

## カンボジア国債 市場育成

水野兼悟

カンボジアはASEANで最後発となる国債市場を2022年に創設した<sup>注1</sup>。ただし、同市場はまだ発展の初期段階であり、いくつかの課題を内包している。本稿では、中銀法規、流通市場、政府預金の観点から課題を解説する。

### 中銀法規

新国債法は2021年から施行されたが、カンボジア国立銀行（NBC）の銀行規制は、以下の点で国債に対応していなかった。

第一に、自己資本比率（CAR）規制<sup>注2</sup>で債券のリスクウェートを、NBC中銀債<sup>注3</sup>と国際格付AA－以上のサブリン債は0%、BBB－未満のサブリン債は100%としていた。これではカンボジア国債がリスクウェート100%になってしまう。第二に、流動性カパレレッジ比率（LCR）規制では、NBC中銀債と国際格付AA－以上のサブ

リン債は高質流動資産（HQLA）、A+～A－のサブリン債はその他流動資産（OLA）と分類していた。これでは、カンボジア国債は適格流動資産でなくなってしまう。

2021年初に経済財政省（MEF）担当者からNBC担当者に上記変更を打診した。しかし、これらは国際決済銀行（BIS）や国際通貨基金（IMF）の基準に準ずるものとして、まずは難色を示された。

それは誤解であろうということで、技術支援を担当していた筆者はタイなど近隣国における規制との比較表を作成し、MEFが開催する国債市場ワーキンググループ会合で、NBCネウ・チャントナ副総裁（当時）に説明した。彼女はすぐに理解し、変更を約束してくれた。NBCは同年12月末に「銀行・金融機関が保有する国債に関する省令」を発出し、国債をリスクウェート0%かつ高質流動資産と規定した。

カンボジアはドル化経済である。現地通貨リエルの利用を促進するため、NBC省令では銀行やマイクロファイナンス機関に、融資資産の10%以上をリエル建てとするよう求めてきた。2021年当時の規則では対象となる資産は貸出金で、有価証券は対象外であった。債券は貸出金よりも概して長期なりエル建て資産であるとして、MEFと証券取引委員会（SERC）はそれぞれ国債と社債を対象とするようNBCに働きかけた。

これに対してもNBCは当初は難色を示していたが、2022年11月にNBCは国債をリエル建て資産の計数対象として認めるという通達を出した<sup>注4</sup>。同年9月から国債入札を暫定的にNBCプラットフォームで開始したが、翌年からは徐々にカンボジア証券取引所（CSX）に移行しようとMEFが検討していた時期である。NBCの国債事務受託への強い意欲の表れ

であろう。

一方、未解決の法制課題もある。国立銀行法（1996年）では、NBCが国庫に3カ月以内の暫定融資ができ（第25条）、NBCは残存期間90日以内の既発国債を売買できる（第26条）としている。第25条の期限が第26条にも適用されているようだが、前者は直接融資、後者は流通市場であり、次元が異なる。第26条のままでは将来、公開市場操作など国債を用いた金融政策運営に支障をきたす。

この点について、筆者はNBCに対して、国債市場ワーキンググループ会合などで何度か働きかけたが、NBCは運用の範囲で柔軟に対応するとの一点張りで、法改正については取りつく島もなかった。実際のところ、同法は約30年も改正されておらず、近年でもNBCで改正も検討したと聞いたこともない。

### 流通市場

NBCは中銀債を担保にした流動性供給オペレーション（LPCO）をレポ取引として提供している。米ドル建て中銀債を担保にして現地通貨リエルを調達する取引が多い。よって、中銀債に関しては少なくとも対NBCの流通市場が成立している。

一方、国債も理屈上はLPCOの対象証券ではあるものの、前述の

残存期間90日以内という制約があるため、対NBCの取引は行われていない。もちろん、商業銀行を含む機関投資家間でも、レポ契約など締結されておらず取引もない。よって、国債の流通市場は未成立である。

MEFは国債取引を始動させるため、流通市場に関する省令や流通市場参加者の行動規範などを起草している。流通市場を形成するためには、国立銀行法の改正や国債投資家の多様化に加えて、次の2点も整備する必要がある。

第一に、税制である。利子所得税への源泉徴収は、商業銀行やマイクロファイナンス機関は免除されているが、証券会社や保険会社などは免除されていない。つまり、機関投資家により利子所得税の取り扱いが異なり、これでは免除されている銀行と免除されていないノンバンクの取引を阻害する。すべての機関投資家に同じ取り扱いをする、具体的には源泉徴収を免除するよう省令を改正する必要があるだろう。なお、国債取引はキャピタルゲイン課税から除外されている。

第二に、市場参加者間でのレポ契約の締結である。後発市場の利点を活かして、国際資本市場協会（ICMA）が提供する国際標準レポ契約（GMRA）の雛形に準拠したものを、NBCや証券委員会（SERC）が音頭を取って、銀行

協会やマイクロファイナンス協会、証券会社協会で検討できるだろう。なお、カンボジアにはタイやベトナムのような債券市場協会は存在しない。

### 政府預金

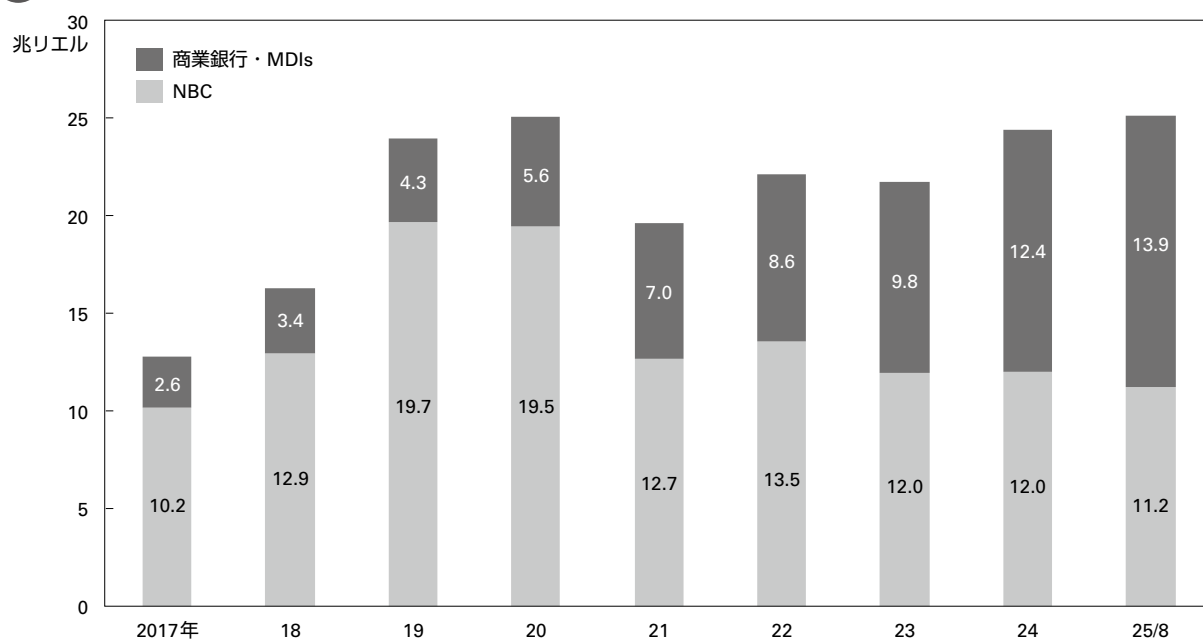
カンボジアは公的債務管理の優等生であるといわれており、IMFでもカンボジアの債務持続性を低リスクと分析している<sup>注5</sup>。一方、政府預金の管理では、2020年代に入って国庫統一の原則からどんどん外れてきている（図1）。複数の銀行関係者によると、金額が大きいのは省庁名義（MEF国庫局以外）での外貨建て定期預金である。

国立銀行法では、NBCが国庫の唯一の預金機関であると規定している（第21条）。対して公的財政制度法（2023年改正）では、国庫口座やMEF以外の省庁による債務調達禁止の条項はあるが、省庁による商業銀行での口座開設については特に規定していない。

IMFでは、政府預金を国庫単一口座（TSA）で集中管理することを、財政改革の重要な手段として推奨している。日本でも、すべての国庫金は日本銀行に置かれている政府預金を通じて受払いが行われ、国庫で一元的に管理されている。

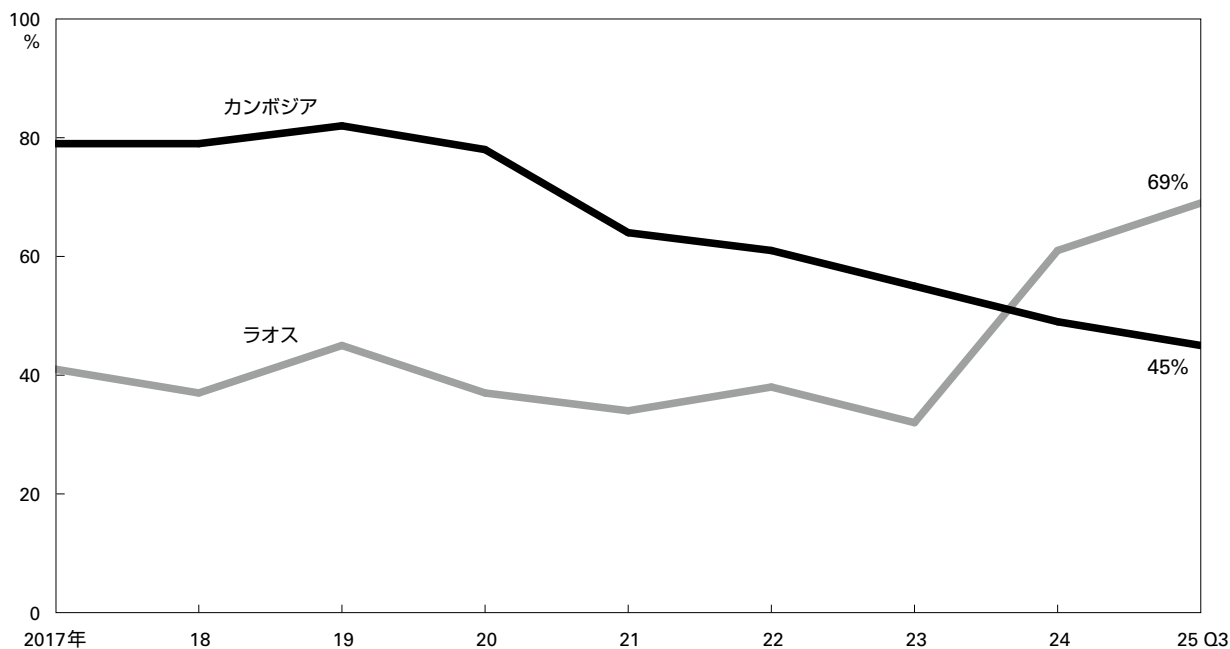
隣国を見ても、タイでは国庫単

図1 政府預金残高



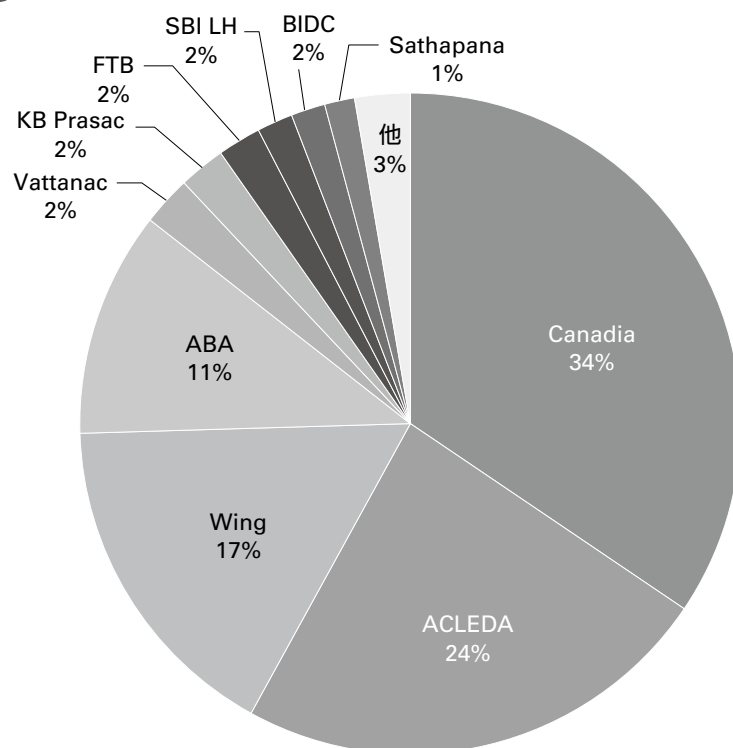
※ MDIs：マイクロファイナンス預金取扱機関  
出所) カンボジア国立銀行 "Monetary and Financial Statistics," monthly series

図2 政府預金残高の中央銀行シェア



※ 2025年Q3：カンボジアは8月末、ラオスは7月末  
出所) 両国中央銀行月次統計

図3 政府の預金先商業銀行（残高シェア、2024年末）



出所）カンボジア国立銀行 “Annual Supervision Report 2024”

一口座で集中管理されている。ベトナムでは2019年11月から、商業銀行での政府預金残高<sup>注6</sup>を中央銀行の国庫単一口座に日々自動送金している。ラオスでは2024年7月から、同様に商業銀行での残高を中央銀行に日々自動送金し始め、成果を出してきている（図2）。

カンボジア政府は商業銀行に定期預金をしながら、国債を通じて商業銀行から債務調達するという不合理な資金繰りとなっている。政府預金が多い銀行を見ると、影響力の強い大手行が上位を占めているのが実態である（図3）。

国庫統一は「言うは易し行うは

難し」であろうが、ぜひとも目指してほしいものである。

#### 注

- 1 竹中俊一、金田一敏幸、齋藤康太、山寺 智、水野兼悟「カンボジア債券市場育成への支援」『ファイナンス』2025年9月号、財務省
- 2 当時の規制ではソルベンシー比率
- 3 譲渡性預金証書（NCDs）
- 4 社債は執筆時点でも対象外
- 5 国際通貨基金「4条協議報告書」2024年版
- 6 非定期口座

水野兼悟（みずのけんご）

野村総合研究所タイ 顧問