

柬埔寨王国

评级观点

本次评级结果

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

本次评级时间

2017 年 5 月 10 日

分析师：胡前方

邮箱：huqf@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层

<http://www.unitedratings.com.cn>

联合评级于 2017 年 5 月 10 日对柬埔寨王国（以下简称“柬埔寨”）的主权信用进行了评定，确认其长期本、外币主权信用的等级为 BB_i，评级展望为稳定。

柬埔寨近年来经济增长较快，但经济结构单一，过度依赖对欧美服装出口，经济的外部风险较高；信贷投放集中于房地产领域，银行业不良率上升，为此央行收紧货币政策，加大监管力度，预计中期银行业整合力度加大，银行稳健性有所提升；对美国 and 俄罗斯的债务存在争议；较高的经济增速和较低的财政赤字水平保障了政府公共债务能力；外债总额上升较快，公共外债占比较高但短期较少。鉴于其多边性的外部融资渠道，与不断增长的外汇储备，外部偿债压力可控。2017-2018 年大选的将为国内政治局势带来不稳定因素，需要进一步关注由此可能带来的连带风险。综上所述，联合评级认为柬埔寨政府本、外币主权信用均存在一定风险。

评级依据

2015 年以来党派关系日趋紧张，2018 年大选的临近将会增加其政局的不稳定性

1953 年 11 月 9 日柬埔寨宣布独立，至 1993 年其先后经历了：1970 年的朗诺集团政变，西哈努克流亡中国；1975 年抗美斗争胜利；1993 年颁布新宪法改国名为柬埔寨王国，西哈努克重登王位。自 1993 年以来，柬埔寨恢复君主立宪制，实行多党派自由民主制，立法、司法和行政三权分立。

柬埔寨先后经历五次大选，2013 年第五届政府成立，洪森为首相。自 2015 年 10 月以来，执政党人民党与反对派救国党之间的和解破裂，将近 30 名反对派议员和支持者被囚禁。随着 2018 年大选临近，人民党继续强势打压救国党。2016 年 5 月，柬埔寨法院对救国党副主席检索卡性丑闻提出指控。同时，人民党还默许成立众多小党同救国党竞争，分流救国党支持者和外部势力对救国党的援助，政治局面的稳定性趋于下降。

街头政治和“颜色革命”日益活跃，社会安全存在一定隐患

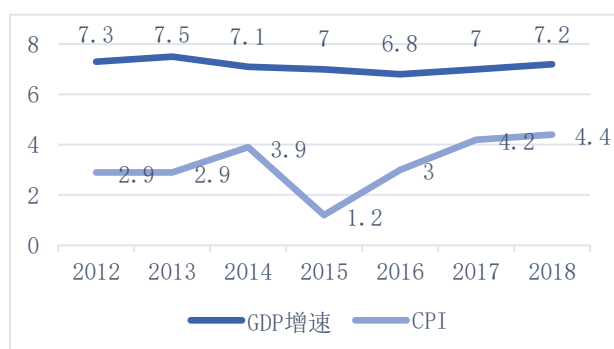
柬埔寨国内腐败问题一直较为严重，广告服务效率低，全国医保体系不健全，医疗费用高昂，普通民众难以承担，贫富悬殊较大，民众怨言较多，抢劫、绑架等事件时有发生。反对党利用柬埔寨越南边境争端、越南非法移民、经济特许地等问题煽动民众反政府情绪。此外，近年来柬埔寨国内伊斯兰势力发展过快，恐怖主义影响日益增大。国内伊斯兰教徒和僧侣们参与政治活动，街头政治逐渐增多，“颜色革命”的风险日益增大，从而增加了柬埔寨社会安全的不稳定性。

近年来经济增长较快，但经济结构单一，过度依赖对欧美服装出口，经济的外部风险

较高

近年来国内经济取得了较快增长，位列亚洲发展中国家经济增长最快的国家之一。2011-2015 年连续 5 年实际 GDP 增长率都保持在 7%以上。2015 年，柬埔寨维持稳定的政治经济环境，积极融入区域、次区域的合作。加大基础设施建设，积极吸引私人投资参与国家建设。“四驾马车”（农业、以纺织和建筑为主导的工业、旅游业、外国直接投资）拉动经济稳步前行。2015-2016 年，柬埔寨国内生产总值分别达到 180.5 亿美元和 196.8 亿美元。但过度依赖对欧美服装出口，经济结构较为单一。2016 年受欧美经济增长低于预期以及服装出口增幅不大的影响，GDP 有所回落至 6.8%。为了促进经济多样化、提高产业竞争力，柬埔寨政府出台了《2015-2025 工业发展计划》，预计 2017 到 2018 年，GDP 增速加快，将达到 7%-7.2%。通货膨胀率则从 2015 年的 1.2%上升至 2016 年的 3%。预计通货膨胀率在未来两年内将达到 4%。温和的通货膨胀率有利于进一步刺激经济的快速增长。

图 1：柬埔寨 GDP 增速与 CPI (%)



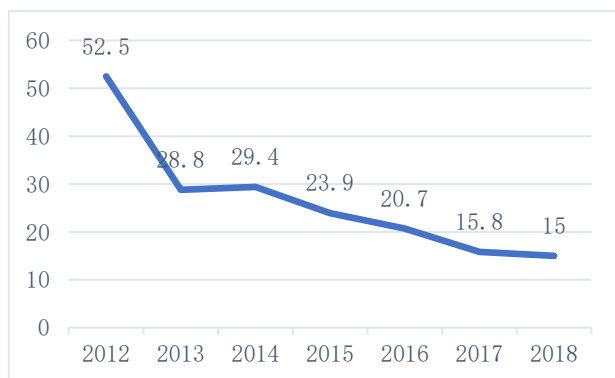
数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

信贷投放集中于房地产领域，银行业不良率上升，金融风险上升；央行收紧货币政策，预计中期银行业整合力度加大，银行稳

健性有所提升

近年来柬埔寨国内信贷增速虽然缓慢下降但仍然保持了较高水平的增长速度，这引发对部分银行过度信贷的担忧。加之本国货币对美元汇率波动较大，国内存在流动性恶化问题。由于国内经济活跃，银行增加对外融资需求，柬埔寨信贷增速一度阶段性提高，2015 年 7 月曾达到 32% 的峰值，之后趋于减缓，到 2016 年 12 月末信贷增速达 20.7%。同时，信贷增长中，投放于房地产贷款占比过高。2016 年 11 月，房贷和房地产建筑领域的信贷投放年增长率达到 27.8%，该领域贷款总额到国内信贷总规模的五分之一，信贷投放在房地产行业集中度较高。同时，银行业不良贷款升高。根据柬埔寨央行 2017 年 1 月数据，截止 2016 年末，银行业不良贷款率达到 3.5%，

图 2：柬埔寨信贷增速（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

比上一年度增加了 1.6 个百分点。

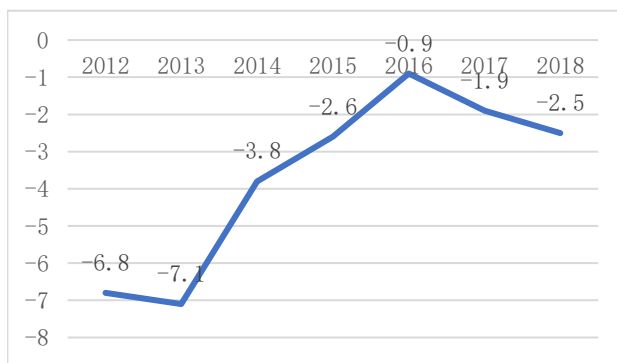
面对部分银行可能过度信贷，不良贷款升高，国内流动性恶化等问题，央行于 2016 年 3 月提高银行最低资本要求。这是自 2008 年金融危机后首次提高最低资本需求，将有助于央行加强对银行业监管，控制过度释放的信贷规模。该项要求规定银行到 2018 年 3

月前达到最低监管要求，2016 年 10 月央行开展流动性担保业务，将有助于提高本国货币的流动性。预计中期银行业资本整合力度加大，银行稳健性有所提升。

大选年的到来，财政赤字面临扩大

柬埔寨政府财政收支平衡一直处于赤字阶段，但随着近年来政府实施公共财政改革，加强税收和海关管理，财政收入大幅增长，同时控制财政支出增势，使财政收支状况逐步改善。财政赤字占 GDP 的比重从 2013 年的 7.1% 下降至 2016 年的 0.9%，改善力度较大。

图 3：柬埔寨财政平衡



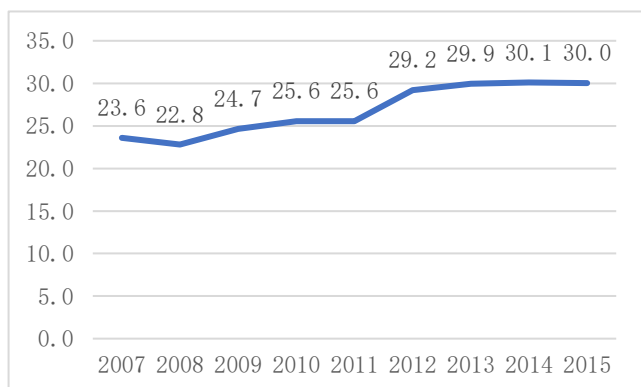
数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

但随着大选年的到来，财政支出将面临扩大趋势；同时，对低收入以及小型企业减税政策的实施，政府税收收入也将面临下降；分阶段实现的东盟免税区建设达成的区域免税协议将对关税收入产生负面影响，关税收入也将面临减少。预计今后两年财政赤字将有所扩大。2017 年至 2018 年分别将达到 1.9% 和 2.5%。

对美国 and 俄罗斯的债务存在争议；较高的经济增速和较低的财政赤字水平保障了政府公共债务能力

柬埔寨政府公共债务资金主要来自于官方援助贷款，这些贷款来源稳定且利率较低，

图 4：柬埔寨政府公共债务占 GDP 比（%）



数据来源：联合评级主权数据库

政府偿债压力较小。其公共债务压力主要来自于对俄罗斯和美国的大量欠款。根据 IMF 报告，截止 2016 年 11 月，柬埔寨对美国和俄罗斯的欠款已达到 GDP 的 4%。然而，由于对美债务是前政府所为，现任政府并不愿意承认对美国将近 5 亿美元旧债的合法性，该笔债务实际压力存在争议。另外，首相洪森去年五月访问俄罗斯，但并没有就前苏联时期债务达成任何和解协议。预计与俄罗斯欠款最终会达成某种程度的和解，实际还债量将小于目前名义债务额。同时，良好的经济增长局面以及较低的财政赤字水平将为政府提供稳定外部融资，进而保障政府偿债能力。短期内，政府偿债能力压力较小。

经常账户逆差规模依然较大

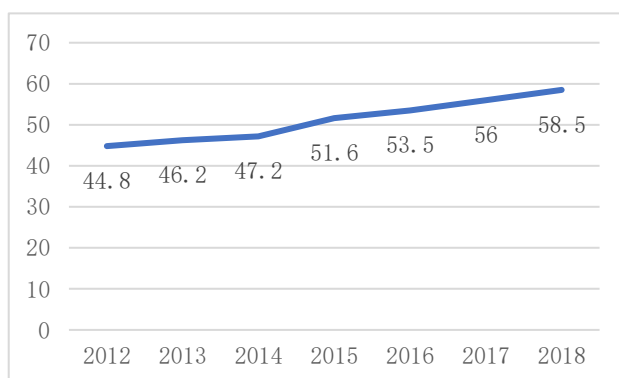
从 2012 年开始柬埔寨经常项目逆差明显扩大，到 2013 年占 GDP 的比重为 10.4%，达到近十年来的最高水平。2016 年经常项目逆差仍有 18.0 亿美元，占 GDP 比重的 9.1%。进口需求增加和外部需求疲软是导致其逆差规模较大的原因，随着产业升级和基础设施建设的扩大，进口需求保持高涨，而出口低于预期，联合评级预计 2017 年柬埔寨仍将保持

较大规模的逆差，将占到 GDP 比重的 9.3%。

外债总额上升较快，公共外债占比较高但短期较少。鉴于其多边性的外部融资渠道，与不断增长的外汇储备，外部偿债压力可控

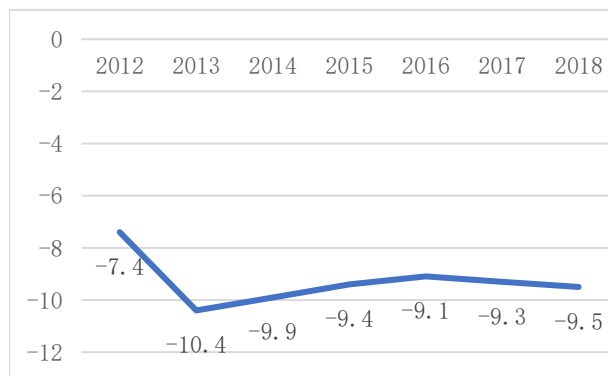
柬埔寨发展资金匮乏，政府严重依赖双边和多边贷款支出预算支出，导致外债逐年增加。截止 2016 年底，柬埔寨外债总额为 105.29 亿美元，其中公共中长期外债为 63.43 亿美元，短期债务约为 14.18 亿美元；总外债约占 GDP 的 53.5%，公共外债占比超过 60%，短期债务占比为 13.5%。总外债中公共外债占比较高且短期外债占比较少。面对不断增高

图 6：柬埔寨总外债占 GDP 比（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

图 5：柬埔寨经常性账户平衡（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

的外债水平，柬埔寨政府将控制外债总量，要求外债总额不得超过 GDP 的 40%，出口总额的 1.5 倍，政府财政收入的 2.5 倍。2016 年末，柬埔寨未偿还外债占 GDP 总值的 22.5%、占出口总额的 31.6%、占政府财政收入的 138.2%。未来五年，柬埔寨政府计划对外贷款 52.5 亿美元，预计 2017 年总外债水平继续走高，约占达到 GDP 的 56.0%。

柬埔寨外汇储备连续五年持续增长，从 2012 年 49.4 亿美元增加至 2016 年的 91.22 亿美元，年均增加将近两成。同时，柬埔寨融资渠道广泛。在其外债结构中，中国累计提供 36 亿美元贷款，占柬埔寨外债总额的 43.32%，中国成为其最大债权国。日本提供贷款 9 亿美元排名第二，韩国提供贷款 5.1 亿美元，成为第三债权国。多边渠道贷款主要有亚洲开发银行贷款 20.01 亿美元，世界银行

贷款 7.94 亿美元。综上，虽然外债总额持续上升，未偿还比重加大，但多边融资渠道与充足的外汇储备，柬埔寨外债尚不存在偿付困难。

展望

柬埔寨近年来经济增长较快，但经济结构单一，出口外向型经济的外部风险较高；信贷投放集中于房地产领域，银行业不良率上升，银行业风险上升；即将到来的大选将为国内政治局势带来不稳定因素，同时推高政府赤字水平；但政府赤字水平较低，公共债务压力较小；外部融资渠道通畅，外汇储备逐年攀升，外部偿债压力可控。因此，联合评级对未来 1-2 年柬埔寨本、外币主权信用评级的展望为稳定。

柬埔寨主权信用评级关键数据

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f	2018 ^f	东南亚 ^d	一带一路 ^a
名义 GDP (十亿美元)	14.0	15.5	16.8	18.1	19.7	21.2	23.2	275.0	404.1
人均 GDP (美元, PPP)	2,847.0	3,058.0	3,279.0	3,490.0	3,717.0	4,006.0	4,326.0	17,974.3	21,749.0
实际 GDP 增长率 (%)	7.3	7.5	7.1	7.0	6.8	7.0	7.2	5.8	3.0
通货膨胀率 (%)	2.9	2.9	3.9	1.2	3.0	4.2	4.4	3.4	5.5
国内信贷增长率 (%)	52.5	28.8	29.4	23.9	20.7	15.8	15.0	16.6	15.9
M2 增长率 (%)	39.4	16.0	29.6	15.1	19.4	15.7	14.6	15.0	11.4
各级政府财政平衡/GDP (%)	-6.8	-7.1	-3.8	-2.6	-0.9	-1.9	-2.5	-2.8	-2.9
各级政府利息支付/GDP (%)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.7	2.3
各级政府初级财政平衡/GDP (%)	-6.4	-6.7	-3.3	-2.0	-0.2	-1.1	-1.4	-1.1	0.2
各级政府总债务/GDP (%)	29.2	29.9	30.1	30.0	-	-	-	51.4	46.0
总债务/GDP (%)	44.8	46.2	47.2	51.6	53.5	56.0	58.5	55.0	72.8
短期债务/总外债 (%)	13.4	13.5	13.7	14.4	13.5	13.5	13.5	24.0	20.9
经常项目余额/GDP (%)	-7.4	-10.4	-9.9	-9.4	-9.1	-9.3	-9.5	0.7	-0.9
国际储备/总外债 (%)	78.6	70.0	77.1	79.2	86.6	78.7	70.6	65.7	128.0

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值；d 表示东南亚 9 国历史五年均值；a 表示一带一路 57 个国家近五年均值