



AMRO年次協議 報告

カンボジア – 2025

ASEAN+3マクロ経済研究事務所（AMRO）

2025年8月

謝辞

1. このカンボジアに関する年次協議報告書は、AMROの機能に基づき作成されたものである。AMROは、加盟国のマクロ経済状況及び財政健全性を監視・評価し、関連するリスク及び脆弱性を特定し、これらを加盟国当局に報告し、要請があれば、適時に政策提言を策定することにより、これらのリスクの軽減を支援する。これは、AMRO協定第3条(a)及び(b)に基づいて行われている。
2. 本報告書は、2025年4月21日から30日まで実施されたAMROカンボジア年次協議訪問（AMRO協定第5条(b)）に基づいて作成されました。AMROミッションチームは、副グループヘッド兼首席エコノミストのジンホ・チョイ博士を団長としました。メンバーには、カンボジア担当デスクエコノミストのチュンユ・ヤン氏、シニアエコノミストのフン・チュン（アンドリュウ）・ツァン博士、シニアエコノミストのパオロ・エルナンド氏、アソシエイトエコノミストのジャン（ベラ）・グオ氏、アソシエイトのヴァンソフエアクトラ・オドルム・テップ氏、アソシエイトのククサ・ディ氏が含まれていました。
AMRO元事務局長の李公青博士とチーフエコノミストのホエ・イー・コー博士も、当局との重要な政策会合に参加しました。この2025年カンボジアに関するAMRO年次協議報告書は、AMROの国別サーベイランス、金融サーベイランス、財政サーベイランスの各チームのエコノミストグループによる査読を受け、政策・レビューグループによって承認され、AMROチーフエコノミストのドン・ヘ博士によって承認されました。
3. 本レポートの分析は、2025年7月16日までに入手可能な情報に基づいています。
4. 本報告書において特定の地域または地理的地域を指定または参照したり、「加盟国」や「国」という用語を使用したりすることにより、AMROは、いかなる地域または地域の法的地位またはその他の地位に関しても判断を下す意図はありません。
5. AMROを代表して、調査団はカンボジア当局に対し、本報告書に関するコメント、ならびに訪問中の素晴らしい会合の手配と歓待に感謝の意を表します。

免責事項：本報告書に記載されている調査結果、解釈、結論は、ASEAN+3マクロ経済調査事務所（AMRO）職員の見解を表したものであり、必ずしも加盟国の見解を反映したものではありません。AMROおよびその加盟国は、本報告書に含まれる情報の利用に起因するいかなる結果についても責任を負いません。

目次

謝辞 1

概要 3

A. 最近の動向と展望 5

A.1 実体経済セクターの動向と見通し 5

ボックスA. 輸入物価上昇とカンボジアの食料価格の変動性 6

A.2 対外部門と国際収支 8

A.3 金融情勢と金融セクター 9

A.4 財政部門 10

B. リスク、脆弱性、課題 12

B.1 マクロ経済見通しに対する短期的なリスク 13

B.2 長期的な課題と脆弱性 15

C. 政策に関する議論と提言 15

C.1 財政の持続可能性と開発目標の両立 16

C.2 財務健全性の確保と規制枠組みの強化

C.3 質の高い成長のための構造政策の促進 24

付録 27

付録1. 主要経済指標の抜粋数値 27

付録2. カンボジアの主要経済指標 31

付録3. 国際収支 32

付録4. 政府一般業務報告書 33

付録5. 債務持続可能性分析 34

付録6. 監視目的のデータの妥当性 :予備的評価.....38

付録7. 気候クリップボード - リスク、対応、機会 39

付録 :選択された問題 41

付録1. パンデミック後のカンボジアへのインバウンド観光の回復における課題：
中国人観光客の緩やかな回復 41

付録2. 米国の高関税がカンボジア経済に及ぼす潜在的影響 :付加価値分析
視点 45

付録3. カンボジアの財政余地の評価 50

付録4. カンボジアにおける不良債権処理のための政策オプションの検討 59

ASEAN+3マクロ経済研究事務所（AMRO）

70ページ中2ページ目

エグゼクティブサマリー

1. カンボジア経済は、主に外的要因による不確実性の高まりに加え、国内金融セクターにおける新たな課題に直面しています。最も差し迫った懸念は、2025年8月から36%に設定されている米国のカンボジアに対する高関税の期間と規模に関する不確実性です。

2. カンボジアは4月初旬に米国の関税ショックに見舞われる前は経済成長が好調で、2023年の前年比5.0%から2024年には6.0%に加速すると予想されていた。

衣料品セクターは力強く回復し、成長の主要な牽引役となりました。サービスセクターも成長しましたが、2023年よりも緩やかなペースでした。一方、建設・不動産セクターの成長は依然として低調でした。

3. カンボジアの成長見通しは、関税の規模、消費者の価格弾力性、そして波及効果に非常に敏感である。これは、カンボジアの対米輸出が大きく、名目GDPの約3分の1を占めている一方で、米国からの最終需要に内在する国内付加価値は名目GDPの約10%に過ぎないためである。

- 米国の高関税が2025年8月から発効するという基本シナリオでは、カンボジアの成長率は2025年に5.2%、2026年には4.7%に鈍化すると予想されている。
- 好転シナリオでは、タイムリーに世界的合意が達成されれば、カンボジアの成長率は2025年に5.2～5.8%、2026年には4.7～6.0%の範囲となる可能性がある。
- 対照的に、需要の価格弾力性が高まる、あるいはカンボジアに対する関税率が36%を超えるといった下振れシナリオでは、成長はさらに鈍化し、2025年と2026年の両方で約4%以下に押し下げられるだろう。

4. インフレ率は低下傾向にあるものの、依然として非常に不安定です。消費者物価指数（CPI）の総合インフレ率は2024年に急落し、平均0.8%となりましたが、年間を通して大きな変動を示し、2025年初頭まで続きました。この変動は主に食品価格、特に果物と野菜の価格変動によって引き起こされました。コアインフレ率は、食品価格の急速な波及効果により、総合インフレ率のトレンドを一貫して反映しています。今後、総合CPIの総合インフレ率は、ベース効果により2025年には2.5%に上昇し、その後、2026年にはパンデミック前のトレンドに沿って2.3%に落ち着くと予想されます。

5. カンボジアの対外ポジションは比較的堅調に推移した。経常収支は2024年にGDP比0.5%の黒字となり、主に貿易赤字の拡大により2023年より縮小した。対外直接投資（FDI）流入額はGDP比9.2%と引き続き堅調に推移した。今後、経常収支は主に貿易赤字の拡大により、2025年にGDP比3.5%、2026年に5.4%の赤字となると予測されている。リエルの為替レートは比較的安定している。リエルは2024年に米ドルに対して小幅に上昇したが、季節的な需要に応じて変動した。

6. 銀行セクターの資産の質は引き続き悪化する一方で、信用の伸びは歴史的な低水準にとどまっている。2023年以降、信用の伸びは弱くなっているが、これは銀行による信用基準の厳格化と、景気回復の鈍化に伴う需要の低迷を反映している。銀行の不良債権比率（NPL）は2025年3月末時点で7.8%まで上昇を続けている。こうした傾向は、銀行の収益性と自己資本比率を低下させる可能性がある。一方、不動産市場の低迷は、銀行の収益性と自己資本比率を低下させる可能性がある。

¹ 2024年の名目GDPの数値はAMROスタッフの推定に基づいています。

² これには商業銀行と専門銀行が含まれます。

これらの活動により、一部の不動産開発業者の財務状況が悪化し、信用リスクがさらに高まる可能性がある。

7. カンボジアは、激化する世界的な貿易摩擦の影響に苦慮しており、経済の回復力を高めるための多面的な政策対応が緊急に求められています。政府による米国製品への関税削減の迅速な決定は、緊張緩和に寄与した建設的な第一歩でした。短期的には、的を絞った財政支援と、慎重に調整された柔軟な金融政策によって経済活動を持続させることができます。地域協力の強化は、交渉力の向上と域内貿易の促進の鍵となります。中期的には、輸出の多様化と国内競争力の向上を優先すべきです。

8. 財政政策は短期的には機敏かつ柔軟な対応力を維持する必要がありますが、中期的には財政の持続可能性と開発目標へのバランスの取れたアプローチが不可欠です。当局は、関税が恒久化した場合、あるいは貿易戦争が激化した場合に備えて、緊急時対応計画の策定を開始する必要があります。中期的には、カンボジアは引き続き段階的な財政健全化に取り組むべきです。一方、2023年から2024年にかけての歳入不足は、新たな歳入確保戦略を迅速に実施する必要性を浮き彫りにしています。さらに、政策目標と予算編成の整合性強化、そしてより効率的な公共支出が不可欠です。

9. 成長見通しが低下する中、経済を支えるため、中央銀行（NBC）の緩和的な政策スタンスを維持すべきである。同時に、銀行が不良債権問題に対処するための時間的猶予措置として現在導入されている規制緩和措置は、モラルハザードを回避するため期限を定め、当局は不良債権管理強化に向けた積極的なアプローチを採用すべきである。

さらに、当局は、マクロプルーデンス政策の枠組みを強化し、近い将来、預金保険制度、銀行破綻処理、危機管理、緊急流動性支援の枠組みを確立することにより、金融の安定性を強化すべきである。

10. 効果的な政策実施は構造改革の推進の鍵となる。質の高い、持続可能かつ包摂的な成長を促進するという当局のコミットメントは称賛に値する。

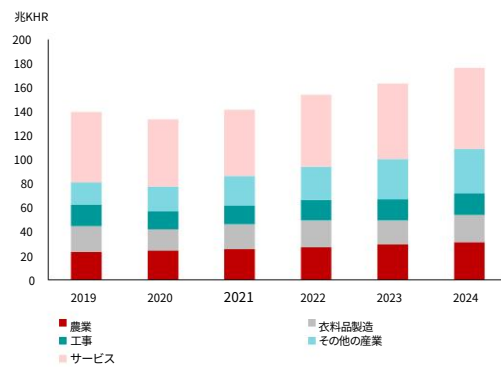
新たな政策やロードマップの導入と同様に重要なのは、既存の戦略を効果的に実行することであり、そのためにはより強力な管理能力が求められます。今後、特に重要な分野は2つあります。第一に、省庁間の連携強化は、特に省庁間で優先順位が異なる場合に不可欠です。第二に、エビデンスに基づく意思決定を支援するために、データ収集の強化が不可欠です。

A. 最近の動向と展望

A.1 実体経済の動向と見通し

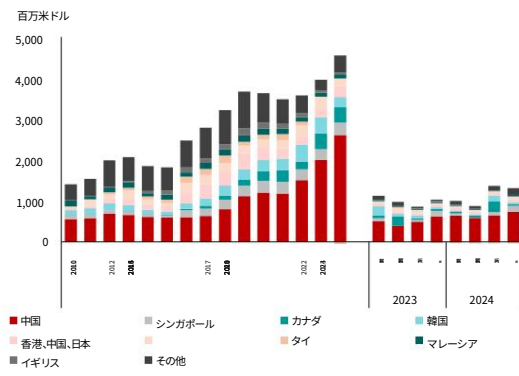
1.カンボジアの経済成長は加速したものの、回復の過程は依然として不均一であった（図1）。成長率は2023年の5.0%から2024年には6.0%に改善し、米国とEUからの旺盛な需要に支えられた衣料品セクターが成長の主要な牽引役となった。衣料品以外の製造業と農業セクターも堅調な成長を示した。しかし、サービスセクターの成長率は2023年よりも鈍化した。特に、観光業の回復は鈍かった（別添1「パンデミック後のカンボジアのインバウンド観光回復における課題：中国人観光客の緩やかな回復」参照）。一方、建設・不動産セクターは依然として低迷した。

図1. セクター別実質GDP



出典：国立統計研究所（NIS）

図2. 経済別FDI流入額



出典：カンボジア国立銀行（NBC）、AMROスタッフによる計算

2.米国に対する予想外に高い関税率に直面し、カンボジア経済の成長率は鈍化すると見込まれている。7月7日に米国が発表した関税³により、カンボジアの成長率は2025年に5.2%、2026年に4.7%に鈍化する見込みである（付録2「米国の高関税がカンボジア経済に及ぼす潜在的影響：付加価値の観点から」参照）。衣料品部門は最も大きな打撃を受け、2025年と2026年の成長率は2024年の半分以上にとどまると予想されている。衣料品以外の製造業部門も、関税引き上げと世界経済成長の鈍化を見込んで対外直接投資（FDI）流入が抑制されることから、予想よりも低い成長率となる可能性が高い（図2）。特に、関税引き上げが通年で適用される2026年には、貿易セクターへの悪影響がより顕著になると予想されます。非貿易セクターでは、航空路線の乗り継ぎ便数の増加と外国人観光客の回復に牽引された観光業の回復が、サービスセクターの成長を支えるでしょう。しかしながら、建設・不動産セクターは引き続き低迷すると予想されます。

3.インフレ率は2024年に急激に低下しましたが、年間を通して、そして2025年初頭まで非常に不安定な状態が続きました。消費者物価指数（CPI）の総合インフレ率は2024年第1四半期に急激に低下し、0～1%程度で推移した後、2024年末までに3%を超え、2025年4月まで高止まりしました。この不安定さは主に食品価格、特に果物や野菜の価格変動によって引き起こされました（ボックスA「輸入インフレとカンボジアの食品価格の変動」を参照）。エネルギー価格は、カンボジアの燃料価格と密接に関連している世界的な原油価格の動向を反映して、低調に推移しています。5コアインフレ率は、食品価格の急速な波及効果によって、一貫して総合インフレ率の動向を反映してきました。今後、

³ 4月2日、米国はカンボジア製品に対する49%の関税を発表しました。交渉の結果、7月7日、米国はカンボジアに対し、2025年8月1日から適用される36%への改定関税率を通知しました。

⁴ 米国への輸出の半分以上は衣料品セクターによるもので、このセクターは2024年に15.2%成長すると予想されています。

⁵ カンボジアの燃料価格は、シンガポール・プラッツ平均（MOPS）をベンチマークとする計算式に基づき、毎月1日、11日、21日の10日ごとに決定されます。

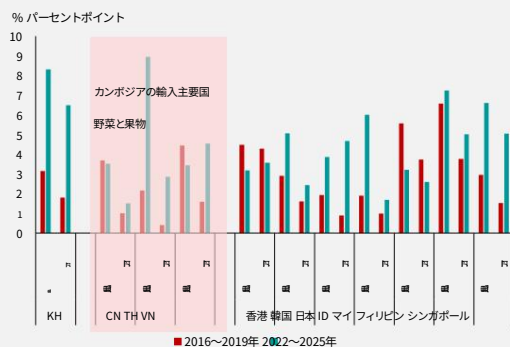
総合CPIインフレ率はベース効果により2025年に2.5%に上昇し、その後2026年にはパンデミック前の傾向に沿って2.3%に落ち着くと予想されています。

ボックスA. 輸入インフレとカンボジアの食料価格の変動⁶

カンボジアのインフレ率は近年、主に食品価格の高騰に牽引され、非常に不安定な傾向を示しています。パンデミック後、多くの国でインフレ率の変動が顕著になりましたが、カンボジアは特に顕著です（図A1）。この変動の主な要因は、消費者物価指数（CPI）のほぼ半分の食品インフレです。食品価格は、コアインフレ率にも間接的に影響を与えています。

食品とエネルギーを除くと、特に「レストランとホテル」の項目（図A2）はコアインフレの主要な牽引役であり、多くの非公式な屋台食品業者も含まれる。こうした構造的な特徴（CPIにおける食品の大きな割合とサービス価格の幅広い定義）により、食品価格の変動はコアインフレに速やかに波及し、その結果、コアインフレの変動性が増幅される（図A3）。

図A1. 主要ASEAN+3経済圏のヘッドラインおよびコアインフレ率の変動



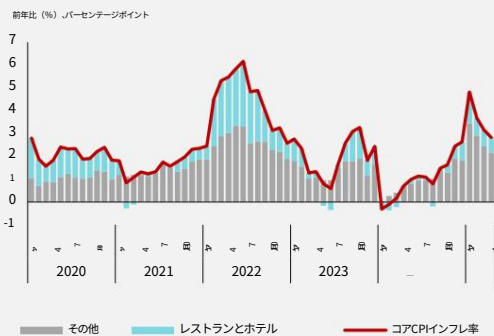
出典：世界銀行、NIS、AMROスタッフによる算出。注：1)インフレ変動率は、指定された期間における各国の月次インフレ率の最大値と最小値の差として定義されるインフレ率の範囲で測定されます。2)2025年のデータには、1月から4月までが含まれます。

図A2. 食品・レストラン・ホテルのインフレの連動



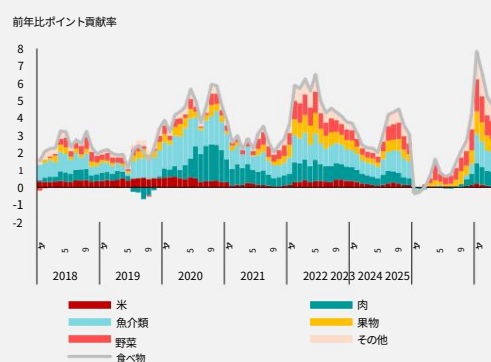
出典：NIS、AMROスタッフによる計算

図A3. コアCPIインフレ率（寄与度別）



出典：NIS、AMROスタッフによる計算

図A4. 食料インフレの内訳



出典：NIS、AMROスタッフによる計算

食品カテゴリーの中では、野菜と果物の価格は、消費者物価指数（CPI）バスケットにおけるウェイトが比較的小さいにもかかわらず、輸入インフレを通じてインフレ変動に最も大きく影響している。⁷

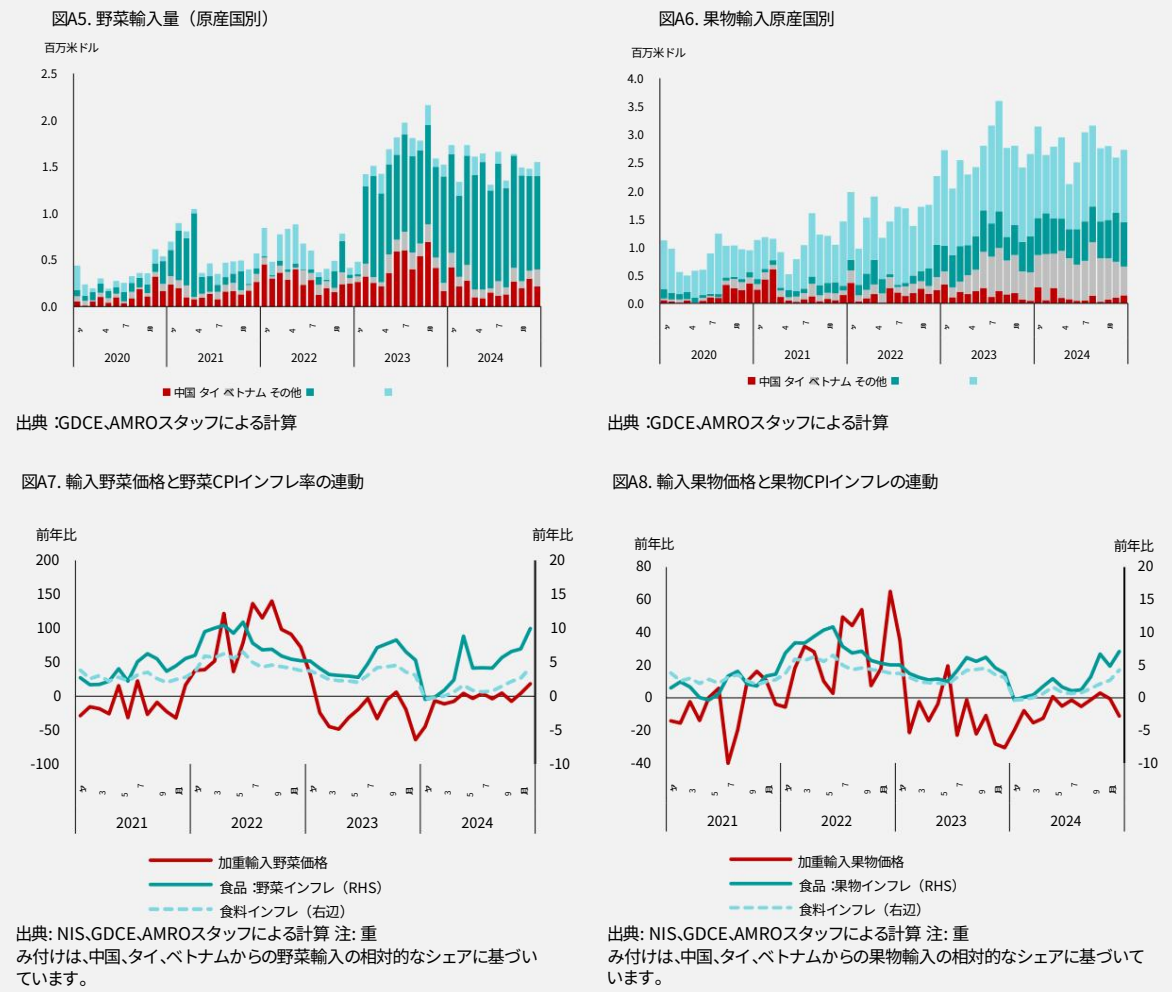
歴史的には肉類と畜産物がより大きな役割を果たしてきましたが、2022年以降、野菜と果物の価格が急騰し、食料インフレの主要な要因となっています。この傾向は2025年初頭まで続いています（図A4）。この変化は主に供給側の要因によって引き起こされているようです。カンボジアは国内の野菜消費量の70%を輸入しており（伊藤他、2023年）、果物もかなりの割合を輸入しています。⁸実際、野菜と果物の輸入量は増加傾向にあります。

⁶ 経済学者のChunyu Yangが作成。

⁷ 食料品価格のうち、ウェイトは米が13.8、肉が21.6、魚介類が20.8、果物が10.6、野菜が10.8、その他が22.5となっている。

⁸ 現地のニュース報道（<https://kripost.com/stories/demand-for-imported-fruits-triggers-concerns>）によると、2022年にはカンボジア国内市場で輸入果物の需要が急増し、懸念を引き起こした。

近年、近隣諸国では野菜や果物の価格が輸入価格の動向と密接に連動していることが示されています（図A5、A6）。また、CPIデータを見ると、国内の野菜や果物の価格は輸入価格の動向と密接に連動していることがわかります（図A7、A8）。



このような状況では、輸入価格から国内の果物や野菜の価格への強い転嫁は、貿易単位の価値を追跡することで短期的なインフレ予測を強化できる可能性があることを示唆している。

輸入価格と食品CPIの緊密な連動性は、特にタイやベトナムといった主要供給国における食品価格と貿易関連の混乱をモニタリングすることの重要性を浮き彫りにしています。これらの国における供給ショック、輸出制限、あるいは気候変動関連の事象は、カンボジアのインフレに直ちに影響を及ぼす可能性があります。これらの指標の高頻度モニタリングを強化することで、よりタイムリーかつ正確なインフレ評価が可能になります。

同時に、主要食料品の供給源の更なる多様化は、価格変動の緩和に寄与する可能性があります。国内農業生産の拡大と輸入源の拡大を目指す政策は、食料供給の強靭性を高めるでしょう。さらに、コールドチェーン物流と越境貿易円滑化への投資は、供給ボトルネックを緩和することで、食料価格の安定に重要な役割を果たす可能性があります。

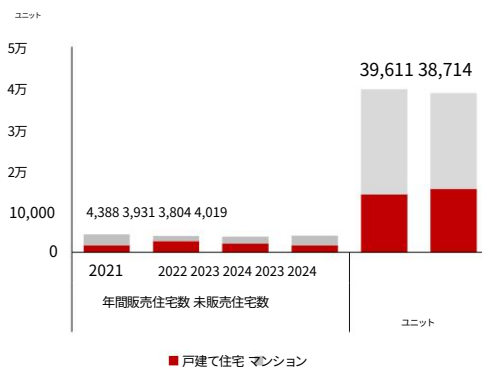
参考文献

伊藤 健・吉田 剛・ウン 武・浜野 正之 (2023). 「カンボジアにおける野菜生産増加の課題と展望」国際環境農村開発ジャーナル、14-2, pp.107-116.

4.不動産セクターは2024年も弱いままであり、完全に解決するにはさらに時間がかかるでしょう。住宅および商業用不動産セグメントは2024年も低調に推移した。住宅セグメントでは、2024年の新規プロジェクト着工数が過去最低を記録し、わずか5件となった。

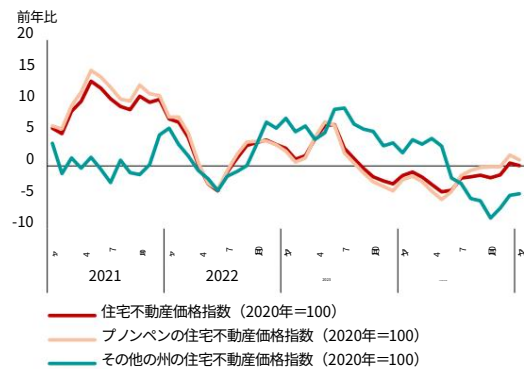
コンドミニアム1棟とボレイ開発物件11棟が発売された。9住宅ユニットの販売戸数は2024年に前年比5.7%増の4,019戸となり、発売されたばかりのコンドミニアムも比較的順調に消化されたが¹⁰、住宅需要全体は低迷したままで、年末時点で未販売の住宅ユニットの在庫は依然として38,714戸と高水準にある（図3）。この住宅市場の弱さは、2024年の住宅ローン残高が前年比5%減少したことや、NBCの住宅不動産価格指数（RPPI）が2023年9月以来継続的に下落していることにも反映されている（図4）。商業部門では、2024年の新規プロジェクト完成は限られていたものの、オフィスと小売スペースの空室率は高止まりした。11地元の慎重なセンチメントと市場活動の低迷により、デベロッパーは引き続き流動性圧力に直面している。

図3. 住宅不動産市場：年間売上高と未販売在庫



出典：ノンバンク金融サービス機構（NBFS）AMROスタッフによる計算

図4. 住宅不動産価格指数



出典：NBC、AMROスタッフによる計算

A.2 対外セクターと国際収支5.カンボジアの対外ポジション

は比較的堅調に推移した。経常収支は2024年にGDP比0.5%の黒字を記録したが、これは主に貿易赤字の拡大によるもので、2023年より縮小した（図5）。しかしながら、海外投資からの利子収入の増加に支えられ、基礎所得の赤字は大幅に縮小した。金融収支では、FDIの流入は堅調に推移したが、その他の投資は引き続き純流出となった。2025年4月時点の国際準備金総額は248億米ドルで、輸入の8.7ヶ月分に相当する。

今後、経常収支は主に貿易赤字の継続的な拡大により、2025年にGDPの3.5%、2026年に5.4%の赤字を記録すると予測されています。

一方、投資家の慎重な姿勢を反映して、2025年のFDI流入額は2024年に比べてわずかに減少し、2026年には再び増加すると予想されています。

6. 2024年、リエルは季節的な需要に応じて変動しながら、対米ドルでわずかに上昇しました（図6）。2025年上半、リエルは典型的な季節パターンを示し、1月から4月にかけて、納税や休暇中の支出のためのリエル流動性需要の増加に牽引されて上昇し、5月と6月には下落しました。しかし、後半には再び上昇圧力が高まり、年末までに為替レートは1米ドルあたり4,025リエルに達しました。このリエル上昇は、第4四半期の収穫期におけるリエルの季節的な需要に加えて、政府の支出削減によるリエル供給の減少と米ドル安という追加要因によっても引き起こされました。これに対応して、カンボジア国立銀行（NBC）は、2024年第4四半期から2025年第1四半期にかけてシステムにリエル流動性を注入し、リエルは引き続き上昇し、2025年6月末には1米ドルあたり4,010クワチャに達しました。

⁹ CBRE Fearless Forecast 2025レポートのデータによると。

¹⁰ ナイトフランクの2024年下半期レポートによると、プノンペンで新しく発売されたコンドミニアムは、2024年下半期に発売開始販売率が29%に達し、2023年下半期の12%から上昇し、2019年上半期に記録したピークの30%に近づいています。発売開始販売率とは、販売可能なユニットのうち発売後第1四半期以内に販売されたユニットの割合を指します。

¹¹ ナイトフランクの2024年下半期レポートによると、カンボジアのオフィス稼働率は61.4%、アパートは64.5%だった。小売部門ではパーセント。

図5. 輸出、輸入、貿易収支

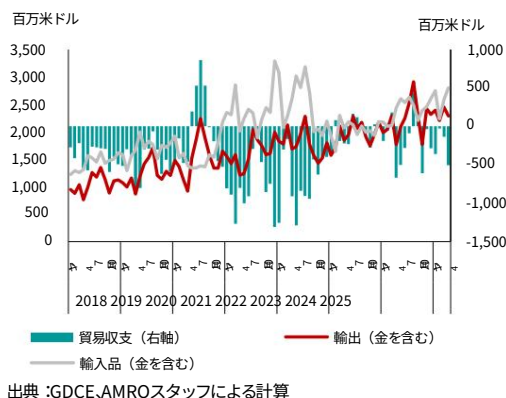
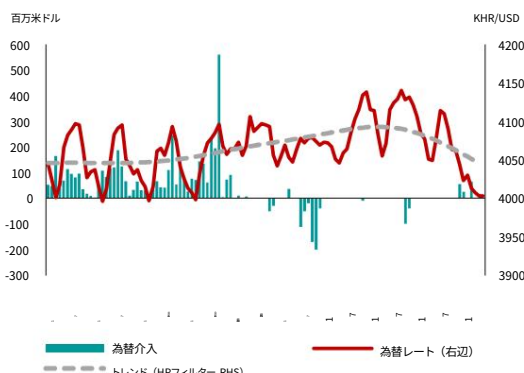


図6. 為替レートと為替介入



A.3 金融情勢と金融セクター7. 預金の力強い伸びに

支えられた潤沢な流動性にもかかわらず、信用の伸びは歴史的な低水準にとどまっている。信用の伸び¹²は2023年以降低迷しており、これは銀行による信用基準の厳格化と、景気回復の鈍化に伴う需要の低迷を反映している。2023年の4.2%、2022年の19.0%から、2025年3月には3.7%に低下した（図7）。この低下はほとんどのセクターで見られ、特に不動産、卸売・小売、その他のサービスなど、回復が遅れているセクターで顕著である。しかしながら、銀行セクターの流動性はリエルと米ドルの両方で依然として豊富であり、銀行とマイクロファイナンス預金取扱機関（MDI）は、2025年3月時点でそれぞれ204.9%と167.3%の流動性カバレッジ比率（LCR）を報告している。一方、銀行とMDIの超過準備金は、預金の17.6%の増加もあり、引き続き準備金要件を大幅に上回っている。

8. 銀行セクターの資産の質と収益性は2024年も引き続き低下したものの、資本バッファは十分な水準を維持しました。パンデミック後の経済回復が予想よりも緩やかである中、銀行の不良債権比率は2025年3月末時点で7.8%まで上昇を続けました（図8）。¹³ その結果、銀行は不良債権に対する個別引当金を積み増しましたが、引当金カバー率は70%程度にとどまりました。¹⁴ 一方、米ドル金利の上昇に伴う資金調達コストの上昇と信用力の伸び鈍化の影響を受けて、純利息収入も減少しました。こうして、銀行の収益性は低下しました。

しかしながら、銀行セクターは依然として十分な資本基盤を有しています。総資本とTier 1資本の自己資本比率（CAR）はそれぞれ20%と15%を超えており、複数の大手銀行が資本増強を行い、一部の外国銀行は親会社から資本注入を受けています。

9. NBCは、銀行セクターにおける十分な流動性を確保するための取り組みとともに、融資再編のための猶予措置を再導入しました。2024年8月、NBCは、一時的な財政難に直面している顧客に対し、銀行が追加引当金を必要とせずに融資を再編できるようにする措置を発表しました。この措置は2025年末まで有効であり、顧客に必要な柔軟性と回復時間を提供することで、ひいては顧客が経済的に自立し、かつ経済的に自立した企業経営を営むことを支援することを目的としています。

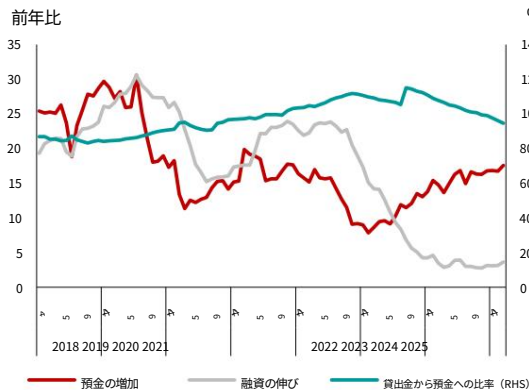
¹² 信用データには銀行およびMFIからの総融資が含まれますが、金融機関への融資は含まれません。

¹³ 2025年2月時点で、セクター別不良債権の最大の割合は小売業（不良債権全体の21%）、不動産業であった。活動（10.3%）、農業（10.2%）、住宅ローン（9.6%）、建設（8.8%）です。

¹⁴ 不良債権に対する特定引当金の比率は、2022年第4四半期の59.7%から2024年第4四半期には60.3%に上昇しました。一般引当金は、通常融資（総融資額から不良債権を差し引いたもの）の1%と推定されます。全体として、引当金カバーレージ比率（総引当金（一般引当金と特定引当金）を総不良債権で割った値）は、2024年第4四半期も73.5%にとどまり、2022年第4四半期の95.5%を大幅に下回りました。

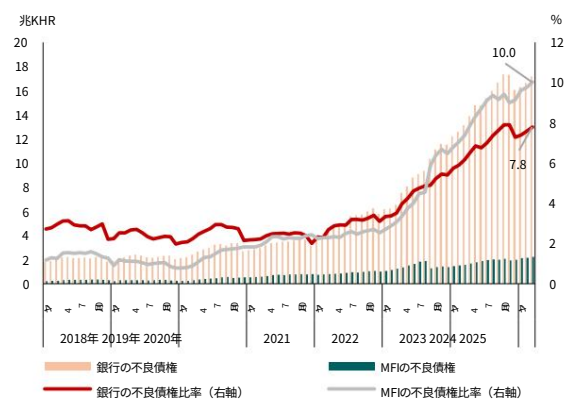
不良債権の増加が銀行と顧客の両方に及ぼす広範な影響を緩和する。市場にさらなる流動性を供給するため、NBCは自国通貨と外貨の両方のRRRを7%に維持し、銀行および金融機関（BFI）が資本保全バッファ（CCB）を2025年末まで1.25%に維持することを認め、パンデミック前の水準への復帰を延期した。¹⁵一方、NBCは2024年12月から参照金利である7日間の流動性供給担保オペレーション（LPCO）も引き下げた。¹⁶銀行のリアル流動性管理の柔軟性を向上させるため、NBCは2025年1月にリエルの毎日の準備資産保有要件を30%に引き下げ、各オークションでのLPCOの割り当てを増やした。¹⁷

図7. 貸出金と預金の伸び、預貸率



出典：NBC、AMROスタッフによる算出 注：融資データは銀行およびMFIからの融資総額を対象とし、金融機関への融資は除く。預金データには銀行およびMFIが保有する預金総額が含まれる。

図8. 不良債権



出典：NBC、AMROスタッフによる計算

A.4 財政部門

10.財政赤字は、大幅な歳出削減が税収の低迷を上回ったため、2023年の3.9%から2024年にはGDP比2.1%に縮小した。¹⁸ 税収は前年比2.7%増加したものの、予算の87.5%にしか達していない（図9）。不動産、金融、サービスセクターを中心に景気回復が不均衡なことに加え、税制優遇措置の拡充も相まって、国内税収に大きな重しとなった。一方、税外収入は、観光関連料金（カジノ収入を含む）の緩やかな回復、鉱業ロイヤルティの増加、郵便・通信収入の増加に支えられ、8.2%増加した。歳入徴収の低迷に対応して、政府は一時的な支出合理化措置を通じて2024年の支出を6.3%（前年比）削減し、承認された予算から約2.5%削減しました。支出削減の約65%は経常支出から、35%は歳出削減によるものです。

¹⁵ パンデミック以前、中央銀行は自国通貨建てRRRを8%、外貨建てRRRを12.5%に設定し、CCBを2.5%で全面的に実施していました。NBCは2023年に、外貨建てRRRを2024年までに段階的に12.5%に引き上げ、CCBを2.5%に全面的に戻す計画でした。しかし、2023年後半、NBCは外貨建てRRRを7%に引き下げ、CCBを2024年末まで1.25%に維持することを発表し、さらに2024年末までこれらの措置を延長しました。

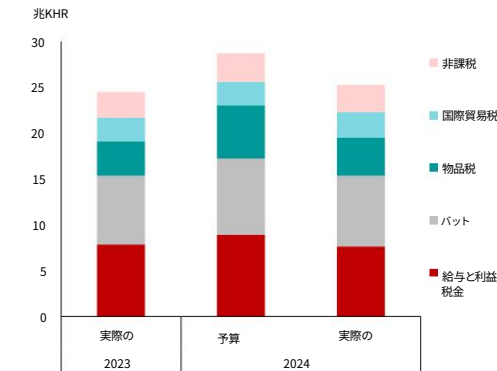
¹⁶ NBCは、金融調節の基準金利である7日間LPCO最低入札金利を、2024年12月9日に3.75%から3.5%に引き下げ、さらに2025年3月20日に3.0%に引き下げた。また、限界貸出ファシリティ（MLF）金利も5%に引き下げた。

¹⁷ NBCは、2024年5月と2025年1月に、銀行および金融機関の最低準備金維持に関する2つのプラカ（規則）を發布し、リアル建て準備資産保有額の1日あたりの基準を引き下げました。基準は、準備金口座における最低準備金必要額の80%から、2024年5月に50%に、さらに2025年1月に30%に引き下げられました。一方、米ドル建て準備金の1日あたりの基準は80%のまま変更されませんでした。

¹⁸ AMROスタッフによる計算に基づき、政府財政統計（GFS）の定義に厳密に準拠しています。当局の定義によれば、財政赤字は2023年の5.61%から2024年にはGDPの2.47%に縮小する。

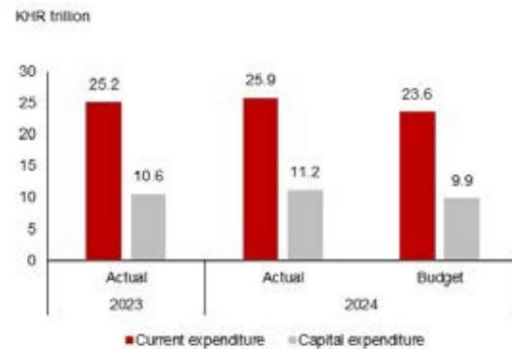
より、財政赤字は2023年のGDP比3.9%から2024年には2.1%に縮小し、19歳出削減は、資本支出からの歳入の低迷を相殺するのに役立ちました（図10）。歳入の削減に
ました。しかし、この改善にもかかわらず、財政赤字は依然としてパンデミック前の水準を大きく上回っています。一方、公的債務は、主に経済成長の加速により、2023年の
GDP比26.6%から2024年には26.1%に減少しました。

図9. 政府収入



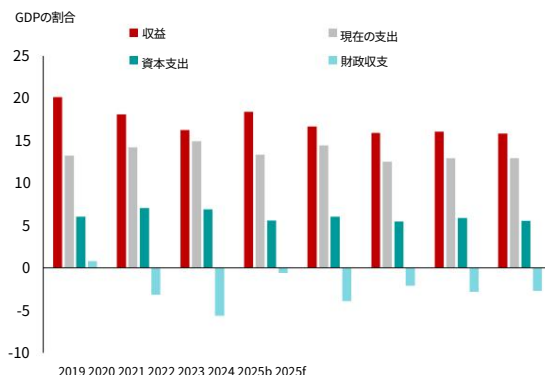
出典：経済財務省（MEF）、AMROスタッフによる計算

図10. 経常支出と設備投資



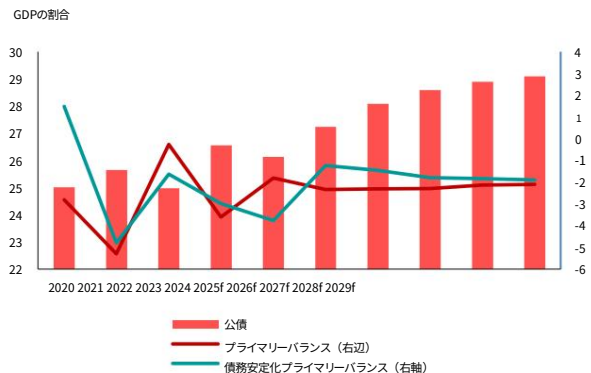
出典：MEF、AMROスタッフによる計算

図11. 財政収支



出典：MEF、AMROスタッフによる計算 注：b = 予算、f = 予測。

図12. 公的債務



出典：MEF、AMROスタッフによる計算 注：f = 予測。債務安定化プライマリーバランスとは、前年比で債務比率を一定に保つために必要なプライマリーバランスと定義される。

11. 2024年の大幅な歳出削減に続き、政府が公共支出の正常化に向けた継続的な取り組みを継続しているため、2025年には財政赤字が拡大すると予測されています。予算上の財政赤字は、2024年のGDP比2.1%から2025年には2.8%に拡大すると予測されています（図11）。財政赤字の短期的な拡大にもかかわらず、政府は中期的に財政再建を段階的に進めることに引き続き注力しています。歳入は前年比8.4%の増加が見込まれており、2023年と2024年の歳入不足にもかかわらず、この目標は過去の実績と概ね一致しています。しかしながら、AMROの歳入予測は、2025年のGDP成長率の鈍化と、事業環境を支援するための減税措置の継続的な実施により、下方修正されています。

¹⁹ 支出削減の大部分は経常支出に集中し、特に公共サービスへの影響を最小限に抑えるため、不要不急の項目に重点が置かれました。複数の関係省庁の運営予算は、物品・サービスの購入、会議関連経費、日当の削減を通じて削減されました。一方、資本支出は、進行中の政府プログラムと長期的な開発優先事項を守るため、概ね維持されました。一部の資本支出削減は実施されましたが、主に小規模プロジェクトの延期または中止にとどまりました。

歳出面では、政府が戦略的優先事項への支出を継続的に行っていることを反映して、総支出は9.4%増加すると見込まれています。AMROスタッフは、米国の高関税による経済成長の減速が予想される中、2025年には財政赤字がGDP比2.7%に拡大し、公的債務がGDP比27.2%に増加すると予測しています（図12）。2025年の財政スタンスは2024年と比較して拡張的と評価され、財政赤字の拡大が見込まれています。

12.政府の2025～2027年中期財政枠組み（MTFF）は、段階的な財政健全化の道筋を示しています。2025年は、中期予算枠組み（MTBF）と連携した予算戦略計画（BSP）の策定を通じて、MTFFの実施初年度となります。これらの計画は現在策定中で、2026年度予算法の準備としてMTBFに組み込まれる予定です。この予算法は、プログラム予算の形式で初めて議会で承認される予定です。AMROの債務持続可能性分析は、米国による関税引き上げによる2025～2026年の経済見通しの大幅な変化など、最新の動向を反映しており、公的債務は増加し、2029年までにGDPの29.1%に達すると予測されています。これは、債務安定化に必要なGDPの2%を超える基礎的財政赤字が継続していることが原因となっています。債務上限などの既存の財政ルール²⁰に加え、MTFFは財政赤字をGDPの5%未満に制限する運用ルールを導入しました。

13.カンボジアは、経済成長の促進、民間セクターの支援、持続可能性の促進のため、税制優遇措置とインフラ投資計画を継続的に実施しました。2025年の主要な税制措置には、印紙税の免除、キャピタルゲイン税の繰り延べ、中小企業、優先セクター、グリーンエネルギーイニシアチブに対する減税措置など、2024年に提供された税制優遇措置の延長または新たな追加が含まれています。競争力強化と連結性向上のため、現在、主要なインフラプロジェクトが建設中です。²¹

B. リスク、脆弱性、課題

14.カンボジアは小規模な開放経済であるため、国内金融セクターにおける新たな課題に加え、主に外部要因に起因する不確実性の高まりに直面しており、長期的な構造的課題も依然として残っている（図13）。

- 最も差し迫った懸念は、米国によるカンボジアへの高関税の期間と規模に関する不確実性である。さらに、EUによるカンボジアの武器以外のすべて（EBA）適用資格の再評価は、輸出を阻害する可能性がある。現行の保護貿易主義がエスカレートし、投資と貿易を通じてカンボジアにさらなる重しが加われば、主要経済圏の成長鈍化の可能性が高まり、それが顕著になるだろう。インフレ率の変動性が高く、商品価格の急速な波及効果も大きいことから、世界的な商品価格の高騰はインフレ圧力を強める可能性がある。

国内では、信用の伸びが鈍化する中で貸出資産の質が継続的に悪化すると、銀行の収益性と自己資本比率が弱まる可能性がある。また、銀行の財務状況が悪化すると、

²⁰ MTFF文書以前のカンボジアの財政規則は、中期的な財政政策の指針となる5つの主要指標の上限値を設定していた。(1) 総公的債務及び公的保証債務（PPG）の現在価値対GDP比55%、(2) PPG対外債務の現在価値対GDP比40%、(3) PPG対外債務の現在価値対輸出比180%、(4) PPG対外債務返済額対輸出比15%、(5) PPG対外債務返済額対歳入比18%。2024年のMTFF文書の公表により、年間予算枠組みの策定において財政政策の指針となるよう、総予算赤字がGDPの-5.0%を超えてはならないという規則が追加された。

²¹ これらには、300億米ドル規模の2023～2033年包括的複合輸送・物流システムマスタープラン、2035年ブノンベン開発マスタープラン、フナン・テチヨ運河、新高速道路、テチヨ国際空港などの戦略的プロジェクトが含まれます。

一部の不動産開発業者は信用リスクをさらに高める可能性があります。放置すれば、こうした金融上の緊張が実体経済に波及する可能性があります。

- 長期的なリスクには、地経学的緊張、気候変動、サイバー脅威などの共通の構造的課題に加え、特に後発開発途上国（LDC）の卒業への適応の遅れといった国固有のリスクが含まれます。

図13. カンボジアリスクマップ



出典：AMROスタッフ 注記：カ

ントリーリスクマップは、当該国のマクロ経済の安定性を損なう可能性のあるリスクと課題を捉えています。これらは、(1) 成長とインフレ見通し、(2) 金融安定性への懸念、(3) その他の主要な長期的課題に関連しています。これらのリスクと課題は、(1) 短期リスク（最長2年間の局所的なリスクであり、ベースラインの軌道に大幅に変化する可能性のあるシナリオを表しています）、(2) 長期リスク（より持続的または長期的なトレンドや課題であり、恒常的なリスクも含みます）の2つのカテゴリーに分類されます。

B.1 マクロ経済見通しに対する短期的なリスク

15.主に米国による相互関税賦課をきっかけとする外的不確実性と混乱は、カンボジアの短期的な成長見通しに重大なリスクをもたらす。関税見通しをめぐる不確実性は、米国が7月初旬に36%の関税を発表した後もなお、関税の期間と規模に関する予測不能な結果を反映したものである。ベースラインシナリオでは、発表済みのカンボジアに対する高関税は、他国に対するものと同様に8月から発効し、カンボジア経済と世界経済は当初のショックを吸収した後、徐々に新たな安定状態へと適応していくと想定している。しかしながら、様々なシナリオの展開次第では、成長はこの軌道から逸脱し、上振れリスクと下振れリスクの双方を伴う可能性がある（付録2「米国の高関税がカンボジア経済に及ぼす潜在的影響：付加価値の観点から」参照）。

16.カンボジアのインフレは依然として世界的な商品価格の高騰に対して非常に脆弱であり、その動向はほとんどのASEAN諸国よりもそのような変動に敏感である。

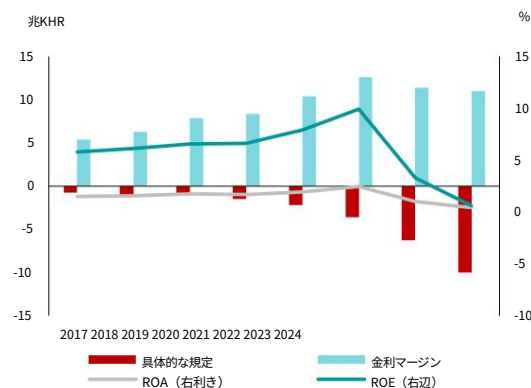
カンボジアは輸入燃料への依存度が高いため、地政学的緊張の高まりや海上輸送の混乱が引き金となる可能性のある世界的な原油価格の急騰は、輸送コストを急速に押し上げ、在庫・貯蔵システムが未整備なため、食料価格にも上昇圧力をかける可能性があります。同様に、異常気象、気候関連の混乱、あるいは地政学的紛争による国境封鎖によって輸入食料価格が上昇した場合、国内の食料インフレが加速する可能性があります。さらに、コアインフレと食料・エネルギーインフレの歴史的な連動性に見られるように、強い二次的影響は、

コスト上昇はコアインフレに波及し、ひいてはインフレ全体の変動を増幅させ、家計所得と国内需要を圧迫する可能性があります。

17.不良債権の増加と不動産セクターの弱体化は、銀行セクターの信用リスクを高める可能性がある。過去2年間の不良債権比率の上昇を受け、銀行は貸倒引当金を増額し、信用基準を厳格化している。不良債権の高水準が持続あるいは悪化した場合、結果として生じる貸倒損失は銀行の収益性（図14）と自己資本比率をさらに損なう可能性がある。

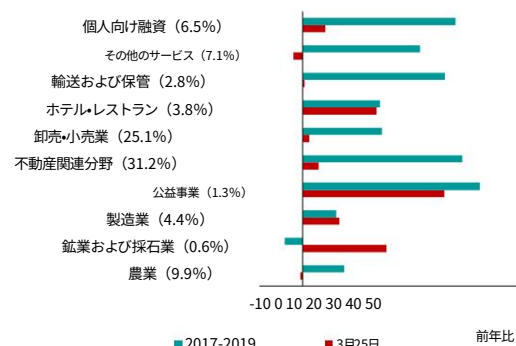
一方、不動産市場の長期にわたる低迷は、銀行の資産の質と収益に引き続き重くのしかかっています。不動産関連融資は銀行融資全体の約3分の1を占めており（図15）、22不動産開発業者や住宅購入者の財務状況は銀行の業績と密接に結びついています。23さらに、不動産資産は他の種類の融資の担保として一般的に利用されているため、不動産価格の下落は担保価値を毀損し、信用リスクを高め、契約違反を引き起こす可能性があります。24

図14. 収益性



出典: NBC (Haver Analytics/IMF FSIデータベース経由)、AMROスタッフによる計算 注: データには銀行とMDIが含まれます。

図15. セクター別信用残高の伸び、直近の伸びとパンデミック前の伸びの比較



出典: NBC, AMROスタッフによる計算 注: 1)括弧内の数字は、金融機関向け融資を除く、銀行およびMFIの総融資額に占める各セクターの割合。2)

不動産関連セクターには、建設、不動産事業、銀行およびマイクロファイナンス機関からの住宅ローンへの融資が含まれます。

18. 予想以上に厳しい世界金融環境は、カンボジアの銀行セクターのリスクを悪化させる可能性があります。米国連邦準備制度理事会（FRB）は2024年9月に政策金利の引き下げを開始しましたが、労働市場の逼迫やコアインフレ率の上昇といった最近の米国経済指標は、インフレの持続と高金利の長期化に対する懸念を引き起こしています。一方、米国新政権による輸入関税の大幅な引き上げなどの政策変更は、コストと価格の上昇につながり、スタグフレーションのリスクを高める可能性があります。

インフレの再燃は、金利上昇と世界的な金融環境の逼迫につながる可能性があります。2022年以降のFRB（連邦準備制度理事会）の金融引き締めサイクルにおいて、カンボジアの銀行の利鞘は圧縮されています。これは、貸出金利がほぼ横ばいである一方で、資金調達コストが急上昇したためです。米国金利の低下ペースが鈍化していることも、カンボジアの銀行の資金調達コストを高水準に維持する要因となります。その結果、不良債権比率の高さ、融資の伸び悩み、利鞘の縮小により、カンボジアの銀行の収益性は引き続き圧迫されると予想されます。

²² 2025年3月現在、建設、不動産、住宅ローンへの融資は銀行融資総額の約31.2%を占めている。

²³ 具体的には、2025年2月時点で入手可能なデータによると、不動産事業は不良債権の割合（10.3%）で小売業（21%）に次いで2番目に大きい割合を占めています。さらに、デベロッパーの財務状況悪化の深刻化は、銀行セクターの信用リスクの高まりにつながる可能性があります。

²⁴ S&Pによると、カンボジアの複数の銀行が2024年に外部機関貸し手との契約に違反した。

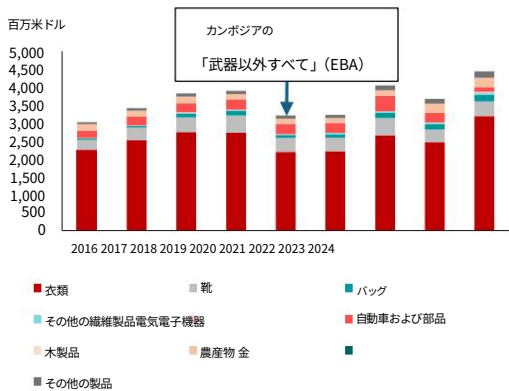
<https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/240912-your-three-minutes-in-cambodian-banking-covenant-breaches-point-to-a-survival-of-the-fittest-13247641>

B.2 長期的な課題と脆弱性19.カンボジアは2029年にLDC

(後発開発途上国)からの卒業を予定しているが、事前に対策を講じなければ、特惠待遇の喪失、輸出競争力の低下、借入コストの上昇につながる可能性がある。カンボジアは2029年末までにLDCからの卒業を予定しており、これは数十年にわたる急速な成長を経て、社会経済的發展における重要な成果となる。しかしながら、この移行は、他の国々が卒業時に直面するのと同様に、特惠貿易協定や譲許的融資の撤回など、課題ももたらす。25

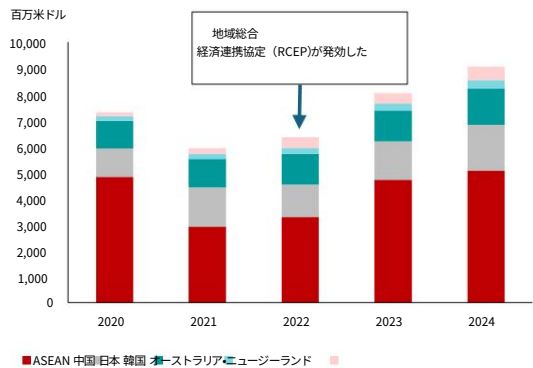
卒業は、現在カンボジアの総輸出の14.4%を占めるEU向け衣料品、履物、旅行用品（GFT）輸出（図16）に大きな影響を与える。卒業に伴い、カンボジアはEBA貿易制度26からEUの一般特惠関税制度（GSP）に移行し、GSPプラスまたは標準GSP協定のいずれかの適用を受ける。GSPプラスはGFT製品の関税をゼロに維持する一方で、より厳格な原産地規則を課す。一方、標準GSPは、衣料品に9%超、履物に6%超の関税を課すものの、原産地規則はより緩やかである。いずれのGSP協定にもアクセスできない場合、カンボジアは最恵国待遇（MFN）制度に基づき、衣料品と履物の両方で10%を超える関税を課されることになる。27

図16. EU27カ国への輸出（カテゴリー別）



出典：GDCE、AMROスタッフによる計算

図17. RCEP参加国への輸出



出典：GDCE、AMROスタッフによる計算

- カンボジアはLDCステータスから卒業すると、借入コストの上昇に直面する可能性がある。
この変化により、債務返済の負担が増大し、財政余地が減少し、インフラや人的資本への重要な投資を政府が資金調達する能力が制約される可能性があります。
カンボジアはLDC卒業により最も有利な融資を受けられなくなる可能性があるものの、商業借入よりも有利な条件を提供する融資オプションには依然としてアクセスすることができる。

C. 政策に関する議論と提言

20.カンボジアは、激化する世界貿易摩擦の影響に対処しており、回復力を強化するために多面的な政策対応を採用することが不可欠であり、

²⁵ 国連（2023）「後発開発途上国卒業の潜在的影響：カンボジア、コモロ、ジブチ、セネガル、ザンビア」政策報告書を参照。
注記：2023年2月。<https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/2023-cdp-policy.pdf>。
²⁶ EBAは、比較的柔軟な原産地規則の要件に基づいて、EU市場への無税アクセスを提供します。
²⁷ TAFTACおよびEurocham Cambodia（2024）「カンボジアの衣料品、履物、旅行用品（GFT）」セクター概要：問題を参照
2024年9月3日。<https://asiagarmenthub.net/resources/2024/cambodia-gft-sectoral-brief-issue-3.pdf>。

優先事項。19品目の米国製品に対する関税を35%から5%に引き下げるという政府の迅速な決定は、緊張緩和につながる建設的な第一歩となった。

- 短期的には、関税の影響を最も受けやすいセクター、特に衣料品産業を支援するために、的を絞った財政支援が必要となる可能性がある。柔軟な金融政策と、対象を絞った流動性対策を、慎重に調整しながら導入することで、変動を抑制し、経済活動を持続させることができる。統一された対応や協調的な戦略を通じて地域協力を強化することで、交渉力が向上し、域内貿易の拡大が促進される可能性がある。
- 中期的には、ASEAN+3を含む他のパートナーとの貿易の更なる自由化、既存のFTAの深化（図17）、新規協定の積極的な交渉、サービス貿易の促進を通じて、米国市場への依存度を低減することに重点を置くべきである。経済の多様化と国内競争力の強化は依然として重要であり、優先課題としては、グローバルバリューチェーンへの統合深化、ビジネス環境の改善、インフラのアップグレード、規制プロセスの合理化、教育・職業訓練への投資などが挙げられる。

C.1 財政の持続可能性と開発目標の両立

21. 米国による関税賦課はカンボジアの経済成長に重大な悪影響を及ぼす可能性があるため、財政政策は機動的かつ柔軟に対応していく必要がある。新たな関税の期間と規模については依然として不確実性が存在するため、慎重かつ柔軟な財政スタンスが求められる（AMRO、2025年）。²⁸ 当局は、関税が恒久化した場合、あるいは他国による報復措置によって世界的な貿易摩擦がさらに激化した場合に備えて、緊急時対応計画の策定を開始すべきである。財政準備金はパンデミック前のピークから減少しているため、残存するバッファを維持することが極めて重要である（図18）。

²⁹ したがって、財政支援は、財政の持続可能性を損なうことなく経済的・社会的影響を緩和するために、慎重に、適切に対象を絞り、最も影響を受けている部門と脆弱な労働者に焦点を当てるべきである。

同様に重要なのは、国民の信頼と政策の信頼性を維持するために、財政措置の規模、範囲、予想される期間について明確かつ透明性のあるコミュニケーションを行うことである。

22. カンボジアは中期的に、中期財政再建計画（MTFF）に明記されている通り、段階的な財政再建に引き続き取り組むべきである。当局は、変化するリスクに対応するための財政の柔軟性を維持しながら、支出の合理化と公共財政管理の強化に向けた努力を継続すべきである。主要なリスク要因が沈静化し、マクロ経済の安定が回復した暁には、当局は必要に応じてペースを調整し、MTFFに基づく最新の財政目標に沿って、段階的な財政再建の道筋に回帰すべきである。MTFFには、GDPの5%を財政赤字の上限とする規定が含まれている。この上限は開発支出の余地を残しているものの、それに伴う構造的な債務安定化の基礎的財政収支赤字は4.0%、公的債務対GDP比は約65%と、比較的高い水準にある。財政赤字上限をGDPの3.5%未満に引き下げると、構造的債務を安定化させる基礎的財政収支赤字は2.8%となり、長期的な公的債務対GDP比は約45%に制限される（図19）。

23. 公的債務は中期的に緩やかに増加すると予測されているため、財政当局は引き続き警戒を怠ってはならない。（付録5「債務持続可能性分析」参照）公的債務比率の継続的な上昇傾向は、財政の柔軟性を徐々に損ない、債務返済義務を増大させ、経済ショックや外的ショックに対する脆弱性を高める可能性がある。

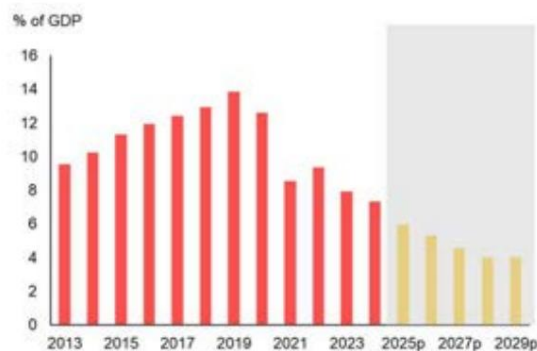
²⁸ AMRO (2025) 「ASEAN+3財政政策報告書2025：不確実性の中での財政戦略の舵取り」を参照。ASEAN+3財政政策報告書政策報告書2025、pp.13～16。

²⁹ 一方、パンデミック後の財政バッファの減少は、歳入の低迷にも起因しており、当局は、優先支出を維持するために政府預金を取り崩して財政赤字を補填する。

これらのリスクに対処するため、カンボジアが現在進めている財政再建の取り組みと足並みを揃えて基礎的財政赤字を縮小し、中期的に債務水準を安定させる必要がある。

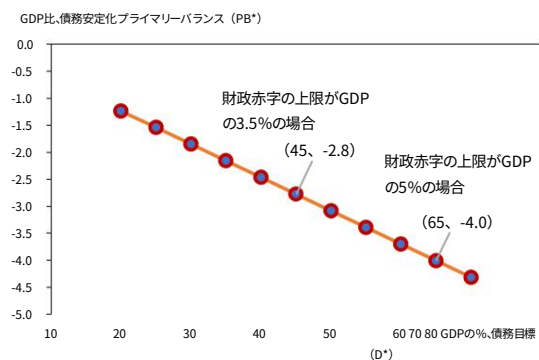
したがって、開発支出のための十分な財源を確保しつつ、財政の慎重さを維持することが不可欠となる。こうしたアプローチは、健全な財政状況を維持し、カンボジアの高度にドル化された金融政策体制を支えるために必要な、十分な財政余地（付録3「カンボジアの財政余地の評価」参照）を確保することになるだろう。30 さらに、MTFFとMTBFを効果的に実施するためには、マクロ経済予測と歳入予測の信頼性を確保するための予測能力を強化することが不可欠であり、これは効果的な財政計画に不可欠である。

図18. 政府貯蓄



出典：MEF、AMROスタッフによる計算と予測。注：1) 政府貯蓄は、予測される経常収入と計画されている経常支出から計画されている国内公共投資を差し引いた差額として予測されています。2) 2025～2029年の数値はAMROスタッフの予測に基づいています。

図19. 公的債務水準から推定される債務安定化プライマリーバランス



出典：MEF、AMROスタッフ推定

注：1) 構造的債務安定化プライマリーバランスとは、債務比率を長期的に一定水準に維持するために必要なプライマリーバランスであり、債務ダイナミクス方程式から計算される。

— × Cheng et al. (2018)と同様。

＝6.0 は長期経済成長を表し、 は長期実質金利を表し、 はプライマリーバランスを表します。この図は説明のために簡略化されており、マクロ経済変数と財政変数の相互作用を完全には考慮していません。

長期実質金利 (r^*) と成長率 (g^*) は固定であると想定します。

ただし、これらの利率は、完全な DSA モデルにおける債務レベルと財政収支によって変化する可能性があります。

24. 2023年と2024年の歳入徴収は低調に推移し、新たな歳入動員戦略の実施が喫緊の課題となっている。2025年初頭に歳入動員戦略（RMS）IIIを採択したことは重要な前進であるが、歳入動員の潜在能力を最大限に引き出すには、タイムリーかつ断固たる実行が不可欠となる。歳入不足が継続し、税収の伸びが鈍化していること（図20）を踏まえ、カンボジアは中長期的な税制改革、特に物品税、個人所得税、財産税の分野における改革を迅速に進めなければならない。

31

人所得税)において 33これらの改革は、課税基盤を拡大するだけでなく、所得税（個人も、より公平で持続可能な歳入制度を確保する。しかしながら、GDPの35%にも及ぶ大規模な非公式セクターは、歳入確保の大きな障害となっている。34これに対処するには、当局は簡素化された税制、税務登録優遇措置、デジタルソリューションを活用し、公式化の取り組みを優先する必要がある。

³⁰ Cheng, H.-J. Pitterle, 2018, 「財政余地のより包括的な評価に向けて」JDESAワーキングペーパーNo. 153, 国連経済社会局、ニューヨーク。

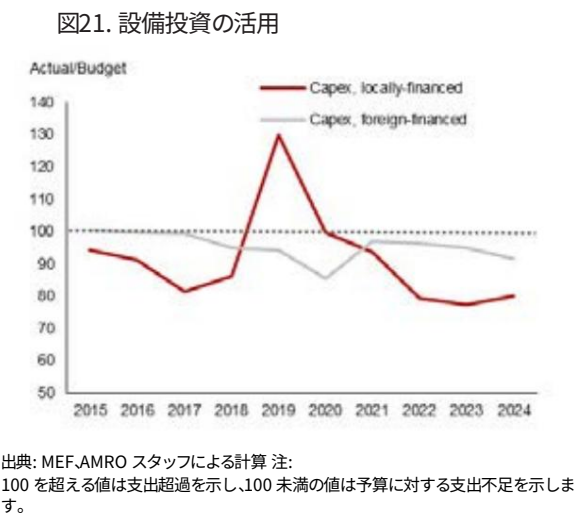
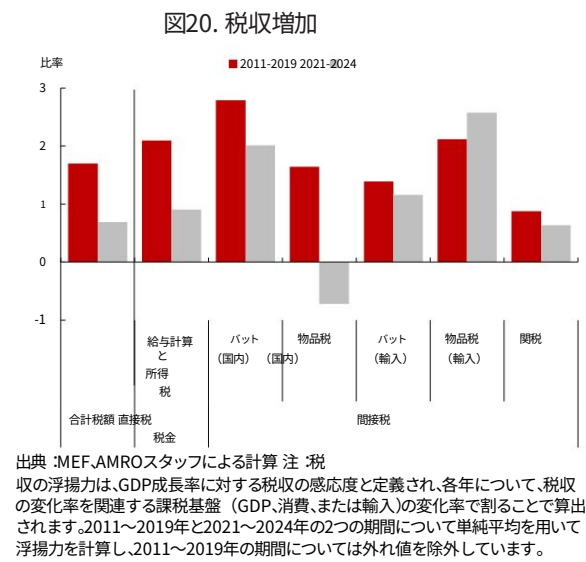
³¹ 物品税制度の継続的な見直しは、税率調整によって物品税の実質的な価値を維持し、財政、健康、環境の目標と整合します。

³² 労働所得と事業所得には累進税率、キャピタルゲインには定額税率という二重の税制構造を持つ包括的な個人所得税制度を導入することで、歳入創出、公平性、そして経済効率性の向上を図ることができます。さらに、簡素化された納税申告手続きの導入、そして課税基準額と税率の慎重な検討は、コンプライアンスの確保と行政負担の最小化に不可欠であると強調されています（モニネス・エル著「AMROカンボジア年次協議報告書2023」付録2参照）。

³³ 財産税は依然として十分に活用されておらず、評価、対象範囲、そして執行を強化することで、歳入を大幅に増加させる可能性があります。さらに、累進的な財産税率を導入することで、公平性をさらに高めることができます。カンボジアの現在の財産税率は、1億リエル（約25,000米ドル）を超える不動産の評価額の0.1%です。

³⁴ Chongvilaivan, A.-A. Chooi. 2021. 「東南アジアにおける課税能力の包括的評価」アジア開発銀行、マニラ、フィリピン。

より多くの企業がフォーマル経済に参入することを促進する。さらに、既存の減税措置の見直しを行い、経済回復を支える上での継続的な妥当性を評価することが推奨される。これらの結果に基づき、当局は、経済的正当性が弱まっている減税措置を段階的に廃止するための明確なスケジュールと基準を策定すべきである。



25. 税制優遇措置の管理強化は、カンボジアの開発目標を支援し、財政収入を守るために不可欠である。2021年投資法の成功裡な施行は、多額の投資を誘致した。35 法的枠組みが整備された今、焦点は、税制優遇措置が効果的に管理され、国家開発目標と整合し、収入が守られるようにすることに移るべきである。データ収集のための税支出作業部会の設置は歓迎すべき一歩である。収集された情報は、受益セクターと関連する財政コストの詳細を記した定期的な税支出報告書に公表されるべきである。税制優遇措置を受けているプロジェクトを追跡し、開発目標との整合性を評価するための厳格な監視システムも必要である。36 定期的な評価が制度化されている。評価によって、優遇措置を維持するか、変更するか、段階的に廃止するかを決定するべきである。

さらに、すべての税制優遇措置に対するサンセット条項の導入、税支出総額の上限の設定、および新たな提案に対する事前の実現可能性調査の要件により、税制優遇措置管理のガバナンスと有効性が大幅に強化されることになります。

26. 政策と予算編成の連携強化と支出効率の向上は、開発成果の向上と長期的な成長ポテンシャルの強化に不可欠である。カンボジアは、特に予算の透明性と説明責任の向上において、公共財政管理において顕著な進歩を遂げてきた。37 改革が進むにつれて、予算配分を国家政策の優先事項と整合させ、支出の有効性を向上させることに重点を置くべきである。今後、特にインフラ、教育、医療分野における公共投資と社会支出は、包摂的で持続可能な開発を促進する上で中心的な役割を果たしていることから、引き続き中核的な優先事項であるべきである。

³⁵ 新しい投資法は、生産設備や建設資材の輸入に対する付加価値税および物品税の免税の拡大、所得税免税の最長期間を最大3年延長、特別減価償却控除を5倍に拡大するなど、以前の法律よりも手厚い優遇措置を設けている。

³⁶ Andriansyah, Hong, Nam (2021) 「外国投資に対する税制優遇措置の利用に関する政策的考慮事項」AMROを参照。政策展望論文（PP/21-01）。

³⁷ 2023年公共財政システム法の公布と最初の実施により、強固な基盤が築かれました。2026年度予算法におけるプログラムベースの形式への移行に備えて、MTFFとMTBFを改訂しました。

持続可能な成長。しかしながら、中期計画と実際の予算配分をより適切に整合させること、予算上限の設定における実績ベンチマークの活用を強化すること、そして関係省庁において計画・予算編成ツールを効果的に適用するための能力構築など、依然として課題が残っている。これは、歴史的に予算執行不足を経験してきた地方資金による資本支出プロジェクトにとって特に重要である（図21）。こうした状況において、プログラム・パフォーマンス評価の強化は、公共支出が国家開発目標と整合した測定可能な成果を生み出すことを確実にするために不可欠となる。

27.カンボジアの経済安定を守り、景気循環に配慮した財政政策の能力を強化するためには、財政バッファの再構築が不可欠です。パンデミック中に政府貯蓄が大幅に減少したことを受け、財政バッファの回復は重要な優先課題となっています。この点において、2027年までに新たな財政準備基金を設立する計画は、強固なガバナンスを備えた適切に管理された財政準備金メカニズムを構築する重要な機会となります。しかし、この取り組みを効果的に行うためには、効率的かつ透明性のある財政運営を確保するために、様々な政府資金の目的を明確に定義する必要があります。現在、政府はNBCに預金を預けており、この口座はこれまで主に日常的な予算運営のための流動性バッファとして機能してきました。しかし、財政の慎重さの結果、預金は時間の経過とともにかなり大きく増加し、パンデミック中に取り崩された財政準備金的一种となりました。同様の目的を持つ専用の財政準備基金の設立は、2つの基金を並行して維持する根拠について疑問を投げかけます。非効率性と潜在的なガバナンスリスクを回避するため、これら2つの基金の役割と目的を明確に区別する必要があります。さらに、財政準備基金は、定期的な配分メカニズム、景気後退期における拠出停止の免責条項、そして透明性のある引き出し手続きなど、運用ルールを規定する強固な法的・制度的枠組みによって支えられるべきです。

28.長期的な財政の持続可能性を確保するためには、将来を見据えた多角的な公的債務管理戦略が不可欠です。カンボジアは、地域と比較して債務水準を低く抑え、主に非常に譲許的な融資に依存することで、慎重な公的債務管理を維持してきました。この健全な管理を強化する政府の中期債務戦略は、高く評価されるべきものです。しかし、カンボジアは成長促進投資のための借入拡大を目指し、2029年のLDC（後発開発途上国）からの卒業に向けて準備を進めており、長期的な財政の持続可能性を確保するためには、より将来を見据えた債務管理アプローチが必要となります。こうした状況において、当局にとって、可能な限り、多国間開発銀行や二国間開発パートナーから譲許的または準譲許的な条件で借入を継続することは、依然として有益です。このような資金調達には、借入コストの抑制に重要な役割を果たします。さらに、商業金利での債務発行・管理能力を強化することは、資金調達源の多様化にとって極めて重要です。カンボジアの国内債券市場はまだ初期段階にあるため、市場の更なる深化と明確な利回り曲線の確立は、投資家の信頼を高め、国債のより効率的な価格形成を促進するでしょう。カンボジアはまた、制度的能力の強化を通じて国債発行の基盤を築き始めることができ、要請に基づくソブリン信用格付けの取得を検討すべきです。

29.長期的な財政課題への効果的な管理は、債務の持続可能性を確保し、構造改革を支える鍵となる。国有企業（SOE）や官民連携（PPP）から生じる偶発債務への対処は、潜在的な財政ショックを防ぐ上で極めて重要である。³⁸リスク評価と定期的なモニタリングを強化する。

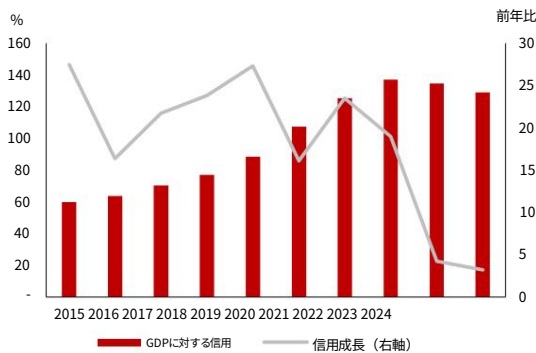
³⁸ 2024年末時点で国有企業の債務はGDPの6.1%に達し、一方、官民パートナーシップ（PPP）の資本ストックは2023年末時点でGDPの約40%に達しています。DSAストレステストによると、偶発債務の実現が最も深刻なショックであり、2029年までに公的債務はGDPの46.5%に増加すると予想されています。

公共部門全体における偶発債務の報告は、債務の透明性を向上させ、潜在的なリスクの早期発見を可能にする。この点において、国有企業、官民パートナーシップ（PPP）、その他の資金調達手段に関する定期的な財政リスク報告を制度化することは、政府の説明責任を強化し、債務の持続可能性を支援する。さらに、カンボジアは、気候変動関連支出を財政・債務管理の枠組みに統合する必要がある。適応・緩和支出のニーズが増大する中で、財政規律を維持しながら効率的な資源配分が必要となるためである。

C.2 財務健全性の確保と規制枠組みの強化30. NBCは、成長見通しが低下する中で経済を支えるため、緩和的な政策スタンスを維持すべきである。NBCは、緩和的な政策スタンスを維持している³⁹

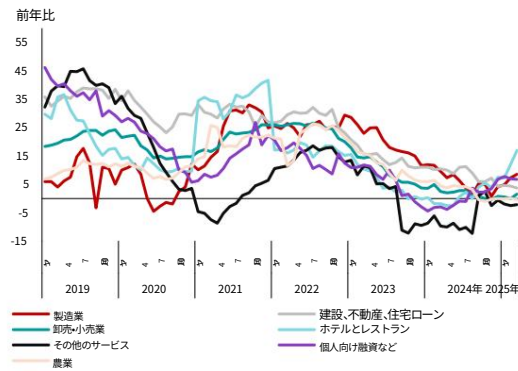
貸出の伸びが弱い環境（図22）において、政策スタンスは回復途上にある経済を支えるのに適切であると評価されている。しかしながら、高い不良債権比率による信用リスクの増大により、潤沢な流動性は信用の伸びを支えるのに十分ではない可能性がある。また、中央銀行の金融緩和政策が経済への実際の流動性供給に波及する効果は限定的である。中央銀行は、主要な優先セクターへの融資を促進するため、RRR割引40の形での流動性インセンティブなど、他の措置の実施を検討することができる（図23）。⁴¹今後、世界的な貿易摩擦の激化により不確実性が高まる中、短期的にはこの緩和スタンスを継続することが極めて重要である。

図22. 信用の伸びと信用対GDP比



出典：NBC、NIS、AMROスタッフによる算出。データには銀行とMDが含まれます。

図23. セクター別信用残高の伸び



出典：NBC、AMROスタッフによる算出。データには銀行とMDが含まれます。

31. 規制上の猶予措置（表1）の再導入は、特に経済の不確実性が高まっている状況下では短期的な救済策となる可能性があるが、期限を定め、強力な監督が必要である。この猶予措置により、銀行は借り手と協力し、バランスシートと返済能力の改善に取り組む時間を確保できる。これは、特に成長見通しの下振れリスクを鑑みれば明らかである。しかしながら、この措置は、根底にある不良債権問題の解決を遅らせる可能性があるため、モラルハザードも引き起こす。⁴²したがって、NBC（中央銀行）は、2025年末の期限を超えて猶予措置を延長すべきではない。さらに、NBCは、融資基準の緩和、ゾンビ企業の出現の回避、そして将来の不良債権の増加防止を通じて、銀行がこの措置を悪用しないよう徹底すべきである。

³⁹ NBCの政策措置には、RRRの巻き戻しの延期、CCBの完全実施の延期、LPCO レート、および銀行の毎日のリール準備資産保有要件の削減により、リールの流動性管理の柔軟性が向上します。

⁴⁰ たとえば、インドネシア銀行は、下流産業、住宅、観光、中小企業などの特定のセクターに融資する銀行に対して、RRR割引という形でインセンティブを提供しています（<https://amro-asia.org/amros-2023-annual-consultation-report-on-indonesia> を参照）。

⁴¹ ペンタゴン戦略第1フェーズでは、主要セクターの開発と新たな経済成長源を含む、経済の多様化と競争力強化が主要戦略の一つとして挙げられました。この戦略に沿って、カンボジア開発評議会（CDC）は現在、農産食品、自動車、電子機器、繊維・アパレル、自転車・部品、家具・ベニヤ・合板製品の7つの優先セクターを特定しています。

⁴² 2022年にパンデミックによる猶予期間が終了した後、銀行の不良債権比率は3%未満から2024年末までに7.3%に上昇した。

表1. 2020年以降のNBCの猶予措置の比較

ポリシー 発表 時間	忍耐 期間	再編の時代 許可された	対象セクター	ローンの分類	規定 要件
2020年3月 - 2021年12月	2022年6月ま で数回延長	- 1回から3回まで - 隔離地域にいる借り手の場合、ロ ーンは何度でも再編成でき る。 - 2022年1月から、これまで 再編されていないローンのみ が再編を申請できる	- 当初は衣料品、観光、 運輸、建設 の4つの分野 が対象 - すべてのセクターに拡 大されました 2020年11月	- 当初、分類を変 更する必要はありませんでし た - 2022年1月から、評価期間 中のローンを除き、2021年末 までに再編されるすべて のローンは、それに応じて分類 される。	- 当初は追加の規定は必要あり ません。 - 2021年7月から、再編されたロー ンが減損した場合、段階的に 引当金を計上することが求められ ました - 2022年1月から、金融 機関は、評 価期間中のローンを除 き、2021年末までに再編されたすべ てのローンに対して、それに応 じて引当金を計上することが求めら れています
2023年11月	2024 年末まで	最大2回	観光部門 シエムリアップ	- 分類の変更は必要 ありませんでした - 短期融資の場合は少なくとも 3か月、長期融資の場合は少なく とも6か月の評価期間を経て、 分類がアップグレードされる 可能性があります。	再編された融資が不良 債権となった場合、段 階的に引当金を計上する
2024年8月	2025 年末まで	最大2回	全セクター	- 分類の変更は必要 ありませんでした - 少なくとも3か月間の評価期 間を経て、分類がアップグレー ドされる可能性があります	再編された融資が不良 債権となった場合、段 階的に引当金を計上する

出典：NBC、AMROスタッフ編集

32.当局は、不良債権の管理と解決を強化するために積極的なアプローチを採用すべきである。不良債権の急増と金融安定への潜在的リスクを踏まえ、国家貸倒引当金（NBC）は、融資の質の正確な分類と適切な引当金の積立を確保すべきである。銀行は各自の裁量で様々な回収策を講じているが⁴³、資産運用会社（AMC）を設立し、より広範な構造改革を行うことで、不良債権の処分能力を高めることができる。しかし、AMCの設計と運営は、特に資金調達、法的枠組み、ガバナンスの枠組みにおいて大きな課題を伴い、包括的な実現可能性調査を実施する必要がある（付録4「カンボジアにおける不良債権処理のための政策オプションの検討」参照）。さらに、効果的なAMCの義務を策定するためには、融資モニタリングと制度的能力の強化が不可欠となる⁴⁴。

33. NBCは、新たなCAR枠組みの適時遵守を確保することにより、銀行システムの健全性を維持し続けるべきである。AMROは、1年間の猶予期間を設けて2024年末に新たなCAR枠組みを完全実施することを含む、銀行監督枠組みの強化に向けたNBCの最近の取り組みを称賛する。⁴⁵

不良債権比率が高い状況下でも、資本と流動性バッファは依然として十分な水準を維持している。特に、改訂された枠組みには、Tier 1比率と普通株等Tier 1（CET1）比率に関する要件が明示的に盛り込まれており、銀行が業務に支障をきたすことなく損失を吸収できる十分な質の高い中核資本を保有することを保証する。しかしながら、NBCは、猶予期間を延長することなく、規定された期限内に銀行がこれらの要件を満たすことを確実にすべきである。一方、NBCは、

⁴³ 銀行は、債務の回収のために、通常、リスケ、リストラ、回収、仲裁、訴訟などの回収策を採用する。

延滞債務⁴⁴

一般的に、AMCの任務には、その法的地位、資金調達構造、事業範囲、ガバナンスの枠組み、時間軸、および資産解決方法論。

⁴⁵ 2023年から2024年にかけて、カンボジア国家銀行（NBC）は新たな自己資本規制（CAR）の枠組みとして、i)信用リスク、ii)市場リスク、iii)オペレーショナルリスク、iv)規制資本、v)自己資本規制（CAR）に関する5つの新たな規制（クメール語で「省令」）を発行し、預金取扱金融機関のソルベンシー比率要件を更新し、カンボジアの規制枠組みをバーゼルIII基準により近づけました。特に、2024年12月に発行されたCARに関する省令は、CARの最低要件を設定し、その計算規則を規定しています。省令はリスク評価の範囲を拡大し、Tier 1比率の最低要件を11%、普通株等Tier 1（CET1）比率の最低要件を8%に明示的に含めるとともに、信用リスクに加えてオペレーショナルリスクと市場リスクを考慮に入れることでリスクベースの監督を支援しています。規制は2024年末に発効しましたが、銀行や金融機関は2025年末までの実施延長を要請することができます。

2024年12月に施行される銀行の仮想通貨関連取引および事業活動を監督する新たな規制は、規制を維持しながらデジタル金融を取り入れるための一歩となる。46仮想通貨関連の監督と金融の安定性に伴う高いリスクを考えると、NBCはこうした活動を監督する上でより慎重なアプローチを取るべきである。

34. NBCは、銀行の信用リスクと引当金の水準を評価するため、リスクに基づく定期的なオンサイト検査を継続し、リスク評価に関するガイダンスを提供するべきである。NBCは、弱体化する不動産セクターへの銀行の重大なエクスポージャーについて、常に注視するべきである。同時に、NBCは銀行とMDIIに対し、引当金と実績をより正確に測定するカンボジア国際財務報告基準（CIFRS 9）⁴⁷を用いて財務報告を予定通り実施するよう要求した。⁴⁸ さらに、NBCは、特に資産の質の悪化と収益性の低下が予想されることを踏まえ、裁量の支出を制限し、資本調達を支援し、配当支払いを抑制する政策措置を実施することにより、新たなCAR枠組みの下で銀行が十分な資本バッファを維持できるようにすべきである。⁴⁹

35. マクロブルーデンス政策枠組みの構築と金融安定枠組みの強化を優先すべきである。これらの措置を組み合わせることで、システミックリスクの効果的な監視と軽減を促進することができる。ローン・トゥ・バリュー（LTV）、債務対収入比率（DTI）、動的に差別化されたRRR50、不動産セクター向け貸出上限51といったマクロブルーデンス政策手段の実施は、高水準の不良債権関連リスクを大幅に軽減し、システミックリスクの予防に有効である。金融安定枠組みを強化するため、預金保険制度52、銀行破綻処理枠組み、危機管理枠組み、緊急流動性支援（ELA）ファシリティを近い将来に構築すべきである。

36. AMROは、ノンバンク金融サービス機構（NBFS）が、あらゆるサブセクターにおける規制枠組みの強化と監督能力の向上に向けて継続的に取り組んでいることを高く評価する。⁵³ NBFSは、不動産開発を規制するための新法の起草を進めており、データ管理と金融監視能力の向上を目的とした技術支援プロジェクト（表2）にも積極的に取り組んでいる。これらの取り組みは、非銀行セクターに関する包括的な金融安定報告書の公表を支援することを目的としている。

⁴⁶ NBCはこれまですべての暗号通貨取引を禁止していた。新たな規制では、トークン化された従来の通貨の取引が許可される。

監督規制下にある資産およびステーブルコイン。

⁴⁷ 既存のカンボジア会計基準（CAS）と比較して、銀行の収益実績はよりタイムリーで、引当金に関する包括的な取り扱いにより、CIFRS 9 に準拠して正確です。

⁴⁸ CIFRS 9は、引当金の取り扱いを強化し、銀行の業績をよりタイムリーかつ正確に反映することを目指して、2025年末までに既存のカンボジア会計基準（CAS）に取って代わると見込まれている。2009年、国家会計評議会（NAC）は、公的説明責任主体は2012年1月1日からCIFRSに従って財務諸表を作成しなければならないと発表した。銀行金融機関は、NBCからの要請を受けて、2016年1月1日まで、その後2019年1月1日までCIFRSの採用を延期することができた。2019年2月15日、NBCは、銀行金融機関がCIFRSを採用するための財務諸表の作成に関する通知を発行した。移行期間中、NBCのウェブサイトで公開される個々の銀行レポートは、引き続きCASに基づいていた。遅延は、主にその複雑な形式を理解し適用するために必要な専門知識の不足により、銀行に新しい会計基準を実施する能力が不十分であったことに起因している。

⁴⁹ 収益性圧力、特に純金利圧力に対処するために、銀行は担保重視の不動産融資から融資を多様化することができる。

不動産を信用スコアを使用したリスクベースの融資とプロジェクトベースの融資へと移行させ、より健全な信用拡大を促進します。

⁵⁰ 地域全体では、いくつかの中央銀行が銀行の信用ポートフォリオやその他の指標に基づいて差別化されたRRRを採用しています。

中国の例を挙げると、中国人民銀行は2011年から「動的差別化RRR」という制度を導入しました。この制度では、個々の銀行のRRRは、信用の伸び、政府の信用政策の実施状況、そして引当金、レバレッジ比率、自己資本比率といったその他の健全性指標を考慮して、四半期ごとまたは月ごとに変動します（<https://www.bis.org/publ/work360.pdf>）。

⁵¹ 2008年6月、NBCは、不動産セクターへの銀行融資に上限を設けることで、セクター別資産サイドのマクロブルーデンシャル政策を実施しました。

不動産セクターへの融資は、融資ポートフォリオの15%を占める。この措置は、世界金融危機の影響が収まった2009年に解除された。

⁵² AMROカンボジア年次協議報告書2023（付録3「カンボジアにおける預金保護制度の確立」）を参照。

スタッフの推奨事項については、<https://amro-asia.org/amros-2023-annual-consultation-report-on-cambodia/> の「カンボジアに関する年次報告」をご覧ください。

⁵³ NBFSの監督下にある非銀行金融セクターには、(i)保険セクター、(ii)不動産および質屋セクターが含まれる。

(iii) 証券セクター、(iv) 信託セクター、(v) 社会保障セクター、(vi) 会計監査セクターである。

規制枠組みを強化し、規制が不十分な分野におけるデータギャップに対処する54
NBFSAはリスク監視を改善し、非銀行部門内および銀行部門との相互関係をより適切に特定し、潜在的なシステムリスクを軽減して金融の安定を確保することができます。

表2 AMROがNBFSAに提供した技術支援プロジェクト

いいえ。	間隔	主な目的 カンボジア	状態
1	2023年9月～2024年3月	の非銀行金融セクターに関する現状分析レポートを提出 金融安定性レビューレポートの起草に対する支援を提	完了
2	2025年1月 - 継続中	供 非銀行フィンテックセクターに関する実現可能性調査およびレポート 進行中 非銀行金融	進行中
3	2025年1月 - 継続中	セクターのマクロ経済見通しレポートの起草に対する支援を提供。	
4	2025年2月 - 継続中		進行中

出典: AMRO

37.不動産関連のシャドーバンキング活動に内在するリスクに対処するためには、主要な利害関係者間のより強力な連携が必要である。

当局は緊密に連携し、データを共有することで、規制監督を強化し、効果的な金融安定監視を確保すべきである。カンボジア信用情報機関（CBC）とノンバンク金融サービス庁（NBFSA）は現在、不動産セクター向け融資の質を評価し、デベロッパーの財務状況に関するより詳細な情報を得るために協力している。一方、NBFSAは、共同検査、消費者教育、正規の銀行取引の促進、リスク評価枠組みの構築、そして強固な法制度の確立を通じて、NBCをはじめとする関係当局との協力を継続し、能力と業務の有効性を高めるべきである。

- 不動産開発業者から銀行金融機関（BFI）への顧客ローンの移行を促進するためのNBCと国土管理・都市計画・建設省（MLMUPC）の協力は、2025年初頭から検討されているが、リスク管理に関する緊密な連携の下、慎重に取り組むべきである。商業銀行融資は引き続き市場主導型であるべきであるが、この取り組みには一定のメリットがある。この取り組みは、ソフトタイトルからハードタイトルへの移転プロセスを迅速化することで土地所有権登録の改善を目指しており（表3）、ハードタイトルを保有する適格な住宅購入者が低金利・長期の銀行ローンを利用できるようにすることで、開発業者と顧客の双方における流動性圧力を軽減する可能性がある。しかしながら、NBCは、徹底したリスク評価に基づき、銀行がローンの移行決定において自主性を維持できるようにする必要がある。

表3. カンボジアにおけるハード土地所有権とソフト土地所有権の主な違い

特徴	ハードタイトル	ソフトタイトル
意味	国家レベルで登録された公式の土地所有権証明書	地方行政レベルで認められた占有権証書
発行機関	国土管理省、都市計画・建設（MLMUPC）	サンカット（コミュニティ）またはブム（村）。
法的地位	国内法に基づいて完全に登録され、認められている	国家登録制度では正式に認められていない
所有安全	高 — 最も安全な所有権の形態	中程度 - 紛争や競合する主張の対象となる可能性があります。

⁵⁴ シャドーバンキングの活動は2022年より前に拡大しました。これは、住宅購入者が銀行融資ではなく、デベロッパーが提供する高金利の分割払いプランを利用するケースが増えたためです。銀行融資は通常、より厳格な信用審査を必要とします。これらの活動はNBCの監督下で行われ、報告されていない信用リスクをもたらしました。住宅購入者がデベロッパーへの返済を遅らせると（デベロッパーはしばしば銀行融資を通じてこれらの非公式融資スキームに資金を提供していました）、信用リスクが銀行セクターに波及し、不良債権のさらなる増加につながる可能性があります。

⁵⁵ もう一つの例は、生命保険会社の投資活動から生じる潜在的なスπιルオーバーリスクです。生命保険会社の資金の大部分は銀行に預けられています。カンボジアでは預金保護制度がまだ導入されていないことを考えると、すべての保険会社が単一の銀行に集団的にエクスポージャーを負っている場合、その銀行が破綻した場合には、大きなスπιルオーバーリスクが生じる可能性があります。

モーゲージ 資格	正式な金融機関が担保として受け入れる	正式な住宅ローン融資には一般的に 受け入れられない
一般的な使用法	高額不動産、別荘、正式に開発された住宅地	都市周辺地域または未登録の二次市場区画での 非公式販売
取引 プロセス	地籍事務所での登録、課税、譲渡を含む正式な手続 き	限られた文書で地方レベルで処理される非公式な プロセス
譲渡税	譲渡税4%が適用されます。通常、1〜4か月です。	強制譲渡税は適用されない
処理時間		推定1〜2か月

出典：各種メディア、AMROスタッフによるまとめ

C.3 質の高い成長のための構造政策の促進

38. 質の高い、持続可能かつ包摂的な成長を促進するという当局のコミットメントは高く評価できる。政府の2025-2030年開発計画に示されたこのビジョンを実現するために、2028年経済計画56では、立ち遅れているセクターを支援し、競争力を強化し、多様化を加速させる、的を絞った政策を実施することが不可欠であるとされている。LDCからの卒業に向けて、当局は輸出業者に對し、より厳格な原産地規則と二重加工規則の要件を満たすための支援に努めるべきである。主な課題

資本投資の強化、労働力の育成、持続可能性を重視した技術の進歩といった、様々な分野に取り組む必要がある。エビデンスに基づく政策立案とタイムリーで信頼性の高いデータに支えられたガバナンスの継続的な改善が、これらの取り組みを支え、持続可能な成長と広範な経済発展の実現を確保する。これらの取り組みは、カンボジアが経済の脆弱性を軽減し、外部からの課題により適切に対応することに貢献するだろう。

39. インフラ開発における課題は、資本投資の加速、産業の多様化、そして必須サービスのニーズへの対応を目的に、対処されるべきである。カンボジアの相対的に脆弱なインフラ57は、高付加価値製造業などの優先セクターの推進において、政府にとって依然として課題となっている。例えば、道路、橋梁、交通インフラの不足もあって、物流コストは依然として高い水準にある。こうした制約は、農村部の所得向上と農家の更なる機会創出につながるはずの農産物・食品加工産業の大規模開発を阻害している。同様に、高い電力コストと不安定な電力供給は製造業の高度化を阻害し、カンボジアのバリューチェーンにおける地位向上を阻害し、最終的には工場労働者の所得向上を制限している58。この点において、「複合一貫輸送マスタープラン2022-2030」に掲げられた目標達成に向けた継続的な努力は称賛に値する。同時に、政府は再生可能エネルギーの導入をより費用対効果が高く、信頼性の高い方法で拡大するための取り組みを加速させるべきである。同時に、送電安定性の向上には、国の電力網の近代化が不可欠である。

40. 労働力の潜在能力を解き放ち、包摂的な成長を達成するためには、人的資本の構築を継続することが不可欠です。産業の多様化と高度化を支援するために、特に建設、電気、製造、機械、観光・ホスピタリティといった深刻なスキルギャップを抱えるセクターにおいて、労働力のスキルアップとスキルリスキルを早急に実施する必要があります。59技能開発基金（SDF）や技術・職業訓練基金（THC）といった制度をさらに強化し、効果的に活用します。

⁵⁶ このプログラムの正式名称は「競争力の促進、多様化の促進、そして回復力の強化のためのプログラム」です。

「2025〜2028年の極めて不確実な世界環境における経済成長」

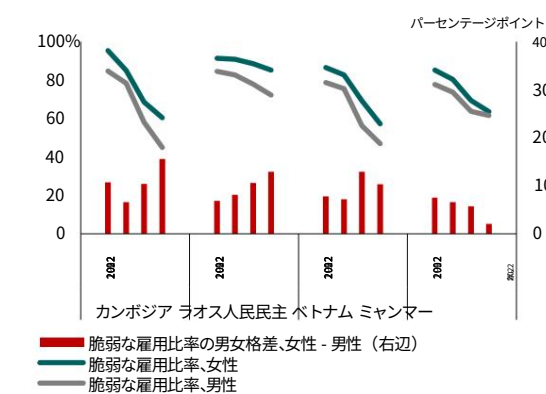
⁵⁷ 世界経済フォーラム（WEF）2019の国際競争力指数（GCI）で測定されたカンボジアのインフラの質は、主に国内のインフラ整備と投資の低さにより、地域他国と比較して低いと評価されています。インフラの質と一人当たりのインフラ資本ストックを比較すると、カンボジアは地域で最もインフラ投資の効率性が低いことが分かりました。

⁵⁸ 一例として、カンボジアでは電力コストの高さから生地の生産コストが高騰しています。しかし、生地が国内で生産されなければ、カンボジアが後開発途上国（LDC）の地位から脱却した後、衣料品は原産地規則の要件を満たすことが難しくなり、衣料労働者の福祉に悪影響を与える可能性があります。

⁵⁹ ユーロチャムカンボジア「スキルギャップ評価2024」を参照。<https://www.eurocham-cambodia.org/uploads/782f9-final-report-スキルギャップ評価レポートデジタル3.pdf>。

教育訓練（TVET）プログラムは不可欠です。一方、衣料品セクターにおける女性の経済的エンパワーメントは進展を見せていますが、ジェンダー格差は依然として存在し、特に農業とサービスセクターでは、多くの女性が依然として脆弱な非公式雇用に使われています（図24）。政府がジェンダー平等を推進するために様々な措置を講じてきたことは称賛に値しますが、科学、技術、工学、数学（STEM）分野における女性の能力強化など、より広範な労働力開発戦略にジェンダーに配慮したアプローチを組み込むことが不可欠です。これにより、カンボジアの経済変革への女性の完全な参加と恩恵が確保されるでしょう。⁶⁰

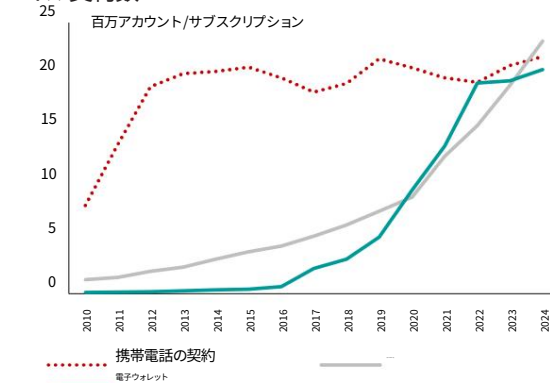
図24. 脆弱な雇用と男女差



出典: 国際労働機関 (ILO), AMRO スタッフによる計算。

注: これはILOの推計モデルに基づいています。データは労働力調査と世帯調査から得られ、一部の国の公式推計と国勢調査によって補完されています。

図25. 銀行口座数、電子ウォレット口座数、登録モバイル契約数



出典: NBC, 世界銀行, 電気通信規制当局
カンボジア; AMROスタッフの計算

41. 金融デジタル化を推進する取り組みにより、金融サービスはより手頃な価格で利用しやすくなっており、さらなる進展が期待されています。特に、NBCのブロックチェーンベースの決済システム「バコン」は、銀行口座を持たない層へのアクセスを拡大することで金融包摂を促進し、デジタル取引における現地通貨の利用を促進しています。具体的には、2021年から2024年の間に、バコンを通じた取引額は23.2兆クワチャから605.6兆クワチャへと飛躍的に増加し、リアルでの利用割合は18%から30.3%に上昇しました。一方、銀行や金融機関はデジタル変革を着実に進めています。同時に、カンボジアの消費者は、特に近年急速に成長しているリアルでの電子ウォレット（図25）やデジタル決済の利用を拡大しています。今後、金融デジタル化の継続的な進展に加え、業務のレジリエンスを確保し、風評リスクを軽減するためのサイバーセキュリティ対策を強化する必要があります。

42. カンボジアは、持続可能な開発を支援するための気候変動戦略の見直しを進めており、正しい方向に進んでいる。2024年8月、政府は気候変動リスクの軽減に向けたカンボジア気候変動戦略計画2024-2033の改訂版を発表した。61 この計画では、気候変動リスクの軽減に向けた国のコミットメントが強調されている。この計画は、再生可能エネルギーの推進を含む、包摂的かつ持続可能な慣行を通じて、カーボンニュートラルと気候変動へのレジリエンス（強靭性）の達成を目指す、気候変動に配慮した開発戦略を概説しており、これは歓迎すべき一歩である。一方、政府は環境に配慮した農業イニシアチブを継続し、太陽光発電や風力発電などの再生可能エネルギーの生産を強化するよう奨励されている。さらに、

⁶⁰ UNIDO 「パンデミック後の世界におけるジェンダーに配慮した産業化に向けて」を参照。<https://iap.unido.org/articles/towards-gender-equality-in-industrialization-after-the-pandemic>

⁶¹ この計画は、気候変動リスクを軽減するための既存の当局の確固たるコミットメントである「国家決定貢献、環境循環戦略2023-2028、およびペンタゴン戦略のカーボンニュートラルに関するビジョン」。

2050年までに森林被覆率60%という国防戦略の目標を達成するには、森林破壊⁶²を削減するためのより強力な取り組みが不可欠である。⁶³ これらの取り組みに資金を供給するために、政府は持続可能な資金調達オプションを模索し、規制枠組みを改善し、再生可能エネルギーとグリーン産業への外国直接投資を誘致する必要がある。

43.効果的な政策実施は、構造改革を推進する上で鍵となる。新たな政策やロードマップの導入と同様に重要なのは、既存の戦略を効果的に実行することであり、そのためにはより強力な管理能力が必要となる。この点において、ペンタゴン戦略フェーズIのモニタリング・評価枠組みの構築は称賛に値する。⁶⁴

今後、特に重要な分野は2つあります。第一に、省庁間の連携強化は、特に省庁間で優先事項が異なる場合に不可欠です。このような場合、効果的な連携と明確な責任を果たすためには、率直な対話、国家の優先事項の明確な定義、そして各省庁の中核的任務の相互尊重が不可欠です。第二に、エビデンスに基づく意思決定を策定するためには、データ収集の強化が不可欠です。

GDPデータの不完全なカバレッジと不定期な報告、消費者物価指数（CPI）バスケット⁶⁵カンボジアは依然として、の時代遅れ、労働市場統計の不足、国際収支データの公表遅延など、重大なデータギャップに直面している。これらのギャップに対処し、解消するには、国立統計研究所（NIS）などの主要機関における能力構築が必要である。データは包括的、信頼性が高く、アクセスしやすく、タイムリーでなければならない。

⁶² カンボジアは過去20年間で森林破壊が最も急速に進んでいる国の一つであり、森林被覆面積の30%が失われています。世界銀行（2023年）「カンボジア国別気候・開発報告書」参照。

⁶³ 現在、気候変動対策資金の大部分は政府予算と国際機関からの資金提供によるものです。国際機関による資金提供の一例としては、2023年から実施されている国連の森林減少・劣化に由来する温室効果ガス排出削減プログラム（UN-REDDプログラム）からの支援が挙げられます。詳細は<https://www.climateandforests-undp.org/news-and-stories/greening-cambodia-redd-programme-and-cambodias-circular-strategy-environment>をご覧ください。

⁶⁴ これは2024年9月に閣僚理事会によって承認されました。

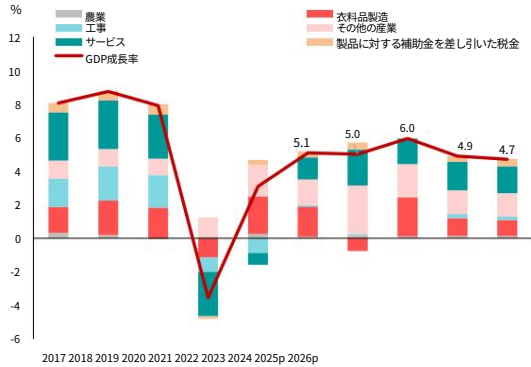
⁶⁵ Netra, Hughes, Kimchoeun（2025）「効果的な政策実施のための制約の克服」、カンボジアの新成長戦略背景文書6、2025年3月、CDRI（<https://cdri.org.kh/publication/overcoming-constraints-for-effective-policy-implementation-background-paper-6>）を参照。

付録

付録1. 主要経済指標の抜粋

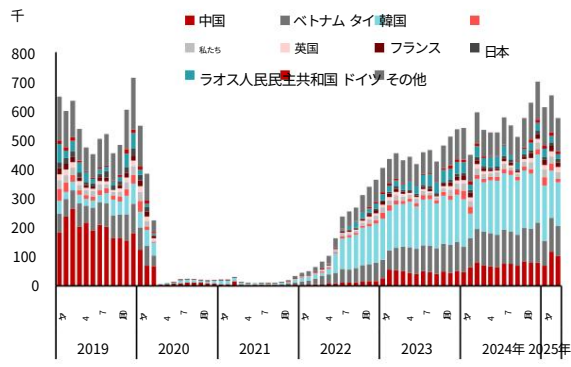
図1.1. 実体経済部門

実質GDP成長率は2024年に加速するが、高い関税率の影響で成長率は鈍化する見込みだ。



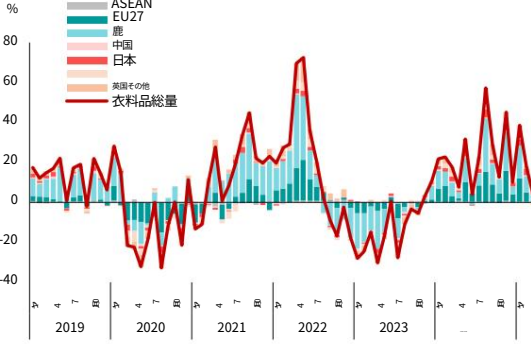
出典: NIS, AMROスタッフによる計算 注: p = 予測。

海外からの観光客の到着数はパンデミック前の水準を上回った。



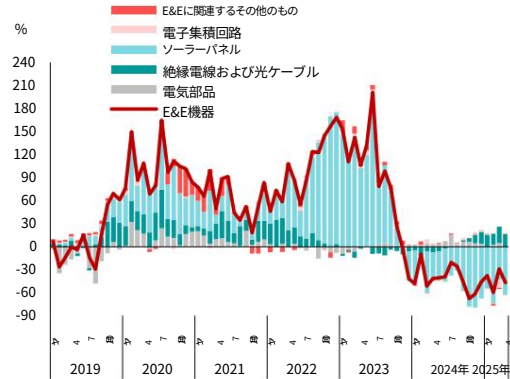
出典: 観光省

衣料品輸出は、米国とEUからの強い需要に牽引され、2024年に大幅に増加した。



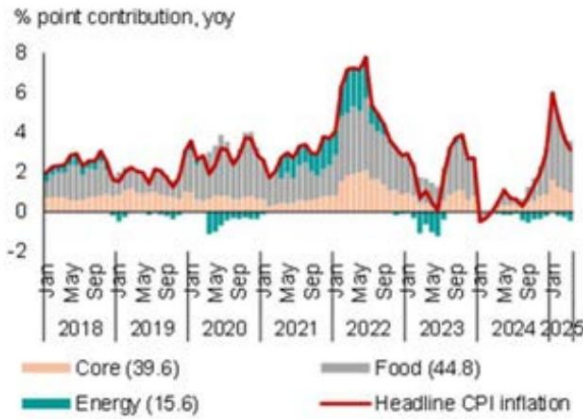
出典: GDCE

米国の相殺関税の影響で、電気・電子製品の輸出は2024年に急激に減少し、特に太陽光パネルが顕著となった。



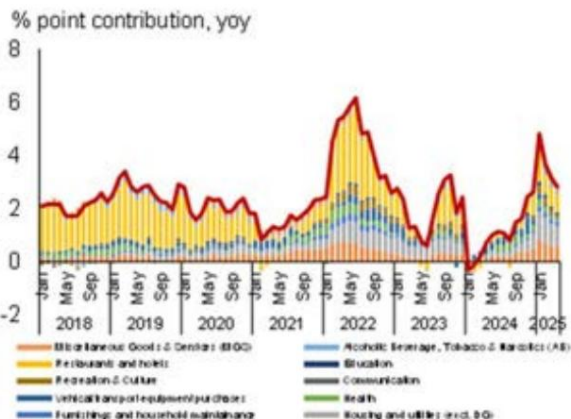
出典: NIS, AMROスタッフ推定

総合CPIインフレ率は依然として不安定です。



出典: NIS, AMROスタッフによる計算 注: 括弧内の数字はCPIバスケットにおけるウェイトを示しています。

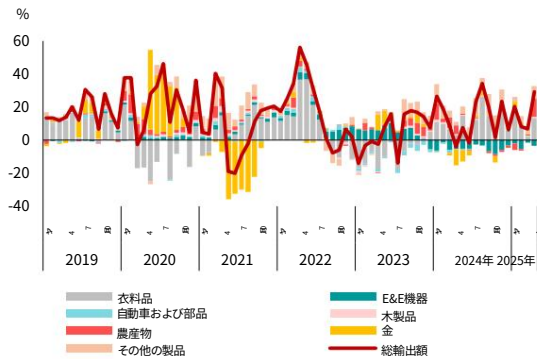
コアインフレ率はその傾向をほぼ追っています。



出典: NIS, AMROスタッフによる計算

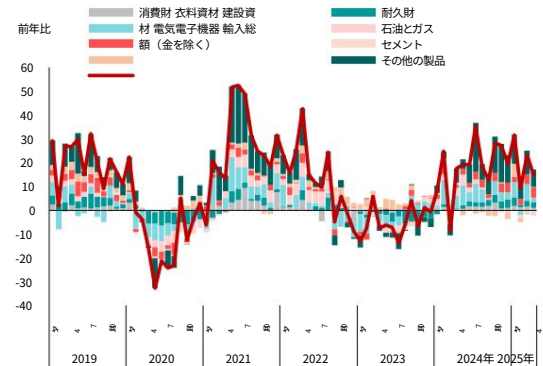
図1.2 対外部門

2024年の物品輸出は衣料品輸出の牽引により13.6%（前年比）増加した。



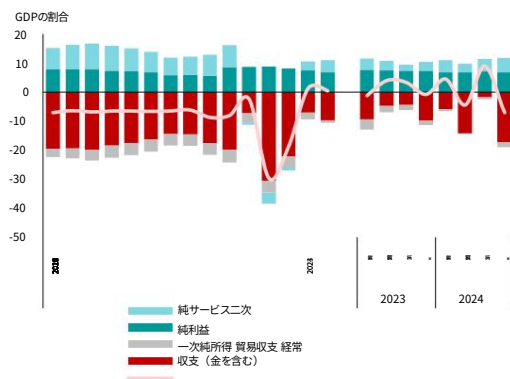
出典：GDCE、AMROスタッフによる計算

2024年の輸入はE&E機器を除くほとんどの分野で増加し、前年比17.6%増加しました。



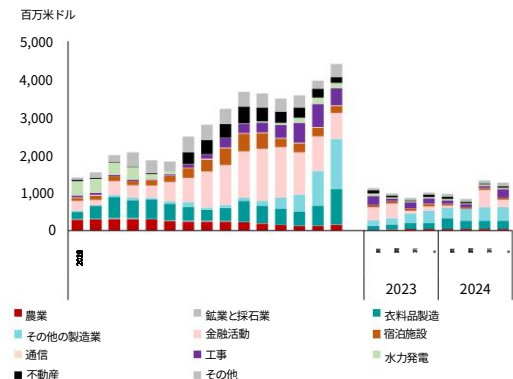
出典：GDCE、AMROスタッフによる計算

2024年の経常収支黒字は、主に貿易赤字の拡大により縮小しました。



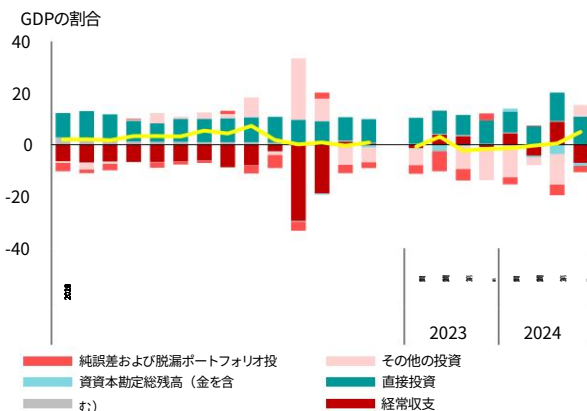
出典：GDCE、AMROスタッフ推定 注：四半期GDP数値はAMROスタッフ推定に基づいています。

2024年もFDI流入は、主に製造業への流入により堅調に推移しました。



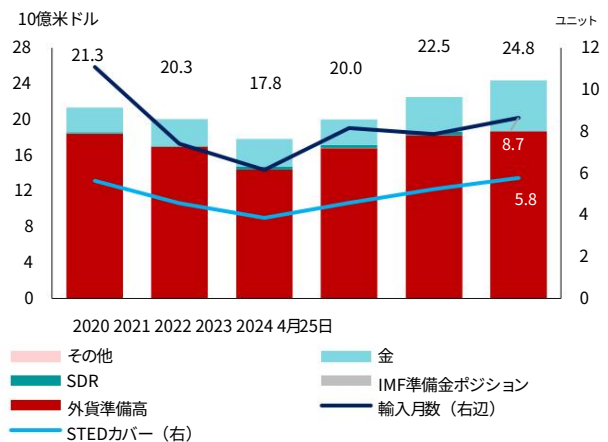
出典：NBC

2024年、国際収支全体の残高は、主にFDI流入の牽引により、若干の黒字を記録しました。



出典：NBC、AMROスタッフの計算

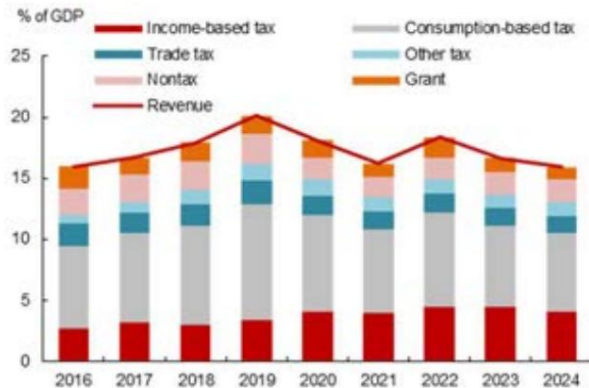
カンボジアの外貨準備高は2025年4月時点で248億米ドルに増加しており、これは輸入の8.7か月分に相当する。



出典：NBC、AMROスタッフの計算

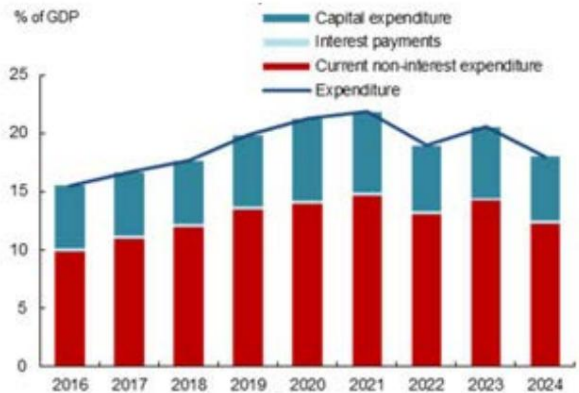
図1.3 財政部門

カンボジアでは2024年も引き続き大幅な収益の減少が見込まれます。



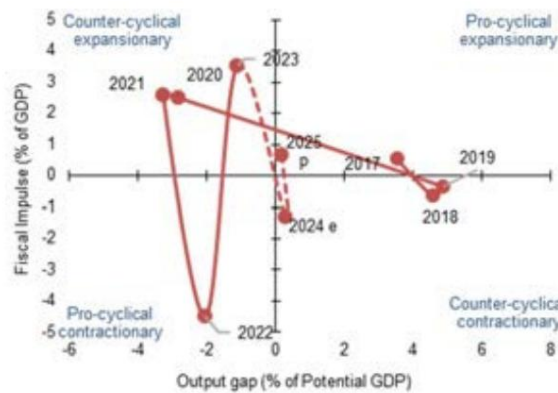
出典：MEF、AMROスタッフによる計算

歳入不足に対応して、政府は2024年に支出を削減した。



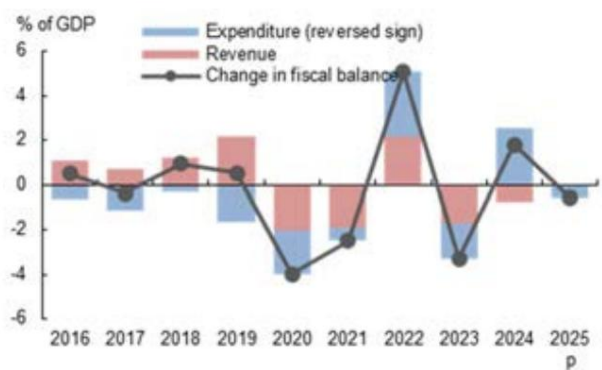
出典：MEF、AMROスタッフによる計算

財政政策は、2024年の緊縮政策に続き、2025年には拡張政策に転じると予測されています。



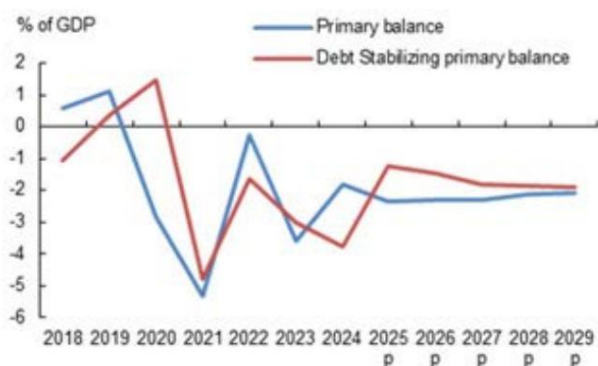
出典：MEF、AMROの計算

2025年の赤字拡大は、2024年の削減後の支出正常化が要因になると予想される。



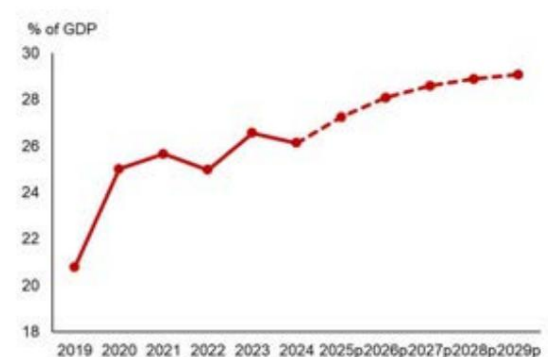
出典：MEF、AMROスタッフによる計算

中期的には基礎的財政収支赤字は債務安定水準を上回ると予想されている。



出典：MEF、AMROスタッフ予測

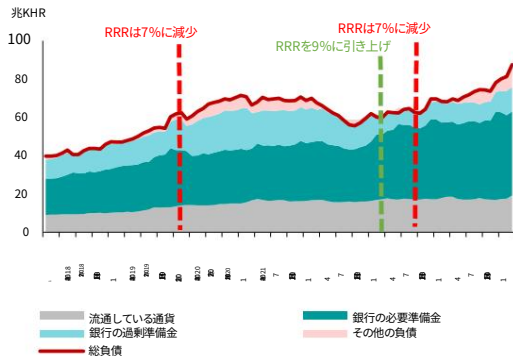
公的債務は、主に財政赤字の継続により、着実に増加すると予測されています。



出典：MEF、AMROスタッフ予測

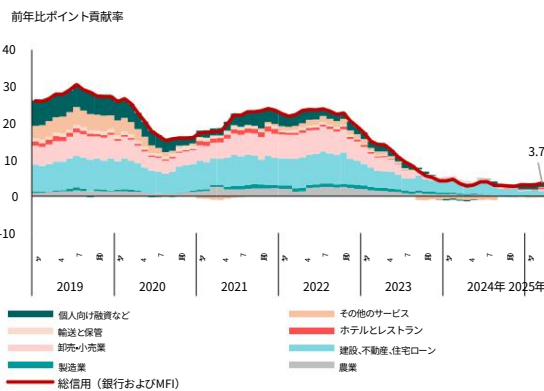
図1.4. 金融セクター

2023年後半にはRRRが7%に低下したものの、融資の伸びが鈍化し預金の伸びが加速したことを反映して、銀行の準備金は増加を続けた。



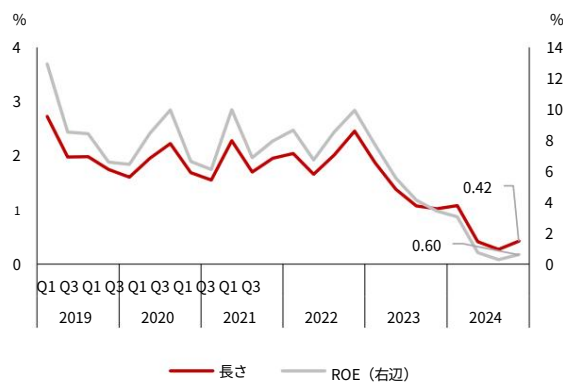
出典：NBC

2025年3月にわずかに上昇する前は、信用の伸びは広範囲にわたって弱く、最近の伸びは主に不動産関連セクターへの融資によって牽引されていました。



出典：NBC

銀行（MDIを含む）のROAとROEは、2023～2024年にかけてそれぞれ0.42%と0.60%に低下しました。



出典：NBC（Haver Analytics/IMF FSIデータベース経由）、AMROスタッフによる計算。

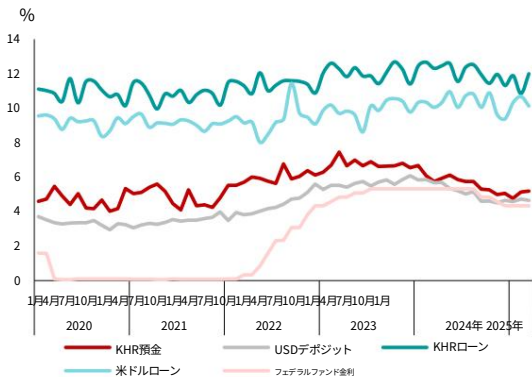
注：データには銀行とMDIが含まれます。

広義マネー（M2）の伸びは、外貨預金の伸びの加速に牽引され、2023年初頭から着実に加速している。



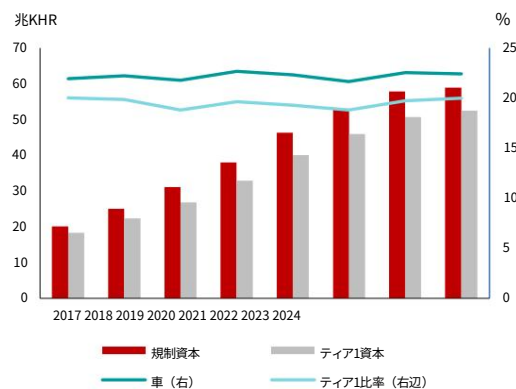
出典：NBC

銀行の米ドルおよびKHRの預金金利（KHR金利の最近の上昇前）は下落傾向を示しましたが、貸出金利は2024年には比較的安定していました。



出典：NBC

銀行とマイクロファイナンス機関は、CAR が規制要件の 15% を上回っており、十分なバッファを維持しています。



出典：NBC（Haver Analytics/IMF FSIデータベース経由）、AMROスタッフによる算出。データには銀行とMDIが含まれます。

付録2. カンボジアの主要経済指標

	2021	2022	2023	2024	予測	
					2025	2026
実体経済と物価	(特に記載がない限り、パーセント変化)					
実質GDP成長率	3.1	5.1	1.5	0.6	8.4	5.0
農業	8.4			1.1	0.8	5.2
業界				5.3	10.2	1.0
サービス	-1.8	3.6	6.0	4.2	6.6	5.9
GDPデフレーター	2.6	3.5	1.0	1.6	2.1	2.4
CPIインフレ率 (平均)	2.9	5.3	2.1	0.8	2.5	2.3
コアインフレ率 (平均)	2.1	2.7	2.1	0.7	2.2	1.7
対外部門	(特に記載がない限り、単位は百万米ドル)					
経常収支	-10,892.9	-7,582.0	552.3	-29.6	-19.0	1.3
(金を含む、GDPの割合)	-8.4	-0.1	-11,205.3	-8,826.3	-2,986.2	222.1
(金を除く、GDPの割合)	19,520.9	23,178.9	23,564.4	30,726.2	-0.2	-4.2
貿易収支	32,005.2	26,550.6	-1,432.4	-435.7	1,318.1	-4,495.6
輸出	-1,489.5	-1,551.0	-953.4	3,234.3	3,230.9	-5,587.3
輸入品	3,173.9	12,056.4	6,806.6	515.8	32.7	-6,702.9
サービス、純額	3,391.0	3,428.3	3,807.4	-51.2	-126.1	30,811.7
一次所得、純額	8,716.6	3,504.3	-2,941.6	204.2	209.3	31,247.3
二次所得、純額	-1,285.0	912.1	-1,134.4	82.7	345.9	34,966.7
金融口座残高						37,514.6
(GDPのパーセント)						1,878.8
外国直接投資 (純)						1,766.2
ポートフォリオ投資 (純額)						1,800.2
その他の投資 (純額)						-358.8
資本収支						-1,309.5
誤りと脱落						-1,409.4
全体的なバランス						3,197.7
(GDPのパーセント)						3,397.3
国際準備金総額						3,497.1
(輸入月数)						1,122.3
(輸入月数、金を除く)						2,817.9
対外債務						2.4
(GDPのパーセント)						5.7
財政部門	(GDPのパーセント)					
収入と助成金	16.2	18.4	16.7	15.0	13.7	15.8
収入	13.5	1.7	1.8	1.1	20.5	13.0
非課税収入	1.6	0.3	6.1	-3.9	-3.6	1.9
助成金	1.1	1.7				0.8
支出	21.9	19.0	26.6	17.9	18.5	1.0
現在の非利息支出	14.6	13.1	7.9	12.3	12.6	0.9
利息支払い	0.3	0.3		0.3	0.3	0.3
資本支出	6.9	5.6		5.3	5.6	5.8
全体的な財政収支	-5.6	-0.6		-2.1	-2.7	-2.7
プライマリーバランス	-5.3	-0.3		-1.8	-2.4	-2.3
公債	25.6	25.0		26.1	27.2	28.1
政府貯蓄 (純額ベース)	8.5	9.4		7.3	6.0	5.3
金融セクター	(パーセント変化、期末)					
民間部門の信用	23.6	18.5	3.1	8.2	17.53	48.4
広義のお金	16.4	2.9	7.3	12.5	4.3	138.1
準備金	10.2			2.7	111.3	5.0
預貸率 (平均、パーセント)	127.3			126.9		8.3
不良債権比率 (平均、%)	2.4			5.5		18.0
覚書項目						
名目 GDP (10 億 KHR)	150,792.7	164,059.1	174,027.1	名目 GDP (百万米ドル)	36,790.2	39,994.5
2,162.9	2,325.3	2,433.1	為替レート (KHR/USD、平均)	4,098.7	4,102.0	4,110.7
4,110.7	為替レート (KHR/USD、期末)	4,113.5	4,118.0	4,085.0	出典	各国当局、AMRO スタッフの推定値と予測 注 :1) カンボジアの国際収支は BPM6 に従っており、財務勘定の符号は反転されています。 2) 赤字は AMRO スタッフの推定値を示します。
187,447.0	201,166.9	215,733.5	46,050.1	48,975.3	52,446.5	2,502.7
2,524.5	2,570.9	4,070.5	4,107.5	4,113.4	4,025.0	4,081.9
4,087.7						4,087.7

付録3. 国際収支

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	(特に記載がない限り、単位は百万米ドル)						
当座預金	-2,896	-2,935	-348	-10,893	-7,582	552	222
貿易収支	-5,844	-7,255	-2,011	-11,205	-8,826	-2,986	-4,496
輸出、FOB	12,963	14,986	19,055	19,521	23,179	23,564	26,752
うち衣料品輸出、FOB	9,507	10,792	9,871	11,390	12,990	11,281	13,920
輸入、FOB	18,806	22,242	21,066	30,726	32,005	26,551	31,247
サービス、純収入	2,395	2,812	-257	-1,432	-436	1,318	1,879
支払いー	5,451	6,086	1,767	657	2,318	4,188	4,952
次所得、純収	3,056	3,274	2,025	2,090	2,754	2,870	3,073
入	-1,328	-1,645	-1,109	-1,490	-1,551	-953	-359
	580	651	610	331	346	488	609
支払い	1,908	2,296	1,718	1,820	1,897	1,442	968
二次所得、純額	1,881	3,153	3,029	3,234	3,231	3,174	3,198
うち公式移籍	579	532	449	510	479	494	443
その他	1,302	2,622	2,580	2,724	2,752	2,679	2,755
資本および金融勘定	3,861	6,725	3,275	12,261	7,016	655	1,248
資本勘定	326	355	259	204	209	140	126
金融口座（純額）	3,535	6,370	3,016	12,056	6,807	516	1,122
直接投資	3,064	3,561	3,498	3,391	3,428	3,807	4,223
その他の投資	513	2,821	-385	8,717	3,504	-2,942	-2,611
誤りと脱落	480	-1,123	-2,290	-1,285	912	-1,134	-1,037
全体的なバランス	1,445	2,668	637	83	346	73	433
覚書事項:							
財貨およびサービスの輸出	18,414	21,072	20,823	20,178	25,497	27,753	31,703
物品およびサービスの輸入	21,863	25,516	23,091	32,816	34,759	29,421	34,320
貿易収支（GDP比）	-17.6	-19.8	-5.8	-30.5	-22.1	-7.1	-9.8
経常収支（GDP比）	-8.7	-8.0	-1.0	-29.6	-19.0	1.3	0.5
資本+金融勘定（GDP比）	11.7	18.3	9.4	33.3	17.5	1.5	2.7
総収支（GDP比）	4.4	7.3	3.4	0.2	0.9	0.2	0.9
外貨準備高（百万米ドル）	14,629	18,763	21,334	20,265	17,805	19,998	22,511
商品とサービスの輸入の月数	8.0	8.8	11.1	7.4	6.1	8.2	7.9
名目GDP（百万米ドル）	33,146	36,685	34,818	36,790	39,995	42,336	46,050

出典: 各国当局、AMROスタッフの推定 注: カンボジアの国際収支はBPM6に従っており、財務勘定の符号は反転されている。

付録4. 政府一般業務に関する声明

	2020	2021	2022 2023		2024	2025BL
	(GDPのパーセント)					
総収入と助成金	18.1	16.2	18.4	16.7	15.8	16.1
国内総収入	16.7	15.1	16.8	15.7	15.1	15.4
中央政府	15.2	13.6	15.2	14.3	13.9	14.1
地方自治体	1.5	1.5	1.5	1.4	1.2	1.3
現在の収益	16.6	15.1	16.7	15.5	14.9	15.1
総税収	14.9	13.5	15.0	13.7	13.1	13.1
税収中央局	13.6	12.3	13.8	12.6	12.0	12.0
国内税	12.0	10.8	12.2	11.1	10.6	11.0
直接税	4.1	3.9	4.5	4.5	4.0	4.4
間接税	8.0	6.9	7.7	6.6	6.6	6.6
バット	4.6	4.0	4.5	4.3	4.2	4.0
物品税	3.4	2.9	3.3	2.3	2.4	2.5
貿易税	1.6	1.4	1.6	1.5	1.5	1.1
地方税収	1.4	1.2	1.2	1.1	1.0	1.1
非課税収入中央	1.5	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8
非課税収入 地方	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
助成金	1.4	1.1	1.7	1.1	0.8	0.7
総支出	21.3	21.9	19.0	20.5	17.9	18.9
経常支出	14.2	14.9	13.4	14.5	12.6	13.0
賃金と給与	6.1	5.6	5.4	5.6	5.4	5.3
非賃金	7.1	8.1	6.7	8.0	6.1	6.6
利払い	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
国内	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
外国	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
その他の経常支出	1.0	1.2	1.3	0.9	1.0	1.1
設備投資	7.0	6.9	5.6	6.1	5.3	5.9
国内融資	3.4	3.4	2.1	2.7	2.3	2.5
外国資金経常収支（補	3.6	3.5	3.5	3.4	3.0	3.4
助金を除く）	3.4	1.0	4.5	2.3	2.4	2.2
基礎的財政収支（補助金を除く）	-4.3	-6.4	-1.9	-4.6	-2.5	-3.2
財政収支（補助金を含む）	-3.2	-5.6	-0.6	-3.9	-2.1	-2.8
財政収支（補助金を除く）	-4.6	-6.7	-2.3	-5.0	-2.9	-3.5

出典：各国当局、AMROスタッフによる計算 注：2024年のGDP
シェアはAMROの予測に基づく。BL = 予算法。

付録5.債務持続可能性分析⁶⁶

1. カンボジアの公的債務対GDP比は、中期的には30%未満と低い水準を維持すると予測されています。2025年から2029年にかけて債務比率は緩やかに上昇するものの、そのペースは鈍化する見込みです。これは、財政再建と成長見通しの改善により、カンボジアの総資金調達需要（GFN）が縮小すると見込まれるためです。

観光業が徐々に回復し、不動産部門が依然として低迷していることから、経済成長はパンデミック前の水準を下回る約6%と緩やかな伸びにとどまると予想されます。

カンボジアは引き続き非常に譲許的な融資を利用できることから、実効金利は2%を下回る低水準にとどまると予想されます。この有利な資金調達環境は、少なくともカンボジアが後開発途上国（LDC）からの卒業を予定している2029年までは続く見込みです。

財政赤字は、2024年のGDPの2.1%から2025年には2.7%に拡大し、予測期間中はGDPの2.5～2.7%の範囲で安定すると予想されます。

財政赤字は縮小しているものの、債務安定化に必要な水準をわずかに上回る水準にとどまるため、予測期間中、公的債務は緩やかかつ着実に増加する見込みです。この高い赤字は、歳入の相対的に弱い状況と歳出ニーズの増加を反映しています。特に予測期間の前半は、緩やかな経済成長の中、歳入確保は依然として困難な状況が続くと予想されます。歳出面では、ファミリー・パッケージ・プログラム、職業訓練・技能訓練、医療サービスの向上など、社会保障・人材開発プログラムの拡充が費用増加の要因となっています。

予測期間後半における財政再建と成長見通しの改善により、債務増加のペースは徐々に鈍化すると予想されるが、低い水準からではあるものの、緩やかに増加し続けるだろう（表 5.1 および図 5.1）。公的債務は 2029 年までに GDP の 29.1% まで緩やかに増加すると予測されており、カンボジアの GDP の 68% という閾値を引き続き大きく下回ることになる。⁶⁷ 2024 年には GFN が 3.3% まで低下し、歳出の大幅な削減を反映している。政府が段階的な財政再建政策を追求しつつ重要な開発支出を慎重に維持する中で、GFN は 2025 年に 3.9% まで上昇し、その後 2029 年までに 3.8% まで徐々に低下すると予測されている（図 5.2）。

2. ストレステストの結果は、カンボジアの公的債務の持続可能性は低リスクレベルにあると評価されたことを示しています。カンボジアの公的債務対GDP比およびGFN対GDP比は、2026年から2027年にかけて想定されるショックを受けた場合でも、閾値を大きく下回っています。⁶⁸

ストレステストの結果は、カンボジアの債務動向が成長ショックに最も敏感であることを示している。2年連続で1標準偏差の成長ショックを受けた場合、公的債務は2026年に2.7パーセントポイント、2027年に3.1パーセントポイント増加し、2029年にはGDPの35.8パーセントに達する。一方、成長、プライマリーバランス、金利、為替レートへのマクロショックが重なると、公的債務は40.5パーセントポイントに増加する。

⁶⁶ パオロ・ヘルナンドス 上級エコノミスト

⁶⁷ IMFと世界銀行が開発した複合指標（CI）によると、カンボジアの債務負担能力は中程度であり、債務対GDP比の現在価値（PV）の指標閾値は55%となっている。これは、カンボジアの公的債務の譲許的性質を考慮し、名目値で債務対GDP比68%に相当する水準に調整されている。公的債務の平均償還期間は23年、平均据置期間は8年、平均金利は1.45%であり、これは世界銀行が適用する標準割引率5%を用いると、35%のグラント要素に相当する。

⁶⁸ ストレステストのシナリオは以下のとおりである。1) 実質 GDP 成長ショック: 2026 年と 2027 年に 1 標準偏差または -3.6 パーセントポイントのショック。2) プライマリーバランスショック: 2026 年と 2027 年に 1 標準偏差または GDP の -2.1 パーセントのショック。3) 金利ショック: 2026 年から +2 パーセントポイントのショック。4) 為替レートショック: 2026 年と 2027 年に +5 パーセントポイントの減価ショック。5) 複合マクロショック: 成長、プライマリーバランス、金利、為替レートショックの複合。6) 偶発債務ショック: GDP の 14 パーセントの偶発債務の実現。これは 2023 年末時点での PPP の発行済み資本ストックの 35 パーセントに相当

2029年までに公的債務はGDPの68%に達すると予測される。一方、偶発債務の一時的な実現により、公的債務の軌道は2026年にGDPの42.1%に、2029年にはGDPの43.5%に上昇する。このような極端なショック下でも、公的債務は予測期間全体を通じてGDPの68%という閾値を大きく下回る（図5.3）。

- 一方、GFNはプライマリーバランスと成長へのショックに敏感です。1標準偏差のショックが発生すると、プライマリーバランスの赤字は2026年にGDPの5.9%、2027年にはGDPの6.1%にそれぞれ上昇しますが、その後プライマリーバランスの赤字は正常化することから、このショックは短期間で収まります。これは、ショックが成長に及ぼす影響とは対照的です。成長へのショックでは、プライマリーバランスの赤字は2026年にGDPの4.8%に上昇し、2029年までGDPの5.6%程度で高止まりします。一方、マクロ経済ショックが複合的に作用するシナリオでは、プライマリーバランスの赤字は2026年にGDPの5.0%に、さらに2029年にはGDPの6.5%に急上昇します。
- 一方、偶発債務の実現による公的債務残高の急増により、債務返済コストの増加により、2029年にはGFNがGDPの5.3%に増加することになる。
- しかし、こうしたショックにもかかわらず、GFN対GDP比は依然として基準の14%を下回っています（図5.4）。

このような極端な状況（複合ショックシナリオ）でも、財政準備金は2024年末時点でGDPの約6.0%と推定されるこの準備金は、GFNの大部分をカバーするのに十分である。これらの準備金は、2019年のGDPの13.9%という高水準から取り崩されたが、これは主に、新型コロナウイルス感染症のパンデミックをはじめとする様々なショックによる経済的影響を緩和するための措置を反映している。公的債務の約99%は対外債務であり、主に二国間および多国間の貸し手からの低金利が特徴である（図5.7a）。これにより、即時の借り換えや返済のプレッシャーが大幅に軽減される（図5.5および5.6）。さらに、カンボジアは短期債務へのエクスポージャーが最小限である（図5.7c）。

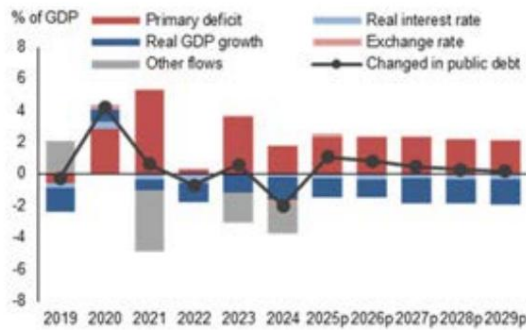
2021～2022年には金輸入の増加により対外資金調達ニーズが一時的に増加したものの、現在は安定している（図5.7d）。カンボジアも同様に、償還プロファイルが平坦であり（図5.8）、公的債務対GDP比はあらゆるストレスシナリオ下において閾値を大きく下回っている。これらの要因の組み合わせは、公的債務の持続可能性リスクが全体的に低いことを意味する。しかしながら、GDPの2.0%を超える基礎的財政収支赤字が債務安定化閾値を超え、中期的には公的債務が緩やかに増加すると予測されているため、財政当局は引き続き警戒を怠ってはならない。財政の慎重さを維持しながら、開発支出に十分な資源が配分されることを確保することが重要である。

表5.1 マクロ経済・財政指標

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p					
マクロ経済指標（パーセント）																	
実質GDP成長率	8.8		7.9		-3.6		3.1		5.1		5.0		5.2		4.7		6.0
GDPデフレーター	3.8		2.8		-0.8		2.6		3.5		1.0		2.1		2.4		2.4
実効金利	1.44	1.57	1.56	財政指標（GDP比）			1.41		1.35		1.17		1.12		1.29		1.35
																	1.40
																	1.43
																	1.45
収益	18.0	20.1			18.1		16.2	18.4		16.7		15.8	15.8	15.9	16.0	16.1	16.2
支出	17.6	19.3	21.3	21.9	19.0	20.5	0.8	-0.6	-3.9			17.9	18.5	18.6	18.7	18.7	18.7
財政収支	0.3				-3.2		-5.6					-2.1	-2.7	-2.7	-2.7	-2.5	-2.5
プライマリーバランス	0.6		1.1		-2.8		-5.3		-0.3	-3.6	-1.8	-2.4	-2.4	-2.3	-2.3	-2.1	-2.1
公債	21.0	20.8	25.0	25.6	25.0	26.6	26.1					27.2	28.1		28.6	28.9	29.1
総資金調達ニーズ	0.2		-0.2		3.9		6.4		1.5	5.0	3.3	3.9	3.9	4.1	3.8		3.8

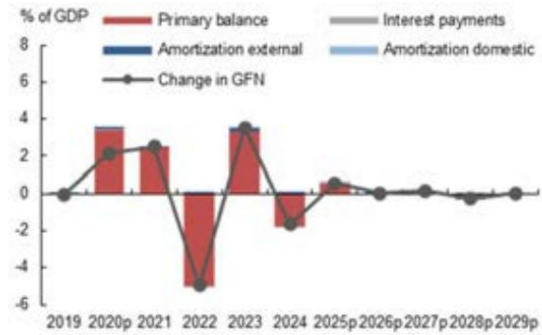
出典: MEF, 国立統計研究所 (NIS), AMRO スタッフ推定 注: 2025～2029 年のマクロ経済指標と財政指標は AMRO スタッフの推定と予測に基づいています。

図5.1 公的債務の動向



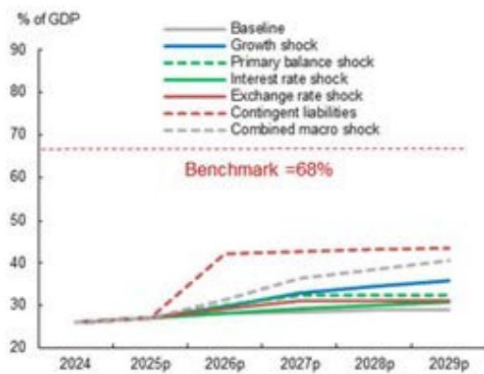
出典：MEF.AMROスタッフ推定

図5.2 総資金需要の推移



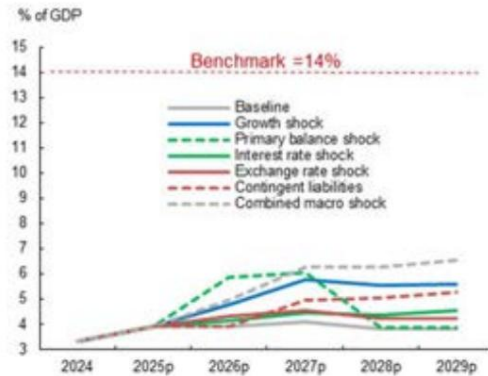
出典：MEF.AMROスタッフ推定

図5.3 公的債務ストレステスト



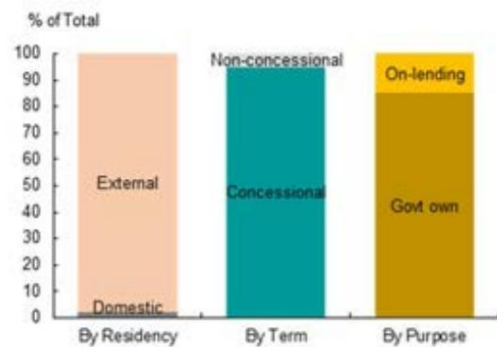
出典：MEF.AMROスタッフ推定

図5.4 GFNストレステスト



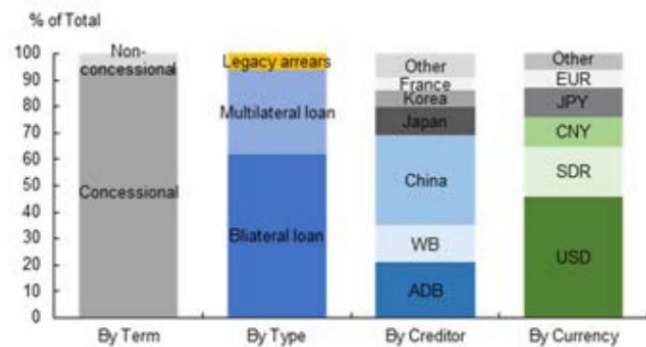
出典：MEF.AMROスタッフ推定

図5.5 公的債務構造（2024年末）



出典：MEF.AMROスタッフ推定

図5.6 公的対外債務構造（2024年末）



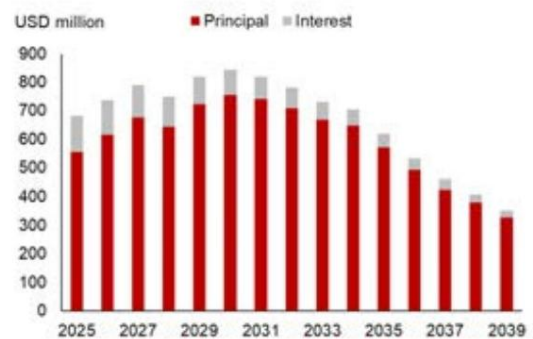
出典：MEF.AMROスタッフ推定

図5.7. 債務プロファイルの脆弱性



出典: MEF; AMROスタッフ推計 注: 1) 非居住者が保有する公的債務は発行管轄区域に基づく。2) 短期債務は当初の満期に基づく。3) 対外資金調達必要額 = 経常収支赤字 + 公的対外債務の償還 + 民間対外債務の償還。

図5.8 公債の返済義務



出典: MEF

付録6. 監視目的のデータの妥当性 :予備的評価

基準/ 監視の主要指標	可用性(i)	報告 頻度/ 適時性(ii)	データ品質(iii)	一貫性 (iv)	その他（もしあれば）
全国 アカウントと 労働市場	- 生産と支出のGDP数値が公開された - 失業率と労働市場のデータはウェブサイトで閲覧可能	- の普及 GDPデータは年次ベース - 生産と支出別に確定した最新のGDP数値は2022年のものです。 - 労働市場に関するデータは1年以上遅れている	- 国民経済計算統計は、概ねSNA93基準に従って作成されている。データ収集技術は、資源の制約により依然として脆弱である。 - GDPデータには公共インフラプロジェクトに関連する生産量は含まれていない	- 改訂は頻繁に行われますが、その重要性は低下しています。公式には、統計上の差異も縮小している	- データの品質 国民経済計算データより包括的な方法を使用することで改善できる 中古供給テーブル（SUT）最新の調査に基づく - 支出面のGDPデータは、総固定資本形成が過小評価されているため、依然として比較的弱い。
残高 決済（BOP）と外部 位置	- BOPデータは、NBCウェブサイト - 輸入と輸出のデータはMEFによって公開されています	- 国際収支データは四半期ごと、年ごとに1〜2四半期のタイムラグで発表される。 - 貿易データは1ヶ月遅れて毎月発表されます	- 2019年以降、BOPはBPM6に準拠して発行されていますが、対象範囲にはいくつかの制限があります。 - MEFが公表した輸入データは主要品目のみをカバーしているため不完全である	-	-
州予算と 政府/ 対外債務	- 予算執行データはMEFウェブサイトで開催されます - 予算執行データには地方自治体の予算運用は含まれない - 偶発的な政府債務統計はまだ入手できない	- 予算執行統計は1〜3か月のタイムラグで毎月公表される。	- データの対象範囲は予算に限定されており、外部融資や補助金の支出に関連する活動とは完全に統合されていない。	- 予算 執行データの内訳 TOFEは、 予算のGD	-
マネーサプライと 信用 成長	- ブノンペンのCPIデータはNISによって公表されている - 全国CPIデータはまだ公開されていない - NBCで金融統計が発表されました Webサイト - セクター別の信用内訳データも入手可能	- CPIデータは1〜2か月のタイムラグで毎月発表されます - 通貨と信用のデータは3ヶ月遅れて毎月公表される。	- の編集 CPIは不十分なカバレッジ - 当局は、より広範囲のCPIデータを公表し、CPIデータを再ベース化することを計画している。 - 経済で流通しているドルやその他の外貨建て紙幣の実際の量は、公式の通貨統計には記録されていない。	-	- ヘッドラインインフレ率とコアインフレ率、金融データと信用データを定期的かつタイムリーに（スケジュールに基づいて）公表することで、経済監視が強化される。
金融セクター 健全性 指標	- 銀行部門の対外資産と負債はNBCによって公表されている。 - 銀行部門の対外資産と負債の構成の詳細な内訳はまだ入手できない。 - セクター別の不良債権比率は入手できない	- 年間データはNBCのウェブサイトで3〜6ヶ月遅れて公開されます	- 指標は一般的に銀行やMFIからの報告に基づいています - 銀行指標に加えて、マイクロファイナンス活動に関するデータが不足している	-	- 資産の詳細な内訳を含む、より包括的かつより頻繁なデータが利用可能 負債と負債の分析は、金融セクター全体の健全性の分析に役立つだろう。

注: (i) データの入手可能性とは、公式データが何らかの方法で公開されているかどうかを指します。(ii) 報告頻度とは、利用可能なデータが公開される間隔を指します。適時性とは、公開されたデータがどれだけ最新のものであるかを指します。
発行日と比較的近いものです。
(iii) データ品質とは、データ手法を考慮した上で利用可能なデータの正確性と信頼性を指します。(iv) 一貫性とは、データ系列自体の内部一貫性と、同じまたはより広範な他のデータ系列との水平一貫性の両方を指します。
または異なるカテゴリ。
(v) 関連する場合、その他の基準も適用される可能性があります。例としては、データの適切性に関する改善の余地がある分野などが含まれますが、これに限定されません。
出典：AMROスタッフによる集計。この予備評価は、EPRDマトリックスにおける「補足データ妥当性評価」を構成する。

付録7. 気候クリップボードーリスク、対応、機会69

A. 身体的リスク																							
リスクの原因	潜在的なマクロ金融影響																						
・洪水（急性）・干ばつ（急性）・熱波（急性）・海面上昇（慢性）	2025年版国連リスク管理指数（INFORM）によると、カンボジアは世界で最も干ばつに晒される国、そして洪水に晒される国の中で7番目にランクされています（ 国連INFORMリスク指数2025年中期版 ）。2000年から2020年までのデータに基づく、カンボジアにおける農業生産の損失は、主に洪水（約62%）によるもので、次いで干ばつ（約36%）となっています（ カンボジア国家開発計画（NDC） 、2020年12月）。 ・カンボジアの農業地域は、干ばつ（降雨量の変動による）や熱波（世界銀行（2023年）「 カンボジアの国別気候・開発報告書 」によると、極度の暑さに急性に晒される上位23カ国にランクイン）のリスクも高まる。特に北東部と南西部に位置する400万ヘクタール以上の低地森林は、現在4〜6か月間の水不足期間を抱えているが、今後は6〜8か月以上の水不足期間に直面することになる（ カンボジアのNDC 、2020年12月）。 ・カンボジアの沿岸4州全体の海面は、0.07〜0.36上昇すると予測されている。 2050年までに1.07〜1.07メートル、2100年までに0.36〜1.07メートル上昇すると予測されています。最近の分析では、海面が1メートル上昇すると、約25,000ヘクタールの地域が恒久的に浸水すると示唆されています（世界銀行（2024年）、「 気候リスク国別プロファイル：カンボジア 」）。																						
B. 移行リスク																							
リスクの原因	潜在的なマクロ金融影響																						
再生可能エネルギーの利用を増やす エネルギーと産業における石炭の大規模な置き換え 気候変動に対応するための資金調達が困難になるリスク エネルギー効率化技術の適用	・比較的高価な再生可能エネルギーの利用拡大は、インフレやGDP成長率。 限定的な優遇融資や国際援助は気候変動の進行を遅らせる一因となっている。 実施計画を変更します。 環境に優しい機器の導入に伴い輸入が増加すると経常収支が悪化する可能性がある ・環境に優しい機器を使いこなせるように人材を訓練するには時間がかかる可能性がある																						
C. 適応対応枠組みと戦略																							
適応の枠組み 主要な取り組み/戦略・ 国別貢献	・気候変動の実施（NDC、2020年12月） ・ 国家適応計画 カンボジアにおける適応は、以下の分野に重点を置いています。a) 食料、水、エネルギーの安全保障 ii) セクター、地域、ジェンダーの脆弱性、健康リスクの軽減 iii) 重要な生態系の回復力 iv) 低炭素計画と技術 v) 能力の向上 vi) 適応型社会保護の促進 vii) 調整枠組みの強化 viii) 地域および世界的プロセスにおける協力の強化	推定資金需要・2030年までに20億米ドル（NDC） 資金源 国内気候変動関 外部の 連支出の年間予算（2022年の最新数値 2,516億クワチャ、6億2,900万米ドルに相当、GDPの2.1%） グリーンボンド、サステナブルボンド、サステナブルリンクボンドなどの金融市場からの民間資金調達 ・二国間（オーストラリア、中国、EU、日本、韓国、米国など）および多国間パートナー（ADB、国連機関、世界銀行、地球気候基金など）からの財政支援																					
D. 緩和対応枠組みと戦略国別決定貢献（NDC）																							
	国家の枠組み/戦略	推定資金調達ニーズ																					
温室効果ガス排出量を41.7%削減 2030年までに、通常業務の排出量と比較して2030年までに%削減することを目指し、そのうち約60%を林業およびその他の土地利用部門（FOLU）で達成する計画です。 温室効果ガス排出源（単位：百万t-CO2） <table><tr><th>セクタ</th><th>NDC BAU 2030</th><th>2030</th></tr><tr><td>バカ</td><td>38.2</td><td>76.3</td></tr><tr><td>エネルギー</td><td>20.7</td><td>34.4</td></tr><tr><td>農業</td><td>20.9</td><td>27.1</td></tr><tr><td>業界</td><td>8.0</td><td>13.9</td></tr><tr><td>無駄</td><td>2.7</td><td>3.3</td></tr><tr><td>合計</td><td>90.5</td><td>155.0</td></tr></table> 出典：カンボジアのNDC（2020年12月） 長期的な取り組み・2050年までに、森林およびその他の土地利用セクターが50メガトンの二酸化炭素換算量（MtCO2e）の炭素吸収源を提供し、カーボンニュートラル経済を実現する（ カーボンニュートラルに向けた長期戦略 、LTS4CN、2021年12月）	セクタ	NDC BAU 2030	2030	バカ	38.2	76.3	エネルギー	20.7	34.4	農業	20.9	27.1	業界	8.0	13.9	無駄	2.7	3.3	合計	90.5	155.0	・ NDC（2020年12月） ・ LTS4CN（2021年12月） ・ カンボジア気候変動戦略計画2024-2033 （CCCSP、2025年5月） CCCSPにおける主要な緩和戦略： ・再生可能エネルギーの推進 ・エネルギー効率の向上 ・持続可能な輸送 ・持続可能な土地利用と林業・廃棄物管理 ・低炭素産業・温室効果ガスインベントリとMRV（測定、報告、検証） ・気候変動対策資金の動員緩和	2030年までに58億ドルの投資（NDC） 2025年から2050年の間に公的資金需要は90億米ドルに達する（LTS4CN） 資金源 国内気候変動関 外部の 動関連支出の年間予算・新規公的借入・経済サーピス支出・運輸部門の政策改革 二国間および多国間のパートナーからの財政支援 国際的なグリーンファイナンス、例：グリーンボンド（同国初のグリーンボンドは2023年に発行された）
セクタ	NDC BAU 2030	2030																					
バカ	38.2	76.3																					
エネルギー	20.7	34.4																					
農業	20.9	27.1																					
業界	8.0	13.9																					
無駄	2.7	3.3																					
合計	90.5	155.0																					

69 シニアエコノミストのHeung Chun (Andrew) Tsangが作成しました。

E. 気候変動へのレジリエンスを強化する規制		E.5. 持続可能な金融枠組み	
E.1. 政策/法的枠組み E.4. 炭素価格設定の枠組み		カンボジア政府は、事務総局（GSSD）を設立した。	
全国評議会の活動を支援するために設立された 持続可能な開発（NCSD）と、グリーン経済を含む持続可能な開発と気候変動に関する政策、戦略計画、行動計画、法的手段の開発を調整すること。	2024年1月にカンボジアにおける気候変動に関するパリ協定第6条の実施のための運用マニュアル（第6条運用マニュアル）を発効すること。第6条運用マニュアルは、国際的に移転された緩和成果（「ITMO」）の発行および移転に関する詳細な枠組みを提供し、これは第6条運用マニュアルで承認された温室効果ガス排出削減量（「GHG ER」）と呼ばれている。パリ協定第6条では、各国が自国のNDCの実施に自主的に協力することを認めている。正式な炭素クレジット市場の枠組みを確立する前に、カンボジアには環境省がカンボジア政府に代わって販売者として機能する自主的な炭素オフセット市場がある		カンボジア持続可能な金融原則 <u>実施ガイドライン（2019年2月）</u> 基本ガイドラインの目的は、カンボジアの銀行やマイクロファイナンス機関（MFI）が、カンボジアの持続可能な金融の原則に沿って、独自の持続可能な金融アプローチを開発するための基礎となることです。 持続可能な金融原則 ガイドラインの目的は、銀行が事業を行う際に気候変動の影響を真剣に考慮することを奨励すること。この原則はまた、 銀行/MFI内および銀行セクター全体、銀行/MFIの顧客、銀行/MFIがサービスを提供するコミュニティにおける持続可能な金融に関する知識、カンボジアの持続可能な金融ロードマップ（作成中）、国際準備金に関するガイドライン 環境・社会・ガバナンス（ESG）フレームワークを統合した投資およびグリーンボンド投資（開発中）、銀行業務および投資銀行業務における社会・環境リスクの組み込みに関するガイドライン 金融機関のリスク管理フレームワーク（開発中）
	この市場はあらゆる分野のお客様を歓迎します 排出削減プログラムから炭素クレジットを購入する 森林破壊と森林劣化、森林の保全と持続可能な管理の促進、森林炭素貯蔵量の増加（REDD+プログラム）		
E.2. 財政枠組み			
2017年以降、経済財政省は毎年の予算案に気候変動に関するガイダンスを盛り込んでおり、2019年には気候変動が債務政策と政府予算の両方に取り組むべき重要な課題として認識された。			
主要省庁も、パートナー組織からの技術支援を受けながら、国家予算における活動の優先順位付けに気候変動を組み入れ始めている。			
E.3. 温室効果ガス会計フレームワーク			
2025年6月時点で国家レベルの温室効果ガス会計枠組みは存在しない			
E.6. 金融システムイニシアティブ			
Pl. 分類	ガイドライン	状態	
	カンボジアグリーンファイナンス 分類と市場は現在開発中	・NBCと国際金融公社（IFC）は、2023年12月19日にカンボジアグリーン金融タクソノミーと市場の開発に関する協力協定に署名しました。この協定に基づき、NBCとIFCは、カンボジアの状況に適したグリーン金融タクソノミーの開発のための意見収集を行うため、2024年4月29日から5月3日まで関係省庁および機関との会議を共同で開催しました。また、2024年5月3日には、カンボジアグリーン金融タクソノミーの開発に関する協議ワークショップを共同で開催しました。	
2. リスク管理評価	2025年6月時点で国家ガイドラインは制定されていない	銀行/マイクロファイナンス機関は、環境リスク管理システムの開発と導入に努めることが求められています（2019年2月、カンボジア銀行協会） 環境リスク報告の枠組みと基準の開発（銀行/MFIの環境コミットメントの進捗状況を監視および報告するための関連する主要業績指標（KPI）） ・関連データを収集するために必要なシステムが整っていることを確認する。環境問題に適切に対処する、経営トップの承認を得たE&Sポリシー（一般E&Sポリシーおよび該当する場合は特定のE&Sポリシー）を策定する ・他のリスクカテゴリー（特に信用リスク、取引承認、新規顧客受け入れ）の管理のための既存の運用モデルと整合したE&Sガバナンス構造を確立する。・NBCは「気候リスク評価および分析フレームワーク」を開発しており、 「気候リスク評価・分析フレームワーク」	
3. 気候関連の財務情報開示	2025年6月時点では国家ガイドラインは制定されていないが、関連する国際基準は採用されている。	<u>気候関連財務情報開示タスクフォースの勧告</u> （2017年6月）などの国際的な開示基準に基づく自主的な報告（特に国際企業による） ・2024年1月1日以降、IFRS S1（持続可能性関連財務情報の開示に関する一般要求事項）およびIFRS S2（気候関連開示）の適用。・NBCは「持続可能な財務報告および開示」を開発している。 フレームワーク	
4. データの可用性	・特定のデータセットは存在しない 気候変動が金融システムに与える影響について	・NBCは、気候ストレステストの実施可能性を検討している。 データ収集も同様です。	
5. 能力開発	NCSDのGSSDが主導する様々な取り組みと NBC	・NCSDのGSSDは、調整、統合、能力構築および知識管理、ステークホルダーの関与と認識、法的枠組み、およびNDCレビューを主導しています。・NBCは、いくつかの国際開発パートナーと共同でトレーニング関連のトピックを企画および実施すること により、能力構築プログラムに携わっています。これには、i) 環境、社会、ガバナンスのリスク評価とガバナンスについてはカンボジアの英国大使館、ii) 持続可能な金融ロードマップの構築についてはIFC、iii) 持続可能なセクター別債券の発行についてはUNESCAPとカンボジア証券取引委員会、iv) カンボジアの銀行セクターへのESGの統合についてはKPMG ベトナムとKPMG カンボジアなどがあります。	
F. 低炭素移行による潜在的機会			
・再生可能エネルギーへの投資、例えば、エネルギー生産性の向上、太陽光パネル出典：各国当局、メディア報道、AMROスタッフ		気候に配慮した農業米バリューチェーンの促進	

付録 : 選択された問題

付録1. パンデミック後のカンボジアへのインバウンド観光の回復における課題 : 中国人観光客の緩やかな回復⁷⁰

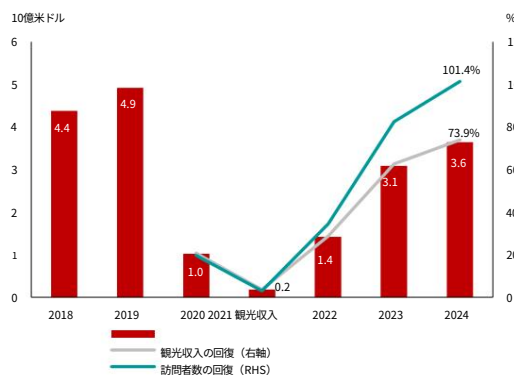
カンボジアの観光業におけるパンデミック後の回復は、地域やセグメントによってばらつきがあり、訪問者の出身地や目的地に顕著な変化が見られます。特に、パンデミック後に訪問者数が増加したにもかかわらず、観光収入の伸びは鈍化しており、これは主に中国人を中心とした高額消費の観光客の減少によるものです。こうした状況を受けて、カンボジアにおいて回復力のある高付加価値の観光を促進するための更なる政策努力が必要です。

背景

1. カンボジアの観光部門は観光収入の回復が鈍い⁷¹

2023年以降、国際観光客数は力強い回復を見せているにもかかわらず、依然として厳しい状況が続いています。国際観光客数は2024年には670万人に達し、2023年の550万人から増加し、パンデミック前のピークであった2019年の660万人を上回りました。しかしながら、2024年の総観光収入はパンデミック前の水準を26%下回りました（図A1.1）。これは、パンデミック後の高付加価値観光客層の回復が緩慢であることから、観光客一人当たりの平均支出が低水準にとどまるという新たな傾向を反映している可能性があります。

図A1.1. 観光収入と回復率



出典: 観光省、AMROスタッフによる計算 注: 回復率は2019年の水準と比較しています。

図A1.2. 訪問者数の回復（旅行形態別）



出典: 観光省、AMROスタッフによる計算

カンボジア観光業のパンデミック後の回復

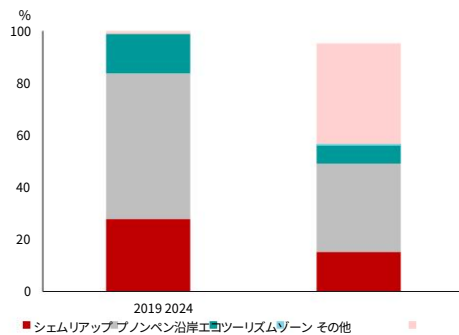
2. 高い訪問者数という見出しの裏には、地域やセグメント間で大きなばらつきがあり、高額消費の観光客が減少しているという現状が隠されています。第一に、回復期にあるのは陸路からの訪問者数で、2019年以降2倍以上に増加しています。特に、陸路国境沿いの州では、短期滞在者やカジノ利用者の急増により、最も高い成長率を達成しています。しかしながら、これらの訪問者は、空路や水路で到着する観光客に比べて滞在期間が短く、経済効果も低い傾向があります（図A1.2）。第二に、訪問者の目的地の分布が変化しており、シェムリアップのような人気観光地は、通常、空路からの到着と長期滞在型で高額消費の観光客に依存していますが、それでも訪問者数は危機以前の水準を大きく下回っています（図A1.3）。第三に、海外からの訪問者の流入元も変化しており、中国などの主要市場からの高額消費の観光客が著しく減少し、近隣諸国からの訪問者の割合が増加しています（図A1.4）。これらの

⁷⁰ 上級エコノミストのアンドリュー・ツァン氏とアソシエイトのククサ・ディ氏が作成しました。

⁷¹ 世界銀行によれば、「観光収入」とは、海外からの観光客による支出を指し、これには観光産業への支払いも含まれる。国際輸送を行う国営航空会社。

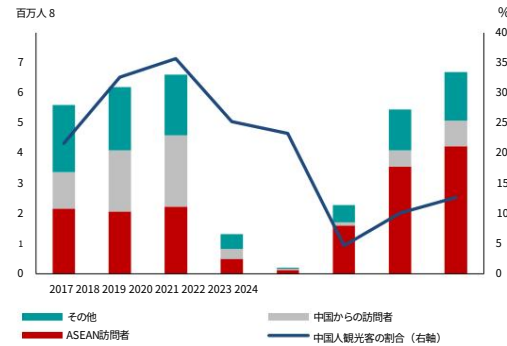
これらの変化により、このセクターの収入回復と幅広い経済効果は全体的に制限されている。

図A1.3. 訪問者数（目的地別）



出典: 観光省、AMROスタッフによる算出 注: 観光省は「その他」に関する追加情報を提供していないが、陸上国境沿いの州も含まれるはずである。

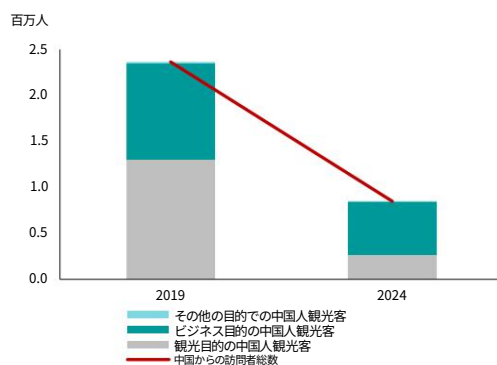
図A1.4. 訪問者数の回復（流入元別）



出典: 観光省、AMROスタッフによる計算

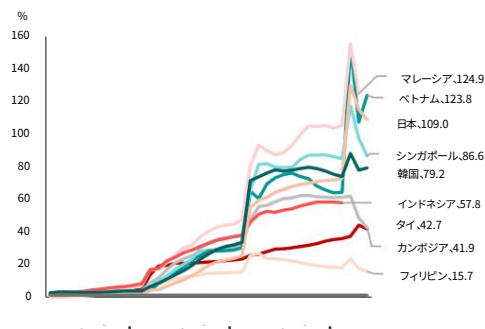
3. カンボジアへの入国者構成の大きな変化は、中国人観光客数の回復が依然として弱いことを反映している。パンデミック以前は、中国人旅行者が入国者数の最大の割合を占め、観光セクターの収益に不釣り合いなほど貢献していた。中国との国境が再開され、ビジネス旅行が徐々に再開されたにもかかわらず、カンボジアへの中国人観光客数は依然として低迷している（図A1.4）、特にレジャー観光においては顕著である（図A1.5）。対照的に、ASEAN諸国やその他の地域からの観光客数は、パンデミック前の水準を上回るか、ほぼ回復している。同地域の他の国々と比較すると、カンボジアへの中国人観光客数の回復は、フィリピンを除くほとんどの国よりも遅い（図A1.6）。したがって、パンデミック後のインバウンド観光の回復における主な課題は、中国人観光客の回復が遅いことである。

図A1.5. 中国からの訪問者の構成（訪問目的別）



出典: 観光省

図A1.6. 2022年から2025年3月までの中国人観光客数の回復（2019年レベルとの比較）



出典: 各国当局、AMROスタッフによる算出 注: この比較では、年初からの訪問者数を使用して、2019年の対応するレベルをベンチマークしていません。マレーシアのデータは2025年2月時点、インドネシアのデータは2024年12月時点のものです。

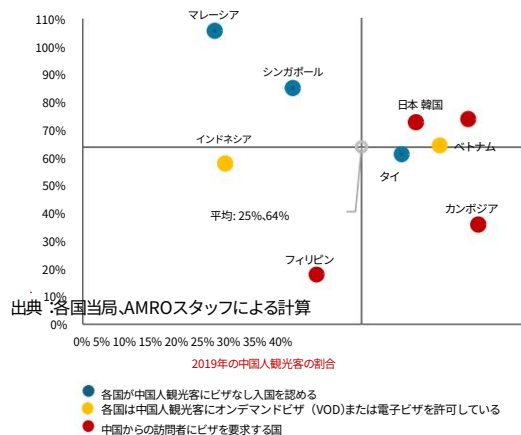
中国人観光客の回復が遅い要因

4. 旅行嗜好の変化など、需要側の要因がいくつか考えられ、中国人観光客のカンボジア回帰が遅れている理由の一つとして考えられる。中国市場では、団体旅行から自由旅行（FIT）、プレミアム商品、旅行商品へのシフトが顕著に見られる。

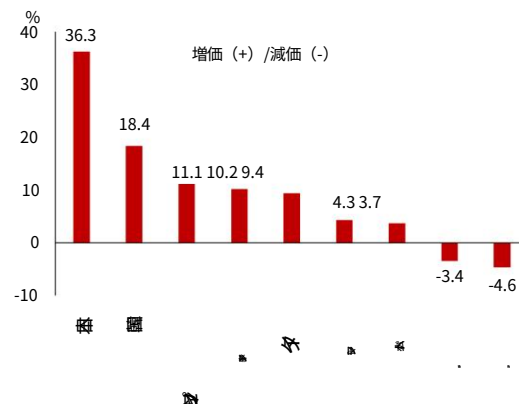
体験重視の旅も重要です。⁷² カンボジアの観光商品は、団体ツアーとアンコール遺跡公園が中心であり、プレミアムセグメントや体験型セグメントにおけるイノベーションは比較的限られています。これらの課題は、カンボジアが観光商品を適応させ、観光地としてのイメージを向上させる必要性を浮き彫りにしています。

5. 航空便の接続低下と旅行費用の高騰が、中国人観光客のカンボジアへの回帰を遅らせている要因となっている。カンボジアへの旅行需要の低迷により、中国との直行便はパンデミック前の水準を下回っており、特にシェムリアップなど、旅行を希望する人々にとってのアクセスと利便性が低下している。カンボジア国民が30米ドルのビザ料金を支払わなければならないことは、特にタイ、マレーシア、シンガポールが中国国民にビザなし入国を提供するという最近の動きを考えると、中国からの観光客到着数に悪影響を及ぼしている（図A1.7）。為替レートの変動も一因となっている。2019年と比較して、米ドルと密接に連動しているカンボジア・リエルは中国元に対して上昇しており、中国人観光客のカンボジア旅行費用が上昇している。対照的に、多くの地域諸国では通貨が人民元に対して下落しており（図A1.8）、これらの国への中国人観光客の旅行費用が上昇している。

図A1.7. 主要国における中国人観光客の回復、パンデミック前の割合、ビザ要件



図A1.8. 中国元に対するASEAN+3主要通貨レートの変動（2024年12月と2019年12月）



6. カンボジアは、ハードインフラとソフトインフラの両方において、依然として根深い制約に直面している。⁷³ 的を絞った政策努力にもかかわらず、中国人観光客の回帰が遅れているのは、航空路線の接続性、費用、安全性の認識などの一時的なボトルネックと、より深く長期にわたる構造的制約の両方を反映している。旅行観光開発指数（TTDI）2024では、カンボジアは文化資源や自然資源が豊富であるにもかかわらず、航空路線の接続性、近代的な空港、都市インフラの面で地域の他の国よりも下位にランクされている。ソフトインフラのギャップも同様に大きく、保健衛生上の問題、サービスの質のばらつき、中国語対応の不足、デジタルマーケティングプラットフォームの欠如などのデジタルギャップにより、自由旅行や高額消費の観光客へのアピールが制限されている。⁷⁴ これらの問題は、カンボジアの観光業だけでなく、他国からの観光客のさらなる成長も抑制している。

⁷² Rapti, E. and Zouni, G. (2024)およびDragon Trail International (2025)を参照。例えば、Dragon Trail International (2025)では、回答者の60%が個人旅行を好むと回答しており、セミセルフガイドツアーを好むと回答した人はわずか19%、団体旅行を好むと回答した人は15%にとどまっている。

⁷³ カンボジアの観光セクターにおける主要な構造的な問題と各国間の比較については、Vanne, K. (2023)を参照。

⁷⁴ Rapti, E. and Zouni, G. (2024)およびDragon Trail International (2025)を参照。特に、彼らの調査データによると、これらは現在、中国からの海外旅行者にとって重要な優先事項となっています。

政策的含意

7. 当局は観光回復を支援する政策を開始しているが、カンボジアの観光業における根本的な弱点に対処するための更なる努力が必要である。近年、当局は空港施設の拡充への投資⁷⁵、シエムリアップ観光開発マスタープラン2021～2035の策定、「Go Digital Cambodia」キャンペーン⁷⁶、バコン・ツォーリスト・アプリの最近のリリース、そして進行中のビザおよび航空自由化改革など、いくつかの支援政策を実施してきた。しかし、成長の勢いを加速させ、付加価値の高い観光を実現するためには、当局は観光関連インフラ、特に交通、保健衛生、その他の都市アメニティへの更なる投資を行うべきである。さらに、民間セクターとの緊密な連携により、より効果的な対策を実施する必要がある。具体的には、主要観光市場におけるソーシャルメディアを通じた安全と品質に関する懸念への積極的な対応、伝統的な文化的魅力を超えた観光商品の多様化、自由な個人旅行者への訴求力を高めるためのデジタルマーケティングと言語サポートの改善、そして業界主導のプロモーション活動の促進などが挙げられる。中国からの観光客数を回復させることは依然として重要ですが、カンボジアでより回復力のある観光部門を構築するには、ヨーロッパ、インド、中東などの他の新興市場への進出を拡大し、観光客基盤を多様化する必要があります。

参考文献

ドラゴントレイル・インターナショナル (2025). 「中国人旅行者感情レポート 2025年4月」 <https://dragontrail.com/resources/blog/china-traveler-sentiment-report-april-2025>.

Rapti, E., Zouni, G. (2024). 「COVID-19による旅行行動の変化 : 海外旅行中の中国人観光客」『観光客行動とニューノーマル』(第1巻、第4章)、51-70ページ、Springer.

ヴァンヌ、K. (2023) 「観光セクターにおける構造的課題 : カンボジアの事例」
AMROカンボジア年次協議報告書 - 2023 (付録4)、57-65ページ、ASEAN+3マクロ経済研究事務所。

⁷⁵ 例えば、シエムリアップ国際空港の拡張や新しいプノンペン国際空港の建設が進行中です。

⁷⁶ このキャンペーンは、コミュニティがデジタル包摂的な社会になることを促進し、実現することを目的としています。
<https://godigital.gov.kh/about>.

付録2. 米国の高関税がカンボジア経済に及ぼす潜在的影響 :付加価値の観点から⁷⁷

カンボジア製品に対する米国の新たな関税は、継続的な不確実性と相まって、カンボジア経済にとって大きな課題となっている。カンボジアは小規模な開放経済であり、製造品のかなりの部分を米国に輸出しているものの、国内の付加価値は依然として比較的限定的である。カンボジアの生産における国内付加価値を詳しく見ることで、関税水準の違いやその他の前提条件が、経済にどのような影響を与えるかについての洞察が得られる。

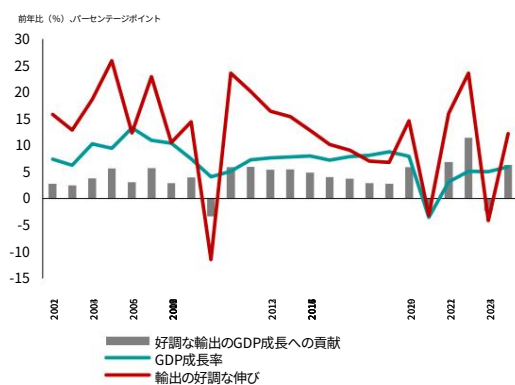
背景

1. カンボジアは過去数十年にわたり、経済発展において著しい進歩を遂げてきました。特に貿易部門の拡大において顕著な進歩を遂げており、輸出の伸びはGDP成長率を上回る傾向にあります（図A2.1）。製品構成で見ると、衣料品、履物、旅行用品（GFT）が依然としてカンボジアの輸出ポートフォリオの大部分を占めています。輸出の多様化が進む中でGFTのシェアは徐々に低下していますが、依然として全輸出の半分以上を占め、ほとんどの年で2桁の成長率を維持しています（図A2.2）。

市場の観点から見ると、米国はカンボジアにとって最大の輸出先であるだけでなく、ますます支配的な地位を占めるようになっている（図A2.3）。特に、GFT製品は依然としてカンボジアの対米輸出の主力となっている。米国への太陽光パネル輸出は2022年から2023年にかけて急増したが、2024年には反転し、米国の相殺関税措置の導入を受けて2025年初頭にはほぼ消滅した（Tep and Yang, 2024、図A2.4）。

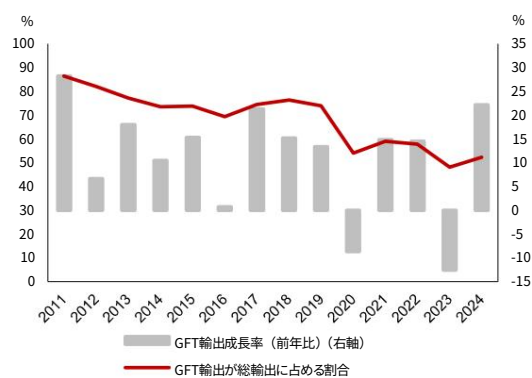
2. カンボジア製品に対する米国の関税は、カンボジアの経済見通しに大きな下振れリスクをもたらす。カンボジアは36%の相互関税に直面しており、これはASEAN+3諸国の中でも最も高い水準である⁷⁸。免除対象品目を考慮した加重関税を考慮しても、カンボジアは依然としてASEAN+3諸国と比較して大幅に高い関税に直面している（図A2.5）。さらに懸念されるのは、カンボジアの対米輸出のGDP比が、特に他の地域諸国と比較して相対的に高いことである（図A2.6）。これら2つの要因が相まって、カンボジアの経済見通しに不確実性の影を落としている。

図A2.1. GDP成長率と輸出成長率



出典 :国立統計研究所 (NIS)、AMROスタッフによる計算

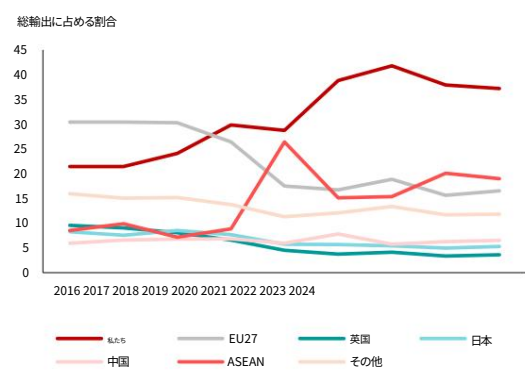
図A2.2. 衣料品輸出



出典 :NBC (Haver経由)、AMROスタッフによる計算

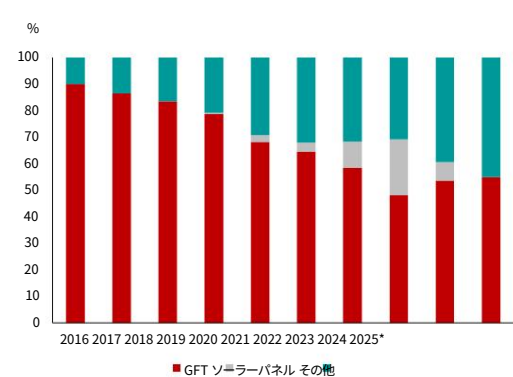
⁷⁷ 経済学者のChunyu Yangが作成。⁷⁸ 4月2日、米国はカンボジア製品に49%の関税を課すと発表した。交渉を経て、7月7日、米国はカンボジアに対し、カンボジア、2025年8月1日より関税率を36%に改定。

図A2.26. 良い輸出先



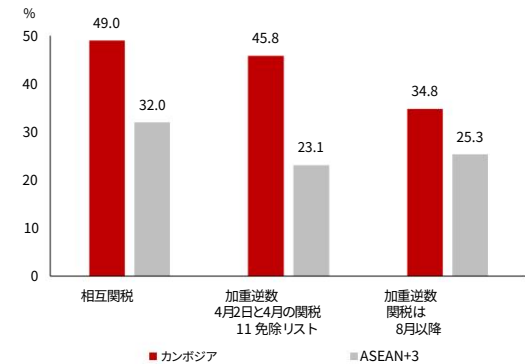
出典: 関税消費税総局 (GDCE); AMROスタッフの計算

図A2.27. 米国向け輸出の構成



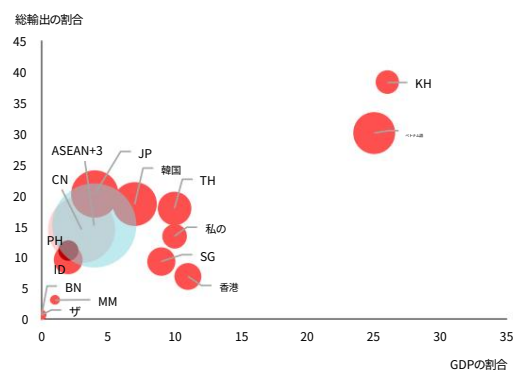
出典: GDCE、AMROスタッフによる計算 注: 2025年のデータは1月から4月までの輸出に基づいています。

図A2.5. ASEAN+3とカンボジア :様々な尺度による米国関税の比較



出典: S&P Global Trade Analytics、AMROスタッフによる計算 注: 加重相互関税は、4月2日のホワイトハウス大統領令14257号および4月11日のHS6桁コードまでの例外的明確化に従って免除された製品を除外しています。

図A2.6 ASEAN+3 :米国への輸出



出典: S&P Connect Global Trade Analytics、Haver Analytics経由の各国当局。

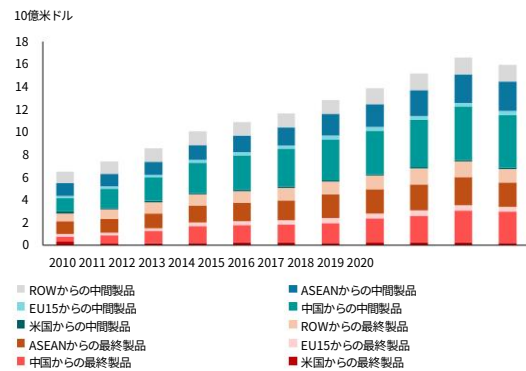
注: バブルの大きさは、2024 年における各経済国の対米輸出額を表しています。輸出シェアは、2024 年における各経済国の対米総輸出額を、その経済国の対米総輸出額に占める割合を示しています。GDP シェアは、2024 年における各経済国の対米総輸出額を、その経済国の GDP に占める割合を示しています。

カンボジアの総輸出における国内付加価値

3. カンボジアの経済構造を考慮し、本分析では、米国関税の潜在的な影響を評価するために、国内付加価値（DVA）アプローチを採用している。カンボジアは最終輸出品（図A2.8）の生産において、輸入中間財（図A2.7）に大きく依存している。そのため、貿易総額ではなく、生産過程における各国の付加価値に焦点を当てたDVAアプローチは、貿易関連ショックの評価により適している。カンボジアはグローバルバリューチェーンへの統合を深める努力を重ねてきたものの、輸出におけるDVAの増加は依然としてわずかである。実際、AMROの調査（Vu, 2024）によると、カンボジアの輸出は主に国内付加価値の低い、最小限の加工しか施されていない製品で構成されている。例えば、OECDの付加価値貿易（TiVA）データによると、他の主要な繊維輸出国と比較して、カンボジアの国内付加価値79が総輸出に占める割合は比較的低いままであり（図A2.9）、これは同国が引き続き生地などの輸入原材料に依存していることを反映しています。

⁷⁹ OECDの定義によれば、総輸出におけるDVAは、経済が生産する際に付加価値を推定したものである。輸出用の商品およびサービス。単純に、基本価格での総生産量と購入者価格での中間消費との差として定義されます。

図A2.7. カンボジア :中間製品および最終製品の輸入源別



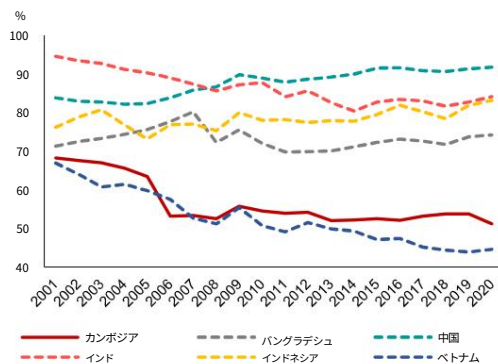
出典: TIVA OECD, AMROスタッフによる計算 注: 1) 輸入には商品とサービス
の両方が含まれます。2) ROW = その他の世界。

図A2.8. カンボジア :中間製品および最終製品の輸出（供給元別）



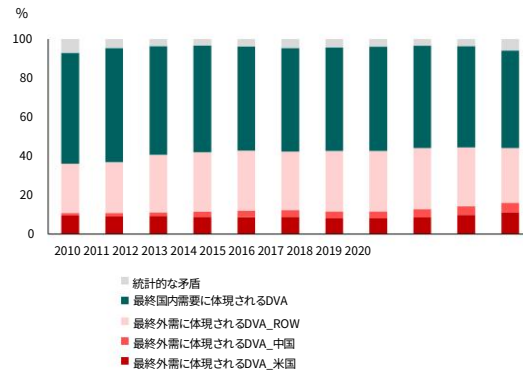
出典: TIVA OECD, AMROスタッフによる計算 注: 1) 輸出には商品とサービス
の両方が含まれます。2) ROW = その他の世界。

図A2.9. 主要経済国 :繊維製造業における輸出のDVAシェア



出典: TIVA OECD

図A2.10. カンボジア :DVA別名目GDPの内訳



出典: TIVA OECD, AMROスタッフによる計算注: TIVAのデータベースは
カンボジアの再ベースGDPを反映していない可能性があるため、比率を計算する際には古いベ
ースGDPの数値が使用されています。

4. DVA指標は、カンボジアが米国に大量の財を輸出している一方で、それらの輸出に内在する実際の国内価値は比較的限定的であることも示している。米国からの最終需要に内在するDVAは名目GDPの約10%を占めるに過ぎない（図A2.10）。これは、総貿易統計では米国への輸出が大きく、名目GDPの32%を占めているのとは対照的である。これは、カンボジアのGVCへの参加が限定的であることを反映しつつ、米国が課す高関税による負のショックへのエクスポージャーが比較的抑制されている可能性を示唆している。

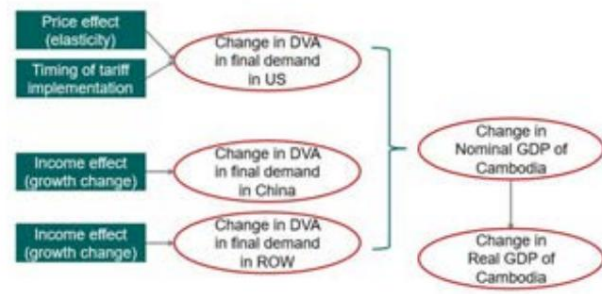
5. 産業別に見ると、米国の最終需要に体现されるカンボジアのDVAは衣料品部門に集中していることがわかる（図A2.11）。GFT財だけでシェアの半分以上を占めており、カンボジアの対米貿易において衣料品輸出が圧倒的に多いことを反映している。その他の製造業部門のシェアははるかに小さい。特に、カンボジアは2022年から2023年にかけて米国への太陽光パネル輸出が急増したが、これらの輸出は主に再輸出または国内付加価値が限定的な積み替えであった。この部門集中は、米国の関税の悪影響がカンボジアの衣料品輸出および関連する貿易・物流サービスに最も深刻に及ぶことを示唆している。

図A2.11. カンボジア :米国の最終需要に内在する産業別DVA



出典: TIVA OECD; MROスタッフによる計算

図A2.12. カンボジア :DVA別名目GDPの内訳



出典: AMROスタッフのイラスト

主要な仮定と結果の議論

6. いくつかの仮定に基づく単純明快な枠組みを用いて、関税がカンボジアのGDP成長率に及ぼす潜在的な影響を推計する。図A2.10および図A2.12に示すように、カンボジアの名目GDPは、様々な仕向地における最終需要に内在するDVAに分解することができる。価格弾力性を2025年に0.5、2026年に0.55と仮定し、関税実施時期を8月から開始すると仮定した場合、米国の最終需要に内在するDVAの減少予測が推計された。さらに、中国および世界のその他の地域における経済成長の鈍化⁸¹は、所得効果を通じて外需を抑制し、これらの市場に内在するDVAのさらなる減少につながると予想される。このDVAに基づくアプローチには、いくつかの利点がある。それは、変化する状況に対応して迅速な分析を可能にし、影響源を追跡するための明確な経路を提供する。しかしながら、いくつかの注意点にも留意する必要がある。この予測は、価格弾力性の選択、安定したGDPデフレーターと為替レートなどの主観的な仮定に依存しています。また、外部成長ショックとカンボジアの輸出需要の間には1対1の関係があると想定しています。

さらに、このアプローチでは国内最終需要の変化を捉えることができません。

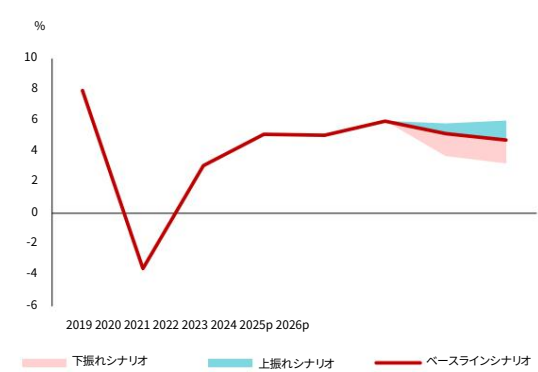
7. シナリオ分析によれば、図A2.13と表A2.1に示されているように、カンボジアの成長見通しは関税の規模、消費者の価格弾力性、波及効果に非常に敏感であることが示唆されている。

- 米国の高関税が2025年8月から発効するというベースラインシナリオでは、カンボジアの成長率は2025年に5.2%、2026年には4.7%に減速すると予想されています。
- 好転シナリオでは、タイムリーに世界的合意が達成されれば、カンボジアの成長率は2025年に5.2～5.8%、2026年には4.7～6.0%の範囲となる可能性がある。

80 カンボジア産GFT製品の米国輸入における需要の価格弾力性を0.5～0.55と想定した背景には、いくつかの要因がある。1) GFT製品は需要が比較的非弾力的な必需品とみなされることが多い。消費者は価格変動にもかかわらず、特に基本的な衣料品については消費水準を維持する傾向がある。2) 米国はGFT部門における国内生産能力が限られているため、輸入に継続的に依存せざるを得ない。国内代替品の不足により輸入品の代替可能性が低下し、弾力性の低下につながっている。3) 他の主要なGFT輸出国も米国の関税に直面しており、低コストの代替品の入手が制限されるため、カンボジア産GFT製品に対する需要の価格感応性が低下している。4) 生産施設の移転には多大な費用と時間がかかる。一方、カンボジアの高度にドル化された経済、有利な税制優遇措置、低い労働コストなどの他の要因も、調達先としての魅力を高めている。したがって、短期的には、企業がカンボジアから調達先を移す可能性は低く、価格変動に対する需要の反応は鈍化する。⁸¹この演習では、AMROの中国および世界のその他の地域に関する社内成長予測が使用されている。

- 対照的に、需要の価格弾力性が高まる、またはカンボジアに対する関税率が36%を超えるといった下振れシナリオでは、成長がさらに鈍化し、2025年と2026年の両方で約4%以下に押し下げられるだろう。

図A2.13. カンボジア :シナリオ別GDPの軌跡



出典: NIS, TIVA OECD, AMROスタッフ推定 注: 上限は表A1.1のシナリオ1を反映し、下限はシナリオ7を反映しています。

表A2.1. カンボジア :対応するシナリオとGDP成長率の変化

主な前提			結果	
価格弾性	加重関税	2025 2026	成長率	
			2025	2026
シナリオ1	-	-	5.8	6.0
シナリオ2	0.5	0.6	5.6	5.5
シナリオ3	0.5	0.6	5.2	4.7
シナリオ4	0.5	0.6	4.3	3.9
シナリオ5	1.0	1.1	4.1	3.7
シナリオ6	0.5	0.6	3.8	3.4
シナリオ7	1.2	1.3	3.7	3.2

出典: AMRO スタッフによるイラスト 注: 簡潔にするために、中国の経済成長と世界のその他の地域の経済成長に関する想定は、すべてのシナリオで一貫しています。

8. この取り組みは、カンボジアがGVCの向上に向けた取り組みを加速させ、輸出品目と輸出先市場の双方を多様化することが喫緊の課題であることを浮き彫りにしている。進行中の貿易交渉は、短期的なショックを緩和し、適応のための時間を確保する上で重要な役割を果たしてきた。しかしながら、最近の関税引き上げは、カンボジアが外需集中、特に米国市場への依存度が高いことによる脆弱性を改めて浮き彫りにしている。カンボジアは既存のFTAを最大限に活用し、新たな協定の交渉を積極的に進める必要がある。また、FDIの受入国はそれぞれ異なる分野に特化し、異なる市場と貿易を行っている場合が多いため、FDIの受入国の多様化はカンボジアの輸出先拡大にも寄与する可能性がある。

参考文献

Tep, V., C. Yang (2024). 「岐路に立つカンボジアの太陽光パネル輸出」AMROカンボジア年次協議報告書2024（ボックスC）、17-19頁、ASEAN+3マクロ経済研究事務所。

Vu, T. (2024). 「輸出の多様化と比較優位性の強化への道筋」AMROカンボジア年次協議報告書 - 2024（付録3）、63-72ページ、ASEAN+3マクロ経済研究オフィス。

付録3.カンボジアの財政余地の評価⁸²

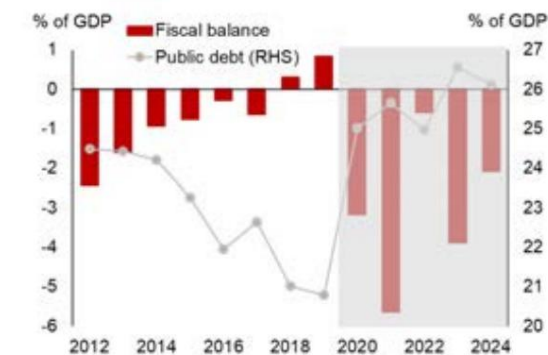
本特集号では、AMROの財政余地評価フレームワークを用いて、カンボジアの財政余地を評価しています。分析によると、カンボジアの財政余地はパンデミック以降縮小しており、現在は中程度と評価されています。これは、潜在的な外的ショックへの対応として、財政資源を慎重かつ的確に配分することの重要性、そして中期的には財政再建の緩やかな軌道を維持する必要性を強調しています。

背景

1. カンボジアは歴史的に、保守的かつ慎重な財政運営を行ってきました。新型コロナウイルス感染症のパンデミック以前は、財政規律の堅持により、カンボジアはわずかな財政赤字、あるいはわずかな黒字（図A3.1）を維持しており、公的債務比率は地域で最も低い水準を維持していました。過去10年間、歳入確保戦略の成功と厳格な歳出管理により、財政健全性はさらに強化されました。当局は経常歳入が経常歳出を常に上回るようにし、その結果、経常黒字が政府預金の形で財政準備金として積み立てられました。

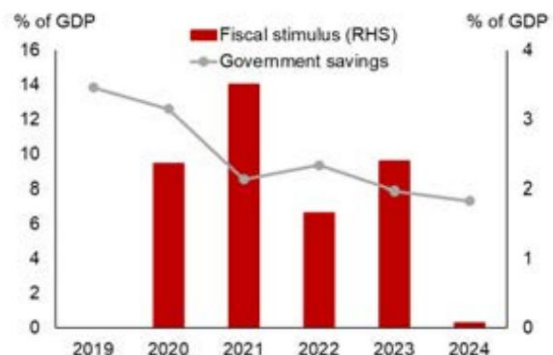
これらの預金は2019年にGDPの約14%に達しました。

図A3.1 財政収支と公的債務



出典: 経済財務省 (MEF)、AMRO スタッフによる計算。注: 網掛け部分は COVID-19 と回復期間を示しています。

図A3.2. 財政刺激策と政府貯蓄



出典: MEF、AMRO スタッフによる計算。注: 現金給付プログラムの最終トランシェは2024年3月に支給され、その額は3,000万米ドルです。

2. カンボジア当局は、財政バッファーを慎重に積み増したことにより、COVID-19危機に迅速に対応することができました。財政準備金は、パンデミックが家計や企業に及ぼす影響を軽減するための景気刺激策に充てられました（図A3.2）。主要な支援策には、貧困層への現金給付、貸金補助、キャッシュ・フロー・ワーク制度などがありました。中小企業への対象を絞った融資や保証を通じて企業への追加支援が提供され、パンデミック後の回復を促進しました。2022年と2023年には、高インフレが家計の生活水準に及ぼす影響を緩和するため、さらなる財政刺激策が実施されました。これらの対策の総費用は、2020年から2024年にかけて38億米ドル（GDPの8.2%）と推定されています。

3. カンボジアは、現在の世界情勢において新たな課題に直面しています。保護主義的措置の広範なエスカレーションと政策の不確実性の高まりの中で、2025年4月2日に米国が「相互関税」を発表したことは、カンボジアの輸出と経済活動全体に重大な下振れリスクをもたらします。パンデミック後の財政準備金の減少に伴い、カンボジアの財政余地を評価することは、機動的かつ柔軟な政策を提供する能力を判断する上で有益です。

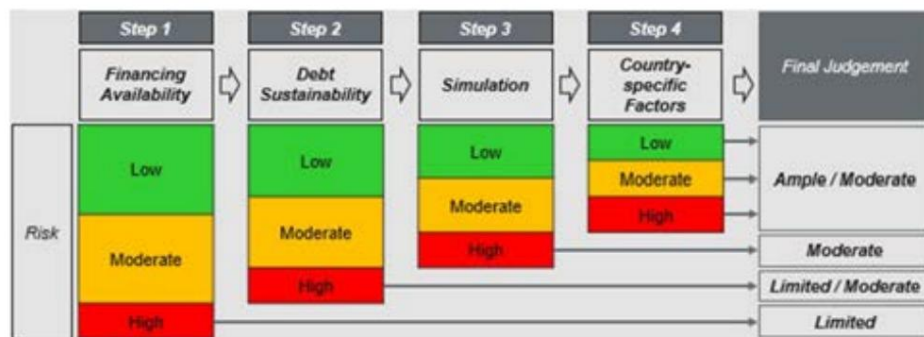
⁸² 上級エコノミストの Paolo Hernando とアソシエイトの Vansopheaktra Odorm Tep が作成しました。

成長と雇用を損なう可能性のある外的ショックに対応するための柔軟な景気循環対策的財政支援。

4. 本特集号では、AMROの新たな財政余地評価フレームワークを用いてカンボジアの財政余地を評価する。⁸³このフレームワークは、財政余地を「政府が利用可能な資金を用いて、債務持続可能性を損なうことなく、基準値と比較して裁量的な財政政策を実施できる余地」と包括的に定義している。この定義は、定性的および定量的な指標を採用することで具体化されている。

- まず、AMROによる各国の財政余地の定性評価は、(1)資金調達の可用性に関するリスク、(2)債務持続可能性に関するリスク、(3)シミュレーションシナリオ、(4)各国固有の要因を順に評価する4段階アプローチを用いて行われます。各段階でリスクが高いと評価された場合は、次のステップに進むことなく最終判断が下されます（図A3.3）。
- 第二に、その定量的アプローチは、債務の持続可能性を危険にさらさない、基準に対する裁量的財政拡大の最大額を評価する。

図A3.3 AMROの財政余地評価に対する4段階アプローチ



出典：ナムとソン（2025）

財政余地の定性評価

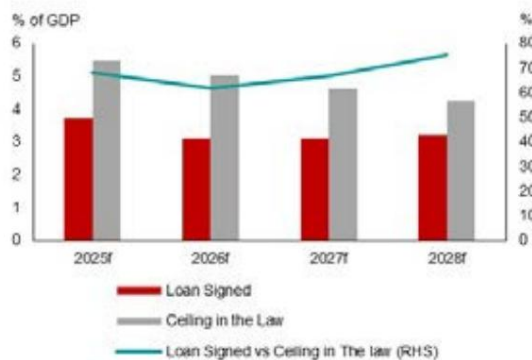
ステップ1. 資金調達の可用性

5. 資金調達の可用性は財政余地を判断する最初のステップです。なぜなら、合理的なコストで資金源にアクセスできない国は、裁量的財政政策の実施において大きな課題に直面するからです。カンボジアのように国際資本市場への効果的なアクセスを持たない低所得開発途上国（LIDC）の場合、資金調達の可用性の評価は、主に開発資金の財源に焦点を当てています。これには、既存のファシリティにおける未実行のコミットメントや、多国間開発金融機関および二国間ドナーからの譲許的融資への継続的なアクセスが含まれます。2025年から2028年までの期間における融資コミットメントは、GDPの3.1～3.7%の範囲で推移しており、同期間におけるGDPの2.5～2.7%という予測財政赤字を上回っています。これは、資金調達の可用性が良好であることを示しています。

カンボジアでは、融資コミットメントが現在の対外融資限度額の60%から80%の間であるため、必要に応じて追加融資を交渉する柔軟性も残されている（図A3.4）。

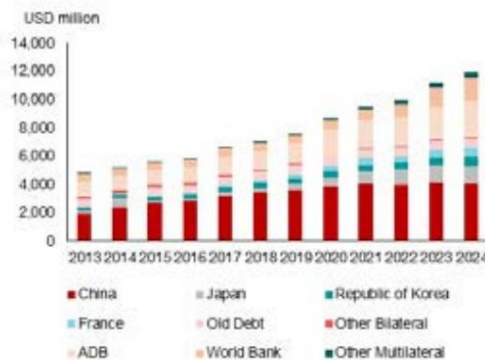
⁸³ この選定された問題は、ASEAN+3財政報告のボックスBに概説されているAMROの新しい財政余地評価フレームワークを活用している。政策報告書（2025年4月）。詳細はNam and Song（2025）を参照。

図A3.4. 多国間および二国間援助国からの支出予測



出典: MEF, AMROスタッフによる計算

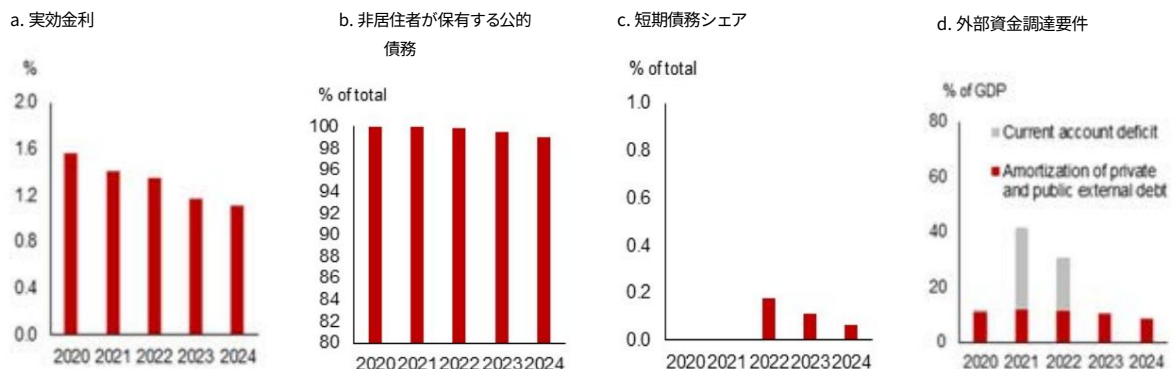
図A3.5. 対外債務残高



出典: MEF

6. カンボジアの公的債務構成において対外債務への集中度が高いにもかかわらず、対外融資の大部分が譲許的であること、および短期債務へのエクスポージャーが限定的であることから、資金調達リスクは依然として低い。カンボジアの場合、公的債務の99%が対外債務であり、主に多国間および二国間融資機関から譲許的条件で締結されているため、市場ベースの資金調達に伴うリスクは依然として限定的である（図A3.5）。これらの融資は低金利（加重平均金利1.17%）で、据置期間および満期期間が長い（平均満期24.1年）ため、借り換えおよび返済リスクは軽減されている。カンボジアの対外債務負担は公的債務総額に比べて高いものの、これらの債務が譲許的であることから、差し迫った資金調達圧力のリスクは軽減されている。さらに、カンボジアの短期債務へのエクスポージャーは最小限に抑えられている。同国では、主に金輸入の急増により、2021年と2022年に対外資金調達の必要性が一時的に増加したものの、その後状況は安定している（図A3.6）。

図A3.6. 債務プロファイルの脆弱性



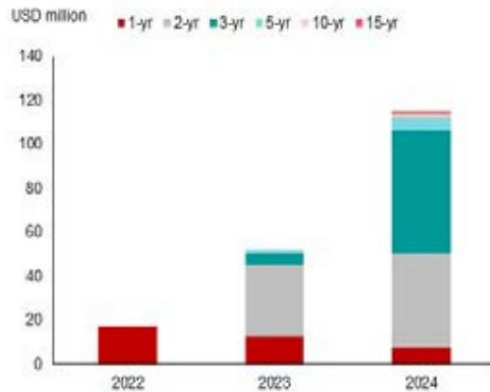
出典: MEF, AMROスタッフ推計 注: 1) 非居住者が保有する公的債務は発行管轄区域に基づく。2) 短期債務は当初の満期に基づく。3) 対外資金調達必要額 = 経常収支赤字 + 公的対外債務の償還 + 民間対外債務の償還。

7. 一方、カンボジアの国内債券市場は2022年に設立されたばかりで、まだ発展途上である。現在、国内債券市場は公的債務全体のわずか1%を占めており（図A3.7）、借入コストは優遇融資よりも大幅に高く、実効金利は約3.6%である。⁸⁴さらに、国債は、高度にドル化された経済の中でカンボジアリエルでのみ発行されるため、その利用範囲が限られており、広く普及していない。

⁸⁴ カンボジアの債券市場は2022年に運用を開始したばかりで、まだ初期段階にあるため、未払い債務残高は非常に低い水準から急激に増加しています。この債務残高の変動を平滑化するため、国内債券発行の実効金利は、国内利払い額を前年の未払い債務と当年の新規発行額の平均で割ることで推定されます。

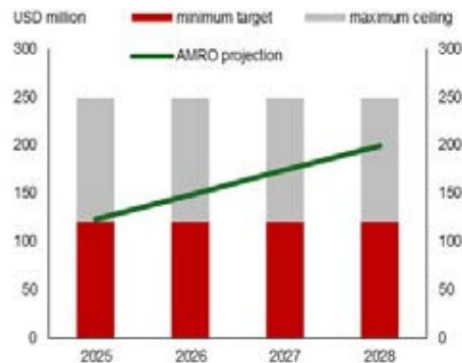
投資家へのアピール力。2025～2028年の国内債券発行計画は、120～2億5000万ドルのこの投資は、市場の発展を支援し、流動性を向上させ、投資家基盤を拡大することを目的としています（図A3.8）。

図A3.7. 国内債務残高



出典: MEF

図A3.8. 国内債券上限



出典: MEF, AMROスタッフによる計算 注: AMROの予測では、国内債券発行が最低1億2,000万米ドルから始まり、国内借入上限の80%まで直線的に増加し、着実に増加すると想定しています。

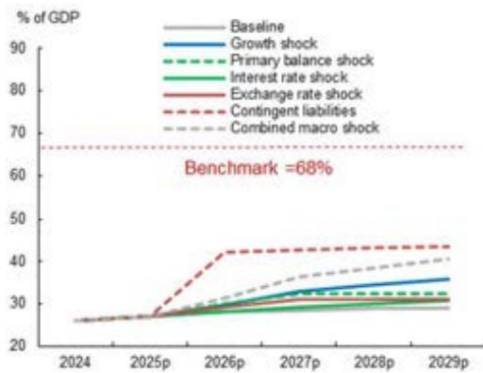
8. 同国の譲許的融資への依存と未発達な国内債券市場は、将来の政策柔軟性を制約する可能性のある構造的な脆弱性である。したがって、資金調達の可用性リスクは中程度と評価されている。譲許的融資へのアクセスは継続すると見込まれるものの、カンボジアは2029年に後発開発途上国（LDC）からの卒業を予定しており、これにより借入コストが上昇する可能性がある。卒業に伴い、カンボジアは高度に譲許的な融資へのアクセスを失うものの、商業借入よりも有利な条件を提供する国際金融機関からのブレンド型融資へのアクセスは引き続き確保される。こうした資金調達の動向の変化は、中期的に財政の強靱性を強化するために国内債券市場を段階的に発展させつつ、可能な限り多国間開発銀行や二国間パートナーから譲許的または準譲許的な融資を継続的に確保していくことの重要性を強調している。

ステップ2. 公的債務の持続可能性

9. 債務持続可能性分析によると、カンボジアの公的債務比率と総資金調達必要額（GFN）比率は、パンデミック以前の水準を上回っているものの、ベースラインシナリオとストレステストシナリオの両方において閾値を下回っています。カンボジアは中程度の資金調達リスクに直面していると評価されたことから、次のステップは、中期的な債務GFNリスクを分析することにより、公的債務の持続可能性を評価することです。ベースラインシナリオでは、公的債務は徐々に増加するもののGDPの30%を下回る水準にとどまると予測されています。一方、GFNは財政再建と開発支出のバランスを反映し、GDPの4%をわずかに下回る水準にとどまると予想されています。標準的なストレステストでは、マイナスのショック下でも両比率が閾値を大きく下回っていることが確認されており、カンボジアの債務危機リスクが低いことが強調されています。

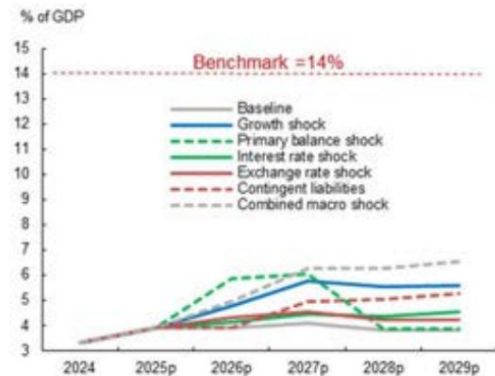
（図A3.9およびA3.10.詳細は付録5「債務持続可能性分析」を参照）。

図A3.9 公的債務ストレステスト



出典 :MEF,AMROスタッフ推定

図A3.10. GFNストレステスト



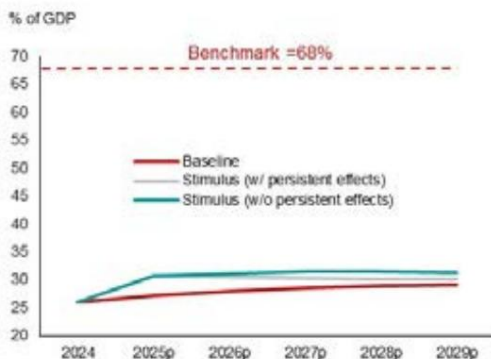
出典 :MEF,AMROスタッフ推定

ステップ3. 財政刺激策のシミュレーション

10. 財政刺激策のシミュレーションでは、カンボジアの債務が破綻するリスクは依然として低いことが示されている。

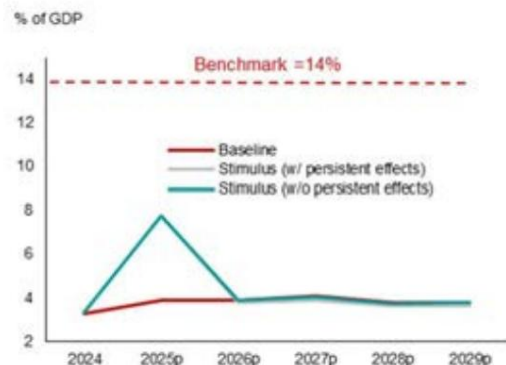
カンボジアの公的債務の持続可能性リスクは低いことから、財政余地を評価する次のステップは、大規模な裁量的財政政策が債務とGFN比率に与える影響を評価することである。これは、Batini et al. (2014)⁸⁵ が提唱する「バケット・アプローチ」を用いてシミュレーションされた。このアプローチでは、基礎的財政収支の2標準偏差に相当する財政刺激策を適用する。シミュレーションでは、歳出がGDP比4.2%増加したが、公的債務比率とGFN比率はともに上昇したが、それぞれの閾値をはるかに下回っている（図A3.11およびA2.12）。

図A3.11. 公的債務対GDP比シミュレーション



出典 :MEF,AMROスタッフ推計 注:「バケット・アプローチ」に基づき、カンボジアは乗数範囲が「低い」と分類される。持続的効果を考慮したシミュレーションでは、財政乗数がtからt+4にかけて徐々に減少すると仮定している。一方、持続的効果を考慮しないシミュレーションでは、財政乗数はt期のみに影響を及ぼすと仮定している。

図A3.12. GFN対GDPシミュレーション



ステップ4. 国固有の要因

11. 政府の貯蓄は、保守的な財政運営と継続的な改革の実績と相まって、カンボジアの財政の強靭性をさらに強化する。ストレステストとシミュレーションの両方において、資金調達リスクは中程度であり、債務問題のリスクも低いことを踏まえると、国別債務リスク評価は、

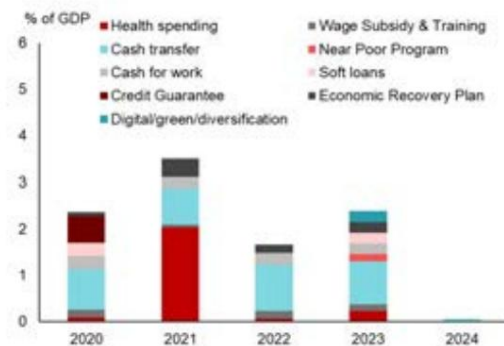
⁸⁵ 「バケット・アプローチ」は、貿易の自由度、労働市場の硬直性、自動安定化装置、為替レート制度、公的債務水準、公共財政管理などの構造的な特徴に基づいて、同様の乗数値を持つ可能性が高い国々をグループにまとめます。

これらの要因は、カンボジアの財政余地について判断を下す前に、AMRO の財政余地評価の 4 番目かつ最後のステップで考慮されます。

カンボジアにとって重要な支えとなっているのは、政府貯蓄のストックです。これは、COVID-19パンデミックで示されたように、ショックや危機の際に活用できる財政準備金とみなすことができます（図A3.13）。政府貯蓄という形でこれらの財政準備金は、2019年のピーク時のGDP比13.9%から2024年末にはGDP比7.3%に減少すると推定されていますが、依然として大きなバッファーとなっています。この地域では、必要に応じて悪影響のショックを緩和するために活用できるこのような資源を有する国はほとんどありません。

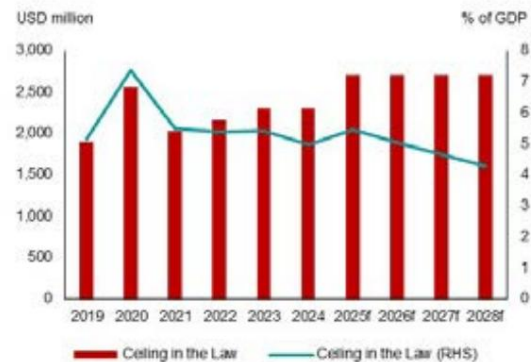
カンボジアの財政余地を評価する上で、もう一つの重要な要素は、政府の強固な財政規律である。これは、これまで保守的かつ慎重に財政運営を行ってきた実績に反映されている。さらに、政府は改革への強いコミットメントを示し、2004年に開始された長期的な公共財政管理改革プログラム（PFMRP）を着実に実施してきた。⁸⁶ カンボジアはまた、債務上限を設定する中期公共債務戦略も実施している（図A3.14）。これらの改革の進捗と方向性は、カンボジアの財政枠組みと規律が今後数年間にわたって強化され続けることを示唆している。

図A3.13. COVID-19財政刺激策



出典：MEF、AMROスタッフ推定

図A3.14. 中期対外公的債務上限



出典：MEF、AMROスタッフ推定

12. カンボジアには財政余地を支えるプラス要因がいくつかある一方で、国特有のリスクも存在し、財政余地を制約する可能性がある。カンボジアの財政余地を評価する際には、国有企業（SOE）債務や官民連携（PPP）による偶発債務へのエクスポージャーを考慮する必要がある。

国有企業は単独で借入を行うことが認められておらず、政府が国有企業に代わって債務を負い、その収益を国有企業に転貸しています。重要なのは、これらの転貸債務の規模が比較的小さく、2024年末時点でGDPの6.1%に相当し、カンボジアの公式公的債務統計に完全かつ明示的に含まれていることです。

対照的に、実施済みのPPP事業の総額は2024年末時点で184億米ドル（GDPの約40%）に達しており（図A3.15）、これらの事業に対する政府のエクスポージャーの総額は、2024年末時点で184億米ドル（GDPの約40%）に達していることを考えると、PPPIによる偶発債務はより大きなリスク源となる可能性がある。

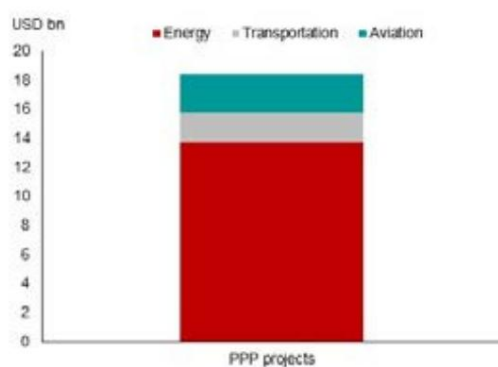
⁸⁶ カンボジアの公共財政管理改革プログラム（PFMRP）は、(1)予算の信頼性の確立、(2)財務説明責任の深化、(3)予算と政策の連携強化、(4)中期計画、モニタリング・評価（M&E）、そして実績に基づく予算編成の強化という4つの段階を経て進展してきました。第1段階から第3段階は完了しており、政府は現在、第4段階の実施に取り組んでいます。

プロジェクトの規模は明確ではない。⁸⁷一方、進行中のPPPプロジェクトは2024年末時点で55億米ドル（GDPの約12%）に達し（図A3.16）、政府保証はGDPの約2.1%に相当する。さらに、カンボジアのドル化度が高く、預金総額の約90%を米ドルが占めていることは、財政余地にとって重要な意味を持つ。これは金融政策の有効性を制限し、景気後退期における経済刺激策への依存度を高める。

- さらに、経済のドル化度が高いため、政府が国内通貨建ての借り入れを通じて景気循環対策に資金を投入する能力が制約されている。

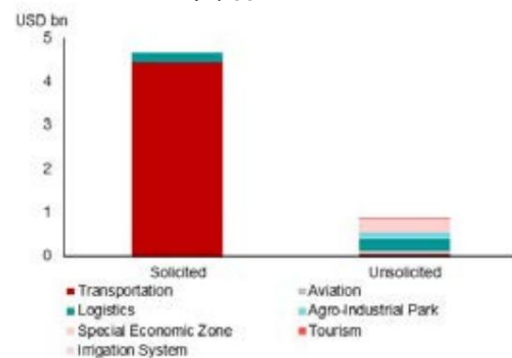
これらのプラス要因とマイナス要因を総合すると、カンボジアの国別財政リスクは中程度と総合的に評価されます。

図A3.15. 実施済みのPPPプロジェクト（2024年末現在）



出典：MEF、AMROスタッフ推定

図A3.16. 進行中の要請型および非要請型のPPPプロジェクト⁸⁸



出典：MEF、AMROスタッフ推定

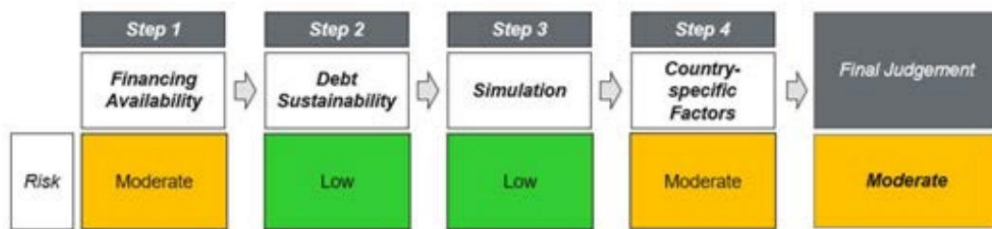
定性評価の最終判断

13. 4段階の定性評価に基づき、カンボジアの財政余力は「中程度」と判断される（図A3.17）。現在の資金調達コストと債務プロファイル指標は、資金調達リスクが中程度であることを示唆している。一方、債務リスクとグローバル・ネイティブ・ニュートリション（GFN）リスクはともに低く、ベースラインシナリオとストレステストシナリオにおける債務対GDP比とGFN対GDP比は、それぞれの閾値を大きく下回る見込みである。財政刺激策のシミュレーションでも、カンボジアの債務は依然として低いリスクにあることが示された。しかしながら、カンボジア特有のプラス要因とマイナス要因が混在していることから、カンボジアの財政余力は最終的に「中程度」と定性的に判断される。

⁸⁷ 秘密保持契約や守秘義務条項により、政府へのエクスポージャーの評価は困難です。エネルギー分野のプロジェクトの大半では、プロジェクトの財務的な存続を保証するために政府が提供する収益保証や最低オフテイク契約により、建設完了後も偶発債務が残存する可能性があります。

⁸⁸ 要請型プロジェクトとは、実施機関（IA）が主導、準備、推進し、PPP枠組みの下で実施するのに適していると判断される官民連携（PPP）事業を指します。王国政府がプロジェクトを承認した場合、IAはPPP法第6章に基づき、民間パートナーを選定するための提案依頼書（RFP）を発行します。PPP法で定義されている非要請型提案書（USP）とは、民間事業者が実施機関に提出する書面であり、PPPモデルに基づく新規プロジェクトの開発を提案するものです。この種の提案は、独自のアイデア、技術、または革新性を導入するものであり、IAが主導または要請したものではありません。

図A3.17. カンボジア：財政余地の定性評価



出典：AMROスタッフのイラスト

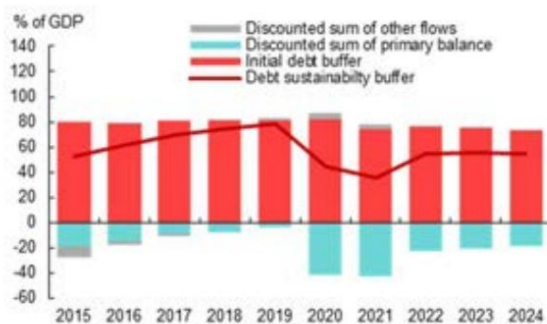
財政余地の定量的評価

14. AMROの定量的評価によると、カンボジアの財政余地はパンデミック以前の水準と比較して縮小している。AMROの財政余地の定量的評価⁸⁹では、債務持続可能性バッファと財政持続可能性バッファという2つのバッファが構築されており、それぞれがそれぞれの閾値を超えない最大の景気刺激策規模として定義されている。

- カンボジアの債務持続可能性バッファは、2019年と比較して2024年にはGDPの43.4 %減少しました。これは主に、ベースラインシナリオでは追加財政刺激策がなくても中期的に高水準を維持する基礎的財政収支の割引総額によるものです。この持続的な減少は、2023年以降に導入されたより手厚い税制優遇措置による国内歳入の動員力の弱体化を反映しています。一方、当初の債務バッファの縮小は、COVID-19パンデミック後の債務水準の上昇を反映しています（図A3.18）。

カンボジアの財政持続可能性バッファは2020年以降、同様の要因により減少しており、その主な理由はプライマリーバランスの赤字の拡大であり、パンデミック以前の水準と比較して赤字が継続的に高いことを反映している（図A3.19）。

図A3.18. 債務持続可能性バッファ



図A3.19. 資金調達の持続可能性バッファ



出典：MEF、AMROスタッフ推定 注：AMROの財政

余地の定量的尺度は、NamとSong（2025）のアプローチに従い、予測期間中に債務対GDP比およびGFN対GDP比の閾値を超えない最大の追加財政刺激策（ベースラインを基準として）を表しています。

政策的含意

15. 財政余地の縮小は、財政資源を慎重かつ的確に配分する必要があることを示している。カンボジアは、世界的な保護貿易主義の高まりの中で経済を支える財政余地を維持しているものの、その規模は中程度であり、慎重に配分されるべきである。

短期的には、最も脆弱な層を保護し、短期的に経済の回復力を維持するための、的を絞った対策を優先すべきである。中期的には、財政の持続可能性を確保し、経済成長を維持するために、財政再建を再開することが不可欠である。

⁸⁹ Nam and Song (2025) に概説されているとおり。

マクロ経済の安定。さらに、カンボジアの開発ニーズを満たし、将来の外的ショックに対する耐性を構築するための安定した資金源を確保するためには、国内歳入の動員を強化するための取り組みが不可欠となる。

16. 長期的な財政の持続可能性を強化するには、積極的な改革、戦略的な債務管理、そしてリスク報告の強化が必要となる。カンボジアは後発開発途上国（LDC）の卒業が近づいており、卒業は借入コストの上昇や財政余地の制約につながる可能性があるため、この移行を慎重に管理することが不可欠となっている。こうしたリスクを軽減するためには、政策優先事項と予算編成の連携を強化するとともに、財政の持続可能性を維持しながら開発成果を確保するために支出効率を向上させることが不可欠である。将来を見据えた多角的な公的債務管理戦略は、長期的な財政の持続可能性にとって不可欠である。

当局は、可能な限り、譲許的融資または準譲許的融資を引き続き活用すべきである。同時に、商業金利での債務管理・発行能力の向上は、より深化した国内国債市場の発展を含め、資金調達源の多様化に不可欠となる。さらに、国有企業および官民パートナーシップ（PPP）に対する定期的な財政リスク報告の制度化は、財政の透明性を高め、財政の強靭性をさらに強化する。

参考文献

Batini, N., Eyraud, L., Forni, L., Weber, A. 2014. 「財政乗数：規模、決定要因、マクロ経済予測における活用」IMFテクニカルノート・マニュアル、国際通貨基金（IMF）、ワシントンD.C.

Nam, B. および Song, C. 2025. 「ASEAN+3 経済圏の財政余地：AMRO の新しい財政余地評価フレームワークに基づく評価（ボックス B）」『ASEAN+3 財政政策報告書 2025：不確実性の中での財政戦略の舵取り』pp.13-16、ASEAN+3 マクロ経済研究事務所、シンガポール。

付録4. カンボジアにおける不良債権処理のための政策オプションの検討⁹⁰

近年、カンボジアでは不良債権（NPL）が急増しています。当局は一定の政策措置を導入し、銀行は個別に回収戦略を推進していますが、NPLの継続的な増加は、金融の安定を確保し経済成長を支えるための効果的なNPL解決戦略の必要性を浮き彫りにしています。本特集号では、資産運用会社（AMC）の設立やより広範な改革、そして包括的なNPL管理アプローチを含む政策オプションを検討し、カンボジアにおける中長期的な強固なNPL解決枠組みの構築を目指します。

背景

1. カンボジアの銀行は、長期にわたる信用ブームと断片化された市場構造の中で、資産の質の広範な劣化を経験している。カンボジアは過去10年間の持続的な信用拡大により、2021年以降、信用残高対GDP比が120%を超えている。⁹¹ 91行の資産の質もそれと並行して著しく劣化しており、不良債権は17.2兆クワチャ（約43億米ドル）に達し、不良債権比率は2025年3月時点で7.8%に上昇している（図A4.1）。2024年末までに、59の商業銀行のうち47行が前年比で不良債権比率の上昇を報告しており、そのうち40行は2023年にすでに悪化を経験していた。特に、17の外資系民間銀行、2つの国内民間銀行、2つの国営銀行を含む21行の不良債権比率が、セクター全体の平均7.2%を上回った（図A4.2）。

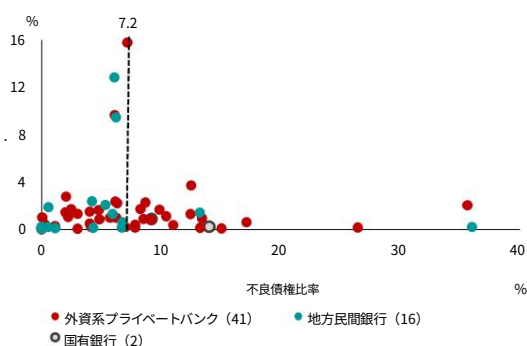
大手銀行は依然として不良債権総額の主な要因となっているが、その総額のほぼ半分は、より小規模断片化と資産の質の広範な弱体化の両方を反⁹³ な金融機関に分散しており、これは銀行システムの映している。

図A4.1. 不良債権量と不良債権比率



出典: カンボジア国立銀行 (NBC)、AMRO スタッフによる計算 注: この図は商業銀行と専門銀行を対象としています。

図A4.2. 個別銀行の不良債権比率と融資シェアの分布 (2024年末)



出典: NBC、AMROスタッフによる算出 注: (i) 括弧内の数字は各グループの銀行数を示します。(ii) この図には商業銀行のみが含まれます。(iii) 外国民間銀行は外国所有が50%を超える民間銀行と定義され、国内民間銀行は外国所有が50%以下の銀行と定義されます。(iv) 青い円は不良債権比率がセクター平均を上回る金融機関を表します。

⁹⁰ アソシエイトエコノミストの Zhan (Bella) Guo が作成しました。

⁹¹ カンボジアでは、2012年から2022年にかけて二桁の信用成長を記録し、信用残高対GDP比は37.2%から137.1%に上昇しました。2023年以降は成長率が3~4%程度に急激に鈍化しましたが、それでも120%を超える高水準を維持しています。

⁹² 最大の融資市場シェアを持つ上位5行が不良債権総額の49.6%を占めた。

⁹³ ある中規模銀行の不良債権比率が比較的高く、不良債権総額の10.1%を占めていたが、残りの銀行は53の銀行が合計で40.3%を保有しており、個別に2.8%を超えるシェアを保有する銀行はなかった。

⁹⁴ カンボジアの銀行セクターは依然として非常に細分化されている。2024年末時点で、最大手銀行が総融資額の15.8%を占め、上位4行のシェアは合計で47.7%となっている。一方、47行の融資市場シェアはそれぞれ2%未満で、そのうち31行は1%未満にとどまっており、ほとんどの金融機関の規模が限られていることが浮き彫りとなっている。

2. 不良債権の増加に対応して、カンボジア国立銀行（NBC）は2024年8月に融資構造緩和措置を再導入しました。実証研究によると、不良債権の継続的な増加は銀行の収益性を弱め、資本バッファを侵食し、融資を制約し、最終的には金融の脆弱性を高め、経済成長を阻害する可能性があります（Fell et al., 2021年、Caprio and Klingebiel, 1996年）。カンボジアの銀行は十分な資本金を維持しているものの、預金取扱金融機関は年末までに、再導入された返済猶予措置の下、84,434件の融資口座を総額18億米ドルに再編した。これは総融資額の3.0%に相当するが、2020年の新型コロナウイルス感染症流行に伴う⁹⁵最悪の返済猶予措置時低記録で、⁹⁶2.6%を大きく下回る。この措置は短期的な救済策ではあるものの、その効果は限定的であり、隠れた脆弱性やモラルハザードといったリスクをもたらす可能性がある（表A4.1）。金融の安定を確保し、持続的な不良債権処理を確実にするために、カンボジアは次項で論じるように、不良債権管理に対する包括的かつ調整のとれたアプローチを構築する必要がある。

表A4.1. 猶予措置のプラスの影響、限界、潜在的リスク

プラスの影響・借り手の	制限事項	潜在的なリスク
当面のキャッシュフロー圧力を軽減し、事業の継続性と回復をサポートします。・不良債権の短期的な急増を抑制し、銀行が流動性と資本バッファを維持しながら融資を再編成できるようにします。	・ローンの再分類を伴わない再編を 2 回まで許可します。・この措置は一時的なもので、2025 年末まで有効です。・この措置はすべての借り手に適用されますが、一時的な財務難に直面している継続企業の借り手の問題のみを解決できます。	信用損失の適時認識が遅れ、潜在的な脆弱性が隠れてしまう可能性がある。 存続可能な借り手の解決が遅れるリスクがある。 引当不足の可能性 非効率的な資本配分。

出典: AMRO、NBC (2025)。
注: この猶予措置により、銀行および金融機関 (BFI) は、2025 年 12 月末まで、分類の変更や追加の引当金の設定なしに、すべてのセクターの融資を最大 2 回まで再編成できます。また、この措置により、BFI は、少なくとも 3 か月連続して融資義務を誠実に履行している顧客に対して、融資の分類を上げることができます。

カンボジアにおける不良債権処理における主な課題

3. カンボジアの金融システムと法制度の構造的な脆弱性が、効果的な不良債権処理を制約している。銀行は、1990年代以降、幾度となく金融ストレス⁹⁷に見舞われたにもかかわらず、不良債権の急増への対応経験が限られており、制度的な能力上の制約に直面している。これは、複数の大手銀行による最近の財務制限条項⁹⁸違反からも明らかである。

法的および司法上の弱点（不良債権売却に関する法的枠組みの欠如を含む）⁹⁹
長期にわたる高額な裁判所主導の倒産手続き¹⁰⁰といった問題は、正式な回復メカニズムの有効性を損なっています。カンボジアは、世界銀行の2024年企業倒産スコアにおいて、主にデジタルインフラの未整備、司法能力の不足、専門裁判所の不足、透明性の低さにより、50カ国中46位にランクされました（表A4.2）。

⁹⁵ 2024年末までに、自己資本比率（CAR）とTier 1比率はそれぞれ22.4%と20.0%となり、リスク加重資産に基づく総資本の15%およびTier 1資本の11%という規制上の最低要件を大幅に上回りました。さらに、銀行はリスク加重資産の1.25%の資本保全バッファ（CCB）を維持することが義務付けられています。

⁹⁶ 2024年には、銀行の資産利益率（ROA）と自己資本利益率（ROE）は、金利マージンの縮小、信用の伸びの鈍化、引当金費用の上昇を反映して、それぞれ2023年の1.0%と3.4%から0.4%と0.6%に大幅に低下し、2022年の2.4%と9.9%を大きく下回りました。

⁹⁷ 2000年から2001年にかけて、マイクロファイナンス業界は銀行の脆弱化と資本不足により不安定な状況に直面し、カンボジア中央銀行（NBC）は銀行免許の取り消しと資本規制の強化を実施しました。その結果、業界の統合が進みました。2008年から2009年の世界金融危機の間、カンボジアは健全性規制の強化によって大きな混乱を回避し、銀行救済は必要とされませんでした。2019年から2020年にかけては、マイクロファイナンス業界の過剰債務による評判の失墜が見られ、当局は金利上限の設定と行動規範の導入に至りました。

⁹⁸ S&Pによると、カンボジアの大手金融機関3社が2023年に借入金の不良債権関連契約に違反した。

不良債権の急増により、実際の財務比率と契約条件の閾値との間の緩衝材が侵食されたためである。

⁹⁹ カンボジアには、不良債権の第三者への売却を規制する専用の法的枠組みが存在しない。二国間取引は行われる可能性があるものの、実際には、それらは法的なグレーゾーンで運営されており、コンプライアンスと執行可能性に関連するリスクをもたらしています。

¹⁰⁰ カンボジアの裁判手続きはしばしば大幅な遅延に見舞われ、裁判長の頻繁な交代も重なり、事件解決までに最大7〜8年かかるという事例も散見されます。世界銀行の「Doing Business 2015」報告書によると、カンボジアにおける企業倒産の解決に要する平均期間は6年で、ASEAN+3諸国の平均2.3年を大幅に上回っています。回収率は14.6%（ASEAN+3諸国平均：55.8%）、訴訟費用は財産価値の18%（ASEAN+3諸国平均：13.4%）でした。

図A4.3101)。これらの制度的および法的欠陥により、不良資産の二次市場の出現が妨げられ、市場ベースの解決オプションが制限されています。

表A4.2. ASEAN+3諸国の企業倒産スコア

経済	柱I: 規制 フレームワーク	柱II: 公共 サービス	総合順位		
シンガポール	93.2	76.7	99.3	89.7	1
インドネシア	50.6	53.3	67.0	57.0	20
ベトナム	75.8	38.3	51.3	55.1	21
香港、 中国	65.1	26.3	49.0	46.9	27
フィリピン	71.9	18.3	46.3	45.5	29
カンボジア	55.6	3.3	0.0	19.6	46

出典: 世界銀行 Business Ready 2024 データベース。

注: (1)ブルネイ、中国、日本、韓国、マレーシア、ミャンマー、タイのデータは入手できません。
(2)各カテゴリーの最高得点は100点です。

図A4.3. カンボジアの企業倒産スコア (サブカテゴリー別)

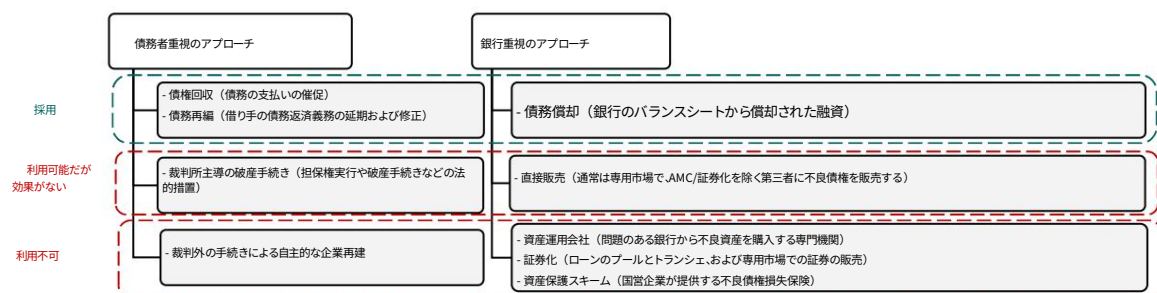


出典: 世界銀行 Business Ready 2024 データベース。

注: 「L&R」は「清算および再編」を意味し、「MSE」は「中小零細企業」を意味します。

4.そのため、カンボジアの銀行は限られた解決手段に大きく依存している。原則として、銀行は不良資産に対処するために幅広い戦略を展開することができる。これには、返済能力の向上と事業価値の維持を目的とした「債務者重視型」アプローチや、銀行のバランスシートから不良債権を除去または削減することを目的とした「銀行重視型」アプローチなどが含まれる。これらの手段は相互に排他的ではなく、それぞれの選択肢の期待される回収結果に基づいて、組み合わせて順次使用されることが多い (Baudino and Yun, 2017; World Bank, 2021)。しかしながら、カンボジアでは、制度的、法的、市場的な制約により、銀行は依然として債権回収、債務再編、債務帳消しといった基本的な回収手段に大きく依存している (図A4.4)。裁判所主導および裁判外の倒産制度を強化するとともに、直接売却、資産管理会社 (AMC)、証券化、資産保護スキームといったリスク移転メカニズムの開発を促進するための構造改革が必要である。

図A4.4. カンボジアにおける不良債権処理ツールの利用可能性



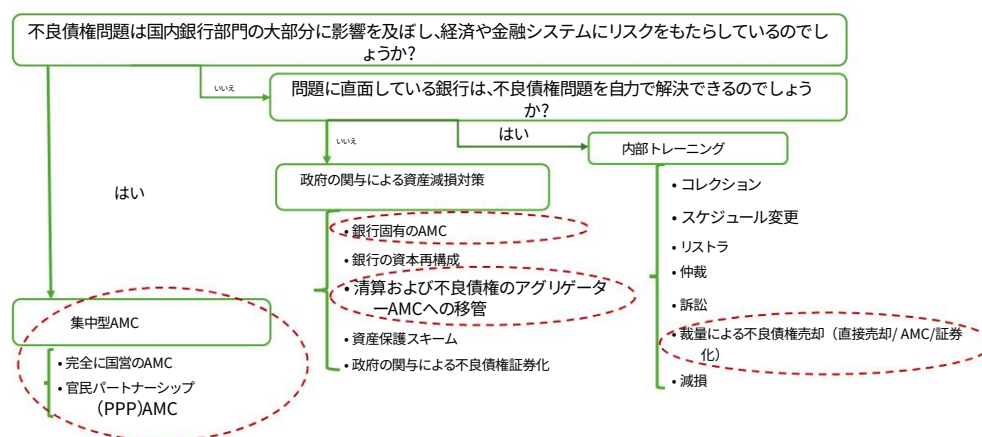
出典: Baudino and Yun (2017)の分析フレームワークに基づくAMROスタッフの評価。

不良債権処理枠組みを補完する政策オプション

¹⁰¹ ビジネス倒産スコアは、倒産制度の主要側面を規制レベルで評価し、倒産手続きを支える制度的・運用的インフラ、特に司法サービスを検証し、3つの柱にわたってこれらの手続きの全体的な効率性を評価するものです。選定されたASEAN諸国と比較すると、カンボジアの司法倒産手続き (清算および再建)に関する規制枠組みは概ね国際基準に準拠していますが、制度的・運用的インフラの質、そして裁判所における清算または再建手続きの解決に要する時間と費用の点で、その実施状況は著しく劣っています。

5.カンボジアの限られた不良債権処理手段を補完する手段として、AMC（債権回収会社）の設立は実現可能かつ現実的な選択肢となり得る。図A4.5は、様々な不良債権処理メカニズムと、それらが様々なシナリオにどのように適用できるかを示している。裁判所主導の破産手続きや裁判外のワークアウトといった債務者重視のアプローチを強化するには、複雑で時間のかかる法的・制度的改革が必要となるが、銀行重視のツールに特化した法的枠組みを導入する方が、より容易かつ短期的に実現可能であろう。さらに、カンボジアの資本市場がまだ初期段階にあることを踏まえると、証券化や大規模な不良債権の直接売却を支えるのに十分な厚みと多様性を持つ投資家基盤を短期から中期的に構築することは難しいと考えられる。資産保護スキーム¹⁰²は、通常、深刻な危機の際に、非常に高いNPLを抱える個々の銀行を対象に適用されますが、AMC¹⁰³は、任務の設計と公的資源の使用においてより柔軟性があり、NPL解決に対してより広範でセクター全体のアプローチを提供できます。

図A4.5. 不良債権処理のための個別戦略



出典: Martinら(2025)の分析フレームワークに基づくAMROスタッフによるイラスト。
注: 赤い丸は、AMCが直接役割を果たすことができる解決手段を示しています。

6. 資産管理会社（AMC）は顕著なメリットをもたらすが、一定のリスクも伴うため、慎重な設計と導入が必要である。¹⁰⁴ AMCは、ASEAN+3の9か国¹⁰⁵を含む先進国と新興市場国の両方で成功裏に設立されており、これらの国のほとんどは、当初は銀行から不良資産を効率的に処分するために公営のAMCを導入した（表A4.3、図A4.6¹⁰⁶）。AMCはまた、金融セクターの透明性を高め、市場の信頼を回復し、資産回収を促進し、不良債権の二次市場の発展に貢献することもできる。しかし、AMCは万能薬ではない。設計や導入が不適切な場合、AMCは多額の財政コストを伴い、モラルハザードを生み出し、信用規律を弱める可能性がある。カンボジアでは、財政、法律、制度的制約など、国固有の要因を反映した適切に調整されたアプローチが成功の鍵となるだろう。

¹⁰² BaudinoとYun（2017）によると、資産保護スキーム（APS）は、不良債権水準の高い銀行を支援するために設計された保険メカニズムです。APSでは、公的機関が手数料と引き換えに、レガシー資産の損失の一部を負担することに同意します。主な目的は、信用供与の維持です。APSは通常、信用収縮のリスクが高まる銀行危機の急性期に導入されます。多くの場合、セクター全体ではなく、システム全体の脆弱性に対処するために、少数の国内大手銀行に焦点を当てています。場合によっては、対象となる銀行がAPSへの参加に伴う潜在的なスティグマを回避するために、民間資本の調達を選択することもあります。

¹⁰³ AMCは、銀行システムから除去された不良資産の管理と回収を強化するために設立された組織です。

¹⁰⁴ オテロ・フェルナンデスらを参照。（2024）、フェルら。（2021）、セルツティら。（2019）、BaudinoとYun（2017）、Fung et al.（2004）

AMCの利点と欠点の概要、および特定の国の経験の説明。

¹⁰⁵ ブルネイ、カンボジア、ミャンマー、シンガポール、香港は、不良債権処理に特化したAMCを設立していない。

¹⁰⁶ この図に示されているAMCは、各国で高水準の不良債権に対処するために最初に設立された、あるいは最も有力なAMCです。図から、いずれのケースでもAMCの設立後に不良債権比率が低下したことがわかります。インドネシア、中国、フィリピンでは5年以内に不良債権比率が急激に低下しましたが、韓国、タイ、マレーシア、ベトナム、日本では緩やかな改善が見られました。

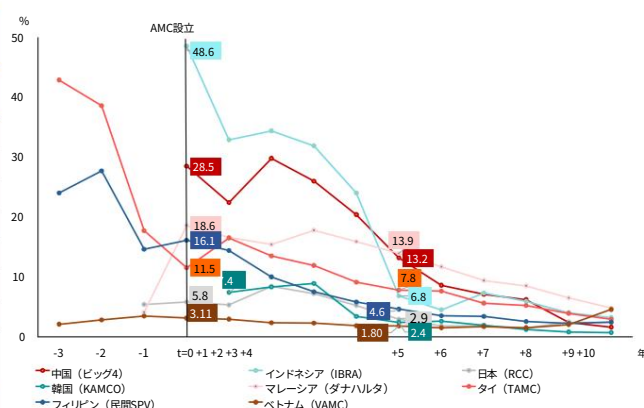
表A4.3. ASEAN+3諸国におけるAMCの状況

	最初のAMC			現在 風景	
	設定 背景	設定 年	集中化	公立私立？ AMC AMC	
インドネシア	アジア人 金融 危機	1998	✓	✓	✓
韓国		1997	✓	✓	✓
マレーシア		1998	✓	✓	✓
タイ		2001	×	✓	✓
中国	国内銀行危 機	1999	×	✓	✓
日本		1999	✓	✓	✓
ベトナム		2003	✓	✓	✓
ラオス人民民主共和国の非システム的銀行		2023	✓	✓	×
フィリピン	問題	2003	×	×	✓

出典：国際的な実践と分析文献に基づく AMRO スタッフによる編集。

注：詳細については、付録 A3.1 を参照してください。

図A4.6. AMC設立後の不良債権比率の推移



出典：Haver Analytics、アジア開発銀行、AMROスタッフによる計算。

注：「ビッグ4」とは、オリエン特、グレートウォール、シンダ、華栄資産管理を指します。IBRA = インドネシア銀行再編行、RCC = 整理回収機構、KAMCO = 韓国資産管理公社、ダナハルタ = ベングルサン・ダナハルタ社、TAMC = タイ資産管理会社、SPV = 特別目的会社、VAMC = ベトナム資産管理会社。

AMCの設計と運用における重要な考慮事項

7. AMCの役割と設計上の特徴が多様であることを踏まえると、カンボジア特有のニーズと制度的背景に適したモデルを確立することが重要な課題となります。国際的な経験は、AMCの効果的な運営には、強力な政治的コミットメント、政府の明確な支援、支援的な法的枠組み、効率的な市場インフラ、明確な権限、有限な存続期間、強固なガバナンス、透明性、現実的な資産評価、そして迅速な解決など、いくつかの成功要因があることを示唆しています（Fung et al., 2004）。

Cerruti et al. (2019) は、商業的焦点、健全なガバナンス、そして包括的な不良債権管理戦略の重要性をさらに強調しています。一方、Baudino and Yun (2017) と Otero-Fernández et al. (2024) は、様々なAMCモデルにおける運用上の課題とトレードオフに焦点を当てています。これらの教訓を踏まえ、AMC設計における主要な考慮事項は以下のとおりです。

- カンボジアにおいては、不良債権問題のシステムの性質と制度的制約を考慮すると、中央集権型のAMCモデルがより適切である可能性がある。銀行固有の問題に対応する分散型AMCとは異なり、中央集権型AMCは、セクター全体の問題への対応、一貫した解決手法の実施、そして法改正の推進により適している。民間セクターは一般的にシステム全体のプログラムを調整する能力が不足しているため、公的資金と監督が必要となる可能性が高い。

官民バランスの取れた資金調達アプローチは、AMCの財務的持続可能性を確保する上で役立ちます。資金調達の必要性は、不良債権購入の規模、資産評価方法、そして資金調達構造に依存します（図A4.7）。最初の2つは戦略目標、資産の特性、そして市場環境を反映しますが、資金調達構造は主に資金調達源の可用性に左右されます。カンボジアの財政規律の実績と債券市場の未発達を考慮すると、民間資本の動員は財政負担の軽減、透明性の向上、そして商業志向の促進に寄与する可能性があります。¹⁰⁷

¹⁰⁷ オテロ・フェルナンデスら（2024）によれば、不良資産市場に関する専門知識を持つ民間投資家の参加は、透明性と説明責任を強化し、商業重視を推進します。

図A4.7. AMCの資金調達ニーズに関連する主な要因



出典: AMROスタッフによるイラスト。

- 資産の慎重な選定は、AMCの目的を達成し、業務の有効性を確保する上で極めて重要です。AMCのマネートでは、対象となる機関と資産の種類を明確に定義する必要があります。AMCは、大規模な担保付融資に注力することで効果を発揮することが分かっていることから108、融資額とポートフォリオの規模に最低限の基準を設け、AMCが規模の経済を享受し、専門知識を活用できるようにすることが適切と考えられます。
- 健全な評価手法を事前に策定する必要がある。YCPとConfluences（2024）が指摘しているように、カンボジアの銀行は現在、取引価格の適正化に課題を抱えている。109 しばしば「110」とみなされる実質経済価値アプローチは、ベンチマークとして役立つ可能性がある。バランスのとれた透明性の高い手法をさらに確立し、資産の異質性、ために、損失または利益分配メカニズム111も検討す 法的不確実性、情報の非対称性から生じる摩擦を軽減する必要がある。
- AMCの有効性を確保するには、強固なガバナンスとインセンティブの枠組みが不可欠です。例えば、AMCの独立性、内部統制、外部からの監視を明確に規定し、政治的介入や救済手段としての悪用を防ぐ必要があります。112立法上のサンセット条項を設けることで、モラルハザードを軽減し、迅速な解決を促進することができます。113インセンティブをさらに整合させるため、雇用契約に資産解決の成果に連動した業績連動型の報酬を含めることも可能です。114

¹⁰⁸ Fell et al. (2021) によると、AMCは歴史的に、実物資産、特に商業用不動産や土地の回収において最も成功を収めてきました。これらの資産は評価が比較的容易であるため、比較的人員の少ないAMCでも管理可能です。しかし、住宅ローンなど、多数の小口ローンを伴い、運用能力に負担をかける可能性のある他の資産タイプをAMCが効率的に管理できるかどうかは依然として不透明です。Otero-Fernández et al. (2024) によると、特に商業用不動産や法人向けローンなど、担保付きの大口ローンは、回収額が借り手の業績にあまり左右されないため、一般的にAMCに適しています。一方、回収が借り手の業績に大きく左右される無担保ローンは、回収率を最大化するために借り手に関する詳細な知識が必要となるため、オリジネート銀行はより有利な立場で管理できます。また、AMCによる回収プロセスの効率性を確保するためには、対象となるローンがそれぞれ最低限の基準額を満たすことも重要です。

¹⁰⁹ 市場が比較的未成熟なため、カンボジアの銀行は投資家の発掘に高い取引コストに直面しており、大幅なポートフォリオ割引を提供する圧力があり、不良債権取引の交渉が特に困難になっている。

¹¹⁰ 実質経済価値アプローチは、期待キャッシュフローの現在価値を推定します。中国およびベトナムの初期のAMC事業に見られる簿価移転は、財政リスクを大幅に増大させ、AMCの有効性を低下させる可能性があります。一方、大幅に割引された市場価格のみに依存すると、借り手が資産を低価格で買い戻そうとする戦略的デフォルトを奨励し、信用規律を損なう可能性があります。詳細については、Baudino and Yun (2017)、Otero-Fernández et al. (2024)、Fell et al. (2021)を参照してください。

¹¹¹ 韓国資産運用公社（KAMCO）、ベンガルサン・ダナハルタ社（ダナハルタ）、タイ資産運用会社（TAMC）は、業務において損失または利益の分配メカニズムを導入している運用会社の例です。詳細については、Fung et al. (2004)を参照してください。

¹¹² モンゴル資産回収公社（AAE）は、ガバナンスの不備、能力の弱さ、そして政治的介入により、財政破綻に陥ったと広く見なされている。AAEは1996年の銀行危機の際にモンゴルの銀行の不良債権処理を目的として設立された。しかし、政治的影響力によって資産売却と債務者への対応が歪められ、不透明な資産移転の手段となってしまった。監督体制の弱さは、非効率性と腐敗の可能性をさらに助長した。その結果、財政コストが高騰する一方で、不良資産から十分な価値を回収することができなかった。詳細については、Enoch et al. (2002)を参照のこと。

¹¹³ 期限のない任務は、特に雇用保障がAMCの存続に結びついている場合、職員が業務を効率的に遂行する意欲を減退させる可能性がある。¹¹⁴

BaudinoとYun（2017）。

8. AMCの設立後も、効果的な導入と運用は依然として複雑な状況が続く。まず第一段階として、銀行による「チェリーピッキング」を回避し、システム全体のクリーンアップを支援するため、資産移転は包括的な方法で実施されるべきである。

自主的な資産譲渡は市場志向のアプローチとなるが、銀行の損失認識への抵抗を克服するには、強制的なスキームの方が効果的であることが多い。買収後、AMCは回収額を最大化するために、不良債権の状況と債務者の生存能力に合わせた期限付き戦略に基づき、積極的な資産整理¹¹⁵を優先すべきである。整理を迅速化するために、AMCには、他の国の経験に見られるように、資産を差し押さえたり、裁判所の承認なしに債務者との交渉を強制したりするなど、特別な法的権限が付与される可能性がある（表A4.4）。

しかしながら、こうした権限は、濫用を防ぎ、適正手続きを保障するために、強力な監督の対象となるべきである。透明性と説明責任を確保するためには、強固なガバナンス、定期的な独立監査、そして財務および業務実績の公表が不可欠である。

表A4.4. ASEAN+3におけるAMC事例

表4-4. ASEAN+3におけるAMC事例						
国	AMC	解決方法1回収率2 (%)			特別な力	寿命
		リストラ処分				
インドネシアIBRA		25	75	36	借り手の許可なく資産を譲渡したり、裁判所の承認なしに資産を差し押さえたりする	6年間（1998年～2004年
マレーシア	不動産	54	46	60	裁判所の承認なしに債務者の資産を差し押さえたり、特別管理人を任命したりする	7年間（1998年～2005年
タイTAMC		64	36	19	債務者の同意なしの特別裁判外再建権	12年間（2001年～2013年
韓国	カムコ	48	52	43	いいえ、しかし金融取引に対する免税などの特別な特権がありました	該当なし。ただし、回収期間は15年（1997年～2012年

出典: Fung et al. (2004); オデロ・フェルナンデスら。 (2024); AMROスタッフの計算。

注: 1) 2002年時点の解決済み資産帳簿価額の割合。2) 回収率 = 回収総額 / 決算時の解決済み資産総額。

カンボジアへの政策的含意

9. AMCを立ち上げる前に、徹底した事前評価を行うことが重要です。

資産運用会社（AMC）の設立は、法的、制度的、運用上の複雑さを伴い、当局は資金調達を選択肢、法的整備状況、制度的能力を評価するための包括的な実現可能性調査を実施すべきである。同時に、不良債権残高と債務者プロファイルのきめ細かな診断が、適切なマニフェスト設計の策定に必要である。他の国際金融機関¹¹⁶が強調しているように、公営資産運用会社（AMC）の利用は、金融システムの安定リスクが存在する場合にのみ限定されるべきである。ギリシャ¹¹⁷のように、AMCの前提条件が整っていない法域では、強力な監督手段が不良債権の削減に効果的であることが証明されている。不良債権に対する資本賦課の引き上げや、期限付き償却義務などの措置は、銀行が不良債権を積極的に処理するよう促すインセンティブとなり得る。

10. AMCの成功には、組織能力の構築に向けた継続的な努力が必要である。短期から中期的には、明確な権限と強力なガバナンス体制を備えた、中央集権的で商業志向のハイブリッド資金によるAMCが、

¹¹⁵ AMCは、資産が積極的に解決され、遅滞なく売却される場合に、より効果的になります（Baudino および Yun, 2017）。

¹¹⁶ セルツィティらを参照。（2019）およびオデロ・フェルナンデスら。（2024年）。

¹¹⁷ Cerruti et al. (2019)を参照。

カンボジアにとって効果的な解決策となる。このようなモデルは政策目標と財政健全性のバランスをうまくとっているが、カンボジアにとって早期かつ持続的な能力構築が不可欠となる。2024年、NBCはKAMCOと覚書を締結し、不良債権処理に関する実践的な知識と経験の共有を促進し、関係職員にAMCの設計と運用に関する技術的熟練度を高める機会を提供している。今後、当局はKAMCOなどの地域パートナーとの連携を継続し、国際公的AMCフォーラム（IPAF）などの多国間イニシアティブに参加するとともに、開発パートナーからの技術支援も受け、組織能力をさらに強化し、AMCの効果的な実施を支援する必要がある。

11.より根本的な点として、AMCの設立は、より広範な構造改革、法整備、規制改革によって補完されなければならない。成功したAMCの経験は、改革支援の重要性を浮き彫りにしている。118カンボジアでは、過剰銀行取引が競争の激化と利ざやの低下を招き、自主的な統合を促進する政策の必要性が浮き彫りになっている。脆弱な破産制度、非効率的な担保執行、規制されていない資産移転といった法的ボトルネックへの対処は、効果的な解決を支援する上で不可欠である。裁判所の能力強化は長期的な目標であるが、裁判外債務整理メカニズムの導入は、より迅速かつ柔軟な解決策となり得る。資産評価基準の改善、不良債権市場の発展、明確な手続きガイダンスを通じた監督枠組みの強化は、AMCの運営とインフラの基盤を支え、より広範な市場ベースの解決努力を支援することに役立つだろう。

12.金融システムの長期的なレジリエンス強化には、公的責任と民間責任を統合した包括的な不良債権管理アプローチが必要である。公的主導のAMCはシステムの圧力を軽減できるものの、銀行は信用リスクの早期特定と迅速な解決に引き続き責任を負う。信用規律とリスク管理の強化に向けた継続的な取り組みが不可欠である。公共政策は、堅固な健全性規制と監督監督を通じて、良好な環境を強化することができる。カンボジア国立銀行（NBC）は、2025年末までにカンボジア国際財務報告基準第9版（CIFRS第9号）を導入する計画である。

将来予測に基づく予想信用損失引当金の導入は重要な前進です。追加的な措置としては、不良債権認定の厳格な執行、徹底的な現地調査、虚偽報告に対する罰則の強化などが考えられます。また、当局は協力して、不良債権処理のための法的、税務的、会計的枠組みを改善すべきです。長期的には、資本市場の深化に伴い、証券化ビークルや不良債権電子取引プラットフォーム120といったメカニズムが、市場ベースの処理を強化するために検討される可能性があります。

参考文献

Baudino, P., H. Yun (2017). 「不良債権処理 - 政策オプション」国際決済銀行FS政策実施に関する考察第3号。

Caprio, G., Jr., D. Klingebiel (1996). 「銀行の倒産 : 各国の経験」
世界銀行政策研究ワーキングペーパー、第1620号。

¹¹⁸ アジア諸国における不良債権管理の成功は、資産運用会社（AMC）の設立のみに起因しているわけではない。これに伴う措置としては、不良債権処理を支援するための法的・制度的取決めや改革、証券化や企業再編といった不良債権処理策の促進、銀行の資本再構成プログラムなどが挙げられる。タイ、マレーシア、韓国、インドネシア、中国、ベトナムの国別ケーススタディについては、Fell et al. (2021) および Khor et al. (2022) を参照のこと。

¹¹⁹ Cerruti et al. (2019) および YCP and Confluences (2024) によれば、機能的な不良債権エコシステムは債務と負債から構成されるべきである。

サービス会社、資産鑑定士、法律顧問、信用格付け機関、機関投資家またはAMC。

¹²⁰ たとえば、European Data Warehouse GmbH は、資産担保証券取引の特定のローン レベルのデータを収集、検証し、アクセス可能にするヨーロッパ初の集中型データ リポジトリです。

Cerruti, H., ED Cruikshank, JM Julia, AF Martinez, A. Sache (2019). 「不良資産回収プログラム（DARP） – 不良資産市場の創出 :世界金融危機以降の教訓と今日の新興市場における投資家の機会」世界銀行グループワーキングペーパー、No. 141448.

エノック、C.A.-M. グルデ、D. ハーディ (2002) 「銀行危機と銀行破綻 : 「いくつかの移行経済における経験」IMFワーキングペーパー、No.2002/56、pp.33-48.

Fell, JPC、M. Grodzicki、J. Lee、R. Martin、C.-Y. Park、およびP. Rosenkranz (2021)。「アジアとヨーロッパにおける不良債権 :原因、影響、そして解決戦略」アジア開発銀行出版物。

Fung, BSC, J. George, S. Hohl, G. Ma (2004). 「公共資産管理
「東アジアの企業 :比較研究」国際決済銀行FSI臨時報告書第3号。

Khor, HE, DC Guinigundo, M. Kawai (編) (2022). 「トラウマから勝利へ :アジア通貨危機の灰燼からの復活」 World Scientific Publishing and ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, pp.856-860.

Martin, R., E. O'Brien, U. Peiris, DP Tsomocos (2025). 「不良資産と財政金融支援 :資産管理（AMC）は第三の道か？」欧州中央銀行ワーキングペーパー No. 2025/3023, 26ページ。

カンボジア国立銀行 (2025). 「2024年金融安定性レビュー」カンボジア国立銀行、31-33頁。

Otero-Fernández, MA, J. Ponce, MC Dobler, T. Hayashi (2024). 「銀行危機における資産運用会社のメリット（とデメリット）」国際通貨基金（IMF）テクニカルノート・マニュアル No. 2024/04.

世界銀行 (2021). 「東アジア・太平洋地域における不良債権 :COVID-19時代の実践と教訓」世界銀行報告書、40-71頁。

YCPとConfluences (2024年) 「カンボジアの銀行における収益性の低下傾向 :コスト上昇と不良債権の影響」YCP ホワイトペーパー、13~17ページ。

付録A4.1 ASEAN+3諸国におけるAMCの状況

経済	資産運用会社/特別目的会社 ¹⁾ 最初の公的集中型 AMC であるインドネシア銀行再編子 (IBRA)
インドネシア	は 1998 年に設立され、2004 年に解散しました。 2) 国営のPT Perusahaan Pengelola Aset (PPA)は、IBRAからの不良債権を管理するために2004年に設立されました。PPAは2022年にインドネシアの国家資産管理委員会 (National AMC)に改組され、国営企業の再編や不良資産の管理など、より広範な任務を担うことになった。 3)インドネシアでは、2023年に興昌グループが設立したPTアポロ・アセット・マネジメントや、不良債権保管機関として機能する外国銀行の資産運用部門 (AMU)など、民間のAMCもNPL市場に積極的に参入している。
韓国	1) 韓国資産管理公社 (KAMCO)は、1962年に設立され、韓国の金融機関の不良債権の管理と解決を目的として1997年に再編された、不良債権と不良資産の管理を担当する韓国初で唯一の常設の公的資産管理会社です。 2) KOREITアセット・マネジメント (1987年設立)のような民間AMCは、特に不動産セクターにおいて不良債権の積極的な運用を行っている。大手銀行も、ユナイテッド・アセット・マネジメント・コーポレーション (UAMCO) 、ダイシンF&I、ハナF&I、キウムF&Iなど、不良債権の運用を専門とする独自のAMUを設立している。 3) 韓国1stインターナショナルABSスペシャルティ株式会社などの特別目的会社が不良債権の証券化および管理に活用され、KAMCOがマスターサービサーとして機能しています。
マレーシア	1) ダナハルタは、1998年のアジア通貨危機の際に、銀行からの不良債権の買い取り、不良資産の再編、企業債務問題の解決を目的として設立された、国営の資産管理会社です。2005年に解散しました。 2) マレーシアでは、民間のAMCも不良債権市場に積極的に参入している。これには、Aiqon Capitalなどが含まれる。および Southeast Asia Special Asset Management Berhad (SEASAM)。
タイ	1) 4つの公的AMC (バンコク・コマースAMC、スクンビットAMC、ベップリーAMC、ラダナシンAMC) 1998年のアジア通貨危機の際に、国有商業銀行の不良債権処理を目的として設立されました。一時的な危機対応機関として機能し、2003年に解散しました。 2) 公的資産運用会社であるタイ・アセット・マネジメント・コーポレーション (TAMC)は、2001年に緊急法令に基づき設立され、公的および民間金融機関から不良資産を買収しました。2003年には新規買収を停止し、2011年には正式に事業を縮小し、2013年には完全に閉鎖されました。 3) TAMCが2003年に最後に買収して以来、2つの大手AMCであるバンコクコマーシャルアセットマネジメントパブリックカンパニーリミテッド (BAM)とスクンビットアセットマネジメントカンパニーリミテッド (SAM)が市場を支配してきた。タイの不良債権市場。BAMは公的起源を持つ上場民間企業であり、SAMはタイ銀行傘下の完全国有企業です。 4) さらに、アルファ・キャピタル・パートナーズ・グループ、プライムゾーン・アセット・マネジメント株式会社、オキシジェン・アセット・マネジメント株式会社など、いくつかの民間AMCもタイのNPL市場に積極的に参加しています。
中国	1) 1999年に、4大国有銀行の不良債権問題に対処するため、中国信達資産運用会社 (中国建設銀行向け) 、中国華栄資産運用会社 (中国工商银行向け) 、中国長城資産運用会社 (中国農業銀行向け) 、中国東方資産運用会社の4社が設立された。 (中国銀行向け) 。中国では、「ビッグ4」と呼ばれる国有資産運用会社が不良債権処理分野を独占している。 2) 地方および省レベルの資産運用会社 (AMC)も数多く存在しています。復星資産管理や中信資産管理有限公司といった民間の資産運用会社も、不良資産市場で積極的に活動しています。
日本	1) 整理回収機構 (RCC)は、1990年代の日本の金融危機の際に、住宅金融公庫を継承し、1999年に公的資産管理機関として設立されました。預金保険機構の管轄下で業務を行い、破綻金融機関と健全金融機関の両方から不良債権を取得しました。 2) 産業再生機構 (IRCJ)は2003年に設立され、不良債権ポートフォリオの管理・再構築を通じて、経営難に陥った企業の再生に重点を置いてきました。IRCJは2007年に解散し、その後、中小企業・地域再生に特化した企業再生支援機構 (ETIC)と地域経済活性化支援機構 (REVIC)に再編され、その役割は復活しました。 3) 1998年の債権回収法により、日本の不良債権市場は認可を受けた民間の債権回収会社 (サービサー)に開放されました。オリックス・アセットマネジメント・ローンサービス、野村グループ、フォートレス・インベストメントグループ、ローン・スター・ファンズ、サーベラス・キャピタル・マネジメント、ストラテジック・バリュエーション・パートナーズといった民間の運用会社が、日本の不良債権市場で積極的に活動しています。
ベトナム	1) 国有企業である債務資産取引公社 (DATC)は、ベトナムの国有企業の再編と不良債権処理という広範な戦略の一環として、2003年に設立されました。DATCは、長期債務再編戦略に基づき、国有企業や金融機関から不良債権や非中核資産を買い取っています。 2) ベトナム資産管理会社 (VAMC)は、ベトナムの商業銀行の不良債権を処理するための中央公的資産管理会社として2013年に設立されました。 3) 銀行のAMCや民間の債権取引会社も不良債権市場に参加しています。これには、Agribank AMC、BIDV AMC、VietinBank AMC、Vietcombank AMC、Welcome Debt Trading Companyなどが含まれます。
ラオス人民民主共和国	1) フィリピンには、不良債権の解決を専門に扱う単一の中央集権的な公的AMCが存在しない。 2) その代わりに、主に民間セクターに依存しています。SPV法 (共和国法第9182号)は、銀行が不良債権や差し押さえ資産をSPVに譲渡することで処分することを支援するため、2002年に制定され、2009年に失効しました。現在、フィリピンでは、フィリピンのNPL市場における民間プレーヤーには、リサール商業銀行、BDOユニバンク資産管理およびサービンググループ、メトロバンク資産管理グループ、フィリピン諸島銀行 (BPI)資産管理および回収グループ、RCBC NPL SPV、メトロバンクSPVなどの地元の民間AMC、およびサーベラス・キャピタル・マネジメントなどの世界的なAMCが含まれます。
ラオス人民民主共和国	ラオス人民民主共和国銀行の監督下にある国有企業である債務資産管理会社有限公司は、2023年9月に設立されました。



住所: 10 Shenton Way, #15-08 MAS Building,
Singapore 079117 ウェブサイト: [www.amro-](http://www.amro-asia.org)
[asia.org](http://www.amro-asia.org)

電話: +65 6323 9844 メール

アドレス: enquiry@amro-asia.org

[LinkedIn](#) | [Twitter](#) | [Facebook](#)
