

大和証券グループ

ミャンマーの経済発展へ、資本市場の整備に全面協力

株式市場の開設・拡大を支援し、現地に根差した証券営業も展開

ミャンマーは長期にわたる停滞期を経て、民主化への移行とともに高度経済成長を遂げている。今後の経済成長に向け、大きな力ギを握るのが金融資本市場だ。本稿では、足もとの金融資本市場の情勢や解消すべき課題を整理し、今後の経済発展やビジネス環境の見通しを占うとともに、大和証券グループの取組み等を紹介する。

大和総研

アジア事業開発グループ

シニアコンサルタント

田代 大助



民政移管後の経済成長は高水準が続く

約50年にわたり軍事政権が続いたミャンマーでは、2011年3月の民政移管をきっかけに国際社会への復帰が始まった。欧米諸国による経済制裁の段階的緩和等が進み、あわせて政府の経済改革や対外開放等の取組みが実を結び、ミャンマー経済はおおむね順調に成長を続けている。アウンサンスーチー氏率いる国民民主連盟（NLD）主導の現体制に転換した当初、様

子見による投資抑制等で成長率はやや鈍化したのが、民主化や経済開放の進展への期待は大きく、国内外の投資が再加速している。17年の名目GDPは669億ドル、1人当りGDPは1272ドルと、いずれも過去最高を記録する見通しだ。直近5年間の実質GDP成長率も、近隣アセアン諸国の中ではラオスに次ぐ年平均7・4%の高水準となっている（図表1）。

こうしたミャンマーの経済成長は、国内の建設投資や設備投資の増加に加え、外国からの直

接投資を積極的に受け入れることで達成されてきた。実際、ここ数年活発化している公共インフラ、不動産、商業施設の建設

積極的な外資導入を通じた経済成長は当面続いていくものとみられる。

・整備には、国内企業と外資との合弁事業で手掛けられている案件が少なくない。日本との官民共同開発プロジェクトとして有名な経済特区「ティラワ工業団地」の例を見ても、日系に加え、他のアジア諸国からも多くの外資企業が進出（または進出予定）している。NLD主導の現政権は、前政権の経済政策をおおむね継承するとされており、

他方で、ミャンマーの国際収支は毎年赤字が拡大する傾向にある。経済制裁の緩和を受けた輸入増加や数次の輸入規制緩和により、貿易収支が趨勢的に悪化しているためだ。よって、外貨準備の減少、自国通貨（チャット）安、インフレ率の上昇といった点が若干懸念されるが、外資の旺盛な直接投資の継続や、適切な金利コントロールなどから深刻な状況にまでは陥らない

との見方が優勢だ。

かつての銀行部門の 信用崩壊は回復が顕著

ミャンマーの金融資本市場も、発展の初期段階の状況にある。金融深化の度合いを測る指標である貨幣供給量／GDPの比率は約0.5で、近隣アセアン諸国の中で最も低い水準にとどまっている。これは、实体经济の活動に必要な資金が十分に行き渡っていない可能性を示している。背景として、過去数次（1964年、85年、87年）にわたって断行された廃貨や、03年の銀行預金取付騒ぎなどの経緯から、国民の貨幣や銀行に対する信用度が長らく低迷したままだった影響が小さくない。さらには、金や不動産といった実物資産の保有が好まれる土壌が培われ、通貨保有に関しても預金より現金で保蔵することが選好されており、銀行の信用創造がうまく機能しない状況が長く続いてきたことも響いている。

ただし、こうした状況も民政移管後、徐々に改善されつつある。国営および民間銀行を合わ

せた預金総残高は、過去10年間に年平均40%を超える増加率で伸長し、同時に貸出総残高もそれを若干上回るペースで増加している。事実、03年の銀行取付け騒ぎ以降、下落の一途をたどっていた預貸率は10年を底に反

転して60%近い水準に達し、銀行の信用創造機能も顕著に回復している（図表2）。

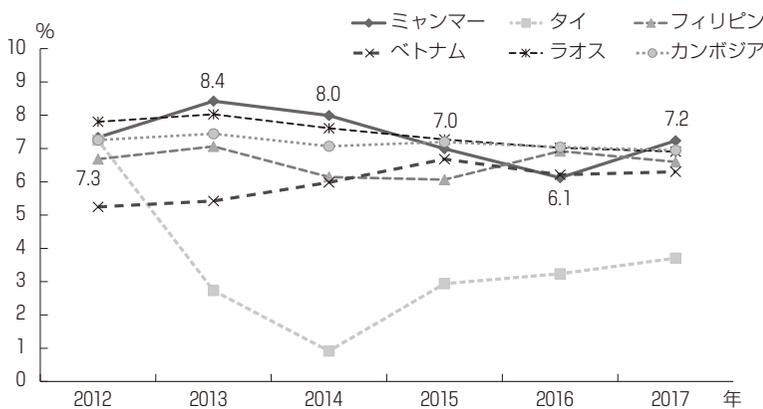
地場銀行の課題は 融資審査能力の向上

ミャンマー現地の銀行は現在、

国営銀行4行、民間銀行24行を数える。このうち、預金・貸出残高の増加を背景に存在感が高まっているのが、90年代以降に営業を開始した民間銀行だ。特に、カンボウザ銀行（KBZ）、エヤワディ銀行（AYA）、コ

〔図表1〕

ミャンマーおよび近隣諸国の実質GDP成長率

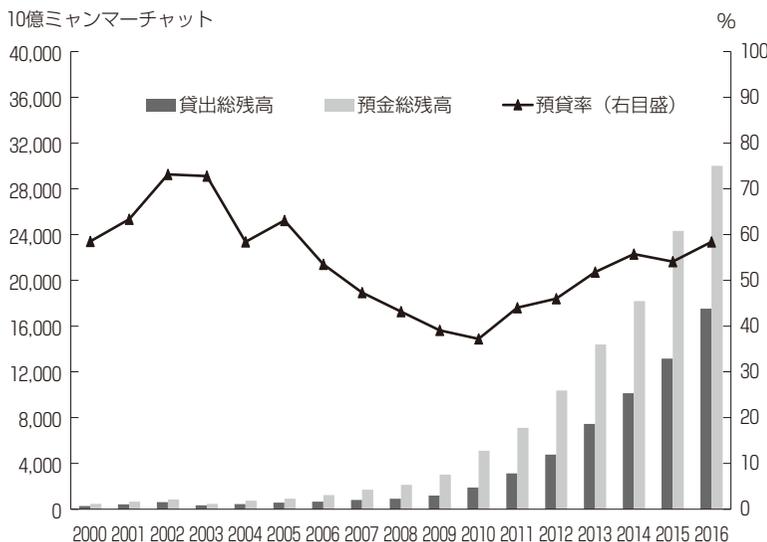


（注）2017年は推計

（出所）IMF World Economic Outlook Databaseから大和総研作成。

〔図表2〕

銀行の預金・貸出総残高と預貸率の推移



（出所）IMF International Financial Statistics Yearbookから大和総研作成。

ーボラティブ銀行（CB）、ヨマ銀行（YOMA）等の代表的な銀行は、ここ数年間で支店数や資産規模を急拡大させ、モバイルバンキングといった近代的なサービスも提供している。

一方で、中小企業をはじめ融資先の財務情報の信頼性が十分なために、安易に厳格な担保要件を課したり、融資期間を短期（最長1年）に限定したりするなど、融資審査能力が向上しにくいといった銀行側の課題が指摘できる。政府は各種の措置を講じることでこうした課題解決を図ろうとしている。具体的には、担保要件については14年よりミャンマー保険公社が手掛ける信用保証制度の導入、融資期間の課題については国際協力機構実施のツーステップローン事業における融資期間の延長などが挙げられる。前者は、貸倒れ時点での融資残高の60%を保証する仕組み。後者は、日本政府からミャンマー政府に低利で供与された円借款を原資にミャンマーの銀行が中小企業向けに中長期融資を低利で提供するものだ。また、現在80%を上限に

設定されている預貸率規制も遠くない将来に緩和される可能性がある。

外国銀行に関しては、15年に邦銀メガバンク3行を含む9行、16年にベトナムの銀行など4行の計13行が支店開設免許を付与され、すでに営業を開始している。ただし、現時点で現地通貨建て融資は行えず、取引先も外国企業、内外合弁企業、地場銀行のみに限定されるなどの規制がある。そのため、足もとの業容範囲はけっして広がらないが、近い将来、規制緩和が進み、外国銀行による本格的なサービス提供が開始されることに大きな期待が寄せられている。

日本の全面支援で進む 資本市場整備

資本市場の整備は、主に日本の官民合同援助のもとで進められている。株式市場の支援については、93年にミャンマー政府と大和総研の間で締結した「証券市場育成に係る覚書」を嚆矢とする。その後、アジア通貨危機勃発や欧米諸国による経済制裁の影響等から支援活動は長期

にわたり実質的にストップしていたが、民政移管の機運が高まった10年ごろから協議が再開された。12年5月にはミャンマー中央銀行、東京証券取引所グループ（現日本取引所グループ）、大和総研の3者間で覚書が締結され、証券取引所の設立支援を開始。その後、日本の金融庁や財務総合政策研究所も加わり市場監督機構や証券取引法等の法制度に係る整備が図られるなど、官民一体となってミャンマーの株式市場開設に向けた支援を進めてきた。その結果、ヤンゴン証券取引所（YSX）が15年12月に開業し、翌16年3月には上場株式の取引が開始された。

1号上場銘柄であるFirst Myanmar Investment社の株価は、上場当初の段階で連日ストップ高を記録。証券各社の店頭でも売買注文や口座開設目的の個人投資家が殺到するなど、事前の予想を上回る盛況ぶりだった。以降、4社が順次上場して現在の上場企業数は5社となっている。だが、各銘柄とも上場直後の売買取引は活発化するものの、しばらくすると商いが細

るといったパターンを繰り返しており、足もとの株価指数および売買代金は、取引開始当初に比べると低調気味である（図表3）。ただし、本年1月に上場したTMH Telecom社が、資金調達を伴って上場を行う初めてのIPO銘柄となったように、今後は企業の資金調達場として積極的に株式上場が活用される兆しも見えてきた。銀行部門での融資拡大にはまだ時間がかかり、ミャンマー企業の資金調達に株式市場が果たす役割は大きい。

債券市場については、11年からアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI=Asian Bond Markets Initiative）が始まり、12年以降はアジア開発銀行およびIMFからコンサルタントが派遣され、支援活動が行われている。その成果として、15年1月に政府短期証券、16年9月には中期国債（2年、3年、5年）の入札制度が開始されている。今後は、国債の流通市場整備と企業等の社債発行制度の設計などが主な課題として挙げられる。こうした課題への取組み

を重ねることで、徐々に期間の長い国債市場整備等も進んでいくだろう。

今後の本格化が期待される証券ビジネス

大和証券グループは、国営で国内最大規模のミャンマー経済銀行と合併で証券会社を設立し、現地に根差した証券営業を行っている。現時点では、ミャンマーの一般投資家に対する証券ブローカーレッジやミャンマー企業の株式上場等に関する引受け・アドバイザリーなどが主たる業務である。もちろん、国外企業のミャンマー進出等に係るアドバイザリーなども手掛け、近隣諸国への展開と並行して企業の東南アジア戦略の相談に乗る業務展開も進めている。国営企業の民営化とその先の上場というミャンマー経済の飛躍に不可欠なテーマが、数年内にも組上に載せられることが想定される。また近い将来に、ミャンマー企業への外国からの証券投資が解禁される可能性も高まっている。海外投資家の投資ニーズに応えながら、同時にミャンマー企業

の資金調達を支援する本格的な国際展開業務がようやく開始されるだろう。なお、グループ内の大和総研も日本取引所グループとともにヤンゴン証券取引所の運営サポートを実施して

いるほか、証券会社の事務に関するシステムのサポートも実施している。ICTシステムのみならず証券系シンクタンクとして、さまざまな技術面からの資本市場整備支援が可能となっている。

【図表3】 ヤンゴン証券取引所における株価指数および売買代金の推移



(出所) ヤンゴン証券取引所ウェブサイトから大和総研作成。

他方で、グループの事業展開がストレスなく拡大していくためには、なによりも株式市場の一層の発展が必要で、そのためにもまずは上場企業の増加と投資家層の拡大を実現して強固な市場基盤を確立することが欠かせない。この点については、先般、継続して資本市場整備の支援を行う金融庁や日本取引所グループと共同で「ミャンマー資本市場活性化に係る支援計画」を策定し、ミャンマー政府に手交し

て各種の具体的施策を提案している。今後も、ミャンマー政府等との対話を通じて、同計画に多岐にわたって盛り込まれた施策を通じて、ミャンマー資本市場の発展に向けた支援が継続されることとなる。

ミャンマーには、豊富な資源や労働力を背景に高い成長力を秘めた企業が数多く、取引開始当初に見られた、投資意欲の旺盛な投資家の存在も大きい。資本市場整備の各種取り組みや施策が着実に実行されることでポテンシャルが開花し、ミャンマーは必ずや近隣のアセアン諸国にも比肩する国へと発展していく。

たしろ だいすけ
早稲田大学卒。国内証券会社、外資系銀行を経て、07年大和総研入社。機関投資家を対象とする投資動向調査やアジアに関連する調査・コンサルティング等に従事。13～16年には現地駐在メンバーとして日緬官民合同プロジェクト「ヤンゴン証券取引所設立」を支援。米国公認会計士。