

タイ金融部門の近年の変容と リーマン・ショックのインパクト — ASEAN内比較の観点から

三重野 文晴・猪口 真大

一 はじめに

東南アジアは、九〇年代末のアジア金融危機とは異なり、リーマン・ショックに対して受け身の立場にいた。経済全体に対するインパクトは小さくはなかったが、それは実物部門、金融部門の双方で構造の変容が緩やかに進む環境下で起こった、短期で二過性の事象としてとらえられるべきものであろう。

そのインパクトは実物部門と金融部門について対照的である。実物経済への影響が一時的ながら輸出の激減を通じて比較的大きく、さらに長期の貿易構造にも多少の影響をおよぼしたと見られるのに対し、金融部門に対しては結局のところ本質的な影響を与えていないように見受けられる。このことは、実のところ、過去一〇年間に二つの部門がたどった構造変容によく対応したものである。

この小論では、金融部門の構造

変容に焦点をあて、リーマン・

ショックという金融混乱に対して一定の頑健性を示した東南アジアの金融システムが、現実にはどのような様相を呈していたのか、そして今後何処に向かおうとしているのか、といったことについていくつかの指摘を行う。アジア金融危機以降、東南アジアの金融システムは、間接金融、直接金融の両面において確かに変容してきた。しかしそれは、国際金融界が当初めざした改革の方向性と必ずしも一致したものではない。変容は多様であるし、また見かけほどには変化していない側面も多々ある。こうした点を、タイに焦点をあてつつ、ASEAN四カ国の共通構造として見ていきたい。

二 二〇〇〇年代タイ金融部門とリーマン・ショック

(1) アジア金融危機からの回復過程

タイの金融システムは、アジア金融危機のあと大きな変容を経験している。商業銀行部門では中小規模行の破綻処理が進められ、大規模行でも大幅な経営戦略の見直しと、外資の受入を余儀なくされた。危機への対応が一段落した二〇〇四年には、金融機関の健全性規制の強化を軸とする「金融改革マスタープラン」が公表された。一方、証券市場には間接金融に代わって機能強化が期待されてきた。危機直後にはコーポレート・ガバナンス改革の観点から資本市場の役割拡大が図られてきたが、タクシン政権下で財政改革が正面の課題として浮上すると、資本市場は国营企業の民営化と株式公開の場という、まったく別の観点から重視されつづけてきた。

一方、東南アジアの実物経済は、一般的に二〇〇四年頃から持続的な回復過程に入り、好景気は二〇

〇八年九月のリーマン・ショックまで持続してきた。資本収支も流入に転じ、アジア金融危機後、經常収支が直後から黒字に転換したことが相まって、国際収支は大幅な入超が維持されている。

タイでは、こうした環境のもとで、二〇〇一年六月にタクシン政権が誕生し、「デュアル・トラック政策」の名のもと、「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。この政策は、結果としてタイ経済に、好調な「対外（輸出）部門」で確保された余剰を、財政を通じて「国内部門」に移転するという大規模な再分配の構造を創り出した。このような政策路線は、財政改革における国营企業の株式公開促進や「金融改革マスタープラン」における小規模金融機関創設といった介入を通じて、金融システムのあり方にも影響を与えてきた。

(2) 世界金融危機のインパクト

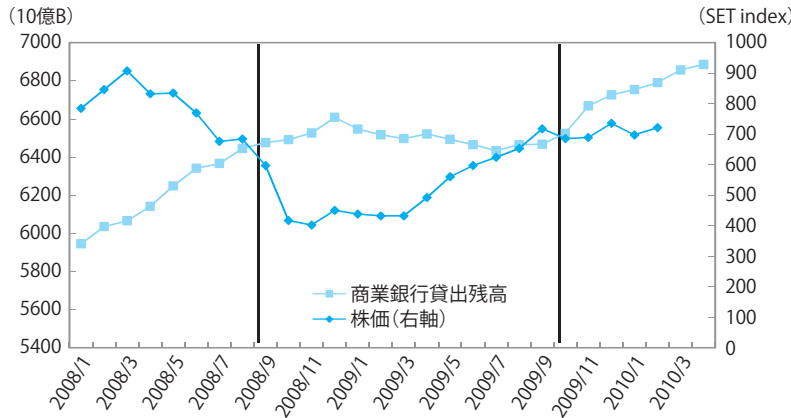
リーマン・ショックは、実物経済の側面では、輸出への依存を強めていたマクロ経済に一時的なダメージを与えた。表1によると、タイでは、四方国のなかではもっとも早くに成長率がマイナスに転

表1 リーマン・ショック直後の成長率推移—ASEAN4カ国比較

	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	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4			
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%

(注) *2007年末値。
(出所) Key Indicator, Asian Development Bank、各国中央銀行、その他資料より計算。

図1 金融活動主要指標の推移



(出所) Bank of Thailand.

じ、二〇〇九年の第1四半期(Q1期)まで大きな落ち込みを見せている。タイ、マレーシアとフィリピン、インドネシアとの間で、成長率への影響に相当の差があり、この影響の多寡は経済の輸出依存度と関係しているように見受けられる。いずれにせよ景気後退は比較的短期的なものに留まり、四カ国とも二〇〇九年末には回復期に入っている。

リーマン・ショックは、実物経済におけるこうした影響と比べて、金融面ではさほどの混乱をも

たらしたわけではない。タイの商業銀行では、これが直接的な原因となつて経営困難に陥るものはない。商業銀行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。二〇〇〇年代のタイ(あるいは東南アジア全般)の商業銀行部門は、リーマン・ショックに繋がるリスク資産に強く関与できる状況にはなく、これが結果的に幸いしたことになる。

図1に明らかのように、商業銀行貸出残高は二〇〇九年Q1期から緩やかに低下し、実物経済が回復過程に入ったQ4期に底を打っており、実物経済に対して明らかに遅行している。株価はリーマン・ショック後直ちに反応しているが、Q2期にはすでに先行的に回復をはじめた。金融市場は実物経済の影響を受けて小幅な収縮を見せたものの、金融市場そのものの混乱は非常に小さなものにとどまったとみることができよう。

三、マクロ金融環境の趨勢

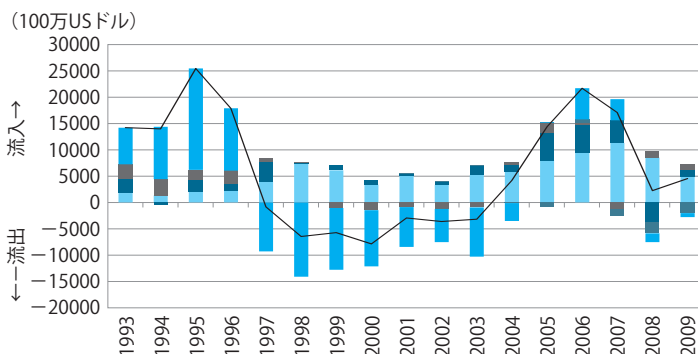
(1) 国際資金フロー
アジア金融危機を契機に、タイ

への国際資金フローは大きく変容している。まず、以前は大量に流入していた銀行信用が流出に転じ、この趨勢はリーマン・ショックの直前まで持続した。他方で、直接投資の流入は安定して維持され、二〇〇四年頃からはさらに拡大している。ポートフォリオ投資は、二〇〇四年頃から再流入に転じ、直接投資の増加と相まって、資本収支全体が黒字に転換した。

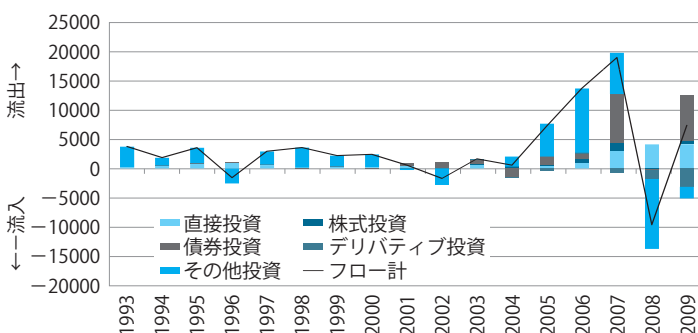
実物経済面では、経常収支の赤字構造が定着し、また二〇〇二年頃からリーマン・ショックまで高い成長率を実現した。資本収支が流入に転じる二〇〇四年以降、国際収支は全体として大幅な黒字となっていた。ショック時には、ポートフォリオ投資が大幅な流出に転じたものの、一方で銀行信用はむしろ流入に転じ、全体としての資本フローの流出は小幅にとどまっている。

図2は、資本フローを海外からタイへの投資(inbound (上側))と、タイ居住者の海外への投資(outbound (下側))に分けて趨勢を示したものである。銀行信用(その他の大部分を構成する)の項目では、二〇〇五年からタイ居住者からの流出が急拡大してお

図2 Inbound (海外からのタイへの投資)



Outbound (タイから海外への投資)



り、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している。上側の図との対照でわかるように、アジア金融危機の調整過程として続いていた非居住者の銀行信用の引き上げは二〇〇五年には止まっており、かわってタイの商業銀行が海外への融資を積極的に展開していたのである。

直接投資は二〇〇四年以降、海外からの流入が拡大しており、その一方で、〇六年以降、タイ国内

から海外への直接投資も増え始めている。ポートフォリオ投資は二〇〇四年以降海外からの流入が増えていくが、その一方で、タイ国内から海外への投資も着実に増えている。ネットの値でみると流出・流入の傾向が安定していないように見えるが、海外からの流入に限ってみれば、二〇〇七年までは株式投資を中心に流入が安定的に維持されていることがわかる。

リーマン・ショック時にポート

フォリオ投資はネットでは流出に転じているが、この図は、それが二〇〇八年では基本的には海外からの投資の引き上げを反映したものであり、また逆に二〇〇九年ではそれが収束を見せるなかで、タイ国内から海外への債券投資が急回復していることによるものであることを示している。また、銀行信用は、二〇〇八年以降むしろ流入がネットで維持されているかに見えるが、実態としては、タイに流入していた海外資金の流出が小さい一方で、タイの銀行が海外に展開していた信用を大きく引き上げた結果であることがわかる。

(2) 証券市場

一九九七年のアジア金融危機後、タイの証券市場は収縮し、コーポレート・ガバナンス改革などの努力にもかかわらずしばらくは低迷を続けるが、二〇〇三年ころから実物経済の回復に伴う形で急回復を見せ始める。主要指標によると、二〇〇三年にはすでに株式時価総額は九〇年代の景気過熱期の水準を凌駕し、株価指標(SET index)でもリーマン・ショック前の二〇〇七年末には八五八と、九〇年代の景気過熱期の直前の水準に回復していた。リーマン・

ショック後の株価は一旦四〇〇台まで落ち込むものの、二〇一〇年半ばにはすでに水準を戻し、回復は比較的早かった。

しかし、このように一見状況を呈する証券市場が、この国の資金仲介についての程度の役割を果たしてきたかについて評価するには、実物経済と金融部門の構造に留意して慎重に検討する必要がある。例えば、証券市場を活用して積極的に株式ファイナンスを行う企業の参加は、それほどには拡大していない。上場企業数は一九九六年に四五四社に達したが、危機後激減し、二〇〇四年に水準(四六四社)をもとに戻すものの、その後大きな伸長は見せていない。

アジア経済研究所の最近の研究で筆者が示した数値によると、総資産規模で測った「主要企業」(非金融企業)のなかで、証券市場に参加している「上場企業」は上位四〇〇社のなかで三三%と驚くほどに少ない(詳しくは三重野・猪口「二〇一〇」三、三重野・布田「二〇一〇」)。さらに、二〇〇三年以降の急回復に直接的に貢献した輸出製造業は、その大きな部分が多層からなる外資系企業によって担

われているが、それらのほとんどは上場しておらず、自己資本に依存する傾向が強い。株式ファイナンスを積極的にを行っている主な企業は、上場企業うちの外資出資比率一〇%未満の層に属する企業群であり、非常に偏在的な存在にすぎない。国内に流入するポートフォリオ投資は、現在の成長構造の「基幹」部分には直接的な影響をあまり与えていないのである。

証券市場においてこのようなある種の「停滞」が持続したことには、この時期に政策を担ったタクシン政権の施策との関係を指摘することができよう。「デュアル・トラック政策」下での財政改革では、タイ石油公社（PTT）などの国営企業の民営化と株式上場がその重要な柱となってきた。こうした国営企業上場の過程で、利権や上場益配分をめぐる汚職問題が頻繁に取りざたされ、多くのスキャンダルが発生している。証券市場に対する世論の悪感情がこの「停滞」を生みだしてきた面も無視できない（三重野・布田「二〇一〇」）。

このように、証券市場の一見した回復にもかかわらず、資金調達現場としての証券市場の機能は、

二〇〇〇年代に顕著な発展を見せたとはいいたい。

四、商業銀行部門の構造変化

(1) 商業銀行の再編と貸出の回復
東南アジアの金融システムでは商業銀行が依然として主要なプレイヤーである。アジア金融危機から世界金融危機に至るまでの約一〇年の間に、商業銀行部門は破綻・再編を含めた大きな変動を経験した。

タイの商業銀行部門は、アジア金融危機後大規模な再編を経験した。二〇〇一年頃まで経営困難に陥った中・小規模行の抜本的な再編が進められた。二〇〇〇年ころからの集中的な債務整理の取り組みを経て、〇一年初頭までには、金融混乱の収集におおよその目処が立つまでになった。タクシン政権のもとで、タイ中央銀行は「金融改革マスタープラン」（二〇〇四年）を発表して、複数の政策軸を示し、これを受けて商業銀行の新規参入、リテール銀行の設立、外国銀行支店の現地法人化など、もう一段の金融再編が進捗した（三重野・布田「二〇一〇」）。

タイでは預金・信用ともに対GDP比で微減の傾向がつつき、世

界金融危機に入る二〇〇七年以降上昇に転じる。他のASEAN三カ国も、二〇〇〇年代には、預金・信用ともに対GDP比では概ね一定にとどまっている。全体的に見れば、一時期を除いて、商業銀行による金融仲介機能は、やや弱まりつつも維持され、決して極端な停滞にあつたわけではない。

(2) 貸出行動の変容

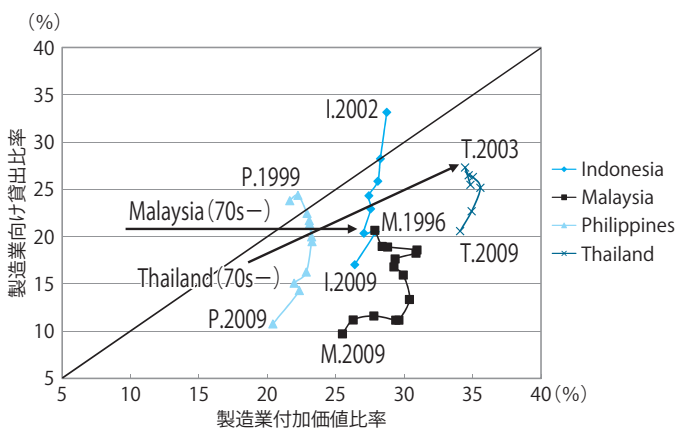
商業銀行の金融仲介機能の変容は、実は、こうした信用の収縮・回復にあるのではない。問題は二〇〇〇年を通じて産業別貸出の構成が大きく変化していることにある。CEIC Databaseに

依拠して、ASEAN四カ国それぞれの産業別の貸出比率の変化を可能な範囲で比較すると、すべての国で、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、一部の国では不動産部門へと移ってきている。タイを除く三カ国では製造業への貸出比率が

著しく低下しており、金融・消費産部門への貸出比率の上昇は、データが利用可能でないインドネシアを除く三カ国で顕著に観察されている。そして、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（詳しくは、三重野・猪口「二〇一一」）。

この一〇年で東南アジアでは確かに消費の高度化が見られる。しかし、この地域の成長構造の基本は、アジア金融危機以降落ち込んだ投資をカバーする形で、なによ

図3 ASEAN4カ国 製造業比重と商業銀行製造業貸出比率



(出所) Key Indicators, Asian Development Bank, CEIC Database.

りも輸出によって回復が牽引されてきたことにある。例えばGDEに占める消費支出の比率は、四カ国すべてで横ばいか微減傾向である。商業銀行の貸出行動の変化は、この部門が、現在の成長構造の「基幹」部分である輸出製造業ではなく、その副産物的な成果である消費・国内セクターに、そのビジネスの重点をおいてきたことを意味している。

図3によって、製造業と商業銀行貸出の関係が現在どのような関係にあるかを、より細かく確認したい。この図は、ASEAN四カ国の商業銀行の全貸出に占める製造業への貸出比率（縦軸）と、製造業の付加価値比率（横軸）と比較してまとめたものである。また、タイとマレーシアについては筆者の以前の研究（奥田・三重野「二〇〇八」）に基づいて、七〇年代からの長期趨勢を大雑把に矢印で記している。

図3の横方向の動きが小さいことからわかるように、四カ国とも製造業の付加価値比率にはそれほどの変動がないが、二〇〇〇年代の半ばにかけて上昇している。直近の比重の低下はリーマン・ショック後の一時的な輸出の低下

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良いだろう。そうしたなかで、四カ国に共通して縦方向の大きな低下が見られ、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がわかる。タイとマレーシアの長期趨勢を合わせて考えると、この傾向は二〇〇〇年代に入ってから大きく生じた構造変化である可能性が高いのである。

これがどのような要因によるものであり、東南アジアの金融システムにとって何を意味するのか、今後注意深く見ていく必要がある。

五. まいど

世界金融危機は、東南アジアの实体经济に対しては輸出の縮小という形で一定のショックをもたらした一方で、金融面ではそのインパクトは小さかった。国際資金フローの面では、タイ国内の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、銀行信用ともタイの居住者側の対外投資が積み上がりつつあったことで、その影響は緩衝された。そして証券市場も銀行貸出も回復は早

く、こうした金融の経路から实体经济に与えた影響はほとんど観察されていない。こうした非対称なインパクトは、結局のところ、直接投資・輸出製造業による実物経済の成長と、変容のなかでその役割のありかが不鮮明になっている金融システムという、東南アジア経済における実物と金融の乖離構造によく対応したものであった。

タイないし東南アジアの金融システムの構造の問題にとっては、昨今の世界金融危機の影響が示す兆候は、部分的、象徴的なものを超えてこない。東南アジアの金融システムに何が生じつつあるかを把握するためには、やや長期的な視点から考察する必要があるだろう。

（みえの ふみはる／神戸大学大学院国際協力研究科教授・いのぐち まさひろ／京都産業大学経営学部准教授）

《参考文献》

- Mieno, Fumiharu [2009] "Foreign Ownership, Listed Status and Financial System in East Asia", DP No. 64, APEC Study Center, Columbia

University.

- 奥田英信・三重野文晴「二〇〇八」「東南アジアの金融発展」寺西他編『アジアの経済発展と金融システム・東北アジア編』。
- 末廣昭「二〇〇八」「経済社会政策と予算制度改革」、玉田他編『タイ政治・行政の改革 一九九一—二〇〇六年』。
- 三重野文晴・布田功治「二〇〇一」○「タイ金融システムの変容」国宗編『国際資金移動と東アジア新興国の経済構造変化』。
- 三重野文晴・猪口真大「二〇〇一」○「タイ金融部門の近年の変容」国宗編『世界的景気後退と開発途上国の政策対応』調査研究報告書 アジア経済研究所。