

第Ⅱ部

中長期的課題としての債務管理

第6章

マレーシアにおける公的債務管理の 制度的枠組み

中川 利香

はじめに

政府債務に関する議論は、金利と経済成長率の関係や公債負担（国債）の問題など、さまざまな視点から展開されてきた。マクロ経済学の基本的な考え方では、金利よりも経済成長率が低ければ債務残高の対GDP比が増加し、経済に深刻な影響を与える可能性が高くなると考える。公債負担の問題は、政府の債務がすべて国民に対するものであれば将来世代の分配は変化するが、将来世代全体の負担には問題がないとする。また、現在の債務は将来の増税によって返済されるために好ましくないとするが、政府債務の累積が資本蓄積に貢献するものであれば、将来世代の投資や消費の誘発に繋がるために問題がないという考え方もある。

このように政府債務に対する議論は、視点をどこに置くかによって問題視する意見とそうでない意見が混在する。現実の経済を見ると、1980年代以降、公的債務の管理に問題があったことから一部の先進国や途上国で通貨危機や経済危機を引き起こしたケースがあった。このような経験から、国際通貨基金（IMF）総会の諮問機関である国際通貨金融委員会は政府のバランス・シート管理の重要性を訴え、公的債務管理のガイドラインの作成をIMFと世界銀行に要請したのであった。これを受けてまず30カ国の専門家がドラフト

を作成し、それに対して寄せられた意見を参考に修正を加え、2001年に *Guidelines for Public Debt Management* として公的債務管理のあり方に関するひとつの指針を発表した。

そもそも、公的債務管理という考え方は比較的古くから存在していた。しかし、国際的な資本移動がそれほど自由でない時代には、Tobin [1963] の議論に代表されるように、公的債務管理はおもに国債管理を意味するものであった。従って、公的債務管理においては、国債市場のオペレーションを行う中央銀行の行動が重要であった。ところが、経済のグローバル化により政府の資金調達手段が多様になると、公的債務はもはや国債と同義と捉えることはできなくなった。対外債務をいかに管理するかという視点も求められるようになったのである。

それにも関わらず、1990年代までは政府の借入による資金調達に関する議論はそれほど高い関心が寄せられなかったようである。一般的な財政の議論は歳入と歳出に着目し、前者に関しては租税のあり方や税制改革に、後者に関してはその効率的配分に関する議論が中心となる傾向がある。Barro [1974, 1979] が提唱した公債の中立命題も、負債による資金調達よりも租税問題へと議論を方向付ける契機になったと考えられるかもしれない。しかし、1980年頃を境に多くの国で政府の債務問題が深刻になるにつれて、政府のポートフォリオ管理に民間部門の手法を取り入れるべきとする「ニュー・パブリック・マネジメント」の考え方が大きな影響を持つようになった。この考え方の下では、民間企業のポートフォリオ理論を政府のバランス・シート管理に取り入れ、資金調達コストの最小化とリスク管理を徹底させることが望ましいとする。これを契機に、政府の債務ポートフォリオ組成において通貨（自国通貨建か外貨建か）や期間（長期性債務か短期性債務か）の選択が重視されるようになった。この間、いくつかの開発途上国で政府債務の急増に起因する通貨危機や経済危機が発生し、途上国政府の債務管理に関する議論も高まった。このような状況を受け、IMFと世界銀行は公的債務管理のガイドラインを発表したのである。

以上の背景より、本章ではマレーシアにおける公的債務管理の制度を明らかにすることを目的とする。本章でマレーシアを取り上げるのは次の2つの理由による。第1に、IMFと世界銀行が発表した公的債務管理の国別ケース・スタディ（IMF and World Bank [2003]）にマレーシアが含まれていないことである。よって、本章はIMFと世界銀行の成果に追加的な情報を提供することができよう。第2に、マレーシアは政府主導の下で国債市場を育成し、民間貯蓄で財政を支える仕組みを構築してきた点が挙げられる。一般に、開発途上国では国内の金融市場が未熟であり、外国金利よりも国内金利の方が高い場合は為替制度が固定的であるほど対外債務に依存する可能性が高くなる。しかし、過去に発生した危機が示すように、対外債務への依存は政府が為替レートの変動（あるいは為替平価の変更）というリスクを抱えることになるばかりでなく、国の経済が海外投資家の投資行動に翻弄されてしまうという問題をはらんでいる。マレーシアでは、先に述べた通り政府が国債市場の発展に熱心に取り組んだため、対外債務に依存することなく経済発展を遂げてきた。このようなマレーシアの経験は、後発の途上国、とりわけある程度の金融システムが整いつつある国に対して有益な知見を見出すことが期待できよう。従って、本章ではとくにマレーシアにおける公的債務管理の制度整備と同時に国債市場の育成についても焦点をあて、後発途上国に対する政策インプリケーションを導出することを試みたい。この点は、本章のもう一つのねらいである。

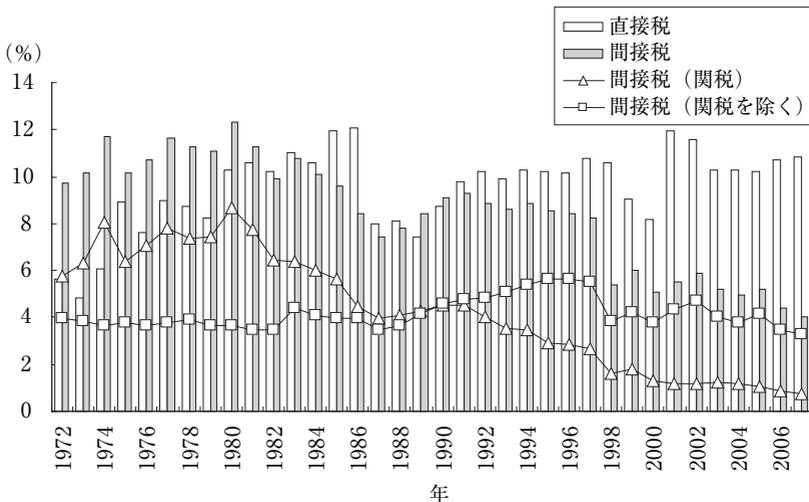
本章の構成は次の通りである。第1節ではマレーシアの財政状況を概観する。この際、データの制約により「公的債務」を「連邦債務」に限定して議論を進める。第2節では、IMFと世界銀行が発表した公的債務管理のガイドラインの論点をまとめる。第3節ではマレーシアの公的債務管理について、連邦政府債務の管理体制について明らかにする。第4節では、国債市場の発展に関する政府の諸政策について述べる。最後に本章をまとめ、政策インプリケーションを導出し、結論とする。

第1節 マレーシア財政の概観

1. 歳入および歳出

歳入は法人税や個人所得税、石油事業税などの直接税と、物品税や売上税、輸出入税などの間接税、ライセンス料や石油ロイヤリティ、投資収益などのその他に分類される⁽¹⁾。直間比率は1970年の場合37：63であったが1980年代にはほぼ同じ比率になり、1998年以降は直接税の比率が6割を超えるようになった。対GDP比で見ると(図1)、1992年以降は直接税の比率が上昇しているのに対し、間接税の比率は次第に低下している。間接税は、1988年までは関税収入が非関税収入よりも多かったが、1989年以降はそれが逆転した。また、関税収入の比率は1990年代から低下している。これは、ASEAN域内の貿易自由化を促進するために、1993年から関税の税率が引き下げられたため

図1 歳入(対GDP比)



(出所) Bank Negara Malaysia [2008] より作成。

である⁽²⁾。また、1998年の税収の減少は通貨危機の影響で貿易が大幅に落ち込んだこと、不況で販売税やサービス税、物品税などの非関税収入も減少したことが関係していると考えられる。

マレーシアの歳出は人件費、債務元利払い、地方政府への補助金、その他諸経費の経常歳出と開発プロジェクトなどの開発歳出に分類される。開発歳出は、首相府経済企画院（Economic Planning Unit: EPU）が国の5カ年開発計画（Malaysia Plan）のシーリングと照らし合わせながら毎年の歳出を決定する。表1を見ると、1975年の開発歳出21.5億リングのうち、経済サービスに対しては15億リング、次いで社会サービスに3.3億リングが割り当てられた⁽³⁾。開発歳出のうち経済サービスに対する支出が過半を占める傾向は、1990年まで続いている。それ以降は、社会サービスに対する支出の増加が顕著な年もある。2000年を見ると、経済サービスと社会サービスに対する支出はほぼ同レベルであった。しかし、社会サービスへの割り当ては年により増減の変化が大きく、経済サービスに対する支出の傾向とは異なる傾向がある。

2. 財政収支とファイナンス

マレーシアの財政収支は1970年代から1990年代初めまで赤字であった（表1）。とくに1980年代の財政赤字は大きく、1981年と1982年は対GDP比で15.6%と16.7%にまで拡大した。これは、政府が重工業化を推進した時期にあたり、そのための財政支出が大きく増加したことと関係している。その後、政府は財政赤字の解消を目的として1991年から民営化政策を実行した⁽⁴⁾。そのため財政赤字は次第に減少し、1993年から1997年までは黒字に転換した。しかしながら、1997～1998年に発生した通貨危機の影響で歳出が拡大し、1998年から再び財政収支は赤字となってしまった。2000年～2003年の財政赤字は対GDP比5%を超えたため、政府は開発メガプロジェクトを中止し、財政赤字の縮小に努めるようになった。こうして2007年には、同比率が3.2%にまで縮小した。

表1 連邦政府財政

(単位：100万リンギ)

	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2007 ³⁾
歳入	5,117	13,926	21,115	29,521	50,954	61,865	106,303	139,884
租税収入	4,256	12,060	16,700	21,244	41,671	47,173	80,594	95,168
直接税	1,990	5,495	9,259	10,402	22,699	29,156	53,543	69,396
間接税	2,266	6,565	7,441	10,842	18,972	18,017	27,051	25,772
租税外収入	861	1,866	4,415	8,277	9,283	14,692	25,709	44,716
歳出	7,018	17,630	25,522	32,958	49,093	81,579	125,028	160,543
經常歳出	4,900	10,292	18,766	25,025	36,573	56,547	97,744	123,084
開発歳出	2,151	7,470	7,142	10,689	14,051	27,941	30,534	40,564
治安・国防	229	1,222	627	1,061	2,888	2,332	4,803	5,702
経済サービス	1,496	4,856	4,251	6,701	6,440	11,639	14,957	20,116
社会サービス	328	1,173	2,139	2,617	3,513	11,076	7,450	12,893
一般行政	98	219	125	310	1,210	2,894	3,325	1,853
ローン回収	33	132	386	2,757	1,531	2,909	3,250	3,105
財政収支	-1,901	-3,704	-4,407	-3,437	1,861	-19,715	-18,724	-20,659
(対 GDP 比：%)	-8.5	-6.9	-5.7	-2.9	0.8	-5.8	-3.6	-3.2
プライマリー・バランス	-1,315	-2,289	249	636	6,851	-13,569	-10,370	-10,852
(対 GDP 比：%)	-5.9	-4.3	0.3	0.5	3.1	-3.8	-2.0	-1.7
資金調達	1,901	3,704	4,407	3,437	-1,861	19,714	18,724	20,659
純対内借入	1,210	2,311	3,591	3,793	0	12,714	12,700	25,800
公債依存度 (%) ¹⁾	17.2	13.1	14.1	11.5	0	15.6	10.2	16.1
満期構造 (シェア：%)								
3年以下	24.5	15.3	9.5	6.5	7.7	18.0	20.0	14.3
3年～5年	5.5	5.7	0.4	3.4	3.0	12.3	31.0	35.1
5年超	70.0	78.8	89.9	90.1	89.3	69.7	50.9	50.6
純対外借入	912	310	956	-767	-1,635	864	-3,503	-4,314
資産運用収入 ²⁾	-221	1,083	-140	411	-226	6,136	9,527	-827

(出所) 図1に同じ。

(注) 1) 公債収入 / 歳出合計。

2) マイナス表示は資産の増加を表す。

3) 暫定値

財政赤字をファイナンスする手段には、対外借入と対内借入の2つがある。マレーシアの場合、表1より次の2つの特徴を指摘することができる。第1に、国債発行による対内借入によるファイナンスの比率が高いということ

ある。第2に、純対外借入は1990年からマイナスになり、外国からの借入よりも返済が上回っている。2000年は純対外借入がプラスに転じたが、これは通貨危機の影響で悪化した経済を立て直すために日本から資金支援を得たことが関係していると推測される。そのような事情を考慮しても、1990年以降、政府は積極的に対外債務を返済しているという様子が見えてくる。

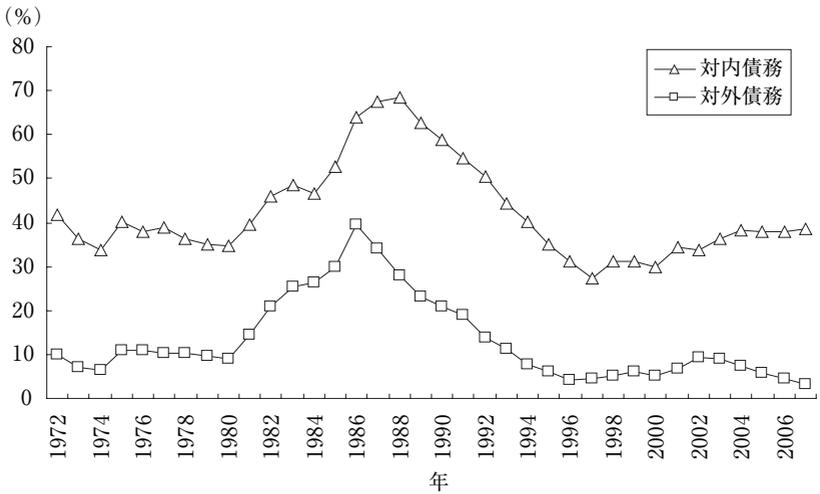
公債依存度（歳出に占める公債収入の割合）を見ると、1975年の17.2%から1980年には13.1%まで低下したが、1985年には14.1%に拡大した（表1）。次第に公債依存度は低下し始め、1995年には財政黒字を達成したため公債依存度はゼロとなった（表1）。しかし、1990年代終わりに発生した通貨危機の影響で財政支出が増加し、1998年の公債依存度は17.9%に拡大した。2005年には10.2%となったが、金額ベースでみた財政赤字が増加しているため、公債依存度は拡大する傾向にある。

公債の満期構造に関しては、満期5年を超える長期債のシェアが大きい（表1）。時系列で追うと3つの構造変化がおこっている。まず、1970年から1985年までは満期3年以下のシェアの方が3～5年のシェアよりも大きい。5年超の長期債は7割を超えている。それが1980年代半ばから1990年代になると、満期5年以下の国債のシェアが縮小し、5年以上のシェアが89%を超えるようになった。そして、2000年以降は満期5年超のシェアが縮小してきたのに対し、5年以下のシェアが拡大した。

3. 債務の構成

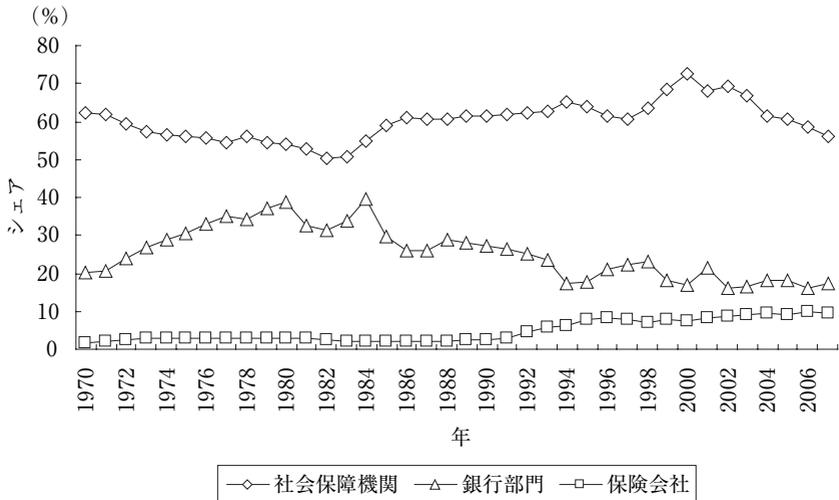
債務残高の対GDP比は1980年ごろから増加し、ピークは対内債務で1988年の68.3%、対外債務で1986年の39.5%であった。その後は次第に縮小したものの、1998年を境に若干増加する傾向にある。2002年以降の動向に着目すると、対内債務残高は少しずつ増加する傾向が見られるのに対し、対外債務は減少しており、2007年は3.1%であった（図2）。これより、マレーシアでは財政赤字のファイナンスは対外債務よりも対内債務を優先させていると推

図2 連邦債務残高の推移（対 GDP 比）



(出所) 図1に同じ。

図3 国債保有者構造（上位3主体）

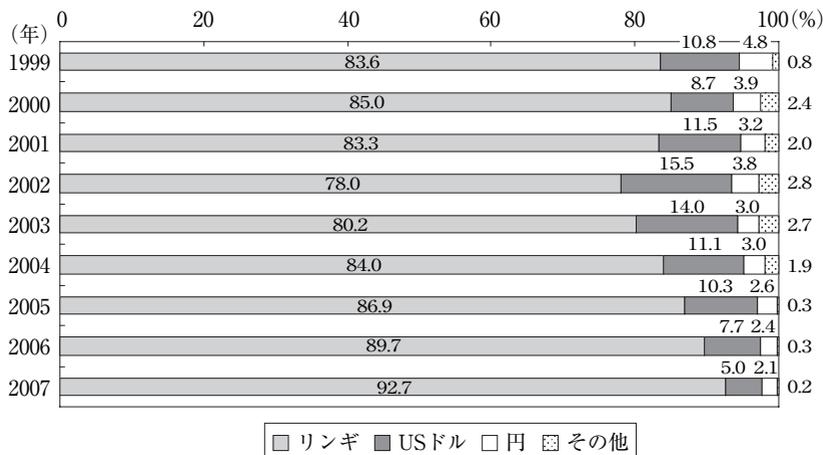


(出所) 図1に同じ。

測できる。

金額ベースでみた国債発行残高は年々増加しており、とくに2000年以降の増加が著しい(図3)。国債の保有構造に関しては、その50%以上が社会保障機関によって保有されており、うち約6割が被雇用者年金基金(Employees Provident Fund: EPF)である。EPFの割合が大きいのは、集めた資金の一定割合を国債に投資しなければならない旨が法律で定められているためである⁽⁵⁾。次に保有比率が高いのは銀行部門と保険会社であり、合わせて30%から50%程度である。銀行部門は中央銀行によって流動資産規制が課せられており、集めた預金の一定比率を流動資産で保有することが義務付けられている。よって、流動資産のひとつとして国債を保有している場合が多い。最近の傾向として特筆すべきは、2004年以降、外国人の保有比率が高くなったことが挙げられよう。2003年の外国人による国債の保有比率はわずか0.1%であったが、2007年は15.2%にまで上昇した。これは、政府が外国人のマレーシア国債に対する投資を増やすために中央銀行が規制緩和を進めたことが関係している。しかし、いずれにしても、マレーシアの国債は制度的に社会保

図4 債務の通貨別シェア



(出所) 図1に同じ。

障機関と金融部門が保有する構造が長らく続いている⁽⁶⁾。

通貨別の債務構造はデータの制約の関係で長期の趨勢を見ることは難しいが、1999年からリング建のシェアが70%を超えている（図4）。そのため、連邦債務に関しては、為替レートの変動によるリスクに晒される危険はそれほど大きくないと言える。この点と対外債務を積極的に返済しているという政府の行動から推測できるのは、意図的に外貨建債務を回避しているのではないかということである。それはマレーシアの公的債務戦略とも言えるかもしれない。

第2節 公的債務管理のあり方

—— IMF・世界銀行の論点を中心に——

冒頭でも述べたように、公的債務管理のあり方は比較的古くから議論されており、1700年代にはイギリスやスウェーデンなどで一定の手法が取り入れられていたといわれている（Wheeler [2004: 1]）。1980年頃までは、公的債務管理は国債管理を意味することが多かった。ところが、1980年代には途上国で累積債務問題が発生したこと、先進国でも政府の債務が急増したことなどから、公的債務管理の重要性を喚起する議論が高まった⁽⁷⁾。

過去に発生した通貨危機や経済危機の背景をみると、政府の債務残高が問題となるレベルに達し、しかも期間、通貨、金利などの債務計画が徹底していなかったケースがあった。また、偶発債務の把握に問題があったため、危機によって債務が予想以上に膨れ上がり、政府の対応が遅れたケースもあった。一方、政府が健全なマクロ経済運営を行っていても、政府のポートフォリオ管理の問題から政府自身が高リスクに晒されるケースもあった（IMF and World Bank [2001: 1]）。このような背景から、IMFと世界銀行は戦略的な公的債務管理の重要性を主張するようになった。

2001年、IMFと世界銀行は公的債務管理のガイドライン（以下、ガイドラ

イン)を公表し、そのなかで政府のポートフォリオ管理の重要性を強調している。その際、考慮すべき点として次の2つを挙げている。ひとつはリスク管理である。政府のポートフォリオは大きいことから、リスク構造が複雑である。そのため、公的債務管理においては政府が直面しているリスクの把握やその管理方法に関する戦略をたてることが望ましいとしている。そしてもうひとつは債務計画である。健全な債務構造は、市場リスクと借換リスクの軽減に繋がる。債務の期間、通貨、金利の構成は、リスク管理のうえで極めて重要である。従って、各国の状況に応じた適切な債務計画を策定することが必要となる。政府がこれらの点を踏まえてポートフォリオ管理を行わなければ、ソブリン格付に影響し、信用リスクに直面することにもなる。このように、政府が抱えるリスクを少しでも軽減するためにも、戦略的に公的債務を管理することが望まれる。これは同時に、債務コストの最小化にも繋がる。この際に注意すべき点は、公的債務管理は戦略を立てるだけでは不十分で、健全なマクロ経済政策が伴って初めてリスクの軽減、ひいては危機の防止に繋がるということである (IMF and World Bank [2001: 4])。

このような議論を踏まえ、ガイドラインでは公的債務管理戦略の策定に際し、明確に規定すべき点について述べている。第1に公的債務管理の目的と政策当局間の連携である。前者に関しては、政府の資金調達と債務返済が中長期的観点からリスクを抑えつつ、コストも可能な限り最小に抑えることが望ましいとしている。通常、リスクとコストはトレード・オフの関係にあり、どちらに重点を置くかはカバーする債務の範囲などの各国の状況によって異なる。しかし、政府のリスクを最小限に抑えることを念頭に置きつつ、コスト面も考慮することが必要だろう。一方、後者に関しては財政政策と金融政策、公的債務管理当局の目的を明確にし、緊密な情報交換を通して各当局の目的を達成できるようにすることも欠かせない。例えば、国債の発行金額と時期については、金融市場や経済全体への影響を考慮する必要がある。そのため、国債の発行権限がある財務省と、公開市場操作によって国内のマネー・サプライをコントロールする中央銀行の情報交換が極めて重要である。

第2に、公的債務管理プロセスの透明化と説明責任である。公的債務管理を担当する機関（部署）、当局の責任の範囲、債務管理の手法、情報公開のあり方など、公的債務管理に関する一連のプロセスとその結果に関する情報を公開することが望ましい。第3に制度的枠組みである。例えば、国債発行や対外債務、政府の投資活動の根拠法の制定や異常事態（自然災害やテロ行為など）により公的債務管理に支障をきたした場合の対処法の規定などが挙げられる。第4に、リスクとキャッシュ・フローの管理方法である。公的債務管理で考慮すべきリスクは市場リスク、借換リスク、流動性リスク、信用リスク、決済リスク、業務リスクと多様である（IMF and World Bank [2001: 10-11]）。新興国はこれらのうち、借換リスクへの対処を優先することが望ましいとしている（IMF and World Bank [2001: 9]）。これらのリスクに対処するには、キャッシュ・フローの管理が重要となる。最後に、国債市場の育成である。一般的に途上国は貯蓄率が低く、金融市場が未熟なため、国債市場があまり発達していない場合が多い。そのような場合、途上国は対外債務に依存せざるを得ない状況に陥ってしまう。これは、外国為替レートの変動という市場リスクに直面することになり、管理すべきリスクが増えることになる。このようなリスクを軽減するには、財政赤字のファイナンスは対内債務による方が望ましい。よって、政府は国債市場の発展にも積極的に取り組むべきであるというのである（IMF and World Bank [2001: 7]）。

公的債務管理の制度整備を含め、その担当組織および担当者の業務遂行能力を向上させる方法は、資本市場がある程度発展している国、為替制度、マクロ経済運営、規制・監督機関の機能、ソブリン格付のレベル、などの点における各国の状況によって異なる。そのような各国の事情を認識しつつ、明確な基準を定めて公的債務管理を行うことが望まれる。それは政府の透明性を向上させ、国民に対して説明責任を果たすことにも繋がるだろう。ガイドラインでも言及されているように、公的債務管理における必要な情報と権限を集中させ、適切な手順に従って管理し、その結果を公表することが望ましい。実際に、いくつかの国では財務省に公的債務管理局（Public Debt Manage-

ment Office) を設け、一極集中型の公的債務管理を行っているケースもある⁽⁸⁾。

第3節 マレーシアの公的債務管理

本節では、IMFと世界銀行が発表したガイドラインが強調した5つの論点のうち、第4までのポイントについてマレーシアの公的債務管理の制度面に着目し、その現状と課題を明らかにしてみよう。最後のポイントである国債市場に関しては、マレーシアの経験から有用な知見が得られると考えられるため、節を改めることとする。

1. 公的債務管理の目的と政策当局間の調整

まず、第1の論点である公的債務管理の目的と財政・金融当局の調整についてみてみよう。連邦政府の資金調達と公的債務管理を担当する財務省によれば、公的債務管理の目的は、リスクの最小化であると言及している (Ministry of Finance [2007: 84])。「公的債務」の定義は明らかにされていないが、財務省が毎年出版する *Economic Report* を見ると、「公的債務」とは連邦債務を意味し、政府保証や地方政府に対する貸付などの偶発債務は含まれていないようである⁽⁹⁾。公的債務の定義が明示されていないことは、公的債務管理の透明性や説明責任の点からはあまり好ましい状態ではないだろう。

一方、財務省と中央銀行の情報交換は毎月開催される会議で行われ、中央銀行が国債市場の現況、今後の望ましい国債発行スケジュール (金額と時期) に関する情報提供を行い、財務省がそれを参考にしてスケジュールを決定する⁽¹⁰⁾。このように、マレーシアでは中央銀行と財務省の情報交換は定期的に行われており、財政・金融当局間の連携については機能していると言える。

2. 公的債務管理プロセスの透明化と説明責任

第2の論点は、公的債務管理の担当機関、債務管理の手法、情報公開などの公的債務管理プロセスの透明性と説明責任についてである。マレーシアでは、財務省のローン管理・金融市場部（Loans Management and Financial Market Division）が公的債務管理を担当している。公的債務管理の方針については財務省の刊行物（*Economic Report* など）で公表されているが（後述）、具体的な手法は一般に公開されていない。しかし、国債の発行状況、中央銀行のオペレーションの状況、対外債務の状況などの一般的な情報に関しては、財務省と中央銀行が毎年発行する年次報告書で公開されている。このような情報は、政府の活動の結果として作成される会計報告書からも取得することができる。政府の会計報告の作成は会計局（Accountant General's Department）が担当している。マレーシアでは財政年度が終了すると、会計局が各省庁の実際の歳入、経常歳出、開発歳出、債務残高、政府保証などを取りまとめた報告書を作成する。これは会計監査院（National Audit Department）の監査が終了すると、連邦政府会計（Federal Public Accounts）として発表される。なお、連邦政府会計は国会図書館で一般に公開されている。

3. 制度的枠組み——法制度を中心に——

第3の論点に関し、異常事態が発生した場合の公的債務管理のあり方については特に公表されていないが、国債発行や対外債務などの根拠法は整備されている。通常、当該財政年度に発行する公債の金額は法律あるいは省令や政府指令などで定められる場合が多い。第1節で明らかにしたように、マレーシアでは財政赤字のファイナンスは主に国債の発行によって行われている。国債は長期の政府債と短期の財務省証券があり、それぞれコンベンショナル債⁽¹⁾（Malaysian Government Securities: MGS, Malaysian Treasury Bills: MTB）と

表2 マレーシアの国債

	国債	財務省証券	政府投資証券 (イスラミック)	イスラミック財務 省証券
名称	Malaysian Government Securities (MGS)	Malaysian Treasury Bills (MTB)	Government Investment Issues (GII)	Malaysian Islamic Treasury Bills (MITB)
発行体	マレーシア政府	マレーシア政府	マレーシア政府	マレーシア政府
期間	3年, 5年, 10年, 15年, 20年	91日, 182日, 365日	3年, 5年, 7年, 10年	273日, 365日
発行金額 (リンギ)	5～35億	0.8～1.1億	10～35億	1～2億
利払い	半年ごと	割引	ゼロ・クーポン債: ディスカウント 利益ベース: 半年ごと	割引
販売方法	プリンシパル・ディー ラーによる競争入札	競売	イスラーム銀行とプリ ンシパル・ディーラー による競争入札	競売
償還	満期日	満期日	満期日	満期日
流通市場	相対取引	相対取引	相対取引	相対取引
インデックス (2006年8月25日現 在)	-ABF Malaysia Bond Index Fund -Citigroup Malaysian Government Bond Index -Lehman Global Aggregate Index -Lehman Asia Pacific Aggregate Index -ABF Pan Asia Bond Index Fund			

(出所) Bank Negara Malaysia, Bond Info Hub ウェブサイト (bondinfo.bnm.gov.my) より引用
(2008年12月16日アクセス)。ただし邦語訳は筆者による。

イスラーム債 (Government Investment Issues: GII, Malaysian Islamic Treasury Bills: MITB) がある。表2に示した通り, コンベンショナル債とイスラーム債では発行体, 償還, 流通市場に関して違いはないが, 利払いと販売方法に関しては異なる点がある。一般的な債券と同義であるコンベンショナル債は利子

が付くのに対して、イスラーム債はイスラームの教えに則って発行される債券である。従って、利子が禁じられたイスラーム金融では割引ベースで販売するゼロ・クーポン債か、利益が確定した時点でそれを分配する利益ベースの債券となる。また、販売方法もイスラーム債はプリンシパル・ディーラーに加えてイスラーム銀行に対しても販売する。

ここでマレーシアの公債発行について各根拠法を確認してみよう。まず、MGSの根拠法は1959年借入法（Loan [Local] Act 1959）で、その前文に調達した資金は開発基金（Development Fund）へ充当するか、MGSの償還やスイッチ・オークションに使用することが認められている（5条）。開発基金とは開発歳出のための勘定で、政府の開発プロジェクトの資金を繰り入れる勘定である。従って、国債で調達した資金は経常歳出に充当することはできない。発行上限は必要に応じて決定し、それを政府指令（order）として官報に掲載しなければならない（3条）。参考までに2008年の場合、MGSと後述するGIIを合わせてGDP比45%がシーリングとして定められている⁽¹²⁾。MTBは1946年財務省証券法（Treasury Bills [Local] Act 1946）に基づいて発行される。MTBは1年未満の短期証券と定義され（4条）、その用途はMTBの償還と開発基金への充当と限定されている（2条）。MTBの発行上限もMGSと同様に官報に掲載しなければならない（2条1A）。2008年のMTBの発行は、残高が100億リングを超えない範囲で認められている⁽¹³⁾。イスラーム債に関しては、GII、MITBともに1983年政府資金調達法（Government Funding Act 1983）⁽¹⁴⁾が根拠法となっている。この法律によれば、GIIとMITBはイスラーム法に従い、かつシャリア諮問委員会（Syariah Advisory Council）⁽¹⁵⁾によって承認された証券と定義され（2A条）、その発行目的は各証券の償還と開発基金の充当と定められている（4条）。GIIとMITBの発行上限もコンベンショナル債のケースと同様に官報に掲載しなければならない（3条2）。2008年のイスラーム債の発行上限は、先に述べた通りMGSと合わせてGDP比45%までとなっている⁽¹⁶⁾。

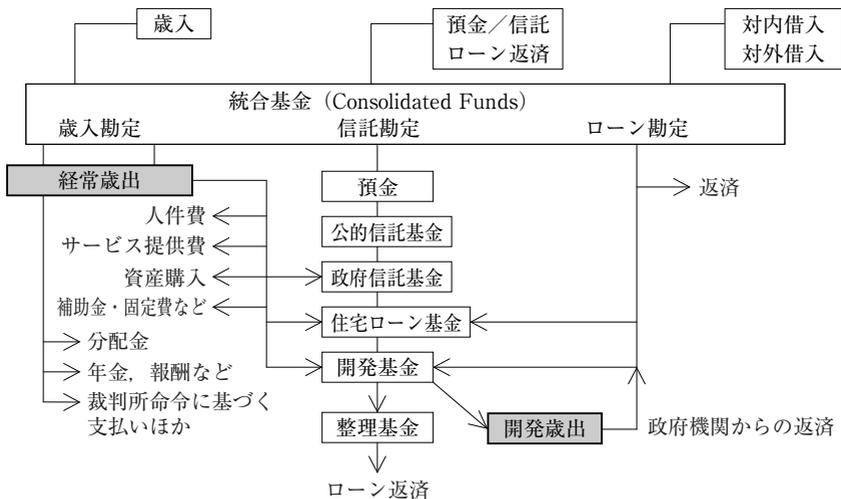
4. リスクとキャッシュ・フローの管理

第4の論点であるリスクとキャッシュ・フローの管理に関しては、債務管理戦略と政府会計の規定に関係する。前節で述べたように、ガイドラインによればリスクには市場リスク、借換リスク、流動性リスク、信用リスク、決済リスク、業務リスクなどがあり、新興国は特に借換リスクへの対処を優先すべきとされている。マレーシアでは、債務管理戦略としてリスクの最小化——とりわけ金利や外国為替レートの変化といった市場リスク——に重点を置いている。そのため、マレーシアでは固定金利型国債を発行することが多い（Ministry of Finance [2007: 84]）。固定金利型国債のメリットは、金利変動の影響が小さく、金利上昇局面においては利払いが低く抑えられることである。しかし金利が低下している時は利払いが膨らむため、流動性リスクはもとよりコストの観点から望ましくない。実際、マレーシアでは1980年代の金利が比較的高い時期に発行された国債があり、何らかの措置が必要とされた。中央銀行はその対応として、2007年にスイッチ・オークションを行うことを決定した（Bank Negara Malaysia [2006]）。スイッチ・オークションは政府の利払い負担を軽減し、既発債の流動性を高めるのと同時に債務の満期構造を調整することも期待できる。

また、外国為替レートの変動リスクを回避するために対内債務を優先させている（Ministry of Finance [2007: 85]）。中進国であるマレーシアは、世界銀行やアジア開発銀行などの国際機関から新規の借り入れはできない。よって、マレーシアが対外債務を負うケースは2国間の有償資金協力か、市場で外債を発行するかのいずれかによる。どちらの方法でも借入の実績はあるが、為替リスクの観点から外貨建の債務に対するプライオリティは低く、対内債務を優先する方針を貫いている。これは第1節でも確認した通りである。このようなことが可能なのは、マレーシアの貯蓄率が高く⁽⁷⁾、後述するように国債市場が発展しているためであると考えられる。

一方、キャッシュ・フローの管理に関しては、1957年財政手続法（Financial Procedure Act 1957）に基づいて会計局（Accountant General’s Department）が会計処理と管理を行っている⁽¹⁸⁾。政府会計の概要は図5に示した通りである。統合基金（Consolidated Funds）には歳入勘定（Revenue Accounts）、信託勘定（Trust Accounts）、ローン勘定（Loan Accounts）がある（7条）。歳入勘定には主に租税収入が計上され、この勘定から経常歳出（人件費、サービス提供費、資産購入、その他固定費用など）が払い出される。信託勘定は用途に応じて設置した基金のための勘定であり（9条）⁽¹⁹⁾、歳入勘定と経常歳出の差額（残額）を充当する。資金が不足する場合は借入によって賄われ、その資金はローン勘定に計上される。また、連邦財政では、災害などの非常事態に備えるための基金（Contingencies Fund）を設置することになっている（11条）。政府会計は修正現金主義（modified cash basis）で行われている⁽²⁰⁾。

図5 マレーシア政府会計



(出所) Accountant General’s Department ウェブサイト (www.anm.gov.my) より引用 (2008年8月13日アクセス)。ただし邦語訳は筆者による。

第4節 国債市場の育成

IMF・世銀のガイドラインでは、リスクの観点からも財政赤字のファイナンスは対内債務による方が望ましいとし、債務管理当局は国債市場の育成に政局的に取り組むべきであると主張していた（IMF and World Bank [2001: 7]）。本節では、最後の論点である国債市場の育成に関し、マレーシアでは政府と中央銀行がどのように関与してきたのかについて明らかにしてみたい。

マレーシアの国債市場は、1980年代は財政赤字が拡大したことによって国債の発行残高が増加した⁽²⁾。国債発行額の対GDP比率でみた国債の発行市場の規模は、1997年の時点で26.8%、2006年には37.6%であった。同年の近隣アジア諸国を見ると、タイは0.3%と34.4%、インドネシアは0.7%と12.6%、シンガポールは15.6%と40.8%、韓国は7.5%と51.4%であった。このように、マレーシアの国債市場は1990年代から比較的發展していたことが分かる（データはアジア開発銀行による）。

発行された国債は図3より明らかなように、そのほとんどが被雇用者年金基金（EPF）と金融機関によって保有されている。これら機関の存在は、国債市場の発展にとって2つの重要な意味を持つ。ひとつは国債発行市場の発展である。政府が国債の発行を望んでも、買い手不在では市場は成立しない。その点、マレーシアは制度的にEPFと金融機関が国債を購入するというシステムを作り上げていたのである。もうひとつは、貯蓄動員である。既に述べた通り、EPFと銀行は民間貯蓄を集約する機関である。これらの機関が国債を購入し、その資金が開発歳出に充てられるということは、民間貯蓄を国の開発資金に回す役割を果たしていることを意味する。このように、マレーシアではEPFと銀行を通じた貯蓄動員が国債の発行市場の発展にうまく結び付いたのである。

ここでEPFについて若干の解説を加えよう。EPFは民間企業の従業員などが退職後の生活に備えるために1951年に導入された強制貯蓄制度である。

このような制度は、かつてイギリスの植民地統治下にあった国で多く導入されている (Asher [1994], Sallehuddin [1994])²²⁾。おそらく、イギリスの植民地経営が大きく関係していたと推測できよう。マレーシアの場合、EPF の設立以前から退職後の貯蓄促進のための私設基金が複数存在していた。ところが、1971年になると、政府は新規の私設基金の設立を禁止し、1975年には既存の私設基金の加入者拡大を禁じた (Sallehuddin [1994])。これは、私設基金に加入していなかった低賃金の従業員を EPF に取り込み、国民の貯蓄を促そうとしたためであると考えられる。これらの措置により、被雇用者のための基金は EPF に一本化された。EPF の加入者数 (被雇用者数と企業数) は、設立当初の50万人と12,000社から2007年には540万人と42万社にまで増加した。掛金は従業員と企業が折半し、給与から天引きされる仕組みとなっている。料率はその時々的情勢に応じて変化し、2008年4月現在、従業員負担分が11%、企業負担分が12%となっている²³⁾。

このように、EPF は貯蓄促進、国債への投資を通じた国の開発資金の充填、そして国債の発行市場の拡大という点において重要な役割を果たしてきた。しかし、この仕組みは国債の保有者が固定化してしまい、流通市場が発展しないという問題もある。政府はこの問題を解決するために、1980年代末から発行市場と流通市場のバランスという視点からさまざまな策を講じた。まず、1989年に中央銀行は国債の安定的な消化を促すためにプライマリー・ディーラー (PD) 制度を導入した²⁴⁾。PD は政府ないし中央銀行に指定された金融機関で、国債への投資を通じて市場を活性化する役割を果たす (World Bank and IMF [2001: 15])。次に1991年と1996年に EPF と保険会社の国債引き受け比率を引き下げた。さらに1998年には、中央銀行が銀行に課していた規制を変更した。従来、銀行は預金の一定割合を流動性の高い資産 (現金、国債、財務省証券、中央銀行債など) で保有しなければならなかったが、新流動性フレームワーク (New Liquidity Framework) とよばれる新しい規制の下では、経営状態が良い銀行に対する流動資産の保有割合が引き下げられた。そのため、銀行は必要以上に国債を保有しなくてもよい状況になり、流通市場での

国債取引が増加した。さらに、2000年にはすべての金融機関に対してレポ取引への参加が許可されるようになった。2005年には流通市場のさらなる拡大を目指して中央銀行の金融政策の手段としてレポ取引が導入された（Bank Negara Malaysia [2005]）。レポとは買戻し条件（repurchase agreement）が付いた取引であり、債券のレポ取引の場合は現金を担保に債券を貸し借りするものである。そのような取引を行うことにより、債券の流通性が高まることが期待できるのである。

このような策を講じた結果、国債市場の流動性は改善した。代表的な流動性指標である売買回転率をみてみよう。売買回転率とは年間の売買高を残高で除したものである。この数値が1を超えると残高以上の売買が行われたことになり、数値が高いほど流動性が高いことを意味する。表3を見るとMGSの流動性は1998年で0.22であったが、2001年に1.22、2006年には4.26と流動性が高くなった。GIIの流動性も次第に改善し、2002年の0.67から翌年には3.81となった。MTBおよびMITBの場合、2004年にそれぞれ0.29と1.22であったが、2007年には2.50と3.26になり流動性が高くなっていることが分かる²⁹⁾。

表3 国債流動性指標：売買回転率

（%）

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
長期債										
MGS	0.22	0.44	0.13	1.20	1.22	1.66	1.81	2.94	4.26	3.06
GII	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.67	3.81	2.99	4.29	3.17	1.96
短期債										
MTB	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.29	1.83	2.13	2.50
MITB	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.22	2.23	2.96	3.26

（出所） 残高についてはBank Negara Malaysia [2008] を、売買高については同 Bond Info Hub ウェブサイト（bondinfo.bnm.gov.my、2008年12月16日アクセス）を参考に作成。

（注） GIIについては2001年まで、MTBおよびMITBについては2003年までの売買高のデータが公表されていないため、売買回転率は本表に掲載していない。

おわりに——政策インプリケーション——

以上、マレーシアの財政に関し、公的債務管理の制度と国債市場の状況について述べてきた。マレーシアでは、財務省の資金調達を担当する部署が公的債務管理を担当している。政府の開発資金のニーズはEPUが作成するマレーシア・プランで5年間のおおよその額が定められ、それをもとに毎年の開発歳出が決定されている。そして、財政状況とそのファイナンスに関する情報は財務省と中央銀行で共有されている。マレーシアでは一部の時期を除いて財政赤字が続いていたが、このファイナンスはおもに国債の発行によるものであった。これは、為替リスクを回避するという政府の方針が関係している。また、市場リスクを軽減するために固定金利型の国債を発行するという方針が掲げられていることも明らかになった。4種類の国債に対しては根拠法が存在し、発行金額の上限は官報に掲載しなければならない旨が各法律で規定されている。この点は透明性が高いと評価できるだろう。

国債の発行規模やタイミングに関しては、財務省と中央銀行が毎月開催する会議で協議され、決定される。この会議では、中央銀行が国債発行の経済的なインパクトなどについて報告し、国債の発行規模や時期を提案するようである。このように、マレーシアでは財務省と金融政策を担当する中央銀行との情報交換は定期的に行われていることも明らかになった。

しかしながら、いくつか制度面で課題も残されている。まず、マレーシアでは財務省が管理する公的債務の定義が明確な形で公表されていない。そのため、本章ではデータの制約という理由もあり、連邦債務に限定して議論を進めた。また、政府保証などの偶発債務を管理する部署と資金調達および債務管理を行う部署が異なっているようである。政府保証や政府関連企業の偶発債務は連邦政府の実際の債務になる可能性があるため、公的債務の効率的な管理を行ううえでもこれらの情報もひとつの部署に集中させて管理することが望ましいのではないだろうか。

このように、マレーシアでは公的債務管理の制度面で改善が望まれる点があることは否めないが、現状では連邦政府の債務管理は問題なく行われているようである。それは、公的債務の大部分が対内債務であるためであろう。マレーシアではEPFを通じた貯蓄動員策と国債市場の発展がうまくリンクし、国内の民間貯蓄で財政赤字を補う仕組みが整えられていた。これらの点に着目すると、マレーシアの経験は2つの政策インプリケーションを導出することが可能と思われる。第1に、政府の資金繰りに関する問題に対処する際には、租税問題だけでなく国債市場の育成とセットで考えることが必要だろう。低リスクかつ低コストの資金調達を実現する手段として、国内の民間貯蓄を吸収するための国債市場の育成が重要である。第2に、政府は国債市場の育成に際し、社会保障機関の活用と国債の引き受けを保証するPD制度の導入を積極的に検討することが望まれる。政府が国債の発行をいくら希望しても、それを購入する者がいなければ市場は成立しない。一定の条件を満たす金融機関が国債の引き受けと売買を担当することにより、国債市場の発展が促される。ただし注意を要する点は、PDとして政府および中央銀行から指定されるのは銀行であるため、金融システムがある程度発達していることが前提となろう。つまり、金融システムが十分に発達していない場合は、政府は金融システム——特に銀行制度——の発展から着手する必要がある。

〔注〕

- (1) マレーシアでは、国税は (a) 個人所得税、法人所得税、石油事業税、印紙税などの所得課税、(b) 輸出入関税、売上税、サービス税、ゲーム税などの消費課税に分類される。贈与税はなく、相続税も1991年に廃止されたため、資産課税はない。州は興行税を除いて基本的に徴税権限はない。よって、財源は連邦政府からの補助金、土地・資源などからの収入、ライセンス料、裁判手数料（連邦裁判所を除く）、道路・集会所などの利用料、罰金、ザカート（イスラームの税）などとなっている。なお、サバ州とサワラク州はさらに石油製品や木材・木材製品に関わる輸出入関税や物品税、州の港湾使用料なども財源となる。以上の規定は、マレーシア連邦憲法（Constitution of Malaysia）109条～112条および第10附則に記載されている。

- (2) この取り組みは ASEAN 自由貿易地域の形成が目的である。シンガポール、マレーシア、インドネシア、フィリピン、タイ、ブルネイ、ベトナムの7カ国で連携が始まった。
- (3) 開発歳出の内訳は、国防・治安、経済サービス、社会サービス、一般行政となる経済サービスは農業および地域開発、貿易、交通、公益事業、その他に分類され、社会サービスは教育、健康、住宅、コミュニティサービスに分類される。
- (4) マレーシア民営化政策の変遷は、熊谷 [2006] が詳しい。
- (5) 基本的には EPF に払い込まれた掛金の70%以上は国債へ配分しなければならない (1991年被雇用者年基金法26条 B)。ただし、財務大臣はこの割合を変更することが可能なため、1992年以降はその割合が低下してきた。2000年以降は34%から38%程度が国債への投資に割り当てられている。
- (6) EPF と銀行が国債の大部分の引き受けを行っているということは、これらの機関が開発資金の動員に重要な役割を果たしていることを意味する。この点については、チュウ [2001] が詳しい。
- (7) 公的債務管理に関する先行研究レビューは、中川 [2008] を参照されたい。
- (8) アジアではタイが挙げられる。タイでは1999年に財政政策局 (Fiscal Policy Office) と中央会計監査局 (Comptroller-General's Department) に分散していた機能を統合させ、公的債務管理局 (Public Debt Management Office) を設置した。この背景には、通貨危機の対処として公的債務が増加したことが大きく関係しているようである。詳細については高安 [2002] を参照されたい。それ以外の国については、IMF and World Bank [2003] に国別のケース・スタディが掲載されている。
- (9) この点は、2008年11月に行った関係者に対する聞き取り調査でも確認した。
- (10) 2008年11月に行った関係者に対する聞き取り調査による。
- (11) イスラーム金融の分野では、イスラームの教えに則った金融取引をイスラーム金融というのに対し、従来型の金融をコンベンショナル (conventional) 金融と呼ぶ場合がある。マレーシアでも銀行についてはイスラーム銀行とコンベンショナル銀行という区分けが存在し、債券もイスラーム債とコンベンショナル債というように分類する。本章はそれに従うものとする。
- (12) 発行上限は毎年設定されるわけではなく、経済および財政状況を考慮しながら決定され、官報に指令 (order) として掲載される。参考までに1990年代以降に時期を限定して指令 (order) の発令状況を見ると、1990年に900億リングに設定され (1990年7月19日付け官報第34巻第15号, 追加資料第43号) 2000年には1,200億リングに引き上げられた (2000年4月27日付け官報第44巻第9号, 追加資料第44号)。その後の指令では表現が GDP 比率で示されるようになり、2003年に GDP の40%とされた (2003年6月19日付け官報第47巻第

- 13号、追加資料第61号)。直近の変更は本文中に示した通り、2008年6月2日付けの官報(第52巻第11号、追加資料第56号)に借入(法廷上限)指令[Loan (Local) (Statutory Ceiling for Borrowing) Order 2008]に定められている。
- (13) 1992年の指令(1992年5月21日付け官報第36巻第11号、追加資料第36号)による。
- (14) もとは1983年政府投資法(Government Investment Act 1983)だったが、2005年に名称が変更された。
- (15) イスラーム金融では、金融機関が提供する金融商品がイスラーム法(シャリア)に反するものであってはならない。シャリア諮問委員会はそれを判断する役割を担っている。いわゆるコンプライアンス(法令遵守)に該当するものと考えてよい。
- (16) 政府資金調達(法廷上限)指令[Government Funding (Statutory Ceiling of Moneys Received) Order 2008]による。
- (17) たとえば、1995年と2005年のマレーシアの貯蓄率はそれぞれ39.7%と42.8%であった。参考までにはほかのアジア諸国の同年の比率と比べると、タイは36.9%と31.0%、インドネシアは30.6%と27.5%、フィリピンは14.5%と21.0%、韓国は36.5%と33.2%である(データはアジア開発銀行による)。
- (18) 会計局およびその役割については、梅崎[2005]で詳しく解説されている。
- (19) 基金のリストについては1957年財政手続法、第2附則に掲載されている。
- (20) 修正現金主義とは、記帳は現金主義であるが、歳出に関しては若干の猶予を与えるものである。2008年11月、筆者が行った聞き取り調査で確認したところ、マレーシアの財政年度は暦年方式(1月~12月)であるが、当該財政年度の支出は翌年1月まで認められるとのことであった。
- (21) 中央銀行の発表によれば、1970年から1985年の国債発行残高の平均伸び率は約17%であった(Bank Negara Malaysia [1999: 339])。
- (22) Sallehuddin [1994]によれば、マレーシアが最も古く、インド(1952年)、シンガポール(1955年)、スリランカ(1958年)、ナイジェリア(1961年)とのことである。
- (23) 料率は、1952年から75年は5%から始まり、その後は従業員6%、企業7%に引き上げられた。1980年12月には従業員9%と企業11%となり、1993年1月に従業員10%と企業12%となり現在に至っている。
- (24) 当初は銀行18行がPDとして指定されたが、後の制度変更でPDの数が増減し、2008年はAmBank, CIMB Bank, Citibank, Hong Leong Bank, HSBC Bank Malaysia, Malayan Banking, OCBC Bank (Malaysia), Public Bank, RHB Bank, Standard Chartered Bank Malaysiaの10行である。
- (25) たしかに、マレーシアでは政府の諸策により国債の流動性は改善された。しかしながら、レポ取引の特性により依然として社会保障機関、銀行、保険

会社の保有比率が高いという状況は変わっていない。投資家層の拡大という点では課題が残っているとと言えるだろう。

〔参考文献〕

<日本語文献>

- 梅崎創 [2005] 「マハティール政権期の財政——予備的考察——」（鳥居高編「マハティール政権の22年——文献レビューと基礎資料——」調査研究報告書 アジア経済研究所 67-90ページ）。
- 熊谷聡 [2006] 「民営化政策と企業グループへのインパクト」（鳥居高編『マハティール政権下のマレーシア——「イスラーム先進国」をめざした22年』アジア経済研究所 139-178ページ）。
- 高安健一 [2002] 「アジアにおける公的債務管理（PDM）への取り組み——ポスト通貨危機のマクロ経済政策フレームワークの構築に向けて——」（『環太平洋ビジネス RIM』第2巻第6号 4-66ページ）。
- チュウ・ジン・エン [2001] 「マレーシアの工業化と開発財政——被雇用者年金基金の役割を中心に——」（『証券経済研究』第33号 133-150ページ）。
- 中川利香 [2008] 「開発途上国における公的債務管理の制度化に向けた課題」（柏原千英編「開発途上国と財政問題」調査研究報告書 アジア経済研究所 138-161ページ）。

<英語文献>

- Asher, Mukul G. [1994] “Issues in Forced Savings and National Economic Development: The Management of National Provident Fund Systems,” in Al Alim Ibrahim ed., *Generating a National Savings Movement*, Kuala Lumpur: ISIS Malaysia, pp. 235-256.
- Bank Negara Malaysia [1999] *The Central Bank and the Financial System in Malaysia: A Decade of Change 1989-1999*, Kuala Lumpur: Bank Negara Malaysia.
- [2005] “Measures to Further Enhance Liquidity in the Domestic Bond Market,” Press Statement, January 2005 (www.bnm.gov.my/index.php?ch=8&pg=14&ac=958 2009年8月1日アクセス).
- [2006] “Further Measures to Develop the Malaysian Bond Market,” Press Statement, December 7, 2006. (www.bnm.gov.my/index.php?ch=8&pg=14&ac=1351 2009年8月1日アクセス).
- [2008] *Monthly Statistical Bulletin*, April, Kuala Lumpur: Bank Negara Malaysia

(www.bnm.gov.my/index.php?ch=116&pg=352&ac=4&eId=box1 2009年8月1日アクセス).

- Barro, Robert J. [1974] "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy*, 82(6), pp. 1095-1117.
- [1979] "On the Determination of the Public Debt," *Journal of Political Economy*, 87(5), pp. 940-971.
- International Monetary Fund (IMF) and World Bank [2001] *Guidelines for Public Debt Management*, Washington D. C.: IMF.
- [2003] *Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document and Selected Case Studies*, Washington D. C.: IMF.
- Ministry of Finance [2007] *Economic Report 2007/2008*, Putrajaya: Ministry of Finance.
- Sallehuddin, Mohamed [1994] "Promoting Savings and Social Security Needs: Expanding the Role of the EPF in a Rapidly Expanding Economic Environment," in Al Alim Ibrahim ed., *Generating a National Savings Movement*, Kuala Lumpur: ISIS Malaysia, pp. 257-272.
- Tobin, James [1963] "An Essay on Principle of Debt Management," in Commission on Monetary and Credit, *Fiscal and Debt Management Policies: A Series of Research Studies*, Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall, pp. 143-218.
- Wheeler, Graeme [2004] *Sound Practice in Government Debt Management*, Washington D. C.: World Bank.
- World Bank and IMF [2001] *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, Washington, D. C.: World Bank.

