

## ■ 研究論文

## 政策金融論の再検討 ——日本と韓国の比較を中心に——

森 晶 寿

はじめに<sup>1)</sup>

近年、日本を含めた東アジアの経済発展の要因に関して多くの議論がなされている。そうした議論の中で、政策金融の成長効果は常に論争となってきた。日本、韓国など少数の経済では比較的うまくいったが、多くの途上国ではいずれも失敗しているからである。

World Bank(1993), Vittas and Cho(1993)では、日本、韓国で政策金融が比較的成功した理由として、両国ともに市場機能補完的戦略(market-friendly approach)を採用したこと、さらに両国に共通する制度的要因があったことを強調している。つまり、政府が金融機関と民間企業を、金融機関が民間企業を注意深く審査することによって、政策金融をより効果的に行うことができたとしている。

確かに制度面、特に政府と民間部門の密接なつながりは、日本・韓国に共通する要因であった。しかし、政策金融を支えた具体的な政府の介入方法は、かなり異なったものである。さらに、両国ともに市場機能補完的戦略を採用し、例えばマクロ経済を安定的にしていたというのは、ラテンアメリカとの比較ではそう言えるであろう。しかしアジアの中で見た場合には、インフレ率は両国間でかなり異なっており、共通の要因とするにはやや無理がある。

そこで本論文では、日本、韓国それぞれの固有の要因を十分に踏まえながら、政策金融を支えた要因について考察し、他の途上国に対する適用可能性について検討する。構成は以下の通りである。第1節では、日本と韓国の狭義及び広義の政策金融の制度<sup>2)</sup>を概観し、政策金融に

よる政府の具体的な介入方法について考察する。第2節では、政策金融のそれぞれの方法が経済成長に及ぼしたであろう効果を4つの視点から考察する。そして第3節では、政策金融を支えた要因を共通のものと各国固有のものに分けて検討し、World Bank(1993)では触れていなかったその両者の相互作用の重要性について考察を加える<sup>3)</sup>。

### I 制度上の特徴

World Bank(1993), Vittas and Cho(1993)では、日本と韓国で政府と民間部門が密接な関係を持ち、頻繁に情報交換を行っていたことを強調している。そしてともに広義と狭義の政策金融のメカニズムをもっていた。そのため、この点のみを取り上げれば、確かに共通の政策機構を持っていたと言える。しかし、政府介入の程度やメカニズムの重心の置き方に関しては、両国の間で大きな相違がある。そしてこの相違は、政策金融の資源配分の効率性に及ぼした影響を考察するうえで重要となる。そのため、その相違を以下政策金融のメカニズムを概説する中で考察しよう。

#### 1 日本の財政投融资<sup>4)</sup>

日本の財政投融资の仕組みは、次のようになっている。まず資金源は、郵便貯金、厚生年金や国民年金等の公的年金、簡易保険及び郵便年金が主なものである。このうち郵便貯金は短期の資金を、簡易保険や郵便年金は長期の資金を主に家計部門から(強制的にはなく)調達していた。一方、公的年金はほぼ強制的に長期の資金を民間部門から調達していた。

融資の側は、主に公庫・公団を通じて行われた。特に高度成長期には、日本開発銀行（JDB）や日本輸出入銀行を通じた融資の割合が多かった。最近では、住宅金融公庫への貸出が最も大きくなっているが、これは政策目標の変化を反映したものである。また各公庫・公団は、融資活動の他貸付に関する保証などの業務も行った。

高度成長期には、金利体系は各種金利規制体系の下、（銀行預金金利→郵便貯金金利→資金運用部預託・貸付金利→JDB基準金利（→長期プライムレート）の順序で高くなるように決められていた。さらに長い満期、拘束預金の必要なし、という条件も加わったために、これらの融資は、民間融資より有利な条件で行われた。

このことから、財政投融資は公的金融仲介システムとして、金利に関して短期から長期への期間変換を行っているといえる。ただ、期間変換機能を政府が行う場合、民間金融機関のように短期金融市場で流動性調節を行うことはできない。そのため、それに伴うリスクをすべて政府が負担しなければならない。この負担は、郵便貯金特別会計が一定期間赤字を負担するという方法か、あるいは一般会計や特別会計から出資、利子補給、交付金を支払うという方法でなされた<sup>5)</sup>。

## 2 日本の低金利政策

日本の低金利政策の定義については、様々な議論がある<sup>6)</sup>。本論文では、韓国との比較のため、各種金利規制に加えて社債の割当政策による長期資金創出政策をも含めたものを、低金利政策として考える。

貸出金利規制は、規制によって貸出金利を市場金利より低く設定し、資金借入企業の借入費用を減少させて民間企業投資を促進させることを目的としている。しかし、そのことは民間銀行にとっては利鞘の減少即ち営業利潤の減少を意味する。そのため、銀行の負債項目である預金金利も市場金利より低い水準に設定した。

社債発行は、起債会によって嚴重にコントロールされ、都市銀行を中心とするシンジケート団に市場流通価格を上回る価格で割り当てられていた。その代償として、引受銀行は社債を担保とした低利の日銀借入を行うことができた。このメカニズムは、長期の資金を供給する長期信用銀行の金融債についても適用された。この意味で、政府は日銀の低利信用供給という隠れた補助金を用いて、長期資金の供給を行ったと言える。

要するに、日本の低金利政策は、民間金融機関の存在を前提にし、そのインセンティブを多少なりとも考慮に入れたうえで行われた、と言うことができよう。

## 3 韓国の財政投融資

韓国の財政投融資の仕組みは、次のようになっている。機構は資金管理特別会計と国民投資基金その他政府諸融資基金とから成る。資金源は、資金管理特別会計は財政借款資金が大部分を占める。財政借款資金には外国援助・借款からの資金が充当されることから、外国の貯蓄にほぼ依存すると言える。また国民投資基金は、金融機関貯蓄性預金と各種公的年金・生命保険が主要な財源となっている。

資金運用面では、日本とは対照的に、財政投資が圧倒的な割合を占め、財政融資はごく僅かな部分を占めたに過ぎなかった。それでも、財政融資は韓国産業銀行（KDB）、韓国輸出入銀行を含む特殊銀行へと貸し下げられた。貸出金利は民間非優遇貸出よりも低く、時にはインフレ率より低いこともあった。

このことから政府は、外国資金の国内配分という資金配分機能と同時に、金融機関の資金を借入して産業銀行から資金を供給するという部門別・期間別の資金変換機能をも担っていたと言えよう。しかし後者の機能に関しては、民間金融をクラウド・アウトするという弊害を持つとともに、期間変換に伴うリスクを政府がすべて負担することになる。このリスクは、政府一般会計からの利子補填によって負担された。

また、政府金融機関の中心的存在であるKDBは、資金管理特別会計からの資金及び各種基金の運用や、外貨融資に対する支払い保証を行った。そして、1973年に重化学工業への融資を目的とした国民投資基金が設立され、その資金運用も行ったことから、1970年代後半から重化学工業への一層の傾斜的融資を行っていった。

#### 4 韓国の選択的信用統制

韓国では、商業銀行も1970年代までは国有であった。そのため、政府の貸出、人事面におけるコントロールは日本と比べて大きかった。そこで、預金銀行としての本来の業務に加えて、政策的な開発金融をも担うことになった。具体的な形態については、以下の3つが挙げられる。

- ① 再割引及び利子差補填：韓国銀行が優遇再割引をしたもの、あるいは政府が預貸金利差を補填するもの。
- ② 指示金融：資金的裏付けはないが定められた融資目的・融資条件に従って融資しなければならないもの。
- ③ 特別長期貸出：1972年の「経済の安定と成長に関する緊急命令」によって、金融機関が融資していたものを長期低利の条件で貸し変えたもの。

このうち、韓国の経済成長との関連で重要なのは、韓国銀行の優遇再割引制度である。その中でも輸出支援金融は、韓国の経済成長の原動力となった輸出を金融面から優遇支援してただけに重要である。融資対象は、初期には特定の輸出業者のみであったのが輸入中間財の購入や輸出業者の設備購入まで拡大され、かなり広範に適用されるようになった。また再割引の割引率は、国内割引率はおろか国際市場金利よりも低く、かなりの割合の利子負担が補助されていた。さらにこれは、金融政策の動向に関係なく、一定の条件を満たせば自動的に優遇融資を受けられるという制度であった。このため、輸出支援金融は最も優遇された政策金融形態であり、かつ最も利用度の高い政策金融形態となっていた。

これらの政策的措置に加えて、商業銀行は政府の間接的な指示の下、韓国産業銀行の金融債や国民投資基金に対する債券を引き受けることによって資金供与を行った。そのうえ、国民投資基金の貸出業務の一部をも担当することになった。このため、商業銀行はより一層開発金融機関としての性格を強めていった。

以上日本と韓国の政策金融のメカニズムは、次の2点に要約される。

- ①日本では、政策金融の中で財政融資が最も重要な位置を占めた。それは事実上政府のリスク負担によって資金の期間変換機能を担っていた。
- ②韓国では、政策金融の中で韓国銀行の優遇再割引制度が最も重要な位置を占めた。これは国有化された商業銀行を通じて行われたため、政府介入はより広範に行われ、かつ程度も大きかった。

## II 政策金融の経済成長に対する効果

World Bank(1989)では、政策金融を次の点から批判している。①資金が意図した受益者に届かなかつたり、借手が資金を政府が意図したとおりには使われない。②金融部門の資源配分機能の効率性を減少させ、また審査能力向上などの効率性を高めるための努力を怠る。③借手の債務返済意欲を弱める。④優遇信用に適用される金利は非優遇信用に適用される金利と大きく異なるため、そこには多額の隠れた補助金が存在する。

一方、海外経済協力基金(1991)では、次の場合には政策金融を正当化できるとしている。①金融部門が十分に発達しておらず、市場金利が資金配分の効率化にあまり貢献しない。②資本市場での市場の失敗が顕著であるため、経済にとって有益であるがリスクが大きい外部性が大きい投資の水準が過小となる。つまり資源配分の「動学的」効率性が達成できない場合である。

本節では、日本と韓国の政策金融がこれらの

点からそれぞれどう評価されるかを検討する。具体的には、第一に政策対象とされた分野に融資がなされたか、第二にネットでの投資は増大したか、つまり公共部門は民間投資を圧迫しなかったか、第三に資源配分の「静学的」効率性にどのような影響を及ぼしたか、そして最後に、資源配分の「動学的」効率性にどのような影響を及ぼしたか、である。

## 1 政策対象とされた分野に融資されたか？

まず、資源配分の効率性は抜きにして、政策金融が意図した対象への資金供給に成功したかどうかを考察する。政策金融による資源配分の効率性については、2以降の各小節で考察する。

意図した対象への資金供給について World Bank(1993)は、日本と韓国は、他の途上国とは異なり、概ねうまくいったとしている。その理由として、プロジェクトの企画・評価・審査に対する強力な制度的能力を持ち、かつ主に経済的考慮に基づいて融資を行ったことを挙げている。つまり、日本では、JDBを初めとする政府系金融機関が民間商業銀行と同等かそれ以上の審査能力を持ち、かつ民間商業銀行と密接な関係を持ちながら投資対象の審査を行った。一方韓国では、月例輸出促進会合等で政府・銀行・企業間での情報の収集・交換が行われ、かつ輸出業績を基に輸出信用の供給を決めるというインセンティブ・メカニズムを設定した。そして、特に重化学工業や輸出促進では利子補助額が大きかったために、意図した対象へ投資を向けるインセンティブも大きかった。

このため、対象分野外の企業を選定したり、融資を受けた企業が他の用途に資金を利用することは、比較的少なかったと思われる。

## 2 民間部門の純投資の増加につながったか？

しかし一方で、1つの疑問が生じる：政策金融が仮に行われなかったとしても、民間部門は対象とされた分野に積極的に投資を行ったのではなからうか。言い換えれば、政策金融は民間部門の投資を効果的に誘導したのであろうか？

この疑問に答えるために、公的投資としての財政投融資が民間投資にどのような影響を及ぼしたのかについて、考察をしよう。

### (1) 日本の財政投融資の民間投資への効果

日本の財政投融資は、様々な分野で様々な投資対象に向けて行われている<sup>7)</sup>。ここではその中から、高度成長期に民間部門の設備投資に向けられた政府金融機関の融資を中心に考察しよう。

財政投融資が民間企業の設備投資に及ぼした効果を直接推計したものとして、小椋・吉野(1985)がある。彼らは、高度成長期には海運、電力、輸送用機械の3産業では設備投資が誘発された割合は大きい、それ以外の産業では資本設備量を限界的に数パーセントしか動かさなかった、と結論を出している<sup>8)</sup>。

また堀内・大滝(1987)の計測においても、同様の結論が出されている。ただし、財政投融資のみでなく長期資金供給全体で計測している点を考慮に入れる必要がある。彼らの推計によれば、鉄鋼、紙パルプ等少数の製造業及び電力では、長期資金供給が設備投資を規定したという仮説は支持される。しかしその他多くの産業では、この仮説は支持されず、したがって金融機関からの資金供給に規定されることなく成長を遂げた、としている。

この2つの計測結果によれば、政府金融機関の融資は民間設備投資に直接的にはほとんど影響を及ぼさなかったようである。では、そのシグナリング効果、即ち民間金融機関の貸出に対する誘導効果についてはどうであろうか。

World Bank(1993), Page and Petri(1993)では、JDB融資の持つシグナリング効果及びリスク負担効果を高く評価している。つまり、日本の財政投融資は融資全体に占める割合は相対的に少なかったために、マクロ経済を不安定にしたり、金利体系を著しく歪めることはなかった。さらに政府が各種審議会を通して明確なヴィジョンを立て、そのヴィジョンに沿ってJDBは貸出を行ったために民間金融機関からの補完的

融資を促進することができた、と評価している。

また日向野(1984)も、JDB融資による資金誘導は重点的資金配分の方法として精妙に機能したと評価している。つまり、JDBは融資を行う際に審査結果と政策方針という2つの情報を同時に顕示することになる。そしてこの情報が民間金融機関の期待に影響を及ぼし、その貸出方針を変化させる。情報の持つこうした外部効果のために、JDB融資はうまく資金誘導を行ったと評価するのである。

しかし、心理的にはともかく、実際の民間投資への効果はほとんどなかったのかもしれない。堀内・大滝(1987)では、グレンジャーの因果性テストによってこの効果を検証している。彼らの推計では、過去のJDB融資が民間金融機関融資を誘導したとみなせる産業は、鉄鋼、農林水産業、陸運である。また同時点因果関係を含めて考えると、それらに加えて電力、海運への誘発効果も比較的高い。しかしその他の産業では誘発効果は明らかではなく、結論としては、政府金融機関に期待される誘導効果の存在は曖昧としている。

こうした議論から、財政投融資の民間部門設備投資への誘導効果は、高度成長期には少数の産業で、しかも僅かながらにしか存在しなかったと言えよう。そして、政府金融機関融資が次第に衰退・中小企業や地域開発に向けられたことを併せて考えると、日本では、少なくとも成長産業の投資に対しては、直接的な誘発効果はもとよりシグナリング効果でさえもほとんど存在しなかったと考えられる。

#### (2) 韓国の財政投融資の民間投資への効果

韓国では、財政投融資資金のうち60~85%を投資が占め、残りを出資と融資とが占めていた[伊東(1983)]。そのため、財政投融資額は対GNP比で日本とそれほど変わらなかったにもかかわらず、財政融資の役割は選択的信用統制と比べてはるかに小さいものであった[Collins and Park(1989), Vittas and Cho(1993)]。では、政府投資が民間投資に及ぼしたか効果は、どのよ

うなものであろうか。

Sundararajan and Thakur(1980)は、政府投資のクラウドイング・アウト効果を推計している。その推計結果では、韓国では、政府投資が市場利子率を上昇させたために、短期的には民間投資を少し押し退けた。しかし、まさにその利子率上昇が民間部門の資本利用の効率性を高め、さらに政府投資が民間部門の産出への需要を創出したことから、民間部門の投資は増大し、質も改善した。その結果、長期的には民間部門の投資増大は政府投資のクラウドイング・アウト効果を上回った、としている。

この推計のみで判断するのは難しい。しかし、韓国では財政投融資が1970年代には主に重化学工業推進のためのインフラ整備に用いられたことを考慮すると、貯蓄と金融仲介を切り離して考えた場合には、民間投資を代替した可能性は少ないと言えるのではなかろうか。

### 3 資源配分の「静学的」効率性への影響

#### (1) 日本の場合

まず、非優遇民間部門の投資への影響を考えよう。日本の財政投融資は、郵便貯金を主要な財源としていたが、それは銀行預金よりも金利が高かった。そのため、郵便貯金の増加によって銀行預金が減少すれば、その分だけ非優遇民間部門の投資をクラウド・アウトする可能性が高い。

この点については、吉野(1987)がモデル分析を行っている。その結果では、財政融資が収益の低い補償的な分野に向けられ、かつ財源を郵便貯金等の資金吸収の増加によって賄う場合には、民間金融機関の貸出金利に及ぼす効果は曖昧である、としている。

他方で、日本の財政投融資は、民間企業への財政融資以外の資金供給経路を抜きにして考えることはできない。堀内・大滝(1987)では、重化学工業における有利な条件での社債発行とその他の産業への政策金融による融資という補完関係の存在を指摘している。また寺西(1991)では、政策金融の衰退部門・中小新企業への政策

融資と民間銀行部門による近代部門への融資との補完関係を強調している。こうした補完関係の存在は、非優遇民間部門の投資が著しくは抑圧されていないことを意味する。

貯蓄に及ぼした影響はどうであろうか？ 日本では、以下2つの理由から低金利政策は高度成長期には貯蓄、及び銀行預金をほとんど抑圧しなかったと言える。1つは、実質金利が僅かながら正の値をとったことである<sup>9)</sup>。このことは、インフレ率が非常に低かったことから説明できる。つまり、財政面では高度成長によって一般会計が自然増収となり、また財政投融资への補助額が相対的に少なく歳出を圧迫しなかったために、途上国でよく見られるような大幅な財政赤字は発生しなかった。そして金融面では、日銀の政策スタンスが「受け身」ではなかった [Horiuchi(1984)]。このため、インフレ率を低率に抑えることができ、各種金利を低水準に抑えても実質金利が正の値をとることを可能にした。

さらに重要なのは、高度成長期の日本では銀行の預金金利に対する需要の弾力性が非常に低く、銀行預金から他の金融資産への資金シフトがほとんど起こらなかった点である [寺西(1982)(1991), 堀内(1985)]。この理由として、次の2つが挙げられる。

- ・非金融部門の保有する金融資産残高が非常に低い。
- ・非金融部門が利用可能な代替的金融資産が、債券市場の未発達、内外市場分断規制の存在、未組織金融市場の消滅のために存在しなかった。

最後に、金融仲介の効率性について考察しよう。貸出金利規制は、拘束預金要求等の存在により民間投資促進措置としては事実上無効となっていた。そのため、貸出市場は事実上競争的であり、貸出資金の配分は効率的であったと言える。同時に預金金利も低水準で規制されていた。しかし、こちらは単に民間金融部門に経済的レントを与えていただけの可能性が強い [Horiuchi(1984), 堀内(1993)]。またその他の規

制も競争制限的に作用するものであった。そのため、銀行部門は組織的には非効率であった可能性が高い。

日本の政策金融では、政策金融による「静学的」資源配分への介入の弊害は非優遇民間部門の投資、民間貯蓄、金融仲介の効率性のどの点においても比較的少なかったと言えよう。

## (2) 韓国の場合

韓国では特に1970年代半ば以降、重化学工業推進政策を行った。この推進のため、政府は重点産業育成法の制定や重化学工業基地を設定し、参入企業に対して税制や韓国銀行の優遇再割引を用いた優遇貸出等の特典を供与した<sup>10)</sup>。財閥を中心とする韓国の民間大企業は、この分野に参入することによって多額の低コスト資金を手に入れた。さらに大企業は外国借入へのアクセスが比較的容易であったため、低コストの資金を潤沢に手にすることができた。そのため、他の産業や中小企業は、優遇金利が存在しなければ課されたであろう水準よりも高い水準の金利を借入の際に課され、その活動に制約を受けた可能性が高い。

その一方で、中小企業への信用供与措置も取られた。即ち、まず中小企業銀行を設立し、次いで商業銀行に対して中小企業への信用供与割合に関する最低限を設定した。その結果、中小企業の投資活動は僅かながらも促進された。他方で大企業は銀行からの借入を行いにくくなったが、外国借入や社債発行で代替したため、その活動に制約を受けることはなかった [Leite and Vaez-Zadeh(1986)]。

しかし、この措置によって中小企業の資金不足が解消されたわけではなかった。なぜなら、大企業であっても、運転資金は商業銀行からの借り入れに頼らざるを得なかったからである。その一方で預金金利は低水準に規制されていたことから、国内貯蓄は銀行預金ではなく、むしろ市場金利を反映した未組織金融市場に集まった。そのため、中小企業は未組織金融市場から高金利で資金調達せざるを得なかったのでは

る。つまり、中小企業は大企業や輸出産業への優遇金利供与による高負担を多少なりとも強いられたのである。

次に財政負担について考察しよう。国民投資基金は、その資金を主に金融機関の貯蓄性預金から調達し、低利で対象とされた投資分野へ融資したため、逆鞘となっていた。そこで、政府は金融機関の赤字を補填したが<sup>3</sup>、重化学工業促進政策に伴って金融機関が融資を増大させるとともに、財政負担を高めていった。

また韓国銀行の優遇再割引制度、特に輸出支援金融と重点産業育成法による支援措置は、一定の条件が満たされれば自動的に企業に供与されるものであった。そのため、政府は事実上マネーサプライをコントロールすることが不可能になった。この結果、景気対策手段としての他の金融政策手段は無効となり、かつ経済は常にインフレを起こしやすい体質になっていた〔伊東(1981)(1983)]<sup>10</sup>。

これらのことから、韓国の政策金融は常に財政を圧迫しインフレ圧力をかけていた、と言える。

最後に、金融仲介の効率性について考察しよう。まず商業銀行は、開発銀行としての役割を担うことになったために、収益が圧迫されることになった。そこで韓国銀行の信用に過度に依存することになった。また同時に、商業銀行は経営の効率性やサービスの質を無視し、プロジェクトのスクリーニングや貸出先企業の審査の努力を怠るなど、本来の自主的融資政策に基づく資金の最適配分を犠牲にしてきた〔伊東(1985)]。

こうした商業銀行の態度が、政府の重化学工業推進政策に加えて、一般企業家に安易な借金漬けの経営態度をとらせることになった。その証拠として重化学工業推進期間には、韓国企業の自己資本比率は軒並み低下したことが挙げられる〔伊東(1987)]。この結果、重化学工業部門には「過大」で「重複的」な民間投資が誘発され、80年代初頭の不況時には商業銀行に多額の不良債権を残すことになったのである。

以上の議論をまとめると、韓国では、政策金融に伴う非優遇部門の投資減少や貯蓄低下という弊害及び金融仲介の効率性の低下は、比較的大きかったと思われる。しかし、こうした弊害は、経済が困難な状況に陥ったときに柔軟な経済政策調整を行ったために、最小限に抑えることができたものと思われる。

#### 4 資源配分の「動学的」効率性を達成したか？

この点は、政策金融の有効性の議論にとって決定的である。なぜなら、政策金融の正当性を擁護する最も有力な議論は、途上国では資本市場での市場の失敗が顕著であるため、社会的収益率が私的収益率を上回っていてもそこに投資が向けられない、というものであるからである。しかし実際にこうした投資が行われ高い社会的収益率を享受したかどうかは、直接実証することはできない。そこで、次の点を考察することによって傍証することにしよう。つまり、政府が投資のリスクを部分的に負担したことによって、民間部門が国際競争力をつけたかどうかである。

少なくとも韓国の場合には、政府が事実上のパートナーとして企業の意志決定に参加することにより、明示的ではない政府-産業-銀行間共同保証スキームを作っていた〔Park(1990)]。このことは、短期間で国際競争に耐え得る大企業を育成することができた一つの説明とはなり得る〔Vittas and Cho(1993)]。

しかし、このリスクシェアリング・スキームが経済全体として必ず減少させるとは限らない。政府の資源配分政策が誤っていれば、経済全体としてはむしろ増幅され、政府と民間部門の「共倒れ」の危険が高まるのではなかろうか。

韓国では、このリスクをも比較的小さく抑えることができたと考えられるが、その理由の一つとして、輸出志向戦略を挙げることができよう。なぜなら、輸出という一つの国際競争力指標で企業業績を審査することは、金融機関の審査能力の蓄積にかかるコストを抑えながら企業

業績を把握することを可能にしたからである。さらに、輸出志向戦略の下では資源配分政策の誤りによるコストが早く現れる [Krueger (1990)] ために、政府はこのコストを早期に認識して、柔軟な政策対応を行っていたからである。

このことから、政府の民間投資リスクの負担は、そのみで民間企業の競争力を高める効果を持つとは一般的には言えない。むしろリスク負担による好循環を支える別の条件の方が重要であると思われる。

本節では、政策金融の経済成長に対する効果を4つの点から考察してきた。考察の結果として次のことが言える。

- ①日本、韓国とも資金は意図した受益者に届いた。借手は資金をだいたい政府の意図どおりに使ったと思われるが、推測の域を出ない。
- ②財政投融資は貯蓄や金融仲介を切り離して考えた場合には、民間投資をクラウド・アウトする効果をほとんどもたなかったと言える。しかし、民間企業の自発的投資を増大させたかどうかについてはは、疑問が残る。
- ③資源配分の「静的」効率性に関しては、日本では郵便貯金の存在、一般会計の自然増収、金利非弾力的な貯蓄の存在などの要因により、その弊害は比較的大きくならず済んだ。しかし韓国では、財政を圧迫しインフレ圧力をかけると同時に、金融仲介の効率性も大きく損なわれた。
- ④資源配分の「動的」効率性に関しては、政策金融による民間投資の部分的リスク負担が企業の国際競争力を高めた主要な要因であったという評価はできない。

### III 政策金融の基礎的条件

本節では、前節での検討を踏まえて、政策金融がうまく機能した要因を取り上げて考察する。以下ではまず日本、韓国に共通する要因を、次にそれぞれの国に固有の要因を考察する、そして日本や韓国の政策金融の経験が、他の途上

国にも適用可能であるかどうかを考察しよう。

#### 1 共通の要因

共通の要因については、まず政府主導の内部組織、即ち各種審議会の形成が挙げられる。例えば、Vittas and Cho(1993)では、各種審議会の存在が政府-民間企業間の情報交換を促進した。政府はそこで収集した情報その他によって、明確なビジョンを打ち出した。そしてこれと同時に、政策金融によるシグナルを与えることによって、政府-金融機関-民間企業間の明示的ではないリスクシェアリング・スキームを形成し、この三者の間に存在する不確実性のある程度取り除いた、としている。

また明確な評価・審査方法を確立したことも、共通の要因と言えよう。つまり、両国の政策金融は、主に純経済的な視点から民間企業を対象にして行われた。そのため、政治的考慮による公企業への政策金融は、他の途上国に見られるほど多くはなかった。そして、企業業績を審査の判断基準にし、また頻繁に企業に対するモニターを行った。この結果、資源配分の効率性がさらに低下することを避け、リスクシェアリング・スキームが「共倒れ」になるのを防止した。

こうした要因が、政策金融をうまく機能させるための一つの必要条件であることは否定できない。しかし、特に政府の介入の仕方や程度、及びその結果としてのマクロ経済の安定度や金融仲介の効率性に関しては、両国の間で大きな相違が存在する。次の小節でこの点について考察する。

#### 2 マクロ経済安定と政策金融との両立の条件

##### (1) 日本の場合

財政投融資については、郵便貯金や公的年金等、民間の貯蓄でありながら政府が運用先を決めることのできる資金源の存在が大きかったと言えよう。そして、それらの資金が特別会計の枠の中で原則的に独立採算性をとったために、財政負担は比較的小さく済んだ。さらにその



財政負担も、当時は歳入が自然増収となっていたために、他の歳出項目にほとんど負担をかけることなく受け入れることができた、と言える。

低金利政策については、ハイ・パワード・マネー供給による金融政策と長期資金創出機能が相互に独立性を保つことができた点が重要である。つまり、長期資金創出のため都市銀行は社債を市場流通価格を上回る価格で割り当てられたが、その負担にちょうど見合うだけ低利の日銀信用を受けることができた〔寺西(1982)〕。その一方で、社債発行は厳重に管理されていたため、過度に多くの低利日銀信用を供与することにはならなかった。そのため、マネーサプライの管理が不可能になることにはなかった。

このように日本では、政策金融は財政拡大にもマネーサプライ拡張にも圧力をかけなかったため、インフレを発生させることはなかった。そのため、政策金融とマクロ経済の安定を両立させることができたのである。

さらに、第2節で見たように、高度成長期の日本では金融貯蓄の金利弾力性が低かった点も重要である。なぜなら、そのために民間銀行預金から他の金融資産への貯蓄のシフトが生じず、民間銀行は自主的な融資政策に基づいた金融仲介業務を阻害されなかったからである。このため、金融仲介の効率性に及ぼす影響も比較的少なくて済んだ。

## (2) 韓国の場合

韓国では財政投融资を実施するうえで、多額の外国援助・借款の存在が決定的に重要であった。国民投資基金設立以前には、財政借款資金、即ち外国資金が調達資金の9割近くを占めていたからである。そして外国資金のほとんどが韓国と特殊な関係にあったアメリカと日本からのものであったという事実を無視することはできない。

選択的信用規制については、金融政策が政策金融と独立には行い得なかった点が重要である。特に輸出支援金融は、一定の輸出業績基準を満たせば自動的に供与されるというまさにそ

の性質のゆえに、金融引締政策を行ってもマネーサプライは拡大し続けた。そのため、インフレ率を上昇させる傾向を持ち、マクロ経済を不安定にした。

また、商業銀行は国有化されており、優遇信用を供与する役割を担った。そのため、自主的判断に基づく融資は行えなかった。さらに開発金融の一部をも担うことになったが、それに伴う長期の貸出のために赤字となることもしばしばあった。この赤字を補填すべく政府は様々な措置を取ったが、そのことが政府の資源配分への介入度をさらに大きくすることになった。そのため、金融仲介の効率性は大きく阻害されることになったのである。

両国のこうした相違は、単なる政策スタンスの違いではない。その背後には、両国の置かれた初期条件の相違が厳然として存在するのである。そのために、同じように見える政府と民間部門との密接な関係という枠組も、実際には政府介入の仕方や程度、したがって政策金融が機能するために政府が果たした役割も大きく異なっているのである。その結果として、マクロ経済の安定や金融仲介の効率性に及ぼした効果も異なっているのである。

## 3 他の途上国への適用可能性

では政策金融が、World Bank(1993)、Vittas and Cho(1993)で指摘する政府主導の内部組織の形成と審査能力の構築を行うことのみで、他の途上国に適用することができるのであろうか？

この点に関しては、次の2つの理由から悲観的にならざるを得ない。一つは、政策環境の変化である。具体的には、世界経済が統合される中で内外金利の分断ができにくくなり〔World Bank(1993)〕、継続的な対外借入ができない〔Collins(1990)〕ためである。

二つめは、審査能力の問題である。経済的観点からの審査抜きにして政策金融はうまく機能することはない。しかし、韓国が行ったように、民間企業の輸出業績を審査基準とすることも問

題がある。なぜなら、その実効力を高めるためには、優遇信用供与のように民間企業が情報を提供するためのインセンティブを供与しなければならない。韓国では、まさにこのインセンティブ供与がマクロ経済の不安定を招いたのである。

金融機関の審査能力を高めるには、単に制度を導入しさえすれば良いというものではない。多くの人的資源を投入し、長期間試行錯誤を繰り返しながら培っていくものである。この点で政策金融に課される制約は非常に厳しいと思われる<sup>12)</sup>。

こうした点を考慮に入れると、政策金融を他の途上国で行うためには、現在の途上国の状況に見合った制度や政策体系を構築して行かねばなるまい。この意味で、唯一正しい政策金融の方法というものは、存在しないのである。

## おわりに

本論文では、World Bank(1993)で比較的成功したと評価されている日本と韓国の政策金融について、それが経済成長にもたらした効果、及びそれがうまく機能した要因について検討を行った。政策金融の経済成長への効果について以下のような結論に達した。

- ①日本、韓国とも資金は意図した受益者に届いた。借手は資金をだいたい政府の意図どおりに使ったと思われるが、推測の域を出ない。
- ②財政投融資は貯蓄や金融仲介を切り離して考えた場合には、民間投資をクラウド・アウトする効果をほとんどもたなかったと言える。しかし、民間企業の自発的投資を増大させたかどうかについては、疑問が残る。
- ③資源配分の「静的」効率性に関しては、日本では郵便貯金の存在、一般会計の自然増収、金利非弾力的な貯蓄の存在などの要因により、その弊害は比較的大きくならず済んだ。しかし韓国では、財政を圧迫しインフレ圧力をかけると同時に、金融仲介の効率性も大きく損なわれた。

- ④資源配分の「動的」効率性に関しては、政策金融による民間投資の部分的リスク負担が企業の国際競争力を高めた主要な要因であったという評価はできない。

政策金融が機能するかどうかについては、各国の初期条件により大きく依存すると結論づけた。具体的な機能の仕方については、共通する部分はあるものの初期条件に帰因する両国の相違が非常に大きいからである。このため、唯一正しい政策金融の方法というのは存在せず、現在の途上国の状況に見合った政策体系の構築こそが必要なのである。

## 註

- 1) 現在の日本の援助は、低金利借款という形態を採用しているが、この背景には、日本の高度経済成長期の政策金融の経験がある。そのため、低金利借款が有効に機能するかどうかを検討する際には、政策金融がどういう前提の下でどのように機能したかを検討する必要がある。本論文の背後には、こうした問題意識がある。
- 2) この分類は、金融・資本市場研究会（1991）で行われたものに従った。
- 3) 本論文では、政策金融の役割に焦点を絞ったために、政府が民間企業の活動に影響を及ぼすもう一つの重要な経路である、租税上の優遇措置については触れなかった。この措置に関しては、制度については、小椋・吉野（1984）及び和田（1992）を、民間投資への影響については、小椋・吉野（1985）を参照。
- 4) 本論文では、制度の説明は必要最小限に止めた。日本の財政投融資制度の包括的な説明は、松浦（1991）を参照。
- 5) こうしたシステムの原型は、戦時中の統制経済下で作られていった。詳しくは、植田（1993）参照。
- 6) Honuchi（1984）は、公定歩合や預金金利がコール・マネー・レートよりはるかに低い水準におかれたという関係を強調している。一方寺西（1982）は、各種金利規制と公社債券発行規制とを組み合わせた人為的重複金融仲介のメカニズムを強調している。
- 7) 日本の財政投融資の重点分野の変遷については、小椋・吉野（1984）を参照。

- 8) 造船業に関しては、別の見解も出されている。米澤(1984)では、推計の結果から、開銀・輸銀融資の設備投資拡大効果はかなり微妙としている。
- 9) 期間とインフレ率の取り方によっては、実質金利は日本でも韓国でも負値になったとも言える。World Bank(1993)は、1953-91年の日本の実質平均預金金利は負値であったとしている。またCho(1988)は、韓国の実質金利は1970年代には負値であったとしている。
- 10) 具体的な支援措置と供与条件については、小島・渡辺(1983) pp.96-97を参照
- 11) 高阪(1987)では、これはむしろ韓国が基本的には受容的(accomodative)な金融政策によって高インフレを容認してきた結果、としている。
- またこうした議論とは別に、輸出支援金融は、企業の輸出業績を基準にして次の支援額を決めるという企業審査の制度的メカニズムを作り出したという点を評価するものもある[例えば、World Bank(1993)]。
- 12) この点に関しては、政策金融とは無関係に言えることなのかもしれない。

## 参考文献

- 伊東和久(1981)「政策金融」と「金融政策」『アジア経済』Vol.22, No.9, pp.35-53.
- 伊東和久(1983)「韓国の経済成長と産業開発金融」伊東和久編「発展途上国の産業開発金融」アジア経済研究所。
- 伊東和久(1985)「韓国の開発金融と商業銀行」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。
- 伊東和久(1987)「韓国、台湾の金融政策と企業金融」『アジア経済』Vol.28, No.12, pp.35-53.
- 植田和男(1993)「金融システム・規制」岡崎哲二、奥野正寛編「現代日本のシステムの源流」東京大学出版会。
- 小椋正立、吉野直行(1984)「税制と財政投融資」小宮隆太郎、奥野正寛、鈴木興太郎編「日本の産業政策」東京大学出版会。
- 小椋正立、吉野直行(1985)「特別償却・財政投融資と日本の産業政策」『経済研究』Vol.36, No.2 pp.110-120.
- 海外経済協力基金(1991)「世界銀行の構造調整アプローチの問題点について」『基金調査月報』Vol.73 pp.4-11.
- 金融資本市場研究会編(1991)『アジアの金融・資本市場』社団法人金融財政事情研究会。
- 高阪章(1987)「アジア諸国の金融自由化とそのインパクト」『アジア経済』Vol.28, No.12 pp.6-34.
- 小島清、渡辺利夫(1983)「重化学工業化と地域統合」朴宇熙、渡辺利夫編『韓国の経済発展』文真堂。
- 寺西重郎(1982)『日本の経済発展と金融』岩波書店。
- 寺西重郎(1991)『工業化と金融システム』東洋経済新報社。
- 日向野幹也(1984)「『協調』融資と審査能力」『経済学論集』Vol.50, No.1 pp.70-116.
- 堀内昭義(1985)「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、前掲書。
- 堀内昭義(1993)「第2次大戦後の日本の金融構造と経済発展」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。
- 堀内昭義、大滝雅之(1987)「金融：政府介入と銀行貸出の重要性」浜田宏一、黒田昌裕、堀内昭義編『日本経済のマクロ分析』東京大学出版会。
- 松浦克巳(1991)「公的金融－財政投融資－の概要」松浦克巳、橘木俊昭編「金融機能の経済分析」東洋経済新報社。
- 吉野直行(1987)「財政投融資の財源と金融市場へのインパクト」藪下史郎、浅子和美編『日本経済と財政政策』東洋経済新報社。
- 和田八束(1992)『租税特別措置』有斐閣。
- Cho, Yoon Je (1988), "The Effect of Financial Liberalization on the Efficiency of Credit Allocation," *Journal of Development Economics*, Vol 29, pp.101-110.
- Collins, Susan M. (1990), "Lessons from Korean Economic Growth," *American Economic Review*, Vol.80, No.2, pp.104-107.
- Collins, Susan M and Park, Won-Am (1989), "External Debt and Macroeconomic Performance in South Korea" in Jeffrey D. Sachs and Susan M. Collins, eds, *Developing Country Debt and Economic Performance*, Vol.3, Chicago: University of Chicago

- Press
- Horiuchi, Akiyoshi (1984), "The 'Low Interest Rate Policy' and Economic Growth in Postwar Japan," *The Developing Economies*, Vol.22, No.4, pp.349-371.
- Krueger, Anne O. (1990), "Asian Trade and Growth Lessons," *American Economic Review*, Vol.80, No.2, pp 108-112.
- Leite, Sergio Pereira and Vaez-Zadeh, Reza (1986), "Credit Allocation and Investment Decision : The Case of Manufacturing Sector in Korea," *World Development*, Vol.14, No 1, pp.115-126.
- Page, John M. Jr. and Petri, Peter A. (1993), "Productivity Growth and Strategic Growth Policy in the Asian Miracle," *Background paper for The East Asian Miracle*. World Bank.
- Sundararajan V. and Thakur Subhash (1980), "Public Investment, Crowding Out, and Growth : A Dynamic Model Applied to India and Korea," *IMF Staff Papers*, Vol.27, No.4, pp.814-855.
- Vittas, Dimitri and Cho, Yoon Je (1993), "Credit Policies: Lessons from East Asia," *Mimeo*.
- World Bank (1989), *World Development Report*, Oxford : Oxford University Press.
- World Bank (1993), *The East Asian Miracle*, New York: Oxford University Press.