

『金融研究』（第11巻第4号）所収論文の紹介

日本銀行金融研究所では、その研究成果を広く外部に公表することを狙いとして、『金融研究』を発行している。以下は、第11巻第4号（平成4年12月発行）所収論文の概要を紹介したものである。

銀行間決済サービスの価格と決済の最適化 — 中央銀行の役割

石田和彦

近年、決済ボリュームの拡大、決済システムのエレクトロニクス化・グローバル化等、決済システムを巡る急速な環境の変化を背景に、決済システムの安定性維持、決済リスク削減等に関する議論が盛んに行われており、その中でも、決済システムの主たる担い手である銀行部門に係る決済リスク対策が重要な問題として取上げられることが多い。これは、銀行間決済においては、複数の銀行の顧客相互間に発生する個々の決済の1件ごとに銀行間で決済手段を授受すること（グロス決済）に代えて、多数の決済を時間的・多角的にプールし、受払いをネット・アウトしたうえで最終的な差額のみを決済するという、いわゆるネット決済の方法が主として用いられており、こうしたネット決済に伴う「未決済残高」が社会的にみて望ましくないリスクを発生させると考えられているためである。

しかしながら、こうしたネット決済が多用される理由やその結果望ましくないリスクの増大が生ずるメカニズム等についての理論的な分析はこれまでほとんど行われていない。本論文は、銀行部門の決済方法選択に関する簡単なモデルを提示し、銀行間決済サービスの価格と銀行部門の決済方法選択の関係、とくに、ネット決済の多用により上述のような望ましくないリスク増大が発生する理由等を理論的に分析することを試みたものである。また、望ましくないリスクが発生している場合の政策的対応についても、モデルに基づいて検討されている。

こうしたモデル分析から得られる結論は以下のようものである。

①物価安定という政策目標のために、銀行間決済に用いられる決済手段（準備）の保有に対し、

その供給コストを上回る価格が付されている状況の下では、こうした決済手段の保有コスト節減のインセンティブからネット決済が増加し、グロス決済の過小消費が生ずる。

②こうしたグロス決済の過小消費は、決済システムのシステミック・リスクを増加させるが、システミック・リスクには一種の外部性が存在するため、市場の選択の結果、銀行間決済に係るリスクは社会的にみて望ましくない水準まで増大する恐れがある。

③こうした望ましくないリスクの増大を防止するためには、準備移転サービスに対する政策的な価格付けが有用と考えられる。

外為介入のシグナル効果：日本に関する実証分析

渡辺 努

外為介入の効果に関する最近の実証研究にはば共通して強調されているのは、介入のシグナル効果の重要性である。この考え方によれば、外為市場参加者は、外為介入から将来の金融政策に関する中央銀行の意図を読み取り、それに基づいて将来の金融政策に関する予想を修正する。将来の金融政策に関する予想の変化は将来の為替相場に関する予想を変化させ、効率的な外為市場では、これは直ちに足元の為替相場に影響を与える。

シグナル効果に関する実証研究を行ううえで最も重要な問題は、将来の為替相場に関する市場参加者の予想の取扱いである。本論文では、市場参加者が中央銀行の介入行動に含まれる情報を効率的に読み取りながら将来の金融政策に関する予想を形成する（ベイジアン推定）との仮定を前提として、シグナル仮説の必要条件を導出し、これらが満たされているか否かをデータ

から検証するという方法を用いる。

ペイジアン的予想形成の前提のもとで、円買い（売り）介入が「将来の金融引締め（緩和）→将来の円高（円安）」についての有効なシグナルとなるためには、次の2つの条件が必要である。第1に、ある時点における介入の方向とその時点以降における金融政策の変化方向とは密接に関連していなければならない。具体的には、円買い（売り）介入の後には、中央銀行が金融引締め（緩和）に向かう傾向が観察されなければならない。これは、過去において介入と金融政策が全く無関係に運営されていたことをペイジアンの意味で合理的な市場参加者が認識しているとすれば、彼らが中央銀行の介入から将来の金融政策の変化を連想することは決してないからである。第2に、介入は市場参加者にとって予想外なものでなければならない。仮に介入が事前に予想されたとおりのものであるとすれば、介入は市場参加者に何ら追加的な情報を与えず、したがって、金融政策に関する予想にも全く影響を及ぼさない。

本論文ではこれらの2つの必要条件を、以下の手順に従い実証的に検証している。すなわちまず、第1に、日本銀行の介入政策と金融政策の関係をチェックした結果、外為介入は公定歩合操作やマネーサプライ・コントロールに先行する傾向が確認された。第2に、外為介入に関する日本銀行の政策反応関数を特定し、それに基づいて、市場参加者が日本銀行の介入をどの程度予想していたかを分析した結果、プラザ合意直後を含むいくつかの局面で日本銀行の介入は市場参加者が完全に予想することはできない予想外のものであった公算が大きいことが分かった。これらの事実を総合すると、1973年から92年5月の期間において、上の2つの条件を満たす局面が少なくとも数回存在し、これらの局面ではシグナル効果が有効であった可能性を否定できないとの結論が得られている。

国際資本移動と課税

小西秀樹

金融の国際化に伴い、国際的な資本移動に対する課税問題が注目されている。すなわち、非居住者の資本所得に対する課税については、所得の源泉地国政府と投資家の居住地国政府が共に課税権を有するため、国際間での二重課税問題が発生する。

本論文は、こうした資本所得に対する課税が国際間の資本移動に与える経済的影響とその帰結について、理論的視点から展望したものである。

まず、国際資本所得課税の定型化されたタイプである源泉地主義課税、居住地主義課税、資本輸出税、資本輸入税の4つについて、その国際資本移動に与える影響と税負担の帰着について検討すると、居住者の資本供給が利子に対して非弾力的であり、かつ当該国が小国の立場にあれば、居住地主義課税だけが国際資本移動に対して中立的であることが示される。

次に、より一般的な国際課税政策に関して、資本移動の裁定条件と課税の影響を考察し、さらに、居住者の異時点間の消費選択行動に与える影響をも勘案すると、経済厚生観点からは、効率的な資本所得税制が居住地主義に従うべきか否かは明らかではないとされる。

さらに、このような国際課税の諸問題に対して、国際二重課税を調整する手段である外国税額控除制度の機能と影響についても検討を加えている。すなわち、世界各国において外国税額控除制度が整備されており、各国の居住者資本所得に対する均一税率を前提とすれば、資本課税により国際資本移動が阻害されることはないと言われる。ただその一方で、外国税額控除制度は、資本輸出国から資本輸入国への税収移転効果があることに留意すべきという点が指摘される。したがって、各国税務当局の政策的対応を考慮に入れたゲーム理論による分析を試みると、二重課税の調整を完備することは決して効率的資本移動の実現を意味しないことが示される。

・『金融研究』所収論文の内容や意見は執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

・『金融研究』（第11巻第4号）は日本信用調査株式会社より販売、定価1,030円。