

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
公益財団法人 国際通貨研究所

## カンボジア経済～金融セクターのリスク～

公益財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部 研究員  
竹山 淑乃  
[yoshino\\_takeyama@iima.or.jp](mailto:yoshino_takeyama@iima.or.jp)

### はじめに

近年、カンボジアは東南アジアの中でも高い経済成長を維持している。しかし、この経済成長は、国外からの資金流入に支えられていることもあり、今後も、金融セクターのさらなる安定化が必要である。本稿では、まずカンボジアのマクロ経済状況を確認した上で、同国が持続的な経済成長を維持するために重要な金融セクターの現状とリスク、今後の展望を整理する。

### 1. 経済概観

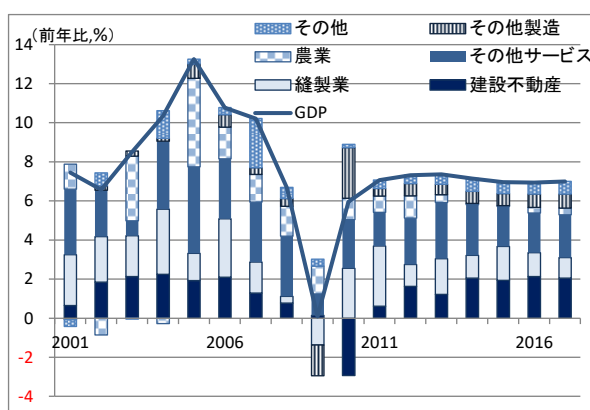
#### (1) 経済成長

カンボジアは、縫製業を中心とする製造業や観光業を含むサービス業の好調により、2010年から前年比+7%前後の高い経済成長を続けてきた（図表1）。近年はアパートメントやオフィスビル、商業施設の建設が相次いでおり、建設不動産業も経済成長の牽引役となっている。

今後も、観光客の増加や内需の拡大に伴い、引き続き高い経済成長が見込まれる。しかし、中長期的には、最低賃金が上昇傾向にあり、縫製業を中心とする製造業の経済成

長率が鈍化するとみられる。また、欧米諸国の経済制裁を受けて特惠関税制度が停止<sup>1</sup>されれば、縫製品等の低価格な製品の輸出にも大きなマイナスの影響を与えることになるため、留意が必要である。カンボジアは、近い将来、後発開発途上国（LDC）を卒業すると考えられており<sup>2</sup>、労働生産性の向上や産業の高度化を進め、縫製業等の労働集約型の産業から脱却することが求められる。

図表 1 実質 GDP 成長率の推移 セクター別



(出所) カンボジア中銀

## (2) 為替とインフレ

カンボジアは、ポル・ポト政権崩壊後の 1980 年に、自国通貨のリエルが導入されたが、国民が自国通貨よりも、国連が復興支援時に持ち込んだドルを信認したことから、経済や金融活動の多くがドル取引となった。国際通貨基金（以下、IMF）によると、カンボジアのマネーサプライ（M2）に占める居住者外貨預金の割合は現在も 80%を上回っており、ドルを含めた外貨の流通量が多いことがわかる。

リエルの対ドルレートは、1997 年の政変<sup>3</sup>で大幅に下落した後は、1 ドル=4,000 リエル前後で安定的に推移している。国外からの投資はドルが大半であり、為替が変動する可能性が低いことに加え、対ドルのリエル安に陥りそうな局面では、カンボジア中銀（以下、中銀）がリエル買い介入により相場をコントロールしている（図表 2）。

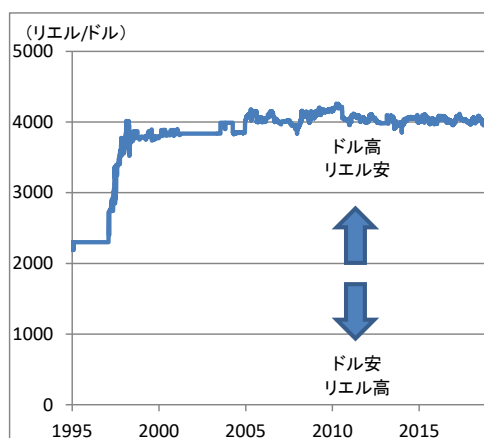
<sup>1</sup> フン・セン首相率いる与党による野党への人権侵害行為に対して、欧米諸国は経済制裁を検討している。具体的には、カンボジアの経済発展の支援を目的に欧米諸国が導入している特惠関税制度（カンボジアから輸入する際に関税率を引き下げる制度）を停止する可能性がある。

<sup>2</sup> 2018 年の国連貿易開発会議（UNCTAD）にて、ラオスとミャンマーは LDC の卒業要件（一人当たりの国民総所得水準、人的資源開発の程度を表す指標、経済的に脆弱性を表す指数）のうち 2 項目を満たし、2021 年に再度要件を満たせば、2024 年に卒業となる。カンボジアは卒業要件のうち 1 項目しか達成できなかったが、現状のペースでの経済成長が続くと卒業が近いと予想されている。

<sup>3</sup> ラナリット第一首相率いるフンシンペック党とフン・セン第二首相率いる人民党の間で武力衝突が発生。

また、過去5年、コアインフレ率（変動の激しい食品やエネルギーを除いた消費者物価上昇率）は5%以内で安定的に推移している。発展途上国でたびたび起こる為替変動に伴う輸入物価の上昇がみられず、インフレ率の変動は原油価格による影響が大きい（図表3）。

図表2 リエルの対ドルレート



(出所) カンボジア中銀

図表3 インフレ率



(出所) カンボジア中銀

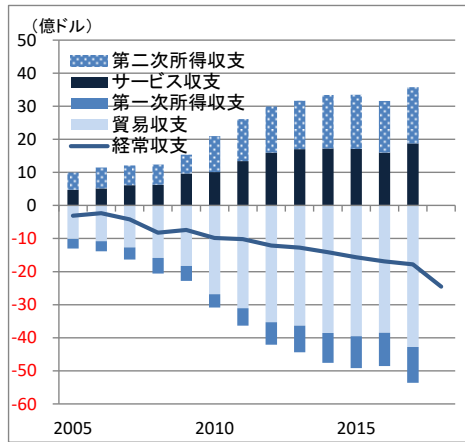
### (3) 国際収支

カンボジアは、大幅な貿易赤字を背景に慢性的な経常赤字国である（図表4）。ここ数年は、縫製品の輸出の伸びを上回るペースで、不動産開発のための建設資材や内需拡大に伴う消費財等の輸入が増加していることから、経常赤字幅は拡大しつつある。他方、サービス収支は観光収入の増加、第二次所得収支は無償資金援助により、安定した黒字を維持している。

経常収支の赤字は、国外からの直接投資の流入によってファイナンスされる形となっている（図表5）。長期の安定的な資金でファイナンスをしている点はプラスに評価できる。ドル化経済であることに加え、周辺諸国に比べて外資規制の低さが直接投資流入の追い風になっているが、貿易赤字縮小に向けては、縫製品以外の輸出産業の育成と全体的な高付加価値化が求められる。

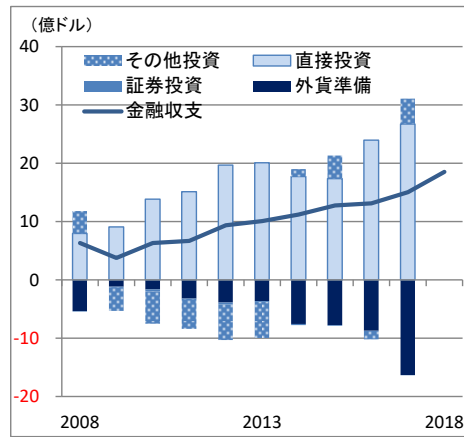
また、2018年末時点の外貨準備高は輸入の6か月分と一般には十分ながら、同国はドル化経済であるため、海外投資家や国内金融機関への信認の裏付けとして今後も外貨準備高を積み増すことが期待されている。

図表 4 経常収支内訳



(出所) カンボジア中銀

図表 5 金融収支内訳



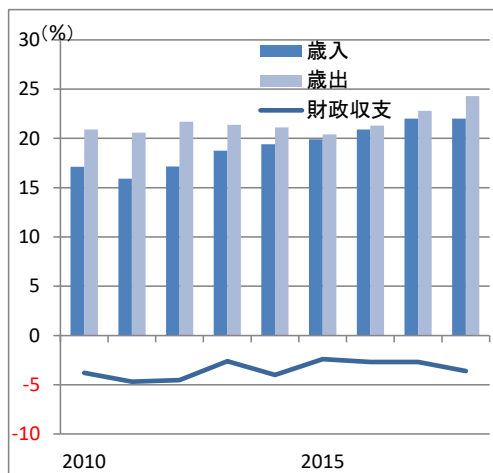
(出所) カンボジア中銀

#### (4) 財政収支

カンボジア政府は、長年続いている財政赤字を解消すべく、歳入動員施策（Revenue Mobilization Strategy）2014-2018 にて税務管理や監査を強化し、歳入を拡大した。しかし、公的セクターの賃金上昇等の歳出拡大により、財政収支は GDP 比で 3%前後の赤字が続いている（図表 6）。

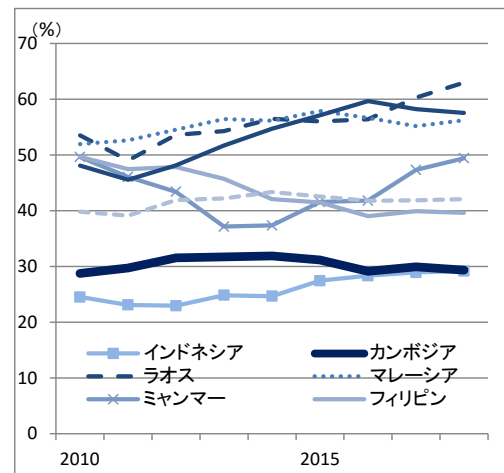
公的債務残高は GDP 比で 30%台と他のアセアン（東南アジア諸国連合）諸国と比べて低く、健全な財政運営をしている（図表 7）。

図表 6 財政収支内訳 GDP 比



(出所) カンボジア中銀

図表 7 アセアン諸国の公的債務残高 GDP 比



(出所) カンボジア中銀

## 2. 金融セクターの現状とリスク

### (1) 構成と規模

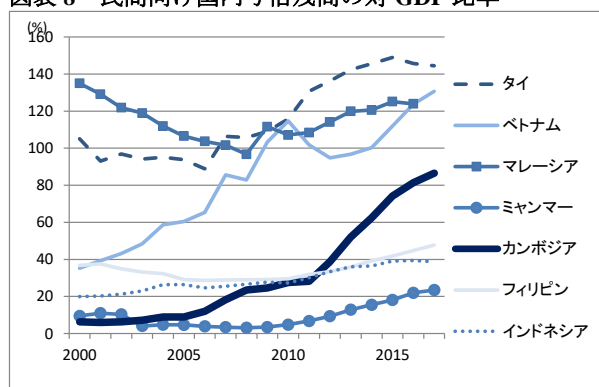
カンボジアの銀行セクターは国内銀行 19 行、外国銀行 35 行から構成される。外資規制が極めて緩く、特に、アジア系銀行が多く進出しており、銀行セクターの全総資産の 44% を外国銀行が占めている。

カンボジアの銀行セクターの国内民間向け貸出残高は、2011 年頃から急速に拡大し、2017 年時点の同残高の対 GDP 比率は 86.5% と、アセアン諸国の中でも高い水準になりつつある（図表 8）。

カンボジアでは、銀行に加えてマイクロ・ファイナンス機関（以下、MFI）が、低所得者や中小企業向けの貸出を担っている。近年、MFI 市場の拡大に伴い、2017 年時点の MFI の企業数は 76 社<sup>4</sup>まで増加した。MFI の資産規模は銀行セクターの資産規模の 6 分の 1 程度にとどまるが、MFI の貸出残高は GDP 比で 19% までのぼり、銀行セクターの貸出残高の 4 分の 1 程度に達している（図表 9）。

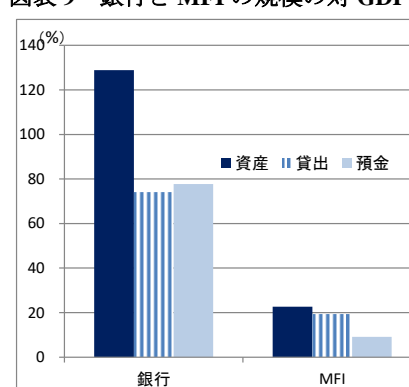
カンボジアの金融取引は、ドルが浸透している。2017 年末時点の銀行預金に占めるドルの割合は 94%、銀行貸出に占めるドル建ての割合は 98% となっている<sup>5</sup>。政府は、2019 年までに貸出ポートフォリオの 10% 以上をリエル建てとする方針を出しているが、実現は難しいといわれている。カンボジア政府は、その他にもリエルの利用促進の各種政策を打ち出しているが、急激な脱ドル化はカンボジアの経済を混乱させるおそれもあり、慎重に進めていく必要がある。

図表 8 民間向け国内与信残高の対 GDP 比率



(出所) 世界銀行

図表 9 銀行と MFI の規模の対 GDP 比率



(出所) カンボジア中銀 注:2017 年末時点

<sup>4</sup> 中銀は、預金受け入れが可能な機関(Microfinance Deposit-taking Institution)7 社とそれ以外の機関(Non-Microfinance Deposit-taking Institution) 69 社にライセンスを発行。

<sup>5</sup> 2017 年時点のドル建て MFI 貸出は GDP 比 3% 程度、リエル建てでは同 10% 程度であり、リエル建てのほうが多い。

## (2) 金融セクターのリスク

カンボジアは、自己資本比率や不良債権比率など主な経営指標をみると、タイと比べても現時点では銀行の金融健全性は遜色ない（図表 10）。

しかし、金融セクターの規模は、国外の資本を活用しながら急速に拡大しており、金融安定性のリスクが高まっている点には留意が必要である。IMF によると、金融の過熱を示す早期警戒指標として参照される GDP に対する総与信のギャップ（credit-to-GDP gap）<sup>6</sup>は 10%に近付いており、金融セクターの過熱の可能性が示唆される。

図表 10 メコン地域諸国の銀行・MFI の主な健全性指標比較

		カンボジア								タイ	ベトナム	ミャンマー	ラオス
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2017	2017	2017	2017
自己資本比率(%)	銀行	25.2	24.2	23.4	20.4	20.3	20.9	21.9	22.5	18.5	12.8	12.6	15.8
	MFI	-	-	-	-	-	-	20.7	21.1	-	-	-	-
不良債権比率(%)	銀行	2.4	2.4	2.7	2.2	2.0	2.4	2.4	2.8	3	2.5	3	3.1
	MFI	0.2	0.3	0.6	0.6	0.9	1.4	1.6	1.4	-	-	-	-
自己資本利益率 ROE(%)	銀行	11.4	11.8	12.1	15.5	16.3	14.5	8.7	5.8	9.1	7.5	9.7	7.8
	MDI	-	-	-	-	23.3	20.6	16.9	-	-	-	-	-
	NMDI	-	-	-	-	4.8	8.8	5.2	-	-	-	-	-
総資産利益率 ROA(%)	銀行	2.4	2.3	2.4	2.9	2.9	2.5	1.5	1	1	0.6	0.6	0.5
	MDI	-	-	-	-	4	3.6	2.9	-	-	-	-	-
	NMDI	-	-	-	-	1.8	3.6	2.4	-	-	-	-	-
預貸比率(%)	銀行	122.5	117.3	104.9	96.2	89.3	93.3	96.1	100.7	98.7	684.2	54.8	-
	MFI	-	-	-	-	-	213	210	-	-	-	-	-

（出所）IMF、各国中銀、世界銀行 注：2018 年は 6 月時点、タイ、ベトナム、ミャンマーの預貸比率は 2015 年時点 MFI：マイクロ・ファイナンス機関、MDI：預金受け入れが可能な MFI、NMDI：預金受け入れができない MFI

2015 年頃から銀行の国内民間向け貸出残高の拡大のペースは緩やかになりつつあるものの、銀行の貸出先の業種に偏りが生じている。貸出のセクター別寄与度をみると、製造業や貿易業向けの伸びが縮小傾向にある一方、建設不動産業向けの伸びが拡大している（図表 11）。都市部の建設ラッシュにより、住居や商業施設の不動産価格が急激に上昇しており、貸出資金の回収リスクが高まるおそれがある。また、今後の経済成長の基盤や外貨獲得に不可欠な製造業・貿易業への資金投与が減少している点も懸念される。

このような状況に対して、カンボジア政府は、不動産セクターの規制や監督管理体制の導入を進めている。2018 年の IMF 四条協議レポートでも、マクロ金融リスク管理にかかわる優先度の高い政策として、不動産データの整備や不動産貸出に対するリスクと不動産税の引き上げ等、不動産セクターの成長を保護することが指摘されている（図表 12）。

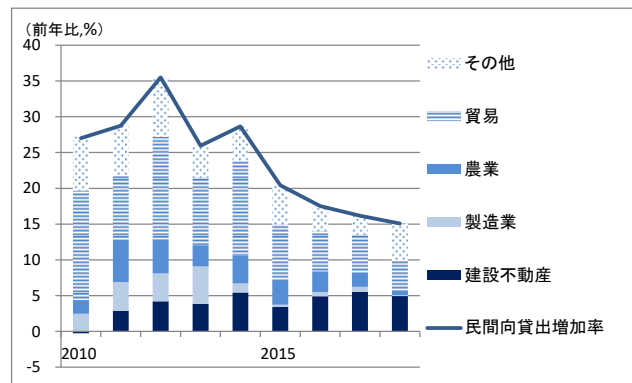
銀行は MFI の上限金利設定の影響（後述）を受けて、リアル建ての貸出金利が低下したことから（図表 13）、金利マージンが縮小し、収益率が悪化しはじめている。また、銀行の不良債権比率も上昇傾向にあるが、IMF によると、不良債権額が未だに過小評価

<sup>6</sup> BIS によると、10%を上回ると、危機が「3年以内に発生する」シグナルとなる。

されている可能性もあり、注意が必要である。

金融包摂の促進に貢献している MFI は、銀行に比べて貸出が厳重な規制環境になく、運営管理リスクが高まっている。MFI による貸出の伸びは銀行貸出の伸びを上回るスピードで拡大しており（図表 14）、不良債権比率も緩やかに上昇している（図表 14）。また、MFI は外部からの資金調達が多く、受け入れた預金以上の貸出を行っているため、預貸比率は 200%を上回っている。加えて、2017 年に中銀が MFI のリアル建て貸出金利の上限を 18%に設定<sup>7</sup>し（図表 13）、金利マージンが縮小したことから、自己資本利益率（ROE）や総資産利益率（ROA）が低下している。

図表 11 銀行の国内民間向け貸出残高の前年比 セクター別寄与度



(出所) カンボジア中銀 注:2018 年は 2018 年 10 月までのデータ

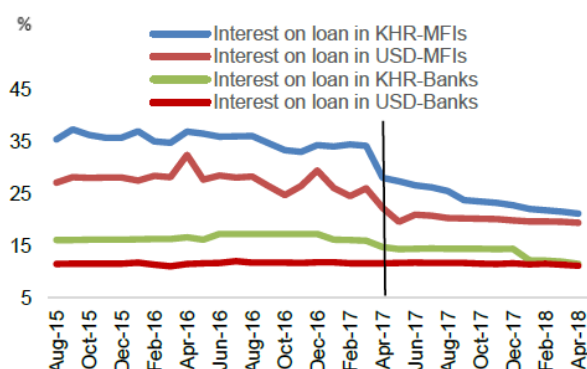
図表 12 IMF マクロ金融リスク管理にかかわる政策提言

優先度	短期⇄中期			
	不動産セクターの成長を保護	セクター別貸出の細分化を改善 不動産データを回収	不動産貸出に対してリスクの 引き上げ	不動産税の引き上げ 総資産有利子負債比率の上限を設定
高 ↓ 中	流動性リスクを最小限に 危機管理の開発	不動産開発者によるシャドウバンキングを規制		
	十分な資本の確保	段階的に外貨債権の準備金を積上げ 預金保護制度と銀行解決の枠組みを策定		
	銀行の規制を向上させる	自己資本規制をバーゼルIIIのレベルまで引き上げ		
	非銀行(MFI等)の規制を向上させる	関連企業への貸出や多額のエクスポージャーの規制の見直し		
		MFIの金利上限を廃止 MDIIに対する規制を商業銀行と同基準に		

(出所) IMF

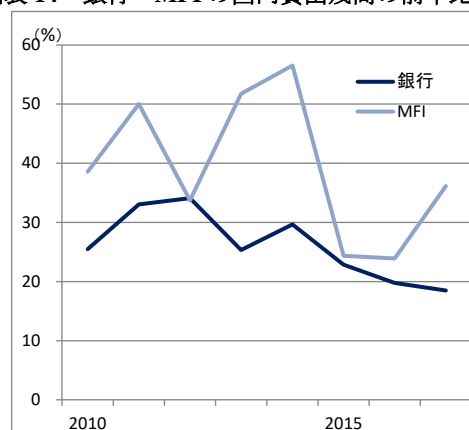
<sup>7</sup> 従来、MFI の貸出金利は規制がなく、多くの MFI は 35%程度で貸出をしていたが、借り手の負担を軽減し、適正な金利の貸出を促進するため、中銀が規制を導入。

図表 13 銀行・MFIの金利上限比較



(出所) カンボジア中銀

図表 14 銀行・MFIの国内貸出残高の前年比推移



(出所) AMRO

### 3. 今後の展望

カンボジアの経済は、外資規制を緩和し、国外からの直接投資や開発援助等の資金を積極的に取り込みながら順調な経済発展を遂げてきた。この副作用としてドル化が深刻な水準にまで達し、政府や中銀が同国の経済や金融を一部しかコントロールできていない。金融政策の効果は、自国通貨リエルの流通する範囲内に限定されるため、中銀が本来持つべき「最後の貸し手」として機能を期待することは難しい。

中銀は、リエル建て銀行貸出の促進に加え、商品価格のリエル建て表記やリエル建ての債券市場を育成する等、長期的な視点で自国通貨の利用拡大を進めている。しかし、急激な脱ドル化はカンボジアの経済を混乱させるおそれもあることから、まずは外国資本の新産業を誘致し、輸出の拡大を通じて外貨準備を積み上げることが期待される。

また、カンボジアの金融セクターは急速な拡大に伴い、金融安定性のリスクが高まっている。特に、与信拡大の主な原因である不動産セクターや MFI の規制や監督管理体制を厳格化し、マクロプルーデンシャル政策の強化に力を注ぐべきである。

以上

#### 参考文献

- “2018 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Myanmar” 2018年12月 IMF
- “AMRO Annual Consultation Report Myanmar 2018” 2018年11月



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2019 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>