

## タイ

### 金融改革・成長回復の一〇年と世界金融危機

三重野文晴

タクシン政権の強力な政策運営、その終焉をもたらしたクーデターと軍政、そして

民政移管後の政治混乱と、二〇〇〇年代のタイは、政治のリーダーシップをめぐる争いによって世界の耳目を集めてきた。しかし、経済面の一〇年に目を転じると、この国は経済危機をもたらした混乱を五年程度で収束させ、その後は輸出部門を主な推進力としてかなり順調に成長軌道を回復してきた。

回復の大きな流れは、ドル・ユーロ高を背景とする先進国の消費拡大や、域内経済のリンケージの強まりなど、東アジア地域全体の経済の好調と同期するものであったことはいうまでもない。しかし、基礎環境を共有しつつも、タイの経済回復には、他の近隣諸国と比較すべきいくつかの特徴が見受けられる。それは、金融部門に非依存的な輸出製造業部門に牽引された実物経済の回復、直接投資の拡大的流入によってささえられる資本収支の黒字、金融システム改革の不徹底と金融部門の仲介機能の全般的停滞、そして、それらの結果としての金融部門と実物経済の乖離の広がり、の四点に要約できる。

#### ●マクロ経済と国際金融環境

タイの実物経済は、二〇〇八年上半期まで、起伏はあったものの概ね堅調な成長を回復してきた。一九九九―二〇〇六年の平均成長率は四・九%であり、一時的に景気が減速気味となった二〇〇一年をのぞけば、年成長率は五%を超えている。年平均九%以上を維持していた危機以前とくらべれば構造的な成長率の低下が示唆されるものの、回復が安定軌道にのつていたことは間違いない。

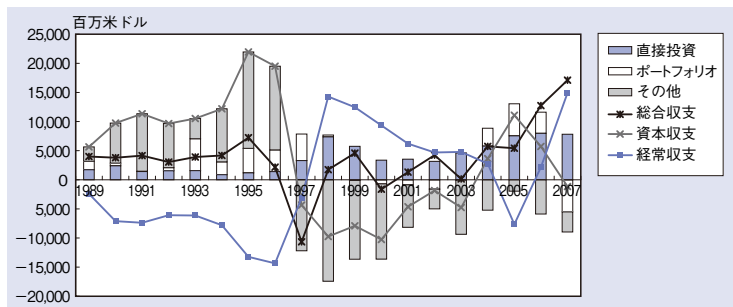
これを需要面から見れば、投資率の顕著な下落(四〇%程度↓二〇%台)を、政府消費の拡大と純輸出の黒字化が部分的に埋め合わせる形となっているのが特徴である。政府消費の拡大は経済危機直後の財政出動からタクシン政権下の積極財政につながる財政拡大に対応しており、純輸出の黒字化はおもに輸出・輸入両面における貿易の構造変化に対応している。これを供給面から見れば、製造業の一層の成長がみられた反面、サービス業の比重が傾向的に低下していることが特徴である。成長への寄与度を見ても、一九九〇―一九九五年に製造業で

三七・三% (一九九〇―一九九五年) から、四六・七% (二〇〇〇―二〇〇五年) にまで上昇している一方で、サービス業は四五・九%から四二・二%に低下している。

こうした変化の背景となっているのは産業・貿易構造の変容である。経済危機後、タイの経常収支は一転して安定的な黒字基調へと変化し、純輸出の規模は今般の世界危機まで拡大をつづけてきた。輸出の拡大には、経済危機以降の為替レートの下落が大きく寄与しているのは確かであるが、経常黒字の定着は、中間投入財や消費財の輸入依存度が顕著な低下を遂げてきたことが主因である。

輸出品目に着目すると、この一〇年、タイの主要輸出品は食料品、繊維製品等の基礎製造業製品が比重を下げる(一八・一%(一九九五) ↓ 二二・六%(二〇〇六)) 一方、機械・輸送設備製品がその比重を突出して上げてきた(三三・八% ↓ 四四・七%)。主要輸出品をみても電子・電機機械および車両が上位を占めるようになってきている。よく知られているように、タイは二〇〇〇年代に入って、自動車産業の世界的な製造拠点

図 タイの国際収支 (1989-2007)



(出所) ADB Key Indicators.

として成長を遂げてきた。こうした産業集積は、最終製品輸出を拡大させただけでなく、裾野産業の充実を通じて中間財における輸入依存度の引き下げをもたらし、それらが安定した経常黒字基調を実現してきた。経常収支のみならず、資本収支も大幅な改善を遂げてきた(図)。経済危機後、資本収支は一気にマイナスに転落するが、その後緩やかに改善して、二〇〇四年以降は再び流入基調が定着している。危機を境に大きく流出したのは、それ以前の時期に資本流入の主要項目となっていた銀行借入(項目としては「その他」)であり、二〇〇七年時点でも流出が持続している。ポートフォリオ投資は、二〇〇二年までの時期には流出が生じていたが、二〇〇四年以降は、危機直前の時期に比肩できるような大幅な流入に転じている。

それらに対して、直接投資は危機の前後でも一貫して流入が続いており、危機以後むしろ拡大する傾向がある。危機直後の時期はパーツ減価を反映したドルベースの増加による要因が大きいと考えられるが、二〇〇三年以降に観察される堅調な上昇は、明らかに電子機械、輸送機械の世界的生産拠点としての集積と関係する動きである。このような直接投資を主導とする資本流入は、ポートフォリオ投資を中心に資本流入が再開したマレーシアや、早い時期から銀行借入が流入に転じた韓国と比較して、タイに特徴的な傾向といえる。

### ●タクシン改革と国内金融システム

国内の金融システムに目を転じてみよう。経済危機以降の経済改革、とりわけタクシン政権下での一連の新政策が、金融システムに実質的にどのような影響をもたらしたか。この問題は、実は意外とややこしい。危機から二〇〇一年まで続いた二つの政権は金融機関の破綻処理、景気刺激などの危機対応に明け暮れた。この時期には、国際金融機関との合意に基づいて銀行の健全化と証券市場の活性化に焦点を当てた金融・証券改革が進められたが、改革作業もその成果もいまひとつ中途半端に終わった感が否めない。

これに対し、二〇〇一年に登場したタクシン政権は、「デュアル・トラック政策」と自らが呼ぶ特徴的な経済改革を押し進めた。「デュアル・トラック」とは、経済を国内部門と外資主導の輸出部門の二つに大別し、国内部門による消費拡大と従来の輸出の一層の拡大という二つのバランスに配慮しながら成長を目指す、という意味の政策指針である。後者の輸出部門が、自動車、ファッション産業など特定産業の高度化という意味で輪郭が鮮明であるのに対し、前者の国内部門は、時に地方・農村部の重視(例えば「一品一村運動」、農家負債の減免)、時に非貿易部門の保護(流通業への外資規制)、あるいは、時に社会保障の拡充(医療保険改革)を意味するといったように、その輪郭が曖昧であることに注意が必要である。

この政策の二つの要素は、為替レートや関税などへの価格介入としては原理的に矛盾する性格をもっている。結局のところ実施段階で現出したのは、マクロ・ミクロの価格介入的な政策ではなく、順調な輸出部門の余剰を背景とする、国内部門の所得再分配政策であった。そしてその政策の性質上、鍵となったのは当然ながら財政であった。

財政はそれ自体として改革の対象となり、補足率の向上などの成果を上げてきたといわれる。しかしその後、財政リソースの活用範囲は国有企業の民営化推進や国有資産の効率的運用による資金調達にまで拡大され、それらを目指した財政改革が指向されるようになる。タクシン政権の経済改革と金融システムとの接点は、原理的にはここに生じてくる。すなわち、国有企業の民営化は、大規模企業の証券市場への上場という形で、国有資産の運用は、土地・物的資産の「証券化」手法を通じて、証券市場の活用と結びつくものとして重視された。国内部門むけの一環に位置づけられる社会保障制度の導入にも、機関投資家育成の観点が強き意識されていたといわれている。

すなわち、「デュアル・トラック」政策は、財政改革を接点として証券市場の育成・活性化と結びついていくのである。この時期の証券市場の活性化論議が、コーポレート・ガバナンス改革の観点が重視されていた経済危機直後の証券市場改革とは、政策意図

として全く異質のものであることに留意される必要がある。二〇〇四年以降、いくつかの大型上場（電力公社、タイ・ビバレッジなど）がマスコミで批判的に取り上げられてきたことは、その性格を象徴するものであった。

一方、タクシン政権の銀行部門への態度は二〇〇四年に発表された金融改革マスタープランから垣間見ることができている。経済危機直後から二〇〇一年頃まで、金融部門の力点は、なんといっても金融機関の経営難と不良債権への緊急的な対処であった。多くの金融会社の破綻処理、中小銀行の国有化ないし外資への売却などによって金融機関の再編の第一段階は概ね二〇〇二年頃までに完了する。一九九八年には四六%にも及んだ不良債権比率は、民間債務再編推進委員会、破産裁判所、あるいは政府主導のタイ資産管理会社などのスキームを活用した取り組みによって大幅に改善する（二〇〇一年末に一〇・五%、二〇〇七年九月段階で四・四%に低下）。このように緊急対応の見通しが立ったことを踏まえて、政府・中央銀行は二〇〇四年に金融システムの大局的な方針を示す金融改革マスタープランを発表する。

その特徴は、バーゼルⅡに対応した健全性規制の強化と金融機関の機能別再編とにある。前者は金融機関の健全性を重視した、かなり抑制的な性格を有している。一方、後者には、多様な方向性が含まれている。第一は、商業銀行とファイナンス・カンパ

ニーの分離による金融グループの形成の抑制である。第二は、外資系銀行の参入の余地の拡大である。これは外資系銀行の支店展開の自由度の拡大を意味する。第三は、小規模事業者、低所得者層への配慮であり、小規模貸出の金融機関の育成が重視され、従来の商業銀行と区別した「リテール銀行」の業態が設定された。これはデュアル・トラック政策の国内部門側の柱に対応するものと理解できる。二〇〇四年以降、指針に沿うかたちで、「リテール銀行」の設立、外資系銀行の再編など、銀行部門の再編が進められてきた。

このようにマスタープランは、健全経営と寡占化の防止といった抑制的な色彩が濃い。そしてそれ以上に、中小企業金融、零細金融などの「弱者」へ配慮した金融システムの観点が強くなるものである。これは、二〇〇〇年代に銀行業に世界的に支配的であった趨勢、すなわち資本市場との競争が進む中で、規模拡大と競争力の強化を指向するという方向性とは異質のものである。マレーシア、韓国などに見られるように、東アジアでも国際競争に備えてむしろ再編による銀行業の大規模化を図ってきた国が多かったのに対し、タイ政府の銀行部門への政策態度は、この点際だった異質性をもっているのである。

### ●実物経済の回復と金融

しかし、証券市場・銀行部門への政府の

政策態度と、政策の結果としての金融システムの姿容とは、当然ながら一致するとは限らない。実態としてのタイの金融システムは、実は全般的な仲介機能の停滞とでもいふべき状況に陥っている。

商業銀行部門の機能面をみると、二〇〇一年には貸出額が増加に転じ、以降増加を続けている。しかし、その中で製造業向け貸出の比率は頭打ち傾向にあり、対照的に個人消費、金融部門向けの貸出が急伸している。商業銀行業は、金融業のホールセールとしての性格を強めつつ、国内消費に対応するビジネスへとシフトしてきた。もっとも、この傾向はマレーシアや韓国などの近隣諸国にもある程度共通して見られるものでもある。

証券市場に目を転じてみると、二〇〇三年に上場企業の時価総額が経済危機前のピークを越え、その後世界金融危機まで高水準を維持してきた。株価指数も、二〇〇三年以降は九〇年代初頭との同水準にまで回復している。一見タクシン政権の成果として証券市場が活性化していたと見えなくはない。しかし実態の理解にはもう少し目をこらす必要がある。筆者自身の計算によれば（「国際資本移動と東アジアの新興市場諸国」アジア経済研究所所収など）、タイの主要企業の証券市場への参加の比率は著しく低い。総資産上位四〇〇社のうち、上場企業数の比率は高々三四%に過ぎない。主要企業には、輸出製造業の主要部分を担





う外資の現地法人や合併企業が多数含まれるが、外資の出資比率一〇%を超える企業の証券市場への上場は例外的なほどに少ない。証券市場は、企業の資金調達手段としてはきわめて限定的にしか機能していないし、特に、輸出製造業部門は証券市場とは

とんど関わりを持っていないと見るべきなのである。この点に留意すると、二〇〇四年から回復傾向にあった海外からのポートフォリオ投資は、企業の資金調達としては、きわめて限定的な役割しか果たしていないことになる。企業の資金調達のソースとしては、むしろ堅調な直接投資を通じた自己資本の拡充が大きな役割を果たし続けているのである。

同様に筆者の計算によれば、上場企業の負債比率は、そもそも危機前から必ずしも高くはなく、危機後には二〇〇〇年の六〇%から二〇〇四年には五三・四%と、一貫して低下傾向にある（金融機関を除く。銀行借入／総資産比率はさらに低下傾向が著しい）。一方、内部留保／総資産比率が高い水準を維持しており、タイ企業の資金調達が自己金融型に回帰する傾向が見受けられるのである。

財政改革と関係する証券市場改革は、市場の全般的な育成という観点からは必ずしも十分な成果をもたらしてはいない。そして商業銀行は、抑制的な政策枠組みのもと、成長部門の製造業への貸出を後退させてきた。その結果、企業の資金調達は、国内部

門においては内部留保を中心とした形で、輸出製造業部門においては直接投資を通じた形で、自己金融に回帰してきた。いわば、金融部門と実物部門の乖離が拡大してきたのである。

### ●世界金融危機のインパクト

リーマン・ショックの波は、このような経済・金融構造に向かって降りかかってきたことになる。そのひとつの帰結は、金融的な直接のインパクトが軽微にとどまったことである。一九九七年の経済危機後、銀行の海外借入は概ね解消してきた。ポートフォリオ投資は純流入ではあったものの、前述のように企業の資金調達への役割は限定的であった。資本収支の純流入分の多くは直接投資によるものであり、結果としてタイの資本収支は、国際金融市場の急激な収縮の影響をそれほど受けていない。

国内の金融部門も、収益は悪化したものの、破綻に至るほどの状況には陥ることはなかった。経済危機以降の商業銀行の保守的・消極的な経営姿勢が逆説的に世界経済危機のダメージを最小限にとどめたということになる。企業部門でも、一九九七年の経済危機と異なり、資金不足が深刻化するという事態は、金融自体の問題としては表面化していない。さらに海外資金の流入が比較的進んでいたとみられる証券市場も、株価指数の下落は、近隣諸国の落ち込みとほぼ同程度に留まっている。

しかし、もう片方のより重要な帰結は、実物部門におけるインパクトである。すなわち、この一〇年のタイの経済成長は、国内部門と輸出部門の二本立てで立てられた成長戦略が標榜されていたにもかかわらず、実態はもっぱら輸出製造業の高成長に支えられたものであった。政治混乱などで国内消費が落ち込むこの数年はとりわけ成長の輸出への依存が強まる環境にあった。世界経済危機による貿易の縮小は、このようなタイの実物経済を直撃したのである。Asian Development Bank Outlook の二〇〇九年の成長率見通しでは他のASEAN四カ国の平均が二・九五%であるのに対し、タイは▲二・〇%にまで落ち込むことが予測されている。タイが集積を進めてきた自動車産業が世界的に未曾有の不況に陥り、電機・電子産業が世界的な再編問題に直面していることも、大きく響いていると考えられる。

金融と実物の乖離、そして実物における輸出依存という構造的特徴がここに鮮明に現れている。この一〇年で形成された海外需要依存型の経済構造が、この危機を機会に国内の民需主導に速やかに置き換わることは少々考えにくい。海外需要の回復による輸出製造業部門の再生がいつ実現するか、そしてそれまでの期間、財政による国内消費の下支えがどの程度可能か、このあたりがポイントであろう。

（みえの ふみはる／神戸大学国際協力究科教授）