越法的行動は、非常に廣く非難を受けたのであるから、かゝる行動の行はれた緊

第六十二表

（續き）

| | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一月 | +1.27 | +0.21 | -0.43 | -0.71 | -0.72 | -0.09 |
| 二月 | +1.21 | +0.15 | -0.43 | -0.69 | -0.73 | +0.04 |
| 三月 | +1.15 | +0.07 | -0.44 | -0.65 | -0.73 | +0.17 |
| 四月 | +1.06 | -0.02 | -0.48 | -0.62 | -0.70 | +0.27 |
| 五月 | +0.97 | -0.10 | -0.51 | -0.60 | -0.69 | +0.33 |
| 六月 | +0.89 | -0.18 | -0.56 | -0.61 | -0.68 | +0.36 |
| 七月 | +0.78 | -0.26 | -0.61 | -0.62 | -0.64 | +0.42 |
| 八月 | +0.68 | -0.33 | -0.67 | -0.64 | -0.59 | +0.47 |
| 九月 | +0.56 | -0.35 | -0.71 | -0.68 | -0.53 | +0.48 |
| 十月 | +0.45 | -0.38 | -0.73 | -0.72 | -0.47 | +0.49 |
| 十一月 | +0.34 | -0.41 | -0.74 | -0.72 | -0.37 | +0.48 |
| 十二月 | +0.27 | -0.43 | -0.74 | -0.72 | -0.22 | +0.43 |

第六十二表

フランス銀行の銀行券流通高
（長期趨勢からの百分比偏差を標準偏差で除したものを六ヶ月移動平均に直したもの）

| | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 | 1920 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一月 | ..... | -1.34 | -1.17 | -0.37 | +1.08 | +1.76 |
| 二月 | ..... | -1.32 | -1.15 | -0.26 | +1.15 | +1.80 |
| 三月 | ..... | -1.29 | -1.11 | -0.11 | +1.25 | +1.81 |
| 四月 | ..... | -1.27 | -1.03 | +0.06 | +1.32 | +1.77 |
| 五月 | -1.74 | -1.29 | -0.92 | +0.20 | +1.45 | +1.71 |
| 六月 | -1.68 | -1.22 | -0.84 | +0.41 | +1.54 | +1.63 |
| 七月 | -1.63 | -1.18 | -0.77 | +0.59 | +1.58 | +1.54 |
| 八月 | -1.58 | -1.14 | -0.72 | +0.76 | +1.59 | +1.46 |
| 九月 | -1.53 | -1.13 | -0.68 | +0.89 | +1.58 | +1.41 |
| 十月 | -1.46 | -1.14 | -0.63 | +0.99 | +1.60 | +1.39 |
| 十一月 | -1.37 | -1.18 | -0.54 | +1.01 | +1.66 | +1.37 |
| 十二月 | -1.36 | -1.18 | -0.47 | +1.02 | +1.71 | +1.31 |

五年には政府と佛銀のこの關係を左右する情勢は著しく危険であつた。一九二四年三月の深刻な爲替恐慌後僅か數ヶ月しか経たないうちにドル爲替と物價とは共に上昇趨勢を開始し、又益々多額の、非合法的ではあるけれども、

急時に於ける佛銀の地位に關して、數言の説明を追加すべきである。國庫に對する緊急信用の唯一の源泉としてのフランス銀行の地位は、戰時中に漸次確實に確立されるに至つたといふこと及び戰後にはこの地位は、放棄されるどころか、一般的に容認されるに至つたといふことが想起されねばならない。事實、戰爭開始以後この期間中の佛銀からの政府借入は、先に述べられたやうに、個人所有の金融機關としてよりも益々國庫の一部局たるの觀を呈せしめるほどに佛銀の業務を屢々左右してゐたのであつた。この期間中は佛銀は、多分屢々不平を洩らしつゝではあつたけれども、政府の必要額の中他の方法では到底調達できない部分を常に政府に貸出す準備をしてゐた。一九二四年及び一九二

資本輸出が噂されたのであつた。このやうな事態の進展と共に國庫の地位は絶えずより危険となるに至つた。國防證券及び他の短期國庫手形を賣ることは益々困難になつたのみならず、更に満期に達したこれらのもの、拂戻の要求も益々多くなつた。加之、恰かも當時は、三年乃至十年満期の六分利附年金公債の巨額の發行が流動公債の情勢を緩和するためにその前年の三月と四月にまた再び十月と十一月に發行されて間のない時であつた。自然、一九二四年十一月—十二月の五分利附十ヶ年公債の發行による方法は必要な救済をもたらすことができなかつた。一九二四年三月の深刻な恐慌の直後に同じ目的のために更に重ねて新發行を試みることは少くとも冒險的行爲であつたであらう。當時の緊張した政治情勢の下では、銀行券流通と佛銀の國家貸上金とのために規定された最高限度の増加を、下院に要請することも殆んど同じく冒險であつた。かくの如き緊急時においてフランス銀行は極めて一時的の貸付であると信ぜられるところのものに對する國庫の要求を引續き容れたのであつた。拒絶することは少くとも政府の瞬間的の破産を意味したであらうし、またその行動を發表することは疑ひもなく三月のそれに劣らないほどあまりにも深刻な恐慌を促進せしめたであらう。

フランス銀行の利益金及び配當金の非常に皮相的な研究でさへもこの重要な機關自身に及ぼすインフレーションの影響のあるものを明かにするであらう。貨幣單位の急速且つ繼續的の減價の時期には、すべての債權者及び債權者機關の地位は、特に不安定なのである。彼等は絶えずより多くの價值額を貸付けて満期にはより僅かの價值額を

第六十三表
フランス銀行の利益金及び支出金*
(百萬フラン)

| | 總利益金 合計 | 支出金 合計 | 國家への 貸上る 利益金、 等 a | 貸上の 利率に よつて なす 控除、 等 b |
|---------|------------|-----------|----------------------------|---------------------------------------|
| 1913前半期 | 65.8 | 31.4 | | |
| 後半期 | 61.5 | 21.7 | | |
| 1914前半期 | 58.8 | 23.6 | | |
| 後半期 | 72.6 | 34.9 | 8.6 | 1.1 |
| 1915前半期 | 91.9 | 41.1 | 23.6 | 2.9 |
| 後半期 | 107.1 | 58.5 | 33.2 | 4.1 |
| 1916前半期 | 145.6 | 66.5 | 32.2 | 4.0 |
| 後半期 | 167.7 | 95.6 | 39.2 | 4.9 |
| 1917前半期 | 199.7 | 63.9 | 106.6 | 5.8 |
| 後半期 | 198.5 | 59.5 | 133.0 | 7.2 |
| 1918前半期 | 257.4 | 191.7 | 157.9 | 127.1 |
| 後半期 | 240.2 | 165.0 | 158.3 | 110.2 |
| 1919前半期 | 311.4 | 268.8 | 186.9 | 125.4 |
| 後半期 | 334.9 | 272.6 | 210.1 | 140.0 |
| 1920前半期 | 390.9 | 345.2 | 228.9 | 157.2 |
| 後半期 | 459.0 | 352.9 | 245.2 | 170.8 |
| 1921前半期 | 742.6 | 573.9 | 466.1 | 391.5 |
| 後半期 | 676.2 | 596.9 | 487.0 | 414.4 |
| 1922前半期 | 648.5 | 529.5 | 458.0 | 386.3 |
| 後半期 | 644.6 | 586.7 | 463.9 | 391.7 |
| 1923前半期 | 637.3 | 544.6 | 457.6 | 385.7 |
| 後半期 | 660.6 | 555.6 | 466.0 | 393.2 |
| 1924前半期 | 748.2 | 630.3 | 484.7 | 408.6 |
| 後半期 | 803.5 | 677.5 | 495.9 | 418.4 |
| 1925前半期 | 862.0 | 700.3 | 506.5 | 426.3 |
| 後半期 | 834.4 | 713.7 | 567.2 | 487.9 |
| 1926前半期 | 950.1 | 843.1 | 681.6 | 594.9 |
| 後半期 | 1084.9 | 931.3 | 757.9 | 662.5 |

a 1913—1916年の間は資料は國家への貸上のみから引出された利子を表はす。爾餘の年は資料は國家による諸外國政府への貸出のためになされた國庫手形の割引に基く佛銀の收入をも含む。
b 利子支拂の中から政府によつて控除されて佛銀の國債償却勘定に入れられた金額。
* 出所銀佛總役員會の株主總會への年次報告

受取るので、計算單位の減價に應じて殆んど不可避的に損失を蒙るのである。フランス銀行はインフレーション過程の大部分を通じて、この國の主たる債權者の一であつたから、佛銀の損失が、フラン、即ちそれで佛銀のあらゆる貸出及び拂戻が計算される單位、の減價と同じ大いさであつたか否かを吟味することは興味のあることである。また他のあらゆる源泉から引出された利益金の割合に對して政府への貸出からもたらされた利益金の割合が何程に上るかを見ることも興味のあることであらう。

次表(第六十三表)で與へられてゐるものは(一)フランス銀行の總利益金合計、(二)總利益金合計の中國家への貸上金と諸外國政府への貸出の資金を提供するために、國庫手形を政府のために割引くことから受取られた部分(三)支出金合計、及び(四)佛銀の國家への貸上金に認められた利子と諸外國政府への貸出の資金を提供するために、國庫手形を政府のために割引くことから引出された収入とから國家によつてなされた控除、これである。本表から直ちに分ることはこの間佛銀の總利益金の實際非常に多くの部分が國家への貸上金から引出されたといふこと、及び他のすべての業務を併せてもそれらからは比較的非常に僅かの部分がもたらされたにすぎないといふことである。そこで、かくの如き貸上金に適用される相對的に低い利率を考慮に容れる時には、佛銀の業務が殆んどこの間如何に完全に政府の借入金によつて左右されたかといふことは全く明かである。また、他の業務からの利益金の如何に多くの割合が、上記の政府のための作用に全く要費されない支出金によつて消費されたかも、指摘するべきである。

純利益金についての同様に大雑把な検討も殆んど等しく啓發的である。附隨の表(第六十四表)には、佛銀の純利益金合計と對政府業務に基づく純利益金(若しもこの言葉が對政府業務に基づく總利益金から政府によつて回収されたものを差引いたものに用ひられるとすれば)とが示されてゐる。

一九一九年の兩半期と一九二〇年の前半期には、支出金は非政府的業務からの収益よりも實際により多額であつたといふことが分るであらう。従つて、純利益金の全部と營業費の一部とは、政府による支拂から得られたのであ

第六十四表
フランス銀行の純利益金及び配當金*
(百萬フラン)

| | 純利益金合計 | 對政府以外業務に基づく純利益 | 對政府業務に基づく純利益 a | 配當金 |
|---------|--------|----------------|----------------|------|
| 1913前半期 | 34.4 | 34.4 | | 19.0 |
| 後半期 | 39.8 | 39.8 | | 19.0 |
| 1914前半期 | 35.2 | 35.2 | | 19.0 |
| 後半期 | 37.7 | 30.2 | 7.5 | 17.1 |
| 1915前半期 | 50.8 | 30.1 | 20.7 | 17.1 |
| 後半期 | 48.6 | 19.5 | 29.1 | 20.9 |
| 1916前半期 | 79.1 | 50.9 | 28.2 | 22.8 |
| 後半期 | 72.1 | 37.8 | 34.3 | 22.8 |
| 1917前半期 | 135.8 | 35.0 | 100.8 | 23.0 |
| 後半期 | 139.0 | 13.2 | 125.8 | 23.0 |
| 1918前半期 | 65.7 | 34.9 | 30.8 | 23.0 |
| 後半期 | 75.2 | 27.1 | 48.1 | 23.0 |
| 1919前半期 | 42.6 | -18.9 | 61.5 | 23.0 |
| 後半期 | 62.3 | -7.8 | 70.1 | 23.0 |
| 1920前半期 | 45.7 | -26.0 | 71.7 | 24.3 |
| 後半期 | 106.1 | 31.7 | 74.4 | 27.3 |
| 1921前半期 | 168.7 | 94.1 | 74.6 | 27.3 |
| 後半期 | 79.3 | 6.7 | 72.6 | 27.3 |
| 1922前半期 | 119.0 | 47.3 | 71.7 | 27.3 |
| 後半期 | 107.9 | 35.7 | 72.2 | 29.4 |
| 1923前半期 | 92.7 | 20.8 | 71.9 | 29.4 |
| 後半期 | 105.0 | 32.2 | 72.8 | 29.4 |
| 1924前半期 | 117.9 | 41.8 | 76.1 | 30.0 |
| 後半期 | 126.0 | 48.5 | 77.5 | 30.0 |
| 1925前半期 | 161.7 | 81.5 | 80.2 | 30.0 |
| 後半期 | 120.7 | 41.4 | 79.3 | 34.4 |
| 1926前半期 | 107.0 | 20.7 | 86.7 | 32.1 |
| 後半期 | 153.6 | 58.2 | 95.4 | 34.2 |

a 資料は對政府業務に基づくフランス銀行の純利益金を表はす。國家への貸上と諸外國政府への貸付の資金を提供するために國家のために國庫手形を割引くことの双方に基づく利益金は考慮に容れられてをり、またこれらの業務に基づく利益金のうち佛銀の國債償却勘定に入つてゆく部分は控除されてゐる。一般的な營業費は控除されてゐない。
* 出所：佛銀總役員會の株主總會への年次報告。

つた。一九一七年に於ける對政府業務に基づく多額の利益金は、貸上金に對して認められた利子からの政府による控除の比率の増加を伴はない國家の借入金の繼續的増大によつて説明されるべきである。これに反して、一九一八年に於けるこの種収入の甚しい激減は、その年に始めて課せられた新規の峻烈な苛税によつて説明されるべきである。その直後の著しい増加は、國家への貸上金が一九一九年に非常に急速に増加したためであつた。一九二三年の後半期に現はれ、一九二五年の前半期中繼續した非政府的源泉に基づく利益金の顯著な増加は、大部分が佛銀の民間貸付の

大膨脹の結果であつた。これに反して、一九二六年の後半期に於けるその増加は大部分が割引利率の引上のためであり、また一九二一年の前半期の増加は、佛銀の保有にかゝる手形のあるものに對する支拂停止の解除によつて解放された延滞利子の支拂のためであつた。

次に金價値に直した純利益金の數字に目を轉ずれば、これは實際非常に大幅の變動をしてはゐるけれども、その一般的水準は一九一三年のそれ以下ではなかつた、といふことが分るであらう。従つて、佛銀の營業利益金は著しく低減しなかつたといふことは、明かであるやうに思はれる。また、分配された配當金の金價値の一般的低落をみれば、純利益金のより多くの部分は佛銀の資産を増加せしめるために留保されたことが分るであらう。従つて、若しも著しい損失を蒙つたとすれば、それは佛銀の資産のあるものゝ減少が、他の資産の増價によつて相殺されな

第六十五表
フランス銀行の純利益金及び配當金*
(百萬金フラン)^a

| | 純利益金合計 | 配當金 |
|---------|--------|------|
| 1913前半期 | 34.4 | 19.0 |
| 1913後半期 | 39.8 | 19.0 |
| 1914前半期 | 35.4 | 19.1 |
| 1914後半期 | 37.8 | 17.1 |
| 1915前半期 | 48.2 | 16.2 |
| 1915後半期 | 43.0 | 18.5 |
| 1916前半期 | 69.3 | 20.0 |
| 1916後半期 | 64.0 | 20.2 |
| 1917前半期 | 123.5 | 20.9 |
| 1917後半期 | 126.4 | 20.9 |
| 1918前半期 | 59.7 | 20.9 |
| 1918後半期 | 71.5 | 21.9 |
| 1819前半期 | 34.9 | 18.9 |
| 1819後半期 | 30.1 | 11.1 |
| 1920前半期 | 18.9 | 10.0 |
| 1920後半期 | 32.8 | 8.5 |
| 1921前半期 | 71.2 | 11.5 |
| 1921後半期 | 32.4 | 11.1 |
| 1922前半期 | 54.3 | 12.5 |
| 1922後半期 | 40.9 | 11.1 |
| 1923前半期 | 30.5 | 9.7 |
| 1923後半期 | 28.9 | 8.1 |
| 1924前半期 | 32.3 | 8.2 |
| 1924後半期 | 35.6 | 8.5 |
| 1925前半期 | 40.3 | 7.5 |
| 1925後半期 | 23.6 | 6.7 |
| 1926前半期 | 16.3 | 4.9 |
| 1926後半期 | 31.5 | 7.0 |

^a 各年12月のドル爲替の平均の指數で除した名目フラン。この額は1916—1918年の爲替統制時には重要なものではない。
* 出所：佛銀總役員會の株主總會への年次報告。

つたためでなければならぬ。果してかくの如き減少があつたであらうか？

フランス銀行の巨額の金準備は完全に保たれたのみならず、更に可成り増大しさへもしたのであつた。その上、佛銀の固定資産は概して減價を免れ、また漸次的に新たな建設によつて増加せしめられた。そこで、眞實價値の低落はこれらの二つの型の資産のいづれにもみられなかつたのみならず、更に反對に、實際の増加がみられたやうに思はれる。だが、金準備からの利益が佛銀に屬するものと解釋されるであらうか否かは、若干疑問の存するところである。

佛銀の貸出とポートフォリオとの考察がまだ残つてゐる。確かにこれらの諸科目には、減價は不可避免的であらう——そして實際にもまたそれは生じたのであつた。だが、銀行券及び預金の形に於ける佛銀の債務がその貸出及び割引と同じ程度に減價した、といふことが想起される時には、金價値に於ける資産の減少に基く損失は、大部分が相殺されたに相違ないといふことが分るのである。従つて、如何程の損失がこの源泉から生じたにしても、利益金のより多くの割合が配當金として分配されずに留保されたことによつてその損失は相殺されて餘りあつたやうに思はれるのである。

第九章 諸銀行の作用と金融市場

第五章では如何なる種類の政府借入が、インフレーション過程を促進せしめる上に最も有力であつたかをできるだけ明かにすることを念願として、様々の種類の公債とインフレーションとの關聯が論ぜられた。第六章では、インフレーション過程そのものをできるだけ明かならしめやうとして、インフレーションの度合の三つの主な尺度——物價、流通高、及び爲替相場——の運動の大きさと順序とが詳細に検討された。最後に、第八章では、國全體の金融生活の守護者乃至は擁護者として、インフレーション過程に當然に指導的役割を演じた、フランス銀行の作用が少々詳細に研究された。本章ではインフレーション期の金融の話をしてできるだけ完全にするために、ある種の他の金融諸機關とか金融市場とか信用状態一般とかの影響が研究されるであらう。

この研究の前半に於けると同じく、四大銀行 (Grandes sociétés de crédit) の業務は商業銀行一般のそれを表はすものと考へられるであらう、尤も、次章に見られるであらうやうに、それはこの國の商業銀行業務の略々五〇%に達するにすぎないのではあるが。

これ等四大銀行の資本金と準備金の統計(下掲第六十六表)を検討すれば、それらの株主負債の變化は、フラン

第六十六表 『四大』銀行の資本金と準備金*

| | 百 萬 フラン | 百萬金 フラン ^a | 一九二 三年購 買力 ^b |
|--------------|------------|-------------------------|-------------------------------|
| 1913, 12, 31 | 1088 | 1088 | 1099 |
| 1914, 12, 31 | 1105 | 1107 | 1000 |
| 1915, 12, 31 | 1122 | 994 | 687 |
| 1916, 12, 31 | 1049 | 931 | 516 |
| 1917, 12, 31 | 1054 | 959 | 346 |
| 1918, 12, 31 | 1059 | 1007 | 300 |
| 1919, 12, 31 | 1066 | 515 | 252 |
| 1920, 12, 31 | 1149 | 356 | 264 |
| 1921, 12, 31 | 1159 | 473 | 356 |
| 1922, 12, 31 | 1168 | 443 | 323 |
| 1923, 12, 31 | 1191 | 328 | 260 |
| 1924, 12, 31 | 1217 | 344 | 240 |
| 1925, 12, 31 | 1232 | 241 | 195 |
| 1926, 12, 31 | 1273 | 261 | 203 |

a 各年 12 月のドル爲替の平均の指數で除した名目フラン。この金額は1916—1918年の爲替統制期には重要なものではない。

b 各年 12 月のフランス中央統計局の卸賣物價の指數で除した名目フラン。

* 出所：取締役員會の株主總會への年次報告。

の價値の變化に比して非常に僅かであつたにすぎないことが分るであらう。建物、備品、等の如き、彼等の固定資産の大部分は殆んど或は全く評價の引上をされなかつたといふことは眞實ではあるけれども、金フラン或は購買力で測定された彼等の全資産は、インフレーション期を通じて實際に減少したといふことは殆んど疑ひがないやうに思はれるのである。その上、これら諸銀行がその株主達に支拂つた配當金の増加も、フランの價値の減價の僅か一部を償ひ得るにすぎなかつた。

そこで、ひとは大多數のフランスの金融機關の貸借表のやうな一般的なまた把捉し難い貸借表から正確な結論を

第四十一圖表



投下される管の諸銀行の資金の大部分の投資を、こゝで問題とされてゐる期間の多くを通じて、疑ひもなく表はしてゐるのである。かく短期國庫手形の保有と結合したポートフォリオの月別系列と要求拂預金のそれとの驚くべき類似は第五章で解説された。この二つの系列の諸項は、一九一四年十二月から一九二五年五月までは、殆んど同額である(第四十一圖表)。従つて、この間はこれ等の諸銀行は預金からの収入金を投資してゐたのであり、またこれのみを投資しつゝあつたといふことは明かであるやうに思はれるのである。また、預金の變動を超えるポートフォリオの變動は——物價騰貴の時期に於いてさへも——著しく僅かであつたから、ポートフォリオは實際非常に多くが短期國庫手形から成つてゐたに相違ないといふことも、恐らくは結論することができるのである。若しもそれが主として貸出から成つてゐたとすれば、この系列は一九一九年乃至二〇年のブーム期の絶頂には預金のそれ

第六十七表
『四大』銀行によつて株主に支拂はれた配當金*

| | 百 萬 フラン | 百萬金 フラン a | 一九一三 年購買力 b |
|--------------|------------|-----------------|-------------------|
| 1913, 12, 31 | 75 | 75 | 75 |
| 1914, 12, 31 | 34 | 34 | 30 |
| 1915, 12, 31 | 28 | 25 | 17 |
| 1916, 12, 31 | 45 | 40 | 22 |
| 1917, 12, 31 | 48 | 44 | 16 |
| 1918, 12, 31 | 58 | 56 | 17 |
| 1919, 12, 31 | 69 | 33 | 16 |
| 1920, 12, 31 | 90 | 28 | 21 |
| 1921, 12, 31 | 90 | 37 | 28 |
| 1922, 12, 31 | 92 | 35 | 25 |
| 1923, 12, 31 | 100 | 28 | 22 |
| 1924, 12, 31 | 109 | 31 | 21 |
| 1925, 12, 31 | 109 | 21 | 17 |
| 1926, 12, 31 | 129 | 26 | 21 |

a 各年 12 月の平均ドル爲替の指數で除した名目フラン。この金額は1916—1918年の爲替統制期には重要なものではない。

b 各年 12 月のフランス統計局の卸賣物價の指數で除した名目フラン。

* 出所：取締役會の株主總會への年次報告。

第九章 諸銀行の作用と金融市場

引出すには當然に躊躇を感じるのであるが、それにも拘はらずこれ等の四大商業銀行は、之を全體としてみればインフレーション過程を通じて實際に通常の純利益を維持することに成功しなかつたといふことは明かであるやうに思はれるのである。

『四大』銀行の要求拂預金とポートフォリオは上掲第五章に稍々詳細に論ぜられた。そこでも述べておいたやうに、ポートフォリオの科目には諸銀行の保有にかゝる國庫證券其他の短期國庫手形が常に含まれてをり、それ等は一種の第二準備金として役立つのでロンドン或はニューヨークであれば金融市場で購入される高度に流動的な手形に

を超えること著しきものがあつたであらうといふことは殆んど確實である。^(註三)

(註一) これ等の系列の叙述は上掲第五章、第十二表及び第十四表に見出さるべきである。

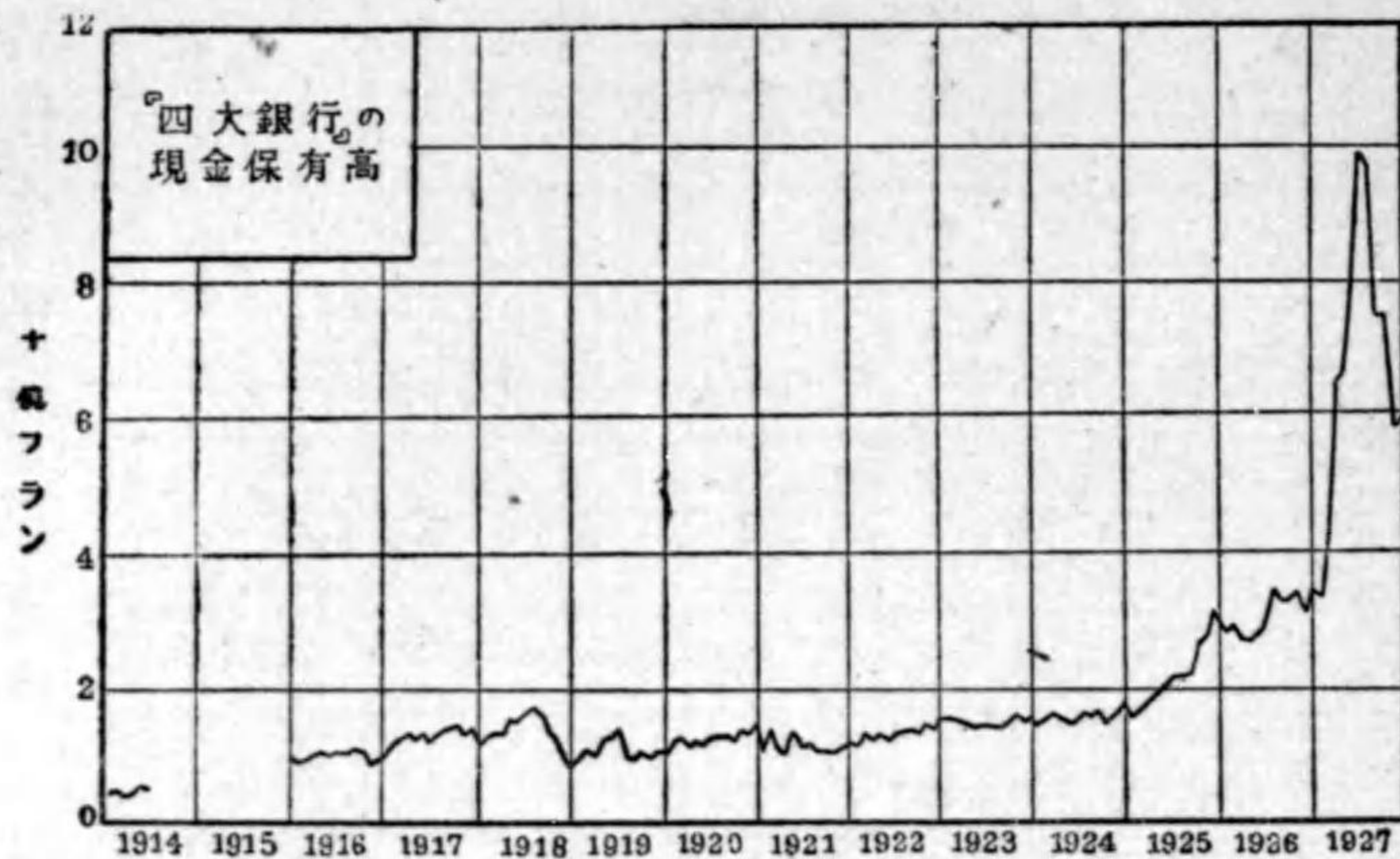
(註二) ポートフォリオの系列にはまた貸付、取引所貸及び當座貸越も含まれてゐる。従つて、それは貸出總額の系列を可及的完全に表はしてゐる。

(註三) 流通界にはいる現金量の増加は大部分通常は預金からの控除として現はれる。貸出の減少の非常に困難な、ブーム期の絶頂では、貸銀や小賣物價の如き遅れのある物價はその上昇的趨勢を持続しながら貨幣の流通速度は減少し始めるのである。そこでより多くの貨幣が流通にひき入れられ、そしてそれに照應して、預金は貸出に比して相對的に減少することになるのである。

一九二五年五月以後、銀行の國庫に於ける預金は明かに非常な大いさとなつた(第六十表)。一九一五年の年初以來「全貸出と短期國庫手形の合計」の曲線と殆んど一致してゐた「四大」銀行の預金の曲線は、この時に、漸次的に益々これを上廻り始めた。諸銀行の現金保有高は——これは國庫に於ける預金を含むのであるが——同時に急速に増大し始めたから、以前に短期政府債券に投資されてゐた資金は、國庫への預金に移されつゝあつたといふことが明かである。事業會社の預金を含むかくの如き預金は、引續き一九二七年の中ばまで増大し、この時に一七八億フランに上つた。

手許現金とフランス銀行へ預託の現金と國庫へ預託の現金とを含む「四大」銀行の現金保有高もまた可成り興味あるものである(第四十二圖表)。それは一九一四年には低かつたのであるが、その年の後半には著しく増大し、一

第四十二圖表



九一五年は依然として高く、更に、一九一六年は極く僅かに低い水準を維持した後、一九一七年には再び漸次的に増大し、一九一八年の八月に至つた。一九一八年の後半には極めて急激な低落があつたが、その後は、變動しつゝも一九二五年の八月まで漸次的に増大し、以後は急激な上昇が始り、同年中續いた。また、一九二六年には上昇の速度が低減したけれども、この増大は、一九二七年の前半にはより急勾配の傾斜さへみせつゝ進行したのであつた。

この運動は大抵の點に於いては豫期された運動であつた。戰爭勃發の直後に國家がフランス銀行から借入を始めたといふこと讀者は記憶されるであらう。この種の借入金は一九一八年八月まで繼續的且つ急速に増大したが、以後はその年の終りまで急激に減少した(第三圖表)。併し乍ら、一九一九年に入ると共に、再び急速な上昇が始まつた。他の二三の理由からして、この戦時を通じて政府借入が事業借入とは反對に

第六十八表
『四大』銀行の現金保有高*
(月末報告からの資料、百萬フラン)

| | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1918 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 一月 | 502 | ..... | 952 | 1243 | 1369 | 1024 | 7225 | 1167 | 1293 | 1632 | 1492 | 1676 | 2813 | 3327 |
| 二月 | 541 | ..... | 1024 | 1309 | 1403 | 1163 | 1292 | 1408 | 1338 | 1630 | 1576 | 1770 | 2946 | 4318 |
| 三月 | 494 | ..... | 1099 | 1370 | 1382 | 1063 | 1287 | 1235 | 1223 | 1589 | 1640 | 1840 | 2774 | 6475 |
| 四月 | 507 | 1215 | 1118 | 1307 | 1682 | 1311 | 1358 | 1142 | 1289 | 1452 | 1531 | 1886 | 2759 | 6581 |
| 五月 | 654 | ..... | 1088 | 1362 | 1634 | 1327 | 1489 | 1449 | 1243 | 1472 | 1468 | 2114 | 2875 | 7736 |
| 六月 | 617 | 1315 | 1115 | 1278 | 1736 | 1458 | 1246 | 1221 | 1347 | 1454 | 1685 | 2246 | 3224 | 9992 |
| 七月 | ..... | ..... | 1100 | 1349 | 1804 | 1044 | 1403 | 1270 | 1353 | 1411 | 1638 | 2252 | 3527 | 9859 |
| 八月 | ..... | ..... | 1191 | 1457 | 1750 | 985 | 1266 | 1220 | 1356 | 1484 | 1701 | 2252 | 3307 | 7420 |
| 九月 | ..... | 1325 | 1184 | 1467 | 1449 | 1087 | 1252 | 1106 | 1322 | 1598 | 1540 | 2710 | 3313 | 7484 |
| 十月 | ..... | ..... | 915 | 1432 | 1309 | 983 | 1452 | 1104 | 1442 | 1582 | 1602 | 2731 | 3400 | 6166 |
| 十一月 | ..... | ..... | 982 | 1418 | 1119 | 1096 | 1791 | 1113 | 1409 | 1523 | 1778 | 3280 | 3214 | 5803 |
| 十二月 | 1268 | 1032 | 1064 | 1265 | 878 | 1099 | 1564 | 1298 | 1584 | 1644 | 1855 | 3009 | 3503 | 6057 |

* 出所：すべての年の資料はフランス銀行の記録からとられた。斜體の数字は四大銀行の中の一つの貸借対照表が発表されなかつた月の推定額を示す。掲記されたこの額は三つの銀行の現金保有高に第四の銀行の前月の現金保有高をその銀行の現金保有高と見做してこれを合計したものである。

この科目は手許現金と國庫(1921年に始まる)、フランス銀行、及びフランス及び海外の諸取引銀行に預金された資金とを含む。

通貨及び價格情勢を支配してゐたといふことが、上掲第八章で結論されたといふことも、記憶されるであらう。かくの如き事情の下に於いては、國家の支出を通じて放出された資金は、絶えず諸銀行に移り、そこで事業への貸付の非常に豊富な財源を提供した。その上、佛銀の國家への貸上金が急激に減少した、一九一八年の後半には、諸銀行の現金も同様に減少した、また一九一四年には再び、この種の政府借入が激増したが、諸銀行の現金保有高も同様に激増した。併し乍ら、この時以後は、この二つの系列の運動に於ける急激ではあるが、併し全く豫期された

乖離が始まつた。一九一九年の後半までには、佛銀の國家への貸上金はその上昇的趨勢を繼續したけれども、諸銀行の現金保有高は急激に低下した。次いで一九一九年の最終月と一九二〇年中は、前者の系列が漸次的に水平化すると共に、後者の系列は徐々に増大した。政府の購入から諸銀行に絶えず蓄積されつゝある資金で、以前には大部分が賄はれてゐた事業が、いまやこの情勢の重要な作因となつたからであるやうに思はれるのである。事業はその購入の擴張上より多額の信用を諸銀行に求めたが、諸銀行は、幸ひにもその多額の準備金の使途を見出したことゝ、喜んで望むが儘の貸付を與へたのであつた。この擴張が増大するにつれて、諸銀行の現金の必要が増加したために、諸銀行は利用し得べき手形をフランス銀行で割引するに至つた。併し乍ら、かくの如き事情の下に於いては、諸銀行は漸次的に膨脹する預金を賄ふに足るだけの現金準備と、不斷に増加する手形交換高數量を辨するに足るだけの佛銀での勘定とを維持するに止まつた。併し乍ら、戦後のブームの絶頂が過ぎてからは、現金は再び諸銀行の地下室に蓄積され始めたが、また間もなく諸銀行による短期國債の購入と、國庫によるフランス銀行からの借入金(註四)の減少に用ひられた、また佛銀は佛銀で還流した銀行券の金額だけ流通高を減少せしめることができたのであつた。

(註四) 還流した資金のすべてが銀行券の形をとるものとは限らないであらう。従つて、この源泉からの減少が貸出の減少と相等しいとは考へられないであらう。また、荒廢地方に於ける政府の再建活動も疑ひもなく佛銀からの貸上金を國庫手形の購入を通じて還流した資金に等しい額ほど減少せしめはしなかつた。別の説明については Moulton and Lewis, The French Debt Problem (New York, the Macmillan Company, 1925) 一三四頁を参照。

事業が回復し始めて價格が再び急速に上昇に轉じた一九二二年の暮には、諸銀行の現金保有高もまた漸次に増加したが、これは主として事業借入の影響によるものと思はれる——追加的資金は恐らくは大部分が満期に達した國防證券の現金化から引出されてゐたのである。一九二三年及び一九二四年にも、また、政府の借入及び費消よりも寧ろ事業のその方が情勢を支配してをり、諸銀行の現金保有高は絶えずより多額となりつゝあつたバランスに對する彼等の必要に應じて漸次的に増加したやうに思はれるのである、——この必要は、半ばは國防證券の現金化と割引及び其他の方法によるフランス銀行からの借入によつて賄はれたのである、尤もこの期間の大部分を通じてこの増加の可成りの部分は佛銀からの國家への間接貸上を通じて招來されてゐたと信すべき理由があるのであるが（第八章、二二四—二二八頁）。

一九二五年の現金保有高の著しい増加は、その非常に多くが國庫の佛銀からの借入金のより以上の膨脹から生じたといふことは、殆んど疑問の餘地がないやうに思はれるのである。一度び政府によつて消費されれば、資金は急速に諸銀行に流れてゆくのであるが、諸銀行は漸次的にのみ該資金を短期政府公債に投資したり、國庫に預金したりしたのである。一九二五年十二月と一九二六年の始めの數ヶ月とに於ける、現金保有高の顯著な、だが一時的の低下は、諸銀行から現金を流通に放出せしめたところの物價と事業活動の急速な上昇によつて、恐らくは惹き起されたのであつた。

最後に、フランス銀行が外國爲替の多額の購入を始め、且つ深刻な事業不況がこの國に襲來しつゝあつた、一九

二六年の恐慌以後は、多額の現金が徐々にはあるが、當然に諸銀行へ流入したのであつた。諸銀行は諸銀行で、資本輸出に對する制限のために、資金を外國市場で用ひることができず、また——流動公債を減少せしめる政府の政策に應じて——短期國庫手形が益々僅かになつてゆくを見出して、非常に多額の資金を國庫に預金として投資したのであつた。これ等の預金は、疑ひもなく一九二七年に於ける諸銀行の巨額の現金保有高の大部分の原因であつた。^(註五)

(註五) 一九二七年には『四大』銀行の現金保有高は一月の三十三億二千七百萬フランから六月の九十九億九千二百萬フランに及んだ。

要約すれば、諸商業銀行は戰爭の當初に於いては、非常に深刻な業況下押し苦しんだと云ふことができるのである。この不振は實際に宣言された支拂停止令^(註六)の結果と相並んで、多分新支拂停止令の懸念からも説明されるのである。この宣言の直接の結果は、それにも拘はらず、深刻であつた。最も流動的な資産の多くが一時的に完全に凍結したのみならず、更に預金に對する支拂停止が惹き起した公衆の信頼の動搖のために、後に受入れられる諸銀行の資産に對する公衆側の信頼の躊躇を招來したのであつた。フランス銀行は閉鎖された諸銀行の凍結手形を割引くか、或は割引かなければこれを擔保に貸出すことによつて情勢を緩和した。併し佛銀は、預金の凍結から結果した公衆の信頼の打撃を撤回せしめることはできなかつた。

(註六) 一九一四年八月一日の法令は二五〇フランを超える一切の預金の九五%に對して、三十日間の支拂停止を認めた。貸

銀の支拂に必要な資金の場合には例外が認められた。一九一四年八月二十九日には預金の支拂停止は三十日間延長されたが、預金勘定の九五%ではなくて、僅か八〇%に及ぶにすぎなかつた。そのときに事業及び農業企業を繼續するに必要な資金に更に例外がつくられた。かくの如き資金はその總額の六〇%まで引出すことができた。逐次的の更改を通じて預金の支拂停止は漸次的により緩和した形をとりながら一九一九年三月三十一日まで續いた(一九一八年十二月二十九日の法令)、だが、實際問題としては、一九一五年以後は事實上それは存在しなかつた、四大銀行は一九一四年の年末までにこれを任意に止めたのである。

併し乍ら、かくも深刻な方策の悲惨な回想が、時の経過によつて漸次的に拂拭し去られるにつれて、——かくの如き回想は常にさうなのであるが——また政府が、半ばはフランス銀行から借入れられた新規の資金を通じてその戦時の費消を急速に増加せしめるにつれて、現金と現金名義の預金が増加した。諸銀行の現金保有高は照應的に膨脹し、貸出を擴張するためにでないとすれば、政府證券の彼等の保有高を追加するために用ひられた。一九一九年の後半には事業は活潑となり、物價は急速に騰貴した。かくの如き状態に到達すると共に、事業家達の諸銀行からの借入金は恐らくは著しく増加したのであつた。かくして、諸商業銀行の貸出と預金とは、いづれも當然に急速且つ著しく膨脹したけれども、他方現金保有高は先づ急激に減少し、次いでより多額の預金がより多額の日常出納資金と準備金との保有を強制的ならしめるにつれて漸次的に増加した。現金のかくの如き増加を賄ふために、個々の諸銀行は國家のフランス銀行からの莫大なる借入金の結果として、引續いて彼等に歸した豊富な資金を一時は利用することができたのであつた。第三圖表(第五章)を参照すれば、かくの如き貸付が急激な上昇的趨勢を持続した

ことが分るであらう。

フランス銀行は、この貸上金を與へることによつて政府に預金残高を與へたが、これは消費されて、忽ちにして受取人から諸銀行に移轉され、諸銀行はそれによつて、増大した手形交換尻の決済用資金として、並びに日常支拂用の現金のいつでも利用可能な源泉として、役立つべき、佛銀における追加的資金を供給されたのであつた。併し乍ら、取引數量が増大し、不斷に騰貴する價格で取引されるにつれて、追加的資金に對する必要が感ぜられ始めた。この資金は諸銀行がその保有にかゝる政府證券のあるものを流動化するか、或は直接にフランス銀行から借入れるとかすることによつて確保され得たであらう。併し乍ら、プームの終末前には、實際にはそのいづれも行はれなかつたといふことは、短期國庫形手の償還以上に出づる發行の繼續的超過とフランス銀行の非政府貸出の増加の僅少さによつて證明されるのである。

プームが一九二〇年の半ば少し前に絶頂に達してからは、そして事業不況が始まつてからは、貸出と預金は僅か減少し、現金保有高は幾分か増大した。併し乍ら、これらの運動は、疑ひもなく、貸出と預金の場合には、この時合衆國と同じくフランスに存在してゐた可成りの數量の凍結信用の故に、また、現金の場合には、遊休資金の短期國債購入のための二者擇一的利用の故に、非常に顯著ではなかつた。流通高と佛銀の國家への貸上金とは、一九二一年は可成り減少したが、これは明かに諸銀行に於ける資金の蓄積と、これに基く國債の購入との影響を明示するのである。かくて一九二二年と一九二二年の前半とは、金融市場の著しく緩慢な年であつた。フランス銀行の利率

は二度引下げられて、一九二二年三月十一日には五%といふ戦時利率に置かれた、これは戦争終結以来の最低のものであつた。併し乍ら、その同じ年の後半には、一九二三年と一九二四年を通じて持続した、事業の回復が確實に始まつて、諸銀行の貸出と預金が、従つて、その現金要求がこの期間中漸次的に増加すると共に、政府財政の状態は絶えず益々逼迫するに至つた。諸銀行は、その事業上の顧客の必要に應ずるために、短期國庫手形の購入を中止したのみならず、更に、満期日が到来するにつれて、既に購入してゐる手形を、益々多く、現金化したのであつた。一九二三年二月十九日には、三ヶ月國防證券の利率はフランス銀行の割引利率（五%）と同額にまで引上げられた。この行爲は多分諸銀行のあるものをして、フランス銀行で益々多くの割引を爲さしめ、國債の現金化をより少なからしめるに至つた。それにも拘はらず、彼等の保有にかゝる短期國庫手形は、——從來も常にさうであつたが——第二次準備金と見做されてゐたので、疑ひもなく減少した。^{（註七）}實際、その使途の急激な變化は殆んど望まれ得なかつた。そこで、政治情勢の緊迫の成長とこの時期の最後の二年を通じての資本輸出の増加と共に、國庫が以前には、その意の儘になつた資金を漸次に事業に用ひるのを辛く感じたといふことは疑ひのないところである。

（註七） かくの如き公債の拂込以上に出づる償還の超過は、一九二二年には、十二億九千一百萬フラン、一九二三年には、十三億五千萬、一九二四年には十三億二千二百萬、更に一九二五年には、八十二億七千九百萬であつた。

爲替相場の運動と物價の運動との間に發見された遅れの見地よりすれば——遅れは一九二三年及び一九二四年に

は非常に明瞭に現はれてゐたが、多分それは一九二二年にも存在してゐたのである——少くとも後の二ケ年間にはフランの海外投機は（爲替相場の運動の先行はこれに歸せしめることができるのであるが）フランス國民とフランス政府が受けてゐた利益のあるものゝ原因であつたと同時に、経済的困難の多くのものゝ原因でもあつたといふことは、可成り確かであるやうに思はれる。先物フランの賣りは先づ先物爲替相場を低下せしめつゝあつた。併し、第六章で概言されたやうに、先物相場の低下は不可避免的に（その通貨が賣りに出されてゐる國の信用の恣意的制限を除けば）「現物」相場の略々等しい低下を隨伴するのである。フランの價値のかくの如き低減は、輸出容易の製品のフランスに於ける外國の購入の増加を招來し、また物價の急速且つ繼續的の騰貴と、事業活動の可成りの増加を招來せしめたところの一聯の事件——この中では様々の種類の奸商の熱心な活動が非常に重要であつたが——を發足せしめたのであつた。この取引金額の顯著な増加は、フランスの事業家階級に屬する人々の大多數にとつては仕合せなことであつたが、以前には國家の意の儘になつた資金を事業用途に振向けしめたのであつた。外國人によるフランスの投機がどの程度にフランスの緊迫した政治情勢の結果であつたか、或はフランスの下落がそれ自身どの程度に政治的不安の原因であつたかを云ふことは勿論不可能なことである。併し乍ら、これだけのことは明かである、即ち低減しつゝあるフランの價値と、空虚になりつゝある國庫の財源とが、當時の政治的論争の大部分の支配的論點であつたといふこと、これである。

一九二五年四月に國庫の悲しむべき窮狀が公認されて、フランス銀行の國家への貸上金の法定限度と佛銀の銀行

券流通高のそれとを引上げる立法行為によつて、それが少くとも一時的に救済された時には、國家による借入は急速に増進していつた。一九二五年の生産と取引は（第三十一圖及び三十三圖表）これに先立つ二ヶ年間に於けるやうには引續いて増加しなかつたけれども、著しくは減少しなかつた。これに反して、ドル爲替、物價、及び流通高に急激な上昇的趨勢を繼續した——爲替は物價に少くとも一ヶ月は先行し、流通高はその時までには物價と殆んど同時に運動しつゝあつた。この場合にもやはり一般の運動は半ばは海外に於けるフランの短期賣りに由來するやうに思はれた、尤もこの場合には、遙かにより重大な作因は國內に於ける諸外國通貨の購入であつたと信すべき尤もな理由があるのではあるが。政治的不安定は當時既に多數のフランスの投資家自身をして、自國の通貨に對する信用を失はしめてゐたのであつて、益々多くの人々は自己の投資を外國證券に移轉せしめてゐた。資本の輸出に關する嚴重な規定^(註八)にも拘はらず、この期間は「フランからの逃避」が巨額に達したことは殆んど疑ひがないのである。Pierre Meyrial は秘密の資本輸出を一九二四年及び一九二五年にはそれぞれ一〇〇億フラン^(註九) また一九二六年の始めの七ヶ月は一七〇億フランと見積つた。パリ取引所で、アメリカ其他の外國證券が購入されたのみならず、更に輸出代金は屢々預金として残され又は其他の形で諸外國に投資された。爲替の高い國々で支拂はれた利札の收入は殆んど常に海外に残された。スイス或は其他の國境を通過する證券及び銀行券の密輸出でさへも、巨額に達してゐたと取沙汰され、またある種の人々は、フランスの諸銀行宛の巨額の小切手を携へてフランスに入國し、入國に際しては殊更に申告して、それによつて彼等は同額のもを他の形態で、次の旅行のときに持出し得る手段を講ず

るといふやうな策略を弄したのであつた。

(註八) 第四章、註六、六二頁参照。

(註九) P. Meyrial, "La Balance des Comptes," La France économique en 1926 (Paris Recueil Sirey 1926) 五六頁以下。

(註十) P. Meyrial, 同上、九二頁以下。

急速に騰貴しつゝある爲替相場と物價の、及び著しく増加した佛銀からの國家の借入金のかくの如き状態の下に於いて、諸銀行に於ける預金は急速に増加し、現金準備も同じく増加した。併し乍ら、取引の物理的數量は膨脹してゐなかつたために、またそれで取引が行はれたより高い物價は、銀行によつて預金を通じてかく絶えず受入れられた資金の事業による完全な利用を即時に要求するに足るほど高くなかつたために、これらの他に用途のない遊休資金の益々多くは、短期國庫手形^(註十)の購入を通じては従前のやうに多分僅かの額が、だが同時に直接利子附預金としては遙かにより多くが、國庫に移轉され始めたのであつた。

(註十一) 諸銀行の現金保有高の非常に多額の増加と一九二五年に於けるこの種の公債の發行以上に出づる償還の多額の超過とを併せ考へると、資金がそれ以外の方法で用ひられたといふよりも寧ろ國庫に預金されたといふことを明かに示してゐるやうに思はれる。

併し乍ら、豫測することもできたであらうやうに、生産と取引は一九二五年の年末前には再び活潑となり、一九

二六年の前半も引續きさうであつた。併しフランス銀行からの借入金を増加を維持せしめつゝあつた政府によつて消費されつゝある資金は非常に潤澤となつたために、國庫に於ける預金は、事業活動と物價騰貴にも拘はらず、概して引續き増大した。かくて物價急騰期の一の異常な事例が見出される、すなはちこの場合には、物價が急激に騰貴しつゝあつたにもかゝらず金融は期間の大部分を通じて絶えず緩慢化し、取引數量の増加によつて必要とされる以上の餘剰の資金が屢々生じたのであつた。第十一章と第十二章で追求される分析に於いて、略々同種の情勢が一九一九—一九二〇年のブームのときにもみられたことが分るであらう。

一九二六年の恐慌以後は、殆んどその直後にこの國を襲つた深刻な事業不況の開始と共に、諸銀行に於ける現金預金は當然に増加し、貸出は減少し、更に、短期國庫手形(註十二)の不足の増大のために、主として國庫に預金された現金準備は、増大するに至つた。フランス銀行による外國爲替の多額の購入は、絶えず諸銀行に入つてゆく既に過多の資金を更らに増大せしめた。貸付に對する事業需要がないために、また蓄積されつゝある巨額の資金の海外投資に對する法制上の制限のために、國庫に於ける諸銀行の預金は引續き膨脹した。

(註十二) 第五章、註十二、九五頁参照。

この時期の金融市場に於ける出來事は、諸商業銀行の作用と密接な關聯があつた。従つて、この作用が次に考察されるであらう。上掲第三章及び第四章においては、ニューヨーク及びロンドン市場のそれと對照されたパリ市

第六十九表
パリに於ける商業手形割引利率

| | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 一月 | ... | 5 $\frac{1}{2}$ | 4 | 4 $\frac{1}{2}$ |
| 二月 | ... | 5 $\frac{1}{2}$ | 4 | 4 |
| 三月 | ... | 5 $\frac{1}{2}$ | 4 | 3 $\frac{1}{2}$ |
| 四月 | ... | 5 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{2}$ | 3 |
| 五月 | 4 $\frac{1}{2}$ | 6 | 4 $\frac{1}{2}$ | 2 $\frac{1}{2}$ |
| 六月 | 5 | 5 $\frac{1}{2}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | 1 $\frac{1}{2}$ |
| 七月 | 5 | 4 $\frac{1}{2}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | 1 $\frac{1}{2}$ |
| 八月 | 4 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{2}$ | 7 $\frac{1}{2}$ | 2 |
| 九月 | 5 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{2}$ | 7 | 2 |
| 十月 | 5 | 4 $\frac{1}{2}$ | 7 | ... |
| 十一月 | 5 | 4 $\frac{1}{2}$ | 6 $\frac{1}{2}$ | ... |
| 十二月 | 6 | 4 $\frac{1}{2}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | ... |

場の特異性が稍々詳細に論ぜられた。そこでは、大多數の金融中心地でかくも通例みられるところの、第一流の商業手形の賣買が、パリでは往々量に於いて非常に僅かで全く市場を構成しないことがあるといふことが指摘されたのであつた。しかし、この統計の話ができるだけ完全にするために、活潑な割引業務を行つてゐるパリの銀行業者の一人によつて提供された利率表をこゝで再録する。(註十三)

(註十三) この利率表には次の如き考察が附いてゐた。

「高級な商業引受手形のためのパリ割引市場、——一九一四年八月から戦争の終了後暫くの間までは、この種の取引は實際全く例外であつて、一九二四年五月までは割引の實際の市場はパリには存しなかつた。

「仲買人の介在を通ずる諸銀行間の規則的な取引は一九二四年五月に再開されたが、公定歩合は手形に記載されてゐる氏名及び裏書銀行乃至は銀行業者に従つて可成り變動するので、嘗つてたてられたことがなかつたのである。

「一九二四年五月以後の實際の平均利率は第六十九表の如くであつた。

パリ市場で實際支配的な利率を遙かにより明示するものは、取引所貸付、取引所關係證券擔保貸 *report* (法定市場 *parquet*) 及び短期國債の利率の系列である。上掲第三章及び第四章で見られたやうに、一九二六年の暮にその漸次的發行禁止が始まるまでは、短期の國庫手形は諸銀行のポートフォリオの大部分を占めてゐた。併し乍ら、

株式取引所貸付も決して僅少ではなかつた。概してその額は著しく可變であつたけれども、「四大」銀行の取引所貸付は擔保貸付 *avances* 及 *reports* の結合科目の五分の一から十分の一の間を大體上下してゐたやうに思はれるのである、尤も株取引所の作用が大部分停止され、戦前の契約の決済が行はれてゐたにすぎないこの時期には、この割合は往々遙かにより小さいこともあつたが、四大銀行の *avances* 及 *reports* の方はこゝで問題とされてゐる時期の間は五億五千萬乃至十四億フランの間を上下してゐたのである。従つて、すべての銀行を一緒にすれば、恐らくは株式取引所貸付は、通常數億フランに上るのである。これらの *reports* は如何なる意味に於いてもコール・ローンではないが、仲買人に對して通常は株式取引所（法定市場）上場證券を擔保にして貸出されて、十五日毎に清算乃至更新されるのである。従つて、明らかに敏感ではないけれども、この特殊の型の貸出の利率の變動は、恐らくは他のすべての型の貸出のそれよりもより精確にバリ金融市場の緩急の變動を表はしてゐるのである。短期國庫手形の利率は、確かに政府の必要によつて往々影響されることもあり、また長時間を隔ててのみ變化せしめられるけれども、それにも拘はらず、少くとも大體に於いては、高度の流動手形の平均豫想利率を表はしてゐるのである。

(註十四) *Crédit Lyonnais* の貸借表は *reports* と *avances* の兩科目を分離してゐる。 *Société Générale, Comptoir d'Escompte* 及 *Crédit Industriel et Commercial* の *reports* の合計額と *avances* のそれとの比較は次の如くであつた。
(第七十表)

第七十表

(百萬フラン) a

| | Repos b | Avances c |
|--------------|---------|-----------|
| 1913, 12, 31 | 94 | 588 |
| 1916, 12, 31 | 44 | 399 |
| 1919, 12, 31 | 14 | 558 |
| 1923, 12, 31 | 49 | 486 |
| 1926, 12, 31 | 109 | 462 |

a 出所：取締役會の株主總會への年次報告。
b この型の貸出の叙述については二五七頁参照。
c 證券を擔保とする貸出。

附帶圖表(第六十三圖表)は *reports* の利率が第一流の引受手形の利率及び三ヶ月満期の國防證券の利率と共に運動することを示してゐる。

一九二〇年以前の利率については餘り言ふことはできなから。バリの銀行業者達から手に入れた恐らくは信賴し得べき情報に従へば、第一流の商業手形の賣買高は、戦時中及び一九二四年以前は、非常に僅かであつたので、かくの如き取引に於ける一般的の利率といつたやうなものは立てられなかつた。短期の國防證券は戦時中及び一九二二年三月十二日までは同一利率で發行された。 *reports* は一九一四年九月二十七日の支拂停止令のために減少し、戦争開始以來未了の状態に置かれた取引を整理するために定期取引が部分的に再開された一九一五年九月末まで五%に固定された。決済の再開された日、即ち一九一五年九月三十日には、利率は六%内外であつた。その時から一九一九年の年末までは、以前に締結された契約の決済が行はれつゝあつたにすぎなかつたのであるが、利率は四%の極く近くを上下した。(註十五)一九二〇年一月以後の圖示された利率は實際の相場である。その上、より以前の時期についてはこれだけのことが云はれ得る。即ち、いやしくも金融が逼迫したとすれば政府がそれによつて非常に巨額の拂込金を得てゐた國防證券の利率に影響を及ぼしたに相違なし。

(註十五) 次の情報は Syndic de la Compagnie d'Agents de Change de Paris から著者宛の手紙で直接に得られた——
『拜啓、去る九月三日附貴翰に御返事するにつきましては、貴下が私に依頼せられた補足的資料を差上げることのできな
いことをお知らせするのを残念に思ひます。』

一九一四年以来の各決済期においてパリ取引所で行はれた取引所関係証券擔保貸の平均利率表は、一九二〇年一月二日に
行はれた定期市場の再開以来始めてつくられました。

それ以前の時期に關しては、實際、私は貴下に先づ次のことを報告しなければならぬと思ひます、すなはち一九一四年
七月三十一日の決済が一九一五年九月三十日まで延期されたので、其の間、取引所関係証券擔保貸の行はれたものがなく、
従つて取引所関係証券擔保貸利率もなかつたのです。

併し一九一四年九月二十七日の法令は、——その第一條は、年金證券、國債、其の他の有價證券の一九一四年八月四日以
前の定期賣と、それらに關係のある取引所関係証券擔保貸とに關聯するすべての支拂要求を停止させたが、——これら賣買、
及び取引所関係証券擔保貸の故に支拂はるべき金額は、一年に五%の延滞利率を附加さるべきことを規定してゐます。

一九一五年九月十四日の法令に従つて、一九一五年九月三十日より定期市場は、戰爭勃發以來停止状態にあつた取引を決
済するためのみ、部分的に再開されました。

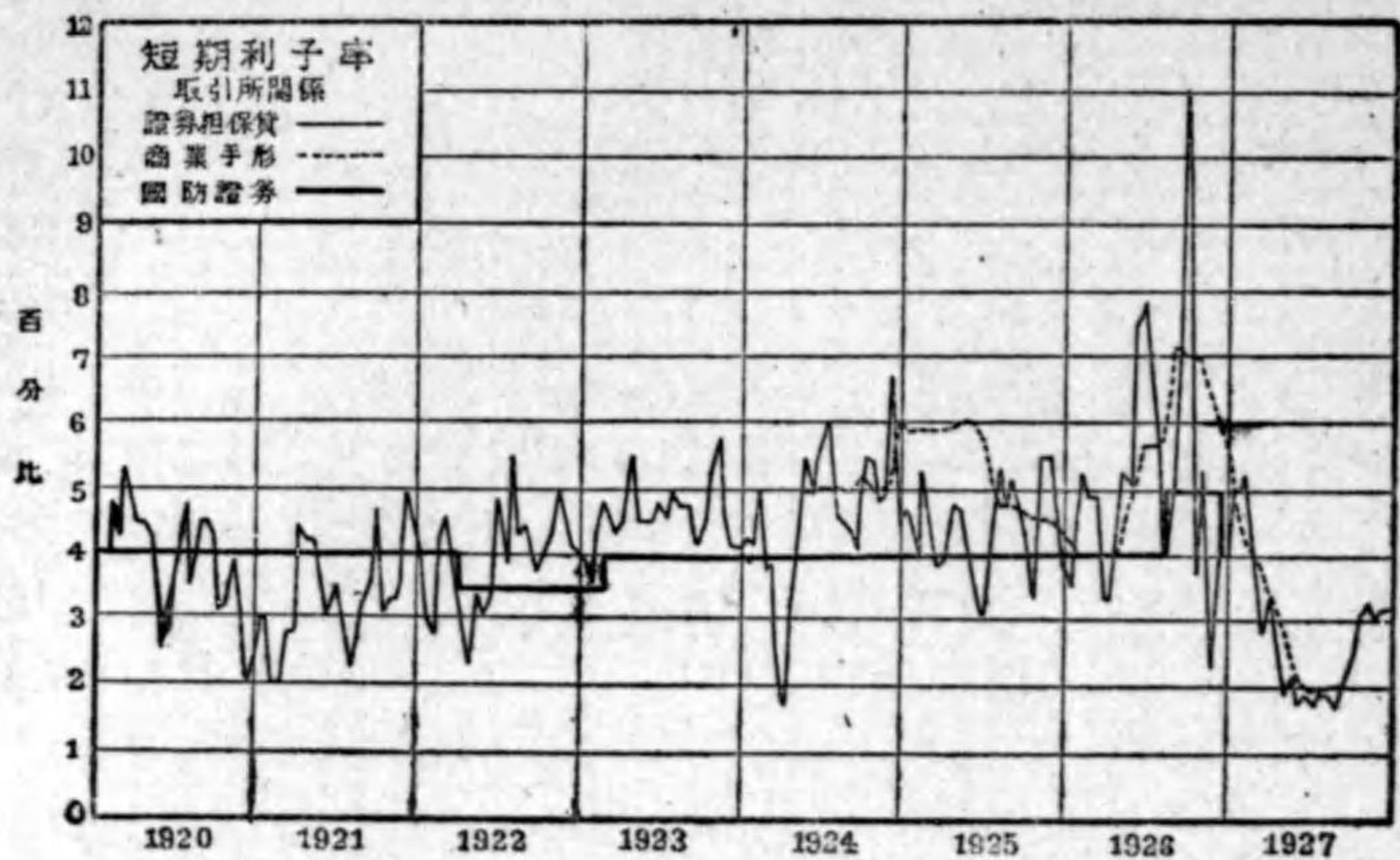
従つて、取引所関係証券擔保貸は益々限られた數の取引に關係して行はれ、それ以來は、次々に決定された利率は極く僅
かの意味しかもつてゐないのです。私は貴下に一九一五年九月三十日の最初の決済の六%に近い取引所関係証券擔保貸は、
その後は一年四%の利率の近くを著しい變動なしに上下してゐたといふことをお知らせすることができます。

勿々頓首

パリ、一九二七年十月七日

パリ仲買人組合理事長 E・ヤコブ (署名)

第四十三圖表



一九一八年の後半には *Reporte* の利率は四%から五%に騰
貴したけれども、一九一九年に入ると共に、戦時の水準に落
込み、一九二〇年一月末まで依然としてその點にあつたとい
ふことを指摘することは興味のあることである。次いで四月
の始めまでは微騰がみられた——三月十五日には利率は一九
一五年九月以來始めてフランス銀行のそれを超過した。従つ
て、戦後のブームが潤澤な資金で非常な低利で金融されたとい
ふことは明かである。而してこの利率は、實際に一九二〇
年の始めの数ヶ月までは目に見えて引締りはしなかつた。一
九二〇年四月二十日にはフランス銀行の割引利率は五%から
六%に引上げられたが、その時までには *Reporte* の利率は既
に下落し始めてゐて、一ヶ月半の後には二・五%にまで低下
した。一九二〇年の爾餘の数ヶ月、一九二一年の全一ヶ年、
及び一九二二年の前半は、金融は、概して低い利率が行はれ
てゐたことに示されてゐるやうに、引續いて緩かつた。だが、

第七十一表
reports の利率*
(決済日の利率)

| | 1918 | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|--------|------|------|-----------------------------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|
| 1月15日 | 4% | 4% | 4% | 3% | 4% | 3 $\frac{7}{8}$ % | 4 $\frac{1}{8}$ % | 4 $\frac{3}{8}$ % | 3 $\frac{1}{2}$ % | 5% |
| 31日 | 4 | 4 | 4 | 3 | 3 | 3 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{2}$ | 4 | 5 |
| 2月15日 | 4 | 4 | 4 $\frac{1}{2}$ より4 $\frac{3}{4}$ | 2 | 2 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 5 $\frac{1}{4}$ | 5 $\frac{1}{4}$ | 5 $\frac{1}{4}$ |
| 28日 | 4 | 4 | 4 $\frac{1}{2}$ より4 $\frac{3}{4}$ | 2 | 2 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 5 $\frac{1}{4}$ | 5 $\frac{1}{4}$ | 5 $\frac{1}{4}$ |
| 3月15日 | 4 | 4 | 5 $\frac{1}{4}$ | 2 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 3 $\frac{7}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 3 $\frac{3}{8}$ |
| 31日 | 4 | 4 | 5 | 2 $\frac{1}{2}$ | 3 $\frac{3}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 2 $\frac{1}{2}$ | 3 $\frac{3}{8}$ | 3 $\frac{3}{8}$ | 2 $\frac{3}{8}$ |
| 4月15日 | 4 | 4 | 4 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{2}$ | 3 $\frac{3}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 1 $\frac{1}{2}$ | 4 | 3 $\frac{1}{4}$ | 3 $\frac{3}{8}$ |
| 30日 | 4 | 4 | 4 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{2}$ | 2 $\frac{1}{2}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | 3 $\frac{3}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 2 $\frac{3}{8}$ |
| 5月15日 | 4 | 4 | 4 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{2}$ | 3 $\frac{3}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 5 $\frac{1}{4}$ | 1 $\frac{1}{2}$ |
| 31日 | 4 | 4 | 2 $\frac{1}{2}$ より3 | 3 $\frac{3}{8}$ | 3 | 4 $\frac{1}{8}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | 4 | 5 | 2 $\frac{1}{2}$ |
| 6月15日 | 4乃至5 | 4 | 2 $\frac{1}{2}$ より4 | 3 | 3 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 5 | 3 $\frac{3}{8}$ | 7 $\frac{1}{8}$ | 1 $\frac{1}{2}$ |
| 30日 | 5 | 4 | 4 | 3 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | 3 | 7 $\frac{1}{8}$ | 1 $\frac{1}{2}$ |
| 7月15日 | 5 | 4 | 4 $\frac{1}{2}$ | 2 $\frac{1}{2}$ | 3 $\frac{7}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 6 | 4 | 7 | 1 $\frac{1}{2}$ |
| 31日 | 5 | 4 | 4 $\frac{1}{2}$ | 2 $\frac{1}{2}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | 5 | 5 $\frac{1}{2}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | 1 $\frac{1}{2}$ |
| 8月15日 | 5 | 4 | 3 $\frac{1}{2}$ | 2 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 | 1 $\frac{1}{2}$ |
| 31日 | 5 | 4 | 4 $\frac{1}{2}$ | 3 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 5 $\frac{1}{8}$ | 5 | 1 $\frac{1}{2}$ |
| 9月15日 | 5 | 4 | 4 $\frac{1}{2}$ | 3 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 7 | 1 $\frac{1}{2}$ |
| 30日 | 5 | 4 | 4 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{2}$ | 3 $\frac{3}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 11 | 2 $\frac{1}{2}$ |
| 10月15日 | 5 | 4 | 3 | 3 | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | 3 $\frac{3}{8}$ | 7 $\frac{1}{8}$ | 2 $\frac{1}{2}$ |
| 31日 | 5 | 4 | 3 $\frac{1}{2}$ | 3 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 3 $\frac{3}{8}$ | 3 |
| 11月15日 | 5 | 4 | 4 | 3 $\frac{1}{2}$ | 5 | 5 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | 3 $\frac{1}{2}$ |
| 30日 | 5 | 4 | 3 | 3 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | 5 $\frac{1}{2}$ | 3 |
| 12月15日 | 5 | 4 | 2 | 5 | 4 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{2}$ | 6 $\frac{1}{8}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 4 | 3 $\frac{1}{2}$ |
| 31日 | 5 | 4 | 2 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{2}$ | 4 | 4 $\frac{1}{2}$ | 4 $\frac{1}{8}$ | 3 $\frac{3}{8}$ | 4 | 3 $\frac{1}{2}$ |

* 出所：各年の資料は Chambre Syndicale des Agents de Change によつて提供された。

利率は株式取引所に於ける二つの清算の持続期間中株式取引所上場証券を擔保としてなされた貸出に對して決済日に行はれる利率である。この貸出はコールではないが、貸手は擔保證券を處分することができるであらう。決済は各月の十五日と最終日に行はれる。表示されたかくの如き貸出の利率は公定市場 (parquet) の諸證券に對してなされた貸付金の利率である。1918年と1919年の利率は殆んど意味をもつてゐない、といふのはそれは1914年8月4日以前に契約された貸出に適用される利率のみを表はすにすぎないから。従つて、これらの貸出は漸次的に清算されつゝあつたのであるから、利率は益々限られた数の取引に適用された。利率は *marché à terme* が再開された1920年(1月2日)に始めて意味をもち始めた。

一九二二年七月には、事業回復の刺戟を受けて、金融は可成り引緊り、そして、一九二三年二月十四日までには利率はなほ低下する傾向を示さず、その時に國防證券に支拂はれる利率は〇・五%引上げられたのであつた。^(註十六)一九二三年及び一九二四年を通じて(一九二四年三月及び四月を除けば)利率は引続き高かつた。だが、一九二五年の始めの数ヶ月に於ける事業活動の衰退及び政治情勢の緊迫の増大と共に、*reports* の利率は軟弱となる傾向を示した、しかし商業手形のそれは引續いて一九二四年の年末の高水準にあつた。フランス銀行の政府への多額の貸上が一九二五年四月に再び始まつたので、商業手形の利率は可成り緩み、*reports* のそれは、非常な不規則を示しつゝではあつたけれども、一九二四年の後半よりも平均して幾分か低くなつた。一九二六年はかくて兩者ともに低い利率を以つて始まつたが、一九二六年の恐慌が近づくにつれて兩利率とも急速且つ著しく騰貴した——それは恐らくはその當時賣渡された公債の満期日に於けるフランの交換價值に關する非常な不安のためであつた。それにも拘はらず、高點は一九二六年九月末に至つて、即ちポアンカレ内閣の執權後二ヶ月餘りたつて、始めて到達されたのであつた。その時以後兩利率は共に急速に低下した、最初は、疑ひもなく、フランに對する信頼の回復のためであつたが、後にはより多くが事業不況の増大及びフランス銀行による外國爲替購入上の資金放出——これらはすべて資本の輸出に對する嚴重な制限と結びついてゐたのであるが——のためであつた。

(註十六) 一ヶ月満期のものは例外であつた。それは引続き三%で發行された。

金融市場の相對的緩急の別の有力な指標は、短期國庫手形の償還以上に出づる發行超過の資料の中に見出さるべ

きである。一九二六年の終頃までは国防證券は申込があればいつでも無制限に発行されたといふことは既に述べた所である。これが他に用途のない資金のための投資の一形態として諸銀行によつて用ひられたことは、先に屢々且つ詳細に論述されたところである。従つて、金融市場の相対的緩急並びに政府に對する信賴の減退はこゝで問題とされてゐる期間の様々の局面における償還以上に出づる發行超過によつて、示さるべきである。二六三頁の表に目

第七十二表 (續き)

| 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 531 | 1393 | ↑ | 704 | 753 | 132 |
| 1277 | 201 | -4546c | 136 | -345 | 529 |
| 2282 | 393 | ↓ | -255 | 58 | -251 |
| 2506 | 485 | | 1191 | -1961 | 339 |
| 1803 | 1751 | 1706 | 393 | -929 | 83 |
| 614 | 1130 | 2677 | 329 | -204 | -161 |
| -230 | -1163 | 658 | 1282 | 1035 | -2110 |
| 1223 | 412 | 421 | 221 | 2 | 1340 |
| 1377 | 1011 | 447 | -372 | 733 | 134 |
| 873 | -2919 | -1627 | -2999 | -5304 | -1558 |
| 692 | -3209 | -1441 | 1552 | -1864 | 2315 |
| 1163d | -775 | 355 | -3494 | -253 | 404 |
| 13049 | -1291 | -1350 | -1312 | -8279 | 1196 |

ものとして控除された。

* 出所: Georges Lachapelle, "L'Evolution de le Circulation, etc. (Paris, Société d'Etudes et d'Information Économiques, 1926 及び 1927)。

を通せば、一九二二年までは常に償還以上に出づる發行超過が年々あつたことが分るであらう。一九一九年の超過は——この期間のいづれの年に比しても最大のものであるが——その年中に戦後のブームが崩れていつたといふ事實を考へると、特に興味があるのである。佛銀の國家への貸上金の急速な増加の影響を受けて、資金はその年中は、拂込超過が四億九千一百万といふ最低點に達した、少くとも十二月までは、明かに著しく潤澤であつた。一九二〇年にも同

第七十二表 國防證券と短期國庫手形の償還以上に出づる發行超過* (百萬フラン)

| | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 | 1920 |
|-----|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 一月 | 859 | 844 | 833 | 735 | 2501 | 1668 |
| 二月 | 540 | 764 | 932 | 975 | 1924 | 1460 |
| 三月 | 952 | 725 | 1000 | 779 | 1910 | -11 |
| 四月 | 368 | 721 | 1035 | 601 | 1569 | 110 |
| 五月 | 776 | 1231 | 1115 | 1545 | 2073 | 1316 |
| 六月 | 479 | 838 | 1012 | 547 | 2602 | 1760 |
| 七月 | 825 | 1074 | 1104 | 881 | 2619 | 2220 |
| 八月 | 559 | 1016 | 1142 | 1511 | 2588 | -6225 |
| 九月 | 717 | 899 | 870 | 1620 | 2606 | 1245 |
| 十月 | 839 | -3484 | 907 | 2678 | 2308 | 858 |
| 十一月 | 284 | 591 | 1136 | 2266 | 1993 | 2624 |
| 十二月 | -1854b | 393 | -4153 | -10820 | 491 | -764 |
| 年a | 5387 | 5612 | 6933 | 3318 | 25183 | 6261 |

a 1914年1年間の數字は1619百萬である。

b 負の記號は償還超過を示す。

c その年の第一四半期の合計。

d 大藏省が発見した70億の誤謬は控除されずこの日附の

様に貨幣市場利率は明かに引續いて概して緩かつた、といふのは、償還以上に出づる拂込超過は、二百五十億から六十億に減少したけれども、それはやはり非常な大いさのものであつたから。従つて、戦後の全ブームは著しく緩い金融状態の下で金融された、といふことはこれを確言することができるのである。利率が引緊つてきたのは一九二〇年の景況の絶頂の僅か直前であつたのである。

に利用される資金を解放し、これらの資金は諸銀行に蓄積されて、その所有者か或はさもなければ諸銀行によつて短期國債を購入するのに當然に用ひられた。

一九二二年以後は一九二六年まで各年とも拂込以上に出づる償還超過があつた。一九二二年及び一九二三年には、事業活動の回復及び物價の騰貴は、佛銀からの國家への貸上金がより以上増加しなかつたために、金融状態を引緊め、諸銀行をして彼等の短期國債を満期になり次第現金化せしめてゐたといふことは可成り明かである。だが、フランス銀行が國庫に間接貸上をなし始めたことが可成り確かであり、また政治情勢が既に緊迫するに至つてゐた一九二四年には、償還の繼續的超過が主に民間投資家の政府に對する信頼の喪失の結果であつたのか、それとも物價水準の不斷の騰貴下に於ける事業の繼續的の急速な擴張が諸銀行による保有國債のより以上の換金を招來してゐたのかは明かでないのであるが、恐らくは兩影響が共に作用してゐたのであつた。フランス銀行の國家への間接貸上は、成程、他の諸銀行の手を通して行はれた。だが、そこには瞬間的にとゞまつてゐるにすぎなかつたので、間接貸上は諸銀行のより以上の貸出能力を減少せしめなかつたのみならず更に、反對に、手取金が政府によつて急速に消費されるにつれて、現金預金の流入を招來したのであつた。一九二四年は一九二〇年以來フランスで事業が最も活況を呈した年であつたといふことも眞實である。従つて、事業上の必要の膨脹が、諸銀行をして手持國債の整理を繼續せしめた原因の少くとも一部をなしてゐたといふこと、そしてまた、この彼等の行動が續つて、政府をして中央銀行からの貸上金を増加せしめることが許されなかつたために、諸銀行から直接に借入を行ひ、その代りにフランス銀行と協定して貸上に必要な資金を調達するに足るだけ彼等の手持手形を割引かしめるといふ、窮餘の策をとらざるを得ざらしめたのだといふこと——かう考へて恐らく間違ひないやうに思はれるのである。

これに反して、一九二五年の償還の大超過は、非常に多くが政府及びフランに對する不信の増大の結果であつたやうに思はれるのである。この感情はフランス銀行の國家への間接貸上と法定最大限度を超過する銀行券の發行とに關する四月早々の上院での曝露によつて疑ひもなく加重化されるに至つたものである。^(註十七) 月別資料の表に目を通せば、ひとり四月の月だけで發行以上に出づる償還超過は十九億六千一百万であり、また五月には九億二千九百万であつたといふことが分るであらう。資産は明かに他の價値形態での投資のために、或は退藏のためにさへも引出されてゐた。フランの急速な下落は、その年早々に始まつて月を閲するうちにより顯著となるに至つたのであるが、それはこれらの新しい投資の多くがとりつゝあつた形態を明確に指示するやうに思はれるのである。資本輸出の制限にも拘はらず、フランスの諸銀行の外國取引先における勘定尻は著しく増加した——若干の大銀行の場合には遙かに二倍以上に増加した。^(註十八) その上、この間多くの私個人は、彼等の銀行と同じ政策を踏襲して、できるだけ急速に國債を諸外國證券に變へたといふことは、公然の祕密なのである。^(註十九) 政府は、満期の國債を支拂ふ資金を他の方面で調達せざるを得なくて、フランス銀行からの貸上金を増加せしめたのであつた。銀行券は外國證券や、内國株式や、また恐慌に陥つた投資家達が手に入れやうと決心した他の價値對象物を購入するために、右の貸上金の増加よりもやゝ少い額だけ、引出されたことが明かである、といふのは、フランス銀行券の流通高は國家への貸上金と同様に、額はそれほど多くなかつたが、増加したからである。^(註二十)

(註十七) 第八章、二二九—三〇四頁参照。

第九章 諸銀行の作用と金融市場

(註十八) 第八章、第五九表、二一八頁参照。

(註十九) P. Moynial はひとり一九二五年のみでかくの如き資本輸出が百億フラン以上上つたと推定してゐる。——P. Moynial 上掲書、五六頁以下。

(註二十) この期間においてはフランス銀行の國家への間接貸上金は直接貸上金に換へられてをり、また従前は陰蔽されてゐたフランス銀行の發行が明るみに出されたのであつた。そのために銀行券流通高の増加と佛銀の國家への貸上金の増加との量的比較は幾分不完全である。それにも拘はらず、資金が引出されたのは大部分投資のためであつたといふことを想起する時は、實際、豫想されるであらうやうに、貸上金の増加は實際に銀行券のそれよりも可成りより大であつたといふことは明かであるやうに思はれるのである。恐らくは政府の支配命令 *mandats* (並びに振替 *virements*) の一部は現金化されずフランス銀行に預金されて新しい投資のための支拂に際しては小切手を振當てられたであらう。だが、たとひすべてが現金化されたとしても、銀行券流通高は諸證券のために新支出が行はれるや否や殆んど直ぐに再び減少すると考へられる、けだしかくの如き支出は大多數の他の支出とは異つて、長い一聯のより以上の購入を刺戟しないからであり、またかくて貨幣を流通にとどめておきはしないからである。

不安の一般的感情も同じく事業情勢を左右するやうに思はれた。物價の繼續的騰貴にも拘はらず、生産數量、積載貨車數、及び銀行の手形交換高はすべて正常な長期趨勢以下に陥込み、かくして何故に通貨供給の増加がフランス銀行の國家への貸上金の増加ほど著しくないかの別の理由を提供してゐるのである。

一九二五年の終頃にはドル爲替相場と物價とは共に急速に上昇し、短期國債の發行以上に出づる償還超過は、フランの下落が最も急速であつた十月に、特に非常に多くなつた。これに反して、一九二六年一月早々には、ドル爲

替は僅かに低落し、二月には同じほど僅かに上昇運動をした。これを素早く映して、これら兩月の短期國庫手形の發行は償還を超過した。ドル及びポンド爲替相場の急速な騰貴をみたこれにつゞく三ヶ月間の中、最初の一ヶ月は償還の超過が、後の二ヶ月は發行の超過がみられた。次いで、六月と七月には、恐慌の近づくにつれて、償還超過が急速に増大した。ポアンカレ政府の成立以後は、爲替相場が再び急速に騰貴した十月のみを除けば、一九二六年には發行の繼續的超過がみられた。

一九二六年以後短期の國防證券の漸次的發行禁止は、^(註二十一) 少くとも暫時的には、すべてのこの種の國債をして金融市場における重要さを失はしめた。將來はそれらは恐らくは、^(註二十二) 満期前三ヶ月——その時にはそれらはフランス銀行で再割引されるやうになるのであるが——までは諸銀行によつて求められないであらう。

(註二十一) 一九二六年十月には一、三、六、及び十二ヶ月満期の公債が流通してをりまた毎日のやうに發行されてゐた。二年満期の公債は一九二七年一月から發行され始めた。一九二六年十二月十六日の命令 *ordonnance* は一ヶ月の公債の發行を、一九二六年十二月二十二日のそれは、三ヶ月の公債を、一九二七年一月二十九日のそれは、六ヶ月の公債を、更に一九二七年の六月二日のそれは、一年の公債の發行を禁止した。二年満期の公債は引續いて發行されてゐるが、發行時にはそれらの満期は諸銀行によつて流動資産として一般的に用ひられるのには餘りに長すぎるのである。

(註二十二) 一年満期の公債の最後のものは一九二八年六月二日に、二年満期の公債の最初のものは一九二九年一月一日に満期になるのであるから、満期の到来を見ない六ヶ月少々の期間があるであらう。

パリ金融市場に關するこの論述を閉ぢる前に、一九二四年の深刻な爲替恐慌について若干言を費さねばならない。

それは明かに世界の様々の外國爲替中心地に於けるフランの短期大賣りに基くものであるが、最も多くは中央ヨーロッパの諸中心地から起つたやうに思はれた。オーストリアとドイツの通貨崩落で、非常に多くを利得したと同じ投機業者の一群が、彼等の注意をパリに集中してゐたと噂された。ウィennaの多數の銀行が自らそれに關係してゐたことは確かである。

第六章で指摘されたやうに、先物フランの短期賣りは投資業者の取引銀行による殆んど等額の「現物」フランの賣りを伴ふものである。この必要なカバーを銀行は様々の方法で確保したのであつた。あるものはそのパリの取引先にパリ市場で所望の外國爲替を購入することを依頼した。だが、資本輸出を禁ずる規定は、大規模のかくの如き取引を非常に妨げた。他の銀行は遠距離の金融中心地にある取引先を通じて操作した。例へば、アムステルダムはフランの市場としては特に重要であつた、尤も大抵の取引の發生地は、これより幾分東方の大陸であつたことは殆んど疑ひのないところであるが、更に他の諸銀行はその所在してゐる諸中心地で直接に「現物」フランを簡単に賣つたのであつた。

併し、その操作の細目がどうであつたにしても、それはそれに對してフラン爲替手形を賣ることができ乃至はそれ以外に外國爲替手形を買ふことができるフランの勘定尻を必要とした。或る程度のかくの如き勘定尻は、フランの騰貴を適當に投機する人々や機關からは實際に得られた。かくの如き人々や機關は、彼等のフランを諸外國通貨のあるものと喜んで交換した。だが、一九二四年早々の如き時期には、比較的少量しかこれらの原因からは豫期され得なかつた。必要とされた勘定尻がかくして得られなかつたかぎり、それは借入れられねばならなかつた、そしてかくの如き借入の大部分は當然にパリで行はれた。フランス爲替を國內市場乃至は他のどこかで賣らうと望んでゐる諸銀行はパリの取引先宛に單に手形を振出す方法を講じた。この方法は最初は全く困難に遭はなかつた、けれどそれは事業の常態のときに屢々行はれたからである。

だが、海外からの爲替操縦の大きさがパリで切實に感ぜられ始めた時には、様々の手段が恐慌に應ずるためにとられた。フランの急速且つ激烈な低落は、物價を急速に騰貴せしめ、一般的經濟情勢を攪亂せしめてゐたのみならず、更に、この殆んど理解されない運動は、公衆の注意をフランの地位の根本的弱點と政府自身の無分別な金融乃至對外政策に向けしめてゐた。しかしながら、經濟活動の現代的金融組織の微妙な機構を攪亂することなしに、この運動を抑止する、効果的手段を見出すことは困難であつた。必要なフランの信用を手に入れるために利用された借入の形態は非常に様々であつて、利用可能なすべての種類の借入を禁じたとすれば、信用機關は實際に停止することになつたであらう。その上、取引先間の信用の擴張は屢々非形式的であるから貸出の形態に關する單なる規定だけでは恐らくは効果をもたらすことはできないであらう。そこで唯一つの利用できる方法が用ひられた。大藏大臣から Union Syndicale des Banquiers de Paris et de la Province の總裁宛てに出された、一九二四年一月二十一日の手紙において、この國のすべての銀行家がこの運動を終止せしめる上に協力することを要請されたのであつた。特に彼等は諸外國通貨に對して、彼等の依頼人乃至は外國取引先に貸越を許さないやうに要望されたが、就中

彼等の協力はフランのより以上の賣り崩しに必要な信用を如何なる形においても手に入れないやうに努めることを懇請されたのであつた。

この訴へが實を結んだといふことは、様々の外國爲替中心地における『現物』及先物の爲替相場の大幅の乖離に示されてゐる。例へば、ニュー・ヨークでは、一九二四年三月の少くとも二日間は九十日物の幅は半セント（フランの價値の一〇%）以上であつた。かくの如き乖離は、もしも信用がパリ市場で當時のそこでの普通の相場で容易に手に入れたとすれば、恐らくは起り得なかつたであらう。

この乖離の理由を識別することは困難ではない。上掲の爲替相場に關する論究（第六章）からして、先物と『現物』の相場の差額は關係二中心地の貨幣相場の差違によつて、殆んど完全にきめられるといふことが想起されるであらう。例へば、ニュー・ヨークにおける先物フランの逆打歩が、ニュー・ヨークとパリとの利子率の差違に照應する逆打歩よりもより大となつたとすれば、先物フランをその大きな逆打歩で購入し『現物』フランをこれに照應したより高い相場で賣つてカバーすれば、鞘取人には直ちに儲けになるであらう。だが、『現物』フランを賣る地位にゐるためには、勘定尻をパリで借入れるとか、其他の方法で手に入れないならぬのである。だが、この取引は賣手に爲替手形のドル手取金をニュー・ヨークで與へるのであるから、その主な費用は資金をパリよりも寧ろニュー・ヨークにおいて保有することの違ひから成るのである。而して、假定によればこの二つの中心地に於ける貨幣相場の差違はニュー・ヨークに於ける先物フランの逆打歩に照應する差違よりもより僅少なのであるから、

この取引からは利潤が實現されるのである。かくの如き利潤をねらつてゐる鞘取人達は『現物』フランの供給を増大せしめると共に、先物フランの需要を増加せしめるであらう。また、これらの操作は得らるべき利潤の存する限りは持續するであらうから、ニュー・ヨークに於けるフランの逆打歩は、パリとニュー・ヨークとの間の貨幣相場の差違に略々適應せしめられざるを得ないであらう。

従つて上記の場合には、パリ市場の貸付利率がフランの賣りに必要とされる資金に對して著しく高かつたといふこと、さもなければ充分な資金が往々實際に手に入らなかつたといふこと、従つて投機賣りを取扱ふ諸銀行がパリに必要な勘定尻を得るまでの危険をカバーするために高い利子を要求してゐたといふこと、が明かである。フランスの銀行業者に従へば、嚴禁された目的のための貸付金には三〇%からの利子が課せられ、また繰越逆日歩は六〇%にさへ上つた。併し高い利子に阻まれた外に、多數の投機業者は、それに對して必要な『現物』賣りの行はれ得る勘定尻を調へるに足るだけのフラン信用を手に入れることができないといふ理由から疑ひもなく操作を制限せざるを得なかつた。更に、パリに於ける通常の目的のための貨幣相場は、同じ時にさして通常よりもより高くはなかつたから、『現物』及び先物相場の幅はパリ銀行業者が非常に要求された援助を政府に與へやうとしてとつた行動によつてもたらされてゐたといふことは明かである。

一九二四年三月十日には、ニュー・ヨークのJ・P・モルガン商會によるフランス政府に對する一億ドルの借款の噂があつた。この借款は三月十二日に取引が終つてから正式に聲明されたのであるが、その手取金はフランのより

以上の下落を阻止するために用ひらるべきものであつた。回復は即時的であつた。數日前には熱狂的に先物フランの賣注文を出してゐた人々の多くはこれをカバーするために死物狂ひになつて、正に同じく熱心に同じ通貨を購入し始めた。十日経たないうちにドル爲替の相場は、その年の年初の相場以下となり、低落は四月の終りまで持續したのであつた。

右の爲替恐慌が經濟及び信用情勢に及ぼした影響は興味あるものである。卸賣物價はドル爲替相場と殆んど同時に、また殆んど同じく急速に騰貴した。フランス銀行の非政府貸上は急激な上昇を示し、銀行券流通高さへも多少の上昇を示した。手形交換もまた急速に増加し、證券價格も急激に騰貴した。従つて動搖は著しく且つ廣汎であつたことは確かである。だが、奇妙に思はれるかも知れないが、貨幣相場は殆んど影響されなかつた。Paris (取引所貸)の利率は二月十五日に小さい山に達したが、その月の終りには、次の決済日(三月十五日)にもさうであつたやうに、常態以下にあつた。諸銀行で割引される手形の利率は殆んど變化しなかつたやうに思はれる。これに反して、長期利率は急速に上向し、上述の他の諸現象と異つて、恐慌が過ぎ去つてからも依然として高かつたのである。

これらの運動からして若干の事が明かである。この時までには物價はフランの激烈な低落と共に既に上昇せしめられてゐたことが明かであるのみならず、更に物價はフランが回復するや否や直ちに引下げられたことも明かである。手形交換高の著しい増加は恐らくは諸外國に於けるフラン賣りとフランスに於ける外國證券及外國通貨の購入

とに關聯した業務の結果以上を表はすものではない。長期利率の顯著な騰貴は、これに反して、恐らくは半ばはフランの將來に關する不安の増加に歸せられる——この感情はその時から一九二六年の中ばまでは、國庫の財政的困難の多くとも、また政府の他の政治的紛争とも關聯してゐたのは勿論のこと、資本の多額の輸出とも大いに關聯してゐたのである。資本課税の繼續的脅威はまた、投資をフランス證券から外國證券に轉換する誘因を増加せしめたのであつた。

それにも拘はらず、一九二四年三月の恐慌から引き出すことのできる遙かに最も興味ある歸結は、外國の投機業者によつてなされたフランの操縱の程度に關するものである。もしも外國の投機業者の操作がフランの價値の四分の一を失はしめるに十分であつたとすれば、抑々一國の通貨は如何なる程度まで外國からの操縱によつて左右されるか？ 確かにこれは重大な問題である。それに基く爲替相場の運動は通貨が攻撃されてゐる國にとつて著しく有害であるのみならず、更にこの危険の發生の可能性は莫大な利益が^(註二十三)成功的攻撃者と彼の同類を待受けてゐるといふ事實によつて大いに増加せしめられるのである。その上、もしも攻撃方法が根柢のあるものであるとすれば、戦ひはそれを廣汎に利用して戦はれるであらう。そして苟くも供給の大部分を海外に仰いでゐる被攻撃國は、その貨幣單位の對外購買力の喪失によつて實際に無力にされうであらう。この問題に對する解答はまた、巨富の持主——この金融時代の眞實の王者——が全國民の休戚の決定上に有する伏能的の力に新たな光を投げかけるであらう。

(註二十三) 利益が實現されるためには通貨が攻撃されてゐる國で大規模に借入れるための何等かの手段が見出されなければ

ならないであらう。

フランの投機賣りの數量が如何ほどであつたかは之を述べる事が不可能である。それは大部分がベルリン及びウインナの如き非常に窮乏に打ちひしがれた中心地から生じたのであるから、恐らくは——少くともアングロ・サクソンの意味においては——多額ではなかつたであらう。この運動がフランス自體に於ける資本輸出者の活躍によつて如何に悪化せしめられたかといふこともまたこれに答へることは不可能である、尤もそれはドル或はポンドでは僅かであつたといふことは確かであるが、他面において、フランはその時には大きな重要な國の通貨を通常圍繞してゐる正常の防護物を何一つもつてゐなかつた。更に財政的並びに政治的理由からフランの地位は著しく脆弱であつた。多くのひとはフランの國際的價値が海外よりの刺戟がなくてもより以上下落することを既に豫測してゐた。それであるから多分、爲替操縦者が一九二四年三月にフランについてなすことができたところのものは、他の時に或は他の通貨についてなすこともできるであらうところのもの指標とは殆んどならないのである。しかし、一億ドルのモルガン借款の聲明によつて操縦者の陣營に投げかけられた驚愕は、相對的にかくも少額でも——兎も角もかくも有力な銀行によつて供給調達された時には——豫測された效能をもつものであることを標示するものである。かくの如き爲替操縦に對する正常な防護は、勿論一國の通貨の背後にある金屬準備と外國の諸中心地に於ける現實的乃至伏能的の勘定尻の蓄積の中に見出さるべきである。だが、危機にさいして効果的であるためには、防護的手段は實際に用ひられねばならない。感情的目的のためにのみ保有される利用不可能な金準備は、何の役にも立た

ない。更に、すべての貨幣の兌換が維持されてゐる金本位の下においてさへも、金準備によつて與へられる防護はその大いさの程度までのものでしかないのである。そこで、對外貸借尻とこれを借入れる可能性が缺けてをれば、實際において小國の海外購買力は——たとひその國が金本位であつたとしても——多くの巨大銀行のいづれか一つによつて破壊され得るであらう。^(註二十四)外國信用は、危機にさいして多くの點でより便宜であり、またより容易に利用されるけれども、やはりその大さの限度までしか効果を現はすことはできない。だが、フランス政府がフランス銀行の蓄積された準備金を用ひることが政治的にも、感情的にも、またその他の點でも一九二四年三月に可能であつたとすれば、フランの減價は確かに迅速に停止せしめられ得たであらう。外國爲替の現在における（一九二七年十二月）多額の保有はフランの價値に對する少くとも八億ドルの攻撃に對しては完全な防護を提供してゐるのである。

（註二十四） もしも操作の費用が主要の問題でないとすれば攻撃される國の國內に信用を確保することさへも必要ではないであらう。

第十章 投資銀行業、貯蓄及び投資

この研究の始めに指摘されたやうに、フランスの主たる投資銀行業務の非常に多くの部分は、Banque de Paris et des Pays-Bas と Banque de l'Union Parisienne の兩者によつて行はれてゐるのである。従つて、これら二つの銀行の業務は banques d'affaires 一般の業務を代表するものと見做されるであらう。私的諸投資銀行 (la haute banque) の貧弱な多種多様の報告は、彼等の諸作用の分析の効果を疑はしいものとさせるやうな性質をもつてゐるのである。

本來の諸投資銀行のうちこれら二つの最大なるもの、對照表に目を通せば、フランスの購買力乃至は金價値の減價を考慮に容れる時には、諸商業銀行の場合におけると同じく、収益科目も資本科目も戦前の水準が維持されなかつたといふことが分るであらう。下掲の表ではこの報告に含まれてゐる年の資本負債と配當とがいづれも紙幣フラン、金フラン、及び一九一三年の購買力で掲げられてゐる。建物や備品の如き固定資産は、フランスの減價に照應するやうに評價替へされなかつたといふ事實にも拘はらず、また、すべてのフランスの銀行の對照表の漠然たる性格にも拘はらず、この表に目を通せば、配當金として支拂はれる利益金が低減したといふことのみならず、更に資本負債

第七十三表
banque d'affaires の資本
金、準備金及び配當金*

| | 百 萬 | 百萬金 | 1913年の 購買力で b |
|--------------|---------|------------------|---------------------|
| | フラン | フラン ^a | |
| | 資本及び準備金 | | |
| 1913, 12, 31 | 384 | 384 | 388 |
| 1914, 12, 31 | 331 | 332 | 300 |
| 1915, 12, 31 | 328 | 291 | 201 |
| 1916, 12, 31 | 338 | 300 | 166 |
| 1917, 12, 31 | 343 | 312 | 113 |
| 1918, 12, 31 | 345 | 328 | 98 |
| 1919, 12, 31 | 449 | 217 | 106 |
| 1920, 12, 31 | 531 | 164 | 122 |
| 1921, 12, 31 | 616 | 252 | 189 |
| 1922, 12, 31 | 608 | 230 | 168 |
| 1923, 12, 31 | 612 | 169 | 133 |
| 1924, 12, 31 | 615 | 174 | 121 |
| 1925, 12, 31 | 620 | 121 | 98 |
| 1926, 12, 31 | 625 | 128 | 100 |
| | 配 當 金 | | |
| 1913, 12, 31 | 23 | 23 | 23 |
| 1914, 12, 31 | 4 | 4 | 4 |
| 1915, 12, 31 | 9 | 8 | 6 |
| 1916, 12, 31 | 11 | 10 | 5 |
| 1917, 12, 31 | 13 | 12 | 4 |
| 1918, 12, 31 | 15 | 14 | 4 |
| 1919, 12, 31 | 20 | 10 | 5 |
| 1920, 12, 31 | 33 | 19 | 8 |
| 1921, 12, 31 | 30 | 12 | 9 |
| 1922, 12, 31 | 38 | 15 | 11 |
| 1923, 12, 31 | 43 | 12 | 9 |
| 1924, 12, 31 | 47 | 13 | 9 |
| 1925, 12, 31 | 49 | 10 | 8 |
| 1926, 12, 31 | 55 | 11 | 9 |

a 各年 12 月の平均ドル爲替の指數で除した名目フラン。この額は1916—1918年の爲替統制期には無意味である。
b 各年 12 月のフランス中央統計局の卸賣物價指數で除した名目フラン。
* 出所：取締役會の株主總會への年次報告。Banque de Paris et des Pays-Bas と Banque de l'Union Parisienne のみが考察されてゐるのである。

も金價値乃至は購買力價値では實際に減少したといふことが證明されるやうに思はれる。だが、それぞれの科目の減少は商業銀行の同じ科目におけるよりもより僅かであつたといふことも明かである。(註一)

(註一) 第九章、第六十六表及び第六十七表参照、二三九—二四〇頁。

これら二銀行の業務はインフレーション時代に非常に重大な變化を閲した。兩者はその商業銀行業務を非常に著しく増加せしめた。例へば、Banque de Paris et des Pays-Bas の要求拂預金は、戦前には殆んど専ら投資銀行業上の顧客のために保持されるに止つたのであるが、最近七年間は何人からも勧誘されたのである。一九二六年十二月三十一日にはこの銀行の右の科目は、『四大』商業銀行中の最少の、Credit Industriel et Commercial の該當科

第七十五表
債券發行*

| 年次 | 政 府 a | | | 非 政 府 e | | | 合 計 | | |
|------|------------|------------------|-------------------------|------------|------------------|-------------------------|------------|------------------|-------------------------|
| | 百 萬 フラン | 百 萬金 フラン b | 1913年 の購買 力で c | 百 萬 フラン | 百 萬金 フラン b | 1913年 の購買 力で c | 百 萬 フラン | 百 萬金 フラン b | 1913年 の購買 力で c |
| 1914 | 804 | 806 | 791 | 2816f | 2822 | 2769 | 3620 | 3628 | 3560 |
| 1915 | 15033 | 13315 | 9753 | 328 | 291 | 234 | 15361 | 13606 | 9987 |
| 1916 | 11184 | 9924 | 5939 | 470 | 417 | 250 | 11654 | 10341 | 6189 |
| 1917 | 12237 | 11125 | 4678 | 2102 | 1911 | 803 | 14339 | 13036 | 5481 |
| 1918 | 27359 | 26007 | 8066 | 1129 | 879 | 332 | 28488 | 26886 | 8398 |
| 1919 | 4857 | 3509 | 1363 | 9242 | 6677 | 2594 | 14099 | 10186 | 3957 |
| 1920 | 30963 | 11194 | 6078 | 9130 | 3301 | 1792 | 40093 | 14495 | 7870 |
| 1921 | 15102 | 5853 | 4377 | 9039 | 3504 | 2620 | 24141 | 9357 | 6997 |
| 1922 | 12176 | 5172 | 3727 | 5139 | 2183 | 1573 | 17315 | 7355 | 5300 |
| 1923 | 22873 | 7215 | 5459 | 6055 | 1910 | 1445 | 28929 | 9125 | 6904 |
| 1924 | 9397 | 2543 | 1924 | 4311 | 1167 | 882 | 13708 | 3710 | 2806 |
| 1925 | -454d | -112 | -83 | 2550 | 628 | 463 | 2096 | 516 | 380 |
| 1926 | 2960 | 607 | .472 | 4206 | 696 | 598 | 7166 | 1468 | 1144 |

a 資料は公債の償還以上に出づる發行超過の名目價值を表はし、國防證券と他の短期國庫手形と戰爭賠償金請求の決済上與へられた國債とを除くこの種のすべての證券を含む。
 b 各年 12 月の平均ドル爲替の指數で除した名目フラン。この額は1916—1918 年の爲替統制期には無意味である。
 c 各年 12 月のフランス中央統計局の卸賣物價の指數で除した名目フラン。
 d 負の記號は發行以上に出づる償還超過を示す。
 e 資料は政府以外のすべての債券發行の名目價值を表はし、國內及び國外で經營されてゐるフランスの會社のそれと、都市のそれと、フランスで發行された外國會社及び外國政府のそれと、Crédit Foncier のそれと、植民地及び保護領のそれとを含む。外國債券の發行は 1925 年と 1926 年は除外されてゐる。私營及び國營の鐵道會社の發行は含まれてゐる。
 f 1914 年の最後の 5 ヶ月は發行が行はれなかつた。
 * 出所：政府發行、R. M. Haig "The Public Finances of Post-War France (New York, Columbia University Press, 1929)。非政府發行、諸鐵道會社の發行は、Annuaire Statistique de la Statistique Générale de la France, 1926, p. 334；其の他の非政府機關の發行中 1914—1919 年は 1915—1920 年の Annuaire de l'Association Nationale des Porteurs Français de Valeur Immobilières；1920—1924 年の資料は同じ機關によつて提供された；1925—1926 年の Bulletin de la Statistique Générale de la France。

第七十四表
banque d'affaires の
ポートフォリオ、預
金及び取引銀行勘定*
(百萬フラン)

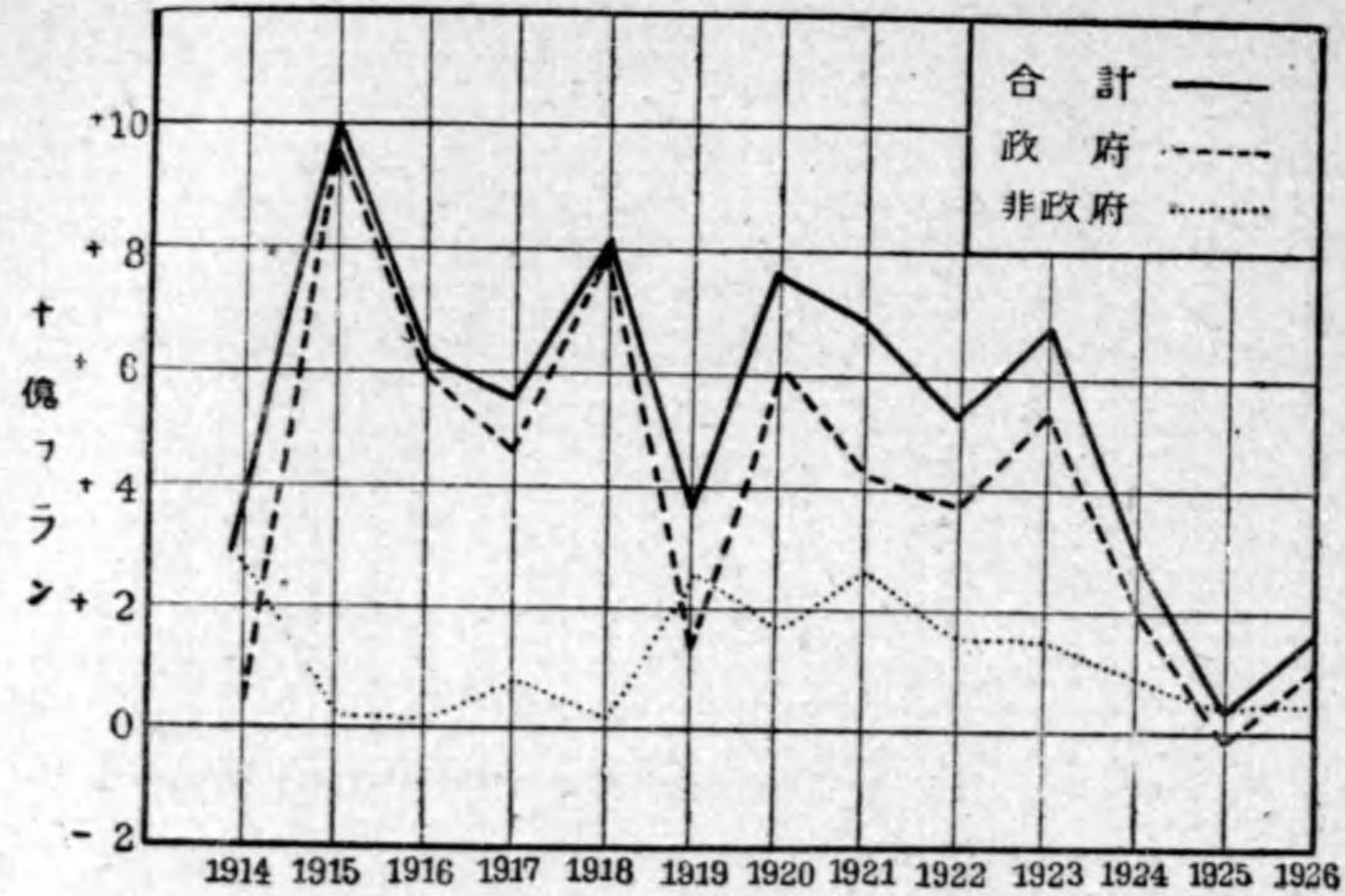
| 日 時 | ポ ー ト フ ォ リ オ a | 預 金 b | 取 引 勘 定 |
|--------------|--------------------------------------|-------------|------------------|
| 1913, 12, 31 | 946 | 485 | ... |
| 1914, 12, 31 | 720 | 360 | ... |
| 1915, 12, 31 | 558 | 233 | ... |
| 1916, 12, 31 | 644 | 324 | ... |
| 1917, 12, 31 | 797 | 511 | ... |
| 1918, 12, 31 | 883 | 569 | ... |
| 1919, 12, 31 | 1230 | 885 | ... |
| 1920, 12, 31 | 1752 | 1395 | ... |
| 1921, 12, 31 | 1922 | 1508 | ... |
| 1922, 12, 31 | 2125 | 1672 | 152 |
| 1923, 12, 31 | 2454 | 2129 | 264 |
| 1924, 12, 31 | 2606 | 2437 | 382 |
| 1925, 12, 31 | 3161 | 3654 | 939 |
| 1926, 12, 31 | 3055 | 3281 | 691 |

a この科目は國防證券及び短期國庫手形、他のより長期の諸證券及び商業手形の保有高、ルポール、證券擔保貸、シンケートの參與、及び借方當座勘定を含む。
 b この科目は一覽拂預金と定期拂預金とを共に表はす。
 * 出所：取締役會の株主總會への年次報告、Banque de Paris et des Pays-Bas と Banque de l'Union Parisienne のみが考察されてゐるのである。

目 的 數 倍 の 大 い さ で あり、また Comptoir d'Escompte の 其 の 殆 んど 半 分 の 大 い さ で あ つ た。こ れ に 照 應 し て そ の 商 業 貸 出 と 割 引 の 業 務 も 膨 脹 し た の で あ る が、Banque de l'Union Parisienne の 其 の 中 において も 同 じ こ と が み ら れ た の で あ る。

こ れ ら 二 銀 行 の 業 務 の 今 一 つ の 變 化 も 注 目 に 値 す る、け だ し 其 の 主 と し て フ ラ ン の 減 價 の 結 果 と し て も た ら さ れ た や う に 思 は れ る か ら で あ る。こ の 話 は 『四 大』銀 行 の 對 照 表 に お け る と 同 じ く、こ れ ら 二 銀 行 の 對 照 表 に 示 さ れ て ゐ る 取 引 銀 行 勘 定 の 非 常 に 著 し い 増 加 が、こ れ を 語 つ て く れ る の で あ る。諸 投 資 銀 行 の 場 合 に は こ の 増 加 の 多 く は 疑 ひ も な く そ の 商 業 銀 行 業 務 の 擴 張 の 結 果 と し て 招 來 さ れ た の で あ る が、非 常 に 多 く の 部 分 は、ま た、明 か に 外 國、取 引 先 貸 借 凡 の 増 大 の 結 果 で も あ る の で あ る。特 に Banque de Paris et des Pays-Bas は そ の 外 國 取 引 先 へ の

第四十五圖表
債券發行—II
一九一三年購買力

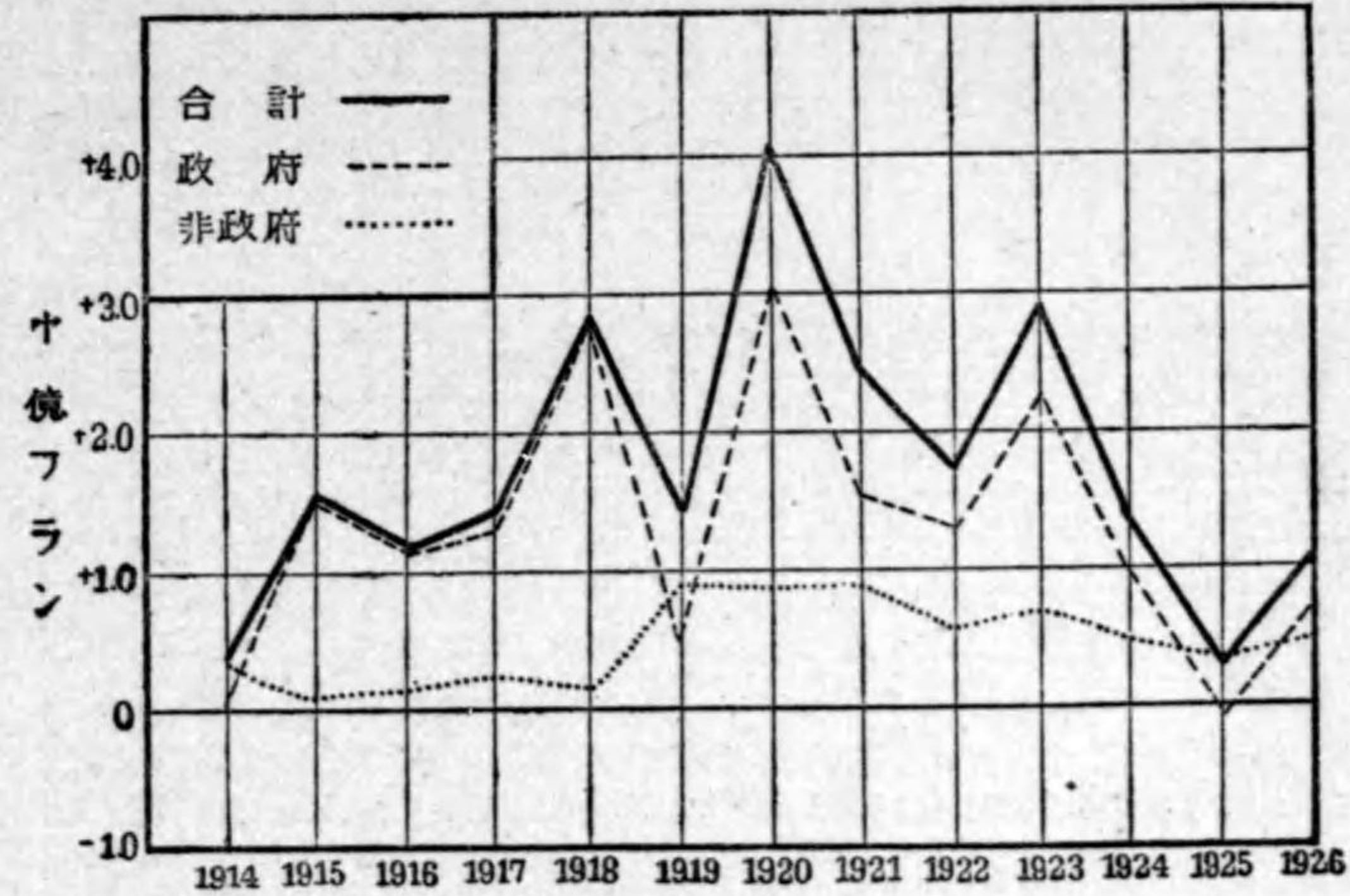


の資料は紙幣フランでのほか、一九一三年の購買力でもまた金フランでも與へられてゐる。

附帯の圖表(第四十四圖表)に目を通せば如何に政府の發行が——短期國債を除外してさへも——他のすべての機關のそれに比較して壓倒的に多額であつたかゞ直ちにみられるであらう。政府は利用可能な全投資信用の實に非常に多くの部分を要求してゐたのであつて、全期間中事業上の借手は絶えず現存の供給について政府と競争してゐたといふことは明かである。而して、社債の利子に課せられる高い税金のために、そして政府發行はこれから除外されてゐたために、事業上の借手は非常に不利な地位に置かれたのであつた。

更に紙幣フランでは總債券發行高も國債發行高もこの期間の中ばの數年間は、その前後の數年に

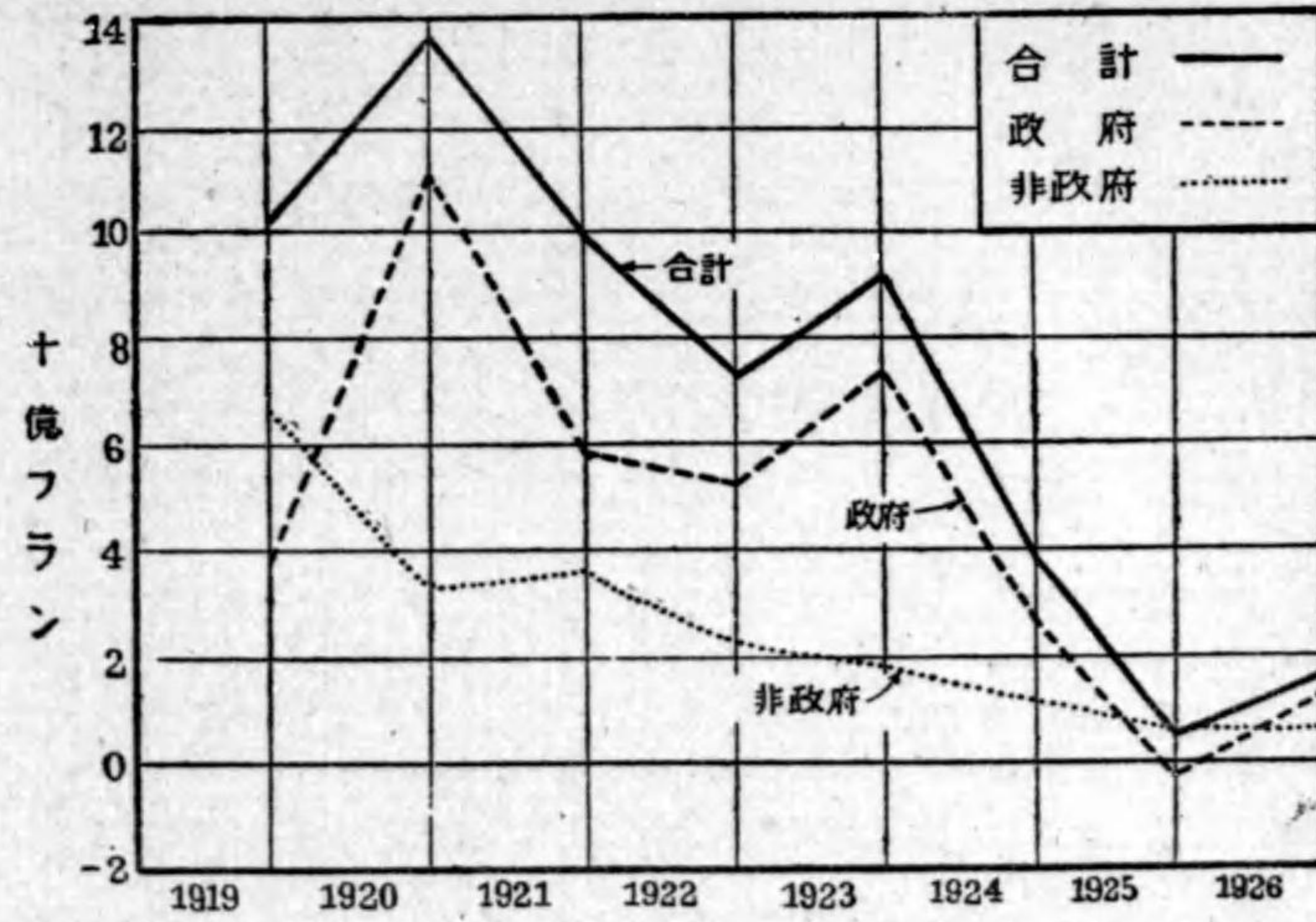
第四十四圖表
債券發行—I



預金總額をも、その取引先の數をも著しく増加せしめたのである。上掲の第七十四表に目を通せば、この科目の著しい増加は一九二三年、一九二四年及び一九二五年の危機に生じたことが分るであらう。従つて、この増加は恐らくは「フランからの逃避」と關係がなくはなかつたといふ推論が引出されざるを得ないのである。だが、外國貸借尻の増加の幾何が顧客の勘定で行はれ、また幾何が銀行自身の勘定で行はれたかといふことは、確かではないのである。

投資銀行自身の業務の變化に關するこの簡単な論究を心にとめて、注意を證券發行額とその購買者にとつての収益率とに向けやう。第七十五表では、政府發行と非政府發行に分類された、一九一四年以降の毎年の債券發行總額が見出されるであらう。讀者がフランの價値の諸變動を考慮に容れることのできるやうに、こ

第四十六圖表
債券發行—III
金フラン



おけるよりも可成りより高かつたといふことが指摘されるであらう。だが、同じ系列を購買力単位(第四十五圖表)に直せば總發行高も政府發行高も——これが總發行高を殆んど完全に左右してゐたのであるが——一九一五年以後は全期間を通じて下降的長期趨勢を示したことが分るのである。一九二四年と一九二五年には急激な下落をみたが、一九二六年に至つて始めて比較的僅かの騰貴が再びみられたのであつた。

(註二) 一九一九年三月以前はフランの交換價値は人爲的に統制されてゐたといふ事實の故に金價値はこの比較には用ひられないのである。

非政府發行の運動はこれと全く異つてゐた。それは戦争の始めに即時にまた非常に著しく下降して、戦争の終るまで名目フランでも購買力

單位でも引續いて低かつた。だが、それは一九一九年には著しく増加し、一九二〇年と一九二一年には引續いて高かつたが、その後は漸次的に減少して、一九二五年には名目フランでも購買力單位でもその低點に至つた。一九二六年には僅かに騰貴がみられた。

これらの相異つた運動は如何に説明されるか？ 明かに一九二五年はフランスにおけるすべての種類の債券發行にとつては極めて悪い年であつた。また、一九二四年はこれよりもほんの少しばかりよい年であつたにすぎない。その理由は明白なやうに思はれる。疑ひもなくフランスの投資家達は、一九二四年までには彼等の貨幣單位に對する生來の愛國的信頼の多くを失つてゐた。戦争の始めから一九二〇年の始頃までは、彼等は彼等の確定利子附投資の價値が絶えず減少し去るのを見た。それにも拘はらず、彼等の損失の主要な原因であつたその間の物價騰貴は、戦争の不可避的結果の一つとして漸次に了解されるに至つた。だが、一九二〇年の金融恐慌以後は、救済は最後の到來したやうに思はれた。物價は一年以上も急速に下落した、翌年はそれは引續いて殆んど安定してゐた——フランの交換價値もこれと同様であつた。金本位への最終的復歸は國民大衆によつて確信的に期待されたのみならず、更にすべての投票者は絶えず大多數の政黨の大小の政治家達の言説によつてこの信念を強められた。従つて投資家側には彼等の貯蓄を國債乃至他の債券に投ずるに際して躊躇はみられなかつた。

だが、一九二二年の半ば少し前には、物價もドル爲替も、漸次的ではあるが、繼續的且つ攪亂的な上昇運動を再開した。次いで一九二四年の始頃には深刻な爲替恐慌が生じ、思慮ある人々はこれによつてフランの地位が根本的

に脆弱であることをはつきりと知つたのであつた。金本位への最終的復歸に關する非常な不安が、漸次に政府の金融政策に對する從前の暗黙裡の信頼に取つて代つたのみならず、更に多くの人々は、フランが、かくも最近にまたかくも悲惨に破滅へと突進した、クラウンやマルクの途を辿りはしないであらうかどうかに疑惑をもち始めたのであつた。

かくの如き事情の下において、特にそれが政治情勢の緊張の増大と結合した時に、政府並びに他のすべての機關のフラン貨債券の購入が、最大の躊躇を以つて行はれたことに不思議があらうか？ 一九二五年に於ける債券發行の非常な不振は——一九二四年の不振もまた恐らく或る程度までは——フランの價值に對する信頼の消失によつて、左翼諸政黨によつて絶えず主張された資本課税賦課の懸念によつて、更にこれらに基く多額の資本輸出によつて、完全に説明されるやうに思はれるのである。一九二六年におけるこの種の發行の僅かの増大は——その殆んどすべてはこの年の後半にみられたのであるが、——一九二六年七月の恐慌に伴ふ有益な對策の殆んど間斷なき繼續と共に招來された信頼の著しい増加と資本課税の脅威の斷乎たる消失とに基いて等しく説明することができるのである。戰爭終了直後の非政府發行の顯著な増大は、恐らくは私營會社による資金の著しい需要に歸することができるのである。戰時中の發行は非常に少額であつたから、多くの事業會社の資本の必要は疑ひもなく大きかつたのであつて、彼等の中にあるものは平和の回復が彼等をしてさうすることを可能ならしめるや否や直ぐに當然かくの如き缺乏を充たさうと企圖したのであつた。更に、一九一九年から一九二〇年の始頃にかけては、事業が非常な活況を呈し

たと同時に金融は極度に緩慢な状態を持續したといふことも記憶されるべきであらう。事業活動の増大は勿論資本裝備に對する必要を増加せしめてゐたのであり、緩い金融状態は——一九一九年には政府發行の稀少と相俟つて——直ちに發行を招致したのであつた。事實、一九一九年に政府が長期發行よりも寧ろ國防證券とフランス銀行からの借入金とで自らを金融したのは慎重な政策であるやうに思はれた。

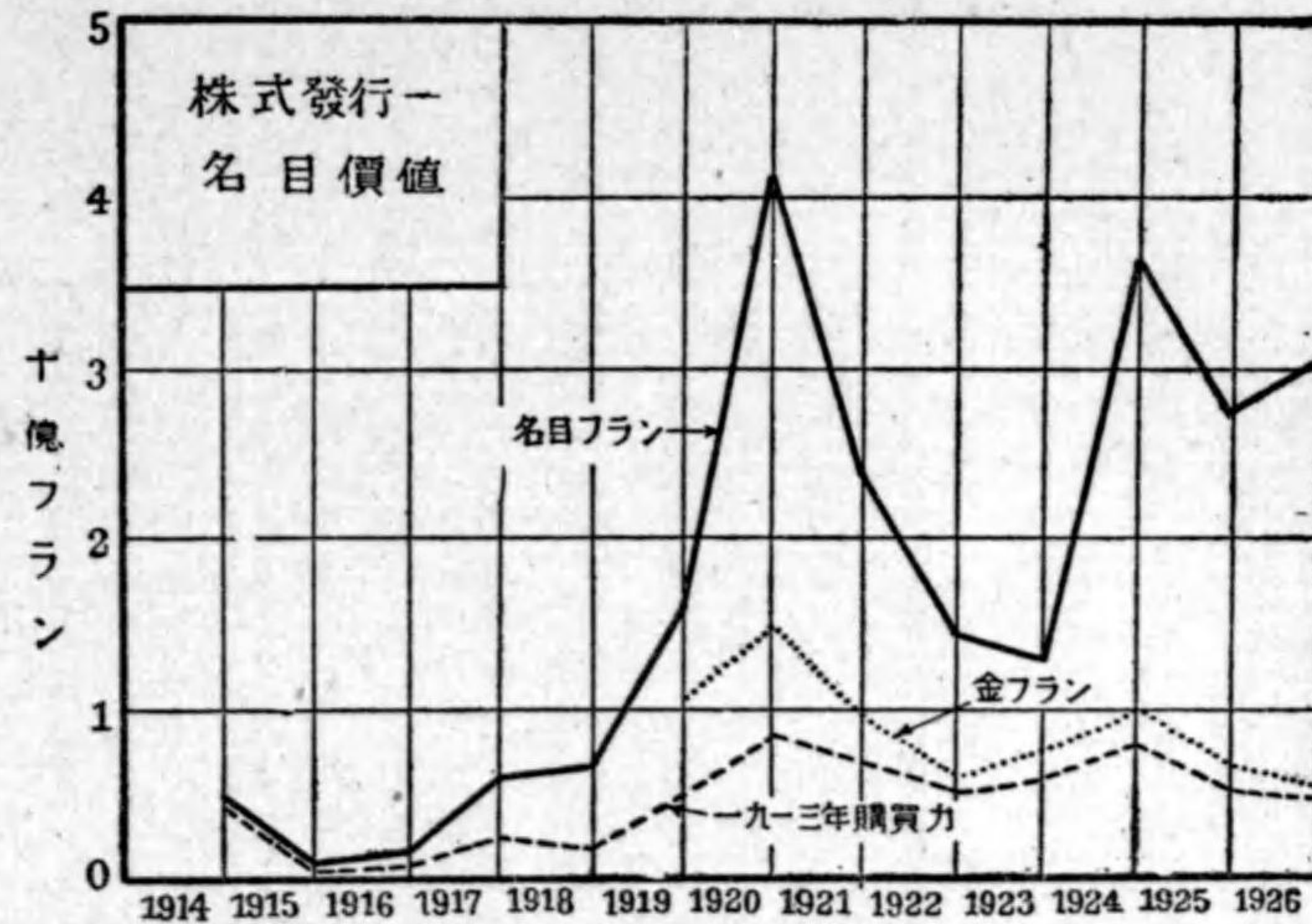
一九二〇年の後半における事業不況の發展及び一九二一年におけるその繼續と共に、金融市場の緩みは強化された形で持續した。發行條件がかくの如く有利であつたから、發行は事業活動の減退によつて惹起されたより以上の信用膨脹の抑制にも拘はらず引續いて多額であつた。

一九二三年もまた、生産と取引の増加を伴つた物價の新しい且つ繼續的の騰貴に刺戟されて、非政府發行は僅かながら増加した、尤も同年中の發行總額の著しい増加の殆んど全部は、政府の發行の著しい増大によつて生ぜしめられたのであるが、だが、その時までには、フランの將來に對する信頼の喪失は明かに既に感ぜられ始めてゐた。この新しい重要な影響を受けて、一九二四年の好景氣の年にも、一九二五年の不景氣の年も、民間及政府のいづれの發行も急速に減退した。

株式發行の資料（第四十七圖表）を考察すれば、投資の趨勢は更に明かとなるであらう。債券發行の場合に於けるが如く、資料は紙幣フランの外に、一九一三年の購買力單位及び金フランでも與へられてゐる。

戰爭の始めに發行が最初に低下してからは（紙幣フランでの）株式發行額の一般的運動は常に上昇的であつたと

第四十七圖表



いふことが看取されるであらう。だが、フランの減價を考慮に容れる時には、この上昇運動は一九一五年乃至一九二〇年の間にすぎなかつたといふこと及びその後の一般的趨勢は略々水平線であつたといふことが更に觀察されるであらう。重大な山は一九二〇年と一九二四年とに生じてゐる。更に、この資料が一九一三年購買力と金フランとに直された時にも同じやうに山と谷が現はれた。また、株式では第二の山が一九二四年に債券では一九二三年に生じてゐるといふ點を別とすれば、山も谷も債券發行におけるそれと相照應してゐるのである。

株式の發行が（金フラン、一九一三年の購買力乃至紙幣フラン、のいづれで測定しても）戦時中から一九二〇年の終りにかけて繼續に、且つ概して加速度的に増加してゐるのに対して、同じ期間中に債券の發行は

第七十六表
株式發行*

| 年次 | 百フラン ^c | 百萬金フラン ^a | 1913年購買力 ^b |
|------|-------------------|---------------------|-----------------------|
| 1914 | 419 ^c | 412 | 420 |
| 1915 | 18 | 13 | 16 |
| 1916 | 160 | 85 | 142 |
| 1917 | 598 | 229 | 544 |
| 1918 | 618 | 182 | 587 |
| 1919 | 1514 | 425 | 1094 |
| 1920 | 4104 | 806 | 1484 |
| 1921 | 2380 | 690 | 922 |
| 1922 | 1378 | 422 | 585 |
| 1923 | 2277 | 543 | 718 |
| 1924 | 3694 | 756 | 1000 |
| 1925 | 2705 | 492 | 667 |
| 1926 | 3020 | 430 | 499 |

a 各年 12 月の平均ドル爲替の指數で除した名目フラン。この額は 1916—1918 年の爲替制期には無意味である。
b 各年 12 月のフランス中央統計局の卸賣物價指數で除した名目フラン。
c 1914 年の最後の 5 ヶ月間は發行がなかつた。
* 出所：1914—1919年、1915—1920 年の Annuaire de l'Association Nationale des Porteurs Français de Valeurs Mobilières; 1920—1924年、同一機關によつて提供された資料; 1925 年及び 1926 年、Bulletin de la Statistique Générale de la France。資料は國內及び國外で營業してゐるフランスの會社の發行とフランスで發行された外國の會社の發行とを含んでゐる、は省略されてゐる。1914—1924年は資料は恐らくは募入額を、1925 年及び 1926 年は募集額を表してゐる。數字はすべて名目價值を表してゐる。

實質價值においては概して低下の傾向にあつたことは、一般投資家の債券から株式への轉向を明示するものやうに思はれる。この變化は確かに自然的のものであつた。こゝで論ぜられてゐる期間の大部分を特徴づけてゐたやうな、不斷に且つ急速に騰貴する物價状態の下においては、すべての債券保有者は不可避免的に次第に大きな損失を蒙ると同時に、株式保有者には、異常な反對の相殺的事情がないかぎり、殆んど等しく不可避免的に利得が生じたのである。(註三)そこで非常に保守的なことで有名なフランスの一般投資家さへも、投資における保守主義は最早債券の購入にはなくして、寧ろ精選した株式の購入に見出さるべきであるといふことを漸次に自覺するに至つたのである。一九一九年及び一九二〇年における株式發行の特に急速な増加は、右の事情の外に、有利な高度の活動期における事業の膨脹的需要をもまた等しく證明するものである。

(註三) 利得の程度については下掲、第七十九表及び第五十三圖表を参照。

一九二二年及び一九二三年の株式発行の減退もまた、その時この國を襲つた長期に亙る事業不況を考へれば、豫想することもできたであらうところのものであつた。また、一九二三年と一九二四年の、繁榮増加の年における此種発行の増加も、全く當然であつた。これに反して、一九二五年の比較的僅かの減退は、恐らくは二つの非常に重要な影響に歸せしめることができるのである。すなはち、それは比較的不況の年であつたのみならず、更に「フランからの逃避」もその時までには疑ひもなく非常な額に達してゐたのであつた。實際、減退の事實よりも寧ろ減退の僅かなことに驚くべきである。一九二六年には株式発行の僅かの増加は、恐らくはその年の前半の事業活動の増大に關聯せしめることができ、他面債券発行の増加は、その年の最後の六ヶ月に於ける信頼の回復とそれに基く資本の歸還とに由來するやうに思はれるのである。

債券発行の山は一九二三年に現はれてゐるけれども、株式のそれは一年後に現はれてゐるといふことは、多分フランスでも、合衆國におけるが如く、債券は繁榮の初期に、株式はその後期により容易に賣れるといふことを示すものである。

こゝで論ぜられてゐる期間中の有價證券の発行のことはこの位にしよう。ところで、債券の發行條件と長期利率と株式の販賣價格とに關しては如何なることが云はれ得るか？

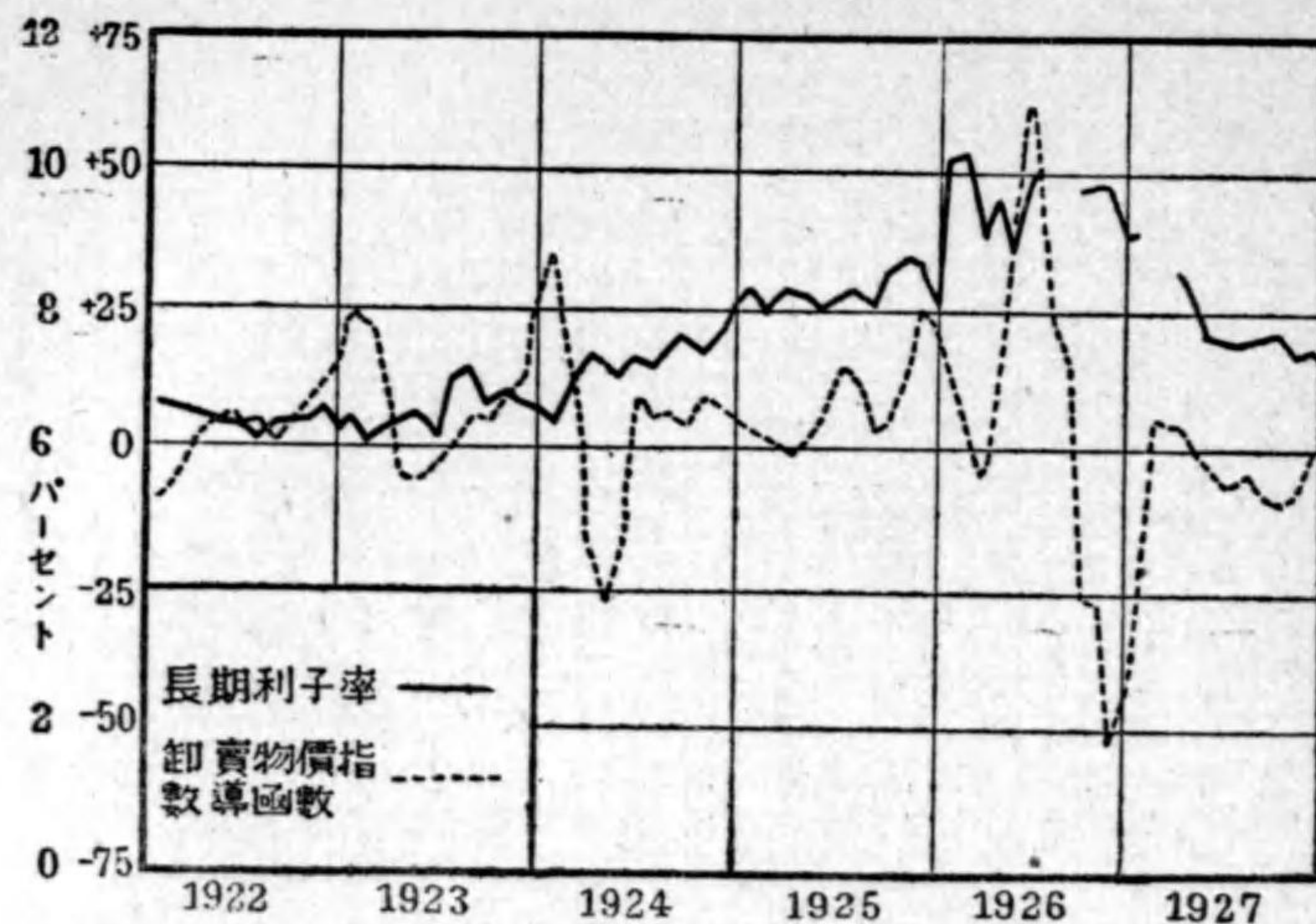
第四十八圖表



不幸にも、これらの問題の前者については、信頼しうべき情報に甚だ乏しいのである。一九二二—一九二四年にフランス Association Nationale des Porteurs Français de Valeurs Mobilières が月別平均發行利率を計算したものがあつた。だが、この利率は、それぞれの發行に對して、名目利率を債券の満期日を無視して發行價格で除して得られたものであつた。そこで、これらの利率は系列の後半と比較できない上に、可成りの誤りを傳へる可能性があるのである。だが、考慮に容れられた発行の大多數は、長期満期のものであつて、かくの如き誤謬の割合を少なからしめるに足るものであつたといふことは、眞實である。一九二二年の初め以後のこれらの月別利率の運動は、附帯表(註四) (第七十七表) 及び附帯圖表(第四十八圖表) に示されてゐる。

(註四) 一九二六年八月は發行の度数が餘り多くなかつた

第四十九圖表
長期利率及び卸賣物價指數の導函數



これらすべての逆影響に驅られたので、利率の騰貴は豫期されえたであらうよりも多分より僅かであった。これに反して、一九二六年の後半は、フランの急速な回復と、物價の突然の低落と、政府とその行動に對する信頼の増大の時期であつた。この間の利率の急激な下落は指摘されたところである。

物價の騰貴の速度が如何に長期利率に影響を及ぼしてゐたかを測定するために、次に上掲系列と物價の一次導函數との比較が行はれた(第四十九圖表)。

この圖表に目を通せば系列の小變動においてのみならず、更に、より重要なことであるが、長期運動の方向そのものにおいても非常に顯著な類似が觀察されるであらう。この期間中は兎も角もこの二つの現象の間に實際非常に密接な關聯があつたといふことは明かである。その上、慎重に検討すれば利率の

第七十七表
長期利率*

Variation mensuelles du taux moyen
des émissions d'obligations et des bons
(債券の平均月別利率)

| | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|------|------|------|------|--------|--------|
| 一月 | 6.66 | 6.57 | 6.35 | 8.30 | 10.20 | 9.20 |
| 二月 | 6.61 | 6.11 | 7.02 | 8.05 | 10.30 |b |
| 三月 | 6.57 | 6.26 | 7.49 | 8.45 | 9.05 | 8.75 |
| 四月 | 6.45 | 6.32 | 7.29 | 8.35 | 9.80 | 8.05 |
| 五月 | 6.37 | 6.40 | 7.23 | 8.10 | 8.85a | 7.55a |
| 六月 | 6.30 | 6.15 | 7.42 | 3.20 | 9.80 | 7.60 |
| 七月 | 6.02 | 7.03 | 7.38 | 8.45 | 10.10 | 7.60 |
| 八月 | 6.32 | 7.20 | 7.51 | 8.10 |b | 7.70 |
| 九月 | 6.36 | 6.71 | 7.77 | 8.60 | 9.75 | 7.75 |
| 十月 | 6.41 | 6.83 | 7.46 | 8.85 | 9.80 | 7.30c |
| 十一月 | 6.59 | 6.70 | 7.70 | 8.85 | 9.85 | 7.40 |
| 十二月 | 6.22 | 6.61 | 8.12 | 8.25 | 9.15 | 7.15 |

a Crédit Foncier の債券の利率は考慮に容れられてゐない。
b これらの月の發行額は非常に僅かであつて平均利率の計算ができなかつた。
c Denain-Anzin の債券の利率は考慮に容れられてゐない。
* 出所: Bulletin de la Statistique Générale de la France. 1926年4月號以下。
1922年1月乃至1924年12月は各月 Association Nationale des Porteurs Français de Valeurs Mobilières の計算にかゝる債券の平均利率を表はす。平均利率がそれからつくられたところの個々の利率は、それぞれの發行に對して、名目利率を、満期日も償還條件も考慮に容れずに、發行價格で除して得られた。
1924年12月以後の利率はフランス中央統計局によつて準備されたものであつて同じく各月の平均利率を表はす。この計算では、先の場合とは違つて満期日が考慮され、實際の利廻りが發行價格と名目利率に基いて計算された。移轉税を除くすべての租税についてもまた斟酌が行はれた。この系列の詳細の叙述については讀者は Bulletin de la Statistique Générale de la France (1926年4月)を参照されたい。

この曲線の一般的運動は非常に含蓄がある。不況たる一九二二年の低水準から、利率は一九二六年の半ばまで漸次的且つ累進的に増加し、次いで急激に下落して、一九二七年の大部分は引續いて低落したといふことが看取されるであらう。一九二三年七月乃至一九二六年七月は、急速な物價騰貴と、フランの繼續的な低落と、資本課税の再三の脅威と、政府及びその金融政策に對する信頼の漸次的喪失との期間であつたといふことが想起されるであらう。

運動は物價の導函數の運動に對して明確な遅れをもつてゐる、——それは恐らくは因果的關係を示すものであるが——といふことが分るであらう。更にこの遅れは價格がより急速に騰貴するにつれて減少したといふことも明かである。だが、一九二六年の半ば以後直ちに始まつて、一九二七年の大部分持續したところの利率の激烈な低落にさいしては、この遅れは明かに著しく長くなつたのであつた。

(註五) フランス中央統計局の卸賣物價指數の三ヶ月移動平均の一次導函數がこの比較に用ひられた。

(註六) ドル爲替相場は月末平均の六ヶ月移動平均の一次導

長期利率の運動とドル爲替相場の一次導函數のそれとの間にも同じくある類似が發見されるのである(第五十圖表)、尤もこの類似は同じ利率と卸賣物價の一次導函數との間の類似よりも顯著さにおいて遙かに劣るものではあるが。實際に重要な長期運動の方向は、それにも拘はらず非常に類似してゐた。

第七十八表

(續 ぎ)

| | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一月 | -27.8 | -8.5 | +23.2 | +33.6 | +3.8 | +10.0 | -17.4 |
| 二月 | -25.0 | -6.1 | +20.7 | +13.6 | +2.1 | -0.2 | +5.0 |
| 三月 | -19.8 | 0.0 | +9.3 | -14.7 | -0.5 | -5.5 | +4.8 |
| 四月 | -16.0 | +3.5 | -5.1 | -28.4 | +1.6 | +17.4 | -1.1 |
| 五月 | -11.6 | +5.9 | -5.1 | -11.3 | +9.7 | +35.5 | -6.3 |
| 六月 | -5.7 | +3.8 | -2.7 | +10.3 | +14.7 | +62.0 | -5.5 |
| 七月 | +0.6 | +4.8 | +2.2 | +6.0 | +12.5 | +27.2 | -3.5 |
| 八月 | +6.3 | +1.4 | +5.0 | +6.8 | +4.4 | +16.2 | -7.4 |
| 九月 | +0.4 | +4.1 | +4.6 | +5.4 | +5.2 | -28.2 | -10.8 |
| 十月 | +0.2 | +7.0 | +9.9 | +9.0 | +16.1 | -28.6 | -7.8 |
| 十一月 | -6.1 | +10.9 | +11.7 | +7.2 | +25.6 | -53.5 | +1.3 |
| 十二月 | -5.8 | +16.5 | +24.5 | +5.8 | +20.4 | -43.2 | ..... |

第七十八表

フランス中央統計局の卸賣物價指數

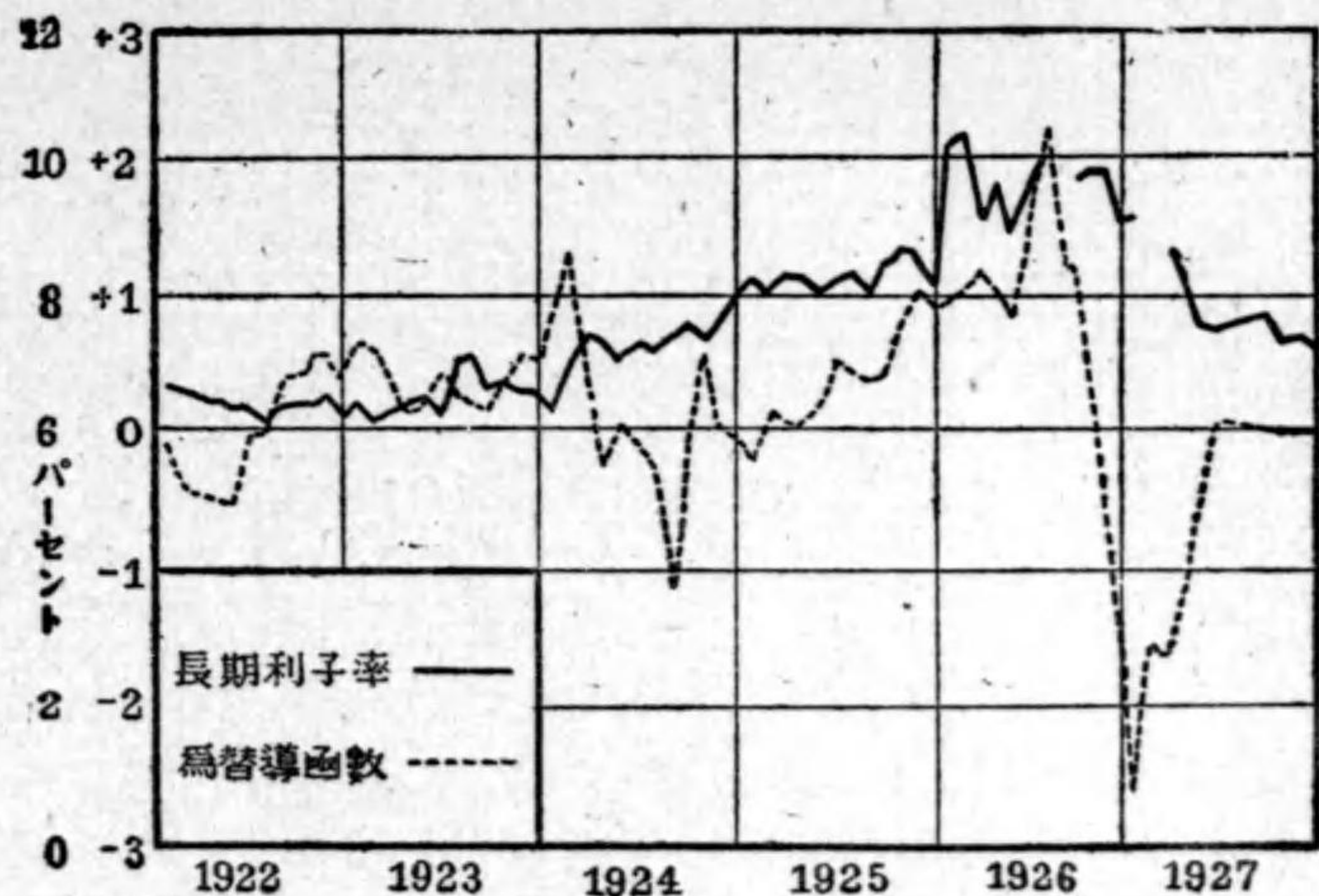
(一次導函數、三ヶ月移動平均を中央の月の値にとつたもの)

| | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 | 1920 |
|-----|-------|------|------|-------|------|-------|-------|
| 一月 | ..... | +5.9 | +6.3 | +9.4 | +8.7 | -5.8 | +39.0 |
| 二月 | ..... | +6.3 | +7.6 | +8.5 | +7.6 | -5.7 | +43.9 |
| 三月 | -0.1 | +4.5 | +6.1 | +10.8 | +6.9 | -5.1 | +33.6 |
| 四月 | -0.1 | +3.6 | +4.2 | +10.1 | +5.4 | -5.1 | +9.4 |
| 五月 | -0.1 | +2.6 | +0.8 | +11.4 | +0.5 | -2.3 | -20.6 |
| 六月 | -0.3 | +2.3 | -2.1 | +6.7 | +1.3 | +5.5 | -30.6 |
| 七月 | +0.9 | +1.8 | -1.5 | +4.7 | +4.8 | +7.5 | -16.3 |
| 八月 | +1.2 | +2.4 | +0.1 | +4.6 | +8.8 | +10.4 | +11.0 |
| 九月 | +2.0 | +3.8 | +2.8 | +5.2 | +7.5 | +11.1 | +2.0 |
| 十月 | +1.5 | +6.1 | +3.8 | +7.7 | +2.6 | +19.2 | -13.5 |
| 十一月 | +2.5 | +6.2 | +4.9 | +8.1 | -0.8 | +20.9 | -30.3 |
| 十二月 | +5.2 | +7.1 | +7.6 | +9.7 | -4.1 | +35.0 | -31.7 |

函數がこの比較に用ひられた。

従つて、こゝで考察されてゐる期間の利率の變化は恐らくは大部分が物價と爲替相場との急速な騰貴に歸せしめらるべきである、と結論することができるのである。可成りの期間に互つて繼續した、かくの如き急速な騰貴は、物價のより以上の騰貴とフランの交換價値のより以上の下落との一般的豫想を漸次的に刺戟したのであつた——この二つの現象はその時までには大多數の投資家の腦裡においては、當然且つ正當なこと乍ら、密接に關聯せしめられてゐたところのものである。而して、投資家側におけるかくの如き豫想と共に、債券は不可避的に人氣を失ひ、利率率は従つて上昇したのであつた。一九二六年七月の恐慌に伴つた物價とドル爲替相場の急速且つ持續的の下落と共に、反對の期待は等しく當然に債券の人氣増加とこれに照應した利廻りの下落とを招來したの

第五十圖表
長期利子率及び爲替相場の導函數



であつた。

一九二二年から一九二六年の半ばまでの利子率の急速且つ長期持續的の騰貴は、債券及び他の確定利子附投資に對するフランス投資界の態度の變化を反映してゐるといふことは殆んど疑ひの餘地がないのである。だが、利子率の騰貴は翻つて、より保守的な會社の多數をして、その金融上債券發行よりも寧ろ株式發行に依頼せしめたであらうといふことも、同じく眞實であるやうに思はれるであらう。そこでこの間の債券から株式への一般的轉換は、恐らくは雙方の影響によつて生じたのであつた。一九二六年の後半及び一九二七年には、利率が再び低下したが、それと共に債券が再び人氣を回復したことは、逆の理由から、當然のことであつた。

一九二〇年以後一九二六年の半ばまでの全發行——株式及び債券——の急激ではあるが、不規則的な一般的低落傾向もまた、この間は政府も諸産業も、長期信用でよりも寧ろ短期信用で金融する傾向にあつたことを明かに示すものである。この傾向は恐らくは大 *Banque d'affaires* 側における投資銀行業務から商業銀行業務への轉換の多くを説明するものである。

株式價格の運動の論が残つてゐる。幸にも非常に慎重に作成された株式價格の指數は、フランス中央統計局によつて編まれてゐる。^(註七)それは現在二十の色々の群に分けられた二八八の様々の株式を代表してゐるのであつて、恐らくは現在發表されてゐる中で最も包括的な證券價格の指數である。一九一三年基準で作成されてはゐるけれども、(基準年が古いために)群指數の中の二三に現はれる懼れのある不可避な歪みを排除するために、特別の工夫が計算をなすさいに用ひられた。この目的を達するために、例へば、一九二六年一月の個々の株式の指數が、先づ一九二五年基準でつくられた。次いでそれぞれの群の指數が、その構成分たる個々の株式價格の指數を單純算術平均して一九二五年基準でつくられた。次いで群指數が一九一三年基準にかへられたのであつて、全體としての指數に對してはこの結果はあたかも個々の指數が最初からその基準で計算されてゐたと同じことであつた。

(註七) 指數の詳細な説明については第七十九表参照。

一九一九年乃至一九二七年の一般指數の運動は第五十一圖表に描かれてゐる。一九一九年以前については眞面目につくられた指數は入手され難いやうに思はれる。

第七十九表

フランス中央統計局の有價証券價格指數
—不確定利附フランス有價証券相場*

(月末相場を基準とせる指數、1913年を基準100とす)

| | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 一月 | 117 | 141 | 124 | 112 | 152 | 208 | 200 | 211 | 265 |
| 二月 | 114 | 153 | 114 | 108 | 158 | 222 | 197 | 216 | 262 |
| 三月 | 111 | 170 | 119 | 108 | 154 | 199 | 199 | 205 | 280 |
| 四月 | 114 | 181 | 119 | 106 | 158 | 202 | 200 | 207 | 301 |
| 五月 | 119 | 170 | 113 | 110 | 160 | 204 | 190 | 211 | 293 |
| 六月 | 119 | 154 | 107 | 111 | 170 | 204 | 194 | 229 | 281 |
| 七月 | 119 | 156 | 104 | 115 | 180 | 212 | 208 | 254 | 288 |
| 八月 | 123 | 152 | 114 | 125 | 186 | 210 | 208 | 260 | 291 |
| 九月 | 131 | 145 | 114 | 124 | 177 | 211 | 204 | 269 | 292 |
| 十月 | 136 | 136 | 111 | 131 | 182 | 216 | 198 | 259 | 294 |
| 十一月 | 138 | 123 | 110 | 137 | 192 | 208 | 202 | 239 | 290 |
| 十二月 | 137 | 126 | 112 | 139 | 198 | 202 | 206 | 232 | 315 |

*出所: Bulletin de la Statistique Générale de la France. 1927年7月號以下。

1927年までは指數は25群に分れた様々の株式の194の價格からつくられた。だが、1927年の年初以後は、群の數は20に減らされたけれども、他方考慮に容れられた價格の全體の數は288に増加せしめられた。現在の20群は次の如くである。

- | | |
|---|--------------------------|
| 1 銀行(13銘柄) | 2 保險會社(15) |
| 3 中部石炭會社(7) | 4 北部石炭會社(11) |
| 5 フランス、アルゼリア、及びチュニスにおける様々の抽出産業(9) | |
| 6 鍛冶工場及び鐵鋼工場(13) | 7 金屬、機械、及び電氣産業(24) |
| 8 造船業(2) | 9 建築材料(11) |
| 10 化學製品(16) | 11 纖維産業(13) |
| 12 鐵道(6) | |
| 13 フランス、アルゼリア、及びチュニスにおける様々の鐵道及び運輸會社(14) | 14 航海(9) |
| 15 瓦斯會社(12) | 16 電氣(23) |
| 17 雜産業(22) | 18 貿易、様々の會社(16) |
| 19 移民協會(25) | 20 諸外國で營業してゐるフランスの會社(18) |

群指數はいづれもそのうちに含まれてゐる相對的價格の單純算術平均であり、總指數は群指數の同じく單純算術平均である。

以前は1901—1910年基準であつたが、現指數は1913年基準にかへられてゐる。だが、群指數をできるだけ意味あらしめるために、基準年の古いことから生ずる歪みを排除する巧みな工夫が用ひられてゐる。例へば、1926年1月の個々の株式の指數は先づ1925年基準につくりかへられた。次いでそれぞれの群の指數がその構成成分たる指數を單純算術平均して1925年基準につくられた。群指數は次いで全體として1913年基準にかへられた。總指數に對しては結果はあたかもその構成成分たる價格のすべてが最初から1913年基準で計算されてゐたのと同じことである。指數の完全な説明については讀者はBulletin de la Statistique Générale de la France (1927年7月—9月)を参照されたい。

第五十一圖表



この系列の長期運動の研究は全期間、特に一九二二年の初葉以後における株式價格の明白なる上昇的趨勢を明示する。同じ上昇的趨勢は一九二六年の終頃と一九二七年の不況期を通じて持続したといふことも、また、興味を以つて指摘されるのである。この系列の小運動は高度の周期的性格を示してゐる。一九一九年の終頃と一九二〇年の始頃の繁榮期には株式價格は急速に騰貴した。次いで不況の發展につれて、それは一九二一年の半ばまでは殆んど等しく急速に下落し、略々一ケ年間は依然として既存の低水準にあつたが、次いで一九二二—一九二四年の景氣回復に少しく先立つて再び急速に騰貴した。それは一九二四年の終頃には不況の發展と共に再び顯著に下降に轉じ、事業活動も低下した一九二五年には引續いて低くかつたが、一九二六年の始めの数ヶ月を特徴づけたところの力強い活動と急速な物價騰貴にも拘はらず、回復することをしなかつた。だが、それは恐慌が近づくにつれて非

第五十二圖表



常に急速に増加し、十月までは依然として高く、次いでその年の年末には急激に低下したが、一九二七年の最初の四ヶ月はより急激且つより顯著にさへ騰貴した。その後は僅かに下落したが、高水準はその年中略々持續された。従つて、一般的には、次の如く云ふことができるのである、即ち一九二六年までは有價証券價格の運動は、少くとも方向においては、この間の事業狀態の變動と照應してゐたといふこと、これである。

株式價格の運動を卸賣物價一般のそれと比較すれば（第五十二圖表）この二つの系列には驚くべき類似がみられるといふことが分るであらう。詳細に検討すれば、この類似は小運動にあてはまるのみならず、更に長期趨勢も著しく相似てゐるといふことも、また、觀取されるであらう。そこで、この二つの系列の相對的運動を明瞭に理解するために、株式價格を卸賣物價を基準として現はした。兩系列の指數は既に一九

第五十三圖表



一三年を基準とせるものであるから、所期の結果は株價系列の指數を他の系列の照應項で除すことによつて簡單に得られた。その結果たる商は附帶の表（第八十表）及び圖表（第五十三圖表）で與へられてゐる。

この系列の諸項の數的大いさからして一九一三年乃至一九二七年の株式の價格の全騰貴は、卸賣物價のそれの僅か半ばにすぎなかつたといふことが直ちに分るであらう。これに反して、一九一九年乃至一九二七年のこの系列の上昇的趨勢によつて示されてゐるやうに、一九一八年以後の價格騰貴は、株式の方が卸賣物價よりも僅かではあるがより大であつた。従つて、株式指數の手に入らない一九一三—一九一八年の期間においては株式價値の騰貴は卸賣物價のそれよりも遙かにより僅かであつたといふことが明かである。だが、これらの運動の説明を試みる前に、こゝで考察されてゐる卸賣物價と比較された系列の一般的運動について研究をすることにしや

う。

指摘さるべき興味のある第一の點は、一九一九—一九二〇年の戦後ブーム期に、株式の價格が貨物一般のそれと比較して現実に低下したといふことである。だが、卸

第八十表
卸賣物價と比較せるフランス中
央統計局の有價證券價格指數

(同月の卸賣物價の指數で除した有價證券價格の指數)

| | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 一月 | .34 | .29 | .30 | .36 | .39 | .42 | .39 | .33 | .43 |
| 二月 | .33 | .29 | .30 | .35 | .37 | .41 | .38 | .34 | .41 |
| 三月 | .33 | .31 | .33 | .35 | .36 | .40 | .39 | .32 | .44 |
| 四月 | .34 | .31 | .34 | .34 | .38 | .45 | .39 | .32 | .47 |
| 五月 | .37 | .31 | .34 | .35 | .39 | .44 | .37 | .31 | .47 |
| 六月 | .36 | .31 | .33 | .34 | .42 | .44 | .36 | .31 | .45 |
| 七月 | .34 | .31 | .32 | .35 | .44 | .44 | .37 | .31 | .47 |
| 八月 | .35 | .30 | .34 | .38 | .45 | .44 | .37 | .33 | .47 |
| 九月 | .36 | .28 | .33 | .38 | .42 | .43 | .37 | .34 | .49 |
| 十月 | .36 | .27 | .34 | .39 | .43 | .43 | .35 | .34 | .50 |
| 十一月 | .34 | .27 | .33 | .39 | .43 | .41 | .33 | .35 | .49 |
| 十二月 | .32 | .29 | .34 | .38 | .43 | .40 | .33 | .37 | .52 |

賣物價と比較された價值において、それは再び一九二〇年の年末前から増加し始め、一九二一年及一九二二年の不況期を通じ、更らに一般的事業活動の新たな時期が始まつた一年後の、一九二三年の暮まで引續いて騰貴したのであつた。次いで、一九二四年四月以後は、それは物價一般に比較して一九二六年七月の恐慌まで絶間なく低下した。その時から一九二七年の年末までは、それは、必ずしも絶對的にではないけれども物價に對して相對的に、先づ急速に、ついでより緩慢に騰貴した。

これら非常に様々の運動のすべてから何を推知することができるか？ 株價が一九一九年の終頃及び一九

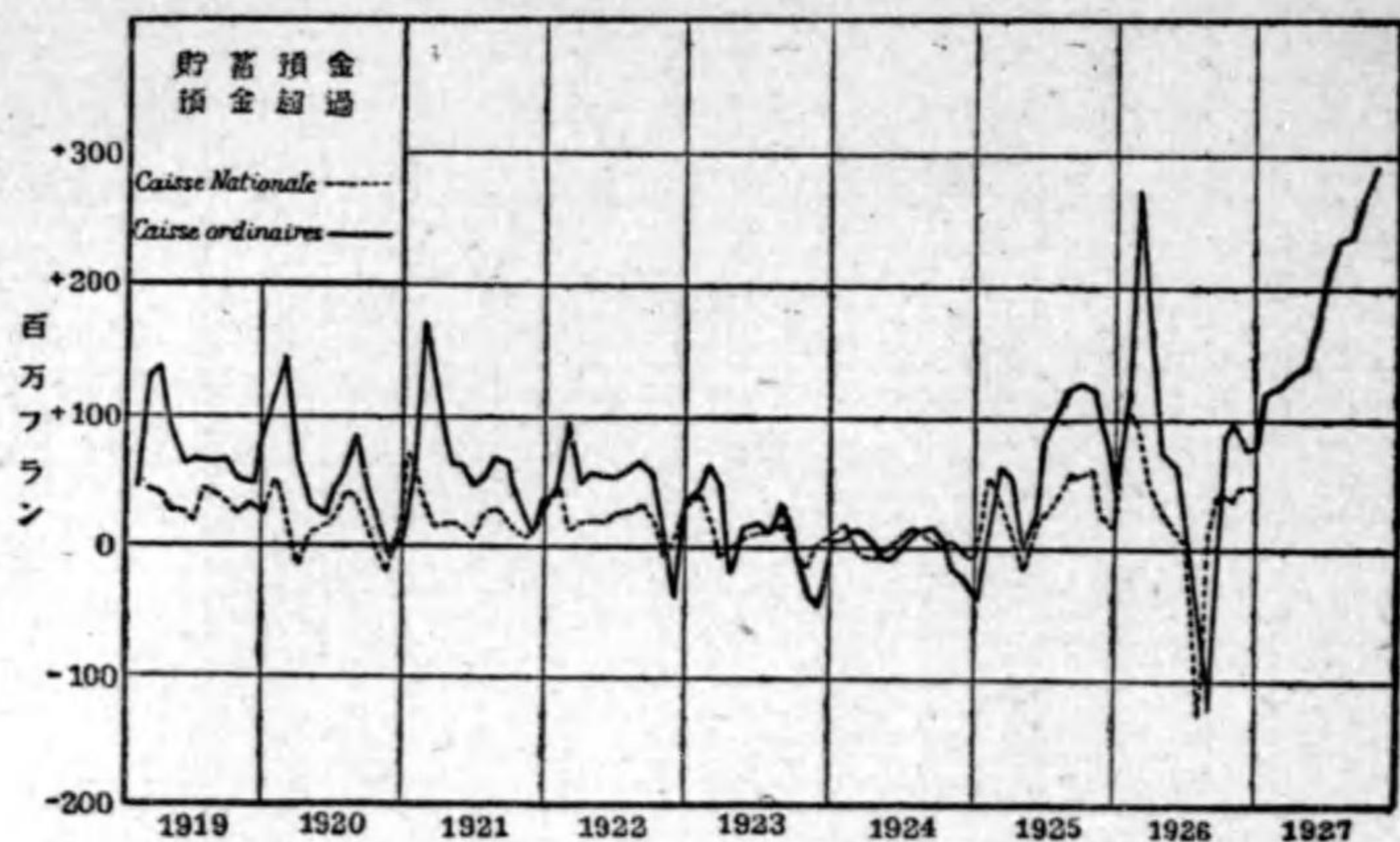
二〇年の始頃に他の價格と同じだけ騰貴しなかつたといふことの説明は困難である。多分、株價が戦争中さうしなかつたといふ事實がそれを阻止した一要因であつたであらう。不況が始まれば直ぐに株價はより一層且つより急速に下落すべき筈のものであるといふことは、どちらかと云へばかくの如き推測を肯定せしめるであらう、尤も、少くとも合衆國では、株價は殆んど他の如何なる種類の價格よりもより急速且つより激烈に運動する傾向を示してはゐるが。従つて、前述の當推量には大した信頼は置かるべきではないであらう。だが、株價が一九二〇年の終頃から、他の價格に比較して早くから持續的に騰貴したといふことは、確かに債券とは反對に、株式に對してフランス投資界及び投機界の人氣が増大したことを示すやうに思はれるであらう——この人氣たるや、この章の最初の部分に論ぜられた有價證券發行と利子率の統計からして明かであつたところのものである。株式が一九二三年の暮まで非常に需要されたといふこと及びこの需要は、その後は増加はしてゐないけれども、一九二四年の半ばまでは著しく減少しなかつたといふことは明かである。その年の後半には、一九二五年の全部及び一九二六年の前半と同じく、株式は債券よりも引續いて人氣を得てゐたにも拘はらず、すべてのフランスの投資の一般的懸念が、株價のそれ以後の進路に重要な影響を及ぼしてゐたといふことは明瞭である。

一九二六年七月以後の信頼の回復と共に、フランス資本の急速な歸國が生じたのみならず、更にフランスの有價證券への投資を目的とする海外資金の巨額の流入も生じたのであつた。従つて、この時以後物價一般と比較して株價が著しく騰貴したのは當然のことであつた。

こゝで問題とされてゐる期間中のフランスにおける貯蓄の運動を明瞭に推定することは著しく困難である。フランスの諸貯蓄銀行は預金と引出の月次資料を發表してゐるけれども、また保険料の年次統計は保険料が支拂はれてから二年以内に入手に入るけれども、これらの系列はいづれも貯蓄の蓄積及び消失の精確な指標としては信用できない理由が存するのである。貯蓄銀行は兩種共 (La Caisse Nationale et les caisses d'épargne ordinaires) 一人當り預金を最高額一二、〇〇〇フランに制限されてをり、それ故に單に小貯蓄者の貯蓄の志向の指標を與へ得るに過ぎない。その上、預金は豫め通知しなくとも、何時でもこれらの銀行から引出することができるのであるから、この種の預金は、小商人によつて事業資金の預託の目的に廣く用ひられるに至つたのである、すなはち彼等は——特に最近における一般的低利期に際して——貯蓄銀行が與へる相對的に高い利率によつて利益しやうとしたのであつた。他面において、保険料は一九一四年八月一日から一九一九年八月一日までは支拂停止を受けたのであるが、たとひ支拂停止を受けなかつたとしても、非常に規則的に運動するのであるから、様々の經濟情勢が人々の貯蓄習慣に及ぼす影響の變化の正確な指標とはならないのである。

事業會社の報告は非常にまち／＼であり、また信頼できないので有名であるから、剩餘金及び準備金についての彼等の報告から、彼等の貯蓄の運動についての判然とした觀念を引出さうとの試みは——合衆國ではこの種の源泉からの貯蓄は重要であるのであるが——勞多くして功なきこととして放棄された。

第五十四圖表



最後に、指摘されねばならないことは、累進的に増加するインフレーションの下においては購買力單位へ（特に卸賣物價の指數を換算に使用せねばならぬ時には）、或は金フランへ、單に數値を直すことは、貯蓄習慣の變化の指標としての系列を是正すると共に、殆んど同じやうに屢々これを歪曲するといふことである。それにも拘はらず、貯蓄系列の研究は、これによつて明かにされるかも知れないところのある一般的傾向を發見するために行はれるであらう。

附帶圖表（第五十四圖表）では、貯蓄機關の種類別に紙幣フランでの預金乃至引出の月別超過が示されてゐる。

（註八）貯蓄機關の二つの型の説明については、第三章、四五—四八頁を参照されたい。

兩系列はいづれも高度の季節的性質をもつてゐるにも拘はらず、その一般的運動は容易に識別されるのである。最初の

第八十二表
拂戻以上に出づる預金超過* Caisse Nationale d'épargne**
(百萬フラン)

| | 1918 | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|------|------|------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1月 | ... | 59 | 53 | 71 | 49 | 42 | 19 | 53 | 110 | 160 |
| 2月 | ... | 45 | 22 | 33 | 10 | 23 | -1 | 33 | 89 | 124 |
| 3月 | ... | 40 | -19 ^a | 14 | 16 | -8 | -8 | 16 | 50 | 107 |
| 4月 | ... | 29 | 10 | 15 | 20 | -1 | -5 | -18 | 23 | 81 |
| 5月 | ... | 26 | 14 | 14 | 19 | 8 | 0 | 17 | 11 | 121 |
| 6月 | ... | 18 | 21 | 6 | 28 | 9 | 7 | 25 | 3 | 149 |
| 7月 | ... | 45 | 44 | 24 | 29 | 13 | 15 | 39 | -134 | 157 |
| 8月 | ... | 40 | 33 | 29 | 31 | 19 | 11 | 56 | 7 | 200 |
| 9月 | ... | 31 | 15 | 15 | 22 | 6 | 2 | 54 | 46 | 197 |
| 10月 | ... | 23 | -3 | 6 | -6 | -18 | 3 | 63 | 36 | 237 |
| 11月 | ... | 33 | -22 | 8 | 9 | 5 | -5 | 30 | 43 | 268 |
| 12月 | 29 | 26 | 29 | 23 | 32 | 15 | -5 | 17 | 45 | ... |

a 負の記號は引出の超過を示す。

* 最大限を超えて蓄積され自動的に國債の購入に用ひられた資金は拂戻と考へられる。

** 出所: Journal des Caisses d'Épargne.

これらの運動は、控目に云つても、興味あるものである。それは大體において比較的貧困な階級の貯蓄の運動を示すといふ假定に立てば、一九二〇年の好景氣と急速な物價騰貴の間はこれらの人々は一九一九年の始頃と一九二一年との著しい不況期におけるほどは實際に貯蓄しなかつたやうに思はれるであらう。一九二二年の事業繁榮と物價騰貴の回復と共に、再び、彼等の月々の貯蓄は減退した、そして事業活動と價格騰貴が愈々顯著となるにつれて、この減退は愈々多きくなつた。一九二四年に事業活動が絶頂に達したときには、引出は預金を可成り超過した。だが、一九二五年には、事業活動が減退するにつれて、他方物價は引續いてより急速にさへ上昇運動を

第八十一表
拂戻以上に出づる預金超過* Caisse d'épargne ordinaires**
(百萬フラン)

| | 1918 | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|------|------|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1月 | ... | 43 | 44 | 70 | 40 | 44 | 4 | 21 | 114 | 119 |
| 2月 | ... | 134 | 150 | 170 | 100 | 64 | 16 | 68 | 279 | 358 |
| 3月 | ... | 142 | 65 | 111 | 48 | 44 | 8 | 52 | 170 | 197 |
| 4月 | ... | 96 | 29 | 66 | 58 | -23 | -6 | -2 | 73 | 137 |
| 5月 | ... | 62 | 26 | 63 | 55 | 14 | -7 | 25 | 61 | 166 |
| 6月 | ... | 68 | 45 | 45 | 53 | 22 | 0 | 81 | 55 | 214 |
| 7月 | ... | 67 | 68 | 52 | 62 | 12 | 15 | 104 | -54 | 132 |
| 8月 | ... | 67 | 86 | 72 | 66 | 35 | 20 | 125 | -129 | 235 |
| 9月 | ... | 68 | 46 | 68 | 58 | 19 | 3 | 128 | 84 | 273 |
| 10月 | ... | 52 | 17 | 33 | 17 | -33 | -16 | 125 | 99 | 292 |
| 11月 | ... | 47 | -7 ^a | 1 | -43 | -49 | -24 | 82 | 74 | ... |
| 12月 | 27 | 80 | 12 | 38 | 33 | 3 | -39 | 45 | 75 | ... |

a 負の記號は引出の超過を示す。

* 最大限を超えて蓄積され自動的に國債の購入に用ひられた資金は拂戻と考へられる。

** 出所: Journal des Caisses d'Épargne.

三ヶ年、即ち一九一九年、一九二〇年、及び一九二一年には、預金の超過は高く、且つ年々相似の高度割合をもつてゐた、尤も一九二〇年には僅かのたるみが看取されるのであるが、一九二一年後は預金超過は一九二四年末まで——この年には拂戻は預金を超えた——絶間なく減退していつた。次いで、一九二五年の不況年及び一九二六年の前半の景況期の當初には、預金の超過は急速に増加した。一九二六年七月には公立の貯蓄機關に、また八月には私立の貯蓄機關に、これに先立つ五ヶ月間の預金超過の累進的減退に續く引出の非常な超過がみられた。その後は再び預金超過が現はれて、引續いて急速にその規模を増加して行つた。

第八十三表

フランス貯蓄銀行における拂戻以上に出づる預金超過*

(百萬フラン)**

| | 1918 | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1922 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1月 | ... | 102 | 95 | 141 | 80 | 86 | 23 | 75 | 224 | 279 |
| 2月 | ... | 179 | 171 | 204 | 109 | 86 | 15 | 101 | 368 | 482 |
| 3月 | ... | 182 | 46 | 125 | 64 | 36 | 0 | 71 | 220 | 304 |
| 4月 | ... | 126 | 39 | 81 | 78 | -24 | -11 | -21 | 96 | 218 |
| 5月 | ... | 88 | 40 | 78 | 74 | 23 | -7 | 41 | 71 | 287 |
| 6月 | ... | 86 | 65 | 50 | 81 | 31 | 7 | 105 | 59 | 363 |
| 7月 | ... | 112 | 112 | 76 | 88 | 25 | 30 | 144 | -187 | 389 |
| 8月 | ... | 107 | 119 | 101 | 97 | 54 | 30 | 181 | -121 | 435 |
| 9月 | ... | 99 | 61 | 82 | 80 | 24 | 5 | 182 | 130 | 470 |
| 10月 | ... | 75 | 14 | 39 | 10 | -51 | -13 | 188 | 135 | 529 |
| 11月 | ... | 81 | -30 | 7 | -34 | -44 | -29 | 113 | 117 | ... |
| 12月 | 56 | 106 | 41 | 61 | 65 | 19 | -45 | 62 | 120 | ... |

* 負の記號は引出の超過を示す。

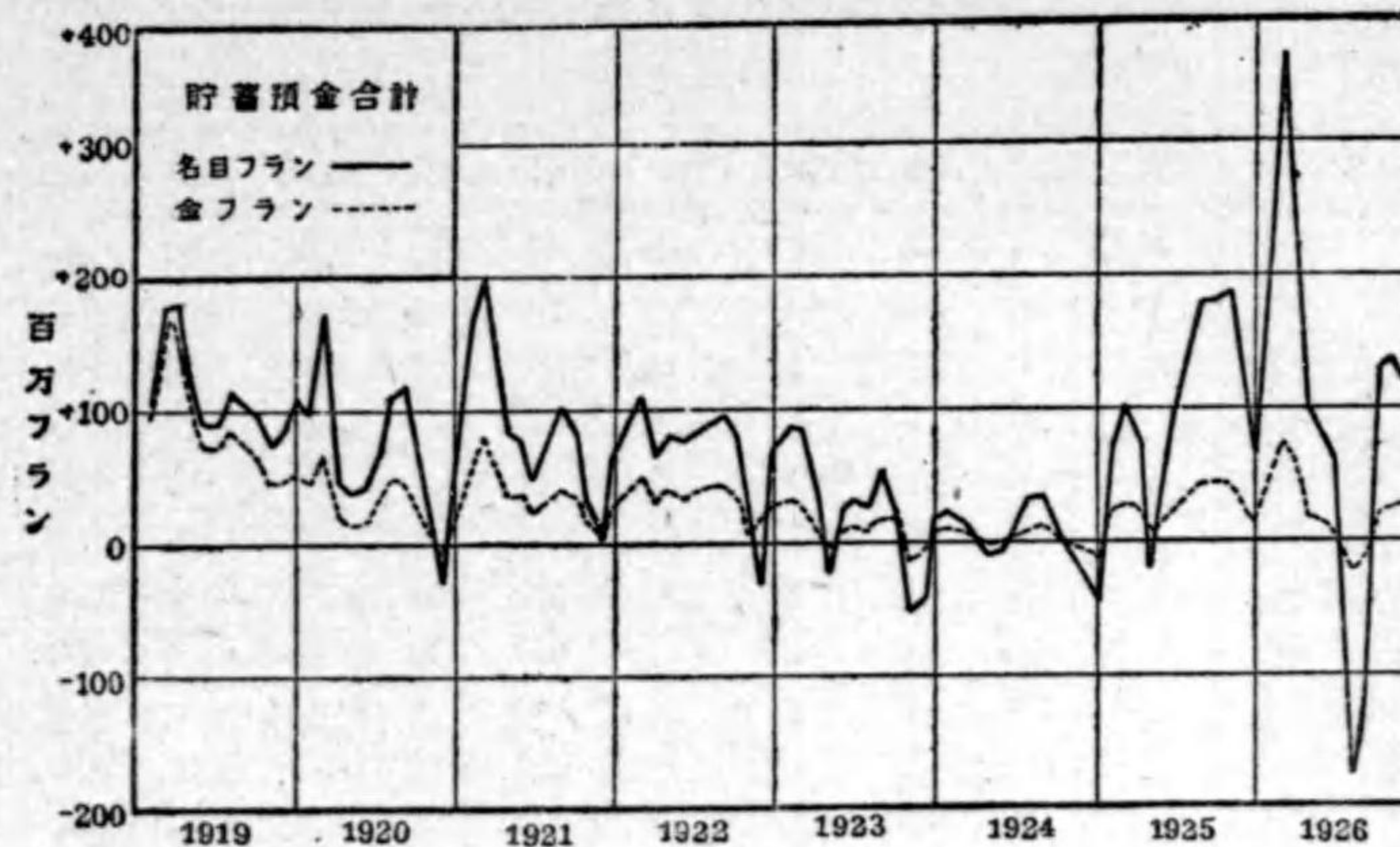
* 最大限を超えて蓄積せられ自動的に國債の購入に用ひられる資金は拂戻と考へられる。

** 出所: Journal des Caisses d'Épargne.

愈々活潑となるに従つて、貯蓄の志向は愈々より小さくなり、また事業不況が愈々深化するに従つて、萬一の時のために備へられる額は愈々多くなつたのであつた。

一九二七年の預金の著しく多額の超過は、同年の始めの数ヶ月については、數ヶ月以前に引出された資金が、再預金されたことを疑ひもなく表はしてゐる。だが、同年の終りの數ヶ月については、別の説明がなされるのである。その間大多數の銀行における預金の利率は、先に屢々述べられたやうに、著しく低かつた。貯蓄銀行における預金の利率は、同じ時に引續いて相對的に遙かに高かつた。その上、すべての支拂の受授を現金で行ふ小商業者には、商業銀行と取引する代りに貯蓄

第五十五圖表



なしてゐたけれども、更に資本輸出は逕行的に行はれてゐたと信すべき理由があるけれども、貯蓄銀行における月々の預金は顯著に増加したのであつた。預金は引續いて一九二六年の大部分と一九二七年の全部を通じて引出を遙かに超過した。一九二六年七月及び八月の恐慌月においてのみ引出は預金よりもより多かつた。

一つの結論は全く明瞭であるやうに思はれる。確かに貯蓄銀行の預金者達は、政府の政策に對する信頼の一般的喪失によつては著しく影響されはしなかつた、或は、少くとも、實際に恐慌が生じたその月までは「フランからの逃避」に左祖する程に影響されはしなかつた。また小貯蓄者の貯蓄は、紙幣フランにおいてさへも、物價の水準それ自身の變化によつてよりも、事業活動の變化によつて遙かにより多くの影響を受けたやうに思はれる。而してフランス國民の節儉の習慣を見慣れない人々には奇妙に思はれるかも知れないが、事業が

第八十四表
フランス貯蓄銀行における拂戻以上に出づる預金超過*
(百萬金フラン)**

| | 1918 | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|------|------|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1月 | ... | 98 | 43 | 47 | 38 | 30 | 6 | 21 | 44 | 57 |
| 2月 | ... | 173 | 63 | 77 | 50 | 28 | 4 | 28 | 71 | 98 |
| 3月 | ... | 165 | 17 | 46 | 30 | 12 | 0 | 19 | 41 | 62 |
| 4月 | ... | 110 | 13 | 31 | 38 | -8 | -4 | 4 | 17 | 44 |
| 5月 | ... | 73 | 14 | 34 | 35 | 8 | -2 | 11 | 12 | 58 |
| 6月 | ... | 71 | 27 | 21 | 37 | 10 | 2 | 26 | 9 | 74 |
| 7月 | ... | 85 | 47 | 31 | 40 | 8 | 8 | 35 | -24 | 79 |
| 8月 | ... | 72 | 45 | 41 | 40 | 16 | 9 | 44 | -18 | 88 |
| 9月 | ... | 62 | 22 | 31 | 32 | 7 | 1 | 45 | 19 | 96 |
| 10月 | ... | 46 | 5 | 15 | 4 | -16 | -4 | 44 | 20 | 108 |
| 11月 | ... | 46 | -9 ^a | 3 | 19 | -13 | -8 | 23 | 21 | ... |
| 12月 | 53 | 51 | 13 | 25 | 25 | 5 | -13 | 12 | 25 | ... |

^a 負の記號は引出の超過を示す。
* 最大限を超えて蓄積せられ自動的に國債の購入に用ひられる資金は拂戻と考へられる。
** 各月のドル爲替の指數で除した名目フラン。

機關と取引することの不利は實際非常に僅かであつた。引出には通知を必要とせず、また、勤勉な行員が引出の委細を何回も何回も記入してゐる間窓口で順番を待つために空費される時間は多分商業銀行よりは少しは長いけれども、かやうな僅かの不便は利率の魅力によつて相殺されて遙かに餘りあるのである。そこで一九二七年には總額の中に可成りの事業上の預金が含まれてゐたことは殆んど疑ひがないのである。

(註九) 一九二七年には利率は國家的機關では三・七五%であり民間的機關では四・四・二五%であつたけれども、他方商業銀行では一五%を超過することは稀であつた。

附帶圖表(第五十五圖表)では二つの群の

貯蓄機關の月々の預金乃至引出の超過の合計が紙幣フラン及び金フランで現はされてゐる。これらの新系列の明かにするところは、先の系列から既に引出されてゐるところのものを殆んど出ない。だが、引出並びに、預金の大きさの顯著な減少が明かになるのである。この減少の一部分は、疑ひもなくフランの減價を十分に相殺するに足るだけ一人當り預金額の最大限度の増加が行はなかつたといふことに求めることができるけれども、その大部分は他の影響に歸せられねばならないといふことは明かである。

(註一〇) 一人當り預金額の最大限度は次の如くであつた。

一九一九年十月十八日以前 三〇〇〇フラン
一九一九年十月十八日乃至一九二五年四月二十五日 五〇〇〇フラン
一九二五年四月二十五日乃至一九二六年八月二十日 七五〇〇フラン
一九二六年八月二十日以後 一二〇〇〇フラン

養老及生命保険料の拂込額については、一見したところ貯蓄の蓄積及び消盡に關しては殆んど明かにするところがないやうに思はれたから、この検討は繼續されなかつた。四大商業銀行の定期預金についても同様であつた。

第十一章 理論的分析

—フィッシャーの交換方程式—

アーヴィング・フィッシャーによつて展開された交換方程式を利用すれば、吾々は資料の分析に更に若干の歩を進めることができる。しかしそれを遂行するためには、この有用な機械の簡単な説明と當面の問題の攻究に適當な形態へのその變形とが必要である。

この方程式は通常

$$MV + MV' = PT$$

の形で書かれるのであるが、それは、——およそ如何なる賣買取引についても、支拂をなすために用ひられる貨幣又は貨幣代用物は、該貨物の價格に販賣された數量を乗じたものと價值に於いて相等しい^(註1)——といふ事實から生ずるところの——非常に多數の小價值方程式からなつてゐる。例へば、若しもある者が二封度の砂糖を一封度六セントで購入し、その代價を現金で支拂ふとすれば、明かに次の如き小價值方程式が生ずる、

$$12セント = 6セント \times 2 \text{ 封度の砂糖}$$

同様に他のあらゆる賣買取引についても、類似の小價值方程式が生ずる。併し乍ら、支拂は必ずしも常に現金で爲されるわけではなく、非常に屢々小切手或は爲替手形によつて——或は、フランスでは、*virements*^(註2)によつて——銀行其他の金融機關の帳簿上でなされる。我が現代の經濟社會に於いては、現金か小切手又は爲替手形かによる以外の方法によつてなされる支拂は、その額が通常取るに足らぬものとしてこれを無視することができるであらう。

(註1) 定義によれば、或物の價值は其物の單位當りの價格にそれが含む單位數を乗じたものである。

(註2) *Virements* はフランスで一般的に利用されてゐる振替制度によつてなされる振替の術語である。この制度についての説明(第三章、三四—三五頁)を参照。

交換方程式の誘導のためには、資料は必然的に一定の期間例へば一九二七年に、また一定の地方例へばアメリカ合衆國の如きに、限られねばならない。この仕事を遂行するためには、問題の地方に於いて問題の期間中に生じたところのあらゆる賣買取引が少くも觀念上、考慮に入れられねばならない。それらの取引は、上説の如く、それぞれ小價值方程式を生ぜしめるのであるが、それは、支拂が(一)現金でなされるか、それとも(二)銀行預金宛の小切手或は爲替手形によつてなされるかに従つて、二つの方法の中の一つで書かれるであらう。

上掲の例を利用すれば、——そこでは二封度の砂糖が一封度六セントで購入され、而して支拂が現金でなされることが假定されたのであるが、——價值方程式

$$12セント = 6セント \times 2 \text{ 封度の砂糖}$$

は一般的形態では次の如く書かれるであらう、

$$m = pq$$

こゝではmは現金で支拂はれた十二セントであり、pは販賣された砂糖の封度當り價格であり、またqは販賣された封度の數である。これに反して、穀物の輸出業者が一〇〇〇ブツシエルの小麦を一ブツシエル一・五〇ドルで購入し、その代價を彼の銀行勘定宛の一五〇〇弗の小切手を以つて支拂ふ、と假定しやう。この場合には小價值方程式

$$1500 \text{ Fr.} = 150 \text{ Fr.} \times 1000 \text{ ブツシエルの小麦}$$

は次の如き一般的形態で書かれるべきである、

$$m' = pq$$

こゝでは支拂が現金によらずに、銀行勘定宛の小切手或は爲替手形によつてなされたことを示すためにmの代りにm'が用ひられてゐるのである。

右に述べた記號法を用ふれば、小價值方程式は、一九二七年に合衆國で生じたところのあらゆる賣買取引についてこれを書くことができるであらう。n取引が現金で行はれ、k取引がある銀行勘定宛の小切手或は爲替手形で行はれたと假定しやう。然るとき、それらの方程式は次の如くに表示され得るであらう。

$$\begin{array}{rcl}
 m_1 & = & p_1 q_1 \\
 m_2 & = & p_2 q_2 \\
 \dots & & \\
 m_n & = & p_n q_n \\
 \\
 m'_1 & = & p_{n+1} q_{n+1} \\
 m'_2 & = & p_{n+2} q_{n+2} \\
 \dots & & \\
 m'_k & = & p_{n+k} q_{n+k}
 \end{array}$$

$$x = n+k$$

$$E+E' = \sum p_x q_x$$

$$x=1$$

かくして表示された小方程式は、一九二七年に合衆國で行はれた賣買取引とその數を等しくするわけであるから、恐らくは數十億或は數兆億にさへも上るであらうが、而かもその總數は有限である。ゆゑに、加算されたとき、それらの和もまた等式をなすであらう。

今總てのmの和をEとして、また總てのm'の和をE'として書き表はすとすれば、Eは一九二七年に合衆國で賣られた凡ゆる財貨及勞務に對する現金での支出の總額を表はし、E'は銀行預金での支出の總額であることが直ちに分る。更に、それらの二つの量を合せたものはE+E'の形のものをR+K個合せた總額に等しいといふことが分るのである(事實これは自明である)。併し乍ら、この基本的形では、交換方程式は殆んど役に立たない。それは、上

掲の二つの量のそれぞれをより実用的な、そしてより意味のある、二つの他の量に分解することによつてより有益な形に置換へられ得る。

E——これは、既述の如く、所定の期間及び地方における現金での總支出を表はす——の因子の一としては、該地方における所與の期間中の平均流通貨幣量が擇ばれらるであらう。

この量はMで示されるであらう。然るとき、Eの他の因子は必然に $\frac{M}{V}$ でなければならぬ。この大いさは、その構成上から必然的に、一九二七年の一年間に財貨及勞務と交換された流通貨幣(M)の平均回轉度數を表はす、といふことが認められる。従つてそれは、その一般的性格を示すために、一九二七年の合衆國における貨幣の流通速度と名付けられるであらう。而してそれはVを以つて示されるであらう。

E'も同様に容易に且つ當然に二つの極めて有用なる因子に分解される、その一は、當該國の銀行における當座預金の、問題の期間中における平均高(M')であり、今一つは、この平均預金高がその年のうちに財貨及勞務に對して交換された回轉度數である。この大いさはV'を以つて示されるであらう。

残る問題は、Pqの形の極めて多數の小さな積の總計から成るところの、方程式の右邊を因數分解することである。方程式の左邊を彙に分解した形で書き、そして右邊をより詳細に示せば、方程式は次の如くなる、

$$MV + M'V' = P_1q_1 + P_2q_2 + \dots + P_nq_n + Q_{n+k}$$

しまや仕事は積の總計

$$P_1q_1 + P_2q_2 + \dots + P_nq_n + Q_{n+k}$$

を二つの因子に分解することである。一方の因子としては、Qの合計を、換言すれば、當該期間中に販賣によつて移轉された財貨及勞務の總量を、何等かの實用的な單位で表示する或る量をもつことが望ましいであらう。併しさうするためには、一方では棉花の俵と馬との如き、また他方では料理人と齒科醫の勞務の如き、非常に異つた財貨や勞務に對して共通の尺度單位を案出しなければならぬ、といふことが直ちに明かである。そこで、それぞれの量に對する尺度單位として、基準年として擇ばれた最近の或る年において支配的であつた平均價格でドルが購買するところの、當該の種類及等級の商品の量が採られるのである。上掲の販賣取引の二つの例、即ち、

$$12 \text{ セント} = 6 \text{ セント} \times 2 \text{ 封度の砂糖}$$

$$1500 \text{ ㄆル} = 1.50 \text{ ㄆル} \times 1000 \text{ ㄆツシエルの小麦}$$

を用ひ、そしてこの取引に含まれてゐる等級の砂糖の一九一三年における平均價格を四セント、また小麦のそれを〇・五〇ドルと假定すれば、上掲の方程式は、一九一三年における一ドル相當量を單位として測定された量とそれに照應するやうに變化せしめられた價格とをもつところの、次の如き新たな形で書かれ得る、

$$12 \text{ セント} = 1.50 \text{ ㄆル} \times 0.8 \text{ (單位は一九一三年における砂糖の一ㄆル相當量)}$$

$$1500 \text{ ㄆル} = 3.00 \text{ ㄆル} \times 500 \text{ (單位は一九一三年における小麦の一ㄆル相當量)}$$

すべての販賣取引に含まれてゐる量を同様な單位に變更し、それらの價格をもまた同様に、量の單位の變化せる

大いさに照應するやうに變更し、そして、 p と q の上に一を附してこれらの變更を示すときは、交換方程式は次の如くに書かれるであらう、

$$MV + M/V' = p_1q_1 + p_2q_2 + \dots + p_nq_n + q_{n+k}$$

この形態に於いてはその諸項は以前と全く同じ大きさをもつてゐる、唯一の差違は、量の單位が變へられ、そして價格の單位もそれに照應するやうに變へられた、といふことである。

併し、いまや、すべての q は共通な量單位(基準年に於ける一ドル相當量)で言ひ表はされてゐるがゆゑに、合計されることが出来る。そこで、いまや因數分解法を行ふことができ、従つて方程式は次の如き形態で書くことができるであらう。

$$MV + M/V' = \frac{p_1q_1 + p_2q_2 + \dots + p_nq_n + q_{n+k}}{(q_1 + p_1 + \dots + q_{k+k})}$$

第一の因子は P 、第二のそれは T 、と呼ばれるであらう。より正確に云へば、一の因子 T の選擇によつて他の因子 P は自動的に決定されるのである。 T は、 q の合計であるから、一九二七年に於ける合衆國內の取引の全物理的數量を表はす、といふことが注意されねばならない。また、 T の計量單位は基準年に於ける一ドル相當量であるから、その大いさは選ばれた基準年に依存する、といふことが注意されねばならない。更に、種々なる量はそれらが販賣されるその都度に計算される、といふことが明かである。従つて、分配の方法は、各種の商品が販賣される度

數を決定するが故に、 T の大いさを定める上に、生産總量それ自體よりもより有力でさへあり得るであらう。

(註三) 人あつてこれらの單位の物理的性質を疑問とするならば、次の場合を一考せしめればよい。ある人が他國に長く滞在した後にその生れ故郷に歸るとする。彼は、最初その町に住んでゐた間に、毎月一ドル相當量の砂糖を購入する習慣をもつやうになり、一九一三年にはさうしてゐたと假定しやう。歸郷後、彼は同じ乾物屋に行つて、彼が嘗つて一九一三年に一ドルで買つたと同じ量の砂糖をくれと云ふ。かくの如き單位の物理的性質に議論の餘地があるであらうか？

他方の因子 P は、上に述べたやうに、それに T を乗じた時に、その積が方程式の右邊を構成してゐるすべての積の合計と等しくならなければならぬ、といふ事實によつて確立される。その代數的表現

$$\frac{p_1q_1 + p_2q_2 + \dots + p_nq_n + q_{n+k}}{q_1 + q_2 + \dots + q_{n+k}}$$

について考察すれば、それはすべての P の加重算術平均であり、各 P のウェイトはそれに照應する q である、といふことに氣が付くであらう。より明確に云へば、 P は、財貨及勞務が一九二七年に合衆國內で販賣されたすべての價格の加重算術平均であり、各價格はその價格で販賣された貨物の量によつて加重されたものである。しかし、かういうことが記憶されねばならぬ、それは、各場合における價格は、基準の年に各品目について支配的であつた平均價格で一ドルをもつて購買され得べかりし各種商品の量の價格だといふことである。従つて、個々の價格は當該商品の基準年價格の倍數を、そして P 、即ち價格水準は、基準年の物價に對する一九二七年の物價の平均倍數を現

はすのである。

もしフランスにおける統計材料がさうした手續を可能ならしめたとすれば、開戦以後の期間につき、交換方程式を構成するすべての量の實際の大きさを探究すれば興味があつたであらう。しかし利用し得る資料の現状においては、そのやうな企ては全然無効果に終るであらう。M及M'については、かなり良い推定数が利用可能である。だからこれらの二つの大きさについては實際の値が用ひられるであらう。しかし、Vについては、信憑するに足る推算は不可能のやうに思はれ、Vに至つては、運動そのものについてさへ信頼すべき直接に誘導された指数は存しない。Tの絶對的な大きさは、豫想され得る如く、全然概算の可能な圏外にある。それゆゑ、六つの量のうちの四つに對しては單に指数を用ひるほかはない。そこで、方程式は次の形で書かれる、

$$MV + M'V' = CDT$$

このうちで一の記號は、實際の大きさのみに指數が用ひられてゐることを示し、Cは、指數の使用に基き均衡を現はすために導入された明かに必要な因子である。

Mの月次系列(註四)の作製に當つては、金屬票(註五)商業會議所券及それに伴つた地方貨乃至開戦後漸次に姿を消した銀貨に對する修正なしに、佛銀券の流通高を用ひることに決定した。しかし、銀行の地窖に保藏されてゐる現金については斟酌が加へられた。これを行ふためには、毎月の推定要求拂預金額の三パーセント(註六)が佛銀券現在發行額の系列の月々の項から控除された。開戦後及預金支拂停止後かなりの期間、すべての銀行は平常よりも遙かに多額

の現金を手許に保有することを餘儀なくされたといふ事實から觀れば、この推算は、こゝに考察する期間の初期に取つては、疑ひなく餘りに低過ぎる。しかし、戦時の初期に引き続き流通してゐた金屬貨幣に對して斟酌が加へられなかつたのであるから、一九一四年及一九一五年におけるMが上記の額より實際に大きかつたか小さかつたかは、容易に斷言はできない。右の系列はまた、一九二五年の初葉におけるフランス銀行の貸借對照表の虚偽の記載を斟酌するためにも修正さるべきであらう。しかし實際上の問題としては、訂正された數字は一度も發表されたことがなく、従つてこれを假定することは不可能である。のみならず、もし訂正を加へても、系列の一般的様相には大した相違は生じないであらうことが確かである。

(註四) 交換方程式の要素をなす諸々の量の月次系列の中に含まれてゐる不正確な點については、三四一頁の註二十五を参照

(註五) Jacquesの佛銀券流通高に對する比率は若干の年について計算された。一九二五年及一九二六年には、それは佛銀券總流通高の僅か一・八パーセントに過ぎなかつた。他の年においても比率は同様に微々たるものであつた——それによつて置替へられた種類の緊急通貨の佛銀券流通高に對する比率も恐らくさうであつたであらう。他面において銀通貨は明かに戦争の初期においては全體の恐らく遙かにより大きな比率を占めたであらう。

(註六) この比率の見當については多くの銀行家に意見を徴した。彼等はいづれも、それが非常に少いだらう、といふ點では同意見であつた。三パーセントは數人の指示した所であり、そして誰の推定もそれから大してはちがはなかつた。

M'については「四大」商業銀行の一覽拂預金を基礎とする推定が行はれた。最初に試みられた方法は、Jacques Rueffがフランスの資料を利用して交換方程式について行つた最近の研究(註七)中使用した方法を改良したものであつ

た。算定を行ふためには第一にできるだけ正確に四大銀行の一覽拂預金の全國預金總額中に占める割合を見出すことが必要であつた。そこで、パリ手形交換所 (Chambre de Compensation des Banquiers de Paris) の有益な協同によつて、一九一七年以降の四大銀行の月々の總交換高が確められた。これらの總高をパリ手形交換所の交換に參加せるすべての銀行の總交換高と直接比較することは殆んど意味がないであらう、けだし、交換所加入銀行の數には變動があり、特に最近加入したものの多くは非常に大きな銀行であるからである。そこで、一九一七年十二月以後に加入した銀行の各々の一九二七年八月・九月月分の交換高が確められた、そしてこれらの二ヶ月間における各銀行の交換高の總交換高に對する割合が、各年度の總交換高を擴大するために用ひられた。このやうにして、パリ手形交換所の現在の加入銀行が假りに問題の全期間を通じてそれに加入してゐたとしたら、交換高は幾何であつたかを現はすやうに訂正された月々の總交換高の系列が得られた。最後に「四大」商業銀行の交換高がこれらの訂正された總高に對して占める割合が算定された。

(註七) Jacques Rueff, *Théorie des Phénomènes Monétaires* (Paris, Payot et Cie, 1927).

(註八) パリ手形交換所のみを交換高が勘定に入れられた。四大銀行の支店は地方的交換のために地方の手形交換所を利用する。従つて、地方の交換高を茲に行ふ推定に利用し得るものたらしめるためには、それらを、パリの交換高について行つたと同じ二つの範疇に分つことが必要であつたであらう。フランスの職員が秘密主義にかんがみて、かゝる企ては實行不能と考へられた。

これらの比率は勿論月々年々多少の變化を示した。特に、不景氣の時期には總交換高中の「四大」商業銀行に歸せらるべき割合は好景氣の時期におけるそれよりも著しく高かつた、といふことが觀察された。それからまた、これらの比率は明白に下向的な長期趨勢をもつた、といふことが看取された。換言すれば、四大銀行によつて行はれた交換高は、趨勢が當嵌められた一九一八—一九二六年の期間の全體を通じて漸次に低下したのであつた。百分比で現はした月々の資料に當嵌められた一九一八年を原點とする直線趨勢の方程式は次の如くであつた。

$$Y = -0.0561x + 241.$$

當初の希望は、この趨勢の月々の縦座標が「四大」銀行の要求拂預金高の小切手使用可能な預金の總高に對する月々の推定百分比として使用され得ることであつた。しかし、かくして得られた預金の推定高をフランスの二十一の最大の銀行の一九二六年十二月三十一日現在の實際の預金高と比較してみたところ、右の方法によつて得られた數字は何と考へても法外に大きいことが知られた。これは明かに、パリの銀行界で疑ひもなく年々益々大きな役割を演じつゝあつたところの、そして小切手の使用に慣れた得意先をもつところの、大きな外國諸銀行の非常に巨額の交換高が、「四大」銀行によつて營まれた預金業務の推定百分比を大いに下方に歪曲したためである。右の方法が本支店間の交換高(「四大」銀行中の三行にあつては重要)を勘考しなかつたことも、同じ方向に更に一つの歪曲を生ぜしめた。^(註九)

(註九) 開く所によると、フランスにおける預金總高の推定の同様な方法は、フランス銀行によつても試みられたが結果は等

しく不満足であつて、やはり同行によつても棄却された。

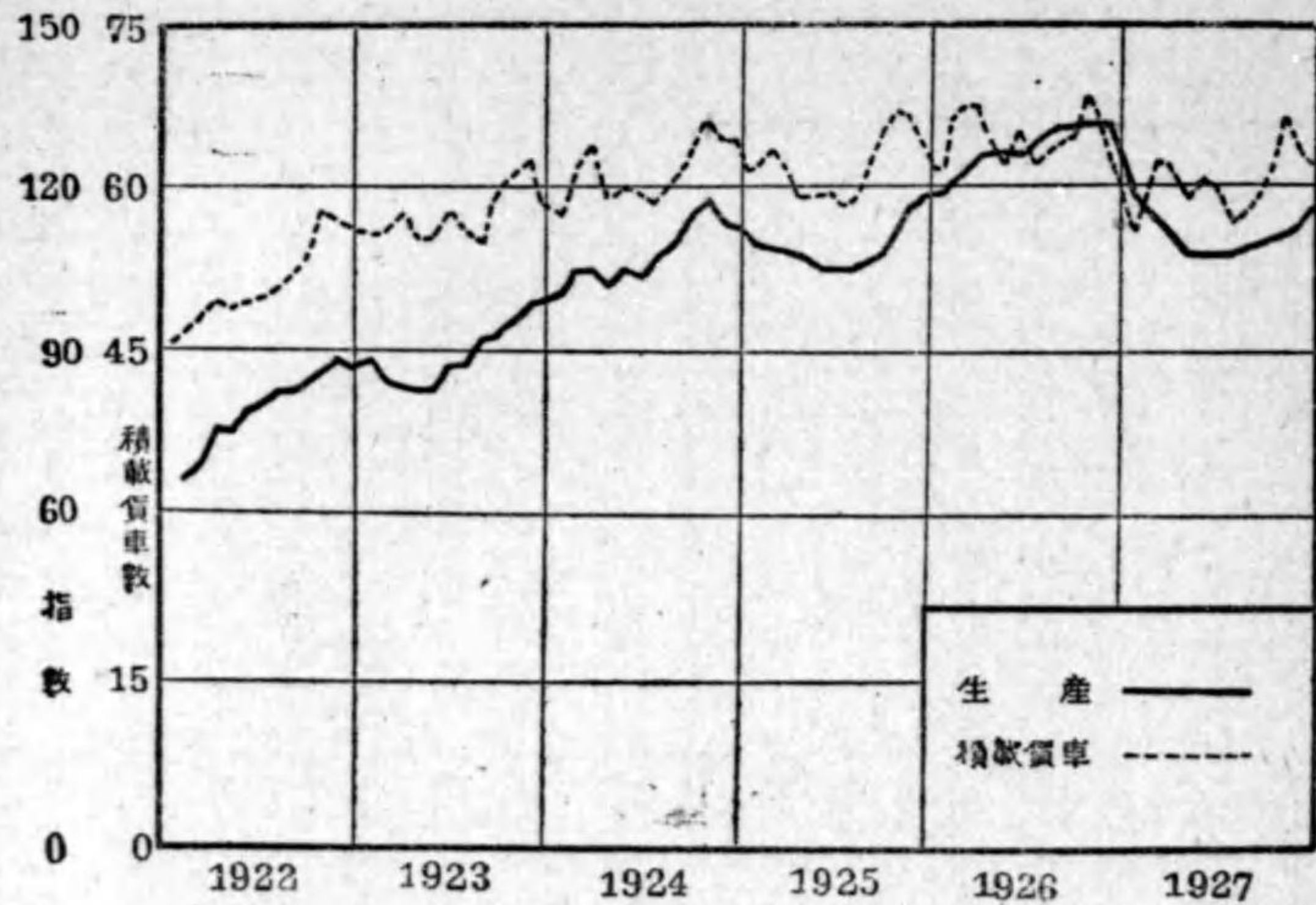
そこで、種々の銀行職員から得た情報と、佛銀からその取立業務並びに爾餘の諸銀行相手のそれと比較した「四大」銀行相手の其他の業務について得た情報とを基礎にして、小切手使用可能な總預金高の問題の全期間に亘るかなり正確な推定は「四大」銀行の預金を單に倍加することによつて得らるといふことが確定された。そこで推定はこの單純な方法でなされた。しかしかゝる方法から期待される以上の正確さの外見を避けるために、百萬以下はこれを切り捨てることにした。このやうにして得られた推定数が附隨の表に掲げられてゐる（第八十五表）。

Pとしては、フランス中央統計局編纂の卸賣物價指數が用ひられた。この指數は四十五種商品の卸賣物價からなつてをり、そのうち十六は輸入品、二十九は國內品である。これについては、一般に卸賣物價の指數がすべての物價の一般的平均を十分代表するかどうか、といふ疑問が勿論生じる、そしてそれに對しては、然りと信すべき理由はない、と答へねばならないことは明かである。しかし、多くの場合、それは恐らく、本研究の主眼とするすべての重要な一般的運動のかなり正確な指標として役立つであらう。のみならず、この指數は全期間に亘つて利用される指數としては最もよく作られたものであることに大體疑ひはないから、それを採用することに殆んど躊躇はあり得なかつた。

（註十） この指數の詳細な説明については、第五章第七表を参照。

11のためには二つの可能な系列の選擇があつた、生産數量の系列と積載貨車數の系列とがそれである。（註十一）フランス

第五十六圖表
生産指數及積載貨車數



中央統計局の生産指數は荒廢地方における建築活動を全然除外してをり、従つて、問題の期間の或部分における生産活動につき誤つた印象を與へることを免れない。他面において、積載貨車數の系列は多くの不正確と歪曲可能性とを包含する。積載能力において貨車は六乃至四〇メートル噸の差異をもち、そして大多數の他國におけると同じく——屢々積荷主の氣持次第で——それらの積載能力の何割迄積み込まれるかわからない。しかし、かゝるむら氣にさへ右の系列に或る意味を與へるに足るだけの劃一性はあるやうに思はれる。結局、フランス人は、積荷の場合だからと云つて、彼れの骨の髄まで染み込んでゐる吝嗇を忘れて五車ですむ場合に六車分の代金を拂ふやうなことはしないであらう。また、小荷物の場合には、人間の慣性は恐らく一般にそれを多數の

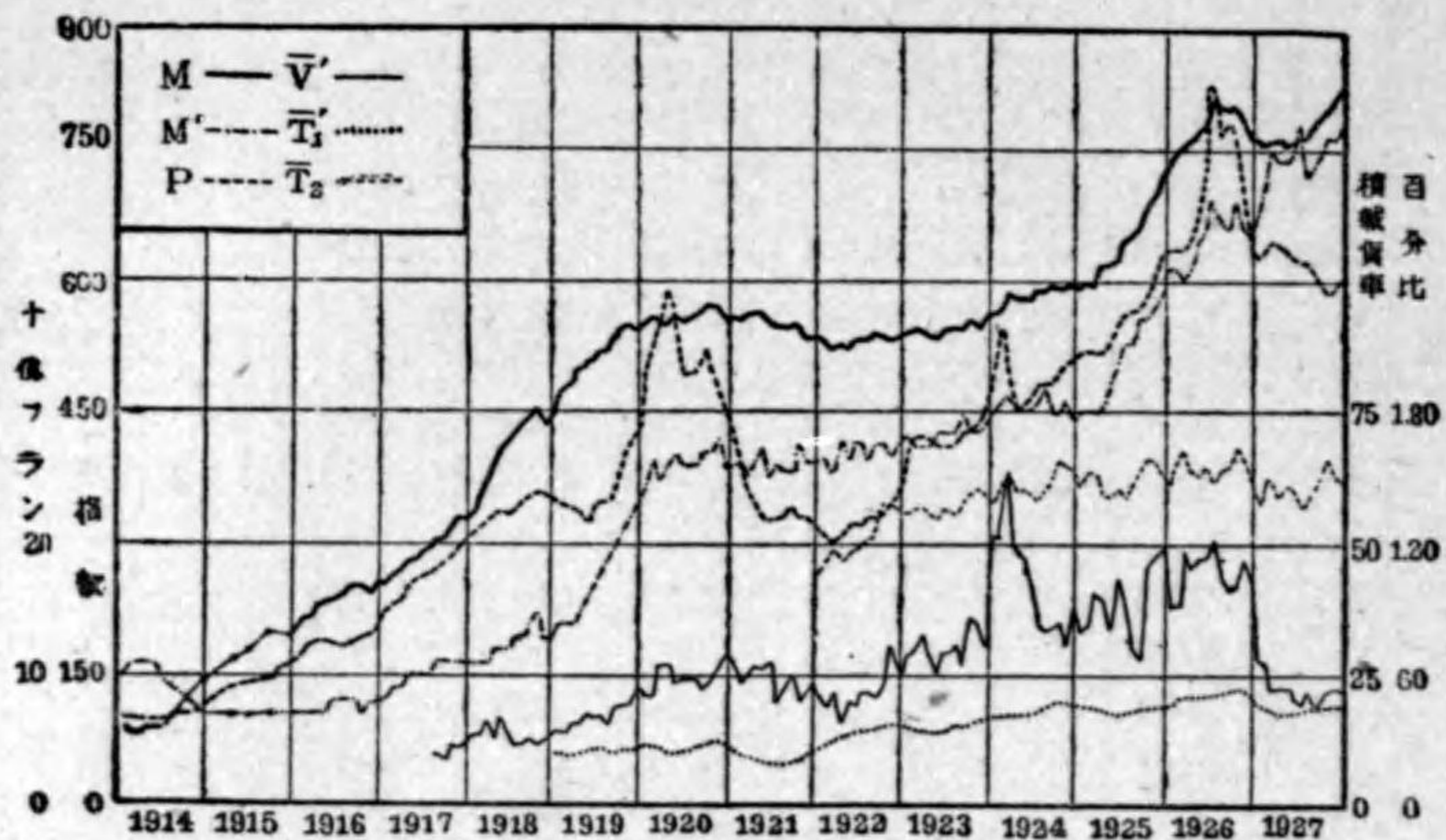
貨車よりは寧ろ少数の貨車で輸送せしめるであらう。

(註十一) これらの系列の完全な敘説については、第八章第四九及五一表を参照。

二つの系列を比較してみると(第五十六圖表)、それらの大體の運動は略々似てゐるが、生産のそれは積載貨車數のそれよりも遙かに圓滑である、といふことが看取されるであらう。他面において、積載貨車數は非常に季節的であることがわかる。そして、その小波動において、預金の流通速度に少くも遠い類似をもつやうに思はれる。積載貨車數の系列はまた、荒廢地方における建築活動を自働的に計入する。全體として、それは生産の指數よりもより良好な取引數量の尺度をなす。しかし不幸にして、それは一九二二年一月以前の資料については編纂されてゐない。以下の分析においては双方の系列が用ひられるであらう。

フランスについては、 V' は實際値での推定は不可能である。しかし、かなり満足な指數は算出できるやうに思はれる。一九一七年八月を以つて始まる各月につき、パリの手形交換高の系列(問題の期間中における交換所加入銀行の數の變化を考慮して是正されたもの)^(註十二)の各項を、小切手使用可能な銀行預金の總高の系列^(註十三)の對應項で除することによつて、一の指數が算出された。この場合分母の方は大きさが恐らく略々正確であるのに反して、分子の方は小切手による支出總額の單に一小部分に過ぎないことが明かであるから、得られた商は必然的に求められる速度の實際値よりも遙かに小である。しかし、かくして得られた系列の運動は預金の流通の實際の速度の系列と極めて密接に照應すべき筈である。それゆゑ、それは單に指數として使用されるであらう。

第五十七圖表
フイツシャー交換方程式



(註十二) この是正の方法の詳細については、上述三一九—三二〇頁を参照。

(註十三) この系列の作製は、上述三一九—三二二頁を参照。

最後に、 V' については、指數さへ、直接に求める方法はないやうに思はれる、尤も、その運動は V の運動に少くも遠い相似をもつものとして恐らく間違ひはないであらう。しかしこの相似が事實上如何に遠いものであるかは、以下議論の進行と共に推定されるのであらう。

交換方程式を構成する諸々の量を現はす系列の運動は附隨のグラフ(第五十七圖表)に描かれてゐる。

最初に先づ物價(P)と流通高(M)との比較を行ふことにする。總流通高と物價との比較におけると同じく、兩系列の長期的運動は著しく相似であることが氣付かれるであらう。^(註十四)これに反して、短期の運動は非常に異つてゐる、即ち物價のそれは貨幣流通高のそれよりもより頻繁であり

且遙かにより際立つてゐる。兩系列の一般的運動における著しい相違は、一九一九年五月から一九二一年五月に互る期間と、今一つ一九二二年十二月から一九二四年四月に至る期間に見出される。これらの期間中の前者においては物價は最初急に大に上昇し、次いで殆んど同じ速度で以前の水準まで低落したが、期間の大部分においては流通貨幣量は殆んど不變に止つた。後の期においてもまた兩系列の運動には著しい相異が現はれた、しかしそれは一九二四年の春以後は大に低減するに至つた。

(註十四) 兩系列の長期的運動の相似は對數曲線において

一層明瞭である(第五十八圖表)

兩系列の運動におけるこれらの重要な相異は、何によつて説明されるか? それを發見するためには爾餘の系列特にM'のそれが勘考されねばならぬ。開戦後はじめて諸々の系列が正常状態に近づき始めた最初の時期である一九一六年の一月から後は、預金高は一般に物價及流通貨幣高と相似の運動をなしたことが氣付か

第八十五表

(續き)

| | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 37133 | 35653 | 35940 | 37429 | 39616 | 49388 | 50822 |
| | 37028 | 35371 | 36245 | 37965 | 39892 | 49761 | 50287 |
| | 37383 | 34532 | 36378 | 39020 | 39992 | 50292 | 50412 |
| | 37431 | 34977 | 35738 | 38924 | 41762 | 50784 | 50740 |
| | 37423 | 34894 | 35546 | 38503 | 41743 | 51445 | 50330 |
| | 36744 | 35042 | 35849 | 38765 | 42010 | 51753 | 50607 |
| | 36161 | 35240 | 36089 | 39152 | 43171 | 54642 | 51196 |
| | 36033 | 35271 | 36271 | 39074 | 43652 | 53797 | 51232 |
| | 36171 | 35793 | 36726 | 39439 | 44447 | 53187 | 52303 |
| | 36344 | 35884 | 36830 | 39560 | 45569 | 53198 | 53710 |
| | 35556 | 35009 | 36319 | 36517 | 46945 | 51943 | 53432 |
| | 35707 | 35549 | 37035 | 39734 | 48823 | 55914 | 54991 |

第八十五表

M

(百萬フラン單位月末、推定數)

| | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 | 1920 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一月 | 5594 | ..... | 13648 | 17088 | 22833 | 31374 | 36863 |
| 二月 | 5433 | ..... | 14085 | 17619 | 23656 | 32072 | 37109 |
| 三月 | 5413 | ..... | 14637 | 18190 | 24849 | 33352 | 36819 |
| 四月 | 5475 | 11330 | 15068 | 18710 | 26035 | 33528 | 36547 |
| 五月 | 5482 | ..... | 15225 | 19095 | 26713 | 33654 | 37105 |
| 六月 | 5552 | 11895 | 15495 | 19523 | 28190 | 33932 | 36764 |
| 七月 | ..... | ..... | 15851 | 19902 | 28758 | 34392 | 36916 |
| 八月 | ..... | ..... | 16136 | 20139 | 39044 | 34520 | 37125 |
| 九月 | ..... | 13100 | 16474 | 20665 | 29502 | 35187 | 37880 |
| 十月 | ..... | ..... | 16379 | 21375 | 30271 | 36139 | 38274 |
| 十一月 | ..... | ..... | 15712 | 22084 | 28682 | 36764 | 37967 |
| 十二月 | 9833 | 12991 | 16439 | 22007 | 29860 | 36585 | 36646 |

*「選擇」月末流通高資料より計算。第九表脚註参照。

れるであらう。併し、一九一九年の初葉から預金高は、それに照應する物價の騰貴に殆んど六ヶ月だけ先行しながら、急速に上昇し始めた。他面、流通貨幣高は、曩に見た如く、物價の運動には何等の明かな關係なく、また預金のそれには比較的僅かの關係をもつて、それほど急激でない上向の趨勢を繼續した。次に、物價がその急落を始めた一九二〇年の五月からは、M'は最初僅かばかり上昇し、爾後二ケ年間殆んど水平に動いたが、Mの方はその從來の水準を今一ケ年間繼續した。このやうな運動の結合は確かに最も異常であり、現在のいづれの貨幣學說にも殆んど等しく當て嵌らないやうに思はれる。預金の流通速度(V)の運動の研究も毫も説明に資しないやうに思はれる。豫想され得べかりし如く、同系列は一九一九年末及一九二〇年初のブームの期間中著しく上昇したが、不思議にも、それ

第八十七表

V'

(推定月次指数)*

| | 1917 | 1918 | 1818 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 一月 | ..... | .30 | .31 | .50 | .66 | .48 | .69 | 1.24 | .80 | .91 | .67 |
| 二月 | ..... | .31 | .29 | .50 | .57 | .46 | .72 | 1.21 | .83 | .92 | .61 |
| 三月 | ..... | .36 | .34 | .63 | .61 | .51 | .78 | 1.52 | .98 | 1.19 | .53 |
| 四月 | ..... | .28 | .36 | .63 | .63 | .38 | .69 | 1.17 | .94 | 1.09 | .54 |
| 五月 | ..... | .41 | .38 | .58 | .62 | .47 | .62 | 1.13 | .80 | 1.13 | .54 |
| 六月 | ..... | .30 | .37 | .59 | .64 | .45 | .70 | 1.04 | 1.04 | 1.13 | .48 |
| 七月 | ..... | .25 | .37 | .59 | .44 | .51 | .70 | .82 | .85 | 1.22 | .46 |
| 八月 | .20 | .26 | .34 | .59 | .51 | .51 | .73 | .79 | .70 | 1.03 | .50 |
| 九月 | .19 | .27 | .43 | .55 | .60 | .48 | .65 | .81 | .67 | .96 | .42 |
| 十月 | .25 | .25 | .43 | .58 | .45 | .55 | .87 | .83 | 1.09 | .98 | .48 |
| 十一月 | .23 | .27 | .43 | .64 | .51 | .74 | .84 | .72 | 1.12 | 1.13 | .52 |
| 十二月 | .24 | .28 | .52 | .69 | .55 | .60 | .76 | .94 | 1.20 | .99 | .51 |

* 本文三二四頁参照。

も同年においてより大であつたことが知られるであらう。この形態の政府債務は同年中に二百五十二億だけ實際に増加した。更にまた、同期間(一九一九年末及一九二〇年初)中には、物價が急騰しつゝあつたのみでなく、事業活動が高く且つ増加しつゝあつたことが記憶されるであらう。かくして、一見新たな矛盾——しかしそれは分析が進むにつれて消失する矛盾である——が生ずる。この場合の如く物價の急騰を伴ふ事業のブームに取つて、同時に佛銀による放出額よりも著しく多額の資金が國庫によつて吸収されてゐながら、金融されるといふことは、抑々如何にして可能であつたか。(註十五) これらの資金の實に非常に大きな部分は佛銀券であつたといふことが記憶されるべきである。

事の次第と思はれるのはかうである。國家への貸上を通して、フランス銀行は絶えず巨額の資金を放出しつ

第八十六表

M'

(百萬フラン單位月末推定數)*

| | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 一月 | 10 | ... | 7 | 8 | 11 | 14 | 24 | 26 | 26 | 28 | 30 | 30 | 41 | 45 |
| 二月 | 11 | ... | 7 | 9 | 11 | 14 | 26 | 26 | 26 | 27 | 31 | 30 | 41 | 47 |
| 三月 | 11 | ... | 7 | 9 | 11 | 14 | 25 | 25 | 25 | 27 | 31 | 30 | 40 | 50 |
| 四月 | 11 | 7 | 7 | 10 | 12 | 15 | 26 | 26 | 27 | 27 | 30 | 30 | 41 | 49 |
| 五月 | 11 | ... | 7 | 10 | 12 | 16 | 27 | 27 | 26 | 28 | 30 | 32 | 43 | 50 |
| 六月 | 10 | 7 | 8 | 10 | 12 | 17 | 26 | 25 | 27 | 28 | 30 | 33 | 44 | 49 |
| 七月 | ... | ... | 8 | 10 | 13 | 18 | 26 | 26 | 27 | 28 | 31 | 35 | 46 | 50 |
| 八月 | ... | ... | 8 | 11 | 13 | 19 | 26 | 25 | 26 | 28 | 32 | 35 | 45 | 52 |
| 九月 | ... | 7 | 8 | 11 | 14 | 20 | 27 | 25 | 27 | 30 | 30 | 37 | 44 | 48 |
| 十月 | ... | ... | 7 | 11 | 15 | 21 | 27 | 27 | 27 | 28 | 30 | 37 | 46 | 49 |
| 十一月 | ... | ... | 8 | 11 | 13 | 22 | 28 | 26 | 26 | 28 | 31 | 38 | 44 | 51 |
| 十二月 | 7 | 7 | 8 | 11 | 13 | 23 | 26 | 26 | 27 | 29 | 31 | 39 | 44 | 52 |

* 本文三一九—三二二頁参照。

は一九二一年の六月まではこれといつた低下を示さなかつた。Vは、他面において、最も確かに、遙かにより早くから低下した。ケインズの方程式を用ひての同じ資料の分析(第十二章)において、kの運動は明かに、一九二〇年四月乃至一九二一年五月の期間中におけるVの大きさの低減を指示してゐる。しかし、謎の解釋は他に求められねばならない。この研究の非常に多くの餘餘の問題の場合と同じく、その解釋もまた政府の財政と、國庫、諸銀行及佛銀の間の異常の關係とのうちに見出されるのである。

佛銀の國家貸上金の系列を参照すると、一九一九年中それは非常に急速に上昇し、その總増加額は同年度において合計八十四億フランの巨額に達したことがわかるであらう。加之、左掲の表から、短期國庫證券現在發行高の純増加は全期中の他のどの年におけるより

あつたが、それらの資金は政府によつて急速に費消された。これらの資金は、費消されるや否や、自然大部分は銀行に流入した。物價の騰貴がまだ始まらないで事業が一時沈衰してゐた一九一九年の前半には、特にさうであつた。かくして預金された資金は——公衆の手中にあつた或る他の資金もさうであつたが——早速短期の國庫證券の購入に使用された。従つてそれら證券の發行は——曩に銀行の預金の場合にさうであつた如く——非常に増加し始めたのである。しかし如何にして金額のつじつまを合せるか？ 國家貸上金の形でフランス銀行によつて放出された資金は僅か八十四億であり、銀行に預金されたのは約百億であつたのに、短期國庫證券の増加は二百五十二億であつた。答へは、右の分析を一步進めれば明白である。政府證券に對する拂込金として國庫によつて收納された資金は、再び大部分費消され、再び少くも一部は銀行に流入し、そして、それらが事業上の借手によつて需要されなかつた限り、再び國庫證券の購入に使用され、かくして再び循環を始めることになつたのである。かくして單に佛銀の國家貸上金額に對する預金額の超過、および預金額に對する短期國庫證券増加額の超過のみではなく、更に、絶えず騰貴しつゝある物價において擴大された取引數量を金融するために使用された資金の出所もまた解明される。のみならず、物價の下落が始ま

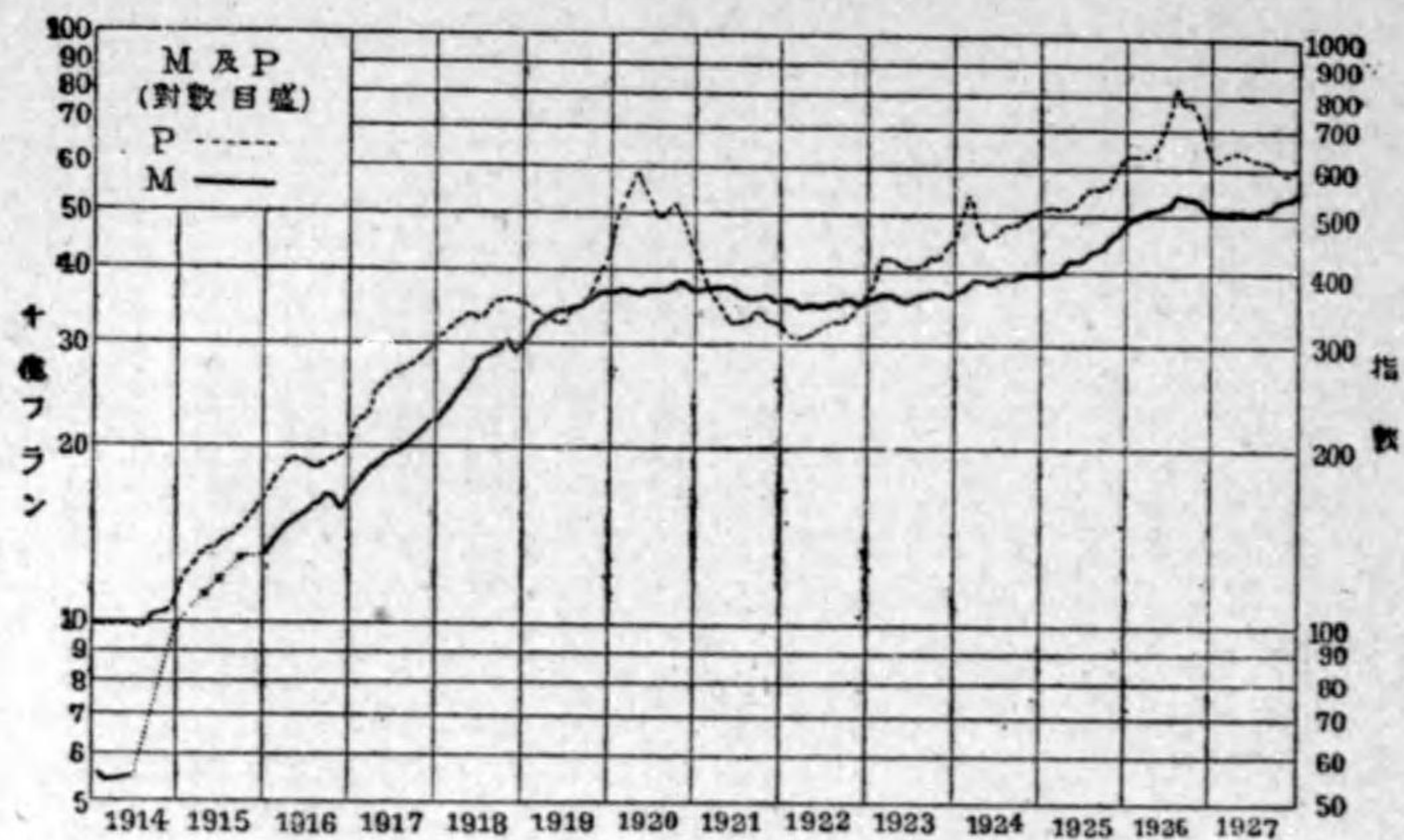
第八十八表
國防證券及其他の短期國庫證券の發行の對償還年次超過額*
(百萬フラン單位)

| | | | |
|------|-------|------|--------------------|
| 1914 | 1619 | 1921 | 13049 |
| 1915 | 5387 | 1922 | -1291 ^a |
| 1916 | 5612 | 1923 | -1350 |
| 1917 | 6933 | 1924 | -1312 |
| 1918 | 3318 | 1925 | -8279 |
| 1919 | 25183 | 1926 | 1196 |
| 1920 | 6261 | 1927 | ..... |

^a 負記號は償還の超過を示す。
* 出所：G. Lachapelle, L'Évolution de la Circulation, etc., (Société d'Étude et d'Informations Économiques, 1926 and 1927).

三三〇

第五十八圖表



つた後に、そして事業活動が低下するに至つた後に、何故預金が減少しなかつたかもまた理解される。けれど事業によつて解放された資金もまた、いつもの如く、銀行に流入し、そして、より以上の事業上の借入の要求がなかつたので、短期國庫證券の購入額を膨脹し続けたのである。かくして、最も深刻な不景氣の年であつた一九二一年には、短期國庫證券現在發行額の増加は——一九二〇年における六十三億の増加及一九二二年における十三億の減少に對し——百三十億に上つたのである。

(註十六) この期間中長短期いづれの國債も増加してゐたのであるから、もし收納された資金が現金支出のために必要とされなかつたとすれば、佛銀からの貸上は要請されなかつたであらう。

残る所は、一九二二年の暮に現はれた物價と流通貨幣量との運動の相異の説明である。この目的のために、並びに兩系列の運動の間の若干の他の關係を明かにするために、各系列

○諸項の對數が作圖され比較された(第五十八圖表)。

一見直ちに、一九一五年の暮から始まつて一九一八年の十一月まで大した中斷なしに繼續した長い物價急騰の期間の大部分に亘り、物價が流通貨幣量よりもより急速に増進する執拗な傾向があつたことが氣付かれるであらう。同じ傾向は、一九二二年の暮から一九二六年の央に至る今一つの長い物價急騰の期間、並びに既に論じた一九一九年の央から一九二〇年の四月に至る期間においても同様に看取され得るであらう。これに反して、物價低落の期間においては、物價は概して流通貨幣量よりもより急速に低落するやうに思はれる。

これらの相對的な運動を解釋するために、交換方程式をもつと便宜な形に變へてみよう。いま

$$\frac{M}{V} = K \quad (K \text{ は不變ではない。その大さは } 89 \text{ 歳に據つてある。})$$

とせよ。然るとき交換方程式は次の如くに書かれ得るであらう。

$$MV + KMV' = PV$$

$$\text{或は } M(V + KV) = PV$$

$$\text{或は } M = \left(\frac{V + KV'}{V} \right) P$$

方程式をこの形にしてみると、もし括弧内の量、即ち $\frac{V + KV'}{V}$ が不變であるならば、M、P間に正比例關係が存するといふことがわかるであらう。換言すれば、PはMに比例して變動する、若くはMはPに比例して變動する——これ取りも直さず、因果關係をもたない數量説の假説である。それゆゑ、如何なる條件の下にこの意味深長な量が

不變に近づくか、そして——これは今問題としてゐる物價と貨幣流通高との運動の解釋には更に一層重要な點であるが——如何なる條件の下にそれが減少し如何なる條件の下にそれが増加するかを攻究することが興味あるものとなる。

この量が常に正であり、且常に一よりも大きいといふことは、一見明白である。従つて、もしそれがその通常の大きさ以上に増加するならば、物價は最早や流通貨幣量に對するその從來の比例を保たないで、より緩漫に上昇し、若くはより急速に低下するのであらう。これに反して、もしそれが減少するならば、Pはそれに應じて、Mよりもより急速に上昇し、そしてより緩漫に低下するであらう。この命題は、方程式の兩邊を左式の如く對數の形にすれば、恐らくより容易に理解され得るであらう。

$$\log M = \log P + \log \frac{V + KV'}{V}$$

もし $\frac{V + KV'}{V}$ が不變であれば、方程式は次の形で書かれ得るであらう。

$$\log M = \log P + \log c; \quad c > 1$$

これは、 $\log M$ 系列が常に $\log P$ 系列の上位の一定の距離であり、爾餘の點では兩系列の運動は正確に相似である、とSとを意味する。しかし、もし $\frac{V + KV'}{V}$ が不變でなくて増加しつゝあるときは、 $\log M$ 系列は $\log P$ 系列から次第にその差を増加しながら離れて行くであらう。言葉を変へて云へば、MはPよりも絶えずより急速に増加し若くは絶えずより緩漫に低減するであらう。もし反對に $\frac{V + KV'}{V}$ が減少しつゝあるならば、 $\log P$ 系列は

上位の $\log M$ 系列に絶えずより接近するであらう。別の言葉で言へば、PはMよりも絶えずより急速に増加し、若くは絶えずより緩慢に低減するであらう。

(註十七) 絶対量としてはM系列の諸項はP系列のそれよりも常に遙かに大である、といふことが記憶されねばならない。

(註十八) 註十七を見よ。

それゆゑ $\frac{T}{V+KV}$ なる量の分析的研究をなすことが肝要である。

不幸にして、この中に含まれてゐるすべての量の絶対的な大きさはKを除く外は、全然知られてゐない。しかし、これだけのことは知られてゐる、即ちTは非常に大きく、確かに、一九一三年の物價で何千億フランにも相當する貨物の數量を表はすといふこと、これに反して、V及V'に、恐らく十五以下でもなければ三十以上でもなかつたであらうといふこと。またKは、M'の系列の各項をMの系列の對應項で除して算定した所によれば、少くも一九一五年の初めから一九二六年の終までは、常に一よりも小であつた(第八十九表^(註十九))といふことがそれである。

(註十九) Vはアーヴィング・フィッシャーによつて合衆國について屢々推定された(一九一一年乃至一九一三年の American Economic Review の六月號における彼れの例年の論文を見よ)。これらの推定は通常二〇と二五との間であつた。合衆國におけるV'はもつと最近ニュー・ヨーク聯邦準備銀行のランドルフ・バーヂェスによつて算定された。(Randolph Burgess, "Velocity of Bank Deposits," Journal of the American Statistical Association, June 1925) 彼れの多年に亘るV'についての推定は約三〇であつた。更に最近に、合衆國における銀行預金の速度についての一層信頼し得ると思はれる推定が、ヘズリー・シー・ミッチェル教授によつてその著 Business Cycles, the Problem and its Setting (New York, National

Bureau of Economic Research, 1927) のうちで行はれた。彼れの推定によればこの速度は一年につき約二五から略ぼ二九まで變化する。

周知のフランス國民の退職辭のために、V及V'はいづれもフランスにおいては合衆國におけるよりも恐らくより低い平均をもつであらう。

(註二十) この推定は一九一六年より前は信頼し得ない。銀その他の鑄貨の流通量を正確に決定することが不可能なために、Mの算定に際してそれらに對する斟酌は全然なされなかつた。期間の後半においては、諸事情の極めて異常な結合が非常に巨額の預金を生ぜしめた、従つて、それに基づく高い比率を解釋する場合注意の必要がある。

然らば、問題の期間中のフランスにおける $\frac{T}{V+KV}$ の大きさの不變性又は可變性については何が言はれ得るか？ 確かに、想像を逞しうする迄もなく、V——指數をもたない唯一の因子——は分數を不變に保つやうに動いてゐるものと考へることができる。事實、ケインズ貨幣方程式を利用しての資料の分析(第十二章)から、Vの運動は、通常はV'のそれに相似であるが、時にはより大であつたといふ、殆んど完全に決定的な證據があがつてゐる。(この證據は後の第十二章において論ぜられるのであらう。) 問題は、それゆゑ、右の分數の運動の不變性からの離反の大きさ及方向を發見する試みによつて着手されるであらう。分數中に含まれてゐる諸量の大きさの次序についての上記の推定は、各々(Vを除く)の指數と結び合されて、全體としての分數の運動に確かに或る光明を投すべき管である。仕事はV'及Tの長期趨勢間に現はれてゐる殆んど正確な相似によつて容易ならしめられる。

一九一五年の暮から一九一八年の初葉にかけての物價急騰期においては、Tは恐らく大して増加せず、そしてK

は殆んど不變に留つたのに反して、V及V'は漸次に増加したことが分析並びに統計的證據^(註二十一)によつて示されてゐるか、確かに、この期間においては、分數 $\frac{V}{V+K'V}$ は減少することが豫期されるであらう。すなはち、この期間における $\log P$ 系列のより急速な上昇は豫期され得べきことであつたのである。更に、一九一八年五月後に物價の上昇の速度が減するに至り、そして貨幣及預金の速度が下轉するや否や、 $\frac{V}{V+K'V}$ は(取引數量の異常の低減がない限り)必然的に増加するであらう。當時における兩曲線の接近の傾向は、かゝる増加が實際に生じたことを示すものである。最後に、一九二二年の央ばから現はれて一九二六年の七月まで繼續した兩對數曲線の繼續的接近並びに其後におけるそれらの分離の傾向の説明は直ちに明瞭になる。一九二六年七月前の期間はやはり、物價が急騰し、Vが明かに増加し、^(註二十三) V'が緩漫に増加すると同時に、Tが上方に、そしてほとゞV'と同じ割合で動いた時期であつた。それゆゑ、この期間においては $\frac{T}{V+K'V}$ は幾分減少したといふことが——それは分析から豫期され得べかりし事實であるが——明かなやうに思はれる。その結果として、物價は流通貨幣量よりもより急速に上昇したのである。

(註二十一) Vの算定値以外の統計的證據は、次章に取扱はれてゐるケインズの貨幣方程式の中のK及K'の運動において見出される。K及K'の低下は——そこで論ずるであらう如く——殆んど常にV及V'の照應の上昇を意味する。

(註二十二) 當時におけるこの低減は非常に大きくなかつたといふことは、決して確かではない。この時期は戦争の最大の危機と一致したことが記憶されるであらう。

(註二十三) 第六十二圖表におけるKのグラフを見よ。

$\frac{T}{V+K'V}$ の大さの時系列を製作するに必要な資料がないので、P及Mの運動の詳細な分析にこの分數を用ひることは恐らく不當であらう。しかしかういふことは指摘され得るであらう、即ち、一九一九—一九二〇年の物價上昇期における兩對數曲線の分離は、 $\frac{T}{V+K'V}$ における豫想され得べかりし疑ひのない著減と完全に一致する性質のものであつた。同様にまた、一九二〇年四月乃至一九二二年二月の中間期間における貨幣流通量よりもより急速な物價の低落、並びにその後におけるより急速な上昇は、かゝる甚だしい動搖の時期において容易に豫想され得べき分數の運動と正確に符合するのである。

しかし、今や、詳細の點についで多くの事柄が明かにされて來たから、こゝらで概括的に論じた方がよいかと思はれる。そのゆゑ、

$$M = \left(\frac{T}{V+K'V} \right) P$$

の形における交接方程式を觀察してみよう。因果關係をもたない數量説の支持のための必要にして十分なる條件は $\frac{T}{V+K'V}$ が不變なることである、といふことは、曩に他の關係において言及した如く、直ちに明白である。物價が緩漫にしか變化してゐない平穩な時期においては、この分數は場合によつては——即ち、安定そのものの結果として普通生ずると思はれる取引の増加がない場合には——不變に近づくであらう。物價が急激に、或はかなりの速さでさへ、騰貴してゐる時期には、それは確實に減少し、そして物價低落の時期には等しく確實に増加するといふことは、曩の比較によつてフランスの戦後の期間につき明白に示されてゐる。實際——少くも近年のフランスにつ

第八十九表

$$\frac{M'}{M}$$

(月末資料の推定比)*

| | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 一月 | 1.79 | ..... | 0.51 | 0.47 | 0.48 | 0.45 | 0.65 | 0.70 | 0.73 | 0.78 | 0.80 | 0.76 | 0.83 | 0.89 |
| 二月 | 2.02 | ..... | 0.50 | 0.51 | 0.46 | 0.44 | 0.70 | 0.70 | 0.74 | 0.74 | 0.82 | 0.75 | 0.82 | 0.93 |
| 三月 | 2.03 | ..... | 0.48 | 0.49 | 0.44 | 0.42 | 0.68 | 0.67 | 0.72 | 0.74 | 0.79 | 0.75 | 0.80 | 0.99 |
| 四月 | 2.01 | 0.62 | 0.46 | 0.53 | 0.46 | 0.45 | 0.71 | 0.69 | 0.77 | 0.76 | 0.77 | 0.72 | 0.81 | 0.97 |
| 五月 | 2.01 | ..... | 0.46 | 0.52 | 0.45 | 0.48 | 0.73 | 0.72 | 0.75 | 0.79 | 0.78 | 0.77 | 0.84 | 0.97 |
| 六月 | 1.80 | 0.59 | 0.52 | 0.51 | 0.43 | 0.50 | 0.71 | 0.68 | 0.77 | 0.78 | 0.77 | 0.79 | 0.85 | 0.99 |
| 七月 | ..... | ..... | 0.50 | 0.50 | 0.45 | 0.52 | 0.70 | 0.72 | 0.77 | 0.78 | 0.79 | 0.81 | 0.84 | 1.02 |
| 八月 | ..... | ..... | 0.50 | 0.55 | 0.45 | 0.55 | 0.70 | 0.69 | 0.74 | 0.77 | 0.82 | 0.80 | 0.84 | 0.94 |
| 九月 | ..... | 0.53 | 0.49 | 0.53 | 0.47 | 0.57 | 0.71 | 0.69 | 0.75 | 0.82 | 0.76 | 0.83 | 0.83 | 0.94 |
| 十月 | ..... | ..... | 0.43 | 0.51 | 0.50 | 0.58 | 0.71 | 0.74 | 0.75 | 0.71 | 0.76 | 0.81 | 0.86 | ..... |
| 十一月 | ..... | ..... | 0.51 | 0.50 | 0.45 | 0.60 | 0.74 | 0.73 | 0.74 | 0.77 | 0.78 | 0.81 | 0.85 | ..... |
| 十二月 | 0.71 | 0.54 | 0.49 | 0.50 | 0.44 | 0.63 | 0.71 | 0.73 | 0.76 | 0.78 | 0.73 | 0.80 | 0.86 | ..... |

* 本文三三四頁参照。

いは、そして恐らくはすべての近代的國家について、一般にかう言ふことができるであらう、曰く、物價が可成りに騰貴し、そして可成りの期間に亘つて騰貴し続ける場合には、その騰貴は貨幣流通高の増加よりも比例的により大であるであらう。また、物價が可成り低落し、そして可成りの期間に亘つて低落し続けるときは、その低落は流通貨幣量の減少よりも比例的により大であるであらう。

それゆゑ、もし大蔵大臣が戦争その他の冒険事業の通貨インフレーションによる金融に着手するならば、彼れはかう確信して決して間違ひないであらう、即ち、それに因つて生じる物價の騰貴、並びにかゝる騰貴のすべての重要な結果は、それに伴ふ貨幣流通高の増加に比例的であるよりもつと大きいであらう。更に、一般的に、M'/Mの比に生じ得ると思は

れる變化の小なる點を勘考すれば、物價の騰貴は使用資金總額の増加に比例的であるよりもつと大きいであらう、といふことが、確信をもつて附け加へられ得るであらう。

預金及其の速度の系列に關しては、數言議論を附け加へて置かねばならぬ。フランスの諸銀行における預金は、合衆國における要求拂預金と同視されてはならない。それは小切手の使用を許されてゐる預金であるが、その大部分は小切手を現金化する預金者によるほかに振當てられない。のみならず、それはアメリカに比すれば、顧客に對する貸付と見合ひに創設される部分が遙かに少い。銀行の實業關係の顧客の多くは貸越契約に基く信用範圍の過振によつて日常の借入れを行ひ、従つて預金は、現金及現金手形が引出額以上に銀行に持ち込まれる限りでのみ、彼等の勘定に現はれる。更にまた、今迄既に度々指摘した如く、預金の非常に大きな部分は屢々事業貸付以外の政府債に投ぜられる。實際、或點においては、それは商業預金よりもむしろ貯蓄預金に類似してゐる。近年それは非常に屢々不景氣の時期に、遊資が銀行に流れ込んだために増加したが、事業活動が増加し物價が騰貴する時期には恐らく減少するであらうといふことは、少くも想像され得ることである。

V'はフランスの要求拂預金の特異性によつて當然影響される。それゆゑ、問題の期間中におけるその大きな變動は恐らく正常なものからは遠かつたであらう。一九二四年三月の非常に高い尖頭は、疑ひもなく、同月及先行數ヶ月間の爲替投機に伴ふ多額の取引及清算の結果であつた。これらの尖頭は——猛烈な株式投機の期間に合衆國の同

種の資料に現はれてゐるものもさうであるが——その原因をなしてゐる投機取引の遂行に用ひられる預金の高い速度を考慮しないと誤解の虞れがある。

(註二十四) ニュー・ヨークにおいて株式投機に用ひられた資金の流通速度の算定については、James Harvey Rogers, Stock Speculation and the Money Market (Columbia, Missouri, Lucas Brothers, 1927) 参照。

右の分析においてVの指数は絶えず或る疑念をもつて使用された。その運動の多く(例へば、一九二〇年の最後の三分二及一九二一年の前半における運動の如き)が、分析から豫期され得べかりしもの反對であつたのみでなく、それらはまた、文章に論ずるよ及Vの運動によつて指示されるものからも屢々異つて現はれた。また一九二四年の三月については、Vの大きさを同月の推定指数によつて指示されるものとみることは——外國爲替の投機取引とそれらの處理に關聯するフランスのあらゆる操作とが等しくTのうちに包含されない限り——不當であらう。のみならず、Vの直接の推定は不可能と思はれたために、Vの指数がVのそれをも代表するために用ひられた。従つて、Vに含まれるすべての誤謬は當然廓大されるであらう。それゆゑ、Vの指数を分析の肝要な部分に使用する前に、それに含まれる誤謬を推定することが望ましいと思はれた。そこで

$$MV + M'V' = CPT$$

の形で最後に書かれた交換方程式において、Vの代りにV'が置き換へられ、方程式は次の形になつた、
 $MV' + M'V = CPT$ (變化した補償因子はCで現はされてゐる)

次にCの値についての計算が次の式からなされた、

$$C = \frac{V(M+M')}{PT}$$

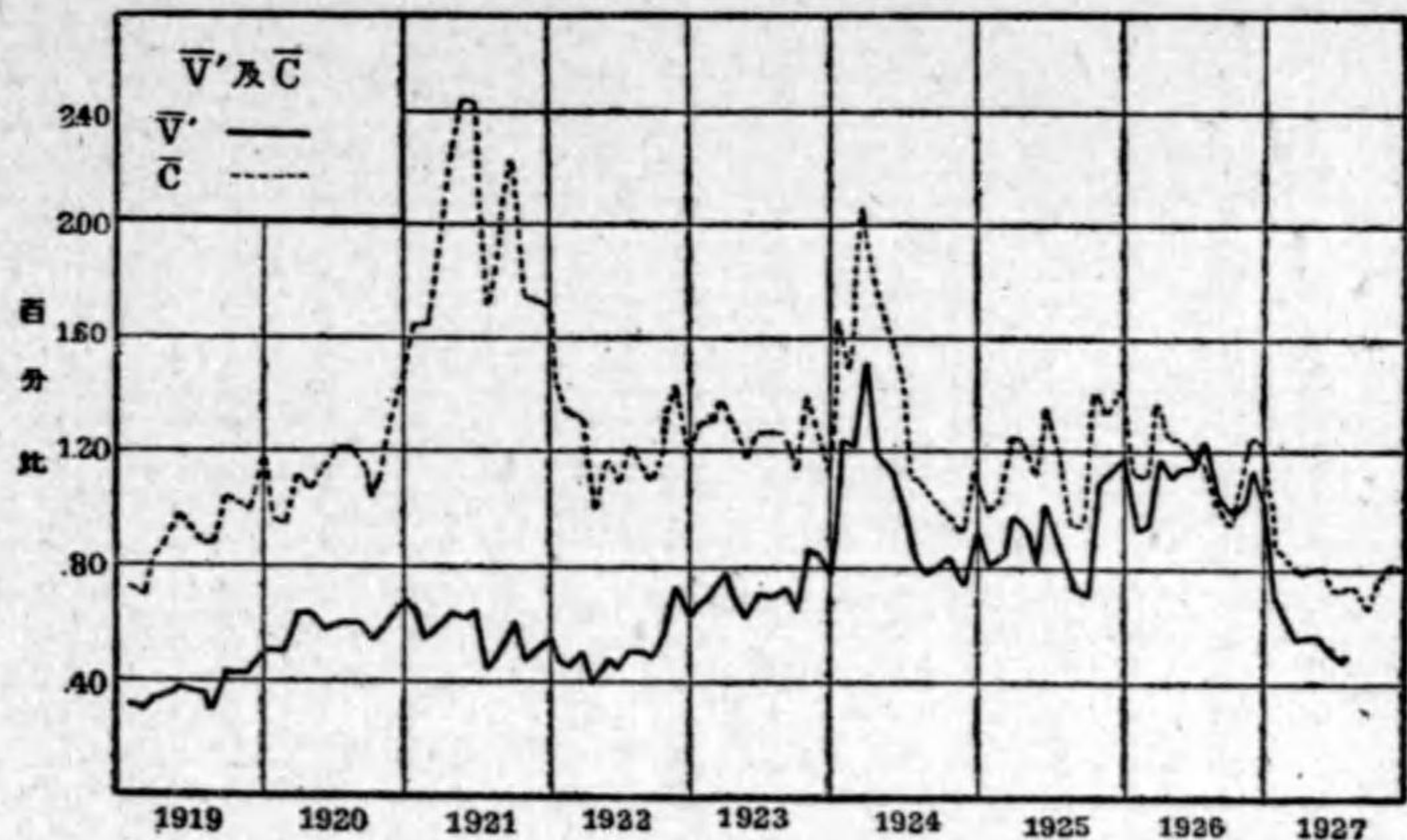
もしすべての推定指数がそれぞれの量の大きさの眞の指標であり、且その上に、諸系列相互間に遅れがないならば、^(註二十五)Cは不變數たるであらう。ところがそれが實際に如何に不變から遠いかは、附隨の表(第九十表)から知られ得る。それゆゑ、諸系列中の少くも一の使用に相當大きな誤謬が含まれてゐることが明かである。

(註二十五) このうちにはまた、支拂が購買と同時になされないことから生じる方程式の不正確さも含まれてゐる。(この原稿の執筆の後に、ここに述べた所見の多くはウヰズリー・シー・ミツチェル教授によつてその著 Business Cycles, the Problem and its Setting, pp. 130-133のうちに美事に述べられてゐることが発見された。重要なのは未拂購買繰越額の月々の差のみであるが、しかし或種の時期においては、この差は方程式の均

第九十表
C

| | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 一月 | .71 | .96 | 1.65 | 1.43 | 1.30 | 1.66 | .98 | 1.10 | .88 |
| 二月 | .69 | .94 | 1.64 | 1.34 | 1.30 | 1.48 | 1.03 | 1.08 | .83 |
| 三月 | .84 | 1.10 | 1.92 | 1.32 | 1.40 | 2.05 | 1.24 | 1.38 | .77 |
| 四月 | .89 | 1.06 | 2.21 | 1.00 | 1.27 | 1.76 | 1.23 | 1.23 | .80 |
| 五月 | .97 | 1.13 | 2.43 | 1.16 | 1.18 | 1.62 | 1.07 | 1.23 | .81 |
| 六月 | .92 | 1.19 | 2.43 | 1.09 | 1.26 | 1.49 | 1.37 | 1.16 | .73 |
| 七月 | .87 | 1.21 | 1.69 | 1.21 | 1.25 | 1.12 | 1.14 | 1.16 | .72 |
| 八月 | .86 | 1.16 | 1.92 | 1.15 | 1.25 | 1.07 | .93 | 1.03 | .75 |
| 九月 | 1.10 | 1.04 | 2.22 | 1.09 | 1.11 | 1.02 | .92 | .93 | .65 |
| 十月 | 1.05 | 1.11 | 1.72 | 1.18 | 1.41 | .99 | 1.42 | 1.00 | .77 |
| 十一月 | 1.02 | 1.35 | 1.72 | 1.44 | 1.26 | .89 | 1.35 | 1.23 | .82 |
| 十二月 | 1.18 | 1.48 | 1.68 | 1.18 | 1.12 | 1.13 | 1.41 | 1.22 | .79 |

第五十九圖表



三三二

衡を全然破壊するに足るほどの大きに達しないとは云はれない。
 \bar{C} を作圖してみると、この新たな系列の運動は \bar{V} のそれと非常に密接に照應してゐることが直ちに明かになる(第五十九圖表、 \bar{V} 及 \bar{C})。それからまた、 \bar{V} の指數が特に豫想外の動き方をした一九二二年においては、 \bar{C} の値はその正常な水準以上に甚だしく増加し、かくして諸指數中の少くも一に非常に大きな誤謬があることを證明してゐる、といふことも氣付かれるであらう。今一つの非常に大きな誤謬は一九二四年の三月に示されてゐる、そしてそれは明かに \bar{V} における誤謬である。それゆゑ、爾餘の指數が如何に立派であるにしても、確かに \bar{V} の指數はそれが供せられてゐる二重の使用につき信頼され得ないといふことが、かなり明瞭なやうに思はれる。 \bar{V} についてなされた推定に大きな誤謬があつたか、さうでなければ、その指數を \bar{V} のその代りに用ひることが全く不當であつたか、いづれかである。一九二四年の二月及三月においては、 \bar{V} の推定方法の

三三三

結果として、 T に採用された値と全然相容れない値が生ずるに至つたことは明かである。しかし一般的には、 \bar{V} 系列の運動の特異性の大部分は M' 系列の異常な運動によつて説明され得るやうに思はれる、そして M' 系列の推定方法はその運動一般に確信を懐かしめる。爾餘の諸量の指數の推定における不正確は発見された非常に大きな誤謬の多くを生ぜしめることは到底できないであらう。^(註二十六)諸系列の運動の相互間の遅れもまた——それらは時に大きいことが示されたとはいへ——誤謬の苟くも大きな部分を説明することは恐らくできないであらう。それゆゑ、誤謬の非常に大きな部分は \bar{V} 系列の諸項を \bar{V} の運動を示すために用ひたことから生じてゐるものと考へられる。合衆國においては \bar{V} は疑ひもなく \bar{V} よりも遙かにより鋭く、且より大幅な、振動において運動する。恐らくそれはフランスにおいても、それほど大幅ではないであらうが、同様により鋭いであらう。もし更に——次章に論ずる \bar{V} からの k 及 k' の^(註二十七)重大な乖離は暫く措くとしても——問題の期間中における M' の異常な運動に注意するならば、二つの速度の間になほ他の差異があるだらうといふことは、普通の觀察力をもつた者には當然豫想され得ることである。
^(註二十六) 卸賣物價の指數を一般物價のその代りに使用することが或時期においてははかなり大きな誤謬を生ぜしめるといふことは認められてゐる。
^(註二十七) k 及 k' は次章において詳論すべきケインズの貨幣方程式中に使用されてゐる量を指す。
 それゆゑ、差し當り、 \bar{C} の異常な運動を生ぜしめた全誤謬は、 \bar{V} の指數についてなされた推定とそれらの推定を \bar{V} の運動の指標として使用したこととに基因するものと假定しやう。もしこの假定が正確に近いならば、誤謬の非

常に大きな部分を除去することができる。

\bar{C} の値の算出の基礎とされた方程式は次の形を取った、

$$M\bar{V} + M'V' = D\bar{P}\bar{T}$$

これから次の方程式が誘導される、

$$\bar{C} = \frac{V'(\bar{M} + M')}{P\bar{T}}$$

この方程式の両邊を \bar{C} で割れば次の結果を生ずる、

$$1 = \frac{V'}{\bar{C}} \frac{(\bar{M} + M')}{P\bar{T}}$$

即ち

$$\frac{V'}{\bar{C}} (\bar{M} + M') = P\bar{T}$$

故に、もし V 及 V' の兩者の指數として \bar{V} の代りに $\bar{V} = \bar{C}$ を用ひるならば、六つの量のうちの四つに指數を用ひた方程式は可變の因子の挿入なしに均衡するであらう。それゆゑ、 V 及 V' の兩者の指數として \bar{V} の代りに $\bar{V} = \bar{C}$ を用ひることにする。

しかし分析を進める前に、今得られた新たな指數がその代りに使用さるべき本來の量である所の、 \bar{V} の特質^(註三十八)を明かにしておく必要があるであらう。この目的を達するためには、最初の方程式

$$MV + M'V' = PT$$

及びこれを構成する六つの量のうちの四つにつき實際の大きさの代りに指數を用ひた方程式

$$M\bar{V} + M'V' = \bar{C}PT$$

* 譯者註 原本には $M\bar{V}$ の代りに $M\bar{V}$ とある。明かに誤記である。

に立ち歸る必要がある。これらの二つの方程式の一方においては實數が用ひられ、他方においては指數が用ひられてゐるので、それに基づく差異を斟酌するために第一の方程式の左邊に K を乗じ、それを第二の方程式の左邊に等し S と置くならば、等式は次の場合に、そして次の場合にのみ、成り立つことがわかる、

$$\bar{V}' = K \frac{MV + M'V'}{M + M'}$$

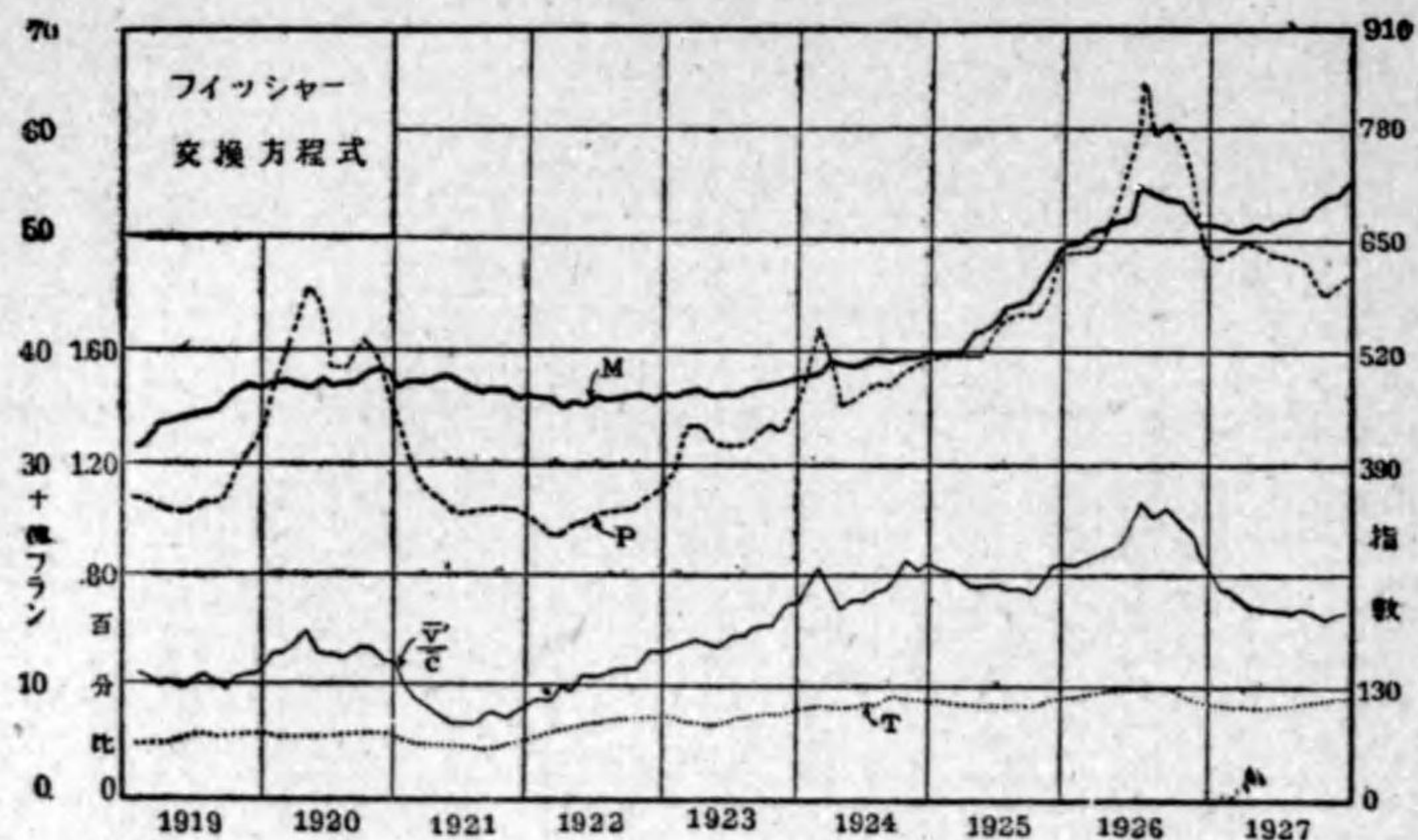
換言すれば、 V 及 V' の双方の運動の指標として二重の目的に使用されてゐる場合の \bar{V} は、 V は M により V' は M' によつて加重された V 及 V' の加重算術平均の指數である。

* 譯者註 原本には \bar{V} とある。明かに誤記である。

そこで、 $\bar{V} = \bar{C}$ の月々の系列を計算してその運動を慎重に注意した。

この系列は、多くの長所を備へてゐるとはいへ、一の著しい缺陷をもつてゐる。それはあまりに多くを成し遂げ

第六十圖表



の速度の指数の運動としては、それは恐らくあまりに平滑であり、その波動は幅及頻度において不十分であらう。しかしこの場合には貨幣の速度が、特にフランスにおいては重いウエイトをもつて、平均中に包含されてゐることを思へば、波動が幾分平滑化されるのはむしろ當然である。一二の異様な運動が現はれてゐる。例へば、物價が間斷なくしかし緩漫に低落し、そしてk及k' (第十二章) が共に増加しつゝあつた一九二二年十二月から一九二三年二月に至る期間に、訂正された速度の指数は緩漫な増加を示した。しかし、これについては、生産の數量が同時に急激に増加しつゝあつたことを注意しなければならぬ、そして、少くも合衆國においては、Vは屢々その小運動において取引の數量の變化に追従するといふことを想起すべきである。また、一九一九年の初葉においては、訂正された速度の指数の低下は物價のそれに比して餘りに急激に思はれる。しかし、同時に、k及k'はいづれも急

第九十一表

$$\frac{V'}{C}$$

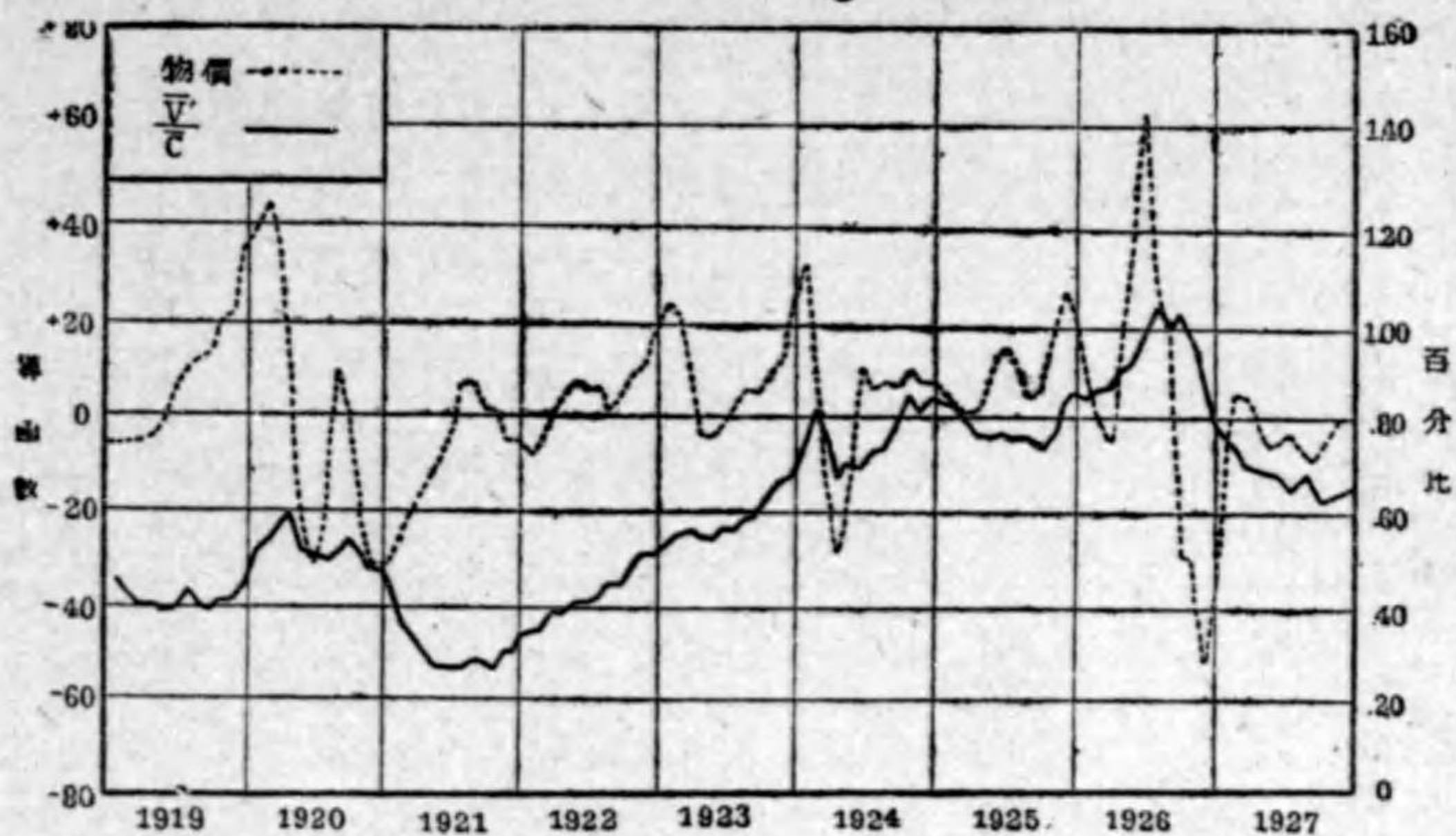
(貨幣及預金の結合速度の訂正月次指数)

| | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 一月 | .44 | .52 | .40 | .34 | .53 | .75 | .82 | .83 | .76 |
| 二月 | .42 | .53 | .35 | .34 | .55 | .82 | .81 | .85 | .73 |
| 三月 | .40 | .57 | .32 | .39 | .56 | .74 | .79 | .86 | .69 |
| 四月 | .40 | .59 | .29 | .38 | .54 | .66 | .76 | .89 | .68 |
| 五月 | .39 | .51 | .26 | .41 | .53 | .70 | .75 | .92 | .67 |
| 六月 | .40 | .50 | .26 | .41 | .56 | .70 | .76 | .97 | .66 |
| 七月 | .43 | .49 | .26 | .42 | .56 | .73 | .75 | 1.05 | .64 |
| 八月 | .40 | .51 | .27 | .44 | .58 | .74 | .75 | 1.00 | .67 |
| 九月 | .39 | .53 | .27 | .44 | .59 | .79 | .73 | 1.03 | .65 |
| 十月 | .41 | .52 | .26 | .47 | .62 | .84 | .77 | .98 | .62 |
| 十一月 | .42 | .47 | .30 | .51 | .67 | .81 | .83 | .92 | .63 |
| 十二月 | .44 | .47 | .33 | .51 | .68 | .83 | .85 | .81 | .65 |

るのである。それは、V'の指数の算定に含まれるあらゆる誤謬のみでなく、また、爾餘のすべての系列の算定に含まれるあらゆる誤謬をも吸収する。のみならず、その運動は、諸系列の相互間の種々の遅れから、並びに購買と支拂との時の不一致から、生ずるあらゆる不正確を吸収することによつて、更に一層歪められる。だからその運動の闡明は非常に興味ある結果を生ずべき筈である。もし、かくも様々の歪曲の機會をもつにかゝらず、尙且その運動が、流通速度の運動はかくの如くであらうと合理的に豫想される所に幾らかでも似てゐるならば、爾餘の指数の妥當性についての確信は非常に高めらるべき筈である。

第六十圖表中に畫かれてゐる諸曲線を比較することによつて、新たな訂正された平均流通速度の指数は、非常に僅かの例外を除けば、流通速度の曲線としての豫想通りに動いてゐることが知られるであらう。預金

第六十一圖表
フィッシャーの物價及 $\frac{V}{C}$ の導函数



激に上昇したのであつた、そして、事業界が恰かもその當時多數の戦時契約の破棄によつて甚だしく混亂せしめられたことは疑ひのない事實である。すなはち、大體において、分析の結果はこの新系列の運動に殆んど矛盾を示さないやうに思はれる。それゆゑ、以下の分析においては、この新系列をV及V'の結合された運動の指數として使用することにする、但しその運動をば、終始、k及k'の運動と慎重に照合するであらう。しかし何よりも重要なことは、爾餘の諸系列の指數の正確さについての非常に高められた確信をもつて、分析が續けられ得ることである。

(註二十九) ニュー・ヨーク聯邦準備銀行の調査統計課の非公表の記録を参照。

次には結合された速度の新たな指數と物價の一次導函数 $\frac{dp}{dt}$ との比較を行うことにする。仕事を容易にするために、後者の三ヶ月移動平均が月々の導函数の代りに作圖された(第六十一

圖表)。

概して兩系列の運動は非常に相似であることが氣付かれるであらう。小運動さへも屢々兩系列に共通に現はれてゐる。しかし一九二一年一月から一九二二年一月に至る期間に非常に重要な相異が現はれてゐる。一九二一年初から物價の導函数は急激に上昇し始めたのに對して、速度の新指數はいさゝか緩慢ながら四ヶ月間低下し、次いで水酸化したが、導函数の曲線が下向し始めてから一ヶ月後の十一月には上向し始めた。照合のためk及k' (文章に定義し論述する)の曲線を觀てみると、それらの運動はVの指數の運動と一致し、物價の導函数によつて示されてゐるものとは全然相異してゐることが知られるであらう。そこで、或る特殊な説明が要求される。しかし、Vの運動を現はすために用ひられてゐるものの如き非常に人工的な指數の運動よりも、k及k'の運動の方がより多くの確信を懐かしめるがゆゑに、これについての詳細な議論は文章に譲ることにする。

兩系列の比較を續けて行くと、殘餘の期間を通じてそれらの運動は一般に相似であつたことが氣付かれるであらう。しかし、一九二二年には、速度の指數の小變化は非常に不明確であり、また他の年においては、導函数の運動は相對的に遙かにより際立つてゐた。

今一つ、次章中に與へられてゐる説明への橋渡しに役立つべき事實を指摘することができる。一九一九年の暮に、物價の導函数が急激に上昇しつゝあつたときに、速度の指數は比較的緩漫に増加した。しかし速度の平均のこの運動は、同じ期間について計算され、そして次章に論述した比較に用ひられた、k及k'の相異なる運動と正確に照應す

ることが発見されるであらう。このことは、そこに提示されてゐる特殊の説明の必要の理由を一層有力ならしめるものである。

第十二章 理論的分析(續き)

—ケインズの貨幣方程式—

前章ではフランスのインフレーション過程に關聯をもつ重要な系列の二三を、フィッシャーの交換方程式の觀點から分析した。本章では同じ資料をケインズの貨幣方程式を用ひて攻究するであらう。この方程式は、期間とか回轉率とか、全體の流れとか平均的の大いさとかを取扱ふところの、アーヴング・フィッシャーのそれとは異り、貨幣情勢の瞬間的の横断面を表はすものである。従つて、その助けを借りて行ふ分析は、問題の期間中における重要な出來事に新たな光明を投ずるであらう、と期待されるのである。

方程式は次のやうな形で書かれる、

$$N = P(k + rk)$$

そしてこれは當該國の貨幣供給の瞬間的の區分以上には殆んど何物をも表はさない。これは一個の恒等式であり、従つてその眞偽に關するあらゆる議論は始めからの外れである。重要な疑問はかうである、それは何らかの役に立つか? 今問題にしてゐる資料を分析する目的にとつて、それが如何なる價值をもつかについては、讀者は論究の

進行と共によりよく判断することができらるであらう。

方程式の諸項は次の如く定義されらるであらう。^(註一)

N || フランス銀行の地下室以外の國內に於ける貨幣總額。^(註二)

P || 物價指數、但し逆にして、國民といふ非常に雑多な一群に取つての貨幣の購買力の指標として用ひらる。

本研究に於いては、他に利用すべき尺度がないといふ簡単な理由から一般卸賣物價指數が用ひられてゐる。^(註三)

k || 全國民と彼等の諸團體(諸銀行以外の)とによつて現金の形態に於いて保持される購買力單位の數。^(註四)(小額

の國庫保有を含む。) この數はこゝでは、一九一三年基準に直されたフランス中央統計局の一般卸賣物價指數

で除した流通貨幣總額として取らるであらう。^(註五)

k' || 諸銀行及び銀行的業務を營む諸機關における小切手用預金勘定として國民及その諸團體によつて保有され

る同様の購買力單位の數。

r || 諸銀行によつて保持される現金準備の、小切手用要求拂預金尻に對する割合。^(註六)

(註一) 方程式をフランスの制度及びフランスの資料によりよく適應せしめんがためにケインズの定義は極く僅か變更された。

(註二) 退藏された金銀は苟くも實際上の目的からすれば最早貨幣ではない、従つてそれは除外されてゐる。

(註三) いかなる一個人或はいかなる一群の人々に適當な物價指數も、全體の者に取つては不當である。吾々はそれぞれ、吾々が購入せんとする財貨に對する吾々の貨幣の購買力に個人的に利害關係をもつてゐる。慈善寄附金による報酬で償ましく

生活してゐる經濟問題の普通の研究者に對しては、ドルの購買力は食物、衣服、書物、住居及び若干のその他の有益な生活品を獲得する能力を意味するのであるから、不熟練労働や粗製鐵産物や世界の科學的叢智を一樣に買入れる鋼鐵會社の經理掛に對するそれとは確かに全く異つた種類の概念である。

(註四) 物價水準の動搖のために、一九二七年のドルは一九一三年のドル或は任意に擇んだ殆んどすべての他の年のそれとは全く異つた購買力の大きさを表はす。そこで、この非常に重要な大いさの標準的尺度單位をたてるために、購買力單位の考案が用ひられた。それは、現行の物價に於いてはなく、基準として選擇された或る過去の年に於ける物價に於いて、商品に對する貨幣單位の購買力を、商品一般の名義で表はすものである。

(註五) この指數とその轉換の方法との詳細な説明については、第五章、第七表を参照。

(註六) 小切手を使用されない種類の預金に對しては現金準備は保有されないと假定する。かくの如き假定の誤謬は恐らく言ふに足りないであらう。

これらの定義を御覽になれば、上記の代數方程式が一個の恆等式であることがすつかりおわかりになるであらう。各種の量——N、k、k'及びP——の統計的系列は一九一四—一九二七年の全期間のフランスについて月別に計^(註七)算され、そしてその編纂に際しては、利用された資料と用ひられた計算方法とはできるだけ上記の定義と一致するやうに選ばれた。

(註七) 各月の資料は大體に於いて月末のものである。

Nとしては、選擇月末日附の佛銀券現在發行總高が利用された。^(註八)

(註八) 日附選擇の理由は第五章、第九表に示されてゐる。流通金屬貨幣を參照して本系列を訂正することが不可能であることは第十一章、三一八—三一九頁及び附帶脚註で論ぜられてゐる。

pとしてはフランス中央統計局の月別卸賣物價指數がそのまま利用された。(註九)

(註九) 實際に用ひられた資料は League of Nations Bulletin of Statistics に發表された一九一三年を基準一〇〇とするフランス中央統計局の指數である。

kとしては先づ毎月末に公衆の手中にある貨幣總額を推定する必要があつた。この推定は毎月末における佛銀券現在發行總高から要求拂預金に對する準備金及び日常出納資金として諸銀行によつて實際に保有された現金の推定額を控除することによつてなされた。(註十) そしてその殘額がフランス中央統計局の卸賣物價指數の、それに照應する日附の指數で除された。

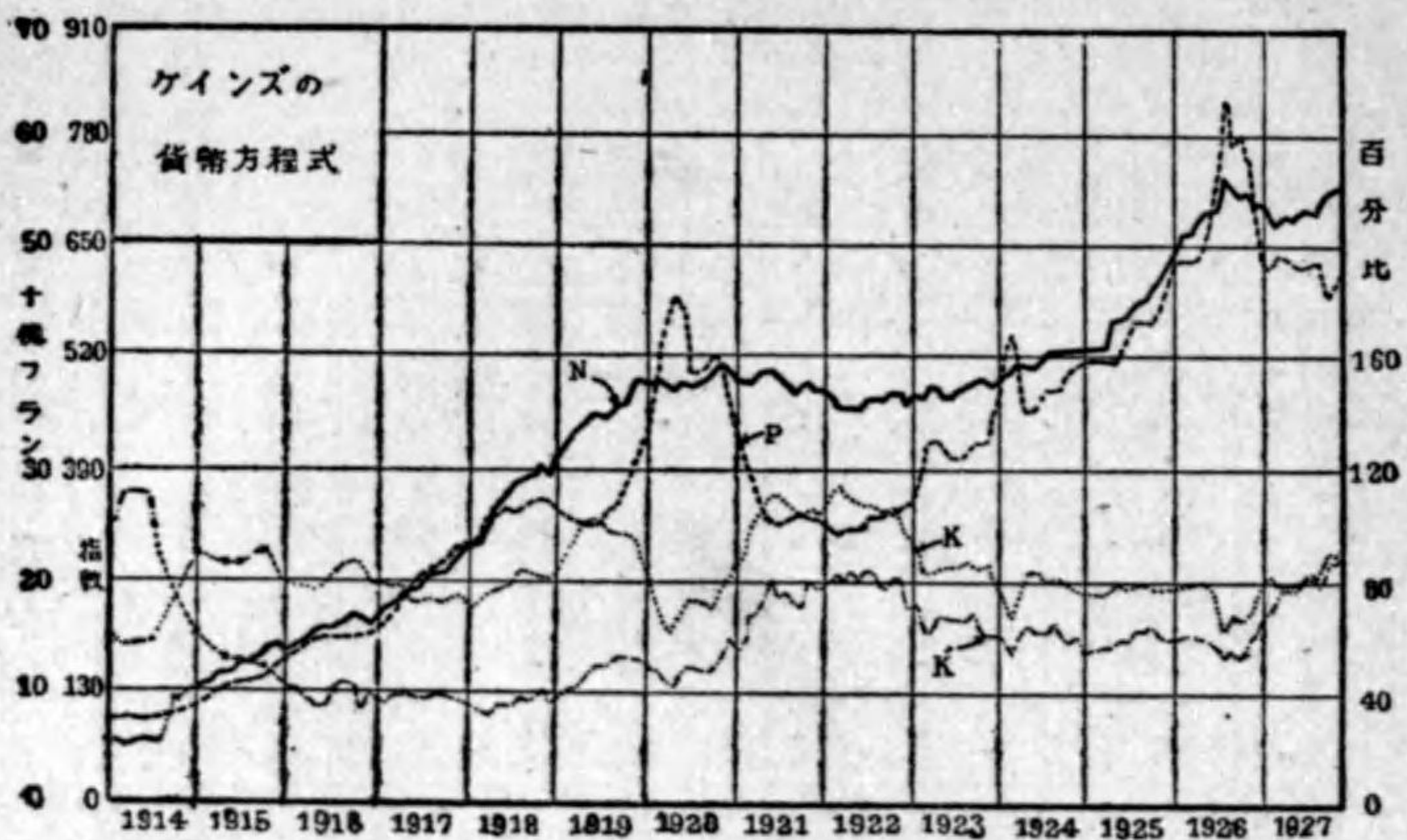
(註十) 選擇月末資料を用ひた理由は、第五章、第九表に述べてある。

(註十一) 第十一章、三一八—三一九頁及び附帶脚註を參照。

k'としては各月末のフランスの諸銀行に於ける小切手用預金の推定總額を同月末の卸賣物價指數で除したものを
用ひた。

(註十二) これらの推定額を得る方法は第十一章、三一九—三二二頁に敘述されてゐる。
rとしては三%の割合がとられた。(註十三)

第六十二圖表



(註十三) 第十一章、三一八—三一九頁及び附帶脚註を參照。
かくして得られた月別系列の運動は附帶圖表(第六十二圖表)に示されてゐる。

一九一四年及び一九一五年における流通貨幣量の資料は、相對的に信頼できないにも拘はらず、またこれらの年においては預金高の報告が稀有であつたにも拘らず、kとk'の運動を參照すると、戰爭勃發當時のフランスの公衆の貨幣習慣の中にもたらされた大きな變化が非常に明かに示されるのである。預金に對する支拂停止の宣言の(註十四)後には、退蔵が非常に著しい規模で生じたのみならず、更に小切手を利用する習慣が——それは最盛時においても微弱であつたが——非常に深刻な障礙を受けたといふことは全く疑ひがないのである。

(註十四) 第九章、二二二頁、註六を參照。

理論的分析によればk及k'は前章で敘述したV及V'と殆んど逆に運動すべき筈である。その理由は明白である。例へば、

第九十二表
k

(月末の推定価値、一九一三年基準一億フラン)*

| | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 | 1920 |
|-----|-------|-------|------|------|------|-------|------|
| 一月 | 56.5 | ..... | 79.0 | 79.3 | 73.0 | 90.3 | 75.7 |
| 二月 | 54.4 | ..... | 79.2 | 78.1 | 74.1 | 94.2 | 71.1 |
| 三月 | 54.4 | ..... | 78.7 | 79.5 | 76.0 | 99.4 | 66.4 |
| 四月 | 55.5 | 85.2 | 78.9 | 75.4 | 78.1 | 100.9 | 62.2 |
| 五月 | 55.0 | ..... | 80.0 | 74.6 | 79.6 | 103.5 | 67.5 |
| 六月 | 55.9 | 86.6 | 82.2 | 73.3 | 85.8 | 103.2 | 74.6 |
| 七月 | ..... | ..... | 85.9 | 74.3 | 85.3 | 98.7 | 74.5 |
| 八月 | ..... | ..... | 86.8 | 74.6 | 83.0 | 99.3 | 74.1 |
| 九月 | ..... | 90.7 | 87.3 | 23.8 | 83.1 | 97.7 | 72.1 |
| 十月 | ..... | ..... | 84.9 | 75.4 | 84.1 | 94.7 | 76.3 |
| 十一月 | ..... | ..... | 79.6 | 75.3 | 80.1 | 90.8 | 82.4 |
| 十二月 | 89.0 | 79.6 | 80.8 | 72.3 | 84.6 | 86.6 | 84.3 |

* 換算方法については本文三五二頁参照。

第十二章 理論的分析(續き)

貨幣方程式よりも交換方程式の分析の方により通曉してゐられる讀者に對しては、恐らくかういふことを注意してをくべきであらう、それは、物價の變化の運動に逆行するk及びk'の運動について上に與へた證明は物價の變化の運動に平行するV及びV'の運動に對して與へ得べかりし説明と殆んど同じであるといふことである。支出が増減しながら手許の現金及び預金が一時の間それと同じ割合で變化しない時には、V及びV'は必然的に物價と同一の方向に動くのである。

一九一四—一九二七年のフランスにおける兩系列の運動を研究すれば、概して、物價が上昇した時にはk及びk'は下降し、逆の場合は逆であつたことが分るのである。併し若干の例外があつた、そして、原則よりも寧ろ例外の方がより興味のある物語を屢々提供するものであるから、これを慎重に吟味することにしよう。

第九十二表
(續き)

| | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|--|-------|-------|------|------|------|------|------|
| | 91.3 | 113.6 | 92.9 | 75.8 | 77.0 | 78.0 | 81.7 |
| | 98.1 | 115.4 | 85.9 | 69.8 | 77.5 | 78.3 | 79.6 |
| | 103.9 | 112.3 | 85.8 | 78.1 | 77.9 | 79.6 | 78.6 |
| | 107.8 | 111.5 | 86.2 | 86.5 | 81.4 | 78.1 | 79.7 |
| | 113.6 | 110.1 | 87.4 | 84.0 | 80.3 | 74.8 | 80.1 |
| | 113.1 | 107.8 | 87.7 | 83.3 | 77.4 | 70.1 | 81.3 |
| | 109.5 | 108.4 | 88.7 | 81.4 | 77.5 | 65.3 | 82.6 |
| | 108.8 | 106.5 | 87.8 | 82.0 | 78.3 | 69.9 | 82.9 |
| | 105.1 | 108.7 | 86.7 | 81.2 | 80.0 | 67.6 | 87.1 |
| | 109.7 | 106.4 | 87.6 | 79.6 | 79.6 | 70.8 | 90.5 |
| | 107.2 | 99.4 | 82.0 | 78.5 | 77.5 | 76.0 | 89.9 |
| | 109.6 | 98.2 | 80.8 | 78.3 | 77.2 | 81.4 | 91.0 |

物價騰貴の時期には、大多數の人々は彼等が手許に保持する現金の大きさに關する習慣を徐々にしか變更しないものと考へることが出来る。通常現金で支拂はれる物價は、吾々が先にみたやうに、騰貴にさいしても下落にさいしても最も遅れる物價の部類に屬する。従つて卸賣物價の騰貴が始まつても、暫時の間は現金保有をふやす必要はないのである。多分、また、大抵の人々は、十分の懐中錢を持たないで「二度目に遭」はないでは、一人の男が懐中に持ち歩くのには二十ドルで十分だといふやうな非常に固定した觀念からぬけ出すことはできないであらう。物價が下落してゐるときには、現金保有の習慣の價格水準の變化への順應を妨げる同様の情性がkにおける反對の運動を生ぜしめる。人は次第次第にやつと自分は必要以上の現金を持ち歩いてゐるといふ事實に氣付くやうになる。その結果kは増大することになる。これほど有力なまた確かな理由からではないが、kもk'と同様に動くことが出来る。

第十二章 理論的分析(續き)

第九十三表

k'

(月末の推定價值、一九一三年基準一億フラン)*

| | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 |
|-----|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 一月 | 101.0 | ..... | 40.5 | 37.1 | 35.2 | 40.3 | 49.3 | 63.9 | 82.9 | 72.4 | 60.7 | 58.3 | 64.7 | 72.4 |
| 二月 | 110.1 | ..... | 39.3 | 39.9 | 34.4 | 41.1 | 49.8 | 68.9 | 84.9 | 64.0 | 57.0 | 58.3 | 64.5 | 74.4 |
| 三月 | 110.6 | ..... | 37.7 | 39.3 | 33.6 | 41.7 | 45.1 | 69.5 | 81.3 | 63.7 | 62.1 | 58.4 | 63.3 | 78.0 |
| 四月 | 111.4 | 52.6 | 36.7 | 40.3 | 36.0 | 45.2 | 44.3 | 74.9 | 86.1 | 65.1 | 66.7 | 58.5 | 63.1 | 77.0 |
| 五月 | 110.4 | ..... | 36.8 | 39.1 | 35.8 | 49.2 | 49.1 | 82.0 | 82.1 | 68.9 | 65.4 | 61.6 | 62.5 | 78.0 |
| 六月 | 100.7 | 50.9 | 42.5 | 37.6 | 36.5 | 51.7 | 52.8 | 76.9 | 83.1 | 68.5 | 64.5 | 60.8 | 59.6 | 80.3 |
| 七月 | ..... | ..... | 43.4 | 37.3 | 38.5 | 51.6 | 52.5 | 78.8 | 83.1 | 68.8 | 64.4 | 62.9 | 55.0 | 83.9 |
| 八月 | ..... | ..... | 43.0 | 40.7 | 37.1 | 54.7 | 51.9 | 75.5 | 78.5 | 67.8 | 67.1 | 62.8 | 58.5 | 77.7 |
| 九月 | ..... | 48.4 | 42.4 | 39.3 | 39.4 | 55.6 | 51.4 | 72.7 | 82.0 | 70.8 | 61.8 | 66.6 | 55.9 | 81.6 |
| 十月 | ..... | ..... | 36.3 | 38.8 | 41.7 | 55.0 | 53.8 | 81.5 | 80.0 | 66.6 | 60.4 | 64.7 | 61.2 | 86.8 |
| 十一月 | ..... | ..... | 40.5 | 37.5 | 36.3 | 54.3 | 60.8 | 78.4 | 73.8 | 63.2 | 61.6 | 62.8 | 64.3 | 85.8 |
| 十二月 | 63.3 | 42.9 | 39.3 | 36.1 | 36.8 | 54.4 | 59.8 | 79.8 | 74.6 | 63.2 | 57.2 | 61.7 | 70.3 | 86.1 |

* 換算方法については本文三五二頁参照。

先づ氣付かれることは、k'の系列が、一九一四年の六月末にはkの系列を著しく上廻つてゐたのに、戦争の勃發と同時にこれを遙かに下廻る水準まで急降下したことである。事實、一九一六年の年初までに預金系列の諸項は現金系列の諸項の半ばをあまり出ない程度まで減退してしまつたのであつた。その後は二曲線は略々恒常的の間隔を保ち、殆んど正確に平行的に動いたが、一九一九年五月に至つて再び急速に近寄り始めた。一九二〇年の春にはこの二曲線は再び可成りに接近するに至つた。併し乖離は一九二一年及び一九二二年には増加し、それから次の四年間は漸次に、また一九二七年には非常に急速に、減少した。だが、それらも拘はらず、一九一五年末降の全期間を通じて二曲線の小運動は著しく相似であつた。

この豫想外の色々の運動は如何に説明さるべきであ

るか? 戦争開始當時におけるk及びk'の相対的の大小の著しい變化は、上に述べたやうに、銀行小切手に對する公衆の態度の變化のみではなく、更に、公衆が彼等の手に入つてくる現金を躊躇なく退藏したことを明かに表はしてゐるやうに思はれるのである。kの高水準とk'の低水準との持續は多數の人が右のいづれの態度をも拋棄するのを好まなかつたことを證明するものである。

併し何故この二つの系列は一九一九年四月以後かくも急速に近寄り始めたのであらうか? 前章で論じた流通貨幣及小切手用預金の原のまゝの資料(第五十七圖表、三二五頁)に徴すれば、この乖離は通貨の減少の結果であるよりも、寧ろ、殆んど専ら預金の増加の結果であつたことが分るであらう。このことを考慮に容れれば、一九一九年十月までは預金は事實上、物價の騰貴を相殺するに足るだけよりもより急速に増加してゐたといふこと、及び一九二〇年の年初以後に始めて預金のより以上の増加が物價の運動に順應したといふことが分るであらう。この期間における比較的僅かの取引數量の増加(第三一、三二、三三、及び三四圖表、一七四、一七五、一七七及び一七八頁)を無視して差支へないとすれば、一九一九年九月以後に始めて事業上の費消は、物價を騰貴せしめる上にやつと目に見える程度の役割をさへ演じはじめたのだといふこと、及び同年の年末以後に始めて事業上の支出はインフレーションのより以上の進行の上に政府の費消と同格の役割を演じ始めたのだといふことを、多分に精確に云ふことができるであらう。上の結論の異常な性格は多分より詳しい説明を必要とするであらう。

これだけのことは明白であるやうに思はれる。一九一九年の早々に始まつた預金の急激な増加は(恐らく當時に

おける生産の可成りの増加と極めて僅かな関係はもつてゐたが)殆んど専らフランス銀行の國家への多額の貸上金の結果であるやうに思はれるのである。この研究の始めの部分に(第三圖表、七三頁)考察され、また第九章で詳細に論述されたやうに、この貸上金は一九一九年、特に同年の前半に著しく増加したのであつた。それは政府による新規なそして全然インフレーション的な資金の支出を表はすものであるから、諸銀行に流入することによつて不可避免的に預金を著しく膨脹せしめたのであつた。その結果として生じた資金の蓄積は、當分事業上の借手に需要されなかつたので、短期國庫證券の購入といふ今一つの用途に向けられたのであつた。かくして再び政府の手に歸するに及んで、それが殆んど即時に再消費されたといふことは、國庫が引續いて急激にフランス銀行からの借入金を増加したといふ事實によつて示されてゐる。次いで再び諸銀行に流入することによつて、それは再び預金を膨脹せしめた、そしてこの膨脹化の過程は資金が事業上その他の需要によつて吸収されるまで持續したのであつた。従つて、kの減少と同時に生じた一九一九年四月以後のk'の持續的増大がこの種の預金蓄積の結果であつたといふことは殆んど疑ひがないやうに思はれるのである。併し乍ら、一九一九年八月末までには、物價の騰貴は著しく急激となつて、九月以後にはk'は少しく下降し始めた、しかしkほど急速ではなかつた。k'の運動が再びkの運動と正常的に一致するに至つたのは一九二〇年以後のことであつた。従つて、その時に始めて、k'は佛國政府によつて用ひられた特殊の金融方法とパリ金融市場の特殊の性格との結合に基因する異常な現金預金によつては最早支配されてゐなかつたと云ふことができるのである。従つて、その時に始めて、預金は事業及び物價の繼續的膨脹の上に正常

なる役割を演じ始めたのであつた。

一九一九年九月から漸次に始まり、同年十一月以後に非常に急速となつたフランス銀行の民間貸出の増加並びにそれよりも多少遅れた *Reports* の利率の騰貴は、上の議論を支持するのである。一九二〇年四月以後に起つた物價の崩落と共に、k及びk'はいづれも急激に増加したのであつた。

(註十五) 第八章、第三十圖表、一六九頁及び附隨の議論を参照。

(註十六) 第九章、第四十三圖表、二三〇頁及び附隨の議論を参照。

一九二二年の暮から一九二四年の年末までの右に續く繁榮期には、佛銀の國家への直接貸上金は實際に減少したが(尤も間接貸上は數回行はれた)この間k及びk'は相似的に、且つ殆んど正確に平行の方向に動いたのであつた。尤も公衆の現金購買力の保有の戦前の水準への漸次的低下はkとk'との乖離を少しく縮少せしめはしたが。

一九二五年の早々に始まる、佛銀の國家への貸上金の非常な激増は、諸銀行における預金を再び急激に増加せしめることによつて、k'の系列を再びkの系列に接近せしめたのであつた。更に、一般的物價騰貴の時期であつた同年の央は頃に、kは殆んど不變でありながら、k'が漸次に増大したことは、當時におけるインフレーションへの刺激が事業上の購入よりも寧ろ政府の金融方法に由来してゐたといふことを實際非常に明かに示すものである。これ以後一九二六年の央ばまでのk'のより正常な低落は、民間の費消と借入が再びより重要な役割を演じてゐたといふことを等しく明かに表はすものである。

(註十七) この説明は、この期間について發見された爲替相場に對する物價の運動の僅かな遅れ、或は第六章中に與へられてゐる説明、と矛盾しはしない。一九二五年及び一九二六年の政治情勢の緊迫下にあつて、爲替の投機の大部分が容易に豫見され得べきフランス銀行からの國家の借入に先行したことは當然である。

一九二六年七月以後においては、不景氣の急速なる發展は、諸銀行における遊休資金の蓄積を結果することによつて、そのみでも問題の兩系列の接近を著しく促進するに十分であつたであらうが、更らにその上にフランス銀行による外國爲替の多額の購入に基く資金が追加されたとすれば、^(註十八)一九二七年における兩系列の甚だしい接近は毫も異とするに當らないのである。

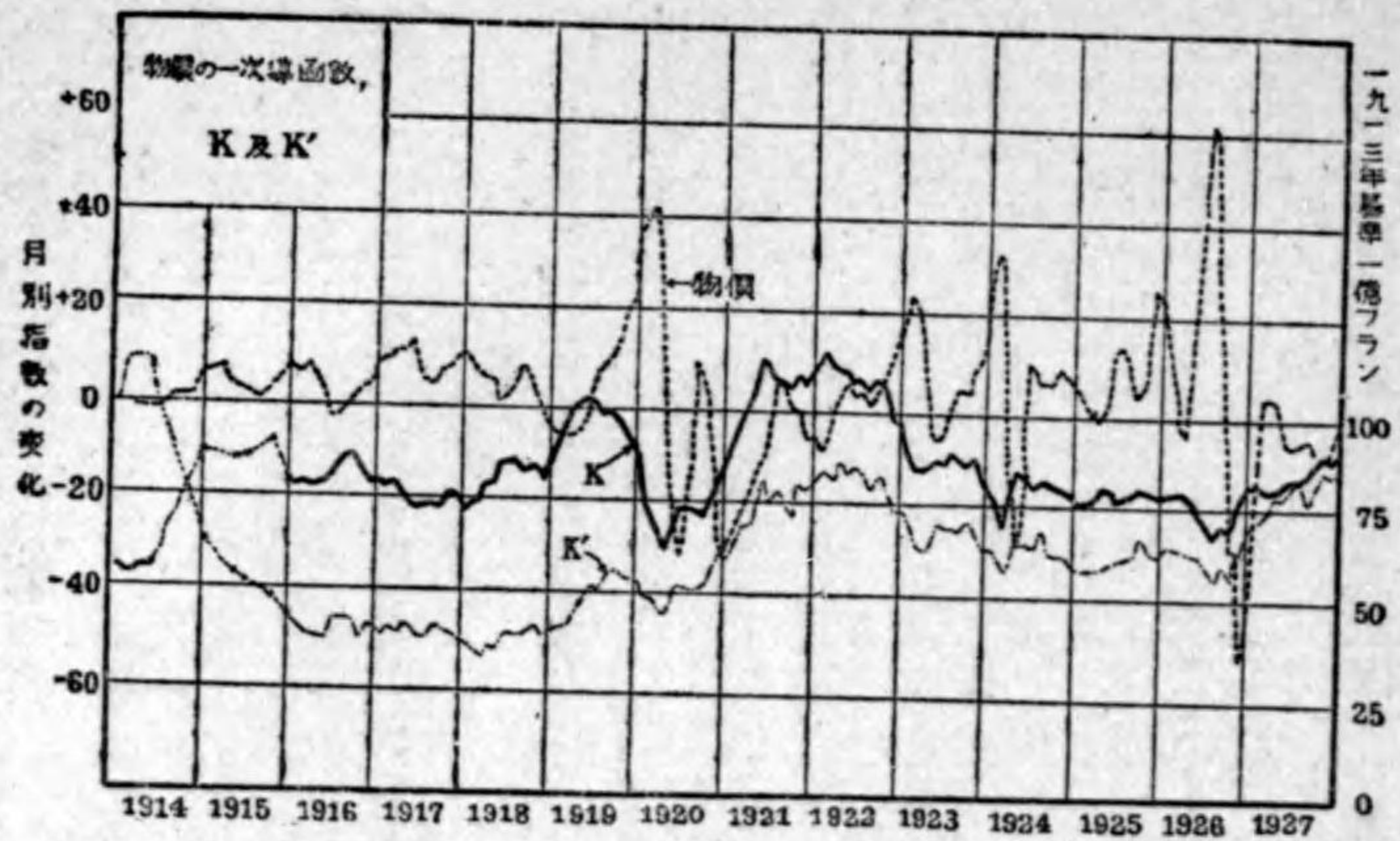
(註十八) 第八章、一八二—一八五頁参照。

k 及び k' についての今迄の研究中に、それらの運動は、上下いづれの方角たるを問はず、凡そ物價の變化の速度と非常に緊密なる關係をもつてゐたといふことが、二三の機會に暗示されたのであつた。それゆゑ、次には、物價指數の一次導函数^(註十九)とこれらの系列のそれぞれとの比較を行つてみよう。

(註十九) 導函数の三ヶ月移動平均(中央の月の値とする)が用ひられた。

k 及び k' の運動を物價の一次導函数の運動と比較してみれば、一方における k 曲線と他方における導函数曲線との逆相關關係は非常に明確であることが分るであらう。k 曲線の小運動でさへも殆んど常に他方における反對運動を伴つてゐるのである。併し乍ら、k 及び k' の運動は dp/dt の運動に對して僅かに遅れる傾向があるのである。こ

第六十三圖表



の逆運動からの顯著なる外れは、物價の下落の速度が漸次に緩慢化しつゝあつた一九二一年に現れてゐる。かくの如き事情の下において物價の一次導函数の上昇は當然であつた。併し同時に k 及び k' も上昇したのであつた。この説明は次の如くである、すなはち物價は可成りの期間に互つて下落しつゝあつたにかゝらず、流通貨幣の減少は非常に緩慢であり、また預金は全く減少の傾向を示さなかつた。そこで k 及び k' が上昇することになつたのである。だからこの外れはフランス公衆の退職貯蓄と預金の減少を妨げた預金の特殊の性格——その詳細は既に第十一章で叙べられた——によつて説明することができるのである。この説明が適切な説明であるといふことは、k 及び k' の下降の大きさは概して略々 dp/dt の照應の上昇に等しかつたが、 dp/dt の下降に照應するそれらの上昇の大きさは通常遙かにより僅かであつたといふ事實によつて更に明かにされるのである。

導函数曲線を用ひた分析から今一つ重要な結果を引出すこと

ができるであらう。一九一九年の後半には、既に指摘したやうに、 k は下向し始めたのに k' は依然として上昇運動を続けたのであつた。物價の導函數の逆の運動を吟味すれば、直ちに、 k の運動の方が正常的の運動であつたことが結論ができるのである。また k' の攻究は、大略上に述べたやうに(三五九—三六一頁)、全運動はフランス銀行からの國家の多額の借入金によつて賄はれてゐたといふ興味ある物語をもたらすのである。

第十三章 フランスの金融情勢

——一九二八年一月現在——

フランスにおけるインフレーションの過程についてのこの報告を閉じる前に、以上の論定が現在の金融情勢にどの程度適用できるかに關して若干言を費さねばならない。この目的のために先づ一九二六年七月の恐慌を誘致した金融上の諸事件のあるものについて非常に簡単な論評を試みられるであらう。次いで有名なポアンカレ内閣の執權に伴つた金融狀勢の顯著な變化のあるものが等しく簡単に述べられるであらう。最後に現(一九二八年一月)狀勢の強味と弱味とのある種の要因に關して若干言が追加されるであらう。

一九二五年の早々に世界の外國爲替中心地に於けるフランの價値は最も急激且つ最も長期持續的な低落を開始した、といふことが想起されるであらう。たゞに混沌たる政治狀態が國庫を自身金融上の地位を著しく不安定ならしめたのみならず、更に折も折、フランス銀行がその公表の對照表中にある種の非合法的操作について虚偽の記載をなしてゐることが上院で暴露されて世間を騒がせたのであつた。恐ろしい政府の必要に當面したこの極めて尊敬すべき機關は、口實を設けて、國家への間接貸上を法律によつて許された最大限を超えて再び擴張せしめるに至

つたのであり、また、かくなしたからには、暫時の後に同じく法定最大限以上にその銀行券の流通を増大せしめざるを得なくなつたのであつた。その上、資本課税は絶えずより差迫つてゐるやうに思はれたのであつた。

かくの如き事情の下に於いては、海外のフラン賣りが再び開始されても、或は、より重要なことであるが、脅怖に陥つたフランスの投資家側に於ける「フランからの逃避」が攪亂的な規模で行はれても驚くには當らないのである。そこでフランスの爲替の減價は、概して加速度的な割合で引續き進行了したのであつた。

ドルや他の安定した貨幣の爲替相場の上昇運動に伴ひ、通常一月足らずの間隔を置いて、物價も同じく急速に騰貴したのであるが、それは事業に殆んど不可避的な刺戟をもたらすと共に小額確定所得で生活する人々に全く必然的な困窮をもたらしたのであつた。併しやはり政府財政に、従つて全運動それ自身の持続に及ぼした影響の方がより重要であつた。輸出される資本の多くは従來政府證券に投資されてゐたものであつた。かくして國債の拂戻に對する要求はこの運動が數量と強度とに於いて熾烈となるにつれて増大したのであつた。短期國庫手形の發行以上に出づる償還の超過の資料(第七二表、第九章、二六三頁)はこの影響の結果を示してゐる。

併しこれでさへもすべてを盡してはゐないのである。國庫の状態は更に事業の繁榮それ自身の増大によつて悪化せしめられた。Caisse Autonome d'Amortissement がその現在の形態に再組織されるまでは(一九二六年、十月一日)國庫はその運轉資金の可成りの部分を短期政府證券への拂込金から、またより最近には國庫それ自身に於ける直接の預金から、受取るのが慣はしであつたといふことが想起されるであらう。また、諸銀行は、需要に應じて

無制限に日々發行されたところの、此種の國債の大應募者であつたのみならず、更に國庫の預金者の中で最も重要なものでもあつたといふことが想起されるであらう。事實、諸銀行はかくして政府によつて受取られた資金の大部分を往々にして賄つたのであつた。事業活動の伸長と共に、諸銀行は、彼等の顧客の需要に應ずるために、國庫にどちらかの方法で貸出された彼等の資金の大部分を引出すことを餘儀なくされた。その結果として國庫の方ではフランス銀行からの借入金を増加せざるを得なくなり、従つて國家への貸上金は急速に増加していつた。佛銀の國庫への貸上金の増加と共に、半ばは原因として半ばは結果として、銀行券流通高のこれに照應した増加が行はれた。國庫からの引出が佛銀の國庫への貸上金を増加せしめたかぎりに於いては原因としてとあり、新たな貸上金が新たな銀行券を流通に引入れたかぎりに於いては結果としてとあつた。

國庫の危険な地位がかくして引續き悪化する、につれて、政治情勢は益々緊迫化していつた。而して不安の増大は迷夢より醒めたフランスの投資家に差迫つた破滅から——非合法的にはあるが——逃れる愈々有力な誘因を與へたと共に、中央ヨーロッパの投機業者には、自國の最も憎むべき敵の犠牲に於いて利得する他の絶好の機會を今一度提供したのであつた。かくしてフランの下落は、その都度殆んど不可避的に、更に新たな下落をもたらすべく運命づけられてゐる勢力を動員したのであつた。この過程は、一度び發足すれば、たゞにその運動に對する如何なる抵抗をも見出さなかつたのみならず、更にそれが進行するにつれてそれ自身で運動量を増大する作用をもたらしたのであつた。

爲替相場と価格の急速な運動と劇的な政治上の出来事のみられたこの全期間中は、短期利子率は引續き低くまた概して一九二六年五月までは低落しつゝあつた。新たな資金がフランス銀行によつて引續き多額に發行されたので、短期利子率の著しい騰貴は殆んど不可能であつたのである。長期利子率は、これに反して、急速且つ持續的に上昇を辿つたが、これは、フランスの地位に對する信頼が急速に喪失しつゝある時期における政府並びに事業上の借入の困難の増大を明かに示すものである。

かくの如き慌たゞしい事態の下に於いてポアンカレは有名な舉國一致内閣の首班として國政を掌握したのであつた。彼は明かに彼の政策の議會通過をば俸給の一般的増大によつて促進しなければならなかつたけれども、國民の支持を得るためにはそのやうな露骨な餌さの必要はなかつた。彼の政策を遂行するためには何よりも先づ、建設的立法の通過と實施とのために暫くの時が藉されねばならなかつたが、彼の非の打ち所のない正直の評判と彼の憲法及法律に對する細心の尊重とは、この時を藉すに十分な普ねき信頼を助長するやうに思はれた。彼は非の打ちどころのない正直の評判と彼の憲法及法律に對する細心の尊重とが建設的な立法の通過並びに實施の行はれ得べき非常に要望されてゐた休息期間を與へるやうに思はれた。

舊來の租税は引上げられ、新規の租税は賦課され、更にすべての納税者はその直接賦課額を前以つて支拂ふことを要望されたと共に、他方では古い歴史のある見掛け倒しの *Caisse d'Amortissement* はその現在の形態に再組織されてある種の特種の収入を國家の流動債務の年賦償還と回収に用ひる義務を課せられたのであつた。併し乍ら、

Caisse d'Amortissement による流動債務の削減も新規の租税からの収入の増加も將來のことに屬した。將來の利益を約束する立法の通過に附け加へらるべき焦眉の必要はフランスのより以上の減價を實際に阻止するといふことであつた、けだし將來の利益はその發生に必要な期間中フランスのより以上の減價が首尾よく阻止され得ることを條件とするからである。ポアンカレ政府に對する當初の信頼は、それが有益な法案の通過に成功したことによつて追加された信頼と相俟つて、このことを成し遂げるやうに思はれた。

殆んど直ぐといつてもよい位に、フランスはその低落を止めて騰貴し始めた、最初は急速に、次いでより漸次的に而して最後にはこの運動が運動量を得るに従つて再びより急速に。この運動が單に一時的のものではないといふことが明かになり始めるや否や、回復をより急速ならしむるに與つて力ある二つの重要な影響力が働くに至つた。先渡でフランスを賣つた外國の投機業者は「現物」フランスを買つて彼等の賣りをカバーし始めたのであり、また、數ヶ月前に慌てゝ彼等の資金をフランスからドル或はポンドに變へてゐた、恐怖に陥つたフランスの投資家も、同じやうに慌てまた恐怖して之をフランスに變へ始めたのであつた。かくしてこの運動もそれが進行するにつれて運動量を得したのであつた。

フランスの爲替の改善に伴つて多くの他の運動がもたらされた、あるものは爲替運動それ自身の直接の結果であり、他のものは信頼の回復から生じたものであつた——この信頼の回復はそれ自身からさる部分がフランスの價値の繼續的騰貴と他の重要な經濟的諸要因の部分的合成運動との結果であつた。

一九二六年八月中のみで、國庫手形の償還以上に出づる發行の超過は十三億四千萬フランといふ莫大な總額に達した、七月には逆に二十一億一千万の償還の超過があつたのであるが。その上、一つの例外を除けば、この年の爾餘の月にはそれぞれ引續き發行の超過がみられたのであつた。この一つの例外は一般的運動それ自身と同じく興味のあることが分るのである。實際それはフランが再び弱勢を示した唯一の時期に生じたのであるから、爲替の運動が政府財政に及ぼす影響に於いて如何に重要となつたかを、従つて、より以上の減價の回避が如何に重要であつたかを明かに示してゐるのである。

短期國庫證券への拂込の増大に伴つてフランス銀行の國家貸上金は、照應的に減少をみた。また、國債への投資の増大に伴ふ費消の減退と共に、物價も同様に下落し始めたのであつた（これは爲替そのものの運動によつても影響された、むしろその方が大きかつたとさへ思はれる）。その上、物價の下落と共に、取引數量の減少がみられた。そして數量の減少した取引が次第に低下する價格で行はれたので、その處理に必要な流通用具の數量は幾分か照應的に減少したのであつた。剩餘資金はその保有者達によつて直接に國債に投資されたか、或は彼等によつて國庫に預金されたか、或はさもなければそれは當然に銀行に流入するかしたが、その場合にも諸銀行はこれを同じ目的に用ひたのであつた。いづれにしても國庫への還流は、これらの有力な力がその顯著な作用を持続したかぎりには持続したのであつた。新たな現金がかくして受取られるにつれて、佛銀の國家貸上金の新たな減少が行はれ、更にこの減少が政府及びその政策に對する信頼の増大の新たな原因となつた。而してこの不斷の信頼の増大は、既に不眠に

陥つてゐたフランの投機業者は益々大きな驚駭を、また不實なフランス資本の輸出業者とその共謀的諸機關には彌々益々に附纏ふ慚愧を與へたのであつた。かくしてこの運動もまた、一度び發足すれば、それが進行するにつれて引續き累積し、且つ推動力を獲得したのであつた。

一九二六年十月までには情勢は三十億を少しく超える國防證券を回收するために七分利附四十ヶ年滿期の公債の發行を許すに足るほど改善されてゐた、そして十二月には、二月になさるべき支拂のために預託されてゐた十二億九千三百萬の *Credit Nationale* の債券の償還のために、更に十ヶ年滿期の公債が追加發行されたのであつた。併し乍ら、この公債も同様に七分の高率に据置かれた。

一九二六年十二月までにはフランスの爲替の回復は非常に顯著且つ非常に急速となつてゐたので、より以上の危険な騰貴を阻止するにはある行動が必要であるやうに思はれた。海外市場に於けるフランの價値の激烈なる騰貴は、フランスに於けるある種の輸出産業に極めて深刻な影響を及ぼしたのみならず、更により以上の騰貴は既に増大しつゝあつた事業不況を益々悲惨なものたらしめる懼れがあつた。従つて、一九二六年十二月二十三日、フランス銀行は八月七日の法律で規定された授權の下に、外國通貨の購買者として外國爲替市場に登場したのであつた。フランの上昇運動を阻止する所期の結果は直ちに達成せられて、この時以後ドル爲替の變動はドルに對する二五・五〇フランの價値を中心とする非常に狭い範圍内にかぎられたのである。

併し乍ら、フランの悲惨な騰貴を避ける目的で採用された政策は、政府及びフランス銀行のみならず、更に諸銀

行及びある程度までは事業會社及び公衆の金融状態にも別の重要な影響を及ぼしたのであつた。外國爲替の購買をなすに當つてはフランス銀行は丁度イングランド銀行乃至は聯邦準備銀行のいづれかが公開市場で、商業手形乃至は政府證券を購買するに際してなすと同じやうに、市場に全く新たな資金を投入した。外國爲替の支拂上發行されたこれらの資金は、海外から當然に支拂を受ける輸出業者及びその他の者の手中に歸することもあつたが、當面の諸事情の下に於いては、遙かにより多くの資金はフランスで再投資するために先に輸出した財産を取戻す人々の手中に、或は、一九二七年の晩冬から春にかけては愈々大規模に、急速に騰貴してゐる有價證券のパリ株式取引所に於ける外國の購買者の手中に歸した。

かくの如き事情の下に於いては、既存の有價證券の購買に費された資金は、——財貨或は勤勞が購買される場合とは異つて——一般的には長い一聯のより以上の購買を刺戟しないのであるから、資金の大部分は讓渡された證券と一度び交換されるや否や再び遊休となつた。常にさうであるやうに、この資金の大部分は不可避的に諸銀行に流入した。そこで、之を受入れた諸銀行の預金と現金保有とは、共に照應的に膨脹したのであつた。

資本の輸出に對する嚴重な制限に直面し——それはポアンカレ政府の執權以後は遙かにより細心に遵守されてきた——また資金に對する事業需要の増加が引續き生じなかつたので、諸銀行はその資金を、國債の購買若しくは國庫への直接預金によつて政府に信託するか、さもなければ明かに魅力ある株式取引所上場の有價證券を購買する投資者の仲間に自ら加入するかする以外には殆んど選擇の餘地をもたなかつた。諸銀行がそのいづれもなしたといふ

ことは、殆んどその春中を通じて、諸銀行及び國庫における預金高も證券價格も引續き上昇したることによつて證明されるのである。一九二六年十二月から國防證券の發行が漸次的に中止されつゝあつたといふ事實の故に、また、資金はそれが既存の證券に費消されたかぎりは迅速に諸銀行に回流したために、國庫に於ける此種の預金は益々その額を増大し續けた。

(註一) 第五章、九五頁、註十二参照。

上に述べたすべてのかういつた出來事は、國庫の外見上の状態に驚くべき變化をもたしたのであつた。國庫に於ける預金高の増大並びに國債への巨額の拂込はフランス銀行の國家貸上金の極めて著しい削減の手段を提供した。一九二七年二月後には殆んど三十億フランの總額に上る他の二つの長期(五十年期限)借換公債が政府によつてそれぞれ六・九八%及び六・六七%の純利廻りで發行された、それは先にはそれぞれ八・六七%及び八・五一%であつたのであるが。その上、國防證券中より短期のもの漸次的發行禁止は一九二七年七月二十九日までは僅かに一乃至二年期限の證券のみを流通せしめてゐたのであり、更に一九二八年六月二日までは元々二年満期で發行されたものゝみが引續き流通するにすぎないであらう。一九二八年六月と一九二九年一月との間には、これらのいまは歴史の遺物となつた厄介ものの満期到來は見られないであらう。

一九二七年五月までにはパリの生活は一九一四年の戰爭の勃發以來の状態に比して正常的に近い様相を呈するに至つたといふことは一般的に認められた事であつた。

併し乍ら、その間に於いて、短期利率は著しく低くなつて、諸銀行は、資本の輸出に對する嚴重な制限のために、その中において活動することを餘儀なくされたところの金融市場の狹隘な限界について當然にひどく不平を云ひ始めた。そこで、一九二七年の盛夏までにはフランス銀行による外國爲替の保有は略々二百億フランといふ多額に達してゐたといふ事實が考慮されて、資本輸出の制限についての重大な改訂が行はれた。法律は如何なる方法に於いても改正されたものではなかつたけれども、政府の特別の許可によつて一種の暫定的資本輸出が諸銀行とフランス銀行との間に協定されたのである。何時たりと雖も政府の任意に取消しうるところの、この特別の協定の下に於いては、例へば、ロンドン或はニューヨークに暫定的に資金を投資しやうと欲してゐる銀行は、フランス銀行に赴き必要とする爲替を买入れることによつてさうすることができるのである。併し乍ら、參着拂の爲替が之を要求した銀行業者に賣られる時には、フランス銀行は同時に等額のドル或はポンドを（九十日以上を出でない）先物渡しで自己に賣却することを彼に要求するであらう。このやうにして銀行業者はかく投資された資金を九十日以内にパリに取戻し、これをフランに再轉化することを餘儀なくされるのである。而して、先物ドル（或はポンド）は引渡されるまでは支拂はれないのであるから、フランス銀行はその間の信用のより以上の擴張をしないですむのである。この協定の實際の運用に際しては、先物契約は勿論時々更新され得るのであり、従つて資金はそれがパリに取戻さるべき理由の存しないかぎりには、外國の中心地に維持されうるのである。かくして、當面の過剰資金がパリ市場に引續き存在する間は、諸銀行は他の諸中心地に於けるより高い利率による利得を許され、また政府は同時に

資本の危險な流出から完全に防衛されるのである。これらの方策によつて、また、フランのより以上の騰貴を阻止する負擔も大部分がフランス銀行から他の諸銀行に轉嫁されたのである。

かくの如きが當面（一九二八年一月）のフランスの金融並に貨幣情勢の顯著な特徴の若干である。その強味の要因は何であるか、またその繼續を脅かすところの——若しあるとすれば——危險は何であるか？ 確かに、事業不況の持續にも拘はらず、全フランス國民の經濟生活の改善は一九二六年七月以後は全く顯著であつた。その上、この情勢を現政府の執權以前の情勢への逆轉から保障する方向に向つて非常に著しい進歩が實際に行はれたのである。フランスの爲替をより以上下落せしめないための保障としてフランス銀行は（戦前の高水準よりも幾分増大せる）巨額の金保有にかへて、加へて略々二百二十億フランの外國爲替をもつてゐるのである。一時的な減價の傾向はかくの如き大いさの資金の援助をもつてすれば確かに抑止することができであらう。また、本章で後に詳細説明されるやうに、流動債務は——異常な出來事が起らなかつたので——手に余るほどの大いさではなくなつてゐるのである。その上、價格水準はフランの國際的價值と略々均衡を保つやうに低く調整せしめられたが、非常に深刻な事業不況を惹起すことはなかつたのである。それにも拘はらず、これ等の變化は諸條件の異常な結合を通じてもたらされたので、これが創出に與つて力あつた基本的状態のあるものに生じうべき變化の影響を研究することは必ずや有益であるに相違ないのである。

最も明かに起りさうであるところのものから始めるならば、例へば、現在一年以上に亘つて存續し、また最近は

より以上の預金の奨励を國庫が好まないために強化された、異常に緩慢な金融状態の下に於いて、事業活動の相當大きな増加が現はれると假定しやう。本書の初めに述べたやうに、かうした活動の増大は一九二二年に非常に類似の經濟状態から生じて、國庫に深刻な困惑をもたらしたのであつた。若しも類似の事業回復が今日到來したとすれば如何なる變化が豫想されるであらうか？ 確かに、必然的にこれに伴ふ信用の膨脹と共に、諸銀行は、その遊休の現金と暫定的に海外に投資されてゐる資金とが枯渴する否や、國庫に於ける彼等の預金を引出すであらう、そして國庫の方では、諸銀行の需要に應ぜんがために、フランス銀行からの借入金を増加するであらう。かくして再び恐れられてゐる佛銀の國家への貸上金の増大が豫想され得るであらう。國防證券其他の短期國庫手形は今日でも諸銀行によつて第二次準備金として可成りの額に於いて保持されてゐるが、満期到來の此種證券の支拂請求は、最早同一の効果をまたないであらう。併し乍ら、外國市場に保持されてゐる資金は、これに諸銀行の地下室に現實に遊んでゐる資金を加へれば、國家へのかくの如き貸上金の著しい増加の必要をみる以前に可成りの膨脹に應ずるに足る金額に上つてゐることは疑ひないのである——但し、明かに理解されるべきことであるが、事業のより大なる活動がそれと共に物價の可成りの騰貴をもたらさなければである。

取引數量の膨脹と共に、別してそれが物價騰貴を伴ふ場合には——實際、これは最も起りさうに思はれる場合であるが、——フランス銀行の銀行券流通高は幾分より緩慢にはあるが等しく確實に増加し、そしてその増加額は結局は取引の金額の増大に大體比例するであらう、と豫想して差支ないであらう。従つて、かくの如き事情の下に

於いては銀行券流通高がその法定最大限に接近する傾向があるであらう。併し乍ら、フランス銀行による外國爲替の購入によつて惹起された銀行券發行の追加分は、この最大限の適用を決定するにさいして總現在流通高から控除さるべきであるといふことが法律によつて特に規定されてゐるのであるから^(註三)、またこの控除は購入額それ自身に等しいと殆んど一般の支持を以つて解釋^(註三)されるであらうから、この點からは政府に對しては何等の困厄も出てきさうにはないのである。

(註二) 一九二六年八月七日の法律の箇條によつて。

(註三) 事實問題として、フランス銀行による外國爲替の巨額の購入期間中存続した經濟情勢のために、かくの如き購入が現在(一九二八年一月)の銀行券發行高に及ぼした影響は殆んど問題にならない程度だといふことは確信を以つて云ふことができるのである。

フランが世界の外國爲替市場に於いて略々その現在の價值に於いて維持さるべきであると假定すれば、銀行券流通高の増加は、それが著しい價格騰貴によつて伴はれない場合には、何等懸念さるべきものではないといふことができる限りの強調をもつて附言されねばならない。取引數量が過去に於けると同じく、將來も引續き膨脹するであらうといふことは望ましいことであり、また考へらるべきことであつて、これに伴ふ資金需要の増大が貨幣及び銀行信用の増加によつて辨ぜられねばならないのは當然のことである。

その上、フランス銀行の國家貸上金の増大はその法定限度の引上を必要ならしめるかと思はれるが、たとへさう

したにしても、^(註四)それが單に、銀行其他の者が事業界の信用需要の増加に應ずるためになすところの資金の引出に基く國庫の必要行動を表はすにすぎないならば、あまりに多くの懸念を以つて考へられてはならないのである。かくの如き貸上金に對しては國家は殆んど利子を支拂はないのであり、また、もし上記の理由によるその増加が政府の歳出の必然的增加或は歳入の減少を再び脅かすに足る物價の騰貴によつて伴はれないとするならば、その結果は經濟的には殆んど重大ではないであらう。預金負債の照應的增加を通じての佛銀の國家貸上金の減少は——これが生じた事情の下に於いては重要であつたけれども——感情上の利益以外の何ものでもなかつたと丁度同じやうに、國庫の預金負債の照應的減少によつて伴はれるかくの如き貸上金の増加は、要求拂の債務から任意拂の債務へのま

たより高利の債務からより低利の債務への變化以上の何ものでもないのである。
(註四) この非常に望ましからぬ方法に依頼する必要を免れるためには別に手段がないではない、それはフランス銀行に預金 *caisse d'amortissement* の巨額の財源(略々七十億)を國庫に移轉することである。

根本的に重要なことはこの國の負債の總額が絶えず減少するといふことである。今までに成し遂げられた負債總額の低減は殆んど全く問題とするに足りないほどの少額である、といふことは常に銘記さるべきである。^(註五)主として今までに行はれたことは、非常に巨額の、絶えず脅威を與へてゐた流動的債務負擔の一部が將來に繰り延べられたといふことである。併し乍ら、政府支出の大なる増加や、歳入の著しい減少や、或はフランスの將來に關する以前の恐怖の復歸やを惹起する戦争とか或は其の他の事件の可能的勃發の如き、異常な出來事を除けば、政府はその財

源に對する不可能な需要に直面しさうには思はれないのである。それにも拘はらず、その負債總額が現在と同じく巨額であるかぎり、既に極度に重い租税の收入の大部分はその利拂のために引續き用ひられねばならないのである。そこで、歳出の思ひもよらぬ激増乃至は一時的にもせよ歳入の減少が生じるときは、かくも最近にだがかくも聰明に免れた従前のインフレーション政策への依據が必然ならしめられるかも知れないのである。

(註五) 利用し得べき最も最近の計算は一九二七年八月三十一日のそれである。ゆゑにこゝに述べたことはその日までのことである。

第十四章 要 約

一九一四年の戦争の勃發と共に、我が信用・金融機關はこれまでにない最も厳しい試練を受け始めた。併し乍ら、戦争を遂行する資金の缺乏のために——多くの豫言者達が豫言したやうに——戦争がやまる代りに、金融が戦争の需要に無理やりに適應させられたのであつた。フランスに於けるこの異常な強制された適應に基づく物價、通貨及び外國爲替相場の廣汎な長期に亙るインフレーションが、この研究の主題をなしてゐるのである。

インフレーションは明確に定義されてゐる言葉ではなくて、物價、流通高、及び外國爲替相場の三つのものの膨脹に殆んど等しく一般的に關聯する言葉である。この研究の目的のためにはインフレーションは次のやうに定義されるのである、即ちそれは購買され得べき財貨の量の照應的增加を伴はない支出の増加から生じるところの、物價の一般的水準の増進である。この定義によると物價の騰貴は、たとへそれが如何に大であらうとも、支出の増加を伴はないとすれば——例へば、饑饉状態の場合に於けるやうに——インフレーションにはならないであらう。また支出の大なる増加はたとへそれが貨幣流通高の著しい追加を伴ふとしても、もし購買され得べき財貨の量の照應的增加を伴ふとすれば、従つてその結果として物價の一般的騰貴がなかつたとすれば、インフレーションとは呼

ばれないであらう。これに反して、政府とか、事業會社とか、私個人若くはその團體とかのより大なる支出は、その増大が物價の一般的騰貴を招來するかぎりには、インフレーションと見做されるであらう。

かくの如き支出の増大に際して諸銀行が演ずる役割は重要なものであり、我が當面の金融組織の下に於いては不可避的なものである。政府が歳入を直接歳入の限度を越えて増加せしめることを必要とする時は、政府は借入をなさねばならないのである。而して、かくの如き借入の大部分は金融機關のあるものを單なる仲介者として公衆からなされるのが普通であるが、銀行自身からの直接借入の方法もまた殆んど常に用ひられるのである。事業會社や信用のある個人も、また、一度び追加的支出を得策乃至必要とするに至れば、時には彼の取引銀行を通じて、借入れるけれども、之から直接に借入れることも等しく屢々あるのである。

インフレーションの研究に於いてかくの如き借入がもつところの重要性は、それが將來の消費者達に彼等の購買に必要な手段を提供するといふことである。といふのは、上に豫想されたやうに、この支出の増加こそインフレーション過程を發足せしめるためにのみならず、更にそれが一度び發足すれば之を持續せしめるためにも原動力を與へるのであるから。併し、すべての借入金はその形の如何を問はず、將來の消費者達に直ちに有効な購買力を提供するとしても、借入のとり形が借入のインフレーション的影響を限定する上に最も重要であるといふことは、この研究を通じて觀察されたところである。或る貸付は、一消費者に與へると同じだけのものを他消費者から取上げるやうな方法で行はれる。例へば、一人の子供が他の子供に金を貸す場合には、前者の支出は後者の支出が増加せ

しめられると同じ大いさだけ切詰められるのである。政府或は事業會社が債券を發行し、それが應募者によつて、さもなければ直ちに消費されたであらうところの資金から、拂込まれる時も、事態はこれと同じなのである。併し乍ら、貯蓄とは何等の關聯もない應募の場合は非常に異つてゐるのである。浪費者が宣傳されて行ふ政府證券の購入はこの種のものであつて、彼は直ちに彼の「愛國的」購入の金額だけを再借入して願慮するところなく無制限に消費を續けるのである。

併しインフレーションの觀點からみて遙かにより重要なことは、銀行貸付なるものは概して同じ性格を多分にもつてゐるといふ事實である。諸銀行は、顧客の信用需要に應ずるために、比較的廣汎な限度内で、容易にその貸付と預金通貨を膨脹せしめるのである。而してこの膨脹の限度は新たな資金が——フランスのインフレーション過程の大部分を通じて實際にさうであつたやうに——中央銀行或は他の外部の機關によつて持續的に供與されてゐる時には、非常に著しく高められるのである。新たな資金が財貨の生産の急速且つ充分な増加を招來すれば格別、さうでないかぎり、かくの如き貸付は、他のいづこかある購買力を相殺的に減少せしめることなしに早速の消費者達の手中の購買力を殆んど貸付額と同じだけ増加せしめるのであるから、直接的不可避的なインフレーションを表はすのである。

(註一) 支出が完行される前に物價が騰貴する限り、購買力は減少せしめられる。併し乍ら、物價の惰性のために、素早い消費者達は通常は既存の物價の利益を得るのである。

諸銀行は、會社及び私個人によつて必要とされる信用の大部分並びに政府によつて需要される信用の一部分を供與する外に、流通用具に對する要求の大部分を充たすといふ以上の機能をもつてゐるのである。多くの國々では殆んどすべての銀行自身によつて直接に發行される預金が全通貨供給の非常に大きな部分を占めてゐるのである。併しさうでない時でも、一或はそれ以上の謂ゆる發券銀行が貨幣供給の大部分を流通銀行券といふ形で供與してゐるのである。フランスでは、現在は、流通する預金の高は實際には全貨幣流通よりもより小さいけれども、フランス銀行の銀行券は佛銀自身の地下室以外にある貨幣のストックの九八%以上を占めてゐるのである。

(註二) 一二九五年及び一九二六年には金屬 *Jetons* はそれぞれ略々九億及び九億五千一百萬フランに上り、いづれの場合に於いて全流通高の二%弱を占めてゐた。

フランスのインフレーションの過程を理解するためには、フランスの銀行制度の特異性に一般的に通ずることが先づ重要である。従つて、フランス銀行とか、商業銀行とか、またバリ金融市場とかの顯著な特徴について非常に簡単な要約が試みられたのであつた。

フランス銀行の地位は獨自である。多分英蘭銀行を除けば、恐らくはこれほど一般的尊重をかち得た銀行は未だ世界中になかつたのである。フランス人は政府に對しては信頼を失ふかも知れないが——屢々失つてゐるやうに——佛銀に對しては決してそんなことはないのである。ナポレオン治下に設立されて以來、佛銀は依然として私立の機關なのである。それにも拘はらず、その主要な支配は、いづれも大統領によつて任命される、一人の總裁と二人

の副總裁の手中にあるのである。

フランス銀行の諸機能は様々であり重要である。發券の特權の唯一の保持者としては佛銀はこの國の貨幣供給の守護者となつてゐる。佛銀の發券と貸付とは資金を流通界或は諸銀行の所有に置くのであり、また佛銀への支拂は諸銀行或は公衆の手中にある資金の照應的減少を招來するのである。他のフランス諸銀行に對する銀行業者としては、佛銀は彼等のために手形交換及びこの國の遠隔の地方に於ける代金取立の世話をするのみならず、更に、郵便局と協力して彼等のために、他のすべての預金者達のためにさうすると同じやうに、この國の殆んどあらゆる村々に行互つてゐる振替制度を營むのである。この外、佛銀は諸銀行が彼等のポートフォリオ中にもつてゐるかも知れない適格の手形を彼等のためにいつでも再割引する地位にも立つてゐるのである。公衆のための銀行業者としては佛銀は商業銀行と同様に機能してゐるのである、尤も預金に利子を支拂はないといふこと、佛銀が割引する手形はすべて三通りの署名を必要するといふ點では異なるが。佛銀はこの資格に於いてこの國の様々の地方に數多の事務所をもつてゐる鐵道會社や他の大會社とのみならず、更にあらゆる種類の營業に従事してゐるより小さい會社とも、また、佛銀の支店を通じて、遠距離の田舎の地方の農業者とさへも、大規模に取引してゐるのである。最後に、政府のための銀行業者としては、大藏省の様々の局課のいづれにも振當てられない國庫事務はすべてこれを政府のために處理する外に、佛銀はその他の方法では調達することのできなかつた如何なる必要資金をも直ちに國家に貸上げる態勢を常にとつてゐるのである。本書中に考察した期間の大部分に互つてなされたこの種の貨

上金は非常に多額であつたために、それは佛銀それ自身の業務を殆んど完全に支配し、従つてまた國內全般の信用状態をも著しく左右したのであつた。もつと最近には佛銀による外國爲替の非常に多額の購入は、一九二六年の暮以來支配的であつた既に極度に緩い貨幣市場利率を更に以上緩ましめる方向に向つて有力な影響を及ぼしたのである。

フランスに於ける商業銀行業務の略々半ばは四大銀行によつて營まれてゐるのであつて、この中の三つはこの國中に散在してゐる數多の支店をもつてゐる。四大銀行は、割引とか、引受とか、また様々の種類の擔保貸とかによつて依頼者に貸付ける外、彼等の事業上の顧客の多くに對して大規模の當座貸越の便宜をも與へるのである。これらの銀行はそれぞれ月次營業報告を作成してゐるのであつて、彼等の業務の經過を明かにするために利用した統計資料の多くはこれらの報告から編まれたのであつた。併し乍ら、不幸にも、報告中に採用されてゐる諸科目の内容にさへ殆んど統一がないので、重要な量的結論を引出すことが困難であつた。

遙かにより興味のあるのは、パリ金融市場である。その作用はニューヨークやロンドン市場のそれとは非常に異つてゐるのみならず、更にその特異性はフランスのインフレーションの徑路を説明する上に案外に重要であることが證明されたのである。ロンドンやニューヨークの諸銀行とは違つて、パリの諸銀行は彼等のポートフォリオの中に公開市場で購入された證券を餘り多くはもつてゐないのである。その代りに、一九二六年の年末までの本書で問題とした期間を通じて、彼等は殆んど専ら短期國庫手形の購入に依頼したのであつたが、それは、一九二六年十

二月に始まる最近の變化の起るまでは、需要に應じて無制限に、一ヶ月乃至十二ヶ月満期で發行されたのであつた。遊休資金はすべて迅速にその購入に利用せられ、また大抵の追加的の現金必要はその手形を満期日に現金化したり或は時にはこれをフランス銀行で割引(註三)したりすることによつて賄はれたのであつた。短期の國防證券の發行が漸次に禁止されてからは、諸銀行は、他に投下の途のない遊休資金を投下せんがために、益々國庫へ預金するといふ彼等の特權に依頼したのである。かくて此種預金の高とそれがこの國の信用情勢の中で占めた重要さとの著しい増加が説明されるのである。

(註三) それが三ヶ月満期以内の場合にはフランス銀行が割引を引受けるのである。

フランスに於ける最近のインフレーション過程は戦時及び戦後に於ける多額の公債の蓄積と概して非常に密接な關係があつたのであるから、この期間の統計的研究も債務總額とその細別のそれぞれの高をインフレーションの度合の各種の尺度——爲替相場、物價、及び貨幣流通高——と比較することから始められたのであつた。このやうにしてすべての系列の運動は少くとも遠い相似はもつてゐたけれども、フランス銀行の國家貸上金とその銀行券流通高との運動に至つては、異常な類似をもつてゐたといふことが發見されたのであつた。事實、それらの長期運動が概して相似であつたのみならず、更にそれぞれの長期趨勢をめぐることの二つの系列の變動の關係係數は一九一四年十二月から一九二六年十二月までの全期間の間(十〇・九八(一四五))であつたことも分つたのであつた。佛銀の國家貸上金とインフレーションの他の二つの尺度——物價と外國爲替相場——との間にも同様に密接な相似があつ

たが、その相似は決してそれほど顯著ではなかつた。これに反して、他の形態の國家債務の運動は、この三つの尺度のすべてと單に遠いまた屢々認められないほどの相似を示したにすぎなかつた。

従つて『貸上金』と流通高との二つの系列について慎重な研究がなされたのであつた。この研究は、貸上金に關しては、それが多くの點に於いて他種の政府借入とは異つてゐることを明かにした。貸上金を使用するときには政府に移轉された購買力は經濟組織の他のどこかの購買力の減少によつて相殺されなかつたけれども、他の形の大抵の政府借入にあつては、政府の手中に置かれた購買力は、公債の應募者側の略々等額の貯蓄を表はした。重要な相違は諸銀行が他に用途なき遊休資金を國防證券や他の短期國庫手形に拂込むときに見出されたのであつた。この拂込を通じて、事業上の或は個人的な使用から解放された資金は國庫に移轉せしめられた。國庫がこれらの資金をより多くの支拂に直接用ひないときには、これらの資金はフランス銀行に對する國庫債務の銷却上佛銀に移轉せしめられたのであつた。そこで、かくの如き發行への拂込金は、貯蓄を表はさなかつたかぎり、銀行の遊休資金を表はしたのであり、また、その手取金は、より多くの政府の購買に用ひられなかつたかぎり、佛銀の國家貸上金を減少せしめるのに用ひられたのであつた。

これらの事實を銘記しておけば、貸上金と流通高との運動の密接な相關は直ちに明瞭となるのである。他の型のすべての政府借入の手取金は佛銀からの貸上金と同じやうに國庫の費消の財源を増加したけれども、諸銀行による短期政府證券への拂込以外のすべてのものは、經濟組織中の他のどこかの費消の照應的減少を伴つたのであつた。

併し、こゝに除外された諸銀行による拂込の場合には、政府に移轉された資金は事業上及び個人的の使用から解放された直後の資金を表はし、また、かくの如き資金が政府側のより多くの購入によつては直ぐに再び消費されなかつたかぎりでは、それは貸上金を減少せしめるのに用ひられたのであつた。そこで、銀行券流通高が費消の増減と共に變動したかぎり、それは必然的に此種の貸上金ともまた同様の變動をなしたのであつた。而して、フランスでは殆んどあらゆる種類の支拂のために、預金よりも寧ろ銀行券の方が多く用ひられてゐるために、消費の増減はそれでもつて大抵の支拂がなされてゐる用具の數量に當然に同様の變化を生ぜしめたのであつた。

貸上金と流通高との系列の長期運動は、相似てはゐるけれども、それらの小變動ほど密接には照應しなかつた。この理由もまた上述の場合と同じく明かではあるが、この要約の目的にそれをより以上利用することはそれほど重要ではないから、讀者はその説明については第五章を参照されたいのである。

併し事業上の費消はフランスのインフレーションに如何なる影響を及ぼしたか？ たゞ銀行券流通高の運動が佛銀の國家貸上金の變化とかくも密接に照應したとしても、それは如何にして事業上の費消の大いさの變化に適應することができたのであるか？ この説明は吾々をもう一度事業の景況と、諸銀行による短期國庫手形の購入と、フランス銀行からの國家貸上金の變化との間の相互的關係に導くのである。取引數量が増加したり或はより高い價格で行はれたりした時には、事業上の顧客の必要の充足についての諸銀行への要請は當然に照應的に増大せしめられた。諸銀行は、通常は日々満期となる國庫手形を多く保有してゐるので、それに必要なだけの満期の手形の充分

な數量を更新する代りに現金化することによつて、これらの追加的需要に應じたのであつた。満期がかくの如き方法にとつて適當なときに到來しなかつたとすれば、満期までいくらない手形がフランス銀行で割引され、更に、佛銀によつて満期日に現金化されたのであつた。いづれにしても、國庫は諸銀行の國庫宛の爲替手形の高だけその財源を減少せしめられることになり、支拂に對する増大需要に應ずべき必要資金を調達せんがために、フランス銀行からの借入金を増加せしめたのであつた。更に、合衆國のやうな小切手使用國に於ける事情とは異つて、^(註四)諸銀行によつて國庫から要求される高は事業上の顧客によつて諸銀行から要求される高と殆んど等しいであらう。そこで佛銀の國家貸上金の増加高は事業上の購買者の手中に置かれた新たな購買力に照應することになるのである。

(註四) 詳細の説明として讀者は "A Third Approximation in Monetary Theory" と題する近刊の書物を参照されたい。

逆に、取引の金高の減少は、諸銀行からの借入金の返済を招來して、諸銀行或は其他のものによる短期國庫證券の購入を、従つて、佛銀の國家貸上金の減少を結果したのであつた。そこで、この場合にも、また、事業上の費消の變化は佛銀の國家貸上金の照應的變化を自動的に伴つたのであつた。

かくいふ Caisse Autonome d'Amortissement がその重要な業務を開始した、一九二六年十月一日に至るまでの戦時戦後の全期間中、事業上の費消の膨脹及び收縮は、短期國庫手形の拂込と拂戻しの機構を通じて、他の場所に於ける費消の減少を伴はない政府の費消の變化の影響と殆んど同じ影響を貸上金に及ぼしたのであつた。一九二六年