

# 1980年代のフィリピンの金融自由化政策の評価

奥 田 英 信

## 第1節 本論の課題

一般に途上国の金融セクターの問題点として、a) 人為的低金利政策と金融機関業務分野規制による市場機能の非効率化、b) 少数の財閥・ファミリーグループによる金融市場の寡占支配、c) 政策・制度金融の運用における政治的圧力による非合理的資金配分、d) 当局の金融市場に対する監督の不十分、e) 未組織金融市場への依存とその非効率的資金配分、がよく指摘される。World Bank (1989) によれば、これらの問題の存在が金融部門の諸機能を制約し、その結果途上国では金融部門の機能不全が経済成長の阻害要因の1つとなっている場合が多いとされる。この問題の改善には、市場機能を阻害している金利規制・業務分野規制などの規制を排除することで市場機能の十分な実現をはかるべきだとするのが Mckinon-Shaw を代表とする金融自由化論<sup>1)</sup>の基本的考え方である。同論では同時に効率的で安全な金融システム的前提として当局による市場管理・整備の重要性が強調される。

1980年代に中期以降アジア諸国は目覚ましい経済発展を遂げたが、それを背景に1980年代後半から多くの諸国で金融自由化政策を基本とする金融部門改革が実施されてきている。フィリピンは1980年代初頭に他のアジア諸国に先駆けて金融自由化政策を開始した。しかし今日においてもフィリピンの金融部門の規模は小さく投資資金仲介機能は未だ不十分である。また同国の国内貯蓄率および金融資産蓄積は依然低水準で、限界投資産出係数(ICOR)でみた過去10年の投資の有効性も改善はみられない。更に同国の

預貸金は短期物が中心で長期資金の供給は低水準である。これらの金融改革については Cho and Khatkhate (1989), IMF (1991) など成功例を中心に多くのサーベイが行われてきた。しかし改革が十分に成功しなかったフィリピンのケースについては Okuda (1989), Lim (1990), Kosaka (1991) などを除いて包括的な研究は多くない。金融自由化開始以来10年を経た今日、その成果を振り返りその教訓を整理するのが本論の課題である。

- 1) Mckinon (1973), Shaw (1973) 参照。現在の世銀の金融部門に関する基本政策も同論に線に沿ったものである。

## 第2節 1980年代の金融部門構造調整政策の展開

1980年代のフィリピン経済は1980—82年期の規制緩和の進展期 (the period of deregulation), 1983—85年期の経済危機期 (the period of crisis) および1986年以降の経済危機からの回復期 (the period of recovery) の3期に分けられる。この3期間における金融政策・制度の推移を整理すると以下の通りである<sup>2)</sup>。

### 2・1 規制緩和の進展期 (1980—82年)

1980年代初頭、フィリピン経済は物価高騰、輸出伸び悩み、成長率低下に直面した。中央銀行は1980—82年期中に受容的 (accomodative) 金融政策を実施して国内需要の喚起を計ると同時に、IMF、世銀の助言も得て国内貯蓄動員と長期金融促進を目的とする一連の金融改革を実施した。

国内金融に関しては、長期資本供給円滑化・貯蓄促進・農村銀行の経営効率化を目標として、a) ユニバーサル・バンキング制度の導入 (1980年), b) 各種金融機関相互間の業務規制緩和, c) 銀行規模の拡大のための銀行必要資本額の引き上げ, e) 国内金利規制の緩和 (1981年6月に満期2年以上の貸出金利並びに貯蓄預金と定期預金の金利上限を廃止, 短期貸出の金利上限が1982年末に撤廃されたことをもって一応完了), f) 商業銀行の要求払い, 貯蓄, 定期の各預金の法定準則率の引き下げ (1980年から1981年末にかけて20%から16%に低下<sup>3)</sup>), が実施された。同時に政府財政大幅赤字のフェイ

ナンスを容易にするため財務省証券を中心とする政府債券の流通市場の整備が計られた。

1980年から始まった金融自由化は一方では財務体質の脆弱な金融機関の経営困難を招いた。1981年には華人実業家 Dewey Dee 海外逃亡事件をきっかけとして、最初短期金融市場で続いて銀行部門でも多くの金融機関が経営困難に陥り信用不安が発生した。中央銀行は工業基金(industrial fund)を設けて企業救済を行うと共に手形発行基準の強化などの適切な制度改革を実施したため信用不安はやがて沈静化に向かったが、国内に過剰流動性が滞留する結果ともなった。

対外金融については、為替レートは1982年の6月の大幅切下げを除いて事実上固定されていた。このため同国の対外金融は輸出低下と対外累積債務の元利支払い増加のために悪化し、外貨準備高は1981年から82年に大幅に減少した。

## 2・2 経済危機の期間(1983—85年)

1983年後半にベニグノ・アキノ氏暗殺(8月)など政治社会情勢の混乱が深まり海外資本の引き揚げが急速に進むと、短期資本借入によって維持されてきた同国外為金融は一挙に逼迫した。同年5月から10月にかけてのペソ切下げ(対ドルレートで約34%)にも拘らず同国の金・外貨準備は10月には5億ドルに低下し、10月中旬には為替市場が封鎖されフィリピン政府は外国民間銀行に対して貿易信用を除く対外債務の元本返済の繰延を要請することとなった。国際収支危機に対処するため中央銀行は一層の為替切下げと外貨集中管理制による外貨優先順位付選別割当を実施した。

国内に滞った海外借入残高の累積と為替切下による輸入物価上昇によって、翌年にかけてハイパー・インフレーションが発生した。中央銀行は対外不均衡是正とインフレーション抑制を目標として金融引き締め政策に転じ、短期預金法定準備率の引上げおよび短期中央銀行証券(Jobo Bill)による積極的売りオペを実施した。しかし金融引き締めと政治社会不安により生涯・投資水準は大幅に低下し景気が後退すると、金融不安が発生し金融機関の倒産が

多発した。このため金融機関に対する緊急融資及び当座貸越などの金融引き締め政策と逆行する金融機関救済特別措置も実施された。

為替制度面では、1984年10月中旬には商業銀行の外国為替保有と市場レートでの相互間取り引きが可能となり、為替レートは事実上市場で決定されることとなると共に公式および非公式為替レートの格差が縮小し為替レートの安定化が進んだ。同年12月以降、同国の外国為替市場はIMF基準のインディペンデント・フロート制に正式に移行した。1985年8月に民間銀行の外貨保有可能額の上限規制が撤廃されるなど一層の自由化が進み、為替レートはほぼ完全に市場決定に任されることとなった。

中央銀行の引き締め政策により1985年末には漸く経済情勢は改善に向かい、国際収支改善、外貨準備の増加、対外支払いの開始、為替レートの安定回復、インフレーションの沈静化が実現した。また1984年末にはIMFとの交渉も漸く妥結し国際金融機関からの融資が再開される運びとなった<sup>4)</sup>。国際金融機関からの融資再開を受けて、民間金融機関融資および貿易金融も再開されることとなった。

### 2・3 経済危機からの回復期（1986年以降）

経済情勢が回復軌道に乗った1986年からは金融緩和が実施され、a) 長短預金の法定準備率引下げ、b) 銀行貸出規制緩和、c) 再割引率の引下げが行われた。同時にTBによる公開市場操作を新たな金融政策手段とする目的で中央銀行借入証書のTBへの変換が進められた。

1987年からは再開された世銀融資の支援を受けて、a) 政府系金融機関の経営改善民営化プログラム、b) 農村銀行等の小規模銀行の経営改善プログラムが進行した。これらは経済復興に要する十分な資金の動員と政府部門の財政赤字ファイナンスに伴う金融市場への悪影響を改善することを目指したもので、「金融的深化」を目指した1980年代初頭の金融自由化政策を補完するものである。

対外経済面でも変動為替相場制度の下で対外取引の一層の自由化が実施された。1986年には資本財輸入資金海外制度が廃止され、翌年には外貨預金の

認可、輸入関税の引き下げ、1978年制定の関税・税関諸規則の項目改正、国内居住者の海外旅行持出資金額の上限引上げなど多くの規制緩和が実施された。経済情勢の順調な回復が進む中で対外債務の返済繰延交渉も進展し、1986年8月には債務-株式交換プログラムの導入により債務の軽減と同時に長期の株式投資を実現する道が開かれた。更に外団為替規制緩和措置として1992年1月からは資本取り引きの全面自由化が実施されることとなった。

- 2) 金融政策・制度の変化については Lim (1990), 松岡 (1984), Rosario (1989), Usigan (1989) を参照のこと。
- 3) 同期間中に貯蓄銀行・農村銀行の金融機関の法定準備率は1%程度上昇したが、その預金残高は商業銀行に比べて遥かに小額である。
- 4) 第17次 stand by credit 取決めが1984年12月IMF理事会で承認された。

### 第3節 1980年代の金融部門構造政策の成果

持続的経済成長が実現するには貯蓄主体から投資主体に向けて貯蓄資源が円滑に移転されかつ適切に配分される必要があるが、この貯蓄資金の移転・配分を担うことが経済成長における金融部門の主要な役割である。寺西(1990)によれば、金融部門は貯蓄資源の移転・配分に係わることによって、以下の3つの機能を通じて経済成長の促進に貢献することができると考えられる。第1の可能性は金融部門による「貯蓄資源の動員機能」を通じるものである。即ち、金融部門の発達と金融貯蓄手段の多様化は、貯蓄意欲を高め経済成長に不可欠の国内貯蓄資源の動員を改善する効果があると考えられる。第2の可能性は、金融部門による「移転資金の効率的配分機能」を通じるものである。即ち、動員された貯蓄資源が組織化された金融市場を通じて配分されれば、仲介コストが節約されより生産的な投資目的に配分されることによって経済成長の向上に寄与すると期待される。第3の可能性は、金融部門の「資金の期間転換機能」を通じるものである。経済成長の中核となる近代工業の導入・育成には長期資金の存在が不可欠とされるが、金融部門の発展はその期間転換機能を高めて、長期資金供給の拡大に役立つと考えられる。

表1 貯蓄関数の推定結果

	定数項 (C)	実質GNP (RY)	1人当実質 GNP成長率 (RRPY)	実質 利子率 (RTR)	実質 海外金利 (UXR)	ダミー 変数 (D)	$\bar{R}^2$	D-W
実質国内貯蓄 (RS)	-3.47 (-1.23)	0.19 (5.40)	0.13 (0.82)	0.00 (0.10)	-0.15 (-2.21)	-7.5 (-6.57)	0.8064	2.4824
実質民間貯蓄 (RPCS)	-1.91 (-0.87)	0.12 (4.64)	0.30 (2.37)	0.01 (1.17)	-0.13 (-2.49)	-4.70 (-5.25)	0.8832	2.4733

次に第1の議論に基づき、金融自由化政策の効果を「貯蓄動員機能」、「資金配分機能」、および「期間転換機能」について検討しよう。

### 3・1 金融自由化と貯蓄動員機能 (1)：国内貯蓄率への効果

ハロッド=ドーマーの基本方程式によれば、他の条件が等しければ貯蓄率  $s$  の上昇は成長率を増加させる。金融自由化論によれば、人為的低金利政策を廃止して本来の市場均衡水準まで金利を上昇させれば、貯蓄が拡大し投資が拡大し成長率が高まるはずである。

1970年から1988年までの年次データを用いて貯蓄関数の単純な回帰分析を行った結果が(表1)である。ここで我々の関心は各係数の符号にあるので、表では各説明変数に関する  $t$ -値のみ表示してある。貯蓄は所得と消費の残差として定義されるが、海外への非公式の資産流出が頻繁に観察される途上国では、公式の統計上の貯蓄額は真の貯蓄額よりも過少に記録されることになる。いま公式に記録される所得、消費、投資、輸出、輸入を各々  $Y, C, I, X, M$  とし、輸出の過少申告分、輸入の過大申告分を各々  $x, m$  とする。このとき真の所得を  $Y_r$  とすると、輸出の過少申告ないし輸入の過大申告の形態で非公式の資産流出が行われている場合、次の事後的関係が成り立つ。即ち真の所得は記録上の所

$$Y_r = C + I + (X - x) - (M - m) = Y + (x + m)$$

得より輸出入の不正申告分  $(X + m)$  だけ大きい。従って公式統計上の貯蓄を  $S = Y - C$  また真の貯蓄を  $S_r = Y_r - C$  とすると、 $S$  と  $S_r$  との関係は下記の通りである。

$$S = Y - C = \{Y_r - (x + m)\} - C = S_r - (x + m)$$

ここで真の貯蓄  $S_r$  は恒例所得と国内金融資産収益率の関数であるとしよう。また輸出入不正申告分  $(X+m)$  は海外収益率の減少関数とする。このとき実質貯蓄推定式は、これらの説明変数の線形関数として(2)式のように設定しよう。

$$(2) \quad S = C + c_1 \cdot RY + c_2 \cdot RRPY + c_3 \cdot RTR + c_4 \cdot RUXR + c_5 \cdot D$$

ここで  $(RY)$ ,  $(RRPY)$ ,  $(RTR)$ , は各々実質 GNP, 1人当り実質 GNP 成長率, 実質定期預金金利を表し, 実質所得, 非恒常所得の増加速度, 国内金融資産収益率の代理変数とし用いられている。 $(RUXR)$  は現地通貨建換算したアメリカ財務省証券の実質利回りで海外資産収益率の代理変数である。また  $(D)$  は外生的経済変動を代理するダミー変数である。(2)式の係数については, 恒常所得仮説から  $c_1$  と  $c_2$  は正, また  $(X+m)$  は海外金利が高くなるほど増加すると予想されるから  $c_4$  負と予想される。さらに金融自由化論によれば貯蓄は利子率の増加関数であるはずだから,  $c_3$  は正と期待される。

実質国内貯蓄  $(RS)$  および実質民間部門貯蓄  $(RPCS)$  は実質 GNP と統計的に有意な正の相関を持つ。また1人当り実質 GNP 成長率の影響をみると, フィリピンの実質国内貯蓄を除いて貯蓄水準に対して正相関が統計的に高い優位水準で観察され, GNP の成長率が上昇すると非恒常所得が増加して貯蓄水準が上昇するものと考えられる。しかし実質国内貯蓄および実質民間部門貯蓄は双方とも実質国内預金金利と統計的に有意な相関がみとめられない。他の条件が等しければ国内金利の上昇が貯蓄を拡大させるとはいえず, 金融自由化論の前提は統計的裏付けが得られない。ここで興味深いのは貯蓄水準と実質海外金利との間に負の相関関係が観察され, 海外資産の収益率が上昇すると国外への非公式な資金流出が発生することを示唆されることである。回帰分析ではダミー変数が実質貯蓄および実質民間部門貯蓄と負の相関を持ち, 同国の「危機の期間」の経済混乱の悪影響が残存していることを示唆している。

### 3・2 金融自由化と貯蓄動員機能 (2) : 金融貯蓄水準への効果

表2 貨幣・預金需要関数の推定結果

	定数項 (C)	実質GNP (RY)	物価上昇率 (RP)	名目定期 預金金利 (TR)	名目海 外金利 (UXR)	ダミー 変数 (D)	$\bar{R}^2$	D-W
実質貨幣量 (RM)	2.70 (3.36)	0.07 (5.68)	0.01 (0.40)	-0.16 (-2.62)	0.01 (0.96)	-1.17 (-3.89)	0.7031	1.7985
実質準備貨幣量 (RQM)	-7.86 (-3.76)	0.22 (6.36)	-0.05 (-1.22)	0.12 (0.82)	-0.05 (-0.31)	1.14 (1.40)	0.8946	0.8339
実質貯蓄預金量 (RSD)	-2.11 (-1.82)	0.12 (7.80)	-0.04 (-0.82)	0.22 (0.80)	-0.03 (-0.53)	1.26 (2.25)	0.8563	1.2736
実質定期預金量 (RTD)	-11.39 (-5.94)	0.16 (4.24)	-0.01 (-0.35)	0.58 (4.02)	0.08 (0.39)	-2.98 (-2.73)	0.9151	1.1084

貯蓄水準と実質金利水準との間には明確な正相関が見出だせない。しかし金利規制由化の効果としては、実質金利の上昇による貯蓄率の改善というフロー効果だけでなく、未組織金融市場から組織金融市場への資金シフトというストック効果も期待される。途上国の組織金融市場の中心は間接金融市場の中核である銀行部門である。組織金融市場への資金のシフトは途上国の銀行預金などの残高の増加として把握できよう。

1970年から1988年までの両国の年次データを用いて簡単な資産需要関数の推定を行った結果が(表2)である。資産選択理論によれば、金融資産の需要額は、各種資産の期待収益率とその分散を所与として、資産保有者の総資産額と各種資産の実質期待収益率の関数として表される。いま実質総資産額の代理変数として実質GNP(RY)を、また国内の実物資産への投資収益率の代理変数として消費者物価上昇率(RP)を用いることとする。国内の代表的金融資産の金利として貯蓄性預金名目金利(SR)、満期90日の定期預金の名目金利(TR)、海外資産の代表的金利水準として満期91日の米国財務省証券の現地通貨建名目利回り(UXR)を使用する。このとき両国の国内金融資産*i*の実質需要額( $D_i$ )の推定式として、(3)式のような需要関数を設定しよう。通常、資産*i*の実質需要額は所得および自己の収益

$$(3) \quad D_i = C + c_1 \cdot RY + c_2 \cdot RP + c_3 \cdot TR + c_4 \cdot RS + c_5 \cdot UXR + c_6 \cdot D$$

率の増加関数、その他の対代替的な内外金融資産の名目金利の減少関数、実物資産保有の機会費用を代理する消費者物価上昇率の減少関数と考えられる。

またフィリピンに関しては、1984年以降について金融資産需要に対する経済危機の後遺症を示すダミー変数 ( $D$ ) を用いており、係数  $c_6$  は負と想定される。

狭義の貨幣の実質需要 ( $RM$ )、貯蓄性預金実質需要 ( $RSD$ )、および定期預金実質需要 ( $RTD$ ) は資産保有額の代理変数である実質GNPと正の相関関数が観察され統計的にも高い有意水準を満たしている。物価上昇率と各資産需要との関係を見ると、概ね負の相関がみられるが統計的有意水準は必ずしも高いものではない。定期預金金利は、現金と要求払預金の合計である狭義の貨幣実質需要とは負の相関がまた定期預金実質需要とは正の相関が観察される。これらの相関関係は統計的に高い有意水準を満たしており、狭義の貨幣と定期預金との相互間で需要代替関係が認められる。金融資産全体の需要に対する金利の影響を検討するために広義の貨幣需要 ( $RQM$ ) の回帰分析結果を見ると、定期預金金利と有意な相関は認められない。これにたいして物価上昇率は両国で資産需要全体と負の相関が観察される。以上の結果からみると、国内資産の名目金利の変化は国内金融資産相互間で需要シフトを引き起こすが、資産総額への影響は互いに打ち消し合って限定的なものと考えられる。しかし物価上昇率の変化は金融資産全体の残高に大きな影響を持っており、実質金利の上昇は金融自由化論の想定するように金融資産需要を拡大すると考えられる。

我々の分析では、海外金利は個別の資産需要に大きな影響を与えていない。しかし、Okuda (1990) によれば、金融資産全体の需要に対して海外金利の水準が無視できない影響を与えているとしている。一般に規制金利の下で国内金融資産需要を拡大し組織金融市場への資金調達を改善するには内外金利格差に配慮した金利設定が必要である。内外資産間で需要シフトが存在するなら、海外への資産流出を防止し国内組織金融市場を発展させるために金利自由化が不可避であったと考えられる。

### 3・3 金融自由化と資金配分機能 (1)：投資効率の改善

金融自由化論によれば、金利自由化は金利機能に基づく投資資金の配分を

表3 金融機関資産残高の対GNP比率

(単位：%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
銀行部門総計	71.4	74.5	79.0	89.4	74.4	66.1	49.5	47.0	47.7	49.8
商業銀行	54.6	56.6	59.3	67.6	56.9	49.6	43.1	40.9	41.6	43.7
貯蓄銀行	4.0	3.8	3.8	4.3	2.8	2.5	2.9	2.8	3.0	3.4
農村銀行	2.1	2.2	2.4	2.5	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
政府特殊銀行	10.6	11.9	13.5	15.0	13.0	12.5	2.0	1.9	1.7	1.4
非銀行部門総計	22.3	20.8	22.1	24.3	18.1	17.9	18.4	17.3	15.9	15.7

(出所) Central Bank of the Philippines, *Annual Report Statistical Bulletin*, 各号.

実現し資金配分の効率を高める。次に金融自由化の実施によって投資資金の配分が実際に効率的となったのかどうか、検討したい。

投資の効率性を論ずる場合、その比較的簡単な指標として限界資本産出係数が言及されることが多い。事後的 *ICOR* の変化は投資が現実にとどれだけ有効需要の期待される分野に投下されたのかという投資の有効性を示す指標である。Okuda (1990) によれば、フィリピンの *ICOR* は1970年代末から1980年代初頭にかけておよそ5程度の水準であったが、その後急速に悪化し1984年には20を超えるに至った。経済危機からの回復後1986年以降は再び両国の *ICOR* はほぼ3から4の水準で推移している。金融自由化論によれば、金利自由化は資金の配分効率を高め成長率改善に寄与するはずであるが、フィリピンでは投資の効率は改善しなかったのである。

1980年代に金融市場の貸出がどの金融機関を通じてなされたのか、金融機関別の貸付残高シェアで示したのが(表3)である。同図によれば、商業銀行の規模が圧倒的に大きい。政府金融機関の貸出シェアが1970年代後半から上昇し1984年をピークとして急減していることは興味深い。1980年代初頭に政府金融機関貸出が増加した主要な理由は、当時経営不良に陥った企業を救済するためにフィリピン開発銀行による出資・融資が増加したためである<sup>5)</sup>。フィリピンでは金融自由化政策実施後、逆に非市場的な政府金融機関貸付が増加し、市場機能による投資資金配分の実現は不十分なものに止まっ

表4 フィリピン商業銀行与信残高：産業別内訳（構成比％）

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
農業	15.6	12.9	12.9	13.3	8.1	10.8	16.0	12.0	11.8	8.4	8.6
鉱業	9.5	8.2	9.9	11.8	16.5	10.5	8.9	7.1	7.5	7.5	5.4
製造業	35.0	30.5	30.5	31.8	27.6	25.0	26.2	40.0	40.1	42.7	43.1
建設業	3.5	4.7	5.2	5.2	6.1	7.1	4.4	3.1	1.7	1.4	2.0
公共事業	0.8	1.1	1.1	0.5	2.1	1.8	1.2	0.8	0.6	0.7	0.5
商業	14.5	18.0	16.9	13.1	17.4	16.1	16.5	14.6	16.1	16.0	17.0
運輸業	2.5	3.2	3.5	3.5	4.1	4.2	3.7	3.6	3.8	4.9	4.2
金融業	10.3	12.3	10.8	11.6	9.9	16.5	15.6	10.5	11.0	8.7	8.6
不動産業	3.0	4.4	4.2	3.7	4.0	3.0	2.4	2.6	2.8	3.3	4.7
サービス業	5.2	4.8	5.0	5.6	4.0	4.9	5.1	5.6	4.5	6.3	5.9
与信残高	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

（出所）表3に同じ。

た。同国において政府金融機関の役割が縮小されたのは、経営再建のために政府金融機関の不良債券償却が実施された1980年代後半になってからであった。

商業銀行の分野別貸出残高シェアの変化を示したのが（表4）である。一般的にみれば、製造業・農業・鉱業・建設業部門への貸出が比較的多い。しかし投資効率の悪化した1980年代前半にシェアを拡大したのは鉱業、建設業および金融サービス業で、製造業向け貸付シェア1980年代中頃にかけては低下傾向にあった。この時期は第5次5ヶ年計画期間に当たり、政府主導で大規模な鉱業開発、インフラ整備が実施された時期に該当することは示唆的である。同国の資金配分の変遷を見ると、1980年代後半にはいってむしろ市場本来の資金配分に戻ったと考えられる。

### 3・4 金融自由化と資金配分機能 (2)：金融仲介の効率化

金融自由化は金融機関相互の競争の促進を通じて、金融仲介効率を改善するとされている。しかしフィリピンでは金融自由化が実施された1980年代を通じて金融仲介の効率化が実現したとは必ずしもいえない。（表5）は同国の主要預貸金利の推移を示したものであるが、1980年代中期以降預金利差が縮小してきているとはいえない。むしろ金融自由化後の特徴として、各種預

表5 フィリピン主要金利動向

	貯蓄預金 金利	定期預金金利		貸出金利 (有担保)
		短期	60日	
1981	9.8	15.3	ma	17.1
82	9.8	14.1	15.0	18.2
83	9.7	13.7	14.9	19.3
84	9.9	23.2	22.3	26.7
85	10.8	21.8	21.3	28.2
86	8.0	12.3	12.3	17.3
87	4.5	8.4	9.5	13.3
88	4.1	11.0	12.8	16.0
89	4.4	16.0	16.2	19.5
90	5.0	20.6	21.4	24.3

(出所) 表3に同じ

表6 仲介コスト指標

(単位：%)

	MMR(注1)	II(注2)	II/MMR	法定準備率
1983年I	14.40	2.92	0.20	18.00
II	15.39	3.57	0.23	19.92
1984年I	18.00	5.34	0.30	23.33
II	28.87	10.37	0.36	24.00
1985年I	25.76	8.91	0.35	24.00
II	16.20	4.37	0.27	22.67
1986年I	14.41	3.47	0.24	22.67
II	10.36	1.63	0.16	21.17
1987年I	8.16	0.77	0.09	21.00
II	10.40	1.62	0.16	21.00
1988年I	11.93	2.24	0.19	21.00
II	13.05	2.70	0.21	21.00
1989年I	13.27	2.79	0.21	21.00
II	17.16	4.22	0.25	20.42
1990年I	18.74	4.94	0.26	20.67
II	22.53	6.87	0.30	21.83
1991年I	21.17	7.31	0.35	25.00

(出所) フィリピン中央銀行資料

(注1) Old Manila Reference Rate 全満期平均(%)

(注2) Intermediation Index = 実行資金調達費用 - MMR

表7 フィリピン商業銀行預金・貸出：満期別構成比

(単位：%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
要求払預金	17.6	18.1	12.8	16.5	11.3	10.3	14.2	14.5	11.8
貯蓄預金	31.7	34.1	35.9	35.2	35.1	39.4	51.4	54.1	55.2
定期預金	50.7	47.8	51.3	48.3	53.6	50.4	34.4	31.4	32.9
預金総額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
当座貸越貸出	13.5	12.3	9.5	9.4	7.1	9.2	12.7	18.6	17.7
短期貸出	64.6	61.1	59.5	60.0	53.8	57.1	56.4	53.8	52.0
中期貸出	10.0	17.3	18.1	15.1	24.3	16.8	18.1	22.3	21.5
長期貸出	11.9	9.3	12.9	15.5	14.8	16.9	12.8	5.3	8.8
貸出総額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) フィリピン中央銀行資料。

金金利の格差が拡大している。その原因を「金融機関の独占的市場支配に基づく金利差別化」に求める説が有力である<sup>6)</sup>。

金融仲介コストをさらに悪化させているのが、法定準備率の引上げなど制度的要因である。これらのコストの大きさを示す指標として、同国中央銀行は仲介指標(intermediation index)を発表しているが、それを纏めたのが(表6)である。同表によれば、マクロ経済の安定化のために金融の引き締めが断続的に実施されてきたため仲介コストが上昇し、金融自由化に逆行する結果となってきたことを示している。

### 3・5 金融自由化と期間転換機能：資金の長期化

経済発展における長期資金の重要性はしばしば指摘されるが<sup>7)</sup>、金融自由化によって資金が長期化する必然性はない。次にこの点に関してフィリピンの自由化政策の成果を簡単に触れておこう。

長期資金を調達するには、資本市場で株式・長期債券を発行するか、金融機関から長期借入を行うかの2つの方法がある。第2節で明らかにしたように、フィリピンの長期資金としては金融機関からの長期貸付がより重要である。(表7)で明らかのように、1980年代初頭にフィリピンの商業銀行貸付は長期化が進んだが、その後の経済混乱によって貸付は再び短期化した。金融機関

の長期資金供給能力は、どれだけ長期の原資を調達できるかに大きく依存する。によれば、預金構造は1980年代初等までは長期化が進んだが、経済危機後には定期預金残高が急減するなど短期化が顕著になっている。同国の金融自由化は不安定なマクロ経済情勢の下で、資金の短期化をもたらす結果に終わっている。

- 5) Lim (1990) 参照。この点に関してマルコス・クローニーの企業の存在がしばしば指摘されるところである。
- 6) 代表的な論文としては、Tan (1990) がある。
- 7) 例えば、寺西 (1990) を参照。

#### 第4節 覚書き

最後にフィリピン金融自由化政策の成果と教訓を簡単に整理しておきたい。

1. 我々の簡単な推計によれば、貯蓄水準に与える国内金利要因の影響は不明確である。従って、単純な金融自由化論が主張するように、金利規制を撤廃し預金金利を上昇させれば貯蓄が増加するという議論には疑問である。しかし推計によれば海外金利の上昇はフィリピンの貯蓄水準を低下させる。これは両国で国内資産と海外資産との相互間に資産代替関係が存在し非公式ルートで資産移動が発生しているとも解釈できる。従って国内金利規制の廃止によって金利を市場決定に委ねれば、内外金利差の縮小を通じて国内貯蓄を高める効果が期待できる。

2. 金融資産需要の推定によれば、国内資産需要は国内金利の変化に敏感に反応する。上述したように国内金利上昇が貯蓄水準を増加させる効果は明確でないが、金利上昇は銀行預金など国内金融資産の需要を高める。この意味で、金利規制廃止による預金金利上昇は、組織金融市場への国内資金の吸収を高める効果があったと考えられる。また預金金利が上昇するとき、貯蓄率の低下にも拘らず組織金融市場への資金吸収が進んだ事実は、途上国における金利自由化が未組織金融市場からの資金シフトを発生させることを示唆している。

3. 金融自由化論によれば市場決定金利の導入は投資資金の配分の効率を高め、投資効率が改善するはずである。しかし80年代のフィリピンの投資効率の変化にはそのような傾向は見られなかった。これはフィリピンの金融自由化が政策金融の拡大を伴うなど極めて不徹底なもので、金融機関の融資配分に不適切な政府開発計画の影響が強く作用し、その配分を歪めた結果と考えられる。

4. フィリピンの銀行部門の預金貸付は80年代中期から急速に短期化が進んだ。逆に同国の投資効率は80年代後半に改善がみられた。しかし資金の短期化の投資効率への影響は単純には判定できない。80年代初期の長期貸付のうちにはフィリピン開発銀行を中心とする政府主導開発部門への長期融資・出資の集中も反映されている。これらの融資の多くは87年に不良債権として政府移管されており、健全な長期資金需要に対応したものではなかったと見られる。逆に80年代後半の投資効率の改善は、景気回復に伴う遊休設備の稼働率回復によるところも大きく長期融資の水準とは関係の薄い現象と考えられる。

#### 参 考 文 献

- [1] 橋田篤毅 「フィリピンの産業開発金融」(伊東和久編 『発展途上国の産業開発金融』 アジア経済研究所 1983年)
- [2] 松岡潔 「フィリピン金融政策・制度と商業金融機関」(松岡潔編 『東南アジアの金融政策と産業金融機関』 アジア経済研究所 1984年)
- [3] 森沢恵子 「IMF・世銀の経済調整計画とマルコス体制—フィリピンの1983~84年対外債務危機をめぐって—」(『季刊経済研究』 第8巻第2号 1985年秋)
- [4] 寺西重郎 『日本の経済発展と金融』 岩波書店 1982年
- [5] Kosaka, Akira, "Financial Development in the Philippines in the 1980s," Southeast Asian Studies, Vol. 28 No. 4, March 1991
- [6] Lin, Joseph Y., "The Philippine Financial Sector in the Eighties," mimeo. prepared for UNCTAD, 1990
- [7] Makinon, Ronald I., *Money and Capital in Economic Development*,

- Washington D. C., Brookings Institution, 1973
- [8] Okuda, Hidenobu, "Financial Factor in Economic Development," *Developing Economy*, Vol. 1 XXVIII, No. 3, September 1990
- [9] Rosario, L. C., "Monetary Policy in the Philippines, 1941-1988," *CB Review*, Vol. XLI No. 1, January 1989
- [10] Shaw, Edward S., *Financial Deepening in Economic Development*, New York, Oxford University Press, 1973
- [11] Tan, Edita, "Bank Concentration and the Structure of Interest," *Discussion Paper* No. 8915, University of the Philippines School of Economics, October 1989
- [12] Tseng, Wanda and Robert Corker, "Financial Liberalization, Money Demand, and Monetary Policy in Asian Countries," *Occasional Paper* No. 84, International Monetary Fund, July 1991
- [13] Usigan, B. A., "The Evolution of Philippine Exchange Rate Policies," *CB Review*, Vol. XLI No. 1, January 1989
- [14] The World Bank, "Financial Systems and Development," *Policy and Research Series* No. 15, The World Bank, 1990
- [15] Cho, Yoon-Je and Deena Khatkhate, Lessons of Financial Liberalization in Asia, Comparative Study, *World Bank discussion papers* No. 50, 1989

(一橋大学専任講師)