

ナミビアにおけるノンバンクの台頭と金融市場の構造

高山 晃 郎

はじめに

近年、サブサハラ・アフリカ地域の経済が急速に進展している。しかしながら、金融論の分野では、この地域の金融市場の構造に関する研究は少ない。少なくとも日本においては、サブサハラ・アフリカ地域の金融市場の構造に関する研究は皆無に近い。今後、サブサハラ・アフリカ地域の経済発展との関わりからも、この地域の金融市場に関する研究は必要不可欠なものになる。今回、本稿では、南アフリカ地域のナミビア金融市場の構造について考察したい。将来的には、サブサハラ・アフリカ地域の金融市場の構造を純粹に比較したいと考えている。

2000 年代以降にナミビアの経済は大きく進展している。インフレ率も収束傾向にある（図 1 参照）。ナミビアの主要輸出品目はダイヤモンドである⁽¹⁾。主要産業は、農業、鉱業、漁業である。干ばつによりナミビア経済は大きな影響を受ける⁽²⁾。ナミビアの金融市場の構造を一言で言えば、次のようになる。International Monetary Fund のカントリーレポートに記述されているように、ノンバンクが優位な、大きくて安定した金融システムである⁽³⁾。その中でも特に、年金基金と資産運用会社の存在が大きい⁽⁴⁾。通常、初期型の金融システムでは、中央銀行、商業銀行、土着金融業の 3 者を軸とした金融が展開される⁽⁵⁾。ナミビアではノンバンクの存在感が大きいわけだが、ナミビアの金融市場は高度に発展しているのだろうか。本稿では、近年におけるナミビアの金融市場の構造と特徴を明らかにしたい⁽⁶⁾。

(1) 外務省 HP を参照。ダイヤモンドについては 2018 年時点。

(2) 産業については外務省 HP を参照。干ばつについては、International Monetary Fund, *IMF Country Report*, No. 16/373, p. 25.

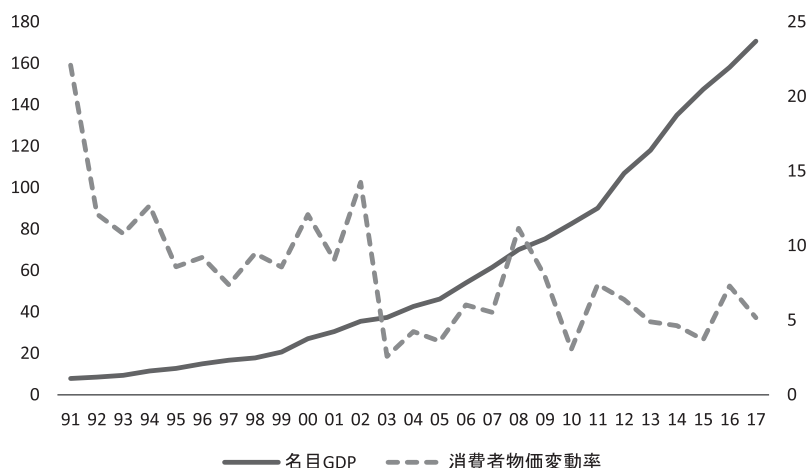
(3) International Monetary Fund, *IMF Country Report*, No. 16/373, p. 13.

(4) Bank of Namibia, *Namibia Financial Stability Report*, April 2017, p. 39.

(5) 松井 [1976], 203 頁を参照。

(6) ナミビアに関する先行研究は皆無に近い。その中で、以下の 2 つの研究が存在している。Miyajima [2007] は、ナミビアのマクロ経済とその制約について、以下のように述べている。「ナミビアの最近のマクロ経済パフォーマンスは、競争の点において良好な水準にあるようである」(Miyajima [2007], p. 3)。「しかしながら、ナミビアの競争についての懸念に関する問題が存在している。ナミビアドルは、南アフリカランドにリンクしているので、ナミビア中央銀行は金融政策の独立性に制約を受けている」(Miyajima [2007], p. 3)。Basdevant, Benicio, Mircheva, Mongardini, Verdier, Yang and Zanna [2011] は南アフリカ関税同盟について以下のように述べている。「ボツワナ、レソト、ナミビア、スワジランドは、南アフリカ関税同盟からの収入の永続的な損失の大きなリスクに直面している」(Basdevant, Benicio, Mircheva, Mongardini, Verdier, Yang and Zanna [2011], p. 3)。

図1 ナミビアの名目GDPと消費者物価変動率の推移（単位：10億ナミビアドル，％）



（注）消費者物価変動率は年末の数値を利用。名目GDPは左軸。消費者物価変動率は右軸。

（出所）International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2020より作成。

まず簡単にナミビアの基本事項を整理しておこう⁽⁷⁾。面積は日本の約2.2倍であり、人口は244.8万人である。首都はウィントフックにある。公用語は英語である。失業率は23%である。輸出品目はダイヤモンドであり、輸入品目は車両、機械類等、天然資源である。主要な貿易相手国は、南アフリカ共和国とボツワナである。最大の援助国はドイツ（2016年時点）である⁽⁸⁾。通貨はナミビアドルである。銀行口座保有率は、2014年は59%だったが、2017年には81%になっている⁽⁹⁾。

本稿の構成は以下の通りである。第1章では、ナミビアの国際的な側面について考察し、他のサブサハラ・アフリカ地域との違いに言及する。第2章では、金融市場の構造について、ノンバンクと商業銀行に焦点を当てる。ノンバンクの存在感の大きさを述べる。そして商業銀行が資金需要の存在している産業に十分な資金を供給しているかを考察する。また商業銀行とノンバンクとの間に金融の機能の点において重複があるかを考察する。第3章では、金融市場の構造に関して、金利、マネーサプライ、名目GDP、そしてインフレの間の構造に焦点を当てたい。具体的には、貸付金利と名目GDPとの間に存在する関係について考察する。VARモデル（ベクトル自己回帰モデル）を推計し、インパルス反応関数により検証する。ただし、データに大きな制約がある。最後は結びと結論である。

(7) 外務省HPを参照。人口は2018年。失業率は2018年。貿易に関しては2018年。

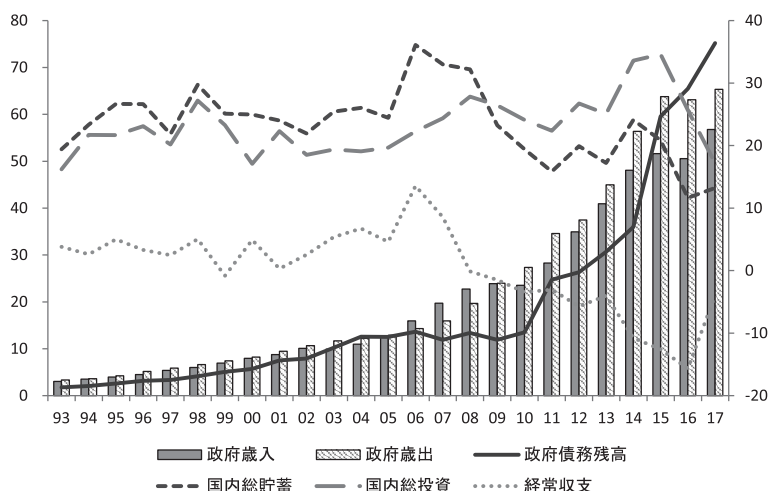
(8) 2013年時点では米国。

(9) 銀行口座保有率については、2014年時点では59%であった（Demirguc-Kunt, Klapper, Singer, and Oudheussen [2015], p. 84）。しかし、2017年時点では81%に急上昇している（Demirguc-Kunt, Klapper, Singer, Ansar, and Hess [2018], p. 125）。

1. 貯蓄・投資バランスと国際収支の動向

ナミビアの国際的な側面を述べておこう。直近の貯蓄・投資バランスの動向をみると、国内総貯蓄は国内総投資を下回っている（図2参照）。経常収支は赤字になる。経常収支赤字のファイナンスが必要になる⁽¹⁰⁾。資本収支の動きをみると、直接投資の果たす役割が大きいの（表1参照）⁽¹¹⁾。このことは、所得収支の大きさにもあらわれている。図表は掲載していないが、ナミビアの国内経済に対する直接投資の影響の大きさは、2016年において、40.1%である⁽¹²⁾。またナミビアの特徴は、証券投資の役割も大きいことである。これは他のサブサハラ・アフリカ地域の各国とは異なる構造

図2 貯蓄・投資バランスの動向（単位：10億ナミビアドル，%）



（注）政府歳入，政府歳出，政府債務残高は左軸。国内総貯蓄，国内総投資，経常収支は右軸。国内総貯蓄，国内総投資，経常収支は対 GDP 比。

（出所）International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2017 より作成。2016 年以降の経常収支の対 GDP 比と各指標の 2017 年の数値は，International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2020 より作成。

- (10) 国際収支の理論に関しては日本銀行国際収支統計研究会〔2000〕の 76-77 頁を参照した。ナミビアの外貨水準について、IMF カントリーレポートは、「外貨準備は一時的に増大した。しかし、IMF の考える適切な基準よりも低いままである」と述べている（International Monetary Fund, *IMF Country Report*, No. 16/373, p. 26）。
- (11) 2016 年の IMF カントリーレポートと 2019 年の IMF カントリーレポートとの間において国際収支表の数値に大きな違いが存在している。2019 年の IMF カントリーレポートによる 2016 年と 2017 年の数値は以下の通りである（International Monetary Fund, *IMF Country Report*, No. 19/295, p. 34）。経常収支（2016 年-17 億 4,000 万ドル，2017 年-6 億 8,400 万ドル），直接投資（2016 年-3 億 4,900 万ドル，2017 年-5 億 2,000 万ドル），証券投資（2016 年-8,600 万ドル，2017 年 4 億 3,400 万ドル）。
- (12) 外国からの直接投資残高 / 名目 GDP を指標とした。数値は UNCTADSTAT を利用した。外国からの直接投資相手国は，2017 年第 3 四半期時点において，第 1 位は南アフリカ共和国，第 2 位はモーリシャス，そして第 3 位は中国である（Bank of Namibia, *Quarterly Bulletin*, December 2017, p. 60）。同様に 2017 年第 3 四半期時点において，外国からの直接投資の産業は，第 1 位は金融業，第 2 位は鉱業・採石業，そして第 3 位は製造業である（Bank of Namibia, *Quarterly Bulletin*, December 2017, p. 60）。

表1 国際収支の動向（単位：100 万ドル）

	2013	2014	2015	2016	2017
経常収支	- 515	- 976	- 1,572	- 1,007	- 561
貿易収支	- 1,984	- 2,578	- 2,917	- 1,756	- 1,566
輸出	4,649	4,607	4,073	4,058	4,710
ダイヤモンド	1,212	1,291	1,163	1,179	1,263
その他天然資源	769	663	658	643	1,121
輸入	- 6,632	- 7,185	- 6,989	- 5,813	- 6,276
サービス収支	- 12	- 105	- 89	- 9	- 29
所得収支	- 96	- 27	- 54	- 309	- 77
経常移転収支	1,576	1,733	1,487	1,067	1,112
資本収支	823	1,128	2,555	587	667
投資収支	694	990	2,417	474	542
直接投資	814	490	1,040	401	426
証券投資	- 390	- 272	1,329	- 328	- 318
その他	270	772	48	401	435
その他資本収支	129	138	137	114	125
誤差脱漏	- 556	- 467	- 418	0	0

（注）2016 年以降は予測値。

（出所）International Monetary Fund, *IMF Country Report*, No. 16/373, p. 33 より作成。

である。ナミビアの金融市場では、間接金融だけでなく、直接金融の役割の存在をうかがわせる。国際収支表からは、次の2つを指摘しておきたい。輸出品目はダイヤモンドを軸としている⁽¹³⁾。金融の観点において、他のサブサハラ・アフリカ地域の各国とは異なり、証券の果たす役割が大きい。

2. ノンバンクと商業銀行

この第2章では、ノンバンクと商業銀行についての考察を行いたい。まず、ノンバンクと商業銀行について、どちらの資産規模が大きいのであろうか。2016 年において、商業銀行の資産規模は1,100 億 6,011 万 1,000 ナミビアドルである⁽¹⁴⁾。一方、2016 年において、年金基金の資産規模は1,374 億 6,200 万ナミビアドルであり、資産運用会社の資産規模は1,507 億 7,500 万ナミビアドルである⁽¹⁵⁾。

(13) 輸出相手国は2017 年第3 四半期時点において、第1 位はボツワナ、第2 位は南アフリカ共和国、そして第3 位はユーロ圏となっている（Bank of Namibia, *Quarterly Bulletin*, December 2017, p. 54）。

(14) Bank of Namibia, *Annual Report 2016*, p. 213. 2017 年の商業銀行の資産規模は1,236 億 8,717 万 6,000 ナミビアドルである（Bank of Namibia, *Annual Report 2017*, p. 201.）。

(15) Bank of Namibia, *Namibia Financial Stability Report*, April 2017, p. 39. 12 月時点。2017 年における年金基金の資産規模は1,529 億ナミビアドル、資産運用会社の資産規模は1,643 億ナミビアドルである（Bank of Namibia, *Namibia Financial Stability Report*, April 2018, p. 42）。

ノンバンク全体の資産は3,955億4,000万ナミビアドルであり、商業銀行の3.6倍である。ナミビアでは、他のサブサハラ・アフリカ地域の各国とは異なり、ノンバンクに存在感がある。

それでは先ず、ノンバンクについてみていこう。すでに「はじめに」で述べたように、ナミビア金融の特徴のひとつとしてノンバンクの存在を指摘できる。ノンバンクの中でも、年金基金と資産運用会社に存在感がある（表2参照）⁽¹⁶⁾。表2はノンバンクの種類と資産規模を示している。名目GDPに占める年金基金と資産運用会社の資産規模は、それぞれ、86%、95%である（2016年12月時点）。資産規模は年々に増大している。年金基金は2012年に857億5,700万ナミビアドルだったものが、2016年には1,374億6,200万ナミビアドルになっている。1.6倍になっている。同様に、資産運用会社は2012年の1,091億1,000万ナミビアドルから、2016年には1,507億7,500万ナミビアドルとなっている。1.4倍になっている。上記において、ノンバンクの資産規模の大きさを確認することができた。それではナミビアのノンバンクの特徴はどのようなものだろうか。

ナミビアのノンバンクの特徴は、資産全体の大部分が少数の会社により占められていることである（2016年12月時点）。すなわち寡占の状況にある。具体的には、長期保険会社ではトップ5の会社が長期保険会社資産全体の93%を占めている⁽¹⁷⁾。同様に短期保険会社は59%である⁽¹⁸⁾。年金基金ではトップ5の会社が年金基金資産全体の79%を占めている⁽¹⁹⁾。そして資産運用会社は73%である⁽²⁰⁾。最後に、ノンバンクの資産構造は2017年第3四半期において、株式が70%、そして証券が23.8%である⁽²¹⁾。

次に、商業銀行についての考察を行う⁽²²⁾。商業銀行の考察において、本稿では、商業銀行のバランスシートの構造に着目したい。それでは商業銀行のバランスシートの構造をみていこう⁽²³⁾。

(16) ナミビア中央銀行の金融安定レポート2017年版と2018年版とでは、数値に違いが存在している。2018年版による2017年のノンバンクの資産規模は以下の通りである（Bank of Namibia, *Namibia Financial Stability Report*, April 2018, p. 42）。長期保険会社（539億ナミビアドル）、短期保険会社（62億ナミビアドル）、医療援助基金（18億ナミビアドル）、年金基金（1,529億ナミビアドル）、集団投資スキーム（559億ナミビアドル）、資産運用会社（1,643億ナミビアドル）、マイクロレンディング（55億ナミビアドル）。

(17) Bank of Namibia, *Namibia Financial Stability Report*, April 2017, p. 40.

(18) Bank of Namibia, *Namibia Financial Stability Report*, April 2017, p. 42.

(19) Bank of Namibia, *Namibia Financial Stability Report*, April 2017, p. 46.

(20) Bank of Namibia, *Namibia Financial Stability Report*, April 2017, p. 50.

(21) Bank of Namibia, *Quarterly Bulletin*, December 2017, p. 35.

(22) ナミビアの商業銀行は10行である。具体的には、Bank Windhoek Limited, EBank Limited, First National Bank Namibia Limited, Nedbank Namibia Limited, Standard Bank Namibia Limited, SME Bank Limited, Trustco Bank Namibia Limited, Banco Atlantico (branch of foreign banking institution), Bank BIC Namibia Limited, Letshego Bank Namibia Limitedである。またナミビアの商業銀行の収益性に関して、2016年3月時点においてROAは3.3%である。また安定性に関して、自己資本比率は15.3%である。貸付全体に占める外貨建ての割合は1.2%である。不良債権比率は1.6%である（International Monetary Fund, *IMF Country Report*, No. 16/373, p. 37）。2017年の各指標は以下の通りである（International Monetary Fund, *IMF Country Report*, No. 19/295, p. 36）。ROA（3.0%）、自己資本比率（15.5%）、貸付全体に占める外貨建ての割合（0.5%）、不良債権比率（2.5%）。

(23) Bank of Namibia, *Annual Report 2016*, p. 213.

表2 ノンバンクの資産規模の推移（単位：100万ナミビアドル，％）

	2012		2013		2014		2015		2016	
	資産	対GDP比	資産	対GDP比	資産	対GDP比	資産	対GDP比	資産	対GDP比
長期保険会社	31,645	30	36,424	29	40,224	28	44,746	29	47,554	30
短期保険会社	3,001	3	3,461	3	4,749	3	5,587	4	5,769	4
医療援助基金	858	1	1,002	1	1,160	1	1,042	1	1,445	1
年金基金	85,757	80	105,267	84	119,569	82	133,089	87	137,462	86
集団投資スキーム	32,106	30	37,267	30	42,083	29	47,772	31	48,313	30
資産運用会社	109,110	102	123,322	99	136,186	93	147,689	97	150,775	95
マイクロレンディング	1,753	2	2,616	2	3,382	2	4,257	3	4,222	3

（注）上記表の金融機関の原語は以下の通りである。長期保険会社（Long Term Insurance）、短期保険会社（Short Term Insurance）、医療援助基金（Medical Aid Funds）、年金基金（Pension Funds）、集団投資スキーム（CIS）、資産運用会社（Investment Management）、マイクロレンディング（Micro-lending）である。

（出所）Bank of Namibia, *Namibia Financial Stability Report*, April 2017, p. 39 より作成。

負債・資本構造に関して、負債・資本構造の大部分は預金である。預金の多くは要求払預金である。有期預金に対しての要求払預金の比率が高いことは、銀行貸付の点においては、長期貸付を困難にさせよう。なぜならば長期貸付の期間は10年を超えるものが多いであろう⁽²⁴⁾。しかしながら、貸付の資金源となる預金構造が短期であれば、負債と資産との間の期間の構造においてミスマッチが生じるからである。資産構造についてみていこう。資産のうち、大部分は貸付である。貸付全体のうち、外貨建て貸付の割合は0.9%である⁽²⁵⁾。

ナミビアの民間部門と国営部門に関する社債の資金調達データとの比較において、商業銀行貸付における外貨建て貸付の割合は小さい（表3参照）。ナミビアでの商業銀行貸付額と社債発行額とを比較すれば、社債発行額のほうが大きい。2016年時点において、商業銀行貸付残高は850億6,391万2,000ナミビアドルであり、社債発行残高は973億6,200万ナミビアドルである⁽²⁶⁾。社債のデータに関して少し付言しておこう。民間部門全体における外貨建ての割合は61.2%であり、国営部門全体における外貨建ての割合は70.5%である⁽²⁷⁾。すなわち社債については、商業銀行貸付に比較して、外貨建ての割合が高い。

⁽²⁴⁾ バランスシートの期間の構造については、三谷 [2016] を参照（三谷 [2016], 66 頁）。

⁽²⁵⁾ Bank of Namibia, *Annual Report 2016*, p. 213. 2017 年においては、0.5%である（Bank of Namibia, *Annual Report 2017*, p. 201）。

⁽²⁶⁾ 商業銀行貸付残高については、Bank of Namibia, *Annual Report 2016*, p. 213 を参照した。社債発行残高については、Bank of Namibia, *Namibia Financial Stability Report*, April 2017, p. 19 を参照した。2017 年の商業銀行貸付残高は916億5,135万9,000ナミビアドルである（Bank of Namibia, *Annual Report 2017*, p. 201）。同様に社債発行額は1,051億5,500万ナミビアドルである（Bank of Namibia, *Namibia Financial Stability Report*, April 2018, p. 20）。なお、金融安定レポート2017年版と2018年版とは、社債発行残高の数値に違いが存在している。

⁽²⁷⁾ ナミビア中央銀行の金融安定レポートの2017年版と2018年版において、社債発行残高の数値が異なっている。原因は外国通貨の為替相場の換算によるものと考えられる。2017年において、民間部門全体における外貨建ての割合は63.4%である。国営部門全体における外貨建ての割合は62.1%である（Bank of Namibia, *Namibia Financial Stability Report*, April 2018, p. 20）。

表3 社債発行残高の推移（単位：100 万ナミビアドル）

	2012	2013	2014	2015	2016
民間部門（外貨建て）	23,827	31,878	30,775	51,666	55,729
民間部門（自国通貨建て）	20,639	23,384	28,364	32,584	35,343
国営企業（外貨建て）	2,187	4,111	3,528	4,649	4,435
国営企業（自国通貨建て）	592	727	799	1,899	1,855
合計	47,245	60,101	63,466	90,798	97,362

（出所）Bank of Namibia, *Namibia Financial Stability Report*, April 2017, p. 19.

表4 名目 GDP の変化分に対する寄与度（単位：%）

	名目 GDP 全体に占める割合	2008 年と 2018 年を比較した場合の名目 GDP の変化分に対する寄与度
農業・狩猟業・林業・漁業	7.7	4.7
鉱業・採石業	15.1	8.4
製造業	10.9	6.4
電気業・ガス業・水道業	3.1	2.3
建設業	2.5	0.9
卸売業・小売業・飲食業・宿泊業	13.2	8.3
金融業・保険業・不動産業	18.4	12.6
輸送業・通信業	4.4	2.6
行政・国防関連	1.2	-2.3
教育関連	10.2	7.4
健康・社会福祉関連	3.1	1.9
名目 GDP	100.0	63.6

（注）「名目 GDP 全体に占める割合」は 2018 年。

（出所）African Development Bank Group, Africa Union and Economic Commission for Africa [2017], *African Statistics Yearbook 2017*, p. 264 より作成。2018 年に関しては、African Development Bank Group, Africa Union and Economic Commission for Africa [2019], *African Statistics Yearbook 2019*, p. 343 より作成。

それでは次に、商業銀行は資金需要の存在している産業部門に十分な資金を供給しているのだろうか。このことを考察しよう。表4は、ナミビアの産業構造と名目 GDP の変化分に対する寄与度についてみたものである。規模では大きい順に、金融業・保険業・不動産業、鉱業・採石業、卸売業・小売業・飲食業・宿泊業の順に大きい（2018 年時点）。2008 年と 2018 年を比較した場合の名目 GDP の変化分に対する寄与度では、大きい順に、金融業・保険業・不動産業、鉱業・採石業、卸売業・小売業・飲食業・宿泊業である。寄与度の高い産業部門に資金需要が存在していると考えられる。表5は商業銀行貸付についての検証結果を示している。そして追加的に、表6では株主資本の動向についても検証している。株主資本に関しては、商業銀行貸付に比べれば、たしかに名目 GDP との関係は希薄であろう。しかしながら、ナミビア金融市場での間接金融と直接金融との対比の意味では重要なデータを提供している。

表5 商業銀行貸付の動向と検証（単位：％）

名目 GDP 構成比①	2014	2015	2016	2017	2018
農業・林業・漁業	7.2	6.4	6.6	7.5	7.8
鉱業・採石業	13.2	12.7	12.8	12.9	15.3
製造業	10.8	10.5	11.9	12.1	11.0
電気業・ガス業・水道業	2.1	1.7	2.5	2.7	3.1
建設業	5.5	6.0	4.2	3.1	2.5
卸売業・小売業・飲食業・宿泊業	15.4	14.5	14.8	14.3	13.3
輸送業・通信業	5.2	5.1	5.3	4.8	4.5
金融業・保険業・不動産業	16.0	17.3	16.5	16.9	18.6
名目 GDP 合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

貸付残高構成比②	2014	2015	2016	2017	2018
農業・林業	4.1	3.8	3.7	2.6	5.3
漁業	1.0	0.8	0.6	0.5	1.0
農業・林業・漁業	5.1	4.6	4.3	3.1	6.3
鉱業・採石業	1.7	2.2	1.5	1.5	2.1
製造業	2.3	2.5	2.2	1.6	2.3
電気業・ガス業・水道業	0.7	1.1	0.9	3.1	4.1
建設業	5.2	4.8	4.1	1.3	1.5
卸売業・小売業・飲食業・宿泊業	20.4	19.4	18.6	9.6	9.8
輸送業・通信業	1.7	1.5	1.5	1.2	1.6
金融業・保険業・不動産業	14.3	15.7	17.0	12.2	18.6
貸付残高合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

貸付残高構成比(②のほうが大きい場合は○を記入)	2014	2015	2016	2017	2018
農業・林業・漁業	×	×	×	×	×
鉱業・採石業	×	×	×	×	×
製造業	×	×	×	×	×
電気業・ガス業・水道業	×	×	×	○	○
建設業	×	×	×	×	×
卸売業・小売業・飲食業・宿泊業	○	○	○	×	×
輸送業・通信業	×	×	×	×	×
金融業・保険業・不動産業	×	×	○	×	△

(注) アフリカ開発銀行とナミビア中央銀行とは、産業の分類表示に若干の違いがある。表5においては、基本的に、アフリカ開発銀行の表記に従った。ナミビア中央銀行の「農業・林業」と「漁業」を合計して「農業・林業・漁業」とした。またナミビア中央銀行「金融業・保険業」と「不動産業・ビジネスサービス」を合計して「金融業・保険業・不動産業」とした。

(出所) 名目 GDP については、African Development Bank Group, Africa Union and Economic Commission for Africa [2019], *African Statistics Yearbook 2019*, p. 343 より作成。貸付については、2014 年から 2016 年は、Bank of Namibia, *Annual Report 2016*, p. 216 より作成。2017 年以降は、Bank of Namibia, *Annual Report 2019*, p. 224 より作成。

表 6 株主資本の動向と検証（単位：％）

名目 GDP 構成比①	2014	2015	2016	2017	2018
農業・林業・漁業	7.2	6.4	6.6	7.5	7.8
鉱業・採石業	13.2	12.7	12.8	12.9	15.3
製造業	10.8	10.5	11.9	12.1	11.0
電気業・ガス業・水道業	2.1	1.7	2.5	2.7	3.1
建設業	5.5	6.0	4.2	3.1	2.5
卸売業・小売業・飲食業・宿泊業	15.4	14.5	14.8	14.3	13.3
輸送業・通信業	5.2	5.1	5.3	4.8	4.5
金融業・保険業・不動産業	16.0	17.3	16.5	16.9	18.6
名目 GDP 合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

株主資本構成比②	2014	2015	2016	2017	2018
農業・林業・漁業	23.9	25.6	25.3	23.7	22.5
鉱業・採石業	13.7	13.3	12.7	12.2	11.9
製造業	1.5	1.7	1.9	2.0	2.3
電気業・ガス業・水道業	5.8	5.1	5.2	5.5	5.4
建設業	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
卸売業・小売業・飲食業・宿泊業	3.8	3.7	3.4	3.4	3.2
輸送業・通信業	11.1	11.1	12.0	12.1	12.8
金融業・保険業・不動産業	18.4	17.9	17.4	17.7	17.5
株主資本合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

株主資本構成比②のほうが大きい場合は○を記入)	2014	2015	2016	2017	2018
農業・林業・漁業	○	○	○	○	○
鉱業・採石業	○	○	×	×	×
製造業	×	×	×	×	×
電気業・ガス業・水道業	○	○	○	○	○
建設業	×	×	×	×	×
卸売業・小売業・飲食業・宿泊業	×	×	×	×	×
輸送業・通信業	○	○	○	○	○
金融業・保険業・不動産業	○	○	○	○	×

(注) アフリカ開発銀行とナミビア中央銀行とは、産業の分類表示に若干の違いがある。表 6 おいては、基本的に、アフリカ開発銀行の表記に従った。ナミビア中央銀行の「農業」と「漁業」を合計して「農業・林業・漁業」とした。

(出所) 名目 GDP については、African Development Bank Group, Africa Union and Economic Commission for Africa [2019], *African Statistics Yearbook 2019*, p. 343 より作成。株主資本については、Bank of Namibia, *Annual Report 2019*, p. 244 より作成。

表の作成方法について簡単に言及しておこう(表 5 と表 6 の作成方法は同じ)。表の前段部分は、各産業の名目 GDP の構成比を示している。表の中段部分は、それぞれ商業銀行貸付と株主資本の部分から構成されている。商業銀行貸付全体に対しての各産業の構成比、及び株主資本全体に占める各産業の割合を示している。そして表の後段部分は、商業銀行貸付もしくは株主資本の観点か

ら、各産業に対して十分な資金が供給されているかを検証している。判定方法は名目 GDP 構成比と、商業銀行貸付全体に占める各産業への貸付構成比そして同様に株主資本全体に占める各産業の構成比とを比較して、商業銀行貸付及び株主資本のほうの数値が大きければ、該当欄に「○」を記入している。表5から、商業銀行は資金需要の存在している卸売業に十分な資金を供給している。スーパーマーケット等の繁栄ぶりを推測できよう。長期的な経済成長にとって重要となる製造業には商業銀行は十分に資金を供給していない。また検証結果から、商業銀行は卸売業以外の産業には十分な資金を供給していない。今度は、表6の株主資本に目を向けてみよう。資金需要の存在している金融業・保険業・不動産業に十分な資金が確保されている。また電気業・ガス業・水道業と輸送業・通信業についても十分な資金が確保されている。

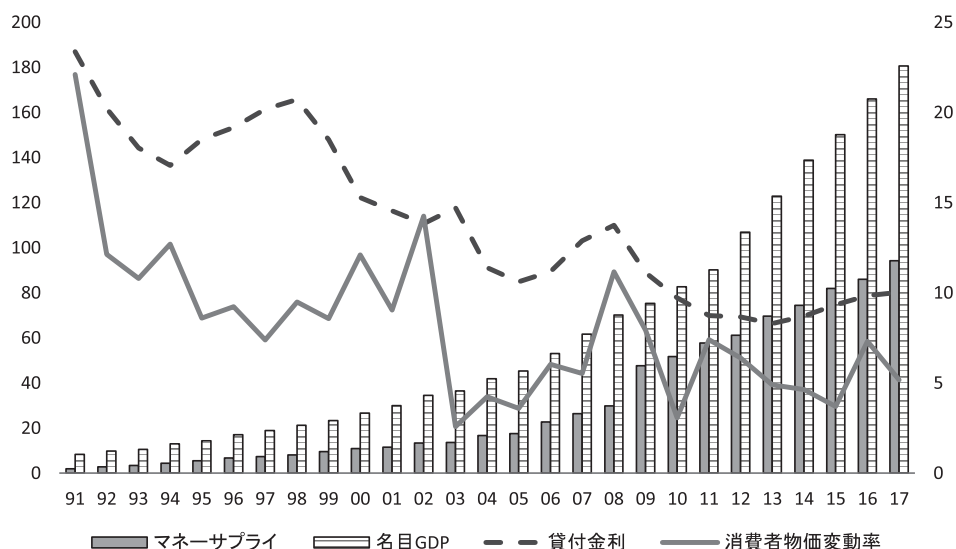
上記の検証結果について、ここで少し視点を変えて、「銀行」と「証券」という点から、表5と表6を再度みてみよう。松井[1976]は以下のように述べている。「途上国の場合は短期日のうちに一気に、銀行組織と非銀行組織を平行して設立したことに問題がある。このためノンバンキング・インスティテューションの機能重複や、国民経済ニーズへの不適応等金融機関相互の整合性に欠ける場合が目立っている」。ナミビアの金融市場は、上記の指摘に適合するのだろうか。つまり、ナミビアの金融市場において、「銀行」と「証券」の機能は重複しているのだろうか。金融の機能というものは、様々なものが存在している。ここでは、議論を単純化して、各産業への資金供給において、「銀行」と「証券」の点からみて、どのような構造になっているのかを考えたい。言い換えれば、間接金融と直接金融の観点からの考察である。表5の商業銀行貸付の検証結果から、商業銀行は卸売業・小売業・飲食業・宿泊業に対して十分な資金を供給している。表6の株主資本の検証結果から、金融業・保険業・不動産業、電気業・ガス業・水道業、輸送業・通信業に対して十分な資金を供給している。すなわち、ナミビアの金融市場では、資金供給の面における機能の重複はみられない。資金供給の面からは、効率的な金融市場であることが予測される。

3. 金利、マネーサプライ、名目 GDP、そしてインフレとの間の関連について

ナミビアの金融市場の構造に関して、ここまでの考察において、ナミビアはダイヤモンドの獲得により外貨を稼いでいること、ノンバンクの存在が大きいこと、そしてノンバンクと商業銀行において、資金供給の点において住み分けが存在していることをみてきた。この第3章では、金融市場の構造と経済のファンダメンタルズとの関係に焦点を当ててみたい⁽²⁸⁾。実際には、データの制約があり、貸付金利と名目 GDP との関係に焦点が当てられる。考察の対象として、金利(貸付金利)、マネーサプライ、名目 GDP、インフレ(消費者物価変動率)の4変数についての検証を以下にお

(28) 先述したように、ナミビアの金融及び経済に関する先行研究は皆無に等しい。ここでは、サブサハラ・アフリカ地域を対象にして、金融と経済のファンダメンタルズとの関係に焦点を当てた論文を紹介したい。Ndikumana [2000]は投資について以下のように述べている。「高い金融発展は高い将来の投資水準を導く」(Ndikumana [2000], p. 397)。Misati and Nyamongo [2012]は、インフレに関して次のように述べている。「高いインフレは成長を示す。金融自由化は成長における負のインフレの効果を補強する」(Misati and Nyamongo [2012], p. 158)。Ibrahim and Alagidede [2017]は、景気循環について、以下のように述べている。「私達の全体的な結論は、サブサハラ・アフリカ地域での景気循環の変動性を削減する金融の有益な効果を示している」(Ibrahim and Alagidede [2017], p. 79)。

図3 貸付金利、マネーサプライ、名目GDP、消費者物価変動率の経年変化(単位：10億ナミビアドル，%)



(注) 消費者物価変動率は年末の数値を利用。マネーサプライはM2。マネーサプライと名目GDPは左軸。貸付金利と消費者物価変動率は右軸。

(出所) マネーサプライ、名目GDPはWorld Bank, World Development Indicatorsより作成。貸付金利はInternational Financial Statisticsより作成。消費者物価変動率はInternational Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2020より作成。

いて実施する。具体的には、グレンジャー因果性テストとインパルス反応関数の両方の結果を参照しながら、各変数間の関係について考察したい⁽²⁹⁾。

図3は、ナミビアの貸付金利、マネーサプライ（M2）、名目GDP、消費者物価変動率についての経年変化を見たものである。名目GDPとマネーサプライは一貫して増大している。貸付金利と消費者物価変動率については、傾向的に低下している。しかしながら、図3からは、金利とマネーサプライが、名目GDPや消費者物価変動率にどのような効果を与えているのかまでは知ることはできない。

まずデータの定常性について見ていこう。表7は各データの単位根検定の結果である。貸付金利について、レベルでは単位根があるという帰無仮説を棄却できなかった。1回階差において、多くのケースにおいて、単位根の存在を棄却することができた。特に定数項を含むものの検定において、ADFテストでは1%水準、PPテストでは5%水準において、単位根の存在を棄却することができた。マネーサプライについて、1回階差のADFテストとPPテストにおいて、定数項を含むものと定数項に加えトレンドを含むものの両方で、1%水準で単位根の存在を棄却することができた。名目GDPについて、レベルでは単位根の存在を棄却できなかったが、1回階差では、ADFテストにおいては、定数項を含むものにおいて、単位根の存在を10%水準で棄却することができた。また

(29) データの制約により、ナミビアの名目GDPの四半期データを利用することはできない。ナミビア中央銀行は金利により金融政策を実施している。

表7 単位根検定の結果

	ADF テスト		PP テスト	
	トレンド有り	トレンド無し	トレンド有り	トレンド無し
貸付金利				
レベル	-3.2939 *	-2.0382	-2.4836	-1.9886
1 回階差	-3.3458 *	-4.3878 ***	-3.6031 *	-3.6899 **
マネーサプライ				
レベル	-2.6895	-2.305	-2.779	-2.3034
1 回階差	-5.7285 ***	-5.4550 ***	-5.6688 ***	-5.4253 ***
名目 GDP				
レベル	-3.0209	-0.0282	-3.0374	-1.7495
1 回階差	-2.0967	-2.8149 *	-7.0723 ***	-6.6431 ***
消費者物価変動率				
レベル	-5.7712 ***	-4.8097 ***	-5.7712 ***	-4.8286 ***
1 回階差	-8.2660 ***	-8.3823 ***	-9.6438 ***	-9.1382 ***

(出所) ***は1%水準, **は5%水準, *は10%水準で有意。各変数は1991年から2017年までの年次データである。ADFテストにおけるラグの長さは赤池情報量基準による。またPPテストのラグの長さはニューイ・ウエストによる。

PPテストでは、1%水準に単位根の存在を、定数項を含むものと定数項に加えトレンドを含むものの両方において棄却することができた。消費者物価変動率について、他の変数とは異なり、レベルにおいて、ADFテストとPPテストの両方において、定数項を含むものと定数項に加えトレンドを含むものの両方において、1%水準で単位根の存在を棄却することができた。データの定常性に関しては、貸付金利、マネーサプライ、そして名目GDPはI(1)であり、消費者物価変動率に関しては、I(0)である。

次に、VARモデル（ベクトル自己回帰モデル）を推計し、インパルス反応関数を検証する前に、ブロック外生性の観点から、各変数について、グレンジャー因果性テストを実施した。結果は表8に示されている。まず結論を述べれば、マネーサプライは、名目GDPと消費者物価変動率に対して影響を与えていない。よって、今回の検証では、インパルス反応関数を利用して、マネーサプライから消費者物価変動率への影響について考察することができない。次に貸付金利、名目GDP、消費者物価変動率については、ブロック外生性の観点から、どの変数にも影響を与えていない変数はなかった。表8から、消費者物価変動率の変数は10%水準において貸付金利に影響を与えている。また貸付金利は名目GDPに5%水準で影響を与えている。そして名目GDPは貸付金利に5%水準で影響を与えている。ここでは特に、貸付金利と名目GDPとの間に密接な関係があることを指摘したい。貸付金利の名目GDPに対する影響は、F値の大きさから見て、名目GDPの貸付金利に対する影響よりも大きい。しかしながら、効果の過程の変化等については、知ることができない。同様に、貸付金利と名目GDPとの間において、どちらの効果が先に出ているのかも知ることができない。上述の点は、インパルス反応関数とグレンジャー因果性テストの両方の結果を参照することにより、さらにナミビアの金融市場の構造について迫っていきたい。

表8 グレンジャー因果性テストの結果

因果関係	観測数	F 値	P 値
貸付金利→消費者物価変動率	24	0.7325	0.4938
消費者物価変動率→貸付金利	24	2.9682 *	0.0756
名目 GDP →消費者物価変動率	24	0.3709	0.6950
消費者物価変動率→名目 GDP	24	0.3176	0.7317
マネーサプライ→消費者物価変動率	24	2.3748	0.1201
消費者物価変動率→マネーサプライ	24	0.4167	0.6651
貸付金利→名目 GDP	24	4.2684 **	0.0294
名目 GDP →貸付金利	24	3.8802 **	0.0386
マネーサプライ→貸付金利	24	2.2507	0.1327
貸付金利→マネーサプライ	24	0.6823	0.5174
マネーサプライ→名目 GDP	24	0.4362	0.6528
名目 GDP →マネーサプライ	24	0.9206	0.4153

(注) ***は1%水準, **は5%水準, *は10%水準で有意。ラグは2期とした。各変数は1991年から2017年までの年次データである。

それでは先ず、貸付金利、名目 GDP、そして消費者物価変動率に関する VAR モデルの推計を行う。単位根検定の結果を受けて、貸付金利と名目 GDP は1回階差のデータを利用し、消費者物価変動率はレベルのデータを利用した。各変数のラグは2期とした。VAR モデルの推計式の結果自体は省略する。次に、上記で推計した VAR モデルについて、インパルス反応関数を計測する。具体的には、一般的に行われているように、各式の誤差項に1標準偏差の衝撃を与えた。コレスキー分解を利用して、衝撃を与える順番は、貸付金利、次に名目 GDP、最後に消費者物価変動率とした。インパルス反応関数の結果は図4から図6に示されている⁽³⁰⁾。

インパルス反応関数の検証結果を見てみよう。図4から図6は、各式の誤差項に1標準偏差の衝撃を与えた場合に、その変数そして他の変数がどのように変化するかの結果を示している。ここでは、貸付金利と名目 GDP の関連部分に焦点を当てることにしたい。先ず、貸付金利の式の誤差項に1標準偏差のショックを与えた場合について見ていこう（図4参照）。貸付金利のショックにより、名目 GDP は4期において効果が出始めている。それまでは、分析対象である3変数以外の要因の影響により、名目 GDP には予想される効果が出ていない。別の要因として個人消費等が考えられる。次に、名目 GDP から貸付金利に対しての効果について見ていこう（図5参照）。図5から分かるように、名目 GDP のショックにより、貸付金利は3期において効果が出始めている。上記2つインパルス反応関数の結果は、前述したグレンジャー因果性テストの結果とも整合的である。つまり、ナミビアの金融市場においては、貸付金利と名目 GDP は密接な関係にある。しかし、インパルス反応関数による効果の出始める時期から分かるように、貸付金利と名目 GDP との関係

⁽³⁰⁾ 本来であれば、金利には貸付金利ではなく、政策金利を利用したかった。しかしながら、ナミビアの政策金利のデータを利用することはできない。金利、GDP、インフレ率を利用して、ユーロ地域を考察したものに、川野 [2016] がある（川野 [2016], 272 頁）。

図4 貸付金利の誤差項に1標準偏差のショックを与えた場合の名目GDPのインパルス反応

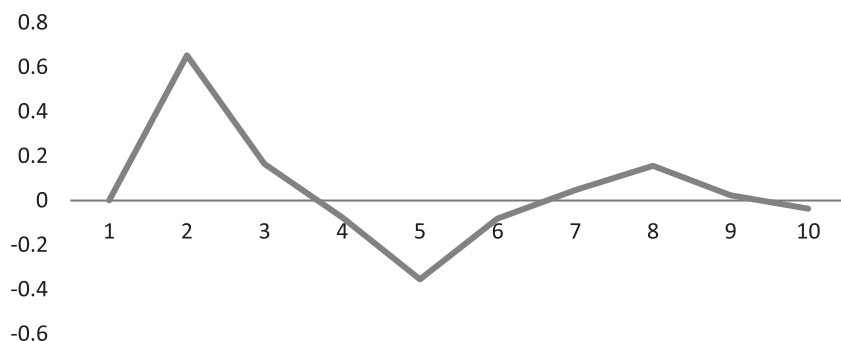


図5 名目GDPの誤差項に1標準偏差のショックを与えた場合の貸付金利のインパルス反応

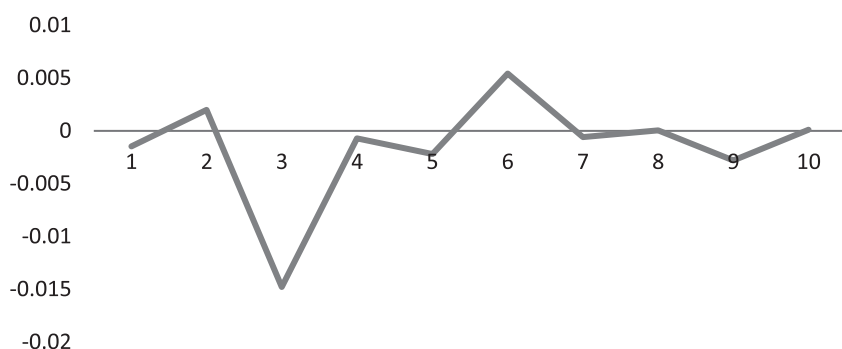
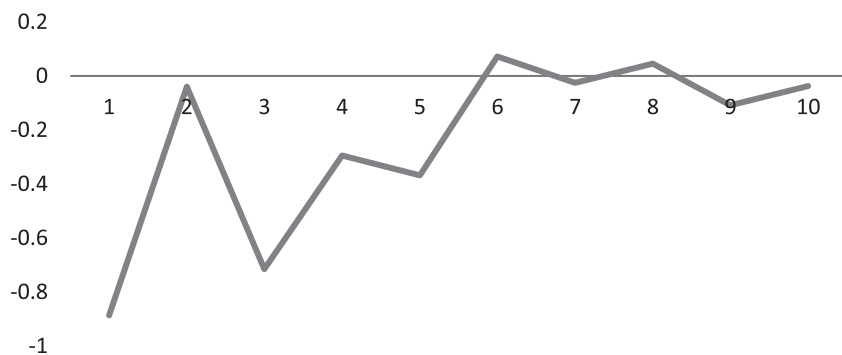


図6 消費者物価変動率の誤差項に1標準偏差のショックを与えた場合の貸付金利のインパルス反応



は簡単に解釈できるものではない。

結び

本稿では、ナミビアの金融市場の構造と特徴について考察した。最後に、本稿で得た結論を述べて結びとしたい。得られた結論は主に以下の5点である。

第1に、他のサブサハラ・アフリカ地域とは異なる特徴が存在する。経常収支項目から、主要な

輸出品目はダイヤモンドである。資本収支項目から、証券投資の役割が大きい。第2に、ノンバンクの資産規模は、商業銀行の資産規模を大きく凌駕している。ノンバンクは、少数の金融機関による寡占状態にある。第3に、自国通貨と外国通貨の両方が流通している。しかしながら、商業銀行貸付において、外貨建てでの貸付は、外貨建てでの社債発行との比較において圧倒的に少ない。第4に、商業銀行とノンバンクとの間には、金融の機能の重複はないと考えられる。商業銀行とノンバンクとの間に住み分けが存在している。商業銀行は卸売業に資金を供給している。ノンバンクは金融業と製造業に資金を供給している。第5に、金融市場の構造について、金利（正確には貸付金利）、マネーサプライ（M2）、名目GDP、インフレ（消費者物価変動率）との間の関係について、VARモデルを推計し、インパルス反応関数により検証した。しかしながら、データに大きな制約が存在した。マネーサプライに関しては、VARモデルを推計する前に、グレンジャー因果性テストによりブロック外生性についての検証を行った。その結果、マネーサプライは名目GDPと消費者物価変動率に対して影響を与えていなかった。一方、貸付金利に関しては、ブロック外生性について問題はなかった。グレンジャー因果性テストとインパルス反応関数の両方を検討した結果、貸付金利と名目GDPとの間に密接な関係が存在しているようである。貸付金利は名目GDPに対して影響を与えている。また名目GDPは貸付金利に対して影響を与えている。グレンジャー因果性テストの結果から、F値で見て、貸付金利から名目GDPの効果の方が名目GDPから貸付金利への効果よりも大きい。またインパルス反応関数の結果から、貸付金利の名目GDPに対しての効果はようやく4期において効果が出始めている。それまでは、別の要因が作用しているようである。例えば、個人消費の変化等が考えられる。そして、名目GDPの貸付金利に対しての効果は、貸付金利の名目GDPに対しての効果よりも早く3期において効果が出始めている。このことは、ナミビアにおいて、貸付金利と名目GDPとの相互関係は、簡単に理解できないことを示唆していると言えよう。

参考文献

- 川野祐司 [2016] 『ヨーロッパ経済とユーロ』 文眞堂。
- 寺井晃・飯田泰之・浜田宏一 [2003] 「金融政策の波及チャネルとしての為替レート」 『ESRI Discussion Paper Series』 No. 59, 9月。
- 中川竜一 [2002] 「日本における金融政策の効果波及経路—1977年～1999年のマクロデータを用いた検証」 『国民経済雑誌』 第185号第3巻, 1-20頁。
- 日本銀行国際収支統計研究会 [1996] 『国際収支のみかた』 日本信用調査株式会社。
- 日本銀行国際収支統計研究会 [2000] 『入門国際収支—統計の見方・使い方と実践の活用法』 東洋経済新報社。
- 松井謙 [1976] 「発展途上国の金融機構—問題点と課題は何か」 (川合一郎編) 『金融論を学ぶ』 有斐閣選書。
- 三谷進 [2016] 「金融市場と金融資産」 (川波洋一・上川孝夫編) 『現代金融論 (新版)』 有斐閣ブックス。
- Ahmed, A. D. and K. K. Mmolainyane [2014], “Financial integration, capital market development and economic performance: Empirical evidence from Botswana,” *Economic Modeling*, 42, pp. 1-14.
- Arizala, F., J. G. Garcia, C. Tsangarides, and M. Yenice [2017], “Growth breaks and growth spells in Sub-Saharan Africa,” *IMF Working Paper*, WP/17/202, September.
- Barnes, J. I. and J. Macgregor [2002], “Economic efficiency and incentives for change within Namibia’s community wildlife use initiatives,” *World Development*, Vol. 30, No. 4, pp. 667-681.
- Basdevant, O., D. Benicio, B. Mircheva, J. Mongardini, G. Verdier, S. Yang, and L. Zanna [2011], “The design

- of fiscal adjustment strategies in Botswana, Lesotho, Namibia, and Swaziland,” *IMF Working Paper*, WP/11/266, November.
- Demircuc-Kunt, A., L. Klapper, D. Singer, S. Ansar, and J. Hess [2018], *The global finindex database 2017: Measuring financial inclusion and the fintech revolution*, World Bank.
- Demircuc-Kunt, A., L. Klapper, D. Singer, and P. V. Oudheussen [2015], “The global finindex database 2014: Measuring financial inclusion around the world,” World Bank, *Policy Research Working Paper*, WPS7255, April.
- Gries, T., M. Kraft, and D. Meierrieks [2009], “Linkages between financial deepening, trade openness, and economic development: Causality evidence from Sub-Saharan Africa,” *World Development*, Vol. 37, No. 12, pp. 1849–1860.
- Hambira, W. L. [2017], “Natural resources accounting: A tool for water resources management in Botswana,” *Physics and Chemistry of the Earth*, 32, pp. 1310–1314.
- Ibrahim, M. and P. Alagidede [2017], “Financial sector development, economic volatility and shocks in sub-Saharan Africa,” *Physica A*, 484, pp. 66–81.
- Ibrahim, M. and P. Alagidede [2018] “Effect of financial development on economic growth in Sub-Saharan Africa,” *Journal of Policy Modeling*, 40, pp. 1104–1125.
- Jefferis, K. [1995], “The Botswana share market and its role in financial and economic development,” *World Development*, Vol. 23, No. 4, pp. 663–678.
- Kalabamu, F. T. [2019], “Land tenure reforms and persistence of land conflicts in Sub-Saharan Africa: The case of Botswana,” *Land Use Policy*, 81, pp. 337–345.
- Kapingura, F. M. and P. Alagidede [2016], “The relationship between financial sector development and savings mobilization in South Africa: An empirical study,” Vol. 33, No. 5, pp. 703–718.
- Louw, H. and L. Marais [2018], “Mining and municipal finance in Kathu, an open mining town in South Africa,” *The Extractive Industries and Society*, 5, pp. 278–283.
- Misati, R. N. and E. M. Nyamongo [2012], “Financial liberalization, financial fragility and economic growth in Sub-Saharan Africa,” *Journal of Financial Stability*, 8, pp. 150–160.
- Miyajima, K. [2007], “What do we know about Namibia’s competitiveness?” *IMF Working Paper*, WP/07/191, July.
- Mmolainyane, K. K. and A. D. Ahmed [2015], “The impact of financial integration in Botswana,” *Journal of Policy Modeling*, 37, pp. 852–874.
- Mmopelwa, G. [2006], “Economic and financial analysis of harvesting and utilization of river reed in the Okavango Delta, Botswana,” *Journal of Environmental Management*, 79, pp. 329–335.
- Ndikumana, L. [2000], “Financial determinants of domestic investment in Sub-Saharan Africa: Evidence from panel data,” *World Development*, Vol. 28, No. 2, pp. 381–400.
- Nguimkeu, P. and A. G. Zeufack [2019], “Manufacturing in structural change in Africa,” World Bank, *Policy Research Working Paper*, 8992, August.
- Rousseau, P. L. and A. D’Onofrio [2013], “Monetization, financial development, and growth: Time series evidence from 22 countries in Sub-Saharan Africa,” *World Development*, Vol. 51, pp. 132–153.
- Setlhogile, T., J. Arntzen, and O. B. Pule [2017], “Economic accounting of water: The Botswana experience,” *Physics and Chemistry of the Earth*, 100, pp. 287–295.
- Steinert, J. I., J. Zenker, U. Filipiak, A. Movsisyan, L. D. Cluver, and Y. Shenderovich [2018], “Do saving promotion interventions increase household savings, consumption, and investments in Sub-Saharan Africa? A systematic review and meta-analysis,” *World Development*, 104, pp. 238–256.
- Sumaila, U. R. and M. Vasconcellos [2000], “Simulation of ecological and economic impacts of distant water fleets on Namibia fisheries,” *Ecological Economics*, 32, pp. 457–464.
- Wentzel, J. P., K. S. Diatha, and V. S. S. Yadavalli [2016], “An investigation into factors impacting financial exclusion at the bottom of pyramid in South Africa,” *Development Southern Africa*, Vol. 33, No., 2, pp. 203–214.