

# ミャンマーにおける金融政策フレームワークの 現状と課題<sup>1</sup>

岩崎 淳<sup>†</sup>

## Monetary Policy Framework in Myanmar: Overview and Challenges<sup>1</sup>

Jun Iwasaki

Myanmar has achieved high economic growth since its transition from military rule to civilian government in 2011, benefiting from the development assistance provided by international organizations such as the International Monetary Fund, as well as donor countries including Japan. This paper first discusses how the monetary policy framework has evolved in Myanmar, making the best use of such assistance. Then it explores how the central bank responded to the economic shock caused by COVID-19, and what challenges the central bank faces in the coming periods to further develop its monetary policy framework.

The situation in Myanmar after the military coup on February 1, 2021 is uncertain, carrying the risk of a backlash against the financial development achieved so far. The analyses in this paper are basically built upon conditions observed in the period until right before the coup.

### 1. はじめに

ミャンマーは、長く軍事独裁政権の支配下にあり、国際的な経済制裁の対象となっていたため、経済開放が遅れていた。しかし、2011年の民政移管後には制裁が徐々に解除されたことから、国際機関や日本をはじめとする多くの国からの技術支援や開発援助が行われ、これを基盤として投資、ビジネス環境の整備が急速に進み高い経済成長を続けてきた。例えば国際通貨基金（IMF）の金融資本市場局が行う技術支援をみると2020年度にミャンマーはウクライナに次ぐ第2位（人的資源換算ベース）の受益国であった<sup>2</sup>ほか、日本の海外開発援助（ODA）の相手国としてミャンマーはインド、バングラデシュに続く第3位（2018年、支出純額ベース）<sup>3</sup>となっていた。また、実質GDPは2012年

---

<sup>†</sup> 早稲田大学アジア太平洋研究科特別研究員・独立行政法人国際協力機構エキスパート（ミャンマー中央銀行アドバイザー）。Research Fellow at Graduate School of Asia-Pacific Studies, Waseda University, and Expert at Japan International Cooperation Agency (Advisor to the Central Bank of Myanmar).

<sup>1</sup> 著者は2017-20年にミャンマーを主な受益国とする国際通貨基金タイ技術支援事務所（IMF CDOT）金融・外国為替オペレーションアドバイザーとして勤務した経験を有するが、本論文は筆者の個人的見解・意見のみを示しており、公表された資料とミャンマーの市中銀行に配布された資料のみを活用して作成された。While the author had worked as Monetary and Foreign Exchange Operations Advisor at International Monetary Fund Capacity Development Office in Thailand (IMF CDOT) during the period 2017-20, Myanmar being its main beneficiary country, this paper represents the personal view and opinion of the author only and it is drafted, based only on published materials and materials circulated among banks in Myanmar.

<sup>2</sup> International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department, *Capacity Development Annual Report 2020*, IMF, 2020, p. 7.

<sup>3</sup> 外務省「ODA実績」（2020年3月27日）[<https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/oda/shiryo/jisseki.html>]（2021年2月2日）

から2018年の間、概ね6%から8%程度の高い成長を続けていた<sup>4</sup>。2021年2月1日に発生した軍部によるクーデターを受け、こうした支援・援助の動向を含めミャンマー経済をめぐる環境は不透明化しているが、本稿では、経済発展を実現していたミャンマーにおけるクーデター前の金融政策の枠組みを説明し、その課題と対応策を分析する。近年のミャンマーの金融政策の枠組みにつき全体像を紹介、分析している先行研究は見当たらないほか、日本のJICAを通じた技術援助等の貢献についても広く知られているとは言い難い<sup>5</sup>。本稿を通じて、ミャンマーを例とした途上国の金融政策の枠組みの実態や、日本のJICA等を通じた途上国への海外支援事業の貢献などについての理解が進むことを期待する。

## 2. ミャンマーにおける金融政策枠組みの概略

ミャンマー中央銀行 (the Central Bank of Myanmar, CBM) が公表している年報 (Annual Report) の2018-19年度版には、「CBMは独立した中央銀行であり、2013年7月11日に新たに制定されたミャンマー中央銀行法にて定められた国内の物価安定の維持という中核的な目標を達成するために、リザーブマネー・ターゲティングの金融政策を遂行する」<sup>6</sup>と記載されている。また、同年報を読むとCBMは預金金利の下限と貸出金利の上限を設定する直接金利コントロールも合わせて採用していることが分かる。直接金利コントロールについては、例えば日本でも活用された (預金では1994年まで、貸出では現在も活用)<sup>7</sup>ほか、リザーブマネー・ターゲティングは多くの途上国において利用されている金融政策フレームワークである<sup>8</sup>。これらにつき説明すると次のとおりである。

### 2-1. 直接金利コントロールの概要

直接金利コントロールは、CBMがその窓口貸出 (Discount Window Lending, 後述) に適用する中央銀行金利を設定し、この中央銀行金利と基本的には一定の金利差を設けて預金金利の下限金利、貸出金利の上限金利を設定するかたちで行われている。2011年度以降の中央銀行金利の動向をみると、2011年9月に中央銀行金利と貸出上限金利、預金下限金利の金利差を変更した<sup>9</sup>後、2012年1月1

<sup>4</sup> World Bank, *GDP Growth (annual %)-Myanmar*

[<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=MM>] (Feb. 12, 2021)

<sup>5</sup> JICAは無償資金協力「中央銀行業務ICTシステム整備計画」及び無償資金協力「金融市場インフラ整備計画」を通じ、ミャンマー中央銀行 (Central Bank of Myanmar: CBM) の決済業務システム (CBM-NET 1, 2) の導入支援をしてきた。これと並行して、技術協力プロジェクト「資金・証券決済システム近代化プロジェクト」及び個別専門家「資金・証券決済システム近代化アドバイザー」を通じ、無償資金協力で導入したシステムの適切な稼働・維持管理に必要な人材育成や体制整備及びCBM職員の金融政策関連の政策立案・運営能力向上にむけた支援を実施している。これらについては、本文内で適宜付言する。

<sup>6</sup> Central Bank of Myanmar, *Annual Report 2018-2019*, p. 13.

[[https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/report/2018-2019\\_annual\\_report.pdf](https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/report/2018-2019_annual_report.pdf)] (Jan. 26, 2021)

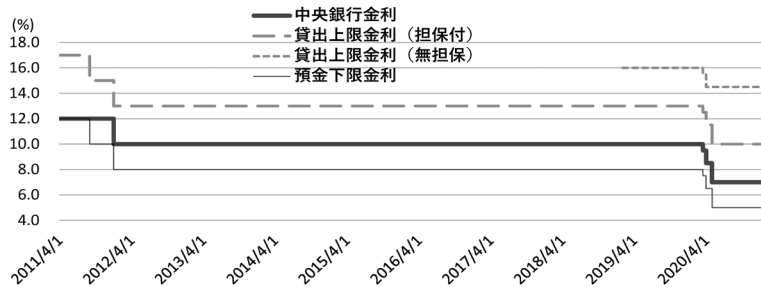
<sup>7</sup> 日本では1994年の金利自由化完了まで日本銀行が定める「公定歩合」と預金金利が連動するかたちで金利の直接コントロールが行われていた。また、貸出の上限金利に関しては、貸金業法 (金額により15-20%)、出資法 (20%) により現在もコントロールされている。

<sup>8</sup> International Monetary Fund, *Evolving Monetary Policy Frameworks in Low-Income and Other Developing Countries*, *IMF Staff Report (October 2015)*, p. 15. [<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/102315.pdf>] (Feb. 7, 2021) によれば、2013年時点で低・低所得国52か国のうち21か国で実際にリザーブマネー・ターゲティングが用いられている。

<sup>9</sup> 具体的には、2011年8月までは中央銀行金利と同水準に預金下限金利が設定され、中央銀行金利に5%ポイント加えた金利を貸出上限金利としていたが、2011年9月に中央銀行金利から2%ポイント低い水準で預金金利の下限金利を設定し、中央銀行金利から3%ポイント高い水準で貸出金利の上限金利を設定し直した (Central Bank of Myanmar, *Annual Report 2011-*

日に中央銀行金利が12%から10%に引き下げられた。その後、中央銀行金利は10%で長期間維持されたが、2020年入り後はCOVID-19の世界的な感染拡大に伴う経済環境悪化を受け、2020年3月16日に9.5%、同4月1日に8.5%、同5月1日以降は7%へと、合計3%ポイント引き下げられた。これに伴い、預金下限金利（中央銀行金利マイナス2%ポイント）と担保付<sup>10</sup>貸出上限金利（中央銀行金利プラス3%ポイント）も同様に引き下げられ、2021年2月2日時点で預金下限金利は5%、担保付貸出上限金利は10%となっている。

図表 1. ミャンマーの直接金利コントロール状況



(出所) CBM 資料<sup>11</sup> より著者作成

## 2-2. リザーブマネー・ターゲティングの概要

リザーブマネー・ターゲティングとは、中央銀行の負債であるリザーブマネー（銀行券発行残高と市中銀行が中央銀行に保有する当座預金残高の合計額）を金融政策の操作目標として用いる手法である。各年の年報で金融政策に関する記述を確認すると<sup>12</sup>、リザーブマネー・ターゲティングは2012年度（2012年8月）から採用され、基本的には経済成長見通しやインフレ見通しを勘案して、当該年度末のリザーブマネーと広義マネー（M2）の増加率上限目標が設定されている（2012年度はリザーブマネーの目標値のみ設定）ことが分かる。そして、この年度末の上限目標値をゴールとして、過去の銀行券発行残高の年度内の変動や、M2目標増加率を勘案した当座預金残高の変動、政府の財政収支変動のパターンなどを勘案して資金需給見通しを週次で策定し、各週のリザーブマネーの目標値を

2012, p. 15)。[<https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/cbmanualreport20112012.pdf>] (Jan.26, 2021)

<sup>10</sup> 2019年1月に貸出金利の上限金利の対象が明確化され、担保付き貸出については従来通りの貸出金利の上限金利（中央銀行金利プラス3%ポイント）を適用すると共に、新たに無担保貸出に関する上限金利（中央銀行金利プラス6%ポイント）が設定された（適用は2019年2月から、Central Bank of Myanmar, *Amendment to the Lending Rates (Directive No. 1/2019)*, Jan. 15, 2019)。その後、2020年5月1日の中央銀行金利引下げ（1.5%ポイント）の際に無担保貸出の上限金利は引き下げられなかったことから、現状、無担保貸出上限金利は中央銀行金利プラス7.5%ポイントとなっている。

<sup>11</sup> Central Bank of Myanmar, *Quarterly Financial Statistics Bulletin (2019 Volume IV)*, pp. 55-56。[[https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/policy\\_relationship/qfs\\_2019\\_volume\\_iv\\_provisional\\_format\\_20-11-2020.pdf](https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/policy_relationship/qfs_2019_volume_iv_provisional_format_20-11-2020.pdf)], and Central Bank of Myanmar, *op.cit.*, *Annual Report 2011-2012*, p. 15.

<sup>12</sup> Central Bank of Myanmar, *Annual Report* [<https://www.cbm.gov.mm/content/annual-report>] (Jan.26, 2021) に掲載されている年報のうち、内容が掲載されている2012年度以降の年報を参照。なお、ミャンマーの財政年度は、従来4月から翌年3月であったが、2018年より10月から翌年9月までに変更され、2018年4月から9月は繋ぎ年度とされた。従ってCBMの年報も2017年度（2017年4月から2018年3月まで）までは各年4月から翌年3月までの期間を対象に作成され、2018年4月から9月までの繋ぎ年度の年報が作成された後に、2018年10月から2019年9月までの財政年度をフルにカバーした年報が作成されている（この年報が最新版となっている）。

設定している<sup>13</sup>。そして、同目標値を達成するための公開市場操作の金額、具体的には2週間ごとに実施される預金オークションの金額を決定している<sup>14</sup>。また、個別の銀行の資金不足に対しては、窓口貸出を通じて資金供給を行っている。預金オークションや窓口貸出制度に関しては後述する。

2012年度以降のリザーブマネー・ターゲティングの達成状況をみると、2015年度にリザーブマネー、M2増加率ともに目標上限値を実績値が上回った後は、概ね実績値が上限値を下回っている。リザーブマネー増加率の実績値をみると振れが大きいのが、2015年度末（2016年3月）に前年比23%、約3兆チャット（Myanmar Kyat, 以下MMK）の増加を見た後、2016年度以降は11%以内の増加に止まっている。

図表 2. 各年度のリザーブマネー、広義マネー（M2）の目標値と実績値推移

(前年比、%)

		FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	2018/4~9月	FY2018
リザーブマネー 増加率	目標上限値	14	18	12	15	13	16	15	11
	実績値	38	17	5	23	9	6	5	11
M2増加率	目標上限値	-	32	35	25	24	23	23	21
	実績値	-	33	20	26	19	18	19	15

(出所) 各年度のCBM年報<sup>15</sup>より著者作成

リザーブマネーの増加要因を中央銀行の資産サイドからみると<sup>16</sup>、経済開放後当初は外為制度見直しなどに伴う純外貨資産（Net Foreign Asset）増加の影響が大きく、その後は政府の財政赤字への中央銀行ファイナンスの増加に伴う対中央政府純債権額（Net Claims on Central Government）増加に伴う影響が大きい。特に2015年度にリザーブマネーの実績値が目標上限値を上回った最大の要因は、この財政ファイナンスであったことが分かる。

このうち対中央政府純債権額に関しては、ミャンマーでは、2016年度よりCBMによる政府の財政赤字補填割合に目標キャップが設定されており、2020年度にはゼロ%にすることが計画されていた（2016年度40%→2017年度30%→2018年度20%→2019年度10%→2020年度0%）<sup>17</sup>。COVID-19感染拡大等を受け、このCBMによる財政赤字ファイナンス削減目標は修正された模様であるが、歳入増加と政府の予算執行が計画通り進捗しなかったことからCBMによる財政赤字ファイナンスの規模に関して2019年度は2018年度を下回り、2020年度も2019年度とほぼ同様の水準に止まる見通しである<sup>18</sup>。

<sup>13</sup> International Monetary Fund, *Myanmar: Technical Assistance Report-Monetary Operations (IMF Country Report No. 19/87)*, p. 19. [https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/03/26/Myanmar-Technical-Assistance-Report-Monetary-Operations-46708] (Jan. 26, 2021)

<sup>14</sup> *Ibid.*

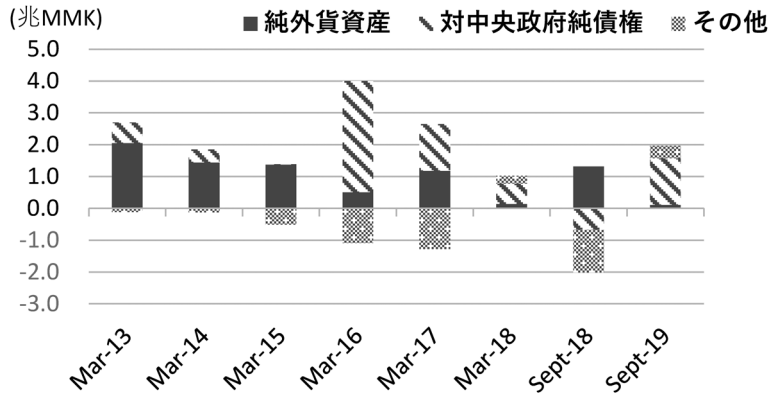
<sup>15</sup> Central Bank of Myanmar, *op. cit.*, *Annual Report*.

<sup>16</sup> リザーブマネーの状況は、中央銀行のバランスシートをみると把握可能であり、CBMは *Quarterly Financial Statistics Bulletin* にて四半期ごとの自行バランスシートをウェブサイトで公表しているが、データ公表のタイミングはかなり遅く、2021年2月2日段階で公表されているのは11か月前の2020年3月末までのデータである。

<sup>17</sup> International Monetary Fund, *Myanmar: Staff Report for the 2018 Article IV Consultation*, pp. 9-10. [https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/04/10/Myanmar-2018-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-46748] (Jan. 27, 2021) and International Monetary Fund, *Myanmar: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation*, p. 10. [https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/03/28/Myanmar-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-45763] (Jan. 27, 2021)

<sup>18</sup> International Monetary Fund, *Myanmar Requests for Disbursement under the Rapid Credit Facility and Purchase under the Rap-*

図表 3. リザーブマネーの年度ごとの前年度末比増加額とその要因



(出所) 各年度の CBM 年報<sup>19</sup> より著者作成

リザーブマネーの増加要因のうち純外貨資産に関しては、特に 2013 年度から 15 年度にかけての増加が目立つ。IMF 資料<sup>20</sup>によると、この間 CBM は自国通貨 (MMK) の売買双方向で外為市場に介入を行っているが、ネットで見るとドル買い・自国通貨売りの介入が大幅に上回っているため、こうした自国通貨売りの介入がこの時期のリザーブマネーの増加につながったことが分かる。なお、ミャンマーは 2012 年 4 月に外為市場に関して「管理フロート」制度を採用<sup>21</sup>して以降、特定の為替レートを維持するための金融政策を採用していない。

リザーブマネー・ターゲティングを行う上では、当然のことながら銀行券発行残高と市中銀行が CBM に保有する当座預金残高を迅速に把握することが必要になるほか、財政資金の受払の情報などを迅速に入手することが必要である。この点、銀行が CBM に保有する当座預金残高に関しては、日本の無償資金協力事業「中央銀行業務 ICT システム整備計画」<sup>22</sup>により独立行政法人国際協力機構 (JICA) が提供した中央銀行の資金・国債決済システム CBM-NET の稼働により、それまで書面ベースで行われていた CBM の当座預金取引がオンライン化され、同システムが勘定系システムとも連動することで、準備預金の対象となる当座預金残高などの迅速な計数把握が可能となった<sup>23</sup>。

しかしながら、CBM がリザーブマネー・ターゲティングを行う上で必要なデータの迅速な入手は

*id Financing Instrument-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Myanmar (IMF Country Report No. 21/23)*, p. 6 and p. 20. [<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/01/25/Myanmar-Requests-for-Disbursement-Under-the-Rapid-Credit-Facility-and-Purchase-Under-the-50036>] (Feb. 12, 2021)

<sup>19</sup> Central Bank of Myanmar, *op. cit.*, *Annual Report*.

<sup>20</sup> International Monetary Fund, *Myanmar Requests for Disbursement under the Rapid Credit Facility and Purchase under the Rapid Financing Instrument-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Myanmar*, p. 16 [<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/07/02/Myanmar-Requests-for-Disbursement-Under-the-Rapid-Credit-Facility-and-Purchase-Under-the-49542>] (Jan. 27, 2020)

<sup>21</sup> International Monetary Fund, *Myanmar: 2013 Article IV Consultation and First Review Under the Staff-Monitored Program-Informational Annex*, p. 3. [<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Myanmar-2013-Article-IV-Consultation-and-First-Review-Under-the-Staff-Monitored-Program-40853>] (Jan. 27, 2021)

<sup>22</sup> 「中央銀行業務 ICT システム整備計画」に関しては、独立行政法人国際協力機構「ODA 見える化サイト」 [<https://www.jica.go.jp/oda/project/1360380/index.html>] (2021 年 2 月 12 日) 参照。

<sup>23</sup> 乾泰司, 向井直人, 川畑博「ミャンマー中銀の支払決済システム構築——現状、課題と展望」『国際金融』1312 号 (2018 年 9 月 1 日), 7 頁。

依然非常に大きな制約に直面しているのが実情である。すなわち、CBMが本店も含め拠点を3店しか有していないことから、銀行券の発行・流通に関して、CBMは国営銀行の一つミャンマ経済銀行（Myanmar Economic Bank, MEB, 国内に300を超える支店網を有している）を代理人に指定している<sup>24</sup>。また財政資金の受払に関しても、政府はMEBを代理人に指定している。ところが、これら代理人業務を請け負うMEBはシステム化が遅れており、世界銀行の支援を受けてようやくコアバンキングシステムの一部導入を図っている段階であり<sup>25</sup>、いまだに日次のバランスシートも作成できないと考えられる。結果として、CBMは日々の銀行券発行残高や財政資金の日々の受払額を把握することができないため、資金需給実績の把握やそれに基づく予測を日次ベースでは行えないこととなる。このような制約の下で、IMFの技術支援レポートによると、CBMは日次ではなく週次での資金需給実績の把握ならびに予測を行っている<sup>26</sup>。

### 2-2-1. リザーブマネー・ターゲティングの手段：準備預金制度

準備預金制度は、銀行サイドに一定の準備保有（市中銀行が中央銀行に保有する当座預金口座への一定の預金額維持）を義務化することで銀行間決済の円滑化が図られるとともに、これが金融政策の操作目標として機能する点で、リザーブマネー・ターゲティングに止まらず金融政策の枠組みにおいて中核的に重要な役割を果たす。ミャンマーの準備預金制度に関しては、従来の保有国債を準備預金に含む制度が2015年4月に変更され、各銀行がCBMに有する当座預金残高のみが準備預金としてカウントされる方式となった<sup>27</sup>。また、所要準備額を充足できない銀行への罰則規定<sup>28</sup>も2016年9月に整備され、実効性を伴う制度となっている。現在の準備預金制度は、本国通貨（MMK）と外貨（米ドル）の2通貨に関して、両通貨建ての顧客預金残高（積み期間の1-2か月前の月末残高）をベースに、積み期間28日間、所要準備率は3.5%<sup>29</sup>となっている。

CBMは、2019年7月より、2016年10月に遡って積み期間毎、業態毎（民間銀行〈外国銀行支店を含む〉と国営銀行）、通貨毎に所要準備額と超過準備額の実績値をウェブサイトで公表している<sup>30</sup>。当該資料をもとにミャンマーの金融市場における流動性の状況を確認すると、①多額の超過準備保有が常態化している、②特に国営銀行においては、所要準備との対比で非常に多額の超過準備が保有されている、③超過準備の動向には季節性が認められる、の3点が特徴として挙げられる。

<sup>24</sup> 近隣に日本銀行の本支店がない地域の利便を図るために日本銀行が採用している「寄託券制度」と同様の制度と思われる。

<sup>25</sup> Myanmar Project Bank, *Core Banking System Implementation Project (Modernization of Public Finance Management Project)* [https://projectbank.gov.mm/en/profiles/activity/PB-ID-1134/] (Feb. 2, 2021)

<sup>26</sup> International Monetary Fund, *op.cit.*, *Myanmar: Technical Assistance Report-Monetary Operations (IMF Country Report No. 19/87)*, p. 19.

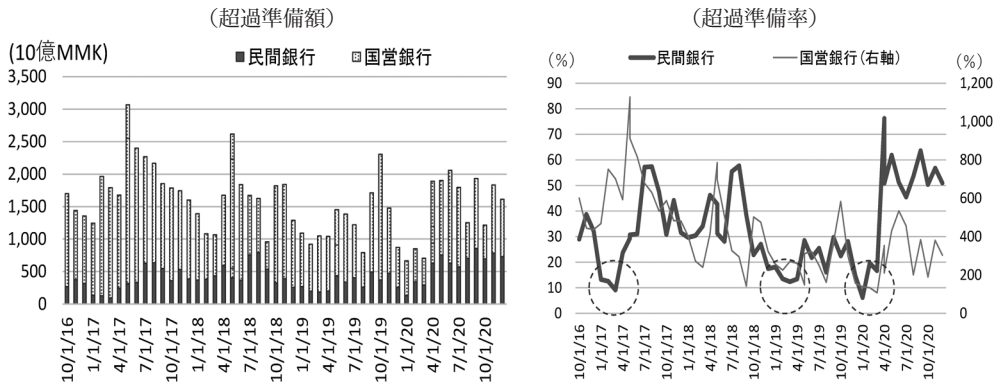
<sup>27</sup> Central Bank of Myanmar, *op.cit.*, *Annual Report 2015-2016*, p. 9 [https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/policy\_relationship/annaul\_report\_2015-2016\_pdf.pdf] (Jan.26, 2021) and International Monetary Fund, *Myanmar: Staff Report for the 2015 Article IV Consultation*, p. 8. [https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Myanmar-2015-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-43293] (Jan. 27, 2021)

<sup>28</sup> 準備不足額に対して最大で中央銀行金利の1.2~2倍の懲罰金利が適用される（Central Bank of Myanmar, *Reserve Requirement Penalty for Banks and Financial Institutions* (Directive No. 12/2016), Sept. 29, 2016)。

<sup>29</sup> 2015年4月の新制度導入から2020年3月末の積み期間まで所要準備率は5%であったが、2020年4月1日スタートの積み期間より3.5%に引き下げられた（International Monetary Fund, *op.cit.*, *Myanmar Requests for Disbursement under the Rapid Credit Facility and Purchase under the Rapid Financing Instrument-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Myanmar*, p. 11)。

<sup>30</sup> Central Bank of Myanmar, *Statement showing Reserve Position of Banks* [https://www.cbm.gov.mm/reserve-position] (Jan. 25, 2021)

図表 4. 民間銀行（含む外国銀行支店）と国営銀行の超過準備額・超過準備率



(出所) CBM 資料<sup>31</sup>より著者作成

このうち、①多額の超過準備保有の常態化に関しては、民間銀行・国営銀行合わせて1兆MMKを超す超過準備を保有する積み期間が殆どである。こうした超過需要を吸収するため、CBMは次に説明する預金オークションを行っているが、多額の超過準備が残存している。②国営銀行の非常に多額の超過準備保有に関して、超過準備の所要準備に対する割合（超過準備率）をみると、民間銀行では10%から80%程度に止まっているが、国営銀行では100%から1,100%と非常に高水準で推移している。このうち、民間銀行の超過準備保有に関しては、預金者の現金選好が強くと、所要準備を積みなかった場合の罰金も相応に大きいため、銀行が予防的に超過準備を保有していることが考えられる。一方で、国営銀行に関しては、その超過準備率の恒常的な高さからして、超過準備をCBMの預金オークションや政府短期証券（T-bill）に機動的に投資するといった体制が整っていない状況にあることが推察される。但し、背景は不明ながら国営銀行の超過準備率も徐々に低下してきているように伺える点は注目される。また、③超過準備の季節性に関しては、民間銀行の超過準備額、超過準備率の動向をみると、2018年を除き毎年1-4月頃に超過準備額・同率ともに減少していることが分かる。民間銀行の超過準備保有の季節性をもたらす一つの要因としては、ミャンマーでは4月半ばに約1週間の長期休日<sup>32</sup>（正月と「水祭り」の祝日）があるため、当該休日を前に預金者が銀行から預金を引き出し、それが銀行サイドの超過準備額減少につながっていることが考えられる。2020年に関しては、これに後述するコロナ禍による経済ショックが加わったため超過準備額が大きく減少したと考えられる。また、国営銀行においては、6月頃と10月頃に超過準備額が増加しているが、これは、財政資金関係でまとまった資金が定期的に国営銀行（特に財政資金受払の代理人であるMEB）に支払われているのではないかと推察される。

なお、民間銀行の直面する季節的な資金需要に対しては、中央銀行は短期の資金供給オペ（数週間～数か月間の期間で資金を民間に供給する取引）で対応することが基本であるが、2021年1月末の時点でCBMは公開市場操作のかたちでは資金供給を行ったことはない。

<sup>31</sup> Ibid.

<sup>32</sup> 同休日は、2012年は4月13-17日の5日間、2013-16年までは4月12-21日の10日間、2017-19年までは4月13-17日の5日間、2020年は4月10-17日の8日間。

## 2-2-2. リザーブマネー・ターゲティングの手段：預金オークション

CBM は、リザーブマネーをコントロールするために、公開市場操作として預金オークション (Deposit Auction, 資金吸収オペ) と貸出オークション (Credit Auction, 資金供給オペ) を用いるとしている<sup>33</sup>。しかし、確認できる 2011 年度の年報以降、実際に実施されているのは預金オークションのみであり、前述の通り資金供給オペである貸出オークションは実施されていない。預金オークションに関しては、その応札・落札状況が CBM のウェブサイト上で取引ごとに一覧表にまとめて公表されている<sup>34</sup>。同一覧表をみると 2012 年 9 月に最初の預金オークションが 14 日物で実施され、その後 7 日物と 14 日物の混在、14 日物への一本化などを経て、14 日物と 28 日物の同時オファー、さらに時折 42 日物も合わせてオファーされる形式となり、2018 年 8 月以降は基本的に隔週での 14 日物・28 日物・42 日物の同時オファーが 2020 年 3 月まで継続されている (その後は預金オークションは停止されている)。

なお、複数期間の預金オークションがオファーされる場合、総額方式で行われている点が特徴的である。つまり 14 日物・28 日物・42 日物のスタート日を同じくする 3 期間の預金オークションが行われる場合、この 3 つの取引期間合わせて、例えば 2 千億 MMK といったオファーが行われ、取引期間毎のオファー額は明示されていない。従って、CBM は応札状況に応じて、同時にオファーされた取引期間毎の落札額の組み合わせを自らの判断で選択することが可能となる。但し、こうした方式は応札サイドからするとどのようなルールで取引期間毎の落札結果が決定されるのか不透明であり、応札意欲に悪影響を及ぼすことが考えられる<sup>35</sup>。

このように公開市場操作として預金オークションのみが用いられてきた理由としては、先述のとおり、純外貨資産や対中央政府純債権額の増加に伴いリザーブマネーが増加し、その結果市中銀行が CBM に保有する当座預金残高の水準が準備預金水準を上回る資金余剰状態が継続していたためと考えられる。

## 2-2-3. リザーブマネー・ターゲティングの手段：貸出

CBM は、公開市場操作を通じた資金供給は行っていないが、個別銀行への相対の資金供給手段として窓口貸出 (Discount Window Lending) 制度、ならびに当座貸越 (Overdraft) 制度を有している。IMF のウェブサイト公表されている技術支援レポートによると、窓口貸出については 1995 年 11 月に発出された CBM 通達を根拠とし、貸出期間は最長 92 日間、適格貸出先は支払い能力を有し十分な担保を提供できる銀行、貸出金利は中央銀行金利となっている<sup>36</sup>。一方、当座貸越制度については、既述のとおり JICA が無償資金協力で提供した中央銀行の資金・国債決済システムである CBM-NET の導入で 2016 年 1 月に実現した即時グロス決済システム (Real Time Gross Settlement, RTGS) を円滑に運用するために、日中当座貸越ならびにオーバーナイト当座貸越制度が導入されている<sup>37</sup>。日中当座貸越は金利なし、オーバーナイト当座貸越については、連続 3 日間までの借入は中央銀行金利、3 日間を超すと中

<sup>33</sup> 例えば、Central Bank of Myanmar, *op.cit.*, *Annual Report 2018–2019*, p. 19. [<https://www.cbm.gov.mm/content/annual-report?q=node/5829>] (Jan. 18, 2021) 参照。

<sup>34</sup> Central Bank of Myanmar, *Results of Deposit Auction* [<https://www.cbm.gov.mm/deposit-auction>] (Jan. 26, 2021)

<sup>35</sup> なお、こうした取引期間毎のオファー額を明示しない総額方式によるオファーは、割引短期国債 (T-bill) ならびに利付長期国債 (T-bond) の入札でも行われている。

<sup>36</sup> International Monetary Fund, *op.cit.*, *Myanmar: Technical Assistance Report-Monetary Operations*, p. 17.

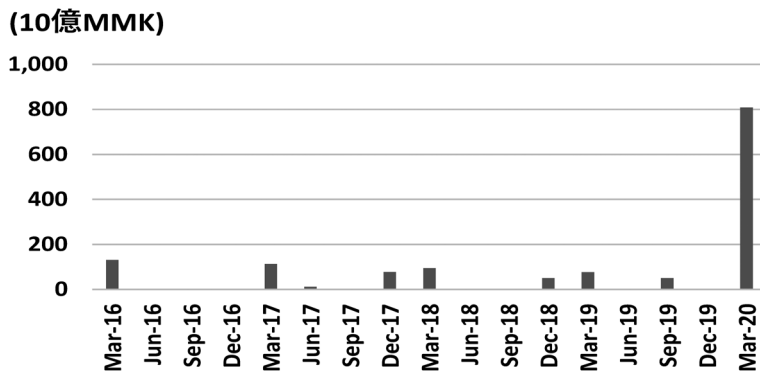
<sup>37</sup> Central Bank of Myanmar, *Current Account and Overdraft Guideline (version 1.0)*, December 2015, Central Bank of Myanmar, 2015, p. 6.



中央銀行金利にペナルティ金利（2%）が追加で付されることとなっている<sup>38</sup>。このように当座貸越は連続3日を超える利用に罰則金利が付される一方、窓口貸出は同じ金利でより長期間の利用が可能なので、「銀行がCBMからの短期の流動性サポートを必要とする場合、窓口貸出を选好すると考えられる」<sup>39</sup>。

最近のCBMから銀行への貸出動向をCBMが公表している四半期金融統計<sup>40</sup>で確認すると、前述の超過準備額の季節変動を反映し、各年3月末には貸出が発生しており、特に2020年3月末には8,000億MMK（当時の所要準備額〈1.7兆MMK〉の約半額）を超す多額の貸出が行われ、コロナ感染が世界的に広まる中でミャンマーの流動性活況が非常に逼迫していたものであったことが分かる（コロナ禍へのCBMによる対応については後述）。

図表5. CBMの銀行向け貸出額の推移



（出所）CBM資料<sup>41</sup>より著者作成

なお、IMFの技術支援レポートでは、現行の窓口貸出制度につき、次の5点で改善が必要と指摘している<sup>42</sup>。まず、窓口貸出（ならびに当座貸越）の担保がミャンマー国債に限定されているため、預金付利規制により国債保有が難しい<sup>43</sup>外国銀行支店は、同ファシリティの利用から実質的に除外されている。従って、仮に外国銀行支店が、必要な資金調達に失敗し一時的な資金ショートを起こしても、CBMは資金供給できないので、RTGSの下とはいえ円滑な資金決済に多大な支障が及ぶ可能性がある。第2に、現行の窓口貸出の法的根拠となる1995年の通達はファシリティの利用に関する手続きや、担保の掛け目など重要な情報が含まれていない点で内容が曖昧である。第3に窓口貸出の法的根拠は、中央銀行法（Central Bank of Myanmar Law 2013）85条の「最後の貸し手条項」にあり、従って法的根拠からすると窓口貸出には金融調節手段としての役割ではなく、資金調達に問題を有する特定の個別銀行への所謂「緊急流動性支援」（Emergency Liquidity Assistance, ELA）の役割が与え

<sup>38</sup> International Monetary Fund, *op.cit.*, Myanmar: Technical Assistance Report-Monetary Operations, p. 17.

<sup>39</sup> *Ibid.*

<sup>40</sup> *Ibid.*

<sup>41</sup> Central Bank of Myanmar, *Quarterly Financial Statistics Bulletin* [https://www.cbm.gov.mm/content/2506]に掲載されている2016 II期以降のQuarterly Financial Statistics BulletinよりCBMの貸出計数を抽出。

<sup>42</sup> International Monetary Fund, *op.cit.*, “Myanmar: Technical Assistance Report-Monetary Operations”, pp. 18-19.

<sup>43</sup> 外国銀行支店は、現地通貨建て預金に対する付利が禁止されているため、定期預金での調達が実質的にできず、顧客がいつでも引き出し可能な当座預金しか設定できない。従って期間3か月以上のミャンマー国債を購入すると流動性リスクを抱えることとなり投資が難しい。また、ミャンマー国債は格付が付されていないので、信用リスク上も投資が困難である。

られていることとなる。第4に、期間の異なる当座貸越（貸出期間は基本的に1日（overnight））と窓口貸出（貸出期間は最長92日間）に同じ金利が設定されるなか、どのように両者の使い分けを図るのか明確でない。現行の窓口貸出は、将来的には期間をオーバーナイト等の短期に限定し当座貸越制度を吸収して金融政策手段としての位置付けを明確化した常設貸出ファシリティ（Standing Credit Facility, SCF）と、調達の安定化など経営改善計画の提出を要件とし早期返却を促すため高い金利を付して、金融政策手段でなく金融システムの安定性に向けたブルーデンス政策の手段としての位置付けを明確化した緊急流動性支援（ELA）に分離されることが望ましいと考えられる。

### 3. インターバンク市場

銀行間で資金貸借を通じて保有準備額を調整する場がインターバンク資金市場であるが、ミャンマーでは2012年3月に発出された通達でインターバンク資金市場での貸出・借入が解禁された<sup>44</sup>。しかし同通達では、取引期間は90日以内、また貸出額は各行の資本及び剰余金合計額の20%まで、貸出実行には取締役会の決議が必要、有担保取引に関しては記述なしといった制約が付されていた<sup>45</sup>。2016年4月に改訂された同通達では、取引期間が1年間まで延長されたほか、ミャンマー国債ならびに米ドルを用いた有担保取引が記述に追加され、無担保貸出額の上限は各行のコア資本額の100%までと設定された<sup>46</sup>。さらに同改訂により、従来から行われていたと推察されるインターバンクでの預金取引もインターバンクでの無担保貸出取引とみなされること、そしてインターバンク資金取引を行った銀行は、資金出し手・取り手の双方がCBMに対して取引明細（取引額、期間や金利など）を報告する義務が定められた。こうした有担保を含めたインターバンク市場の拡充には、前述の通り日本の無償資金援助としてJICAが提供した中央銀行の資金・国債決済システムであるCBM-NETが2016年1月に稼働を開始し、これにより銀行間取引を即時グロス決済で行うことや国債のDVP（Delivery versus Payment, 国債資金同時受渡）取引が可能となり、資金と国債の決済リスクが軽減されたことも影響していると考えられる。

このインターバンク取引の報告義務を通じて、CBMは毎日インターバンク市場の状況を知りうることとなったが、IMFの技術支援レポートによると、銀行サイドのレポート能力の低さから、CBMでは報告を受けた資金の出し手と取り手の情報をマッチングさせることすら困難で、各々の合計金額も一致しない状況であった<sup>47</sup>。

こうしたなか、CBMは、IMFからの提言<sup>48</sup>とJICAのサポートを得てインターバンク取引情報を含む新たな情報交換ネットワーク・システムを整備した<sup>49</sup>。CBMはシステム整備と並行して、市中銀行にインターバンク取引に関するサーベイを行ったうえで、報告対象や報告事務の明確化を図った新たな通達を2019年末に発出している<sup>50</sup>。こうしたシステム整備と新通達発出により、インターバンク取

<sup>44</sup> ミャンマーでは、2003年に発生した銀行危機への対応として、民間銀行のインターバンク・ローンが禁止されていた（久保公二ほか『ミャンマー移行経済の変容：市場と統制のはざま』（研究双書546）日本貿易振興会アジア経済研究所、2005年、123頁）。

<sup>45</sup> Central Bank of Myanmar, *Permission for Interbank Borrowing Transaction (Directive No. 26)*, Mar. 22, 2012.

<sup>46</sup> Central Bank of Myanmar, *Permission for Bilateral Interbank Lending (Directive No. 4/2016)*, Apr. 8, 2016.

<sup>47</sup> International Monetary Fund, *op.cit.*, Myanmar: *Technical Assistance Report-Monetary Operations*, p. 10.

<sup>48</sup> *Ibid.*, pp. 9-14.

<sup>49</sup> 独立行政法人国際協力機構「ミャンマー中央銀行（CBM）による金融機関との情報交換ネットワーク「Financial Institutions Data Exchange System (CBM-FIDES)」説明会の実施（2019年9月26日）」、独立行政法人国際協力機構 [https://www.jica.go.jp/project/myanmar/033/news/20190926.html]（2021年2月2日）

<sup>50</sup> Central Bank of Myanmar, *Directive for Interbank Money Market Transactions (Directive No. 22/2019)*, Dec. 27, 2019.

引が行われた場合、資金の出し手がシステムに情報を迅速に入力し、資金の取り手が当該情報を確認し、情報の齟齬がなければ報告が最終化されるとの手順が明確化され、従来 CBM が行っていた情報のマッチング作業は大幅に低減されることとなり、迅速なデータとりまとめ、公表が可能となった。こうした体制整備を受けて、CBM では 2020 年 2 月より 2019 年 8 月分以降の MMK 建て、米ドル建ての無担保インターバンク資金取引につき、主要な取引期間毎の取引荷重平均金利と取引量を月次ベースでウェブサイトにて公表している<sup>51</sup>。

従来、ミャンマーの金融市場において入手可能な金利情報は、ミャンマー国債（政府短期証券（T-bill<sup>52</sup>）及び長期国債（T-bond<sup>53</sup>）の入札金利と CBM が行う預金オークション金利に限られていた（いずれも CBM のウェブサイトで公表されている）。一般に途上国においては、不良債権比率などを含む市中銀行の公開財務情報の欠如、情報ベンダーを含めた仲介業者の欠如などに伴い、インターバンク資金市場が発展しづらく、同市場での金利情報も取得しづらい状況がある。但し、ミャンマーにおいては、外国銀行支店に金利規制（MMK 建て顧客預金に付利できない）が課せられており、外国銀行支店が顧客向けに現地通貨建ての融資を行う場合、その原資をインターバンク資金市場での借入に依存せざるを得ないという構造的要因から、一定程度のインターバンク資金市場の発展がみられたと考えられる<sup>54</sup>。そうした中で、前述の通り IMF・JICA の支援により、中央銀行がいわば情報ベンダーの役割を担って取引情報を取得し、公表に携わっていることの意義は大きい。インターバンク資金市場の金利は多くの中央銀行で金融政策の操作目標に用いられており、その情報が整備され迅速な入手が可能となったことは、ミャンマーが今後金融政策を高度化していく際に重要な役割を果たすと考えられる（具体的な対応案について後述）。

なお、多くの国々で実質的な有担保取引として重要視されているレポ（Repurchase Agreement）取引（債券を一定期間後に売り戻す（買い戻す）条件で買い入れる（売り渡す）取引）については、2017 年 12 月に CBM が当該取引をインターバンク取引で行うことを可能とする通達を發出しており、上述の CBM 向けデータ報告にも含まれている。しかしながら、CBM が現在公表しているデータは無担保取引に限られており、レポ取引については、金利、規模、取引参加者ともに情報が公開されていない。レポ市場の発展のためにも、CBM が収集しているデータの公表が求められる。

#### 4. コロナ禍の影響と金融政策面での対応

ミャンマーでは、2020 年 3 月 23 日に初の感染患者発生が公表されて以降、継続的に感染者発生の公表が継続したが<sup>55</sup>、この間のミャンマー国内の状況は以下のようなものであったことが日本の公的

<sup>51</sup> MMK 建ての無担保インターバンク資金取引に関しては、Central Bank of Myanmar, *Interbank Money Market Information (MMK)* [https://www.cbm.gov.mm/content/3302], 米ドル建ての同取引に関しては、Central Bank of Myanmar, *Interbank Money Market Information (USD)* [https://www.cbm.gov.mm/content/3303] を参照。

<sup>52</sup> 2021 年 2 月 2 日時点では、基本的に 3 か月物、6 か月物、1 年物が月に 1-2 回発行されている。

<sup>53</sup> 2021 年 2 月 2 日時点では、基本的に 3 年物と 5 年物が毎月 1 回発行されている。

<sup>54</sup> IMF 技術支援レポート（International Monetary Fund, *op.cit.*, *Myanmar: Technical Assistance Report-Monetary Operations*, p. 11）によると、ミャンマーのインターバンク資金市場では外国銀行支店による資金借入のシェアが高いことが指摘されている。

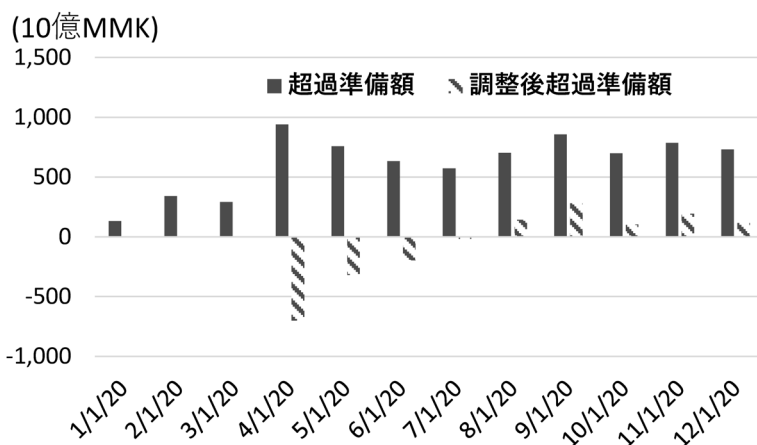
<sup>55</sup> 在ミャンマー国日本大使館ウェブサイト（「ミャンマー国内における感染者情報」[https://www.mm.emb-japan.go.jp/profile/japanese/2020COVID19\_mm.html]（2021 年 1 月 26 日））にて 2020 年 3 月下旬から同 9 月末にかけての感染者情報が掲載されている。

機関のウェブサイトでは報告されている。

政府がミャンマーでの COVID-19 感染を発表したとき、全ての人はスーパーマーケットで多くの食料品を購入しようとしただけでなく、家に留まることにも努力していました。(中略)その後、ヤンゴンの7つの町は、ティンジャン（著者注：ミャンマーの水祭り）新年休暇に合わせて4月10日から19日までロックダウンされました。また、午後10時から午前4時までの外出禁止令が出されました。さらに政府は、ヤンゴンの7つの町でのロックダウンを4月19日以降も延長すると発表しましたが、いつまでになるかは明らかにされませんでした<sup>56</sup>。

2020年の3月から4月にかけては非常に混乱した状況であったことが分かる。このような状況の下、人々は銀行から預金を引き出したため（CBMが公表している所要準備額から逆算すると2020年2月末から同3月末にかけて民間銀行（含む外国銀行支店）の顧客預金残高は約4,500億MMK減少）、銀行の保有する流動性は大幅に減少した。これに対応して、CBMは2020年4月1日スタートの積み期間より預金準備率を5.0%から3.5%に引き下げたほか、同3月末で8,000億MMKを越す貸出を行っている。また、CBMは3月から5月にかけて3度、合計で3%ポイントの利下げを行ったほか、預金オークションも停止することを表明した。預金準備率の引下げに伴う所要準備額の減少（約5,000億MMK）と多額のCBM貸出（約8,000億MMK）が行われなければ、民間銀行は2020年4月には所要準備額を積むことも困難であったことが推察される。

図表 6. 超過準備額の動向



(注) 調整後超過準備額は、預金準備率が引き下げられずCBMの貸出（3月末残高が4月1-28日の積み期間中維持された後、徐々に減少し6月末にゼロと仮定）が実行されなかった場合の超過準備額。

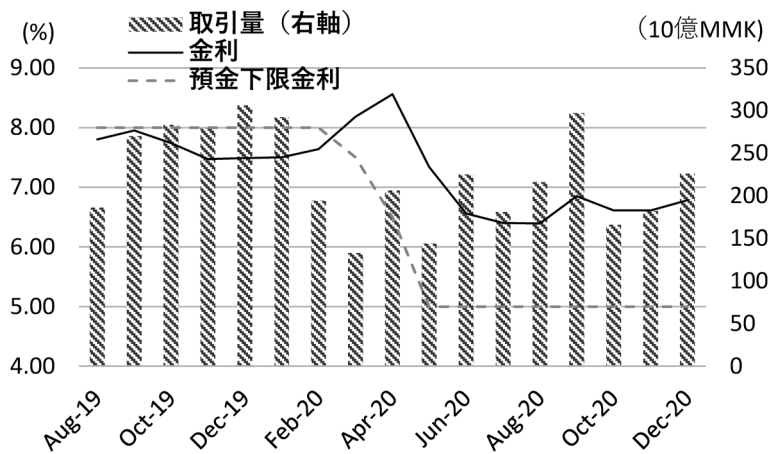
(出所) CBM 公表資料（準備預金の状況，Quarterly Financial Statistics Bulletin）より著者作成

<sup>56</sup> 国立研究開発法人科学技術振興機構，日本・アジア青少年サイエンス交流事業さくらサイエンスプラン「ミャンマーにおける COVID-19 の状況」[[https://ssp.jst.go.jp/news/covid19\\_mmr.html](https://ssp.jst.go.jp/news/covid19_mmr.html)] (Jan. 26, 2021)

こうしたタイトな資金環境は、インターバンク資金市場の金利動向にも如実に顕現化している。インターバンク資金市場において、取引量からみて中心的な取引と位置付けられる無担保1か月物の金利をみると、コロナ・ショックが明確化した3月～5月にかけてCBMによる合計3%ポイントの利下げにもかかわらず、金利は4月には1%ポイント程度上昇して8.56%に達し、取引量は大幅に減少している。その後、2020年6月に入って漸く金利は7%を下回る水準まで低下し、取引量も以前の水準近くまで回復したが、インターバンク資金市場の1か月物金利は、コロナ発生前の時期と比べて中央銀行金利の引き下げ幅（すなわち預金下限金利の引き下げ幅）ほどは低下していないことが分かる。

その一つの理由としては、地場主要行が中央銀行の設定する預金の下限金利まで金利を引き下げないことが挙げられる。すなわち利下げ前は、主要行は軒並み中央銀行設定の預金下限金利（8%）近傍に1か月物定期預金金利を設定していたものの、利下げ後は同金利を預金下限金利（5%）まで金利を引き下げず、6.5%程度に設定している。貸出上限金利も引き下げられていることを勘案すると、預金金利を同様に引き下げなければ、銀行の収益性に悪影響が及ぶと考えられるが、現状は各主要行とも預金量確保を優先した預金金利設定となっているように伺われる。

図表 7. 無担保インターバンク1か月物金利・取引量と預金下限金利推移



(出所) CBM 資料<sup>57</sup> より著者作成

## 5. 現状の評価・課題と今後の対応案

2021年の軍部によるクーデターの影響により、これまでの経済開放に向けた動きや、世銀・IMFや他国政府などから受け入れていた技術支援がどうなるか、本稿執筆時点では全く予想がつかない。クーデター前までの現状評価としては、実質的な経済開放が2012年に始まったことを勘案すると、金融政策の枠組み整備に関してCBMは、IMFやJICA等からの技術支援をうまく取り込んで、様々な障害に直面しつつもここまで長足の進歩を遂げてきたと評価可能である。直接金利コントロール

<sup>57</sup> Central Bank of Myanmar, *Interbank Money Market Information (MMK)* [https://www.cbm.gov.mm/content/3302] (Feb. 2, 2021) and Central Bank of Myanmar, *op.cit.*, *Quarterly Financial Statistics Bulletin (2019 Volume IV)*, p. 55.

とりザーブマネー・ターゲティングの組み合わせは、一定の金融包摂を達成しつつ<sup>58</sup>、中央銀行による財政ファイナンスを低減させる機能を果たしてきたと言える。

とはいえ、今後同様のスピードで金融政策の枠組みを進歩させ、次のステップに進むには、まだまだ課題が多いことも実情である。それらの課題と対応案を整理すると次のとおりである。

### 5-1. 更なる金融包摂の進展

金融政策が有効性を高めるには、金融仲介機能が向上する必要がある、そのためにはより多くの経済主体が銀行の預金や貸出等を通じて金融システムの中に取り込まれることが重要である。しかしながら、ミャンマーでは、過去と比べれば改善しているとはいえ、まだ15歳以上の国民の4人に1人程度しか銀行口座を有していない状況であり、例えばASEAN内で同様に低中所得国と分類されるフィリピン（15歳以上の銀行口座保有率34%、2017年<sup>59</sup>）と比べても依然低い状況にある。従って、金融政策の有効性を高めるためにも、金融教育などを通じて金融包摂をさらに進め、多くの国民が金融サービスを利用できる環境とすることが重要である。この点、ミャンマーにおいても携帯電話の普及率が近年急速に高まっていることに伴い、通信会社や地場銀行が携帯電話を通じた送金・決済サービスを提供する所謂「モバイル金融」の利用者が拡大している点は、金融包摂をさらに進めていくうえで見逃せない動きである<sup>60</sup>。

### 5-2. 金融市場のさらなる発展

インターバンク資金市場が相応に発展してきていること、また、同市場での金利情報がCBMによりとりまとめ・公表されていることは本文で説明したとおりであるが、同市場も含め、ミャンマーの金融市場はまだ発展の余地が大きい。例えばインターバンク資金市場の情報公開に関しても、残高情報、市場参加者の構成、レポ取引の状況に関するデータなどはまだ公表されておらず拡充の余地は大きい。また、国債市場に関しても、入札を通じた発行は定着し、発行市場での金利情報は入手可能となっているが、流通市場については発展が遅れており、既発行銘柄の時価情報は得られない状況にある。国債の流通市場発展に関しては、現在はbuy and hold型の投資家である銀行による保有が殆どであるため、例えば保険会社など機関投資家の参入等を通じた市場参加者の拡大と証券会社によるトレーディング取引の活発化などが今後の課題となろう。金融市場の拡大、発展は金融仲介機能の向上には欠かせない要素であり、そのためには、中央銀行や計画財務産業省といった関連当局と市場参加者が法制度の整備や取引慣行の確立などに向けた対話の場を設定して、それぞれが市場発展のメリットを享受しその責任を担おうとする「当事者意識」を高める施策が有益と考えられる。

### 5-3. CBMの政策決定にかかるガバナンス、コミュニケーション改善

現状、CBMは年報でリザーブマネーの目標値と実績値などを事後的に示しており、ウェブサイト

<sup>58</sup> 世界銀行のデータベース、*The Global Findex Database 2017* [https://globalfindex.worldbank.org/] (Feb. 3, 2021) によるとミャンマーでの15歳以上の銀行口座保有率は2014年23%から2017年26%に増加している。

<sup>59</sup> World Bank, *op.cit.*, *The Global Findex Database 2017*.

<sup>60</sup> ミャンマーにおけるモバイル金融に関しては、津川菜央「ミャンマーのフィンテック最新事情～モバイル金融を通じた金融包摂が進む」『国際金融』1340号（2021.1.1.）2021年、42-46頁参照。

にて中央銀行金利、預金下限金利、貸出上限金利を示しているが、これら金融政策に関する案件について「誰が、いつ、どの会合で、どのような意図の下に」決定したのかは明らかでない。例えば、2019年1月に無担保貸出金利の上限金利が新たに設定された際の通達は、担当副総裁から総裁宛のレターのようなかたちで発出されているが、その判断根拠や意図などは説明されず、設定された金利の水準等が示されているのみである<sup>61</sup>。一方、CBM法では「中央銀行は取締役会（Board of Director）により統治される」（第8条）とあるが、その「統治」が組織運営のみを示すのか、金融政策やプルーデンス政策などの政策決定までも含むのかは条文では明らかでない。また、仮に何らかの会合（例えば取締役会）が決定しているとして、そうした会合がいつ開催され、そこではどのような議論が行われたのかも全く開示されていない。2017年度のIMF4条協議コンサルテーションのスタッフレポートでは金融政策委員会（Monetary Policy Committee, MPC）の設置に関する通達が発出されたが実施されていないとの点が指摘されている<sup>62</sup>が、2019年の同レポートにおいてもMPCを通じた政策決定過程の明確化が課題として挙げられており<sup>63</sup>、「誰が」金融政策を決定しているのかさえ明確でない。

このように「誰が、いつ、どの会合で、どのような意図の下に」金融政策を決定したのかが不明な場合、金融政策のアカウントビリティが確保されないとの問題と、金融政策に関するコミュニケーションが行われなため、市場参加者が中央銀行の意図を理解できず政策の有効性が損なわれるとの問題が生じる。金融政策の有効性を高める観点から、誰が、どのような判断で政策決定を行っているのかを明確化・透明化したうえで、積極的なコミュニケーション戦略を導入して、政策意図などを明確に説明する体制を整備していくことが必要である。

#### 5-4. 金融政策オペレーションの改善

ミャンマーにおいては、前述したように銀行券の発行・流通及び財政資金の受払に関して、勘定システム未導入のMEBが代理人となっているため資金需給実績の日次把握も行えないとの状況にあり、当面はこうした問題を抱えつつ、金融政策オペレーションを改善していくことが必要となる。コロナ禍に加え今回のクーデターにより財政資金ファイナンスがどうなるのか等、現時点では不明な点も多い。しかしながら、JICAを通じた日本の支援もあって市中銀行がCBMに保有する当座預金残高、インターバンク市場の金利情報がリアルタイムで把握できるようになったことから、金利の直接コントロール及びリザーブマネー・ターゲティングという枠組みから市場金利ターゲットに移行することがオペレーショナルには可能となっており、徐々にこうした移行を行うことが望ましい。この移行を行う上では以下の施策が考えられる。

##### ①金利コリドーの導入

金利コリドーとは、中央銀行が超過準備に付利するとともに、常設貸出ファシリティ（SCF）を導入することで、インターバンク金利の変動を一定の範囲に収め（超過準備への付利水準が下限金利となり、SCFの貸出金利が上限金利となる）、この金利の範囲内に短期のインターバンク金利の目標金利を設定し、それを達成するよう公開市場操作を通じて資金需給管理を行う枠組みである。ミャン

<sup>61</sup> Central Bank of Myanmar, *Amendment to the Lending Rates (Directive No. 1/2019)*, Jan. 15, 2019.

<sup>62</sup> International Monetary Fund, *op.cit.*, Myanmar: *Staff Report for the 2017 Article IV Consultation*, p. 15.

<sup>63</sup> International Monetary Fund, *op.cit.*, Myanmar: *Staff Report for the 2019 Article IV Consultation*, p. 15.

マーでは、既に短期のインターバンク金利の情報が整備されているため、SCF と超過準備付利が導入されれば、金利コリドーの導入が可能となる。

## ②公開市場操作手法の改善・導入による季節的資金需給変動への対応強化

上述のとおり金利コリドー内に設定された目標金利を達成するには公開市場操作を用いて、超過準備が過剰な状態では、預金オークションを通じた超過準備の吸収を行い、逆に超過準備が不十分な場合には、貸出オークションを通じた資金供給が必要となる（さもないと超過準備過剰状況では短期インターバンク金利は下限金利に張り付き、超過準備不十分な環境では短期インターバンク金利が上限金利に張り付くこととなる）。こうした肌目細かい資金需給調整を行うため、預金オークションについては、現行の隔週、2・4・6週間の3種類の取引期間を同時にオファーし各取引期間のオファー額を明示しない方式から、毎週、1週間物の預金オークションを行い、残高積み上げが必要な場合は合わせて4週間物の取引をオファーし、取引期間毎のオファー額を明示するかたちに改善することが適当と考えられる。また現在行われていない貸出オークションに関しては、例えば前述した4月にかけての季節的な資金不足期に実施できるよう導入し、健全な個別金融機関が窓口貸出に依存しなくてすむような十分な資金供給を行う体制を整えることが考えられる。この際、JICAが行っているCBM-NETの第2期開発（2021年3月に開発完了の計画であった）によって、CBMと市中銀行との間の国債取引にもDVPが導入されるので、貸出オークションの導入に当たっては、レポの形式を取り入れた手法とすることが考えられる。

## 6. おわりに

ミャンマーでは、2011年の経済開放以降、IMFや日本の技術援助もあって金融政策の枠組みが整備され、今後のステップアップの道筋が開かれている。今回の軍部によるクーデターとその影響は不透明であるが、ミャンマーが今後とも持続的な経済発展を遂げていく上では、金融政策の有効性をさらに高めていく努力が欠かせない。

## 参考文献

- 乾泰司、向井直人、川畑博（2018）「ミャンマー中銀の支払決済システム構築——現状、課題と展望」『国際金融』1312号（2018年9月1日）、6-15頁。
- 外務省（2020）「ODA実績」（2020年3月27日）[<https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/oda/shiryo/jisseki.html>]（2021年2月2日）
- 久保公二、福井龍、三重野文晴（2005）『ミャンマー移行経済の変容：市場と統制のはざままで（研究双書546）』日本貿易振興機構アジア経済研究所
- 国立研究開発法人科学技術振興機構、日本・アジア青少年サイエンス交流事業さくらサイエンスプラン（2020）「ミャンマーにおけるCOVID-19の状況」[[https://ssp.jst.go.jp/news/covid19\\_mmr.html](https://ssp.jst.go.jp/news/covid19_mmr.html)]（Jan. 26, 2021）
- 在ミャンマー国日本国大使館「ミャンマー国内における感染者情報」[[https://www.mm.emb-japan.go.jp/profile/japanese/2020COVID19\\_mm.htm](https://www.mm.emb-japan.go.jp/profile/japanese/2020COVID19_mm.htm)]（2021年1月26日）
- 津川菜央（2021）「ミャンマーのフィンテック最新事情～モバイル金融を通じた金融包摂が進む」『国際金融』1340号（2021.1.1.）、42-46頁。
- 独立行政法人国際協力機構「ODA見える化サイト：中央銀行業務ICTシステム整備計画」[<https://www.jica.go.jp/oda/project/1360380/index.html>]（2021年2月12日）
- 「ミャンマー中央銀行（CBM）による金融機関との情報交換ネットワーク「Financial Institutions Data Exchange System（CBM-FIDES）」説明会の実施（2019年9月26日）」[<https://www.jica.go.jp/project/myanmar/033/news/20190926.html>]（2021年2月2日）



- Central Bank of Myanmar (2012) *Permission for Interbank Borrowing Transaction (Directive No. 26, Mar. 22, 2012)*
- (2015) *Current Account and Overdraft Guideline (version 1.0), December 2015*
- (2016) *Permission for Bilateral Interbank Lending (Directive No. 4/2016, Apr. 8, 2016)*
- (2019a) *Amendment to the Lending Rates (Directive No. 1/2019, Jan. 15, 2019)*
- (2019b) *Directive for Interbank Money Market Transactions (Directive No. 22/2019, Dec. 27, 2019)*
- *Annual Report 2011–2012* [<https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/cbmannualreport20112012.pdf>] (Jan. 26, 2021)
- *Annual Report 2012–2013* [[https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/report/annual\\_report\\_2012-2013.pdf](https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/report/annual_report_2012-2013.pdf)] (Jan. 26, 2021)
- *Annual Report 2013–2014: Part 1* [[https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/annual\\_1.pdf](https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/annual_1.pdf)] (Jan. 26, 2021)
- *Annual Report 2014–2015* [[https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/report/annual\\_report\\_2014-2015.pdf](https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/report/annual_report_2014-2015.pdf)] (Jan. 26, 2021)
- *Annual Report 2015–2016* [[https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/policy\\_relationship/annaul\\_report\\_2015-2016\\_pdf\\_.pdf](https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/policy_relationship/annaul_report_2015-2016_pdf_.pdf)] (Jan. 26, 2021)
- *Annual Report 2016–2017* [[https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/policy\\_relationship/Annual\\_Report\\_2016-2017.pdf](https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/policy_relationship/Annual_Report_2016-2017.pdf)] (Jan. 26, 2021)
- *Annual Report 2017–2018* [[https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/report/central\\_bank\\_2017-2018\\_annual\\_report\\_low\\_0.pdf](https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/report/central_bank_2017-2018_annual_report_low_0.pdf)] (Jan. 26, 2021)
- *Annual Report 2018–2019* [[https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/report/2018-2019\\_annual\\_report.pdf](https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/report/2018-2019_annual_report.pdf)] (Jan. 26, 2021)
- *FY 2018 Transition Period Report* [[https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/report/final\\_confirm\\_2018\\_annual\\_report.pdf](https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/report/final_confirm_2018_annual_report.pdf)] (Jan. 26, 2021)
- *Interbank Money Market Information (MMK)* [<https://www.cbm.gov.mm/content/3302>] (Feb. 2, 2021)
- *Interbank Money Market Information (USD)* [<https://www.cbm.gov.mm/content/3303>] (Feb. 2, 2021)
- *Quarterly Financial Statistics Bulletin (2016 Volume II)* [[https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/policy\\_relationship/quarterly\\_financial\\_statistics\\_bulletin\\_2016\\_volume\\_ii.pdf](https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/policy_relationship/quarterly_financial_statistics_bulletin_2016_volume_ii.pdf)] (Jan. 27, 2021)
- *Quarterly Financial Statistics Bulletin (2017 Volume IV)* [[https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/policy\\_relationship/quarterly\\_financial\\_statistics\\_bulletin\\_2017\\_volume\\_iv.pdf](https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/policy_relationship/quarterly_financial_statistics_bulletin_2017_volume_iv.pdf)] (Jan. 27, 2021)
- *Quarterly Financial Statistics Bulletin (2018 Volume IV)* [[https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/policy\\_relationship/quarterly\\_financial\\_statistics\\_bulletin\\_2018\\_vol\\_iv\\_opt.pdf](https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/policy_relationship/quarterly_financial_statistics_bulletin_2018_vol_iv_opt.pdf)] (Jan. 27, 2021)
- *Quarterly Financial Statistics Bulletin (2019 Volume IV)* [[https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/policy\\_relationship/qfs\\_2019\\_volume\\_iv\\_provisional\\_format\\_20-11-2020.pdf](https://www.cbm.gov.mm/sites/default/files/policy_relationship/qfs_2019_volume_iv_provisional_format_20-11-2020.pdf)] (Jan. 27, 2021)
- *Reserve Requirement Penalty for Banks and Financial Institutions (Directive No. 12/2016, Sept. 29, 2016)*
- *Results of Deposit Auction* [<https://www.cbm.gov.mm/deposit-auction>] (Jan. 26, 2021)
- *Statement showing Reserve Position of Banks* [<https://www.cbm.gov.mm/reserve-position>] (Jan. 25, 2021)
- International Monetary Fund (2013) *2013 Article IV Consultation and First Review Under the Staff-Monitored Program-Informational Annex* [<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Myanmar-2013-Article-IV-Consultation-and-First-Review-Under-the-Staff-Monitored-Program-40853>] (Jan. 27, 2021)
- (2014) *Myanmar: Staff Report for the 2014 Article IV Consultation* [<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14307.pdf>] (Jan. 27, 2021)
- (2015a) *Myanmar: Staff Report for the 2015 Article IV Consultation* [<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Myanmar-2015-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-43293>] (Jan. 27, 2021)
- (2015b) *Evolving Monetary Policy Frameworks in Low-Income and Other Developing Countries*, IMF Staff Report (October 2015) [<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/102315.pdf>] (Feb. 7, 2021)
- (2017) *Myanmar: Staff Report for the 2016 Article IV Consultation* [<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/02/02/Myanmar-2016-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-44612>] (Jan. 27, 2021)
- (2018) *Myanmar: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation* [<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/03/28/Myanmar-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-45763>] (Jan. 27, 2021)
- (2019a) *Myanmar: Technical Assistance Report-Monetary Operations (IMF Country Report No. 19/87)* [<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/03/26/Myanmar-Technical-Assistance-Report-Monetary-Operations-46708>] (Jan. 26, 2021)
- (2019b) *Myanmar: Staff Report for the 2018 Article IV Consultation* [<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/04/10/Myanmar-2018-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-46748>] (Jan. 27, 2021)
- (2020a) *Myanmar: Staff Report for the 2019 Article IV Consultation* [<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/03/26/Myanmar-2019-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-49292#:~:text=IMF%20Staff%20Country%20Reports&text=This%202019%20Article%20IV%20Consultation,trade%2C%20commodity%20and%20financial%20markets.>] (Jan. 27, 2021)
- (2020b) *Myanmar Requests for Disbursement under the Rapid Credit Facility and Purchase under the Rapid Financing Instrument-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Myanmar* [<https://www.imf.org/en/Publications/>]

- CR/Issues/2020/07/02/Myanmar-Requests-for-Disbursement-Under-the-Rapid-Credit-Facility-and-Purchase-Under-the-49542] (Jan. 27, 2021)
- (2021) *Myanmar Requests for Disbursement under the Rapid Credit Facility and Purchase under the Rapid Financing Instrument-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Myanmar* [<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/01/25/Myanmar-Requests-for-Disbursement-Under-the-Rapid-Credit-Facility-and-Purchase-Under-the-50036>] (Feb. 12, 2021)
- International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department (2020) *Capacity Development Annual Report 2020* [<https://www.imf.org/en/Publications/Technical-Assistance-Annual-Reports/Issues/2020/10/06/mcm-technical-assistance-annual-report-2020>] (Jan. 27, 2021)
- Myanmar Project Bank, *Core Banking System Implementation Project (Modernization of Public Finance Management Project* [<https://projectbank.gov.mm/en/profiles/activity/PB-ID-1134/>] (Feb. 2, 2021)
- World Bank, *GDP Growth (annual %)-Myanmar* [<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=MM>] (Feb. 12, 2021)
- *The Global Findex Database 2017* [<https://globalfindex.worldbank.org/>] (Feb. 3, 2021)