

Title	金融政策の変遷過程と波及経路
Author(s)	鄭, 熙錫
Citation	聖学院大学論叢,17(2) : 43-58
URL	http://serve.seigakuin-univ.ac.jp/reps/modules/xoonips/detail.php?item_id=134
Rights	

聖学院学術情報発信システム : SERVE

SEigakuin Repository for academic archiVE

金融政策の変遷過程と波及経路

(韓国のケースを中心に)

鄭 熙 錫

The change process and Repercussion course of Monetary Policy

JUNG Hee-Seog

We have reviewed how the change process of the monetary policy has been growing among the varying monetary indicators. That is on the patterning of the times interim the relationship between the financial policy and the macro-economics among the modulation of the currency policy with the money supply to the interest valuing financial policy. As the result, it is understood that the financial policies are changed to function as the market orientation. Thus, here finds two angles to settle the market oriented currency tendency. Firstly, it is needed to get more clear view to see the economics. Secondly, it is required to develop the financial market in the esteemation of this market economy.

1. はじめに

資本主義経済は金融の発展とともに実体経済を支持する原動力になる。つまり、お互いに経済の実体面と金融面が有機的な関係を構築することによって資本主義経済は成長していくのである。しかし、資本主義の歴史の浅い途上国は実物経済を構築するための資本の蓄積の低さゆえに、限られた資金を効率的に使わなければならない。すなわち、資本の蓄積が少なれば少ないほど、政府の効率的な配分政策は重要になる。つまり、低い資金調達のコストで限られた資金を投資活動の主体に回すためには人為的な金融政策が必要であろう。

韓国において、経済成長を達成するための手段として取られたのが、政策金融⁽¹⁾であった。しかしながら、その後、持続的な経済規模の増大により、だんだんと人為的な政策の非合理的・非効率性が市場経済に従う金融政策の必要性が要求されるに至ったのである。その結果、資本間移動という動きが強くなり、1990年代に入っては金融自由化が導入されるようになった。

この観点で、本稿では、実物経済の成長とともに金融政策の運用体系がどのように変遷してきた

Key words; Monetary Policy, Interest Policy, Monetary

かを探る。そして金融政策の波及経路が実物経済にどのような影響を及ぼしているのか、いくつかの指標を通じて考案するのが本稿の目的である。

2．金融政策の変遷過程

2 - 1．金融政策の運用体系

通貨当局は図1であらわしているように、金利政策、公開市場操作、支払準備率操作、その他の政策を用いて最終目標である物価の安定、完全雇用、経済成長、国際収支の均衡を達成しようとする。そのため、中間的目標の焦点は「秩序ある金融市場の維持」とか「円滑な国債管理」にある。特に、市場機構の失敗や制約を補うための持続的な政府介入の必要が認められる限り、金融政策自体の遂行はこのような「中間的目標」の枠組の中でなされなければならない。

ここで、「政策目標」というのは、政策当局がその政策手段のいずれかまたはいくつかの組み合わせによって直接かつ明白な影響を及ぼしうる中間的な金融変数である。したがって、金利水準とその動向やマネーサプライなどの信用供与量がここで重要視される要因になる。

このような、中間目標を通して最終目標に至ろうとするが、通貨当局がなしうるのは「政策目標の管理」にすぎないであろう。

政策目標に対する Fisher の主張によると、大まかに二つに区別できる。⁽²⁾

政策目標の採択において、次の二つの観点が必要不可欠である。

ア、政策目標は、政策当局の手許にある使用可能な政策手段によって、敏速かつ確実に及ぼしうるものでなければならない。

イ、政策目標は容易かつ正確に測定しうるものでなければならない。

政策手段を用いて最終目標に及ぼす効果を告知するものとしての政策指標は幾つかの条件を満たすことが必要である。

ア、政策指標は最終目標に対して直接・短期的にあるいは統計的に確固として、理論的に明確な関係を持つものでなければならない。

イ、政策指標は、政策目標変数の決定因を外生的な要因と政策によって、決定された要因とに有効に区別できるものでなければならない。

このような基準に照らしてみると、金利重視はそれのみでは不十分な指標であって、量的金融政策指標がそれを補うものとして必要であろうと思われる。

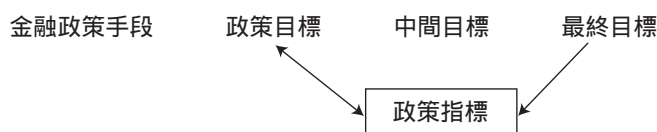


図1 金融政策の運用システム

2 - 2 . 金融政策の変遷過程

韓国の金融政策の運用過程はだまかに分類すれば、三つに分けることができるであろう。経済発展による金融政策の変遷過程は次のようである。

M 1 指標基準 (1957-1978年)

韓国において、通貨政策の基盤が成立し始めたのは、1957年に「財政安定計画 (Financial Stabilization Program)」が樹立されてからである。「財政安定計画」は政府樹立以降、社会経済秩序の混乱と無分別な財政運営で生じた超インフレーションを収める目的として樹立されたのである。つまり、この計画により、年間あるいは分期的で通貨供給量の限度を定めて、各経済主体の必要な通貨量を資金源泉別で分類して通貨供給を行ったのである。

特に、この時期は皆無な資本備蓄であったので米国を中心にした海外からの依存が高かった。また、資源の不足で国際収支の赤字が持続したが、これを補充するために、取られた手段が1965年のIMFとの待機性借款 (Stand-by Credit) の協定である。この協定の内容は主な通貨指標の目標をお互いに協議することであり、その対象指標はM 1基準であった。すなわち、本源的通貨を重視する通貨政策を取らざるを得なかった。

その後、経済成長をきつ掛けとする1976年から国際収支の改善とともに、IMF協定とは関係無しにし、M 1に対する増加率目標を独自の決定することができたのである。それに加えて、国際収支の改善や経済規模の持続的な拡大現象は、M 1中心の金融政策が適切に対応できなくなるまでにした。すなわち、不規則なM 1の動きでは金融政策の目標である物価安定を成し遂げなかったのだ。この理由で、1979年からは中心通貨指標をM 2に変更し、その通貨運用体系も通貨ターゲット (Monetary Targeting) が導入されるようになった。

M 2 指標基準とM C T (1979-1997年)

韓国は1979年M 2を中心とした通貨ターゲット (Monetary Targeting) を導入して金融政策の目標を成し遂げようとした。通貨ターゲットは通貨指標 (M1, M2, M 3) の増加率を中間目標で定めて最終目標を達成する方式である。1970年代後半から数多くの国が通貨ターゲットを採択したが、その背景にはいくつかの理由があったからである。

第一に、Friedman 中心の通貨主義者 (マネタリズム) の影響力が大きかった。Friedman は「インフレーションはいつ、どこへ行っても通貨的な現象である」と主張していた。つまり、物価に著しい影響を及ぼすのは通貨量であるので、通貨政策の最終目標は通貨量の調整に左右されるということである。

第二に、70年代に生じた1次、2次のオイル・ショックではインフレーションを収めるのが政策の最優先順位であった。その意味で、インフレーションと密接な関連性のある通貨量を中間目標

金融政策の変遷過程と波及経路

とする通貨政策をとるしかなかった。しかし、オイル・ショックの収まった後、1980年代に入ってから、金融市場の開放という金融革新の進めによって、通貨量と物価との相互関連性の低かったので、通貨ターゲットをあきらめたのである。

韓国の場合、通貨ターゲット政策を1990年代半ばまで維持していた。それは、金融自由化が始まったものの、金融革新の環境に金融機関や民間の経済主体の適応が遅かったからである。表1で表しているように、M2指標は1990年代半ばまで物価と高い相関関係を維持してきたので、通貨目標で定めたM2の増加率をその目標範囲内で維持できたのである。

しかし、その後、1996年4月に銀行の信託制度⁽³⁾の改編を行うことによって、金銭信託から流出した資金が銀行の貯蓄性預金へ移るようになった。それは、貯蓄性預金を含むM2の増加率を幅広く引き上げ、中心通貨指標であるM2の不安定性を高める要因になった。

表1 M2増加率に対する目標値と実績値 単位：%

年度	M2目標値	M2実績値	物価上昇率
1979	25	24.6	18.34
1982	20-22	27.0	7.19
1985	9.5	13.9	2.4
1989	15-18	18.4	5.64
1992	18.5	18.6	6.3
1994	14-17	17.6	6.19
1995	12-16	13.7	4.44
1996	11.5-15.5	17.8	4.98

出所：『調査統計月歩』、韓国銀行、各号
但し、物価上昇率は2000年を100として指数化して計算したものである。

表2で表しているように、信託制度が始まって以来、1996年6月から10ヶ月間にわたって金銭信託から流出した資金が19.7兆 Won に至っており、貯蓄性預金の増加は同期間の間にかえって14.3兆 Won で伸びたのである。これを反映して、M2の増加率はだんだん上昇し、96年4/4分期には18.3%まで上昇し、同年の通貨目標範囲を大きく上回ったのである。(表1参照)。これは何らかの通貨政策の変化のないにもかかわらず、金融制度の改編のみで、通貨指標の変化が生じられることを示唆したのである。そのため、中央銀行はM2に譲渡性預金証書(CD)と金銭信託を加えた新しい指標であるMCTを導入するようになった。

表2 銀行の金銭信託と貯蓄性預金の変化量 単位：Won

区分	1995.5-96.3 (A)	1996.5-97.3 (B)	B-A
金銭信託	338,512	190,822	-197,690
貯蓄性預金	143,477	255,110	111,633

出所：『我が国の通貨政策』、韓国銀行(2001)P.70

M3（1998年～現在）

1997年に起こした通貨危機をきっかけにIMF（国際通貨基金）からの資金が流入することによって、中央銀行の通貨政策に対する介入が行われた。すなわち、広義の指標であるM3を参考指標として取り上げ、それに似合う本源的通貨の供給限度を調節する通貨ターゲットの方式をとったのである。

まず、経済成長率と物価上昇率および流通速度の増加率を予測しながらM3の適正増加率を求めた後、M3の通貨乗数を予想して本源的通貨の量を定めることを行った。

通貨危機以後、通貨管理の目標において、IMFと中央銀行との協議の下で、通貨量の調節を行ってきた。しかし、経済環境の変化速度により、M3の通貨指標として対応できない変数がだんだんと高まるようになった。その中で、Won建て為替の安定と輸入需要を抑制するための手段としてとられたのが高金利政策である。これは、実際金融政策の手段を通貨ターゲットからインフレーション・ターゲット⁽⁴⁾への変更したということである。すなわち、中央銀行は通貨量、金利、為替、など多様な情報変数を用いて未来のインフレーションを予測したり、また、実際の物価上昇率が目標値に至るように通貨政策を運用してきたのである。そして、その推移過程を考察しながら政策の運用成果を評価し、市場の期待と反応状況を眺めて、通貨政策の方向を修正するのである。

このように、中央銀行は国際通貨基金との協議を通じて、つまり、公開市場操作金利の上昇
コール金利の上昇 社債金利と銀行の預・貸金利の上昇、などの経路を辿って通貨政策を運用してきたのである。

3．金融政策の波及経路とマクロ経済

中央銀行の金融政策は幅広く、多様な経路を通して実物経済に影響を及ぼすことになる。したがって、金融政策の効果を極大化するためには、運用目標から最終目標まで至る波及経路に対する段階的検証が必要であろう。つまり、国ごとに金融構造やマクロ経済環境、経済発展段階などの差があるので、その状況に応じた政策的な対応が必要である。

3 - 1 . 金融政策の波及経路

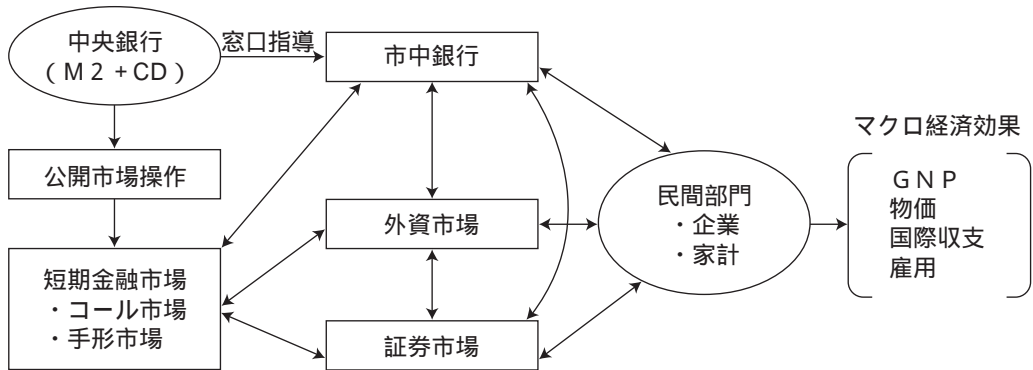


図2 金融政策の波及経路

図2では、金融政策がマクロ経済に波及される経路を「中央銀行」から総需要に作用経路として表している。

金融政策の波及経路は大きく分類して信用経路，資産価格経路，金利経路の三つに分けられる。

金利経路

図2で、表しているように、中央銀行 $M2 + CD$ の動向を調整するため、短期金融市場に働きかける。その経路は次のようである。ただし、 i_s : 短期金利， M : 貨幣供給， i_l : 長期金利， I : 投資， C : 消費， Y : GNP，である。

$$I^s \quad M \quad I^l \quad I, C \quad Y$$

金利経路は二つの段階として区分されるだろう。

第1は、金融政策が銀行部門を通して短期金利，長期金利へ順次的に波及される過程である。

周知のように、銀行部門は短期金融市場での取り引きを通じて資金ポジションの調整を行う。また、銀行部門は「証券市場」との関係を一層密接にし、加えて「外資市場」との連絡を深めている。そして、短期金融市場を通じる本来の金融政策を補完すべく、窓口指導を行っている。中央銀行はその流動性の調整のために多様な市場を用いて政策効果を極大化させようとする。

第二は、金利の構造変化が民間部門である消費，投資などに流れる過程である。企業の投資や家計の住宅購入，あるいは消費財購入などは金利の変化に敏感に反応するからである。

さらに、図2に示されているように、民間部門は銀行部門や証券市場，ひいては「非銀行金融機関」への関係を強化している。民間部門の支出意欲により、投資と消費が具現され、それに政府支出が加えて、短期の景気指標という「総需要」に結びつくからである。その結果、金融政策の究極的な目標である「マクロ経済効果」を達成できるのである。

金融政策の変遷過程と波及経路

韓国の場合、表3で示されているように、中央銀行が1998年からコール金利を政策運用の目標として導入することによって、経済変数間の金利に対する敏感度が高まっている。市場金利間の相関係数の動きが1990年以前に比べ、段々高まり、1998年からは高い相関関係をあらわしている。つまり、通貨量から金利重視の政策運用変化は通貨政策の効果が金利を通して波及できることを示唆するのである。

表3 市場金利間相関係数

区 分	1989-91	1992-94	1995-97	1998-2000
コール - CD 金利	0.73	0.86	0.85	0.99
コール - 社債	0.78	0.78	0.81	0.97
コール - 国債			0.92	0.88
CD - 社債	0.75	0.85	0.84	0.98
CD - 国債			0.90	0.93
社債 - 国債		0.91	0.95	6.19

出所：『我が国の通貨政策』，韓国銀行（2001），P.145

資産価格経路

金融政策は株式や不動産のような資産価格の変化を通じて、マクロ経済に影響を及ぼすことができる。すなわち、金利引下げによる通貨供給の拡大は家計の富の上昇をもたらし、それに伴って消費と設備投資の増加につながり、経済成長が可能になる。富効果の過程は次のような経路を辿るだろう。

$$M \quad (iI^s) \quad P^e \text{ (株価)} \quad \text{家計の富} \quad I, C \quad Y$$

富効果に関する実証分析の結果によると、株価の変動性が激しければ激しいほど消費の変動性も高くなるということである⁽⁵⁾。特に、物価上昇率が10%であれば、民間の消費も0.6%上昇し、消費効果も持続的にあらわれることになる。

信用経路

叙述したように、金利経路、資産価格経路は通貨政策の効果が金融市場の価格変数に影響を及ぼしてマクロ経済に波及される過程である反面、信用経路は通貨量調節という銀行の貸出に影響を及ぼし、マクロ経済に波及される過程である。

その意味で、通貨供給の縮小はすぐ銀行預金の減少につながり、銀行貸出の減少をもたらす。金融市場の萎縮は直ちに実物経済の縮小を起こすことになる。その作用経路は次のようである。

$$M \quad \text{銀行預金} \quad \text{銀行貸出} \quad I \quad Y$$

このような過程は銀行依存度の高い中小企業あるいは家計部門の行動を制約する要因になる。極端的な場合には、銀行の貸し渋り現象が深化できるだろう。

しかしながら、金融自由化の進展により、銀行の資金調達方法が多様化することによって信用経路の重要性は段々弱まっている。なぜなら、中央銀行の引締め政策で貸出預金の減少が生じて、銀行そのものがCDなどを発行して資金調達を行うことができるからである。

実際、信用経路に対する実証分析によると、1980年代には銀行の貸出経路の有効性が大きかったが、1990年代に入ってからはその影響は縮小しているのである⁽⁶⁾。

3 - 2 . 金融自由化による金融政策の転換

前節で叙述したように、政策指標としていわれる金利、マネー・サプライのいずれが重要という問題は金融政策の波及効果をどう考えるかによって異なるのであろう。いずれにせよ、貨幣供給の決定要因はその時代の経済的な状況により、異なるであろう。ところが、貨幣供給を政策的に調整できるとすれば、それが経済活動の效果に及ぼす影響は、大まかに四つに区別されるであろう⁽⁷⁾。

ア、金融政策により、貨幣供給の増加（減少）が生じれば、政府部門や企業部門がその望ましい支出を増加（減少）させることができるだろう。つまり、「貨幣供給の変化 生産物に対する総需要の変化」という経路は所得効果として把握できるであろう。

イ、政策による貨幣供給の増加（減少）は、実際には主として、民間部門の保有する資産と引換えに市中銀行による預金通貨の供給増加を通して行われると考えられる。これは民間部門のポートフォリオに対する「代替効果」にほかならない。

ウ、公開市場操作政策の場合、買い（売り）操作になると債権との取換えにより市中銀行の預金通貨供給が生じ、債権価格の上昇がもたらされるであろう。その結果、債権を売った（買った）人々や企業の保有する資産価格は増加（減少）することになる。これは総需要に変化を生じさせる作用として「資産効果」とよぶことができるだろう。

エ、政策により中央銀行が信用供与の量や条件を変更したことが人々に知られると、企業や家計のなす予想がそれに応じて変化するであろう。その予想の適否のいかに関わらず、それによって産出や物価が影響を受けるはずである。これを「期待効果」と呼ぼう⁽⁸⁾。

このように、中央銀行の行う信用供与や公開市場操作による貨幣供給の増加などの場合には、所得効果と代替効果がともに生じるであろう。しかしながら、資産効果と期待効果は、いずれの場合にもそれに対する民間部門の反応に応じて、随伴的に生じるであろう。したがって、貨幣供給量の変化の效果は、これら(ア)~(エ)の效果の組み合わせであるといえる。

実際、中央銀行の行う貨幣供給量の調整過程を代替効果の概念を用いて、以下のように説明してみよう。一般的に、公開市場操作政策の経路は次のようである。

中央銀行の公開市場操作の課程として「短期利子率 中・長期利子率 金融仲介機関の貸出利子率」という流れは、貨幣供給の変化により貨幣と金融資産との間で「代替効果」が生じることであり、これは、金融市場において、「利子率機構」の作用経路がかなり重要であることを示しているであろう。

ひいては、この代替効果は金融資産から実物資産へと及んでいく重要な媒介になる。すなわち、貨幣供給の変化が利子率機構を通じて金融市場に代替効果を及ぼすにつれて、企業と家計の投資率の増加がもたらされうるのである。

このような利子率機構の波及効果をふまえて金融市場の環境変化により各経済主体の行動がどう変わってきたか考察することも必要であろう。

経済規模の変化による金融市場の環境変化はそれぞれの経済主体の行動を変えるようになった。つまり、金融市場の開放という金融自由化、国際化は中央銀行の金融政策を直接的な方式から間接的な方式へ変えることになり、そのような開放化の流れは各経済主体の動きを自ら変じるようになる。その意味で、政策効果の波及経路は複雑な過程をたどることになる。金融自由化の進展による各経済主体の行動変化は次のようである。

銀行部門の変化

図2で、示されているように、金融自由化というのは短期金融市場に働きかけるものとして、銀行部門の動きが重要になる。つまり、短期金利 長期金利 株価収益率 総需要という作用経路をたどるだろう。金融自由化に伴う銀行部門の変化は次の諸点があげられる。

第1に、資産吸収面においては、以前の預金性資金に比べ、市場性資金への調達依存度が高まっている。すなわち、預金の比重は減っているが、CD や RP 発行を通じる調達方法はだんだんに高まっていく。

第2に、資金運用面においては、以前の短期の運用から長期の資金運用への動きが高まってしまふ。つまり、銀行の主要業務である貸出の競争激化は貸出条件の緩和や長期化をもたらすことになる。表4)で示しているように、金融自由化は大企業の銀行離れを進めるが、相対的に高い金利を適用できる中小企業や家計向けの貸出の増加を引き起こす。特に、これらの貸出比重の増加は、貸出一件当たりの金額を小額化させ、それに伴う経営コストを高めてしまうのである(表4参照)。

金融政策の変遷過程と波及経路

表4 市中銀行の資金運用の対象と金額規模別の貸出比重

単位：%

	1985	1990	1993	1994	1997	1999
大企業	46.9	37.1	33.1	27.5	27.0	20.4
中小企業	35.7	49.8	54.8	54.8	55.8	53.1
家計	8.6	8.3	8.7	14.7	15.2	26.3
公共機関	8.8	4.8	3.2	2.9	2.0	-
1億ウォン以下	26.2	28.8	34.1	38.4	39.5	49.2
1億ウォン以上	11.5	16.8	20.5	20.2	20.1	22.5
5億ウォン超過	62.3	54.4	45.5	41.3	40.4	28.3

出所：韓国銀行『銀行経営統計』，各号

企業部門の変化

金融自由化以後，企業の資金調達パターンは大きく変わりつつある。以前の政策金融より長期的な資金調達を中心に銀行借入に依存した企業の行動が次第に変わり，証券化する傾向が目立つ。表5で示されているように，1990年代に入ってから，銀行部門中心の資金調達から次第に証券市場（海外含む）を通じる資金調達への移行が目立っている。さらに，金融自由化現象は企業の資金調達において海外依存度を高め，海外投資を活性化させる契機になった。

表5 企業の資金調達構造

単位：%

	1970-79	1980-84	1985-89	1995	2001
内部資金	22.8	26.7	35.5	29.2	51.7
外部資金	77.2	73.3	64.5	70.8	48.3
合計	100	100	100	100	100
間接金融	43.0	41.7	40.2	31.8	2.3
銀行	28.2	19.8	22.1	14.9	6.5
非銀行	14.8	21.9	18.1	16.9	-4.6
直接金融	24.0	34.8	47.9	47.9	70.9
株式	16.7	17.9	26.5	17.5	31.8
社債	4.3	10.5	11.2	15.3	22.6
国公債	1.2	1.5	2.5	-0.9	
C P	1.9	4.9	7.6	16.1	8.1
海外借入	14.0	5.0	1.9	8.6	4.4
その他	19.0	18.5	10.0	11.7	22.3

出所：金（2003）『貨幣金融と経済活動』，ダサン出版社，p108

民間部門の変化

家計において、金融自由化は資産選択の幅を拡大させる要因になる。資産選択幅の拡大は次第に安定性よりも収益性を重んじる態度を強くする。このような傾向が現れたのは、金融自由化以後、金融機関の新商品開発による多様な商品とその金融商品間の金利差が生じたからである。金利選好の強まりを反映して、資産構成において、預金の比重の低下とともに次第に信託・保険比重の上昇、証券比重の増加、が生じていった。すなわち、以前の銀行預金の中心から金利の高い信託と証券の方に資金が流れたのである（表5参照）。

家計の行動変化は、経済の実体面を支える「貯蓄から投資への資金フロー」ではなく、流通市場での収益追求を求める「貯蓄から投機への資金フロー」といえるであろう⁽⁹⁾。

3 - 3 . マクロ経済と金融政策

前節で言われているように、金融自由化は金融政策の中心をマネー・サプライから金利重視へに変化させたり、経済主体の自律性を高める契機になった。特に、アジア通貨危機以後、韓国の金融政策は金利操作を通じて行われている。通貨危機以後に生じた韓国の金融政策の過程は、次のようである。

アジア通貨危機は韓国の金融政策に根本的な変化をもたらすようになった。特に、金融政策の実行はIMF（国際通貨基金）との協議の下で行われ、市場重視の体制に変化してきた。

アジア通貨危機以降に、進められてきた金融政策のあり方を経済状況の変動により韓国のケースにあてはまると、次のいくつかに分類できるであろう。

(1) アジア通貨危機直後（景気沈滞期）の金融政策

アジア通貨危機は韓国の金融市場の体制が崩される深刻なものであった。為替の急騰、信用貸し渋りなどによる金融不安の状況では、以前のマネー・サプライでは対応できなかったため、何らかの特段の措置が必要であった。その結果、通貨危機の原因になる外為市場の安定化のための措置として取られた手段が著しい高金利政策であった。すなわち、公開市場操作金利を最高35%にまで引上げ、それに伴う国際市場金利も30%～40%まで急騰させたのである。

このような高金利政策は二つの経路を通して Won（ウォン）建て為替を安定させたのである。第一に、高金利維持政策は国内にあるドルの海外流出を防ぐとともに海外からのドル流入を促進させた。これは、資本収支の改善をもたらし、為替の安定を高めた。第二に、高金利政策は、企業の構造調整とともに、設備投資を抑制させるので、輸入需要の減少をもたらした。すなわち、経常収支の改善にともなって、為替の安定化につながったのである。

1997年12月、1,965Wonまで急騰した Won 建て為替が、通貨当局の高金利政策によりだんだん下がって行き、1998年3月には1,300Wonまで陥ったのである。

金融政策の変遷過程と波及経路

しかしながら、高金利政策は金融市場の歪曲とともに、経済活動の沈滞につながる要因として、銀行の貸し渋り現象の深化を呼び起こす。貸し渋り現象の原因は、高金利による急激な景気沈滞で、企業の現金流れの悪化をもたらす、ひいては企業の不倒の恐れで貸出、それ自体が困難になり、また、銀行そのものの構造調整で、高めた BIS（自己資本比率）基準を充足するために、貸出審査の原則が厳しくなる。それは、結局、貸し渋り現象をもっと深化させてしまうだろう。

このような、高金利政策の影響で景気沈滞の持続は各経済主体の行動を縮小させ、長期沈滞のワナに陥ることになる。

したがって、中央銀行は貸し渋り現象を解消するためには、金利の引下げとともに、市中銀行に対しては、貸出拡大の誘因を提供しなければならない。

その一環として、第一に、中央銀行は公開市場操作金利を引下げ、市場金利の下落をはかろうとした。1998年1月に28%までに至った公開市場操作金利はだんだん下落し、7月には通貨危機以前より低い10.7%まで陥った。第二に、それにともなって、コール金利、社債金利、市場金利も下落して10月に至っては10%以下に陥るようになった。また、金利引下げとともに、中央銀行は市中銀行の貸出限度を拡大し、貸出金利も5%から3%に下げたのである。第三に、中央銀行は信用貸し渋り現象の根本的な解決方法として金融市場を囲んでいる不確実性の解消と市中銀行の信用危険の分散という信用保証制度を導入した。前者の場合は、金融市場の不安定性を解消するための措置として、市中銀行と数多くのノンバンクを退出させ、公的資金の投入とともに銀行の不良債権を整理することになり、後者の場合は、1998年に政府の予算とアジア開発銀行を通じる資金調達として、総2兆5,500億 Won を確保し、銀行貸出の保証に用いたのである。

その結果、1999年度に入っては、銀行の貸し渋り現象がだんだん解消していき、銀行の貸出量も増加し始めるようになった。それに加えて、生産、消費、輸出などの実物指標が増加することによって、表6で示されているように、高い経済成長を成し遂げるようになった。

表6 主要経済指標

区 分	単 位	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
GDP 成長率	%	8.9	6.8	5.0	-6.7	9.5	8.5	3.8	7.0	3.1
消費者物価	%	4.5	4.9	4.5	7.5	0.8	2.3	4.1	2.7	3.6
失業率	%	2.0	2.0	2.6	6.8	6.3	4.1	3.8	3.1	3.4
経常収支	億 \$	-65.1	-230	-81.7	403.6	245.2	122.5	80.3	53.9	123.2
資本収支	億 \$	167.9	233.3	13.1	-32	20.4	121.1	-33.9	62.5	131.3
輸出	億 \$	1,251	1,297	1,362	1,323	1,437	1,723	1,504	1,625	1,938
(増減率)	%	(30.3)	(3.7)	(5.0)	(-2.8)	(8.6)	(19.9)	(-12.7)	(8.0)	(19.3)
輸入	億 \$	1,351	1,503	1,446	932.8	1,198	1,605	1,411	1,521	1,788
(増減率)	%	(32.0)	(11.3)	(-3.8)	(-36)	(28.4)	(34.0)	(-12.1)	(7.8)	(17.6)
ドル保有額	億 \$	293.5	294.2	88.7	485.1	740.5	962.0	1,028	1,214	1,553
対ドル為替	Won	775.7	844.9	1,695	1,204	1,138	1,264	1,313	1,186	1,193
コール金利	年%	12.0	12.0	13.0	15.0	4.93	5.05	4.65	4.18	3.97
国債金利	年%	13.0	12.0	12.0	13.0	7.69	8.30	5.68	5.78	4.66
総合株価指数	point	934.9	833.4	654.6	406.0	806.8	734.2	572.8	757	679.8

出所：「調査統計月報」『韓国銀行』各年度

(2) 景気回復期の通貨政策 (1999-2000)

通貨危機以降、外為市場の安定のために取ってきた高金利政策は、同市場の安定化を進め、その結果、コール金利は下がって行き、1999年度には4.93%まで陥るようになった。表6で示されているように、政府の市場安定対策やコール金利の引下げで、企業の生産活動が活発になり、輸出や経常収支の改善がはじまったのである。特に、金融市場の安定は外為市場の安定とともに総合株価指数の急上昇をもたらし、資産価格の急騰を呼び起こした。景気の短期急騰の恐れで、中央銀行はコール金利目標を現水準で維持するようになった。その後も、景気の流れはよくなり、物価の安定と経常収支の黒字が続いていたのである。ところが、97年7月に韓国の財閥企業である大宇グループの構造調整で、金融市場の不安定が生じるようになった。特に、大宇グループの発行した大規模の社債が第二金融機関である投資信託会社の収益証券に編入されていたので、信託会社に対する不安感が高まりつつあったのである。これは、流動性を確保しようとする投資家の債券売却につながり、社債市場の萎縮を呼び起こしてしまった。結局、社債市場の主要機関である投資信託会社の機能縮小は社債金利(長期金利)の引上げにつながった。それに加えて、実質GDP成長率、国際原資材価格の上昇や賃金上昇などは期待インフレーションを引き起こして長期金利の上昇をもたらしたのである。長期金利の上昇により超短期金利の格差は99年の後半に至っては、6%まで拡大していた。

長・短期金利の格差の拡大は円滑な通貨政策を妨害する制約要素になる。つまり、その過程は、第1に、通貨政策のメカニズム、短期金利 長期金利 マクロ経済の経路を通じては伝達されるが、その格差が大きかったり、相関性がなければ、中央銀行の通貨政策運用が困難になる。

第2に、長・短期金利の格差の拡大は物価上昇の期待という信号になる。第3に、長期金利に比べ、低い短期金利は短期資金に対する需要をもたらす、資金流れの歪曲現象が生じてしまう。

その意味で、長・短期金利の格差を縮めるのが通貨政策の主要な課題になったので、中央銀行は金利引上げという信号を市場に知らせる政策をとるようになった。このような政府の誘導政策、つまり2000年2月、コール金利の0.25%という引上げ政策を取ったが、それに関する反応は鈍くなり、長・短期金利の格差をだんだん縮めることができたのである。これを契機に中央銀行の強力な政策意志は金融市場の不安定を減らす一つの要因になって、金利中心の通貨政策が定着するようになったと思われる。

(3) 景気下落機の通貨政策(2001-)

2001年には入って、米国を始めとする世界経済の沈滞や米国のテロ発生などは政界経済の萎縮をもたらすようになった。アメリカの景気鈍化を反映して米の連邦準備基金の金利引下げを契機に世界の主要な国の中央銀行も金利引下げを発表した。表6で、あらわしているように、韓国の場合、コール金利がだんだん下がって行き、2003年には3%後半まで陥っていた。

しかしながら、アメリカを筆頭に数多くの国が幅広い金利引下げを行ったにもかかわらず、実物経済の回復は鈍かった。それゆえ、通貨政策の有効性に対する意見がわかれるようになった。この問題は、通貨政策のみでは解決できないその他の原因でその解答を探ることができるだろう。すなわち、景気鈍化の性格が以前には需要主導型の景気変動(demand-based cycle)⁽¹⁰⁾であったが、最近の景気変動は重複投資という過剰状態から始まったということである。このような形態の景気下落は金利引下げでは止め得ないので、バブル、あるいは過剰状態の解消が必須的な事項になる。

韓国の場合、コール金利の引下げにより、長期債券金利や銀行の預・貸金利がともに下がっていった、1次的な成果は成し遂げたものの、その効果に関しては相当の時間がかかりそうであった。周知のように、韓国の総GDPの中で輸出の比重が45%まで至っているので、世界市場の沈滞は直ちに国内生産の減少をもたらす。そして、設備投資の高い業種であればあるほど、輸出産業の比重が大きいため、海外需要の減少は輸出のみではなく、設備投資にも否定的な要素になる。

何といても、企業の投資形態が以前には資金調達の可能性や費用に焦点をあてているが、世界化にしたがって事業展望、あるいは対外与件変化により投資計画を変更せざるをえない。このような投資バトンは金利の低さに関係無しに、収益性の補填が最優先されるとき、投資を行うということになる。それならば、景気下落機において通貨政策の役割はなんであろうか？

その意味では、低い金利を維持させ、十分な流動性を供給しなければならないだろう。なぜならば、低金利は今後、潜在投資企業において、直接的な都市誘因を提供したり、金融費用の緩和を通じて収益性向上で、今後設備投資の余力を提供するからである。

反面、低金利は投資家の投資バトンを変更させる要因になる。つまり、低危険 - 低収益を嫌らう

投資家に危険のある社債への投資誘因を提供することになるからだ。これは、企業に対して、長期資金の供給につながり、企業活動の活性化の契機につながるであろう。2001年に信用度の低い BBB 級の社債に対する純発行規模の増大がそれを傍証している。

このように、外部からくるショックによる持続的な景気下落期には、通貨政策のみでは景気回復が困難になるが、通貨政策の役割が過小評価されてはならない。なぜならば、この場合、通貨政策の役割が受動的な状態であると見なされるが、物価安定や通貨量調整などにおいては、強力な政策手段と影響力を持っているからである。

4 . 結 論

金融政策の変遷過程で見られるように、以前の通貨量重視の通貨ターゲットからインフレーション・ターゲットという新しい通貨政策の運用体系が導入された。これは、コール金利を運用目標という金利を重視する金融政策との転換を意味する。

周知のように、金融政策の究極的な目標は経済成長率、物価安定、国際収支均衡、などであるが、これらはその目標に至るようにする運用手段の目標により左右されるであろう。なぜならば、経済規模と経済環境の変化により金融政策の運用手段が変わるからである。

韓国の場合、通貨危機以前の通貨量重視から、98年以後金利重視という政策転換がこれを傍証している。すなわち、途上国の形態である政府中心の経済主導型から先進国型である市場重視という経済体制への転換である。

しかしながら、前節で言われたように、高金利政策の原因で表した信用貸し渋り現象と金融不安から起こる長・短期金利の格差拡大は市場経済体制の金融政策を妨害する要因になる。したがって、今後、市場重視の金融政策を定着させるためには、次の二つの要因が改善されるべきであろう。

第一に、経済に対する予測能力を高める必要がある。通貨政策はタイム・ラグを伴うので、先制的な遂行が要求される。正確な経済予測の為には、収集可能な資料と情報を用いておこなう量的な分析と経済の流れを正確に診断する質的な分析を通じて通貨政策が適切に遂行されなければならない。

第二に、金融市場の発展が必要である。韓国の場合、短い資本主義の歴史に比べ、金融市場は急成長しているし、また市場の多様化や取引きにおいても大きく発展してきた。しかし、金融市場の弱い基盤は、何らかの金融危機は絶えないので、金融市場の持続的な改善が必要である。なぜならば、金融不安で引き起こす金融市場の歪曲現象は市場経済の秩序を崩してしまうからである。特に、金融市場は通貨政策の効果が表す 1 次的な市場であるとともに、これを通していろいろな価格変数が決定される。これらの価格変数は、今後、経済状況に対する市場の展望を含んでいる重要な変数であるとともに、通貨政策の主要な情報になる。

したがって、中央銀行と金融市場の間には相互有機的な関係が必須的な事項であるし、相互間には強調とけん制が要求される。

注

- (1) 韓国の場合、少ない資本を効率的に使用するため、政策当局が輸出企業に対して低金利で貸出を行ったことである。
- (2) 保坂（1977）、「金融政策指標」、4章に負っている。
- (3) この時期の信託制度の主な改定は、満期延長（1年 1.6年）、中度解止の手数料引上げ、信託原本補填の適用対象の減少、などである。
- (4) ある期間の間中央銀行が達成すべき物価上昇率の目標値を提示した後、これに伴う通貨政策を運用する方式である。
- (5) キム・ムン（2001）「株価と消費の関係分析」に負っている。
- (6) チャン（2001）、「我が国の通貨政策の波及経路」を参考した。
- (7) 保坂（1977）、「金融政策指標」、p16~22
- (8) 保坂（1977）、上掲書、p18
- (9) 鄭熙錫（1999）、「証券市場を中心とした韓国・金融経済の分析」、p20
- (10) これは、景気の過熱すれば、超過需要によりインフレーションが発生するが、通貨当局が物価安定のため、金利引上げを行えば、需要の減少の生じ、景気鈍化が行ってしまう。また、インフレーション期待が解消されたとすれば、金利引下げを通して景気の回復が伴うのである。このような型の景気循環には通貨当局の金利調整政策が強力な変数になる。

参考文献

- 朴松春（1995）、「韓国の経済発展と金融の役割に関する研究」、博士学位論文、神戸商科大学大学院
- 鄭熙錫（1999）、「証券市場を中心とした韓国・金融経済の分析」、博士学位論文、神戸商科大学大学院
- 保坂直達（1991）、「金融変革の経済学」、ミネルヴァ書房
- 保坂直達（1977）、「金融政策指標：貨幣供給と金利」『商大論集』、神戸商科大学経済学研究所
- 韓国銀行（2001）、「我が国の通貨政策」、韓国銀行政策企画局
- 韓国銀行、「通貨信用政策報告書」、各号
- 韓国銀行、「調査統計月歩」、各号
- キム・ベンハ、ムン・ソサン（2001）、「株価と消費の関係分析」『経済分析』、第7巻第1号、韓国銀行
- 金・ジハ（2003）、「貨幣金融と経済活動」、ダサン出版社
- チャン・ドング（2001）、「我が国の通貨政策の波及経路」、韓国銀行特別研究室
- M. Friedman, A Theoretical Framework for Monetary Analysis, *J.P.E.*, 1970
- Douglss Fisher, *Monetary Policy*, 1976