

第2章

アジア危機回復過程における金融メカニズム

はじめに

1997年のアジア経済危機によって困難に陥った東アジアの国々も、1999年以降、ようやく景気回復本格化の様相を示している。本章の目的は、この回復過程で金融システムの果たしている役割を探ることにある。

東アジアの金融システムは圧倒的に比較的短期の金融仲介が主であり、資本市場は、これに比べると未発達である。危機以前の、「奇跡」と呼ばれた持続的高成長は、このような金融システムによって支えられてきた。ところが、1997年の危機は、同システムの脆弱性を曝露した。一時は同システムが完膚無きまでの壊滅的打撃を受けたという見方もあったほどだ。

では、実際はどうだったのであろうか。それほど脆弱な金融システムが、なぜ奇跡的な持続的高成長を支えることができたのであろうか。そしてまた、壊滅的打撃を受けた金融システムのもとで、「V字型回復」が可能になったのは、なぜなのだろうか。本章は、これらの疑問に対する解答を模索する試みである。

以下、第1節では東アジアの金融システムの特徴を歴史のおよび国際比較の観点から簡単に要約する。続いて第2節では、金融システムの崩壊、すなわち金融仲介機能が事実上停止していたのかどうかを吟味する。具体的には、いわゆる「クレジット・クラッシュ」が危機後の東アジアで実際に生じていたのかについて論じる。実証結果が示すところは、残念ながら明らかではない。

すなわち、「確かにクレジット・クラッシュが生じていた」と断定することは難しい。実物経済の落ち込みは激しく、信用需要そのものが萎縮していたからだ。

ただし、クレジット・クラッシュの有無にかかわらず、各国で信用収縮が起こっていることは事実である。第3節では、にもかかわらず、景気回復が本格化しているのはなぜなのかを探る。一つの解答は景気回復のパターンにある。今回の景気回復は、まず、財政の出動、そして輸出の回復にリードされている。1999年半ばからは、民間消費も回復に転じた。けれども、民間投資の回復はいまだ本格化しているとはいえない。このため、信用需要の回復もまた本格化していないものと思われる。このことはまた、産業別の景気回復の現状をみてもわかる。現在までの景気回復は金融仲介機能の回復に依存していない。金融仲介機能の回復ぶりが試されるのは、むしろ、これからであるといつてよいだろう。

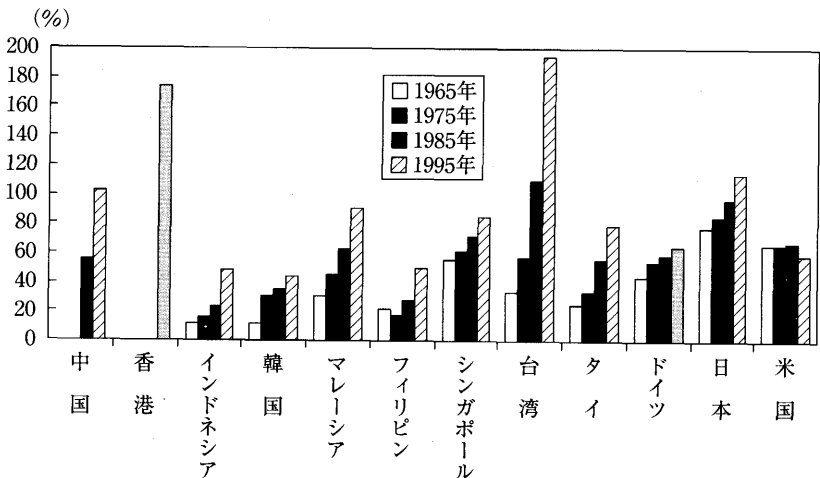
第1節 東アジアの金融システム

東アジアの金融システムは、フィリピンを除いて、奇跡と呼ばれた高成長と高蓄積に支えられて順調に発展してきた。実際、1997年の危機に至るまで、大まかにいって、同システムは潤沢な資金を効率的に投資配分してきた。豊かな国内貯蓄は大半が預金として金融システムに流入し、それが貸し出されて高度成長を実現した。銀行を中心とする金融仲介システムが主要な役割を果たし、株式や債券市場の役割は限定的なものにとどまった。ただし、金融システムに対する政府介入は、各種の規制、政府金融機関、その他を通じて広範にわたった。介入は、直接間接に金融仲介部門、とくに銀行を優遇し、証券化は冷遇された。政府介入の程度やパターンは国によって大きく異なる。香港では、もっぱら健全性規制と銀行監督に限られていたが、他方で韓国では信用配分にまで政府が関与した。

金融規制には、金利や国際資本フローへの規制、競争や参入の制限、特定用途や特定部門への業務分野規制などがある。他の多くの途上国とは異なり、このような東アジアの「金融抑圧」(financial repression)は、公共部門の返済負担を軽くするというよりは、民間企業部門の負担(資金調達コスト)を抑えるというねらいがあった。この低金利政策の結果、家計部門から法人企業部門への所得移転が生じた。一方、国際資本フローのコントロールは金融抑圧を補完した。でなければ、家計部門の貯蓄は、内外金利差に応じて海外に流出していたかもしれない。東アジアの政府は場合によっては消費者金融、住宅金融、不動産投資、株式投資を制限した。このため、家計は、住宅・教育など、高額支出に備えて貯蓄し、また、投機のための借入は抑制された。

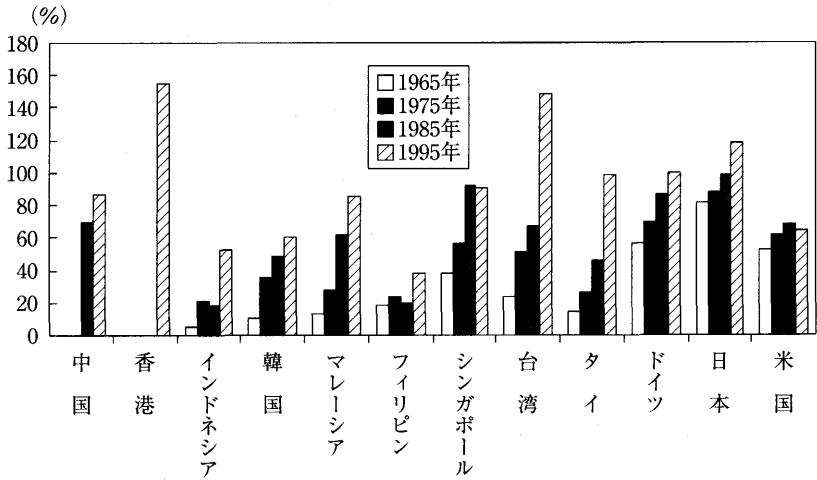
以上を背景に、東アジアでは、過去30年間に、すべての国で金融仲介規模は急速に拡大した(図1)。この事実と証券市場の未発達とは裏腹である。企業は急速な資本蓄積のために銀行やその他の金融機関を通じて「債務による資金調達」(debt finance)を行った⁽¹⁾。

図1 金融仲介規模 (M2/GDP)



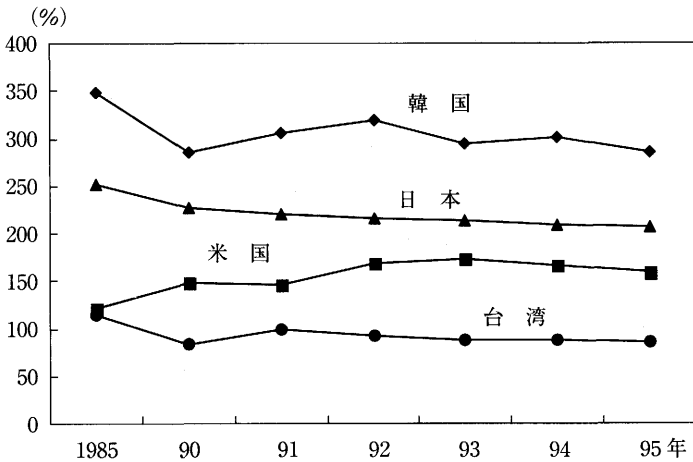
(出所) IMF, *International Financial Statistics*, 各号。

図2 対民間信用 (GDP比率)



(出所) IMF, *International Financial Statistics*, 各号。

図3 債務・株式比率：製造業



(出所) IMF [1998].

民間部門の金融仲介への依存度はまた、対民間信用のGDP比率(図2)や債務・株式比率 (debt-equity ratio) によっても知ることができる(図3)。東アジアの大半の国で1980年代と1990年代に対民間信用は急拡大し、そのGDP比率は米国のそれに匹敵する。なかでも、韓国(および日本)の債務・株式比率はきわめて高い。債務依存度が高いほど、企業および企業に貸付を行っている金融機関は景気変動によって大きな影響を受けやすい。借り手企業は、債務構成が短期性のものに偏っているほど、また、貸し手金融機関は資本基盤の相対的に弱いものほど、このような景気変動に対して脆弱だろう。

資本市場の規模の指標としてしばしば用いられる株式の市場価値でみると、東アジアのそれは1990年代に急拡大した。けれども、東アジアの証券市場は未成熟で、未発達である。多くの企業の株式は相互持ち合いによって市場で取引されるのはごく一部にすぎない。また、企業は家族的所有経営を主体としていて株式市場が企業ガバナンスに果たす役割は限定的である。その結果、企業金融は証券市場ではなく、借入に依存しており、株価は、企業業績を反映し、経営を規律づける機能を果たしていない。

マネーマーケット、債券市場は株式市場以上に未発達である。債券市場はベンチマークとなる国債市場が成立しなければ発達しないのが普通であるが、東アジアではそれがない。保守的な財政運営の結果、財政が均衡していて国債発行の必要がなかったり、低金利下で借入コストの小さい銀行からの借入で赤字をまかなったりしているためだ。一方、政府自身もまた、証券市場の育成に熱心でない⁽²⁾。

先進国・途上国を含め、一般的に金融規制・監督は市場の発展に遅れて対応しがちであるが、東アジアも例外ではなく、金融仲介の急拡大は、それに見合った規制監督システムの強化をともなってきたとはいえなさそうだ。実際、1980年代以降、東アジアの多数の国が金融危機を経験している。1982~86年の香港、1990年代初めのインドネシア、1985~88年のマレーシア、1980年代半ばのフィリピン、1983~84年の台湾、1983~87年のタイなどで、複数の金融機関が破綻し、閉鎖された。また、1980年代半ばの韓国、1982年のシン

がポールでは、金融機関の破綻こそ避けられたが、不良債権が累積した。

銀行部門の危機は、国内要因と海外要因の両方によって起こったものだ。国内要因には、不完全な健全性規制、投機的借入、縁故などによる不正貸付、などが、海外要因には、国際金利の高騰、輸出需要の停滞、交易条件の悪化などがあげられる。

これらの危機に対する各国の反応はさまざまである。香港や台湾では、破綻金融機関の大半が合併、売却、倒産の対象となり、経営陣は合併・売却の際には交替された。他方、インドネシア、マレーシア、タイでは、倒産は少数の小規模金融機関に限られ、債務超過であっても、大半の機関は政府介入によって経営を続行し、韓国でも、不良資産を抱えた金融機関が倒産・閉鎖されることはなかった。一方、フィリピンを除いて各国とも公式の預金保険はなかったが、ほとんどの預金者は保護された。また、金融困難を経験した後では、金融監督は強化された。

1980年代半以降、東アジア各国で金融部門の自由化が開始された。金融自由化は国内市場改革と為替および資本規制の自由化から成る。これらの金融改革は、金融危機対策としてよりも、むしろ、経済の成熟化、生産過程の精緻化、金融手段の複雑化などにも対応してとられたものである。けれども、金融自由化は必ずしも体系的に実施されたわけではない。むしろ、それは問題が起こるごとに場当たりに実行され、会計基準の高度化、規制監督システムの強化はないがしろにされたとの評価もある（IMF [1998]）。

韓国では、金融部門の自由化はきわめて緩慢で、かつ選択的に行われた。また、資本勘定の自由化は、そのときどきの経常収支の状況に応じて、アドホックに実施された。経常黒字が続くと、資本流出を自由化し、赤字の場合は、資本流入を自由化するという具合である。国内金利の自由化は1990年代半ばに達成された。OECD加盟を控えても、基本的に資本自由化に慎重な姿勢を維持したが、1990年代半ばに金融機関の短期借入を認め、対外短期債務累積を招いたことが今回の危機につながった。自由化に対応して、金融機関の監督機能の強化が不十分であったとされている。

同じことはインドネシア、タイ、マレーシアの金融・資本自由化についてもいえる。1980年代の金融危機で破綻した金融機関を救済したことは、暗黙の政府保証を与えることによって、金融機関のモラル・ハザードと、それによる過度のリスク負担行動を助長したという側面もあるかもしれない。また、これら諸国では銀行が大規模に不動産投資や株式投資を行っており、1990年代半ばまでに資産デフレに対して脆弱な体質ができていた。さらに、タイの金融システムは、オフショア市場（BIBF）を通じた対外短期借入の増大によって為替変動に対し脆弱になっていたし、インドネシアのそれは、過小な必要資本での参入自由化によって経営基盤の弱い金融機関が大量に誕生していた⁽³⁾。

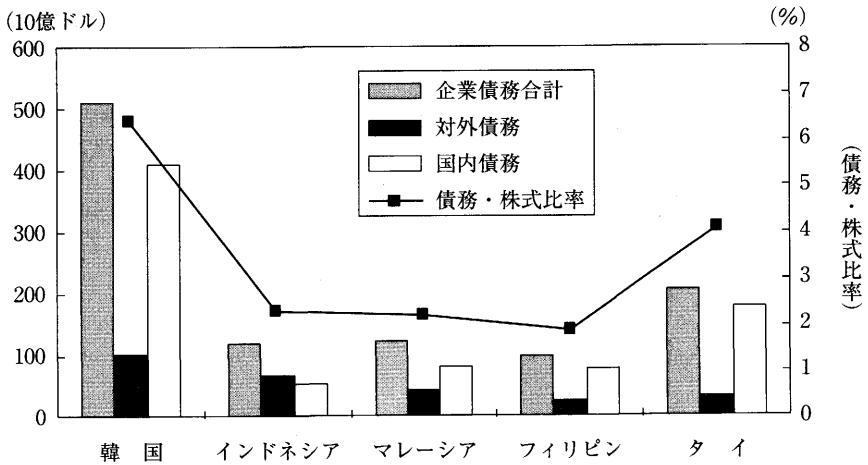
第2節 経済危機とクレジット・クラッシュ

1997年の経済危機以来、東アジアの「危機経済」の企業部門と金融部門は破綻に瀕している。不良債権（NPL）は空前の規模に達し、GDP比率で、韓国では27%、マレーシアでは30%、タイは60%、インドネシアは25%といった具合だ。これに比べれば、1980年代のチリや1995年のメキシコのNPLでも20%程度であった（World Bank [2000]）。前節でみた、東アジアの金融仲介を主体とした金融システムと企業部門の高い債務株式比率が経済破綻を激化したといわれる（図4）。以下、本節では、危機管理下の金融部門で何が起こったのか、そのメカニズムを検討してみる。とくに注目するのは、実物経済と金融メカニズムとの相互作用である。

1. 危機管理下で何が起こったか

タイの場合は、通貨危機の前年からバブル経済の崩壊によって不良債権化が進行していたが、インドネシア、韓国、マレーシアの場合には、通貨危機

図4 企業の債務構成 (1997年末)



(出所) IMF [2000a].

による自国通貨の大幅切り下げと、為替防衛・対外均衡回復のための引き締め（高金利）政策とが債権不良化を加速した。通貨切り下げは（金融部門と非金融企業部門の）外貨建て債務の邦貨建て返済負担を増し、高金利は返済負担を増すばかりでなく、国内需要全体を抑制するからである。

高金利政策については、どの程度引き上げるかだけでなく、いつ引き下げるかという問題が難しい。東アジアの場合、経常収支赤字の大きさも維持不可能なほどではなかったし、その他のマクロ経済ファンダメンタルに通貨危機の原因となるような不均衡はなかった（高阪 [1998], Kohsaka [1999]）。ただ、短期対外債務が大きかったために、市場のセンチメントが変化して資本の逆転が起り、外貨準備が涸渇したときには、為替の大幅下落が避けられなかったのである。高金利政策は、投機のコストを高め、為替減価予想を沈静化して、為替減価と資本流出の進行をくい止めるための手段であった。

むしろ、高金利は、国内の債務主体にとっては大きな痛手であるが、為替安定と市場への信頼回復が優先されたわけである。問題は、金利引き下げの

タイミングだ。長期に過ぎる高金利は、企業収益を圧迫して、倒産を増やし、生産・雇用を低下させる。また、資本調達コストの上昇によって投資を減退させる。他方、金融機関は不良債権が増加し、経営基盤が脆弱になり、融資に消極的になる。こうして、実物経済にデフレ効果を及ぼす。

これに対して、例えば、高金利政策をコンディショナリティとして要求したIMFは次のように反論する (IMF [2000a])。第一に、高金利の持続期間は最近の他国における為替防衛のための高金利政策と比較して、とくに長期にわたったわけではない。第二に、貨幣・信用の伸び率は低下したが、それが需要と供給のいずれの要因によるものかは明らかでなく、また、成長率低下の原因として貨幣供給・信用供給の低下の寄与度は大きくないという実証結果もある。第三に、金利は1998年5月には引き下げられ、夏には危機以前の水準にまで低下している⁽⁴⁾。

ここで、アジア危機でとられた危機管理政策としての高金利政策を論じることは本章の趣旨とずれるが、関連した二つの論点を指摘しておきたい⁽⁵⁾。一つは、東アジアの金融仲介の度合いは、どの発展途上地域よりも格段に大きいことであり、もう一つは、金融緩和とともに景気回復が始まっている事実である。前者については、高金利政策の実物経済への影響は他国に比べて格段に大きいという点であり、当然のことながら、政策の効果を論じる際には、地域ごと、あるいは国ごとの構造の差を十分に考慮する必要があるということだ⁽⁶⁾。後者については、回復が、高金利政策で為替安定を達成し、市場の信認を取り戻したためなのか、あるいは、長すぎた高金利政策による実物経済へのダメージにもかかわらず、経済のファンダメンタルが頑健であったためなのか、は議論の分かれるところだという点だ。

2. 信用市場不均衡：需要決定か供給決定か？

いずれにせよ、理論では説明できないほどの為替の大幅減価と半年 (韓国) から1年 (タイ) にわたる高金利の結果、爆発的に拡大した不良債権は金融機

関の資本基盤を大きく揺るがせることになった。金融機関自身が債務超過に陥り、与信能力を失って、破綻するものが続出した。ここでの問題の一つは、このような金融部門の金融仲介機能の麻痺が実物経済の活動水準低下を引き起こしたのかどうか、つまり、金融仲介が機能していれば、生産・雇用水準の低下はこれほどではなかったのかどうかということだ。この点を考察するために、「クレジット・クランチ」(credit crunch：信用収縮)の有無をめぐる実証研究の結果を吟味してみたい。

経済危機後の東アジアでは企業が金融機関から融資を受けることがきわめて困難になったといわれる。実際、危機経済の国内信用残高は危機後、明らかに減少傾向を示した⁽⁷⁾。しかしながら、景気後退期に信用減少が起こるのは当然であり、企業収益の先行きに不確実性が増せば、企業は投資を控え、信用への需要は減退するであろう。このこと自体は、金融仲介機能の低下を意味するものではない。このような「通常の」信用減少とは異なり、「クレジット・クランチ」は、信用の供給自体が収縮し、市場金利では超過需要が存在し、希少な信用が非価格的に割り当てられる事態を指す。

クレジット・クランチが生じるメカニズムは、金融政策の波及に関する「クレジット・ビュー」(credit view：信用からの接近)で説明できる⁽⁸⁾。二つの経路＝「信用チャンネル」が考えられる。一つは「バランスシート・チャンネル」(balance-sheet channel)と呼ばれ、景気後退や金融引き締めが借り手企業のバランスシート(金融ポジション)を悪化させることから起こる。利払いの増加、担保資産価値の下落などによるバランスシートの悪化(および信用度〈credit worthiness〉の低下)は外部資金調達のコストを上昇させたり、信用へのアクセスを失わせたりするだろう。企業が、コマーシャル・ペーパー(CP)発行などの借入代替手段をもたない場合(中小企業など)、バランスシート・チャンネルを通じた効果は大きいだろう。

もう一つの信用チャンネルは「銀行貸出チャンネル」(bank lending channel)であり、これは銀行側の信用供給の減少に注目する。不良債権の増加によって銀行が償却資本の補充のために資本強化を図ったり、預金流出があったりす

ると、銀行は与信を縮小する。また、銀行が資産選択を変更し、与信を縮小して、国債購入を行うことも考えられる。さらに、銀行が危険回避的になって、「質への逃避」(flight to quality)、すなわち、借り手の選別を強化するときも、全体として与信は減少するだろう。

3. 実証研究

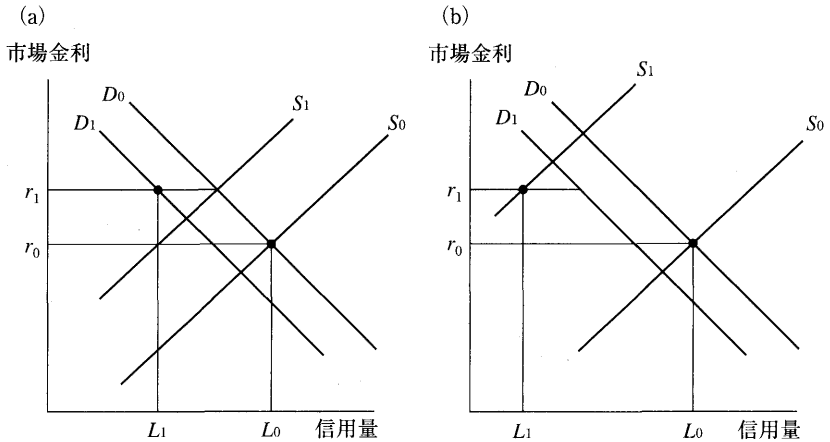
実際、「危機経済」に関する、いくつかの実証研究は、これらの波及メカニズムを確認している。韓国では、中小企業が大企業に比べて、信用アクセスを失っていること、資本不足の銀行ほど与信成長が低く、また貸出金利が高いことが報告されている。また、社債と国債の金利差拡大は民間企業部門の金融ポジション悪化を反映しており、貸し越し金利と社債金利の格差拡大は銀行に依存する企業の信用度低下を、また、銀行の国債保有シェアの高まりは質への逃避を反映しているとの報告もある⁽⁹⁾。

けれども、所与の時期にクレジット・クランチがあったかどうかを統計的に同定 (identify) することは、それほど容易ではない。信用への需要と供給を分離し、信用割り当ての存在を確認しなければならないからだ。Ghosh and Ghosh [1999]は、1992～98年間の月次データを用いて、インドネシア、韓国、タイについて信用の需要・供給関数を推計し、1997～98年間にクレジット・クランチがあったかどうかを検証している。それによれば、いずれの場合も、高金利と実物経済停滞による信用需要縮小はみられるものの、集計レベルで信用割り当ては生じていなかったとされている⁽¹⁰⁾。

ここで、クレジット・クランチが認められないということは、同定された需要曲線の左方へのシフトが供給曲線のそれを上回っているということを指している (図5の(a))。すなわち、通常の信用割り当てが起こる状況 (超過需要と低金利) (図5の(b))とは逆に、信用の超過供給と高金利が共存しているというのである。これはどう解釈すべきなのだろうか。

結論を先取りしていうと、これこそ、与信機能の低下を示しているのではあ

図5 危機経済の信用市場不均衡



(出所) 筆者作成。

る。クレジット・ビューの基本に立ち返って考えてみよう。それによれば、「信用チャネル」が重要なのは、金融政策変更などのショックは、市場金利だけでなく、それプラス、「外部金融プレミアム」(external finance premium)を変化させるからである。ここで、外部金融プレミアムとは、外部調達による資本コストと内部金融(留保利潤)による調達コストの差と定義される。外部金融プレミアムの大きさは、貸し手の期待収益と潜在的借り手が直面するコストの間に格差があるという意味で、信用市場の不完全性を反映している。

さらに、重要な点は、外部金融プレミアムは市場金利と同方向に変化するということだ⁽¹¹⁾。そのために、二つの信用チャネルを通じて実質支出、実質活動水準へのインパクトは増幅されるのである(「金融的加速度」<financial accelerator>と呼ばれる)。したがって、市場金利が均衡水準を上回っているということは、外部金融プレミアムはさらに大きく、信用市場の機能不全は増幅され、その結果として、信用需要が抑制されているものと考えられる。

貸出金利の上昇時に信用が縮小し、また、銀行の危険回避度が高まるなど、信用供給シフトを示唆するいくつかの証拠がある。一方、タイの場合、融資

申請数は激減したものの、融資申請数と認可数のギャップは少なくとも邦貨建て融資に関するかぎり、拡大しておらず、また、生産の低下が信用の縮小よりは需要の低迷によるなど、需要シフトを示す証拠もある (IMF [2000 b])。このように、信用の超過需要と不均衡低金利の共存という意味でのクレジット・クランチの存在は確かではないものの、外部金融プレミアムの上昇という形での信用市場機能不全は明らかに危機経済で進行したものであると思われるのである。

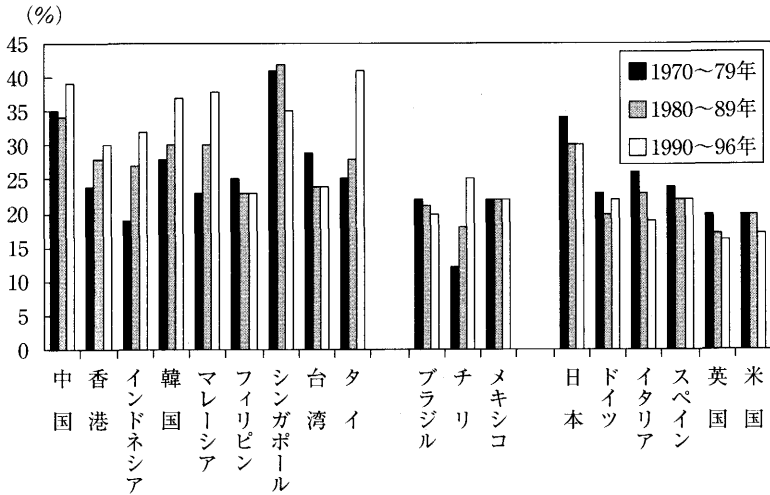
第3節 金融は危機回復を支えているか

クレジット・クランチの有無にかかわらず、各国で信用が減少し、金融システムが機能不全に陥っていることは事実である。本節では、にもかかわらず、1999年以降、景気回復が本格化しているのはなぜなのかを探る。一つのカギは景気回復のパターンにある。

1. 1990年代の景気循環

1990年代の東アジアの記録的な高度経済成長をリードしたものは旺盛な国内投資であった。投資の成長率は歴史的にも国際的にもきわめて高かった。とくに、韓国、マレーシア、タイの投資比率(対GDP)は約40%に上っている(図6)。もっとも、投資効率は低下の兆しをみせていた。例えば、投資と資本所得(利潤、レンタル、利子)の動向をみると、1990年代の韓国では、GDPとの比率で、投資率の上昇と資本所得シェアの低下が持続しており、投資効率の低下がうかがわれる。また、限界資本産出比率(ICOR)をみると、韓国、タイのそれが1990年代前半に2倍になったのをはじめ、全般に東アジアのICORは1990年代に上昇した。この点もまた投資効率の低下を示唆している⁽¹²⁾。

図6 投資比率（対GDP比率）

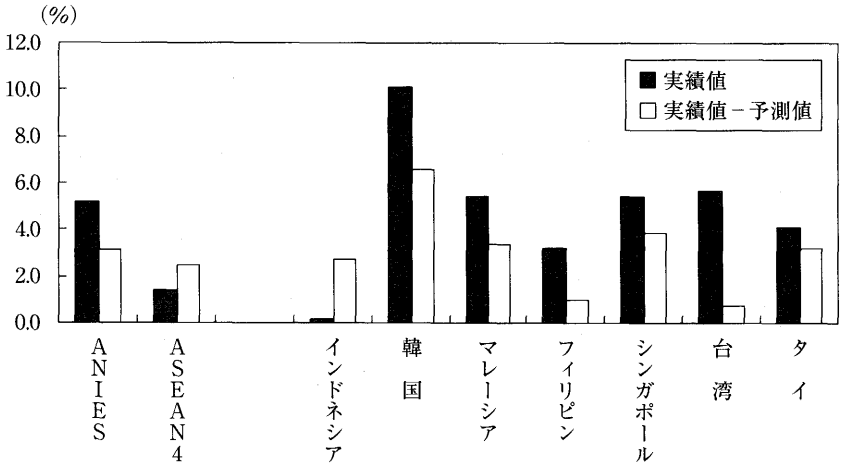


(出所) IMF, *International Financial Statistics*, 各号。

ここで重要なことは、危機に至るプロセスと危機後のマクロ経済パフォーマンスが投資動向にリードされており、投資の増減が成長率変動の主因であったという点だ。金融仲介を基礎とする金融システムのもとで、投資は金融仲介によって支えられてきた。以上の事実が示唆していることは、危機後の経済活動水準の激しい低下は、投資需要の激減と金融仲介機能の事実上の停止によって引き起こされたということだ。ただ、現在までのところ、両者は相互依存の関係にあり、どちらが「ニワトリ」でどちらが「タマゴ」かを厳密に同定することが困難であることは前節で論じたとおりである。

このように、「危機」は投資需要を直撃したが、インドネシアを除いて、東アジアの危機経済は、1998年半ばから年末にかけて、生産、消費は底を打ち、1999年に入ってから、韓国をはじめ、各国とも輸出、生産、消費ともに予想を上回るペースでの回復が続いている。IMFによる1999年の実質GDP成長率予測は、韓国を含むアジアNIEsについて、2.1%から5.2%へ、ASEAN4に

図7 1999年の経済成長率



(出所) IMF [1999], Aziz [2000], Cho [2000], Nambiar and Yusof [2000], NESDB [2000].

ついて、-1.1%から1.4%へと、同年5月から10月の5カ月間で上方修正された (IMF [1999])。また、民間の予測についても1999年の成長率実績は前年の予想を大幅に上回っている (図7)。

2. 今回の経済回復

そこで次に問題にしたいのは、今回の景気回復も1990年代と同様の循環パターンをたどることができるかどうかだ。1997年の「外貨流動性危機」による通貨急落と、危機管理政策としてとられた財政金融引き締め政策は、健全なものも不健全なものも、ほぼ、あらゆる生産企業・金融機関を無差別に経営困難に陥らせた。ようやく1998年央までに財政に続いて金融政策も緩和に転じ、財政と輸出回復に支えられた景気回復への努力が始まった。実に1998年については、GDPの支出項目でプラス成長に寄与したのは純輸出だけであ

り，それも輸出の増加ではなく，輸入，すなわち国内需要の減少によって達成されたのである（図8）。

図8a 成長要因：韓国（%成長率）

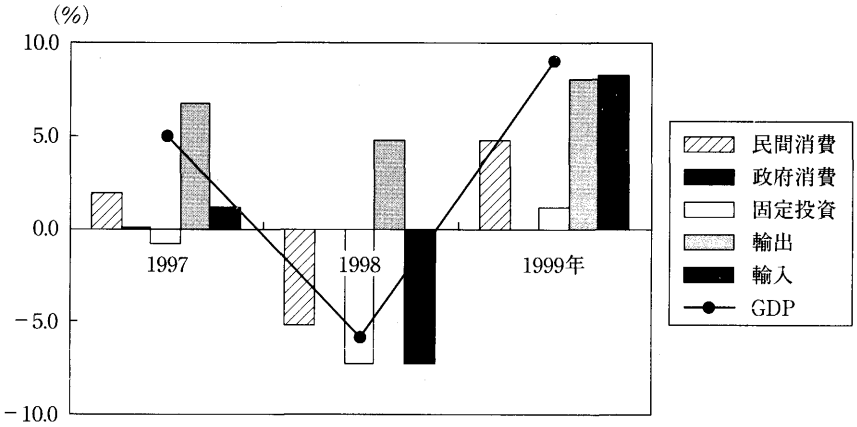


図8b 成長要因：マレーシア（%成長率）

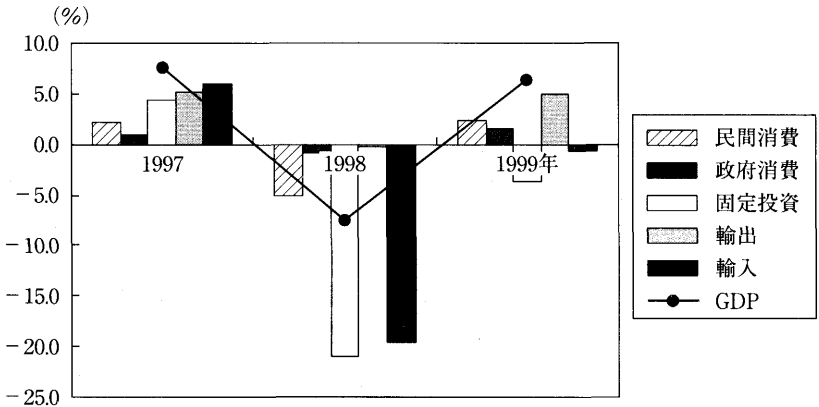


図8c 成長要因：フィリピン (%成長率)

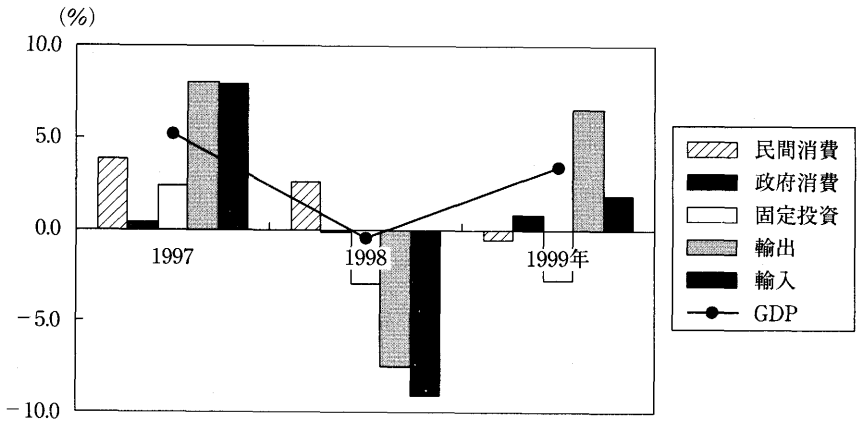
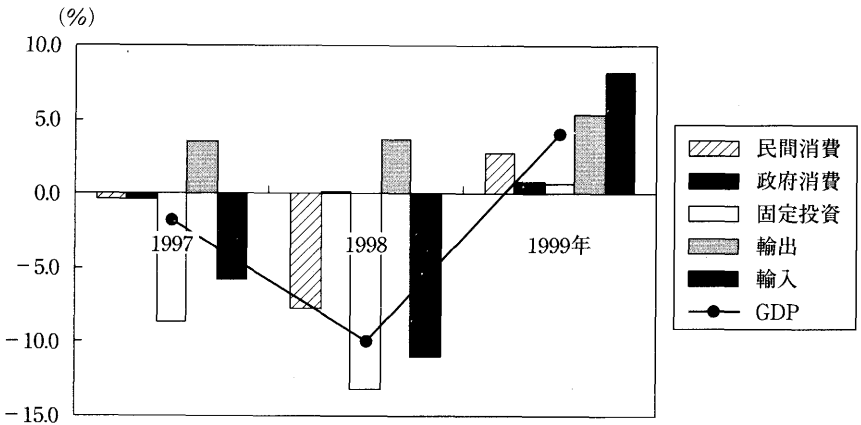
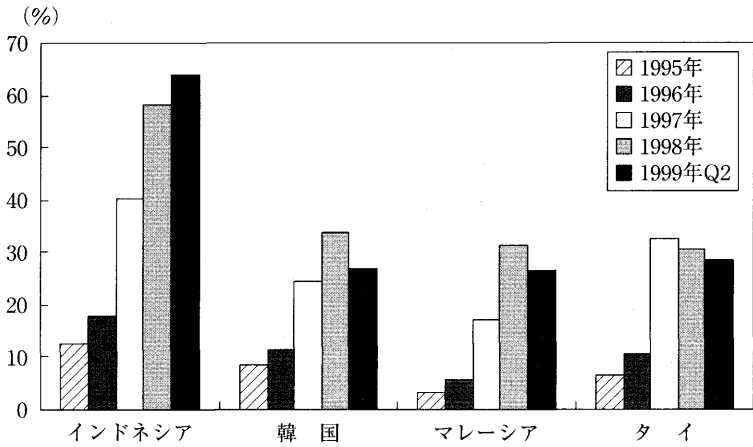


図8d 成長要因：タイ (%成長率)



(出所) IMF [2000b].

図9 債務不履行企業のシェア：全産業



(出所) World Bank [2000].

これに対して、回復の本格化した1999年には民間消費と輸出が回復をリードしている。部門別には、現在の景気回復は、「強い」部門のみによって担われている。韓国では半導体・自動車・耐久消費財など、タイでは自動車・建設材料などが好調な輸出に支えられて景気回復をリードしている。けれども、非貿易財部門を含む、業績回復の思わしくない企業部門は、財務ポジションに目立った改善をみせていない(図9)。このように、現在の景気回復は、民間投資の回復をとまわず、また、一部の輸出関連部門の成長に支えられたものであるという意味で、まだ「腰が弱く、まだらである(fragile and uneven)」(World Bank [2000])といえよう。

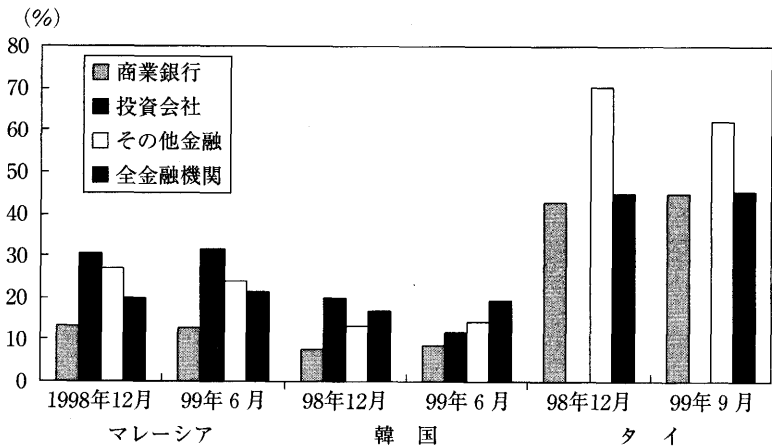
結局、この「腰の弱さ」、すなわち民間投資の低迷が信用成長の停滞(=「金融非仲介」〈financial dis-intermediation〉)を引き起こしている。一般的に言って、東アジアの企業は低い利益率で外部資金調達に依存しながら、業容を拡大してきた。そのため、今回のような大きなマクロ・ショックがあると、ただちに返済困難を来し、貸し込んできた金融機関は不良債権を抱え、新規与

信能力を失う。したがって、不良債権の処理を迅速に終え、正常な利益率を回復するか、企業自体を清算するかなければ、全面的な生産と投資の回復は難しいように思われる。

危機経済の景気回復の支出構成をみると、韓国でようやく設備を中心に民間投資の回復が始まったが、それ以外の国では、まだ低調である（前掲図8）。韓国の場合、建設業における過剰投資がなかったことと一部の好業績部門とIT関連新規部門の投資が活発化していることが理由としてあげられている（IMF [2000a]）。民間投資の拡大がないかぎり、信用需要の本格的な回復は望めないであろう。他方で、信用需要が回復しても、金融機関の与信能力が縮小したままであれば、それらの需要を満たすことができない。不良債権は与信能力を制約するが、危機経済の金融機関の不良債権比率にめざましい改善はみられない（図10）。

要するに、1999年の東アジアの景気回復は民間投資の本格的な回復をとまなわぬものであり、したがって、それは、集計レベルでは金融仲介の拡大

図10 不良債権比率



(出所) World Bank [2000].

をもともなわないものであったといえよう⁽¹³⁾。その意味で、ここまでの景気回復は金融システムの回復に支えられたものとは言い難い。金融緩和政策と金融部門の構造改革はいずれも金融仲介機能の回復を促進するものであるが、同機能の回復が本当に試されるのは、需要サイドから民間投資の回復が本格化してからであり、これに対して深刻なクレジット・クランチが発生しない場合に初めて、金融システムの仲介機能が正常化したといえるのではないかと思われる。

おわりに

1997年のアジア経済危機で危機に陥った国々の金融システムが脆弱であったことは否めない。金融システムが、あるいはその顧客企業が行った対外短期債務の水準が、国際資本市場のセンチメントの変化とともに外国資本の逆流を起こしたとき、外貨準備が涸渇してしまうほど高く、金融当局もそれを見逃していたからこそ、危機に陥ったからである。けれども、それはほとんど同義反復(tautology)にすぎない。過剰なリスク負担行動をとって、金融危機に陥ったことのない金融システムはほとんど存在しないからである。

金融自由化が適切な規制監督システムの強化をもとなわなかったことを後から批判するのはたやすい。けれども、東アジアにかぎらず、規制監督システムはつねに現実の進展を後追いつる形でしか変化してきていないのも事実である。したがって、そのことで脆弱な金融システムを抱える危機経済の金融当局を批判するのはフェアでない。そもそも自由化の旗振りをした国際機関自体が、規制監督の強化の必要性を過小評価していたか、または、その実行可能性を過大評価していたのが実態だ。

国際機関の失敗といえば、東アジアの危機管理については、何よりも高金利政策のデフレ効果を過小評価したことに尽きる。東アジアの金融システムは、急速な金融仲介、金融深化を達成することによって、他に類をみない高

度成長を実現した。このことだけでも、それが市場主導であったか、政府主導であったかにかかわらず、基本的に効率的な資源配分を達成してきたことは否定するのが難しい。これに対して、為替安定・対外均衡回復を金科玉条にする構造調整戦略は、高度成長を支えてきた金融仲介のパイプを破壊し、深刻なデフレスパイラルが進行するのを半年以上も放置した。実にその間、マイナス成長を唯一支えた需要項目は輸入の縮小だけであった。硬直的なデフレ政策は、まさに恐るべき社会的費用を危機経済に払わせたのである。

にもかかわらず、マクロ経済ファンダメンタルの頑健な危機経済は回復を開始した。むしろ、そのきっかけは遅ればせながらの緩和政策である。緩和政策をとることができたのも、危機以前の財政部門が健全であったからこそである。輸出市場の回復も、危機経済の再生を助けた。これとても、貿易財部門が国際競争力を維持していたからこそできた。不確実性の増大から過度に消費を控えていた消費者も正常な消費経路に復帰しつつある。現在の景気回復が維持可能な長期的成長経路に復帰するための問題は、民間投資がどこまで回復するかにかかっている。そしてそのためには、豊かな国内貯蓄が効率的に投資主体に移転されなければならない。そのためには金融仲介部門の回復が前提条件となる。

むしろ、証券市場の発達も、もう一つの選択肢を与える。しかし、そのための制度条件の整備は長期的に考えるべき問題であり、現時点での政策課題は金融仲介部門の再生にある。現在までの回復は、金融仲介メカニズムの始動というよりは、外的環境の改善によって利潤機会に恵まれた一部の貿易財産業の内部金融に依存している部分が大い。不良債権の処理は依然として緊急課題である。金融緩和と為替の増価は、不良債権の処理の追い風になる。まだら模様の景気回復であれ、国際資本市場に青信号を送るものであれば、資本流入の回復はこのプロセスを加速化するうえで有用である。このような高度成長を支えてきた金融メカニズムへの復帰については、韓国が最も早く実現しそうである。東アジアの危機経済は、タイ、マレーシアとも、成長軌道に自律的に戻るだけのファンダメンタルを十分備えている。

〔注〕 _____

- (1) 東アジアにおける金融仲介の発達と証券市場の未発達が介入による歪みの結果であるのかどうか、さらに、急速な資本蓄積を支えるシステムとして、証券市場の発達を促すべきであったのかどうかは興味ある論点だ。市場メカニズムを重視する、国際機関や米国のエコノミストの多数は、証券市場がもっと大きな役割を果たすべきだと考えているようだ。一方、証券市場を含む広義の資本市場の機能不全、情報の非対称性を強調する研究者は、発展途上国における証券市場の役割については、もう少し懐疑的である。
- (2) タイでは、長期債券の発行権を特定銀行に独占させるなど、債券市場の発達を直接的に阻害した。戦後日本の「起債調整」に類似している。
- (3) 原理的には、金融・資本自由化がもたらしたこれらの問題は、適切な健全性規制と監督が厳密に実施され、リスクを加味した資本比率規制、特定部門への融資上限、貸し倒れ引当て、関連企業融資の制限、などを行っていけば、かなりの程度防ぐことができたはずのものだ (IMF [1998])。けれども、現実には、高度成長を推進する各国政府にこれを実行するインセンティブも政治的意思もなかった。さらには、各国政府に同自由化を強く勧めてきた (あるいは、圧力をかけ続けた) 国際機関・先進国政府もその点で大きな差はない。
- (4) IMF [2000a]によれば、高金利政策が為替安定と信頼回復に有効であるためには資本自由化、金融部門構造改革が組み合わせられなければならないとしている。しかしながら、中途半端な資本自由化、とくに短期借入の拡大が今回の危機の原因であること、また、金融構造改革には時間がかかり、その短期的な成果は期待できないこと、を考え合わせると、高金利政策と構造改革の組み合わせは、かえって信頼回復を妨げるアナウンスメント効果が大きいと思われる。
- (5) 東アジアにおける危機管理下の高金利政策の有効性については、World Bank [1999]がバランスのとれた検討を行っている。
- (6) この点は、高阪 [1998]で指摘した。ただし、実物経済へのインパクトを過小評価したのはIMFだけではない。なぜなら、世界銀行もその他の民間予測機関もほとんどすべてのエコノミストが1998年末まで成長率予測を下方修正し続けたからである (Kohsaka [1999])。
- (7) 集計的な国内信用量のデータは信用市場の状況を知るうえで必ずしも役に立たない。マイナスの金融ショックがあると、企業は当初、キャッシュ・フローを平準化するために借入を増やそうとする。したがって、信用が実際に減少し始めるのはショックから数カ月後になる。さらに、東アジアでは、新規貸出は不良債務の更新、延滞利子の資本化、不良借り手への新規貸出など、債務不履行や巨額の損失を隠すためのものであることもしばしばであった。したがっ

て、集計的な信用のデータから、新たな借り手にとっての信用市場の需給状況を知ることは容易でない (World Bank [1999])。

- (8) 「クレジット・ビュー」は、金融政策の変更などの外生的ショックが実物経済に波及する経路として、従来の見方(「マネタリー・ビュー」〈monetary view〉)における金利など資本調達コストではなく、信用量そのものを重視する。詳しくは、Bernanke and Gertler [1995]を参照。同論文を所収している *Journal of Economic Perspective*, Fall 1995は、これに関するシンポジウムの論文集である。
- (9) これらの実証研究は、IMF [2000a]で紹介されているが、筆者は本章執筆時点では入手していない。
- (10) Ding, Domac and Ferri [1998]は逆に、クレジット・クランチが存在したと結論づけている。
- (11) すなわち、今回の経済危機の場合のように、リスクプレミアムの上昇によって市場金利が上昇するばかりでなく、資本市場において不確実性や情報の非対称性が大きくなると、貸し手の期待収益が低下し、借り手の資本調達コストは、市場金利以上に上昇する。したがって、外部金融プレミアムは市場金利と同方向に変化するのである。
- (12) ただし、投資拡大にともなうこれらの動きが、先進国の所得水準へのキャッチアップ(所得収束〈income convergence〉)にともなう限界効率の低下(生産関数に沿った動き)なのか、資源配分の失敗にもとづく「過剰投資」(生産フロンティアから内点への動き)なのかを見きわめるのは一般的には難しい。よく指摘されるのは、結果的に、半導体関連など一部の輸出部門と不動産・建設など「非貿易財部門」への投資が過大であったことであるが、この議論も、マクロ・ショックによる事後的結果から事前的なミクロ資源配分の効率性を評価してよいものかどうかは疑問である。
- (13) ただし、「質への逃避」によって、金融機関による借り手の選別が厳しくなっていることから、集計レベルでの信用増がなくとも、ミクロでは、信用度の高い借り手へと資金供給がシフトしている可能性はある。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 高阪章 [1996]「変貌する東アジアの金融・資本市場」(『経済セミナー』1996年9月)。
 ——[1998]「外国資本フローと東アジアのマクロ経済運営」(大蔵省財政金融研究所『ASEAN4の金融と財政の歩み—経済発展と通貨危機—』1998年6月)。

〈外国語文献〉

- Aziz, Iwan J. [2000] "Indonesia's Modest Recovery and Short-term Outlook," Paper presented at the Pacific Economic Outlook (PEO) Forecasters Meeting, Osaka, Japan, 12-13 March.
- Bernanke, Ben S. and Mark Gertler [1995] "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission," *Journal of Economic Perspective*, Vol. 9, No. 4, Fall.
- Cho, Dongchul [2000] "Korean Economy 2000-2001: Prospects and Policy Issues," Paper presented at the Pacific Economic Outlook (PEO) Forecasters Meeting, Osaka, Japan, 12-13 March.
- Ding, Wei, Ilker Domac and Giovanni Ferri [1998] "Is There a Credit Crunch in East Asia," *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 1959.
- 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 (IMF) [1998] *World Economic Outlook*, October.
- [1999] *World Economic Outlook*, October.
- [2000a] "Republic of Korea: Economic and Policy Developments," *IMF Staff Country Report*, No. 00/11, February.
- [2000b] "Thailand: Selected Issues," *IMF Staff Country Report*, No. 00/21, February.
- Kohsaka, Akira [1999] "Macroeconomic Management under the Increasing Capital Market Integration in the Asia Pacific Region: Beyond the Tom Yam Effect," Sima Motamen-Samadian and Celso Garrido eds., *Emerging Markets: Past and Present Experiences, and Future Prospects*, London: MacMillan Press.
- ed. [2000] *Productivity Growth and Industrial Structure in the Pacific Region*, Pacific Economic Outlook/ Structure.
- Nambiar, Gomathy and Zainal Aznam Yusof [2000] "Malaysia—Economic Outlook in 2000 and 2001," Paper presented at the Pacific Economic Outlook (PEO) Forecasters Meeting, Osaka, Japan, 12-13 March.
- National Economic and Social Development Board (NESDB) [2000] "Thai Economic Developments in 1999 and Outlook for 2000," Paper presented at the Pacific Economic Outlook (PEO) Forecasters Meeting, Osaka, Japan, 12-13 March.
- World Bank [1999] *Global Economic Prospects and the Developing Countries*.
- [2000] *Global Economic Prospects and the Developing Countries*.