

柬埔寨王国

2024 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: BB_i

长期外币信用等级: BB_i

评级展望: 稳定

本次评级时间: 2024 年 9 月 26 日

上次评级结果:

长期本币信用等级: BB_i

长期外币信用等级: BB_i

评级展望: 稳定

上次评级时间: 2018 年 12 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

分析师: 程泽宇 张敏

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

本次评级模型打分表及结果:

本币指示评级	BBB _i -		本币评级结果	BB _i
外币指示评级	BBB _i -		外币评级结果	BB _i
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	D	国家治理		F
		宏观经济政策和表现		B
		结构特征		F
公共财政实力	b	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	f
			政府债务负担	b
			政府偿债能力	f
外部融资实力	c	国际收支及外部债务状况	国际收支	e
			外债压力	d
			外债偿付能力	b
调整因素和理由				调整子级
柬埔寨经济高度美元化削弱其央行货币政策的效力, 同时暴露出金融体系和宏观经济的脆弱性				下调本外币 1 个子级
房地产行业持续走软, 拖累银行业资产质量, 增加政府的或有负债风险				下调本外币 1 个子级

注: 政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级; 公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级; 模型内指标为五年加权平均值; 通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果, 结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果。

¹ 本评级结果为主动评级结果, 评级资料主要来源于公开信息, 与委托评级相比, 评级调查工作 (可能无) 和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议, 联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

评级概况：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对柬埔寨王国（以下简称“柬埔寨”）的主权信用进行了跟踪评级，决定维持其主权长期本、外币信用等级为 BB_i ，评级展望为“稳定”。

2023年，虽然洪森在8月卸任首相职位，但洪森家族继续掌舵柬埔寨政局，国内政局总体保持稳定。受益于贸易复苏、基建发力以及旅游回暖，柬埔寨经济继续保持中高速增长；随着能源价格回落，通胀率回落至健康区间；柬埔寨主要发展劳动密集型产业，失业率继续处于很低水平。柬埔寨的国民富裕程度处于全球较低水平，居民生活较为贫困；经济依赖农业和工业发展，基础设施较为落后，单一的产业结构抗风险冲击能力较弱；银行不良贷款率显著走高，银行盈利能力大幅下降，银行资产质量较差。政府税基薄弱且刚性财政支出较大，财政收支结构进一步失衡；虽然政府债务压力较小，财政收入对政府债务的偿付能力较强，但呈现一定削弱态势。受益于服装产品出口复苏、FDI大规模流入以及黄金进口需求回落，柬埔寨的国际收支结构得到明显改善；柬埔寨短期外债到期压力较小，经常账户收入和外汇储备对外债的偿付能力较强。

2024年以来，全球需求端进一步修复与释放，带动柬埔寨制衣制鞋出口继续复苏；政府批准成立五个新经济特区，同时鼓励家具、汽车、电子及轮胎产业在经济特区的发展，有助于激发企业的生产和投资活力，预计2024年和2025年柬埔寨经济增速均有望回升至6.0%左右。考虑到柬埔寨经济规模较小且税基难以短期内显著改善，政府财政收入增长依旧较为乏力，再加上政府的财政刚性支出压力较大，预计2024年和2025年政府财政赤字率将继续保持在2%左右，政府债务水平或小幅走高至26%左右，财政收入对政府债务的保障程度或回落至55%左右。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 受益于贸易复苏、基建发力以及旅游回暖，柬埔寨经济继续保持中高速增长

新冠疫情后柬埔寨经济保持稳步复苏，2023年柬埔寨实际GDP增速为5.0%，较上年保持稳定，处于 BB_i +级和 BB_i 级国家的平均水平之间。柬埔寨经济继续保持中高速增长，一是柬埔寨具有年轻化的人口结构，2023年15~64岁适龄劳动人口占比高达65%，凭借人口红利优势和资源禀赋吸引了大量外商直接投资（FDI），带动制衣和制鞋业发展，新冠疫情后随着外部需求的复苏和全球供应链的修复，柬埔寨制衣和制鞋贸易显著复苏。二是柬埔寨政府通过后发优势来推动基础设施建设，政府发布总计投资366.8亿美元的《2023—2033年运输和物流系统综合总体规划》，推动铁路、公路、港口、物流等174个基础设施项目发展，投资对经济的拉动作用进一步彰显。三是柬埔寨政府在疫情后发布《旅游业疫后复苏路线图》《旅游科技路线图》，通过加大投入和技术创新等多种手段加速旅游业恢复，2023年柬埔寨入境旅游人数突破545万人次，较上年增长近140%；旅游业收入达到30.8亿美元，同比增长近120%，国际旅游回暖带动酒店、餐饮、零售等相关服务业显著复苏。

受俄乌冲突影响国际能源价格飙升，引发柬埔寨的输入性通货膨胀，2022 年柬埔寨的 CPI 增幅飙升至 5.3%，创 2011 年以来新高。之后随着能源价格回落，2023 年柬埔寨的 CPI 增幅下降至 2.1%，低于 BB_i+级和 BB_i级国家的平均水平。柬埔寨主要发展劳动密集型产业，2023 年失业率继续保持在 0.2% 的很低水平，劳动力市场较为健康。

2024 年以来，全球需求端进一步修复与释放，带动柬埔寨制衣制鞋出口继续复苏；政府批准成立五个新经济特区，通过政策优势吸引高附加值 FDI 流入，同时鼓励家具、汽车、电子及轮胎产业在经济特区的发展，有助于激发企业的生产和投资活力，预计 2024 年和 2025 年柬埔寨经济增速均有望回升至 6.0% 左右，通胀水平和失业率将继续保持在健康区间。

2. 受益于服装产品出口复苏、FDI 大规模流入以及黄金进口需求回落，柬埔寨的国际收支结构得到明显改善

柬埔寨国际收支得到明显改善。一是受益于外部需求回暖，柬埔寨服装产品出口保持复苏态势，2023 年柬埔寨贸易赤字规模收窄至 16.7 亿美元。二是柬埔寨政府通过加入《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）、中国—柬埔寨自贸协定生效以及实施柬埔寨新投资法，吸引大量 FDI 流入。2023 年柬埔寨 FDI 净流入达到创历史记录的 40 亿美元，2024 年上半年政府共批准 190 个新投资和扩产项目，协议投资额达 32.5 亿美元，较去年同期增长近两倍。三是新冠疫情后柬埔寨大量进口黄金以抵御通胀，2021 年和 2022 年柬埔寨分别进口黄金 59.4 亿美元和 44.7 亿美元，而 2023 年柬埔寨黄金进口规模大幅回落至 2.2 亿美元。得益于上述因素，2023 年柬埔寨经常账户由赤字转为盈余，经常账户余额相当于 GDP 的比值达到 1.3%。

3. 政府债务压力较小，财政收入对政府债务的偿付能力较强，但呈现一定削弱态势；柬埔寨短期外债到期压力较小，经常账户收入和外汇储备对外债的偿付能力很强

从政府债务看，由于柬埔寨政府加大对基础设施建设的投资力度，以及政府对于科教文卫等领域的财政刚性支出压力较大，需要通过发债融资以弥补资金需求。2023 年柬埔寨政府债务总额小幅上升至 45.9 万亿瑞尔，相当于 GDP 的比值为 25.9%，虽然较上年微涨 0.2 个百分点，但仍远低于 BB_i+级和 BB_i级国家的平均水平，政府债务压力较小。从债务偿付能力看，2023 年政府财政收入相当于政府债务的比值回落 6.2 个百分点至 60.1%，虽然政府债务偿付能力依旧较强但呈现削弱态势。展望 2024 年，考虑到政府基建、民生等刚性支出依旧较大，预计 2024 年政府债务规模将突破 50 万亿瑞尔，财政收入对政府债务的保障程度或下降至 55%，政府债务偿付能力或有所削弱。

从外债规模看，截至 2023 年末，柬埔寨外债总额为 226.2 亿美元，相当于 GDP 的比值为 54.1%，较上年回落了 3.2 个百分点。从外债结构看，2023 年柬埔寨政府外债占比最高（50.8%），主要是因为柬埔寨经济基础较为薄弱且政府国内融资能力有限，需要向多边金融机构或双边国家进行官方融资。从债务期限看，2023 年柬埔寨的短期外债占比进一步下降至 19.3%，表明短期外债偿付压力较低。从债务偿付能力看，受益于国际收支结构进一步改善，柬埔寨的经常账户和外汇储备得到积累，2023 年柬埔寨的经常账户收入同比增长 8.3% 至 316.5 亿美元，外汇储备规模同比增长

19.5%至 212.7 亿美元。2023 年柬埔寨经常账户收入和外汇储备相当于外债总额的比值分别为 139.9%和 94.0%，对外债的偿付能力很强。

主要关注：

1. 洪森家族长期控制柬埔寨政权，有助于维护柬埔寨政局稳定，但在一定程度上滋生出贪污腐败等问题

世界银行发布的 2022 年全球治理指数显示其各项指标排名均值为 25.1，落后于 BB_i +级和 BB_i 级国家的平均水平，尤其是在“腐败控制”“话语权和问责制”以及“法规”等方面表现较差。虽然洪森在 2023 年 8 月卸任首相职位，但继任者为其长子洪玛奈，且 2024 年 4 月洪森当选柬埔寨参议院主席，洪森家族继续掌舵柬埔寨政局。洪森家族长期控制柬埔寨政权，虽然有助于维护柬埔寨政局稳定，但在一定程度上滋生出贪污腐败、政府效率低下等问题，也激发了反对派和部分民众的不满，2024 年 8 月柬埔寨反对派计划组织反对现任政府的示威游行，对社会稳定性造成一定影响。

2. 柬埔寨单一的产业结构抗风险冲击能力较弱，经济发达程度很低，居民生活较为贫困

柬埔寨农业和工业在国民经济中占比较高，2023 年二者合计占经济总量的比重接近 60%，单一的产业结构抗风险冲击能力较弱。具体来看，农业主要以种植稻谷、橡胶、木薯、腰果、香蕉以及芒果等为主，柬埔寨是全球第七大稻米出口国，但柬埔寨农业面临着基础设施落后、技术不足以及资金和专业人才短缺等问题。工业主要以制衣、制鞋等低附加值的密集型产业为主，均处于全球供应链的低端位置，在全球贸易中话语权较弱。

柬埔寨仍处于“最不发达国家”行列，经济发达程度很低。2023 年柬埔寨经济总量仅为 418.6 亿美元，经济体量很小且经济规模抵御外部风险冲击的能力很弱。2023 年柬埔寨人均 GDP 仅有 2,460.4 美元，远低于 BB_i +级和 BB_i 级国家的平均水平，居民生活较为贫困。根据联合国开发计划署公布的全球多维贫困指数（MPI），2022 年柬埔寨的贫困率高达 16.6%，在全球仍处于贫困国家行列，随着近年来经济保持中高速增长，预计柬埔寨将于 2027 年脱离“最不发达国家”行列。

3. 柬埔寨经济高度美元化削弱其央行货币政策的效力，同时暴露出金融体系和宏观经济的脆弱性

柬埔寨是东南亚国家中美元化程度最高的国家，主要是因为历史上柬埔寨政局动荡，持续的战乱和宏观经济失控令民众对本国货币信心不足，再者柬埔寨宽松的外汇管制和自由的市场经济促使外资大量涌入，因此美元化程度不断加深。根据柬埔寨国家银行发布的报告，截至 2023 年 6 月末，柬埔寨美元化程度仍达 80%以上，美元在柬埔寨银行体系中的存款和贷款比例都达 90%左右。柬埔寨经济高度美元化削弱了柬埔寨央行货币政策的效力，同时宏观经济易受美联储货币政策调整的影响，增添了柬埔寨金融体系和宏观经济的脆弱性和不确定性。

4. 政府税基薄弱且经常性支出和资本支出大幅增长，导致财政收支结构进一步失衡

因柬埔寨政府税基较为薄弱且偷税漏税问题严峻，2023 年政府财政收入较上年小幅回落 1.2% 至 27.6 万亿瑞尔，相当于 GDP 的比值仅为 15.5%，较上年下降 1.5 个百分点，政府财政实力较弱。另一方面，由于政府经常性支出和资本支出均大幅上涨，2023 年政府财政支出大幅增长 14.8% 至 27.6 万亿瑞尔，财政支出增速远超财政收入增速，导致 2023 年政府财政由盈余转为赤字，财政赤字规模录得 4 万亿瑞尔，财政赤字率走高至 2.2%，表明政府的财政收支结构进一步失衡。

考虑到柬埔寨经济规模较小且税基难以短期内显著改善，政府财政收入增长依旧较为乏力，再加上政府的财政刚性支出压力较大，预计 2024 年和 2025 年政府财政赤字率将保持在 2% 左右。

5. 房地产行业下行风险增大，银行不良贷款率显著走高，银行盈利能力大幅下降

为了纾解新冠疫情对柬埔寨企业和借贷人造成的财政压力，柬埔寨国家银行批准银行和小额贷款机构从 2020 年 4 月起允许借贷人进行债务重组，之后随着疫情缓解，柬埔寨国家银行于 2022 年 6 月撤销了对贷款分类和重组的宽限，导致柬埔寨银行业和小额信贷行业的不良贷款率上升。再加上柬埔寨的房地产行业近年来持续走软，房地产疲软导致地产行业信贷质量下降，进一步传导至银行贷款，2023 年银行业不良贷款率走高至 5.1%，较上年上涨 2.4 个百分点，银行资产质量较差。2024 年上半年，柬埔寨住宅交易量同比下滑近 30%，2024 年 6 月房价指数同比下滑 4%，房地产市场持续疲软或进一步加剧银行业的坏账压力，相关风险甚至可能向其他部门传导，或增加政府的或有负债风险。

另一方面，考虑到全球金融环境持续收紧导致企业融资成本走高，以及银行贷款损失准备金的激增，导致柬埔寨 2023 年银行业的资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别降至 1.0% 和 3.2%，较上年分别回落 1.4 个和 6.7 个百分点，银行业的盈利能力遭到进一步削弱。

评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 服装制品出口贸易受外部波动影响而显著下滑，FDI 流入规模显著降低，造成国际收支结构严重失衡，拖累经济的中长期表现；
2. 政府税基更加薄弱，财政收支失衡严重且政府债务攀升，财政收入的偿付能力明显削弱；
3. 房地产市场持续疲软，加剧银行业的坏账压力，相关风险可能向其他部门传导。

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 新任政府进行政治改革，有效改善政府治理能力，提高透明度和政府效率；
2. 柬埔寨产业结构逐步完善，通过引进外商先进技术的方式促进工业发展，通过鼓励旅游、地产等行业实现二、三产业持续升级，推动经济增速显著反弹；
3. 政府通过扩展税基使财政收入得到明显增长，保证政府收支结构得到明显改善，并且财政收入对政府债务的偿付实力大幅提升。

附件 1:

柬埔寨 2019—2023 年主要数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
宏观数据					
名义 GDP (万亿瑞尔)	149.0	142.5	150.8	164.1	177.7
名义 GDP (亿美元)	366.8	346.8	363.0	390.6	418.6
实际 GDP 增速 (%)	7.9	-3.6	3.1	5.1	5.0
CPI 增幅 (%)	1.9	2.9	2.9	5.3	2.1
失业率 (%)	0.1	0.2	0.4	0.2	0.2
结构特征					
人均 GDP (美元)	2,281.4	2,122.7	2,187.7	2,319.2	2,460.4
消费支出占 GDP 的比值 (%)	74.3	74.9	72.8	74.0	-
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	24.2	24.9	26.6	31.8	-
净出口占 GDP 的比值 (%)	-1.4	-1.4	-3.0	-7.2	-
第一产业占 GDP 的比值 (%)	20.7	22.7	22.8	22.2	21.5
第二产业占 GDP 的比值 (%)	34.2	34.6	36.8	37.9	38.5
第三产业占 GDP 的比值 (%)	38.8	36.6	34.2	33.9	33.4
产品税净额在 GDP 中的占比 (%)	6.2	6.1	6.1	6.0	6.6
银行业资本充足率 (%)	21.8	22.7	22.3	21.7	22.5
银行业不良贷款率 (%)	1.6	1.8	1.7	2.7	5.1
银行业 ROA (%)	1.7	1.7	2.0	2.4	1.0
银行业 ROE (%)	6.6	6.6	7.9	9.9	3.2
进出口总额/GDP (%)	127.0	125.1	146.0	154.3	136.6
信贷总额/GDP (%)	114.2	139.6	166.3	180.0	-
公共财政					
财政收入 (万亿瑞尔)	29.5	25.3	23.8	27.9	27.6
财政收入/GDP (%)	19.8	17.8	15.8	17.0	15.5
财政支出 (万亿瑞尔)	26.2	28.9	31.6	27.5	31.6
财政支出/GDP (%)	17.6	20.3	21.0	16.8	17.8
财政盈余 (万亿瑞尔)	3.3	-3.6	-7.8	0.4	-4.0
财政盈余/GDP (%)	2.2	-2.5	-5.2	0.2	-2.2
政府利息支出 (万亿瑞尔)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
政府利息支出/GDP (%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
政府债务总额 (万亿瑞尔)	31.0	36.4	39.7	42.1	45.9
政府债务总额/GDP (%)	20.8	25.5	26.3	25.7	25.9
财政收入/政府债务 (%)	94.9	69.6	60.1	66.3	60.1
外部融资					
出口总额 (亿美元)	210.7	202.9	201.8	255.0	277.5
进口总额 (亿美元)	255.2	230.9	328.2	347.6	294.2
净出口 (亿美元)	-44.4	-28.0	-126.4	-92.6	-16.7
经常账户收入 (亿美元)	250.1	240.3	238.6	292.2	316.5
经常账户余额 (亿美元)	-29.3	-8.8	-108.9	-75.8	5.5
经常账户余额/GDP (%)	-8.0	-2.5	-30.0	-19.4	1.3
国际投资净头寸 (亿美元)	-207.3	-197.0	-319.6	-393.0	-374.4

国际投资净头寸/GDP (%)	-56.5	-56.8	-88.0	-100.6	-89.4
外债总额 (亿美元)	153.8	176.1	200.7	223.8	226.2
外债总额/GDP (%)	41.9	50.8	55.3	57.3	54.1
政府外债总额 (亿美元)	76.0	88.1	95.0	99.7	111.9
政府外债/外债总额 (%)	49.4	50.0	47.3	44.6	49.4
经常账户收入/外债总额 (%)	162.6	136.4	118.9	130.6	139.9
经常账户收入/政府外债 (%)	329.2	272.7	251.1	293.1	283.0
外汇储备 (亿美元)	187.7	213.3	202.7	178.0	212.7
外汇储备/外债总额 (%)	122.1	121.1	101.0	79.5	94.0
外汇储备/政府外债 (%)	247.1	242.1	213.3	178.5	190.1

数据来源：世界银行、IMF、柬埔寨国家统计局、柬埔寨央行，联合资信整理

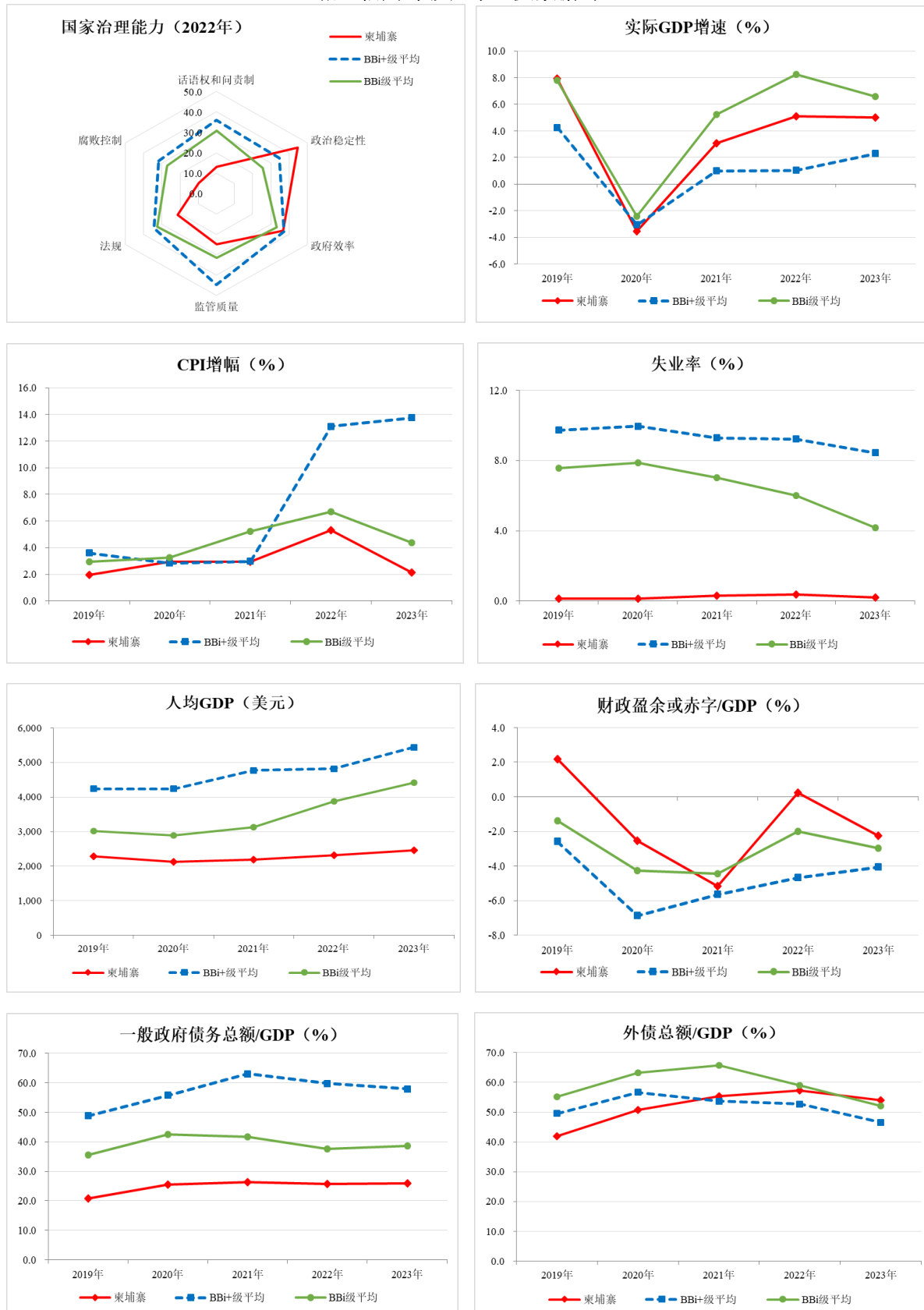
表 2 柬埔寨 2024—2025 年核心数据预测

项目	2024 年预测	2025 年预测
实际 GDP 增速 (%)	6.0	6.0
CPI 增幅 (%)	2.5	3.0
失业率 (%)	0.2	0.2
人均 GDP (美元)	2,600	2,800
财政盈余/GDP (%)	-2.0	-2.0
政府债务总额/GDP (%)	26.0	26.0
经常账户余额/GDP (%)	-3.5	-4.0
外债总额/GDP (%)	55.0	60.0

数据来源：预测数据来源于联合资信

附件 2:

相近信用等级国家主要数据对比



数据来源: IMF、世界银行, 联合资信整理

附件 3:

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	信用风险一般，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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。