

第1章

金融自由化・内外資金移動・金融部門の課題

—インドネシアのケース—

はじめに

本章はインドネシアを例にとりて、世銀／IMF 型の金融自由化政策が金融市場にいかなる構造的な変化をもたらしたかを検討し、さらにそのような国内の金融市場の変化が、アジアの金融市場で急速に進みつつある金融の国際化の下で、国内外の資金移動にどのような影響を与え、金融機能にどんな問題をもたらしたかを分析している。

インドネシアは世銀型の金融自由化政策を最も忠実に実行した国のひとつである。その結果、金利はドラスチックに上昇し、金融部門による金融貯蓄の動員が推進されるとともに、市場によって決定される金利水準に沿って貸出資金の配分が行われるようになりつつある。自由化された金融部門は、それまでの低金利政策と資金割当政策を中心とする政府介入型の金融に比べて、はるかに効率的であると考えられる。

しかしインドネシアの金融自由化の経験は、金融部門を完全に自由化し放任すれば、市場という見えざる手によって金融部門の健全な発展が自動的に達成される、と考えるのは楽観的に過ぎるであろうことを示唆している。金融自由化の結果として、①金融部門の不安定化、②金融資金、特に貸出の短期化（中長期金融市場の発達の遅れ）、③金融仲介コストを含む金融資金のコス

トの上昇、④金融仲介の機能不全、といった問題が大なり小なり生じている。特に金融仲介機能の不全が生じている場合には、市場による最適な資源配分は保証されず、経済発展をファイナンスするという金融部門の重要な役割が満たされないことになる。本章ではこの点に焦点を当てて検討を行っている。

1980年代のインドネシアにおける金融部門の自由化、近年の経済の発展と通貨ルピアに対する信頼の増大、および同国を取り巻く国際金融市場の発展とその資金移動の速さといった3つの要因は、インドネシア金融市場に、特に海外金融市場との間の資金流出入に、これまでと異なった影響をもち始めているように思われる。国際間の資本移動が市場メカニズムに従って急速かつ巨額の資金移動をもたらすようになってきているのに対し、国内の金融市場や直物・先物の為替市場は、途上国特有の市場の未発達や不完全性といった問題を引き続き抱えており、市場の調整機能およびそのスピードは十分ではない。隣接する国際金融市場の影響と国内金融市場の不完全性から、自由化された国内の金融市場に、金融仲介機能の不全という問題をもたらす可能性がある。これはインドネシアのみではなく、金融自由化政策を進める途上国に広範にあてはまる問題であると考えられる。

最初に断っておくが、筆者は金融自由化政策は今日のインドネシアの経済発展にとって不可欠の重要性をもつ政策であったと考えている。金融自由化政策を実行していなければ、民間部門への投資のファイナンスは十分に満たされなかったであろうし、したがって今日の民間部門を中心とする非石油輸出の成長は実現できなかったであろう。その結果としての経済構造の改善も進まなかったに違いない。その意味で今日のインドネシアが直面している問題は、成功ゆえの問題なのである。金融自由化政策を進めるなかで金融部門の健全な発展をいかにして維持し促進していくか、また同部門がどのようにして経済発展に必要な資金を効率的にファイナンスしていくか、これが現在インドネシアが問われている課題であり、金融自由化政策を進めていこうとする途上国が問われている課題である。

第1節 金融自由化政策——成果と問題点

1. 金融自由化政策とその背景

1983年以前のインドネシアの金融構造は、典型的な金融抑圧の状況にあった。中央銀行による低金利政策と貸出枠規制が敷かれており、銀行預金の実質金利はほぼ一貫してマイナスであった。一方で国営銀行は政府の指示する優先分野へ低利の優遇資金を供給していた。

1983年に始まったインドネシアの金融自由化政策は、大きく分けると83年6月の第1次金融自由化政策と88年10月の第2次金融自由化政策の2つに分けられる⁽¹⁾。これら一連の金融自由化政策は、世銀/IMFの構造調整政策に沿ったものである。その政策の理論的背景は、マッキノン/ショウによる金融抑圧型モデルであることが広く知られている。インドネシアでは、このマッキノン/ショウモデルに沿った金融自由化政策がドラスタックに実行されたといつてよい。

1983年6月の第1次金融自由化政策の内容は次の3点からなっている(Nasution [1989])。第1は国営商業銀行に対する金利規制の完全な撤廃である。民間商業銀行はそれ以前も自由に預金金利および貸出金利を設定することができたが、民間商業銀行の占めるシェアはきわめて小さかった。この金利規制撤廃によって銀行部門は預金、貸出共に自由に金利を設定できるようになった。第2は貸出枠規制の撤廃である。これによって国営商業銀行および民間商業銀行は、自由に貸出量を決めることができるようになった⁽²⁾。第3は中央銀行の優遇貸出制度(Direct Credits および Liquidity Credits)の大幅削減である。まず非優先分野への優遇資金の貸出をやめるとともに、優先分野への優遇貸出も削減する方針を打ち出した。

1988年10月に発表された第2次金融自由化政策の主要な内容は、銀行部門への新規参入の自由化を中心とする競争原理の導入である(Bank Indonesia

[1988])。同政策によって国内民間銀行および外国銀行の新規設立が自由化されたほか、銀行の支店の設置が自由化された。これに加えて、これまで金融市場のセグメンテーションの原因のひとつになっていた国営商業銀行と国営企業との独占的關係が緩和された⁽³⁾。このほか銀行経営の健全性を維持するため、貸出比率規制の導入を含む銀行貸出規制の導入や、中央銀行の供与する先物為替プレミアム (Swap premium) の優遇レートから内外金利差を基にした市場レートへの移行の試み等の改革が実行された⁽⁴⁾。

2. 金融自由化政策と金融構造の変化

第1次金融自由化政策によって実質預金金利はマイナスからプラスに転換し、この結果、銀行部門の定期預金は急激に増加した (表1および表2参照)。金融部門の発展と深化は、金融自由化政策の導入を境にして生じていることが、同表から明確にみられる。金融発展度を示すために一般的指標である M_2/GDP 比率をみると、1982年には17.7%、88年には30.1%、92年には46.4%と急速に上昇している (図1参照)。 M_2/GDP 指標でみる限り、第1次金融自由化政策が実行されてからの10年間に、インドネシアはアジアのなかで金融発展の最も遅れた国のひとつから、最も金融発展の進んだ国へと変化したのである。

金融の自由化と金融部門の発展は貯蓄と投資にどのような影響をもたらしたであろうか。貯蓄・投資については国民所得統計の誤差が大きいため、必ずしも整合性のある数値が得られないという問題が存在している⁽⁵⁾。また多くの研究者が指摘しているように、貯蓄は主として所得などの金利以外の変数によって大きく影響を受けることから、金融自由化の影響のみを取り出して確認することは難しい。これらの点を踏まえたうえで貯蓄水準の流れをみてみよう (表3および図2参照)。第1次金融自由化が実行され始めた1983年には、対GDP比でみた貯蓄水準は17.5%と低い水準にあったが、その後貯蓄水準はかなりのスピードで上昇を続け、89年には25.96%に達している。

表1 実質定期預金金利の推移

(%)

	定期預金金利3カ月 ¹⁾	消費者物価上昇率 ²⁾	実質金利
1979	5.1	21.8	-16.7
1980	8.2	16.0	-7.8
1981	10.2	7.1	3.1
1982	8.6	9.7	-1.1
1983	14.8	11.5	3.3
1984	17.1	8.8	8.3
1985	15.2	4.3	10.9
1986	14.6	8.8	5.8
1987	17.5	8.9	8.6
1988	17.8	5.5	12.3
1989	17.1	6.0	11.1
1990	21.0	9.5	11.5
1991	21.9	9.5	12.4
1992	16.7	4.9	11.8
1993 ²⁾	10.4	8.8	1.6

(出所) Bank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics*. 各年版Bank Indonesia, *Weekly Report*. 各号

(注) 1) 1985年以前は国営銀行

2) 1985年以前は17市, 86年以降は27市の消費者物価上昇率

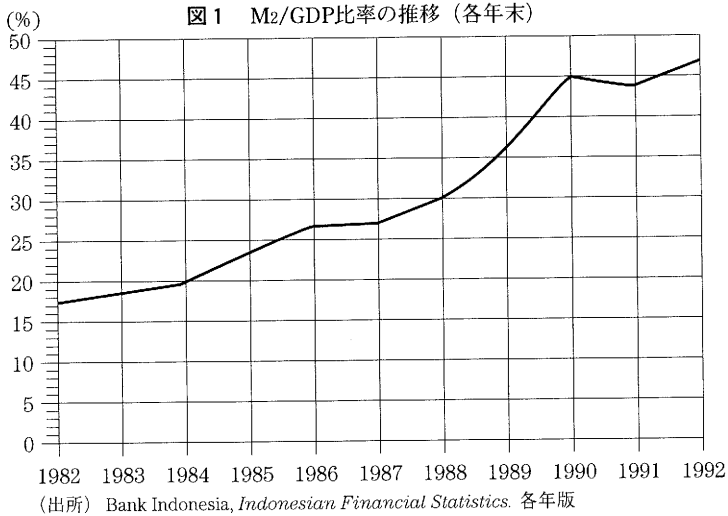
3) 1993年は消費者物価上昇率は10月までのデータ, 定期預金金利は12月第3週の金利による。

表2 銀行預金の推移

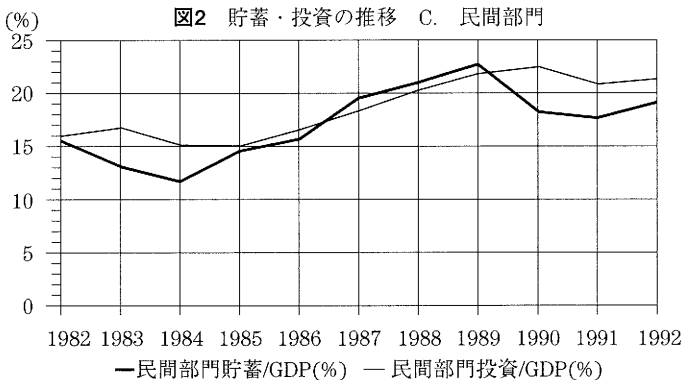
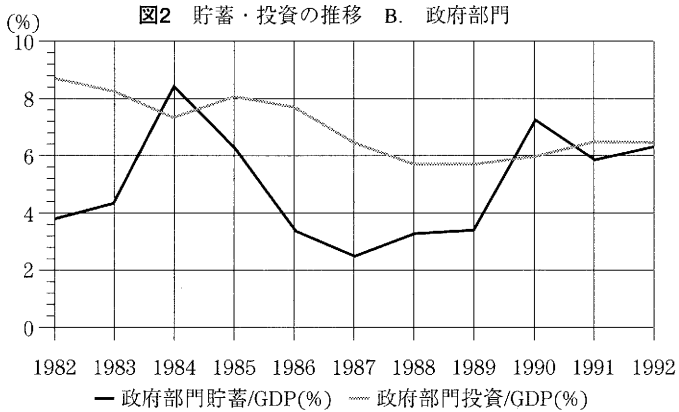
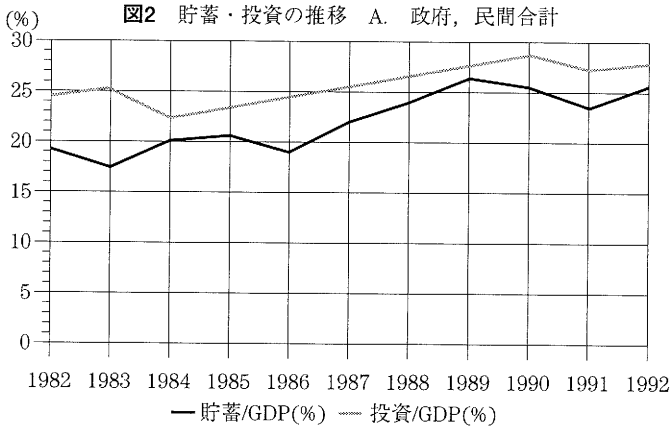
(単位: 10億ルピア, %)

	定期・ 貯蓄性預金	当座預金	外貨預金	預金合計	定期・貯蓄 /GDP (%)	当座預金 /GDP (%)	外貨預金 /GDP (%)	預金合計 /GDP (%)
1982	2,491	4,133	1,406	8,030	3.79	6.28	2.14	12.20
1983	4,694	4,177	2,289	11,160	6.05	5.38	2.95	14.38
1984	6,387	4,817	2,944	14,148	7.10	5.36	3.27	15.74
1985	9,607	5,560	3,378	18,545	9.90	5.73	3.48	19.12
1986	11,355	6,082	4,587	22,024	11.06	5.92	4.47	21.44
1987	16,230	6,676	4,665	27,571	13.00	5.35	3.74	22.09
1988	20,939	8,032	6,524	35,495	14.74	5.65	4.59	24.98
1989	30,518	12,513	8,061	51,092	18.25	7.48	4.82	30.56
1990	46,150	14,532	14,643	75,325	23.44	7.38	7.44	38.26
1991	52,632	16,752	20,064	89,448	23.17	7.37	8.83	39.37
1992	67,560	16,997	22,693	107,250	26.63	6.70	8.94	42.27

(出所) Bank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics*. 各年版



さらにこの動きを政府部門と民間部門に分けてみてみよう。政府部門の貯蓄・投資をGDP比率でみると、1983年の構造調整政策の導入以後最近まではほぼ横這いで推移している。これに対し民間部門では貯蓄・投資の対GDP比率は1980年代を通じて共に一貫して増加傾向を示している。すなわち1980年代を通ずる一貫した投資の伸びは民間部門によって引き起こされたものであり、そのファイナンスもかなりの程度が民間部門の貯蓄の増加によって賄われたことがわかる。上に述べたように、このような貯蓄の上昇が金融自由化政策によってもたらされたものかどうかについては、因果関係は必ずしも明らかではない。しかしこの時期に生じた金融部門の預金、特に定期預金の急速な上昇と、それと平行な銀行部門の貸出の増加をあわせて考えると、1980年代後半の民間部門の投資の増加は、金融貯蓄の増加によってファイナンスされたと考えられる⁽⁶⁾。以上の点をもとに金融自由化政策の国内貯蓄におよぼした影響を考えると、実質金利のプラスへの転換と大幅な上昇は、金融機関への金融貯蓄の動員を促進するとともに、国内から海外への資金の流出を抑制する効果があったと考えられる。さらには海外に流出し



(出所) Bank Indonesia, *Economic Outlook for Indonesia*. No. 10, June 1993.

表3 貯蓄・投資の推移

(単位: 1兆ルピア, %)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
貯蓄合計(S)	12.70	13.60	18.10	20.20	19.60	27.30	33.90	43.40	49.70	52.50	63.20
(S)/GDP (%)	19.30	17.53	20.13	20.82	19.08	21.88	23.86	25.96	25.24	23.11	24.91
投資合計(I)	16.20	19.50	20.10	22.40	24.80	31.00	36.80	45.70	55.60	61.10	69.40
(I)/GDP (%)	24.62	25.13	22.36	23.09	24.15	24.84	25.90	27.33	28.24	26.89	27.36
貯蓄・投資ギャップ(S-I)	-3.50	-5.90	-2.00	-2.20	-5.20	-3.70	-2.90	-2.30	-5.90	-8.60	-6.20
(S-I)/GDP (%)	-5.32	-7.60	-2.22	-2.27	-5.06	-2.96	-2.04	-1.38	-3.00	-3.79	-2.44
政府貯蓄(Sg)	2.50	3.40	7.60	6.10	3.50	3.10	4.60	5.70	14.40	13.20	15.90
(Sg)/GDP (%)	3.80	4.38	8.45	6.29	3.41	2.48	3.24	3.41	7.31	5.81	6.27
政府投資(Ig)	5.70	6.40	6.60	7.80	7.90	8.10	8.10	9.50	11.70	14.60	16.30
(Ig)/GDP (%)	8.66	8.25	7.34	8.04	7.69	6.49	5.70	5.68	5.94	6.43	6.42
政府部門ギャップ(Sg-Ig)	-3.20	-3.00	1.00	-1.70	-4.40	-5.00	-3.50	-3.80	2.70	-1.40	-0.40
(Sg-Ig)/GDP (%)	-4.86	-3.87	1.11	-1.75	-4.28	-4.01	-2.46	-2.27	1.37	-0.62	-0.16
民間貯蓄(Sp)	10.20	10.20	10.50	14.10	16.10	24.20	29.60	37.70	35.30	39.30	47.30
(Sp)/GDP (%)	15.50	13.14	11.68	14.54	15.68	19.39	20.83	22.55	17.93	17.30	18.64
民間投資(Ip)	10.50	13.00	13.50	14.50	16.90	22.90	28.70	36.20	44.00	46.50	53.10
(Ip)/GDP (%)	15.96	16.75	15.02	14.95	16.46	18.35	20.20	21.65	22.35	20.47	20.93
民間部門ギャップ(Sp-Ip)	-0.30	-2.80	-3.00	-0.40	-0.80	1.30	0.90	1.50	-8.70	-7.20	-5.80
(Sp-Ip)/GDP (%)	-0.46	-3.61	-3.34	-0.41	-0.78	1.04	0.63	0.90	-4.42	-3.17	-2.29
GDP	65.80	77.60	89.90	97.00	102.70	124.80	142.10	167.20	196.90	227.20	253.70

(出所) Bank Indonesia, *Economic Outlook for Indonesia*, No. 10, June 1993.

ていた資金を呼び戻す働きをもったことも指摘されている。

1988年に発表された第2次金融自由化政策は、同時期に生じた東南アジアへの投資ブームとも相まって、インドネシアに外国銀行による合弁銀行の設立ラッシュをもたらした。また国内の地場銀行の新規設立や支店網の拡大が急速に進んだ。インドネシアの銀行数は1982年の118行から88年の111行、91年の192行、92年の208行へと、第2次金融自由化の進められた時期に急増している。またこれを民間部門の投資水準の推移と比べてみると、1980年代後半の投資水準の上昇した時期には、銀行部門の貸出も急速に伸びており、同年代後半の投資ブームが、銀行部門の貸出資金 (loanable fund) のアベイラビリティの増大によって賄われたことがうかがえるのである。

1980年代における金融自由化政策によって、インドネシアの金融構造は急速に変化した。それまで独占的な地位を占めていた国営商業銀行は、金融資産ベースでそのシェアを1982年の約80%から91年の50%へと低下させた。一方で地場の民間銀行の同シェアは1982年の20%弱から91年の38%へ上昇した。また外国銀行のシェアは1982年にはほとんど無視できるほどに小さかったが91年には8%に達している。

このようにインドネシアにおいて金融自由化政策は、金融貯蓄の金融機関への動員、金融部門の発展という観点からは大きな効果をもたらしたといえる。この金融自由化政策の成功によって、金融部門の貸出資金は急速に増大し、1980年代後半の経済・投資ブームのファイナンスが行われたのである。非石油輸出の急速な成長は民間部門の成長に支えられているが、同部門への投資の多くは、金融自由化政策によって増加した金融機関の貸出資金によってファイナンスされてきたと考えられるのである。インドネシアは金融自由化政策を中心とする経済構造調整政策を、大胆かつ果敢に実行した数少ない国のひとつであり、その結果経済構造は大きく改善されたといつてよい。

3. 金融自由化政策の成功の問題点

金融自由化政策の劇的な成功は、一方では新たな問題をもたらした。それは金融自由化政策の成功ゆえの問題（Problem of Success）といえるかもしれない。これらの問題は金融自由化政策をさらに推進し、金融の発展と安定を達成していくにあたっての新たな課題ともいえる。以下にこれらの金融政策の成功に伴う問題点を列挙してみよう（小松[1994]／[1987]）。

問題の第1は金融政策の有効性についてである。金融自由化政策は金融当局の金融部門への直接介入を廃止することにある。例えば先に述べた貸出枠規制の廃止や優遇貸出の削減がそれである。自由化後の経済マネジメントの手段としては、政府による直接的な介入ではなく、金融および財政政策の発動が中心的役割を果たすことになる。しかし途上国では金融市場、特に債券市場は未発達な状況にあり、オーソドックスなオープンマーケットオペレーションは機能しない。そこで金融市場が未発達な状況のなかで、どのようにして金融市場を通じた金融政策を有効に実行していくのか、という問題が生ずる。さらに金融政策の有効性にかかわるもうひとつの問題として、インドネシアにおいては為替管理の不在に起因するものがある。内外資金移動が一方的かつ大規模に流入または流出する場合には、金融政策は十分に機能しない⁽⁷⁾。

問題の第2は金融部門の不安定化である。金融構造が自由化政策によって大きく変化するなかで、金融の不安定化が生ずるのは避けられない。しかしながら金融活動は実物経済とは異なり、通貨に対する信任にその基礎をおいていることから、金融の安定性の維持は金融部門の発展にとって必要条件である⁽⁸⁾。

第3は国営商業銀行の不良資産と経営の健全性の問題である。金融自由化政策の実施とともに優遇資金によるロールオーバーは減少していくことになる。既存の優遇貸出は市場金利での借り換えが行われるか、またはロールオ

ーバーそれ自体が困難になっていったのである。この過程で優先分野への貸出を抱える国営商業銀行の不良資産は急速に顕在化することになった。このように金融自由化政策は、優遇金利の下では採算のとれていた貸出を不良資産化させる働きをもつと同時に、優遇資金でロールオーバーすることで隠されてきた不良資産を顕在化させる働きをもったのである。

第4に民間商業銀行の健全性と金融仲介の問題がある。1988年の第2次金融自由化以降、企業グループによる民間商業銀行の設立が相次いだ。これらの銀行は彼らの企業グループのための資金の導管としての役割を担ったと考えられる。このような同一グループ向け貸出については、貸出案件の審査が十分になされていないケースが多い。また集中貸出の結果、ひとつの貸出案件の失敗は他の貸出の失敗につながり、銀行全体の経営問題に発展する可能性が大きいのである。

第5は中長期資金の問題である。金融自由化の下では、金利水準が上昇するとともに資金の短期化が進む傾向がある。自由化以前は政府が各種の優遇資金政策を通じて中長期投資資金を低利で供給してきた。金融自由化政策は原則的にこれらの優遇資金の廃止を意味するものである。しかし自由化された市場がこれら優遇資金を代替し、自律的に中長期資金を供給するメカニズムをもつには至っていない。発展段階の初期にある途上国では、株式や債券等の長期の金融市場が十分に発展していない。短期金融市場に比べると長期金融市場の発展には、より長い時間を必要とすると思われる。これらの国々では、①金融市場が未発達である、②情報が不十分であり、長期の先行きに対する展望が不透明である、③通貨や金融システムに対する信頼が相対的に低い、等の理由から人々は長期資金のコミットを避ける行動をとる傾向があると考えられる。表4の銀行貸出に占める投資資金の割合をみると、1980年代の後半には同比率は急速に低下してきていることがわかる。

以上金融自由化がもたらした問題点を簡単に説明したが、次節では金融自由化政策のもうひとつの問題である内外の資金移動の活発化、およびその金融仲介機能に与える影響について検討する。

第2節 金融自由化・内外資金移動・金融仲介

1. 金融自由化と金融仲介機能について

金融の自由化政策は預金金利および貸出金利の双方をドラスチックに上昇させた。実質預金金利の上昇は、先に述べたように金融部門へ貯蓄資金を吸収し、金融貯蓄は大幅に増加した。一方で貸出金利の急激な上昇は貸出案件のいくつかを不採算なものにした。金融自由化の結果、銀行はより収益性の高い、ある意味ではリスクの大きい案件への貸出を促進することになるのである。

実質金利が急激に高騰していくと、経済的には健全と考えられる案件のいくつかは採算が合わなくなり、銀行市場から撤退していく。また優良企業は海外市場から資金を調達することが可能であるから、国内の銀行市場から撤退していく。この結果国内の銀行市場にはよりリスクの高い、より質の劣る借り手が残ることになる可能性がある。この過程で国内銀行市場において貸倒れリスクはさらに高くなり、銀行はそのリスクをカバーするためにより高い貸出金利を設定せざるをえなくなり、それにより優良な借り手はさらに銀行市場から撤退していくことになるのである。

このような「アドバースセレクション」のケースでは、金利は市場のシグナルとしての機能を果たしていない。むしろ金融自由化が金融仲介機能の不全をもたらし、金融資源の最適な配分を阻害してしまう可能性がある（早川[1986]）。現時点では、インドネシアにおいて金融自由化政策の実施に伴って、このような問題が幅広く市場全般にわたって生じてきているとは思わない。表3および表4に示されるように金融自由化政策導入以降も、銀行部門は引き続き金融仲介機能を果たしているようにみえる。しかしながら途上国では金融引締め時期には国内金利は、一時的にしろ経済発展の観点からは堪え難い水準にまで高騰する。このような高金利の下では、経済的には健全な

表4 銀行の貸出資金総額および投資資金（各期末）

(単位：10億ルビア，%)

	81/82	82/83	83/84	84/85	85/86	86/87	87/88	88/89	89/90	90/91	91/92	92/93
貸出資金総額 (ルビア+外貨)	10,735	13,705	16,135	19,336	22,430	27,852	35,081	46,526	71,564	100,413	116,559	124,922
中央銀行	2,632	2,388	2,292	938	998	1,173	1,463	1,583	619	724	820	755
内投資資金 (ルビア+外貨)	n.a.	n.a.	n.a.	5,766	6,447	7,925	9,548	12,236	16,423	22,288	28,210	37,438
中央銀行	n.a.	n.a.	n.a.	938	998	1,173	1,463	1,583	691	724	820	755
投資資金の割合 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	29.82	28.74	28.45	27.22	26.30	22.95	22.20	24.20	29.97
貸出資金総額 (ルビア)	10,273	12,804	15,070	18,735	22,134	27,349	33,962	44,615	65,814	88,086	97,271	101,751
中央銀行	2,632	2,388	2,292	938	998	1,173	1,463	1,583	691	724	820	755
内投資資金 (ルビア)	n.a.	n.a.	n.a.	5,399	6,429	7,925	9,548	12,236	14,950	19,783	23,388	28,130
中央銀行	n.a.	n.a.	n.a.	938	998	1,173	1,463	1,583	691	724	820	755
投資資金の割合 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	28.82	29.05	28.98	28.11	27.43	22.72	22.46	24.04	27.65

(出所) 表2に同じ。

借り手が市場から締め出されるという状況が生じており、健全な金融市場の発展が阻害される可能性は残っている。

さらには国内の金融市場の調整がスムーズに行われなかったため、国内銀行部門の利用が回避され、より効率的な金融市場であるシンガポールなどで金融機能が代替されるという状況が生じてきている。その要因として次の点が考えられる。第1に国内の銀行市場において貸出リスクが高いことに加えて、銀行の効率性の問題などから貸出のマージンが高止りである。第2に国内の金融市場や為替市場の調整が不完全であったり、またはそのスピードが海外の市場に比べて遅いために、銀行にとっては国内で預金を集めるよりは海外から借り入れるほうがはるかにコストが安くなっている。この結果、すでに述べたように優良な借り手は国内銀行市場から撤退し、銀行は国内での預金吸収に熱心でなくなるといった問題が生じてくる恐れがある。さらには内外の金融市場の調整スピードの差から資金移動が大幅に生じ、銀行部門の預金吸収活動や金融仲介活動を阻害するといった問題が生ずる可能性も残されている。

以下にインドネシアの経験に沿って、この問題をより詳細に検討してみよう。

2. 金融自由化と内外資金移動

(1) 金融自由化以前

インドネシアではスハルト体制が発足した直後の1971年から、為替管理は原則的に撤廃されていた。そのためごく最近に至るまで金融当局の最大の関心事は、資本逃避と為替市場の安定化にあった。1983年の第1次金融自由化による金利の自由化以後も、内外資金の流れは流出基調にあったと思われる。その基調が変わったのは1988年10月の第2次金融自由化以後である。それは次のようないくつかの要因が複合的に作用した結果である。第1は東南アジア、なかんずくインドネシアに対する投資ブームが興隆してきたことである。

第2にそれまで規制されていた銀行部門の海外借入が自由化されたこと。最後に第1次、第2次自由化政策の実行によってインドネシア経済とその運営に対する信任、したがって通貨に対する信任が急速に高まったことである。

金融が自由化され、かつ内外の資金移動が自由な場合には、インドネシアの国内金利は次の式に従って海外の金利に連動して決定される。

$$i = i^* + e + u \quad (1)$$

i : 国内金利
 i^* : 海外金利 (たとえば LIBOR)
 e : ルピアの期待切下げ率
 u : 残渣または不確定項

この式は、残渣項が十分に小さい場合には、国内の金利は海外の金利に、ルピアの期待切下げ率を加えたものに等しくなることを示している。また一般的に期待切下げ率は内外の物価差に等しい。

$$e = pc - pc^* \quad (2)$$

pc : 国内物価上昇率
 pc^* : 海外物価上昇率

この式は内外物価の上昇率の差に基づいて、為替レートが調整されることを示している。残渣項 (u) は、(2)式で説明のできない為替不安やそれに伴う為替投機を説明するものである。

さて上式に基づいて内外の資金移動を考えてみよう。まず金融自由化以前(1983年以前)の状況は次のとおりである。

1) 国内金利 (i) が低水準に規制されている金融抑圧の状況では、(1)式は $i < i^* + e + u$ となり、国内資金は海外に流出する。

2) 物価の上昇や為替切下げのスピードが内外物価上昇率の差よりも遅れることによって、将来の切下げ期待が増大 (e が上昇) するか、または

3) 通貨に対する信任が崩れた場合 (u が増大) には、

(1)式はやはり $i < i^* + e + u$ となり、国内資金の流出、すなわち資本逃避が生ずる。また資本逃避と同時に、国内の銀行部門のなかでルピア預金が外貨預金に転換されることも予想される。

ここから結論されることは次のとおりである。資本移動が自由化されている場合には、金融の抑圧、為替の過大評価、通貨に対する信任の低下は、巨

額の資本逃避をもたらすとともに国内銀行部門のルピア建預金を大幅に減少させ、金融機能を低下させる。

次に資金の借り手の側からこの問題をみてみよう。金融自由化以前の低金利の状況では国内資金のアベイラビリティは限られており、資金の超過需要が生じている。優先分野に指定された借り手は優遇資金の恩恵を受けることができるが、そうでない借り手はヤミ金融などの非制度金融機関からの超高金利の借入に依存することになる。一方で優良な借り手、例えば外国企業との合弁会社等は、海外市場で資金調達を行おうとするであろう。しかしルピアの切下げリスク、(1)式でいえば (e) や (u) が大きいと、外貨借入による実際の借入コストは大きくなる可能性がある。ルピアの為替先物市場は、金融自由化以前の1980年代までは存在していなかった。最近まではドルの先物市場での売り手が少なかったのである。そこでインドネシア政府は投資を奨励する目的から、ルピアの為替先物を低い先物プレミアムで供与した。これが中央銀行によるルピアのスワップ制度である。ここでは国内金利 (i) とともに期待切下げ率 (e) が、低コストの優遇スワッププレミアム (\overline{sp}) で固定される。したがって海外市場での借り手のコストは(3)式のように均衡する。

$$\overline{i} = i^* + m^* + \overline{sp} \quad (3)$$

i : 国内のプライム貸出金利 m^* : 海外市場での借入マージン

sp : スワッププレミアム $\overline{\quad}$: 低水準の規制金利を示す

海外からの借入のアベイラビリティは、スワッププレミアムが中央銀行によって低利の優遇水準に設定されている限りは、中央銀行によるスワップ供与額によって決定される。ここでスワッププレミアムについて3つの点に注意しておこう。

第1はスワップ制度は元々投資優遇制度の一貫であり、投資奨励的、すなわち低コストを指向していた。第2は(1)、(2)、(3)式の関係から明らかなように、スワッププレミアムはルピアの切下げ期待を示しているため、中央銀行は通貨に対する信頼という観点から、プレミアム、すなわち期待切下げ率を

往々にして過小に発表する傾向があった。第3はスワップ制度によって海外資金の借入が進むと、借入れた外貨は中央銀行の手元に外貨準備として残るため、政府が国際収支問題、外貨準備の減少といった問題に悩んでいる時期（それは同時にルピアに対する為替リスクの増大時期）には、スワップ制度は外貨準備の確保のため、一種の安全装置の役割を果たした（小松[1993]）。

(2) 金融自由化以後

金融自由化以後の状況はそれまでと大きく異なっている。まず国内金利は自由化の結果大幅に上昇し、(1)式は $i = i^* + e$ で均衡する。1980年代後半以降の自由化政策の成功と経済の着実な発展は通貨に対する信任を高め、残渣項 (u) は無視できる状況になってきている。このような状況では、国内外での預金から得る金利収入と等しくなるように国内金利が決定される。したがって内外の資金移動は生じないはずである。

ところがインドネシアの現実をみると(1)式が均衡状態から大きく乖離していなかったのは、第1次金融自由化が始まってから、第2次金融自由化が始まった直後の1989/90年度までである。それ以後の2年間は国内預金金利 (i) が右辺よりも10%以上も高い水準にとどまっている（表5参照）。

この理由は次の点によると考えられる。①インドネシアでは相対的に常に資本が希少な状態にある。②国内の金融市場、為替市場が十分に発達していないかまたは不完全である。③国内市場の調整スピードが国際金融市場に比べて遅い。④国内の金融市場、為替市場で引き続き何らかの規制が働いているかまたは市場がセグメントされており、市場メカニズムが十分に機能しない。

このため、国際的に金利が低下していった1990年代の初めに、インドネシア国内の金利水準の調整が遅れる、または高止るという状況が発生したのではないかと考えられる。表5をみると、シンガポール市場にみた国際金融市場金利 SIBOR は、1988年の10.2%をピークに、1990年代初めにかけて3%台の水準まで急速に低下していったことがわかる。この時期ルピアの減価率

表5 内外金利差 (各年度末)

(単位:10億ルピア, %)

	1985/86	1986/87	1987/88	1988/89	1989/90	1990/91	1991/92	1992/93	1993/94
Rupiah/US\$ ¹⁾	1,132.8	1,651.5	1,662.6	1,753.0	1,823.0	1,932.0	2,017.0	2,071.0	2,110.0
ルピア減価率 (e)	2.6	31.4	0.7	5.2	3.8	5.6	4.2	2.6	1.8
消費者物価上昇率 (pc) ²⁾	5.7	8.8	8.3	6.6	5.5	9.1	9.8	10.0	4.6
米國消費者物価上昇率 ³⁾ (pc*)	3.80	1.90	3.73	3.97	4.82	5.38	4.28	3.00	3.91
SIBOR (3ヵ月) (i*) ⁴⁾	8.0	6.4	7.4	10.2	8.5	6.4	4.4	3.3	3.4
定期預金金利 (3ヵ月) (i) ⁵⁾	14.7	15.2	17.4	18.0	16.2	24.2	21.3	15.7	12.4
$i - i^*$	6.7	8.8	10.0	7.8	7.7	17.8	16.9	12.4	9.0
$i - (i^* + e)$	4.1	-22.7	9.3	2.6	3.9	12.1	12.7	9.8	7.2
$i - (i^* + pc - pc^*)$	4.8	1.8	5.4	5.2	7.1	14.0	11.4	5.4	8.4

(出所) Bank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics*, 1990, 91, 93, 94年版および *Weekly Report* 1991, 1993の各号
World Bank, *World Debt Table*, 1993-94.

米國の消費者物価についてはIMF, *International Financial Statistics Year Book*, Vol. XLVI 1993, 1993.

(注) 1) ルピア/US\$1993/94年度は1993年12月の数値

2) 消費者物価上昇率の1983/94年度は1994年1月の数値

3) 米國消費者物価指数は暦年ベース

4) SIBORは1988/89年度から年度末, それ以前は年末, ただし1983/94年度は1993年12月の数値

5) 定期預金, 貸出金利の1993/94年度は1993年11月の数値

は4%から5%の水準でほとんど変化していないから、(1)式に従えば、国内預金金利は大幅に低下しなければならない。ところが上に述べたような理由から、1980年代後半から90年代初めにかけてはむしろ上昇していることが同表から確認される。

次に金融自由化以後の資金状況を、資金の貸し手の側からみてみよう。一般的な借り手のコスト (i_l) は、国内預金金利に貸出マージン (m) を加えた値に等しい。

$$i_l = i + m \quad (4)$$

海外市場で借り入れることの可能な優良な借り手のコストは、海外資金調達コストすなわち LIBOR または SIBOR (i^*) と一定マージン (m^*) の和に、スワッププレミアム (sp) すなわち為替切下げ期待 (e) を加えたものになる。海外借入には取引税がかかるので、実際の借入コストはこの水準を若干上回るが、これは無視できる程度に小さい。

$$i_l = i^* + m^* + sp \quad (5)$$

スワッププレミアムは第1次金融自由化が始まった後も優遇レートが適用されており、その状況は第2次金融自由化まで続いていた。1988年の第2次金融自由化以後優遇スワップレートは廃止され、理論値である内外預金金利差によって自動的に決められるというメカニズムに移行した。以後1991年までに中央銀行のスワップ制度は大幅に減少し、今日に至っている。1988年10月以降の中央銀行のスワッププレミアムは次式で決定される。

$$sp = i - i^* \quad (6)$$

スワップ制度の変化に沿って、海外借入メカニズムについて年代をおって確認しておこう。まず金融自由化初期の段階(1983年から88年まで)では、海外からの借入は中央銀行の政策的裁定によって決まっていた。先物為替が未発達な状況では、海外からの借入が可能であっても為替リスクをヘッジしようとするれば、中央銀行のスワップ制度に依存するほかにない。また中央銀行はスワップ制度によって優遇プレミアムを供与するとともに、スワップのアービトラビリティ枠をコントロールしていた。海外借入金額の大きさは、中央

銀行がスワップ枠のアベイラビリティを決めることによって決定されていたのである（借入コストは(3)式）。

第2次金融自由化の始まった1989年から91年までは上に述べたように、中央銀行が内外金利差に基づいてスワッププレミアムを自動的に決定し、先物為替を市場の需要に応じて供与してきた。中央銀行による理論値による先物プレミアムの決定ではあるが、疑似的な市場メカニズムに基づくプレミアムの下で、先物のアベイラビリティは常に保証されている。したがって(5)式に(6)式を代入し、海外借入コストは次のとおりに決まる。すなわち海外借入コストは、国内預金金利に海外市場での借入マージンを加えたものである。

$$i^* = i + m^* \quad (7)$$

次に1990年から最近までの状況を見てみよう。この時期には中央銀行による疑似的市場メカニズムによる先物為替制度に加えて、銀行間市場における先物為替取引が徐々に行われ始めた。限られた額の相対での取引ではあるが、市場での先物為替の取引が発生し始めたのである。このような状況の下では海外からの借入は、先の(5)式 $i^* = i^* + m^* + sp$ に従って市場によって決定すると考えられる。したがって海外借入に影響を与える要因は、①インドネシアの借り手の国際市場へのアクセス、②国内外の金利差、③為替先物プレミアム、の3つであり、市場が完全に調整されれば(5)式は均衡し、内外の借入コストは一致し、資金の移動は生じない。市場が完全であれば、(6)式のように理論値によって決められる中央銀行のスワッププレミアムと、市場で決まるスワッププレミアムとは一致する。現実はどうなっているのだろうか。

1988年の第2次金融自由化以後は、表5の内外金利差とルピアの減価率の関係から推測されるように、期待切下げ率は中央銀行の供与するプレミアムより低水準にあったと思われる。したがって市場の先物プレミアムは、中央銀行の供与する先物プレミアムより低水準にあったのである。このような状況をもたらした理由は次の2点にあると考えられる。第1は国際市場では金利が急速に低下していったのに対し、国内預金市場では当時の国内の投資ブームで金利水準が上昇したこと。さらには国内銀行市場が未発達なため調

整が遅れ、国内金利がその後も高水準にとどまり、したがって内外金利差が拡大したこと。第2にルピア為替レートの推移をみると、1986年の大幅切下げ以降、年率2から5%程度のきわめて安定した動きが続いていること（これは内外金利差よりはるかに小さい）。このため人々の経済政策および通貨に対する信任が大きく改善されたこと。

これらの要因から人々の期待切下げ率は低下し、市場のスワッププレミアムは低下したのに対し、中央銀行の為替スワッププレミアムは内外金利差の高止りによって高水準にとどまり、両者の関係はそれまでと逆転したのである。1990/91年度末および91/92年度末の内外預金金利差はそれぞれ17.8%、16.6%に達している。同時期の為替切下げ率は5%前後であった（表5参照）。1990年頃から発生し始めた市場での先物為替取引をみてみよう。市場でのスワップレートは相対取引であり、正確な水準を統計的に把握することは困難だが、1990年代初めにはスワップレートは10%台の前後であったといわれている。1993年後半のスワップレートは為替切下げ率の低下・安定に伴い、6%程度まで下落したといわれている。さらには近年の為替切下げ率が3%から4%で安定していることから、為替の先物をヘッジしない取引も増加した。このような国内金融市場の調整の遅れによる内外金利差のギャップは、タイムラグを伴って徐々に減少の方向に向かいつつあるが、引き続き期待切下げ率よりはるかに大きい。内外預金金利のギャップは1992/93年度末には12.4%、93/94年度末には9.0%である。

さて次に金融市場と先物為替市場が十分に発達し、先物プレミアムと内外預金金利差が一致するように各市場が機能するようになったとしよう。国内での借入コストは国内預金金利に国内の預金マージン(m)を加えたものであるから、国内の借入コストと海外での借入コストの関係は(4)式と(7)式から次式で表される。

$$i + m > i + m^* \quad (8)$$

(8)式の右辺と左辺の大小関係は、インドネシアのプライム貸出レートと預金金利との差（預貸マージン）が通常5%程度であるのに対し、香港やシン

表6 内外金利差と海外借入 (各年度末, %)

	1985/86	1986/87	1987/88	1988/89	1989/90	1990/91	1991/92	1992/93	1993/94
Rupiah/US\$ ⁽¹⁾	1,132.8	1,651.5	1,662.6	1,753.0	1,823.0	1,932.0	2,017.0	2,071.0	2,110.0
ルピア減価率 (<i>e</i>)	2.6	31.4	0.7	5.2	3.8	5.6	4.2	2.6	1.8
消費者物価上昇率 (<i>pc</i>) ⁽²⁾	5.7	8.8	8.3	6.6	5.5	9.1	9.8	10.0	4.6
SIBOR (3カ月) (<i>i</i> *) ⁽³⁾	8.0	6.4	7.4	10.2	8.5	6.4	4.4	3.3	3.4
<i>i</i> * + 2.0%	10.0	8.4	9.4	12.2	10.5	8.4	6.4	5.3	5.4
定期預金金利 (3カ月) (<i>i</i>) ⁽⁴⁾	14.7	15.2	17.4	18.0	16.2	24.2	21.3	15.7	12.4
<i>i</i> - <i>i</i> *	6.7	8.8	10.0	7.8	7.7	17.8	16.9	12.4	9.0
海外借入コスト(1) ⁽⁵⁾	12.6	39.9	10.1	17.3	14.3	14.1	10.6	7.9	7.2
海外借入コスト(2) ⁽⁵⁾	16.7	17.2	19.4	20.0	18.2	26.2	23.3	17.7	14.4
貸出金利 (運転資金) (<i>il</i>)	21.8	21.0	22.0	22.3	20.2	26.7	24.8	21.7	18.6
民間資本流入 (ネット百万US\$)	273.0	980.0	1,165.0	-796.0	-147.0	4,432.0	2,602.0	2,579.0	4,635.0
民間部門借入額 Disbursements (百万US\$)	621.0	607.0	1,443.0	1,793.0	2,067.0	5,035.0	4,528.0	6,527.0	n.a.

(出所) 表5に同じ。

(注) 1) ルピア/US\$1993/94年度は1993年12月の数値

2) 消費者物価上昇率の1993/94年度は1994年1月の数値

3) SIBOR は1988/89年度から年度末, それ以前は年末, ただし1993/94年度は1993年12月の数値

4) 定期預金, 貸出金利の1993/94年度は1993年11月の数値

5) 海外借入コスト(1)は, 海外での借入金利 (*i*+2.0%) にルピア減価率 (*e*) の実現値を加えたもの。海外借入コスト(2)は, 海外での借入金利 (*i*+2.0%) に為替スワップレミアムの理論値 (*i*-*i**) を加えたもの。

ガポール市場での借入マージンはせいぜい2%から2.5%程度 (all in cost bases) と考えられることによって決まってくる。途上国の金融市場は貸倒れリスクの大きさや、市場の不完全性・非効率性から、預貸マージンが先進国市場に比べて高水準にとどまりがちである。このように内外預貸マージンの非対称性があるため、(8)式に示したように海外借入のほうが常に低コストとなるのである。すなわち金融市場および為替市場で十分に調整が行われるとしても、国内の銀行市場の預貸マージンの大きさから、海外市場にアクセスのある借り手は、海外市場からの借入を続けることが有利となるのである。

以上にみたように、1990年代には海外借入が国内での借入に比べてコスト面では圧倒的に有利となっており、急激な海外借入が進行している。このような金融市場の状況は表6に示されている。国内での借入金利 (i) の水準は、SIBOR に借入マージンの2%とスワッププレミアムを加えた水準を常にはるかに上回っている。さらにスワッププレミアムは内外金利差に基づく中央銀行スワップレートを利用する場合より、実際のルピア減価率(これが現時点での期待切下げ率に近似している)を利用した場合のほうが海外借入コストは低くなっている。この結果表6に示されているように、国際収支上では民間借入の急増と短期資金の流入が生じている。対外債務の面では民間(国営商業銀行を含む)の借入が急増し、それが新たな債務問題を引き起こす可能性をはらんでいる。

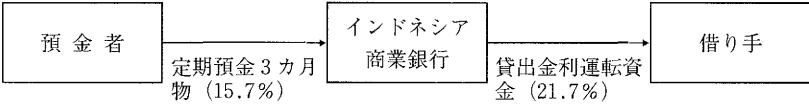
3. 内外資金移動と金融仲介

前項で説明したことを踏まえて、ここでは海外借入の増加が国内の金融市場にどのような影響を与えているかを検討してみよう。以下に金融仲介の典型的な4つのケースを図3に示した。金利は最近時点の1992/93年度末の値を使用している(どの時点を取るかによって内外の金利の関係は変化するが、90年代についてみれば、以下の議論の大筋はどの時点についてもあてはまる)。

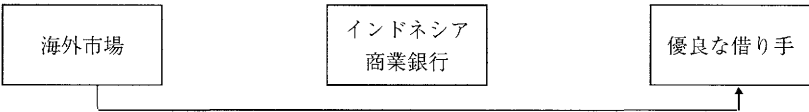
ケース1はごく一般的なケースで、インドネシアの商業銀行は預金者から

図3 銀行の貸出構造（金利は1992/93年度末）

ケース1. 一般的な場合

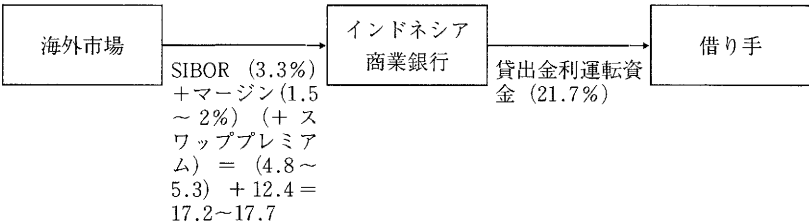


ケース2. 優良企業が海外借入を行う場合

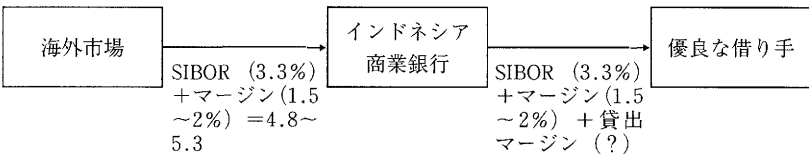


$$\text{SIBOR (3.3\%)} + \text{マージン (2\sim 2.5\%)} \\ (+ \text{スワッププレミアム}) = (5.3\sim 5.8) + 12.4 = 17.7\sim 18.2$$

ケース3. 銀行が海外借入を行う場合



ケース4. ドル貸付の場合



(出所) 筆者作成。

(注) 1992/93年度末時点のSIBOR 3.3%，ルビア定期預金金利 (i) 15.7%

$i - i^* =$ スワッププレミアム (理論値) = 12.4%

1988年10月以降中央銀行の流動性スワップのプレミアムは、内外金利差をベースに決められている。投資スワップのプレミアムは引き続き優遇レートが適用されている。市場のスワッププレミアムは1992/93年度末時点では上記の値より低いとする(1980年代後半のルビア減価率はきわめて低水準にある)。

集めた資金をもとにして借り手に資金を貸し付ける。銀行部門の代表的な預金金利である3カ月物定期預金金利と運転資金向けのプライム貸出金利を例にとって金融仲介の構造をみてみよう。FY1992/93年末の時点では、銀行の限界的資金コストである定期預金金利は、年利15.7%、貸出金利21.7%、したがって預貸金利差は6.0%ある。

ケース2では、シンガポールや香港などの海外金融市場で資金借入の可能な優良企業のケースを示している。これらの企業の海外借入コストはLIBOR または SIBOR (SIBOR は1992/93年度末時点で3.3%) に借入マージン、2%から2.5%を加えたもの、すなわち5.3%から5.8%である。借り手が為替リスクをヘッジするとすれば、さらにスワッププレミアムを加えたものが海外からの借入コストの合計である。中央銀行の内外預金差をベースにしたスワップ制度を利用すると、同時点のスワッププレミアムは12.4%となり、海外借入コストの合計は17.7%から18.2%となる。この場合には、国内のプライム借入金利の21.7%より低いコストで資金が調達できることはすでに説明したとおりである。さらに先に説明したように、近年市場のスワップコストは中央銀行のスワッププレミアムより低水準にあることを考慮すると、海外借入のコストは上でみた水準よりさらに低くなると考えられる。

以上でみたように金融自由化が進み、国内金利が急速に上昇していくと、優良な借り手は国内の銀行市場から撤退していくというメカニズムが働く可能性がある。優良な借り手が撤退し、より質の劣る借り手が国内銀行市場に残ると、貸倒れリスクが上昇するため貸出金利はさらに上昇し、優良な借り手はさらに国内市場から撤退するという悪循環が生ずるのである。

ケース3では銀行自身が海外市場で借入を行うケースを示した。最近までは海外金融市場にアクセスのある民間企業は限られていた。インドネシア経済に対する信頼が高まってくるにつれて、海外市場で資金を調達することが可能な企業は急速に増えているが、現時点では海外市場に最も広範なアクセスをもっている借入主体は銀行部門である。これは銀行部門への信頼度が他の部門に比べて高いことに加えて、国営商業銀行に関しては準ソブリンリス

クと考えられているからである。さて1992/93年時点での銀行部門の海外からの借入と貸出の構造は、おおよそ次のようになっていると考えられている(ケース3)。借入コストは、SIBOR (3.3%) に銀行部門の借入マージン (1.5% から2.0%) を加えた4.8%から5.3%の水準である。海外借入資金を国内でルピア建てで貸し付けるとすると、為替リスクをヘッジするため、これにスワッププレミアムを足したものが合計の資金コストになる。中央銀行の供与するスワッププレミアムを基に計算すると銀行部門の海外借入コストの合計は、(6)式と(7)式から次のように決まるため、国内の限界資金調達コストである定期預金金利よりも海外市場での借入マージンの分だけ高くなる。

$$ib = i + m^* \quad (9)$$

ib : 銀行部門の海外借入による資金調達コスト

しかし最近のように市場におけるスワッププレミアムが、内外金利差よりも低い場合には、海外借入コストはこれより低くなる。さらには、国内の預金吸収には金利以外のコストがかかることを考慮すると、海外借入マージン分のコスト高は十分に相殺されるのかもしれない。このことが銀行部門が海外資金調達に常に積極的な理由であると思われる。

次にケース4を考えてみると、銀行部門が海外からの借入に積極的な別の理由が明らかになる。ケース2で説明したように優良な借り手は、海外市場での借入が可能であり、また一部の優良企業はドル建ての借入を選好する。銀行部門は、国内でドル建ての貸出を行うことによって、これらの優良な顧客を繋ぎ止めようとするのである。この時の銀行部門の海外借入コストは、SIBOR に借入マージンを加えたものである。銀行はこれに若干の貸出マージンを上乗せして、優良企業に貸し出している。優良な借り手にとっては、このような国内でのドル建ての借入コストが、海外市場での借入に比べて若干マージンが高いとしても、海外市場に出ていく際の諸々のトランザクションコスト(取引コスト)を考えると、ある程度のマージンの高さは許容できるのである。

ケース3や4の状況が進行し、銀行部門が海外からの借入を一層進めてい

くことの問題は、第1に銀行部門に期待されていた重要な役割である預金の吸収努力が低下するのではないかという点である。この結果長期的には国内の金融貯蓄水準に影響がでる可能性がある。第2に、銀行がその貸出の多くを海外資金に依存して国内の開発を金融していくとすると、海外市場の変動や海外の銀行の対インドネシア貸出枠等によって決まる資金のアベイラビリティによって、国内の金融市場が影響を受ける。このように海外資金への大幅な依存は、銀行部門の構造を脆弱にする。また為替市場の状況が悪化した場合、さらには通貨不安が発生した場合には、為替切下げの期待が増大し、(1)式の攪乱項 (u) が急増し、(9)式の関係は

$$ib = i + m^* + u \quad (10)$$

となり、海外資金のアベイラビリティの急速な減少および預金金利の逆ざや現象が生ずる可能性がある。途上国においては残渣項 (u) の変動幅は大きく、それは内外金利差をはるかに上回る。

第3節 まとめ

以上にみてきたインドネシアの金融自由化政策の成果とその成功ゆえの問題点は、インドネシア一国にとどまらず、途上国に共通する問題を含んでいると考えられる。インドネシアの経験は、今後途上国が金融自由化政策または世銀型の構造調整政策を実施していくうえで、多くの示唆を含んでいると思われる。以下にこれらの示唆をまとめておこう。

まず途上国の大幅な金融抑圧の状況を、金融自由化政策の導入によって改善する必要がある。大幅にマイナスの実質金利は、金融貯蓄の動員とその資金の配分に深刻な影響をもたらす。また政治の介入による優遇資金の配分は、資金配分の歪みと汚職、そしてその結果である金融部門の不良資産の増大をもたらす。

次に金融自由化のもたらした問題として、金融部門の不安定化、銀行部門

の不良資産の顕在化と増大、金融仲介コストの上昇、金融市場の短期化と中長期金融の不足、等があげられる。

金融部門の安定化、通貨および金融システムに対する信任は、経済発展に不可欠の前提条件である。通貨供給管理能力の弱まりがインフレを昂進させ、インフレの昂進が為替の減価を加速させ、為替不安が海外への資金の急速な流出を招き、国際収支不安をもたらすという悪循環の構図は、多くの途上国に見いだされる。途上国における為替不安、すなわち (u) の変動幅はさわめて大きく、このため(1)式および(10)式の関係から明らかなように、これによって生ずる内外資金移動に対して途上国の関係は脆弱である。

銀行部門の不良資産の増大に関しては、金利自由化政策のみでは、金融自由化政策のパッケージは完全ではないことを示している。金融自由化政策と同時に銀行部門、特にこれまで政府の指示によって金融を行ってきた国営商業銀行について、リストラクチャーを実施することが必要である。また金融の自由化とともに金融部門の健全性に関する諸ルールの整備、金融部門にかかわる法律、さらには情報の不完全性や市場の不完全性を改善するための商業リスク情報システムなどの導入が必要である。

次に金融自由化と資金移動の金融仲介におよぼす影響については次の点が指摘される。インドネシアのみならず多くの途上国では、金融の自由化が急速に進む一方で、経済の急速な成長と途上国を取り巻く国際金融市場の発展によって、金融部門の国際化も急速に進んでいる。このような変化に伴って、国の内外の資金移動は、これまでの国内資金の流出、資本逃避という一方通行から、内外金融市場の格差、為替市場の動向によって、流出と流入の双方向に大量の資金が短期間に移動するといった状況をもたらした。今日の国際市場の資金移動は、日本やアジア NIEs が高度成長した1960年代、70年代に比べると、格段にそのスピードを速めている。このような資金の動きは、市場が完全に機能していれば、金利裁定によって金融市場および為替市場でスムーズに調整されると考えられてきた。ところが途上国の特徴であるところの、①資本の希少性、②金融市場の不完全性や未発達、③国内金融市場の調

整スピードの国際金融市場に比べての相対的遅れ、④金融機関の非効率性から生じる金融仲介コストの高さ、⑤為替先物市場の不完全性、等の問題を考慮すると、金利裁定によって資金の移動はスムーズに調整されず、大量の一方的資金移動が長期間継続する可能性がある。

このプロセスでは次のような金融仲介機能に関する問題が生ずると考えられる。第1に優良な借り手は借入コストの高い国内の銀行市場から撤退し、海外資金の借入に依存していくことが予想される。この結果国内の銀行市場には、より質の劣る借り手が残されることになり、国内の銀行部門の貸倒れリスクは上昇する。この結果国内貸出金利はさらに上昇し、優良な借り手がさらに国内市場から撤退する。この場合には、市場金利は価格機能を果たさず、金融仲介機能不全が生ずる可能性がある。第2に国内銀行部門にとっては、海外市場から資金を借り入れることが国内貯蓄の動員より選好される。その理由としては次の2点が挙げられる。①国内市場でドル建ての貸出を行うことによって、優良な借り手を顧客としてつなぎとめる。②国内金融市場および先物為替市場が十分に調整されず、そのため先物為替プレミアムが内外預金金利差よりも低い場合には、為替リスクをヘッジしても国内での資金吸収コストよりも低コストで資金が調達できる。このような状況が続けば、国内の銀行による金融仲介機能は低下し、また銀行部門による金融資金の吸収努力が低下するとともに、海外資金への過大な依存によって銀行の構造が脆弱になっていくと考えられる。

このように自由化された金融市場において金利が高騰するという悪循環のスパイラルが生じ、金利が価格機能を果たさなくなっているようなケースでは、深刻な金融仲介機能不全に陥らないように、金融当局は注意深く見守っていく責任がある。金融部門の発展を阻害する要因として、こうした問題が顕在化してきたときには、「金融自由化という基本政策理念」と「政府の役割・責任」との間の調整が重要な課題となろう。このような金融当局の金融仲介過程へ踏み込んだ管理のあり方には、十分な注意が必要であることはいうまでもない。

以上に検討してきた途上国の金融市場の実態および発展水準を考慮すると、金融自由化政策はそれ自体では金融市場の健全な発展を保証するものではなく、市場の未発達や不完全性によって金融仲介の機能不全を招く恐れも存在していることが指摘される。金融自由化政策は金融市場の自由放任を意味するものではなく、金融部門における政府の役割と責任の重要性を再確認する必要がある。しかしこのことは途上国において市場の重要性を多少とも否定するものではないことを付け加えておきたい。途上国に広範かつ顕著にみられる「政府の失敗」という社会政治状況に鑑みると、政府の介入には厳しい自己規制のメカニズムが必要である。政府の介入に際しては、①経済分析に基づいて経済合理性の確認される場合に限定する、②市場メカニズムに変わる何らかの疑似市場メカニズムを導入する、という原則を確立することが重要であると考ええる。このような明確な原則の確立が現実の経済運営では非合理的政治圧力に対抗し、過大な政府の介入に歯止めをかけ、「政府の失敗」を回避するために必要だと考えるからである。

「金融の自由化という基本理念」と「政府の役割・責任」との間の調整については、今後さらなる分析・研究が必要であるとともに、各途上国の社会経済状況・歴史的背景を踏まえた検討が必要であろう。

〔注〕

- (1) この分類は、小松 [1993] を参照。
- (2) 1983年6月以前は、民間商業銀行に対しては貸出規制枠が存在していた。また国営商業銀行は政府の指示に従って優遇資金の貸出を行っていた。したがって銀行部門の総貸出額は金融当局によって直接規制されていた。
- (3) 国営企業および公営企業は、預金総額の50%までを民間銀行を含むすべての銀行および非銀行金融機関に預金することができるようになった。これまでは国営企業は、国営銀行にのみ預金することができた。
- (4) 中央銀行の供与する先物為替 (SWAP) の期間を最長6カ月から3年に変更。SWAPのプレミアムはそれまで中央銀行が投資奨励などの観点から優遇レートを設定していた。新ルールでは、内外預金金利差に連動した市場レートを適用する。
- (5) Chant & Pangestu [1992] によれば、貯蓄投資水準は表3の数値よりはるかに大きい。

- (6) ここでいう金融貯蓄とは、近代金融部門に吸収された資金、主として銀行預金を意味している。したがって国民所得の概念における貯蓄とは異なっている。
- (7) この点の詳細については、小松 [1993] において説明した。
- (8) インドネシアの金融の自由化のプロセスを振り返ってみると、この間の物価上昇率や為替レートの変化は、自由化政策の始まる前と比べても比較的安定している。特にマクロ経済の安定はきわめてスムーズに達成されたといえる。1988年第2次金融自由化以降の急激な銀行・支店の設立ラッシュによって、銀行の数および金融資産の額は急激に膨張した。インドネシアへの投資ブームと相まって、金融自由化は金融部門の拡大に拍車をかけ、この時期の同国経済はややオーバーヒートしていたと考えられる。このような急激な膨張にもかかわらず、インフレ率は常に一桁に抑えられ、経済の安定化が保たれたことは特筆に値する。しかしこのような金融の急速な膨張の一部は不採算な投資に回り、不良資産化していることも事実である。1980年代後半から90年代初めにかけてのインドネシア金融部門の急膨張が、銀行部門の体質を脆弱なものにし、その後金融部門の不安定化をもたらしたことは否めない。

〔参考文献〕

(日本語文献)

- 小松正昭 [1987], 「インドネシアにおける金融自由化の経験」(『アジア経済』第28巻第12号 12月)
- 小松正昭 [1993], 「インドネシアの金融政策と短期金融市場」(伊東和久・山田俊一編『経済発展と金融自由化』アジア経済研究所)
- 小松正昭 [1994], 「持続的経済発展のための金融部門の課題」(『基金調査基報』第80号 海外経済協力基金 3月)
- 早川英男 [1986], 「情報の経済学について—概念的整理と理論的可能性—」(『金融研究』第5巻第2号 日本銀行金融研究所 昭和61年(1986)4月)

(外国語文献)

- Bank Indonesia [1988], *Highlights of the Policy Package Regarding Financial, Monetary and Banking Operations*. Jakarta : Bank Indonesia.
- Chant, John and Mari Pangestu [1992], *An Assessment of Financial Reform in Indonesia : 1983-90*. Washington : World Bank.
- Nasution, Anwar [1989], "Recent Deregulation of the Banking Sector in Indonesia. " mimeo., Jakarta