

『金融研究』(第18巻第3号)所収論文の紹介(注1)

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』(注2)を発行している。以下は、第18巻第3号(平成11年8月発行)所収論文の要約を紹介したものである。

「電子決済技術と金融政策運営との関連を考えるフォーラム」中間報告書

日本銀行では、いわゆる「電子マネー」をはじめとする電子決済技術の普及が金融政策運営に及ぼす影響を考えるため、平成9年12月にフォーラムを設立し、8回にわたり幅広く議論を重ねてきた。本報告書はフォーラムでのこれまでの議論を通じて浮き彫りになった主要な論点を中間的に整理したものである。

電子決済手段は、その金銭的価値の管理形態により、ストアドバリュー型商品とアクセス型商品に分けることができる。電子決済手段の将来を正確に見極めることは困難であるが、(少なくとも当面は)ストアドバリュー型商品は小額決済に主に使用されると予想されるほか、電子決済手段は一般に、ネットワーク上で財・サービスを購入する電子商取引に適していると考えられる。

金融政策運営への影響という観点からは、電子決済手段を「法定準備の課されていない新型預金」と理解すれば、その普及は信用乗数を上昇させる一方、貨幣需要を減少させる効果を有

すると考えられる。このように電子決済技術の普及は、貨幣供給・需要の両面で「予期せざるショック」を発生させる可能性が高い。また、預金代替的な電子決済手段の普及は準備需要を減少させる可能性が高いが、大多数の中央銀行が操作目標としている短期金利のコントロールという点からは、発行体の最終決済が中央銀行当座預金を通じて安定的に行われるかどうかのポイントである。

さらに、電子決済や電子商取引の進展は、トランザクションコストの低下を通じてクロスボーダー取引を増加させ、ひいては自国内での外貨決済や外貨建資産での運用を増加させる可能性がある点にも留意が必要である。

金融市場のグローバル化：現状と将来展望

翁 邦雄／白川方明／白塚重典

金融市場におけるグローバル化の進展は、半ば常識と考えられている。確かに、過去数十年の間に、国際金融市場は大きく拡大し、外国為替市場や資本市場における取引量は大幅な増加をみた。また、情報・通信技術の進歩や各国資

(注1) 本稿の内容は、日本銀行ホームページ (<http://www.boj.or.jp/>) 「論文」コーナーにも掲載されています。

(注2) 『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。なお、『金融研究』第18巻第3号(定価1,050円)は、ときわ総合サービス(株)(本『日銀調査月報』刊行物一覧を参照)より販売。

本市場の自由化の流れ、あるいは新しい金融取引手法の発展は、国際的な資本移動を活発化させ、国際金融市場の拡大と効率化を促す方向に作用してきた。

ところが、データをみると、国境は資本移動に対して何らかの障壁になっていることが示唆される。投資家のポートフォリオは国内資産へ偏向しているとのホーム・バイアスが存在しているし、各国の貯蓄は各国市場で吸収される傾向が強いとのフェルドシュタイン＝ホリオカ・パラドックスが観察され、ネット資本移動の大きさは歴史的にみても拡大しているわけではない。

もっとも、グローバル化の進展状況は、例えば、デリバティブ取引といったオフバランス面も併せて考えると姿が変わってくる。資本取引の増加には資金フローの増加という要素とこれに随伴するリスク移転の増加という要素があるが、クロス・ボーダーのデリバティブ取引は後者のリスク移転をより効率的に行うものである。換言すると、デリバティブ取引の発達によって、過去に行われた投資のストックも含め、各国の金融資産の価格裁定がより一層円滑に働くようになっていると考えられる。

今後、金融市場のグローバル化がどのように、どのようなテンポで進展していくか、との問題は中央銀行の政策運営にとって大きな意味を持つ。例えば、もし金融市場の統合化が一段と進展し、国際資本移動が活発化すれば、①独自の金融政策、②資本移動の自由化、③為替レートの安定化、の3つが併存し得ないとの状況がより明確化しよう。また、ブルーデンス政策の面でも資産価格の国際的な連動性が高まるといったことを通じ、金融システムの安定性に対し、新たな問題を投げかけることも考えられよう。

ブルーデンス政策の将来像に関する一考察：銀行システムの効率性・安定性の両立へ向けて

小田信之／清水季子

本稿の目的は、銀行業に対する公的介入（ブルーデンス政策）のあり方について、経済学の視点から検討を加え、銀行機能の効率性と安定性を両立させるためにはどのようなシステムを形成すべきかを考えていく上での検討材料を提供することである。

本稿の基本的な考え方は、銀行機能の効率性を引き出す上では市場メカニズムの活用が有効であるとともに、各種の市場の失敗に対処する上で最適性が満たされれば公的介入は正当化され得る、というものである。ここでの市場の失敗とは、(1) 銀行とその債権者（特に小口預金者）の間に情報の非対称性があること、(2) 銀行の流動性危機（イリクイディティ）や支払力喪失（インソルベンシー）がネットワーク的に他行に波及するという負の外部性があること、である。これにより、①小口預金者の損失負担、②流動性不足によるソルベントな銀行の破綻、③銀行のイリクイディティの連鎖、④銀行のインソルベンシーの連鎖、といった各種のリスクが発生し得る。これらへの公的介入の方法について検討した結果、①に対しては可変料率の預金保険制度や早期閉鎖措置、②と③に対しては中央銀行によるLLR機能の発動、④については外部性を内部化するためのチャージ制度の導入などが有効であるとの結論を得た。

本稿の議論は、銀行システムに関わる各主体について一定の仮定を置いた下で導かれた理念的なものであり、現実の政策を決定する上で必要な要素を隈なく網羅するものではない。ただ、こうした理念的整理を出発点として、今後、よ

り具体的なシステムデザインのあり方に関する議論が一段と活発化することを期待したい。

ゼロ・インフレ下の金融政策について

—金融政策への疑問・批判にどう答えるか—

翁 邦雄

近年、日本経済は、巨額の不良資産や大幅な需給ギャップの存在のもと、厳しい経済情勢が続いているものの、アグレッシブな金融政策により、概ね物価安定を保ち、デフレーションを免れている。それにもかかわらず、日本銀行の金融政策については、さまざまな角度から疑

問・批判が提起されている。具体的には、なぜインフレーション・ターゲティングを採用しないのか、長期国債の買い切りオペ増額を拒むのはなぜか、金融緩和のさなかに資金吸収オペをするのはなぜか、などが代表的なものであろう。本稿は、①日本銀行は長い目で見た物価の安定を通じて国民経済の健全な発展に資するために必要な対応をとる、②その際、効果との対比で副作用が大きすぎ、長期的にみて①の達成を妨げる対応はとらない、という2つの行動基準を設定し、これに照らして、ゼロ・インフレ下の日本銀行の金融政策運営を巡る論点整理を試みたものである。