2017 年 5 月 15 日　全 17 頁

ミャンマーのマクロ経済政策改革の課題

金利引上げとその円滑な実施を可能とする銀行監督の強化が優先課題

経済調査部　主席研究員
金子実

［要約］

■ 2011 年の民政移管とともに始まったミャンマーのマクロ経済政策改革においては、管理フロート制が導入され、為替取引に対する規制が緩和されて、貿易自由化が進んだ。それに伴って貿易赤字が拡大し、チャット（ミャンマーの通貨）レートの減価が進んだが、貿易自由化の後に貿易赤字が拡大することは必ずしも問題ではなく、それに伴ってチャットレートが減価することは、管理フロート制において想定されていることである。したがって、貿易赤字の拡大のみによるチャットレートの減価であれば、マクロ経済政策により対応する必要があるということにはならない。

■ 他方、軍政下では、財政赤字の中央銀行によるファイナンスがインフレの主要因となっていたため、金融政策を財政から分離することが目指された。また、中央銀行の金融政策の余地を広げることを目的の一つとして、銀行業に対する規制が緩和された。その結果、市中銀行の預金と貸出の増加による広義の貨幣供給量の増加が起こり、インフレの主要因は市中銀行の預金と貸出の増加にシフトしている。

■ 貨幣供給量の増加に歯止めをかけるための金融政策として、中銀預金や国債の入札が開始されたが、市中銀行の金利が規制により固定されているために、十分な金利の引上げにつながっていない。したがって、規制の見直し等により市中銀行の金利の引上げに取り組む必要があるが、それに伴い不良債権が急増して金融システムが不安定化することは、回避する必要がある。まず銀行監督を強化し、金融システムを金利引上げに耐えられるものとする必要がある。

■ 管理フロート制に移行した後の US ドルのチャットに対する増価率は、年率換算すると国債の金利や市中銀行の預金金利を上回っており、チャット建て金利が低すぎることは、為替投機の温床にもなっている。US ドル資産の保有が進んで、為替投機によるチャットレートの減価が起こりやすくなることを避けるためにも、金利引上げが優先課題である。

大和証券グループ　株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研の親会社である㈱大和総研ホールディングスと大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

１．はじめに

ミャンマーでは、20 年以上に及ぶ軍政の後、新憲法による総選挙が 2010 年に行われ、2011 年に民政移管が実現した。

1990 年の総選挙で勝利したにもかかわらず、軍事政権により政権移譲を拒否されたアウン・サン・スー・チー氏率いる国民民主連盟（以下、「NLD」という。）が、2010 年の総選挙をボイコットし、総選挙の結果発足した民主政権において大統領になったのが、元軍人のテイン・セイン氏であったことから、当初は、民政移管後も政策変更はあまりないのではないかとの見方もあった。しかし、実際には、民政移管後、IMF などとの協力の下でマクロ経済政策の抜本的な改革が始まった。2015 年の総選挙では NLD が勝利し、2016 年に NLD に政権が移行したが、2011 年の民政移管後に始まったマクロ経済政策の改革の基本的な方針は、NLD 政権下においても継続している。

本稿では、2011 年の民政移管後に始まったマクロ経済政策の改革が、軍政下でとられていたマクロ経済政策をどう変えようとしているのかを概観した上で、マクロ経済政策の改革がこれまで実施された結果、今日においてはどのような課題が重要になっているのかを検討する。実施されているマクロ経済政策の改革はミャンマー経済を大きく変えつつあり、その中で生じている課題にどのように取り組むかは、ミャンマーの経済発展に、中長期的にも影響を与えると考えられる。

２．軍政下のマクロ経済政策を改革する基本的な方針

2.1　経常取引のための為替取引に対する制限の撤廃

民政移管前の軍事政権の為替・貿易政策は、閉鎖的なものであった。20 年以上に及んだ軍事政権は、発足当初は開放的な政策をとろうとしたが、外貨不足が発生したことから閉鎖的な為替・貿易政策をとるようになり、それが民政移管前まで続いていた。軍事政権によってとられた閉鎖的な為替・貿易政策は、実勢為替レートよりはるかにチャット（ミャンマーの通貨）高に設定された固定為替制度と、輸出して得た外貨を保有していないと輸入ライセンスが発給されないエクスポート・ファースト・ポリシーに代表される。

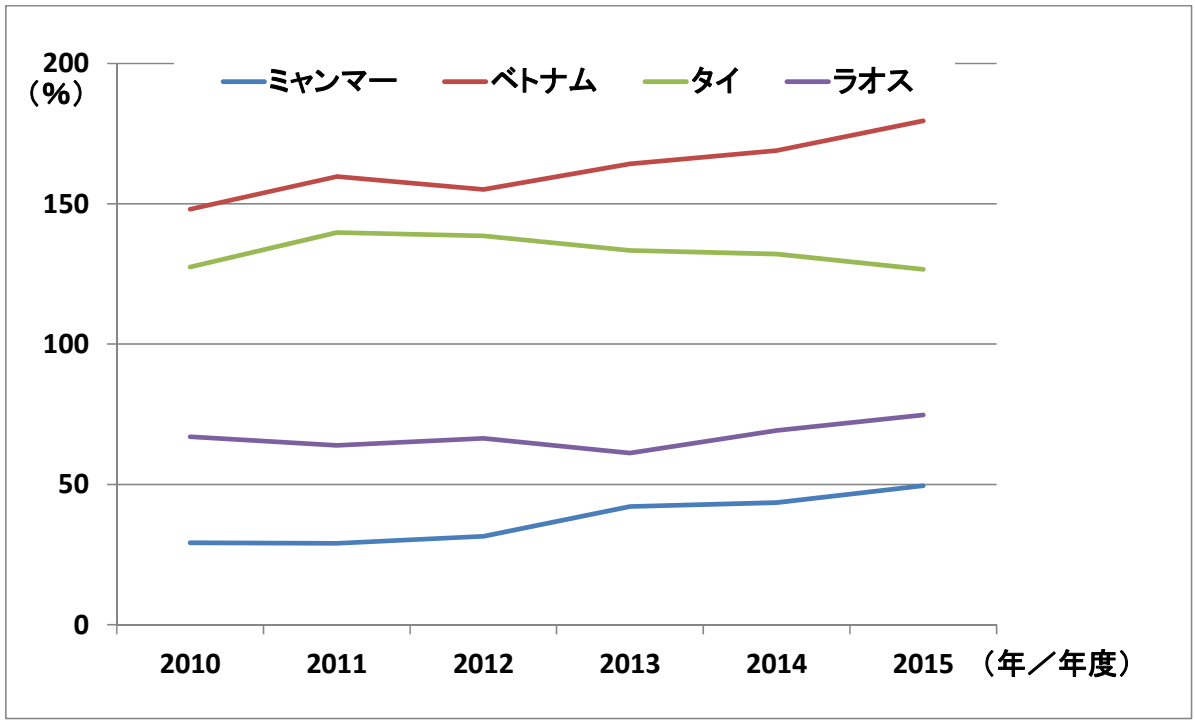
前者の固定為替制度においては、SDR（IMF の国際準備資産）に対して固定された為替レートが、実勢レートの 100 倍以上のチャット高となり、外貨の需給を一致させる上では、無意味なものとなっていた。それにもかかわらずこのような固定為替レートが存続していたのは、政府や国営企業の外貨の需給は、価格メカニズムに基づく外貨取引ではなく外貨予算により調整されており、外貨予算をチャット建てに換算する際に固定為替レートが使われていたためである。この外貨予算制度においては、政府や国営企業の中だけで、輸出等による外貨の供給に応じて輸入等のための外貨予算が割り当てられ、政府や国営企業における外貨不足の発生は回避しやすくなっていたが、価格メカニズムを通じた外貨の配分の最適化が図られないのみならず、ミ

ャンマー全体としての外貨の配分の最適化も図られなかった。

後者のエクスポート・ファースト・ポリシーは、民間企業における外貨不足を回避するための仕組みである。その仕組みにおいては、民間企業は、輸出によって得た外貨預金を国営銀行に保有している範囲内でしか、輸入ライセンスを発給されなかった。輸入者は、対価を払って輸出者の外貨預金の譲渡を受けることはできたが、政府や国営企業から外貨預金の譲渡を受けることはできず、民間企業の輸出者から譲渡を受ける場合も、非公式な取引とされていたため取引コストが大きかった。また、輸入ライセンス発給の前提となる民間企業の輸出者の外貨預金には、10%の輸出税が課され、政府や国営企業のための外貨供給の一部として吸い上げられていた。したがって、エクスポート・ファースト・ポリシーの下では、民間企業の輸出者、輸入者の双方に、追加的な取引コストがかかっていた。

このような閉鎖的な為替・貿易政策がとられた結果、軍政下のミャンマー経済の貿易依存度は、近隣の国々に比べて低かった。図表１は、ミャンマーにおける財・サービスの輸出入の合計額の GDP に対する比率の推移を、ベトナム、タイ、ラオスと比較したものであるが、いずれの国に比べても低くなっている。

図表１　ミャンマー及びその近隣国における財・サービスの輸出入総額の対 GDP 比の推移



（注）ミャンマーは年度（4～3 月）、その他の国は暦年（1～12 月）。
（出所）IMF “Balance of Payments Statistics”, “World Economic Outlook Databases” より大和総研作成

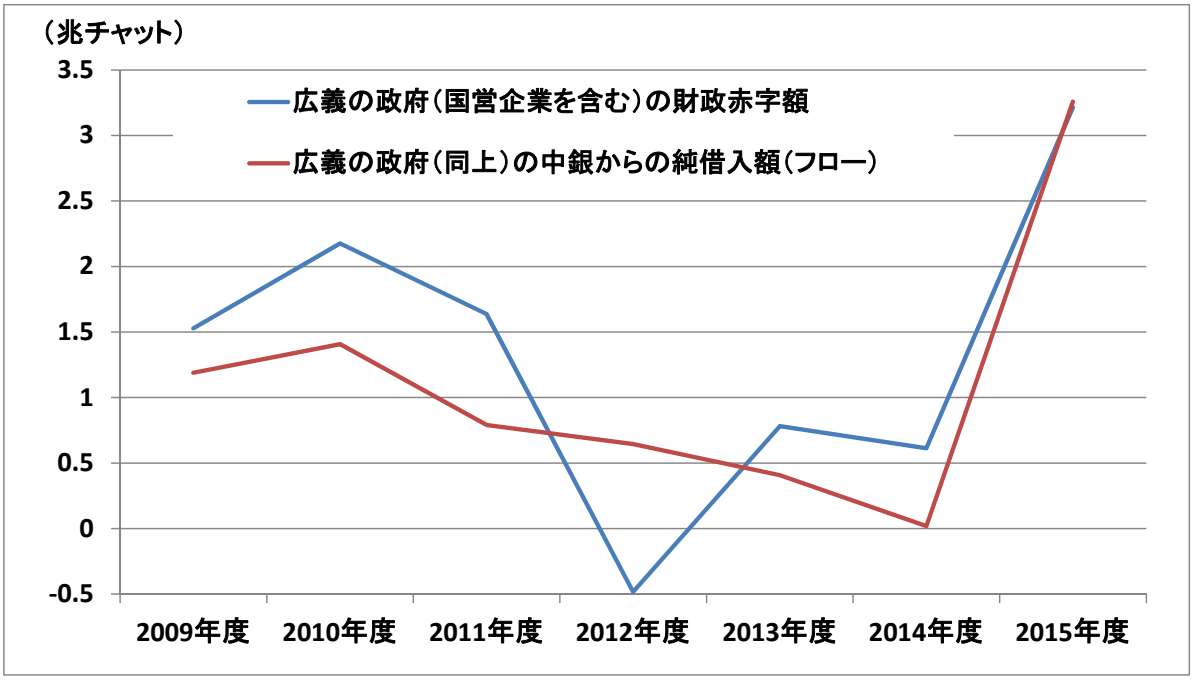
民政移管後のマクロ経済政策の改革においては、このような閉鎖的な為替・貿易政策を改め、経常取引のための為替取引の制限をしないという IMF 協定第 8 条の規定に従った政策とすることにより、貿易を拡大して経済成長につなげることが目指された。そのため、2012 年 4 月に固定為替制度が廃止され、中央銀行が毎日外貨の入札を行って、実勢に近いと考えられる為替レ

ートを参照レートとして公表する管理フロート制に移行した。また、それと前後して、エクスポート・ファースト・ポリシーが廃止され、外貨預金に課されていた 10%の輸出税も廃止された。図表１を見ると、この改革が実施された 2012 年度以降、ミャンマーにおける財・サービスの輸出入の合計額の GDP に対する比率が上昇している。

2.2　金融政策の財政からの分離

民政移管前の軍事政権においては、金融政策が財政によって強い影響を受けていた。これは、徴税システムの整備が不十分なために財政赤字が出やすかった一方、国債を販売するための市場の整備が不十分なため、財政赤字のかなりの部分が中央銀行によりファイナンスされていたためである。組織的にも、中央銀行は、財政歳入省の一部で、独立性を持った機関ではなかった。図表２は、国営企業を含む広義の政府の財政赤字額と、国営企業を含む広義の政府の中央銀行からの純借入額（フロー）の推移を見たものであるが、両者が似た動きをしており、財政赤字のかなりの部分が中央銀行によりファイナンスされていることがわかる。

図表２　広義の政府（国営企業を含む）の財政赤字額と中央銀行からの純借入額の推移

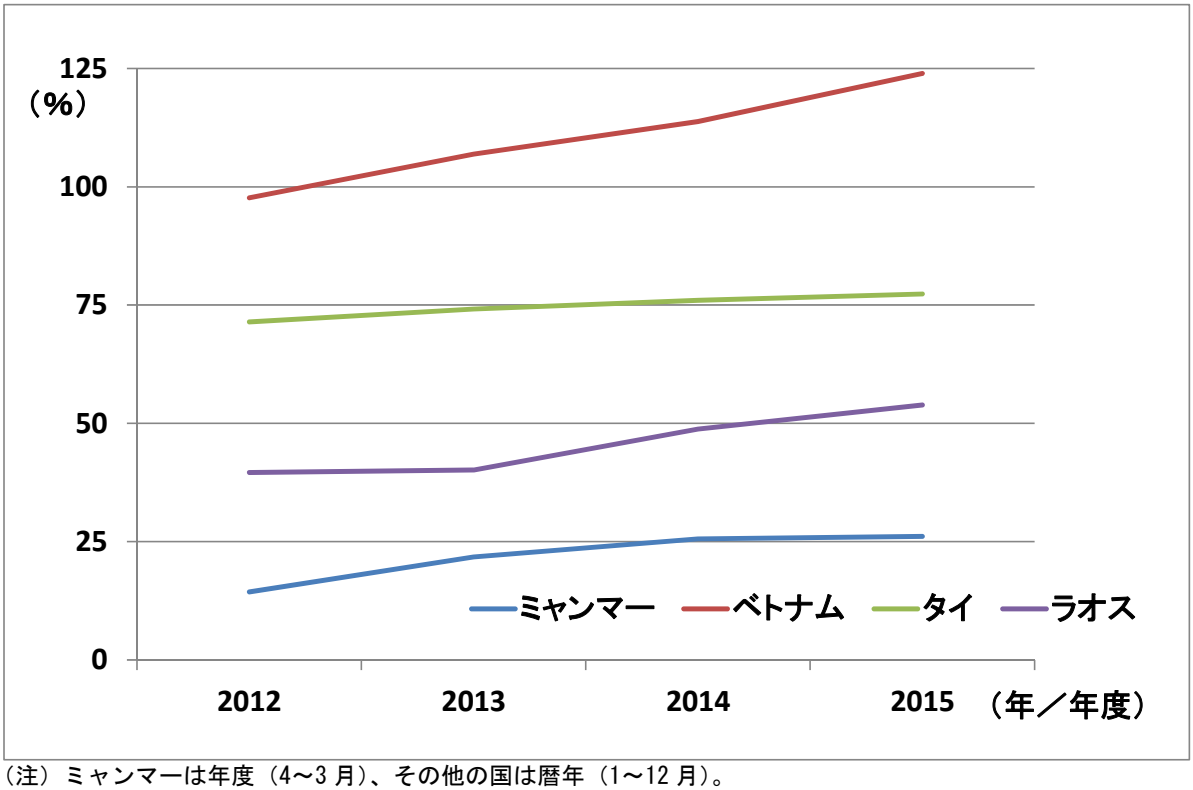


（出所）IMF “Myanmar: Staff Report for the Article IV Consultation (2013, 2014, 2015, 2016)”, “World Economic Outlook Databases” より大和総研作成

財政と中央銀行がこのような関係にある中においては、財政赤字は、民間の貯蓄を吸い上げることなく需要を増加させるとともに、貨幣供給量を増加させるため、強いインフレ要因となる。銀行業が厳しく規制され、銀行の金融仲介機能の働きが限定的であったため、このようなインフレ要因を金融引き締めにより打ち消す余地もあまりなかった。ミャンマーでは、2003 年に銀行取付けが発生したため、預金残高の資本金に対する割合を一定以下にしたり、銀行の支店設置には増資を条件としたりする厳しい規制が導入され、それが民政移管まで続いていた。

図表３は、ミャンマーにおける商業銀行の預金残高の GDP に対する比率の推移を、ベトナム、タイ、ラオスと比較したものであるが、いずれの国に比べても低くなっている。

図表３　ミャンマー及びその近隣国における商業銀行の預金残高の対 GDP 比の推移



（注）ミャンマーは年度（4～3 月）、その他の国は暦年（1～12 月）。
（出所）IMF “Financial Access Survey” より大和総研作成

民政移管後のマクロ経済政策の改革においては、徴税システムの整備等により財政赤字を縮小するとともに、国債を入札で販売する等により、中央銀行による財政赤字のファイナンスを減らすことが目指された。組織的にも、中央銀行は、財政歳入省から分離され、独立性を持った機関となった。また、銀行業に対する規制を緩和することにより、銀行の金融仲介機能を活性化して、経済成長につなげるとともに金融政策の余地を拡大することが目指された。

前者の中央銀行による財政赤字のファイナンスの縮小については、図表２を見ると、2014 年度まではかなり実現していたが、2015 年度には財政赤字が再び拡大し、それが中央銀行に依存してファイナンスされたことがわかる。したがって、この改革は、まだ道半ばである。

他方、後者の銀行業に対する規制の緩和については、2012 年に、預金残高の資本金に対する割合を一定以下にする規制や支店設置には増資を条件とする規制が撤廃され、以降、銀行の数や支店数が急増した。図表３を見ると、2012 年度以降、ミャンマーにおける商業銀行の預金残高の対 GDP 比が上昇しており、銀行の金融仲介機能を活性化するという点においては、改革の目指した方向に事態が推移していると見ることができる。

３．マクロ経済政策の改革の開始後に生じた課題

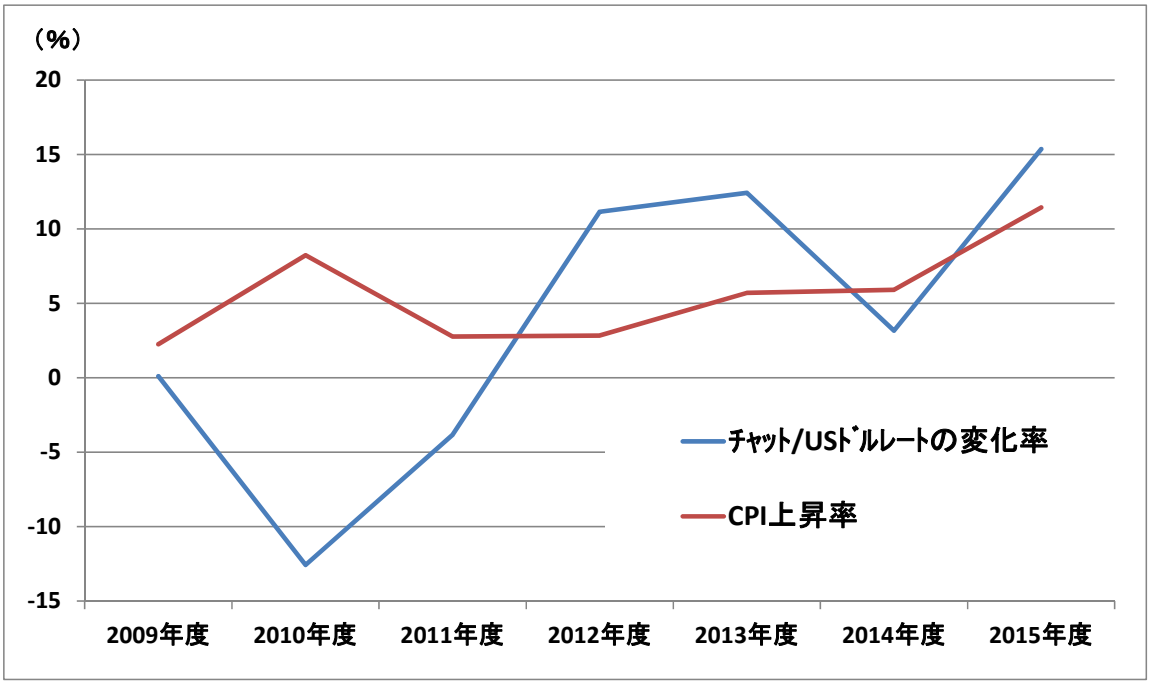
3.1　チャットレートの減価とインフレ率の上昇

2011 年の民政移管に伴ってマクロ経済政策の改革が始まった後、チャットの対 US ドルレートは減価傾向、インフレ率が上昇傾向となっており、ミャンマー政府は対応を求められている。

2012 年 4 月に管理フロート制に移行する前は、公式レートが実勢レートよりはるかにチャット高に設定されていたので、管理フロート制への移行の前後の実勢レートの推移は、公式レートによっては見ることができない。そこで、IMF が管理フロート制への移行の前後の期間について連続した形で公表しているチャット建てと US ドル建ての GDP のデータから、IMF が推定しているチャットの対 US ドル実勢レートを算出して、その推移を 2009 年度以降について見ると、管理フロート制に移行する前の 2011 年度まではチャットの増価傾向となっていたが、2012 年度以降はチャットの減価傾向となっている（図表４参照）。

また、ミャンマーの消費者物価指数（以下、「CPI」という。）については、最新のデータは 2012 年を基準年としているが、そのデータでは民政移管前にまで遡れない。そこで、その前に作成されていた 2006 年を基準年としたデータにより 2009 年度以降の CPI 上昇率の推移を見ると、マクロ経済政策の改革が始まった 2011 年度、2012 年度には比較的低くなっていた CPI 上昇率が、2013 年度以降高まっており、2015 年度には、洪水による食料価格の高騰という一時的な要因もあって、2009 年度以降の民政移管前の期間の中で CPI 上昇率の高かった 2010 年度を上回る CPI 上昇率となっている。（図表４参照）。

図表４　ミャンマーにおけるチャット/US ドルレート変化率と CPI 上昇率の推移

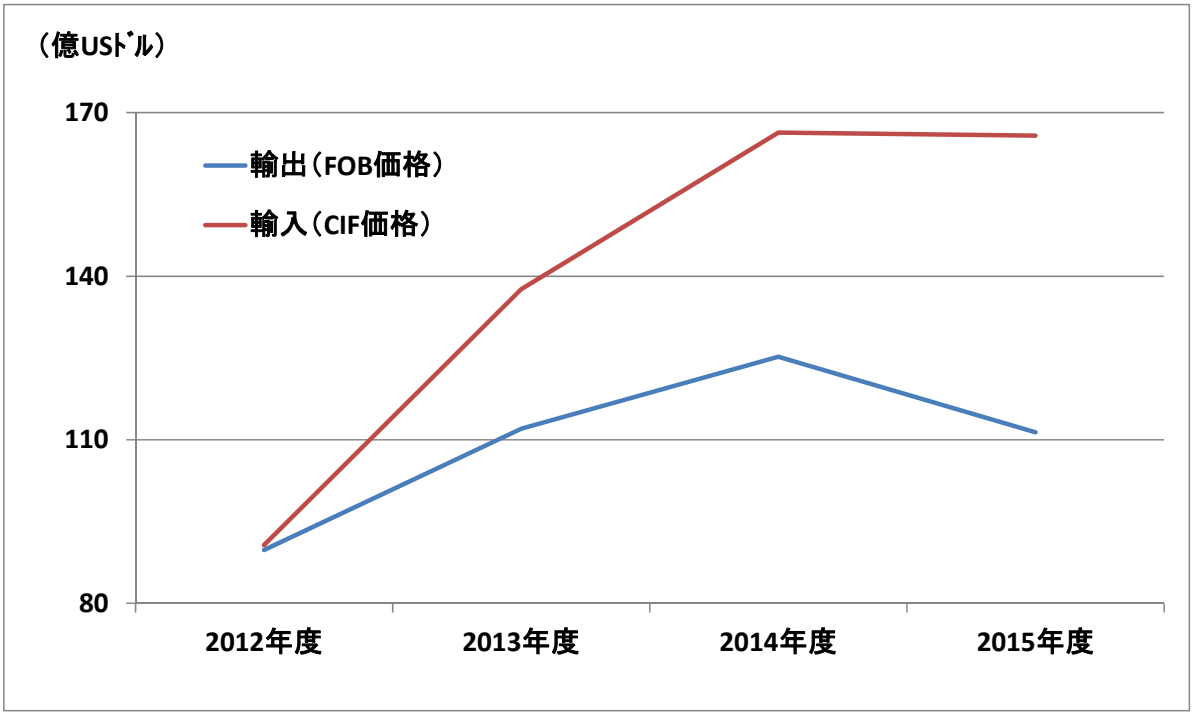


（注１）ミャンマーチャット/US ドルレートは、IMF “World Economic Outlook Databases” のチャット建て GDP を US ドル建て GDP で割って算出。
（注２）CPI は、2006 年を基準としたデータ。
（出所）IMF “World Economic Outlook Databases”、ミャンマー中央統計局より大和総研作成

3.2　チャットレート減価の一要因となる貿易赤字拡大による外貨の超過需要の発生

マクロ経済政策の改革の目的の一つが、貿易を拡大して経済成長につなげることであり、マクロ経済政策の改革が始まって以降、財・サービスの輸出入の合計額の GDP に対する比率が上昇していることを既に見たが、貿易の拡大は、輸入の増加が輸出の増加を上回る形で進んでいる。図表５は、ミャンマーの輸出額（FOB 価格）と輸入額（CIF 価格）の 2012 年度以降の推移を見たものであるが、2012 年度には輸入額と輸出額の差があまりなかったが、2013 年度以降輸入額が輸出額を上回るようになり、その差は拡大傾向が続いている。

図表５　ミャンマーの輸出額（FOB 価格）、輸入額（CIF 価格）の推移



（出所）ミャンマー中央統計局より大和総研作成

為替レートは、資本の流出入等の輸出入以外の外貨の需給要因も含めた外貨の需給バランスにより変動するので、貿易赤字が拡大するといつも自国通貨が下落傾向になるというわけではない。ミャンマーのマクロ経済政策改革が始まったころには、直接投資の流入や海外の援助機関からの資金流入によりチャット高になるのではないかとの見方もあった。しかしながら、実際には、外貨の需要要因が供給要因を上回ることによりチャットレートの減価が進んでおり、輸入額が輸出額を上回って拡大していることが、外貨の超過需要の発生の一要因となっている。

ただ、閉鎖的な為替・貿易制度を改めて貿易を拡大する場合、輸出と輸入が同じペースでは拡大しないことはよく起こることであり、資本の流入等のファイナンスにより可能になっていることなので、必ずしも問題とは言えない。また、そのような場合に発生する外貨の需給の不均衡を打ち消す方向に為替レートが変動することは、マクロ経済政策の改革により導入された管理フロート制において想定されていることである。したがって、輸入による外貨需要の増加が輸出による外貨供給の増加を上回ることによりチャットレートが下落しても、それが為替投

機につながる等により輸出入による外貨需給の変化を超えて進まない限り、マクロ経済政策により対応する必要があるということにはならない。

3.3　インフレ率の上昇と並行して進む貨幣供給量の増加

民政移管前の軍事政権においては、財政赤字が中央銀行によりファイナンスされていたことがインフレ要因となっていたことから、民政移管後のマクロ経済政策の改革においては、財政赤字の中央銀行によるファイナンスを減らすことが目指され、その目標は、2014 年度まではかなり達成されていたことを既に見た。しかしながら、CPI 上昇率は、2013 年度から高まっている。

一方、民政移管後のマクロ経済政策の改革においては、銀行業に対する規制を緩和することにより、金融仲介機能を活性化して、経済成長につなげるとともに金融政策の余地を拡大することが目指され、その方針に従った規制緩和が行われた結果、2012 年度以降商業銀行の預金残高の対 GDP 比が上昇していることも既に見た。貨幣供給量が物価に影響を与えると考える貨幣数量説では、預金も含むものとして定義した貨幣供給量が物価に影響を与える可能性があると考えられている。

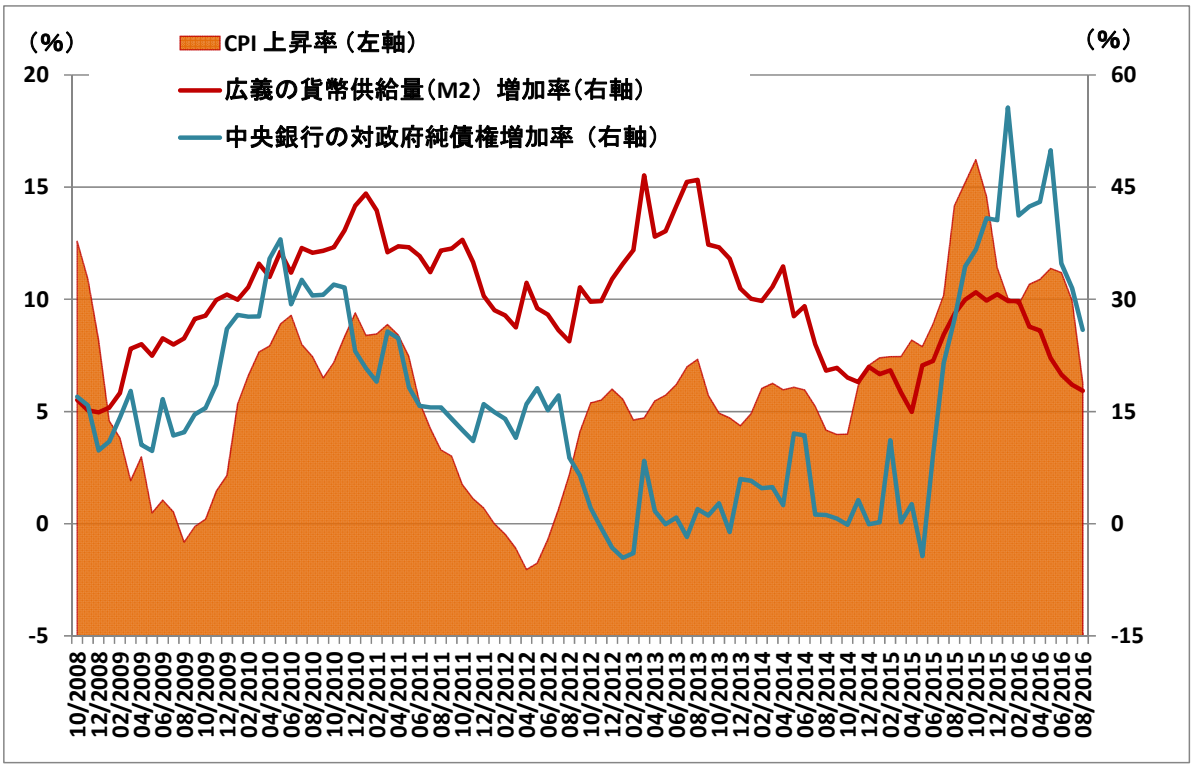
そこで、CPI の前年同月比上昇率と、銀行外の現金と市中銀行の預金を合計した貨幣供給量（以下、「広義の貨幣供給量（M2）」という。）の前年同月比増加率と、中央銀行の対政府純債権の前年同月比増加率の推移を、2006 年を基準年とした CPI の前年同月比上昇率のデータをとることのできる 2008 年 10 月から 2016 年 8 月までの期間について見たものが、図表 6 である。この図表 6 を見ると、マクロ経済政策の改革の開始前には、これら 3 者の推移に類似の傾向が見られるのに対し、マクロ経済政策の改革の開始後には、広義の貨幣供給量（M2）の推移と中央銀行の対政府純債権の推移の間に異なる傾向が見られ、CPI 上昇率の推移は、中央銀行の対政府純債権の推移より広義の貨幣供給量（M2）の推移と似た傾向となっている。

この傾向の変化を確認するために、マクロ経済政策の改革が始まった時点を単純化のため固定為替制度から管理フロート制へ移行した 2012 年 4 月として、マクロ経済政策の改革が開始する前の期間と開始した後の期間に時系列データを分けて、中央銀行の対政府純債権の変動が CPI の変動に影響を与えているか否かについてのグレンジャー因果性検定を行った[1]。その結果、2007 年 11 月から 2012 年 4 月まで（マクロ経済政策の改革が開始する前の期間）の時系列データについては、中央銀行の対政府純債権の変動は CPI の変動に影響を与えないという仮説が 5%有意水準で棄却され、グレンジャー因果性が存在するのに対して、2012 年 4 月から 2016 年 8 月まで

[1] これらの時系列データは、検定の結果、見かけの回帰が起こる可能性のある単位根過程であり、両者の間に共和分の関係はないと見られるので、各時系列データについて自然対数の 1 か月前との階差をとった 2 変数の時系列データについて、1 次のラグをとった自己回帰モデルによってグレンジャー因果性検定を行った。グレンジャー因果性検定においては、CPI のデータのみに基づいた将来の CPI の予測と、CPI と中央銀行の対政府純債権のデータに基づいた将来の CPI の予測を比較して、中央銀行の対政府純債権のデータを加えても将来の CPI についての予測力は高まらないという仮説が棄却されるか否かを検定することにより、中央銀行の対政府純債権から CPI へのグレンジャー因果性が存在するか否かを判断した。

（マクロ経済政策の改革が開始した後の期間）の時系列データについては、中央銀行の対政府純債権の変動は CPI の変動に影響を与えないという仮説が 10%有意水準でも棄却されず、グレンジャー因果性が存在しない。

図表６　CPI 上昇率、広義の貨幣供給量（M2）増加率、中央銀行の対政府純債権増加率の推移



（注１）CPI 上昇率、広義の貨幣供給量（M2）増加率、中央銀行の対政府純債権増加率は、すべて前年同月比。
（注２）CPI は 2006 年を基準としたデータ。
（注３）広義の貨幣供給量（M2）は、銀行外の現金と市中銀行の預金の合計。
（出所）ミャンマー中央統計局、IMF “International Financial Statistics” より大和総研作成

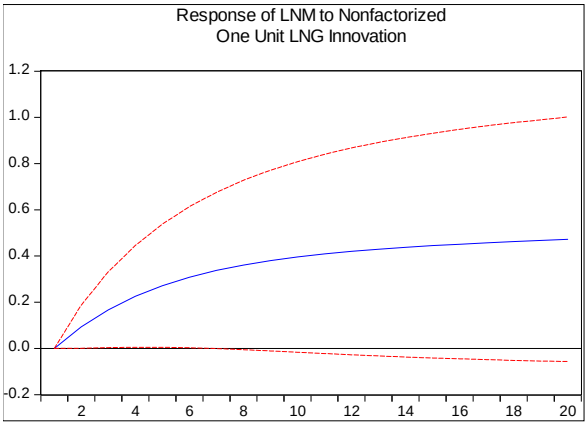
また、中央銀行の対政府純債権の変動と広義の貨幣供給量（M2）の変動の関係が、マクロ経済政策の改革が開始する前と後で変化しているか否かを見るために、各期間の時系列データについて、中央銀行の対政府純債権が 1 単位増加するショックが与えられた場合のインパルス反応分析を行った結果における、広義の貨幣供給量（M2）への影響を見たものが、図表 7、8 である[2]。これらの図表を見ると、2007 年 11 月から 2012 年 4 月まで（マクロ経済政策の改革が開始する前の期間）の時系列データについては、中央銀行の対政府純債権が増加すると広義の貨幣供給量（M2）が増加するという関係があるのに対して、2012 年 4 月から 2016 年 8 月まで（マクロ経済政策の改革が開始した後の期間）の時系列データについては、中央銀行の対政府純債権が増加すると広義の貨幣供給量（M2）が減少するという逆の関係になっていることがわかる。

これらの分析結果は、マクロ経済政策の改革が開始する前には、中央銀行の対政府純債権が

[2] 中央銀行の対政府純債権と広義の貨幣供給量（M2）の時系列データをマクロ経済政策の改革が開始する前と後の 2 期間に分けた上で、自然対数をとった 2 変数の時系列データについて、1 次のラグをとった自己回帰モデルを推定して、インパルス反応分析を行った。

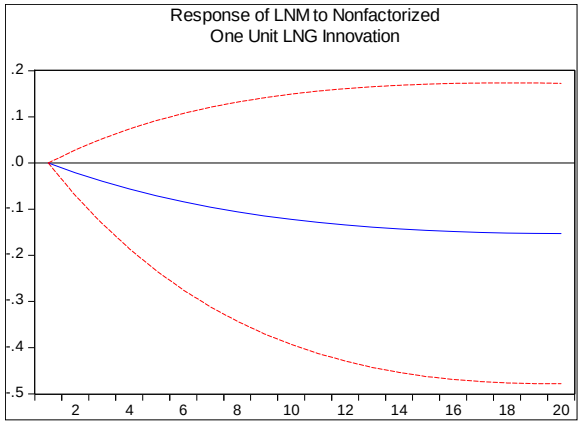
CPI や広義の貨幣供給量（M2）と類似した傾向で推移していたが、マクロ経済政策の改革が開始した後には、そのような類似性が見られなくなっていることを示している。

図表７　中央銀行の対政府純債権の増加に対する広義の貨幣供給量（M2）のインパルス反応（2007 年 11 月～2012 年 4 月）



（注）月次データの自然対数をとって、1 次のラグをとった 2 変数の自己回帰モデルを推定して、中央銀行の対政府純債権が 1 単位増加するショックが与えられた場合のインパルス反応分析における広義の貨幣供給量（M2）への影響。
（出所）IMF “International Financial Statistics” より大和総研作成

図表８　中央銀行の対政府純債権の増加に対する広義の貨幣供給量（M2）のインパルス反応（2012 年 4 月～2016 年 8 月）



（注）月次データの自然対数をとって、1 次のラグをとった 2 変数の自己回帰モデルを推定して、中央銀行の対政府純債権が 1 単位増加するショックが与えられた場合のインパルス反応分析における広義の貨幣供給量（M2）への影響。
（出所）IMF “International Financial Statistics” より大和総研作成

４．今日におけるマクロ経済政策の優先課題

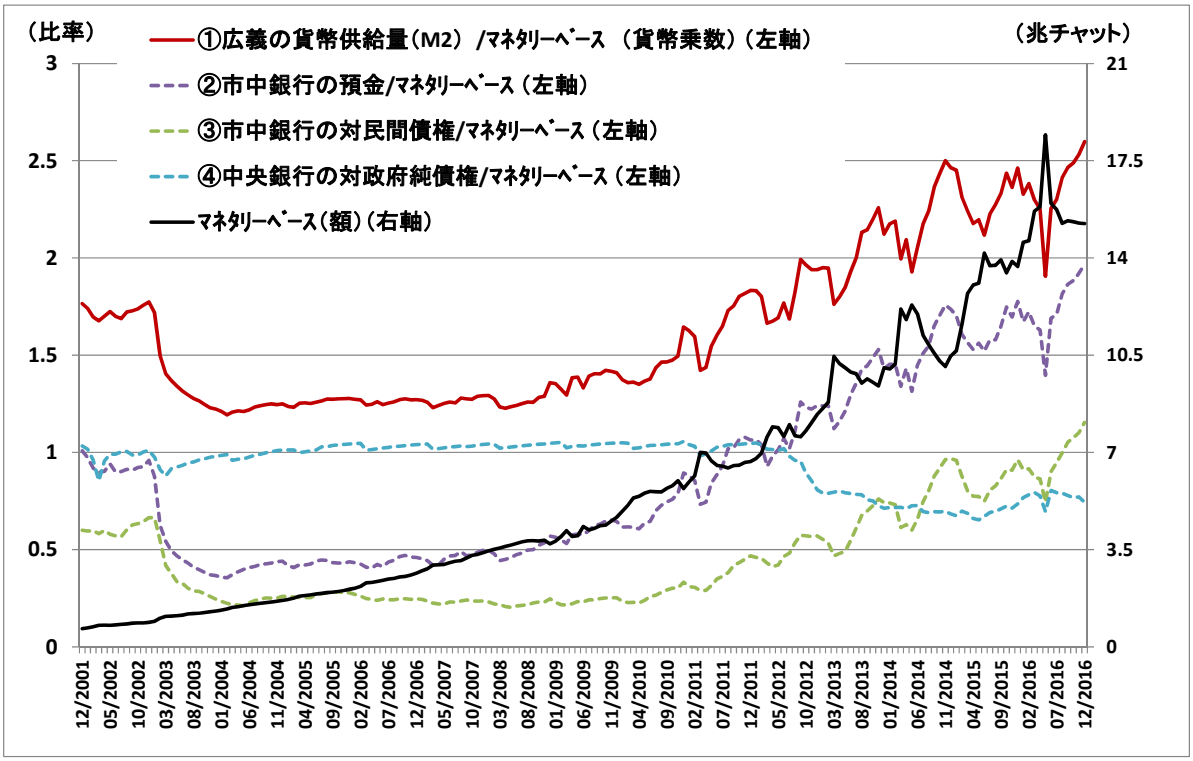
4.1　市中銀行の預金と貸出の増加により進むマネタリーベースと貨幣乗数の増加

金融政策においては、インフレ率が高すぎる場合には、広義の貨幣供給量（M2）の増加を抑制する必要がある。マクロ経済政策の改革が始まる前には、広義の貨幣供給量（M2）の増加率もインフレ率も、財政赤字や中央銀行の対政府純債権の影響を受けていることが観察されたことから、マクロ経済政策の改革においては、財政赤字を縮小するとともに、中央銀行による財政赤字のファイナンスを縮小することが目指された。しかしながら、マクロ経済政策の改革の開始後は、財政赤字や中央銀行の対政府純債権が広義の貨幣供給量（M2）やインフレ率に与える影響が、観察されなくなっている。このような状況において広義の貨幣供給量（M2）の増加に歯止めをかけ、インフレを抑制するためには、どのような金融政策が必要なのだろうか。

広義の貨幣供給量（M2）は、銀行外の現金と市中銀行の預金の合計であり、市中銀行の預金は、市中銀行が預金の受入れとその貸出を繰り返すことにより増減する。しかしながら、市中銀行が預金を受け入れる際には一定比率以上を中央銀行に当座預金として預けることが法定され、現金と預金の比率は経済主体の選好等によりある程度安定的である可能性が考えられ、銀行外の現金は中央銀行が発行した現金を若干下回る額で推移することから、中央銀行が発行した現金と中央銀行に預けられている当座預金の合計額と広義の貨幣供給量（M2）との間には、

ある程度安定的な関係がある可能性があると考えられている。このことから、中央銀行の発行した現金と中央銀行に預けられている当座預金の合計額はマネタリーベースと呼ばれる一方、広義の貨幣供給量（M2）のマネタリーベースに対する比率は貨幣乗数と呼ばれ、金融政策を講じる際の参照指標となっている。そこで、マネタリーベースの額と、①広義の貨幣供給量（M2）のマネタリーベースに対する比率（貨幣乗数）、②市中銀行の預金のマネタリーベースに対する比率、③市中銀行の対民間債権のマネタリーベースに対する比率、④中央銀行の対政府純債権のマネタリーベースに対する比率の推移を、2001 年 12 月から 2016 年 12 月までの月次データで見たものが図表９である。

図表９　マネタリーベース（額）と、マネタリーベースに対する①広義の貨幣供給量（M2）、②市中銀行の預金、③市中銀行の対民間債権、④中央銀行の対政府純債権の比率の推移

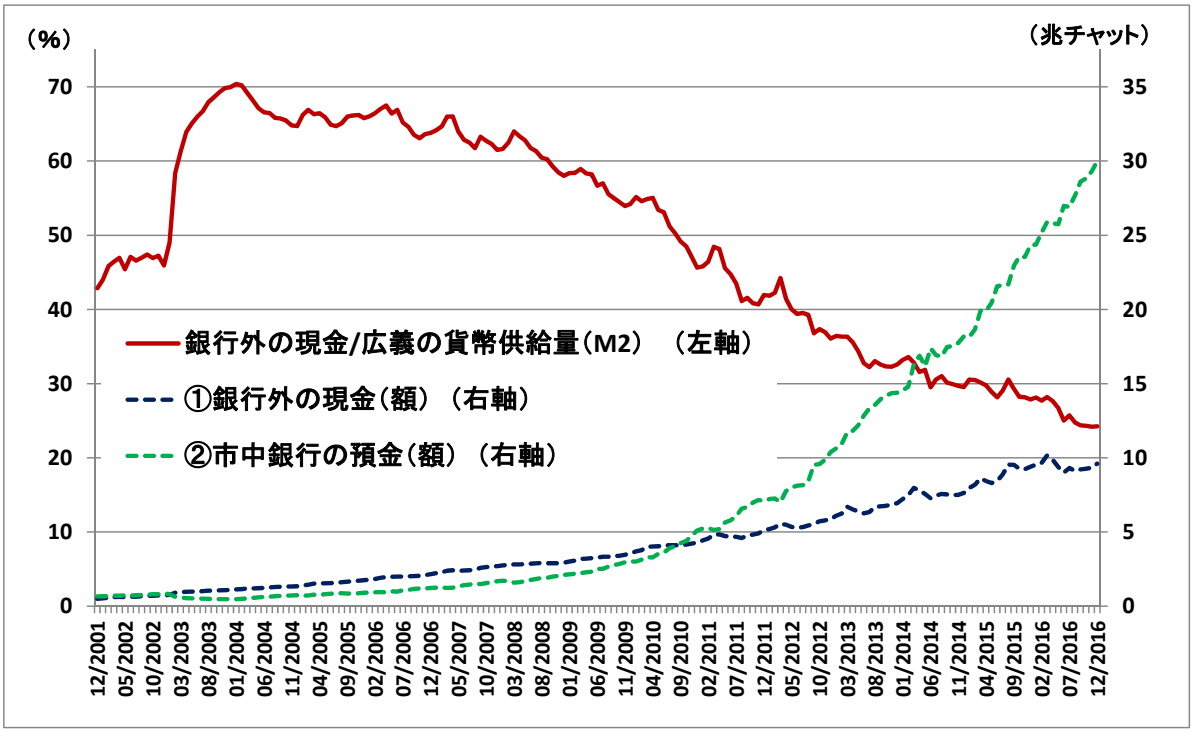


（注）マネタリーベースは、中央銀行が発行して流通している現金と中央銀行の当座預金等の債務の合計額。
（出所）IMF “International Financial Statistics” より大和総研作成

図表９により、まず 2003 年に発生した銀行取付けとその後の銀行業に対する規制の強化の影響を見ると、2003 年ごろ、①広義の貨幣供給量（M2）のマネタリーベースに対する比率（貨幣乗数）が急落しており、この急落が②市中銀行の預金のマネタリーベースに対する比率の急落及び③市中銀行の対民間債権のマネタリーベースに対する比率の急落と同時に発生していることから、銀行取付けによる市中銀行からの預金の引き出しと、それに伴う市中銀行の貸出の減少により貨幣乗数が急落したと見ることができる。その後、これら 3 つの比率は、マクロ経済政策の改革の開始前後まで 2003 年以前の水準に回復しておらず、これは、銀行取付けが発生した後マクロ経済政策の改革が始まるまで、銀行業に対する厳しい規制が続いた結果と見ることができる。

このことは、銀行外の現金の広義の貨幣供給量（M2）に対する比率と、①銀行外の現金の額及び、②市中銀行の預金の額の推移を見た図表１０によっても、確認することができる。図表１０を見ると、2002 年までは銀行外の現金の広義の貨幣供給量（M2）に対する比率は 40%台だったが、2003 年に銀行取付けが発生すると、同比率が約 70%に急増し、銀行外の現金の額が市中銀行の預金の額を上回って、ミャンマーは流動性が主として現金で保有される経済になったことがわかる。そして、このような現金経済とも言える状況が、銀行業に対する厳しい規制により長期化したことが、銀行外の現金の広義の貨幣供給量（M2）に対する比率がその後長期間にわたって高止まりしていることによりわかる。

図表１０　銀行外の現金の広義の貨幣供給量（M2）に対する比率と、①銀行外の現金（額）、②市中銀行の預金（額）の推移



（注）広義の貨幣供給量（M2）は、銀行外の現金と市中銀行の預金の合計。
（出所）IMF “International Financial Statistics” より大和総研作成

図表９に戻って、マネタリーベースの額や中央銀行の対政府純債権のマネタリーベースに対する比率の、2003 年の銀行取付けの前後における推移を見ると、貨幣乗数、市中銀行の預金、市中銀行の対民間債権とは対照的に、傾向の変化がほとんど見られない。マネタリーベースは、安定した率で増加し続けており、中央銀行の対政府純債権のマネタリーベースに対する比率は１に近い値で推移し続けている。これは、中央銀行の対政府純債権がマネタリーベースとほぼ同じ安定した率で増加し続けていたことを意味しており、財政赤字の中央銀行によるファイナンスの増加がマネタリーベースの増加に強い影響を与えていたと見ることができる。また、銀行取付けの発生後貨幣乗数は長期間低水準で安定的に推移したことから、財政赤字の中央銀行によるファイナンスの増加は、広義の貨幣供給量（M2）にも強い影響を与えていたと考えられる。

このような状況は、マクロ経済政策の改革の開始とともに大きく変化する。図表１０を見ると、銀行に対する規制の緩和により、市中銀行の預金が急速に増加し始め、銀行外の現金の広義の貨幣供給量（M2）に対する比率は、2012 年に 40%を下回り、直近まで更に低下し続けている。また、図表９を見ると、市中銀行の預金のマネタリーベースに対する比率が増加するのと並行して、市中銀行の対民間債権のマネタリーベースに対する比率も増加し、それに伴って、マネタリーベースの増加のスピードが速まるとともに、貨幣乗数が増加している。

2013 年度、2014 年度にマクロ経済政策の改革により財政赤字や中央銀行による財政赤字のファイナンスが減少したことを既に見たが、それにもかかわらず広義の貨幣供給量（M2）が顕著に増加したのは、銀行業に対する規制の緩和により、市中銀行の預金の受入れとその貸出の繰り返しが活発化した結果と考えられる。2015 年度には、財政赤字が再び拡大しそれが中央銀行に依存してファイナンスされたことを既に見たが、図表９を見ると、それにもかかわらず、2015 年度にも、中央銀行の対政府純債権のマネタリーベースに対する比率が従来の水準である１前後にまでは戻っていない。これは、銀行業に対する規制の緩和により、市中銀行の預金の受入れとその貸出の繰り返しが活発化した結果、マネタリーベースの額が顕著に増加していたためと考えられる。

銀行業に対する規制の緩和により市中銀行の活動が活発化した今日においては、財政赤字や財政赤字の中央銀行によるファイナンスの縮小だけでは、金融引き締め策としては不十分であり、それとは別に、金融政策独自の引き締め策も強化する必要があると考えられる。

4.2　インフレ率の上昇による実質金利の低下

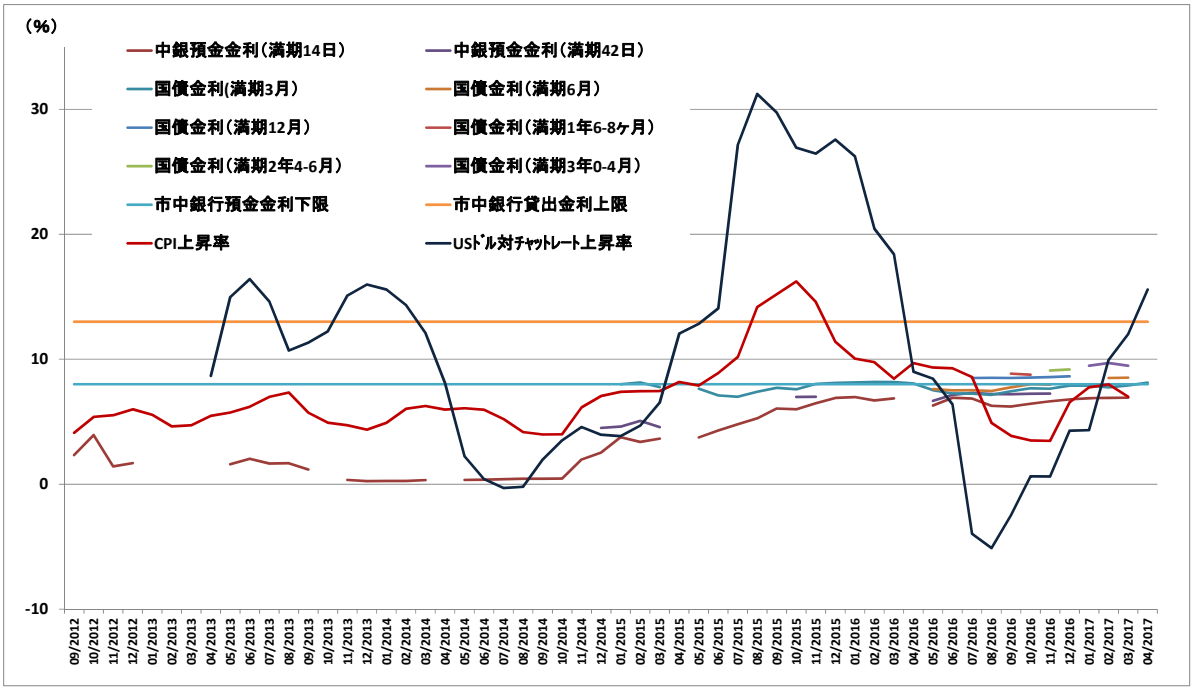
マクロ経済政策の改革において、銀行業に対する規制の緩和の目的の一つが金融政策の余地の拡大であったことを既に見たが、その中でとられる金融政策としては、市中銀行の資金を吸い上げる金融政策として、2012 年より中銀預金の入札が開始された。また、中銀預金より期間の長い国債の入札も、2015 年より開始された。国債の入札は、市中銀行の資金をより長期間吸い上げるとともに、中央銀行による財政赤字のファイナンスを減少させる意味も持っている。

それでは、これらの入札は、金融政策としてどの程度有効に働いたのだろうか。入札の結果中銀預金や国債に設定された金利の推移は、ミャンマー中央銀行のウェブサイトで公表されている。他方、ミャンマーでは、市中銀行の金利は規制されており、預金金利は 8%以上、貸出金利は 13%以下とされている。また、これらは、チャット建ての名目金利であるが、預金者や資金の借り手にとっての実質的な利益や負担は、名目金利だけで決まるわけではなく、名目金利から物価上昇率を差し引いた実質金利によって決まる。さらに、ミャンマーでは、外貨預金も認められているが、外貨預金から得られる実質的な利益は、外貨がチャットに対して増価したか減価したかによっても影響を受ける。

これらのことから、入札の結果中銀預金や国債に設定された金利の推移を、市中銀行の預金金利下限と貸出金利上限、CPI 上昇率、US ドルの対チャットレートの上昇率の推移と併せて、

すべて年率として比較可能な形でグラフ化したものが、図表１１である。

図表１１　中銀預金金利、国債金利、市中銀行の預金金利下限及び貸出金利上限、CPI 上昇率、US ドル対チャットレート上昇率の推移



（注１）金利、CPI 上昇率、US ドル対チャットレート上昇率は、すべて年率。
（注２）満期 7 日及び 28 日の中銀預金の入札も行われたが、満期 7 日の中銀預金は、2013 年 3 月までしか入札が行われておらず、満期 28 日の中銀預金の入札の結果設定された金利は、満期 14 日の中銀預金の金利と満期 42 日の中銀預金の金利の間に設定されているので、省略した。
（注３）CPI 上昇率は、直近までデータのとれる 2012 年を基準とする CPI により、前年同月比を算出。
（注４）US ドル対チャットレート上昇率は、中銀が外貨入札を行った上で毎日公表している参照レートのうち、各月の末日のレートにより、前年同月比を算出。
（出所）ミャンマー中央銀行ウェブサイト、ミャンマー中央統計局より大和総研作成。

この図表１１を見ると、中銀預金の金利は、2014 年 10 月までは低水準で推移していたが、2014 年 11 月から上昇傾向となった後、2015 年 9 月ごろ以降上昇が止まり、直近まですべての満期の中銀預金の金利が 6%以上、8%未満の範囲で推移し続けている。また、2015 年から国債の入札が始まったが、3 か月から 3 年超までのすべての満期の国債の金利が、直近まで 7%以上、10%未満に設定され続けている。国債の金利が 10%未満に設定され続けている理由の一つは、ミャンマー政府が、予算負担が増加し過ぎることを避けるため、金利が高すぎると考える応札については不落にしていることであるが、それにしても、10%未満の金利である程度の国債が落札されている。

他方、2014 年 11 月からの中銀預金の金利の上昇は、CPI 上昇率の高まりと同時に起こっている。CPI 上昇率は、2014 年 11 月に 6%台、同年 12 月に 7%台となり、以降 2016 年 7 月まで 7%を超える水準で推移した。2015 年 7 月以降、洪水による食料価格の高騰という一時的な要因も加わって CPI 上昇率の一層の高まりが見られ、2015 年 8 月から 11 月までは 15%前後で推移した。2016 年 8 月以降、前年の反動で一時的に低下したが、2017 年に入ってまた 8%近くまで高まっている。

CPI 上昇率の高まりは、名目金利の上昇を伴わないと、実質金利を低下させ、資金の借り手の返済負担を低下させて、資金の借入れ需要を増加させる。しかしながら、2015 年 9 月以降中銀預金金利は、上昇が止まり、8%未満で推移している。また、国債の金利も、入札の開始以降 10%未満で推移しており、CPI 上昇に伴う金利上昇が見られない。中銀預金や国債の金利が入札の結果このような水準に設定され続けている背景には、市中銀行の金利が、預金金利は 8%以上、貸出金利は 13%以下に規制されていることがあると考えられる。市中銀行の貸出金利は 13%以下に規制されており、また貸出の利鞘となる貸出金利と預金金利の差は 5%未満に規制されているので、そのような貸出金利や利鞘で貸出を行うことのできる十分な信用度を持った貸出先は限られる。したがって、資金の借入れ需要が増大しても、預金量に対応した十分な貸出を行うことは、いつも可能とは言えず、13%以下の金利で信用度の低い借り手に貸すよりも、8%未満の金利の中銀預金や 10%未満の金利の国債で運用した方が有利だというケースが出てくると考えられるのである。

以上のことから、中銀預金や国債の入札が行われていても、市中銀行の金利が規制されていることにより金利が十分に上昇しておらず、金融政策としては十分有効に機能していないことが考えられる。金利が十分に上昇しないと、物価上昇は実質金利を低下させ、資金の借入れ需要を増加させる。資金の借入れ需要が増えれば、市中銀行の貸出が増加するが、貸し出された資金は、現金で保有しているとインフレにより実質的な価値が維持できないので、預金として市中銀行に還流する。この繰り返しにより広義の貨幣供給量が増加すると、更なるインフレを引き起こし、実質金利を更に低下させる。中央銀行や国債の入札によりある程度市中銀行の資金が吸収されたとしても、金利が十分上昇しないと、吸収された以上の預金の増加が、市中銀行の信用創造機能により続く可能性があるのである。

したがって、金利を十分に引き上げる金融政策がとられる必要があり、そのためには、規制されている市中銀行の金利の見直しを検討することが必要である。しかしながら、貸出金利の上限は、これまで長期にわたり固定され、それを前提にして銀行の貸出が増え続けてきていることから、急に貸出金利の上限を引き上げると、返済不能案件が増え、不良債権が急増して、金融システムが不安定化する可能性がある。したがって、金利引上げは、銀行監督を強化して、金融システムを金利の引上げに耐えられるものとした上で行う必要がある。

4.3　中長期的に為替レートを不安定化する US ドル資産の保有が進む可能性

マクロ経済政策の改革の開始以降、インフレ率が上昇傾向になるとともに、チャットの対 US ドルレートが減価傾向となっていることを既に見た。また、貿易赤字拡大による外貨の超過需要の発生がチャットレート減価の一要因となっているが、チャットレートの減価が為替投機につながる等により輸出入による外貨需給の変化を超えて進まない限り、マクロ経済政策により対応する必要があるということにはならないことも既に見た。本稿における検討を終わる前に、金利が十分に上昇しないことは、為替投機によるチャットレートの減価にもつながる可能性があり、そのことからも、金利引上げが優先課題となっていることを見ておきたい。

チャットレートの減価が物価の上昇を引き起こすと、物価の上昇が更なるチャットレートの減価を引き起こすことから、両者はスパイラル的に進み続けるという見方がある。しかしながら、貿易赤字拡大による外貨の超過需要の発生により、チャットレートが減価しただけなのであれば、そのようなことが起こることは考えにくい。何故なら、ミャンマー国内で生産・販売されている財・サービスに対するミャンマーに輸入される財・サービスの割合は小さく、チャットレートの減価により輸入される財・サービスのチャット建て価格が上昇しても、国内の平均的な物価水準はそれより相当程度低い率でしか上昇しないと考えられるからである。国内の平均的な物価水準が輸入される財・サービスに比べて低くなれば、ミャンマーの人々は、輸入される財・サービスに対する需要を減らし、国内で生産される財・サービスに対する需要を増やすので、チャットレートの減価と物価の上昇がスパイラル的に進み続けることはなく、新しい均衡に至ると考えられるのである。

しかしながら、チャットレートの減価が為替投機につながると、最初は貿易自由化により始まったチャットレートの減価であっても、為替投機が更なるチャットレートの減価を引き起こして、新しい均衡になかなか至らない可能性が出てくる。そして、為替投機の温床の一つは、チャット建て金利が十分に高くないことである。

ミャンマーでは、エクスポート・ファースト・ポリシーが長くとられてきたこともあり、国内で外貨預金を持つことが公式に認められている。また、かつて閉鎖的な為替・貿易制度がとられていたことから、外国で非公式に外貨建て資産を持っているミャンマー居住者も少なからずいると言われている。チャットレートの減価は、外貨の相対的な増価を意味しているが、外貨の増価率が、チャット建て金利と外貨建て資産の金利との差より高い場合には、チャット建ての国債や定期預金を保有するよりも、外貨建て資産を保有する方が有利となる。

図表１１には、中央銀行が毎日外貨の入札を行った上で参照レートを公表し始めて以降の、各月の末日の参照レートの前年同月比の推移のグラフも重ねて描かれているが、その推移を見ると、市中銀行の預金金利の下限である 8%や国債金利をかなりの期間上回っている。また、2012 年 4 月に中央銀行が参照レートを公表し始めた際の参照レートと 5 年後の 2017 年 4 月の参照レートを比較すると、US ドルがチャットに対して約 66%増価しているが、この増価率を年率にするため 5 乗根を計算すると、約 10.6%となり、最も満期の長い国債の金利よりも高く、また市中銀行の長期の定期預金の一般的な金利（10～10.5%）よりも高い。為替レートの変動は、事前には正確に予測することができず、国債や市中銀行の定期預金のように事前に利回りが保証されているわけではないので、同列に比較することはまったくできないが、結果的には、US ドル資産を保有していた方が平均利回りが良かったことになる。

このような状況が続くと、ミャンマー居住者は、金融資産の一部をいつも外貨資産で保有して、為替投機のチャンスを窺うようになる。そうなると、為替レートを安定化させるために資本取引規制を行っても、資本流出と同様の効果を持つ為替投機が国内で発生しやすくなって、為替レートが中長期的に不安定になる。

金融政策を有効に機能させてチャット建て金利を引き上げることは、US ドル資産の保有が進

んで、為替投機によるチャットレートの減価が起こりやすくなって、中長期的に為替レートが不安定化することを避けるためにも、優先課題になっていると考えられる。