

博士論文 平成 25 年度 (2013)

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

金志映

◆目次◆

図目次 vi

表目次 ix

第 I 章. はじめに	1
第 1 節. 資金循環表とは？	1
第 2 節. 韓国の金融構造と資金循環勘定	1
2-1. 資金循環勘定から見た韓国の金融構造	1
2-2. 韓国の資金循環勘定	4
第 3 節. 本研究の目的と構成	5
第 II 章. 資金循環分析の先行研究や分析技法	7
第 1 節. 資金循環分析の先行研究	7
第 2 節. 産業連関分析の方法を応用した資金循環表の分析技法	10
2-1. 分析用資金循環表の作成	10
1) R 表, E 表の作成	10
2) X 表, Y 表の作成	13
2-2. 三角化による序列構造の分析	18
2-3. レオンティエフ逆行列による波及分析	20
第 III 章. 韓国の資金循環勘定を用いた多様な分析	23
第 1 節. 韓国の資金循環分析	23
1-1. 68SNA ベースの資金循環勘定分析	23
1) 負債表(R 表)と資産表(E 表)の分析	23
2) 資金過不足の分析	32
3) 主要制度部門のポートフォリオ分析(Y 表)	33
1-2. 93SNA ベースの資金循環勘定分析	37
1) 負債表(R 表)と資産表(E 表)の分析	37
2) 負債・資産影響力係数の分析	46
第 2 節. 制度部門の細分割による韓国の資金循環勘定の分析	52

2-1. 1985 年度資金循環勘定の制度部門の細分割	52
1) 利用資料と分割方法	52
2) 1985 年の全般的な経済状況	61
3) 負債表(R 表)の分析	61
(1) 政府部門・国外部門	61
(2) 企業部門・個人部門	62
(3) 金融機関	62
4) 資産表(E 表)の分析	63
(1) 政府部門・国外部門	63
(2) 企業部門・個人部門	64
(3) 金融機関	64
5) 制度部門間のポートフォリオ(Y 表)の分析	65
(1) 政府部門・国外部門	65
(2) 企業部門・個人部門	66
(3) 金融機関	68
2-2. 制度部門の細分割による 1985 年度と 2000 年度の比較分析	74
1) 各制度部門の比較分析	74
(1) 政府部門・国外部門	74
(2) 企業部門・個人部門	75
(3) 金融機関	76
2) 細分割した預金銀行の比較分析	82
(1) 1985 年の預金銀行の細分割	82
① 負債表(R 表)の細分割	82
② 資産表(E 表)の細分割	83
(2) 2000 年の預金銀行の細分割	84
① 負債表(R 表)の細分割と再分類	84
② 資産表(E 表)の細分割と再分類	85
2-3. 制度部門の細分割による韓国の資金循環勘定の分析結果	86
第 3 節. 家計の資産選択や貸出市場での企業と銀行の金融行動分析	88
3-1. はじめに	88
1) 実証分析の対象と利用資料	88

2) 実融危機と各制度部門の金融行動	90
3-2. 93SNA ベースの資金循環勘定の韓国の家計部門と企業部門の資産負債構成	93
1) 家計の金融資産保有	93
2) 企業の借入金と銀行の貸出金	98
3-3. 先行研究	102
1) 家計の金融資産選択行動	102
(1) Tobin の資産選択理論	102
(2) 資産選択理論の基本的な構造	105
(3) 実証分析の研究事例	107
① 海外の研究事例	107
② 日本のデータを用いた研究事例	109
③ 韓国のデータを用いた研究事例	111
2) 企業の借入需要と銀行の貸出供給	113
(1) 企業部門の借入需要	113
(2) 銀行の資金供給	116
(3) 実証分析の研究事例	118
① 海外の研究事例	118
② 日本のデータを用いた研究事例	120
③ 韓国のデータを用いた研究事例	122
3-4. 実証分析	124
1) モデルの設定	124
(1) 家計の金融資産選択行動	124
(2) 企業の借入需要と銀行の貸出供給	127
2) 利用資料や推定期間	132
3) 単位根検定	136
4) 実証分析の結果	138
(1) 家計の金融資産選択行動	138
① 債券	138
② 株式	141
③ 貯蓄性預金	143
(2) 企業の借入需要と銀行の貸出供給	145
① 銀行の貸出金の供給	145

② 民間企業の借入金の需要	147
③ 貸出市場での各要素の影響	149
3-5. 家計の資産選択行動や貸出市場での銀行と民間企業の行動の分析結果	150
APPENDIX. 推定式の説明変数間の相関係数と利用データの推移	153

第IV章. 韓国と日本の資金循環勘定を用いた比較分析—————160

第1節. 93SNA ベースの資金循環勘定による韓国と日本の比較分析・・・・160

1-1. 比較分析のための資金循環表の整理	160
1-2. 韓国と日本の資金循環表の比較分析	162
1) 負債表(E表)と資産表(R表)の作成	162
(1) 中央銀行	162
(2) 政府部門	164
(3) 国外部門	166
(4) 金融機関	167
① 銀行	167
② 非銀行金融機関	168
(5) 企業部門	169
(6) 個人部門	170
2) 制度部門間のポートフォリオ(Y表)の分析	170
3) 三角化による序列構造の分析	173
4) 負債・資産影響力係数の分析	175
(1) 国外部門を含んだ分析	175
(2) 国外部門を除いた分析	180
1-3. 93SNA ベースの資金循環表の比較分析の結果	181

第2節. 韓国と日本の長期時系列を用いた負債・資産影響力係数の比較分析・・・・183

2-1. 利用資料と比較分析のための資金循環表の整理	184
2-2. 国外部門を包含した負債・資産影響力係数の分析	185
1) 1970年代の韓国と日本の負債・資産影響力係数の比較分析	185
2) 2012年の韓国と日本の負債・資産影響力係数の比較分析	189
2-3. 国外部門の影響を除去した負債・資産影響力係数の分析	191
1) 国外部門を除去した場合の負債・資産影響力係数の導出技法	191

2) 韓国の国外部門を除去した負債・資産影響力係数の分析	193
3) 日本の国外部門を除去した負債・資産影響力係数の分析	195
2-4. 韓国と日本の長期時系列を用いた負債・資産影響力係数の比較分析の結果	198
補論. 韓国と日本の各制度部門の負債・資産影響力係数の長期時系列の比較分析	200
(1) 中央銀行	200
(2) 預金銀行	202
(3) 保険年金機関	204
(4) その他金融機関	205
(5) 政府部門	207
(6) 公企業	209
(7) 民間企業	212
(8) 個人部門	214
(9) 国外部門	216

第V章. 結論 219

参考資料. 韓国の資金循環勘定の変遷と分類表 223

参考文献 233

[1] 英語文献 233

[2] 日本語文献 235

[3] 韓国語文献 237

[韓国語文献の和訳] 238

[4] 利用資料 239

図目次

- <図Ⅱ-1>R表とE表の作成 10
- <図Ⅱ-2>R表とE表の概要 12
- <図Ⅱ-3>産業連関表と資金循環表の対応 14
- <図Ⅱ-4>取引金額表と投入係数表の呼称 16
- <図Ⅱ-5>Y表とX表の概要 18
- <図Ⅱ-6>金融連関表の三角化の模式図 19
- <図Ⅱ-7>Y表の構成 20
- <図Ⅲ-1>各制度部門の金融資産負債差額(個人部門基準) 32
- <図Ⅲ-2>民間企業の資産・負債ポートフォリオ(負債超過包含) 34
- <図Ⅲ-3>民間企業の負債ポートフォリオ 34
- <図Ⅲ-4>民間企業の資産ポートフォリオ(負債超過除去) 35
- <図Ⅲ-5>個人部門の資産・負債ポートフォリオ(金融資産超過包含) 35
- <図Ⅲ-6>個人部門の負債ポートフォリオ(金融資産超過除去) 36
- <図Ⅲ-7>個人部門の資産ポートフォリオ 36
- <図Ⅲ-8>各制度部門の金融資産負債差額(個人部門基準) 37
- <図Ⅲ-9>民間企業の資産・負債ポートフォリオ(負債超過包含) 42
- <図Ⅲ-10>民間企業の負債ポートフォリオ 43
- <図Ⅲ-11>民間企業の資産ポートフォリオ(負債超過除去) 43
- <図Ⅲ-12>個人部門の資産・負債ポートフォリオ(金融資産超過包含) 44
- <図Ⅲ-13>個人部門の負債ポートフォリオ(金融資産超過除去) 45
- <図Ⅲ-14>個人部門の資産ポートフォリオ 45
- <図Ⅲ-15>2002年の韓国の負債影響力係数と資産負債影響力係数 49
- <図Ⅲ-16>2002年の韓国の負債影響力係数と資産負債影響力係数(第Ⅲ象限の拡大図) 49
- <図Ⅲ-17>2007年の韓国の負債影響力係数と資産負債影響力係数 50
- <図Ⅲ-18>2007年の韓国の負債影響力係数と資産負債影響力係数(第Ⅲ象限の拡大図) 50
- <図Ⅲ-19>2000年の日本の負債影響力係数と資産負債影響力係数 51
- <図Ⅲ-20>制度部門の細分割による1985年の政府部門のポートフォリオ構成(Y表) 65
- <図Ⅲ-21>制度部門の細分割による1985年の国外部門のポートフォリオ構成(Y表) 66
- <図Ⅲ-22>制度部門の細分割による1985年の民間企業のポートフォリオ構成(Y表) 66
- <図Ⅲ-23>制度部門の細分割による1985年の公企業のポートフォリオ構成(Y表) 67
- <図Ⅲ-24>制度部門の細分割による1985年の個人部門のポートフォリオ構成(Y表) 67
- <図Ⅲ-25>制度部門の細分割による1985年の韓国銀行のポートフォリオ構成(Y表) 68
- <図Ⅲ-26>制度部門の細分割による1985年のその他金融機関のポートフォリオ構成(Y表) 68
- <図Ⅲ-27>制度部門の細分割による1985年の保険及び年金機関のポートフォリオ構成(Y表) 69
- <図Ⅲ-28>制度部門の細分割による1985年の市中銀行のポートフォリオ構成(Y表) 69

- <図Ⅲ-29>制度部門の細分割による 1985 年の地方銀行のポートフォリオ構成(Y 表) 70
- <図Ⅲ-30>制度部門の細分割による 1985 年の外国銀行韓国支店のポートフォリオ構成(Y 表) 70
- <図Ⅲ-31>制度部門の細分割による 1985 年の中小企業銀行のポートフォリオ構成(Y 表) 71
- <図Ⅲ-32>制度部門の細分割による 1985 年の国民銀行のポートフォリオ構成(Y 表) 71
- <図Ⅲ-33>制度部門の細分割による 1985 年の韓国住宅銀行のポートフォリオ構成(Y 表) 72
- <図Ⅲ-34>制度部門の細分割による 1985 年の韓国為替銀行のポートフォリオ構成(Y 表) 72
- <図Ⅲ-35>制度部門の細分割による 1985 年の農業協同組合のポートフォリオ構成(Y 表) 73
- <図Ⅲ-36>制度部門の細分割による 1985 年の水産業協同組合のポートフォリオ構成(Y 表) 73
- <図Ⅲ-37>制度部門の細分割による 1985 年の畜産業共同組合のポートフォリオ構成(Y 表) 73
- <図Ⅲ-38>資金循環表の概要 88
- <図Ⅲ-39>企業と家計の貸借対照表 89
- <図Ⅲ-40>企業と銀行の貸借対照表 89
- <図Ⅲ-41>家計及び非営利団体部門の金融資産保有残高 96
- <図Ⅲ-42>家計及び非営利団体部門の金融資産保有比重 96
- <図Ⅲ-43>家計及び非営利団体の各資産収益率や消費者物価上昇率 97
- <図Ⅲ-44>株価増加率 97
- <図Ⅲ-45>民間企業部門の金融負債の構成 100
- <図Ⅲ-46>民間企業部門の金融負債の構成の比重 100
- <図Ⅲ-47>企業部門の資金調達コストや生産者物価上昇率 101
- <図Ⅲ-48>企業貸出金利とコール・レート 101
- <図Ⅲ-49>第 i 企業と銀行の短期貸出市場 115
- <図Ⅲ-50>家計の貸借対照表 126
- <図Ⅲ-51>制度部門別の株式及び出資持分の保有比重 127
- <図Ⅲ-52>銀行の貸借対照表 129
- <図Ⅲ-53>民間企業の貸出金構成 130
- <図Ⅲ-54>公企業の貸出金構成 130
- <図Ⅲ-55>企業の貸借対照表 131
- <図Ⅲ-56>銀行の年度別の貸出金供給曲線(年末基準) 146
- <図Ⅲ-57>民間企業の年度別の借入金需要曲線(年末基準) 148
- <図Ⅲ-58>貸出市場での需給曲線(年末基準) 149
- <図Ⅳ-1>韓国と日本の中央銀行の資産・負債構成 163
- <図Ⅳ-2>日本の政府部門の資産・負債構成 163
- <図Ⅳ-3>韓国の政府部門の資産・負債構成 165
- <図Ⅳ-4>日本の政府部門の資産・負債構成 165
- <図Ⅳ-5>韓国の国外部門の資産・負債構成 166
- <図Ⅳ-6>日本の国外部門の資産・負債構成 166
- <図Ⅳ-7>韓国と日本の民間企業の資産・負債ポートフォリオ(Y 表) 171

<図IV-8>韓国と日本の個人部門の資産・負債ポートフォリオ(Y表) 172
<図IV-9>韓国と日本のY表の三角化 174
<図IV-10>韓国の負債影響力係数と資産影響力係数 178
<図IV-11>韓国の負債影響力係数と資産影響力係数(第三象限の拡大図) 178
<図IV-12>日本の負債影響力係数と資産影響力係数 179
<図IV-13>日本の負債影響力係数と資産影響力係数(第三象限の拡大図) 179
<図IV-14>1975年・2012年の韓国の金融機関の負債影響力係数と資産影響力係数 187
<図IV-15>1975年・2012年の韓国の非金融部門の負債影響力係数と資産影響力係数 187
<図IV-16>1979年・2012年の日本の金融機関の負債影響力係数と資産影響力係数 188
<図IV-17>1979年・2012年の日本の非金融部門の負債影響力係数と資産影響力係数 188
<図IV-18>国外部門を除去した場合の韓国の負債影響力係数の変化 194
<図IV-19>国外部門を除去した場合の韓国の資産影響力係数の変化 194
<図IV-20>韓国の中央銀行の為替保有額(資産)や中央銀行と政府部門の債券(負債) 196
<図IV-21>国外部門を除去した場合の日本の負債影響力係数の変化 197
<図IV-22>国外部門を除去した場合の日本の資産影響力係数の変化 197
<図IVA-1>韓国銀行の負債・資産影響力係数の推移(68SNAベース) 200
<図IVA-2>韓国銀行の負債・資産影響力係数の推移(93SNAベース) 201
<図IVA-3>日本銀行の負債・資産影響力係数の推移(93SNAベース) 201
<図IVA-4>韓国の預金銀行の負債・資産影響力係数の推移(68SNAベース) 202
<図IVA-5>韓国の預金銀行の負債・資産影響力係数の推移(93SNAベース) 203
<図IVA-6>日本の預金銀行の負債・資産影響力係数の推移(93SNAベース) 203
<図IVA-7>韓国の保険年金機関の負債・資産影響力係数の推移(68SNAベース) 204
<図IVA-8>韓国の保険年金機関の負債・資産影響力係数の推移(93SNAベース) 205
<図IVA-9>日本の保険年金機関の負債・資産影響力係数の推移(93SNAベース) 205
<図IVA-10>韓国のその他金融機関の負債・資産影響力係数の推移(68SNAベース) 206
<図IVA-11>韓国のその他金融機関の負債・資産影響力係数の推移(93SNAベース) 206
<図IVA-12>日本のその他金融機関の負債・資産影響力係数の推移(93SNAベース) 207
<図IVA-13>韓国の政府部門の負債・資産影響力係数の推移(68SNAベース) 208
<図IVA-14>韓国の政府部門の負債・資産影響力係数の推移(93SNAベース) 208
<図IVA-15>日本の政府部門の負債・資産影響力係数の推移(93SNAベース) 209
<図IVA-16>韓国の公企業の負債・資産影響力係数の推移(68SNAベース) 209
<図IVA-17>韓国の公企業の負債・資産影響力係数の推移(93SNAベース) 210
<図IVA-18>日本の公企業の負債・資産影響力係数の推移(93SNAベース) 210
<図IVA-19>韓国の公企業や民間企業の負債影響力係数 211
<図IVA-20>日本の公企業や民間企業の負債影響力係数の推移 211
<図IVA-21>韓国の民間企業の負債・資産影響力係数の推移(68SNAベース) 212
<図IVA-22>韓国の民間企業の負債・資産影響力係数の推移の拡大図(93SNAベース) 213

<図ⅣA-23> 日本の民間企業の負債・資産影響力係数の推移(93SNA ベース)	213
<図ⅣA-24> 日本の民間企業の貸借対照表の資産合計や負債合計の比率	214
<図ⅣA-25> 韓国の個人部門の負債・資産影響力係数の推移(68SNA ベース)	214
<図ⅣA-26> 韓国の個人部門の負債・資産影響力係数の推移(93SNA ベース)	215
<図ⅣA-27> 日本の個人部門の負債・資産影響力係数の推移の拡大図(93SNA ベース)	216
<図ⅣA-28> 韓国の国外部門の負債・資産影響力係数の推移(68SNA ベース)	217
<図ⅣA-29> 韓国の国外部門の負債・資産影響力係数の推移(93SNA ベース)	217
<図ⅣA-30> 日本の国外部門の負債・資産影響力係数の推移(93SNA ベース)	218

表目次

<表Ⅲ-1> 1975 年の各制度部門の負債表	25
<表Ⅲ-2> 1980 年の各制度部門の負債表	26
<表Ⅲ-3> 1985 年の各制度部門の負債表	26
<表Ⅲ-4> 1990 年の各制度部門の負債表	27
<表Ⅲ-5> 1995 年の各制度部門の負債表	27
<表Ⅲ-6> 2000 年の各制度部門の負債表	27
<表Ⅲ-7> 2005 年の各制度部門の負債表	28
<表Ⅲ-8> 1975 年の各制度部門の資産表	28
<表Ⅲ-9> 1980 年の各制度部門の資産表	29
<表Ⅲ-10> 1985 年の各制度部門の資産表	29
<表Ⅲ-11> 1990 年の各制度部門の資産表	30
<表Ⅲ-12> 1995 年の各制度部門の資産表	30
<表Ⅲ-13> 2000 年の各制度部門の資産表	31
<表Ⅲ-14> 2005 年の各制度部門の資産表	31
<表Ⅲ-15> 各制度部門の金融資産負債差額	37
<表Ⅲ-16> 個人部門が企業部門の不足資金を保全する比率	38
<表Ⅲ-17> 民間企業の主要資金調達	40
<表Ⅲ-18> 公企業の主要資金調達	40
<表Ⅲ-19> 政府部門の主要資金運用	41
<表Ⅲ-20> 個人部門の主要資金運用	41
<表Ⅲ-21> 国外部門の主要資金運用	41
<表Ⅲ-22> 韓国の 68SNA ベースと 93 SNA ベースの資金循環勘定の制度部門の比較	52
<表Ⅲ-23> 預金銀行の細分割	53
<表Ⅲ-24> 資金循環表と銀行の貸借対照表の金融商品項目	54
<表Ⅲ-25> 1985 年の制度部門別の金融負債資産総額	55
<表Ⅲ-26> 1985 年の制度部門別の金融資産負債差額	56

<表Ⅲ-27>制度部門の細分割による 1985 年の負債表	57
<表Ⅲ-28>制度部門の細分割による 1985 年の負債表の比率	58
<表Ⅲ-29>制度部門の細分割による 1985 年の資産表	59
<表Ⅲ-30>制度部門の細分割による 1985 年の資産表の比率	60
<表Ⅲ-31>各制度部門の金融資産超過	74
<表Ⅲ-32>各年度別の政府部門と国外部門の金融資産超過	75
<表Ⅲ-33>1985 年の負債表の比率	78
<表Ⅲ-34>1985 年の資産表の比率	79
<表Ⅲ-35>2000 年の負債表の比率	80
<表Ⅲ-36>2000 年の資産表の比率	81
<表Ⅲ-37>1985 年の一般銀行と特殊銀行の負債構成	83
<表Ⅲ-38>1985 年の一般銀行と特殊銀行の資産構成	84
<表Ⅲ-39>預金銀行の負債側の貯蓄性預金	84
<表Ⅲ-40>預金銀行の資産側の預金銀行貸出金	85
<表Ⅲ-41>家計及び非営利団体部門の金融資産保有	95
<表Ⅲ-42>非金融企業部門の借入金需要や銀行の貸出金供給	98
<表Ⅲ-43>利用データ	134
<表Ⅲ-44>利用データの記述統計	135
<表Ⅲ-45>利用データの 1 階の差分値の記述統計	135
<表Ⅲ-46>単位根検定の結果	137
<表Ⅲ-47>家計の債券保有についての推定の係数の予想符号	139
<表Ⅲ-48>家計の債券保有についての推定結果	139
<表Ⅲ-49>家計の株式保有についての推定の係数の予想符号	141
<表Ⅲ-50>家計の株式保有についての推定結果	142
<表Ⅲ-51>家計の貯蓄性預金保有についての推定の係数の予想符号	143
<表Ⅲ-52>家計の貯蓄性預金保有についての推定結果	144
<表Ⅲ-53>貸出供給についての推定の係数の予想符号	145
<表Ⅲ-54>貸出供給についての推定結果	146
<表Ⅲ-55>借入需要についての推定の係数の予想符号	147
<表Ⅲ-56>借入需要についての推定結果	147
<表Ⅲ-57>貸出市場で各要素が資金需給に与える影響	149
<表Ⅲ-58>家計の各金融資産保有についての推定係数	151
<表Ⅲ-59>銀行の貸出供給と民間企業の借入需要についての推定係数	151
<表Ⅳ-1>韓国と日本の資金循環比較分析の制度部門表	161
<表Ⅳ-2>韓国と日本の金融資産負債算高表	162
<表Ⅳ-3>韓国と日本の負債・資産影響力係数	177

<表IV-4> 影響力係数の順位	180
<表IV-5> 国外部門を除去した場合の影響力係数の順位	181
<表IV-6> 韓国と日本の資金循環表の制度部門の再分類	184

第 I 章. はじめに

第 1 節. 資金循環表とは？

一国の国民経済活動における資金循環は、実物取引に関連する「産業的融通」と、金融取引の結果としてあらわれる「金融的融通」に区分することが出来る。「産業的融通」と「金融的融通」は相互密接に関連されているため、経済活動を正しく判断するには、実物取引と金融取引を連結して同時に把握しなければならない。このために作成される資金循環勘定は、国民経済を構成する部門間の金融取引を一目に整理して見せるものである。したがって、資金循環勘定から各制度部門の貯蓄と投資、そして資金の貸借関係を把握することが出来る。

韓国銀行経済統計局(2001)は資金循環表について次のように語る。資金循環表は国民経済の中で発生した多様な金融活動がお互いいかなる関係を持っているか、このような金融活動が生産・支出などの実物活動とどんな関係を持っているかを体系的に整理した表で、国民所得統計、産業連関表、国際収支表及び国民貸借対照表などと共に国民経済計算(SNA)を構成している¹。一般的に、経済分析に用いられる統計はフロー統計とストック統計に区別することが出来る。資金循環勘定は原則的にはフロー統計に所属されるが、経済分析において金融資産残額も有用に利用されている上、他の統計が主に残額概念のストック統計に依存しているため、フロー統計以外にストック統計も別途に作成している²。

第 2 節. 韓国の金融構造と資金循環勘定

2-1. 資金循環勘定から見た韓国の金融構造

金(2004)によると韓国の資金循環の特徴は、企業部門を除いた金融機関、政府部門、個人部門、国外部門が資金余剰で、企業部門が大幅な資金不足になっていることである。通常諸外国において政府部門は資金不足になることが多いが、韓国の場合は政府部門が資金余剰でありながら金融仲介部門として大きな役割を果たし、その影響はそのまま資金循環表にあらわれている。

Cole・朴(1984)、李・裴・朴・金・ヨン(2004)、李・朴・李・崔(2005)を参考すると韓国の金融市場の発展は次のように説明される。韓国では歴史的に金融市場が二重構造で形成されて来た。ひとつは制度金融圏である公金融市場で、もうひとつは私金融市場である。韓国の金融制度は

¹ 韓国銀行経済統計局(2001)の p. 11 から引用した。

² 韓国銀行経済統計局(2001)の p. 29 から引用した。

1970年代初までは公金融は銀行中心の体制であり、公金融以外に私金融が占める割合も大きかった。銀行など制度金融圏からの資金供給は絶対的に不足していて、慢性的な資金の超過需要が発生した。したがって大規模の私金融市場が存在していて、私金融は家計の消費資金だけではなく、民間企業にまで大きな影響を与えていた。私金融市場が大きくなった要因としては、高いインフレーションによる貨幣価値下落に基づく銀行預金の回避性向、非現実的な公金融の低金利、朝鮮戦争以来に3回にかけた通貨改革³による銀行の公信力の墜落などがあげられる。政策的な低金利で、銀行は預金を積極的に集めることが出来ず、銀行が貸し出せる資金の量も当然足りなかった。韓国に初めて設立された銀行は、1878年の日本の第一国立銀行の釜山支店であるが、その以前から韓国の特有の金融市場は存在していて、契⁴、私債市場、庶民金庫⁵(私設金融会社)、無尽会社⁶、客主⁷などの形態で存続してきた⁸。1960年代前半から1972年までを対象に私金融市場の実態を調査した鄭(1973)は、この時期の私金融市場の年間利子率を、契が30%~50%、私債市場が40%~70%、庶民金庫が140%~180%、客主や農家などが約100%であると報告している。韓国の私金融市場を考察した崔(1989)は、様々な資料から推計したこの時期の私債の規模を報告しているが、その一例として西江大学校経済経営研究所の企業部門の私債の推計規模は1966年が477億ウォン、1970年が1411億ウォンである。比較として68SNAベースの資金循環勘定から見ると、企業部門の銀行借入金は1966年末が722億ウォン、1970年末が5127億ウォンと計上されていて、1960年代前半の企業部門は資金循環表にあらわれる銀行借入金の半分以上に至る規模の資金を私債に依存していた。

政策的な低金利で莫大な資金が私金融市場に流れることで、公金融市場への資金動員のために政府は1965年に金利現実化措置を実施した。1年未満の定期預金の名目金利を年15%から年30%に引き上げたこの措置は、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て、4~5年間は経済が成長したが、1970年代に入ると冷めはじめた。Cole・朴(1984)はこの時期の企業は高い経済成長の持続を予想しながら期待感を抱き、金融機関だけではなく海外借入や私金融市場の短期借入にまで手を広げたと語る。金利現実化措置の後には1968年4月から1972年8月まで6段階にかけて金利を徐々に引き下げることになったが、金利が下がっても企業の収益率は改善され

³ 1950年8月28日、1953年2月15日、1962年6月10日。

⁴ 輪番式信用の集まり、定期的に構成員から集めた資金を、利子支払計算方法により決まった順番(順番契)、落札(落札契)、あるいは籤引きで順番を決めて貸出する。1959年の「サーベイ」によるとソウルの調査対象世帯のうち、90%が契に加入した経験があり、1971年の全国的な「サーベイ」によると65%が契に加入していて、その金額は月所得のうち32%に相当する。Cole・朴(1984)のp.118を参考した。

⁵ 1972年に相互信用金庫に改編された。

⁶ 1950年代に拡大した無尽会社は1962年に国民銀行が設立されることで大分が吸収された。

⁷ 主に漁村の個人金融の形態、漁市場でブローカー、受託者の役割を担当し、水産物倉庫を運営するが、1962年に水産業協同組合が設立された以来、大分が吸収された。

⁸ 庶民金庫、無尽、客主は厳密には公金融と私金融を連結する登録された相互金融機関である。商法的には会社であるが、銀行法の認可を得ていないので政府の規制が強くなかった。

なかった。政府は1972年に企業私債を凍結する8・3緊急経済措置を実地するとともに、金利を大幅引き下げて金利現実化措置以前の低金利状態に戻した。

この8・3緊急経済措置の内容は、申告された債務に対しては私債利子率を月1.35%に凍結すると同時に、支払を3年間猶予、5年分割償還の条件の新しい契約に代替することであった⁹。私債を凍結しながら、政府は私金融を制度金融化するために様々な金融機関を新設・整備して、韓国では第2金融圏、つまり非銀行金融機関が成長するようになった。韓国戦争の後、約20年間は制度金融圏では銀行をはじめとする生命保険、郵便貯蓄が主に金融仲介を担当していたが、政府は1970年代に非銀行金融機関を育成することで私金融市場を吸収しながら、経済発展の必要資金の動員手段を多様化させた。この時期の非銀行金融機関としては、特定な顧客から預金を受ける開発機関(韓国産業銀行、韓国輸出入銀行、国民投資銀行、韓国長期信用銀行など)、短期資金を吸収するための貯蓄機関¹⁰(投資金融会社、相互信用金庫、信用協同組合)、そして投資会社(投資金融会社、総合金融会社、投資信託会社、韓国証券金融株式会社)などがある。1972年の8・3措置の直後は私金融市場が委縮したが、政府が公金融市場を規制する限り、政府の規制が効かない私金融市場の存在を無くすことは難しい。政府は私金融市場を解体するよりは、なるべく制度金融化させる方向を選んだ。この時期の出来事は韓国での第2金融圏の登場の背景となり、その後の金融市場の発展については、1980年代に金利自由化が漸近的に推進されながら、証券会社や保険会社を中心に第2金融圏が成長し、1990年代には金融自由化が本格的に行われて、開放体制に転換された現在に至る。

韓国の金融市場はこのように発展して来たが、韓国銀行経済統計局(1992, 2001, 2007)を主な資料として韓国の金融構造の特徴¹¹を資金循環勘定から把握すると以下のように要約される。1970年代の金融資産は成長して来たが、その蓄積が少なかったため、投資財源を国外部門に依存した。韓国の資金循環勘定において国外部門は主に金融資産超過部門であり、特に1980年代の前半までは大きな金融資産超過部門となっている。企業部門の資金調達には内部貯蓄が足りなくて、預金銀行や国外部門からの借入が中心であった。この時期の韓国の資本市場の未発達により、企業は直接金融よりは銀行からの借入金である間接金融に頼ってきた。一方、個人部門の資産運用はインフレーションが高かったため、実物資産の選好性向が強く、金融貯蓄は主に預金中心であった。

1980年代に入っては物価が安定された上、様々な金融機関の登場で金融貯蓄手段も多様化されて金融資産蓄積が急増した。国民貯蓄率が増加することで、国外部門への貯蓄依存度も低下した。

⁹ 東亜日報, 1972年8月3日の記事。

¹⁰ いわゆる「私金融陽性化関係3法」により新設された金融機関である。

¹¹ 金(1984), 金・呉(1984), 金・朴(1984), 林(1987), 梁・朴(1996), 呉・李(2001)などを参考した。

企業部門は内部資金への依存度が高まり直接金融の比重が増えて、個人部門も以前よりは金融資産を選好するようになり、預金銀行より高い金利を提供する第2金融圏の金融資産の保有が増えた。

1990年代には金融自律化が加速化されながら、外国人にも一定の限度内で株式市場が開放された上、ほとんどの金利が自由化された。しかし1997年に入っては、大企業の相次ぐ不渡りと経常収支の赤字持続、外資導入の不振などで為替危機が発生した。政府は国外部門の投資資金の流入を促進するために1997年に債券市場を開放し、続いて1998年には株式市場と短期金融市場を全面的に開放するなど外国人の投資環境を改善した。さらに、政府は韓国の前例のない金融危機から抜け出すために強力的に対応し、金融機関及び企業を改善するための構造調節を行った。その結果、韓国経済は金融市場と為替市場が安定性を回復しながら、急速な経済沈滞からよりはやく抜け出すことが出来た。為替危機以降は経常収支が黒字を見せながら、企業の負債比率が下がり、為替保有額も増えるなど回復を見せたが、為替危機以後は雇用無しの成長や両極化の深化、不動産価格の急騰や消費者金融問題による家計負債の増加などが新たな課題として登場した。

以上のように資金循環勘定は、単純にその数値を観察するだけでも韓国の金融市場の発展を把握するためのたくさんの情報を含んでいる貴重な資料であり、韓国が経済成長期に入る前から現在まで長期間にわたって韓国の中央銀行である韓国銀行が集計や公表を担当してきた信頼性のあるデータである。したがって韓国の資金循環表についての本格的な研究は、韓国の金融構造を具体的に把握すること以外にもその研究価値が十分にある。植民地時代を終えた韓国に独立した政府が樹立して様々な経済統計システムが整備され始めた1960年代から作成されて来た資金循環勘定を用いると、最大50年間に至る資料が確保されるため、韓国の金融発展の歴史をより正確に幅広く理解するためにも非常に意味のある研究テーマとも言えよう。

2-2. 韓国の資金循環勘定

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1965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。韓国銀行経済統計システムのホームページ(<http://ecos.bok.or.kr/>)には93SNA(System of National Accounts)¹²ベースの2002年末からのデータ(ストック統計)が四半期別と年度別に公表されていて、18個の制度部門(小分類と細分類の引算により最大22個の制度部門に分類可能)で構成されている。他には53SNAベースの1962年末から1970年末の年度別データ、68SNAベースの1969年末から1974年末までの年度別データ、1975年第1四半期から2005年第4四半期までの四半期別と年度別データがホ

¹² ある国の総合的な経済水準と各経済主体間の取引活動を国際的に合意された概念と分類体系及び会計方式によって各種勘定や表として作成する統合された統計システムである。

ホームページから利用可能であるが、これらは金融機関、政府部門、企業部門、個人部門、国外部門の5個の制度部門で構成されている。

一方、韓国銀行経済統計局(1992, 2001)の発行物には金融機関がさらに韓国銀行、預金銀行、保険会社及び年金機関、その他金融機関に細分類されて、企業部門は公企業と民間企業に分かれた9個の制度部門の68SNAベースの資金循環勘定の年度別データが掲載されている。韓国銀行経済統計局(2001)に収録された資料は1980年末から2000年末の35個の金融商品で構成された資金循環勘定の年度別データである。一方、韓国銀行経済統計局(1992)の収録資料は1970年末から1991年末の暫定値までの年度別データであるが、金融商品項目が29個と若干少なく、韓国銀行経済統計局(2001)や韓国銀行のホームページのデータに比べたら、貯蓄性預金、非居住者預金、預金銀行表紙手形、総合金融会社預置金(預け金)、外貨債券、商取引信用、貿易信用、総合金融会社貸出金、与信専門機関貸出金などの金融商品項目が異なる。韓国銀行経済統計局(1971)には韓国銀行、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、民間企業、政府管理企業、個人部門、国外部門の11個の制度部門で構成された53SNAベースの資金循環勘定が掲載されている。こちらには金融資産・負債残高表と貯蓄・投資及び金融取引表の四半期別データに加えて、国民所得・金融総合勘定の年度別データも載せた資料である。

本稿の分析では93SNAベースと68SNAベースの資金循環勘定を用いるが、韓国の68SNAベースの資金循環勘定に関しては韓国銀行に依頼して入手した、非公表データを含む資料であり、1975年から2005年までの四半期別¹³と年度別データが9個の制度部門で構成されている。韓国の資金循環表の概要は金(2004)の第2節(pp. 417-420)を、韓国の資金循環勘定の変遷や分類表などの詳細は本稿のp. 223の<参考資料>を参照されたい。

第3節. 本研究の目的と構成

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、韓国の金融ストラクチャーを分析することを目的とする。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利用するが、より正確で精密な分析を試みるために現在韓国銀行のホ

¹³ 資金循環表の93SNAへの移転により、68SNAベースの資金循環表の2005年度は第1, 2, 3四半期まで推計した後、年間暫定値まで推計されたため、2005年の第4四半期のデータは存在しない。年間確定を経でから四半期確定をすることで2005年の第4四半期の完全な資料が確定されるが、93SNAへの移転により68SNAベースの2005年度の資料は年間や四半期確定をしなかった。必要により2005年末の年間資料から第1, 2, 3四半期の取引規模を引いて第4四半期の取引額を求めることはひとつの方法になるが、この取引額は韓国銀行の公式的な統計ではない。

ームページにて公開されているデータに比べ制度部門が細分類された、研究目的に韓国銀行から提供された非公表データを含む。本研究の分析では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導入されたことのない技法であって、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であろう。

一歩進んで、本研究では韓国と日本の資金循環勘定の比較分析を試みる。国によって金融システムや法律などが異なる上、各国の資金循環勘定の作成方法は必ずしも同一ではないため、資金循環勘定の国際比較は簡単に出来る作業ではない。したがって、比較の出来るように精密なデータの整備を経てから本格的な国際比較を試みた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用いることになるが、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。

本研究は次のように構成される。第Ⅱ章では資金循環分析の系譜を遡り、本研究で導入する分析方法の一つである金融連関表の分析技法を紹介する。第Ⅲ章で様々な分析方法を導入して韓国の資金循環勘定を本格的に分析する。第Ⅲ章で韓国の資金循環分析を徹底的に踏まえた上、第Ⅳ章では韓国の日本の資金循環勘定の比較分析を試みる。第Ⅴ章は結論である。

第Ⅲ章の韓国の資金循環分析は3節で構成される。第1節では93SNAベースと68SNAベースの資金循環勘定の負債表と資産表を用いて、産業連関表の分析方法を資金循環表に応用した辻村・溝下(2002a)の技法にならい、各制度部門のポートフォリオ分析や負債・資産影響力係数の導出などを行う。第2節では9個の制度部門で構成されている68SNAベースの資金循環表を、各金融機関の年次報告書に掲載されている貸借対照表を参考に、制度部門の細分割を試みる。第3節では各制度部門の金融行動に焦点を当てて、93SNAベースの資金循環勘定を用いてTobin(1958)の資産選択理論に立脚した家計の資産選択行動、そして貸出市場での企業の借入需要と銀行の貸出供給について実証分析を試みる。

韓国と日本の比較分析を試みた第Ⅳ章は2節で構成される。第1節では両国の93SNAベースのデータを用いて、各制度部門を比較出来るように13個の制度部門に再構成して、第Ⅱ章第1節で紹介した技法により両国の金融構造の差異や特徴を分析する。第2節では両国の30年間以上の長期時系列データを用いるため、韓国の68SNAベースの資金循環勘定の制度部門に合わせて日本と韓国の93SNAベースの資金循環勘定の制度部門を再分類し、負債・資産影響力係数を導出する。さらに本研究では、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。新しい比較指標を導入して両国の影響力係数を分析することにより、両国の金融構造の特徴が一層わかりやすくなると期待される。

第Ⅱ章．資金循環分析の先行研究や分析技法

第1節．資金循環分析の先行研究

資金循環表は Copeland(1952)の開発に始まり、1950年代の末までには世界17カ国で作成されるようになり、1968年に資金循環勘定は国民経済計算(SNA)の一部を構成するものとなった。辻村・溝下(2002a, pp. 4-7)を引用すると資金循環表の分析手法は3つに分類される。Powelson(1960)の研究から始まる第1の類型は、複々式簿記の記帳方法に沿って資金循環表を理解する試みである。第2の類型は資金循環表の各セルの数字を時系列的に追跡した試みで、Taylor(1958), Ruggles and Ruggles(1992), Mason(1976)などがあげられる。第3の類型は資金循環表をモデルの基本となる制約式として捉え、ここに登場する変数の変化を表現する方程式を用意し、これを方程式体系として理解しようとするもので、Dawson(1958), Hamada(1969), Tobin(1969), Saito(1977)などの研究がある。

一方、1950年代にノルウェーと日本では資金循環勘定を制度部門から制度部門の流れとして捉えるために、正方行列化された金融連関表の作成が試みられ、その後は Stone(1966), Brainard and Tobin(1968), Klein(1983)によってモデルが提案された。

資金循環表に関する日本の研究としては古くは石田(1963)から始まるが、日本でも金融連関表についての研究が進展されて、長期間にわたる金融構造変化の分析のために、井原(1969)は貸借対照表形式の資金循環表から制度部門間の金融取引をあらわす金融連関表を作成した。西山(1992)は国民経済計算の金融資産負債差額や期末貸借対照表勘定を用いて実証分析を試みたが、投入係数として経済主体の資産運用を仮定している。そして資金循環モデルによるアプローチから金融マクロ計量モデルの実証分析を試みた最近の研究としては、アメリカの1970年から1989年の時系列データを用いた西山(2011)や、日本の1976年から1998年の時系列データを用いた西山(2012)などの事例があげられる。引き続き、西山(2013)では Klein モデルの修正版を基礎とする日本経済のための金融マクロモデルが用いられ、株式収益率と実質 GDP の変動が金融市場に与えた影響を分析された。他にも日本の資金循環勘定を用いた研究事例をあげると、吉野・玄(2006)はバブル期から平成不況までを対象に、家計の金融資産ポートフォリオ分析や企業の資金調達方法の変化をシミュレーション分析した。真鍋(2007, 2009)はこのモデルを拡張し、資産負債総額を実物資産とみなすことで資金循環行列と生産関数を接続し、資金循環がマクロに与える影響を分析し、公的保険機関の政策を評価した。

一方、資金循環分析に関する韓国の研究事例は、資金循環表を用いた本格的な研究事例は少ないが、各制度部門の貸借対照表分析や資金過不足の分析の試みや、実証分析モデルの提案などのいくつかの研究成果がある。韓国で資金循環表が作成され始めた時期に遡ると李(1966)の研究があげられるが、ここでは資金循環勘定を観察しながら1962年から1964年の韓国の金融構造を分析して、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(1967)は投資のための資金調達過程において、各制度部門が及ぼすインフレーションについて論じた。金(1994)は金融機関、企業部門、個人部門の資金過不足と資金調達運用の特性を分析した。崔・李(1995)は1975年から1992年の資金循環勘定のデータを用いて様々な実証分析を行った。この研究は韓国の資金循環行態、資金循環金融モデル、経済主体別金融行態、金融・マクロ統合モデルの4部で構成されているが、その中で経済主体別金融行態では、家計の金融資産選好行動、企業の債務構造の選好行動、銀行の貸出供給選好行動について実証分析を試みた。具体的には家計の金融資産は現金及び要求払預金、貯蓄性預金、第2金融圏金融資産に区分して被説明変数とし、各々の実質収益率を説明変数として推定し、家計の金融資産間の代替性係数を求めた結果、自己収益率から正の符号、他の資産収益率に対して負の符号の係数が得られた。企業の資金調達に関しては、被説明変数として非通貨金融機関借入、手形及び会社債、自己資本調達を想定して、各々の調達費用(金利)を説明変数として推定し、企業の資金調達間の代替性係数を導出した。結果は大体的に自己費用から負の符号、他の負債項目の費用に対して正の符号の係数が得られた。銀行の貸出供給については、説明変数に貸出金利、有価証券投資収益率、預金と貸出ストックの合計、有価証券ストック、資本などが用いられ、貸出金利が1%p上昇する時に預金・貸出金の合計に対する貸出金の比重が0.05増加するという結果を出した。崔・李・李(1992)は各制度部門別に資金調達及び運用の行態方程式を推定して、連立方程式モデルを構成した。鄭(1999)は資金循環分析を通じて通貨政策を予測するモデルを提案したが、具体的には13個の回帰方程式と7個の恒等式を包含するモデルを想定した。資金循環勘定の企業部門の資金過不足を用いて、名目投資、設備資金貸出金、海外市場からの資金調達可能性、名目金利が企業の資金超過需要増加率に与える影響について実証分析を試みた。呉・李(2001)は為替危機以降の資金循環の特徴を会社債の不実化に焦点を当てて分析した。一方、地域経済研究としては、李(1994)が忠清北道の清州地域の産業連関表と資金循環表を構成して推定した事例がある。

韓国と日本の資金循環勘定が用いられた比較研究としては裴(1994)の事例があるが、ここでは両国の1962年から1992年の約30年間のデータを5年毎に区切って比較分析を試みた。詳しくは、まず金融部門の金融仲介形態を比較するため預金銀行と中央銀行の資金循環表での金融資産と負債を比較した。政府部門、企業部門、個人部門の非金融部門に関しては資金過不足、資金調達、資金運用を比較し、韓国と日本の預貸市場と証券市場の需給構造を分析した。これに加えて、

韓国と日本の金融連関比率¹⁴の格差を形態別、部門別に比較し、金融部門の成長の時差を分析することを通じて、韓国の金融部門の相対的落後の根拠を明らかにすることを研究目的とした。分析結果を金融部門から見ると、両国の金融部門は預金と貸出を主要な金融仲介手段として運用しているが、韓国の金融部門は預金の不足を外債と借入に依存したことに比べ、日本の金融部門は預金超過において証券運用の比重を増やしたこと、韓国銀行が主に貸出超過である金融部門に対する貸出を拡大させて通貨を供給していることに比べ、日本銀行は政府部門と有価証券の引受を通じて通貨を供給していることが各々の特徴としてあげられた。非金融部門については、1980年代までの韓国の個人部門と政府部門の余剰資金が企業部門の不足資金を補えず、国内部門全体が常に資金不足状態であったことに比べ、日本の国内部門は資金余剰状態であったことから、韓国では海外からの資金純流入が必要で、日本では海外への資金純流出が生じたことを特徴としてあげた。一方、金融連関比率を基準にして両国の金融部門の成長を観察すると、預貸市場で預金市場と保険市場が、証券市場では債券市場が相対的に最も遅れられていたが、両国とも金利規制の緩和や金融革新によって保険、債券、貯蓄性預金が急膨張し、金融市場の急成長を果たしたと述べた。最後に両国の金融発展の時差を金融連関比率基準から検討すると、韓国の金融資産の蓄積は日本に比べ15年ほど遅れたが、韓国の金融市場の遅れは金融部門の金融仲介の不振よりは、外資に依存した非金融部門の過剰投資や国内非金融部門の低い貯蓄水準が重要な原因であると結論付けた。ただし、この分析で用いられたデータの部門分類は、両国の制度部門分類が一致しないため、韓国の政府部門と個人部門は日本に比べ過小な比重で、韓国の企業部門は日本に比べ過度な比重で推定される恐れがある。

その他に国際的な資金循環分析の試みは、Zhang(2005)、張(2005, 2006)、辻村(2008)などの研究事例があげられる。Zhang(2005)、張(2005, 2006)では中国と日本を対象とする分析を中心に、東アジアまで包括する国際資金循環の構図を分析した。辻村(2008)は国際資金循環分析の基礎技法を論じた上、様々な資料を用いた国際分析を試みた。その応用事例としては、IMFの国際証券投資調査(CPIS)や対外資産負債残高統計(IIP)、国際決済銀行(BIS)の国際与信統計(CBS)を用いた資金投資先と運用先分析、影響力と感応度分析をはじめ、OECD諸国の国民経済計算(National Accounts of OECD Countries)からの金融取引表や貸借対照表を用いた資金過不足や制度部門別のポートフォリオ分析に、ユーロ圏諸国の資金循環構造にまで加わった幅広い国際分析が行われた。

¹⁴ 金融連関比率 = (金融資産額 / 国民総生産)

第2節. 産業連関分析の方法を応用した資金循環表の分析技法

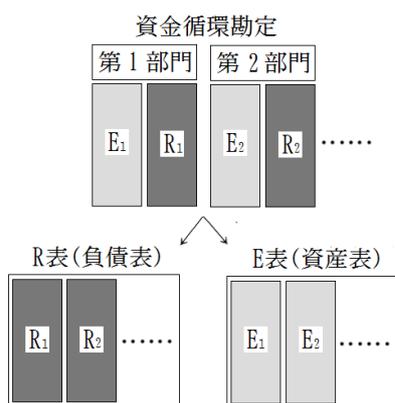
本稿では韓国と日本の資金循環表の分析方法のひとつとして、産業連関表の分析技法の発想を金融連関表に応用した辻村・溝下(2002a, b)の分析技法を採用する。本稿の分析に導入する分析技法については辻村・溝下から引用して下で紹介するが、辻村・溝下と同じ記号を使用するため詳細な技法や概念については、辻村・溝下(2002a)の第2章の第2節(pp. 32-43)と補論(pp. 46-49), 第3章の第2節(pp. 63-69), 第4章(pp. 89-103), 第5章の第2節から第5節(pp. 116-129)と補論(pp. 138-141)を参照されたい。

2-1. 分析用資金循環表の作成¹⁵

1) R表, E表の作成

中央銀行の資金循環勘定は、ある期間の取引を示す金融取引表と期末の残高を示す金融資産・負債残高表のほか、両者の整合性を保つための調整表がある。この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。この貸借対照表の負債の部と資産の部を別個に分けて、部門順に並べなおすことにより、負債側の表と資産側の表の2つのマトリックスが作成される。各制度部門の貸借対照表のうち右側にある負債だけを抜き出したものから作成した負債表は資金調達表で、以下ではR表と呼ぶ。一方、貸借対照表のうち左側に位置する資産だけを集めて作った表を資金運用表と名付け、以下はE表と表記する。

<図II-1>R表とE表の作成



¹⁵ 分析用資金循環表の作成については辻村・溝下(2002a)の第2章の第2節(pp. 32-43)から引用した。

このR表とE表は、それぞれつぎのような行列R、行列Eとしてあらわれる。ここで、nは資金循環表の取引項目、すなわち金融商品(産業連関表の商品に相当)の数、mは制度部門(産業連関表の産業の相当)の数である。

$$R = \begin{bmatrix} r_{11} & r_{12} & \cdots & r_{1m} \\ r_{21} & r_{22} & \cdots & r_{2m} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ r_{n1} & r_{n2} & \cdots & r_{nm} \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-1})$$

$$E = \begin{bmatrix} e_{11} & e_{12} & \cdots & e_{1m} \\ e_{21} & e_{22} & \cdots & e_{2m} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ e_{n1} & e_{n2} & \cdots & e_{nm} \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-2})$$

R表、E表の下には各制度部門の金融資産合計と負債合計が一致するように、金融資産負債差額が計上されているが、それぞれ金融資産超過を ρ 、負債超過を ε の各ベクトルであらわす。

$$\rho = \begin{bmatrix} \rho_1 \\ \rho_2 \\ \vdots \\ \rho_m \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-3})$$

$$\varepsilon = \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_m \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-4})$$

すなわち、第j番目の制度部門の金融資産超過の ρ_j と第j部門の負債超過の ε_j は、

$$t_j = \max(\sum_{i=1}^n e_{ij}, \sum_{i=1}^n r_{ij}) \quad (\text{式 II-5})$$

とあらわれ、資産もしくは負債の列和の大きい方を、その制度部門の資産・負債共通の合計額と表記する。例えば、資産の列和が負債の列和より大きい時に、金融資産超過額の ρ_j と負債超過額の ε_j はつぎのように計算して求められる。(大小関係が逆の場合には算出方法が逆転し、両者が等しい場合の各差額はゼロである。)

$$\text{If } \sum_{i=1}^n e_{ij} > \sum_{i=1}^n r_{ij} \quad \text{then, } \rho_j = t_j - \sum_{i=1}^n r_{ij} \quad \text{and } \varepsilon_j = 0 \quad (\text{式 II-6})$$

$$\text{If } \sum_{i=1}^n e_{ij} < \sum_{i=1}^n r_{ij} \quad \text{then, } \varepsilon_j = t_j - \sum_{i=1}^n e_{ij} \quad \text{and } \rho_j = 0 \quad (\text{式 II-7})$$

$$\text{If } \sum_{i=1}^n e_{ij} = \sum_{i=1}^n r_{ij} \quad \text{then, } \rho_j = \varepsilon_j = 0 \quad (\text{式 II-8})$$

ここで、第 j 部門の金融資産・負債共通の合計額を t_j 、第 i 取引項目の資産側の合計を t_i^E 、第 j 取引項目の負債側の合計を t_j^R とすれば、つぎのようにあらわすことができる。

$$t_j = \sum_{i=1}^n e_{ij} + \varepsilon_j = \sum_{i=1}^n r_{ij} + \rho_j \quad (\text{式 II-9})$$

$$t_i^E = \sum_{j=1}^m e_{ij} \quad (\text{式 II-10})$$

$$t_j^R = \sum_{i=1}^m r_{ij} \quad (\text{式 II-11})$$

そのベクトルはつぎのようにあらわれる。

$$T = \begin{bmatrix} t_1 \\ t_2 \\ \vdots \\ t_m \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-12})$$

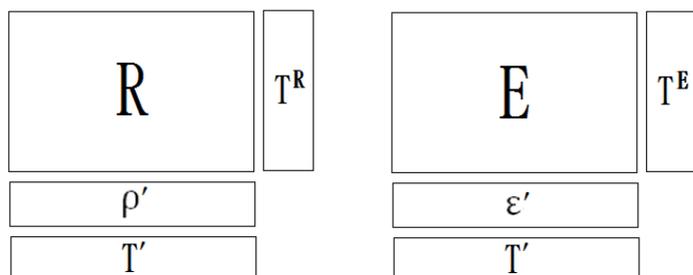
$$T^E = \begin{bmatrix} t_1^E \\ t_2^E \\ \vdots \\ t_n^E \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-13})$$

$$T^R = \begin{bmatrix} t_1^R \\ t_2^R \\ \vdots \\ t_n^R \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-14})$$

ただし、資金循環表では各金融商品の需給バランスがとれているため、R 表の列和と E 表の列和は等しい。

$$T^E = T^R \quad (\text{式 II-15})$$

<図 II-2> R 表と E 表の概要



2) X 表, Y 表の作成

ここでは、産業連関表の分析方法と導入する。R 表は各制度部門がどのような金融商品を通じて資金を調達するかをあらわすもので、これは産業連関表の U 表(商品×産業表)に相当する。一方、各制度部門がどのような手段で資金を運用しているかを示す E 表を転置したものが、産業連関表の V 表(産業×商品表)に当たる。

$$U \equiv R \quad (\text{式 II-16})$$

$$V \equiv E' \quad (\text{式 II-17})$$

ここで U 表と V 表を行列表示すれば、以下のようなになる。

$$U = \begin{bmatrix} u_{11} & u_{12} & \cdots & u_{1m} \\ u_{21} & u_{22} & \cdots & u_{2m} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ u_{n1} & u_{n2} & \cdots & u_{nm} \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-18})$$

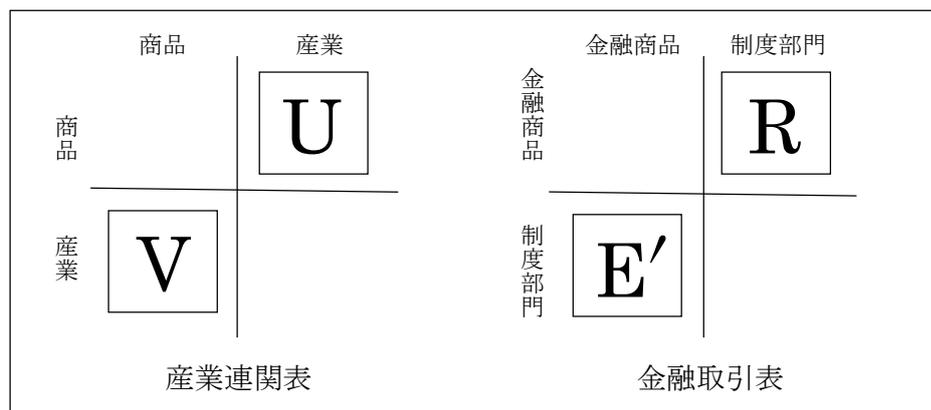
$$V = \begin{bmatrix} v_{11} & v_{12} & \cdots & v_{1m} \\ v_{21} & v_{22} & \cdots & v_{2m} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ v_{n1} & v_{n2} & \cdots & v_{nm} \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-19})$$

産業連関表で商品×商品の取引表を X 表、産業×産業の取引表を Y 表と表記し、この X 表と Y 表は正方行列である。産業連関表では特定の商品に対する最終需要が他の商品に及ぼす波及を分析するが、このために使われるのがレオンティエフ逆行列(Leontief inverse)¹⁶である。レオンティエフ逆行列が存在するために必要な条件は、もともになる行列が正方行列であることは良く知られている¹⁷。したがって、産業連関分析では U 表や V 表ではなく、商品×商品の X 表がこの目的で使用されている。ここでは資金循環表から直接に作成された U 表と V 表をもとに X 表と Y 表を作成する。

¹⁶ Leontief(1941)

¹⁷ 非正方行列に対しても一般化逆行列の概念を適用することは出来るが、真の解である保証はない。

<図 II-3> 産業連関表と資金循環表の対応



U 表の各要素を制度部門別の資産あるいは負債合計 t_j で除した b_{ij} を、産業連関分析にならって投入係数と呼ぶこととしよう。

$$b_{ij} = \frac{u_{ij}}{t_j} \quad (\text{式 II-20})$$

同じく、行列Vの各要素を金融商品別の資産合計 t_j^F で除したものを投入係数 d_{ij} とする。

$$d_{ij} = \frac{v_{ij}}{t_j^F} \quad (\text{式 II-21})$$

したがって、投入係数行列BとDは下のように定義される。

$$B = \begin{bmatrix} b_{11} & b_{12} & \cdots & b_{1m} \\ b_{21} & b_{22} & \cdots & b_{2m} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ b_{n1} & b_{n2} & \cdots & b_{nm} \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-22})$$

$$D = \begin{bmatrix} d_{11} & d_{12} & \cdots & d_{1n} \\ d_{21} & d_{22} & \cdots & d_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ d_{m1} & d_{m2} & \cdots & d_{mn} \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-23})$$

上の投入係数行列Bは商品×商品の取引金額表のU表に、投入係数行列Dは部門×部門の取引金額表のV表に各々対応する行列である。今度は商品×商品の取引金額表であるX表と部門×部門の取引金額表であるY表を導出するために、投入係数行列AとCを定義する。まず、X表は下のような正方行列であり、nは資金循環表の取引項目の数である。

$$X = \begin{bmatrix} x_{11} & x_{12} & \cdots & x_{1n} \\ x_{21} & x_{22} & \cdots & x_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ x_{n1} & x_{n2} & \cdots & x_{nn} \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-24})$$

この行列の各要素を t_j^X で除した a_{ij} を、U表とV表にならって投入係数と呼ぶ。

$$a_{ij} = \frac{x_{ij}}{t_j^X} \quad (\text{式 II-25})$$

ただし原表として用いている資金循環表の性質から、

$$t_j^X = t_j^E = t_j^R \quad (\text{式 II-26})$$

である。したがって、投入係数行列正方行列Aは以下のように示される。

$$A = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & \cdots & a_{1n} \\ a_{21} & a_{22} & \cdots & a_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ a_{n1} & a_{n2} & \cdots & a_{nn} \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-27})$$

同様にのY表は以下のように行列表示されるが、mは資金循環表の制度部門の数である。

$$Y = \begin{bmatrix} y_{11} & y_{12} & \cdots & y_{1m} \\ y_{21} & y_{22} & \cdots & y_{2m} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ y_{m1} & y_{m2} & \cdots & y_{mm} \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-28})$$

各制度部門の金融資産、あるいは負債の合計である t_j^Y を用いて、投入係数 c_{ij} をつぎのように定義する。

$$c_{ij} = \frac{y_{ij}}{t_j^Y} \quad (\text{式 II-29})$$

$$t_j^Y = t_j \quad (\text{式 II-30})$$

したがって、投入係数行列Cは以下のように表示される。

$$C = \begin{bmatrix} y_{11} & y_{12} & \cdots & y_{1m} \\ y_{21} & y_{22} & \cdots & y_{2m} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ y_{m1} & y_{m2} & \cdots & y_{mm} \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-31})$$

以上の述べた各取引金額表と、これに対応する投入係数表の呼称の関係は<図 II-7>のようである。

産業連関表の作成に関して、投入係数行列AとCを推計する方法はいくつがあるが、大きく分けると、商品には商品固有の投入構造があるという商品技術仮定と産業には産業固有の投入構造があるという産業技術仮定がある。これを資金循環表に置きなおすと、商品技術仮定は同一資金運用手段で運用される資金は同じポートフォリオをしたがって調達するとする仮定で、金融商品ポートフォリオ仮定に当たる。一方に産業技術仮定というのは、各制度部門は資金運用手段にかかわらず、その制度部門の固有のポートフォリオにしたがって資金を調達する仮定で、制度部門ポートフォリオ仮定と呼ぶ。一般に、産業連関分析では商品に関する投入構造が、産業に関する構造より安定している。しかし、資金循環分析では、資金運用手段より各制度部門の特性によってポートフォリオが決められると考えた方が自然であるため、制度部門ポートフォリオを採択した方が望ましい。

<図 II-4>取引金額表と投入係数表の呼称

	商品	産業		商品	産業
商品	X	U	商品	A	B
産業	V	Y	産業	D	C
	取引金額表の呼称			投入係数表の呼称	

制度部門ポートフォリオの仮定を置いた場合に、部門×部門の投入係数行列Cはつぎのように定義される。

$$C = DB \quad (\text{式 II-32})$$

これを投入係数行列の要素で示すと以下のように書きあらわれる。

$$c_{ij} = \sum_{k=1}^n d_{ik} b_{kj} \quad (\text{式 II-33})$$

ここで d_{ik} は当該金融商品における各制度部門のシェアで、 b_{ik} は各制度部門の資金暢達のポートフォリオにおける当該金融商品のシェアを意味する。したがってこれらの積和として求められる c_{ij} は、各制度部門がいずれの制度部門から、どれだけの比率で資金調達をしているかを示すものになる。このように求められた投入係数行列を用いて、制度部門×制度部門の取引金額表であるY表の要素 y_{ij} は以下のように推計される。

$$y_{ij} = c_{ij} t_j^Y \quad (\text{式 II-34})$$

制度部門と同じ手順で金融商品ポートフォリオ仮定をおいた場合は、商品×商品の投入係数行列Aは以下の式により求められる。

$$A = BD \quad (\text{式 II-35})$$

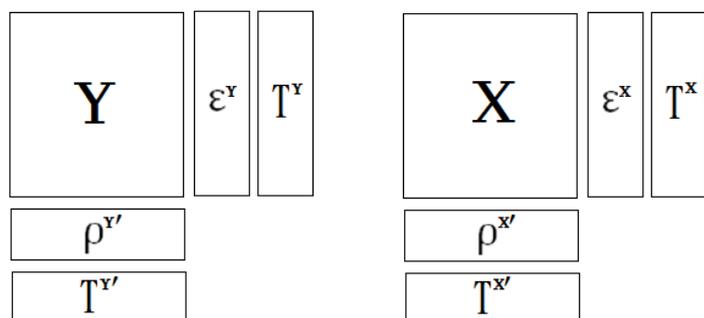
これを投入係数行列の要素で示すとつぎのように書きあらわれる。

$$a_{ij} = \sum_{k=1}^n b_{ik} d_{kj} \quad (\text{式 II-36})$$

ここで b_{ik} と d_{kj} の積和として求められる a_{ij} は各金融商品がどれだけの比率でそれぞれの金融商品から資金調達をしているかを意味する。投入係数行列Aを用いて商品×商品の取引金額表であるX表はつぎのようにして推計される。

$$x_{ij} = a_{ij} t_j^X \quad (\text{式 II-37})$$

<図Ⅱ-5>Y表とX表の概要



2-2. 三角化による序列構造の分析¹⁸

産業連関表にしても資金循環表にしても、作成時に使用される商品と部門の配列順序はアドホックに決められているため、各商品や部門の相互依存関係を分析することは難しい。それで、これをある基準で並べ替えて、経済内部の因果序列構造を明らかにすることが三角化である。もし金融連関表が完全に三角化されたら、上位の部門が資金調達をする時に下位の部門に影響を及ぼすが、下位の部門が資金調達をする時に上位の部門には影響を与えないという関係である。一方、上位の部門が資金運用をする時に下位の部門に影響を与えないが、下位の部門が資金調達をする時に上位の部門に影響を与える。ここでは、行及び列に含まれるゼロセルの数を基準とした三角化を基準として、対角要素を境に行列の右上半分にあるノンゼロのセルの数を最小にするような行と列の組み合わせを探索するが、これには行基準、列基準、右上要素最小化基準の三角化などがある。

ここでは、三角化するデータとして、上で作成した制度部門×制度部門の金融連関表であるY表を用いる(金融商品×金融商品をあらわすX表の場合も同様の手順でおこなわれる)。金融連関表は産業連関表とは異なって、全ての要素が資金という等質のもので埋められている。それで、資金の流れの方向を明らかにするためには、ネッティングが必要である。まず、資金の貸借関係をネットであらわすために行列Y表の非対角要素については、下のように対称要素との差分を求める。

$$y_{ij}^0 = y_{ij} - y_{ji} \quad (i \neq j) \quad (\text{式Ⅱ-38})$$

¹⁸ 三角化による序列構造の分析については辻村・溝下(2002a)の第3章の第2節(pp. 63-69)から引用した。

ただし，対角要素についてはそのままの値を利用する。

$$y_{ij}^0 = y_{ij} \quad (i = j) \quad (\text{式 II-39})$$

さらに，重要性の低い例外的な取引を削除するために，本研究では取引金額が日本の資金循環表の場合は 100 億円(韓国の資金循環表の場合は 100 億ウォン)以上のセルは 1 とし，100 億円未満のセルはゼロとする。

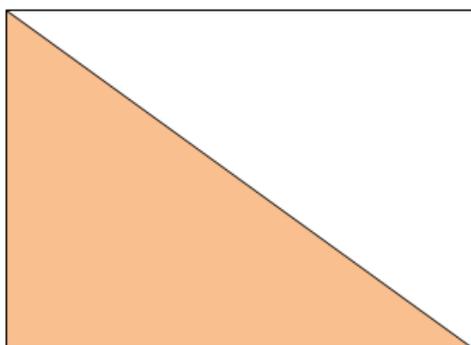
$$y_{ij}^{\text{tr}} = 1 \quad \text{if} \quad y_{ij}^0 > 10^{11} \quad \text{else} \quad y_{ij}^{\text{tr}} = 0 \quad (\text{式 II-40})$$

以上の手順で，行列Yの各要素を 1 か 0 の値に置き換えた Y^{tr} が得られる。

$$Y^{\text{tr}} = \begin{bmatrix} y_{11}^{\text{tr}} & y_{21}^{\text{tr}} & \cdots & y_{1m}^{\text{tr}} \\ y_{21}^{\text{tr}} & y_{22}^{\text{tr}} & \cdots & y_{2m}^{\text{tr}} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ y_{m1}^{\text{tr}} & y_{m2}^{\text{tr}} & \cdots & y_{mm}^{\text{tr}} \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-41})$$

この Y^{tr} を基にして<図 II-6>に示されるような左下三角行列になるように制度部門の順番を入れ替えていく。

<図 II-6>金融連関表の三角化の模式図



三角化には厳密な定義というものがなく，採用する基準によって異なる並び替えが可能であるが，経済的ま意味も考慮すれば以下の 3 つの方法があり得る。まず，各列ベクトルに含まれるノンゼロのセルの数が多い順に並び替えた行列を Y^{trc} とすれば，列基準で三角化された Y 表になる。これは資金調達源泉の多寡を基準にしている，資金調達先の多い制度部門が上位にあらわれる。

つぎは、各行ベクトルに含まれるノンゼロのセルの数が多い順に並び替えた行列を Y^{trr} とすれば、行基準で三角化されたY表となる。これは資金供給先の多寡を基準とするもので、資供給先の少ない制度部門ほど上位となる。最後は Y^{tr} の主対角線右上要素のノンゼロのセルの数が最少になるように並べ替えた行列を Y^{tr1} とすれば、これが右上要素最小化基準で三角化されたY表となる。上位の制度部門が資金調達をすると下位の制度部門に影響を及ぼすが、下位の制度部門は資金調達をしても上位の制度部門には影響を与えないという、資金需要の派生因果序列を明らかにしようとするものである。この3種類の三角化についての詳細は辻村・溝下(2002a)の第3章(pp. 66-69)を参照されたい。

2-3. レオンティエフ逆行列による波及分析¹⁹

産業連関表ではレオンティエフ逆行列を利用して、特定の商品に対する最終需要が他の商品にどのように波及するかを分析する。ここでは、その方法を資金循環分析に応用して、資金の供給と需要が経済全体に及ぼす波及を分析し、これをもとに資金供給という視点から各制度部門や金融商品がどのような位置付けにあるかを明確にする。

まず、上で作成した制度部門×制度部門の金融連関表であるY表を用いてレオンティエフ逆行列を導出する。各制度部門の負債合計と資産合計は一致するように作られているため、各制度部門の負債合計、つまりY行列の列和に金融資産超過分を加えた金額と、各制度部門の資産合計、つまりY行列の行和に負債超過分を加えた金額は一致する。これを整理すると<図II-7>になる。

<図II-7>Y表の構成

y_{11}	y_{12}	...	y_{1m}	ε_1^Y	t_1^Y
y_{21}	y_{22}	...	y_{2m}	ε_2^Y	t_2^Y
\vdots	\vdots	\ddots	\vdots	\vdots	\vdots
y_{m1}	y_{m2}	...	y_{mm}	ε_m^Y	t_m^Y
ρ_1^Y	ρ_2^Y	...	ρ_m^Y		
t_1^Y	t_2^Y	...	t_m^Y		

y_{ij} : Y行列の各要素で i 部門から j 部門への資金の流れ

ε_i^Y : Y表における i 部門の負債超過

¹⁹ レオンティエフ逆行列による波及分析については辻村・溝下(2002a)の第4章の第2節(pp. 90-92)から引用した。

ρ_j^Y : Y表における j 部門の金融資産超過

t_j^Y : Y表における j 部門の金融資産または負債の合計

負債超過ベクトル ε^Y , 金融資産超過ベクトル ρ^Y , 資産または負債合計ベクトル T^Y はつぎのように定義される。

$$\varepsilon^Y = \begin{bmatrix} \varepsilon_1^Y \\ \varepsilon_2^Y \\ \vdots \\ \varepsilon_m^Y \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-42})$$

$$\rho^Y = \begin{bmatrix} \rho_1^Y \\ \rho_2^Y \\ \vdots \\ \rho_m^Y \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-43})$$

$$T^Y = \begin{bmatrix} t_1^Y \\ t_2^Y \\ \vdots \\ t_n^Y \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-44})$$

Y 表の行を見ると, 第 i 主体の資産合計 T_i^Y は第 i 主体が全ての主体で運用している資産の合計に負債超過 ε_i を加えて求められ, この関係は全ての主体について成り立つ。

$$\sum_{j=0}^m y_{ij} + \varepsilon_i = t_i^Y \quad (\text{式 II-45})$$

Y 表の各要素を列和 t_j^Y で除すると主体別に資金調達先の割合を示す投入係数行列Cが求められるが, 投入係数行Cを用いると以下のようにあらわれる。

$$CT^Y + \varepsilon^Y = T^Y \quad (\text{式 II-46})$$

これを T^Y について解くと以下のようなになる。

$$T^Y = (I - C)^{-1} \varepsilon^Y \quad (\text{式 II-47})$$

ただし, Iは $m \times m$ の単位行列で, $(I - C)^{-1}$ は $m \times m$ のレオンティエフ逆行列である。この逆行列を級数展開すると, 各制度部門の資産, または負債の合計 T^Y はつぎのようにあらわせる。

$$T^Y = \varepsilon^Y I + \varepsilon^Y C + \varepsilon^Y C^2 + \varepsilon^Y C^3 + \dots \quad (\text{式 II-48})$$

つまり、 $(I - C)^{-1}$ によって負債超過が1単位増加したとき、すなわち客主体が資金調達をおこなったときの直接効果、間接1次効果、間接2次効果…が計算されて、最終的にどの制度部門に対してどれだけの資金需要が生じるかの波及効果が求められる。レオンティエフ逆行列を行列 Γ と表記し、以下のように表現する。

$$\Gamma = (I - C)^{-1} = \begin{bmatrix} Y_{11} & Y_{12} & \cdots & Y_{1m} \\ Y_{21} & Y_{22} & \cdots & Y_{2m} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ Y_{m1} & Y_{m2} & \cdots & Y_{mm} \end{bmatrix} \quad (\text{式 II-49})$$

レオンティエフ逆行列の各セルを構成する γ_{ij} は、第j部門に対する資金需要が1単位増加したときの、第i部門に対する資金需要の極限值となっている。この逆行列係数をもとにして下のようにより各制度部門の負債影響力係数 ω_j^Y と負債感応度係数 z_i^Y が求められる。

$$\omega_j^Y = \frac{\sum_{i=1}^m \gamma_{ij}}{\frac{1}{m} \sum_{j=1}^m \sum_{i=1}^m \gamma_{ij}} \quad (\text{式 II-50})$$

$$z_i^Y = \frac{\sum_{j=1}^m \gamma_{ij}}{\frac{1}{m} \sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^m \gamma_{ij}} \quad (\text{式 II-51})$$

負債影響力係数は第j部門に1単位の資金需要が発生した時に、全体の金融システムに対する資金需要量の増加の極限値の相対的な大きさで、この負債影響力が大きい制度部門は、経済全体の中で他部門への資金需要の増加の波及効果が大きい部門を意味する。一方、負債感応度係数は全ての部門で負債が1単位増加した時の第i部門における資金供給量増加の極限値の相対的な大きさをあらわす。負債感応度が大きい部門は経済全体の資金需要が増加した時に、自己の他部門への資金供給が増加しやすい。

以上の方法で、Y表を用いて Γ 表を作成し、負債影響力係数と負債感応度係数を求めた。一方、Y表の転置行列である Y^* 表をもとに、行列 Γ と同様に手順を経て得られた行列 Γ^* からは、資産影響力係数 $\omega_j^{Y^*}$ と資産感応度係数 $z_i^{Y^*}$ が求められる。負債(資産)影響力係数は、ある制度部門の資金需要(供給)が1単位増加したときの金融システム全体に対する資金需要(供給)量増分の極限値の相対的な大きさをあらわす指標で、係数は1に基準化されているので1より大きいか否かによって影響力の大小が判断される。

第Ⅲ章. 韓国の資金循環勘定を用いた多様な分析

第1節. 韓国の資金循環分析

1-1. 68SNA ベースの資金循環勘定分析

1) 負債表(R表)と資産表(E表)の分析

本節では1975年から2005年の長期時系列が存在する韓国の68SNAベースの資金循環勘定を5年毎に観察しながら、各制度部門の特徴を把握していきたい。次の<表Ⅲ-1>から<表Ⅲ-14>は、資金循環表のストック統計である金融資産負債残額の負債表(R表)と資産表(E表)を比率であらわす²⁰。

制度部門の中で金融機関というのは資金の供給先、つまり家計などの資金が余る制度部門から預金や有価証券の発行などを通じて、企業など資金不足部門に貸出や有価証券買入の形で資金を供給する資金仲介機能を遂行する。韓国の68SNAベースの資金循環表の金融機関は韓国銀行、一般銀行と特殊銀行を包含する預金銀行、保険及び年金機関、そしてその他金融機関で構成される。

韓国銀行のR表をみると、1975年度の主な業務は84.5%を占める通貨及び通貨性預金であったが、これがだんだん減り続き、2005年には17.4%に過ぎない。反面、1975年に1.4%であった短期債券は2005年には韓国銀行の一番大きな業務になっている。これは他の国の中央銀行とは異なる韓国銀行だけの特徴の一つだと言えよう。E表からみると、各制度部門の通貨及び通貨性預金への運用が減少していくことが観察される。特に、個人部門の現金保有比重が低くなった原因としては、収益性を持つ決済性金融資産の導入とクレジットカードの拡散が考えられる。

預金銀行はR表をみると主な資金源泉が貯蓄性預金であり、この比重は30年にかけて増加する推移である。そしてE表をみると重要な業務は貸出で、その比重は60%以上である。保険及び年金機関の場合は、主な資金調達は保険及び年金である。一方、E表をみると貸出は増加していくが、2000年代に入ると減り、主な資金運用は2005年に約50%を占める長期債券に変わっている。その他金融機関は、R表をみると2000年には資金源泉の中で預金が大幅減少して、長期債券が増加する推移である。そして、資金運用は保険及び年金機関のように、貸出が減少して長期債券が増加している。金融機関の債券や株式などの有価証券が増えた原因は、債券市場の未成熟で

²⁰ 本節では12個の金融商品項目に縮約して表記しているが、金融商品項目の中で、2.通貨及び要求払預金には、韓国銀行預受金、現金通貨、要求払預金、政府当座預金が、4.預金には、貯蓄性預金、譲渡性預金証書、預金銀行表紙手形、非居住者預金、還買条件付債券、信託、総合金融会社預置金、その他が、7.短期債券には、短期国債、短期金融債、短期企業手形が、8.長期債券には、長期国債、長期金融債、長期会社債、長期収益証券、長期外貨証券が、10.貸出金には、韓国銀行貸出金、預金銀行貸出金、保険貸出金、総合金融会社貸出金、与信専門機関貸出金、その他貸出金が、11.その他には、政府融資、出資持分、商取引信用、為替保有額、貿易信用、直接投資、その他対外債権債務、その他金融資産負債が包含されている。

会社債、国債などの非金融部門の発行債券の大部分が金融機関の引受を通じて行って来た上、1980年代後半には証券市場で金融機関の機関投資家としての役割が増加することにより、株式・出資金保有が増加したからである²¹。貸出金においては、1997年の為替危機以前までは貸出が増えて来たが、為替危機以後は企業部門と個人部門の貸出需要の不振で減少した。

韓国の政府部門は中央政府、地方政府、社会保障機構、公共非営利機関で構成される制度部門である。政府門は税制収入以外にも、外部資金としての金融機関借入、国債の発行や海外資本の導入などを通じて資金を調達するが、主に国外部門から資金を調達して来た。1990年代に入ってから政府部門の役割が拡大され、大きな資金余剰部門になっている。

企業部門²²は公企業と民間企業に分けられる。まず、公企業は1970年代には政府融資などその他から74.7%の資金を調達してきたが、この比重はだんだん減る一方、長期債券の割合が大きくなった。民間企業も1975年にはその他から60.7%の資金を調達していたが、その比重は減り続け2005年には26.8%に過ぎない。2005年には貸出金が主な資金源泉であるが、長期債券と株式を通じた資金調達も成長した。

韓国の個人部門は主に都市家計、農漁家及び民間非営利団体、非法人企業として分類されない小規模の個人企業で構成されている²³。個人部門は国民経済の中で貯蓄主体として、金融資産を購入することにより、投資主体の企業に資金を供給する。物価安定と不動産などの代替投資機会の萎縮による金融資産選好傾向を反映して、個人部門の資金余剰規模は増えてきたが、2000年代に入ってから消費支出が増加して、資金余剰規模が減った。E表を見ると、個人部門の金融資産の保有は貯蓄性預金が20%内外を占めて一番大きな比重を占めるが、1980年代に入ると貯蓄性預金の比重は減り続く。これは金融規制緩和による金利変動幅拡大によって、銀行に比べて相対的に非通貨金融機関のその他預金が有利な金利条件を持つことや、高収益金融商品が開発されて伸長したことに基づく。また、相互信用金庫、セマウル金庫²⁴など庶民金融機関の預金が増えたこ

²¹ 李・朴・李・崔(2005)を参考した。

²² 韓国の資金循環表で、公企業には政府企業と政府管理企業が包含されていて、民間企業には民間法人企業と非法人企業が含まれている。ここで御南企業の非法人企業とは、韓国銀行経済統計局(2001)の制度部門分類基準によると、年間収入額3億ウォン以上(ただし、代理、仲介、委託売買、運送周旋及びメッキ業、保管業は7千500万ウォン以上)で、所得税法による複式簿記記帳義務対象者の個人事業者である。

²³ 個人部門は資料の事情で大部分は独立推定が不可能で、残額計算により推計される。つまり、該当取引項目の総額から金融、政府、企業部門の金融資産、あるいは負債を引算して、個人部門の金融資産と負債を算出する。

²⁴ Community Credit Cooperative, セマウルは新村という意味を持つ。韓国固有の伝統的な住民協同手段である契、郷約、ドゥレなどに根を置き、住民協同組織、住民生活銀行、住民生涯教育などの機能を随行している。1963年以来再建国民運動の郷土開発運動の一つとして推進されてきた村金庫は、1972年に法人設立、1973年に再建国民運動に併設されセマウル金庫連合会が創立された後、1975年に独立してセマウル運動の主要施策事業として勸奨・育成された。1982年12月31日に「セマウル金庫法」が制定された。セマウル運動とは、朴正熙大統領の政府時代の1970年から始まった汎国民的地域社会開発運動で、セマウル事業は政府の絶対的な支援で全国に拡散されながら、単純な農村開発事業に留まらず工場・都市・職場など韓国社会全体の近代化運動に拡大・発展された。

ともあげられる。保険及び年金も個人の所得増加、保険の認識の向上、税制上の優待などにより、その比重が大きくなった。

しかし 2000 年代に入って、金融市場の不安などの影響で、貯蓄性預金の比重は再び大きくなった。その代わりに、1995 年までは増加勢であった譲渡性預金証書・預金銀行表紙手形・非居住者預金・還買条件附債券・信託・総合金融会社預金などの預金は、1995 年の 16.0%から 2000 年に 8.7%、2005 年には 5.4%に減っている。この現象は、1997 年の為替危機以後に非銀行金融機関の統廃合・退出などにより非銀行預金が下落したからである。その他預金や生命保険及び年金は全期間にかけて徐々に増加している。現金保有比重は上で述べたように、収益性を持つ決済性金融資産の導入とクレジットカードの拡散で、2005 年を除く全期間にかけてだんだん減っていき、非常に低い比重を占めている。

国外部門を通じた資金供給は金融機関以外の制度部門が海外から直接調達した資金であるが、1970 年代の韓国は急速な経済成長を果たすために、多くの投資資金を海外資金に依存した。したがって国外部門が資金市場で占める割合が大きくて、重要な資金供給源であった。E 表でその運用の流れを観察すると、その他対外債権債務がだんだん減続き、長期債券と株式は増えつつある。これは上で述べたように金融市場の開放化により、預金や長期債券、その後は株式や短期債券まで、幅広く投資環境が改善したことが確認される。そして、過去の国外部門は企業部門に資金を供給する資金余剰部門であったが、その金融資産超過の比率は減り続き、韓国の経常収支が黒字を見せて 2005 年には資金不足部門となった。

<表Ⅲ-1>1975 年の各制度部門の負債表

(単位：%)

1975 年の R 表	韓国 銀行	預金 銀行	保険 年金	その他 金融	政府 部門	公企業	民間 企業	個人 部門	国外 部門
1. 金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
2. 通貨・通貨性預金	84.5%	12.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3. 貯蓄性預金	0.0%	36.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
4. 預金	0.0%	0.0%	0.0%	20.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5. その他預金	0.0%	0.0%	0.0%	17.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
6. 生命保険年金	0.0%	0.0%	68.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
7. 短期債券	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%	0.0%	0.0%
8. 長期債券	0.0%	1.1%	0.0%	10.9%	2.0%	0.9%	0.6%	0.0%	0.0%
9. 株式	0.0%	2.2%	5.0%	4.1%	0.0%	8.4%	11.2%	0.0%	0.0%
10. 貸出金	0.0%	14.6%	0.0%	1.8%	24.3%	15.5%	26.7%	22.4%	0.0%
11. その他	14.2%	26.7%	26.5%	46.0%	42.4%	74.7%	60.7%	2.5%	19.7%

12. 金融資産超過	0.0%	6.9%	0.0%	0.0%	31.4%	0.0%	0.0%	75.1%	80.2%
------------	------	------	------	------	-------	------	------	-------	-------

<表Ⅲ-2>1980年の各制度部門の負債表

(単位：%)

1980年のR表	韓国 銀行	預金 銀行	保険 年金	その他 金融	政府 部門	公企業	民間 企業	個人 部門	国外 部門
1. 金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
2. 通貨・通貨性預金	50.0%	8.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3. 貯蓄性預金	0.0%	39.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
4. 預金	0.0%	0.2%	0.0%	18.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5. その他預金	0.0%	0.0%	0.0%	19.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
6. 生命保険年金	0.0%	0.0%	72.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
7. 短期債券	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	2.5%	2.5%	0.0%	0.0%
8. 長期債券	0.0%	4.7%	0.0%	27.9%	1.1%	1.9%	6.7%	0.0%	2.3%
9. 株式	0.0%	1.9%	1.2%	2.9%	0.0%	10.2%	10.5%	0.0%	0.0%
10. 貸出金	0.0%	13.0%	0.0%	2.1%	20.3%	23.7%	34.5%	28.6%	0.0%
11. その他	7.3%	32.8%	26.5%	25.4%	63.0%	61.8%	45.7%	1.3%	30.2%
12. 金融資産超過	36.7%	0.0%	0.0%	4.0%	13.6%	0.0%	0.0%	70.1%	67.4%

<表Ⅲ-3>1985年の各制度部門の負債表

(単位：%)

1985年のR表	韓国 銀行	預金 銀行	保険 年金	その他 金融	政府 部門	公企業	民間 企業	個人 部門	国外 部門
1. 金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
2. 通貨・通貨性預金	59.1%	7.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3. 貯蓄性預金	0.0%	36.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
4. 預金	0.0%	2.9%	0.0%	15.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5. その他預金	0.0%	0.0%	0.0%	23.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
6. 生命保険年金	0.0%	0.0%	85.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
7. 短期債券	9.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	3.3%	0.0%	0.0%
8. 長期債券	0.0%	3.4%	0.0%	24.9%	0.4%	10.1%	10.4%	0.0%	1.4%
9. 株式	0.0%	1.7%	0.5%	2.6%	0.0%	2.4%	10.3%	0.0%	0.0%
10. 貸出金	0.0%	18.3%	0.2%	1.7%	22.4%	18.0%	40.5%	34.2%	0.0%
11. その他	9.4%	30.3%	13.9%	24.2%	57.5%	66.8%	35.4%	8.8%	26.8%
12. 金融資産超過	22.2%	0.0%	0.0%	7.5%	19.7%	0.0%	0.0%	57.0%	71.8%

<表Ⅲ-4>1990年の各制度部門の負債表

(単位：%)

1990年のR表	韓国 銀行	預金 銀行	保険 年金	その他 金融	政府 部門	公企業	民間 企業	個人 部門	国外 部門
1. 金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
2. 通貨・通貨性預金	50.9%	7.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3. 貯蓄性預金	0.0%	42.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
4. 預金	4.8%	5.4%	0.0%	23.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5. その他預金	0.0%	0.0%	0.0%	25.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
6. 生命保険年金	0.0%	0.0%	86.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
7. 短期債券	42.6%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	8.9%	5.7%	0.0%	0.0%
8. 長期債券	0.0%	1.9%	0.0%	22.2%	2.4%	8.8%	13.0%	0.0%	5.6%
9. 株式	0.0%	4.7%	1.4%	3.0%	0.0%	10.4%	13.6%	0.0%	0.0%
10. 貸出金	0.0%	10.5%	0.3%	4.0%	9.6%	17.4%	40.2%	36.9%	0.0%
11. その他	1.6%	28.2%	12.2%	17.1%	14.5%	54.5%	27.6%	8.8%	70.9%
12. 金融資産超過	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	67.9%	0.0%	0.0%	54.3%	23.4%

<表Ⅲ-5>1995年の各制度部門の負債表

(単位：%)

1995年のR表	韓国 銀行	預金 銀行	保険 年金	その他 金融	政府 部門	公企業	民間 企業	個人 部門	国外 部門
1. 金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2. 通貨・通貨性預金	49.7%	8.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3. 貯蓄性預金	0.0%	40.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
4. 預金	2.9%	10.0%	0.0%	29.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5. その他預金	0.0%	0.0%	0.0%	25.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
6. 生命保険年金	0.0%	0.0%	84.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
7. 短期債券	35.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	8.1%	0.0%	0.0%
8. 長期債券	6.1%	3.6%	0.0%	24.5%	9.0%	16.5%	16.2%	0.0%	6.4%
9. 株式	0.0%	3.1%	1.1%	1.4%	0.0%	7.9%	13.0%	0.0%	0.0%
10. 貸出金	0.0%	5.2%	0.0%	1.6%	6.8%	21.5%	39.9%	39.0%	0.0%
11. その他	2.3%	29.3%	14.2%	15.2%	8.1%	48.5%	22.7%	7.0%	65.8%
12. 金融資産超過	4.0%	0.0%	0.0%	2.6%	76.2%	0.0%	0.0%	54.0%	27.8%

<表Ⅲ-6>2000年の各制度部門の負債表

(単位：%)

2000年のR表	韓国 銀行	預金 銀行	保険 年金	その他 金融	政府 部門	公企業	民間 企業	個人 部門	国外 部門
----------	----------	----------	----------	-----------	----------	-----	----------	----------	----------

1. 金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2. 通貨・通貨性預金	24.5%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3. 貯蓄性預金	0.0%	58.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
4. 預金	3.5%	6.0%	0.1%	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5. その他預金	0.0%	0.0%	0.0%	23.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
6. 生命保険年金	0.0%	0.0%	72.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
7. 短期債券	40.2%	0.0%	0.0%	1.6%	0.0%	2.2%	3.4%	0.0%	0.0%
8. 長期債券	8.4%	5.2%	0.0%	39.9%	21.9%	33.5%	16.9%	0.0%	6.8%
9. 株式	0.0%	2.5%	4.4%	3.4%	0.0%	10.7%	15.9%	0.0%	0.0%
10. 貸出金	0.0%	3.0%	0.4%	4.3%	4.2%	13.6%	34.8%	36.5%	0.0%
11. その他	10.9%	20.6%	22.2%	16.7%	11.5%	40.0%	28.9%	4.7%	88.0%
12. 金融資産超過	12.6%	0.0%	0.0%	0.0%	62.3%	0.0%	0.0%	58.8%	5.2%

<表Ⅲ-7>2005年の各制度部門の負債表

(単位：%)

2005年のR表	韓国 銀行	預金 銀行	保険 年金	その他 金融	政府 部門	公企業	民間 企業	個人 部門	国外 部門
1. 金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2. 通貨・通貨性預金	17.4%	5.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3. 貯蓄性預金	0.0%	49.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
4. 預金	0.0%	9.2%	0.0%	6.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5. その他預金	0.0%	0.0%	0.0%	28.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
6. 生命保険年金	0.0%	0.0%	68.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
7. 短期債券	54.6%	0.0%	0.2%	0.8%	0.0%	1.3%	2.0%	0.0%	0.0%
8. 長期債券	7.6%	10.6%	0.0%	38.4%	38.6%	23.3%	14.1%	0.0%	14.1%
9. 株式	0.0%	1.5%	4.6%	2.7%	0.0%	11.6%	22.0%	0.0%	0.0%
10. 貸出金	0.0%	2.0%	0.2%	1.3%	1.5%	13.9%	35.1%	48.5%	0.0%
11. その他	20.4%	16.2%	21.3%	20.9%	7.9%	49.8%	26.8%	4.4%	85.9%
12. 金融資産超過	0.0%	5.7%	5.1%	0.3%	52.0%	0.0%	0.0%	47.1%	0.0%

<表Ⅲ-8>1975年の各制度部門の資産表

(単位：%)

1975年のE表	韓国 銀行	預金 銀行	保険 年金	その他 金融	政府 部門	公企業	民間 企業	個人 部門	国外 部門
1. 金	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2. 通貨・通貨性預金	0.0%	15.8%	2.3%	2.3%	7.1%	2.1%	3.5%	12.9%	0.0%
3. 貯蓄性預金	0.0%	0.0%	17.6%	0.9%	0.6%	0.6%	6.9%	20.6%	0.0%

4. 預金	0.0%	0.0%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	4.6%	0.0%
5. その他預金	0.0%	0.4%	1.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	4.7%	0.0%
6. 生命保険年金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	0.0%
7. 短期債券	0.0%	0.1%	0.0%	1.6%	0.0%	0.0%	0.2%	1.3%	0.0%
8. 長期債券	1.1%	2.1%	16.7%	5.3%	0.0%	0.2%	0.2%	1.9%	0.0%
9. 株式	0.0%	1.1%	11.3%	7.4%	6.3%	1.1%	2.3%	17.2%	0.0%
10. 貸出金	75.7%	63.5%	13.2%	67.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
11. その他	13.9%	17.0%	18.1%	9.4%	85.9%	12.3%	29.1%	32.7%	100%
12. 負債超過	9.1%	0.0%	17.0%	5.7%	0.0%	83.6%	56.7%	0.0%	0.0%

<表Ⅲ-9>1980年の各制度部門の資産表

(単位：%)

1980年のE表	韓国 銀行	預金 銀行	保険 年金	その他 金融	政府 部門	公企業	民間 企業	個人 部門	国外 部門
1. 金	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2. 通貨・通貨性預金	0.0%	7.8%	1.8%	2.3%	10.2%	2.4%	3.0%	9.4%	0.0%
3. 貯蓄性預金	0.0%	0.0%	6.5%	3.6%	4.3%	1.1%	6.3%	23.7%	0.0%
4. 預金	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	0.1%	0.0%	1.8%	5.8%	0.2%
5. その他預金	0.0%	0.7%	6.1%	0.0%	0.4%	0.3%	0.3%	8.0%	0.0%
6. 生命保険年金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.0%	0.0%
7. 短期債券	0.0%	3.0%	0.7%	1.8%	0.0%	0.1%	1.0%	3.2%	0.0%
8. 長期債券	0.1%	6.5%	24.8%	10.0%	0.8%	0.0%	1.0%	7.0%	13.6%
9. 株式	0.0%	1.6%	6.3%	5.5%	10.7%	0.9%	1.8%	16.9%	0.0%
10. 貸出金	42.8%	68.7%	33.5%	73.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
11. その他	56.8%	4.8%	12.1%	3.9%	73.5%	10.9%	33.5%	18.0%	86.2%
12. 負債超過	0.0%	6.9%	5.8%	0.0%	0.0%	84.2%	51.4%	0.0%	0.0%

<表Ⅲ-10>1985年の各制度部門の資産表

(単位：%)

1985年のE表	韓国 銀行	預金 銀行	保険 年金	その他 金融	政府 部門	公企業	民間 企業	個人 部門	国外 部門
1. 金	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2. 通貨・通貨性預金	0.0%	8.9%	2.6%	6.6%	6.2%	1.4%	2.8%	5.5%	0.0%
3. 貯蓄性預金	0.0%	0.0%	2.0%	1.8%	6.0%	1.0%	4.6%	22.0%	0.0%
4. 預金	0.0%	0.0%	3.9%	0.3%	0.6%	0.6%	2.8%	6.8%	1.4%
5. その他預金	0.0%	2.8%	2.2%	0.0%	1.4%	0.1%	0.8%	11.9%	0.0%
6. 生命保険年金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.2%	0.0%

7. 短期債券	0.0%	2.5%	1.3%	3.2%	0.2%	0.2%	1.5%	2.4%	0.0%
8. 長期債券	0.0%	5.5%	24.6%	15.7%	2.8%	0.9%	1.2%	9.5%	14.5%
9. 株式	0.0%	0.9%	3.5%	3.4%	2.0%	1.3%	2.8%	12.1%	0.0%
10. 貸出金	57.1%	66.2%	43.3%	65.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
11. その他	42.8%	6.5%	6.1%	3.3%	80.9%	17.6%	32.8%	14.8%	84.1%
12. 負債超過	0.0%	6.7%	10.4%	0.0%	0.0%	76.9%	50.8%	0.0%	0.0%

<表Ⅲ-11> 1990年の各制度部門の資産表

(単位：%)

1990年のE表	韓国 銀行	預金 銀行	保険 年金	その他 金融	政府 部門	公企業	民間 企業	個人 部門	国外 部門
1. 金	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2. 通貨・通貨性預金	0.0%	5.4%	2.4%	1.2%	17.6%	1.5%	2.2%	3.6%	0.0%
3. 貯蓄性預金	0.0%	0.0%	2.2%	1.4%	8.1%	1.9%	4.8%	17.6%	0.0%
4. 預金	0.0%	1.7%	6.2%	0.4%	5.4%	3.8%	7.8%	9.7%	0.6%
5. その他預金	0.0%	1.8%	0.9%	0.0%	0.1%	0.9%	1.9%	17.2%	0.0%
6. 生命保険年金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.7%	0.0%
7. 短期債券	5.1%	3.0%	2.8%	10.7%	0.7%	0.1%	3.6%	2.2%	0.0%
8. 長期債券	0.0%	6.6%	14.4%	16.3%	3.3%	0.7%	1.7%	11.9%	15.6%
9. 株式	0.9%	2.2%	14.9%	12.9%	7.3%	1.7%	3.2%	11.4%	0.0%
10. 貸出金	28.3%	67.3%	48.6%	48.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
11. その他	63.6%	12.0%	6.7%	8.3%	57.5%	18.6%	28.7%	8.7%	83.8%
12. 負債超過	1.9%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	70.8%	46.0%	0.0%	0.0%

<表Ⅲ-12> 1995年の各制度部門の資産表

(単位：%)

1995年のE表	韓国 銀行	預金 銀行	保険 年金	その他 金融	政府 部門	公企業	民間 企業	個人 部門	国外 部門
1. 金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2. 通貨・通貨性預金	0.0%	4.3%	2.9%	1.1%	8.3%	3.4%	1.8%	3.8%	0.0%
3. 貯蓄性預金	0.0%	0.0%	1.4%	0.7%	4.7%	2.1%	4.8%	16.7%	0.0%
4. 預金	0.0%	1.6%	9.9%	1.0%	13.2%	4.4%	9.9%	16.0%	0.4%
5. その他預金	0.0%	0.5%	1.1%	0.0%	1.4%	0.5%	2.3%	20.6%	0.0%
6. 生命保険年金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.5%	0.0%
7. 短期債券	2.4%	5.7%	1.2%	7.3%	0.5%	0.3%	2.6%	1.5%	0.0%
8. 長期債券	0.6%	6.9%	16.3%	22.3%	5.3%	1.3%	3.5%	11.6%	25.9%
9. 株式	0.6%	3.2%	12.5%	7.2%	7.2%	1.5%	2.9%	7.2%	11.6%

10. 貸出金	17.4%	61.5%	43.2%	48.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
11. その他	79.0%	16.3%	9.4%	11.9%	59.4%	19.7%	21.5%	5.2%	62.0%
12. 負債超過	0.0%	0.0%	2.3%	0.0%	0.0%	66.8%	50.7%	0.0%	0.0%

<表Ⅲ-13> 2000年の各制度部門の資産表

(単位：%)

2000年のE表	韓国 銀行	預金 銀行	保険 年金	その他 金融	政府 部門	公企業	民間 企業	個人 部門	国外 部門
1. 金	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2. 通貨・通貨性預金	0.0%	1.1%	1.3%	0.9%	4.4%	2.4%	1.2%	2.8%	0.0%
3. 貯蓄性預金	0.0%	0.0%	4.9%	2.9%	7.5%	2.1%	8.8%	29.0%	0.0%
4. 預金	0.1%	1.3%	3.5%	1.2%	3.0%	1.4%	3.2%	8.7%	0.8%
5. その他預金	0.0%	0.5%	0.7%	0.1%	3.6%	0.1%	2.7%	20.6%	0.0%
6. 生命保険年金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.1%	0.0%
7. 短期債券	0.0%	5.2%	2.7%	7.7%	0.3%	0.0%	0.5%	0.3%	0.1%
8. 長期債券	4.1%	22.7%	37.0%	26.5%	16.4%	1.2%	3.5%	9.1%	23.8%
9. 株式	0.2%	1.2%	4.5%	6.7%	6.8%	5.9%	3.7%	6.9%	23.7%
10. 貸出金	5.3%	52.0%	26.8%	34.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
11. その他	90.3%	16.1%	15.9%	16.3%	58.0%	23.6%	20.8%	4.6%	51.5%
12. 負債超過	0.0%	0.1%	2.6%	3.3%	0.0%	63.2%	55.7%	0.0%	0.0%

<表Ⅲ-14> 2005年の各制度部門の資産表

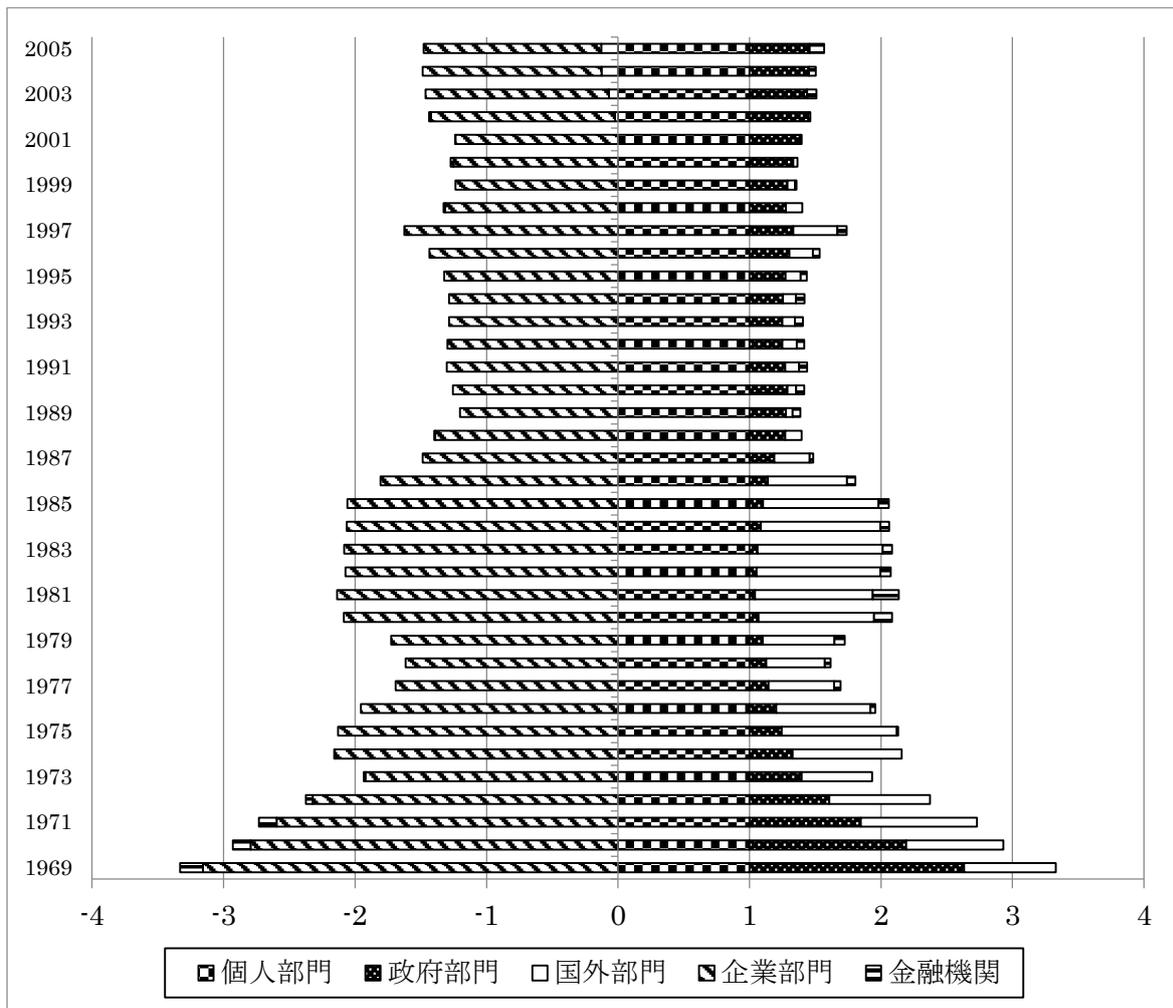
(単位：%)

2005年のE表	韓国 銀行	預金 銀行	保険 年金	その他 金融	政府 部門	公企業	民間 企業	個人 部門	国外 部門
1. 金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2. 通貨・通貨性預金	0.0%	1.7%	0.5%	0.8%	1.4%	2.5%	1.8%	3.4%	0.0%
3. 貯蓄性預金	0.0%	0.0%	2.4%	4.2%	3.9%	3.0%	8.8%	26.1%	0.0%
4. 預金	0.0%	0.0%	1.2%	3.4%	3.0%	1.9%	3.1%	5.4%	1.1%
5. その他預金	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	2.5%	23.5%	0.0%
6. 生命保険年金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.9%	0.0%
7. 短期債券	0.0%	7.0%	1.7%	7.3%	3.9%	0.0%	0.6%	0.7%	0.6%
8. 長期債券	2.8%	16.5%	49.9%	20.7%	30.8%	0.9%	5.8%	9.7%	23.1%
9. 株式	0.1%	1.7%	5.9%	9.4%	6.9%	14.8%	4.0%	5.0%	23.9%
10. 貸出金	3.6%	63.8%	20.4%	32.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
11. その他	85.9%	9.1%	17.9%	21.9%	50.1%	23.6%	20.6%	5.3%	33.0%
12. 負債超過	7.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.4%	52.8%	0.0%	18.3%

2) 資金過不足の分析

今度は各制度部門の金融資産負債差額(ストック統計)を見てみよう。〈図Ⅲ-1〉は、個人部門の資金過不足を1として、各制度部門の資金過不足の比率を計算した図である。資金不足部門は主に企業部門が占めていて、個人部門は1970年代に入ってから最大の資金余剰部門となっている。

〈図Ⅲ-1〉各制度部門の金融資産負債差額(個人部門基準)²⁵



投資主体である企業部門は、1970年代に内部資金蓄積の脆弱にも関わらず、旺盛な投資意欲を見せながら全般的に拡大して来た。1980年代は設備投資の増大や経済規模の拡大などで企業の資金不足規模が一貫的に増えたが、1990年代に入ったら、企業部門の比率は縮小したことが観察あ

²⁵ 1969年から1974年の資金循環勘定は5個の制度部門で構成された年度別データのみ利用可能のため、ここでは5個の制度部門の資金過不足を分析に用いた。

れる。企業部門の資金不足はだんだん個人部門の資金余剰に近付いている。企業部門の資金不足の絶対額は増えたが、個人部門の資金余剰が一層増加したためである。

個人部門は約 30 年にかけて資金余剰部門として、国民経済の中で主な資金供給役割を担っている。これは持続的な経済発展による個人所得の増大などで、個人部門の資金余剰が増加したことに起因する。1980 年代までは企業部門の資金不足が個人部門の資金余剰の約 2 倍に至り、その分は国外部門から調達してきた。

政府部門が資金循環勘定で黒字をみせていることは韓国の特徴だと言えよう。政府部門は 1969 年には最大の資金供給部門であったが、1980 年代には減って 1990 年代には増えている。1970 年代は政府主導の経済開発時期であったが、1980 年代に入ってから経済規模が拡大されたとともに、その構造も高度化されて、以前の経済運用方式に伴う金融規制体制は、逆に経済効率を下げる障害要因になった。その上、金融の国際化への対応や金融機能の強化のために金融自立化施策が推進された。例えば 1981 年から 1983 年には、政府所有の市中銀行株式が一般に売却されて、市中銀行が民営化されたほか、政府の銀行への内部経営規制も 1980 年代以後は大幅縮小された。1990 年代には政府部門の資金余剰が以前より大きくなって、為替危機以後は政府の役割の拡大により政府部門の比重が増大した。

一方、国外部門は資金余剰部門で、この現象は海外から韓国に資金が入って来ることを意味する。国外部門は 1980 年代には個人部門とほぼ同じぐらいの資金を供給していたが、1980 年代後半から急減し、その絶対額も減少した。そして、1998 年の為替危機以後の企業の構造調整などの影響で、資金不足規模が縮小し、2000 年以後は資金不足部門となった。

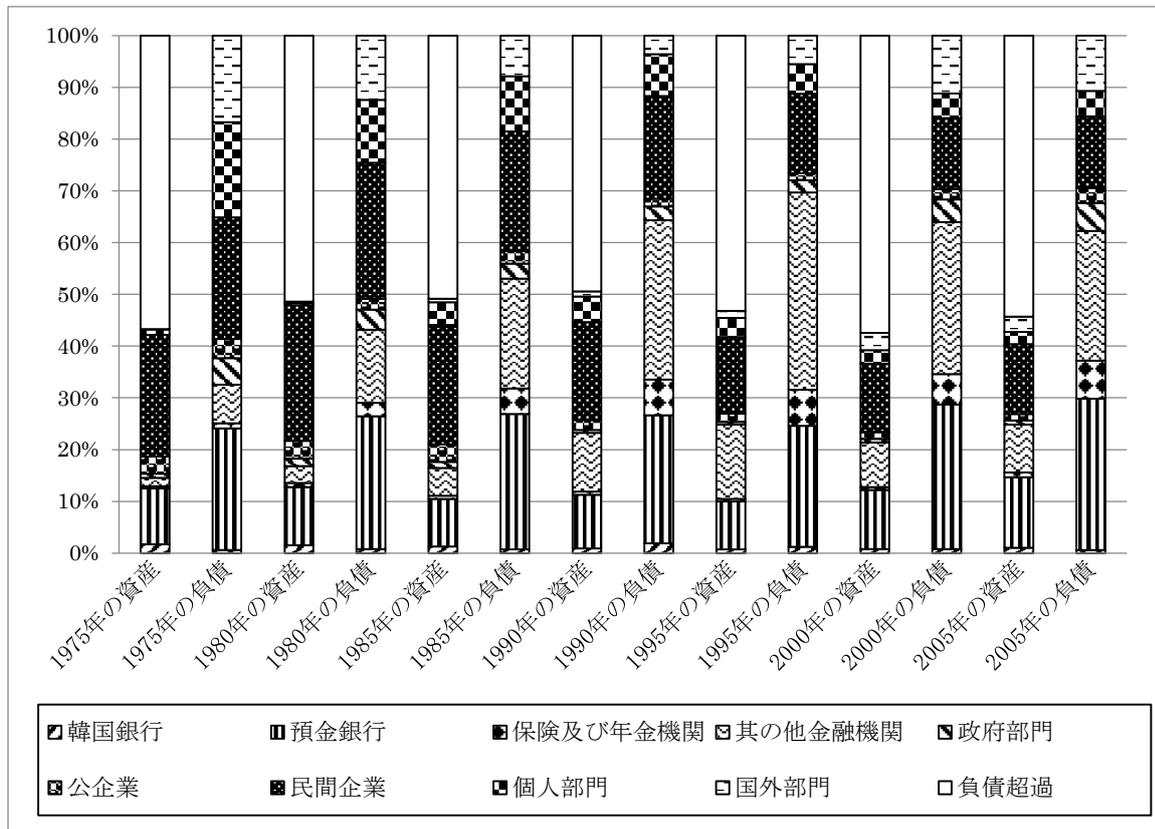
3) 主要制度部門のポートフォリオ分析(Y 表)

ここからは、民間企業と個人部門の金融活動を一層詳しく分析する。各制度部門のポートフォリオを得るために、資金循環勘定の負債(R 表)と資産(E 表)に基づいて、産業(金融連関表では制度部門)×産業(制度部門)の取引金額表(Y 表)を作成した。ここで、R 表は産業連関表の U 表、E 表は産業連関表の V 表に当たる。(ストック統計を利用)

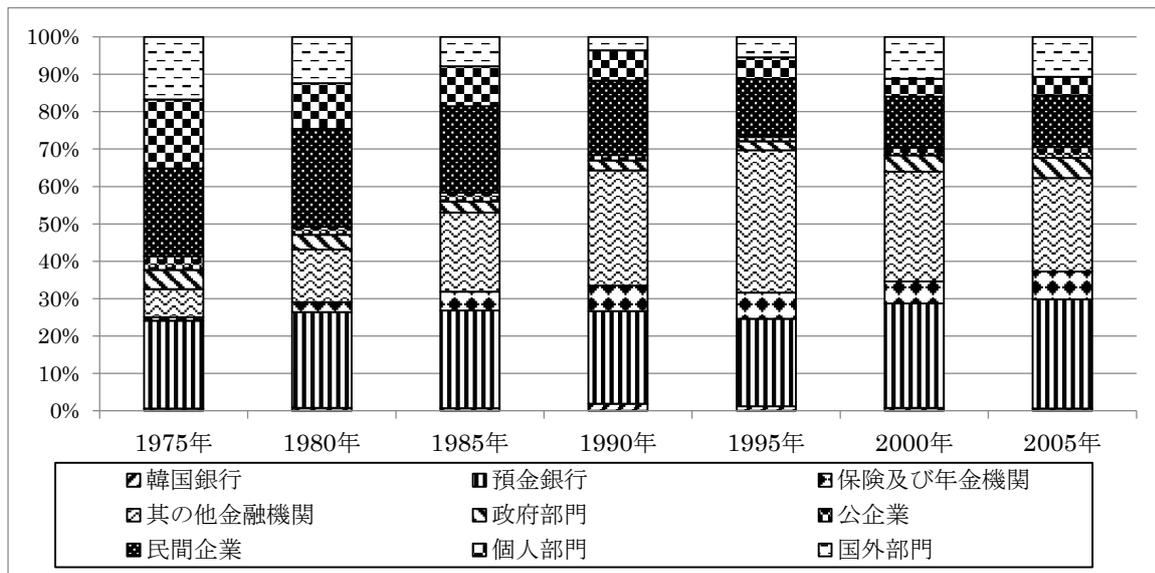
<図Ⅲ-2>から<図Ⅲ-4>の民間企業の資産・負債ポートフォリオを見ると、韓国の民間企業の同部門間への資金調達は 20%代であったのが、1990 年代に入ってから 10%代に減っている。他の制度部門からの資金調達の中で預金銀行を通じたのは、約 30 年に掛けて 20%から 30%程度を占めている。一方、その他金融機関を通じた資金調達は、1975 年の 7.5%から 1995 年の 38.1%まで著しく増加して来たことが見られる。保険及び年金機関による資金調達も同じく徐々に増えてきた。反面、個人部門を通じた資金調達は減っている。これは、金融機関の多様化や発展により、個人部門を通じた資金調達が金融機関の移転したことに基づくと考えられる。民間企業の資

産ポートフォリオを見ると、実物資産の相当する負債超過は50%から60%代である。そして、その他金融機関への投資が増えて行くことが観察される。

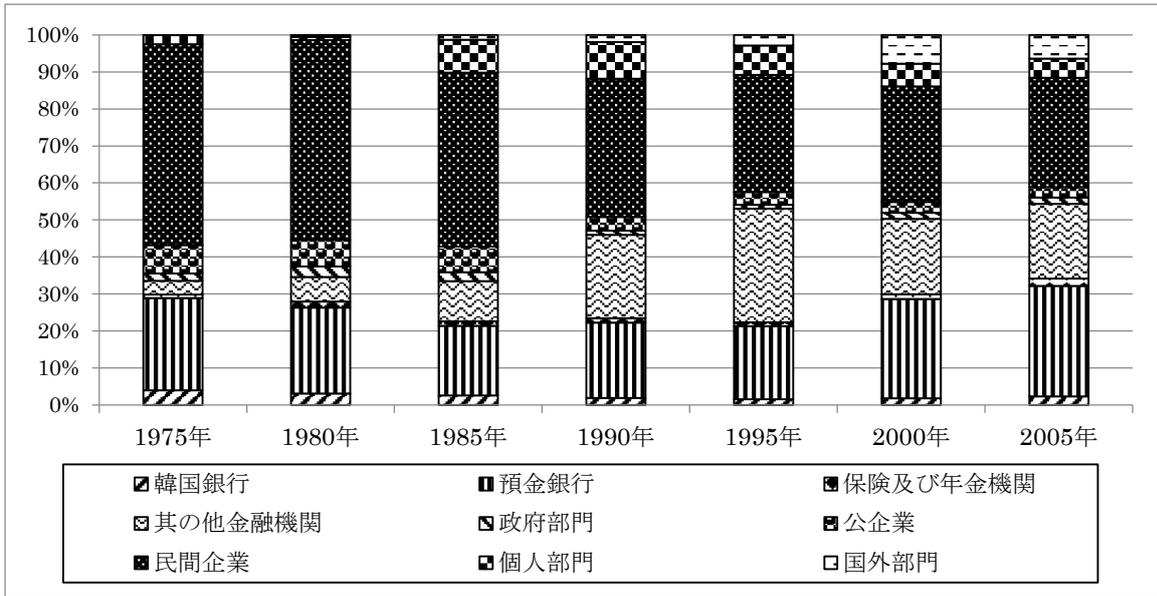
<図Ⅲ-2>民間企業の資産・負債ポートフォリオ(負債超過包含)



<図Ⅲ-3>民間企業の負債ポートフォリオ

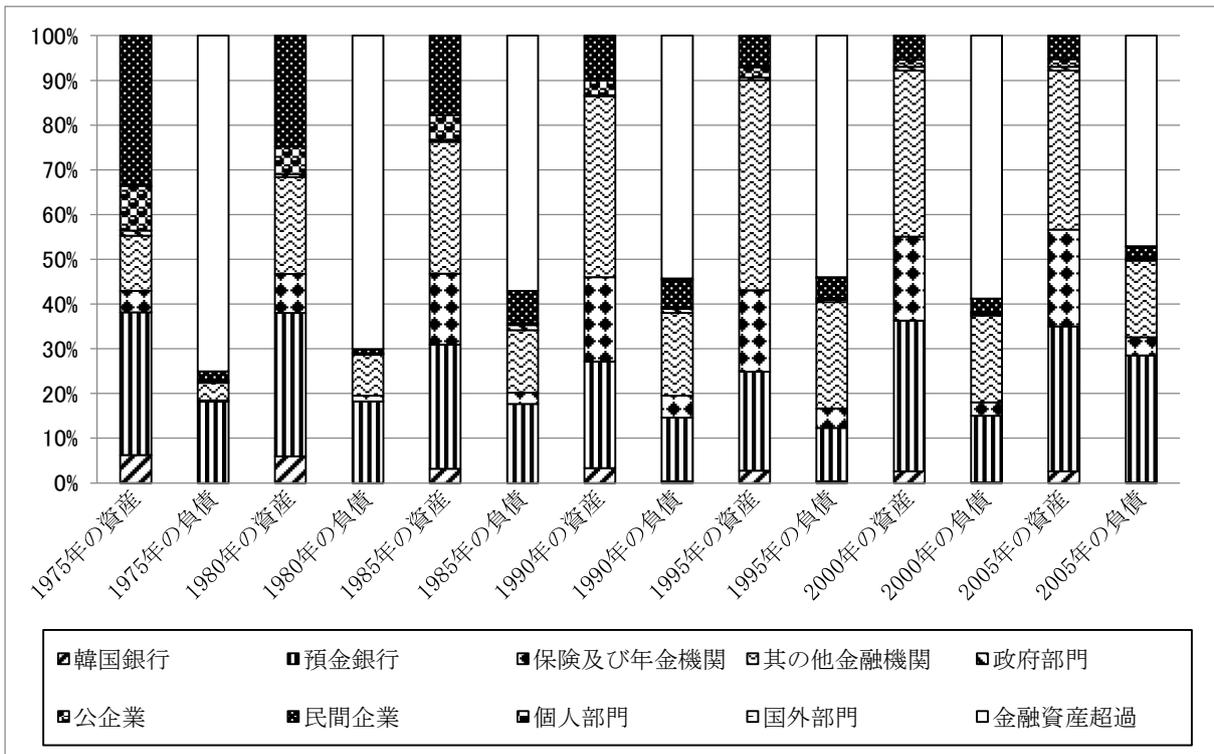


<図III-4>民間企業の資産ポートフォリオ(負債超過除去)



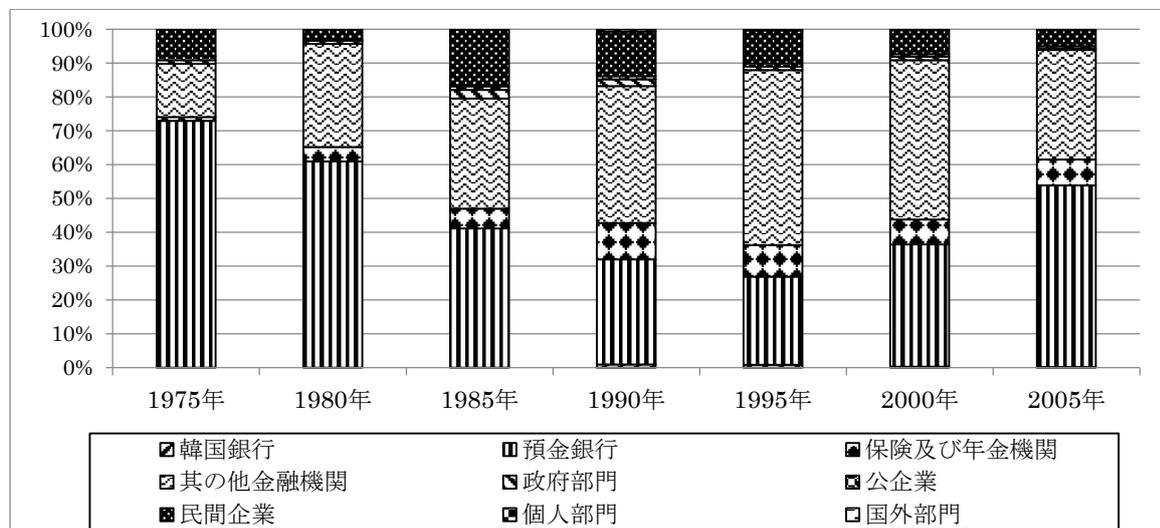
今度は主に家計で構成される個人部門の金融資産運用構造をみてみよう。<図III-5>の個人部門の資産・負債ポートフォリオから金融資産超過, つまり貯蓄が資産全体で占める割合が2000年を除いては減っている傾向が見られる。

<図III-5>個人部門の資産・負債ポートフォリオ(金融資産超過包含)

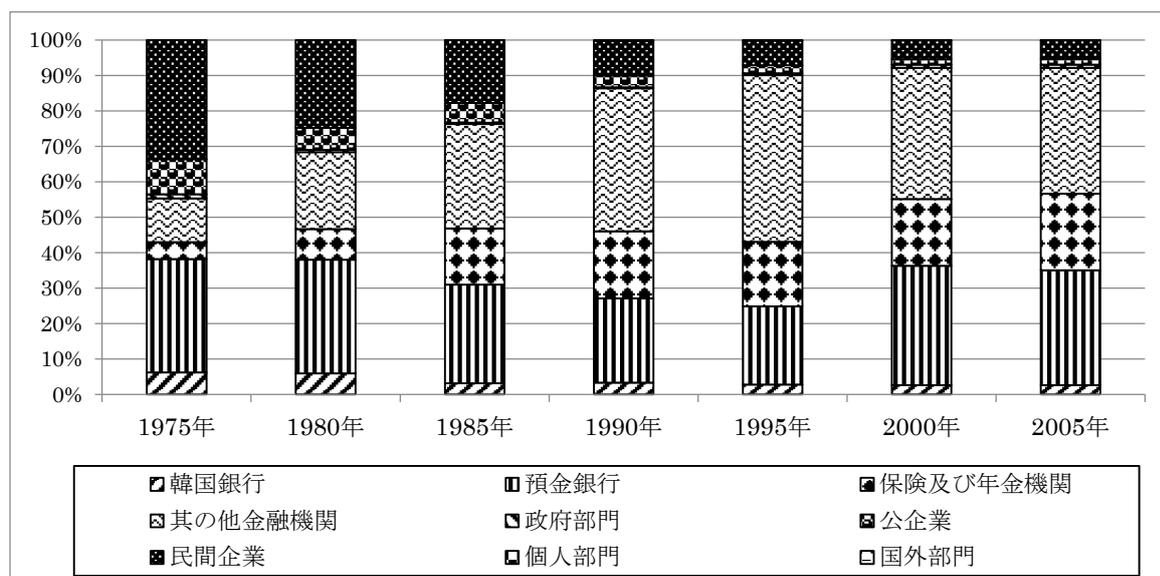


金融資産超過を除いて資金調達の変化を<図Ⅲ-6>から見ると、その他金融機関からの資金調達は 2000 年代に入る前までは増えて行く一方、預金銀行からの資金調達の比重は減っている。2000 年代に入ってからは逆転して、預金銀行からの資金調達が増えて、その他金融銀行からは減る。民間企業からの資金供給は 1985 年には増えたが、これが減りつつ、金融機関からの資金調達を増やしている。<図Ⅲ-7>の個人部門の資産ポートフォリオをみると、民間企業への資金供給は減りつつ、その他金融機関と保険及び年金機関への供給は増えている。1980 年代に入っては物価が安定された上、貯蓄手段が多様化されたことで、個人部門も預金銀行より金利の高い第 2 金融圏の金融資産を持つようになった。

<図Ⅲ-6>個人部門の負債ポートフォリオ(金融資産超過除去)



<図Ⅲ-7>個人部門の資産ポートフォリオ

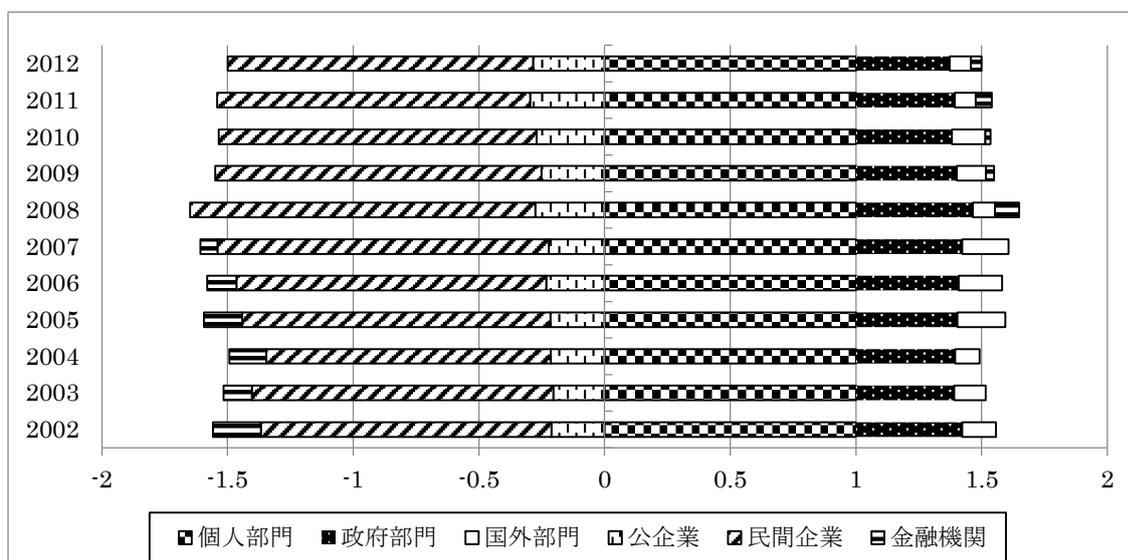


1-2. 93SNA ベースの資金循環勘定分析

1) 負債表(R表)と資産表(E表)の分析

韓国の93SNAベースの資金循環勘定の制度部門別の資金過不足推移をみると、企業部門が最大の資金不足部門であり、個人部門は最大の資金余剰部門である。〈図Ⅲ-8〉は〈図Ⅲ-1〉と同様に全ての制度部門の金融資産負債差額を、個人部門の金融資産負債差額を1として基準化してあらわした図である。この図で0を基準に右側に位置する制度部門は資金余剰部門、左側に位置する制度部門は資金不足部門である。〈図Ⅲ-8〉で見ると韓国の投資状況は、企業部門の必要な資金を個人部門と政府部門、そして国外部門が調達しながら、バランスをとっている。

〈図Ⅲ-8〉各制度部門の金融資産負債差額(個人部門基準)



〈表Ⅲ-15〉各制度部門の金融資産負債差額

(単位：10億ウォン, %)

年度	金融機関	政府部門	公企業	民間企業	個人部門	国外部門
2002	-104917.6	232757.3	-116617.5	-635570.1	550253.6	74094.3
	-12.2%	27.2%	-13.6%	-74.2%	64.2%	8.6%
2003	-68934.0	238215.7	-124718.7	-731878.4	610706.7	76608.7
	-7.4%	25.7%	-13.5%	-79.1%	66.0%	8.3%
2004	-97262.1	261224.3	-141553.3	-749849.5	662482.3	64958.3
	-9.8%	26.4%	-14.3%	-75.8%	67.0%	6.6%
2005	-116840.3	309867.0	-165295.1	-943008.0	768736.4	146540.0
	-9.5%	25.3%	-13.5%	-77.0%	62.7%	12.0%

2006	-95324.3	334066.6	-189604.5	-1008103.0	817693.0	141272.1
	-7.4%	25.8%	-14.7%	-78.0%	63.2%	10.9%
2007	-62741.9	392311.3	-205579.9	-1225217.9	929126.2	172101.9
	-4.2%	26.3%	-13.8%	-82.0%	62.2%	11.5%
2008	80007.2	386518.3	-229354.2	-1143011.0	832287.1	73552.6
	5.8%	28.2%	-16.7%	-83.3%	60.6%	5.4%
2009	32788.3	415115.2	-260585.2	-1343071.0	1035432.8	120276.2
	2.0%	25.9%	-16.2%	-83.8%	64.6%	7.5%
2010	23903.4	446438.5	-317148.7	-1480769.9	1171279.5	156297.2
	1.3%	24.8%	-17.6%	-82.4%	65.1%	8.7%
2011	76677.1	470689.9	-355006.4	-1488731.3	1196648.5	99722.3
	4.2%	25.5%	-19.3%	-80.7%	64.9%	5.4%
2012	55876.3	494901.2	-377859.7	-1611556.7	1326626.9	112012.0
	2.8%	24.9%	-19.0%	-81.0%	66.7%	5.6%

まず投資超過主体としては、＜表Ⅲ-15＞の2002年を例としてあげると金融機関、公企業、民間企業があつて、それぞれの負債超過額は金融機関104兆9176億ウォン、公企業116兆6175億ウォン、民間企業633兆5701億ウォンである。貯蓄超過主体としては、個人部門、政府部門、そして国外部門があつて、2002年のそれぞれの金融資産超過額は、政府部門233兆7573億ウォン、個人部門550兆2536億ウォン、国外部門74兆943億ウォンである。

＜表Ⅲ-16＞個人部門が企業部門の不足資金を保全する比率（個人余剰資金/企業不足資金）

年度	民間企業	全企業
2002	-86.6%	-73.2%
2003	-83.4%	-71.3%
2004	-88.3%	-74.3%
2005	-81.5%	-69.4%
2006	-81.1%	-68.3%
2007	-75.8%	-64.9%
2008	-72.8%	-60.6%
2009	-77.1%	-64.6%
2010	-79.1%	-65.1%
2011	-80.4%	-64.9%
2012	-82.3%	-66.7%

＜表Ⅲ-16＞の個人部門が全企業部門（公企業と民間企業の合計額）の不足資金を保全する比率（個人余剰資金/企業不足資金）をみると、2002年の-73.2%からリーマンショックによる金融危機が起きた直後の2008年は-60.6%まで減って、その後は徐々に増え2012年は-66.7%に至った。これを民間企業だけの資金保全比率をみると2002年の-86.6%から2008年の-72.8%に減り、その後は2012年の-82.3%まで増えた。

つまり、企業部門の投資は旺盛になって行くが、資金余剰の中で個人部門の資金余剰が占める比率は2002年の64.2%から2012年の66.7%に減った。家計貸出の増加などで個人部門の貯蓄が減った部分を国外部門から調達してくる様子で、金融危機以降の2008年からは金融機関が資金不足部門から資金余剰部門に変わった。国外部門の金融資産負債差額は、特に2004年は64兆9583億ウォンから、2005年は2倍以上の146兆5400億ウォンに増えている。この現象についてR表とE表の変化から観察してみると、国外部門の資産の項目の中では特に株式が、2004年に163兆2675億ウォン(39.9%)から2005年に252兆7186億ウォン(48.6%)に増えたことに基づく。

次は各制度部門の資金調達と資金運用の内訳を見てみよう。最大の投資超過主体である民間企業の資金調達の2002年の内訳を＜表Ⅲ-17＞から見ると、株式が28.1%、預金取扱機関貸出金が23.6%、会社債が11.8%、商取引信用が11.5%となっている。＜表Ⅲ-18＞の公企業は出資持分が20.5%、会社債が18.1%、株式が17.5%になっている。最大の貯蓄超過主体である個人部門の資金運用の内訳を＜表Ⅲ-20＞から見ると、長期貯蓄性預金が31.1%、保険及び年金が21.4%、決済及び短期貯蓄性預金が16.7%、株式が12.6%である。それに次ぐ＜表Ⅲ-19＞の政府部門は、政府融資が26.0%、出資持分が12.3%になっている。＜表Ⅲ-21＞の国外部門は株式が28.2%、直接投資が23.3%、海外債券が14.6%に資金を運用している。

2002年から2012年までの11年間の主要部門の資金調達・運用の内訳の変化を観察してみよう。まず、民間企業の場合は金融危機の前までは株式の割合が大きくなって、2002年の28.1%から2007年には47.0%に達している。金融危機の直後の2008年は株式からの資金調達が33.9%に急落して、代わりに預金取扱機関貸出金が増えたが、その翌年からは再び株式が40%を超えている。

公企業の場合は株式や出資持分の割合が大きくなるが2007年からは減る傾向で、逆に会社債は2008年から急増し2010年からは約30%に至る。最後に政府融資は大きくなり、公的金融貸出金は縮小して行く。

＜表Ⅲ-19＞の政府部門の資金運用は国債が2002年の3.6%から2008年に12.1%まで延びる成果を見せたが、その後は10%に若干減った。＜表Ⅲ-20＞の個人部門の資金運用は、2007年までは株式と収益債券が拡大する一方、預金は縮小している。金融危機の直後の2008年は株式や収益債券の比重が落ちる代わりに、長期貯蓄性預金や保険及び年金への資金運用が拡大した。＜表Ⅲ-21

>の国外部門の資金運用は、国債、金融債は増えて直接投資は減る傾向がある。金融危機の直後の2008年だけは株式が41.2%から22.8%の半分に急落し、その分は海外債券やその他対外債権が増えた。

<表Ⅲ-17>民間企業の主要資金調達(R表から)

年度	会社債	預金取扱機関貸出金	株式	商取引信用
2002	11.8%	23.6%	28.1%	11.5%
2003	10.0%	23.4%	33.8%	10.6%
2004	9.7%	22.9%	36.1%	10.9%
2005	8.2%	20.3%	43.5%	9.9%
2006	8.1%	21.1%	43.4%	9.2%
2007	6.0%	21.4%	47.0%	7.9%
2008	6.5%	27.3%	33.9%	8.8%
2009	6.9%	24.1%	41.4%	8.6%
2010	6.4%	21.9%	45.7%	8.5%
2011	6.8%	22.8%	43.7%	8.3%
2012	7.1%	21.1%	45.0%	8.1%

<表Ⅲ-18>公企業の主要資金調達(R表から)

年度	会社債	政府融資	公的金融貸出金	株式	出資持分
2002	17.5%	4.3%	10.7%	18.1%	20.5%
2003	16.3%	4.5%	10.0%	19.5%	20.9%
2004	16.5%	4.8%	10.2%	19.8%	22.7%
2005	15.4%	5.2%	8.4%	20.7%	26.0%
2006	16.9%	5.8%	6.9%	18.9%	25.6%
2007	17.6%	6.3%	5.7%	17.7%	26.2%
2008	22.4%	5.9%	5.5%	13.9%	24.7%
2009	27.3%	6.4%	4.6%	13.2%	23.4%
2010	30.4%	7.3%	4.5%	11.8%	23.0%
2011	30.3%	7.4%	3.5%	9.9%	22.3%
2012	30.7%	7.4%	3.0%	10.5%	21.7%

<表Ⅲ-19> 政府部門の主要資金運用 (E 表から)

年度	国債	金融債	政府融資	株式	出資持分
2002	3.6%	6.6%	26.0%	9.5%	12.3%
2003	6.4%	10.0%	23.0%	10.5%	12.9%
2004	9.7%	10.1%	27.3%	10.0%	13.2%
2005	11.4%	8.9%	29.8%	11.0%	14.6%
2006	11.9%	9.2%	31.5%	9.9%	14.4%
2007	10.3%	8.9%	30.0%	11.5%	13.9%
2008	12.1%	6.8%	30.1%	9.8%	14.3%
2009	11.7%	5.8%	29.1%	10.9%	14.7%
2010	10.3%	4.8%	28.8%	12.9%	14.1%
2011	10.9%	4.2%	28.7%	12.7%	14.1%
2012	10.1%	3.4%	28.6%	13.4%	13.6%

<表Ⅲ-20> 個人部門の主要資金運用 (E 表から)

年度	決済及び短期 貯蓄性預金	長期貯蓄性 預金	保険及び年金	収益債券	株式
2002	16.7%	31.1%	21.4%	4.9%	12.6%
2003	15.6%	31.3%	21.6%	3.7%	14.8%
2004	13.7%	31.1%	22.6%	5.2%	14.9%
2005	12.9%	28.4%	21.7%	5.8%	18.8%
2006	12.2%	27.7%	22.5%	7.2%	17.5%
2007	9.5%	25.2%	22.7%	9.7%	20.1%
2008	9.1%	29.1%	25.0%	7.2%	14.7%
2009	10.5%	26.8%	24.3%	6.7%	17.4%
2010	11.0%	27.1%	24.4%	4.7%	18.8%
2011	10.9%	27.9%	25.6%	3.7%	16.8%
2012	10.7%	26.6%	27.4%	3.5%	15.9%

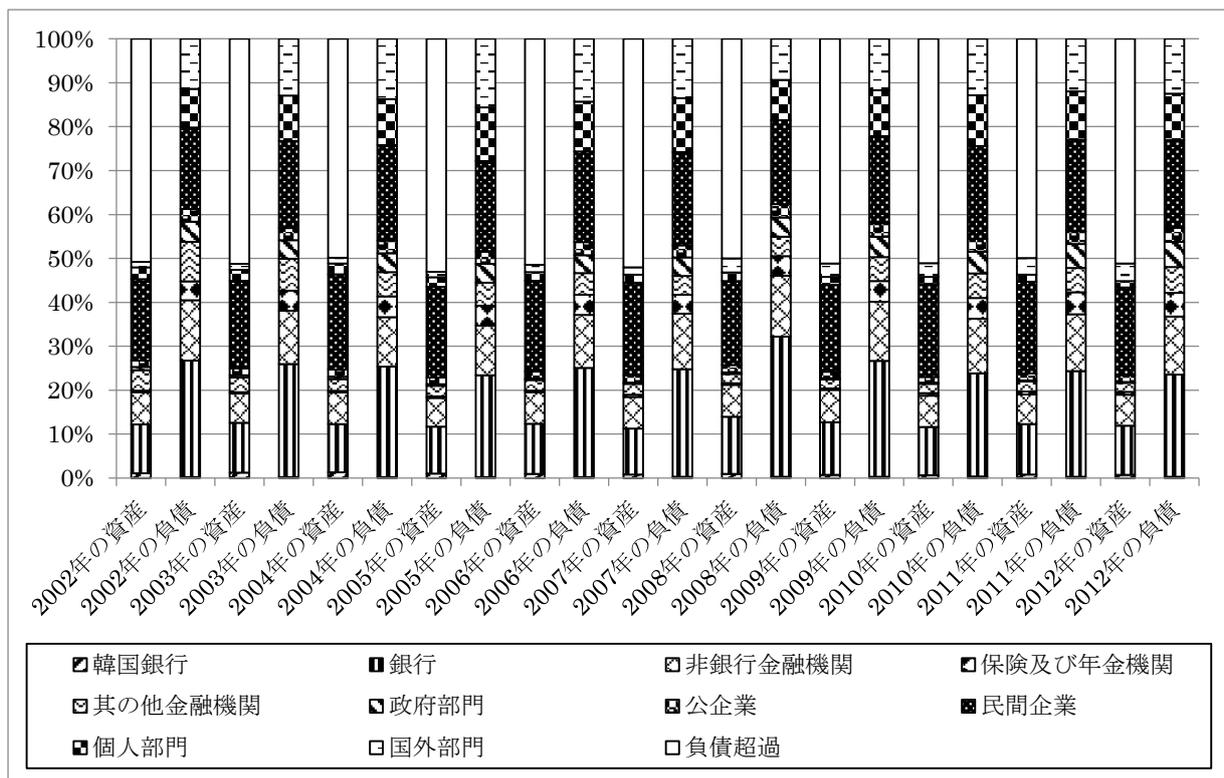
<表Ⅲ-21> 国外部門の主要資金運用 (E 表から)

年度	海外債券	株式	直接投資	その他対外債権	国債	金融債
2002	14.6%	28.2%	23.3%	29.4%	0.1%	0.2%
2003	14.1%	36.3%	20.5%	24.6%	0.1%	0.3%
2004	12.7%	39.9%	22.4%	20.4%	0.3%	0.3%
2005	11.1%	48.6%	20.5%	15.5%	0.3%	0.2%

2006	11.2%	44.8%	18.8%	18.2%	0.7%	0.3%
2007	12.1%	41.2%	15.7%	18.3%	3.5%	1.8%
2008	17.5%	22.8%	17.3%	24.8%	3.2%	2.5%
2009	14.1%	32.7%	16.3%	19.7%	3.5%	3.6%
2010	13.2%	38.5%	15.5%	17.0%	5.1%	2.7%
2011	14.6%	34.0%	16.3%	17.8%	6.2%	2.2%
2012	14.1%	38.7%	15.5%	14.3%	5.7%	3.3%

今度は民間企業と個人部門のY表からのポートフォリオ構成の変化を観察してみよう。〈図III-9〉の民間企業の資産・負債ポートフォリオをみると、まず負債超過(資産側の差額)は11年に掛けて50%前後で大きな変化は無い。

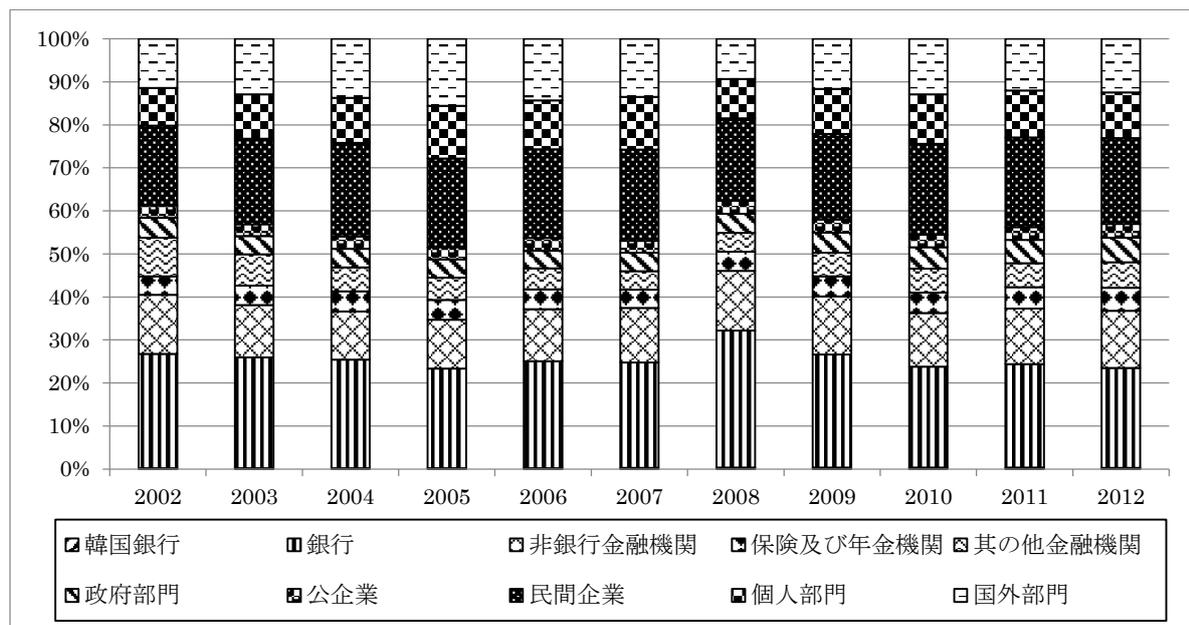
〈図III-9〉民間企業の資産・負債ポートフォリオ(負債超過包含)



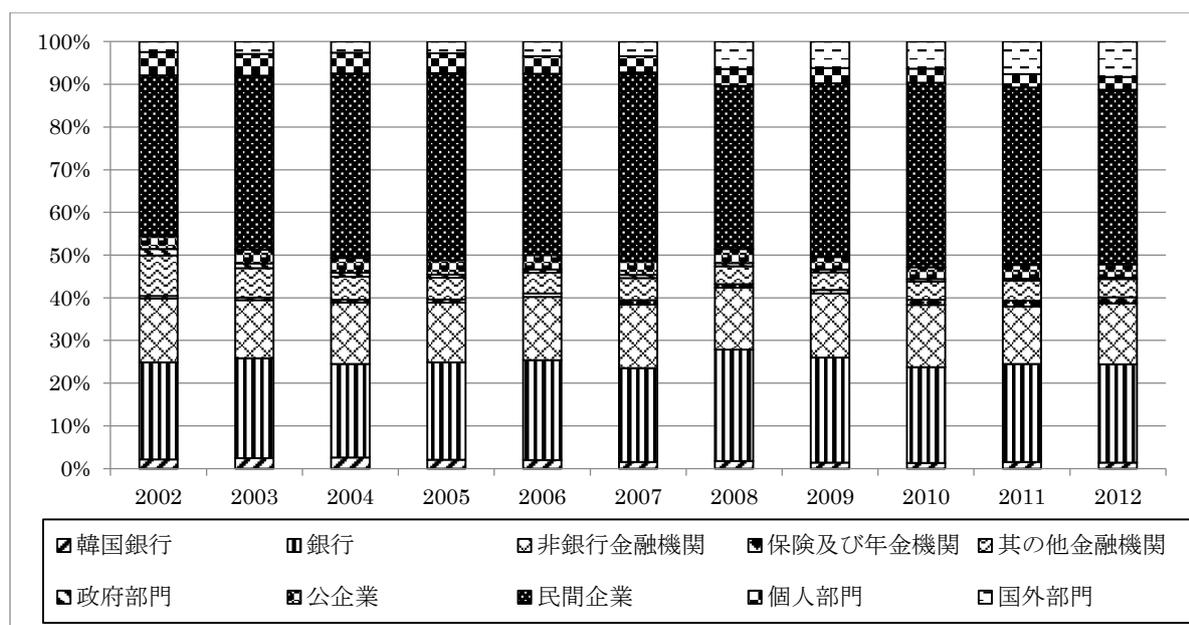
〈図III-10〉で2002年の負債は銀行から26.5%、民間企業から18.5%、非銀行金融機関から13.7%、国外部門から11.4%、個人部門から8.8%で構成されている。負債側の11年間の流れをみると、銀行からの資金調達に20%代で動いているが、2008年だけが30%を超えている。これは金融危機の影響で、その直後の2008年は銀行以外の制度部門からの資金調達に困難があり、銀行

からの資金調達が増えたことに起因する。このことに関しては、上述した<表Ⅲ-17>の民間企業の主要資金調達でも、2008年だけが預金取扱機関貸出金の比重が増えたことが観察された。個人部門からの資金調達は2002年の8.8%から2007年に12.3%に増え2008年には9.2%に減った。民間企業からは2002年の18.5%から2007年に21.2%に拡大され、その翌年19.1%に下がった。国外部門は2002年の11.4%から2005年に15.6%まで増えたが、2008年に9.3に減少した。

<図Ⅲ-10> 民間企業の負債ポートフォリオ



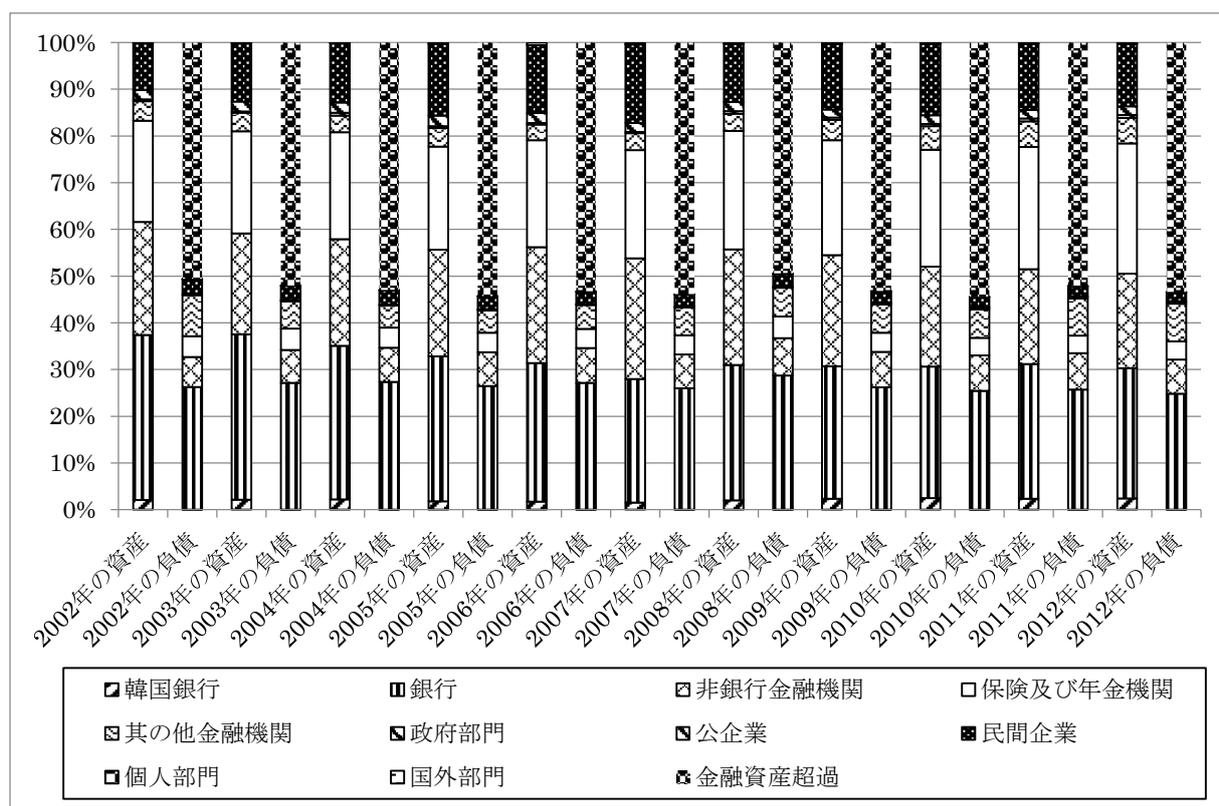
<図Ⅲ-11> 民間企業の資産ポートフォリオ(負債超過除去)



＜図Ⅲ-11＞2002年の民間企業の資産ポートフォリオは民間企業 37.7%，銀行 22.7%，非銀行金融機関 15.0%の順番になっている。資産側の特徴は，その他金融機関への資金運用は減り，国外部門への運用は2008年から増える傾向があると言えよう。そして2008年だけ大きな変化が見えた資産運用先は，銀行への資産運用が大きくなった一方，民間企業への投資が小さくなったことである。他には，個人部門への資金運用は2002年の5.4%から減る傾向で2012年には3.0%に，政府部門への運用も同じく2002年の1.4%から2012年には0.4%に，その他金融機関への投資は2002年の9.5%から2012年には4.2%に縮小した。

個人部門のポートフォリオは，＜図Ⅲ-12＞から見ると金融資産超過は50%前後で形成される。＜図Ⅲ-13＞で2002年の負債は銀行からが53.1%，その他金融機関が17.9%，非銀行金融機関が13.0%の順番になっている。銀行からの資金調達は2012年まで50代，非銀行金融機関からの資金調達は10%代を維持している。一方，その他金融機関は2002年の17.9%から2004年に10.0%に落ちて，その後からは徐々に上がって行く。

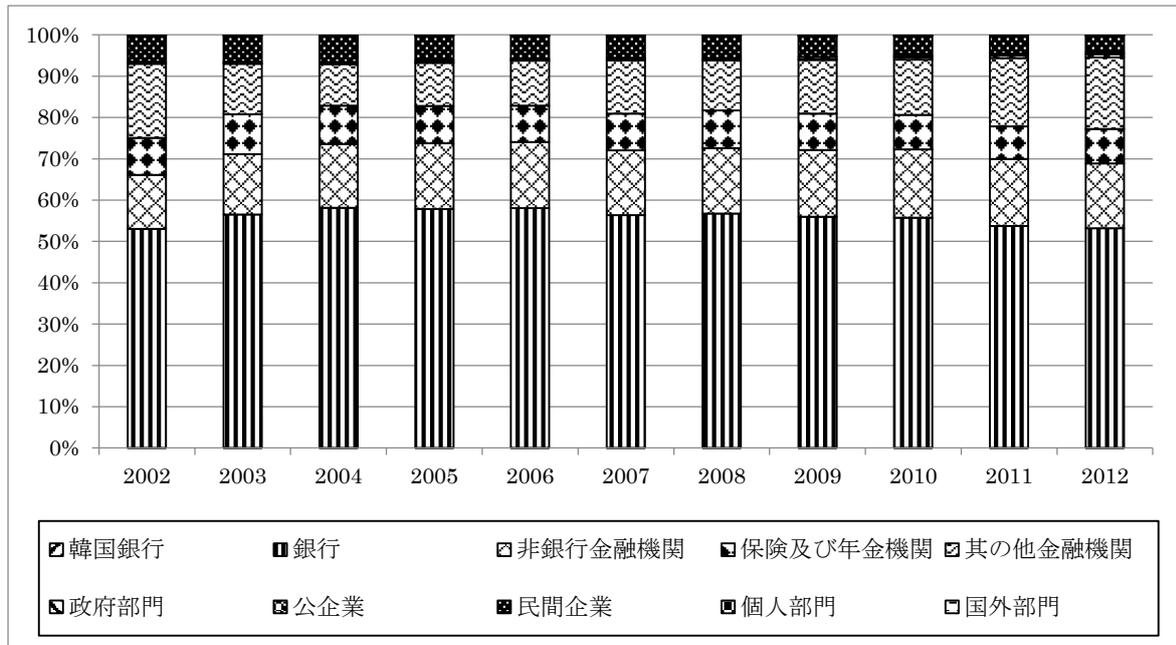
＜図Ⅲ-12＞個人部門の資産・負債ポートフォリオ(金融資産超過包含)



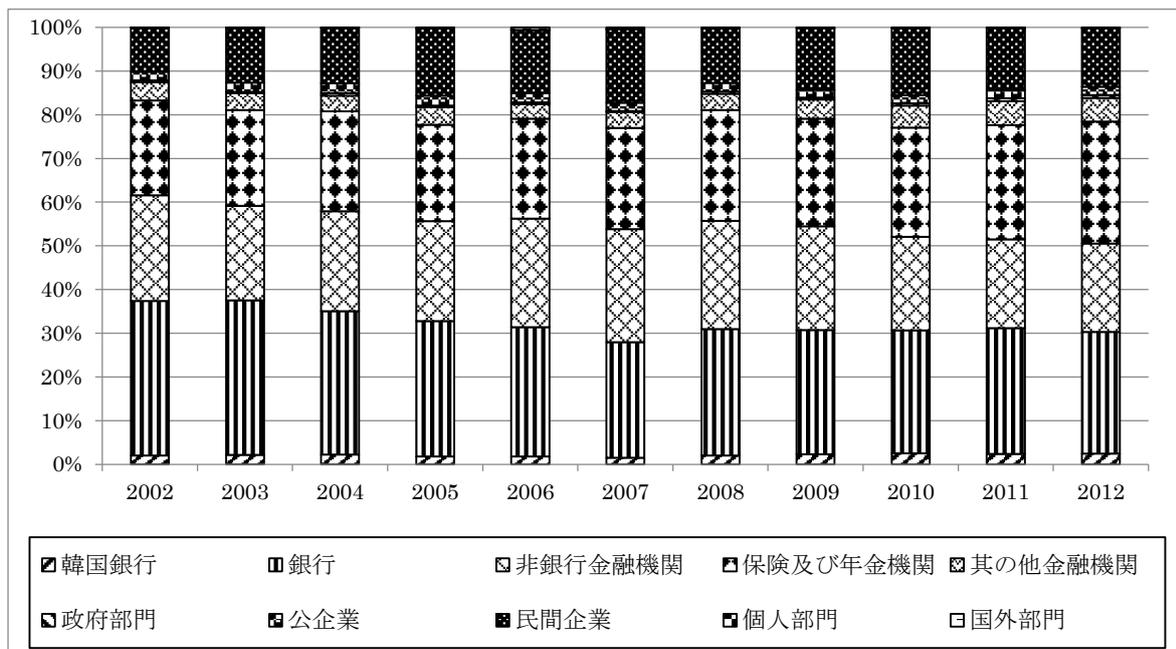
＜図Ⅲ-14＞で2002年の資産の構成は，銀行に35.4%，非銀行金融機関が24.2%，保険及び年金機関が21.7%，民間企業が10.1%となっている。比率の変化を見ると，銀行への資金運用は減

る一方、保険及び年金機関への運用は増えて行く。民間企業への投資は2010年までは大体増える傾向であるが、リーマンショックによる金融危機直後の2008年だけは前年度の16.8%から12.4%に落ちて、代わりに銀行や保険及び年金機関への資金運用が若干増えている。

<図Ⅲ-13>個人部門の負債ポートフォリオ(金融資産超過除去)



<図Ⅲ-14>個人部門の資産ポートフォリオ



2) 負債・資産影響力係数の分析

韓国(2002年)の場合、<図Ⅲ-15>で国内一般銀行、民間企業、個人部門、国外部門は第Ⅰ象限、政府部門は第Ⅱ象限、<図Ⅲ-16>で韓国銀行、年金機関、公企業は第Ⅲ象限に位置している。<図Ⅲ-17>と<図Ⅲ-18>の2007年の韓国の影響力係数も2002年と同じ象限で、どの制度部門も象限の移動はあられない。一方、一般的な制度部門の位置付けを参考するために、日本(2000年)の各制度部門の位置付けを<図Ⅲ-19>に掲載した。日本の場合、国内銀行は第Ⅰ象限、家計は第Ⅱ象限、日本銀行、中央政府、公企業、民間企業、国外部門は第Ⅳ象限に位置している。

韓国の個人部門は家計、小規模個人企業、民間非営利団体で構成されているが、個人部門が第Ⅰ象限に位置していることは、個人部門の負債1単位、もしくは資産1単位が増えた場合、他の制度部門に与える影響が大きいということを意味する。特に家計は通常貯蓄超過部門であり、預金などを保有して、他の制度部門に及ばず影響が大きいことが本来の機能である。資産に比べると当然負債が小さいため、通常家計の負債影響力は小さいが、負債影響が大きい面は韓国経済の特徴だと言えよう。特に、2002年頃から韓国の家計貸出が急増し、社会的な問題になったことがある。これに比べて、日本の家計は第Ⅱ象限に位置して、負債側の影響は小さいと言えよう。

韓国の個人部門のポートフォリオをY表からみると、2002年の場合、個人部門の資金は1085兆1033億ウォンのうち、負債側は52%の金融資産超過を含めて、19%が国内一般銀行、7%が特殊銀行、6%が信託からとなっている。資産側をみると、27.1%が国内一般銀行、17.4%が生命保険、12.5%が庶民金融、10.4%が民間企業となっている。資産側で、国内一般銀行への資金運用はだんだんその割合が減りつつ、2002年の27.1%から、2007年には19.6%に落ちる。代わりに、民間企業への資金運用は増えて、2002年の10.4%から、2007年には16.7%に増えた。E表からみると、長期性貯蓄預金は2002年の31.2%から2007年の25.0%に、決済及び短期貯蓄預金は2002年の16.6%から2007年の10.1%年に減った一方、株式は2002年の12.8%から2007年の20.0%年に、収益証券は2002年の4.9%から2007年の9.8%年に増えた。R表をみると、負債側の項目は与信専門機関からの貸出金が2002年の5.2%から2007年の2.4%に減少したこと以外に、大きな変化は見付からない。

民間企業の場合、韓国は第Ⅰ象限に位置し、資産側を見ると影響力係数は個人部門よりは小さいものの、企業が資産運用に励んでいると言えよう。これに対して、日本の民間企業は第Ⅳ象限に位置して、資産運用はあまり盛んでいないことと読める。韓国の政府部門と国外部門も第Ⅰ象限に位置し、負債側も資産側も影響力が大きい、日本の中央政府と国外部門は民間企業と同じく第Ⅳ象限に位置して、資産運用の影響力は小さいと言える。

韓国の民間企業のポートフォリオをY表(<図Ⅲ-9>)からみると、2002年の資産の構成は民間企業18.7%、銀行11.1%、非銀行金融機関7.3%、政府部門0.70%の順番になっている。2002年

の負債は銀行 26.2%，民間企業 18.7%，非銀行金融機関 13.6%，国外部門 12.0%，個人部門 8.9%で構成されている。資産側の特徴は、個人部門への投資は 2002 年の 2.5%から減り続き、2007 年には 1.7%に、政府部門への投資は 2002 年の 0.7%から 2007 年には 0.3%に、その他金融機関への投資は 2002 年の 4.5%から 2007 年には 2.2%に縮小したことである。負債側をみると、個人部門からの資金調達 は 2002 年の 8.9%から 2007 年に 12.2%に増え、2006 年には 11.2%少し減った。民間企業からは 2002 年の 18.7%から 2004 年に 21.8%に拡大され、その翌年 20.7%に下がった。国外部門は 2002 年の 12.0%から、2005 年に 16.6%まで増え、その翌年に 15.4%に減少した。民間企業の資金調達で一番大きい項目は株式で、2002 年の 26.1%から 2007 年には 46.2%まで増えた。次は預金取扱機関貸出金で、2002 年の 23.2%から 2007 年には 20.8%に比率が減った。商取引信用は 2002 年の 12.1%から 2007 年には 9.5%に、会社債は 2002 年の 11.9%から 2007 年には 5.6%に減少した。一方、民間企業の資金運用は商取引信用が一番大きくて、2002 年の 13.9%から 2007 年には 9.4%に減少し、株式は 2002 年の 6.8%から 2007 年には 13.3%に拡大した。そして、負債超過(金融資産負債差額)が約 50%である。2003 年に会社債は企業の資金需要不振、安全資産選好などで発行が減った。2005 年は景気回復で企業資金需要が増えた上、金利上昇期待で会社債市場は前年の純償還から純発行に変わったが、2006 年、2007 年に会社債市場の取引規模は縮小しつつある。経常収支は黒字で、2004 年までは黒字が拡大したが、2005 年からは黒字拡大規模が減少した。黒字で企業の受益が改善して、資金需要は縮小した。

韓国の公企業は第Ⅲ象限に位置し、負債影響力と資産影響力が小さいが、日本の公的企業は民間企業と同じく 第Ⅳ象限に位置して負債影響力が大きい。韓国の公企業は出資持分が 21.4%，会社債が 18.3%，株式が 15.5%になっていて、株式の割合が少々増加、会社債の割合は少々減少の傾向である。

民間企業と公企業の資金調達の様子をみると、株式が増えて、代わりに会社債が減っていることが見える。つまり、間接金融から直接金融中心の方に向かって発展して行くことを示す。Cole・朴(1984)によると、韓国の企業は歴史的に間接金融市場を通じた資金調達を中心に発展して来て、特に 1970 年代の開発政府の時期は低金利政策と公的資金支援に基づいて、企業は利子負担の安い貸出金に依存して来た。これは、企業の資金調達構造で自己資本の比率を下げ、負債の比率を高める大きな原因になっていたが、韓国の金融市場でまだ証券市場が発達していなかったため、金融仲介機関からの資金調達が中心になりざるを得なかった。当時の金融仲介機関は、政府の経済開発政策の窓口の役割を担当して、企業に必要資金を調達してきた。しかし、経済の発展とともに、証券市場などを通じた直接金融を必要とする世論が高まって、韓国では 1980 年代から金融自由化政策を徐々に導入するとともに、直接金融市場を発展させた。民間企業の場合、2002 年は

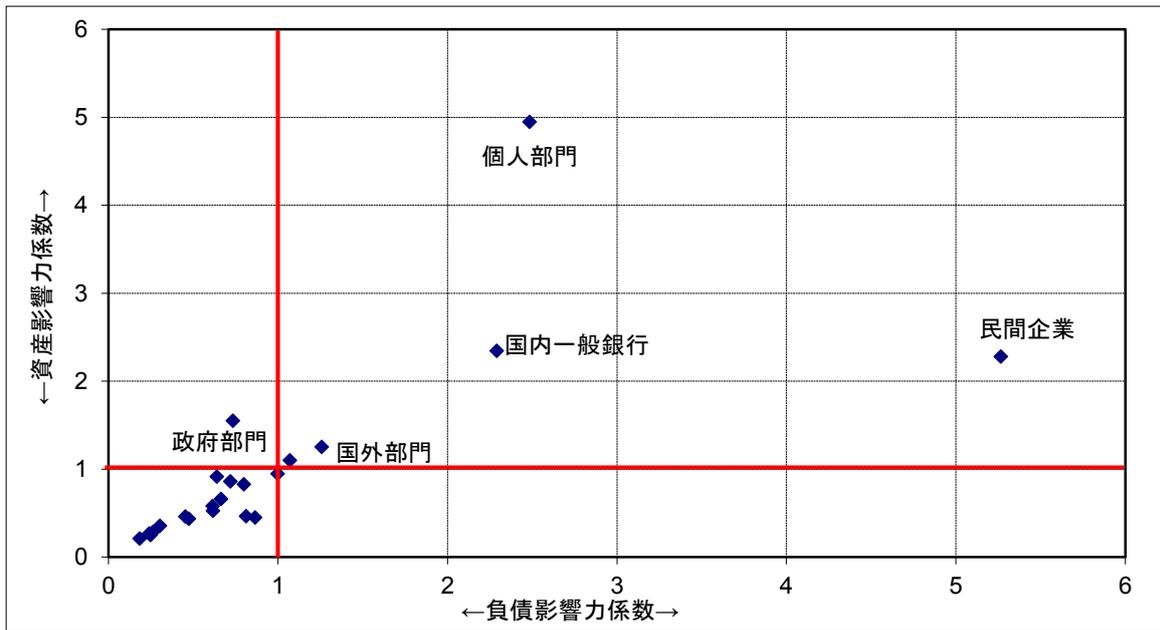
預金取扱機関の貸出金と株式の割合が両方とも 20%代であるが、2005 年になつたらすでに株式の割合は 40%を超えている。これは、韓国の企業資金調達の変遷を良く見せる一例である。

金融機関の場合、韓国の国内一般銀行と日本の国内銀行の両方とも第Ⅰ象限に位置し、銀行の負債と資産の影響力は大きい。しかし中央銀行をみると、韓国銀行は第Ⅲ象限、日本銀行は第Ⅳ象限に位置している。つまり、日本銀行の場合は資産の変化が他の制度部門に与える影響力が大きい、韓国銀行は負債側も資産側もその影響力が小さいと解釈される。これは政策当局の金融政策の効果が比較的に小さいことを示す。韓国銀行は通貨安定証券という手段を通じて国外部門で増減した資金を調節するが、この通貨安定証券を利用して金融政策を行っていることは韓国銀行の特徴である。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、公開市場政策は 1961 年 11 月から通貨安定証券が発行されることによって始まった²⁶。1969 年 2 月からは銀行を相手に国公債の売買操作が可能になり、1977 年からは売買対象を第 2 金融圏に拡大した。1986 年以後、経常収支が黒字転換されて国外部門で増発された通貨を吸収するため、公開市場操作が本格的になり、1990 年代に入つては、市場原理に基づいた公開市場操作の定着のため、競争入札方式の導入し、市場実勢金利による公開市場操作の基盤を整えた。1997 年からは韓国銀行金融決済網(BOK-Wire)を通じた電子入札方式を実施して、市場メカニズムを通じた公開市場操作政策の運用体制を定着させた。公開市場操作の課題は金融通貨委員会で決定したコール・レート目標を維持するために、銀行の支払準備金の水準を調節することである。コール市場は韓国銀行が公開市場操作を通じて最も直接的に影響を与えることが可能な市場である。韓国銀行は様々な源泉から発生する支払準備金の供給を予想して、支払準備金の需要と比較し、支払準備金の過不足を産出して、公開市場操作の規模を決定する。支払準備金の不足が予想される場合は流動性を供給して、余る場合は流動性を吸収する方向で政策をたてる。この公開市場操作は、通貨安定証券の発行と証券売買で行われる。通貨安定証券は韓国銀行が発行する債務証書で、国公債が足りなかった時期から主な手段として使われてきて、満期が普通 2 年物で比較的長く、満期前還買しないため、政策効果が持続する。取引対象は預金銀行を含む 30 個の金融機関である。

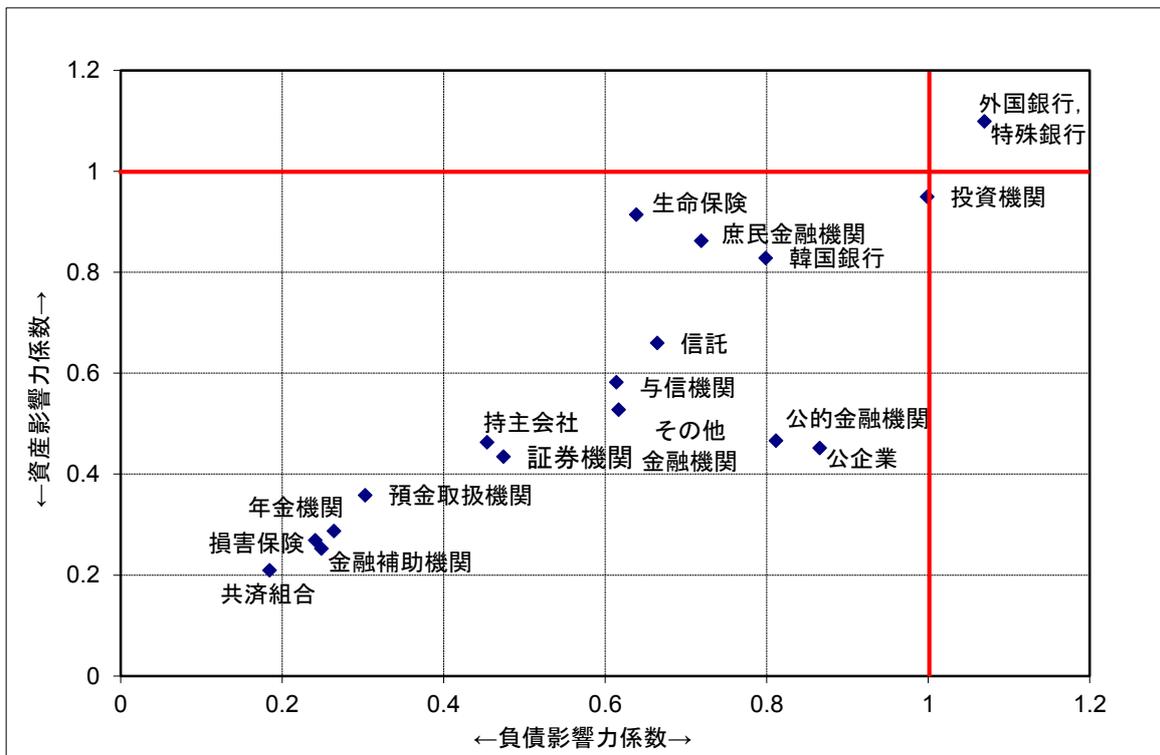
中央銀行以外の金融機関をみると、韓国の場合、国内一般銀行、外国銀行国内支店・銀行系持主会社を除く全ての金融機関が第Ⅲ象限に位置していて、負債側も資産側もその影響力が小さい。金融機関の本来の機能は、資金を調達して配分するという資金仲介機関の機能を担当しているが、第Ⅲ象限に位置していることは、つまり大体の韓国の金融機関は積極的な成果を果たしてないとも言えよう。

²⁶ 通貨安定証券に関しては韓国銀行経済統計局(2012)の付録(pp. 295-299)を要約して引用、他にも崔(1995)などを参考した。

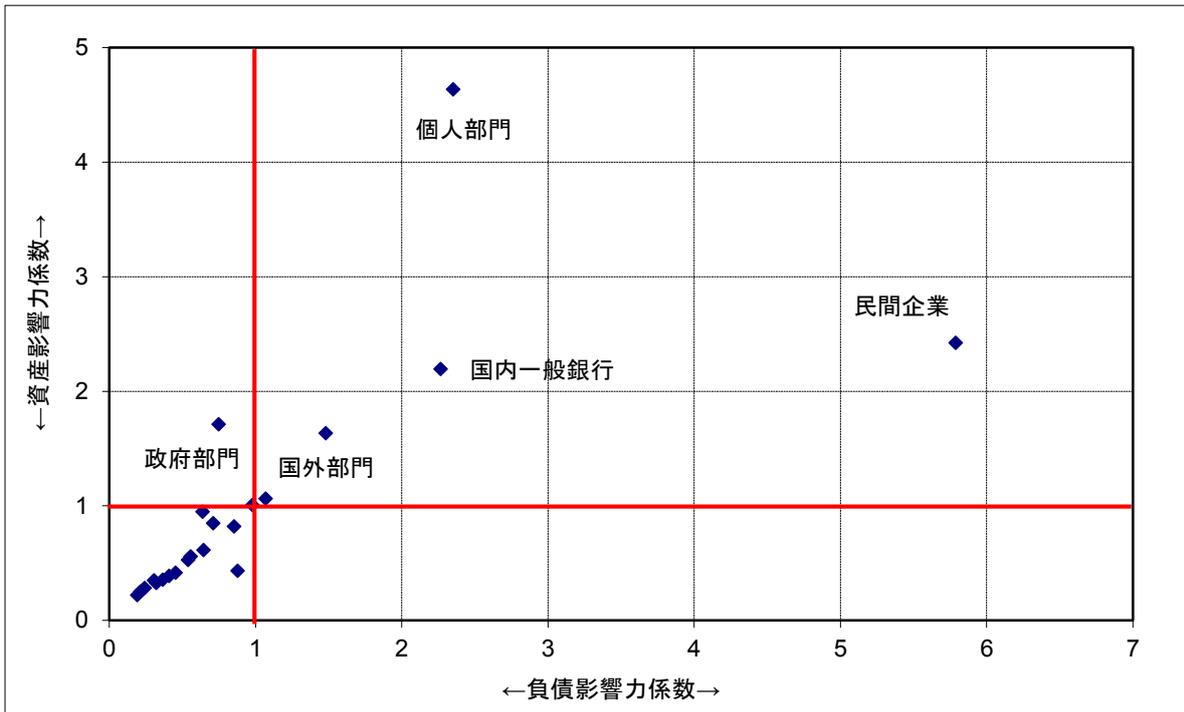
＜図Ⅲ-15＞2002年の韓国の負債影響力係数と資産負債影響力係数



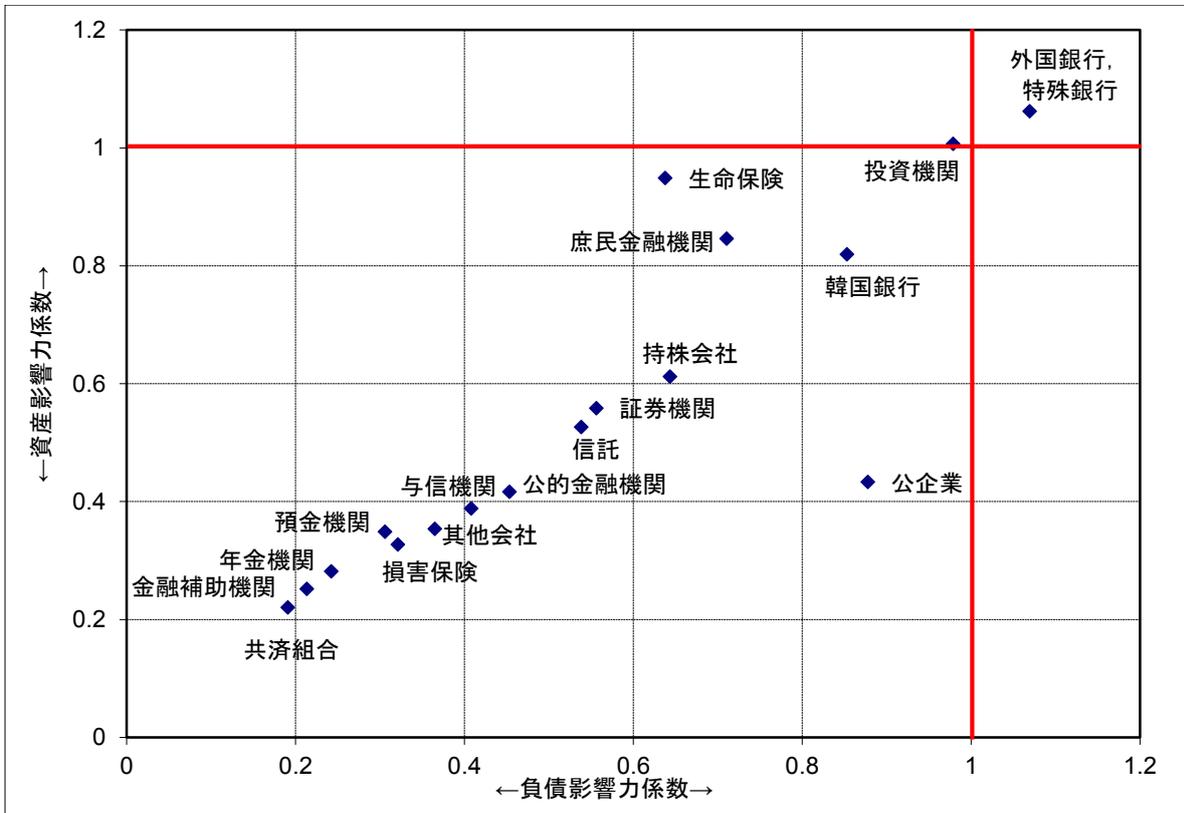
＜図Ⅲ-16＞2002年の韓国の負債影響力係数と資産負債影響力係数(第Ⅲ象限の拡大図)



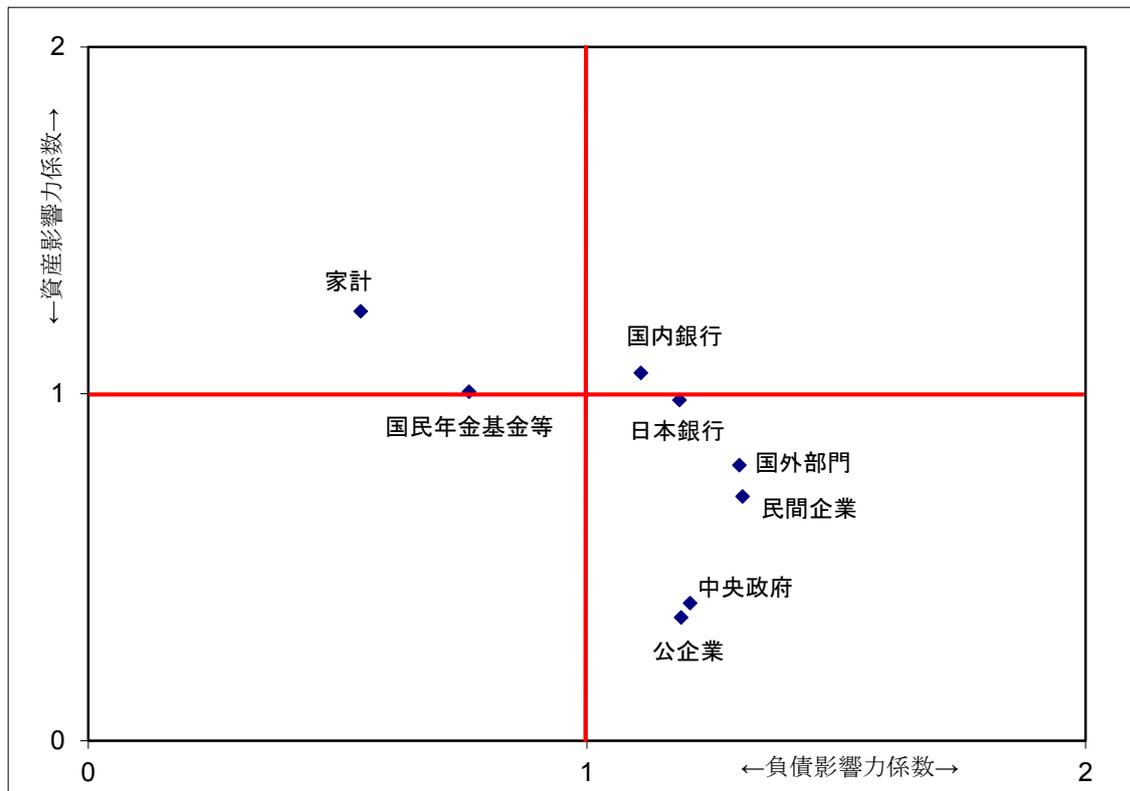
<図III-17> 2007年の韓国の負債影響力係数と資産負債影響力係数



<図III-18> 2007年の韓国の負債影響力係数と資産負債影響力係数(第III象限の拡大図)



＜図Ⅲ-19＞2000年の日本の負債影響力係数と資産負債影響力係数



韓国と日本の負債影響力係数と資産影響力係数の比較分析に関しては、ここで一例として載せた＜図Ⅲ-19＞の日本の影響力係数は、＜図Ⅲ-15＞から＜図Ⅲ-18＞の影響力係数を導出した韓国の資金循環表の制度部門の数やその包括範囲に合わせていないため、直接的に比較するには難点がある。両国の本格的な比較分析は第Ⅳ章で試みるが、第Ⅳ章の第1節では制度部門を再構成した93SNAベースの資金循環表の比較分析を行い、第Ⅳ章の第2節ではの30年以上にわたった長期時系列データを用いて両国の影響力係数の比較分析を予定している。

第2節. 制度部門の細分割による韓国の資金循環勘定の分析

2-1. 1985年度資金循環勘定の制度部門の細分割

韓国の資金循環勘定は93SNAベースの勘定と68SNAベースの勘定の2つに分かれていて、いずれも年度別と四半期別のデータがある。<表III-22>にあらわれるように93SNAベースの勘定の場合には各制度部門が詳細に分類されているが、2002年からの資料しか手にはいらぬため、長期間に至るの分析には使えない。68SNAベースの勘定の場合には約30年間の資料が入手されるが、制度部門の数が少なく、韓国銀行のホームページで公開されている資料はわずか5つの制度部門しかない。韓国銀行に依頼して入手したデータは9つの制度部門で構成されている。93SNAベースの資金循環勘定に比べたら、68SNAベースの資金循環勘定は金融機関が詳細に分割されていない。もし長期間に至る資金循環分析を試みようとしたら、より正確な分析のために金融機関を詳細に分割する必要がある。本節ではまず1985年の資料を用いて金融機関の細分割を試み、2000年度の資料との比較分析を行う。

<表III-22> 韓国の68SNAベースと93SNAベースの資金循環勘定の制度部門の比較

68SNA ベース	①預金銀行 ②保険及び年金機関 ③その他金融機関 →3つの金融機関で構成
93SNA ベース	①銀行：一般銀行，特殊銀行，(国外銀行国内支店+金融持主会社) ②非銀行：信託機関，庶民金融機関，投資機関，(輸出入銀行+郵便局貯蓄) ③保険及び年金機関：生命保険，損害保険，年金機関，(共済組合) ④その他金融機関：証券機関，与信専門機関，公的金融機関，(その他金融機関) ⑤金融補助機関 →最大16つの金融機関に分類が可能，()は小分類から細分類を引算することで得られる。
共通の制度部門	韓国銀行，政府部門，公企業，民間企業，個人部門，国外部門(6つの制度部門)

1) 利用資料と分割方法

本節では1985年の資料を用いて、預金銀行部門の中の一般銀行や特殊銀行を再び細分割する方法を試みる。<表III-23>のように一般銀行は市中銀行，地方銀行，そして国外銀行の国内支店で構成されている。一方、1985年当時の特殊銀行には韓国為替銀行(韓国外換銀行)，中小企業銀行，国民銀行，住宅銀行，農業協同組合，水産業協同組合，畜産協同組合などがはいつている。

ここでの分析には 1985 年の資金循環勘定は韓国銀行から提供された 9 個の制度部門に分かれたデータを利用するが、その中での預金銀行部門を、一般銀行の 3 個と特殊銀行の 7 個、合わせて 10 個の銀行に分割した。この作業の韓国銀行の発刊する経済統計年報の金融機関勘定の各銀行の貸借対照表や、各特殊銀行の年次報告書とその貸借対照表などを参考した。こういう作業を経て、18 個の制度部門で構成された資金循環表が作成された。

<表Ⅲ-23> 預金銀行の細分割

元表(資金循環表)	新表(各銀行の貸借対照表)	
預金銀行	一般銀行	市中銀行
		地方銀行
		国外銀行国内支店
	特殊銀行	中小企業銀行
		韓国為替銀行
		国民銀行
		韓国住宅銀行
		農業協同組合
		水産業協同組合
		畜産業協同組合

金融項目は、<表Ⅲ-24>の右側の列の銀行の貸借対照表の方に合わせて、いくつかの項目を統合した項目に入れ替えるか、新しい項目を追加するなどの方法で、資料上の情報を最大に利用した。例えば、貸借対照表からは、各々の一般銀行の国債、金融債、会社債の情報はあったものの、各特殊銀行は有価証券合計の情報だけが得られたので、債券や株式を統合した有価証券合計(出資持分や長期為替証券を除く)という新項目を入れた。貸出金の場合は、韓国銀行貸出金、預金銀行貸出金の情報はあったので、貸出金合計からこれらを引算した金額を政府融資とその他貸出金の合計として残した。その他項目には長期為替証券、直接投資、その他対外債権債務、その他金融資産負債などが含まれている。

一方、資金循環勘定の現金通貨の項目は、貸借対照表上の通貨、つまり現金(cash)勘定から他店券(checks and bills)と国庫手形(treasury checks)を外した銀行券及び銭貨の純現金(currency)が計上されている。銀行勘定の負債側の現金という項目は純現金、他店券、国庫手形に分かれているが、資金循環勘定の現金通貨はこの純現金である。現金通貨は、韓国銀行の通貨性負債であるが、預金銀行が保有する時は預金銀行の資産になるので、資金循環表上、預金銀行

が保有する現金通貨は金融部門の小部門の預金銀行部門にはあらわれるが、金融部門総計には相互取引で除去されるのである。細分割した資金循環表では、この相互取引を除去されていない状態に戻すため、他店券という項目を追加した。個別銀行の国庫手形の金額は0であったため、国庫手形項目は追加しなかった。

<表Ⅲ-24> 資金循環表と銀行の貸借対照表の金融商品項目

元表	新表	元表	新表
金	金	長期金融債	預金銀行貸出金
韓国銀行預受金	韓国銀行預受金	長期会社債	保険貸出金
現金通貨	現金通貨	長期収益証券	総合金融機関貸出金
要求払預金	他店券	長期外貨証券	与信前門機関貸出金
政府当座預金	要求払預金	株式	政府融資・其の他貸出金
貯蓄性預金	同業者間預金	韓国銀行貸出金	出資持分
譲渡性預金証書	政府当座預金	預金銀行貸出金	商取引信用
預金銀行表紙手形	貯蓄性預金	保険貸出金	為替保有額
非居住者預金	譲渡性預金証書	総合金融機関貸出金	其の他金融資産負債
還買条件附債券	預金銀行表紙手形	与信専門機関貸出金	
信託	非居住者預金	其の他貸出金	
総合金融会社預け金	還買条件附債券	政府融資	
其の他預金	信託	出資持分	
生命保険および年金	総合金融会社預け金	商取引信用	
短期国債	其の他預金	為替保有額	
短期金融債	生命保険および年金	直接投資	
短期企業手形	有価証券合計(出資持分と長期為替証券を除く)	其の他対外債権債務	
長期国債	韓国銀行貸出金	其の他金融資産負債	

そして預金の中で同業者、つまり各個別銀行間の預け金も、資金循環勘定の預金銀行という制度部門には相互取引で相殺されているので、新しい表では同業者間預金という項目を新設した。預金銀行の同業者間預金は負債側が 2391 億ウォン、資産側が 2186 億ウォンで合計がバランスしていないが、この差異は、同業者間預金の負債には銀行の受託会社勘定が預金銀行に預けた金額が含まれているが、同業者間預金の資産にはこの金額が含まれていないためである。銀行の受託会社勘定の預金銀行に預けた資産は、1968 年 SNA ベースの資金循環勘定ではその他金融機関に入るの、差額の 205 億ウォンはその他金融機関の同業者間預金の金額として入れた。

銀行の資本金の場合、市中銀行、地方銀行、国民銀行は負債の株式項目に計上することになるが、国民銀行を除く特殊銀行は出資持分として資本金が処理される。一方、外国銀行国内支店の資本金は負債項目の中で直接投資に入る。

大分の情報は韓国銀行が公表する資金循環勘定や経済統計年報から用いたので、資金循環勘定の預金銀行の金額と、各銀行の貸借対照表の金額の合計額は一致する。金額差がある項目、例えばその他という項目は金額が一致しなかったため、この場合は資金循環勘定を、各銀行勘定からの金額から得た比率で分配する方法を取った。ここで得られた資産表と負債表を用いて、金融項目間の取引金額表である X 表と制度部門間の取引金額表である Y 表を計算することが出来る。

<表Ⅲ-25>で1985年の金融負債資産総額をみると、制度部門の中で一番大きい部門は、その金額が104兆3627億ウォンで、全体で26.4%の比率を占めている生産を担当する民間企業である。その次は、貯蓄を担当する個人部門が62兆8851億ウォンで15.9%、国外部門は43兆8018億ウォンで11.1%、公企業が27兆346億ウォンで6.8%を占めている。

<表Ⅲ-25>1985年の制度部門別の金融負債資産総額 (単位：10億ウォン，%)

制度部門	韓国銀行	市中銀行	地方銀行	在外銀	中小企業企銀	韓国為替銀行	国民銀行	韓国住宅銀行	農協
金額	20504.6	28527.9	5504.0	5684.9	3951.7	8852.4	4501.0	2832.8	4868.4
比率	5.2%	7.2%	1.4%	1.4%	1.0%	2.2%	1.1%	0.7%	1.2%
制度部門	水協	畜協	保険年金機関	その他金融機関	政府部門	公企業	民間企業	個人部門	国外部門
金額	619.2	390.7	11199.9	41190.6	18880.4	27034.6	104362.7	62885.1	43801.8
比率	0.2%	0.1%	2.8%	10.4%	4.8%	6.8%	26.4%	15.9%	11.1%

金融機関の規模は、預金銀行に含まれる個別銀行を合計したら、65兆7329億ウォンとなり、その比重は16.6%を占め一番大きく、その後はその他金融機関、中央銀行である韓国銀行、保険及び年金機関の順番である。預金銀行の中では、一般銀行の中の市中銀行が一番大きくて28兆5279億ウォンで7.2%の比重である。特殊銀行の中では韓国為替銀行が8兆8524億ウォンで2.2%、その次は農業協同組合が4兆8684億ウォンで1.2%と続いている。

<表Ⅲ-26>の1985年の金融資産負債差額で、負の符号が付いている方は負債超過、正の符号が付いている方は金融資産超過を意味する。資産が負債より大きくて金融資産超過を見せている制度部門は韓国銀行、外国銀行国内支店、韓国為替銀行、その他金融機関、政府部門、個人部門、国外部門などがある。特に国外部門は71.8%の金融資産超過を持っていて、これは主に国外部門

から韓国の国内に投資される金額が、韓国から国外部門に流れる資金より大きいということの意味する。韓国為替銀行や外国銀行国内支店など為替の取り扱いが頻繁な預金銀行も金融資産超過を持ち、負債より投資が大きい。個人部門は主に貯蓄を担当する制度部門であるので、その金融資産超過は57.0%に至る。最後に政府部門が黒字を見せるのも韓国の独特な特徴である。

<表Ⅲ-26> 1985年の制度部門別の金融資産負債差額 (単位:10億ウォン,%)

制度部門	韓国銀行	市中銀行	地方銀行	在韓外銀	中小企業企銀	韓国為替銀行	国民銀行	韓国住宅銀行	農協
金額	4552.1	-2198.6	-546.0	700.5	-471.5	149.6	-555.9	-50.7	-908.2
比率	22.2%	9.2%	11.1%	12.3%	12.7%	1.7%	13.0%	1.9%	19.3%
制度部門	水協	畜協	保険年金機関	その他金融機関	政府部門	公企業	民間企業	個人部門	国外部門
金額	-27.5	-32.7	-1167.8	3357.3	3718.9	-20853.3	-52989.2	35871.3	31450.7
比率	4.6%	8.6%	10.2%	7.5%	19.7%	76.8%	49.4%	57.0%	71.8%

反面、民間企業、公企業、保険及び年金機関や多数の預金銀行は負債超過を持っている。企業部門は資金調達を通じて生産や施設投資などを行うので、民間企業は負債超過が49.4%、そして公企業は76.8%に達する。金融機関は、資金の需要や供給を仲介する機能を担当するので金融資産負債差額は小さい傾向があるが、農業協同組合の場合は19.3%で、10%前後の他の金融機関に比べたら大きい。

預金銀行を10個の制度部門に細分割した新しい資金循環表の負債表(R表)と資産表(E表)の金額や比率は<表Ⅲ-27>から<表Ⅲ-30>のようにあらわれる。

〈表Ⅲ-27〉制度部門の細分割による1985年の負債表（単位：10億ウォン）

1985年公表	韓国銀行	市中銀行	地方銀行	在外外銀	中小企業	為替銀行	国民銀行	住宅銀行	農協	水協	畜協	保険年金	其他金融	政府部門	公企業	民間企業	個人部門	国外部門
金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	28.0
韓国銀行預貯金	7261.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
現金通貨	3669.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
他店券	0.0	4509.1	592.0	92.2	236.9	516.2	233.6	98.2	161.4	25.9	9.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
要求私預金	14.5	1378.9	482.9	196.0	426.8	70.9	600.8	227.5	817.3	48.3	7.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
同業者間預金	0.0	227.3	4.9	0.0	0.0	2.2	0.0	2.2	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府当座預金	1275.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
貯蓄性預金	6.7	8762.6	2367.2	107.7	1527.5	1056.8	3030.7	2126.1	1766.8	203.3	50.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
譲渡性預金証書	0.0	529.8	200.2	0.0	61.6	142.7	50.7	48.0	34.9	4.4	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
預金銀行振込手形	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
非居住者預金	5.5	565.3	9.5	41.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
還買条件付債券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
信託	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3644.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
総合金融会社預貯金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3070.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他預金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10504.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
生命保険および年金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3677.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
有価証券	1393.9	767.2	176.0	0.0	202.6	137.3	63.5	0.0	0.0	0.0	0.0	54.2	10947.2	72.3	4076.4	21632.1	0.0	0.0
韓国銀行貸出金	0.0	6210.4	1122.0	63.8	496.5	912.0	67.4	0.0	79.7	109.3	11.2	0.0	0.0	2602.0	35.0	0.0	0.0	0.0
預金銀行貸出金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	763.8	666.5	1800.4	24145.2	11106.5	0.0
保険貸出金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.6	83.3	0.0	3181.3	1574.0	0.0	0.0
総合金融機関貸出金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	6.0	3696.8	401.1	0.0
与信専門機関貸出金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府融資・其他貸出金	0.3	403.5	66.5	0.0	483.8	146.4	27.1	1.4	1385.7	201.9	311.3	30.1	1616.3	677.7	6394.3	11514.6	3093.9	0.0
出資持分	0.0	0.0	0.0	0.0	167.1	405.0	0.0	44.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1531.8	0.0	7037.2	3090.6	0.0	0.0
商取引信用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1260.8	15097.0	4336.2	0.0	0.0
為替保有額	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6869.3	0.0
其他負債	1918.9	5193.8	492.7	4483.0	393.8	5310.8	422.2	295.4	649.5	26.1	0.0	1537.6	8905.4	10858.5	6424.5	22045.2	0.0	5453.3
金融資産超過	4552.1	0.0	0.0	700.5	0.0	149.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3367.0	3718.9	0.0	0.0	0.0	31450.7
合計	20504.6	28527.3	5504.0	5634.9	3951.7	8852.4	4501.0	2632.8	4888.4	613.2	390.7	11193.3	44548.0	18880.4	27034.6	104362.7	62385.1	43801.8

〈表Ⅲ-28〉制度部門の細分割による1985年の負債表の比率表 (単位：%)

1985年3月末	韓国銀行	市中銀行	地方銀行	在韓外銀	中小企業	為替銀行	国民銀行	住宅銀行	農協	水協	畜協	保険年金	其他金融	政府部門	公企業	民間企業	個人部門	国外部門
金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
韓国銀行預受金	35.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
現金通貨	17.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
他証券	0.0%	15.8%	10.8%	1.6%	6.0%	5.6%	5.2%	3.5%	3.3%	4.2%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
要求私預金	0.1%	4.8%	8.8%	3.4%	10.6%	0.6%	13.3%	8.0%	16.8%	7.8%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
同業者間預金	0.0%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府当座預金	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
行留預金	0.0%	30.7%	42.8%	1.8%	39.7%	12.0%	67.3%	75.1%	86.7%	82.8%	12.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
譲渡性預金証書	0.0%	1.9%	3.6%	0.0%	1.6%	1.6%	1.1%	1.7%	0.7%	0.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
預金銀行差帳手形	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非居住者預金	0.0%	1.9%	0.2%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
還買条件附債券	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
信託	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
総合金融会社預け金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他預金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
生命保険および年金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	85.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
有価証券	9.3%	2.7%	3.2%	0.0%	5.1%	1.6%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	24.6%	0.4%	15.1%	20.8%	0.0%	0.0%
韓国銀行貸出金	0.0%	21.8%	20.4%	1.1%	12.5%	10.3%	1.5%	0.0%	1.6%	17.7%	2.3%	0.0%	0.0%	13.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
預金銀行貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	3.5%	6.7%	23.1%	17.7%	0.0%
保険貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	3.0%	2.5%	0.0%
総合金融機関貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	0.6%	0.0%
与信専門機関貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府融資・其他貸出金	0.0%	1.4%	1.2%	0.0%	11.1%	1.7%	0.6%	0.1%	27.4%	32.6%	79.7%	0.3%	3.6%	4.6%	23.7%	11.0%	14.5%	0.0%
出資持分	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	4.6%	0.0%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	0.0%	26.0%	3.0%	0.0%	0.0%
商取引信用	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	14.5%	7.7%	0.0%
為替保付額	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.7%
其他負債	9.4%	18.2%	9.0%	78.8%	10.0%	60.0%	9.4%	10.1%	13.3%	4.2%	0.0%	13.7%	20.0%	57.5%	23.8%	21.1%	0.0%	12.4%
金融資産超過	22.2%	-0.0%	0.0%	12.3%	0.0%	1.7%	0.0%	0.0%	-0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.5%	19.7%	0.0%	-0.0%	57.0%	71.6%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

〈表Ⅲ-29〉制度部門の細分割による1985年の資産表（単位：10億ウォン）

1985年上表	韓国銀行	市中銀行	地方銀行	在外外銀	中企銀	為替銀行	国民銀行	住宅銀行	農協	水協	畜協	保険年金	其他金融	政府部門	公企業	民間企業	個人部門	国外部門
金	28.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
韓国銀行預受金	0.0	850.5	114.4	229.3	88.7	3079.2	119.8	33.0	381.5	21.5	1.6	0.0	2341.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
現金通貨	0.0	99.1	61.9	0.8	13.7	8.7	23.6	12.7	46.0	18.6	0.8	97.3	305.8	1.0	25.3	1085.4	1770.9	0.0
他店券	0.0	4509.1	532.0	92.2	236.9	516.2	239.6	98.2	161.4	25.9	9.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
要求払預金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	193.5	302.7	150.9	81.8	1877.5	1665.8	0.0
同業者間預金	0.0	122.8	17.1	30.6	0.1	30.0	10.6	4.4	0.0	0.3	2.7	0.0	20.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府当座預金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1017.2	258.4	0.0	0.0	0.0
貯蓄性預金証書	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	220.1	792.8	1124.5	275.8	4789.6	13604.6	0.0
預金銀行系帳簿形	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	68.0	147.5	19.4	84.4	386.7	385.4	0.0
非居住者預金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	612.0
還買条件附債券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
信託	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	152.1	0.0	64.7	27.4	761.8	2938.3	0.0
総合金融会社預け金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	221.5	0.0	23.8	38.2	1762.4	1024.1	0.0
其他預金	0.0	714.8	230.8	2.5	100.9	92.9	223.6	177.0	64.8	1.2	0.0	251.7	0.0	260.8	34.7	842.3	7506.0	0.0
生命保険および年金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9677.0	0.0
有価証券	0.0	1740.4	765.4	67.4	194.7	1302.5	385.3	42.8	93.7	0.0	0.0	3235.6	9332.5	940.1	638.5	5678.5	15016.3	0.0
韓国銀行貸出金	11708.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
預金銀行貸出金	0.0	15671.5	2370.0	4876.1	2779.1	3111.8	2946.4	2362.4	2336.5	526.2	943.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
保険貸出金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4345.7	0.0	4004.4	0.0	0.0	0.0	0.0
総合金融機関貸出金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
与信専門機関貸出金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府融資・其他貸出金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	25134.0	7267.6	0.0	0.0	0.0	0.0
出資持分	585.0	0.0	0.0	0.0	0.0	115.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	51.1	5994.8	1386.2	1.7	3712.0	0.0
商取引信用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1267.8	13928.2	0.0	0.0
為替保有額	6889.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他資産	1333.5	2621.1	206.4	388.0	66.1	596.1	2.2	51.6	316.2	0.0	0.2	686.4	1454.6	2015.5	1612.8	14277.5	5584.6	43189.8
負債超過	0.0	2198.6	546.0	0.0	471.5	0.0	555.9	50.7	908.2	27.5	32.7	1167.8	0.0	0.0	20853.3	52368.2	0.0	0.0
合計	20504.6	28527.9	5504.0	5694.9	3351.7	8852.4	4501.0	2832.8	4888.4	619.2	390.7	11199.9	44547.9	13880.4	27034.6	104362.7	62385.1	43301.8

〈表Ⅲ-30〉制度部門の細分割による1985年の資産表の比率（単位：％）

1985年E表	韓国銀行	市中銀行	地方銀行	在韓外銀	中企銀	為替銀行	国民銀行	住宅銀行	農協	水協	畜協	保険年金	其他金融	政府部門	公企業	民間企業	個人部門	国外部門
金	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
韓国銀行預受金	0.0%	3.0%	2.1%	4.0%	2.2%	34.8%	2.7%	1.2%	7.8%	3.5%	0.4%	0.0%	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
現金通貨	0.0%	0.3%	1.1%	0.0%	0.3%	0.1%	0.5%	0.4%	0.9%	2.7%	0.2%	0.3%	0.7%	0.0%	0.1%	1.0%	2.8%	0.0%
他店券	0.0%	15.8%	10.8%	1.6%	6.0%	5.8%	5.2%	3.5%	3.3%	4.2%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
要求私預金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	0.7%	0.3%	1.8%	2.6%	0.0%	0.0%
同業者間預金	0.0%	0.4%	0.3%	0.5%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府当座預金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
行留性預金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	1.8%	6.0%	1.0%	4.6%	22.0%	0.0%
譲渡性預金証書	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.3%	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%	0.0%
預金銀行委託手形	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非居住者預金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%
還買条件附債券	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
信託	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	0.0%	0.3%	0.1%	0.7%	4.5%	0.0%
総合金融会社預け金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	0.0%	0.1%	0.1%	1.7%	1.6%	0.0%
其他預金	0.0%	2.5%	4.2%	0.0%	2.6%	1.0%	5.0%	6.2%	1.3%	0.2%	0.0%	2.2%	0.0%	1.4%	0.1%	0.8%	11.9%	0.0%
生命保険および年金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.2%	0.0%
有価証券	0.0%	6.1%	13.9%	1.2%	4.3%	14.7%	6.6%	1.5%	1.9%	0.0%	0.0%	29.4%	22.3%	5.0%	2.4%	5.4%	23.9%	0.0%
韓国銀行貸出金	57.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
預金銀行貸出金	0.0%	54.9%	54.0%	85.6%	70.3%	35.2%	65.5%	83.4%	59.5%	85.0%	87.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
保険貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	43.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
総合金融機関貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
与信専門機関貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府融資・其他貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	56.6%	38.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
出資持分	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	31.8%	6.8%	0.0%	5.9%	0.0%
商取引信用	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	19.1%	0.0%	0.0%
為替保有額	33.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他資産	6.5%	9.2%	3.7%	6.6%	1.7%	6.7%	0.0%	1.8%	6.5%	0.0%	0.1%	6.1%	3.3%	10.7%	6.0%	13.7%	8.9%	98.6%
負債超過	0.0%	7.7%	9.9%	0.0%	11.3%	0.0%	12.3%	1.3%	18.7%	4.4%	8.4%	10.4%	0.0%	0.0%	77.1%	50.8%	0.0%	0.0%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

2) 1985年の全般的な経済状況²⁷

1985年の世界的経済は全般的に景気委縮期であった。この世界的な経済沈滞はアメリカの輸入需要委縮で交易国の輸出が鈍化した上、先進諸国の保護貿易主義が強化されたこともあり、世界的貿易伸張は全般的に微々であった。それに、第2次オイルショックの影響で1984年まで持続された国際高金利で投資が弱かった面もある。国際高金利が下落し、原油価などの輸入原資材価格も落ちたことから、1985年には物価は安定基調であった。

1985年には韓国の貿易状況も影響を受け、国際収支は減っていた。それで1985年は経済開発計画の以後、初めて貿易収支が均等に近くなった年であった。経常収支の黒字の幅はだんだん減って来た。国民投資率は、経済安定や消費節約気風の拡散で高まった。民間消費増加の緩和で最終消費伸張率も低くなり、家計の貯蓄は拡大した。

国民総生産は、輸出不振や企業鈍化、そして1980年代に入ってから安定成長に転換し、構造調整の摩擦で投資が低下したことなどに因んで減少した。鉱工業を中心に生産が不振であり、製造業は国内外の需要が低調であった。固定投資は、設備投資は4.7%増加したが、建設投資の増加が1.7%に留まり、前年対比2.8%低い増加率であった。

国民総生産に対する総投資率は前年の31.9%から31.2%に低くなったが、国内貯蓄率は27.9%から28.4%に高まって、海外貯蓄率が4.0%から3.1%に減少し、投資財源自立度は高くなった。

金融機関の預金は物価安定や通貨供給の伸縮的運用や高収益性の新種金融商品の登場で貯蓄性預金や要求性預金の増加率が前年より高まった。貯蓄性預金は前年対比17.0%、要求性預金は15.1%が増え、預金銀行の預金は16.6%増加した。貸出金は前年対比20.2%の増加率であった。

3) 負債表(R表)の分析

負債表は各制度部門がどの金融項目を通じて資金を調達して来たかを表す表である。そしてその調達手段である金融項目の性質から、各制度部門の資金調達のパターンが見られる。

(1) 政府部門・国外部門

各制度部門の資金調達はいくつかの手段が決まっている。例えば、政府部門は韓国銀行貸出金から2兆6020億ウォン、政府融資から8777億ウォンの資金を調達し、これらは政府部門の負債の中で13.8%や4.6%を占めている。政府部門は19.7%の金融資産超過の部門である。

²⁷ 韓国銀行経済統計局(1986)『経済統計年報1986』のデータに基づき、韓国産業銀行(1986)『第31期年次報告書1985』のpp.3-17、韓国住宅銀行(1986)『第19次年次報告書1985年度』のpp.5-9、韓国農業協同組合中央会(1986)『第25期年次報告書1985年度』のpp.3-6を参考して纏めた。

国外部門は主に為替保有額で6兆8699億ウォン、これは15.7%を占めている。国外部門は71.8%の金融資産超過で、韓国の国内からの資金の調達よりは韓国への資金投資が明らかに大きい。

(2) 企業部門・個人部門

企業部門の中で民間企業は預金銀行貸出金から23.1%の比重である24兆1452億ウォン、有価証券から20.8%の比重の21兆6921億ウォンの資金を調達している。政府融資やその他貸出金も11.0%である11兆5146億ウォンの資金を調達しているため、貸出金は34.1%に及ぶ。1985年は前年代に比べたら、クレジットカードや家計手形など新しい支払決済手段の普及が拡大されたので、現金通貨需要が減退し、受益性の高い新種預金の導入で要求性預金が貯蓄性預金に転換される現状で通貨(M1)の増加勢が低くなった年である。通貨供給の拡大と投資需要の低調で全般的に市中資金が円滑に流れていたため、国債や会社債の収益率など市場金利も年中下落勢だった²⁸。貸出金を通じる資金調達が活発であったため、会社債などの発行の方が減ったと言えよう。

公企業の方は出資持分が26.0%、有価証券が15.1%で、預金銀行貸出金が6.7%、政府融資やその他貸出金が23.7%と貸出金からよりは有価証券の方が約10%多い。民間企業や公企業の両方とも負債超過部門となっている。

反面、個人部門は57.0%の金融資産超過を見せる。個人部門の資金調達は、預金銀行貸出金が17.7%の11兆1065億ウォン、その他貸出金が13.4%、保険貸出金2.5%、政府融資1.1%など、主に貸出金から調達している。

(3) 金融機関

中央銀行である韓国銀行の主な資金調達の手段を見ると、各金融機関が韓国銀行に預けた韓国銀行預受金が7兆2616億ウォンで35.4%、韓国銀行が発行する現金通貨が3兆5695億ウォンで17.4%、韓国銀行が発行する有価証券、つまり通貨安定証券が1兆9000億ウォンで9.3%を占めていて、4兆5520億ウォンの金融資産超過を保有する。

保険及び年金機関は85.5%の9577億ウォンの資金を生命保険及び年金から、その他金融機関は有価証券から24.5%の10兆9472億ウォンの、その他預金から23.6%の10兆5046億ウォンを調達して来る。保険及び年金機関は負債超過、その他金融機関は金融資産超過部門である。

預金銀行の中で、市中銀行、地方銀行は韓国銀行貸出金から20%代の資金を調達することは同じだが、貯蓄性預金は市中銀行が30.7%、地方銀行が42.8%、要求性預金も市中銀行が4.8%、地方銀行が8.8%と両方とも地方銀行の方が高い。反面、同業者預金は市中銀行が15.8%、地方銀

²⁸ 韓国住宅銀行(1986)『第19次年次報告書1985年度』のpp.8-9から引用した。

行が 10.8%と地方銀行の方が高い。これは、地方には各地方の代表としての地方銀行が 1 つしかないものの、市中にはいくつかの銀行が存在しているため、地方銀行は各地方からの預金を集めるのに特化されて、市中銀行は銀行間の預金やその他などの業務も地方より活発だということを示す。

外国銀行国内支店は資本金が海外であるため株式と計上されずその他項目に入る上、目的が預金収集ではないため、資金調達はその他項目に依存する。韓国為替銀行も、為替業務が主なので、韓国銀行貸出金や貯蓄性預金は各々 10%代を見せているものの、その他項目が 60.0%を占める。この 2 つの銀行は他の預金銀行とは異なって、金融資産超過となっている。

中小企業銀行、農業協同組合、水産業協同組合、畜産業協同組合などは、各産業に対する資金の供給を重要業務としている。これらの資金調達は市中銀行と同じように貯蓄性預金から 30%代を見せているが、規模の小さい畜産業協同組合は農業協同組合、水産業協同組合に比べたら政府融資やその他貸出金に依存し、それはおよそ 79.7%である。他に、中小企業銀行は韓国銀行貸出金から 12.5%、政府融資とその他貸出金から 11.1%、要求性預金から 10.8%など 10%代ずつ均等になっているが、農業共同組合は韓国銀行貸出金が 1.6%、水産業協同組合は要求性預金が 7.8%と少ない。

最後に庶民金融と担当する国民銀行や住宅補給のための韓国住宅銀行は主な資金調達先が貯蓄性預金になって、その比重は 60%から 70%代に達し、その対象が産業ではなく預金者ということをはっきり見せる。

4) 資産表(E表)の分析

(1) 政府部門・国外部門

政府部門は政府融資に 7 兆 2676 億ウォンを流し 38.5%と、出資持分に 5 兆 9948 億ウォンを投資して 31.8%の比重になっている。政府部門は金融資産超過を 19.7%持った、金融資産超過部門である。

国外部門は上で述べたように、金融資産超過が 31 兆 4507 億ウォンの 71.8%を占めている金融資産超過部門なので、韓国からの資金を調達するよりは韓国に投資する金額が明らかに大きい。国外部門の資産の項目も見ると、その他対外債権を 35 兆 5006 億ウォン投資し 81.0%となっていて大部分を占めている。その次は、長期為替証券の 6 兆 3442 億ウォンの 14.5%、直接投資の 1345 億ウォンの 3.1%などで構成されている。

(2) 企業部門・個人部門

民間企業は商取引信用を通じて 19 兆 9282 億ウォンの 19.1%の資金を投資し、その他対外債権を 10 兆 4032 億ウォンの 10.0%を保有しているが、本来の企業の機能は資金を収集し生産することであるため、52 兆 9892 億ウォンの 50.8%の負債超過を持っている。

一方、公企業は、民間企業より負債超過の割合が大きくて、20 兆 8533 億ウォンの負債超過はおよそ公企業の金融資産負債金額の 76.9%に当たる。資産の中では、出資持分を 1 兆 8362 億ウォン持って 6.9%を、商取引信用が 1 兆 2678 億ウォンで 4.7%を構成する。

反面、個人部門は 35 兆 8713 億ウォンの金融資産超過を持った、他の部門に資金を調達する役割を担当する制度部門である。その投資先としては、貯蓄性預金に 13 兆 8046 億ウォンで 22.0%を、その他預金に 7506 億ウォンで 11.9%など預金が大きく、生命保険及び年金は 9577 億ウォンで 15.2%を占める。株式に 12.1%の 7581 億ウォンなど、新しく作った表の有価証券合計という項目に 23.9%を投資し、ここに出資持分の 3712 億ウォンを入れると約 30%は有価証券となるので、各種預金よりはその比重が若干小さい。

(3) 金融機関

韓国銀行の投資は、主に韓国銀行貸出金に 11 兆 7083 億ウォンの 57.1%、為替保有額に 6 兆 8699 億ウォンの 33.5%で構成されている。韓国銀行貸出金は金融機関の負債として、為替保有額は国外部門の負債としてあらわれる。

保険及び年金機関は保険貸出金が 4 兆 8459 億ウォンで 43.3%と、有価証券合計が 3 兆 2956 億ウォンで 23.9%と構成されていて、1 兆 1678 億ウォンの 10.4%の負債超過となっている。

その他金融機関は、その他貸出金の 2 兆 5914 億ウォンから主に資金を投資し、これは 56.6%を占めている。総合金融機関貸出金も 4 兆 44 億ウォンで 9.0%なので、貸出金が 65.6%をに至る。有価証券合計は 9 兆 9325 億ウォンで 22.3%、ここに出資持分や長期為替証券を合わせたら 22.5%となる。

預金銀行は預金銀行貸出金が 38 兆 4834 億ウォンで 66.2%を占め、次は 4 兆 9197 億ウォンの韓国銀行預け金が 8.5%となっている。これを各個別銀行別に見ると、預金銀行貸出金は市中銀行、地方銀行が共に約 54%となっている。市中銀行は負債側と同じく地方銀行より他店券の比重が高くて 15.8%、地方銀行は 10.8%である。代わりに地方銀行は有価証券合計が 13.9%で、市中銀行の 6.1%より大きい。外国銀行国内支店、韓国住宅銀行、水産業協同組合、畜産業協同組合は預金銀行貸出金が 80%以上となっていて、預金銀行貸出金が主な資金投資の手段となっている。中小企業銀行や国民銀行、農業協同組合も主な資金投資は預金銀行貸出金であるが、金融資産超過が 10%代を見せていて、その分は預金銀行貸出金の比重が減り、約 60%から 70%代となっている。し

かし、韓国為替銀行は預金銀行貸出金が 35.2%に過ぎない。有価証券合計が 14.7%，出資持分は 1.3%となっているが、他の預金銀行との差異は韓国銀行預け金が 34.8%と大きな割合を占めているのが特徴的である。

5) 制度部門間のポートフォリオ(Y表)の分析

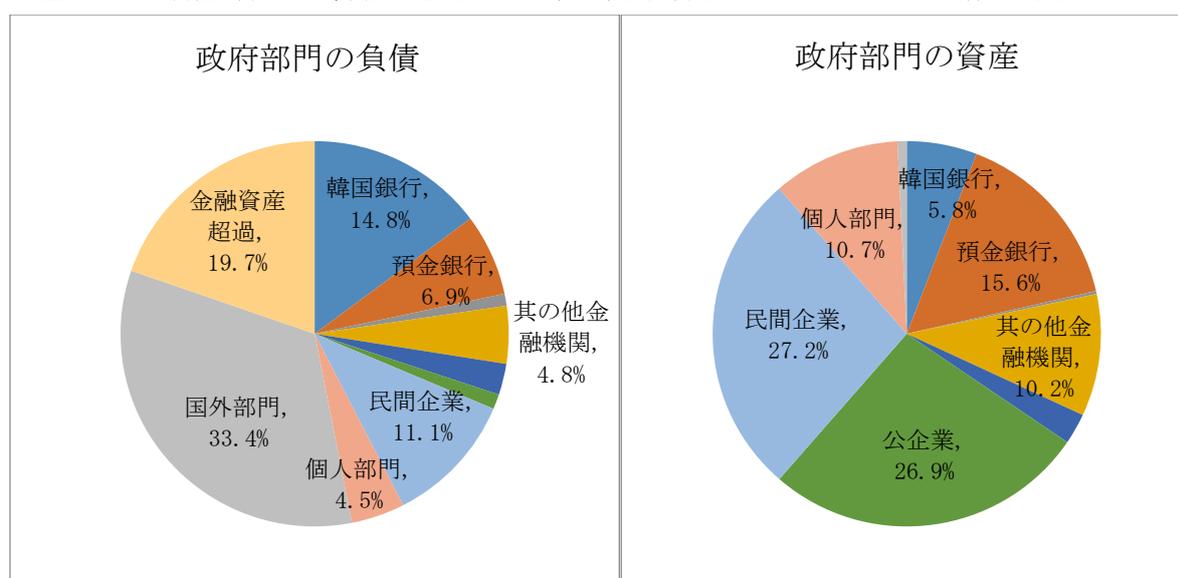
Y表を利用したら、どの制度部門からどの制度部門へ資金が流れているかを見ることが出来る。Y表の縦の数字は負債の調達、横の数字資金の資産を意味する。

(1) 政府部門・国外部門

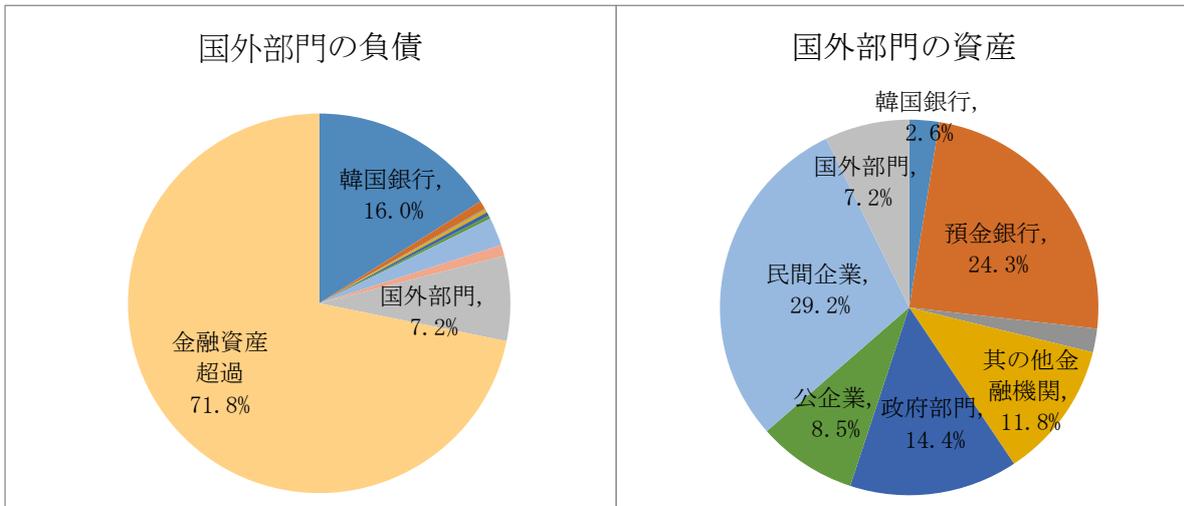
政府部門は、国外部門から 6 兆 3034 億ウォンで 33.4%，韓国銀行から 2 兆 7966 億ウォンで 14.8%，民間企業から 2 兆 940 億ウォンで 11.1%の順番に資金を調達して来る。この資金は主に民間企業に 5 兆 1930 億ウォンの 27.2%，公企業に 5 兆 1378 億ウォンの 26.9%と、半分以上が企業に投資される。

国外部門の一番大きな資金調達先は韓国銀行で、6 兆 9956 億ウォンの 16.0%を調達して来る。この資金は、民間企業に 12 兆 7973 億ウォンの 29.2%，政府部門に 6 兆 3034 億ウォンの 14.4%，その他金融機関に 5 兆 1696 億ウォンの 11.8%が投資される。

<図Ⅲ-20> 制度部門の細分割による 1985 年の政府部門のポートフォリオ構成(Y表)



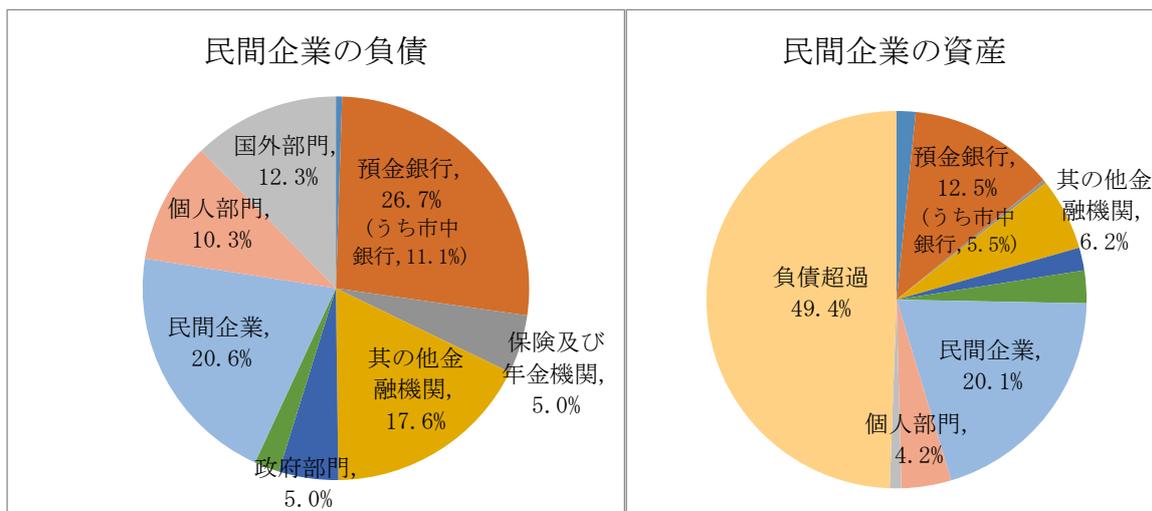
<図Ⅲ-21>制度部門の細分割による1985年の国外部門のポートフォリオ構成(Y表)



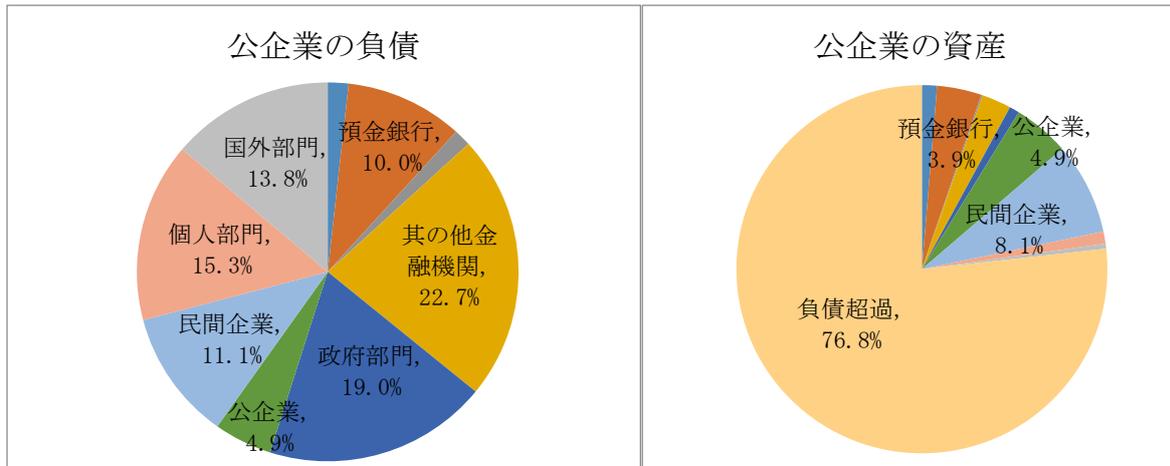
(2) 企業部門・個人部門

民間企業の資金調達を見ると、民間企業から21兆4972億ウォンの20.6%、その他金融機関から18兆3512億ウォンの17.6%、国外部門から12兆7973億ウォンの12.3%、市中銀行から11兆5508億ウォンの11.1%、個人部門から10兆7136億ウォンの10.3%の順番となっている。民間企業の資産の運用は、民間企業への金額に21兆4972億ウォンで20.1%、次はその他金融機関に6兆6262億ウォンで6.2%、市中銀行に5兆8705億ウォンで5.5%となっているが、投資より負債が大きいため、負債超過が49.4%に至る。

<図Ⅲ-22>制度部門の細分割による1985年の民間企業のポートフォリオ構成(Y表)



<図Ⅲ-23> 制度部門の細分割による 1985 年の公企業のポートフォリオ構成(Y 表)

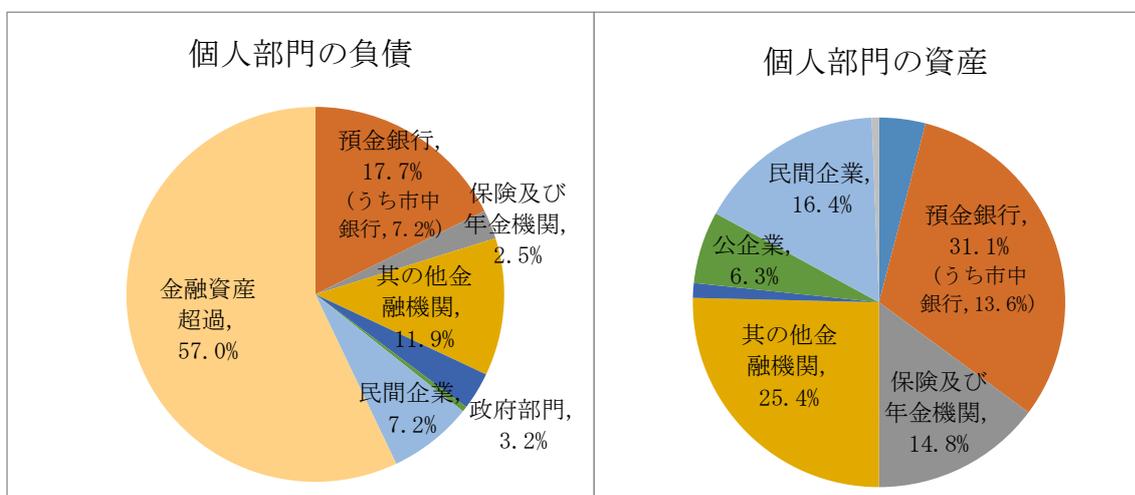


公企業の主な資金調達は、その他金融機関が 6 兆 1335 億ウオンの 22.7%、政府部門が 5 兆 1378 億ウオンの 19.0%、個人部門が 4 兆 1369 億ウオンの 15.3%となっている。資産の方を見ると民間企業へ 2 兆 1886 億ウオンの 8.1%、公企業へ 1 兆 3322 億ウオンの 4.9%などが投資されているなど、投資の比重が小さい公企業は負債超過がおおよそ 76.8%に達する制度部門である。

一方、個人部門はその他金融機関から 7 兆 4590 億ウオンの 11.9%、市中銀行から 4 兆 5229 億ウオンの 7.2%の資金を調達して来る。個人部門は企業部門と逆に、主に貯蓄行動をとる制度部門なので、金融資産超過が 57.0%を見せる。

そして個人部門の資金運用を見ると、その他金融機関が 16 兆 6005 億ウオンの 25.4%、民間企業が 10 兆 7136 億ウオンの 16.4%、保険及び年金機関が 9 兆 7127 億ウオンの 14.8%、市中銀行が 8 兆 9148 億ウオンの 13.6%の順番である。

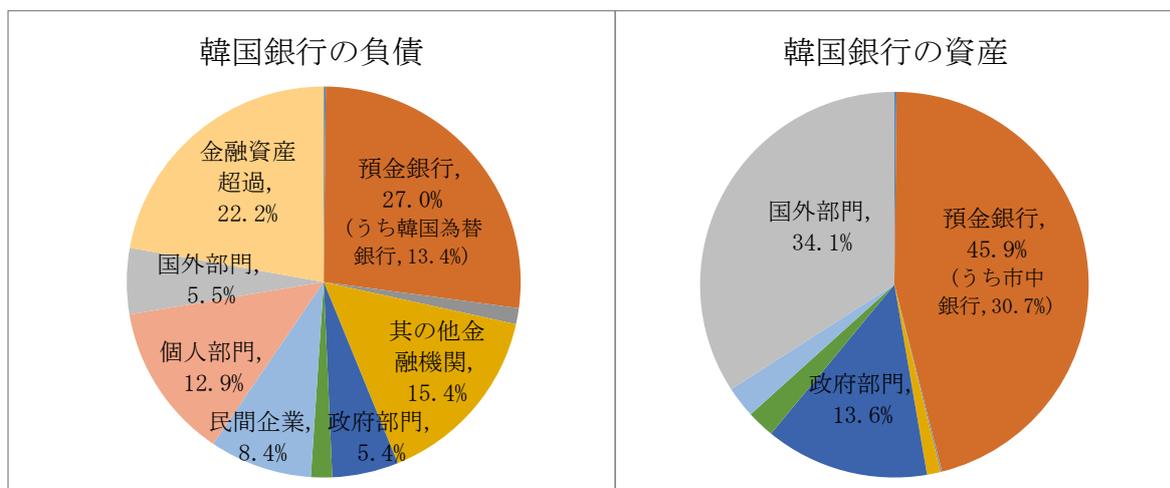
<図Ⅲ-24> 制度部門の細分割による 1985 年の個人部門のポートフォリオ構成(Y 表)



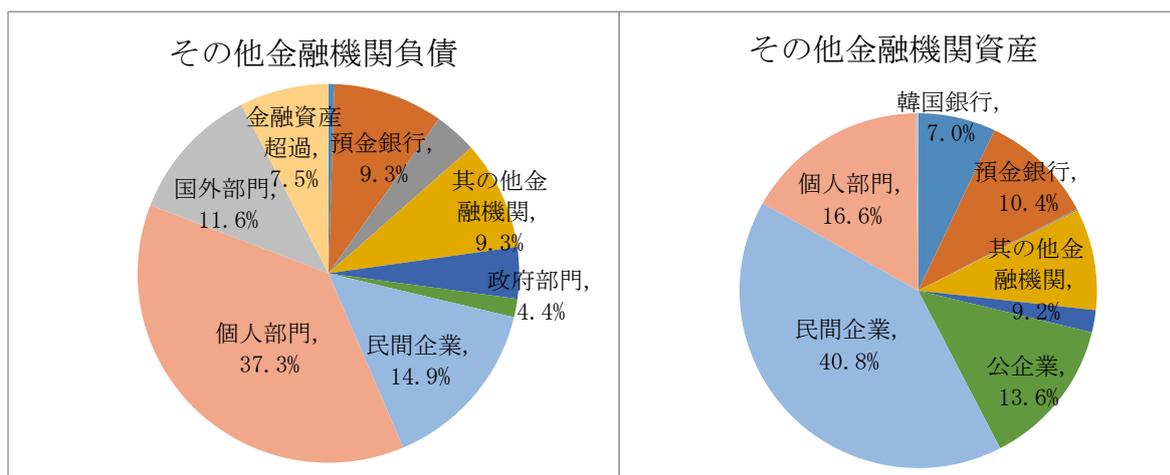
(3) 金融機関

韓国銀行の資金調達は韓国為替銀行から 3 兆 1650 億ウォンで 15.4%，その他金融機関から 3 兆 1574 億ウォンの 15.4%，個人部門の 2 兆 6365 億ウォンで 12.9%の順番である。そして，資金運用は国外部門が一番大きくて 6 兆 9956 億ウォンの 34.1%で，これは為替を韓国銀行が国を代表して扱っている役割からあらわれる現状である。続いて，市中銀行に 6 兆 3035 億ウォン (30.7%)，政府部門に 2 兆 7966 億ウォン (13.6%)の順番である。

<図Ⅲ-25> 制度部門の細分割による 1985 年の韓国銀行のポートフォリオ構成 (Y 表)



<図Ⅲ-26> 制度部門の細分割による 1985 年の其他金融機関のポートフォリオ構成 (Y 表)

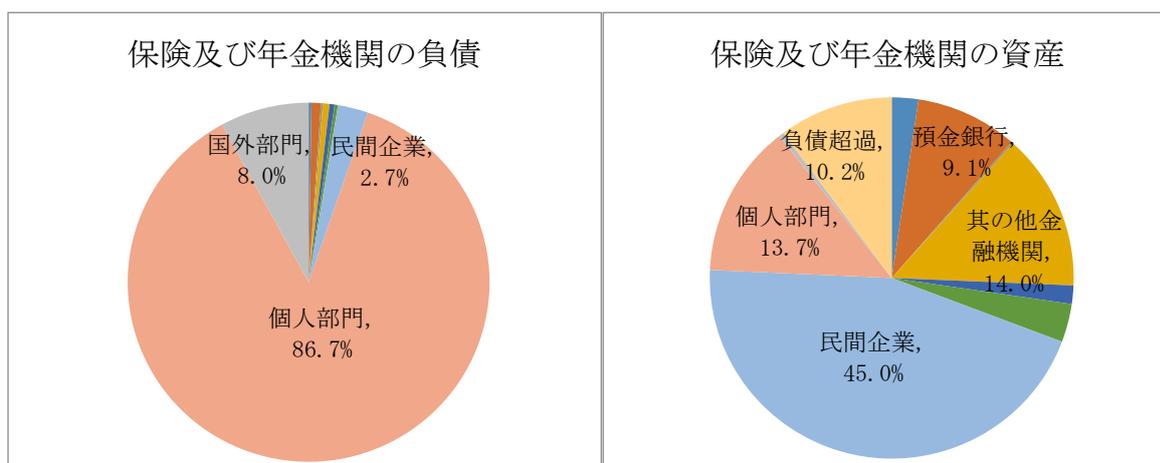


其他金融機関は個人部門から 16 兆 6005 億ウォンの 37.3%，民間企業から 6 兆 6262 億ウォンの 14.9%，国外部門から 5 兆 1695 億ウォンの 11.6%の資金を調達して来て，資金運用を見る

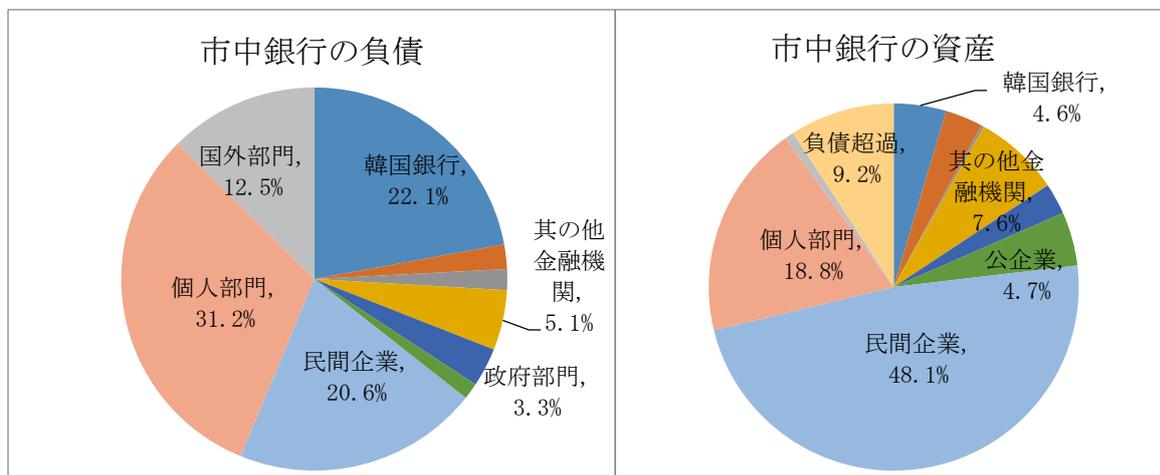
と主に民間企業へ 18 兆 3512 億ウォンの 40.8%，個人部門へ 7 兆 4590 億ウォンの 16.6%，公企業へ 6 兆 1335 億ウォンの 13.6%が流れて行く。

保険及び年金機関は，86.7%に至る資金を個人部門から調達し，この金額は 9 兆 7127 億ウォンである。これは主に民間企業に 45.0%の 5 兆 1677 億，その他金融機関に 14.0%の 1 兆 6139 億ウォン，個人部門に 13.7%の 1 兆 5740 億ウォンが投資される。

<図Ⅲ-27>制度部門の細分割による 1985 年の保険及び年金機関のポートフォリオ構成(Y 表)



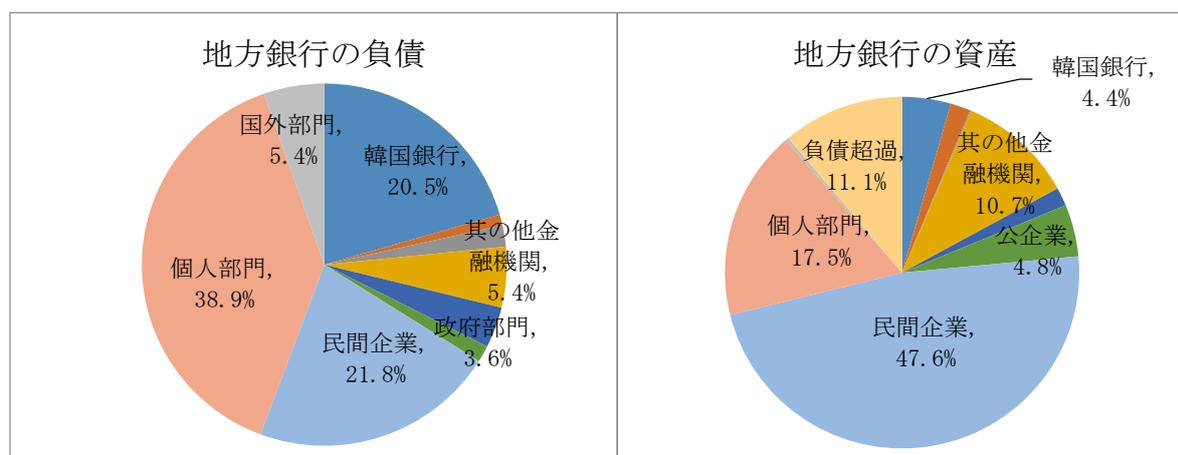
<図Ⅲ-28>制度部門の細分割による 1985 年の市中銀行のポートフォリオ構成(Y 表)



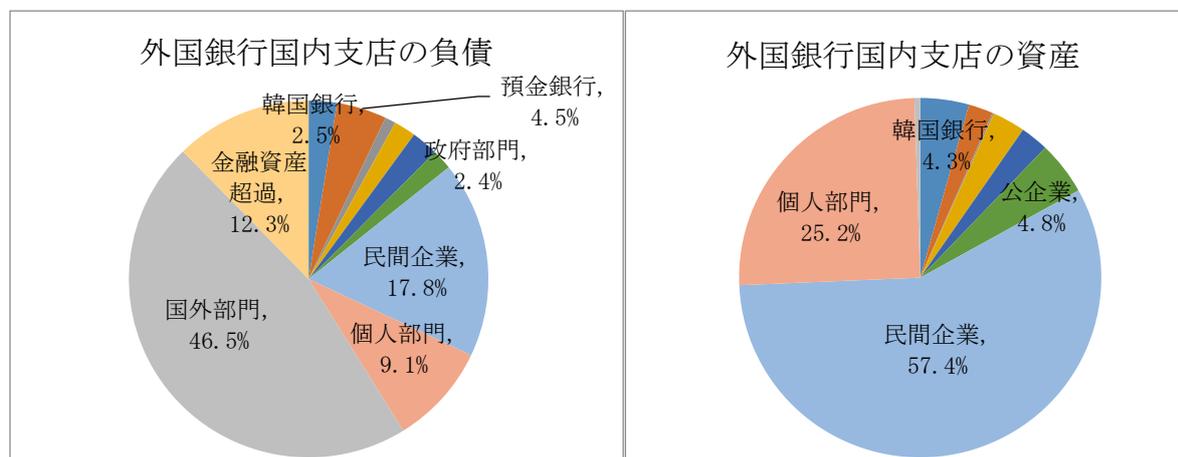
市中銀行と地方銀行は個人部門からの資金調達が明らかに大きくて，次は韓国銀行や民間企業からである。市中銀行の負債は個人部門からが 8 兆 9148 億ウォンで 31.2%，韓国銀行からが 6 兆 3035 億ウォンで 22.1%，民間企業からは 5 兆 8705 億ウォンの 20.6%である。地方銀行の場合は，個人部門から 2 兆 1429 億ウォンで 38.9%，韓国銀行からが 1 兆 1308 億ウォンで 20.5%，

民間企業からは1兆1981億ウォンの21.8%である。つまり、地方銀行の方が市中銀行よりは個人部門からの資金調達比重が高い。これは、銀行間の競争の激しい市中銀行に比べたら、地方銀行の方が各地域の個人部門からの資金収集に有利であることを示す。その代わり、市中銀行は国外部門からの資金調達が3兆5703億ウォンの12.5%で、地方銀行の2956億ウォンの5.4%に比べて大きい。

<図Ⅲ-29> 制度部門の細分割による1985年の地方銀行のポートフォリオ構成(Y表)



<図Ⅲ-30> 制度部門の細分割による1985年の外国銀行韓国支店のポートフォリオ構成(Y表)

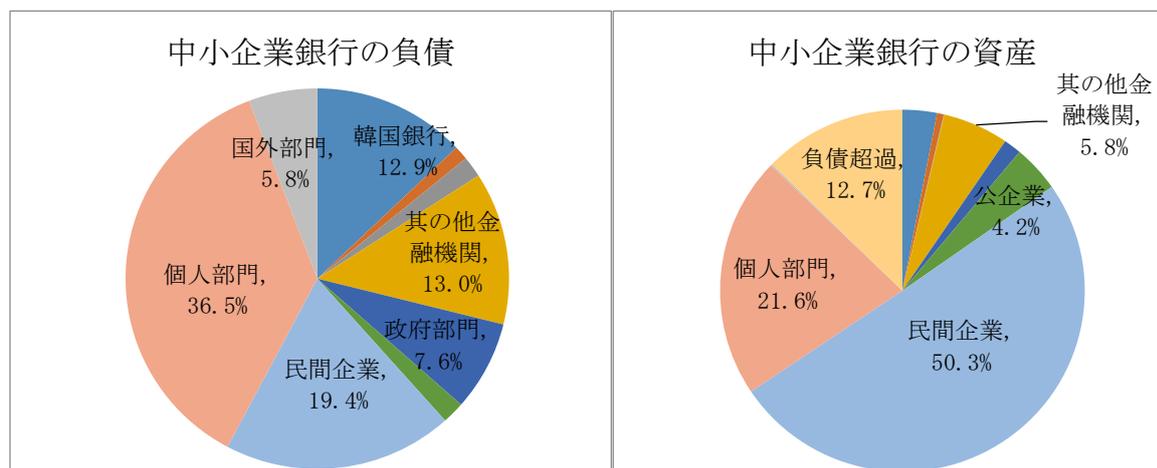


ここで集まった資金は主に民間企業に、そして個人部門に流れる。市中銀行は民間企業に11兆5508億ウォンの48.1%、個人部門に4兆5229億ウォンの18.8%の資金を流し、地方銀行は民間企業に2兆3387億ウォンの47.6%、個人部門に8572億ウォンの17.5%の資金を運用している。

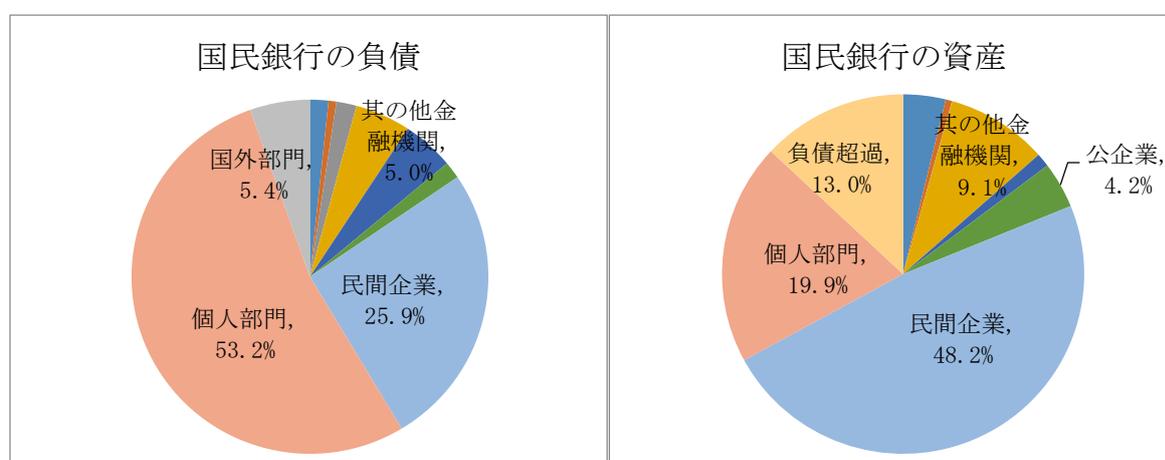
外国銀行国内支店は外国部門から約半分である 46.5%の資金 2 兆 6441 億ウォンを調達して来て、その次は民間企業からの資金が 1 兆 115 億ウォンで 17.8%を占める。資金の運用先を見ると、民間企業に 3 兆 2102 億ウォンで 57.4%，個人部門に 1 兆 4073 億ウォンで 25.2%が投資される。外国銀行国内支店は全ての制度部門の中で民間企業への資金運用の比重が大きい特性を見せている。

特殊銀行も個人部門からの資金調達が主となっている。中小企業銀行は 36.5%，国民銀行は 53.2%，韓国住宅銀行は 55.6%の資金を個人部門から調達している。そして、その次は民間企業からの資金調達が多くて、中小企業銀行は 19.4%，国民銀行は 25.9%，韓国住宅銀行は 24.7%を調達して来る。ただし、韓国為替銀行の場合は個人部門からの資金調達の 17.5%よりは民間企業からの資金調達の 17.9%が若干大きい。

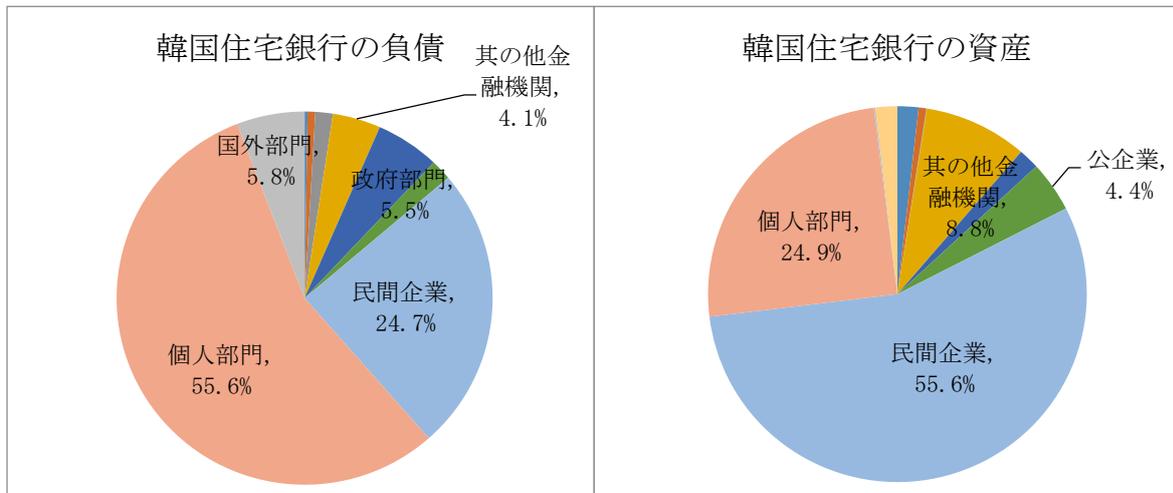
<図Ⅲ-31> 制度部門の細分割による 1985 年の中小企業銀行のポートフォリオ構成 (Y 表)



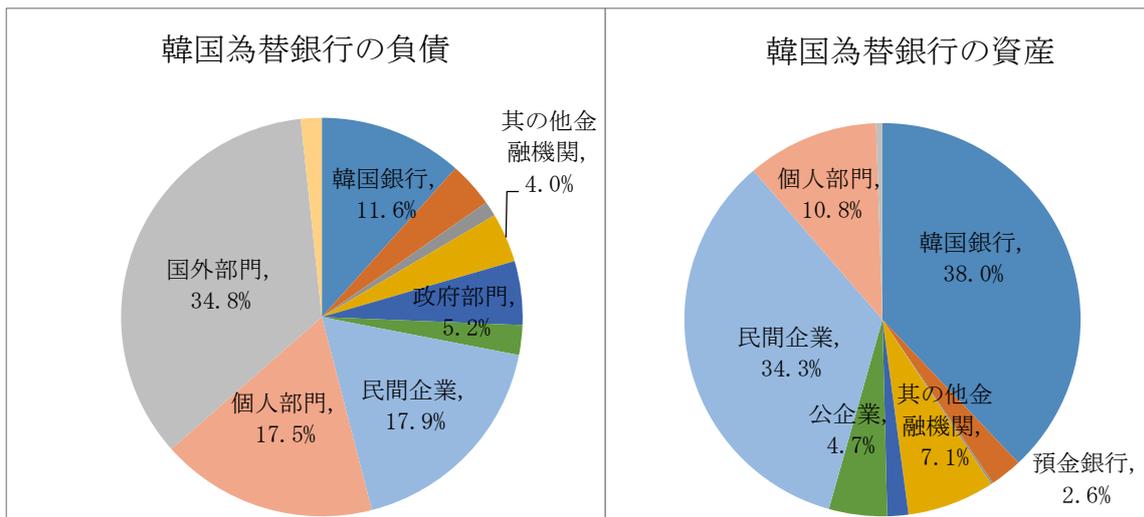
<図Ⅲ-32> 制度部門の細分割による 1985 年の国民銀行のポートフォリオ構成 (Y 表)



<図Ⅲ-33> 制度部門の細分割による 1985 年の韓国住宅銀行のポートフォリオ構成 (Y 表)

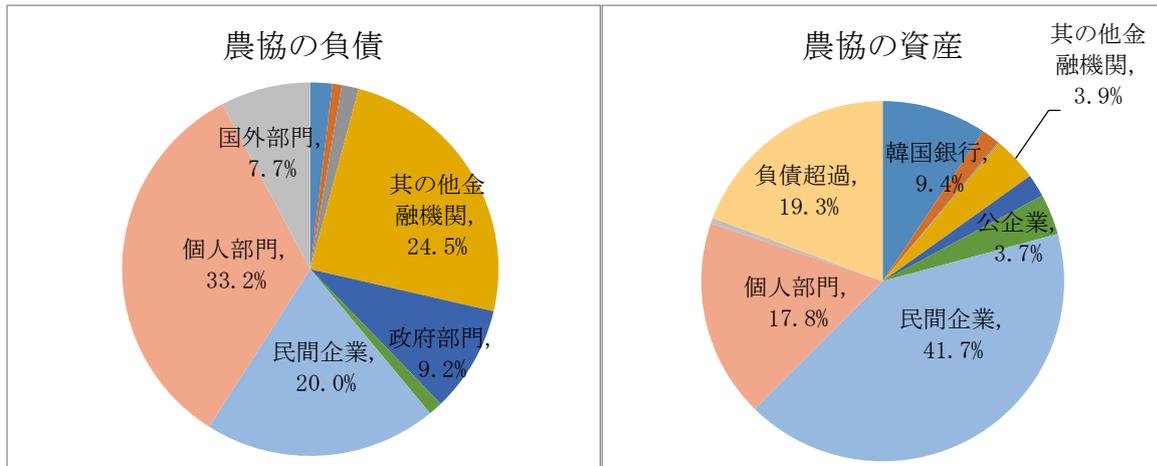


<図Ⅲ-34> 制度部門の細分割による 1985 年の韓国為替銀行のポートフォリオ構成 (Y 表)

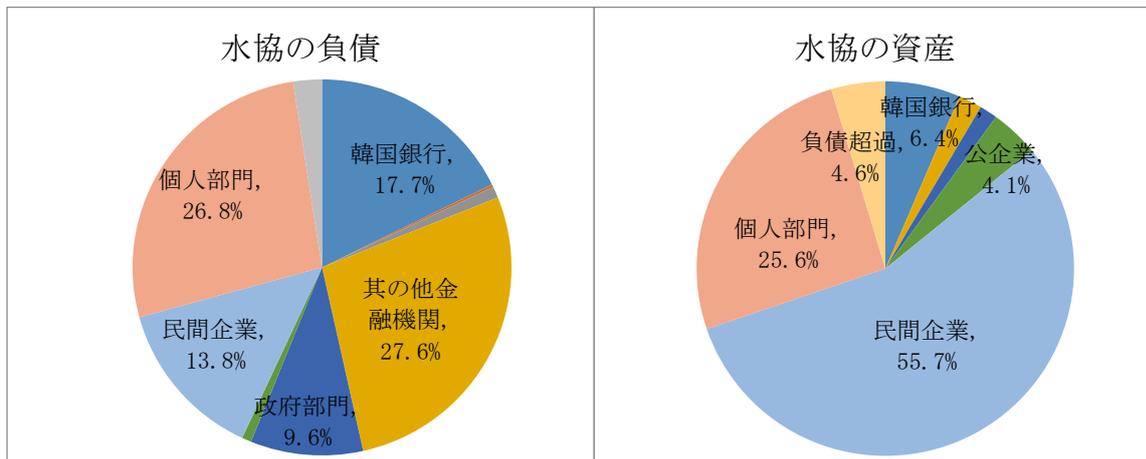


各種共同組合の場合は、個人部門やその他金融機関からの資金調達が大きくて、個人部門からは農業協同組合は 33.2%、水産業協同組合は 26.8%、畜産業共同組合は 10.2%の比重の資金を収集して来る。その他金融機関からは、農業協同組合が 24.5%、水産業協同組合が 27.6%と個人部門との差が小さいが、畜産業共同組合は 62.7%とその他金融機関からの資金調達が大部分を占めている。また、農業協同組合は 20.0%を、水産業協同組合は 13.8%を民間企業部門から調達して来るのに対して、畜産業共同組合は民間企業からは 4.9%に過ぎないが、政府部門から 18.7%の資金を調達して来る。

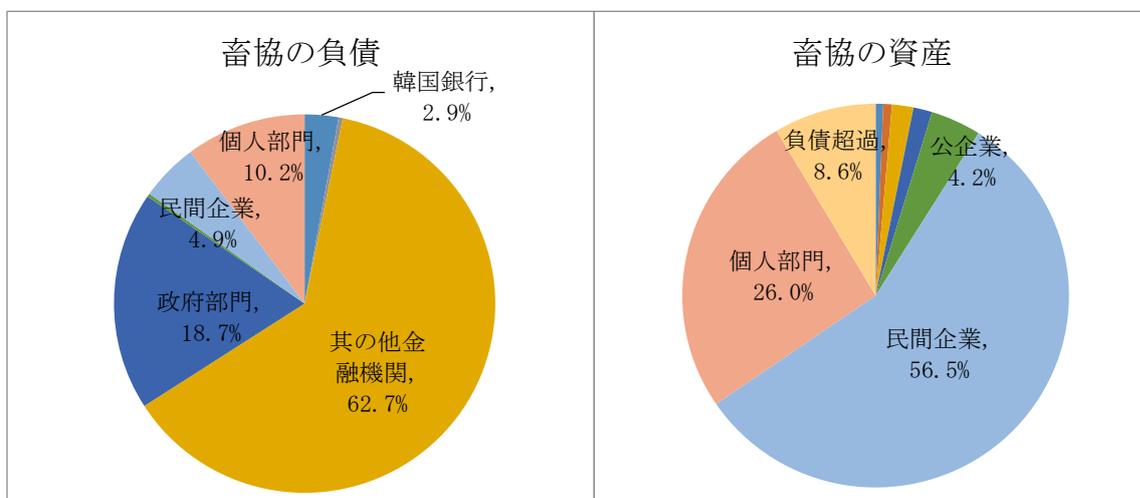
<図Ⅲ-35> 制度部門の細分割による 1985 年の農業協同組合のポートフォリオ構成 (Y 表)



<図Ⅲ-36> 制度部門の細分割による 1985 年の水産業協同組合のポートフォリオ構成 (Y 表)



<図Ⅲ-37> 制度部門の細分割による 1985 年の畜産業共同組合のポートフォリオ構成 (Y 表)



各特殊預金銀行の資金調達に関して、韓国銀行からの資金調達は中小企業銀行と為替銀行は各々12.9%や11.6%、そして水産業協同組合はおよそ17.7%の資金調達を見せていて、この点は韓国銀行からの資金流入が少ない他の特殊預金銀行とは異なる。

以上のように、10個の銀行に細分割した預金銀行の主な資金投資先としては投資資金を必要とする民間企業部門が40%代～50%代の比重を見せ一番大きく、次が10%代～20%代とあらわれた個人部門である。ただ、韓国為替銀行は韓国銀行への資金運用が38.0%の3兆1650億ウォンと一番大きくて、次が34.3%の民間企業への資金運用である。

2-2. 制度部門の細分割による1985年度と2000年度の比較分析

ここでは、上で分析した1985年度の資料を2000年度の資料と比較する。68SNAベースの資金循環勘定は2005年末までとなっているが、韓国銀行の経済年報(各年度版)に掲載されている各銀行勘定を用いて資金循環表の預金銀行部門を細分割するためには、最新の方では2000年が適切だと判断される。細分割した2000年の資金循環表を1985年の資金循環表と比較して、この15年間でどのような変化があらわれたかを分析した。

1) 各制度部門の比較分析

まず、各制度部門の金融資産負債差額から比較してみよう。政府部門、個人部門、国外部門は金融資産超過部門、非金融企業部門である公企業、民間企業は負債超過部門である。〈表Ⅲ-31〉を見ると、金融機関の中では中央銀行である韓国銀行は金融資産超過、預金銀行や保険及び年金機関などが負債超過部門となっている。

〈表Ⅲ-31〉各制度部門の金融資産超過 (%, △は負債超過)

	韓国 銀行	預金 銀行	保険 年金	其他 金融	政府 部門	公企業	民間 企業	個人 部門	国外 部門
1985年	22.2%	△6.7%	△10.4%	7.5%	19.7%	△76.9%	△50.8%	57.0%	71.8%
2000年	12.6%	△0.1%	△2.6%	△3.3%	62.3%	△63.2%	△55.7%	58.8%	5.2%

(1) 政府部門・国外部門

分析対象となる15年間の期間中に一番大きな変化があるのは、〈表Ⅲ-32〉にあらわれるように、政府部門と国外部門の金融資産超過の比重である。政府部門の場合は、〈表Ⅲ-34〉から見る

と1985年の資産は政府融資が38.5%、出資持分が31.8%を占めていて、〈表Ⅲ-33〉から見ると負債はその他対外債務が51.0%、韓国銀行貸出金が13.8%などで構成され、後は金融資産超過が19.7%である。2000年には、〈表Ⅲ-35〉での資産側は政府融資が29.7%、その他金融資産が16.9%で、〈表Ⅲ-34〉での負債側は長期国公債21.9%、その他金融資産が6.4%になって、金融資産超過が62.3%に増えた。1985年に51.0%を占めていたその他対外債務が5.2%に下落した分が、金融資産超過としてあらわれている。

逆に国外部門の場合は金融資産超過が71.8%から5.2%に落ちた。1985年の国外部門の資産側はその他対外債権が81.0%、長期外貨証券が14.5%などを占めて、負債側は為替保有額が15.7%、その他対外債務が8.8%などで、残りが金融資産超過71.8%としてあらわれている。2000年度の資産はその他対外債権が33.6%、株式が23.7%、長期外貨証券が20.4%、直接投資が18.0%になっていて、負債側は、為替保有額が43.4%、その他対外債務が27.3%、直接投資が17.3%などで構成され、金融資産超過はわずかの5.2%に過ぎない。国外部門の為替保有額とその他対外債務の増加から金融資産超過の下落の現象が出たのだが、1997年に金融危機があったため、これによる異常現象かを念頭に置かなければならない。政府部門の金融資産超過の増加や国外部門の金融資産超過の下落を傾向が2000年だけの異常現象かを確かめるために、この2つの政府部門の金融資産負債差額を1975年から2005年まで5年毎に見てみた。政府部門の金融資産超過は1980年から増えて行く傾向で、国外部門の金融資産超過は1975年から減り続き、最後の2005年には負債超過を見せている。

〈表Ⅲ-32〉各年度別の政府部門と国外部門の金融資産超過 (%, △は負債超過)

金融資産超過	1975年	1980年	1985年	1990年	1995年	2000年	2005年
政府部門	31.4%	13.6%	19.7%	67.9%	76.2%	62.3%	52.0%
国外部門	80.2%	67.4%	71.8%	23.4%	27.8%	5.2%	△18.3%

(2) 企業部門・個人部門

一方に、個人部門や民間企業は〈表Ⅲ-31〉でどちらも50%代を見せていて、公企業は1985年に70%代から2000年に60%代に少々落ちている。個人部門の最も大きな資金投資先は預金で、1985年に貯蓄性預金に22.2%、その他預金に11.9%を貯蓄し、生命保険及び年金に15.2%、株式に12.1%などに資産を配分している。2000年には預金の割合が増えて、貯蓄性預金に29.0%、その他預金に20.5%、生命保険及び年金も18.1%に増えたが、株式は6.9%に減った。

〈表Ⅲ-33〉で民間企業は1985年に預金銀行貸出金から23.1%、その他貸出金が10.9%など貸出金から40.5%の資金を調達し、後は商取引信用14.5%、株式10.3%、長期会社債7.1%など

で構成されている。資産は商取引信用が 19.1%，その他金融資産が 10.0%で、負債超過が 50.8%である。＜表Ⅲ-35＞の 2000 年には、預金銀行貸出金から 20.2%，その他貸出金が 9.8%などの貸出金の合計が 34.8%のを占め、1985 年に比べたら若干減った。商取引信用も 8.0%に減少したが、株式は 15.9%，長期会社債は 14.1%などに増加した。資産側は商取引信用が 10.6%，貯蓄性預金が 8.8%を占めていて、負債超過は 55.7%を見せている。

公企業は 1985 年に出資持分から 25.2%，政府融資から 12.8%，長期会社債 7.9%の資金を調達し、その他貸出金 11.1%や預金銀行貸出金 6.7%など貸出金からは 17.9%を調達し、民間企業に比べたら貸出金の割合が小さい。資産は出資持分 6.9%，その他金融資産 6.0%，商取引信用 4.7%などで、後は負債超過が 76.9%を占めている。しかし 2000 年には資金調達の様子が変わり、長期会社債が 26.0%，株式が 10.7%などに増えたが、出資持分が 14.0%，政府融資が 8.1%に減った。その他貸出金 7.9%や預金銀行貸出金 5.1%など貸出金は 13.3.%に若干減った。資産側は株式 5.9%，商取引信用 4.9%などを占めているが、その他金融資産が 16.1%に増えて、負債超過は 63.2%に減った。

(3) 金融機関

資金を仲介する機能を担当している金融機関は＜表Ⅲ-31＞の金融資産負債差額が大きくなしたが、中央銀行である韓国銀行は 1985 年に 22.2%の金融資産超過から 2000 年には 12.6%に下落した。韓国銀行の 1985 年の資産を見ると、韓国銀行貸出金が 57.1%，為替保有額が 33.5%になっていて、負債は韓国銀行預受金が 35.4%，現金通貨が 17.4%，短期金融債が 9.3%で資金超過が 22.2%である。しかし 2000 年には、為替保有額が 75.4%に急増し韓国銀行貸出金は 5.3%に過ぎない。負債側を見ると、通貨安定証券である短期金融債が 40.2%に急増して、韓国銀行預受金が 4.2%，現金通貨が 13.3%と減少し、資産さがくが 12.6%となっている。

中央銀行以外の金融機関は預金銀行、年金及び保険機関、その他金融機関などで分かれている。1985 年に預金銀行は貯蓄性預金から 36.1%，その他対外債務から 20.5%，韓国銀行貸出金から 15.6%の資金調達を見せている。これは主に預金銀行貸出金に 66.2%，韓国銀行預受金に 8.5%が流れ、負債超過は 6.7%である。2000 年の負債は貯蓄性預金が増えて 58.0%，その他対外債務は減って 11.9%になった。資産側は 金銀行貸出金が若干減って 52.0%，そして 1985 年には 1.9%を占めていた長期会社債が 13.5%に増加し、負債超過はわずかの 0.1%である。

保険及び年金機関は 1985 年に生命保険及び年金から 85.5%の資金を調達して来て、これは保険貸出金に 43.3%，長期会社債に 14.4%と流れている。2000 年に生命保険及び年金からの資金調達は 72.9%と若干減って、資産側は保険貸出金が減って 26.8%，長期会社債に 16.9%，長期収益証券に 11.5%となっている。負債超過は 1985 年の 10.4%から 2000 年に 2.6%と減少した。

その他金融機関は1985年にその他預金から23.6%、長期収益証券から12.7%の資金を調達し、その他貸出金に56.6%、長期会社債に12.7%の資金が流れ、金融資産超過は7.5%である。2000年にはその他預金から23.5%、長期収益証券から15.5%の資金を調達しているが、1985年に0.1%であった長期会社債が14.1%に増えている。資産側はその他貸出金の割合が半分に減って28.1%、長期会社債は15.6%と構成されている。そして、負債超過が3.3%とあらわれている。

<表Ⅲ-33> 1985年の負債表の比率 (単位：%)

1985年R表	韓国銀行	預金銀行	保険年金	其他金融	政府部門	公企業	民間企業	個人部門	国外部門
金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
韓国銀行預受金	35.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
現金通貨	17.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
要求私預金	0.1%	7.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府当座預金	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
貯蓄性預金	0.0%	36.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
譲渡性預金証書	0.0%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
預金銀行表紙手形	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非居住者預金	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
還買条件附債券	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
信託	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
総合金融会社預置金	0.0%	0.0%	0.0%	6.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他預金	0.0%	0.0%	0.0%	23.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
生命保険及び年金	0.0%	0.0%	85.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期国公債	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
短期金融債	9.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期企業手形	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	0.0%	0.0%
長期国公債	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	0.4%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
長期金融債	0.0%	0.6%	0.0%	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
長期会社債	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	7.9%	7.1%	0.0%	0.0%
長期収益証券	0.0%	0.0%	0.0%	12.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
長期外貨証券	0.0%	2.8%	0.0%	2.9%	0.0%	0.0%	3.3%	0.0%	1.4%
株式	0.0%	1.7%	0.5%	2.6%	0.0%	2.4%	10.3%	0.0%	0.0%
韓国銀行貸出金	0.0%	15.6%	0.0%	0.0%	13.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
預金銀行貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	3.5%	6.7%	23.1%	17.7%	0.0%
保険貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	3.0%	2.5%	0.0%
総合金融機関貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	0.6%	0.0%
与信前門機関貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他貸出金	0.0%	2.7%	0.1%	0.0%	4.6%	11.1%	10.9%	13.4%	0.0%
政府融資	0.0%	2.4%	0.1%	3.6%	0.0%	12.8%	0.1%	1.1%	0.0%
出資持分	0.0%	1.1%	0.0%	3.4%	0.0%	25.2%	3.0%	0.0%	0.0%
商取引信用	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	14.5%	7.7%	0.0%
為替保有額	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.7%
直接投資	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	0.0%	2.3%
其他対外債権債務	8.2%	20.5%	0.0%	11.1%	51.0%	9.5%	4.6%	0.0%	8.8%
其他金融資産負債	1.2%	6.3%	13.7%	6.0%	6.5%	14.5%	12.0%	0.0%	0.0%
差額	22.2%	0.0%	0.0%	7.5%	19.7%	0.0%	0.0%	57.0%	71.8%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

<表Ⅲ-34> 1985年の資産表の比率 (単位：%)

1985年E表	韓国銀行	預金銀行	保険年金	其他金融	政府部門	公企業	民間企業	個人部門	国外部門
金	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
韓国銀行預受金	0.0%	8.5%	0.0%	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
現金通貨	0.0%	0.5%	0.9%	0.7%	0.0%	0.1%	1.0%	2.8%	0.0%
要求私預金	0.0%	0.0%	1.7%	0.7%	0.8%	0.3%	1.8%	2.6%	0.0%
政府当座預金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
貯蓄性預金	0.0%	0.0%	2.0%	1.8%	6.0%	1.0%	4.6%	22.0%	0.0%
譲渡性預金証書	0.0%	0.0%	0.6%	0.3%	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%	0.0%
預金銀行表紙手形	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非居住者預金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%
還買条件附債券	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
信託	0.0%	0.0%	1.4%	0.0%	0.3%	0.1%	0.7%	4.5%	0.0%
総合金融会社預置金	0.0%	0.0%	2.0%	0.0%	0.1%	0.1%	1.7%	1.6%	0.0%
其他預金	0.0%	2.8%	2.2%	0.0%	1.4%	0.1%	0.8%	11.9%	0.0%
生命保険及び年金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.2%	0.0%
短期国公債	0.0%	0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.0%
短期金融債	0.0%	2.3%	0.3%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%
短期企業手形	0.0%	0.0%	0.9%	2.0%	0.2%	0.0%	1.2%	1.9%	0.0%
長期国公債	0.0%	2.3%	4.1%	1.0%	0.2%	0.1%	0.4%	0.6%	0.0%
長期金融債	0.0%	0.4%	4.3%	1.2%	0.0%	0.3%	0.2%	0.8%	0.0%
長期会社債	0.0%	1.9%	14.4%	12.7%	0.9%	0.5%	0.6%	0.5%	0.0%
長期収益証券	0.0%	0.0%	1.8%	0.7%	1.7%	0.0%	0.1%	7.5%	0.0%
長期外貨証券	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.5%
株式	0.0%	0.9%	3.5%	3.4%	2.0%	1.3%	2.8%	12.1%	0.0%
韓国銀行貸出金	57.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
預金銀行貸出金	0.0%	66.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
保険貸出金	0.0%	0.0%	43.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
総合金融機関貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	9.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
与信前門機関貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	56.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府融資	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	38.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
出資持分	2.8%	0.2%	0.0%	0.1%	31.8%	6.9%	0.0%	5.9%	0.0%
商取引信用	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	19.1%	0.0%	0.0%
為替保有額	33.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
直接投資	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%	3.1%
其他対外債権債務	0.7%	1.0%	0.0%	0.0%	1.1%	0.0%	2.8%	0.0%	81.0%
其他金融資産負債	5.8%	5.2%	6.1%	3.2%	9.6%	6.0%	10.0%	8.9%	0.0%
差額	0.0%	6.7%	10.4%	0.0%	0.0%	76.9%	50.8%	0.0%	0.0%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

<表Ⅲ-35> 2000年の負債表の比率 (単位：%)

2000年R表	韓国銀行	預金銀行	保険年金	其他金融	政府部門	公企業	民間企業	個人部門	国外部門
金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
韓国銀行預受金	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
現金通貨	13.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
要求払預金	0.1%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府当座預金	6.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
貯蓄性預金	0.0%	58.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
譲渡性預金証書	0.0%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
預金銀行表紙手形	0.0%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非居住者預金	0.1%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
還買条件附債券	3.4%	2.7%	0.1%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
信託	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
総合金融会社預置金	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他預金	0.0%	0.0%	0.0%	23.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
生命保険及び年金	0.0%	0.0%	72.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期国公債	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
短期金融債	40.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期企業手形	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	0.0%	0.6%	3.4%	0.0%	0.0%
長期国公債	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	21.9%	4.9%	0.0%	0.0%	0.0%
長期金融債	8.4%	3.8%	0.0%	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
長期会社債	0.0%	0.0%	0.0%	14.1%	0.0%	26.0%	14.1%	0.0%	0.0%
長期収益証券	0.0%	0.0%	0.0%	15.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
長期外貨証券	0.0%	1.4%	0.0%	2.3%	0.0%	2.6%	2.8%	0.0%	6.8%
株式	0.0%	2.5%	4.4%	3.4%	0.0%	10.7%	15.9%	0.0%	0.0%
韓国銀行貸出金	0.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
預金銀行貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	0.9%	5.1%	20.2%	14.7%	0.0%
保険貸出金	0.0%	0.4%	0.0%	0.3%	1.1%	0.0%	2.5%	2.9%	0.0%
総合金融機関貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.2%	0.5%	0.1%	0.0%
与信前門機関貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	1.8%	3.8%	0.0%
其他貸出金	0.0%	1.4%	0.3%	1.0%	2.0%	7.9%	9.8%	15.0%	0.0%
政府融資	0.0%	4.3%	0.5%	3.4%	0.0%	8.1%	0.2%	0.2%	0.0%
出資持分	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	0.0%	14.0%	1.3%	0.0%	0.0%
商取引信用	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	8.0%	3.0%	0.0%
為替保有額	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	43.4%
直接投資	0.0%	0.7%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	5.0%	0.0%	17.3%
其他対外債権債務	4.8%	3.7%	0.0%	0.8%	5.2%	3.3%	4.3%	0.0%	27.3%
其他金融資産負債	6.1%	11.9%	21.3%	11.1%	6.4%	10.7%	10.0%	1.4%	0.0%
差額	12.6%	0.0%	0.0%	0.0%	62.3%	0.0%	0.0%	58.8%	5.2%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

<表Ⅲ-36> 2000年の資産表の比率 (単位：%)

2000年E表	韓国銀行	預金銀行	保険年金	其他金融	政府部門	公企業	民間企業	個人部門	国外部門
金	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
韓国銀行預受金	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
現金通貨	0.0%	0.0%	0.5%	0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	1.6%	0.0%
要求私預金	0.0%	0.0%	0.7%	0.8%	0.7%	1.0%	0.9%	1.3%	0.0%
政府当座預金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
貯蓄性預金	0.0%	0.0%	4.9%	2.9%	7.5%	2.1%	8.8%	29.0%	0.0%
譲渡性預金証書	0.0%	0.0%	0.2%	0.7%	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%
預金銀行表紙手形	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.5%	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%
非居住者預金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%
還買条件附債券	0.1%	1.0%	0.3%	0.3%	1.5%	0.1%	0.5%	1.4%	0.0%
信託	0.0%	0.1%	2.2%	0.0%	0.7%	1.0%	2.2%	5.9%	0.0%
総合金融会社預置金	0.0%	0.2%	0.6%	0.0%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.0%
其他預金	0.0%	0.4%	0.7%	0.1%	3.6%	0.1%	2.7%	20.5%	0.0%
生命保険及び年金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.1%	0.0%
短期国公債	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期金融債	0.0%	4.6%	1.5%	3.5%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%
短期企業手形	0.0%	0.3%	1.1%	4.1%	0.1%	0.0%	0.4%	0.1%	0.0%
長期国公債	2.4%	3.7%	3.4%	3.2%	1.6%	0.0%	0.7%	1.0%	0.3%
長期金融債	0.4%	2.7%	3.7%	3.6%	4.2%	0.1%	1.0%	1.0%	2.0%
長期会社債	1.2%	13.5%	16.9%	15.6%	8.1%	0.3%	0.6%	0.5%	0.1%
長期収益証券	0.0%	2.1%	11.5%	3.2%	2.5%	0.8%	0.8%	6.5%	0.9%
長期外貨証券	0.0%	0.6%	1.6%	0.9%	0.0%	0.0%	0.5%	0.0%	20.4%
株式	0.2%	1.2%	4.5%	6.7%	6.8%	5.9%	3.7%	6.9%	23.7%
韓国銀行貸出金	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
預金銀行貸出金	0.0%	52.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
保険貸出金	0.0%	0.0%	26.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
保険貸出金	0.0%	0.0%	26.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
総合金融機関貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
与信前門機関貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他貸出金	0.0%	0.0%	0.0%	28.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府融資	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	29.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
出資持分	0.7%	0.0%	0.3%	0.3%	9.9%	0.6%	0.1%	1.7%	0.0%
商取引信用	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.9%	10.6%	0.0%	0.0%
為替保有額	75.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
直接投資	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.7%	5.2%	0.0%	18.0%
其他対外債権債務	0.8%	6.2%	0.0%	1.8%	1.5%	1.2%	1.6%	0.0%	33.6%
其他金融資産負債	13.3%	9.8%	15.7%	14.1%	16.9%	16.1%	3.2%	2.9%	0.0%
差額	0.0%	0.1%	2.6%	3.3%	0.0%	63.2%	55.7%	0.0%	0.0%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

2) 細分割した預金銀行の比較分析

資金循環表の制度部門の中で預金銀行は様々な銀行が包含されている。一般銀行である市中銀行や地方銀行、外国銀行の国内支店、そして特殊銀行である韓国為替銀行、中小企業銀行、農業協同組合、水農業協同組合、畜農業協同組合などがこの預金銀行に入る。上の1985年の細分割と同様に2000年の資金循環表も、預金銀行と韓国銀行の経済年報の各金融機関勘定を用いて、預金銀行の各項目の金額を細分化した。銀行勘定と資金循環表の金融項目は一致しない部分があるため、分割が出来る項目だけを埋めた。下では1985年と2000年の一般銀行と特殊銀行の負債と資産について比較分析を試みる。

(1) 1985年の預金銀行の細分割

① 負債表(R表)の細分割

まず1985年の負債側を見てみよう。<表Ⅲ-37>は預金銀行の負債を一般銀行と特殊銀行に分けた表である。一般銀行と特集銀行の要求性預金は2兆790億ウォンと2兆2225億ウォン、貯蓄性預金は10兆8847億ウォンと9兆4908億ウォンとその銀額の差は小さい。異なる項目は、一般銀行は韓国銀行貸出金が7兆3957億ウォンであるが、特殊銀行は1兆6750億ウォンに過ぎない。代わりに特殊銀行はその他貸出金が1兆3793億ウォンで、一般銀行のその他貸出金は正確ではないが3603億ウォンがカウントされた。資金循環表上のその他貸出金の金額が1兆5225億ウォンと計上されているので、金額的に見ても一般銀行のその他貸出金の割合は大きくないと判断され、その他貸出金のほとんどは特殊銀行が占めていると言っても過言ではない。同じく政府融資も特殊銀行が1兆2875億ウォンを占めていて、大部分の金額は特殊銀行の分だと思われる。

非居住者預金は一般銀行のみであり、譲渡性預金証書は一般銀行が特殊銀行の約2倍と出ている。また株式は一般銀行の分が大きくて、代わりに特殊銀行の中で出資会社の形態を持つ韓国為替銀行、中小企業銀行、住宅銀行などは出資持分として資金を調達している。

一般銀行の中で、預金を預かる役割を担当している市中銀行と地方銀行は負債の中で貯蓄性預金が一番大きく、その次は韓国銀行貸出金から資金を調達している。外国銀行国内支店は、その他対外債務からの大部分の資金を調達し、要求性預金の金額が貯蓄性預金の弱2倍である。

特殊銀行に含まれている銀行も大体貯蓄性預金からの資金調達が一番大きいですが、韓国為替銀行だけは、国外銀行国内支店のように、その他対外債務の金額が一番大きいですが、その金額は貯蓄性預金の約4倍である。農業協同組合の場合は約4分の1の資金を政府融資から調達している。

<表Ⅲ-37> 1985年の一般銀行と特殊銀行の負債構成 (単位: 10億ウォン)

	預金銀行	一般銀行	特殊銀行
要求払預金	4301.5	2079.0	2222.5
貯蓄性預金	20375.5	10884.7	9490.8
譲渡性預金証書	1080.9	735.1	345.8
非居住者預金	616.7	616.7	0.0
長期金融債	340.5	0.0	340.5
株式	1011.7	943.2	68.5
韓国銀行貸出金	9070.7	7395.7	1675.0
その他貸出金	1740.0	360.3	1379.3
政府融資	1749.0	461.5	1287.5
出資持分	616.1	0.0	616.1
その他対外債権債務	11844.0	7559.5	4284.5

② 資産表(E表)の細分割

今度は<表Ⅲ-38>から1985年の資産側を見てみよう。一般銀行と特殊銀行の中で、一般銀行は特殊銀行より預金銀行貸出金の金額が大きく、特殊銀行は一般銀行より韓国銀行預受金が多い。有価証券の合計は一般銀行が2兆5726億ウォンと特殊銀行が2兆189億ウォンで似たような金額であるが、有価証券の金額の中で、特殊銀行は約61%である1兆2404億ウォンを短期・長期金融債に投資している。一方、一般銀行からは株式や会社債に約55.6%である1兆4307億ウォンが流され、特殊銀行とは異なる様子を見せる。

一般銀行の資産の中では預金銀行貸出金が一番大きい。他の項目を見ると<表Ⅲ-29>では市中銀行は有価証券の合計の1兆7400億ウォンの中で株式・会社債が1兆660億ウォン約61.3%を占めているが、地方銀行は合計額7652億ウォンの中で短期・長期国公債が約53.7%である4111億ウォンと、その次が株式・会社債が約42.3%である3233億ウォンと構成されている。外国銀行国内支店(在韓外銀)の有価証券合計額はわずかの674億ウォンであるが、そのうち410億ウォンが株式・会社債である。

特殊銀行もその資金を預金銀行貸出金として流して、韓国為替銀行、中小企業銀行、国民銀行、住宅銀行、農業共同組合の預金銀行貸出金の金額は各々2兆ウォンから3兆ウォンに相当する。ただ、他の特殊銀行は預金銀行貸出金が資産の大部分を占めているのに比べて、韓国為替銀行は預金銀行貸出金の3兆1118億ウォンに対して、韓国銀行預受金も3兆781億ウォンに至る相当な金額である。

<表Ⅲ-38> 1985年の一般銀行と特殊銀行の資産構成 (単位: 10億ウォン)

1985 資産	預金銀行	一般銀行	特殊銀行
韓国銀行預受金	4917.9	1193.8	3724.1
現金通貨	283.9	161.8	122.1
その他預金	1608.6	948.1	660.5
有価証券合計	4591.5	2572.6	2018.9
(国債)	1359.8	927.9	431.9
(金融債)	1454.4	214.0	1240.4
(株式・会社債)	1777.3	1430.7	346.6
長期外貨証券	358.3	308.3	50.0
預金銀行貸出金	37219.0	22529.7	14689.3

(2) 2000年の預金銀行の細分割

① 負債表(R表)の細分割と再分類

今度は2000年の表を見てみよう。2000年は1985年に比べたら色々な金融項目から資金を調達している。1989年12月に韓国為替銀行法が廃止、1995年1月5日に国民銀行法が廃止され、一般銀行化されて、2000年の資料には市中銀行に入るようになった。韓国住宅銀行は1997年の金融危機の後、金融機関の構造調整と競争力強化で、2000年12月12日に国民銀行と合併を宣言し、2001年4月23日に国民銀行との合併契約を結んだ。2000年の銀行勘定では既に特殊銀行として扱われなくなっている。畜業協同組合は2000年7月1日に農業協同組合に統合された。

<表Ⅲ-39> 預金銀行の負債側の貯蓄性預金 (単位: 10億ウォン, %)

	預金銀行	一般銀行	特殊銀行	一般銀行	特殊銀行
2000年	360605.2	293346.8	67258.4	81.3%	18.7%
1985年	20375.5	10884.7	9490.8	53.4%	46.6%
1985年(新)	20375.5	16915.9	3459.6	83.0%	17.0%

まず<表Ⅲ-39>の負債側を見よう。いくつかの特殊銀行が一般銀行に入るようになった理由もあり、特殊銀行よりは一般銀行の規模が大きくなっている。預金銀行の負債で一番大きい割合を占めている貯蓄性預金は、一般銀行に81.3%である293兆3468億ウォンが、特殊銀行に18.7%である67兆2584億ウォンが分配されている。1985年の一般銀行と特殊銀行の貯蓄性預金の金額は10兆8847億ウォンと9兆4908億ウォンで、その差が大きくなかった。しかし、1985年の表に戻り、2000年に一般銀行に含まれている韓国為替銀行、国民銀行、韓国住宅銀行の貯蓄性預金

を一般銀行に入れてみたら、金額は3つの特殊銀行を含んだ一般銀行が16兆9159億ウォンと、残りの特殊銀行が3兆4596億ウォンと出て、その割合は一般銀行83.0%と特殊銀行17.0%と出て、2000年とほぼ変わらない。

ここで、1985年(新)という項目は、2000年に一般銀行に包含されている韓国為替銀行、国民銀行、韓国住宅銀行の1985年の貯蓄性預金の合計の6兆312億ウォンを特殊銀行の合計から外して一般銀行に入れた場合の金額である。

貯蓄性預金以外に目立つ金融商品の項目をあげると、政府融資は1985年に特殊銀行、特に政府融資の65.3%が農業共同組合に集中されていたが、2000年にも特殊銀行の割合が多く、農業共同組合への金額も53.3%を占めている。中小企業銀行への政府融資は1985年に2.5%しか与えられていないが、2000年には15.4%と増加した。

② 資産表(E表)の細分割と再分類

今度は<表Ⅲ-40>の資産側を見てみよう。1985年に預金銀行の資金運用先としては預金銀行貸出金が一番大きかった。これを負債側の貯蓄性預金の分析のように表にしたら次のようである。1985年には一般銀行からの貸出金が全体の60.5%を占めていたが、2000年にはこれが増えて77.4%になっている。

ここで1985年(新)の項目は、上述の負債側と同様に2000年に一般銀行に包含されている韓国為替銀行、国民銀行、韓国住宅銀行の1985年の貯蓄性預金の合計の8兆2651億ウォンを特殊銀行の合計から外して一般銀行に入れた場合の金額である。2000年度の一般銀行の包含基準に合わせたら、1985年の一般銀行の貸出金は82.7%に増えて、逆に2000年の77.4%より大きな比重である。

<表Ⅲ-40> 預金銀行の資産側の預金銀行貸出金 (単位：10億ウォン，%)

	預金銀行	一般銀行	特殊銀行	一般銀行	特殊銀行
2000年	325073.1	251501.2	73571.9	77.4%	22.6%
1985年	37219.0	22529.7	14689.3	60.5%	39.5%
1985年(新)	37219.0	30794.8	6424.2	82.7%	17.3%

2-3. 制度部門の細分割による韓国の資金循環勘定の分析結果

本節では最大 9 制度部門で構成されている韓国の 68SNA ベースの資金循環表を、制度部門を細分割することによって、もっと詳しい情報の含む新しい資金循環表の作成を試みた。そのために各銀行の貸借対照表を用いて、資金循環表の預金銀行という 1 個の制度部門の R 表(負債表)と E 表(資産表)を 10 個の一般銀行と特殊銀行の制度部門に増やした。この作業を経て新しく得られた 18 個の制度部門の資金循環表を基に、Y 表(制度部門間の金融取引表)を算出し、各制度部門のポートフォリオ分析を試みた。

本節ではその一例として 1985 年と 2000 年を採択した。韓国は 1980 年代にはいり、金融自由化が進展されながら様々な金融機関が新設されたことで、最も多くの制度部門に分類するためまずは 1980 年代を選択した。1981 年から 1983 年にかけて全ての市中銀行が民営化され、1982 年には大企業の銀行支配を防ぐため銀行法が改定され、銀行株式の 1 人の所有限度が 10%から 8%に制限された上、1982 年には金融機関に対する臨時措置法が廃止、1984 年には銀行相互間の競争を制約した金融団協定も廃止されたことがある²⁹。しかし、韓国は 1986 年から 1989 年には経常収支が黒字に転換された時期で、為替保有額が急増し、流動性吸収のための韓国銀行の通貨安定証券の発行も急増したなどの異常現象があったため、普遍的な一例として 1985 年を採用した。そして比較対象になる最新の資料としては、いくつかの銀行が合併されて各銀行の貸借対照表が入手されない年度を除いたら、2000 年の資料が最も多くの制度部門にわけられ、1985 年との比較分析には最善であった。

細分割された 1985 年の R 表、E 表、Y 表の分析を踏まえた上、2000 年の資料と比較したら負債では貯蓄性預金が、資産では貸出金の変化があらわれた。貯蓄性預金は 1985 年には一般銀行と特殊銀行が半分ずつを占めていたが、2000 年になると一般銀行が 80%以上を占めるようになった。しかし、1985 年の一般銀行を 2000 年の一般銀行と特殊銀行の包括基準に合わせて再び算出したら、新しい 1985 年の比率は 2000 年とほぼ変わらなかった。資産側の貸出金項目の場合は、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%に増える。しかし、貯蓄性預金の場合と同様に、1985 年の資料を 2000 年の銀行の包括基準に合わせたら、1985 年の一般銀行の貸出金は 80%以上になり、逆に 2000 年に一般銀行の占める比重が減少したと言えよう。

²⁹ 宋(2008)を参考した。

以上のように本節で試みた細分割の手順を採用すると、資金循環表の制度部門が2倍に増えて、より情報の含む有用な資金循環勘定が得られる上、時系列による金融構造の変動もより詳しく観察される。

第3節. 家計の資産選択や貸出市場での企業と銀行の金融行動分析

3-1. はじめに

1) 実証分析の対象と利用資料

本節ではいくつかの経済主体の金融行動に焦点を当てて、それぞれの特徴を明らかにするための実証分析を試みる。ある国の中で、家計は貯蓄を通じて資金を他の制度部門に供給する最大の資金供給部門であり、企業は他の制度部門から調達して来た資金を基盤に生産活動を担う最大の資金需要部門である。そして、この資金の円満な流れのために仲介するのが金融機関の役割である。

本節では資金循環表にあらわれる家計部門、企業部門、そして銀行の3つの制度部門の金融行動にフォーカスを置いた。まず、家計部門は様々な金融資産を保有することで、他の制度部門へ資金を供給することが出来る。一方、資金需要部門の企業部門は必要資金を調達してくるが、様々な資金調達的手段の中では銀行が供給する貸出金がある。

以上の内容を資金循環表から説明すると、＜図Ⅲ-38＞のように各制度部門の保有する金融資産や負債の貸借対照表であらわれて、資産もしくは負債の差額が最後の行にあらわれる。一般的に企業は負債超過部門、家計は金融資産超過部門であるため、金融資産負債差額はAとBに入ることになる。

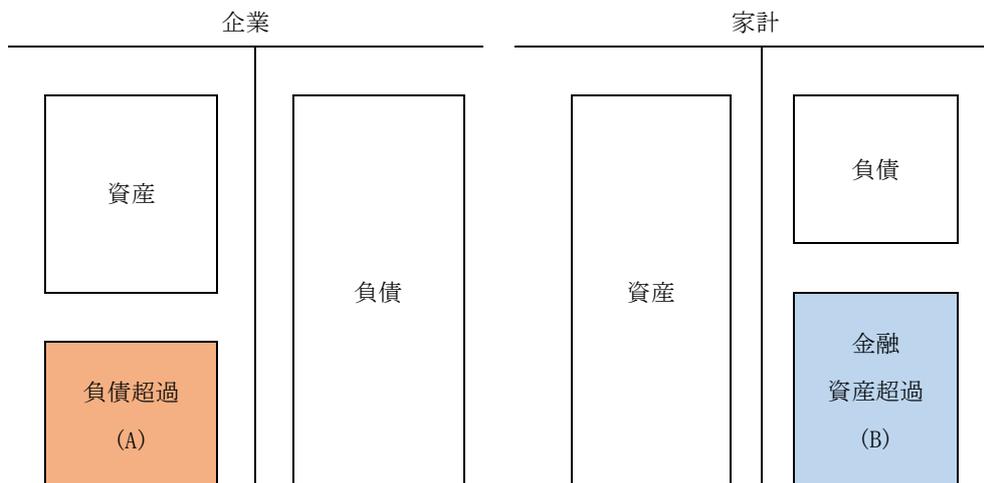
＜図Ⅲ-38＞資金循環表の概要

金融項目	制度部門									
	金融機関		企業部門		家計部門		政府部門		国外部門	
	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
現金										
預金										
債券										
株式										
その他										
差額			(A)			(B)				

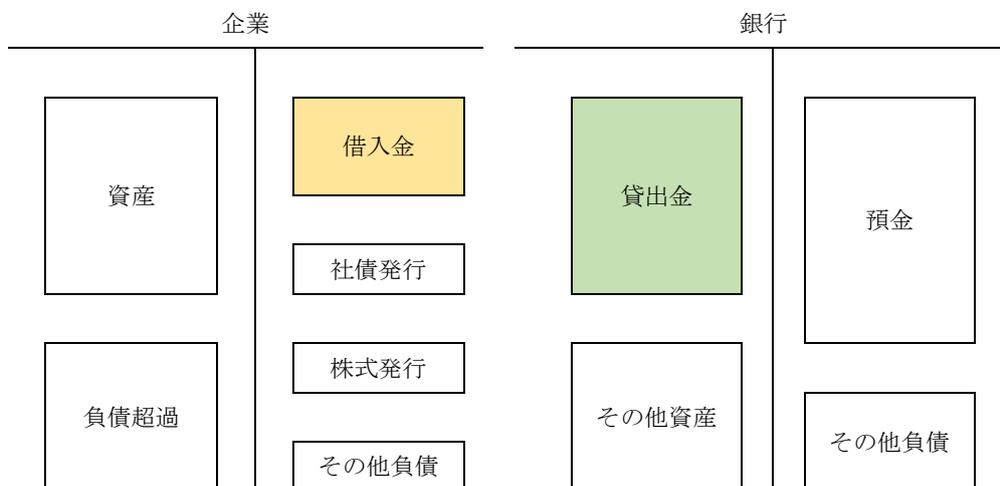
今度は＜図Ⅲ-39＞のように企業部門と家計部門を分離した貸借対照表から見ると、企業は金融負債が金融資産より大きくて負債超過が発生し、逆に家計部門は金融資産が金融負債より大き

くて金融資産超過が生じる。この金融資産超過や負債超過を仲介するのが銀行の役割で、＜図Ⅲ-40＞の銀行の貸借対照表であらわれているように家計から預金を受け資金を集めて貸出金として企業に供給することによって、家計の少額で短期資金が巨額の長期信用に繋がることになる。

＜図Ⅲ-39＞企業と家計の貸借対照表



＜図Ⅲ-40＞企業と銀行の貸借対照表



以上のように本節では家計部門の資産保有、そして企業部門の借入金と銀行の貸出金を分析対象にする。家計の資産保有の行動についてはいわゆる資産選択理論に基づいて、韓国の家計部門の金融資産選択行動に影響を与えている要因について実証分析を試みる。企業部門の資金調達の実態に関しては貸出市場から調達してくる借入金を、そして銀行の行動としては貸出市場に銀行が供給する貸出金を実証分析の対象とする。

実証分析に利用する韓国の資金循環勘定は韓国銀行が四半期毎に作成しているもので、従来の68SNAベースの資金循環勘定は2005年末のデータを最後に作成が終了されている。現行の93SNAベースの資金循環勘定は2002年末からデータが存在する。9制度部門³⁰で構成された68SNAベースと、最大22制度部門に分けられる³¹。93SNAベースの2つの資金循環勘定は、制度部門と金融商品項目の定義や範囲などがかなり異なる上、2つの勘定のデータが被る2002年から2005年のデータを比較する方法で2つの勘定のデータを連結することも金額がかなりずれているため、2つの勘定を結び付けて分析に用いるには難点がある³²。このような理由で、長期間の時系列データを分析対象にする場合は、1970年代から始まる68SNAベースの資金循環勘定のデータが主に利用されて来た。しかし、68SNAベースの資金循環勘定は2005年末でデータが断絶されているため、近年のデータは分析対象から抜かざるを得なかった。一方、93SNAベースの資金循環勘定は年度別、あるいは四半期別の横断面的な分析に使われて来た。つまり、ある時点、もしくはある期間での制度部門や金融商品の特性を対象にする分析方法には向いているが、時系列データを利用する実証分析方法を適用するには、データの数が少ないため扱いにくかった。93SNAベースの資金循環勘定は韓国銀行が2002年末から四半期別に推計しているため、現時点では2012年末までの41個の時系列データを利用することが出来る。

2) 金融危機と各制度部門の金融行動

本節の実証分析において、もうひとつ念頭に置きたいのは金融危機に対する各経済主体の金融行動である。1980年にはいって世界の金融市場における特徴のひとつは、途上国を含めアメリカや日本など先進諸国でも金融危機を経験したことである。Lindgren *et al.* (1996)によると1980年から1995年まで金融危機を経験した国はIMF加盟国の181カ国の4分の3に該当する133カ国に至る。宋(2008)は世界的な金融危機の発生から以下のような共通的な特徴が発見されると述べた。まずある資産価格が持続的に上昇することにより、資産価格と他部門の価格の間での相対価格の変化が生じる。相対価格の上がった分野は期待収益率が上昇して、該当部門、もしくは特定の企業への投資が集中される。このような相対価格の上昇に基づく融資の集中により銀行などの金融機関の経営実績は向上する。しかし資産価格が下落したら状況は逆転し、資金を借入れた企業は財務内容が悪化されて、債務支払の先延ばしや債務不履行の状態まで至る。それにより融

³⁰ 韓国銀行がホームページにて公開しているデータは5個の制度部門の構成である。

³¹ 韓国銀行が公表するデータは18制度部門で構成されているが、制度部門間の引算によって最大22制度部門に分けることが出来る。

³² 例えば、株式は68SNAベースの資金循環勘定では資産側は簿価(あるいは取得価)、負債側は額面価で表記されているが、93SNAベースの資金循環勘定では時価評価で表記されている。因みに、資金循環勘定の株式項目は証券取引所の上場、もしくは登録企業の株式以外にも非上場、非登録企業の株式も包含するため、証券取引所より範囲が広い。

資に参加した銀行の与信リスクが高まり、金融機関の不実債券の増大や自己資本比率の下落が深化されて、金融機関の資産内容と経営健全性が悪化する。その上、この情報が市場に流れることにより、銀行の資金調達のコストの急上昇や預金引出要求の増大など投資家のリスク回避行動を齎して、銀行は流動性不足の問題に直面することとなり、支払い不可能や営業停止まで至る。投資家は破産金融機関と類似なリスクを持つ他の金融機関の健全性にも疑問を抱き、融資や預金の早期回収を要求するが、この影響が金融部門全体に波及することによって、いわゆる金融危機が発生する³³。

金融危機の発生に対する家計、企業、銀行などの各経済主体の行動や政府、中央銀行など政策当局の対策は、その国の経済環境や金融市場の特性によってかなり異なると考えられる。1970年代から急速な経済成長を果たして来た韓国においても、歴史的に輸出主導型や供給先導型経済成長期を経験しながら、莫大な政策金融を原動力に官主導の経済成長期を経て、現時点に至っている。1980年代からは金融市場においても金融自律化の動きが始まって、1990年代には様々な金融自由化が進んできたが、金融危機が発生した時の各経済主体の態度や政策当局の対策などは、アジア諸国は西洋とは異なる性格を持っていると思われる。

一例として為替危機をきっかけに 1997 年に韓国では前例のない巨大な金融危機に直面した。当時の副総理の林昌烈氏が 1997 年末に大統領当選者の金大中氏に報告した為替危機の原因は、外債(特に短期借入金の大い比重)と為替保有額の管理の問題、不適切な為替レートの運用、総合金融会社など一部の金融機関に対する管理と監督の問題の 4 つに要約される³⁴。この危機について宋(2008)は次のように説明する。韓国の企業、特に財閥の過剰投資と無理な事業拡大による企業債務の急増で³⁵、銀行などの金融機関の不実債券の急増した上、国際信頼度は下落して日本の商業銀行など外国の金融機関の資金が回収された。ウォン貨の価値と株価は急落し、為替保有額が枯渇する悪循環から為替危機に至り、韓国で金融危機が発生した。この金融危機の対策としては、政府主導の積極的な公的資金投入を活用しながら、銀行を中心に金融構造調整が行われた³⁶。

金融危機の対応は国によって異なるが、先進大国、先進小国、中南米、東アジアの 15 カ国と韓国を対象に金融危機における政策の差異や金融危機前後の経済の変化について国際比較を試みた裴(2007)は、韓国の場合は公的基金を投入し、清算、合併と買収、売却、資本財構築、不実債券整理、国有化などの可能な全ての構造調整の方法を強力的に実行することで、インドネシア、タイに次ぐ相対的に多くの費用を負担したものの、金融と実物経済はとても速やかに回復したと

³³ 宋(2008)の p. 128 を参考に内容を纏めた。

³⁴ 崔(2004)の p. 51 から要約した。

³⁵ GDP 対比の資金循環勘定の企業債務を見ると、1989 年 115%から 1997 年には 175%に達する。

³⁶ 宋(2008)の p. 243 を参考に内容を纏めた。

分析した。このことは宋(2008)でも指摘していることで、政府が構造調整のスケジュールを明確に提示しながら、幅広く厳格な接近方法で強く急進的に推進(big bang approach)されたことが韓国の金融構造調整の特徴であり、迅速な金融構造調整の断行が可能であったのは国民的な合意がある程度形成されていたのも大きかったと語る。韓国の経済は大きく分けて 1970 年代までの政府主導型、1980 年代の民間主導型、1990 年代以降の開放経済型と区切ることが出来るが、現在に至っても危機に対しては官民が政府や中央銀行など政策当局の強力な対策を仰ぐ特性が存すると考えられる。

韓国に影響を与えた次の金融危機としては、2007 年のアメリカ発のサブプライム住宅ローン危機や、2008 年 9 月 15 日にアメリカの投資銀行であるリーマン・ブラザーズが破綻して世界的金融危機の大きな引き金になったリーマンショックがあげられる。韓国が経験したこの時期のグローバル金融危機は震源地がアメリカからという点で 1997 年の金融危機とは性格がかなり異なると言えよう。

白(2010)はこのグローバル金融危機における韓国の対応としては、政府支出拡大政策³⁷、減税政策、通貨金融政策、為替政策などがあつたと説明する。その中で金融政策を見ると、まず中央銀行である韓国銀行は基準金利の 3.25%p 引下げをはじめとする、公開市場操作の対象証券と対象機関の拡大、債券市場安定ファンドへの出資、金融機関及び金融市場に直接流動性を供給する政策、準備預金の付利制度導入、韓国銀行貸出金の担保負担の緩和、銀行に対する韓国銀行の h 資金調整の貸出期間の延長など、銀行の信用供給余力の拡充するために様々な対策を設けた。この時期に行われた他の金融政策としては、政府は企業の輸出入金融と中小企業を支援するために、韓国産業銀行に 1 兆 4000 億ウォンの出資、企業銀行に 1 兆ウォンの出資、韓国輸出入銀行には 2008 年末に 6500 億ウォンの現物出資に続いて、2009 年には 3000 億ウォンの現金出資と 5000 億ウォンの株式の現物出資を行った。企業のためには保証保険の供給の拡大する上、2009 年 2 月には政府が輸出企業と創業中小企業に対する貸出金を 100%保証するという破格的な政策を設けるなど、企業への資金供給を積極的に支援した。家計に対しては住宅金融公社の資本金を増資することで、長期で固定金利の住宅ローンの供給を拡大した³⁸。白(2010)は、政府の危機対応の政策が企業と家計にどのような影響を与えたかを判断するのは難しいが、2009 年を過ぎたら家計と企業の貸出延滞率が低くなったと述べた。

しかし、この時期の金融危機の対応について金(2009)は、韓国の政府が年金基金を用いて大量の買収を行うことで株価の急落を防ごうとした行為は、政府の資産市場介入で韓国の企業の政府

³⁷ 為替危機当時の追加更正予算(1998 年)は GDP 対比 2.9%、グローバル金融危機の追加更正予算(2009 年)は GDP 対比 2.8%である。

³⁸ 白(2010)の pp. 42-48 を参考した。

依存度を高めた結果となって、市中銀行は140%の預貸比率に至るほどの過剰貸出を行ったと指摘する。

本節の実証分析では2002年から2012年までの11年に渡った四半期データを用いるため、2007年から2008年までの金融危機の時期が含まれている。この金融危機の期間において、家計部門、企業部門、そして銀行がいかなる行動をとったかを実証分析に含めたら、危機に対する韓国の金融市場の客主体の性格が一層明らかになると期待される。

3-2. 93SNA ベースの資金循環勘定の韓国の家計部門と企業部門の資産負債構成

1) 家計の金融資産保有

投資家が保有する金融資産を大きく分類すると預金、債券、株式などがあげられる。〈表Ⅲ-41〉は韓国の資金循環勘定の家計及び非営利団体部門が保有する債券、株式及び出資金、そして長期貯蓄性預金の年末残高や、その3つの金融資産の合計を100%と見なした場合の各金融資産の保有比重である。保有比重を見ると、概ね長期貯蓄性預金が50%前後、株式及び出資金が30%前後、債券が20%前後となっている。貯蓄性預金の場合は、2002年末の57.8%から2012年末の50.1%まで保有比重が減り、株式及び出資金は2002年末の26.3%から2012年末の32.4%まで保有比重がやや増える傾向がある。債券は10%代で留まっているが、2007年や2008年は20%線を超えた。2007年を観察すると、債券の保有比重は21.4%、株式及び出資金は36.0%とこの11年の期間の中で一番高い数値まで上がったが、長期貯蓄性預金は42.5%まで下落した。しかし翌年度の2008年には長期貯蓄性預金が51.4%に増加して、株式及び出資金はこの観察期間の中で一番低い数値の28.5%まで下がる。この時期を残高の方で見たら、債券は2007年の219兆2480億ウォンから2008年に192兆4140億ウォンに、株式及び出資金は2007年の368兆5850億ウォンから2008年の273兆9013億ウォンに金額自体が減って、その代わりに長期貯蓄性預金は2007年の434兆6129億ウォンから2008年に493兆8833億ウォンに増えている。

もっと詳しく観察するため四半期データを用いて見ると、〈図Ⅲ-41〉の金融資産保有残高で3つの資産とも金額は増大する傾向であるが、長期貯蓄性預金は2007年第2四半期の437兆1556億ウォンから2008年第3四半期の436兆6503億ウォンに若干減った時期を除いては、全ての期間で残高が増えている。債券は2008年第1四半期から第3四半期の区間に残高の減少が続いた以外は、大きな下落はない。一方、株式及び出資金は3つの資産の中で保有残高の変動が激しい。債券と同じく2008年前後に残高の減少があったが、2007年第1四半期の286兆9564億ウォンから2007年第3四半期には376兆4700億ウォンに大幅増加した後、2009年第1四半期の323兆

9630 億ウォンに減少が続き、減少傾向の区間も債券より長い。この時期の変動については、2007 年のサブプライム住宅ローン危機や、2008 年のリーマンショックが韓国にも影響を与えたと予想される。

その後の期間を観察すると、長期貯蓄性預金の残高は安定的に増え続き、債券は若干増える傾向であるが、株式及び出資金は 2011 年 3 四半期や 2012 年第 2 四半期でも金額が減っている。株式及び出資金の保有額の変動が大きい原因としては、預金や債券に比べて株式は収益率³⁹が高い数値を見せる分、収益率の変動の波が激しくリスクの高い資産である。

<図Ⅲ-43>は家計及び非営利団体の保有する各資産の収益率や消費者物価上昇率を表わす。債券の収益率は 3 年物の国庫債の収益率を用いたが、預金や株式及び出資持分の収益率に関しては、国民勘定の制度部門別の所得勘定⁴⁰からの資産収益を用いて計算した収益率である。預金からの収益率は(式Ⅲ-1)、株式及び出資持分からの収益率は(式Ⅲ-2)のように移動平均方法で求めた。

$$\frac{R_t}{(D_t+D_{t-1})/2} \quad (\text{式Ⅲ-1})$$

$$\frac{\Pi_t}{(S_t+S_{t-1})/2} \quad (\text{式Ⅲ-2})$$

R_t : t 期の国民勘定の家計及び非営利団体の所得勘定の利子(源泉)

Π_t : t 期の国民勘定の家計及び非営利団体の所得勘定の配当金(源泉)

D_t : t 期の資金循環勘定の家計及び非営利団体の預金(資産)⁴¹

S_t : t 期の資金循環勘定の家計及び非営利団体の株式及び出資持分(資産)

<図Ⅲ-43>を見ると、この区間で預金利子からの収益率は平均 5.6%で一番高く、その後が国庫債の収益率が平均 4.3%、株式及び出資持分の配当金からの収益率は平均 3.8%で一番低い。一方、<図Ⅲ-44>は前年度対比の株価増加率を表わしている⁴²。そういうことから、株式は他の安全資産より投機的な目的で保有する動機が強く作用すると言えよう。したがって、経済環境の変

³⁹ 株式の収益率に関しては、投資家が株価増加率を見て判断するか、株価増加率や配当収益率の両方を考慮して判断するか、2つの見解があり、国別の経済環境により異なると思われる。本研究の実証分析では Park (1994) の実証分析にならって、株価増加率を用いた。(株価増加率と配当収益率の合計のデータを用いた場合の推定結果より、株式増加率のみを用いた場合の推定結果の方が統計的に有意に得られた。)

⁴⁰ 名目、年度別資料。

⁴¹ 「現金通貨及び預金」 - 「現金通貨」

⁴² <図Ⅲ-43>と<図Ⅲ-44>の金融資産収益率(年利)は名目指数で、実質指数や株価の前四半期対比、前半年度対比の増加率などの図は<APPENDIX>を参考されたい。

化からの影響も強く受け、その保有額が変動しやすいと考えられる。そして、もう一つの理由としては、93SNA ベースの資金循環勘定は 68SNA ベースと異なり、株式が時価評価で表記されていることを見逃してはいけない。

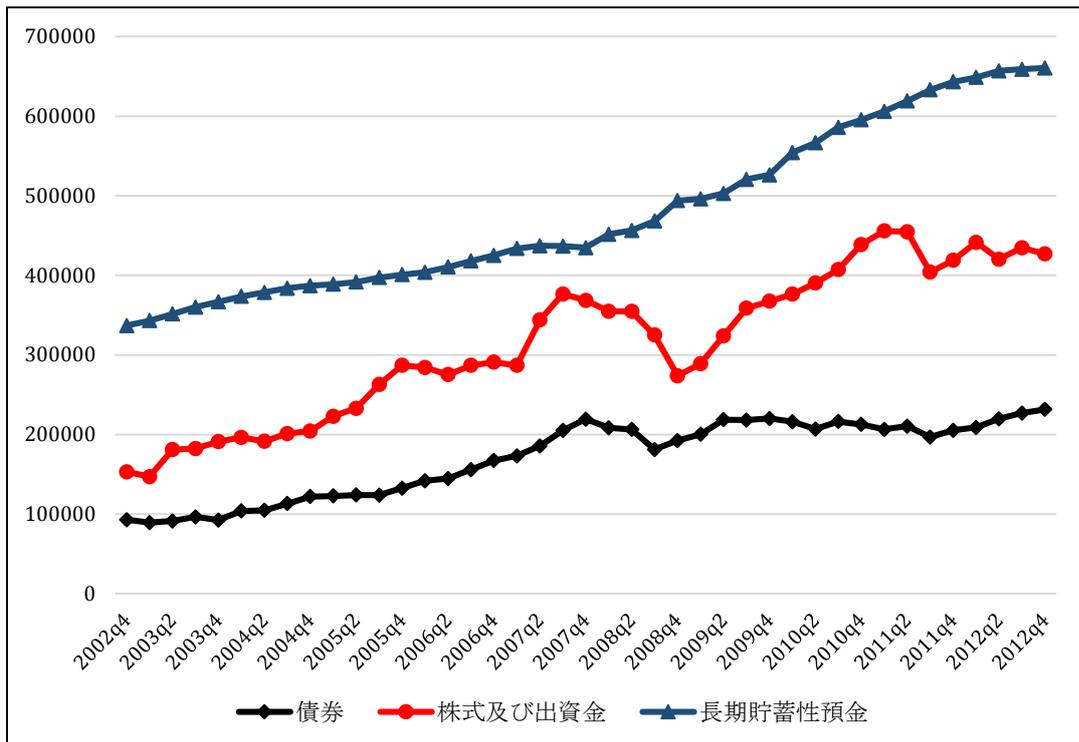
今度は<図Ⅲ-42>の金融資産の保有比重の四半期データの流れを見ると、まず債券は全期間に掛けて 14%から 20%までの比重で安定的な動きを見せている。長期貯蓄性預金は 2002 年度から下落して行く傾向があるが、株式及び出資金が 30%線を下回った 2008 年末や 2009 年初の時期は、長期貯蓄性預金が 50%線を越えている。債券の保有比重が比較的に安定されているため、長期貯蓄性預金と株式及び出資金の保有比重は、40%線を基準にまるで鏡に映したような形になっていて、2つの資産の間で代替が行われているように見える。

<表Ⅲ-41>家計及び非営利団体部門の金融資産保有 (単位：10 億ウォン，年末残高)

年度	債券	株式及び 出資金	長期 貯蓄性預金	債券	株式及び 出資金	長期 貯蓄性預金
2002	92831.2	153130.5	336778.1	15.9%	26.3%	57.8%
2003	92522.3	190940.9	366602.2	14.2%	29.4%	56.4%
2004	121916.3	204278.1	387008.9	17.1%	28.6%	54.3%
2005	132689.2	286765.3	400823.8	16.2%	35.0%	48.9%
2006	167369.2	290788.2	424980.4	19.0%	32.9%	48.1%
2007	219248.0	368580.5	434612.9	21.4%	36.0%	42.5%
2008	192414.0	273901.3	493883.3	20.0%	28.5%	51.4%
2009	220094.6	367425.9	526185.6	19.8%	33.0%	47.2%
2010	212588.6	438674.8	595428.4	17.1%	35.2%	47.8%
2011	205324.2	418944.5	643075.5	16.2%	33.1%	50.7%
2012	231424.8	426960.1	660560.8	17.5%	32.4%	50.1%

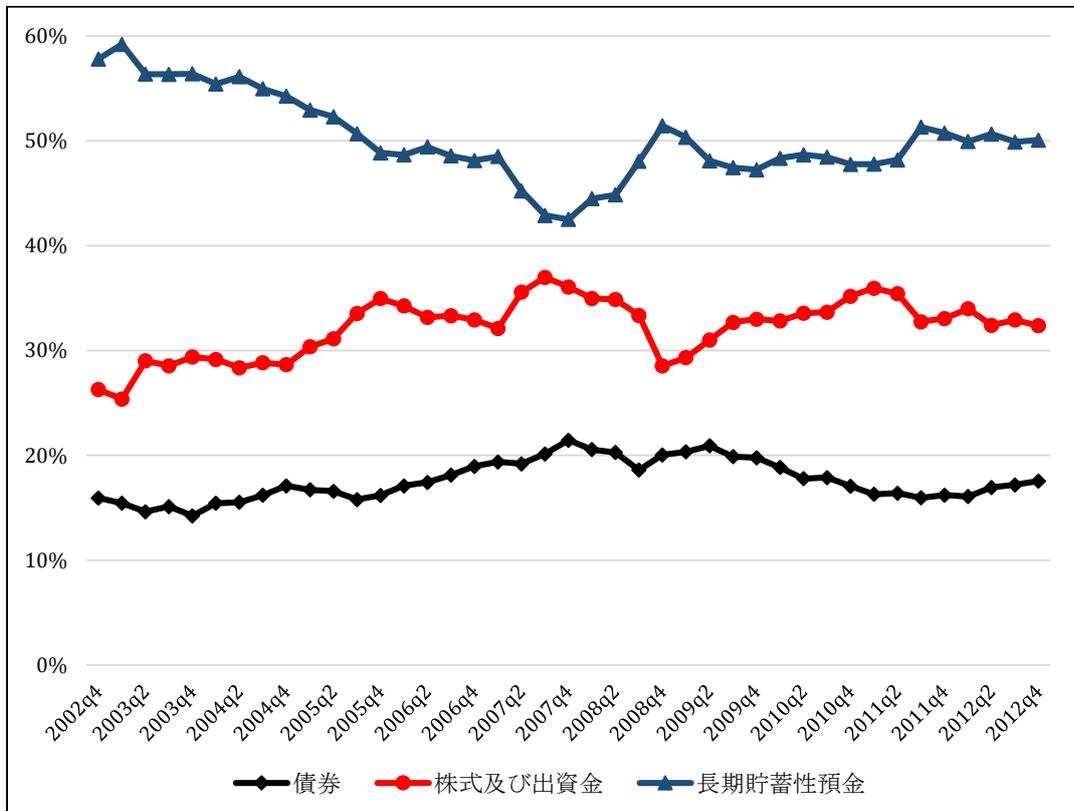
<図Ⅲ-41> 家計及び非営利団体部門の金融資産保有残高

(単位：10 億ウォン)

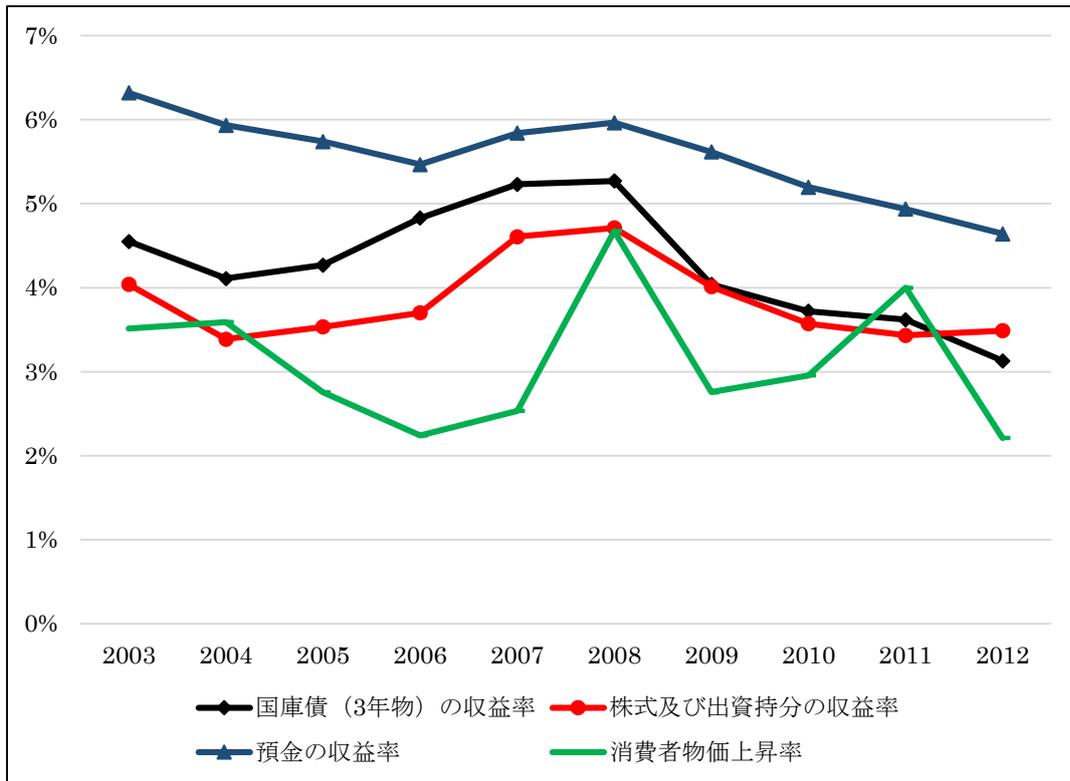


<図Ⅲ-42> 家計及び非営利団体部門の金融資産保有比重

(単位：%)

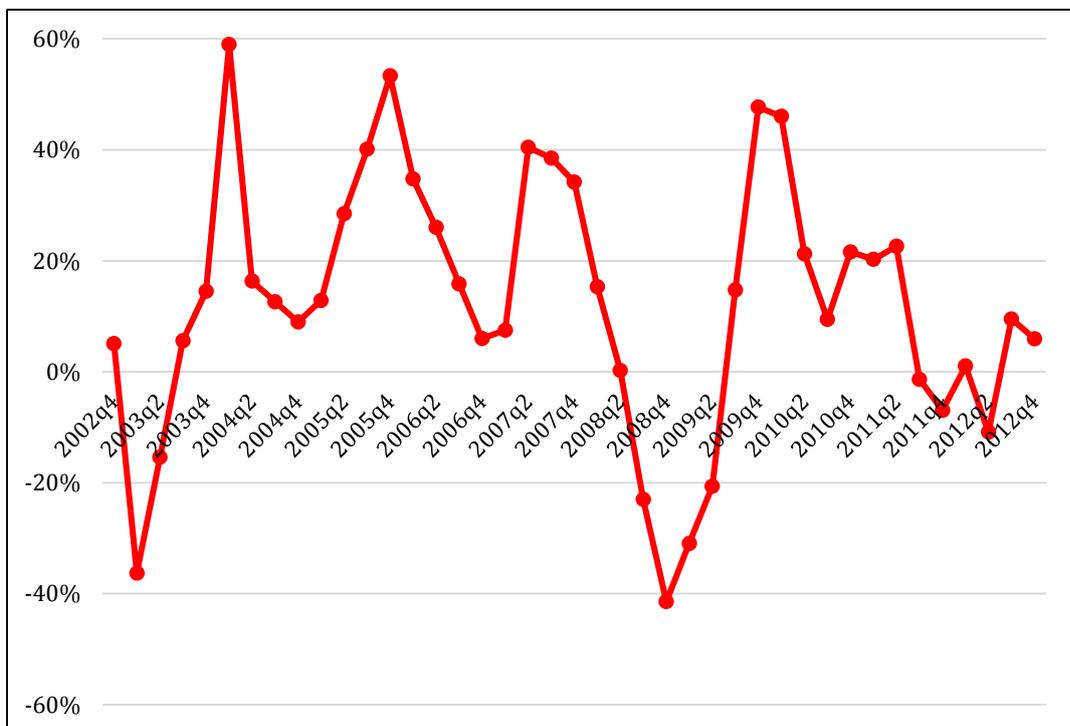


<図Ⅲ-43> 家計及び非営利団体の各資産収益率や消費者物価上昇率 (単位：%， 年利)



<図Ⅲ-44> 株価増加率

(単位：%， 前年同期対比増減率)



2) 企業の借入金と銀行の貸出金

今度は企業部門の借入金需要や銀行の貸出供給を見てみよう。〈表Ⅲ-42〉の2列目から4列目は資金循環表の非銀行企業部門の負債側の貸出金項目の年末残高を表わすもので、企業部門の借入金の需要が説明される。これを民間企業と公企業に分けると、公企業は約5%~8%を占めて、大部分が民間企業の資金需要である。一方、銀行が貸出市場に供給した資金は5列目の銀行の資産側の貸出金項目から観察される。資金の需要は企業部門以外にも、政府や家計などの他の制度部門からも生じるものであるが、企業部門が必要とする借入金(A)と、銀行の供給可能な貸出金(C)の割合を計算したら60%代後半とあらわれて、公企業を除外した民間企業のための借入金の需要(B)と銀行の貸出金の供給(C)の割合は60%前後で形成されている。

民間企業の資金調達を詳しく調べるために、民間企業の負債側を貸出金、債券、株式及び出資金、その他金融負債⁴³の4つの項目に分類して、四半期別の残高で表記したのが〈図Ⅲ-45〉で、その比重をあらわしたのは〈図Ⅲ-46〉である。まず、貸出金は2008年末からはその増加率が緩和されたように見える。これは比重で表現した〈図Ⅲ-46〉でもっと明らかになることで、貸出金の比重は2008年末を頂点に下がる傾向である。その他金融負債も比重は貸出金より若干小さいが、その動きは同行している。この頂点は株式及び出資金の波からある部分が説明される。韓国の家計及び非営利団体部門の金融資産保有の株式及び出資金の項目の波のように、企業部門の発行した株式もその影響を受けている。特に金融危機があった2007年や2008年の時期は株式及び出資金の残高の動きが激しくて、2007年第3四半期をピークに達した以来2008年末までは減少し、その後から再び増加する。比重から見ても、2008年末は株式及び出資金の比重が35%まで落ちた分、貸出金が30%に、その他金融負債は24%まで増えた。一方、債券は2002年末の14.3%から始まってやや比重が減る傾向であるが、10%前後で安定した様子である。

〈表Ⅲ-42〉非金融企業部門の借入金需要や銀行の貸出金供給(単位：10億ウォン，年末残高)

年度	企業部門の負債側の貸出金			銀行の資産側の 貸出金(C)	A/C	B/C
	合計(A)	民間企業(B)	公企業			
2002	390330.8	368773.3	21557.5	566181.5	68.9%	65.1%
2003	424877.8	400412.4	24465.4	634244.2	67.0%	63.1%
2004	422150.1	397382.3	24767.8	655439.3	64.4%	60.6%
2005	443014.0	414774.1	28239.9	704795.0	62.9%	58.9%
2006	505864.1	467455.9	38408.2	799482.3	63.3%	58.5%

⁴³ その他金融負債には政府融資、金融派生商品、商取引信用、直接投資、その他対外債務などが含まれる。

2007	603551.0	561062.8	42488.2	913177.7	66.1%	61.4%
2008	738010.1	693908.7	44101.4	1065724.1	69.2%	65.1%
2009	750137.9	703793.3	46344.6	1083293.5	69.2%	65.0%
2010	774721.4	722421.1	52300.3	1125177.6	68.9%	64.2%
2011	822655.6	765944.8	56710.8	1204149.8	68.3%	63.6%
2012	830547.6	770425.5	60122.1	1212336.6	68.5%	63.5%

<図Ⅲ-47>は企業の資金調達によるコスト、つまり銀行からの借入金や社債、株式の発行などにより支払う負担費用の年利や、生産者物価増加率を表わす。企業の資金調達の主な3つの手段、つまり銀行からの借入、債券や株式の発行の中で、利潤が発生したら配当する株式とは異なり、借入金と社債は決まった期間内に支払う義務のある約束債務である。社債利回りについては、貸倒れのリスクの低いAA-等級の社債利回りは貸出金利より低い5%~7%前後であるが、リスクの高いBBB-等級の社債利回り10%前後で動いている。

貸出金項目と株式及び出資持分項目の調達に伴うコストについては、<図Ⅲ-43>の家計及び非営利団体の預金や株式及び出資持分の収益率のように、国民勘定の制度部門別の所得勘定を用いて、移動平均方法で計算した。貸出金からのコストは(式Ⅲ-3)で、株式及び出資持分からのコストは(式Ⅲ-4)のように移動平均方法で求めた。

$$\frac{r_t}{(L_t + L_{t-1})/2} \quad (\text{式Ⅲ-3})$$

$$\frac{\pi_t}{(E_t + E_{t-1})/2} \quad (\text{式Ⅲ-4})$$

r_t : t期の国民勘定の非金融法人の所得勘定の利子(使用)

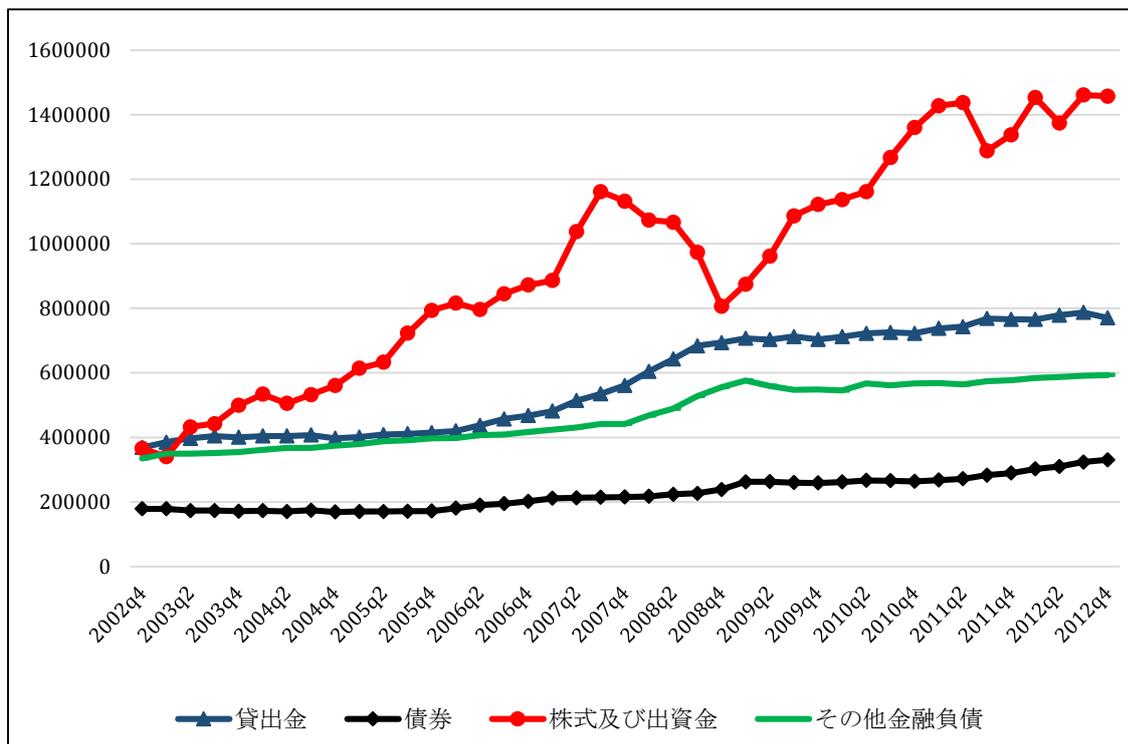
π_t : t期の国民勘定の非金融法人の所得勘定の配当金(使用)

L_t : t期の資金循環勘定の非金融企業部門の借入金(負債)

E_t : t期の資金循環勘定の非金融企業部門の株式及び出資持分(負債)

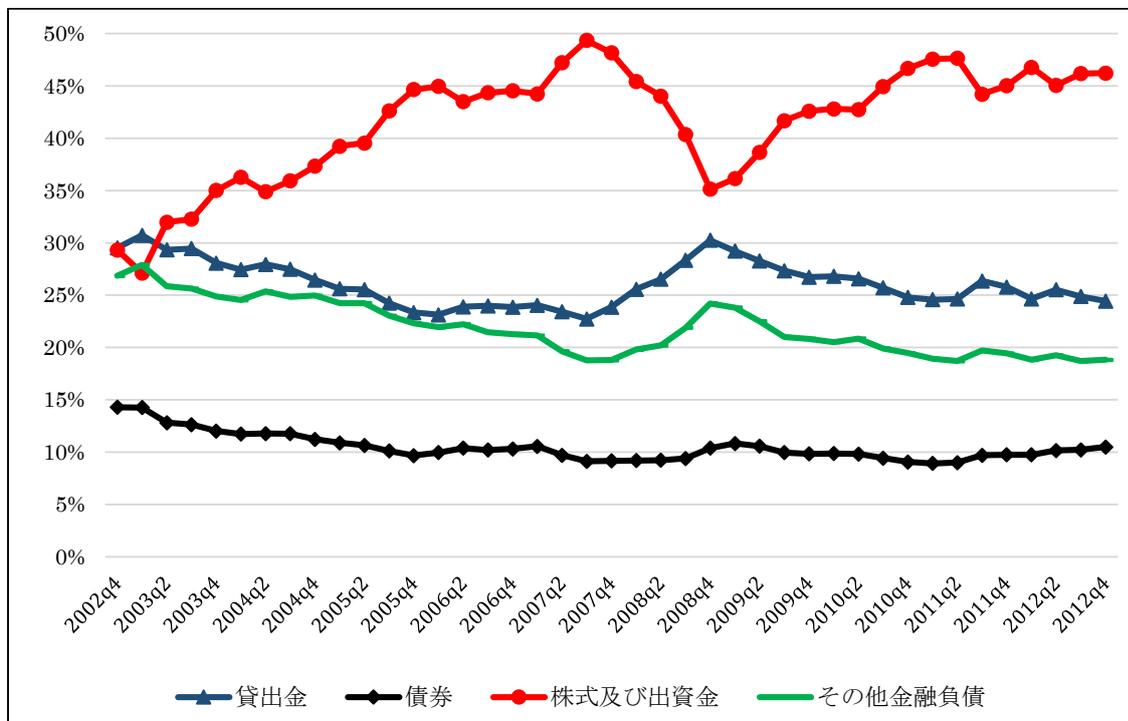
<図Ⅲ-45> 民間企業部門の金融負債の構成

(単位：10 億ウォン)

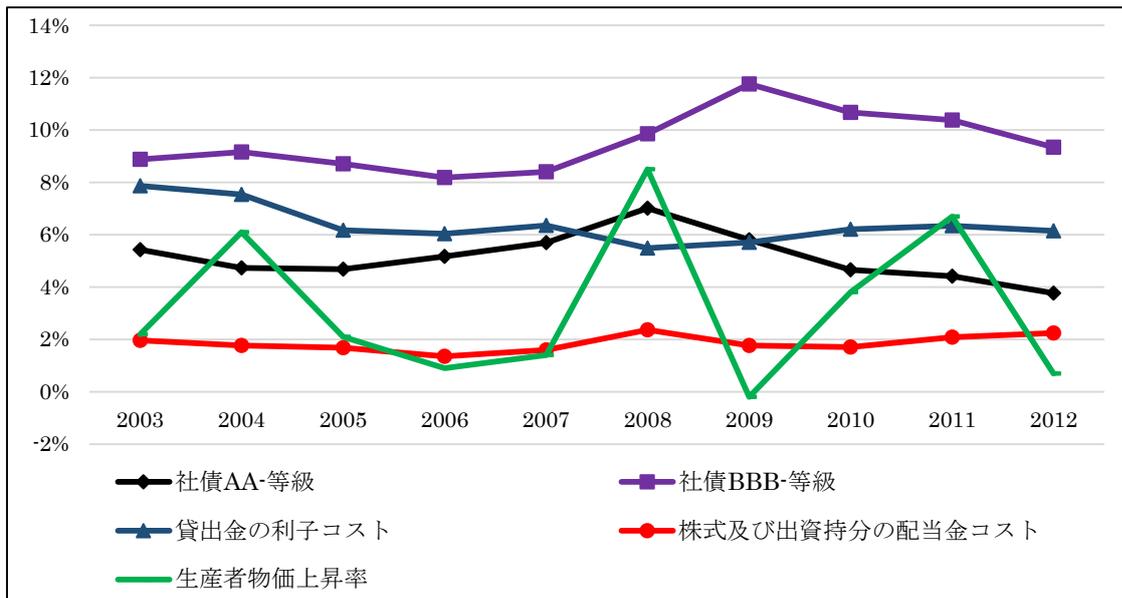


<図Ⅲ-46> 民間企業部門の金融負債の構成の比重

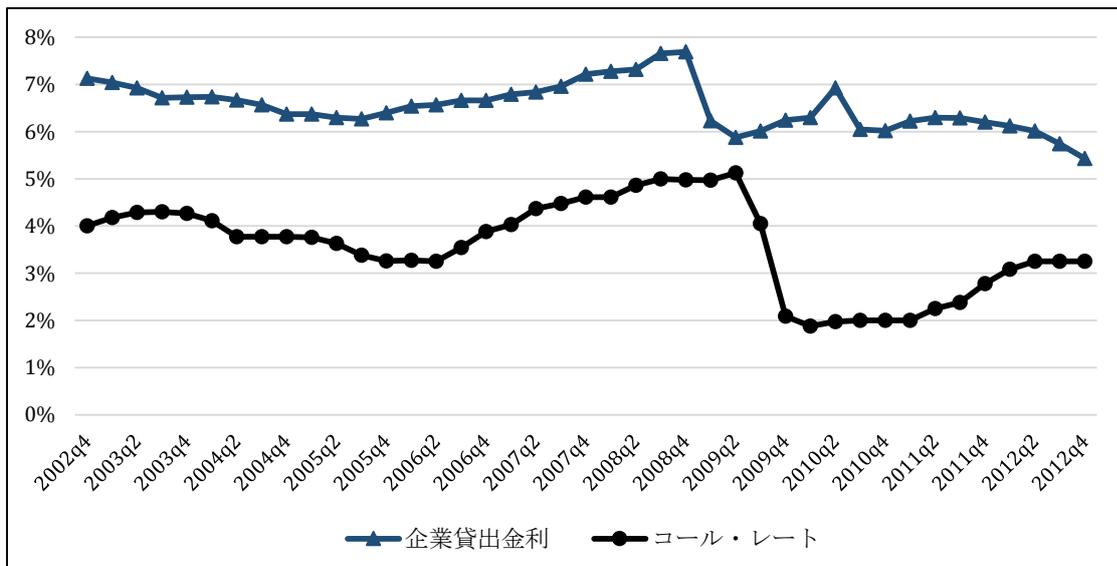
(単位：%)



＜図Ⅲ-47＞企業部門の資金調達コスト⁴⁴や生産者物価上昇率 (単位：%， 年利)



＜図Ⅲ-48＞企業貸出金利とコール・レート (単位：%， 年利)



＜図Ⅲ-47＞の区間で企業部門の借入金からの利子コストは平均 6.4%で平均 5.1%の AA-等級の社債や平均 9.5%の BBB-等級の社債コストの間に挟まれていて、株式及び出資持分の配当金のコストが平均 1.9%となっている。＜図Ⅲ-48＞は企業向け貸出金利とコール・レートの図で、コール・レートは企業向け貸出金利に比べて3～4%くらい低く形成されている。

⁴⁴ 企業貸出金利は預金銀行貸出加重平均金利(残高基準)，社債利回りは場外3年物，名目指数である。

3-3. 先行研究

1) 家計の金融資産選択行動

(1) Tobin の資産選択理論⁴⁵

資産とは、現金、預貯金、有価証券、土地、建物などの価値を貯蔵する財産である。資産は不動産、金のような形体のある実物資産と預金、債券、株式のような金融資産に分けられる。合理的な経済主体はリスクを最小限にしながら収益率の最大化を図ろうと様々な組み合わせで資産を保有するが、この資産の組み合わせをポートフォリオと言い、投資家は不確実性の下で最適なポートフォリオを選択する。

ケインズの流動性選好理論では、資産を貨幣と国債に分類して、経済主体の貨幣保有動機を取引的動機、予備的動機、そして投機的動機として区分した。取引的動機や予備的動機は日常生活で必要な流動性確保を意味し、投機的動機は適切な時期に国債に投資するために流動性を保有することと考えられる。しかし現実では経済主体が国債と貨幣の両方とも保有する上、一般的には様々な資産で構成されたポートフォリオを選択する。

資産選択理論の創始者の一人である Tobin(1958)は、ケインズの流動性選好理論の投機的動機を資産構成の多様化に基づいて説明した。ここではまずケインズにならって、保有時の収益がゼロの現金、そして r の利回りを持つコンソル公債の2つの資産を想定して、2つの資産の間での資産選択行動を例としてあげた。

$$x_M + x_B = 1 \quad (\text{式III-5})$$

$$R = x_B(r + g) \quad (\text{式III-6})$$

$$g = \frac{r}{r_e} - 1 \quad (\text{式III-7})$$

x_M : ポートフォリオでの現金の保有割合

x_B : ポートフォリオでのコンソル公債の保有割合

R : ポートフォリオから得られる収益

r : コンソル公債の利回り(年利)

r_e : r の期待値

⁴⁵ こちらのモデルはTobin(1958)の pp.67-72 と辻村(1998)の pp.98-107 を参考にしている。他にもTobin(1952, 1961)などを参照されたい。

になり、 g は期待値がゼロのランダム変数であるため、このポートフォリオ R の期待収益は

$$E(R) = \mu_R = x_B r \quad (\text{式III-8})$$

と示される。このポートフォリオ R の標準偏差 σ_R は、 g の標準偏差 σ_g やコンソル公債の保有割合 x_B によって決まる。

$$\sigma_R = x_B \sigma_g \quad (\text{式III-9})$$

$$\mu_R = \frac{r}{\sigma_g} \sigma_R \quad (\text{式III-10})$$

ポートフォリオの中でコンソル公債保有が増加したら、期待収益が高くなるが、リスクも共に高まる。したがって、経済主体は期待収益 μ_R とリスク σ_R を同時に考慮しながらポートフォリオでのコンソル公債の保有割合 x_B を決めて効用を極大化($Max : U(\mu_R, \sigma_R)$)する。

Tobin(1969)はこの資産選択理論をマクロの資産選択理論にも応用した。ここでは実物資本 K 、貨幣 M 、国債 S の3つの資産を想定し、資産 W は下のように定義される。

$$W = qK + \frac{M+S}{p} \quad (\text{式III-11})$$

K : 実物資本

M : 貨幣

S : 国債

q : 再取得価額

p : 時価

資産の需給均衡方程式は、各資産の収益率や実質所得 Y などで示される⁴⁶。

⁴⁶ ただ、ここでは以下のような制約式を導入した。 m 種類の民間の経済部門や n 種類の金融資産がある経済を想定した場合、番目の金融資産の供給量は W_i 、そして j 番目の経済部門の持 i 番目の金融資産は W_{ij} に当たる

($W_i = \sum_{j=1}^m W_{ij}$, $W_j = \sum_{i=1}^n W_{ij}$, $W = \sum_{i=1}^n W_i = \sum_{j=1}^m W_j$)。ここで、 $f_{ij} = \frac{W_{ij}}{W_j}$ とすれば、任意の収益率の r_K について

$$f_1 \left(r_K, r_M, r_S, \frac{Y}{W} \right) W = qK \quad (\text{式III-12})$$

$$f_2 \left(r_K, r_M, r_S, \frac{Y}{W} \right) W = \frac{M}{p} \quad (\text{式III-13})$$

$$f_3 \left(r_K, r_M, r_S, \frac{Y}{W} \right) W = \frac{S}{p} \quad (\text{式III-14})$$

各資産の収益率は以下のように想定する。

$$r_K q = \lambda \quad (\text{式III-15})$$

$$r_M = r'_M - \rho_p^e \quad (\text{式III-16})$$

$$r_S = r'_S - \rho_p^e \quad (\text{式III-17})$$

λ : 再取得価額で評価した資本の限界効率

r'_M : 貨幣に付される利子率

r'_S : 国債(短期国債)に付される利子率

ρ_p^e : 予想物価上昇率

そして、外生変数は実質所得 Y 、実物資本 K 、貨幣 M 、国債 S 、資本の限界効率 λ 、貨幣に付される利子率 r'_M 、予想物価上昇率 ρ_p^e 、時価 p とし、内生変数は再取得価額 q 、資産 W 、貨幣の収益率 r_M 、国債の収益率 r_S 、国債に付される利子率 r'_S として、6つの内生変数についての独立な方程式を解くものとしている。上述の(式III-16)、(式III-17)に(式III-15)からの $r_K (= \lambda/q)$ を代入すると、

$$f_2 \left(\frac{\lambda}{q}, r_M, r_S, \frac{Y}{W} \right) W = \frac{M}{p} \quad (\text{式III-18})$$

$$f_3 \left(\frac{\lambda}{q}, r_M, r_S, \frac{Y}{W} \right) W = \frac{S}{p} \quad (\text{式III-19})$$

$\sum_{i=1}^n \frac{\partial f_{ij}}{\partial r_K} = 0$ であり、収益率の変化は各経済部門の純資産総額に対して中立性であることを意味する。また、 $f_{ij} =$

$\sum_{j=1}^m f_{ij}$ と仮定すれば、 $\sum_{i=1}^n \frac{\partial f_i}{\partial W_j} = 1$ である。

になり、この2本の方程式に(式III-11)の資産 W の定義式を用いた3本の式を同時方程式体系として、貨幣の収益率 r_M をゼロと仮定したら、資産 W 、再取得価額 q 、国債の収益率 r_g について解くことが出来る。(式III-13)、(式III-14)では右辺が (M/p) や (S/p) と外生変数のみ含んでいるわけで、ポートフォリオ選択が決まることにより残りの資産に当たる実物資本の時価総額である q が決定され、それで遺産総額が決まることになる⁴⁷。

(2) 資産選択理論の基本的な構造

晝間(1974)はTobinの想定した2種類の資産から n 種類の利用可能な資産に拡大して説明する⁴⁸。資産は全て危険資産と仮定し、保有する各資産の価値を x_i としよう。経済主体が保有する富の当初の価値を W_0 としたら、

$$W_0 = \sum_{i=1}^n x_i, \quad x_i \geq 0 \quad (\text{式III-20})$$

W_0 : 当初の富の価値

x_i : 各資産の価値

が成り立つ。 $X = (x_1, \dots, x_n)$, $n = (1, \dots, 1)$ のベクトルであれば、

$$W_0 = n'X \quad (\text{式III-21})$$

である。各資産の収益率を確率変数の q_i として、 q_i の期待値(r_i)、 q_i の分散(σ_{ii})、 q_i と q_j の共分散(σ_{ij})を以下のように想定する。

$$r_i = E(q_i) = \int_{-\infty}^{\infty} q_i f(q_i) dq_i \quad (\text{式III-22})$$

$$\sigma_{ii} = E(q_i - r_i)^2 = \int_{-\infty}^{\infty} (q_i - r_i)^2 f(q_i) dq_i, \quad \sigma_{ii} > 0 \quad (\text{式III-23})$$

$$\sigma_{ij} = \text{Cov}(q_i, q_j) = E\{(q_i - r_i)(q_j - r_j)\} \quad (\text{式III-24})$$

期末の富の価値 W は

⁴⁷ この際に貨幣と債券との間には代替関係が、これらと実物資本との間には補完関係が仮定されている。

$(\frac{\partial f_2}{\partial(Y/W)} = -\frac{\partial f_3}{\partial(Y/W)}, \frac{\partial f_1}{\partial(Y/W)} = 0, f_2 = f_3)$

⁴⁸ 晝間(1974)の pp. 71-78 から引用した。ここで資産市場は完全流動性、完全可逆性、完全分割性の3つの条件を満たす完全市場と仮定する。

$$W = \sum_{i=1}^n (1 + r_i) x_i \quad (\text{式III-25})$$

になり，その期待値は

$$\mu_w = E(W) = \sum_{i=1}^n (1 + r_i) x_i = \sum_{i=1}^n \mu_i x_i = \mu' X, \quad \mu_i = (1 + r_i) \quad (\text{式III-26})$$

とする。その分散は，

$$\sigma_w^2 = E\{W - E(W)\}^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \sigma_{ij} x_i x_j = X' A X \quad (\text{式III-27})$$

の行列で表示されるが，ここでAは対称行列， $\sigma_{ij} = \sigma_{ji}$ である。経済主体の効用関数は，

$$U = U(\mu_w, \sigma_w) \quad (\text{式III-28})$$

の序数的効用関数とすれば，効用極大化は以下のように定式化される。

$$\text{Max : } U = U(\mu_w, \sigma_w) \quad (\text{式III-29})$$

$$\text{st : } W_0 = n' X \quad (\text{式III-30})$$

$$\mu_w = \mu' X \quad (\text{式III-31})$$

$$\sigma_w^2 = X' A X \quad (\text{式III-32})$$

$$X \geq 0^{49} \quad (\text{式III-33})$$

ここで， μ_w と σ_w^2 の関係に関して考えてみると，同じの期待収益を与える各資産(x_i)の組み合わせの中では，最少分散を与える資産の組み合わせが最も望ましいと言えるので，

$$\text{Min : } \sigma_w^2 = X' A X \quad (\text{式III-34})$$

$$\text{st : } W_0 = n' X \quad (\text{式III-35})$$

$$\mu_w = \mu' X \quad (\text{式III-36})$$

$$X \geq 0 \quad (\text{式III-37})$$

⁴⁹ $X = (x_1, \dots, x_n)$ の各元が $x_i \geq 0$ である。

の解を $g(\mu_w, \sigma_w) = 0$ としたら、資産選択理論の効用極大化は以下の(式III-38)と(式III-39)のように示される。

$$Max : U = U(\mu_w, \sigma_w) \quad (式III-38)$$

$$st : g(\mu_w, \sigma_w) = 0 \quad (式III-39)$$

(3) 実証分析の研究事例

① 海外の研究事例

Hamburger (1968)は家計部門の保有する商業銀行預金 T 、その他金融機関貯蓄 S 、生命保険 L の3種類の金融資産の需要についてアメリカの1952年から1962年の半年別資料⁵⁰を用いて、実証分析を試みた。各金融資産は(式III-40)のように各金融資産(商業銀行預金、その他金融機関貯蓄、債券、株式)の収益率⁵¹ r_T, r_S, r_B, r_E と可処分所得 Y 、非人的資産 W ⁵²の関数と仮定した。

$$A_i^* = \alpha_{i0} + \sum_j \alpha_{ij} r_j + \alpha_{iy} Y + \alpha_{iw} W \quad (式III-40)$$

分析結果は、商業銀行預金 T とその他金融機関貯蓄 S については、3種類の金融資産の収益率 r_T, r_S, r_B と金融資産 NW を説明変数として推定し、各々の自己収益率や金融資産 NW からは正の符号の係数が、他の2種類の金融資産の収益率からは負の符号の係数を得た。係数の大きさを見ると、商業銀行預金 T に関しては、債券収益率 r_B よりその他金融機関貯蓄収益率 r_S の係数の絶対値が大きく、その他金融機関貯蓄 S の場合も債券収益率 r_B より商業銀行預金金利 r_T の係数の絶対値が大きい。つまり、金融資産の代替が行われる際に、債券収益率よりは商業銀行預金(あるいはその他金融機関貯蓄の収益率)の効果が強いと解釈している。一方、生命保険 L については、預金金利 r_T 、金融資産負債差額 FA 、可処分所得 Y を説明変数として推定し、商業銀行預金金利 r_T や可処分所得 Y からは負の符号の係数が、金融資産負債差額 FA からは正の符号の係数が出た。

Taylor and Clements (1983)はオーストラリアの1970年3月から1979年6月までの四半期データを用いて、家計の各資産の保有額に対するそれぞれの資産の収益率や資産総額の符号を推定した。具体的には金融資産を定期預金(fixed deposits)、貯蓄性預金(total savings bank deposits)、住宅金融組合預金(permanent building society deposits)、債券(special bonds)

⁵⁰ 季節調整済のデータである。

⁵¹ 株式収益率 r_E を追加した場合の推定結果はAppendixにある。他にもAppendixには被説明変数に各金融資産の1階の差分値($\Delta T, \Delta L, \Delta B$)を入れた場合の推定結果や、被説明変数のラグ1を説明変数に入れた場合の推定結果などが報告されている。

⁵² 銀行預金 T 、債券 B についての推定式には説明変数に金融資産 NW を、生命保険 L については説明変数に金融資産負債差額 FA を入れた。

plus Australian savings bonds)の3種類の預金や1種類の債券に設定し、金融資産総額(financial wealth)は4つの資産の合計と定義した。金融資産選択モデルの被説明変数はそれぞれの資産を、説明変数は金融資産合計や各資産の収益率を入れた4本の回帰式を推定した。各資産の金額は消費者物価指数(CPI)で割ることにより実質指数に直し、実質収益率を利用した。これらを式で表現すると、

$$a_i = \frac{A_i}{P} \quad (\text{式III-41})$$

$$W = \sum_i^n a_i \quad (\text{式III-42})$$

A_i : 金融資産の名目金額

r_i : i 番目の資産の収益率

W : 資産総額

と想定して、transactions technology transformation function を

$$f(a_1, \dots, a_n) = g(W) \quad (\text{式III-43})$$

と定義して、家計は金融資産からの得る収益の $\sum r_i a_i$ を極大化することになるが、この場合の各資産の需要式は

$$a_i = a_i(W, r_1, \dots, r_n) \quad (\text{式III-44})$$

になる。ポートフォリオシェアを

$$s_i = \frac{a_i}{W} \quad (\text{式III-45})$$

と定義して、 i 番目の資産についての需要を下のように設定した。

$$s_i = \alpha_i + \beta_i \log W + \sum_{j=1}^n \pi_{ij} r_j \quad (\text{式III-46})$$

この回帰式についての推定結果は、まず定期預金に対しては実質金融資産総額や定期預金の実質金利から正の係数が、住宅金融組合預金の実質金利や債券の実質収益率からは負の係数が有意に得られた。次に、貯蓄性預金に対しては実質金融資産総額のみ負の係数が有意に出た。住宅金融組合預金に対しては実質金融資産総額や住宅金融組合預金の実質金利が有意な正の係数が、貯蓄性預金の実質金利からは負の係数が導出された。最後に、債券に対しては貯蓄性預金の実質金利や債券の実質収益率からは正の係数が、実質金融資産総額、定期預金や住宅金融組合預金の実質金利からは負の係数が有意に得られた。

Subrahmanyam *et al.* (1994)は上述した Taylor and Clements (1983)のモデルにならって、インドの家計資料を用いて実証分析を試みた。具体的には銀行預金、その他金融機関の預金と投資、国債、UTI (Unit Trust of India) 投資、生命保険やプロビデント基金の6種類の資産について、各資産の収益率や富、これに加えて時間の流れによる変化を考慮した時間のログ変数からの影響を推定した。

推定結果は全ての資産に対して富の係数は有意に得られて、銀行預金とその他金融機関預金に関しては負の符号が、他の3つの資産に関しては正の符号の係数が得られた。しかし収益率の係数は良い結果が得られず、銀行預金、その他金融機関への預金や投資、国債に関しては自己の収益率が負の符号の係数が得られ、UTI 投資や生命保険やプロビデント基金に関しては自己の収益率が正の符号の係数が出たが有意ではない。

②日本のデータを用いた研究事例

日本の資料を用いた事例をあげると、中川・片桐(1999)が1960年から1998年の年度別データを利用して、安全資産、リスク資産、国債の3種類の家計資産に実証分析を試みた。各金融資産の保有比率の前年差を被説明変数とし、資産収益環境、年収増加率(所得環境の代理変数)、60歳以上の高齢者世帯比率、期待インフレ率を説明変数とする家計の金融資産選択モデルを推定した。ここで資産収益環境はそれぞれの資産の名目収益率、つまり預金金利、株式投資収益率、債券収益率の3つの収益率、そして株式投資収益率のボラティリティ(株式投資収益率の値各年における標準偏差)と設定した。

その推定結果は、安全資産に対しては預金金利や株式投資収益率のボラティリティから有意な正の係数が、株式投資収益率や債券収益率からは有意な負の係数が導出された。リスク資産の推定式からは、株式投資収益率や年収増加率は正の係数が、株式投資収益率のボラティリティは負の係数が有意に得られた。最後に債券に対しては、債券の収益率から正の係数が、株式投資収益率のボラティリティから負の係数が有意に導出された。

一方, Noland(1988)は日本の1971年1四半期から1983年4四半期までの四半期データを用いて実証分析を試みた。家計の資産を現金や要求性預金, 定期預金, 有価証券(債券), 消費者耐久財, 住宅(土地包含)の5種類に設定し, 現金や要求性預金を除いた4種類の資産に関して資産選択モデルを推定した後, これらから現金や要求性預金に対する係数を得た。具体的には, 被説明変数に各資産の実質収益率, 説明変数に各資産の比重を入れて, EGLS(estimated generalized least squares)で推定する方法であり, これは上述の他の研究事例達とは説明変数や被説明変数が逆である。

$$x_t = \frac{X_t}{W_t} = a + BE_t r_{t+1} \quad (\text{式III-47})$$

x_t : $n \times 1$ ベクターの t 時点でのポートフォリオシェア

X_t : $n \times 1$ ベクターの t 時点での資産保有

W_t : t 時点での総ポートフォリオ(富)

$E_t r_{t+1}$: $n \times 1$ ベクターの t 時点での期待収益率

a, B : $n \times 1$ ベクターや $n \times n$ マトリックスの係数

(式III-47)をOLS(ordinary least squares)で推定する場合の難関は, 期待収益率の $E_t r_{t+1}$ を引き出すのが明確ではないことや, B の係数が有意に得られなかったり符号が逆になったりするケースがあるため, その問題を解決するため, Frankel(1985)が提案した下のような方法を取った。まず, (式III-47)を転置させる。

$$E_t r_{t+1} = -B^{-1}a + B^{-1}x_t \quad (\text{式III-48})$$

予想誤差は t 時点での情報データとは無相関だと仮定する。

$$r_{t+1} = E_t r_{t+1} + e_{t+1}, \quad E_t(e_{t+1} | I_t) = 0 \quad (\text{式III-49})$$

(式III-48)を(式III-49)に代入すると,

$$r_{t+1} = -B^{-1}a + B^{-1}x_t + e_{t+1} \quad (\text{式III-50})$$

になり、(式Ⅲ-50)はOLSで推定可能になる。なぜなら、(式Ⅲ-49)の左式の左辺の変数は予測可能であり、(式Ⅲ-49)の合理的な期待の仮定により右辺の誤差項は無相関になったためである。(式Ⅲ-49)はt時点でのn個の資産のシェアに対するn個の式で表現が可能である。資産の中で現金に関しては略して、現金に対する名目収益率をゼロとし、各資産の実質収益率は名目収益率からインフレ率を引いたものだとする。そうしたら実質収益率の r_{t+1} は $(n-1) \times 1$ のベクターになる。第i番目の資産を(式Ⅲ-48)の形式で考えると

$$r_{t+1}^i = c_i + b_{i1} \left(\frac{X_1}{W} \right)_t + b_{i2} \left(\frac{X_2}{W} \right)_t + \dots + b_{i,n-1} \left(\frac{X_{n-1}}{W} \right)_t + u_{it+1} \quad (\text{式Ⅲ-51})$$

と表現されて、ある資産のシェア(割合) X_j の変化に対しては

$$\frac{dr_{t+1}^i}{dX_t} = \frac{b_{ij}}{W_t} \quad (\text{式Ⅲ-52})$$

になり、富の変化に対しては、

$$\frac{dr_{t+1}^i}{dw_t} = \frac{[-b_{i1} \left(\frac{X_1}{W} \right)_t - b_{i2} \left(\frac{X_2}{W} \right)_t - \dots - b_{i,n-1} \left(\frac{X_{n-1}}{W} \right)_t]}{w_t} \quad (\text{式Ⅲ-53})$$

になる。

推定結果については、ログ変数を入れた場合は、定期預金に対しては預金金利、消費者耐久財の収益率、住宅の収益率から正の符号の係数が、債券収益率からは負の符号の係数が得られた。有価証券(債券)は預金金利、預金金利から負の符号が、消費者耐久財の収益率、住宅の収益率から正の符号の係数が出た。消費者耐久財は定期預金と同じく債券収益率からのみ負の符号の係数が出て、逆に住宅は債券収益率からのみ正の符号の係数が出た。ログ変数ではなく水準変数を入れた場合は、消費者耐久財は預金金利からのみ正の符号の係数が出て、他の資産に対してはログ変数を入れた場合と係数の符号が一致する。

③韓国のデータを用いた研究事例

韓国では資産選択行動の実証分析に家計パネル調査の資料を用いた研究事例が普遍的であるため、資金循環勘定の長期時系列を利用した事例は乏しいが、1980年代後半に韓国銀行で資金循

環金融模型のための実証分析の試案が出来上がり、1990年代に入って試みられた研究事例⁵³がある。崔・李(1995)⁵⁴は1975年第1四半期から1992年第4四半期までの72個の四半期データを利用して回帰分析を行った。ここでは家計の金融資産を現金、要求性預金、貯蓄性預金、非通貨金融機関の金融資産、手形及び会社債の5種類に区分した。現金及び要求性預金に対する実質収益率としては負のインフレーション率(負の消費者物価上昇率及びGNPデフレーター)を、貯蓄性預金の実質収益率としては半年あるいは1年以上の定期預金金利からインフレーション率を引いた値を、非通貨金融機関の金融資産の実質収益率としては投資金融会社の60日～90日の無担保裏書手形金利、もしくは2年以上開発信託金利からインフレーション率を引いた値を、手形及び会社債の実質収益率としては3年満期流通収益率からインフレーション率を引いた値を用いた。全ての変数に対して単位根検定を行い、モデルの推定においては基本的に1次差分変数を利用した。現金についての推定はワルラスの法則により除外して、4種類の金融資産について推定した。

推定の結果は、まず要求性預金については実質預金金利や実質会社債収益率から正の符号、非通貨金融機関資産の収益率から負の符号の係数が得られた。貯蓄性預金については実質預金金利に対しては正の符号、非通貨金融機関資産の収益率や実質会社債収益率からは負の符号の係数が出た。非通貨金融機関の金融資産の場合は貯蓄性預金からの結果と真逆に、実質預金金利からは負の符号、非通貨金融機関資産の収益率や実質会社債収益率からは正の符号の係数が得られた。手形及び会社債については、非通貨金融機関の金融資産の場合と同じく、実質預金金利からは負の符号、非通貨金融機関資産の収益率や実質会社債収益率からは正の符号の係数が導出された。ここで行われた実証分析を通じてそれぞれの資産に対する各資産の収益率の符号を観察することは可能であったが、10%以内で有意する係数の数が少ないことや、各資産のリスクに関する変数は考慮していないなど、改善の余地のある分析だと言えよう。

次は、推定期間を1977年から1984年と、1985年から1992年の2区間に分けて、3種類の資産に絞って実証分析を試みたが、2区間に分けた推定結果が統計的信頼度は高かった。被説明変数は現金と要求性預金の和、貯蓄性預金、非通貨金融機関資産に手形と会社債を足した値が用いられた。現金及び要求性預金は、前期には負のインフレーション率に対して正の符号が、実質預金金利や実質会社債収益率からは負の符号の係数が得られた。後期には負のインフレーション率は除外して、実質預金金利から負の符号、実質会社債収益率から正の符号の係数が出た。貯蓄性預金は、前期は実質預金金利に対して正の符号、負のインフレーション率や実質会社債収益率に対しては負の符号の係数が得られ、後期には負のインフレーション率を除外して推定し、2種類の収益率からは前期と同一な符号の係数が得られた。非通貨金融機関資産・手形・会社債の推定

⁵³ ここで紹介した以外の1990年代の研究事例としては崔・李・李(1992)がある。

⁵⁴ 実証分析の試案としては崔(1986)の研究がある。

結果は、前期には負のインフレーション率や実質預金金利に対して負の符号、実質会社債収益率に対しては正の符号の係数が得られ、後期には前回と同じく負のインフレーション率を外して推定し、2種類の収益率からは前期と同じ符号の係数が得られた。

一方、朴(1994)は1975年第1四半期から1992年第2四半期までの70個の季節変動調整した四半期データを用いて実証分析を試みた。まず、金融商品は現金、要求性預金、貯蓄性預金及び譲渡性預金証書、銀行信託預金、短資預金、非銀行預金、生命保険及び年金、投資収益証券の8種類に区分して、債券や株式は外生変数と想定した。その収益率としては、貯蓄性預金は1~2年の定期預金金利、銀行信託預金は3年満期開発信託金利、短資預金は60~90日無担保付売出手形金利、非銀行預金は相互信用金庫の2年満期信用賦金収益率、債券は3年満期会社債流通収益率、株式は株価上昇率を用いた。しかし、当時の政府当局による規制金利はその動きが類似するため、多重共線性を防ぐために推定式には全ての収益率を用いるのではなく、代表規制金利を選別して入れた。更に、実物資産の収益率として地価上昇率や予想物価上昇率は消費者物価指数をAR(8)モデルで回帰分析して導出した数値を加えた。被説明変数である各資産は総資産に対する保有比率を利用した。

分析結果としては、現金や要求性預金は貯蓄性預金金利や株式収益率などの金融機関収益率と負の符号の係数が得られた上、実質富とも負の関係と見せて、実質富が増加することによって取引的な目的で保有する現金や要求性預金は減少することを示す。一方、現金は地価上昇率や予想物価上昇率と正の関係と出たが、実物資産の収益率が上がる場合は実物資産に対しての投資目的の期待性現金保有が増加すると解釈した。貯蓄性預金は規制預金金利に正の符号の係数が有意に得られ、債券収益率や地価上昇率については負の符号を見せた。信託預金や短資預金も同じく、規制預金金利に正の符号が、債券収益率、地価上昇率、予想物価上昇率について負の符号の係数が導出された。非銀行預金は債券収益率や地価収益率について負の符号が、実質富とは正の符号の係数が得られた。投資収益証券は債券収益率や株式収益率について正の関係が、生命保険及び年金基金は所得増加や人口の高齢化による上昇勢を見せた。

2) 企業の借入需要と銀行の貸出供給

(1) 企業部門の借入需要

資金の需要は家計、企業、政府などにより生じるが、この中で最も大きな資金需要部門は企業である。まず、企業の資金調達について述べると、企業の資金調達は内部金融と外部金融で区分される。内部金融というのは内部資金、つまり内部保有や減価償却などの自己資金により必要な調達することで、外部金融は会社債発行、株式発行、金融機関借入、買入債務などの企業の外部から資金を調達することを意味する。買入債務は代金の支払いが延期されることにより資金が調

達されるように見えることで、現実的には株式、会社債、借入金の3種類の資金調達手段がある。株式発行に関しては、利益が生じた場合に配当することのみで、返済や確定利子の支給の義務がない債務である。一方、会社債は償還期限や利子が確定されている確実利子付債務で、金融機関借入金も一定期限に利子を支払う債務である。

信用割当についての研究を遡ると Jaffee and Modigliani(1969)、具塚・小野寺(1974)などから始まるが、寺西(1974)⁵⁵は次のように説明している。各*i*企業の総資産*K*は、株式*E*、長期借入*B*及び短期債務*D*によって賄われるものと想定して(添字*i*は省略)、単純化のために株式*E*及び長期借入*B*は一定とする⁵⁶。

$$K = E + B + D \quad (\text{式III-54})$$

企業の税引き後営業利益は総資産及び景気状況を示すパラメータ*t*の関数*R(K, t)*であり、

$$\frac{\partial R}{\partial K} > 0, \frac{\partial^2 R}{\partial K^2} < 0, \frac{\partial R}{\partial t} > 0 \quad (\text{式III-55})$$

と仮定する。長期金利を*i*、短期金利を*r*で示すと、株主に帰属する利潤は

$$\Pi = R(K, t) - iB - rD \quad (\text{式III-56})$$

になるが、(式III-56)を(式III-55)の制約下で*D*に関して極大化することにより、

$$\frac{\partial R}{\partial K} - r = 0 \quad (\text{式III-57})$$

が得られ、第*i*企業の

$$D = D(r, E + B, t) \quad (\text{式III-58})$$

$$\frac{\partial R}{\partial r} < 0 \quad (\text{式III-59})$$

⁵⁵ 寺西(1974)の pp. 227-228 から引用した。

⁵⁶ Clower(1965)の dual decision hypothesis を考慮した。

の右下がり⁵⁷の借入需要曲線が得られる。(式Ⅲ-59)を(式Ⅲ-57), (式Ⅲ-58)に代入して Π と D について全微分すると,

$$\frac{\partial \Pi}{\partial D} \Big|_{D=D(r)} = - \frac{\partial^2 R}{\partial K^2} D > 0 \quad (\text{式Ⅲ-60})$$

になり, 借入需要曲線上で D が大きくなるほど利潤の Π も大きくなることが明らかである。<図Ⅲ-49>の B 点の状況は, 銀行の貸出供給曲線を $L(r)$ として

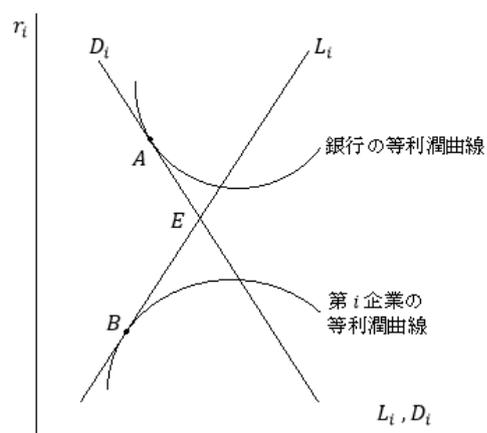
$$\Pi = R(K, t) - iB - rL(r) \quad (\text{式Ⅲ-61})$$

を r に関して極大化することにより得られるが, 1階の条件により

$$L' = \frac{L}{\frac{\partial R}{\partial K} - r^c} \quad (\text{式Ⅲ-62})$$

になるが, これは B 点において銀行の貸出供給曲線と企業の等利潤曲線が接していることを意味する。

<図Ⅲ-49> 第 i 企業と銀行の短期貸出市場 ($i = 1, 2$)⁵⁸



⁵⁷ 右下がりの借入需要曲線を得るために, Jaffee and Modigliani (1969) では短期借入以外の資金調達による資金費用が逓増的であることを仮定したが, 寺西のモデルでは代替的調達における玄海を問題にするため, Jaffee and Modigliani のモデルの仮定は採用し得ない。

⁵⁸ 寺西 (1974) の p. 223 から引用した。

一方、金子(1978)は寺西が仮定した名目の貸出金利ではなく、実効金利⁵⁹を導入したモデルを展開した。日本では政府の経済政策が企業の投資意欲をかき立てるような方向で推し進められて来たことで、少なくとも昭和 40 年代中頃まで企業の資金需要がかなり旺盛であったということを考慮したモデルである。

(2) 銀行の貸出供給

次に、資金の供給側を見ると、最大の資金供給部門は家計であるが、この資金の需給を仲介するのが銀行の役割である。銀行は預金を受入れて、資金を貸出す仲介や為替などの業務を担当している。預金者の短期信用を集めて、貸出者の長期信用に転換することが銀行の大きな機能である。

銀行についても寺西(1974)⁶⁰にならって、本源的預金 H と中央銀行からの借入金 N によって決められる貸借対照表の制約内で利潤を極大化するものとする。第 i 企業への貸出金を L_i と、その預金歩留まり率を k_i ($0 < k_i < 1$)としたら、貸借対照表の制約条件は⁶¹

$$\sum L_i = H + N + \sum k_i L_i \quad (\text{式III-63})$$

になる。 $C_i(L_i)$ を第 i 企業への貸出に伴う審査費用や貸倒れ償却費などを含んだ貸出費用関数と想定し、

$$\frac{dC_i}{dL_i} > 0, \frac{d^2 C_i}{dL_i^2} > 0 \quad (\text{式III-64})$$

と仮定する。預金金利は δ 、中央銀行借入金利を ρ 、第 i 企業への貸出金利を r_i としたら、銀行の利潤は

$$\Gamma = \sum r_i L_i - \sum C_i(L_i) - \delta(H + \sum k_i L_i) - \rho N \quad (\text{式III-65})$$

になるが、(式III-63)の制約下で(式III-65)を L_i に関して極大化したら、

⁵⁹ i 番目の顧客への貸出額に占められる拘束性預金の比率を θ_i 、拘束性預金の預金金利を ρ_i 、貸出額を L_i 、名目の貸出金利を r_i としたら、実効金利は $e_i = \frac{r_i L_i - \rho_i \theta_i L_i}{L_i - \theta_i L_i} = \frac{r_i - \rho_i \theta_i}{1 - \theta_i}$ である。

⁶⁰ 寺西(1974)の pp. 227-228 から引用した。

⁶¹ モデルの単純化のために現金、趙王銀行預金、有価証券などの準備資産の保有をゼロと仮定する。

$$r_i = \frac{dC_i}{dL_i} - \delta k_i - \rho(1 - k_i) = 0 \quad (\text{式III-66})$$

が得られる。(式III-64)において

$$\frac{dL_i}{dr_i} > 0 \quad (\text{式III-67})$$

であるため貸出曲線は左上りになり、これは r_i が大きいほど利潤が大きくなることを意味する。このことは、(式III-66)を(式III-63)、(式III-65)に代入して Γ と r_i について全微分した(式III-67)から見ても明らかである。

$$\frac{\partial \Gamma}{\partial r_i} \Big|_{L_i=L_i(r_i)} = L_i \frac{dC_i}{dL_i} \frac{dL_i}{dr_i} > 0 \quad (\text{式III-68})$$

<図III-49>のA点の状況は、第*i*企業への借入需要曲線を $D_i = D_i(r_i)$ として、

$$\Gamma = \sum r_i D_i(r_i) - \sum C_i D_i(r_i) - \delta(H + \sum k_i D_i(r_i)) - \rho N \quad (\text{式III-69})$$

を制約条件の(式III-64)の下で、 r_i に関して極大化することにより得られる。

$$\sum D_i(r_i) = H + \sum k_i D_i(r_i) + N \quad (\text{式III-70})$$

そして、この場合の1階の条件は

$$\frac{D_i(r_i)}{\frac{dC_i}{dL_i} + \delta k_i + \rho(1 - k_i) - r_i} = \frac{dD_i}{dr_i} \quad (\text{式III-71})$$

になるが、このことはA点において企業の借入需要曲線と銀行の第*i*企業貸出の等利潤曲線が接していることを意味する。

(3) 実証分析の研究事例

① 海外の研究事例

貸出市場の需給の分析は不均衡経済分析によって取り上げられて来たもので、Fair and Jaffee(1972)が資金の供給関数や需要関数を考案して、住宅市場での資金需給を推定したことから始まる。不均衡経済分析では観察された取引量が需要曲線上にあるか、供給曲線上にあるかを判断することが重要である。この区分を初めて提案したのがFair and Jaffee(1972)の計測方法であって、推定においていくつかの方法を提案した。需要関数 D_t は(式III-72)、供給関数 S_t は(式III-73)のように価格 P_t 及び外生変数 X_t 、そして正規分布や独立を仮定する誤差項 μ_t などで構成されている。

$$D_t = \alpha_0 X_t^D + \alpha_1 P_t + \mu_t^D \quad (\text{式III-72})$$

$$S_t = \beta_0 X_t^S + \beta_1 P_t + \mu_t^S \quad (\text{式III-73})$$

まず提案したのは最尤法であるが、この方法は価格 P_t は外生的に決定され、超過需要や超過供給の影響を受けないと仮定する。観察された取引量がどの曲線上に存在するかについての情報は存在しないが、これを確率的に考慮する。つまり、需要曲線上に取引量が存在するという条件付き確率密度関数に需要の確率を掛けて、同じく供給曲線上に取引量が存在するという条件付き確率密度関数に供給の確率を掛け、2つを足したのが取引量の確率密度関数になる。しかしこの最尤法は超過需要や超過供給による価格の変化の情報を需要関数や供給関数の識別に利用しないという問題がある。

次に提案した方法にはいくつかの仮定が追加される。実際の価格 P_t は主に均衡価格ではない場所で決定されるため、現実で観察される取引量 Q_t は、(式III-74)のように需要 D_t と供給 S_t の中でどちらかの小さい方で決定される。

$$Q_t = \min(D_t, S_t) \quad (\text{式III-74})$$

つまり、超過供給が発生するケースや超過需要が発生ケース、そして需要と供給が一致する3つのケースが存在する。

$$\Delta P_t \geq 0 \quad \text{as} \quad D_t - S_t \geq 0 \quad (\text{式III-75})$$

直接的方法では(式III-75)で与えられた価格の信号により、価格は超過需要の正の関数と仮定する。 P_t の1階の差分である $\Delta P_t > 0$ の場合には取引量は供給曲線上に存在し、逆に $\Delta P_t < 0$ の場

合には取引量は需要曲線上に、最後に $\Delta P_t = 0$ の場合には取引量が均衡点に存在する。これにしたがってサンプルを分類し、 $\Delta P_t > 0$ の場合ならデータは供給曲線を推定することに用いられ、逆の場合は需要曲線の推定に利用される。しかしこの方法は誤差項の期待値がゼロではないため、最少二乗法(OLS)では切斷バイアスが発生するという難点があり、需要関数と供給関数の時系列が一定ではないため、誤差項に自己相関がある場合に修正が不可能という問題点が存在する。

最後に提案したのは数量調整法で、ここでは(式III-76)のように価格変化が超過需要と一定の関係で結ばれていると仮定する。

$$\Delta P_t = \gamma(D_t - S_t), \quad 0 < \gamma < \infty \quad (\text{式III-76})$$

超過需要が発生する場合の需要や供給は、

$$Q_t = D_t - \frac{1}{\gamma} \Delta P_t = \alpha_0 X_t^D + \alpha_1 P_t - \frac{1}{\gamma} \Delta P_t + \mu_t^D, \quad \Delta P_t \geq 0 \quad (\text{式III-77})$$

$$Q_t = S_t = \beta_0 X_t^S + \beta_1 P_t + \mu_t^S, \quad \Delta P_t \geq 0 \quad (\text{式III-78})$$

になり、逆に超過供給が存在する場合の需要や供給は、

$$Q_t = D_t = \alpha_0 X_t^D + \alpha_1 P_t + \mu_t^D, \quad \Delta P_t \leq 0 \quad (\text{式III-79})$$

$$Q_t = S_t - \frac{1}{\gamma} |\Delta P_t| = \beta_0 X_t^S + \beta_1 P_t - \frac{1}{\gamma} |\Delta P_t| + \mu_t^S, \quad \Delta P_t \leq 0 \quad (\text{式III-80})$$

になり、全てのサンプルが推定に用いられるため、切斷バイアスは存在しない⁶²。

貸出市場の需給の実証分析において、Fair and Jaffee(1972)は不均衡分析の一例として住宅市場のデータを用いた。住宅の需要については時間のトレンド、前月までの存在住宅、2ヶ月前のモーゲージ・レート(このモデルで価格の機能)の式を立てて、供給については、時間のトレンド、前月の預金⁶³フロー、2ヶ月前のSLAsのFHLB⁶⁴からの借入のフロー、前月のモーゲージ・レートの式を仮定した。そして需要と供給が一致する場合や、不均衡の場合はこの研究で紹介した4種類の方法を制約有無で、総6種類の方法で推定を試みた。その後はAmemiya(1974)、Bowden(1978)などで研究が続けられて来た。

⁶² この場合はAmemiya(1974)の2段階最少二乗法やMaddala and Nelson(1974)の最尤法を適用した推定が可能になる。Maddala and Nelson(1974)はFair and Jaffee(1972)の数量調整法の価格調整式の式(70)に、更に誤差項を追加して $\Delta P_t = \gamma(D_t - S_t) + u_t$ と仮定して最尤法を適用した。

⁶³ SLAs(saving and loan association)やMSBs(mutual savings banks)への預金。

⁶⁴ Federal Home Loan Bank。

② 日本のデータを用いた研究事例

日本で企業の資金貸出需給の実証分析を遡ると浜田・岩田・石山(1977), 釜江(1978, 1979, 1980)などの研究があり, 古川(1979), 伊藤・植田(1982), 筒井(1982), 浅子・内野(1986)などで続けられた。

浜田・岩田・石山(1977)や釜江(1978, 1980)は, 企業の資金貸出の供給関数や需要関数を基本的に下のように定式化している。

$$L^d = L^d(S, r^l) \quad (\text{式III-81})$$

$$L^s = L^s(BD, r^l, r^c) \quad (\text{式III-82})$$

L^s : 金融機関の資金供給額

L^d : 企業の資金需要額

S : 企業の売上額

BD : 金融機関の保有預金額

r^l : 貸出金利

r^c : コール・レート

資金の供給関数は, 金融機関の保有する預金, 貸出金利, そして金融機関の費用を考慮するためのコール・レートが含まれていて, 需要関数は企業の売上額や貸出金利で構成されている。各変数についての偏導関数の予想される符号は, 需要関数では(式III-83)のように売上額の偏導関数は正の符号が, 貸出金利は負の符号が予想される。供給関数では(式III-84)のように預金保有額, 貸出金利は正の符号が, コール・レートは負の符号である。

$$L_1^d > 0, \quad L_2^d < 0 \quad (\text{式III-83})$$

$$L_1^s > 0, \quad L_2^s > 0, \quad L_3^s < 0 \quad (\text{式III-84})$$

釜江(1978, 1980)は貸出供給関数を貸出金利, 預金額の関数に想定して, これに加えてコール・レート(あるいは預金準備率)を追加して OLS や 2SLS で推定した。一方, 貸出の需要関数の推定には貸出金利や企業の売上額(あるいは企業の資産)が利用された。データとしては貸出量や金融機関の預金は1964年第3四半期から1973年第1四半期までの資金循環勘定から, 企業の売上額は歩人企業統計から採られた。

田中(2004)は企業を規模別に大企業・中堅企業・中小企業と分けて、各々の貸出需給関数を推定した。貸出残高 L を供給側では貸出金利 r_L 、コール・レート r_C ⁶⁵、預金残高 D 、自己資本比率 CAR の関数と、需要側は貸出金利 r_L 、売上額 $SALE$ 、株価 EP の関数と仮定し、1978年第1四半期から2003年第3四半期のデータ⁶⁶を用いて、Hamiltonのレジームシフト手法やKieferの手法で実証分析を行った。推定結果の特徴は、1980年代までは超過供給の時期が多いが、1990年代に入ると超過需要の時期が多くなり、貸し渋りが発生するようになった。企業規模別に比較した時は、どちらの手法を用いても規模が小さい企業への貸出は変動が大きくて、Kieferの手法でのみ規模の小さい方が貸し渋りの問題が深刻であるという結果が得られた。

Revankar and Yoshino(2008)は1982年から1995年の日本の14個の銀行のパネルデータを用いて、銀行の貸出供給と企業資金借入需要を推定した。個別銀行の貸出資金の供給関数は、個別銀行の預金 DEP_{it} 、個別銀行の総貸出金のイニシャル(1981年基準)マーケットシェア MS_i 、個別銀行のBIS自己資本比率 BIS_{it} 、相手銀行の総貸出金 Q_{it}^* の期待値(前期のラグ利用)、コール・レート CR_t 、貸出金利とコール・レートの差分 $(r - CR)_t$ 、地価 LP_t で構成されている。

$$q_{it} = a_0 + a_1 DEP_{it} + a_2 MS_i + a_3 BIS_{it} + a_4 Q_{it}^* + a_5 CR_t + a_6 (r - CR)_t + a_7 LP_t + u_{it} \quad (\text{式III-85})$$

これをさらに1982年から1989年を区間1、1990年からの1995年を区間2に分けて、金利や地価、競争相手銀行の期待総貸出金の係数は変化があると仮定した。一方、企業の総借入の需要関数は

$$r_t = d_0 + d_1 LP_t - d_2 Q_t + v_t \quad (\text{式III-86})$$

となっていて、地価 LP_t の係数は2区間で変化があると仮定し、借入需要については2SLS、貸出供給の14個銀行のパネルデータについてはGeneralized 2SLSで推定した。貸出供給関数でコール・レートの係数は2区間とも有意に導出され、2区間ともコール・レートは効果のある政策として使われること可能であった。BIS自己資本比率は貸出供給関数で有意な正の符号の係数が得られた。需要供給関数の両方に入っている地価は区間1では上昇期で、需要と供給関数の両方とも有意な正の符号の係数が得られたが、区間2では供給関数で地価は有意ではない。つまり地価が上がる区間1では借り手も貸し手も土地を担保に貸出金を増やしたが、区間2では地価が下がる傾向があり、銀行の貸出金は少なからぬしばらく増えたが、借り手は需要を減少させた。

⁶⁵ 中小企業の推定においては貸出金利とコール・レートの差分($r_L - r_C$)が利用された。

⁶⁶ 金利以外のデータは季節調整をした。

③ 韓国のデータを用いた研究事例

韓国で資金循環勘定を用いた実証分析として、まず金(1985)の分析から見ると、資金循環勘定では企業部門が資金需要の大部分を占めているので、政府部門や家計部門の資金需要は無いと仮定して資金貸出市場を分析した。ここでは企業部門の資金需要が次のような過程を経て決定されると説明する。まず、企業は国内外の景気予測によって生産及び投資計画を立てて、所要施設及び運転資金を算定する。このような計画は資金調達可能な範囲内で立てられるため、内部資金及び外部資金調達計画が同時に樹立されることになる。一般的に韓国の企業部門は、内部貯蓄が不実で、資本市場を通じた有償増資や社債発行が限定されている立場であり、銀行からの資金借入は最も重要な企業の資金調達源と認識されている。この状況を考慮して

$$D_t = \alpha_1 + \alpha_2 R_{Lt} + \alpha_3 R_{At} + \alpha_4 IP_{t-1} + \alpha_5 UP_{t-1} + u_{dt} \quad (\text{式III-87})$$

と企業の銀行資金需要関数を仮定したが、これは1年満期貸出金利 R_{Lt} 、外資・社債・短期預置金(預け金)の加重平均金利⁶⁷ R_{At} 、期前の産業生産指数 IP_{t-1} 、企業部門の期前の内部貯蓄 UP_{t-1} 、そして誤差項 u_{dt} で構成されている。一方、資金供給は

$$S_t = \beta_1 + \beta_2 R_{Lt} + \beta_3 RT_t + \beta_4 TD_t + \beta_5 IP_{t-1} + u_{st} \quad (\text{式III-88})$$

と定義して、これは1年満期貸出金利 R_{Lt} 、国債収益率 RT_t 、総預金 TD_t 、期前の産業生産指数 IP_{t-1} で構成されている。1962年第1四半期から1984年第4四半期の92個の四半期別データ⁶⁸を用いて推定した結果、銀行貸出の需要は景気展望や投資希望などの実物的要因により決定されるもので、貸出金利やその他の資金調達費用などの金融的要因は資金需給が均衡な時期以外には一般的にあまり影響を与えていないと判断した。資金の供給側も貸出金利などの金融的要因の統計的有意性は低かった。

金(1985)の分析で、貸出金利は内生的で銀行の利潤を極大化する適定金利であると仮定したことと比べて、金(1989)はこの時期の韓国に貸出金利は適正金利より低い水準で政策的に制限されていると仮定した。Bowden(1978)の不均衡モデルを基本にする上、浅子・内野(1987)が提案した政策金利を考慮したモデルにならって、1972年第2四半期から1987年第1四半期までのデータを用いて、韓国の金融貸出の構造を把握した。企業の資金貸出需要関数は

⁶⁷ 外資子率(R_{Ft})、社債収益率(R_{Bt})、短期預置金(預け金)金利(R_{St})の単純平均。 $R_{At} = \frac{R_{Ft} + R_{Bt} + R_{St}}{3}$

⁶⁸ 各種利子利を除いて季節性のある変数についてはX-11 ARIMA(Auto-Regressive Integrative Moving-Average)技法により季節変動を調整した。

$$L_t^d = \beta_0 + \beta_1 r_t + \beta_2 \ln IP_{t-1} + \beta_3 UD_{t-1} + u_t \quad (\text{式III-89})$$

と、貸出金利 r_t 、前期の産業生産指数 IP_{t-1} 、前期の企業の貯蓄性預金 UD_{t-1} で構成されている。一方、貸出供給関数は

$$L_t^s = \alpha_0 + \alpha_1 r_t + \alpha_2 NR_t + \alpha_3 \ln TD_t + v_t \quad (\text{式III-90})$$

のように貸出金利 r_t 、国公債収益率 NR_t 、総預金 TD_t で構成された式である。そして浅子・内野(1987)の金利調整方程式⁶⁹を適用して、政策金利としては韓国銀行の再割引率 \bar{r} を追加し、金利調整方程式を

$$r_t - r_{t-1} = \theta_1 (r_t^* - r_{t-1}) + \theta_2 (\bar{r} - r_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (\text{式III-91})$$

と設定して、上の3つの方程式について線型3段階最少二乗法(L3SLS)や非線形3段階最少二乗法(NL3SLS)で推定した。使用資料は1972年第2四半期から1987年第1四半期までの60個の四半期別データ⁷⁰で、需要関数や供給関数の推定に加わって、需要関数や供給関数の構造変化の検定も試みた。

推定結果は、需要関数では金利の係数が金利に非弾力的で、これは均衡金利より低い低金利政策であるため、貸出需要が金利に非弾力的であると解釈した。産業生産指数は負の係数が導出されたが、この現象は売増による資金需要の負の効果が、生産需要の正の効果より強いと説明した。企業の貯蓄性預金に対する貸出需要は弾力性が大きかった。供給側では、貸出金利や銀行のその他のポートフォリオ選択である国公債利回りの両方とも銀行貸出にほぼ影響を与えていないことと得られ、銀行の資産運用は銀行の収益性があまり考慮されていないと解釈した。総預金の弾力性は1980年代に入って高くなったが、これは支払い準備率が低くなったことに基づく説明した。最後に金融自律化の妥当性評価は、1970年代と1980年代の構造変化についてF検定を試みた結果、供給側からは統計的に有意な変化があらわれ、金利自由化が進められることにより均衡利率の重要性も高くなって行くことが明らかになった。

以上の先行研究では、韓国の資金貸出市場に貸出金利やその他の金融的要因はあまり影響を与えていないと分析した。この時期は金融自由化がまだ進んでいない理由もあり、金利や金融的要因が政策的に制限されていたことで、統計的に有意な係数が導出されなかったと考えられる。

⁶⁹ \bar{r} は韓国銀行再割引率を利用した。

⁷⁰ 各種利子利を除いて季節性のある変数はX-11 ARIMAにより季節調整し、1979年4四半期の資料はDummy処理した。

3-4. 実証分析

1) モデルの設定

本節では韓国の家計の金融資産選択行動、そして貸出市場での銀行の貸出金供給と企業の借入金の需要について実証分析を試みる。実証分析においては以下のようなモデルを想定した。

(1) 家計の金融資産選択行動

金融資産には収益が確定された資産だけではなく収益が不確定な資産も存在する。これらを安全資産、つまり無リスク資産とリスク資産と区分する。リスク資産の収益は確率変数になるため、期待効用最大化説は資産選択行動の理論的根拠として成り立つ。この問題について語ったのが上で述べた Tobin(1958)の資産選択理論であり、資産選択理論にしたがって投資家は期待収益率 ε や、これに伴う総リスク Σ を同時に考慮し、効用の極大化する資産保有額を決定する。

$$\text{Max} : U = U(\varepsilon, \Sigma) \quad (\text{式III-92})$$

$$\text{st} : Y = C + S \quad (\text{式III-93})$$

Y は所得、 C は消費、 S は貯蓄を意味する。ここで、貯蓄 S は総資産 W のフローと想定する。

$$S = \Delta W \quad (\text{式III-94})$$

資産は貨幣資産 M と非貨幣資産 V で構成されていると想定する。収益資産 V の平均収益率を γ_v と名付けると、期待総収益は

$$\varepsilon = \gamma_v V \quad (\text{式III-95})$$

になり、収益資産 V の収益率の標準偏差を δ とすると、総リスクは

$$\Sigma = \delta V \quad (\text{式III-96})$$

になることで、期待総収益や総リスクの関係が得られる。

$$\varepsilon = \frac{\gamma_v}{\delta} \Sigma \quad (\text{式III-97})$$

貨幣資産と収益資産の需要は総資産の大きさや制約線の傾き γ_v/δ によって決定されることになるが、総資産の大きさは所得より決められ、制約線の傾きは各資産の収益率とリスクにより決定されるので、貨幣資産と収益資産の需要関数は以下のように表現される。

$$M = M(Y, r, \delta) \quad (\text{式III-98})$$

$$V = V(Y, r, \delta) \quad (\text{式III-99})$$

収益資産を株式Eと債券Bの2種類の資産に分けてみると、総資産はM+B+Eであらわれ、その中で非貨幣資産はB+Eと示されるが、この収益資産の平均収益は

$$E(R) = \gamma_b B + \gamma_e E = \gamma_v V \quad (\text{式III-100})$$

になり、 $a = B/V$ とすればと収益資産の収益率は

$$r = ar_b + (1 - a)r_e \quad (\text{式III-101})$$

と各収益資産の加重平均値として表現される。リスクを意味する標準偏差 δ は

$$\delta = \{a^2\delta_b^2 + (1 - a)\delta_e^2 + 2a(1 - a)\delta_b\delta_e\rho\}^{\frac{1}{2}} \quad (\text{式III-102})$$

になるが、ここで ρ は r_b と r_e の相関係数である。収益率と標準偏差の式を考慮すると各資産の需要は次のように表現される。

$$A_i = f(Y, r_i, \delta_i) \quad i = 1, 2, \dots, n \quad (\text{式III-103})$$

つまり、n個の資産が存在する時にある資産 A_i の総需要は所得、自己や他の関連資産の収益率、自己や他の関連資産のリスクの関数である。

韓国の家計の金融資産選択行動の実証分析では、上述のように家計は効用を極大化するために、各資産の収益率とリスク考慮してポートフォリオを組み合わせると仮定した。資金循環表での家計及び非営利団体の貸借対照表は<図III-50>のように構成されていると想定し、実証分析に用いる家計の金融資産を「債券」、「株式」、「貯蓄性預金」の3種類に絞った。

<図Ⅲ-50>家計の貸借対照表

資産	負債
貯蓄性預金	負債 (住宅ローンなど)
債券	
株式	金融資産超過
その他資産	

家計の各資産に対する需要関数は、(式Ⅲ-103)のように家計の所得、各資産の収益率、そして各資産のリスクによって決まると想定する。ただし、実証分析を行うには実際の金融市場で各々の資産の収益率の動きが無相関とは言いかねるので、推定式に3種類の資産の収益率をそのまま代入すると多重共線性(Multicollinearity)の問題が生じる可能性がある。したがって、3つの収益率の中で1つの収益率の変数を抜いて、その代わりに抜いた収益率と他の1つの資産の収益率との差分を取り、この新しい変数で代えることにした⁷¹。例えば、家計の債券保有額についての推定の場合、説明変数の中の預金金利の代わりに、預金銀利と債券収益率の差分を取った値を用いる。家計の株式の保有額についての推定には、預金金利の代わりに預金銀利と株式の収益率の差分値を利用する。最後に、家計の保有する貯蓄性預金についての推定には、債券の収益率を抜いて、その代わりに債券の収益率と預金金利の差分値を追加した。

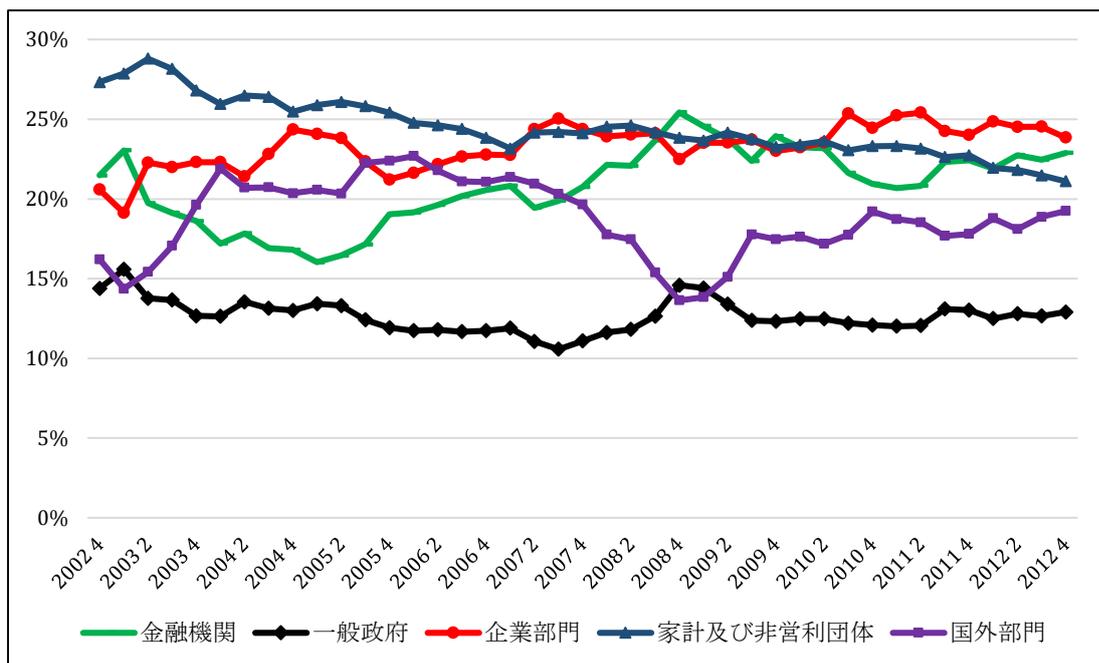
ここでは株債株式の保有などは外生的であると仮定する⁷²。<図Ⅲ-51>のように全体の株式及び出資持分に対して家計及び非営利団体の保有する株式及び出資持分は20%から25%くらいを占めていて、他の制度部門の保有する部分が多いこともあり、この分析では外生的に決められることと想定した。

⁷¹ 特に預金金利と債券収益率は、株式収益率に比べてその動きが似る可能性が高いため、1つの回帰式の中に預金金利と債券収益率を同時に入れることを避けた。

⁷² Park(1994)の分析でも株式や債券保有は外生的と仮定している。

<図Ⅲ-51> 制度部門別の株式及び出資持分の保有比重

(単位：%)



(2) 企業の借入需要と銀行の貸出供給

貸出市場での資金の需要供給については、基本的なモデルは Revankar and Yoshino (2008) のフレームワークに従う⁷³。Revankar and Yoshino (2008) は貸出資金の需要関数を

$$r = f(X) - d_2Q, \quad d_2 > 0 \tag{式Ⅲ-104}$$

に想定したが、ここで r は貸出金利、 Q は貸出資金の需要、 X は影響を与える Q 以外の変数の組み合わせで、 $f(\cdot)$ は線型である。一方、貸出資金の供給側を見ると、銀行の限界効用関数は、

$$\begin{aligned} MR &= \frac{d}{dQ} [Q(f(X) - d_2)Q] && \text{(式Ⅲ-105)} \\ &= f(X) - 2d_2Q \\ &= r - d_2Q \end{aligned}$$

と想定されたが、銀行の総費用関数を

⁷³ Revankar and Yoshino (2008) では 14 個の銀行のデータを用いたため、個別の銀行 i の貸出金供給関数 q_i を想定したが、本分析では銀行全体の貸出金供給関数として Q を想定している。

$$TC = c_0 + c_1Q + \frac{1}{2}c_2Q^2 \quad (\text{式III-106})$$

とおいたら、限界費用関数は

$$MC = c_1 + c_2Q \quad (\text{式III-107})$$

になる。銀行においてコール・レート(CR)²は限界費用の重要な要因になるため、 c_1 を

$$c_1 = CR + F(S) \quad (\text{式III-108})$$

と想定する。ここで $F(\cdot)$ は銀行に影響を与える他の変数 S の関数である。銀行の利潤極大化の問題は

$$MC = MR(1 + \theta) \quad (\text{式III-109})$$

とスカラー θ において、 θ がゼロの場合は利潤極大化が満たされる。(式III-108)を用いて Q に関して解くと銀行の貸出資金の供給関数は、

$$Q = \frac{(1+\theta)}{g}r - \frac{CR}{g} - \frac{F(S)}{g} \quad (\text{式III-110a})$$

$$= \frac{(1+\theta)}{g}(r - CR) + \frac{\theta}{g}CR - \frac{F(S)}{g} \quad (\text{式III-110b})$$

になるが、ここで g は

$$g = c_2 + d_2(1 + \theta) \quad (\text{式III-111})$$

を意味する。上の(式III-110b)で、利潤極大化の仮説($\theta = 0$)は

$$H_0 : \frac{\theta}{g} = 0 \quad (g \neq 0) \quad (\text{式III-112})$$

と等しくなり、この場合は(式III-110b)のコール・レートCRの係数がゼロになる。

韓国の貸出市場での資金の需要供給の実証分析において、まず資金循環表で銀行の貸借対照表は<図Ⅲ-52>のように構成されていると想定し、資産側の貸出金を貸出市場への資金供給と仮定した。

<図Ⅲ-52>銀行の貸借対照表

資産	負債
<div style="border: 1px solid black; width: 100px; height: 100px; background-color: #c8e6c9; margin: 0 auto; display: flex; align-items: center; justify-content: center;"> 貸出金 </div>	<div style="border: 1px solid black; width: 100px; height: 100px; background-color: #e0e0e0; margin: 0 auto; display: flex; align-items: center; justify-content: center;"> 預金 </div>
<div style="border: 1px solid black; width: 100px; height: 50px; margin: 0 auto; display: flex; align-items: center; justify-content: center;"> その他資産 </div>	<div style="border: 1px solid black; width: 100px; height: 50px; margin: 0 auto; display: flex; align-items: center; justify-content: center;"> その他負債 </div>

銀行の貸出資金の供給関数 L^S は、銀行の利潤極大化問題で上述した Revankar and Yoshino にならってコール・レート r^c と貸出金利 r^l 、そして銀行の負債側の預金 BD と地価 LP で構成された関数と想定する。

$$L^S = L^S(BD, r^l, r^c, LP) \quad (\text{式Ⅲ-113})$$

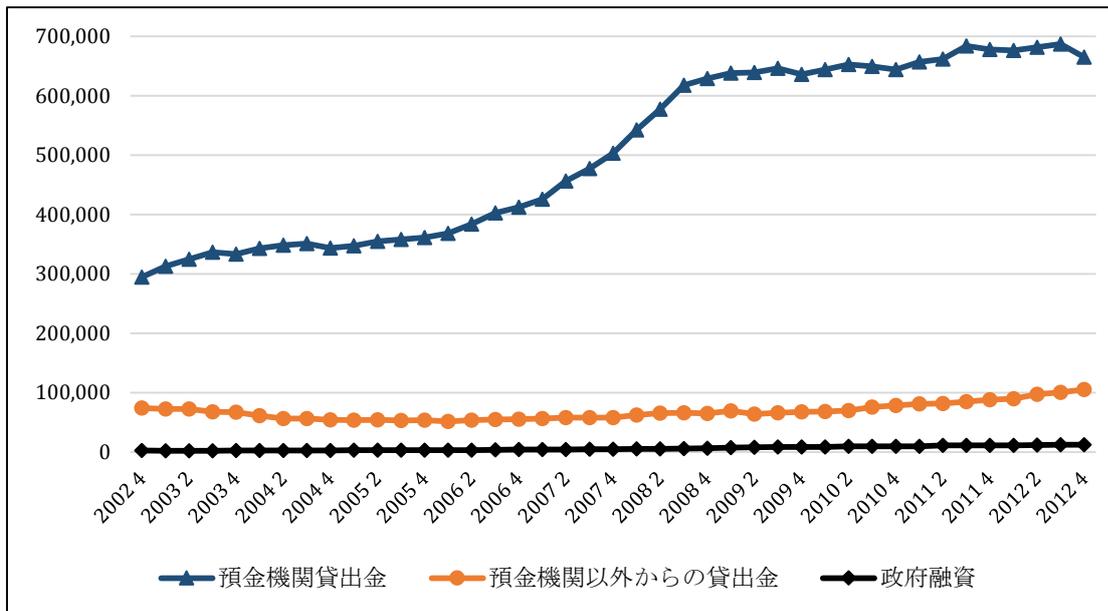
地価に関しては瀬下・吉野(1996)は銀行の貸出供給関数の導出から、貸出金利と地価は貸出供給と正の関係、コール・レートとは負の関係があることを見せた。ここで地価は担保価値の代理変数として用いられて、銀行の費用関数は担保価値と減少関係であると想定した。担保価値が上昇すると、Stiglitz and Weiss(1988)による担保を用いたスクリーニングなどの機能や、Strutz and Johnson(1985)の監査費用の節約の機能などを通じて、審査費用や調査費用が節約されることに基づく⁷⁴。

資金貸出の供給関数には2つの金利がはいっているが、金利に関しては上述の家計の資産選択モデルと同様に、貸出供給関数では貸出金利の代わりに、貸出金利をコール・レートで引いた差分値を用いる。

⁷⁴ 瀬下・吉野(1996)の p. 4 から引用した。

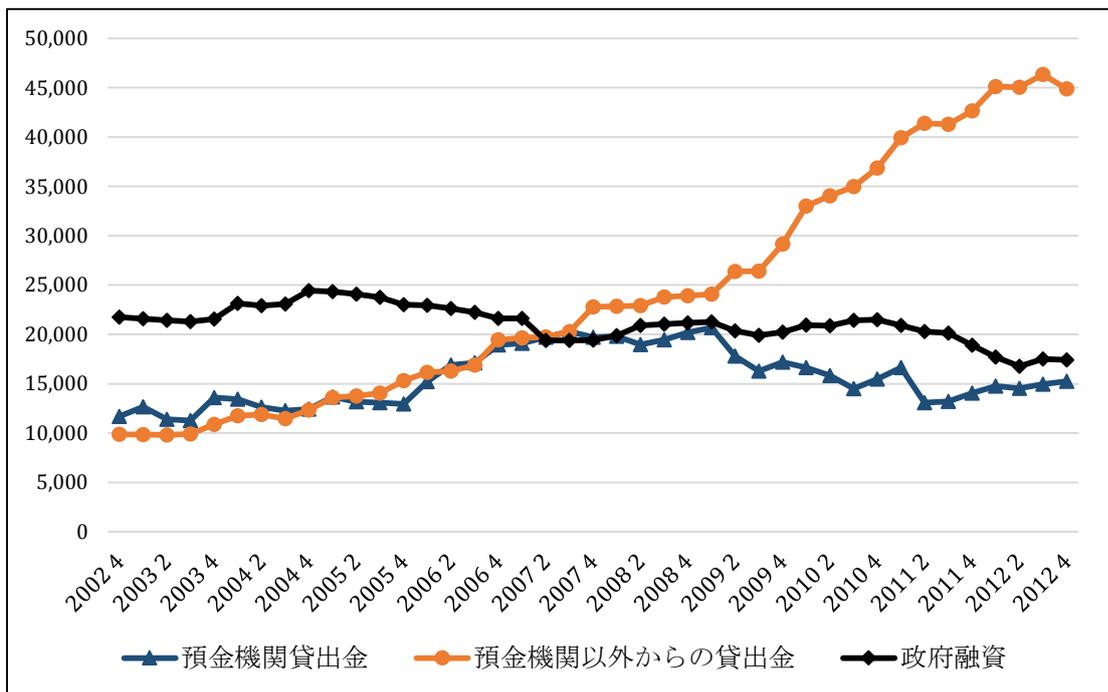
<図Ⅲ-53> 民間企業の貸出金構成

(単位：10 億ウォン)



<図Ⅲ-54> 公企業の貸出金構成

(単位：10 億ウォン)



一方、貸出市場での資金の需要に関しては、企業部門の借入需要と、企業部門を除くその他制度部門の借入需要で分けられると想定し、他の制度部門の貸出資金需要は外生で与えられると仮定した。実証分析で用いる企業部門の貸出金は公企業を除外した民間企業のための銀行からの貸出

金を分析対象とする。＜図Ⅲ-53＞と＜図Ⅲ-54＞で民間企業と公企業の貸出金や政府融資の貸出金構成を見ると、民間企業は預金機関貸出金が圧倒的に大きいですが、公企業では預金機関貸出金よりは、政府融資やその他貸出金⁷⁵の方が大きい。

韓国の資金循環表での企業部門の貸借対照表は＜図Ⅲ-55＞のように構成されていると想定して、負債側の預金取扱機関貸出金を資金需要と仮定した。民間企業の貸出市場での資金需要関数は、GDP⁷⁶、企業の保有する資産側の預金CD、貸出金利 r^l 、地価LPによって決められると想定する。

$$L^D = L_{PriCorp}^D + L_{Other}^D \quad (\text{式Ⅲ-114})$$

$$L_{PriCorp}^D = L_{PriCorp}^D(GDP, CD, r^l, LP) \quad (\text{式Ⅲ-115})$$

＜図Ⅲ-55＞企業の貸借対照表

資産	負債
銀行への預金	銀行からの借入金
その他金融資産	社債
	株式
負債超過	その他負債

瀬下・吉野(1996)は企業の借入需要では貸出金利とは負の関係、地価とは正の関係のある借入需要関数を導いた。企業は資本と労働と土地などを投入して製品を生産して利潤を極大化することを目的とするため、地価のような費用項目の価格の上昇は代替効果が働き、資本の需要を増加させるので、借入需要を増加させると述べた。そして、企業の生産が増えると一般的に貸出資金の需要は増加されると予想されるので、一般的にGDPと借入は正の関係があると予想される。最後に、韓国の金融慣行として拘束性預金があり得る。拘束性預金は銀行が貸出をする時に、貸出

⁷⁵ 保険機関貸出金、与信専門機関貸出金、公的資金、その他貸出金などを含む。

⁷⁶ 釜江(1980)では需要関数で企業の売上額を用いたが、資金循環勘定は金融取引のみを対象にするので、総生産としてGDPを利用した。

条件で受け取る預金で、主に定期預金や積金などの形態で貸出資金の一部、あるいは全部を預けるようにすることで、預金者の意見と関係なく強制的に行われる。銀行は貸出金の一部を留保することで、表面上の貸出金利以上に実質貸出金利を引上げる効果がある。他にも拘束性預金を預けることで、償還不履行のリスクを下げ、顧客関係の維持しながら、銀行の資金調達や収益性を向上するなどの効果がある。したがって、貸出資金の需要は、民間企業が銀行に預けた預金と正の関係があると想像される。

2) 利用資料や推定期間

本研究では韓国の 93SNA ベースの資金循環勘定を用いて実証分析を試みる。93SNA ベースの資金循環勘定は韓国銀行が 2002 年末から四半期毎に推計しているため、2002 年末から 2012 年末までの 41 個の時系列データを用いることが出来る。本研究で用いる全てのデータは韓国銀行からの資料である。

<表Ⅲ-43>は実証分析に用いたデータの説明や変数名、<表Ⅲ-44>と<表Ⅲ-45>は利用データの記述統計である。まず、家計の資産選択行動の推定で各金融資産としては、資金循環勘定の家計及び非営利団体⁷⁷という制度部門の資産側の「債券」、「株式及び出資金」、「長期貯蓄性預金」という項目を用いた。各資産の収益率としては、「国庫債(3年物)の収益率」、「株価指数の増加率」⁷⁸、「貯蓄性受信預金金利」を利用するが、これらは消費者物価指数(CPI)の上昇率を用いて実質指数に換算した。家計の収入としては「名目国民総処分可能所得」の四半期データを用いた。各資産のリスクは、長期貯蓄性預金を無リスク資産に設定し、債券のリスク変数は「手形不渡り率」を、株式のリスク変数は「株価指数の過去3カ月間の分散」⁷⁹を利用した。ここでは株式の収益率を前四半期、前半年、前年度対比の3種類の株価増加率を求めて推定に用い、3種類の実質株価収益率や株式リスクは下のような式で表現される。

⁷⁷ ここでは家計の資産選択行動について、資金循環勘定の家計及び非営利団体が主に家計部門で構成されていると見なして、この制度部門の資産残高を利用した。Poterba *et al.* (1995)では家計の消費や株式所有の関係を観察するため、非営利団体の株式の比重が 15.7%と想定して、全期間に至って非営利団体を抜いた家計部門のみの資産を求めて分析に利用した研究事例がある。

⁷⁸ 株式の収益率に関しては、株価指数の前年度対比増加率、前半年度対比増加率、前四半期対比増加率の3つの収益率を生成して、各々推定式に入れて推定した結果、前半年度対比増加率が適度な符号で有意な係数が得られた。

⁷⁹ 株式のリスク変数は、株価指数の過去1年間、過去半年間、過去3ヶ月間、前後半年、前後3ヶ月等の分散を生成し、推定式に入れて推定した結果、過去3ヶ月間の分散の変数の方が適度な符号や一番有意な係数が得られた。

$$RstockQ_t = \left\{ \left(\frac{Pstock_t - Pstock_{t-1}}{Pstock_{t-1}} \right) - \left(\frac{Pcpi_t - Pcpi_{t-1}}{Pcpi_{t-1}} \right) \right\} \times 100 \quad (\text{式III-116})$$

$$RstockH_t = \left\{ \left(\frac{Pstock_t - Pstock_{t-2}}{Pstock_{t-2}} \right) - \left(\frac{Pcpi_t - Pcpi_{t-2}}{Pcpi_{t-2}} \right) \right\} \times 100 \quad (\text{式III-117})$$

$$RstockY_t = \left\{ \left(\frac{Pstock_t - Pstock_{t-4}}{Pstock_{t-4}} \right) - \left(\frac{Pcpi_t - Pcpi_{t-4}}{Pcpi_{t-4}} \right) \right\} \times 100 \quad (\text{式III-118})$$

$$StockRisk_t = \frac{\sum_{i=0}^2 (Pstock_{t-i} - \mu_t)^2}{3}, \text{ where } \mu_t = \frac{\sum_{i=0}^2 Pstock_{t-i}}{3} \quad (\text{式III-119})$$

$Pstock_t$: 株価指数(四半期別データ)

$Pstock_i$: 株価指数(月別データ)

$Pcpi_t$: 消費者物価指数(四半期別データ)

次に、貸出市場での企業の資金需給の推定に用いるデータは、供給関数では貸出金の供給を銀行が貸出市場に供給した資金と見なして、資金循環勘定の銀行部門の資産側の「貸出金」を用いた。一方、需要関数では企業が貸出市場で借りた資金を貸出金の需要と解釈して、非金融民間企業の負債側の「貸出金」を利用した。供給側と需要側に異なるデータを用いることにより、取引量が供給関数の上にあるか需要関数の上にあるかの識別の問題は解決される。

金利については、「預金金利の企業貸出の金利」を貸出金利に、1日物の無担保コール・レートをコール・レートとして用いるが、貸出金利やコール・レートは生産者物価指数(PPI)を使って実質金利に換算した。銀行の負債側の預金は資金循環勘定の銀行部門の「長期貯蓄性預金」を、GDPは名目GDPを用いた。一方、地価指数⁸⁰は全国の地価変動率である。

実証分析に用いるデータは四半期別資料であるのため、第1四半期、第2四半期、第3四半期に当たるダミー変数を示すD1, D2, D3を追加し、サブプライム住宅ローン危機やリーマンショックがあった2007年から2008年の時期を表わすクライシスダミー変数を加えた。

⁸⁰ 韓国の国土交通部の地価指数は1994年から年度別データが、2006年から月別データが集計されてある。ここでの分析は四半期データを用いるため、1987年から集計されている韓国銀行の地価変動率を利用した。地価変動率の1階差分は、 $\frac{\Delta P_t}{P_t} - \frac{\Delta P_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} - \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{P_{t+1}}{P_t} - \frac{P_t}{P_{t-1}}$ になるが、これは近似すると $\frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$ の地価増加率になる。

<表Ⅲ-43> 利用データ

変数名	利用資料
$Bond_t$	資金循環勘定の家計及び非営利団体の資産の「債券」(単位: 10 億ウォン)
$Equity_t$	資金循環勘定の家計及び非営利団体の資産の「株式と出資金」(単位: 10 億ウォン)
$Saving_t$	資金循環勘定の家計及び非営利団体の資産の「長期貯蓄性預金」(単位: 10 億ウォン)
$BankLoan_t$	資金循環勘定の銀行の資産の「貸出金」(単位: 10 億ウォン)
$BankDepo_t$	資金循環勘定の銀行の負債の「長期貯蓄性預金」(単位: 10 億ウォン)
$PriCorpLoan_t$	資金循環勘定の非金融民間企業の負債の「貸出金」(単位: 10 億ウォン)
$PriCorpDepo_t$	資金循環勘定の非金融民間企業の資産の「現金及び預金」－「現金」(単位: 10 億ウォン)
$Rbond_t$	国庫債(3 年物)の実質収益率(CPI 利用) 年利(単位: %)
$Rsaving_t$	貯蓄性受信預金(要求性預金除外)の実質金利(CPI 利用), 預金銀行加重平均金利残高基準, 年利(単位: %)
$Rloan_t$	預金銀行の企業貸出の実質金利(PPI 利用), 預金銀行貸出加重平均金利残高基準, 年利(単位: %)
$Rcall_t$	無担保コール・レート(1 日物)の実質金利(PPI 利用), 年利(単位: %)
$RstockQ_t$	「株価指数(月平均)の前四半期対比」の増加率の実質指数(CPI 利用)(単位: %)
$RstockH_t$	「株価指数(月平均)の前半年度対比」の増加率の実質指数(CPI 利用)(単位: %)
$RstockY_t$	「株価指数(月平均)の前年度対比」の増加率の実質指数(CPI 利用)(単位: %)
$BondRisk_t$	手形不渡り率(金額基準, 電子決済分包含), (単位: %)
$StockRisk_t$	株価指数(月平均)の過去 3 カ月間の分散
$Income_t$	名目国民総処分可能所得(単位: 10 億ウォン)
GDP_t	名目 GDP(単位: 10 億ウォン, 市場価格)
$LandPrice_t$	全国地価変動率(単位: %)
$D1$	第 1 四半期のダミー変数
$D2$	第 2 四半期のダミー変数
$D3$	第 3 四半期のダミー変数
$CrisisDummy1$	サブプライム住宅ローン危機やリーマンショックのダミー変数(2007q4~2008q4)
$CrisisDummy2$	サブプライム住宅ローン危機のダミー変数(2007q3~2008q2)

<表Ⅲ-44> 利用データの記述統計

変数名	Mean	Std. Dev.	Min	Max
$Bond_t$	170853.2	48089.3	89365.1	231424.8
$Equity_t$	314208.9	93063.2	146992.2	455788.8
$Saving_t$	478110.8	103740	336778.1	660560.8
$BankLoan_t$	909847.3	225097.4	566181.5	1223465
$BankDepo_t$	341342.8	83809.4	245866.8	513463.9
$PriCorpLoan_t$	573864.9	154592.6	368773.3	787302.5
$PriCorpDepo_t$	285223.5	95076.99	164538.9	436708.9
$Rbond_t$	1.175	1.050	-0.68	3.04
$Rsaving_t$	1.304	0.798	-0.29	2.72
$Rbond_t - Rsaving_t$	-0.129	0.512	-1.58	1.04
$Rloan_t$	3.349	2.972	-4.39	9.15
$Rcall_t$	0.329	3.074	-6.92	5.11
$Rloan_t - Rcall_t$	3.017	0.659	2.10	4.9
$RstockQ_t$	9.292	23.885	-45.57	55.90
$RstockH_t$	4.727	17.104	-36.86	44.53
$RstockY_t$	2.414	11.116	-23.69	22.16
$BondRisk_t$	0.035	0.020	0.01	0.09
$StockRisk_t$	2389.3	3906.7	58.91	23764.5
$Income_t$	251522.9	44804.5	177614.3	333505.4
GDP_t	251434.9	44361.6	178229.9	332464.3
$LandPrice_t$	0.675	0.982	-4.09	2.33

<表Ⅲ-45> 利用データの1階の差分値の記述統計

変数名	Mean	Std. Dev.	Min	Max
$dBond_t$	3464.9	8858.1	-25052.5	19471.9
$dEquity_t$	6845.7	21709.8	-51037.3	56791.2
$dSaving_t$	8094.6	6447.7	-2037.4	28149.7
$dBankLoan_t$	16153.9	14151.2	-11128.1	51181.6
$dBankDepo_t$	6654.2	8421.9	-7898.7	26244.8

$dPriCorpLoan_t$	10041.3	13351.9	-16877	43572.9
$dPriCorpDepo_t$	6804.3	7435.2	-4591.8	31493
$dRbond_t$	-0.023	0.644	-1.45	1.39
$dRsaving_t$	-0.001	0.541	-1.04	1.22
$d(Rbond_t - Rsaving_t)$	-0.022	0.409	-1.35	0.86
$dRloan_t$	0.020	1.901	-3.92	4.81
$dRcall_t$	0.023	1.879	-3.97	4.95
$d(Rloan_t - Rcall_t)$	-0.004	0.309	-1.13	1.11
$dRstockQ_t$	0.041	15.2	-22.96	44.73
$dRstockH_t$	0.455	17.3	-27.58	45.76
$dRstockY_t$	0.079	19.7	-43.18	44.83
$d(RsavingQ_t - RstockQ_t)$	-0.037	15.2	-41.75	24.25
$d(RsavingY_t - RstockY_t)$	-0.063	19.7	-44.55	42.51
$dBondRisk_t$	-0.0008	0.014	-0.03	0.04
$dIncome_t$	3497.5	15593.9	-28468.2	24988.8
$dGDP_t$	3475.6	15596.1	-28136.6	26164
$dLandPrice_t$	-0.053	1.088	-5.27	2.89

3) 単位根検定

個別時系列データを分析に用いるためには、まずデータの安定性(stationary)を検定する必要がある。データが不安定(non-stationary)な場合は、見せかけの回帰(spurious regression, non-sense correlation)が発生する可能性がある。時系列データの安定性は各時系列データの特性方程式が単位根を持つかについて検定して判断する。単位根検定はいくつかの方法が提案されているが、一番良く使われているのが ADF (Augmented Dickey-Fuller) 検定である。〈表Ⅲ-46〉は各変数の原系列(水準変数)と1階の階差をとった変数の ADF 検定の結果である。多くの変数が水準変数で単位根を持つという帰無仮説を棄却することが出来なかったが、1階差分は安定的な系列

と言えよう。したがって、実証分析には株式のリスク(株価指数の分散)を除いた全ての変数に一階の階差をとったデータを利用した。

<表Ⅲ-46> 単位根検定の結果⁸¹

変数名(水準変数)	Z(t)	変数名(1階差分)	Z(t)
$Bond_t$	-1.051	$dBond_t$	-5.668 ***
$Equity_t$	-1.285	$dEquity_t$	-5.002 ***
$Saving_t$	-1.493	$dSaving_t$	-5.096 ***
$BankLoan_t$	-0.889	$dBankLoan_t$	-2.806 *
$BankDepo_t$	2.205	$dBankDepo_t$	-4.365 ***
$PriCorpLoan_t$	-0.405	$dPriCorpLoan_t$	-3.021 **
$PriCorpDepo_t$	0.817	$dPriCorpDepo_t$	-4.516 ***
$Rbond_t$	-2.051	$dRbond_t$	-4.957 ***
$Rsaving_t$	-2.220	$dRsaving_t$	-6.117 ***
$Rbond_t - Rsaving_t$	-2.553	$d(Rbond_t - Rsaving_t)$	-5.604 ***
$Rloan_t$	-2.026	$dRloan_t$	-3.476 ***
$Rcall_t$	-1.897	$dRcall_t$	-5.909 ***
$Rloan_t - Rcall_t$	-1.411	$d(Rloan_t - Rcall_t)$	-5.336 ***
$RstockQ_t$	-5.673 ***	$dRstockQ_t$	-9.508 ***
$RstockH_t$	-3.663 **	$dRstockH_t$	-5.407 ***
$RstockY_t$	-2.764 *	$dRstockY_t$	-5.959 ***
$RsavingQ_t - RstockQ_t$	-5.659 ***	$d(RsavingQ_t - RstockQ_t)$	-9.395 ***
$Rsaving_t - RstockY_t$	-2.765 *	$d(Rsaving_t - RstockY_t)$	-5.934 ***
$BondRisk_t$	-2.221	$dBondRisk_t$	-9.590 ***
$StockRisk_t$	-7.074 ***		
$Income_t$	-0.709	$dIncome_t$	-11.092 ***
GDP_t	0.737	$dGDP_t$	-11.858 ***
$LandPrice_t$	-4.385 ***	$dLandPrice_t$	-7.678 ***

⁸¹ ***, **, * は各々1%, 5%, 10%の水準で有意することを意味する。

4) 実証分析の結果

(1) 家計の金融資産選択行動

① 債券

家計の債券保有額についての推定式には、説明変数に可処分所得、各資産の収益率(債券収益率、株式収益率、そして預金銀利と債券収益率の差分値の3種類、債券や株式のリスクを表わす変数、そしてダミー変数が入っている。ダミー変数は第1, 第2, 第3四半期を意味するダミー変数、そしてサブプライム住宅ローン危機やリーマンショックがあった時期を2007年の第4四半期から2008年第4四半期までと設定したクライシスダミー変数の4つである。家計の資産選択行動の推定にはGLSを採択した。⁸²ただ、債券収益率や債券のリスク変数は適切な符号の有意な係数が得られなかったため、家計が債券の保有額を決める時には債券収益率や債券リスク変数が影響を与えるにはタイムラグが存在すると見なして、2つの変数に関しては1期前の変数を用いた。これを式で表現すると、(式III-120)のようになる。

$$\begin{aligned} dBond_t = & a_b + b_{b1} dIncome_t + b_{b2} dRbond_{t-1} + b_{b3} dRstockH_t & (式III-120) \\ & + b_{b4} d(Rsaving_t - Rbond_t) + b_{b5} dBondRisk_{t-1} + b_{b6} StockRisk_t \\ & + b_{b7} D1 + b_{b8} D2 + b_{b9} D3 + b_{b10} CrisisDummy + e_t \end{aligned}$$

この推定で予想される係数の符号は<表III-47>のように、可処分所得、債券収益率の係数は正の符号が、債券リスク変数の係数は負の符号と考えられる。他の資産の収益率は所得効果や代替効果の大きさによりどちらの符号もあり得る。他の資産のリスク、つまり株式のリスクが大きくなった場合は、株式への保有が減る代わりに他の資産、すなわち債券や貯蓄性預金への投資が増える傾向があると言えよう。そしたら係数の符号は一般的には正であると考えられる。

<表III-48>は推定の結果で、家計の債券保有についての推定の説明力を示す R^2 が0.88と高い数値で得られた。係数の符号に関しては、定数項や第2四半期や第3四半期のダミー変数を除いては全ての係数が統計的に有意に導出された。予想符号の通りに可処分所得や債券収益率からは正の係数が、債券リスクからは負の係数が得られた。可処分所得が10億ウォン増えるところによって、債券保有額は約4億4千万ウォン増える効果がある。そして前期の債券収益率(年利)の1%pが上昇すると、家計の債券保有は約7兆4159億ウォンが増加する。手形不渡り率が1%p上昇すると、債券への投資は282兆3610億ウォンが減少する。

⁸² OLS(最小二乗法)で推定した場合は、ホワイト検定により誤差項に不均一分散が存在すると判断された。

<表Ⅲ-47>家計の債券保有についての推定の係数の予想符号

	予想符号		推定係数の符号
$dIncome_t$	+		+
$dRbond_{t-1}$	債券収益率の上昇による 代替効果>所得効果	+	+
	代替効果<所得効果	-	
$d(Rsavings_t - Rbond_t)$	預金金利の上昇による 代替効果>所得効果	-	+
	代替効果<所得効果	+	
$dRstockH_t$	株式の収益率の上昇による 代替効果>所得効果	-	+
	代替効果<所得効果	+	
$dBondRisk_{t-1}$	-		-
$StockRisk_t$	+		-

<表Ⅲ-48>家計の債券保有についての推定結果

	係数	t-統計量
$dIncome_t$	0.44	2.65 **
$dRbond_{t-1}$	7415.88	7.42 ***
$dRstockH_t$	323.03	6.47 ***
$d(Rsavings_t - Rbond_t)$	13434.28	8.16 ***
$dBondRisk_{t-1}$	-282361	-4.76 ***
$StockRisk_t$	-0.33	-3.6 ***
D1	17007.05	2.79 ***
D2	294.39	0.14
D3	3754.58	1.08
CrisisDummy1 (2007q4~2008q4)	-5808.21	-2.37 ***
Constant	-2435.78	-0.87
R^2	0.88	
DW	2.08	

そして債券以外の2つの資産の収益率の係数からも正の符号が得られた。この現象は株式収益率、あるいは預金金利と債券収益率の差分値が上がると、代替効果より所得効果が強く作用して債券への投資も増加したことだと解釈される。例えば、推定結果は株式収益率が1%p上昇すると債券保有は約3230億ウォンが増加することになるが、このことは株式収益率が上がる時に、債券保有を減らして代わりに収益率の上昇した株式保有を増やす代替効果より、株式の保有に付き保有する資産額が増えて、その増えた資産を用いて債券への投資も増やすという所得効果が強いと考えられる。同じく、債券収益率に比べた預金金利が1%p上昇すると、債券保有は約13兆4343億ウォンが増加する効果がある。

一方、株式のリスク変数については予想とは異なって負の符号の係数が得られた。株式投資のリスクが高まった場合に、株式への投資を減らす代わりに債券への投資を増やすと正の符号の係数が予想されるが、債券を増やさず預金だけに代替するケースもあるため、決して正の符号とは言えない。株式のリスクが高まることは、普遍的に金融市場が不安定な時期だと考えられる。金融市場が不安定な時にリスク回避型投資家は高リスク資産より安全資産を選好する傾向があると予想される。金融市場が不安定な環境では積極的に資産投資を行うとは想像しにくく、むしろ投資活動は委縮する可能性がある。不安定な金融市場の下では、リスク資産に対する投資を避ける投資家の心理が作用して、債券への投資もその影響を受ける可能性がある。家計の資産選択行動の推定で登場する3種類の資産の中で最も安全な資産は、無リスク資産と仮定した貯蓄性預金である。金融市場が不安定な時は投資活動に対する態度も消極的になりがちで、株式の保有を減らすだけでなく、債券への投資まで減らした現象だと思われる。つまり、家計の債券保有についての推定で、株式リスク変数の係数が負の符号で導出されたことを直観的に考えると、株式リスク変数が金融市場の不安定性をある程度表わす変数だと仮定したら、株式のリスクが高まった時、すなわち金融市場が不安定な時には、リスクの高い株式を減らすだけでなく、別のリスク資産の債券まで減らして、安全資産の貯蓄性預金を増やすことと解釈される。

最後に、クライシスダミー変数は負の符号の係数が得られ、サブプライム住宅ローン危機やリーマンショックがあった時期は債券への投資が減少したと言える。

② 株式

家計の保有する株式についての推定式の説明変数は、債券の推定式とほぼ同一であるが、今回は(式Ⅲ-121)のように、預金金利から株式収益率(年利)を引いた変数を入れた。

$$dEquity_t = a_e + b_{e1} dIncome_t + b_{e2} dRbond_t + b_{e3} dRstockH_t + b_{e4} d(Rsaving_t - RstockY_t) + b_{e5} dBondRisk_t + b_{e6} StockRisk_t + b_{e7} D1 + b_{e8} D2 + b_{e9} D3 + b_{e10} CrisisDummy + \hat{e}_t \quad (式Ⅲ-121)$$

株式についての推定は<表Ⅲ-49>のように、可処分所得、株式の収益率からは正の符号の係数が、株式リスク変数からは負の符号の係数が得られると予想される。<表Ⅲ-50>は推定の結果で、この推定は家計の株式及び出資持分について 0.79 の説明力(R^2)を持つ。そして全ての係数の符号が予想符号の通りに導出された。可処分所得や株式収益率の係数からは正の符号が、株式リスク変数は負の符号が得られた上、3 つとも係数が有意である。つまり、可処分所得が増える場合や株式収益率が上がる場合に家計は株式の保有額を増やすが、株式のリスクが高まると株式の保有を減らす。

<表Ⅲ-49>家計の株式保有についての推定の係数の予想符号

	係数の予想符号		推定値の符号
$dIncome_t$	+		+
$dRbond_t$	債券収益率の上昇による 代替効果>所得効果	-	-
	代替効果<所得効果	+	
$dRstockH_t$	+		+
$d(Rsaving_t - RstockY_t)$	預金金利の上昇による 代替効果>所得効果	-	-
	代替効果<所得効果	+	
$dBondRisk_t$	+		+
$StockRisk_t$	-		-

債券収益率、預金金利と株式収益率との差分値は両方とも負の符号と導出されて、言いかえると他の資産の収益率が上昇する場合には株式の保有額が減ることを意味するが、預金金利と株式収益率との差分値のみ有意な係数が得られて、債券収益率の係数は有意ではない。債券のリスク変数は正の符号であるが有意ではない。債券収益率も債券リスクも有意ではない係数が出て、債

券は株式の保有に影響を与えていないと思われる。最後にクライシスダミー変数の係数は、債券の推定式からの係数と同じく負の符号を見せていて、この時期に家計の株式保有も減少したと考えられる。

<表Ⅲ-50> 家計の株式保有についての推定結果

	係数	t-統計量
$dIncome_t$	1.30	2.37 **
$dRbond_t$	-6487.34	-1.44
$dRstockH_t$	516.16	2.88 ***
$d(Rsaving_t - RstockY_t)$	-581.26	-3.62 ***
$dBondRisk_t$	30251.31	0.19
$StockRisk_t$	-1.36	-1.71 *
D1	51465.43	2.66 **
D2	1986.45	0.30
D3	13446.12	1.70 *
CrisisDummy1 (2007q4~2008q4)	-15187.62	-2.36 **
Constant	-10420.2	-1.24
R^2	0.79	
DW	1.73	

③ 長期貯蓄性預金

家計の長期貯蓄性預金の保有額についての推定式は、今までの債券や株式の推定式とほぼ一致するが、預金金利を入れた代わりに、債券収益率を預金金利で引いた差分値を用いる。可処分所得、預金金利、債券リスク、株式リスク変数の係数の符号は正だと予想される。ただ、債券と株式の推定で2007年第4四半期から2008年第4四半期までと設定したクライシスダミー変数を貯蓄預金の推定に適用したら有意な係数が得られなかったため、クライシスダミー時期を1期前にずらして2007年第3四半期から2008年第2四半期までと変えて推定した。回帰式は(式Ⅲ-122)のように表現される。

$$\begin{aligned}
 dSaving_t = & a_s + b_{s1} dIncome_t + b_{s2} d(Rbond_t - Rsaving_t) & (式Ⅲ-122) \\
 & + b_{s3} dRstockH_t + b_{s4} dRsaving_t + b_{s5} dBondRisk_t + b_{s6} StockRisk_t \\
 & + b_{s7} D1 + b_{s8} D2 + b_{s9} D3 + b_{s10} CrisisDummy + \tilde{\epsilon}_t
 \end{aligned}$$

<表Ⅲ-51> 家計の貯蓄性預金保有についての推定の係数の予想符号

	係数の予想符号		推定値の符号
$dIncome_t$	+		+
$d(Rbond_t - Rsaving_t)$	債券収益率の上昇による 代替効果>所得効果	-	-
	代替効果<所得効果	+	
$dRstockH_t$	株式の収益率の上昇による 代替効果>所得効果	-	-
	代替効果<所得効果	+	
$dRsaving_t$	+		+
$dBondRisk_t$	+		+
$StockRisk_t$	+		+

推定結果は<表Ⅲ-52>で見るように R^2 が0.50と出て、このモデルは家計の長期貯蓄性預金の半分くらいの説明力を持つ。家計の貯蓄性預金は、このモデルで想定した可処分所得や金融資産収益率、金融資産リスクの以外に、他の要因からの影響を受けていることもあり得る。予想される係数の符号は<表Ⅲ-51>のようで、予想符号と推定値の符号が全て一致するが、この中で有意な係数が得られた変数は可処分所得、債券収益率と預金金利との差分値、第1四半期や第3四半期のダミー変数、クライシスダミー変数の4つである。つまり、可処分所得が増えたら長期貯蓄預金を増やすが、債券収益率が預金金利に比べて上昇すると長期貯蓄預金が減ることを意味する。

最後にダミー変数を見ると、上での株式保有額の推定結果と同一に第1、第3四半期ダミー変数から正の符号の係数が有意に得られ、クライシスダミー変数からは負の符号の係数が有意に導出された。

<表Ⅲ-52> 家計の貯蓄性預金保有についての推定結果

	係数	t-統計量
$dIncome_t$	0.55	2.58 **
$d(Rbond_t - Rsaving_t)$	-5121.02	-2.6 **
$dRstockH_t$	-30.23	-0.73
$dRsaving_t$	214.42	0.12
$dBondRisk_t$	24898.74	0.4
$StockRisk_t$	0.019	0.11
D1	21587.87	2.74 ***
D2	-1158.18	-0.64
D3	10767.23	3.33 ***
CrisisDummy2 (2007q3~2008q2)	-9406.9	-2.46 **
Constant	-752.06	-0.26
R^2	0.50	
DW	1.69	

(2) 企業の借入需要と銀行の貸出供給

① 銀行の貸出金の供給

銀行が貸出市場へ供給する資金についての推定式には、(式Ⅲ-123a)のように説明変数として銀行が預かった預金、貸出金利とコール・レートとの差分値、コール・レート、地価変動率、そして4つのダミー変数で構成されている。銀行の預金、貸出金利とコール・レートとの差分値、地価変動率の係数は正の符号が、銀行の費用をあらわすコール・レートに関しては負の符号が予想される。

$$dBankLoan_t = \alpha + \beta_1 dBankDepo_t + \beta_2 d(Rloan_t - Rcall_t) + \beta_3 dRcall_t \quad (式Ⅲ-123a) \\ + \beta_4 dLandPrice_t + \beta_5 D1 + \beta_6 D2 + \beta_7 D3 + \beta_8 CrisisDummy + u_t$$

しかし、この推定式をOLS(最少二乗法)で推定した場合はDurbin-Watson検定から正の系列相関と判断された。誤差項の系列相関を回避するために改めてAR(自己相関)モデルを想定した。ARモデルの次数はAIC(赤池情報量規準)に基づいて選択して、被説明変数の1期前のラグを含む(式Ⅲ-123b)のようなAR(1)モデルで推定した。

$$dBankLoan_t = \alpha + \beta_1 dBankDepo_t + \beta_2 d(Rloan_t - Rcall_t) + \beta_3 dRcall_t \quad (式Ⅲ-123b) \\ + \beta_4 dLandPrice_t + \beta_5 D1 + \beta_6 D2 + \beta_7 D3 + \beta_8 CrisisDummy + \beta_9 dBankLoan_{t-1} + \hat{u}_t$$

<表Ⅲ-53> 貸出供給についての推定の係数の予想符号

	係数の予想符号	推定値の符号
$dBankDepo_t$	+	+
$dRcall_t$	-	-
$d(Rloan_t - Rcall_t)$	+	+
$dLandPrice_t$	+	+

推定結果は<表Ⅲ-54>のように、<表Ⅲ-53>の係数の予想符号と全て一致する。クライシスダミー変数の係数が有意に得られなかったため、クライシスダミーを推定式から除して再び推定したら、銀行の預金、第2四半期ダミー変数、定数項を除く全ての変数の係数は有意に得られた。

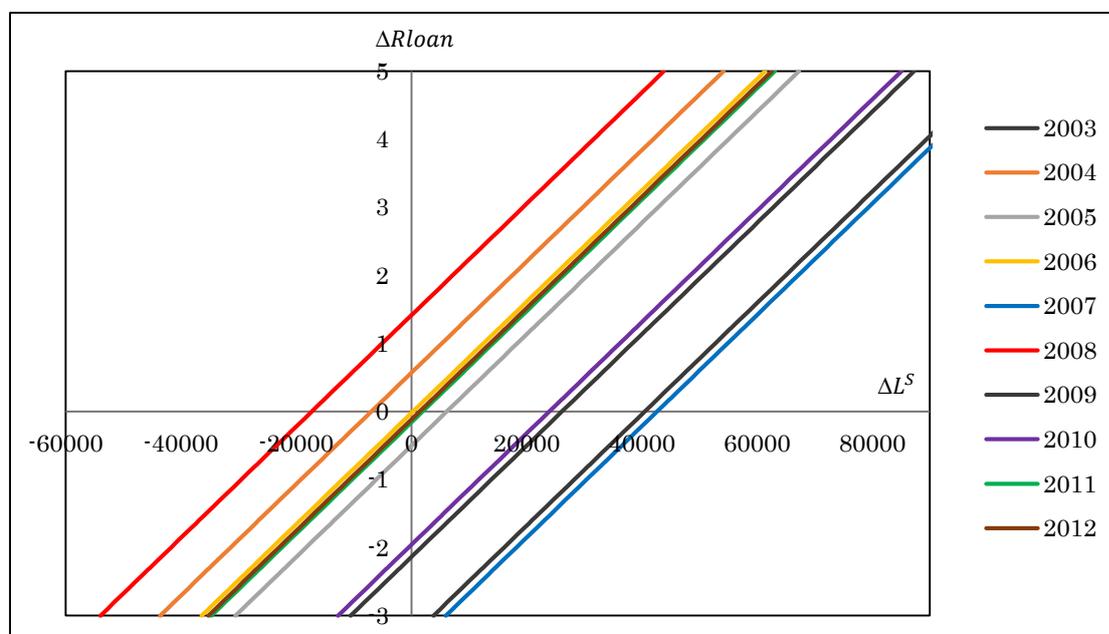
<表Ⅲ-54>で有意に得られた係数を年度末別に(式Ⅲ-123b)に代入して、貸出金の供給量のフローをX軸に、貸出金利の変化をY軸にした図上に描くと、銀行の貸出金供給曲線は<図Ⅲ-56

>のように表現される。最も右側にある曲線は 2007 年末で、2008 年末はコール・レートが上昇することにより左方移動し、最も左側に描かれる。

<表Ⅲ-54> 貸出供給についての推定結果

	係数	z-統計量	係数	z-統計量
$dBankDepo_t$	0.241	0.85	0.362	1.18
$d(Rloan_t - Rcall_t)$	11496.53	1.80 *	12228.05	1.72 *
$dRcall_t$	-1385.89	-1.71 *	-1843.96	-2.21 **
$dLandPrice_t$	3545.96	2.13 ***	2596.67	2.02 **
D1	4689.30	1.41 *	2943.89	0.94
D2	11819.66	3.16 ***	10483.88	2.79 ***
D3	12819.07	4.23 ***	11090.33	3.67 ***
Crisis Dummy1 (2007q4~2008q4)	18195.62	1.17		
Constant	5268.21	1.34	7537.08	1.42
$dBankLoan_{t-1}$	0.666	3.96 ***	0.739	4.77 ***

<図Ⅲ-56> 銀行の年度別の貸出金供給曲線(年末基準)



② 民間企業の借入金の需要

民間企業の借入需要の推定式には、説明変数として GDP、民間企業の預金保有、貸出金利、地価変動率、そして4つのダミー変数で構成されているが、上述した供給関数の推定の場合と同様に自己相関可能性の問題があったため、AICに基づいて被説明変数の1期前のラグを加えた。GDP、民間企業の預金保有、地価変動率の係数は正の符号が、コール・レートに関しては負の符号が予想される。

$$dPriCorpLoan_t = \gamma + \delta_1 dGDP_t + \delta_2 dPriCorpDepo_t + \delta_3 dRloan_t + \delta_4 dLandPrice_t + \delta_4 dLandPrice_t + \delta_5 D1 + \delta_6 D2 + \delta_7 D3 + \delta_8 CrisisDummy + \delta_9 dPriCorpLoan_{t-1} + \varepsilon_t \quad (\text{式III-124})$$

<表III-55> 借入需要についての推定の係数の予想符号

	係数の予想符号	推定値の符号
$dGDP_t$	+	+
$dPriCorpDepo_t$	+	+
$dRloan_t$	-	-
$dLandPrice_t$	+	+

<表III-56> 借入需要についての推定結果

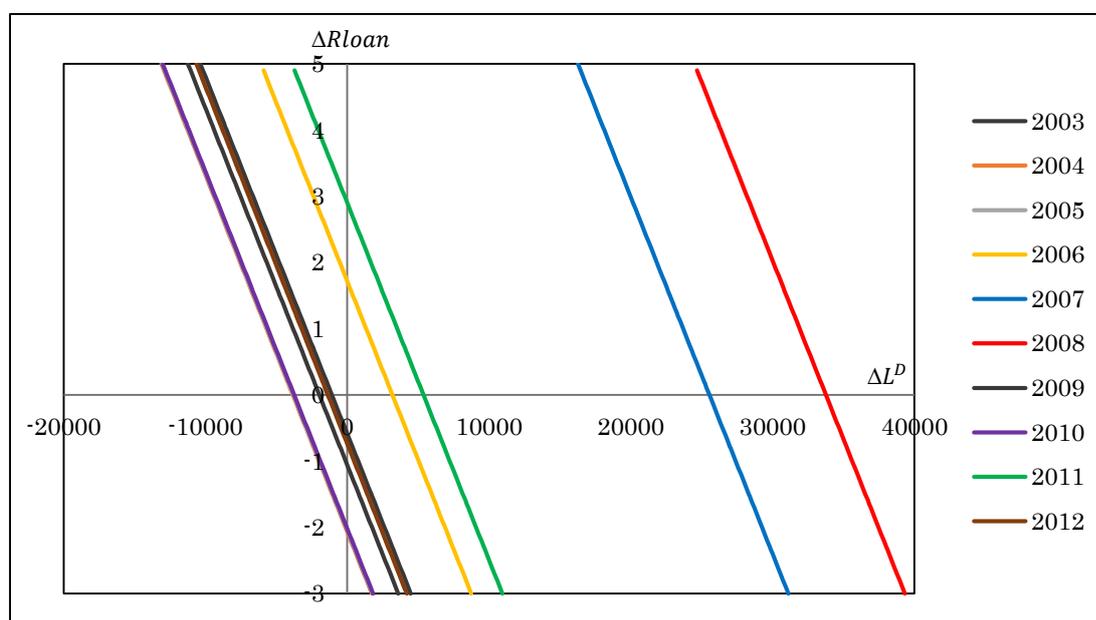
	係数	z-統計量
$dGDP_t$	0.090	0.35
$dPriCorpDepo_t$	0.543	2.34 **
$dRloan_t$	-1854.84	-2.58 ***
$dLandPrice_t$	1627.94	1.04
D1	17870.21	1.78 *
D2	15738.72	5.08 ***
D3	18644.07	5.40 ***
Crisis Dummy1 (2007q4~2008q4)	21940.62	3.11 ***
Constant	-9723.191	-1.89 *
$dPriCorpLoan_{t-1}$	0.406	2.10 **

<表III-56>の推定結果は<表III-55>の予想符号と一致するが、GDPと地価変動率の係数は有意ではない。貸出金利が上がると民間企業の貸出資金の需要は減って、民間企業が銀行に預ける

預金が増えると民間企業の借入金も増加する。4つのダミー変数の係数は全て正の符号と推定されて、第1四半期を除いては有意な係数が得られた。貸出資金の供給側の推定では有意に得られなかったクライシスダミーが、貸出資金の需要側では有意に得られて、2007年の第4四半期から2008年の第4四半期までの時期は、民間企業の資金借入が増えたと言えよう。

<表III-56>で有意に得られた係数を(式III-124)に代入し、<図III-56>と同じ方法で民間企業の貸出金の需要曲線を描いたのが<図III-57>である。需要関数の推定では、金融危機があった時期のダミー変数が有意に得られたため、2007年末や2008年末は右側にシフトされている。

<図III-57> 民間企業の年度別の借入需要曲線(年末基準)



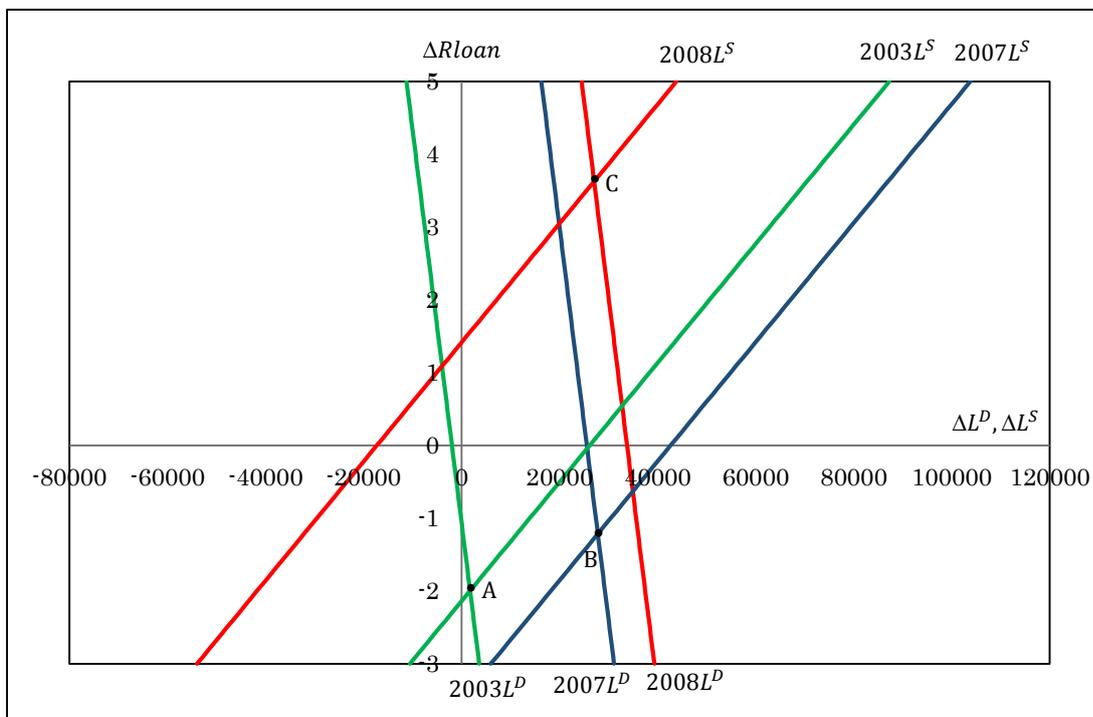
③ 貸出市場での各要素の影響

以上の分析結果から各要素が銀行の貸出金供給や民間企業の借入金需要に与える影響を纏めると<表Ⅲ-57>のようになる。

<表Ⅲ-57> 銀行の貸出金供給と民間企業の借入金需要に各要素が与える影響

	銀行の貸出金の供給	民間企業の借入金の需要
企業貸出金利	12兆2281億ウォン増	1兆8548億ウォン減
コール・レート	14兆720億ウォン減	
地価	2兆5967億ウォン増	
クライシスダミー		21兆9406億ウォン増

<図Ⅲ-58> 貸出市場での需給曲線(年末基準)



まず、企業向け貸出金利が1%p上昇することにより、銀行の貸出金の供給は約12兆2281億ウォンが増えるが、民間企業の借入金需要は1兆8548億ウォンが減る。コール・レートに関しては、<表Ⅲ-54>の銀行の貸出金供給の推定では、コール・レートの係数は-1843.96と得られ、これは5%の水準で有意するが、企業向け貸出金利やコール・レートの差分からの係数は12228.05

で 10%の水準で有意する。これらからコール・レートの純係数⁸³を計算すると-14072.01 になるが、コール・レートは銀行の貸出金の供給の推定で有意な係数が得られたので、この時期の韓国においてコール・レートの操作は銀行の貸出金供給の調節に効果を齎す政策として使われることが出来た。つまり、コール・レートの 1%p 引き上げにより、銀行の貸出金の供給が 14 兆 720 億ウォン減少する効果がある。地価は 1%p 上昇することにより、銀行の貸出金の供給は約 2 億 5967 億ウォン増加するが、民間企業の貸出金需要では係数が有意ではなく、影響を与えていない。最後にサブプライム住宅ローン危機やリーマンショックがあった 2007 年末から 2008 年末までの金融危機期間のダミー変数からは、銀行の貸出金の供給の推定では係数が有意ではなかったが、民間企業の借入金の需要の推定では、この時期に約 21 兆 9406 億ウォンの貸出金が増えた。これを <図 III-58> の需要供給関数から見ると、2003 年末に比べて 2007 年末や 2008 年末は右側にシフトされていて、データの始まる 2003 年末の A 点に比べ、2007 年末の B 点や 2008 年末の C 点は側にシフトされてあらわれる。

3-5. 家計の資産選択行動や貸出市場での銀行と民間企業の行動の分析結果

本研究は韓国の 93SNA ベースの資金循環勘定を用いて、2002 年末から 2012 年末までの期間を対象に家計の金融資産選択行動、そして貸出市場での銀行の貸出金供給と民間企業の借入金需要について分析した。家計及び非営利団体の金融資産は債券、株式、貯蓄性預金の 3 種類に想定した。68SNA ベースの資金循環勘定を用いて実証分析を行った朴(1994)や崔・李(1995)などの研究では、家計の資産選択行動に資産の収益率は考慮したが、資産のリスクについては言及していない。ここでは収益率に加えてリスクの変数を追加し、多重共線性を避けるために、収益率間の差分を利用するなどの工夫を加え、各資産の保有額について可処分所得、債券収益率、株式収益率、預金金利、債券のリスク、株式のリスク、そしてクライシスダミーや各四半期のダミー変数を説明変数にして、GLS で推定した。実証分析結果の各金融資産保有に対する推定係数を纏めると <表 III-58> のようになる。

まず、可処分所得は 3 種の資産で正の符号の係数が有意に得られ、可処分所得が増加すると全ての資産の保有額も増えると考えられる。債券収益率が上がると、債券の保有は増やして貯蓄性

⁸³ $dRcall_t = Rcall_t - Rcall_{t-1}$ で、 $d(Rloan_t - Rcall_t) = (Rloan_t - Rcall_t) - (Rloan_{t-1} - Rcall_{t-1}) = (Rloan_t - Rloan_{t-1}) - (Rcall_t - Rcall_{t-1})$ であるため、(式 III-123b) の中で、 $\beta_3 dRcall_t + \beta_2 d(Rloan_t - Rcall_t) = \beta_3 (Rcall_t - Rcall_{t-1}) + \beta_2 \{(Rloan_t - Rloan_{t-1}) - (Rcall_t - Rcall_{t-1})\} = (\beta_3 - \beta_2)(Rcall_t - Rcall_{t-1}) + \beta_2 (Rloan_t - Rloan_{t-1})$ になり、(式 III-123b) での $dRcall_t$ の純係数は $(\beta_3 - \beta_2)$ になる。

預金は減らす。株式収益率の上昇は、債券と株式の保有を増やし、預金金利の上昇は株式を減らして債券を増やす方向に効く。

一方、債券のリスクが高くなったら債券の保有が減り、株式のリスクが高まると株式の保有が減るが、株式リスクは債券も減らしている。株式リスクが大きくなる時期は、一般的に金融市場の変動が激しいか景気が悪化した場合が予想されるので、株式リスクが高まったら無リスク資産と想定した預金への代替が行われ、債券も減らす可能性がある。

最後に、サブプライム住宅ローン危機やリーマンショックがあった2007年から2008年の期間のクライシスダミー変数は全ての資産で有意な負の符号の係数が導出されて、この時期に家計の資産は減少したと解釈される。その中では株式及び出資持分が金額的に大幅で減少した。

<表Ⅲ-58>家計の各金融資産保有についての推定係数

	債券	株式及び出資持分	長期貯蓄性預金
可処分所得	0.44 **	1.30 **	0.55 **
債券収益率	7415.88 ***	-6487.34	-5121.02 ** ⁸⁴
株式収益率	323.03 ***	516.16 ***	-30.23
預金金利	13434.28 *** ⁸⁵	-581.26 *** ⁸⁶	214.42
債券リスク	-282361 ***	30251.31	24898.7
株式リスク	-0.33 ***	-1.36 *	0.019
クライシスダミー	-5808.21 *** (2007q4~2008q4)	-15187.62 ** (2007q4~2008q4)	-9406.9 ** (2007q3~2008q2)

<表Ⅲ-59>銀行の貸出供給と民間企業の借入需要についての推定係数

	銀行の貸出金の供給	民間企業の借入金の需要
民間企業の預金		0.543 **
企業貸出金利	12228.05 ⁸⁷	-1854.84 ***
コール・レート	-1843.96 ** ⁸⁸	
地価	2596.67 **	
クライシスダミー		21940.62 *** (2007q4~2008q4)

⁸⁴ 債券収益率－預金金利

⁸⁵ 預金金利－債券収益率

⁸⁶ 預金金利－株式収益率

⁸⁷ 企業向け貸出金利－コール・レート

⁸⁸ 「企業向け貸出金利－コール・レート」変数からの係数も考慮するとコール・レートの係数の合計は-14072.01になる。

銀行の貸出供給と民間企業の借入需要の分析では、各々の供給関数と需要関数を推定した。銀行が貸出市場に供給した資金は、銀行の預金保有額、コール・レート、貸出金利、地価変動率、そしてクライシスダミーや各四半期のダミー変数の回帰式を想定して AR(1) で推定した。

ここでは、銀行の費用として考慮したコール・レートのみ負の符号の係数が得られ、他の説明変数からは正の係数が導出された。一方、民間企業の借入金需要は、生産(GDP)、民間企業の預金、貸出金利、地価変動率で構成される関数を想定して、ダミー変数を入れて AR(1) で推定した。貸出金利から負の符号の係数が、クライシスダミーは正の係数が有意に得られた。〈表Ⅲ-59〉は有意に得られた係数のみを掲載する。

本分析ではサブプライム住宅ローン危機やリーマンショックの起きた金融危機の時期をあらわすクライシスダミーを推定式に追加したが、家計の金融資産選択では全ての資産で負の係数が(長期貯蓄性預金に関してはリーマンショックの直前までの時期)、民間企業の借入金の需要関数では正の係数が有意に得られ、この時期に家計は金融資産を減らす一方、民間企業の資金需要は増加したことが明らかになった。

本節の最初の方で述べた〈図Ⅲ-53〉と〈図Ⅲ-54〉の民間企業の金融負債の構成で確認したように、この金融危機の時期は民間企業の株式及び出資持分からの資金調達が急減し、その代わりに銀行からの貸出需要が増えたと考えられる。しかし銀行の貸出資金の供給ではクライシスダミー変数が特に有意ではなく、この時期に特に資金の供給を増やしてはいない。この現象は、金融危機が起きると政策的に企業の必要資金を補うアジア諸国における企業の資金調達の特徴のひとつであるとも言えよう。最後に、1970年代や1980年代の資金循環勘定を用いた先行研究では、貸出金利や金融的要因は企業の貸出資金の需要や供給の両方ともあまり影響を与えないという結論を出したが、ここで用いたデータからは〈表 58〉のように推定で金利が統計的に有意に得られた。金利自律化や金融自由化などが導入され、株式市場も発展した2000年代に入っては、民間企業の貸出資金の需要や銀行の貸出資金の供給に、金利などの金融的要因が影響を与えている結果となった。

APPENDIX. 推定式の説明変数間の相関係数と利用データの推移

1. 説明変数間の相関係数

1) 家計の金融資産選択行動

①債券の推定

	$dIncome_t$	$d(Rsaving_t - Rbond_t)$	$dRbond_{t-1}$	$dRstockH_t$	$dBondRisk_{t-1}$	$StockRisk_t$
$dIncome_t$	1					
$d(Rsaving_t - Rbond_t)$	-0.0745	1				
$dRbond_{t-1}$	0.0924	-0.3302	1			
$dRstockH_t$	0.1580	-0.4437	-0.1154	1		
$dBondRisk_{t-1}$	-0.1296	0.0781	-0.2363	0.1101	1	
$StockRisk_t$	0.1330	-0.0309	0.1258	-0.0793	0.1435	1

②株式の推定

	$dIncome_t$	$d(Rsaving_t - RstockY_t)$	$dRbond_t$	$dRstockH_t$	$dBondRisk_t$	$StockRisk_t$
$dIncome_t$	1					
$d(Rsaving_t - RstockY_t)$	-0.0202	1				
$dRbond_t$	0.0446	-0.4226	1			
$dRstockH_t$	0.1580	-0.4133	0.5073	1		
$dBondRisk_t$	0.0197	0.3144	-0.2424	-0.2179	1	
$StockRisk_t$	0.1330	0.0926	-0.0033	-0.0793	-0.2908	1

③貯蓄性預金の推定

	$dIncome_t$	$dRsaving_t$	$d(Rbond_t - Rsaving_t)$	$dRstockH_t$	$dBondRisk_t$	$StockRisk_t$
$dIncome_t$	1					
$dRsaving_t$	-0.0032	1				
$d(Rbond_t - Rsaving_t)$	0.0745	-0.1025	1			
$dRstockH_t$	0.1617	0.1241	0.0191	1		
$dBondRisk_t$	-0.1296	-0.2353	-0.0781	0.2186	1	
$StockRisk_t$	0.1330	-0.0273	0.0309	-0.1455	0.1435	1

2) 資金貸出市場の需給

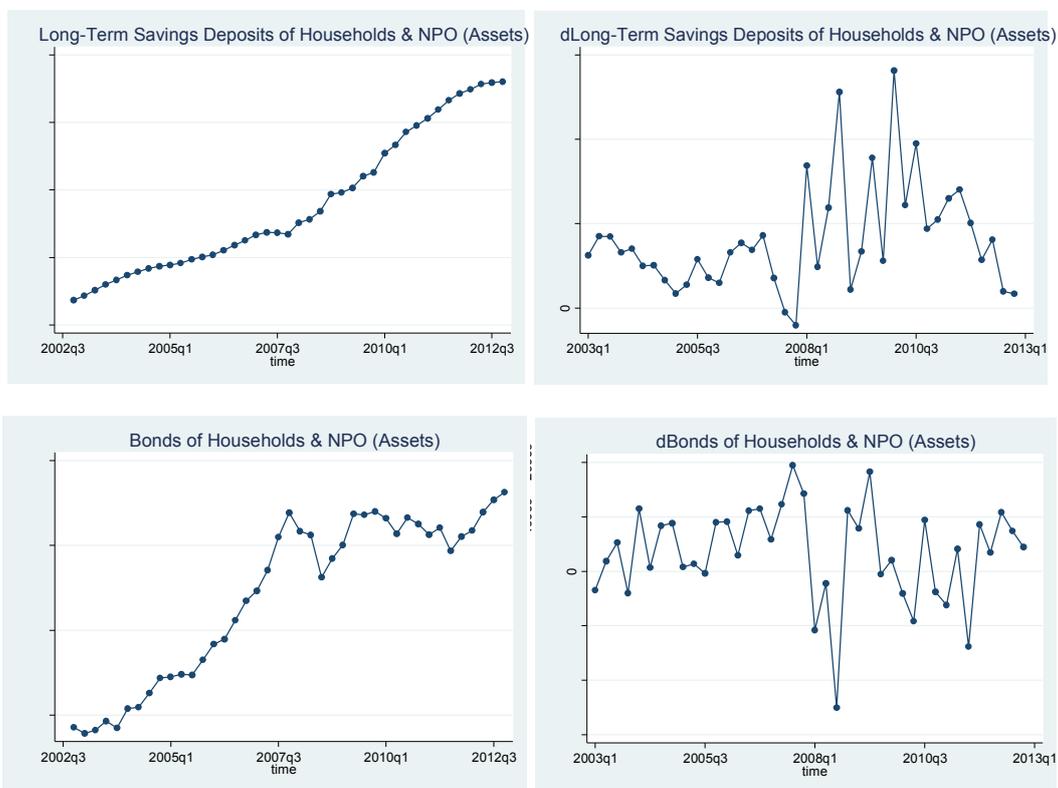
①銀行の貸出金の供給の推定

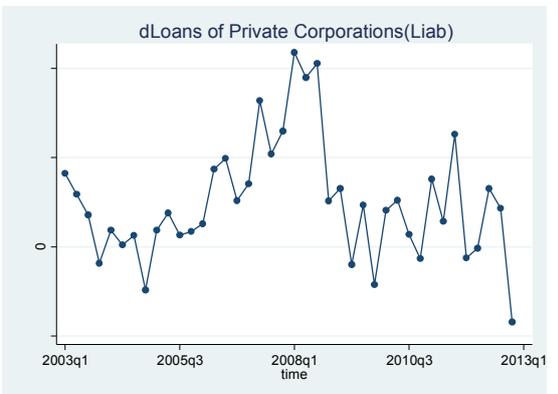
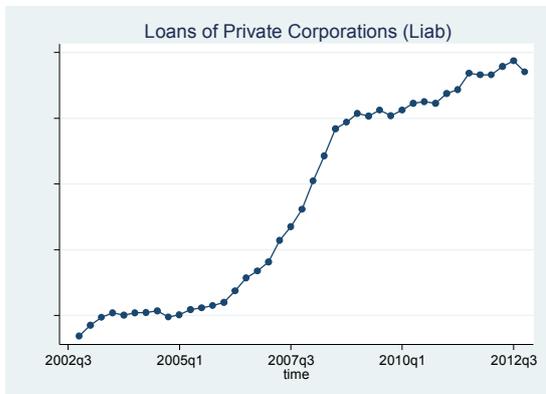
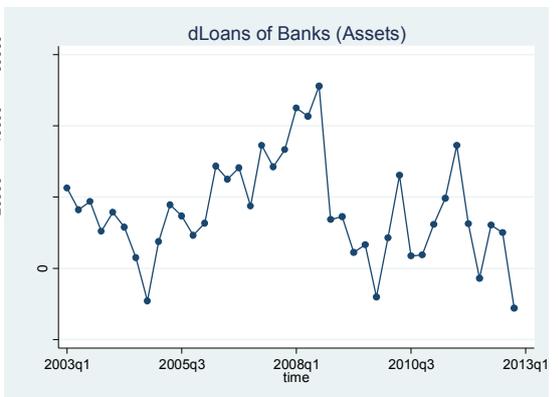
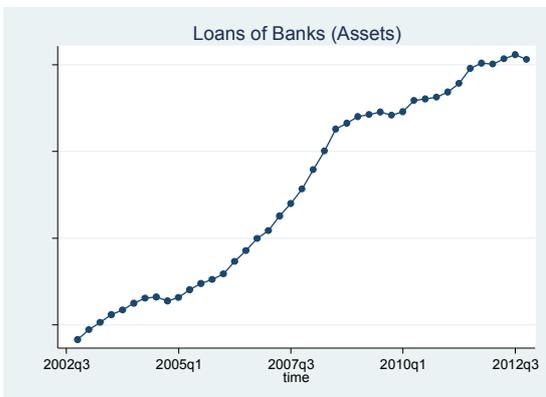
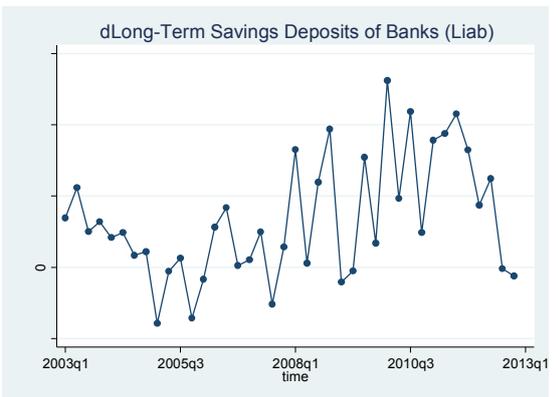
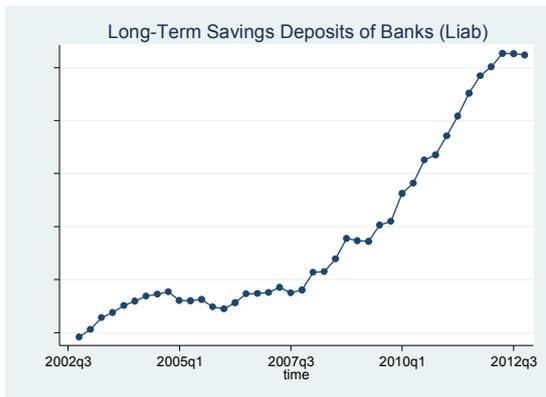
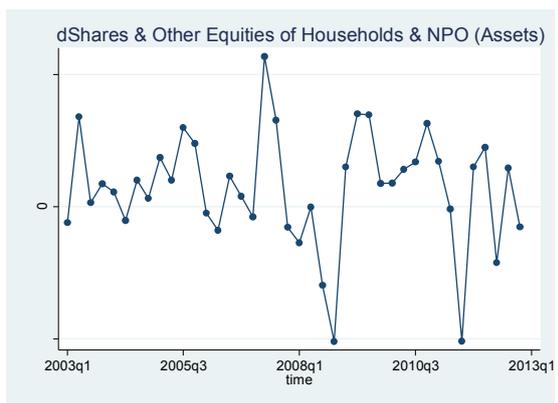
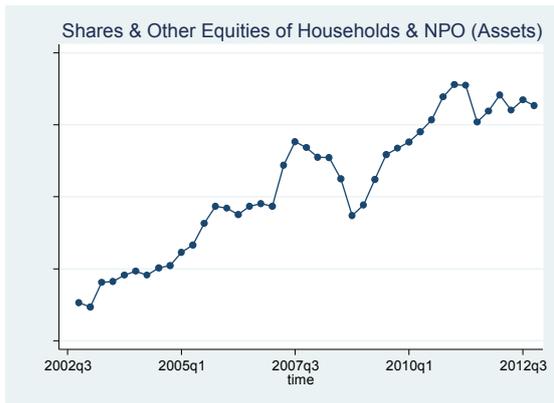
	$dBankDepo_t$	$d(Rloan_t - Rcall_t)$	$dRcall_t$	$dLandPrice_t$	$dBankLoan_{t-1}$
$dBankDepo_t$	1				
$d(Rloan_t - Rcall_t)$	-0.0481	1			
$dRcall_t$	-0.1373	-0.0120	1		
$dLandPrice_t$	-0.3393	-0.3683	0.0216	1	
$dBankLoan_{t-1}$	0.1094	0.1641	-0.1050	-0.3878	1

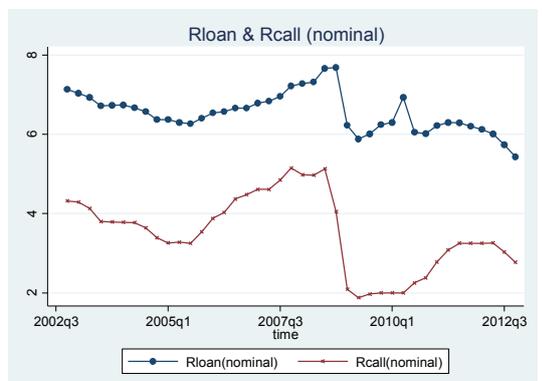
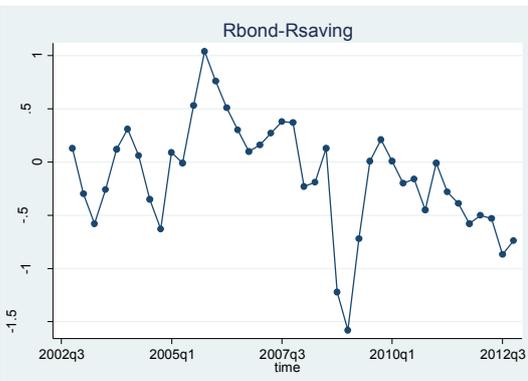
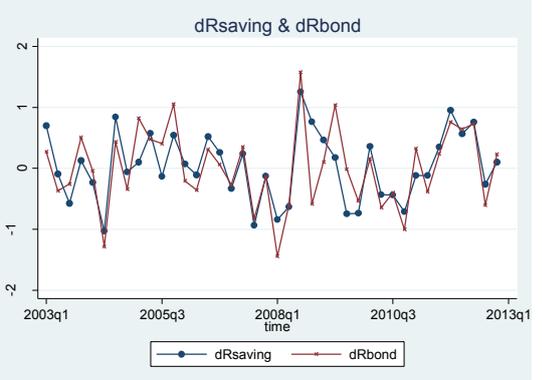
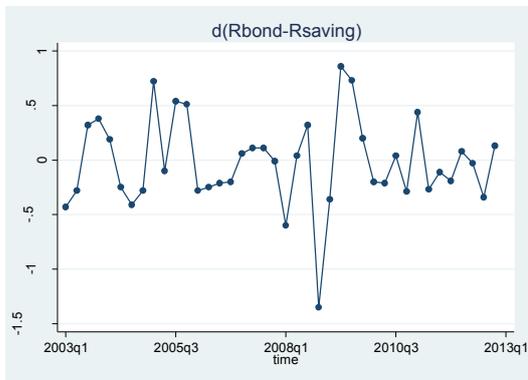
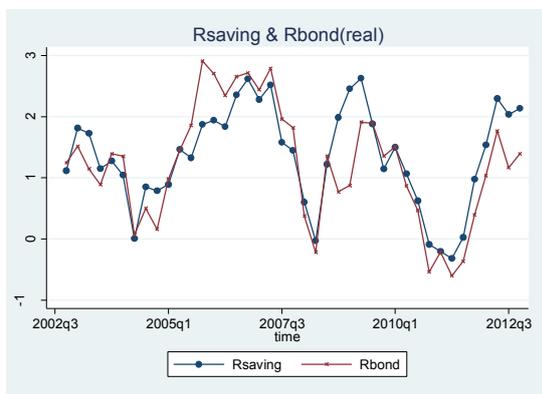
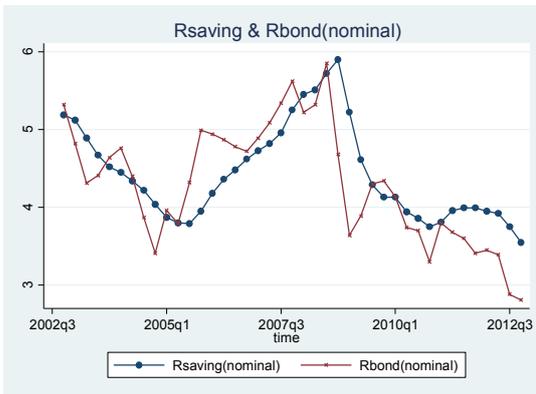
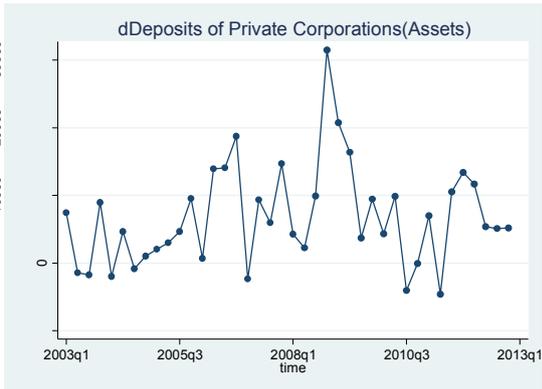
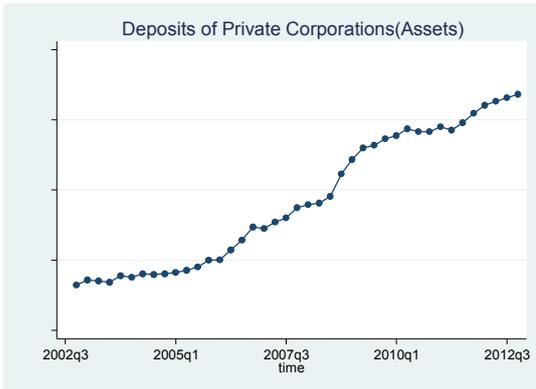
②民間企業の借入金の需要の推定

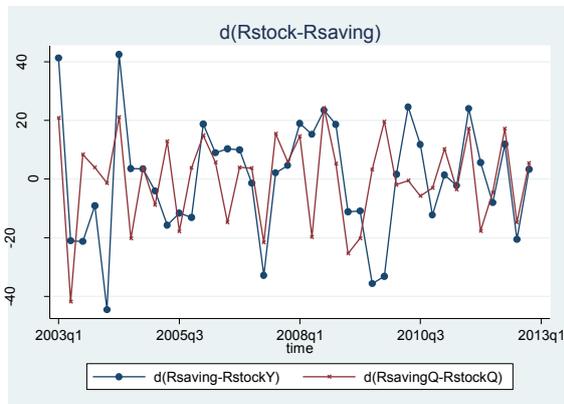
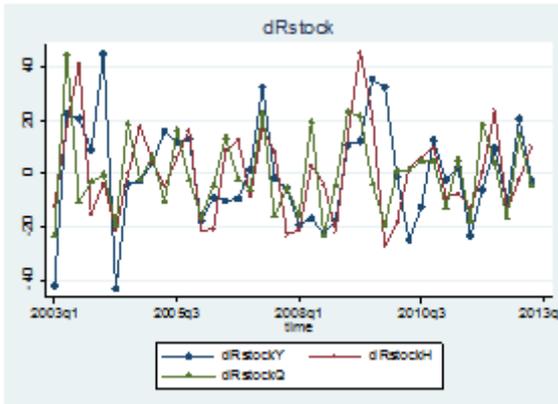
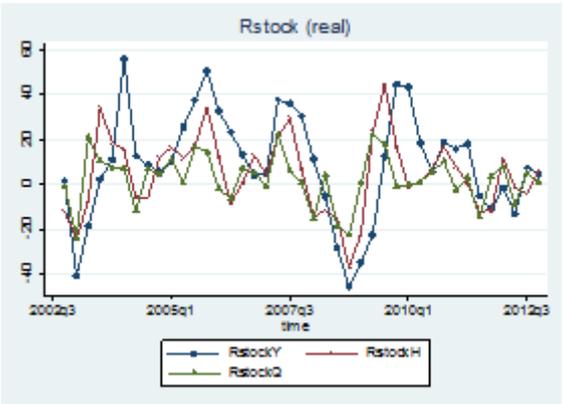
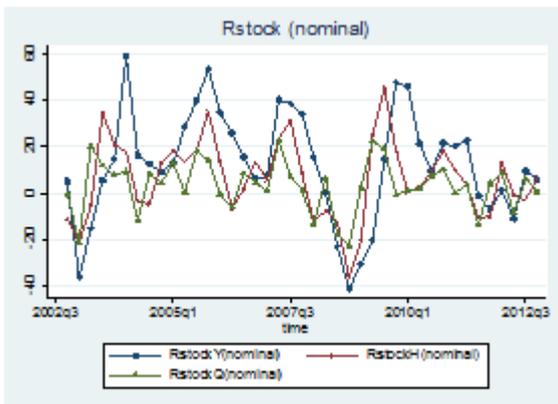
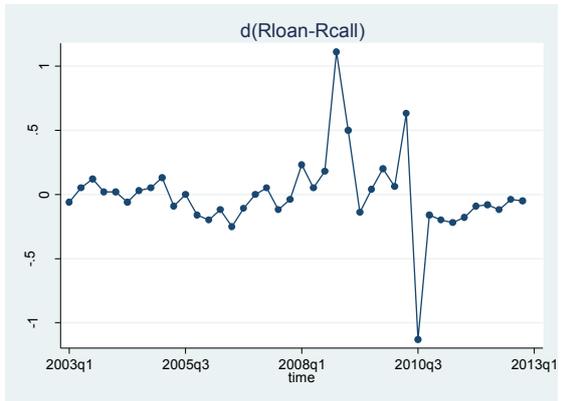
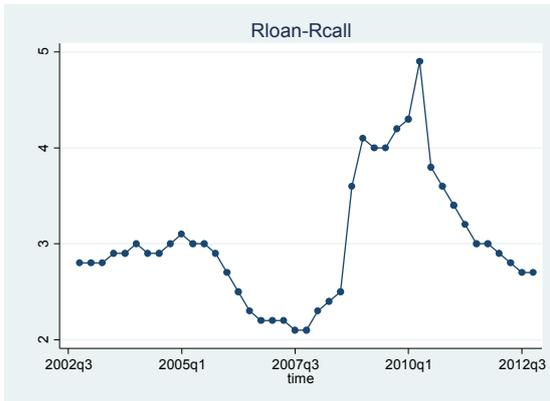
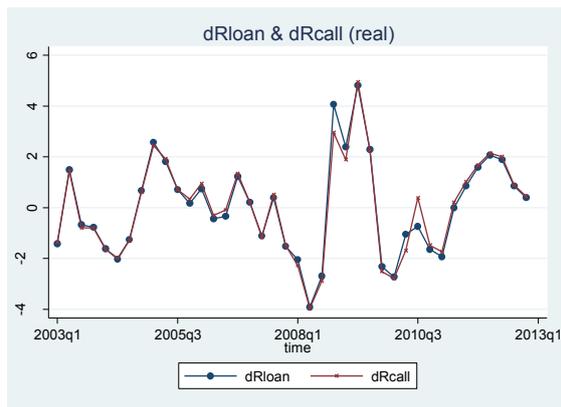
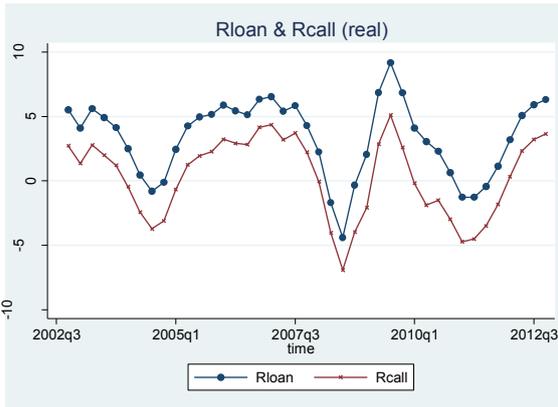
	$dGDP_t$	$dPriCorpDepo_t$	$dRloan_t$	$dLandPrice_t$	$dPriCorpLoan_{t-1}$
$dGDP_t$	1				
$dPriCorpDepo_t$	0.0603	1			
$dRloan_t$	0.0075	0.3766	1		
$dLandPrice_t$	0.0077	-0.2388	-0.0388	1	
$dPriCorpLoan_{t-1}$	0.2573	0.3615	-0.0881	-0.3132	1

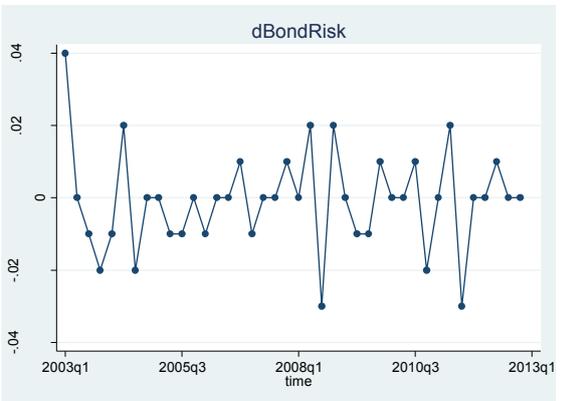
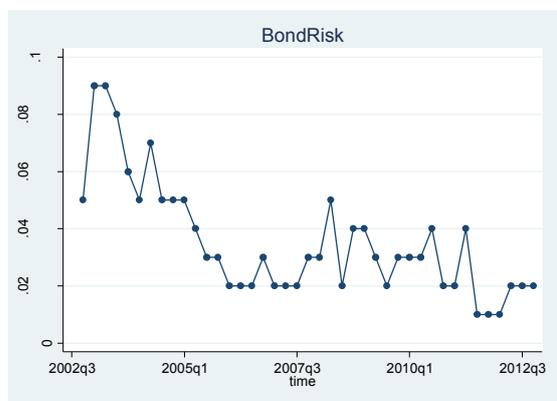
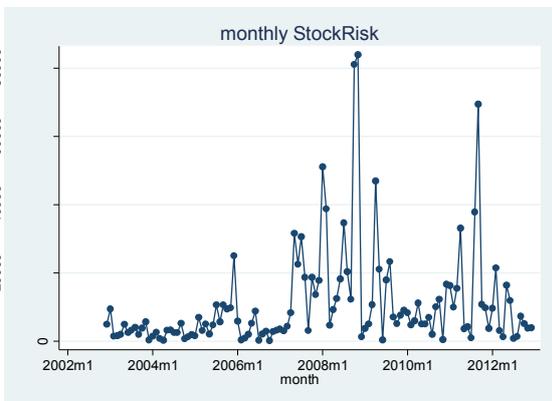
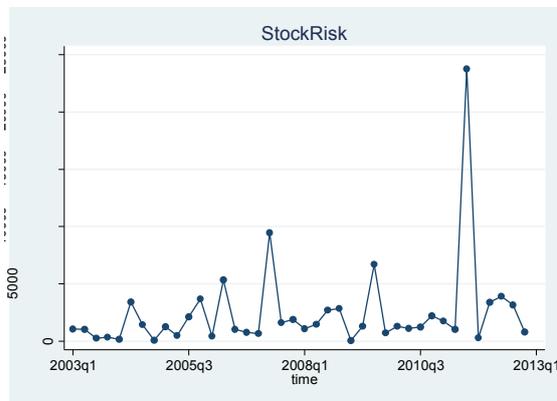
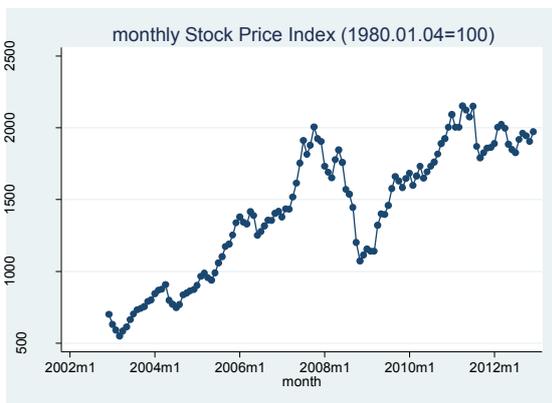
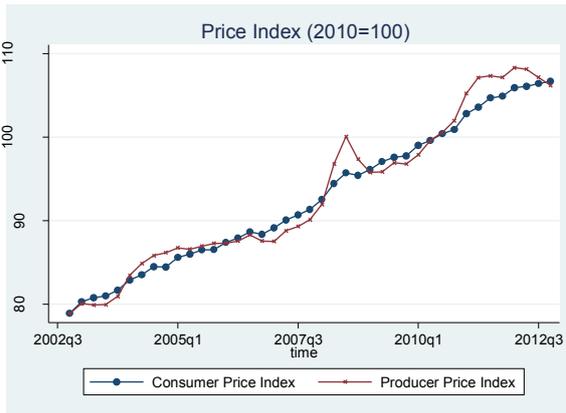
2. 利用データの推移

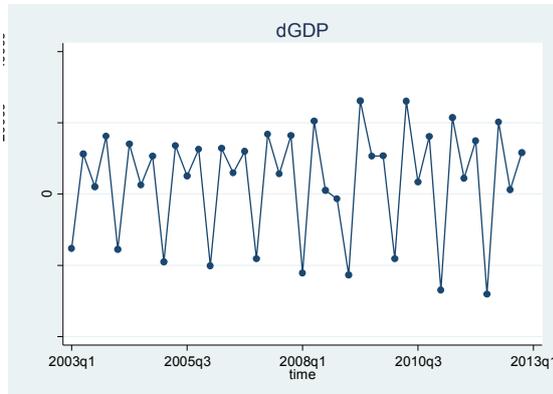
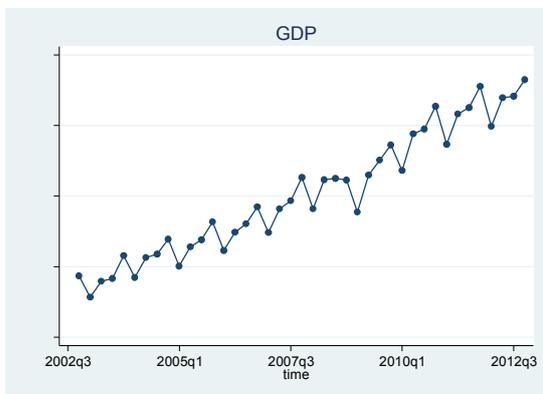
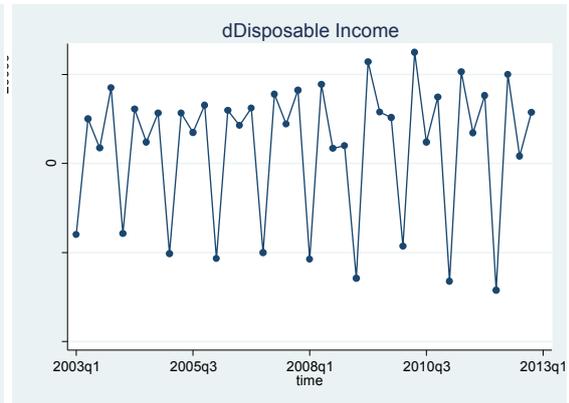
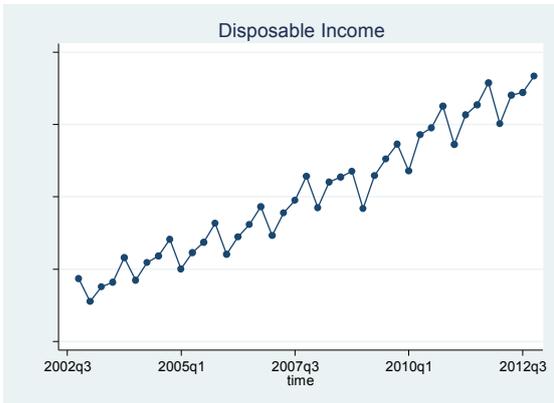












第IV章. 韓国と日本の資金循環勘定を用いた比較分析

本章では韓国と日本の資金循環勘定の比較分析を試みる。国によって金融システムや法律などが異なる上、各国の資金循環勘定の作成方法は必ずしも同一ではないため、国際比較分析のためには精密なデータの整備を踏まえて比較可能な状態に整える必要がある。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が資金循環表と作成方法を公開しているなどの理由で、比較分析の対象として最適である。

本章は2節で構成されているが、まず第1節では両国の93SNAベースのデータを用いて、一例として両国の2008年のデータを13個の制度部門に再分類した。一時点での両国のデータを用いて様々な比較分析を踏まえた上で把握された各国の金融構造の特徴を拡張するため、第2節では両国の30年間以上の長期時系列データを分析に用いた。長期時系列データの比較分析では、韓国の68SNAベースの資金循環勘定の制度部門に合わせて日本と韓国の93SNAベースの資金循環勘定の制度部門を9個の再分類し、両国の負債・資産影響力係数の時系列を導出した。さらに、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することにより、両国の金融構造の特徴を一目でわかりやすく見せることを目的とする。

第1節. 93SNAベースの資金循環勘定による韓国と日本の比較分析

1-1. 比較分析のための資金循環表の整理

韓国と日本の金融システムや法律などが異なる上、資金循環勘定は各国の中央銀行の作成方法は同一ではない。したがって、制度部門と金融資産項目の区分や包括範囲が異なるのは当然であり、国際比較の事前作業として、その制度部門を比較できる状態に整える必要がある。ここでは各国の資金循環統計調査表作成便覧を参考しながら、いくつかの制度部門を1つの制度部門に統合し、<表IV-1>のように韓国と日本の両方とも各々13の制度部門に絞った。新しく作成した制度部門の中身が同一な部門がある一方、各国の作成方法が異なるため、完全に一致しない部分もある。一番大きな問題になる制度部門は年金機関で、日本は企業年金とその他年金に区分されるが、韓国の資金循環勘定の年金機関は政府の年金機関しか含まれていない。正確な比較のためには、日本の企業年金を分離して、他の部門に入れる必要がある。ここでは企業年金の受託概況を

参考にして、企業年金の中での信託銀行、生保会社、JA 共済連の比率を利用して、資金循環勘定の企業年金の金額を信託銀行(信託機関に含まれる)、生保会社と JA 共済連(保険・共済に含まれる)に按分した。

<表IV-1>韓国と日本の資金循環比較分析の制度部門表

	韓国	日本
中央銀行	韓国銀行	日本銀行
普通銀行	1. 国内一般銀行 2. 外国銀行国内支店, 銀行系持株会社	1. 国内銀行 2. 在日外銀
専門 金融 機関	1. 特殊銀行(中小企業銀行農協及び水協の信用 事業部門, 産業銀行) 2. その他預金取り扱い機関(輸出入銀行, 郵便 局預金) 3. 庶民金融機関(相互貯蓄銀行, 信用協同組合, 相互金庫, セマウル金庫)	1. 農林水産金融機関 2. 中小企業金融機関
信託機関	1. 信託(銀行信託)	1. 合同運用信託
投資機関	1. 投資機関(証券投資信託, 金融会社)	1. 証券投資信託
保険 ・ 共済	1. 生命保険, 2. 損害保険, 3. 共済組合	1. 生命保険, 2. 非生命保険, 3. 共済保険
その他 金融機関	1. 与信専門機関(クレジットカード, リース, キ ャピタル, 割賦会社) 2. 証券機関(証券金融, 証券会社) 3. ミューチュアルファンド, その他仲介会(資 産流動化会社, 貸出事業者)	1. ファイナンス 2. ディーラー・ブローカー(うち)→残りは短資 3. ノンバンク(特別)
公的金融 ・金融 補助機関	1. 公的金融機関, 2. 金融補助機関	1. 公的金融機関, 2. 非仲介型金融機関
政府部門	1. 政府部門 2. 年金機関(政府)	1. 一般政府 2. 年金機関(その他年金)
公企業	1. 公企業	1. 公的非金融法人企業

民間企業	1. 民間企業	1. 民間非金融法人企業
個人部門	1. 個人部門	1. 家計 2. 対家計民間非営利団体
国外部門	1. 国外部門	1. 海外

<表IV-2>韓国と日本の金融資産負債算高表 (単位：兆ウォン，兆円，%)

	中央銀行	普通銀行	専門金融機関	信託機関	投資機関	保険共済	その他金融
韓国	348	1287	834	145	400	405	326
	3.50%	13.00%	8.40%	1.50%	4.10%	4.10%	3.30%
日本	119	877	616	95	105	403	299
	1.60%	11.80%	8.30%	1.30%	1.40%	5.40%	4.00%
	公的金融	政府部門	公企業	民間企業	個人部門	国外部門	合計
韓国	159	724	323	2423	1719	779	9871
	1.60%	7.30%	3.30%	24.50%	17.40%	7.90%	100%
日本	401	962	113	1263	1541	617	7411
	5.40%	13.00%	1.50%	17.00%	20.80%	8.30%	100%

本節では、一例として韓国と日本の2008年の3月の資金循環表を用いて比較分析を試みる。両国とも13個に制度部門をまとめることによって、比較できる状態になった。両国の<金融資産・負債残高表>を制度部門別に比較してみたら、各制度部門が占める比率は次の表のようである。中央銀行、投資機関、公企業、民間企業は韓国の方が大きい。一方、公的金融・金融補助機関、政府部門、個人部門は日本の方が高い比率を占めている。他の制度部門の比率はほぼ変わらない。

1-2. 韓国と日本の資金循環表の比較分析

1) 負債表(E表)と資産表(R表)の作成⁸⁹

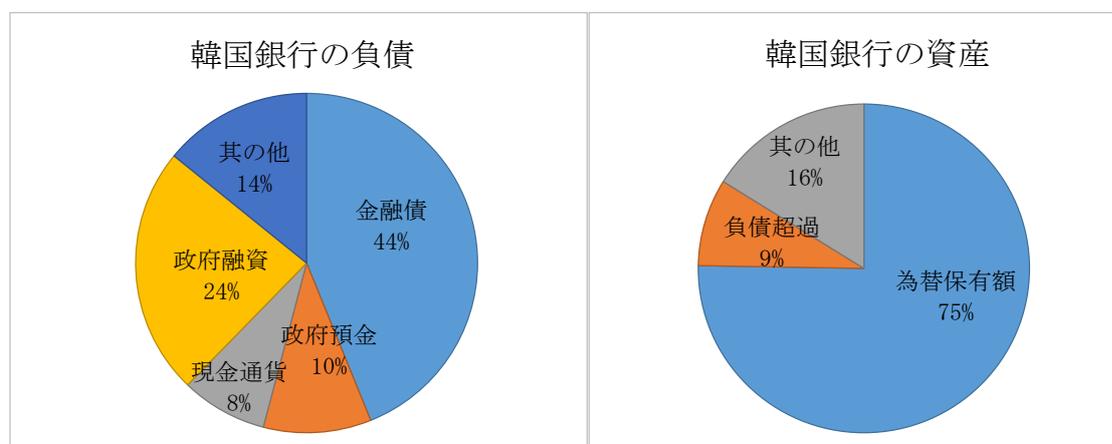
(1) 中央銀行

ここでは、負債に当たるR表と、資産に当たるE表をみながら、韓国と日本の各制度部門の金融行動を比較分析する。<図IV-1>と<図IV-2>を基に両国の中央銀行の負債と資産を比較する

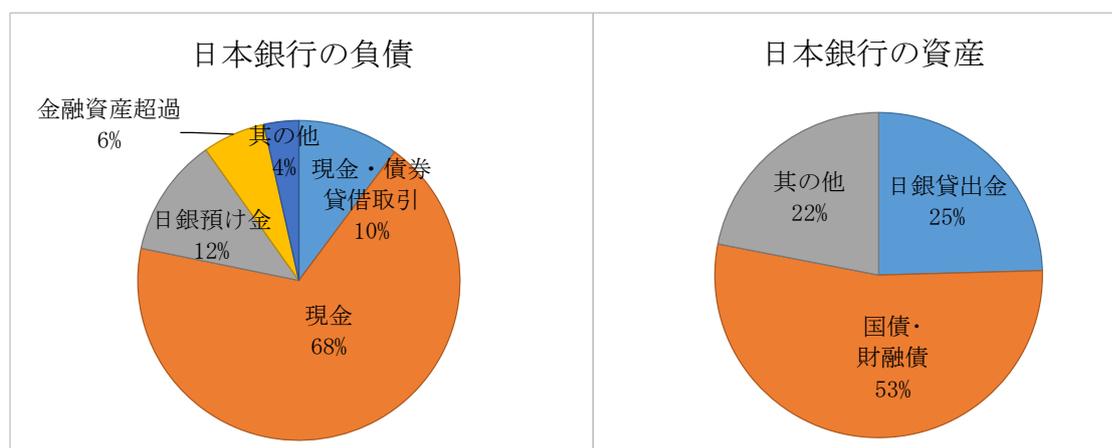
⁸⁹ 金融資産・負債のみを比較するため、項目の中で「金」は除いた。

と、その行動はかなり異なる。まず、韓国銀行は負債超過部門であり、その負債の構成を見ると、43.9%の資金を金融債、つまり通貨安定証券を通じて調達している。以下、政府融資が23.6%、政府預金が10.2%になっている。しかし、現金通貨の比重が8.2%に過ぎない韓国銀行の資金調達行動は、普通貨幣発行を通じて資金を調達する世界各国の中央銀行に比べたら特別なケースであろう。韓国銀行は調達した資金で、75.3%を為替保有に投資している。他の投資先としては、その他金融資産8.1%、国債2.8%、韓国銀行貸出金2.2%で、微々たる水準である。

<図IV-1>韓国と日本の中央銀行の資産・負債構成



<図IV-2>日本の政府部門の資産・負債構成



日本銀行は金融資産超過部門で、負債は現金が68.1%、日銀預け金の12.0%であり、韓国に比べたら、普通の中央銀行らしい資金調達である。そして資産の構成は、国債・財融債が53.5%、日本銀行貸出金が24.6%になっている。

つまり、日本銀行の主な行動は日本銀行券を発行して調達した資金で、国債・財融債に投資することである。一方、韓国銀行は通貨安定証券を通じて集めた市場の資金で、為替を購入するという、独特な役割を担当している。韓国の中央銀行の資金は国外部門へ、日本の中央銀行の資金は政府部門へ流入されていることが確認できる。

ここで、もう一つ異なることを指摘すると、それは韓国銀行と日本銀行の現金通貨の比重である。日本銀行は負債側で現金通貨が占める比率が68.1%であるが、韓国銀行はわずか8.2%にしかならない。両国の金融資産負債残高表をみると、国全体で取引されている金額は、韓国は約9871兆ウォン、日本は約7411兆円で、為替レートを適用せず単に大きさを比較すると、あまり大きな規模の違いはない。韓国銀行の金融資産負債残高表の総額は約348兆ウォン、日本銀行は約119億円で、大きさだけみると韓国銀行の方が約2.9倍であるため、現金通貨の比率が小さく出るのも当然ではある。韓国銀行は金融債、つまり通貨安定証券などが負債で占める比重が大きいため、韓国銀行の負債総額の約348億ウォンから金融債の約153兆ウォンを引いて、約195ウォンに対する現金通貨の比率を求めても約18.6%で、日本の68.1%には届かない。

もう一つ考慮すべきことは、小切手があまり使われない日本に比べたら、韓国は一般銀行の預金小切手(銀行小切手)が頻繁に使われるということである。預金小切手は両国とも決済及び短期性預金、もしくは流動性預金の中で別段預金に含まれる。しかし、韓国の預金銀行の別段預金は2008年3月末基準で24兆836億ウォンに過ぎないため、別段預金と現金通貨の合計は韓国銀行の負債の約15.1%、金融債を除いた金額に対する比率は34.4%に過ぎ、これは日本の現金通貨の68.1%とはかなり異なる形だと言えよう。(韓国の2007年の名目GDPは901兆1886億ウォンで、名目GDPに対する韓国銀行の資産の347兆9335億ウォンの比率は約38.61%、名目GDP対比現金通貨は約3.15%、現金通貨に別段預金を入れても約5.83%である。)

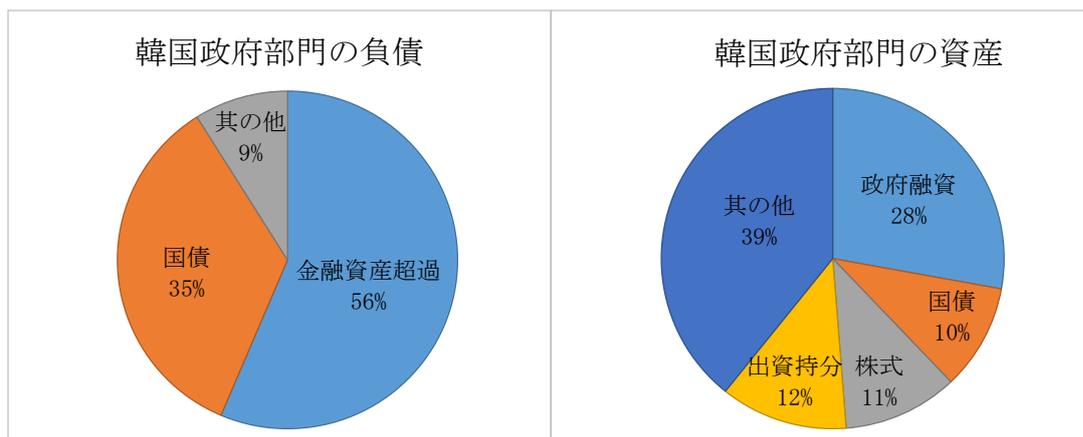
(2) 政府部門

今度は<図IV-3>と<図IV-4>を参考しながら両国の政府部門の行動をみてみよう。韓国の政府部門は金融資産超過部門であり、その金融資産超過は56.4%に達する。資金調達の構成は、国債が34.7%、そして政府部門には年金機関が含まれているため、保険及び年金が4.8%である。資産側を見ると政府部門の資金は、政府融資に27.9%、出資持分に12.0%、株式に10.9%、国債に10.0%が流れている。

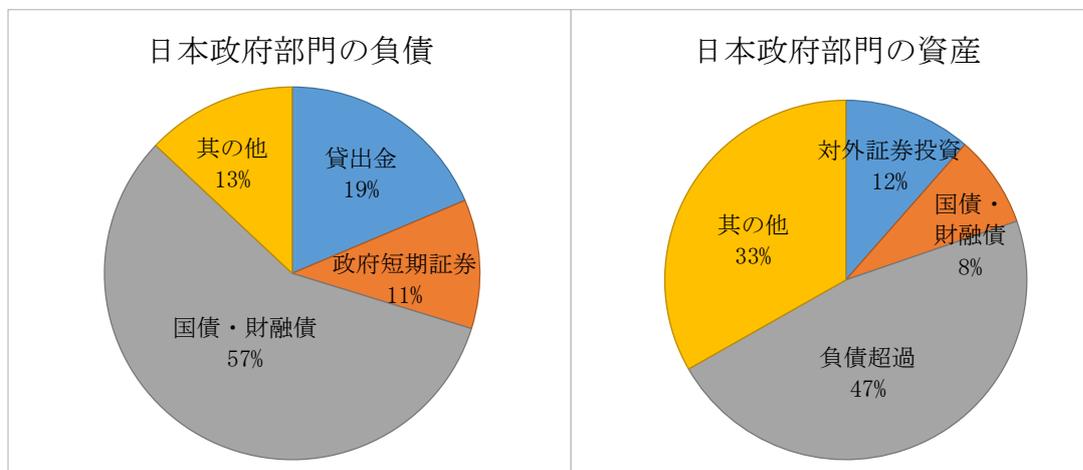
これに対して、日本の政府部門は負債超過部門であり、その負債超過は47.0%に至る。日本の政府部門は国債・財融債を通じて57.2%の資金を調達し、その後は、公的金融機関貸出金の14.1%、政府短期証券の11.2%、地方債の6.4%が続く。投資先は対外証券投資が11.4%、国債・財融債が8.3%、出資金が7.7%であり、上で述べたように負債超過が半分ぐらいになっている。

韓国の政府部門は通常は赤字を見せる世界各国の政府部門のデータと異なり、黒字になっている。これは、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、韓国は韓国銀行が通貨安定証券を発行しているためであり、韓国銀行の年間収支状況で、通貨安定証券の利子負担が相当な金額で、韓国銀行の当期純利益は2004年からはマイナスになっていることと繋がる。⁹⁰

<図IV-3> 韓国の政府部門の資産・負債構成



<図IV-4> 日本の政府部門の資産・負債構成



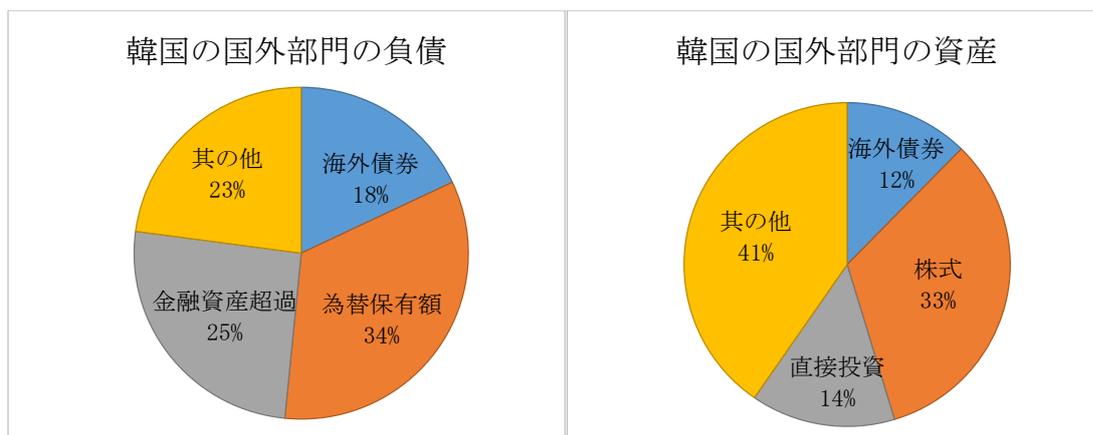
⁹⁰ 鄭(1999)は通貨管理目的で発行してきた通貨安定証券が当初の目的とは違って為替危機以降構造整備財源としてなど実質上は国債の機能を随行しながら発行残高が拡大され、通貨管理費用が急増し物価上昇の圧迫要因として作用する可能性があるため、政府は通貨安定証券の国債転換を図っているが、利子支給の主体問題、国債関連法抵触問題、発行日の調整問題、マクロ経済に及ぼす負の効果などの憂慮で進展がなかったと語る。李・伊(2001)は為替危機以降韓国銀行が為替市場に以前より積極的に介入して、通貨安定証券の累積、利子支給の増加などによる問題があると指摘した。

(3) 国外部門

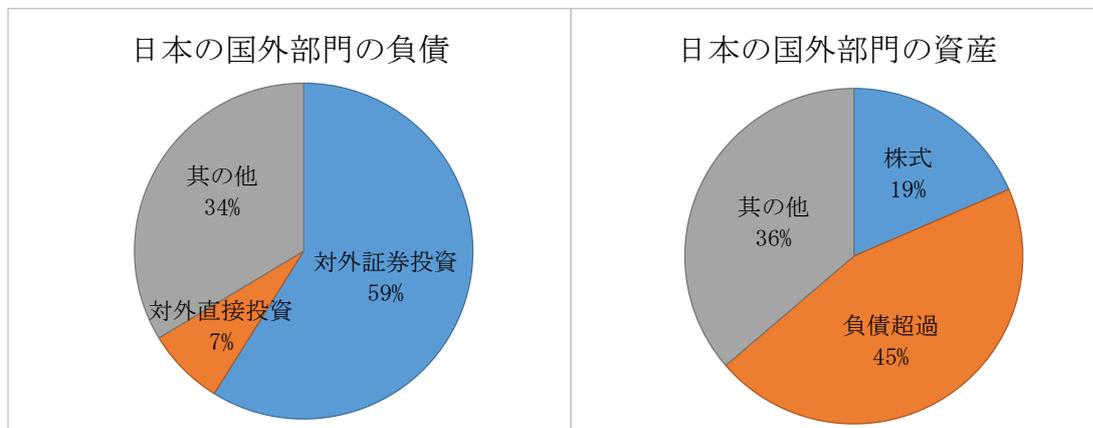
続いて<図IV-5>と<図IV-6>から国外部門の金融行動を比較しよう。韓国の国外部門は金融資産超過部門であり、その金融資産超過は 25.5%である。すなわち、国外部門から韓国へ流入されて来る資金が多い。韓国銀行の資産表で為替保有額が 75.3%を構成していることを確認したように、国外部門の負債表では為替保有額が 33.6%になっている。続いて、海外証券が 18.0%、直接投資が 9.1%、その他対外債権債務が 8.9%である。韓国に投資された国外部門の資金は、株式が 33.0%、その他対外債権債務が 18.8%、直接投資が 14.3%、海外証券が 12.3%などである。

一方、日本の国外部門は負債超過部門であり、その差額は 45.2%になっていることから、日本の場合は韓国と異なり、国外部門に資金を運用していることが分かる。国外部門に流れる資金の構成を負債表からみると、対外証券投資が 58.9%、その次はその他対外債権債務 9.8%、対外直接投資 7.5%などで、証券投資が圧倒的である。国外部門から入って来る資金は、株式に 18.5%、非金融部門貸出金に 11.9%、国債・財融債に 8.1%が投資される。

<図IV-5> 韓国の国外部門の資産・負債構成



<図IV-6> 日本の国外部門の資産・負債構成



ここまで、ある国の全般的な資金の流れを見通すために、金融システムの監督や管理の役割を担当する金融当局である中央銀行と政府部門、そして国内と国外部門の関係を調べてみた。ここまですべてを総合すると、韓国では韓国銀行が通貨安定証券を発行して市場の資金を吸収し、これを国外部門に投資する。国外部門から投資される資金が国外部門に流れる金額より大きい韓国であるが、韓国銀行が集めた為替保有額が相当の金額に達することからも、韓国の国外部門に流れる資産の大部分は為替保有額項目である。一方、日本の中央銀行は日本銀行券を発行し、負債超過部門である政府部門の国債・財融債に資金を運用する先進国の姿を見せている。つまり、普通は政府が国債を発行して通貨政策を実施することに比べて、韓国は政府の代わりに韓国銀行が通貨安定証券を発行して、その役割を担当していることが分かる。これは、韓国銀行の主要勘定の中で、通貨安定証券と為替保有額をみると、その特徴が確認できる。

(4) 金融機関

金融部門は資金の最終需要者と最終供給者を仲介する部門である。ここでは、銀行と非銀行金融機関に分けて分析する。

① 銀行

金融機関は一国の金融市場で発生した資金の需要と供給を円滑に連結する役割を担当している。まず、銀行の金融取引を見てみよう。普通銀行部門には、国内一般銀行や、外国銀行の国内支店などが含まれている。

韓国の普通銀行は金融資産超過部門であるが、その差額は0.4%に過ぎない。資金調達は、決済及び短期貯蓄性預金の19.7%、長期貯蓄性預金の19.1%の他、その他金融負債11.0%、金融債10.6%で構成されている。その資金は、預金取扱機関貸出金の54.2%と債券18.9%(金融債9.1%、国債3.3%、会社債3.2%など)などとして供給されている。

日本の普通銀行は韓国と異なり、差額4.0%の負債超過部門である。負債の構成は、流動性預金が33.5%、定期性預金が27.8%で、これらの預金の比重は60%を超えるが、韓国の普通銀行は同じ預金からの資金調達が40%未満である。普通銀行の資金は企業・政府向け貸出金に40.8%、住宅貸付に11.5%、国債・財融債に6.0%が使用される。

専門金融機関は中小企業を対象にする銀行や、農林水産金融機関などで構成されている制度部門で、韓国の場合は庶民を対象にする金融機関まで入っている。韓国の専門金融機関は差額4.0%の金融資産超過部門であり、負債側は長期貯蓄性預金の41.7%を中心に、決済及び短期貯蓄性預金の15.0%、金融債12.1%などで構成されている。これで調達した資金は、預金取扱機関貸出金の59.6%と債券19.9%(会社債6.2%、金融債5.8%など)などに供給される。

日本の専門金融機関も差額 2.1%の金融資産超過部門であり、負債側の構成は、流動性預金が 23.0%、定期性預金が 62.2%で、この2つの預金からの資金調達は 85.2%に至る。資金運用は国債・財融債が 31.6%、定期性預金が 16.9%、企業・政府向け貸出金が 15.6%となっている。

② 非銀行金融機関

韓国の非銀行金融機関は、各々の特殊分野から大部分の資金を調達する。信託機関は金銭信託が 69.6%、投資機関は収益証券が 77.0%、保険・共済部門は保険及び年金が 90.2%、公的金融・金融補助機関は公共債券が 49.1%と政府融資が 35.0%を占めている。ただ、その他金融機関はそれぞれ株式が 19.5%、金融債が 17.2%、特殊債券が 12.2%、還買条件付債券が 10.3%となっている。

信託機関は差額 1.1%の金融資産超過部門、投資機関は差額 6.4%の金融資産超過部門で、保険・共済部門は差額 1.4%の負債超過部門、その他金融機関は差額 4.4%の負債超過部門になっていて、銀行部門と同じく概ねその差額の比重は少なく、資産の需要と供給を繋げるという金融機関本来の役割を遂行している。ただし、公的金融・金融補助機関だけは差額が 18.3%の負債超過部門であり、他の金融機関と比べてかなり異なる行動を見せている。公的金融・金融補助機関は公的金融・金融補助機関と金融補助機関が含まれていて、債券発行などで調達した財源を住宅建設、不実金融機関の整理などに支援する目的で特別法により設立された機関で、他の金融機関とは異なる特別な役割を担当していることから、金融行動が異なることも当然である。

資産側を見ると、信託機関は決済及び短期貯蓄性預金が 17.8%、債券が 35.9%(企業債券 10.9%、金融債 6.7%など)預金取扱機関貸出金が 10.4%、その他金融資産が 23.4%で、預金、債券、貸出金などに投資を分散している。投資機関は株式が 29.7%、債券 46.6%(金融債 13.5%、企業債 9.9%、海外債券 14.8%)で、2つが主な投資対象になっている。保険・共済部門は債券が 57.9%(国債 14.7%、金融債 9.0%、会社債 15.1%)の主な投資項目で、その次は保険貸出金が 19.3%である。その他金融機関は債券が 24.5%(企業債券 13.7%、海外債券 2.9%など)、与信専門機関貸出金が 21.3%、その他貸出金が 15.1%などになっている。公的金融・金融補助機関は、公的金融貸出金が 39.9%、株式が 12.8%に資金を供給している。

日本の非銀行金融機関も韓国と同じく、各金融機関がその特殊分野から大部分の資金を調達する。信託機関は年金準備金の 84.1%と信託受益権の 11.1%で 95%以上の資金を調達している。投資機関は投資信託受益証券が圧倒的に 91.1%を占めている。保険・共済部門は保険準備金が 55.9%と年金準備金が 24.0%になっている。その他金融機関は、現先・債券貸借取引が 32.9%、企業・政府など向け貸出金が 26.3%、債券流動化関連商品が 11.2%を構成している。公的金融・金融補助機関は国債・財融債が 36.0%、財政融資資金預託金が 21.0%、公的金融機関貸出金が 16.9%、政府関連機関債が 9.3%になっている。

信託機関は差額 2.9%の金融資産超過部門、保険・共済部門機関は差額 4.9%の金融資産超過部門、公的金融・金融補助機関は差額 8.3%の金融資産超過部門で、投資機関が差額 0.1%の負債超過部門、その他金融機関が差額 7.2%の負債超過部門になっている。韓国の金融機関と比べたら、金融資産超過か負債超過かは少し差異があるが、金融機関であるため差額は小さい。

資産側を見ると、信託機関、投資機関、保険・共済部門は、国債・財融債、株式、対外証券投資が主な資金運用項目であり、その3つの項目の合計は信託機関で 61.3%、投資機関で 72.5%、保険・共済部門で 54.1%を占めている。その他金融機関は、現先・債券貸借取引が 34.6%、企業・政府等向け貸出金が 12.8%で、その負債項目と概ね一致している。公的金融・金融補助機関は、公的金融機関貸出金の 83.7%(うち住宅貸付の 9.9%包含)が圧倒的である。

(5) 企業部門

韓国の公企業は差額 61.8%の、民間企業は差額 53.8%の負債超過部門で、他の制度部門の投資先としての特性を見せている。公企業は出資持分 25.2%、株式 15.3%、会社債 18.2%などを通じて資金を調達する。資産側の構成は、公企業は株式 13.9%、商取引信用 5.5%、その他金融資産が 13.5%である。

それに比べて、韓国の民間企業は主な資金調達項目が、株式の 43.5%と金融取扱機関貸出金が 22.3%になっている。両方とも直接金融である株式や出資持分が 40%代であるが、その他の資金調達の中では、公企業は直接金融の会社債で、民間企業は間接金融である貸出金で各々 20%代の資金を調達する所で差異がある。民間企業の資産側は株式 12.1%、商取引信用 9.6%、その他金融資産が 5.6%になっている。

一方、日本の公企業は差額 73.3%の、民間企業は差額 27.0%の負債超過部門で、韓国の企業に比べたら、日本の公企業は負債超過比重が大きくて、民間企業は小さい。日本の公企業の負債構成は出資金が 34.8%、公的金融機関貸出金が 30.8%、企業・政府など向け貸出金が 10.9%になっている。株式・出資金の比重は韓国と大きな差はないが、他の負債の構成はかなり異なり、韓国に公企業の債券 24.2%、貸出金 13.7%、政府融資 6.1%の負債に比べて、日本の公企業は貸出金が 41.7%、債券は 13.5%で、日本の公企業は貸出金の比重が大きい。資産側は出資金が 8.4%、各種預金が 9.2%である。

日本の民間企業の負債側は株式が 28.3%、出資金が 17.0%で合わせたら 45.3%、企業・政府など向け貸出金が 20.0%、企業間・貿易信用が 15.5%になっている。株式・出資金の比重は韓国の民間企業の 44.5%とほとんど同じで、貸出金の 20%代や企業間信用 10%代であることも似ている。資産側は企業間・貿易信用が 19.3%、出資金が 12.0%などを占めている。

(6) 個人部門

個人部門は所得の中で消費して残った分を貯蓄し、その貯蓄は直接的・間接的な経路を経て企業部門に投入される。個人部門には家計、非営利団体や小規模個人企業などが含まれていて、その中で一番大きな経済主体である家計は、貯蓄を担当する重要な資金供給主体である。韓国の個人部門は金融資産超過部門として、その差額は52.9%である。個人部門の負債の構成は貸出金で、預金取扱機関貸出金が33.7%である。資産側は、長期貯蓄性預金が26.0%、決済及び短期貯蓄性預金が9.8%、保険及び年金が23.2%、株式が19.2%、収益証券が9.5%になっている。

一方、日本の個人部門は差額73.7%の金融資産超過部門であり、韓国の個人部門より投資する比重が大きい。負債は住宅貸付が9.7%、企業・政府など向け貸出金が5.5%など大体貸出金で構成されている。そして、資産は定期性預金が29.5%、流動性預金19.0%、保険準備金14.6%、年金準備金11.4%などで構成されている。

2) 制度部門間のポートフォリオ(Y表)の分析

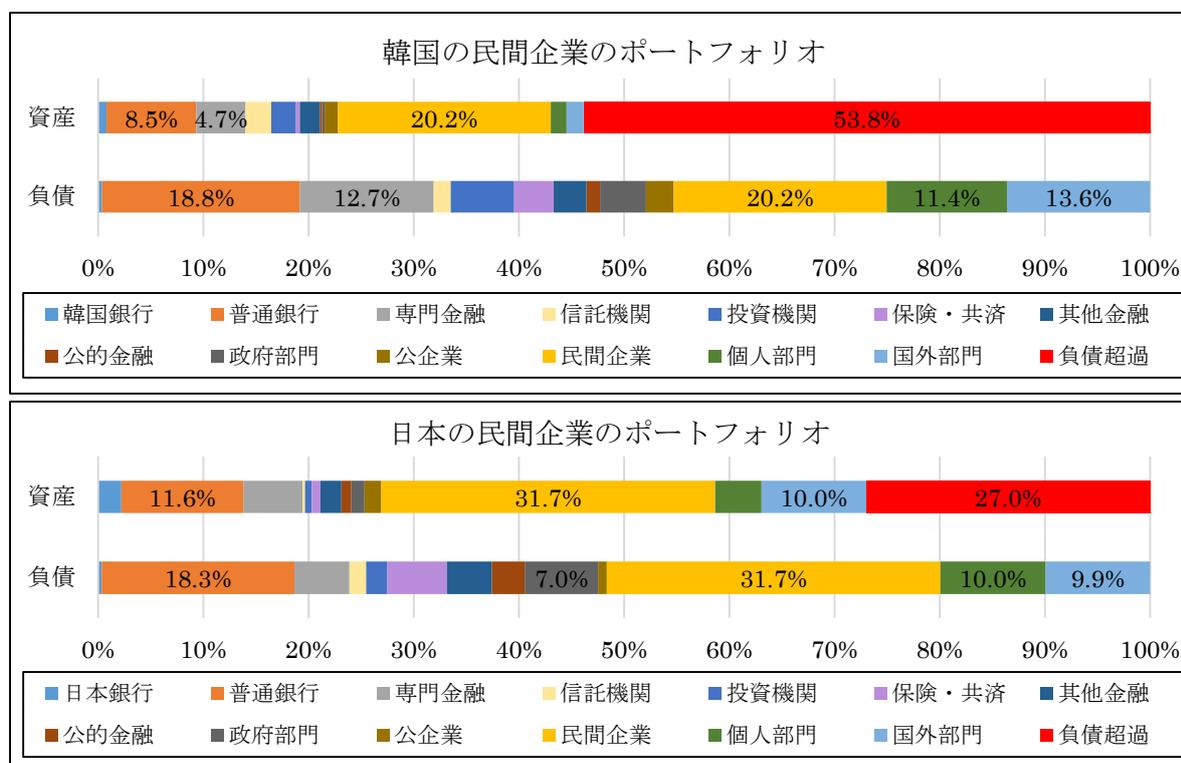
次はY表を比較してみよう。両国のY表の負債側の比重を比較して特にその構成が異なる制度部門をあげてみると、中央銀行、その他金融機関、国外部門などがあげられる。韓国の中央銀行は政府部門の39.9%(138兆9746億ウォン)と普通銀行の19.9%(67兆5676億ウォン)で、日本の中央銀行は個人部門35.9%(427兆円)、民間企業23.3%(277兆円)、普通銀行の13.0%(155兆ウォン)で構成されている。韓国のその他金融機関(証券・与信機関)は普通銀行14.1%、民間企業14.2%、個人部門15.8%、国外部門11.0%で、日本のその他金融機関(ノンバンク、ディーラー・ブローカー)は普通銀行28.5%、その他金融機関22.5%、民間企業8.4%になっている。最後に韓国の国外部門は中央銀行の33.8%、国外部門の19.5%で構成されているが、日本の場合は政府部門が19.8%、普通銀行14.9%になっている。

今度は資産側の比重をみると、中央銀行、専門金融機関、信託機関、公的金融、政府部門の構成が異なっている。まず中央銀行は、韓国の場合は国外部門が圧倒的で75.7%を占めているが、日本は政府部門が47.0%、その他金融機関が20.7%、公的金融が11.3%になっている。専門金融機関に関しては、韓国は民間企業が37.0%、個人部門が28.4%を構成しているが、日本の場合は政府部門が31.8%を占めている。韓国の信託機関は民間企業が26.9%、普通銀行が23.4%であるが、日本の信託機関は国外部門が24.7%、政府部門と民間企業が各々20.9%を占めている。韓国の公的金融は民間企業が19.2%、個人部門が18.4%であるが、日本の場合は政府部門が37.2%になっている。最後に韓国の政府部門は、中央銀行が19.2%、民間企業が14.6%を占めているが、日本の政府部門は国外部門が12.7%になっている。

Y表の分析をまとめると、韓国の場合には中央銀行が政府部門から資金を調達して(39.9%)、国外部門に投資する(75.7%)様子が明確に見える。しかし日本の場合は、資金を個人部門から35.9%、民間企業から23.3%など調達して、47.0%を政府部門、20.7%をその他金融機関に投資するという、韓国の中央銀行とは随分異なる役割を果たしていることが見られる。専門金融機関の場合、韓国も日本も個人部門が最大の資金調達先になっているが、資金運用先はかなり異なる。韓国の専門金融機関は民間企業に37.0%、個人部門に28.4%を運用しているが、日本の場合は政府部門に31.8%が運用されている。公的金融は両国とも政府部門が主な資金調達先になっているが、その投資は韓国では民間企業が19.2%、個人部門が18.4%になっているが、日本の場合はまた政府部門に37.2%が流れている。資金投資先として資産側からみると、日本の政府部門は韓国の政府部門に比べて大きな比重を占めている。

一国で貯蓄を担当する個人部門と最大の投資先になる民間企業のポートフォリオは、次の<図IV-7>と<図IV-8>にあらわれる。韓国の民間企業の負債は、同部門の民間企業からが20.2%と最も大きく、その後は普通銀行から18.8%、国外部門から13.6%、専門金融機関から12.7%、個人部門から11.4%の順番で構成されている。日本は、民間企業31.7%、普通銀行18.3%、個人部門10.0%、国外部門9.9%、政府部門7.0%であり、大体は韓国と似ているが、異なる部分をあげると韓国は日本に比べて専門金融機関からの資金調達が大きく、日本は政府からの資金調達が大きい。

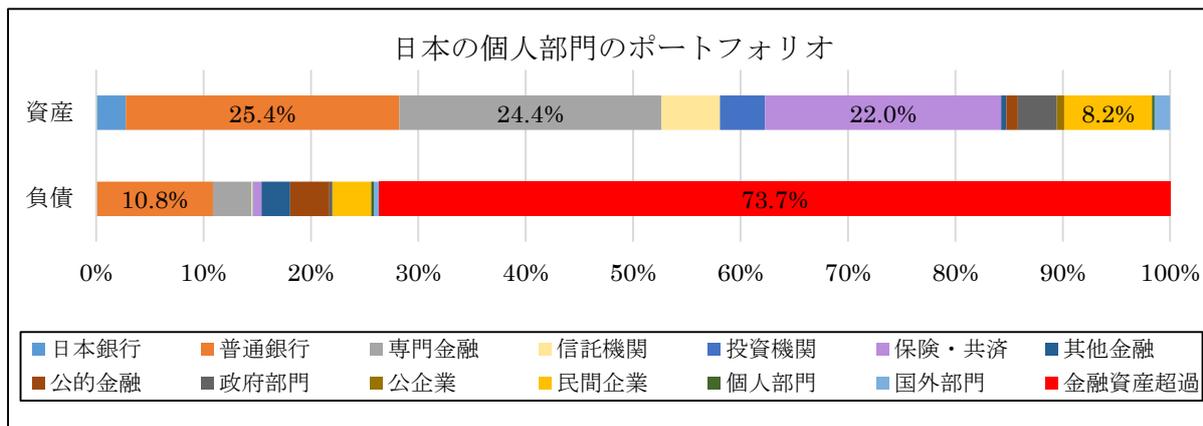
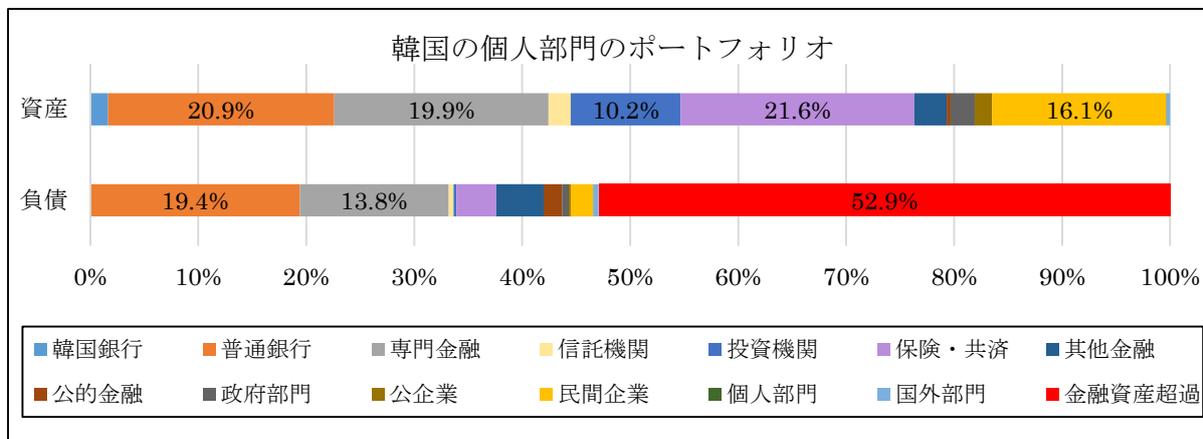
<図IV-7>韓国と日本の民間企業の資産・負債ポートフォリオ(Y表) (単位：%)



民間企業の資産は、韓国は民間企業 20.2%、普通銀行 8.5%、専門金融機関 4.7%の順番で、負債超過が 53.8%である。一方、日本は民間企業 31.7%、普通銀行 11.6%、国外部門 10.0%の順番で、負債超過は韓国の場合の半分程度の 27.0%である。

韓国の個人部門の資産は、普通銀行、専門金融機関、保険・共済が各々20%ぐらいで、民間企業 16.1%、投資機関 10.2%で構成されている。日本の場合は、普通銀行、専門金融機関と保険・共済が各々20%を超えて、民間企業が 8.2%である。日本に比べて韓国の方は投資機関の比重が大きい。負債側は、韓国は普通銀行が 19.4%、専門金融機関が 13.8%で資産の差額が 52.9%である。日本の方は、普通銀行の 10.8%の以外は他の部門の比重は低く、資産の差額が 73.7%でかなり大きい。

<図IV-8>韓国と日本の個人部門の資産・負債ポートフォリオ(Y表) (単位：%)



3) 三角化による序列構造の分析

本章では、韓国と日本のY表を用いて三角化を行い、両国の金融システムを比較する。資金の貸借関係をネットで表すために、行列Yの非対角要素を対称要素との差分を求める。ただし、対角要素については、そのままの値を利用する。そして韓国は100億ウォン以上のセルを、日本は100億円以上のセルを1に、100億ウォン、あるいは100億円未満のセルをゼロにして、重要性が低い取引を排除する。三角化した両国のY表は<図IV-9>のように得られた。

両国とも公企業が最上位にあって、これは公企業が資金調達時に他の部門に影響を与えるが、公企業が資金運用の時は他の部門に影響を及ぼさないことを意味する。反面、両国とも保険・共済部門が一番下段にあって、保険・共済部門が資金を運用すると他の部門に影響を及ぼすが、保険・共済部門が資金を調達する時に他の部門に影響を与えないということである。

韓国で上位にある制度部門は、公企業、中央銀行、民間企業、普通銀行などである。一方、日本では、公企業、国外部門、政府部門、中央銀行などが上に位置している。韓国で下位にある部門は、保険・共済部門、政府部門、個人部門、信託機関などで、日本は保険・共済部門、信託機関、個人部門、投資機関が下に位置している。

両国の制度部門の位置は大体似ているが、その位置がかなり異なる制度部門は、政府部門、国外部門、民間企業、普通銀行などである。日本は政府部門と国外部門が上位にあって、他の制度部門から資金を調達する時に他の制度部門に影響を与え、他の制度部門からこれら制度部門に流れる資金が大きいことを示す。一方、韓国は政府部門が下から2番目にあって、資金を運用する時に他の部門に及ぼし影響が大きく、黒字部門の姿を見せる。国外部門は下から5番目で、国外部門に流れる資金が多い日本よりは、国外部門から流入される資金が多いため、国外部門が資金を調達する時よりは運用する時にその影響が大きい。民間企業は韓国では3番目に位置しているが、日本では6番目に位置して、日本よりは韓国の企業が活発に資金を調達する制度部門だと言える。最後に普通銀行は、韓国の場合は上から4番目で、日本は上から8番目であり、韓国の普通銀行の方が資金を調達する時に、その下に位置する部門に影響が大きい。

＜韓国 の三角化＞

	公企業	中央銀行	民間企業	普通銀行	公的金融・ 専門金融機関	その他金融 投資機関	国外部門	信託機関	個人部門	政府部門	保険・共済
公企業	562	0	384	0	0	0	0	0	0	0	0
中央銀行	332	62	0	0	0	0	25220	0	0	0	0
民間企業	0	985	49050	0	0	0	0	2049	0	0	0
普通銀行	1708	5366	24842	15643	87	0	0	0	0	0	0
公的金融・金融補助機関	2400	171	2582	0	100	0	235	0	2295	0	0
専門金融機関	2858	1814	19532	2139	776	3854	48	0	0	0	0
その他金融機関	181	1488	2932	409	137	0	2894	0	2410	0	0
投資機関	965	1583	8955	6082	0	1025	2044	1127	0	0	0
国外部門	1227	0	28978	11540	66	2727	2972	0	15178	0	1858
信託機関	170	232	0	2474	246	1116	868	450	0	294	0
個人部門	2445	2795	24162	2691	0	10419	0	17003	10	2814	30864
政府部門	8715	12819	9961	2788	7341	6398	1306	1004	0	786	0
保険・共済	2296	1306	8214	3368	1941	2124	1760	2778	459	242	112

＜日本 の三角化＞

	公企業	国外部門	政府部門	中央銀行	公的金融・ 民間企業	その他金融 普通銀行	専門金融機関 投資機関	個人部門	信託機関	保険・共済
公企業	12656	0	0	2259	0	0	1337	0	0	0
国外部門	24529	390567	0	0	6170	0	0	0	0	0
政府部門	101923	673277	1030078	0	722138	0	0	0	0	0
中央銀行	0	48756	516644	5928	128579	0	165828	0	0	0
公的金融・金融補助機関	334206	0	616285	0	689487	278469	0	0	398845	0
民間企業	101125	4944	0	233980	0	4006157	0	-844423	43389	0
その他金融機関	24141	1485	175637	0	12185	289563	672931	0	332789	0
普通銀行	72101	297873	734174	35418	131555	844423	497414	673663	0	0
専門金融機関	0	436872	1792528	76679	471384	0	147503	505346	744682	26643
投資機関	2095	466234	82037	470	28343	177371	46622	15496	0	6688
個人部門	98415	150733	522369	421704	0	705870	0	2253569	3209985	632849
信託機関	4800	233737	194452	12881	55118	164549	36438	70425	24856	52889
保険・共済	66406	508840	1391364	1482	461390	607047	158070	121110	46743	106948

図IV-9 韓国と日本のY状の三角化

4) 負債・資産影響力係数の分析

(1) 国外部門を含んだ分析

ここでは、レオンティエフ逆行列を分析する。比較のため、韓国に比べて日本の逆行列の数値が大きい枠は色を入れて示した。逆行列の数値は、影響力を表す列側からみると、その他金融機関、公的金融、政府部門、国外部門の方が大きくて、他の制度部門は韓国の方が大きい。負債影響力係数は、ある部門に1単位の資金需要が発生した時の金融システム全体に対する資金需要量増分の極限值の相対的な大きさを表す。つまり、影響力が大きいというのは、資金調達先が多いということである。一方、負債感応度係数はすべての部門で負債が1単位増加した時、ある部門における資金供給量増加の極限值の相対的な大きさを表す。これら係数は1を基準に基準化されているので、その影響力係数・感応度係数の程度は1より大きい小さいかによって決められる。

Γ表の負債影響力係数を見ると、韓国は民間企業、普通銀行、個人部門、専門金融機関の方の係数が大きくて、政府・年金、保険・共済、信託機関、公的金融などは小さい制度部門である。日本は民間企業、政府・年金、普通銀行、国外部門の方が大きな係数を持ち、公企業、中央銀行、投資機関、信託機関の方が小さい。特に、韓国の政府・年金部門の負債影響力係数は0.562で、順番に並べると10位に過ぎないが、日本の場合は1.985で民間企業に続いて2位になっている。政府・年金部門の負債ポートフォリオをみると、韓国の方は金融資産超過部門になっていて、その差額がおおよそ56.4%を占めている。これに対して、日本の方は負債超過部門であり、その資金調達先としては、普通銀行、専門金融機関、保険・共済、公的金融などが各々10~20%の比重を占めている。公的金融も政府・年金部門と似ていて、韓国の方は48.1%を政府・年金部門から調達する形になっているが、日本の場合は専門金融機関、保険・共済、政府・年金部門などから各々10~20%の比重で調達している。韓国より日本の方が負債影響力係数の大きい制度部門は、その他金融機関、公的金融、政府・年金部門、国外部門の4つの制度部門があるが、特に政府・年金部門と公的金融の2つの制度部門のΓ表の中身の数字も、韓国の方が日本の方より小さくて、全ての部門に対する負債影響力が日本の方が大きいことが見られる。

国外部門の負債影響力係数をみると、韓国は1.06、日本は1.44で、韓国の方は負債影響力係数が小さい制度部門である。日本は色々な資金調達先があるが、これに対して、韓国の国外部門は中央銀行の韓国銀行を通じて資金を調達するのが極めて大きいことが特徴である。韓国銀行は通貨安定証券を発行して国内の資金を吸収し、これで為替を買うという取引を行っている。韓国銀行の為替保有額は261兆8935億ウォンで、これは韓国銀行の金融資産取引金額の347兆9334億ウォンの約75.2%を占める金額である。韓国の方の為替保有額は世界6位で、韓国の経済規模に比べたら極めて大きい。この為替保有額の構成は、2008年3月末を基準に87.6%が有価証券(大体アメリカの国債・政府機関債など)、預置金(預け金)が12.2%、IMF Positionが0.1%、SDRが

0.03%、金が0.03%になっている。韓国銀行は為替レートを安定させる、緊急事態に備える、国際市場での信頼度を高めるなどを理由として、大量の為替を保有している。韓国銀行は為替を買うため、発券力を動因してウォンを発行するが、増加した通貨量はインフレーションを招くため、その対策として、韓国銀行は通貨安定証券を発行し、為替保有のために増加したウォンを吸収する特殊な役割を担当している。

〈表IV-3〉を見ると大体の金融機関の負債影響力係数は韓国の方が日本より大きく導出された。例えば専門金融機関の場合、韓国の負債影響力係数の1.09、日本は0.88で、韓国の方が専門金融機関の負債影響力が大きい制度部門になっている。負債ポートフォリオをみると、日本は資金の61.1%を個人部門から調達するが、韓国の専門金融機関は日本に比べて様々な制度部門に比重を置いて資金を調達する。日本の金融機関の資金調達先として個人部門は独歩的な存在で、普通銀行の44.7%、専門金融機関の61.1%、信託機関の88.6%、投資機関の61.5%、保険・共済の83.9%が個人部門からの資金である。韓国の金融機関の方が日本の方より資金調達先が豊富で、これらの負債影響力係数は全て韓国の方が大きいシステムになっている。

負債影響力係数・資産影響力係数の位置する象限をあらわす〈図IV-10〉から〈図IV-13〉を見ると、韓国と日本の各制度部門の位置は大体似ているが、政府部門、個人部門、国外部門と専門金融機関が異なる。最も異なるのは政府部門で、韓国は負債影響力係数が1より小な0.562で、資産影響力係数は1より大きな1.249である。反面、日本の場合は、負債影響力係数が1より大きな1.985で、資産影響力係数は1より小さな0.959である。日本は政府部門が負債超過部門、韓国は金融資産超過部門で、韓国より日本の方が、政府部門が負債を1単位増やした時、他の制度部門に及ぼす影響が大きい一方、韓国は資産側の影響力が強い。

次に個人部門は金融資産超過部門であるため、韓国も日本も資産影響力係数が1より大きく出たが、負債影響力係数は日本の場合は1より小さい0.977で、韓国の場合は1より大きい1.358である。これは韓国の方が個人部門の負債が増えた時、他の制度部門に与える影響が大きいことを示して、日本の場合は韓国より個人貯蓄が大きくて負債が小さく、その負債が増えたとしてもその影響は小さいが、韓国の場合は日本より個人貯蓄が少ない上、家計や個人の負債が近年の経済問題の話題になっているほど、個人部門の負債が増えた時に、他の制度部門に与える影響が強い。

国外部門は、両国とも負債影響力係数が1より大きい、資産影響力係数は韓国では1より大きな1.036で、日本は1より小さな0.702である。日本の場合は、国外部門から流入する資金よりは、世界各国に投資する資金が大きいため、国外部門の資産影響力係数が小さいが、韓国は国外部門から入って来る資金が比較的に大きいので、その影響力係数も大きい。

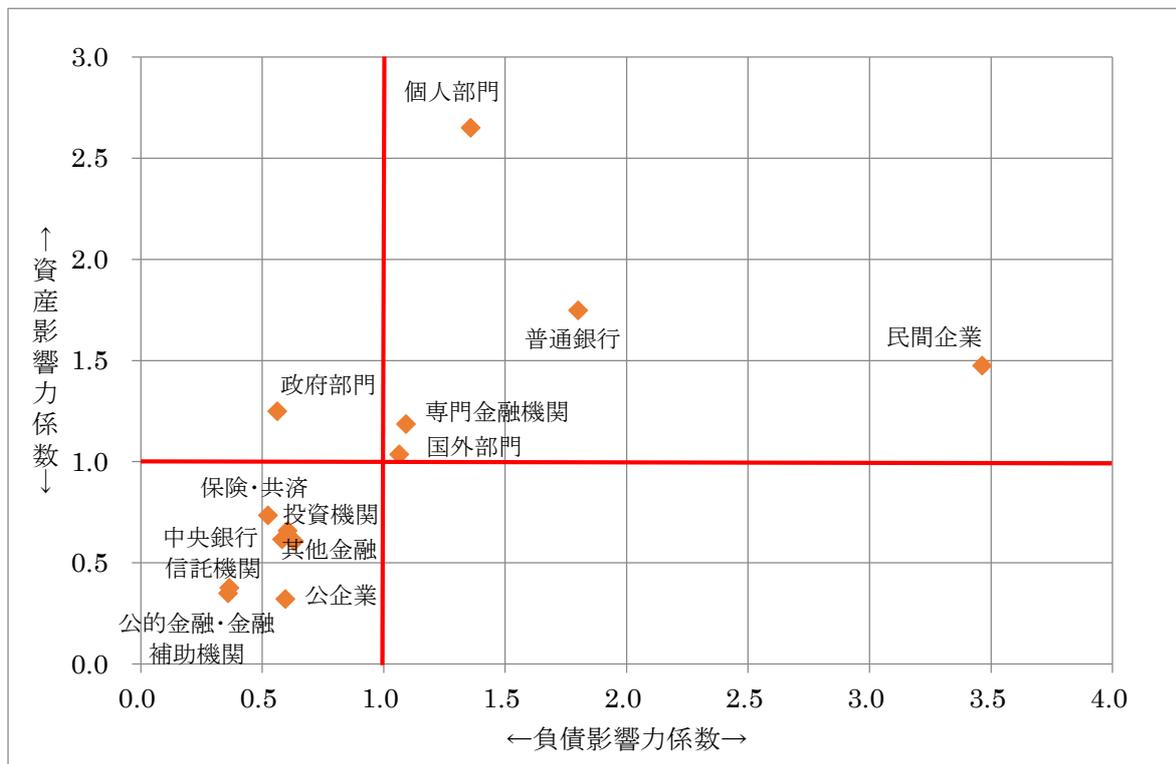
最後に専門金融機関は、両国の資産影響力係数と韓国の負債影響力係数は1より大きい、日本の方は負債影響力が1より小さい。Y表の負債側の比率を見ると、個人部門が60%以上で、比率が0に近い制度部門が多い。韓国の専門金融機関は日本よりは他の制度部門から資金を調達する姿が見える。

次に、Γ*表からの資産影響力係数を見ると、韓国も日本も個人部門、民間企業、普通銀行、専門金融機関、政府・年金機関の方が大きい。しかし、小さい制度部門を見たら、韓国は公企業、公的金融、信託機関で、日本は公企業、中央銀行、投資機関の順番である。特に公的金融部門は韓国では3.8で12位に至る小さい資産影響力係数を見せたが、日本の方は0.83で6位である。韓国の公的金融部門は負債超過部門でその差額は18.3%であるが、日本の場合は金融資産超過部門である。

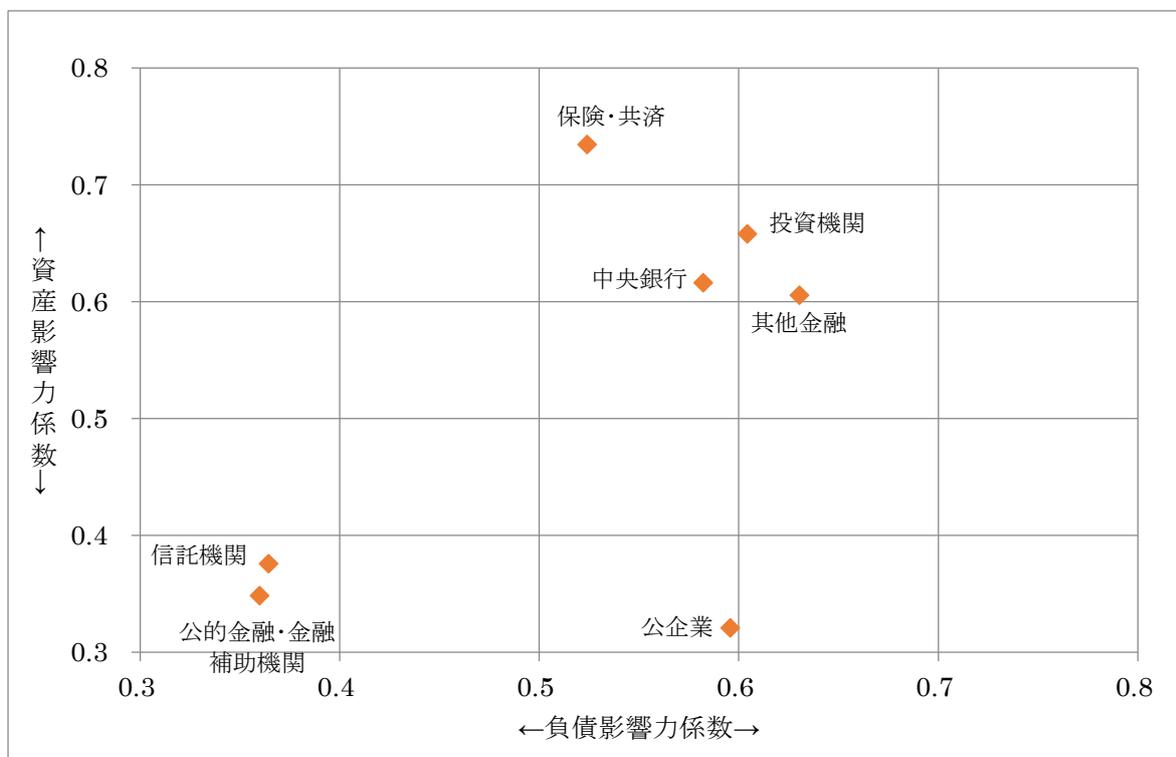
<表IV-3>韓国と日本の負債・資産影響力係数

	韓国負債影響力係数	韓国資産影響力係数	日本負債影響力係数	日本資産影響力係数
中央銀行	0.582	0.616	0.374	0.380
普通銀行	1.800	1.748	1.455	1.591
専門金融機関	1.091	1.185	0.879	1.164
信託機関	0.364	0.376	0.279	0.346
投資機関	0.604	0.658	0.325	0.342
保険・共済	0.524	0.735	0.524	0.789
其他金融	0.630	0.606	0.844	0.702
公的金融	0.360	0.349	0.902	0.826
政府部門	0.562	1.249	1.985	0.959
公企業	0.596	0.321	0.424	0.249
民間企業	3.463	1.474	2.587	1.684
個人部門	1.358	2.649	0.977	3.268
国外部門	1.064	1.036	1.445	0.702

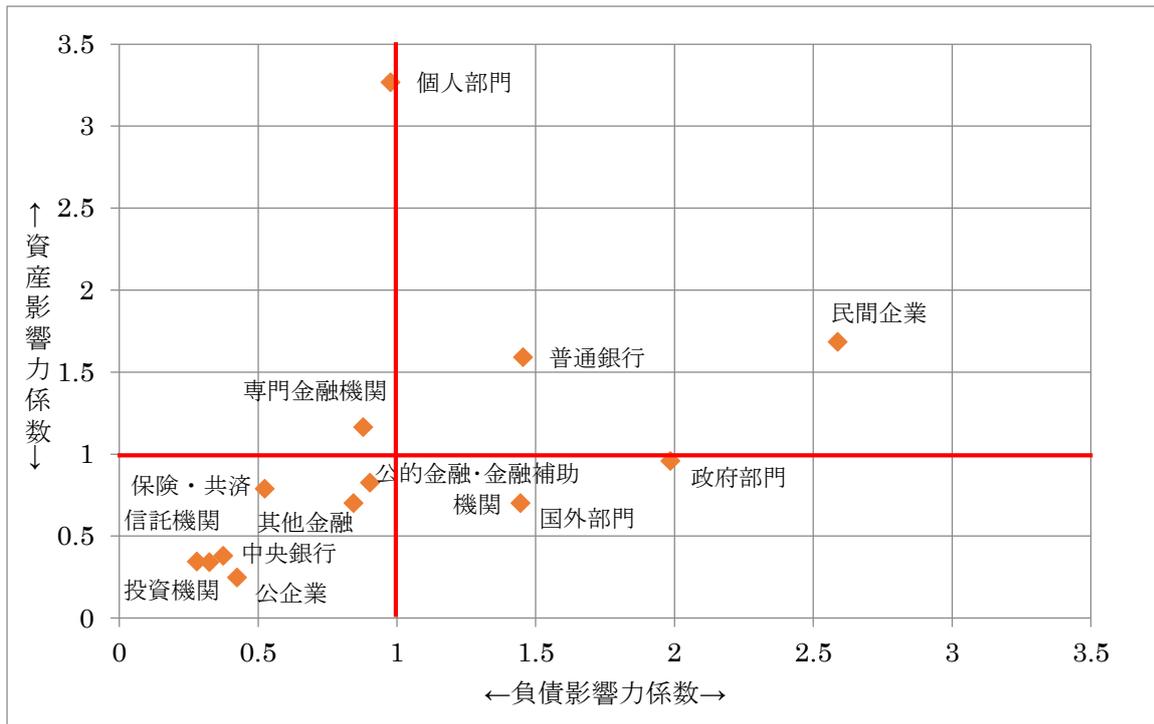
＜図IV-10＞ 韓国の負債影響力係数と資産影響力係数



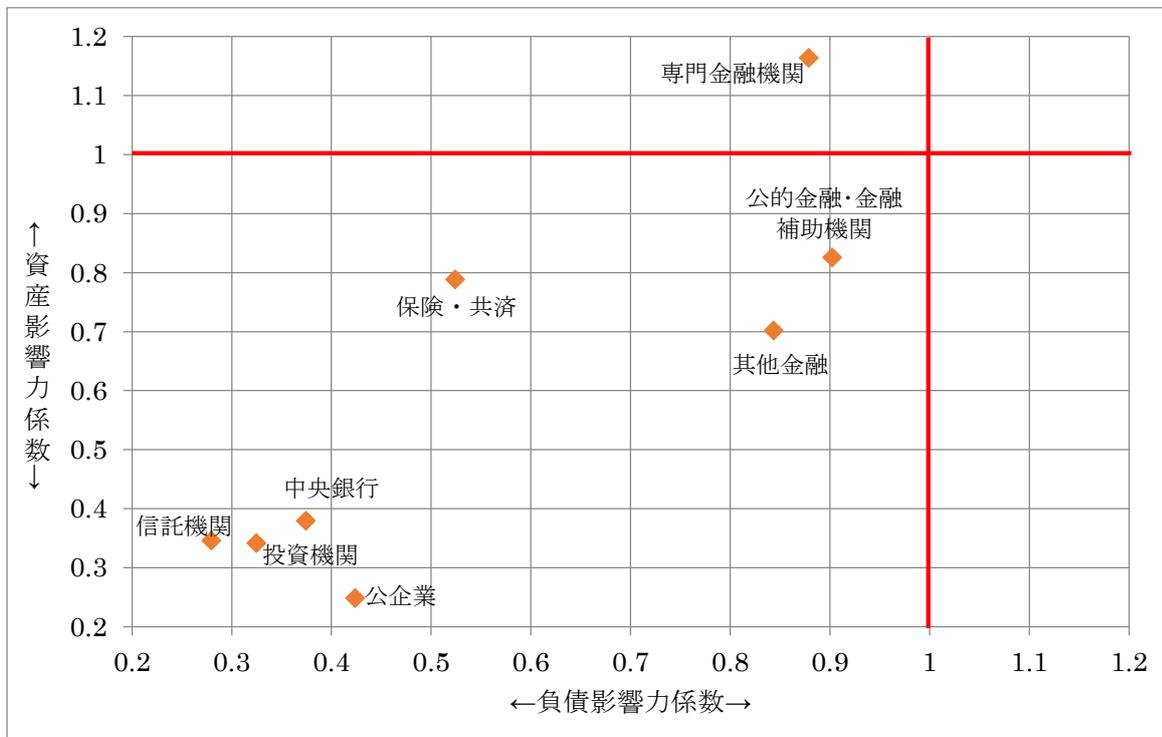
＜図IV-11＞ 韓国の負債影響力係数と資産影響力係数(第Ⅲ象限の拡大図)



<図IV-12> 日本の負債影響力係数と資産影響力係数



<図IV-13> 日本の負債影響力係数と資産影響力係数(第Ⅲ象限の拡大図)



(2) 国外部門を除去した分析

ここでは、国外部門の影響を除いた影響力を見るため、国外部門を外してから、レオンティエフ逆行列を作成して比較してみよう。国外部門を外したら、レオンティエフ逆行列の各セルは、 Γ 表と Γ^* 表の両方とも、韓国の場合は国外部門が入った時より、その数字が大体に小さくなる。しかし、日本の場合は大きくなる。これは、日本の方より韓国の方が国外部門に対して独立していて、国外部門が韓国の内部経済にあまり影響を与えないと言えよう。

韓国と日本の Γ 表の負債影響力係数順位、日本の Γ^* 表の資産影響力係数の順位は変わらないが、韓国の Γ^* 表の資産影響力係数の順位は変化がある。韓国の中央銀行の資産影響力係数は3.241で順位が9位であったが、国外部門を外したら係数は1.474に減って、全制度部門の中で一番小さくなる。韓国の中央銀行はE表・R表の分析で確認したように、大部分の資産を為替保有額の形で持つことによって、国外部門に多くの資金を運用している。各制度部門が国外部門と金融取引を行う日本とは異なり、韓国は中央銀行が韓国の代表として国外部門と大きなマーケットを形成している。このように、韓国銀行は国外部門と密接な金融取引関係を結んでいたため、国外部門を抜いた場合には韓国銀行の資産影響力は弱くなる。

<表IV-4> 影響力係数の順位

順位	韓国の負債 影響力係数	日本の負債 影響力係数	韓国の資産 影響力係数	日本の資産 影響力係数
1	民間企業	民間企業	個人部門	個人部門
2	普通銀行	政府部門	普通銀行	民間企業
3	個人部門	普通銀行	民間企業	普通銀行
4	専門金融機関	国外部門	政府年部門	専門金融機関
5	国外部門	個人部門	専門金融機関	政府部門
6	その他金融機関	公的金融・ 金融補助機関	国外部門	公的金融・ 金融補助機関
7	投資機関	専門金融機関	保険・共済	保険・共済
8	公企業	その他金融機関	投資機関	国外部門
9	中央銀行	保険・共済	中央銀行	その他金融機関
10	政府部門	公企業	その他金融機関	中央銀行
11	保険・共済	中央銀行	信託機関	信託機関
12	信託機関	投資機関	公的金融・ 金融補助機関	投資機関
13	公的金融・ 金融補助機関	信託機関	公企業	公企業

<表IV-5> 国外部門を除去した場合の影響力係数の順位

順位	韓国の負債 影響力係数	日本の負債 影響力係数	韓国の資産 影響力係数	日本の資産 影響力係数
1	民間企業	民間企業	個人部門	個人部門
2	普通銀行	政府部門	普通銀行	民間企業
3	個人部門	普通銀行	民間企業	普通銀行
4	専門金融機関	個人部門	専門金融機関	専門金融機関
5	その他金融機関	公的金融・ 金融補助機関	政府部門	政府部門
6	投資機関	専門金融機関	保険・共済	公的金融・ 金融補助機関
7	公企業	その他金融機関	投資機関	保険・共済
8	中央銀行	保険・共済	その他金融機関	その他金融機関
9	政府部門	公企業	信託機関	中央銀行
10	保険・共済	中央銀行	公的金融・ 金融補助機関	信託機関
11	信託機関	投資機関	公企業	投資機関
12	公的金融・ 金融補助機関	信託機関	中央銀行	公企業

1-3. 93SNA ベースの資金循環表の比較分析の結果

本分析では韓国と日本の資金循環表を用いて比較が出来るように13個の制度部門に再分類し、様々な分析方法を通じて比較分析を試みた。一国の金融取引の中で、最大の貯蓄超過部門である個人部門と、最大の投資部門である民間企業の資金需給が国民経済の循環で大事な所であり、この資金需給を仲介するのが金融部門である。R表とE表、Y表の分析によると、韓国の場合、日本に比べて民間企業の投資が活発であり、個人部門の貯蓄で足りない部分に関しては、政府が提供する形になっていて、国外部門に流出する資金より流入する金額が大きい。一方、日本は個人部門の貯蓄が極めて大きくて、民間企業と政府部門の需要を賄ってなお、余った資金が国外部門に流れている姿を見せる。特に、両国の中央銀行はかなり異なる役割を担当していて、R表とE表、Y表で確認したように、韓国銀行の場合は通貨安定証券を発行して市場の資金を吸収して、国外部門に投資する形をとっている。

こういう韓国銀行と国外部門の行動は、Γ表の分析でもその特徴があらわれている。韓国銀行にとって、国外部門との取引が大きな部分を占めていることは、国外部門を外して負債・資産影響力係数を求めた場合に、他の制度部門の影響力係数の順位は変わらないが、韓国銀行の資産影響力係数の順位だけが 9 位から最低順位の 13 位まで下がる。この現象によって、韓国銀行と国外部門との密接な関係が一層明らかに確認される。一方、韓国銀行券の発行額が極めて少ない韓国銀行に比べて、日本銀行の負債側は日本銀行券の発行が大きくて、資産側の方では負債超過部門の政府の国債・財融債への資金調達に集中している。

以上のように、両国の民間企業と個人部門の役割の差異は、中央銀行と政府部門、国外部門の役割の差異に及び、結果として金融システムのストラクチャーが根本的に異なることを示す。本研究を通じて、韓国と日本の資金循環と金融環境の特徴や差異点などが分かった。

本節では両国の 93SNA ベースの 2008 年の資金循環表の、両国の会計年度を基準にしたデータを用いて一例として比較分析を試みたが、これは一時点での比較分析に当たるため、両国の時間の流れに伴う資金循環の変化を比較するためには時系列データを比較分析する必要性が生じる。したがって、次の節では両国の 30 年間以上に至る長期時系列データを用いて比較分析を試みる。

第2節. 韓国と日本の長期時系列を用いた影響力係数の比較分析

本節では資金循環表にレオンティエフ逆行列(Leontief inverse)から計算される影響力係数を通じて、韓国と日本の資金取引の長期時系列データを比較する。レオンティエフ逆行列とこれから計算される影響力係数は産業連関表を用いた主要な分析手法のひとつである。これを資金循環表に応用することによって、資金の需要や供給が経済にどのように波及するか、そして各制度部門がどのように位置付けられるかを観察する。1954年から1999年までの日本の資金循環勘定を用いて各制度部門の負債・資産影響力係数や負債・資産感応度係数の推移を分析した Tsujimura and Mizoshita(2004)によると、非金融民間企業の資産感応度係数が減少することを除いては主要な制度部門の各係数から著しい変化はあらわれなかった。資産感応度係数は、全ての部門で資産が1単位増加したときの、ある部門における資金供給量増加の極限值の相対的な大きさをあらわす指標である。過去家計の供給する資金を旺盛に吸収して来た日本の企業が、近年は設備投資に活発ではないことからあらわれる現象であろう。影響力係数の導出技法については、本稿の第II章の第2節3項(レオンティエフ逆行列による波及分析)で述べたが、負債影響力係数 ω_j^Y は(式IV-1)から、資産影響力係数 $\omega_j^{Y^*}$ は(式IV-2)から求められる。

$$\omega_j^Y = \frac{\sum_{i=1}^m \gamma_{ij}}{\frac{1}{m} \sum_{j=1}^m \sum_{i=1}^m \gamma_{ij}} \quad (\text{式IV-1})$$

$$\omega_j^{Y^*} = \frac{\sum_{i=1}^m \gamma_{ij}^*}{\frac{1}{m} \sum_{j=1}^m \sum_{i=1}^m \gamma_{ij}^*} \quad (\text{式IV-2})$$

負債(資産)影響力係数は、ある制度部門の資金需要(供給)が1単位増加したときの金融システム全体に対する資金需要(供給)量増分の極限值の相対的な大きさをあらわす指標で、係数は1に基準化されているので1より大きいか否かによって影響力の大小が判断される。この指標の利点は、直接もしくは間接に複雑な相互依存関係を持つ、金融市場における当該部門の位置づけを相対的に把握できることにある。したがって、2種類の影響力係数を用いることで両国の各制度部門の特徴が、一目でわかりやすく比較できる。

本節では、まず1970年代から2012年までの韓国と日本の資金循環勘定を比較分析が出来るように制度部門を再分類する。整備した資金循環勘定の長期時系列データを用いて、各制度部門の負債影響力係数や資産影響力係数を算出し、どのように位置付けられているかを観察しながら各係数の長期時系列の推移を比較する。さらに国内だけの影響力を測るために、国外部門を除去した場合の影響力係数を提案し、同係数が国外部門を包含した影響力係数と比較できるような指標

を考案する。この指標の変化を二国の比較分析に加えることにより、韓国と日本の金融システムの特徴や差異を一層明らかにすることを目指している。

2-1. 利用資料と比較分析のための資金循環表の整理

<表IV-6>韓国と日本の資金循環表の制度部門の再分類

制度部門	韓国	日本
中央銀行	1. 韓国銀行(外国貨平衡基金を含む)	1. 日本銀行
預金銀行	1. 預金銀行 (一般銀行：市中銀行，地方銀行，外国銀行国内支店. 特殊銀行：企業銀行，農協・水協の信用事業部門)	1. 銀行等 (国内銀行，在日外銀，農林水産金融機関，中小企業金融機関等)
保険年金 機関	1. 保険・年金機関 (生命保険，損害保険，共済，年金機関)	1. 保険・年金基金 (生命保険，非生命保険，共済保険，年金基金)
その他 金融機関	1. その他金融機関 (開発機関：産業銀行，輸出入銀行. 投資機関：総合金融会社，投資信託(運用)会社， ミューチュアルファンド. 貯蓄機関：銀行信託勘定，信用金庫，信協，相互金融， 郵便局預金，セマウル金庫. 証券機関：証券会社，韓国証券金融. 与信専門機関：カード会社，リース会社，割賦金融 会社，新技術金融会社. 公的金融機関：国民住宅基金，不実債券整理基金， 預金保険基金，ハンアルム相互信用金庫， 資産流動化専門会社)	1. その他金融機関 (証券投資信託：公社債投信，株式. ノンバンク：ファイナンス会社，特別目的 会社・信託. 公的金融機関：財政融資資金，政府系金融機関. ディーラー，ブローカー) 2. 預金取扱機関のうち，銀行等を除くその他預 金取扱機関(合同運用信託，郵便貯金) 3. 非仲介型金融機関
政府部門	1. 政府部門 (中央政府，地方政府，社会保障機具，公共非営利 団体)	1. 一般政府 (中央政府，地方公共団体，社会保障基金) 2. 年金基金のうち，その他年金
公企業	1. 公企業(政府企業，政府管理企業)	1. 公的非金融法人企業
民間企業	1. 民間企業 (法人企業，非法人企業：個人企業の中で年間収入額 が3億ウォン以上の大規模個人事業者)	1. 民間非金融法人企業
個人部門	1. 個人部門 (家計，民間非営利団体，小規模個人企業包含)	1. 家計 2. 対家計民間非営利団体
国外部門	1. 国外部門	1. 海外

日本では 93SNA ベースの資金循環勘定が 1979 年から作成されているが、韓国の 93SNA ベースの資金循環勘定は 2002 年末から作成されていて、長期間に至る比較分析を試みるためには韓国の 68SNA ベースの資金循環勘定も利用するが、これは 1975 年から 2005 年までの四半期別と年度別データが 9 制度部門で構成されている。両国の資金循環勘定を比較分析に用いる際には、日本の 93SNA ベースの資金循環勘定は韓国の 68SNA ベースの資金循環勘定に比べて制度部門の区分が異なるため、より正確な比較分析のために制度部門を整える必要がある。

本節では韓国の制度部門の区分を基準にして、韓国銀行経済統計局(1992, 2001, 2004, 2007)や日本銀行調査統計局(2001, 2005a, b)などを参考に、<表IV-6>のように日本の制度部門を韓国と同一な制度部門がはいるように 9 個に再分類する。2005 年以降の資料も比較分析に用いるため韓国の 93SNA ベースの資金循環勘定を<表IV-6>に当て嵌まるように再分類する。本分析では年度別データを分析対象にするが、両国の会計年度が異なるため韓国は 12 月末の資料が、日本は 3 月末の資料が基準になる。

2-2. 国外部門を包含した負債・資産影響力係数の分析

1) 1970 年代の韓国と日本の負債・資産影響力係数の比較分析

<図IV-14>と<図IV-15>は韓国の 1975 年の各制度部門の影響力係数や資産影響力係数を表して、矢印がついた移動点は 2012 年の係数である。一方、<図IV-16>と<図IV-17>は日本の各制度部門の 1979 年の影響力係数や資産影響力係数で、矢印の移動点は 2012 年の係数を意味する。<図IV-14>や<図IV-16>には金融機関を、<図IV-15>や<図IV-17>には非金融の制度部門を集めた。影響力係数は 1 に標準化されているため、図では係数が 1 より大きいか、もしくは小さいかにより、各制度部門のはいる位置を 4 つの象限に分けて図示している。

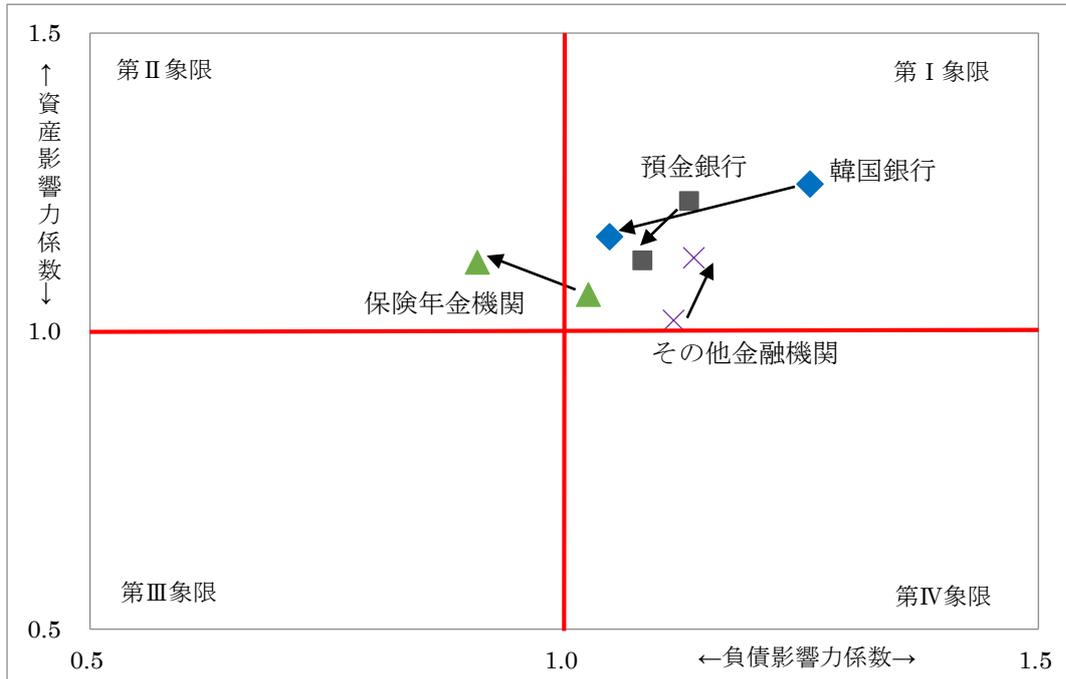
1975 年の韓国の各制度部門は、負債影響力係数が 0.51 から 1.26 の範囲に、資産影響力係数は 0.43 から 1.25 の範囲に散らばっている。韓国の各制度部門の位置付けを<図IV-14>と<図IV-15>から見ると、1975 年の韓国の全ての金融機関は第 I 象限に位置し、政府部門は第 III 象限と中立的な位置付けになっている。公企業と民間企業は第 IV 象限に位置し、金融資産に投資をするよりは資金を調達して来るといふ企業部門の本来の役割を表す。ただ、民間企業の負債影響力係数と資産影響力係数は公企業より大きくて、韓国は民間企業の資金の調達や投資の他の制度部門へ与える影響が公企業より活発であると言えよう。個人部門は第 II 象限に位置して資金を貯蓄する家計の特性があらわれ、国外部門も同じく第 II 象限に位置し、韓国に流入する国外部門の資金の及ぼす影響力が比較的に大きい。つまり、経済成長期であった 1970 年代の韓国は、最大な貯蓄超

過部門の個人部門からの資金供給以外にも、国外部門からの資金調達に依存する傾向があった。以上のように、1975年の韓国の制度部門の負債影響力係数や資産影響力係数は、金融機関は全て第Ⅰ象限に、企業部門は第Ⅳ象限に、政府部門は第Ⅲ象限に、個人部門や国外部門は第Ⅱ象限にはいり、制度部門の役割によってその象限がはっきり分かれている。

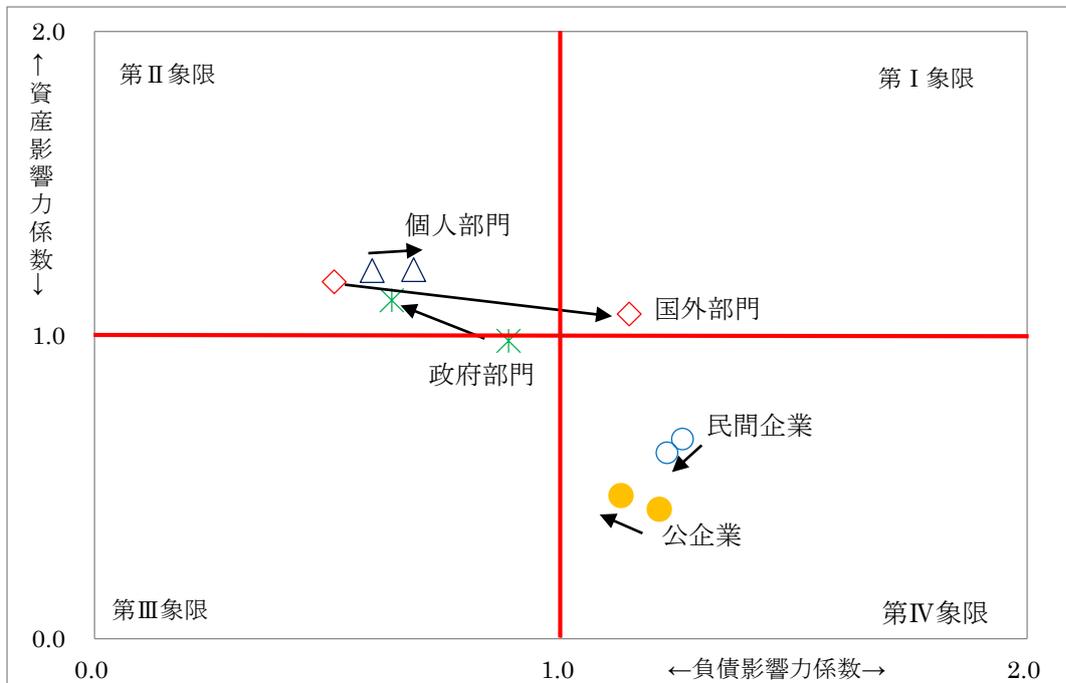
次に日本の1979年の各制度部門の負債影響力係数や資産影響力係数を<図Ⅳ-16>と<図Ⅳ-17>から観察すると、負債影響力係数は0.56から1.20の範囲に。資産影響力係数は0.29から1.22の範囲に散らばっている。制度部門別の位置付けを観察すると、その他金融機関を除く全ての金融機関と個人部門は第Ⅱ象限に、企業部門と国外部門は第Ⅳ象限に、政府部門とその他金融機関は第Ⅰ象限にはいり、政府部門、金融機関、国外部門が韓国とは異なる象限に位置する。

日本銀行は第Ⅱ象限に位置し、第Ⅰ象限に位置する韓国銀行に比べて負債影響力係数が小さい。一方、韓国では政府部門は第Ⅲ象限に位置するが、日本の政府部門は韓国銀行と同じく第Ⅰ象限に位置する。日本の場合は政府部門の国債発行から大きな資金需要が生じることに對して、韓国の場合は韓国銀行の発行する債券である通貨安定証券の比重が比較的に大きいことから、日本の政府部門や韓国の中央銀行の負債影響力係数が大きく得られたと考えられる。そして国外部門が企業部門と同じく第Ⅳ象限に位置することは、韓国とは反対に日本では国外部門に流れて行く資金の影響力が大きいことを示す。

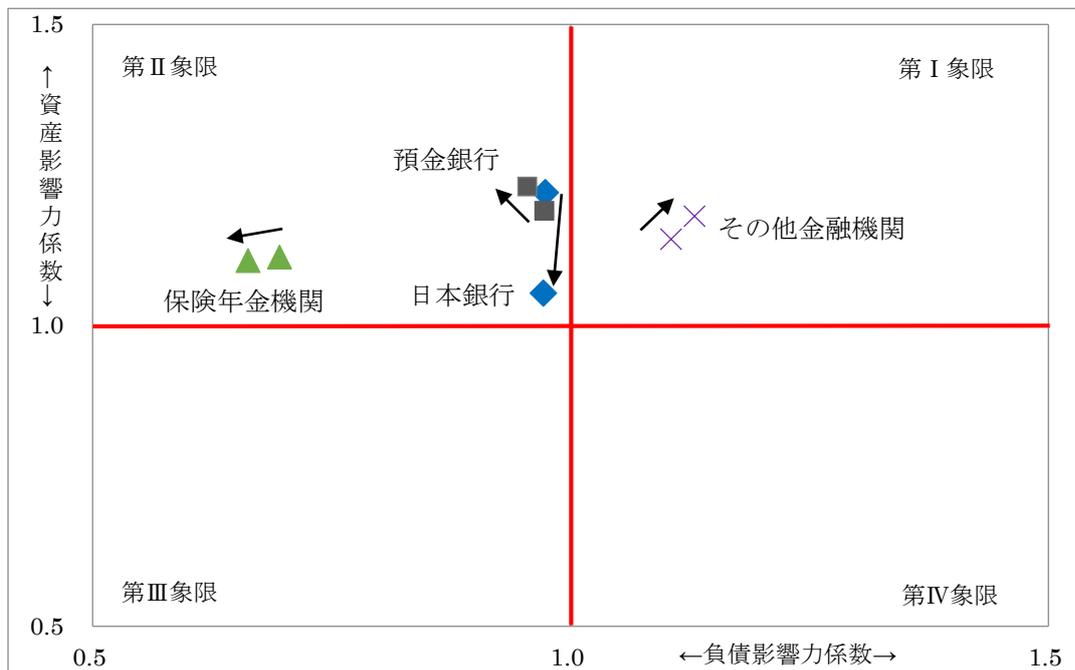
<図IV-14> 1975年・2012年の韓国の金融機関の負債影響力係数と資産影響力係数



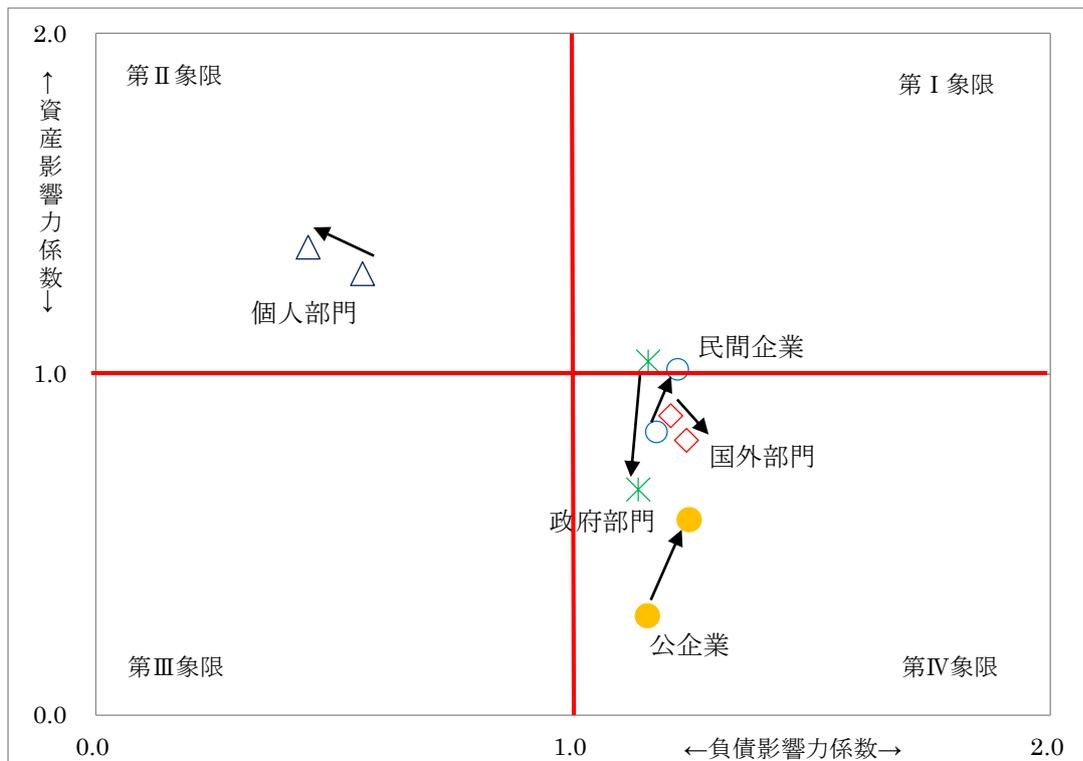
<図IV-15> 1975年・2012年の韓国の非金融部門の負債影響力係数と資産影響力係数



<図IV-16> 1979年・2012年の日本の金融機関の負債影響力係数と資産影響力係数



<図IV-17> 1979年・2012年の日本の非金融部門の負債影響力係数と資産影響力係数



2) 2012年の韓国と日本の負債・資産影響力係数の比較分析

今回は2012年の各制度部門の影響力係数がどのように位置付けられるかを観察した上、各係数の長期時系列の推移からその動きの特徴を把握する。各制度部門別の負債・資産影響力係数の長期時系列の象限の移動の詳細については、〈補論〉の図を参照されたい。〈図IV-14〉と〈図IV-15〉で2012年の韓国の各制度部門の負債影響力係数は0.64から1.23の範囲に、資産影響力係数は0.47から1.21の範囲に散らばっている。1975年に比べて象限の変化があらわれた制度部門には、第Ⅱ象限に移動した保険年金機関と政府部門、第Ⅰ象限に移動した国外部門がある。

1975年から2012年の長期時系列の推移を見ると、企業部門は第Ⅳ象限に、個人部門は第Ⅱ象限にはいり、全期間に至って象限の移動はあられない。ただ、個人部門は1970年代に比べたら2000年代は負債影響力係数や資産影響力係数が大きくなる傾向がある。つまり、主に家計で構成された個人部門は多様な金融資産を持つことが出来るようになり、資産影響力係数が大きくなったが、近年は貯蓄をするだけでなく、資金を借りて来る負債影響力係数も大きくなった。金融機関に関しては、預金銀行とその他金融機関は全期間で第Ⅰ象限に、保険年金機関は主に第Ⅱ象限、韓国銀行は1980年代前半に第Ⅱ象限に移動した以外の時期では全て第Ⅰ象限にあらわれる。

韓国の政府部門は資産影響力係数が大きくなり、第Ⅲ象限に位置する1975年、1976年、1986年を除いては全期間で第Ⅱ象限にあらわれる。資金余剰部門である韓国の政府部門は、個人部門のように他の制度部門へ資金を供給する役割を果たしている。

韓国で象限の移動が最も激しい制度部門は国外部門で、68SNAベースのデータから見ると負債影響力係数は大きくなる反面、資産影響力係数は小さくなり、1975年の第Ⅱ象限から韓国の首都のソウルで世界オリンピックが開催された翌年の1989年に第Ⅰ象限に移り、2002年からは第Ⅳ象限に移動した。93SNAベースのデータからの係数は主に第Ⅰ象限に位置する。これは韓国の国外部門との資金の取引が良く反映されている現象で、過去1970年代と1980年代には国外部門から流入される資金が大きかったため、負債影響力係数は0.4代～0.6代で散らばっていたのが、1988年に急激に0.93まで上がり、為替危機の1997年を除いては0.9以上の負債影響力係数が導出されて、経済成長期や金融自由化などが進んだ1990年代にはいつても、韓国から国外部門へ流れて行く資金が増えて国外部門の負債影響力係数が増加した。一方、安定していた資産影響力係数は、為替危機の後からは下がる様子で2005年には0.84まで落ちることから、国外部門から韓国に流入する資金の影響力が縮小したと解釈される。

次に2012年の日本の影響力係数を〈図IV-16〉と〈図IV-17〉から見ると、負債影響力係数が0.44から1.24の範囲に、資産影響力係数は0.57から1.37の範囲に散らばっていて、韓国の2012年と比べたら負債影響力係数はやや小さくて資産影響力係数はやや大きい範囲になる。1979年に

比べたら、政府部門が第Ⅰ象限から第Ⅳ象限に移動した代わりに、民間企業は第Ⅳ象限から第Ⅰ象限に移った。

韓国と異なる日本の特徴は、民間企業が第Ⅳ象限ではなく第Ⅰ象限に移動したことがあげられ、韓国では負債影響力係数が最も大きい制度部門は民間企業であるが、2012年の日本は公企業の負債影響力係数が一番大きい。全期間での係数の推移を見ると、第Ⅳ象限に位置していた民間企業は2000年代にはいつから資産影響力係数が急上昇して2010年からは第Ⅰ象限に移動した。Tsujiura and Mizoshita(2004)でも民間企業の資産感応度係数が減少することから、近年に設備投資が弱まった日本企業の問題点を指摘したが、1999年までのデータを分析対象にしたTsujiura and Mizoshita(2004)の結果に比べ、2012年までのデータを用いた本稿では、2000年代から民間企業の資産影響力係数が急上昇していることが確認された。民間企業の資産影響力係数が増加する現象は、資産感応度係数が減少することに絡み合い、まず日本の民間企業は全ての制度部門の資産供給が増加するときの、民間企業への資金供給増加分の極限値の相対的な大きさを意味する資産感応度係数が落ちて、資金の調達が旺盛ではなくなったことが確認されたが、近年では資産影響力係数が増加する現象があらわれ、民間企業は金融資産の保有を増やしていることから、代わりに実物への投資を減らすことが類推される。この特徴をR表、E表から探ると、過去の約30年間は資産の金額値が負債の金額値の約50%から60%くらいを占めて来たが、2000年代からは負債に比べて資産が増える傾向があらわれる。2007年にはいつから資産の金額値は負債の金額値の約70%にまで増えて、特に2011年には資産の金額値が負債の金額値の約76%に至るが、金融資産の中では流動性預金、対外直接投資、対外証券投資などの金融項目が増えている。資産の合計値の増加は民間企業の実物投資に使われる資金が負債の合計値の約24%に過ぎないことを示し、現在日本の経済が当面している問題の一つは、日本の企業の実物投資の減少であることを示唆する。企業部門は本源的投資超過主体であり、相対的に負債影響力が大きくて資産影響力が小さいことが普遍的であるが、日本の民間企業の資産影響力係数が1より大きく導出されたことや、負債影響力係数が公企業より小さいことは日本の民間企業の特徴であると言えよう。

民間企業が第Ⅰ象限に移った代わりに、日本の政府部門は国外部門や公企業と共に第Ⅳ象限にあらわれる。日本の政府部門は全期間に掛けて負債影響力係数は安定的であるが、資産影響力係数は1979年の1.04から1980年代前半に0.9代に落ちて、1986年には再び1.20まで上がるが、その後は大幅に減少する傾向がある。韓国では第Ⅱ象限に位置して他の制度部門へ資金を供給する特有性を持つ政府部門とは真逆に、日本の政府部門は企業部門のように第Ⅳ象限にはいつ、資産影響力が拡大した日本の民間企業の行動と噛み合う現象だと言えよう。

全期間での影響力係数の動きを見ると、大体の係数は僅かな変動を見せながら安定的であると言えるが、著しい変化がある係数としては韓国の国外部門の負債影響力係数の増加、韓国の政府

部門の負債影響力係数の減少があげられ、最近の日本の民間企業の影響力係数の急上昇も重要な特性であると言えよう。

以上のように韓国と日本の各制度部門の負債影響力係数や資産影響力係数の比較分析を通じた結果、特に両国の民間企業、政府部門、国外部門の各国の金融システムの中での位置付けは大きく異なる。

2-3. 国外部門の影響を除去した負債・資産影響力係数の分析

1) 国外部門を除去した場合の負債・資産影響力係数の導出技法

本項では国外部門の影響を除いて国内部門間のみの負債影響力係数や資産影響力を測るために、国外部門を除いた8個の制度部門で負債影響力係数や資産影響力係数を導出する。そして前節で述べた国外部門を包含した場合に比べて、国外部門を除去すると各制度部門の影響力係数がどのように変化するかを比較する。1個の制度部門の除去した場合の影響力係数の変化を観察するために本稿で考案した係数の比較方法を簡単に紹介しよう。前節の分析で利用した投入係数行列C、レオンティエフ逆行列Γはm×mの制度部門で構成されていて、行と列に各々の9個の制度部門がはいっている。本節の分析で利用する方法は、投入係数行列Cから国外部門を削除して行列C[#]という新たな(m-1)×(m-1)の制度部門の行列を作成し、この投入係数行列C[#]から国外部門を除去した負債影響力係数を導出する。

$$C^{\#} = \begin{bmatrix} c_{11} & c_{12} & \cdots & c_{1(m-1)} \\ c_{21} & c_{22} & \cdots & c_{2(m-1)} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ c_{(m-1)1} & c_{(m-1)2} & \cdots & c_{(m-1)(m-1)} \end{bmatrix} \quad (\text{式IV-3})$$

負債アプローチでは(m-1)×(m-1)の制度部門で構成されるレオンティエフ逆行列Γ[#]から負債影響力係数が得られ、同じ手順で資産アプローチからはレオンティエフ逆行列Γ^{#*}を用いると資産影響力係数が求められる。

$$\Gamma^{\#} = (I - C^{\#})^{-1} = \begin{bmatrix} \gamma_{11}^{\#} & \gamma_{12}^{\#} & \cdots & \gamma_{1(m-1)}^{\#} \\ \gamma_{21}^{\#} & \gamma_{22}^{\#} & \cdots & \gamma_{2(m-1)}^{\#} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \gamma_{(m-1)1}^{\#} & \gamma_{(m-1)2}^{\#} & \cdots & \gamma_{(m-1)(m-1)}^{\#} \end{bmatrix} \quad (\text{式IV-4})$$

この概念は、国外部門に流出された資金が再び国内に戻って来ることは難しい、もしくは国外部門から流入した資金が再び国外部門に流れることは簡単ではないという考え方である。このような $(m-1) \times (m-1)$ の制度部門の行列 $\Gamma^{\#}$ から新たに得られた負債影響力係数 $\omega_j^{Y^{\#}}$ は、前節での $m \times m$ の制度部門の行列 Γ の負債影響力係数 ω_j^Y と直接比較するのではなく、行列 Γ から列の国外部門を除去したものと比較する。これは国外からの資金流入を考慮しつつも、これが国外に還流することは無いという仮定に基づくものである。 $m \times m$ の制度部門の行列 Γ から列の国外部門を削除した $m \times (m-1)$ の制度部門の行列を $\tilde{\Gamma}$ と名付け、行列 $\tilde{\Gamma}$ から再び導出した負債影響力係数の $\omega_j^{\tilde{Y}}$ を比較の基準指数として利用する。つまり、前節では $m \times m$ の制度部門の逆行列係数の列和を列和の平均値で除することで負債影響力係数が導出されたが、 $m \times (m-1)$ の行列を用いると、列和の平均値を求め際に国外部門の列和を除いた平均値が得られる。

$$\omega_j^{Y^{\#}} = \frac{\sum_{i=1}^{m-1} \gamma_{ij}^{\#}}{\frac{1}{m-1} \sum_{j=1}^{m-1} \sum_{i=1}^{m-1} \gamma_{ij}^{\#}} \quad (\text{式IV-5})$$

$$\omega_j^{\tilde{Y}} = \frac{\sum_{i=1}^m \gamma_{ij}}{\frac{1}{m-1} \sum_{j=1}^{m-1} \sum_{i=1}^m \gamma_{ij}} \quad (\text{式IV-6})$$

国外部門を除去した $(m-1) \times (m-1)$ の制度部門の行列 $\Gamma^{\#}$ から得られた負債影響力係数 $\omega_j^{Y^{\#}}$ と、 $m \times m$ の制度部門の行列 Γ から列の国外部門を削除して $m \times (m-1)$ の制度部門の行列 $\tilde{\Gamma}$ から導出された負債影響力係数 $\omega_j^{\tilde{Y}}$ の比率を I_L 、そして資産アプローチから同じ手順を経て計算した資産負債影響力係数の比較指標を I_A と名付けよう。次の項では比較指標の I_L や I_A の数値や長期時系列データの動きを観察することで、国外部門からの影響やその変化を把握する。

$$I_L = \frac{\omega_j^{Y^{\#}}}{\omega_j^{\tilde{Y}}} \times 100(\%) \quad (\text{式IV-7})$$

$$I_A = \frac{\omega_j^{Y^{\#*}}}{\omega_j^{\tilde{Y}^*}} \times 100(\%) \quad (\text{式IV-8})$$

$\omega_j^{Y^{\#}} = \omega_j^{\tilde{Y}}$ の場合、すなわち国外部門の有無に関わらず両方から同じ負債影響力係数が導出されたときに I_L は 100 (%) になる。国外部門が国内の各制度部門と完全に独立な関係であって、国外部門から資金の需要が生じる場合の国内部門に与える直接・間接効果がゼロで、国内の各制度部門で資金の需要が発生した場合の国外部門に与える直接・間接効果もゼロの場合を想定してみよう。国外部門が第 m 番目の制度部門であるとすれば、レオンティエフ逆行列 Γ の第 m 番目の列の各セル γ_{im} 、つまり国外部門に 1 単位の資金需要が発生したときの、第 i 番目の国内の制度部門に対す

る資金需要増加分の極限値の相対的な大きさはゼロになる。同じく、レオンティエフ逆行列 Γ で第 m 番目の行の各セル γ_{mi} 、つまり第 i 番目の国内の制度部門に 1 単位の資金需要が生じたときの、国外部門に対する資金需要増加分の極限値の相対的な大きさもゼロになる。レオンティエフ逆行列 Γ で第 m 番目の列と第 m 番目の行がゼロの場合は、 $\gamma_{ij}^{\#} = \gamma_{ij}$ になるため $\omega_j^{\tilde{Y}} = \omega_j^{Y^{\#}}$ となる。つまり国内の各制度部門と国外部門がお互いに影響を全く与えず、お互いからの影響を受けない場合は $I_L=100(\%)$ になり、お互いからの影響が小さいほど 100(%)に近い数値が算出される。国外部門を除去することで負債影響力係数が小さくなる場合($\omega_j^{\tilde{Y}} > \omega_j^{Y^{\#}}$)は $I_L < 100(\%)$ となり、逆に国外部門を除去することで負債影響力係数が大きくなる場合($\omega_j^{\tilde{Y}} < \omega_j^{Y^{\#}}$)は、 $I_L > 100(\%)$ となる。

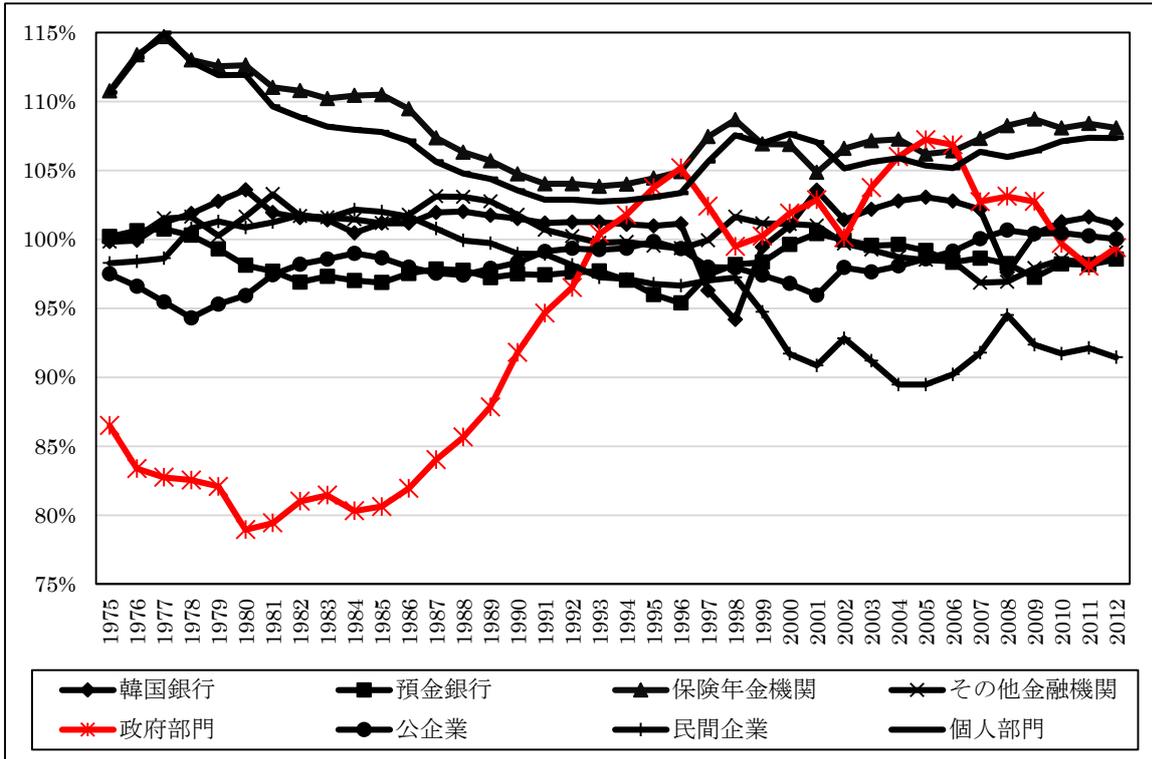
2) 韓国の国外部門を除去した負債・資産影響力係数の分析

<図IV-18>は国外部門の影響を抜いた 8×8 の制度部門の $\Gamma^{\#}$ 表からの負債影響力係数と、国外部門の影響を含んだ 9×8 の制度部門の $\tilde{\Gamma}$ 表からの、2 つの負債影響力係数の比率を意味する I_L の長期時系列である。ただし、本項の図は 1975 年から 2001 年までは 68SNA ベースのデータから、2002 年から 2012 年までは 93SNA ベースのデータから導出された韓国の影響力係数を基にする。例えば 1975 年の韓国銀行の負債影響力係数の $\omega_j^{\tilde{Y}}$ は 9×9 の制度部門の Γ 表からは 1.26 であるが、国外部門を除いた 8×8 の制度部門の $\Gamma^{\#}$ 表からの負債影響力係数の $\omega_j^{Y^{\#}}$ は 1.18 と導出された。そして比較するための基準になるのが 9×8 の制度部門の $\tilde{\Gamma}$ 表からの負債影響力係数の $\omega_j^{\tilde{Y}}$ で、この場合は 1.19 が得られた。つまり、韓国銀行の負債影響力係数は国外部門を除いたら 1.18 が導出されたが、この数値は国外部門の影響を含む 1.19 を 100%と見なしたときの約 99.8%の水準であり、国外部門を除いたら韓国銀行の負債影響力係数は約 0.2%が縮小することになる。政府部門の場合は 9×9 の制度部門の Γ 表からは負債影響力係数が 0.89 と得られたが、国外部門を除いた 8×8 の制度部門の $\Gamma^{\#}$ 表からは 0.72 が導出されて、比較基準になる 9×8 の制度部門の $\tilde{\Gamma}$ 表からは 0.84 であったため、国外部門を除いたら政府部門の負債影響力係数は約 86.5%の水準に減少したと解釈する。

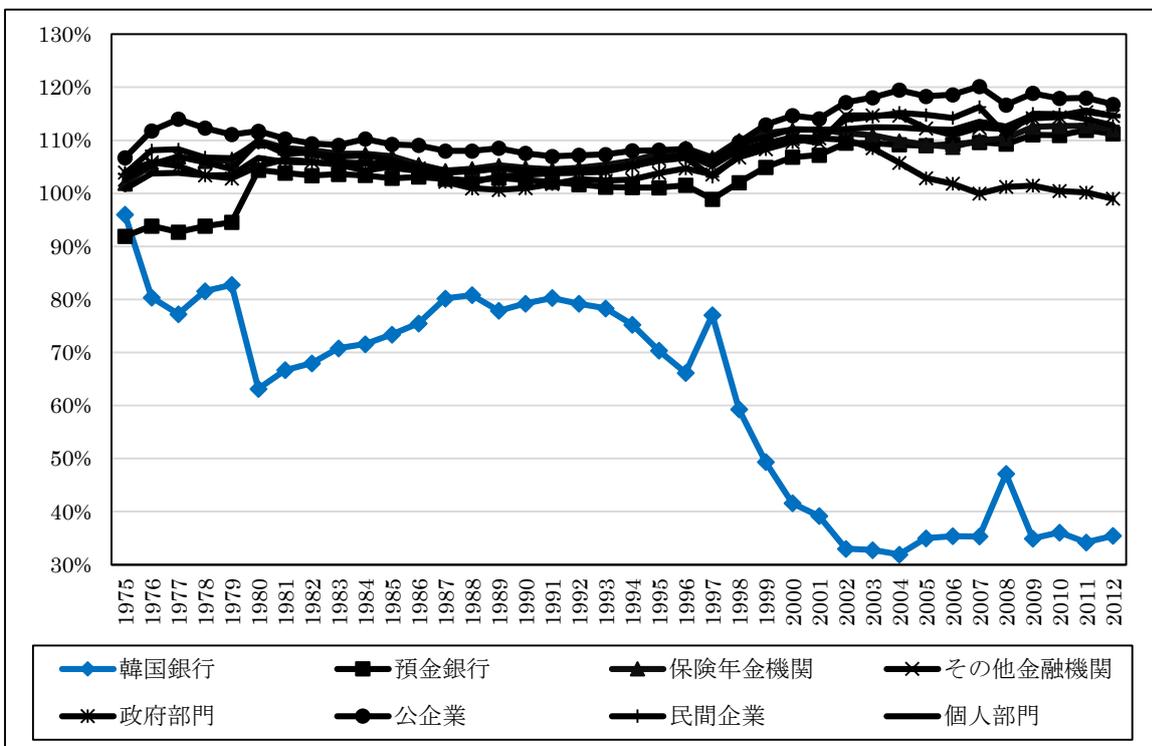
<図IV-18>で韓国の負債影響力係数から国外部門を除いた場合に最も大きな変化があらわれる制度部門は政府部門であり、1980 年代までは約 80%に縮小した。1990 年代にはいつてからは 90%を超えて、1993 年からは 100%より大きくなり、為替危機の翌年である 1998 年以外は 100%以上である。

一方、個人部門と保険年金機関はその動きが似ている。国外部門を除いたら個人部門は 1970 年代までに、保険年金機関は 1980 年代前半までに負債影響力係数が 110%以上に拡大する。その後はだんだん下がり 1997 年の為替危機の時期に両方とも若干上がる。

<図IV-18> 国外部門を除去した場合の韓国の負債影響力係数の変化



<図IV-19> 国外部門を除去した場合の韓国の資産影響力係数の変化



民間企業に関しては、最初は100%線の近くから始まった比率が徐々に下がり、1990年代後半から90%に急落する。つまり、金融自由化や金利自律化などが進んだ1990年代からは、企業部門の国外部門からの直接的や間接的な資金調達も活発になり、国外部門を消去する場合の負債影響力係数は小さくなることが想像される。以上で述べたように韓国の政府部門、個人部門、保険年金機関、民間企業の負債側は国外部門からの影響が作用されていることから、国外部門と密接な関係を持っていると言えよう。

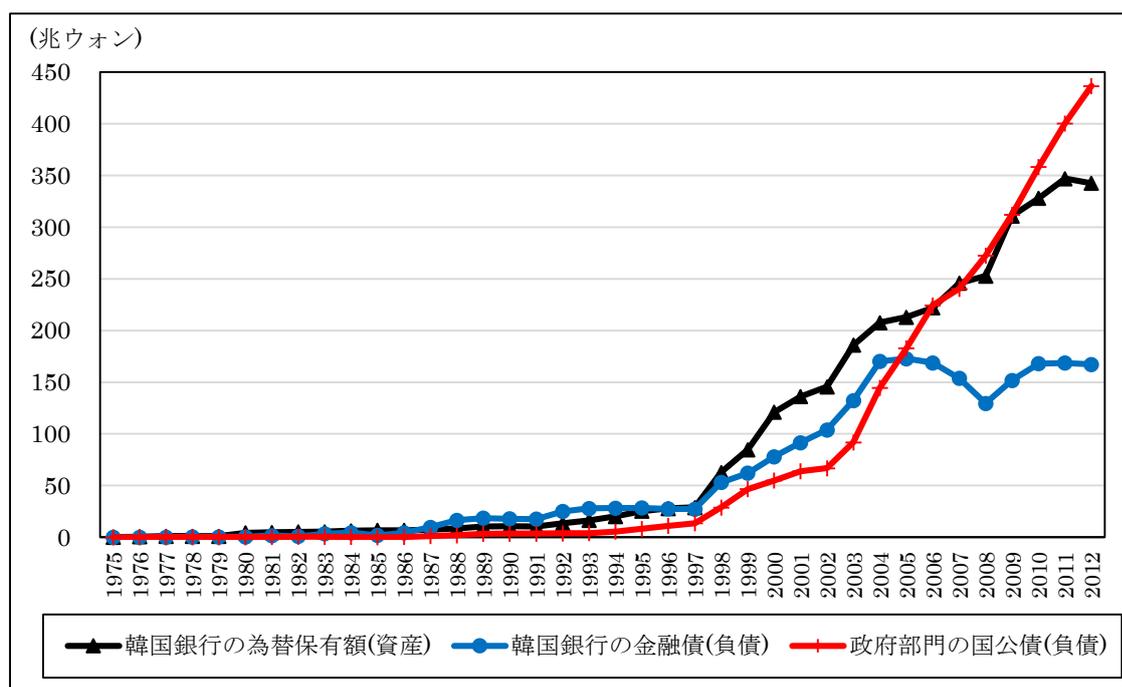
負債影響力係数と同じ技法で国外部門を除いた資産影響力係数の変化を意味する I_A の長期時系列が<図IV-19>である。資産影響力係数の変化で最も印象的な制度部門は激しい動きを見せる韓国銀行であり、全期間で韓国銀行以外の金融機関は保険年金機関が数年間だけ第II象限に移ることを除くと全て第I象限に、政府部門や個人部門は第II象限に、企業部門は第IV象限に位置する。

<図IV-19>で韓国銀行の数値は1975年の96.0%から1982年の68.0%まで落ちて、1997年の為替危機の前までは60%代~70%代を維持するが、為替危機の後からは下落し2004年には31.9%まで落ちる。その後は、2008年9月15日にアメリカの投資銀行であるリーマン・ブラザーズが破綻して世界的金融危機の大きな引き金になったリーマンショックが韓国にも影響を与えたと予想される2008年のみ47.1%まで上がったこと以外は、2000年代は30%代に留まっている。これは韓国銀行が国外部門と密接な関係を持つことを明確に見せる。国外部門を包含した場合の韓国銀行の資産影響力係数 $\omega_j^{Y^*}$ は、韓国でどの制度部門より大きい数値が得られた時期が多い。個人部門の資産影響力係数が最も大きく導出され、韓国銀行の資産影響力係数の順位が2番目であった1988年から1990年、1993年から1994年、1996年から1997年、2000年から2007年、そして2012年を除いては、全期間で韓国銀行の資産影響力係数が最も大きい。しかし国外部門を除去して資産影響力係数 $\omega_j^{Y^{\#}}$ を導出すると、韓国銀行の順位は急落する。1990年代までは企業部門よりは韓国銀行の資産影響力係数が大きいものの、2000年にはいつてからは韓国銀行の資産影響力係数はどの制度部門より小さい。韓国銀行の特徴は、韓国銀行が通貨安定証券で吸収した資金で、国を代表して為替に投資することである。資金循環表上で為替保有額という資産は1980年から韓国銀行だけが持つ。この為替保有額と通貨安定証券の金額は1980年後半から現在まで割合は100%に近いが、1980年代から1997年の為替危機前までは通貨安定証券が多く、為替危機以降は、次の危機への対策として韓国銀行が為替保有額を貯めているため為替保有額が大きい。

<図IV-20>を見ると為替危機以降に韓国銀行が資産側の為替保有額を増やしていることが観察される。<図IV-20>は韓国銀行の為替保有額と共に、政府部門の負債側の国公債や韓国銀行の負債側の金融債、つまり通貨安定証券を表わす。通貨安定証券は経常収支黒字や外国人投資で通貨量が増えたときに物価安定のため発行する債券で、現在の発行可能限度は総通貨M2の50%以

内である。通貨安定証券は国公債と利回りがほぼ同じで、韓国では国公債の役割を担当し、通貨安定証券は1年の短期物が多くて国公債は3年物など長期債券が多い。資金循環表でその金額を比較して見ると、1980年代の通貨安定証券は国公債の10倍にも至る。為替金融危機の後には国公債が急増したが、それでも2004年までは通貨安定証券の方が大きかった。以上のように韓国銀行の国外部門との密接な関係は、韓国銀行の為替保有額や通貨安定証券の発行から説明される。

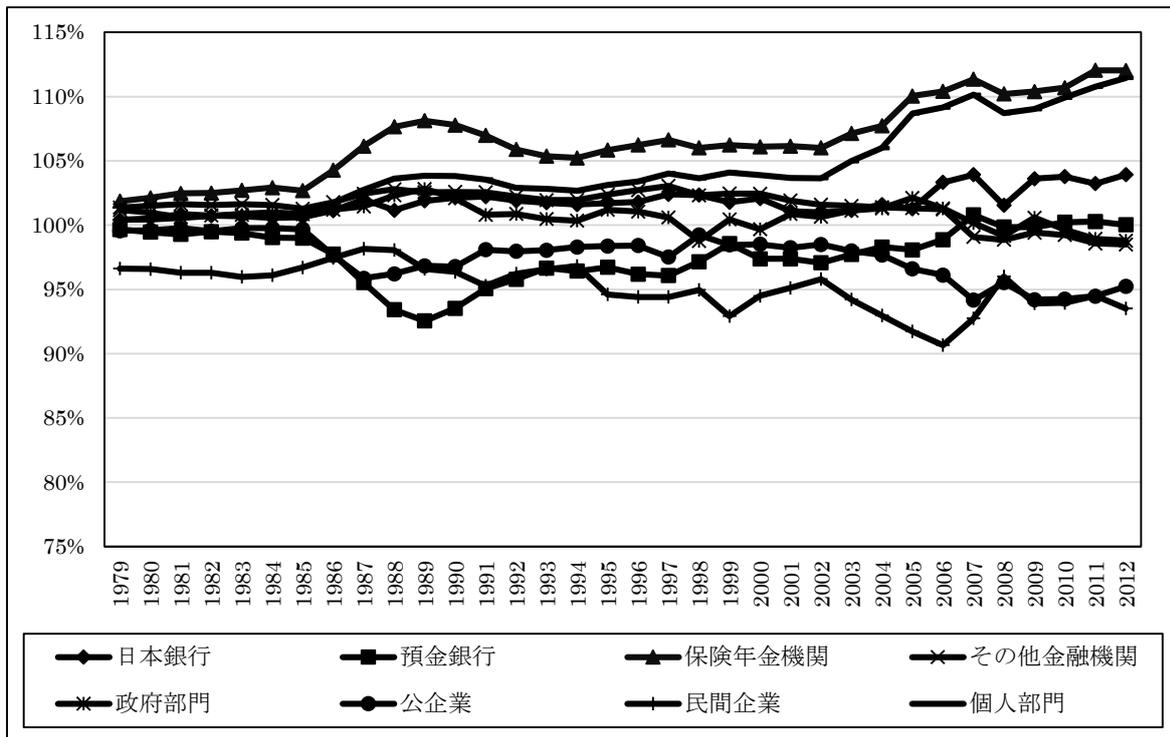
<図IV-20> 韓国の中央銀行の為替保有額(資産)や中央銀行と政府部門の債券(負債)



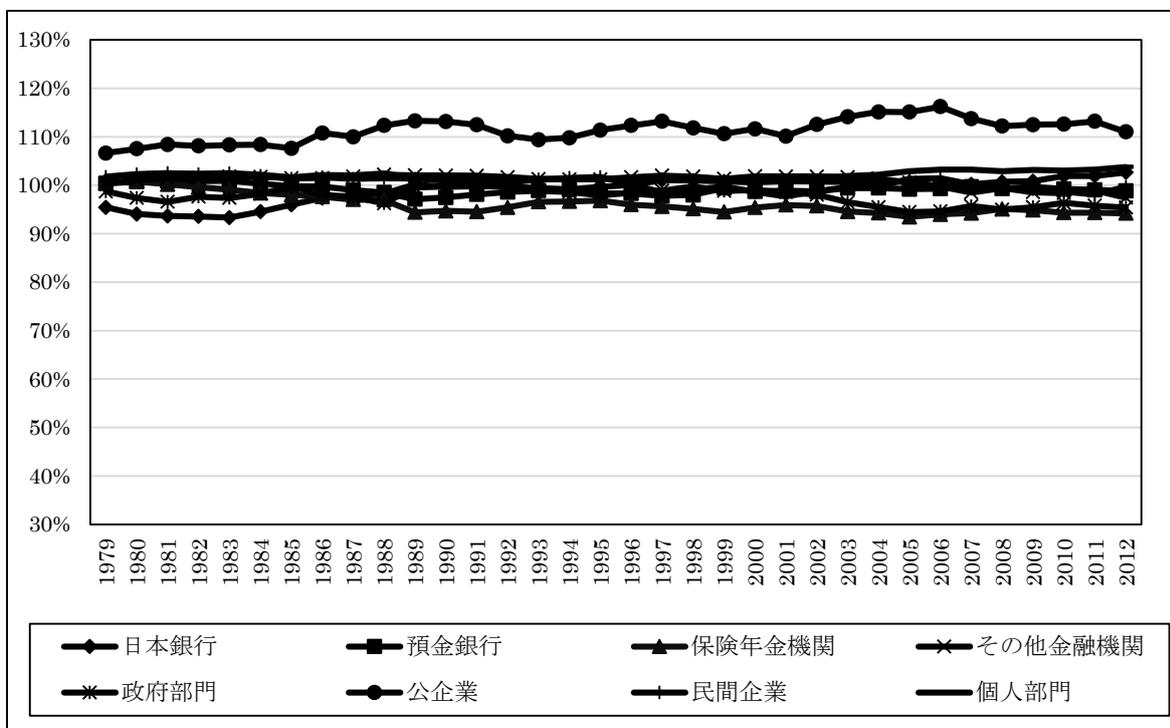
3) 日本の国外部門を除去した負債・資産影響力係数の分析

日本の国外部門を除いた場合の負債影響力係数の変化の指標 I_L の長期時系列を<図IV-21>から観察すると、前項での韓国の場合と同じく個人部門や保険年金機関は100%線を超えていて、企業部門や預金銀行は100%線の下にあらわれる時期が多い。日本の場合も国外部門を除くと個人部門や保険年金機関の負債影響力係数が大きくなるが、韓国と異なる面は、韓国は時間の流れと共に100%線に近付いて行くという、つまり国外部門からの影響が縮小する傾向であったが、日本の場合はだんだん大きくなり、近年は110%線を超えて2012年には個人部門や保険年金機関の両方も約112%まで上がっている。一方、企業部門も韓国の場合と同様に国外部門を除去したら負債影響力係数が小さくなるが、1990年代後半からは民間企業の負債影響力係数が最も縮まり、韓国と同じ傾向を見せる。

<図IV-21> 国外部門を除去した場合の日本の負債影響力係数の変化



<図IV-22> 国外部門を除去した場合の日本の資産影響力係数の変化



国外部門を除去した場合の負債影響力係数の変化が韓国と最も異なる制度部門は政府部門で、激しい変化を表わした韓国の政府部門の負債影響力係数とは真逆に、日本の政府部門は全期間に掛けて 99%から 103%までの範囲で安定した様子で、国外部門の有無に関わらずその負債影響力係数はほとんど変わらない。

＜図IV-22＞で国外部門の除いた場合の日本の資産影響力係数の変化の指標 I_A の長期時系列を見ると、韓国の場合と同じく係数が最も大きく変わる制度部門は公企業で、韓国と日本の両国とも 110%線の近くであられる。韓国の場合は、韓国銀行の資産影響力係数が急落する代わりに、1970 年代の預金銀行以外は全ての制度部門が全期間に掛けて 100%以上になっていて、国外部門を外すと資産影響力係数が大きくなるが、日本の場合は金融機関や政府部門は小さくなる。しかし日本のその変化は僅かなもので、特にその他金融機関や個人部門はほとんど 100%線に近付いていて、日本銀行も 1990 年代からは 100%線に近づく。日本の民間企業を見ると最初は 100%線に近かったのが、1990 年代後半からだんだん小さくなって行く。日本の民間企業は近年にはいって資産保有を増やしていることを前節でも述べたが、資産保有の増加を貸借対照表の資産表から見ると、最近では流動性預金以外にも特に対外直接投資や対外証券投資などの金融項目の保有が増えていた。つまり、日本の民間企業は国外部門の資産と密接な関係を結ぶようになり、国外部門を除去した場合は資産影響力係数が小さく導出されると考えられる。

前項の＜図IV-18＞と＜図IV-19＞で見た韓国の I_L や I_A の長期時系列の変動に比べたら、本項での日本の＜図IV-21＞と＜図IV-22＞は 100%線の近くで割と安定的に収まっているため、日本での国外部門からの影響は、韓国よりは比較的小さいと言えよう。

2-4. 韓国と日本の長期時系列を用いた負債・資産影響力係数の比較分析の結果

本稿では韓国と日本という、近くて遠い 2 つの国の資金循環勘定を用いて負債影響力係数や資産影響力係数を比較した。両国の 1970 年代から 2012 年までの 30 年間以上の長期時系列データから負債影響力係数や資産影響力係数を計算して両国の各制度部門のどのように位置付けられるかを観察しながら比較分析を試みた結果、韓国と日本の政府部門、中央銀行、国外部門はその役割が大きく異なっていた。黒字である韓国の政府部門は資産影響力係数が大きくて負債影響力係数が小さく、個人部門と同じように第Ⅱ象限に位置していて、他の制度部門へ資金を供給する立場である。反面、日本の政府部門は負債影響力係数が大きくて第Ⅰ象限にはいっていたのが、1990 年代後半からは資産影響力係数が減少し、企業部門のように第Ⅳ象限に位置して、韓国の政府部門とは逆に資金需要部門になっている。代わりに近年では日本は中央銀行である日本銀行が、

個人部門の位置する第Ⅱ象限に移動している。多額の国債の発行する日本の政府部門に比べて、韓国では中央銀行である韓国銀行が発行する金融債、つまり通貨安定証券が 2004 年までは韓国の政府部門が発行する国公債より大きかった要因もあり、日本の政府部門の担う役割が韓国では中央銀行にある程度は任されていると言えよう。そして近年にはいって日本の民間企業は資産影響力係数が大きくなり、2010 年からは通常企業部門の位置する第Ⅳ象限から第Ⅰ象限に移動されていて、金融資産の保有を増やし実物への投資活動が弱まった日本の民間企業が直面した問題点を反映する結果となった。

国外部門の影響を除去した負債影響力係数や資産影響力係数の変化の二国の比較分析では、本稿では国外部門を除去した場合の負債影響力係数の変化を I_L 、資産影響力係数の変化を I_A という比較指標を考案して分析に用いた。韓国で負債影響力係数の比較指標の I_L は 1980 年代までの政府部門から著しい変化があらわれた。資産影響力係数の比較指標 I_A の場合は韓国の中央銀行である韓国銀行から急激な変化があらわれた。国外部門の影響を除くと韓国銀行の I_A は時間の流れと共に縮小して行き、2000 年代にはいるとその数値は国外部門を包含する場合の係数の約 30%まで落ちる。韓国銀行は国外部門と密接な関係を持っていることが明らかで、この傾向は近年になると一層深まる。韓国銀行は通貨安定証券を発行して外貨を保有するが、これは韓国銀行が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になっているシステムからあらわれる現象であろう。日本は国外部門を除去した場合の比較指標の I_L や I_A の数値は 100%線に近く、その変動も比較的小さくて、韓国と比べると国外部門からの影響が少ない。

以上のように韓国と日本の各制度部門が果たす役割は大きく異なっていて、国外部門の影響を除去することでその傾向がより明瞭に観察される。本稿での比較分析を通じて、両国の各制度部門の役割の特徴や金融システムの差異が一層明らかになったと言えよう。

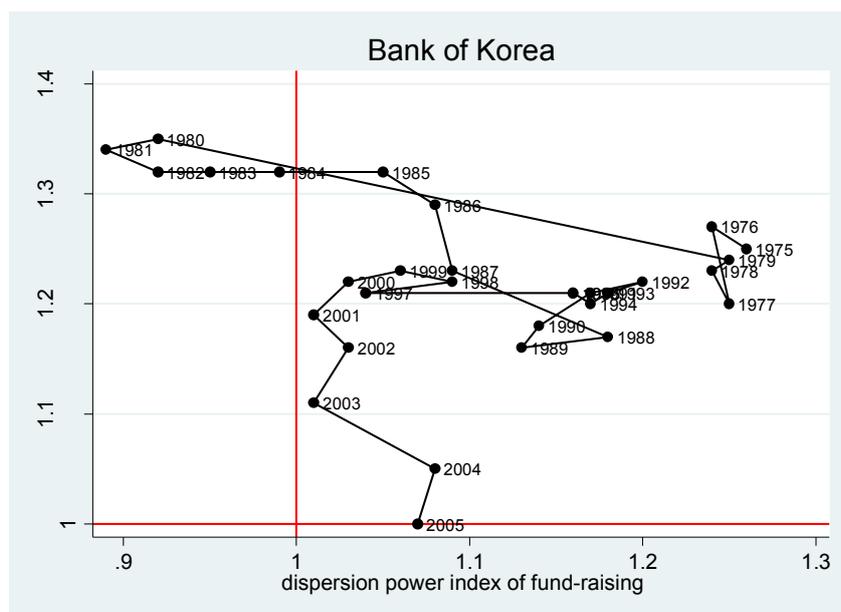
補論. 韓国と日本の各制度部門の負債・資産影響力係数の長期時系列の比較分析

補論では韓国と日本の資金循環勘定の年度別資料から負債影響力係数と資産影響力係数を導出して、各制度部門の負債影響力係数や資産影響力係数の推移をあらわした散布図を観察しながら両国の各制度部門の位置付けや特徴を把握する。

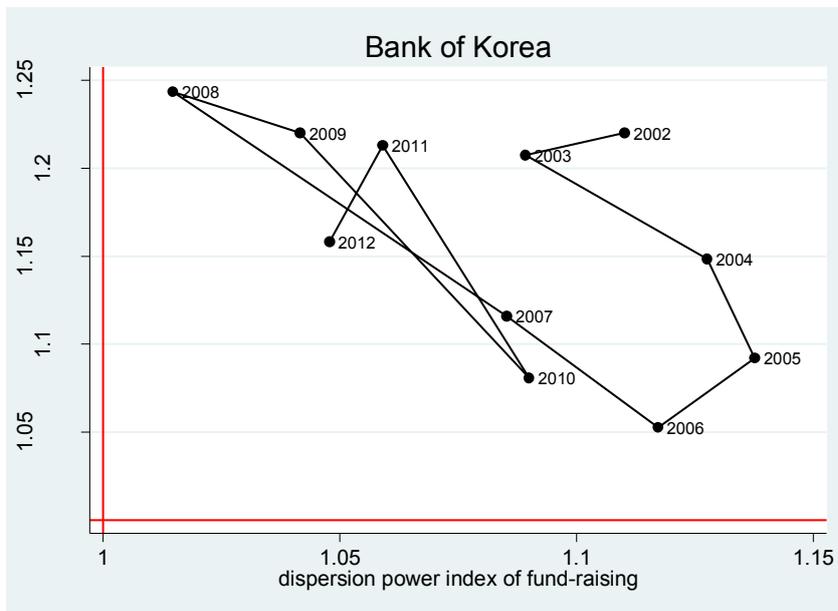
(1) 中央銀行

<図IVA-1>を見ると、韓国の中央銀行である韓国銀行は約30年間に至って負債影響力係数が0.89から1.26の範囲に、資産影響力係数が1.00から1.35の範囲に散らばっている。負債影響力係数が0.9代に落ちて第II象限に入る1980年から1984年の5年間の除いては、全てが第I象限に位置する。1975年に1.25である資産影響力係数は1980年代前半には1.3代に上がり、1990年代には1.2代に留まっていたが、2000年代に入ってから1.1代に下落する模様で、2005年には1.00まで落ちる。韓国の93SNAベースのデータからの韓国銀行の負債影響力係数と資産影響力係数の散布図は<図IVA-2>で、68SNAベースのデータと時期の被る2002年から2005年に関しては、93SNAベースの資料からの方が、負債影響力が若干小さくて資産影響力係数が大きい。2002年から2012年まで全ての時期の影響力係数が第1象限に位置する。資産影響力係数は68SNAベースのデータからのように、2006年までは小さくなるが、サブプライム住宅ローン危機が起きた2007年からは大きくなり、リーマンショックがあった2008年には1.24まで高まる。

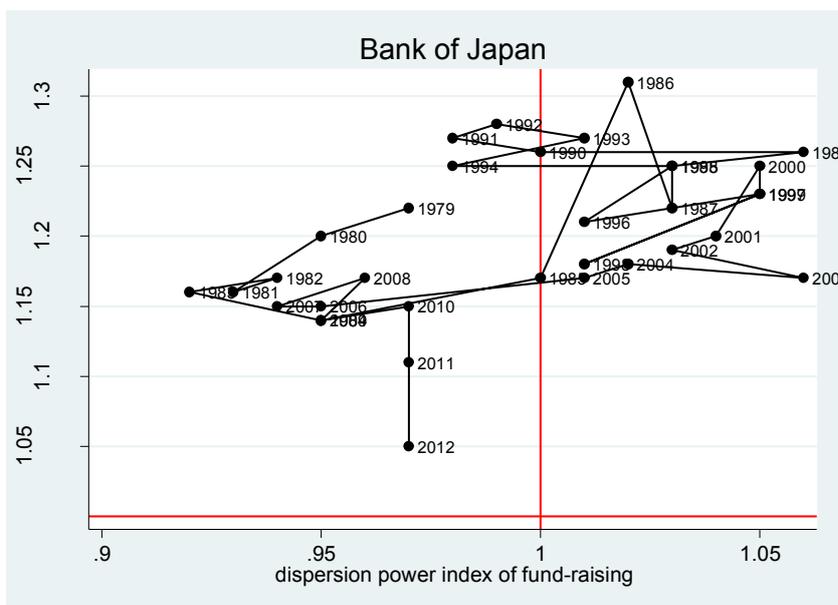
<図IVA-1> 韓国銀行の負債・資産影響力係数の推移 (68SNA ベース)



＜図IVA-2＞韓国銀行の負債・資産影響力係数の推移(93SNA ベース)



＜図IVA-3＞日本銀行の負債・資産影響力係数の推移(93SNA ベース)



一方、日本の中央銀行である日本銀行は＜図IVA-3＞のように、第Ⅰ象限と第Ⅱ象限に半分ずつあらわれる。資産影響力係数は韓国銀行と同じく約30年間に掛けて1を超えていて、その範囲は1.14から1.27と割と安定的である。1979年に1.22から始まったこの係数は1980年代に入って1.1代に落ちるが、1980年代後半に1.2代に上がって、2003年から再び1.1代に落ちる。資産影響力は韓国と同じく大体1.2代に散らばっているが、2000年代に入ってから1.1代に下が

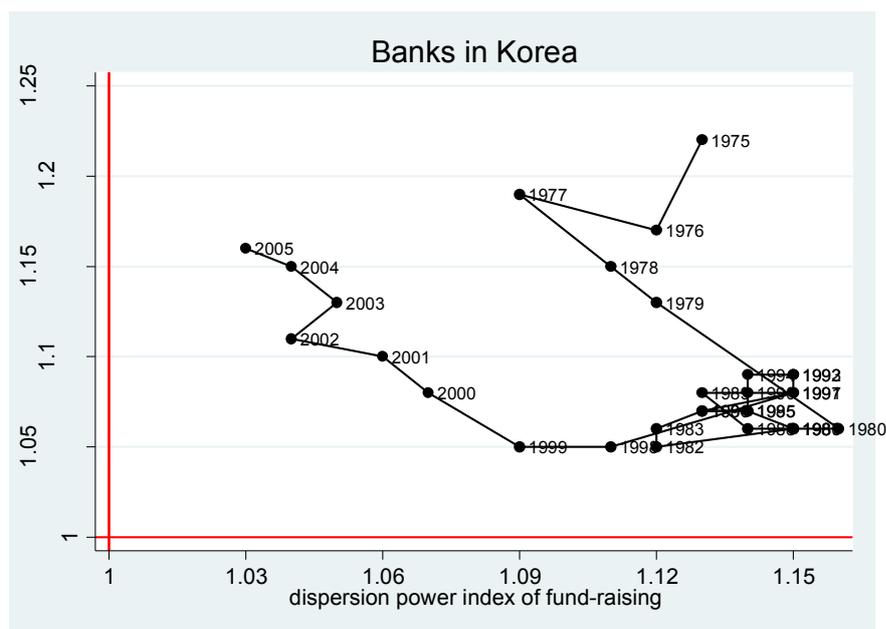
って、2011年には1.03まで落ちる。つまり、両国とも資産影響力係数が2000年代に入ってから落ちる傾向がある。負債影響力係数は1より小さい時期が半分くらいあって、韓国銀行より資金調達に活発ではない。この現象は韓国の中央銀行の場合は債券発行、つまり通貨安定証券を通じた資金調達が活発な特徴があるため、日本の中央銀行より負債影響力が大きく、主に第1象限に位置する。

(2) 預金銀行

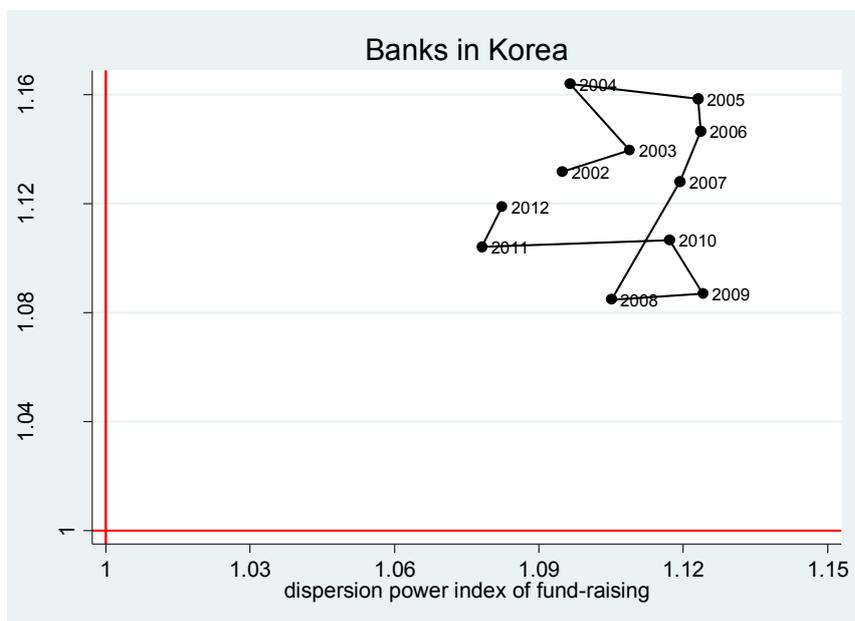
預金銀行は、韓国の場合には<図IVA-4>と<図IVA-5>のように約40年間に渡って第I象限の中に入る。<図IVA-6>で負債影響力係数は1.1代に散らばっていたが、1999年から1.0代に落ちて2005年には1.03である。資産影響力係数は1975年の1.22から落ちて1980年代からは1.0代に安定的に留まっていたが、2000年代に入ってから負債影響力係数とは逆のその係数が上がって、2005年には1.16である。

2005年の場合、<図IVA-4>の68SNAベースから見ると2004年に比べて負債影響力係数は小さく、資産影響力係数は大きくなっているが、<図IVA-5>の93SNAベースから見ると<図IVA-4>とは反対に2005年は2004年に比べて負債影響力係数は大きく、資産影響力係数は小さくなっている。その後は金融危機が起きた2008年まで資産影響力係数が下落して、最近の2011年や2012年は負債影響力係数が小さくなって行くが、全ての分析対象期間中に第I象限に留まり、負債影響力や資産影響力が比較的に大きい。

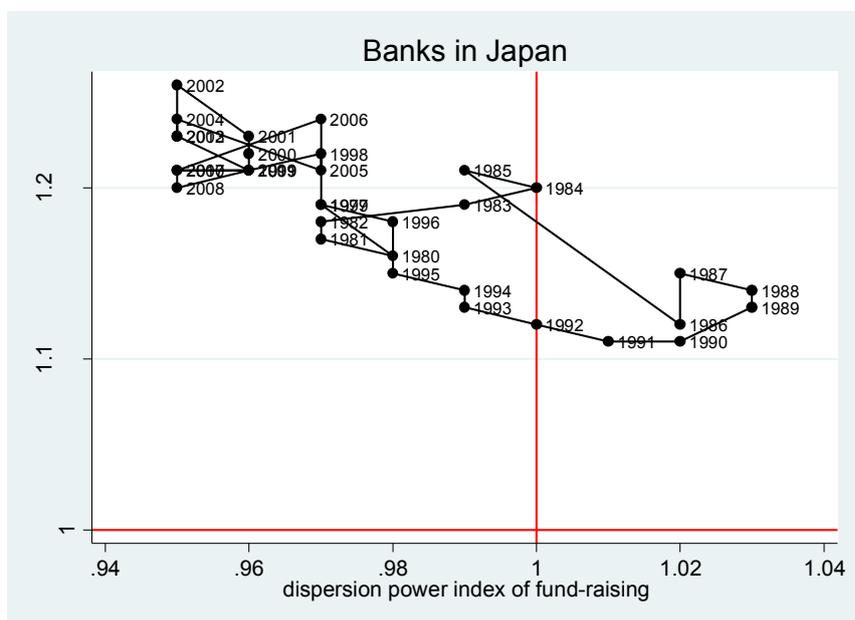
<図IVA-4> 韓国の預金銀行の負債・資産影響力係数の推移(68SNAベース)



<図IVA-5> 韓国の預金銀行の負債・資産影響力係数の推移(93SNA ベース)



<図IVA-6> 日本の預金銀行の負債・資産影響力係数の推移(93SNA ベース)



一方、<図IVA-6>を見ると日本の預金銀行は第I象限に入る1986年から1992年までを除いては第II象限に入り、中央銀行のように韓国に比べて負債影響力が比較的小さい。日本の場合

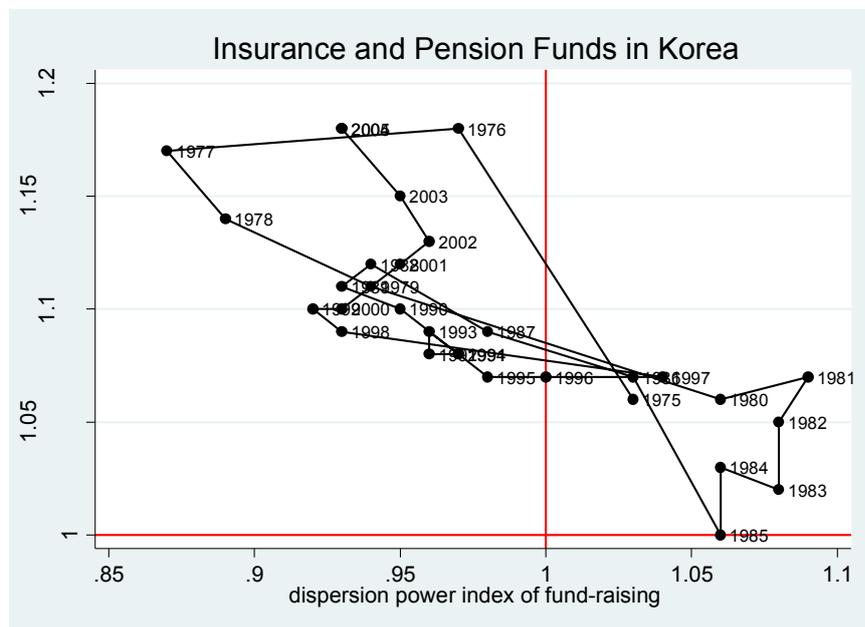
は 1980 年代後半には中央銀行や預金銀行の両方とも第 I 象限に位置し、この時期は金融機関の資金調達が他の時期に比べて活発的である。

(3) 保険年金機関

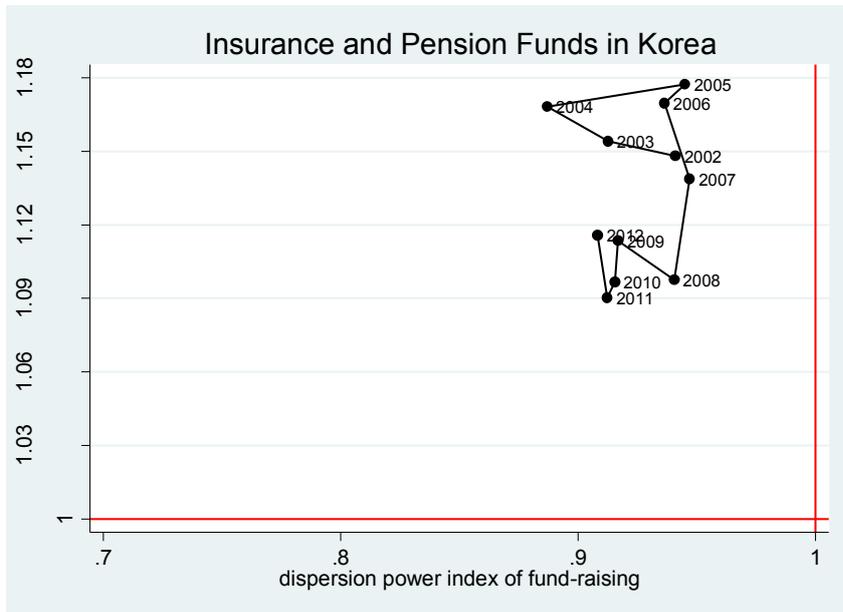
保険年金機関は、韓国では<図IVA-7>を見ると、第 I 象限から第 II 象限に移動して行く動きが見える。第 I 象限に入る 1975 年、1980 年から 1986 年までの 7 年間、1996 年、そして為替金融危機が起きた 1997 年の年度を除いては第 II 象限に入り、負債影響力係数が小さくなる傾向がある。そして<図IVA-8>の 93SNA ベースから見ると、最近資産影響力係数も落ちる傾向があるが、全ての期間中に第 II 象限にあらわれる。これは韓国の中央銀行が第 II 象限に入る 1980 年代前半を除いては、全ての期間中に第 I 象限に位置する現象とは真逆の様子である。

一方、<図IVA-9>であらわれたように日本の保険年金機関の場合は負債影響力係数が約 0.7 代に、資産影響力係数は約 1.1 代に留まって、韓国の保険年金機関に比べ、その動きは安定的である。

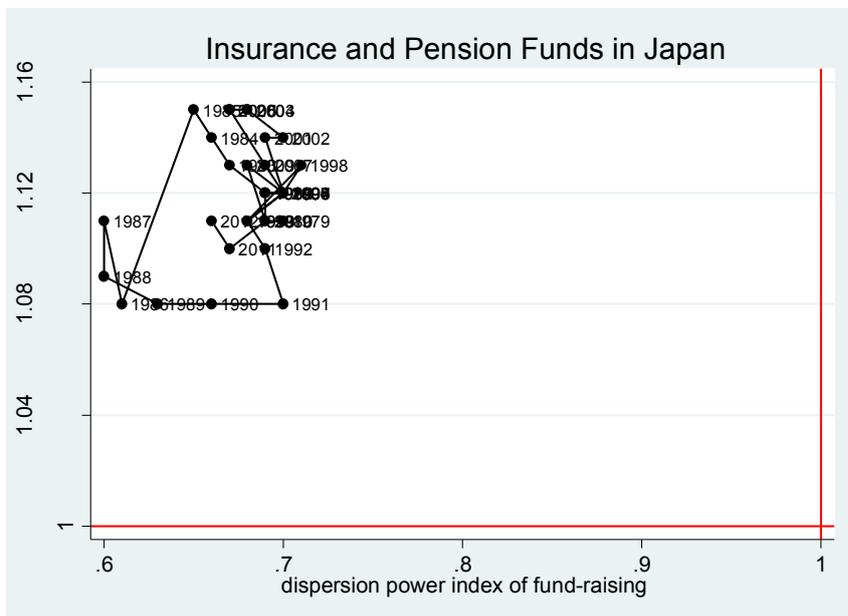
<図IVA-7> 韓国の保険年金機関の負債・資産影響力係数の推移 (68SNA ベース)



<図IVA-8> 韓国の保険年金機関の負債・資産影響力係数の推移 (93SNA ベース)



<図IVA-9> 日本の保険年金機関の負債・資産影響力係数の推移 (93SNA ベース)

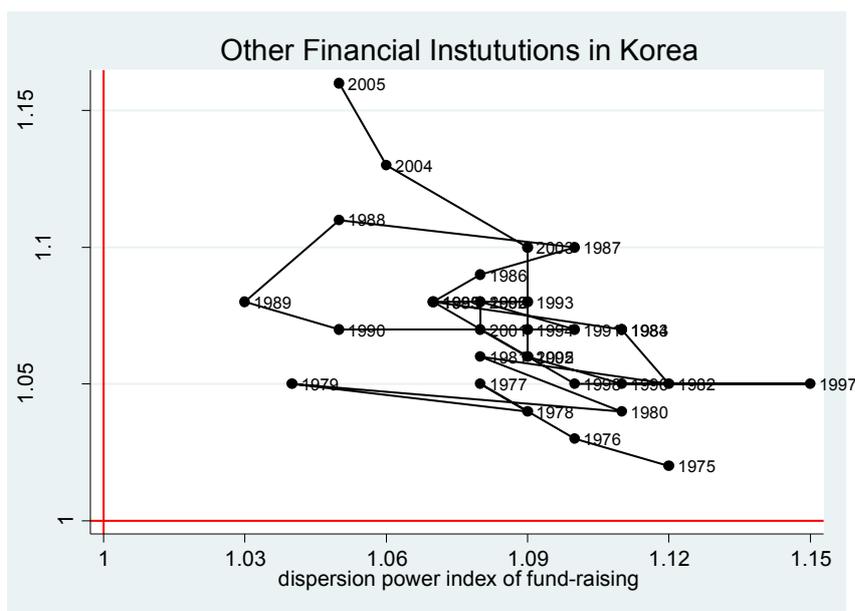


(4) その他金融機関

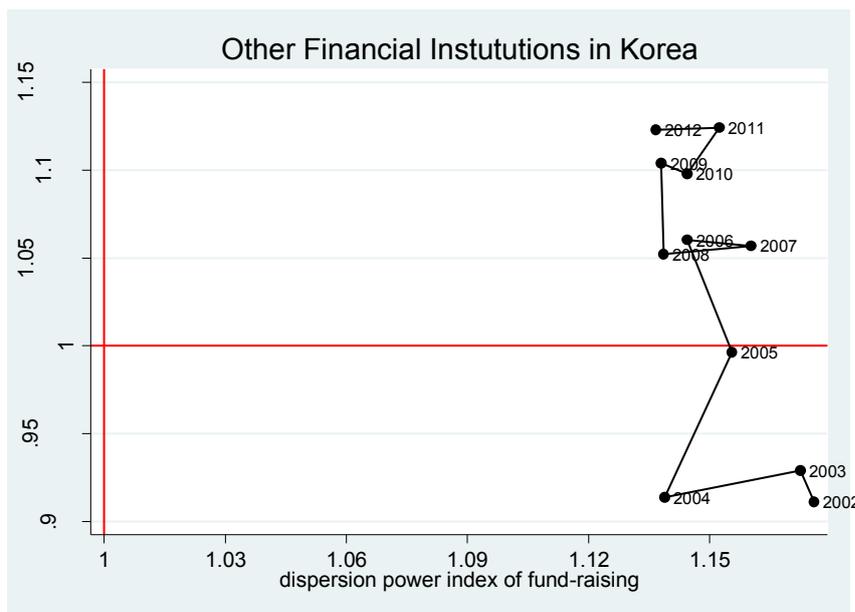
その他金融機関は、<図IVA-10>の韓国の 68SNA ベースのデータからの時期と、<図IVA-12>の日本の全ての区間が第 I 象限に入る。特に日本のその他金融機関の負債影響力係数は 1.11 か

ら 1.14 の範囲に入り、韓国の係数より変動の幅が小さい。韓国は為替金融危機が起きた 1997 年にその他金融機関の負債影響力係数が 1.15 まで上がって、一番右の方に 1997 年度が位置する。一方、＜図IVA-11＞の韓国の 93SNA ベースのデータからの係数は、68SNA ベースのデータでは第 I 象限に位置した 2002 年から 2005 年が、第 II 象限に移っているが、2006 年からは第 I 象限に戻っていることから、両国ともその他金融機関は主に第 I 象限に位置すると言えよう。

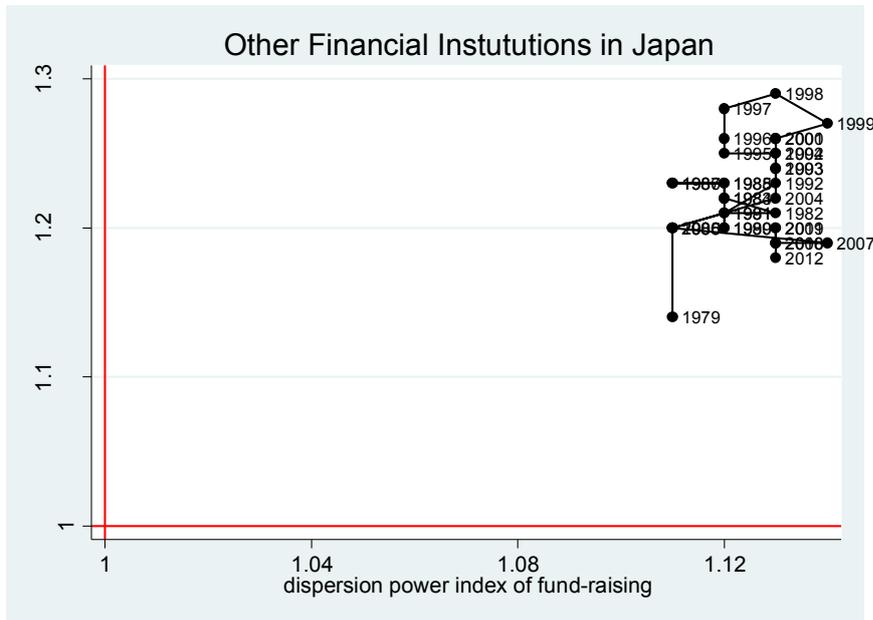
＜図IVA-10＞韓国のその他金融機関の負債・資産影響力係数の推移(68SNA ベース)



＜図IVA-11＞韓国のその他金融機関の負債・資産影響力係数の推移(93SNA ベース)



<図IVA-12> 日本のその他金融機関の負債・資産影響力係数の推移(93SNA ベース)



(5) 政府部門

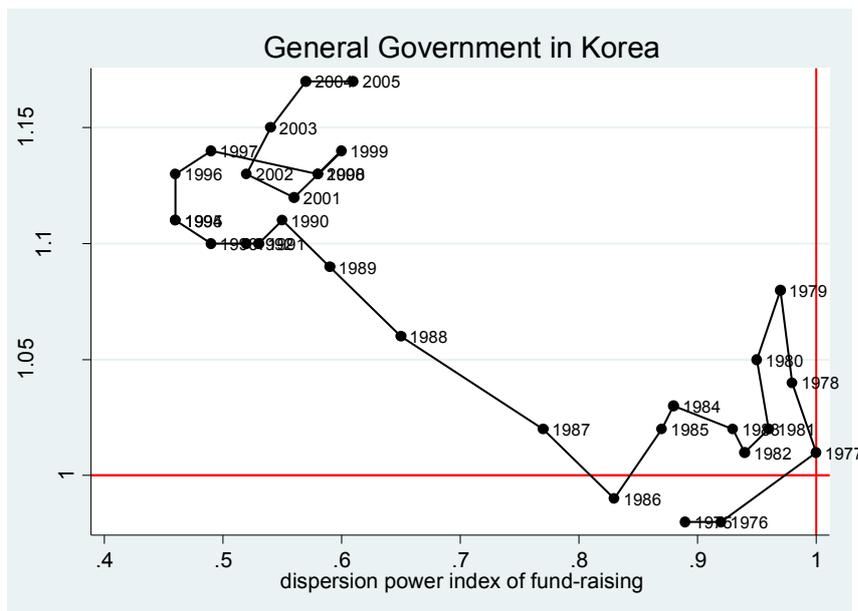
政府部門は、<図IVA-13>を見ると韓国では 1975 年、1976 年、1986 年に資産影響力係数が 0.98、0.99 と落ちて第Ⅲ象限に入ったが、他の時期は家計部門のように全て第Ⅱ象限に入る。負債影響力係数は時間の流れと共に下がる傾向があるが、逆に資産影響力係数は上がる傾向である。つまり、韓国の政府部門の資金の調達力はだんだん小さくなって行くと言えよう。<図IVA-14>の 93SNA ベースのデータからの係数を見ると、2005 年から最近までは負債影響力係数が若干大きくなっている。

一方、日本の政府部門は<図IVA-15>であられるように、韓国とはかなり異なる傾向を見せるが、日本の政府部門は第Ⅰ象限から第Ⅳ象限にその位置付けが移動する。負債影響力係数は 1.13 から 1.19 の範囲に入り比較的安定である。しかし資産影響力係数は、1979 年の 1.04 からスタートして 1980 年代前半に 0.9 代に落ちて、1986 年には再び 1.20 まで上がるが、その後は減少する傾向で、1997 年から 1 以下になって、2011 年には 0.64 にまで落ちて、韓国の政府部門とは全く異なる様子を見せる。

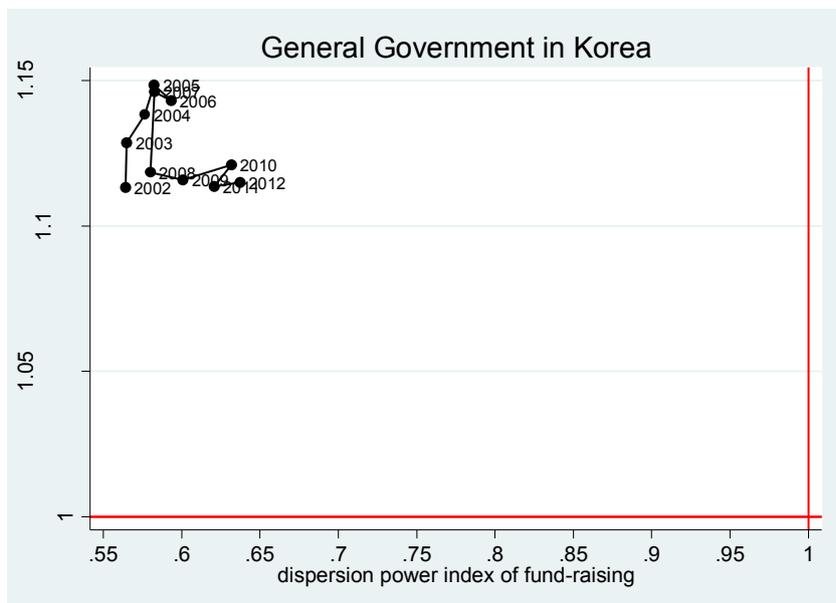
これらの 3 つの図を通じて観察される両国の特徴は、韓国の政府部門が最大の貯蓄超過部門である個人部門のように第Ⅱ象限に位置し、他の制度部門へ資金を供給する資産影響力が強く、負債影響力が小さき特徴がある反面、日本の政府部門は、1997 年からは最大の負債超過部門である

企業部門のように第IV象限に移動し、他の制度部門から資金を調達して来る負債影響力が強くなっていることである。

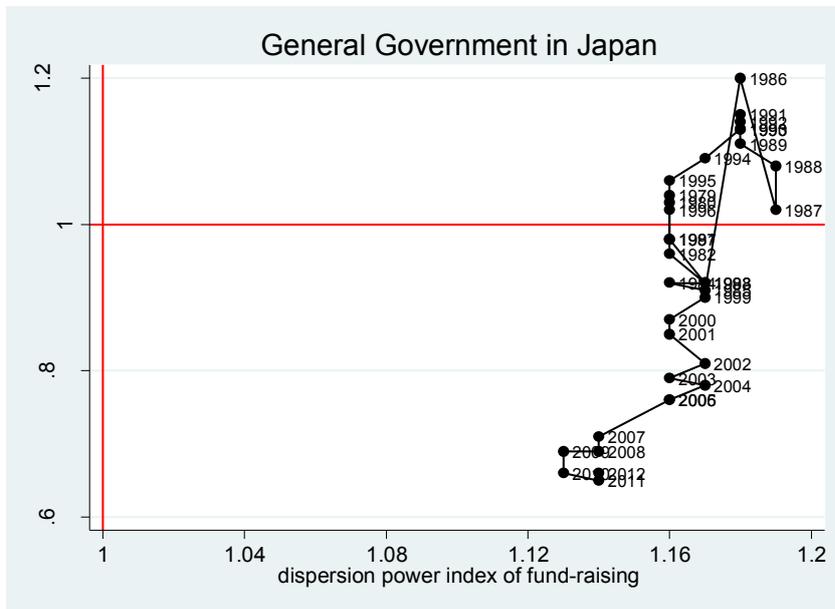
<図IVA-13> 韓国の政府部門の負債・資産影響力係数の推移 (68SNA ベース)



<図IVA-14> 韓国の政府部門の負債・資産影響力係数の推移 (93SNA ベース)

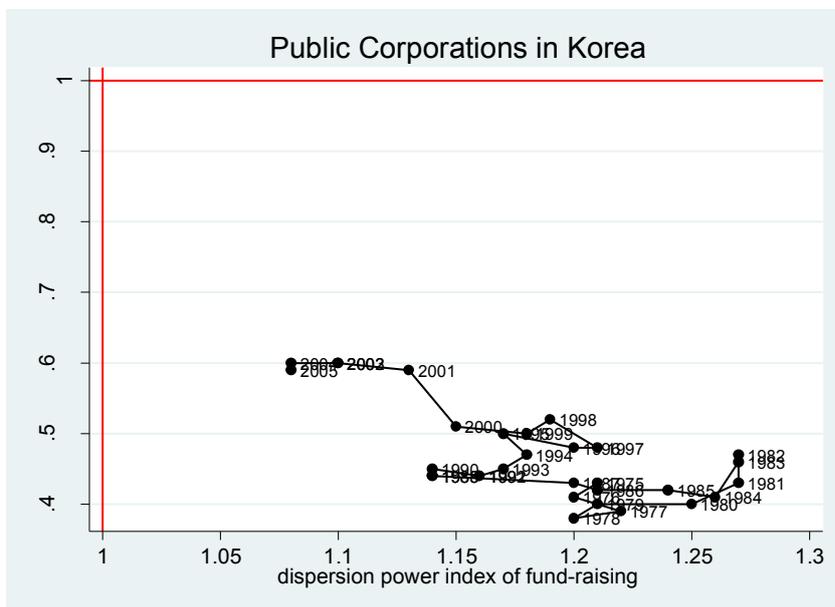


<図IVA-15> 日本の政府部門の負債・資産影響力係数の推移(93SNA ベース)



(6) 公企業

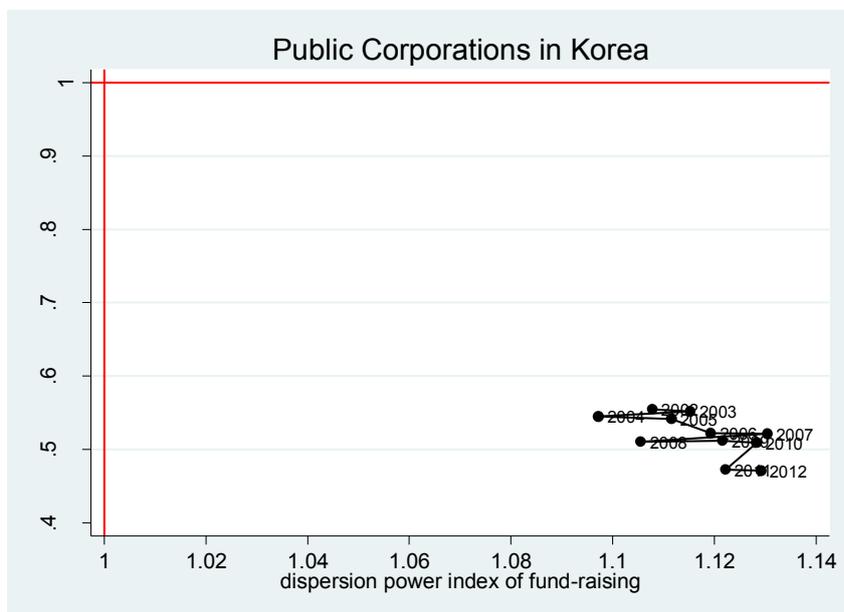
<図IVA-16> 韓国の公企業の負債・資産影響力係数の推移(68SNA ベース)



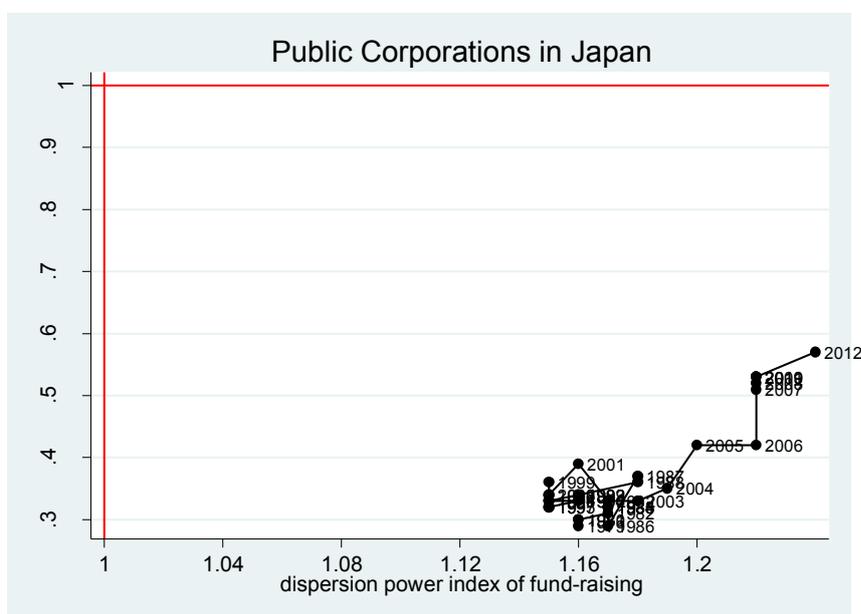
韓国の公企業は<図IVA-16>のように第IV象限に入るが、政府部門と同じく負債影響力係数は1.2代から1.1代に下り、資産影響力係数は0.4代から0.6代に上がる傾向がある。<図IVA-17>の93SNAベースのデータからも全ての期間中に第IV象限に位置する。日本の場合も<図IVA-18

＞のように公企業は第Ⅳ象限に入るが、2000年代に入ってから負債影響係数も資産影響係数も上がって行く。

＜図ⅣA-17＞ 韓国の公企業の負債・資産影響係数の推移 (93SNA ベース)



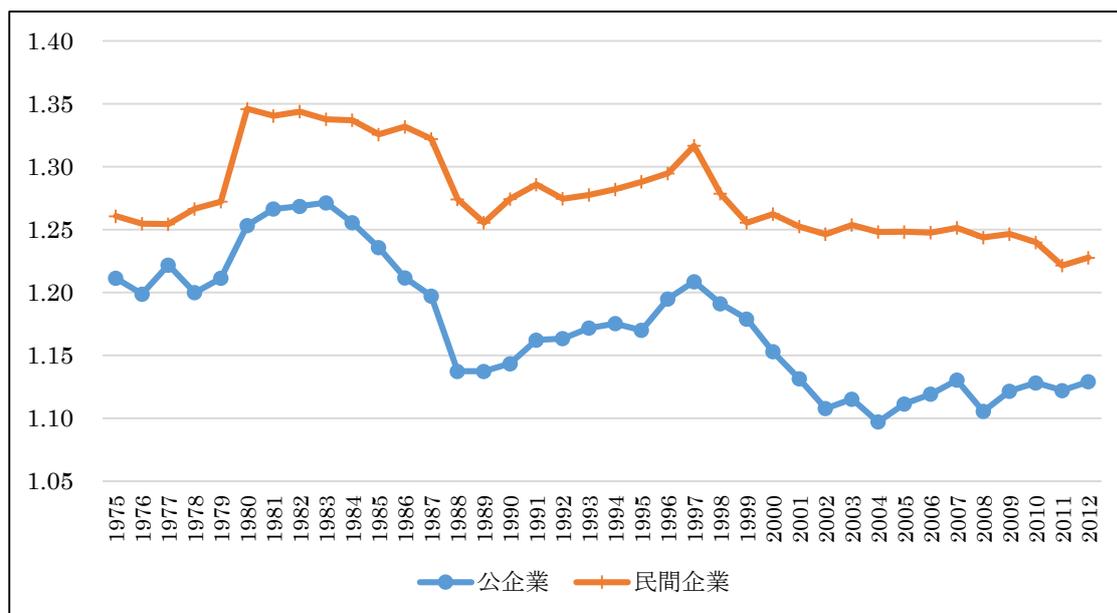
＜図ⅣA-18＞ 日本の公企業の負債・資産影響係数の推移 (93SNA ベース)



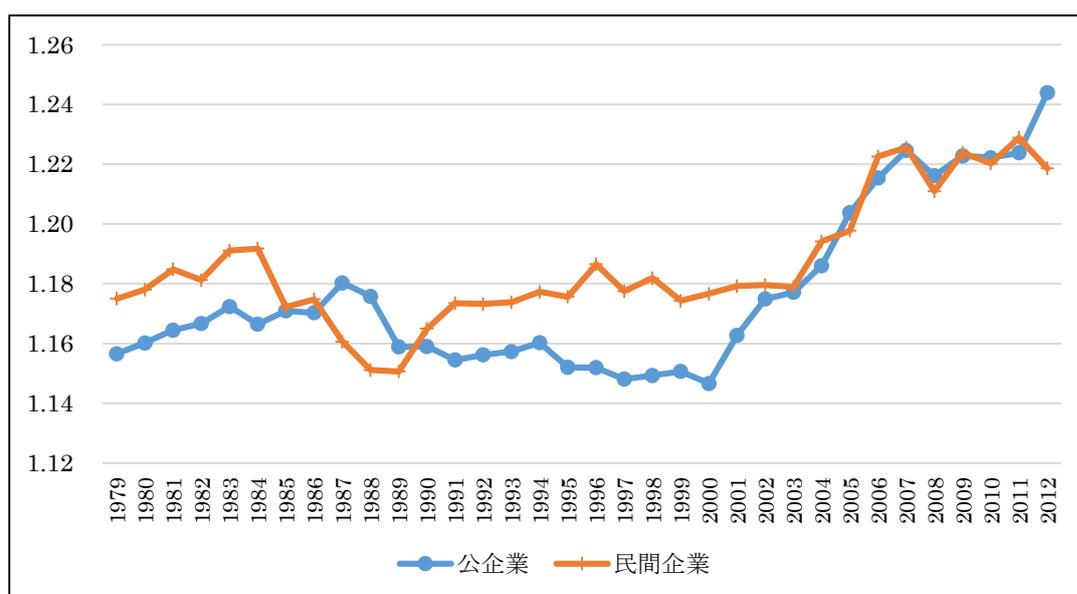
そして韓国との異なる面は、＜図ⅣA-19＞と＜図ⅣA-20＞であらわれたように、韓国は民間企業の負債影響係数が公企業の負債影響係数に比べ極めて大きくて、民間企業の資金調達活動

が一番活発であるが、日本の場合は1987年から1989年や、2005年、2008年、2010年は公企業の負債影響力係数が僅かであるが民間企業の負債影響力係数より大きくて、2012年の場合は前章でも確認したように、公企業が1.24で民間企業が1.22と、日本の民間企業の負債影響力係数は最近公企業に比べて弱まって行く現象が起きている。

<図IVA-19> 韓国の公企業や民間企業の負債影響力係数(68SNA ベース, 2002年から93SNA ベース)



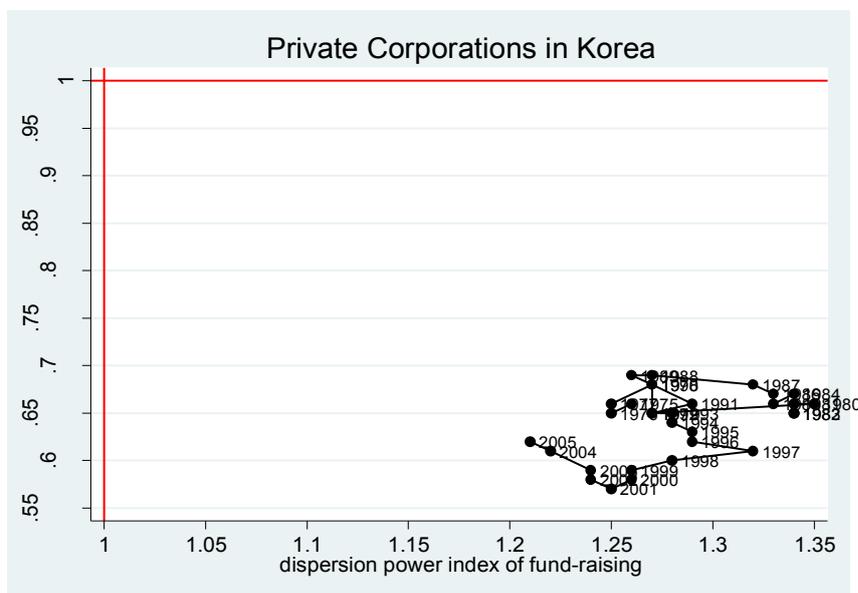
<図IVA-20> 日本の公企業や民間企業の負債影響力係数の推移(93SNA ベース)



(7) 民間企業

韓国の民間企業も<図IVA-21>で見るように、公企業と同じく第IV象限に位置するが、負債影響係数は1.2代~1.3代の範囲に、資産影響係数は0.5代~0.6代に入って、公企業よりその係数が若干大きい。<図IVA-22>の93SNAベースのデータから求めた係数を見ると、データが始まる2002年に比べ、最近では負債影響係数の資産影響係数の両方とも多少は減少する傾向があるが、第IV象限の範囲内に位置する。

<図IVA-21> 韓国の民間企業の負債・資産影響係数の推移(68SNAベース)

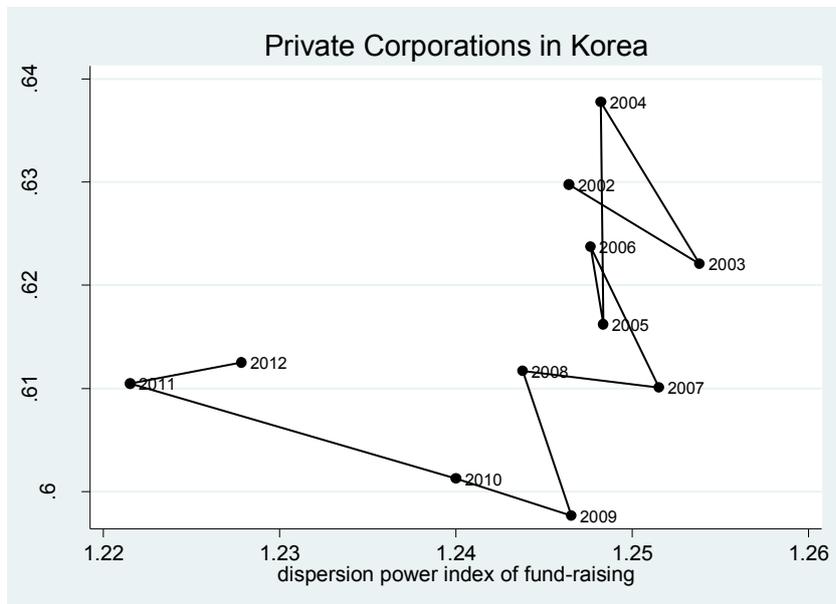


しかし、日本の民間企業は<図IVA-23>であられるように、最初は第IV象限に位置していたが、資産影響係数が2000年代に入ってから急上昇して2010年からは第I象限に移動した。特に2011年の場合が1.03と資産影響係数が一番大きく導出された。

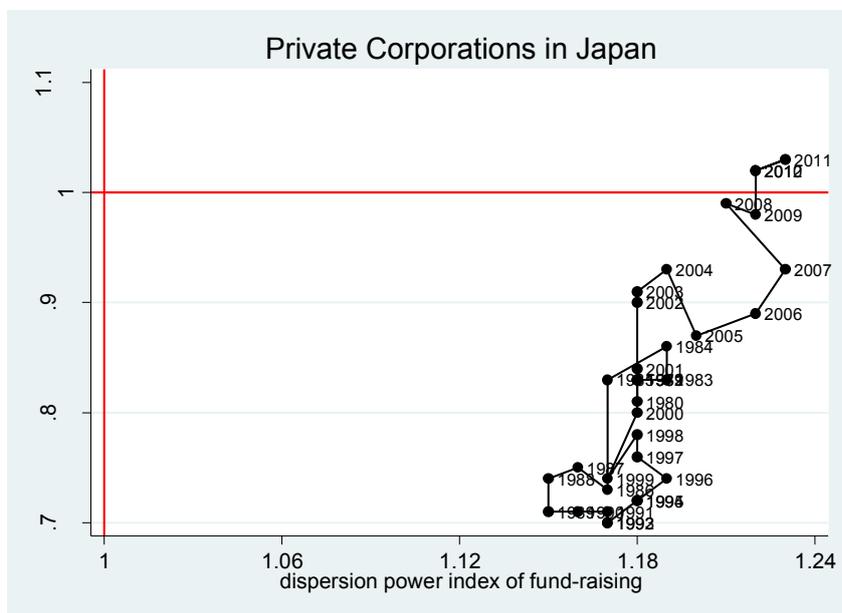
この現象は近年に入って日本の民間企業が実物投資活動を行う代わりに、金融資産を保有するようになったことを示唆し、日本の企業活動の特徴であるとも言えよう。これを民間企業の貸借対照表の負債表、資産表から見ると、<図IVA-24>のように、過去の約30年間は資産の金額値は負債の金額値の約50%から60%くらいを占めて来たが、2000年代から負債に比べて資産が増える傾向があらわれる。特に2007年に入ってから資産の金額値は負債の金額値の約70%にまで増えて、金融資産負債差額は負債額の30%以下に減った。2011年の場合は資産の金額値が負債の金額値の約76%に至るが、資産の中では流動性預金、対外直接投資、対外証券投資などの金融項目が増えている。資産合計値の増加は、民間企業の実際の投資に使われる資金が負債合計値の約

24%に過ぎないことを示し、現在日本の経済が当面している問題の一つは、この民間企業の投資の減少であるとも言えよう。

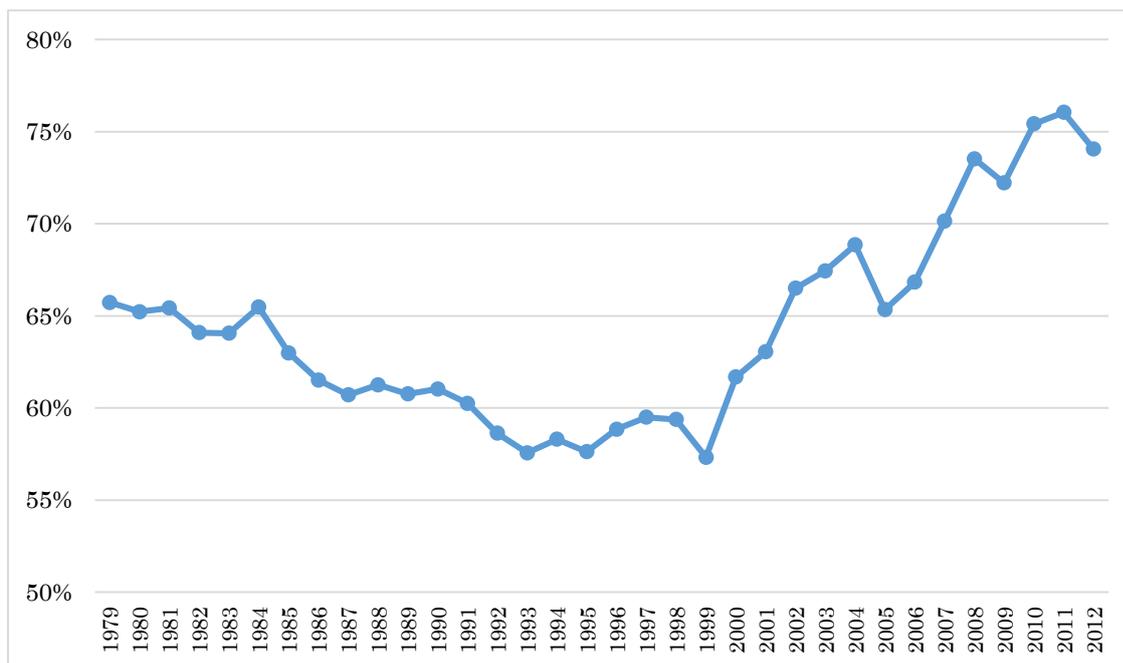
<図IVA-22> 韓国の民間企業の負債・資産影響力係数の推移の拡大図(93SNA ベース)



<図IVA-23> 日本の民間企業の負債・資産影響力係数の推移(93SNA ベース)

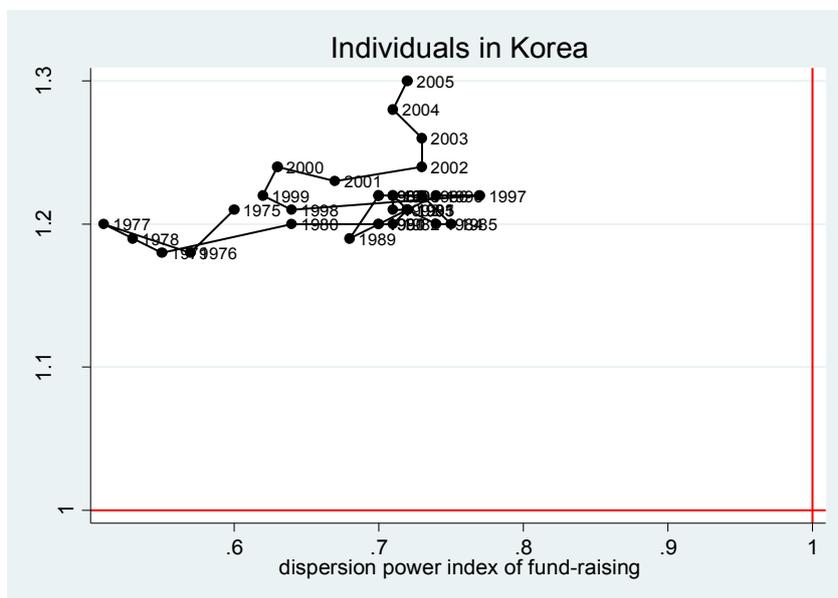


<図IVA-24> 日本の民間企業の貸借対照表の資産合計や負債合計の比率(資産合計額/負債合計額)



(8) 個人部門

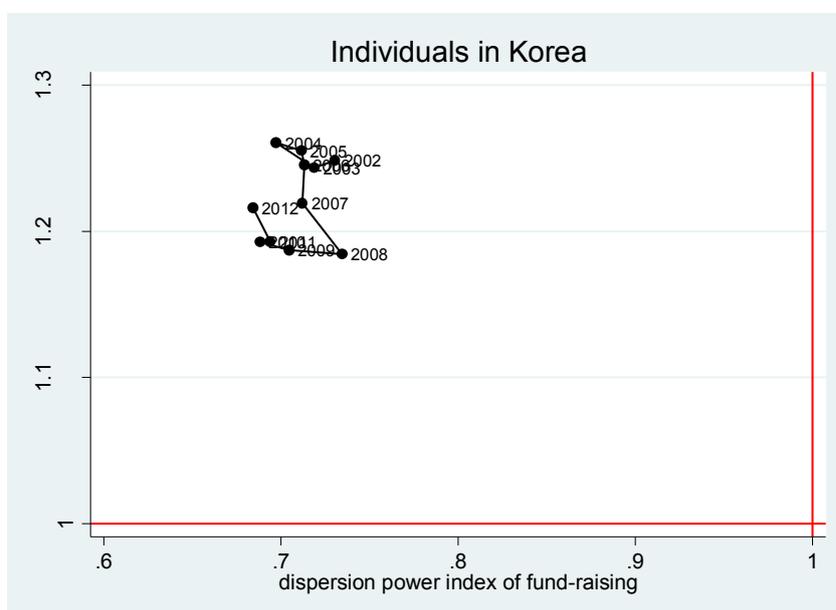
<図IVA-25> 韓国の個人部門の負債・資産影響力係数の推移(68SNA ベース)



韓国の個人部門の負債影響力係数と資産影響力係数を<図IVA-25>から見ると、負債影響力係数は0.5から0.8の範囲に、資産影響力係数は1.1から1.3の範囲に散らばっているが、1970年

代に比べたら 2000 年代は負債影響力係数や資産影響力係数が増加した。つまり、主に家計で構成される個人部門は、様々な金融資産を持つことが出来るようになり、資産影響力係数が大きくなったが、近年は貯蓄をするだけでなく、資金を借りて来る負債影響力も大きくなった。負債影響力係数は 1970 年代には 0.5 代であったのが、1980 年代に入ってから 0.7 前後になって、特に為替金融機関があった 1997 年には負債影響力係数が 0.77 まで急増してから、翌年に 0.64 へ急落する。〈図 IVA-26〉のように 93SNA ベースのデータでも第 II 象限に入ってから、サブプライム住宅ローン危機やリーマンショックがあった 2007 年や 2008 年は資産影響力係数が落ちるが、その動きは僅かである。

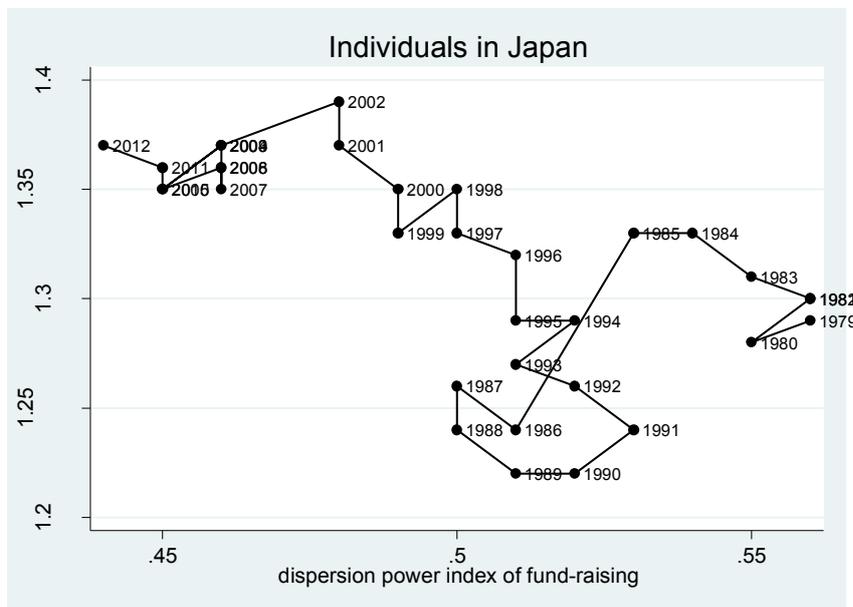
〈図 IVA-26〉 韓国の個人部門の負債・資産影響力係数の推移 (93SNA ベース)



一方、日本の個人部門は〈図 IVA-27〉のように債影響力係数は 0.4 から 0.6 の範囲に、資産影響力係数は 1.2 から 1.4 の範囲ないに位置するが、データの始まる 1979 年の 0.56 に比べ、負債影響力係数がだんだん小さくなる傾向で、2012 年は 0.44 まで落ちる。資産影響力係数は、1980 年代後半から減少するが、1990 年代に入ってから韓国の個人部門と同じく急増して行く。

両国の個人部門の特徴を比較すると、韓国の個人部門は負債影響力係数が大きくなって右上に移動する傾向が見えるが、日本の個人部門は韓国とは逆に左上に移動する傾向が観察される。

<図IVA-27> 日本の個人部門の負債・資産影響力係数の推移の拡大図(93SNA ベース)

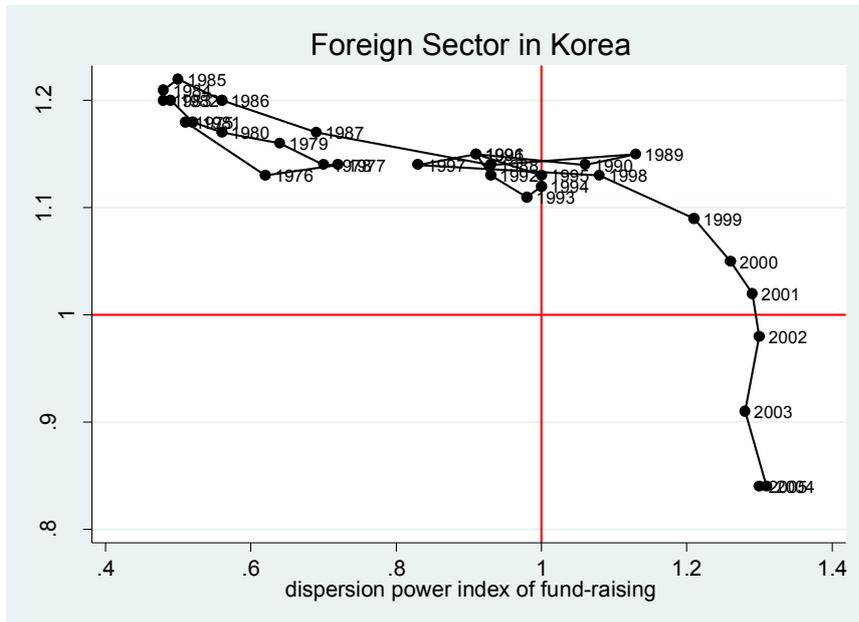


(9) 国外部門

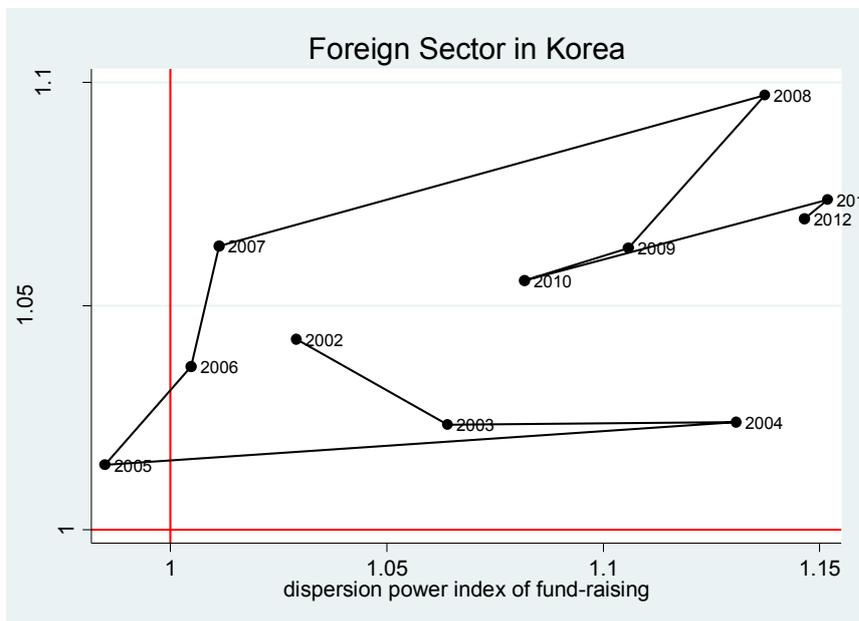
最後に国外部門は、韓国では<図IVA-28>のように、第Ⅱ象限から出発して第Ⅰ象限、その後は第Ⅳ象限に移動して行く。1975年に負債影響力係数が0.51、資産影響力係数が1.18で第Ⅱ象限から始まった国外部門は、負債影響力係数がだんだん上がって、ソウルで世界オリンピックが開催された翌年の1989年に負債影響力係数が1.13、資産影響力係数が1.15と第Ⅰ象限に移動した。1990年に第Ⅱ象限に戻り、為替金融危機があった1997年に負債影響力係数が0.83まで落ちたが、翌年の1998年には負債影響力係数が1.08、資産影響力係数が1.13になって再び第Ⅰ象限に入った。2000年代に入ってから負債影響力係数が増加する反面、資産影響力係数は減少する傾向で、2002年から第Ⅳ象限に移動した。

これは韓国と国外部門の資金の流れが良く反映されている現象で、過去の1970年代や1980年代には国外部門から流入された資金が大きかったため、負債影響力係数は0.4代～0.6代で散らばっていたのが、1988年に急激に0.93に上がり、為替金融危機があった1997年の0.83を除いては0.9以上の負債影響力係数が導出されていて、国外部門に流出された資金の影響が大きくなったことを示す。一方、資産影響力係数は1.1代～1.2代で安定的に動いていたのが、金融危機の後からは下がる様子で2005年には0.84まで落ちることから、国外部門から韓国に流入する資金の影響が小さくなったと解釈される。

<図IVA-28> 韓国の国外部門の負債・資産影響力係数の推移(68SNA ベース)



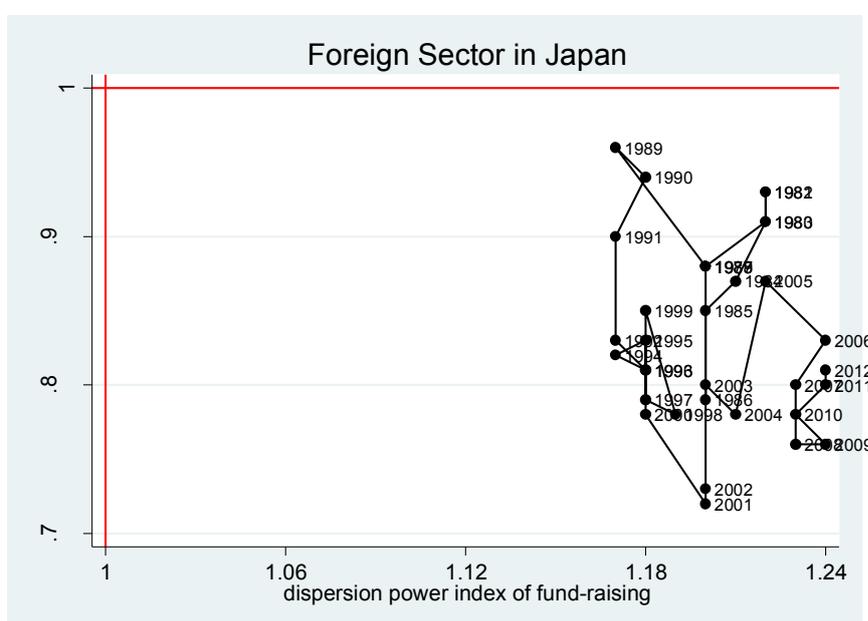
<図IVA-29> 韓国の国外部門の負債・資産影響力係数の推移(93SNA ベース)



<図IVA-29>の93SNAベースのデータからの係数は、2005年の場合は負債影響力係数が1より小さく得られ第II象限に入った以外には、全て第I象限にあらわれる。総合すると、韓国の国外部門は1980年代までは第II象限に位置し、韓国に資金を供給する役割を果たして来たが、経済成

長期や金融自由化などが進んだ 1990 年代に入ってから、韓国から国外部門へ流れて行く資金が増えて、国外部門の負債影響力係数がだんだん大きくなった。為替金融危機の 1997 年を過ぎると、国外部門の負債影響力係数が 1 より大きくなり第 1 象限に入るが、資産影響力係数は減少した。2002 年からは 68SNA ベースのデータでは、企業部門のように第 IV 象限に入ったが、93SNA ベースのデータでは、資産影響力係数が 1 より大きくて第 I 象限に位置するが、過去に比べたら資産影響力係数が小さい。つまり、韓国の国外部門は負債影響力係数が増加して、資産影響力係数が減少する傾向がその特徴である。

<図IVA-30> 日本の国外部門の負債・資産影響力係数の推移(93SNA ベース)



一方、<図IVA-30>を見ると日本の国外部門は韓国とは異なって、企業部門のように約 30 年間に掛けて第 IV 象限の中に散らばっている。日本は国外部門との金融取引で国外部門に流出される資金の影響が圧倒的に大きいと思われる。具体的には、負債影響力係数が 1.1 代~1.2 代の範囲に、資産影響力係数が 0.7 代~0.9 代の範囲に収まっていて、その動きも比較的に安定的だと言えよう。

第V章. 結論

本稿では韓国と日本の資金循環表を用いて様々な分析を試みた。第II章では資金循環表に関する先行研究の系譜を遡り、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に採用することにした。第III章では韓国の資金循環勘定を対象に本格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した。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節では産業連関モデルの発想を応用した金融連関モデルを使用する方法を導入し、負債表(R表)、資産表(E表)、資金過不足の分析に加え、各制度部門間の金融取引分析(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、個人部門以外に政府部門と国外部門も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足りなくて政府部門や国外部門からの資金で補う形になっている。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く。Y表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年に掛けて減って行き、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経て、預金銀行を3個の一般銀行と7個の特殊銀行の総10個の銀行にわけて、18個の制度部門に拡張された資金循環表を作成した。新しい資金循環表を用いてR表、E表、Y表を分析した上、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て、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る。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が個人部門から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主な資金調達先であった。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た。一方、

各銀行の資金の運用先を見ると民間企業に 50%前後の資金を供給して、その次は個人部門に 20%前後を供給したが、為替銀行のみは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、預金銀行を一般銀行と特殊銀行にわけて、主な負債である貯蓄性預金の変化を観察したら、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 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の少ない資金循環表を、制度部門の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えると期待される。

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金供給や民間企業の借入金需要について 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、地価で構成された関数を想定した。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のは、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。

銀行の貸出金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、民間企業の借入金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金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金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が、この現象も韓国の金融危機への対応の特徴をあらわす。このことは第Ⅲ章の第1節の民間企業のポートフォリオ分析(Y表)などでもあらわれた現象で、実証分析により一層明らかになった。

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。纏めると、日本では政府が国債を発行して赤字になっている代わりに、韓国で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になっている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、国外部門を除く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第2節で本格的に比較分析を試みた。

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く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。

以上のように本稿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、例えば株式の表記に関して、日本は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、1年の基準に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)、あるいは9個の制度部門(68SNAベース)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より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。

参考資料. 韓国の資金循環勘定の変遷と分類表⁹¹

[1] 韓国資金循環勘定の変遷過程

*1965年から韓国銀行が四半期別・年度別の資金循環勘定を作成

*1975年・1985年に大幅に改編

改編時期	重要改編内容	備考
1975	<p>*5大分類・11小分類 → 5大分類・13小分類</p> <ul style="list-style-type: none"> ・新設金融機関追加：相互金融，信用協同組合，投資信託，輸出入銀行 ・非通貨金融機関分類：生命保険，開発機関(産業銀行包含)，貯蓄機関，投資機関 <p>*24個形態 → 26個形態分類</p> <ul style="list-style-type: none"> ・独立項目区分：保険，信託，株式，社債，短資預置，短資貸出，投資収益証券 ・通貨及び有価証券を除く，全ての項目を純計処理 	
1982	<p>*企業手形項目新設</p>	
1985	<p>*部門調節：5大分類・13小分類 → 5大分類・21小分類</p> <ul style="list-style-type: none"> ・個人(国民年金基金，軍人年金基金) → 金融(年金基金) ・企業(損害保険，証券会社，証券金融) → 金融(損害保険及び証券機関) ・政府(国民投資基金，国民住宅基金など) → 金融(公的金融) ・貯蓄機関にセマウル金庫追加 ・政府を中央政府と地方政府に細分 ・個人(社会保障機具，公共非営利機関など) → 政府 ・政府(糧穀基金など政府企業) → 企業 <p>*形態細分：26個 → 37個</p> <ul style="list-style-type: none"> ・貯蓄性預金 → 預金銀行及び非通貨金融機関の預置金(預金) ・韓国銀行預受金 → 韓国銀行預受金及び政府当座預金 ・有価証券 → 長短期債券 ・金・為替保有額 → 金と為替保有額に細分化 ・CD，生命保険及び年金項目新設 ・RPを預金項目に移動，新規項目(1988年会計処理方式が有価証券方式から金融方式に変更) <p>*金融及び実物勘定の分離推計</p> <ul style="list-style-type: none"> ・四半期：金融勘定を優先推計 ・年間確定時：実物勘定の並行推計 	<p>(1968年SNA) 1984年の 年間表編成時 から適用， 1970年までの 時系列遡及</p>
1989	<p>*法人企業部門の標本企业選定基準変更</p>	

⁹¹ 韓国銀行統計経済統計局(1992, 2001, 2007)を参考して整理した。

	・売上額 → 資産総額	
1991	*企業及び個人部門の株式推計方法改善 ・残額処理 → 額面価で評価	1989年以後 時系列遡及
1992	*国外部門取引項目細分化 ・金, 外換(外貨)保有額, 対外債権債務→非居住者ウォン貨及び外貨預金, 外貨債券, 直接投資, 貿易信用, その他対外債権債務	
1994	*法人企業部門の標本設計改編 ・1992年度国税庁法人税申告業者基準	
1997	*法人企業部門の標本設計改編 ・1995年度国税庁法人税申告業者基準	
1998	*非法人企業部門の標本設計改編 ・包括範囲を国税庁が決めた複式簿記帳義務者(売出額基準)に変更 *相互信用金庫基礎資料収集方法改善 ・全数調査 → 標本調査 *株式推計方法改善 ・残額表: 株式保有額時価評価 ・取引表: 評価変動分を除く実取引金額反映 *資産管理公社・不実債券整理基金及び預金保険公社・預金保険基金を別途部門に細分 *ハンアルム相互金融会社追加	国際的な 基準に統合 時価評価 可能な機関 から適用
1999	*証券会社及び公共非営利機関基礎資料収集方法改善 ・全数調査 → 標本調査 *ミューチュアルファンド, 債券市場安定基金及びハンアルム相互信用金庫追加	
2000	*与信専門機関部門及び「与信専門機関貸出金」項目新設 ・5大分類・21小分類 → 5大分類・22小分類 *資産流動化専門会社追加	1999年の統計 数値から包含
2001	*法人企業部門の標本設計改善 ・1998年の国税庁法人税申告業者基準 *国際収支統計改善内容反映及び項目細分化 ・その他対外債権債務 → 非居住者預金, 金融債, 国公債, 収益証券, 為替債券など	1980年まで 時系列遡及
2002	*証券会社部門の基礎資料収集方法改善 ・標本調査 → 全数調査	
2004	*法人企業の標本設計改編 ・2002年度国税庁法人税申告業者基準	

	<ul style="list-style-type: none"> * 非法人企業の標本設計改編 ・ 統計庁「事業体基礎統計調査」資料(代表変量：売出額) → 国税庁「2002年帰属分総合所得税申告個人事業者」(代表変量：総資産) 	
2006	* 資金循環統計の1993SNA基準改編完了	
2007	<ul style="list-style-type: none"> * 1993SNA基準時系列遡及完了 ・ 金融資産負債残額表：2002年末以降の四半期及び年間 ・ 金融取引表：2002年1四半期以降の四半期及び年間 	

[2] 改編前後金融機関分類基準比較

①1975年の改編

大部門	1975年以前		1975年～1984年		1975年 主要改編内容
	中部門	小部門	中部門	小部門	
金融部門	韓国銀行	韓国銀行	韓国銀行	韓国銀行	細分(←金融 媒介機関) 細分(←その 他金融機関)
	一般及び 特殊銀行	一般銀行	一般及び 特殊銀行	一般銀行	
		特集銀行		特集銀行	
	非銀行金融機関	金融媒介機関	非通貨金融機関	生命保険	
		その他金融機関		開発機関	
貯蓄機関					
	投資機関				
政府部門	一般政府	一般政府	一般政府	一般政府	
	政府企業	政府企業	政府企業	政府企業	
企業部門	政府管理企業	政府管理企業	政府管理企業	政府管理企業	
	民間法人企業	民間法人企業	民間法人企業	民間法人企業	
個人部門	個人	個人	個人	個人	
国外部門	国外	国外	国外	国外	

②1985年の改編

大部門	1985年以前		1985年～2005年		1985年主要改編内容
	中部門	小部門	中部門	小部門	
金融部門	韓国銀行	韓国銀行	中央銀行	中央銀行	非通貨金融機関の細分→ 保険年金基金, その他金融機関 個人→年金基金(公務員, 軍人年金) 法人→金融(損害保険, 証券会社, 証券 金融) 政府→金融(国民投資基金など)
	一般及び 特殊銀行	一般銀行	預金銀行	一般銀行	
		特集銀行		特集銀行	
	非通貨 金融機関	生命保険	保険及び 年金機関	生命保険	
		開発機関		年金機関	
		貯蓄機関		損害保険	
		投資機関	その他 金融機関	開発機関	
				貯蓄機関	
				投資機関	
			証券機関		
		与信専門機関	新設(2000年)		

				公的金融	
政府部門	一般政府	一般政府	中央政府	中央政府	細分
			地方政府	地方政府	
	政府企業	政府企業	社会保障機構	社会保障機構	政府→企業(政府企業)
			公共非営利機関	公共非営利機関	個人→政府(医療保険連合会など)
企業部門	政府 管理企業	政府 管理企業	公企業	政府企業	
				政府管理企業	
	民間 法人企業	民間 法人企業	民間企業	法人企業	
				非法人企業	個人→企業
個人部門	個人	個人	個人	個人	
国外部門	国外	国外	国外	国外	

③2006年の改編

	2006年以前		2006年～現在			主要改編内容	
大部門	中部門	小部門	中部門	小部門	細部門		
金融部門	中央銀行	中央銀行	中央銀行	中央銀行	中央銀行	1993SNA 改編により制度部門を経済的、機能的基準を考慮、全面改編	
	預金銀行	一般銀行	預金 取扱 機関	銀行	一般銀行		
		特集銀行			特集銀行		
	保険及び年金機関	生命保険	預金 取扱 機関	銀行	外銀支店		
		年金機関			銀行系持主会社		
		損害保険			信託勘定		
	その他金融機関	開発機関	保険及び年金機関	非銀行	庶民金融機関		
		貯蓄機関			投資機関		
		投資機関			その他預金取扱機関		
		証券機関			生命保険 損害保険 共済組合		
		与信専門機関					年金機関
		公的金融					年金機関
			その他金融仲介機関	年金機関	年金機関		
		ミューチュアルファンド		ミューチュアルファンド			
		証券機関		証券機関			
			与信専門機関	与信専門機関			

				公的金融機関	公的金融機関
				その他仲介会社	その他仲介会社
			金融補助機関	金融補助機関	金融補助機関
政府部門	中央政府	中央政府	中央政府	中央政府	中央政府
	地方政府	地方政府	地方政府	地方政府	地方政府
	社会保障機構	社会保障機構	社会保障機構	社会保障機構	社会保障機構
	公共非営利機関	公共非営利機関	(中央及び地方政府に統合)		
企業部門	公企業	政府企業	公企業	政府企業	政府企業
		政府管理企業		政府管理企業	政府管理企業
	民間企業	法人企業	民間企業	法人企業	法人企業
		非法人企業		非法人企業	非法人企業
個人部門	個人	個人	個人	個人	個人
国外部門	国外	国外	国外	国外	国外

[3] 取引対象者分類表

*金融部門

1. 中央銀行：韓国銀行，外国換(為替)平衡基金
2. 預金取扱機関：銀行及び非銀行金融機関
 - 2-1. 銀行：一般銀行，特集銀行，外国銀行国内支店，銀行系持主会社
 - 2-1-1. 一般銀行：市中銀行及び地方銀行
 - 2-1-2. 特集銀行：中小企業銀行，農協(旧畜協含む)及び水協の信用事業部門，産業銀行
 - 2-1-3. 外国銀行国内支店
 - 2-1-4. 銀行系持主会社：ウリ金融持主会社，新韓金融持主会社
 - 2-2. 非銀行金融機関：銀行信託，庶民金融機関，投資機関，その他預金取扱機関
 - 2-2-2. 銀行信託：一般銀行，外国銀行国内支店，特殊機関の信託機関
 - 2-2-2. 庶民金融機関：相互貯蓄銀行，信用共同組合，相互金融，セマウル金庫
 - 2-2-3. 投資機関：総合金融会社，投資信託運用会社(証券投資信託勘定)
 - 2-2-4. その他預金取扱機関：輸出入銀行，郵便局預金
3. 保険及び年金機関：生命保険社，損害保険社，共済組合，年金機関
 - 3-1. 生命保険社：生命保険社，農協共済事業，通信(郵便)保険
 - 3-2. 損害保険社：損害保険会社
 - 3-3. 共済組合：韓国海運組合，建築共済組合，水協共済会，タクシー共済組合，韓国造船工業協同組合，バス共済組合，貨物自動車共済組合(ここに記載されない共済組合は民間企業として分類)
 - 3-4. 年金機関：公務員年金管理公団，軍人年金基金，私立学校教員年金管理公団，大韓教員共済会
4. その他金融仲介機関：ミューチュアルファンド，証券機関，与信専門機関，公的金融機関，その他仲介機関
 - 4-1. ミューチュアルファンド：ミューチュアルファンド
 - 4-2. 証券機関：証券金融，証券会社
 - 4-3. 与信専門機関：信用カード社，割賦金融社，リース社，新技術金融社(ここに記載されない企業は民間企業として分類)

- 4-3-1. 信用カード社：BCカード，三星カード，LGカード，ロッテカード，現代カード，新韓カード
- 4-3-2. 割賦金融社：大宇キャピタル，ロッテキャピタル，双龍キャピタル，GEキャピタル，現代キャピタル，コロンキャピタル，東部キャピタル，連合キャピタル，ハイデルベルクキャピタル，ウリキャピタル，セテレムキャピタル，スカニアファイナンス，東遠キャピタル，シティファイナンシャル코리아，東洋ファイナンシャル，ダイムロクライスラサービス코리아
- 4-3-3. リース社：産業キャピタル，韓国開発リース，ファインキャピタル，SLSキャピタル，C&Hキャピタル，為替キャピタル，韓美キャピタル，ソンキャピタル，新韓キャピタル，韓国リース与信，カットファイラ，スターリース，シティリース，韓国キャピタル，BMWファイナンシャル코리아サービス，HPファイナンシャルサービス코리아，オイッスオートリース코리아，暁星キャピタル，アズオートリース，トヨタファイナンシャルサービス코리아
- 4-3-4. 新技術金融社：キボキャピタル，KTBネットワーク，キュキャピタルパートナーズ，三星ベンチャー投資，未来アセットベンチャーキャピタル，アイテックインヴェストメント，企銀キャピタル，ポストテック技術投資
- 4-4. 公的金融機関：国民住宅基金，農漁村大金設け貯蓄奨励基金，不実債券整理基金，預金保険基金，整理金融公社の「金庫勘定」，住宅金融公社，公的資金償還基金，ハンマウム金融
- 4-5. その他仲介機関：資産流動化専門会社(SPC)，貸付会社(法人)
5. 金融補助機関：金融監督院，証券先物取引所，金融決済院，証券預託院，資金仲介会社，先物会社，投資諮問会社，信用保証機関
- ・資金仲介会社：ソウル為替仲介，韓国資金仲介
 - ・先物会社：農協先物，東洋先物，マッカーリ先物，ブウン先物，三星先物，セムプラメタルズ，LG先物，為替先物，JPモルガンフューチャーズ，第一先物，KR先物，ハンメクレプコ先物，KB先物，現代先物
 - ・投資諮問：価値投資諮問，内外アセット投資諮問，デユ投資諮問，ディベイスト投資諮問，李&金投資諮問など48個(金融監督院に登録された専門投資諮問会社のみを含む)
 - ・信用保証機関：韓国輸出入保険公社，信用保証機関，技術信用保証機関，ソウル保証保険

＊政府部門

1. 中央政府基金及び会計，中央政府設立公共非営利機関
 - ・政府基金：南北協力基金，対外経済協力基金など 17 基金(この基金と年金基金，公的金融，社会保障機構，政府企業会計分を除いたその他基金は民間企業として分類)
 - ・中央政府設立公共非営利機関：韓国開発研究院，韓国教育開発院など 52 個
2. 地方政府：基金及び会計，地方政府設立公共非営利機関
(上・下水道，地下鉄，病院事業，住宅事業，公営開発事業，統合公課金事業特別会計など地方公企業特別会計分は政府企業と分類)
 - ・地方政府設立公共非営利機関：忠南発展研究院，韓国地方財政共済会，忠北開発研究院，光州・全南発展研究院，ソウル市政開発研究院，大丘・慶北開発研究院
3. 社会保障機構：健康保険審査評価院，国民健康保険公団，産業災害補償保険基金，国民年金基金及び公団特別会計など 9 基金

＊企業部門

1. 政府企業：農林部(穀物管理特別会計及び基金)，情報通信部(通信事業特別基金)，地方公企業特別会計(上・下水道，病院，住宅，地域開発基金，公営開発，統合公課金，大丘，仁川地下鉄)ソウル都市鉄道公団
2. 政府管理企業：韓国鉄道公社，韓国道路公社，韓国観光公社，広告造幣公社，韓国水資源公社，大韓住宅公社など 25 個
3. 民間法人企業：金融部門～企業部門の政府管理企業を除いた営利法人企業，事業団体
4. 非法人企業：法人企業をとらない個人企業のうち，所得税法に従い複式簿記義務者の大規模個人企業

＊個人部門

1. 家計：都市・農業家などの家計
2. 個人企業：個人企業中企業部門の非法人企業を除いた小規模の個人企業
3. 民間非営利団体：民間の調査及び価格研究機関，私立学校及びその他サービス，福祉サービス，娯楽及び文化サービス，宗教団体，財団の形態を持つ病院，大学，学校，その他職能団体，宗教団体，消費者団体，学術団体，政党，労働組合(個人病院は法人形態を持つ場合は企業部門の民間企業，その他個人病院は個人その他企業部門と分類)

[4] 債券分類表

- * 国債：中央政府及び中央政府設立公共非営利機関が発行する債券(企業債券を除く)
 - ・ 財政証券, 国庫債券, 公共用地保証債券, 中小企業振興公団債券, 勤労福祉公団債券, 韓国鉄道施設公団債券
- * 公共債：政府企業, 公的金融機関及び地方政府設立公共非営利機関が発行する債券(企業債券を除く)
 - ・ 大丘, 大田, 光州, 大田地下鉄公社発行債券, 地域開発債券, 穀物債券, 上下水道債券, 国民住宅基金債券, 不実債券整理基金債券, 預金保険基金債券, 韓国住宅金融公社債券(MBB), その他地方政府発行債券
- * 金融債：公的金融機関及び資産流通化会社を除いた金融機関が発行する債券(譲渡性預金債券, 企業手形(CP)は除く)
 - ・ 通貨安定債券, 為替平衡基金, 銀行及び非銀行預金取扱機関発行債券, 与信専門機関発行債券, 証券専門機関債券, 証券者発行債券(ELS 含む), 損害保険社発行債券, 金融保証機関発行債券など
- * 特殊債：その他仲介発行債券及び韓国住宅金融公団が発行した MBS 債券
 - ・ ABS 債券, MBS 債券, その他仲介会社発行債券
- * 会社債：政府管理機関及び民間企業が発行した債券(企業債券除く)
 - ・ 仁川国際空港発行債券, 大韓住宅公社発行債券, 韓国水資源公社発行債券, 韓国ガス公社発行債券, 韓国道路公社発行債券, 韓国通信発行債券, 釜山交通公団発行債券, ソウル地下鉄公社発行債券, 土地開発債券, 一般会社債券
- * 為替債券：非居住者が発行した債券及び持分証券
 - ・ 海外債券, 海外企業株式など
- * 企業手形：金融機関及び一般法人企業が商取引とは関係なく, 短期資金調達のため自己信用で発行した流通手形
 - ・ 一般 CP, ABCP

◆参考文献◆

[1] 英語文献

- Amemiya, T. (1974) "A Note on a Fair and Jaffee Model," *Econometrica*, Vol.42, No.4, pp.759-762.
- Brainard, W. C. and Tobin, J. (1968) "Pitfalls in Financial Model Building," *The American Economic Review*, Vol. 58, No.2, Papers and Proceedings of the Eightieth Annual Meeting of the American Economic Association, pp.99-122.
- Bowden, Roger J. (1978) "Specification, estimation and inference for models of markets in disequilibrium," *International Economic Review*, Vol.19, No.3, pp.711-726.
- Clower, R. (1965) "The Keynesian Counter-Revolution: A Theoretical Appraisal," in *The theory of interest rates*, edited by F.H. Hahn and F.P.R. Brechling, Macmillan, London.
- Copeland, Morris A. (1952) *A Study of Money flow in the United States*, New York: National Bureau of Economic Research.
- Dawson, John C. (1958) "A Cyclical Model for Postwar U.S. Financial Markets," *The American Economic Review*, Vol.48, pp.145-157.
- Fair, R. C. and Jaffee, D. M. (1972) "Methods Of Estimation For Market In Disequilibrium," *Econometrica*, Vol.40, No.3. pp.497-514.
- Greene, William H. (2000) *Econometric Analysis*, Prentice-hall, Inc.
- Hamburger, M. J. (1968) "Household Demand for Financial Assets," *Econometrica*, Vol.36, No.1, pp.97-118.
- Hamada, Fumimasa (1969) "An Econometric Model of Flow-of-Funds," *Keio Economic Studies*, Vol.6, No.2, pp.64-115.
- Jaffee, D. M. and Modigliani, F. (1969) "A Theory and Test of Credit Rationing," *The American Economic Review*, Vol.59, No.5, pp.850-872.
- Klein, Lawrence R. (1983) *Lectures in Econometrics*, Amsterdam: North-Holland.
- Leontief, Wassily W. (1941) *The Structure of American Economy, 1919-1939, An Empirical Application of Equilibrium Analysis*, New-York: Oxford University Press. (山田勇・家本秀太郎訳(1959)『アメリカ経済の構造—産業連関分析の理論と実際—』東洋経済新報社.)
- Lindgren, C. J., Garcia G. and Saal, M. I. (1996) *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, Washington D. C. : International Monetary Fund.

- Mason, Sandra (1976) *The Flow of Funds in Britain: An Introduction to Financial Markets*, London: Paul Elek.
- Noland, M. (1988) "Japanese Household Portfolio Allocation Behavior," *The review of Economics and Statistics*, Vol.70, No.1, pp.135-139.
- Poterba, James M., Andrew A. Samwick, Andrei Shleifer and Robert J. Shiller(1995) "Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1995, No.2, pp. 295-372.
- Powelson, John P. (1960) *National Income and Flow-of-Funds Analysis*, New York: McGraw Hill.
- Revankar, N. and Yoshino, N. (2008) "An Empirical Analysis of Japanese Banking Behavior in a Period of Financial Instability," *Keio Economic Studies* 45.
- Ruggles, Nancy D. and Ruggles, Richard (1992) "Household and Enterprise Saving and Capital Formation in the Unites States: A Market Transactions View," *The Review of Income and Wealth*, Vol.38, No.2, pp.119-127.
- Stone, Richard (1966) "The Social Accounts from a Consumer' s Point of View," *The Review of Income and Wealth*, Vol.12, No.1, pp.1-33.
- Taylor, J. C. and Clements, K. W. (1983) "A Simple Portfolio Allocation Model of Financial Wealth," *European Economic Review*, Vol.23, pp.241-251.
- Taylor, Stephen(1958) "An Analytic Summary of the Flow-of-Funds Accounts," *American Economic Review*, Vol.54, No.2, pp.158-170.
- Tobin, J. (1952) "Asset Holdings and Spending Decisions," *The American Economic Review*, Vol.42, No.2, Papers and Proceedings of the Sixty-fourth Annual Meeting of the American Economic Association, pp.109-123.
- _____ (1958) "Liquidity Preference as Behavior Towards," *The Review of Economic Studies*, Vol.25, No.2, pp.65-86.
- _____ (1961) "Money, Capital, and Other Stores of Value," *The American Economic Review*, Vol.51, No.2, pp. 26-37.
- _____ (1969) "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.1, No.1, pp. 15-29.
- Tsujimura, Kazusuke and Mizoshita, Masako (2004) "Compilation and Application of Asset-Liability Matrices:A Flow-of-Funds Analysis of the Japanese Economy 1954-1999," KEO Discussion Paper, No.93.

- Subrahmanyam, G. , Swami, S. B. and Chawla, O. P. (1994) “Disintermediation in India’ s Household Sector Financial Portfolios,” *Savings and Development*, Vol.18, No.3, pp. 345-358.
- Stiglitz, J. E. and Weiss, A. (1981) “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information,” *The American Economic Review*, Vol.71, No.3, pp. 393-410.
- Stulz, M and Johnson, H. (1985) “An analysis of secured debt,” *Journal of Financial Economics*, Vol.14, No.4, pp. 501-521.
- Wei, William W. S. (2005) *Time Series Analysis: Univariate and Multivariate Methods*, Addison Wesley, Second Edition.
- Zhang, Nan (2005) “The Composition of the Global Flow of Funds in East Asia,” *Quantitative Economic Analysis, International Trade and Finance*, Kyushu University Press, pp.175-187.

[2] 日本語文献

- 浅子和美・内野裕子(1986)「日本の銀行貸出市場－不均衡分析の新しい視点」『金融研究』(日本銀行金融研究所)第6巻第1号.
- 石田定夫(1963)日本経済の資金循環, 東洋経済新報社.
- 伊藤隆敏・植田和男(1982)「貸出金利の価格機能について－資金貸出市場における均衡仮説の検証－」『季刊理論経済学』第33巻1号, pp. 25-37.
- 井原哲夫(1969)「金融連関表(昭和29年～昭和42年)の作成－わが国金融構造の変動分析のために」『三田商学研究』第12巻, 第2号, pp. 119-155.
- 貝塚啓明・小野寺弘夫(1974)「信用割当について」『経済研究』第25巻1号, pp. 13-23.
- 釜江廣志(1978)「日本の貸出市場における不均衡について:ノート」『商学討究』第28巻3号, pp. 67-76.
- _____ (1979)「日本の貸出市場構造の実証分析:展望」『商学討究』第30巻1号, pp. 41-53.
- _____ (1980)「貸出の需要・供給と貸出金利の関係の計測」『季刊理論経済学』第31巻1号, pp. 71-78.
- 金子隆(1978)「信用割当と束縛性預金」『三田商学研究』第20巻6号, pp. 50-74.
- 金玠慶(2004)「韓国の資金循環」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, 12章, pp. 413-455.

- 瀬下博之・吉野直行(1996)「地価の変動が銀行行動に与える影響」Keio Economic Society Discussion Paper Series No.9603
- 田中敦(2004)「企業規模別データによる貸出市場の不均衡分析」『経済学論究』第 58 卷 3 号, pp. 227-244.
- 筒井義郎(1982)「わが国銀行貸出市場の不均衡分析」『季刊理論経済学』第 33 卷 1 号, pp. 38-54.
- 張南(1996)「中国経済の資金循環」『立命館経済学』, 第 44 卷, 第 6 号, pp. 170-183.
- _____ (2005)国際資金循環分析の理論と展開, ミノルヴァ書房.
- _____ (2006)「国際資金循環分析の理論モデルと応用-中国の対外資金循環を中心とする計量分析の試み」広島修道大学経済科学会『経済科学研究』第 10 卷, 第 1 号, pp. 33-51.
- 辻村和佑(1998)「資産価格と経済政策-北欧学派とケインズの視点」慶応義塾大学産業研究所選書.
- 辻村和佑・溝下雅子(2002a)『資金循環分析-基礎技法と政策評価』慶応義塾大学出版会.
- _____ (2002b)「産業連関モデルの資金循環表への応用」『産業連関-イノベーション&I-O テクニク-』第 10 卷 3 号, pp. 65-73, 環太平洋産業連関分析学会.
- _____ (2008)『国際資金循環分析-基礎技法と応用事例』慶應義塾大学出版会.
- 寺西重郎(1974)「戦後貸出市場の性格について」『経済研究』第 25 卷 3 号, pp. 216-228.
- 中川忍・片桐智子(1999)「日本の家計の金融資産選択行動-日本の家計はなぜリスク資産投資に消極的であるのか?-」『日銀調査月報』(11月号).
- 西山茂(1992)「わが国金融構造のモデル分析」小川一夫・斉藤光雄・二宮正司編『他部門経済モデルの実証研究』創文社, pp. 237-261.
- _____ (2011)「米国経済の金融マクロ計量モデル 1970-1989-資金循環モデルによるアプローチ」『神戸学院大学経済学論集』第 43 卷, 第 1・2 号, pp. 43-99.
- _____ (2012)「日本経済の金融マクロ計量モデル 1976-1998-資金循環モデルによるアプローチ」『経済学論究』関西学院大学経済学部研究会, 第 66 卷, 第 1 号, pp. 47-68.
- _____ (2013)「株式市場および実質 GDP の資金循環への影響」『神戸学院経済学論集』神戸学院大学経済学会, 第 45 卷, 第 1・2 号, pp. 19-69.
- 浜田宏一・岩田一政・石山行忠(1977)「日本の貸出市場における不均衡について」岩波書店.
- 古川顕(1979)「不均衡分析と日本の貸出市場」『季刊理論経済学』第 30 卷, 第 2 号, pp. 130-142.
- 晝間文彦(1974)「資産選択理論の基本的構造」『早稲田商学』242 号, pp. 71-122.
- 真鍋雅史(2007)「資金循環とマクロ経済-公的金融機関の政策評価-」『大阪大学 Discussion

Papers In Economics and Business』 No. 07-37.

_____ (2009) 「公的保險機關の政策評価－資金循環分析による近接－」 『大阪大学

Discussion Papers In Economics and Business』 No. 09-25.

吉野直行・玄奘(2006) 「資金循環表を用いた日本經濟の資金の流れ分析」 『慶應義塾大經濟学
研究科・商学研究科連帶 21 世紀 COE ディスカッションペーパー』 DP2006-009.

[3] 韓国語文献

김관수(1985) 「신용할당과 금융자율화의 방향」, 한국경제연구원.

김광수경제연구소(2009) 『버블붕괴와 장기침체』, 김광수경제연구소 경제시평4.

김동원(1988) 「금융자율화의 은행대출시장 구조변화에 관한 실증분석」, 『경제학연구』,
한국경제학회, 제37권, 제1호, pp.67-84.

김병주·박영철(1984) 『한국경제와 금융』, 박영사.

김상수(1984) 『한국경제36년』, 숙명여자대학교출판부.

김용휴(1967) 「우리나라 자금순환의 분석」, 『논문집』, 성균관대학교, 제 12 권, pp.237-254.

김인기(1994) 「한국금융시장의 구조측정과 특성분석(자금순환계정의 분석을 중심으로)」
『경제학연구』, 중앙대학교경제연구소, 제 1 권, 제 8 호, pp.5-52.

박재하(1994) 「우리나라의 자금순환 금융모형 변화추이」, 『연구보고서』, 한국금융연구원,
제 94 권, 제 1 호, pp.1-119.

배영목(1994) 「한국과 일본의 자금순환에 관한 비교 분석」, 『사회경제평론』, 한국사회경제
학회, 제 7 호, pp.188-232.

_____ (2007) 「금융위기와 금융구조조정 국가별 비교·분석」, 『경제발전연구』, 한국경제
발전학회, 제 13 권, 제 2 호, pp.133-169.

백용기(2010) 「금융위기에 대한 정부의 역할과 한계」, 『정책연구』, 한국경제연구원,
제 2010 권, 제 4 호.

송지영(2008) 『금융제도와 금융기관의 이해－Financial System & Institutions－』, 청목출
판사.

양원근·박영철(1996) 『우리나라 자금용시장에 관한 연구』, 한국금융연구원.

이영훈·배영목·박원암·김석진·연강흠(2004) 『한국의 은행 100 년사』, 도서출판 해남.

이영훈·박기주·이명휘·최상오(2005) 『한국의 유가증권 100 년사』, 도서출판 해남.

이종철(1994) 「자금순환분석을 통한 지역경제 : 충청북도의 경우」, 『청주경제연구』, 청주
경제학회, 제 5 권, pp.213-260.

이종화(1966) 「자금순환분석을 통해서 본 한국의 금융구조, 1962~1964」, 『연세경영연구』
연세대학교 경영연구소, 제 4 권, 제 1 호, pp.51-58.

이환호·윤경석(2001) 「외환위기 이후 외환시장 개입행태 및 효과의 구조적 변화」, 『경제학
연구』 한국경제학회, 제 49 권, 제 2 호, pp.35-58.

- 임원택(1987) 『한국경제의 이해』, 비봉출판사.
- 오규택·이창용(2001) 「외환위기 이후 자금순환의 특징 : 회사채 부실화에 대한 연구」, 『금융학회지』, 한국금융학회, 제 6 권, 제 1 호, pp.1-28.
- 정기웅(1999) 「자금순환분석을 통한 통화정책의 예측모형」, 『경영경제』, 계명대학교산업경영연구소, 제 32 권, 제 1 호, pp.111-137.
- 정선심(1973) 「한국사금융이 한국 기업에 미친 영향」, 『녹우회보』, 제 15 호.
- 정한영(1999) 『통화안정증권의 국제 전환에 대한 경제적 효과 분석』, 한국금융연구원.
- 최범수·이선애·이형주 (1992) 『우리나라의 자금순환모형 분석』, 한국개발연구원.
- 최장봉(1986) 「한국의 자금순환금융모형(시안)」, 『조사자료』 (한국은행 조사제1부) 86-6.
 _____(1995) 『통화의 간접관리수단으로서 통화안정증권의 역할』, 한국조세연구원.
- 최장봉·이인표(1995) 『KTI금융모형 : 금융·거시통합모형』, 한국조세연구원.
- 최진배(1989) 「한국의 사금융시장에 대한 일고찰」, 『경성대학교 논문집』, 경성대학교, 제10집, 2권, pp.193-214.
- 최영일(2004) 『한국경제의 성장과 정책』, 박영사.

[韓國語文献の和訳]

- 金寛洙(1985) 「信用分配と金融自律化の方向」 韓国經濟研究院.
- 金光洙經濟研究所(2009) 『バブル崩壊と長期沈滞』 金光洙經濟研究所經濟時評4.
- 金東原(1989) 「金融自律化与件下の銀行貸出市場構造変化に関する実証分析」 『經濟学研究』 韓国經濟学会, Vol. 37, No. 1, pp. 67-84.
- 金秉柱·朴英哲 (1984) 『韓国經濟と金融』 博英社.
- 金サンス(1984) 『韓国經濟 36 年』, 淑明女子大学校出版部.
- 金用杰(1967) 「我が国の資金循環の分析」 『論文集』 成均館大学校, 第 12 卷, pp. 237-254.
- 金仁基(1994) 「韓国金融市場の構造測定と特性分析(資金循環勘定の分析を中心に)」 『經濟論文集』 中央大学經濟研究所, 第 1 卷, 第 8 号, pp. 5-52.
- 朴在夏(1994) 「我が国の資金循環金融模型」 『研究報告書』 韓国金融研究院, 第 94 卷, 第 1 号, pp. 1-119.
- 裴永穆(1994) 「韓国と日本の資金循環に関する比較分析」 『社会經濟評論』, 韓国社会經濟学会, 第 7 号, pp. 188-232.
- _____ (2007) 「金融危機と金融構造調整の国家別比較・分析」 『經濟發展研究』 韓国經濟發展会, 第 13 卷, 第 2 号, pp. 133-169.
- 白雄基(2010) 「金融危機に対する政府の役割と限界」 『政策研究』 韓国經濟研究院, 第 2010 卷, 第 4 号.
- 宋知永(2008) 『金融制度と金融機関の理解—Financial System & Institutions—』 青木出版社.
- 梁元根, 朴英哲(1996) 『我が国私金融市場に関する研究』 韓国金融研究院.

- 李榮薫・裴永穆・朴元巖・金石鎮・延康欽(2004)『韓国の銀行 100 年史』図書出版ヘナム.
- 李榮薫・朴基柱・李明輝・崔相伍(2005)『韓国の有価証券 100 年史』図書出版ヘナム.
- 李宗哲(1994)「資金循環分析を通じた地域経済：忠清北道の場合」『清州経済研究』清州経済学会，第 5 卷，pp. 213-260.
- 李鍾和(1966)「資金循環分析を通じて見た韓国の金融構造，1962～1964」『延世経営研究』延世大学校経営研究所，第 4 卷，第 1 号，pp. 51-58.
- 李煥浩・伊卿錫(2001)「為替危機以降為替市場介入行態及び効果の構造的変化」『経済学研究』韓国経済学会，第 49 卷，第 2 号，pp. 35-58.
- 林元澤(1987)『韓国経済の理解』ビボン出版社.
- 吳奎澤・李昌鏞(2001)「為替危機以降資金循環の特徴：会社債の不実化に対する研究」『金融学会誌』韓国金融学会，第 6 卷，第 1 号，pp. 1-28.
- 鄭基雄(1999)「資金循環分析を通じた通貨政策を予測モデル」『経営経済』韓国啓明大学校産業経営研究所，第 32 卷，第 1 号，pp. 111-137.
- 鄭善心(1973)「韓国私金融が韓国企業に与えた影響」『緑友会報』第 15 号.
- 鄭漢永(1999)『通貨安定証券の国債転換に対する経済的効果分析』韓国金融研究院.
- 崔範樹・李善愛・李炯周(1992)『我が国の資金循環モデル分析』韓国開発研究院.
- 崔長鳳(1986)「韓国の資金循環金融モデル(試案)」『調査資料』(韓国銀行調査第1部) 86-6.
- _____ (1995)『通貨の間接管理手段としての通貨安定証券の役割』韓国租税研究所.
- 崔長鳳・李仁杓(1995)『KTI金融モデル：金融・マクロ統合モデル』韓国租税研究所.
- 崔眞培(1989)「韓国の私金融市場に対する一考察」『慶星大學校論文集』慶星大學校，第10輯，2卷，pp. 193-214.
- 崔ヨンイル(2004)『韓国経済の成長と政策』博英社.

[4] 利用資料

- 韓国外換銀行『Annual Report』各年度版，韓国外換銀行.
- 韓国銀行経済統計局(1971)『韓国の資金循環 1963～1970』韓国銀行.
- _____ (1984)『資金循環勘定 1963-1983』韓国銀行調査第 2 部.
- _____ (1992)『我が国の資金循環』韓国銀行.
- _____ (2001)『資金循環勘定解説』韓国銀行.
- _____ (2004)『資金循環統計調査表作成便覧』韓国銀行.
- _____ (2006a)『我が国の通貨制度』韓国銀行.
- _____ (2006b)『我が国の金融制度』韓国銀行.
- _____ (2007a)『我が国の金融市場』韓国銀行.
- _____ (2007b)『我が国の為替制度と為替市場』韓国銀行.

- _____ (2007c) 『我が国の資金循環勘定の理解』 韓国銀行.
- _____ (2008) 『資金循環統計調査表』 韓国銀行.
- _____ (2010) 『我が国の国民勘定体系』 韓国銀行.
- _____ (2012) 『韓国の通貨政策』 韓国銀行.
- _____, 『経済年監』 各年度版, 韓国銀行.
- _____, 『経済統計年報』 各年度版, 韓国銀行.
- 韓国金融監督院 『金融統計年報』 各年度版, 金融監督院金融統計情報システム.
- 韓国国民銀行 『年次報告書』 各年度版, 国民銀行.
- 韓国産業銀行 『年次報告書』 各年度版, 韓国産業銀行.
- 韓国住宅銀行 『年次報告書』 各年度版, 住宅銀行.
- 韓国水産業協同組合中央会 『水産業協同組合年次報告書』 各年度版, 水産業協同組合中央会.
- 韓国畜産業協同組合中央会 『年次報告書』 各年度版, 農業協同組合中央会.
- 韓国中小企業銀行 『年次報告書』 各年度版, 中小企業銀行.
- 韓国東亜日報.
- 韓国農業協同組合中央会 『年次報告書』 各年度版, 農業協同組合中央会.
- 日本銀行調査統計局 (2001) 『入門 資金循環 - 統計の利用法と日本の金融構造』 日本銀行.
- _____ (2003) 『資金循環統計の国際比較』 日本銀行.
- _____ (2005a) 『資金循環統計の解説』 日本銀行.
- _____ (2005b) 『資金循環統計の作成方法』 日本銀行.
- _____ (2007) 『資金循環統計「非金融部門の資金調達内訳表」の解説』 日本銀行.
- 韓国銀行経済統計システム (<http://ecos.bok.or.kr>)
- 日本銀行統計 (<http://www.boj.or.jp/statistics/index.htm>)
- 日本銀行時系列統計データ (<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>)