

## 第5章

# 経済危機下の金融政策と金融システム

——東アジアの経験——

### はじめに

アジア危機の根源には金融部門の脆弱性 (vulnerability) があったと言われる。確かに東アジアの大半の危機国では、他の途上国・地域の通貨危機でよく見られる従来型 (conventional) のマクロ不均衡が危機発生時に深刻化していたという証拠は乏しい。その意味で、アジア危機は「標準的」な国際収支危機ではなかった。いやむしろ、マクロ不均衡が小さく、経済成長が著しいからこそ、1990年代の金融グローバル化のなかで大量の外国資本が流入した。その結果、国内における資本収益率が低下し、金融部門の資産内容が悪化し始めると、それを嫌った同資本が短期性のものを中心に逆流出を開始したために、金融部門の脆弱化に拍車がかかり、通貨下落がそれに追い打ちをかけた、というのが真相だろう (例えば、Furman and Stiglitz [1998] を参照)。

さらに問題なのは、危機管理のプロセスで実施されたIMF処方箋が、「標準的」な国際収支危機に対するマニュアルの対応であったために内外投資家の、これら新興市場への信認をいっそう低下させ、そのために金融部門の脆弱化が深刻化したのではないかと思われる点である (この点は、Kohsaka [1999] で論じた)。

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

された印象がある。それまでは、他の発展途上地域に比べて東アジアの金融部門は、インフレ抑制と財政規律をもたらしたマクロ安定化政策によって、高い貯蓄率、とりわけ金融貯蓄率と、産出水準に比べて豊かな金融資産蓄積（金融深化）とを達成してきたと見なされてきたからである。そのような認識自体はとくに大きく間違っていたとは思われない。このような金融部門の量的拡大は、しかしながら、少なくとも結果的には、それに見合った効率性やガバナンスの強化を伴わなかったということになるのかもしれない。

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しても、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もっていると考えらるならば、それは非現実的な見方であろう。そのことは、金融部門が、国際競争から遮断され、最も保護されてきた部門の一つであることから類推されよう。もっとも、先進国においても、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伴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、長期的な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という新しい環境のなかでの「普遍的」な不適応であり、隠されてきた本質的・構造的な欠陥とでもいうような、同地域に「固有の問題」ではないことに注意する必要がある。

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能力、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始めると、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は市場メカニズムが自己破壊的となりうることを示す結果となった<sup>(1)</sup>。

本章の目的は、金融グローバル化を背景に金融危機に陥った東アジアの国々を対象とし、危機発生後の危機管理の手段としての金融政策の波及メカニズムを分析することにある。とりわけ、そこではIMFプログラムに要約される「伝統的」な調整政策手段としての金融引き締め政策の効果が検討される。引き締め政策が、為替安定化と景気回復のトレードオフに直面していたことはよく知られている（例えば、World Bank [2000] を参照）。けれども、IMFプログラムにおいてデフレ効果が過小評価されていたのではないかという点については十分には議論されていないように思われる。IMFは、デフレ効果は不可避であり、また、一過性のものであって、1999年からの急速な景気回復をその証左としているようだ。けれども、短期的な回復と持続成長の回復は全く別物である。ましてや、1999年後半以降、本格化した短期的な回復は自律的内生的なものというよりは、外生的な輸出拡大によるものであり（この点は、高阪 [2000] でも述べた）、金融危機における引き締め政策のデフレ効果を正當に認識しなければ、再び同じ誤りが繰り返されるおそれが大きい。

以下、第1節では、IMF処方箋の狙い、とくに、そのなかで金融引き締め政策がどのように位置づけられるのかを明らかにする。処方箋の柱である、調整政策と構造改革が投資家のコンフィデンスに対してもつ影響をどう解釈すべきかが重要な論点である。金融引き締め政策自体の効果をめぐっては第2節で論じる。そこでは、金融引き締めのトレードオフ、すなわち、為替安定化とデフレ抑制のそれぞれに対する同政策の有効性を吟味する。つづいて、第3節では、東アジアを対象に金融政策の波及ダイナミクスを実証分析し、

理論的背景を簡単に要約した後、推計結果を示す。第4節では、経済危機下の金融マクロ変数のダイナミズムを多国間比較の視点で論じる。最近の金融危機におけるマクロ金融経済ダイナミズムの定型を示した後、アジア経済危機における預金・信用・金利と産出成長の動向は定型だったかどうかを探る。

## 第1節 IMF処方箋の狙い

アジア経済危機直後にIMFプログラムが開始されたとき、外資逆流（「経常収支逆転」〈current account reversal〉とも呼ばれる）によって必要となった経済調整の程度は明らかに過小評価されていた。経常収支の調整は予想以上に急激に進行したが、それは予想された輸出の拡大ではなく、輸入の急減、すなわち予想を上回る国内需要の縮小によって達成された。為替レートの大幅な減価による価格効果の役割は小さく、むしろ、急速な景気後退による国内需要の急減が経常収支の迅速な調整を実現したのである。このことは、言い換えれば、為替レートの下落がヘッジなしの対外債務を通じて及ぼしたバランスシートの悪化が深刻であったこと、そしてそれ以上に、投資家の信認喪失によって将来の不確実性が雪だるま式に増大したこと、そしてそれによって消費者・企業心理が急激に冷え込んだこと、をうかがわせる。

危機対策としてのIMFプログラムは、通常どおり、(1)融資、(2)マクロ調整政策、(3)構造改革、の3点セットから成る。ただし、その、おのおのが今回の「標準的」でない危機に対応して適応を迫られたという（Boorman et al. [2000]）。まず、(1)についていうと、例外的な規模の公的融資パッケージが生まれ、東アジアの危機国への二国間・多国間を併せた公的融資は、最終的には総額1000億ドルに達した。次に、(2)の調整政策については、標準的な危機とは異なり、財政政策自体が危機の原因ではなかったから、当初の財政の調整幅は比較的小さかったとされる。他方、金融政策は、「不確実性が支配し、貨幣需要が不安定な状況では量的目標を決めずに裁量の余地を残した方

がよいという判断」から、通常とは異なって、公式的な成果基準（外貨準備、国内信用など）を拘束的に課するのではなく、政策当局の裁量的判断で、（再ベッグなど、為替レート目標を設定することなく）為替レート安定化のために金融引き締め政策を実施するというものであった。

最後に、(3)の構造改革は、常にもまして重要な位置を占めたとされる。というのも、金融部門・企業部門の脆弱性という危機の根本原因に取り組まなにかぎり、投資家の信認の回復も、そしてまた、金融危機の再発防止もありえない、という判断からである。実際の構造改革案はきわめて包括的なものであった。すなわち、金融部門については、短期的な緊急措置と、基本的な脆弱性に取り組む。企業部門については、企業のリストラを円滑にし、ガバナンス、ディスクロージャー、会計基準を強化する。そして、またその他に、貿易・資本勘定の自由化、競争政策、民営化などでも改革を進め、調整および改革に伴う社会的費用を最小限にするための社会安全ネットの構築もその視野に入る。

けれども、このような包括的な構造改革は、改革プログラム自体が、市場の信認を強化するどころか、かえってそれを損なうおそれがある。なぜなら、危機がファンダメンタルの弱さによって引き起こされたという認識が広まるからだ（Feldstein [1998]）。他方、改革実施上の問題点も見受けられる。危機の最中に金融機関のリストラや金融監督の強化を始めることには慎重でなければならない。金融機関閉鎖は信認を低下させ、金融監督の強化は信用クランチを激化させる可能性があるからだ。

IMFプログラムは当初は信認回復に成功しなかった。緩やかな景気後退という予想と異なり、東アジア危機国は深刻な不況に陥った。初期の結果は間違いなく期待はずれに終わった。問題は、

- (1) 基本的戦略に誤りがあったのか、
- (2) 戦略遂行の方法にあったのか、それとも、
- (3) この種の危機では避けられないことだったのか、

という点にある<sup>(2)</sup>。

## 第2節 金融引き締め政策の成果

では東アジアにおける引き締め政策の成果は狙いどおりだったのだろうか。危機直後のIMFプログラムにおける金融政策は、「為替安定化と実物景気維持とのトレードオフの間の綱渡りだった」とされる (Boorman et al. [2000])。ここでは、為替安定化といっても、あらかじめ設定された為替水準を防衛しようというものではなかった。他方、実物経済に対する配慮については、それが十分に行われていたかどうかは疑問の余地がある。本節では、経済危機後のプロセスにおける金融引き締め政策の有効性をさまざまな角度から検証してみたい。

確かに、アジア危機における金融政策が直面するトレードオフの制約は厳しい。

(1) 引き締め (高金利政策) なければ、いっそうの通貨下落を招くことによって、これも対外債務の大きい企業・銀行のバランスシートを悪化させる可能性がある、とはいえ、

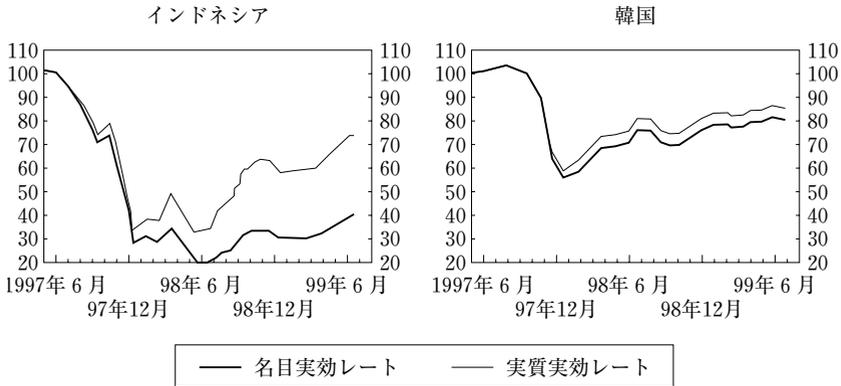
(2) 高金利は一方で債務比率の高い企業経営を確実に圧迫する、からだ。

さらにまた、危機直前の金融政策の混乱と、政策の実施そのものがとくに危機直後に迷走した事実も金融引き締め政策の評価を難しくしている。IMFによれば、そもそも危機時には金融政策は (市場の) 信認 (credibility) のない状況から出発した。すなわち、まず、為替レートのアンカーが不在であったこと、そして、危機前に、金利引き上げが不十分だったことによって、政策当局はすでに信認を失っていた。加えて、危機後は、当初、金利引き上げに消極的であったり (韓国では、12月末にやっと実施)、かすかな回復の兆しで、時期尚早に金融緩和に走ったりするストップ・ゴースト的対応 (1997年9月半ばのインドネシア、1997年8月初めと9月半ばのタイ) も失敗の原因であった、というのである (図1)。

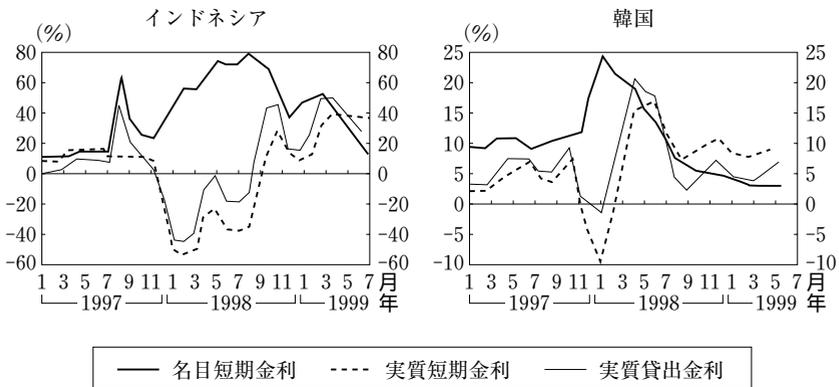
もっとも、金融政策の動向は、韓国・タイとインドネシアで大きく異なる。韓国・タイでは当初こそ金利引き上げに躊躇したものの、その後の引き締めなかで、為替レートは危機前の60%の水準で下げ止まり、1998年半ばまでに徐々に金利を引き下げるなかで同70%程度の水準にまで回復した。これに対してインドネシアは、1997年11月にIMFプログラムが始まってすぐ、大規

図1 金利と為替レート

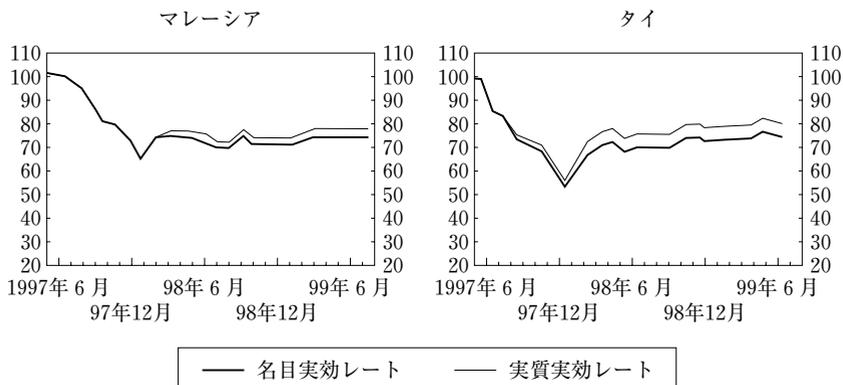
為替レート：名目実効レートと実質実効レート（指数、1997年6月=100）



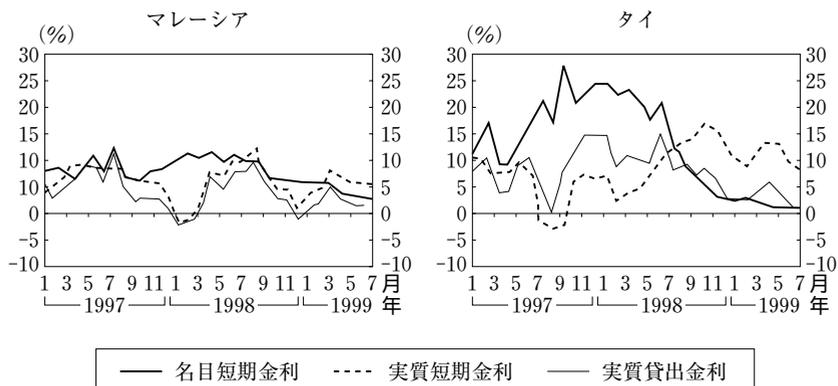
金利：名目短期金利、実質短期金利、実質貸出金利



為替レート：名目実効レートと実質実効レート（指数，1997年6月=100）



金利：名目短期金利，実質短期金利，実質貸出金利



(出所) Boorman et al.[2000].

模な銀行取り付けに直面し，金融政策は混乱した。介入によって外貨準備は涸渇していたにもかかわらず，銀行取り付けから銀行部門を守るための銀行システムへの流動性供給によって貨幣コントロールは失われたからである。事態はようやく1998年1月，預金を政府が保証することをアナウンスして収

束したが、1997年末、1998年初めのインドネシアの高金利は金融引き締めではなく、通貨への信認喪失と同国の信用力喪失によるリスクプレミアムの拡大を反映しているいえよう。

このように各国で危機後の金融政策が引き締め一辺倒であったわけではなく、むしろそれはIMFプログラムの受け入れ後に共通してとられた政策対応であった。では、プログラムとしての金融引き締めは、(1)どの程度、企業経営を圧迫し、また、(2)どの程度、通貨安定化に有効であったのだろうか。

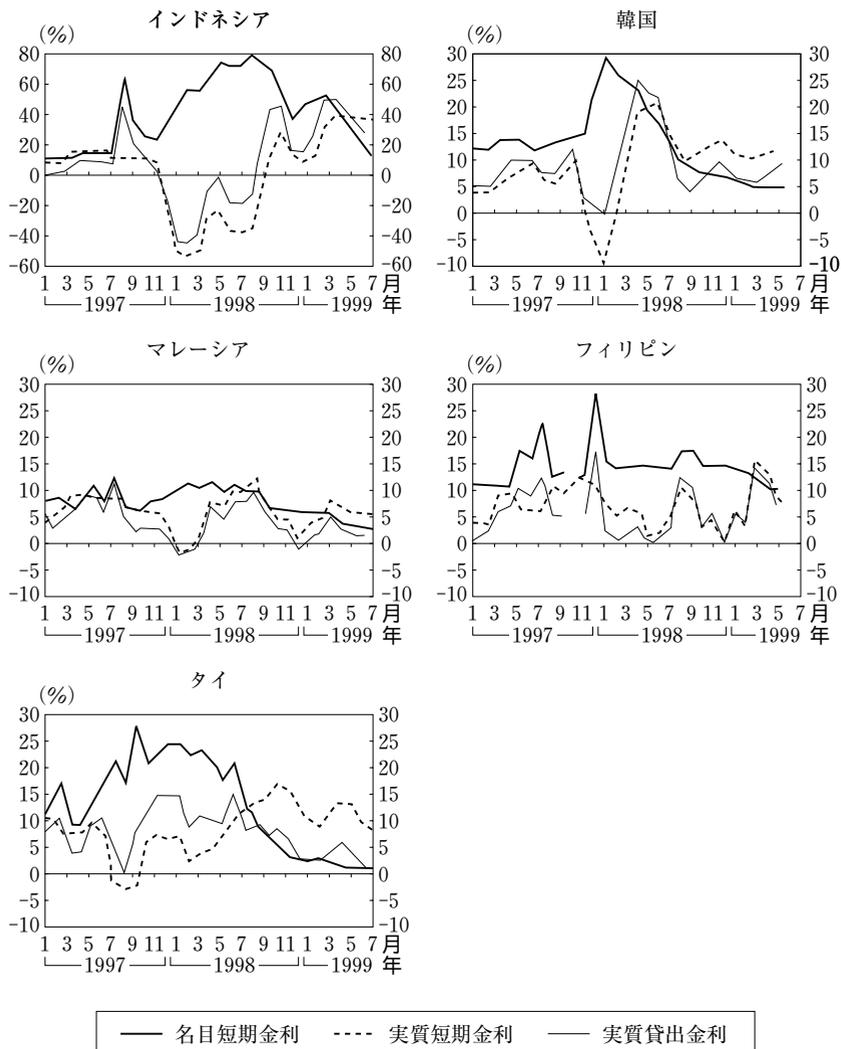
### 1. 金融引き締めのデフレ効果

まず、金融引き締めの状況を名目金利と（同時期のインフレ率でデフレートした）「実質金利」の動向でみてみよう（図2）。インドネシアでは、実質（貸出）金利は1997年末から1998年8月まで一貫してマイナス、他方、韓国・タイでは、通貨危機直後こそ実質金利はゼロかマイナスになったが、その後は一貫してプラスで高水準にある。したがって、名目金利でみた場合とここでの「実質金利」でみた場合とで、引き締めの時期そのものが一致しないことになる。「実質金利」でみた場合には、1998年初めの為替安定の後、実質金利が上昇しており、実物経済に及ぼした影響は明らかでない。他方、借り手企業のキャッシュフローに関わるのは名目金利であるが、こちらは為替安定後も6カ月あまりにわたって高金利が維持されたことが分かる。

むろん、金利または価格面だけで金融引き締めの程度は測れない。金利は期待インフレ率、期待為替減価率、リスクプレミアムの変化をも反映するからだ。では、貨幣量や信用量など数量指標は（名目または実質で）急激に収縮したのだろうか。

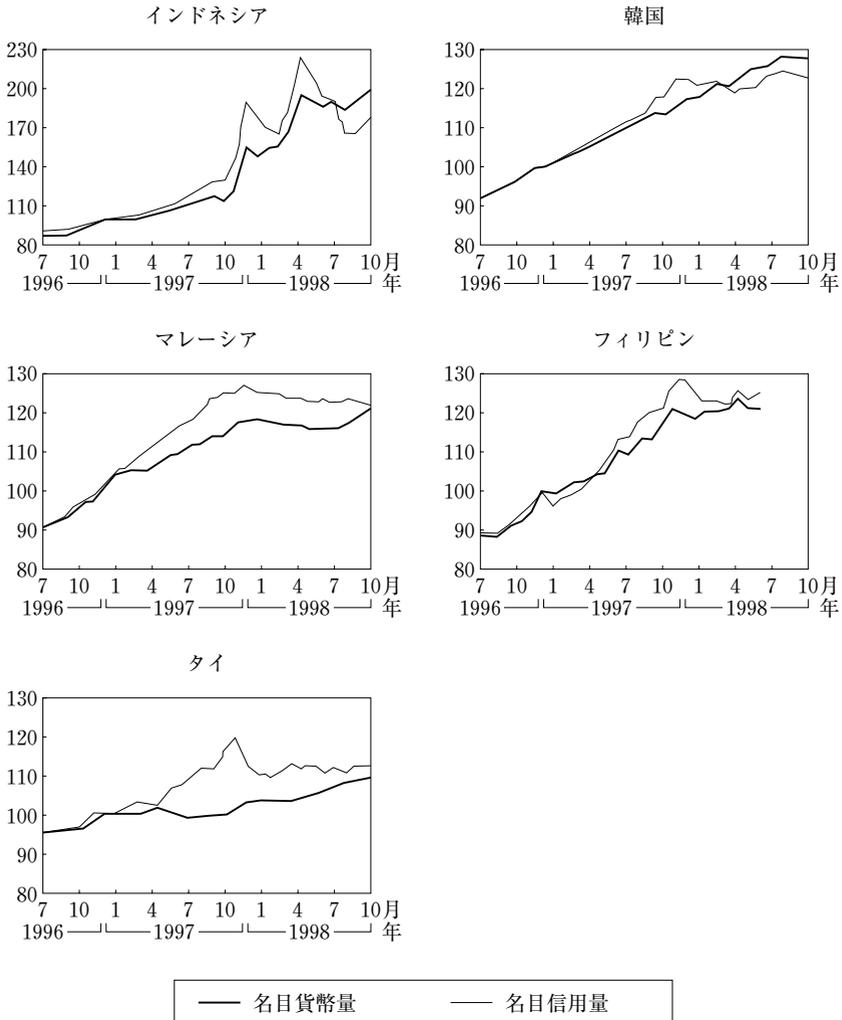
広義の貨幣量をみると（図3、図4）、名目貨幣では金融引き締め時にも増加トレンドは不変であるが（インドネシアは急増）、実質では確かに同時期に低下あるいは停滞傾向がみてとれる。他方、国内信用をみると、名目・実質とも、危機後の当初は貨幣量以上に増加し、引き締めと同時に名目・実質と

図2 名目および実質金利



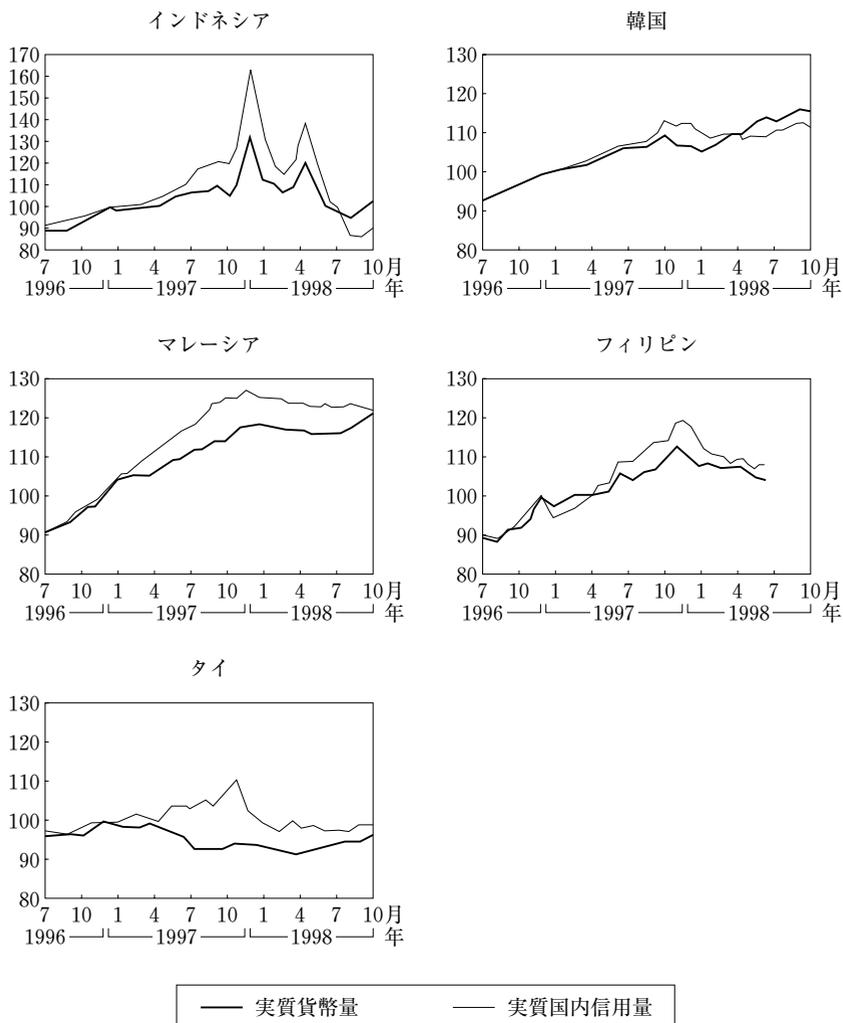
(出所) Boorman et al. [2000].

図3 名目貨幣量および名目信用量（指数，1996年12月=100）



(出所) Boorman et al.[2000].

図4 実質貨幣量および実質国内信用量 (指数, 1996年12月 = 100)



(出所) Boorman et al. [2000].

も停滞に転じていることが読みとれる。1998年前半には危機国すべてで信用成長率が低下したことは明らかである。

ただ、貨幣・信用量の成長率低下はそれほど厳しいものではなく、そのいずれもがマイナス成長に陥った戦前の大不況期のような金融収縮は起こらなかったし、他の通貨危機の例に比べて甚だしくはないとは言えるかもしれない<sup>(3)</sup>。

このように、外部金融へのアクセスが厳しくなったのは明らかだとして、これによって「信用クラッチ」(credit crunch)、すなわち国内信用条件が過度に引き締まり、優良な借手が信用市場へのアクセスを断たれるという状況はあったのだろうか。アジア危機後に信用クラッチが起こったかどうかに関する研究は始まったばかりで、証拠も解釈も意見が分かれている(Domac and Ferri [1998], およびGhosh and Ghosh [1999])。とりわけ、信用状況の転換のうち、どれだけが不適切な金融引き締めと拙速な健全性規制強化のせい、どれだけがリスク認識の高まりと危機に伴う債務不履行によるものなのか、を区別するのは難しい。倒産が広範に起こり、金融機関が信用リスク評価を強化したり、さらに、健全性規制が強化されるような状況では、集計的なデータから異なる借手間の信用配分のシフトを読みとるのは不可能である。例えば、これまでの借手の一部(中小企業など)は信用アクセスを失い、その分は、より信用度の高い企業(大企業)の利払い分の元本組み入れに回されるかもしれない。

## 2. 金融引き締めは通貨安定化に有効だったのか

金融部門、企業部門がこのように脆弱であるとき、金融引き締めは、つねに通貨安定化(資本流出防止)に有効であるとはかぎらない。引き締め(金利引き上げ)は投資家の信認を損ない、そのためにさらに通貨が下落する可能性があるからだ(Furman and Stiglitz [1998])。アジア経済危機が明らかにしたように、市場(民間主体)のセンチメント、すなわちリスク認識は、し

ばしば、主観的あるいは個別合理的で全体的合理性に欠けるにもかかわらず、「決定的」(crucial:客観性とは無関係に状況を支配する)である。加えて、政策当局の危機対応は、間違いなく、このような市場の認識に有意な影響を与える。実際、東アジアにおいても、1997年9月には改善の見込みのあった状況が2カ月後に短期債務の借り替えが拒否されて深刻な危機に転化したのは、政策対応が市場に誤ったシグナルを出したためだという論者もある(Sachs [1997])。

ただし、金利引き上げが金融危機の状況で為替レート減価を招くかどうかを実証することは容易でない。例えば、金利と為替レートの相関がプラス(金利引き上げが為替レートを増価させる通常のケース)となるか、マイナス(同減価させるケース)となるかだけを見ても、タイの場合、

- (a) 1997年5月まで、相関なし、
- (b) 1997年5～9月、負の相関、
- (c) 1997年9～12月、正の相関、

という具合で、少なくとも、単純に二つの変数の見かけ上の関係をみるかぎり、それは時系列的に一貫していない。理由は明らかで、金利も為替レートもお互い以外の多数の要因から影響を受けるからだ。例えば、金利は金融市場の需給だけではなく、リスクプレミアム、期待減価率、期待インフレ率を反映するし、為替レートも、金利以外に、公的融資の利用可能性、債権者との債務交渉、政治的不確実性などにも依存する。

つまり、金融危機時には、為替レートと金利の両方に影響を与える多様な攪乱要因があり、これらを統計分析でコントロールし、他の条件を一定として、為替レートと金利のみの相関関係を得るのは困難なのである。したがって、少なくとも統計的には、危機時には両者の関係は強くない。言い換えれば、金融危機の状況では、金融引き締めが為替レート減価を招くという確かな証拠はないが、同様に、金融引き締めが為替安定化に有効であるという確かな証拠もない、ということになる。そうだとすれば、引き締め(高金利)は一方で債務比率の高い企業経営を確実に圧迫するわけだから、結局のとこ

ろ、「金融引き締めは有害無益である」可能性すらあるというわけだ。

では実際に金融危機後の状況に対して「金融引き締めを行わない」(= 静観〈benign neglect〉政策)という政策選択はありえたのだろうか。筆者はありえたと考える。同政策は金融緩和とは異なる。金融緩和が、信用の拡大ではなく、いっそうの資本流出と為替減価を招くことは明らかであり、それは危機直後に実際に起こったことでもある。そうではなく、危機後の状況で追加的な金融引き締めをせず、「静観」政策をとったとしても、通貨減価の程度は変わらなかったのではないか。高金利政策は資本逆転を予防するのに役立つかもしれないが、いったん逆転が起きてしまえば、それをくい止めること(治療)はできないのであり、実のところ、金利政策よりは「秩序だった債務処理」(orderly debt workout)を制度化する方が、治療だけでなく、予防にも役立つことは、韓国の回復でも示されている。

### 第3節 金融政策の波及ダイナミクス

前節では、金融引き締めがどの程度のものであったのかを金利と集計的な貨幣および国内信用量の動向から検討した。その結果、金利は名目と実質で異なった動きを示しており、場合によっては(より具体的には実質化の定義によっては)引き締めの、よい指標たりえないこと、そしてまた、集計的金融ストックは、貨幣量が金融引き締めに対して明確な反応を示していないものの、信用量は各国とも時間差はあっても停滞傾向を明確に示していることを確認した。

本節では、これを受けて、金融引き締め政策が「最終的に」どの程度産出に影響を与えるのかを集計レベルおよび需要項目別に計測してみる。分析枠組みにはVARモデルを用い、金融政策ショックによる各産出変数のインパルス応答関数の観察を通じて、金融引き締めの量的効果の把握を試みる。

## 1. 金融政策の波及メカニズム：分析枠組み

金融引き締めが実物経済に影響を与える経路＝チャンネルについてはさまざまな議論がある。

- (1) 「金利チャンネル」：伝統的な理論では、直接的な金利＝資本コストの上昇を通じて需要項目のうち、金利に敏感なものを減少させると考えられた。
- (2) 「為替レートチャンネル」：開放小国では、金利上昇に伴う為替増価を通じて「純輸出」を減少させる。
- (3) 「資産価格チャンネル」：金利上昇に伴う資産価格の下落を通じた資産効果によって消費支出が抑制され、また、「トービンのq」を通じて投資が抑制される。
- (4) 「信用チャンネル」：最近の理論で重視されるもので、金利上昇に伴うバランスシート悪化を通じて、銀行貸出が縮小し、耐久財消費、住宅投資、企業投資が抑制される。

このように、複数の経路が考えられる場合、すべてを構造モデル化することは困難である。そこで最近では金融政策の波及メカニズムを検討する場合は誘導型モデルであるVAR (vector autoregressive) モデルがしばしば用いられる。VARモデルは、モデル内の各変数がそれ自身のラグ付き変数とそれ以外のモデル内変数のラグ付き変数で決定される、一組の連立方程式から成る。このアプローチは、理論的構造は「暗箱」(black box) のように明らかではないものの、目的が一組の変数間の統計的関係——ここでは、金融ショックと産出の関係——を推計することだけであり、代替的な複数の経路の同定や量的重要性を論じることではない場合には、とくに有用な方法である。また、同アプローチは、同じ誘導型モデルを各国に用いることにより、多国籍間比較にも適した枠組みといえる。

金融政策の効果をみるためには、利用可能なデータから金融政策ショック

を同定する必要がある。ここでは、金融政策の直接的な手段として、貨幣量や銀行準備ではなく、短期金利に注目する。予備的な検討によれば、各国とも短期金利を金融政策ショックを代表する変数とするのが適当である<sup>(4)</sup>。現実にも、大半の中央銀行（通貨当局）は、翌日もの、その他の短期金利を操作することによって金融政策スタンスを調整している。そのために、貨幣や銀行準備は、金融政策ショックよりは、むしろ需要ショックを反映しているのが普通である。

## 2. 実証結果

本章で用いる推計モデルは、先行研究に沿い、産出水準、価格水準、短期金利の3変数から成るVARモデルである。データは、1993年第1四半期から2000年第3四半期までをカバーし、対象国は、韓国、フィリピン、タイであり、それらを米国に関する先行研究結果（Bernanke and Gertler [1995]）と比較している<sup>(5)</sup>。

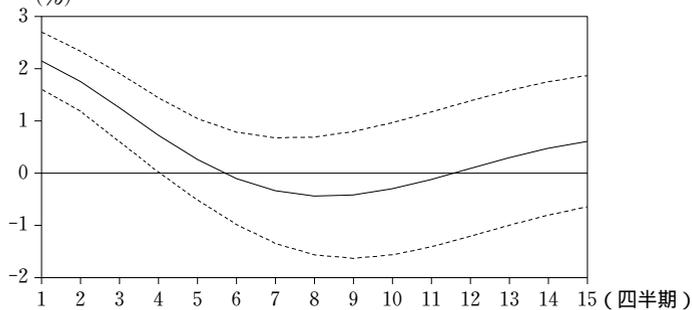
図5は、各国の標準化された金融政策ショック、すなわち1標準誤差の短期金利の上昇を与えた場合の当該金利の反応をベースライン（0.0）からの乖離で示している。実線が平均値、その上下の点線は平均値 $\pm$ 1標準偏差分の幅を示している。政策ショックによる金利変化のパターンは、米国の場合、ショック後2四半期にわたってショックが増幅されるのが他の3国にない特徴であるが、その後の減衰（ベースラインへの回帰）と若干の（ベースライン水準まわりの）振動は韓国、フィリピン、タイも同様である。韓国、タイ、米国では、ショックは5～6四半期目で減衰するが、フィリピンは2四半期目であり、他の3国に比してショックは持続しない。1標準誤差のショックは、韓国、フィリピン、タイでは1～2%で、米国（0.3%程度）に比べると名目金利上昇幅はかなり大きい。

図6は、上の金融政策ショックに対する実質GDPと物価水準（いずれも対数表示）の反応を示している（実線と点線は図5と同様である）。金融引き締め

図5 金融政策ショック  
 (短期金利のベースラインからの乖離)

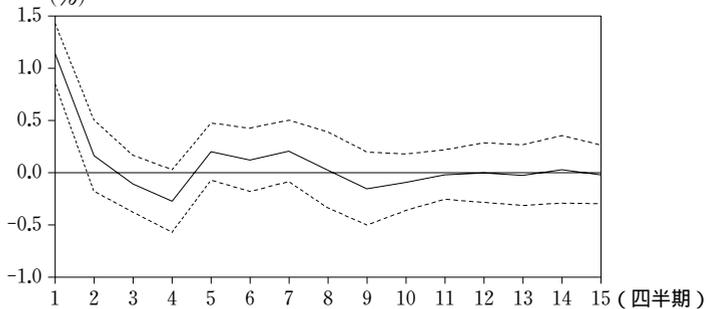
a. タイ

(%)



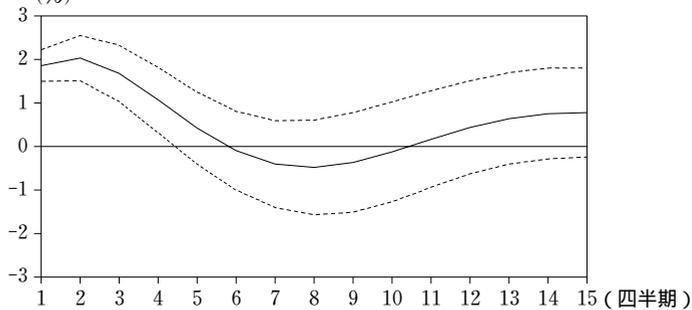
b. フィリピン

(%)



c. 韓国

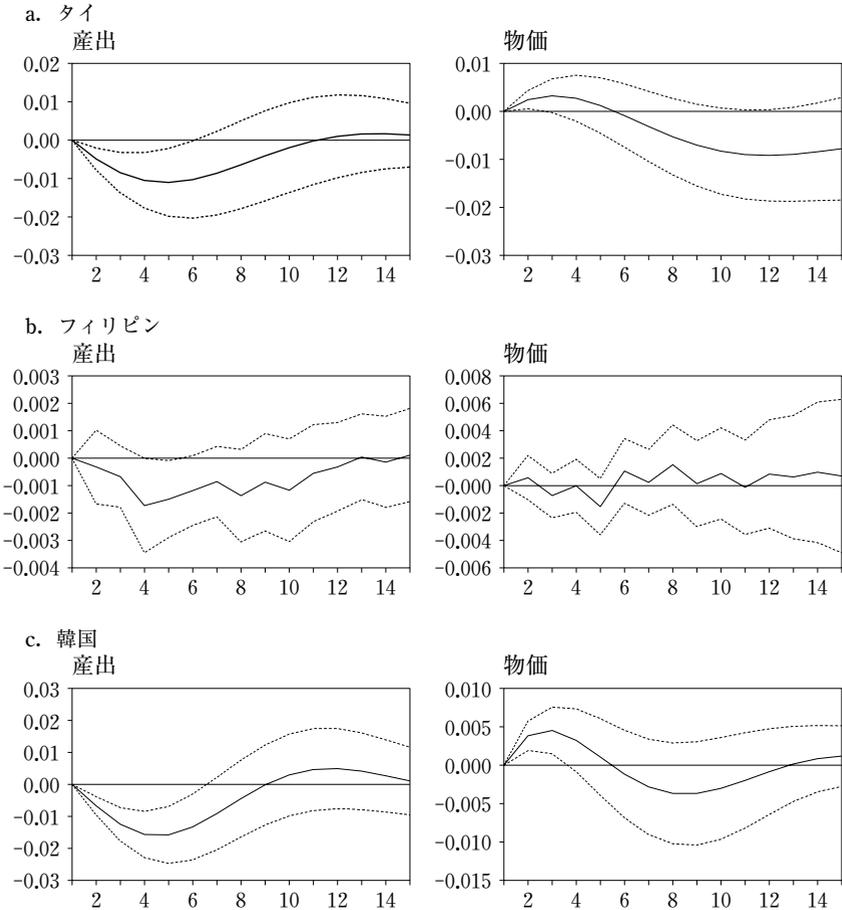
(%)



(出所) 筆者作成。

による実質GDPの低下は、いずれも5四半期程度でボトムを脱し、これは米国と同じくらいである。その後の減衰は韓国が最も速く、次いで米国とタイが同じくらい、フィリピンは遅い。けれども、反応の大きさ（振幅）は、金利ショックの大きさを反映してか、韓国が米国の5倍、タイは同4倍程度

図6 金融政策ショックと産出および物価水準のインパルス応答  
(ベースラインからの乖離：対数表示)



(出所) 筆者作成。

大きい（フィリピンは米国程度に小さい）。

以上をまとめると次のようになろう。

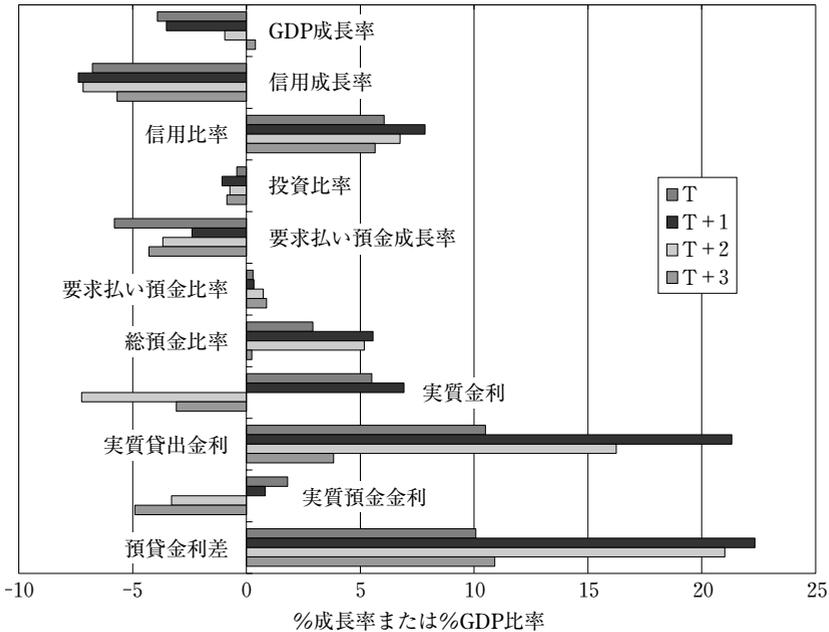
- (1) 金融引き締めに対する反応は、ほとんどの需要項目で、韓国が速く、タイが遅い。フィリピン、米国はその中間くらい。ただし、
- (2) 反応の大きさは、韓国、タイが圧倒的に米国より大きく、国内需要の落ち込みが激しい。

以上の結果は、一回限り（1四半期）の金利引き上げに対する需要項目の反応であった。したがって、一定期間、例えば、2～3四半期にわたって高金利政策が持続されると、これらの結果が累積されることになるものと考えられる。すなわち、上に要約したように、米国を尺度にしていえば、アジア危機後のように、比較的短期の金融引き締め政策に対する各国の実物部門への影響は、韓国が比較的速やかに回復し、タイの回復は時間にしてその2倍程度かかるであろうこと、そして、何よりも、同じ程度の金融引き締めショックによる、実物部門へのインパクト自体の大きさが両国とも米国の場合の数倍の大きさに達するであろうこと、が示唆されている。

#### 第4節 金融危機とマクロ経済の比較分析

最後に、本節では、アジア経済危機後の金融関連変数の動きを国際比較の視点から論じる。先に、第2節では、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。ここでは、その効果の大小を先進国を含む多国間比較において検討してみたい。最近の金融危機で、貨幣量・信用量・金利といった金融変数と、産出・投資といった実物変数がどのような推移を示しているのか、をパネルデータで検証してみると、いくつかの事実が浮かび上がってくる（Demirguc-Kunt et al. [2000]）。図は、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年間について図示したものである<sup>(6)</sup>。

図7 銀行危機とマクロ金融変数



(出所) Demirguc-Kunt et al.[2000].

そこで得られた観察事実は次のようなものである。まず、国内信用と銀行預金については、

- (1) 信用成長率は危機後、継続して激減するが、GDPの低下が上回るために、信用比率（対GDP）は逆に上昇する。
- (2) 実質要求払い預金成長率は危機年に下落するが、その後回復。預金比率は危機後、むしろ危機前より増加。

次に、産出と投資については、

- (3) 産出成長率は危機とともに急低下し、翌年も低位にとどまるが、その後は危機前水準に回復。
- (4) 投資比率は危機後、継続的に危機前の水準を下回るが、翌年がとくに

甚だしい。

さらに、金利に関しては、

- (5) 政策金利（短期国債、公定歩合）の実質水準は危機年と翌年に上昇するが、その後は低下。ただし、その差は統計的に有意ではない。預金金利は危機前とほとんど差がない。実質貸出金利とスプレッドは危機年に有意に上昇。

多国間データが示す上のような特徴は、東アジア諸国でもあてはまるであろうか。ここでは、既出の図2～図4を参照しながら検討したい。国内信用は、多国間データに比べ、明らかに東アジアの信用収縮は激しい。また、東アジアの場合、預金の収縮は、信用ほどではないにせよ、一定程度見いだされる。したがって、上述(2)の主要な含意である、「預金者パニックは現代の銀行危機の主要因ではない」は必ずしも東アジアでは成立しない<sup>(7)</sup>。

前述(3)および(4)については、産出および投資の成長率の低下は、危機によるというよりは、銀行危機の原因となった負のショックの結果とも考えられるが、ともあれ、銀行破綻が実物的効果をもったとすれば、民間信用は産出とともに減少するはずである。多国間データでは、実質銀行信用の増加率は低下したものの、信用の対GDP比率は危機前の水準を上回っている。つまり、信用の増加は停滞したものの、産出の成長低下ほどではなかった。東アジアでは、両者の低下の程度はほぼ同じであり、信用比率自体が停滞している。他方、過半のケースで信用増加は危機とその翌年にはプラスである一方、その後、産出成長が危機前の水準に戻っても信用増加率は低迷しており、したがって、景気回復は銀行貸出の再開によるものではない模様である。この点は東アジアでも見いだされる。

以上の観察から次のような解釈がもっともらしいように思われる。

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を伴わない。また、危機以後、貸出金利とスプレッドは上昇するが、預金金利は上昇せず、預金者保護のせいで預金者は銀行システムから逃げ出さない。これは銀行経営者にとっては規律を失わせるかもしれない

い。

最近の銀行危機では、産出成長は低下しても、比較的短期に回復している。ただし、産出の回復と信用成長の低迷が共存しており、回復が信用増によるものではないことを示唆している。实体经济は、信用がなくても、少なくとも稼働率に余裕がある間は回復する。いずれにせよ、銀行危機が起こったとき、利用できる担保が存在せず、借り手の信用度が小さい場合には、預金者保護を強化しても、それだけでは銀行信用増にはつながらない。とくに、東アジアで「信用クラッチ説」(＝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)が根強いことには一定の根拠がある。

## おわりに

調整政策と構造改革政策は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、そうでない場合より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。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。

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。

現実には、東アジアでは、産出成長の回復が金融市場の回復と無関係に進行している。実体経済は、信用がなくても、少なくとも稼働率に余裕がある間は回復する。逆に言えば、東アジアにおいては、持続的成長回復の条件は未だ整っていない。流動性危機に対して、構造危機として対応したことが、また、構造の差を過小評価して、「普遍的な」、あるいは「伝統的な」処方箋を実施したことが、このように傷を深めた原因ではないだろうか。やや大胆に一般化して言えば、本章の主要なメッセージは、東アジアのような金融仲介を基礎にした経済成長プロセスでは、このような政策の失敗が深刻な結果を招きかねないこと、そして、特定の経済構造（具体的には、いくつかのラテンアメリカ諸国）に適した「伝統的」処方箋がいかに普遍性に乏しいものであるかを認識すべきであること、ということになる。

[注] \_\_\_\_\_

- (1) 1970年代後半からのチリの金融市場自由化による混乱は、往時の名画「悲しみよ今日は」をもじって、「金融抑圧よ、さようなら、金融壊滅よ、こんにちは」(Good-bye Financial Repression, Hello, Financial Crash)と揶揄された(Diaz-Alejandro [1983])。
- (2) 基本戦略に対する批判は二つの異なる見解に基づく。その一つは、基本的に、今回の危機は対外短期債務累積による流動性危機だというもの(Radelet and Sachs [1998])。これによれば、IMFプログラムは、投資家に対して、危機国に基本的問題があるという印象を与えることによってパニックを増幅した。構造改革は余分に危機国の調整コストを増幅した(Furman and Stiglitz [1998])。財政金融引き締めは景気後退を加速し、insolvencyへの懸念を拡大することによって、信認を低下し、それがさらに通貨下落を招いた。この見方の政策含意は、早期信認回復を最優先し、公的支援強化によって融資を拡大し、またstand-stillや資本規制によって民間資本流出に歯止めをかけ、また、財政金融政策は当初、経済活動水準を維持するよう、引き締めではなく、緩和基調で運営すべきであり、構造改革は必要なかぎりでもっと緩やかに、かつ景気回復に併せて実施すべきだということになる(Yoshitomi and Ohno [1999])。

もう一つの見方は、IMF融資は過剰であり、新興市場における、そもそもモラルハザードによる過剰なリスク負担行動の尻拭いをするすることで、将来のモラルハザードを再発させる、という批判だとされる。この見方によれば、

危機国に対する緊急融資は必要なく、事態の收拾を傍観あるいは静観する (benign neglect) のが望ましいとされる (Meltzer [1998])。この見方は、よく知られた、ミクロのモラルハザードとマクロの調整コストの間のトレードオフ問題についている。確かに、モラルハザードがあったかどうか、そして、救済融資によってそれが再発する可能性が高まるかどうかを実証的に検討することは重要な作業であるが、危機の現実をみれば、いかにも教科書的で非現実的な議論であると言わざるをえない。

- (3) Lane [1999] によれば、金融引き締めの実物経済への影響をみる一つの方法として、インパルス応答関数を用いた実質貨幣成長率の低下の推計効果は、1997～98年の成長率低下の4分の1以下 (韓国, タイの場合) しか説明できない (インドネシアについてはもっと小さい) としている。以上のことから、利用可能な金融指標は金融政策が過度に引き締めのであったかどうかについては何も言えず、また、そのために激しい景気後退が起こったという証拠もない、というのがIMFの立場のようである (Boorman et al. [2000])。
- (4) 金融政策ショックの同定をめぐる議論の詳細については、Bernake and Blinder [1992] およびBernanke and Mihov [1995] を参照。
- (5) 産出水準、価格水準とも非定常性が検出されるが、1次階差をとることによる情報の損失を避けるため、各変数の水準を用いている。この取り扱いに関する詳細な議論については、Ramaswamy and Sloek [1997] を参照。また、ここで、VARモデルのラグは1期 (フィリピンは4期) とされる。計算プログラムには、Microfitを使用した。推計作業についてはMervin Pobre氏 (大阪大学大学院経済学研究科後期博士課程) の協力を得た。
- (6) ここで、銀行危機は、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、などから認定され、1980～95年間に、35カ国、36件の銀行危機事例がプールされている。
- (7) 多数の銀行が破綻していても預金取り付けが起こらない理由としては、①破綻は銀行全体ではないこと、②預金者は、公式の預金保険、「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、実質的に保護されていること、があげられる。

## 〔参考文献〕

〈日本語文献〉

高阪章 [2000] 「アジア危機回復過程における金融メカニズム」 (国宗浩三編『金

融と企業の再構築—アジアの経験—』アジア経済研究所)。

〈英語文献〉

- Bernanke, Ben S. and Mark Gertler [1995] “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission,” *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), Fall.
- Bernanke, Ben and Alan Blinder [1992] “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission,” *American Economic Review*, 8(4), September.
- Bernanke, Ben and Ilian Mihov [1995] “Measuring Monetary Policy,” *Quarterly Journal of Economics*, 113.
- Boorman, Jack, Timothy Lane, Marianne Schultze-Ghattas, Ales Bulir, Atish R. Ghosh, Javier Hamman, Alexandros Mourmouras and Steven Philips [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.
- Diaz-Alejandro, Carlos [1983] “Good-Bye Financial Liberalization, Hello, Financial Crash,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- 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.
- Feldstein, Martin [1998] “Refocusing the IMF,” *Foreign Affairs*, 77(2), March/April.
- 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.
- Kohsaka, Akira [1999] “Macroeconomic Management under the Increasing Capital Market Integration in the Asia Pacific Region: Beyond the Tom Yam Effect,” in Sima Motamen-Samadian and Celso Garrido eds., *Emerging Markets: Past and Present Experiences, and Future Prospects*, London: MacMillan Press.
- Lane, Timothy [1999] “The First Round Monetary and Fiscal Impact of Bank Capitalization in Transition Economies,” in Paul Masson, Padma Gotur and

- Timothy Lane eds., *International Economic Policy Review*, 1, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Levine, Ross [1998] “The Legal Environment, Banks and Long Run Economic Growth,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 30(3), pp. 596–613.
- Meltzer, Alan [1998] “Asian Problems and the IMF,” *The Cato Journal*, 17(3).
- Radelet, Steven and Jeffrey D. Sachs [1998] “The Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Ramaswamy, Ramana and Torsten Sloek [1997] “The Real Effects of Monetary Policy in European Union: What are the Differences?” *IMF Working Paper*, No. WP/97/160, December 11, 1997
- Sachs, Jeffrey D. [1997] “IMF Is a Power unto Itself,” *Financial Times*, December 11, 1997.
- Yoshitomi, Masaru and Kenichi Ohno [1999] “The Capital Account Crisis and Credit Contraction: A New Nature of Crisis Requires New Policy Papers,” *ADB Working Paper*, 2.
- World Bank [2000] *East Asia: Recovery and Beyond*, Washington, D.C.