

令和元年6月17日(月)

## 第2回ASEANワークショップ

於 財務省 第3特別会議室 (中412)

財務総合政策研究所 総務研究部国際交流課

午後 1 時30分開会

○事務局 時間になりましたので、ただいまより平成30年度第2回ASEANワークショップを開催いたします。

私は、本ワークショップの事務局を務めさせていただきます財務総合政策研究所国際交流課の池田と申します。後ほど議事進行を座長にお願いするまでの間、当面の進行役を務めさせていただきます。

あらかじめのお断りですが、本ワークショップでご議論いただきました内容は、ご発言いただきました皆様の確認を得た上で、議事録としてとりまとめて当研究所のホームページで発表資料とともに公表させていただきます。

それでは、本日ご講演いただく京都大学東南アジア地域研究研究所教授三重野文晴先生をご紹介させていただきます。三重野先生は、一橋大学大学院経済学研究科の博士課程を修了後、法政大学助教授、神戸大学大学院教授などを歴任され、現在は京都大学東南アジア地域研究研究所の教授を務められており、副所長を兼任されております。専門領域は経済発展論、金融システム論、東南アジア経済などであり、ラオスの中長期にわたる経済発展に向けた取り組みの一環であるラオス財政安定化対話プログラムではアカデミック専門家としてご協力いただいております。

本日は、三重野先生より「後発ASEAN諸国の金融システムの現状と支援の課題ーラオスの事例を中心にー」と題しご発表いただきます。

ここからは議事進行を浦田座長にお願いしたいと思います。それでは、座長、よろしくお願いたします。

○浦田座長 ありがとうございます。

まず、三重野先生からお話をいただいて、その後Q&Aとさせていただきます。それでは、三重野先生、よろしくお願いたします。

○三重野教授 ご紹介いただきました三重野でございます。どうぞよろしくお願いたします。

本日は、貴重な機会をいただきまして誠にありがとうございます。ご紹介いただきまし

たように、私は現在、財務総研のラオス財政安定化プログラムのお手伝いをさせていただいております。その関係で、本日は「後発ASEAN諸国の金融システムの現状と支援の課題—ラオスの事例を中心に—」ということでお話をさせていただきます。

内容は主に2つございます。1つは、タイやマレーシアなどの先発ASEANを含めた、最近のASEANの金融システムに関するポイント、つまり大きな流れとしての論点を3つほど挙げさせていただきます。もう1つは、ラオスの金融システムの事例を少し細かくお話ししながら、後発ASEANの支援の一般的な課題についての所見を述べさせていただくという構成でございます。

資料と併せて1枚の要約をつくってまいりましたので、こちらも並行してご覧いただければと存じます。

それでは、始めさせていただきます。

最初に、まずASEAN全体の金融システムについての最近の動向のポイントですが、1番目は、この地域の企業の投資、資金需要の特徴についてです。2番目はそれを踏まえて、アジアの金融協力のこれまでの取り組みをどう評価するかという問題。3番目に、やや違う角度ですが、最近のASEANの商業銀行セクターがどのように変容してきているかという点をご説明差し上げます。

まず最初の点ですが、アジア金融危機以降、アジアの企業は銀行負債に強く依存していることが問題であると言われてきました。しかし、これは私の持論でもございますが、実態をよくよく見ていきますと、生産・投資主体つまり企業のファイナンスは、実は言われているほど負債ファイナンス偏重ではなく、むしろ一般に自己資本に依存している構造にあるということです。これはアジア金融危機によって生じたものではなく、それ以前からの伝統的な構造と私は捉えております。

これ（4ページ）は、ごく単純に上場企業を中心とした主要企業の負債比率の平均値を見たものでございます。マレーシア、タイの主要上場企業の負債比率をざっと平均値で見ましても、いわゆる証券市場が発展している英米型の金融システムにおける企業の負債比率よりも相当に低いということが実態でございます。勿論これは証券市場の発達を反映しているものではなく、詳細を省いて鳥瞰的に申し上げれば、資本勘定の部分のほとんどは

内部留保などの自己資本で占められており、投資資金は自己金融で回っている要素が強いことを意味しています。

次に、銀行の貸出行動を見てみますと、アジア金融危機以降の20年の間、生産部門、特に製造業に対する銀行の貸出が後退していることが、各国に共通した傾向として見えます。この青い部分の流れが製造業への貸出比率なのですが、タイ、インドネシアでは顕著に下がっている。ほかの地域、フィリピン、シンガポールでもかなり下がっている。それに代わって建設、不動産もしくは消費にかかわる産業に対する貸出が多くなってきていて、生産部門と銀行業の金融仲介がこの20年の間で乖離する傾向にあります。

では、株式市場がそれに代わって機能し始めているのかということ、実はそうでもありません。これ（6ページ）は、10年ほど前に国際協力銀行（J B I C）と一緒に大がかりな調査をしたもので、先発ASEAN諸国について主要企業の数を数えてみました。この表は総資産規模を基準として上位から数えたものですが、マレーシアを例外として、タイ、インドネシア、フィリピンでは、かなり大規模な企業の層でも上場企業の比率は限られていることがご覧いただけるかと思います。タイだと上位400社で3分の1ぐらいが上場、3分の2ぐらいは未上場にとどまっているのが実態です。

下のグラフを見ていただくとわかるように、株式市場はASEANのどの国でも回復して活況を呈しており、時価総額や株価指数を見ても、2000年代半ばごろには回復して、かなり高くなっています。しかし、実はそこに参加している資金需要主体としての企業の数はほとんど変わっていないということがわかります。資金需要主体の企業側からの参加が限られた中での株式市場が活況を呈しているというのがASEAN地域の一つの特徴です。

なぜこうなっているのかという疑問を、私自身の研究課題としてずっと追ってきました。この図（7ページ）はややわかりにくいのですが、先ほどの企業数を数える作業と同じような形で、総資産の大きな企業から上から100社ごとに並べてみたものです。右から一つの棒で100社が含まれています。またこれは、それぞれの100社を境界線から上側が上場企業、下側が非上場企業という形に並べています。さらに外資出資比率の分布もわかるように境界線に近い部分には外資出資の比率が少ない企業の数で、両端側が外資の比重が高いところがございます。見ていくと、これはタイの一事例にすぎないわけですが、純粹の

100%地場企業の数実は非常に限られていて、例えば上位1,000社ぐらいを見ると、全体で40%に留まります。そして最大の特徴として、大企業層でも非上場企業が多いこと、そのうちのかなりの部分が外資の現地法人ないし合弁企業で、直接投資による成長の過程で形成されてきた層であることです。FDIベースの工業化の中で企業の構造や資金調達の形が規定されているということになります。FDIのファイナンスにもいろいろな形がありますけれども、基本的には市場によらない資本ファイナンスの部分が大きいと考えられます。ASEAN地域の1つの特徴は、商業銀行の関与が工業化に対して相対的に小さく、自己金融型の資金調達が高い比重を占めている。この構造は今でも変わっていません。

アジア金融危機の際にさまざまに指摘された論点として、負債ファイナンスか、証券市場かという二者選択の観点から、コーポレートガバナンス改革や債券市場の育成の議論が行われてきました。しかし、現状は問題をそう捉えるべきではなくて、むしろ銀行も証券市場も含めた外部金融が、内部金融／自己金融に対してなかなか活発化しないことを、どう捉えるかという問題が本質なのではないかと見ております。

そうしますと、長期資金の市場の必要性、これは債券市場育成の議論などにつながってくるわけですが、実はその需要サイド、つまり長期資金の需要が本質的にどこにあるのかという問題の設定がこれまで欠けてきたように思われます。アジア金融危機以降の債券市場育成なり、あるいはコーポレートガバナンス改革なりという問題は、1つには製造業という成長セクターに対して長期の資金が不足してきたという考え方があったわけですが、この20年を経てわかったことは、そこはもともとあまり市場に依存しているわけではなかった。そして、ここにきて、インフラ投資あるいは消費等の分野に、その需要が現れてきていることかと思えます。そういったことを念頭において、論点を深めて行く必要があると思えます。これが1つ目の話でございます。

2つ目は、アジア金融協力の到達点という書き方をしました。財務総研や国際局はアジア金融協力のいわば総本山ですので、取り組み自体の細かなご説明は不要かと思えますので、総括的な一つの印象を申し上げます。ご案内のとおり、アジア金融協力の取り組みには通貨協力と債券市場の育成の両方がございます。私自身、根本先生などから教えていただきながらなるほどとわかってきたことは、例えば、通貨協力について、チェンマイ・イニシ

アチブが動き出し、さらにAMROの活動が本格化してきた一方、実際の通貨スワップが発動されたことはありません。それが発動されるとすればよほどのことで最後の段階ですから、制度があっても使わずに済むことが目的とも言えることかと思えます。そして、成果としては、むしろ、そういう制度づくりによってマクロ経済のモニタリングとか政策協同等の対話のコミュニティーやネットワークが醸成されてきたこと、それ自体なのだろうと見ております。特に、中国とはこれまでいろいろな段階があったにもかかわらず、先方から基本的に参加意思が維持されてきたことは重要なことだと思います。

一方で、債券市場に関してはさまざまな論点が入り組んでいるように見えます。もともとの柱は、長期資金の需給ギャップという観点から始まってきており、特に企業の長期資金をどう調達するかということでした。債券市場によるその資金供給システムを形成するために、まず国債市場の育成から始まり、そこから債券市場へ、ということです。ただ、債券市場育成の論議は、取り組みが進むなかで、当初の長期資金の需給ギャップの焦点はずいぶん薄まり、クロスボーダー発行、保証制度、中期債などいろいろな焦点が入ってきてさまざまなことが試行されてきました。

実態として、これまで企業が社債によるファイナンスを大幅に伸ばしてきたかどうか。これ（10ページ）を見ると、国によって違い、一部で成果はみられますが、全体として必ずしもそうでもないようです。まず左側の図をご覧くださいと、タイについては、もともと社債市場の水準が低く、それが徐々に分厚くなってきていることが看取できます。あえて2002年から描いてありますのは、実は、1997年あたりから見ると残高は大きくジャンプするのですが、ABMIの取り組みが2001から02年ころにはじまるものですから、取り組みとしての成果をみるためです。マレーシアを見ると、もともとかなり水準が高かったものが高いまま推移している。韓国は、2009年ぐらいまではそれほど動きがなかったけれども、ちょっと伸びているということでございます。インドネシア、フィリピンはずっと横ばいで動きはほとんどありません。

右の図は、1人当たりGDPを横軸にとって、縦軸に社債のGDP比を見たものでございます。この図から経済発展の水準と債券市場の分厚さは、実はあまり相関しているわけでもないことが看取できるかと思えます。一つの典型例としてマレーシアではいわゆるブ

ミプトラ政策の過程で機関投資家が早くから育っていて、もともと債券市場が発展していた。2000年代以降も単にそれを維持しているということかと思います。

もうちょっとマイクロの話に入っていきますと、2000年代に入って先進ASEAN諸国は社債を発行する企業が増えています。これ（11ページ）は、各国の債券協会が発行している年鑑の企業・社債残高のリストから、個票の情報を積み上げて整理したものです。意外なことがわかりました。社債の発行が盛んな国もあればそうでない国もあるのですが、どの国も発行体として、一般的な製造業企業はやはりあまり多くありません。主な発行体は、非製造業のインフラ部門、あるいは銀行／金融機関です。債券を通じた資金調達のためには一定の特徴があるのではないかということです。特に意外なことは、銀行／金融機関が多く出していることで、そもそも預金がかなりあって、預貸率がかなり高い状況が続いている国でもそうです。おそらく商業銀行が供給資金の長短の期間変換のために利用していると推測され、金融市場の構造の重層化に寄与しているといえます。もともとの想定とは違った形の動きかと思います。

そういうことを考えていきますと、金融仲介、債券市場、株式市場というのは、単純に代替するという話ではなくて、おそらくそれぞれのチャンネルに得意分野、不得意分野があると思われます。これ（12ページ）はそのアイデアをごく簡単にまとめたものですが、（1）情報の非対称性や情報生産という論点と、（2）資金の出し手である投資家や債権者の権利保護の問題、これは破産法制などを含みますが、どの程度権利保護できるような法制度をつくり上げるかという問題があります。それから、（3）需要側としてはやはり期間の問題がありますし、（4）リスク許容度の違いもあります。こういう要素を総合的に見たときに、例えば債券市場にふさわしい企業なり産業があり、あるいはむしろ金融仲介が得意な産業があり、という見方で物事を見ていく必要があるかと考えています。そう考えますと、債券市場の取り組みについては、もともとの論点だった長期資金のチャンネルの形成という原点にもう一度返って、長期資金の資金需要との関係で考えるべきではないかということが1つでございます。ただ、このスライド（12ページ）の一番最後でございますが、さはさりながら、ABMIの枠組みでラオスなど後発ASEAN諸国に対して行っている国債市場に焦点を当てた技術支援（Technical Assistance）事業は、金融シ

システム全体にかなりの波及効果を持っているということはあるように思われます。この点は後半部分でお話しします。

3つ目は、少し話が飛びますが、この10年くらいで、ASEANの商業銀行セクターが全体としてかなり回復し、腰が強くなってきているという現状を指摘させていただきます。ラオスなど後進ASEAN諸国の側は、ASEAN域内の外国銀行の進出によって国内金融システムに強く影響を受けていますが、そうしたことの背景に位置づけられる問題です。アジア金融危機以降、ASEANの銀行業は大きなダメージを受けたわけですが、その後、マレーシア、インドネシアでは大きな銀行同士の合併によって巨大銀行が形成されて、タイでも大手銀行が生き残ってそれぞれに規模を拡大してきています。またタイ、インドネシアについては外資の参入・導入が格段に広がり、また、マレーシア、シンガポールについては、政府が直接介入して政府所有の有力銀行が形成されるなど、商業銀行セクターの様相が産業としてさま変わりしています。

(13ページの) 右側の図は、試みに、世界の主要商業銀行とASEANの商業銀行の規模を比べたものでございます。中国の銀行が規模だけで見ると極端に大きいものの、ワールドプレーヤーとしては三菱UFJあるいはJPモルガンあたりがトップで、少し規模が小さくなって、ドイツ銀行やSMB Cなどが位置しています。またアジア太平洋地域のリージョナルな国際銀行としてANZを見れば、これが三菱UFJの4分の1ぐらいです。シンガポールの最大行であるDBS（シンガポール開発銀行）はその半分ぐらいの規模にまで迫ってきています。ASEANのリストを見ると、3つシンガポールの大規模行があり、そしてマレーシアの大規模行が3つある。シンガポールの3つの銀行とマレーシアの2つの銀行は、ASEAN地域全体でのリージョナルプレーヤーになりつつある。ちなみに、りそな銀行の規模が、ANZとDBSの間ぐらいでございまして、DBS程度の規模は世界的に見てもそれほど侮れない存在になっていると言えるかと思います。

これ(14ページ)は簡単に触れるだけで飛ばしますが、商業銀行において外資がどう参入しているかという点を、タイの事例でまとめたものです。網がけは外国銀行自体の参入による国内免許扱いの商業銀行です。それから、タイの大手銀行はよく四大銀行、五大銀行といわれますが、五大銀行のうちのBank of Ayudhyaは三菱UFJが買収した状況であ

ります。上の4行も外資の比率、筆頭株主はいろいろですけれども、ファンドを中心として外資がかなり入り込んでいる。これによって規模を拡大して、例えばバーゼル規制などに対応してきたという経緯があります。

シンガポールとマレーシアの5つの銀行は、ASEAN地域に非常に大きく展開しています。これらの銀行は特に、やや後発のタイやインドネシアにも支店や現地法人を持って、いわばASEANのリージョナルな銀行としてのネットワークを形成しつつあります。タイはこの表（15ページ）に入っていないませんが、タイの銀行はASEAN全体に展開する形ではないものの、ミャンマーとかラオスとかカンボジアに対してかなり積極的に参入してきています。また、中国の銀行は中国工商銀行を中心にかなりプレゼンスを高めている。日本の3つの銀行も昨今、かなり積極的に東南アジアへ戻りつつあります。

この3つ目のお話を差し上げたのは、ラオスの金融システムが、受け手側として外資、外国の資本にさらされていることを申し上げたいということでございます。

そこでその2つ目の内容に話を移したいと思います。まず、私は今回のラオス財政安定化プログラムでお手伝いしているのですが、正直申しまして、金融についての包括的な情報が驚くほど少なく苦しんでいます。商業銀行セクターについていえば、銀行の数はもちろんわかっていますし、一覧表はあります。一覧表に住所ぐらいいは書いてあるのですが、それぞれがどれぐらいの規模であるのかという財務に関する基本情報は一切ございません。ただ、民間銀行に対してはウェブサイト上で年次報告書を公開するよという通達が中央銀行からあるので、そこから集めてくることはできる。しかし、主要銀行を含めそういう命令を聞かない銀行もありますので、情報は不完全です。中央銀行統計の集計数値も極めて不完全です。ですからごく断面を調べてみた、という以上のものではありませんが、それでもおもしろいことが見えてきましたので、それをご紹介差し上げるという内容でございます。

主要な論点から申しますと、まず、財政赤字や公的負債悪化との関係で金融システムに起きている大きな問題は、2017年ごろに顕在化した政府による公共事業の不払い問題です。建設関係のプロジェクトに対する政府の側の支払い延滞が発生し、それによって事業を請け負った企業へ商業銀行信用の返済も延滞するという事態が広がりました。政府は、三角

債(triangle bond)と呼ばれる長期、実質値でマイナス・クーポンの国債を発行して、商業銀行の当該企業への貸出債権を振り替える形で割当て、それによって企業への支払い延滞の解消を試みていることをございます。基本的には商業銀行の負担・収奪になっているわけで、金融抑圧の一つの典型です。今年の3月に初めて市場を通じた国債の発行がまさにABMIの成果として実現しましたが、それまでは通常国債の消化経路、あるいは通常市場ベースの国債発行が実施されたことはほとんどなく、散発的にこういった三角債のようなものが出されて、それも銀行に負担がしわ寄せされるという関係になっていました。

当然ながら三角債の金利は非常に低いのですが、そもそもラオスの場合、金利体系全体に歪みが激しい状況です。預金金利はおおむねインフレ率+プラス $\alpha$ に規制されていて18年ごろまでは4~5%程度です。貸出金利の規制は、預金金利プラス4%程度を上限として決められている。これは通貨別に決められていまして、ラオスキープ、ドル、パーツの貸出と3種類あり、通貨によって多少上限が違いますが、概ね8~9%程度です。三角債の金利は預金金利よりかなり低い水準でありますので、持つだけ損になります。このように国内の金融市場がゆがんでいて、政府も国内の財政赤字ファイナンスは不活発で、一方、政府はタイの市場でタイパーツおよびドル建てで外債による資金調達を活発化している状況です。同様の動きは主要国営企業の政府保証債にもあります。ラオス国内の当事者に話を聞くと、しばしばタイパーツ建てのほうが金利が安いという言い方をします。パーツ建てで国債の資金調達をして、一方で国内には国債市場が存在しないような構造になっております。

これが大きな構造でございますが、国内の金融システムを支える商業銀行セクターを見ますと、これ自体も非常に歴史が浅いものです。時期を確認し忘れましたが、社会主義的なモノバンクから中央銀行と国営3銀行に分離した後、最大行のBCELという銀行が外資の合弁銀行などをつくっていきます。2007年によやくきちんとした商業銀行法ができて民間銀行の参入が進みまして、そこからある程度商業銀行は活発になっていく。2010年代には外国銀行の支店が倍増してきます。

この間の法制度ですとか沿革がどうであったかということをご自身で今回調べてみた

のですが、驚くほど情報が少なく、英語であたれる情報が限られています。2007年の商業銀行法につながる2000年代前半についての国際機関のレポートやそのバックグラウンド・ペーパーはたくさんあるのですが、それ以降はぱったり止まっていて、最近何が起きているかという情報はなかなか出てこないのが実状です。リサーチアシスタントの人にラオス語の文献も探してもらったのですが、やっぱりないと。したがって、ラオスの銀行セクターを調べるには、どういう銀行がどれぐらいの規模でどこにあるか、というところから探す作業が必要でした。この作業の観察の一端をこれからご紹介させていただきたいと思えます。作業そのものは、ここ（18ページ）に書いてありますように、結局、財務情報等々、公開されているものを入手して、それからできるだけ多くの銀行に個別訪問で聞き取り調査をした結果でございます。

これ（19、20ページ）は銀行の一覧表でございます。業態が6つぐらいありますので、上からご説明を差し上げると、まずは国営銀行です。これはモノバンクから分離した銀行ですが、B C E L : Banque Pour Le Commerce Exterior Lao Public とフランス語です。これが最大規模の銀行としてある。それから、Lao Development Bank と Agriculture Promotion Bank、この2つは国営銀行ですが、一切情報が出てこない。総資産規模がいくつであるのかについてすら非公開です。この2行については断片的に得た資料から、簡単に鉛筆をなめてこのぐらいたらうという計算をここには置いています。政策銀行が1つありますが、こちらはさらに情報がありません。ただ、大ざっぱに見て規模は大したことはないだろうということで、ここでは無視しています。

次のグループは、一番上のB C E L と外国銀行の間の合弁でつくられた、外資合弁銀行で、これらはわりとまともな銀行です。それから、民間銀行の参入が2007年から認められて、それ以前から存在したものも含めて、主に新規参入で形成されてきたものがDの民間銀行です。ただ、この民間銀行も実はオーナーが外国人である場合があります。例えば14の MARUHAN Japan Bank は日本のパチンコの事業の大手ですが、カンボジアで MARUHAN Japan Bank をつくって、そこからさらに参入してきています。マルハンの日本の本社と、それからシンガポールの投資法人からの出資であるということでございます。

表のE、Fは外国銀行です。Subsidiary bank というのは、外国銀行の子会社銀行とい

う意味です。これはかなりのシェアを占めています。最後にFの外国銀行の支店ですが、これを調べてみて、この外国銀行支店の規模が相当に大きいことがわかり、驚きました。特に、34番の中国工商銀行の支店は、実は全銀行部門の総資産の20%を占めています。外国銀行の1支店が巨大な銀行として存在しています。

このような基本的な数字を調べるのが主要な作業になってしまいますが、総資産の比重を簡単にグラフでまとめますと、右側の50%あたりが政府の出資が入った銀行でございます。これ（灰色）が最大行のBCELで、BCELとのジョイントベンチャーがこちら（黄色）でありますから、これを入れると40%程度のシェアです。Agriculture Promotion BankとLao Development Bankが完全な国営銀行ですが、それで50%を超える。純粋な国内民間銀行は実は13%ぐらいのシェアしかなくて、外国銀行の子会社や支店がかなり大きく、中でも中国工商銀行が非常に大きなシェアを持っている。これは総資産ですからオペレーションそのものを指すわけではありませんが、しかし、かなりいびつな構造であることは間違いないと思われます。

基本情報や財務諸表は集まりましたので、バランスシート構造などもある程度観察できるのですが、ごく簡単に申し上げると、やはり資産サイドでは、遊んでいる流動資産が大きいように見受けられます。特に外資においては銀行間の貸し借りの勘定が分厚い、これは海外の親銀行との資金関係を意味しているのであろうと思われます。負債サイドでは資本勘定と他の銀行からの資金調達が多くて、預金が占める比率はまだまだ少ないように見受けられます。民間の銀行、国内の銀行を見ると預貸率は100%には届いていない。それでもかなり預金のレベルには近いところまで出しているといえるのかもしれない。

収益構造も計算ができますので、数字が正しいと仮定して見ていきますと、端的な事実だけは指摘できるかと思ひます。（23ページ）左側のグラフを見ていただきますと、ここで分けた6業態のほとんどのケースでプラスの利潤を維持されています。ただ、ネットの金利収入と経費を比較した場合、明らかに経費が高い。にもかかわらずプラスの利潤が維持されているのは、非利子収入、手数料収入等々での利潤の確保がなされているからです。右側と比べるとわかるように、例えば民間銀行だと、ほとんどが為替両替や国内送金の手数料で何とか黒字の利潤で回っている。ざっとみたところ、金融仲介業としてのビジネス

が成り立つ規模にほとんどの銀行は達しておらず、構造的にはまだ金融仲介がうまく回転し始めているということなのかと理解しております。

ここまでが銀行業のことでございます。

さまざまなヒアリングをしていろいろおもしろい話はあるのですが、ここで書けるような話は実はあまりなくて、エピソード的なことばかりです。時間もありませんのでそれら(24ページ)は省略させていただきます。

政策課題としては、とにかく金利構造を適正化して、銀行業がしっかりした貯蓄動員を進められるような構造にするという非常にスタンダードな問題がまだまだある。貯蓄動員を進めることによって外資に依存するような構造をできるだけ低減していくことが大事かと思われまふ。そして、そういう形で正常な財政ファイナンスをある程度は国内貯蓄によって支える経路をつくり出す、という非常に基本的なところがまだまだラオスの銀行システムの課題だろうと考えております。

ちょっと角度を変えまして、もう1つ、ラオスの金融については資金需要側の調査もしております。実は銀行業の調査よりもさらに困難な作業でございまして、このスライド(25ページ)の下のところから説明させていただきますと、まずラオスでは総合的な企業ダイレクトリーがありません。主要企業は何か、どのような企業があるのか、という情報が全く入らない。これには最初驚きまして、そこで証券委員会や財務省国営企業局などが将来上場を検討している30社とか、ジェトロがうまいぐあいに「期待される企業家100」といった冊子をつくっていらっしゃいましたので、そういうものを持ってきて、まずいろいろな企業名簿を合わせて主要企業とは何かを探しました。そこから株主構成や総資産規模も断片的ではありますが、ある程度把握できましたので、それらを付き合わせて企業リストを作り、重要そうな企業から60数社程度アンケート調査で訪問して、さらに貸借対照表を入手するという作業を行いました。非常に原始的な方法ですが、それでようやくイメージがつかめてきました。

わかったことは、財務省の国営企業局で行った聞き取りによると、国営企業数は61社、ただし、国営企業局でも、地方政府の事業については把握できていないということでありまして、国営企業は全部で170社くらいあるようです。大きな国営企業の中では、国営企

業のまま外資との合弁になっているケースが結構あります。例えば Lao Telecom は、ラオス政府が51%で、シンガポールの SingTel に49%出してもらって、技術供与を受けている。こういう形での外資の導入はかなり進んでいます。民間資本は、アグリ系とか食品の流通、あるいは輸出／輸入業などの商業を中心に成長していますが、すくなくともビエンチャンで調べる限り、主要企業層にはいわゆる F D I 型の製造業は非常に少ない印象があります。

これ（26ページ）はまとめた65の企業でございますけれども、出資比率50%を超える国営企業は16社、それから民間企業26社ぐらいがサンプルに入ってくるということで、大きなところは国営企業だということです。

これの資金調達を探ってみるのが一つの作業で、このサンプルを使って資金調達を見てみたのですが、意外なほどにタイやマレーシアの大手企業に似通っています。負債比率は50%程度であり高くはない。それから、銀行からの借入れを見ると、単純に対総資産比率で見てもあまり高くありませんが、そもそも借りている銀行との取引のある企業がこういった大企業層で見ても30%程度しかないということでありまして、まだまだ金融仲介に頼る構造にはなっていない。それから、これもタイやマレーシアに非常に似ているのですが、民間企業においては、オーナーとかマネジャーとか関連会社との取引での資金調達が相対的に盛んで、内部資金市場がかなり活用されているということでございます。そういうことで、企業側が銀行の資金調達に頼るところはあまり多くないということが実態としてございます。

最後に、証券市場です。証券取引所は、ラオスとカンボジアで共通しているのですが、韓国の証券取引所の支援と出資でつくられたものです。2011年に設立されていますが、昨年まで上場企業は5社にとどまっていた、非常に初期的な段階にとどまっている。ただ、18年に、中央銀行や証券委員会によって上場促進のためのワーキンググループが活動していて、この何か月で新たに5社上場して、10社あります。おわかりいただけますように、当初、国営の銀行や電力関係の大きな企業が試み的に最初に上場させられて、その後、民間の主に商業、第3次産業の企業が上場してきました。今年上場した新しい企業どういうものなのか精査している最中ですが、ぱっと見てみたところ、今回の調査で私が作った主要企業260社程度のリストには出てこないような小さなものがかなりあって、まだよくわ

かりません。1つだけ、7番目のLao Cement Public Companyを調べてみると、中国企業の出資比率が94%という外資系企業で、これがどういう意図や経緯で上場したのか今後調べてみたいと思っています。いずれにせよ株式市場は極めてプリミティブな段階にあるということです。

このように政府が上場企業数を増やすことをめざして、かなり尻を押して上場させている状況です。ミャンマーのケースでも同じですが、自発的なIPOの需要はなかなか出てこないのではないかと推測しております。1つには、言うまでもなく、株式市場をワークさせるような制度上の整備が未成熟であることが問題としてあります。しかし同時に、先ほどタイでご説明しましたように、銀行借り入れそのものが活発でない段階で、株式市場に相応するような長期の資金需要がどんどん出てくるとは、ちょっと考えにくいということでございます。ただし、留保できるポイントとして、ラオスの場合、国営企業の改革という課題が一方でありますので、国営企業の改革あるいは国営企業の透明化という点でいうと、こういった組織された証券市場が果たす役割はあるのではないかと。さらにそれと関係して、国営企業における外資のパートナーのプレゼンスの問題がラオスにはあります。その外資大株主との対抗力との関係からも透明化は進める余地があるので、証券市場が自律的に動くことは簡単にはないだろうけれども、しかし、こういう課題に対して利用するデバイスとしての意味は大きいのではないかとということでございます。

もう1つ大きなポイントですが、ABMIを中心として行われた国債市場をはじめとする証券市場の形成の取り組みは、結局のところ、それをするために、金利体系をはじめとする金融の歪みを直していかなければならない、あるいはさまざまな取引のシステムの向上等々への取り組みにも手をつけなければならなくなりますので、債券市場の問題を超えて、銀行システムを含めた金融システム全般の制度整備に大きなシナジーを持っていると思われまふ。そういう意味では、ミャンマーやラオスなどで、ABMIの枠組みとして行っている国債に焦点を当てた債券市場の技術支援の取り組みは、そういう波及効果の部分においても効果は大きいのではないかと思います。

最後にまとめさせていただきます。後発ASEAN諸国の支援問題としては、とにかくスタンダードな銀行システムをつくるどころが重要な段階にあるということです。銀行の

安定的な経営持続性を実現する。それによって国内の貯蓄を動員することで、財政でも、それから企業の資金調達についても、国内のファイナンスの余地を広げるということであるかと思います。一方で、現状は、そういったことが実現しない中で外資への依存が攪乱要素になっていますので、これが解決すべき問題の中核であろうと思われま。その問題を解決したとしても、いずれにせよ、資金需要の市場化というのはあまり簡単には現れてこないだろう、これは先発ASEAN諸国の経験を見れば明らかでありますので、証券市場あるいは社債市場を一気に育成する考え方をとるよりは、そもそも内部資金／自己金融から商業銀行による資金供給を深化させるというような、発展のシーケンスの認識が重要であろうかと思われま。さはさりながら、証券市場が重要でないかということ、そうではなくて、例えば国営企業改革等あるいは銀行業と証券市場の補完性は明らかにありますので、そういったことに配慮しながら証券市場の育成を考えて行くことが重要だと考えられます。

そうしますと、結論部分になりますが、これまで進められてきたABMIによるミャンマーあるいはラオスなど国債市場の形成のための技術支援の取り組みは、明らかに債券市場の問題を含めて、しかし、それを超えて金融システム全体に大きなシナジー効果があると思われま。そうであるなら、アジア金融協力の取り組みの中に、むしろ金融システムの基盤整備の協力をもう一つの軸として明示化してもいいのではないかというのが私の所見でございます。最後のスライド（32ページ）の絵は、昨年9月に日経新聞に寄稿したときにきれいに描いてもらったものです。債券市場の部分に焦点を当てること自体は重要なことではありますが、特に後発ASEANの問題の論点としては、そこからつながる金融システム全般の発展に焦点を広げてもいいのではないかとということが1つございます。

最後に、債券市場自体は長期資金の供給システムから始まっています。以下は、考えがまとまり切らずに要約メモにはまとめていないのですが、長期資金の供給という点でいうと、債券市場の育成という取り組みと、中国による一带一路の直接的な財政資金の活用も含めた形でのインフラ整備の両者は、ある意味で方法論として向き合っているようにも思われま。債券市場の問題も長期資金の供給問題としてもう一度見直していく。長期資金の問題はイコール債券市場ではないですが、重点を債券市場それ自体よりもむしろ長期資

金の供給システムという問題に当てていくことが1つかと思います。欲を言えば、通貨協力のところで醸成された信頼関係や対話のネットワークを、今後のアジアの長期資金供給—現在は主にインフラの資金に関して大きな論点になってきているわけですが—、そこでの対話や議論をする場をつくっていく形に進化させていくことが1つあり得ることであろうかと考えております。

こういった観点から簡単に所見を述べさせていただきました。どうもありがとうございます。

○浦田座長 たくさんのテーマを短時間でまとめていただきまして、どうもありがとうございます。

与えられた時間は15分ぐらいですけれども、できましたら、ご質問、コメントのある方はネームプレートを立てていただいて、こちらから指名させていただきたいと思います。多い場合には2人あるいは3人の方々のコメント、あるいは質問をまとめて三重野さんから答えていただく形にしたいと思いますが、いかがでしょうか。

○門間特別顧問 大変興味深いご報告、ありがとうございました。質問が1つとコメントが1つです。

質問は、特にラオスの金融市場というか、金利の状況などを教えていただきまして、ありがとうございました。私は、財務総研にいたとき、2014年の秋ぐらいに Lao Development Bank に対して財務総研が金融の技術支援、特に企業に貸すときに中小企業の支援をどういうふうにするかというときにラオスへ行きました。当時、中央銀行の人たちとか財政部から言われたのは、既に外国の支店を随分認めてしまって、その上でさらに金利を自由化してしまった。その後で市場金利がすごく高くなっていて、今後ラオスを発展させるには何とかして金利を低くしないととてもできないという課題があった。その後どうなったかよくわからないのですが、今、先生の発表を伺うと、かなりまともになってきていて、大分低くなってきている。一応インフレにちょっと上乗せした預金金利があって、貸出金利はさらにそれに5%上乗せして、それでも10%ぐらい。当時私が行ったときは10何%でした。それからすると、先生から見て、かなり金利の規制とか、何もしないで開放してしまった後に、これではまずいということでもいろいろやっていたと思

うのですが、そのあたりのお話があればありがたいと思うのが1点目。

それから、質問をもう1つつけ加えますと、ラオスの場合は、特に財政資金もそうですが、電力を特にタイに輸出している関係で、タイバーツで債券を発行して、その資金でダムをつくったりして売る。それがかえって逆に財政のいんなりリスクにもなっているのですが、今の話ですと、国債は大体そういうところで使われている。我々もABMIをやったときに、そもそもそういうことも考えたらどうかと実はアドバイスしていました。それを突破口にしていろいろ制度を整備すべきだとアドバイスしていたのですが、そのあたりについて、ラオスの政府当局とか、その先のことを考えていなかったかどうか教えていただければと思います。

コメントは、ASEANのABMIの債券市場イニシアチブを2003年につくったときの張本人ですが、当時はやはりアジア通貨危機をもう一度起こさせないという意味で、短期のバランスペイメントの支援はチェンマイ・イニシアチブとか通貨スワップでやろう。だけど、根本的な原因は金融市場にあるので、金融市場をどうやってつくっていくのかということで、ちょっとキャッチーなことで債券市場でやりましたが、本当の狙いは金融市場そのものをつくっていこうということでありました。当時、メインターゲットはタイとかマレーシアとか、ミドルのASEANの国々だったわけです。だけど、ASEAN+3でやっていくのに、後発の国たちを全く相手にしないわけにいかないんで、そういう国はかなり時間がかかると思っていたんですが、地道に金融市場をつくっていこうと考えて、技術支援を中心にそういうものをつくっていったということです。

実は財務総研の所長をやっていた2014、15年のころに、ミャンマーとの関係でいうと、そもそも全体として貯蓄も全然集まらないし、銀行にも依存しない。非常に金融が未発達なときにどうすればいいかという相談がミャンマー側からあった。そのときに考えたのは、預金保険を含めて、中央銀行を含めて、あるいは株式市場をつくるということもありましたが、国有銀行をどうやって改革するかを含めて、トータルな絵を描いて、ミャンマーの財務大臣を2カ月に1度は訪問して、いろいろな案をやっていたわけでございます。

ただ、実際にやってみると、中央銀行の中でも保守的な幹部の方がいらっしやったり、政権の内部でも、必ずしも日本のアドバイスだけではなくて、IMFを含めてさまざまな

ステークホルダーからの意見の違いなどもあって、単純にうまくはいかなかったんです。それでも、外資の開放を含めて全体として金融セクターをどうつくるのかということでもいろいろ支援してきた。ある意味、おっしゃるように、後発の国々もそういう時期に来ているので、それをどんな形でやるのか。ミャンマーについてはある程度バイで支援しようとしていたということですが、ASEAN+3全体でそういうことをやっていくことが可能であれば、確かにそのほうが一番進めやすいのかなという気もいたします。

○根本教授 大変興味深いプレゼンテーションをありがとうございました。ASEANの資金調達の構造とか、それがラオスに類似性があるとか、非常におもしろい論点で、ラオスについての進出銀行とか、日ごろ疑問に思っていたことが非常にわかって勉強になりました。コメントが2つと質問が1つです。

コメントとしては、このように40ぐらいの銀行がラオスにいるのですが、ラオスの中央銀行の検査監督を担当している人間は、私の記憶では同程度しかおりません。金融機関が進出してくるたびにそれが引き抜かれて、高い給料で民間に行ってしまうような自転車操業状態になっております。私が立場的にお願いしたのは、タイとかマレーシアとかラオスの進出を出す側の監督機関は、ラオスにある銀行経営も含めて見てもらいたい、ということでした。

それから、ラオスというのは国際収支統計が比較的振れるのですが、金融サイドのこういうところが影響している、金融に関する実態の把握がそういう面で影響していると見ております。

以上2点はコメントです。

質問としては、大もとに返って、10ページ、11ページの債券の話です。現地通貨建てか外国通貨建てかというのは非常に大事な気がします。ここにあるようなのはトレンドとして今どういう方向になっているか。もしお気づきの点があれば教えていただきたいと思っております。

○小部副所長 ありがとうございました。基本的なことを質問させていただきます。スライドの8ページ目にASEANの金融システムの論点というまとめをしていただいております、資金需要の話として、「ASEAN経済における長期資金需要は、インフラ投資と消費、

住宅投資などの分野にあらわれているとお書きいただいております、恐らくラオスでも同じ事情なのかと思います。ここに書かれているような長期資金需要というのは、必ずしも民間セクターが資金の需要者になるとは限らない分野が入っているほか、戦後に日本の銀行や証券会社をプレーヤーとして形成されていた金融システムが、21世紀の今のテクノロジーを前提として色々と変化してきている時代に、ラオスの実情を考えたときにフィットするものなのかどうか、いま一つ自分の中でうまく整理がつかなかったものですから、そのあたりの見方を教えていただけると大変ありがたいと思います。

○仲川社長特別補佐 ありがとうございます。ラオスにおける金融仲介機能の強化において、まずは銀行業を強化する必要があるという点に関して、質問させてください。最近、私はモンゴルの資本市場育成に携わっているのですが、同国でも、借入人となる企業の側で、財務諸表がそもそもないとか、あっても信頼できないという問題に直面しています。そういう状況では、社債市場の育成はもちろん、銀行による貸出も、企業の信用リスクに依拠する形で行うのはなかなか難しい一方、不動産などを担保として一律の金利で銀行が貸し出すことはそれなりにできているとのこと。ただ、担保を元にした貸出を行うに際しても、そもそも不動産がきちんと登記できているのか。また、それに伴う最低限の制度が整っているのかが重要になります。例えば担保処分しようにも、登記がきちんとできていないとか、あるいは、そもそも処分しようと思っても4年も5年もかかってしまうということになると、銀行も担保付であってもなかなか貸しにくくなると思います。そのあたり、もしラオスの現状について、もしご存じであれば教えていただければと思います。

○三重野教授 さまざまな質問、コメント、ありがとうございます。幾つか重なる部分もございますが、簡単にお答えできることを先にお答えします。

根本先生からご質問をいただいた外貨建てか内貨かということですが、先ほどの図は両方とも含んだものです。トレンドとしては外貨が増えてはいますが、全体で見た場合、比率は非常に少ない。外貨建てを除いても、このトレンドはあまり変わらないだろうということでございます。

それから、小部様からいただいた質問でございますが、長期の資金需要は民間セクターの問題ではないのではないかとということでございます。例えばタイ、マレーシアであれば、

インフラの投資、資金仲介というのは基本的には民間の部分だと思います。もう1つ、消費に関していうと、これは完全に民間の問題だと思います。ラオスのケースはそういう話ではなく、むしろ公共投資の話でありますから、つまり、債券市場がかかわるような民間の市場ベースの話と、一带一路が入ってくるような援助、インフラ建設の問題とが重なっているといいますか、ラオスにおいてはそういう話だということでございます。

最後のところで申し上げようと思ったのはまさにそのところでありまして、例えば長期のインフラの資金供給のあり方そのものに対して、一带一路からは、挑戦を受けている形でありますから、この問題を今後議論できるような場所としてアジア金融協力をつくっていくことは大事ではないかというのが私の考えでございます。

ラオスの2014年ごろからの金利体系の問題でございますけれども、基本的にはインフレ率プラスいくつという規制は、2014年がそうでなかったとすると、その直後に導入されたのだと思います。2014年のころは民間の銀行が高いインフレのもとで高い金利で競争して、いくつかの民間銀行が破綻したり、大きく混乱したりしましたから、確かにご指摘のとおり、最近強化されたということだと思います。先ほどいただいたコメントでは、割とまともになったのではないかとございませうが、私の理解は、一面、抑え込むという意味でまともですが、その中で、例えば三角債のような形で政府が収奪してしまうことが、恣意的に、しかもアドホックに行われていて、それが銀行業の成長を阻害しているのだらうと思います。

もう1つ、根本先生のコメントにもかかわるのですが、中銀の人たちの人材の弱さについて言いますと、中銀がそもそも国営銀行に対して十分な監督権限を持っていないことが大きな問題だと思います。先ほど申し上げましたように、Lao Development Bank や Agriculture Promotion Bank という国営銀行が資産規模も含めて全く出てこない。中央銀行がそれを開示するようになっているわけですが、国営銀行ということでおそらく党がかかわっている話で、政治的にそれができないということのように感じます。これは一つの推測ですが、政府債務を銀行に押しつけるときに、特に Lao Development Bank や Agriculture Promotion Bank に一番押しつけているのではないかと思います。だから情報が出てこない。ですから、金利体系そのものは確かに緩やかな抑圧という形で抑え込

むことに一定の合理性はあるかもしれませんが、規制下で政府がいわばやりたい放題やっ  
てしまったようなことになっていて、そういう歪みが深刻なのかなと考えております。

外債、特にタイバーツ建てで出すということは、恐らく A B M I の発想ともかかわるこ  
とではないかと、私も推測していて、今確認させていただいて非常に勉強になったところ  
でございます。現在の段階で、なぜタイバーツで出すのかという聞き方をすると、1つは、  
もちろんタイにすぐ返すような発電事業等であるからということはあると思いますが、とにかく  
タイのほうが金利が安いという認識です。そこは為替のリスクを全く考慮していませんの  
で、見ていて危ないという感じはいつもしております。

全てのご質問にお答えできているわけではございませんが、門間先生の最後のコメント  
のところですか。債券市場というのは一つの突破口というか、入り口であったと、コメント  
を伺ってよく理解できました。長期資金の不足、問題が突破口であるけれども、やっぱり  
金融システム全体をどうしていくのかというところから始まっているということであれば、  
今後のあり方として、そこにまた話を広げていっても構わないのではないかとというのが、  
私の今回申し上げた所見でございます。どうもありがとうございます。

○浦田座長 ご質問で、土地が登記されているかなどについてはいかがでしょうか。

○三重野教授 すみません。お答えをしそびれました。法的な問題の具体的、細かなこと  
は私も理解しておりませんが、特に先ほど門間先生からお話のあった Lao Development  
Bank に対して中小企業金融の促進、整備を進めているところで日本側からの支援がずっ  
とありました。そこで入っている専門家の方によると、間違いなくそういうところは弱い  
とのこと。具体的に今回の調査で LDB に入っている専門家の方と一緒に聞いて回った  
ところでは、担保もあるけれども、基本的に求償権を執行する際の取引費用が高い。例え  
ばビエンチャンから離れた農村部で問題が起こったときに、問題をドキュメンテーション  
するためのコストがものすごくかかり、司法的な手続が機能しないのはそういうレベルで  
のこと、のようでした。もちろん問題はもっと広範にあると思うのですが、これはモンゴ  
ル、ラオスだけではなくて、こうしたレベルの国の一般的な問題かと思えます。

○浦田座長 どうもありがとうございました。予定の時間を少し過ぎてしまいました。た  
だ、どうしてもこれは質問しておきたいという方がいらっしゃいましたら、1つぐらいは

よろしいのではないかとと思いますが、いかがでしょうか。

よろしいですか。あとは三重野さんに個人的にアプローチしていただくなどしてご質問いただければありがたいと思います。

このあたりで本日のワークショップは終わりにしたいと思います。

最後に事務局から連絡があります。

○事務局 ありがとうございます。

今年度のASEANワークショップは本日の第2回をもって終了となります。浦田先生をはじめ皆様、ご協力、誠にありがとうございました。また、7月以降、新しい事務年度で実施させていただきますので、よろしくお願いいたします。

事務局からは以上でございます。

○浦田座長 今年度も活発に議論していただきまして、ありがとうございます。来年度もまたよろしくお願いいたします。

午後2時35分閉会