

柬埔寨王国信用评级报告

本次评级结果

长期外币信用等级: BB_i

长期本币信用等级: BB_i

评级展望: 稳定

本次评级时间

2018年12月28日

主要数据

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(亿美元)	220.87	200.43	180.83	167.02	152.28
实际GDP增速(%)	6.85	6.95	7.04	7.14	7.36
CPI增幅(%)	2.91	3.03	1.23	3.85	2.96
失业率(%)	0.30	0.20	0.10	0.10	0.30
人均GDP(美元)	1,379.34	1,270.48	1,163.41	1,090.71	1,009.34
财政盈余/GDP(%)	-1.86	-1.38	-1.32	-1.64	-2.62
政府债务/GDP(%)	30.38	29.12	30.95	31.84	31.61
财政收入/政府债务(%)	70.39	71.54	63.42	63.05	59.32
外债总额/GDP(%)	53.86	52.53	51.53	47.40	46.83
CAR/外债总额(%)	152.34	155.99	165.30	177.69	173.69
外汇储备/外债总额(%)	73.89	64.21	54.65	55.47	51.07

注: 1、实际GDP增长率以本币计算, 不考虑汇率变动因素;
2、财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值;
3、政府债务为一般政府债务总额;
4、CAR为经常账户收入;
5、外汇储备为官方外汇储备。

分析师:

张强 张正一

联合资信评估有限公司

电话: 010-85679696

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”) 对柬埔寨王国(以下简称“柬埔寨”)的主权信用进行了首次评级, 决定给予其长期本、外币信用等级 BB_i 。该评级结果表示柬埔寨存在一定信用风险, 尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息, 但易受到不利环境和经济条件冲击。

人民党赢得2018年议会选举后, 柬埔寨国内政局趋于稳定, 但政府打击腐败成效并不显著, 国内腐败现象依然严重。在消费和投资的拉动作用下, 近年来柬埔寨经济维持高速增长, 通货膨胀处于可控水平。经济增长带动柬埔寨人均GDP水平持续上升并于2016年正式脱离了最不发达国家行列, 但国家发达程度依然很低, 且国际竞争力较弱。柬埔寨工业基础十分薄弱且产业结构单一, 经济对外贸和外国投资依赖程度较高, 导致经济抗风险能力较差, 金融市场尚处于发展的初级阶段但发展迅速, 银行业资产质量较好且资本较为充足。近年来, 柬埔寨政府财政对外国贷款的依赖程度明显下降、财政独立性逐步提升, 但政府不断增加支出导致财政状况出现恶化。柬埔寨一般政府债务水平很低且财政收入对政府债务的保障能力不断增强。柬埔寨长期处于贸易逆差和经常账户赤字状态, 且经常账户赤字水平较高, 但柬埔寨外债水平较低且经常账户收入和外汇储备都能很好的保障外债的偿还。此外, 高度的“美元化”使得柬埔寨货币政策的自主性较低, 出口竞争力易受到美元波动的影响。

优势

- 国内政局趋于稳定, 有利于经济发展;
- 一般政府债务水平很低, 财政收入对政府债务的保障能力不断增强;
- 外债水平较低, 经常账户收入对外债的保障能力很强。

关注

- 经济对外贸和外国投资依赖程度较高, 抗风险能力较差;
- 长期处于贸易逆差和经常账户赤字状态, 且经常账户赤字水平较高;
- 高度的“美元化”使得柬埔寨货币政策的自主性较低;
- 人均GDP水平很低且国际竞争力较弱。

一、国家概况

柬埔寨位于中南半岛，西部及西北部与泰国接壤，东北部与老挝交界，东部及东南部与越南毗邻，南部面向暹罗湾。柬埔寨总人口 1,601 万（截至 2017 年底），高棉族占总人口的 80%，佛教为柬埔寨国教，95% 以上的居民信奉佛教。柬埔寨国土面积 18.10 万平方公里，全国分为 20 个省和 4 个直辖市，首都金边是全国的政治、经济、文化和宗教中心。官方语言为柬埔寨语，官方货币为瑞尔，但柬埔寨的“美元化”程度很高，美元在市场上可自由流通。

柬埔寨是传统农业国，工业基础薄弱，经济依赖外援外资，是世界上最不发达的国家之一。柬埔寨矿藏主要有金、磷酸盐、宝石和石油；林业、渔业、果木资源丰富，盛产贵重的柚木、铁木、紫檀、黑檀、白卯等热带林木，并有多种竹类；森林覆盖率 61.4%，木材储量约 11 多亿立方米。

柬埔寨是东南亚国家联盟成员国，奉行独立、和平、永久中立和不结盟的外交政策，迄今已经同 172 个国家建交。柬埔寨政府加强同周边国家的睦邻友好合作，改善和发展与西方国家及国际机构的关系。

二、国家治理

人民党强势主导柬埔寨大权，国内政局趋于稳定

宪法规定柬埔寨的政体是议会制君主立宪制，立法、行政、司法三权分立。国王是终身制国家元首、武装力量最高统帅、国家统一和永存的象征。议会是国家最高权力机关和立法机构，采用两院制，由国会和参议院组成。国会议员不得少于 120 人，每届任期 5 年，国会议员通过自由、直接和无记名投票的全国大选选举产生，可以连选连任。主要职能包括：审批国家预算、国家计划；制定、修改和废除国家税收政策等。参议院议员人数不得超过国会议员总数的一半，每届任期 6 年。参议院负责审议国会通过的即将付诸实施的各项法律是否违宪，并有权提出修改意见。政府首相由获多数国会议席的政党候选人担任。柬埔寨司法系统分初级法院、上诉法院和最高法院三级。最高法官理事会是司法系统的管理部门，负责监督法院工作，拥有遴选、任免法官的职权。最高法官理事会由国王、最高法院院长、总检察长、上诉法院院长和检察长、金边法院院长和检察长以及两位法官共九人组成。柬埔寨无独立检察院，各级法院设检察官，行使检察职能。

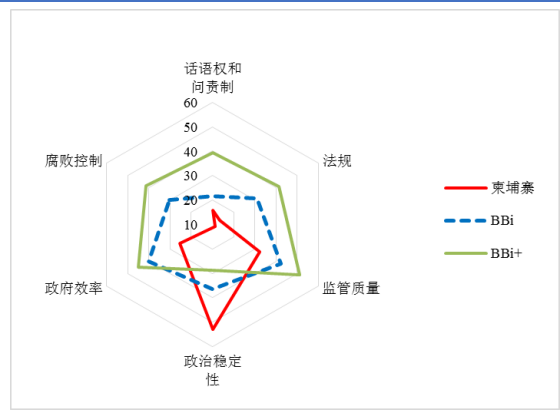
2018 年，由现任首相洪森领导的执政党柬埔寨人民党（CPP）赢得国会全部 125 个议席与参议院的 58 个议席，这使得柬埔寨成为实质上的一党专政国家。自 1985 年出任柬埔寨领导人以来，洪森已连续执政 33 年，是亚洲国家里执政时间最长的领导人。

国家治理能力很差，腐败现象严重

根据世界银行发布的国家治理指数，柬埔寨国家治理能力很差。2017 年，柬埔寨政府各项治理能力百分比排名均值为 24.77，较上年（25.45）有所恶化，明显低于 BB_i 级和 BB_i+ 级国家平均水平。

柬埔寨腐败现象严重，连续 4 年被评为东南亚最贪污国家。近年来洪森政府通过健全法律法治、推广普及反腐意识以及提高公务员薪水等一系列举措打击腐败，但成效并不显著，腐败现象仍屡禁不止。

图 1：2017 年柬埔寨国家治理能力



数据来源：世界银行

三、宏观经济政策与表现

在消费和投资的拉动作用下，近年来经济维持高速增长

2004 年，柬埔寨政府提出了以优化行政管理为核心，加快农业发展、加强基础设施建设、吸引更多投资和开发人才资源的“四角战略”。该战略旨在通过有效管理和深入改革，促进本国经济增长、解决民众就业、保障社会平等与公正。在过去近十年间，柬埔寨经济持续、稳定地快速增长。制衣制鞋业出口、房地产建筑业、服务业和农业的增长以及政府支出的增加是拉动柬埔寨经济高速增长的主要原因。

为保持经济的高速增长，解决自身经济中存在的问题，尽快融入东盟区域经济一体化进程，2015 年 8 月，柬埔寨洪森首相提出了《2015~2025 工业发展计划》，优先发展高附加值、创新的和具有竞争力的新兴工业和

制造业；通过发展工业园区来促进特别经济区的全产业链发展；简化特别经济区的贸易程序，为出口农产品和制造业产品提供便利条件等。

2017年，柬埔寨GDP总量为220.87亿美元（或89.66万亿瑞尔），实际GDP增长率为6.85%，虽然较2016年有小幅下滑，但经济增长依然保持强劲。消费和投资成为拉动柬埔寨经济增长的主要动力。具体来看，由于政府大幅增加开支，2017年柬埔寨政府最终消费支出同比增长了6.54%；家庭最终消费支出同比增长了4.57%。投资方面，受基建项目的拉动，2017年柬埔寨投资总额增长了6.00%。进出口贸易表现方面，由于柬埔寨出口长期大于进口，净出口对柬埔寨经济增长的贡献依旧为负。

得益于不断上涨的国内需求和政府的扩张性财政政策，2018年柬埔寨经济仍将保持强劲增长，预计实际GDP增速将达到7%以上的水平。

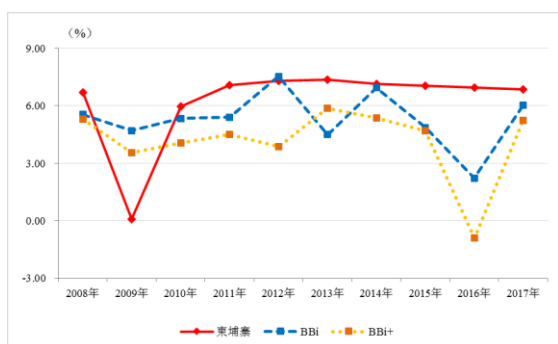
柬埔寨近10年（2008~2017年，以下同）平均GDP增长率为6.25%，高于BB_i级国家平均水平（5.31%）和BB_{i+}级国家平均水平（4.15%）；经济增长波动性（10年GDP增长率的标准差）为2.20%，高于BB_i级和BB_{i+}级国家平均水平（分别为1.45%和1.92%）。

表 1：2013~2017 年柬埔寨经济表现

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(万亿瑞尔)	89.66	81.24	73.42	67.44	61.33
实际GDP增速(%)	6.85	6.95	7.04	7.14	7.36
名义GDP(亿美元)	220.87	200.43	180.83	167.02	152.28
CPI增幅(%)	2.91	3.03	1.23	3.85	2.96
失业率(%)	0.30	0.20	0.10	0.10	0.30

数据来源: IMF、柬埔寨国家统计局

图 2：2013~2017 年柬埔寨实际 GDP 增长率



数据来源: IMF

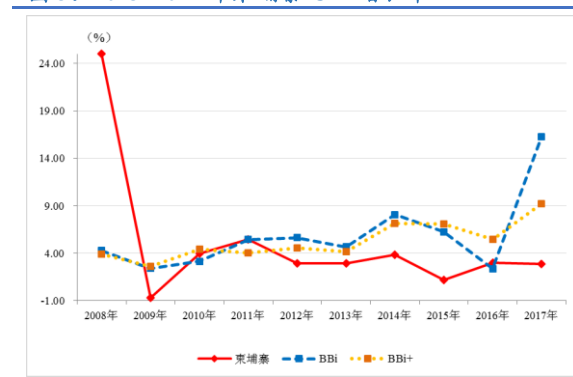
通货膨胀处于可控水平

2013~2017年，柬埔寨通货膨胀处于可控水平。2017年，柬埔寨全年CPI增幅为2.91%，较2016年下降了

0.12个百分点。2018年1月~6月，柬埔寨平均CPI增幅为2.48%。由于国际市场上的燃油和部分农产品价格缓慢回升，2018年柬埔寨通货膨胀率或将出现小幅回升，预计全年通胀率有望达到3.8%左右的水平。

柬埔寨近10年CPI增幅均值为5.07%，小幅低于BB_i级和BB_{i+}级国家平均水平（分别为5.86%和5.26%）；但CPI增幅波动性（10年CPI增幅标准差）（7.19%）明显高于BB_i级和BB_{i+}级国家平均水平（分别为4.08%和1.99%），物价波动性相对较大。

图 3：2013~2017 年柬埔寨 CPI 增长率

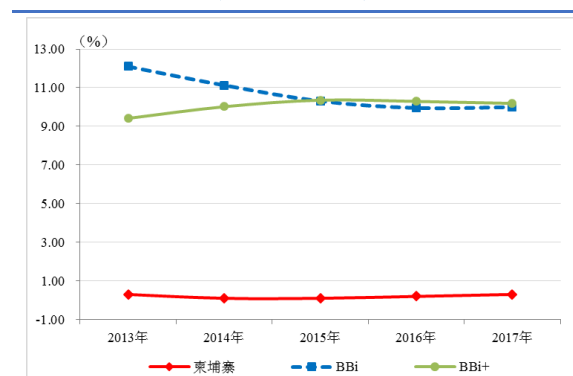


数据来源: IMF

失业率很低，且人口年轻化给柬埔寨带来了巨大利益

柬埔寨是东盟十国中失业率最低的国家。2013~2017年，柬埔寨失业率均处于0.5%以下的水平。2017年全年失业率为0.30%，虽然较2016年上升了0.10个百分点，但仍处于很低的水平，且大幅低于BB_i级和BB_{i+}级国家平均水平。另一方面，由于柬埔寨的教育体制薄弱，政府对教育的投入也相对较少，导致其劳动力市场专业与职业技能“错配”现象普遍存在。

图 4：2013~2017 年柬埔寨失业率



数据来源: IMF

柬埔寨人口年轻化程度较高，劳动力充足，给柬埔寨带来了巨大的人口红利。据统计，柬埔寨70%以上的

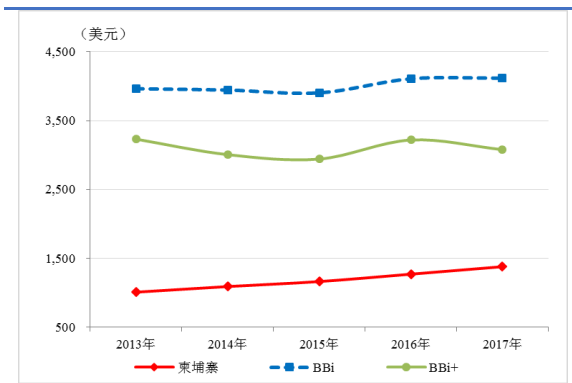
人口不满 34 岁，整个人口结构呈现非常完美的金字塔型，这给柬埔寨带来了巨大利益。除推动经济增长外，人口年轻化也使政府的医疗和养老金支出较少，财政宽松。此外，人口的年轻化正在给柬埔寨社会经济带来巨大的改变，比较明显的当属房地产行业，迄今为止，柬埔寨的房地产价格已经连续多个季度保持涨势，是房地产价格上涨时间最长的国家之一，而且还在继续保持上涨势头，目前房地产行业已经超越农业成为柬埔寨最大的经济支柱。随着房地产行业的飞速发展，柬埔寨的城市化进程也在加速。

四、结构特征

经济增长带动人均 GDP 水平持续上升，但仍处于很低水平，且国际竞争力较弱

得益于近年来经济的高速增长，柬埔寨人均 GDP 不断上升，并于 2016 年 7 月脱离最不发达国家行列。2017 年柬埔寨人均 GDP 为 1,379.34 美元，较 2016 年增长了 100 多美元，达到有数据记载以来的最高值，但仍远低于 BB_i 级和 BB_{i+} 级国家平均水平。

图 5：2013~2017 年柬埔寨人均 GDP



数据来源: IMF

受劳动力受教育程度较低、管理制度不健全、基础设施薄弱、商业化程度不高、创新能力不足等多种因素影响，柬埔寨的国际竞争力较弱。根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017 年柬埔寨的全球竞争力指数为 3.93，在全球 137 个经济体中排名第 94 位，较上年下降了 5 位，全球竞争力有所减弱。

经济对消费的依赖程度很高，但产业结构单一，有待进一步调整

柬埔寨的经济主要依靠消费（尤其是居民消费）驱动。2013~2017 年，柬埔寨最终消费支出总额占 GDP 的比值均值为 81.55%，但占比呈持续下降趋势，2017 年

为 76.91%，为 5 年来最低值，其中居民消费和政府消费占 GDP 的比值分别为 71.78% 和 5.13%。投资总额占 GDP 的比值则呈缓慢上升趋势，2017 年达到 22.91%，较 2016 年进一步增加了 0.21 个百分点。由于进口总额始终大于出口总额，近 5 年间柬埔寨净出口占 GDP 的比值均为负数，2017 年为 -3.43%。总体看，柬埔寨经济发展对消费的依赖程度很高，尤其是居民消费；投资对柬埔寨经济发展的贡献度不断提升。

从产业结构来看，柬埔寨产业结构不合理。柬埔寨是传统农业国，2013~2017 年，柬埔寨第一产业增加值占 GDP 比重均值约为 27%，但 5 年间农业年均增长率仅为 1%，较之前大幅下降（2008~2012 年间为 4.5%，2003~2007 年间为 7.2%）；第二产业增加值占 GDP 比重均值约为 28%，但呈持续上升趋势；第三产业增加值占 GDP 比重均值约为 40%，基本保持稳定。

农业是柬埔寨传统支柱产业，从事农业的人口约占柬埔寨总人口的 80%。主要的作物有水稻、玉米和橡胶等。柬埔寨农业技术水平较为落后，但政府鼓励对农业、农产品多样性和灌溉节水等方面的投资。另外，政府还通过免除农产品材料和设备进口税等方式降低农业成本费用，提升农产品在区域国家的竞争力。

柬埔寨工业基础薄弱、门类单调，制农业为柬埔寨工业主导部门，占柬埔寨商品出口比例的 60%，其次为建筑业。虽然近年来工业被视为推动柬埔寨经济发展的支柱之一，工业增加值占 GDP 比重不断上升，但电力不足、基础设施落后、物流成本昂贵、劳工缺乏技术和知识，以及私人工业项目融资困难等问题仍制约着柬埔寨工业发展。

第三产业中旅游业是支柱性产业，占 GDP 的比重超过 10%，由旅游业带动的相关产业对 GDP 的贡献率高达 40%。政府将旅游业作为吸引外资的重点领域，制定优惠政策措施，在旅游产品开发、旅游宣传促销以及自然资源 and 文化遗产的重点保护等方面取得较为明显的效果。近年来国际游客人数逐年攀升，2017 年达到 560 万人次，同比增长 11.6%。

经济对外贸和外国投资依赖程度较高，抗风险能力较差

柬埔寨是出口导向型经济体，进出口总额与 GDP 的比值长期处于 150% 以上的高水平，因此国际贸易环境及贸易伙伴国经济发展状况都会对柬埔寨产生一定程度的影响。此外，柬埔寨主要出口产品和服务的附加值较低，导致可替代性较高，易遭受国际市场供求关系变化和劳动力成本变动的的影响，也加剧了经济的脆弱性。

其次，柬埔寨当前的发展严重依赖外资，资金来源

缺乏稳定性。由于政府税收较低及国民储蓄有限，国外援助款（包括无偿援助和优惠贷款）和外国直接投资（FDI）在柬埔寨国内投资中占据很重要的地位。长期以来，包括亚洲开发银行、世界银行和国际货币基金组织在内的双边或多边机构向柬埔寨提供了大量的无偿援助和低息贷款以支持其国内基础设施建设和经济社会发展项目。随着中国-东盟自由贸易区框架内澜沧江-湄公河次区域经济合作的进一步展开，中国一举成为柬埔寨最大的投资来源国。同时，马来西亚、新加坡、泰国等地的资本也相继渗入柬埔寨基建行业的各个领域，大大加速了柬埔寨基础设施建设进程。2017年，柬埔寨FDI存量与GDP的比值已经高达99.20%，高于老挝（43.80%）、缅甸（38.40%）等周边国家，也高于东南亚地区平均水平（79.40%）。外资的大量涌入使得柬埔寨经济的抗风险能力较弱，一旦主要投资国国内经济形势发生变化，柬埔寨将不可避免的面临外资撤离浪潮。

金融市场尚处于发展的初级阶段但发展迅速，银行业资产质量较好且资本较为充足

柬埔寨金融市场尚处于发展的初级阶段且规模较小，但近年来迅速发展，对经济发展发挥了重要作用。2017年，柬埔寨共有39家商业银行、15家专业银行、7家拥有存款资格的小额信贷机构和66家普通小额信贷机构。截至2017年底，银行存款总额同比增长23.4%至189.57亿美元，约占GDP的86%；银行贷款总额同比增长20.4%至199.77亿美元，约占GDP的90%；银行总资产同比增长21.8%至331.65亿美元，约占GDP的150%。柬埔寨国家银行是柬埔寨中央银行，主要职能包括制定并实施货币、信贷和银行政策；保持币值稳定和促进经济增长；监管银行业金融机构，维持银行业稳定等。

柬埔寨商业银行不良贷款率一直处于较低的水平。2017年，柬埔寨银行业不良贷款率为2.07%，较2016年出现小幅下降，银行资产质量有所改善。资本充足率方面，2013~2017年，柬埔寨银行业资本充足率均处于20%以上的水平，2017年为21.91%，资本较为充足。但银行业盈利能力出现小幅下降，银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为1.50%和8.73%，分别同比下降了0.97和5.78个百分点。

2017年6月，柬埔寨政府正式启动了《2016~2025年金融业发展战略》，提出加强分期付款等金融业务的监管力度并建立外部经济冲击预警机制，这将有利于维持该国金融市场平稳运行。

五、公共财政实力

政府财政对国外贷款的依赖程度相对较高，且政府不断增加支出导致财政状况出现恶化，预计未来财政赤字水平会进一步走高

伴随经济的高速增长，近5年来柬埔寨一般政府经常性收入增长了2倍，国外贷款占柬埔寨一般政府财政收入的比值明显下降，2017年已经降至21%，但财政收入对国外贷款的依赖程度依旧相对较高。2013~2017年，柬埔寨一般政府财政收入规模持续增长，5年复合增长率为13.63%。2017年，柬埔寨财政收入为19.17万亿瑞尔，同比增长13.25%，财政收入与GDP的比值为21.38%，较上年增长了0.55个百分点。从财政收入结构来看，税收是政府财政收入的主要来源，且在财政总收入中的占比逐年增加，近年来已经达到75%以上的水平。

财政支出方面，公务员薪资上涨以及政府增加在教育、农业、卫生等领域的开支导致柬埔寨一般政府财政支出水平不断上升。2013~2017年，柬埔寨财政支出5年复合增长率为12.29%。2017年，柬埔寨财政支出为20.84万亿瑞尔，同比增长了15.42%，高于财政收入增速，财政支出与GDP的比值为23.24%，较上年增长了1.02个百分点。从财政支出结构来看，政府公共部门支出占总财政支出的近60%。

2013~2017年，柬埔寨政府均处于财政赤字状态。2017年，柬埔寨财政赤字总额为1.67万亿瑞尔，财政赤字与GDP的比值为1.86%，较2016年进一步上升了0.47个百分点。从近5年情况来看，柬埔寨财政状况仍好于BB_i级和BB_{i+}级国家平均水平。

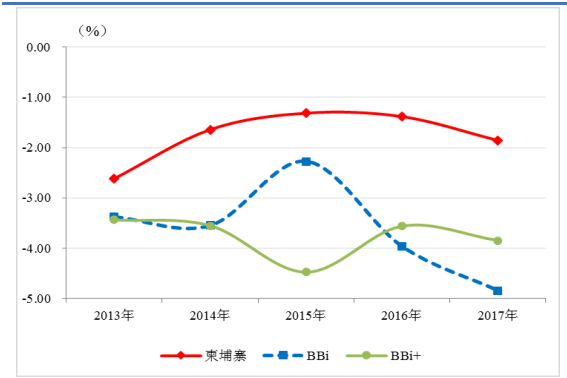
表 2：2013~2017 年柬埔寨政府财政表现

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
财政收入(万亿瑞尔)	19.17	16.93	14.41	13.54	11.50
财政收入/GDP (%)	21.38	20.84	19.63	20.08	18.75
财政支出(万亿瑞尔)	20.84	18.05	15.38	14.65	13.10
财政支出/GDP (%)	23.24	22.22	20.94	21.72	21.37
财政盈余(万亿瑞尔)	-1.67	-1.12	-0.97	-1.11	-1.60
财政盈余/GDP (%)	-1.86	-1.38	-1.32	-1.64	-2.62

注：财政盈余为负表示财政赤字，财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值，以下同。

数据来源：IMF

图 6：2013~2017 年柬埔寨财政盈余/GDP



数据来源: IMF

根据柬埔寨《2018 年国家财政预算》，为改善公共服务、教育、卫生、投资、互联互通，提升经济竞争能力和生产力的效率，2018 年柬埔寨政府预算支出大幅增长 15.2% 至 60.38 亿美元，财政赤字规模为 14.78 亿美元。在此背景下，预计未来柬埔寨财政赤字水平将进一步走高。

一般政府债务水平很低，财政收入对政府债务的保障能力较强

柬埔寨一般政府债务水平很低且近 5 年来基本保持稳定。截至 2017 年底，柬埔寨一般政府债务规模总额为 27.23 万亿瑞尔，政府债务总额与 GDP 的比值为 30.38%，较 2016 年上升了 1.25 个百分点。从近 5 年情况来看，柬埔寨一般政府债务水平明显低于 BBI 级和 BBI+ 级国家平均水平。

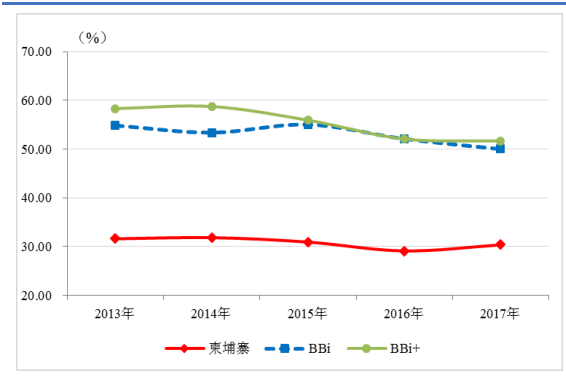
柬埔寨一般政府利息支出压力很小，利息支出与 GDP 的比值维持在 1% 以下的水平，2017 年为 0.32%，较 2016 年下降了 0.04 个百分点，一般政府利息支出压力进一步下降。

表 3：2013~2017 年柬埔寨一般政府债务情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额 (万亿瑞尔)	27.23	23.66	22.72	21.47	19.39
政府债务总额/GDP (%)	30.38	29.12	30.95	31.84	31.61
利息支出/GDP (%)	0.32	0.36	0.30	0.34	0.33
财政收入/政府债务总额 (%)	70.39	71.54	63.42	63.05	59.32

数据来源: IMF

图 7：2013~2017 年柬埔寨政府债务/GDP



数据来源: IMF

从财政收入对政府债务的保障情况看，近 5 年来柬埔寨政府财政收入对政府债务的保障能力有所增强。2017 年，政府财政收入与政府债务总额的比值为 70.39%，虽然较 2016 年下降了 1.15 个百分点，财政收入对政府债务的保障程度仍处于较高水平。

总体来看，随着政府不断增加财政支出，预计未来柬埔寨财政赤字水平将进一步走高，但一般政府债务有望维持在很低水平，财政收入对政府债务的保障能力也有望保持稳定。

六、外部融资实力

长期处于贸易逆差和经常账户赤字状态，且经常账户赤字水平较高

由于生产基础薄弱，市场所需工业产品几乎全部依赖进口，主要进口产品有服装原辅料和加工设备、汽车等工业制成品和石油产品。出口产品结构十分单一，主要为纺织服装产品和农林牧渔产品。目前，中国是柬埔寨第一大贸易伙伴国，其次为欧盟、美国、泰国、新加坡和越南等。

柬埔寨在欧、美、日等许多国家享有普惠制待遇和配额优惠，几乎所有产品进入这些国家都是零关税。多年来柬埔寨借此努力扩大对外贸易，但由于进口始终大于出口，柬埔寨长期处于贸易逆差状态。从近 5 年情况来看，柬埔寨逆差额度呈持续上升趋势。2017 年，柬埔寨出口总额为 158.32 亿美元，较 2016 年增长了 10.67%；进口总额为 182.31 亿美元，较 2016 年同比增长了 10.16%；贸易逆差为 24.00 亿美元，较 2016 年增长了 6.93%。

经常账户收入方面，2013 年~2017 年，柬埔寨经常账户收入不断上升，5 年复合增长率为 9.98%。2017 年柬埔寨经常账户收入为 181.21 亿美元，较 2016 年增长了 10.33%。经常账户赤字水平较高，近 5 年均处于 8%

以上的水平。2017年，柬埔寨经常账户赤字规模为17.82亿美元，经常账户赤字与GDP的比值为8.07%，虽然较2016年出现了小幅下降，但依旧处于较高水平。

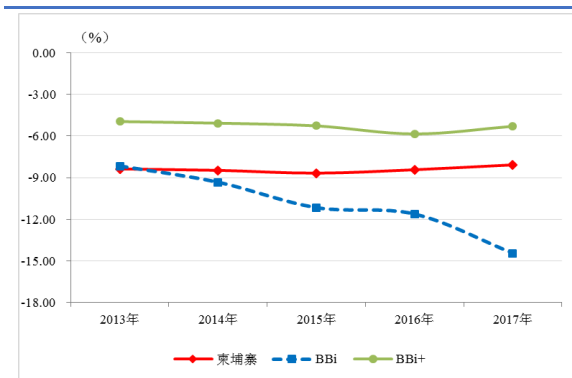
国际投资净头寸方面，从近5年情况来看柬埔寨一直为净债务国。2017年，由于柬埔寨外部资产较2016年减少了3.77%，而同期外部负债却大幅增加了14.49%，导致柬埔寨外部净债务明显上升。截至2017年底，柬埔寨国际投资净头寸为-149.96亿美元，国际投资净头寸与GDP的比值为-67.90%。

表 4：2013~2017 年柬埔寨经常账户及国际投资情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
进口额(亿美元)	182.31	165.50	155.28	141.06	124.70
出口额(亿美元)	158.32	143.06	132.91	119.80	105.38
贸易差额(亿美元)	-24.00	-22.44	-22.37	-21.25	-19.33
经常账户收入(亿美元)	181.21	164.24	154.04	140.68	123.87
经常账户余额(亿美元)	-17.82	-16.87	-15.67	-14.14	-12.74
经常账户余额/GDP (%)	-8.07	-8.42	-8.67	-8.46	-8.37
国际投资净头寸(亿美元)	-149.96	-102.05	-85.38	-53.42	-30.60
国际投资净头寸/GDP (%)	-67.90	-50.92	-47.22	-31.98	-20.10

数据来源: IMF

图 8：2013~2017 年柬埔寨经常账户平衡/GDP



数据来源: IMF

柬埔寨外债水平较低但持续上升，且政府外债占比较高

柬埔寨外债水平较低，但2013年~2017年呈持续上升趋势。截至2017年底，柬埔寨外债总额为118.95亿美元，较2016年增加了12.97%，外债总额相当于GDP的比值为53.86%，较2016年上升了1.33个百分点。从近几年情况来看，柬埔寨外债水平明显低于BBi级和BBi+级国家平均水平，但由于其外债水平持续上升，2017年柬埔寨外债水平已超越了BBi级国家平均水平。

从外债构成来看，柬埔寨的外债主要来自一般政府。截至2017年底，柬埔寨一般政府外债总额为66.71亿美

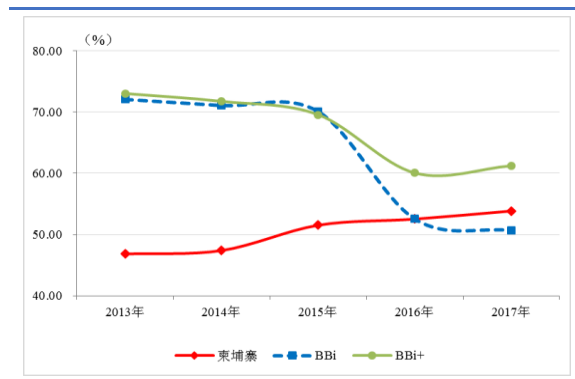
元，在外债总额中的占比为56.08%，政府面临较大的外债偿付压力。从外债期限结构来看，柬埔寨短期外债占外债总额的15%左右，存在一定的短期外债偿付压力。

表 5：2013~2017 年柬埔寨外债情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
外债总额(亿美元)	118.95	105.29	93.19	79.17	71.32
外债总额/GDP (%)	53.86	52.53	51.53	47.40	46.83
政府外债(亿美元)	66.71	52.43	50.56	-	-
政府外债/外债总额 (%)	56.08	49.80	54.26	-	-

数据来源: 世界银行

图 9：2013~2017 年柬埔寨外债总额/GDP



数据来源: 世界银行

经常账户收入和外汇储备都能很好的保障外债的偿还

2013~2017年，柬埔寨经常账户收入对外债的保障能力维持在很强水平。2017年柬埔寨经常账户收入相当于外债总额的比值为152.34%，虽然为近5年来最低值，经常账户收入对外债的保障能力依然很强。

外汇储备方面，近5年来柬埔寨外汇储备持续走高。截至2017年底，柬埔寨的外汇储备为87.89亿美元，较2016年大幅增加了逾30%，外汇储备与外债总额的比值为73.89%，外汇储备对外债的保障能力较强。

表 6：2013~2017 年柬埔寨外债保障情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
外汇储备(亿美元)	87.89	67.61	50.93	43.91	36.42
CAR/外债总额 (%)	152.34	155.99	165.30	177.69	173.69
外汇储备/外债总额 (%)	73.89	64.21	54.65	55.47	51.07

数据来源: IMF、世界银行

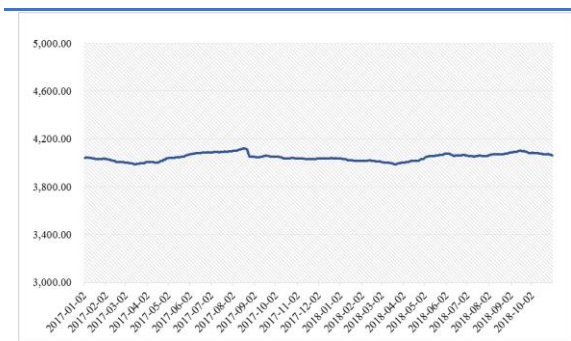
高度的“美元化”使得柬埔寨货币政策的自主性较低，尽管政府着力推动去“美元化”，但收效甚微

柬埔寨实行有管理的浮动汇率制度，不设外汇管制。

央行通过介入市场使得瑞尔兑美元汇率长期稳定在 4040:1 左右的水平，以提升国人对瑞尔的信心，进而提高瑞尔的使用率。2017 年，随着各个商业银行对瑞尔需求的增长，央行共售出了 3.7 兆瑞尔（约 9.15 亿美元），较 2016 年同比增长 11%。进入 2018 年以来，央行继续干预市场以维持瑞尔汇率稳定。

柬埔寨是高度“美元化”的国家。随着柬埔寨经济的快速发展，过度“美元化”带来的问题随之凸显。首先，柬埔寨政府损失大量铸币税，无法获得发行货币所产生的收益。其次，使用美元进行贸易结算所带来的好处正在逐渐下降，出口竞争力易受到美元走强的影响。最后，高度的“美元化”使得柬埔寨货币政策的自主性较低，国家银行通过货币政策调控危机的努力很难产生效果。尽管近年来柬埔寨央行一直在努力采取措施去美元化，但收效甚微，柬埔寨去“美元化”之路还很艰难。

图 10：2017~2018 年美元兑瑞尔汇率变化



数据来源：柬埔寨央行

总体来看，柬埔寨长期处于贸易逆差和经常账户赤字状态，且经常账户赤字水平较高。外债水平较低且经常账户收入和外汇储备都能很好的保障外债的偿还。

七、 评级展望

在人民党赢得 2018 年议会选举后，柬埔寨国内政局趋于稳定。不断上涨的国内需求和政府的扩张性财政政策有望帮助柬埔寨未来 1~2 年经济增速维持在高水平。一般政府债务水平和外债水平都有望保持在低位，财政收入对政府债务的保障程度、经常账户收入及外汇储备对外债的保障程度也有望保持稳定。基于以上分析，我们给予柬埔寨主权信用评级展望为稳定。

柬埔寨主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
宏观数据					
GDP (亿美元)	220.87	200.43	180.83	167.02	152.28
GDP (万亿瑞尔)	89.66	81.24	73.42	67.44	61.33
实际 GDP 增速 (%)	6.85	6.95	7.04	7.14	7.36
CPI 增幅 (%)	2.91	3.03	1.23	3.85	2.96
失业率 (%)	0.30	0.20	0.10	0.10	0.30
结构特征					
人均 GDP (美元)	1,379.34	1,270.48	1,163.41	1,090.71	1,009.34
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	23.38	24.74	26.58	28.87	31.60
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	30.88	29.45	27.68	25.61	24.07
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	39.67	39.89	39.83	39.70	38.51
私人消费在 GDP 中的占比 (%)	71.78	76.12	76.81	77.55	78.64
政府消费在 GDP 中的占比 (%)	5.13	5.21	5.40	5.49	5.61
投资总额在 GDP 中的占比 (%)	22.91	22.71	22.45	22.09	20.01
净出口在 GDP 中的占比 (%)	-3.43	-4.39	-4.43	-4.41	-5.27
进出口总额/GDP (%)	154.22	153.95	159.37	156.19	151.09
银行业资本充足率 (%)	21.91	20.86	20.31	20.41	23.43
银行业不良贷款率 (%)	2.07	2.13	1.59	1.62	2.30
银行业 ROA (%)	1.5	2.47	2.89	2.87	2.40
银行业 ROE (%)	8.73	14.51	16.34	15.54	12.15
公共财政					
财政收入 (万亿瑞尔)	19.17	16.93	14.41	13.54	11.50
财政收入/GDP (%)	21.38	20.84	19.63	20.08	18.75
财政支出 (万亿瑞尔)	20.84	18.05	15.38	14.65	13.10
财政支出/GDP (%)	23.24	22.22	20.94	21.72	21.37
财政盈余 (万亿瑞尔)	-1.67	-1.12	-0.97	-1.11	-1.60
财政盈余/GDP (%)	-1.86	-1.38	-1.32	-1.64	-2.62
政府债务总额 (万亿瑞尔)	27.23	23.66	22.72	21.47	19.39
政府债务总额/GDP (%)	30.38	29.12	30.95	31.84	31.61
利息支出/GDP (%)	0.32	0.36	0.30	0.34	0.33
财政收入/政府债务 (%)	70.39	71.54	63.42	63.05	59.32
外部融资					
进口总额 (亿美元)	182.31	165.50	155.28	141.06	124.70
出口总额 (亿美元)	158.32	143.06	132.91	119.80	105.38
外贸顺差 (亿美元)	-24.00	-22.44	-22.37	-21.25	-19.33
经常账户收入 (亿美元)	181.21	164.24	154.04	140.68	123.87
经常账户余额 (亿美元)	-17.82	-16.87	-15.67	-14.14	-12.74
经常账户余额/GDP (%)	-8.07	-8.42	-8.67	-8.46	-8.37
国际投资净头寸 (亿美元)	-149.96	-102.05	-85.38	-53.42	-30.60
国际投资净头寸/GDP (%)	-67.90	-50.92	-47.22	-31.98	-20.10
外债总额 (亿美元)	118.95	105.29	93.19	79.17	71.32
外债总额/GDP (%)	53.86	52.53	51.53	47.40	46.83
政府外债总额 (亿美元)	66.71	52.43	50.56	-	-

政府在外债总额中的占比 (%)	56.08	49.80	54.26	-	-
外汇储备 (亿美元)	87.89	67.61	50.93	43.91	36.42
经常账户收入/外债总额 (%)	152.34	155.99	165.30	177.69	173.69
外汇储备/外债总额 (%)	73.89	64.21	54.65	55.47	51.07

数据来源：世界银行、IMF、柬埔寨国家统计局、柬埔寨央行

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA _i	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA _i	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A _i	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB _i	信用风险低，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB _i	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B _i	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC _i	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。