九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

発展途上国における金融改革問題 : 金融部門への政府介入と「金融抑圧」

小笠原, 礼以

https://doi.org/10.15017/3000140

出版情報：経済論究. 96, pp.21-50, 1996-11-30. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：

発展途上国における金融改革問題

——金融部門への政府介入と「金融抑圧」——

小笠原　礼　以

目　次

はじめに
1　発展途上国における金融抑圧
1.1　金融抑圧
1.2　金融的発展と経済成長
2　世銀，金融自由化論者の見解
2.1　民間金融部門
2.2　貯蓄
2.3　投資
3　批判的見解
3.1　有効需要，インフォーマル部門
3.2　スティグリッツの見解
結びにかえて

はじめに

1970年代後半以降，発展途上国が経済成長を実現するためには，インフレ，国際収支等の安定化を対象とする短期的なマクロ経済政策，さらには政府主導によって特定産業の優先的育成をはかる産業政策，貿易政策といった開発戦略ではなく，その経済構造自体を改革することの必要性が次第に認識され始めた。例えば IMF は，加盟各国に国際収支（経常収支）の均衡を促すとともに，国際収支赤字に陥った国に対し短期的な貸付を行う国際収支調整がその設立目的であったが，1974年に拡大信用供与制度（Extended Fund Facility；EFF），1986年に構造調整ファシリティー（Structural Adjustment Facility；SAF），1987年に拡大構造調整ファシリティー（Enhanced Structural Ad-

justment Facility ; ESAF) を創設し，発展途上国の構造改革を支援するようになった。また世界銀行も，従来は，途上国の特定プロジェクトに対して長期資金を融通することを目的としたプロジェクト・ローンを実施してきたが，それに加え1980年に構造調整貸付 (Structural Adjustment Lending ; SAL) 及びセクター調整貸付 (Sectoral Adjustment Lending ; SECAL) を設定し，途上国の公共部門，金融部門，貿易部門，労働市場等の整備，改革を支援している[1)]。これらの経済構造改革の目的は，制度的，政策的障害によって自由な経済活動が抑制されてきた途上国に，市場メカニズムが機能しうる環境を構築し，それによって効率的な資源配分，経済成長を目指すことにある。

本稿では，以上のように，特に1980年代以降開発戦略としての重要性を増してきた発展途上国における一連の経済構造改革のうち，金融部門における改革を考察対象とする。

1970年代後半，特に1980年代以降，多くの発展途上国において，国内部門と対外部門の双方に及ぶ広範囲にわたる金融改革が実行されてきた。国内部門における金融改革は，政府による直接的な資金配分過程への介入の緩和・撤廃，競争原理に基づく金融業務自由化と参入規制の緩和，そして資本市場の育成を主な内容とする。一方，対外部門の改革は，国際資本取引，為替取引規制の緩和・撤廃である[2)]。これらの改革のポイントは，他部門の IMF・世銀主導型の構造調整と同じく，市場原理に基づく金融部門・制度を如何にして構築するかということにある。しかし，金融自由化政策に特徴付けられる途上国の金融改革に対しては，その是非を巡って著しい見解の対立がある。

一方には，経済開発過程における政府の主導的役割を重視する見解がある。多くの発展途上国政府は，第二次大戦後の政治的独立以後，自立的国民経済の形成を目的として数々の開発政策を実行してきたが，金融部門においても，工業化の核となる特定産業部門の育成，所得再配分，長期資金を融通しうる資本市場の欠如等の理由から，資金配分過程は直接的に幅広く政府の管理下におかれてきた。民間銀行に強制する貸出割当，再信用制度，優遇金利貸付，信用保証そして開発金融機関 (Development Financial Institutions ; DFIs) による貸付等様々な形態の政府介入が実施されてきたのである (World Bank, 1989,

chap. 4)。これらの開発戦略に有効性を認める論者は，金融自由化政策に基づく金融改革に対しては批判的立場をとる。

しかし他方において，金融部門への政府介入の有効性は1970年代以降強く疑問視されるようになった。金融部門への介入は，「金融抑圧（Financial Repression)」を発生させ，経済成長には逆効果であるとの認識が次第に定着してきたのである。現在ラテンアメリカ諸国，東アジア諸国をはじめ数多くの途上国で試みられている金融改革は，この「金融抑圧」の解消を目的としたものとして捉えることができる。世銀もこうした政策転換を，SECAL の一形態である金融部門調整貸出（Financial Sector Adjustment Lending；FSAL）を軸に支援している[3)]。

そこで本稿では，これらの二つの対立する見解（すなわち「金融抑圧」を根拠に金融自由化政策に基づく金融改革を支持する見解と政府介入の有効性を認める見解）を検討することを通じて，金融自由化政策において想定されている発展の枠組み及び金融改革の意義について考察することを目的とする[4)]。急成長を遂げた東アジア諸国では，1970年代，とりわけ1980年代以降，金融部門への政府介入が緩和・撤廃されてきたが，これらの改革と経済成長との相互関連性について明確な見解の一致はない。この課題に接近するためにも，まず，金融自由化論とその対立見解とを対峙することで，金融自由化政策に基づく金融改革の性格を明確に捉えておくことは重要である。

第一節では，「金融抑圧」概念そのものについて検討するとともに，金融的発展が経済成長の重要な要因であるという金融自由化論者の基本的な考え方にふれる。次に第二節において，金融自由化政策に特徴付けられる金融改革を支持する見解を整理し，第三節で，金融改革に批判的な見解を検討する。

注

1) 世銀の SAL，SECAL の総貸付額に対する比率は，1981—85年の平均では10%強であったが，1986—90平均では約25%，91—93年の平均では約23%になっている。また世銀の構造調整貸出，部門調整貸出及び IMF による信用供与の特徴・問題点については，絵所秀紀（1991，第三章)，本間雅美（1995，第二章)，Summers, L. and Pritchett, H.（1993）で検討されている。

2) 東アジア諸国における金融自由化政策の展開については，河合正弘他（1996，第1章）を参照。

3) FSAL の認可件数は，1988年度以前にはわずか2件であったが，1990年度までに15件となっている。また，世銀融資の金融部門と金融部門に関連するコンディショナリティーは，全コンディショナリティーのほぼ三分の一を占めている（Jayarajah and Branson, 1995, chap. 4)。

4) 本稿では国内金融部門の改革に考察を限定している。もちろん，途上国の金融自由化政策において，国際資本取引・為替取引に対する規制の緩和・撤廃は重要な要素である。しかし，これらの規制は，急激な資本流出入及び為替相場の安定を目的としたものであり，発展の初期段階においては一般に正当化されている。例えば，発展途上国の金融自由化政策を推奨する世界銀行の見解でも，対外部門における金融・為替取引の自由化は，改革の最終段階に行われるべき政策であると位置づけられている（World Bank, 1989, chap. 9)。対外部門の自由化に関する問題は今後の検討課題としたい。

第1節　発展途上国における金融抑圧

1.1　金融抑圧

政府による民間金融部門への介入は，発展途上国において広範に「金融抑圧」を引き起こしたといわれている。しかし，「金融抑圧」は，意図的な政策を反映する場合と他の政策の副産物として現象する場合の二種類に区分される。

1993年に出版され大きな反響を呼んだ世界銀行の *The East Asian Miracle : Economic Growth and Public Policy*（邦訳書，『東アジアの奇跡——経済成長と政府の役割——』以下，『東アジアの奇跡』と記す）では，「金融抑圧」を「金利を市場清算水準よりも低く維持しようとする政府の介入である」（*idib,* p. 237）と定義付けたうえで，これを二つのタイプに区分している。

一つは，インフレの進行が政府の規制下にある名目金利の調整よりも早い場合に起こる金融抑圧である。この場合には，実質金利が著しくマイナスになるため金融資産の蓄積インセンティブが失われることになり，経済成長は悪影響を受けると主張される。

もう一つのタイプは，高成長を遂げたアジア諸国（High Performing Asian Economies : HPAEs）にみられた金融抑圧である。世銀によれば，HPAEs で

は，金利抑制（金融抑圧）は財政予算の補塡や特定産業部門の支援のために実施されたのではなく，外生的ショック後の特定期間に，不調に陥った産業の借り手や銀行制度を援助するために実施されたという。そしてその特徴として次の3点を指摘している。第一は，金融抑圧は相対的に緩やかで，2，3の短期間の例外を除いては，実質金利の継続的なマイナスを招くものではなかったこと，第二には，金融抑圧はマクロ経済が安定した環境の下で実施されたものであり，急速なインフレの意図せざる結果ではなかったこと，第三には，銀行規制者は，預金者（家計）に対する低金利が借り手（企業）に転化されるよう，預金・貸出の利鞘を縮小させたことである。世銀は，このような管理された金融抑圧は，総貯蓄，金融貯蓄を阻害することはなく，一方で企業の資金借り入れコストを低下させること，株式市場に代わる資金調達手段を企業に与えること，信用配分を効率的産業に振り向けることを可能にしたことによって経済成長に貢献した可能性があると指摘する（*ibid.*, pp. 238–241）。

『東アジアの奇跡』では，以上のように，「金融抑圧」を金利水準（実質）の問題としてかなり限定した意味で用いており，さらに他の経済政策の意図せざる副産物である場合と，意図的な「政策」である場合に分類している。そしてHPAEsにおける意図的な金融抑圧は，市場の調整機能の限界や長期資本市場の欠如を補完する政策であったと位置づけている。

しかし，本来「金融抑圧」は，単にマイナスの実質金利水準を示すものとして提示された概念ではなく，また意図的な政策としての意味合いを持つものでもなかった。途上国における金融抑圧問題を最初に提示したマッキノンは，金融抑圧を次のように規定した。[1)]

「銀行信用は依然として特定区域——排他的にライセンスを受けた輸入活動，限定された大規模鉱物輸出，高度に保護された製造業，巨大国際企業，そして政府系機関——の金融的付属物である。経常勘定における通常の政府赤字でさえ，しばしば預金銀行の制限された貸付資金を先取りしてしまう。経済の残りの部門の金融は，金貸し，質屋，協同組合の零細な資金によるしかない。私が金融抑圧と呼ぶのはこの現象である。」（McKinnon, 1973, pp. 68–69）

すなわち，ここでは「金融抑圧」は，一部の特権的産業，企業のみが組織さ

れたフォーマルな金融機関から融資を受けることができ，その他多くの経済主体は，外部資金を利用することが極めて制限された状態を意味するものであった。金融抑圧は，国内が金融的に分断され，全国的に統一した金融市場の形成が阻害されている状況を指す概念であった。

さらに，国内金融市場の分断に帰結する金融抑圧政策は，資金調達可能性に作用するだけではなく，貯蓄者の金融資産需要にも影響する。マッキノンは，金融システム及び預金者に対する影響の側面から，「金融抑圧」について次のように記している。

「もし政府が課税その他によって，国内資本市場を歪めるならば，その経済は金融的に抑圧されたといわれる。通常の金利規制，銀行預金に対する過度の支払い準備，そして強制的信用割り当ては，進行している価格インフレーションとの相互作用によって，国内銀行システムに対する債権保有の魅力を低下させる。そのような抑圧された金融システムでは，金融資産に対する実質預金金利は，しばしばマイナスとなりまたインフレが高く不安定なときは予測することが困難である。[中略] 従って，当座預金と現金に加え貯蓄性預金，定期預金を含むよう広義に定義された国内貨幣需要は総国民生産に対する比率で測って低下する。」(McKinnon, 1992, p. 11)

以上のマッキノンによる規定に従うと，「金融抑圧」は単に実質金利水準が市場清算水準よりも低い状態を示す概念ではなく，様々な形態による政府介入——金利規制，高い預金準備率，再割引信用，貸出割当等——によって，民間金融部門の発展が阻害されるとともに，資金供給，資金需要活動が歪められる状況をさす概念としてより広く捉えることができる。これは経済活動に悪影響を及ぼすとする世銀の規定する意図せざるインフレ型金融抑圧のより包括的な規定であるといえる。

以上のように「金融抑圧」概念は，市場金利以下に抑えられた実質金利水準を指す場合とより広く民間金融部門・活動に及ぼす様々な政府介入の影響を指す場合がある。さらに，これは意図的な政策である場合と意図せざる現象である場合に対応する[2)]。本稿においては，「金融抑圧」を以上の区分を明確に意識しつつ検討する。そうすることにより，途上国の金融改革の内容を一層明確に捉えることができるものと思われる[3)]。

1.2　金融的発展の重要性

パトリックは，経済発展の初期段階において，金融的発展は経済成長に先行すると主張した（Patrick, 1966）。彼は，現代的金融制度は，それが提供する金融サービスに対する企業家の需要の拡大とともに発展するというメカニズムを需要追随型（demand-following），金融部門の発展が経済成長を導くというメカニズムを供給主導型（supply-leading）と名付けた。そして，発展の初期段階においては供給主導型が重要であり，経済成長が進むにつれて需要追随型発展が機能するようになると主張した。

供給主導型とは，より具体的には「特に現代的，成長誘発部門の需要に先立つ金融機関の創造，金融資産，負債，そして関連金融サービスの供給」（*ibid.*, p. 175）と規定される。そして，供給主導型では，資源が伝統部門から現代部門へ移転されること及び企業家精神を刺激することによって経済成長に寄与すると説明される（*ibid.*, p. 176）。注意すべき点は，この供給主導型の発展メカニズムにおいては，政府による金融部門への介入に重要な意義が認められていることである。すなわち，現代的産業部門の発展の初期段階においては，これらに貸付を行う金融機関は採算がとれない可能性があるために，政府が直属の金融機関を保有したり，民間金融機関に対して直接的・間接的補助を与えることで経済のリーディング部門としての金融部門を構築しうるというのである。パトリックは途上国の金融的発展には，その初期段階において政府の主導的な役割が必要であると考えていた。

一方，マッキノンは，同じく金融的発展の重要性を強調したが，彼の認識はパトリックとは異なっている。彼は，パトリックが供給主導型発展を実現するために必要であるとした政府による金融部門への介入そのものが，金融的発展を阻害する（金融抑圧）要因であると分析している。

「一人当たり所得水準で標準化する場合，半工業 LDCs と西欧工業諸国との金融発展のギャップの大きさは，外国貿易におけるパフォーマンスの格差よりも際立っている。私の仮説は，低開発それ自身を受動的に反映するというよりも，むしろ誤った金融政策が先に掲げた八つの LDCs 及び多くの他の LDCs[4] における貸付可能資金のフローを積極的に抑圧してきたというものである。」（McKinnon, 1980, p. 371）

すなわちマッキノンは，金融的発展が停滞していることが途上国の特徴であり，その金融的発展を阻害している原因こそ誤った金融政策であるというのである。ここでいわれる金融政策が，金利規制，政府系専門信用機関，さらに政府系専門信用機関の原資を得るための民間金融機関に対する高い預金準備率の強制等の金融抑圧手段に他ならない。市場の不完全性を補完し，経済発展に寄与すると期待された介入が，その意図に反して途上国の金融的発展を阻害したという考え方は，現在の IMF・世銀，金融自由化政策を支持する論者に共通する見解である。

それでは彼らは，「金融抑圧」はより具体的にはどのようにして経済発展に悪影響を及ぼしたと考えているのだろうか。この問題は，逆に表現すれば，途上国政府が金融部門への介入を排除し自由な民間金融部門の育成につとめるならば，どのようなメカニズムによって経済成長は達成されるか，ということである。本稿では，金融自由化論者の想定する発展のメカニズムを図1の様に考えている[5)]。

ここで重要な要素は二つある。政府介入の規模が縮小すること自体の効果とマクロ経済（物価，実質金利）が安定化することによる効果である。そして，具体的な内容は次節において検討するが，金融自由化政策では，これらの効果を通じて，まず第一に効率的民間金融システムが構築され，第二に金融貯蓄が増大し，そして第三に投資が量的に拡大するとともにその効率性も改善するということが期待されている[6)]。

財政改革が途上国のマクロ経済安定化のために必要であるのは，一般に発展途上国では国債市場が形成されていないため，公的部門に巨額の赤字が発生し

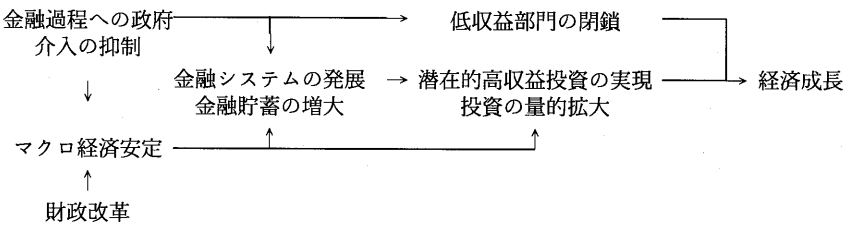

図1　金融改革と経済発展

た場合，その赤字は中央銀行によってファイナンスされねばならないからである。財政改革（インフレ要因の除去）は，発展途上国がまず最初に取り組むべき課題であると位置づけられており（World Bank, 1989, chap. 9）金融改革とは密接不可分の関係にある。

以下では，金融自由化政策に基づく金融改革を主張する論者の見解を，政府による金融部門への介入が (1)民間金融機関の発展，(2)金融貯蓄，(3)投資に与えた影響について順に考察していく。

注

1) 本稿中の引用文の邦訳はすべて筆者によるものである。

2) フライは，途上国における「金融抑圧」を「金融規制」の意図せざる帰結であったと位置づけている。本来，外国為替統制，金利規制，高い預金準備率，民間資本市場の抑圧などの金融規制は，租税，インフレーション，金利を引き上げることなく政府部門に資源を吸収するために実施されるのであるが，これらがインフレーションの進行下で推進された場合に，「金融規制」は「金融抑圧」に変容するとされる（Fry, 1995, chap. 2)。これに従うと，世銀のいう政策的金融抑圧は，金融規制の一形態であって「金融抑圧」とは規定できない。またギブソン＝ツァケイトロスは，金融部門に対する政府介入を全て金融抑圧として捉えることは誤りであり，理論的に正当化されうる介入を「金融抑圧」から除外して捉える必要性を指摘している（Gibson and Tsakalotos, 1995, p. 584)。しかし，一方では，租税制度が整備されていない途上国において，インフレ金融に頼らずに政府が必要な財源を入手する手段として預金銀行に金利規制や預金準備を課す政策は，インフレを最小化するという意味において「最適金融抑圧」といわれる（McKinnon and Mathieson, 1981）（Bencivenga and Smith, 1992)。このように現在「金融抑圧」は，統一された規定を持たない概念になっている。

3) 以下では，金融抑圧を広義の意味に用いる場合，単に金融抑圧と記し，狭義の意味で用いる場合は金融抑圧（狭義）と記す。

4) ここでいわれる八カ国は，アルゼンチン，ブラジル，チリ，コロンビア，インド，フィリピン，スリランカ，トルコである。

5) フライは，マッキノン（McKinnon, 1973）及びショー（Shaw, 1973）によって主張された発展途上国における金融自由化の必要性を巡る議論に共通する要素を，実質金利と貯蓄及び投資の関係として示している（Fry, *op. cit.*, chap. 2)。しかし，金融自由化論の主張を，単なる実質金利の上昇として捉えることはできない（第三節参照)。

6) 対外部門についてはここでは考えない。

第2節　世銀，金融自由化論者の見解

2.1　民間金融部門

発展途上国の金融自由化政策に基づく金融改革を支持する論者には，金融抑圧下において，金融仲介機関（特に預金銀行）は，金利規制，割当貸出制度，高い預金準備率等によってその収益性が低下させられ，自発的で収益性を伴った発展が阻害されることになったとの認識がある。

マッキノンは，銀行貸出の効率性を高めることが，金融システムの実質規模を拡大し，金融抑圧を軽減する必要条件であると主張した（Mckinnon, 1973, p. 69)。そして，貸出金利の上限規制により銀行収益が圧迫されることによって，商業銀行は，営業コストと潜在的なデフォルトリスクがカバーできなくなるために，農村部や都市部の小口の資金需要に応ずることはできなくなったと指摘した（*ibid,* p. 73)。またフライは，幾つかの途上国の農村部では，貯蓄率が金融機関の利用可能性（預金銀行一人当たりの人口で近似）に強く依存していることを示し[1]，貯蓄率を引き上げる方策としての銀行支店網形成の効能が検討されねばならないと主張した（Fry, *op. cit.,* p. 165)。工業化の核となる特定産業への資源集中とともに，農村地域，都市部の中小企業・家計部門にフォーマルな金融機関にアクセスする機会を与えて金融仲介能力を拡大することは，経済発展において極めて重要な課題であると認識されてきた。

この課題に対する途上国政府の一般的な政策対応は，世銀の指摘の中に端的に見て取れる。

「ほとんどの政府は，健全な金融システムの土台を構築するのではなく，現存する金融機関では十分に対応できないと考える活動に対して，資源を配分するよう企図した介入に没頭した。この目的のために，彼らは最も大きい，時には全ての商業銀行を国有化した。〔中略〕加えて，彼らは，特定の部門に長期資金を融通するよう特別に管理される開発金融機関を創設した。政府は，公的機関，民間機関に同様に，利子率や信用割当統制を行い，また銀行に農村地域に支店を開設するよう命じた。」（World Bank, *op. cit.,* p. 55)

すなわち，多くの途上国政府は，自由な民間金融システムを構築するのでは

なく，自らがそれに代替して資金調達・配分の主体となって活動したという位置づけである。さらにその帰結について世銀は，「割当信用プログラムが成長や所得の分配に与える影響がどうであれ，それらが金融システムにダメージを与えてきたことは明らかである」(*ibid.*, pp. 59–60) と指摘する。金融的発展を政府主導の下で政策的に実現しようとしたまさにその政策によって，金融部門の収益性は圧迫され，結果的に民間金融機関の自立的な発展は阻害されることになったというのである。実際，DFIs，割当信用プログラム，優遇金利貸出等による選択的介入政策が，途上国の民間金融部門の低収益化，借入側のデフォルト，滞納等の源泉になったことは広く指摘されている[2)]。金融自由化政策に基づく途上国の金融改革とは，何よりも，資金配分主体を政府から民間部門に移行させるための改革として捉えることができる[3)]。

しかしながら，資金配分主体を政府主導から民間へと移行させることは，政府が金融部門に対して一切関与しないことを意味するわけではない。世銀は，1970年代，1980年代初期のラテンアメリカ諸国，フィリピン，トルコにおける金融改革が，金融機関の不良債権の蓄積，支払不能，倒産を引き起こした経験から，「金融への直接介入は，それほど抑圧的でない適切な法制と規制に置き換えられなければならない。」(*ibid.*, p. 127) ことを強調する。すなわち，会計及び法律の制度，契約履行強制の手続，ディスクロージャーの要件，健全経営に関する規制と監視の体制を整備し，市場が機能しうる環境を構築するとともに，それでもなお生じる「銀行の失敗」を最小化，早期に発見することが政府の課題とされている。

金融機関を如何に規制すべきかという問題は，いうまでもなく，途上国に固有の問題ではない。この点に関しフライは，発展途上国の金融自由化過程における金融機関の「規制」「監督」の問題は，最も急がれるべき研究分野であるとしたうえで，適正な規制と不適正な規制を峻別し，適正な規制の輪郭を描き，そして個別事例研究によってその規制を施行するに最も適合する監視システムを探求するという実践的問題が存在すると指摘する (Fry, *op. cit.*, p. 458)。本稿では，極めて抽象的ではあるが，世銀主導の金融改革では，効率的金融部門の発展は，政府による直接的な介入によってではなく，正常な銀行収益を保証

するとともに，民間金融部門の自立的な発展を促す制度的枠組みを構築することによってであると考えられていることを確認するに留めておきたい[4]。

2.2 貯蓄

多くの途上国では，貸出金利のみならず預金金利に対しても上限が設定されている。その上，預金銀行は非常に高い預金準備率を強制されており，さらに高く可変的なインフレに直面しているため，実質金利は不安定化するとともに，しばしば著しくマイナスとなった。このため，こうした途上国の貯蓄者は，現在消費を拡大する一方で金融資産保有を回避したために，制度化された金融機関を通ずる金融仲介は極めて制限されることになった（McKinnon, 1973, chap. 6–7)。

表1，2，3は，金融的発展を遂げた経済と金融的発展が停滞している経済との比較である。M3 によって金融資産保有量＝金融的発展の度合いが代表されるのは，途上国では債権・株式市場が未発達なために，貯蓄手段としては銀行預金に依らざるを得ないからである。

表1は，低成長経済においては金融的発展が見られないこと，また表2は，急速に成長した経済では金融的発展が伴っていたことを示している。さらに表3は金融的発展が見られた多くの経済では，実質金利は正かあるいは穏やかなマイナスであり，金融的発展が停滞している経済では，実質金利が著しくマイナスであったことを示している。これらの数字自体は，実質金利，金融的発展，経済成長間の因果関係について何も語らないが，殆どの途上国では預金銀行は唯一の金融仲介機関であるために，投資の拡大には表に示されるような金融的発展が必要とされる[5]。従って，金融自由化政策の重要な課題は，金融貯蓄を増大させるために，如何にして実質金利を適度な水準で安定化させるかということである[6]。

マッキノンは，かつて，政府による様々な金融抑圧政策（貸出制限，高い預金準備率，再割トランシュの制限等）によるオーソドックスなインフレ抑制策が，逆に貨幣需要の減退，生産の縮小を通じて価格安定化を阻害していることを重視した。そこで，発展途上国がインフレを克服するためには，政府は財政

改革とともに，金融部門への介入を抑制し，名目金利の上昇を許容することで適度な水準の実質金利を実現し，貨幣需要を増大させる（これによって金融仲介が増大し，投資・生産も拡大する）ことが必要であると論じた（*ibid.*, chap. 7–8)。金利規制，高い預金準備率の撤廃等は，インフレの沈静化，実質金利の正常化というマクロ経済安定効果の側面からも有効であると考えられていたの

表 1　典型的半工業化 LDCs における銀行貸付可能資金

(M3 の対 GNP 比)

	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1960—1985 の平均
アルゼンチン	0.245	0.209	0.267	0.168	0.234	0.152	0.213
ブラジル	0.148	0.156	0.205	0.164	0.175	0.179	0.171
チリ	0.123	0.130	0.183	0.099	0.208	0.263	0.168
コロンビア	0.191	0.204	0.235	—	0.222	0.290	0.228
ラテンアメリカ四カ国の平均							0.195
インド	0.283	0.262	0.264	0.295	0.382	0.412	0.316
フィリピン	0.186	0.214	0.235	0.186	0.219	0.204	0.207
スリランカ	0.284	0.330	0.275	0.255	0.317	0.371	0.305
トルコ	0.202	0.223	0.237	0.222	0.136	0.228	0.208
アジア四カ国の平均							0.259

(原資料)　IMF, *Internationa Financial Statistics*, 各年
(原注)　*Internationa Financial Statistics* に従って，M3 は貨幣（ライン34)＋準貨幣（ライン35)＋商業銀行以外の預金（ライン45）として定義されている。M3 は各暦年の 6 月30日について作表されている。
(出所)　McKinnon, 1992, p. 14

表 2　急成長経済の銀行貸付可能資金

(M3 の対 GNP 比)

	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1985
西ドイツ[a]	0.331	0.294	0.448	0.583	0.727	0.913	1.019
日本	0.554[b]	0.737[b]	0.701[b]	0.863	1.026	1.390	1.599
韓国	0.069	0.114	0.102	0.325	0.323	0.337	0.396
台湾	0.115	0.166	0.331	0.426	0.558	0.750	1.264
シンガポール	—	—	0.542[b]	0.701	0.668	0.826	0.788

a　預金及び通貨に加えて西ドイツは直接公衆に販売された金融債を含む。
b　専門信用機関の預金情報が集計されていないため，過小評価されている。
(原資料)　IMF, *International Financial Statistics*, 各年
(原注)　表 1 を参照
(出所)　表 1 に同じ

表 3　銀行預金金利別にみた発展途上国実質金融資産と実質 GDP 成長，1971—1980

（複利成長率，年率）

	金融資産	GDP
1.　正の実質金利を有する諸国		
マレーシア	13.8	8.0
韓国	11.1	8.6
スリランカ	10.1	4.7
ネパール	9.6	2.0
シンガポール	7.6	9.1
フィリピン	5.6	6.2
2.　穏やかな負の実質金利を有する諸国		
パキスタン[b]	9.9	5.4
タイ	8.5	6.9
モロッコ	8.2	5.5
コロンビア	5.5	5.8
ギリシャ	5.4	4.7
南アフリカ	4.3	3.7
ケニア	3.6	5.7
ビルマ	3.5	4.3
ポルトガル	1.8	4.7
ザンビア	−1.1	0.8
3.　強い負の実質金利を有する諸国		
ペルー	3.2	3.4
トルコ	2.2	5.1
ジャマイカ	−1.9	−0.7
ザイール	−6.8	0.1
ガーナ	−7.6	−0.1

a　銀行部門の貨幣及び準貨幣預金の総額を消費者物価指数の変化で調整
b　カバーした期間は1974—80
（原資料）　IMF, *International Financial Statistics*, 1983
（出所）　表 1 に同じ

である。

一方，現在の金融自由化政策に基づく途上国の金融改革では，金利規制の完全撤廃は，価格水準の安定をその前提条件としている（World Bank, *op. cit.*, chap. 9)。すなわち，高いインフレ率に直面している金融改革の初期段階において，政府による金利規制は正当化されているのである。これは，1970年代に金融自由化政策を実行した，チリ，アルゼンチン，ウルグアイ等のラテンアメリカ諸国において，改革の初期段階における金利規制の撤廃が，著しく高い実

質金利に帰結し，経済の停滞をもたらせたことがその背景にある。単純な金利規制の撤廃は，再考されることになったのである。

こうした背景からマッキノンは，現在，高いインフレに直面している経済では，政府は財政改革によるディスインフレ政策とともに金利統制を行い，インフレの収束スピードとともにスケイリングダウンさせていくことが必要であると主張している[7]（McKinnon, 1992, chap. 6)。規制金利を撤廃し，高いインフレを名目金利の上昇によって相殺することで正の実質金利を達成する方法は，高いインフレ率は本来的にその変動が予測できないために，事後的な実質金利水準に関する不確実性を高めてしまい，逆選択問題，モラルハザード問題の源泉になる。そこで，逆選択問題，モラルハザード問題による資源配分の失敗を回避するために，マクロ経済不安定下においては信用逼迫を伴うある程度の「金融抑圧」（狭義）が正当化されうるというのである（*ibid.*, chap. 3)。

このようにマッキノンは，実質金利を正の水準に安定化させるための政策手段に関して，金融部門に対する政府介入の撤廃を重視する初期の主張からディスインフレ経済下における金利規制の正当化へとその見解を変化させた。マクロ経済の不安定性に特徴付けられる改革の初期段階において，政府の金利規制を正当化する，段階的な金融自由化への移行である。

しかし，金融改革の過程が段階的に捉えられているとはいえ，次の点は明確に確認しておかなければならない。それは，世銀，マッキノンらによって正当化されている政府による金利規制は，正常な正の実質金利を達成するための金融抑圧（狭義）であり，特定産業へ政策バイアスを加えるための措置ではないことである。これはまた，世銀のいう「政策的金融抑圧」ともその目的が異なる政府介入である。世銀の規定する意図的な金融抑圧は，金融市場の不完全性を補完するための措置であり，一方マッキノンの認める金融抑圧（狭義）は，マクロ経済安定化のための政策である。金融改革の目的が，政府による資金配分を縮小・撤廃するとともに，実質金利を正の水準で安定化させ，金融貯蓄を制度化された金融機関に吸収することにあり，これこそが経済成長の唯一可能な戦略であるという主張は，何ら変わるところはない。

2.3 投資

マッキノンは，金融抑圧状態にある経済では，投資が量的に制限されることともにその効率性が損なわれることを強調した。投資が量的に制限されるのは，実質金利がマイナスかつ不安定であるために金融資産の蓄積ができず，金融仲介が制限されるからである[8)]。しかし，彼がより重視したのは金融抑圧経済下において投資の効率性が著しく阻害される側面である。

本来，マッキノンが金融部門への政府介入を強く批判したのは，それにより国内経済が分断されている（Fragmented Economy）と考えたからである。国内経済の分断とは，「経済は企業と家計が隔離され，彼ら（国内生産者—引用者）が土地，労働，生産財に対して異なった有効価格に直面しており，また同一の技術にアクセスできないという意味において断絶されている」（McKinnon, 1973, p. 5）ということであり，これは農村部の小企業と優遇された都市部の大企業では，同一の製品を著しく異なった要素比率，技術水準で生産していることを意味する。このため，分断された経済では，部門間，企業間において収益率に大きな格差が生じることになる。マッキノンは，同一の生産性を有する資本の蓄積ではなく，この乖離した収益率を収斂することこそが経済発展であり，その要が国内金融市場の統合であると考えた。政府の特定産業・企業への優遇措置，それを可能にするための金融部門への介入は，まさに国内金融市場を分断する政策であると認識されたのである。

国内金融市場の分断とは，政府による補助のもとで低コストの資金を入手しうる優先的産業部門・企業とそれ以外の非優遇企業のフォーマルな金融機関からの排除＝内部金融（自己金融）・インフォーマル部門への依存とが併存する状況を指す。そしてこの金融的に分断された経済では，第一に，政府によって優遇される企業・産業部門における非効率性，第二に非優遇部門の自己金融・インフォーマル部門への依存による非効率性の二つの側面から投資の効率性が損なわれると捉えられている。

第一の点に関しフライは，特定産業を優遇する選択的信用政策は，次の二つの前提が満たされる場合に正当化されると指摘する。一つは，立案者が実行されるべき投資を知っていることであり，もう一つは信用配分は企画された投資

のみを保証することである（Fry, *op. cit.*, p. 445）。後者は，金融資本（Financial Capital）は代替可能であるという事実に起因し，実物資本の蓄積が政府が意図し，補助した特定産業部門に実際に実現するかという問題である[9)]。

1方前者の問題は，投資の私的収益率と社会的収益率との乖離を前提とした議論である。私的収益率と社会的収益率が異なる場合，仮に補助を受けた産業の投資効率性が他部門のそれよりも低い場合であっても，当産業が高い外部性を有する産業であればその投資は社会的には望ましいことになる。フライの指摘は，原理的にその可能性を否定するのはなく，政府が実際にそのような産業を特定する能力を有するかということである。金融自由化政策に特徴付けられる金融改革を支持する立場は，現実にはそのような産業を特定することは困難であり，資金配分は政治的要因によって歪められることが一般的現象であった（政府の失敗）というものである。この政策金融の有効性に関する極めて重要な議論については，第3節において改めて取り上げることにする。

次に，第二の点（非優遇企業・家計が自己金融やインフォーマル部門への依存を余儀なくされている点）に起因する投資の非効率性については次のように説明される。すなわち，金融抑圧は，先にみたように，銀行部門の効率性を低下させることで民間金融部門の発展を阻害するとともに，実質金利を不安定化させたと認識されるが，こうした経済では，富の蓄積形態は金融資産ではなく実物形態が選好され，過剰な在庫投資が一般的になること，さらに金融資産の十分な蓄積ができないために投資は技術的革新を伴わない少額投資しか行われ得ないということである（McKinnon, 1973, chap. 2）。また，自己金融のシステム，インフォーマル市場への依存が広範に見られるということは，資源が全国規模において効率的な用途に振り向けられ得ないことを意味している。世銀は，インフォーマル部門の金融が，短期信用，所得収入の平準化，さらには長期信用において，農村部や都市の中・小企業に対して，重要な役割を果たしてきたことを認める一方で，付随する問題点として，それが極めて限定された地域内，人間関係における取引であり，信用供給は極めて制限されることを挙げている（World Bank, 1989, chap. 8）。投資の効率性の停滞は，このように，政策金融そのものの非効率性と金融過程への介入がその他経済主体に与えた影

響という二つの側面からもたらされたと認識されている。

ここで第2節の結びとして次のことを確認しておきたい。金融抑圧論の主張には，金融自由化政策の効果として次の二つが含まれている。それは，物価が安定し，実質金利水準が正常化することで，貯蓄・投資が増大するとともに民間投資の効率性が向上する効果と非効率的な政府による資金配分が縮小する効果である。政府による広範な金融部門への介入は，政府系の開発金融機関，専門金融機関による貸付の非効率性，政府の失敗という直接的な要素とそうした介入がマクロ経済の不安定化を通じて金融的発展を阻害するという要素の二つの要因から否定される。効率的金融仲介の下で，金融的発展が投資の量的増大・質的改善を通じて経済成長を導き，経済成長がさらなる金融的発展をもたらすという経済発展の好循環は，政府による金融部門への介入によって，その根源において切断されたと考えられているのである。

しかし，金融部門への政府介入の有効性，及びそれとマクロ経済との関連性に関しては以上までの見解とは根本的に異なる見解がある。世銀は『東アジアの奇跡』のなかで，「金融抑圧」（狭義）や政策金融が，必ずしもマクロ経済の安定性，金融的発展と対立的でなかったことを示している。金融自由化政策を支持する見解の中で主張されるように，政府の金融部門への介入と金融的発展とを対立的図式として捉えうるか否かはそれほど明確ではないのである。そこで次節において，金融自由化政策・金融改革の問題性，意義を明確にするために，金融自由化政策に基づく金融改革に批判的な見解を検討していく。

注

1）フライは，インド，韓国，ネパール，スリランカ，台湾，タイについて銀行一支店あたりの農村人口で近似した預金受け入れ金融機関の利用可能性が，国貯蓄率に負の相関性を持つことを検証している。そこでは，平均で，一支店あたり農村人口が10％低下すると，国民貯蓄率が0.16％上昇することが示されている（Fry, *op. cit.*, p. 164)。また，寺西もフィリピンの農村銀行の例から，預貯金動員は制度弾力的な側面を持つと指摘している（寺西，1991，53–56頁)。

2）世銀は，多くの途上国において金融機関が倒産，不良債権の蓄積，返済遅延等の金融困難（Financial Distress）に直面している原因を，マクロ経済環境，産業及び金融政策，債務者と債権者の行動に区分して説明しているが，直接的原因として最も

強調されるのが誤った産業，金融政策である（World Bank, 1989, chap. 5)。DFIs，民間金融機関に課せられる割当信用が，支払遅延，デフォルト等により金融機関の脆弱性に帰結した要因，その規模等はフライ（Fry, *op. cit.*, chap. 14）に纏められている。

3) これに対して，先進国における金融の自由化は，民間金融機関相互間の業務規制の緩和を主たる目的としている。

4) これは，パトリックの規定する「需要追随型」金融発展が，低開発段階においても可能であると考えられていることを意味する。フライは農村部へ支店網を拡大させていく際に，人口と一人当たり所得に依存する中期の期待収益が重要であると指摘する。そして，最低限10,000人の居住者を有する地域では，銀行視点の効率的な営業が可能であろうと推測している（*ibid.*, chap. 8)。

5) 金融的発展と経済成長との因果性については本節の注8を参照のこと。

6) フライは，実質金利と国民貯蓄率との間には正の相関関係が求められるものの，その効果は政策的重要性を保証するほど大きくはないと指摘する。しかし，同時にこれは実質金利が著しく負である国では，預金金利を引き上げることによって貯蓄を直接的に増大させうることを意味している（*ibid.*, chap. 8)。

7) マッキノンは，ディスインフレ過程においては，名目金利だけではなく，為替レート，賃金も同時に管理する必要があると主張している（McKinnon, 1991, chap. 6）

8) マッキノンは，貨幣（広義）蓄積が資本蓄積を導くこと（貨幣と資本との補完的関係）を貨幣の誘導効果（conduit effect）と呼ぶ。彼は，新古典派理論では貨幣保有と実物資本は代替的関係として捉えられているが，貨幣保有の実質利子率が実質収益率以下に抑圧されている低開発国では，両者の関係は補完的になるという。すなわち，実質利子率の上昇は金融資産蓄積を促進するが，それでもなお実物投資から得られる実質収益の方が高いために，より多くの金融資産保有は現実資本の蓄積に帰結する。両者が競合的関係になるのは，金融資産保有の実質利子率と実物投資から得られる収益率が同一になってからであるとされる。（McKinnon, 1973, chap. 5)。

9) 金融資本の代替可能性の一例として，フライは米国政府による住宅融資の促進政策を挙げている。これは，不動産融資を優遇する政策が，実際には全資産にしめる住宅資産の比率を増大させることはなく，単に不動産抵当負債を他の高率の負債に置き換えることに帰結しただけであったというものである。これと同様に，フライは途上国における殆どの農村部に対する信用プログラムは，生産的実物資本の蓄積にはそれほど貢献しなかったと指摘する（Fry, *op. cit.*, Chap. 18)。

第3節　対立見解

3.1　有効需要及びインフォーマル部門

第2節で見たような金融自由化政策を特徴とする途上国の金融改革に対しては多方面から批判がある[1)]。

ダット（Dutt），バーケット（Burkett）らは，実質金利の上昇が有効需要に与える側面から金融改革に疑問を投げかけている。2.2において検討したように，金融改革の目的の一つは，実質金利を正の水準で安定化させることによりフォーマルな金融機関への貯蓄を増大させることである。しかし，貯蓄の増大は，有効需要の観点からは，それに見合う投資の拡大がない場合，経済成長にとってむしろマイナスの影響を持つ。従って，フライに簡潔に表現されているように，マッキノンに代表される途上国の金融自由化論は，「金融的に抑圧された経済における成長は貯蓄によって制約されている；そこには投資機会は豊富に存在する」（*ibid.*, p. 26）という前提の上になり立つ議論である。彼らが批判するのはまさにこの点である。先に示した図1に当てはめると，金融貯蓄の増大が投資の量的拡大に帰結するという連鎖を疑問視するものである。

ダットは，実質金利の上昇が産出に与える効果を，産出に超過供給能力がある場合と完全能力生産の場合に分類した上で，さらに資本，物価，賃金が一定の短期とそれらが変化する長期の場合に区分し検討している（Dutt, 1990–1991）。そして，完全能力生産の場合，実質金利の上昇は資本形成及び成長に正の影響を与える可能性があるが，産出に超過供給能力があり，特に長期の場合には，実質金利の上昇は資本蓄積及び成長に悪影響を持つことを示している。そのため彼は，発展途上国は，金融自由化政策を進める過程のある特定時点において有効需要による制約に直面するであろうと指摘する（*ibid*, p. 229）。

しかし，ダットの議論は次の2点において，金融抑圧論に対する批判としては問題があるように思われる。

第一には，政府部門の活動が考慮されていないことである。すなわち，彼の議論では金融抑圧問題，金融改革問題を実質金利の問題に集約してしまってお

り，金融抑圧論の中で強く主張されていた政府系開発金融機関や民間銀行に対する貸出割当等の政府主導による資金配分の非効率性の問題は無視されている。加えて，政府財政部門は存在しないとの仮定が設定されている[2)]。

第二には，金融抑圧論においては，実質金利は単にその水準が「低い」という点に問題を見ているのではない。例えば実質金利を1％から3％に引き上げねばならないということが彼らの主張ではない。金融抑圧論における実質金利の問題は，それが著しくマイナスであったり，不安定化していること，さらには，企業間・産業間に著しい格差があることにある。ダットの議論は，このような金融抑圧経済における実質金利の正常化を問題としているのではない。彼の議論は，安定的実質金利の単なる上昇であり，これは発展途上国経済よりもむしろ先進国経済に適合するように思われる。

ギブソン＝シァケイトロスは，ダットらの議論に対し，金融自由化政策が有効需要に与える潜在的な負の影響に焦点を当てた点にその貢献を認めている(Gibson and Tsakalotos, *op. cit.*, p. 609)。しかし，潜在的投資機会が幅広く存在するという金融自由化論の前提は，金融抑圧が解消されるならば正常な投資活動が開始されるであろう（投資は抑圧されていた）という意味においては妥当するように思える。見解の相違は，金融自由化政策を，機能的な市場の存在を前提としたうえで評価するか，あるいは市場を形成していくプロセスの中で捉えるかに起因しているといえるのではないだろうか。

また，途上国に広範に存在するインフォーマル市場の機能を重視する立場から金融自由化政策を批判しているのが，テイラー（Talor），ヴィンバーゲン（Wijnbergen）らである。彼らは，政府の管轄下にある預金銀行の金利が引き上げられた場合，貯蓄がインフォーマル部門からフォーマルな金融機関へと流出することによって，インフォーマル部門からの借り入れに依存していた企業は融資を制限されることになり，結果的に投資と生産は停滞すると主張した(Talor, 1983)，(Wijnbergen, 1983)。金融自由化論の主張では，自己金融やインフォーマル市場の衰退は，同時にフォーマルな金融機関へのアクセスを意味するが，彼らには，政府による規制を受けないインフォーマル部門を経由する資金配分はより効率的であるという認識がある。

実際に，インフォーマル市場は，幾つかの途上国において経済活動に重要な役割を果たしていることが指摘されている。例えば，韓国におけるカーブ市場(Curb Market)，インドにおけるファイナンスカンパニー (Finance Company)，タイにおけるチットファンド (Chit Funds) 等は，大企業に対してさえ，事業金融，商業金融に多額の融資を行っているといわれている。また，台湾ではインフォーマル部門からの民間企業への貸付は，1964年において全体の48%を占め，その後1973年にはその比率は27%に低下したものの，1986年には再び48%に増大したことが示されている (Fry, *op. cit.*, pp. 344–350)。インフォーマル部門は，その独占的性格によって効率的資金配分の主体とはなり得ないとの従来の認識は，政府による規制——金利規制・預金準備等——から免れていること，オペレイティングコストの低さ等から再考を迫られてきた。

しかし，仮にインフォーマル部門が途上国の経済活動に重要な役割を果たしてきたことが事実であるにしても，このことが金融自由化政策に基づく金融改革を否定する根拠とはなり得ない。何故ならば，インフォーマル市場に，資金供給能力，危険負担能力，効率的資金配分，預金者保護等に限界があることも一方で事実だからである。また，インフォーマル部門が効率的であるとされる理由が，政府によってその活動が制約されないことにあるのであれば，それは金融自由化政策によって実現しようとしている目的と完全に一致する[3)]。インフォーマル部門とフォーマルな金融機関の関係は，フォーマル部門がインフォーマル部門を排除していく代替的・競合的関係としてのみ捉えるのではなく，金融改革の中で如何にしてインフォーマル部門を制度化していくかという側面から検討されるべきであろう[4)]。

以上の二つの批判は，いずれも金融自由化政策を実行する過程において生じる問題点を指摘するものである。しかし，これらはいずれも政府と金融部門との関わり方に直接的な分析の焦点が当てられているのではない。次では，これらと異なり，金融部門における政府の役割に関し金融自由化論者とは根本的に異なる見方を提示している議論について考察する。

3.2　スティグリッツの見解

スティグリッツは，金融自由化政策に基づく金融改革に関して次のように指摘する。

「東アジアの急速に成長している経済は，多くの場合，政府が金融機関の構築，規制そして直接信用において，積極的な役割を果たしてきた。これは，経済の安定性，金融機関の資力を高め，また成長期待を増大させるように作用した。〔中略〕東アジアの急速に成長する経済の成功は，どの程度政府の金融市場への介入によるものであるか，特定の介入の相対的重要性，そして他の諸国がこうした介入を模倣できるかについては研究と論争の余地がある。明らかなことは，金融市場の自由化への単純な観念的取り組みは，経済理論あるいは経験に照らし合わせてみても，引き出すことはできず，また途上国が今日直面している一連の中心的な政策問題の賢明な議論の基礎を提供することもできないことである。」(Stiglitz, 1993, pp. 50–51)

この引用から明らかなように，スティグリッツは，発展途上国における金融自由化政策に基づく金融改革を批判し，金融機関の構築，資金配分過程における政府の役割を極めて重視している[5)]。とりわけ，東アジアの発展過程においては，政府による金融抑圧（狭義）や割当信用プログラムが重要な役割を果たしたと考えている。まず，金融抑圧に対する彼の見解からみていくことにしよう。

スティグリッツは，「金融抑圧が非効率的な資金配分を引き起こすという議論は疑わしい。それは信用市場と他の市場との違いを認識することの失敗に基づいている。〔中略〕厳密に検討すると，金融抑圧は現実には資本配分の効率性〔中略〕を改善しうることを示している。」(*ibid*, p. 40) と主張し，その根拠として以下の三点を挙げている (*ibid*, pp. 40–41)。

第一には，高金利は，資金需要者のインセンティブと構成に悪い影響を与えるということである。すなわち，金利が高い場合には，投資インセンティブが削がれるとともにハイリスク投資が選択されやすくなるのに対して，金利が低い場合には，仮に政府が無作為に資金配分を行ったときでさえ（政府が適切なプロジェクトの選抜能力を備えているときは一層）借り手の期待クオリティーを引き上げることでができるとされる。第二には，金融抑圧は資本コストを低

めるために，企業の自己資本を増大させることである。スティグリッツは，自己資本が高い場合，企業は債務を返済することができないときに発生する倒産可能性を低下させることになるとともに，より良いプロジェクトを選択するようになる（より多額の自己資本がリスクに晒されているため）であろうということから，株式資本は貸付資本に比べて投資の期待収益を引き上げる点で優位性をもつという。第三には，金融抑圧は高貯蓄とより効率的な資金配分を促進するインセンティブの基礎として利用できるとされる。すなわち，金融抑圧は資本の希少性（信用割当）を発生させるため，政府は良いパフォーマンスを示すものが資金を入手できるよう競争をあおることができると主張する。

以上のスティグリッツによる「金融抑圧」の正当化については，その妥当性を問う以前に，次のことを再度確認しておかねばならない。それは，彼のいう「金融抑圧」が狭義の金融抑圧，つまりマクロ経済の安定を前提にしたうえでの，市場清算水準以下に引き下げられた実質金利を意味しているということである。すなわち，議論されているのは安定的実質金利をどの水準に管理するかという問題であって，安定的実質金利を如何にして達成するかという問題意識ではない。このことはスティグリッツが，金融抑圧に関する過去の実証研究は，小規模な金融抑圧と大規模な金融抑圧とが区別されなかったことに問題があったとし，マイナスの実質金利を持つ国々をサンプルから除外した場合，高い実質金利は低い経済成長率に関連すると思われる（*ibid*, p. 41）と指摘していることからも明らかである。このような「金融抑圧」（狭義）の正当化は，仮にそれが真実であるとしても，マクロ経済の安定（実質金利の安定）を前提としたうえでの議論であり，「観念的な金融自由化政策」に対しては重要な問題提起をしているといえるが，多くの途上国が直面している広義「金融抑圧」を如何にして解消するかという問題に解答するものではない。

また，スティグリッツは金融抑圧（狭義）に加え，割当信用制度に関しても，その意義を積極的に評価する。彼は，第一には多くの途上国では租税制度が未整備であるために，割当信用が政府のコントロール下にある資金を確保する有効な方法になっていること，第二には政府は政府系金融機関を設立し安全な貯蓄手段を提供することによって，低金利のもとで消費を抑制する一方で投資資

金を確保しうること，第三には発展途上国では信用総量規制がマクロ経済安定に効果的であること[6]，第四には私的収益を上回る社会的収益を生み出す投資は民間金融機関ではファイナンスされえないが，割当信用プログラムではそれが可能になることを指摘する（*ibid*, pp. 42–45）。

第四に掲げた高い社会的収益を実現する上での割当信用の有効性を認める彼の見解は，世銀の『東アジアの奇跡』の分析に反映されている。従来世銀は，政府の金融過程への介入を「金融抑圧」を発生させるということから否定してきたのであるが，『東アジアの奇跡』では，その効用が条件付きで認められている。とりわけ，日本，韓国，台湾における割当信用政策は，金利補助が少なかったこととその規模が制限されていたことに加え，「基本的に健全な資本市場政策をより改善された選択とモニタリングにより補完」（World Bank, 1993, p. 275, 訳259頁）したことによって経済成長に貢献したと位置づけられている。

改善された選択とモニタリングとは，それぞれ，政府系開発機関や政府による補助付きの融資が行われる際に，輸出実績のような経済的実績を融資基準としたこと——これによって競争原理を機能させる一方で政治的バイアスのかかった融資の実行を回避することができる——，企業と政府，銀行の間に緊密な関係を維持し，融資を受けた企業を常に監視したこと——これによって政策金融による貸し倒れ損失を防ぐことができる——を意味する。世銀は，上記の三つの国（地域）では，このような基本的枠組みの下で，政府が他の経済部門への波及効果の大きい電気，鉄・鋼鉄，石炭，さらには工作機械，重化学工業といった部門へ資金を振り向けたことによって，高い社会的収益を実現することができたと分析するのである。二節で見たように，金融自由化論の主張では，高い社会的収益を有する産業を特定することの困難性が重視されたが，『東アジアの奇跡』では，政府による割当信用政策は，その規模や補助の程度が制限され，また特定の制度的基盤を備えている場合には，経済成長に寄与すると考えられているのである[7]。

このように，金融部門への政府介入が経済成長を促進する可能性を重視する立場からは，金融自由化政策に基づく発展途上国の金融改革は，「金融抑圧」（狭義）及び直接的な信用配分の有効性の観点から強く否定されることになる。

そしてこのような主張を裏付ける実証的な証拠として提示されるのが幾つかの東アジア諸国における経験である。金融部門への政府介入に積極的な意義を認める議論と，金融部門への政府介入を抑制・撤廃することが必要であるとする金融自由化論の主張の対立が現在の途上国の金融改革との関連性において持つ意義は，結びにおいて指摘したい。

注

1) 金融自由化論に対立する諸見解については，フライ（Fry, *op. cit.*, chap. 6)，ギブソン＝ツァケイトロス（Gibson and Tsakalotos, *op. cit.*,)，バラッサ（Balassa, 1989）を参照のこと。

2) ダットは，経済主体として家計，企業，資本家及び銀行の四つを想定した上で分析している。しかし，「金融抑圧論」の中心的分析対象が，政府活動の民間経済主体に対する影響である点は第2節においてみた通りである。

3) 趙は金融自由化論と新構造主義とは，金融改革の方法が異なるだけであり，その目的——政府に規制されない自由な金融システムの構築——は同一であると指摘している（Cho, 1990)。

4) 寺西は，日本の金融システムが発展する過程において，在来的金融手段には転化と排除の二つのプロセスがあったと指摘している（寺西，1982，第4章)。また，韓国では1972年の8.3措置による非銀行金融仲介機関育成策によって私債金融市場はフォーマルな金融部門に包摂されていった。

5) スティグリッツは，政府による金融部門への介入を正当化する七つの金融市場における失敗を提示し，これらを補完する政府の役割について言及している（Stiglitz, *op. cit.*,)。しかし，これらは必ずしも発展途上国の金融問題だけが対象とされているのではないため，本稿では，本稿の考察対象である政府による金融抑圧（狭義）及び割当信用における政府の役割に関する議論に考察を限定している。七つの根拠とは，(1)金融機関の監視は公共財の性格を持つこと，(2)預金者，株式投資家，銀行，企業間には外部経済が生じること，(3)金融機関の倒産によって生じる外部経済，(4)金融市場におけるリスク負担市場の欠如，(5)貸付市場の不完全競争，(6)完全競争下における信用逼迫及び私的収益と社会的収益の乖離，そして(7)個人の収益性判断にシステマティックなバイアスが生じることである（*idib*, pp. 24–32)。そして，スティグリッツはこれらの失敗を回避するために，政府は，(1)高い自己資本比率の設定，(2)保険対象預金に対する金利規制，(3)所有及び取引規制の三つの原理によって金融機関を規制する必要性を説いている（*idib*, 1993, pp. 38–39)。

6) マクロ経済の安定と政府の金融部門への介入の関係は，単に信用総量規制だけではなく，金利規制，預金準備率等との関係からも検討されなければならない。この問

題は政府の金融部門への介入と金融的発展との両立可能性に関わってくる極めて重要な問題であり，稿を改めて検付したい。

7) 世銀は『東アジアの奇跡』において，このように政府介入の果たす意義を認めたが，これはあくまで HPAEs，中でも日本，韓国，台湾に限定された議論である。このような，発展メカニズムが他の途上国においても模倣されうると世銀が考えているとは思われない。

結びにかえて

金融部門の改革が求められている途上国の現状として，一般的に，マクロ経済の不安定性と政府による資金配分の比率が著しく大きいことが指摘できる。例えば，1980年においては，世銀の SAL 及び SECAL を受けた42の途上国のうち実質金利が正であったのは，僅かに5カ国（コスタリカ，ブラジル，中央アフリカ，チリ，コロンビア）だけであり，その他の国々はマイナス（著しいマイナス）であった（Jayarajah and Branson, 1995)。また正の実質金利であっても，例えばブラジルは，LIBOR（London Inter-Bank Offered Rate）との金利差で見た場合，1978年ではプラス1.4%であるのが，1979年にはマイナス3.8%，1980年にプラス17.2%，1981年にマイナス4.6%，1982年にプラス22.5%と激しく変動している。このような実質金利のマイナス化，不安定性は他の殆どの途上国に同様にいえることである。

また，国内において政府が資金配分に何らかの形態において関わっている割合に関しては，世銀（World Bank, 1989, chap. 4）によると，例えば1986年においてパキスタンでは，銀行制度の大半を占める国立銀行の新規融資の70%は政府の規制対象とされており，インドでは銀行資産の約半分は預金準備あるいは政府証券として保有しなければならず，さらに残りの40%は規制金利で優先部門に貸し付けねばならなかったという。またブラジルにおいても，1987年に，政府の融資制度は公的・民間両部門の貸出残高の70%以上を占めたとされる。割当信用や政府系金融機関の効能に理論的正当性があるにせよ，このような比率での政府介入が正当化されるとは考えにくい。発展途上国における金融改革を議論する際，対象となっている国の大部分が，以上のような経済状況にある

ことはまず第一に考慮されるべきである。

そこで，金融自由化政策に基づく金融改革を主張する見解と「政策的金融抑圧」や政策金融の有用性を重視する見解との対立は，まず第一に，機能的な民間金融部門を如何にして構築するかという視点から検討することが重要となる。発展途上国には，たとえ政府による資金配分に潜在的な有用性があるとしても，その有用性が発現される場である民間部門＝市場が存在しないのである。この意味で，途上国の金融改革における政府の役割に関し，機能的な民間金融部門を如何につくりだすかという視点を重視する金融自由化論者のアプローチは基本的に正当化されよう。しかし問題は，彼らが市場と政府を対立的図式としてのみ捉えたことである。

金融自由化政策に基づく金融改革を支持する見解では，政府の金融部門への介入は，優遇企業・産業において非効率的な投資を促進しているという理由とマクロ経済の不安定性，すなわち激しいインフレ，マイナスの実質金利に深く関与し金融的発展を阻害している——すなわち金融抑圧——という理由の二つの側面から否定されている。政府の金融部門への介入がマクロ経済の不安定化に深く関わっていることが明らかな場合には，そうした介入を抑制する必要があることは，金融自由化政策に基づく金融改革を批判する論者であっても否定することはできない。

しかし，このことは金融部門への介入を抑制することが，民間金融市場を整備する十分条件であることを決して意味しない。金融部門への介入の経済的合理性，マクロ経済に与える影響に関しては，第3節で見たように有力な反論及び反証が示されている。特に，政府による金融部門への介入がマクロ経済の安定性と対立的でない場合には，金融的発展が経済成長の前提条件であるということから政府の金入部門への介入を否定する見解は，その主張の有力な根拠を失うことになる。発展途上国の金融改革を検討する際，政府の金融部門への介入の形態及び規模，マクロ経済の安定性，そして金融的発展という経済成長にとって重要な三つの要因の相互関連性の検証は，極めて重要な実証的課題である。

参 考 文 献

英 文

Amsden, A. and Euh, Y. H. (1993) 'South Korea's 1980s Financial Reforms: Good-bye Financial Repression (Maybe), Hello New Institutional Restraints', *World Development,* Vol. 21, No. 3, pp. 379–390.

Ballassa, B. (1989) 'Financial Liberalization in Developing Countries', Washington, D. C., World Bank, PPR Working Paper WPS 55, September.

Bencivenga, V. and Smith B. (1992) 'Defficits, Inflation, and The Banking System in Developing Countries: The Optimal Degree of Financial Repression', *Oxford Economic Papers* 44, pp. 767–790.

Buffie, E. (1984) 'Financial Repression, The New Structuralists, and Stabilization Policy in Semi-Industrialized Economies', *Journal of Development Economics,* 14(3, April), pp. 305–322.

Cho, Y. J. (1990) 'McKinnon-Shaw versus the Neostructuralists on Financial Libera lization: A Conceptual Note', World Development, Vol. 18, No. 3, pp. 477–480.

Dutt, A. (1990–1991) 'Interest Rate Policy in LDCs: a Post Keynesian View', *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 13, No. 2, pp. 210–232.

Fry, M. (1995) *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, 2d ed., Baltimore and London, Johns Hopkins University Press.

Gibson H. and Tsakalotos E. (1994) 'The Scope and Limits of Financial Liberalization in Developing Countries: A Critical Survey', The Journal of Development Studies, Vol. 30, No. 3, pp. 578–628.

Jayarajah, C. and Branson, W. (1995) *Structural and Sectoral Adjustment: World Bank Experience, 1980–92,* The World Bank.

McKinnon, R. (1973) *Money and Capital in Economic Development,* Washibton, D. C., Brookings Institution.

———. (1981) 'Financial Repression and the Liberalization Problem within Less-Developed Countries', *The World Economic Order: Past and Prospects,* Edited by S. Grassman and E. Lundberg, London: Macmillan, pp. 365–386.

———. (1991) *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transitision to a Market Economy,* Baltimore, Johns Hopkins University Press.

McKinnon, R. and Mathison, D. (1981) 'How to Manage a Repressed Economy', *Princeton Essays in International Finance,* (145), December.

Patric, H. (1966) 'Financial Development and Economic Growth in Underdevel-

oped Countries', *Economic Development and Cultural Change* 14, pp. 174–89.

Streeten, P. (1987) 'Structural Adjustment: A Survey of the Issues and Options, *World Development*, Vol. 15, No. 12, pp. 1469–1482.

Stiglitz, J. (1994) 'The Role of the State in Financial Markets' *Proceedings of the World Bank Annual Conferrence on Development Economics 1993*, Edited by M. Bruno and B. Pleskovic, Washington, D.C.: World Bank, pp. 19–52.

Summers, L. and Pritchett, H. (1993) 'The Structural-Adjustment Debate', *American Economic Review*, Vol. 83, No. 2, pp. 383–389.

Van Wijinbregen, S. (1983) 'Interest Rate Management in LDCs', *Journal of Monetary Economics*, 12, pp. 433–522.

World Bank (1989) *World Development Report 1989*, New York, Oxford University Press.

———. (1993) *The East Asian Miracle-Economic Growth and Public Policy*, Oxford University Press. (白鳥正喜監訳,『東アジアの奇跡——経済成長と政府の役割』, 1994, 東洋経済新報社)

邦　文

伊東和久, 山田俊一編 (1993)『経済発展と金融自由化』, アジア経済研究所

絵所秀紀 (1991)『開発経済学の形成と展開』, 法政大学出版局

河合正弘, QUICK 総合研究所アジア研究会編 (1996)『アジアの金融・資本市場』, 日本経済新聞社

小浜裕久, 柳原透編 (1994)『東アジアの構造調整』, ジェトロ

寺西重郎 (1991)『工業化と金融システム』, 東洋経済

本間雅美 (1996)『世界銀行と国際債務問題』, 同文舘