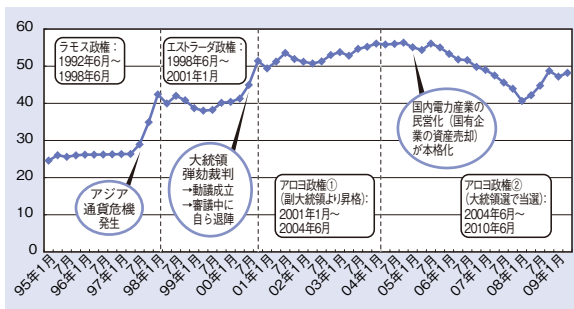


図1 フィリピン・ペソの対ドル・レート (各月末)



(出所) 中銀ウェブサイトより筆者作成。



# ファイリピン

## 小さな市場の運と不運

柏原千英

一九九七年にアジア危機が発生した当時のフィリピンでは、一九八〇年代中盤に始められた構造調整下での為替・資本取引の自由化を経て、金融部門の対外開放と再構築の最中であつた。一般的に、同国へのアジア危機の影響は近隣諸国より軽微だとされるが、それは必ずしも直接・間接金融市場の健全性やプルーデンスの確立によるものではない。国内資本市場の規模が小さく、財政赤字や政治不安が恒常的に国内外から問題視されていたために多額の海外投資資金が流入せず、公・民間部門ともに外貨建て資金調達に困難だつたことが幸いしたからである。

しかし、アジア危機を契機として銀行部門の不良債権が経営を圧迫した事実や、危機後一〇年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では、近隣諸国の状況と同様である。本稿では、フィリピンにおける一九九〇年代末以降の金融改革と、現在の金融危機の経済的影響、そして将来的な金融改革への課題を概観する。

### ●アジア危機以降の金融改革

アジア危機直後に発足したエストラーダ政権下では、一九八〇年代に出された政府債務不履行(デフォルト)宣言や、債務リストラのためのブレイディ・プラン対象国であつた経緯もあり、直接的な危機対策としてはIMF・世界銀行の支援を受けていない。また、このような財政上の制約から、大規模な公的資金供給と政府主導の業界再編という直接的手段による金融部門改革と再構築が不可能だつたため、危機対策の実施は近隣諸国より周回遅れとなつた。さらに、エストラーダ大統領の任期半ばで、汚職疑惑等による弾劾裁判が開始され、アロヨ副大統領(当時)が昇格して本来任期を務めるなどの政治不安が続き、迅速な政策手段の実施が困難な状況にあつたことも、アジア危機直後の改革のタイミングを逸した一因である。しかし、このような政治不安と財政への懸念、それらに起因する政策対応の遅れは、危機以後も為替相場が下落する事態を招いた(図1)。

そこで政府は、間接的手段による金融部

門の淘汰と再編成を図つた。具体的には、①証券取引委員会(以下SEC)や中央銀行(以下中銀)の監督権限を明記、または強化する法律を制定し、②七年間の時限的措置などの制限付きながら、外資による国内金融機関の一〇〇%所有を認め、③不良債権の定義(利払延滞期間三ヶ月超)など国際的な健全性指標の適用や、国際会計基準の段階的な導入を行った。これら手段により、金融監督の外形的な体制整備には成功したが、中銀総裁の口頭指導(会見でのアナウンスメント等)のみでは、民間金融機関に自発的な合併・統合や事業内容合理化を實行させることは難しかったようだ(表1)。

一方、この間にも悪化し続けた国内金融機関の財務状況は国内外の懸念材料だつた。二〇〇二年制定の特別目的会社(以下SPV)法によって不良債権処理が始められたが、早急な不良債権の切り離しを促進する目的のもと、SPVの設立・登記から債権担保取得と取引諸税の減免措置申請まで、約一年間の期限が設定されていた。そこで、金融機関およびSPVの強い要請を受けて

表1 預金保険機構 (PDIC) による清算・管財金融機関数と加入金融機関数 (各年末)

	1981-1990	1991-2000	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
商業銀行(年度内閉鎖行数)	1	2	2(1)	2(0)	2(1)	2(0)	2(0)	2(0)	2(0)	2(0)	2(0)	2(2)
地方銀行(同上)	169	139	n.a.(33)	n.a.(31)	n.a.(19)	n.a.(18)	365(0)	375(10)	376(2)	383(7)	393(10)	407(14)
貯蓄銀行(同上)	33	14	n.a.(6)	n.a.(2)	n.a.(4)	n.a.(0)	52(0)	53	53(2)	55(2)	56(1)	58(1)
管財・清算金融機関合計(注)	203	155	328	353	384	406	419	429	431	440	451	467
PDIC加入商業銀行数(BSP認可行数)			53(53)	52(52)	45(45)	45(45)	42(42)	42(42)	41(42)	41(41)	39(39)	38(38)
地方銀行(同上)			820(826)	800(807)	782(790)	776(781)	773(776)	762(765)	754(764)	754(754)	739(739)	727(727)
貯蓄銀行(同上)			117(117)	119(118)	112(112)	105(104)	94(94)	87(92)	84(87)	84(84)	84(84)	82(82)
PDIC加入金融機関合計			990(996)	971(977)	939(947)	926(930)	909(912)	891(899)	879(892)	879(879)	862(879)	847(847)

(出所) PDIC年報および中銀ウェブサイトをもとに筆者作成。  
 (注) n.a.: 詳細不明。1998年以降の管財・清算金融機関合計は累計数。

二〇〇六年に法改正が行われ、新たなSPV設立に一年半、取引諸税の減免期間は二〜五年間延長された。二〇〇七年末に各種金融機関の不良債権比率は一〇%以下に低減(図2)、昨年末の全金融機関の同比率は四・五%であるが、近隣諸国では概ね三〜五年で一段落した不良債権処理に、一〇年を要する結果となった。

財務状況の改善や景気回復により、低迷していた銀行部門の融資残高は二〇〇三年から前年度比一〇〜二〇%台の増加を見ているが、図3より与信方針の傾向が読み取れる。第一に、産業部門向け融資の伸びは融資残高増と比較すると小さく、そして第二に、非自営業家計など個人向け融資と銀行間融資を含む金融仲介が大きく増加している。とくに前者は、海外労働者(以下OFW)送金を購入原資の一部とする自動車・住宅ローン残高の増加によるものと考えられる。なお、融資は銀行部門全資産のうち四割強を占める。融資以外の資産では、金融資産が全資産の二割強(うち八〜九割をフィリピン政府や国内企業が発行する債券と証券で保有)、現金や銀行間勘定等が約一五%を占める一方、証券投資は約二%であり、アジア危機以降、銀行部門は保守的な運用姿勢を維持してきたことが分かる(詳細は参考文献①を参照)。

## ●世界金融危機の影響と政府の対応

### ①海外投資と金融市場

前項で見たように、国内銀行部門はリスク低減・回避を中心とする資産運用を行っていたため、昨年末時点で配当からの減収が見られることを除くと米国発の世界金融危機には殆ど影響を受けていないようだ。中銀が昨年集約した情報によれば、国内金融機関の資産に占める仕組み商品への投資は約一%、サブプライム関連投資は同〇・二%未満だとされる。

一方、未発達かつ小規模とは言え、主要なプレーヤーが外資系証券会社やユニバーサル銀行である国内資本市場は海外投資家の影響を受けていると考えられ、二〇〇七年から変化が現れている点は興味深い(図4)。社債市場はアジア危機後も低迷しているため、発行市場の九五%を占める国債の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。景気回復や二〇〇四年頃から本格化した国内電力産業民営化への外資参加等を背景に増加傾向にあった投資資金の流入額は減少に転じ、債券投資額が大幅に縮小した。とくに顕著なのが米国資本の債券・株式投資であり、株式では約四五億ドル、債券は二億ドル強の流出超となった(他方、EU圏からの株式投資の大幅増は、七割(約三〇億ドル)を英国からの鉱業部門への資本参入が占めている)。さらに二〇〇八年

には、サブプライム問題が顕在化した九月以降から年末までの海外ポートフォリオ投資届出集計額は、株式投資を中心に一二億五千万ドル、最終的には約一八億ドルの流出超である。今年四月末までの累計は約二億ドルの流出超となっている(すべて中銀集計による暫定額)。

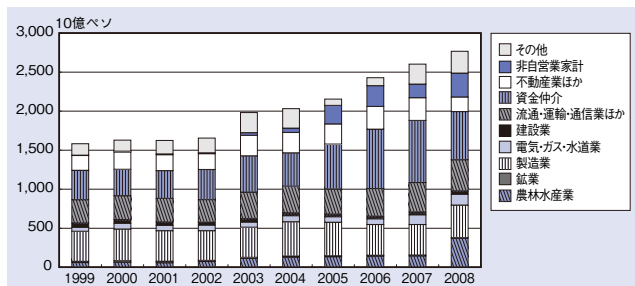
このような状況は、市況や指数にも表れる。アジア危機以降、二〇〇四年から売買株数と取引額が回復傾向にあったフィリピン証券取引所(以下PSE)の総合株価指数は二〇〇七年初から停滞し、同年四月から現在まで、前年比で二桁のマイナスが続いている(図5)。

### ②マクロ経済への影響と景気刺激策

数年前から拡大傾向にあったとは言え、アジア危機以前の市況に回復していなかった金融部門と比較すると、先進諸国の景気が及ぼす実体経済への影響は無視できない。フィリピンは主に電子・電気産業の中間財供給国として東南アジア地域の生産ネットワークに組み込まれ、なおかつ中東・アジア・欧米諸国等に年間百万人以上の労働者がOFWとして就労し、GDP約一〇%を占めるOFW送金額の多少が国内消費原資として重要であるからだ。

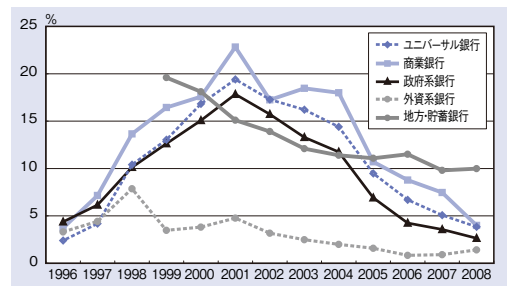
二〇〇八年前半まで貿易額およびOFW送金額は堅調に推移したが、同年末には国際収支が前年比約四〇%減、資本収支を加えた総合収支は同約八〇%減で二〇〇四年

図3 銀行部門の産業別与信残高 (各年末)



(出所) BSPウェブサイトより筆者作成。  
 (注) 2003年度まではユニバーサル・商業銀行のみを集計。2004年度以降は地方・貯蓄銀行も算入。

図2 銀行部門別の不良債権比率 (各年末)



(出所) BSPウェブサイトより筆者作成。  
 (注) 政府系金融機関: ランド・バンク、フィリピン開発銀行、アル・アマナ・イスラム銀行。  
 外資系金融機関: 国内営業中の4外資系銀行子会社除く。

失業増加が最も重要な課題となろう。アジア危機以降、一〇〜一〇%台が続いていた失業率は、統計定義の変更もあり二〇〇七年末には六・三%まで低下していたが、昨年末には〇・五%上昇し、今年一月の速報値は七・七% (失業者数二九〇万人) となった。政府は長年、海外就労の推進と併せて、製造業からIT関連産業、近年では事業外部委託 (BPO) を行う外資系企業の誘致によって雇用創出を図ってきた。しかし、世界的な景気後退による施設稼働率の低下や、企業間の合併・統合は金融部門に限らず進行しており、国内で操業している多国籍企業に昨年第

以来の低水準となった。年間一三〇万人強を送り出した結果、OFW送金額は約一六四億ドルと過去最高となったものの、中銀の予測額を下回った。これら送金の五割強が米国での就労者からであるため、同国の景気底打ちがOFW送金額と消費主導型のフィリピン経済 (IMFや世界銀行の二〇〇九年GDP成長率予測は〇・二%台後半) にとって何より肝要となる。今年度の送金額に関して中銀は昨年と同レベルを予測するが、二割減とする外資系金融機関もある。

国内では、経済規模の縮小による失業増加が最も重要な課題となろう。アジア危機以降、一〇〜一〇%台が続いていた失業率は、統計定義の変更もあり二〇〇七年末には六・三%まで低下していたが、昨年末には〇・五%上昇し、今年一月の速報値は七・七% (失業者数二九〇万人) となった。政府は長年、海外就労の推進と併せて、製造業からIT関連産業、近年では事業外部委託 (BPO) を行う外資系企業の誘致によって雇用創出を図ってきた。しかし、世界的な景気後退による施設稼働率の低下や、企業間の合併・統合は金融部門に限らず進行しており、国内で操業している多国籍企業に昨年第

四四半期から雇用調整の動きが出てきた。これを受けて、政府は今年度中の新たな国内失業者を二〇万人と予測している。アロヨ政権は対策として、①財政収支均衡の達成目標を二〇一〇年度から二〇一一年度に先送り、②六月末までの今年度前半に年間公共投資額七割の支出を目指し、一八万人の一時雇用を実現する公共投資増額と投資支出の迅速化、③契約打ち切り・終了による帰国OFWへの生活保護や職業訓練の提供と、労働雇用省内に国外での新たな雇用先を紹介する部署の設置、④国内企業からの解雇者に対する未払い給与の補填等からなる「経済回復プラン」に着手した。二〇〇九年度第一四半期を終了した時点での政府支出総額は昨年度並みであるが、予算項目別で投資支出は同比五九%の増加をみた。国際機関は前述プラン②に関する政府の対応を評価する一方、著しい景況悪化と五月から実施された法人税率引下げ (三五%→三〇%) による税収減、以前から問題視されている徴税パフォーマンスの停滞が、追加的政策が必要になった場合の財政上の制約となることを懸念している (例として参考文献②参照)。

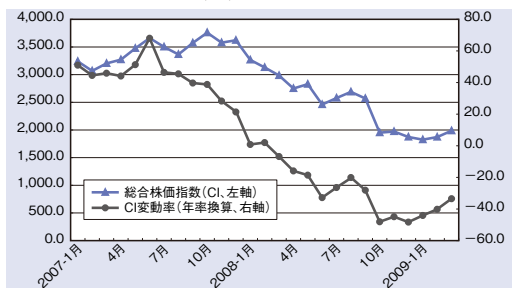
●経済・金融市場回復への三つのカギ

前項で述べた「経済回復プラン」は、過去数年度にわたり新規公共事業を差し止め、緊縮予算を執行することで二〇一〇年の財

政均衡を目指してきた政府 (とくに財務省) の姿勢に鑑みると、財政制約の厳しい状況下では積極的な施策だと評価できるだろう。また、図1に見られる二〇〇八年末での農業関連融資残高の増加 (前年比約四〇%増) は、同年前半における食料価格の高騰と、農業関連分野への融資増を推進する政府のイニシアチブが銀行部門に浸透してきたからだとも考えられる。

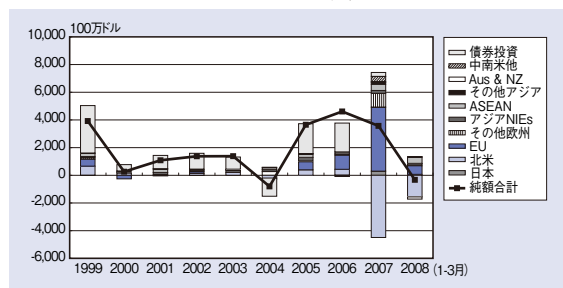
一方、雇用の悪化は政府予測を上回る速度で進んでいる。今年一月の月間失業者数は一〇万人にのぼり、政府の年間予想数の半分に達する。投資支出によるインフラ整備事業を確実に実行することで一時雇用を増加させるのは最低条件だが、先進諸国の需要回復ペースによっては今年度後半に、前出プランの③や④に関して追加的支出を検討する必要があるかも知れない。その際には、財政均衡目標のさらなる先送りや、大幅な税収増が見込めない現時点では、減少に務めてきた政府債務残高の増加を許容することも選択肢となるだろう。国内労働者の五割超はサービス業に従事しているが、政府が資金誘導を推進している農業とその関連分野での雇用割合も就業者数の三分の一を占め (工業部門の同比は約一五%)、同時に、既に非熟練労働者や不実業雇用 (潜在失業者) 者の四割を吸収している産業である。従って、サービス業や製造業からの解雇者を迅速に雇用できる余力は未知数だ。また、財政制約の観点からも国内産業への

図5 総合株価指数(CI)および変動率(2007年~2009年3月)



(出所) PSEおよび中銀ウェブサイトより筆者作成。  
(注) 2009年3月は速報値。

図4 海外ポートフォリオ投資 (中銀届出純額、各年末)



(出所) 中銀および国家経済開発庁ウェブサイトより筆者作成。

支援策には選択的にならざるを得ないため(実際、経済回復プランは失業対策中心であり、農業以外の産業支援としてはインフラ整備による間接的効果を期待しているのだろう)、前出プラン③で帰国OFWに新たな契約を提供するだけでなく、中期的展望を考慮するならば、とくに外資系企業に対して景気回復初期における雇用調整の是正や新規投資を誘引する投資環境を整えねばならない。アロヨ政権も、サブプライム問題が顕在化する直前の今年度初から五年間でGDP比四%に相当する投資支出を行うと発表した。この政策が維持可能か否かは、徴税実績と財務省の方針に左右されよう。

一方、直接金融市場がアジア危機後も数年前まで停滞したままであり、域内で回復が遅れている事態にも、理由がある。近隣諸国が危機後の振興策として発行・流通市場における取引諸税の削減に取り組んだのに対して、フィリピンでは、税収減を容認しない財務省が強く反対した。また、証券化や市場振興にも関連する会社更生法や証券規制法が未改正のまま、一〇年が経過した。その結果、市場取引コストと非効率性が相対的に高まり、危機直後に縮小した海外投資資金の戻りは遅れ、国内企業は、間接金融や発行金額と投資家数の上限を遵守すればSECへの届出のみで利用可能な私募債を愛好する傾向が続いた。さらに、SECが合併

や統合の促進を期待した証券会社の段階的資本増強が予定通りに進まず、市場で活発に売買するコストを負担できる国内資本が育成されない状況が定着し、市場もそれを甘受するという悪循環が継続している。

こうした状況を打開する可能性のひとつに、域内金融協力枠組みがある。ASEAN+N+3債券市場イニシアチブ下での市場制度共通化に参加するため、PSEは約五年振りに後場の再開を決定し、早ければ七月にも実行する。参加取引所間での売買注文の相互受け入れが第一歩だが、取引コスト統一に段階が進めば、前述の法改正は不可避となる。

以上のように、短期的な雇用対策後にいずれ政府が抱えるのは投資環境や関連整備などの中期的課題であるが、これらは、アジア危機直後に改革時宜を逸し、先送りされてきた課題でもある。そして、その改善を目指すときに国内経済・市場にとって重要なのは、三つの「外」—外資、海外就労者(と送金)、域内金融協力枠組み—であることが分かる。

● おわりに

フィリピンが過去一〇年間置かれてきた状況は、国内市場や資本が急速な拡大を見なかつた故の運と不運が混在している。危機は国内経済に甚大な影響を及ぼす一方、問題を抱えた部門を再構築する好機でもあるが、アジア危機直後の同国は、それを逃

してしまったとも言える。

今回も、来年五月に大統領選とミニシパリティ(日本の市町に相当)の長までを含む選挙(上院のみ全議席の半数を改選)が行われるため、法整備等の将来的課題を改善するには、政治的タイミングが良好であるとは言い難い。現行憲法は大統領の再選を禁じており、現職のアロヨ氏が退くだけでなく、町長レベルに至るまでの選挙活動が年内から事実上始まる。過去においても、実質的な選挙期間中には重要な法案のみならず財政出動や予算法案の議会審議が遅れがちになる場合が見られてきた。巷間で「一〇〇年に一度の危機」と呼ばれる現世界金融・経済危機に対する認識を強め、アロヨ大統領が任期終了間際まで議会や行政府に対するリーダーシップを維持すると同時に発揮できるか否かは重要である。また、次期大統領候補者たちがどのような経済政策や財政運営を指向しているのか、注視していく必要がある。

(かしわばら ちえ/アジア経済研究所 開発研究センター)

《参考文献》

- ① Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP), "Status Report on the Philippine Financial System," various issues, Manila: BSP.
- ② World Bank, "Philippine Quarterly Economic Update," various issues, Washington, D.C.: The World Bank.