

カンボジア国債制度（上） 市場創設に向けた制度整備

水野兼悟

カンボジア政府は22年中に、計1.2兆リエル（約360億円）相当の国債発行を予定している。同国にとって16年ぶりの国債発行であり、国債市場の創設に向けた制度整備が進んでいる。

背景と目的

カンボジア政府が国債市場の再構築に着手した背景としては、

主に二点が挙げられる。

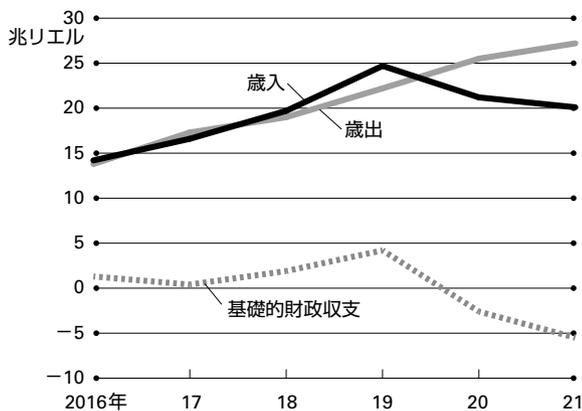
第一に、新型コロナウイルス大流行による財政悪化である。20年以降もコロナ対策などで歳出は増え続ける一方、歳入は減少に転じた。基礎的財政収支（贈与を含む）も16年から黒字基調だったのが、20年から赤字に転じた（図1）。潤沢な政府の預金残高も21年に減少に転じた（図2）。

第二に、後発開発途上国（LDC）

からの卒業である。カンボジアはLDCであり、国際開発金融機関などから極めて低金利で借款を受けている。しかし、国連によるLDC卒業条件を21年に初めて満たしており、24年の再審査で確定すれば、27年にもLDCを卒業する。よって、従前ほど低金利を享受できなくなっていく。^{注1}

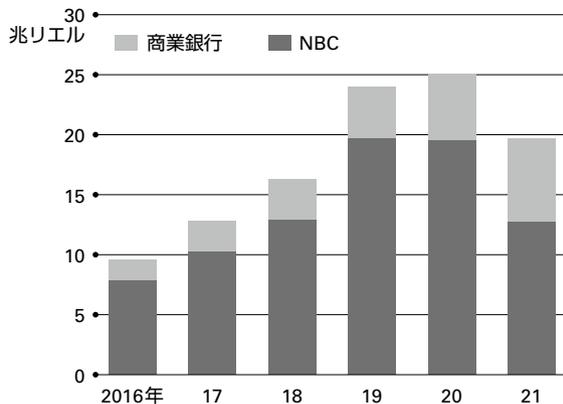
経済財政省（MEF）の「国債発展にかかる予備的な政策枠組

図1 財政



出所) MEF, "State Budget Implementation," monthly series

図2 政府預金残高



出所) NBC, "Economic and Monetary Statistics," monthly series

み^{注2}」では、国債発行の目的として、公共投資需要、資金調達が多様化、金融資本市場の育成などを挙げている。

制度設計

カンボジア国会は、20年に国債法（新法）を成立させた。同名の法律（旧法）が07年から施行されていたが、一回も使われることな

く新法に置き換えられた。新法での主な変更点は、発行額を毎年の予算法の枠内に制限したことと、資金管理を国庫統一口座のみに限定したことである（表1）。

MEFは「国債発展にかかる予備的な政策枠組み」を策定し、21年10月に首相に承認された。同枠組みによれば、フェーズ1（22年）ではカンボジア国立銀行（NBC：中央銀行）を介して主に商業銀行

向けに国債を発行する。NBCは短期の譲渡性預金証書を13年から発行しており、その発行・取引インフラを国債にも活用する。一方、フェーズ2（22～23年）以降では、発行・流通市場がNBCとカンボジア証券取引所（CSX）の両論併記となっており、MEFとしても決めかねていることがうかがえる（表2）。

発行方式については、フェーズ1では交渉でも入札でも、フェーズ2以降では加えて引受でも可能となっている。とはいえ、すぐに入札が機能するほど、入札者の多様化や金融市場が進んでいるとは見えない。たとえば、NBCは短期の譲渡性預金証書を13年から発行しているが、現在でも発行金利はNBCが設定している^{注3}。よって、国債発行もしばらくは交渉や引受が主流となろう。

表1 国債法の主な変更点

	旧法	新法
調達資金の管理先	国債管理基金	国庫統一口座
返済原資の拠出元	国債管理基金	国庫統一口座
発行計画	予算枠外も可能（要国会承認）	予算枠内
調達資金の使途	予算枠外（MEF大臣が管理）	予算枠内
資金報告	国債管理基金の財務諸表	予算決算

出所）Law/s on Government Securities 2007 and 2020

表2 国債市場発展フェーズ

	フェーズ1（22年）	フェーズ2（22～23年）	次フェーズ（24年以降）
発行経路	NBC	NBC and/or CSX	NBC and/or CSX
発行方式	交渉 and/or 入札	交渉、引受 and/or 入札	交渉、引受 and/or 入札
証券保管振替	NBC	NBC and/or CSX	NBC、CSX、または証券集中保管機関を設立
資金決済	NBC	NBC and/or 商業銀行	NBC and/or 商業銀行
取引プラットフォーム	NBC	NBC and/or CSX	CSX
投資家	商業銀行、マイクロファイナンス機関	商業銀行、マイクロファイナンス機関、証券会社、生命保険、国家社会保障基金など	機関投資家 and/or 個人投資家
取引業者	なし	商業銀行 and/or 証券会社	商業銀行 and/or 証券会社

出所）MEF, "Preliminary Policy Framework on Developing Government Securities," Oct 2021

注

- 1 国際機関によっては一人当たり国民総所得などを使うが、傾向は同一である
- 2 MEF, "Preliminary Policy Framework on Developing Government Securities," Oct 2021
- 3 額面価格のみで発行

水野兼悟（みずのけんご）

野村総合研究所（NRI）サステナビリティ事業コンサルティング部プリンシパル