

## 第9章

# フィリピンにおける政策対応と金融システムの課題

柏原 千英

### 第1節 はじめに

フィリピン国内では、アジア経済危機やサブプライム問題発生後の世界同時不況・危機の影響は軽微だとされる（Yap et al. [2009]）。しかし、程度の差こそあれ、アジア危機によって国内銀行部門の不良債権が経営を圧迫した事実や、10年以上を経過した現在でも企業金融の多様化や資本市場の拡大が進展していない点、リーマン・ショック以降の実体経済への影響が大きかった点では、近隣諸国の状況と同様である。

1986年の民主化以降、各政権は海外直接投資（FDI）と輸出産業主導による経済再建・開発施策のもとで国内経済や金融部門・市場の活性化を企図してきた。経済規模や金融市場が小さく、中央政府財政が恒常的に赤字である同国が、外資を経済発展のカギと位置づけたのは自然な選択であった。また、アジア危機後の金融部門改革では、財務改善と体力強化に加えて銀行間の合併促進、証券化商品による直接金融市場の活性化などが目標とされた。これら施策の結果は、産業面では輸出の要である電子・電機機器産業が経済特区で形成する飛び地としての生産拠点と、金融面では業務別の棲み分けを行いつつ併存する外資・国内金融機関の首都圏集中であり、国内産業の多様化や、競争的環境下での活発な金融活動は実現していない。

このような状況のもと、アロヨ政権（当時）終盤に発生したサブプライム

危機やリーマン・ショックへの対策として発表された「経済回復プラン」(Economic Resiliency Plan, 以下ERP)は、財政支出の内容やそのスピードにおいて政府の積極的な関与を示した政策パッケージではあった。しかし、企業金融、とくに主要輸出産業である製造業向け融資を積極的に後押しするには至らなかった。

本章の目的は、2000年以降における経済・金融部門への政策対応を検討し、同国における課題を抽出することにある。次節では、FDI誘致策を契機とする国内経済の構造変化と、グローバル金融危機による貿易・投資面への影響を概観する。第3節では、アジア危機以降の改革がもたらした金融部門の構造や企業金融の変化を分析し、同時期における金融開発政策の成果を検証する。第4節では、前2節で述べた状況下で実行されたERPの内容と成果を検討する。とくに、非輸出部門信用を減少させ、対製造業融資へ振り替えさせる効果はなかったことを示し、その背景について考察する。さらに、前アロヨ政権からの継続課題をまとめる。第5節では、2010年に発足したアキノ政権が掲げている経済・金融政策における優先的課題をまとめ、政策インプリケーションを導出する。

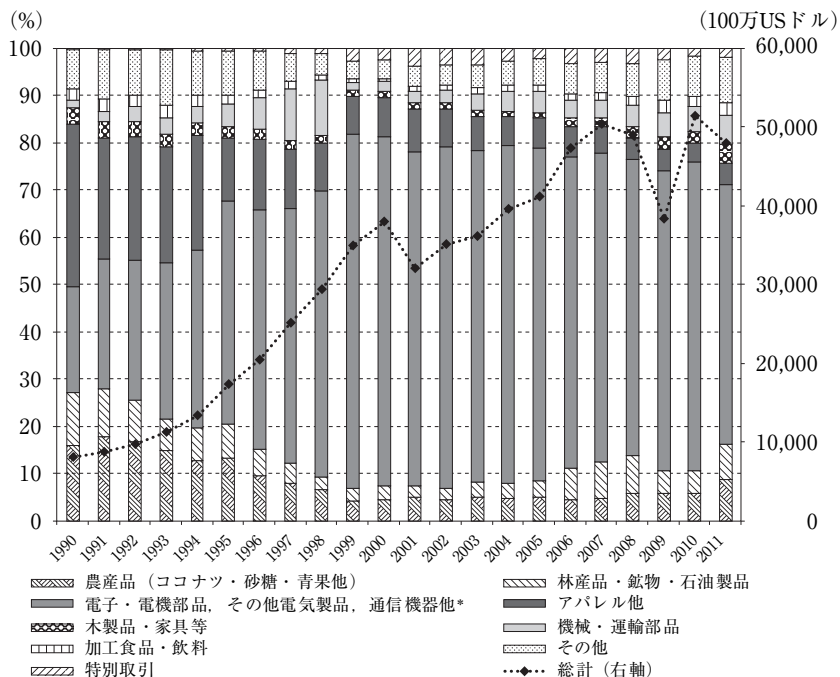
## 第2節 フィリピン経済の構造とグローバル金融危機の影響

### 1. 経済・輸出産業構成の変化

#### (1) 主要輸出産業とFDI

1990年には伝統的の一次産品や加工食品、アパレルなどの軽工業製品が60%を占めていたフィリピンの輸出産業は、1990年代中盤を境にその構成が大きく変化した(図1)。GDP比40%に相当する輸出を品目別にみると、10年未満の間に「電子・電機部品、その他電気製品、通信機器他」が、ピーク時(1999~2001年)には輸出の約80%、先進国経済が低迷している現在でも60%

図1 輸出額と主要輸出品目シェア



(出所) Bangko Sentral ng Pilipinas (以下図表中で BSP) ウェブサイトおよび BSP, *Annual Report* より筆者作成)。

(注) 2011年は暫定値。

\* : 電子・電機部品, その他電気製品, 通信機器他: 1990~1998年データは半導体・超小型回路・その他電器部品のみを計上。1999年以降は左記3品目に加えて, 電子データ処理, 事務機器, 素材・最終・周辺機器, 家電, 電気通信, 通信・レーダー, 自動車関連電器・制御機器, 医療・産業用制御機器を計上。

以上, 輸入では50%以上を占めるまでになった。これは, 同年代前半の FDI 誘致法の施行が日米多国籍企業の進出を実現し, PC 周辺・データ処理機器を含む電子・電機部品を中心とする中間材供給国として, 域内生産ネットワークに組み込まれたことに起因する。多国籍企業進出の経緯を理由として業種が多様化していないこと, また, 中間材や部品の生産と輸出が対外貿易の大部分を占めることから, ASEAN 域内貿易のシェアが他の加盟国と比較しても高く, 輸出入双方とも80%を超える点が特徴として挙げられる<sup>(1)</sup>。

この電子・電機等産業が製造業対 GDP 比（30％）に占めるシェアは10％強であり、大きくはない。製造業は、国内消費向けの食品加工産業（同60％）および石油・石炭加工（同10％）と、輸出への貢献度が高い電子・電機機器の3部門で8割を構成する。後者を担うのが経済特区で操業する先進国国籍企業であり、輸出入だけでなく雇用吸収部門としても国内経済における重要性は高い。

FDI を実績ベース（純額）でみると、1990年代後半～2009年では対製造業 FDI のみが常に入超であることがわかる（図2）。2000年には日米企業を中心に追加投資が行われ、FDI 流入の阻害要因となった2004年頃までの政治的不安定期（エストラダ大統領への弾劾裁判動議成立と退陣、アロヨ副大統領の昇格 [2001～2004年は前大統領の残存任期]）を経て、2005～2007年の回復期には電力産業民営化の本格化にともなう合弁企業設立や出資目的の投資が大きく寄与したが、2008年以降は FDI 企業本国の不況に影響され、再投資や企業間融資が大幅に減少した。流入規模自体（GDP 比1～2％）が小さく、各年の振幅が大きく不安定である結果として、継続的な FDI 流入や外資導入による産業多様化や加速的な発展はみられない。同国への FDI 実績額の伸縮は、先進国景気のほかにも国内政治サイクルと合致する点が特徴的である。

## （2）消費主導型経済の功罪

特定産業の業況が GDP 成長率に与える影響を無視できない経済構造でありながら、2000年代の世界的景気後退による影響が比較的小さいとされる理由には、個人消費に著しく依存する消費主導型経済であることが挙げられる。GDP 支出全体の6～7割を個人消費が占め、うち50％以上を食料品や生活必需品等である消費性向が、食品加工業や流通・小売業などの成長を支えている。その原資の重要な一部となっているのが、海外労働者（Overseas Filipino Workers, 以下 OFW）送金である。1990年代中から顕著な増加傾向を示し、2004～2008年には前年比10％超の堅調な増加を続けた結果（図3）、送金額は GDP 比10％以上に相当する。この時期の大幅な送金額の増加は、就業先

図2 業種別FDI (BSP届出・純額ベース)

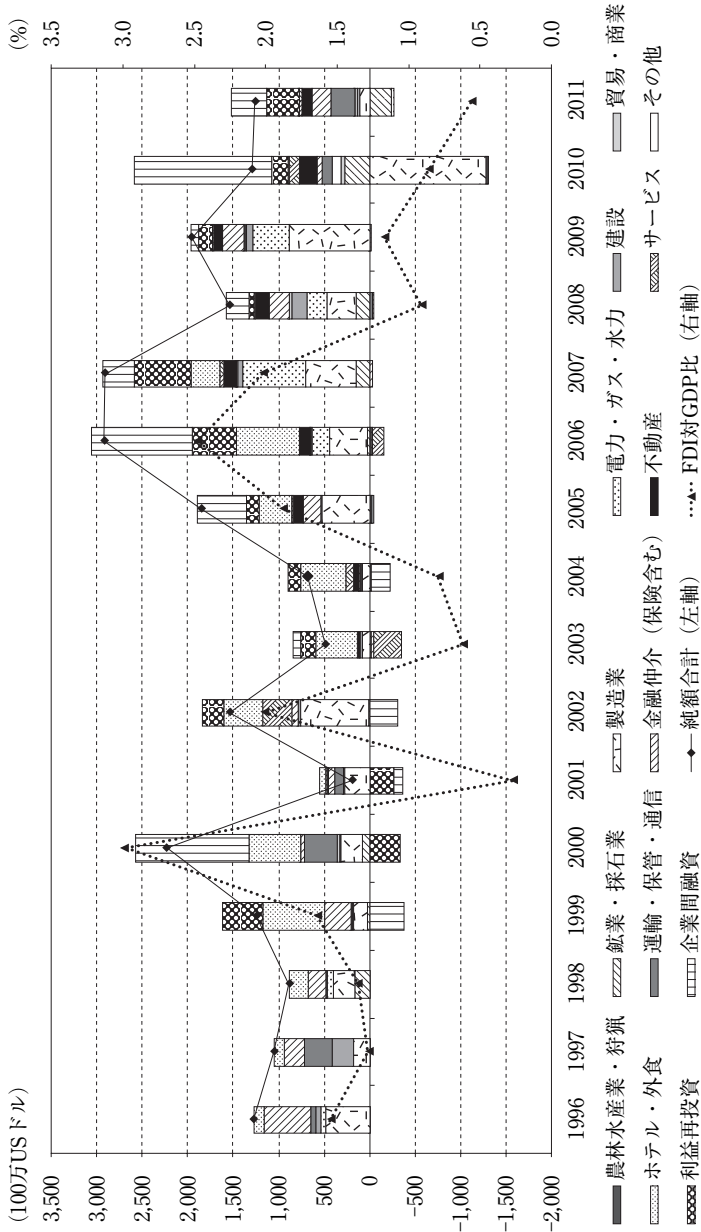
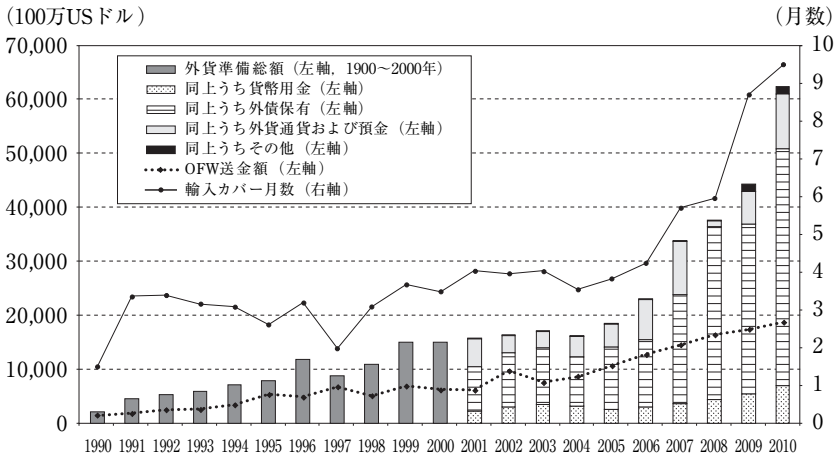


図3 外貨準備、海外労働者（OFW）送金額および輸入カバー月数



(出所) BSP ウェブサイトより筆者作成。

(注) 外貨準備資産の詳細（保有外債の内訳は非公表）は2001年より公表。2010年は暫定値。

先進国での運用機会の喪失や、一時的避難を含むフィリピン国内への資金移動によるものと考えられる。雇用対策の一環として推進されてきた海外就労は、雇用機会だけでなく、国内近親者世帯の消費・貯蓄原資も提供しているのである。

反面、消費が下支えする経済構造には欠点も存在する。個人消費以外のGDP支出項目では政府消費と固定資本形成（各10%台）が比較的大きいが<sup>(2)</sup>、1997年（25%）をピークとして縮小傾向にある。とくに後者は、時系列や域内諸国との比較でも15～20%の低水準で推移している点が特徴として挙げられる。長期にわたる不十分な資本投資は社会インフラ整備や維持の欠如を生み、企業活動の非効率化や投資環境の劣化によるFDIの拡張・継続的流入への阻害、さらには、FDI産業の集積が同国で立地しない要因ともなっている（Bocchi [2008], Yap [2011]）。

### (3) サービス産業における新たなFDI

一方、2000年以降の新たな構造変化として、事業外部委託（Business Pro-

cess Outsourcing, 以下 BPO) 分野における FDI の急増がある。おもに IT 関連 BPO (IT-BPO)<sup>(3)</sup> の誘致による雇用創出を目的とし、貿易産業省が同年頃から「優先投資プラン」の一分野に指定して免税・減税措置等のインセンティブを付与するとともに<sup>(4)</sup>、首都圏に建設されたコールセンター集積ビル等に適用可能な「都市型特区」を導入したことが奏功している。中央銀行 (Bangko Sentral ng Pilipinas, 以下 BSP) が2005年から実施する年次調査 (BSP [2011]) によると、2004~2008年における BPO 産業の収益伸び率は前年比 45~50%、2010年の収益は100億ドルを超え (うち95%超を輸出)、53万人以上を雇用 (2004年は9万人強) する産業に成長した。賃金レベルも全 BPO 平均8300ドル以上と、1人当たり GDP (2000ドル強) と比較して高い。反面、①製造業や流通業と比べ、設備・追加投資規模や国内他産業へのリンケージが非常に小さい、②米国からの投資・受注が全体の3分の2を占め、一国の景気が産業全体に及ぼす影響が大きい、③高学歴者 (大卒以上) の雇用創出以外では半導体・PC周辺機器を代替する効果が生じていない、④撤退が比較的容易であり、将来 FDI 企業の立地変更が10万人単位の失業をもたらす可能性がある、などの点に対する懸念が指摘されている (Felipe and Hasan [2006], Magtibay-Ramos et al. [2008], Usui [2011])。

## 2. 実体経済へのグローバル金融危機の影響

2000年以降、3~6%台を維持していた GDP 成長率は、2009年には1.1% (実質0.9%、GNP3.0%) と1998年以来の低水準となった。成長率寄与分で前年比上昇した部門は個人消費3.8%、政府支出8.5%、対製造業・金融部門で増加した FDI の7.0%、前年比減少したのは国内投資9.9%、輸出14.2%、輸入5.8%、鉱工業2.0%である。電子・電機機器部門における輸出・輸入・鉱工業に占める成長寄与減少幅は各22.0%、24.0%、5.1%と大きく、主要貿易部門がグローバル金融危機の影響を最も強く受けたことがわかる。さらに、翌2010年には BSP による FDI 実績の集計開始 (1999年) 以来、初めて対製

造業投資が純流出となった。なお、前項で述べた IT-BPO では2009年以降、本国でのコスト削減・事業外注強化を反映し、おもに日米からの FDI・ポートフォリオ投資の伸長（欧州は伸び率の大幅減少）と輸出対収益比が95%に達する一方、収益伸び率は20~30%台に縮小した。

また、輸出が停滞し始めた時期は、国内外で雇用調整が始まった時期と重なる。労働・雇用局による在マニラ首都圏大企業に関する統計では、2008年第4四半期には製造業、金融機関、不動産関連、外食・観光産業で離職率が就職率を上回り、ERP 発表当初の2009年度新失業者数政府予測（20万人）に対し、同年1月のみで10万人となった。2009年末の完全失業率は7.5%（前年比0.1%増）にとどまったが、不完全失業率の増加（19.1%、前年比2.6%増）や、2010年第2四半期にも失業率が8.0%に上昇するなど、不安定な雇用状況は続いている。

海外雇用庁の OFW 統計にも影響は表れた。2008~2010年末の延べ就労者数は各前年末比10%超の増加をみせたが、中東諸国での就労者数・契約件数が増加する一方で、欧米諸国での新規・再雇用が激減した。とくに米国では、2009年末の再雇用者数が前年比30%まで縮小し、全 OFW 送金の約4割を占める同国からの送金額も、同年末に初めて減少した。また、送金額全体は減少していないものの、その伸び率は2009年以降、前年比8%増程度に鈍化している。

### 第3節 金融部門における改革・変容と危機の影響

#### 1. 2000年代の金融部門改革と国内市場の“競争環境”

2000年代前半の国内金融部門は、アジア危機後の改革実行に費やされた<sup>(5)</sup>。財政制約から大規模な公的資金供給と政府（財務省・BSP）主導の業界再編という直接的手段の採用は不可能であったため、実際に行われたのは金融機



関の淘汰と再編成を意図した間接的手段である。具体的には、①証券取引委員会（Securities Exchange Commission, 以下SEC）とBSPの監督権限を明記・強化する法律の制定、②ユニバーサル・商業銀行および貯蓄金融機関にかぎり、外資100%所有を認める（7年間の時限措置）、③BIS基準など国際的な健全性指標の適用と国際会計基準の段階的な導入である。①および②については、2000年に施行された証券規制法や新一般銀行法によって、銀行・証券部門における監督機関の外形を整備するとともに<sup>(6)</sup>、「1994年外資参入法」に定められた各外資系銀行の保有支店数制限を一時的に撤廃し、貯蓄および中・小規模商業銀行8行が買収された。しかし③のみでは、各基準を単独で満たせない金融機関の統合と、外資をも利用した大手銀行の大幅再編、ひいてはオーバー・バンキングを改善するというBSPの意図は実現しなかった。

一方、特別目的会社（SPV）法の整備に危機発生から約4年を要したため、近隣諸国ではおおむね3年で一段落した不良債権処理に約10年を要したことは、アジア危機対応におけるフィリピンの特徴である。SPV設立期限や取引締結の減免期間を延長する2006年の同法改正によって、不良債権の切り離しと金融機関の資産内容の改善が実現し、全金融機関の不良債権比率が危機以前の水準（10%以下）に低下したのは、2007年末である。

これら金融改革がもたらした同部門の構造変化とは、国内資本＝外資系間の限定的な競争環境と優先的収益分野による役割分担である。資金力や経営ノウハウに優れた外資系金融機関に市場参入を認める目的は、国内で提供されるサービスの高度化・多様化や市場の活性化、資金循環あるいは国際市場へのアクセスの円滑化であったが、国内直接・間接金融市場の状況と上記の外資参入法制の内容では、競争的環境は限定的にしか実現し得ず、外資導入の本来目的は十分に達成されなかったと考えられる<sup>(7)</sup>。その要因は、以下の三つの観点から整理できよう。

第1に、制限的な「外資参入法」規定と信用市場の規模が挙げられる。同法は銀行部門全資産における外資シェア上限を30%、その保有支店上限を6店舗としており、これ以上の支店網を展開するには、短期間で別の既存金融

機関を買収するか、新子会社の設立が必要であった。一方、営業基盤を拡大しても、首都圏以外では融資拡大による収益増は見込めない。ユニバーサル・商業銀行の地域別信用残高（表1）では、首都圏が全残高の80～90%を占め、セブ経済特区を抱える同残高2位の中部ビサヤ地域でも首都圏の数%規模である。産業構造は経済特区による飛び地経済を形成しているが、信用市場は一極集中の状態にあり、複数の営業地域・分野を視野に入れた事業展開は、新規参入外資には収益性の高い選択肢ではなかった<sup>(8)</sup>。

第2に、実際の競合分野である国内大手企業の構造と資金調達選好がある。政府や監督機関による財閥解体や統合の経験を持たないフィリピンでは、企業金融の選好順位として、①内部留保、②銀行融資、③持株会社やグループ内金融会社等からの転貸や私募債発行、④直接金融市場調達、の傾向が強い

表1 地域別金融機関与信残高（各年末）

（単位：10億ペソ）

	全地域 合計	マニラ 首都圏	イロコス、 カガヤン、 中央ルソン	カラバルゾン、 ミマロパ、 ビコール	中央 ビサヤ	東・西 ビサヤ	北・南・中央 ミンダナオ、 サンボアング	ARMM*・ カラガ・ コーディレラ
2000	1,751.2	1,582.6	43.7	27.2	40.6	25.5	50.7	5.5
2001	1,215.8	1,048.0	55.7	24.7	39.8	23.1	75.3	7.7
2002	1,779.4	1,543.7	60.3	51.0	44.0	23.2	47.4	9.8
2003	1,947.0	1,711.7	59.3	48.3	43.4	23.6	51.2	9.6
2004	1,996.2	1,750.9	62.3	52.1	45.2	23.8	55.2	9.4
2005	2,117.8	1,880.3	60.3	48.3	44.8	25.8	48.8	9.4
2006	2,399.9	2,145.0	64.8	52.3	47.9	26.4	54.8	8.6
2007	2,466.8	2,203.4	68.8	60.1	45.7	26.7	51.6	10.4
2008	2,338.5	2,064.2	73.2	59.9	43.8	29.7	57.1	10.6
2009	2,438.9	2,078.5	89.6	100.1	52.6	34.5	70.4	13.4
2010	2,660.1	2,284.5	101.3	80.5	60.1	42.2	77.1	14.3

（出所） BSP ウェブサイトより筆者作成。

（注） \*ARMM：ムスリム・ミンダナオ自治州。

- 1) 2000～2001年残高はユニバーサル・商業銀行のみ、地域名は行政令（Executive Order）No. 103（2002年5月）による。
- 2) 2002年以降は地方・貯蓄銀行および貯蓄貸付組合の与信残高。
- 3) 四捨五入および地域内の構成変更のため、全地域合計額と各地域の合算とは必ずしも一致しない。

とされる。また、金利上昇や信用収縮期には、銀行以外の資金調達先として系列ノンバンク機関も補完的役割を果たしている<sup>9)</sup>。公開持株会社の調達目論見書の資金使途がほぼ「事業資金および関連企業への転貸資金」であることも、グループ内融資が一般的に行われている証左である。このような内部金融の円滑さを損なうならば、経営権縮小をとまなう系列金融機関への外資導入には消極的になろう。他方、外資系金融機関は、子会社化した金融機関を株式買増しによって100%所有としており、国内資本と海外資本は提携よりも分立を選択している。

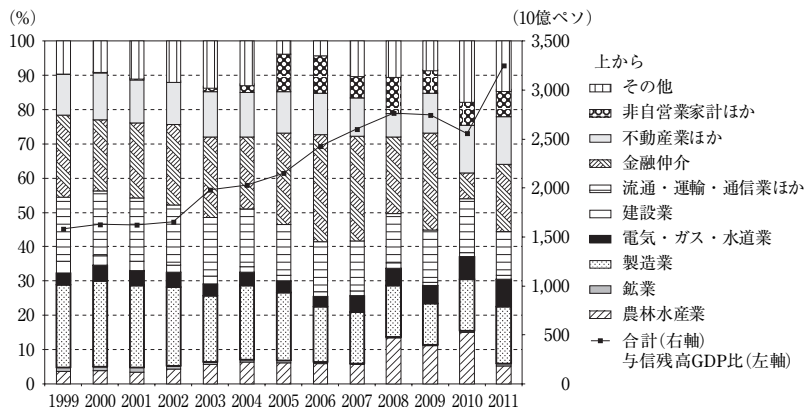
第3に、高収益取引先としての政府部門がある。2000年以降はその比重を低下させているが、先進国通貨建て国債発行も政府の重要な資金調達手段の一つであり、国内外金利差を勘案した上で積極的に利用してきた。証券業務に比較優位をもつ欧米系投資銀行には、企業金融やリテール事業で国内金融機関と競合するより、国債引受けや先進国市場での発行アレンジャー業務、政府機関向けシンジケート・ローンの幹事行、財務効率化に関する省庁とのアドバイザー契約などの方が収益性は高い。政府部門は財務状況や予算が逐次公開され、企業金融ではネックとなる取引先情報の収集や業況把握などの取引コストが低い選択肢でもある。

このように、外資系金融機関は参入時期や業態ライセンスにしたがい、①首都圏での複数業務展開、②FDI企業金融とその関連取引中心、③投資銀行業務および証券市場参加者、あるいは海外投資家との取引重視、の業務パターン選択を行った。他方、国内資本は、①主要都市を網羅し、銀行・証券双方を事業展開する財閥系ユニバーサル行、②取引先や営業地域が限定的なその他中小・非財閥系金融機関に二分される。国内資本＝外資間では業務上の棲み分けが、国内地域別では営業規模による分担が存在していると考えられる。

## 2. 与信・資産運用傾向の変容

一般的に、途上国で制度の近代化を含む金融改革が実行されたり、経済発展にともない製造業の重要度が高まると、信用残高対 GDP 比率の増加に同調して貸出比率が上昇する傾向が観察できるが、フィリピンではこのような状況は実現していない。信用残高は1985年以降一貫して増加してきたが、同対 GDP 比は漸減傾向にあり、2010年末時点では40%台まで低下している。また、1999年末と2008年末を比較すると、残高は約70%増加しているが、産業部門向け与信割合はほとんど変化しておらず、とくに対製造業融資は2003年頃から減少傾向が明らかになっている（図4）。また、同図より、新たに顕著となった二つの傾向を指摘できる。第1に、2005～2006年頃から、インターバンク融資、国債保有、BSPと民間金融機関間の特別預金勘定（Special Deposit Account, 以下 SDA）等から成る「金融仲介」<sup>10)</sup>の増加である。銀行部

図4 ユニバーサル・商業銀行の産業別与信残高（各年末）



（出所） BSP ウェブサイトより筆者作成。

（注） BSP は2011年末より、2010年データ分から「金融仲介」項目に含まれていた「逆レポ操作による国債保有残高」を別項目に分類し、過去のデータを修正中。本図は比較のため、この条件のみ従来の分類に調整済み。

門全資産に占める融資は40～50%、融資以外の資産では、金融資産が同20%強（うち国債・社債保有が80～90%）、現金や銀行間勘定等が約15%、株式投資は約2%である（BSP [2010b]）。ユニバーサル・商業銀行の国債保有率は2000年代初めに急増し、現在これら約40行により、発行残高の30～40%が保有されている<sup>11)</sup>。第2に、「非自営業家計融資」（消費者信用・オートローン・個人向け住宅融資など）残高の増加が明らかである。国内金融機関はリスク低減・回避を重要視する保守的な運用姿勢を強める一方で、新たな融資対象として、車両や耐久消費財を含む家計の消費活動、OFW送金を一部原資に充当した首都圏を中心とする不動産購入・投資が占める割合が高まっていると考えられる。

他方、大手金融機関を中心にリスク低減・回避（2009～2010年には与信残高が前年比減少）と保守的な運用姿勢を強めた結果、配当からの減収を除き、収益への直接的影響が非常に小さいことは、アジア危機とサブプライム危機以降との相違点である。2008年末時点の国内金融機関資産に占めるデリバティブ投資は約1%、サブプライム関連投資は同0.1%未満とされ<sup>12)</sup>、BSPは、2007年に業態別に緩和していたデリバティブ売買に関するライセンス取得制の再導入（2009年）と、同取引に関する銀行・ノンバンクに対する監督マニュアルの強化以外には、制度上の対策をとくに実施していない。しかし、実体経済への影響を受けて2009年1月に政府が発表したERPにともない、利下げや短期資金供給など、同プランの側面支援を目的とする金融政策を実行した（次節参照）。

### 3. 証券市場の低迷とグローバル金融危機の影響

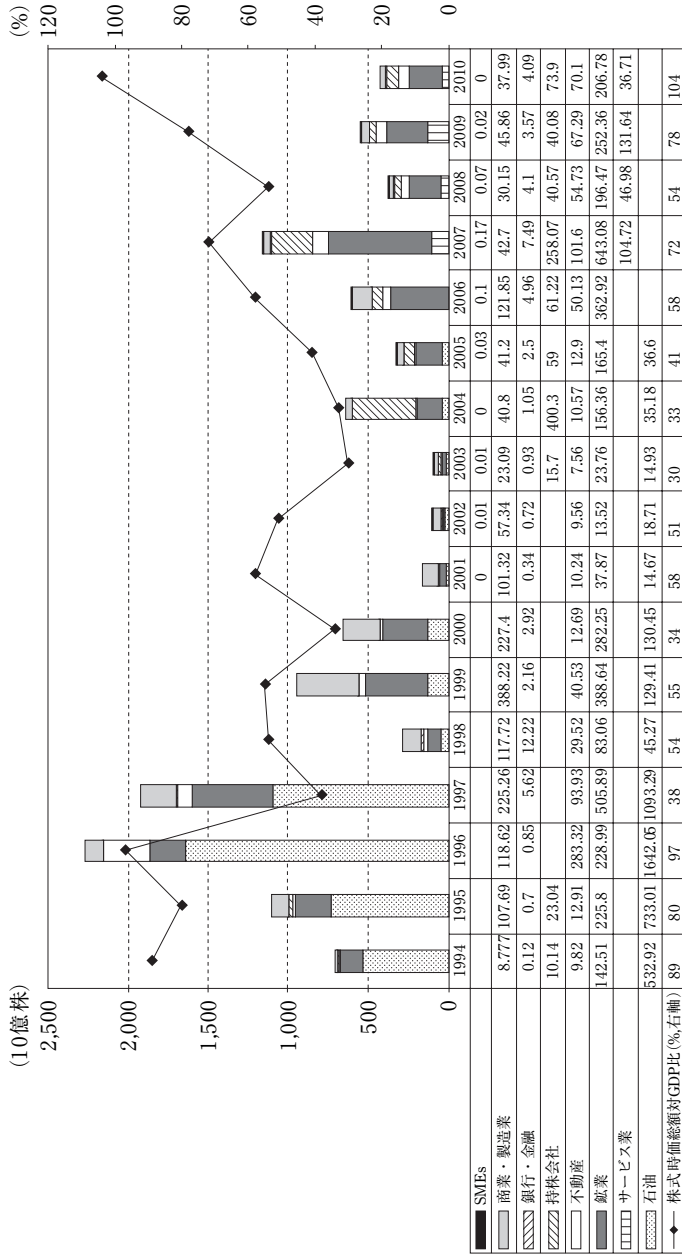
直接金融市場のうち、債券市場は国債取引が発行（95%）・流通（99%）市場ともに大部分を占める（BSP [2010b]）。為替・借換・期間リスクをとまない、利払いが財政を圧迫する対外債務を可能なかぎり抑制したい政府にとって、ペソ建て国債発行は重要な資金調達手段である。ADBの“Asian Bond

Monitor”では流通市場の売買回転率を1.3～1.4程度と発表しているが、近隣諸国と比較しても非常に低調な数値と金融機関の保有率は、一部を除く債券購入者の強い保有志向を表している。

一方、株式市場も市況の活発化は一時的にとどまり、市場規模の拡大は見られない(図5)。2006～2007年の市況回復は、電力産業の民営化に関連した大型新規株式公開(IPO)案件が大きく寄与(計9件の実績総額は約270億ペソ、うち約100億ペソの発行が2件)したものの、フィリピン証券取引所(PSE)年報および市況報告書(*Fact Book*)によると、IPO発行実績は年平均2～4件である。市場規模が小さい要因は、国内大手企業、とくに財閥系列の未上場企業が多数あること、PSE総合株価指数(PSEi)<sup>13)</sup>の構成銘柄にも公開割合が10%程度の企業があること、また、恒常的な財政赤字や政治不安がソブリン格付の低迷を招き、国内市場が海外資金の運用対象となるにはマイナス要因となっていたからである。SECとPSEは資本金額を区分として望ましい株式公開割合を設定し、企業に上場や株式公開を促してきたが、芳しい効果は上げられていない<sup>14)</sup>。

主要市場プレーヤーが2006年まで外資系証券・ユニバーサル銀行であった証券市場では海外投資家の影響を強く受け、サブプライム危機発生直後の2007年からすでに変化が表れている。国債売買が中心であった海外ポートフォリオ投資は、同年末時点で大きく様変わりした(図6)。2005～2006年には、国内景気の回復や第2次アロヨ政権の発足、本格化した電力産業民営化案件への外資参加などを背景に増加傾向にあった純投資残高は、2007年末には債券投資額の大幅縮小にもなって減少に転じた。とくに顕著なのは、同年末時点における米国資本の債券・株式投資の引揚げであり、株式では約45億ドル、債券は21億ドルの流出超となり、債券投資資金の引揚げは直近でも続いている。なお、上昇基調にあった株式市場も同時期に下落傾向を示した。PSEiは、外資系に替わり主要プレーヤーとなった国内資本によって2009年第4四半期から回復するものの、ピーク時(2007年10月)水準に戻るまで約3年を要している。

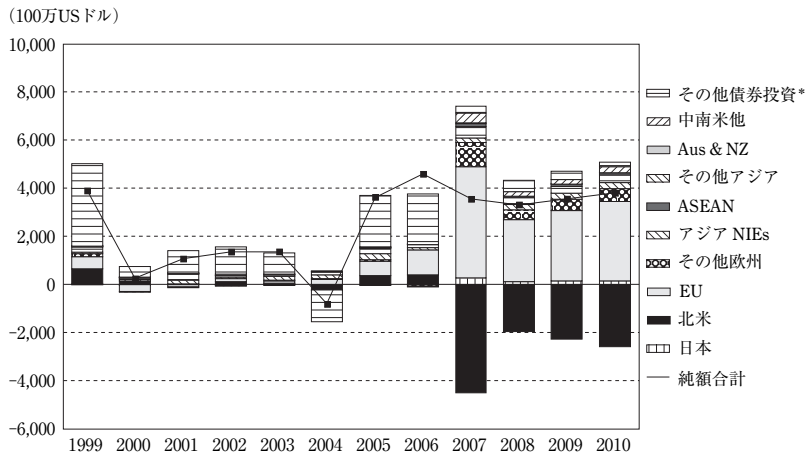
図5 PSE取引株数および株式時価総額対GDP比(各年末)



(出所) PSE Annual Report [various issues] および BSP ウェブサイトより筆者作成。  
 (注) SME 株は2001年より取引開始(“0”欄は取引株数が100万株に満たない場合)。PSE は産業区分を1994年と2003年に細分化したが、年報に取引株数を記載しなくなったため、2006年以降のデータは BSP ウェブサイトによる(鉱業と石油を合算で公表)。



図6 地域別海外ポートフォリオ投資



(出所) BSP ウェブサイトおよび年報(各年版)より作成。

(注) 国・地域別項目は株式・証券純投資額の合計。

\*「その他債券投資」は、①2006年まで全投資国の合計(国別詳細なし)、②2007年以降は国・地域項目に含まれない国・経済による投資純額。

## 第4節 グローバル金融危機への対応策

### 1. 「経済回復プラン」(ERP) と金融政策の内容・成果

前節で見たような経済構造のもとでは、先進国の景気は貿易収支だけでなく海外就労や国内雇用、直接・ポートフォリオ投資に大きな影響を及ぼす。2009年1月、当時のアロヨ政権は、2010年度の財政均衡目標を2011年度に先送りするとともに、①持続的成長の確保と成長目標の達成、②最大限の雇用維持と創出、③被影響国民層(最貧困層、帰国 OFW、輸出産業従事者)の保護、④物価の低位安定の維持、⑤世界経済回復期に向けた競争力向上(奨学金、職業訓練など)を目的とする総額3300億ペソ(約6300億円)の ERP を発表した(表2)。2008年末時点ですでに議会審議済みの予算措置が多く計上され



表2 ERPの内容

【政策パッケージ】	
雇用対策	OFW 対象 契約打ち切り・終了による帰国者への生活保護 再出国に向けた職業訓練の提供 雇用労働省に新雇用先紹介のための専門部署設置
	国内労働者 公共投資の年度前半での前倒し実施→一時雇用創出（18万人） 解雇者への未払い給与補填
	対象 官民で解雇回避の申し合わせによる130万人の雇用創出 官民による大規模インフラ事業基金（1000億ペソ）の設立
物価対策	基礎品目の関税引下げ（2009年初～，食用小麦，セメント等を0%） 米輸入（2010年度予定分）の前倒し実施 基礎疾患常備薬の価格引き下げ指導
	金融対策 政策金利引き下げ（2008年12月～2009年7月，計2%，1992年以来の低水準） 法廷準備率引き下げ（2008年11月，2%） BSPの再割引資金増額（200億ペソ→400億ペソ：2008年11月→600億ペソ：2009年2月） 政府系金融機関・国営企業等によるインフラ・住宅投資を不動産総量規制，DOSRI規制から除外
財政・予算措置	財政均衡の達成目標年度を2010年から2011年に先送り 社会保障・小規模自治体のインフラ事業：1500億ペソ 中・低所得者向け所得税減税：200億ペソ*，法人税減税：200億ペソ* 公的年金支給額の追加：300億ペソ* 輸出支援基金：26億ペソ

（注）上枠内\*：ERP発表以前に2009年度予算法案審議時点で決定済みの措置。

【予算配分】

	配分金額（10億ペソ）			増額率（%）		平均増額率 1998～2008
	2008	2009	2010	2008～2009	2009～2010	（%）
〈経済全般・インフラ事業関連〉						
公共事業道路省	102.4	120.0	126.9	17.2	5.6	10.1
農業省	25.4	39.7	39.2	55.9	▲1.3	3.6
農地改革省	13.1	16.1	20.8	23.2	29.2	11.0
環境天然資源省	8.5	12.5	12.2	47.0	▲2.4	0.2
〈社会保障関連〉						
教育省	149.3	167.9	161.4	12.5	▲3.9	6.2
保健省	20.3	27.8	28.7	32.7	3.2	6.2
社会福祉開発省	4.9	10.5	15.3	114.7	45.7	10.6
国家予算全体	1,605.00	1,869.50	2,364.90	16.5	26.5	10-15*

（出所）DBMおよびNEDAウェブサイトより算出・作成。

（注）\*2005～2008年度（予算法不成立の2006年度除く）の増額率。

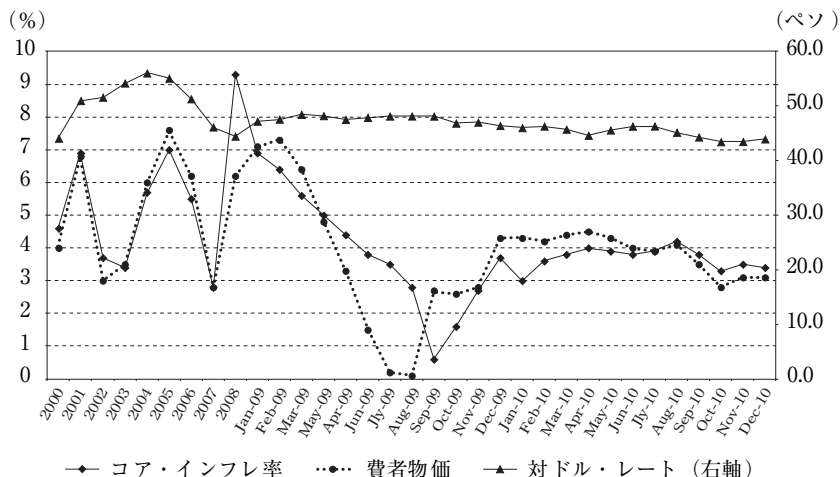
ており、「真水」部分は総額の3分の1程度と考えられるが、過去の予算や翌2010年度予算法の配分額・増減率と比較すると、主施策を担当する各省への予算は重点的に配分された。なかでも、インフラ公共支出は2009年第1四半期に集中的に実行された。前年度並みの同期支出総額における投資支出は前年比59%増であり、一時雇用対策として機能した。

他方、ERPと前後して2010年第1四半期まで続けられた金融政策として、以下の3点が挙げられる。第1に、政策金利の引下げである。2008年12月～2009年7月に、市中金利基準となる翌日物銀行間貸出金利を段階的に計2%（8%→6%）、1992年以來の低水準にまで引き下げた（2011年3月、25bpsの利上げに転じた）。第2に、資金供給を目的とする法定準備率の引下げと再割引資金の増額・利下げである。前者は2008年11月に2%、後者については同時期に200億ペソから400億ペソに倍増、翌年2月にはさらに200億ペソを増額（計600億ペソ）し、2010年2月まで再割引金利を「翌日物貸出金利▲50bps」とした（同年3月には資金を400億ペソに減額、5月には以前の200億ペソに戻している）。

第3に、ERPによる公共投資拡大（年度前半での集中的支出）と既存規制との整合性や非富裕層保護を図るため、政府系企業・金融機関による住宅供給・融資を、不動産融資総量規制と対利害関係者融資規制から除外する措置である。

これら諸施策の成果は前2節ですでに述べたように、輸出製造業への資金誘導という目的を実現できなかったが、物価対策は効果を上げたと言えよう（図7）<sup>45</sup>。フィリピンは基礎品目（コメ、小麦、食用油等の基礎食料やセメント等一般建材）の多くを輸入に依存するため、消費者物価やコア・インフレ率等の指標は為替相場や国外商品市場価格の影響を受けて変動するが、2009年初（コア・インフレ6.9%、消費者物価7.1%）から8月（同各0.1%、2.8%）にかけては一貫して下落傾向を示した。同年9月から年末（同各3.7%、4.3%）までは上昇に転じたが、2010年以降も3～4%で安定的に推移している。この間、対ドル・レートは47ペソ台から43～44ペソへと非常に緩やかな増価傾向

図7 コア・インフレ率と消費者物価，対ドル・レート



—●— コア・インフレ率    ····· 消費者物価    ▲— 対ドル・レート (右軸)  
 (出所) BSP ウェブサイトより筆者作成。  
 (注) 2009, 2010年の各年率: コア・インフレ4.1%, 3.7%, 消費者物価3.2%, 3.8%。

を示しており、為替相場変動に影響された消費停滞の抑制に貢献したと考えられる。2008年以降の外貨準備伸び率は平均25%を超えており、その資産内容(図3, 2001年以降)からも、外債と外貨(通貨・預金)保有を急増させることで、ERP終了後もBSPによる為替相場安定への努力は継続されているとみてよいだろう。

なお、政府系金融機関に帰国OFWへ生活一時金を融資させる法案の議会通過が2010年4月に遅れ、BSPの再割引資金がほとんど中小・地銀に活用されなかったことが報道されるなど、緊急政策のなかに実施時期のずれや地域間格差が生じたこと、また、インフラ事業基金設立計画が企業側の非協力から2009年央に頓挫するなど、任期終了直前のアロヨ政権の求心力の弱さが露呈する側面もあった。さらに、大統領府・国家経済開発庁(National Economic Development Authority, 以下NEDA)・予算管理省など関係省庁によるERP実効性の評価・検討が皆無であることは、フィリピンにおける政策運営の問題点を明らかにしている。

## 2. 国内資金循環からみる政策選択と効果の背景

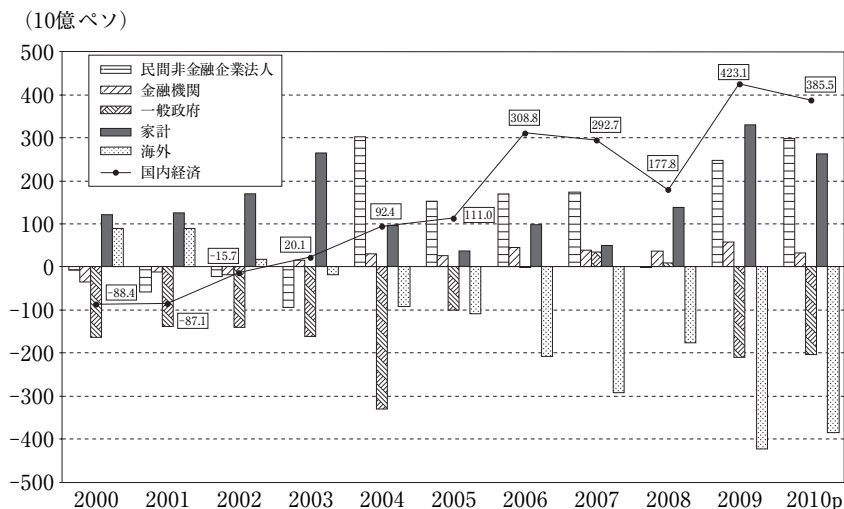
政策パッケージの評価・検討では、目的の選定（支援対象となる産業や国民層）や内容（財政支出項目や金融的手段）、適用期間（政策対応の終了時期）が適切であったか否かが問われる。ERPに関しては、2009年が翌年央に政権交代を控えた前アロヨ政権の実質的な最終年度に当たり、また、財政均衡目標のなし崩し的な先送りを懸念する財務省と予算管理省の意向が影響し、単年度実施にならざるを得なかったと考えられる。

一方、ERPの最大目標である雇用維持の観点からは、不完全失業の増加など、見通しがまだ不透明だった翌年第1四半期に、BSPが金融政策を転換したのは尚早ではなかったか、という疑問は生じる。これについては、以下の分析をもとに説明できよう。

2000年以降、金融機関の与信傾向が変化したことは前節ですでに述べた。貯蓄主体から投資主体への資金仲介という銀行部門の最も基本的な役割が停滞している理由には、アジア危機後の慎重な資金運用姿勢に加え、2004年以降は政府部門（中央政府）以外の「借り手不在」も深く影響していると考えられる。まず国内資金循環（純額、図8）をみると、2004年以降、非政府部門全体が資金供給主体（企業部門は2004年～2007年の総額で最大の貯蓄主体、2008年は少額ながら借入主体）であることがわかる<sup>16</sup>。蓄積されたこれら資産がどのように「循環」しているのかは、同図の取引内容（表3）と対外資産負債残高（表4）から理解できる。

企業部門をみると、第1に、企業間融資が大部を占める「その他受取取支」、資産サイドの「融資」および「株式」で余剰資金を基本的に調節しており、その規模は金融部門資産サイドの「融資」よりも大きいこと、第2に、2005年を契機に長短期の対外融資を急増させ（2008年以降は大幅縮小）、直近では金融部門に並ぶ規模で国外債券投資と短期マネー市場での運用を行っていることがわかる。第1の点から、企業部門の資金調達における順位は、第

図8 フィリピン資金循環（部門別の資金過不足）



（出所）BSP [various issues] “Philippine Flow of Funds” より筆者作成。

（注）部門名邦訳は日本銀行調査統計局 [2011] を参照。2010年は暫定値。

2節に挙げた順から、①内部留保→③グループ内転貸・私募債→②融資→④直接市場へと、さらに外部資金を回避する傾向が強まっていると考えられる。また、BSPは株式保有が関連企業株の取得に充当されたとしており、上場や株式公開に消極的な国内企業の株主構成を示すと推測することも可能かもしれない。

金融部門では、第1に、資産サイドの主要勘定が「現預金」「融資」「債券」であること、および第2に、2005年以降の対外融資残高（2010年は前年比約三分の二に縮小）と外債保有（2008年には同三分の1に縮小）に増加傾向が見られる。同部門における債券保有は、資産運用におけるウェイト（注7参照）や公開市場操作手段としての重要性を、対外融資増は余剰資金を国外に移動させていることを示す。さらに、金融部門に特有な点としてSDAの急増が挙げられる（表5）<sup>17)</sup>。2007年4月、BSPがSDAを政府部門への最低預託金の代替手段として認めたため、同年末残高は3500億ペソ、2009年末で

表3 非金融法人企業・

## (A) 非金融法人企業

	2000	2001	2002	2003	2004
<b>資産</b>	<b>512.3</b>	<b>-48.0</b>	<b>393.0</b>	<b>166.4</b>	<b>542.9</b>
現金・預金	52.7	72.7	29.1	10.4	209.3
株式以外の証券 デリバティブ	19.0	11.5	21.8	13.3	4.7
融資	12.2	3.1	8.8	9.3	2.2
株式・出資金	6.9	-6.9	30.0	34.6	37.7
その他受取収支	419.2	-128.9	303.1	97.5	288.8
<b>負債</b>	<b>521.6</b>	<b>10.9</b>	<b>417.3</b>	<b>261.3</b>	<b>242.6</b>
現金・預金					
株式以外の証券 デリバティブ	16.7	-7.5	12.3	47.6	-163.4
融資	45.5	7.2	-78.2	78.7	44.3
株式・出資金	44.4	60.7	56.2	64.5	84.5
その他支払収支	415	-49.6	422.1	70.5	277.2

## (B) 金融機関

	2000	2001	2002	2003	2004
<b>資産</b>	<b>319.9</b>	<b>-15.6</b>	<b>248.6</b>	<b>254.9</b>	<b>276.2</b>
現金・預金	78.7	-87.5	-63.1	-36.7	90.3
株式以外の証券 デリバティブ	23.9	94.4	200.8	132.9	104.6
融資	155.5	-59.4	92.2	116.0	98.6
株式・出資金	-5.4	12.4	5.2	7.9	7.9
その他受取収支	67.2	23.7	14.4	62.4	28.5
<b>負債</b>	<b>356.6</b>	<b>-2.4</b>	<b>267.8</b>	<b>241.3</b>	<b>247.1</b>
現金・預金	165.5	97.4	142.1	80.6	258.4
株式以外の証券 デリバティブ	-11.1	-13.3	-1.1	-27.6	-22.6
融資	97.4	-118	43.1	72.9	-91
株式・出資金	23.0	23.4	30.7	24.9	21.7
その他支払収支	56.5	-24.9	32.9	69.4	53.6

(出所) 図8に同じ。

(注) 2010年は暫定値。資産/負債合計額と各項目の和の差額は、省略した項目(貨幣用

## 金融機関の資金取引内容

(単位：10億ペソ)

2005	2006	2007	2008	2009	2010 <sup>註)</sup>
199.6	353.7	548.8	654.3	574.8	739.4
82.7	131.9	102	-38.4	50.8	329.4
41.6	15.0	33.3	127.9	-132.8	-121.3
				-8.1	-2.0
-7.4	-13.4	-0.2	3.9	353.3	56.8
11.6	15.1	-3.8	164.5	19.4	56.9
70.9	196.9	417.4	396.4	292.1	419.5
48.2	199.8	377	657.4	307.6	441.8
					0
-2.3	54.5	-1.7	35.0	175.8	58.2
				-8.0	-2.3
-131.9	-39.6	128.3	130.6	122.1	182.8
142.9	144.3	93.3	17.8	6.4	78.5
39.5	40.5	157.1	474	11.3	0

(単位：10億ペソ)

2005	2006	2007	2008	2009	2010 <sup>註)</sup>
487.5	996.2	1,195.1	817.7	1,347.4	1,767.8
177.5	484.4	518.3	69.3	557.9	964.9
169.8	187.2	468.7	388.1	523.6	679.3
			-24.6	-11.2	-17.2
124.9	279.8	159.5	375.8	17.0	246.1
3.5	21.0	18.6	-42.8	47.9	36.2
89.5	72.1	72.4	68.4	198.7	0.1
462.7	952.7	1,158.2	783.2	1,294.1	1,735.8
234.1	828.5	687.1	574.5	645.7	1,246.7
-6.1	49.8	212.2	58.3	194.9	14.6
			-29.5	-9.7	-25.4
163.9	-46.2	31.8	-62.1	-98.8	69.5
21.5	42.8	44.1	88.0	88.1	81.7
50.1	7.7	151.1	126.2	434.7	-7.7

金、SDR、保険準備金)。

表4 対外資産

	2001	2002	2003	2004
<b>資 産</b>	<b>29,022</b>	<b>30,998</b>	<b>32,300</b>	<b>33,819</b>
直接投資	892	957	1,260	1,389
株式取得・利益再投資	892	975	1,260	1,389
その他投資	0	0	0	0
ポートフォリオ投資	2,667	3,297	4,112	5,022
株式	111	119	167	185
金融機関	22	23	25	31
民間企業	89	96	142	154
債券	2,556	3,178	3,945	4,837
債券	2,174	1,938	2,633	2,816
政府部門	434	436	431	431
金融機関	1,641	1,327	1,940	2,095
民間企業	99	175	262	290
マネー市場商品	382	1,240	1,312	2,021
政府部門	0	0	0	0
金融機関	63	724	675	1,343
民間企業	319	516	637	378
金融デリバティブ				
その他投資	9,771	10,379	9,865	10,730
外貨準備	15,692	16,365	17,063	16,228
<b>負 債</b>	<b>65,329</b>	<b>68,746</b>	<b>72,787</b>	<b>72,616</b>
直接投資	10,385	11,565	11,411	12,737
株式取得・利益再投資	5,876	7,682	8,044	88,920
その他投資	4,509	3,883	3,367	3,817
ポートフォリオ投資	15,910	17,843	20,524	19,890
株式	1,636	1,863	2,362	2,880
債券	14,274	15,980	18,162	17,010
金融デリバティブ				
その他投資	39,034	39,338	40,852	39,989
<b>対外投資残高純額</b>	<b>-36,307</b>	<b>-37,748</b>	<b>-40,487</b>	<b>-38,797</b>

(出所) BSP ウェブサイトより筆者作成。

(注) 2010年は暫定値。



## ・負債残高

(単位：百万ドル)

2005	2006	2007	2008	2009	2010 <sup>(注)</sup>
<b>40,629</b>	<b>50,423</b>	<b>66,831</b>	<b>65,486</b>	<b>77,166</b>	<b>96,127</b>
2,028	2,131	5,667	5,736	6,095	6,581
2,028	2,131	5,667	5,736	6,095	6,581
0	0	0	0	0	0
5,303	6,830	5,907	4,730	8,591	12,050
190	119	198	145	165	177
32	30	25	33	17	18
158	89	173	112	148	159
5,113	6,711	5,709	4,585	8,426	11,873
3,379	4,759	4,583	2,259	6,856	10,197
350	89	6	0	0	0
1,958	3,182	3,396	1,121	3,494	5,376
1,071	1,488	1,181	1,138	3,362	4,821
1,734	1,952	1,126	2,326	1,570	1,676
0	0	0	0	0	0
991	1,684	926	2,126	991	523
743	268	200	200	579	1,153
			298	127	148
14,804	18,495	21,506	17,171	18,110	14,975
18,494	22,967	33,751	37,551	44,243	62,373
<b>77,574</b>	<b>82,267</b>	<b>95,897</b>	<b>92,919</b>	<b>92,534</b>	<b>106,708</b>
14,978	16,914	20,463	21,746	22,931	26,319
10,226	12,020	14,412	15,558	17,226	18,381
4,752	4,894	6,051	6,188	5,705	7,938
23,923	29,152	34,305	28,849	30,156	36,316
4,345	6,870	10,263	8,913	8,386	9,021
19,578	22,282	24,042	19,936	21,770	27,295
			352	236	309
38,673	36,201	41,129	41,972	39,211	43,764
<b>-36,945</b>	<b>-31,844</b>	<b>-29,066</b>	<b>-27,433</b>	<b>-15,368</b>	<b>-10,581</b>

表5 BSP資産・

	2001	2002	2003	2004
総資産	1,135.94	1,231.43	1,358.31	1,259.13
外貨準備	815.05	874.63	953.05	895.44
融資・貸付金	88.68	99.09	130.44	121.15
国内証券	143.90	167.32	153.70	105.22
デリバティブ評価益				
固定資産	11.94	12.47	12.14	11.52
その他資産	54.56	70.49	101.52	110.91
その他評価益等	21.81	7.43	7.46	14.88
負債	974.50	1,050.07	1,155.98	1,037.53
通貨発行	245.00	271.70	297.78	322.47
預金	337.74	339.17	330.42	280.02
財務省財務局	86.51	78.89	104.23	60.29
SDA	0	0.06	0	0
外資系金融機関	144.63	124.18	110.37	97.77
その他預金・準備金	106.59	136.43	115.82	121.95
海外借入	212.90	195.23	238.67	178.13
デリバティブ評価損				
償還債券	91.73	96.07	92.39	85.44
逆レポ操作	28.20	52.37	70.91	47.19
その他負債	9.77	10.70	9.27	14.10
その他評価損	45.15	84.84	119.53	110.18
純資産	161.44	181.35	202.33	221.60

(出所) BSP ウェブサイトより筆者作成。

(注) デリバティブ評価損益は、2008年より正式に統計に組み入れられた。

は約5500億ペソ、翌年10月に1兆ペソを超えた(2011年7月末には1兆5000億ペソ超)。BSPは過剰SDA残高を事業融資に誘導するため、2008年4月に「6カ月以下のSDA短期金利の廃止」と「その他期間金利の低減」を実施したが、現在では銀行部門の資産・負債規模(約6兆ペソ)の2割相当がBSP負債勘定の最大残高として滞留している。

企業部門が事業拡大指向の欠如など過小投資に陥り、結果として純貯蓄主体となっている可能性もあるが、両部門における上記の傾向から、国内では

負債残高

(単位：10億ペソ)

2005	2006	2007	2008	2009	2010 <sup>注)</sup>
1,292.77	1,571.36	2,035.05	2,344.82	2,566.67	3,195.39
974.71	1,119.94	1,494.82	1,782.75	2,047.58	2,721.64
116.15	118.11	103.82	131.30	147.80	111.92
74.90	222.45	329.29	315.73	249.40	245.66
			0.34	0.04	1.34
11.78	12.12	12.30	12.28	12.41	12.88
96.91	94.66	94.82	102.4	109.44	101.95
18.31	4.08	0	0	0	0
1,044.63	1,304.60	1,860.63	2,103.82	2,327.87	3,024.02
336.56	384.49	433.85	545.09	582.53	601.27
317.89	571.20	1,059.99	1,029.59	1,278.74	1,973.64
87.84	108.55	167.38	141.92	143.76	110.14
0.06	51.76	385.48	402.4	549.12	1,239.08
82.51	55.07	51.96	48.23	51.49	41.84
147.47	355.83	455.18	437.03	534.36	582.57
147.39	51.69	5.86	78.04	4.21	2.68
0.01	3.89	18.29	0.45	10.17	6.96
46.31	39.62	32.60	33.40	32.52	21.90
122.87	228.69	295.21	252.48	265.37	285.24
7.10	7.23	7.16	6.38	8.98	13.83
66.5	17.76	7.67	158.38	145.32	118.5
248.14	266.76	174.42	241.00	238.81	171.37

2010年データは未監査。

企業・金融部門間の金融仲介は必ずしも有効に機能しておらず、信用供与不全の状態にあると考えられる。このような状況では、短期であれ明示的な政策対応をBSPが継続する意味は薄い。表5は逆レポ操作の増加傾向（2009年以降は国債保有残高より約1000億ペソ計上額が大きい）も示しており、再割引枠縮小以後も市場への資金供給は継続されていることが読み取れるが、同時に、金融政策による国内製造業への資金誘導効果はいまだ実現していないことも示している。

### 3. ERP 後への継続課題

ERP 実施前後（2008～2009年）には、1990年代に企図された法案も含め複数の金融関連諸法が成立・施行され、近年にない成果を上げたが、未施行や具体的な金融商品販売に結実していない法もある。本項では、アロヨ政権期からの継続課題を、金融部門と産業部門向けの二つの観点から整理する。

金融部門については、市場性貯蓄商品の形で OFW 送金を含む個人貯蓄を資本市場へ動員する、①個人向け投資・退職金運用口座法（以下 PERA 法）、②不動産投資信託法（REIT 法）がある。立法の背景には、商品多様化による貯蓄率引き上げと、主要プレーヤーが従来外資系金融機関であったために、海外ポートフォリオ投資の停滞・流出超からの回復に時間を要する証券市況があるが、いずれも現時点で商品販売には至っていない。これには、市場取引費用の削減によって、PERA 口座の販売・運用面で施行を補完する必要がある。2009年には、改正内国歳入法で印紙税（株式売買取引200ペソ毎に0.75ペソを賦課）廃止は実現したが、債券投資に対する源泉徴収課税（国債20%、社債30%）はアジア域内諸国と比較しても高率であり、非居住者にも適用されるなど課税対象も広い（国際通貨研究所 [2009]）。

また、貯蓄動員を喚起し金融市場へ資金供給するには、市場で株式・債券を発行する企業資金調達の高発化がともなわねばならない。PERA 口座を含む運用資金がリスク分散と配当を維持するには、民間発行体による商品多様性に富む市場を必要とするからである。他の運用選択肢が少ない状況では、同法が企図する「国内貯蓄を資本市場投資へ誘導し、開発資金を動員する」ための原資が、リスク回避を目的として国債購入・保持の形で公的部門に吸収され、政府部門が民間への投資をクラウド・アウトする結果になり得る<sup>18)</sup>。

したがって、①直接市場（PSE 等取引所）振興策と、②新たな産業政策の策定が課題となろう。①では、財閥系企業や金融機関の株式公開割合や上場数を高めるとともに、先に挙げた取引費用のみならず発行費用の削減も実現し、事業規模が市場参加への障壁となる状況を改善していく必要がある。

SECは関連法整備や市場システムの向上を目標とする中期行動計画（SEC Blueprint 2005-2010）を掲げたが、現状ではおもに、個人資金誘導や上場・公開率を促進するための証券市場税制・企業統治の改善、証券法改正によるSECの市場調査機能強化などに関する未達項目が多い。同計画の評価は未公表だが、とくに②に関連して、その分析や結果をもとに、PSEの二部上場や2006年の発足以降低迷している中小企業ボード振興、さらにASEAN+3債券市場イニシアチブを含む、市場育成のための次期行動計画を策定するのも有用な手段の一つとなる。

一方、産業部門に対しては、①資本形成や投資を促進する産業構成への移行と、②FDIの継続的流入を維持するため、域内における比較優位を確立するような施策をまとめることが必要である。既述のように、輸出産業のなかでは依然として重要な位置を占めるものの、FDI誘致をとりまく環境は明るいとはいえない。拡大を続けるIT-BPOも最終消費地は先進国であり、その継続性や雇用規模で、多額の資本投下をともなう製造業と比肩あるいは代替する産業として成長するか否かを判断するには時期尚早である。他方、電子・電機産業などの先進国企業はアジア域内生産ネットワークの再統合や拠点見直しを進めているため、「フィリピンでの立地」を継続的に確保する手段が必要である。

## 第5節 アキノ政権と金融・経済改革：「開発計画」と課題

### 1. アキノ政権の「開発計画」

現在の開発計画（Philippine Development Plan 2011-2016、以下PDP）は政権発足1年後によく発表された<sup>19)</sup>。アキノ大統領は就任時（2010年6月）の教書演説で、①汚職の撲滅とこれにともなう財政改善・効率化、②教育制度の充実と人的資源の育成、③インフラ整備の促進、を中心的な方針として

掲げた。PDPでは、「包括的な成長」のもとで「貧困削減」と「雇用増加」を成果目標とし、高く持続的な成長を実現するためのマクロ経済政策、製造業・サービス業の拡大、開発機会への平等なアクセスを提供するためのインフラ整備、金融部門の強化と国内資本動員、ガバナンスと法治（rule of law）の確保、社会開発による効果的かつ確実な社会安全網の建設、をおもな戦略としている。前政権と異なる指針として、国内貯蓄や OFW 送金を事業資金として活用するとともに、貧困層や中小企業の資金アクセスを向上させる意図が強調されている<sup>20</sup>。また、FDI 企業は投資環境の観点から、常に電気・水道・運輸システム等の社会インフラ整備を要請している。財政制約下で上記③を実現するため、インフラ投資に民間資本を導入（public-private partnership, 以下 PPP）し、道路や鉄道などの整備に注力するとともに、投資関連法の改正を行い、前政権では発電施設の売却や送電業務・維持管理事業の委託契約に用いたスキームを、他の建設・整備事業分野にも拡大させると考えられる。

PDP に先立ち、大統領は2010年末に議員・実業代表者開発諮問委員会と最優先に法制化すべき23法案を、さらに NEDA と試験的物件として早急な契約をめざす総額7400億ペソ（約1兆4000億円）にのぼる鉄道延長、首都・地方空港建設・維持管理、高速道路、首都圏の水道施設改善等からなるインフラ投資・民営化11案件を選定し、2011年度内の入札実施を目標とした。前者のなかでも喫緊に法制化・改正される必要のあるものを整理すると、前年度支出の評価にもとづく財政効率化を図る財政責任法の他に、インフラ・PPP 関連では① BOT 法、②電力産業改革法、③政府調達法、④独占禁止法、⑤国有地利用法が、貧困・教育関連では①国営食糧公社改革法、②基礎教育期間延長法、③住宅・都市開発省設立法、④水道施設規制法が挙げられる。

## 2. 課題と政策インプリケーション

7%を超えるフィリピンの失業率は域内でも高い。所得格差を縮小し、国

民全般の所得レベルを向上させるには、何よりも雇用の確保が先決であるという現政権の方針は正しいだろう。また、第2節でも述べたように、他のASEAN諸国等と比較した1人当たりGDPの成長、固定資本形成などの停滞は四半世紀に及ぶ。2009年に1.1%まで縮小したGDP成長率が翌年にはタイ、マレーシア等と比肩する7.6%を記録した同国経済ではあるが、この水準の経済成長を継続するには、国内投資対GDP比25%を一定期間維持せねばならないとも推計される（World Bank [2011], Yap [2011]）。国内経済・財政における「財政難→低調な公共投資→外資・国内資本による投資活動の停滞→不十分な雇用創出→税収の停滞→恒常的な財政難」という悪循環は、歴代政権が立案した政策が実行されなかったり、不十分あるいは非効率であったことの蓄積でもある。PPPによるインフラ整備は、国外から喫緊の課題として指摘されてきただけでなく、着実に実行されればこの悪循環を過小公共投資の段階から変化させることも可能だろう。前出のMagtibay-Ramos et al. [2008]によると、インフラ建設は事業の対象・周辺地域における関連投資の誘発が予想され、製造業等に次いで他産業へのリンケージが大きい。さらに、PPP案件を落札した事業者による調達やインフラ完成による経済活動の活発化によって投資資金需要が喚起されれば、中長期的には、前節で述べた国内資金循環上の実業部門と金融部門との乖離がもたらしている弱い金融仲介の段階的な解消や、証券市場振興の効果も期待できる。ただし、金融関連法の整備や実施規則の内容などに関する混乱（注15参照）を解決したうえで、監督機関・取引所による適切かつ適度な介入が不可欠である。

実際には、PPP当初11案件のうち「ダーンハリ＝南部ルソン高速道路間接統道路建設・運営事業」の競争入札が2011年12月に初めて実施されるなど、上記法案の成立や施行に関しても現政権におけるこれまでの成果はまだ少ない<sup>20)</sup>。政府の過度ともみえる慎重な姿勢は、過去に実施してきた大型案件の入札や政府購入が（疑惑を含む）汚職の温床であったことと無縁ではなく、撲滅をめざす大統領の意志を示しているとも考えられるが、FDIを含む外的環境も自身の任期にも、時間的余裕は大きくない。現在までの国内経済は、

家計消費による下支え、内部留保と資産蓄積を続ける企業部門、慎重な資金運用を行う金融機関の鼎立に加えて、国外からは一部サービス業への投資拡大と、米国投資の流出を上回るユーロ圏からのFDIやポートフォリオ投資増加の恩恵を受けてきた。しかし2011年後半以降、ユーロ危機は深刻化しており、海外投資が再び純流出に反転する可能性もある。消費主導型経済はある程度その影響を緩和すると予測されるが、さらなる対応策は今後の課題である。アキノ政権は、国内産業構造を考慮した上での現実的な産業政策と、それを補完する金融部門の構築に向けた経済・金融政策の策定を急ぐ必要がある。

〔注〕

- (1) 製造業全体のASEAN域内貿易シェアは、輸出入とも25～30%（ASEAN [2009] 参照）と他の原加盟国と大差ないが、電子・電機機器の同シェアは約80%と突出して高い（*Philippine Statistical Yearbook* も参照）。
- (2) 家計所得・支出調査（Family Incomes and Expenditures）による（NSCB ウェブサイトの統計データ参照）。時系列でみても、一般家計の貯蓄率は15～20%程度と消費指向は強い。また、政府支出は、国政選挙（地方行政レベルも同時に行う大統領選および中間選挙）が行われる年に公共投資や公的年金の臨時給付などが増加する傾向がある。
- (3) 具体的には、コールセンター業務や医療レセプト入力・処理、アニメーション制作、ソフトウェア開発、CAD製図、オンライン語学教育などがある。
- (4) 前政権では各年度に公表する「優先投資プラン」（Investment Priority Plan）の製造業、アグリビジネス、インフラ投資等と並ぶRegular Listの一分野として、現政権では2010～2014年における中期優先投資プランの8優先分野（他にアグリビジネス、電子・半導体、エネルギー・電力、輸送ハブ、鉱業、造船、観光）に選定している。
- (5) 詳細については、奥田ほか [2005]、柏原 [2009] を参照。
- (6) 証券規制法が成立するまで、SECに関する規定は行政令であった。同法は証券部門におけるSECの監督権限と、手数料収入の一定割合をSECの内部留保とするなど、一部予算上の自律を明記している。
- (7) 外資系銀行の参入による競争環境や経営上の効率性の変化に関する分析については、Unite and Sullivan [2003]、Pasadilla and Milo [2005]、奥田・竹 [2006] 等も参照されたい。
- (8) 首都圏限定であれ、子会社設立による証券・金融・保険・リテールを複合展開しているのは、1994年以前に進出済みのCitibank、HSBC、Standard Chartered Bank、Bank of America 4行のみ。前3行は消費者金融や保険・貿易金融部門ももつ。
- (9) フィリピン会社法では、市場公開での債券発行は株主総会の決議事項だが、私募債



- 発行は取締役会採決で実行可能。発行予定総額や償還期限により区分はあるが、見込み発行額と引受け予定個人・企業をSECが承認すると、1年間の総枠発行期限を得る。BSPが年次公表する資金循環表も参照のこと。
- (10) 「金融仲介」に分類される銀行資産の種類は、BSPの定義による。2010年末の金融仲介残高は前年比約60%まで縮小しているが、本章執筆時点ではその他の定義変更などの事由は不明。
  - (11) 財務省財務局のデータから算出すると、証券部門（顧客口座は全保有残高の10~20%程度）や政府系年金基金を含む保険部門の保有残高は50~60%に達する。
  - (12) BSPは2008年、ユニバーサル・商業銀行が保有するデリバティブの月末評価損益額を資産・負債データ項目に追加した。2011年末時点では、6兆ペソ超の資産・負債総額に対し、資産側に約8000万ペソ、負債側に6億ペソ弱が計上されている。
  - (13) PSE上場企業のうち、業種バランスを考慮した30銘柄で構成される。見直しは年2回、平均3社を入れ替えている（PSE, *Annual Report* 参照）。
  - (14) このほか、2011年には財務相の意向を受けてPSEがPSEi銘柄をもつ上場企業の発行済み公開率を2年以内に40%以上とするよう通達している。しかし、株主数増加を回避したい企業側の反発に遭い、目標公開率の低下（30%）や移行期間の延長を提示するなどの混乱がみられた。
  - (15) ただし、不況期の価格下落等も勘案すべきであり、政府による関税引下げやBSPの政策にすべての成果を帰すことはできない。次項で述べる為替相場（緩やかなペソ高）も、大幅な貿易赤字ではなく、かつ、企業部門の現預金や貿易信用等の内部留保・資産蓄積をBSPが認識していたために選択可能だったとも考えられる。FDIやポートフォリオ投資と同様に、選挙期には為替変動幅も拡大する過去の趨勢を考慮すると、2009年から現在に至る安定的相場は例がないといえる。
  - (16) ただし、表2で示したように、金融機関へのアクセスにおける国内格差（非金融機関借入のみが可能な家計・企業の偏在）が存在することへの留意は必要である。
  - (17) 1998年、SDAは公開市場操作の一手段として銀行間取引口座とは別勘定で創設された（マネーおよび銀行間市場より金利が高い）が、2005年まではほぼ利用実績がなかった。
  - (18) REIT法に関しては、2010年9月にPSEを含む関係機関の実施規則が制定済みである。しかし、参入企業には上場が義務づけられ、①最低資本金3億ペソ、②上場時に発行総残高3分の1相当を公開し、50株以上を保有する株主1000人以上をもつ、等の国内企業には厳しい条件が課せられるため、現在までにREIT企業の設立・上場実績はない。
  - (19) 通常、政権発足後2カ月以内に施政方針実施の要となる優先審議法案の選定を開始し、約6カ月でNEDAが6年間の大統領任期中に実行すべきMTPDPを策定、大統領の承認を経て公表される。政権により異なるが、10~20法案が直近の議会会期で集中審議を経て早期に法制化されるべきものとして列挙される。
  - (20) PDP第6章では、直接・間接金融市場がASEAN5内で最小規模にあること、国内では金融インフラへのアクセスに地域格差が大きく（マニラ首都圏、中部ルソン、カラバルゾン [カビテ、ラグナ、バタンガス、リザル、ケソン州] の3地域に集中）、マイクロファイナンス機関や協同組合以外の金融機関が存在しない地方自治体が37%

にのぼることを指摘している (NEDA [2011: 183-186])。

- (2) 同事業は、カピテ州バコールのダーンハリ道路とマニラ首都圏モンテンルパ市アラバンの南部ルソン高速道路間の接続道路建設と、30年の運営・管理委託で構成される。落札したアヤラ・コーポレーションは不動産開発、金融、通信事業等を展開する国内財閥の持株会社であり、道路インフラ整備へ初進出する。2012年7月の着工と2013年下半期の完工を見込み、建設・運営にあたりスペイン資本と提携する予定 (*Business World* 紙, 2011年12月19日)。他方、厳しい入札規則と承認制度を導入した結果、2011年度前半の一般公共支出は前年比▲50%と大幅縮小した (2011年9月に実施したインタビューによる)。

### 〔参考文献〕

#### <日本語文献>

- 奥田英信・鈴木宏一・兼子弘之 [2005]「第6章 資本市場と金融セクター改革」(大和総研編『フィリピンの政治・経済の現状及び中長期的展望に係る研究会』2004年度財務省委嘱研究会 大和総研 84-117ページ)。
- ・竹康至 [2006]「東南アジア5カ国における主要銀行の経営構造 DEA とクラスター分析による国際比較」(国際協力銀行『開発金融研究所報』第30号 8月 31-53ページ)。
- 柏原千英 [2009]「国際資本とフィリピン経済——再編なき金融改革と国内市場の構造——」(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 309-352ページ)。
- 国際通貨研究所 [2009]『東アジア地域における資本市場 (株式及び外為規制等) の地域協力の可能性等に関する調査』財務省委嘱調査 財団法人国際通貨研究所。 ([http://www.mof.go.jp/international\\_policy/research/fy2008tyousa/2101eastasia.htm](http://www.mof.go.jp/international_policy/research/fy2008tyousa/2101eastasia.htm))
- 日本銀行調査統計局 [2011]「資金循環統計の解説」日本銀行。 (<http://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exsj01.pdf>)

#### <外国語文献>

- ASEAN [2009] *ASEAN Statistical Yearbook 2008*, Jakarta: ASEAN Secretariat. (<http://www.aseansec.org/publications/aseanstats08.pdf>).
- Asian Development Bank (ADB) [various issues] *Asian Bond Monitor*, Manila: ADB.
- Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) [2011] “Results of the 2010 Survey of Information Technology-Business Process Outsourcing (IT-BPO) Services,” Manila: BSP. ([http://www.bsp.gov.ph/publications/regular\\_itbpo.asp](http://www.bsp.gov.ph/publications/regular_itbpo.asp))
- [2010a] *BSP Annual Report*, Manila: BSP.
- [2010b] *Status Report on the Philippine Financial Sector, Second Semester 2010*, Manila: BSP.
- [various issues] “Philippine Flow of Funds,” Manila: BSP. ([http://www.bsp.gov.ph/publications/flowof\\_funds/](http://www.bsp.gov.ph/publications/flowof_funds/))

- cations/regular\_fof.asp)
- Bocchi, A. M. [2008] "Rising Growth, Declining Investment: The Puzzle of the Philippines," Policy Research Working Paper, No. 4472, Washington, D.C.: World Bank. ([http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2008/04/03/000158349\\_20080403232837/Rendered/PDF/wps4472.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2008/04/03/000158349_20080403232837/Rendered/PDF/wps4472.pdf))
- Bureau of Treasury [2009] *Statistics Handbook 1986-2008*, June 2009, Manila: Bureau of Treasury, Department of Finance, the Philippines.
- Felipe, J. and R. Hasan [2006] "Labor Market Outcomes in Asia," in J. Felipe and R. Hasan eds., *Labor Markets in Asia: Issues and Perspectives*, London: Palgrave Macmillan pp. 21-62.
- Magtibay-Ramos, N., G. Estrada and J. Felipe [2008] "An Input-Output Analysis of the Philippine BPO Industry," *Asian-Pacific Economic Literature*, Vol. 22, Issue 1, pp. 41-56.
- National Economic Development Authority (NEDA) [2011] *Philippine Development Plan 2011-2016*, Manila: NEDA.
- National Statistics Coordination Board (NSCB) [various issues] *Philippine Statistical Yearbook*, Manila: NSCB.
- Pasadilla, G. and M. Milo [2005] "Effect of Liberalization on Banking Competition," PIDS Discussion Paper Series No. 2005-03, Manila: PIDS.
- Philippine Deposit Insurance Corporation (PDIC) [various issues] *Annual Report*, Manila: PDIC.
- Philippine Stock Exchange, Inc. (PSE) [various issues] *Annual Report*, Manila: PSE.
- [various issues] *Fact Book*, Manila: PSE.
- Unite, A. A., and M. J. Sullivan [2003] "The Impact of Liberalization of Foreign Bank Entry in the Philippine Domestic Banking Market," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27, Issue 12, pp. 2119-2154.
- Usui, N. [2011] *Transforming the Philippine Economy: Walking on Two Legs*, ADB Economics Working Paper Series No. 252, Manila: ADB. (<http://www.adb.org/sites/default/files/pub/2011/Economics-WP252.pdf>).
- World Bank [2011] *Challenges and Options for 2010 and Beyond*, Philippines Discussion Notes No. 55655-PH, Washington, D.C.: World Bank.
- Yap, J. T. [2011] "The Philippine Economy in 2010 and Prospects for 2011," *Development Research News*, Vol. 29, No. 1, pp. 1-14.
- Yap, J. T., C. M. Reyes and J. S. Cuenca [2009] "Impact of the Global Financial and Economic Crisis on the Philippines," Paper prepared for the United Nations Development Programme (UNDP), September 2009, PIDS Discussion Papers 2009-30, Manila: PIDS. (<http://dirp4.pids.gov.ph/ris/dps/pidsdps0930.pdf>)

## 〔ウェブサイト〕

## ＜フィリピン国内＞

Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP, 中央銀行) [www.bsp.gov.ph](http://www.bsp.gov.ph)

House of Representatives, Congress of the Philippines (下院) [www.congress.gov.ph/index.php](http://www.congress.gov.ph/index.php)

National Economic Development Authority Economic Indicators Online (国家経済開発庁経済指標オンライン) <http://localweb.neda.gov.ph/index.html>

National Statistics Coordination Board (国家統計調整理事会統計データ) [www.nscb.gov.ph/stattables/default.asp](http://www.nscb.gov.ph/stattables/default.asp)

National Statistics Office (国家統計局) [www.census.gov.ph](http://www.census.gov.ph)

Philippine Deposit Insurance Corporation (預金保険機構) [www.pdic.gov.ph](http://www.pdic.gov.ph)

Philippine Institute for Development Studies (フィリピン開発研究所) [www.pids.gov.ph](http://www.pids.gov.ph)

Philippine Stock Exchange (証券取引所) [www.pse.com](http://www.pse.com)

Securities Exchange Commission (証券取引委員会) [www.sec.gov.ph](http://www.sec.gov.ph)

BusinessWorld 紙 : [bworld.com.ph](http://bworld.com.ph)

## ＜その他＞

アジア開発銀行 Asian Bonds Online [asianbondsonline.adb.org](http://asianbondsonline.adb.org)

ASEAN 事務局統計データベース [www.aseansec.org/22122.htm](http://www.aseansec.org/22122.htm)

World Bank, World Development Indicators データベース <http://ddp-ext.worldbank.org/ext/DDPQQ/member.do?method=getMembers&userid=1&queryId=135>

(全 URL の最終アクセス : 2012年 6 月30日)