

第4章

安定化と金融市場の発展

——フィリピンの事例から——

はじめに

フィリピンは1980年前後の「外生ショック」によって大きな負の影響を受けた国のひとつである。それはまた、同国の金融発展の過程にも重大な傷跡を残した。もちろん、外生ショックの影響を受けた発展途上国はフィリピンだけではない。したがって、現在の同国の経済的諸困難は、むしろ国内的要因によるものであることは疑いない事実である。

1980年代の同国の金融市場における混乱もまさにこの国内要因にその根を求めることができる。とくにフィリピンの場合、金融市場の発展が、金融政策、財政政策、為替政策などマクロ経済政策と切り離しては論じられないことが重要である⁽¹⁾。これらの点もまた、途上国においては珍しいことではない。ただ、アジア諸国のなかでは、経済危機につながるような形で、この側面が肥大、重症化したのはフィリピンだけであった。

本章では、経済危機のなかで明らかになってきた金融市場の弱点が、金融政策、財政政策、為替政策などの各マクロ経済政策との相互作用のメカニズムのなかでどのような形をとってきたのかを明らかにし、そこから、健全な金融システムを育成するためには何がなされねばならないのかを追求してみたい。

第1節では全面的経済危機の背景を簡単に要約する。続いて、第2節では、外生ショックへの対応と金融危機の発生、そして債務危機とそこでの調整過程を検討する。調整政策のコストについて第3節で論じた後、第4節では、金融システムの発展に対する「構造調整政策」のインプリケーションを考察する。

第1節 危機の予兆

1. マクロ経済バランス

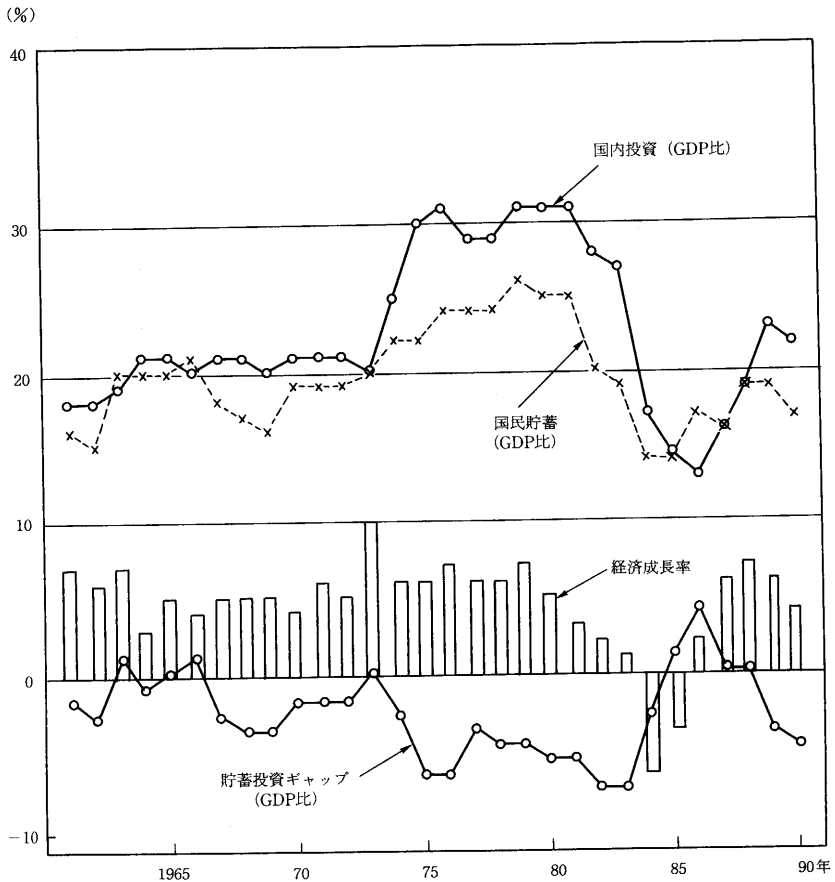
第1図が示すように、第1次石油危機後のフィリピンは積極的な工業化戦略をとり、その投資水準は国内貯蓄を大きく上回った。この結果、経済成長率は5%を超え、国民貯蓄率も20%を超えて上昇したが、インフレーションは石油危機の時期を除いても7%より下がることはなかった。

この投資超過、すなわち海外貯蓄導入の中身をみると(第1表)、その大部分が借款であって、あとは若干の移転所得であり、直接投資はほとんどない。借款を受入れ主体別にみると、最大のものは公営企業を含む公共部門で、これに銀行部門が続き、民間非銀行部門による直接的な対外借入は1970年代後半にはむしろ小さくなっていることがわかる。

一方、金融政策は工業化戦略を支援する形で拡張的に運営され、国内信用は1974年から78年にかけて急拡大した(第2表)。先のインフレーションはこの要因にもよる。もっとも、このときの国内信用増加はもっぱら民間部門向けのものであって、公共部門向け信用も拡大した1980年代前半とは様相を異にしている。

中央政府の財政収支(第3表)は、赤字幅が比較的小さかったという意味で、1980年代に比べれば、マクロ経済バランスに対して、より中立的であったといえようが、いくつかの問題を内包していた。ひとつは、税収の伸びが

第1図 マクロ経済バランス (1961~90年)



(出所) IMF, *International Financial Statistics 1991*, ワシントンD.C., 1991年。

経済活動規模の拡大に追いつかなかった点である。これは徴税のための行政機構の非効率を示唆しており、後に財政改革へとつながる問題である。もうひとつは、資本支出の拡大で、これは政府主導型の工業化戦略と軌を一にするものであり、後にみるように、潜在的な財政赤字拡大要因である。

第1表 ネット資本フローの構成 (1976~90年)

(単位:100万ドル)

	移 転	直接投資	債券投資	借 款	借 入			計
					対公共部門	金融機関	その他民間	
1976	268	126	16	1,051	661	90	300	1,461
1977	259	210	6	282	-154	337	99	757
1978	319	101	-1	1,641	538	934	169	2,060
1979	355	7	13	1,539	1,349	626	-436	1,914
1980	434	-106	4	2,785	1,258	708	819	3,117
1981	472	172	3	1,843	880	496	467	2,490
1982	474	16	1	2,830	2,015	460	355	3,321
1983	472	105	7	-501	107	-375	-233	83
1984	386	9	-3	775	588	-249	436	1,167
1985	379	12	5	311	1,596	-939	-346	707
1986	441	127	13	6	1,277	-250	-1,021	587
1987	573	307	19	-8	-462	402	52	891
1988	775	936	50	-415	-68	321	-668	1,346
1989	830	563	280	511	108	370	33	2,184
1990	714	530	-50	1,577	875	307	395	2,771

(出所) IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 1991, ワシントンD.C., 1991年.

2. 金融システム

フィリピンの金融システムでは、銀行貸出市場とマネーマーケット(短期金融市場)が活発である。これに比べると、株式市場、長期証券市場などの資本市場は他のASEAN諸国との比較でも未発達である。その理由は、資本市場で資金調達の可能な主要企業にとって、資本市場を通じての「直接金融」は有利な資金調達手段ではなかったことに尽きる。まず、長らく実施されてきた金利規制のために、銀行貸出市場で融資を受けることのできる主要企業は低利の資金を利用することができた。つぎに、借入利子は費用として処理でき、税制上、借入の方が自己資本による調達より有利であった。さらに、血縁関係に基礎をもつ企業グループは経営の公開を避けようとする。これらは、発

第2表 国内信用 (1976~90年)
(GDP比,%)

	総計	公共部門 (ネット)	民間部門
1976	32.2	1.7	25.6
1977	33.9	2.7	26.8
1978	36.6	2.7	29.9
1979	37.4	2.2	31.5
1980	37.4	2.4	31.6
1981	40.0	3.8	33.6
1982	44.3	6.5	34.8
1983	51.8	10.5	41.3
1984	38.2	8.5	29.7
1985	31.8	8.0	23.9
1986	26.5	10.2	16.3
1987	21.0	3.9	17.1
1988	19.6	2.1	17.5
1989	20.7	2.1	18.5
1990	23.4	2.8	20.6

(出所) 第1表に同じ。

展途上国一般にみられる現象であるといえる。

銀行貸出市場のもっとも重要な経済主体は商業銀行である。第4表は金融部門の金融機関別資産構成を示したものである。金融部門を、決済手段を提供する銀行部門とそれ以外の非銀行部門に分けると、銀行部門には商業銀行、貯蓄銀行 (thrift banks)、政府特殊銀行、農村銀行 (rural banks) のカテゴリーがあるが、なかでも商業銀行が一貫して大きなシェアを維持していることがわかる。非銀行部門は、投資会社などの民間金融機関とGSISなどの公的保険からなる。

マネーマーケットは流動性調節の場というよりは、金融機関にとっては恒常的な資金運用・調達先であり、銀行融資を受けることのできる優良借り手 (主要企業) にとっては限界的資金源であり、それ以外の、銀行貸出市場にアクセスのない企業主体にとっては主たる資金源となっている。銀行間コール

第3表 財政収支 (1977~90年)

(GDP比,%)

	経常収入		経常支出	経常収支	資本支出	純貸出	総合収支
	税	収					
1977	12.9	11.0	11.5	1.5	3.3	0.0	-1.8
1978	13.5	11.5	10.8	2.7	3.8	0.1	-1.2
1979	13.5	11.9	9.5	4.1	3.8	0.4	-0.2
1980	13.1	11.5	9.3	3.9	4.9	0.3	-1.3
1981	11.8	10.3	8.6	3.1	6.8	0.3	-4.0
1982	11.2	9.9	9.3	1.9	5.5	0.7	-4.2
1983	11.9	10.2	9.0	2.9	4.2	0.6	-1.9
1984	10.5	9.3	7.9	2.6	3.6	0.8	-1.9
1985	11.3	10.0	9.0	2.2	3.8	0.3	-1.8
1986	12.6	10.4	10.6	2.1	4.5	2.4	-4.9
1987	14.1	12.1	13.4	0.7	2.9	1.1	-3.0
1988	13.1	11.3	14.8	-1.7	2.3	0.6	-3.8
1989	15.2	13.2	13.8	1.4	3.0	0.2	-1.7
1990	16.2	14.6	14.1	2.1	4.2	-0.0	-1.8

(出所) Asian Development Bank, *Key Indicators 1991*, マニラ, 1991年。

第4表 金融機関の資産構成 (1980~90年)

(単位: 100万ペソ)

	商業銀行		貯蓄銀行		農村銀行		開発銀行		非銀行金融		計	
		シェア (%)		シェア (%)		シェア (%)		シェア (%)		シェア (%)		GDP比 (%)
1980	144,489	66.3	7,352	3.4	5,642	2.6	1,620	0.7	58,945	27.0	218,048	89.5
1982	198,865	68.4	5,872	2.0	8,136	2.8	3,703	1.3	74,154	25.5	290,730	91.6
1984	299,226	72.0	7,613	1.8	9,023	2.2	4,525	1.1	95,480	23.0	415,867	79.3
1986	264,635	66.0	8,124	2.0	9,350	2.3	5,621	1.4	112,998	28.2	400,728	63.9
1988	342,312	67.7	14,165	2.8	11,018	2.2	6,698	1.3	131,089	25.9	505,282	62.9
1990	539,708	69.5	21,913	2.8	13,862	1.8	11,251	1.5	189,329	24.4	776,063	72.2

(出所) National Statistical Coordination Board, *Philippine Statistical Yearbook 1991*, マニラ, 1991年。

マネー, 手形(promissory notes), 現先, コマーシャルペーパーなどが取引され, 1970年代前半には金融規制の網の目をくぐって急成長した。投資会社など非銀行金融機関(後には金融会社, 商業銀行も参入)の発行する手形, 現先,

CPなど「準預金」(deposit substitutes)は金利規制を受けなかったため、1970年代半ばにはその残高が銀行の貯蓄性預金に迫るほどで、明らかに同預金を代替した。もっとも、その後、準預金についても金利、必要準備率、取引税などに関する規制が強化されたため、その重要性は相対的に低下した。

1970年代のフィリピンの金融システムは典型的な「金融抑圧」状況にあった。すなわち、まず、高インフレのもとでの金利上限規制は実質金利を大きくマイナスにしたから、金融仲介機関への預金動員はほとんど完全な停滞状況にあった。実際、たとえば広義のマネーサプライ「M3」の対GDP比率は1980年で25.6%と71年のそれ(24.9%)とほとんど違ってない。後にみるように、とくに1970年代後半は経済が拡大基調にあったから、資金需要は強く、超過需要の状態にあった。その結果、主要企業のみが銀行貸出市場で信用割当を享受することとなった。また、金利上限の期間構造が短期貸しに有利であったこと、また、中央銀行の再割引が短期貸付のみに適用されたことから、長期貸出が伸び悩んだ。

次に、必要準備率が高位に設定され、さらに農業・中小企業など優先部門への信用配分規制によって金融仲介機関の融資活動が量的に制約され、その結果、金融機関は中央銀行貸出に依存する結果となった。もともと、中央銀行の再割引は資金市場の需給状況とかけ離れた低水準に固定されており、再割引の適用それ自体が信用割当政策であったから、金融機関の中央銀行依存は著しいものがあった。これら諸規制はまた、金融機関の経営効率改善のためのインセンティブを抑える役割を果たして、それでなくとも準備率、信用配分規制、粗収入税のために大きい金融仲介コストをいっそう大きくした。

1970年代後半にはいると、強い資金需要を背景に、国内貯蓄ではなく、海外貯蓄の導入が図られた。まず、当時、内外の名目金利差はかなり大きく、海外借入の方が資金コスト面で有利であったばかりか、国内では難しい中長期借入が可能であった。これにくわえて、中央銀行は優先部門貸出にはスワップ・ファシリティを低利で提供したから、為替リスクは事実上ゼロであった。また、当局は、外貨預金勘定(FCBU)⁽²⁾、さらにはオフショア勘定(OBU)⁽³⁾

を認可して、居住者・非居住者の外貨建て預金動員を図った。この結果、金融機関の外貨建て債務残高は1976年の15億ドルから82年のピーク時には118億ドル(預金銀行債務58億ドル, 非銀行金融機関16億ドル, OBU43億ドル)に達した。

第2節 金融危機・債務危機

1. 外生ショックへの対応

第2次石油危機によるエネルギー価格の急騰はまず国内インフレの形でフィリピン経済にショックを与えたが、より深刻なショックは、国内では要素価格の急変により重化学工業化戦略の基礎が危うくなったことであり、海外では世界輸入需要の減退、国際金利の高騰により対外借入戦略の基礎が危うくなったことであった。これらの外生ショックに対してとられた政策対応は、少なくとも結果的には、既往の工業化戦略を維持・遂行することであり、それは同戦略におけるマクロ経済運営上の問題点を増幅することになった。

1980年代にはいって、経済は明らかに下降局面にはいった。このとき、中央政府の資本支出は、あたかも民間投資の潜在的な低下を補うかのように拡大されたから、税収の低下と相まって財政赤字は大幅に拡大した(第3表)。この赤字はもっぱら中央銀行信用によってまかなわれた。同時に、金融政策はそれまでの民間信用拡大の路線も維持したから、両者の合計である国内信用は加速的に増加した。

2. 金融危機

第2次石油危機後、国際経済環境の悪化にともなって、経済は下降局面にはいり、全般的に企業業績が悪化した。1981年初め、企業家D・ディー(Dewey

Dee) が6億ペソにのぼる巨額の負債を残して国外逃亡したことに端を発した金融不安は、マネーマーケットに対する投資家の信用を失墜させ、中央銀行が16億ペソもの特別融資によって投資会社、金融会社などの救済を図ったにもかかわらず、同市場資産への需要は激減した。このため、マネーマーケットを主要な資金調達の源泉にしていた企業は次々と倒産した。

さらに、企業倒産の連鎖は、マネーマーケットのみならず、関連企業融資を通じて銀行部門の経営悪化をもたらした。というのは、フィリピンの銀行の大部分が血縁に基礎をおく企業グループの「機関銀行」⁽⁴⁾として、同グループの所有と支配の構造のなかに組み込まれていたからである。これに対して、政府は銀行以外の企業については救済基金を設け、銀行については自らその資本を吸収するなどして支援した。

フィリピンの場合、このような政府による民間企業救済は過去にも例があり、規模が大きいという点を除けばさして珍しいことではない。問題は、しかしながら、それだけに企業および銀行経営におけるモラル・ハザードがより深刻だということがひとつ。もうひとつは、そのために膨れ上がる財政赤字の影響だろう。後者については後に触れる。

3. 債務危機

1970年代後半には積極的な投資政策の結果、資本財、中間財を中心に輸入が急増し、貿易収支および経常収支は大幅赤字となったが、大量の資本流入(借款)がこれを相殺し、総合収支は黒字化して公的外貨準備は増加し、その残高も輸入の4カ月分程度の水準を維持していた(第5表)。けれども1981年にはいると、資本流入の勢いが一段落したことと国内金融危機に嫌気した資本逃避が起こったこと⁽⁵⁾から、総合収支が赤字に転落して外貨準備は約3割減少した。1982年には対外債務累積による利払いの急増によって経常収支赤字はさらに拡大し、80年には31億ドルあった外貨準備は17億ドル、輸入2カ月分に縮小した。

第5表 外貨準備高 (1976~90年)

	(1) 外貨準備高 (100万ドル)	(2) 財・サービス輸入 (100万ドル)	(3) 外貨準備輸入月数 $12 \times (1)/(2)$
1976	1,642	4,381	4.5
1977	1,524	4,755	3.8
1978	1,881	5,715	3.9
1979	2,416	7,305	4.0
1980	3,140	9,147	4.1
1981	2,574	9,554	3.2
1982	1,711	9,467	2.2
1983	864	9,200	1.1
1984	890	7,238	1.5
1985	1,116	5,961	2.2
1986	2,527	5,868	5.2
1987	2,014	7,861	3.1
1988	2,111	9,440	2.7
1989	2,376	11,946	2.4
1990	2,048	13,929	1.8

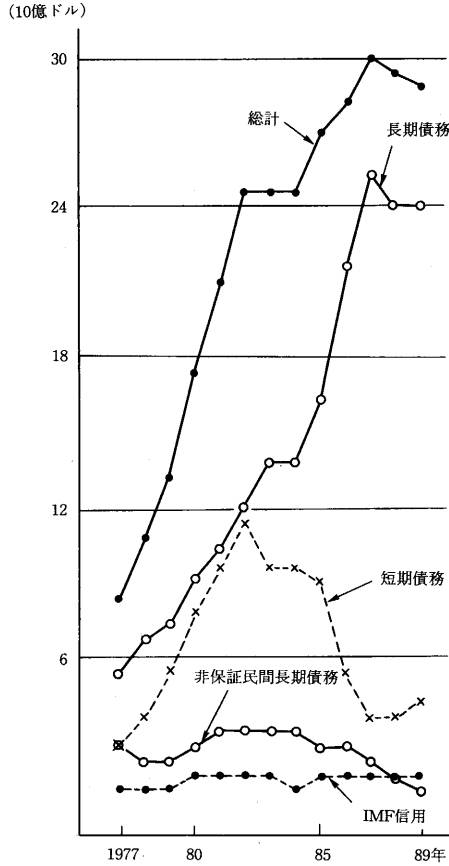
(出所) 第1表に同じ。

第2図は対外債務残高の推移を表したものであるが、同図から、とくに1979~82年間に同残高が急増したことが読み取れる。

フィリピンの対外債務管理については中央銀行内にMEDIAD (対外債務投資勘定管理部)が設けられて、債務返済額を各々3年間の平均外貨流入の20%以下に維持すべく、対外借入案件について事前承認と事後報告を義務づけていた。ところが、商業銀行の短期債務については開発金融の枠外ということでモニターされておらず、実際には旧債務の返済のために短期借入が利用されることとなった。しかも、商業銀行による外資導入は、FCDU(外貨預金口座)、OBU (オフショア銀行口座)、さらには中央銀行によるスワップ・ファシリティの供与によって、むしろ奨励されていたのである。

債務危機はIMFとの関係の過程でもあった。1980~81年にはIMF信用供与

第2図 対外債務残高 (1977~89年)



(出所) ADB, Key Indicators 1991, マニラ, 1991年。

にともなうコンディショナリティは比較的緩やかで、国内信用の伸び率や外貨準備高に関する目標値を達成することはさして困難ではなかった。1982年にはいと企業救済のために国内信用が目標値を超えて大幅に拡大されたため、IMFは融資プログラムを停止した。翌1983年2月に発効した第17次スタンドバイ協定は、国内信用、公営企業への政府移転支払い、短期対外債務な

どについて厳しい制約を課した。その結果、8月には目標達成が困難になり、信用供与は中断されるに至った。同月、アキノ元上院議員が暗殺されると、政治不安が一気に高まって資本逃避が拡大、外貨は底をつき、輸入2カ月分の水準を大きく割り込む事態となって、ついに10月、政府は対外債務の元本返済の停止を宣言することとなった。

この間、財政では、国営企業の赤字対策が柱となった。1982年に中央政府赤字はGDPの4%にまで達していたが、その原因のひとつは同7%(81年)にのぼる移転的資本支出、すなわち国営企業への出資であった。そこで、これら国営企業の経営改革が図られ、公共料金引上げ、投資計画の縮小などによって中央政府財政負担の軽減が試みられた。

金融政策は、少なくとも結果的には拡大的であった。1983年中に中央銀行の再割引金利が市場金利に連動されることになり(もともと、金利差は必ずしも縮小されたわけではない)、必要準備率は18%から23%へと引き上げられた。また、通常の再割引は30億ペソ減少した。それにもかかわらず、マネタリーベース(現金+中央銀行預け金)は同年中に急増、前年末の197億ペソから291億ペソへと48%増加した(第6表)。増加要因のうち、次の2つが重要である。まず第1に為替レート的大幅切下げにともなってスワップおよび先物カバーに発生したキャピタル・ロス120億ペソであり、第2に中央政府に対する

第6表 マネタリーベースの増加要因(1980~90年)

(単位:増加額,10億ペソ)

	マネタリーベース	対外資産 (ネット)	国内信用 (ネット)							
				公共部門	金融機関支援	再割引	債券現先	先物カバー	スワップ	
1980	2.0	-3.9	5.9	0.8	-0.1	4.4	n.a.	n.a.	n.a.	
1981	1.1	-7.8	8.9	4.6	3.1	1.5	n.a.	n.a.	n.a.	
1982	1.0	-21.9	22.9	6.7	-0.2	2.1	n.a.	n.a.	n.a.	
1983	9.4	-28.1	37.5	6.6	1.8	-3.7	1.8	5.1	6.8	
1984	5.9	-26.6	32.5	-1.9	6.0	-3.8	-12.0	5.3	14.0	
1985	4.9	-30.4	35.3	7.8	2.8	-0.2	-20.2	7.6	-7.8	
1986	12.4	-15.3	27.7	16.5	-1.0	-3.6	1.3	0.7	-1.0	
1987	7.2	1.0	6.2	-42.8	2.7	0.3	19.1	0.1	0.5	
1988	9.7	10.7	-1.0	-21.2	-0.4	0.0	1.4	0.0	0.7	
1989	26.8	13.4	13.4	-14.8	-0.0	0.7	5.3	0.0	0.8	
1990	17.0	-32.3	59.3	-2.5	-0.2	2.3	0.5	2.9	3.4	

(出所) Central Bank of the Philippines, *Selected Philippine Economic Statistics*, マニラ, 1990年。

90億ペソを越す信用供与であった。

その後のIMFとの交渉は困難を極めた。フィリピンにとって外国借款の継続は不可欠であり、そのためには何よりも早急にIMFとの新たなスタンプバイ協定を結ばなければならなかった。外国政府・民間商業銀行からの借入はすべてIMFとのスタンプバイ協定妥結が前提となるからである。他方、IMFとしてはフィリピンの「ラテンアメリカ化」を懸念し、フィリピンの経済再建のためにマクロ経済安定化の短期的実現を要求したが、フィリピン政府は厳しい調整政策には抵抗の姿勢を示した⁽⁶⁾。

4. 財政金融政策

この間、政府は貿易・為替政策、財政・金融政策を發動して危機管理に当たった。まず、何はともあれ、極端な外貨不足の制約のもとで対外取引の継続を図ることがもっとも緊急の課題であった。このため、中央銀行への外貨集中制度と、重要な輸入財のみに外貨割当制度がとられた。さらには、「ブラック・マーケット」(闇外貨市場)への強権的介入⁽⁷⁾、課徴金による輸入制限が実施された。

1984年にはいと、金融機関の救済融資が急増し(第6表)、再び国内信用の拡大とインフレ激化が心配された。これに対してIMFはスタンプバイ協定の前提条件としてマネタリーベースの伸びを抑えるよう要求、さらに、実質為替レート維持のために為替切下げを併せて主張した。IMFとの協定締結を急ぐ政府は、同年6月再び大幅切下げを実施し、また、価格の歪みをもたらしているさまざまな税制・補助金制度を削減または廃止した。一方、中央銀行は為替切下げによって再びスワップ、先物取引に関して大幅なキャピタル・ロスを被ったが、中央銀行証券⁽⁸⁾の95億ペソにもものぼる売りオペを実施して国内信用の抑制に努めた。このような懸命の努力の末、ようやく1984年12月、IMFとの6億5000万ドルのスタンプバイ協定が承認された。

第3節 調整政策のコスト

1. マクロ調整コスト

同協定の前提となるマクロ経済のシナリオの一部と実績とが対照されて、第7表に示されている。同シナリオは1985年の経済成長率をゼロ、輸入はマイナス成長で貿易収支を黒字化するという、それ自体、きわめて厳しいもので、それにもかかわらず、実際にはマネーサプライ、公共部門赤字などに関する「実績基準値」(performance criteria) はすべてクリアされ、急速なイン

第7表 1985～86スタンバイ・プログラムの想定と実績

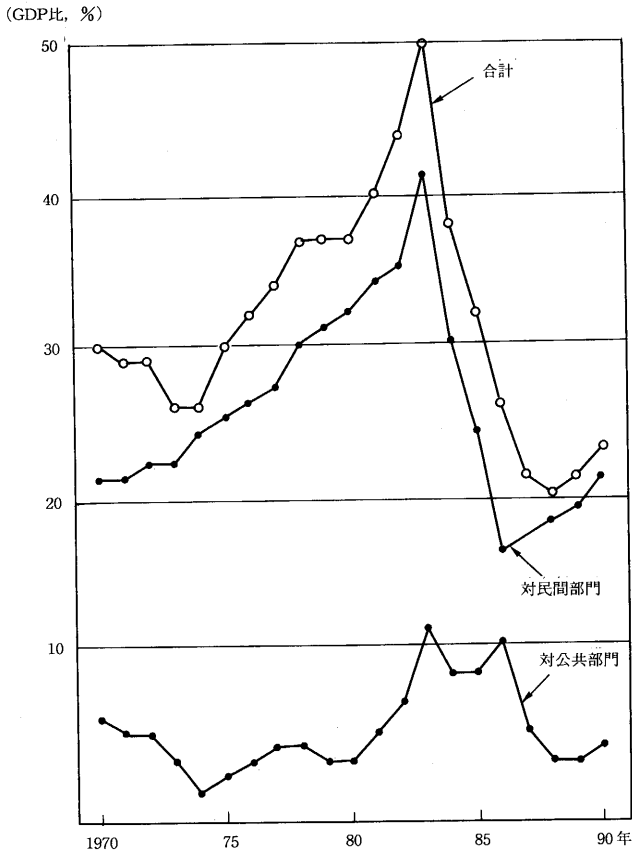
		1983	1984	1985	1986
経済成長率 (GNP,%)	実績値 (想定値)	1.1	-7.1 (-6)	-4.1 (0)	1.9 (1)
インフレ率 (CPI,%)	実績値 (想定値)	10.0	50.4 (45-50)	23.2 (20-25)	0.8 (10)
経常収支赤字 (GNP比,%)	実績値 (想定値)	8.1	4.0 (5.2)	0.1 (4.1)	-3.2 (2.3)
輸出額 (増加率,%)	実績値 (想定値)	-0.3	7.7 (5.9)	-14.1 (10)	4.6 (11)
輸入額 (増加率,%)	実績値 (想定値)	-2.3	-18.9 (-22.7)	-15.8 (-1.6)	-1.3 (3.4)
貿易収支 (10億ドル)	実績値 (想定値)	-2.4	-0.7 (-0.5)	-0.5 (0.1)	-0.2 (0.6)
国内投資率 (GNP比,%)	実績値 (想定値)	27.1	17.4 (22.0)	14.3 (22.5)	13.2 (23.0)
国民貯蓄率 (GNP比,%)	実績値 (想定値)	19.4	15.7 (16.8)	16.1 (18.4)	18.9 (20.7)
マネタリーベース (増加率,%)	実績値 (想定値)	47.6	20.1 (15)	14.1 (11)	31.0 (10)
M3 (増加率,%)	実績値 (想定値)	19.0	7.3 (10)	9.6 (13)	12.8 (12)

(出所) Dohner, R. S.; Ponciano Intal, Jr., "The Marcos Legacy: Economic Policy and Foreign Debt in the Philippines," J. D. Sachs; S. M. Collins編, *Developing Country Debt and Economic Performance*, Vol. 3, シカゴ, University of Chicago Press, 1989年, Table 7. 6およびIMF, *International Financial Statistics Yearbook*, ワシントンD. C., 1991年。

フレ抑制と経常収支赤字の縮小が実現された。問題はむしろ、輸出入、投資・貯蓄率、マネーサプライ伸び率、経済成長率がいずれも想定値を大きく下回った点にある。

まず、マネタリーベースの抑制は、第7表の見かけの数字(1984年の伸び率20%)以上に国内信用(とくに対民間部門)収縮効果をもった。銀行部門の対民間信用は1983~86年間に對GDP比率で実に41%から16%まで連続して低

第3図 国内信用 (1970~90年)



(出所) 第1表に同じ。

下している（第3図）。マネタリーベースと国内信用の動きが見かけ上、食い違いをみせているのは、この時期の中央銀行の対民間金融機関信用の伸びの大きな部分が金融機関救済のための後向きの融資によるものであり、これに対して通常の再割引は大幅揚げ超で、かつまた“Jobo bills”（注(8)参照）の大量売りオペによる流動性吸収は民間金融機関の与信能力を極端に小さくしていたことによる。このため、市場金利は高騰し、たとえばTBレートは前年の14%から28%へと跳ね上がった。

このような民間信用の急激な収縮は国内投資を極端に低下させた。国内投資の対GNP比率は1983年の27%から17%へと10ポイントも低下し、第7表にみるように、86年の底値まで連続してスタนด์バイ・プログラムの想定水準をはるかに下回った。投資率のこれほどまでの低迷は、短期的には需要面から所得低下を招き、長期的には供給面から生産能力の低下と所得水準の低成長を導くことになる。

經常収支赤字の縮小、インフレの収束という点だけからみれば、1983～86年の調整はその目的を果たしたといえるかもしれない。けれども、それは現在と将来の所得水準の大幅低下という犠牲をとまなう、「ショック療法」とでもいうべき極端なデフレ政策の結果であった。それは、フィリピン政府が抵抗してきた、IMFの厳しい調整政策が想定していた程度をはるかに超える「ハード・ランディング」となった⁽⁹⁾。

2. 政府金融機関の危機

フィリピンの場合、金融部門に対する政府介入は、他の産業分野よりもとくに著しかったといわれる⁽¹⁰⁾。もっとも、政府金融機関を通じた恣意的資金配分（後述の“behest loans”など）、その結果として生じる同機関の経営危機の際の財政金融政策への悪影響になどは他に例がないではない。けれども、フィリピンの場合、1980年代前半にはとくにこれらの点が極端な形で現れたといえる。

第8表 フィリピン開発銀行 (DBP) の金融勘定 (1980~90年)
(単位:10億ペソ)

	資産/負債					所得/支出		
	総資産	貸付	貯蓄性預金	長期借入		収入	支出	純利益
				対外	国内			
1980	27.1	15.9	4.6	6.3	8.2	2.7	2.4	0.3
1981	34.7	18.5	6.6	7.6	10.0	3.4	3.3	0.1
1982	44.0	22.9	7.1	11.5	12.0	4.4	4.3	0.1
1983	54.9	30.9	4.7	18.9	14.2	5.4	5.3	0.1
1984	66.8	35.8	1.0	28.9	15.0	2.6	8.6	-6.0
1985	72.0	24.8	1.5	32.3	12.7	3.1	8.8	-5.7
1986	9.5	5.3	0.6		2.0	2.1	8.8	-6.7
1987	10.5	4.4	0.5		1.3	1.8	1.0	0.8
1988	11.4					2.6	0.9	1.7
1989	11.3	6.0	2.6		0.5	2.0	1.1	0.9
1990	13.3	9.2	4.2		1.9	2.7	1.3	1.4

(出所) Development Bank of the Philippines, *Annual Report*, 各号, マニラ。

第9表 フィリピン国営銀行 (PNB) の金融勘定 (1980~90年)
(単位:10億ペソ)

	資産/負債				所得/支出		
	総資産	貸付など	預金	中央銀行借入	所得	支出	純利益
1980	38.7	24.4	19.7	2.6	3.3	3.1	0.3
1981	44.9	27.4	19.0	4.1	5.7	5.4	0.3
1982	58.7	32.9	20.3	4.1	6.6	6.4	0.2
1983	70.5	44.5	25.1	1.9	7.7	7.5	0.2
1984	87.2	47.9	20.2	11.1	9.2	10.3	-1.1
1985	76.2	35.3	23.4	9.9	5.2	12.4	-7.2
1986	26.9	8.7	16.9	0.0	3.9	7.5	-3.6
1987	31.3	12.4	18.9	0.0	3.4	2.4	1.0
1988	38.8	15.1	26.0	0.0	5.0	3.2	1.8
1989	56.3	20.8	37.1		6.8	4.7	2.1
1990	73.7	29.6	45.9		10.7	7.4	3.3

(出所) Philippine National Bank, *Annual Report*, 各号, マニラ。

政府金融機関のなかでも主要な2銀行、DBP（フィリピン開発銀行）、PNB（フィリピン国立銀行）の資産内容は一連の危機の過程で急速に悪化した⁽¹¹⁾。このため、これらの機関は中央銀行に大きく依存し、両銀行で中央銀行の対金融機関信用の30%を占めるに至った。

DBP（フィリピン開発銀行）はかつて同国第2の規模の金融機関であった。第8表にDBPの金融勘定を掲げた。同表によれば、1980～84年間にその総資産は271億ペソから668億ペソへと急増した。DBPの資金源は大半が中央政府および政府企業からの貯蓄性預金、および長期借入であった。長期借入に占める対外借款の比率は1983～84年の国際収支危機の際のペソ切下げによって急増した。当時は、外貨建てで取り入れた資金をペソ建てで貸し付けていたため、為替リスクはDBP自身が負うことになったからである。また、貸付の大半は1970年代後半に投資された資本集約的な重化学工業部門であり、同部門はまた第2次石油危機の影響がもっとも深刻な部門でもあった。これらの貸付はそのかなりの部分が政治的影響力のもとで恣意的に決定された。この期間中の高額不良債権のうちの約半分が「強制的貸付」(behest loans)であったといわれているほどである。これらの結果、1984年にはDBPは66億ペソの損失を計上、その後も2年連続で同規模の損失を出し続けた。

PNB（フィリピン国営銀行）は同国最大の金融機関・商業銀行であり、その総資産は1980～84年間に386億ペソから872億ペソへと急増した（第9表）。PNBは民間部門から大量の預金を動員しながらも中央政府および政府企業の預金にも依存しており、さらに中央銀行からも大規模に借入を行った。全般的経済危機のなかで、同銀行も、1984～86年間の損失は118億ペソにのぼった。

1986年までにこれらの政府金融機関の不良債権は1130億ペソ、GNPの20%にまで膨れ上がったが、同機関の支援はもっぱら中央銀行が行い、中央政府財政の枠外で処理されていた。けれども、1984年のIMFとの協定で中央銀行支援は打ち切られ（第9表）、結果として、それ以後は財政資金がこれらの機関の救済に当たることとなった。

第4節 構造調整と金融システム

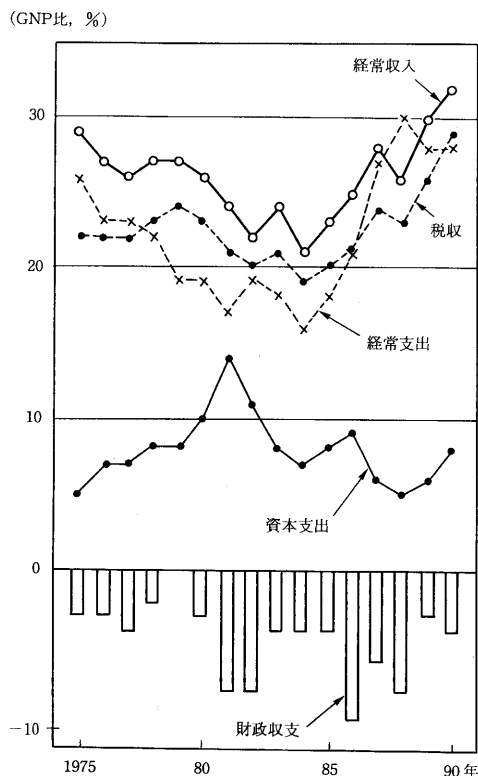
1. 構造調整

1986年2月に誕生したアキノ政権のマクロ経済に関わる政策上の課題は、従来からの調整政策の継続に加えて公共部門と金融部門における構造改革であった。まず、公共部門については、財政収入面では、税制改革および行政改革による税収の拡大、支出面では公営企業の合理化および財政と公営企業の関係の見直しが急務であった。このため、売上税に代わる従価税の導入、税率の簡素化、付加価値税の導入、関税業務の外部委託、などが実施され、税収の増加、税収の所得弾力化、税務行政の強化に努めた。他方、280以上のぼる公営企業の合理化については、売却、統廃合などの措置が講じられつつある。

その後の財政収支の動向をみると(第4図)、財政改革の与えた影響は次のようにまとめられる。まず、税収は、付加価値税の導入にともなう混乱の影響のあった1988年を除いて、経済活動水準(GDP)の伸びを上回って順調な伸びを示している。次に、財政赤字の縮小は、しかしながら、必ずしも順調に進んではいない。その原因は、1984~86年の資本支出の拡大については国営企業の支援のためであり、また、84年以降の経常支出の増加は債務利払いの増加のためである。

さらに、財政赤字の調達内容をみると、債務危機後はもっぱら国内調達、とくにTBをはじめとする国債発行に依存した。このため、同残高は1984年以降、急増し、88年にはGDPの25%に達した(第5図)。注意すべきは、この増加分はほとんどすべて民間非銀行部門の保有であったことである。第5図が示すように、同部門の保有になる国債残高は貯蓄性預金MQに匹敵する規模に膨れ上がり、しかも両者の動きは負の相関を示している。これは国債が貯蓄性預金と密接な代替資産であることを明らかにしており、少なくとも

第4図 財政収支 (1975~90年)



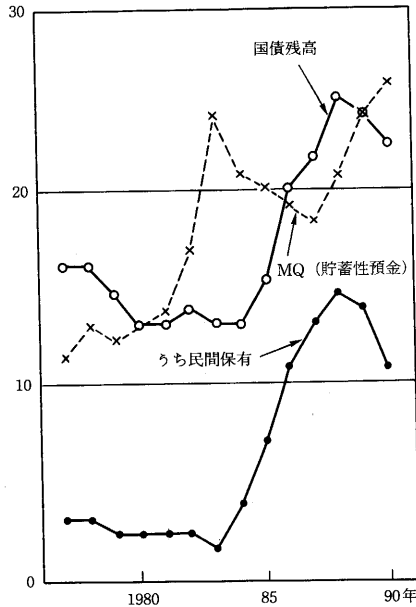
(出所) 第2図に同じ。

1984~88年間には財政赤字による国債累積が金融非仲介 (financial disintermediation) を起こしていたことがわかる⁽¹²⁾。

金融改革については、政府金融機関、なかでもDBPとPNBの再建が急務であった。DBPはその資産の90%が、PNBは同50%以上が不良資産化し、1986年における両銀行への中央政府による財政支援は160億ペソで、財政の15%、GNPの2.6%にのぼった。そこで政府は1986年、世界銀行融資1億5000万ドルを得て、両行の多額の不良資産を吸収・移管し、両銀行とも人員削減を行い、PNBは大半の海外支店を閉鎖した。

第5図 国債残高 (1977~90年)

(GDP比,%)



(出所) Central Bank of the Philippines, *Statistical Bulletin*/同, *Annual Report 1991*.

同時に、両銀行は従来の特権的な地位を失い⁽¹³⁾、PNBは通常の商業銀行として、DBPは産業金融専門にホールセール・バンキングを実施する機関として再出発することとなった。第8表に示すように、DBPは1987年に8億ペソの利益を計上して以後、通常の貸出業務に戻った。PNBも、第9表が示すように、不良資産の処分後、1987年以降、着実に利益を伸ばし、他方で株式の一部を公開して部分的民営化を図っている。

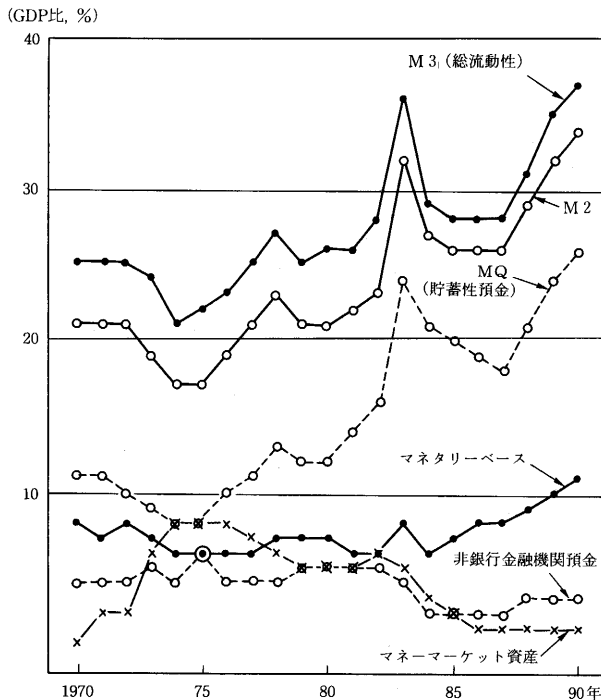
2. 金融システムとマクロ安定

以上、われわれはフィリピンの金融システムの推移をマクロ経済の動向と

の相互作用の過程としてみてきた。最後に、本節では、この過程のなかで、金融システムを通じて金融資源がどのように動員され、配分されてきたかをまとめ、さらに、同システムに依然として存在する問題を検討しておこう。

第6図は、国内貯蓄がどの程度、金融仲介機関に動員されているかをみるために、いくつかの集計的貨幣量を経済活動規模(GDP)との比較で表現したものである。図から、M2(現金+要求払い預金+貯蓄性預金)およびM3(M2+非銀行金融機関預金)の動きは、とくに1975年以降、おおむね貯蓄性預金MQのそれに依存していることがわかる。MQは預金銀行部門の主たる貯蓄動員手段である。

第6図 マネーサプライ (1970~90年)



(出所) 第1図に同じ。

MQの動向については次のようないくつかの事実を指摘することができる。第1に、MQは1975年以降（GDPとの比較において——以下同じ）着実な上昇傾向を示している。第2に、MQはインフレーションと負の相関関係にある（たとえば、1979～80年、84～85年）。第3に、MQは、とくに高インフレ状況で、市場金利型の貯蓄性資産と強い代替関係にある。すなわち、インフレが高進すると、貯蓄性預金は市場金利型資産に代替される傾向が強い。1970年代後半の代替預金（deposit substitutes）などのマネーマーケット資産、83～87年のTBなどの国債はその例である。したがって、決済手段以外の貯蓄性金融手段に対する貯蓄主体の需要は着実に拡大してきているとみることができる。

1981年の金融危機に引き続く、83年の債務危機は、金融自由化を開始したばかりの金融システムに決定的な打撃を与えた。1981～85年間に閉鎖された銀行は119行（うち商業銀行は2行）であった。1986～87年にはいっても計54行（うち農村銀行が50行）が倒産、そのいずれもが債務危機の時期に大きな損失を被ったためであった。大型倒産では、1968年以來の7行に続き、87年には2行の倒産があった⁽¹⁴⁾。

銀行倒産があっても、預金保険機構が整備されておれば、金融システム全体に対する信頼はある程度まで維持できるであろう。1969年に設立されたPDIC（フィリピン預金保険機構）はこれらの危機のなかでどのような役割を果たしたのだろうか。

PDICの預金者に対する保険金支払いは相当遅れがあり、場合によっては分割払いになる場合もあるという。1986年のPDIC年次報告では未払いの預金保険は全体の23%に及ぶ。この原因はPDICの自己資本不足にあり、PDICは保険金支払いのために中央銀行信用に頼らざるを得ない点にあり、現行のままではPDICに預金者保護、金融システムへの信頼の維持といった役割を期待することには無理があるようだ。したがって、一方でPDICの資本を強化するとともに、通貨当局による銀行経営の健全化規制（prudential control）を整備拡充することこそが正当な対処の仕方であろう。1990年にはいっても銀行倒産が頻発している現実をみれば⁽¹⁵⁾、監督体制の整備が不十分な段階で

は、いたずらに銀行免許の自由化を行うことは避けるべきであろう。

1983～86年の厳しい調整過程を経た後、アキノ政権のもとではスタンバイ協定交渉におけるIMFの姿勢は比較的寛容であった。すなわち、マネタリーベース、政府投資、および財政赤字について、それぞれ、一定の拡大が許容された。この結果、対民間信用の収縮は底を打ち、国内投資が徐々に回復し始めた。また、1986年には輸出が伸びたことも景気回復に寄与した。

第10表は1987～92年のIMF構造調整プログラムにおけるマクロ経済シナリオと実績を比較対照したものである。1989年までは国内投資が順調に回復してきたことがわかる。ただし、通貨供給の拡大がやや想定より加速的であり、その割に国内信用の伸びが小さいことから、投資および輸出の伸びに比べて民間消費と輸入の伸びが著しいために、国内インフレと対外赤字が拡大傾向を示しているのが気になる点である。

第10表 構造調整プログラムの想定と実績 (1987～92年)

		1987	1988	1989	1990
経済成長率 (GNP, %)	実績値 (想定値)	5.8	6.7 (6.7)	5.6 (6.5)	3.7 (6.5)
インフレ率 (CPI, %)	実績値 (想定値)	3.8	8.7 (8.8)	10.6 (8.0)	12.7 (6-7)
経常収支赤字 (GNP比, %)	実績値 (想定値)	1.3	1.0 (1.0)	3.5 (2.2)	6.1 (2.5)
財政赤字 (GNP比, %)	実績値 (想定値)	3.0	3.9 (3.1)	1.7 (1.6)	1.8 (0.9)
国内投資率 (GNP比, %)	実績値 (想定値)	16.2	19.1 (21.1)	23.2 (22.9)	22.3 (24.7)
国民貯蓄率 (GNP比, %)	実績値 (想定値)	17.6	21.6 (18.5)	20.6 (20.1)	18.3 (21.6)
マネタリーベース (増加率, %)	実績値 (想定値)	13.8	16.3 (11)	38.7 (13)	17.7 (14)
M2 (増加率, %)	実績値 (想定値)	13.3	24.6 (20)	30.1 (16.5)	22.5 (15)

(出所) Government of the Philippines, *Letter of Intent*, submitted to IMF, マニラ, 1990年および第1表に同じ。

結 び

以上、われわれはフィリピンの金融システムの発展がマクロ経済の安定と
いかに密接な関わりをもっていたかを明らかにすることを試みてきた。こ
こでいう密接な関わりとは、単にマクロ経済の安定性が金融システムに影響を
与えるという意味ではなく、金融システムのそのときどきのありかたと変化
がマクロ経済の安定性を大きく左右してきたという意味でもある。

この、金融システムからマクロ経済へ、という因果関係の重要なチャンネ
ルは財政と政府金融機関であった。1970年代後半には、開発金融の手段とし
て、一方で国内金融システム（とくに銀行部門）を抑圧しながら、対外金融を
積極的に利用したが、その受け皿となったのは、国営企業であり、また政府
金融機関であった。国内金融の抑圧は、銀行部門の停滞をもたらすとともに、
非規制部門の不健全な拡大を促して、これが1980年代初めの金融危機を招い
た。さらに、国内金融の抑圧と対外金融の濫用は、一連の外生ショックによっ
て、波動的な企業・金融機関の倒産をもたらした。これらの商業リスクに対
して、中央政府財政と政府金融機関は政治的考慮から積極的に介入したから、
同リスクは部分的に「社会化」されることになった。

このような公共的介入の社会的コストは、しかしながら、予想以上に大き
かった。まず、1980年代前半までは、主として、中央銀行の救済融資と政府
金融機関による不良資産のテイク・オーバーが、公共的介入手段であったが、
前者は年率50%にのぼるインフレーションを招いた。公共部門による際限の
ない救済は金融機関のモラル・ハザードを生み、民間信用が爆発的に増大し
たからである。

公共的介入に歯止めをかけたのは、直接的には債務危機であった。対外決
裁に窮するに至って、なんらかの経済調整努力を払う以外に選択肢はなかつ
た。調整政策は金融引締めによるインフレ抑制に主眼がおかれ、国内信用の
縮小が図られた。けれども、国内信用の縮小は、全面的な金融パニックによつ

て、意図された水準をはるかに超える急激なものになった。IMFの政策処方せんに従って中央銀行救済は停止され、銀行倒産が相次いで、大量の預金引出しが起こった。これに対して、金融機関自身も限られた資金を実物的投資機会ではなく、安全資産・流動的資産へとシフトさせたため、国内投資は急速に冷え込み、経済成長率はマイナスに転落した。

このような調整過程は、短期でみるならばインフレ抑制と対外収支(経常収支)の改善という意味で「成功」したといえるかもしれないが、中長期的成長軌道(支払い能力)を損なったという意味で不必要な「ハードランディング」ではなかったかという疑問が残る。というのは、究極的な債務問題は、むしろ、支払い能力の拡大によってしか解決できないからである。

このように、フィリピンの経験では金融システムに対する公共的な介入が、「規制」という形でその機能を封殺し、その結果生じる歪みが累積して「危機」に至ると、今度はこれを「救済」という形で介入してモラル・ハザードを深刻化するとともに、救済のコストを財政に転嫁することからマクロ経済の不安定化を導き、それがいつそう金融システムを脆弱にするという悪循環を繰り返している。金融システムがその本来の機能を発揮するためには、商業リスクは「社会化」しないという財政節度の確立、単なる規制緩和ではなく、預金者保護と金融機関の行政・監督による民間金融仲介の強化、そしていうまでもなく、マクロ経済の安定、が不可欠であるといわれるゆえんはここにある。

[注] _____

- (1) この点については、高阪章「金融資本市場と累積債務——フィリピンの構造調整——」(堀内昭義編『累積債務と財政金融』アジア経済研究所、1991年)ですでに論じた。
- (2) (居住者保有のものも含む) 海外資金の国内流入を図るため、1970年に設けられたオンショア勘定。居住者・非居住者から外貨建て預金を受け入れ(無記名口座も許される)、居住者・非居住者に対して外貨建て、またはペソ建てにて貸し付けられる。外貨資金の出し入れは全く自由で、ペソ建てへの転換は中央

銀行におけるスワップを受けることができる。

- (3) 同勘定から居住者への貸付は対外債務として扱われる。ただし、預金などの債権はそのかぎりではない。
- (4) 「戦間期」日本の金融構造においては、独立した金融機関というより、財閥の財務機関として機能する銀行が特徴的にみられた。寺西重郎『工業化と金融システム』東洋経済新報社、1991年など参照。
- (5) たとえば、国際収支勘定における誤差脱漏が大幅なマイナスに転化したことから推察される。
- (6) この他、フィリピン政府が公的外貨準備の数字を水増し公表していたことが明らかにされ、政府の公表データすべての洗い直しを迫られたことも交渉の長期化を招いた。
- (7) ヤミ外貨ブローカーの集中しているマニラ市内の地区の名前から“Binondo Central Bank”作戦と呼ばれた。
- (8) 当時の中央銀行総裁のニックネームから“Jobo bills”と呼ばれた。
- (9) 1986年の経常収支黒字は一挙に対GNP比3.2%に改善した。これは、たしかに「過剰調整」といえるかもしれない。
- (10) Dohner, Robert S.; Ponciano Intal, Jr., “The Marcos Legacy: Economic Policy and Foreign Debt in the Philippines,” Jeffrey D. Sachs; Susan M. Collins編, *Developing Country Debt and Economic Performance*, 第3巻, シカゴ, University of Chicago Press, 1989年。
- (11) この他、公的保険であるGSIS, SSS, 保証機関であるPhil Guaranteeも例外ではない。
- (12) 高阪, 前掲論文参照。
- (13) 政府保証の供与, 特別信用・税制上の特典, 公共部門預金の低利受入れなど。
- (14) PISO開発銀行 (PISO Development Bank) は世界銀行, アジア開発銀行などの国際金融機関の外貨借入の窓口となっていたが, ペソ切下げのあおりを受けて大きな損失を出し, 1987年1月に預金取付けにあつて中央銀行救済にもかかわらず倒産した(倒産時の預金残高は2億ペソ)。その3カ月後には, 1984年の取付け以来, 業績の悪化していたマニラ金融公社 (Manila Banking Corporation) が預金残高19億ペソを残して倒産した。
- (15) 貯蓄銀行2行, 農村銀行2行が倒産。