

報告番号	甲 乙 第	号	氏 名	金 志 映
主 論 文 題 名： 韓国資金循環分析 ：日本との比較を含めて				
(内容の要旨) 韓国では韓国銀行が 1962 年末から現在に至って資金循環表を作成・公表していることで、長期時系列データが得られるにも関わらず、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利用して様々な方法を試みながら、本格的な韓国の資金循環分析を行い、韓国の金融構造を分析することを目的とした。本研究では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現在ホームページにて公開されている 68SNA ベースの資金循環勘定に比べ制度部門が細分類された、韓国銀行から研究目的で提供を受けた非公表データを含む。 本研究ではひとつの手段として、産業連関モデルの発想を応用した金融連関モデルを使用する分析方法を導入するが、これは韓国の資金循環勘定の本格的な分析ではまだ試みられたことのない技法であり、韓国の資金循環表を分析するには非常に意味のある作業だと思われる。 一歩進んで、本研究では韓国と日本の資金循環表の比較分析を試みた。国によって金融システムや法律などが異なる上、各国の資金循環表の作成方法は必ずしも同一ではないため、資金循環表の国際比較は決して簡単に出来る作業ではない。したがって、精密なデータの整理や再分類を経て資金循環表を国際比較が可能な状態に整えてから用いた、本格的な比較分析の研究事例は非常に少ない。韓国と日本の比較分析では各中央銀行である韓国銀行と日本銀行の作成・発表する資金循環勘定を利用することになるが、韓国と日本は資金循環表の作成方法が似ている上、それぞれの国で独立の中央銀行を保有していることや各中央銀行で資金循環表や作成方法が公開されているなどの理由で比較分析には最適である。 本研究の構成は以下のようである。第Ⅱ章では資金循環表に関する先行研究を遡り、産業連関表の分析方法を資金循環表へ応用する技法を本研究の資金循環分析のひとつの手段として採用することにする。第Ⅲ章では韓国の資金循環勘定を対象に多様な分析方法を投入して、韓国の資金循環勘定であられる金融構造の特性を理解するための徹底的な分析を踏まえた上、第Ⅳ章では把握された韓国の資金循環の特徴を確かめるために、韓国の日本の資金循環勘定を比較分析する。第Ⅳ章は結論で、分析の結果は以下のように要約される。 第Ⅲ章では 3 つの方法論から韓国の資金循環表を分析した。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れる特徴を把握した。具体的には、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対象とした。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。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た。具体的には預金銀行というひとつの制度部門を、3 個の一般銀行と 7 個の特殊銀行の総 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た。新しく得られた資金循環表を用いて R 表、E 表、Y 表の分析を通じ、細分類された金融機関を含む資金循環表であらわれる特徴を把握した上、1985 年と 2000 年の 2 時点における比較分析を試みた。

1985 年の場合、ポートフォリオ分析(Y 表)から把握される韓国の資金循環の特徴をあげると、金融資産超過を見せる政府部門の資金調達先はまず国外部門、その次は韓国銀行の順になっている。一方、国外部門の資金調達は半分以上が韓国銀行からになっていて、そのことにより韓国銀行の資産運用の 34%が国外部門になっている。それに細分割することによって新しく加わった 10 個の各銀行の資金調達・運用の特性も良くあらわれている。市中銀行、地方銀行、中小企業銀行、農協の場合は、主な資金調達先を見ると個人部門から 30%代、民間企業から 20%代になっていて、水協と畜協はその他金融機関からの資金調達が大きかった。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きた。一方、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、その次は個人部門に 20%くらいを運用した。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かった。

2000 年との比較分析では、一般銀行と特殊銀行の 15 年間の成長を観察するため、預金銀行を一般銀行と特殊銀行と 2 分類して、主な負債である貯蓄性預金の変化を観察した。2 つの銀行部門は 1985 年にはほとんど同じ金額の貯蓄性預金を預かっていたが、2000 年に一般銀行は特殊銀行の 5 倍相当の貯蓄性預金を預かっていた。しかし、2000 年の一般銀行と特殊銀行の包括範囲に合わせて 1985 年の制度部門を再分類すると、1985 年も一般銀行の貯蓄性預金が特殊銀行の約 5 倍であり、2000 年に比べて大した変化はあらわれなかった。同様に資産側の預金銀行貸出金を見ると、1985 年には一般銀行が 60%、特殊銀行が 40%を占めていたのが、2000 年には一般銀行が 77%にまで拡大した。しかし 1985 年を再分類したら一般銀行は 83%を占めていて、逆に 2000 年には若干減少した。

このように制度部門の数が少ない資金循環表を、各銀行(あるいは細分類の各制度部門)の貸借対照表を用いて制度部門を細分割すると、拡張された新しい資金循環表が作成されて、金融構造や金融市場の発展過程を把握するために有用な情報が得られる。その上、68SNA ベースより金融部門が細かく分類されている 93SNA ベースの資金循環表との比較分析にも一層有効に使われると期待される。

第3節では家計、企業、そして銀行の金融行動にフォーカスを置いた。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、そして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た。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で推定した。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)モデルで推定した。

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、金融危機に対する客主体の行動も分析に含んだ。

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か、もしくは債券は株式の代替材ではなく補完財である可能性もあり得る。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。一方、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種の資産の中で株式を最も減らした。

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が、コール・レートから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有意に得られた。その上、金融危機のダミー変数は民間企業の借入需要の推定でのみ有意な正の符号の係数が導出された。つまり、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借入金に頼ることとなった。この現象も韓国の金融危機への対応の特徴をあらわす。

第IV章では韓国と日本の資金循環勘定を用いて、比較分析が出来るように制度部門を再構成した。本章は両国の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2節で構成されている。

第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た。第Ⅲ章の第1節や第2節を通じて、韓国の制度部門の中で資金余剰を見せる政府部門と、外国部門へ資産を運用する韓国銀行の特徴が把握されたが、日本との比較分析を試みることでこの特徴が一層明確にあらわれた。主に現金から資金を調達して、国債に運用する日本銀行に比べて、韓国銀行は金融債、つまり通貨安定証券が最も大きな資金調達手段になっていて、資産運用は為替保有額に集中している。この現象に絡み合い、韓国の国外部門は為替保有額が主な負債項目になっている。一方、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、韓国の政府部門は資金余剰が資産の半分以上を占めていて、国債の発行は資産保有額の35%に過ぎない。以上を纏めると、日本の場合は政府が国債を発行して赤字になっている代わりに、韓国の場合は韓国銀行が通貨安定証券を発行している。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。

この現象は三角化による序列構造の分析でもはっきりあらわれる。日本では政府部門と国外部門が上位にあるが、韓国では下位に位置する。一方、民間企業の位置は韓国の方が上位にあらわれ、日本よりは韓国の企業が資金を活発に調達する。負債・資産影響力係数は国外部門を包含した場合と除去した場合の2種類のモデルで導出したが、国外部門を除すると韓国銀行の資産影響力係数が急減し最も小さくなる。この現象については次の第2節でさらに詳しい比較分析を試みる。

第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特徴や差異を明らかにすることを目的とした。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、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ことが示された。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比較的に変わらなかった。一方、韓国では国外部門を除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。つまりこれらの制度部門は国外部門からの影響が強く作用していることから、国外部門と密接な関係を持つことが一層明らかになった。

以上のように本研究では様々な方法を採用して、韓国の資金循環表の徹底的に分析しながら、資金循環表からあらわれる各制度部門の行動を把握して金融構造の特徴を明確にすると同時に、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を目的とした。それに加えて韓国と日本の再分類した資金循環表を用いて比較分析を試みることで、国際資金循環分析における一つの進展として寄与することを目指した。

しかし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を用いると、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。そして、各年の基準となる会計年度の時点が異なる問題点もある。その上、両国を比較するために、制度部門を再構成して13個の制度部門(93SNAベースのデータ)、あるいは9個の制度部門(68SNAベースのデータ)に絞ることにより、各制度部門の特徴が縮小される可能性もある。より数多くの制度部門で構成された資金循環表を用いて比較分析を試みると、特に本研究ではいくつかの金融制度部門の集合体である銀行部門や非銀行金融部門からはもっと正確な分析結果が得られ、各国に金融システムの特徴が一層明らかになると期待される。

最後に、本研究の韓国と日本の分析では制度部門の数を合わせて国際比較を試みたが、金融項目の場合は同一に整理することが出来ず、韓国は35項目、日本は44項目の金融商品になっている。本研究の目的は、両国の制度部門の役割や取引関係にフォーカスを合わせたので、金融項目間の取引に当たるX表の分析は省略している。こういう限界点はこれからの研究の課題として残っている。