

経済レポート

カンボジア経済の現状と今後の展望

～ インドシナ半島の小国が、7%の高成長率を維持しているのはなぜか？ ～

調査部 主任研究員 堀江 正人

最近のカンボジア経済は、アジアでも屈指の高成長ぶりを示している。景気拡大の主な牽引役は、縫製品輸出、建設・不動産部門、観光業、小売部門などであり、それらは、海外からの直接投資流入に支えられている。また、原油価格が低水準で推移してきたことも景気拡大への追い風となった。

カンボジアは、ASEAN で最も貧しい国のはずなのに、首都プノンペンでは高額消費ブームが起こっている。プノンペン市内では、近年、高級コンドミニアムの建設ラッシュで地価が急上昇しており、こうした地価高騰を背景に、不動産開発用地の売却で巨額の資金を手にした「にわか土地成金」が高額消費の担い手になっていると見られる。

カンボジアでは、通貨「リエル」が発行されているが、実際には、米ドルが広汎に使用され、経済が事実上「ドル化」しており、金融・商業活動における決済の大部分がドル払いである。ドル化の大きなメリットは、物価の安定である。また、ドル化には、外国からの投資流入促進効果もある。すなわち、外国投資家から見て、米ドルが使えるカンボジアは、為替リスクのない投資先となるからである。ドル化は、カンボジア経済好調の原動力である外国からの直接投資流入を支えているという意味で、経済成長促進要因になっていると言える。

ドル化しているゆえ、カンボジアには「通貨主権」や「金融の独立」がないに等しい。ただ、そうかといって、米ドル流通を禁止しリエル使用を強制すれば、物価が高騰し投資流入にブレーキがかかり、経済が混乱に陥る。このため、カンボジアは、当面、ドル化を続けるしかなく、外資系企業や国際機関も、経済の安定維持の観点から、ドル化の継続を支持している。

カンボジアの輸出は近年急速に拡大してきたが、その牽引役が縫製品輸出であった。これは、日米欧の大手アパレル企業が、人件費の安いカンボジアへの生産委託を増やしたことが背景となっている。また、カンボジアを含む後発開発途上国からの輸入に対して、先進国側が輸入関税を免除していることも、カンボジアの縫製品輸出拡大を後押しした。

カンボジアには、2010年頃から、低廉な人件費に着目した外資企業が中国やタイから生産拠点の一部をシフトさせるという、いわゆる「チャイナ・プラス・ワン」もしくは「タイ・プラス・ワン」という動きが目立つようになり、日本企業のカンボジア進出も、労働集約型業種を中心に増加した。

低廉だったカンボジアの人件費も、近年、急速に上昇している。最低賃金は、2012年には月間60ドル/月という破格の安さであったが、その後、毎年上昇して、2018年には170ドル/月となった。これは、隣国ベトナムの地方部における最低賃金よりも高い。最低賃金の急上昇は、国際競争力を低下させ外資企業のカンボジア進出にもマイナス影響が出るとして、外資企業や国際機関の間では、懸念が広がった。

投資先としてのカンボジアは、裾野産業の欠如、教育水準の低さ、電力価格の高さ、といった問題はあるものの、若年層が多く人口動態的に見て将来有望であることが大きな魅力である。

最近、カンボジアでは、中国の存在感が高まっている。中国企業による縫製品製造・輸出、中国マネーによる不動産開発やインフラ建設、さらには、中国人観光客の増加による観光産業の活況など、経済面での中国の影響力は絶大で、このままだとカンボジアが「中国化する」との声すらある。中国マネーへの依存度が高いため、中国の景気が大きく悪化した場合には、カンボジア経済も打撃を受ける可能性が高い。

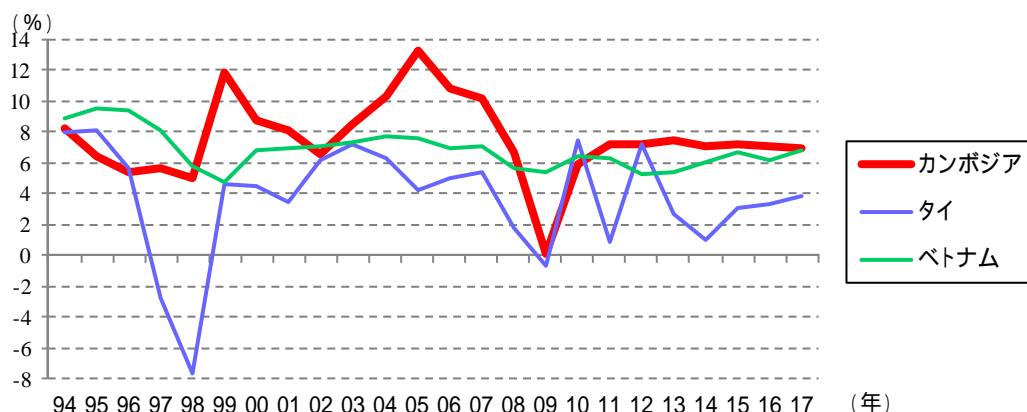
1. はじめに ~ アジアでも屈指の高成長ぶりを示すカンボジア経済

今、インドシナ半島の小国カンボジアの経済が好調である。カンボジアの経済成長率は、2011年から2016年まで6年連続で7%台となり、2017年も6.9%と、アジアでも屈指の高成長ぶりを示している。

かつてのカンボジアでは、1970年から1991年まで20年あまりに及んだ内戦により、国土は荒廃し、多くの人命が失われた。特に、1975年から1979年までカンボジアを支配したクメール・ルージュ（カンボジア共産党）のポル・ポト政権時代には、極左政策のもとで、カンボジアの国力が大幅に低下してしまった。まず、強制労働、飢餓、虐殺などによって全人口の15~30%が死亡し、また、法律、貨幣、学校を廃止したため、法秩序、貨幣経済、教育が破壊されてしまい、さらに、都市住民の地方への強制移住が実施されたため都市は廃墟となり、しかも、農業以外の産業が排斥されたことなどから、国内産業は、農業を除いてほぼ壊滅状態となってしまった。

隣国ベトナムの支援で1979年にクメール・ルージュを首都プノンペンから放逐したヘン・サムリン政権と、国境地帯に逃れたクメール・ルージュとの内戦は10年以上も続いたが、1991年のパリ和平協定によって、内戦は漸く終結した。1993年には、国連カンボジア暫定統治機構（UNTAC）の監視下で制憲議会選挙が実施され、カンボジアは、23年ぶりに、安定的な政治状態へ復帰した。その後のカンボジア経済は堅調に推移しており、経済成長率は、1999年から2008年にかけては、一時10%を超えるほどの好調ぶりを示し、2011年以降の経済成長率も、2000年代より低下したとはいえ、ベトナムやタイより高い。

図表1. カンボジア、タイ、ベトナムの経済成長率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2018

一方、カンボジアには、2010年頃から、低廉な人件費に着目した外資企業が中国やタイから生産拠点の一部をシフトさせるという、いわゆる「チャイナ・プラス・ワン」もしくは「タイ・プラス・ワン」という動きが目立つようになり、日本企業のカンボジア進出も、労働集約型業種を中心に増加した。また、2016年9月からは、成田とプノンペン間に直行便が就航し日本からカンボジアへのアクセスが大幅に改善されたことを背景に、日本におけるカンボジアへの関心が高まった。他方で、最近のカンボジアでは、中国マネー流入による不動産開発が景気を押し上げ、また、インフラ建設でも中国マネーの流入拡大が続き、さらには、中国人観光客の増加で観光産業が活況を呈するなど、経済面での中国の影響力が大幅に高まっている。

こうした状況を踏まえ、本稿では、最近注目されているカンボジア経済の現状をレビューし、今後の方向性・課題について考察する。

2. 最近の経済動向 ~ 縫製業、建設業、観光業などの主導により高成長

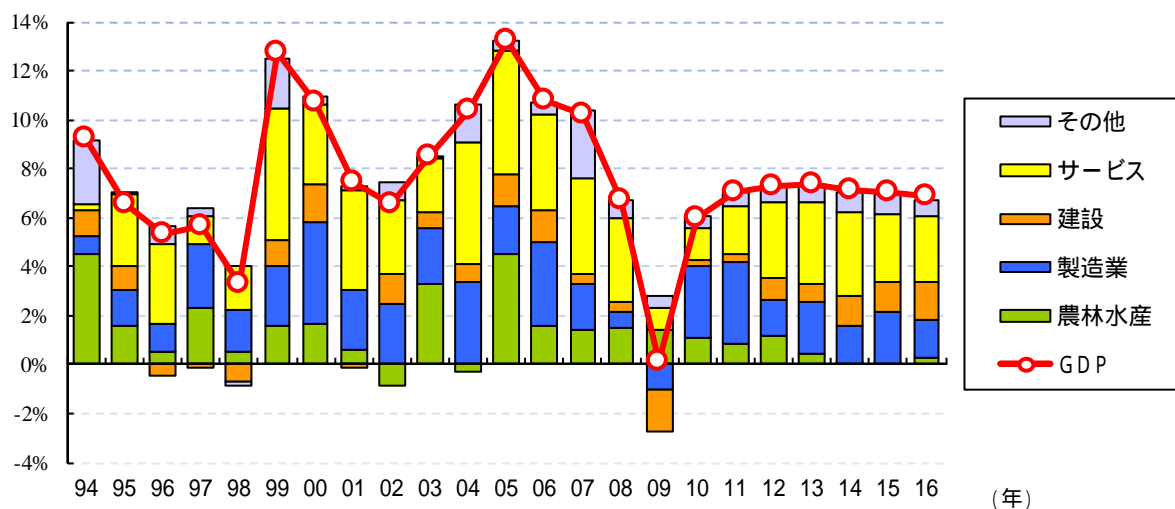
(1) 経済成長の中長期トレンドと最近の景気動向

カンボジア経済は、内戦終結後の1993年に新憲法の下で新たな政権が発足して以降、高い成長率を示しており、年次ベースの成長率がマイナス転落したことは一度もない。特に、2004年から2007年にかけては、農業、製造業、建設業、サービス部門がいずれも好調で、カンボジアの経済成長率は4年連続で10%を超えた。リーマンショック発生翌年の2009年には製造業と建設業がマイナス成長に転落した影響で経済成長率は0.1%まで急減速したものの、その後回復し、2011年から2017年までは、7年連続で7%を超える高い伸び率となった。多くの新興国が景気減速・後退に見舞われ苦境に陥った2015~2016年においても、カンボジア経済が別世界のような好調さを維持したのは注目すべきことである。

カンボジアの近年の景気拡大をもたらしている要因について、セクター別にみると、製造業については、欧米向けを中心とする縫製品輸出が牽引役であり、また、建設業については、コンドミニアムやリゾートなどの建設ラッシュが牽引役であり、さらに、サービス部門については、観光業・小売業の成長が牽引役である。一方、原油価格が低水準で推移していることも景気拡大への追い風になっていると言えよう。

今後のカンボジアの経済成長率については、IMFの見通し(2018年4月公表)では、2018年の成長率が6.9%、2019年の成長率が6.8%とされており、一方、カンボジア中銀の見通し(2017年12月公表)でも、2018年の成長率が6.9%とされており、当面は、7%前後の高い経済成長率が持続するというのがコンセンサスであると言っ

図表2. カンボジアの経済成長率と産業別寄与度の推移



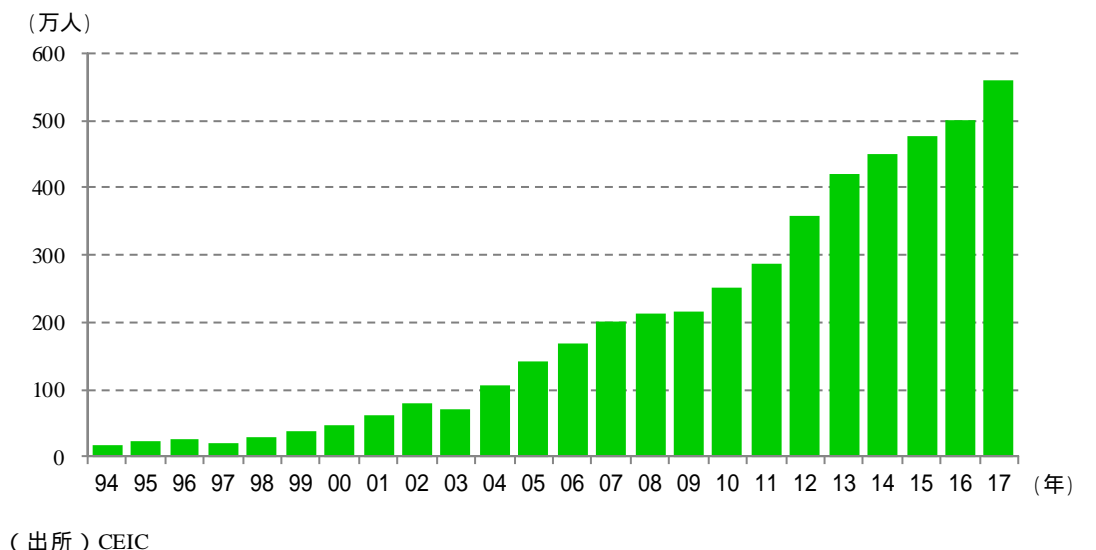
(出所) CEIC

カンボジア経済のサービス部門のなかで好調ぶりが目立つのが観光業である。外国からのカンボジア訪問者の約9割が観光客であり、訪問者数は、2000年には47万人であったが2017年には560万人まで大幅に増加し、これともなつて、観光収入も急増した。カンボジアの主な観光スポットは、世界遺産のアンコールワット遺跡があるシェムリアップ州や首都プノンペンなどである。

カンボジアへ入国する外国人のうち、国別で最も多いのは、隣国のベトナムであり、次いで中国、ラオスの順であるが、最近、特に目立つのが、中国人観光客の増加である。プノンペン市内やシハヌークビルをはじめ、カ

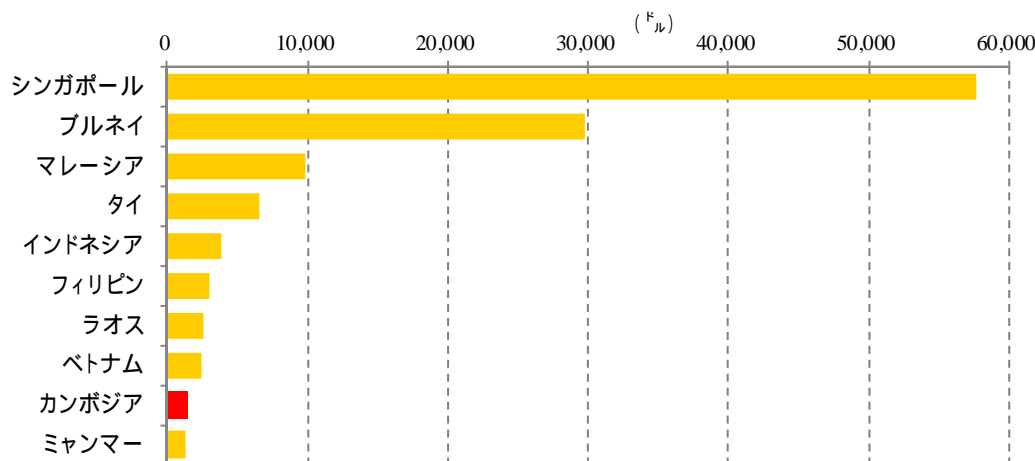
ンボジア国内の各地に、中国人客をターゲットとするカジノやリゾートホテルがオープンしており、これが、中国人観光客の増加に拍車をかけている。

図表3．外国人のカンボジア入国者数の推移



カンボジアは、一人当たり GDP がミャンマーと並んで ASEAN 域内最低水準であることが示すように、東南アジアでも際立って貧しい国である。ところが、カンボジアの首都プノンペンでは、毎年モーターショーが開かれ高級外国車ディーラーもあり、また、東京並みの価格のラーメン店が開店しており、さらに、日本の大手スーパーが日本国内並みのハイグレード店舗を開店するなど、ASEAN の最貧国とは思えないほど、個人消費が活況を呈している。こうした好調な高額消費を支える要因の一つとして指摘されているのが、不動産開発ブームによる「にわか土地成金」の増加である。プノンペン市内では、近年、高級コンドミニアムの建設ラッシュで、地価が急上昇しており、市内中心部では、地価が 15 年前の 400 倍にまで高騰した地区もあるとされる。こうした地価高騰を背景に、不動産開発用地の売却で巨額の資金を手にした「にわか土地成金」が増加し、それが高額消費の重要な担い手になっていると見られている。

図表4．ASEAN加盟国の一人当たり名目GDP（2017年）

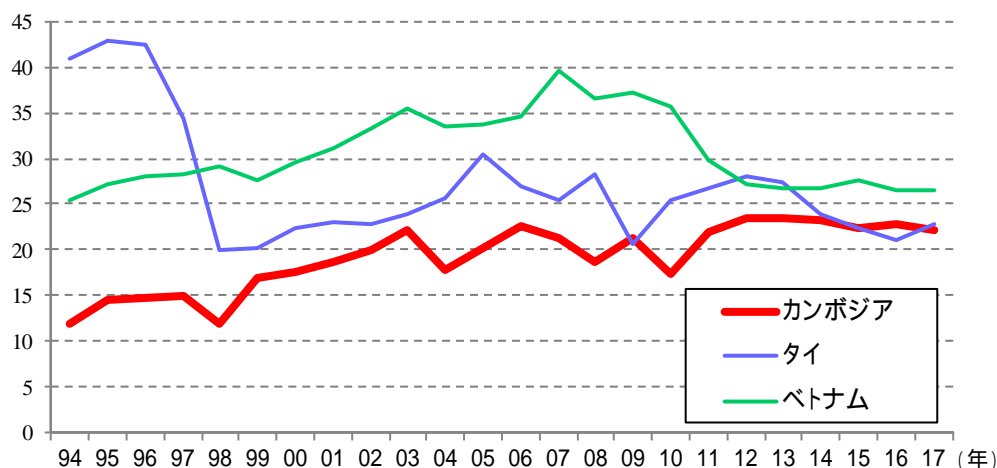


上記の高級コンドミニアムは、中国系資本などが中心となって建設を進めており、主に中国の投資家や周辺ASEAN 諸国在住の中国系投資家などに販売されている。こうしたコンドミニアム・ブームが、コンドミニアム価格をさらに押し上げ、それによって開発業者のコンドミニアム建設増加に拍車がかかっている。カンボジア国内の民間銀行も、建設・不動産開発向けの融資を拡大し建設ブームを後押しし、そうした建設ブームが、建設不動産部門の成長率を押し上げ、カンボジアの経済成長の重要な牽引役になっている。

カンボジア経済は足元で7%という高成長率を維持しているが、これは、過剰投資によるバブルなのだろうか？それを考えるひとつの手がかりとして、投資率（投資 / GDP）を近隣のタイ・ベトナムと比較してみよう。まず、タイでは、投資率が1990年代前半に40%を超えるほどまで上昇し、同時期の経済成長率は8%を超えていた。これは、過剰投資によるバブルを伴う高成長であり、そのバブルは、1997年の通貨危機によって崩壊した。また、ベトナムでは、2000年の米越通商協定、2007年のWTO加盟などを追い風に投資が盛り上がり、2000年代の投資率は30~40%と高水準で推移し、同時期の経済成長率は7%を超えていた。これも、投資過熱がもたらしたバブル的な性格の強い高成長であり、副作用としてインフレ率が急上昇し、それを危惧した当局の引締めによって、投資ブームは2011年に終焉を迎えた。

一方、カンボジアの投資率は、内戦終了後の1990年代前半から徐々に上昇し、足元では20%を超えるまでになっているが、それでも、アジア通貨危機前のタイや、リーマンショック前のベトナムと比較するとかなり低い。この点から見ると、カンボジア経済の足元の高成長率は、過剰投資によるバブル的なものとは必ずしも言えないだろう。他方、カンボジア経済は、投資率がそれほど高くないのに、成長率が7%台と高い。これは、経済成長を牽引する主役が投資よりもむしろ個人消費であることを示唆するものと言えるだろうし、また、カンボジアは、今後、投資を一層拡大させることで、さらに経済成長率を高めることが可能であり、その意味では、潜在成長率が足元の成長率（7%）よりも上昇する余地があるとも言えそうだ。

図表5．カンボジア、タイ、ベトナムの投資率（投資 / GDP）の推移



（出所）International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2018

（2）通貨・為替相場 ~ 独自通貨リエルを発行しているが経済は事実上「ドル化」

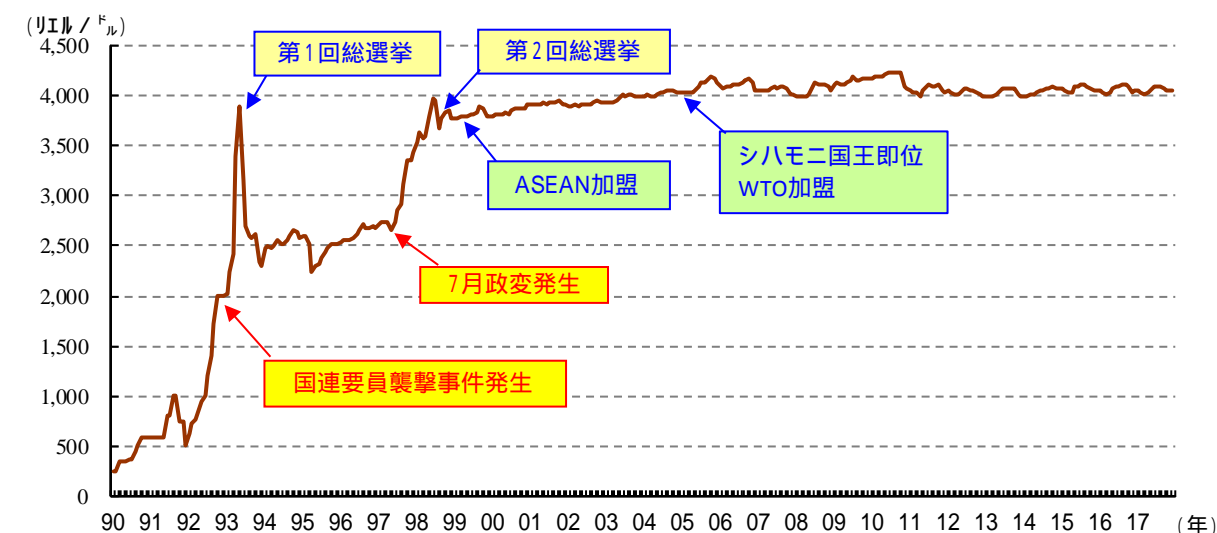
カンボジア通貨リエルの為替相場は、近年、概ね安定的に推移しているが、1990年代には、政治社会情勢の不安定性を背景に著しく大きな変動を経験した。1993年5月の第1回総選挙実施前には、ポル・ポト派によるUNTACの施設・要員への襲撃事件が相次ぎ、国内政治の先行きへの不安感から通貨リエルへの信認が低下し、対ドル為替相場は、1993年初頭の1ドル=2,000リエルから、同年5月には1ドル=4,000リエルまで下落し、これを受

けて、インフレ率は、一時、180%台まで昂進した。

しかし、総選挙後の同年7月に暫定政府が発足し政治的混乱が収まったことを契機に、リエルへの信認が回復し、為替相場は1ドル=2,500リエル台まで上昇した。その後、憲法定後に発足した政府で、第一首相となったラナリットと第二首相となったフン・センの対立が強まり、1997年7月には、フン・センがラナリットを武力によって国外追放するという「7月政変」が発生、これに批判的な日米欧諸国がカンボジア向け ODA 供与へ慎重な姿勢に転じたことなどをきっかけに、再びリエルへの信認が低下し、為替相場が急落した。

1998年7月の自由かつ公正な第2回総選挙の実施を経て、1998年11月にフン・セン首相を首班とする連立政権が発足すると国内政治は安定化し、国内政治の安定を背景に、1999年4月には、カンボジアはASEAN加盟を果たした。また、2004年10月には、シハヌーク国王が引退してシハモニ国王が即位し、WTOへの加盟も実現した。カンボジアの国内政治と対外関係がともに安定化したことを受け、2000年代以降の為替相場は、以前のように極端に乱高下することがなくなった。カンボジア中銀は、リエルの為替相場を安定的に維持する方針であり、リエル安になりそうな局面では為替市場に米ドルを放出してリエルを買い支えている。こうしたことを背景に、近年のリエルの対米ドル為替相場は、1ドル=4,000リエル付近で概ね安定的に推移している。

図表6 . リエルの対米ドル為替相場の推移



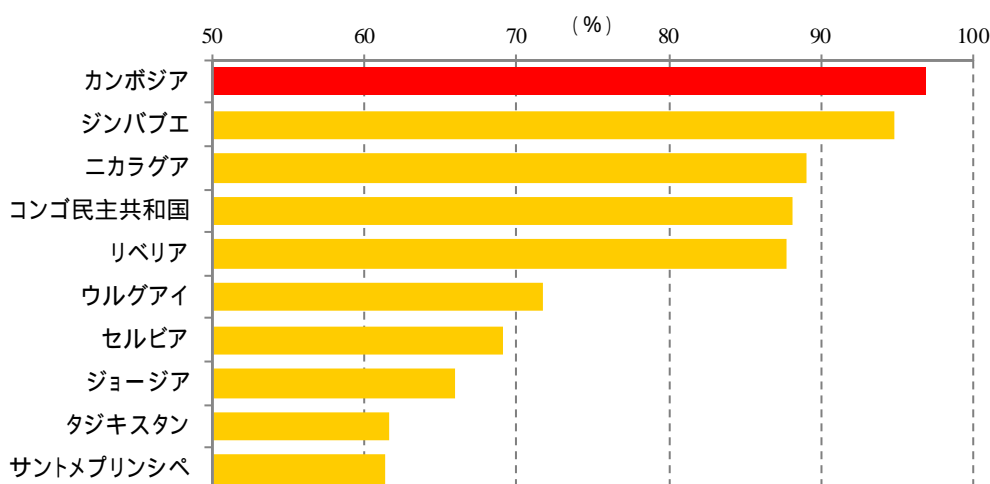
(出所) CEIC

カンボジアでは、独自通貨「リエル」が発行されているにもかかわらず、実際には、経済取引において米ドルが広汎に使用され、経済が、事実上「ドル化」しており、金融・商業活動における決済の大部分が「ドル払い」である。カンボジアの法定通貨であるリエルは、農村では使われているが、都市部では生鮮食料品や雑貨の購入などの少額取引（主として1米ドル未満の取引）に使われているに過ぎず、実際のリエルの役割は「補助通貨」でしかない。

カンボジアにおけるドル化の度合いは世界でも最も高いと見られ、例えば、預金におけるドル化率をIMFのデータをもとに確認してみると、カンボジアは、ジンバブエなどを上回って世界最高水準となっている。これだけドルが浸透している理由として、まず、過去において通貨への信認が失われたことが大きく影響していると思われる。1970年代のポル・ポト政権時代には、極左路線のもとで貨幣そのものが廃止され、公務員給与も「米と魚」で現物支給されるような有様であった。こうして貨幣経済が破壊されたことの後遺症に加え、ポル・ポト政権崩壊後も、ヘン・サムリン政権が財政難を補うため紙幣増刷を実施したことが原因でハイパーインフレが発生した

ことなどから、カンボジア国民の中央銀行や通貨に対する信認が失われてしまったのである。そこへ、パリ和平協定成立後にカンボジアへ乗り込んできた UNTAC によって米ドルが大量に持ち込まれ、UNTAC 要員のカンボジア駐在経費の支払いが米ドルで行われたため、カンボジア国内で米ドルが普及した。それ以来、米ドルは、カンボジア国内で広汎に使用されるようになり、米ドルが 20 年以上も「デファクトの通貨」として通用する状態が続いている。カンボジアでは、納税や公共料金支払いなどのケースを除けばドル払いを制限する法令はなく、外貨送金も自由であり、為替規制やオフショア借入規制もない。このように、一般市民や企業がドルを使いやすいことも、ドル化を促進する要因になっている。

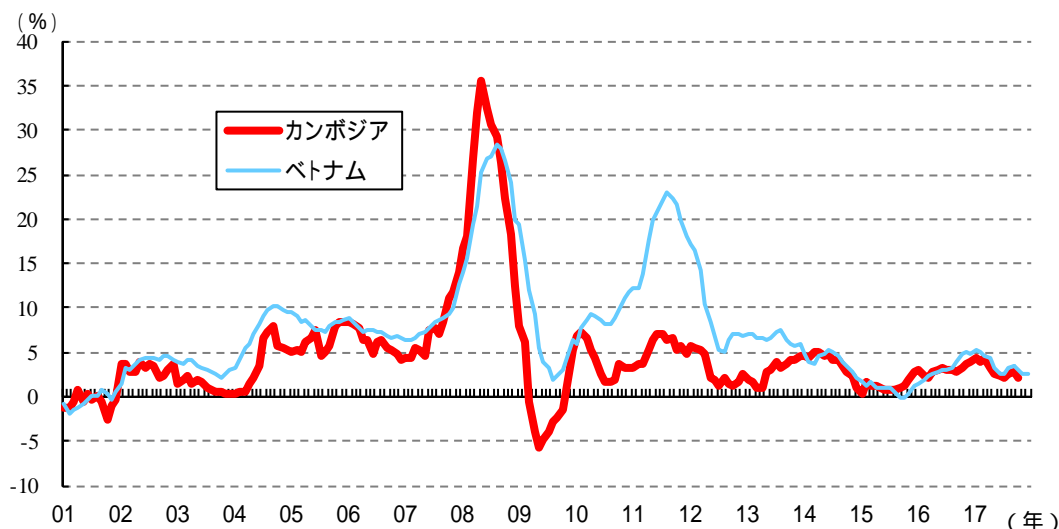
図表 7 . 預金のドル化率が高い国々 (2007 ~ 2011 年データ)



(出所) IMF, *Dollarization in Sub-Saharan Africa*

ドル化の大きなメリットのひとつとして挙げられるのは、物価の安定である。米ドルを使用していれば、新興国にありがちな自国通貨の対米ドル為替相場下落による輸入物価上昇というものがない。カンボジアのインフレ率 (前年同月比 CPI 上昇率) の 2001 年以降の推移を見ると、2008 年を除けば概ねで 1 ケタ台であり、発展途上国としては異例とも言える安定ぶりを示している。

図表 8 . カンボジアとベトナムのインフレ率の推移



(出所) CEIC

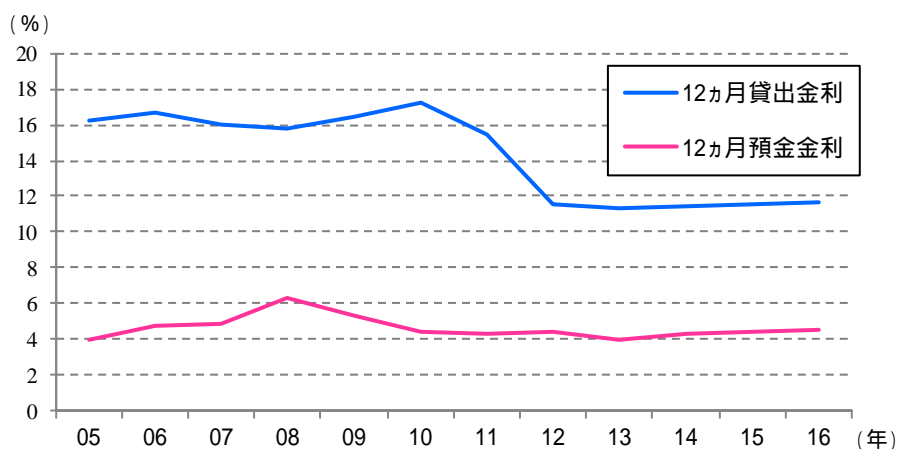
隣国ベトナムとインフレ率を比較してみると、特に、2010年代初めには、カンボジアの方が安定的であったことが読み取れる。2008年には、カンボジアもベトナムも、原油などのコモディティ価格上昇の影響を受けて物価が急激に上昇した。その後、ベトナムでは、2011年に、前年までの財政金融両面からの景気刺激策によって物価上昇圧力が高まっていたことに加えて、ドン切下げ、公共料金値上げの影響もあってインフレ率が急上昇し、2011年後半には、インフレ率が、一時、20%を超えた。これに対して、カンボジアでは、2010年代のインフレ率が1ケタ台に収まっており、最近3年間のインフレ率は概ね5%以下と、低位安定状態にある。カンボジアの経済成長率が7%と高いにもかかわらず近年のインフレ率が5%以下という低さにとどまっている理由として、原油価格の低位での推移が影響している面もあるが、それだけでなく、経済のドル化による影響も大きいと言えるだろう。

また、外国投資家から見て、米ドルが使えるカンボジアは、為替リスクのない投資先であるため、ドル化は、カンボジアへのFDI（外国からの直接投資）流入促進に寄与している。この点も、ドル化がもたらす大きなメリットである。例えば、前述のようにカンボジアのコンドミニアムの販売が好調な理由として、カンボジアの不動産が外国投資家に「ドル建て資産」として認識されていることが大きく影響している。実際、コンドミニウム開発業者の中国人投資家へのセールストークは、「ドル建て資産を持ちましょう」である。

カンボジアでは、経済がドル化しリエルがほとんど使われないため、中央銀行は独自の金融政策を実施できず、また、本来持つべき「最後の貸し手機能」も発揮することができない。つまり、ドル化しているゆえに、カンボジア当局は「通貨主権」や「金融の独立」を放棄したに等しい状態になっている。ただ、そうかといって、ただちに米ドル流通を禁止しリエル使用を強制しようとするれば、物価が高騰しFDI流入にブレーキがかかるのは明らかであり、脱ドル化の実施は、カンボジア経済を混乱させるだけである。このため、カンボジア当局は、当面、ドル化を続けるしかない状況であり、外資系企業や国際機関も、経済の安定を維持する観点から、カンボジアがドル化を当面続けることを支持している。

一方、カンボジアのドル建て銀行金利は非常に高く、カンボジア中銀データに依れば、2016年の貸出（12ヵ月）金利は約12%、預金金利（12ヵ月）金利も約4%と、国際市場における米ドル資産の金利水準とは著しく乖離した高さとなっている。

図表9．米ドル建て預金・貸出金利の推移



(出所) National Bank of Cambodia

米ドル資産の運用で、これほど高い利回りが得られるのは、外国投資家には魅力的に映るかもしれないが、カンボジアには預金保険がなく、また、前述のように中央銀行に「最後の貸し手機能」がないなど、銀行セクターのリスクが高いという点には注意を要する。換言すれば、カンボジアの金利が著しく高いのは、それだけ高いリスクプレミアムが織り込まれていることを意味している。

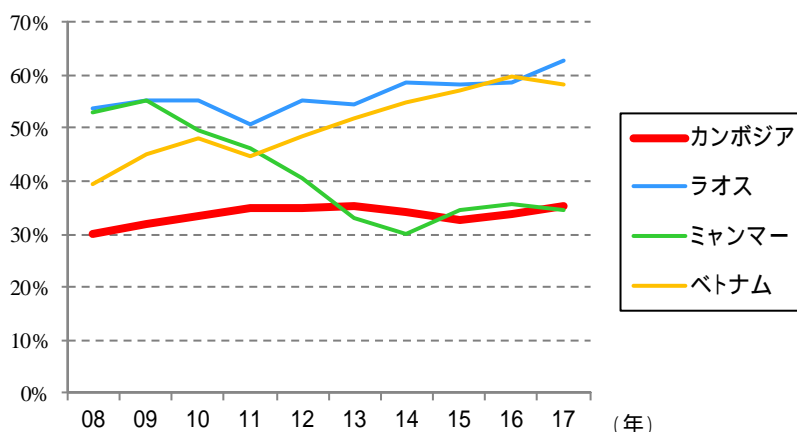
(3) 財政 ~ 新興国としては比較的健全な財政運営

カンボジアの財政運営は、発展途上国としては比較的慎重・健全に行われていると言ってよいだろう。

例えば、公的債務残高の対 GDP 比率を見ると、カンボジアは、CLMV（カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム）諸国の中で最も低い部類である。

カンボジアの財政支出の約 1/4 が外国からの無償資金援助等を資金源とするものであり、外国依存度が高いという意味では財政構造が脆弱であるが、他方で、カンボジア政府は、経済活動への政府関与をなるべく抑え、民間セクターに任せようとするなど、「大きな政府」になることを避けて財政赤字が拡大しないように留意している。例えば、内戦終結後の経済復興局面において、カンボジア政府は、電力セクターの整備を、基本的に民間部門に任せてきた。そのため、カンボジアは、電力事業を国営企業が手掛けてきた隣国ベトナムのように大型発電所建設のための円借款支援要請を行ったことがない。このように「政府がやたらに借金をしない」ことも、カンボジアの公的債務残高が少ない理由である。

図表 10 . C L M V 諸国の一般政府部門の債務残高対 GDP 比率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2018

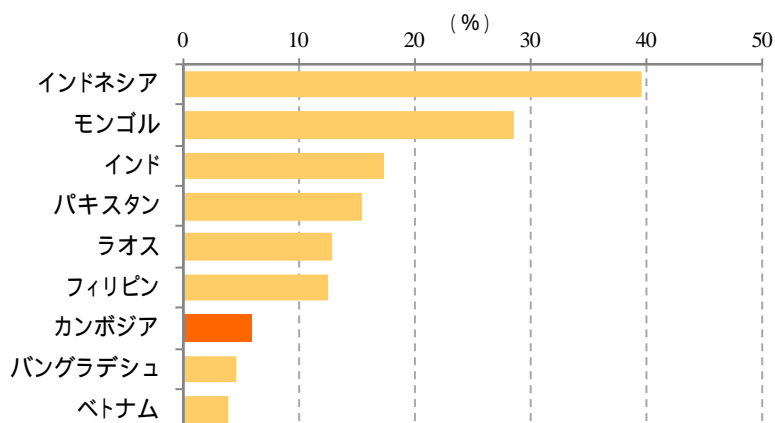
(4) 対外債務返済負担 ~ 後発発展途上国のため無償援助が多く対外債務返済負担は軽い

カンボジアは、対外債務の返済負担という点では、現時点で懸念する必要はなさそうだ。

対外債務支払い負担の重さを示す指標である DSR（デットサービスレシオ）を見ると、カンボジアは、警戒ラインとされる 20~30% のレンジを大幅に下回っており、DSR が警戒レンジもしくはそれ以上のレベルにあるインドネシアやモンゴルに比べれば、対外債務返済負担がかなり軽いと言える。

カンボジアは、日本をはじめとする外国から多額の ODA を受けているが、後発発展途上国であるため、無償援助がかなり多く、借款の場合でも返済条件が緩やかである。カンボジアの対外債務の返済負担が軽いのは、そうした事情が影響している。

図表 1 1 . アジア諸国の D S R



(出所) World Bank Group, International Debt Statistics 2018

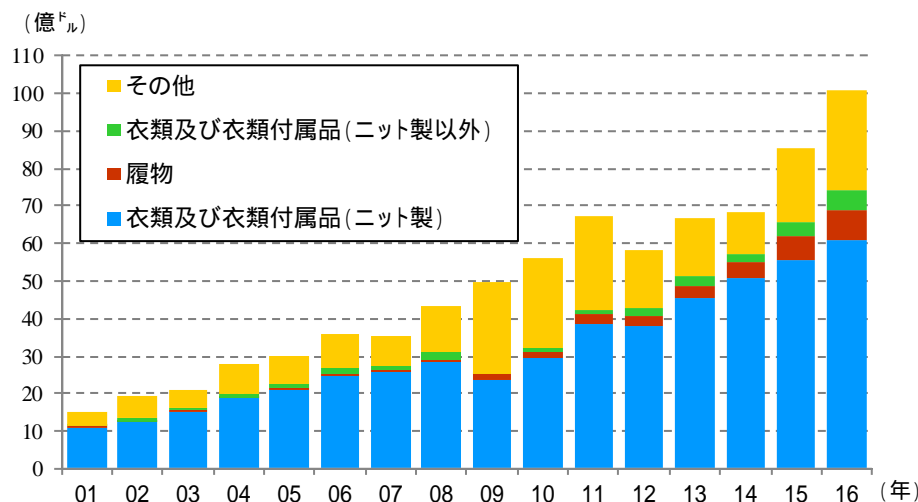
(5) 輸出 ~ 最大の輸出品目はニット製品

カンボジアの最近の景気拡大の牽引役のひとつが輸出である。カンボジアの輸出は、2001～2016年の15年間で6倍に増加している。輸出拡大の立役者は、衣料品であり、特に、ニット製品の増加が輸出を押し上げてきた。ニット製品は、2016年実績ベースで輸出全体の6割を占めている。

カンボジアでは、ポル・ポト政権時代に農業以外の産業が排斥された後遺症で産業がほぼ壊滅状態になっており、カンボジアの製造業のなかで、まともな産業は衣料品縫製業だけだといっても過言ではない。

ニット製品の輸出は、2010年代に入って急速に増加し、2010年から2016年にかけてのわずか6年たらずの間に、2倍に増えた。

図表 1 2 . カンボジアの品目別輸出の推移



(出所) ITC

2010年代にカンボジアのニット製品輸出が急増したのは、2010～2011年頃から、米、欧、日本などのアパレル企業が、カンボジアからのニット製品調達を増やしたためである。これは、日米欧の大手アパレル企業からの委託生産を行っていた主として中国系の縫製企業が、中国での労働者確保難や賃金上昇を受けて、人件費の安い

カンボジアへの生産拠点の移転を進めていたことが背景となっている。

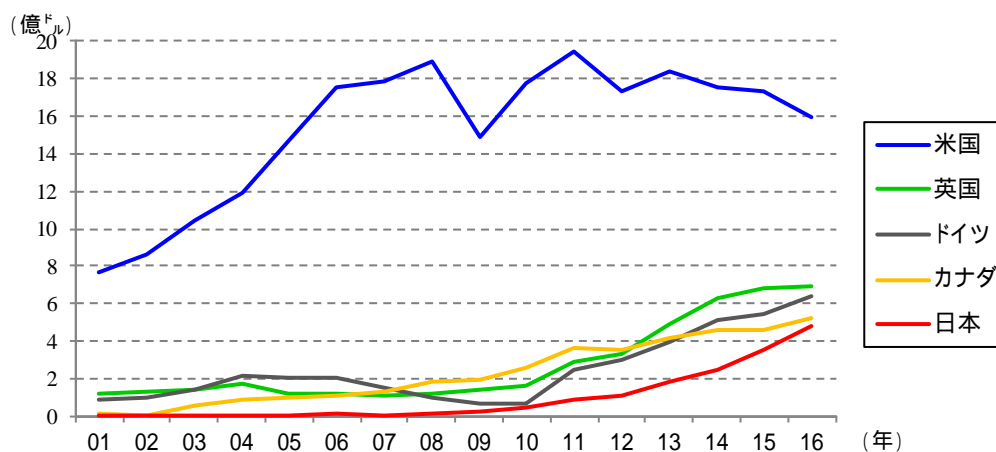
ただ、縫製品輸出額は右肩上がり増加しているものの、国際競争が厳しいこともあって、カンボジアの縫製産業においても個別企業ベースの採算は苦しいとされている。

カンボジアの輸出の柱であるニット製品は、米国が最大の輸出先であるが、2010年代に入って、日本やEU向けの輸出が伸びているのが目立っている。

カンボジアの縫製工場は、ZARA、H&M、ユニクロなど、国際的に有名なブランド向けに製品を納入しており、日本でも、2009年に発売された990円という破格な値段の激安ジーンズが、中国産の生地をカンボジアで縫製したものだことが話題を呼んだ。カンボジア製衣料品については、価格が安い割に品質もそれなりに良いとユーザーから好評を得ており、それが近年の対日輸出拡大につながったと見られている。

一方、欧米では、カンボジアのフン・セン首相による最大野党に対する2017年の一連の非民主的な対応について批判が高まっており、何らかの制裁が検討される可能性もあり得ることから、今後の欧米向け衣料品輸出の動きに関しては、不透明感も漂っている。

図表13 . カンボジアのニット製品輸出相手国 上位5カ国の推移



(出所) ITC

カンボジアの輸出が、欧米向けアパレルを中心に右肩上がり伸びてきた背景として、まず、カンボジアの人工費が安く、労働集約型製品の生産に有利であったことがあげられるが、それだけではなく、カンボジアを含む後発開発途上国からの輸入に対して、先進国側が特惠関税制度を適用し、輸入関税を低減もしくは免除しているという点も大きなメリットだったことを忘れてはならないだろう。すなわち、カンボジア製品の多くが、先進国への輸入に際して、特惠関税非適用国からの輸入製品よりも低い関税率が適用されるのである。例えば、カンボジアからの輸入製品に対しては、日本が2200品目、米国が1400品目を関税ゼロとしており、EUについては、武器以外の全品目を関税ゼロとしている。この制度を利用することで、カンボジアは、中国やベトナムといった国々よりも優位に立てる。これが、カンボジアの衣料品輸出拡大を支える要因になった。ただ、特惠関税制度を適用される国は、カンボジアだけではなく、バングラデシュやミャンマーなど、カンボジアよりも人工費が安い国々も含まれており、また、アフリカでも、人口9千万人の大国エチオピアなどが特惠関税制度適用対象国であり、こうした国々が、カンボジアにとっての強力なライバルとなる。

図表 1 4 . アジア・アフリカの特恵関税制度適用対象国

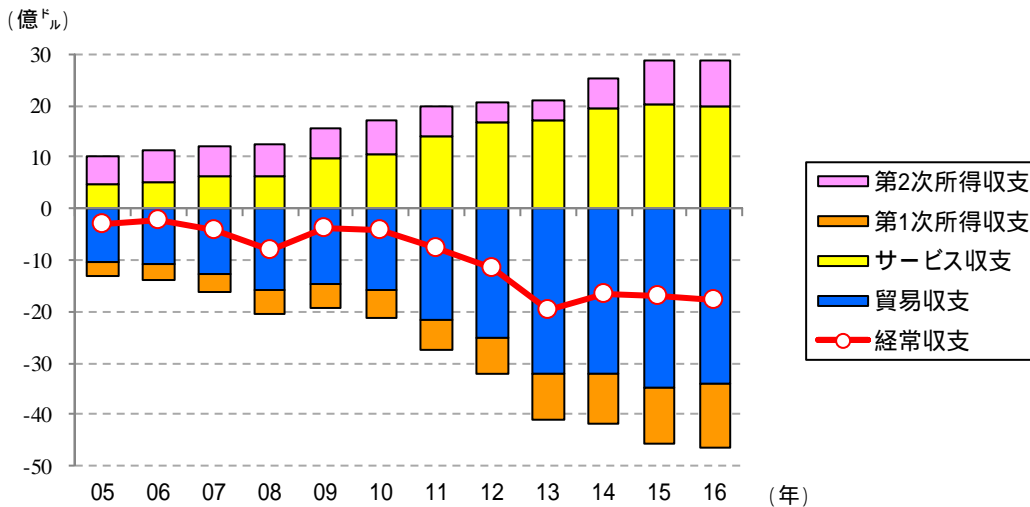
アジア	アフリカ
アフガニスタン	アンゴラ
バングラデシュ	ウガンダ
カンボジア	エチオピア
ラオス	コンゴ民主共和国
ミャンマー	ザンビア
ネパール	タンザニア
ブータン	モザンビーク
東チモール	セネガル

(出所) 税関HP

(6) 国際収支と外貨準備 ~ 慢性的な経常赤字だが多額のFDI流入により外貨準備は潤沢

カンボジアの経常収支は慢性的な赤字であり、2010年から2013年にかけて赤字が大きく膨らんだ。経常収支の主な収支項目内訳を見ると、まず、貿易収支が大幅な赤字である。前述のように縫製品を中心に輸出が増加しているものの、外資企業の進出に伴う生産設備などの資本財輸入やODA等によるインフラ工事関連の建設資材輸入などが急拡大したため、2010年～2013年にかけて貿易赤字が増加し、これが経常赤字拡大の主因となったことがうかがえる。一方、サービス収支は黒字であり、これは、世界的に有名なアンコールワット遺跡などを訪問する外国人観光客増加により観光収入が伸びたことによる影響と見られる。また、第2次所得収支は、先進国からカンボジアへの無償資金協力供与などが含まれるため、黒字基調となっている。

図表 1 5 . カンボジアの経常収支と主要な収支項目の推移



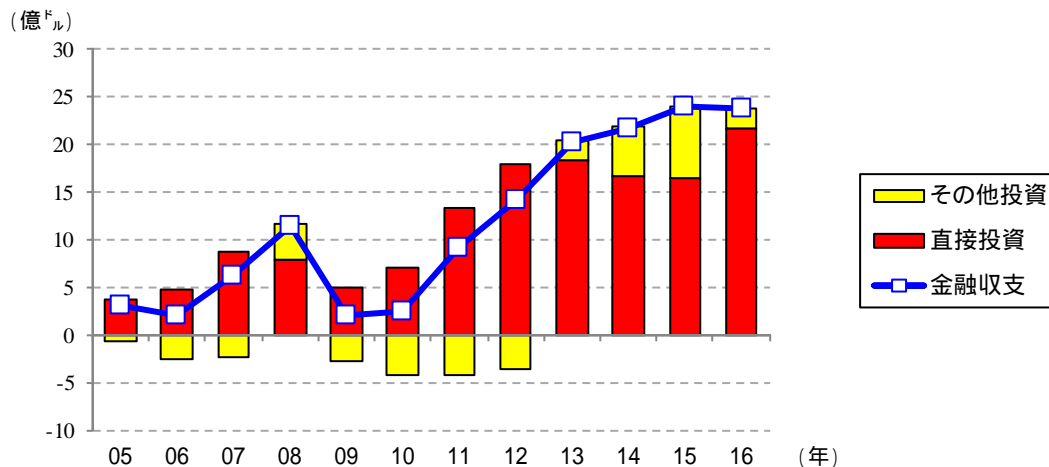
(出所) IMF, International Financial Statistics

カンボジアは慢性的な経常赤字に陥っているものの、経常赤字がネット資本流入の黒字によってオフセットされているため、国際収支危機に陥るような状況ではない。カンボジアのネットベース資本流入の状況を見ると、2010年代になってから黒字が大きく増加しており、その主因は、FDI（海外からの直接投資）流入拡大であったことがうかがえる。カンボジアは、金融セクターが初歩的な段階にあり金融市場が存在せず証券市場も事実上機能していないため、タイやインドネシアのような海外からの証券投資という形での資本流入はない。しかし、資本流入黒字が、足の速い資金である証券投資ではなく安定的な資金である直接投資の流入によって支えられているため、カンボジアの国際収支の安定性は高いと言える。

カンボジアへの直接投資流入がさかんである主な理由は、外資に関する規制が周辺諸国に比べて非常に少ない

ことと、経済がドル化しており為替リスクがないことである。つまり、「オープンな投資政策」と「ドル化」という2点が、カンボジア経済の成長の源泉であるFDI流入を支えるという構図になっていると言える。

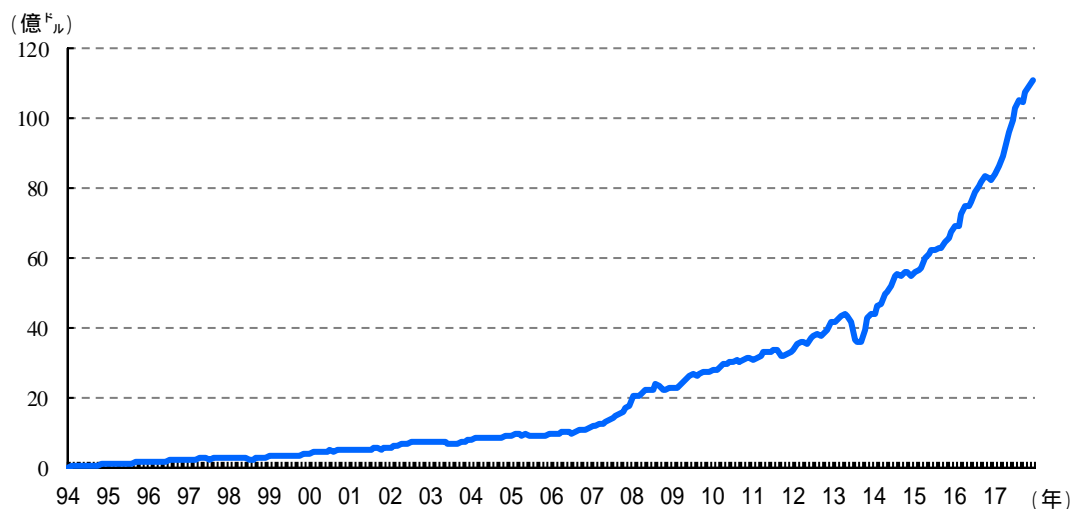
図表16．カンボジアへのネット資本流入額の推移



(出所) IMF, International Financial Statistics

カンボジアは、前述のように、経常収支が慢性的赤字であるが、それを上回る規模の資本流入黒字があるため、外貨準備は増加している。

図表17．カンボジアの外貨準備の推移



(出所) Datastream

2017年末時点で、カンボジアの外貨準備は111億ドルと財・サービス輸入の9ヵ月分に相当する水準であり、これは、国際金融市場で一般的に認識されている警戒ライン(外貨準備が財・サービス輸入の3ヵ月分)を大きく上回る。輸入支払い能力という観点では、カンボジアの外貨準備の水準に特段の問題はないと言えよう。

ただ、前述のように、カンボジアでは経済活動がドル化しているため、中央銀行が本来持っている「最後の貸し手機能」が発揮できない。このため、金融セクターへの信認の裏付けとして重要なのは公的外貨準備ということになる。こうした点を考慮すれば、現在の外貨準備は必ずしも十分安心なレベルというわけではなく、国際機関等は、カンボジアがさらに外貨準備を積み上げる必要があると指摘している。

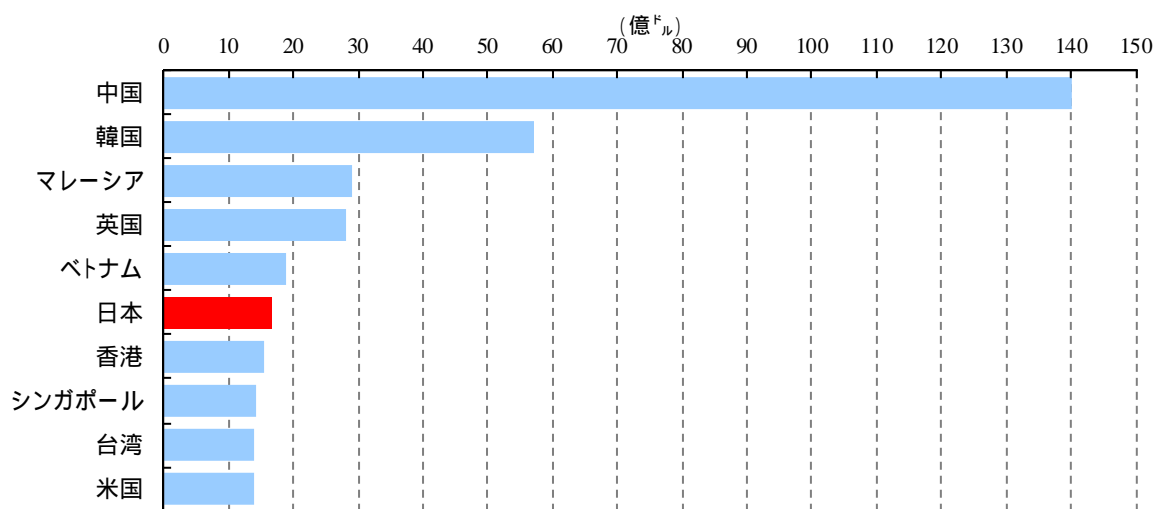
3. 投資先としてのカンボジア ~ 新たなフロンティアとして注目されてきたが課題も多い

(1) カンボジアへの外国からの直接投資 (FDI) 流入状況 ~ 最大の投資国は中国

カンボジアへの FDI 累計認可額を国別に見ると、トップは中国、2 位は韓国であり、特に、中国の存在感が圧倒的に大きい。日本からの投資累計額は、中国の 1/10 程度のとどまっており、他の ASEAN 主要国におけるほど日本のプレゼンスが高くはない。ただ、中国の投資は、約 6 割がリゾート開発などを中心とする不動産部門、約 2 割が水力発電などのエネルギー部門である。最近では、中国系資本によって、中国人観光客をターゲットとしたカジノなどの観光施設の開業が相次いでおり、それを目当てにカンボジアへ来訪する中国人観光客が増加している。また、韓国の投資は、約 8 割が不動産部門である。このように、中韓両国の直接投資は、不動産やエネルギーに偏っており、製造業などの産業育成には、ほとんど寄与していないとされている。

カンボジアにおける投資環境の特徴は、外国投資に対する規制が殆どないことである。ほぼ全ての業種で外資 100% 企業設立が可能であり、タイなどで見られるような国内産業保護のためサービス業で外資比率を 50% 未満に抑えるといった類の規制もカンボジアにはない。なぜ、このように外資規制が少ないのか？それは、ポル・ポト政権時代の極左政策によって国内産業が破壊されてしまったため、そもそもカンボジアには外資参入から保護すべき国内産業が存在しないからである。

図表 18 . カンボジアへの FDI 国別累計認可額 (1994 ~ 2017 年の累計)



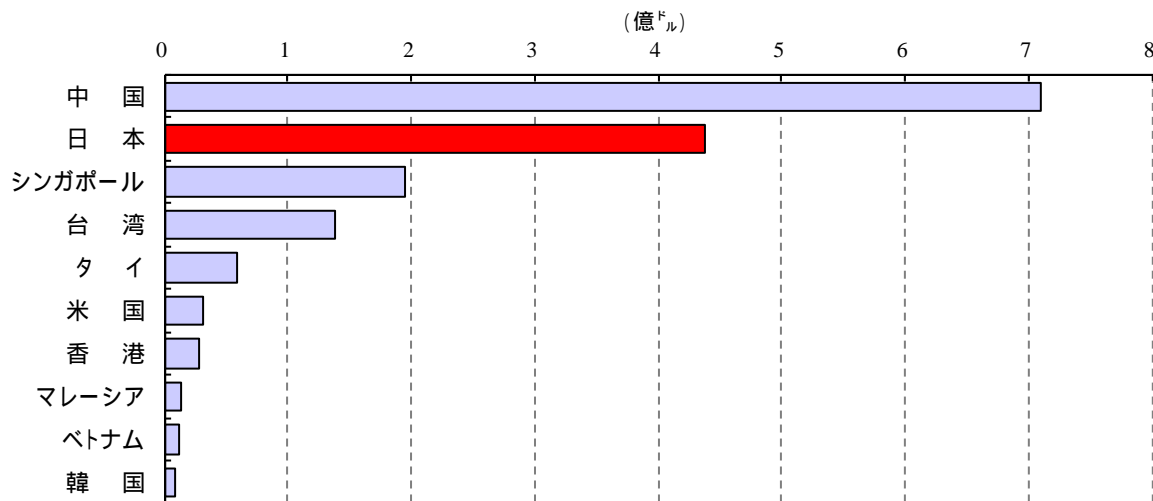
(出所) Cambodian Investment Board

一方、製造業が中心の経済特別区 (SEZ : Special Economic Zone) だけを対象に FDI 累計認可額を国別に見ると、日本は、中国に次ぐ 2 位となっている。つまり、日本の直接投資は、全業種合計で見れば存在感が小さいが、製造業だけで見れば存在感がかなり大きい。SEZ とは、2005 年に制度化されたもので、カンボジア政府 (経済特別区委員会) から認可された開発区であり、工業団地や輸出加工区のような機能を有するものである。SEZ に入居する企業は、電力・水道の供給や諸手続きのワンストップサービスといった便宜を受けることができ、また、法人税、輸入関税、付加価値税の免除といった優遇措置が付与される。2018 年 3 月時点で 39 カ所の SEZ が認可されているが、最も多くの日系企業が入居している SEZ は、プノンペン SEZ である。これは、日本人駐在員にとって居住環境の良いプノンペン市に隣接していることや、国内 SEZ で唯一自家発電設備を備えているため停電の恐れがないことなどが評価されたためと見られている。

近年、日系企業から有望投資先として注目されているミャンマーでは、日系企業の入居できる水準の工業団地

が1カ所しかない。このため、上記のように多くのSEZが稼働しているカンボジアは、投資の受け皿が一応あるという点では、現時点で、日系企業の投資先としてミャンマーよりも先行していると言える。

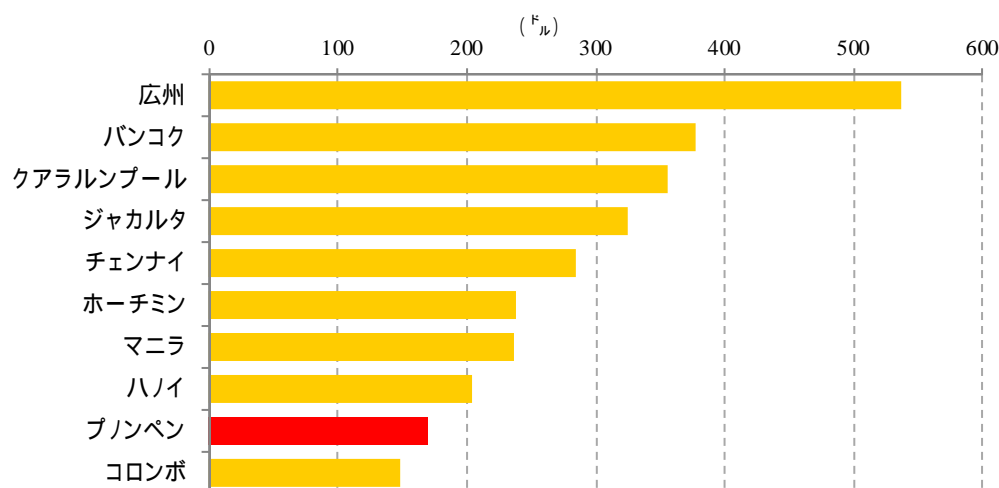
図表19．カンボジアの経済特別区へのFDI 国別累計認可額（2006～2017年の累計）



（出所）CSEZB (Cambodian Special Economic Zone Board)

製造業の投資先としてのカンボジアの最大の魅力は、人件費の安さである。アジア主要都市におけるワーカーの基本給を、JETROの調査に基づいて比較してみると、プノンペン、アジア主要都市よりも低く、広州の1/3、バンコクの1/2であり、また、ホーチミンやハノイよりも低い。これは、労働集約型製造業にとってはカンボジア進出の大きなインセンティブであり、実際、近年は、労働集約型製造業の中でも付加価値の低い縫製や雑貨などの業種で、中国からカンボジアへの生産拠点シフトを進めるケースが増加した。

図表20．アジア主要都市におけるワーカー（一般工）月額基本給

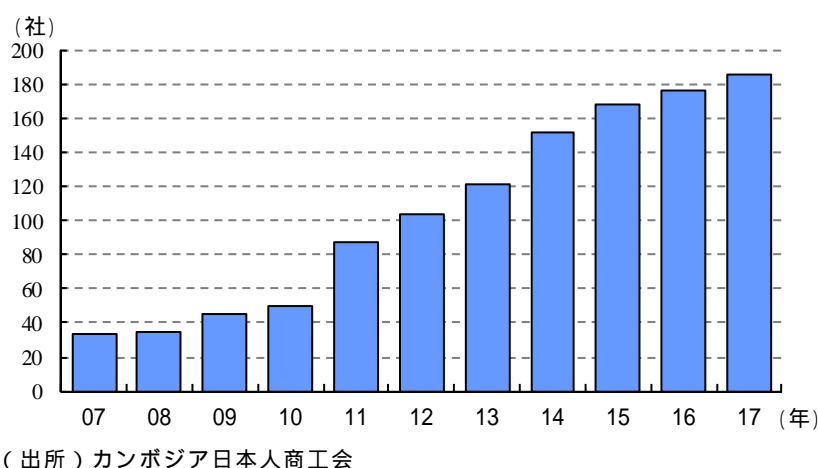


（出所）JETRO「2017年度アジア・オセアニア投資関連コスト比較調査（2018年3月）」

カンボジア進出日系企業数は、2011～2015年にかけて急激に増加した。カンボジア日本人商工会の会員企業数を見ると、2010年は50社にすぎなかったが、5年後の2015年末には168社と、3倍以上に増加している。日系企業進出が加速しはじめた2011年に何が起こったのか？まず、円高の進行により日本から海外への生産拠点シフトのニーズが高まり、また、中国やタイで労働者の採用難・人件費上昇が顕著となり、さらに、タイで大洪水が発生しリスク分散の観点から在タイ日本企業がカンボジアへの生産機能シフトを検討しはじめた。こうした要

困が、日本企業のカンボジア進出を加速させた。また、2011年には、日本から輸出された原材料を使ってカンボジアで生産された物品をカンボジアの原産品と見なす「自国関与制度」が導入されたため、日本企業がカンボジアへの委託加工をしやすくなった。この制度も、日本の製造業のカンボジア進出を後押ししたと考えられる。カンボジア進出日系企業は、前述のような製造業だけでなく、非製造業も目立つようになった。例えば、イオンは、2014年6月、プノンペン市内南部に国内最大規模のショッピングセンターを開業し、その後、同市北郊に2号店を開業準備中である。これは、プノンペン市内における中間層の増加を見込んで顧客として取り込もうとする動きであり、低賃金製造拠点としてではなく消費市場としてのカンボジアの潜在性に着目したものと言える。

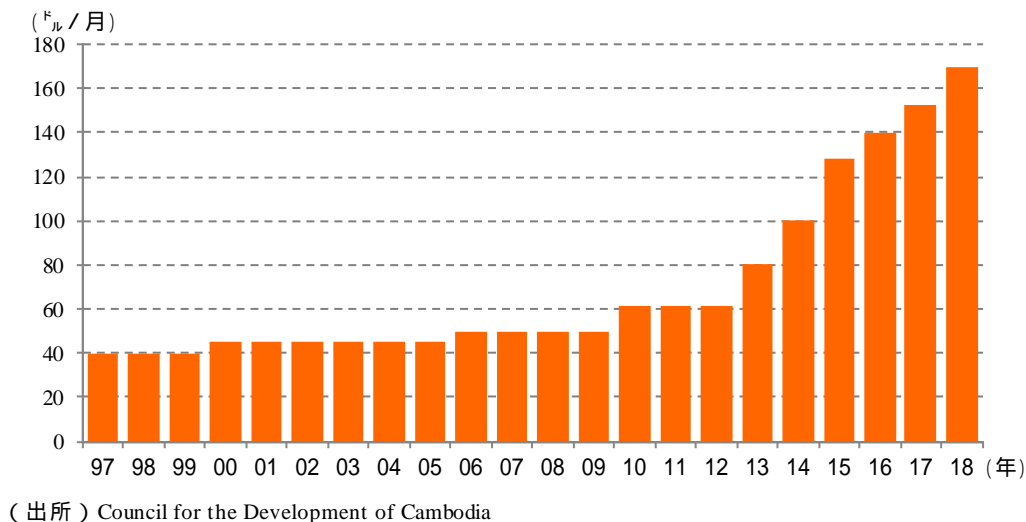
図表 2 1 . カンボジア日本商工会の会員企業数の推移



(2) 投資先としてのカンボジアの課題

日本企業がカンボジアに進出した主な理由は、人件費の安さであった。カンボジア縫製業協会の所属企業に適用される最低賃金は、2009年時点では、50ドル/月であり、2010年に20%上昇したが、それでも60ドル/月という東アジア地域では破格の安さであった。中国やタイの人件費高騰に悩んでいた日本企業にとって、この人件費の安さは大きな魅力であった。ただ、カンボジアの最低賃金は、近年、大幅に上昇している。最低賃金は、2013年に約30%上昇し、2014年と2015年にも20%を超える上昇率となり、その後も毎年上昇して、2018年には170ドル/月となった。これは、隣国ベトナムの地方部における最低賃金よりも高い水準となる。

図表 2 2 . カンボジアの最低賃金の推移



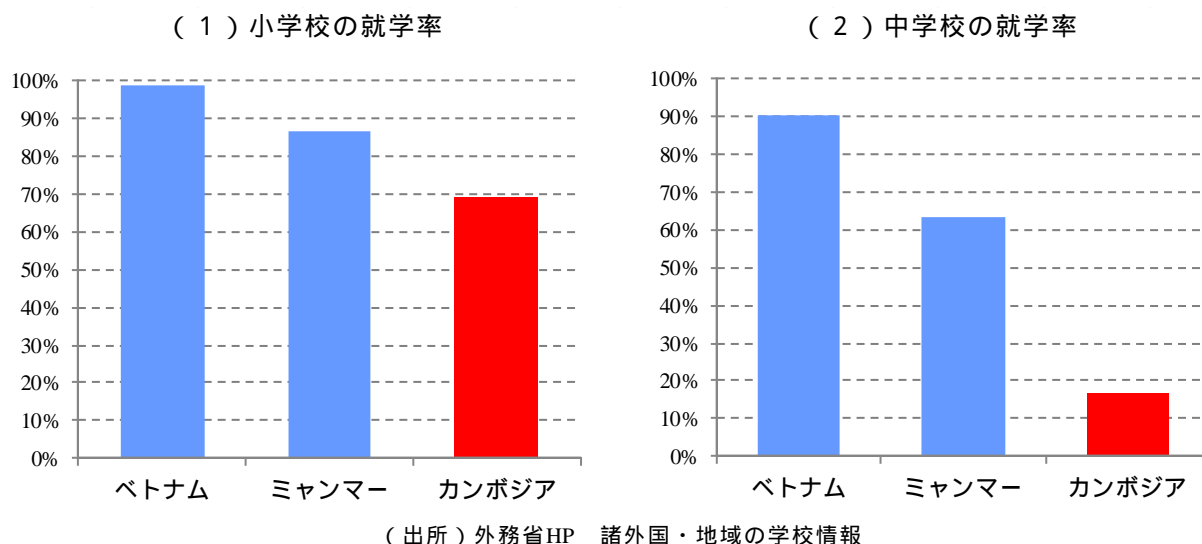
この急激な最低賃金上昇の背景については、2013年の選挙で最低賃金引上げを公約に掲げた野党（救国党）が躍進したこと、および2013年の年末に賃上げを求める工場労働者による大規模な違法ストが発生したことが関係している。カンボジア政府は、こうした状況に対処するために、最低賃金を大幅に引き上げたのである。最低賃金の急上昇は、国際競争力を低下させ外資企業のカンボジア進出にもマイナス影響が出るとして、外資企業や国際機関の間では、懸念が広がっている。日系企業の中には、「進出する際に最低でも5年間は最低賃金を上げないと言われたのに約束が違う」といった声も聴かれる。

一方、カンボジアの労働力の質に関しては周辺諸国に比べて低いと指摘されることが多い。これは、主に、カンボジアの教育普及率の低さに起因している。実際、カンボジアの就学率を見ると、近隣諸国と比べてかなり低い。小学校就学率は、ベトナムがほぼ100%、ミャンマーが約9割なのに、カンボジアは7割弱と低い。また、中学校就学率についても、カンボジアは、ベトナム・ミャンマーよりはるかに低い2割弱にとどまっている。

このようにカンボジアの就学率が低い理由として、まず、1970年代のポル・ポト政権時代に、極左政策のもとで学校が廃止され学校教育が破壊されたことによる後遺症で、現在でも、教員、教科書、教材が極端に貧弱な状態にあることが挙げられる。もうひとつの理由は、農村部で、子供が貴重な労働力となっていることである。カンボジアでは、中学校に進学しない理由として、家計を支えるため働く必要があることを挙げる児童が多い。また、教員や教科書・教材のレベルが低いため、学校嫌いになってしまう児童も多いと指摘されている。

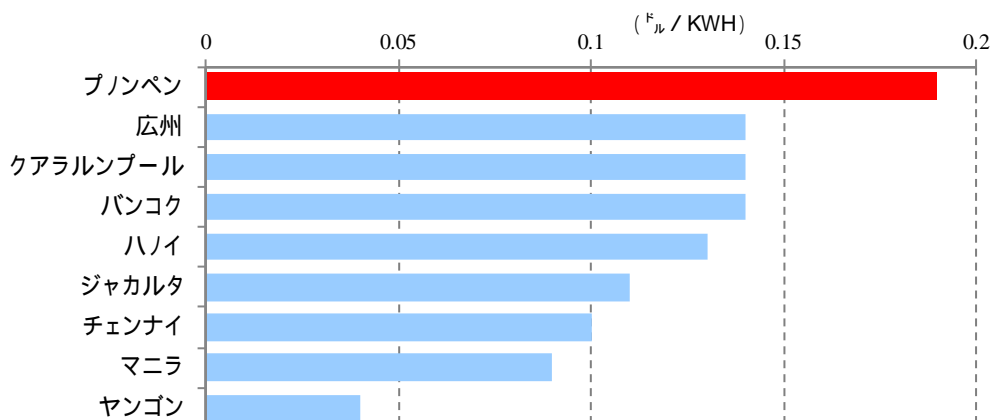
このような背景から教育の普及度が低いため、カンボジアに進出した外資企業は、労働者の教育水準の低さに苦しむケースが多い。実際、カンボジアに進出した日系企業の中にも、一部の現地従業員に「読み書きを教えなければならなかった」ケースもあったとされている。こうした教育水準の低さが、カンボジアへの技術移転を難しくし、カンボジアの産業高度化を阻害してしまうなど、経済発展のボトルネックになりかねないとして、懸念する声は多い。

図表23．ベトナム、ミャンマー、カンボジアの就学率



製造業のカンボジア進出における大きな問題として、電力価格が近隣諸国に比べて高いことがあげられている。JETROの調査によれば、プノンペンの電力料金は、バンコクより約3割、ハノイより約5割も高く、アジア主要都市の中で最も高い。また、電力供給も不安定であり、特に、乾季には水力発電所の出力が低下することもあって、不安定化する。プノンペン市内の電力供給は近年安定化しているとされるが、地方の工業団地では、1日に30回以上断続的に停電したり、落雷や計画停電のため終日停電することも珍しくない。

図表 2 4 . アジア主要都市における一般用電力料金



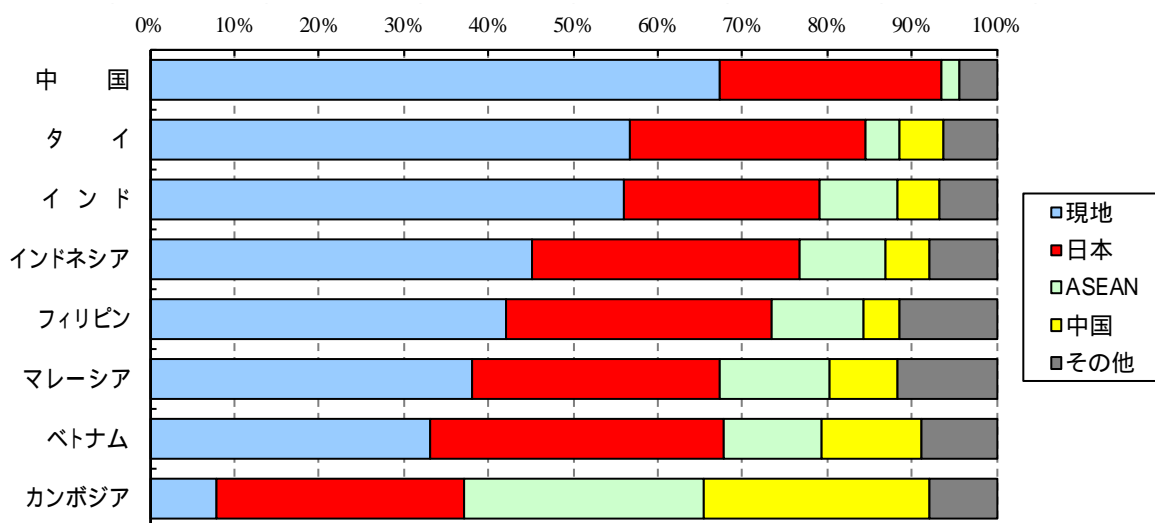
(出所) 2017年度 アジア・オセアニア投資関連コスト比較調査 (2018年3月)

そもそも、カンボジアでは、国内の発電設備容量が小さく、電力需要の5割以上をベトナムとタイからの輸入に依存している。これが電力価格を高くしている大きな理由である。カンボジア国内では、主に中国によって発電所建設が各地で進行中であり、それらが完成すれば電力供給は安定度を増し電力費用も低下すると期待されている。

現在は、電力事情が悪いため、カンボジアに進出する製造業は、なるべく電力を使わない手作業中心の低付加価値業種が主体であるが、電力事情が好転すれば、電子回路部品製造などもっと幅広い業種が中国やタイからカンボジアに移転してくると期待されている。

製造業のカンボジア進出におけるもうひとつの大きな問題は、中国やタイのような産業集積がないため、原材料・部品の現地調達率が低いことである。アジア諸国に進出している日系企業(製造業のみ)の現地調達率を国別に比較すると、カンボジアの現地調達率は他の国々に比べて著しく低くなっており、部材の供給ソースを、日本、ASEAN 他国、中国などに大きく依存していることがわかる。

図表 2 5 . アジア各国における日系企業(製造業のみ)の原材料・部品の調達先の内訳



(出所) JETRO「2017年度 アジア・オセアニア進出日系企業実態調査」

これは、カンボジア国内に産業集積が欠如し原材料・部品の供給能力がないことに起因するものである。例えば、カンボジア国内で小型モーターや電子部品等の製造を手掛ける日系企業は、タイのマザー工場から半製品・部材を搬入してカンボジアで労働集約的な加工のみを行い、製品は全量をタイのマザー工場へ納入する、というビジネスモデルである。一方、中国系企業が主な担い手である縫製業についても、生地やアクセサリーは全て中国から輸入し、カンボジアでは縫製のみを行うという方式である。このようなビジネスモデルのもとでは、カンボジア国内で高付加価値製品を製造できず、また、そのために貿易赤字が恒常化してしまう恐れもある。

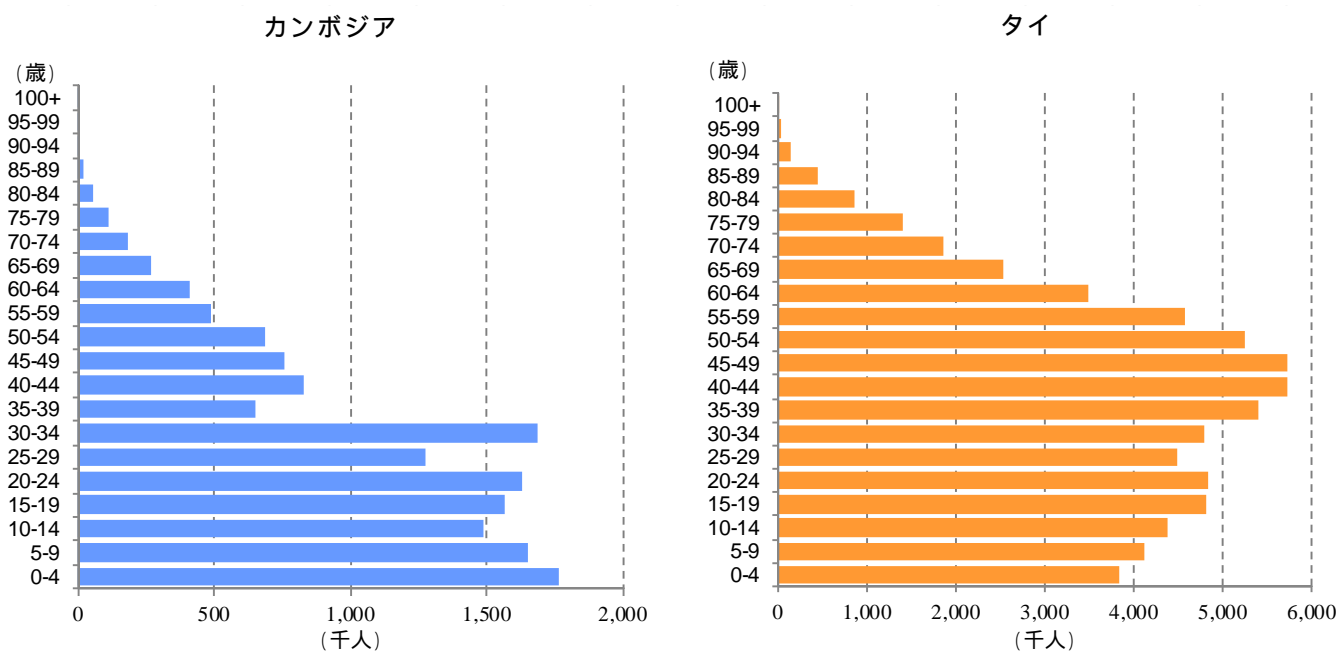
現地調達率の低さの主因である産業集積の欠如は、ポル・ポト時代の極左政策のもとで農業以外の産業が壊滅してしまったという事情もあるが、それに加えて、前述のようにカンボジアの教育水準が低いため、技術移転が難しく、高い技術を要する産業分野への外資企業進出が困難であるという事情も影響している。この問題を解決するには教育水準の向上が必要だが、それには十年から数十年といった長期間を要し、短期間で解決は難しい。

(3) 投資先としてのカンボジアの中長期的な注目点は人口動態

投資先としてのカンボジアの魅力を考える上で、注目すべき重要なポイントが、今後の人口動態変化である。

カンボジアの大きな魅力は、「分厚い若年層」の存在である。年齢階層別人口構成を見ると、隣国のタイは、30歳台後半から50歳台前半をボリュームゾーンとする「中膨れ型」になっており、少子化傾向も進みつつあることがわかる。一方、カンボジアは、ポル・ポト政権時代(1975~79年)に過酷な支配のため出生率が低下した影響で、30歳代後半の人口が目立って少ないという特異な現象が見られるものの、全体的特徴としては、30歳台前半よりも若い世代がボリュームゾーンで、若年層が多いピラミッド型である。2015年の中位値年齢を見ると、カンボジアは24.0歳であり、日本(46.3歳)、中国(37.0歳)、タイ(35.5歳)などに比べてはるかに若い。すなわち、カンボジアでは、国民の半数が24歳以下であり、このような若年層の多さが、カンボジア経済の今後の成長の原動力になると考えられる。

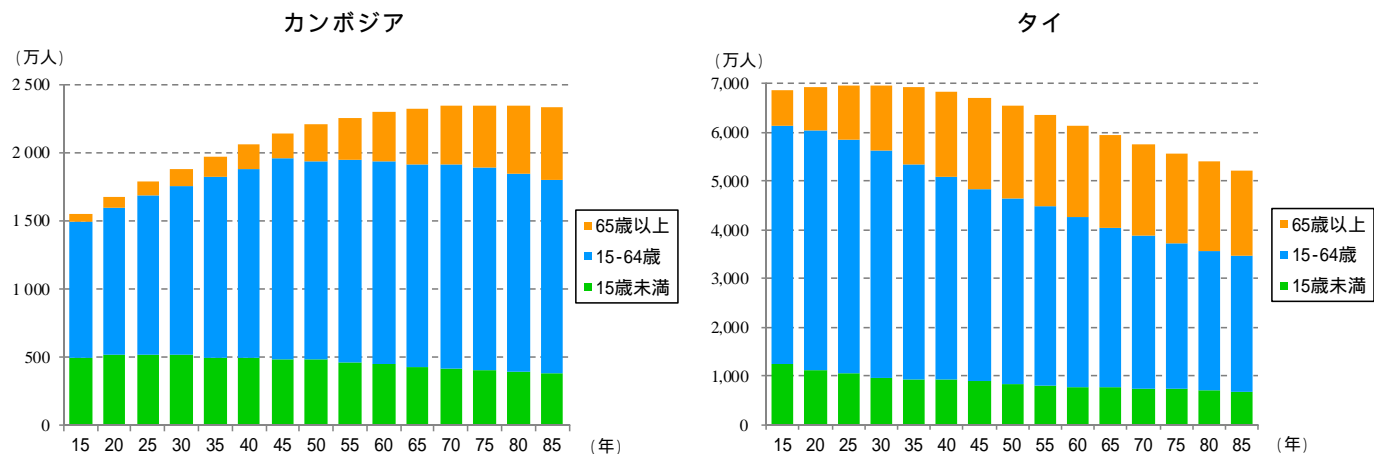
図表26. カンボジアとタイの年齢階層別人口分布



(出所) United Nations, World Population Prospects 2017

国連の人口予測によれば、カンボジアの労働力人口（15～64歳人口）は2070年まで増え続ける見込みである。つまり、あと50年は労働力供給の増加が続く。また、総人口も2075年まで増え続けると見込まれ、これは、今後50年以上にわたって消費者人口が拡大し続けるということである。この点については、隣国タイと比較すれば、カンボジアの優位が鮮明である。タイでは、2020年をピークに労働力人口が減少し、また、総人口も2025年をピークに減少すると見られている。

図表27. カンボジアとタイの年齢階層別人口推移予測



(出所) United Nations, World Population Prospects 2017

つまり、タイは、人口動態から見て、まもなく下降トレンドに入る国であり、一方、カンボジアは、上昇気流に乗っている国であることが明らかである。こうした点から、カンボジアの人口の年齢構成の若さは、外国投資を惹きつける上で大きな魅力のひとつであると言えるだろう。

4. 今後の展望と課題 ~ 当面、経済の堅調は続くが、投資環境改善に向けて課題も多い

(1) 当面は堅調さを維持する公算が高いカンボジア経済

カンボジア経済は、基本的にFDI流入が支えている。分厚い若年層の存在、外資参入規制の少なさ、経済活動がドル化していて為替リスクがない、といった点が投資家にとってカンボジアの大きな魅力である。こうした状況を背景にFDI流入は今後も続き、それがカンボジアの経済成長を持続させるだろう。一方、ドル化によるメリットもあって物価は安定しており、他方、経常収支は慢性的な赤字であるが、それをFDI流入がオフセットして外貨準備は積み上がっており、対外支払い能力の面で特に問題はない。このように、カンボジアのマクロ経済のパフォーマンスは概ね堅調であり、当面は、それを維持できそうである。

(2) 経済成長の原動力であるFDIの流入確保には何が必要か？

カンボジア経済の高成長の原動力はFDIであり、今後も、FDI流入が経済成長を支えるだろう。ただ、FDI流入促進のためには、改善すべき課題がある。まず、近年の最低賃金急上昇によって国際競争力が低下しており、労働生産性向上や高付加価値化が必要である。また、教育水準が低いために、技術移転や産業高度化が阻害されており、今後、教育の普及・改善が必須である。さらに、インフラ面では、幹線道路などは最近整備が進んでいるが、エネルギー部門では、電力価格が周辺諸国より高いことなど、改善すべき部分がある。

他方で、通関等において外資企業が関係機関から「不透明な費用」の支払いを要求されるといった問題も頻発しており、政府部門のガバナンス改善が必須である。ただ、それには、教育を受けておらず旧弊な考え方に染まった人材から、教育を受け近代的な知見と倫理観を備えた次世代の人材へのシフトが必要であるため、言うべくして簡単なことではない。

(3) 今後のカンボジア経済に影響を及ぼす外的リスク要因は？

カンボジアは海外資金流入に依存した経済成長を続けているため、国際金融市場がタイトになることが大きなリスクである。今後、先進国で利上げが進むことなどにより海外からの資金の獲得が難しくなれば、カンボジア経済にも下押し圧力がかかる可能性がある。もうひとつのリスク要因は中国経済動向である。カンボジアの建設や観光といったセクターでは中国マネーへの依存度がかなり高いため、中国の景気が大きく悪化した場合には、カンボジア経済も打撃を受ける可能性が高い。

以上

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。