

第 5 章

カンボジア、ラオス、
ミャンマーの金融・資本市場

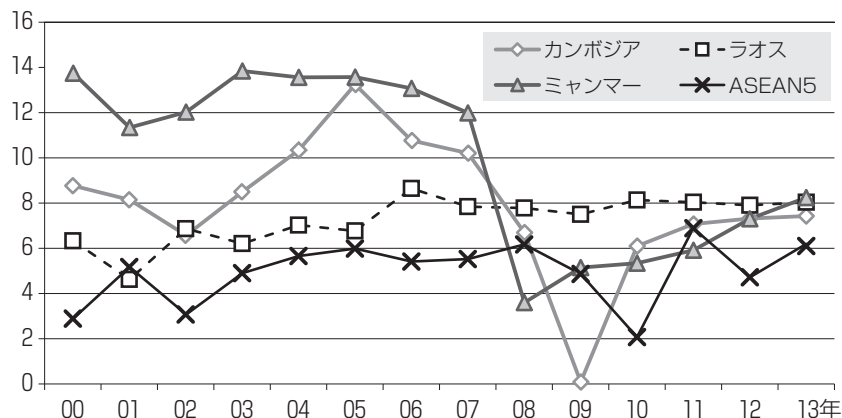
第1節

経済の安定性と金融資本市場の関係

ラオス、ミャンマーの ASEAN 加盟は1997年、カンボジアは1999年であり、この3か国は ASEAN の最後発国に位置付けられる。IMF によれば、2013年の一人当たり GDP もミャンマー1,113ドル、ラオス1,594ドル、カンボジア1,028ドルと ASEAN の最底辺に位置する（以下、カンボジア、ラオス、ミャンマーを総称する際には CLM と表記）。しかし近年の成長率は ASEAN 先行国を総じて上回る傾向が強まってきており、CLM3か国のキャッチアップが始まっている。

これら3か国はいずれもインドシナ半島に位置し、同半島には ASEAN における製造業の一大集積地であるタイが存在する。そして、そのタイが人口構成の成熟化などにより、一部既存製造業の競争力の減退に直面しており、いわゆる「タイ・プラス・ワン」という、タイから他国への集積の拡散が始まりつつある。CLM3か国は、タイに近接するという地理的条件、及び人口構成の若さ（若くて人件費の安い労働力の存在）の両面から、「タイ・

図表5-1 CLMとASEAN5の実質 GDP 成長率 (%)



(注) ASEAN5はマレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア、ベトナム

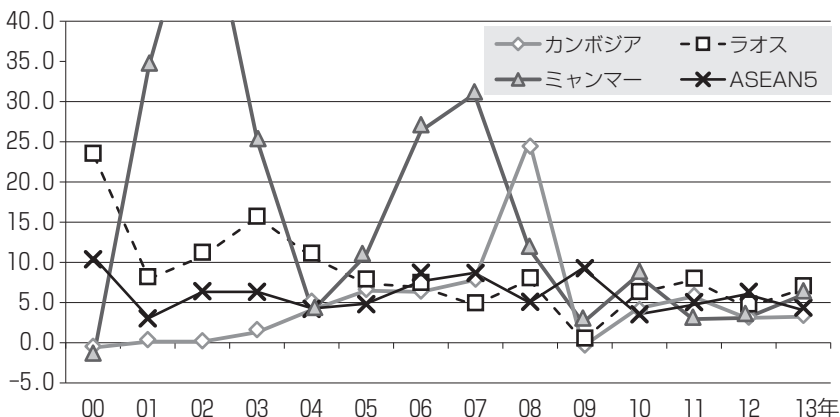
(出所) IMF より大和総研作成

プラス・ワン」の利益を享受しやすい立場にある（2010年の年齢中央値はタイの35.4歳に対し、カンボジア23.5歳、ラオス20.3歳、ミャンマー27.8歳、数値の出所は国連）。更に2015年末に予定される ASEAN 経済共同体（AEC）の発足は、CLM3か国と地域のコア国であるタイとの一体化を後押しすることとなろう。

もっとも、これら3か国が相対的な高成長を中長期的に継続するための課題も少なくない。例えば、ミャンマーがしばしば二桁インフレに見舞われるなど、CLMは総じてインフレ率が高い。これは経済発展のごく初期段階にあり、インフラ等の供給サイドが未成熟であることの必然的結果という側面も持つが、それだけに、インフレ体質の改善には時間がかかる。そして、高いインフレ率は持つ者と持たない者（例えばドルなどの外貨にアクセスしインフレヘッジを行える者とそうでない者）の格差を拡大させる可能性がある。それが社会不安などを惹起すれば、成長は覚束なくなる。

更に、3か国がいずれも抱える、財政収支と経常収支の「双子の赤字」をどうマネージしていくかも重要な課題である。財政赤字の規模（GDP比）は先行 ASEAN 諸国と大きな差はないが、ラオスを筆頭に CLM3か国は経常収支の赤字が常態化している。経常収支は国内の貯蓄・投資バランスと表

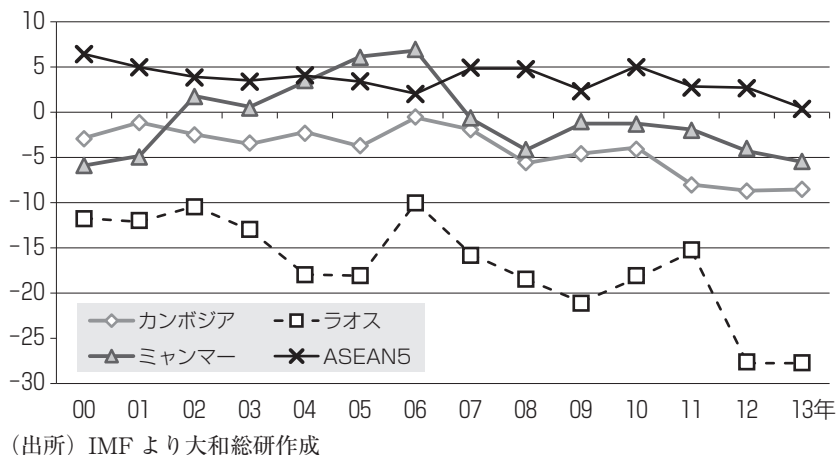
図表5-2 CLMとASEAN5のインフレ率（前年比、%）



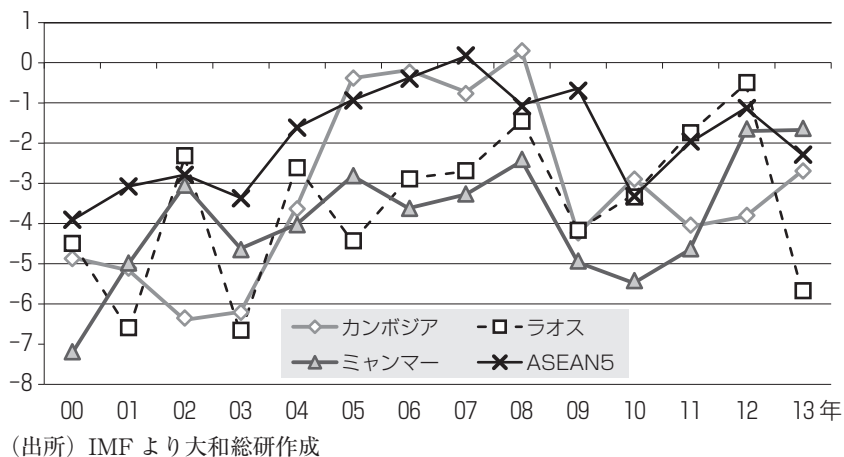
（注）消費者物価上昇率、ミャンマーの2002年の数値は58.1%

（出所）IMF より大和総研作成

図表 5-3 CLM と ASEAN 5 の経常収支 (GDP 比、%)



図表 5-4 CLM と ASEAN 5 の財政収支 (GDP 比、%)



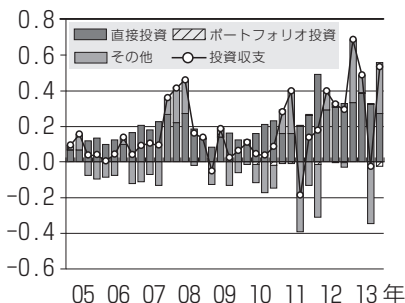
裏の関係にあり、黒字は善、赤字が悪というほど単純なものではない。成長率が高く、その主要な牽引役が投資（公共投資や設備投資などの固定資本形成）である場合、その一部を海外資本に依存することは珍しいことではないし、不健全なことでもない。こうしたケースでは、経常収支の赤字は高成長の結果ともいえる。しかし、為替制度の在り方にもよるが、経常収支の赤字が大幅であれば、為替レートが減価し、国内インフレ率がより高くなるな

ど、赤字の波及効果には注意しなければならない。総じて、経常赤字の存在が、財政・金融政策の自由度を制約してしまうという問題もある。

また、例えば国内の投資を海外からの借款を中心に賄う場合、それは対外債務の累増をもたらし、元利の支払いが国際収支を圧迫するということが起こり得る。従って、経常収支の赤字をどのような形態でファイナンスし得るかが、持続的な成長の可否を決める上で重要なポイントになる。ただし、そのファイナンス形態は、各国の金融市場の成熟度の制約を受ける。端的に言えば、国内に流動性の高い株式市場や債券市場が存在しており、それが非居住者に開かれていれば、これらポートフォリオ投資の形態での資本流入が可能となる。こうした市場がなければ、当然ながら経常赤字ファイナンスの手段の幅は狭まる。そして、金融市場は、総じて経済成長と平行に進化し、深みを増すものであるため、ASEAN 最後発国である CLM は、どうしても海外資本取入れの手段が限定的とならざるを得ない。

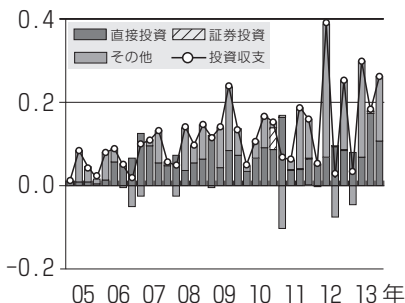
CLM3か国とベトナム、タイの資本収支の構成を比較すると、CLMよりはベトナム、ベトナムよりはタイといった形で、資本流入形態の多様化が進んでいることが確認できる。CLMの資本流入は直接投資依存度が高く、「その他」項目は、ODAや国際金融機関等による、公的色彩の強い借款が中心であると考えられる。ベトナムではこれに、量的には多くはないもののポートフォリオ投資が加わってくる。そして、タイの場合は、直接投資のシェアが低下し、ポートフォリオ投資の比重が増している。また、そのことによっ

図表 5-5 カンボジアの資本収支(10億ドル)



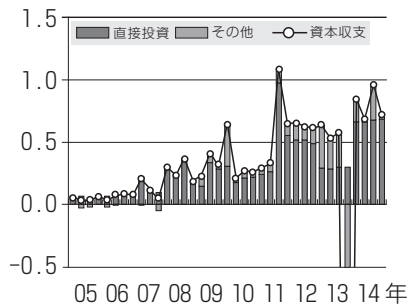
(出所) CEIC Data より大和総研作成

図表 5-6 ラオスの資本収支(10億ドル)



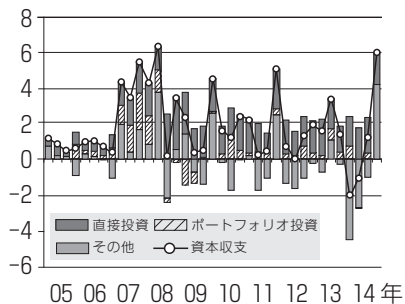
(注) 証券投資の統計は2010年4Q以降のみ
(出所) CEIC Data より大和総研作成

図表 5－7 ミャンマーの資本収支(10億ドル)



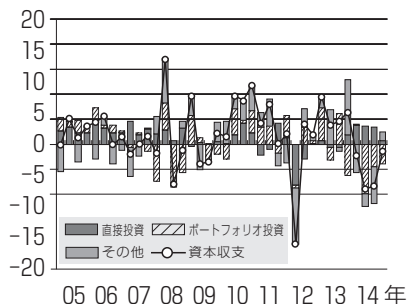
(出所) CEIC Data より大和総研作成

図表 5－8 ベトナムの資本収支(10億ドル)



(出所) CEIC Data より大和総研作成

図表 5－9 タイの資本収支(10億ドル)



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

て、資本全体の流入・流出のボラティリティが高くなる。

その面からいえば、CLM の資本流入形態が安定的であることは確かである。例えば、タイは2013年後半から14年初頭にかけて、ポートフォリオ投資形態での資本流出が生じ、外貨準備の減少に見舞われた。背景となったのは、後の14年5月の軍事クーデターに続く同国の政治的混乱である。金融・証券市場を整備し、それを非居住者に開くことは、こうした資本流出入の大きな変動を覚悟しなければならないということでもある。

とはいえ一方、資本流入形態の多様化が進まなければ、後発国経済は「国際収支の天井」に景気拡大ペースが制約されるなど、成長の機会を逸してしまう可能性が高くなる。つまり、景気拡大によって輸入が増加し、経常収支の赤字が拡大するケースなどにおいて、スムーズな資本流入が実現しなけれ

ば、為替レートが減価するか外貨準備が減少するかのどちらか、ないしは両方が起こる。外貨準備の減少が危険水域に達すれば、政府・中央銀行は金融引き締めなどによって景気拡大を自ら終わらせなければならなくなる。仮に、開かれた金融・証券市場が存在していれば、景気拡大は海外投資家の自発的な資本流入を後押しし、上記のような景気拡大の終焉は回避しやすくなる。この場合、むしろ気を付けなければならないのは、過大な資本流入に伴う景気の過熱や資産価格のバブルである。

従って CLM3か国の課題は、先行国の経験に学び、またチェンマイ・イニシアティブのようなセーフティネットを整備、活用しながら、持続的な成長のための海外資金を取り入れつつも、過大な資本の流出入に代表される金融・資本市場整備に伴うコストを最小限に抑えることにある。

■ 第2節

CLM の金融・資本市場概観

ここでは、CLM の金融・資本市場の相対的な発展度合いを簡単に確認しておこう。一般に、「金融深化」を示す指標とされるマネーサプライの GDP 比は、中国やベトナムなど先行国に比較して CLM は総じて低い。ただし、

図表 5-10 マネーサプライの規模と増加率

(%)	カンボジア		ラオス		ミャンマー		ベトナム		中国	
	対GDP比	増加率	対GDP比	増加率	対GDP比	増加率	対GDP比	増加率	対GDP比	増加率
90年	10.3	240.9	7.2	7.8	28.8	41.4	27.1	53.1	81.9	34.2
95年	7.7	44.3	13.5	16.4	30.7	40.5	23.0	22.6	99.9	32.3
00年	13.0	26.9	17.4	45.9	32.7	42.2	50.5	56.2	135.7	12.3
05年	19.5	16.1	18.7	8.2	21.6	27.3	75.6	29.7	160.1	16.5
10年	41.4	20.0	38.0	39.5	23.6	42.5	129.3	33.3	180.8	19.7
12年	50.4	20.9	49.1	31.0	36.7	55.0	129.9	34.9	187.5	14.4
13年	53.4	14.6	50.0	15.8	36.3	13.4	122.8	4.4	194.5	13.6

(出所) アジア開発銀行

カンボジア、ラオスが近年同比率を急速に高めている一方で、ミャンマーのそれは停滞気味である。マクロ統計には総じて、ミャンマーの相対的な遅れを示すものが多く、GDP 統計における金融セクターの付加価値シェア（対 GDP）においても、カンボジアの1.4%（2010年）、ラオス3.7%（2011年）に対し、ミャンマーは0.1%（2011年）に過ぎない。市場経済メカニズムを

図表 5-11 金融・資本市場の規模

(対 GDP 比：%)	カンボジア			ラオス			ミャンマー		
	銀行融資	株式時価 総額	債券発行 残高	銀行融資	株式時価 総額	債券発行 残高	銀行融資	株式時価 総額	債券発行 残高
90年	n.a.	n.a.	n.a.	5.0	n.a.	n.a.	39.6	n.a.	n.a.
95年	5.3	n.a.	n.a.	9.9	n.a.	n.a.	32.5	n.a.	n.a.
00年	6.4	n.a.	n.a.	9.0	n.a.	n.a.	31.2	n.a.	2.5
05年	7.2	n.a.	n.a.	8.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.8
10年	22.7	n.a.	n.a.	26.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.4
12年	33.8	0.9	n.a.	34.2	10.9	n.a.	6.6	n.a.	3.8
13年	40.2	0.8	n.a.	41.9	10.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(対 GDP 比：%)	ベトナム			中国		
	銀行融資	株式時価 総額	債券発行 残高	銀行融資	株式時価 総額	債券発行 残高
90年	n.a.	n.a.	n.a.	89.4	n.a.	n.a.
95年	20.1	n.a.	n.a.	87.7	5.5	n.a.
00年	32.6	n.a.	0.3	119.7	48.7	16.9
05年	65.4	0.8	5.0	134.3	17.6	39.3
10年	124.7	17.6	15.8	146.3	67.1	50.3
12年	104.9	21.1	16.1	155.1	43.7	49.0
13年	108.2	26.8	16.9	163.0	41.3	50.3

（出所）Haver Analytics、CEIC Data、Bloomberg、ミャンマー中央銀行、アジア開発銀行、カンボジア証券取引所、ラオス証券取引所より大和総研作成

図表 5-12 証券取引所の比較

国	カンボジア	ラオス	ミャンマー	ベトナム	中国
名称 (開業年)	カンボジア証券取引所 (2011年)	ラオス証券取引所 (2010年)		ホーチミン証券取引所 (2000年) ハノイ証券取引所 (2005年)	上海証券取引所 (1990年) シンセン証券取引所 (1991年)

上場数

2000年				5 社	1,086社
2005年				41社	1,378社
2010年		0 社		642社	2,063社
2012年	1 社	2 社		749社	2,494社
2013年	1 社 (2014年には 2 社)	3 社		718社	2,489社

株式時価総額 (100万ドル)

2000年				n. a.	581,005
2005年				472	401,569
2010年				38,321	3,989,997
2012年	135	1,019		37,371	3,662,283
2013年	117	1,100		45,665	3,909,045

取引高 (100万ドル)

2000年				n. a.	779,334
2005年				176	397,412
2010年				38,685	8,169,910
2012年	13	15		20,311	5,438,036
2013年	3	24		20,867	8,511,725

その他	○カンボジア政府 (55%) と韓国証券取引所 (45%) の合弁 ○上場会社はプノンベン水供給公社 (2012年 4 月上場)、Grand Twins International (2014 年 6 月上場)	○ラオス政府 (51%) と韓国証券取引所 (49%) の合弁 ○上場会社はラオス電力発電 (水力発電) (2011 年 1 月上場)、ラオス外商银行 (2011 年 1 月上場)、Lao World Public Company (2013 年 12 月上場)	【ミャンマー】 ○証券取引所ではないが、ミャンマー経済銀行 (50%) と大和総研 (50%) の合弁会社としてミャンマー証券取引センターがある ○店頭で 2 銘柄を取引。木材専売公社とミャンマーシチズン銀行 ○2015 年に証券取引所創設予定
-----	--	--	---

(出所) カンボジア証券取引所、ラオス証券取引所、ハノイ証券取引所、Haver Analytics、CEIC Data、Bloomberg より大和総研作成

取り入れるタイミングの違いなどを反映したものであろう。

マネーサプライの GDP 比は各国の銀行部門の信用創造機能の強弱を強く反映する。カンボジアやラオスの同比率の上昇が、両国の銀行融資 /GDP 比の上昇を伴っていることが示す通りである。信用創造機能は多くのファクターに左右されるが、そのうち重要なものの一つが、銀行部門に対する人々の信頼である。例えば、多くの人々がタンス預金として現金を手元にとどめ置けば、銀行部門の信用創造の原資となる預金は増大しない。ミャンマーの金融深化の相対的な遅れのもう一つの背景は、2003年に生じた銀行危機において取り付け騒ぎに発展したことなどの歴史的経緯が、銀行部門に対する一般的な信認を低めてきたことにあるとも考えられる。

株式市場はカンボジア、ラオスでは取引所こそ開設にこぎつけたものの、上場企業はカンボジアが2社、ラオスは3社に過ぎず、市場の活性化が大きな課題である。ミャンマーは2015年の取引所開設に向けた準備が行われている段階であり、現在は2銘柄が店頭で取引されている。いずれにせよ、資本市場はほぼすべてがこれから、といって良い状況にある。もっとも、社会主義国でありながら市場経済メカニズムを取り入れ、それを経済発展の原動力としてきた市場化の先行国である中国、ベトナムでは、マネーサプライや銀行融資の GDP 比が急拡大した後、株式市場の拡大が続くという経路をたどっている。CLM の資本市場の今後の発展に関するポテンシャルを悲観する必要はないと思われる。

以下では、CLM3か国それぞれの経済、及び金融・資本市場の整備の状況を見ていくこととしたい。

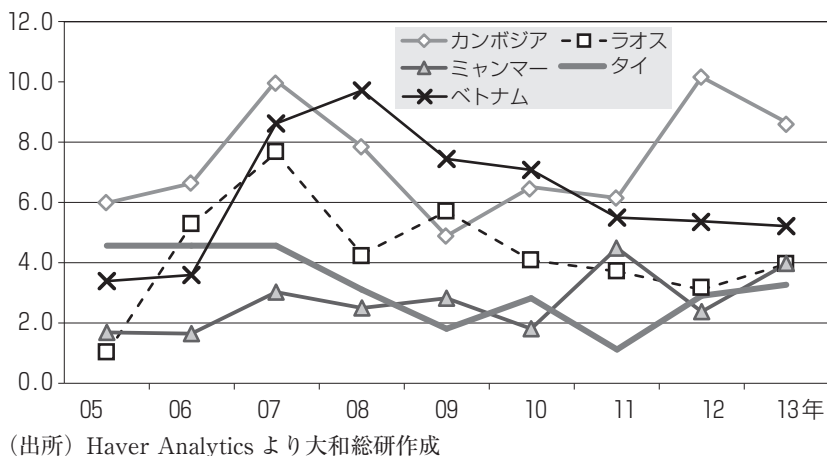
第3節

カンボジア

I 対外開放度の高さ

カンボジア経済の特徴の一つは、対外開放度の高さにある。直接投資の流入が活発であり、それが繊維産業等の輸出能力を高め、経済成長に貢献して

図表 5-13 直接投資の GDP 比 (%)



いる。また、アンコール・ワットなどの存在により、観光業の拡大が著しく、CEIC Data によれば国際収支統計における「旅行収入」の受け取りの GDP 比は、2000年の3.6%から2013年の17.4%に増加している。当然、これに合わせホテルなどの関連投資が成長に寄与しており、ここでも外国資本の流入が大きな支えとなっている。

こうした開放度の高さは、金融関連でも同様であり、それは同国の銀行部門における外資のプレゼンスの高さが象徴している。2013年末の時点で、カンボジアには35行の銀行が存在しているが、内、26行が100%外資であり、外資の払込資本がゼロの銀行は5行に過ぎない。前出の表にみる、銀行融資/GDP 比の近年の順調な拡大は、外資を中心とした銀行の新規参入の活発化の結果でもある。

このような、カンボジアの対外開放性の高さは、75年から79年にかけてのポル・ポト派政権時代を含み、70年から91年までの長期にわたって同国が内戦状態を強いられ、農業以外の産業がほぼ壊滅、通貨、銀行システムもリセットを強いられた結果でもあろう。同国には守るべく既存産業・企業が少なく、これがCLMの中でも際立つ開放性の高さの背景をなしている。

Ⅱ ドル化経済

カンボジアの金融関連の、もう一つの大きな特徴はドル化の進展である。カンボジア国立銀行（中央銀行）のマネタリーサーベイによれば、2013年末時点でマネーサプライ（M2）に占める外貨建て預金のシェアは82.2%、定期預金等からなる準通貨に占めるシェアに至っては96.6%に達する。日常の決済通貨としてもドルが一般的に使われているが、特に、貯蓄手段としてのドルの比重は圧倒的であり、それは自国通貨に対する国民の信認の低さの反映であろう。ベトナムやラオスでも、比較的米ドルが一般的に使われているが、預金等に占めるシェアはカンボジアほど高くはない。ここでもやはり、波尔・ポト政権によるリセット（貨幣を含む私有財産の廃止）、及び後の国連カンボジア暫定統治機構下の国際支援によるドルの大量流入という歴史的経緯が反映されている。

ドル化経済においては、中央銀行が金融政策を通じて景気変動をならすことが難しくなる。更に、市中銀行の預金のほとんどが外貨である一方、中央銀行が刷ることができるのは、自国通貨のみであるため、例えば、銀行への取り付け騒ぎなどが生じるといった流動性危機に対処することが困難になる。さしあたり、中央銀行は外貨準備の蓄積に注力することが求められるが、民間銀行に対する適切なブルーデンス政策の遂行も重要である。

Ⅲ 証券市場

以上のようなカンボジアの特性は、証券市場の在り方とも無縁ではない。同国ではアジア開発銀行の協力の下で資本市場育成策が策定されてきているが、2007年10月に証券取引委員会が組織され、2010年に同国政府（経済財政省）と韓国取引所の合併会社としてカンボジア証券取引所が設立された。取引所の開設に当たっては、引受業者7社、ブローカー4社、ディーラー2社、投資アドバイザー2社が証券業ライセンスを取得したが、取引所のウェブサイトによれば、2014年11月現在で、引受業者7社、ディーラー1社、ブローカー3社の計11の証券会社が取引所の会員として登録されている。もっ

図表 5-14 カンボジアの資本市場育成策

2000年代	2010年代
○1999年～2000年に、カンボジア政府と ADB は金融資本市場の長期的な育成計画（Vision and Financial Sector Development Plan for 2001-2010）を策定。その後、カンボジアの経済等の現状を鑑み、上記計画を更新し、Financial Sector Development Strategy 2006-2015を策定 ○本計画では、優先度で3つの期間に計画を区分 【Immediate priorities : 2006年～2009年】 ・適切な法体制と民間企業や公開有限責任会社向け^(注)の漸進的な枠組みの発展 ・国債以外の債券に関する法律の制定と金融詐欺を取り締まる機関の創設 ・会計・監査のキャパシティの改善、人材育成、投資家教育、外国証券取引所との提携 【Intermediate and medium term priorities : 2009年～2012年】 ・公開有限責任会社向けの証券保管機関の事業開始と当該企業の登録（株式取引所の基礎を構築するもの） ・証券取引所の創設の検討（株式公募は証券取引所を通じたもので、対象は公開有限責任会社のみ） ・投資家保障スキームの構築 【Long term priorities : 2012年～2015年】 ・投資ファンド、年金、証券化、デリバティブの発展 (注) 株式の一般公開が認められた会社	○リーマン・ショック等を経て、Financial Sector Development Strategy 2006-2015を更新し、Financial Sector Development Strategy 2011-2020を策定 ○本計画では、前計画での主な成果として以下の項目を掲載 ・国債に関する法律(The Law on Government Securities)の公布(2007年) ・国債以外の債券の発行・取引に関する法律(The Law on the issuance and Trading of Non-Government Securities)の公布(2007年) ・SEC の設立(2008年) ・カンボジア証券取引所設立(2010年) ・15社に証券業取扱ライセンスを付与(引受: 7社、ブローカー: 4社、ディーラー: 2社、投資アドバイザー: 2社)(2010年) ・政府は上場する国有企業3社を特定 ○短中長期に改革事項を区分(債券について、以下では記載) 【短期: 2011年～2014年】 ・現地通貨建て短期財務省証券の発行を検討 ・社債に関する法的枠組みの作成 【中期: 2014年～2017年】 ・1年物もしくはそれより長期の財務省証券の発行を検討 ・社債に関する法律の施行 【長期: 2017～2020年】 ・国債発行 ・社債に関する法律の影響を精査、社債市場の発展

(出所) カンボジア政府、アジア開発銀行より大和総研作成

とも、上場企業はプノンベン水供給公社（上場は2012年4月）、スポーツ衣料メーカーであるグランドツイン・インターナショナル（同2014年6月）の二社しかない。二年のブランクの後の上場案件となったグランドツイン・インターナショナルにしても、株価、売買高ともに低迷しており、盛り上がりを欠いた状態にある。

前述の通り、証券市場は、銀行部門を中心としたある程度の金融深化が進んだ後に発展するのが通常であり、カンボジアにおいても、現在の証券市場の成熟度の低さが今後の発展の障害を直接示唆するとは言えない。しかし、貯蓄手段としてほとんど自国通貨が使われていない同国にあって、受け渡し資金は米ドルでも可とされているものの、株式取引がリエル建てで行われていることが、同国の株式市場の発展の阻害要因となっていないかは検証の必要があると思われる。

恐らく、現在のドルが通用性、汎用性のメリット（誰でも受け取ってくれる）を備えていることを踏まえれば、短期的には脱ドル化は容易に進捗しないものと思われ、リエルの普及を政策的に推し進めることには限界があらう。こと、株式市場の発展に着目する限り、ドル化経済を前提とし、ドル建て取引の開始を検討することが早道である可能性もあらう。カンボジアの対外開放度の高さは、株式についても同様であり、外国人による株式購入に対する制限はなく、外国人が100%を取得・保有することも可能である。こうした開放性の高さを活かすためにも、ドル建てでの株式取引は検討に値すると考えられる。

なお、IMFによれば2000年代初頭に政府債の発行実績があるが、現在の残高は無視し得るほど小さいものであり、同国の債券市場は株式市場以上に発展が遅れているのが現状である。

第4節

ラオス

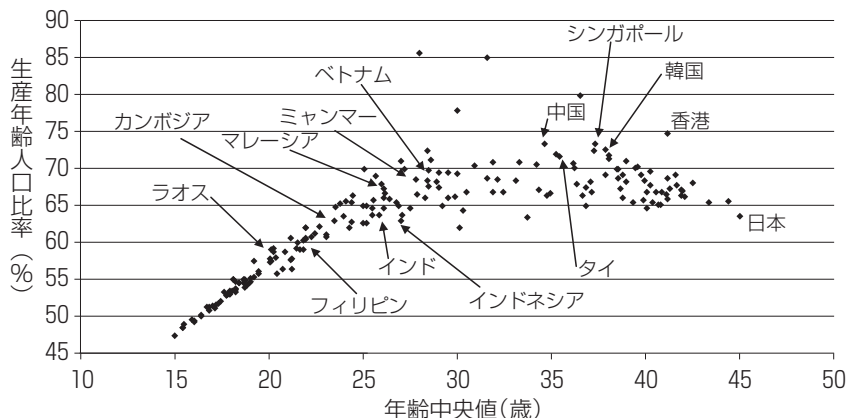
I 年齢構成の若さ

ラオスは人口が700万人に満たない小国である。ASEANの中では、シンガポール、ブルネイの人口がより寡少であるが、両国ともに所得水準（一人当たりGDP）が高いため、名目GDPで見た経済規模は、ラオスがASEAN10か国中、最も小さい。

一方、少ないながら、その人口構成は非常に若く、これが同国の今後の成長見通しに対する好材料となっている。前述のように2010年のラオスの年齢中央値（≒平均年齢）は20.3歳であり、ASEANはもとより世界的に見ても非常に若い国である。

図では横軸に年齢中央値を、縦軸に生産年齢人口比率（15歳から64歳までの人口の総人口に占める比率）をとり、世界の197か国についてみたものである。アジア諸国には人口構成と経済成長に明らかな経験則がある。一言で

図表5-15 生産年齢人口比率と年齢中央値



（出所）The United Nations, World Population Prospects : The 2012 Revision より大和総研作成

いえば、生産年齢人口が上昇する局面はいわゆる人口ボーナス期に相当するが、この好機を多くの主要国がのがさずに、比較的高い成長に結びつけてきたということである。図の右方の位置する国ほど、総じて、現在の所得水準が高いことが、その証左と言える。ラオスの人口の若さ、生産年齢人口の低さは、今後の成長ポテンシャルの大きさを示すものと捉え得る。更に同国の場合は、人口ボーナス享受の開始の時期が、地域大国であるタイのその終焉の時期とほぼ重なるという幸運にも恵まれている。本章の冒頭でもふれたように、タイにおける人口の成熟化とそれに伴う労働集約的製造業の競争力の減退は、生産拠点の移転などを通じ、若い労働力を有する近隣諸国の成長を後押しするからである。

もっとも、若い国であることは、社会インフラ、産業インフラなどの資本蓄積をこれから行わなければならないということでもある。旺盛な投資需要がある一方で、国内の貯蓄は不十分であるため、どうしても経常収支は赤字になる。それを埋める上でも、スムーズな外資の取入れは重要な課題である。現在のラオスの経常赤字ファイナンスは、直接投資、及び公的色彩の濃い借款が両輪となっており、後者は対外債務の累増につながっている。実際、シンガポール、ブルネイの富裕国を除く ASEAN8か国の内、政府債務の GDP 比はラオスが最も高い。金融・資本市場の整備にあたっては、こうした政府の借金体質からの脱却という観点も必要となてこよう。

II 着実な金融深化

近年のラオスは、メコンデルタに位置する地理的条件を活かした水力発電開発、及び資源開発を中心とした経済成長を続ける一方で、着実な金融深化が進展している。2010年から2013年にかけて、銀行信用の伸びは年率30%から50%程度に達する。その GDP 比も2010年の20%台半ばから、2013年には40%を超えるに至っている。先進国、中進国であれば、バブルが懸念されるところであるが、銀行信用の GDP 比の「水準」はまだまだ低い。信用の伸び率の高さは、銀行サービスにアクセスをし始めた企業や家計のすそ野の広がりやを反映したものといえよう。

ラオスでも外貨の通用性は高いが、カンボジアほどではない。ラオス中央銀行は“Annual Economic Report 2013”で、「預金全体に占める自国通貨・キープ建ての預金のシェアは2009年の40.11%から2013年の48.62%へ継続的に上昇しており、ドル化からの脱却が着実に進展していることを示している」と述べており、同中央銀行がこの動きを歓迎していることを示唆している。実際、カンボジアに関して述べたように、ドル化の進展は中央銀行の金融政策遂行の障害になる。ただし、ラオスのように、各経済主体のバランスシートにおいて、自国通貨、外国通貨が混在している場合、例えば自国通貨の下落によって外貨建て債務の負担が増加する一方で資産の価値は増えないといった、通貨ミスマッチのリスクには注意が必要になる。

2013年末時点で、ラオスには32の銀行が存在し、内、16が外国銀行の支店である。ただし、銀行の資産に占める外国銀行のシェアは20%未満にとどまっており、国有銀行を中心とする国内銀行のプレゼンスには及ばない。ここでも、比較的開放的であるものの、カンボジアほどではないラオスの立ち位置が表れている。金融深化が着実に進む中でも、農村部の銀行へのアクセスは限定的であり、マイクロファイナンスなどが農村部における企業等の資金調達を中心となっている。中央銀行もマイクロファイナンスの普及を後押ししている模様である。

Ⅲ 証券市場

ラオスの企業の資金調達は、現時点では圧倒的に銀行、農村部ではマイクロファイナンスが中心であり、資本市場の出番はこれからである。債券市場に関しては、キープ建ての政府短期証券、中央銀行債の発行実績がある他、2013年、政府はタイでパーツ建て国債を発行している。ただし、関連法制が未整備であることなどから、流動性を備えた債券市場の育成には時間がかかる見込みである。

株式市場に関しては、2010年10月にラオス証券取引所が開設された。カンボジア同様、ラオス政府（出資比率51%）と韓国取引所（同49%）の合弁である。取引所に登録されている証券会社は BCEL-KT 証券、ランサン証券、

図表 5－16 ラオスの資本市場育成策

2000年代	2010年代
○第 6 次国家社会経済発展計画（2006～2010）の中に、一部、金融資本市場に関する記述がある ・投資家に向けて、安全、厳格なマネジメント、利益確保を行い、金融資本市場の拡大を目指す ・債券市場は発展の初期段階にあるという認識を示し、市場を改善するための調査を実施 ・株式市場については、当該計画の最終日（2010年）までに株式取引所を創設するという構想をもつ	○第 7 次国家社会経済発展計画（2011～2015）の中に、金融資本市場の発展に関する目標と手段を掲げている 【目標】 ・2015年までに、株式取引所に少なくとも10社上場させるために public companies の拡大と促進 ・株式取引所に上場する商品の拡大 ・個人、機関投資家を含めた投資の拡大 【手段】 ・近代的な不動産市場や株式市場への発展のために、法律等の改善や作成 ・不動産市場や株式市場の効率的な管理のための、キャパシティ ビルディングと人材開発 ・株式市場の近代化と国内外（域内）への株式投資サービスの提供

（出所）ラオス計画投資省、ラオス計画投資委員会より大和総研作成

及び2014年1月に参入を果たしたラオ・チャイナ証券の三社である。BCEL-KT 証券はラオス外商銀行（BCEL）とタイの KT-ZIMICO 証券の合併、ランサン証券はラオス開発銀行（LDB）とベトナムのサコムバンク証券の合併、またラオ・チャイナ証券はラオス側農業振興銀行、ラオス情報産業会社、中国のパシフィック証券の合併であり、いずれも地場銀行・企業と外資証券の組み合わせというパターンになっている。

2011年1月には水力発電会社である EDL-Gen、及びラオス外商銀行（BCEL）が上場を果たしている。しかし、その後、第三の上場企業の誕生は2013年12月の Lao World Public Company（LWPC、展示会会場の貸し出しサービス、各種遊戯施設、結婚会場の運営などが主業務）まで待たなければ

ばならなかった。政府は国有企業の民営化などを中心に上場企業数の増加を図る方針であるが、現在のところ、企業、家計、投資家、更には証券取引委員会や中央銀行の職員でさえ、証券関連の知識が不十分であり、例えばほとんどの企業も上場するメリットを認識していないなど、資本市場の育成に向けて越えるべきハードルは多い。

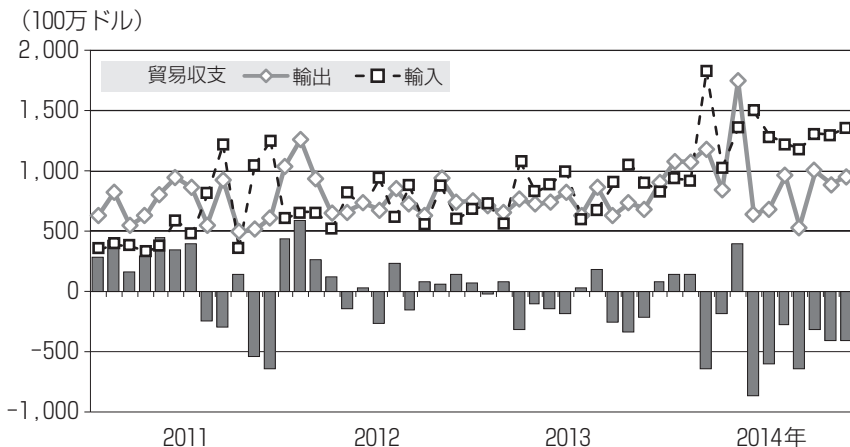
第5節

ミャンマー

I タイ・プラス・ワンの最大の享受者？

ミャンマーは CLM3 各国の中で、現在最も劇的な変化のさなかにある国であろう。長期にわたる軍政が民間の自由な経済活動を他国以上に圧迫していたことが、2011年の民政移管後に圧縮された変化をもたらしている。ヤンゴンではオフィスビルやホテルなどの建設ブームに沸き立ち、複数の経済特区の建設が進められている。金融関連では、前述のようにカンボジアやラオス以上に金融深化の程度は遅れているものの、2012年4月には為替レートの一歩

図表5-17 ミャンマーの輸出入



(出所) CEIC Data

化が実現し、2014年10月には外国銀行に支店開設の免許が交付されるなど、やはり近年の変化は速い。

ミャンマーはASEAN10か国の中で、カンボジアと並ぶ最貧国であるが、カンボジアやラオスに比較して、労働力の豊富さという武器がある。人口規模はカンボジアの1500万人、ラオスの700万人に対して、ミャンマーは5100万人程度であり、これがタイにおける人口成熟化に伴って拡散する製造業の集積を呼び込む上での大きなアドバンテージになると期待される。外国投資法制の整備などの投資環境の改善と相俟って、同国については、タイ・プラス・ワンのみならず、チャイナ・プラス・ワンとしての活用を検討する企業もあって不思議ではない。

2013年の輸出総額に占めるガスのシェアが31%を占めるなど、現状、ガス、及び一次産品が外貨獲得の中心であり、一方で、建設ブームを反映した資本財等の輸入の増加が目立っているため、当面は貿易収支の赤字継続を覚悟する必要がある。しかし、中期的には製造業基盤の構築が進み、同セクターが外貨獲得に貢献する可能性がある。

II 始まった金融市場の開放

カンボジアは無論のこと、ラオスと比べてもミャンマーの金融部門の対外開放度は低い。既述のように、カンボジアがポル・ポト政権下で、既存の通貨、銀行システムがリセットされ、既得権が崩壊したのとは異なり、ミャンマーは国営銀行中心の銀行システムが継続してきた。また、そうした銀行システムに求められてきた機能の中心は、財政赤字のファイナンスであり、民間への信用創造は極めて限定的なものに留まってきた。1990年の金融機関法の成立を受け、民間銀行の設立が相次ぎ、その資産規模は順調に拡大しているものの、多くの民間銀行が既存の企業の機関銀行的な性格を有していたこともあり、相対的に劣位した金融仲介機能を大きく変えるには至らなかった。

一方、ミャンマーは過去3度（64年、85年、87年）にわたり、流通紙幣を非合法とする廃貨を行っている。新たな紙幣との交換に当たっては手数料を

徴収し、87年の廃貨に際しては新紙幣との交換さえ十分に行わなかった。更に、2003年には銀行取り付け騒ぎを引き起こす深刻な銀行危機を経験している。こうしたことも、通貨制度や銀行システムに対する国民の信認を損ない、金融深化の進展を妨げてきた可能性がある。

以上のような経緯を踏まえれば、民政移管以降の制度改革のペースの速さは非常に印象的である。2013年8月に中央銀行法が改定され、ミャンマー中央銀行は財政歳入省から法的な独立を果たした。無論、金融政策を行う場である短期金融市場の整備など、課題は山積みであるが、通貨制度への信認獲得に向けた重要な一歩である。また、2014年10月に邦銀3行を含む外国銀行9行に銀行免許を与えたことは画期的な前進であろう。金融開放という側面では先行国であるカンボジアやラオスの事例は、ミャンマーにおける今後の外国銀行のプレゼンスの顕著な拡大を示唆する。実体経済面においても、直接投資などを通じた外国企業が同国の成長に大きな役割を果たすであろうことを考えれば、総資産に占めるシェアなどにおいて、銀行の勢力図が大きく変化することが予想される。

III 証券市場

ミャンマーでは1993年に、3年物、5年物の国債の発行が開始され、2010年には2年債が加わった。中央統計機構（Central Statistical Organization）によれば、2014年3月末時点の残高は2年債6092億チャット、3年債5578億チャット、5年債1兆6366億チャット、計2兆8035億チャットである。2009年3月末が9392億チャットであったから、5年で3倍になった計算である（年率増加率24.4%）。ちなみに、2014年4月末のミャンマーの家計の預金総額は13兆4698億チャット、2013年のGDP（IMF推計）は54兆7564億チャットであり、国債残高はGDP比5.1%に相当することになる。

残高の92.6%（2014年3月末）は民間部門に保有されており、そのほとんどが銀行部門であると考えられる。中央銀行が発表するマネタリーサーベイによれば、2012年3月末（既発表の最新数値）時点で同国の銀行部門（中央銀行、国営銀行、民間銀行の統合勘定）の国内向け信用は12兆9499億チャット

ト、内、9兆6883億チャットが中央政府向けである。国債の保有もここに含まれる。民間企業や国有企業を含むその他部門への信用総額は3兆チャット強に過ぎず、依然として銀行部門の主業務の一つが財政ファイナンスであることが示されている。無論、今後の経済発展の中で、銀行信用に占める政府のシェアは減少に向かうことになるだろう。なお、2014年7月現在、クーポンレートは2年債8.75%、3年債9.0%、5年債9.5%であり、いずれも2012年1月以来変わっていない。

一方、株式市場は取引所の開設こそカンボジア、ラオスに遅れているものの、市場創設に向けた取り組みの歴史は比較的長い。1996年には大和総研とミャンマー経済銀行（国営銀行）の合併により、ミャンマー証券取引センター（Myanmar Securities Exchange Centre、MSEC）が設立され、翌年までにはForest Products Joint Venture、Myanmar Citizens Bankの店頭取引が開始されている。ただし、1997年から翌年にかけてアジア通貨危機が発生、また軍政下での経済活性化に限界があったこともあり、株式市場育成に向けた動きもしばしの中断を経験する。後、2006年に資本市場検討委員会が設立され、2008年にはこれを資本市場開発委員会が引き継ぎ、活動が開始される。そして2011年の民政移管を機に、株式市場育成に向けた動きのピッチが速まり現在に至っている。

2012年には大和総研と東京証券取引所グループが中央銀行と証券取引所の設立、及び資本市場育成支援への協力に関する覚書（MOU）を締結、更に同年、日本の財務省財務総合政策研究所が同じくミャンマー中銀と、証券取引法整備支援に関するMOUを締結し、これを受けて2013年には証券取引法が成立している。そして今後、証券取引委員会の設立を経て、2015年中の証券取引所の開設が予定されている。

図表 5-18 ミャンマーの資本市場育成策

2000年代	2010年代	2015年の証券取引所開業に向けて
○ミャンマー中央銀行が資本市場検討委員会を設置し、資本市場開発ロードマップを作成(2006年) - ロードマップには2008～2015年までの17の取組みが含まれる - 取組みには ・ SEC の設立 ・ 証券取引所の設立 ・ 外資投資銀行・証券会社の参入促進、などが含まれる ○財政歳入省が資本市場開発委員会を設立(2008年) - 資本市場開発委員会の傘下に6つの分科会を設置 ・ 国内債券開発分科会 ・ 公開企業開発分科会 ・ 証券会社設立分科会 ・ 法制度準備分科会 ・ 会計・監査分科会 ・ 研修・教育・情報分科会	○MSEC(ミャンマー証券取引センター)・ミャンマー中央銀行が国債販売代理許可取得(2010年) ○ミャンマー中央銀行・東京証券取引所・大和総研が証券取引所設立支援に関するMOUを締結(2012年) ○ミャンマー中央銀行・日本の財務省財務総合政策研究所が証券法整備支援に関するMOUを締結(2012年) ○証券取引法成立(2013年)	【証券取引法と SEC】 ○証券取引法の成立で、SEC が設立される見込み ○SEC 設立後、資本市場関連行政は中銀から SEC に移管される見通し 【電子化と IT システム】 ○アジアの証券市場は電子化がほぼ完了、ミャンマーも当初から電子化の方針 ○電子化を前提とした IT システム開発に約2年を要する見込み 【市場参加者】 ○上場企業候補を増やすために private company から public company への転換促進が必要 ○証券会社の新規設立が必要 ○投資家教育の必要性

(出所) ミャンマー中央銀行より大和総研作成