

第 7 章

タイー経済危機からの 10 年 ー資本流入の再開の論点整理ー

三重野 文晴

要約：

アジア経済危機から 10 年を経て、タイ経済は順調に成長率を回復し、資本流入も再開した。この概ね堅調に見えるタイ経済の回復過程で金融システムがどのような役割を果たし、また変容してきたかについて考えるための論点整理を行うことが本稿の目的である。金融システムの変容は、①国内の経済政策、とりわけタクシン政権下での抜本的な成長戦略の見直し、②それと密接な関係を持って進められた証券市場への政府の関与と抑制的な金融セクターの再編プラン、および③実物・金融両面における国際金融環境の変容、の 3 点から考察される必要がある。

タイの金融システムや資本流入構造の変容は、東アジア各国の変容とかなりの部分共通点を持つものである一方、直接投資の持続と製造業製品輸出による成長などはタイに特徴的なものである。この違いがどこから来たのか、今後、個々の論点の詳細な検討が必要である。

キーワード：タイ、デュアル・トラック政策、国際収支政策、金融システム

はじめに

1997年のアジア経済危機後の約10年に進行した国際収支の世界的不均衡（global imbalance）を前提として、東アジアにおける資金流入の再開と拡大の構造を解明することが本研究会の中心主題であり、本稿は、その中でタイをケースとする観察の中間報告である。

タイはアジア経済危機のきっかけとなった1997年の金融混乱から10年の間に着実な回復を遂げてきた。2000年頃から輸出製造業部門を主な牽引力として成長が回復し、2004年以降は海外資本の再流入が進んでいる。この間、国内では、経済全般あるいは金融に対して、様々な政策的取り組みが行われてきた。危機直後には、IMF・世界銀行との政策協定に基づいたマクロ経済面、企業面における構造改革が試みられ、その後2001年初頭に登場したタクシン政権の下で、産業発展と所得再分配に関する経済政策の大胆な転換が唱われ、実施されてきた。金融システムの面でも、危機直後にはコーポレート・ガバナンス改革、証券市場改革、金融機関の再編が進められ、2003年以降には、証券市場の規制緩和や金融マスタープランなどの総合的改革への指針が示されてきた。

本稿の主要関心は、このような10年あまりの間の政策取り組みが、結果的には比較的良好に回復した経済成長や国際収支の状況とどのような関係にあるのか、という点にある。これを理解するためには、第1段階として、国内の経済政策がマクロ経済に与えた効果と金融部門に与えた効果のそれぞれを整理する必要がある。そして第2段階として、国際収支の環境を含むマクロの資本流入が、国内の産業・企業のファイナンスとどのような関係になってきたかを把握する必要があるだろう。当然ながら、その作業はそう容易ではない。本稿は、1年目の中間報告として、時事的なレポートも含めた日本語の既存情報に依拠しながら事実関係を整理して、吟味されるべき論点を抽出することに注力したい。作業の主な力点は以下の通りである。

第1は、変化の全体像を構図としてとらえることである。10年のタイの経済環境の変化を国内の個別の経済政策の変容として詳細に分析し、実物経済面での国際環境の変化への対応として検討する研究はこれまでかなり進んできたⁱ。また、国内金融システムの再構築過程についての情報整理も進んでいるⁱⁱ。しかし、こうした政策が、実体経済あるいは海外からの資金フローの変化に対してどのような関係を持ってきたかについての吟味は必ずしも十分ではなかったように感じられる。個々の経済政策と実物経済の変容が、タイの国際収支の構造にどのように帰結しているのかについての全体像を把握することが目指すべき課題の第1である。

第2は、資金流入の再開によって特徴づけられるタイの国際収支の変容と、国内の産業・ミクロレベルの資金フローとの関係についてである。マクロの海外資金流入と

国内のミクロの経済主体の資金調達との間には、アジア経済危機以前から未解明の不整合があることを筆者は指摘してきたⁱⁱⁱ。この状況は、この10年間の回復過程でも依然として残っている。この不整合の危機後の現れかたについて考え、国内の産業成長に外資が果たした範囲について吟味したい。

第3は、東アジアにおける一般性とタイの特殊性の問題である。資金流入の再開や各国における商業銀行の機能の変容（たとえば非製造業貸出比率の上昇）は、タイ独自というよりは、相当程度東アジア各国に共通する特徴である。したがって、タイにおける金融環境の変化は、タイ国内の経済政策の帰結としてはわずかにしか理解することができない可能性がある。一方で、資本流入に占める直接投資の比重など、東アジア各国の中でも、タイ独特の特徴があることも事実である。どこまでが東アジアの一般性であり、どこがタイの特殊性であるかの峻別を試みる。

第4は、上とも関係して、国内の、特にタクシン政権下でとられた一連の経済政策が、結局のところタイの国際収支環境にどのような影響を与えたかについての問題整理である。いわゆるデュアル・トラック政策は結局のところ貿易政策としてはどのような効果に帰結したのか、政権の為替・貨幣政策への介入の姿勢と実効性はどのようなものであったか、国営企業民営化過程での証券市場の活用や金融セクター・マスタープランは、金融システムの変容にどのような影響を与えたのか。そうした様々に評価されるタクシン政権下の大幅な経済介入が、昨今の世界経済危機まで比較的好調な状態を保ったタイの国際収支の環境とどのように関係しているのか、あるいはしていないのか、展望のための論点提起を試みたい。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、マクロ経済・国際収支のこの10年間の変化を、東アジア内の共通性に留意しながら簡単に整理する。第3節では、タクシン政権を中心としたこの時期のタイの経済政策をその効果面を注視して整理する。第4節では、マクロ経済・国際収支とタイ国内の政策・産業・企業の構造との間にどのような関係があるかを考察する。第5章はまとめとして論点を整理する。

2. 経済成長、産業構造と国際収支

2.1. 成長率と産業構造

タイの実物経済は、1999年以降、波はあるものの堅調な成長を達成してきた。図表1にあるように、1999－2006年の平均成長率は4.9%であり、景気が減速ぎみとなった2001年をのぞいて、年5%程度以上の成長率を記録してきた。ただし、たとえば1989－95年で平均9.5%を維持していた経済危機以前と比較すると、成長率は明らかに低下しており、潜在成長率の構造的な低下が生じたこと

が示唆されている。

構造変化のおおまかな傾向は、図表 2 から捉えることができる。すなわち、需要面から見れば、危機以降、投資率は 40 % 程度から 20 % 台へと大きく低下しており、それを政府消費の拡大と純輸出の黒字化が補完するかたちとなっている。政府消費の拡大はアジア経済危機後の財政出動からタクシン政権下の積極財政につらなる政策変化に対応しており、純輸出の黒字化は輸出・輸入面における貿易の構造変化に対応している。また、貯蓄率は全体として 30 % 前後^{iv}と危機前後で大きな変化はないので、投資率の低下はマクロ経済全体では貯蓄超過の構造をもたらしたことになる。

供給面から見れば、経済危機後、製造業の対 GDP 付加価値比率が高まる一方、サービス産業の比重は傾向的に低下している。各産業の成長への寄与度をみても、90 年代はじめには、サービス業が 45.9 % と製造業を上回っており、鉱業・建設業もかなり高い水準であるのに対し、経済危機を挟む 90 年代後半には両産業ともマイナスに陥るといふ急激な調整が進んだ末、2000 年代には製造業の寄与度が、サービス業を逆転するに至っている。危機後の成長を主に牽引したのは製造業の一層の深化、拡大であり、時に言及される経済のサービス産業化あるいは消費経済化は、成長の主要な要因としては必ずしも観察されてはいない。

2.2. 貿易収支

図表 3 にあるように、貿易構造の変化は非常に特徴的である。経済危機以前も対 GDP 輸出比率は堅調に上昇する傾向にあったが、同時にこれを上回る勢いで輸入の比率が上昇し、貿易収支は赤字基調が続いていた。これに対し、危機以降には対 GDP 輸出比率は格段に拡大し、傾向的に輸入を上回る水準が定着した。2000 年代に入ってから輸出比率は継続的に上昇傾向を示している。

輸出の拡大は、経済危機以降の為替レート的大幅な減価によって、輸出競争力が格段に高まったことを背景とすることは明らかである。一方、貿易黒字傾向の定着は、部品等の中間投入財や消費財の輸入依存度の低下を示唆するものである。

そのような傾向変化は、貿易商品の構成の側からも確認することができる。図表 3 の主要輸出品の比重を観察すると、危機以前に主要輸出品とされてきた食品、基礎製造業製品、その他製造業製品等の比重が顕著な低下を見せる一方で、機械・輸送設備が突出してその比重を上げており、2006 年の時点では全輸出品目の 45 % 程度を占めるに至っている。主要輸出商品をもても、電機・電子機械および輸送機械関係の製品の比重が大きくかつ堅調に拡大している。一方、主要輸入品の側では、これに対応するように機械・輸送設備の輸入比率が堅調に低下している。また、石油、天然ガスを表す鉱物燃料の比重が急拡大している。

2003年頃を境とする製造業の世界的再編の過程で、タイは自動車産業の世界的な集積地の一つとしての地歩を固めてきた。タイは自動車産業を危機以前の国内需要向け製品の製造から、輸出製品の拠点として高度化・拡充し、それに伴って、部品産業等の裾野産業の集積をさらに加速させてきた。また、ハードディスク等の電子製品の製造拠点としても堅調な成長を見せてきた。機械輸出の拡大と輸入の縮小は、こうしたタイ製造業の構造的な深化を反映したものであると考えられる。部品の現地調達拡大や、電子機械、輸送機械等最終財の国内供給の拡大が、輸入依存の相対的な低下と、貿易黒字基調の定着に貢献しているものと考えられる。その中で、エネルギーの輸入が顕著な拡大を見せているものの、これをカバーできるだけの輸出の増加によって、全体として輸入依存体質からの脱却が進んできたことになる。

深刻な投資率の低下を補って成長を牽引してきたのは、このような製造業輸出の構造変化をともなう成長に牽引された純輸出の拡大であったと考えられる。

2.3. 資本収支

以上のような実物経済の変容を踏まえて、資本収支の趨勢を整理したい。図表4は、資本純流入の構成を中心に、国際収支の趨勢をまとめたものである。経済危機時の資本流出を反映して、97年に資本収支は一気にマイナスに転落する。資本収支の大幅な赤字傾向は2000年から徐々に回復しつつ03年まで持続するが、04年以降は純流入傾向が再開する。05、06年の資本収支の水準は90年代前半と同等であり、資本流入のレベルは、大雑把に言って危機前の水準を回復したといえることができる。

一方、その構成には大きな変化が見られる。まず、主に「銀行債務」を指すとされる「その他」項目は危機を境に大幅なマイナスに落ち込んでいる。アジア経済危機のきっかけとなったタイの金融混乱が、海外からの短期借入資金の急激な流出であったことを裏打ちする事実である。この「その他」項目の流出傾向は、現在まで持続傾向を保っている。

他方、直接投資の流入は危機以降も持続するだけでなく、むしろ拡大傾向を見せてきた。危機以降のすべての期間を通じて、直接投資の流入の水準は危機以前よりも高く、特に98、99年と、2004年以降の2つの時期にかなりの高水準を示してきた。前者の時期は、金融混乱への対応の時期であり、破綻した企業や商業銀行の買収などを通じた直接投資が多く含まれているものと考えられる。それに対して後者の時期は、輸出製造業の堅調な集積の再開に対応したものであると考えられ、継続的な拡大傾向が特徴となっている。

この危機後に直接投資がむしろ拡大する傾向は、東アジア経済におけるタイの一特徴である。たとえばマレーシアでは、アジア経済危機後、直接投資は減少傾向にあり、

ポートフォリオ投資の流入だけが拡大しているし、韓国では国内銀行の海外銀行による大規模な買収を背景に、早い時期から「その他」項目（銀行債務）の流入が再開している。資本流入が、製造業を中心とする直接投資の加速に特徴づけられたこと、これがタイの特徴である。

ポートフォリオ投資は、経済危機直前の時期における急拡大の後、2002年頃まで小さな流出傾向が続いた後、2004年頃から流入に転じて大きく回復する。製造業に牽引された景気の回復とそれに伴う証券市場の活性化を背景にしているものと考えられる。

タイでは直接投資流入が堅調であるもとに、2004年以降にはポートフォリオ投資の流入が再開して、資本収支が黒字を回復した。好調な輸出に支えられた貿易収支の黒字傾向と相まって、総合収支は堅調な黒字を維持している。そして外貨準備はこれに対応して増加基調にあり、通貨は緩やかな増価傾向を示してきた。

この外貨準備の増加や通貨の増価傾向といったマクロ面の帰結は、実は東アジア全体に共通する傾向である。この中でタイの特徴は、資本収支の黒字が、直接投資とポートフォリオ投資の2本立てで構成されていることである。直接投資は、輸出製造業の直接的なファイナンスとして機能していると理解することができる。一方の、ポートフォリオ投資はどこに向かっているのか、これが吟味の課題となる。このことには第4節で少し触れたい。

2.4. 貨幣・為替政策

ここで貿易収支、国際収支の決定の基本要素として貨幣・為替の傾向を確認しておきたい。図表5にあるように、対ドル為替レートは、通貨危機の発生後、98年上半期に1ドル40バーツ程度に落ち着いた後、2000年頃まで緩やかに減価して45バーツ程度の水準に至る。その後は、国内経済の回復と03年以降の資本・為替規制の緩和にともなって増価傾向に転じ、2007年末には33バーツにまで増価している。この間、2006年12月には急激な増価を警戒する金融当局による緊急の短期資金取引規制の導入などが起きている。

国内金利の水準は、危機発生時に資金流出への緊急対応として銀行間取引金利で20－24％程度という大幅な利上げ試みられたが、98年後半には利下げに転じ、その後2－3％程度の低金利が維持されてきた。中央銀行は2000年5月よりインフレ・ターゲット政策を適用し、政策金利の決定を物価を基準とした貨幣供給量の管理に重点を置くかたちに転換する。2005年以降は、景気の過熱、物価の上昇などを背景に金利水準は銀行間取引金利で4．8％程度と、上昇傾向を見せている。

3. タクシン政権下の改革と経済政策の方向性

3.1. デュアル・トラック政策と介入の実質

経済危機後のチャワリット、チュアン政権が、破綻銀行の整理と不良債権の処理、そしてマクロ経済の落ち込みへの対処に追われたことと対照的に、2001年2月に誕生して、06年10月のクーデターまで続いたタイ愛国党のタクシン政権は、各分野における経済政策の大規模な転換を試みた。その時期は製造業を中心として経済危機から本格的に経済が回復軌道に乗る時期にほぼ対応している。以前の政権が、IMF・世界銀行との政策合意によって、金融機関の国有化や外資導入、コーポレート・ガバナンス改革、高金利政策など、「標準化された」改革を強いられたのに対し、タクシン政権は政策の主体性をとりもどして、積極財政、特定国内セクターの保護、都市・農村間のバランスへの腐心など、国内事情への配慮に重点をおく政策を実施した。タクシン政権期の金融システムへの政策態度も、その一環としての性格もあわせもつ。ここではまず、経済政策全体の特徴を確認しておこう。

タクシン政権下の経済政策の全体的な特徴を象徴しているのが、タイ経済を国内部門と外資主導の輸出製造業の2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2つのバランスに配慮しながら成長を目指すことを意味する「デュアル・トラック」政策の提唱である。この提唱において国内部門の定義がやや曖昧にとどまっていることに注意が必要である。それは時に地方や農村部の経済問題を指すこともあるし、時に流通業など非貿易部門の取り扱いを意味する場合、公共サービスや社会保障の充実を意味する場合もある。具体的政策としては、農村振興を企図した「一村一品運動」、農家負債の減免、医療保険改革、流通業等への外資規制の強化など、かなり広い範囲の施策が国内部門という観念に取り込まれているのである。

それに対して、外資主導・輸出産業の高度化の側面は、輪郭はよりはっきりしている。戦略産業として自動車、ファッション、食品、ソフトウェア、観光業が指定され、これらの産業の高度化をどのように図るかが議論されてきた。既に見てきたように、現実のタイ経済の堅調な回復は、この外資主導の輸出製造業が牽引した部分が多い。

しかし、ここに掲げられている2方向の政策は、原理的に相矛盾する要素をもっていることはいうまでもない。国内産業の保護と製造業輸出促進は関税、為替等を操作する貿易政策としては相反するものである。さまざまな方向性が提唱される中、対外経済政策として結果的に実効的であったのは、後者の側面に沿う直接投資への規制緩和が中心であったように見受けられる。また、為替レートも傾向としての増価圧力の中で輸出競争力の確保を企図してその抑制に努められてきたというのが実態であるようである。

鍵となったのは財政である。財政は前者についての個別的な補助金のツールとして役割を強めることになる。財政の役割の拡大はタクシン政権の最大の特徴であり、財政支出の拡大の原資として、歳入のキャパシティーや国有資産の抜本的な点検が図られることになる^v。デュアル・トラック政策は、その意味で、従来路線である外資主導の輸出産業の振興強化という成長戦略と、財政を通じた国内への所得再分配という、2つの要素の混合という政策を持っていた。

3.2. 財政改革、国営企業民営化と証券市場

財政の拡大に関係する改革過程は多岐にわたる。しかし、金融との関係ではそのかなりの部分が証券市場の活性化の問題と深く結びついていることが重要であろう。デュアル・トラック政策のうち国内産業向けの政策の財源として、特に政権の初期に着手されたのは、徴税方法の効率化による補足率の向上であった。これはそれ自体大きな成果を上げたといわれている(末廣(2008))。しかし、その後、財政リソースの活用範囲は国有企業の積極的な民営化や国有資産の効率的運用を通じた資金調達にまで拡大する。国有企業の民営化は巨大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と物的資産の「証券化」という手法を通じて、直接的に証券市場の活用と結びつくものであった。さらに、デュアル・トラックの国内産業向け政策の柱の一つである社会保険制度の導入は、皆保険制度へのステップというよりは、民間主導の任意保険制度の普及に力点を置いたものであった^{vi}。そこには資本市場における機関投資家の育成の観点が強く意識されていたといわれる(末廣 2008:p.272)。

図表6は、タイ証券市場（SET）の主要指標をまとめたものである。経済危機以降、証券市場は改革対象として位置づけられてきた。経済危機直後は、過度な負債への依存の問題と、適切なコーポレート・ガバナンスのあり方の観点から、情報開示の向上や、投資家（少数株主）の権利保護の向上などにより、資本市場の役割の拡大が図られてきた。しかし、「標準的な」観点からの証券市場改革の効果は限定的で、2000年頃には、株価、時価総額、上場企業数などが再び低迷する事態に陥り、これに対処するため法人税減税などによる直接的な株式市場の下支えが図られるようになっていた。株式市場は2003年から回復傾向を示し始め、海外からのポートフォリオ投資が回復する2004年以降には活況を取り戻す。この回復過程には、既述のような財政改革の過程における証券市場の活用と、それを側面から支える方向での、証券市場および外資に対する規制緩和政策が伴っている。

その過程で、2004年頃から企業上場を巡るスキャンダルや論争が数多く持ち上がったことは象徴的である。2004年から05年ころにかけて、民営化された大手電力会社や新興の大手ビール会社の上場問題が、政権と結びついた利権問題などを背

景にマスコミで指弾されてきた。2006年にタクシン政権が突然にして命脈が絶たれるきっかけとなったのが、タクシン自身が所有する大手通信事業会社のシンガポールの政府ファンドへの売却問題であったこともまた象徴的事実である。

財政改革と証券市場の活性化の関係、その実質的な効果について、一層の吟味がすすめられることが必要であろう。

3.3. 金融システム改革

破綻金融機関と不良債権の処理への緊急的な取り組みは、概ね直後の98年からタクシン政権初期の2001年頃まで続く。事実上経営が破綻した金融機関については、国有化あるいは外資買収によって処理、再編が進められた。概して、中規模行が一時国有化の対象となり、その後に外資への売却が進められ、小規模行は直接外資への身売りという形で再編は進む。98年の最悪期で資産比率46%にもものぼった不良債権の処理については、民間債務再編推進委員会(CDRAC)などにおいて政府・当局のコーディネーションが進められるとともに、破産裁判所による処理や個別行が設立する資産管理会社への不良債権の移管が試みられる。さらに、タクシン政権下では政府主導のタイ資産管理会社(TAMC)への一括移管などによっても処理は進められ、2001年末の段階で、不良債権比率はようやく10.5%まで改善する^{vii}。

金融機関経営と不良債権の問題に一応の解決の見通しがたつと、政府・中央銀行は2004年に、金融システムの大局的な方針を示した金融セクター・マスタープランを発表する^{viii}。その重点は、新しいバーゼル協定(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った(高安(2008))。このうち後者の金融機関の機能別再編には、多様な方向性が含まれている。第1は、商業銀行と系列のファイナンス・カンパニーを分離することによる金融グループの形成の抑制である。これによって、1980年代以降進んできた有力ファイナンス・カンパニーを商業銀行が傘下に持つという、金融ビジネスの寡占的な構造が是正される道が開けた。第2は、外資系銀行の参入の余地の拡大である。外資系銀行は、タイ法人に転換することが認められ、それによって支店展開の自由度をある程度確保できるようになった。ただし、現実にタイ法人に転換した例は、アジア系銀行の一部にとどまっている。第3は、小規模事業者、低所得者層への配慮であり、民間からの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て、「リテール銀行」の業態が設定された。2008年末までの時点で、ファイナンス・カンパニーとクレジット・フォンシア(不動産金融業者)を母体として3つの「リテール銀行」が設立されている。こうした政策は、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することができる。

04年以降、マスタープランの指針に沿うかたちで、金融機関の再度の再編が進ん

でいる。危機直後に小規模銀行を買収する形で進出した欧米系銀行の多くが退出し、かわってシンガポール、シンガポールなどアジア系外資の進出が進んでいる。ただし、大規模行上位5行（バンコク銀行、カシコン銀行、サイアム・コマーシャル銀行、クルンタイ銀行、TMB銀行）については所有構造の変動は比較的少ない。

3.4. 論点整理

本節で見てきたタクシン政権下の主要政策と、第2節で述べられた経済・国際収支環境の関係について、吟味されるべきポイントを整理しておきたい。第1に、デュアル・トラック政策が結局のところ貿易政策としてどのような効果に帰結したかという点である。この政策は、貿易政策と所得再分配政策の混合体であり、貿易政策としてはそれ自体、相反する要素をはらむものである。それ故、相反する産業分野へ影響を与える為替水準や、FTAなどの国際協調の中で操作することの難しい関税体系などへの介入は、結局のところそれほど顕著ではなかった可能性がある。

また、タイの場合、順調な経済成長と国際収支の背景としては、継続的な直接投資の流入が特徴的であった。その点に関して、デュアル・トラック政策は片面では輸出製造業への外資誘致を重視しながら、特定の国内産業についてはむしろ外資規制を強める傾向を持った。実際に、輸出製造業における外資規制の緩和や誘致についてどのような方策がすすめられたのか、それが実効的だったからそうした部門の産業集積が進んだのか否か、この点はより詳しく吟味される必要があろう。

第2は、2004年頃から進んだ証券市場の活性化の実態と、デュアル・トラック政策の鍵である財政リソースの拡大との関係である。証券市場の規制緩和と、それにとまなう海外ポートフォリオ投資の拡大は、国有企業の民営化など財政リソースの拡大の過程での証券市場利用と密接に関係している。この相互の因果関係は意外とまだ未解明な部分が多い。

第3は、主に金融機関を対象に進められた金融セクター・マスタープランの性格についてである。既述のように、マスタープランは、金融システムのあり方を示した大局的な展望である割には、健全経営と寡占化の防止といった抑制的な色彩の濃いものとなっている。そしてそれ以上に、そこに中小企業金融、零細金融などの「弱者」へ配慮した金融システムの観点が明示されている。これは、2000年代の世界的な趨勢とは異質のものである。2000年代を通じて、銀行業は、資本市場との競合が進む中で、世界的に急速な寡占化が進んできた。マレーシア、韓国などに見られるように、東アジアでは、政府は国際競争に備えて、むしろ再編による銀行業の大規模化を図ってきた。このタイの際だった異質性はどこから来るのか、そしてそれは金融機関の機能にいかなる効果をもたらしてきたのか、この点の吟味も重要であろう。

4. 資本流入と成長へのファイナンス

ここで観察の角度を少し変えてみたい。マクロの次元で拡大する資本流入が、タイの産業の成長のためのファイナンスにどのように関係しているかという問題である。これは、ここまで見てきた国内の経済政策と資本収支の関係を考える上で重要な示唆を含む。

4.1. 商業銀行の業態変化

まず、マスタープランを背景に再編が進んできた金融機関に、どのような機能面の変化があったかについて、見てみよう。図表7は、タイ銀行の預貸率と産業別貸出の比重の傾向を見たものである。商業銀行貸出は経済危機後には激しく落ち込んだものの、2000年以降は増加傾向に転じる。2000年以降は預金が恒常的に貸出を上回るようになっており、国際収支における「その他」資本の流出と考え合わせると、再編後の商業銀行が、強く国内貯蓄に依存し、かなり低い預貸率を維持ながら（つまりかなりの手元資金を維持しながら）、貸出を行っていることになる。再編後の商業銀行は相当に保守的な経営体質に変化したといえることができる。

産業別貸出を見ると、特徴的な傾向を見出すことができる。図表7によると、危機以前は商業銀行貸出のかなりの部分が不動産・建設（1995年で15.1%）に向かっていたが、危機以後にはかなり縮小している。2000年代を通じて製造業向けの貸出比率が頭打ちの傾向にあるのに対し、個人消費と金融部門向けの貸出比率が急伸している。金融機関は、この時期に成長を牽引した製造業部門の成長とは、独立した動きを見せているのである。金融向けの貸出は、具体的には金融再編にともなうファイナンス・カンパニー、リース会社のなどへの貸出、個人消費向けはカード・ローン、自動車ローンなどへの貸出などであると考えられる。商業銀行は、金融業としてのホールセールの性格を強めるとともに、国内消費の成長に対応するビジネスへとシフトを遂げてきたことになる。

この状況は、実は近隣諸国に共通した構造でもある。たとえば、マレーシアでは、1999年をピーク（約18.6%）に商業銀行貸出に占める製造業向け貸出の比率は傾向的に低下し、2006年時点で約10.9%までに落ち込んでいる。かわって大幅に伸びているのは不動産・建設（22.5%→32.3%）および個人消費（6.4%→22.4%）である。韓国でも製造業向け貸出は同時期に45.6%から36.1%にまで落ち込み、不動産・建設（10.7%→22.9%）向けの貸出が増加する傾向にある^{ix}。こうした国との比較の上では、タイにおける製造業への貸出は、よく

維持されている方だと理解すべきなのかもしれない。いずれにせよ、商業銀行のビジネスが、依然として経済の成長を牽引している製造業から乖離を深めつつある理由は、バーゼル規制の強化といった国際的な潮流の観点と、タイ国内の事情の観点の双方から、詳細に吟味される必要があるだろう。

4.2. 直接投資と企業の資金調達、証券市場

では、商業銀行が製造業貸出を抑制する中で、回復と成長を牽引した外資主導の輸出製造業は、それにかわる資金調達手段へのシフトを進めてきたのだろうか。答えは否である。確かに、証券市場は2003年以降、景気の拡大にともなって活況を呈してきた。しかし、タイでは、そもそも証券市場から資金調達を行うことを選択した上場企業数はかぎられているし、とりわけ直接投資によって進出した外資系企業は、国内企業としてはかなり巨大な企業が多くあるにもかかわらず、ほとんどが非上場のままである。

このことを図表8によって概観しておきたい。この表は、Mieno(2008)に依拠して、主要企業の上場比重、総資産規模、外資の出資比率を鳥瞰したものである。横軸は、総資産で測った企業規模の順位を表し、各棒グラフは左から規模の大きい順に100社ごとに整理されている。それぞれの棒グラフの上側を上場企業、下側を非上場企業にわけ、さらに外資の出資比率によって分類している。概ね各棒グラフを分断する折れ線の上側が上場企業、下側が非上場企業であり、折れ線の上下近傍は100%の地場資本、そこから上下に離れるほど、外資の出資比率が高いクラスの企業を表している^x。

一見してわかるように、極めて規模の大きな企業階層においても、上場企業数の数は相当に限られていることがわかる^{xi}。そうした中で、上場企業の外資を受け入れている企業は、そのほとんどが10%未満の出資比率である。一方、非上場企業は企業規模にかかわらず地場企業の比重が相対的に高いが、外資出資比率が50%を超えるジョイント・ベンチャーや100%に近い外資現地法人のほとんどが、非上場企業側に分布していることが確認できる。

すなわち、証券市場からの資金調達に依存する企業は、タイの主要企業全体の中では限られた存在であり、さらには、成長を牽引した外資主導の輸出製造業は、ほとんどこの手段を選択していないのである。2004年から海外からのポートフォリト投資が回復し、かなりの資金流入が生じている。図表8のような構造を勘案すると、これらの資金は、実物部門の資金調達手段としては、極めて限定された部分にしか役割をはたしていないことになる。

また、Mieno (2008) は、上場・非上場を含めた外資系企業のうち、特にジョイン

ト・ベンチャー方式の企業においては、商業銀行借入の比重が相対的に低いことを見出している。すなわち、外資主導の輸出製造業は、金融仲介にも、証券市場を通じた資金調達にも依存する度合いが低く、むしろ自己資金的な株式資本と内部留保による資金調達に強く依存する構造を持っているのである。

5. まとめ

アジア経済危機後のタイにおける経済成長と金融の間の相互関係は、以上のように相当に込み入っている。主要なポイントを、今後の検討課題として以下にまとめたい。

5.1. 国内経済政策

まず、タクシン政権下の経済政策との関係では、以下のことがいえる。第1に、デュアル・トラック政策は、成長戦略としては、従来型の輸出主導の工業化戦略を強化しつつ、国内部門に目を向けて国内消費の拡大を一方の牽引力とするものであった。国内部門の強化は、現実には財政リソースの拡大をテコとして、地方・農村部や都市零細業者などへの所得再分配の方策が主要なものであった。ところが、現実の経済成長では、民間消費の役割は限定的で、もっぱら純輸出の拡大に依存してきた。つまり、デュアル・トラック政策は、成長戦略としては国内部門の柱の側では機能していないのである。結果として、政策は全体としては輸出部門の余剰を、財政を通じて国内部門に再分配する仕組みとなっていたようにも見える。

第2に、タクシン政権下のこのような政策の金融部門に対する直接的な影響としては、財政リソースの拡大との関係で、証券市場の活用が期待されてきた。国営企業の民営化・上場、国有資産の証券化、年金基金による機関投資家の成長など、財政面での改革の多くは証券市場と結びついている。勿論、期待と結果とは必ずしも同じではない。タクシン政権が証券市場に何を期待し、その結果、市場に何が起こったかを詳細に吟味する必要があるだろう。

5.2. 金融システム

次に、国内の金融システムの観点からは、以下の4つを注目点として挙げることができる。第1は、貨幣・為替市場への介入の問題である。デュアル・トラック政策の国内、海外の2つのバランスという観点から、為替レートの極端な介入は、原理的に生じにくかったように見受けられる。全体としては、最大の成長要因である輸出を維持するために、基調としての増価圧力を抑制する姿勢が一般的であったと見るべきな

のかかもしれない。一方で、国内消費の拡大という観点から、低金利誘導へ金融当局に圧力をかける動機は強かった可能性がある。タクシン政権の誕生と同時期にはじまるインフレ・ターゲットと中央銀行の独立性に関する論議は、この問題とどのように結びついているのか、そして実際の政府の介入圧力はどの程度であったか、興味深いところである。

第2は、財政リソースの拡大との関係で重視された、証券市場の規制および規制緩和に関する問題である。証券市場の改革の過程では、初期のコーポレート・ガバナンスに関係する改革は比較的早い時期に影を潜め、タクシン政権のもとで規制緩和や企業へのインセンティブ賦与による活性化が基調となった。海外からの投資に対する規制も緩和が進められ、むしろ奨励されてきた。このことが、2004年以降のポートフォリオ投資流入の再開とも関係している。このような規制緩和やインセンティブ賦与がどの程度効果的であったのかを考える必要がある。

第3は、金融セクター・マスタープランの評価である。健全性規制が強調され、タクシン政権の所得再分配政策の一翼として取り込まれ、そして金融業務の階層分離化をすすめるという政策が、金融機関の機能面にどのような効果を持ったのか、そしてそもそも、このような世界的に見てユニークな政策が採用された理由がどこにあるのか、検討される余地があろう。

第4は、以上のことを踏まえ、もっとも重要な点として、直接投資、ポートフォリオ投資および銀行貸出が、実物経済とどのような関係にあるかという点である。結局のところ直接投資だけが、製造業企業の自己資本の設置・補充という形で資金供給の機能を果たしてきたように見受けられる。金融仲介は製造業への関与を弱め、さらに、ポートフォリオ投資は極めて限られた部門にしか到達していない。実物経済の成長との関係で、金融がどのような機能を果たしているのか、あるいは果たしていないのか、この点は、明らかにしなければならない最重要の課題である。

5.3. 国際経済・金融環境

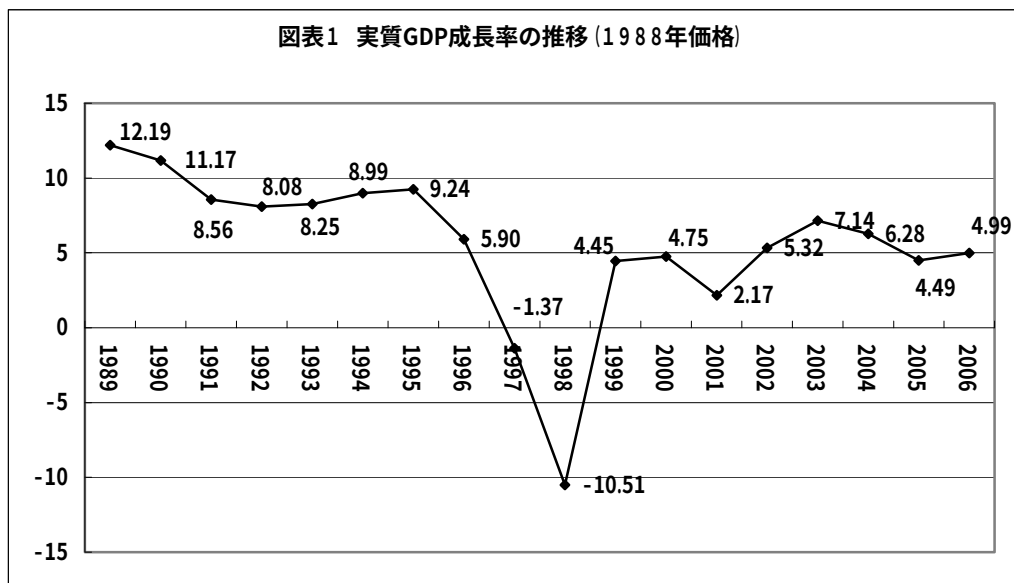
最後に、国際経済環境との関係では、少なくとも以下の2点に着目する必要がある。第1は、実物部門の問題である。2002年頃から自動車、電子産業を中心に、多国籍企業の世界的な再編が進んできた（末廣(2003)）。中国への生産拠点のシフトが基調にあるなかで、タイは、南アフリカや東欧諸国の一部と並んで、特に自動車産業の世界的生産拠点となることに成功してきた。このことがタイの2000年代の経済成長の背景にある動きである。この成功はいかなる要因によるものであるのか、国内側から見れば経済危機後の直接投資の拡大が何故持続したのか、という問題である。

第2に、タイの金融機関や証券市場は、結果として、2000年代の世界的な金融

の発展潮流とかなり独立してきたことである。危機後の再編の混乱もあり、商業銀行の業務は保守化し、貸出も抑制的となった。また、証券化に象徴される証券市場を活用した新しい金融手法へは、タクシン政権下で時に提唱されたにもかかわらず、銀行は関与に及び腰であったし、それによる証券市場がその機能は限定的にしか果たしていない。そして、この傾向は多かれ少なかれ、東アジア全体に共通する傾向でもある。世界的な潮流からの自立性はどのように確保されたのか、この点は、世界金融危機後のタイ及び東アジア金融システムのあり方を考える上でも、重要な問題である。

参考文献

- 石川純生・仲山里美, 2006, 「タイ：貯蓄・投資バランスから見た更なる成長の可能性」,
『開発金融研究所報』第 32 号, 国際協力銀行開発金融研究所
- 三重野文晴, 2008b, 「自由化・改革から育成へ：東アジアの金融システムをめぐる政策
論とその変転」武田康裕・丸川知雄・巖善平編 『現代アジア研究叢書：政
策編』 慶応大学出版会
- 三重野文晴, 2008a, 「東南アジアのコーポレート・ファイナンスの基底構造について：
タイ・マレーシアを観察事例に」『アジア研究』 54 巻 2 号, アジア政経学
会
- Mieno, Fumiharu, 2008, “ Foreign Ownership, Listed Status and Financial System
in East Asia: Evidence from Thailand and Malaysia ” proceeding at a
paper at 11th International Conference of East Asian Economic
Association at Manila.
- 大泉啓一郎, 2008, 「社会福祉制度改革－国家介入なき福祉戦略－」, 玉田芳史・船津
鶴代編, 『タイ政治・行政の改革 1991-2006 年』, 研究双書 No.568, アジ
ア経済研究所
- 末廣昭, 2003, 『進化する多国籍企業－いま、アジアでなにが起きているか－』, 岩波
書店
- 末廣昭, 2008, 「経済社会政策と予算制度改革－タックシン首相の『タイ王国の現代化
計画』－」, 玉田芳史・船津鶴代編, 『タイ政治・行政の改革 1991-2006
年』, 研究双書 No.568, アジア経済研究所
- 高安健一, 2004, 『アジア金融再生－危機克服の戦略と政策』, けい草書房
- 高安健一, 2008, 「タイにおける金融改革の評価と政策課題」, 『アジア研究』 54
巻 2 号, アジア政経学会
- 玉田芳史・船津鶴代, 2008, 『タイ政治・行政の改革 1991-2006 年』, 研究双書 No.568,
アジア経済研究所
- 浦出隆行, 2005, 「タイの為替・資本取引規制を巡る最近の動き」, 『資本市場クォー
タリー』 2005 summer



出所: Asian Development Bank, *Key Indicators*, 2008

図表2－(1) GDEの構成 (実質、1988年価格)

GDE構成比	個人消費	政府消費	粗資本形成	純輸出	その他
1990	56.6%	9.4%	40.4%	-7.5%	1.2%
1995	53.2%	9.9%	41.1%	-6.7%	2.6%
2000	56.1%	11.3%	22.0%	8.6%	1.9%
2006	56.1%	11.6%	28.6%	3.9%	-0.2%

出所: *Economic Intelligence Unit*, Country Data: Asian Development bank, *Key Indicators*

図表2－(2) GDPの産業構成 (実質、1988年価格)

		農業	鉱業・建設業	製造業	サービス業
GDP構成比	1990	12.1%	10.0%	29.2%	48.6%
	1995	9.4%	10.4%	32.6%	47.6%
	2000	10.3%	7.9%	36.4%	45.3%
	2005	8.6%	8.1%	38.9%	44.4%
成長への寄与度 (%)	1990-1995	4.6	11.1	37.3	45.9
	1995-2000	48.2	-115.8	197.5	-53.8
	2000-2005	2.8	8.7	46.5	41.2

出所: *Economic Intelligence Unit*, Country Data: Asian Development bank, *Key Indicators*

図表3 貿易構造の変化

(1) 貿易・サービス収支

	1990	1995	2000	2006
輸出	27.0%	33.6%	56.3%	63.3%
輸入	38.7%	42.1%	50.7%	62.4%
貿易収支	-11.7%	-8.5%	5.7%	1.0%

注: GDPに対する比率

出所: Asian Development Bank, *Key Indicators*

(2) 輸出品目の推移

	1990	1995	2000	2006
SITC区分別				
食品等 Food and live animals	28.2%	19.1%	14.1%	10.8%
飲料・たばこ Beverage and tobacco	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
鉱産物 (燃料を除く) Crude materials excluding fuels	5.7%	5.8%	3.7%	5.9%
鉱産燃料 Mineral fuels, etc.	0.8%	0.6%	2.7%	5.0%
動物・野菜・油脂類 Animal, vegetable, oil, and fats	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
化学製品 Chemicals	1.4%	3.1%	5.7%	8.0%
基礎製造業製品 Basic manufactures	18.3%	18.1%	15.4%	12.6%
機械・輸送設備 Machines, transport equipment	22.2%	33.8%	43.7%	44.7%
その他製造業製品 Miscellaneous manufactured goods	21.4%	18.2%	11.3%	11.0%
分類不能 Unclassified goods	1.2%	0.9%	2.8%	1.6%
再輸出 Re-exports	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%
主要輸出品別				
1. コンピューターおよび部品 Computer and parts	6.6%	9.1%	12.2%	11.2%
2. 車両部品および車両関連製品 Vehicle parts and accessories	0.6%	1.2%	3.7%	7.7%
3. 電子製品 Electrical appliances ^u	5.5%	7.3%	7.6%	7.5%
4. 集積回路および部品 Integrated circuits and parts	3.7%	4.1%	6.5%	5.4%
5. プラスチック製品 Plastic products	1.5%	4.4%	4.0%	5.0%

注: 総輸出額に対する比率。各行下段は原文表記

出所: Asian Development Bank, *Key Indicators*

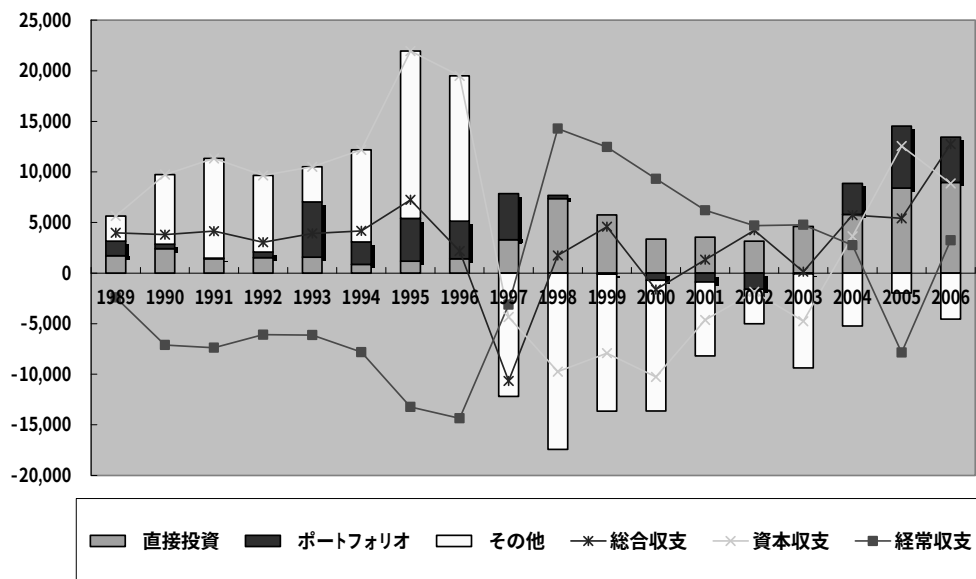
(3) 輸入品目の推移

	1990	1995	2000	2006
SITC区分別				
食品等 Food and live animals	4.0%	2.9%	3.0%	3.2%
飲料・たばこ Beverage and tobacco	0.6%	0.4%	0.4%	0.2%
鉱産物 (燃料を除く) Crude materials excluding fuels	6.4%	5.4%	4.8%	3.0%
鉱産燃料 Mineral fuels, etc.	9.3%	6.5%	11.0%	19.9%
動物・野菜・油脂類 Animal, vegetable, oil, and fats	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
化学製品 Chemicals	10.1%	10.1%	11.4%	10.3%
基礎製造業製品 Basic manufactures	22.1%	20.6%	18.3%	16.8%
機械・輸送設備 Machines, transport equipment	41.2%	49.0%	46.1%	36.3%
その他製造業製品 Miscellaneous manufactured goods	2.9%	2.6%	2.7%	6.2%
分類不能 Unclassified goods	3.2%	2.4%	2.3%	3.9%

注: 総輸入額に対する比率。各行下段は原文表記

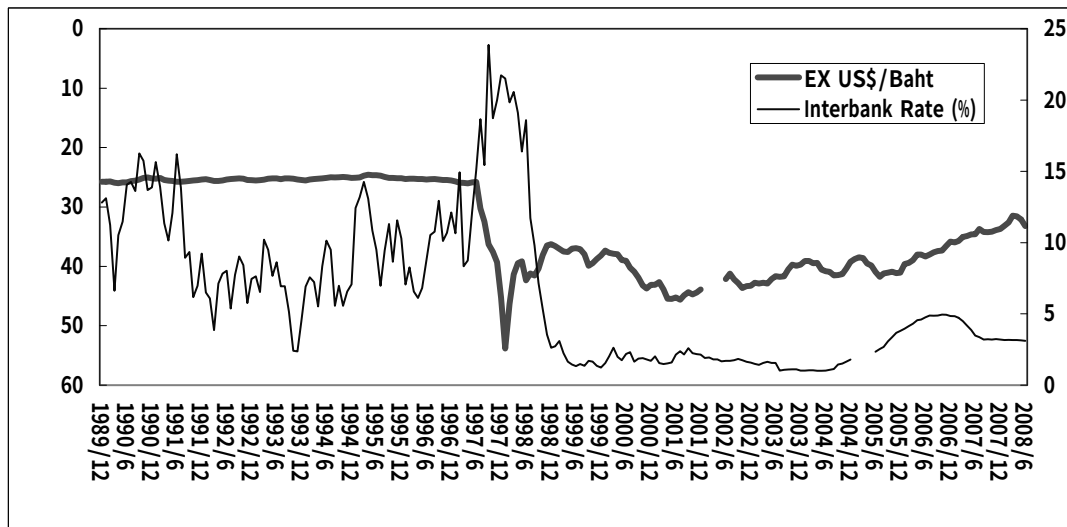
出所: Asian Development Bank, *Key Indicators*

図表4 国際収支の趨勢



単位: 100万米ドル
出所: Asian Development Bank, Key Indicators

図表5 対ドル為替レートと金利の推移



注: 左軸は為替レート、右軸は金利水準
出所: Asian Development Bank, Key Indicators, 2008

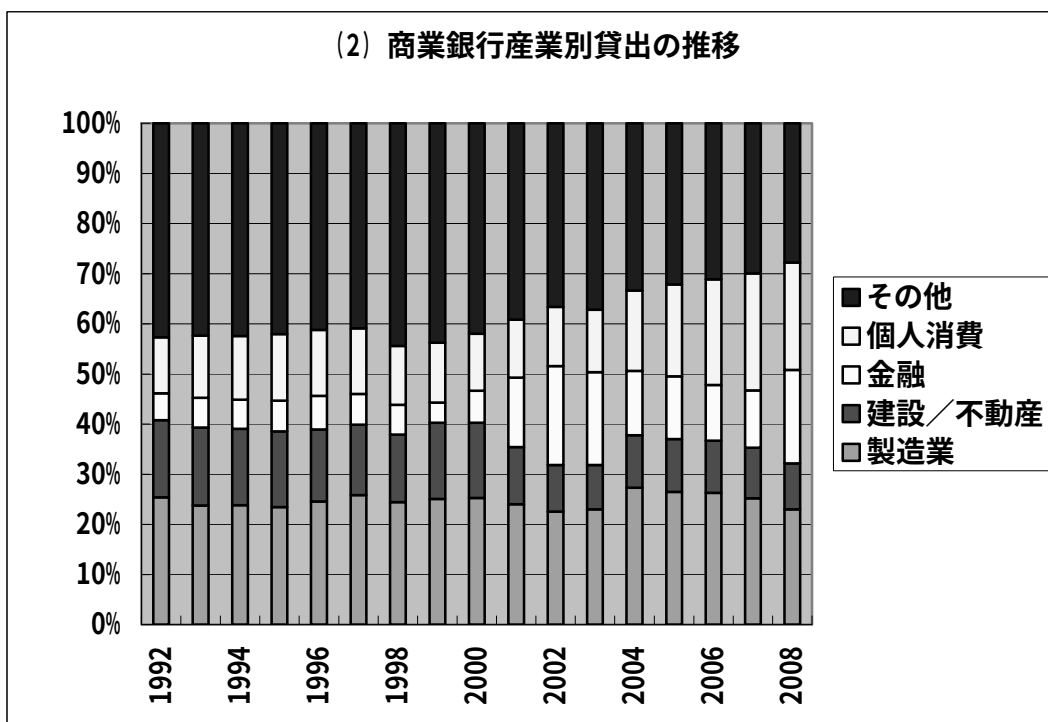
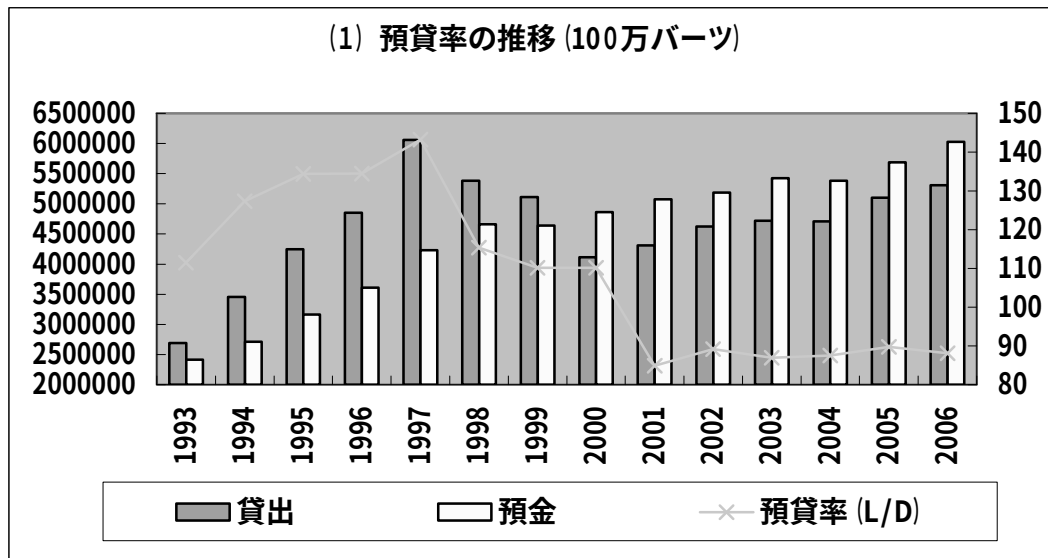
図表6 証券市場の主要指標の推移

	上場企業数	時価総額 (1,000 バーツ)	年取引総額 (1,000 バーツ)	株価 (SET index) (1974=100)
1985	97	49,457	15,438	135
1986	93	75,200	29,807	207
1987	109	138,170	119,179	285
1988	141	221,958	141,473	387
1989	175	656,842	344,778	879
1990	214	604,566	584,154	613
1991	276	897,159	767,056	711
1992	305	1,485,019	1,830,026	893
1993	347	3,325,393	2,201,148	1,683
1994	389	3,300,800	2,113,900	1,360
1995	416	3,564,500	1,534,900	1,281
1996	454	2,559,558	1,303,144	832
1997	431	1,133,344	929,600	373
1998	418	1,268,198	855,170	356
1999	392	2,193,070	1,609,790	482
2000	381	1,279,220	923,697	269
2001	382	1,607,310	1,577,758	304
2002	389	1,986,240	2,047,442	367
2003	407	4,789,860	4,670,281	772
2004	464	4,534,000	5,024,399	668
2005	504	5,119,000	4,031,240	714
2006	518	5,101,000	3,956,262	680

注:新興企業むけ取引市場(MAI)を除く

出所: Securities Exchange of Thailand / The Stock Exchange of Thailand, *Fact book* 各年版 および同、*Annual Report* 各年版

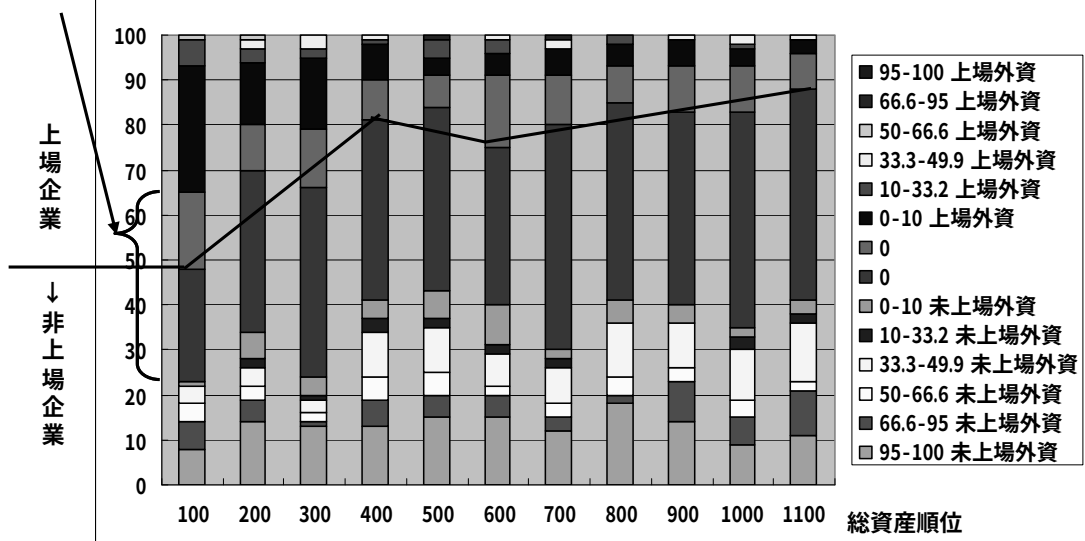
図表7 商業銀行の業務の変容



出所: Bank of Thailand

外資出資ゼロ

図表8 タイ企業の分布:総資産規模・上場・外資出資



出所: Mieno(2008), *Foreign Ownership, Listed Status and Financial System in East Asia: Evidence from Thailand and Malaysia*, 原データはタイ証券取引所およびBusiness on Line Ltd., (2005年時点)

-
- i たとえば、玉田・船津(2008)には、2000年代のタイの経済政策についての優れた論考が複数含まれている。
 - ii たとえば、高安(2004)、高安(2008)
 - iii 最近の主なものとして三重野(2008a, b)。
 - iv タイの貯蓄率は経済危機以前の90年代には31-35%程度の水準を維持し、経済危機後はやや低下したもののほぼ30%を維持している。タイのマクロ経済環境の鳥瞰としては、たとえば石川・仲山(2006)。
 - v タクシン政権下の財政改革については、末廣(2008)が詳細に分析している。
 - vi 国民年金基本法案は2005年9月に公表されている（末廣(2008)、大泉（2008））
 - vii その後、不良債権比率は安定的に低下し、2007年9月の時点で4.4%に至っている。
 - viii このマスタープランに沿った金融関連法制の改正が完了するのは、2008年になってからである。
 - ix いずれも各国中央銀行公表資料から計算。
 - x 外資の比重は上位10株主の国籍によって定義されている。
 - xi 上位447社で見た場合、上場企業の数の比率は33.3%である。