

アジア諸国の金融自由化とそのインパクト

——韓国，台湾，インドネシア——

こう
高

さか
阪

あきら
章

はじめに

I 韓国の金融自由化

II 台湾の金融自由化

III インドネシアの金融自由化

IV 発展途上国の金融自由化

はじめに

新興工業国（NICs）と称される韓国と台湾は、その工業化戦略、政府の役割、金融構造などに共通点が多い。両者とも、1960年前後に輸入代替から輸出促進へとその工業化戦略の転換が図られ、また工業化の過程を通じて政府の積極的な介入が重要な役割を果たしてきた。また、金融構造においては、政府所有の商業銀行が支配的な位置を占める一方で、いわゆる「未組織金融市場」^(注1)も無視できない存在である。

しかしながら、少なくとも1980年以前の発展過程における両者のマクロ・パフォーマンスはきわめて対照的なものであった。すなわち、ともに製品輸出をてこに急速な実物的成長を達成したが、台湾が1960年代後半から経常収支均衡を達成するようになり、かつ比較的弾力的な金利政策によってインフレ・コントロールを実現してきたのに対し、韓国は大幅な経常収支赤字を継続的対外借入によって賄い、かつ基本的には受容的（accommodative）な金融政策によって高インフレを容認してきたからである。

このような両国におけるマクロ・パフォーマンスの違いは、当然のことながら、両者の金融的発展パターン²の対照性となって現われた。すなわち、とくに1970年代、台湾が、国内金融仲介の進展と金融資産蓄積の上昇により、きわめて順調な「金融深化」を達成したのに対し、韓国はそれらの点で停滞しているとみなされている。結果として、台湾が債権国の悩みに直面しているのに対して、韓国の場合は、累積債務問題が工業化戦略の桎梏となっている。

1980年代前半の世界経済は、先進工業国・発展途上国ともに市場機構の一層の活用をめざす「自由化」政策に活路を見出そうとしている。たとえば、これら NICs とは対照的に典型的な「金融抑圧」（financial repression）状況にあったとみられるインドネシアでも、1980年代に入ってから原油価格下落に基づく構造調整プロセスのなかで、その一環として大胆な金融自由化が実施に移された。このように、発展途上国における金融自由化の動きもこのような全体の流れと無関係ではないであろう。ただし、それが先進工業国の金融自由化と異なるいくつかの側面をもつこともまた確かである。すなわち、初期条件としての金融構造の違いばかりでなく、金融自由化政策の実施に踏み切る動機とその背景についても両者の間には顕著な相違があることがわかる。さらに、一連の金融自由化政策は貯蓄から投資への、金融面にお

ける国民経済循環、すなわちマネー・フローの構造に少なからぬインパクトを与えている。

そこで、本稿の目的は、まず、韓国、台湾、インドネシアにおける金融自由化政策実施の背景と動機、および、そのマネー・フロー構造に対するインパクトを明らかにすることにある。環太平洋諸国の金融的発展の文脈のなかで金融自由化が金融部門の統合化と効率化を進めるうえで果たする役割については、コール＝パトリック^(注2)の総括的レビューがあり、また韓国の金融自由化についてはパーク^(注3)の研究成果がある。ここでは、マネー・フロー構造の変化をより詳細に検討したうえで、これらの金融自由化措置が今後の金融的発展に対してもつ含意を検討する。経済発展における金融の役割をみると、「金融自由化論」の提起した問題意識が一つの分析枠組を与えることは、すでに拙稿^(注4)で述べた。上記検討にあたっての分析視角はそこで展開されたものである。

第Ⅰ、Ⅱ、Ⅲ節では、まず韓国、台湾、インドネシアの順に、各国の金融自由化の背景、動機と手段、次に自由化のマネー・フロー構造に対するインパクトを明らかにする。1980年代の世界的不況を背景に、これら諸国は金融システムをより市場指向的なものへと改めつつある。このような金融自由化の動きは着実にその金融構造を変貌させているが、そのインパクトは前述のコントラストを反映して、これまた対照的なものとなっている。最後に、第Ⅳ節では、金融的発展の文脈のなかで、これら諸国の金融自由化過程を政策と構造の相互作用過程として明らかにしてみたい。そこでは、所期の目的に照らしてその後のパフォーマンスが同政策の意図する方向への進展をみせているかどうかを検討するとともに、自由化に伴う困難についても言及する。

(注1) 詳しくは、拙稿「経済発展における金融の役割」(『アジア経済』第27巻第9・10号 1986年10月)を参照。

(注2) Cole, David C.; Hugh Patrick, "Financial Development in the Pacific Basin Market Economies," the 14th Pacific Trade and Development Conference on Pacific Growth and Financial Interdependence への提出論文、シンガポール、1984年6月18～21日。

(注3) Park, Yung Chul, "Economic Stabilization and Liberalization in Korea, 1980～84," 韓国銀行創立35周年記念セミナーへの提出論文、ソウル、1985年6月。

(注4) 高阪 前掲論文。

I 韓国の金融自由化

1. 背景——「成長のための介入」から「安定のための自由化」へ

1980年代における韓国の金融自由化は、より広範な経済政策運営の方向転換の文脈のなかで捉えることができる^(注1)。すなわち、1970年代の重化学工業を戦略部門とする政府主導の高度成長政策は、第2次石油危機とそれに伴う世界不況によって行詰まり、これを持続することは困難となった。このため、その後の調整過程のなかで1970年代の政策運営に対する深刻な反省が生じた。実際、1981年に策定された第5次5カ年計画(1982～86年)の序論は次のように述べている。「現在の諸困難は、第2次石油ショック、社会不安、農業不振などの外的経済要因のみによるものではない。より根本的な原因は、韓国政府が経済社会環境の変化に対してその経済経営戦略の方向転換に失敗したことに求められる」^(注2)。

1970年代の政策運営は、保護による重化学工業およびそれを支えた積極的な海外貯蓄(対外借入＝経常収支赤字)の動員と戦略産業部門に対する

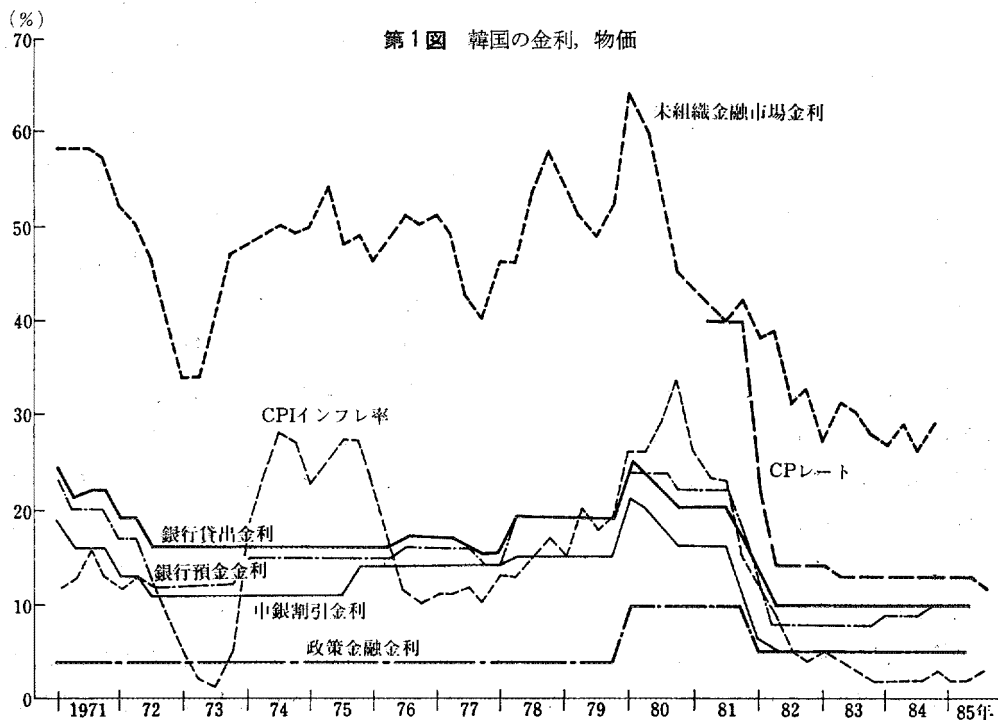
低利融資，すなわち「政策金融」による資金配分コントロールによって特徴づけられる。仮にこれを「成長のための介入」政策とよぶならば，価格安定とそれによる国内貯蓄動員，さらに市場機構による資源配分（貿易自由化）および同資金配分（金融自由化）を柱とする1980年以降の政策は，これを「安定のための自由化」政策とよぶことができるだろう。

2. 金融自由化の諸措置

貿易自由化についていえば，1980年代に入って，平均関税率の低下や輸入自由化率の上昇は加速している^(注3)。他方，金融自由化については，対外面よりはむしろ国内面に重点がおかれ，具体的には，(1)金利自由化，(2)金融部門における競争促進，(3)政府による金融機関経営に関する直接統制緩和，が図られた。後述のように，ここで注意

すべきことは，金利，金融資産等に関する規制緩和措置が非銀行金融機関を相対的に優遇する形で実施されたことである。

(1)に関しては1981～82年にかけ優良企業に対して自由金利のCP（コマーシャル・ペーパー）発行を認め，さらに社債利回りの弾力化と低位に抑えられていた「政策金融」金利の廃止を行なった（第1図）^(注4)。(2)については，金融機関相互の競争を促すため，1981～83年にかけて商業銀行の政府保有株式を払い下げることによる「民営化」，および二つの商業銀行の新設認可を行なった。また非銀行金融機関については，大幅な参入自由化措置が採られた。(3)については，商業銀行に対し1980～81年にかけて預金準備率を引き下げたばかりでなく，人事・予算から貸出額・信用配分に及ぶ直接的統制を廃し，またCD（譲渡性預金証書）発行，



(出所) Bank of Korea, *Economic Statistics Yearbook*, ソウル, 各年版。

買戻し条件つき公共債販売、割引商業手形販売、信託業務および非銀行金融機関・証券会社の系列化を認めることにより、資金調達・運営面における金融機関の自律的経営を促進しようとした。

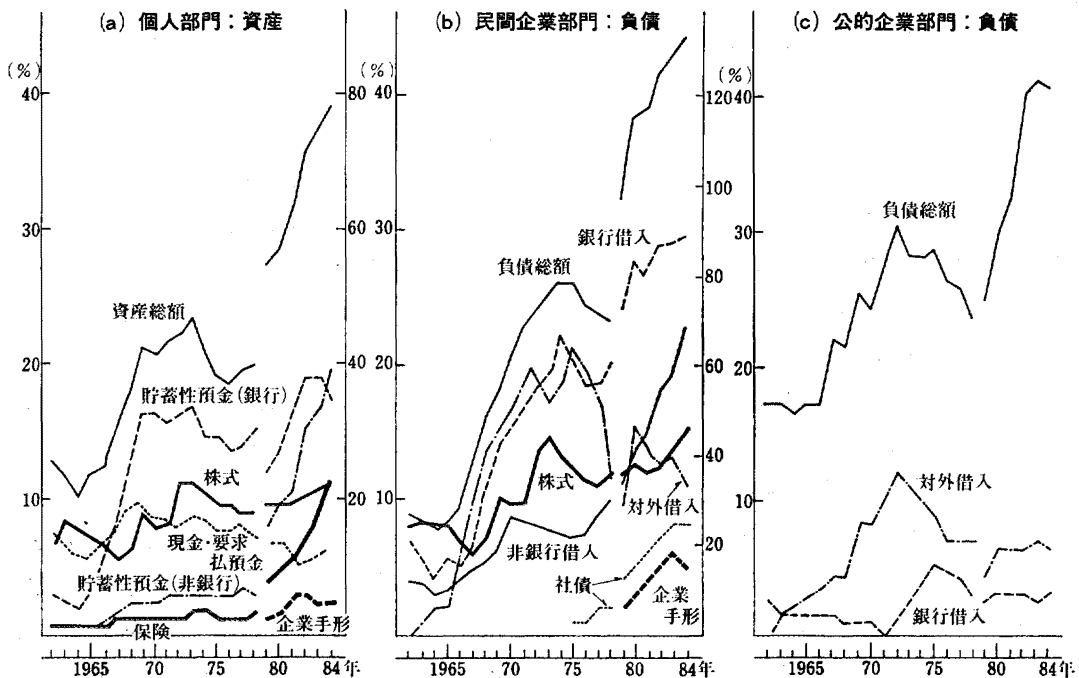
3. 金融自由化のインパクト——間接金融の拡大と多様化

以上の金融自由化措置によって、資金循環のプロセスは顕著な変貌をみせている。まず、第2図(a)は最終的貸手である個人部門の資産選択行動を示している。すなわち、1970年代はその金融資産総額の対 GNP 比は40%前後で推移し、上昇トレンドを示しておらず資産別シェアも比較的安定していた。ところが、1980年代に入ると、金融資産の蓄積は急速に進み、84年末には、対 GNP 比80%に達した。資産項目別にみると、保険、非銀行

金融機関預金、「投資収益証券」(非銀行金融機関債務)の伸びが著しく、これに対して、対 GNP 比が下降トレンドを示す現金・要求払預金、上昇トレンドの緩やかな株式保有ばかりでなく(注5)、1983年以降伸び悩んでいる銀行預金もまたそれぞれ同部門の資産保有シェアを低下させている。このように、個人部門における資産別シェアは1980年代に入って大きく変化した。注意すべきことは金融仲介機関の債務である間接証券全体のシェアも拡大していることである。

一方、主たる最終的借手である民間企業部門の債務構造の変化は、同様に第2図(b)に示されている。同部門の金融負債総額の対 GNP 比もまた、1970年代の停滞を脱し、80年代に入って急伸した。負債項目別にみると、社債、企業手形(CPを

第2図 韓国のマネ・フロー (I) (対 GNP 比)



(出所) 第1図と同じ。

(注) (a)の資産総額、(b)の負債総額については右側の目盛による。部門分割の変更のため、1979年以降とそれ以前とでデータは非連続である。

含む)といった本源的証券(primary securities), 保険会社を含む非銀行金融機関, 次いで銀行からの借入が増加しているのに対し, 対外借入だけが減少している。結局, 本源的証券発行と国内借入の相対シェアに大きな変化はなく, 前者においては株式の, 後者においては銀行借入のそれぞれ相対的地位低下が生じたことになる。第2図(c)は公的企業部門の債務構造を表わし, ここでも変化の方向については, 民間企業部門のそれとほぼ同様の観察が得られる。

以上から, 1980年代に入って, 個人部門金融資産, 企業部門金融負債はともに大きく増大したが, なかでも前者は非銀行金融機関の発行する間接証券保有が中心となり, 後者は, 非銀行金融機関からの借入および社債・企業手形の本源的証券発行が中心であったことがわかった。さらに, 企業手形は企業部門内で相互持合の部分が大きく, 社債の大部分は非銀行金融機関の保有になることを考慮するとき, 直接金融に比べて間接金融の拡大が著しく, さらに非銀行金融機関を通じるそれが相対的に拡大している点で, 間接金融ルートのも多様化が進展しているといえよう。実際, 非銀行金融機関の役割の急拡大ぶりは, 第3図(a)と(b)を比較することによって容易にみることができる。

このような資金循環の構造変化は, 当然金融機構に反映される。韓国の金融機構においては, 「商業銀行」と「特殊銀行」から成る預金銀行が, 資産, 貸出, 預金の各々72%, 70%, 83%を占めていた(1976~80年平均, 第1表(a))。ところが, 1984年末には, それらのシェアは各々63%, 57%, 66%に低下する一方で, 非銀行金融機関のなかでも貯蓄機関, 投資機関, 保険会社の伸びは著しく, 3者合計の資産, 貸出, 預金シェアは同時期に各々9%, 14%, 16%から23%, 26%, 34%へ

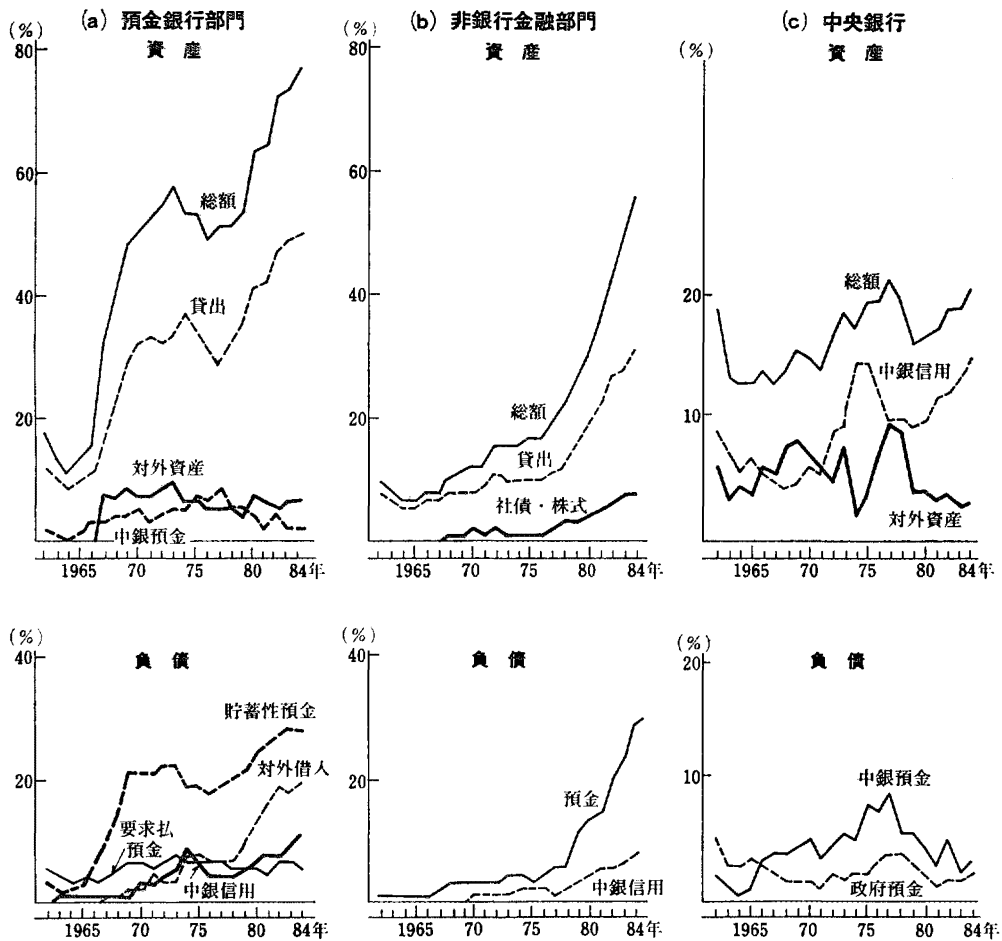
と約倍増した(同表)。さらに, 非銀行金融機関の規模拡大は, 預金(=「内部貨幣」)を中心とする国内貯蓄の動員によるのに対し, 預金銀行のそれは中央銀行借入・対外借入を中心とする「外部貨幣」の供給によるものであることに注目しよう(第3図(a)および(b))。このことは, 非銀行金融機関の国内金融仲介に果たす役割が上記シェア以上に大きいことを意味している。

4. 何が問題か

韓国の場合, 金融機構の周辺的存在にすぎなかった非銀行金融機関(なかでも貯蓄機関, 投資機関)の育成によって金融仲介業に競争を導入し, 資金配分効率化を図るという「周辺からの接近」(periphery approach)はかなり急速な構造変化をもたらしている。まず, すでにみたように, 非銀行金融機関の拡大は急速であり, 金融仲介の分野で既存商業銀行との競合が激化している。次に, 「周辺からの接近」は, その目的の一つであった未組織金融市場資金の組織されたマネー・マーケットへの動員(ストック・シフト)に成功したといわれる。実際, フローの個人貯蓄率の停滞にもかかわらず, 同部門の金融資産蓄積が急速であること, そして未組織金融市場金利の低下が著しいこと(第1図)という二つの事実は, この見方を支持しているように思われる。

ただし, このような急速な構造変化に問題がないわけではない。まず一つは, 自由化への移行段階に固有の問題である。すなわち, 既存商業銀行は, 1970年代以来の政策金融の失敗のつけを不良債権の形で抱えこんでおり, その意味で非銀行金融機関との競争は必ずしも同じ土俵のうえで実施されているとはいえない。次に, 既存機関の急激な凋落が金融システム全体に対する信託を損うとすれば, システムの安定性と効率性の間のトレー

第3図 韓国のマネー・フロー（Ⅱ）（対 GNP 比）



（出所） 第1図と同じ。

ド・オフが深刻な問題となる。信用秩序の維持のためには当局も最終的にはこれら金融機関に対するつなぎ融資 (bail-out loans) を供与せざるを得ないであろう。さらに、商業銀行の民営化は産業グループによる系列化につながる危険性がある。実際、払い下げ時におけるさまざまな制限措置にもかかわらず、産業グループによる商業銀行の系列化は決して難しくない^(注6)。過度の系列融資が不良債権を増大させるならば、ラテンアメリカのい

くつかの国（アルゼンチン、チリなど）にみられたように、それらのコストが究極的には当局による救済という形で「社会化」(socialize) されることによってモラル・ハザードの問題を引き起こすことになるだろう。

最後に、もっとも肝心な点として貯蓄動員に関する成果が所期の目的を果たしたかどうか、明らかなでないことを指摘しなければならない。確かに、「周辺からの接近」は、その目的の一つであった

未組織金融市場資金の組織されたマネー・マーケットへの動員に成功したといわれる。しかしながら、問題はむしろストック・シフトよりフローの貯蓄・投資バランスを改善させるような貯蓄動員が実現されつつあるかどうかなのである(注7)。この点は第IV節で台湾との比較において詳述しよう。

(注1) Park, 前掲論文を参照。

(注2) Government of the Republic of Korea, *The Fifth Five-Year Economic and Social Development Plan*, ソウル, 1982年, Chapter 2, Section II, 10ページ。

(注3) 輸入自由化率は、1975年12月の48.4%から84年7月には84.8%に達した(Park, 前掲論文)。

(注4) CP レートはその後ただちに上限規制された。(輸出貸出等) 政策金融金利は1982年6月より公定歩合と同水準にされた(第1図)。

(注5) ここでの「株式」は「払込資本」のことである。したがって、このうち上場株式は約半分である(1984年末)ことに注意しよう。

(注6) 一株主の株式所有シェア上限(8%)は、株式の相互持合、その他の手段によって実質的に空洞化できるほか、地方銀行、非銀行金融機関については同上限は適用されない。

(注7) この論点については、高阪 前掲論文を参照。

II 台湾の金融自由化

1. 黒字成長と貨幣管理

1960年代の輸出拡大を軸とした高度成長により台湾はきわめて開放型の経済として発展し、一方、伝統的ともいえるインフレ抑制は、高成長とあいまって、発展途上国としては例外的に高い国内貯蓄率を実現した。このため1970年代に入って、大幅の対外収支黒字がマネー・サプライ急増の原因となり、通貨当局はしばしば貨幣管理に困難を覚えることとなった(たとえば、1972, 78年)。

そこで当局は商業銀行の持高規制を緩和して外貨を保有させ、1978年にはUSドル・ペッグを廃して管理フロート制を採用した。他方、1976年以降のマネー・マーケット(短期金融市場)の発達は、公開市場操作(この場合、売オペ)によって市中の過剰流動性を吸収する余地を当局に与えた。以後、オペは重要な貨幣管理手段になるとともに、逆にまたそれがオペの対象になる資産の市場性を増し、これらを中心にマネー・マーケットの一層の拡大を促すこととなった(注1)。

2. マネー・マーケットの育成と金利弾力化

台湾の場合は、韓国、インドネシアとは異なり、1980年代に入って広範な金融自由化諸措置が展開されてきているというわけではない。むしろ、金融自由化=規制緩和の動きは、まず自由金利のマネー・マーケットの育成政策にみることができる。1976年5月に初の短期金融会社が設立され、以後、マネー・マーケットは急速に成長した。同マーケット育成の目的は、(1)金利の伸縮化による調整を促進し、(2)企業部門の短期金融を容易にし、さらに(3)いわゆる未組織金融市場資金を組織市場に動員することであった。マネー・マーケットの金融手段は、政府短期証券(TB)、コマーシャル・ペーパー(CP)、銀行引受手形(以下、BAと略称)および譲渡性定期預金証書(CD)であり、これらの取引高、残高はいくつかの支援措置(預金銀行に対する流動性比率の適用、これら資産からの利子所得に対する優遇税制、など)のせいもあってともに飛躍的に伸びたが、なかでもその金利がオープン市場で決定されるCP、BAの伸びが著しい。

さらに1980年に入ると、コール・ローン・セクターが設立されて、銀行間の短期金融が組織的市場機構によって実現される場となったほか、11月には中央銀行が金利調整に関するガイド・ライン

を明らかにした。これは、金利決定の権限を一部「銀行公会」に委譲して、預金・貸出金利の弾力化を図り、さらに手形割引金利、CD レートを自由化して、預金銀行に自律的な資産・負債管理の道を開いた。これによって、銀行預金・貸出金利は、市場金利（CP, BA, コールなど）を参照しつつ、より弾力的に運営されることとなった（第4図）^(注2)。

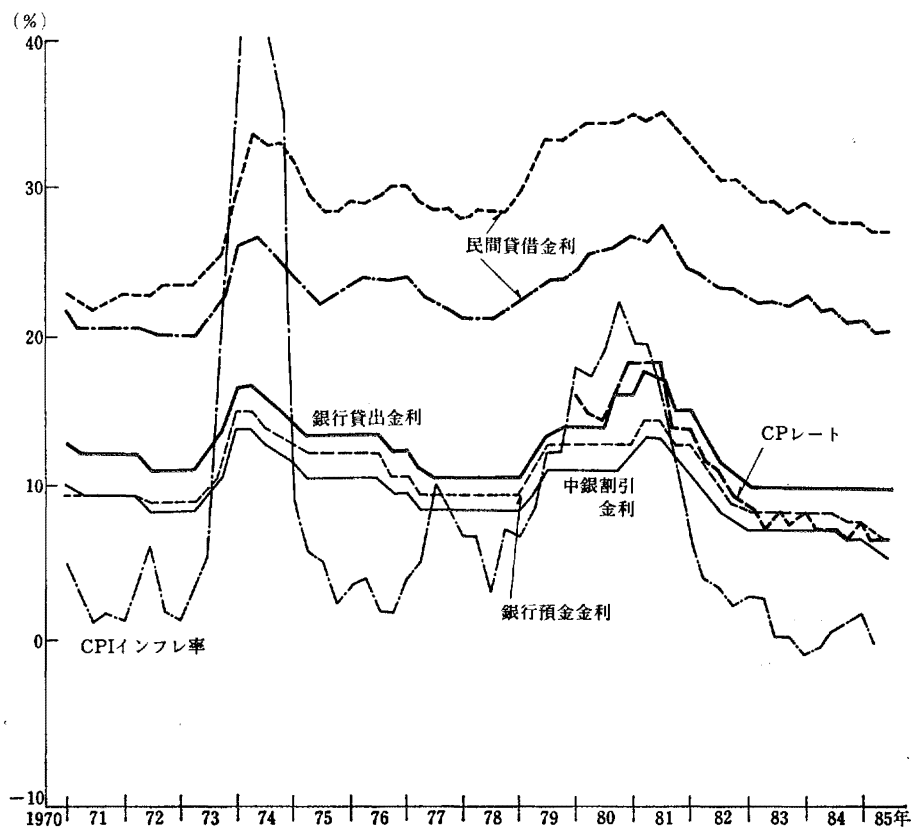
3. 金融自由化のインパクト——間接金融の多様化と変わらない預金銀行の優位

第5図(a), (b), (c)は、それぞれ、最終的貸手である個人部門（非法人企業を含む）の資産選択と同借手である民間および公的法人企業部門の資金調

達行動の推移を示したものである。これらから、1960年代以降、個人部門の資産、民間法人企業部門の負債とも、経済活動水準（GNP）との比較において持続的かつ急速に拡大していることがわかる。他方、公的法人企業部門の負債総額の対 GNP 比は、1970年代半ばまでは漸減傾向にあったが、以後反転して拡大している。

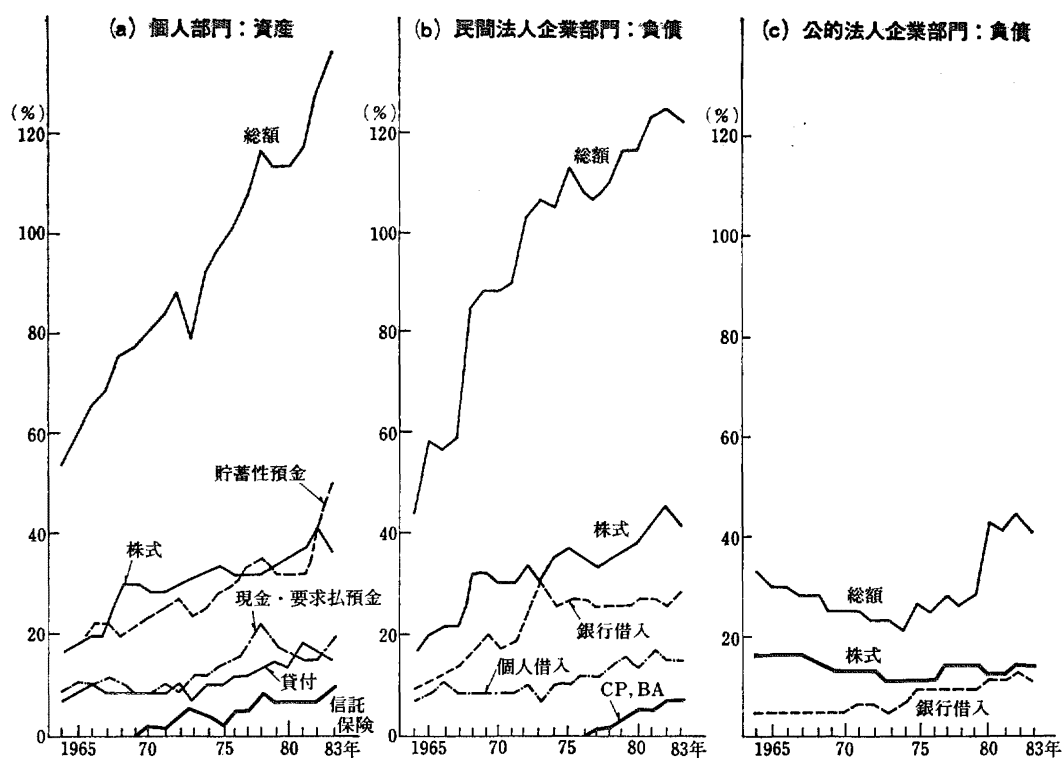
既述のマネー・マーケットの発展は、まず企業金融の構造変化となって現われた。まず、最大の最終的借手である民間法人企業部門の資金調達をみると（第5図(b)）、対 GNP 比で、銀行借入が停滞しているのに対し、CP, BA などの本源的短期証券による調達が拡大し、逆に企業間信用の役割

第4図 台湾の金利、物価



(出所) Central Bank of China, *Financial Statistics Monthly*, 台北, 各月版。

第5図 台湾のマネー・フロー (I) (対 GNP 比)



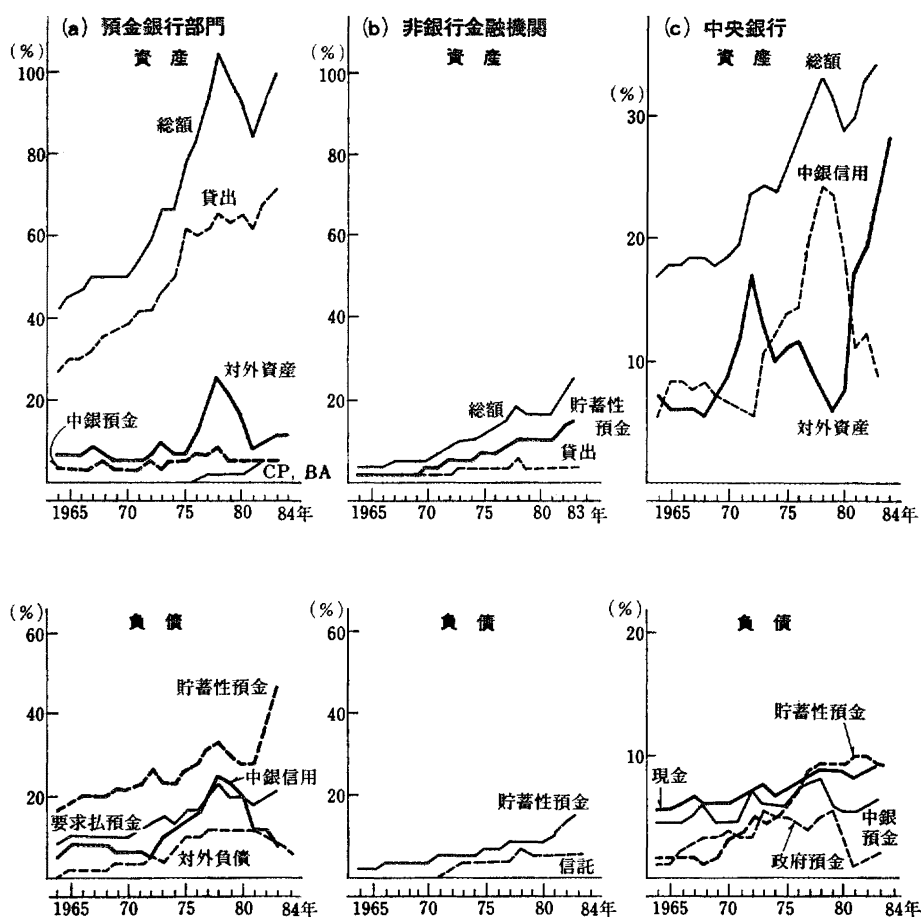
(出所) Central Bank of China, *Flow of Funds in Taiwan District*, 台北, 1984年。

が減じていることがわかる。他方、株式発行と個人部門からの借入も着実に増大している。要するに、CP, BA はその大半が預金銀行の保有であった(第6図(a))ことを考慮すれば、結局、直接金融(株式発行および個人借入)も「間接金融」(この場合、銀行借入プラス CP, BA 発行)もともに拡大したが、後者についてはマネー・マーケットという市場取引型ルート拡大による多様化が生じているといえよう。大半が私募債である株式発行や個人部門からの借入といった直接金融の比重は相対的に依然として大きい(注³)、市場金利による調達拡大は代替的資金供給源との競争を生み、ひいては資金配分の効率化につながる動きである。もっとも、公的法人企業部門は、負債総額が民間のそ

れの約3分の1に達するが、その資金調達構造の変化は民間のそれと様相を異にする(第5図(c))。すなわち、そこでは株式発行による調達が横這いであるのに対し、銀行借入が増勢にある。

これに対して、個人部門の資産選択行動をみると(第5図(a))、まず、貯蓄性預金の急激な増加(対 GNP 比、以下同様)が目立つ。株式保有、個人貸出も漸増しており、現金・要求払預金および信託・保険の保有は横這いである。貯蓄性預金の急増は主に郵便貯金の急増に対応している(注⁴)。結果として、個人部門の資産のなかでは間接証券のシェアが相対的に拡大している。にもかかわらず、民間法人企業部門における間接金融の相対的拡大が大きくないのは、第2の最終的借手である

第6図 台湾のマネー・フロー（Ⅱ）（対 GNP 比）



（出所） 第5図と同じ。

公的法人企業の資金調達拡大がその形（銀行借入）で行なわれたためであり（第5図(c)）、これは後述する郵便貯金の再預金制度と密接に関わっている。

他方、台湾におけるマネー・マーケットの拡大は、預金銀行・非銀行金融機関間の相対的な金融仲介規模自体に影響を与えてはいない。確かに、資産規模でみた預金銀行のシェアは相対的に低下し、なかでも支配的な（ほとんどが政府所有の）国

内商業銀行のシェアは70%（1976～80年平均）から61%（84年）に低下した（第1表(b)）。しかしながら、この大半は郵便貯金（非銀行金融機関に含まれる）の急成長（同8%から14%へ）のためである。1982年10月まで郵便貯金はすべて中央銀行に再預金されていたが、同月以降の新規増分については大半が商業銀行のうちの特定の専門銀行4行に再預金されることとなった。したがって、これらの再預金は預金銀行の定期性預金と貸出の双方に計上され

第1表 金融機関別資産・貸出・預金シェア(年末)

(a) 韓国

(%)

	資 産			貸 出			預 金		
	1976~80 平 均	1981	1984	1976~80 平 均	1981	1984	1976~80 平 均	1981	1984
商 業 銀 行	45.2	44.7	40.6	45.0	40.1	34.0	52.3	47.5	39.8
特 設 資 産	26.6	25.6	22.7	25.4	23.8	22.8	30.7	26.6	26.1
開 投 貯 保	18.8	14.7	13.8	15.8	16.2	17.0	0.9	0.4	0.5
業 務 機 関	4.0	5.4	9.1	5.8	6.2	9.0	8.6	11.6	19.4
銀 行 外 支 店	3.9	7.7	10.0	5.8	10.7	11.3	7.5	13.9	14.3
銀 行 外 支 店	1.5	2.0	3.9	2.1	3.0	5.9			

(b) 台湾

(%)

	資 産			貸 出			預 金		
	1976~80 平 均	1981	1984	1976~80 平 均	1981	1984	1976~80 平 均	1981	1984
預 金	85.8	83.5	79.0	94.0	94.6	94.8	78.8	76.3	72.7
うち 銀行	70.0	64.4	60.6	69.1	66.6	65.8	57.6	53.0	46.5
うち 商業銀行	5.2	6.8	3.9	7.8	9.3	5.3	0.3	0.4	0.8
非 銀行	14.2	16.5	21.0	6.0	5.4	5.2	21.2	23.7	27.3
うち 金融	4.9	4.6	4.6	5.0	4.1	3.3	6.4	6.3	5.9
うち 信託	8.3	10.3	14.3				11.8	13.9	17.0
うち 郵便	1.2	1.7	2.3				2.9	3.5	4.4
うち 生命									
うち 投資									
うち 資金									
うち 保険									

(c) インドネシア

(%)

	貸 出 (ルピア建)				預 金 (ルピア建)			
	1979~81 平 均	1982	1983	1984	1979~81 平 均	1982	1983	1984
国 営 商 業 銀 行	64.3	60.0	57.1	67.2	77.4	69.7	66.4	64.9
民間 商 業 銀 行	6.2	9.0	12.6	10.9	6.9	10.4	11.7	12.3
外 国 商 業 銀 行	17.1	16.5	15.0	9.4	10.0	11.8	11.3	11.5
そ の 他 商 業 銀 行	6.7	8.1	9.8	8.6	4.1	5.0	7.7	8.3
開 発 銀 行	4.9	6.3	5.5	3.9	2.4	3.0	2.9	3.0

(出所) 韓国: Bank of Korea, *Economic Statistics Yearbook*, ソウル, 各年版。台湾: Central Bank of China, *Financial Statistics Monthly*, 台北, 各号。インドネシア: Bank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics*, ジャカルタ, 各号。

ており(第6図(b)), 郵便貯金は金融仲介機関(預金銀行)と最終的貸手(個人部門)の間を「重複金融仲介」することになる。つまり, 結局のところ, 預金銀行の貸出シェアは94% (1976~80年平均) から95% (84年末)と変わらず, 間接金融または金融仲介は依然として大部分が預金銀行によって担われているといつてよいのである。

4. 何が問題か

台湾の場合は, 貯蓄率はすでに十分高い(個人

貯蓄率, 国民貯蓄率は, 各々20%, 32% (1983年))から, この意味で量的な貯蓄動員は金融自由化の目標たりえないだろう。したがって, 自由化の目標としてはもっぱら金融業の効率化が焦点となり, 市場金利によるマネー・マーケットの拡大はそのための有力な手段の一つであると考えられる。なぜなら, それは「相対取引」型の銀行貸出市場を「市場取引」型のオープン市場と競合させるからである。しかしながら, 両市場とも資金の出し手は預

金銀行であり、他方、預金銀行業への新規参入は認められず、外銀支店の業務分野は規制されているという状況の下で、ほとんどが政府所有の預金銀行間で十分な競争が期待できるかどうかは必ずしも自明でない。したがって、さらに競争性を高めるためには預金銀行の民営化や外銀支店の業務分野規制緩和および非銀行金融機関育成などの対策を考える余地は大きい。

この点で、急増している郵便貯金の専門銀行への再預金は一つの問題をはらんでいる。すなわち、これらの再預金は上記専門銀行を通じて市場性資金の利用が難しい特定分野等(公的企業を含む)への貸出に用いられるから、日本の財政投融资と同様の役割を果たすものと思われる。ところが、これは場合によっては市場による金融仲介の縮小を通じて資金配分効率の低下につながりかねない。なぜなら、これら専門銀行の貸出分野は公的企業を中心としたものに限定されており、しかも公的企業の生産効率は、公共財部門を含んでいるせいもあって必ずしも高くないからである。

(注1) 李庸三・陳上程「台湾の金融的発展」アジア経済研究所所内資料 No.59-2 1985年3月。

(注2) Chiu, Paul C. H., "Performance of Financial Institutions in Taiwan," K. T. Li; T. S. Yu 編, *Experiences and Lessons of Economic Development*, 台北, Academia Sinica, 1982年。

(注3) 払込資本(ここでの「株式」)に占める上場株式のシェアはわずかに15%である(1983年末)。

(注4) 郵便貯金急増の原因として、(1)取扱郵便局ネットワークの急速な拡大、および、(2)個人部門金融資産蓄積の進行が重要である。

III インドネシアの金融自由化

1. 1983年6月の金融改革

第2次石油危機による世界不況によってインド

ネシアの対外収支は1981年から悪化し、さらに83年初からの原油価格下落は財政収支の悪化をももたらした。このため政策当局は、これまでの原油輸出による外貨収入に依存した放漫な財政金融運営を改め、財政面では補助金削減、大プロジェクトの棚上げ(re-phasing)、税制改革を、金融面では以下に述べるような改革を迫られることとなった(注1)。

1983年6月に実施された金融改革は、金融機構の大部分を占める国営商業銀行(state commercial banks)に対して、貸出・預金両面における自律的運営を促すものである。すなわち、貸出面では、流動性不足を補填するための中央銀行による低利の流動性信用(liquidity credits)を削減する一方で、信用上限(credit ceilings)を撤廃し、さらに貸出金利を自由化して自律的な貸出政策の遂行を可能にした。他方、預金面では定期性預金(time deposits)の金利を自由化し、積極的な貯蓄動員の道を開いた。また、これに伴って金融政策の運営も、これまでの信用上限の操作による直接的なものから、支払準備率、割引率(公定歩合)の操作やオペを通じる、より間接的な方法への移行が図られた。

2. 急増した定期性預金

インドネシアの金融機構全体に占める国営商業銀行のウェイトは1983年3月末時点で、資産の77%、貸出の78%と圧倒的なものであった(次いで「民間商業銀行」(注2)のそれらは各々11%、12%で、外銀支店については各々9%、7%であった)が(第1表(c))、「流動性信用」縮小と預金金利自由化により、国営商業銀行は流動性不足をおそれてルピア建て定期性預金金利を大幅に引き上げた(6カ月もの預金で6%から18%、12カ月もので9%から18.75%へと引き上げられた)。「民間商業銀行」の

定期性預金金利は改革前から自由化されており、したがってただか18%から20%へと引き上げられたにすぎなかったから、1983年末の国営商業銀行のルピア建て定期性預金は1年間で2倍以上に膨れ上がった(GNP比では3.1%から5.3%へ——第2表(b))。このため、(86%〔1976年末〕から56%〔82年〕へと)低落傾向にあった同行の定期性預金に占めるシェアは回復し(64%〔83年〕)、逆に、外銀支店のそれは低下、「民間商業銀行」のシェアもやや低

下した。

ここで、急増したルピア建て定期性預金の中身に立ち入ってみると、次の二つの事実が目立っている。第1に、その期間構成が短期化していることである。たとえば、24カ月もの定期預金のシェアは1982年末の44%から83年末には15% (84年末には7%) に縮小しているのに対し、12カ月ものそれは同15%から同29% (同39%)、6カ月以下の短期のものについては同31%から同50%へと増

第2表 インドネシアの金融構造

(a) 通貨当局 (対 GNP)

(%)

	1982	1983	1984		1982	1983	1984
対政公中	6.4	7.8	10.3	現預対政	5.6	5.3	5.2
外府	1.9	0.7	0.9	金外府	1.3	1.8	1.7
資信門信	4.6	3.3	0.9	準備預金	0.8	1.0	1.9
産信用出	6.5	6.4	8.8		7.9	7.8	9.0
計	23.0	21.7	25.3	計	23.0	21.7	25.3

(b) 外国為替銀行 (対 GNP)

(%)

	1982	1983	1984		1982	1983	1984
現対公貸	2.6	1.7	1.9	要定期外	5.8	4.6	4.8
金、外	4.0	5.8	5.6	求期貨外	3.1	5.3	6.0
準資門信	3.8	3.8	7.6	預性預預	1.7	2.4	2.8
備産信用出	10.4	11.2	12.9	預預預借	1.0	1.2	0.8
				金金金債金入	1.2	1.1	1.7
					5.9	5.3	9.9
計	22.1	24.0	30.1	計	22.1	24.0	30.1

(c) 預金主体別シェア(国営商業銀行定期預金, 年末)

(%)

	1982	1983	1984
公的部門	16.3	11.9	16.4
非銀行金融	5.5	4.9	0.6
保銀企	16.5	17.4	14.1
国民間企	5.3	10.1	14.3
社開基	4.3	5.8	3.1
個會業	19.4	13.1	16.9
	26.4	25.1	27.0
総額/GNP	1.9	3.8	4.1

(d) 銀行貸出シェア (年末)

(%)

	1982	1983	1984
中央銀行	21.3	15.4	4.6
國營商業銀行	61.7	64.0	70.9
民間商業銀行	9.2	12.3	16.2
開発銀行	2.7	2.7	2.7
外銀	5.1	5.6	5.6
総額/GNP	21.8	21.5	21.9

(e) 定期性預金期間構成 (年末)

(%)

	1982	1983	1984
1カ月+3カ月	18.5	30.6	31.1
6カ月	12.5	19.0	18.8
12カ月	14.6	28.5	39.1
24カ月	43.9	15.4	6.6

(出所) Bank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics*, ジャカルタ, 各号。

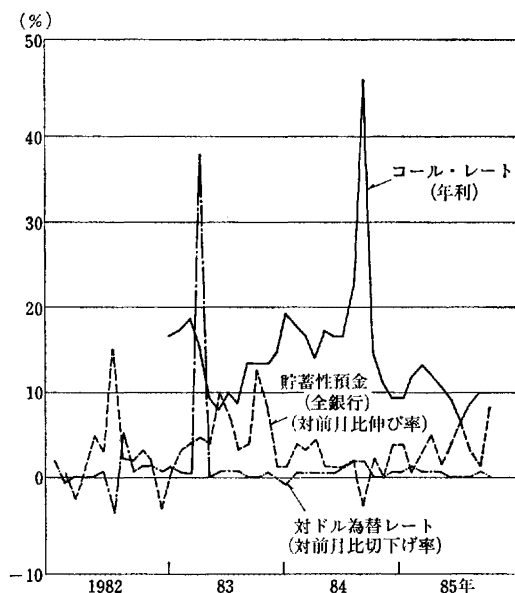
加している(第2表(e))。第2に、預金者構成をみると、保険会社、国営企業、民間企業など機関投資家とみなされる部門のシェアが拡大していることである。国営商業銀行の場合、これら3部門のシェアは26% (1982年末) から33% (83年末) と増加しているのに対し、広義の個人部門 (social foundationsを含む) のそれは同46%から同38%へと減少している(第2表(e))。

インドネシアの為替管理は、韓国、台湾とは異なり、ほぼ完全に自由化されていること、および1983年3月のルピア大幅切下げによって為替レート再切下げのリスクは小さかったことからみて、国営商業銀行の場合に最も典型的にみられる定期性預金の急増が短期的かつ投機的な内外資金移動によって担われたことはほぼ間違いないであろう。

実際、次の二つの事実もまたこの見方を裏付けるものである。まず、外国為替銀行(国営商業銀行プラス「民間商業銀行」)の統合勘定において、要求払預金は対GNP比でも(5.8% [1982年末] から4.6% [83年末] へ)、相対的にも(シェアは同26%から19%へ)縮小した(第2表(b))。これは、定期性預金増加の一部が要求払預金からの代替によるものであったことを示唆している。

次に、1984年9月のエピソードが重要である。すなわち、第7図が示すように、同月中、2回にわたるルピアの比較的大きな切下げが一層の切下げ期待を生み、資本流出による流動性不足が銀行間市場でコール・レートを最高90% (年利) まで急騰させた。このとき、定期性預金は絶対額でも減少、預金者別では国営企業のその減少が最も大きく、期間別では1, 3カ月ものの減少が大きかった。すなわち、当初の定期性預金増加の一部はまた海外の短期性外貨資産からの代替によるもの

第7図 インドネシアの金利、為替レート、貯蓄性預金



(出所) Weekly Report, Bank Indonesia, ジャカルタ、各号。

であったといえよう。

3. 資金配分の変化

以上のような預金サイドの変化は貸付資金の拡大につながったであろうか。答は、民間企業についてはイエス、国営企業についてはノーといつてよい。まず一方で、経済活動水準(GNP)との比較において、中央銀行を含む銀行部門貸出残高総額はほぼ不変であった(第2表(d)最下行)。これは、(要求払預金、定期性預金を合わせた)ネットの預金増が中央銀行の直接信用(direct credits)等の削減によって相殺されたからである。他方、中央銀行、国営商業銀行から公的部門(国営企業を含む)への貸出は減少し、逆に、「民間商業銀行」を中心とする民間企業への銀行貸出は増加している。いいかえれば、低利融資を享受してきた(国営企業を中心とする)優先部門から、その他部門へと貸出がシ

フトしていることを示しているのである。

4. 何が問題か

以上から、インドネシアの金融自由化のインパクトを暫定的に次のようにまとめることができるだろう(注3)。

まず、資金配分の効率化については、市場金利による資金調達シェアが大きくなり、公的部門貸出が縮小したこと、およびそれに付随して民間商業銀行の金融仲介シェアが高まったことによってほぼ所期の方向に向いつつあるといつてよいであろう。また、国営商業銀行、「民間商業銀行」、外銀支店といった銀行のカテゴリー間でこれまで分断(segment)されていた金融市場に輸出金融に関する相互乗り入れが一部認可された(1985年)が、これも業務分野規制の緩和によって同市場における競争を促進するための措置であるとみることができる。

しかしながら、貯蓄動員については二つの問題を指摘しなければならない。すでに述べたように、定期性預金の急増は要求払預金と海外の短期性外貨資産からのストック・シフトによるものが大きかった。前者の要求払預金からのストック・シフトは金融仲介機関の資金コスト上昇を意味するだけで、金融仲介そのものの拡大にはつながらない。高金利によって国内の組織金融市場外(たとえば、土地・貴金属などの実物資産)からのストック・シフトが生じるか、またはフローの貯蓄率自体が上昇することこそが重要であると思われるのである。

他方、後者の海外外貨資産からのストック・シフトは上の意味で金融仲介拡大に資することができるが、このような資金は本来浮動的(volatile)なものであるから、1984年9月のエピソードが示しているように将来の為替レート動向にきわめて敏

感である。したがって、これらを安定的な貯蓄とするためには、投機の余地をなくするような安定的な為替レート運営が必要となるが、これは短期的なマクロ調整政策の自由度を減じかねない点に注意しなければならないだろう。

(注1) Bank Indonesia, *Report for the Financial Year 1983/1984*, ジャカルタ [1984年]。

(注2) ここで、「民間商業銀行」は“national private banks”(同上書)を指す。

(注3) Nasution, Anwar, “Survey of Recent Development,” *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 第21巻第2号, 1985年8月も参照。

IV 発展途上国の金融自由化

先進工業国であると発展途上国であることを問わず、「金融自由化」が(a)金利、(b)業務分野、(c)内外市場分断、などに関する諸規制緩和によって経済全体の資金配分の効率化を狙うものである点に相違はない。しかしながら、すでにみたように、韓国、台湾、インドネシアにおける金融自由化プロセスから、先進工業国にはみられず、発展途上国の場合に共通するいくつかの側面を指摘することができる。それらは、(1)自由化の動きが、市場の発展によって引き起こされたものというよりは政府のきわめて強力な主導によるものであること、(2)いずれも政府所有の商業銀行が圧倒的に支配していた金融仲介機構の資金配分の効率化を狙っていること、(3)台湾を例外として、既存の低金利政策を離れ、程度の差はあれ金利の自由化を図ることで国内貯蓄動員による投資資金調達に取り組もうとしていること、そして(4)金融自由化が、1980年代の国際的な長期不況下で必要な産業調整とは本質的に矛盾する要素をはらんでいること、である。以下、これらの問題を検討してみよう。

1. 「供給主導」型の金融自由化

たとえば、日本の金融自由化についてみても、それは上述の(a)~(c)に関する諸規制緩和のプロセスである。ただ、そこでは規制緩和のいずれもが金融資産蓄積、国債残高累積、資本移動性の高まりといった、いわば市場自体の発展によって、既成の規制の枠組が内側から掘り崩されてきた結果を追認してゆくプロセスであることがわかる。この点で、アメリカの金融自由化は、日本の場合よりさらに市場自体の発展が主導権を握っているといえる(注1)。

この意味で、先進工業国における金融自由化は「需要追従」(demand-following)型であると表現できる。これに対して、発展途上国の金融自由化は、市場の発展を促すべく、政策当局が規制の枠組を緩め、かつ新たな枠組を提供していくプロセスであり、市場の発展が規制の緩和を要請していくのではなく、規制の緩和が市場の発展を導いていく「供給主導」(supply-leading)型であると要約できるのである(注2)。

2. 金融仲介機関による資金配分の効率化

金融仲介機関による資金配分の効率化については、各国とも、金融機構のなかでこれまで圧倒的な地位を占めてきた政府所有の預金銀行経営に競争性を導入するためさまざまな措置をとっている。韓国は、政策当局による直接統制の緩和、既存機関の民営化、新規参入認可、および非銀行金融機関の育成によって、台湾は、銀行貸出市場に対抗するオープン市場のマナー・マーケットの育成によって、インドネシアは国営商業銀行に対して流動性信用の削減、貸出上限の撤廃と金利自由化を行なうことによって、それぞれ、究極的には資金配分の効率化を促進しようとしている。ただし、このうち、韓国は民営化や業務分野規制緩和

に積極的であるが、他の2国はそれらについての制度的枠組の変更には消極的であるようにみえる(注3)。

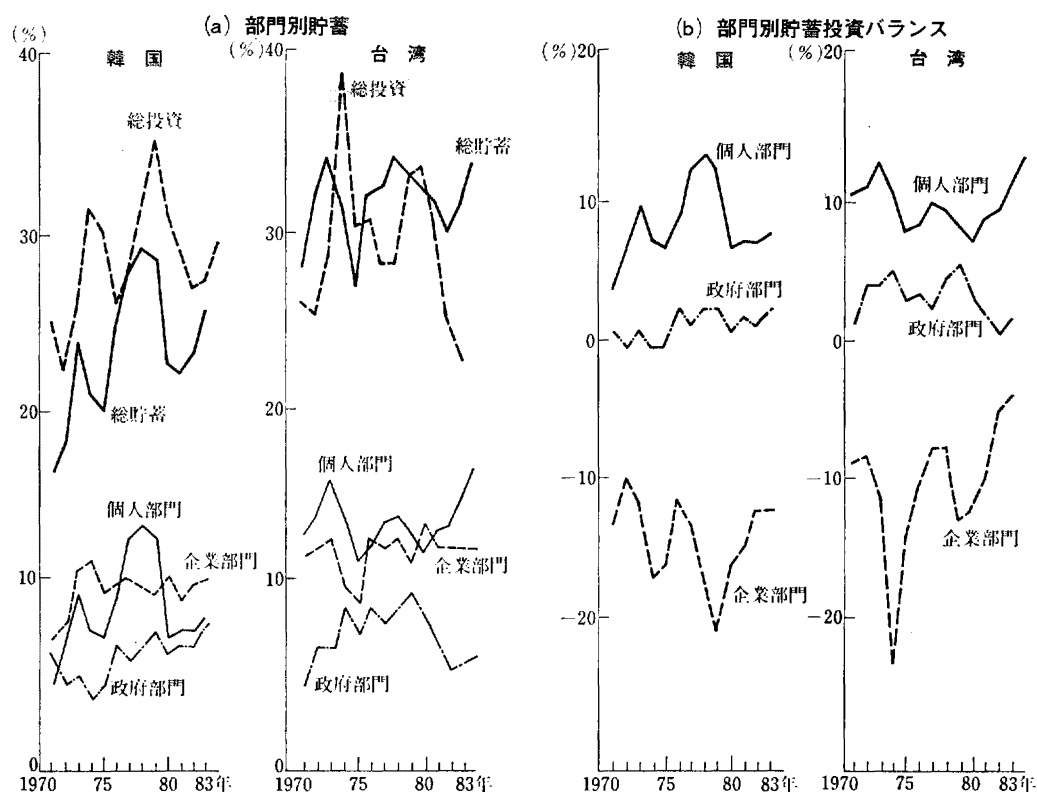
3. 貯蓄動員

貯蓄動員の必要性に関しては、台湾を例外として、これも発展途上国の金融自由化のもう一つの重要な目標である。

韓国の部門別貯蓄投資バランスをみると、企業部門の大幅な投資超過が際立っている(第8図(b))。1976~79年をみると、同部門の貯蓄(経常余剰+資本減耗)は対GNP比で10%であるのに対し、投資はその2.5倍に達し、内部資金の実に250%もの投資を行なっていることがわかる(第8図(a)、ちなみに、同時期の台湾の同数字は180%である)。一方、同時期において黒字主体である個人部門の貯蓄は対GNP比で12%であったが、1980年に入ってから8%前後に低下している。企業部門の大幅な投資超過を海外貯蓄で補填しつづけることが期待できないとすれば、フロー・ベースで国内貯蓄を動員しなければならない。すなわち、金融自由化の成功には貯蓄率の上昇が不可欠な条件なのである。インフレ率の低下はこのための好材料であるが、現在までのところ貯蓄率は高度成長時(1976~79年)に達成した水準をやっと回復しただけに留まっている。国民貯蓄率は27% (1984年)と82年以降の価格安定の効果がみられるが、個人貯蓄率(11%[83年])を高める余地は十分あるように思われる。また、個人部門の金融資産残高の経済活動水準(GNP比)が78% (1983年)と低い(台湾は同136%)ことを考慮すれば(第3図(a))、現在の価格安定を維持することによって、一度限り(once-and-for-all)のストック・シフトではなくフロー貯蓄率の上昇が金融自由化の成否を左右するかもしれない。

インドネシアについては部門別のI-Sバランス

第8図 韓国、台湾の貯蓄投資バランス（対 GNP 比）



（出所）韓国：第1図と同じ。

台湾：DGBAS, *National Income in Taiwan Area*, 台北, 1985年。

に関するデータがないため、金融部門のデータから推測するほかはない。同国の国民貯蓄率は16% (1983年) と低く、さらに金融機構全体の資産規模も対 GNP 比26% (83年。台湾、韓国は各々115%, 109%) と小さいことから、金融資産蓄積、金融仲介ともにその水準が低いことが類推される。このような状況下で金融自由化が貯蓄動員につながるためには持続的な価格安定が重要な役割を果たすが、低所得水準の下での貯蓄の実質金利感应性がどれほどであるかについては意見の分かれるところであろう。

貯蓄動員に関する台湾のパフォーマンスは発展

途上国の例外ケースである。それは、個人貯蓄率、国民貯蓄率が高いばかりではなく、経済活動水準と比較した個人部門の金融資産蓄積水準においても同様である。すなわち、個人部門の金融資産残高の対 GNP 比は1976年に100%を超え、83年には136%に達している(第6図(a))。ちなみに、日本の場合、同比率が100%を超えたのは70年前後で、83年時点では180%程度である)。韓国との比較でみると、部門別貯蓄については、対 GNP 比でみて、企業、個人ともに貯蓄水準が高いことがわかる(第8図(a)) (注4)。対 GNP 比でみた投資水準がほぼ同じくらいであるから、部門別貯蓄投資バランスをみると、

韓国の企業部門における投資超過がきわめて大きいことがわかる(第8図(b))。

4. 第2次石油危機後の調整過程における金融自由化

最後に、調整過程における金融自由化の難しさについて触れておく必要があるだろう。産油国(インドネシア)、非産油国(韓国、台湾)のいずれにおいても、1980年代は(原油を含む)一次産品、工業製品の輸出停滞に対処するための調整過程であった。そこではまず、後ろ向き融資を含む産業調整のための資金配分が必要となってくるが、これは必然的に政策当局による介入または誘導を要する。したがって、調整過程にあっては、基本的に自由化に反する諸措置がとられざるを得ない(注5)。

また、調整期には、デシインフレーション政策によって、金利自由化による名目高金利が実質高金利を生じがちである(対象3国ともそうである)。調整期には投資意欲は高くないのがふつうであるから、実質高金利はこれに輪をかけ、経済停滞を長期化するおそれが少なくない。そして、経済停滞の長期化自体、企業、銀行の財務内容を悪化さ

せて、政策当局の救済介入を必要とするという悪循環につながりかねないのである。

(注1) 堀内昭義「日本の金融革新と金融構造の変化」(伊東和久・高阪章・田近栄治編『経済発展と財政金融』アジア経済研究所 1985年 第1章)を参照。

(注2) 「需要追随」、「供給主導」という表現は、Patrick, Hugh, “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries,” *Economic Development and Cultural Change*, 第14巻第2号, 1966年1月において、広義の金融的発展の二つのパターンを表わすものとして用いられた。

(注3) 台湾については、1985年末までに、外国政府証券への投資規制緩和などの動きが始まった。

(注4) 「個人部門」の範囲が、韓国(台湾)の場合、非法人企業を含まない(含む)ことを考慮すれば、「個人部門」の貯蓄率差はここで示されるより小さく、「企業部門」のそれはここで示されるよりさらに大きいことになる。

(注5) この点で、たとえば韓国にあっては、長期的な自由化のタイム・テーブルの初期段階では自由化に対して産業調整優先を許容する現実的な見解が自由化論者のなかにも見受けられる。金秉柱編『金融制度改革と短期金融会社発展方向』ソウル 全国投資金融協会 1985年。

(在ケンブリッジ(アメリカ)海外調査員)