

2018年9月27日

# ミャンマー株式市場 機関投資家への期待

## 秘められたポテンシャルに要注目

アジア事業開発本部

シニアコンサルタント 田代 大助

ミャンマーのヤンゴン証券取引所（以下、YSX）が株式の売買取引を開始して約2年半が経過した。当初は順調にスタートを切ったものの、その後の売買代金、時価総額、株価指数はいずれも低調な推移が続いている。市場の低迷状況を打開すべく、YSXや監督当局のミャンマー証券取引委員会など市場関係者は様々な方策を検討している。同国の資本市場育成を継続的に支援してきた金融庁など日本側関係者<sup>1</sup>も、2018年1月、活性化支援計画書<sup>2</sup>をミャンマー政府に手交し、各種の具体的施策を提案している。同計画書では、日緬双方の関係者が対話を続け、「上場企業増加」、「投資家層拡大」、「制度整備」、「人材育成」の4つのテーマに沿って整理した課題への取組みを通じて、市場活性化を図っていくことが謳われている。例えば、「上場企業増加」では上場セミナーの開催やYSX内への上場支援部隊の設置、「投資家層拡大」では外国人投資家参入に向けた準備やミャンマー国内機関投資家の育成、「制度整備」では上場インセンティブ付与制度の検討、「人材育成」では各種研修プログラムへの参加などである。

中でも「投資家層拡大」は重要性が高いテーマだが、特にミャンマー国内機関投資家の育成は、現実の金融・資本市場発展を考えるに当たって大切な要素だろう。近隣諸国の過去の経緯を辿っても、機関投資家が資本市場の発展にもたらした影響は非常に大きい。それはASEANの資本市場先進国と言えるマレーシアおよびタイの経験からもはっきり読み取れる。図表1および図表2は、両国における株式市場拡大の推移と投資家別（外国人投資家・国内機関投資家・国内個人投資家）の売買代金に占めるシェアの推移<sup>3</sup>だが、これらから読み取れる両国市場に共通の発展経緯に係る要因や特徴は、おおむね以下のように整理できるだろう。

- ① 国営企業の公社化・民営化等の開始：政府が国営企業の公社化・民営化上場を推進する中で、国を代表する大企業やブルーチップ（優良企業）による上場件数が増加し、投資家の関心を惹きつけるような市場が整備された。
- ② 証券投資の対外開放等：①と同時期に、外国人出資比率や外国為替管理に係る規制が緩和

<sup>1</sup> 金融庁の他に日本取引所グループや大和証券グループも支援している。

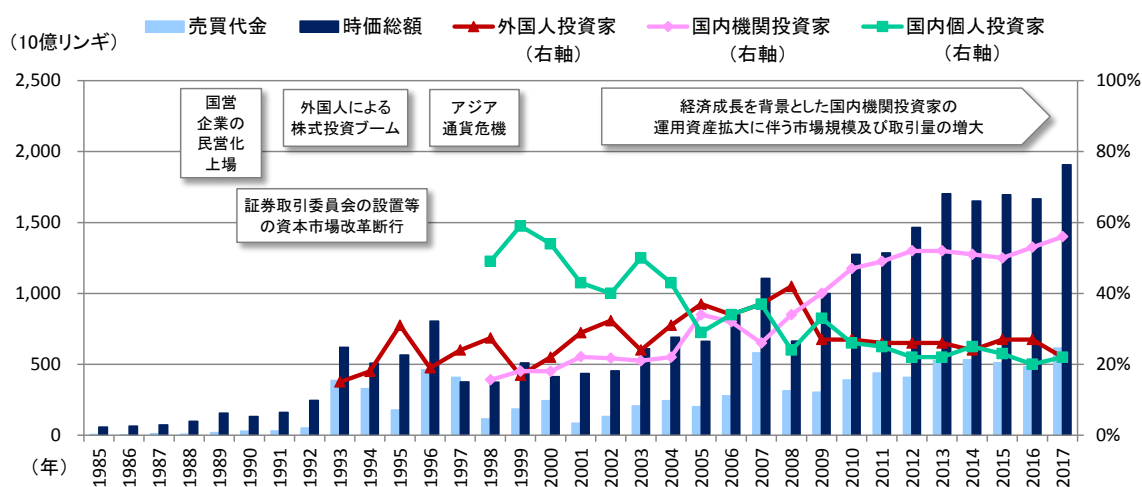
<sup>2</sup> 正式名称は「ミャンマー資本市場活性化支援計画」（略称：Myanmar LIST）

<sup>3</sup> 投資家別のシェアについては、各統計情報の開始時期に応じている。

され、外国人投資家が取引に参加する環境整備が行われた。(他の多くの国を見ても、外国人投資家の参入は市場全体の拡大に大きく影響)

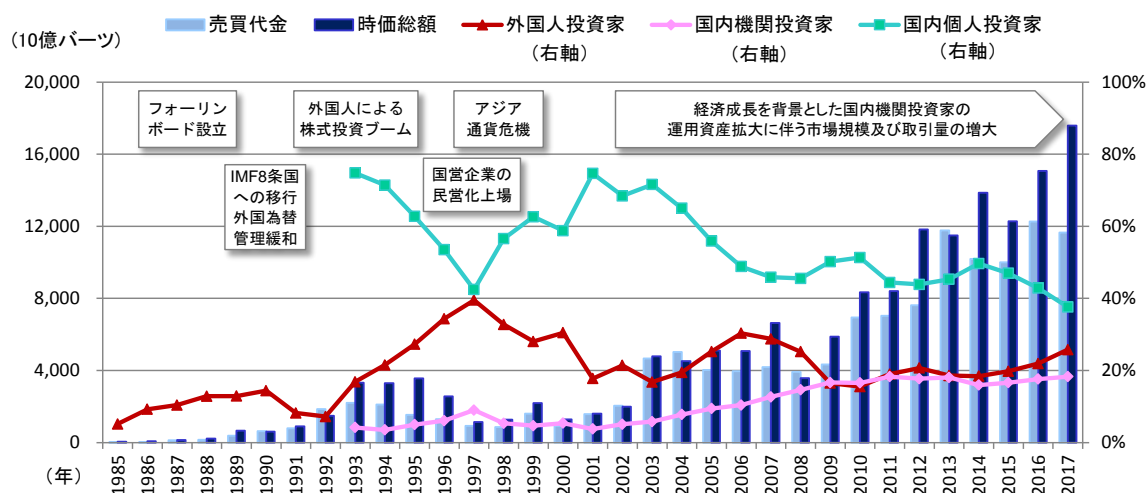
- ③ 国内機関投資家の積極投資：①、②を通じ株式市場が一定の規模になったタイミングで、国内機関投資家による取引参加が本格化。経済成長に伴って国民資産が拡大するにつれ、銀行や保険会社等の国内機関投資家の運用資産も増大し、市場規模は一層、拡大している。

(図表1) 時価総額・売買代金・投資家別シェアの推移【マレーシア株式市場】



出所：Kuala Lumpur Stock Exchange, Bursa Malaysia より大和総研作成

(図表2) 時価総額・売買代金・投資家別シェアの推移【タイ株式市場】



出所：Stock Exchange of Thailand より大和総研作成

国内機関投資家の存在感が増してくるのは、国の経済成長に伴い金融資産の規模が一定水準に達してからとなるのが一般的で、初期の金融発展段階にある今のミャンマーで国内機関投資家について考えるのは時期尚早なのかもしれない。実際、①の国営企業の民営化上場に関しては、その前提となる公社化すらなかなか進展が見られないし、②の外国人投資家の取引参加に関しても、対象となる外国人の範囲や参入の方式や形態がいまだ定まっていないのが現状だ。

一方で、将来的な株式投資の可能性という観点から、ミャンマー国内機関投資家のポテンシャルを考えることも重要だろう。現在、ミャンマーには28を数える銀行（国営4行、民間24行）と13社の保険会社（うち国営1社）がある。これに対して、公的年金制度は徴収保険料を全額給付に回す状況で運用資産が蓄積されておらず、投資信託をはじめとする各種の投資ファンドも法制面での整備が進んでいない。そのため、目先の有力な国内機関投資家の候補は銀行と保険会社に限定される状況にある。両者ともに現時点の資産運用は国債投資のみで、子会社株式等を除き基本的に株式は保有していないが、例えば図表3に示す民間銀行全体のバランスシートを見ると、預貸比率は規制の上限である80%に対して65.8%<sup>4</sup>の貸出実績であり、まだ上限に対して14.2%、3.8兆チャット（約2,700億円）<sup>5</sup>の貸出余力が残っている。特に資金量上位行の預貸比率は60%台に留まっている模様で、（預金という負債の性質とは不整合な面は否定できないが）貸出金利（13%）や国債の利回り（8-9%）を上回る収益率が期待できれば、貸出余力分の運用手段として株式投資を検討する銀行が将来的に現れる可能性は少なからずあるだろう。

（図表3）ミャンマーにおける民間銀行全体のバランスシート（2017年9月末）

（単位：チャット）

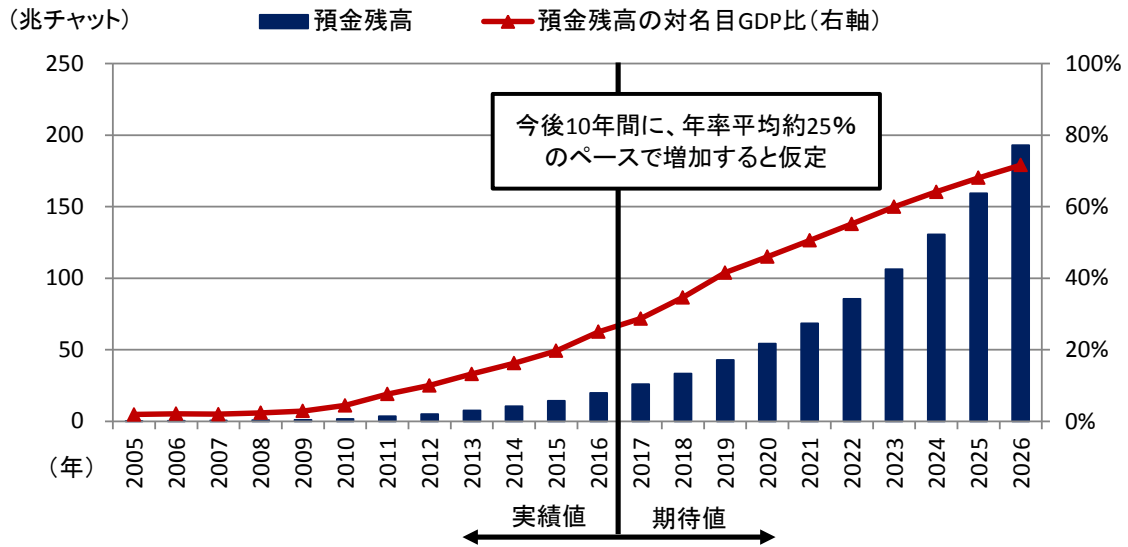
資産 48.4兆		負債 48.4兆	
貸出	17.5兆	預金	26.6兆
投資 ※99%が国債	3.0兆	（貸出余力分	3.8兆）
現金及び中銀預金	4.3兆		
他行への預金	2.3兆		
その他資産	21.2兆	その他負債	20.0兆
		資本	1.8兆

出所：Central Bank of Myanmar より大和総研作成

<sup>4</sup> 貸出残高17.5兆チャット（約1.3兆円）÷預金残高26.6兆チャット（約1.9兆円）。

<sup>5</sup> 26.6兆チャット（約1.9兆円）×14.2%。

(図表4) ミャンマーにおける民間銀行全体の預金残高の推移 (2016年末)



出所：Central Bank of Myanmar より大和総研作成

民間銀行の預金残高は、2007～2016年の10年間に年率約50%のペースで増加し、35倍以上の規模に膨らんでいる。上位行を中心に各銀行とも支店数の拡大と共に預金残高を順調に増加させており、今後も当面はこの基調が続く可能性が高い。というのも、他のASEAN諸国では、1人当たりGDPが2,000ドルを超えてきたタイミングで預金残高の対名目GDP比が5～7割の水準に達している例が多い。直近の統計によると、ミャンマーの2017年預金残高増加率は巡航速度とされる約30%となる見込みで<sup>6</sup>、1人当たりGDPが2,000ドルを超えるのは2023年前後と予想される<sup>7</sup>。ここで、2017年以降10年間の増加率が直前10年間(2007～2016年)より半分の年率約25%のペースに鈍化し、かつ逡減的に推移すると仮定しても<sup>8</sup>、預金残高は2016年末の20兆チャット(約1.4兆円)から5年後の2021年に68兆チャット(約4.9兆円)、2026年には約10倍の192兆チャット(約14兆円)に増大し、3割に満たなかった対名目GDP比も2023年に約6割に達する。無論、いずれも単なる試算にすぎないが、このうち有価証券運用の比率を10%(預貸比率規制の上限80%を除く残り20%の半分)とし、さらにそのうち2割程度(つまり実質的な運用資産全体の2%)まで逡増的に上場株式保有へ振り向けられていくと仮定すると、2021年に5,000億チャット(約360億円)、2026年には3.8兆チャット(約2,700億円)の規模で株式市場が拡大するとの計算も可能になる。現下の株式時価総額(約400億円)を考えると、こうした銀行の潜在的な株式投資余地は決して小さくない。また、同じように保

<sup>6</sup> Central Bank of Myanmar

<sup>7</sup> IMF “World Economic Outlook Database, April 2018”

<sup>8</sup> 他のASEAN諸国でも、預金残高に関して、対名目GDP比が現在のミャンマーの水準(3割弱)においては、増加率は20-25%で推移している例が多い。

---

険会社も責任準備金の増加に伴い有価証券運用を拡大させていくだろうから、ミャンマーの経済発展に伴う金融機関の資産増大は何らかのきっかけで市場に多大なポジティブ・インパクトを与え得ると判断できよう。

ミャンマーでは様々な意味で、まだ国内機関投資家が株式取引への参加を開始する環境が整っておらず、国内機関投資家の早期台頭を望むには難があるのは否めない。本格的な取引参加を進めるにしても、機関投資家側における運用手法等に係る知識の集積もままならず、関連法制度の整備も含めて本格化までの道のりはまだまだ長い。他方で、堅調な経済成長を背景に国内機関投資家の運用資産そのものは着実に拡大しており<sup>9</sup>、今後も順調な増大が期待されている。将来的に、機関投資家として市場で重要な役割を果たすポテンシャルは非常に大きいのも事実だ。それが今後どのように顕在化していくのか、引き続きミャンマー国内機関投資家の動向には注目が必要だろう。

－（本文）以上－

---

<sup>9</sup> 例えば、民間銀行の国債投資残高は、2012年9月末～2017年9月末の5年間で1兆チャットから3兆チャットの3倍に増加している（出所：Central Bank of Myanmar）。