

第3章

金融資本市場と累積債務

——フィリピンの構造調整——

はじめに

1980年代には、インドネシア、韓国、フィリピン、タイ、台湾など、東・東南アジア諸国で金融自由化が実施された⁽¹⁾。この結果、金融構造が大きく変わった国もあれば、さまざまな障害のために所期の目標への道のりが依然として遠い国もある。フィリピンは後者である。マクロ経済の不安定性と過度の金融規制によって金融部門の発展が妨げられている状況を「金融抑圧」(financial repression) というが (McKinnon [1973]), 60~70年代のフィリピン経済は典型的な金融抑圧状況にあった。そこで、フィリピンは80年代初めにIMF・世界銀行合同調査団の勧告に従って金融改革に取り組んだ。

本章は、1980年代の金融改革期におけるフィリピンの金融発展の過程を分析し、解決されねばならない主要な問題について論じる。フィリピンの金融資本市場の発展についてはPascual [1984] が包括的な叙述を行っており、また世界銀行 [1988] はフィリピンの商業銀行部門に関する最近の政策課題を詳しく論じている。さらに、Cole and Patrick [1986] は、より広い視点から、アジア諸国の金融発展の経験を国際比較している。本章ではこれらの先行業績を踏まえつつも、金融発展とマクロ経済上の制約との相互関係 (interaction) により多くの注意を払う。以下で示すように、マクロ経済上の制約がどのようなメカニズムによって金融発展を妨げてきたかを理解し、それらの

解決のための政策処方箋のあり方を検討するためには、この相互関係を明らかにしておくことが決定的に重要だと思われるからである。

1980年代前半は国際経済環境が大きく動揺した時期であった。フィリピンはこの動揺によって最も大きなショックを受けた国の一つである。それはまた、その金融発展の過程にも重大なインパクトを与えた⁽²⁾。本章の構成は以下のとおりである。まず、第1節では、金融発展を論じるための一般的な分析枠組みを提示する。そこでは金融仲介の程度が目ざされ、他のアジア諸国との比較によってフィリピンの問題が浮き彫りにされる。第2節では、金融資本市場の制度的側面について論じる。金融資本市場および金融機関の沿革を簡単に振り返り、さらにその現状と金融改革の狙いを要約する。マクロ・バランスを構成する部門別の資金過不足の推移は第3節で検討される。そのファイナンスに果たす金融部門の役割をみると、とくにフィリピンの場合、公共部門の資金調達に注目しなければならないことがわかる。第4節では、マクロ経済政策と金融資本市場の相互作用について検討する。フィリピンでは金融政策が財政政策・為替政策など他のマクロ政策と切り離しては論じられないことが指摘される。最後に、第5節では、金融部門の今後のあり方について考える。フィリピンの場合、ミクロよりも、むしろマクロ経済的な問題の方が重要であると論じられる。ミクロ経済学の問題については構造調整との関連で比較的良好に論じられるが、ここではとくに、(国内および対外)「債務問題」がその金融発展の見通しと密接に関わっている点が強調される。

第1節 金融発展の国際比較

経済発展のプロセスにおいて金融部門の果たす役割は単に決済手段の提供にとどまらない。資金余剰部門の貯蓄を金融資産の形態で受け入れ、これを資金不足部門の投資へとつないでゆくこと、すなわち金融仲介機能こそ同部門の中心的役割であるといって過言でない。一般に金融仲介機関は、資金不

足部門である借り手の信用度や借り手のもつ投資機会についての情報を集積、審査するうえで規模の経済を享受することができると考えられている。したがって、余剰部門の貯蓄が仲介部門に集中し、それが所期の機能に従って収益率の高い投資機会に効率的に配分される限りにおいて、これは経済全体の投資効率を高めるであろう⁽³⁾。

このような視点から金融部門をみるとき、金融仲介の規模を表わす指標としてM₂などマネーサプライのGNP比率が有用である。マネーサプライは金融仲介部門の債務だから、資金余剰部門の貯蓄のうち金融仲介部門を通じて資金不足部門につながる部分の大きさを表わしている。仲介部門から資金不足部門への資金移転は、貸出しの形をとることもあれば、資金不足部門の発行する証券への仲介部門による投資の形をとることもある。

第1図はフィリピン、タイ、インドネシア3カ国の金融仲介規模を比較したものである。タイは1970年代初めからある程度の仲介規模を達成し、その後も順調にそれを深化してきた。とくに80年代に入って、経済の順調な発展につれて仲介規模は急速に拡大していることがわかる。インドネシアも当初の仲介水準の低さからみれば、緩やかではあるが金融深化を実現し、85年以降はフィリピンを凌ぐ勢いである。これに引き替え、フィリピンの場合には過去20年間にわたって同比率は20%程度にとどまっており、金融仲介機能の拡大がほとんどみられない。

フィリピンにおける金融仲介部門の1980年代前半までの停滞の原因は二つある。一つはマクロ経済の安定化、とくに国内インフレのコントロールが十分でなかったことである。もう一つは、金利規制、準備率規制などの金融規制自体が仲介機能を制約したことである。金融仲介の量的停滞は、また一方で、金融仲介効率の低下という質的停滞を生む。すなわち、金融規制は一般に競争制限的であり、かつ効率化のインセンティブを失わせがちだからである。これらの問題を検討する前に、フィリピンの金融部門の沿革を簡単に振り返っておこう。

第1図 金融仲介規模：インドネシア、フィリピン、
タイ (1970～88年)



(注) 金融資産総額 (IFS, 551)。

(出所) IMF, *International Financial Statistics*, 各号。

第2節 金融資本市場の沿革

1. 1970年代の金融資本市場——短期金融市場の発達——

フィリピンの金融資本市場はマネー・マーケット(短期金融市場)、長期資本市場、外為市場からなる。このうち、マネー・マーケットは東南アジアで最も発達しているといわれてきたのに対して、長期資本市場は貸出し市場と政府証券市場を除くと、社債・株式市場ともにきわめて未発達である(Pascual [1984])。もっとも、長期資本市場の未発達は発展途上国一般に共通してみられる現象であり、フィリピンも例外ではないということになる。

マネー・マーケットは銀行間コール市場、各種手形市場、および政府証券市場からなる。各市場における取引高の推移は第1表に示されている。コール市場は公式には1963年に発足し、銀行および非銀行金融機関の短期的な資金需給を調整する役割を果たしている。

手形市場は1965年に企業間市場として発足、当時新たに生まれた投資会社を仲立ちとして発展した。60年代末からは銀行も参加するようになり、約束手形、現先、準預金(deposit substitutes)などが金利規制などを受けずに取引

第1表 マネー・マーケット取引高
(単位:10億ペソ)

| | 1977 | 1980 | 1985 |
|---------|---------|---------|--------|
| 取引高合計 | 190.4 | 303.7 | 505.8 |
| (GNP比%) | (124.1) | (114.8) | (84.6) |
| コール・マネー | 17.8 | 50.5 | 226.4 |
| 約束手形 | 119.5 | 144.5 | 156.8 |
| 現先など | 41.0 | 95.7 | 27.6 |
| CP | 10.3 | 10.5 | 20.2 |
| TBなど | 1.5 | 0.7 | 74.8 |

(出所) フィリピン中央銀行, *Statistical Bulletin*, 1986年。

されて70年代前半に急成長を遂げた。その後、76～77年に準預金が通常の銀行預金なみの規制を受けることとなり、一時は市場が縮小したが、新たな取引形態をとることで再び市場は拡大した。ところが、81年初めに有名なスキュンダグが起きて金融危機をもたらしたため、同市場は再び低迷した⁽⁴⁾。事故の再発を防止するために、発行限度、最小発行額など新たな規制の枠組みが実施に移されたことも低迷の原因になっている。

政府証券市場は公式には1966年に発足しているが、低金利のために流通市場が未発達であった。実際に活発化したのは81年の金融危機以後である。同危機の反省から、金融機関の一部を政府証券のディーラーに指定し、リスクの小さいマネー・マーケット資産を作ること、および公開市場操作によって金利をコントロールすることを目的として、政府証券市場の拡大が図られた。80年代に入って、経済危機が深刻化し、財政赤字の国内調達手段として政府証券（とくにTB）が増発されるにつれて、マネー・マーケットの構造は大きく変化している。

2. 金融改革

1972年の金融改革では、一般銀行法および中央銀行法が改正され、金融制度の整備・統合が図られた。その目的のうち、最も重要なものは金融機関の大規模化と中央銀行の国内信用に関するコントロールの強化であった。けれども、70年代のマネー・マーケットの発達など、その後の展開は金融規制全般の見直しを迫るものがあった。

そこで、IMF・世界銀行合同調査団の勧告をうけて、1980年に再び金融改革が実施された。そこでの狙いは、金融仲介部門への貯蓄動員を強化すること、中長期の産業資金供給を実現すること、さらに金融機関間の競争を促進し、また大規模化を進めることによって金融部門の生産性を高めることにあった。具体的には、金利の自由化、一部金融機関の総合銀行化、準備率の引下げ、利子所得に関する税制改正などが実施された。

この結果、競合する立場にあったマネー・マーケットの混乱もあって、銀行部門は1983年まで比較的順調な発展ぶりを示した。けれども、その後の全般的経済危機のもとで銀行倒産が相次ぎ、二つの重要な政府金融機関であるPNB (Philippine National Bank) とDBP (Development Bank of the Philippines)が巨額の不良債権を抱えるに至って、金融部門の再生は87年まで待たなければならなくなった。

3. 金融部門の現状

中央銀行を除く金融部門の総資産の動きは第2表に示されている。金融部門は決済手段(要求払い預金)を提供する銀行部門とそれ以外の非銀行部門とに分けられ、前者はさらに商業銀行、貯蓄銀行(thrift banks)、農村銀行(rural banks)、政府特殊銀行に区別される。非銀行部門の主なもの、民間では投資会社などであり、公共部門では公的保険である社会保障システムなどである。銀行部門のシェア、なかでも商業銀行のそれが大きく、政府特殊銀行のシェアが縮小したほかは各カテゴリーのシェアに大きな変化がみられないことが注目される。

1980年代に入って銀行部門は実質タームで著しく縮小しただけでなく、名目額でも縮小した。第2表から、金融部門の総資産合計のGNP比率が低下しているのは、経済活動水準に比べて金融部門が縮小傾向にあることを示している。これは一つには同時期における経済的政治的混乱によるものである。80～86年に銀行システムの総資産は実質で44%減少し、民間貸出しは63%も縮小した。80～87年で147の地方銀行と32の貯蓄機関が倒産、それらの資産は140億ペソと、全体の総資産の2%にあたる。それだけではなく、二つの政府金融機関、すなわち最大の商業銀行であるPNBと開発金融機関であるDBPが事実上支払い不能となり、86年にその不良資産をAPT(Asset Privatization Trust、資産民営化信託)に移管することによって救済された。これらの不良資産は総資産の各々67%および84%にのぼった(World Bank [1988])。第2表

で政府特殊銀行のシェアが小さくなったのはこのためである。89年末現在で、商業銀行は29行、うち4行は外国銀行で、政府所有は1行（PNB）である。

第2表 金融部門の資産構成
(単位：10億ペソ，かっこ内シェア%)

| | 1980 | 1985 | 1988 |
|----------|---------------|---------------|---------------|
| 銀行部門 | 188.8 (76.2) | 395.2 (78.6) | 391.8 (74.0) |
| 商業銀行 | 138.4 (55.9) | 283.3 (56.4) | 328.9 (62.1) |
| 貯蓄銀行 | 10.6 (4.3) | 15.1 (3.0) | 24.9 (4.7) |
| 農村銀行 | 5.6 (2.3) | 8.8 (1.8) | 10.7 (2.0) |
| 政府金融 | 34.2 (13.8) | 88.0 (17.5) | 27.3 (5.2) |
| 非銀行部門 | 58.9 (23.8) | 107.3 (21.4) | 137.7 (26.0) |
| 総計 | 247.7 (100.0) | 502.5 (100.0) | 529.5 (100.0) |
| (GNP比,%) | (93.6) | (84.1) | (64.2) |
| 中央銀行(参考) | 65.4 | 251.6 | |

(注) ここで、

貯蓄銀行 (thrift banks) = savings banks + private development banks + stock savings and loan associations.

政府金融 = 政府特殊銀行 (specialized government banks) = Development Bank of the Philippines + Land Bank of the Philippines + Philippine Amanah Bank.

非銀行部門 = investment houses, financing companies, investment companies, security dealers, security brokers, pawn shops, fundmanagers, lending investors, non-stock savings and loan associations, mutual building and loan associations, private insurance companies, government non-bank financial institutions (Government Service Insurance System<GSIS>, Social Security System<SSS>, etc.), and venture capital corporations.

(出所) フィリピン中央銀行。

第3節 マクロ・バランスとそのファイナンス

1. 部門別投資・貯蓄バランス

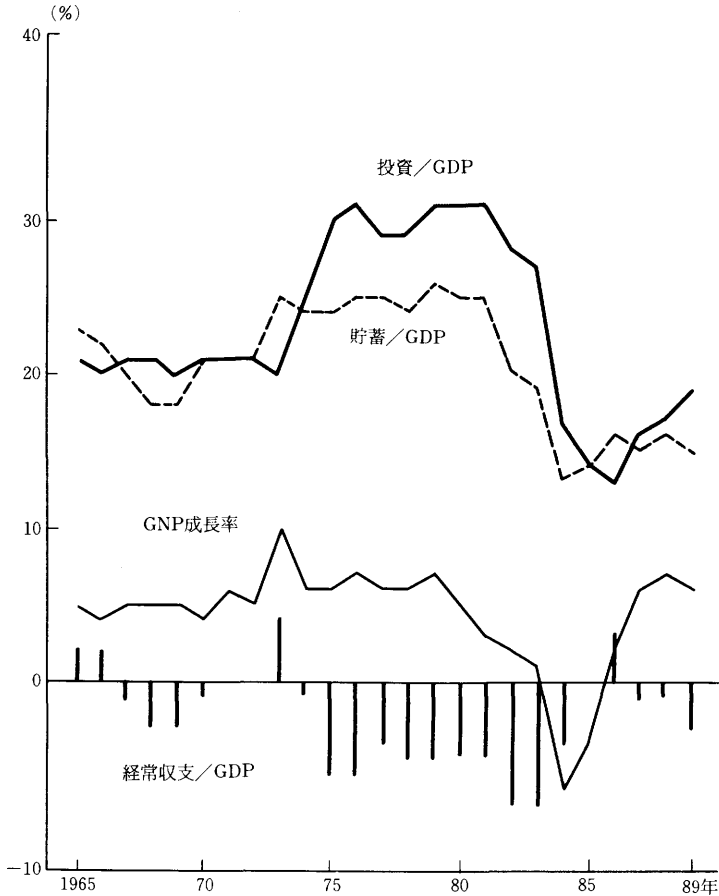
第2図は1965～88年におけるフィリピンの投資、貯蓄、経常収支の対GDP比率と実質GNP成長率の推移を示したものである。同図から明らかなように、第1次石油ショック以後の70年代にはフィリピンは投資を拡大し、積極的な工業化戦略をとった⁶⁾。その結果、成長率は5%を超え、貯蓄率も60年代より底上げしたが、これだけの投資を実現するためには国内貯蓄が不足していたから、海外資本（とくに借入れ）の導入に頼らざるをえなかった。

1979年の第2次石油危機以後の国際経済環境の悪化は成長率の低下をもたらしたため、貯蓄率も次第に低下したが、政府は国内信用の拡張を放置し、拡大的投資政策に固執した。その結果、経常収支赤字が急拡大し、政治的混乱が資本逃避に拍車をかけて、最終的には対外債務支払いに窮することとなったのはよく知られているところである。

その後の部門別のI-Sバランスの推移をみると(第3表)、1983～86年においては、不況にもかかわらず、民間貯蓄率はGNP比17～18%程度を維持していた。このため、経済危機とその後の引締め政策に基づく民間投資の低下によって、民間部門のI-Sバランスはかなりの貯蓄超過となった。逆にこの時期、公共部門全体では貯蓄(=収入-経常支出)自体がそもそもマイナスで、GNP比で2～4%に達していた。したがって、公共投資の抑制にもかかわらず、公共部門のI-Sバランスは85年まで民間部門の貯蓄超過を上回る投資超過となり、経常収支の赤字をもたらした。したがって、この時期には公共部門の資金需要の役割が大きかったといえる。

1987年に入って税収の伸びを主因に中央政府の貯蓄がプラスとなり、公営企業の再編成(restructuring)による収支構造改善とあいまって公共部門のI-Sバランス(投資超過)はやや改善(縮小)した。ところが逆に、民間部門で

第2図 マクロ経済バランスと経済成長：フィリピン（1965～89年）



(出所) 第1図に同じ。

は投資の回復と貯蓄率の低下が同時に起こったために、貯蓄超過が急激に縮小した。すなわち、景気回復後は民間部門と公共部門の資金需要が競合する形となっている。とくに、公共部門のI-SギャップはGNPの3%前後と大きく、その資金調達是国内金融市場に大きなインパクトを与えている。この点

第3表 部門別投資・貯蓄バランス (GNP比)

(%)

| | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 |
|------|------|------|------|------|------|------|
| 民間部門 | | | | | | |
| 貯蓄 | 19.9 | 18.8 | 17.2 | 18.2 | 12.6 | 16.6 |
| 投資 | 19.0 | 14.6 | 11.4 | 9.8 | 11.8 | 14.8 |
| (差) | 0.9 | 4.2 | 5.8 | 8.4 | 0.8 | 1.8 |
| 公共部門 | | | | | | |
| 貯蓄 | -2.8 | -3.7 | -2.2 | -2.5 | 1.5 | 0.6 |
| 投資 | 6.2 | 4.5 | 3.7 | 3.1 | 3.6 | 3.4 |
| (差) | -9.0 | -8.2 | -5.9 | -5.4 | -2.1 | -2.8 |
| うち | | | | | | |
| 中央政府 | | | | | | |
| 貯蓄 | 0.5 | -0.8 | -0.3 | -3.2 | 1.1 | -0.0 |
| 投資 | 2.5 | 1.1 | 1.5 | 1.9 | 2.0 | 2.0 |
| (差) | -2.0 | -1.9 | -1.9 | -5.1 | -0.9 | -2.0 |
| 公営企業 | | | | | | |
| 貯蓄 | -0.9 | 0.9 | 0.6 | 0.0 | 0.7 | 1.4 |
| 投資 | 3.3 | 3.0 | 1.9 | 1.1 | 1.4 | 1.2 |
| (差) | -4.2 | -2.1 | -1.3 | -1.1 | -0.7 | 0.2 |
| 経常収支 | -8.1 | -4.0 | -0.1 | 3.0 | -1.3 | -1.0 |

(出所) フィリピン国家経済開発庁 (NEDA)。

を次にみてみる。

2. 公共部門赤字の資金循環構造

公共部門は大きく分けて五つのサブ・セクターから成る。それらは、中央政府、地方政府、非金融公営企業(以下、公営企業と表記)、政府金融機関および社会保障システムなどである。いま1986年について、政府金融機関を除くこれらのサブ・セクター間の資金循環構造を示すと、第4表のようになる(ちなみに、1986年の同数字は80年代後半における同構造の代表的パターンを示している)。

第4表 公共部門内の資金循環 (1986年)

(単位:10億ペソ)

| | 中央政府 | 公営企業 | 地方政府 | 社会保障 |
|-----------------------|--------|-------|------|------|
| 収入 (a) | 79.2 | 38.7 | 8.9 | 13.8 |
| 経常支出 (b) | 65.7 | 38.4 | 7.4 | 4.9 |
| 資本支出 (c) | 11.7 | 5.9 | 1.2 | |
| 資本移転 (純) (d) | 1.2 | 1.2 | | |
| 純貸付け (e) | 31.9 | | | 8.9 |
| (公営企業) | (10.5) | | | |
| (政府金融) | (20.4) | | | |
| (中央政府) | | | | 5.6 |
| 貯蓄 (f = a - b) | 13.5 | 0.3 | 1.5 | 8.9 |
| 貯蓄投資差 (g = f - c) | 1.8 | -5.6 | 0.3 | 8.9 |
| 資金過不足 (h = g - d - e) | -31.3 | -6.8 | 0.3 | 0.0 |
| 対外借入れ (純) (i = j - k) | 3.6 | -5.3 | | |
| 借入れ (グロス) (j) | 9.8 | 18.1 | | |
| 償還 (k) | 6.2 | 23.3 | | |
| 国内借入れ (純) (i = m - n) | 27.7 | 12.0 | | |
| (中央銀行) | | (8.9) | | |
| (商業銀行) | | (0.9) | | |
| 借入れ (グロス) (m) | 35.5 | | | |
| (TB発行) | (24.6) | | | |
| 償還など (n) | 7.8 | | | |

(出所) フィリピン中央銀行資料より作成。

第4表から、1986年には、中央政府の貯蓄は792億ペソの収入に対して135億ペソである。さらに、中央政府は117億ペソの資本支出=投資を行い、地方政府などに12億ペソの資本移転を行い、また公営企業、政府金融機関などの他部門に319億ペソの貸付けおよび株式投資を実施している。以上による資金不足は313億ペソにのぼり、これは対外借入れ(ネット)で36億ペソ、国内借入れ(同277億ペソ)によってまかなわれる。国内借入れの大半はTBなどの債券発行による調達である。

つぎに、公営企業全体の収入は387億ペソだが、貯蓄は3億ペソのみであった。他方、投資は59億ペソで、結局ネット)で68億ペソの資金不足となり、こ

れに中央政府などからの借入れ120億ペソを加えて、対外借入れの返済53億ペソにあてている。最後に、社会保障システム(公的保険)は、地方政府全体を上回り、公営企業の3分の1を超える収入138億ペソを得、うち49億ペソを経

第5表 中央政府の資金調達

(単位:10億ペソ)

| | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------|
| 資金不足 (GNP比,%) | 7.4 (1.9) | 10.1 (1.9) | 11.1 (1.8) | 31.3 (5.0) | 16.7 (2.4) | 20.3 (2.5) | 15.3 |
| 対外借入れ(純) | 5.4 | 2.0 | -0.3 | 3.6 | 6.8 | 2.1 | -1.1 |
| 借入れ(グロス) | 7.7 | 5.1 | 3.7 | 9.8 | 15.4 | 15.1 | 17.8 |
| 償還 | 2.2 | 3.1 | 4.0 | 6.2 | 8.6 | 13.0 | 18.8 |
| 国内借入れ(純) | 2.3 | 8.1 | 11.5 | 27.7 | 9.9 | 18.3 | 16.4 |
| 借入れ(グロス) | 8.1 | 35.9 | 15.8 | 35.5 | 58.6 | 47.3 | 47.4 |
| (TB発行) | (1.4) | (32.0) | (11.8) | (24.6) | (51.6) | (35.3) | (33.8) |
| 償還 | 3.5 | 19.6 | 2.5 | 4.4 | 25.5 | 10.3 | 17.2 |

(出所) 大蔵省。

第6表 政府証券残高の発行主体別、保有主体別構成

(単位:10億ペソ)

| | 1980 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 |
|--------|-------|-------|--------|--------|--------|
| (発行主体) | | | | | |
| 中央政府 | 18.3 | 35.7 | 49.7 | 61.8 | 91.4 |
| (うちTB) | (3.0) | (6.1) | (19.4) | (31.2) | (55.4) |
| 公営企業 | 4.3 | 9.6 | 10.7 | 10.1 | 11.2 |
| 政府金融 | 11.7 | 5.5 | 11.7 | 25.4 | 23.7 |
| 残高合計 | 34.3 | 50.8 | 75.1 | 97.3 | 126.3 |
| (保有主体) | | | | | |
| 中央銀行 | 6.1 | 7.8 | 13.2 | 12.2 | 11.9 |
| 預金銀行 | 13.0 | 18.3 | 24.1 | 21.1 | 22.5 |
| 信託 | 4.3 | 5.7 | 6.6 | 7.3 | 12.6 |
| 公的保険 | 7.0 | 13.6 | 12.0 | 14.0 | 12.6 |
| 民間部門 | 3.6 | 4.8 | 15.0 | 41.6 | 43.3 |

(出所) フィリピン中央銀行, *Statistical Bulletin*, 1986年。

常支出して、残り81億ペソは主として中央政府に対して債券投資を行っている。

以上からわかることは、公共部門内の主たる赤字サブ・セクターは中央政府と公営企業の二つであるが、赤字主体として国内金融市場に直接現われるのは中央政府のみであるという点である。すなわち、公営企業の赤字ファイナンスは対外借入れによる部分が大きかったが、国内調達の場合でもそのほとんどが中央政府を通じて行われる⁽⁶⁾。したがって、公共部門赤字の国内金融市場に対するインパクトの大きさをみるためには、中央政府の資金調達行動に注目すればよいことがわかる。

第5表は中央政府の資金調達構成の推移を示したものである。中央政府の資金ギャップはGNPの2～5%の規模にのぼるが、1984年以降はその大部分が国内借入れ、とくにTB発行によって調達されていることがわかる。一方、第6表は中央政府債券を含む政府証券の保有主体別構成を示している。同表から、金融仲介部門と非金融民間部門の保有シェアが急拡大しているが、これは明らかに民間部門における金融仲介を妨げる要因である。

第4節 マクロ経済上の制約

1. 金融政策

現在のフィリピンの金融政策手段は、公開市場操作、準備率政策および再割引政策である。1980年の金融改革以後、政策スタンスは選択的統制から量的統制へと転換した。このため、再割引政策は従来の産業金融のための信用割当てではなく、マネーサプライ・コントロールのために用いられるようになった。三つの政策手段のなかでは公開市場操作が最も重要なものとなっている。その機動的な運用を可能にしているのは財政赤字による国債残高の累積である。

第7表 主要金融指標 (1984~88年)

| | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 |
|------------------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| M ₃ (10億ペソ) | 121.2 | 132.9 | 149.3 | 167.3 | 184.8 |
| (伸び率, %) | (7.3) | (9.7) | (12.3) | (9.8) | (10.5) |
| 国内信用(10億ペソ) | 166.1 | 156.7 | 122.5 | 108.4 | 122.0 |
| (伸び率, %) | (-2.8) | (-5.7) | (-21.8) | (-11.5) | (12.5) |
| インフレ率 (%) | 50.3 | 23.1 | 0.8 | 3.8 | 8.8 |
| 金利 (年率, %) | 40.9 | 26.2 | 16.3 | 11.4 | 15.7 |
| GNP成長率 (%) | -7.1 | -4.1 | 2.0 | 5.9 | 6.7 |

(出所) IMF, *International Financial Statistics*, 各号。

1984年のインフレ(年率50%)は、明らかに前年の放漫な財政金融政策の結果であった。実際、81~82年には内外経済情勢の悪化にもかかわらず、国内信用の年増加率は25%に維持され、83年には、さらに30%へと、むしろ拡大された。ついに83年末から全面的経済危機に陥った後、85~86年間は「IMFコンディショナリティ」に従って厳しい引締め政策(同増加率はマイナス)がとられた。これは、マイナス経済成長による総需要低下とあいまって、急速にインフレを抑制した(第7表)。

インフレ率の低下とともに、1985年以降、名目金利も低下したが、その程度は小さく、したがって、実質金利は逆に上昇した。代表的市場金利として、91日ものTBレートを見ると、それは1984年に41%まで上昇した後、87年の11%まで低下したが、同期のインフレ率を差し引いた実質金利はマイナス10%からプラス8%へと上昇している。

1984年から財政赤字の資金調達手段としてTBが大量に発行されている。このため、とくに資金需要の回復してきた87年以降、貸出し資金市場でクラウディング・アウトが生じている。88年に入って名目金利が上昇しているが、その原因の一つはこれであり、もう一つはインフレ率の上昇であるものと考えられる。TBは貯蓄性銀行預金の密接な代替金融商品であるため、資金余剰部門がこれを直接購入する場合でも、また金融仲介部門が購入する場合でも、

銀行貸出しに対する資金のアベイラビリティを減じる。したがって、商業銀行の金融仲介機能は相対的低下を免れない。このように、財政政策と金融発展は明らかにトレード・オフの関係にある。マクロ経済政策に関する制約は、しかしながら、これだけにとどまらない。

2. 財政・金融・為替レート政策のリンケージ

金利、インフレ率、為替レート変化率の推移は第8表に示されている。1980から83年にかけて預金、貸出しに関するすべての金利が自由化された。この結果、84～85年を除けば、インフレ率で調整した実質金利はプラスとなり、70年代はマイナスであることが一般的であったことに比べると、資金市場における価格の歪みは大幅に是正されたといえる。これはむしろ、金融貯蓄動員の促進要因となる。

また、自由化以後、投機的資金移動による金利裁定が働いて諸金利は互いに密接な動きを示すようになった。この点は、インフレと為替レートが安定化した1986年以降とくに顕著になっている。現在では、金融システムにおける基本的な金利は発行量の多いTBレートである。預金を吸収するために銀行はTBレートと競争的な金利をつける必要があり、したがってTBレートは

第8表 金利・物価・為替レート

(年率, %)

| | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 貸出金利 | 14.0 | 15.3 | 18.1 | 19.2 | 28.2 | 28.6 | 17.5 | 13.3 | 15.9 |
| 預金金利 | 12.3 | 13.7 | 13.7 | 13.6 | 21.2 | 18.9 | 11.3 | 8.2 | 11.3 |
| インフレ率 | 18.2 | 13.1 | 10.2 | 10.0 | 50.3 | 23.1 | 0.8 | 3.8 | 8.8 |
| T B レート | 12.1 | 12.5 | 13.8 | 14.2 | 28.5 | 26.7 | 16.1 | 11.5 | 14.7 |
| L I B O R | 14.2 | 16.9 | 13.3 | 9.7 | 10.9 | 8.4 | 6.9 | 7.2 | 8.0 |
| 為替切下げ率 | 1.8 | 5.2 | 8.1 | 30.1 | 50.3 | 22.1 | 9.6 | 0.9 | 2.6 |

(出所) フィリピン中央銀行, およびIMF, *International Financial Statistics*, 各号。

第9表 実質為替レート

| | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| 名目レート (ペソ/ドル) | 18.6 | 20.4 | 20.6 | 21.2 |
| 実質実効為替レート (1980年=100) | | | | |
| 対貿易相手国 | 81.48 | 69.37 | 64.80 | 68.71 |
| 対輸出競争国 | 99.43 | 94.67 | 89.26 | 89.75 |

(出所) フィリピン中央銀行。

国内で銀行と非銀行部門をリンクする役割を果たしている。

他方で、TBレートは対外的要因の影響を受ける。1983年以来、外国為替管理は次第に緩和され、銀行は外貨保有について制限を受けない。資本は実質上容易に流出するため、国内金利を対外要因から遮断することはできない。実際、為替レート的大幅切下げ予想が支配した84～86年にかけては内外の短期金利差が拡大したが、その後それは再び4～6%まで縮小している。

金融政策は内外金利裁定を通じて為替レート政策と密接に関連している。1987～88年の引締め気味の金融政策は、インフレ抑制だけではなく、金利を高め維持することによって資本流出を抑え、為替レートの安定化を図ろうとするものであった。名目為替レートはドルにペッグして決められ、83～84年に2回にわたって大幅切下げを実施してからは、相対的に小刻みな切下げに終始している。85年から86年にかけては、ドル安の進行とともに主要貿易相手国に対して大きく減価したが、それらの市場における競争相手国に対する競争力の改善はそれほど大きくない(第9表)。

国際競争力改善のためには為替レート切下げが望ましい。けれども、どの程度の切下げが望ましいかは難問である。まず、内外の購買力でみた実質レート切下げは実質所得の切下げに等しく、これは少なくとも現在の自国民の厚生を損なう。さらに厄介なのは、名目レートの切下げは対外債務の邦貨建て価値を大きくするから債務返済負担を大きくするという点である⁽⁷⁾。これは2通りの仕方でマクロ経済的困難をもたらす。一方で、これはキャピタル・

ロスであるから実質所得減によって厚生損失をもたらす。他方、返済負担の増大は財政赤字を拡大する要因となり、これは政府の資金調達行動に応じてインフレ的になるか、クラウディング・アウトを起こすかのどちらかである。これらはいずれも金融非仲介の原因となるであろう。

第5節 構造調整と累積債務

——今後の課題——

1. 構造調整

フィリピンにおける金融改革は、マクロ経済の混乱のために頓挫した。その課題は、競争不足に基づく零細性と低生産性、高い金融仲介コストおよび輸出金融、産業金融など特定分野の立後れ、などが主なものである。これらに対する金融改革の基本ラインは、一方で保護主義的な規制システムを緩和して銀行間競争を盛んにし、他方で金融機関の監督・規制システムを整備して金融システムの安定を図ることにある。

フィリピンの商業銀行の規模は他のアジア諸国に比べて小さい。商業銀行中で最大のPNB、民間銀行中で最大のBPI (Bank of the Philippine Islands) でもアジアで第82位と第99位の規模にすぎず、零細な銀行がきわめて多い (World Bank[1988])。零細規模の銀行は営業コストが高く、経営内容も劣っている。したがって、銀行の合併、統合は今後の重要な目標となっている。

他方、金融危機にもかかわらず、PNBを除く銀行部門全体の利益率は1985年までは改善し、86年には停滞した。84～86年の商業銀行の利潤率改善は仲介コスト全体に占める銀行マージンが上昇したからである。86年の同マージンは総資産の5.8%に達し(税引き前)、他国に比べて相当高い。銀行マージンをコスト部分と利潤(税引き前)部分に分けると、利潤部分だけでは平均1.9% (84～86年)であり、これからさらに外国銀行および小規模銀行を除けば、国

内銀行の利潤マージンは2.4%と、他国の平均0.7%をはるかに上回っている (World Bank [1988])。高利潤マージンは高コストの小規模銀行をシステムに温存している結果であり、それはまた不良貸付けを可能にしている。

金利は市場で決定されているが、1983~86年の平均仲介マージンは7~10%にのぼる。その原因の一つは、すでに触れたように、利潤マージンが高いことであり、もう一つは、課税および準備率規制の存在することである。

まず、銀行部門への課税は2種類で、その一つは利子収入、資本利得を含む粗収入に課税される粗収入税 (gross receipts tax) である。1983~86年において同税は仲介コストを平均0.7~1.0%上昇させた (World Bank [1988])。つぎに、預金準備率は短期預金で21%、2年超預金で5%、インターバンク預金で1%となっており、準備には4%の金利がつけられている。これらの必要準備のための仲介コスト上昇は、85年には7.9%に上ったという (de Leon [1989])⁽⁶⁾。

World Bank [1988] では、銀行のコストを小さくするため、流動性として持つ必要のない準備に対しては金利を市場金利水準近くまで引き上げ、またTB保有を現金準備とみなすことを提案している (もっとも、de Leon [1989] は、必要準備、農業融資割当て、粗収入税を差し引いた残りの仲介コストは下降トレンドを示していると報告している)。

2. 構造調整の行方

以上の金融改革はすべて金融部門のミクロ経済学的アプローチに関わる。先にも述べたように、1983~86年の停滞は必ずしも金融部門に固有の問題があったためではない。したがって、上のアプローチが目指すところは基本的には70年代の国内金融状況を打破すべく構想された80年の改革の方向の延長線上にあるものといえよう。しかしながら、87年以降の状況が示唆しているものは金融部門の活性化、金融仲介の進展の前にはマクロ経済的な障害が横たわっていることである。

マクロ経済の安定が金融システムの発展に不可欠の条件であることは各国の経験が示している（たとえば、高阪 [1986] およびMcKinnon [1986] 参照）。実際、フィリピンの場合、金融仲介の度合が国内物価水準とマイナスの有意な相関をもち、経済活動水準とプラスの有意な相関をもつ。いま、金融資産総額の対GDP比率 (L/Y) を消費者物価指数 (CPI) と実質GDP (y) に回帰させると（推定期間：1970～88年）,

$$\log(L/Y) = -6.33 - 0.189 \log(CPI) + 0.753 \log(y)$$

(3.64) (2.35) (2.82)

ここで、 $\rho = 0.619$, $S.E. = 0.0697$, $\bar{R}^2 = 0.810$

を得る（最尤法による推定。かっこ内は t 値）。経済安定は、不確実性を小さくすることによって市場機構を十分に機能させ、また、政府の政策経営能力に対する民間部門の信頼感を確立して、いわば国民経済システム運営のインフラストラクチャーを提供するものと考えることができる。

他方、国内貯蓄の効率的な利用による経済成長のためには金融システムの発展がなくてはならない。フィリピンの場合、ここでも債務問題が影を落としている。財政赤字による金融非仲介（いわゆる financial disintermediation）がそれである。公営企業の債務のうち、大きな部分が1986～87年にかけて中央政府に引き継がれた。この結果、中央政府の債務返済負担は大幅に増大し、1987年の元本返済は前年の5倍に、利子返済分は88年の政府支出の40%を超えた。このため、国内金利が上昇すると、財政赤字が拡大し、国債発行の圧力が増大することになる。財政赤字補填のために発行されたTBの残高は88年末で1426億ペソとなった。同M₃の残高が1848億ペソであるからTBはM₃の実に77%に達する。TBその他の政府の直接証券の大量発行が預金と貸付けの両方をクラウド・アウトすることによって金融仲介過程の拡大を妨げていることは明らかである。

以上の議論は金融部門の構造調整の重要性を否定するものでは決してない。しかしながら、フィリピンの金融発展を政策課題として論じる場合、マクロ経済上の制約をいかにして乗り越えるかが第1に克服しなければならない障

害になっていることを、ここで強調しておきたい。

[注] _____

- (1) 韓国、台湾の金融自由化に関する詳しい分析についてはKohsaka [1987] を参照。
- (2) と同時に、フィリピンはこの時期の政策運営に失敗した国々の一つであるといえる (高阪 [1990])。
- (3) これに対して、先進工業国の場合のように、資金不足部門が発行する株式・債券を余剰部門が直接購入する形で両部門間の資金移転を実現すること、すなわち「直接金融」が途上国において支配的な資金調達方法となるためには困難が多いであろう。なぜなら、一般的に途上国においては低所得に基づく低い国内貯蓄水準のために資産蓄積規模が小さく、また会計情報のネットワークなど、直接金融を実現するためのインフラストラクチャーの発達が十分でないからである。経済発展における金融の役割についての包括的な議論については高阪 [1986] を参照。
- (4) 1981年、企業家Dewey Deeが数億ペソにのぼる巨額の負債 (コマーシャル・ペーパー) を残して国外逃亡し、これによる連鎖倒産がマネー・マーケット縮小の引金となった。
- (5) この時期、中央政府と公営企業による公共投資が国内投資増の主導的役割を果たした。これは、注(2)で指摘した政策の失敗の一例である。
- (6) 1980年代前半までは、公営企業の外部資金調達の主たる源泉は対外借入れと中央銀行借入れであった。国内市場からの直接借入れは一般的でなかった。たとえば、Manasan [1988] を参照。
- (7) たとえば、フィリピンの対外債務の国内通貨価値は、1979年以降、ペソ切下げがなかったとすると、85年の同価値の40%にすぎなかったはずである (Kohsaka [1990])。
- (8) 他に、預金利子所得に対する20%の源泉課税および農業部門への信用割当てがある。World Bank [1989b] によれば、1984年における、粗収入税と必要準備による税相当分を合わせるとその額は銀行システム全体の付加価値の150%を超えたとされる。

[参考文献]

Central Bank of the Philippines, *Report on the Economic and Financial Developments*, 各号。

Cole, David C. and Hugh T. Patrick [1986], "Financial Development in the Pacific Basin Market Economies," Tan and Kapur eds., *Pacific Growth and Financial Interdependence*, Sydney, Allen and Unwin.

高阪章 [1986] 「経済発展における金融の役割」(『アジア経済』第27巻第9・10号, 10月)。

Kohsaka, Akira [1987], "Financial Liberalization in Asian NICs: A Comparative Study of Korea and Taiwan in the 1980s," *Developing Economies*, Vol. 25, No.4 (December).

高阪章 [1990] 「発展途上国の対外借入れ戦略——1980年代東アジア諸国のマクロ経済運営——」(石見徹・伊藤元重編『国際資本移動と累積債務』東京大学出版会)。

Kohsaka, Akira [1990], "Macroeconomic Management with External Debt," A paper presented at the Convention of the East Asian Economic Association, Bandung, Indonesia, August.

de Leon, Catalina V. [1989], "A Historical View of the Intermediation Cost of Commercial Banks," *CB Review*, April.

McKinnon, Ronald I. [1973], *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C., Brookings Institute.

McKinnon, Ronald I. [1986], "Issues and Perspectives: an Overview of Banking Regulation and Monetary Control," Tan and Kapur eds., *Pacific Growth and Financial Interdependence*, Sydney, Allen and Unwin.

Pascual, Alfredo E. [1984], "Financial Institutions and Markets in the Philippines," Michael T. Skully ed., *Financial Institutions and Markets in Southeast Asia*, New York, St. Martin's Press.

Manasan, Rosario G. [1988], *Financing Public Sector Development Expenditure in Selected Countries: Philippines*, Asian Development Bank.

World Bank [1988], *Philippines: Financial Sector Study*, August.

World Bank [1989a], *Philippines: Toward Sustaining the Economic Recovery*, February.

World Bank [1989b], *World Development Report*.