

第 8 章

経済発展と金融

——政策課題の展望——

はじめに

本章では、経済発展と金融という観点から、現実の政策課題として途上国の政策担当者が考慮すべき事柄について概観する。一口に金融といっても、研究対象としてはかなり広い分野にわたっている。大きく分けると、マクロ経済に関わる分野とミクロ経済に関わる分野に分けられる。マクロ経済に関わる分野も、国内の金融政策を主な対象とする金融政策論と為替レート決定など対外関係を対象とする国際金融論に分かれる。ミクロ経済に関わる部分だが、いわゆる金融論に相当するが、経済発展と関わる場合は開発金融論となる。

科学の特性の一つは、研究の対象を細分化することにより、より深く厳密な研究を行うことである。したがって、金融に関係する学問領域も、このように多岐にわたることになる。そうすることの便益は計り知れないが、その反面では、たとえば、国際金融論に詳しい学者でも銀行規制に関する理論(金融論に含まれる)に詳しいとはかぎらない、ということになってしまう。一方で、現実の途上国が抱えている政策課題に答えていく際には、学問研究の分野分けにかかわらず総合的な理解と対応が必要となる。

本章では、まず、金融に関連するそれぞれの分野から途上国の政策担当者が考慮すべき問題を拾い出し、続いて総合的な観点から金融に関わる開発戦

略はいかにあるべきかを論じる。また、本章での考察は、東アジアの通貨危機を強く意識したものとなっている。そのため、個々の論点において、通貨危機と関連する例示を示すことも多くなっている。東アジア通貨危機に関する分析については、国宗 [2000] も参照してもらいたい。

第1節 考慮すべき問題

1-1. 金融部門の役割

まず、最初に、簡潔に金融部門の役割について解説しておこう。

金融というととかく拒絶反応を起こす人が多い。また、いわゆる「実業」に対比させて金融は「虚業」であると考える人も多いのが現実である。これは、半分正しくて半分間違っている。確かに、世の中に金融業しかなかったとしたら、これは全く意味をなさないであろうことは想像に難くない。金融業は、製造業などの他の産業があって初めて意義を発揮するという意味で「実業」に依存している。したがって、金融部門の役割を考えるためには、まず、経済全体のなりたちをみて、そのなかで金融部門が果たしている役割をみる必要がある。

現代の経済においては、(1)社会的分業とそれにとまなう財やサービスの交換が重要な役割を果たしている。一人の人（より現実的には企業）が、机もパソコンも筆記用具も作るよりは、それぞれの人が分業して一つのものを作り、その後交換した方がより多くものを作ることができる。(2)貯蓄と投資の循環によって生産力の向上や維持が可能となっている（この場合の投資は株式などの金融資産への投資ではなく設備投資など実物への投資を指している）。たとえば、もし新規設備投資や更新投資が全くなかったとしたら、30年程度でGDPはゼロになってしまうだろう。(3)知識の蓄積と研究開発による技術革新によって経済発展が可能となっている。これは、より少ない投入物によって

より多くの財やサービスを作りだしたり、これまでなかった全く新しい財やサービスを生み出すために不可欠の活動である。

以上のすべてにわたって、金融部門は重要な役割を果たしていることを示そう。

1-1.(1) 決済機能の提供

社会的分業にともない財やサービスの交換の必要が生じるが、その際に交換の仲立ちを行うのが金融部門の一つの重要な役割である。

よりありていにいえば、貨幣の提供といってもよいだろう。バーター取引（貨幣を仲介しない財同士の取引、物々交換）の例が皆無ではないものの、現代社会では大部分の財・サービスは貨幣を媒介として交換が行われている。ところで、貨幣供給の概念のなかには、政府が独占的に供給する中央銀行券に加えて、銀行預金が含まれる。とくに当座預金は、企業などが手形や小切手を振り出すために銀行に保持しているものであり、決済手段としての機能を提供している。

決済機能の提供に関連しては、流動性という概念が重要となる。流動性とは、他の財・サービスや金融資産との交換のしやすさのことである。たとえば、現金の流動性はきわめて高い。これに対して、土地や建物といった不動産の流動性は低い。流動性の高いものが決済を媒介するのは自然なことである。たとえば、給料の支払いは、銀行の普通口座に払い込まれることが多い。もし、給料が相当額だけの価値のある土地で支給されるとしたら、どれほど不便なことになるか想像して欲しい。したがって、流動性の高い現金や銀行預金などが決済機能を提供するのは自然なことである。

1-1.(2) 金融仲介

貯蓄が投資を上回ることを貯蓄超過、逆を投資超過という。個々の家計にしても企業にしても時に応じて貯蓄超過になったり投資超過になったりする。しかし、平均的にみると家計は貯蓄超過に、企業は投資超過になりがちであ

る。平均的にそうだということは、一国全体で足しあげた場合(マクロ経済的)にも家計部門は貯蓄超過、企業部門は投資超過になるということである。したがって、貯蓄超過主体と投資超過主体の間を橋渡しして、資金を循環させることが重要となる。これも金融の重要な役割で、金融仲介と呼ぶ。

銀行でいえば、大勢の預金者から集めた預金を原資に企業に運転資金を貸し出したり、個人に住宅ローンを貸し出したりすることである。ちなみに、この場合、銀行が間に入って資金が仲介されるので間接金融という。一方、証券会社の引受業務は、企業が新株発行や社債発行を行う場合にその販売を仲介する業務であり、これも金融仲介である。しかし、この場合は、一時的に証券会社が新株や社債を買い取ることはあっても、最終的には一般の投資家がこれらを所有することになる。このように、資金の出し手である投資家が直接、資金の最終的な使用者である企業との間に所有や貸借関係を取り結ぶので、銀行を仲立ちにする間接金融と区別して、株式や社債発行による資金仲介を直接金融と呼ぶ。

1-1.(3) 資産変換

これは、前の二つに比べればわかりにくいかもしれないが、資産転換とは、リスクや満期、流動性や取引単位などの資産の性格を変えることである。たとえば、銀行預金の性格は、低いリスク、短い満期、高い流動性、小口の取引といえるが、預金を原資とする銀行貸出は、借り手の貸し倒れリスクを抱え、中長期の満期、低い流動性、大口の取引などの異なる性格をもつようになる。

技術革新や新規産業の創設などは、成功したときに得られる便益は大きいですが、失敗する可能性も高いものである。これを「高リスク・高収益」(ハイリスク・ハイリターン)というが、こうした事業に十分な資金を集めるためには、たとえば、投資信託のような形態で多くの事業向け融資や出資を集約して全体としてのリスクを低減させるといった金融サービスが不可欠となる。また、事業への融資や出資がその成果を得るまでには時間がかかるため、こ

れらは本来は流動性が低い(すぐに換金できない)。しかし、投資信託などを売買することができれば、投資家の立場からみると、一定の流動性が確保できたことになる(いうまでもないが、預金を集めて、それを金融機関が貸し出すという形態の場合に、流動性は最も高いことになる。ただし、この場合はあまりにもリスクの高い事業への融資は難しいだろう)。つまり、金融部門により資産変換というサービスが提供されることにより技術革新や新規産業の創設などの活動が起こしやすくなるといえる。

以上のような金融部門の役割に関連しては、リスク管理、情報生産、モニタリングといった機能が重要となる。リスク管理とは、貸し倒れによる損失を小さくしたり(貸し倒れリスクの管理)、金利変動による損失を小さくする(金利リスクの管理)ことや、預金などの予想外の引き出しに備える(流動性リスクの管理)ことである。情報生産とは、どのような事業(に資金を提供すること)が有望であるか見極めることであり、モニタリングとは、借り手などがきちんと資金を使用しているかを監視・監督することである。いずれも「規模の経済性」が働く作業である。たとえば、貸出を数多く行っている場合の方が一つの貸し倒れが起こったとしても、その影響は小さくてすむ(リスクが分散される)。また、多数の小口の債権者が個々別々に債務者の行動を監視・監督するよりも少数の大口債権者が代表してモニタリングした方が効率が良い。情報生産に関しても同じことがいえる。したがって、専門化した金融機関に任せることの合理性がある。一般の預金者や投資家は、金融機関に資金を提供すると同時に、資金運用に関わるリスク管理や情報生産、モニタリングといった作業をも委託していると考えられる⁽¹⁾。

1-2. 金融自由化論

このように、金融は多くの重要な役割を果たしているので、経済発展にとっては、金融部門の育成策が欠かせない。この観点から、開発金融論の世界で

の標準的考えが「金融自由化論」と呼ばれるものである。マッキノン (McKinnon [1973]) およびショウ (Shaw [1973]) らによって唱えられたもので、金融部門を育成するためには、がちがちの規制をかぶせることは逆効果であり、金融の自由化が必要であるとする考え方である。当初、最も問題とされたのは人為的な金利規制である。これは、そのころ多くの諸国が採用していた政策であった。とくに、金利上限規制とインフレが重なった場合には、実質金利 (名目金利からインフレ率を引いたもの) がマイナスとなることも珍しくなかった。

実質マイナス金利のもとでは、資金を得る方は得をするのに対して、資金を提供する方は損をする。この結果、資金の供給は増えないので、金融仲介の量は拡大しない。このため、金融仲介機能を担う金融機関の発達も遅れ、金融仲介の経験・能力が蓄積されない。また、金利が人為的に低く抑えられたために、本来なら採算に合わないような低収益の事業も存続を許されるといった非効率も生じる。このように、金融抑圧政策は金融仲介の発展を、量的にも質的にも阻害する⁽²⁾。

金融自由化論の考え方は、基本的には妥当なものであり、多くの国で実践された。しかし、自由化さえすれば万事がうまくいくというものではなかった。最大の問題は自由化された金融システムは、それ以前よりも金融危機に見舞われやすくなったということである。これは、途上国のみならず多くの先進国でも同様であった。そうしたこともあって、金融論の分野では、金融システムの脆弱性と金融機関に対する規制のあり方について多くの研究がなされるに至っている。

1-3. 金融システムの脆弱性

1-3.(1) 取り付け騒ぎの理論

Diamond and Dybvig [1983] は、流動性の供給という側面に注目して銀行業の役割を示した。ここでは、二つの前提が重要である。(1)長期投資の収

益性は高いが、途中で取りやめたときの収益性は低い、(2)預金者は短期的に預金を取り崩す必要に迫られることがある。個々の預金者にとって預金を引き出す必要が生じるかどうかは、不確実なことだと想定される。したがって、預金者は中途解約の可能性があるため、収益性の高い長期投資を行うことはできない。一方、銀行は多くの預金者から預金を集約することにより、預金引き出しの量をかなり正確に予想することができる。したがって、予想される引き出し量に対応する流動性(たとえば現金)を確保した残りは、すべて長期投資の案件に対して融資することにより高い収益率を確保することができる。こうして、銀行は流動性の供給と長期投資資金の供給という両方の必要性を同時に満たすという役割を果たしている(これを流動性保険の提供という場合もある)。

ところが、もしも銀行が想定していたよりもずっと多くの預金者が一斉に預金引き出しを求めたらどうなるだろうか。銀行は長期投資にまわしていた部分も中途解約して預金引き出しに対応する必要が出てくる。しかし、これは予定していた収益率よりも低い収益率しか得られないことを意味する。最悪の場合は銀行は債務超過に陥るだろう。こうした可能性があるため、多くの預金者が預金引き出しを始めた場合には、引き出す必要のない預金者もとりにあえず預金を引き出した方が安全である。なぜなら、最後に引き出しに行った預金者には支払うべき資金が銀行に残っていない可能性があるからである。このように、銀行は本来的に「取り付け騒ぎ」に弱いという性質をもっていることがわかっている。ここで注意してもらいたいことは、「取り付け騒ぎ」を起こすだけのしっかりとした根拠があろうとなかろうと、ひとたび取り付け騒ぎが起こった場合には、取り付け騒ぎに参加することがすべての預金者にとって合理的な行動になるという点である。したがって、根拠のない噂や、一銀行の破綻をきっかけにして銀行システム全体に対する取り付け騒ぎが起こりうる。

1-3.(2) モラル・ハザード

モラル・ハザードという言葉は、最近になって、非常によく使われるようになったが、その意味を正しく理解せずに使っている例も多くみられる。元々は保険の世界で使われ始めた言葉であり、火災保険に加入した人が火災予防に十分な注意を払わなくなるという例が代表的なモラル・ハザードである。企業論の世界では、株式会社や有限会社など有限責任企業のオーナーや株主が経営破綻の危険性に十分な注意を払わなくなる傾向が知られている。これは、借入が多いほど起こりやすい。なぜなら、有限責任制のもとでは株主やオーナーは、企業が支払い不能に陥っても自らの出資額以上の負担を強いられることはないからである。したがって、多額の借入を行ったうえで、失敗の危険性は高いが成功したときには多額の収益を得られるような(高リスク・高収益)投資を行う動機(インセンティブ)が生じる。成功したときの取り分は大きく、失敗したときの損失は限られているからである⁽³⁾。

ところで、銀行はその性格上、借入が非常に大きい(預金は借入である)。したがって、株主やオーナーによるモラル・ハザードの危険性が高い。さらに、普通の企業であれば、こうした危険性があるために債権者による監視や債務契約における工夫(財務制限条項など)が行われるが、銀行の場合は預金保険による預金保護や政府による暗黙の銀行保護政策があるために、預金者(銀行の債権者)による銀行行動の監督は期待できない。こうして、モラル・ハザードの発生により高リスク・高収益の投資(融資)に振り向けられる銀行資産の量が増えると、銀行破綻の可能性も高くなる。

たとえば、株式購入資金に対する融資や値上がり益を当てにした不動産投資への融資は、見込みがはずれた場合に貸し倒れとなる可能性が高い(リスクが高い)が、高い金利を課すことができる(収益も高い)。モラル・ハザードを起こした銀行は、これらの融資を積極的に行う可能性が高い。こういう銀行は、見込みがはずれて、不良債権の山を築いても最終的には政府が公的資金を投入してくれる(あるいは健全な銀行も拋出している預金保険が適用される)と

考えている。

金融自由化がモラル・ハザード問題をより深刻にする可能性も指摘されている。自由化は、銀行同士の競争を激化させ、収益性を低下させる。それに加えて、銀行と銀行以外の金融業の業態の垣根も低くなり、この面でも競争激化が収益性を低下させる。こうして、銀行業の享受してきた一種の超過利潤が消失する。このこと自身は望ましいことではある。しかし、一面では銀行業のもっていた特権的価値（フランチャイズド・バリュー⁽⁴⁾）は、高リスク高収益を追い求める行動を抑止する作用があると考えられる。なぜなら、高リスクが裏目に出て、破綻した場合に株主やオーナーが失うものが、そのぶん、大きくなるからである。失敗したときに失うものが少ないほどモラル・ハザードが起りやすいとされるので、逆に失うものが大きいほど、起りにくいことになる。したがって、金融自由化は望ましいものである反面、モラル・ハザードを通じて銀行の脆弱性を高めるという副作用をもっている。

1-3.(3) マクロ・ショック

もっとも、銀行業にはモラル・ハザードを起しにくい性質もあるといわれている。Diamond [1984] は、銀行は十分に多数の多様化された貸出先に融資を分散することにより貸出資産のリスクを限りなく小さくすることができるとした。貸出資産のリスクがなければ、そもそも銀行がモラル・ハザードを起こして高いリスクを取ることはできなくなる。

しかしながら、この場合に低減させることができるリスクは、個々の企業に固有のリスクであり、企業全体（経済全体）の収益性に同時に影響を与えるリスク（マクロ・リスク）は、貸出を分散することにより低減させることができない。それどころか、総貸出が大きくなるほど、抱えるリスクも大きくなるだろう。マクロ・リスクを現実化するような異変をマクロ・ショックと呼ぶが、これは、政府のマクロ経済運営の失敗だとか、外国金利の急上昇だとか、為替レートの暴落（通貨危機）だとか、経済全体に影響を与え、個々の経済主体が回避することが困難な異変を思い浮かべればよい。

より具体的な例をあげよう。銀行の貸出先が鉄鋼業、化学産業、電機産業、自動車産業といった多様な産業に属する企業に、それぞれ少しずつ融資をしていると想定しよう。通常の経済環境であれば(マクロ・ショックがないということ)、鉄鋼業の業績がおかしくなったときでも、他の業種では大丈夫というように、全部がすべて貸し倒れになる可能性はきわめて小さい。これが、分散投資によるリスクの低減である。ところが、政府のマクロ経済政策失敗や通貨危機や金融危機の発生によって、全産業が業績不振になったとしたらどうだろうか。この場合は、分散投資していたとしても全く効果はない。これが、マクロ・ショックである。

以上にみてきたように、金融システムの中枢を占める銀行が、さまざまな理由で脆弱であることがわかってきた⁽⁶⁾。このため、単純な金融自由化は、多くの場合、金融危機の原因となりうる。そこで、最近の金融論の世界では、銀行をはじめとする金融部門に対する健全性規制(プルーデンシャル・レギュレーション)が重要であるということは定説となっている。健全性規制の筆頭にあげられるのは銀行の自己資本比率規制である。多くの国では国際決済銀行(BIS)規制にもとづいて運用されている。

しかし、健全性規制は主にモラル・ハザード対策が中心となっており、取り付け騒ぎやマクロ・ショックへの対策とはなっていない。このうち取り付け騒ぎ対策としては、中央銀行の「最後の貸し手機能」が重要であるとされる。これは、今日では中央銀行の役割の一つと認知されるようになっていたので良いとして、残るのはマクロ・ショックへの対策という問題である。しかし、この分野は、よく調べられていない分野であり、理論的にも実証的にも未開拓の部分が多い。一つの理由としては、銀行行動の分析はミクロ経済学の領域であり、マクロ・ショックの具体的な発生源などの考察は軽視されがちであるということがあげられるだろう。ところが、実際にはミクロレベルの銀行行動が、マクロ・ショックそのものの原因となる可能性さえある。

たとえば、金融政策論の分野になるがマネー・ビューとクレジット・ビュー

という論争がある。これは、金利の引き下げなどの金融政策の効果がどのように経済全体に波及するかをめぐる論争である。マネー・ビューは伝統的な考え方であり、貨幣供給量の増大により効果があるとする立場であるが、クレジット・ビューではマイクロ経済的な銀行行動に焦点をあて、銀行貸出の伸びそのものが効果をもつとする。したがって、後者の観点からは、金融危機が銀行の貸出行動に悪影響を与えるときには金融政策は無効になるということができる。金融政策が無効になるとすれば、マクロ経済政策自身が困難となり、マクロ・ショックの一つの発生源となる可能性がある。すでに「貸し渋り」(クレジット・クランチ)という表現が定着しているように、銀行行動の変化がマクロ経済全体に悪影響を与えるという見方は、一般には広く受け入れられている。にもかかわらず、クレジット・ビューに対しては種々の反論があり、また、実証的にも十分に確認されていないため、定説となるには至っていないのが現状である。

もしも、マイクロの銀行行動がマクロ経済に影響を与える可能性を認めるならば、マクロ・ショック自身が銀行行動により作り出されるわけで、因果関係は循環的となる。つまり、マクロ・ショックが銀行行動を変化させ、それがさらに追加的なマクロ・ショックとなり銀行行動をより大きく変化させるという循環(スパイラル)が発生する。そうであれば、金融システムの健全性維持に関してはよりいっそうの注意が必要だということになるだろう。なによりも、マクロ・ショックを生み出さないように堅実にマクロ経済政策を運営する重要性が高い。そこで、次節では金融政策を含むマクロ経済政策に関して論じたい。

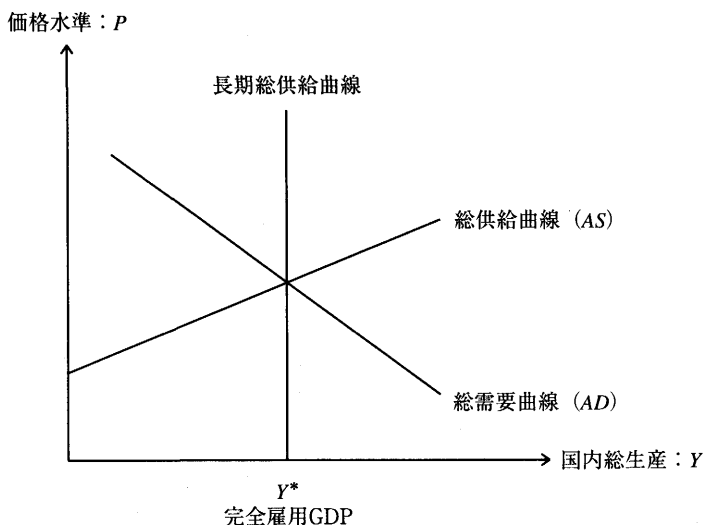
1-4. マクロ経済政策と金融

金融政策は名目金利に影響を与え、金融資産の収益率やリスク(とくに市場リスク)を変化させる要因となる。さらに、長期的にはインフレ率の変化を通じ、収益率やリスクに影響を与える。インフレ率への影響は、金融政策だけ

ではない。総需要を変化させる政策はいずれも同様に物価水準を変化させる。このように金融政策を含めマクロ経済政策（金融政策と財政政策を合わせてマクロ経済政策という）は、金融部門を取り巻く環境に影響を与える。たとえば、マクロ経済政策の一つの目標は、生産水準を安定化させることである。その失敗は、経済（景気）の変動を高める。これは、分散投資によって消し去ることの不可能なマクロ・リスクとなる。

さて、マクロ経済政策の難しさの一つは、生産水準の安定に加え、物価水準の安定という二つの目標をもっていることである（対外的な経済関係も考えると為替レートの安定という三つめの目標も加わり、より難しくなる。為替政策については後述）。二つあるということがどのような困難さを生み出すかは、伝統的な総需要—総供給分析（AD-AS分析）の枠組みでみるとより明らかとなる。図1は価格水準（一般物価水準） P を縦軸に、国内総生産 Y を横軸にとったものであるが、ここで右下がりの線が総需要曲線、右上がりの線が総供給曲線である。これは、マクロ経済学のテキストでもおなじみのものである。

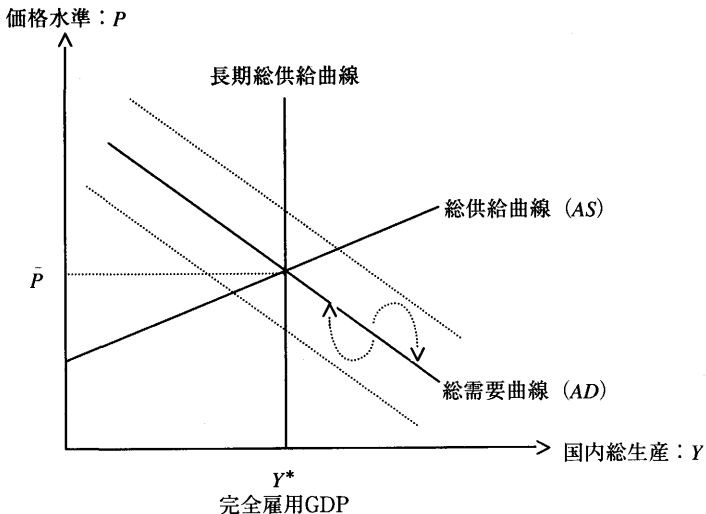
図1 総需要—総供給分析



さらに、垂線が描かれているが、これは長期総供給曲線である。これに対応する Y が Y^* と表記されているが、これは完全雇用GDPである。短期的には国内総生産 Y が Y^* を上回ったり下回ったりすることがありうるが、長期的にはこの水準に戻ってくると考えられる(この移行過程では、経済は総需要曲線上を移動すると考える)。マクロ経済政策によって、総需要曲線を左右にシフトさせることが可能である。一方、総供給曲線は政策的に移動させることはできない。両曲線とも政策以外の要因で変動することがあり、こうした変動に対応して経済を安定的に保つことがマクロ経済政策の任務である。総需要の変動を需要ショック、総供給の変動を供給ショックと呼ぶ。

まず、総需要の変動(需要ショック)への対応においては、二つの目標(価格安定と総生産の安定)は比較的容易に達成できることを示そう。図2では、当初、総需要と総供給曲線の交点において完全雇用GDPの水準が達成されているとしている。ここから、図示されているように総需要の変動(上または下

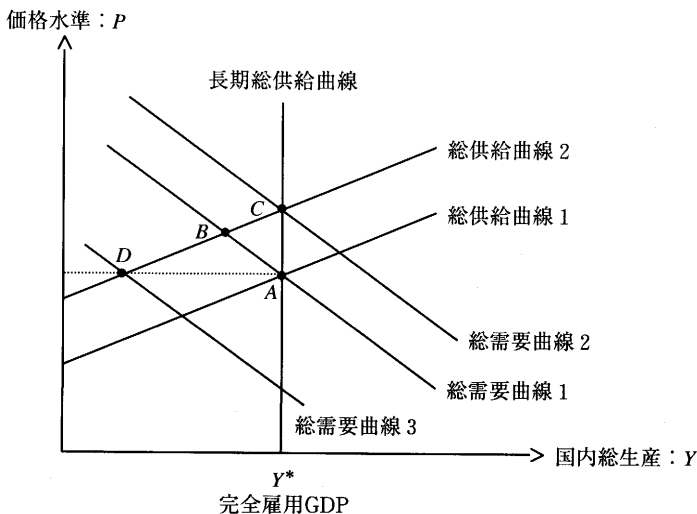
図2 需要の変動を安定化することにより、価格水準も安定させることができる。



への)が起こった場合は、その変動に対抗して総需要を元に戻すようなマクロ経済政策を行えばよい。その結果、両曲線の交点を不変に保つことができれば、生産水準は安定するが、同時に、価格水準も \bar{P} で安定させることができることがわかる。マクロ経済政策は総需要を操作することだから、需要ショックへの対応が簡単であることは当然といえば当然のことである。

次に、総供給が変動した場合をみるが、これへの対応は難しいことがわかる。図3では、総供給曲線1および総需要曲線1の両者が当初の需給を表している。ここで、総供給曲線が総供給曲線2へと上方(左方)にシフトしたとしよう。これは、負の供給ショックと呼ばれ、たとえば石油ショックにより石油価格が突然、上昇したような場合である。また、通貨危機により為替レートが暴落して輸入原材料が一般的に値上がりした場合にも当てはまるだろう。問題は、このとき、マクロ経済政策の二大目標の両方を追求することはできなくなるということである。もしも、生産の安定を重視するならば、必要なマクロ経済政策は総需要曲線を総需要曲線2の位置まで右方(上方)にシフト

図3 総供給の変動は安定化が困難

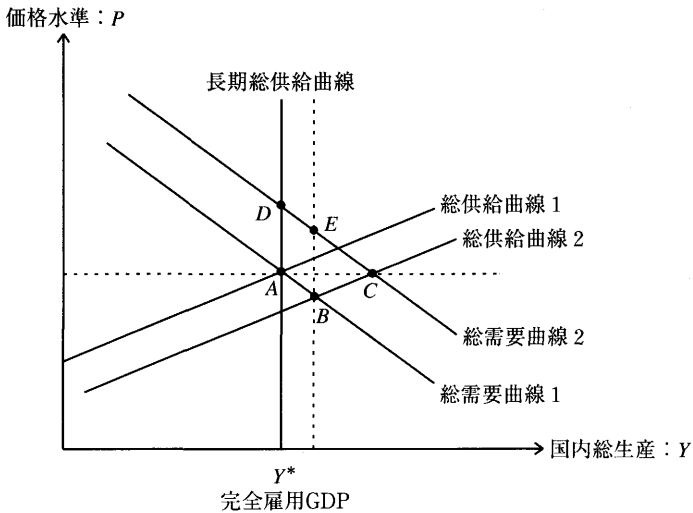


させることとなる。この政策は、価格水準の上昇を容認することになる。一方、価格水準を安定させたい場合は、総需要曲線を総需要曲線3のところまで左方(下方)にシフトさせねばならないが、これは生産水準を大きく下落させる政策となってしまう。また、長期的に価格を一定に保ちたい場合は、総需要曲線を全くシフトさせない政策が望ましい。この場合は短期的には経済はB点で示されるように価格の上昇と生産の低下を経験するが、生産の低下は次第に価格を下落させ(いわゆるデフレが起こる)、長期的には元のA点に戻ってくる。まとめると、負の供給ショックに対しては、(1)生産の安定を優先するか、(2)価格の安定を優先するか、(3)短期的には両方とも安定を放棄して、その代わり長期的に安定すればよいとするか、の3通りの対応が考えられるが、いずれも完全な満足を得られる政策ではない。

以上のようなことは、気の利いたマクロ経済学テキストには記述されている問題である(例えば、Mankiw[1997])。しかし、これまであまり関心を引いて来なかった問題は、総供給曲線が下方(右方)にシフトするような場合である。これは、正の供給ショックであるが、ようするに石油ショックの逆さまのようなことだと考えればわかりやすいだろう。石油価格下落だけではなく、近年の米国や通貨危機以前の東アジア諸国のように海外からの資本流入などの理由によって実力以上の自国通貨高となり輸入原材料価格が下落する場合にも相当する。いずれにしても、正の供給ショックはそれ自体としては結構なことである。図4にみるように総供給曲線1が総供給曲線2の位置まで下方(右方)にシフトして経済はB点に移る。ここでは、価格は下落し生産も上昇している。いずれも好ましい変化である。

しかし、やっかいなのは、実際には正の供給ショックが起こっていることに気づかない可能性の方が高いことである。これは、政策対応を誤らせる。図4で説明しよう。正の供給ショックがあるにもかかわらず、それに気づかずに価格水準を一定に保つようなマクロ経済政策を行った場合は、総需要曲線は総需要曲線2の位置に来るだろう。経済はC点へ移る。ここでは価格は不変で生産量がより増大している。しかし、これは完全雇用GDP水準を上回る

図4 正の供給ショックとバブル経済



生産水準となるので、いずれは価格が上昇してD点の長期均衡に向かうだろう（移行の経路は、総需要曲線上を通る。総供給曲線だけでなく長期供給曲線も右方にシフト〈図中、垂直の点線で表示〉していたとしたら、D点ではなくE点が長期均衡になるが、長期的に価格が上昇するという結論は同じ）。

つまり、正の供給ショックの問題は、それと気づかぬうちに拡張的なマクロ経済政策をとってしまう危険性である。昨今の米国のように貨幣供給量の伸びがきわめて大きいにもかかわらずインフレが起これない、と首を傾げるような状況となる。このとき、実際には長期的に維持可能な水準を超えて生産量が増大しているので、将来のインフレの種を蒔いていることになる。あるいは、過剰な貨幣供給が株や不動産市場に流れ込めばバブル経済の原因ともなるだろう⁽⁶⁾。実は、通貨危機に見舞われる前の東アジア諸国でも同様の状況が起こっていた。きわめて高い経済成長と貿易赤字幅の拡大は、明らかに景気の過熱を示していた。にもかかわらず物価水準は安定していた。そして、各国で程度の相違はあるものの、株価、不動産価格はバブルの様相を呈していた。米国の場合はドル高政策が直接的に正の供給ショックを作り出したと

考えられる。一方、東アジア諸国はドル高政策をとるドルに対して自国通貨の価値を安定させようとしたこと [その代わりに円に対して自国通貨が割高になってしまった] が正の供給ショックの原因と考えられる。また、この時期に石油をはじめとする一次産品の国際価格が下落したことは、双方ともに働いた (供給ショックの) 要因である (さらに付け加えるならば、1980年代末の日本のバブル経済も円高により価格が安定しているなかで、金融政策をゆるめすぎたことが原因だとされている。これも正の供給ショックの文脈で説明できる)⁽⁷⁾。

1-5. トリレンマと為替政策

以上のようにマクロ経済政策の運営にはいくつかの落とし穴がある。さらに、現実の世界ではこれに對外経済関係の考慮という課題が加わる。これは、国際金融論の領域となる。この分野で最近、とくに注目を浴びようになったのは、「トリレンマ」の議論である。トリレンマとは、固定レートの維持、金融政策の自由、資本取引の自由、の三つの政策目標をすべて達成することはできない、ということである。このうちの二つは達成できるが、どれか一つをあきらめる必要がある。これは、マクロ経済の椅子取りゲームだと考えるとわかりやすい。椅子は二つで参加者は3人というわけである。二者択一という言葉はあるが、トリレンマは (語呂は悪いが) 三者択二とでもいえるだろうか。

政策担当者にとっては、どの一つをあきらめるかによって三つの選択肢がある。まず、固定レートの維持をあきらめた場合には、変動レート制度という選択肢となる。これは、国内経済規模が小さく (小国)、輸出入に大きく依存する経済にとっては居心地の悪い選択肢である (たとえば、マレーシアの輸出入を合計するとGDPの200%に達する)。次に、金融政策の自由をあきらめた場合には、為替レートへの切り下げ圧力が大きい通貨危機のような局面では、一時的にせよ禁止的なほど高い水準への金利引き上げをも甘受せねばならない。当然、国内経済への悪影響はきわめて大きい。金融危機の引き金を引く

ことも多い。最後に、資本取引の自由をあきらめた場合には、資本取引規制を導入することになる。資本取引規制を実効的とするためには、為替取引の管理を行う必要もある。これらは、政府の管理コストを引き上げるし、汚職や闇市場の発生原因となる。また、外国資本の流入減少も覚悟する必要がある。これは、経済発展のために必要な資金を海外からも導入したいと考えている途上国にとっては難しい選択である。

このように、どの選択をしても何かを犠牲にせねばならないので、一般的には最適な選択はない。要は、どれが最もマシかということを経済と時期に応じて判断するしかないだろう。第二次世界大戦後の世界では、長い間、国際間の資本移動の規模が小さい時期が続いたため、トリレンマの問題は大きく取り上げられることがなかった。ところが、とくに1990年代に入って国際間の資本移動が一部の途上国を巻き込んで激増してきたため意識せざるをえなくなったといえるだろう。

第2節 政策課題の整理

まず、ここまですべてを簡単に振り返っておこう。

銀行を中心とした金融システムは、決済機能、金融仲介機能、資産転換機能を提供することにより、経済取引の円滑化、投資のファイナンス、リスクの管理といった経済にとって不可欠の役割を果たしている。したがって、開発金融論の世界では「金融自由化」により金融部門を育成することが重要とされる。しかし、金融論の世界では銀行を中心とした金融システムには、本来的な脆弱性がつきものであるとされる。また、金融の機能不全は、経済全体にとって深刻な影響を与える。そこで、単純な自由化ではなく、同時に適切な健全性規制の整備などが必要である。ところが、マクロ・ショックの存在など対応の困難な課題も残されている。

そこで、金融政策を含むマクロ経済政策の適切な運営も重要である。マク

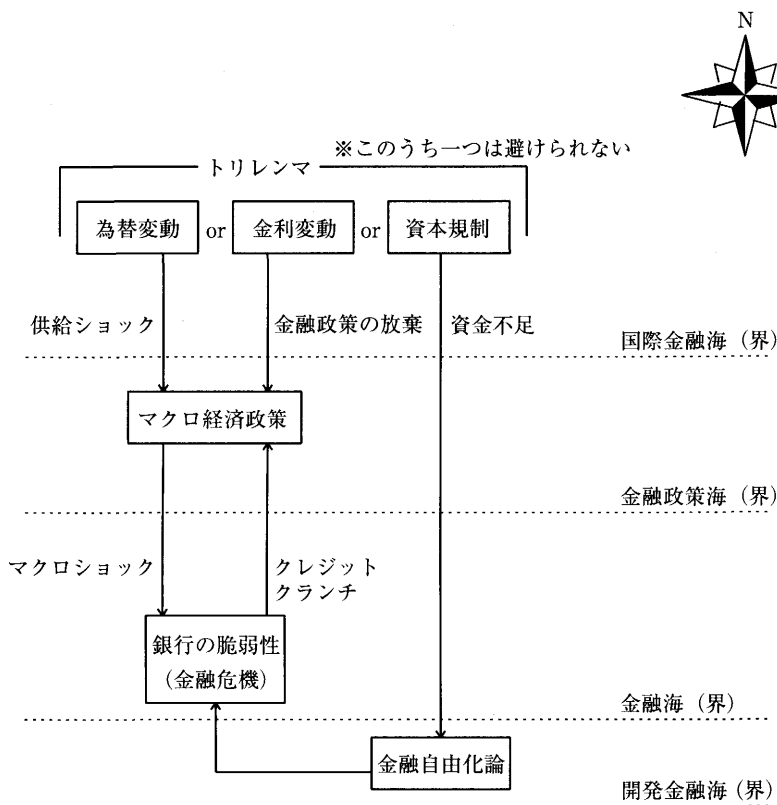
口経済運営の失敗はマクロ・ショックの一つの源泉である。この分野の課題として、本章では、供給ショックへの対応の難しさを指摘した。こうした供給ショックの多くは、海外からやってくる。石油ショックなどに加えて、為替レートの変動と関連することも多い。そこで、為替レート政策も含めた経済運営が重要になる。これは国際金融論の領域分野となる。ここでは、トリレンマとして知られる政策目標の三者択二の関係があり、問題をさらに複雑にしている。政策当局者は、為替変動、金利変動、資本規制のいずれか一つを甘受する必要がある。

こうしてみると、途上国にかぎらず、金融面での経済全体にわたる政策運営は、そもそも難問だらけであることを肝に銘じておく必要があるだろう。さらに、それぞれが相互に関連している。しかも、こうした相互関連性に関する認識や研究は遅れている。

以上の関係を一覧し、途上国の政策担当者が直面している状況を図示したのが図5である。まず、トリレンマのところからみると、政策担当者は、為替変動、金利変動、資本規制のいずれを許容するかという選択に迫られている。為替変動を許す場合は、これはマクロ経済にとっての供給ショックの原因となりうる(ただし、東アジア諸国のドルへの固定レート制度が、ドル高円安の影響により供給ショックとして作用したように、固定レート制度のもとにおいても外部からの供給ショックを遮断できるとはかぎらない)。次に、金利変動を許す場合は、マクロ経済政策の一手段である金融政策の自由度を失う。のみならず、通貨危機に直面した場合に超高金利を余儀なくされ、経済全体への悪影響を輸入することにも繋がある。以上の二つは、マクロ経済政策の運営に対して(悪い)影響を与える。最後に、資本規制を許す場合は、開発のために利用できる外国資本の量を減少させるだろう。これは、開発金融における制約条件となる。

次に、マクロ経済政策を中心にみる。マクロ経済は上述のとおり為替変動、金利変動により制約を受けることに加え、銀行の脆弱性と相互関係をもっている。マクロ経済政策の失敗は銀行の分散投資では低減させることのできな

図5 困難な航海図



(出所) 筆者作成。

いマクロ・ショックの一原因であり、金融危機を引き起こす可能性がある。一方、金融危機はクレジット・クラッシュなどを通じてマクロ経済に悪影響を及ぼす。こうして、マクロ経済政策と銀行の脆弱性の間には循環的な関係が成立している(図中、矢印は相互に向き合っている)。最後に、(資本規制などにより)開発のための資金が不足するという状況では、金融自由化を通じて金融部門の育成を必要性が高まるが、これは、銀行を中心とする金融システムの脆弱性をより高める、という関係になっている。

このように、問題の全体像は広がりをもっており複雑にからみあっている。そこで、図5のタイトルを困難な航海図としたが、この航海図はとても完全なものとはいえない。とりわけ、分野をまたがる相互関係の部分が、十分に究明されているとはいえないからである。この図の上から順番に「国際金融海(界)」、「金融政策海(界)」、「金融海(界)」、「開発金融海(界)」とした(海は語呂合わせ)が、それぞれの学問領域では一定の研究蓄積がある。例えるならば、経済理論は闇夜で航路を照らす灯台ともいえる。しかし、理論研究の細分化により、灯台はそれぞれの領域のほんの一角を照らしているにすぎない、というわけである。これまでみてきたように開発金融論における金融自由化論、金融論における銀行の脆弱性や健全性規制の議論、金融政策に関するマクロ政策論、国際金融論におけるトリレンマと、それぞれの部分部分では、研究は進んでいる。問題は、それぞれの相互関係への関心は低く、全体的な政策論があまり進んでいないということである。

一方、現実の方は理論の発展を待つはくれないので、政策としては既存の理論を総体的に駆使し、かつ、解明されていない空白をなんとか埋めながら運営する技術が要求される。こうした現実感覚が要求される点で、学者に必要とされる資質と政策担当者に必要とされる資質には大きな違いがあると思われる。たとえば、経済学博士号をもっているという理由だけで卒業したての若者がIMFに採用され、よく実状を知らないまま途上国の経済処方箋を描くことの危険性は大きい(かといって、駆け引きに長けた老練な政治家だからといって、経済理論を知らずに国全体の経済の舵取りが可能とは思えない。また、途上国では政策遂行能力そのものが未熟である場合も多い。加えて、汚職や腐敗により政府機能そのものが蝕まれていることも珍しくない)。

まとめに代えて：開発戦略のあり方

それでは、図5のような全体像の認識からは、どのような(金融面での)開

発戦略を読みとれるだろうか。政府は、適切な為替政策を選択し、マクロ経済の安定に気を配り、金融システムの健全性に目を光らせつつ、金融自由化政策などにより金融部門の育成・発展を図らねばならない。これらの政策課題を、それぞれ独立に考えればよいだけなら苦労は少ないだろう。しかし、そうはならない。

そこで、「組み合わせるとどうなるか」という問いかけが重要となる。たとえば、金融自由化論は妥当な発想ではあるが、銀行の脆弱性と組み合わせると金融危機を招きかねない。また、通貨危機のような供給ショックともいえる状況下で、銀行整理を強行するといった荒療法を行う（1997年11月にインドネシアで起こったこと）のは、きわめてまずい組み合わせである、ということがわかる。インドネシアでは、銀行システム全体への取り付け騒ぎに発展し、不安定な経済状況を決定的に悪化させてしまった（Radelet and Sachs [1998]）。ようするに、お互いに相乗効果をもち、負の循環を起しかねない事柄を組み合わせるといふ愚を避ける必要がある。

逆に、金融危機や通貨危機といった非常事態の発生した後に、これに対処する際には、正の相乗効果をもつ方策を組み合わせることが効果的である。たとえば、東アジアの通貨危機以後、一部では、（マクロ）経済の回復が経済構造改革への意欲を失わせる、という議論が行われている。経済構造改革のなかには金融システム再建の取り組みも含まれている。これは、物事の一面しかみない議論である。図5でもみたように、金融危機とマクロ経済の間には循環的な相互関係がある。ようするに、いずれかに不都合が生じた際には負の相乗効果が作用するし、逆に、一方へのテコ入れは他方にも正の相乗効果を発揮する、という関係である。したがって、経済の回復策（マクロ経済政策）と金融再建策とは「組み合わせる」こそ最大の効果を発揮するといえる。逆に、経済が回復しない状況で金融再建策、とりわけ不良債権問題の処理を進めることはきわめて困難だと思われる。

次に、「完璧はありえない」ということである。とくにトリレンマの認識は重要である。裏返してみれば、同じ問題に対する多様な対応がありうるとい

うことになる。たとえば、東アジアの通貨危機に対して、IMF流の対策は高金利政策であった。これに対して、マレーシアが1998年9月に資本規制という方法で対応したことは注目と批判を集めた。また、一部の経済学者は、為替レートの下落は放置して対応する必要はない(いってみれば、純粋な変動レート制度の勧め)と助言した(Sachs [1997])。これらは、それぞれがトリレンマの選択肢のうちの一つに対応している。よって、それぞれの方策は全く異なるが、相対立させて捉えることは誤りである。高金利政策が絶対に正しく、資本規制は間違っているという関係ではなく、それぞれがありうる選択肢の一つである。トリレンマという枠組みでみると、そのなかでは、どれも等しくありうる対応策となる。さらに一歩進めて、図5でいえば、それ以外の部分との相互関連を比較考量したうえで、最も妥当と判断される対策を決めればよい。

最後に、「経済理論と政策的観点とのバランス感覚」が重要である。経済理論は、もちろん有益であるし、政策当局者にとっての不可欠の知識である。しかし、冒頭でも述べたように科学の特徴は領域を限定して深く分析することである。そこで、総合的な政策的観点とのバランス感覚も不可欠となる。これに関連しては、経済理論にも流行り廃れがあるということと、わからない問題も多く残っているということは知っておいた方がよいだろう。たとえば、金融自由化論が流行していたときには、銀行の脆弱性に関してはあまり関心もたれていなかった。これが、健全性規制などによる政策補完を手薄にし、金融危機を多発させた一つの理由と思われる。また、たとえば貸し渋り(クレジット・クランチ)という言葉は広く使われるようになってきているのに、金融政策論におけるクレジット・ビューの議論は異論も多く定説になっていなかったりする(ようするに、よくわからないということである)。

[注] _____

- (1) 銀行の役割などについては、Freixas and Rochet [1997] も参照。
- (2) 金融自由化論については、Fry [1995], 国宗 [1997] なども参照。

- (3) Black and Scholes [1973], および Jensen and Meckling [1976] を参照。
- (4) Hellmann, Murdock and Stiglitz [1997] を参照。
- (5) 銀行の脆弱性については, Dewatripont and Tirole [1994] も参照。
- (6) バブルがなぜ発生するかに関しては, 定説はない。しかし, 経験的にみて貨幣供給の大きな伸びが, バブル発生の一つの必要条件であることは確かであるようだ。
- (7) この他に, 金融政策に関連して, 途上国においては, そもそも金融政策を実施する基盤となるべき短期金融市場が発達しておらず, 金融政策の効果は限られているとする議論もある。増田 [1998], Agenor and Montiel [1996] などを参照。

〔参考文献〕

〈外国語文献〉

- Agenor, Pierre-Richard and J. Montiel, Peter [1996], *Development Macroeconomics*, Princeton University Press.
- Black, F. and M. Scholes [1973], "The Pricing of Options and Corporate Liabilities," *Journal of Political Economy*, 81(3), pp. 637-645.
- Dewatripont, M. and J. Tirole [1994], *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge, Mass.: MIT Press (M. ドウワトリポン/J. ティロール <北村行伸・渡辺努訳〉『銀行規制の新潮流』東洋経済新報社, 1996年)。
- Diamond, D. and P. Dybvig [1983], "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity," *Journal of Political Economy*, 91(3) pp. 401-419.
- Diamond, D. [1984], "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, 59(3) pp. 393-414.
- Freixas, X. and J.C. Rochet [1997], *Microeconomics of Banking*, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Fry, Maxwell J. [1995], *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Second Edition, Baltimore and London: Johns Hopkins University Press.
- Hellmann, Thomas, Kevin Murdock and Joseph Stiglitz [1997], "Financial Restraint: Toward a New Paradigm," in Masahiko Aoki, Hyung-ki Kim and Masahiro Okuno-Fujiwara eds., *The Role of Government in East Asian Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- Jensen, M. and W.R. Meckling [1976], "Theory of the Firm, Managerial

- Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3 pp. 305-360.
- 国宗浩三 [1997] 「金融」(『テキストブック開発経済学』有斐閣)。
- 編 [1998] 『97/98アジア経済危機』(アジア研トピック・レポート) 12月。
- 編 [2000] 『アジア経済危機—その原因と対応の問題点—』アジア経済研究所。
- Mankiw, N. Gregory [1997], *Macroeconomics*, Third Edition, New York: Worth Publishers.
- 増田篤 [1998] 「開発途上国の金融政策」(奥田英信・黒柳雅明編『入門開発金融』日本評論社)。
- McKinnon, Ronald I. [1973], *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Radelet, Steve and Jeffrey D. Sachs [1998], "The Onset of the East Asian Financial Crisis," *NBER Working Paper*, 6680.
- Sachs, Jeffrey D. [1997], "The Wrong Medicine for Asia," *New York Times*, 3 November.
- Shaw, Edward S. [1973], *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- World Bank [1989], *World Development Report 1989: Financial Systems and Development*, New York: Oxford University Press (『世界開発報告 1989—金融部門と開発—)。