

資金循環表から見た韓国の一九六〇年代の金融市場と

私募債に関する研究——産業連関分析技法を応用して——

金 志 映

はじめに

植民地支配からの解放と朝鮮戦争を経た韓国で、金融市場は多くの開発途上国で観察されるように二重金融構造を持ち、公金融と私金融¹⁾に分かれていた。金融市場が二重に分断された状態では、金利も公金利と私金利に分かれて決定された。金利というのは、資金を借りるときにその対価として払う費用のことで、通常は借り手の資金需要と貸し手の資金供給によって決められる。しかし分断された金融市場では、公金利は政府の信用割当により決められ、金融政策により統制された。韓国では物価安定や企業の資金調

達費用の負担の軽減を目的に低金利政策が持続され、私金利に比べ公金利は非常に低い水準に留まっていた。預金金利が市場均衡金利の私金利より低い水準で統制されていたため、銀行預金は資金の運用先としての魅力を失っていた。上、低金利で借り手からは慢性的な資金の超過需要が生じていた。このような状況では、銀行が民間から預金を誘引し収集した大量の資金を用いて貸出市場へ供給するという、通常の金融仲介機能のメカニズムが作動することは容易ではなかった。

一九六五年九月三〇日には公金利を現実の金利水準まで引き上げるといふ、金利現実化措置が実施された。同措置

は一年未満の名目預金金利を年一五％から年三〇％に引き上げるといふ画期的な内容であり、短期間に民間の資金を貯蓄性預金に誘引する結果となった。しかし、高利の私募債の問題は解決されず、負債の返済不能で倒産する企業が続出したため、一九七二年八月三日には預金金利を年一二・六％に引き下げて再び低金利政策に戻った。それに加えて、全ての会社の負債を三年間支払猶予する方式で製造業を救済する異例的な措置が実施された。このように、一九六五年～一九七二年は韓国で唯一、高金利政策が試みられた期間であり、この過程には経済開発計画を推進して来た韓国政府が試行錯誤を重ねながら金融制度を整備していく姿が如実に示されている。

本稿は韓国のESNAベースの資金循環勘定を用いて、一九六〇年代の各制度部門の金融行動における変化を分析する。そして一九七〇年代から本格的に始まる韓国の経済成長期において、金融的基盤を造成した一九六〇年代の各金融機関、特に第二金融圏²⁾の整備に伴う金融市場の成長を、負債影響力係数と資産影響力係数を算出することで明らかにする。加えて、資金循環表にあらわれる私金融市場、つまり個人部門が民間企業に供給した私募債の規模を推計し、

私募債の動向を追跡することで、データの収集や分析が難しい当時の私金融市場分析の一助とすることを目指している。

本稿の構成は次のとおりである。第一章では歴史的に二重構造を形成して来た韓国の金融制度と政策を振り返る。その際、金融政策における韓国の中央銀行の立場と役割の観点から接近し、一九六〇年代の韓国の金融市場の状況や変化を把握する。第二章では本稿で用いる主要資料であるESNAベースの資金循環勘定について紹介し、資金循環表から私募債の金額を推定する方法を説明する。第三章では第二章で紹介した方法に従い私募債の年末残額を推定し、資金過不足分析を通じて資金の需要供給における私募債の比重の推移を観察する。第四章では私募債という金融商品の項目を追加した資金循環表に産業連関分析技法を応用して、各制度部門間の取引や各制度部門の負債・資産影響力係数からあらわれる変化を観察することで一九六〇年代の韓国の金融システムを分析する。さらに、私募債の投入先や負債・資産影響力係数と感応度係数を算出し、その変化から私募債が韓国の金融市場に及ぼす影響について分析する。最後に結論を記す。

一 一九六〇年代の韓国の金融市場と

金融政策

(1) 二重構造の金融市場と金融政策

一 国において制度的に組織化した金融市場が作動するためには、一般的に情報の完全性、金融仲介機関の整備、貨幣経済の完備などの条件が満たされなければならない。韓国で近代的な金融市場の体制が形成されたのは一九六〇年代である。しかし、一九六〇年代の金融市場は上述のような条件を満たすものではなかった。まず、信用度を測る基準がなく情報の非対称性が強かった。その上、金融仲介機関は整備されず、三回（一九五〇年、一九五三年、一九六二年）の貨幣改革で貨幣秩序は混乱していた。この中で、金融市場は公金融機関と私金融機関に分離された二重構造で発展して来た。

一九五〇年代の韓国の総貯蓄率（一九五五年基準一・三％）は低水準であり、外国援助及び通貨増大への資金依存度が高かった。このような状況で、政府は企業の資金調達費用の軽減のために低金利政策を維持したが、低金利政策が招いた副作用も少なくなかった。まず、図1のよう⁽³⁾

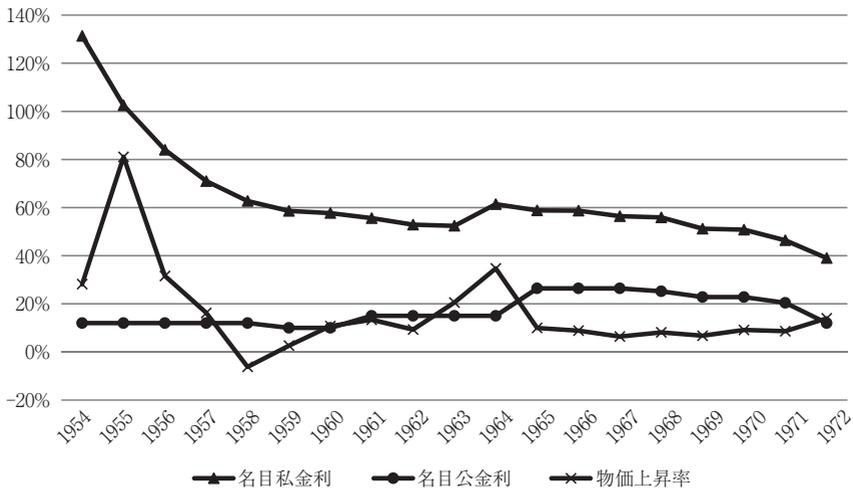


図1 公金利と私金利の推移

金融機関の金利が市中金利及び物価上昇率より極めて低水準で決められており、需給を調節する機能を失っていた。

次に、低金利政策の体制の下では金融機関の貯蓄誘引能力が弱まり、銀行の通貨性預金などの現金・通貨が預金総額の八三%を占め、貯蓄性預金は一七%に過ぎなかった（一九五五年当時）。最後に、貸出金利も低い水準で与えられることにより、企業は自己資本を充実させるよりは銀行融資に頼っていた。これによって、企業には不況に対する抵抗力が養われず、資本市場の発達も阻害された。金利は本来の金融仲介の機能を失ってしまい、金融政策の実効性が形骸化された。韓国では金融政策の正常な運用が困難になり、貸出限度制のような変則的な手段をとる金融統制が金融政策の根幹となっていた。このような低金利政策の副作用を改善するため、一九五〇年代から金利引上論が提起され、一九六〇年代初に民主党政権は金利現実化を公約した。政府は利息制限令の撤廃と金利の現実化を通じて、遊休資金及び私金融市場で流通する資金を金融機関に吸収することを目指した。一方、植民地支配の終結と朝鮮戦争を経た韓国が、どのように金融制度を復元・整備するかについては世界的な関心が集まり、一九六〇年代にIMFとWorld

Bankをはじめとする世界の金融機構は金利を引き上げよう助言した。一九六五年九月三〇日に施行された金利現実化措置は、最高預金金利を年一五%から年三〇%に引き上げた異例の措置で、開発政府の金融政策において画期的な事件であった。金利現実化措置の目的は政策金利を現実化させることで、二重金融構造を無くすことであった。金利現実化措置を支持する理論は、金融自由化を主張した、いわゆる新自由主義者のモデルに基づく。

しかし、一九七二年には低金利政策に復帰した。一九七二年八月三日に発表された大統領の経済安定と成長に関する八・三緊急経済措置（いわゆる八・三措置）によって、定期預金金利は金利現実化措置以前より低い一二%に改定された。この八・三措置は、インフレーションの悪影響、貧弱な企業の財務構造、高利息の私募債の横行、融資に必要な企業の担保不足、不十分な企業の経営合理化、民間投資と雇用増加の鈍化などによる企業破産の増加を解決するために施行された。八・三措置は全ての企業の負債を三年間支払猶予する方式で製造業を救済した⁴。つまり、一九六五年の金利現実化措置以後から一九七二年の八・三措置までの期間は、韓国で唯一、高金利が維持された期間である。

表1 6段階の金利引下措置(年利、%)

実施日時	預金金利	貸出金利	備考
1965年10月1日	30	26	金利現実化措置
1968年4月1日	27.6	26	預貸金利間の逆金利差縮小
1968年10月1日	25.2	25.2	表面的な逆マージン現象の解消
1969年6月1日	22.8	24	実質的な逆マージン現象の解消
1971年6月28日	21.3	23	金融機関の経営収支改善の企図
1972年1月17日	17.4	20	企業の競争力強化の企図
1972年8月3日	12.6	16.5	83緊急経済措置

高金利政策施行の期間中は、預金金利が貸出金利より高い水準で設定されたことから生じる逆マージンが銀行の経営収支の悪化を招いた。当初から指摘されていたことではあるが、銀行の逆マージンに対する根本的な解決策の不在で、結果的に韓国銀行はこのような逆金利体制を是正せざるを得なかった。それに産業界の金利負担を緩和させる目的も兼ねて、表1に示すように一九六八年〜一九七二年に六段階にかけて金利引下措置を施行することとなり、高金利政策は八・三措置で終結された。

この措置について Code・

朴(1984)は、「金利現実化措置は資金を銀行の預金に誘引することにある程度の効果を見せ、四〜五年間は経済が成長したが、それは短期的な効果であり、一九七〇年代に入ると徐々に冷めはじめた。そしてこの期間中に企業は高い経済成長の持続を予想しながら、金融機関融資のみならず、海外借入や私金融市場からの短期借入にまで手を広げた。」と語る(p159)。一方、この時期の私金融市場について李明輝(2009)は、「経済開発計画過程で、銀行は長期設備資金を供給する役割を担当しており、短期運用資金を調達する市場は空白であったため、流動性圧迫が生じた。緊急借入が必要な企業や家計が私金融市場を利用することで、私金融市場が急膨張した。物価安定のために韓国銀行は流動性を抑制しており市中では流動性が不足する状況で、担保力の弱い零細商工業者のみならず、長期資金を借入れた企業も私金融を通じて短期運用資金を調達するケースが少なくなかった。自己資本が貧弱な上、短期資金の高い利息まで背負った企業の財務状況は急激に悪化し始めた。それに加わって、外国から借り入れた資金の償還日が近づき、企業の債務不履行が連鎖倒産を招くという憂慮が広がった。」と述べる(p103)。

表2 1960年代～1970年代初頭の金融仲介機関の整備と施行措置

年度	金融機関の設立	施行措置
1963	国民銀行(2月)	証券取引所開場(5月)
1964	信用協同組合会発足(4月)	為替レート現実化措置、単一変動為替レート制(5月)
1965		国会の韓日協定批准(8月)、金利現実化(10月)
1966		外資導入法(8月)
1967	韓国外換銀行(1月)、韓国開発金融株式会社(4月)、韓国住宅金庫、チェースマンハッタン銀行(7月)、東京銀行、ファストナショナルシティ銀行(9月)、大邱銀行、釜山銀行、三菱銀行(10月)、バンクオブアメリカ(12月)	5つの市中銀行に甲流の外国為替業務を認可(3月)貿易自由化(7月)
1968	イギリス系チャータード銀行(2月)、忠清銀行(4月)、光州銀行(11月)、韓国信託銀行、韓国投資開発公社(12月)	資本市場育成法(11月)
1969	済州銀行(9月)、仁川銀行(12月)、全北銀行(12月)	金融資金調節法案(3月)、不良借款業者及び銀行貸出延滞業者の整備(5月)、外資導入法改定(6月)、証券投資信託業法制定(8月)
1970	江原銀行(4月)、慶南銀行(5月)	金融業務刷新原則樹立(3月)、金融機関経営実績評価基準制定(10月)
1971	忠北銀行(4月)、韓国投資金融(6月)	金融機関資金運用規定改定(10月)
1972	富士銀行(1月)、第一勸業銀行(2月)	相互信用金庫法制定(8月)

つまり、この時期における企業の私金融市場の拡大は、金利引き上げ措置による短期的な経済成長が企業へ期待感を持たせた上、制度金融圏内の短期資金市場の不在で短期運用資金を私金融に依存するなど、金融制度の整備がまだ不十分という問題も関わっていた。金利現実化措置の後は一九六八年四月～一九七二年八月に六段階にかけて金利を徐々に引き下げることになるが、金利が下落しても企業の収益率は改善されず、私募債の利息負担と短期返済による企業財務の悪化が深まりながら、さらに外資返済の負担まで加わって倒産の危機に陥った企業が続出し、政府は自ら前面に出て企業の私募債返済問題を解決するという革新的な措置を実施せざるをえなかった。その結果として、政府は一九七二年に企業私募債を凍結する八・三緊急経済措置を実施すると共に、金利を大幅に引き下げて金利現実化措置以前の低金利体制に戻した。それと共に、短期金融業法、相互信用金庫法、信用協同組合法という、いわゆる「私金融正常化三法」を制定し、私金融市場を制度金融圏内に吸収しながら、第二金融圏を育成しようとした。六段階の引下措置と私募債凍結措置により一九七二年には低金利政策に戻るようになるが、一九六〇年代には表2の⁵⁾ように新し

い金融機関が設立されながら様々な措置が実施されるなど、この時期に韓国の金融制度は多方面で整備されることとなった。

(2) 金融政策と中央銀行

韓国の金利政策の決定権について歴史を遡ると、植民地支配からの解放後の韓国における金利政策は財務部長官の指示により朝鮮銀行で決定した⁶⁾。金利は各金融機関の代表で構成された金融団により協定率で決められた。植民地時代には朝鮮金融団が協定率として預金金利のみを決めており、貸出金利に対する適用規律は無かった。貸出金利は朝鮮銀行の標準貸出金利に基づいて、各金融機関が自主的に決めることになっていた。解放後は朝鮮金融団が大韓金融団に再組織され、大韓金融団は貸出金利を統一の協定率として決定した。しかし、大韓金融団の構成員である金融機関は、預金引出、資産損失、貸出回収の不振で破産危機の状態に陥った。米軍駐留下の金利政策は、金融機関の収益を保障するために預金金利を引き下げながら貸出金利を引き上げること、銀行の預貸マージンを拡大する方向に進められた。

解放後の金利調整に関する最初の資料は一九四七年の朝鮮銀行の『調査月報』に登場し、低金利が銀行の経営難を惹起するという批判が主要な内容である。結局一九四九年に朝鮮銀行は、資金の仮需要が膨張した環境での融資許可制度は無力だと結論付け、金利を引き下げた。一九五〇年には韓国銀行が発足して、他の金融機関への統制が可能な法律上の根拠を整えた。中立的で民主的な通貨管理機構の金融通貨委員会を組織し、通貨金融政策の樹立・施行を担当させることにより、金利は金融通貨委員会が決定する形式となった。一九五〇年五月に制定された韓国銀行法で、金融通貨委員会は財務部長官が議長を担い、財務部長官をはじめとする韓国銀行総裁、金融機関選出の二人、大韓商工会議所推薦の一人、農林部長官推薦の一人、企画処経済委員会推薦の一人という七人で構成されていた。

一九六〇年代の高金利政策以外の金融制度の特徴は、政府がいくつかの特殊銀行を設立したことである。これにより韓国銀行の役割の一部が特殊銀行へ移転することとなった。88SNAベースと93SNAベースの資金循環勘定で韓国銀行は、資産側に大量の外国為替を有し、代わりに負債側では金融債、つまり通貨安定証券を大量発行するという特

徴を見せている。韓国銀行は国を代表して海外と外国為替取引をする形式になっており、低利で金融機関に供給するなど韓国金融システムの中で独特な役割を担当している。韓国銀行の通貨政策手段は、中央銀行貸出政策、支払準備政策、公開市場政策などがあるが、通貨安定証券は公開市場政策として一九六一年一月から発行された。つまり、韓国銀行は通貨安定証券を通じて国外部門で増減した資金を調節し、物価の安定を維持している。しかし、通貨安定証券は市中の金利（国債の利回りの水準）を払うため、その利子負担で韓国銀行の当期純利益は二〇〇三年からは赤字に転換している。こういう状況でも韓国銀行は長期にわたって外国為替のリスクを背負うことにより、韓国の経済成長に寄与して来た。

ところが、ESNAベースの資金循環表には外貨保有額が特殊銀行にも計上されている。一九六〇年代に政府は輸出拡大のために外国為替を専門業務にする銀行が必要となり、韓国銀行から外国為替管理課を分離し、資本金百億ウォンを韓国銀行が全額出資する形で韓国外換銀行を設立させた。韓国外換銀行は一九七〇年に西ドイツ派遣の鉦夫の送金口座を専担し、翌年には西ドイツ派遣の看護婦の送

金口座の業務も担当した。崔貞培(1986)は「韓国外換銀行、韓国住宅銀行、韓国信託銀行など特殊銀行の新設について、政府は特殊銀行を自らの直接的な監督体系下に置いたため、韓国銀行の監督権を損傷させた」と語る。特に韓国外換銀行の新設については「韓国外換銀行の設立は政府による金融規制と関連して重要な意味を持つ。韓国外換銀行は一九六七年一月、外貨業務を専担するために設立されたが、韓国外換銀行の設立以降、韓国銀行の地位は低下した。何故なら政府は韓国銀行の対外資産業務を韓国外換銀行に移管させたためである。一九六一年の外貨管理法の制定と一九六二年の韓国銀行法の改正により、外国為替政策の樹立・執行のみならず、外貨業務を取り扱う金融機関に対する規制監督の権限も政府に帰属するようになった。さらに韓国外換銀行の設立と共に外貨銀行の外貨勘定が韓国外換銀行に設置されたため、韓国外換銀行は外貨運用の面では事実上中央銀行的な地位を占めることとなった。このような韓国外換銀行の地位は一九七五年四月に韓国銀行が再び公的対外準備資産を運用するまで維持された。」と述べる(pp.324)。

以上のことから、一九六〇年代のESNAベースの資金

循環表であらわれる韓国の金融システムの様相は、68SNAベースの資金循環表から把握される特徴とはかなり差異があると思われる。本稿は、民間法人企業と個人部門の直接的な資金需要供給に当たる私募債を分析すると共に、中央銀行、特殊銀行、海外部門の関係にも焦点を合わせて、各制度部門の負債・資産のポートフォリオ分析や影響力係数の算出を通じて、上述のような金融制度と政策により各制度部門の金融行動にいかなる変化があらわれ、その位置付けがどのように変化したのかを分析する。

11 53SNAベースの資金循環表と私募債の推定

(1) 53SNAベースの資金循環表

資金循環表とごうのは、アメリカのCopeland (1952)の考案に始まり、その有効性が認められて一九五五年にアメリカの連邦準備制度委員会が資金循環表を作成・発表することで本格的に国民経済の分析に用いられるようになった。さらに一九五〇年代の末までには世界一七カ国で作成されるようになり、一九六八年には国民経済計算(SNA)の一部を構成するものとなった。資金循環表は各制度部門

の金融資産・負債を貸借対照表の形式で計上しており、その金融資産の総額と負債の総額が一致するようにバランスを取っていて、一国内の資金の流れが一目瞭然に把握出来る長所がある。

韓国の資金循環勘定は韓国銀行の経済統計局の資金循環統計チームが一九六五年から全国の事業体を対象に全数調査して四半期別と年度別に作成・発表している。本稿では韓国銀行(1971a)に掲載されている53SNAベースの一九六二年末～一九七〇年末の年度別データを用いて分析する。他には、韓国銀行(1992)の68SNAベースに合わせて遡及された一九六二年末からの年次データがあるが、表3のように前者は一の制度部門、後者は九の制度部門の構成になっており、取引項目の種類も差異がある。また、前者は一九六二年末～一九六四年末は年次データであるが、調査が始まった一九六五年からは四半期データが掲載された上、国民所得・金融総合勘定や貯蓄・投資及び金融取引表も掲載されるなど、68SNAベースのデータより詳しい情報が得られる。

一方、韓国銀行(1978)のデータは一九七五年基準国民所得時系列改編により、韓国銀行(1971a)の一九六三年

表3 韓国の資金循環表の制度部門分類

53SNAベース			68SNAベース	
金融部門	韓国銀行		韓国銀行	
	一般及び 特殊銀行	一般銀行	預金銀行	
		特殊銀行	保険会社及び 年金基金	
	非銀行 金融機関	金融媒介機関	その他金融機関	
その他金融機関				
政府部門		一般政府	政府部門	
		政府企業	企業部門	公企業
法人企業部門	政府管理企業	民間企業		
	民間法人企業			
個人部門			個人部門	
海外部門			国外部門	

（一九六七年の全系列を修正・改編したもので、土地金庫、輸出入銀行、総合金融会社、投資信託などの新設により、非銀行金融機関を生命保険、開発機関、貯蓄機関、投資機関の四つの制度部門に細分化している。制度部門の改編に伴い、金融取引項目も細分化、新設して再分類するなど、韓国銀行（1971a）に掲載された統計資料とは制度部門と金融商品の分類が若干異なる。その後の資金循環表に関する

韓国銀行の発刊物を見ると、韓国銀行（1992, 1994）は一九七〇年以降の資料、韓国銀行（2001, 2007）は一九七五年以降、あるいは一九八〇年以降の資料を分析対象としており、一九六〇年代の資金循環表から最も詳細な情報を得るためには、韓国銀行（1971a）の資料の採用が最善の選択である。

本稿は、資金循環表の中で私募債市場のデータが乏しい一九六〇年代に焦点を当てて、資金循環表の金融商品項目から直接、私募債の規模を推定する。推計した私募債の規模から資金流通市場の状況を把握するのみならず、一歩進んで私募債という金融商品取引項目を資金循環表の中に追加することで、金融商品項目が細分化された資金循環表の拡張版の作成を試みる。韓国銀行（1971a）の統計データは、各金融資産・負債の推計において私募債の取扱について詳しく言及しており、一九六〇年代の私募債の推計のためには最適な資料である。韓国で資金循環表が作成された始めた時期に遡ると、53SNAベースの資金循環勘定を用いた分析には李鍾和（1966）と金用杰（1967）の事例が挙げられる。李鍾和（1966）は資金循環勘定を観察しながら一九六二年～一九六四年の韓国の金融構造を分析し、間接金融中

心で財政資金と国外部門に依存する韓国の金融構造の弱点を指摘した。一方、金用杰(1967)は投資のための資金調達過程において、各制度部門が招来するインフレーションについて論じた。

(2) 資金循環表での私募債の推定方法

ESNAベースの資金循環勘定の長所は、資金循環表から私募債の規模の把握が可能なことである。韓国の金融市場は歴史的に公金融市場と私金融市場に二分化されており、一九六〇年代の私金融市場には相当な量の私募債が流通していたため、韓国銀行は資金循環表を作成する際に私募債を考慮し、別途に推計して資金循環表に包含させた。

資金循環表の推計方法で韓国銀行が私募債を取扱った部分は、個人部門、民間企業、その他金融機関に包含される類似庶民金融に該当する。個人部門は家計をはじめとする農林漁業、非営利団体などで構成されるが、この制度部門は独立した推計が不可能であるため、残高計算法により推計することとした。即ち、当期の取引項目の総額から、他の残余部門の金融資産、または負債を引算することで個人部門の金融資産・負債が求められる。したがって、個人部

門は項目によっては残差として推計せざるを得ない部分も存在し、調整項目の役割も兼ねている。ただし、例外的にその他貸出金の項目、即ち、私募債貸出額だけは独立した推計を行っている。その方法は、国税庁を通じた期中の月平均の丙種配当利子所得税の徴収実績を同税率(一九七〇年末現在一六・五%)で逆算して、期中の平均残額を算出する。これを算式で表現すると式1のようになる。

このように推計された私募債貸出額は純粋に企業部門に對するものであり、この中で庶民金融機関に對するもの、つまり庶民金融機関のその他貸出金を控除した残額は、全額が民間法人企業へ流入したものと見なしている。

ESNAベースの資金循環表は二〇個の取引項目で構成されているが、その他貸出金・借入金という金融項目は、郵便貯金、類似庶民金融、証券金融、韓国開発金融株式会社、の貸出金、そして私募債などが入っており、資産側では個人部門、金融媒介機関、その他金融機関に計上されて、負債側では個人部門、民間法人企業、一般政府に計上される。資金循環表の推計方法を参照して、個人部門の私募債供給を記帳する新しい制度部門をダミーとして一つ追加することで、私募債を分離することが可能になる。追加した

$$\begin{aligned} \text{私募債流動量} &= \text{期中の丙種配当利子所得税の徴取額} \times \frac{1}{\text{丙種配当利子所得税率}} \\ &\times \frac{1}{\text{平均私募債利子率(月利)}} \div \text{月数(四半期間の推計は3, 年間の推計は12)} \end{aligned}$$

式 1

表 4 資金循環表での私募債の分離作業

制度部門	資産			負債			
	金融媒介機関	その他金融機関	個人私募債供給部門	その他金融機関	一般政府	民間法人企業	個人部門
その他貸出金・借入金	A_i	A_f	A_h	L_f	L_g	L_c	L_h
郵便貯金	L_g				L_g		
農林漁業貸出金・借入金	$A_i - L_g$						$A_i - L_g$
庶民金融貸出金・借入金		$A_f - \{L_c - (A_h - L_f)\}$					$L_h - (A_i - L_g)$
金融会社貸出金・借入金		$L_c - (A_h - L_f)$				$L_c - (A_h - L_f)$	
私募債			A_h	L_f		$A_h - L_f$	

個人私募債供給部門は、資産側のその他貸出金の項目に個人部門の金額を計上する代わりに、個人部門の金額は削除する。これを資金循環表の資産表・負債表にあらわすと表4のようになり、資産側で個人部門のその他貸出金 A_i が、個人私募債部門に移されて計上される。資金循環表での私募債の抽出に関しては、私募債が包含されているその他貸出金・借入金を、次のような作業を経て五つの金融項目、つまり、郵便貯金、農林漁村貸出金・借入金、庶民金融貸出金・借入金、金融会社貸出金・借入金、そして私募債に分離することが可能になる。まず、一般政府の負債側のその他借入金 L_h は、郵便貯金部門や財政資金預託金である。一方、金融媒介機関のその他貸出金 A_i は、郵便貯金部門や財政資金預託金、公共団体社会事業及び育英事業、そして農林漁村貸出金などが入っている。金融媒介機関の貸出金から一般政府の郵便貯金部門や財政資金預託金（郵便貯金と名付ける）を引いた金額 $A_i - L_g$ は、個人部門への貸出金（農林漁業貸出金と名付ける）になる。今度は

個人部門の負債側のその他借入金 L_h から、前者の農林漁業貸出金を引くと、残りの $L_h - (A_f - L_g)$ は庶民金融機関からの借入金になる。韓国銀行の私募債流通量の推計方法で、個人部門が供給した私募債の中で庶民金融機関に対するものを除した金額は、全て民間企業に流入すると定義されているため、個人私募債供給部門の資産側の私募債 A_i から、その他金融機関のその他借入金（私募債項目に計上）を除した金額 $A_h - L_f$ は、民間法人企業に私募債借入として計上する。民間法人企業の負債側のその他借入金項目には、私募債借入金をはじめとする、その他金融機関に属する証券金融会社、韓国開発金融会社及び投資開発公社からの借入金が含まれているため、民間法人企業のその他借入金 L_c から個人部門の私募債供給を引いた差額 $L_c - (A_i - L_f)$ は、金融会社借入金と名付けて計上する。この金融会社借入金を、その他金融機関の資産側のその他貸出金 A_f から引くと、その差額 $A_f - L_c - (A_h - L_g)$ は庶民金融貸出金になるが、これは上述した個人部門の負債側で得られた庶民金融借入金の金額 $L_h - (A_f - L_g)$ と一致する。なぜなら、表4で資産側のその他貸出金の総額と、負債側のその他借入金の総額は一致するため、式2が成り立つ。

$$A_i + A_f + A_h = L_f + L_g + L_c + L_h$$

式2

$$\begin{aligned} A_f - \{L_c - (A_h - L_f)\} &= A_f + A_h - (L_c + L_f) \\ &= L_g + L_h - A_i \\ &= L_h - (A_i - L_g) \end{aligned}$$

式3

したがって、その他金融機関の資産側の庶民金融貸出金と個人部門の負債側の庶民金融借入金は同額になる(式3)。

三 資金循環表で読み解く一九六〇年代の韓国の私金融市場

本章の第一節では第二章で紹介した私募債の推計方法により推計した私募債の規模を観察する。第二節では資金過不足分析において私募債が占める比率について分析していく。

(1) 資金循環表で推定した私募債の規模

第二章での方法により推定した私募債の規模は表5からうかがえるように毎年増加している。第一章で紹介した私募債の推定の計算法により、個人部門の私募債貸出と民間法人企業の私募債借入の差額は、個人部門が類似庶民金融、つまりその他金融機関へ供給した私募債になる。個人部門の私募債貸出が個人部門の資産総額に占める比重を観察すると、一九六二年には一・五%に過ぎないが、年々増加し一九六七年には一一・四%にまで達する。その後は減少して九%前後となっている。一方、民間法人企業の場合は負債総額の中で私募債借入が占める比重は、一九六五年までは個人部門とほぼ同一であるが、一九六六年からは個人部門の資産に占める私募債貸出の割合の急増に比べて緩慢な増加を描いており、個人部門と同じく一九六七年の八・八%を頂点に減少していく。

本稿で推定した私募債の金額は金融資産・負債残額のデータに基づいた年末の残額なので、当年度から前年度の金額を引算することで、年間の取引額が求められる。年間の取引額、つまりフロー統計を、崔眞培(1996)が韓国銀行(1978)と韓国銀行の経済統計調査月報の資料に基づい

て一九六七年から作成した私募債の規模と比較したのが表6である。崔眞培(1996)の表は資金流通市場の合計額(㉔)と私募債の構成比(㉕)を掲載しており、これらを基に私募債の取引額の算出(㉖×㉕)が可能になる。この金額を表5で引算により求めた年間の取引額、つまり個人部門の私募債貸出(㉖)と民間法人企業の私募債借入(㉗)と比較すると、崔眞培(1996)にデータが存在する一九六七年～一九七〇年は僅かな金額差でほぼ一致する。Cole・朴(1984)も韓国銀行(1978)と韓国銀行の経済統計年報・調査月報を用いて「家計及び非法人企業」が法人企業に貸し出した私募債の規模を報告しているが、こちらの金額(㉘)ともほぼ一致する。

(2) 資金過不足分析

資金過不足の分析とは、各制度部門の金融資産と負債の差額の推移を観察することで、資金余剰部門と資金不足部門を把握する方式である。そして、各制度部門の資金余剰と資金不足を図にあらわすことによつて、各制度部門の資金の供給と需要の規模が一目瞭然になる。本源的貯蓄超過部門の家計を包含した個人部門の資金余剰を基準にして、

表5 推定した個人部門と民間法人企業の私募債の金額と構成比(単位：百万ウォン、年末残額)

年度	個人部門の 私募債貸出(A)	民間法人企業の 私募債借入(B)	個人部門の 資産総額(C)	民間法人企業の 負債総額(D)	A/C (%)	B/D (%)
1962	1,397	1,397	92,880	83,070	1.5	1.7
1963	3,571	3,569	114,735	113,951	3.1	3.1
1964	6,771	6,768	150,403	153,033	4.5	4.4
1965	9,021	9,016	188,305	194,977	4.8	4.6
1966	18,637	18,600	254,598	290,211	7.3	6.4
1967	41,837	41,727	366,226	474,127	11.4	8.8
1968	54,894	54,894	568,315	819,314	9.7	6.7
1969	76,667	76,574	885,760	1,347,342	8.7	5.7
1970	101,970	101,838	1,102,350	1,813,611	9.3	5.6

表6 推定した私募債と崔眞培、Cole・朴の私募債規模との比較(単位：億ウォン、年間取引額)

年度	表5の私募債の年間取引額		崔眞培の私募債の規模			Cole・朴 企業に対する 私募債(G)
	個人部門 私募債貸出 (A')	民間法人企業 私募債借入 (B')	資金流通市場 合計(E)	私募債市場 の構成比(F)	私募債の 取引額 (E×F)	
1963	21.74	21.72	—	—	—	21
1964	32.00	31.99	—	—	—	33
1965	22.50	22.48	—	—	—	23
1966	96.16	95.84	—	—	—	96
1967	232.00	231.27	2,420	9.6%	232.32	232
1968	130.57	131.67	3,600	3.6%	129.60	131
1969	217.73	216.80	5,989	3.6%	215.604	218
1970	253.03	252.64	5,524	4.6%	254.104	253

他の制度部門の金融資産・負債差額をあらわすが、第二章で述べたように個人私募債部門を別途に追加し、個人部門から私募債供給を除いた資金余剰を一として、他の制度部門の資金過不足をあらわすと図2のようになる。

図2では私募債供給を除いた個人部門の資金余剰を一として基準化したため、資金余剰部門は右側に、資金不足部門は左側に集まる。左側には本源的資金調達部門の民間法人企業をはじめとする公企業、政府管理企業が入り、右側には個人部門と個人私募債部門が資金供給部門としてあらわれるが、企業部門の資金需要は個人部門の供給した資金より極めて大きく、個人部門の資金供給で足りない分は、一般政府と海外部門からの資金で補う形となっている。一般政府と海外部門が資金余剰部門として計上されることは一九七〇

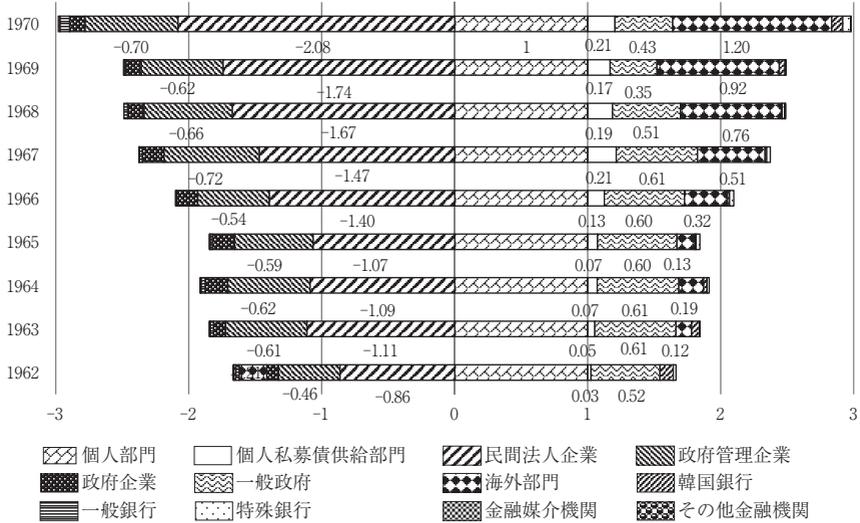


図2 私金融市場の規模を考慮した各制度部門の資金過不足分析(個人部門基準)

年代から二〇〇〇年代までの韓国の資金循環勘定でもあらわれることで、特に赤字と計上される普遍的な国々の政府とは異なり、資金循環表で黒字とあらわれることは、韓国の金融構造の特徴であると言え、この特徴は一九六〇年代の資金循環表で既に形成されている。本源的負債超過部門の民間法人企業の資金不足は、一九六二年末は個人部門の資金余剰の〇・八六倍に過ぎず、一九六五年までは個人部門の資金供給の規模とほぼ同じ大きさであるが、金利引上措置の後からは資金需要が増えて一九六六年末は個人部門の資金余剰の一・四倍、そして一九七〇年末は二倍以上となっている。企業部門の資金需要を補うために海外からの資金流入が急増する一方、〇・一倍以下であった個人私募債部門の私募債供給も金利引上措置が行われた後から増えて、一九六七年からは〇・二倍前後となる。つまり、個人部門が公金融市場を通じて企業へ供給した資金の、約二〇％に相当する資金が私金融市場を通じて民間企業へ供給されている。海外や私募債を通じて資金供給が増えていく一方、一般政府が供給した資金は一九六八年から減っていく。

四 産業連関分析技法を応用した

資金循環表の分析

この章では産業連関分析技法の応用方法に倣って、制度部門間の取引額のY表を算出し負債と資産のポートフォリオ分析を行う。産業連関分析 (Input-Output analysis) は、一九七三年にノーベル経済学賞 (第五回) を受賞した Leontief (1941, 1966) が開発した、経済統計と分析手法が一体となった分析手法である。一国経済の財・サービスの投入産出構造が商品×商品形式の正方行列の形式に表現され、経済発展の段階に応じた産業構造の様子を観察したり、ケインズの有効需要理論における乗数効果を定量的に計測する場合などに用いられる。産業連関分析の研究蓄積は膨大で、それらを近年まとめた資料として、環太平洋産業連関分析学会編 (2010)、早見 (2010) などがある。また、産業連関表の金融市場版である資金循環表に、産業連関分析の手法を応用する試みもなされており、日本については辻村・溝下 (2002a, b)、韓国については金志映 (2013, 2014) などが挙げられる。

(1) 各制度部門の負債・資産ポートフォリオ分析

資金循環表は各制度部門の右側を負債項目、左側を資産項目とする貸借対照表の形になっている。これを辻村・溝下 (2002a) の第二章の第二節 (pp.32-43) と第五章の第二節から第五節 (pp.116-129) の方法にしたがって、資産側と負債側を別個に取り出し、ある一定の仮定をおいた行列演算をおこなうことで、制度部門×制度部門の取引金額表であるY表が推計される。Y表を縦に見ると、ある制度部門がどの制度部門からいくらの資金を調達してきたかが把握される。そして横に見ると、ある制度部門がどの制度部門にいくらの資金を運用したかが分かる。例として、表7は一九六二年の資産側と負債側を用いて推計したY表である。表7で民間法人企業を縦に見ると、個人部門から二六億ウォン、特殊銀行から一五九億ウォンを調達しており、民間法人企業の自部門間の取引金額が一二五億ウォンである。今度は個人部門を横に見ると、民間法人企業に二六六億ウォン、一般銀行に一九五億ウォンを運用しており、個人部門の自部門間の取引金額は一億ウォンである。本節ではY表を用いて負債・資産のポートフォリオを分析するが、一九六〇年代において負債・資産のポートフォ

表7 1962年のY表(単位:億ウォン、年末残額)

	韓国銀行	一般銀行	特殊銀行	金融媒介機関	その他金融機関	一般政府	政府企業	民間法人企業	政府管理企業	個人部門	海外部門	差額	合計
韓国銀行	1	17	3	0	0	307	107	7	8	0	218	0	669
一般銀行	75	2	5	0	1	8	2	121	10	94	2	15	335
特殊銀行	50	7	9	0	0	6	4	159	137	209	0	0	581
金融媒介機関	2	7	3	1	0	4	1	20	3	5	0	9	53
その他金融機関	0	1	0	0	0	0	0	6	0	1	0	0	8
一般政府	159	25	362	1	1	1	1	74	35	1	2	0	662
政府企業	31	3	24	0	0	0	2	21	9	6	0	49	146
民間法人企業	25	54	35	7	1	10	13	125	54	27	0	480	831
政府管理企業	2	24	12	2	0	1	4	31	13	15	0	257	362
個人部門	171	195	117	42	5	36	9	266	87	1	0	0	929
海外部門	97	0	0	0	0	0	4	1	4	0	14	115	235
差額	56	0	11	0	0	288	0	0	0	570	0		
合計	669	335	581	53	8	662	146	831	362	929	235		

リオの変化が著しくあらわれる制度部門を中心にその変化を観察することで、この時期の金融市場の構造を把握する。分析に用いる資金循環表は、金融商品項目のその他貸出金を第二章で紹介したように五つの金融商品に細分類した私募債という項目を含んだ表である。ただし、第三章では資金過不足において私募債の規模の推移を観察するため、私募債供給部門という制度部門をダミーとして別途に作成しているが、本章では私募債の項目を個人部門の資産表に戻してから行列を算出する。

①金融機関の負債・資産ポートフォリオ分析

一九六〇年代において、負債・資産構成に著しい変化があった金融機関は、中央銀行である韓国銀行、そして預金銀行の中では特殊銀行、非銀行金融機関ではその他金融機関である。

(i)韓国銀行

図3はY表を縦から見た韓国銀行の資金調達先で、図4はY表を横から見た韓国銀行の資金運用先を意味する。図3で韓国銀行の負債ポートフォリオの変化は、一九六七年から海外部門からの資金調達が急減していることが一目瞭然である。これは一九六七年一月に韓国外換(外国為替)

銀行が設立され、外国為替の業務を分担することに起因する現象と考えられ、韓国外換銀行が包含される特殊銀行の負債・資産ポートフォリオからも同じ変化があらわれる。

他にも一般政府からの資金調達が減っているが、その代わりに預金銀行と個人部門からの資金調達は増えていく。

次に、図4の資産ポートフォリオを見ると、一般政府と海外部門への資金供給が一九六六年末を転換点に急減、一方一九六七年からは特殊銀行への資金供給が急増し、一九七〇年末は一般銀行への資金供給も約二〇%まで増えている。韓国銀行と海外部門間の外国為替の取引が、韓国外換銀行の新設により一九六七年からは特殊銀行に移ったことが反映されている。

これを韓国銀行の貸借対照表から見ると、表8の負債表からは対外債務の項目が減って海外部門からの資金調達が減少すること、表9の資産表からは国債の保有が減り一般政府への資金供給が減少することと繋がる。特殊銀行の新設に基づき、一九六〇年代の韓国銀行の負債・資産ポートフォリオには著しい変化があらわれている。

(ii) 特殊銀行

特殊銀行には産業銀行、国民銀行、中小企業銀行、そし

て経済事業部門を除外した農協及び水協中央会の信用事業部門の勘定が入るが、韓国外換銀行と韓国住宅銀行の新設により、資金循環勘定には一九六七年からこれらの銀行の勘定が含まれることで、著しい変化があらわれる。特に、表10と表11のように金及び外国為替保有額という金融項目を一九六七年から特殊銀行の勘定に計上することにより、特殊銀行の負債・資産ポートフォリオにおいて、特殊銀行と海外部門の占める部分があらわれるようになった。これは上の韓国銀行の負債・資産ポートフォリオからも観察されたことである。図5と図6では、一九六七年から特殊銀行の自部門間や海外部門との取引が登場する代わりに、負債ポートフォリオでは一般政府からの資金調達が減少し、資産ポートフォリオからは個人部門と政府管理企業への金融資産投資が減った。

(iii) その他金融機関

その他金融機関⁹⁾には類似庶民金融、証券金融が入っており、一九六八年からは韓国開発金融株式会社(KDFIC)一九六七年四月設立)と韓国投資開発公社(KIDIC)一九六八年二月設立)もこの部門に包含される。一九六八年からは韓国開発金融株式会社と韓国投資開発公社の勘定が加わるこ

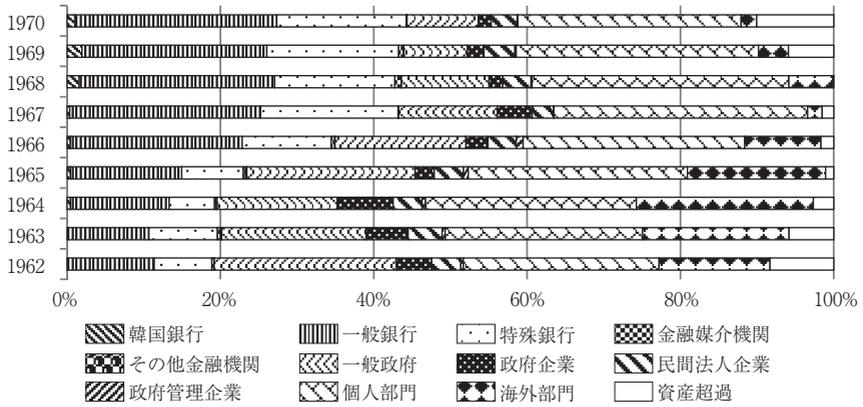


図3 韓国銀行の負債ポートフォリオ

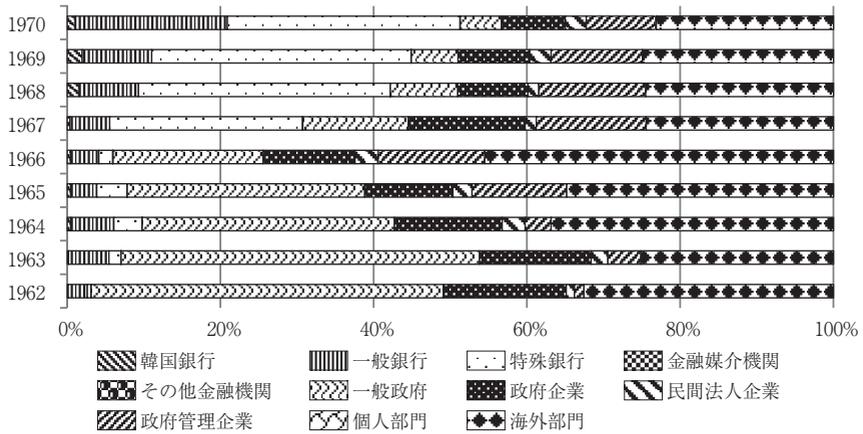


図4 韓国銀行の資産ポートフォリオ

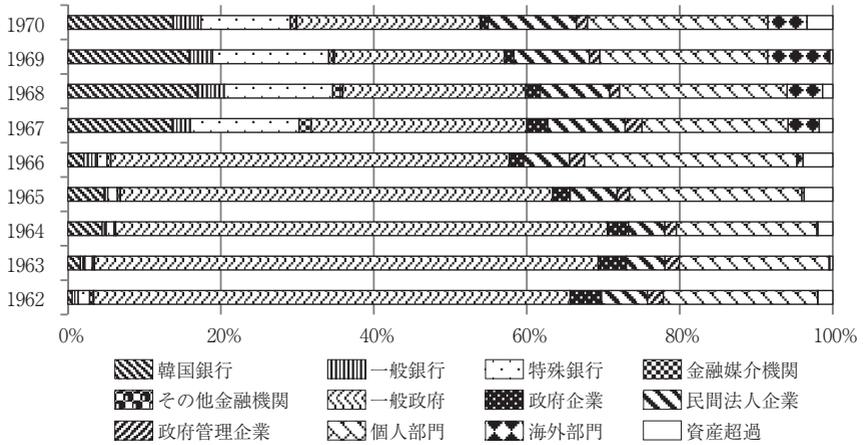


図5 特殊銀行の負債ポートフォリオ

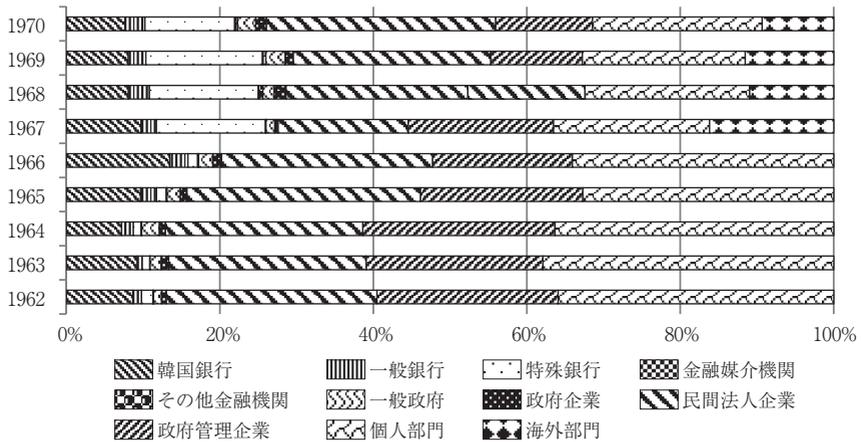


図6 特殊銀行の資産ポートフォリオ

表8 韓国銀行の負債表の金融項目の構成比(単位：年、%)

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
現金通貨	31.0	32.5	30.5	32.0	32.7	42.5	42.9	39.6	39.0
預金	40.1	35.6	36.0	40.7	46.3	48.8	44.7	38.3	46.0
対外債務	16.4	20.3	24.2	19.5	10.5	2.0	6.0	4.0	2.1
その他	4.2	5.8	6.6	6.7	8.8	5.2	6.3	12.2	2.9
資産超過	8.3	5.8	2.7	1.1	1.7	1.5	0.1	5.9	10.1
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100

表9 韓国銀行の資産表の金融項目の構成比(単位：年、%)

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
国債	17.6	19.3	14.1	11.7	9.1	7.9	5.7	3.7	2.9
韓国銀行貸出金	47.6	53.1	43.6	48.1	39.2	41.0	32.8	31.9	39.8
金及び外国為替保有額	32.6	25.1	36.9	34.8	45.5	42.9	54.6	53.6	47.8
その他	2.2	2.4	5.4	5.4	6.2	8.1	6.9	10.8	9.5
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100

表10 特殊銀行の負債表の金融項目の構成比(単位：年、%)

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
預金	20.0	20.6	18.7	25.1	33.7	22.1	28.0	28.6	31.3
有価証券	20.0	19.0	16.8	14.0	11.6	11.1	9.6	11.5	13.0
借入金	52.9	56.7	58.5	51.5	45.5	24.3	19.8	18.5	19.2
金及び外国為替保有額	0	0	0	0	0	23.8	29.4	26.1	21.9
その他	5.1	3.4	4.1	5.6	5.4	17.0	11.9	14.9	11.2
資産超過	1.9	0.4	1.9	3.7	3.9	1.8	1.3	0.4	3.4
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100

表11 特殊銀行の資産表の金融項目の構成比(単位：年、%)

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
通貨・預金	8.1	8.8	6.6	9.3	14.2	10.2	8.4	7.2	8.5
有価証券	1.2	2.0	2.1	2.1	2.2	2.0	4.8	7.9	7.0
貸出金	79.9	82.8	81.7	77.0	73.7	50.0	53.8	51.5	52.5
金及び外国為替保有額	0	0	0	0	0	28.4	24.1	24.3	18.1
その他	10.7	6.4	9.7	11.6	9.9	9.3	9.0	9.0	13.8
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100

とにより、その他金融機関の負債・資産ポートフォリオは図7と図8のように、一九六八年を転換点に著しい変化があらわれる。負債ポートフォリオでは海外部門からの資金調達が登場すると共に、特殊銀行からの資金調達も急増した。代わりに一般政府や個人部門、企業部門からの資金調達は減少する一方、資産超過部門に変わった。

貸借対照表の負債表と資産表を観察すると、表12の負債の構成比では特殊銀行借入金と対外債務が一九六八年から追加されることで、特殊銀行と海外部門への資金供給が増加した。そして、表13の資産の構成比を見ると、貯蓄性預金と有価証券（その九〇%以上が株式及び社債）が増えるが、貯蓄性預金が急増した一九六八年は、図8で見ると預金銀行への資金投資が増えた。そして表13で株式及び社債が増加した影響で、図8では企業部門への資金供給が一九六九年に再び増えた。その他金融機関の民間企業への資金供給は、貸出金という間接金融のみに頼っていたのが、韓国開発金融株式会社と韓国投資開発公社の設立により、株式及び社債という直接金融も加わることとなった。

② 法人企業部門の負債ポートフォリオ

本源的資金調達部門である企業の負債ポートフォリオを

観察すると、まず図9の民間法人企業は、一九六六年から海外部門からの資金調達が急増する代わりに、個人部門と一般政府からの資金調達が減っていく。図10の政府管理企業の場合も、海外部門からの資金調達が増える傾向で、韓国銀行からの資金調達も増えるが、個人部門からは減少する。表14と表15のように、企業の貸借対照表の負債表から対外債務が増えていくことが、海外部門からの資金調達が増加したことに繋がる。海外部門からの資金調達の急増の背景としては、一九六六年八月三日の外資導入法（法律第一八〇二号）の制定が挙げられる。朴正熙政権は外資依存型経済開発戦略を採択し、商業借款の累積による元利金返済負担の軽減かつ雇用機会の拡大や先端技術の導入を狙い、外資企業に免税や各種優待措置を提供することで国内進出を積極的に誘導した。

③ 海外部門

図11の海外部門の負債ポートフォリオは、資金過不足の分析でもあらわれたように、資産超過が急増していくことで、海外から国内への資金流入が増加する。そして特殊銀行の負債・資産ポートフォリオで確認したように、一九六七年から特殊銀行からの資金調達が登場する。一方、図12

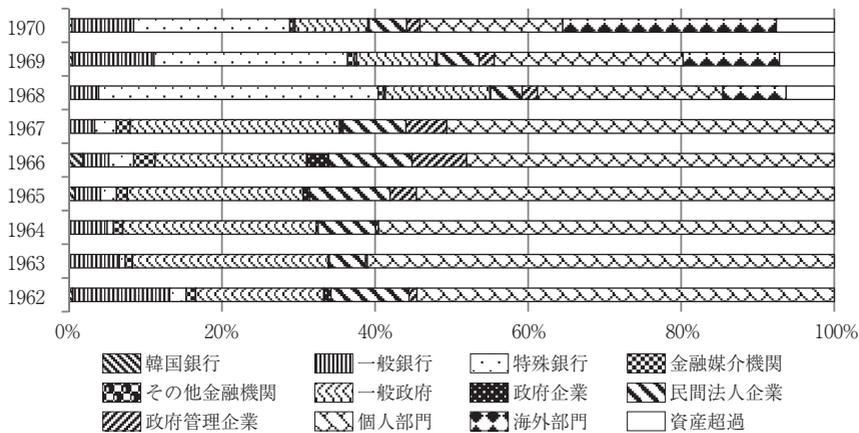


図7 その他金融機関の負債ポートフォリオ

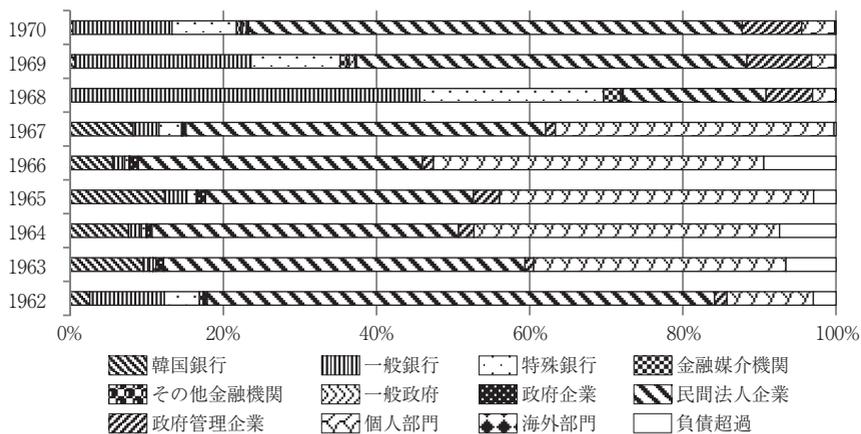


図8 その他金融機関の資産ポートフォリオ

表12 その他金融機関の負債表の金融項目の構成比(単位：年、%)

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
有価証券	74.5	94.3	93.4	85.8	72.2	82.8	48.8	43.7	35.1
特殊銀行借入金	0	0	0	0	0	0	33.1	21.4	16.0
対外債務	0	0	0	0	0	0	8.7	12.9	28.5
その他	25.5	5.7	6.6	14.2	27.8	17.2	3.2	14.8	12.9
資産超過	0	0	0	0	0	0	6.3	7.2	7.6
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100

表13 その他金融機関の資産表の金融項目の構成比(単位：年、%)

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
貯蓄性預金	7.0	0	0	0.1	0.1	2.0	68.5	31.2	15.2
有価証券	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0	16.5	28.4	25.0
貸出金	73.9	76.5	75.3	69.2	75.4	77.8	12.6	35.9	52.7
その他	16.0	16.6	17.2	27.8	15.0	19.9	2.4	5.0	7.4
負債超過	3.0	6.6	7.4	2.9	9.4	0.3	0	0	0
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100

表14 民間法人企業の負債表の金融商品項目の構成比(単位：年、%)

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
銀行借入金	28.3	22.5	18.3	22.8	20.2	19.2	24.3	24.2	23.1
私募債	2.3	4.1	5.0	4.9	6.6	8.9	6.8	5.9	6.0
有価証券	34.9	38.3	39.4	34.2	25.2	17.1	15.4	17.3	15.9
企業信用	6.4	5.8	6.7	8.2	7.9	9.3	10.3	10.4	11.1
対外債務	0.1	4.0	6.8	7.5	19.1	23.6	27.3	24.5	25.2
その他	28.0	25.3	23.8	22.3	21.1	21.9	15.9	17.6	18.7
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100

表15 政府管理企業の負債表の金融商品項目の構成比(単位：年、%)

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
借入金	36.8	33.2	26.1	30.1	32.1	38.6	32.1	26.6	26.8
有価証券	27.7	39.8	39.4	34.8	33.6	31.4	36.0	32.7	35.4
対外債務	1.3	8.0	11.5	13.5	18.2	16.7	14.3	22.1	22.2
その他	34.2	19.1	23.0	21.6	16.1	13.3	17.7	18.6	15.6
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100

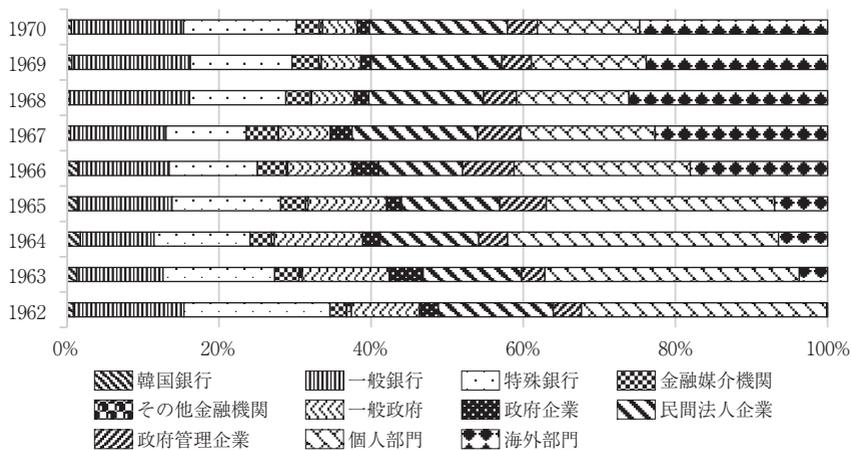


図9 民間法人企業の負債ポートフォリオ

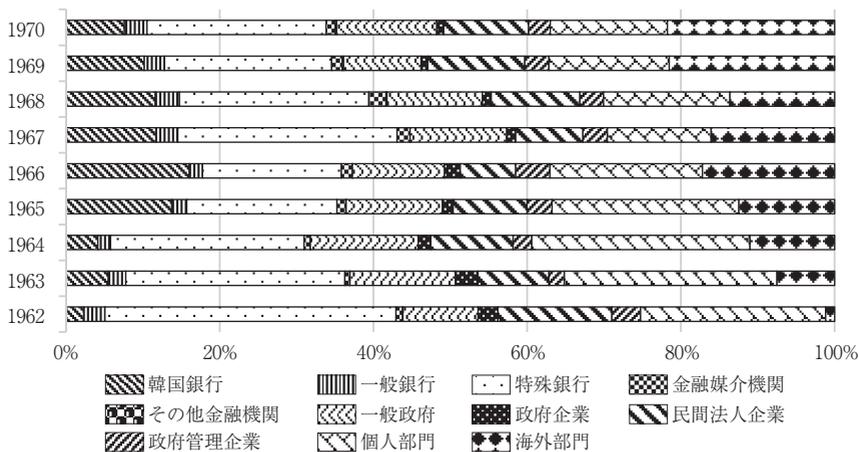


図10 政府管理企業の負債ポートフォリオ

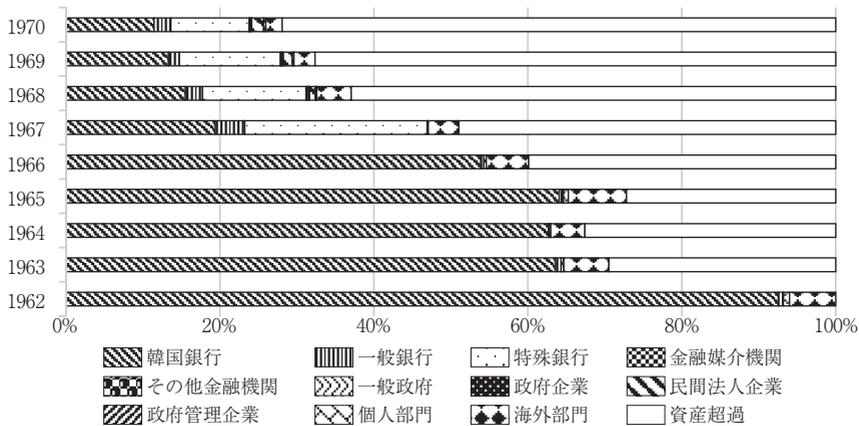


図11 海外部門の負債ポートフォリオ

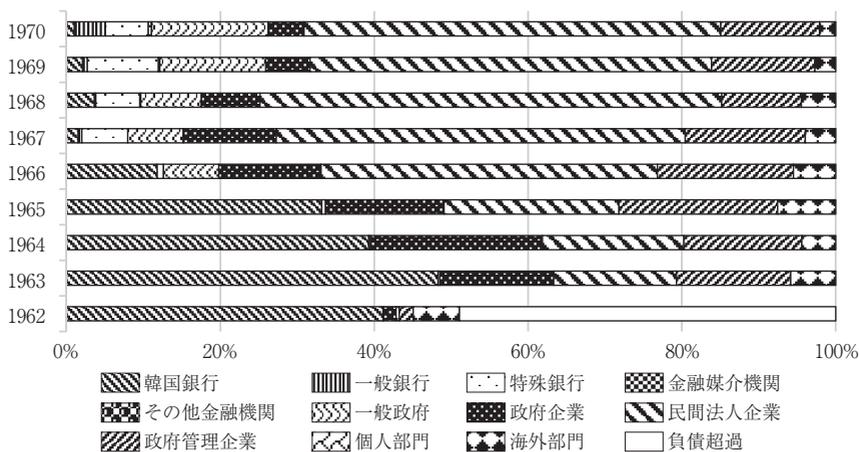


図12 海外部門の資産ポートフォリオ

の資産ポートフォリオでは民間法人企業への資金供給が急増し、これは企業部門の負債ポートフォリオ分析で企業の対外債務が増加することに繋がる。一九六六年からは韓国銀行への資金供給は急減し、代わりに一般政府への資金供給があらわれる。海外部門の貸借対照表は、負債側を見ると殆どが金及び外国為替保有額となっており、僅かの残りは対外債権、その他負債に計上されている。一方、資産側は対外債務のみとなっている。

(2) 各制度部門の負債・資産影響力係数分析

本節では各制度部門の負債・資産の影響力係数を算出し観察する。産業連関表のレオンティエフ逆行列を用いた応用分析の一つに影響力係数と感応度係数がある。これを資金循環分析に応用すると、Y表が作成される際の仮定に依りて、負債影響力係数、負債感応度係数、資産影響力係数、資産感応度係数の四つの指標が作成される。この導出方法と読み方、日本における観察事例については、辻村・溝下(2002a)の第五章を参照されたい。

負債(資産)影響力係数は、ある制度部門に一単位の資金需要(供給)が発生したときの、金融システム全体に対

する資金需要増加分の極限値の相対的な大きさを意味する。係数は一に基準化されており、係数が一より大きいか否かによって各制度部門を四つの象限に分けて図示することができる。図13から図15は、横軸が負債影響力係数を、縦軸が資産影響力係数を示す。図13は第一金融圏、図14は第二金融圏、図15は非金融部門の各制度部門の一九六二年の影響力係数の位置付けを図示しており、一九七〇年の影響力係数の移動を矢印で示す。追加的に、一九七〇年以外でも影響力係数の移動が著しい場合も図示しており、その年度を記す。まず、一九六二年に負債影響力係数が一より大きい制度部門は法人企業部門、政府企業、海外部門と韓国銀行である。一方、負債影響力係数が一より小さい制度部門は本源的貯蓄超過部門である個人部門、そして一般政府、預金銀行、非銀行金融機関などがある。

各制度部門の象限の移動を観察すると、図13で預金銀行つまり一般銀行と特殊銀行は第二象限から第一象限に移動している。一般銀行は一九六三年に第一象限に移った。特殊銀行は一九六三年に負債影響力係数が一・〇一となり第一象限に入ったが、一九六四年には第二象限に戻った。その後一九六七年には、新設された韓国外換銀行、韓国住宅

銀行などの特殊銀行の影響で負債影響力係数が一・一一に急増し第一象限に移る。

図14を見ると、第二金融圏である非銀行金融機関、つまり金融媒介機関とその他金融機関は、一九六二年に第三象

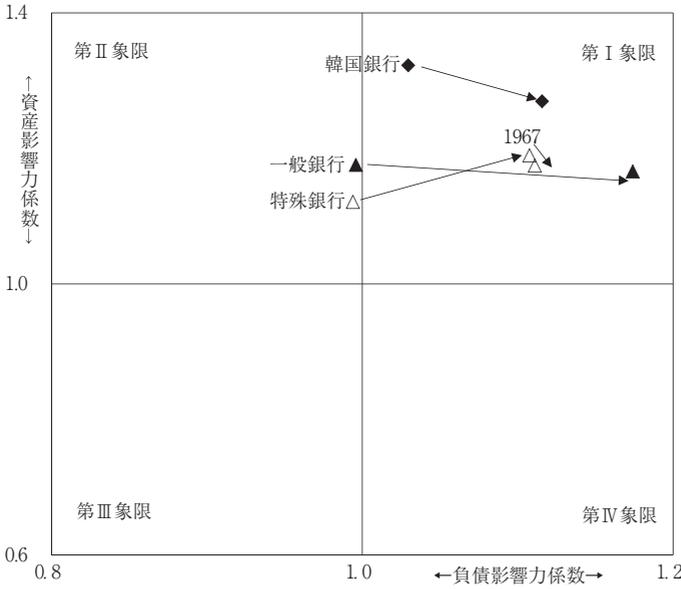


図13 第一金融圏の負債・資産影響力係数

限から一九七〇年に第一象限に移動している。金融媒介機関の資産影響力係数は一九六三年から一を超えるようになったが、負債影響力係数は一九六三年～一九六七年は一前後で動きながら第一象限と第二象限の境界線を出入りし

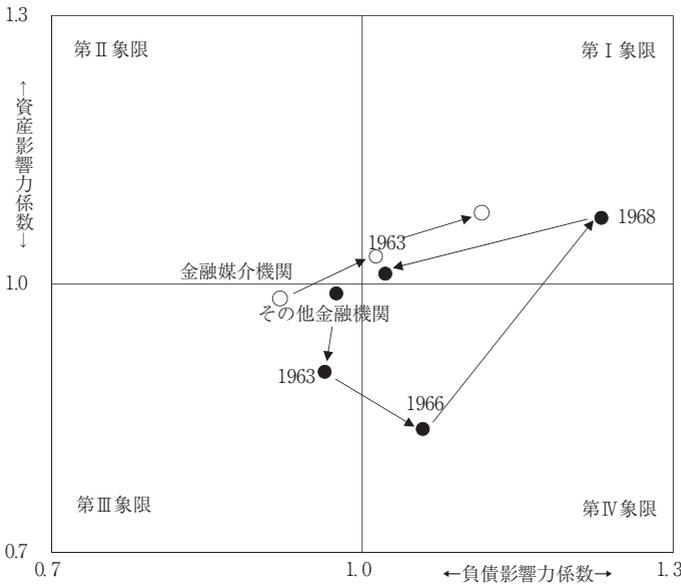


図14 第二金融圏の負債・資産影響力係数

ていた。そして、一九六八年には負債影響力係数が増加して第一象限に入った。一方、庶民金融と証券会社で構成されるその他金融機関は一九六六年に負債影響力係数が一・〇六で第四象限に入った以外は、一九六二年～一九六七年

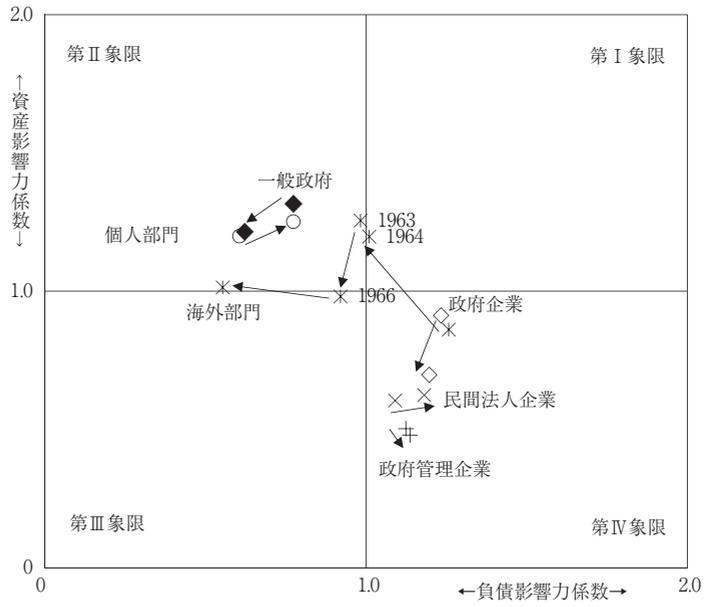


図15 非金融部門の負債・資産影響力係数

は第三象限に位置するが、一九六八年に新しい金融機関の設立により、開発金融と投資開発が加わることで、第一象限に移動することとなった。

図15で一般政府と個人部門は一九七〇年には一九六二年と位置が逆転しており、一般政府の他部門への資金供給の役割が個人部門へ分担されたと解釈される。そして政府企業の位置付けも一九七〇年には民間企業の位置に近付き、企業部門において政府主導の性格が和らいだと考えられる。最後に海外部門は国内の資金需要によって、全象限を出入りしながら動いている。

以上の結果を整理すると、金融機関が第一象限に移動したこと、一般政府の負債・資産影響力係数が低下して個人部門とその位置が逆転したこと、公企業の性格を持つ企業部門の負債影響力係数が下がった代わりに民間法人企業の負債影響力係数が上がったことなどが、この時期に見られる特徴である。金志映 (2013a, b) ではGSNAベースと93SNAベースの資料を用いて一九七五年～二〇一二年の影響力係数を算出したが、一九七〇年代から現時点まで続く韓国の各制度部門の位置付けが、各種金融制度や金融機関の整備と絡み合って一九六〇年代後半に固定されたこと

が示唆される。

(3) 資金循環表から推定した私募債の分析

本節では、私募債という金融項目を推定して特掲した金融項目間の取引額をあらわすX表（金融商品×金融商品の正方行列）の作成も試みた。X表については辻村・溝下（2002a）の第五章、溝下（2004）に詳しい。X表はY表よりも解釈が難しい表であるが、ある金融商品を通じて調達した資金が、各制度部門のポートフォリオを通じて、再度どの金融商品に投じられるのかを簡易的に一覧にした表である。Y表がどの制度部門からの制度部門に資金が流れているのかを示すのに対して、X表は制度部門を間に挟んで、どの金融商品からどの金融商品へ資金が流れているかを示す概念的な表となっている。例として、表16は一九六二年の資産側と負債側を用いて推計したX表の一部分である。

このX表から私募債の投入先を年次毎に比率で図示したのが図16である。最も大きく算出された項目はその他金融資産負債であるが、その他金融資産負債の次は、企業信用への投入が大きく、また増加傾向である。一方、一九六二

年には企業信用に次いで大きかった現金・通貨性預金と有価証券・出資金は減少し続け、一九六六年には貯蓄性預金に逆転される。貯蓄性預金への私募債の投入は急増し、金利引上措置と絡み合ったこの時期の貯蓄性預金の伸長と共に、私募債も貯蓄性預金へ流れるようになったことが分かる。現金・通貨性預金のような流動性資金へ使用される私募債の比率が減少し、企業が銀行融資を調達する際の拘束性預金として使われる貯蓄性預金に投入される私募債が増えていった影響と看做すこともできよう。一方、企業信用とは支払手形・受取手形、買掛金・売掛金などの売買債権・債務項目である。このような取引においての高利息かつ短期資金である私募債の投入の増加は、一九七〇代に企業が債務返済不能状態と連鎖倒産の危機に陥ったことに繋がったと考えられる。

図17は私募債の負債・資産影響力係数を示している。私募債の負債影響力係数が増加することは、私募債の負債超過が一単位増加したときの金融システム全体に対する波及効果を意味しており、私募債の資産影響力係数は私募債の資産超過が一単位増加したときの金融システム全体に対する波及効果を意味する。影響力係数は基準値の一よりは小

表16 1962年のX表(単位：億ウォン、年末残額)

	現金通貨	貯蓄性預金	保険・信託	国債	株式及び社債	一般銀行貸出金	…	その他	差額	合計
現金通貨	0	0	0	37	0	0	…	5	0	207
貯蓄性預金	4	1	0	3	3	58	…	9	6	135
保険・信託	1	5	0	2	4	0	…	7	6	39
国債	0	0	0	0	24	0	…	0	0	173
株式及び社債	7	8	2	4	11	24	…	61	220	412
一般銀行貸出金	19	12	4	5	32	0	…	35	65	209
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
その他	7	7	2	8	9	30	…	61	212	455
差額	97	62	20	31	208	0	…	88		
合計	207	135	39	173	412	209	…	455		

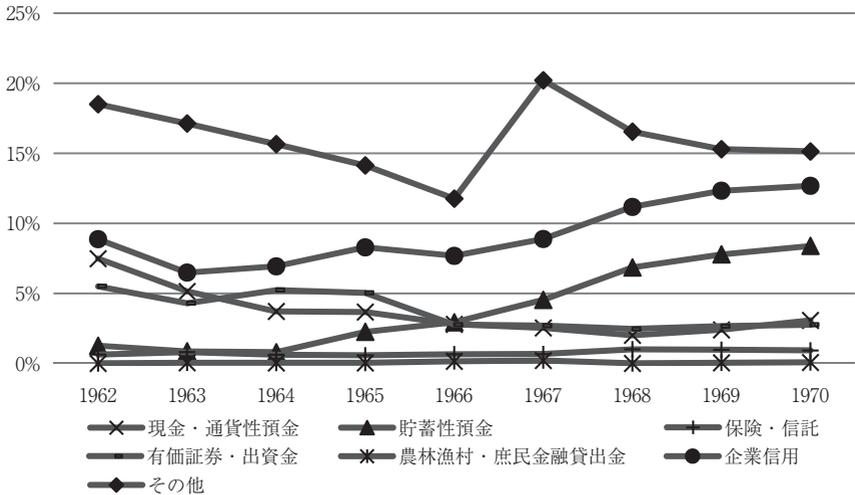


図16 私募債の投入先

さいが、一九六〇年代中半から係数の数値は徐々に上昇し、この時期に金融システムに与える私募債の影響力が強く
なっている様子が伺える。

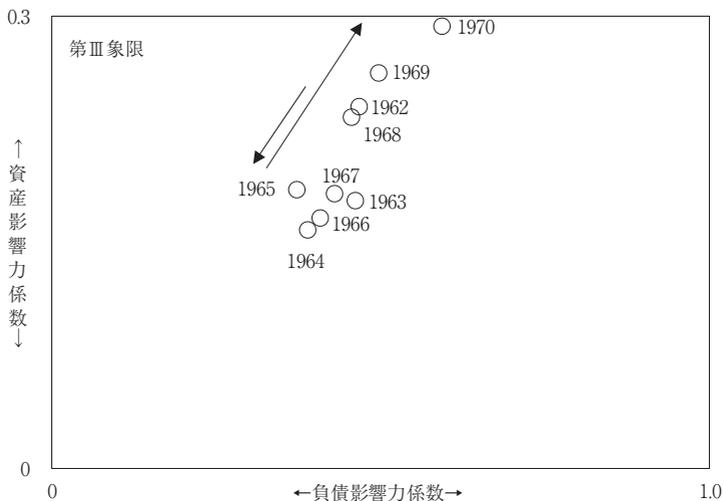


図17 私募債の負債・資産影響力係数の推移

一方、図18は感応度係数を図示している。負債（資産）
感応度係数は全ての商品の負債（資産）超過が一位増加
したときの私募債に対する究極的な資金需要（供給）増加

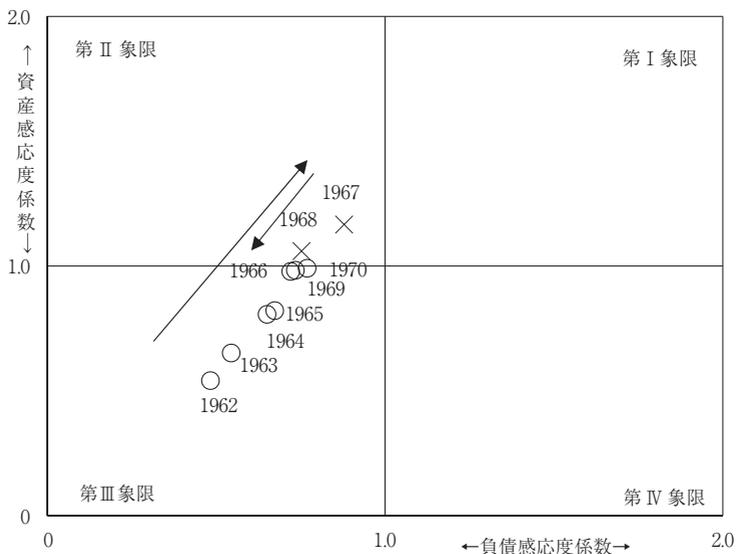


図18 私募債の負債・資産感応度係数の推移

量の相対的な大きさをあらわし、全金融商品の資金需要（供給）が一単位増加したときに、その影響を受けて私募債の資金需要（供給）量が増えやすいほど負債（資産）感応度係数が大きく算出される。つまり、私募債の負債（資産）感応度係数が増えていくことは、金融システム全体に資金需要（供給）が発生したときに、私募債の需要（供給）量が増加しやすことを意味する。図18を見ると感応度係数は急上昇し、一九六七年が頂点となっており、特に資産感応度係数は基準値の一を超え、一九六〇年代後半に私募債が増えやすくなっている様子が見出される。

むすびに

本稿はSONIAベースの資金循環勘定を用いて、韓国の一九六〇年代の金融市場での各制度部門の金融行動の特徴や金融政策による変化を分析した。一九六〇年代は韓国で近代的な金融市場の体制が形成された時期であるが、この時期の金融市場分析においては、金利現実化措置の限界点や八・三措置という革新的な経済措置に焦点が集まり、金融市場の成長は比較的注目を浴びなかった。Cole・朴（1984）は「金融改革が経済発展の跳躍段階で一部が主張

するように重要な役割を果たしたかは明確ではない。実際に金融改革の前後の事件を綿密に観察すると、高金利政策に対する肯定的な評価は、統計的に検証することは難しいことであるが、やや誇張されたように感じる。」と語る（p.192）。本稿は情報や資料が不十分で定量的な分析事例の乏しいこの時期の金融市場研究において、計量的実証分析を試み統計的な検証の一例になることを目指した。産業連関分析技法を資金循環表へ応用した指標である負債・資産影響力係数を見ると、第一・二金融圏の負債・資産影響力係数が増加していることから、一九六〇年代の韓国の金融政策は制度的に整備された金融市場の造成に効果があったことが示唆される。また、一九七〇年代からあらわれる韓国の各金融機関の位置付けと特徴は、この時期に形成されたことが示唆される。このことは「金利現実化措置は公金融市場を一举に拡張させる決定的な役割を果たした。」と述べた李明輝（2009）の評価（p.97）を支持する一つの根拠になると考えられる。

さらに、本稿はある時点での私金利や私募債の規模の推計に留まっていた既存研究から一歩進んで、私募債という項目を推定し、資金循環表の中で私募債の及ぼす波及効果

を分析した。韓国の一九六〇年代は金融制度を整えながら金融市場が成長していく時期であるが、それと同時に金融システムに与える私募債の影響も強くなり、一九七二年に企業を倒産危機から救済する八・三措置で、一九六五年から施行した高金利政策は終結する。高金利政策だけでは、私金融市場の制度金融圏内への吸収は難しく、高金利による企業の資金調達費用負担の圧迫や私募債からの資金調達増加が招いた連鎖倒産問題は解決されず、政府が全面的に出て企業を救済する結果となる。このようなマイナス面もあった一方で、一九六〇年代の金融市場の整備と成長で近代的な金融市場が形成され、一九七〇年代から本格的に始まる経済成長に金融的な基盤を形成したというプラスの側面があったことが、本研究から示唆される。一九六〇年代は、韓国の金融史の研究において重要な時期であり、さらに研究を積み重ねる必要があると思われる。特に、私金融市場は現代においても消費者金融などの形で社会問題化されながら、注目を浴びている話題でもある。過去の私金融市場の問題の解決のための政策やその影響と副作用などは、現代の金融政策においても貴重な教訓が得られると期待される。

- (1) Cole・朴 (1984) によると、私金融市場とは我々が非公式、あるいは非正規貨幣市場と称するものであり (p.27)、私金融部門は伝統的で多様な上、比較的政府の規制を受けず、秘密裏に運営される。一方、公金融部門は近代的でより明確に組織化されており、正規的で統計上の記録も備えている。一九八〇年の韓国の公金融機関は、中央銀行、預金銀行、非銀行金融機関、準金融機関、証券市場などで構成されている (p.34)。
- (2) 韓国では一般銀行、特殊銀行、地方銀行などの銀行を第一金融圏と、保険会社、証券会社、投資信託会社などの非銀行金融機関を第二金融圏と呼ぶ。第二金融圏は銀行法は適用されないが、一般商業銀行と類似した機能を担当する。
- (3) 公金利は一年満期定期預金金利、物価上昇率は生産者価格指数を用いた(韓国銀行の『経済年鑑』、『経済統計年報』、『年次報告書』などを参照)。私金利の出所は一九五四年～一九六二年は韓国銀行 (1971b)、一九六三年～一九七二年は韓国銀行の『企業金融私金融及び景気展望実態調査報告書』である。他には韓国銀行 (1969)、国民銀行の『小零細企業実態調査報告書』などを参考にした。
- (4) 韓国銀行 (1973) などを参考にした。
- (5) 資料の出所は、李榮薫他 (2004)、崔貞培 (1996) から纏めた。
- (6) この節は、朝鮮銀行の『調査月報』、韓国銀行の『経

済年鑑』、大韓金融団の『金融』などを参考にした。

(7) 韓国銀行は一九六九年から全国の地方法院及び支援を通じて直接「民間法人企業資本金及び私募債現況調査」を行っており、一九六九年からはこれから推計された庶民金融会社の資本金推計値を用いた。

(8) 丙種配当利子所得とは非営業貸金利子所得、即ち、私債に対する利子所得をいう。配当利子所得は三種類で区分される。①甲種配当利子所得は国内で支払う社債利子、あるいは国内で支払う信託の利益及び国内に本店か主事務所を置く法人から受ける利益の配当及び余剰金の分配、②乙種配当利子所得は外国法人に投資して受け取る利益の配当や社債の利子、信託の利益金、③丙種配当利子所得は、金融機関や質屋などの貸金業者ではない非貸金業者個人が私債で貸すお金から受け取る利子。

(9) 韓国銀行(1971a)によると、この部門は庶民金融を除いては、貸借対照表や付属明細書から直接推計が可能であるが、庶民金融は零細な庶民金融会社の新設、解散、移転が激しい上、四半期別の財務諸表も十分に具備していないため、庶民金融の金融資産・負債は標本調査で推計する(p.32)。

参考文献

- Copeland, Morris A. (1952), *A Study of Money flow in the United States*, NBER.
Leontief, Wassily, W. (1941), *The structure of American*

economy, 1919-1939: An Empirical Application of Equilibrium Analysis, New York: Oxford University Press.

——— (1966) *Input-Output Economics*, New York: Oxford University Press.

環太平洋産業連関分析学会編 (2010) 『産業連関分析ハンドブック』東洋経済新報社

金志映 (2013a) 『韓国の資金循環分析：日本との比較を含めて』慶應義塾大学大学院経済学研究科平成二五年博士学位論文

——— (2013b) 「韓国と日本の資金循環勘定の比較分析——負債・資産影響力係数を用いて——」(環太平洋産業連関分析学会『産業連関——イノベーション＆ＩＯテクニーク——』第二巻三号、五九～七六頁)

辻村和佑・溝下雅子 (2002a) 『資金循環分析——基礎技法と政策評価——』慶應義塾大学出版会

——— (2002b) 「産業連関モデルの資金循環表への応用」(環太平洋産業連関分析学会『産業連関——イノベーション＆ＩＯテクニーク——』第一〇巻三号、六五～七三頁)

溝下雅子 (2004) 「バブル崩壊過程における家計の金融資産保有と資金波及」(辻村和佑編著『資金循環分析の軌跡と展望』慶應義塾大学出版会、一三九～二九七頁)

早見均 (2010) 「産業連関分析の応用」(蓑谷千風彦・牧厚志編『応用計量経済学ハンドブック』朝倉書店、五六九～六〇〇頁)

〔韓国語文献〕

Cole, D.C.・朴英哲 (1984) 『韓國の金融発展・1945-80』韓国開発研究院

金用杰 (1967) 『我が国の資金循環の分析』(成均館大学校『論文集』第二二巻、一三七～一五四頁)

李明輝 (2009) 『1950-80年韓国金融市場の危機と対応』(梨花女子大学校社会科学研究所『社会科学研究論叢』第二二集、七九～一二二頁)

李榮薫・裴永穆・朴元巖・金石鎮・延康欽 (2004) 『韓國の銀行一〇〇年史』図書出版ヘナム

李鍾和 (1966) 『資金循環分析を通じて見た韓國の金融構造 1962～1964』(延世大学校経営研究所『延世経営研究』第四卷第一号、五一～五八頁)

崔眞培 (1996) 『解放以降韓國の金融政策』慶星大学校出版部

韓国銀行 (1969) 『私金融実態調査結果報告書』

—— (1971a) 『韓國の資金循環 (Flow of Funds Accounts in Korea) 1963～1970』

—— (1971b) 『金融計量モデル結果報告：韓国經濟の実物、金融統計量モデル試案』

—— (1973) 『8・3緊急經濟措置総合報告書』

—— (1978) 『韓國の資金循環 (Flow of Funds Accounts in Korea)』

—— (1992) 『わが国の資金循環』

—— (1994) 『わが国の資金循環の理解』

—— (2001) 『資金循環勘定解説』

—— (2007) 『わが国の資金循環の理解』韓国銀行『經濟年鑑』1949-1959

—— 『經濟統計年報』1960-1973

—— 『年次報告書』1950-1973

—— 『企業金融私金融及び景氣發展実態調査報告書』1963-1973

国民銀行『小零細企業実態調査報告書』1970-1973

大韓金融団『金融』1954-1973

朝鮮銀行『調査月報』1947-1950

受付日 二〇一四年九月三〇日／受理日 二〇一四年一〇月一四日

(きむじょん・慶應義塾大学産業研究所共同研究員)

