

フィリピンの金融システムとマクロ経済の安定性*

高 阪 章**

Macroeconomic Stability and the Financial System in the Philippines*

Akira KOHSAKA**

The purpose of the present paper is to examine how the financial system of the Philippines has become vulnerable in the process of interaction with such macroeconomic policies as monetary and fiscal and exchange rate policies during the crisis in the 1980s, and then to search for the key aspects to be tackled in order to rebuild the system into a sounder and more robust one.

We ensure that a vicious circle has operated through the past two decades. Government intervention in the financial system repressed its function with various forms of regulations. When the resulting cumulative distortions in the system led to financial crises, the intervention took the form of "relief," which generated more serious moral hazard, imposed heavier costs on government finance and then led to macroeconomic instability, i.e. domestic as well as external imbalances. This instability has made the financial system more and more vulnerable.

Then we argue that, in order for the Philippines' financial system to work out its essential function, it is indispensable to establish fiscal discipline not to "socialize" commercial risks, to promote private financial intermediation through improved protection of depositors and strengthened surveillance of financial institutions, and, finally and most importantly, to maintain the macroeconomic stability.

I は じ め に

経済発展過程における国内金融システムの役割は、希少な国内貯蓄資源を効率的に動員し、それらを収益性の高い投資機会に配分することにある。このために、どのような金融システムが望ましいのかについては、市場メカニズムと公的規制の相互補完的組合せをめぐってさまざまな議論が展開されている（たとえば、World Bank [1989a]）。1980年代におけるフィリピンの金融改革もこれらの論調と無関係ではあり得ない。

フィリピンは1980年前後の「外生ショック」によって大きな負の影響を受けた国の一つである。それはまた、同国の金融発展の過程にも重大な傷跡を残した。けれども、1980年代の同国

* 本稿は、先にアジア経済研究所に提出した、同総合研究部研究プロジェクト「発展途上国の経済発展と金融システム」の最終報告書の一部に加筆・修正したものである。

** 京都大学東南アジア研究センター；The Center for Southeast Asian Studies, Kyoto University

の金融市場における混乱は、むしろ国内要因にその根を求めることができる。とくにフィリピンの場合、金融市場の発展は、金融政策、財政政策、為替政策などマクロ経済政策と切り離しては論じられないことが重要である。¹⁾ これらの点は、途上国においては珍しいことではない。ただ、アジア諸国の中では、経済危機につながるような形で、この側面が肥大、重症化したのはフィリピンだけであった。

本稿では、経済危機の中で明らかになってきた金融システムの弱点が、財政金融政策、為替政策などの各マクロ経済政策との相互作用のメカニズムの中でどのような形を取ってきたのかを明らかにし、そこから、健全な金融システムを育成するためには何が必要とされるのかを追求するための糸口を探してみたい。Kohsaka [1991] では、マクロ政策と金融システムの相互作用のメカニズムの中で、マクロ政策の金融システムへのインパクトを検討するときに、公共部門の資金調達行動が一つの重要なリンクになることを強調した。ここでは、逆に、金融システムがマクロ政策の波及過程を左右するメカニズムを明らかにしてみたい。

本稿の構成は次の通りである。まず、第2節では全面的経済危機の背景となる1970年代までの金融システムの構造と特徴を論じる。続いて、第3節では、80年代初めの金融自由化が金融危機、債務危機への転化の過程でどのような意味をもっていたのかを検討する。第4節では、一連の危機管理＝調整政策が個別商業リスクを「社会化」していった過程を考察し、その最終的社会的費用がいかに大きなものであったかを明らかにする。最後に、第5節では、マクロ経済の動向と金融システムの変化の相互作用の動態的過程を金融資産蓄積を軸に考察し、第6節で政策インプリケーションについて触れる。

II 金融抑圧下の対外借入れ

II-1 金融システムの構造

フィリピンの金融システムでは、銀行貸出市場とマネーマーケット（短期金融市場）が活発である。これに比べると、株式市場、長期証券市場などの資本市場は他の ASEAN 諸国との比較でも未発達である。その原因は主として資金供給側にあるが、資金需要側の要因は、資本市場で資金調達の可能な主要企業にとって、資本市場を通じての「直接金融」は有利な資金調達手段ではなかったことに尽きる。まず、長らく実施されてきた金利規制のために、銀行貸出市場で融資を受けることのできる主要企業は低利の資金を利用することができた。つぎに、借入れ利子は費用として処理でき、税制上、借入れの方が自己資本による調達より有利であった。

1) この点については、Kohsaka [1991] で既に論じた。また、債務危機前後の時期におけるフィリピンの政治経済状況については、Dohner and Inthal [1989] が包括的、かつ詳細な分析を行っており、本稿もこの先行業績に負っている。

さらに、血縁関係に基礎を持つ企業グループは経営の公開を避けようとする。これらは、発展途上国一般にみられる現象であるといえる。

銀行貸出市場のもっとも重要な経済主体は商業銀行である。表1は金融部門の金融機関別資産構成を示したものである。金融部門を、決済手段を提供する銀行部門とそれ以外の非銀行部門に分けると、銀行部門には商業銀行・貯蓄銀行 (thrift banks)・政府特殊銀行・農村銀行 (rural banks) のカテゴリーがあるが、中でも商業銀行がほぼ一貫して大きなシェアを維持していることがわかる。非銀行部門は、投資会社などの民間金融機関と GSIS (公務員共済保険システム) などの公的保険からなる。

表1 金融機関の資産構成：1980～1990

(百万ペソおよび%)

	商業銀行		貯蓄銀行		農村銀行		政府特殊銀行		非銀行金融		総計	
	シェア		シェア		シェア		シェア		シェア		GDP 比率	
1980	144,489	58.32	10,558	4.26	5,642	2.28	28,136	11.36	58,945	23.79	247,770	93.60
1982	198,865	58.63	12,586	3.71	8,136	2.40	45,428	13.39	74,154	21.86	339,169	99.58
1984	299,226	61.41	14,968	3.07	9,023	1.85	68,540	14.07	95,480	19.60	487,237	90.15
1986	264,635	63.45	17,652	4.23	9,350	2.24	12,447	2.98	112,998	27.09	417,082	66.51
1988	342,312	65.43	24,933	4.77	11,018	2.11	13,791	2.64	131,089	25.06	523,143	63.34
1990	539,708	67.61	36,833	4.61	13,862	1.74	18,504	2.32	189,329	23.72	798,236	70.65

出所：National Statistical Coordination Board, *Philippine Statistical Yearbook*, 1991.

もっとも、同表から、経済活動水準 (GDP) との比較でみたとき、金融機関資産規模は1980年代半ばに大幅な低下を経験していることがわかる。そして、その水準は1990年に至っても依然として1980年の水準を回復していない。その理由については後に詳しく検討する。

金融機関にとって、マネーマーケットは流動性調節の場というよりは恒常的な資金運用先であるか、同調達先であるかのいずれかであった。他方、非金融企業部門では、同マーケットは銀行融資を受けることのできる優良借り手 (主要企業) にとっては限界的資金源であり、それ以外の、銀行貸出市場にアクセスのない企業主体にとっては主たる資金源となっている。銀行間コールマネー、手形 (promissory notes)、現先、コマーシャルペーパーなどが取り引きされ、1970年代前半には金融規制の網の目をくぐって急成長した。投資会社など非銀行金融機関 (後には金融会社、商業銀行も参入) の発行する手形、現先、CP など「代替預金 (deposit substitutes)」は金利規制を受けなかったため、70年代半ばにはその残高が銀行の貯蓄性預金に迫るほどで、明らかに同預金を代替した。もっとも、その後、代替預金についても金利・必要準備率・取引税などに関する規制が強化されたため、その重要性は相対的に低下した。

II-2 抑圧された金融システム

1970年代のフィリピンの金融システムは典型的な「金融抑圧 (financial repression)」状況にあった。²⁾ すなわち、まず、高インフレのもとでの金利上限規制は実質金利を大きくマイナスにしたので金融仲介機関への預金動員はほとんど完全な停滞状況にあった。高インフレの下では、銀行預金の実質金利が大きくマイナスであれば、人々がその貯蓄を銀行預金の形態で保有するインセンティブに乏しい。人々はインフレに対して相対的に有利な、宝石・貴金属、土地などの耐久財、または、金利規制を受けない高利のヤミ金融などの非制度金融資産の形で貯蓄を保有しようとするであろう。

実際、例えば広義のマネーサプライ、M3 (M2+非銀行金融機関預金) の対 GDP 比率は1980年で25.6%と71年のそれ (24.9%) とほとんど違っていない。後にみるように、とくに1970年代後半は経済が拡大基調にあったから、資金需要は強く、超過需要の状態にあった。その結果、主要企業のみが銀行貸出市場で信用割当を享受することとなった。

次に、必要準備率が高位に設定され、さらに農業・中小企業など優先部門への信用配分規制によって金融仲介機関の融資活動が量的に制約され、その結果、金融機関は中央銀行貸出に依存する結果となった。もともと、中央銀行の再割引は資金市場の需給状況とかけ離れた低水準に固定されており、再割引の適用それ自体が信用割当政策であったから、金融機関の中央銀行依存は著しいものがあつた。これら諸規制はまた、金融機関の経営効率改善のためのインセンティブを抑える役割を果たして、それだけでなくとも準備率、信用配分規制、粗収入税のために大きい金融仲介コストを一層大きくした。

II-3 対外借入れの役割

預金銀行部門について、その民間信用の資金源泉の動向を図1に示した。同源泉は(1)国内預金、(2)対外借入れ、(3)中央銀行借入れ、に大別される。国内預金が最大の資金源泉であるが、それに次ぐものは、70年代前半までは中央銀行借入れであつた。けれども、その後、82年までは国内預金は伸び悩んだ。それにも拘らず、民間信用は持続的に拡大した。これを支えたものは、中央銀行借入れの増大ではなく、対外借入れの増加であつた (図1)。

すなわち、1970年代後半に入ると、強い資金需要を背景に、国内貯蓄ではなく、海外貯蓄の導入が図られた。まず、当時、銀行貸出金利と LIBOR (London Interbank Offer Rate, 海外資金調達の基準金利) の金利差は6~8%と、内外の名目金利差はかなり大きく、主要企業にとっては、海外借入れの方が資金コストの面で有利であつた。さらに、海外借入れの場合には、国内では難しい中長期借入れが可能であつた。これに加えて、中央銀行は優先部門貸出にはス

2) 「金融抑圧」とは、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いう [McKinnon 1973]。

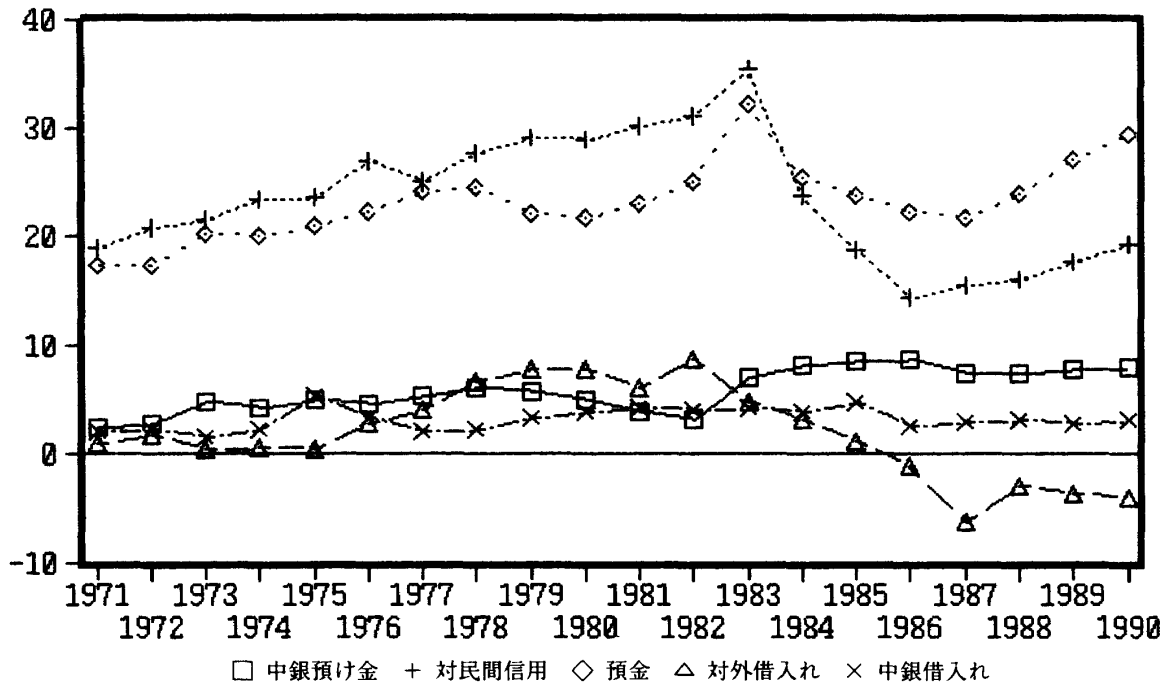


図1 国内信用の増加要因：預金銀行
(GDP 比, %)

ワップ・ファシリティを提供したから、為替リスクは事実上ゼロであった。³⁾

また、当局は、外貨預金勘定 (FCDU=Foreign Currency Deposit Units),⁴⁾ さらには、オフショア勘定 (OBU=Offshore Banking Units)⁵⁾ を認可して、居住者・非居住者の外貨建て預金動員を図った。この結果、金融機関の外貨建て債務残高は1976年の15億ドルから82年のピーク時には118億ドル（預金銀行債務58億ドル、非銀行金融機関16億ドル、OBU 43億ドル）に達した。このように、1970年代後半から83年にかけて国内信用の伸びは国内貯蓄の伸びを大きく上回った。それを支えた最大の要因はこの外貨建て借入れの急増であった。

III 金融自由化と経済危機

1980年代に入って、経済は明らかに下降局面に入った。第2次石油危機によるエネルギー価格の急騰はまず国内インフレの形でフィリピン経済にショックを与えたが、より深刻なショッ

3) 中央銀行は、海外借入れを行った主要企業から、一定の為替レートで直物ドルを買い、先物ドルを売った。先物が実行される時点でペソが切り下がっておれば、当然、差損は中央銀行が被ることになる。もっとも、このスワップ・ファシリティを供与される部門・企業は限られており、そもそも、その供与自体が裁量的信用割当の一つの手段であったことに注意する必要がある。

4) (居住者保有のものも含む) 海外資金の国内流入を図るため、1970年に設けられたオンショア勘定。居住者・非居住者から外貨建て預金を受け入れ（無記名口座も許される）、居住者・非居住者に対して外貨建て、またはペソ建てにて貸し付けられる。外貨資金の出し入れは全く自由で、ペソ建てへの転換は中央銀行におけるスワップを受けることができる。

5) 同勘定から居住者への貸付は対外債務として扱われる。ただし、預金などの債務はその限りでない。

クは、国内では要素価格の急変により重化学工業化戦略の基礎が危うくなったことであり、海外では世界輸入需要の減退、国際金利の高騰により対外借入れ戦略の基礎が危うくなったことであった。

これらの外生ショックに対して取られた政策対応は、少なくとも結果的には、既往の工業化戦略を維持・遂行することであり、それは同戦略におけるマクロ経済運営上の問題点を増幅することになった[高阪 1990]。すなわち、中央政府の資本支出は、あたかも民間投資の潜在的な低下を補うかのように拡大されたから、税収の低下と相まって財政赤字は大幅に拡大した(図2参照)。この赤字はもっぱら中央銀行信用によってまかなわれた。同時に、金融政策はそれまでの民間信用拡大の路線も維持したから、両者の合計である国内信用は加速的に増加した(前掲、図1)。

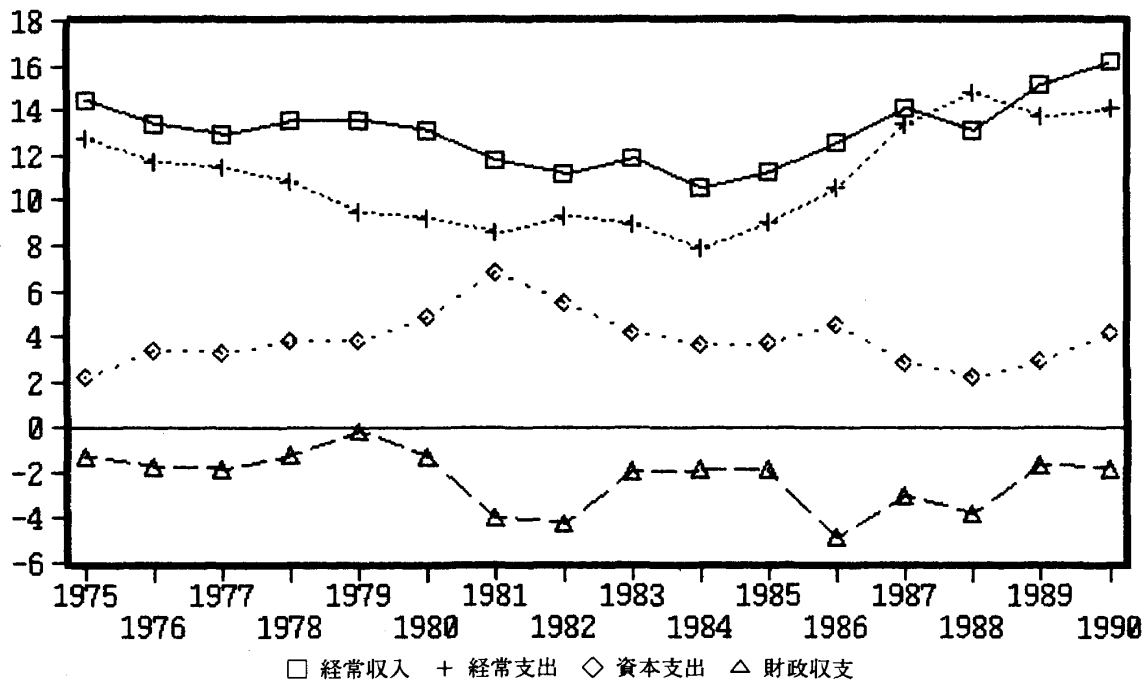


図2 財政収支：1975～1990
(GDP 比, %)

III-1 金融自由化

他方、1970年末の世界銀行＝IMF 合同調査団による金融改革提案は80年代初めに実施に移された。まず、長期貸出金利に始まってすべての金利規制が83年1月までに緩和された。金融機関の業務分野に関する規制も大幅に緩和され、商業銀行のユニバーサル・バンク化が進められた。これらに加えて、準備率の引き下げ、中央銀行再割引の見直しも予定された。

これら一連の金融自由化措置は、実質金利を上昇させ、折りからのマネーマーケットのスキャンダルによる資産シフトもあって、貯蓄性銀行預金(貯蓄預金＋定期預金)を急増させた。商業銀行について、この間の動きを預金種別に追ったものが表2である。同表によれば、貯蓄

表 2 商業銀行預金：1980～1990

	預金残高 (百万ペソ)			口座数 (千)			預金残高/口座 (千ペソ)		
	当座	貯蓄	定期	当座	貯蓄	定期	当座	貯蓄	定期
1980	13,535	23,047	36,048	584	8,908	636	23.2	2.6	56.7
81	14,312	27,017	37,933	616	11,331	1,383	23.2	2.4	27.4
82	11,939	33,445	47,846	637	11,792	2,670	18.7	2.8	17.9
83	19,140	40,940	56,148	658	11,244	3,322	29.1	3.6	16.9
84	15,272	47,212	72,068	644	10,937	2,390	23.7	4.3	30.1
1985	14,753	56,268	71,997	636	11,048	930	23.2	5.1	77.4
86	19,651	70,881	47,494	644	10,917	810	30.5	6.5	58.6
87	21,979	82,155	47,661	695	11,388	776	31.6	7.2	61.4
88	23,555	110,039	65,153	686	11,452	1,028	34.3	9.6	63.4
89	29,525	136,714	86,152	762	10,955	898	38.7	12.5	95.9
1990	32,607	181,070	97,066	795	8,951	740	41.0	20.2	131.2

出所：National Statistical Coordination Board, *Philippine Statistical Yearbook*, 1991.

性預金の中では、相対的に流動性の高い貯蓄預金は80～82年間に口座数が32%増加した。他方、流動性は小さいが金利の高い定期預金に至っては80～83年間に口座数は約5倍に増えた。特に、この過程で興味深いのは、口座当たりの平均残高は逆に小さくなっており、比較的零細な資金が動員されたことをうかがわせる点である。

III-2 金融危機

第2次石油危機後、国際経済環境の悪化にともなって、経済は下降局面に入り、全般的に企業業績が悪化した。1981年初め、企業家 Dewey Deeが6億ペソにのぼる巨額の負債を残して国外逃亡したことに端を発した金融不安はマネーマーケットに対する投資家の信用を失墜させ、中央銀行が16億ペソもの特別融資によって投資会社・金融会社などの救済を図ったにも拘らず、同市場資産への需要は激減した。このため、マネーマーケットを主要な資金調達の源泉にしていた企業は次々と倒産した。

さらに、企業倒産の連鎖は、マネーマーケットのみならず、関連企業融資を通じて銀行部門の経営悪化をもたらした。というのは、フィリピンの銀行の大部分が血縁に基礎をおく企業グループの「機関銀行」⁶⁾として、同グループの所有と支配の構造の中に組み込まれていたからである。これに対して、政府は銀行以外の企業については救済基金を設け、銀行については自らその資本を吸収するなどして支援した。⁷⁾

6) 「戦間期」日本の金融構造において特徴的にみられた、独立した金融機関というより、財閥の財務機関として機能する銀行を指す。詳しくは、寺西 [1991]などを参照。

7) Associated Bank, Commercial Bank of Manila, International Corporate Bank, Union Bankが、DBP, GSIS, などの政府金融機関によってそれぞれ吸収された。

フィリピンの場合、このような政府による民間企業救済は過去にも例があり、規模が大きいという点を除けばさして珍しいことではない。問題は、しかしながら、それだけに企業および銀行経営におけるモラル・ハザードがより深刻だということが1つ。もう1つは、これら企業・銀行救済のために膨れ上がる財政赤字の影響だろう。後者については後に触れる。

III-3 債務危機

1970年代後半には積極的な投資政策の結果、資本財・中間財を中心に輸入が急増し、貿易収支および経常収支は大幅赤字となったが、大量の資本流入（借款）がこれを相殺し、総合収支は黒字化して公的外貨準備は増加し、その残高も輸入の4カ月分程度の水準を維持していた。けれども1981年に入ると、資本流入の勢いが一段落したことで、国際収支勘定における誤差・脱漏が大幅なマイナスに転化したことから推察されるように、国内金融危機を契機として資本逃避が起こったことから、総合収支が赤字に転落して外貨準備は約3割減少した。82年には対外債務累積による利払いの急増によって経常収支赤字はさらに拡大し、80年には28億ドルあった外貨準備は9億ドル、輸入2カ月分に縮小した。⁸⁾

債務危機の過程はIMFとの関係を抜きにしては語れない [Dohner and Inthal 1989]。1980～81年にはIMF 信用供与に伴うコンディショナリティは比較的緩やかで、国内信用の伸び率や外貨準備高に関する目標値を達成することはさして困難なことではなかった。82年に入ると企業救済のために国内信用が大幅に拡大されたため、IMF はプログラムを停止した。翌83年2月に発効した第17次スタนด์バイ協定は、国内信用、公営企業への政府移転支払い、短期対外債務などについて厳しい制約を課した。その結果、8月には目標達成が困難になり、信用供与は中断されるに至った。同月、アキノ元上院議員が暗殺されると、政治不安が一気に高まって資本逃避が拡大、外貨は底をつき、輸入2カ月分の水準を大きく割り込む事態となって、ついに10月、政府は対外債務の元本返済の停止を宣言することとなった。

III-4 危機管理の実態

この時期に金融政策が（少なくとも結果的に）拡大的であったことは否定できない。たしかに、1983年中に中央銀行の再割引金利が市場金利に連動されることになり（もっとも、金利差は必ずしも縮小されたわけではない）、必要準備率は18%から23%へと引き上げられ、また、

8) フィリピンの対外債務管理については中央銀行内に MEDIAD（対外債務投資勘定管理部）が設けられて、債務返済額を過去3年間の平均外貨流入の20%以下に維持すべく、対外借入れ案件について事前承認と事後報告を義務づけていた。ところが、商業銀行の短期債務については開発金融の枠外ということでモニターされておらず、実際には旧債務の返済のために短期借入れが利用されることとなった。しかも、商業銀行による外資導入は、FCDU（外貨預金口座）、OBU（オフショア銀行口座）、さらには中央銀行によるスワップ・ファシリティの供与によって、むしろ奨励されていたのである。

高阪：フィリピンの金融システムとマクロ経済の安定性

表3 マネタリーベースの増加要因：1980～1990

(増加額, 10億ペソ)

	マネタリー ベース	対外資産 (ネット)	国内信用 (ネット)	うち 公共部門	金融機関支援	再割引	債券・現先	先物カバー	スワップ
1980	2.0	-3.9	5.9	0.8	-0.1	4.4	NA	NA	NA
81	1.1	-7.8	8.9	4.6	3.1	1.5	NA	NA	NA
82	1.0	-21.9	22.9	6.7	-0.2	2.1	NA	NA	NA
83	9.4	-28.1	37.5	6.6	1.8	-3.7	1.8	5.1	6.8
84	5.9	-26.6	32.5	-1.9	6.0	-3.8	-12.0	5.3	14.0
1985	4.9	-30.4	35.3	7.8	2.8	-0.2	-20.2	7.6	-7.8
86	12.4	-15.3	27.7	16.5	-1.0	-3.6	1.3	0.7	-1.0
87	7.2	1.0	6.2	-42.8	2.7	0.3	19.1	0.1	0.5
88	9.7	10.7	-1.0	-21.2	-0.4	0.0	1.4	0.0	0.7
89	26.8	13.4	13.4	-14.8	-0.0	0.7	5.3	0.0	0.8
1990	17.0	-32.3	59.3	-2.5	-0.2	2.3	0.5	2.9	3.4

出所：Central Bank of the Philippines, *Selected Philippine Economic Indicators, 1990 Yearbook*, 1990.

通常の再割引（中央銀行信用）は30億ペソ削減された。それにも拘らず、マネタリーベース（現金＋中央銀行預け金）は同年中に急増、前年末の197 億ペソから291 億ペソへと48%の増加をみている。

マネタリーベースの増加要因は表3に示されている。マネタリーベースは中央銀行の負債項目であり、対外資産（ネット）および国内信用（ネット）の増加があれば、増加する。国内信用の増加をさらに要因分解すると、同表が示すように、対公共部門信用（ネット）の増加、および対民間部門では、通常の再割引、債権・現先の買いなどが国内信用増加要因である。さらに、フィリピンの場合、これらに加えて特殊要因というべき、「金融機関支援」、「先物カバー」差損、「スワップ」差損の存在に注意する必要がある。同表から、この時期には、増加要因のうち、次の2つが重要である。まず第1に為替レート的大幅切下げにともなってスワップおよび先物カバーに発生したキャピタル・ロス120億ペソであり、第2に中央政府に対する90億ペソを超す信用供与がそれである。

1983年10月から84年にかけてのIMFとの交渉は困難を極めた。フィリピンにとって外国借款の継続は不可欠であり、そのためには何よりも早急にIMFとの新たなスタンバイ協定を結ばなければならなかった。外国政府・民間商業銀行からの借入れはすべてIMFとのスタンバイ協定妥結が前提となるからである。他方、IMFとしてはフィリピンの「ラテンアメリカ化」、すなわち、インフレと為替切下げの悪循環を懸念し、フィリピンの経済再建のためにマクロ経済安定化の短期的実現を要求した。これに対して、フィリピン政府はIMFの厳しい

調整政策には抵抗の姿勢を示した。⁹⁾

1984年に入ると、金融機関の救済融資が急増し（前掲、表3）、再び国内信用の拡大とインフレ激化が心配された。これに対して IMF はスタนด์バイ協定の前提条件として、インフレ抑制のためにマネタリーベースの伸びを抑えるよう要求、さらに、実質為替レート維持のために大幅な為替切下げを併せて主張した。IMF との協定締結を急ぐ政府は、同年6月再び大幅切下げを実施し、また、価格の歪みをもたらしていた様々な税制・補助金制度を削減または廃止した。一方、中央銀行は為替切下げによって再びスワップ、先物取引に関して大幅なキャピタル・ロスを蒙ったが、中央銀行証券の95億ペソにものぼる売りオペを実施して国内信用の抑制に努めた。このような懸命の努力の末、ようやく1984年12月、IMF との6.5億ドルのスタนด์バイ協定が承認された。

IV 経済調整のコスト

IV-1 マクロ調整コスト

1984年12月のスタนด์バイ協定で前提となるマクロ経済の想定シナリオの一部と実績とが対照されて、表4に示されている。同シナリオは1985年の経済成長率をゼロ、輸入はマイナス成長で貿易収支は黒字化するという、それ自体、きわめて厳しいものであった。それにも拘らず、マネー・サプライ、公共部門赤字などに関する「実績基準値 (performance criteria)」は実際にすべてクリアされ、急速なインフレ抑制と経常収支赤字の縮小が実現された。ここでの問題はむしろ、輸出入、投資・貯蓄率、マネー・サプライの伸び率、経済成長率がいずれも想定値を大きく下回った点にある。

まず、マネタリーベースの抑制は、表4の見かけの数字以上に国内信用（とくに対民間部門）収縮効果をもった。すなわち、1984年の同伸び率は20%であったが、銀行部門全体の対民間信用は1983～86年間に対 GDP 比率で実に41%から16%まで連続して低下している（前掲、図1）。マネタリーベースと国内信用の動きが見かけ上、食い違いを見せているのは、この時期の中央銀行の対民間金融機関信用の伸びの大きな部分が金融機関救済のための後向きの融資によるものであり、これに対して通常の再割引は大幅揚げ超で、かつまた中央銀行短期証券（当時の中央銀行総裁のニックネームから“Jobo bills”とよばれた）の大量売りオペによる流動性吸収が民間金融機関の与信能力を極端に小さくしていたことによる。このため、市場金利は高騰し、たとえばTBレートは前年の14%から28%へと跳ね上がった。

9) この他、フィリピン政府が公的外貨準備の数字を水増し公表していたことが明らかにされ、政府の公表データ全ての洗い直しを迫られたことも交渉の長期化を招いた。もっとも、その他のデータについては重大な問題はなかったようである。

表4 1985～1986スタンバイ・プログラムの想定と実績

		1983	84	85	86
経済成長率 (GNP, %)	実績値 (想定値)	1.1	-7.1 (-6)	-4.1 (0)	1.9 (1)
インフレ率 (CPI, %)	〃	10.0	50.4 (45-50)	23.2 (20-25)	0.8 (10)
経常収支赤字 (10億ドル)	〃	8.1	4.0 (5.2)	0.1 (4.1)	-3.2 (2.3)
輸出額 (増加率, %)	〃	-0.3	7.7 (5.9)	-14.1 (10)	4.6 (11)
輸入額 (〃)	〃	-2.3	-18.9 (-22.7)	-15.8 (-1.6)	-1.3 (3.4)
貿易収支 (10億ドル)	〃	-2.4	-0.7 (-0.5)	-0.5 (0.1)	-0.2 (0.6)
国内投資率 (GNP 比, %)	〃	27.1	17.4 (22.0)	14.3 (22.5)	13.2 (23.0)
国民貯蓄率 (〃)	〃	19.4	15.7 (16.8)	16.1 (18.4)	18.9 (20.7)
マネタリーベース (増加率, %)	〃	47.6	20.1 (15)	14.1 (11)	31.0 (10)
M3 (〃)	〃	19.0	7.3 (10)	9.6 (13)	12.8 (12)

出所：Dohner *et al.* [1989: Table 7.6] および IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 1991.

このような民間信用の急激な収縮は国内投資を極端に低下させた。国内投資の対 GNP 比率は1983年の27%から17%へと10%も低下し、表4にみるように、86年の底値まで連続してスタンバイ・プログラムの想定水準をはるかに下回った。投資率のこれ程までの低迷は、短期的には需要面から所得低下を招き、長期的には供給面から生産能力の低下と所得水準の低成長を導くことになった。

経常収支赤字の縮小、インフレの収束という点だけからみれば、1983～86年の調整はその目的を果たしたといえるかもしれない。けれども、それは現在と将来の所得水準の大幅低下という犠牲を伴う、「ショック療法」とでもいうべき極端なデフレ政策の結果であった。それは、結局、フィリピン政府が抵抗してきた、IMF の厳しい調整政策が想定していた程度をもはるかに超える「ハード・ランディング」となった。実際のところ、1986年の経常収支は一挙に対 GNP 比3.2%の黒字に転換したが、これは、調整政策が、たしかに「過剰調整」といえる程のものであったことを示唆している。

IV-2 政府金融機関の経営危機

フィリピンの場合、金融部門に対する政府介入は、他の産業分野よりも特に著しかったといわれる [Dohner and Inthal 1989]。もっとも、政府金融機関を通じた恣意的資金配分、その結果として生じる同機関の経営危機の際の財政金融政策への悪影響などは他の途上国でも共通して見いだされる現象である。けれども、1980年代前半のフィリピンの場合には、これらの点が極端な形で現れたといえる。

政府金融機関の中でも主要な2銀行、DBP（フィリピン開発銀行）、PNB（フィリピン国営銀行）の資産内容は一連の危機の過程で急速に悪化した。（この他、公的保険であるGSIS、SSS（社会保険システム）、公的保証機関である PhilGuarantee も例外ではない。）このため、これらの機関は中央銀行に支援を仰ぎ、両銀行で中央銀行の対金融機関信用の30%を占めるに至った。

まず、DBP はかつて同国第2の規模の金融機関であった。表5にDBPの金融勘定を掲げた。同表によれば、貸付の急増に伴い、1980～84年間にその総資産は271億ペソから668億ペソへと急増した（倒産した民間銀行の不良資産のテイクオーバー分を含む）。DBPの資金源は大半が中央政府および政府企業からの貯蓄性預金、および長期借入れであった。長期借入れに占める対外借款の比率は1983～84年の国際収支危機の際のペソ切下げによって急増した。当時は、外貨建てで取り入れた資金をペソ建てで貸し付けていたため、為替リスクはDBP自身が負うことになったからである。また、貸付の大半は1970年代後半に投資された資本集約的な重

表5 フィリピン開発銀行（DBP）の金融勘定：1980～1990

(10億ペソ)

	資産/負債					所得/支出		
	総資産	貸付	貯蓄性預金	長期借入		収入	支出	純利益
				対外	国内			
1980	27.1	15.9	4.6	6.3	8.2	2.7	2.4	0.2
81	34.7	18.5	6.6	7.6	10.0	3.4	3.3	0.1
82	44.0	22.9	7.1	11.5	12.0	4.4	4.3	0.1
83	54.9	30.9	4.7	18.9	14.2	5.4	5.3	0.1
84	66.8	35.8	1.0	28.9	15.0	2.6	8.6	-6.6
1985	72.0	24.8	1.5	32.3	12.7	3.1	8.8	-5.6
86	9.5	5.3	0.6		2.0	2.1	8.8	-5.6
87	10.5	4.4	0.5		1.3	1.8	1.0	0.8
88	11.4					2.6	0.9	1.6
89	11.3	6.0	2.6		0.5	2.0	1.1	1.1
1990	13.3	9.2	4.2		1.9	2.7	1.3	1.1

出所：DBP, *Annual Report*, 各号。

化学工業部門であり、同部門はまた第2次石油危機の影響がもっとも深刻な部門でもあった。これらの貸付はそのかなりの部分が政治的影響力の下で恣意的に決定された。この期間中の高額不良債権のうちの約半分がそのような「強制的貸付け (behest loans)」であったといわれているほどである。これらの結果、1984年には DBP は66億ペソの損失を計上、その後も2年連続で同規模の損失を出し続けた。

次に、PNB は同国最大の金融機関・商業銀行であり、その総資産は1980～84年間に386億ペソから872億ペソへと急増した (表6)。PNB は、DBP とは異なって、民間部門から大量の預金を動員していたが、これに加えて中央政府および政府企業の預金にも依存しており、さらに中央銀行からも大規模に借入れを行っていた。全般的経済危機の中で、同銀行も、1984～86年間の損失は118億ペソにのぼった。

表6 フィリピン国営銀行 (PNB) の金融勘定：1980～1990

(10億ペソ)

	資産/負債				所得/支出		
	総資産	貸付等	預金	中央銀行借入	所得	支出	純利益
1980	38.7	24.4	19.7	2.6	3.3	3.1	0.2
81	44.9	27.4	19.0	4.1	5.7	5.4	0.2
82	58.7	32.9	20.3	4.1	6.6	6.4	0.2
83	70.5	44.5	25.1	1.9	7.7	7.5	0.2
84	87.2	47.9	20.2	11.1	9.2	10.3	-1.1
1985	76.2	35.3	23.4	9.9	5.2	12.4	-7.2
86	26.9	8.7	16.9	0.0	3.9	7.5	-3.6
87	31.3	12.4	18.9	0.0	3.4	2.4	1.0
88	38.8	15.1	26.0	0.0	5.0	3.2	1.8
89	56.3	20.8	37.1		6.8	4.7	2.1
90	73.7	29.6	45.9		10.7	7.4	3.3

出所：PNB, *Annual Report*, 各号。

1986年までにこれらの政府金融機関の不良債権は1130億ペソ、GNP の20%にまで膨れ上がったが、同機関の支援はもっぱら中央銀行が行い、中央政府財政の枠外で処理されていた。けれども、1984年の IMF との協定で中央銀行支援は打ち切れ (前掲、表5)、結果として、それ以後は財政資金がこれらの機関の救済に当てられることとなった。

IV-3 構造調整：公共部門と金融部門

1986年2月に誕生したアキノ政権のマクロ経済に関わる政策上の課題は、従来からの調整政策の継続に加えて公共部門と金融部門における構造改革であった。まず、公共部門について

は、財政収入面では、税制改革および行政改革による税収の拡大、支出面では公営企業の合理化および財政と公営企業の関係の見直しが急務であった。¹⁰⁾

その後の財政収支の動向をみると（前掲，図2），まず，税収は，付加価値税の導入に伴う混乱の影響のあった1988年を除いて，経済活動水準（GDP）の伸びを上回って順調な伸びを示している。次に，財政赤字の縮小は，しかしながら，必ずしも順調に進んではいない。その原因は，1984～86年の資本支出の拡大については国営企業の支援のためであり，また，84年以降の経常支出の増加は債務利払いの増加のためである。債務利払いは，1983年には経常支出の15%程度であったが，88年には同40%に達した。

さらに，財政赤字の調達内容をみると，債務危機後はもっぱら国内調達，とくにTBを初めとする国債発行に依存した。このため，同残高は1984年以降，急増し，88年にはGDPの25%に達した（図3）。注意すべきは，この増加分はほとんどすべて民間非銀行部門の保有であったことである。図3が示すように，同部門の保有になる国債残高は貯蓄性預金MQに匹敵する規模に膨れ上がり，しかも両者の動きは負の相関を示している。これは国債が貯蓄性預金と密接な代替資産であることを明らかにしており，少なくとも1984～88年間には財政赤字による国債累積が金融非仲介（financial disintermediation）を起こしていたことがわかる [Kohsaka 1991]。

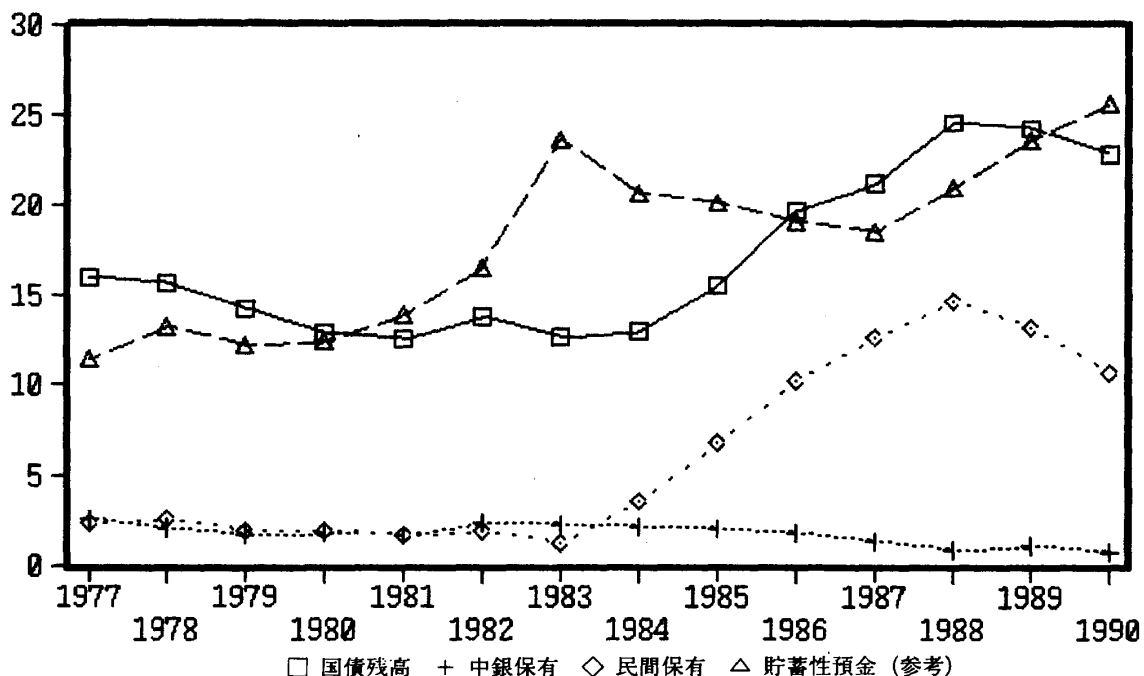


図3 国債残高と保有構成
(GDP比, %)

10) このため，売上税に代わる従価税の導入，税率の簡素化，付加価値税の導入，関税業務の外部委託，などが実施され，税収の増加，税収の所得弾力化，税務行政の強化に努めた。他方，280以上に上る公営企業の合理化については，売却，統廃合などの措置が講じられつつある。

他方、金融改革については、政府金融機関、なかでも DBP と PNB の再建が急務であった。DBP はその資産の90%が、PNB は同50%以上が不良資産化し、1986年における両銀行への中央政府による財政支援は160億ペソで、GNP の2.6%にのぼった。そこで政府は1986年、世界銀行融資1.5億ドルを得て、両銀行の大量の不良資産を中央政府（具体的には、APT (Asset Privatization Trust) = 民営化信託）に吸収・移管すると同時に、両銀行とも人員削減を行い、PNB は大半の海外支店を閉鎖するなど、機構改革を含む大規模な合理化に着手した。この結果、1986年に DBP の総資産は720億ペソから95億ペソへと87%も減少し、PNB のそれも760億ペソから270億ペソへと65%減少した（前掲、表5および表6）。

さらに、両銀行は、政府保証の供与、特別信用・税制上の特典、公共部門預金の低利受け入れなど、従来の特権的な地位を失い、PNB は通常の商業銀行として、DBP は産業金融専門機関として再出発することとなった。前掲表5に示すように、DBP は1987年に8億ペソの利益を計上して以後、通常の貸出業務を回復し、さらに、1990年からは要求払い預金業務も開始して、資金調達ベースを拡大する一方、国際機関等からの資金を受け入れて卸売金融業務を開始するなど積極的な営業展開をみせている。また、PNB も、同表6が示すように、不良資産の処分後、87年以降、着実に利益を伸ばし、他方で株式の一部を公開して部分的民営化を図っている。

V 金融システムと経済安定

以上、われわれはフィリピンの金融システムの推移をマクロ経済の動向との相互作用の過程としてみてきた。最後に本節では、この過程の中で、金融資源が金融システムを通じてどのように動員され、配分されてきたかをまとめ、さらに、同システムに依然として存在する問題を検討しておこう。

V-1 金融仲介規模とマクロ経済

図4は、国内貯蓄がどの程度、金融仲介機関に動員されているかをみるために、いくつかの集計的貨幣量を経済活動規模（GDP）との比較で表現したものである。図から、M2（現金＋要求払い預金＋貯蓄性預金）およびM3（M2＋非銀行金融機関預金）の動きは、とくに1975年以降、おおむね貯蓄性預金（MQ）のそれに依存していることがわかる。MQ は預金銀行部門の主たる貯蓄動員手段であり、貯蓄預金（saving deposits）、定期預金（time deposits）および外貨預金（FCDU）からなる。

MQ の動向については次のようないくつかの事実を指摘することができる。第1に、MQ は1975年以降、（GDP との比較において——以下、省略）着実な上昇傾向を示している。第2

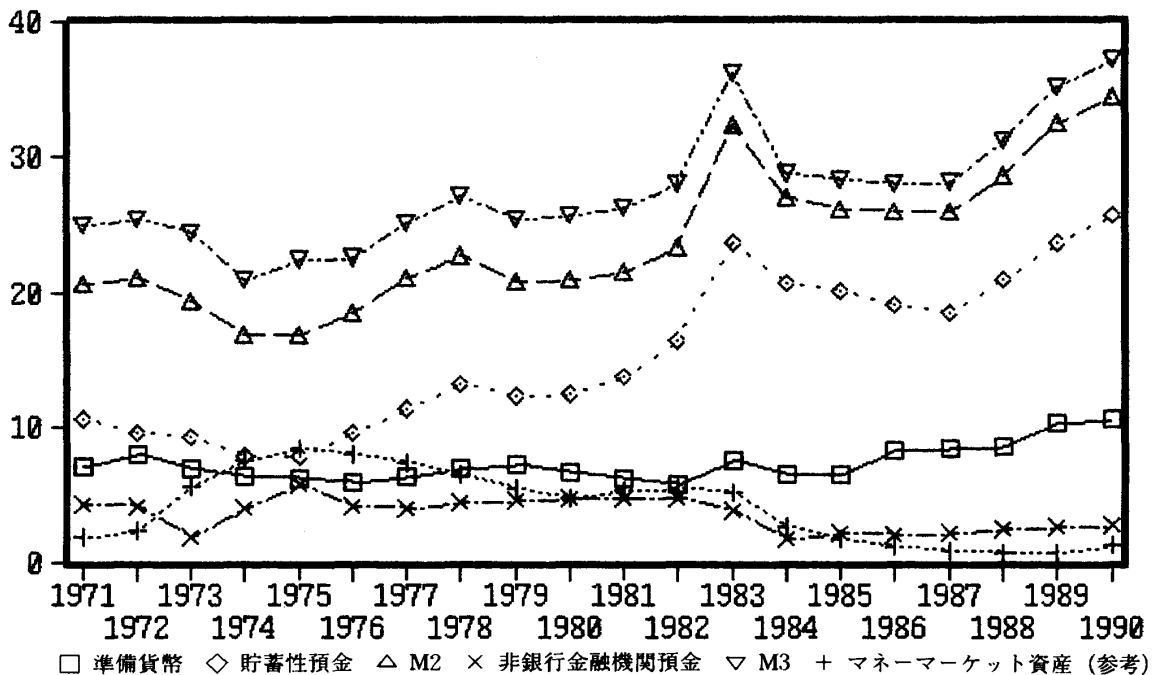


図4 マネー・サプライの動向
(GDP 比, %)

に、MQ はインフレーションと負の相関関係にある（たとえば、1979～80年、84～85年）。第3に、MQ は、とくに高インフレ状況で、市場金利型の貯蓄性資産と強い代替関係にある。すなわち、インフレが昂進すると、貯蓄性預金は市場金利型資産に代替される傾向が強い。70年代後半の代替預金 (deposit substitutes) 等のマネーマーケット資産、83～87年の TB 等国債はその例である。以上をまとめると、決済手段以外の貯蓄性金融手段に対する貯蓄主体の需要は、少なくとも潜在的には着実に拡大してきているとみることができる。

もっとも、貯蓄性銀行預金 MQ の蓄積過程は決して一本調子なものではなかった。それどころか、過去20年間を振り返ると、3～5年にわたる中期的な下降あるいは停滞期間を繰り返してきていることがわかる（前掲、図4）。それらは、(1) 1972～75年、(2) 78～80年、(3) 83～87年である。

まず、1972～75年は第1次石油危機による高インフレと金利規制の外でのマネーマーケット発展による資産代替による。銀行預金の一部は、より収益性に優れたマネーマーケット資産に置き換えられた。その後のマネーマーケット規制強化は銀行部門に失地回復の機会を与えた。次に、78～80年代は、これまた第2次石油危機後の高インフレが金融仲介を阻害した。最後の83～87年の時期は、既に詳しくみたように、マクロ経済の不安定性に基づくものである。銀行倒産が相次ぎ、銀行預金はインフレによる目減りどころか、それ自体、元本も保証されない危険資産と化した。他方、中央政府は企業・銀行救済による財政赤字の拡大を国債で賄おうとしたから、銀行預金金利を上回る金利でTB等を発行した。この結果、銀行預金は縮小し、個人

による国債保有がこれに代わって急増した。MQ は GDP 比で24% (83年) から18% (87年) まで収縮した。

他方、金融仲介過程を経た資金供給（国内信用）の動向（前掲、図1）を次にみておこう。対民間信用は1970年代から83年にかけて持続的に拡大した。とくに70年代後半からは国内預金の動向とはやや独立に持続的に拡大していった。これを可能にしたのは中長期の対外借款、および FCDU、OBU など外貨預金を通じた海外からの資金供給であった。80～83年には民間信用に加えて、対公共部門信用も急拡大を見た。これに対して同期間には海外からの資金導入は停滞したが、金融自由化に伴う国内預金の急増がこれに代わって対民間・公共部門への国内信用の拡大を支えた。

1983～86年の調整過程では対民間信用が急激に収縮し、その規模は GDP 比で41% (83年) から16% (86年) となった。その背景には、供給サイドでは(1)国内預金の急減、(2)中央銀行買いオペ、および準備率引き上げによるマネタリーベース収縮、(3)対外借入れの急減、がある。国内預金の急減は銀行倒産の急増に伴う銀行システムに対する預金者の不信による。中央銀行による引締めは IMF 宛趣意書のシナリオに沿った調整政策の一環である。また、対外借入れの急減は、むしろ債務危機によるネット資本流出に他ならない。ただ注意すべきは、このような民間信用の収縮は、単に金融仲介部門にとっての貸付資金のアベイラビリティ（国内預金、対外借入れ、中央銀行借入れなど）が減少したということばかりでなく、金融機関自身が貸付より中央銀行オペの対象となる短期証券を選好したことにもよるといえる点である。すなわち、金融システムの不安定性ゆえに、金融機関も、預金者と同様、より安全で流動的な貸出行動・資産選択を行ったのである。

V-2 マクロ経済の安定

債務危機後の数年間は、実体経済（とくに、国内投資）の下降によって資金需要も極端に落ち込んだ。その結果、信用の収縮は名目金利の急速な下落と同時に生じている。もっとも、1983～86年の厳しい調整過程を経た後、アキノ政権の下ではスタンドバイ協定交渉における IMF の姿勢は比較的寛容であった。すなわち、マネタリーベース、政府投資、および財政赤字について、それぞれ、一定の拡大が許容された。この結果、対民間信用の収縮は底を打ち、国内投資が徐々に回復し始めた。また、86年には輸出が伸びたことも景気回復に寄与した。

表7は1987～92年の IMF 構造調整プログラムにおけるマクロ経済シナリオと実績を比較対照したものである。想定より遅れること1年で、ようやく1989年に国内投資は GNP 比20%台を回復した。ただし、通貨供給の拡大がやや想定より加速的であり、その割に国内信用の伸びが小さいことから、投資および輸出の伸びに比べて民間消費と輸入の伸びが著しいために、90年代に入って、国内インフレと対外赤字が拡大傾向を示している。

表7 1987～1992構造調整プログラムの想定と実績

		1987	88	89	90
経済成長率 (GNP, %)	実績値 (想定値)	5.8	6.7 (6.7)	5.6 (6.5)	3.7 (6.5)
インフレ率 (CPI, %)	〃	3.8	8.7 (8.8)	10.6 (8.0)	12.7 (6-7)
経常収支赤字 (10億ドル)	〃	1.3	1.0 (1.0)	3.5 (2.2)	6.1 (2.5)
財政赤字 (〃)	〃	3.0	3.9 (3.1)	1.7 (1.6)	1.8 (0.9)
国内投資率 (GNP 比, %)	〃	16.2	19.1 (21.1)	23.2 (22.9)	22.3 (24.7)
国民貯蓄率 (〃)	〃	17.6	21.6 (18.5)	20.6 (20.1)	18.3 (21.6)
マネタリーベース (増加率, %)	〃	13.8	16.1 (11)	38.7 (13)	17.7 (14)
M2 (〃)	〃	13.3	24.6 (20)	30.1 (16.5)	22.5 (15)

出所：Government of the Philippines, *Letter of Intent*, submitted to IMF, 1990 および IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 1991.

1986年に景気が底をうち、実体経済は回復への歩みを開始した。これにともなって銀行部門の貯蓄性預金も (GDP 比で) 上昇に転じ、その後、順調に増加して、89年には過去のピーク時の値 (GDP 比24%) を回復した。財政赤字の縮小にともない、国債残高の伸びが一段落して、国債保有から銀行預金への資産シフトが起こったこともこれを支えた。

一方、対民間信用も実質投資の回復にともなって増加に転じたが、まだその増加は緩慢で、16% (GDP 比) から21% (90年) になったに過ぎない。ちなみに、この対民間信用の相対規模はようやく1970年のそれを回復したに留まっている。この預貸ギャップは金融機関が依然として安全資産・流動資産への強い選好をもっていることを示している。この結果、対民間信用市場は需給がタイトになり、87年以降、名目金利が継続的に上昇している。1990年には貸出金利が24%となり、インフレ率13%を割り引いても実質金利は11%の高水準となった。投資率も22%で頭打ちとなり、成長軌道の回復にはまだ時間が掛りそうである。

V-3 金融システムの安定性

1981年の金融危機に引き続く、83年の債務危機は、金融自由化を開始したばかりの金融システムに決定的な打撃を与えた。1981～85年間に閉鎖された銀行は119行 (うち、商業銀行は2行) で、86～87年に入っても計54行 (うち、農村銀行が50行) が倒産、そのいずれもが債務危機の時期に大きな損失を蒙ったためであった。大型倒産では、1968年以来の7行に続き、87年

には2行の倒産があった。¹¹⁾

銀行倒産があっても、預金保険機構が整備されておれば、金融システム全体に対する信用はある程度まで維持できるであろう。1969年に設立された PDIC (Philippine Deposit Insurance Corporation, フィリピン預金保険機構) はこれらの危機の中で十分な役割をはたしたのだろうか。表8は預金保険のカバレッジと実際に支払われた保険金の額を比較したものである。PDICの預金者に対する保険支払は相当遅れがあり、場合によっては分割払いになる場合もあるという。1986年のPDIC年次報告では未払いの預金保険は全体の23%に及ぶ。この原因はPDICの自己資本不足にあり、PDICは保険金支払のために中央銀行信用に頼らざるを得ない状態である。

表8 預金保険実施状況：1970～1986

	(1) 倒産数	(2) 預金残高	(3)	(4)	(5)
			うち被保険額	PDIC支払額	PDIC未払額 =(3)-(4)
商業銀行	5	3,029	280	119	161
その他	184	2,747	2,122	1,729	393
計	189	5,776	2,402	1,848	554

出所：PDIC, *Annual Report*, 1986.

この結果、貯蓄性預金の口座数をみても（前掲、表2）、貯蓄・定期預金の何れの場合も1990年の状況は10年前の状況とほぼ類似しており、銀行システムへの信頼回復にはまだ時間が掛るものと思われる。したがって、現行のままで PDIC に預金者保護、金融システムへの信頼の維持といった役割を期待することには無理があり、一方で PDIC の資本を強化するとともに、通貨当局による銀行経営の健全化規制 (prudential control) を整備拡充することが肝要になる。1990年に入っても銀行倒産が頻発している現実（貯蓄銀行2行、農村銀行2行が倒産）をみれば、監督体制の整備が不十分な段階では、いたずらに銀行免許の自由化を行うことは避けるべきであろう。

VI お わ り に

以上、われわれはフィリピンの金融システムの発展がマクロ経済の安定と如何に密接な関わ

11) まず、PISO Development Bank は世界銀行、アジア開発銀行などの国際金融機関の外貨借入れの窓口となっていたが、ペソ切下げのあおりを受けて大きな損失を出し、87年1月に銀行取り付けにあって中央銀行救済にも拘らず倒産した（倒産時の預金残高は2億ペソ）。その3カ月後には、84年の取り付け以来、業績の悪化していた Manila Banking Corporation が預金残高19億ペソを残して倒産した。

りをもっていたかを明らかにすることを試みてきた。ここでいう密接な関わりとは、単にマクロ経済の安定性が金融システムに影響を与えるという意味ではなく、金融システムのそのときどきのありかたと変化がマクロ経済の安定性を大きく左右してきたという意味でもある。

この、金融システムからマクロ経済へという因果関係の重要なチャンネルは財政と政府金融機関であった。1970年代後半には、開発金融の手段として、一方で国内金融システム（とくに銀行部門）を抑圧しながら、対外金融を積極的に利用したが、その受け皿となったのは、国営企業であり、また政府金融機関であった。国内金融の抑圧は、銀行部門の停滞をもたらすとともに、非規制部門の不健全な拡大を促して、これが80年代はじめの金融危機を招いた。さらに、国内金融の抑圧と対外金融の濫用は、一連の外生ショックによって、波動的な企業・金融機関の倒産をもたらした。これらの「商業リスク」に対して、中央政府財政と政府金融機関は政治的考慮から積極的に介入したから、商業リスクは部分的に「社会化」されることになった。

このような公共的介入の社会的コストは、しかしながら、予想以上に大きかった。まず、1980年代前半までは主として、中央銀行の救済融資と政府金融機関による不良資産のテイク・オーバーが公共的介入手段であったが、これらは年率50%にのぼるインフレーションを招いた。公共部門による際限のない救済は金融機関のモラル・ハザードを生み、民間信用が爆発的に増大したからである。

公共的介入に歯止めを掛けたのは、直接的には債務危機であった。対外決済に窮するに至って、何らかの経済調整努力を払う以外に選択肢はなかった。調整政策は金融引締めによるインフレ抑制に主眼がおかれ、国内信用の縮小が図られた。けれども、国内信用の縮小は、全面的な金融パニックによって、意図された水準をはるかに超える急激なものになった。IMFの政策処方箋に従って中央銀行救済は停止され、銀行倒産が相次いで、大量の預金引出しが起こった。これに対して、金融機関自身も限られた資金を実物的投資機会ではなく、安全資産・流動的資産へとシフトさせたため、国内投資は急速に冷え込み、経済成長率はマイナスに転落した。

このような調整過程は、短期的にみるならばインフレ抑制と対外収支（経常収支）の改善という意味で「成功」したといえるかもしれないが、中長期的成長軌道（支払い能力）を損なったという意味で不必要な「ハードランディング」ではなかったかという疑問が残る。というのは、究極的な債務問題は、むしろ、支払い能力の拡大によってしか解決できないからである。

他方、中央銀行による金融支援の停止は必ずしも問題解決ではなく、問題の単なる先送りであるという側面に注意しなければならない。すなわち、国営企業救済は中央政府財政の支援と政府金融機関融資によって担われたが、後者は政府金融機関の経営危機を招いたため、結局、不良資産は中央政府に引き継がれ、最終的な帳尻はすべて財政赤字となって帰着することとな

った。財政赤字のファイナンスはインフレ的な貨幣化ではなく、国債の市中発行によるから、これは民間の金融仲介をクラウド・アウトする。実際、80年代後半の構造調整の過程で、銀行預金は短期国債（TB）に代替される傾向がみられ、また、銀行預金の伸びが回復してからも、実質金利水準の高騰によって貸出の伸びは預金のそれを下回っていて、これが資金のアベイラビリティの面から国内投資の回復を妨げているものと思われる。

このように、フィリピンの経験では金融システムに対する公共的な介入が、「規制」という形でその機能を封殺し、その結果生じる歪みが累積して「危機」に至ると、今度はこれを「救済」という形で介入してモラル・ハザードを深刻化するとともに、救済のコストを財政に転嫁することからマクロ経済の不安定化を導き、それが一層金融システムを脆弱にするという悪循環を繰り返している。金融システムがその本来の機能を発揮するためには、商業リスクは「社会化」しないという財政節度の確立、単なる規制緩和ではなく、預金者保護と金融機関の行政・監督の強化による民間金融仲介の促進、そしていうまでもなく、マクロ経済の安定、が不可欠であるといわれるゆえんはここにある。

以上から、フィリピンの金融システムの発展のためには次のような改革の方向が望ましい。まず、金融改革は、金融市場に固有の規模の経済と情報の不完全性を考えると、何よりも、金融機関経営の健全性を確保するための監督規制が重視されるべきである。¹²⁾ そのためには、しかしながら、専門家職能をもった人的資源が不可欠であり、その絶対的不足という現実を前にするとき、いたずらな自由化はかえってシステムの不安定性を増すのみであろう。

次に、マクロ経済の安定は、この不安定性を除去するためにも大前提とされるべき必要条件である。システムに対する信頼は、崩すのはたやすいが、それを作り上げるためには数年の安定化の経験を必要とするであろう。そのとき、国内需要の管理は、機械的なマネー・サプライ・コントロールだけではなく、種々の貨幣量および信用量と実体経済活動水準との相関に対するきめの細かい監視が重要であると思われる。

参 考 文 献

- Development Bank of the Philippines. *Annual Report*, 各号.
Dohner, Robert S.; and Ponciano Inthal, Jr. 1989. The Marcos Legacy: Economic Policy and Foreign Debt in the Philippines. In *Developing Country Debt and Economic Performance*, Vol. 3, edited by Jeffrey D. Sachs and Susan M. Collins. The University of Chicago Press.
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——」『国際資本移動と累積債務』石見 徹・伊藤元重（編）. 東京大学出版会.
Kohsaka, Akira. 1991. Financial Development in the Philippines in the 1980s. *Tonan Ajia Kenkyu* [Southeast Asian Studies] 28(4), March.
Lamberte, Mario B.; and Julius P. Relampagos. 1990. An Assessment of Policies Affecting the Financial

12) 具体的な政策措置については、World Bank [1989b] が詳細に述べている。

- Sector, 1986-1988. Working Paper Series No. 90-05. Philippine Institute of Development Studies. January.
- McKinnon, Ronald I. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington: Brookings Institution.
- Philippine Deposit Insurance Corporation. *Annual Report*, 各号.
- Philippine National Bank. *Annual Report*. 各号.
- 寺西重郎. 1991. 「工業化と金融システム」東洋経済新報社.
- World Bank. 1989a. *World Development Report*.
- World Bank. 1989b. *Philippines: Financial Sector Study*. August.