

# 金融部門の改革の評価と展望

久保 公二

金融部門は、新政権による改革がもつとも顕著に進んでいる分野のひとつだ。二〇一二年四月の管理フロート為替制度への移行と、二〇一三年七月の新中央銀行法公布による中央銀行の独立性の強化は、国内外の新聞の紙面をにぎわせた。積年の課題であった複雑な多重為替制度と、財政赤字を紙幣増刷で埋め合わせることから生じる高インフレーションが、これらの改革によって解消されて、ミャンマーの経済発展に弾みをつけるだろうという期待が報道にはみみぎつていた。

そうした期待に水を差すようだが、ミャンマーで金融政策がただちに機能してマクロ経済の安定をもたらすとは残念ながら考えにくい。ミャンマー中央銀行の行動目標は、物価の安定と通貨チャット価値の安定である。通常、中央

銀行は政策金利や通貨供給量<sup>(1)</sup>の調整といった金融政策手段を用いて、需要を刺激あるいは抑制することで景気の変動を緩和して、物価・通貨価値の安定を図る。しかしながらミャンマーで中央銀行が対峙する金融部門は後述するように依然として未発達で、金融政策が機能する仕組みは確立していない。むしろ、金融政策の仕組みとそれを取りまく金融部門は発展に向けた長い道のりの端緒に着いたばかりだ。

本稿では、ミャンマーの金融部門の改革の評価と展望を試みる。

## ●改革前の財政優位 (Fiscal Dominance)

新政権が進める改革の前後で、金融・為替政策の枠組みがどのように変化したのかを対比するため、まず改革以前の状態を確認し

よう。改革以前の金融・為替政策の枠組みを表現するには、財政優位という言葉が最適だ。

改革以前には、中央銀行は政府の「財布」として歳出を賄っていた。ミャンマー政府の歳出規模は必ずしも大きくなかったが、近隣諸国と比較しても極端に少ない租税収入 (GDP (国民総生産) 比のわずかに4%前後で、アジア諸国のなかでは最も低い) が災いし、財政収支は慢性的に赤字であった。そして、その財政赤字の大部分を紙幣の増刷で賄うことが、中央銀行の仕事であった。すなわち、通過供給量は、財政赤字の大きさによって受動的に決められ、結果的に通貨が超過供給になり、年率三〇%程度の高いインフレーションを招いた。なお余談だが、中央銀行に金融政策局 (Monetary Policy Department) とい

う部局が設置されたのは、新政権になってからである。それまで主體的な金融政策がなかったことを示唆している。

為替制度は形式的には固定為替相場制であったが、実質的には (民間部門にとっては) 自由変動相場制であった。公定為替レートは国際通貨基金 (IMF) の特別引き出し権 (SDR) という通貨バスケットに対して一SDR＝八・五〇チャットで固定され、三〇年以上にわたって一度も切り下げられなかった。ただし、この公定レートが適用されたのは国营企業や省庁等の公的部門内の外貨供出・分配だけであった。公的部門における公定レートでの外貨の供出・配分は、一九八八年まで続いたビルマ式社会主義の計画経済的な外貨集中管理制度の遺構だろう。

民間部門には外貨の供出・分配はなく、輸出入企業が自由な価格付けで外貨を売ることが黙認され、インフォーマルな外貨市場が発達した。このインフォーマル市場に中央銀行が介入することはなく、為替レートは慢性的な高インフレーションのもとで減価を続けた。二〇〇七年九月には、公定レート五・六チャット／USドル

に対してインフォーマル市場では一三〇〇チャット／USドル以上で取引され、レートとの乖離は二〇〇倍以上に達した。

また、民間部門に対しては、外貨の出所により用途を制限する貿易・為替規制がとられたため、一種類の外貨に複数の価格がつく多重為替レート状態が生じた。例えば、民間企業が政府から輸入許可を得て行う公式な輸入には、出稼ぎ労働者の海外送金で得られた外貨の使用を認めず、輸出許可を取得した公式な輸出で獲得した外貨しか使用できないという規制があり、使い勝手の劣る海外送金の外貨が輸出獲得外貨よりも低い価格で取引された。

このように、改革前の金融・為替制度は、形式的には公的部門に必要な資金・外貨を配分するため制度だと括ることができる。一方、民間部門にはインフォーマルな外貨市場が蔓延った。

### ●改革で何が変わったのか(1) — 外国為替制度 —

二〇一二年四月のミャンマーの新会計年度年初から為替制度は管理フロート制となり、中央銀行と市中銀行の間の外貨オークション

で決まる外貨の価格が新しい公式市場レートとなった。それまで公定レートといえ、三〇年以上固定された一SDR＝八・五チャットであり、これがオークションで決定される市場レートに改められた。オークションではインフォーマル市場並みの八一八チャット／USドルの初値がついた。

為替制度改革には二つの大きな成果がある。ひとつは、外貨オークションという市場取引で決まる為替レートが公式レートとして経済全体に周知される仕組みができたことである。もうひとつは、チャットを大幅に過大評価した公定レートが廃止されて、公的部門内の個々の国営企業の採算がより明確になった点である。個々の国営企業の採算を明確にすることは、この先に控える国営企業改革と財政の健全化に筋道をつける意味がある。しかし、逆にいえば為替制度改革の当面の成果はこれぐらいである。

為替制度の変更には大きな混乱はなかったが、それはなぜか？ まず、民間部門は、そもそも公定レートを使用していなかったの

で、直接の影響はなかった。中央銀行との外貨オークションにより、市中銀行は好きなだけ外貨を購入できるようになったといえるが、そうした需要はすでにインフォーマル市場でも満たされていた。実際にオークションでの取引は当初非常に低調だった。他方、公的部門では、それまでの公定レートが大幅に切り下げられることで、公的輸出部門の収益は名目上大幅に改善し、公的輸入部門の収益は大幅に悪化した。が、(仮に公的部門の貿易収支が均衡していたとすれば)これは公的部門内で行われていた利益の付け替えが是正されたに過ぎない。為替制度の変更にとりもなう混乱がなかったことから、それまでの固定為替制度がいかに形骸化していたかが推し量れる。

民間部門により直接的な影響を及ぼしたのは、むしろ貿易・為替規制の改革だ。外貨の出所により用途を制限する規制が二〇一二年四月に廃止され、それまでインフォーマル市場にて複数の為替レートで取引されていた外貨が、ほぼ統一された価格で取引されるようになった。これは、民間部門における外貨取引の効率性がよくなったことを意味する。

さて、為替制度に話を戻すと

ミャンマーの管理フロート制は、必ずしも為替レートの安定につながる仕組みではない。中央銀行は外為業務を行う市中銀行および公認両替商に、オークションで決まる公式市場レートから所定の価格差内で外貨の売買を行うよう規制している。しかし、オークション導入後も、多くの外貨取引は引き続きインフォーマルな外貨市場で行われており、中央銀行の規制が及ばないところで外貨が自由に価格付けされている。むしろ、オークションの公式市場レートが、インフォーマルな外貨市場の為替レートを追随していると推定される。

仮にインフォーマルな外貨市場で為替レートが大きく変動した際に、中央銀行は為替レートの動きを緩和できるだろうか？ 外貨オークションは中央銀行が為替市場に介入する政策手段であるが、オークションで取引される外貨の規模はインフォーマル市場と比べて小さい。また、為替市場への介入が効果を持つためには、補完的な金融政策(不胎化政策)が不可欠との見方が一般的だが、ミャンマーの場合、後述するように金融政策を実施する仕組みが整ってい



ない。管理フロート制の実態は、自由変動相場制に近い。

## ●改革で何が変わったのか(2) —金融政策の枠組み—

次に二〇一三年七月の新中央銀行法公布による中央銀行の独立性の強化が持つ意味について考えてみよう。中央銀行が財政歳入省から分離されたことで、ただちに財政赤字の紙幣増刷による埋め合わせがなくなり、物価が安定するのだろうか？ 残念ながら、物事はそう単純ではない。

中央銀行の独立性が高まったことは確かに大きな進歩であり、今後はこれまでのような無秩序な貨



「中央銀行独立の瞬間？」  
新中央銀行法公布により、看板の「財政歳入省 (Ministry of Finance & Revenue)」傘下「ミャンマー中央銀行 (Central Bank of Myanmar)」から、「財政歳入省」の文字を手作業で外している。ミャンマー中央銀行本店 (ネピドー) の理事会会議室にて (2013 年 7 月 11 日、筆者撮影)

幣の供給は回避されるだろう。政府の財政赤字は構造的な問題であり簡単には解消できないが、IMF の指導のもとで財政赤字のファイナンス手段として国債が重用されるようになり、通貨の過剰供給には歯止めがかかると期待できる。

しかし、目下、ミャンマー中央銀行が直面しているのは、物価を安定させるための金融政策手段がきわめて限られ、かつ金融政策の波及経路となる金融市場が未発達であるという問題だ。金融政策が機能しないとすれば、外国投資流入の急増や資源価格の高騰といったショックに対して、中央銀行には物価を安定させる術がない。

この金融政策が機能しないという状況をもう少し詳しく見てみよう。

通常、中央銀行は政策金利や通貨供給量の調整などの金融政策手段を用いて、投資あるいは消費の需要を変化させて物価の安定化を図る。ここではいくつかの前提がある。ひとつは銀行の貸出金利が上ると、企業が借入

による投資を減らすという具合に、金利の変化が銀行のローンの供給量を変化させるというものである。もうひとつは、中央銀行が金融市場に通貨の供給量を増やすと、銀行のローンが増えるというものである。しかし、ミャンマーでは必ずしもこうした金融政策が波及するための前提が成り立っていない。

ミャンマーの市中銀行は、資金的な余力に見合った十分な貸し出しを行わず、多くの余剰資金・流動資産を抱えている。貸出を行っているのは主に民間銀行であるが、民間銀行合算のバランスシート (二〇一二年三月) をみると、預金残高に対するローン残高の比率は六七%と低い。市中銀行が余剰資金を抱えている状態では、中央銀行が市中銀行に資金を貸し出すチャンネルは、通貨供給量の調整に役立っていない。このほか、二〇一二年九月に中央銀行は預金オークションという仕組みをつくり、一種の中央銀行証券を発行して市中銀行から流動性を吸収する金融市場の創設を試みているが、市中銀行の反応は鈍い。また、ミャンマー中央銀行は市中銀行の貸出金利を直接的に統制している

が、そうした金利の変化が銀行の貸出量の変化にもつながっていない。

皮肉なことに、中央銀行の独立性が高められた後も、金融政策の主な手段は、財政赤字の貨幣的ファイナンスだと考えられる。ミャンマー経済は年率六%前後で成長しているので、経済規模に応じて通貨供給量を増やさなければならぬが、その手段は何か？ まず、中央銀行から市中銀行への貸出チャンネルは通貨供給量の調整手段にはなっていない。他方、財政赤字の紙幣増刷によるファイナンスについて、中央銀行が政府と協議して政府の借入における国債と紙幣増刷の割合を操作することで、現金通貨の供給量の調整に活用しているとみられる。ミャンマーは通貨に占める現金の割合が依然として三六% (M2比、二〇一三年三月時点) と高く、現金通貨供給量の調整が重要な金融政策手段になっている。IMF の資料によれば、二〇一二年度に紙幣増刷で賄われた財政赤字はGDP比一・四%に達し、二〇一三年度も一%を維持すると想定されている。この状況では、中央銀行は機動的な金融政策が打てない。

## ●金融改革における課題

金融政策が機能しない理由として、ミャンマーの市中銀行が、資金的な余力に見合った貸し出しを行わないことを前記で指摘したが、ではなぜ銀行は与信しないのか？ これには、市中銀行に対する規制が厳格な担保主義でかつ担保の掛け目が低く規制されているためだとか、あるいは信用度の高い借り手がいないなどのさまざまな見方がある。しかし根本的には、債権者保護の仕組みがなく、かつインフォーマルな経済活動が跋扈<sup>はつこ</sup>していることが最も深刻な問題ではないだろうか。

債権者保護とは、借り手に借りたお金を銀行に返させる仕組みである。ローンの返済が滞ると、法廷での手続きを経て、銀行は担保を差し押さえることになる。しかし、担保の差し押さえが銀行に多大な時間とコストを要する場合、借り手は銀行の足元をみて故意にお金を返さないことがある。さらに銀行はそうした借り手の行動を見越して、そもそもお金を貸さない。借り手がお金を返さないあるいは返せない場合に、それを円滑に処理する法的枠組みが債権者保護であり、債権者保護がないと、

銀行は私的ネットワークを通じて確実に資金を回収できる相手にしかお金を貸さないという事態が生じる。

インフォーマルな経済活動が蔓延<sup>はび</sup>延っていることも状況を悪くしている。インフォーマルな経済活動をしている企業の財務状況を外部から正確に把握することは難しいので、銀行にとって借り手となる企業の返済能力を判断することができない。借り手である企業からのローンの返済が滞った場合、本来に返せないのか、あるいは単に資産を隠しているのか、銀行からみてもわからない。実際にそうした資産隠しは広範に行われていると推測される。例えば二〇一三年九月に国税局は高額納税企業上位五〇〇社のリストを公表したが、ミャンマーで誰もが知る旧軍政クローニー企業のいくつかは低い順位にとどまっており、租税回避、資産隠しの疑いが高い。インフォーマルな経済活動が蔓延していることも、銀行の貸出を難しくしている。

インフォーマルな経済活動は何か企業に限った問題ではなく、銀行についても同様に疑惑の目が向けられている。市中銀行同士での

金融取引は稀である。二〇一三年八月から外貨売買の銀行間取引（インターバンクマーケット）が開設されたが、外貨の売買はほとんどない。これは市中銀行が互いの財務状況に疑念を持っており、決済リスクをとまなう取引を躊躇<sup>ちゅうそ</sup>していることも一因だ。こうした状況では銀行間で資金を融通しあうマーケットも成り立たず、急に資金が必要になる場合に備えて各銀行が余剰資金を抱えざるを得ないというのが実情である。

債権者保護の仕組み作りやインフォーマルな経済活動のフォーマル化が進むにつれて、市中銀行の貸出が伸び、市中銀行が互いにあるいは中央銀行から資金を融通するようになって、はじめて機動的な金融政策が可能になる。債権者保護の仕組み作りや経済活動のフォーマル化は、為替制度改革や中央銀行の独立性の強化といった派手で目立つ改革と比べて地道な改革の積み重ねを要する。金融取引のニーズにあった規制を作り、それを的確に運用していくには、政府当局と民間の双方に人的資本の蓄積が必要であり、そうした人的資本はミャンマーでもっとも不足している。金融部門の改革は、

人材育成も含め長い道のりの端緒に着いたばかりだ。

（くぼ こうじ／アジア経済研究所  
ジェトロ・パンコク事務所）

## 《注》

(1) 通貨供給量とは、狭義には、市中に流通する現金通貨残高と要求払預金の和（M1）であり、広義にはM1に定期性預金を加えた和（M2）を指す。