



柬埔寨王国

The Kingdom of Cambodia

主权信用评级报告

本次评级结果

长期外币信用等级：BB_g⁻

长期本币信用等级：BB_g⁻

评级展望：稳定

评级时间：2017年9月13日

评级观点

- 柬埔寨经济发展起步晚，发展水平低，经济结构较为单一，基础设施落后，整体抗风险能力弱。
- 近年来，柬埔寨经济发展较快，对外贸易增长情况良好，财政收入保持较快增长。
- 柬埔寨市场流通货币以美元为主，近年来本币汇率及物价较为稳定。

风险关注

- 柬埔寨政府治理水平和工作效率较低，贪腐问题严重，在一定程度上降低了政治稳定性，也对经济发展有阻碍作用。
- 柬埔寨经济开放度高，东盟、东亚和欧美等国家宏观经济波动对其影响较大。
- 近年来柬埔寨加大了对基础设施建设的投资力度，但基建资金对外资依赖度高，资金来源缺乏稳定性。
- 柬埔寨对主要流通货币美元不具有控制权，本币瑞尔对市场影响力有限，通过本币缓解经济或金融危机的能力极为有限，货币弹性较弱。

一、国家概况

柬埔寨王国（简称“柬埔寨”）位于亚洲中南半岛南部，与越南、老挝和泰国相邻，国土面积 18 万平方公里，首都为金边。木材、矿产和水产资源较为丰富。全国人口约 1500 万，主要集中在中部平原地区，以高棉族人为主，占总人口 80%，华人华侨约占总人口的 5%，此外有占族、普农族、老族、泰族等 20 多个民族。高棉语、英语和法语同为官方语言，民间也较多使用华语和越南语。

柬埔寨原名高棉，公元 1 世纪下半叶建国，历经扶南、真腊、吴哥等王朝，曾被法国和日本多次占领。1953 年 11 月 9 日，柬埔寨王国摆脱法国殖民统治宣告独立。上世纪七十年代美国扶持的诺郎集团政变夺权，国内势力展开内战。七十年代中期“红色高棉”管治下发生针对国人的大屠杀，八十年代后期西哈努克亲王恢复执政，1993 年柬埔寨颁布新宪法正式改国名为“柬埔寨王国”。柬埔寨 1999 年加入东盟 (ASEAN)，

2004 年加入世界贸易组织（WTO），较为积极地参与国际活动、争取外部资源。柬埔寨长期受到国际社会经济援助，积极与他国保持社会和文化等多方面的对外合作。

二、 政治稳定性

柬埔寨当前政局较为稳定。1993 年颁布的宪法规定实行君主立宪制，国王是国家最高元首，国会是最髙权力和立法机构，参议院有权审议国会通过的法案。政府首相由赢得国会议席半数以上的政党领袖担任。柬埔寨目前共有 42 个合法注册的政党，目前由柬埔寨人民党长期执政，洪森连任首相，政策连续性较强。洪森执政以来，柬埔寨国内政治稳定性增强，柬埔寨对外关系发展较为平稳。此外，柬埔寨以佛教为国教，95% 以上居民信奉佛教，民族矛盾和宗教冲突较少。但柬埔寨政府治理水平和工作效率较低，同时，贪腐问题严重，在一定程度上降低了政治稳定性，也对经济发展有阻碍作用。

三、 经济和金融实力

近年来，柬埔寨经济发展较快，但整体经济状况仍落后，2016 年 7 月 1 日，世界银行宣布柬埔寨由最不发达国家晋升为中等偏下收入国家。2016 年柬埔寨 GDP 为 193.98 亿美元，世界排名第 112 位，人均 GDP 为 1229.61 美元，世界排名第 157 位，在亚洲发展中国家里排名第 13 位。

2009 年以来，柬埔寨经济增长主要依靠非农部门拉动，其 GDP 增长率保持在 7% 以上。柬埔寨工业基础薄弱，结构单一，产出以低附加值产品为主。柬埔寨享有美国、欧盟、日本等 28 个国家的最惠国待遇以及欧盟的新普惠制（GSP）待遇，加之当地劳动力低廉，利于吸引外资和拓展出口，低端制造业发展迅速。同时，柬埔寨依靠旅游业带动柬埔寨服务业发展。柬埔寨旅游业收入从 2011 年的 19.12 亿美元逐年增长至 2016 年的 32.12 亿美元，年均复合增长率达 10.93%。柬埔寨是传统农业国，虽然近年来农业增加值在 GDP 中的比重有所下降，但其在 GDP 中的比重仍保持在 25% 左右。

柬埔寨基础设施落后，较大程度上阻碍了经济的发展。近年来，柬埔寨加大了对基础设施的建设力度，目前处于基础设施建设阶段。但柬埔寨基建资金主要来源于中国、新加坡、英国和越南等国的资本投入，

外国资本约占 60%，资金来源缺乏稳定性，全社会固定资产投资规模及对 GDP 的贡献均呈现出较大的波动性。

柬埔寨居民和政府消费近年来均保持稳定增长，2016 年最终消费实际增速为 6.21%，居民消费常年占总消费 93% 以上。世界银行预测柬埔寨 2017 年经济增长将为 6.91%，仍处于较高水平。

四、 对外经济

柬埔寨对外开放程度高，近年来柬埔寨进出口总额不断增长，2015 年进出口总额约占 GDP 的 147.08%，进口额较上年增长 6.67%，出口额较上年增长 10.13%。由于柬埔寨自然资源匮乏以及工业发展落后，石油、汽车、摩托车、电视、烟酒等商品主要依赖进口，而柬埔寨出口商品主要以劳动和资源密集型的橡胶、鱼产品、服装、鞋类和纺织品为主。柬埔寨贸易长期处于逆差，导致其经常账户赤字，赤字规模长期保持在 13%-20%。在国内产业结构单一的情况下，柬埔寨的赤字情况短期内很难得到改善。

近年来，在柬埔寨经济发展和国际融资渠道畅通的情况下，其国家外债快速增长。2016 年柬埔寨一般外债总额为 97.29 亿美元，与 GDP 之比为 50.14%，外债总量较 2015 年增长 9.8%，较 2010 年增长 164.38%。鉴于外债规模的快速扩大，2017 年 4 月柬埔寨政府财经部日前宣布，将对外债规模实行总量控制，要求外债不能超过 GDP 的 40%、出口总额的 1.5 倍、政府财政收入的 2.5 倍。

截至 2016 年末，柬埔寨政府外债占总外债的 54%，主要用于交通、水利、电力、港口等基础设施建设。政府外债均为援助性质的优惠贷款，其中一半以上外债为赠予性质，没有实际偿债压力。此外，柬埔寨经济的快速发展为外债的偿还提供了一定的保障。

五、 财政实力

近年来，柬埔寨财政收入保持较快增长，2016 年柬埔寨财政收入为 16.16 万亿瑞尔¹，较上年增加 16.78%。柬埔寨财政收入主要来自于税收收入，且税收收入在财政收入中占比逐年上升，2015 年该比例为 77.26%。在经济快速发展的环境下，柬埔寨政府实行温和的扩张性财政政策，2011

¹ 瑞尔为柬埔寨本国货币。



年以来财政支出都在不断增加，2016 年政府财政支出为 18.28 亿瑞尔，较 2015 年大幅增长 22.04%。财政支出主要用于医疗卫生、公共教育和军费支出。2013 年以来柬埔寨赤字率维持在 3% 以内，2016 年为 2.58%，处于合理水平。

2011 年以来柬埔寨一般政府债务总额增长较为缓慢，与 GDP 之比保持在 32% 左右，2016 为 32.97%。财政收入对政府债务的保障度近年有所增强，2011 年一般政府债务总额是当年财政收入的 1.94 倍，2016 年已下降至 1.67 倍。

柬埔寨的劳动力对当地经济发展而言较为充足，人口结构年轻。近年来就业人口比率变化与产业发展相匹配，农业就业人口有所下降但 2013 年仍约占总人口的一半，服务业和工业就业人口均在增加，分别约占总人口的 31% 和 20%。柬埔寨官方披露的失业率极低，2013 年仅为 0.3%，而就业率为 82.78%，其余约 16.92% 人口在编制外从事劳动生产。同时，柬埔寨人口老龄化程度较低，2015 年 65 岁以上人口约占总人口的 4.12%，远低于发展中国家同年平均水平。

六、 货币弹性

柬埔寨国家银行是柬埔寨的中央银行，独立管理货币和汇率政策并执行金融监管。柬埔寨本币为瑞尔，实行自由浮动汇率制，官方外汇储备相对于国家短期外债、本币流通量和出口收入规模而言较为充沛，使得政策调节空间充足，近年来美元兑瑞尔汇率保持稳定。2011 年以来柬埔寨消费者价格指数保持 4% 左右的季同比增长率，2016 年在服装、烟酒、食品、文化娱乐等个人消费品价格带动下，柬埔寨 CPI 进一步上扬，为经济增长提供了一定支持。

由于本币制度发展的历史原因，瑞尔在市场上流通量较小且集中于柬埔寨的乡村地区，柬埔寨市场（尤其城市中）主要的流通货币是美元，美元占市场货币流通量的 85% 以上，且居民持有外汇和银行开展外汇业务的自由度较高。由于缺乏对美元的掌控权，柬埔寨货币政策对经济的调节效果和危机应对能力极为有限，其出口贸易也受汇率风险影响较大，美元走强时柬埔寨出口成本也上升从而使其出口竞争力减弱。柬埔寨政府近年开始提倡使用瑞尔缴税费、发放政府工资、股市报价和消费标价，但“去美元化”过程的收效仍将在未来 10 至 20 年才能显现，柬埔寨货币政策对经济的调节效果也在长期内保持较弱水平。



附录一：

主要数据和指标

| 主要数据与指标 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 国内生产总值 (GDP) (亿美元) | 128.18 | 140.57 | 152.44 | 167.78 | 177.89 |
| 实际 GDP 年增长率 (%) | 7.07 | 7.26 | 7.48 | 7.07 | 7.04 |
| 人均 GDP (美元) | 877.64 | 945.70 | 1010.39 | 1095.62 | 1144.49 |
| CPI 增长率 (%) | 5.48 | 2.93 | 2.96 | 3.85 | 1.23 |
| 失业率 (%) | 0.20 | 0.15 | 0.30 | - | - |
| 银行资本充足率 (%) | - | - | 24.30 | 20.40 | 20.30 |
| 银行不良贷款率 (%) | - | - | 2.30 | 1.60 | 1.60 |
| 65 岁及以上人口占总人口之比 (%) | 3.80 | 3.86 | 3.93 | 4.01 | 4.12 |
| 总投资 (亿美元) | 28.2 | 33.03 | 35.82 | 38.92 | 39.85 |
| 总消费 (亿美元) | 7.72 | 8.14 | 8.43 | 9.18 | 9.43 |
| 第二产业占比 (% GDP) | 23.50 | 24.28 | 25.64 | 27.06 | 29.42 |
| 第三产业占比 (% GDP) | 39.81 | 40.12 | 40.85 | 42.43 | 42.33 |
| 经常账户收入 (亿美元) | 99.74 | 114.60 | 105.93 | 114.26 | 134.37 |
| 经常账户余额 (亿美元) | -13.03 | -15.47 | -18.80 | -20.23 | -18.86 |
| 经常账户余额/GDP (%) | -10.17 | -11.01 | -12.33 | -12.06 | -10.60 |
| 商品和服务出口 (亿美元) | 93.07 | 108.92 | 100.20 | 105.60 | 123.18 |
| 商品和服务进口 (亿美元) | 105.89 | 128.51 | 124.27 | 137.25 | 144.94 |
| 外商直接投资净流入 (亿美元) | 7.95 | 14.41 | 13.45 | 17.30 | 17.01 |
| 国家外债总额 (亿美元) | 42.27 | 62.83 | 71.32 | 79.16 | 93.19 |
| 政府外债总额 (亿美元) | - | - | - | - | 50.56 |
| 官方储备 (亿美元) | 40.62 | 49.33 | 49.98 | 61.08 | 73.07 |
| 政府外债总额/官方储备 (%) | - | - | - | - | 69.20 |
| 财政收入 (亿瑞尔) | 81138.64 | 95899.55 | 113916.12 | 133042.24 | 138372.42 |
| 财政支出 (亿瑞尔) | 102361.84 | 117404.54 | 126863.36 | 141597.86 | 149767.62 |
| 财政余额 (亿瑞尔) | -21223.20 | -21504.99 | -12947.25 | -8555.62 | -11395.20 |
| 财政余额/GDP (%) | -4.08 | -3.79 | -2.11 | -1.26 | -1.55 |
| 税收收入/财政收入 (%) | 65.17 | 65.58 | 64.16 | 74.14 | 77.26 |
| 一般政府债务总额 (亿瑞尔) | 157758.80 | 181670.20 | 196784.20 | 218546.60 | 238900.40 |
| 一般政府债务总额/GDP (%) | 30.30 | 32.05 | 32.05 | 32.26 | 32.54 |
| 一般政府债务总额/财政收入 (%) | 194.43 | 189.44 | 172.74 | 164.27 | 172.65 |
| 政府利息支出/财政收入 (%) | 1.77 | 1.62 | 1.86 | 1.77 | 1.77 |
| GDP 平减指数增长率 (%) | 3.36 | 1.44 | 0.82 | 3.05 | 3.46 |
| 实际有效汇率指数 (2010 年=100) | - | - | - | - | - |

数据来源：世界银行、世界货币基金组织、国际清算银行、彭博数据库、新世纪评级整理

附录二：

评级结果释义

本评级机构主权信用等级划分及释义如下：

| 等级 | 含义 |
|------------------|--|
| AAA _g | 受评国家（地区）偿还债务的能力极强，基本不受不利的政治经济环境和外部冲击的影响，违约风险极低 |
| AA _g | 受评国家（地区）偿还债务的能力很强，受不利的政治经济环境和外部冲击的影响不大，违约风险很低 |
| A _g | 受评国家（地区）偿还债务能力较强，较易受不利的政治经济环境和外部冲击的影响，违约风险较低 |
| BBB _g | 受评国家（地区）偿还债务能力一般，受不利的政治经济环境和外部冲击影响较大，违约风险一般 |
| BB _g | 受评国家（地区）偿还债务能力较弱，受不利的政治经济环境和外部冲击影响很大，违约风险较高 |
| B _g | 受评国家（地区）偿还债务的能力较大地依赖于良好的政治和经济环境，应对外部冲击的能力较弱，违约风险很高 |
| CCC _g | 受评国家（地区）偿还债务的能力极度依赖于良好的政治和经济环境，应对外部冲击的能力弱，违约风险极高 |
| CC _g | 受评国家（地区）应对外部冲击的能力很弱，在不利的政治和经济环境下，基本不能保证偿还债务 |
| C _g | 受评国家（地区）无法应对外部冲击，在不利的政治和经济环境下，不能偿还债务 |

注：1. 上述信用等级符号仅适用于主权信用评级的本外币信用等级。

2. 除 AAA_g 级、CCC_g 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（本评级机构）和/或其被许可人版权所有。

本文件包含的所有信息受法律保护，未经本评级机构事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由本评级机构从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，本评级机构对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，本评级机构不对任何人或任何实体就 a) 本评级机构或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使本评级机构事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。