

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

カンボジアの最近の経済状況と今後の見通し ～ウィズコロナに舵を切ったが楽観はできず～

公益財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部 上席研究員
梅原直樹
umehara@iima.or.jp

(本稿は 2022 年 9 月までの情報に基づき作成したもの)

(要旨)

- ・ カンボジアは内戦終結以降、国際社会の支援を得ながら国家運営を行ってきたが、国連による後発開発途上国の指定が今後数年間で解除される見込みであり、今後は、より自立した発展を目指すことが求められる。
- ・ 経済は、農業を基礎に縫製品など軽工業品輸出や観光業を中心に発展させてきた。近年は中国からの不動産等への投資が盛んで、同国の影響力が急拡大。GDP 成長率は 2010 年代には平均 7%強を維持。コロナ禍により 2020 年は▲3.1%に落ち込んだが、2021 年は縫製品輸出の欧米市場向け急回復等で+3%を確保、2022 年は+4.5～5%程度の成長を見込む。
- ・ 経常収支は長年、大幅な赤字が続き、国際援助資金や中国からの直接投資資金でバランスを保っているが、構造は脆弱であり今後も注意が必要。コロナ禍を受けた貧困層向け補助金支給を行ったことで財政収支は悪化。2022 年以降、経済回復に伴う財政収支改善が期待されるが、ウクライナ危機に伴うエネルギーと食糧価格の上昇はカンボジアの物価上昇に繋がっており、今後財政支出を伴う対策を求められる可

能性もあり、楽観はできない。

- 2020 年以來、金融機関に対して導入されたローンリストラクチャリング策は 2022 年 6 月に正式に終了。元々、金融セクターで融資の伸びが速く、不動産・建設業への資金集中が進んでいるとの問題が指摘され、ショックが起きないように注意深い管理が行われてきた。ローンリストラクチャリング策の終了で、各行の不良債権比率上昇の可能性がある一方で、それが金融機関再編に繋がる可能性も考えられる。
- カンボジアの政治は人民党による独裁傾向の強化が見られ、欧米の批判が強まった。他方、「一帯一路」を掲げる中国との関係強化が着実に進み、米国は中国海軍がカンボジアの基地使用の可能性を深く憂慮し、カンボジアを牽制している。人民党は 2023 年の総選挙で勝利を目指す、今後も中国と欧米との関係を睨みながら、国際社会では微妙な舵取りが求められると見られる。

(本文)

1. カンボジアの概況

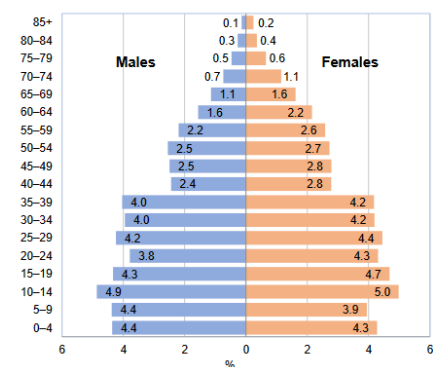
(1) 概観

カンボジアはインドシナ半島に位置し、南西はタイランド湾に面し、東・南東はベトナム、西・北西はタイ、北はラオスと国境を接する。面積は日本の約半分（181 千平方キロ）で、国際河川であるメコン川がラオス国境から南下し同国内で中流域を形成し、農・漁業面での豊かさと時に自然災害をももたらす。人口は 16 百万人¹で都市部に 40%、農村部に 60%が居住する。就業者約 8 百万人のうち第 1 次産業に 33%、第 2 次産業に 27%、第 3 次産業に 40%が従事する。人口構成は若く、人口ピラミッドは歴史的な経緯により不連続性が見られる（図表 1）。都市と農村の格差は大きく、若者は縫製業や観光などのサービス業に就くために農村を離れたり、タイ・バンコク等に 1.2 百万人規模で出稼ぎに出たりもしている²。

¹ 計画省統計局「社会経済調査 19/20」の 2019 年のデータ。

² <https://www.phnompenhpost.com/national/overseas-workers-sending-nearly-3-billion-each-year>

(図表 1)



Source: Cambodia Labour Force Survey 2019 data.

カンボジアは1953年にフランスから独立した後、長期間内戦が続き、1970年代後半のポル・ポト政権下で自国民の虐殺という悲劇が起きた。1991年のパリ和平協定により内戦は終結し、1993年に国際連合（国連）カンボジア暫定統治機構（UNTAC）の監視下で総選挙が行われた。これにより多党制の民主政治体制に移行することになった³。その後、1998年に行われた総選挙でカンボジア人民党が第1党となり、2018年の総選挙を前年に控えた2017年に与党の影響力が及ぶと見られる最高裁判所が野党救国党に解党命令を出し、その結果、2018年の議会選挙は人民党が全議席を占めることになった。こうしてフン・セン首相らが率いる人民党の統治が35年以上に及んでおり、最近ではインターネット上の統制を強めて、政敵の排除も継続している。このような事実上の一党独裁体制下での強権的統治に対して欧米からは懸念や批判の声が出ている。

(2) 経済の概観

① 数年以内に後発開発途上国から「卒業」となる見込み

カンボジアの1人当たり国民総所得（GNI）は過去10年間で年平均7.2%増加し、2014年には1千ドルを超えた。2015年、世界銀行は同国の発展分類を「低所得国（Low income country）」から「下位中所得国（Lower middle income country）」へ引き上げた。国連においては現在、同国を「後発開発途上国（Least Developed Country : LDC）」⁴として

³ これは形式上のことに過ぎず、実態的には1991年のパリ協定の前から権威主義体制がずっと続いてきたとの見方もある。山田裕史「パリ和平協定30周年から振り返るカンボジアの体制移行」、アジア経済研究所 IDE スクエア 世界を見る眼、2021年11月を参照。

https://www.ide.go.jp/Japanese/IDESquare/Eyes/2021/ISQ202120_029.html

⁴ 現在（2022年8月）のLDCは外務省HPによれば以下46カ国。

・アジア（9カ国）：アフガニスタン、バングラデシュ、ブータン（2023年に卒業予定）、カンボジア、ラオス、ミャンマー、ネパール、イエメン、東ティモール
・大洋州（3カ国）：キリバス、ソロモン諸島（2024年に卒業予定）、ツバル
・中南米（1カ国）：ハイチ

いるが、この分類から「卒業」⁵する方向で見直し作業が進んでいる。2021年には初めて必要な数値条件⁶をクリアし、2024年には国連開発政策委員会の推薦を受けて国連総会でLDC「卒業」が決議され、その3年から5年後には卒業が確定する流れが想定される⁷。これはカンボジアにとって経済的な地位向上を意味するが、その一方、それまで享受してきた先進国による特別特惠関税の優遇制度を受けられなくなるため、カンボジア政府はFTA締結国を広げる努力を進めており、産業構造転換や国際競争力の向上を取り組むべき課題として認識している。

②高いGDP成長率と小さい経済規模

カンボジアの名目GDPは、2019年で139億ドルと、隣接国のタイの20分の1、ベトナムの10分の1程度にとどまり、経済規模は小さい。一人当たりGNIはタイの5分の1、ベトナムの6割弱となっている（図表2）⁸。

実質GDP成長率は、2010年代は平均7%強を維持し、2019年は7.1%と順調であったが、2020年の新型コロナウイルス感染症の世界的流行により、同年は▲3.1%に落ち込んだ。2021年は政府発表によれば3%を確保し、2022年は5%へと回復に向かうと見られる。なお、世界銀行は2022年6月発行の経済アップデートで4.5%の成長率を見込んでいる⁹。この数値は前回（昨年12月）のレポートと同じだが、2022年以來のエネルギー

・アフリカ（33カ国）：アンゴラ（2024年に卒業予定）、ベナン、ブルキナファソ、ブルンジ、中央アフリカ、チャド、コモロ、コンゴ民主共和国、ジブチ、エリトリア、エチオピア、ガンビア、ギニア、ギニアビサウ、レソト、リベリア、マダガスカル、マラウイ、マリ、モーリタニア、モザンビーク、ニジェール、ルワンダ、サントメ・プリンシペ（2024年に卒業予定）、セネガル、シエラレオネ、ソマリア、南スーダン、スーダン、トーゴ、ウガンダ、タンザニア、ザンビア

https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/ohrlls/lcd_teigi.html

⁵ OECD（経済開発協力機構）が発表するODA（政府開発援助）受け取り国（地域）リストにおいてLDCのみ別枠で表示され、「卒業」すれば、所得による3分類の枠に移行することになる。2020年のリストでは142カ国（地域）がODA対象で、うちLDCは47、低所得国は2、低中所得国は37、高中所得国は56カ国（地域）となっている。詳細は次のURLを参照。<https://www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/development-finance-standards/DAC-List-of-ODA-Recipients-for-reporting-2020-flows.pdf>

⁶ 2021年の国連によるLDC認定基準（外務省HP掲載）は次の通り。

（1）一人あたりGNI（3年間平均）：1,018米ドル以下、（2）HAI（Human Assets Index）：人的資源開発の程度を表すために国連開発政策委員会（Committee for Development Policy：CDP）が設定した指標で、栄養不足人口の割合、5歳以下乳幼児死亡率、妊産婦死亡率、中等教育就学率、成人識字率を指標化したもの。（3）EVI（Economic Vulnerability Index）：外的ショックからの経済的脆弱性を表すためにCDPが設定した指標。人口規模、地理的要素、経済構造、環境、貿易のショック、自然災害のショックから構成。https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/ohrlls/lcd_teigi.html

⁷ 国連開発政策委員会は3年毎にLDC国リストを見直しており、基準に照らし「卒業」と認められ総会で決議が行われると、その3年後（場合によっては5年後）卒業が実現する仕組みになっている。

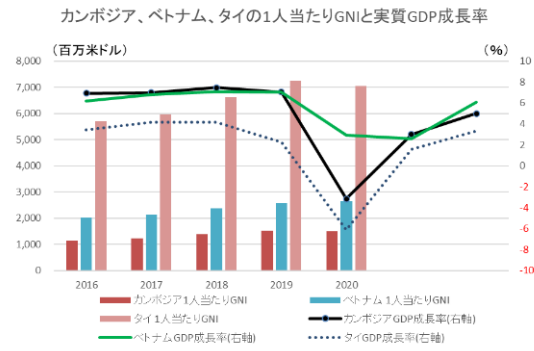
<https://www.un.org/development/desa/dpad/least-developed-country-category/lcd-graduation.html>
<https://www.un.org/development/desa/dpad/least-developed-country-category-cambodia.html>

⁸ 隣国のラオスはGDP規模でカンボジアより、さらに小さいが、一人当たりGNIでは同国を上回る。

⁹ “Cambodia Economic Update, Weathering the oil price shock”, June 2022, World Bank

ギー価格上昇や米国及び中国経済の循環的減速を織り込んでおり、中長期的には6%前後の成長率に向けて経済が徐々に回復していくと見ている。

(図表 2)

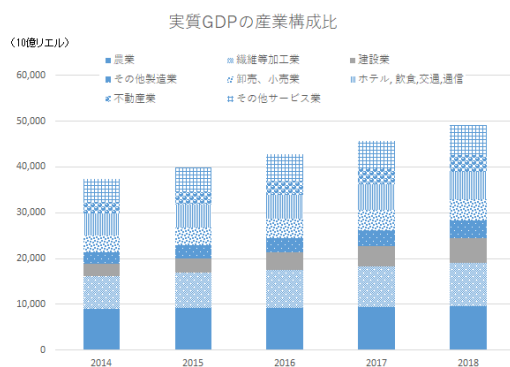


(注) カンボジアの2022年の成長率はカンボジア政府予想。2021年2022年のベトナム、タイの成長率はIMFの予想
(出所) 世界銀行 (World Development Indicators)、IMF (World Economic Outlook April 2022)

GDP (2018年、コロナ禍以前)の内訳を見ると、縫製・製靴業が20%、建設業が11%、卸売・小売業が9%、ホテル・飲食・交通・通信が12%、不動産業は8%となっている(図表3)。第1次産業がGDPに占める比率は19%と、4年前の2014年に比べ5%ポイント低下し、第2次産業は38%で同5%ポイント上昇している。第3次産業は42%と4年前から横ばいである。第2次産業が伸びたのは建設業の拡大によるところが大きい。

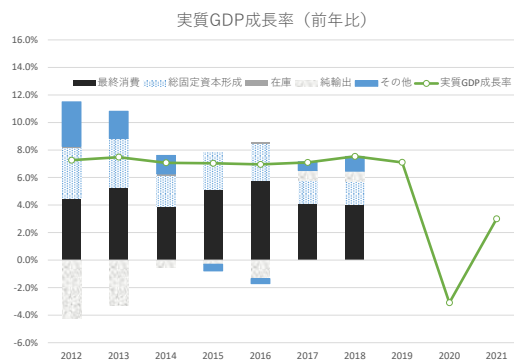
GDPを需要項目別に見ると、2018年の実質GDP伸び率(7.5%)のうち最終消費の寄与度は4.0%となっており、消費が成長を支える構図が見える。総資本形成の寄与度は1.6%で、消費に次いで成長を支える要素となっている。観光関連など建設・不動産業における対内直接投資が目立ち、2018年の総固定資本形成の約6割相当に上る(図表4)。シアヌークビル州やココン州等での中国資本の投資が目立つ。

(図表 3)



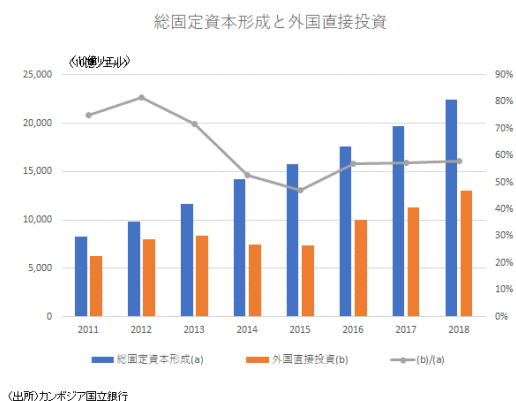
(出所) 国家統計局、GDPは2000年不変価格ベース

(図表 4)



(出所) カンボジア国家統計局、AMRO

(図表 5)



③物価動向と為替相場

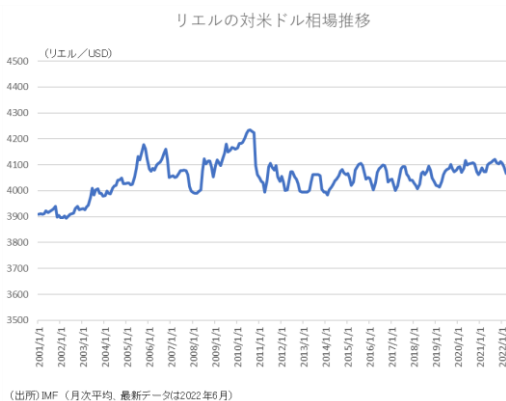
消費者物価は 2000 年代中頃に 1 度上昇し、2005 年に 5% を超え¹⁰、2008 年前半には原油や食品価格の上昇を受けて 25% 近くに跳ね上がったが、その後は落ち着いて、2012 年以降は 4% 以下で安定、2016 年以降は 3%～2% で推移している (図表 6)。

為替相場は米ドルが国内流通する深いドル化の中にあつて、本国通貨リエルを 1 米ドル当たり 4,000 から 4,100 リエル程度とする管理変動相場制をとっており (図表 7)、これが同国経済の基本的な性格を特徴付けている (後述)。

(図表 6)



(図表 7)



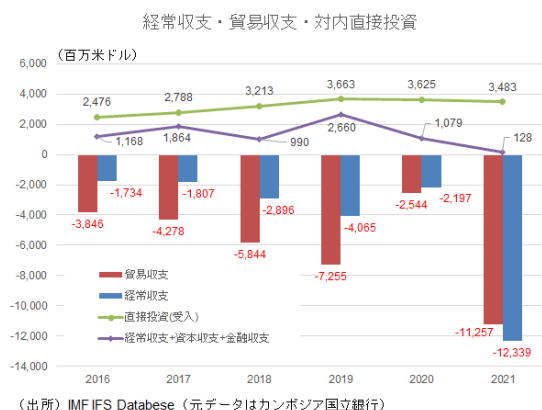
④貿易収支および国際収支

カンボジアの主な輸出品は、米国および欧州向けの縫製品 (本稿ではアパレル製品だけでなく、靴・旅行鞆を含めて縫製品と総称する) で、電子部品や自転車、米も輸出さ

¹⁰ 2000 年代半ば以降、ベトナム、カンボジアなど後発 ASEAN 諸国への直接投資が増加し、物価に影響を与えたと考えられる。

れている。輸入品は縫製品の原材料や同製造設備の他、建設機械、自動車、バイク、食品などとなっており、貿易収支は赤字基調となっている（図表 8）。

（図表 8）



サービス収支は、アンコールワット等の国際的に有力な観光資源を有し、コロナ禍前は黒字基調であった。国外出稼ぎ労働者の郷里送金や外国政府からの無償資金援助により第2次所得収支も黒字基調だった。しかし、これらにより貿易赤字を埋め合わせることはできず、経常収支は赤字基調となっている。2010年代は、経常収支は▲8%台で推移し、2018年には▲11.8%、2019年には▲15%と悪化、2020年は▲12%へと若干改善したが高水準の赤字体質となっている。

他方、経常収支の赤字額を越える直接投資が毎年流入し、国際機関からの援助資金も加わり、総合収支では黒字が維持され、外貨準備増にもつながっている。直接投資は「一帯一路」を打ち出す中でカンボジアとの関係強化を図る中国からの流入が目立つ。中国のカンボジアにおけるプレゼンスは大きくなり、警戒の声も上がるが、カンボジアの経済にとって大きなメリットをもたらしていることは間違いなく、言論統制もある中で大きな声にはなっていない模様である。

コロナ禍の影響については後述するが、2020年および2021年には外国人観光客が激減し、サービス収支の黒字が消えた。2022年以降、ウイルスの弱毒化が進みコロナ禍が収束に向かえば、外国人観光客の受入が増えて、サービス収支は黒字化すると見られるが、それでも経常赤字は続き、外国からの直接投資に頼る経済運営が続くと見られる。

⑤ドル化という特殊性

カンボジアの経済の大きな特徴は、米ドルが主たる通貨として国内で流通し、政府も事実上認める「ドル経済」になっていることである。かつてポル・ポト政権時代に自国通貨を廃止した歴史もあり、国民の自国通貨に対する信頼醸成はまだ進んでいないと見

られる。これに加えて 1991 年の内戦終結以降、国外から大量の米ドル建ての開発援助資金が流れ込み、同国内は自国通貨リエルより米ドルが流通し、現在もそれが続いている。

具体的には 2021 年末の国内預金残高のうち 90%が米ドル建てで、現預金残高（M2）における米ドル建て比率は 8 割を越えている¹¹。政府は米ドルの流通禁止の改革に踏み込む様子はなく、米ドルを主とした二重通貨体制の下で、現地通貨リエルは事実上、補助的な通貨として機能している。リエル相場は前述の通り、1 米ドル 4,000 から 4,100 程度で安定推移するよう中央銀行により管理されている（図表 7）。

米ドルが国内流通するメリットとしては、リエルの為替相場を安定的に維持・管理できることに加え、外国投資の導入が容易である点が指摘できる。他方、デメリットとしては、通貨主権を放棄したことになり、物価や景気変動に対して中央銀行が有効な金融政策を打てない。米国の景気や金融政策に左右され、国内経済政策は財政政策や預金準備率の操作に頼ることとなり、政策手段が限られてしまう。さらに、平常時は問題にならないが、万が一、金融市場が不安定化した際に中央銀行が最後の貸し手として金融システムを安定化させる役目を果たせないことは、大きなデメリットとなる。

カンボジア政府・中央銀行は、脱ドル化を課題とは認識しているが、それを長期的な目標と位置づけ、急激かつ抜本的な制度変更はせず、足下、漸進的なリエル普及などの改革に取り組んでいる¹²。バコンというブロックチェーンを利用した電子決済アプリケーション上の通貨は、国内決済の効率化とリエル建て取引の利便性向上を狙って 2020 年 10 月より導入されたが¹³、米ドル建てとリエル建ての両方で使える仕様になっている。まだ脆弱なカンボジア経済にとって脱ドル化は負の影響も大きく、人材育成でも実現にハードルがあるとみられることから、当面は従来路線を踏襲するものとみられる。

なお国際通貨基金（IMF）によれば、リエルの実質実効為替相場（REER）は過去 10 年間の平均で毎年 4%上昇している。これはドル高とカンボジアの経済成長および外国投資の流入を反映したものであり、現在のリエル相場は 10.5%程度の過大評価になっていると分析されている。現在のところ名目為替相場に大きなひずみはたまっていない

¹¹ カンボジア国立銀行（National Bank of Cambodia）、<https://www.nbc.org.kh/english/>

¹² ①株式市場や債券市場を創設する際には取引通貨をリエル建てに変更、②2017 年に全ての商品およびサービスに対してリエル建て価格表示を実施、③2020 年に 5 米ドル、2 米ドル、1 米ドル紙幣の金融機関での受入を一部制限、④2019 年末までに貸出ポートフォリオの 10%以上をリエル建てにする指示を出すなどの措置。<https://www.jetro.go.jp/biznews/2020/06/65eb8c9a723a7a37.html>

¹³ カンボジア中央銀行のバコンに関するホワイトペーパーによれば、バコン導入は国内決済の合理化と効率化、金融包摂推進、リエル現金の利便性向上がメリットとされる。
https://www.nbc.org.kh/download_files/research_papers/english/NBC_BAKONG_White_Paper.pdf

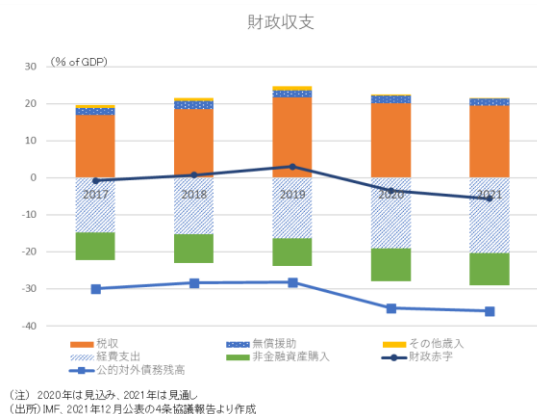
とみられるが、相対的に高いインフレを許容しながらドル化を長期間続けると、為替レートが過大評価になり価格競争力を失う場合があるので注意を要する。

⑥ 財政収支状況

カンボジアは、国際機関等の無償資金協力やキャパシティビルディングと呼ばれる研修や技術支援を受けながら国家運営の強化を図ってきた。財政基盤の強化では 2005 年以来、公共財政管理改革プログラム (PFMRP: Public Finance Management Reform Program) が実施されている。

企業所得税の最高税率は原則 20%で、比較的簡素な累進課税制度を採用している。最高税率は隣国のタイ、ベトナムと並び、ASEAN の平均を下回る。間接税は 10%で、源泉所得税は 14%である¹⁴。カンボジアにはインフォーマルな経済セクターが広がり、課税ベースの拡大を含む徴税強化が課題と認識されている。政府は「財政管理法」を毎年改訂して具体的な徴税制度の改革に努めており¹⁵、2018 年の財政赤字は GDP 比 0.6%に縮小、2019 年は 0.3%の黒字転換となった。しかし、2020 年はコロナ禍により保健分野等の社会保障支出が増え、財政は赤字に転じた (図表 9)。

(図表 9)



⑦ 外貨準備資産は相応に豊富だが中長期的に更なる積み上げが必要

カンボジア政府は対外支払への備えや為替介入原資として外貨準備預金を積み上げている。これによりコロナ禍に際して貧困層向け現金給付などの財政出動が可能になっ

¹⁴ 原油・天然ガスの生産など鉱業による所得は 30%の税率が適用される。

<https://www.aseanbriefing.com/news/comparing-tax-rates-across-asean/>

¹⁵ 2020 年から適用される新しい改革の内容については次の URL を参照。

<https://www.aseanbriefing.com/news/cambodias-law-financial-management/>

「その他に「歳入動員施策 (Revenue Mobilization Strategy) 2014-2018」等が導入されている。

た。外貨準備は順調に伸び、2020年には213億米ドル（図表10）と輸入の11カ月分まで達したが、2021年には5%減少して203億ドルとなり、輸入の7.4カ月分となったのは、2017年の水準（8カ月）を下回る。引き続き途上国が持つべき最低限の目安とされる3カ月分は大きく上回っているものの、今後、暫く注意を要する。

（図表10）

外貨準備と公的対外債務残高

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
外貨準備(百万米ドル)	6,788	9,123	12,201	14,683	18,763	21,334	20,265
(月間輸入額の倍数、カ月)	5.2	6.6	8.0	8.1	8.8	11.1	7.4
公的対外債務残高(百万米ドル)	5,676	5,861	6,669	7,022	7,595	8,811	9,503
(対GDP比)	31.4%	29.2%	30.0%	28.5%	28.0%	35.0%	36.3%

（出所）カンボジア中銀、Datastream、IMF

米ドルが国内流通するカンボジアにおいて、今後の外部ショックに対する備え、国内経済や金融市場の安定維持の緩衝材として、外貨準備を活用することが想定され、さらに経済下支え策の原資にもなることも勘案すれば、2020年や2021年の水準では決して満足できず、更なる積み上げが必要と当局も考えている¹⁶。

国際収支バランスにおいては、前述の通り、現在、中国からの直接投資が極めて重要な役割を果たしており、それが外貨準備預金の増加にも繋がっている。しかし、国外からの建設投資プロジェクトや都市開発プロジェクトは永続的なものではない。さらに、中国からの投資流入は一部都市では治安の悪化などの社会問題も引き起こし、仮に言論抑圧がなければ国民から批判の声がもっと広がる可能性もある。将来、中国を含む外国からの投資が頭打ちになった際にもカンボジア経済が健全性を維持するためには、戦略的視点を持って産業構造の転換や製造業での付加価値を高める努力が不可欠と言えよう。

2. 新型コロナウイルス感染症の影響

(1) 2021年の新型コロナウイルス感染症の拡大

カンボジアにおける新型コロナウイルス感染症は、2020年から2021年の2月半ばまでは学校や娯楽施設での感染を防ぐためソーシャルディスタンスを確保し、感染者を隔離することによって、1日最大31人迄と少数に抑え込まれてきた。しかし、2021年2月半ばから流行の大きな波が起こり、新規感染者数は7月に1日1,130人のピークに達

¹⁶ National Bank of Cambodia, “Financial Stability Review 2019”, P10, https://www.nbc.org.kh/download_files/publication/fsr_eng/FSR%202019-%20ENG.pdf
ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, “AMRO Annual Consultation Report Cambodia-2019”, P24, <https://www.amro-asia.org/amros-2019-annual-consultation-report-on-cambodia/>

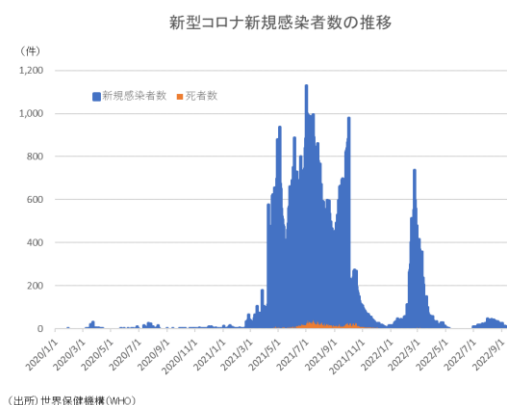
し、10月初めに2回目の978人のピークをつけた後、12月頃一旦収束した¹⁷(図表11)。その後、2022年2月にも流行があったが短期間で収束した。

カンボジア政府は国民のワクチン接種を推進してきた。2021年2月末の開始以来、同年11月までに接種率は80%を越え、2022年9月現在の接種率は87%で、ブースター接種率も60%に達した(図表12)。同国では中国製ワクチンを中心に接種が始まったが、その後、アストラゼネカ製、ファイザー/ビオンテック製など計7種類のワクチンが認可されてきた。

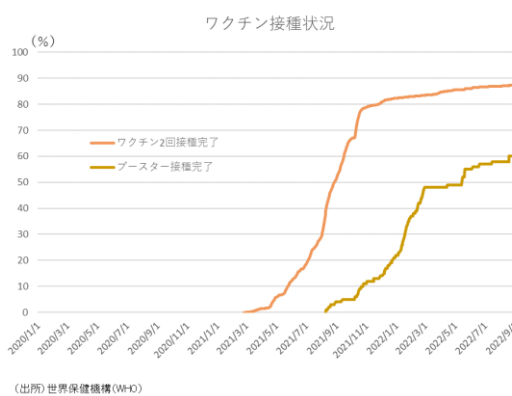
カンボジア政府は2021年11月からオミクロン変異株等の性質を踏まえ、いわゆる「ウィズコロナ」に政策の舵を切り、経済復興に向けた動きに本腰を入れ始めた。2022年以降はワクチン接種済であることを条件に隔離期間を設けず外国人観光客を受け入れる方向で、隣国ベトナムの後をカンボジアも追った。そうした矢先、1月には変異株とみられる新規感染者の増加が生じた。しかし、2月下旬に1日600人弱のピークをつけた後に急速に収束した。5月9日以降は一端、新規感染者ゼロとなり、7月には若干の感染者が観察された。

今後については不確定要素があり予断は許さないが、政府は国際的な変異株による感染の状況や医療経験などを踏まえ、柔軟な対応を行う構えである。ウイルス感染の防止を図りつつ、明確に経済復興を追求した方向に進路を切っている。

(図表 11)



(図表 12)



(2) 2022年以降の経済回復に向けた模索

① 2022年以降、段階的に再開が期待される観光業

2020年以降、感染症の大流行でカンボジアを訪れる外国人観光客は激減し、翌2021

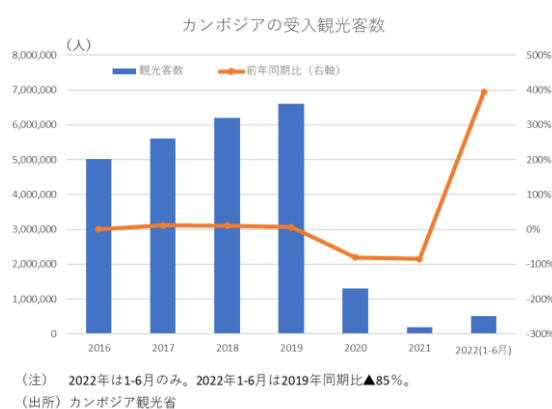
¹⁷ なお、2022年5月現在、10万人当たりの累計死者数は18.3人とタイ、ベトナムの半分弱、ラオスの1.8倍となっている。

年は更に激減した（図表 13）。2019 年の観光収入は、物の輸出額の 25.2%に達していたが、2020 年には 5.5%に激減し、2021 年には 1%台となっている。観光業は、国内で雇用を生み出すと共に、外貨を稼ぐ手段であり、カンボジアの経済にとっては極めて重要な役割を担ってきた。同産業が大打撃を受けたことは、同国の庶民の生活にとっても死活問題になったと言える。

外国人観光客の再受入の動きは 2021 年に開始された。しかし、想定外の国内感染爆発で本格的な再開は同年 11 月以降になった。幸いこの時期までに国民のワクチン接種が進み、変異株に対する政策対応も検討され、2022 年 1 月以降はワクチン接種と陰性証明書を条件にベトナム、タイからの陸路経由の観光客の受入れが再開した。政府は観光業復活のため、改めてカンボジアの魅力を伝えるプロモーションを開始している。2022 年 1-3 月で見ると受入観光客数は、前年同期比 394%増となったが、2019 年と比べるとまだ▲85%の水準にとどまる。再開の動きが定着し観光業が段階的に回復していくことが期待される（図表 13）。

観光業において最大の潜在顧客は中国人観光客である。2019 年には受入客全体の 36%と圧倒的な 1 位だったが、足下、2022 年 1-6 月現在ではシェアは 6%に過ぎず、ベトナム（28%）、タイ（27%）に続く第 3 位にとどまる（4 位はアメリカで 5%）。その中国は、2022 年にも厳格な「ゼロコロナ」政策を貫き、同年秋に 5 年に 1 度の党大会という非常に重要な政治イベントが控えており、「ゼロコロナ」政策の緩和は 2023 年春以降にずれ込む可能性がある。カンボジアに本格的に中国人観光客が戻るのも早くて 2023 年上半期以降となるとすれば、カンボジアの観光業界は 2023 年以降の本格的な拡大を期待しつつ、2022 年は準備段階に終わる可能性もあり、楽観はできない。

（図表 13）

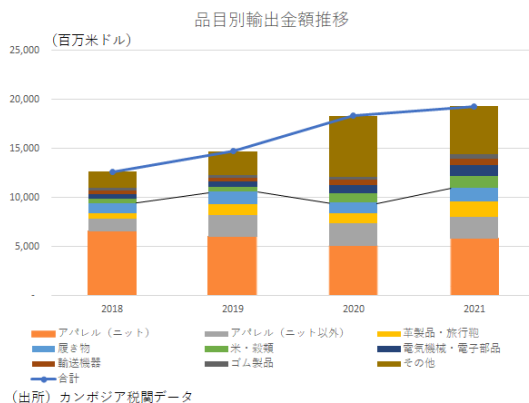


② 縫製業の動向

カンボジアの縫製業（アパレル、旅行鞆、靴製造を含む）は、2020年はコロナ禍により欧米の需要が急速に縮小したため、大きな痛手を受けた。しかし、その後2021年になると国外需要が急回復したため、同産業は息を吹き返し、縫製品の輸出は2021年に2019年の水準を回復した（図表14）。この背景には2021年2月にミャンマーで軍事クーデターが起き、同国に生産拠点を持っていた企業が一部、カンボジアへ生産を移転した影響もあるとされる。

他方、EUは2020年8月、カンボジアの人権状況への懸念から一般特惠関税（EBA）の一部停止措置に踏み切った。2021年はこの影響で欧州向け製品輸出は伸びなくなり、この分を米国向けへの輸出でカバーする形になった。ただし、米国においてもカンボジアの人権状況に懸念する声があり、また、南シナ海を睨んだ軍事的要衝であるタイランド湾に面した地区において中国資本による観光開発が行われ、軍民両用の空港や港湾施設が建設されているとの噂があり、米国にとって深い懸念材料となっている。関係がぎくしゃくすれば、カンボジアに対する一般特惠関税（GSP）の更新が取りやめになり、米カンボジア関係はさらに悪化し、カンボジアは有望な輸出市場への好条件でのアクセスができなくなる。こうした状況は今後、注意して見ていく必要がある¹⁸。

（図表14）



③ 実質 GDP 成長率回復に向けた期待と懸念

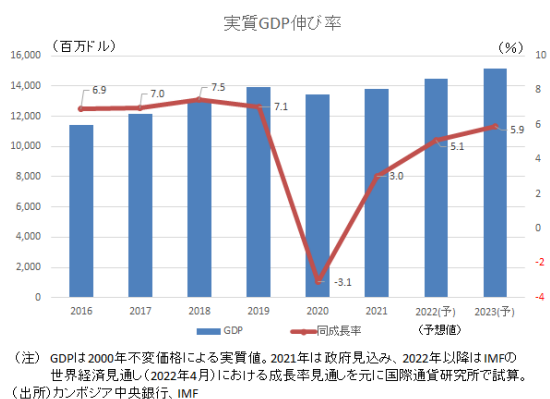
2020年以降のコロナ禍で、カンボジアの実質 GDP は2019年の+7.1%から、2020年に▲3.1%に落ち込んだ。政府は様々な経済・社会政策を打ち出した。

2021年は国内で感染症が急拡大し、観光業復興は進まず、むしろ大きく縮小したが、

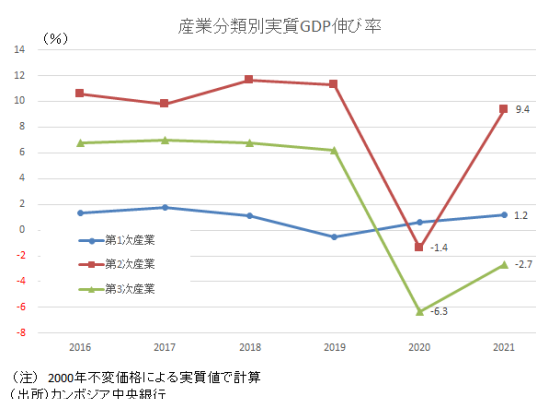
¹⁸ ジェトロ、ビジネス短信「2021年の貿易額は前年比29.2%増、縫製業が回復」、2022年4月21日
<https://www.jetro.go.jp/biznews/2022/04/c5c251d732e40071.html>

縫製業を始めとする製造業は外需の回復が追い風となった。また外国投資の流入も続いたことにより 3%の成長を達成できたと見られる。2022 年に向けて政府は「ウィズコロナ」を前提にした中長期的な社会経済発展計画¹⁹を発表している。これが着実に実行に移せるかどうか注目点となる。もし、うまく行けば 2022 年はコロナ禍による経済への悪影響が和らぎ、観光業の復興の兆しが明るい話題になる可能性がある。こうした期待もあり政府は 5%の成長を見込む（図表 15、16）。なお、IMF は 2022 年 4 月の世界経済見通しで 2022 年は 5.1%、2023 年は 5.9%の成長を見込む。世界銀行は 4.5%と政府や IMF と比べ若干保守的な見通しを発表しているが、中長期的には 6%前後の成長率に戻ることを見込んでいる。

(図表 15)



(図表 16)



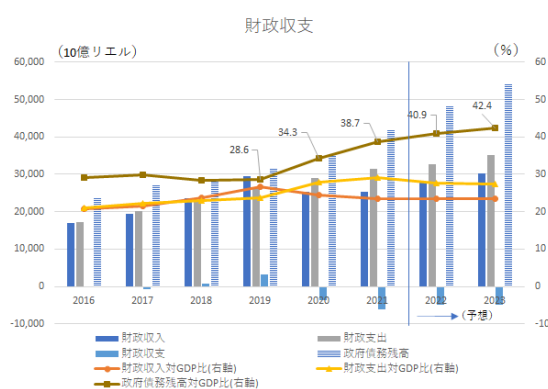
国際収支に関しては、貿易収支および経常収支の赤字が 2021 年に拡大し、2022 年以降も楽観できる状況にはなく、注意が必要だ。中国が「ゼロコロナ」を続け、観光再開は見通しが立たない中、エネルギーや食糧などのコモディティ価格が上昇しており、2022 年 2 月のロシアによるウクライナ進行で価格上昇の懸念が増した。そうした中、米国がインフレ懸念によるドル金利を引き上げ始めたことで、欧米の景気が冷え、衣料品や旅行用品や靴などの生産と輸出に依存するカンボジアの小規模な経済に悪影響を及ぼすことが懸念される。中国からの投資も頭打ちにならないとは限らない。このようにカンボジアを取り巻く国際的環境は不確定要素が多く今後も楽観できない状況が続くと考えられる。

カンボジアの財政は、2020 年に財政赤字に転じている。IMF によれば、2019 年に GDP 比 28.6%に留まっていた政府債務残高は、2020 年には 34.3%と 5.7 ポイント悪化し、2021 年には 38.7%へさらに 4.4 ポイント悪化したと見られる（図表 17）。政府は、コロ

¹⁹ 政府は 2021 年 12 月、「The Strategic Framework and Programmes for Economic Recovery in the Context of Living with Covid-19 in a New Normal 2021-2023」を発表し、中長期にわたり強靱さを持った社会経済の発展を目指すことが示された。

ナ禍が始まると貧困家計への臨時給付金や、縫製品製造業や観光業の従業員向け給与補填、減税やコスト削減策を打ち出し、その規模は IMF によれば 2020 年で GDP の 2% 相当、2021 年では同 4.9% 相当に達したとされる。こうした財政支出が 2022 年も続けば、政府債務残高は 2022 年末には 40% を越える可能性がある。もちろん、今後経済が順調に回復し税収が増加すれば、財政収支は数年間の時間をかけて徐々に改善するとは考えられる。しかし、コロナ禍や国際情勢における不確実性が高まっており、状況次第では今後新たな財政出動を迫られる可能性もあり、そうなれば財政収支の早期改善は見込めない。もちろん、政府債務残高が 40% を越えても直ぐさま財政危険が懸念されることにはならないが、中期的なすう勢については注意が必要である。

(図表 17)



(出所) IMF (元データはカンボジア経済財務省)

3. カンボジアの金融セクターについて

(1) カンボジアの金融セクターの概観

① 銀行セクター

カンボジアの銀行セクターは、54 行の商業銀行と 10 行の専門銀行で構成される。外資規制が緩く、マレーシア、中国、台湾、韓国などアジア系の銀行が進出している。銀行セクターにおける貸出および預金の規模は、国内銀行が約 4 割、外国銀行が約 6 割となっており (2021 年)、外国銀行のプレゼンスが大きいとの特徴がある²⁰。

銀行セクターの総資産は 2000 年代以降、急拡大しており、GDP に対する比率は 2011 年の 63% から、2021 年には 232% (244 兆リエル) に達している。貸出残高で見ると、2021 年末で GDP 比 149% (157 兆リエル) となっている。伸び率では、2011 年からは

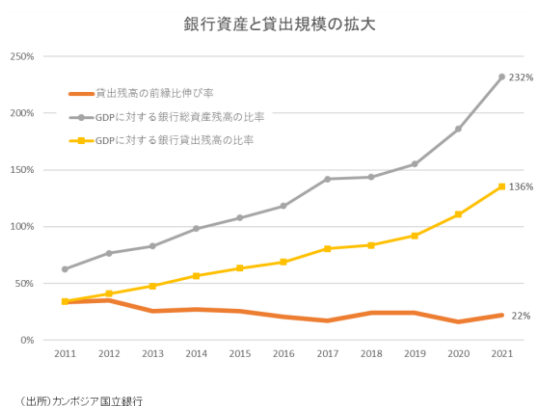
²⁰ National Bank of Cambodia, “Supervision Annual Report 2021”, https://www.nbc.org.kh/download_files/supervision/sup_an_rep_eng/Banking%20Supervision_Annual_Report_2021_ENG_Version.pdf

年平均 25%となっており（図表 18）、名目 GDP の年平均伸び率（9%）を約 16%ポイント上回っている。これは国際決済銀行が安全の目安とする 10%ポイントを上回り、2017 年以降、そのギャップに拡大が見られる。信用拡大が速すぎることは、金融セクターの脆弱性につながるため、IMF も警鐘を鳴らしている。また、近年は建設・不動産業界向けの融資の伸びが速くなっており、このことも注視が必要となっている。

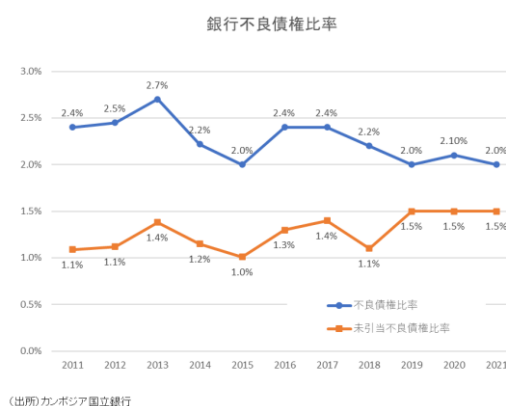
不良債権比率は 2021 年末で前年比 0.1 ポイント改善し、2%と低位を保つが（図表 19）、2020 年 5 月にコロナ禍の政策対応として、ローンリストラクチャリング策（後述）が導入されたため、実態が覆い隠されている部分がある。本措置は何度かの延長を経たが 2022 年 6 月に正式に終了した。これにより、それまで隠されていた不良債権が顕在化し、不良債権比率の上昇につながる可能性が考えられる。

もし、2022 年に想定外の外国直接投資の鈍化や不動産価格の下落が起きれば、銀行の不良債権はさらに増加する可能性もある。国際格付機関の S&P グローバル・レーティングは 2022 年 7 月のレポート²¹で 2022 年および 2023 年の不良債権比率がそれぞれ 2.5%、3.5%に上昇すると予測する。今後の当局の監督や業界動向には注意を要する。

（図表 18）



（図表 19）



② マイクロファイナンスセクター

カンボジアでは銀行に加えてマイクロファイナンス機関（以下、MFI）が低所得者向けや中小企業向けの貸出、預金、送金業務などを担ってきた。特に農村地区では彼らが業務を広げ、ATM 網を拡大するなどしてカンボジアの金融包摂に貢献してきた。

MFI は預金を受け入れることが出来る Microfinance Deposit Taking Institution (MDI) と、預金受入が許されない狭義の Microfinance Institution（狭義の MFI）があり、それ

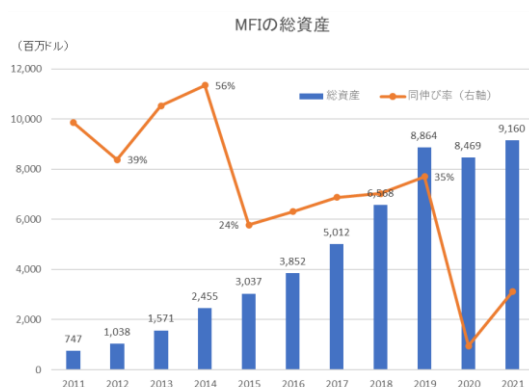
²¹ “Global Banking Outlook--Midyear 2022, Here Comes The Rain Again”, 2022 年 7 月 21 日、S&P Global Rating, <https://www.spglobal.com/assets/documents/ratings/research/101563908.pdf>

ぞれ数は5社、77社となっている。貸出シェアで見るとMDIが全体の8割以上を占める。MDIは外部資金調達により預金を越える額の貸出を行い、預貸比率は160%程度となっている(2021年)。

リテール貸出市場の拡大により、MFIの総資産は銀行を上回るスピードで拡大してきた。しかし、コロナ禍を受けて減速した(図表20)。2021年末のMFIの総資産合計はGDPの35%(37.1兆リエル)に相当し、銀行を含む金融機関の総資産合計の約13%を占める。貸出残高ではGDPの30%(31.7億リエル)となっている。

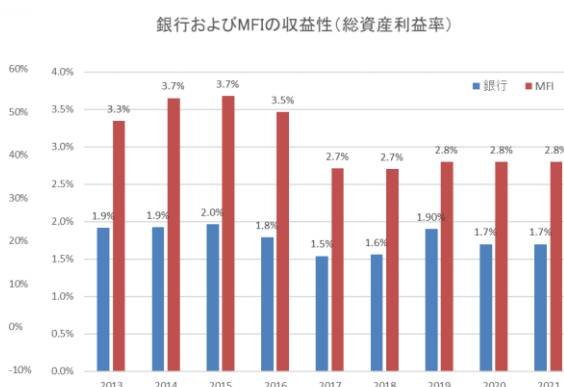
MFIは銀行に比べて貸出の当局規制が緩く、運営管理リスクが高く、収益性も高いとの特徴がある。銀行の2021年末の総資産利益率(ROA)が1.7%であるのに対して、MFIは2.8%となっている(図表21)。なお、ROAは2017年に貸出金利の上限規制が導入されたため、それ以前の3%半ばから、2%後半へと低下している。

(図表20)



(出所)カンボジア国立銀行

(図表21)



(出所)カンボジア国立銀行

不良債権比率は2019年に0.83%にまで低下したが、2020年、2021年にはそれぞれ1.8%、2.4%と上昇傾向に入っている。さらにローンリストラクチャリング策の終了に伴い、短期的には上昇を見る可能性が高い。これは銀行セクターにおいても言えることだが、金融機関各社の中には不良債権比率が極めて高い金融機関が存在しており、当局の後押しを受けつつ吸収合併などを通じた対策を検討する動きも増えそうだ。

MFIは借り手にとって利便性が高い反面、農村では多重債務者が出て、担保の居住物件を差し押さえられるなどの社会問題が発生している。金融当局は2015年より、他省庁と協力して金融リテラシー教育に積極的に取り組むようになったが、社会的な救済措置の構築を含めた継続的な努力が必要と見られる。

(2) 新型コロナを受けたローンリストラクチャリング策

① ローンリストラクチャリング策の導入

カンボジア政府はコロナ禍に対して、多くの経済社会支援策を打ち出した。金融面では、預金準備率の引き下げによる金融緩和を行い、2020年5月には金融機関向けにローンリストラクチャリング（貸出の回収条件緩和）を許容する政策を打ち出した。この施策はコロナ禍で影響を受けた縫製業、旅行業、建設業等向けの貸出債権に関して3回まで条件緩和を認め、その間は不良債権分類を免除する施策である。

IMFによれば、このローンリストラクチャリング対象となった債権は2020年においては20億ドルで、2021年上半期にはこれに25億ドルが加わり、金融機関の貸出残高の11%に達したとされ、その後の報道によれば2022年6月の終了までに対象となった債権は約31万件、総額49億ドルで、金融機関の貸出債権の約13%に及んだとされる。

当局はこれと並行して銀行に対して2020年の利益の株主への配当を控えさせ、自己資本の積み増しに回すよう指示し、将来の不良債権の償却に備えさせた。銀行へのモニタリングも強化してリスクの把握に努め、ストレステストも実施して、ローンリストラクチャリングの出口に向けて準備も進めてきた。

② ローンリストラクチャリング策の終了およびその影響

ローンリストラクチャリング策は、導入後、何度かの期限延長を経て、2022年6月に終了を迎えた。2022年6月末以降、各銀行は対象となっている債権に対して通常基準に則り引当を積み、必要な償却処理を行い、金融面での危機対応モードから出口に向かうことになる。

この政策の狙いは、コロナ禍においても、国内金融機関の不良債権を急拡大させず、融資回収を遅らせることを許容することで社会的なショックを和らげることであった。この結果、不要債権比率は低位安定が保たれ、2021年末では銀行セクターは2.0%、マイクロファイナンス金融機関は2.4%にとどまった。

ローンリストラクチャリング策の終了で、各銀行のバランスシート上でどの程度不良債権が増加するかは、今後の各行の決算を見る必要がある。中には経営状態の悪化が顕在化するところもあると見られる。マクロ的には、不良債権比率が急上昇する可能性がある。2022年は業界全体の動向と当局対応を注意深く見て行く必要がある。

(3) リテール・コンシューマーセクター向け貸出市場について

コロナ禍にも拘わらず、人々の消費意欲は高く、リテール金融は2020年に一旦落ち込んだものの、2021年には再び業容が拡大した。リテール金融分野の不良債権比率は

上昇しているが、今はローンリストラクチャリング策もあり、大きな問題にはなっていない。

銀行にとって、リテール・コンシューマーセクター向け貸出市場は活況を呈しているが、コロナ禍で打ち出された経済下支えである財政出動やローンリストラクチャリング策で経済は下駄を履いている可能性があり、民間のリテール市場の活況は危うさを感じられる。今後、経済復興が進めば、リテール・コンシューマーセクター向け貸出市場がさらに過熱する可能性もあるが、冷静で慎重な視線も必要となるだろう。

また、貸出現場においては金融リテラシーの問題が指摘されており、貸し手と借り手の間には情報格差による不公正も生じやすい。借り手保護に関しては当局も高い関心を持つが、対策には時間がかかる。2023年には5年に1度の国会議員選挙が控え、水面下で業界と消費者との間で綱引きが生じる可能性もあると推察される。

ローンリストラクチャリング策の規模は、全貸出残高の10%を越えるとされ、2022年6月以降、これが出口に向かうなかで、金融業界は全般に不安定な状況が生じやすいと見られ、当面、業界動向や当局対応を注意して見ていく必要がある。

4. 2022年に加わった諸リスクと今後の注意点

(1) 短期的リスク ～ロシアによるウクライナ侵攻による影響等～

カンボジアは引き続き自国内および近隣国におけるコロナウイルス感染症の再拡大に備える必要がある。再拡大が起きたとき、その抑制に失敗すれば、観光業の復興も頓挫させられ、場合によっては追加財政支出による経済下支え策を打たざるを得なくなる。縫製業も、今後の米国の政策次第で輸出の交易条件に悪化リスクを抱え、油断はできない。

そうした中で、2022年2月に始まったロシアのウクライナ侵攻は国際的なエネルギー価格と食糧価格を押し上げ、世界的なインフレの加速懸念をもたらしている。カンボジアにおいて化石燃料は縫製品原材料に次ぐ重要性の高い輸入品目であり、過去5年の総輸入に占める平均シェアは約10%となっている。ガソリンやディーゼル油に代表される燃料の価格高騰は、国際収支を悪化させ、発電や運輸コストの上昇と消費者物価の高騰を招き、カンボジアの景気を冷やし、民衆の不満が高まる原因になり得る。食糧については、カンボジアは米の輸出国だが、食品輸入は米の輸出額の2倍ほどあり、ウクライナ危機の影響も受け、国内の食品価格や諸物価の高騰を引き起こす可能性がある。

さらに米連邦準備委員会（FRB）による利上げと量的緩和縮小の影響も注意が必要で

ある。ドル化が深く進み、対外開放が進んでいるカンボジア経済は、米国の利上げやインフレ率の上昇の影響を直接受ける可能性が高い。つまり、FRB が金利を上げれば、カンボジア国内での米ドル預金と貸出金利が追随して上昇する公算が大きい。リエルの為替相場については対米ドルで一定水準を保つように管理・操作されているため、リエルの金利も米ドル金利に連れて引き上がる。このようにカンボジアは外部からの影響を受け易く、米国金利の引き上げはカンボジア国内の景況に拘わらず、金利を押し上げる。政府は金融政策を有効に使えず、財政政策に頼っていくことになる。

カンボジアの直近の消費者物価上昇率は、2022 年 1 月には前年同月比 4.1%、2 月に 6.3%、3 月には 7.1%、6 月には 7.85%と加速が見られる（図表 22）。インフレ昂進は庶民の生活を直撃するため、今後の推移には十分な注意が必要であり、政府は物価安定のために何らかの財政支出を伴う対策を打ち出すことも考えられる。

（図表 22）



（出所）カンボジア中央銀行

（2）中長期的リスク

中長期的に見た場合、米国や欧州での利上げは全般に景気を減速させ、カンボジアの縫製品等の輸出を抑制する可能性がある。

また、観光業では、中国の政策変更リスクがあることは指摘しておくべきだろう。中国はコロナ禍の中で行っているパスポートの発行抑制を今後、中長期的に継続する可能性がある。そうなるとカンボジアへの中国人観光客の受入れが 2019 年のような活況に戻ることは、早期には期待できないことになる。2023 年に向けた期待は裏切られる可能性がある。さらに、中国の地政学的な国際環境の変化に伴い同国が外国向け投資の絞り込みに動く可能性もゼロではない。中国からの投資流入の鈍化はカンボジア経済にとって大打撃になりかねない。カンボジアが今後着実に成長軌道に戻るためには、中国との関係の安定や中国自身の安定等の条件がクリアされる必要がある。

金融面に関しては銀行及び MFI の資産残高は GDP 比それぞれ 232%、35%、貸出残高は同 149%、30%と、経済規模に対して資産や貸出が過大に見えることは留意が必要だ。米ドルが主たる通貨として流通するこの国で外国資本と自国資本の金融機関が競争しており、当局の監督管理の手綱さばき次第で、カンボジアにおける金融機関の経営環境は大きく左右される可能性があり、当局と金融機関経営者との関係には注意が必要だ。

国際格付機関のソブリン格付については、短期的には安定的に維持されることが想定される²²。しかし、中長期的に見れば上記のような様々なリスクファクターがあり、例えば、政府が民生支援のための大規模な追加財政出動を余儀なくされ財政基盤が脅かされたり、建設不動産部門が不況に陥り金融部門にも影響を及ぼし始めたりすれば、ソブリン格付は下方見直しとなる可能性がある。その意味で経済回復や国際収支の改善、財政収支の黒字化、投資の流入が順調に進むかをしっかり見て行く必要がある。

なお、2022 年前半、中国の経済が悪化の兆しを見せていることも、気になる点である。カンボジアは中国の「一帯一路」政策において重要なパートナーの地位を占めるが、経済規模が小さく中国の経済や政治的な思惑に影響を受けやすい。そうした中、安全保障分野での中国との関係緊密化に米国が重大な懸念を示している。対米外交と対中外交のバランスは難しく、フン・セン首相の外交の舵取りによるところが大きい。このあたりも中長期的に重要な着目点の 1 つと考えられる。

(3) 国内政治情勢

① 長期化する人民党による統治

カンボジアでは 35 年以上にわたりフン・セン首相が率いる人民党による長期政権が続く。今年 2022 年 6 月に 5 年に 1 度の地方選挙が行われ²³、与党人民党の圧勝が伝えられる。これを踏まえ来年（2023 年）の国政選挙も人民党圧勝となる公算が高い。

前回 2017 年の地方選挙の前までに、政権交代を求めて躍進する救国党に対し人民党は強い危機感を抱き、最終的に、救国党は解散させられ選挙から排除され、全議席を人民党の党員が占めることになった。さらに救国党の党首は国外逃亡を余儀なくされ、野党の弾圧が続いた。これを見た西欧諸国は現政権に対する懸念を強めたが、フン・セン首相は西欧の「民主主義」の押しつけへの反対姿勢を示し、権威主義的な一党独裁体制

²² 現状の格付けは、ムーディーズが 2007 年以来 B2 (Stable)、S&P が 2011 年 10 月以来、B (Stable)となっている。

²³ 国政の総選挙は 5 年 1 度行われ、次は来年 2023 年に行われるが、今年 6 月 5 日には総選挙の前哨戦の位置づけと見られている地方選挙が行われた。地方自治体の評議会の議員を選ぶもので、17 の政党から、合わせておよそ 8 万 6000 人が立候補した。

を正当化する方向性を打ち出している。

2021年12月、フン・セン首相の長男であるフン・マネット陸軍司令官（44）が将来の首相候補に指名された。これは人民党の内部で将来の世代交代に向けた動きが始まったことを意味すると共に、人民党は世襲も活用してカンボジアの権威主義的な一党独裁政治を維持・継続する意向を示したことでもある。

② 今後の見通し

2021年6月の地方選挙では、与党・人民党は国民に対して、経済成長を実現し、国を発展させたとの実績をアピールしたと報じられている。その一方で、国内の救国党関係者はコロナ禍の中で弾圧を受け続け、残る小規模な野党は貧困層への支援拡充などを訴えた模様だが、人民党は与党政権党として、コロナ禍において現金給付などの対応を行っており、国民の歓心を買うのに有利な立場となっている。そして、このまま来年の国政選挙で国民の信任を得ると同時に、フン・マネット氏への権力移譲についても信任を得ようとするものと見られる。

人民党としては、こうした選挙の形を整えることで、民主的な政治が行われていることを欧米諸国にアピールする考えと見られるが、おそらく、欧州の見方が大きく変わることはないと思われる。そうした中、もし、米国のカンボジアに対する態度が厳しくなるとして経済的制裁を強めれば、カンボジアは欧米に失望し、今まで以上に中国に接近してしまう可能性も考えられる。今後の情勢は予断を許さない。

5. おわりに

カンボジア経済は、コロナ禍による観光業を中心にした打撃から回復が遅れており、不安定さを抱える。今後の回復のためには、様々な脆弱性を考慮に入れてリスクを顕在化させない工夫をしながら、慎重に経済運営を行う必要があるだろう。

同国は人口構成が若く今後の発展に向けた潜在力は高い。人民党による統治は今後も長期化する可能性が高いと見られる。同党のリーダーシップの下で発展余力を引き出すために、政治の安定は重要である。しかし、極端な政敵の排除は自由の抑圧につながる。開かれた自由な社会を作り、国民の不満を蓄積させないための工夫が必要である。それがうまく行かない場合、優秀な若者の国外流出を招きかねない。

他方、カンボジアの経済発展のためには、国際関係を適正に保つことが重要と考えられる。人民党が、あまりに権威主義的かつ強権的な一党独裁体制の方向に突き進めば、

これまで築かれた援助国との信頼関係が壊れる可能性がある。そうしたことが起これば、カンボジアの発展にとっては大きなマイナスになる。様々なチャネルを通じた対話により、社会の風通しを良くしていくことが、必要と考えられる。

カンボジアで発展してきたマイクロファイナンについては、民間部門の発展動向を踏まえて、今後も銀行への転換を含め様々な変化が生じてくると考えられる。金融監督管理当局は、コロナ禍のローンリストラクチャリング施策の実施を通じて、様々な経験を積み、それが今後の政策に生かされることが期待される。外資系金融機関がカンボジアにおいて業務を発展させるためには、そうした当局の動向を敏感につかみ、しっかりと対応していくことが益々重要になると考えられる。

以 上

<主要参考文献>

カンボジア国立銀行発行の各種年報

IMF、4条協議報告書、2021年12月

AMRO、“Annual Consultation Report Cambodia – 2021”、2021年11月

ADB、“Asian Development Outlook 2022”、2022年4月

世界銀行、“Cambodia Economic Update, Weathering the oil price shock”、2022年6月

日本貿易振興機構アジア経済研究所 アジア動向年報各年版、他

Phnom Penh Post など各種報道

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

Copyright 2022 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

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

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

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