

## 書 評

Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (eds.)

*The Great Financial Crisis in Finland and Sweden*<sup>\*</sup>  
*The Nordic Experience of Financial Liberalization*

Edward Elgar, Cheltenham, UK • Northampton, MA, USA, 2009. Pp. xii + 324.

京都学園大学 経済学部

宮川 重義

本書は最近出版されたばかりの、1990年代初めの北欧の金融危機についての研究書である。フィンランドとスウェーデンの共同の国家プロジェクトの成果報告書でもある。研究開始当初はフィンランド、スウェーデンのみが研究対象にされたが、その後ノルウェイとデンマークの研究者も加えて、文字通りの北欧金融危機の研究書として出版されることになった。

本書は完全雇用政策の重視、強力な労働組合の影響の下での経済、社会政策の実施によって福祉国家としての道を順調に歩んできた、北欧諸国、とくにフィンランドとスウェーデンが何故あのように厳しい金融不況を経験せざるを得なかったのか、という問題意識の下で書かれている。事実、これらの国は第二次世界大戦後、安定した経済成長と低い失業率を実現してきた。それが、1990年代の初めの厳しい不況によって大きく揺さぶられることになる。実質所得は大きく落込み、失業率は急上昇し、財政赤字は拡大した。

その原因は何か。北欧諸国には大戦後厳しい金融規制が敷かれていた。とくに、為替管理は厳しく、他国との資本移動はなかった。したがって、政治的優先度にしたがって資金配分ができた。しかし、1980年代になって金融規制緩和が実施され、北欧諸国も海外の金融市場と密接な関係をもつようになった。その結果、金融危機が発生したと考えられる。

本書は1990年始めの金融危機以前、危機の期間、危機後の3期間について詳細に分析される。2-5章ではフィンランドとスウェーデンの金融危機について、6-9章では国際的な観点から、諸外国のケースがそれぞれフィンランドとスウェーデンについて比較分析される。10章では90年代北欧金融危機からの教訓が論じられる。以下、それぞれの章について解説し、最後に本書の意義と問題点を指摘したい。

まず第1章「序論」に続く第2章「フィンランド、スウェーデンの大金融危機：1985-1995年、バブル、崩壊、復活のプロセス」では、1985年から2000年の期間を3期間に分け

---

\*この書評のきっかけは、評者が2009年8月にフィンランドのユバスキュラ大学のセミナーで「北欧の金融危機と日本の平成不況」について報告した際、本書の著書の1人である、ペコネン教授 (Prof. Jaakko Pehkonen) が是非読んでほしい本があるとして、本書を贈呈してくれた、ことである。

てフィンランド、スウェーデンそれぞれの経済が詳細に分析される。① 1985年から90年のバブル経済、② 1990年から92年のバブル崩壊とその後の金融危機、③ 1993年から2000年の景気回復。そこではフィンランドとスウェーデンがまるで双子のように全く同じような経済政策によって、同じような回復パターンを見せたことが論じられる。

まず、バブル期では、金融規制緩和によって信用拡大、資産インフレ、消費、投資の急増、海外資本流入、輸出競争力の低下、為替投機がどのようにして生じたかが説明される。バブル崩壊期については、実質金利の上昇、資産価格の暴落、金融システムの悪化、財政悪化、失業率上昇の悪循環について述べられ、最終的に1992年秋に固定為替制度の放棄、変動相場制の採用になったことが説明される。とくに固定相場の問題点が強調される。One of our findings is that the deflation spiral was effectively stopped when Finland and Sweden abandoned their pegged exchange rates (p.26)。この時期の金融、財政の両政策のあり方にも触れられる。

そもそもこのような大きな危機が発生したのは何故か。著者たちは政策担当者が金融自由化のもつ影響力を十分把握していなかったからだと論じる。金融規制緩和はフィンランド、スウェーデンの経済活性化のために是非必要なものであり、それ自体になにも悪いものはない。政策担当者は規制緩和が信用拡大をもたらすことを十分予想すべきであって、それに対応する抑制的政策を同時に実施すべきであった、というのである。政府、中央銀行の政策を厳しく糾弾する。例えば、フィンランドでは財政拡大を議決するのには、半数の議員の賛成でよいが、財政縮小を議決するのには2/3の議員の賛成が必要となる。海外の研究者にとっては知りえない情報である。Prime minister Harri Holkeri together with the minister of finance, Erkki Liikanen attempts to tighten policy, but spending cuts were rejected by the opposition (p.33)。

第3章「フィンランドとスウェーデンの金融危機、似て異なるもの」では、1980年代の金融規制緩和のプロセスが詳細に検討される。80年代になって初めて、金融機関に競争原理が導入されたことが詳細に紹介され、その結果信用ブームが生じたことが強調される。この点は第2章と同じである。しかし、バブル崩壊は単に信用拡大のみにその原因があるのではないと考える。外的ショック、重大な政策ミスが関係していると述べる。

1990年には、まず第一に、ヨーロッパの金利の高騰があり、それが財政事情のよくない国を苦しめた、第二に高金利によって外需が減少し、ペルシャ湾岸の危機が生じた、第三にERM危機が為替市場の混乱を招き、フィンランド、スウェーデンのような小国を巻き込み、均衡値から乖離した固定為替を維持する政策を余儀なくした。最後にソビエト連邦の崩壊はフィンランドを直撃した。

とくに、1994年のメキシコ、1997年の東アジア、1998年のロシア、ブラジル、2000年のトルコと基本的に同じだと述べ、両国の固定相場制度が強調される。金融自由化が抑えられていた需要を刺激している時に、金融を引き締めても意味がない。固定相場を維持しようとする政治的意思が固定為替相場の維持にマイナスに作用した。マルカ、クローナに対する通

貨攻撃は頻繁に起こり、結局、固定相場は放棄された。フィンランドは1991年に通貨切り下げを実施し、輸出回復を促したが、まだ、固定相場にこだわっていたので、金利は高くなった。高金利と通貨切り下げに伴う海外ローンの負担増加によって、フィンランドでは債務の実質負担が急上昇した。このように、フィンランドではスウェーデンに比べて固定相場の放棄が遅れたので、その分、経済へのマイナス影響は大きかった。多くの経済学者も固定相場を支持した。This historically exceptionally strong commitment to unchanging exchange rates presumably increased public confidence in the exchange rate, irrespective of underlying economic realities (p.121)。しかし、両国ともに言えることは、もっと早期に固定相場を放棄していれば、金融危機の影響は少なかったことは歴然としている。また、危機後の両国の対応は速やかで、効率的であったと述べられる。

第4章、「フィンランドとスウェーデンにおける1990年代危機と失業」では、フィンランドとスウェーデンの1990年代の失業の高止まりについて論じられる。その高止まりは90年代の金融危機の遺産かどうか、という観点から議論が進められる。フィンランドとスウェーデンの金融危機はともに始まりが1991年で終りが1994年ということで類似している。失業率でみると、フィンランドはスウェーデンに比べてかなり深刻な状況にある。失業率の変化と労働力からの離脱率を考慮した、非雇用率でみると、フィンランドの金融危機はスウェーデンに比べて50%も厳しかったとされる。

スウェーデンの景気は1994-95年までに急速に回復し、その後失業率は1998年までは一定にとどまる。フィンランドでは1990年代を通して回復途上にある。スウェーデンでは1998年以降失業率は低下し始め、とくに失業の期間が急速に減少し始めた。

また、ここでは、オークン、ピバレッジ関係式が推定され、1990年代初めに両国で構造的失業が2倍になったと示される(Table 4.2 p.139, Table 4.3 p.140)。これらの推定結果は、フィンランドでは4-6%、スウェーデンでは2-4%、それぞれ構造的失業が増加したという従来の研究とも整合的である。失業の増加および高どまりの原因は、総需要ショックおよび制度の変化によってもたらされるいくつかの小さな影響がかさなりあって生じた結論する。We conclude that it is highly probable that a large shift in the structural unemployment rate occurred in both Finland and Sweden during the 1990s. A conservative estimate is that the structural rate of unemployment doubled in both countries in the 1990s (p.141)。

さらに、1990年代後半にはフィンランドとスウェーデンの構造的失業は一定に留まり、その後2000年代初めに緩やかに低下したが、その原因は減税、年金負担の軽減などのプラスの需要ショックによると分析される。

第5章、「1990年代金融危機によって生じた経済負担はいかほどか」では、1990年代の危機がもたらした経済負担を過去の両国危機の経済負担と比較する。フィンランドとスウェーデンはこれまでにいくつかの厳しい不況を経験している。フィンランドでは3つの不況、スウェーデンでは6つの過去の不況が取り上げられて比較される。危機は、銀行や公共部門、

失業者、さらには株主にとさまざまな人びとに、被害（コスト）をもたらす。本章では、これらの被害（コスト）を産出高、雇用、工業生産物、という3つの時系列で測定している。その結果、1990年代の金融危機は1870年以降すべての不況の中でもっとも厳しいものであったとしている。実質所得の観点からは、フィンランドの1990年代の実質所得の落込みは平時における最大規模のものであり、スウェーデンでは1930年代の大恐慌につぐ所得減少であった。工業生産物の観点から見ると、両国の損失は他の危機と比較してもそれ程大きいものではない。しかし、雇用でみれば、両国ともその被害（コスト）は甚大であり、1930年代の大恐慌時を凌駕する（Table 5.1 p. 165）。

1970年代のオイルショック（OPEC I）と1980年代初めのオイルショック（OPEC II）を比較し、OPEC Iでは両国はともに大きな経済被害を受けたが、OPEC IIでは被害は軽微であった。それはOPEC Iの学習効果があったからとされる。具体的には、OPEC Iでは拡張的財政政策が実施され、物価、賃金の高騰し、交易条件の悪化を招き、景気悪化をもたらしたが、OPEC IIでは財政政策がとられず、金融政策に重点がおかれた（pp. 172-3）。第一次、二次の両世界大戦による被害は最大であった、とされる。

90年代の金融危機はまさに長期的な好況が持続していた時に生じたものであり、人びとにまさかの驚きを与えたことがこの不況の被害を大ききした一つの理由であると、推測する。

第II部では、国際比較の観点から分析される。まず、第6章、「フィンランドとスウェーデンの好不況循環、国際比較」では、フィンランドとスウェーデンの1984 - 1995年のバブルとその崩壊を先進工業国の好不況循環を比較分析している。まず、そこでは通常の好不況とバブルと崩壊の明確に区別し、諸外国の后者の事例を抽出し、比較を試みる。まず、本書の2、3章を基にスウェーデンとフィンランドのバブル→崩壊の過程を要約し、国際比較する重要変数として、国内信用、実質金利、為替レート、経常収支、実質成長率、産出ギャップ、消費、投資、輸出、雇用、労働コスト、財政収支、公的債務、を用いる。その結果は次の通りであった。まず、フィンランドとスウェーデンの変動パターンは諸外国の平均よりも大きかった。フィンランドとスウェーデンのバブル、および崩壊は、他国のそれよりも遥かに大きかった。第二に、バブル崩壊とその後の回復プロセスは他国と大きく異なる。崩壊は大きかったが、その後の回復のスピードは迅速であった（Table 6.1 p. 186）。その理由として、金融自由化と景気順応的財政金融政策を上げる。その結果、実質金利の予期せぬ乱高下が生じ、実物部門を悪化させた。また、固定為替相場制に固執したことも大きな理由と考える。

第7章、「ノルウェイのバブルとその崩壊」では、ノルウェイでもフィンランドとスウェーデンと同様の原因でバブルが生じたことが説明される。つまり、固定為替を維持したままで、金融規制緩和をおこない、その結果、資産バブルが発生し、貯蓄は減少し、インフレが高まり、失業は減少、そして輸出競争力を失い、バブル崩壊、金融危機が生じた、と説明される。そして、最後には、ノルウェイもフィンランドとスウェーデンと同様にノルウェイ通貨、クローネの固定相場を廃止する。

ノルウェイのバブルとその後の崩壊はフィンランドとスウェーデンほど激しくなかった。ノルウェイのバブル期は短かった。それは、1986年に石油価格の暴落があったからだ、と説明する。つまり、石油輸出国としてノルウェイでは、石油価格の暴落は経済に大きなマイナスのショックを与えたが、そのことによって、バブルが大きく膨張する前に潰れたからだ。さらに、ノルウェイの金融危機もフィンランドとスウェーデンに比べれば軽微で済んだ。それには、フィンランドやスウェーデンが受けた通貨攻撃の影響が小さかったからだという。フィンランドやスウェーデンの通貨は攻撃を受ける前に明らかに過大評価されていた。ノルウェイも両国に準じるように、1992年に通貨攻撃を受け、ノルゲスバンク（デンマークの中央銀行）はクローネを変動相場にするが、わずかに4%減値しただけであり、その後順調に回復する。通貨攻撃のあった時点で、すでにノルウェイの金融機関は政府によって救済されていたことが、大きな違いである。

ノルウェイの銀行救済策はフィンランドとスウェーデンとは異なる。政府が破綻銀行の国有化を実施したが、その時にまず、株式をゼロにし株主に損害を負わせた。不良債権の処理に政府が新たな政府資本による処理機関 (bad bank) を設立しなかった。また、スウェーデンのように政府が銀行預金を一律全額保証することもなかった (Table 7.3 p. 231)。

ノルウェイのバブル、および崩壊はフィンランドやスウェーデンよりも数年早く生じている。それゆえ、フィンランドやスウェーデンにはノルウェイの経験を学習する時間があつたはずだと思われるが、実際には学習は行なわれなかった。その理由として、金融自由化の路線はいったん引かれると、それに変更を加えることは極めて困難で、まるでジェットコースタに乗って後はお任せ状態になること、また、ノルウェイの崩壊は経済が石油産業に大きく依存している特殊な国の出来事として考えられた、と指摘される。

第8章、「デンマークはいかに金融危機を回避したか」では、なぜデンマークにバブルが生じなかったが説明される。まず、デンマークでは他の北欧3国に比べて、金融自由化が数年早く始まった。デンマークでは規制緩和は不況の最中に行なわれたので、信用拡大が生じなかった。しかし、80年代末には銀行経営は悪化し始めた。1991年から93年に金融機関の総損失はGDPの5%以上にも達した。しかしながら、デンマークの銀行資本は充実しており、これらの損失を十分カバーすることができた。さらに、80年代末から90年代初めにかけて、デンマークのマクロ経済は他国に比べて大変安定していた。

80年代初めには、デンマークの経済は大変悪かった。失業率は高く、経常収支は悪化し、インフレ、金利は共に上昇傾向にあり、さらにたびたび通貨切下げを実施したので、通貨への信頼も揺らいでいた。この段階でデンマーク政府は固定相場に基づいた安定化政策に乗り出した。この政策は成功した。1993、94年の財政拡張政策は金融危機を抑えた。経常収支も基本的に黒字であったので、固定相場は一時的に放棄されたものの維持された。デンマークは他の3国を襲った金融危機を回避することができた。規制緩和のプロセスが適切であったこと、銀行の資本が充実していたことが強調される。とくに、財政政策がうまく運用されていたことが、強調される。Fiscal policy has been the only macroeconomic policy

instrument used actively and the fixed exchange rate has been the anchor of the price level since the early 1980s (p. 258)。

第9章、「北欧とアジアの金融危機：共通する原因と異なる結果」では、固定為替制度がもたらす、共通の危険性が示される。固定相場の下では、国内のインフレは輸出競争力を減じ、経常収支の赤字をもたらす、それが海外からの借入で補填される。この赤字は海外の貸し手が資金提供を続ける限り維持されるが、貸手が赤字継続と固定相場に疑念を抱くようになり、満期資金のロールオーバーを拒否するようになると危機は発生する。バブル崩壊である。

金融危機の回復は、フィンランドとスウェーデンでは早かった。わずか数年で金融機関は回復した。これに対して東アジアの危機は長期間続いた。その理由として、①、東アジアの金融危機はより深刻であった。②、フィンランドとスウェーデンはEUとの協調関係をもっていた、③、フィンランドとスウェーデンは「ニューエコノミー」の恩恵を受けたのに対して、東アジアではITバブルの崩壊、アメリカ合衆国のテロ攻撃という悪影響が重なった。④、フィンランドとスウェーデンでは政策決定に組織的な高度な知識が用いられるのに対して、東アジアでは、情報も少なく、縁故に囚われた時代遅れの意思決定がなされる、が指摘される。

最後の第10章「金融自由化、北欧の経験から学ぶ12の教訓」では、北欧金融危機についての本書の結論がまとめられる。教訓は三つの観点からまとめられる。まず、第一は、バブル→崩壊、という変動を起こさずに金融自由化をいかに進めるか、第二に金融危機が起きた場合いかに対処すべきか、第三に金融のグローバル化の影響をいかに受け止めるか、のそれぞれの観点より論じられる。第一の観点からの教訓として、金融自由化のもたらす結果について十分な知識が必要であり、過去の経験を参考にしてはいけない。90年代の金融危機を70年代、80年の通貨切下げ不況と同一視し、固定相場に固執し、危機を招いた。実質金利の予期せざる大きな変動は避けるべきである、が教訓として主張される。第二の観点からは、いったん金融危機が生じたら、政府の役割は非常に重要になる、と主張される。最後の貸し手としての中央銀行だけを頼りにするのではなく、税金を使った政府の徹底支援が必要である。また、IMFのアドバイスには偏りがあり、アドバイスを求めるならIMFだけではなく、広く意見を求めるべきである。第三の観点からは、金融がグローバル化すると、国内の規制ルール、制度は国際基準に合わせざるをえない。その影響は長期的には大きく無視することはできない、重要な要素となる。

以上が本書の主たる内容であり、金融危機に関心をもつ研究者には極めて重要な必読の研究書である。書評を終えるにあたり、若干のコメントを加える。本書から伝わってくる、もっとも重要なメッセージは金融規制緩和が金融危機をもたらしたものであり、規制緩和のもたらす影響について政策当局はもっと研究しておくべきであった、したがって、この金融危機は無知な政策当局に責任がある (bad policy) というものである。ただ、この点は注意が必要である。まず、80年代は金融規制緩和が世界的に行なわれた時期であり、北欧だけで

はなく、アメリカ、日本その他多くの先進国で、その後信用拡大が生じている。なにも、フィンランドとスウェーデンでのみ、規制緩和－信用拡大－バブル－崩壊－金融危機が生じたものではない。したがって、両国の政策担当者のみを無知、無策と責めるのは酷であろう。また、現在では昨秋のリーマンショック以降、金融規制強化が検討され、規制緩和が厳しく非難されている。つねに規制強化、緩和というサイクルは繰り返すのである。

つぎに、本書ではマネーサプライの重要性の分析が欠如している。評者は金融危機の背後には常にマネーサプライの異常な変動があることをしばしば指摘している。規制緩和それ自体はバブルを起こしえないのである。規制緩和が金融緩和と同時に生じたときにバブルが発生することを忘れてはならない。70年代の二度にわたるオイルショックによって、世界各国はマネーの重要性を理解したはずである。本書第五章では、オイルショックについて触れているが、この点の理解は十分ではない。また、五章を初めとして本書ではいくつかの箇所、固定相場であったことが指摘されている。たしかに固定相場制は国内金融政策の自由度を著しく制約する。では、なぜ、北欧が固定相場に長くこだわったのか、その点が十分触れられていない。もっとも重要なポイントであるだけに、より詳細な説明、分析がほしい。

しかし、いずれにしても、本書は長期間にわたって北欧のエコノミストを総動員し、北欧、とくにフィンランドとスウェーデンの金融危機を両国の国家プロジェクトとして、多様なデータを用いて分析したものであり、その意義は大きい。経済学のように実験のかなわぬ分野では、実体経済を直視した叙実分析の積み重ねがきわめて重要である。その意味でも本書は金融研究者の必読文献であり、応用マクロ経済分析の重要文献の一つになることは間違いない。最後に、本書の目次を示す。

1 Introduction

Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia

PART I THE CRISIS OF THE 1990S IN FINLAND AND SWEDEN

2 The great financial crisis in Finland and Sweden: the dynamics of boom, bust and recovery 1985–2000

Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia

3 Financial crisis in Finland and Sweden: similar but not quite the same

Peter Englund and Vesa Vihriala

4 The crisis of the 1990s and unemployment in Finland and Sweden

Klas Fregert and Jaakko Pehkonen

5 How costly was the crisis in Finland and Sweden?

Thomas Hagberg and Lars Jonung

PART II THE INTERNATIONAL CONTEXT

6 The boom and bust cycle in Finland and Sweden in an international perspective

Lars Jonung, Ludger Schuknecht and Mika Tujula

7 The boom and bust cycle in Norway 202

Erling Steigum

8 How did Denmark avoid a banking crisis?

Claus Vastrup

9 The Nordic and Asian crises: common causes, different outcomes

Ari Kokko and Kenji Suzuki

10 Twelve lessons from the Nordic experience of financial liberalization

Lars Jonung