

韓国の出張報告 （竹森俊平）

出張をする前に、プリンストン大学教授でLIQUIDITYについて優れた研究をしており、今年の初めまで韓国大統領の経済アドバイザーをしていたHyun Son Shinとメールのやり取りをすることができ、大変参考になった。

彼が以前から指摘していたPrudential Regulationの問題。

時価会計を用いると、バブルの時期には金融機関の資産の価値が上昇し、自己資本比率はひとりでに上昇する。

（1）それをよいことに金融機関はさらに資産の購入に走るので、時価会計は自己増殖的なバブルを助長する。

（2）「自己資本比率」という指標に依存した金融システムの安全規制は不適當。

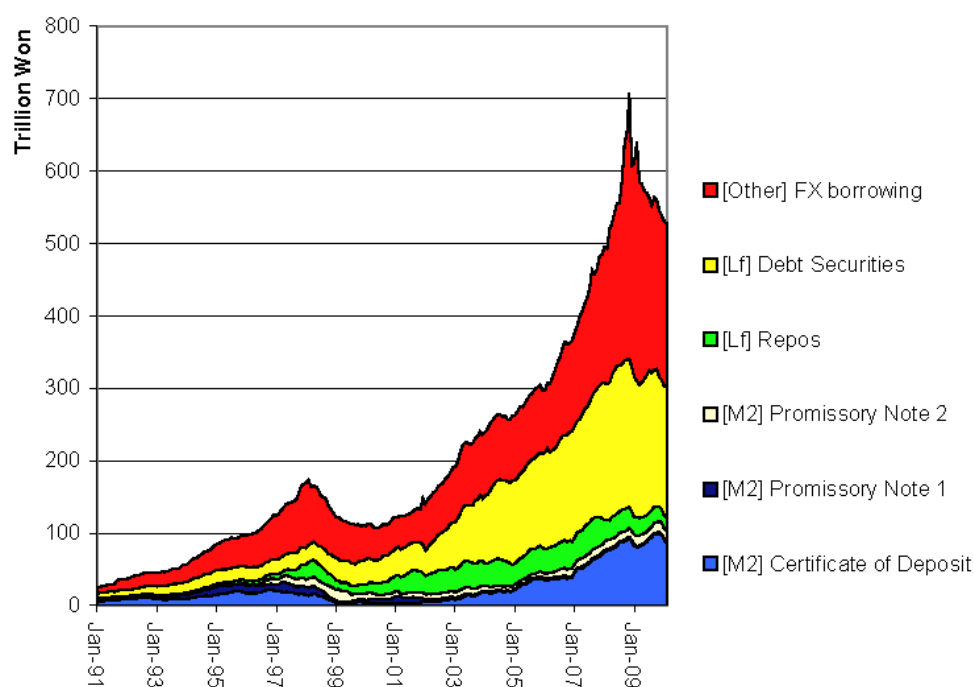
それゆえ、金融機関の安全規制に当たっては、ノン・コア・ライアビリティ

（NCL＝預金以外の負債）の変化に注目しなければならない。

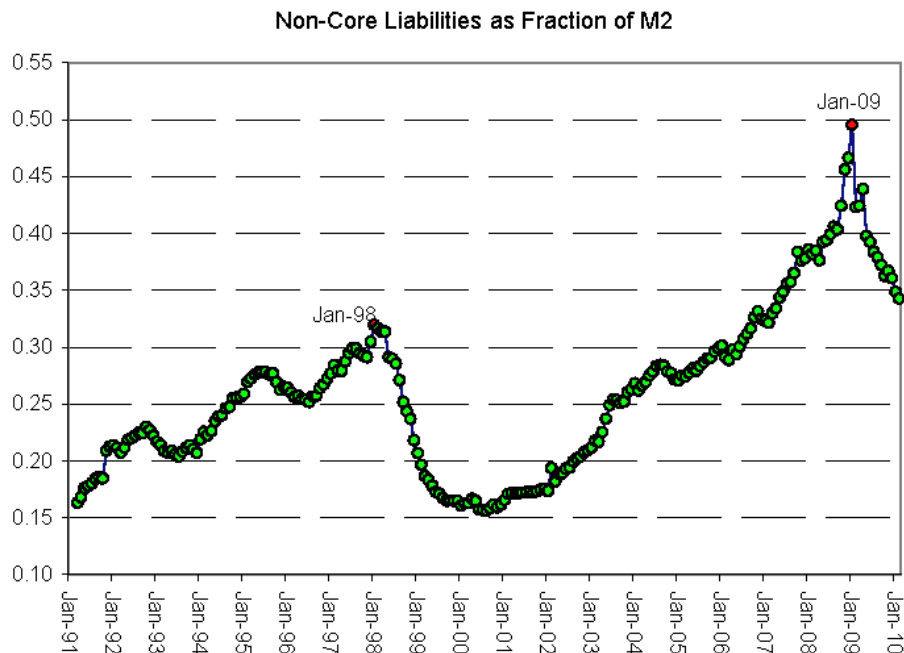
さらに韓国の経験から得られた結論。

(1) 先進国の仲間入りをしたといっても、韓国の場合、NCLを拡大させる場合には、依然として対外借り入れを膨張させる傾向があり、その点においてエマージング・マーケットかつ小国としての特徴を保持し続けている。

**Figure 4. Non-Core Liabilities of Korean Banking Sector<sup>3</sup>**



**Figure 5. Non-core liabilities of Korean banking sector as a proportion of M2**

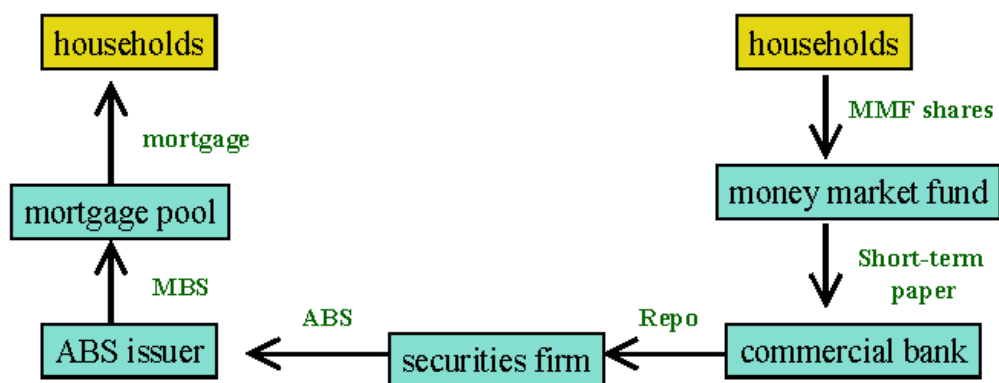


(2) バブルを抑制する場合には、通常、金利の引き上げを行うが、オープンエコノミーで小国の場合には、金利の引き上げは対外借り入れの一層の膨張を生み、バブルの抑制にはつながらない。したがって、バブルの抑制のためには、対外借り入れを直接抑制する政策が必要である。

(3) アジア通貨危機の際に、マチュリティー・ミスマッチが危機の原因とされたために、規制当局も、個々の金融機関のマチュリティーのマッチングを監視してきた。しかし、アメリカの住宅ローンで見られたような、最終的な借り手と、最終的な貸し手をつなぐ、長い資金繰りのリンクができる場合、個々の金融機関のマッチングを監視しても、結果的には最終的な借り手と貸し手の間

のミスマッチは拡大してしまう。なぜなら、チェーンの各位置にいる金融機関は利ザヤを稼ぐためにLENDING LONG、BORROWING SHORTを実行するので、金利は川上から川下に掛けて次第に短期、短期となっていく、一番川下は超短期になってしまうからである。

**Figure 9: Long Intermediation Chain**



この（１）と（３）の要因があったために、２００８年のリーマンショック以後には、ふたたび、通貨とマチュリティーのダブル・ミスマッチが顕在化した。

その時、韓国が経験したのは、９７年当時とさほど性格の変わらない危機だった。なぜ、今回は大事にいたらなかったのか。（ここからヒアリングの結果を用いて考察する）

（１）アメリカ連銀とのスワップ協定がまとまり、流動性（ドル不足）の問題が早めに解決した。９７年とは違い、「流動性危機」は世界中に発生していたから、さすがに韓国への「構造改革」の強硬な要求はなかった。

（２）リーマンショック後、アメリカ連銀が急速に金利を引き下げたので、それに合わせて韓国も金利を下げ、国内経済を刺激することができた。

議論のポイント（Ａ）：韓国の回復は急速だったので、２００９年後半以降は、アメリカ連銀の低金利は、ウォン高や、韓国への資本流入増大の原因となっている。これを韓国側はどう見ているか。さすがに、アメリカの低金利を批判する意見はあまり聞かれなかった。

経済回復後の中心的な政策課題は、資本流入によってバブルが生まれることであるが、これに対しては、シン教授の提案にしたがって、金融機関のNCLに焦点を当てた規制が行われている。

外国から資金を借りる金融機関は、かならず先物でヘッジするので、先物のポジションに対する規制というのが一つの柱である。ただし、これについては国内銀行と、外国銀行で違いがある。より最近では、銀行の海外からの借り入れに対する銀行税も導入されている。

議論のポイント（B）：

金融機関の過剰に積極的な投資をチェックするために、韓国のようなオープン経済では金利政策は有効な政策ではないというシン教授の指摘から考えると、金融政策の実施に当たって、金利の決定と、規制の決定とが、一貫したプロセスでなされなければならないことになる。

はたして、規制当局と中央銀行のコーディネーションは改善されたのであろうか。誰が、金利政策と金融規制政策を統括して決定しているのだろうか。

これについては、残念ながらコーディネーションはあまりないという答えが返ってきた。もし、中央銀行に全部任せてもらえるなら、やってもよいが、規制の権限を持つ官庁が許さないだろうと言う反応もあった。

議論のポイント（C）：シン教授の示唆するような資本輸入規制だけで、バブルの抑制には十分かという質問をしたところ、アメリカとの金利差がきわめて大きい場合には、それだけでは不十分といった答えが返ってきた。しかし、すでに指摘したように、2008年の金融危機においては、アメリカの低金利で助けもらった恩がある手前、アメリカの低金利政策への批判はあまり聞かれなかった。

住宅バブルの崩壊によって貯蓄銀行が窮地に陥っているのは深刻な問題だが、一般の銀行からの貯蓄銀行への貸し出しがない以上、これは貯蓄銀行部門に限定された問題で、経済全体に金融危機が広がることはないという意見が聞かれた。（スペインのカハについても同じことがいわれていなかったか？）