

第2章

アジア金融危機のマクロ・ダイナミクス⁽¹⁾

高 阪 章

はじめに

1997年のアジア金融危機が過去10年間で最も劇的な事件のひとつであったことは疑いがないであろう。アジア地域をウォッチしてきた人々の大半にとって同危機は不意打ちであり、安定的だったマクロ経済運営のどこが悪かったのか、再検討を余儀なくされた。それだけではなく、IMF調整プログラムに基づく危機直後の政策に対する反応によって危機が持続し、かつ拡大していったことで、IMFプログラム自体を再検討する必要に迫られている。

東アジア新興市場の金融部門の「脆弱性」は危機後、突如クローズアップされた感がある⁽²⁾。けれども、他の途上地域との比較で驚嘆に値する量的拡大を遂げたとはいえ、東アジアの金融部門が先進国のそれらと比肩しうる競争力をもっていると考えるならば、そもそもそれは非現実的であろう。また、途上地域以外でも、1970年代以降、為替変動、国際競争の激化、証券化、金融グローバル化などの国際経済環境の急速な変化にもなって不適応を起こす個別金融機関、さらには個別国金融システムは枚挙にいとまがないことはよく知られている（例えば、Caprio and Klingebiel [1997] を参照）。このように、より広い視野から東アジア新興市場の金融部門の発展をみるならば、同部門の「脆弱性」は、あくまで「金融グローバル化」（IMF [1999], Kohsaka [1999]）という新しい環境のなかでの「普遍的な不適応」であり、とりわけ

て同地域に固有の問題があったわけではない。

金融グローバル化を背景にした高度成長と外資流入は、典型的な不適応症状、すなわち、地価・株価のバブル化とその崩壊、また過剰な設備投資と供給過剰、そして為替リスクに対するヘッジなしの短期対外債務累積、をもたらした。これらの症状は、従来から高かった債務比率のもとで深刻化したため、国内の借り手および国内通貨に対する信認が低下しはじめると、大量に流入した外国資本は、一転して今度は一挙に出口を求めて殺到する騒ぎになった。もちろん、ここまでのプロセスに国内政策当局が果たした役割も小さくない。なかでも、(1)拙速な金融資本取引自由化、(2)国内信用の急増を十分に抑制できなかった金融政策、そして、(3)硬直的な為替レート政策、は上述の症状を深刻化させた。これはまさに、制度改革や政策実施体制の整備を伴わない状況での市場自由化は自己破壊的となりうることを示す結果となった。

調整政策と構造改革は、対外危機に陥った発展途上国に対する「IMF 処方箋」の3本柱のうちの二つである。同処方箋の最大の問題は、調整政策と構造改革をリンクさせる点にある。リンクさせることは、かえって、投資家のコンフィデンスを失わせる可能性が大きい。それがゆえに、調整政策手段としての金融引き締め政策は為替安定化に貢献しないのではないかと考えられる (Furman and Stiglitz [1998] など)。言い換えると、金融危機の場合は、為替安定化=資本収支改善に対する金融引き締め政策の有効性は限定的であり、むしろ、引き締め政策のデフレ効果のマイナス、とくにそのストック効果による負の遺産が大きいのではないと思われる。

実際、高阪 [2001] で示したように、金融引き締め政策のデフレ効果を実証的に検討してみると、東アジアの金融政策波及メカニズムは、国による違いはあっても、米国に比べると、振れが大きく、持続性も長い。そのため、デフレ効果は深刻になる傾向が強い。さらにまた、東アジアにおける金融危機下のマクロ金融変数の動きを、多国間比較の視点から検討してみると、いくつか共通の側面を確認しつつも、とくに、東アジアでは、銀行信用の不足が産出低下を導いており、景気回復には銀行信用の再開が必要であるとの主

張に一定の根拠があることがわかる。

本章では、アジア経済危機後のマクロ経済・金融関連変数の動きを国際比較の視点から論じる。先に、金融引き締め下の貨幣量や信用量は実物経済にデフレ効果をもったと論じた(高阪[2001])。ここでは、先進国を含む多国間比較の視点からその量的効果を検討する。Demirguc-Kunt, Detragiache and Gupta [2000] は、先進国・発展途上国を合わせて、計35カ国、36件の銀行危機事例について銀行危機前後のマクロ経済変数の趨勢の変化を検討している。これに対して、本章では、1997年のアジア経済危機に焦点をあて、厳しい金融危機に見舞われた、タイ、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピンの東アジア5カ国について同様の分析を試みる。さらに本章では、1980年代前半のこれら諸国の金融危機時の状況と比較する。そうすることには、次のようないくつかのメリットがある。

ひとつは、集計的な、異なる時期にわたる国横断的研究では、外生的ショックが国によって異なるため、国効果と外生ショック効果が分離できないことである。もうひとつは、先行研究では1980年代と1990年代の銀行危機がブールされており、とくに金融統合化の進んだ1990年代の特徴が抽出できないことである。その点、1997年のアジア経済危機から大きな打撃を受けた5カ国の横断比較研究は、共通の外生ショックを想定でき、かつ、1990年代後半の同時期であり、また、比較的同質的な同地域の経済であることから、先行研究の対象データサンプルとは異なり、より代表的(representative)、典型的(typical)、あるいは定型的(stylized)な動学的パターンを見いだすことができるかもしれない。

読者の便宜のために、繰り返しになるが、先に、以上の枠組みによる本章の結論を要約しておく。

まず第1に、東アジアの時期を異にする二つのサンプルの共通点として、ひとつは、金融危機の産出成長に対するマイナスの効果が集計サンプルに比べると持続的であること、そして、もうひとつは、危機のインパクトがインフレ的ではなく、むしろデフレ的であることだ。この点は集計サンプルと鋭

く対照的である。

第2に、時間効果と国効果にかかわらず三つのサンプルに共通な三つの特徴として、ひとつは、総預金の実質成長率が危機当初は低下し、他方、同GDP比率は危機後も持続的に増加すること、さらに、銀行貸出のGDP比率は危機後持続的に上昇することだ。最初の特徴から、1980年代以降、金融危機時に銀行システム全体に対して銀行取り付けは起こっていないといえそう

だ。

第3に、1997年のアジア危機の最も顕著な特徴は、実質金利、実質銀行貸出、および総需要項目の対GDP比率のダイナミクスに現れている。有意に高い実質金利は1997年の危機のユニークな特徴として、第1に指摘しなければならぬ。銀行貸出の実質成長の持続的低下は第2の特徴であり、これは1980年代のアジアの金融危機にはみられなかった。第3の特徴は、国内投資の対GDP比率の持続的低下と、貿易黒字の持続的増加および財政黒字の持続的減少（ともに対GDP比率）だ。後の二つは、投資の低下の経済活動水準に対するマイナス効果を相殺する役割を果たした。

以上、アジア経済危機後の東アジアにおけるマクロ経済変数のダイナミクスのユニークな側面を同定してみると、危機後の金融引き締め政策は過剰であったとする批判にわれわれも与せざるをえないように思われる。金融引き締めは、東アジアの国内投資を激減させ、実物経済活動にデフレ効果をもつことによって反生産的であることが明らかになった。このように、東アジアの経済回復は国内投資と銀行貸出の回復には支えられておらず、財政刺激策と輸出需要の拡大といった外生的要因のみが、当初の政策プログラムがもたらしたデフレ状況からの活路を与えているのである。

本章の構成は以下のとおりである。第1節では、関連するトピックについて簡単な文献サーベイを行った後、分析枠組みを示す。そしてそれに基づく先行研究による、銀行危機とマクロ経済ダイナミクスの「定型的事実」を要約する。続いて、第2節では、同じ分析枠組みを用いて、1997年のアジア危機前後の東アジア5カ国のダイナミクスを明らかにし、その結果を先の多数

国の横断的結果と比較する。東アジアの特徴は、高金利、産出と投資の持続的低迷、および貿易収支・財政収支の異なった動きであることが明らかにされる。次に、第3節では、同様にして、1980年代における東アジアの金融危機の状況が分析される。これは、多数国における集計的な結果と東アジアの横断的結果の差異が、どの程度、時期による（国際環境の）差を反映し、どの程度、各国・地域の構造上の差を反映しているのか、をみるためである。このようにして、われわれは、アジア金融危機における東アジアのマクロダイナミクスのユニークな特徴を同定し、危機後のマクロ経済運営に関する政策含意を得ることができる。後者については、「おわりに」でまとめられる。

第1節 金融危機とマクロ経済ダイナミクス

1. 先行研究

まず最初に、同じような問題関心をもつ先行研究のいくつかに簡単に触れておく。Radelet and Sachs [1998] と Furman and Stiglitz [1999] は、IMFによる常套的金融引き締めと構造改革をペアにした政策処方箋に対して批判的な研究の代表的な二つである。それによれば、同処方箋は实体经济ばかりか、迅速な経済回復に対する人々の確信（confidence）を損ねたとされる。

これに対して、IMFのBoorman et al. [2000] は、IMFが危機直後の経済下降の厳しさを過小評価していたことを認めつつ、東アジアの金融政策運営に関する三つの問題、すなわち、(1)金融引き締めはどの程度のもだったか、(2)「信用クラッシュ」はあったのか、(3)金融引き締めは反生産的だったか、に答えようとしている。その結論は、(1)金融引き締めの程度は以前の事例に比べて異常なものではなかった、(2)信用クラッシュがあったという証拠はなかった、(3)為替安定と経済回復という基本的トレードオフがあることを考えれば、(引き締めと)代替的な政策選択は見いだすことができない、というものであ

る。

1970年から1995年の160件の通貨危機事例に対して、通貨危機後の経済回復と持続的成長のパターンを検討した Park and Lee [2001] では、定型的事実として、産出成長の回復は迅速であり、また、IMF 調整プログラムは有意に寄与していることを見いだしている。さらに、彼らによれば、東アジアの通貨危機後の調整過程も、初期の収縮とその後の回復の度合いが大きいものの、基本的にはこの定型的な多数国横断的パターンに合っていると論じている。

以上を受けて、われわれは、横断的な国際比較と時系列的な歴史比較によって、アジア金融危機直後の東アジアのマクロ・ダイナミクスを注意深く検討してみたい。

2. サンプル選択と方法論

Demirguc-Kunt, Detragiache and Gupta [2000] は、36件の銀行危機の事例における35カ国のマクロ経済変数の変化を調べた⁽³⁾。そこでの関心は、危機時にどの変数が他の変数より大きな影響を受け、危機後にどのような動きを示したか、である。基本的なアイデアはわりあい簡単なものである。すなわち、当該変数が危機以前の平均水準から有意に異なるかどうかを検定する。そのため、各変数を危機年ダミーおよび危機後年ダミーに回帰する。すなわち、推定するモデルは次のようなものである。

$$y_{it} = \alpha + \sum_{t=T}^{T+K} \beta_i DT_t + \sum_{i=1}^N \gamma_i DC_i + u_{it}$$

ここで、 y_{it} : i 国の t 期におけるマクロ経済変数、 DT_t : t 期ダミー変数、 DC_i : i 国ダミー変数、 u_{it} : 確率的誤差、 β_i : t 期ダミーの係数 (T =危機年、 $K=3$)、 γ_i : i 国ダミーの係数 ($i=1, 2, \dots, N$)、である。

このとき、 t 期のダミーの OLS 推定値は t 期の当該変数の値が危機前 (3 年) 平均からどの程度乖離しているのかを示し、各期ダミーの係数はその変

数の危機後の動学的な変動パターンを表すことになる。各国間の違いを考慮して、統計的検定にあたっては分散不均一性を考慮した標準誤差を用いている。

各期ダミーの係数推定値は表1に示されている。これは各変数が銀行危機後、危機前3年間の平均水準からどの程度有意に乖離するのかを、危機発生年を T として、 T から $T+3$ の危機後3年間について示したものである。

3. 多数国集計データによる観察事実

表1の多数国集計データから観察されるマクロ変数の変化パターンは次のように要約できる。

第1に、産出と価格については、産出成長は危機の年と翌年には有意に低下するが、その後は危機前の水準を回復し、他方、インフレ率は危機の年に上昇し、危機後3年目まで有意に持続する。名目為替レートは有意に減価し、危機後もそれは持続する。

第2に、金利については、短期政府証券のような政策金利の実質水準は危機年および危機後には有意に上昇しない。実質預金金利についても同様。ただし、実質貸出金利および預貸金利スプレッドは危機の年に有意に上昇する。さらに、同スプレッドは危機後3年にわたって危機前の水準を上回りつづける。

第3に、銀行預金および銀行信用については、実質要求払い預金成長率は危機の年に有意に低下するが、預金の対GDP比率は不変である。他方、実質総預金（要求払い預金、定期性預金、貯蓄預金、外貨預金などの合計）は危機前より有意に増加する。その結果、それらの対産出比率は危機の年および危機後に有意に上昇する。危機後には、実質銀行信用成長率は、有意に持続的かつ大幅に低下する。けれども、信用の対GDP比率は有意に上昇する。なぜなら、GDP成長率の低下は信用成長率のそれを上回るからである。

最後に、投資および政策マクロ変数については、投資の対GDP比率は危

表1 金融危機後のマクロ・ダイ

年	産出	物価		金利			
	実質 GDP 成長率	上昇率	為替レート 減価率	短期 (実質)	貸出 (実質)	預金 (実質)	預貸 スプレッド
T(=危機年)	-3.913***	19.166**	28.714***	5.501	10.504**	1.806	10.079**
	1.004	6.816	8.274	6.768	4.685	2.036	4.899
T+1	-3.519***	27.785**	36.968**	6.918	21.312	0.827	22.332
	0.896	13.408	14.415	11.525	17.007	3.359	15.696
T+2	-0.950	23.820**	30.384***	-7.239	16.249	-3.291	21.016
	0.662	10.449	11.121	8.279	10.043	3.686	13.483
T+3	0.398	18.177***	23.232***	-3.078	3.827	-4.903	10.906**
	0.829	5.830	6.707	4.548	5.685	4.023	4.899

(注) (1) OLS 推定値。標準誤差は White 修正済み。

(2) 期間ダミーの係数推定値および標準誤差 (イタリック)。

(3) *, **, および*** はそれぞれ、10%、5%、および1%の水準で有意。

(4) 説明変数は危機年 (T) およびそれ以降の期間ダミー。

(出所) Demircuc-Kunt and Gupta [2000]。

機前の水準より低下するが、有意に低下するのは翌年のみである。財政赤字 (マイナスで示される) の増加は有意ではなく、中央銀行貸出の銀行貸出との比率の危機後の増加も有意ではない (ここには示されていない)。これらの事実は、危機後において、財政政策および金融政策は十分総需要拡大的ではないことを示唆している。

以上の観察を要約すると次のようになる。すなわち、まず、現代の銀行危機では、大恐慌時代にみられたような預金者パニックは生じていないようである。ただし、このことと銀行間で (経営基盤の安定している銀行への) 大規模な資金移動があることは矛盾しない (Domac and Ferri [1999])。このように、多数の銀行が破綻していながら、預金取り付けが起らない理由としては、(1)破綻は銀行全体ではないこと、(2)公式の預金保険がない場合でも、「最後の貸し手」機能、事後的預金保証、問題機関の迅速な政府救済などによって、預金者は事実上、保護されていることなどが考えられる。

ナミクス：多数国集計データ（1980～95年）

要求払い 預金成長率	預金			貸出		総需要	
	GDP 比率	総預金 成長率	GDP 比率	銀行貸出 成長率	GDP 比率	投資 GDP 比率	財政収支 GDP 比率
-5.798*** 2.019	0.286 0.336		2.920** 1.382	-6.761*** 2.261	6.046*** 1.705	-0.428 0.551	-0.494 0.594
-2.397 1.761	0.333 0.398		5.554*** 1.881	-7.390*** 2.331	7.849*** 2.675	-1.067** 0.564	-0.803 0.512
-3.676 2.814	0.734 0.466		5.177*** 1.292	-7.178*** 2.199	6.748*** 2.062	-0.724 0.621	-0.041 0.713
-4.280 2.608	0.878* 0.509		0.233*** 1.451	-5.687** 2.334	5.646** 2.180	-0.854 0.698	0.974 1.015

次に、金融破綻は銀行システムを破壊し、混乱の收拾には数年の時間がかかるものの、それが実物経済に与える影響は比較的短命だということになる⁽⁴⁾。あるいは、産出および投資の成長率の低下は、銀行危機によるというよりは、同危機の原因となった負のショックの結果かもしれない。事実、産出成長が回復しても信用成長は低位にとどまったままだ。言い換えると、危機後の産出の回復は信用成長なしに実現されたわけだ⁽⁵⁾。

以上の証拠より、信用クラッシュ説（銀行信用の不足が産出低下を導いており、景気回復には銀行信用の再開が必要）は怪しいということになる。事実、マクロの見通しが改善するとともに、企業は銀行信用を節約し、その他の資金源、サプライヤーズクレジット、内部金融、外国信用枠、株式・社債発行に切り替えて資金調達を行うものと考えられる（例えば、Krueger and Tornell [1999]）。

第2節 1997年の銀行危機と東アジア5カ国：統計的分析

この節では、前節と同じ分析枠組みを用いて、アジア金融危機とその後の期間において、東アジア各国（インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイ）の関連マクロ経済変数が危機前のトレンドからどのように乖離したのかを統計的に検証する。注目する変数は、産出、物価、金利、預金、貸出、支出および（政府消費、財政収支、中央銀行信用などの）政策変数である。最初にまず、各マクロ経済変数の実際の動向を図1で確認しておく。次いで、推計結果は表2にまとめられている

1. 観察事実

先行研究の集計データに関する表1の推計結果との違いに注目して、表2の各マクロ変数の変化のパターンを特徴づけてみる。

〔産出成長〕 危機による産出成長の低下は、危機発生年から有意であり、翌年がピークとなって、危機後3年まで有意に持続している。先行研究の集計データに比べると、成長の下方への乖離が有意に継続しているのが今回の東アジア危機国の特徴である。

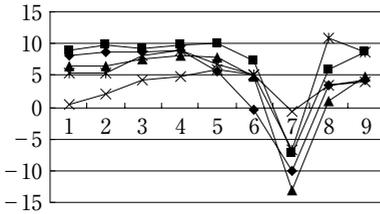
〔物価〕 物価の動向については、集計データのパターンとの違いは、インフレ率の高進が認められないこと、および、為替レート下落が短命であること、の2点である。危機年および翌年のインフレ率上昇は皆無であり、これは、危機後3年にわたって有意にインフレ率が高止まりした集計データのサンプルとは対照的である。また、為替レート減価が有意であったのは危機後1年までで、比較的短命であったといえるだろう。

〔金利〕 アジア危機後の高金利政策の有効性の是非をめぐっては激しい論議が繰り返された（Furman and Stiglitz [1998], World Bank [2000], および Basurto and Ghosh [2000] など）が、実際、危機年の実質金利上昇は短期金

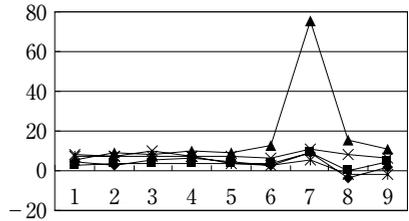
図1 金融危機前後のマクロ経済変数の動向
東アジア, 1997年(危機年: $T=6$)

—◆— タイ —■— マレーシア —▲— インドネシア —×— フィリピン —*— 韓国
縦軸目盛は%, 横軸目盛は T (年)

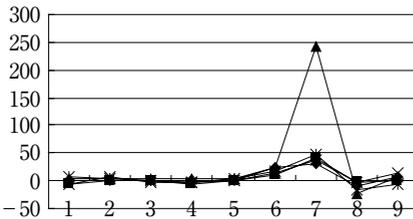
産出成長率



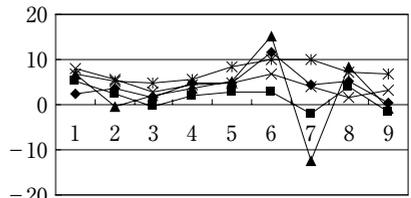
インフレ率



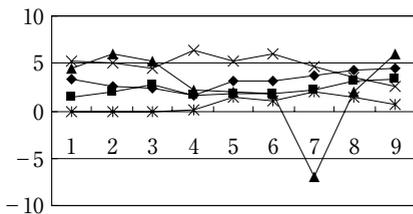
為替レート減価率



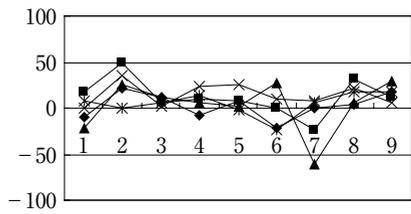
政策金利 (実質)



預貸金利スプレッド

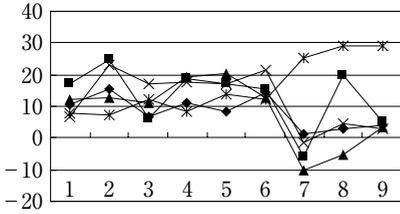


要求払い預金成長率

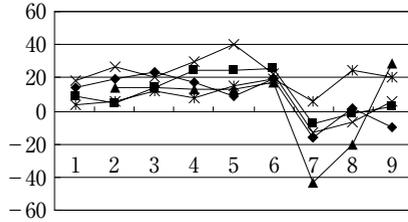


◆ タイ ■ マレーシア ▲ インドネシア × フィリピン * 韓国
 縦軸目盛は%, 横軸目盛は T (年)

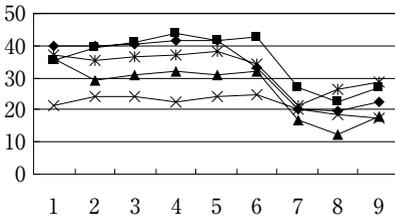
総預金成長率



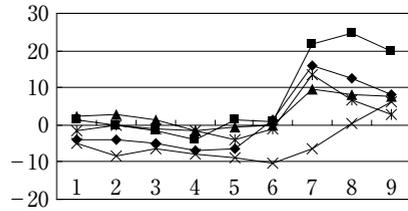
銀行貸出成長率



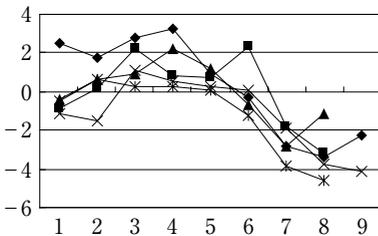
投資 GDP 比率



貿易収支 GDP 比率



財政収支 GDP 比率



利、貸出金利、預金金利とも有意であり、かつその上昇幅も2～5%と大きい。金利上昇に関しては、(危機年のみ貸出金利が有意に上昇した)集計データのサンプルに比べて明確な差異が認められる。他方、危機後の金利の動向については、危機前の水準と比べて統計的に有意な乖離は認められない。注目されるのは、集計データでは危機後3年間にわたって持続的に有意であった預貸金利スプレッドの拡大がアジア危機ではみられないことである。

〔現金〕 銀行預金の動向は集計データの場合にほぼ類似している。要求払い預金は成長率・GDP比率とも危機後1年まで短期的に低下しているが、他方、総預金については成長率は有意に低下するものの、GDP比率は逆に上昇している。ただし、アジア危機の場合、危機後1年目の総預金の成長率低下は統計的にも有意であると判定された。

〔貸出〕 銀行貸出の動向も先行研究の見いだした集計データのパターンに類似している。実質貸出の増加率の低下は有意であり、危機後2年目まで持続している点、そして、GDPとの比率では逆に危機前より有意に上昇し、3年間に緩やかに上昇幅が縮小している点、ともに先行研究のパターンと同様である。ただし、危機年には逆に貸出増加率が有意に上昇しているのが注目される。これは集計データではなかったパターンであり、相当規模の「追い貸し」が行われたためであるかもしれない。

〔総需要〕 総需要の項目のなかでは、なんといっても投資GDP比率の持続的低下が、集計データのパターンとは目立って異なっている。しかも、この投資比率の有意な低下は危機後3年目まで持続しているのである。民間消費増加率の低下が短命(2年目まで)であり、そのGDP比率は逆に上昇している(有意ではないが)のに比べると、GDP以上の投資の低迷ぶりは今回の東アジア経済の危機後のマクロ経済ダイナミクスのなかでは特筆すべき特徴であるといつてよい。貿易黒字のGDP比率の有意な持続的上昇はこの事実と整合的であり、投資需要の低迷にリードされた国内総需要の低下がいかに激しいものであったかを如実に示している。

〔政策変数〕 財政金融政策面からの危機への政策対応は、財政収支およ

表2 金融危機後のマクロ・ダイ

年	産出	物価		金利			
	実質 GDP 成長率	インフレ率	為替レート 減価率	短期 (実質)	貸出 (実質)	預金 (実質)	預貸金利 スプレッド
T(危機年)	-0.027*** 0.016	-0.005 0.638	0.174*** 0.000	5.194*** 0.009	2.049** 0.028	2.082*** 0.018	-0.033 0.933
T+1	-0.146*** 0.000	0.156 0.121	0.797*** 0.019	-3.376 0.252	-10.845 0.218	-9.164 0.191	-1.681 0.353
T+2	-0.022* 0.085	-0.027* 0.077	-0.112 0.140	1.173 0.358	2.630 0.161	2.553 0.131	0.077 0.871
T+3	-0.010* 0.090	-0.018 0.224	0.037 0.458	-2.486*** 0.002	-0.810 0.592	-1.430 0.329	0.621 0.477
Adjusted R-square	0.749	0.329	0.424	0.349	0.053	0.090	0.279
Sample size	45	45	45	45	45	45	45

(注) (1) OLS 推定値。標準誤差は White 修正済み。

(2) 期間ダミーの係数推定値および p -値 (イタリック)。係数は危機前平均水準からの乖離

(3) *, **, および***はそれぞれ10%, 5%, および1%の水準で有意。

(4) 説明変数は危機年 (T) およびそれ以降の期間ダミー。

び中央銀行貸出の動向に反映されている。財政赤字の拡大 (黒字の縮小) は危機後の期間, 継続して有意であり, この点は集計データのパターンとは異なり, 財政政策が危機管理プロセスで有意な役割を果たしていることを示している。また, 中央銀行貸出 (民間銀行の借入) は危機年に有意に上昇しており (集計データでは有意ではなかった), 金融当局の銀行部門に対する「最後の貸し手」機能がいかんなく発揮されたことを示している。この点も, 先行研究のサンプルではみられなかった特徴である。

2. 含意

以上の分析から, 多数国の集計データと比較したとき, 東アジア金融危機におけるマクロ経済ダイナミクスの特徴は次のように要約できるだろう。

ナミクス：東アジア（1997年）

要求払い 預金成長率	預金			貸出		総需要		
	GDP 比率	総預金 成長率	GDP 比率	銀行貸出 成長率	GDP 比率	投資 GDP 比率	貿易収支 GDP 比率	財政収支 GDP 比率
-0.114 <i>0.198</i>	-0.003 <i>0.515</i>	0.015 <i>0.527</i>	0.110*** <i>0.000</i>	0.045** <i>0.040</i>	0.237*** <i>0.000</i>	-0.011 <i>0.381</i>	0.009 <i>0.437</i>	-0.007 <i>0.199</i>
-0.238** <i>0.046</i>	-0.008 <i>0.135</i>	-0.118*** <i>0.019</i>	0.171*** <i>0.000</i>	-0.310*** <i>0.000</i>	0.208*** <i>0.000</i>	-0.135*** <i>0.000</i>	0.136*** <i>0.000</i>	-0.034*** <i>0.000</i>
0.061 <i>0.122</i>	0.001 <i>0.841</i>	-0.035 <i>0.440</i>	0.206*** <i>0.000</i>	-0.168*** <i>0.009</i>	0.171*** <i>0.001</i>	-0.146*** <i>0.000</i>	0.132*** <i>0.000</i>	-0.040*** <i>0.000</i>
0.068 <i>0.296</i>	0.005* <i>0.097</i>	-0.049 <i>0.209</i>	0.220*** <i>0.000</i>	-0.066 <i>0.335</i>	0.164*** <i>0.002</i>	*0.119*** <i>0.000</i>	0.177*** <i>0.000</i>	-0.041*** <i>0.000</i>
0.164 45	0.957 45	0.159 45	0.918 45	0.468 45	0.860 45	0.845 45	0.746 45	0.727 45

を表す。

1997年のアジア危機においては、産出成長の低下が（まる2年にわたって）持続しており、これは銀行貸出増加率の持続的低下を伴っている。他方、国内インフレは危機後爆発した形跡はなく、むしろデフレの兆候すらみられる。

集計データでは、危機以後、貸出金利とスプレッドは上昇するが、預金金利は上昇しないとされたが、今回のアジア危機では、短期金利、預金金利、貸出金利とも、すべての実質金利が危機直後に有意に上昇しているのが特徴である。これは、東アジアにおける金利引き上げがこれまでになく厳しいものであったことを示唆している。また、そこでは、リスクプレミアムの上昇と見なされるような預貸金利差の拡大はみられない。

東アジアも含めて、大恐慌時代とは異なり、現代の銀行危機はシステム規模の預金取り付け（総預金の縮小）は伴わない。総預金成長率は危機直後に低下するが、短命である。銀行貸出の動向も、集計データ、アジア危機デー

タともに共通であり、危機後、貸出成長率は持続的に低下している。

けれども、総需要の構成をみると、その回復のパターンは、今回の東アジアの場合、大きく異なることに注意する必要がある。なんとといっても、民間投資の持続的低迷が際だっている。投資 GDP 比率は有意に継続して低迷している。このマイナス効果を補っているのは財政拡大である。この二つの需要項目の対照的な動向は特筆すべきである。貿易収支改善ももうひとつの特徴であることを合わせて考えると、民間投資の低迷、輸入の縮小に代表される民需の落ち込みを、輸出の回復および財政拡大という外生需要が辛うじて、経済回復を支えたというのが危機後のプロセスであったと要約できるだろう。

第3節 1980年代における東アジアの金融危機

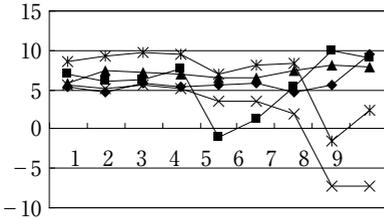
ここまで、金融危機に対するマクロ経済変数のダイナミクスについて、1980年から1995年にかけての多数国の集計データと1997年の東アジアを比較対照してきた。両者の対照的な差異は、しかしながら、二つの期間における経済環境の差から生まれるものかもしれないし（時間効果）、あるいは、東アジアとその他諸国の国特有の構造的な差異から生まれるものかもしれないし（国効果）、またはその両方かもしれない。したがって、これら二つの効果を区別するため、われわれは1980年代における東アジアの金融危機のマクロ経済ダイナミクスを調べてみる。これは多数国の集計データの部分サンプルである。言い換えれば、1980年代の東アジアのケースをみることで、集計データに対しては国効果を、1997年のデータに対しては時間効果をとらえようとしていることになる。

まず、この時期の各変数の実数の動きは図2で示され、これまでと同様にして得られた推計結果が表3に示されている。表3は、5カ国、5件の金融危機事例をカバーしている⁽⁶⁾。

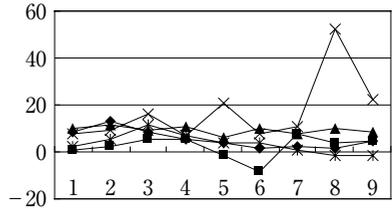
図2 金融危機前後のマクロ経済変数の動向
東アジア, 1980年代(危機年: $T=5$)

—◆— タイ —■— マレーシア —▲— インドネシア —×— フィリピン —*— 韓国
縦軸目盛は%, 横軸目盛は T (年)

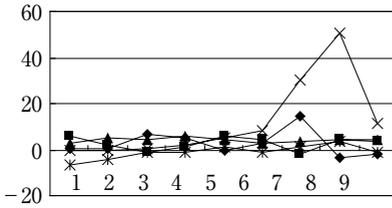
産出成長率



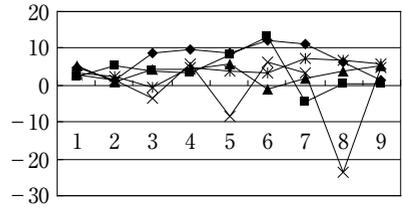
インフレーション



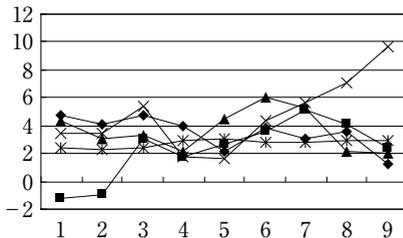
為替レート減価率



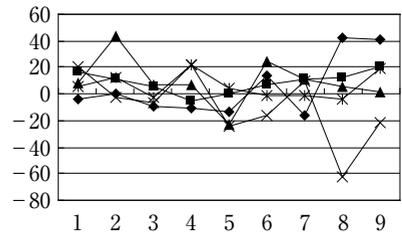
政策金利 (実質)



預貸金利スプレッド

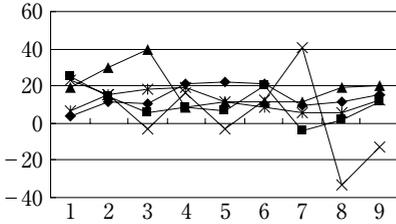


要求払い預金成長率

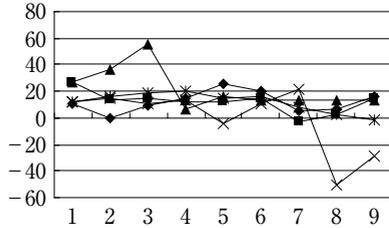


◆ タイ ■ マレーシア ▲ インドネシア × フィリピン * 韓国
 縦軸目盛は%，横軸目盛はT(年)

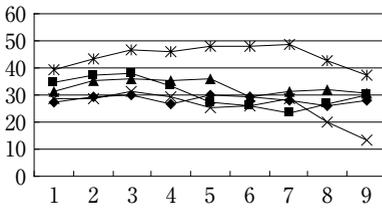
総預金成長率



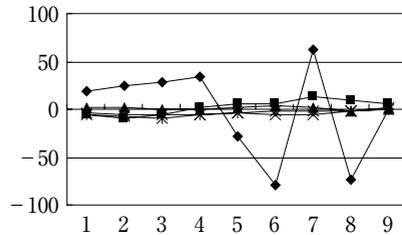
銀行貸出成長率



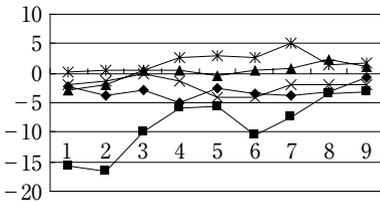
投資 GDP 比率



貿易収支 GDP 比率



財政収支 GDP 比率



1. 観察結果

産出成長の低下は危機と危機後の3年間持続し、集計データより長期化する。インフレ効果はみられず、むしろ危機後1年目にデフレ効果が存在する。この点は1980年代と1990年代を通じて東アジアに共通のようである。為替レート減価については、1980年代の東アジアの為替レートは政策的に決定されており、この場合も少なくとも危機後2年目まで切り下げの形跡はみられない⁽⁷⁾。政策金利、預金・貸出金利とも危機に反応していない。ただし、預貸金利スプレッドは危機後1, 2年目に増加している。

要求払い預金の実質成長率は危機年に低下しており、また、同GDP比率は危機後持続的に低下しているが、これは既述の事例ではなかった特徴である。総預金の実質成長は不変であるが、同対GDP比率は危機後上昇し、この点は三つの事例に共通している。銀行貸出の実質成長率は1980年代の金融危機では不変であるが、対GDP比率は他の事例同様、増加している。

投資GDP比率は低下しているが、危機後1年目だけであり、この点は集計データの場合と同様である。民間消費の成長は危機年のみ低下し、同GDP比率は危機後3年にわたって低下しているのが他の事例にない特徴である。貿易収支、財政収支とも、とくに危機によって影響を受けていないようにみえる。

2. 要約

さて、以上の三つの金融危機のデータサンプルを比較することにより、どのようなインプリケーションが導かれるだろうか。表4は、金融危機後のマクロ変数のダイナミクスを図式的に示したものである。まず第1に、東アジアの二つのサンプルの共通点に焦点をあてる。二つの時期における共通の特徴は二つある。ひとつは、金融危機の産出成長に対するマイナスの効果が集

表3 金融危機後のマクロ・ダイ

	産出	物価		金利			
	実質 GDP 成長率	インフレ率	為替レート 減価率	短期 (実質)	貸出 (実質)	預金 (実質)	預貸金利 スプレッド
T	-0.025* 0.076	-0.011 0.493	0.021 0.292	-0.002 0.999	2.097 0.343	2.163 0.229	-0.066 0.927
T+1	-0.017 0.129	-0.051** 0.038	0.021 0.137	3.122 0.199	5.810** 0.025	4.582* 0.097	1.228** 0.028
T+2	-0.012** 0.037	-0.021 0.305	0.082** 0.045	0.314 0.888	1.967 0.399	0.453 0.871	1.514** 0.018
T+3	-0.038 0.127	0.053 0.434	0.105 0.151	-4.775 0.246	-4.496 0.332	-5.588 0.271	1.092 0.115
T+4	-0.024 0.281	-0.002 0.926	0.020 0.185	-0.127 0.950	0.333 0.859	-0.437 0.753	0.770 0.519
Adjusted R-square	0.226	0.329	0.238	0.163	0.301	0.295	0.147
Sample size	45	45	45	45	45	45	45

(注) (1) OLS 推定値。標準誤差は White 修正済み。

(2) 期間ダミーの係数推定値および p -値 (イタリック)。係数は危機前平均水準からの乖離

(3) *, **, および***はそれぞれ10%, 5%, および1%の水準で有意。

(4) 説明変数は危機年 (T) およびそれ以降の期間ダミー。

計サンプルに比べると持続的であることだ。そして、もうひとつは、危機のインパクトがインフレ的ではなく、むしろデフレ的であることだ。この点は集計サンプルと鋭く対照的であり、これが、集計サンプルでは為替減価が持続的であるのに対して、東アジアでは減価は短命であることの原因であると思われる。

第2に、時間効果と国効果にかかわらず三つのサンプルに共通な三つの特徴を指摘することができる。ひとつは、総預金の実質成長率が危機当初は低下し、他方、同 GDP 比率は危機後も持続的に増加することだ。二つ目は、銀行貸出の GDP 比率は危機後持続的に上昇することだ。最初の特徴から、1980年代以降、金融危機時に銀行システム全体に対して銀行取り付けは起こ

ナミクス：東アジア（1980年代）

要求払い 預金成長率	預金			貸出		総需要		
	GDP 比率	総預金 成長率	GDP 比率	銀行貸出 成長率	GDP 比率	投資 GDP 比率	貿易収支 GDP 比率	財政収支 GDP 比率
-0.186*** 0.002	-0.009*** 0.005	-0.056 0.102	0.056*** 0.000	-0.047 0.230	0.101*** 0.000	-0.010 0.417	-0.080 0.175	0.015 0.125
-0.015 0.765	-0.010*** 0.000	-0.005 0.898	0.096*** 0.000	-0.025 0.509	0.158*** 0.000	-0.026* 0.096	-0.177 0.228	0.004 0.632
-0.039 0.564	-0.011*** 0.001	-0.029 0.716	0.012*** 0.000	-0.079 0.206	0.164*** 0.000	-0.025 0.208	0.113 0.334	0.019** 0.023
-0.082 0.544	-0.013*** 0.003	-0.144** 0.041	0.105*** 0.000	-0.224*** 0.008	0.142*** 0.000	-0.051*** 0.000	-0.159 0.253	0.024 0.033
0.051 0.551	-0.007 0.812	-0.059 0.157	0.132*** 0.000	-0.147** 0.017	0.140*** 0.001	-0.065*** 0.004	-0.007 0.828	0.028** 0.013
0.064 45	0.953 45	0.077 45	0.913 45	0.316 45	0.919 45	0.780 45	-0.034 45	0.702 45

を表す。

っていないといえそうだ。三つ目の特徴は、投資の GDP 比率に対するマイナスの効果である。ただし、これは、とくに1997年のアジア危機において持続的であった。

最後に、1997年のアジア危機の最も顕著な特徴について述べる。明らかに、そのユニークな特徴は、実質金利、実質銀行貸出、および総需要項目の対 GDP 比率のダイナミクスに現れている。有意に高い実質金利は1997年の危機のユニークな特徴として、第1に指摘しなければならない。銀行貸出の実質成長の持続的低下は第2の特徴であり、これは1980年代のアジアの金融危機にはみられなかった。第3の特徴は、国内投資の対 GDP 比率の持続的低下と、貿易黒字の持続的増加および財政黒字の持続的減少（ともに対 GDP

表4 金融危機後のマクロ・ダイナミクス：要約

	多数国集計データ	東アジア, 1980年代	東アジア, 1997年
産出成長率	(-)	(-)	(-) 持続的
インフレ率	(+) 持続的	(-)	(-)
為替レート減価率	(+) 持続的		(+)
政策金利			(+)
貸出金利	(+)		(+)
預金金利			(+)
預貸金利スプレッド	(+) 持続的	(+)	
要求払い預金成長率	(-)	(-)	(-)
要求払い預金 GDP 比率		(-) 持続的	
総預金成長率		(-)	(-)
総預金 GDP 比率	(+) 持続的	(+) 持続的	(+) 持続的
銀行貸出成長率	(-) 持続的		(-) 持続的
銀行貸出 GDP 比率	(+) 持続的	(+) 持続的	(+) 持続的
投資 GDP 比率	(-)	(-) 持続的	(-) 持続的
貿易収支 GDP 比率			(+) 持続的
財政収支 GDP 比率			(-) 持続的

(注) (1) 符号は危機前平均水準からの有意な乖離を示す。

(2) 持続的とは、危機後の期間を通じて乖離が持続的であることを示す。

(出所) 筆者作成。

比率)だ。後の二つは、投資の低下の経済活動水準に対するマイナス効果を相殺する役割を果たした。

おわりに

以上、アジア経済危機後の東アジアにおけるマクロ経済変数のダイナミクスのユニークな側面を同定してみると、危機後の金融引き締め政策は過剰であったとする批判にわれわれも与せざるをえないように思われる。高金利政策が産出、銀行貸出、国内投資の持続的低下と無関係であったと主張するのは難しい。これらのマイナス効果は、間違いなくインフレ的ではなく、デフレ的效果をもったであろう。高金利は企業のバランスシートを悪くし、その

信用力 (creditworthiness) を低下させたであろうし、銀行は貸出供給にあたって量的割当てに走ったであろう。預金サイドで大規模な銀行取り付けが起こらなかったことは好ましいが、だからといって信用クラッシュが発生しないわけではないだろう。銀行は貸出供与の意欲を失っており、それは金利スプレッドが有意には拡大していないことに反映しているように思われる。すなわち、価格メカニズムは働いていない。このことから、信用クラッシュ説には根拠があり、銀行貸出の不足が産出と投資の持続的低下を生んでおり、危機国の自律的成長回復には貸出の回復が不可欠だとする主張には説得性があると思われる。

ここで、冒頭の三つの疑問に戻ってみる。(1997年の) アジア危機における金融政策はどの程度タイトであったのか。アジア危機時の金融政策は、以前の危機に比べて、有意にタイトであったことがわかった。政策金利は有意に高かった。実質貸出成長は有意に低下し、それは持続的であった。

では、信用クラッシュが起きていたのだろうか。東アジアで信用クラッシュが発生したかどうかを証明することは難しい。貸出成長の低下を引き起こす要因は多数存在し、それを識別することは一般的にきわめて難しい。金融引き締めだけでなく、健全性規制の強化、リスク認識の上昇なども、その要因と考えられる。加えて、集計的な貸出データから異質な借り手間での貸出シフトを読みとることは不可能だ。けれども、信用クラッシュの存在を証明できないということは、それが無いということの意味しない。

最後に、東アジアの金融部門および企業部門の脆弱性を所与とするとき、金融引き締めは反生産的だったか。金融通貨危機の場合に、高金利政策が為替レートの減価を招くか、増価を導くかは政策当局や研究者の間で関心を呼んだ (Furman and Stiglitz [1999])。高金利政策が為替レートの減価を阻止できる場合にかぎって、同政策は金融・企業部門のバランスシート悪化を防ぐことができる。しかしながら、金融引き締め自体は、直接的に企業部門の資本調達コストを増加させ、間接的に金融部門の貸出供給態度を保守的にすることによって企業バランスシートを悪化させる。「為替レートと金利の枢軸

関係」(the exchange-rate-interest-rate nexus) (Basurto and Ghosh [2000]) は実物部門にとっては2次的負担になるのであり、金融引き締めは貸出成長を低下することによってマイナスの1次効果もつことは間違いないのである。実際、金融引き締めは、東アジアの国内投資を激減させ、実物経済活動にデフレ効果をもつことによって反生産的であることが明らかになった。このように、東アジアの経済回復は国内投資と銀行貸出の回復には支えられていない。Park and Lee [2001] が正しく指摘しているように、財政刺激策と輸出需要の拡大といった外生的要因のみが、当初の政策プログラムがもたらしたデフレ状況からの活路を与えているのである。

〔注〕 _____

- (1) 本章は、Enya and Kohsaka [2002] に基づく。
- (2) アジア金融危機に対する危機管理戦略全体に焦点をあてて、Boorman et al. [2000] は「金融部門の脆弱性がアジア危機の根底にある」と述べている。
- (3) 「銀行危機」は、銀行システムの相当部分が流動性危機あるいは支払い不能に陥った時期と定義される (Kaminsky and Reinhart [1999])。そしてそれは、(1)大規模な銀行破綻、(2)政府による緊急措置(預金封鎖、国有化、預金保証、銀行資本強化計画)、(3)相当程度の預金取り付け、(4)ピーク時の不良債権水準、(5)救済費用、などで判定される。
- (4) もっとも、もしそうだとすると、危機の根源に金融部門の脆弱性があるとはいえなくなるかもしれない。
- (5) 残念ながら、データの解釈は複雑で、実質信用ストックの変化は、銀行信用の借り手にとってのアベイラビリティを表しておらず、とくに危機のときはそれが甚だしい。信用の増加は、現時点の破綻を避けるために利払いを資本化しているのかもしれないし、外貨建て信用が多ければ、単に為替減価による再評価の効果が反映しているだけかもしれない。逆に、危機時に設立される資産引き取り機構への不良貸付の移転は銀行システムの信用ストックを過小評価させるし、インフレは実質信用を縮小させる。
- (6) それらは、タイ(1983年)、マレーシア(1985年)、フィリピン(1981年)、インドネシア(1992年)、シンガポール(1982年)である(Lindgren et al. [1996])。1980年代については韓国は金融危機とは認定できず、逆に1997年のシンガポールは金融危機を経験していない。このように、この5カ国は1997年の5危機国と同じではないので、われわれは、インプリシットに両グルー

- ブが同質的だと仮定していることになる。ちなみに、1980年代のグループからシンガポールを除いても結果は影響を受けなかったことを報告しておく。
- (7) 表3では、 $(T+2)$ 年に為替レート減価が有意であるが、これは金融危機に対する為替政策のラグを伴った反応だとは思われない。

〔参考文献〕

- 高阪章 [2001] 「経済危機下の金融政策と金融システム—東アジアの経験—」(国宗浩三編『アジア諸国金融改革の論点』アジア経済研究所)。
- Basurto, Gabriela and Atish Ghosh [2000] “The Interest Rate-Exchange Rate Nexus in the Asian Crisis Countries,” IMF Working Paper, WP/00/19, February.
- Bernanke, Ben S. and Mark Gertler [1995] “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission,” *Journal of Economic Perspective*, 9(4), Fall.
- Boorman, Jack, Timothy Lane, Marianne Schultze-Ghattas, Ales Bulir, Atish R. Ghosh, Javier Hmann, Alexandros Mourmouras and Steven Philipps [2000] “Managing Financial Crises: The Experience in East Asia,” IMF Working Paper, WP/00/107, June.
- Caprio, Gerard Jr. and Daniela Klingebiel [1997] “Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?” *Annual World Bank Conference on Development Economics 1996*.
- Demirguc-Kunt, Asli, Enrica Detragiache and Poonam Gupta [2000] “Inside the Crisis: An Empirical Analysis of Banking System in Distress,” IMF Working Paper, WP/00/156, October.
- Ding, Wei, Ilker Domac and Giovanni Ferri [1998] “Is There a Credit Crunch in East Asia,” World Bank Policy Research Working Paper, 1959.
- Domac, Ilker and Giovanni Ferri [1998] “The Real Impact of Financial Shocks: Evidence from Korea,” World Bank Policy Research Working Paper, 2010, November.
- Enya, Masahiro and Akira Kohsaka [2002] “Monetary Transmissions Immediately after the Crisis in East Asia,” Paper presented at the 8th International Convention of the East Asian Economic Association, Kuala Lumpur, Malaysia, November 4-5.
- Furman, Jason and Joseph E. Stiglitz [1998] “Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.

- Ghosh, Swati R. and Atish R. Ghosh [1999] "East Asia in the Aftermath: Was There a Crunch?" IMF Working Paper, WP/99/38, March.
- International Monetary Fund [1999] *World Economic Outlook*, October, Chapter 2.
- Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart [1999] "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*, 89 (3), June.
- Kohsaka, Akira [1999] "Macroeconomic Management under the Increasing Capital Market Integration in the Asia Pacific Region: Beyond the Tom Yam Effect," in Motamen-Samadian, Sima and Celso Garrido eds., *Emerging Markets: Past and Present Experiences, and Future Prospects*, London: MacMillan Press, pp. 73-96.
- Kohsaka, Akira [2002] "A Quest for a New International Financial Architecture: An Asian Pacific Perspective," in Kyung Tae Lee ed., *Globalization and the Asia Pacific Economy*, Routledge, London, pp. 300-317.
- Krueger, Anne O. and Aaron Tornell [1999] "The Role of Bank Restructuring in Recovering from Crises: Mexico 1995-1998," NBER Working Paper, 7042, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Lindgren, Carl-Johan, Gillian Garcia and Matthew I. Saal [1996] *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, International Monetary Fund.
- Park, Yung Chul and Hong-Wha Lee [2001] "Recovery and Sustainability in East Asia," NBER Working Paper, 8373, July.
- Radelet, Steven and Jeffrey D. Sachs [1998] "The Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- World Bank [2000] *East Asia: Recovery and Beyond*, Washington, D. C.