

論文審査の要旨及び担当者

No.1

報告番号	甲 乙 第 号	氏 名	金 志 映
論文審査担当者	主 査	：吉野 直行 (慶應義塾大学経済学部教授 Ph.D.)	
	副 査	：辻村 和佑 (慶應義塾大学経済学部教授 博士(商学))	
		：野村 浩二 (慶應義塾大学産業研究所准教授 博士(商学))	
	面接担当	：塩澤 修平 (慶應義塾大学経済学部教授 Ph.D.)	
		：金子 勝 (慶應義塾大学経済学部教授 修士(経済学))	
(論文審査の要旨)			
韓国 ¹⁾ の資金循環分析：日本との比較を含めて			
<p>韓国では、韓国銀行が1962年末から現在までの資金循環表を作成・公表している。長期時系列の資金循環データが整備されているにも関わらず、韓国に関する資金循環分析の研究事例は乏しい。本研究は韓国の資金循環勘定の長期時系列データを用いて、韓国の金融構造を分析することを目的としている。本研究では、主に韓国銀行の作成した資金循環勘定を主として用いるが、より正確で精密な分析を試みるために、ホームページで公開されている68SNAベースの資金循環勘定を用いて制度部門別の分析も行う。さらに分析では、韓国銀行から研究目的で提供を受けた非公表データも含めて分析を行っている。</p> <p>本研究では、「産業連関モデル」の発想を、資金循環勘定に応用して金融連関モデルの分析を行う。韓国の資金循環勘定に産業連関モデルを応用する数少ない研究成果である。さらに、韓国と日本の資金循環表の比較分析も行う。国によって金融システムが異なり、法律・規制も同じではない。このため、各国の資金循環表の作成方法も同一ではなく、韓国と日本の資金循環表を国際比較するためには、両国の資金循環が比較できるように整える必要がある。本格的な国際比較分析が少ないのは、資金循環監表の分類が国毎に、大きくことなるからである。</p> <p>論文の構成は以下のようなものである。第Ⅱ章では資金循環表に関する先行研究を紹介し、産業連関表の分析方法を資金循環表へ応用する手法を説明する。第Ⅲ章では韓国の資金循環勘定を対象に金融構造の特性を踏まえた分析を行う。第Ⅳ章では、韓国と日本の資金循環勘定を比較分析し、第Ⅳ章で結論をまとめる。</p> <p>第Ⅲ章では3つの方法論から韓国の資金循環表を分析する。第1節では産業連関分析の方法を応用した金融連関モデルから接近し、負債表(R表)、資産表(E表)、資金過不足など基本的な分析を踏まえてから、各制度部門間の金融取引の分析(Y表)や負債・資産影響力係数を導出することで、韓国の資金循環表からあらわれる特徴を把握する。約30年間に至る68SNAベースの資金循環勘定は5年毎のデータを観察し、2002年からの93SNAベースの資金循環勘定は毎年のデータを分析する。資金過不足を見ると、韓国は個人部門以外にも政府部門と国外部門が資金余剰部門となっている。</p>			

このことは企業部門の活発な設備投資による巨大な資金需要を、個人部門の貯蓄だけでは補えず、政府部門や国外部門からの資金で補充する形になっている。特に近年の企業部門の資金不足は個人部門の資金余剰に比べて増えている。Y 表(各制度部門間の金融取引)から見ると個人部門の資産ポートフォリオでは民間企業への資金運用の比重が 30 年に掛けて減り続き、代わりに金融機関への資金運用が増える傾向が観察される。

第 2 節では最大 9 個の制度部門で構成されている 68SNA ベースの韓国の資金循環表を、各銀行の貸借対照表を用いて制度部門を細分割する精密な作業を試みる。具体的には預金銀行という制度部門を、3 個の一般銀行と 7 個の特殊銀行の 10 個の銀行に分けて、18 個の制度部門に拡張された資金循環表を作成し、2 時点における比較分析を試みる。

1985 年では、韓国銀行(中央銀行)の資産運用の 34%が国外部門になっている。独自に細分割した 10 個の各銀行の資金調達・運用の特性をみると、市中銀行、地方銀行、中小企業銀行、農協の場合は、資金調達先が個人部門から 30%代、民間企業から 20%代になっており、水協と畜協はその他金融機関からの資金調達が大きい。国民銀行と住宅銀行は半分以上の資金を個人部門から調達して、為替銀行と外国銀行国内支店は主に国外部門から調達している。他方、各銀行の資金運用先を見ると民間企業への資金運用が半分を占め、次に個人部門に 20%程度運用している。しかし、為替銀行の場合は資産ポートフォリオの構成が他の銀行とは異なり、韓国銀行への資金運用の比重が最も大きい。2000 年との比較分析では、預金銀行の二つの部門である一般銀行と特殊銀行は 1985 年と 2000 年で、貯蓄性預金の吸収比率は、ほぼ同じであり、資産側の預金銀行貸出金の割合も、細分類してみるとほぼ同じとなっている。

第 3 節では家計、企業、そして銀行の金融行動を中心に分析する。家計については Tobin の資産選択理論に基づく資産選択行動、さらに貸出市場での銀行の貸出供給や民間企業の借入需要について 93SNA ベースの資金循環勘定の四半期別データを用いて実証分析を試みる。家計の資産選択モデルでは、家計の保有する債券、株式、長期貯蓄性預金を被説明変数とし、各資産の収益率とリスク、可処分所得の関数と想定して GLS で推定する。一方、貸出市場での銀行の貸出供給は企業向け貸出金利をはじめ、銀行のコストであるコール・レート、銀行の預かった長期貯蓄性預金、そして地価で構成された供給関数を想定した。民間企業の借入需要に関しては、企業向け貸出金利、地価、GDP、民間企業が銀行に預けた預金の関数をたてて、AR(1)モデルで推定する。

この分析においてもうひとつ念頭に置きたいことは、金融危機に対する韓国の特有な対応方法である。分析対象はデータが存在する 2002 年末から 2012 年末であるが、サブプライム住宅ローン危機やリーマンショックが続いた 2007 年末から 2008 年末の時期には金融危機を意味するダミー変数を推定式に加え、金融危機に対する各主体の行動も分析に含めている。

分析結果は、家計の資産選択行動については各資産の自己収益率と他の資産のリスク、可処分所得からは正の符号の係数、他の資産の収益率(所得効果より代替効果が大きい場合)と自己リスクに対しては負の符号の係数を予想したが、債券の推定を除いてはその通りに推定された。他の資産の収益率から正の符号の係数が推定された債券は、株式収益率と預金金利が上昇するときの所得効果が大きく作用するため、債券は株式と代替関係ではなく補完的となっている。韓国の資金循環勘定を用いた家計の資産選択モデルの推定で各資産のリスクを考慮した研究事例はなかったが、本分析ではリスクの変数も資産選択に影響を与えていることが確認された。他方、金融危機をあらわすダミー変数は全ての資産から負の符号の係数が有意に得られたが、金融危機の時期に家計は3種の資産(債券、株式、長期貯蓄性預金)の中で株式を最も減らしている。

銀行の貸出供給の推定では企業向け貸出金利と地価から正の符号の係数、コール・レートは負の符号の係数が有意に得られ、民間企業の借入需要の推定では企業向け貸出金利から負の符号の係数が、民間企業の銀行に預けた預金から正の符号の係数が理論で想定された通り有意となっている。銀行の全体の制度部門に対する貸出供給は金融危機の要因からの影響を受けていないが、民間企業の場合はこの時期に株式発行など他の手段からの資金調達が難しくなり銀行借入に頼ることとなった。

第IV章では韓国と日本の資金循環勘定を用いて、両国の比較分析が出来るように制度部門を再構成する。両国の93SNAベースを用いて13個の制度部門に再構成した第IV-1節と、長期時系列データがとれる韓国の68SNAベースを基準に両国の1970年代から2012年までの資金循環勘定を9個の制度部門に再分類した第IV-2節で構成される。

第IV-1節では比較分析の一例として2008年を採用して負債表(R表)、資産表(E表)、各制度部門間の金融取引分析(Y表)、三角化による序列構造の分析、負債・資産影響力係数の導出など産業連関表の分析方法を応用した金融連関表の分析技法を網羅的に用いている。日本銀行は、主に国債運用を購入して日銀券を発行しているが、韓国銀行(中央銀行)は金融債、つまり通貨安定証券が最も大きな資金調達手段となっており、資産運用は為替保有額に集中している。言い換えると、主に国債を発行して資金を調達する日本の政府部門に比べて、韓国の政府部門は国債の発行は資産保有額の35%に過ぎない。韓国銀行は通貨安定証券を発行して国外部門と外貨を取引することにより、急激な為替レートの変動を防ぎ、他の制度部門の外貨の取引のリスクを韓国銀行が背負う形の金融システムになっている。

第IV-2節では韓国と日本の資金循環勘定の長期時系列を用いて負債・資産影響力係数を比較することにより、両国の金融システムの差異を明らかにする。影響力係数を計算して両国の各制度部門の位置付けの変化を分析した結果、両国の政府部門、中央銀行、国外部門はその役割が大きく異なること明らかとなる、日本の民間企業は近年資産影響力係数が急上昇している。さらに

本節では国内のみの影響力を測るために、国外部門を除去した影響力係数と、国外部門を包含した場合の影響力係数との比較指標を考案した。この指標は日本では変動が小さく、国外部門を除去しても日本の各制度部門の影響力係数はあまり変わらなかった。他方、韓国では国外部門を除去すると政府部門の負債影響力係数や中央銀行の資産影響力係数に著しい変動が観察された。つまり韓国は、日本よりも国外部門と国内制度部門のより密接な関係が明らかになった。

以上のように本論文では、韓国の資金循環表を分析し 1970 年代から始まる長期時系列データを観察することで韓国の金融発展史をより正確に理解することが出来た。韓国と日本の国際比較分析においては、両国の資金循環統計の作成方法の差異によって同一に合わせられない部分があり、例えば株式の表記は、日本の場合は 93SNA ベースの資金循環勘定であるため時価評価されているが、韓国の場合は 68SNA ベースの資金循環勘定では、資産は簿価(あるいは取得価)、負債は額面価で表記されているという統計上の相違もある。しかし、独自に制度部門や金融部門を整理し、細分化して、韓国の時系列による金融構造の変化、韓国と日本の比較をはじめて行った論文であり、高く評価される。

この論文をさらに拡張させ、視点を絞って、両国の比較が行えると考える。たとえば、日本のバブル時期の行動と韓国の金融危機時の家計、金融機関、企業の行動を比較すること、金融政策の波及経路の違いを資金循環分析から追うことなど、さらに拡張できる博士論文である。博士号に十分に値する論文であると評価される。