



ラオス国債市場 公的対外債務からの移行先となるか

水野兼悟

はじめに

ラオス政府はインフラ整備など資本支出を、主に国際開発金融機関（世界銀行やアジア開発銀行など）や外国政府機関からの借款で調達してきた。加えて、2013年から毎年、タイで外債を発行している。公的債務の対GDP比は58.5%（16年末）と、ASEAN途上国

でベトナム（62.4%、同年末）に続いて高い。しかも、ベトナムの公的債務の過半は現地通貨ドン建てなのに対して、ラオスは約8割が外貨建てである。

ラオス財政省（MOF）の「財政発展戦略2025」では、同比率を20年末で65%未満に収めることを目標としている。しかし、国際通貨基金（IMF）の予測では、同

年末で66.2%、20年代半ばにかけて70%台に達する。よって、公的債務の持続性を高めるには現地通貨キップ建て国内債務の比率を増やし、外貨建て対外債務のうち譲許性の低いものの比率を減らしていく必要がある。

本稿ではその成否の鍵を握る、ラオス国内の国債市場につき概観する（表1）。

表1 債券市場に関する監督・法制度

監督機関	証券委員会事務局（LSCO）	証券取引所、証券会社など
	中央銀行（BOL）	商業銀行、リース会社など
	財政省（MOF）	保険会社
主な法規制	国債	財政法（2015年改正）
		国債政令（2017年）
		公的債務管理法（2018年）
	社債	証券法（2012年）
		社債発行（国内）に係るLSCO通達（2014年）
		債券上場に係るLSCO通達（2015年）
		社債発行（国外）に係るLSCO通達（2016年）
	中銀債	中央銀行法（1999年改正）

発行市場

国債は毎週、中央銀行（BOL）で主に商業銀行向けに入札されている。商業銀行以外の機関投資家もBOLで口座を開設すると、BOLから直接に購入できる。

トライアングル国債は、建設会社などコントラクター向けの政府による未払い債務を国債に置換するものである。一般に、政府との建設工事などの契約を履行するためコントラクターは銀行から融資

表2 主な国債の種類

	発行頻度	発行事務	償還期間	発行額（2018年）	
				予定	実績
国債	毎週	BOL	1～3年	3,300	
トライアングル国債	数年ごと	MOF	1～10年	3,250	2,810 (5月末)
リキャップ国債	数年ごと	MOF	未定	2,200 (未承認)	

*1) 通貨単位＝10億キップ

2) すべてキップ建て（制度上は外貨建てでも国内発行できる）

3) タイでの外債は3,200十億キップ相当の予定（2018年予算）

を受ける。しかし、MOFからの支払いが滞りがちなため、コントラクターは銀行に返済できず、よって銀行の不良債権として溜まっていく。数年ごとに、MOFはこの不良債権と同額の国債を当該銀行向けに発行し、元本分の現金を受け取らない代わりに、MOFからコントラクターと、コントラクターから銀行への債務を帳消しにする。MOFから見ると、遅延してきた支払い債務の履行を先延ばしできる。銀行から見ると、コントラクター向けの不良債権が政府向けの正常債権に化ける。MOF、コントラクター、銀行の三者間での取引であるため、トライアングル国債と呼ばれている。

リキャップ国債は国有企業、特に国有商業銀行の資本増強（リキャピタライゼーション）に際して、MOFが当該銀行向けに国債を発行して出資するものである。

国債政令（2017年）ではほかに政府短期証券や建設国債も規定しているが、実際には非発行であ

る（表2）。

国庫・債務管理

MOFによる支払い遅延の一因は、国庫単一口座が機能していないことである。隣国のタイやベトナム、カンボジアでは、政府は中央銀行に国庫単一口座を保有し、残高を集中管理している。ラオスでは、MOF国庫局はBOLに口座を保有するが、複数の商業銀行にも口座を開設しており、残高をBOLに集約していない。かつ、2017年末時点^{※1}で、商業銀行での残高（2966十億キップ）の方が、BOL（2090十億キップ）より多い。BOLおよび複数の商業銀行に、それぞれ3口座（キップ、米ドル、タイバーツ）が存在し、さらに公金分散していると推察される。

タイやベトナム、カンボジアでは、政府が定期的に公的債務統計を公表している。財政収支や国債発行額は各年の予算で公開されるが、公的債務や偶発債務の残高などは

公的債務統計がないと分からないためである。一方で、ラオスは公的債務統計を公表していない^{※2}。公的債務のうち対外債務はIMFが集計・公表しているものの、国内債務はIMF報告書^{※3}にも実数は記載されていない。外債発行に際してMOFがタイ証券取引委員会に提出した発行目論見書^{※4}では、ラオス国内での国債残高は2635十億キップ（2017年8月末）と記載されている。しかし、商業銀行全体での政府向け債権残高は5511十億キップ（同年9月末）^{※5}なので、1カ月のずれを勘案しても水準が整合しない。

財政法および中央銀行法ではBOLがMOFに直接に短期融資できるとしており、17年初も18年初も1000十億キップが融資された。同法では財政年度（暦年）内に返済することになっているが、17年までの借入は完済していない。この直接融資が無利子なこともあり、MOFの国内債務管理が不十分になる一因と考えられる。

機関投資家

2017年末時点で、商業銀行全体での政府向け債権残高は5432十億キップ^{※6}であり、うちラオス外商银行（BCEL）の国債保有残高は2575十億キップ^{※7}である。一方、社会保障基金や預金保険基金など銀行以外（つまりBOL統

計外)の機関投資家が保有する国債は僅少である。よって、国債の約半分をBCELが保有していると推計される。なお、BCELはラオス最大の商業銀行であり、ラオス証券取引所に上場している(最大株主はMOF)。

生命保険会社(外資系数社)が数年前から営業を開始したが、国債は未購入である。また、証券を対象とした集团的投資スキームも存在しない。

金融規制

ラオスは1986年から市場経済に移行し、2010年代初頭には金利、両替、融資通貨、海外送金などが自由化されていた。しかし、ここ5年ほどの間に、BOLは①両替額上限(13年8月)、②キップ預貸金利上限(15年7月)、③キップ融資義務化(16年12月)[※]、④外貨預貸スプレッド上限(17年12月)などの規制を導入してきた。

②によりキップ預金金利が前

年インフレ率+ α (1年の場合200bp)に厳しく上限規制される一方で、④により外貨は預貸スプレッドのみが規制される。つまり、キップ預金金利はBCELを含むほとんどの銀行で同じ(上限に張り付く)なのに対して、外貨預金金利は銀行間で差が付いている。よって、ラオスで最大のBCELにキップ預金の4割以上が集中している。一方で、BCELは外商銀行という名の通り、民営化以前から対外貿易・投資業務を強みとしてきた銀行であり、キップ建てより外貨建て融資の方が多い。他方で、BCEL以外の銀行は③のためキップ調達^{※9}が課題であり、国債に多額に投資するほどキップ流動性を持っていない。

キップの預貸率はBCELが71.0%に対して他全行の平均が131.8%と、BCELが圧倒的にキップ流動性を持っている。よって、BCELが国債の約半分を保有する結果となっている(表3)。

国債利率

数年前からMOFは、国債の年利を5%/1年、5.5%/2年、6%/3年に設定しており、かつ額面等価でしか発行しない。これはBOLが上限規制する預金金利(2018年は5.59%/1年、6.71%/2年、6.77%/3年)、つまりBCELを含むほとんどの銀行の預金金利より低い。これも、BCELを除く、ただでさえキップ流動性の低い銀行が国債を積極的に購入しない要因である。

利率はMOFが設定する一方で、発行額は入札および償還期限ごとではなく年間の発行総額でしか決められていない。BOLでの入札とはいっても償還期限ごとの希望購入額の申し込みに近い。しかも、この利率では、短期的な流動性の管理が主目的になってしまうため、BCELでさえ1年国債しか購入しない。

BOLは準備預金(キップは1年以内預金の5%)の8割(4%)

表3 商業銀行全体に占めるラオス外商銀行(BCEL)の預貸状況(2017年末)

	預金			融資			預貸率			国債
	キップ	外貨	計	キップ	外貨	計	キップ	外貨	計	キップ
BCEL	13,392	14,854	28,246	9,505	13,081	22,586	71.0%	88.1%	80.0%	2,575
他全行	18,087	21,700	39,786	23,845	20,508	44,353	131.8%	94.5%	111.5%	705
計	31,479	36,554	68,033	33,350	33,589	66,939	105.9%	91.9%	98.4%	5,432
BCEL占有率	42.5%	40.6%	41.5%	28.5%	38.9%	33.7%				47.4%

*) 通貨単位: 10億キップ
出所) BOL統計およびBCEL財務諸表より作成

までを償還期間1年以内の国債で預託することを認めている。これも1年国債しか売れない一因となっている。準備預金を現金で預託すると無利子であるが、国債ならば利率がつく。よって、商業銀行は預金金利より低利でも、準備預金額の8割相当までは、国債を保有する動機がある。

2018年5月に発行されたトライアングル国債は、年利が3%/1年~4.8%/10年とさらに低い。しかも、トライアングル国債のように、BOLでの入札を経ずにMOFが機関投資家と相対で発行する国債では、元利の支払期限が延長¹⁰されることも多い。たとえば、17年末でBCELが保有する国債残高のうち、約7.3%が延長されている。しかも、利率は4%/1年~4.25%/2年と、BOLで入札される国債よりも低い。

流通市場

BOLは公開市場操作のため国債のレポ取引や割引買付などの利率を定期的に公表しているが、ここ数年で取引実績はない。商業銀行間での国債取引もほぼ皆無で、流動性の融通は銀行間預金で行われている。よって、短期金融市場は流動性と金利の透明性に欠ける。

MOFは国債を証券取引所(LSX)に近年中に上場させる予定である。国債の購入層を一般企業や個

人にも広げ、流通市場での取引を活発化させることを目指している。しかし、現状の利率でBCEL以外に相応額の応札者がいるとは考えにくく、かといってLSXでの発行利率だけを市場金利にするとBOLでの入札が不調になる。加えて、株式と異なり、一発行体に対して商品数が多数になる債券は、機関投資家による店頭取引(OTC)が中心であり、取引所取引には不向きである。プライマリーディーラーによる市場取引集中義務も時期尚早である。よって、国債の上場は流通市場の活発化にはつながらないだろう。

課題と展望

課題は山積であるが、解決策は明快である。

MOFが実施すべき優先事項は、発行利率の市場金利化と償還期限の順守である。シ団引受の導入(入札の代替)、無券化・保管振替、国庫単一口座への公金集約が続く。トライアングル国債も取りやめ一般の国債で代替すべきだろう¹¹。

BOLが実施すべき優先事項は、キップ預金金利規制の撤廃(または大幅緩和)である。でないと大口投資家が多数にならず、競争原理や価格発見機能が働かない。証券引渡決済(DVP)の導入、国債への随時グロス決済(RTGS)の適用、日中流動性を可能にする

決済制度の導入、銀行間での標準レポ契約の整備が続く。MOFへの直接融資も取りやめるか、相応の金利を徴収すべきだろう。

公的債務管理法が2018年6月に成立し、19年初めには施行される。MOFは国内債務や偶発債務も対外債務と同水準にまで管理強化する必要がある。多大な外貨建て債務をキップ建て債務に移行し、公的債務の持続性を高めるには、国債市場の改革とMOFの組織能力強化が必須である。同法案を提出したMOFにも成立させた国会にもその課題認識と改革意思があることから、今後の変革に期待したい。

注

- 1 BOL、2017年報
- 2 おそらく作成していない
- 3 IMF、4条協議報告書、2018年3月
- 4 MOF、発行目論見書、2017年9月
- 5 BOL、四半期統計
- 6 5に同じ
- 7 BCEL、財務諸表、2017年末
- 8 外貨を必然とする融資を除く。2018年5月に撤廃
- 9 BOLは為替スワップを提供
- 10 他国でいう債務不履行
- 11 支払い遅延の根源にある調達・予算管理も要強化

水野兼悟(みずのけんご)

グローバル事業企画室上席コンサルタント