視　点

長期資金が経済成長に果たす役割

東京大学大学院経済学研究科・教授　　福田　慎一

1．はじめに

今日、われわれが経済活動を行う上で、「金融」の果たす役割は計り知れないものがある。しかし、どのような形態の金融市場が望ましいかは、各国が過去・現在・将来に直面する経済環境に依存して決まるものであり、一般的に明確なコンセンサスが得られているわけではない。特に、世界各国の金融システムはさまざまであり、その優劣を一概に比較することは難しい。たとえば、資金調達の手段という観点からみた場合、アメリカやイギリスなどアングロ・サクソン型の金融システムでは、古くから債券や株式といった公開市場が中心であった。これに対して、日本やドイツなど大陸ヨーロッパ諸国では、銀行貸出を通じた相対市場が大きなウエートを占め、社債発行は比較的最近まで厳しく制限されてきた。

最近の一般的論調では、市場メカニズムを重視した「ワシントン・コンセンサス」が優勢で、政府が金融市場に介入する金融システムは「クローニー・キャピタリズム」として批判の対象となる傾向が多い。特に、現在の基本的なトレンドは、各国で「金融の自由化」が進展し、よりマーケットを重視した金融システムを構築しようとする動きが、先進国ばかりでなく、発展途上国においても支配的になりつつある。

しかし、債券市場や株式市場といった公開市場を中心とするアングロ・サクソン型の金融システムに対する評価が高まったのは、ほんのここ数年のことである。むしろ、日本経済の停滞やアジア危機が顕在化するつい最近までは、銀行を中心とした金融システムの優れた側面がしばしば強調されてきた。とりわけ、学界では数年前まで、メインバンクを中心とした日本型の金融システムの優れた側面が高く評価され、その経済発展における有用性が議論されてきた。そこで本稿では、経済成長に果たす金融の役割を、長期資金という観点から整理することにする。

2．金融と経済成長

経済発展のプロセスにおいて、どのような形態の金融市場が望ましいかは、経済発展論の分野では古くから議論されてきた重要な研究課題である。なかでも、金融市場における自由化がその国の経済発展にいかなる影響を与えるかに関しては、それをプラスに評価する論文と、そのマイナスの側面を強調する論文が共存してきたのが実状である。先行研究を見た場合、金融仲介の発達が経済成長を促進することを主張した先駆的な研究では、規制の少ない金融仲介の発達が、異時点間の資源配分の効率性を高め、投資を生産性のより高い部門へ向かわせると同時に、経済主体に流動性を供給

し、効率的なリスク分散を可能にする機能をもつことが強調された。これらのモデルでも、規制の少ない金融仲介システムの発達は、経済全体の貯蓄をより生産的かつ非流動的な資産に傾斜させ、資本蓄積を促進する働きをすることが明らかにされている。

おそらく、「市場の失敗」が発生しない場合には、規制の少ない自由な金融市場の発達が、資源配分の効率性を高めることは事実であろう。しかしながら、過去の経験を振り返ってみた場合、発展途上国における金融市場の自由化は必ずしも経済成長に好ましい影響を与えてきたとは限らない。このため、Helleman, Murdock, and Stiglitz（2000）らは、逆に金融市場におけるレントの存在や政府の介入が、健全な経済発展を促進する可能性を示唆している。

戦後日本の金融市場では長い間、銀行法にもとづく普通銀行に加えて、「長期信用銀行法」（1952年に制定）にもとづく長期信用銀行や「金融機関の信託業務の兼営に関する法律」にもとづく信託銀行などが存在する銀行の専業規制が行われてきた。この専業規制の結果、各銀行の貸出期間をみた場合、長期信用銀行が金融債を発行することによって長期貸出を主たる業務とする一方、普通銀行は主として短期貸出を行うという「長短分離」が存在することとなった。

このような長短金融の分離による長期資金の政策的な供給が、戦後日本の高度成長を促進する上で大きな役割を果たしてきたことは、寺西（1991）らによって指摘されている。「ワシントン・コンセンサス」が優勢な今日でも、少なくとも経済発展の初期の段階で政府の役割を強調する考え方は根強く支持されており、資本ストックが経済成長の観点からみて望ましい部門へ配分されるためには金融市場への政府介入が不可欠であったとする考え方も有力である。

しかしながら、各銀行の長期資金の貸出比率は、日本の経済発展や各時期のさまざまなマクロ経済の環境に影響を受けて時代とともに変化してきた。特に、金融自由化が進展し、長短分離の垣根が弱められた今日では、少なくとも民間銀行を通じた長期資金の流れは、以前のように政策的に決定する必要性ははるかに小さくなったことも事実であろう。

3．Diamond and Dybvig型のモデル：短期性資金のデメリット

短期性の資金は、資金の提供者にとっては必要に応じて資金を回収できるというメリットがある。しかし、借り手にとってみると、短期の借入は、貸し手の都合によっていつ資金が回収されるかもしれないという流動性のリスクを秘めたものである。このため、短期と長期の資金選択の問題を考える場合には、このような短期資金のリスクを考慮する必要がある。

このような短期資金のリスクを考える上で有益な考え方の１つが、Diamond and Dybvig（1983）によって提示されたモデルである。このモデルは、本来は「要求払預金の役割」と「銀行取り付け」の問題を考察するために構築されたものである。しかし、このモデルは、企業が短期資金による借入を行った場合のリスクを考察する上でも大変有益である。そこで、以下では、Diamond and Dybvig型モデルの考え方を非金融部門の企業に応用して、借り手企業が直面する短期資金のリスクの問題を簡単に考察してみよう。

この種のモデルにおけるもっとも重要な前提条件は、借り手企業が直面する投資プロジェクトが「長期の投資プロジェクト」であるという点である。したがって、企業がひとたびそのプロジェクトに投資を行うと、プロジェクトが終了する「長

期」には非常に高いリターンが得られるが、プロジェクトが未完成な「短期」では逆に借入資金の元本すら回収できない状態となる。仮に借り手企業がプロジェクトの実行期間中を通じて必要な資金供給を常に受けることができるならば、この長期プロジェクトは常に最後まで実行され、社会的に望ましいアウトプットが生み出される。しかし、プロジェクトが未完成な段階で貸し手が資金回収を行った場合、借り手が新たな資金を別の貸し手から調達することができない限り、この長期プロジェクトは最後まで実行されず、社会的にも大きな非効率が生まれる。

もしプロジェクトの実行期間中の資金回収額があらかじめ予想されていれば、借り手企業はそれに相当する額をリターンの低い「短期の投資プロジェクト」や安全資産で運用することによって、長期プロジェクトの中断という非効率な状況を回避できる。けれども、予想できない事態によってプロジェクトの実行期間中に資金の回収が起こった場合、借り手企業は資金回収に応ずるため長期プロジェクトを予期せぬ形で中断しなければならなくなってしまう。特に、プロジェクトの中断によって回収できる資金は投入した資金よりも小さいことに注目すれば、ひとたび資金回収が始まると、すべての貸し手が貸出資金の一部を確保しようとパニックが起こり、それによって本来であれば長期的に大きなアウトプットを生み出すことのできた企業の活動が停止してしまうことになる。

4．Diamond and Dybvig型のモデルにおける長期資金の役割

このようなパニックによる短期資金の回収競争を防ぐ方法としては、借り手が一定限度額を超える支払いを拒否することができる「支払停止条項」を設定したり、パニックが起こった際に政府や中央銀行が「最後の貸し手」として借り手に緊急融資を行うという政策手段が考えられる。しかし、これらの方法は、借り手が預金を集める銀行であればかなり妥当性を持つとしても、金融機関ではない一般企業が借り手の場合には直接適応することは難しいケースが多い。

そこで、一般企業が借り手の場合には、あらかじめ借入を長期とすることによって、その満期を長期プロジェクトの期間に対応させ、短期資金の回収競争を防ぐ方法が考えられる。借入が長期の場合、貸し手は満期前に資金を回収しようとすれば、違約金など追加的なコストが必要となる。したがって、そのコストが十分大きければ、貸し手は不必要な資金の回収を行わなくなり、その結果、パニックによる短期資金の回収競争も起こりにくくなると考えられる。

このような長期資金の役割は、金融市場の基盤が不安定な経済発展の初期の段階において、とりわけ重要であると考えられる。発展途上国では、多くのケースで、「資金のアベイラビリティー」としての流動性の問題はきわめて重要である。とくに、心理的な要因によって市場でパニックが起こりそうな状況では、貸出満期の選択を市場メカニズムに任せるのではなく、場合によっては政府の介入によって長期資金による貸出を促進し、安定した金融システムを構築することが必要となる。このため、最近の研究では、Diamond and Dybvigタイプのモデルは、次節でみるアジアの通貨危機のような「21世紀型の通貨危機」を考える上できわめて有益な分析の枠組みとされている。

5．アジアの通貨危機の教訓

前節で述べたような短期資金のリスクが顕在化し、それが経済全体に大きな非効率をもたらした最近の代表的な例が、1997年７月のタイに端を発した一連の東アジア地域における通貨危機であろう。一般に、東アジア地域で通貨危機が発生した

原因にはさまざまなものがあり、それをすべて短期資金のリスクの問題に帰着することはできないかもしれない。特に、これらの国々では、金融資産に対する政府の暗黙的保証が借り手に深刻なモラル・ハザードを生み出し、金融の自由化・国際化のなかで急速な貸出の増加と回収や資産価格の高騰と暴落が生み出されるメカニズムが存在していた。

しかし、通貨危機が発生したタイ、インドネシア、韓国では、危機の直前に海外から大量の短期資金が国内に流入し、それらが危機の発生を契機として大量に海外へ流出してしまったという事実が共通して観察されている（たとえば、Corsetti, Pesenti, and Roubini（1999））。特に、過去に流入した短期資金は既に各国内において非流動的な長期投資の資金として貸し出されていたため、このような短期資金の海外への大量流出は金融面で各国経済に大きな打撃を与えることになった。また、過去に流入した資金の多くは銀行部門を経由したものであったため、海外へ大量に資金が流出したこれらの国々では深刻な銀行危機（banking crisis）が発生した。

インドネシアを例外とすれば、国内の預金者が銀行から競って預金を引き下ろす「取り付け」は、国内の貸借ではそれほど深刻なものとはならなかった。しかし、危機に遭遇した多くの東アジア諸国では、海外の銀行や投資家が一斉に短期資金を引き上げた結果、海外からの借入に大きく依存していた国内の銀行部門は大きな危機に直面することとなった。これらの事実は、本源的貸手に資金の元本を保証する預金保険機構のようなセーフティーネットが存在していない国際金融市場においては、海外の投資家がちょっとしたきっかけで競って短期資金の回収に走るリスクがより高いことを示唆しているともいえる。

6．アジアの通貨危機と長期資金

もっとも、セーフティーネットが脆弱な国際金融市場であっても、資金の貸借が長期性の資金によってまかなわれていたのであれば、東アジア諸国の金融危機はこれほど深刻とはならなかったと考えられる。なぜなら、４節の最後でも触れたように、長期資金であれば資金提供者が瞬時的に資金を回収することは容易でないからである。国際間の資金貸借では、長期資金のなかでも、借り入れた資金が突然回収されないという意味では、ODA等を通じた公的資金がもっとも安定した資金といえる。また、民間の資金であっても、直接投資を通じて流入した資金は、瞬時に回収というわけにはいかない安定した資金であろう。しかし、同じ銀行を通じた借入であったとしても、長期の借入であれば、短期の借入に比べて、はるかに提供した資金の回収が難しい。

実際、今回の危機が発生する直前の東アジア各国の対外債務残高を調べてみると、各国のGDPに占める対外債務残高の総額は、表１に示されているように、必ずしも危機的な水準にあったとはいいにくい。しかしながら、これらの国々の対外債務残高に占める短期の対外債務残高の比率は、多くの国でかなり高かった。とりわけ、その国の短期の対外債務残高と外貨準備残高の比率を計算してみると、表２に示されているように、通貨危機が起こった国々ではその比率は100％を超え、かなり危機的な水準にあったことがわかる。

一方、これら東アジア諸国に対する危機前後の海外からの資金の流れを見ると、表３からもわかるように、同じ銀行貸出であっても、短期の貸出（貸出満期が一年未満）は危機後大幅に減少した一方、中長期的な貸出（貸出満期が一年以上）はさほど大幅に下落することはなく、国によっては緩やかに増加すらしていることがわかる。

表１　対外債務残高（総額）のGDP比

（単位：％）

	1994	1995	1996
韓国	14.32	23.8	28.4
インドネシア	60.96	61.54	56.74
マレーシア	40.4	39.31	40.06
フィリピン	62.42	53.21	49.75
シンガポール	10.79	9.84	10.74
タイ	33.31	33.78	50.05
香港	18.38	16.6	15.44
中国	18.38	16.6	15.44
台湾	10.87	10.4	10.07

出所）世界銀行のデータに基づいてCorsetti, Pesenti, and Roubini(1999)が計算した表23。

表２　外貨準備高に対する短期の対外債務残高の比率

（単位：％）

	1994	1995	1996
韓国	54.06	171.45	203.23
インドネシア	160.36	189.42	176.59
マレーシア	24.34	30.6	40.98
フィリピン	95	82.85	79.45
シンガポール	1.75	1.78	2.6
タイ	99.48	114.21	99.69
香港	16.49	14.16	22.35
中国	33.04	29.62	23.74
台湾	21.76	21.64	21.31

出所）世界銀行のデータに基づいてCorsetti, Pesenti, and Roubini(1999)が計算した表26。

表３　東アジア諸国に対する満期別の貸出増加率（半年間ごとの増加率、単位％）

(i) 短期貸出（満期が１年以内）

	タ　イ	インドネシア	韓　国	マレーシア	フィリピン	台　湾	中　国	香　港	シンガポール
94.6	27.03	0.14	18.95	10.94	12.17	7.34	-5.84	10.83	6.51
94.12	14.06	13.12	15.00	-19.80	19.84	11.90	25.13	8.58	1.46
95.6	23.21	18.69	28.14	10.58	7.44	23.87	-4.87	7.16	23.65
95.12	14.29	9.13	5.51	8.52	19.37	-16.72	33.18	-8.13	-12.34
96.6	9.70	7.28	14.84	26.55	46.25	-1.25	6.25	-13.76	-1.96
96.12	-4.46	15.75	8.30	11.88	30.08	-2.76	9.85	-5.05	-0.48
97.6	-0.31	1.22	5.02	45.37	11.41	16.41	12.12	7.19	11.88
97.12	-14.86	2.07	-16.12	-10.06	38.34	-2.57	12.15	-8.32	-8.65
98.6	-28.42	-21.83	-44.23	-23.37	-14.72	-13.14	-8.77	-20.90	-31.64

(ii) 中期貸出（満期が１年超、２年以内）

	タ　イ	インドネシア	韓　国	マレーシア	フィリピン	台　湾	中　国	香　港	シンガポール
94.6	-3.21	8.05	13.96	-20.03	21.46	53.74	4.98	13.39	-39.26
94.12	18.39	16.41	9.43	77.05	-15.55	3.15	5.26	1.11	122.22
95.6	38.91	-9.88	-6.63	61.71	0.00	13.06	8.63	-7.97	40.13
95.12	20.93	2.43	-6.11	-15.66	44.35	59.71	14.94	6.33	-0.93
96.6	15.47	10.01	34.67	-27.29	53.91	-10.00	15.19	4.77	26.61
96.12	18.27	3.34	19.46	-13.55	6.40	-17.44	1.23	2.52	-33.54
97.6	-4.91	-1.31	0.78	-14.70	-42.30	-51.14	-10.74	-15.83	-4.45
97.12	-9.30	4.46	26.17	48.94	31.29	23.31	2.88	32.15	8.90
98.6	2.64	0.68	77.40	7.31	92.29	33.33	0.60	17.23	73.34

(iii) 長期貸出（満期が２年超）

	タ　イ	インドネシア	韓　国	マレーシア	フィリピン	台　湾	中　国	香　港	シンガポール
94.6	17.51	2.39	-6.13	6.90	-2.21	-1.70	8.40	10.10	21.23
94.12	42.20	12.35	21.95	13.30	12.66	73.73	7.79	11.90	25.52
95.6	13.13	18.53	32.35	-2.81	5.55	-7.46	10.95	5.17	10.17
95.12	25.84	11.97	11.35	21.59	5.26	44.16	-2.47	0.04	11.73
96.6	9.79	14.97	11.70	29.65	7.82	13.33	2.53	-0.58	-11.04
96.12	9.46	8.14	18.24	-1.33	10.81	14.09	9.95	9.72	21.76
97.6	0.89	10.94	3.03	12.57	-2.68	-0.08	-0.62	9.71	4.27
97.12	-16.16	1.77	0.45	14.14	57.34	42.65	7.24	12.00	10.32
98.6	-7.49	-0.41	15.08	-8.75	-7.83	-6.48	-3.96	-6.91	2.33

データの出所）98.6-97.12：The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending, various issues.
98.6：International Banking and Financial Market Development, August 1998.

Diamond and Dybvig型のモデルでは、短期資金が非流動的な長期投資プロジェクトに貸し出されている場合、ちょっとした心理的変化で短期資金の回収が起こり、それが金融面で経済に大きな打撃を与える可能性を理論的に示した。当時、これらの国々でも同様の状況が発生していたことを考え合わせると、以上の結果は、長期の銀行貸出は急速な資金の回収がないという意味で安定した資金であり、パニックによる危機の深刻化を軽減する上で有益な方法の１つであることを示唆している。

７．おわりに

世界各国の銀行の業務内容に関する規制を比較した場合、ドイツやフランスでは「ユニバーサル・バンキング」として銀行に多様な分野での業務が認められてきた。これに対して、日本では、アメリカと同様、銀行業の証券業務の兼業は長い間、禁止されてきた。特に日本では、銀行の証券業兼営の禁止に加えて、特定分野で銀行業務を行う長期信用銀行や信託銀行などを普通銀行とは別に認める「銀行の専業規制」が長い間、機能してきた。

このような銀行の専業規制は、経済が発展し、金融市場も整備されてくると、逆に健全な成長の妨げにもなる可能性も高まる。しかし、金融市場が未発達で、市場メカニズムに任せるとさまざまな市場の失敗が発生する可能性がある国々では、特定分野での銀行業務を認める規制は、経済発展を支える上で重要となることも少なくない。その意味で、日本の過去の経験は、発展途上国に数々の教訓を与えるものと考えられる。

参考文献

寺西重郎（1991)、『工業化と金融システム』東洋経済新報社。

Corsetti, G., P. Pesenti, and N. Roubini,(1998), "What caused the Asian currency and financial crisis?" Japan and the World Economy 11 , pp. 305 - 373 .

Diamond, D.W., and P. Dybvig,(1983), "Banks runs, deposit insurance, and liquidity," Journal of Political Economy 91 , pp. 401 - 419 .

Helleman, T.F., K.C. Murdock, and J.E. Stiglitz, (2000), "Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?" American Economic Review 90 , pp. 147 - 165 .