

第3章

2000年代 ASEAN 4 カ国の金融環境とグローバル金融危機

三重野 文晴・猪口 真大

第1節 はじめに

東南アジア経済が受けたグローバル金融危機の影響は、他の地域と比べて小さく短期的なものにとどまった。影響は、貿易という実物面を通じた経路で相対的に大きく、信用収縮といった金融経路面では軽微であった。つまり、サブプライムローン問題からリーマン・ショックに至る金融的な激震は、この地域の金融部門にさほど影響を与えてはいない。

本章では、グローバル金融危機の影響が東南アジアでそのように現れた背景にある、地域の実物部門および金融部門の過去10年における構造変化を考える。おもに以下のような視点から考えていきたい。

第1に、1997年のアジア金融危機からの回復過程の2000年代に、この地域の金融部門は大きな再編を経験してきた。多くの国で商業銀行部門は深刻な不良債権問題に直面して大規模な再編を経験し、その過程で金融仲介機能は一時低下する。その一方、政策的立場から証券市場が重視され、従来型の銀行貸出から直接金融や債券市場へのシフトが唱えられてきた。

第2に、そうした金融システムの改革の取り組みにもかかわらず、この地域の企業レベルでの資金調達構造は、アジア金融危機によっても、今般のグローバル金融危機によっても、さほど変容していない。たとえば、実物経済における資金調達に果たす負債ファイナンスの役割の限定性や自己金融の

比重の大きさは、1990年代末のアジア金融危機の以前とそれほど大きく変容していないし、金融仲介はむしろ後退すらしているように見受けられるのである。

第3に、実物経済は2000年代半ばから輸出の拡大を通じて力強い回復を経験し、金融部門の混乱と再編とはあまり関係なく、構造変化を遂げてきた。実物経済は、国内の金融システムの機能不全とは無関係に、世界的な製造業の生産拠点の再編に対応して成長を回復し、金融システムの安定は、むしろその実物経済の成長によって不良債権が解消されることで、回復したと考えられている。

第4に、2000年代には実物経済と金融部門の変化を反映して資本フローに顕著な変化が現れた。2000年代後半には海外からの資本の流入が回復するとともに、経常収支の黒字が定着することで潤沢になった対外資産を背景に、各国の居住者から海外へ（outbound）の資本流出が顕著になってきた。

本章の観察の対象は、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンのASEAN4カ国であり、適宜タイの具体的な事例を取り上げる。本章の構成は以下のとおりである。第2節では、この地域の2000年代の回復過程における実物経済の特徴を鳥瞰し、グローバル金融危機の影響のあらわれ方が、それに直接に対応したものであったことを確認する。第3節では、4カ国の国際資本フローの過去10年間の変化を観察し、グローバル金融危機に直面した時点で流動性危機に強い体質になっていたことを指摘する。第4節では、視点を国内の金融システムに移し、まず、アジア金融危機以来、重視されてきた証券市場の成長が具体的にどのようなものであるかを吟味する。そのうえで、金融システムの主要部門である商業銀行部門に生じてきた顕著な変化を指摘したい。第5節はまとめである。最後に、第4節にかかわる実証分析の補論も補足される。

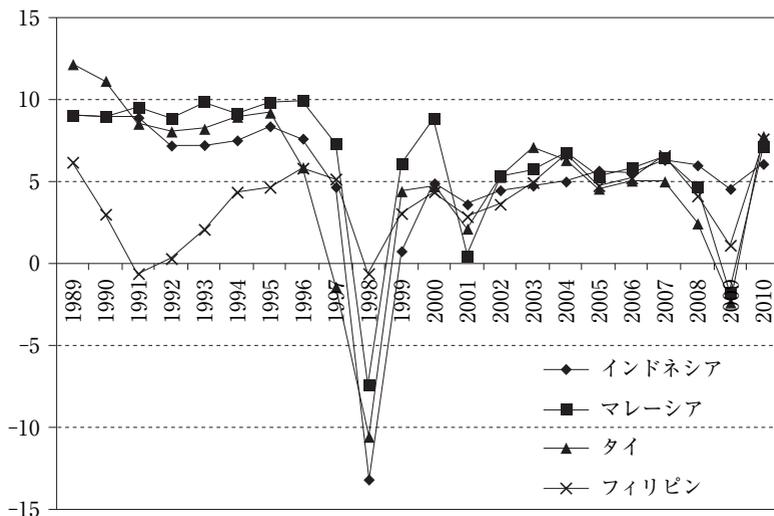
第2節 経済の回復過程とグローバル金融危機のインパクト

1. アジア金融危機からの回復過程

図1は、1989～2010年までの4カ国の成長率の推移を示したものである。国ごとに深刻度に差があるものの各国とも1997年のアジア金融危機と2008年のリーマン・ショックという2度の金融危機を共通のマクロショックとして受けたこと、そして2度とも比較的短期に回復過程を経験していることが明らかである。二つのショックを比較すると、明らかにアジア金融危機の方がリーマン・ショックよりも影響は大きかったことがわかる。最悪期の成長率の落ち込みはより深く、景気が持続的に回復を取り戻す2003年頃まで5年程度を要している。

アジア金融危機後2004年頃から4カ国の経済は持続的な成長を回復する。

図1 実質 GDP 成長率の推移 (%)



(出所) Asian Development Bank, *Key Indicators*. から筆者作成。

しかし、フィリピンをのぞいて、危機以前の1990年代前半よりは低い成長率にとどまっていることも事実である。危機を境とした何らかの構造変化を示唆するものである。

表1は4カ国のGDPの支出構造をまとめたものである。1997年のアジア金融危機の前と後では明らかに構造に違いがある。第1に、危機以前は各国共通に投資が大きな要素をなしていたが、危機後の2000年代になるとこれは大きく低下する。

第2に、かわって成長を牽引したのは輸出である。純輸出はフィリピンを例外として、危機を境に構造的に黒字化する。これはアジア金融危機によって各国の通貨が割安化したことに加え、2000年代に製造業の生産ネットワークが分散化するなかで、分業拠点として確固たる地位を築いたことによる。タイのように自動車、電機の世界的な生産拠点となった国では輸出に依存する傾向はとりわけ大きい一方、フィリピンではこの要素はごく小さいように見受けられる。

第3に、民間消費に注目すると、民間消費の比重は、人口規模の大きいインドネシア、フィリピンで高く、人口が少なく相対的に工業化が進んだタイ、マレーシアで低いという、2分類ができる。しかし、4カ国に共通した傾向として、民間消費の比重はアジア金融危機後必ずしも上昇しておらず、1990年代初めと比較すると2000年代はむしろ低下している。2000年代には東南アジアは都市部を中心に消費市場としての注目が集まってきたが、このことはマクロ経済の集計指標からは裏付けられないことになる。政府消費は、2度の危機の直後には高まるが、期間全体として眺めると各国とも大きな変化はない。

以上のようにみていくと、2000年代の経済の回復過程では、アジア金融危機以前の投資に代わって、輸出が成長の主導的な牽引要素となっていたことがわかる。消費はむしろ比重を低下させており、この間の成長は消費主導によるものではないことになる。これに符合するように、各国は産業構造として製造業の比重を上昇させている⁽¹⁾。

表1 GDP 支出構造の推移

タイ	(%)				
	1990	1995	2000	2005	2010
民間消費	57.1	54.4	54.0	54.7	51.4
政府消費	8.8	7.9	9.2	8.9	9.9
粗資本構成・資本増加	40.1	43.5	20.7	25.4	21.6
純輸出	-5.0	-5.4	14.9	10.3	16.4
その他・誤差脱漏	-1.1	-0.5	1.2	0.7	0.7
マレーシア					
	(%)				
	1990	1995	2000	2005	2010
民間消費	52.2	49.2	43.8	48.1	53.2
政府消費	13.4	12.4	10.2	13.0	13.4
粗資本構成・資本増加	33.2	49.2	26.9	21.4	24.0
純輸出	1.1	-10.8	19.2	17.5	9.4
その他・誤差脱漏	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
インドネシア					
	(%)				
	1990	1995	2000	2005	2010
民間消費	58.9	61.0	61.1	59.6	56.6
政府消費	10.1	8.0	6.5	7.7	8.5
粗資本構成・資本増加	30.6	33.4	22.0	24.4	24.3
純輸出	0.3	-2.5	10.4	8.8	10.4
その他・誤差脱漏	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3
フィリピン					
	(%)				
	1990	1995	2000	2005	2010
民間消費	73.8	77.7	72.2	73.7	69.2
政府消費	7.9	8.2	11.4	9.3	10.0
粗資本構成・資本増加	24.0	23.0	21.6	19.2	20.3
純輸出	-7.1	0.3	-4.3	0.9	-0.4
その他・誤差脱漏	1.4	1.3	0.5	0.5	0.4

(出所) Asian Development Bank, *Key Indicators*.

一つの事例としてタイをみれば、2001年2月に発足したタクシン政権では「デュアル・トラック政策」として輸出部門と国内部門の両者の発展を謳う政策が推進され、後者にかかわる政策課題として「地方」「農村」「貧困層」

に対する所得再分配政策が強力に推し進められてきた。上のようなマクロ経済の観点からみると、この政策は結果として、順調な輸出部門側の成長によって生み出される余剰を原資として、財政機能の強化によって再分配を拡大してきたものになる（三重野・布田 [2010]）。大規模な再分配政策が矢継ぎ早に実行され、相当規模の財政拡大があったにもかかわらず、リーマン・ショックの直前まで財政収支の顕著な悪化はみられなかったことは、輸出による成長からくる歳入の自然増収（つまりおもに輸出部門側で生み出される余剰）がこれを支えたことになる。そして、この再分配によって国内消費が大きく拡大する方向に延びたわけでもないのである。

2. グローバル金融危機のインパクト

ASEAN 4 各国において、2008年9月のリーマン・ショックは以上のようなマクロ経済の環境のうえに到来した。実物経済におけるショックは、輸出を経路として一時的に深刻なものとなった。

表2は、リーマン・ショック後、世界危機発生時期の4カ国の成長率の推移をまとめたものである。タイで最も早くから成長率がマイナスに転じ、ついでマレーシアが深刻な影響を受けている。これに対し、フィリピンでは影響の到達は遅く、またマイナス成長に落ち込むことがなかった。インドネシ

表2 アセアン4カ国のリーマン・ショック後の成長率の推移

	GDP 成長率（年率%, 前年同期比, 実質）					輸出/ GDP*	09/Q1輸 出対前年 同期比(%)	財政収支 /GDP*	
	2007	2008 Q4	2009 Q1	2009 Q2	2009 Q3				2009 Q4
タイ	3.9	-4.3	-7.1	-4.9	-2.7	5.8	61.5	-26.5	-1.7
マレーシア	4.7	0.1	-6.2	-3.9	-1.2	4.5	94.5	-35.2	-3.2
フィリピン	5.0	4.5	4.5	0.8	0.4	1.8	34.2	-36.1	-0.2
インドネシア	6.4	5.2	4.4	4.0	4.2	5.4	27.3	-40.6	-1.2

（出所） Asian Development Bank, *Key Indicators*, 各国中央銀行, その他資料より筆者作成。

（注） *2007年末値

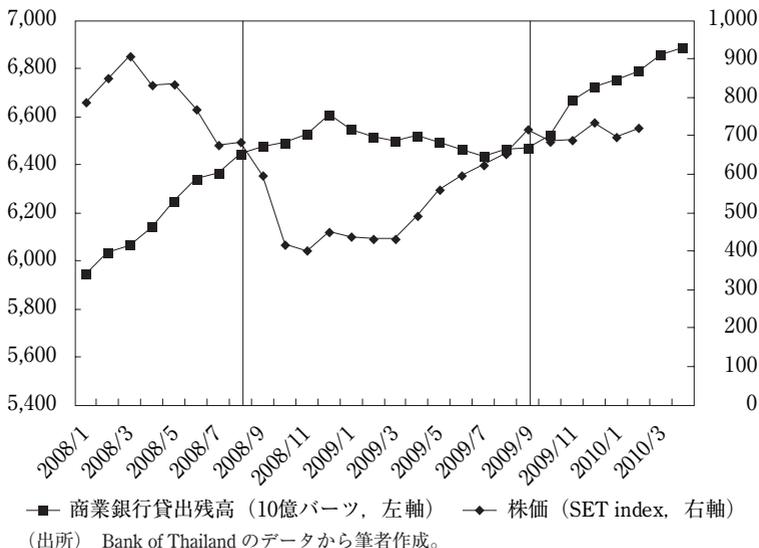
アでは成長率への影響はきわめて軽微であったということが出来る。表にあるように、この影響の非対称性は、経済の輸出依存度と関係している。輸出の落ち込みは4カ国とも同等に、むしろフィリピン、インドネシアにおいてより強く経験している。にもかかわらず、輸出依存度の高いタイ、マレーシアの方が、成長率のより深刻な落ち込みを経験した。

4カ国に共通した趨勢として、景気の後退は比較的短期間で克服され、2009年末には回復期に入っている。輸出の回復過程では、その輸出先の変動をとまなっている。タイを例に2007年末と2009年末で輸出相手国の比重を比較すると、2007年には比較的高い比重を占めていた先進工業国（北米、EU、日本）は、40.1%から34.8%へと低下し、代わって中国およびASEAN域内の比重が36.4%から39.9%と、ちょうど逆転するように上昇している⁽²⁾。こうした傾向そのものはリーマン・ショック以前から緩やかに生じてはいたが、これを契機に加速した感がある。

グローバル金融危機は、こうした実物経済における激しいショックと比べて、金融面においては、実はさほどの混乱をもたらしたわけではない。後述するように、4カ国の商業銀行部門はアジア金融危機からの混乱と再編過程で保守的、消極的な姿勢を顕著にしており、また金融当局も健全性を重視した規制と計画展望を示していた。2000年代の東南アジア各国の商業銀行部門は、リーマン・ショックに連なるリスク資産に強く関与できる状況にはなかった。これが結果的に幸いして、金融部門における影響は僅かなものにとどまり、たとえばこれを直接的な原因とする商業銀行の破綻はほとんど発生しなかった。

図2は、タイを事例に、この時期の商業銀行貸出残高と証券取引所（SET）の株価指標の動きを示したものである。商業銀行貸出残高は2009年の第1四半期から緩やかに低下し、すでに実物経済が回復過程に入った第4四半期に一応の底を打って回復を始める。実物経済に対して明らかに遅行しており、このことは商業銀行貸出の停滞が、銀行そのものの経営上の問題ではなく、実物面での資金需要の落ち込みを背景としていたことを意味している。株価

図2 金融活動主要指標の推移



の反応は実物面での生産・輸出・消費の落ち込みと同時に生じているが、第2四半期にはすでに先行的に回復を始めており、このことはグローバル金融危機のインパクトは投資家の金融資産面への影響としては小さなものにとどまったことを意味している。

第3節 国際資本フローの変化

1. 2000年代の変化—グロス (inbound/outbound 別) の国際収支表から

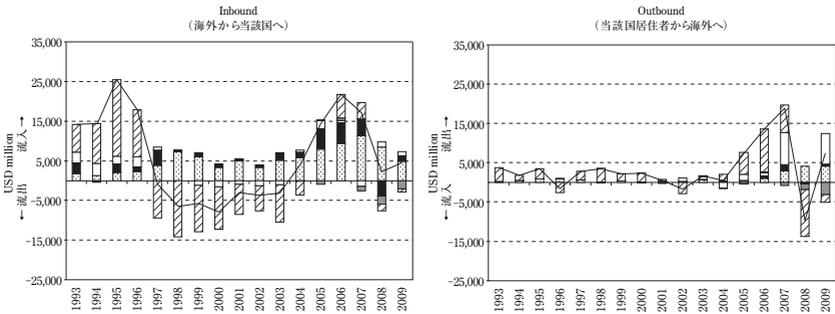
2000年代を通じて、この地域の国際資本フローは著しい変化を遂げた。経常収支の黒字が定着することによって国内の対外資産保有が増加し、外貨準備が増加した。2004年頃からは、資本収支も再び流入に転じている。さらに、2005年頃から潤沢な外貨資産を背景に、各国居住者から海外への投資が急増

している。こうした動きを詳しくとらえるためには、海外からの当該国へ (inbound), と当該国の居住者から海外へ (outbound) の2方向の動きを別にとらえたグロスの国際収支表が不可欠である。

図3は、4カ国のグロスの国際収支表について、2009年までの時期について、左側に inbound, 右側に outbound の趨勢を並べて示したものである。左側 (inbound) は流入をプラスに、右側 (outbound) は流出をプラスにして示してあるので、左右における高さの差が、両者における同じ項目の流出入をネットアウトした数値となる。この図からいくつかの特徴をつかむことができる。

図3 国際収支の推移 (inbound, outbound 別)

(1) タイ



(2) マレーシア

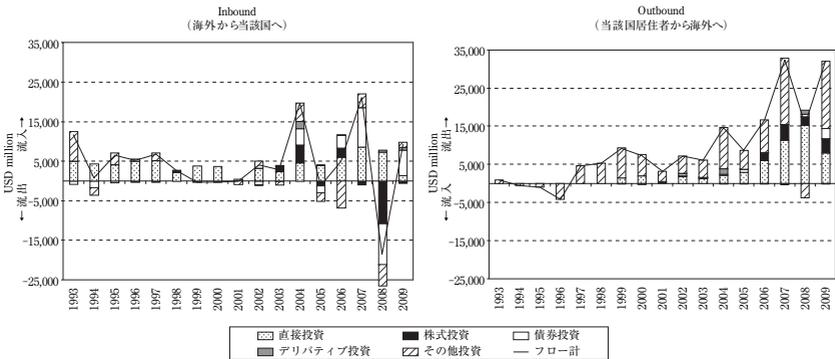
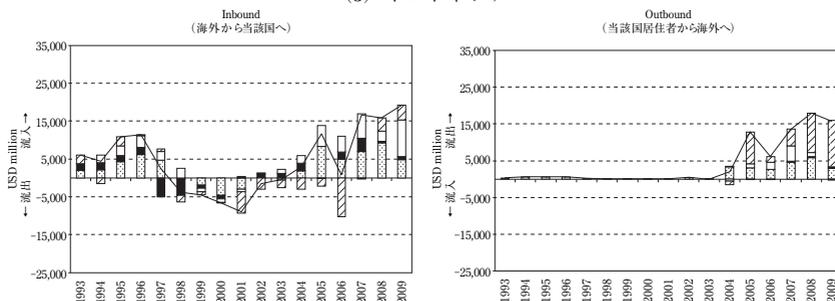
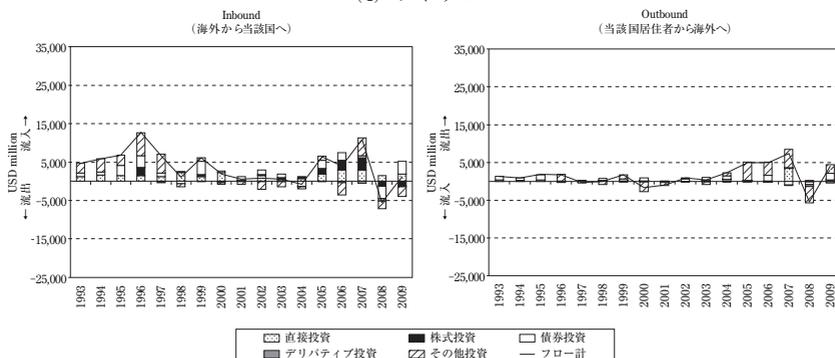


図3のつづき

(3) インドネシア



(4) フィリピン



(出所) IMF, *Balance of Payments Statistics*.

まず、ベンチマークとして、直接投資の受け入れと製造業輸出による成長が最も顕著なタイに着目してみよう。第1に、銀行信用(「その他」)⁽³⁾の項目をみると、2005年からタイ居住者からの流出が急拡大していることがわかる。これは、タイの商業銀行が海外向けの貸出を急増させていたことを示すものである。Inbound, outboundの銀行信用の動きをネットアウトすると、アジア金融危機以降、銀行信用の流出が続いていたようにもみえてしまうが、実際には、そうした非居住者による銀行信用の引き上げは2005年には止まっているのである。

第2に、直接投資は2004年以降、海外からの流入が拡大しており、その一

方で、2006年以降、タイ国内から海外への直接投資も、総量は限られるものの増え始めている。

第3に、株式・債券・デリバティブをあわせたポートフォリオ投資は2004年以降海外からの流入が増えているが、その一方で、タイ国内から海外への投資も着実に増えており、とくに2007年には短期債券投資を中心に著しく増加している。ネットの国際収支表では、ポートフォリオ投資が2004年以降流入に転じたあとも傾向が安定しないが、2005年頃からタイ国内から海外への投資の要素が拡大しているからであり、このようにグロスで見るとリーマン・ショック（2008年9月）までは、株式投資を中心に海外からの資本流入が維持されてきたことが理解できる。

こうした傾向は他の3カ国では多少のバリエーションがある。マレーシアではタイのような海外居住者の銀行信用の流出はみられない一方⁽⁴⁾、国内居住者の銀行信用の流出がより早くから、より大規模に起こっている。対内直接投資が2000年代に維持されてきたことはタイと同様であるが、一方で対外直接投資がやはりより早くからより大規模に起こっている。ポートフォリオ投資は inbound 側でより大きく、outbound 側ではやや少ない。総じていえば、海外からの流入面では、タイでは直接投資が主であったのに対し、マレーシアではポートフォリオ投資が中心となっている。国内居住者からの流出(outbound)面では、銀行信用が大きな要素である点はタイと共通しており、それに加えて、タイではポートフォリオ投資の形をとる投資が多いのに対し、マレーシアでは直接投資が大きな比重を占めている。

インドネシアでは、2000年代の初めまで海外からの直接投資の流出が生じていること、海外からの銀行信用は2000年代を通じて流出が続いていることが特徴的である。他方、2000年代後半から居住者からの対外投資が拡大していることは、タイと共通の特徴である。フィリピンでは inbound, outboundとも動きが相対的に小さい。アジア金融危機後、海外からの銀行信用がほとんど流出していない点はマレーシアと共通しており、直接投資が維持されているのは、タイ、マレーシアと共通している。2000年代後半に対外投資

(outboundの流出)が増加するのは、やはり他の3カ国と同じである。

2. グローバル金融危機時の動き

リーマン・ショック時にこの地域において金融経路のショックが比較的小さく収まった理由は、このような資本フローの変化をふまえるとより明瞭に理解することができる。タイでは、実際には海外資金の国内からの流出は小さく、おもな動きとしてはタイ居住者の海外への銀行信用が一時的に引き上げられているだけである。2009年にはその動きも収束し、国内からの海外への債券投資が急回復している。マレーシアとフィリピンではinbound, outboundの両側の動きが若干みられる。海外からの投資をポートフォリオ投資で多く受けていたマレーシアでは一時的にそれらの資金の引き上げがみられる一方、マレーシア居住者の海外投資の引き上げはさほど顕著ではない。フィリピンでは両側の動きが一時的に小さく生じている。なお、インドネシアではリーマン・ショックの直接的な影響による資金フローの影響はほとんどみられない⁽⁵⁾。

この地域全体としてみれば、リーマン・ショックに際して海外からの流入資本が急激に引き上げられる現象は(マレーシアを多少の例外として)深刻には発生せず、一方で、経常収支黒字の拡大と投資率の低迷によって積み上がる対外資産の増加を背景に、(インドネシアを多少の例外として)国内居住者の対外投資を引き上げる形で、対処がなされていたことになる。

東南アジアでは、2000年代に輸出が牽引する成長構造に転換したことによって、外貨準備、対外資産が拡大していた。他方、海外からの資本の流入は、直接投資の比重が増えており、銀行信用、ポートフォリオ投資は2000年代後半に再開していた。リーマン・ショック時には、アジア金融危機時とは異なり、対外資産がバッファーとして機能して、急激な動きを抑制したのである。

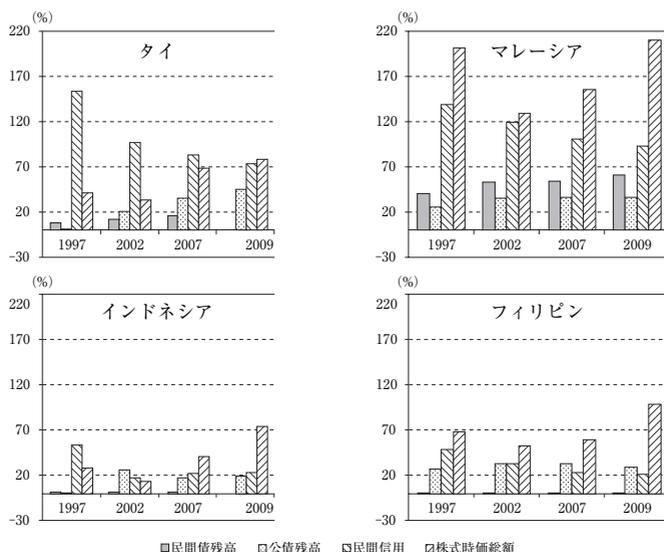
第4節 金融システムの変容

1. 証券市場の趨勢

(1) 株式市場

ここでは、2000年代に国内の金融システムがどのように変容してきたかに焦点を当てたい。図4は、4カ国の金融システムの資金供給形態の比重を、民間信用（金融機関貸出）残高、公債残高、社債残高、株式（株価総額）の別に、対GDP比で示したものである。金融深化のレベルに対応して水準はそれぞれに異なるものの、傾向として共通したものを見いだすことができる。民間信用の比重は、2000年代にすべての国で継続して、低下している。低下傾向はアジア金融危機以降の持続的なものであり、リーマン・ショックの前

図4 各国の民間信用、債券残高、株式時価総額の水準（対GDP比）



(出所) World Bank, *Financial Development and Structure Dataset* から筆者作成。

後でも継続的な低下傾向には変化はまったくみられない。それに対して、株式時価総額は、2002年を底として、2000年代には大きく上昇し、1997年時点で株式の比重が大きかったマレーシアを例外として、この10年で継続的に低下する銀行信用を陵駕する水準となっている⁽⁶⁾。アジア金融危機直後には、いくつかの国で証券市場の育成にとりくまれたが、このような集計値でみる範囲では、その成果が上がっているようにもみえる。

東南アジアの株式市場の機能を考える場合、見落としてはならないのは、企業の株式市場への参加度の問題である。三重野・布田 [2010] によると、タイの証券市場への上場企業数は、アジア金融危機以前のピーク時（1996年）に上場企業数は454社であったが、危機後、破綻と上場廃止によって減少する。2004年にはピーク時と同等の水準に回復するものの、その後は横ばいが続いている。証券市場を活用して積極的に株式ファイナンスを行うような企業の参加は、株価、株価総額の上昇ほどには進んでいないのが実態である。表3は、2006～07年の調査にもとづいて、各国の総資産規模で測った主要企業（非金融企業）の証券市場への参加度合いを観察したものである⁽⁷⁾。マレーシアを例外として、主要企業の上場企業へ参加はすこぶる低位にとどまっている。たとえば、各国上位400社のうち上場企業数はタイで135社（33.8%）、フィリピンでは76社（19.0%）であり、インドネシアに至ってはわずか20社（5%）でしかない。市場を通じて株式ファイナンスを行っている企業は、大規模企業層のうちでも極端に偏っている。証券市場における活況とは別次

表3 ASEAN 4 カ国主要企業の上場企業数比率

(%)

	上場企業 総数	総資産順位						
		上位100	上位400	上位600	上位800	上位1000	上位1100	上位1200
タイ	415	51.0	33.8		26.4		23.4	
マレーシア	848	93.0		74.2				60.3
インドネシア	219	58.0	5.0			0.4		
フィリピン	105	35.0	19.0			10.5		

(出所) 企業登記情報に基づく国際協力銀行調査（2006～7年）に基づいて筆者作成。

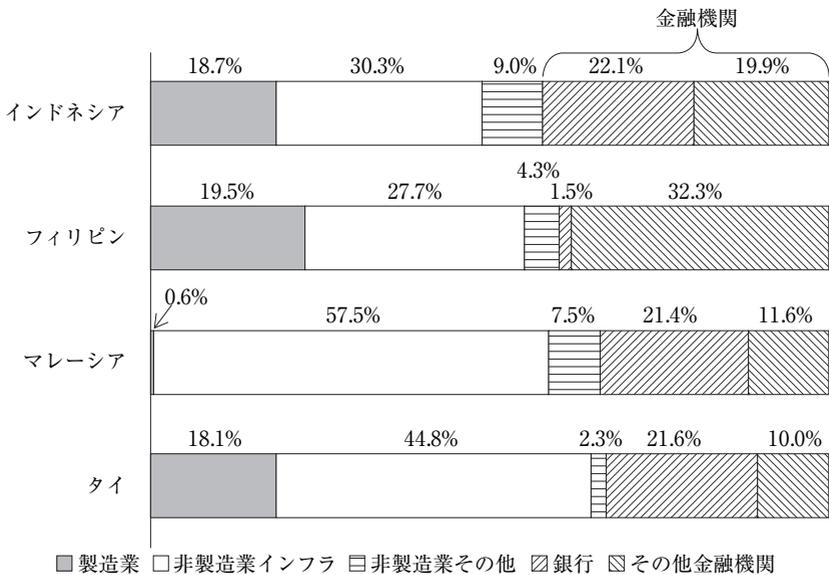
(注) 上場企業数は金融機関を除く。

元の問題として、商業銀行貸出を株式ファイナンスが代替しているとはとてもいえない状況にあるのである。

(2) 債券市場

つぎに、最近整備への取り組みが進められているとされる、債券市場を通じたファイナンスの成長はどの程度であろうか。図4に戻ると各国の債券残高の成長にはばらつきがみられる。公債と社債を合わせた債券全体の水準で見ると、タイ、マレーシアでは残高の増加が認められる。とくにタイでは公債残高が大きく拡大している⁽⁸⁾。一方、社債は拡大はしているもののその水準はきわめて低い。マレーシアでは社債の残高は1990年代にも比較的大きな規模をもっていたが、2000年代には緩やかに拡大している。

図5 産業別社債発行残高



(出所) インドネシア：Indonesian Bond Market Director, 2006, フィリピン：Domestic Credit Rating Report, 2010, マレーシア：Malaysia Corporate Bond Handbook 2010, タイ：Thai Bond Market Association, Thai Bond Market, 2008, から筆者作成。

一方、インドネシア、フィリピンでは公債の規模がある程度拡大しているものの、社債残高はほとんど無視し得る水準でしかない。この2カ国では債券市場の機能は、企業の資金調達のみからみれば、まだ端緒についたばかりというべきであろう。

図5は、4カ国の社債残高を発行体の産業別に分類したものである。発行体としては、4カ国共通に、インフラ部門および金融部門の二つが圧倒的な比重を占めている。製造業は実物経済での成長を牽引している存在であるが、この部門では社債による資金調達を選択する企業は相対的に少ないことがわかる。初期的な段階にある債券市場を資金調達的手段として活用できる企業は、現状では株式ファイナンス以上に限られた存在にすぎない。全体として、債券市場も、低下する民間信用（商業銀行貸出）を代替する形で機能しているとは言い難いことになる。

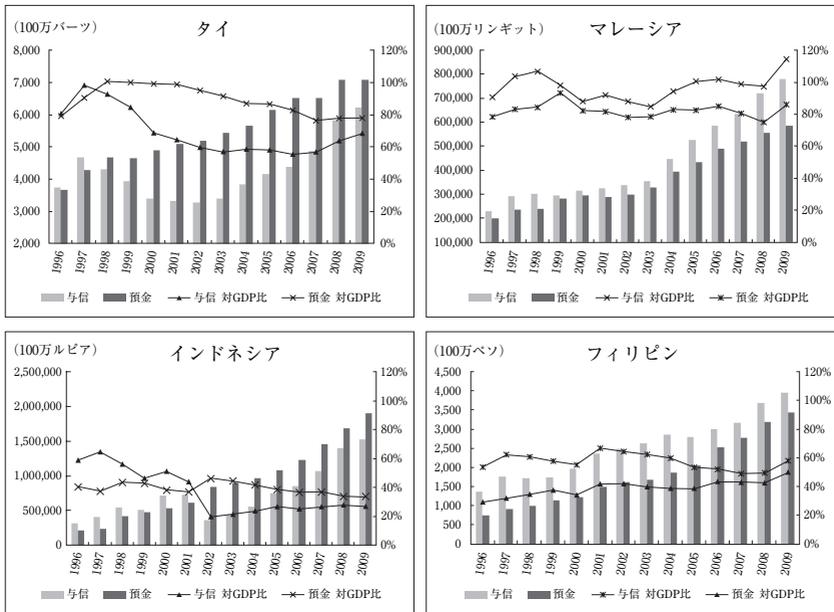
2. 商業銀行部門の変容

(1) 商業銀行の再編と貸出の回復過程

この10年の民間信用（商業銀行貸出）の明らかな収縮は、商業銀行部門のどのような変化を反映したものであるのか考えたい。アジア金融危機をきっかけに、各国の商業銀行部門は大規模な再編を経験した。タイでは中小規模銀行の一時国有化、外資による買収がすすみ、不良債権の処理を進めた上で、2004年から新指針に基づいて、健全性規制、市場支配力の抑制、外資参入の促進、小規模金融に重点をおいた再編が進められた。マレーシアでは商業銀行、投資銀行（merchant bank）の集約が進められた。インドネシアでも多くの商業銀行の破綻を受けて、金融部門の再編が進められ、とくに国営商業銀行の集約が行われた。

このような再編の過程で、商業銀行部門は機能面ではどのように変質したのであろうか。図6は、ASEAN 4カ国の銀行預金、貸出とそれらの対GDP比の推移をみたものである。預金残高は4カ国ともアジア金融危機の後も順

図6 ASEAN 4 カ国の預金、与信の趨勢



(出所) Asian Development Bank, *Key Indicators*.

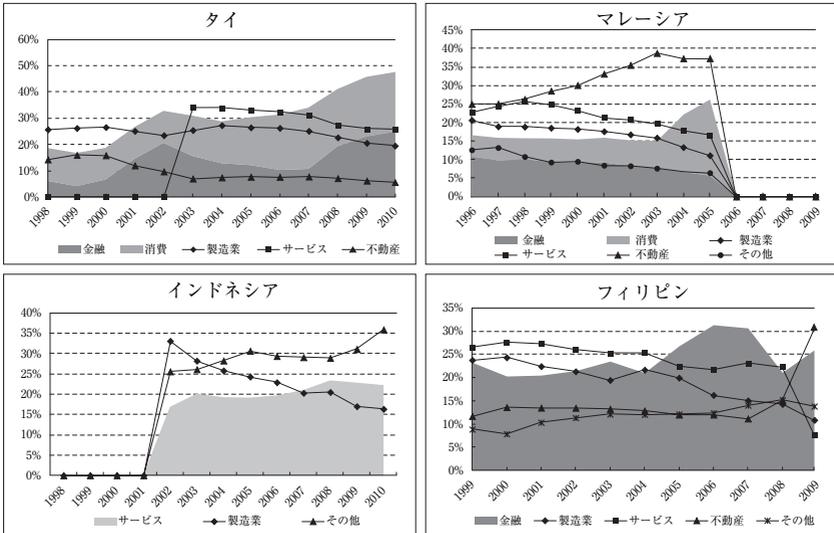
調に増加する傾向にある。一方、与信残高は金融機関の破綻が深刻だったタイ、インドネシアでは2002年頃まで低下したのち回復し、他の2カ国は危機後も一貫して与信の増加が続いている。

しかし、これを対GDP比でみると、この時期の高成長に対応するほどには金融深化は進んでいなかったことが確認できる。ほとんどの国で対GDP比の預金残高、貸出残高は一定か、低下傾向にある。とくに、タイとインドネシアでは与信の対GDP比率は傾向的に低下している。この2カ国では、与信残高が預金残高を恒常的に下回ってもおり、商業銀行の金融仲介能力が低位にとどまったまま回復していないことが示されている⁽⁹⁾。

(2) 貸出行動の変容

商業銀行の金融仲介機能の変容の最も大きな特徴は、実は、金融仲介の総

図7 4カ国の銀行産業別貸出比率（総貸出額に対する比率）



（出所） CEIC Database から筆者作成。

（注） タイ、マレーシア、フィリピンについては、「サービス」は不動産を除く。インドネシアについては不動産を含む。金融、消費の比率は積み上げ面グラフ（インドネシアについてはサービス）、その他は折れ線グラフで表されている。

量の変化ではなく、資金供給先が大きく変化してきたことにある。図7は、ASEAN 4カ国それぞれの産業別の貸出比率を、可能な範囲で、製造業、金融業、不動産・建設業、消費、その他サービス業に分類して、その推移を図示したものである。それぞれの国で分類とアベイラビリティが異なるため、煩雑な図となっているが、おおよその傾向をつかむことができよう。

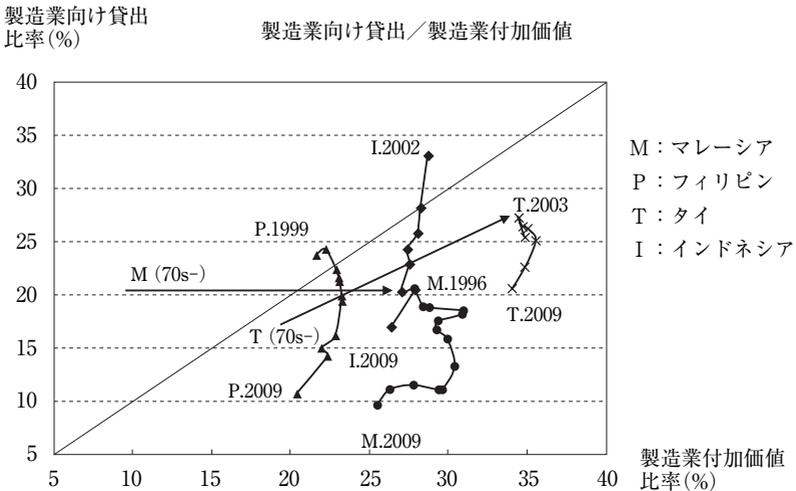
ここにある大きな共通傾向は、商業銀行は製造業に対する貸出比率を一貫して低下させてきた一方、貸出の重点を金融部門・消費部門にあるいは一部の国では不動産部門へと移してきていることである。第1に、製造業への貸出比率の低下は4カ国にほぼ共通のものである。そのなかで、タイはむしろ例外的にほぼ横ばいを維持しているが、他の3カ国ではこの低下傾向が顕著である。第2に、金融部門・消費部門への貸出比率の上昇は、その情報が得

られないインドネシアを除き、すべての国で顕著に観察される。タイではこの傾向が持続的であるし、フィリピン、マレーシアでは成長率の回復する2004年以降にとくにこの傾向が強くなっている。第3に、マレーシア、フィリピンでは不動産部門への貸出比率の上昇が著しい。

前述のように、過去10年のこの地域の成長構造の基本は、アジア金融危機で落ち込んだ投資を補う形で、なによりも輸出によって牽引されてきたことにある。この間、同時平行的に、消費が高度化してきたことはしばしば指摘されるが、消費は生産部門の成長を後追的に拡大したに過ぎない。商業銀行の貸出が製造業から離れて金融部門・消費部門などにシフトしている事実は、商業銀行のビジネスの重点が、成長構造の主要源泉部分である輸出製造業にではなく、その副産物的な成果である消費・国内セクターにシフトしてきたことを意味している。

この点を、図8によって、いま一度確認したい。この図は、ASEAN 4 カ国の商業銀行の全貸出に占める製造業への貸出比率を、製造業の付加価値比

図8 ASEAN 4 カ国 製造業比重と商業銀行製造業貸出比率



(出所) Asian Development Bank, Key Indicators, CEIC Database から筆者作成。

率と比較してまとめたものである。図では横軸に付加価値比率が、縦軸に貸出比率がとられている。したがって45度線の下領域は、商業銀行の貸出活動が、相対的にその経済全体に製造業が占めるほどには、その産業にかかわっていないことを意味している。タイとマレーシアについては筆者の以前の研究に基づいて、1970年代からの長期趨勢を大雑把に矢印で記している¹⁰⁾。

図表の横方向の動きが小さいことからわかるように、4カ国とも製造業の付加価値比率はそれほどの変動がないが、2000年代の半ばにかけて上昇し、2009年時点ではやや低下している（右側に弓なりの形状）。この直近の比重の低下はグローバル金融危機における輸出の低下を意味していると考えられるので、基本的にはこの地域の経済は製造業の比重を緩やかに増しつつあるとみてよいだろう。そうしたなかで、4カ国に共通する縦方向の激しい低下は、2000年代初頭から最近まで、実物経済の付加価値生産における製造業の比重がそれほど変化していないなかで、商業銀行の製造業向け貸出比率が急速に低下していることを意味している。そして、タイとマレーシアの長期趨勢を合わせて考えると、この傾向は2000年代に入って新たに生じた変容である可能性が高いのである。

このような貸出行動における近年の変容の原因は必ずしも明らかではないが、明らかに各国の事情というよりは、共通した外部環境の変化を要因とするものだろう。商業銀行という業態の衰退ないし変容を反映している可能性、国際的な健全性規制の基準の強化が関係している可能性、実物経済の資金需要の質の変化に対応した動きである可能性、などが考えられるが、本章ではこの事実を指摘するにとどめたい。

第5節 おわりに

グローバル金融危機が東南アジアに与えた影響は、実物経済においては輸出の縮小というショックであり、しかしそれは1年程度で回復する比較的短

期のものにとどまった。一方、金融面においては国際資本フロー、証券市場、銀行貸出のどの側面においてもその波及の経路が相対的に小さく、影響は最小限であった。

国際資金フローの面では、インドネシアをのぞく各国で海外資金の引き上げがある程度生じたものの、ポートフォリオ投資、銀行信用とも国内居住者側の対外資産が積み上がっていたことで、その影響は緩衝されてきた。

国内金融システムの面では、証券市場も、銀行貸出も、危機の発生に対応して一時的な落ち込みをみせるものの、回復は早かった。2000年代に東南アジアの金融システムは、商業銀行の機能が全体として後退していた。株式市場はこの時期相対的に活況を呈したものの、企業の参加は非常に偏在し、商業銀行の金融仲介を代替する存在としては十分に発達してはいなかった。債券市場は企業活動の資金経路としてはまだ初期的な段階にある。その結果、企業は全体として金融システムを通じた外部金融による資金調達を頼るよりも、自らの内部留保や市場に依らない株式発行などの自己金融に回帰してきた。そして、この構図は直接投資と深く関わり、またこの時期の実物経済の成長をささえてきた輸出製造業においてとくによく当てはまる。

リーマン・ショックのインパクトが実物経済と金融で著しい非対称を呈したことは、2000年代にさらに進行した東南アジア経済における実物と金融の乖離という基底構造によく対応したものである。

このような乖離がなぜ2000年代により進行したのか、とくに商業銀行部門の業容がなぜこのような変容に向かっているのか、その説明は今後の重要な研究課題である。

〔注〕 _____

- (1) 製造業の付加価値比率の伸びはタイで最も著しく、1995年の29.9%から2007年には35.6%に上昇している。同時期、マレーシアは25.8%から27.4%へ、インドネシアは24.1%から27.1%に延びている。フィリピンはそれほどの変化はない（Asian Development Bank, *Key Indicators* より計算）。
- (2) Asian Development Bank, *Key Indicators* から計算。なお、NISE、インドの比重も微減傾向にある一方で、それ以外の地域への輸出の比重は17.6%から19.7%へと顕著な

- 上昇をみせており、中東、アフリカ、東欧、ラテンアメリカ等の他地域の新興経済圏への輸出など、輸出先が多様化していることも示唆されている。
- (3) 「その他」項目は、大部分は銀行信用によって占められるため。本章ではこれを銀行信用の動きとして観察を進める。
 - (4) マレーシアについては、アジア金融危機後に実施された資本規制が、資本流出の少なさと関係している可能性もある。
 - (5) なお、2006年に海外からの銀行信用が大きく流出している。
 - (6) もっとも銀行の信用残高と株式時価総額では指標としての質が異なるので、単純に比較はできない。
 - (7) この数値は、著者の一人が国際協力銀行（JBIC）との共同調査として収集したデータにもとづいている。この調査のタイ、マレーシアについての詳しい情報は、三重野 [2008]、Mieno [2010] を参照されたい。
 - (8) その大宗は中央銀行債の増加である。
 - (9) なお、企業の資金調達側からみれば、銀行借入の比率はかなり小さいことが知られている。主要上場企業の負債比率の平均はタイで50%半ば、マレーシアで40%半ばである（三重野 [2008]）。
 - (10) たとえば、奥田・三重野 [2008]

〔参考文献〕

<日本語文献>

- 奥田英信・三重野文晴 [2008] 「東南アジアの金融発展——共通性・多様性と東北アジアとの対比——」（寺西重郎他編『アジアの経済発展と金融システム——東南アジア編——』東洋経済新報社 1-34ページ）。
- 三重野文晴 [2008] 「東南アジアのコーポレート・ファイナンスの基底構造について：タイ・マレーシアを観察事例に」（『アジア研究』第54巻第2号 11-32ページ）。
- 三重野文晴・布田功治 [2010] 「タイ金融システムの変容——国際経済環境の変化、成長戦略との相互関係——」国宗浩三編『国際資金移動と東アジア新興国の経済構造変化』研究双書 No. 591 アジア経済研究所 217-250ページ。
- 三重野文晴・清水聡・トラン・ティン・バン・アイン [2011] 「アジア債券市場整備の取り組みと債券市場の現状について」（『国民経済雑誌』、第204巻第6号 25-43ページ）。

<外国語文献>

- den Haan, Wouter J., Steven W. Sumner, and Guy M. Yamashiro [2007] “Bank Loan Portfolios and the Monetary Transmission Mechanism,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 54, Issue 3, Apr., pp. 904-924.
- Eickmeier, Sandra, Boris Hofmann, and Andreas Worms [2009] “Macroeconomic Fluctuations and Bank Lending: Evidence for Germany and the Euro Area,” *German Economic Review*, Vol. 10, No. 2, May, pp. 193-223.

- Karim, Mohd. Z. A., Amy A. M. Harif, and Azira Adziz [2006] "Monetary Policy and Sectorial Bank Lending in Malaysia," *Global Economic Review*, Vol. 35, Issue 3, Sept., pp. 303-326.
- Mieno, Fumiharu [2010] *Foreign Ownership, Listed Status and Financial System in East Asia: Evidence from Thailand and Malaysia*, Working Paper Series No. 2010-14, Center for Economic Institutions, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University.
- Wurgler, Jeffrey [2000] "Financial Markets and the Allocation of Capital," *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, Issues 1-2, pp. 187-214.

補論 商業銀行の産業別貸出行動の決定要因

補論では、第4節で観察された各国商業銀行の製造業への貸出が、統計的にどのようにとらえることができるか、若干の推計を試みる。まず、4カ国の年次データによって、それぞれの国の産業別銀行貸出と生産面における産業別付加価値比率の相関を観察する。Wurgler [2000] を参考にし、以下の式を推定した⁽¹⁾。

$$\frac{\Delta L_{it}}{L_{it}} = \alpha + \eta \frac{\Delta V_{it}}{V_{it}} + \epsilon_{it}$$

L : 産業別新規貸出額, V : 産業別 GDP, t : 年, i : 産業⁽²⁾

当該産業の成長もしくは衰退に対応するように銀行貸出も変化しているのであれば、係数 η の符号は正になることが予想される⁽³⁾。サンプル期間は、インドネシアが2002年から2009年、マレーシアが2006年から2010年、フィリピンが2000年から2010年、タイが2003年から2010年である。データの出所は CEIC データベースである。

補論表1にまとめられているように、全体として産業別新規貸出と産業別 GDP のそれぞれの変化率の間の関係は統計的には有意に見いだすことはできなかった。 η の符号は、マレーシアとフィリピンでは正、インドネシアとタイでは負であった。いずれも決定係数が0.0009~0.0119と非常に低く、係数はすべて有意ではない。年次データによる統計的検討からは、ポジティブ、

補論表1 ASEAN4の業種別貸出に関する推定結果

国	Coefficient	Std. Err.	R-sq
インドネシア	-4.229	24.338	0.0009
マレーシア	5.286	14.782	0.0058
フィリピン	2.765	7.667	0.0019
タイ	-24.979	31.611	0.0119

ネガティブどちらについても一定の傾向をつかむことはできなかった。

つぎに、タイに観察対象をしばり、4半期データのVAR (Vector Autoregression) モデルによって製造業・非製造業貸出と付加価値比率の相互関係をより細かくみることとする。VARの手法をもちいて、マレーシアの業種別貸出を対象に金融政策の影響について分析したKarim, Harif and Adziz [2006] や、マクロ経済に生じたショックがドイツやユーロ圏の銀行貸出に及ぼす影響を分析したEickmeier et al. [2009] などに倣い⁽⁴⁾、製造業(非製造業)向け貸出残高、製造業(非製造業)付加価値、インターバンク金利、物価の四つの指標の相互関係を観察する⁽⁵⁾。実際の推定作業においては、各変数とも1階の階差をとったものを使用した⁽⁶⁾。四半期データの期間は2003年第4四半期から2010年第3四半期までである。データの出所は同様にCEICデータベースである。

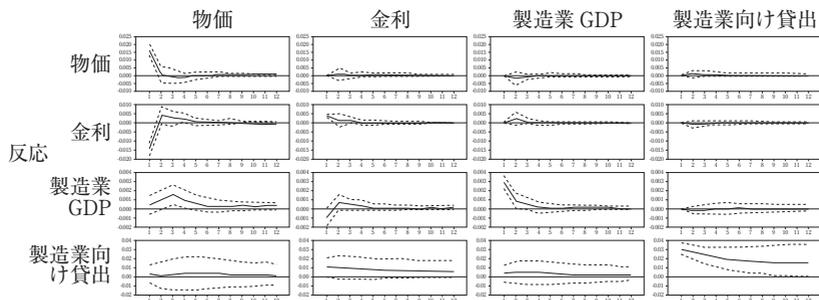
分散分解の結果は補論表2、インパルス応答関数の結果は補論図1と図2に示されている。分散分解の結果からは、金利の製造業向け貸出の分散への寄与度がおおよそ10%程であり、製造業GDPの寄与度よりも大きいことがわかる。また、非製造業向け貸出の分散への寄与度は、物価が16%から26%程度と大きくなっている。さらに、インパルス応答関数の結果でも、製造業および非製造業向け付加価値に生じたショックがそれぞれの貸出に与える影響は正であるものの、有意ではなかった⁽⁷⁾。

製造業向け貸出の決定要因は、基本的に収益率(金利水準)であり、製造業の成長と商業銀行の製造業向け貸出の負の相関を指摘した本論の想定に反して、付加価値の変化が貸出に与える影響は正で、しかも有意ではないこと

補論表2 タイの貸出に関する分散分解の結果 (%)

製造業向け貸出に関する分散分解					非製造業向け貸出に関する分散分解				
期間	物価	金利	製造業 GDP	製造業向け貸出	期間	物価	金利	非製造業 GDP	非製造業向け貸出
1	0.374	9.581	1.147	88.897	1	26.45	0.083	3.717	69.75
2	0.229	9.785	1.585	88.401	2	22.15	2.623	2.573	72.653
3	0.266	10.089	1.907	87.738	3	18.927	3.232	2.162	75.679
4	0.396	10.353	2.095	87.156	4	17.396	3.145	1.931	77.528
5	0.53	10.541	2.197	86.733	5	16.831	3.043	1.786	78.339
6	0.63	10.664	2.253	86.453	6	16.544	2.998	1.696	78.761
7	0.697	10.744	2.286	86.273	7	16.344	2.975	1.64	79.041
8	0.74	10.798	2.308	86.154	8	16.211	2.958	1.604	79.227
9	0.77	10.835	2.324	86.071	9	16.127	2.946	1.58	79.347
10	0.791	10.863	2.335	86.011	10	16.072	2.937	1.564	79.426
11	0.806	10.883	2.344	85.967	11	16.036	2.932	1.554	79.479
12	0.818	10.898	2.351	85.934	12	16.011	2.928	1.546	79.515

補論図1 インパルス応答関数 (製造業)

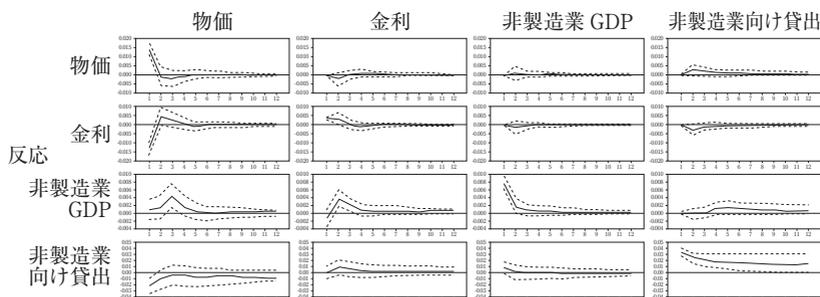


(注) 図の実線は推定されたインパルス応答を示し、点線は90%信頼区間を表す。

になる。

推定結果からは、少なくとも四半期の短期の関係としては、産業の付加価値と産業別貸出との相関を見いだすことはできなかった。両者の逆相関はむしろ長期のトレンドとして観察すべき対象なのかもしれない。また、製造業向け貸出はそれ以外の産業への貸出とは異なる要因から影響を受けている可

補論図2 インパルス応答関数（非製造業）



(注) 図の実線は推定されたインパルス応答を示し、点線は90%信頼区間を表す。

能性も考えられる。

[注]

- (1) Wurgler [2000] は製造業各業種における固定資本形成と付加価値の増加との関係を世界各国について推定し、さらにその関係が各国の金融市場の発展と関係しているのかを考察している。
- (2) 推定に用いる変数はいずれも実質変数である。
- (3) 産業分類は国ごとに異なり、インドネシア6業種、マレーシア8業種、フィリピン8業種、タイ9業種である。
- (4) 業種別貸出については、den Haan, Sumner, and Yamashiro [2008] が商業・産業向け貸出と不動産および消費者向け貸出に分け、それぞれがマクロショックから受ける影響について推定を行っている。
- (5) 貸出残高、GDP、金利については、いずれも実質変数を使用した。
- (6) 各変数とも Augmented Dickey-Fuller (ADF) 検定でレベル変数の単位根の有無を確認したが、製造業貸出残高以外の変数は単位根を持つという帰無仮説を棄却できなかった。このため、推定では変数の一階の階差を使用した。また、Engle-Granger および Johansen の共積分検定で共積分関係が無いという帰無仮説を棄却できなかった。なお、各変数の1階の階差は、金利以外是对数をとっているため、それらは実際には各データの変化率となる。
- (7) ラグの次数は、AICで判定した結果、いずれも1であった。コレスキー分解を用いているため、推定の際に変数の順番が問題となるが、本章では、変数の順番は、物価、金利、製造業（非製造業）GDP、製造業（非製造業）銀行貸出残高である。ただし、順番を入れ替えた場合でも、結果に大きな差は生じなかった。