



# カンボジア債券市場 2020年代初頭からの本格始動に向けて

水野兼悟

## はじめに

カンボジアでは2008年に証券取引委員会（SECC）、11年に証券取引所（CSX）が設立された。しかし、18年4月時点で上場企業は5社にとどまっており、上場債券は存在しない。一方、17年から社債に関する制度整備が進み（表1）、これから1～2年のうちに初の社債が発行される見込みである。本稿では、カンボジアの債券市場につき概観する。

## 国債市場

経済財政省（MEF）は2000年代前半から政府短期証券を発行していたが、06年を最後に取りやめた。以降、一切の国債を発行していない。

カンボジア政府によるインフラ整備など資本支出は、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入で資金調達されてきている。カンボジアは貧困国としてこ

れら機関から譲許的な条件（極めて低金利）で借入を受けられてきた。しかし、経済発展に伴い、カンボジアの一人当たり国民総所得（GNI）は1140ドル<sup>注1</sup>と、最も譲許的な条件のみで借りられる上限に達している。よって、これから数年のうちに、譲許性の低い（市場金利に準拠した）借入に徐々に移行していく。

こうした対外借入の見込みもあり、政府の金融セクター発展戦略（16～25年）では、19～22年の間に国債の発行を再開する計画となっている。

政府証券法（07年）では、国債に係る発行・決済などの事務は国立銀行（NBC）が実施することになっている。同法で規定していない無券化、保管・振替、取引報告などに関しては、国債の再発行に向けて規定整備が必要となるだろう。

表1 債券市場に関する監督・法制度

監督機関	証券取引委員会（SECC）	証券取引所、証券会社など
	国立銀行（NBC）	商業銀行、マイクロファイナンス機関など
	経済財政省（MEF）	保険会社
主な法規制	国債	政府証券法（2007年） 公共財政制度法（2008年）
	社債	非政府証券法（2007年） 社債公募に係るSECC通達（2017年） 格付機関に係るSECC通達（2017年） 代表社債権者に係るSECC通達（2017年） 銀行等による証券上場に係るNBC通達（2017年）
	中銀債	譲渡性預金証書に係るNBC通達（2010年）

## 社債市場

非政府証券法（2007年）の制定から10年超が経過したが、これまで社債を発行した企業は存在しない。企業の借入金融は商業銀行やマイクロファイナンス機関からの融資がほぼすべてである。

SECCは17年に社債に関する3通達を発行済みで、18年に見込まれる証券保管機関に関する通達を含めれば、社債市場に必要最低限な法規は一通り整備される。また、政府は証券（社債を含む）上場企業に対する税制優遇（法人所得税率の半減、上場後3年間）を近々に公布する見通しである。加えて、NBCが17年に銀行などによる証券上場基準を明確にしたこともあり、公募・上場での社債発行を検討する企業（主に金融機関）が始めている。

一方、タイやベトナムなど近隣国では社債は機関投資家など向けに私募で発行され、流通も店頭取引（OTC）が主流である。よって、今後は私募や取引報告などに関する規制整備が必要となるであろう。

## 短期金融市場

短期金融市場で取引されている唯一の証券は、NBCが発行する譲渡性預金証書である。NBCは2013年から銀行間市場で同証書（最長1年、過半は1カ月未満）

を発行しており、16年からは同証書を担保とした流動性供給（レポ取引）も始めた。同証書はリエルおよび米ドルで発行されるが、流動性は担保証書の通貨にかかわらずリエルでのみ供給される。一方、商業銀行間では同証書ははまだ取り引きされておらず、流動性融通は銀行間預金で行われている。

## 機関投資家

商業銀行に続いて機関投資家となり得る保険市場は発展の初期段階にあるが、急速に成長している。生命保険は2012年に販売開始され、2017年末で保険料総計67百万ドル（前年比57%増）<sup>2</sup>となっている。

社会保険の整備も進んでいる。社会保障基金が設立され、18年1月から民間給与所得者向け労災・健康保険料の徴収が始まった。加えて、政府の社会保障政策枠組み（16～25年）に基づいて、20年までに給与所得者向け公的年金（強制加入、確定給付）および民間年金（任意加入、確定拠出）の導入が予定されている。前者は社会保障基金、後者は民間の金融機関が資産運用者となる。

SECCでは投資信託などを可能とするため集団投資スキームに係る通達を18年中に発布予定であり、MEFでは倒産隔離を確保するため信託法を起草中である。

## 課題と展望

カンボジア経済はドル化している。預金の94.4%<sup>3</sup>が外貨であり、保険契約もドル建てである。よって、現地通貨リエル建てで起債しても、発行量も償還年限も限定的にならざるを得ない。また、ドル一年預金と融資はそれぞれ4.4%と11.5%<sup>4</sup>と、高金利である。つまり、ドル建ての場合、政府や優良企業にとっては、タイなどオフショアの方が低利、長期かつ安定的に発行できる可能性がある。

一方、NBCは脱ドル化のため、19年末までに銀行融資の最低10%をリエル建てとするよう通達を出している。以降の規制で、融資に加えて有価証券も対象資産に加えられれば、リエル建て債券への追い風となる。また、社会保障基金もリエル建てであり、リエル建て投資商品への需要を支えるだろう。

以上のように、カンボジアの債券市場は2020年代初頭から本格的に始動すると見込まれる。

注

- 1 世界銀行、2016年
- 2 カンボジア保険協会
- 3 NBC、2018年1月末
- 4 3に同じ、銀行金利の加重平均

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