

# ラオス公的債務管理(上)

## 中国とタイへの債務返済

水野兼悟

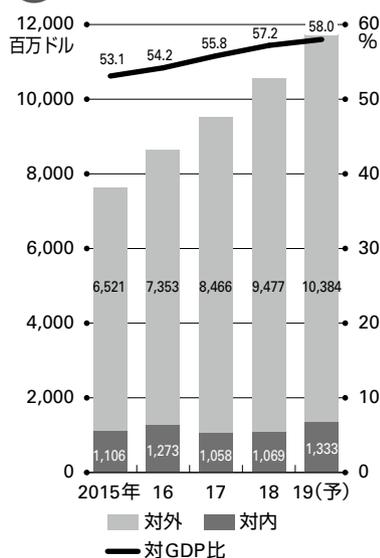
ラオスでは対外公的債務の残高と返済額が急増している。近年の増加分のほとんどは、中国とタイへの債務による。加えて、2019年よりユーロ市場での資金調達も始まった。本稿では、ラオスの対外公的債務の返済・調達状況につき整理する。

### 公的債務残高

ラオスの公的債務は財政省(MOF)が管理している。同残高<sup>注1</sup>は2019年末で約120億ドル、対GDP比で58%に達する見込みである(図1)。15年末比で5割以上増え、年平均11%強とGDP成長率の1.5倍強で増加している。対内債務はほぼ横ばいであり、増加分はほとんど対外債務に起因する。

国際通貨基金(IMF)は年次4条協議において、ラオスの公的債務を高リスク状態と評してい

図1 公的債務残高

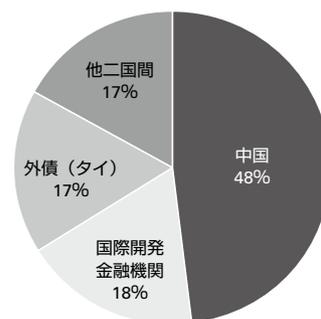


出所) 国際通貨基金「Article IV Country Report」  
Aug 2019より作成

る。米シンクタンクは中国の一路構想による債務負担に極めて脆弱な8カ国の一つにラオスを挙げている<sup>注2</sup>。

国別に債務先を見ると中国が約半分を占めている(図2)。中国側の債権者には政策性銀行と商業銀行が含まれる。二番目に多い

図2 対外公的債務先 (2018年末)



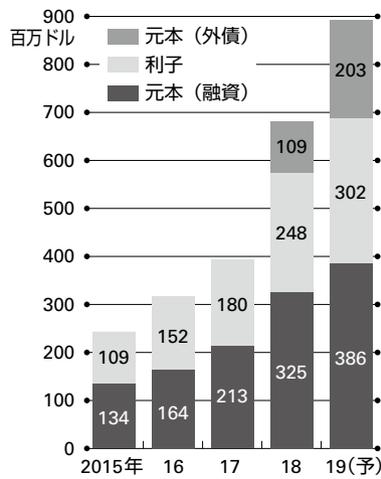
出所) 国際通貨基金「Article IV Country Report」  
Aug 2019より作成

のがタイである。タイで発行した外債が17%あるのに加えて、タイの政府系銀行や商業銀行への債務(借入と返済保証)が相当あり、合わせて20数%になると見込まれる。よって、中国とタイで約4分の3を占めることになる。

### 債務返済

2010年頃まで、ラオスの対外公的債務は国際開発金融機関(世界銀行やアジア開発銀行など)や

図3 対外公的債務返済額



出所) 国際通貨基金「Article IV Country Report」Aug 2019、MOF「Prospectus (for Baht Bond)」Nov 2018より作成

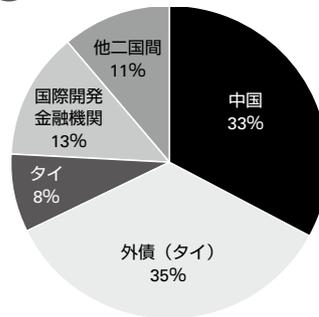
二国間政府開発援助 (ODA) と いった譲許的な借款が中心であった。しかし、こうした長期かつ低利な融資の残高は、ここ十年ほど横ばいにとどまっている。

対して、10年代初頭より中国、同半ばよりタイへの債務が増えてきた。これらには、国営企業が市場金利に準じて借り入れ、それにMOFが返済保証をつける債務が含まれる。また、13年から18年にかけて毎年、タイ市場でソブリン外債を発行してきた。こうして、従来に比べて返済期間は短く、金利は高い債務の残高が増えてきた。

結果的に近年、元利返済が急増している (図3)。19年における元利返済の予定先は、いずれも中国とタイで4分の3以上を占める (図4、5)。

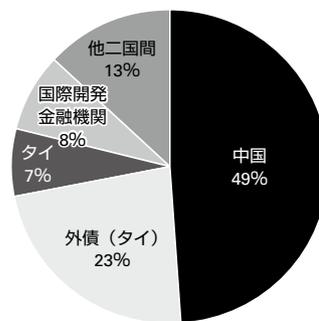
しかし、元本の返済予算に対す

図4 元本返済予定先 (2019年)



出所) MOF「Prospectus (for Baht Bond)」Nov 2018より作成

図5 利子返済予定先 (2019年)

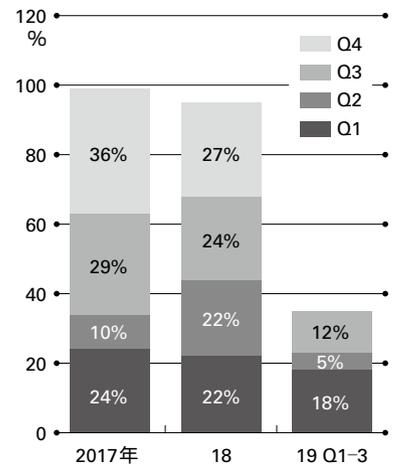


出所) MOF「Prospectus (for Baht Bond)」Nov 2018より作成

る進捗率を見ると、17、18年に比べて19年は第2四半期から返済額が急減している (図6)<sup>注3</sup>。第4四半期にまとめて返済した外債 (タイ) の元本を考慮しても、19年の進捗率は8割くらいにしか達しないと見込まれる<sup>注4</sup>。

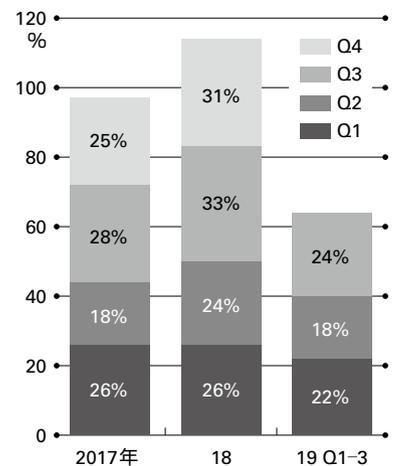
よって、第2四半期から一部の元本返済が暫定的に猶予、または数年先以降に繰延されている可能性がある<sup>注5</sup>。その債務先は、  
・経済協力開発機構 (OECD) の開発援助委員会 (DAC) への参加国・機関ではない<sup>注6</sup>

図6 元本返済進捗率 (2019年)



出所) MOF「Government Fiscal Statistics」quarterly seriesより作成

図7 利子返済進捗率 (2019年)



出所) MOF「Government Fiscal Statistics」quarterly seriesより作成

- ・急減した返済額が多い
- ・外債を除くとタイ向け元本返済額はそう多くない<sup>注7</sup>

といった点を勘案すると、中国 (うち特に政策性銀行) であろうと推察される。その場合、高速鉄道や高速道路、発電、送電線網といった中国借款で建設・計画され

ている大規模なインフラ事業に影響を及ぼす可能性がある。

一方、利子の返済予算に対する進捗率は、19年と前々年とで大差なく、第4四半期にはほぼ100%に達しそうである（図7）。つまり、利子返済は猶予・繰延されて

いないと見込まれる。

### 外債発行と商業借入

MOFは2013年から18年まで毎年、タイ市場でパーツおよびドル建てで外債を発行してきた（表1）。

表1 MOFによるタイでの外債発行

| 通貨     | 発行     | 期間（年） | 金利              | 金額（百万） |
|--------|--------|-------|-----------------|--------|
| パーツ    | 13年5月  | 3     | 4.50%           | 1,500  |
|        | 13年12月 | 3     | 4.70%           | 500    |
|        | 小計     | 5     | 5.20%           | 2,566  |
|        | 14年10月 | 3     | 4.76%           | 1,794  |
|        |        | 5     | 5.20%           | 1,830  |
|        |        | 7     | 5.50%           | 1,466  |
|        | 小計     |       |                 | 5,090  |
|        | 15年6月  | 3     | 3.56%           | 1,000  |
|        |        | 5     | 4.32%           | 5,000  |
|        |        | 10    | 5.00%           | 6,000  |
|        | 小計     |       |                 | 12,000 |
|        | 16年11月 | 3     | 3.76%           | 4,803  |
|        |        | 5     | 4.10%           | 1,871  |
|        |        | 7     | 4.55%           | 1,064  |
|        |        | 10    | 4.98%           | 1,372  |
| 12     |        | 5.15% | 1,891           |        |
| 小計     |        |       | 11,001          |        |
| 17年10月 | 3      | 3.65% | 2,791           |        |
|        | 5      | 4.00% | 1,020           |        |
|        | 7      | 4.60% | 341             |        |
|        | 10     | 5.20% | 2,967           |        |
|        | 12     | 5.40% | 1,506           |        |
| 小計     | 15     | 6.05% | 5,376           |        |
| 18年11月 | 3      | 4.30% | 2,547           |        |
|        | 5      | 5.00% | 1,768           |        |
|        | 10     | 6.00% | 533             |        |
|        | 12     | 6.45% | 2,153           |        |
| 小計     |        |       | 7,001           |        |
| ドル     | 15年12月 | 10    | LIBOR6M + 3.38% | 162    |
|        |        | 12    | LIBOR6M + 3.48% | 20     |
| 小計     |        |       | 182             |        |

出所) Thai Bond Market Associationより作成

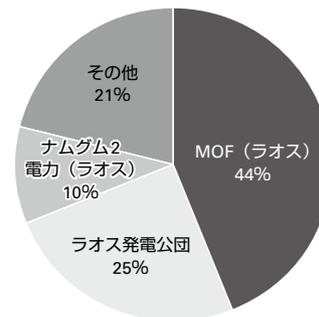
しかし、19年から発行していない。

タイで非居住者が債券を発行するには、タイ財政省の認可が必要である。しかし、19年申請分からMOFは許可を得られていない<sup>注8</sup>。タイでの非居住者発行による債券残高のうち約8割をラオス発行体、とくにMOFが半分近くを占めている（図8）。タイ財政省としては、発行体を多様化させ、投資家のリスクを分散させたい意向である。

タイで借換債でさえ発行できなくなったことで、MOFは19年からユーロ市場で資金調達を始めた（表2）。同年6月には国外銀行団よりユーロ建て協調融資を受け、12月にはドル建て外債を割引発行した。さらに、20年前半にユーロドル債を発行する予定で、このため同年1月にムーディーズからソブリン格付を取得した（格付B3）<sup>注9</sup>。

これらユーロ市場での資金調達は、タイでの外債と比較しても、

図8 タイでの非居住者発行による債券残高（2019年末）



出所) タイ財政省「Bond Market Booklet」Jan 2020より作成

表2 MOFの商業借入（2019年以降）

| 時期     | 資金調達 | 金額            | 期間             | 金利                         | アレンジャー                                  | 上場            |
|--------|------|---------------|----------------|----------------------------|---|---------------|
| 19年6月  | 協調融資 | EUR 135<br>百万 | 平均3.9年<br>最長5年 | Euribor + 4.46%            | クレジットスイス                                |               |
| 19年12月 | 外債   | USD 150<br>百万 | 1.5年           | 6.875%、割引発行<br>(97.75589%) | オープンハイマー                                | シンガポール<br>取引所 |
| 20年前半  | 外債   |               |                |                            | クレジットスイス、<br>JPモルガン、スタン<br>ダードチャ<br>ーター |               |

出所) GlobalCapital, Cbonds, Singapore Exchangeより作成

表3 外債の償還予定（2020～21年）

| 時期     | 市場  | 金額  |       |
|--------|-----|-----|-------|
|        |     | 通貨  | 百万    |
| 20年6月  | タイ  | THB | 5,000 |
| 20年10月 | タイ  | THB | 2,791 |
| 21年6月  | ユーロ | USD | 150   |
| 21年10月 | タイ  | THB | 1,466 |
| 21年11月 | タイ  | THB | 1,871 |
| 21年11月 | タイ  | THB | 2,547 |

出所) Thai Bond Market Association, Singapore Exchangeより作成

より短期かつ高金利となっている。MOFの資金繰りをさらに悪化させていくだろう。

### 外債償還

ラオスが国際金融市場において債務不履行国とならないためには、外債の元利を期日通りに返済し続ける必要がある<sup>注10</sup>。とくに、元本の償還（または借換）は、金額が多額になるため事前準備が重要である。

直近の2020～21年にも、外債の償還期限が予定されている（表3）。特にタイでの外債は32年までほぼ毎年、償還が来る。これら

をユーロ市場で資金調達して返済していくと、雪だるま式に債務状態が悪化していくと懸念される。

MOFは今後、せめて借換債だけでも発行を認めるよう、タイ財政省と交渉する価値がある<sup>注11</sup>。同時に、国際開発金融機関などからの譲許性の高いプログラム型借款を増やし、市場金利での債務を減らしていくことも再考の余地がある<sup>注12</sup>。

注

- 1 MOFによる借入および返済保証を含み、支払保証を含まない
- 2 Center for Global Development, "Examining the Debt Implications of the Belt and Road Initiative

from a Policy Perspective," Mar 2018

- 3 執筆時点で第4四半期統計は未公表
- 4 予算はキップ建てで返済は外貨建てであり為替の影響を受けるとはいえ、債務を予定通り返済していれば、進捗率は100%前後に収まるはず
- 5 公的債務の性格上、一方的な延滞は考え難い
- 6 主要参加者が重なるパリ・クラブではラオスを債務整理国として取り扱っていない
- 7 外債（タイ）は延滞したら直ちに債務不履行としてタイ市場で認識される
- 8 申請受付は年3回であり、ラオス政府が毎回申請しているわけではない
- 9 タイの格付機関TRISによる格付はBBB
- 10 借款なら交渉の余地は多少ある
- 11 本質的には歳入増や歳出減、希望的には債務削減が必要
- 12 国際開発金融機関による政策介入を嫌うなどの理由により、これまで消極的。重債務貧困国(HIPCs)イニシアチブでの債務救済も自ら求めている

水野兼悟（みずのけんご）

野村総合研究所（NRI）グローバルインフラコンサルティング部上席コンサルタント