

のである。具体的には、国有企業を商業類と公益類に分け、さらに、商業類国有企業を一般商業分野と国家安全、経済安定に関わる重要商業分野に分けている。消費財や自動車製造業などの「一般商業分野」の国有企業は「全体上場」により民間資本も注入することで将来的に、株式構造の多様化を実現する。軍事、通信、交通などの「重大商業分野」の国有企業は、国有資本による持ち株を維持したまま、民間の投資も受け入れる。また、水道、電力、ガス、公共施設などの「公益類」の国有企業は、民間資本の参入を奨励し、価格メカニズム改革を推進している。

また、10社の中央企業は、国有資本投資・経営のパイロット事業を展開し、中央企業の子会社に従業員持株会を設立し、83社の中央企業に「規範董监事会」を設置し、うち4社をパイロット事業として「董监事会」に完全に経営権を付与した。

国有企業間の買収や合併は、不良資産の処理や生産効率の向上を図り、国有企業改革の重要な取組みとして推進されている。2016年は、鉄鋼、建築材料などの分野を含む10社の中央企業を5社に合併させた。また、鉄鋼で1019万トン、石炭で3497万トンの過剰生産能力を削減し、398社のゾンビ企業を処理するなど実績をあげている。

2017年に入っても国有企業改革は進められているが、肥大化してしまった国有企業の抜本的な改革には長い調整期間が必要である。加えて、不動産市場が過熱し、過度に民間資本をも吸収し、製造業の空洞化問題を引き起こす懸念もある。これらはいずれも中国が直面している難しい課題と考えられている。

中国経済に関しては、今後急速に進むであろう少子高齢化、中国特有の土地制度、戸籍制度の改革等、多様な課題があるが、中進国の罫を抜け出せるかどうかについては、こうした国有企業改革の趨勢が大きな鍵となろう。 [車 競飛]

## Section 2 東南アジアの金融メカニズム ——「アジア金融協力」への 含意

### 1. はじめに

1997年のアジア金融危機から20年が経過した。

この危機を教訓として、各国の金融システムや地域の通貨金融秩序に関わる取組みが継続的に進められてきた。他方で、この間、アジアの経済と金融環境はいくつかの段階を経て大きく変容した。2010年代後半の昨今、「一带一路」戦略など中国による既存の通貨金融秩序への挑戦という潮流変化が生じていることも踏まえつつ、この20年間の地域の取組みやアジアの金融環境の変容をどのように位置づけることができるのか、ここでは、アジア金融危機の震源となった東南アジア経済を中心に、その20年の経緯を振り返りながら考えてみたい。

本節のポイントをあらかじめ要約しておく。東南アジアでは、もともとマクロの金融環境の構造とミクロの金融システムの構造との間に深刻な不整合があった。その後20年の政策協調と経済発展によって前者は大きく変化したものの、後者にはさほどの変容が現れておらず、そして両者の間の不整合は本質的に変わっていない。中国による既存の通貨金融秩序への挑戦はアジア全般におけるマクロの金融環境の構造変化に沿ったトレンドの問題として理解可能で、日本が主導してきた「アジア金融協力」などの政策協調の取組みとは、対立する部分もあるが、協調できる部分もある。一方で、ミクロの金融システムの面における変化の少なさには問題が多く、今後の東南アジアの産業発展にとってボトルネックとなる可能性も考えられる。「アジア金融協力」でもこの問題に積極的に取り込んでいく余地がある。

## 2. 企業・金融システム改革と アジア金融協力

### (1) アジア金融危機の原因論と企業・金融システム改革

1997年にアジア金融危機が起きたとき、その要因をめぐる論点は、大きく言えば①資本フローと為替制度の制御の失敗に求めるものと、②アジアの企業・金融システムの構造問題に求めるものとの二つの視点に分かれていた。前者は、国際資本移動の世界的な活性化、アジアでの金融自由化や資本規制緩和、変化する国際収支環境への為替管理制度の対応の遅れなどを主な論点とし、危機が世界全体に波及したことも踏まえて、ヘッジファンドや短期資金の国際移動の規制にまで議論が及んだ。

一方、後者は、アジアの高成長の担い手としてあ

る程度評価されてきた財閥型の企業の所有・経営や銀行中心の金融システムを、むしろ非効率・非近代的な存在で、長期的な成長の阻害要素であると捉えてきた。危機が生じたのは、その問題が深刻化するにつれ、国際金融市場に、長期的な対外借入の支払い能力（ソルベンシー：solvency）への疑念が強まり、それが臨界点を越えた結果であるとされ、論点はこの構造問題の改革に及んだ。

危機のすぐ後に、国際機関との協議に基づく経済改革で前面に出たのは、後者の論点だった。企業・金融システムに関わる構造改革は、IMFの緊急融資や世界銀行からの支援の条件として実施された。改革では企業の所有の集中を抑制し、投資家の権利保護を向上させ、それによって負債への過度な依存からの脱却と株式市場の活性化を目指すことが基調とされた。

そうした改革が本格的に実施されたのは、韓国、タイ、インドネシアの3カ国である。韓国では財閥の整理、タイ、インドネシアでは銀行再編と証券市場改革に重点が置かれた。改革では、不良債権処理と大がかりな再編とともに進められた銀行部門のガバナンス改革はおおむね実効的だった。ほとんどの国で財閥による銀行の所有・経営への影響力が弱まり、外国銀行の参入も大きく進んだ。

一方、企業の所有・ガバナンス構造の改革の面では、さほどの成果に結びつかなかったことが今では明らかになっている。例えば韓国では、「ビックディール」によって上位財閥企業の顔ぶれが入れ替わったものの、従来と同様の所有集中が維持され、コーポレート・ガバナンス規制の諸法令の違反行為も頻発したと言われる。タイについては、金融危機の前と後で、実物部門の企業においては所有構造やコントロール権、キャッシュ・フロー権の乖離の構造には、ほとんど変化が見られないことが指摘されている。インドネシアでは、企業グループの債務処理が遅れて企業活動が停滞する中で、所有構造としては外国人投資家の比重が増したとの指摘がある一方、従来のスハルト政権下のグループとは異なる形の政治コネクションを持つ民間企業が台頭した<sup>1)</sup>。

## (2) アジア金融協力

こうした企業・金融システムの構造改革に代わって、2001年頃からアジア域内の金融分野の協力である「アジア金融協力」が、日本の主導でASEAN+3の枠組みの下で推進されるようになる。この主要問題関心は、原因論のうちの前者、つまり資本フローと為替制度の制御の失敗の部分にあり、それを域内の国際協調や国際協力の中で、どのように克服するかにあった。具体的には、00年に合意された、緊急時の外貨の相互融通（通貨スワップ）を中心とする通貨協力枠組み（チェンマイ・イニシアティブ：CMI）と、03年に合意された域内の債券市場の育成の取組み（アジア債券市場イニシアティブ：ABMI）の2本柱で構成されている。

「アジア金融協力」の理念の柱としてしばしば引合いに出されるのは、「二つのミスマッチ」という考え方である（Yoshitomi and Shirai (2001)）。金融危機までの東アジアでは、貿易が域内で拡大しているにもかかわらず、決済面では依然としてドル基軸であるという「通貨のミスマッチ」と、高成長下での資金需要が長期性の資金であったにもかかわらず、流入した海外資金が主に銀行を経由した短期性のものに偏っていたという「期間のミスマッチ」があったとされる。東アジアでは、十分な貯蓄の上に域内の貿易・投資取引が拡大していたにもかかわらず、ドルを取引通貨の基軸として用いながら域外からの資本フローを導入してきた。それ故、各国通貨のドルとの交換価値を安定化するために為替介入を維持せざるをえず、このことが危機の遠因になっているとする。

通貨協力の枠組みは、当初2国間でのスワップ協定を束ねる形で始められたが、2010年以降はチェンマイ・イニシアティブの「マルチ化」（CMIM）と呼ばれる、多国間協定でドル資金の拠出と引出権を取り決める枠組みに移行しつつある。これまでのところ、日本、中国がそれぞれ資金の1/3、韓国が1/10を拠出し、その他をASEAN各国が分担するバランスで構成される。引出権はこれと逆にASEAN各国に厚く設定されており、緊急時には日本と中国の保有する外貨を域外各国に供与する形で機能させ

1) 改革の詳細とその成果については、例えば、韓国：高（2008）、タイ：大泉（2002）、高安（2005）、Khanthanavit et al. (2003)、インドネシア：佐藤（2008）、高安（2005）などを参照。

ることが想定されている。

リーマン・ショック時には、CMIの発動が数カ国について検討に上ったが、その実施にはいたらなかった。その経験を経て、例えば、IMFとの協調行動の制約を緩める（「IMFデリンク」）など、より機動的な発動ルールへの変更や、各国のマクロ経済環境を恒常的にモニターする機能を持ったAMRO<sup>2)</sup>をシンガポールに設置するなど、枠組みの実効性を向上させる制度整備が継続して進められている。債券市場の育成についても、各国の制度整備や制度協調をはじめ、アジア開発銀行内に債権の保証機関<sup>3)</sup>を設置するなどの取組みが進められてきた。

### 3. 東南アジア経済の回復過程

#### (1) 成長経路への回復と実物経済の変化

アジア経済が危機の混乱から脱して安定した成長軌道に戻るのには、おおむね2003年頃である。それまでの5年ほどの間、各国では不良債権処理や銀行セクターの再編、企業改革が進められた。しかし、大規模な混乱が収束して経済が回復する過程で生じた構造変化は、金融・企業改革の直接的な成果とは少しずれのあるものだった。このことを二つの国の

表2-2-1 タイとインドネシアのGDP支出構成の推移  
(a) タイ

	個人消費	政府消費	固定資本形成	純輸出	その他
1990	53.3	10.0	41.6	-7.5	2.5
1995	51.2	11.3	42.9	-6.7	1.3
2000	54.1	13.6	22.3	8.4	1.6
2005	55.8	13.7	30.4	-1.0	1.1
2010	52.1	15.8	25.4	5.5	1.1
2015	51.6	17.2	24.1	11.3	-4.2

(b) インドネシア

	個人消費	政府消費	固定資本形成	純輸出	その他
1990	58.9	8.8	30.7	1.5	0.0
1995	61.6	7.8	31.9	-1.3	0.0
2000	61.7	6.5	22.2	10.5	-0.9
2005	64.4	8.1	25.1	4.1	-1.7
2010	56.2	9.0	32.9	1.9	-0.0
2015	57.1	9.8	34.6	0.2	-1.6

注) 単位：％。

資料) Asian Development Bank, *Statistical Database System*, (<https://www.adb.org/data/sdbs>).

事例で見してみる。

表2-2-1は、タイとインドネシアの国内総生産(GDP)の支出部門の構成をまとめたものである。両国ともアジア金融危機以前まで成長はもっぱら投資主導で牽引され、そして純輸出がマイナスであったことがわかる。それに対して危機以降は投資の比重が大幅に低下し、純輸出がプラスに転換している。成長を牽引する主要要素が、投資から輸出にシフトしたのである。

この点は、一見すると、アジア金融危機についての二つの要因論のうちソルベンシーの問題の解決に沿った回復が実現しているように見える。しかし、実態は少し異なっている。タイでは、危機後、銀行部門の一時国有化や外国銀行への合併など再編に取り組むが、不良債権問題は長引き、銀行の経営は不安定なまま推移した。国内の有力企業・財閥のうち、不動産・建設業に傾斜していたもののいくつかは破綻した。生き残った国内企業は事業再編に取り組むが、それらは速やかに回復したわけではなかった。

2003年頃からの成長経路への回復を主に担ったのは、直接投資の外資企業が牽引する輸出製造業の成長である。タイでは90年代半ばから世界の自動車メーカーの進出が始まり、一部は輸出もされていたが、中間投入財(部品)の輸入依存度が強かったため貿易赤字の構造は変わらなかった。それが、危機以降は為替レートの低下もあって直接投資はむしろ継続的に増加し、部品産業も含めた産業集積が進み、東部臨海部の工業団地群は「東洋のデトロイト」と呼ばれるほどの自動車産業の一大拠点を形成した。そして、その輸出によって確実に貿易黒字を実現できるようになったのである。銀行部門の不良債権の処理が進み、銀行部門や国内企業の経営の安定化は、この経路によるマクロ経済の回復によって00年代半ばによろやくもたらされている。

インドネシアでは、金融危機によってスハルト・ファミリー系企業自身をはじめスハルト政権に密着した企業層が深刻なダメージを受け、政権の崩壊にまでつながった。その後2004年にユドヨノ大統領が登場するまで、政治環境も不安定化し、旧政権の下で巨大企業群に成長してきたサリム、アストラ・

2) アセアン+3マクロ経済リサーチオフィス(ASEAN+3 Macroeconomic Research Office)。

3) 信用保証・投資ファシリティ、credit guarantee investment facility。

グループなどの主要財閥は軒並み事業の縮小を余儀なくされ、また、所有と経営の第一線から創業者家族が後退した。インドネシアの場合、04年以降の経済の回復過程を牽引したのは、石炭を中心とする鉱業部門の成長である。中国の経済成長を背景とする世界的な資源価格高の環境下で、インドネシアは危機以前の投資主導の成長から、資源輸出の牽引する経済に軸足を移した。この過程で、バクリ・グループに代表されるように、資源開発の利権を獲得・保持し、政治的な影響力を発揮する新しい財閥が成長した。

このように、危機の原因として仮に「非効率な経済システム」がもたらした問題が大きかったとしても、タイでもインドネシアでも、その回復過程は、危機直後の企業・金融システム改革が企図したシステムの近代化によってもたらされたとは言い難い。この点には本質的な変化がないまま、直接投資企業による産業発展や代替的な輸出産品の成長によって達成されてきたのである。

#### 4. 成長の成果と東南アジア金融システム

##### (1) アジアの資本フローの構造変化

企業・金融システムの改革が、当初想定されたほどには進まなかったにしても、マクロ経済的に見て、アジアが輸出主導型の持続的成長を回復したことは確かである。このことが、2000年代にアジアにおける資本フローの構造を根本的に変化させた。

図2-2-1は、タイを事例に1993年以降の資本フローの趨勢をまとめたものである。同図(a)は、海外からその国への流入( inbound)、同図(b)はその国の居住者の海外投資についての流出( outbound)である。また、経常収支と外貨準備の趨勢も記載されている。

図2-2-1(a)は、タイでは危機以前には流入していた海外からの銀行信用やポートフォリオ投資が金融危機を契機に急激に流出し、それが2000年代半ばまで続いてきたことを示している。その一方で、危機の直後から直接投資はむしろ増加したことも確認でき、これが輸出製造業の本格的な成長をもたらしたことが示唆されている。同図(b)に目を転じると、危機以降、経常収支はおおむね黒字に転換している。経常収支黒字は、対外資産の増加を意味するから、国内に外貨は潤沢になり、外貨準備は順調に積み上がっている。そして図(b)からは、00年代半ば以降、経常収支黒字による対外資産の増加が、対外投資として顕著に現れ始めることが見てとれる。経済成長の回復によって、海外からの資本流入も00年代に半ばには回復しているが(図(a))、海外からタイへの投資と、タイから海外への投資の規模を比較すると、両者は00年代終わりには同規模の水準にいたっていることがわかる。輸出主導型の回復過程で、アジアは資本フローの受け手から、出し手に大きく転換した。それは、実物経済の発展を基盤とする持続的な構造変化と見ることができよう<sup>4)</sup>。

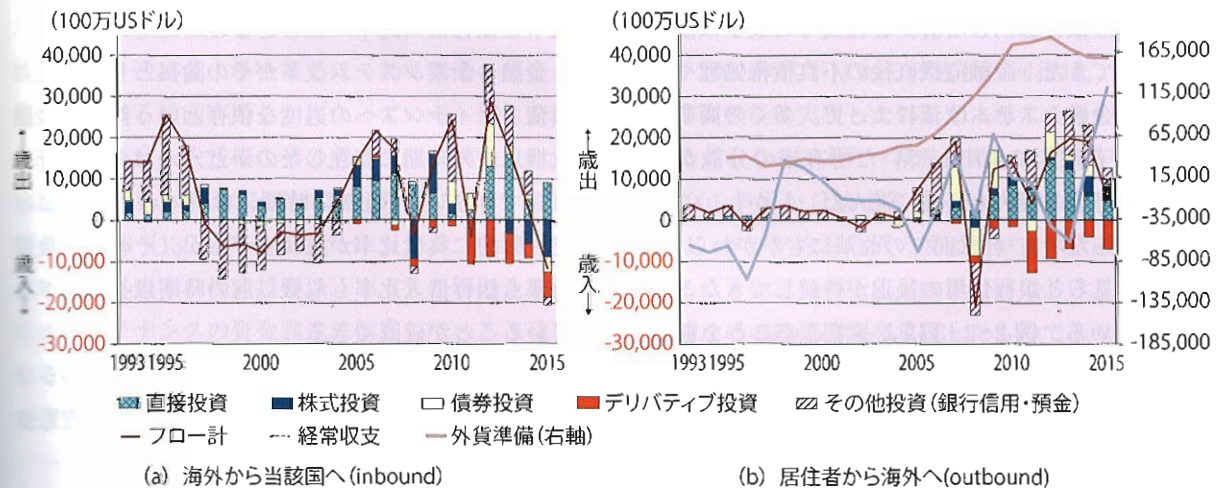


図2-2-1 タイのグロスの金融収支 (inbound, outbound 別)、経常収支、外貨準備の推移

資料) IMF, Balance of Payment Statistics.

4) タイの対外投資の中で直接投資はまだ限られており、主にインドシナ諸国や中国へのものであると見られるが、日本や他の先進国への投資事例も最近では報告されている。例えば、2009年4月、タイ製造業企業による日本の金型首位メーカー「オギ

(2) ミクロ金融構造

各国の国際収支構造の変容を基礎として地域のマクロ金融環境が大きく変化したのに対し、ミクロの金融システムの面、例えば企業の資金調達チャンネルには、実態としてさほどの変化は見られない。このことを筆者の著書（三重野(2015)）に依拠する形で簡単に説明したい。

図2-2-2は、東南アジア主要4カ国に関して、アジア金融危機後10年間の銀行信用、債券市場、株式市場の規模の推移をGDPとの比率で見たものである。企業の資金調達の観点から見ると、銀行信用の規模は後退傾向が続き、社債の伸びはタイでやや拡張傾向があることを除くと停滞気味である一方、株式市場だけが拡大傾向にあるように見える。

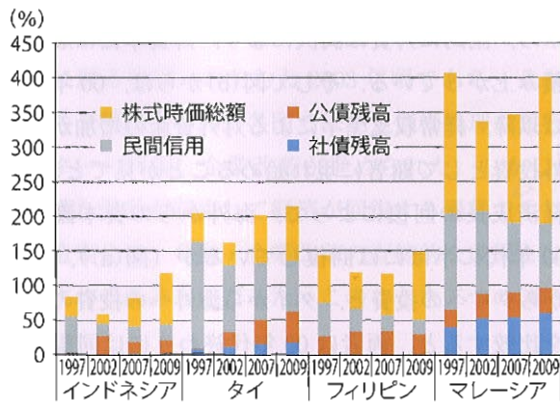


図2-2-2 各国の民間信用、債券残高、株価時価総額 (対GDP比)の推移

資料) 三重野 (2015), p.224. 原資料は World Bank, *Financial Development and Structure Dataset*.

この間、銀行部門の所有や経営面での改革は確かに進捗してきた。金融危機直後の不良債権処理や銀行再編、金融システム改革によって、多くの商業銀行で創業者家族に集中していた所有権の分散が進み、また外資の参入も格段に進んだ。しかし、この図はそうした所有・経営面での改革にもかかわらず、機能面で見ると銀行信用の後退が持続してきたことを示している。図2-2-3によってこのことを別の観点から見てみると、各国とも商業銀行貸出は、成長回復の主要エンジンだった製造業への貸出を後退させ、金融・不動産・消費など国内部門への貸出にシフトしていることがわかる。

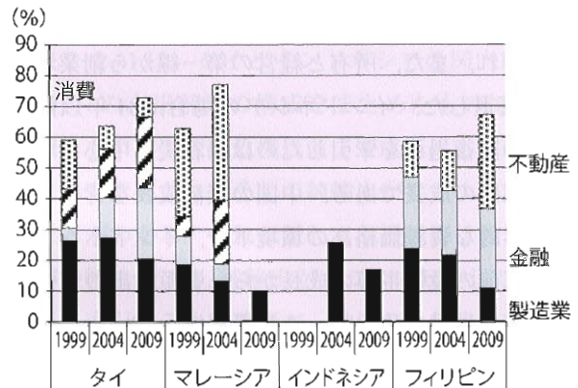


図2-2-3 4カ国の銀行産業別貸出比率

注) 全貸出に対する比率。

資料) 三重野 (2015), p.228. 原資料は CEIC データベース。

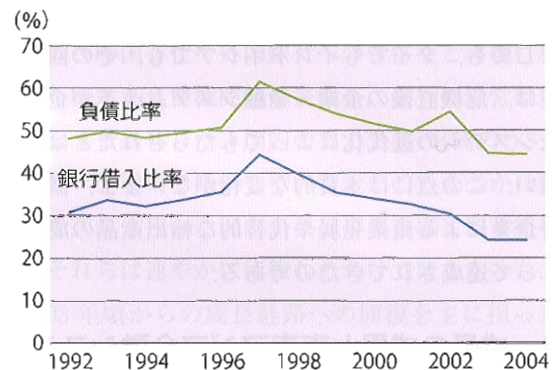


図2-2-4 タイ上場企業の負債比率・銀行借入比率の推移  
資料) Stock Exchange of Thailand, (Listed Company Info 1992-2001; CD-ROM, SETSMART 2002-2004; Web System).

同じ傾向は、企業金融の側からも確認することができる。図2-2-4は、タイを事例にとって、アジア金融危機から2000年代半ばまでの上場企業の負債比率と銀行借入比率の推移をまとめたものである。

金融・企業システム改革がその論拠とした企業の負債ファイナンスへの過度な依存という傾向が金融危機以前の時期に存在したのかどうかは、そもそも確認できない<sup>5)</sup>。危機の時期には資本の毀損によって一時的に負債比率が跳ね上がるが、その後、負債比率も銀行借入比率も危機以前の時期以上に低下していることが確認できる。

では、そのことが銀行信用から株式市場へのシフトを意味しているのかと言うと、実は、その点も慎重に吟味する必要がある。

表2-2-2は、2005年時点でのASEAN4カ国につ

ハラ」の買収、2012年のタイ不動産資本による北海道の「キロロリゾート」の買収などの事例がある。

5) この図で示される危機までの時期の50%前後の負債比率は、既存研究で知られる先進国の上場企業の負債比率の水準(米国で55%程度、日本で70%前後)と比較して、むしろ低い。詳しくは、三重野 (2015), ch.1を参照されたい。

いて、主要企業（非金融企業）を総資産順位で並べて、証券市場への参加度合いを整理したものである。マレーシアを例外として、主要企業の上場企業への参加はすこぶる低位にとどまっている。例えば、各国上位400社のうち、上場企業数はタイで135社（33.8%）、フィリピンでは76社（19.0%）であり、インドネシアではわずか20社（5.0%）でしかない。市場を通じて株式ファイナンスを行っている企業は、大規模企業層のうちでも極端に偏っている。証券市場の活況とは別次元の問題として、商業銀行貸出を株式ファイナンスが代替しているとは言えない状況にある。

表 2-2-2 ASEAN 4 カ国主要企業の上場企業数比率

	上場企業総数	総資産順位				
		上位100	上位400	上位600	上位800	上位1000
タイ	415	52.0%	33.8%	29.3%	26.4%	24.5%
マレーシア	848	92.0%	81.0%	74.2%	68.9%	64.7%
インドネシア	219	58.0%	41.0%	31.5%	26.0%	21.9%
フィリピン	105	31.0%	17.8%	14.3%	11.6%	9.6%

注) 上場企業数は金融機関を除く。

資料) 国際協力銀行との調査（2006～07年）に基づいて計算。原情報は各国企業登記情報（2005年時点）。

三重野（2015）の第4章では、より詳細な企業情報によって、企業上場の傾向を外資出資比率との関係に着目して観察している。全体として外資の出資のある企業数は、上位400社の企業では、上場企業で63.7%、非上場企業で54.0%にのぼる。出資比率10%以上の企業に絞っても、それぞれ、14.8%、40.4%である。

また、上場企業では10%以上の出資企業は非常に少なく、逆に非上場企業では、10%未満の出資企業は限られる傾向が明らかになっている。10%未満の外資出資は、大規模企業の層の上位企業においては比重が高く、例えば上位400社程度に分布する上場企業全体（135社）の48.9%にも及ぶ。再流入を始めた海外資本の株式投資は、こうした層の企業の株式ファイナンスの資金調達に偏在していると見られる。証券市場には、資金チャンネルとしてかなりの限定性があることに注意が必要である。

一方、10%以上の外資出資の中で目立つのは、95%以上の現地法人型の出資企業であり、上位400社のうちの非上場企業（265社）の18.1%にのぼり、

これに外資マジョリティの企業を加えると、非上場企業数全体の30.2%にも及んでいる。これらの企業が、市場のチャンネルから離れて存在していることは重要である。2000年代半ば以降の証券市場の株式時価総額や株価指数の上昇で示される株式市場の活況が、きわめて偏在的にしか機能していない「組織された資本市場」における傾向に過ぎないことに、留意が必要なのである。

ここでは詳しくは触れないが、債券市場とりわけ社債による企業の資金調達も、図2-2-2が示唆するように伸びは限られている<sup>6)</sup>。企業の資金調達は自己金融のチャンネルに強く依存しており、危機から20年を経て各国の国際収支と地域の資本フローが根本的に変容した中でも、この構造は大きく変わってはいない。マクロの国際金融環境とミクロの企業の資金調達の構造の間の分断は、相変わらず存在する。

## 5. アジア金融協力への含意

冒頭でも述べたように、東南アジアでは、もともとマクロの金融環境の構造とミクロの金融システムの構造に大きな不整合があり、危機後20年の経済発展によって前者の構造は大きく変化したのに対して、後者の構造には大きな変化が現れておらず、この間の不整合は本質的に変化していない。

金融危機後に国際開発金融機関の主導で進められたミクロの構造改革は、理念的には筋が通ったものだったが、このようなミクロ構造の実態への洞察が弱く、そこに本質的な変化をもたらすことはなかった。2000年代半ばからの成長の回復は、為替レート調整後に実現した外資が主導する新しい産業集積によるものであり、構造改革とは関係が薄い。

2001年頃から始まる「アジア金融協力」の取組みは、アジア金融危機の要因がマクロ金融環境の側にあるとの認識の下で、マクロ面における安定化やそのための政策協調を重視したものであり、その点では成果をあげてきた。ただし、安定化をもたらした要因としては、金融協力の取組みの直接の成果のみならず、実物経済の成長回復による各国の国際収支構造の変化によるところが大きい。

以上の観察は、「アジア金融協力」の今後のあり

6) 詳しくは、三重野（2015）、ch.6、ch.7を参照されたい。2010年代には、タイの社債市場には一定の伸張が見られる。

方についての示唆に富んでいる。まず、既存秩序に挑戦する近年の中国の動きは、東南アジア各国と同質の国際収支構造の変化を基礎としており、これは不可逆的なトレンド変化と捉えるべきである。経済規模が大きく、政治的に大がかりな資本輸出戦略として打ち出されているために挑戦的に見えがちであるが、この点はむしろ1990年代までの日本の対外援助戦略や「円の国際化」政策と類似している。米国と日本が担ってきた地域の通貨金融秩序への挑戦をはらむことは確かであるが、考えてみれば、00年代の「アジア金融協力」では、日本は主に中国・人民元との協調によってドル基軸の秩序に挑戦してきたのである。中国の最近の動きには「アジア金融協力」と対立する面と同時に同じ方向を向いている面もあり、この枠組みへの参加と協力は維持されている。アジアの通貨金融秩序の再編は、今後はより多角的なチャンネルで模索され続けると考えていくべきなのだろう。

次に、「アジア金融協力」の取組みは、これまで金融システムのミクロ面の構造に多く関心を割いてきたとは言いがたい。債券市場の育成については、長期資金の需給ギャップという論点を一応掲げてはきたが、その眼目が常に通貨協力をサポートする形での域内の資本フローの活性化にあるために、一足飛びにクロスボーダーの取引の拡大や域内国通貨による発行に重点が絞られる傾向がある。小論で指摘したように自己金融に強く依存する民間部門の資金調達の実態の中で、長期資金の資金需要の所在がどこにあるのかという基本的な問題が深められてこなかった。

2000年代半ば以降の成長軌道への回復過程では、投資資金は直接投資のような市場によらない資本ファイナンスによって調達されてきた面が大きく、そこに銀行信用や証券市場の果たした役割は限定的だった。債券市場の成長の限定性も同様の要因によるものだと考えられる。したがって、「アジア金融協力」の本来のスタンスである通貨協力と域内資本フローの活性化の観点に立ち戻れば、債券市場だけでなく、より多様な資本フローのチャンネルの活性化の可能性に論点を広げる余地がある。

また、現状の東南アジアにおける自己金融中心型の企業の資金調達が、直接投資型の輸出成長と関係するものであるとすると、それを越えた次段階の経

済成長や技術進歩の経路の中で、この構造が逆にボトルネックとなり、変化していく契機が現れる可能性もある。この観点からミクロの金融構造を見極め、政策支援のあり方を考えること、そして、そこからのボトムアップで域内資本フローの活性化の取組みを構築していく、という視点も重要であろう。

#### 参考文献

- Khanthanavit, Anya, Polsiri, Piruna and Wiwattanakantang, Yupana (2003), "Did Families Lose or Gain Control after the East Asian Financial Crisis?", *CEI Working Paper Series*, No.2003-1, CEI, Hitotsubashi University.
- Yoshitomi, Masaru and Shirai, Sayuri (2001), "Designing a Financial Market Structure in Post-Crisis Asia: How to Develop Corporate Bond Markets", *ADB Institute Working Paper*, 15.
- 大泉啓一郎 (2002), 「通貨危機と会社法制度改革：公開株式会社法改正の意義と限界」, 『タイの制度改革と企業再編：危機から再建へ』, アジア経済研究所。
- 高龍秀 (2008), 「韓国における金融・企業セクターの改革：韓国財閥の生き残り戦略」, 『アジア研究』, 第54巻第2号, アジア政経学会。
- 佐藤百合 (2008), 「インドネシアの企業セクター再編」, 『アジア研究』, 第54巻第2号, アジア政経学会。
- 高安健一 (2005), 『アジア金融再生：危機克服の戦略と政策』, 勁草書房。
- 三重野文晴 (2015), 「金融システム改革と東南アジア一開発経済学の挑戦」, 勁草書房。

[三重野 文晴]

## Section 3

### ベトナムの銀行業界改革における外銀の役割

#### 1. 今日のベトナム経済

##### ——続く6%前後の成長率

2016年はベトナム経済のドイモイ政策（計画経済から市場経済、および閉鎖経済から開放経済への移行）決定から30年の節目であった。その間、ベトナム経済は貧しい農業国から10年には中所得国へと成長し、国民の生活水準は徐々に改善した（図2-3-1）。ドイモイ政策後、「89年から99年」、「00年から09年」、「10年から16年」の三つの期間の年平均経済成長率は、それぞれ7.24%、6.86%、6.03%とやや減速している。同様の経済政策をとる中国の高度成長期（00年代、10年間平均の実質成長率が10.5%）と比べると、10%を超えることはなく、最も高い95年でも9.54%に留まる。その後、12年に