

国際通貨研究所ウェビナー

アジアの成長戦略と金融の役割～多極化時代における連携の可能性を探る

2026年4月22日

# ASEAN諸国の「成長と金融」再考

- 成長構造、国内金融システム、国際収支 -

Rethinking “Finance for Growth” in ASEAN

-Growth Structure, Financial System and Balance of Payment-

京都大学 東南アジア地域研究研究所

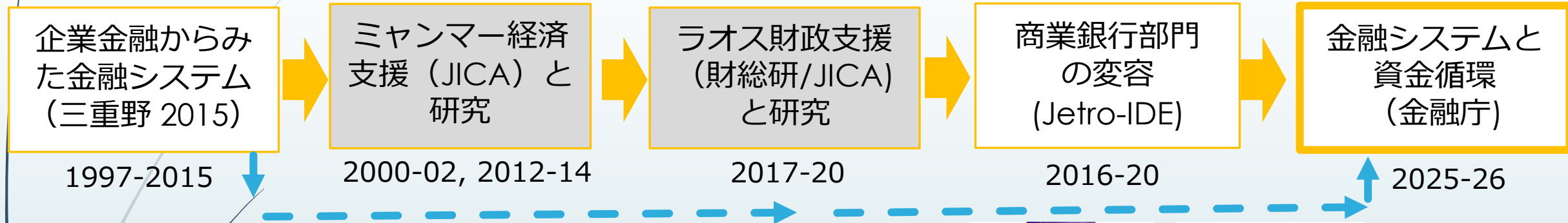
三重野文晴

Fumiharu Mieno

fmieno@cseas.Kyoto-u.ac.jp

# 1. はじめに

## 自己紹介 - ASEAN金融システムについての主な研究



## 本日の提供話題

- ▶ ASEAN経済の「成長と金融」
- ▶ 通念と違う視点 - 「実物と金融の乖離」
- ▶ そこから「アジア金融協力」の課題も考える
- ▶ ASEANの多様性を考慮し、まずはタイ、マレーシア、インドネシアの共通項。適宜、ベトナム、シンガポール、フィリピンも参照



# 構成 / Contents

3

1. はじめに
2. ASEAN経済の成長経路
3. 国際収支構造の特徴
4. 金融システムと国内資金循環
  1. 商業銀行と金融仲介
  2. 株式市場
  3. 社債市場
  4. 主要企業の資金調達行動
5. 考察

1. Introduction
2. Growth Pass of ASEAN Economy
3. Balance of Payment
4. Financial System and Fund Flow
  1. Banking Sector and Financial Intermediation
  2. Stock Market
  3. Corporate Bond Market
  4. Fundraising behavior of Major Firms
5. Discussion

## 2. ASEAN経済の成長経路

4

### ■ 成長率

- 主要3ヶ国の共通傾向
- シンガポールとベトナムは、発展段階の違いとして位置づけ可能
- フィリピンの特異性

図1 一人あたりGDPの趨勢  
出所：国連貿易開発会議 (UNCTAD)

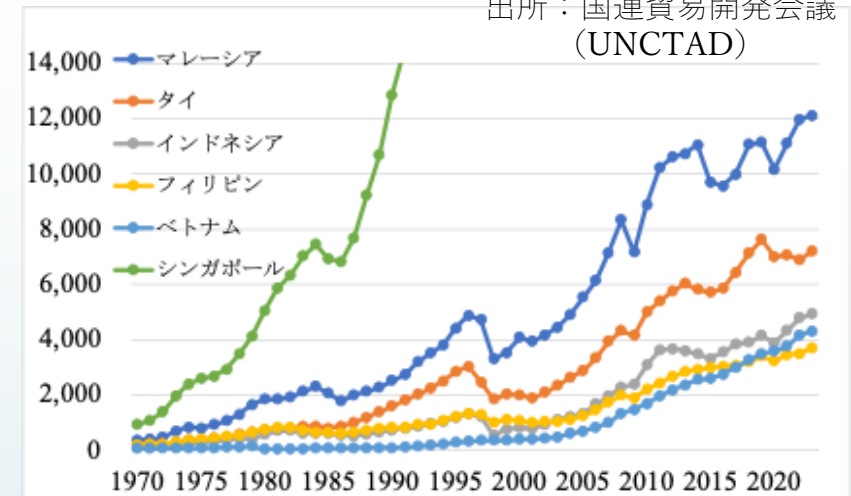
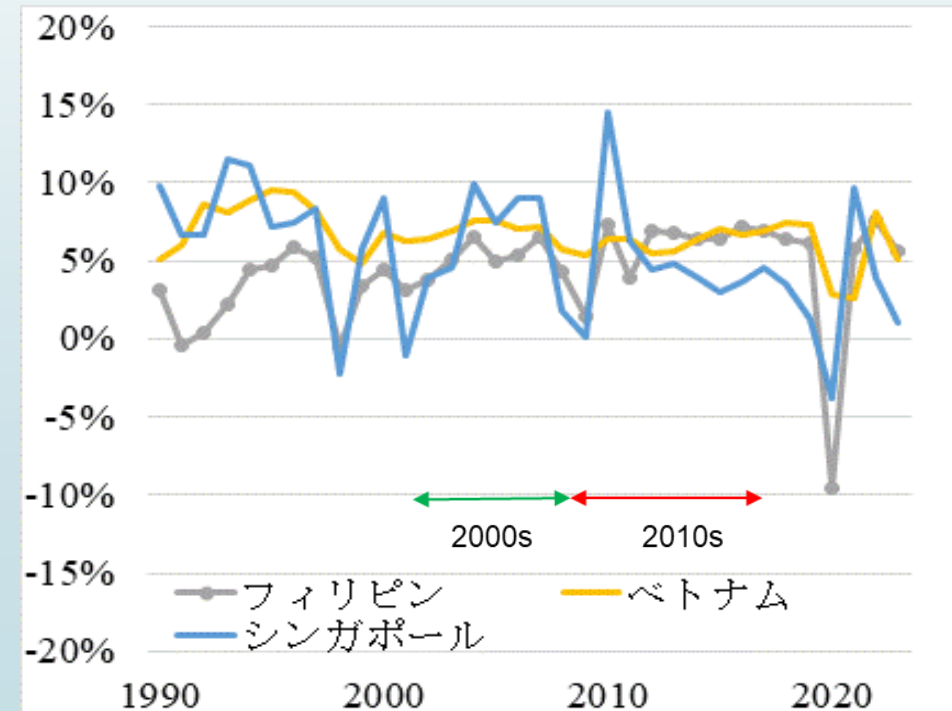
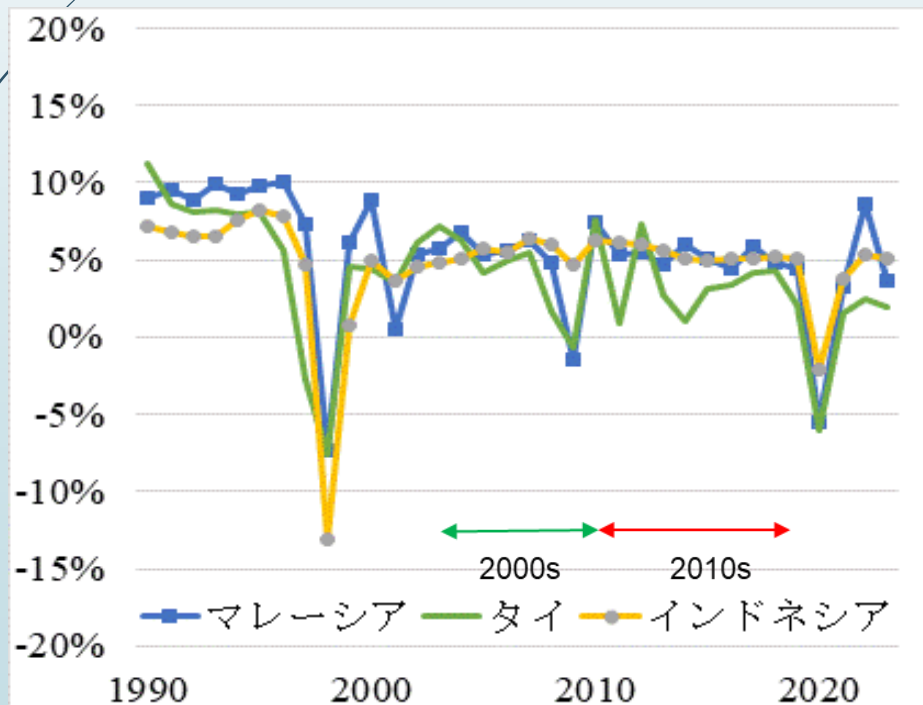


図2 GDP成長率の趨勢 出所：World Development Indicators, World Bank



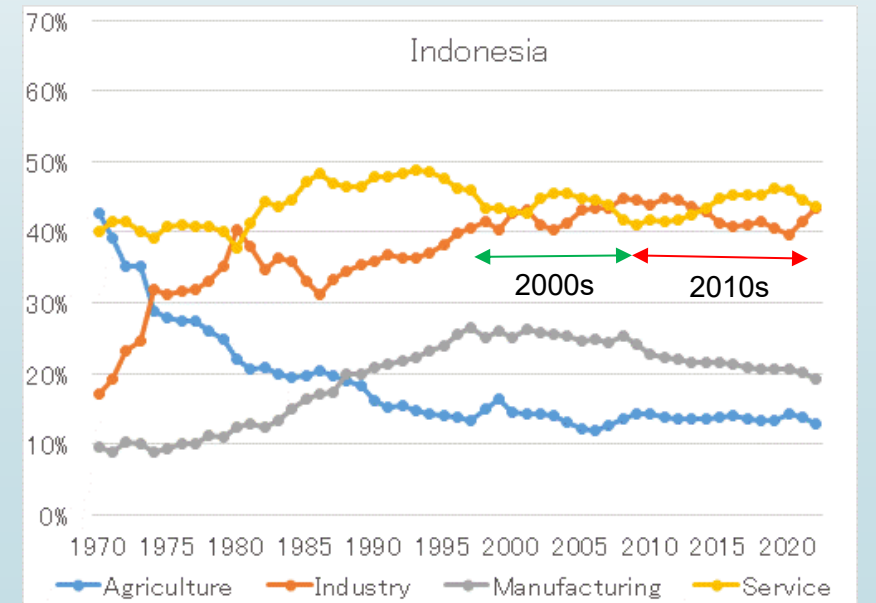
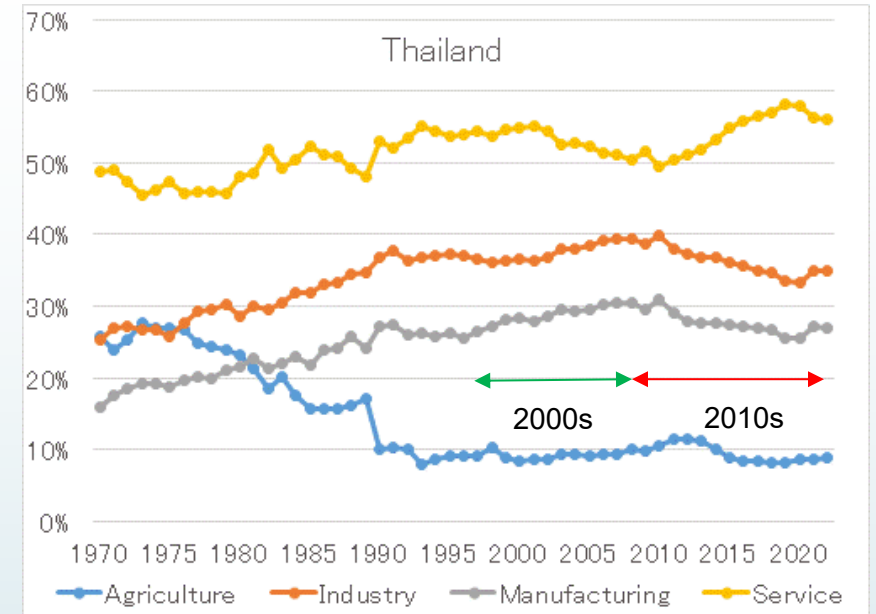
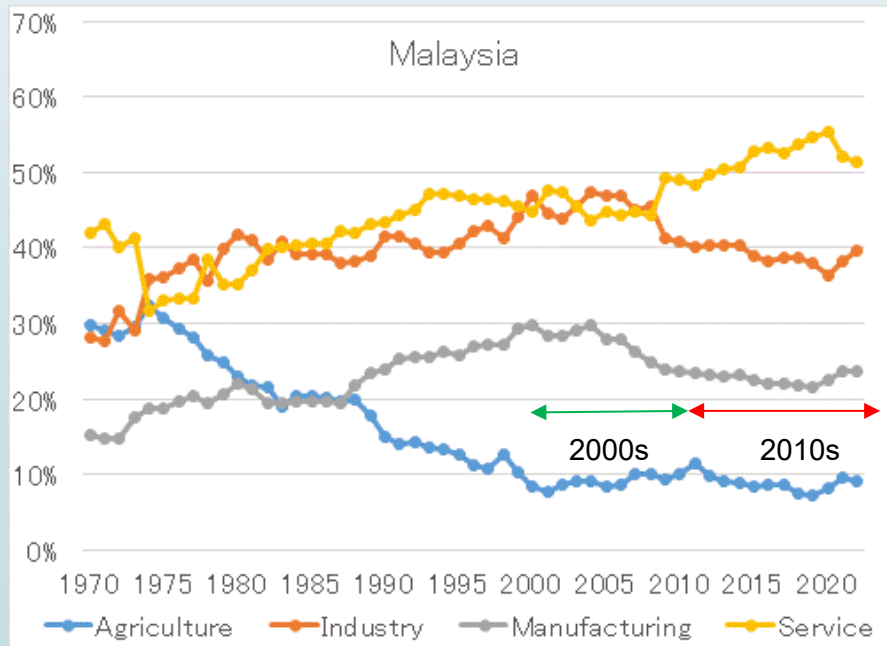
## 2. ASEAN経済の成長経路

5

### 3.1 成長構造

#### ■ 産業構造（主要3ヶ国）

- 製造業の主導する工業化が2000年代頃から緩やかにピークアウト
- サービス産業の比重が高まりつつある



## 2. ASEAN経済の成長経路

アジア金融危機からの変容(~2010)

- ✓ 輸出製造業型工業化の本格化
- ✓ **投資主導から輸出主導に、貿易黒字、経常黒字**が定着
- ✓ **消費部門、対外投資**の勃興

2010年代

- ✓ 輸出製造業による工業化のピークアウト、成長の鈍化
- ✓ 対外投資の活発化と中国からの対内投資拡大の同時進行
- ✓ **インフラ投資需要**の認識
- ✓ **新しい成長経路の模索**

コロナ禍以降 (2020~)

- ✓ 回復と、方向性の模索？

**模索**：タイの例 - 2015年 タイランド 4.0.

ターゲット産業:

次世代自動車、スマート・エレクトロニクス、医療・健康ツーリズム、農業・バイオテクノロジー、未来食品、ロボット産業、航空・ロジスティクス、バイオ燃料・バイオ化学、デジタル産業、医療産業

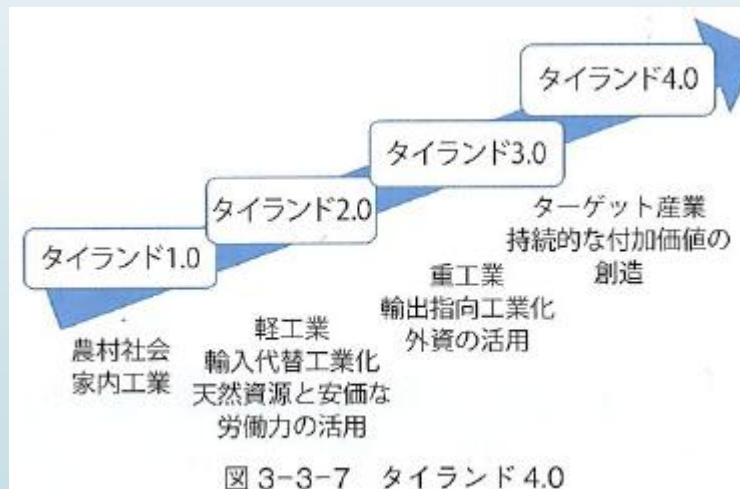


図 3-3-7 タイランド 4.0

資料) NESDB 資料を基に作成.

BCG経済  
Bio, Circular,  
Green

# 3. 国際収支構造

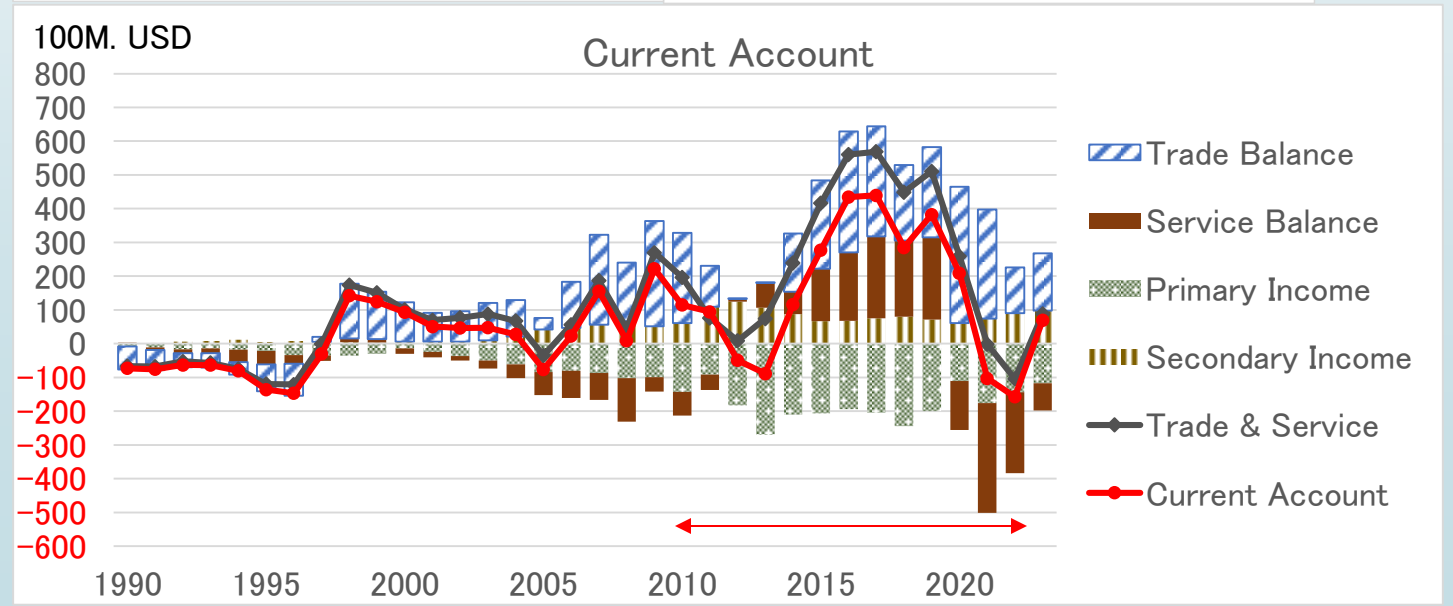
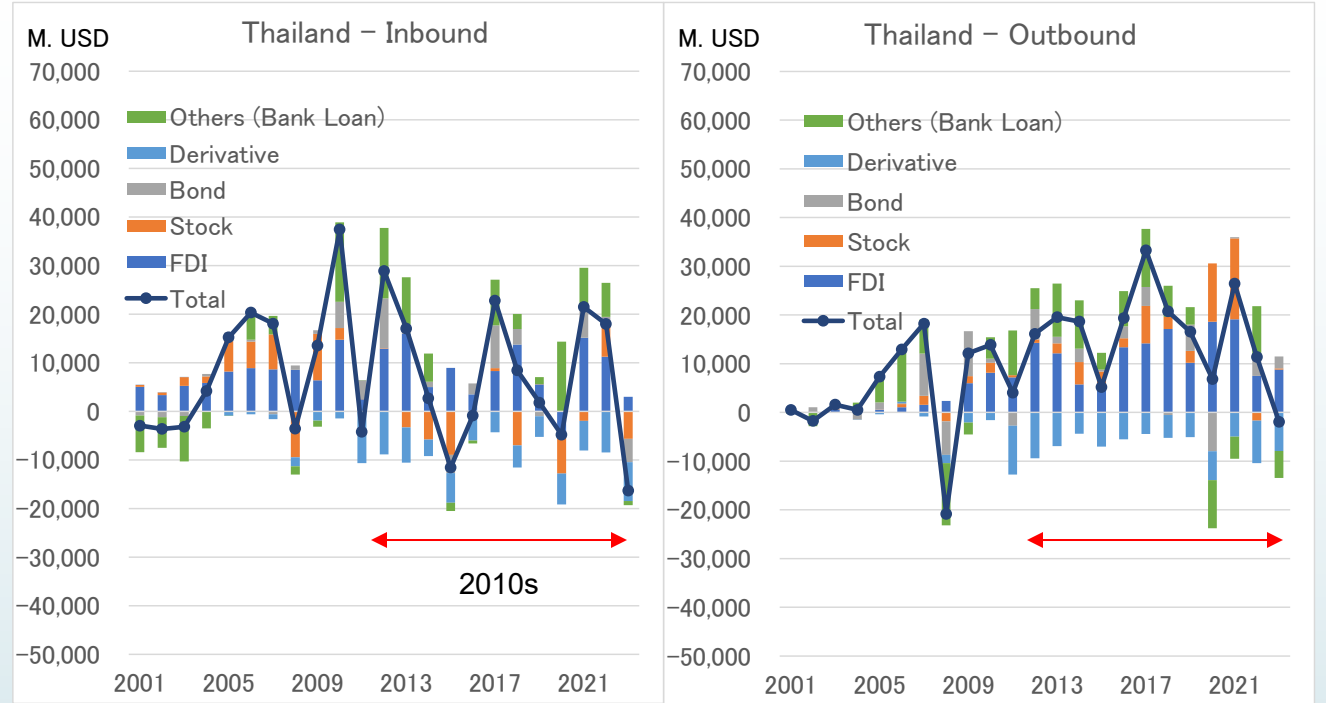
## タイの事例

### ■ 対外投資の増加

- ✓ 2000年代半ば以降は対内投資流入を凌駕
- ✓ 特に直接投資

### ■ 一方で、第一次所得収支 (primary income deficit, 投資への収益)は赤字が拡大傾向

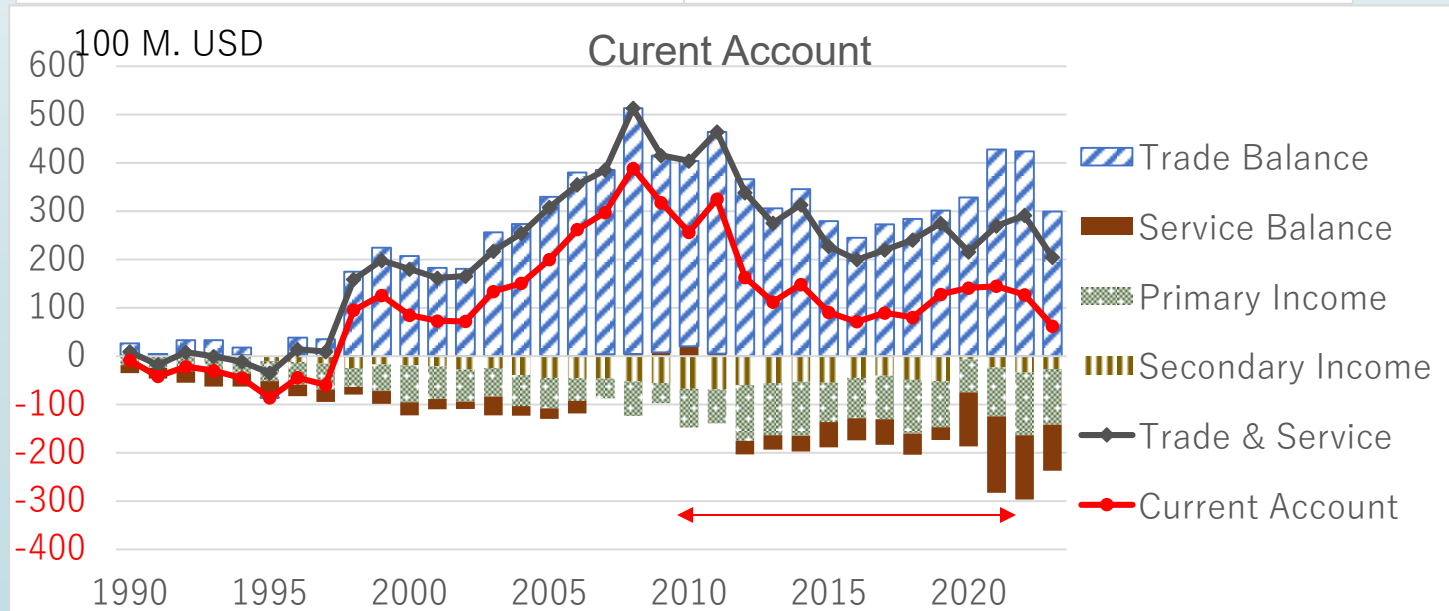
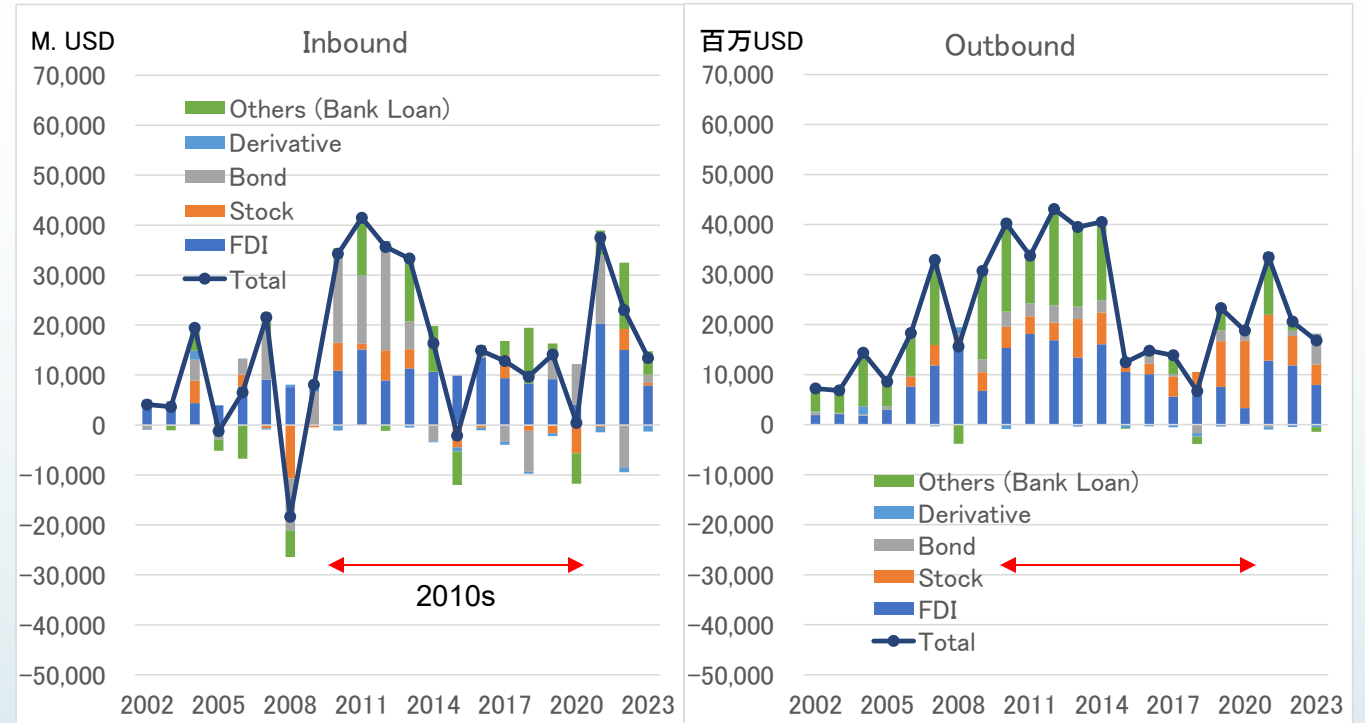
- ✓ ただし、サービス収支における旅行収支が経常収支の落ち込みを抑えている



# 3. 国際収支構造

## 参考 - マレーシア

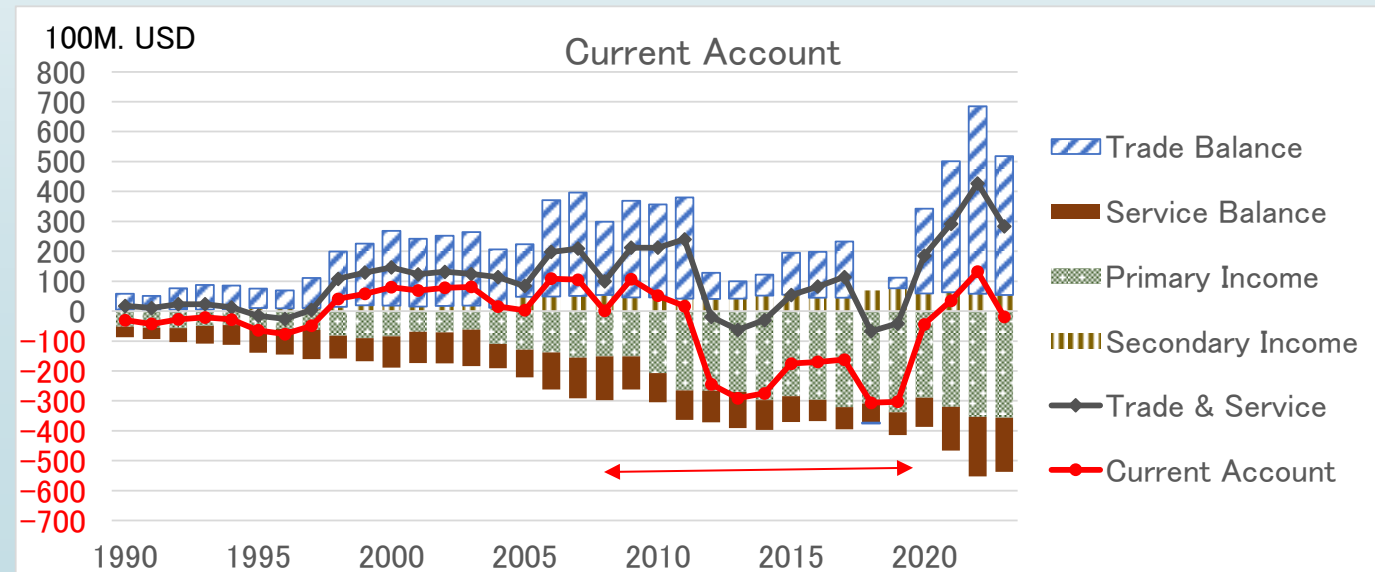
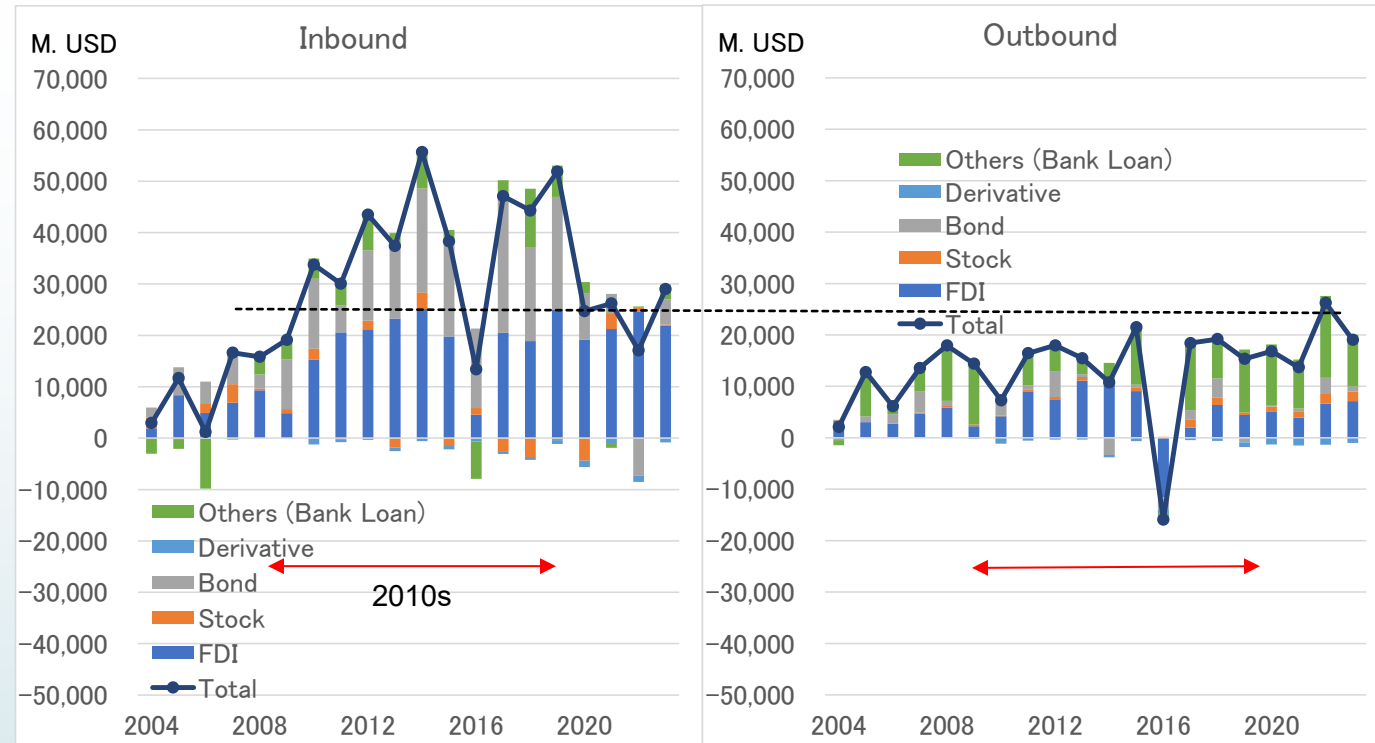
- 対外投資の増加。
  - ✓ 対内流入を大幅に凌駕
  - ✓ 直接投資より証券投資が大きい
  
- 一方で、**第一次所得収支赤字**が持続



# 3. 国際収支構造

## 参考 - インドネシア

- **対外投資の緩やかな拡大**
  - ✓ インドネシアの場合、財政赤字に起因する国債への対内投資が大きい
  - ✓ 対外投資の規模は、国債を含む証券投資を除いた対内投資流入額とほぼ同程度
  
- **第一次所得収支の赤字は大きく拡大**



# 4. 金融システムと資金循環

10

## 4.1. 商業銀行と金融仲介

### (1) 商業銀行セクターの変容

- ◆ 大規模化、近代化
  - 銀行合併による大規模化  
マレーシア、インドネシア
  - 外資の受入・浸透  
タイ、インドネシア
  - 政府資本による有力銀行の  
形成・維持  
マレーシア、シンガポール

### ◆ ASEAN有力銀行のASEAN域内展開 (広域ASEAN銀行化)

	タイ	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	ベトナム	ミャンマー	カンボジア	ラオス
<b>シンガポール</b>									
DBS	支店	支店(40)	支(2)	支店		支店(2)			
OCBC	支店	現法	支店	支店			支店		
UOB	現法	現法	現法	現法			支店		
<b>マレーシア</b>									
May bank		現法(3)		現法	認定フルバンク	現法	支店	現法	支店
CIMB	現法	現法			フルバンク	現法	駐在員事務所	支店	支店



変容するASEANの商業銀行  
三重野文晴 編



# 4. 金融システムと資金循環

11

## 4.1. 商業銀行と金融仲介 (1) 商業銀行セクターの変容

### ◆ 外資の広汎な浸透

- 日系メガバンクのプレゼンス拡大
- 中国国営銀行の進出

### ◆ 寡占化による利潤率の上昇

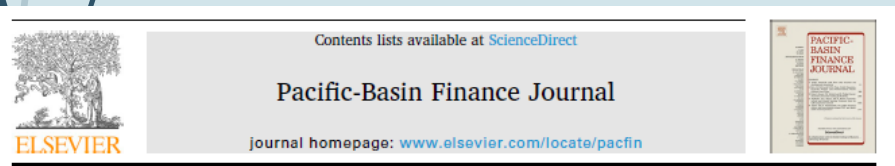
- 「規模の経済」が圧倒的
- 外資の利潤率はさほど高くない
- 金融仲介効率は落ちている？

### タイの事例

タイ地場商業銀行の所有形態 (2016年末現在) 15行 (/19) まで

		総資産 (2016年末)		筆頭株主			外資比率	地場/ 外資	所有類型
		100万 バーツ	シェア	名前	シェア	国籍			
1	Bangkok Bank	2,839	17.7	First Eagle Investment Management	2.7	米国	35.0	地場	分散所有
2	Siam Commercial Bank	2,615	16.3	Bureau of The Crown Property and Group	23.7	タイ	37.3	地場	財閥・家族所有
3	Krung Thai Bank	2,661	16.6	Financial Institutions Development Fund	55.1	タイ (政府)	18.1	地場	政府所有
4	Kasikornbank	2,467	15.4	Thai Nvdr	26.8	タイ	49.0	地場	財閥・家族所有
5	Bank of Ayudhya	1,806	11.2	Mitsubishi Ufj Financial Group	72.1	日本	72.1	外資	外国銀行資本
6	Thanachart Bank	907	5.6	Thanachart Capital	51.0	タイ	49.0	地場	財閥・家族所有
7	TMB Bank	820	5.1	Ministry of Finance, Thailand	26.0	タイ (政府)	39.0	地場	政府所有
8	United Overseas Bank (Thai)	452	2.8	United Overseas Bank	99.7	シンガポール	99.7	外資	外国銀行資本
9	CIMB Thai Bank	296	1.8	Cimb Group	96.8	マレーシア	96.8	外資	外国銀行資本
10	TISCO Bank	261	1.6	Tisco Financial Group	100.0	タイ	0.0	地場	財閥・家族所有
11	Kiatnakin Bank	220	1.4	Credit Suisse AG	8.5	スイス	32.7	地場	分散所有
12	Land and Houses Bank	210	1.3	LH Financial Group	100.0	タイ	0.9	地場	財閥・家族所有
13	Standard Chartered (Thail)	191	1.2	Standard Chartered Bank	100.0	英国	100.0	外資	外国銀行資本
14	Industrial and Commercial Bank Of	158	1.0	Industrial & Commercial Bank Of China	97.7	中国	97.7	外資	外国銀行資本
15	Bank of China (Thail)	44	0.3	Bank Of China	100.0	中国	100.0	外資	外国銀行資本

出所: Commercial Banks in Thailand, Bangkok Bank 各年版, BankScope, Bureau van Dijk, 他各種資料より著者作成



Impact of foreign entry into the banking sector: The case of Thailand in 1999-2014

Wanxue Lu, Fumiharu Mieno\*

Center for Southeast Asian Studies, Kyoto University, Yoshidashimoadachi-machi, Sakyo, Kyoto 606-8501, Japan

# 4. 金融システムと資金循環

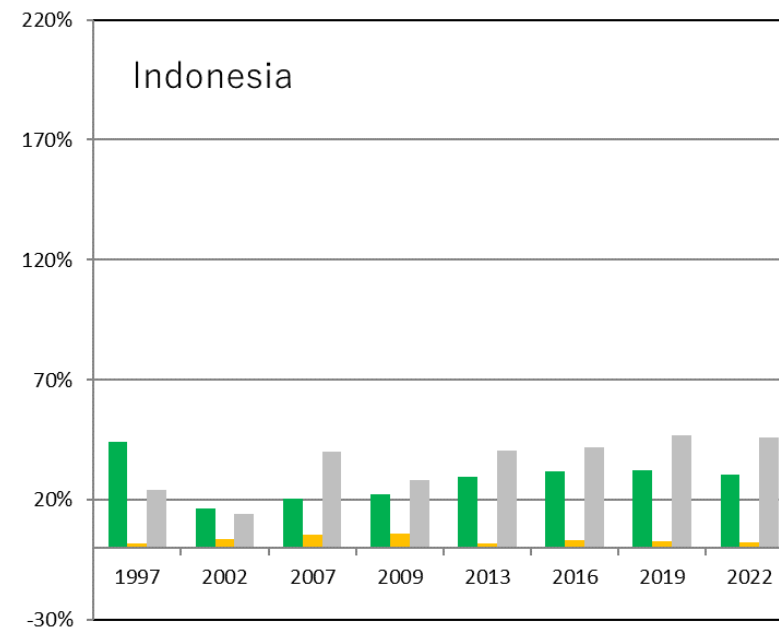
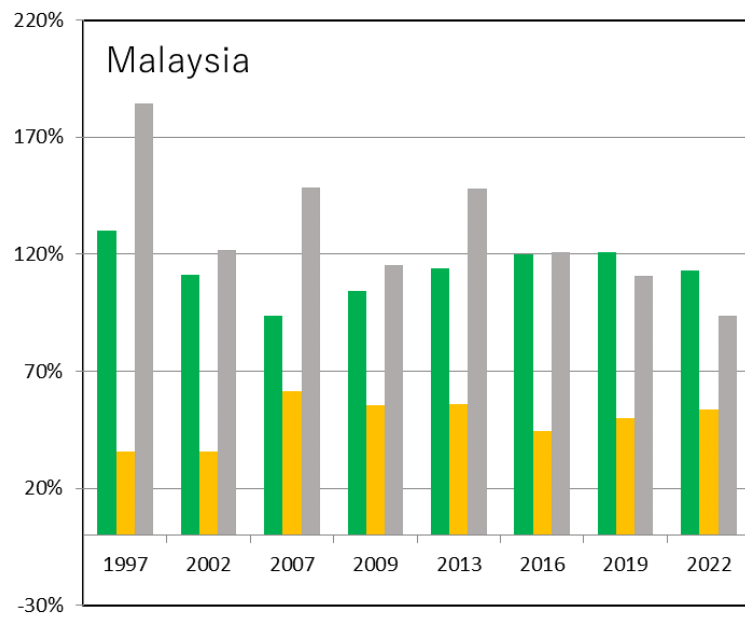
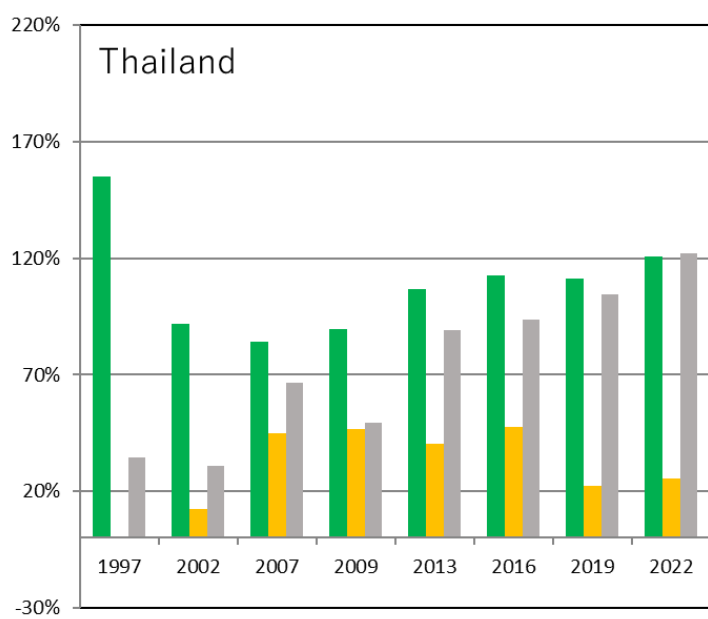
12

## 4.1. 商業銀行と金融仲介

### (2) 銀行信用の特徴

3つの資金チャンネルの過去四半世紀の趨勢（残高の対GDP比）

- **銀行信用**の回復はゆるやか。金融危機前の水準に戻るのには2010年代半ば
- **株式市場**は比較的堅調に拡大 / ■ **債券市場（社債）**の成長は国ごとに様々



■ Bank Credit  
■ Corporate Bond  
■ Stock Market Capitalization

Source: 1997-2016: World Bank, Financial Development and Structure Dataset; 2018 (latest version), ADB, Asian Bond Online, World Bank, World Development Indicators  
Note: Rate to GDP (outstanding of bank credit or bond, or capitalization of stock)

# 4. 金融システムと資金循環

13

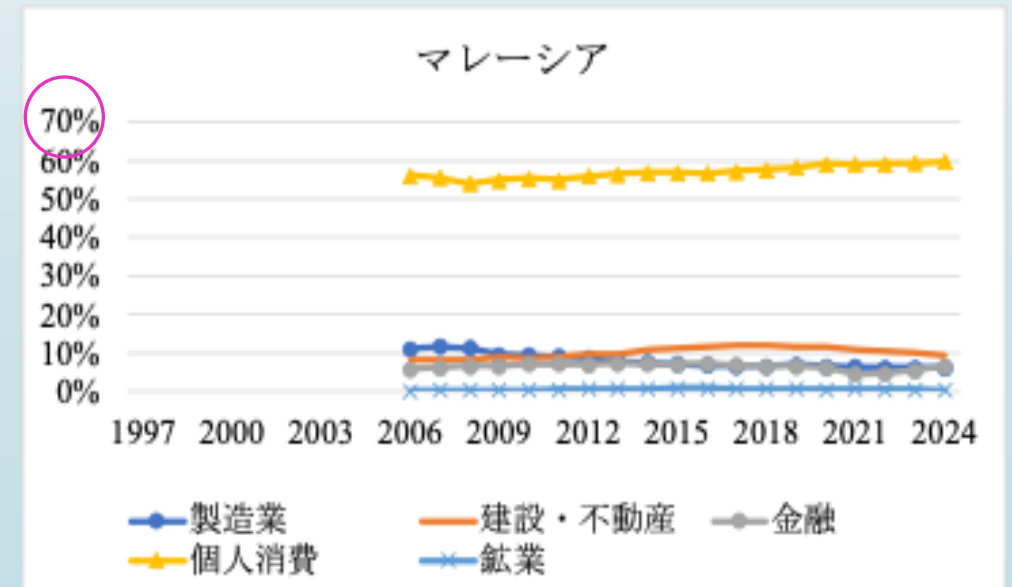
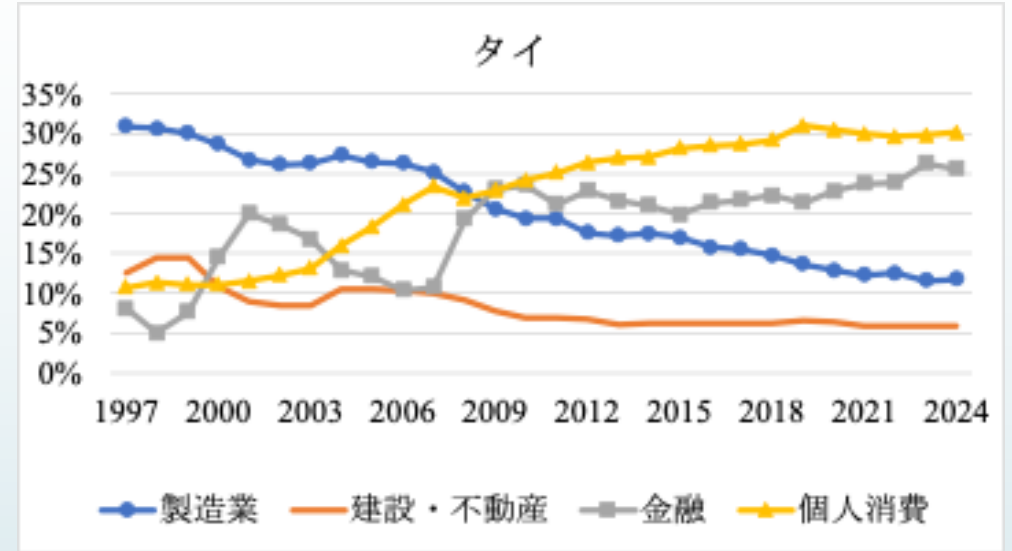
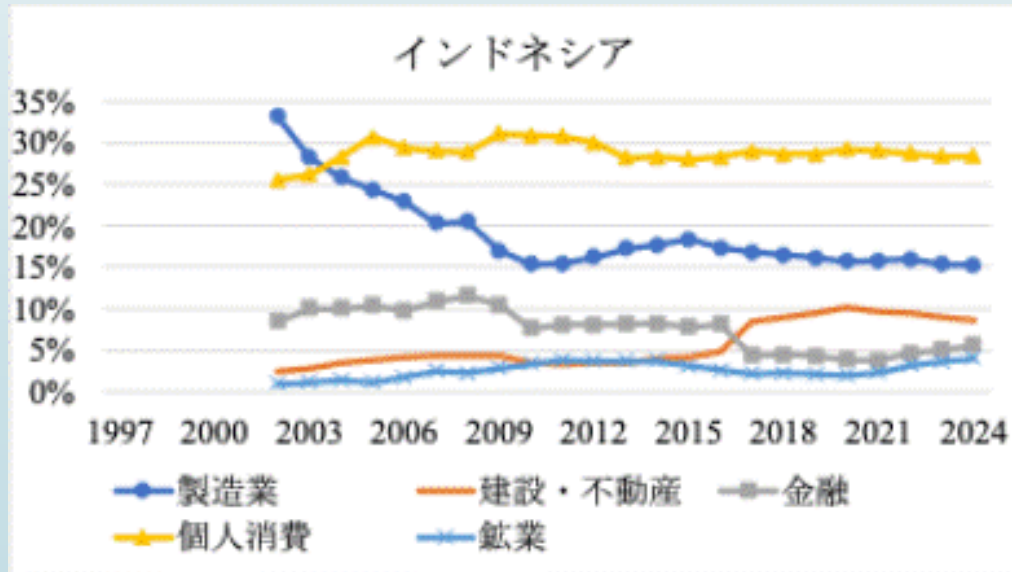
## 4.1. 商業銀行と金融仲介

### (2) 銀行信用の特徴

#### ■ 産業別商業銀行貸出

- 製造業向け貸出からの後退が顕著
- 消費部門向け貸出への強い傾斜（金融部門向けを含む）

図6 商業銀行信用の産業別比重の推移



# 4. 金融システムと資金循環

14

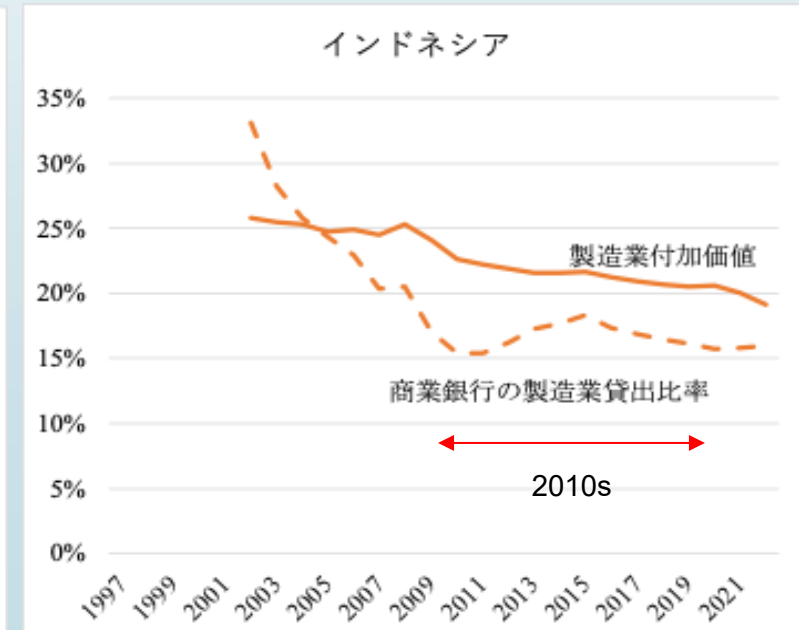
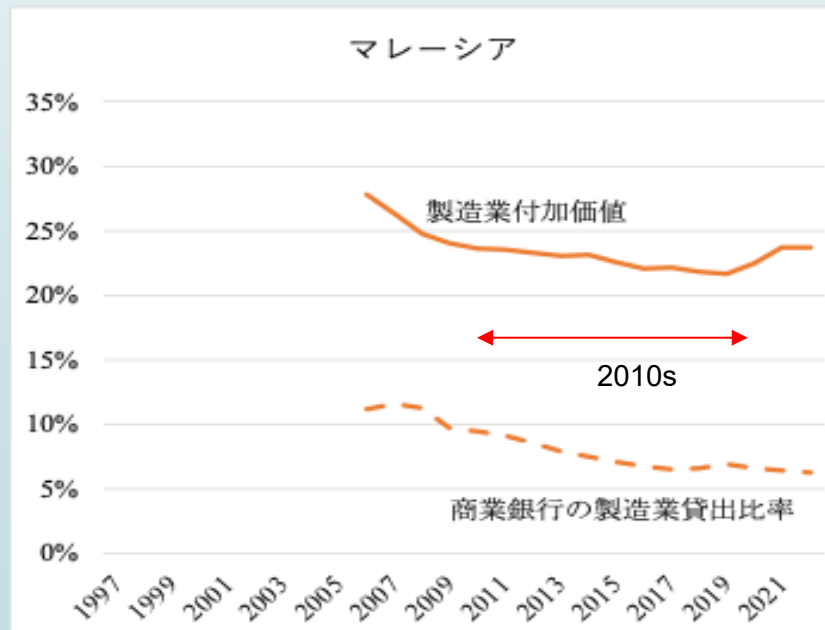
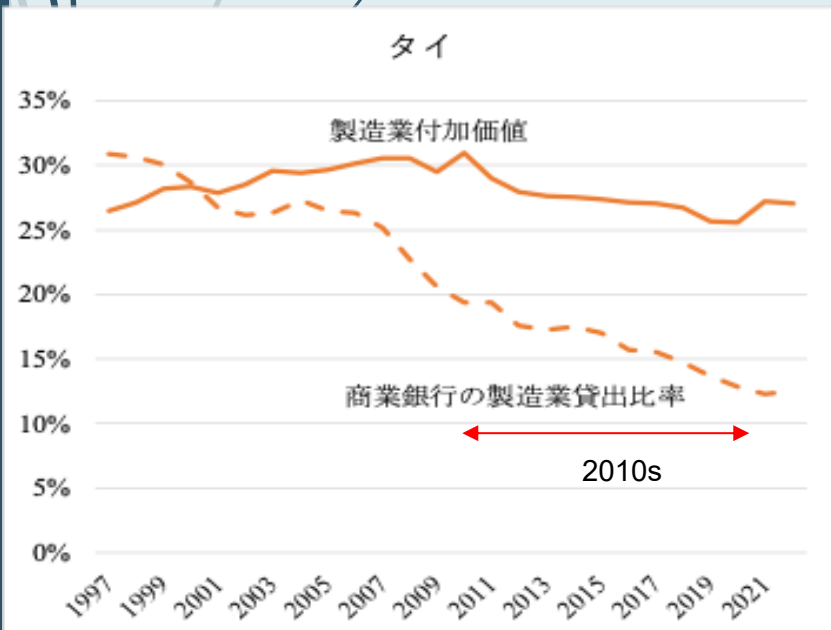
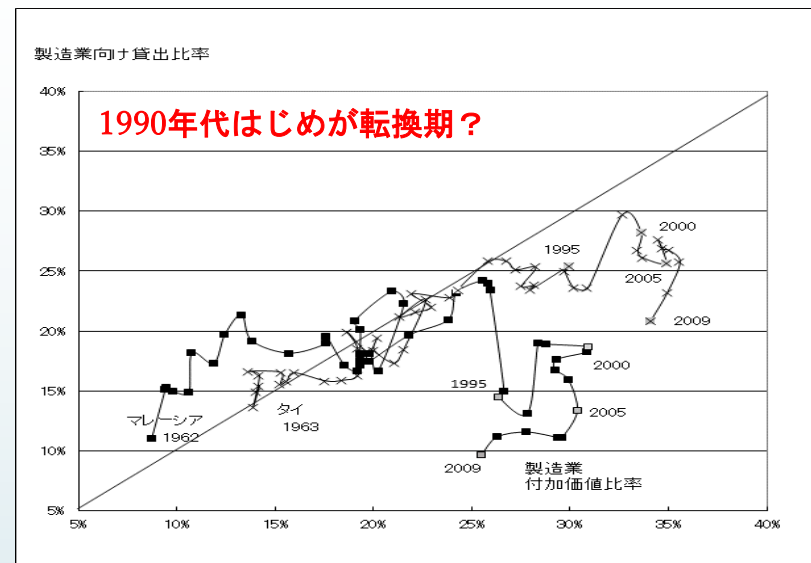
## 4.1. 商業銀行と金融仲介

### (2) 銀行信用の特徴

- 銀行信用の製造業への関与の後退
- 産業構造の変化をはるかに超えた動き
- 実物経済の成長部門と金融部門の「乖離」

製造業の対GDP比重と商業銀行信用の製造業向けの比重の対比

長期趨勢（タイ、マレーシア） 出所：三重野（2015）



# 4. 金融システムと国内資金循環

15

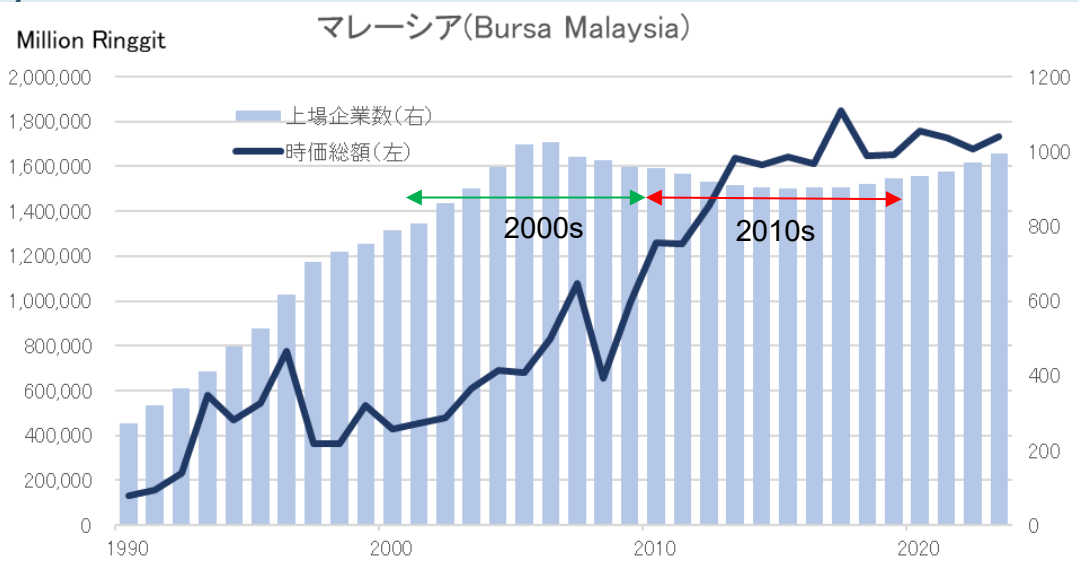
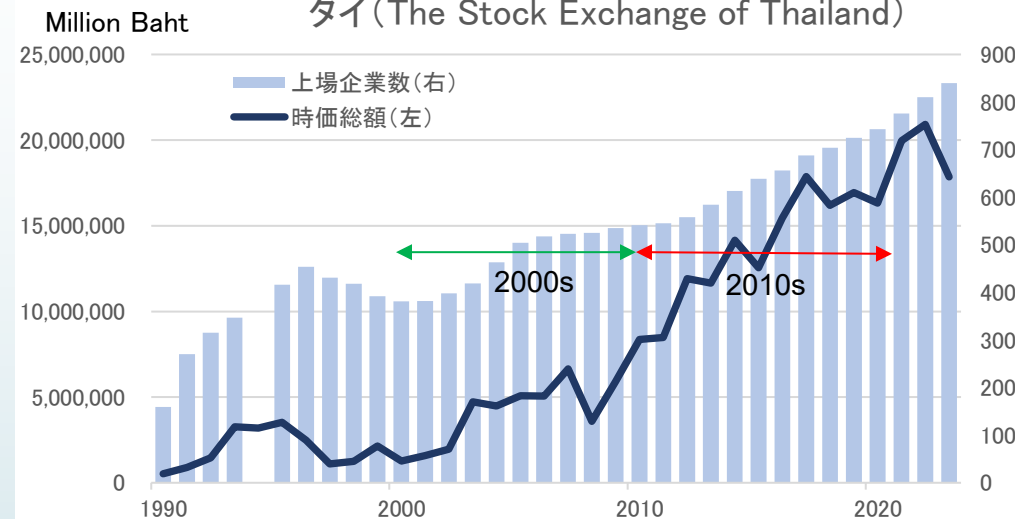
## 4.2. 株式市場－規模と「包摂性」

### (1) 時価総額と上場企業数

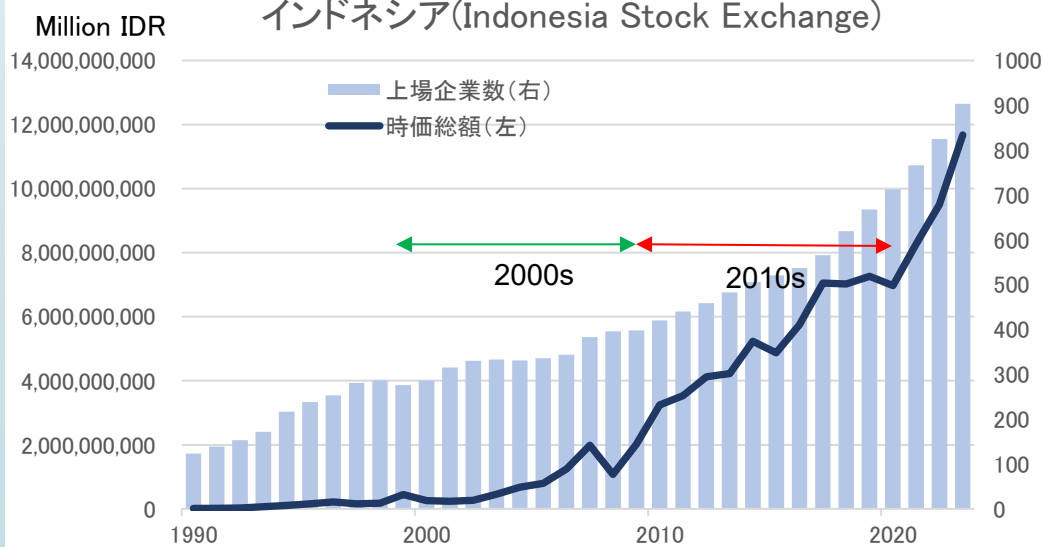
- 株式時価総額はどの国も順調に拡大
- 上場企業数（企業の市場参加）
  - タイとインドネシアでは、2000年代に停滞気味だったが、2010年代に入って再加速
  - マレーシアでは2000年代以降変化が少ない（市場の成熟、十分な包摂に達した？）

図10 各国の株式市場の趨勢  
出所：World Federation of Exchanges

タイ(The Stock Exchange of Thailand)



インドネシア(Indonesia Stock Exchange)



# 4. 金融システムと国内資金循環

## 4.2. 株式市場－規模と「包摂性」

### (2) 包摂性－企業の参加度合い

- 総資産上位企業（非金融企業）のうちどの程度の割合が上場しているか。
- 2005年データにおける調査(JBICとの共同調査、三重野(2015))

	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%	9.8%

注：国際協力銀行との調査(2006-7年)に基づいて計算。詳細は三重野(2015,第4章) 原情報は各国企業登記情報

- 2023年データによる追試 (Moody's社 ORBISデータベース,金融庁PT)

	サンプル 上場企業数	総資産順位				
		top 100	top 400	top 600	top 800	top 1000
タイ	695 (695)	48.0%	33.3%	28.2%	26.0%	29.3%
マレーシア	980 (1012)	43.0%	32.8%	30.5%	28.6%	26.6%
インドネシア	806 (849)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

注：サンプル上場企業数は、ORBISデータベースに含まれる上場企業数。括弧内は総資産の情報が欠損している企業を含む数)。インドネシアは、非上場企業がほとんど所収されていなかった。

# 4. 金融システムと国内資金循環

17

## 4.2. 株式市場－規模と「包摂性」

### (2) 包摂性－企業の参加度合い

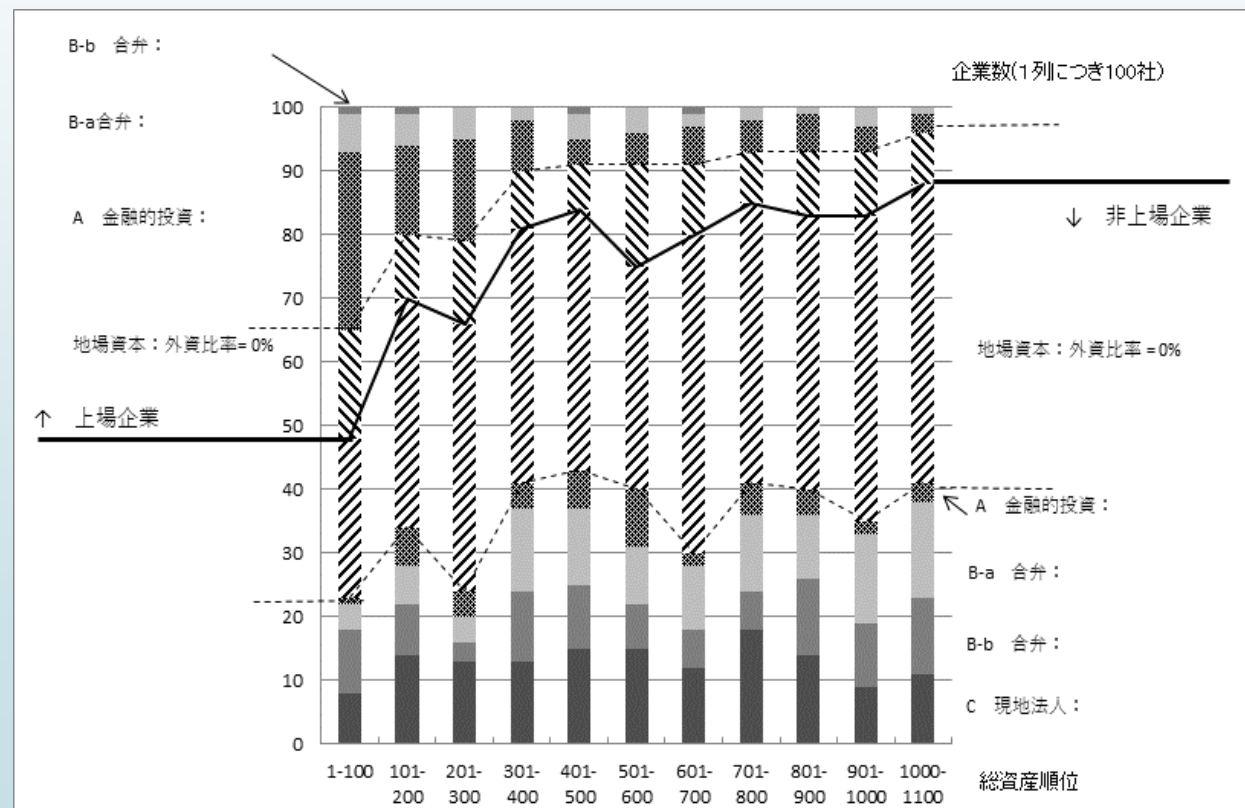
#### 成長経路・工業化経路との関係？

■ 低い包摂性は、直接投資主導型工業化の成長経路と関係がある可能性

- 外資の高いプレゼンス  
外資比率 < 10%: **68.2%**  
外資比率 = 0%: **42.7%**  
(上位400社、企業数)
- 外資出資比率 10% 以上の企業のほとんどは非上場
- ほとんどの直接投資企業は地場の証券市場と無関係である事実。
- このことは、証券市場を通じた資金チャンネルは、成長のエンジンとなっている部門の主要企業と十分に接続されていないことを、意味する。

#### タイのケース (2005調査時点)

総資産規模、上場／非上場、外資所有比率の分布





# 4. 金融システムと国内資金循環

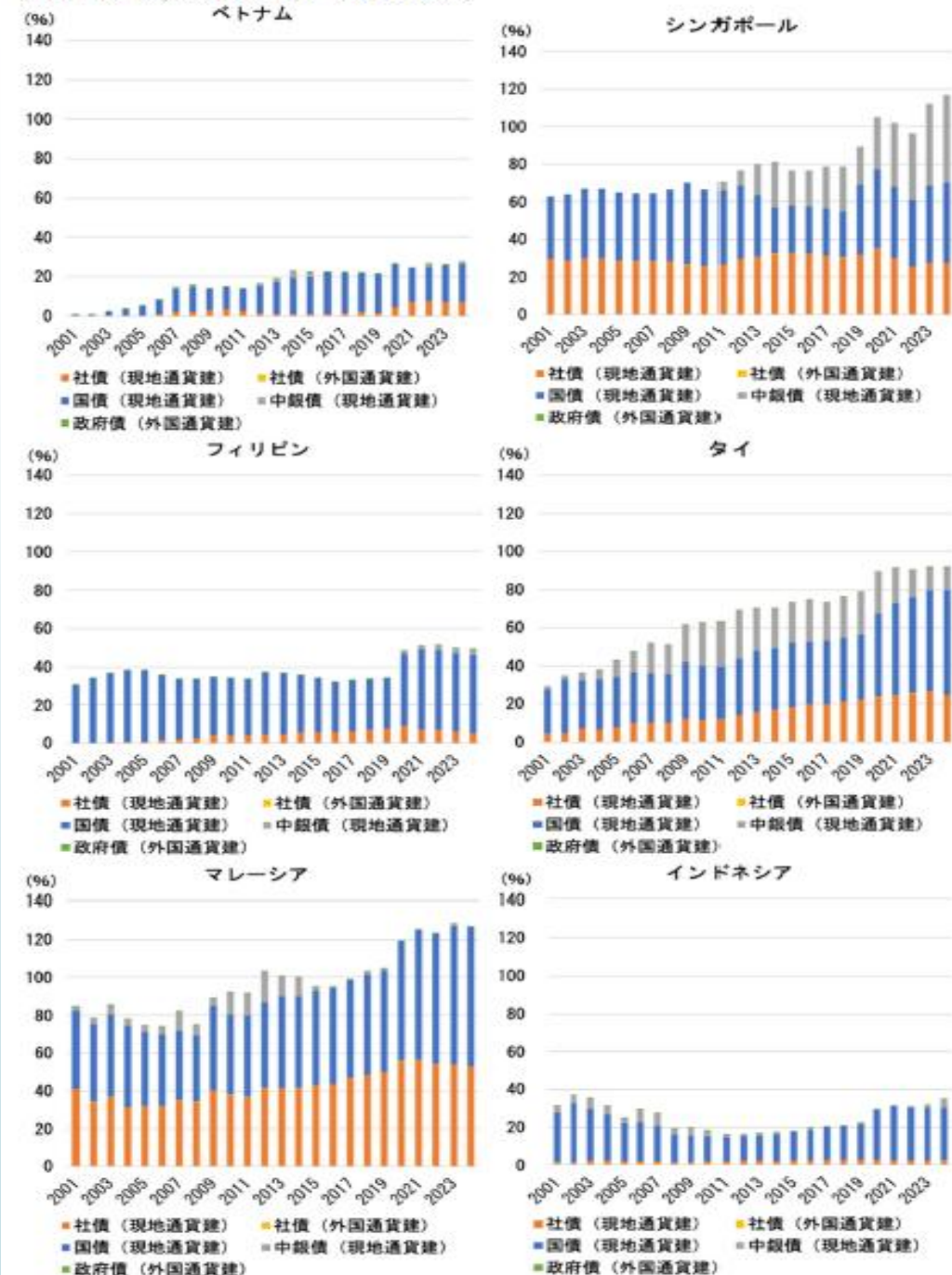
## 4.3. 社債市場

- 社債残高（対GDP比）に着目
  - 外貨建てを含む
- 2001年（ABMI）以降の3類型
- ✓ タイプ1：堅調に伸びている国（タイ）
  - ✓ タイプ2：発展が限られる国（インドネシア、フィリピン、ベトナム）
  - ✓ タイプ3：もともと規模が大きく、さほどの変化がない国（シンガポール、マレーシア）

出所：タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、シンガポールについては、*AsianBondsOnline*, Asian Development Bank, <https://asianbondsonline.adb.org/>。ベトナムについては、名目GDPはCEICデータベース、為替レートはBloomberg, LP。

注；ベトナムについては、国営企業はgovernment bond に分類されている。

図表 1 3 債券残高の趨勢（対 GDP 比）



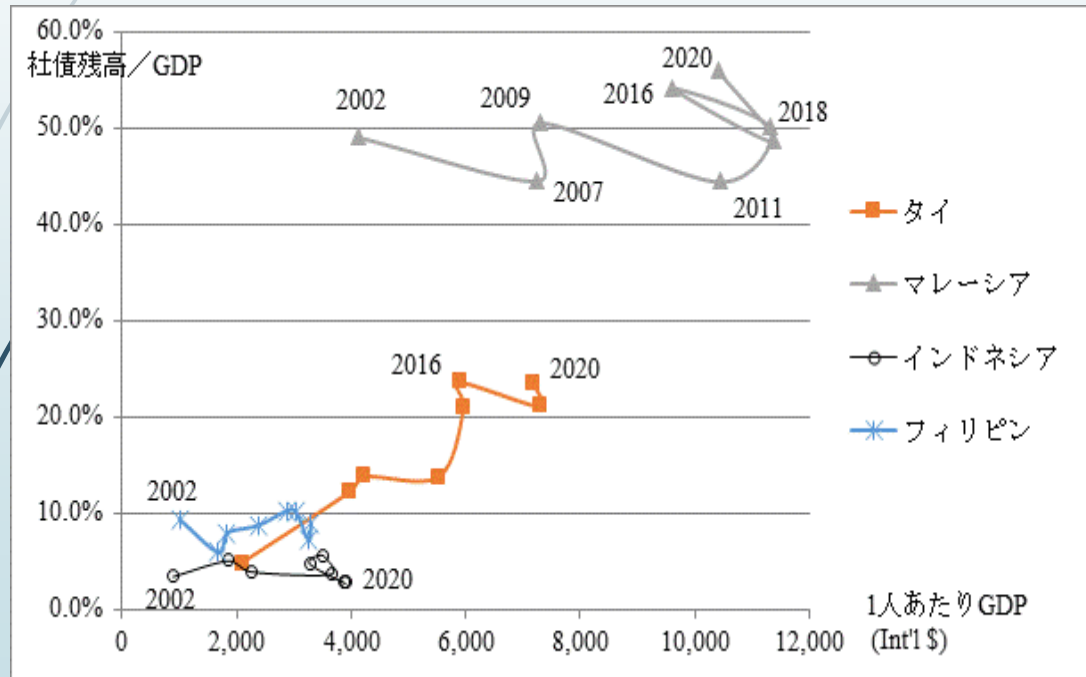
# 4. 金融システムと国内資金循環

## 4.3. 社債市場

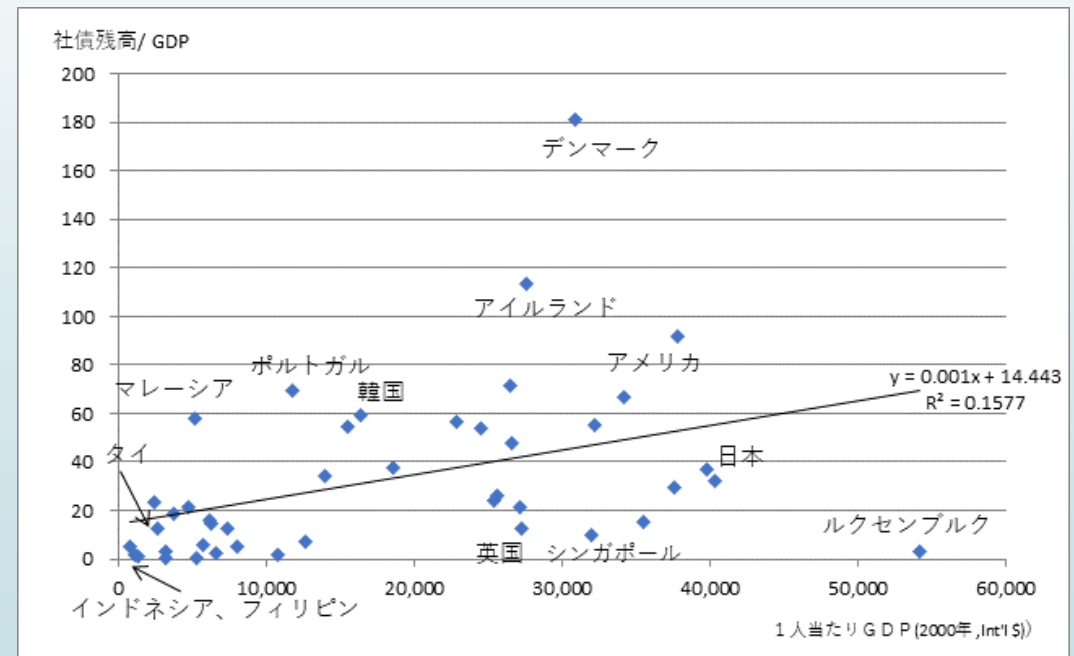
■ 社債市場の深度は世界的に多様で、所得水準とは相関していないように見える

図12 経済発展と債券市場の成長

(1) タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン



(2) 国際比較 (2011年時点)



出所: *Financial Development and Structure Dataset*, World Bank

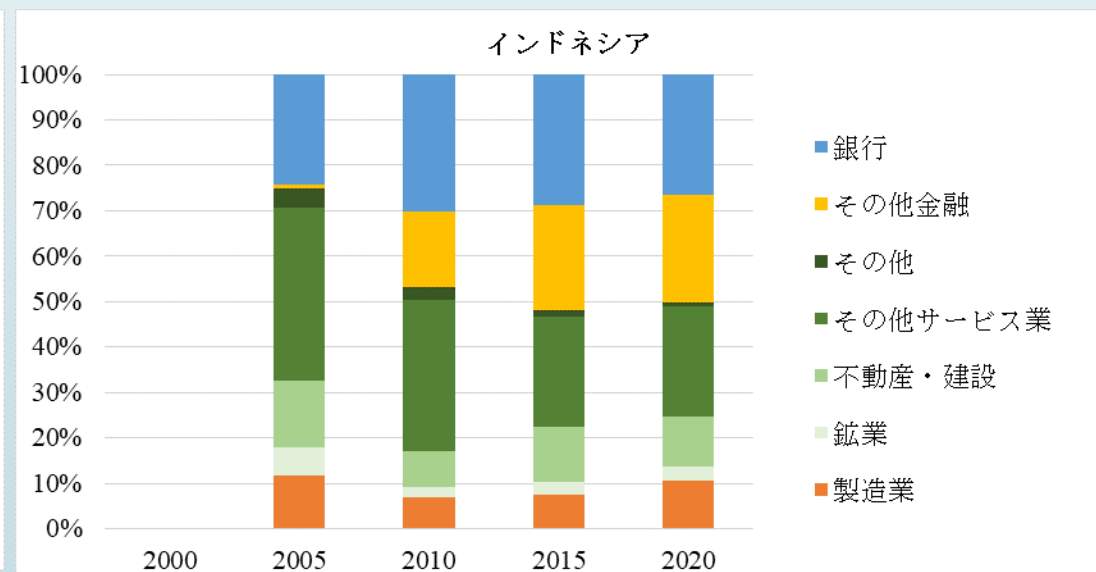
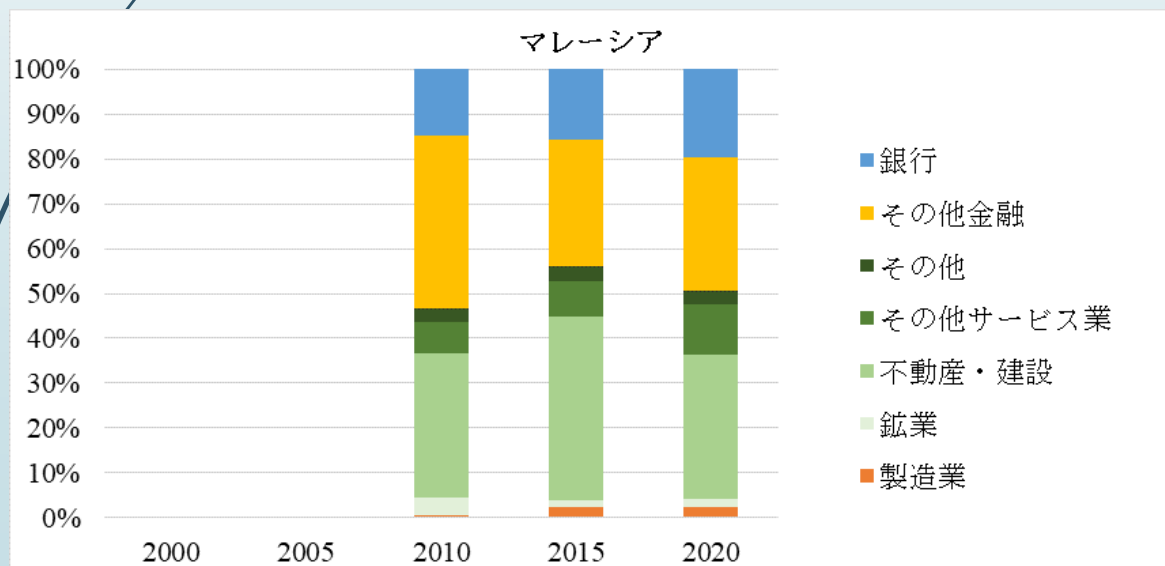
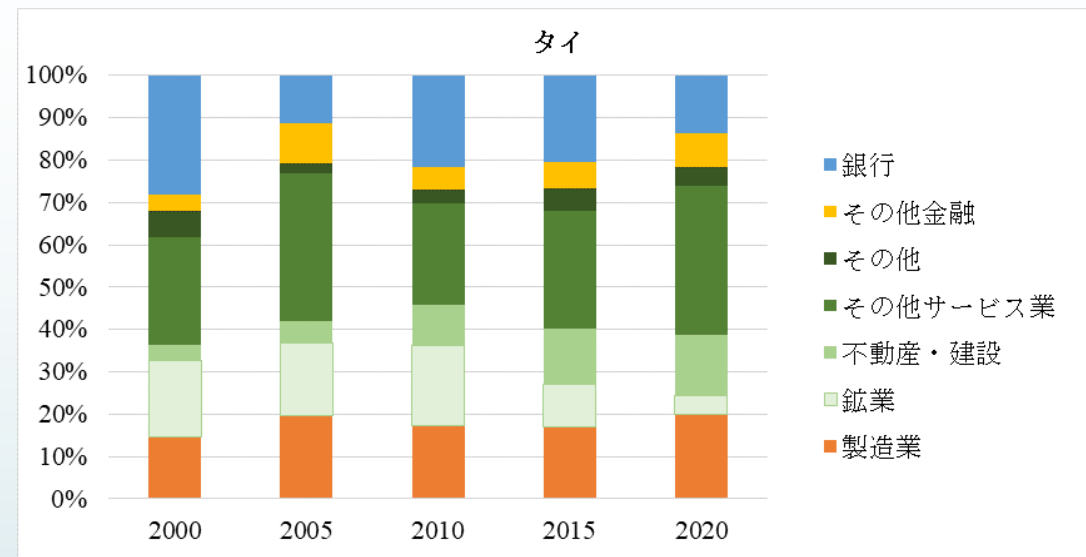
# 4. 金融システムと国内資金循環

## 4.3. 社債市場

### ■ 社債発行体の部門の偏在

- 各年の発行情報を積み上げて推計
- 最大の部門は商業銀行を含む金融セクター
- 不動産・建設などインフラ関連部門も活発
- 製造業企業の発行は少ない

債券残高の発行体業種別分類



出所：Bond+Sukuk Information Exchange、Thai Bond Market Association、PT Penilai Harga Efek Indonesiaなどのデータベース、Bloomberg、各発行体ウェブサイト等から推計

# 4. 金融システムと国内資金循環

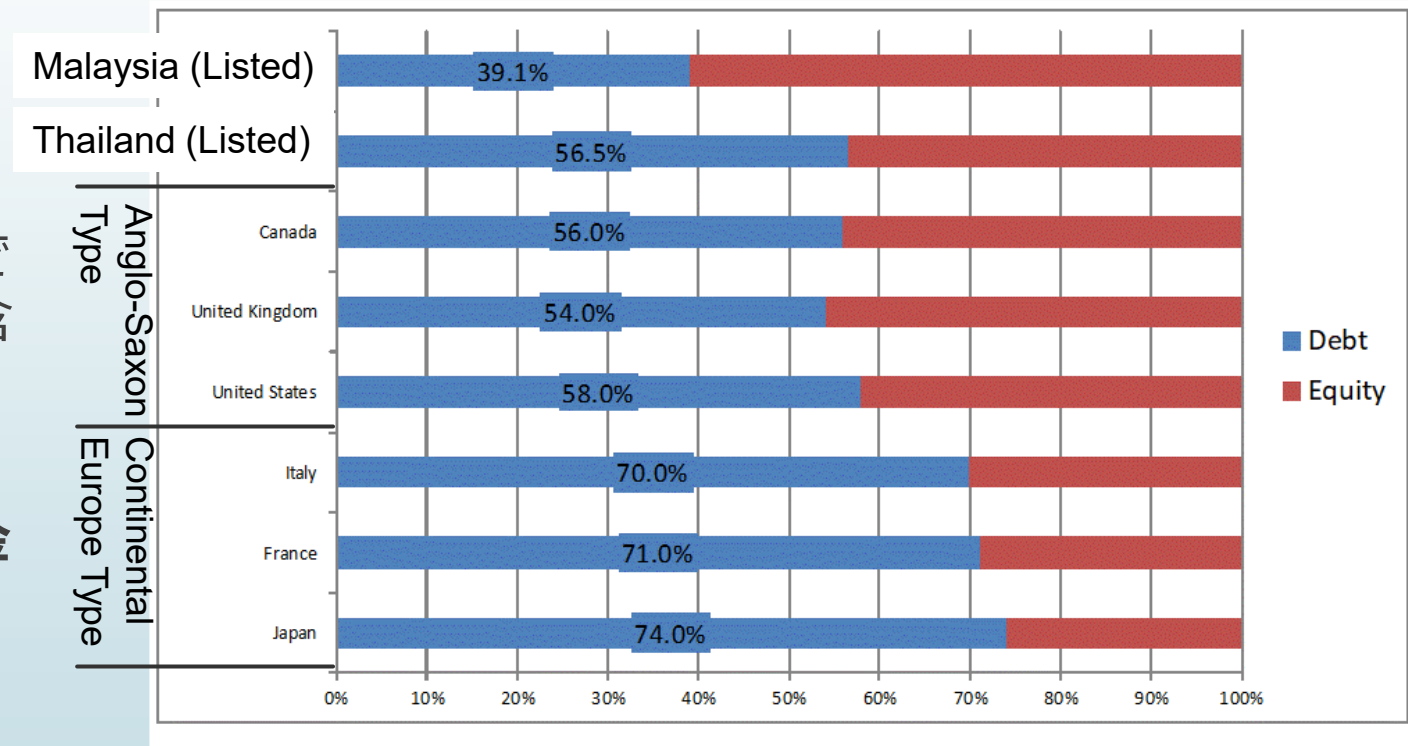
## 4.4. 主要企業の資金調達行動

### 平均負債比率の国際比較

■ 英米型金融システムの企業と比較しても負債比率は低い

- 株式ファイナンスが低調なのではなく、負債ファイナンスを含む「**外部金融**」全体が低調
- 工業化過程における「**自己金融**」(self-finance)、「**内部金融市場**」(internal Financial Market) への強い依存を示唆

タイ、マレーシア上場企業を含む負債比率の国際比較(2000前後)



Source: Calculated by author for Thailand and Malaysia, Zingales and Rajan (1995) for the rest

◆ アジア金融危機の原因論としての「過剰な負債ファイナンス」という認識は不正確

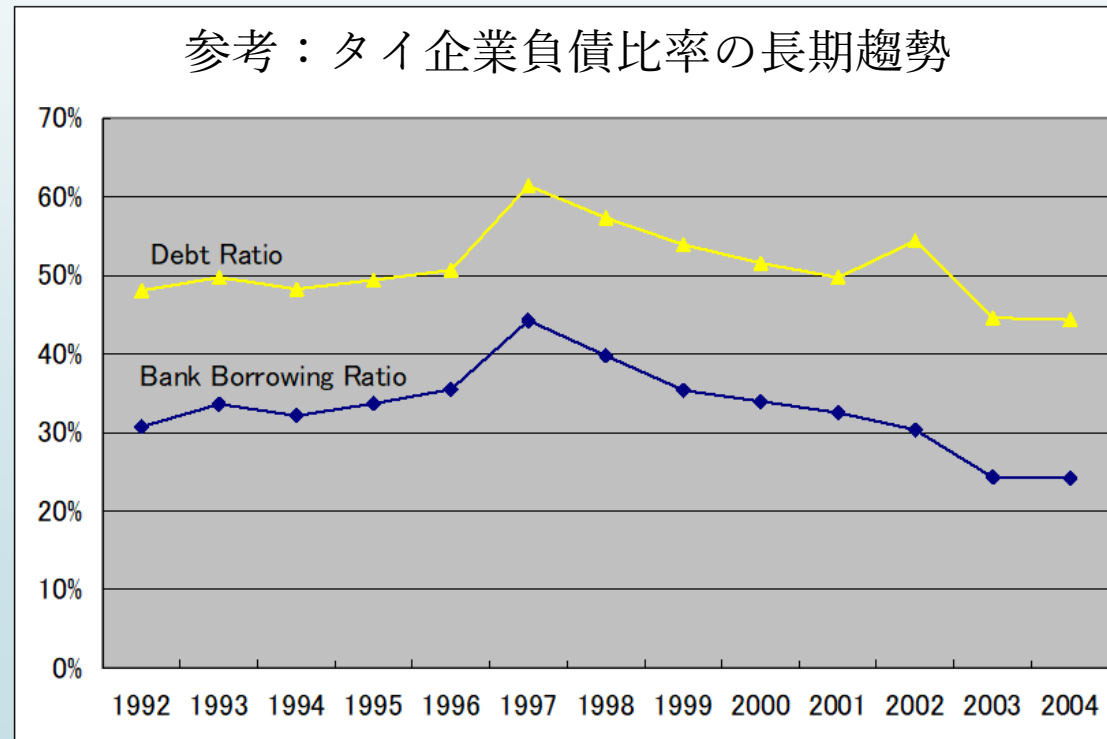
## 4. 金融システムと国内資金循環

23

### 4.4. 主要企業の資金調達行動

#### ■ 非金融上場企業の平均負債比率

- **そもそも論** – 1990年代のアジア金融危機を挟んだ時期のタイの趨勢（三重野2015）
  - 1990年代に負債比率が急上昇した証左はなく、危機時に資本毀損により上昇し、その後低下。



Source: Stock Exchange of Thailand, (Listed Company Info 1992–2001; CD-ROM, SETSMART 2002–2004; Web System)

Note: Average of Non-Financial Firm, unbalanced sample (121–259 firms)

# 4. 金融システムと国内資金循環

24

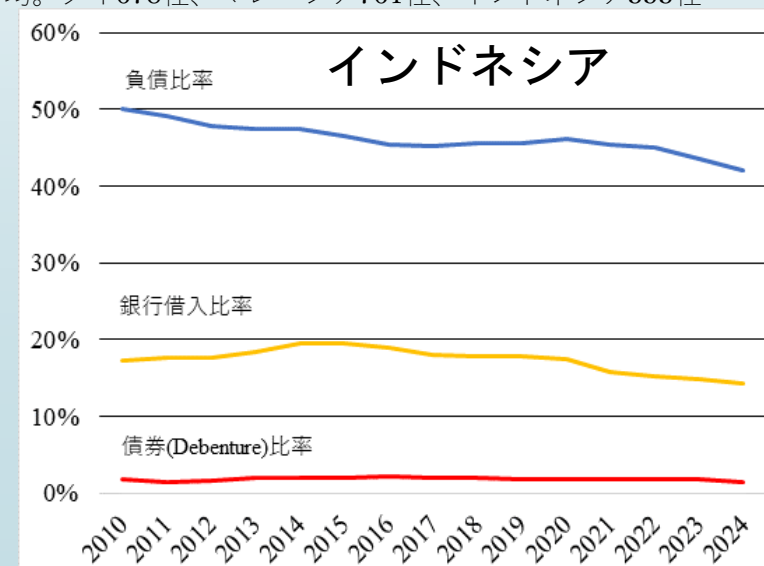
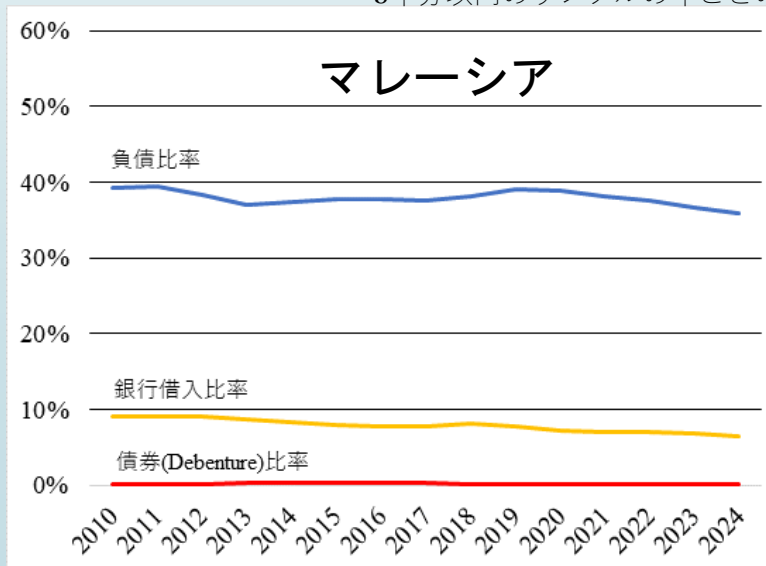
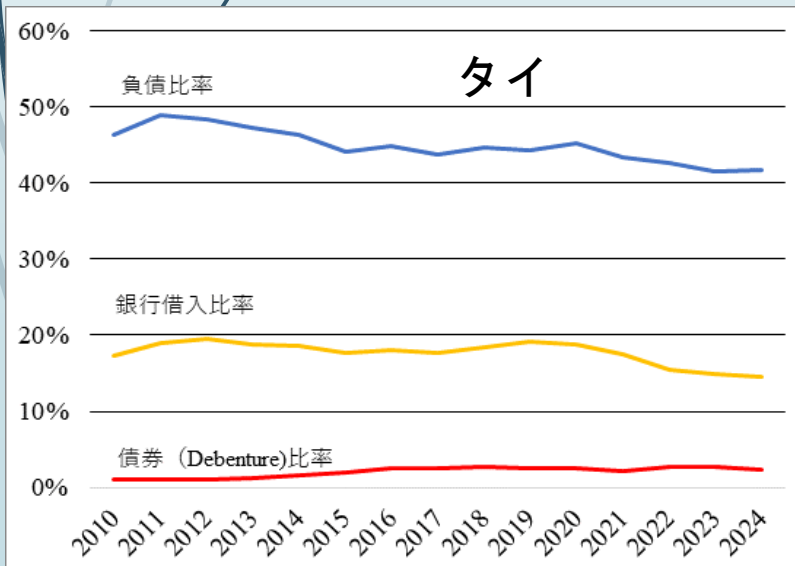
## 4.4. 主要企業の資金調達行動

### ■ 非金融上場企業の平均負債比率 – 2010年代

- 負債比率はタイ、インドネシアで50%弱から低下傾向。銀行借入比率は20%弱で同様に低下傾向
- マレーシア企業の負債比率、銀行借入比率は40%以下、銀行借入比率は10%以下と極端に低い
- 債券ファイナンスはタイでのみ上昇傾向があるが無視できる程度（債券比率は1%程度）、マレーシア：0.2%、インドネシア：1-2%

### 2010年以降の負債比率の趨勢

出所：ORBIS (Moody's社) 所収の非金融企業のうち2010-2024年の15カ年サンプルでデータ欠損が3年以内のサンプルの年ごとの平均。タイ678社、マレーシア761社、インドネシア353社



# 4. 金融システムと国内資金循環

25

## 4.4. 主要企業の資金調達行動－実証分析から

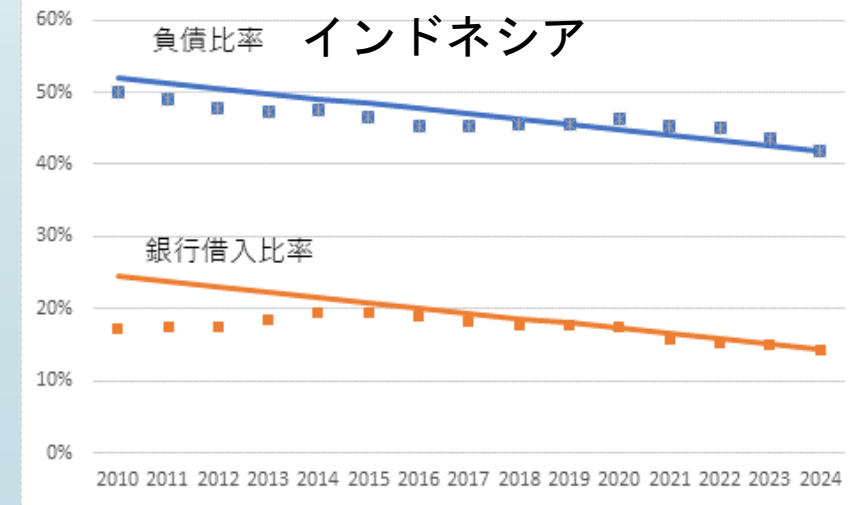
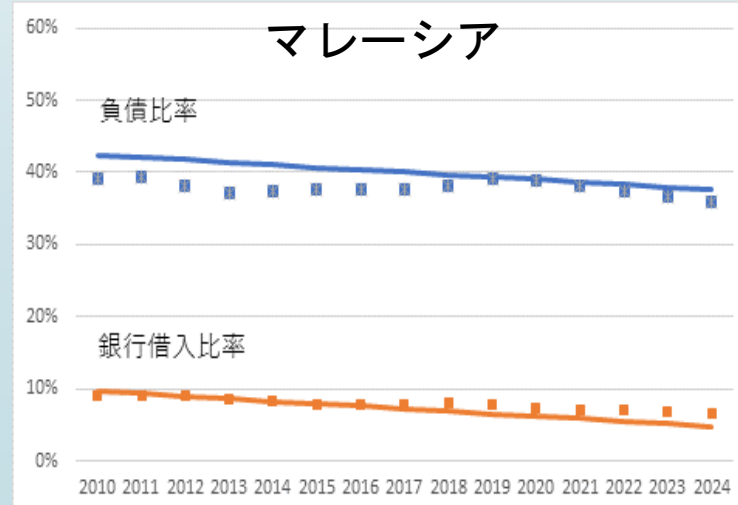
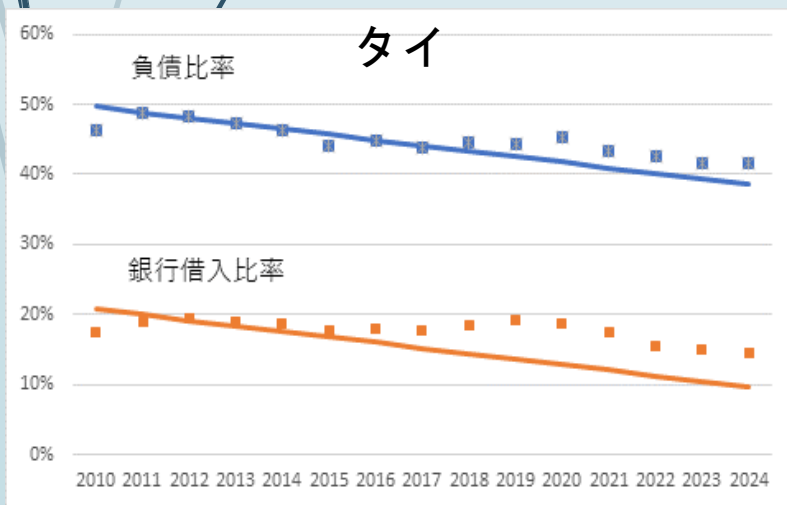
### ■ 負債ファイナンス、銀行借入

- 設備投資資金への需要に対応。キャッシュフローの不足分の需要
- 負債比率、銀行借入比率の**時間的な低下傾向**が確認

### ■ 社債発行

- 資本集約度の低い産業、建設・不動産業が積極的
- **長期性**への志向が発行動機 => **長期の運転資金**としての需要

比率の低下傾向－推定結果からの推計



## 4. 金融システムと国内資金循環

### 問題提起

#### 1. 市場化しない資金需要（自己金融、内部資本市場）の重要性

金融システムの問題の本質は、  
負債（銀行借入）vs. 証券市場はなく



外部金融（銀行・証券市場）vs. 内部金融  
と捉えられるべきではないか

- ◆ コーポレート・ガバナンス／証券市場改革(世銀主導1998-2001)
- ◆ アジア債券市場イニシアティブ(ABMI、「アジア金融協力」2001-)

#### 2. 実物経済に対応した資金需要の適合性の視点

	1. 情報の非対称性 情報生産		2. 権利保護と履行強制		3. 期間構造		4. リスク許容度	産業分野との適合	
		情報生産コスト	株主・債権者の権利保護の必要性	破綻時のコントロール問題		途中精算リスク		産業特性	東南アジアの発展段階において
金融仲介	集中的	低	低	中	短期	高	低	成熟産業	製造業？
債券市場	競争的	高	高	中	(主に)長期	低	中	中程度のリスク 長期資金の需要	インフラ 消費(金融)
株式市場	競争的	高	高	—	長期	低	高	新規産業	高付加価値サービス業 (典型例として通信産業) 研究開発型製造業

## 5. 考察




27

- まとめ：国内金融システムと国際収支
  - 不活発な外部金融と自己金融・内部金融市場への依存の持続。国内資金チャンネルの目詰まり？
  - この状況は、収益率が相対的に低い海外投資への国内貯蓄の流出という形で、マクロの投資効率を阻害していることに繋がっているのではないか。

# 5. 考察

## ● 東南アジア成長構造と資金チャンネル

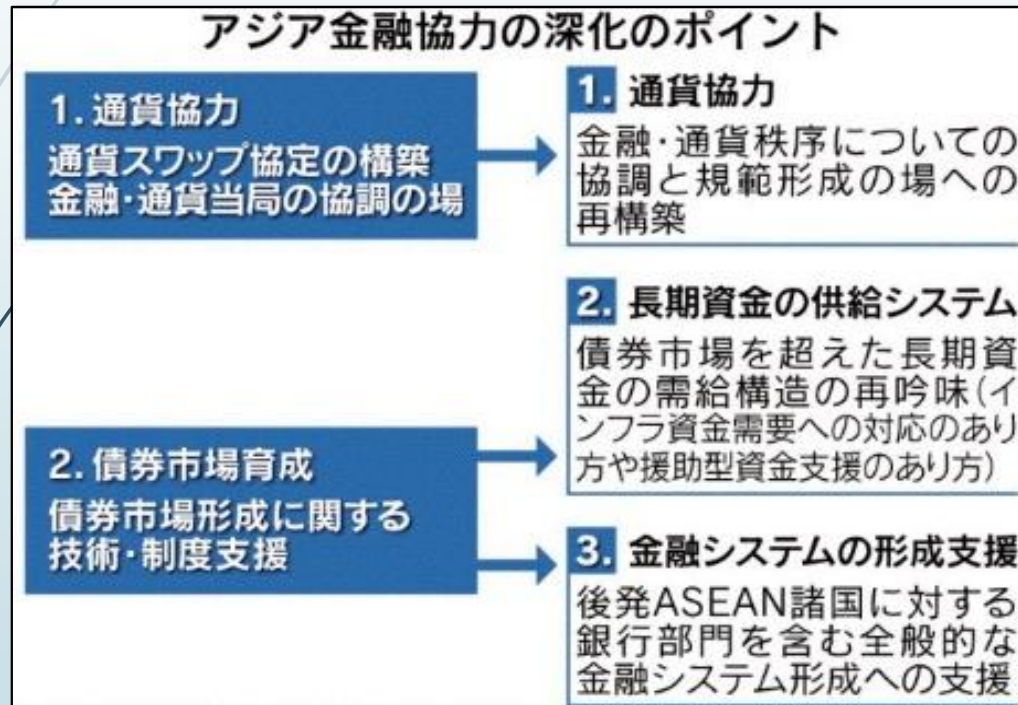
- 実物経済の発展経路、技術特性に対応する資金需要の視点からの議論の重要性
- ASEAN経済の成長経路との関係
  - 従来の工業化（FDI依存型）戦略
  - インフラ投資への需要
  - 新しい局面
    - ✓ 消費経済化
    - ✓ ASEANが潜在的に優位性を持つ新技術分野（生物性素材、農業資源、環境対応など）

		成長経路・段階		
		伝統的成長経路	現在と将来の成長の局面	
			インフラ開発	経済構造の高度化へ
		FDI輸出製造業型 工業化	消費経済化	新しい比較優位 (生物・農業資源、 環境、新エネルギー、 新素材?)
銀行信用/ 金融仲介	<b>後退!</b>			?
債券市場				?
株式市場	<b>不十分な 包摂性?</b>			?

# 5. 考察

## 5.3. 「アジア金融協力」 (主にABMI)への示唆

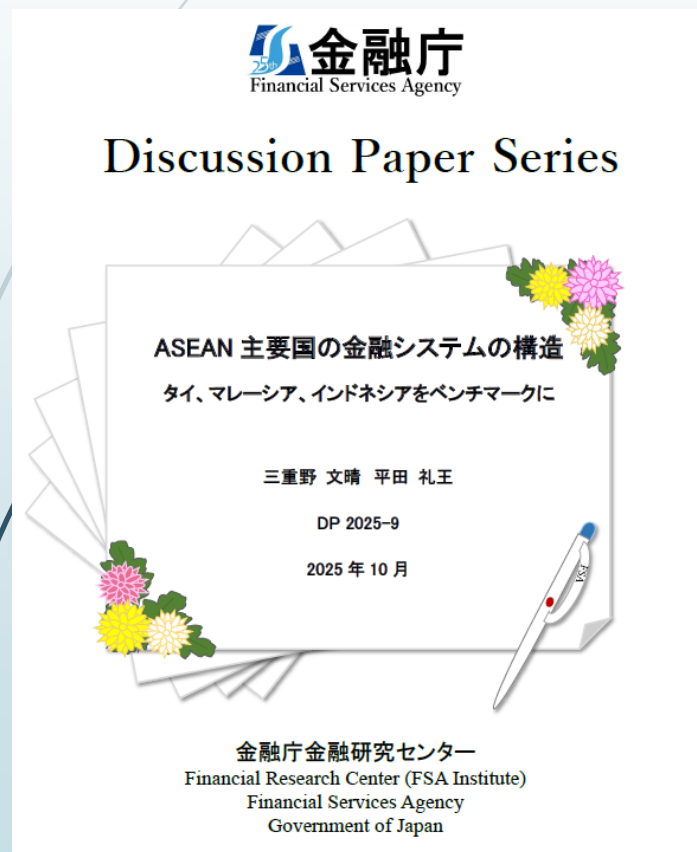
- ▶ 銀行信用と証券市場の間の外部金融としての**補完性の視点**の重要性
- ▶ アジア金融協力はフォーカスの拡張が有効ではないか



日経「経済教室」報告者寄稿記事 2018年9月21日

- ▶ 債券市場の実態が示す長期資金需要の謎
- ▶ 銀行信用、債券市場、証券市場の補完性／外部性
- ▶ ABMIのもとで、後発ASEAN諸国への債券市場整備への技術協力が、証券市場、銀行システムの整備に大きく寄与してきた。
- ▶ 銀行システム設計の各国協調は難度が高い。
- ▶ 証券市場における協力へのフォーカス拡張か

ご静聴ありがとうございました。



← データ出所、実証分析の詳細は

日本語版

<https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/seika.html#DP2025-9>  
<https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2025/DP2025-9.pdf>

英語版

<https://www.fsa.go.jp/frtc/english/seika/discussion2025.html#DP2025-9>  
[https://www.fsa.go.jp/frtc/english/seika/discussion/2025/DP2025-9\\_Eng.pdf](https://www.fsa.go.jp/frtc/english/seika/discussion/2025/DP2025-9_Eng.pdf)