

马其顿共和国信用评级报告

本次评级结果

长期外币信用等级: BBB₋

长期本币信用等级: BBB₋

评级展望: 稳定

本次评级时间

2018年12月28日

主要数据

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(亿美元)	113.66	107.59	100.67	113.78	108.24
实际GDP增速(%)	0.02	2.91	3.86	3.63	2.93
CPI增幅(%)	1.35	-0.24	-0.30	-0.28	2.79
失业率(%)	22.38	23.75	26.05	28.03	29.00
人均GDP(美元)	5,474.42	5,188.43	4,860.42	5,498.61	5,239.72
财政盈余/GDP(%)	-2.73	-2.68	-3.475	-4.195	-3.837
政府债务/GDP(%)	39.25	39.54	38.10	38.02	33.97
财政收入/政府债务(%)	73.75	71.36	75.44	72.39	81.94
外债总额/GDP(%)	77.79	70.70	68.27	64.04	66.47
CAR/外债总额(%)	96.09	98.07	100.80	107.68	98.33
外汇储备/外债总额	31.69	36.18	35.95	40.68	38.19

注: 1、实际GDP增长率以本币计算, 不考虑汇率变动因素;
2、财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值;
3、政府债务为一般政府债务总额;
4、CAR为经常账户收入;
5、外汇储备为官方外汇储备。

分析师:

张正一 张强

联合资信评估有限公司

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对马其顿共和国(以下简称“马其顿”)的主权信用进行了首次评级, 决定给予其长期本、外币信用等级BBB₋。该评级结果表明马其顿的主权信用风险低, 具备足够的能力按期偿付债务本息, 但易受环境和经济条件不利变化的影响。

2017年, 马其顿政治稳定性有所提升, 但受之前政治僵局影响, 经济增速持续放缓, 失业率也处于很高水平; 马其顿三大产业结构较为合理, 但作为小型开放经济体, 对外贸及国际投资依存度较高, 较易受外部冲击影响; 银行业稳健性指标良好, 资产质量改善明显, 不良贷款率、盈利能力显著改善, 但易受外资银行表现的影响; 受政局不确定性影响, 马其顿政府财政支出政策执行力不足, 财政赤字水平呈下降趋势, 政府债务水平较低, 财政收入对政府债务的保障能力有所下降, 但仍处在较高水平; 得益于能源金属价格上升、全球贸易形势好转等原因, 对外贸易逆差及经常账户逆差状况有所改善; 外债水平波动上升, 但政府外债占比不高, 经常账户收入对外债的保障程度较高; 由于本币代纳尔兑欧元汇率保持相对稳定, 且外债以欧元债务为主, 马其顿面临的汇兑风险较低。

优势

- 政府债务水平较低, 财政收入对政府债务的保障能力较强;
- 经常账户收入对外债的保障能力较强;
- 银行业资本充足, 资产质量有所改善。

关注

- 对外贸及外资依赖程度较高, 易受外部冲击及投资环境波动影响;
- 就业状况虽有所改善, 但失业率依旧很高;
- 人均GDP水平一般, 且拥有大量贫困人口;
- 少数民族的分离主义为政治稳定性带来隐患。

一、国家概况

马其顿共和国（以下简称“马其顿”）位于欧洲东南部巴尔干半岛内陆地区，东邻保加利亚，西接阿尔巴尼亚，南部为希腊，北与塞尔维亚接壤，领土面积 2.57 万平方公里。截至 2017 年底，马其顿总人口 208 万人，其中马其顿族占 65% 左右，阿尔巴尼亚族占 25%，其他主要民族还有土耳其族、吉普塞族和塞尔维亚族，居民 67% 信奉东正教，30% 信奉伊斯兰教。马其顿全国下设 80 个区，首都斯科普里是全国最大城市，也是其政治、经济、文化和交通中心。马其顿的官方语言为马其顿语，在部分地区，阿尔巴尼亚语也是进行交流的主要语言，土耳其语为主要少数民族语言。官方货币为代纳尔。

马其顿矿产资源较为丰富，主要有煤、铁、铅、锌、铜、镍等，其中煤矿蕴藏量为 9.41 亿吨，铜矿蕴藏量为 3 亿吨。马其顿地形多为山地，瓦尔达尔河贯穿南北，森林覆盖率为 38.4%。马其顿地理位置良好，是货物从希腊经过巴尔干半岛运往东欧、西欧和中欧或者经过保加利亚运往东方的主要通道。

由于希腊坚决反对马其顿共和国使用“马其顿”的名称，世界上绝大多数国家及部分国际组织均称呼其为“前南斯拉夫马其顿共和国”，全世界约有 40 个国家承认“马其顿共和国”。1993 年，马其顿以“前南斯拉夫马其顿共和国”的暂用名加入联合国，1998 年加入北约“和平伙伴计划”，2005 年 12 月获得欧盟候选成员国的资格；但因国名与希腊间的问题，一直未能顺利加入北约及欧盟。

2018 年 10 月 19 日，马其顿共和国就国名更改举行议会修宪投票，以超过三分之二的票数通过法案，更名为“北马其顿共和国”，最迟从 2019 年 1 月起，马其顿共和国将正式更名为“北马其顿共和国”，为其正式加入北约和欧盟铺平了道路。

二、国家治理

马其顿为议会制共和国，实行三权分立，政治体制较为完善，近年来政局不稳定性有所降低

1991 年 9 月 17 日，马其顿从南联盟和平分离，成为独立的主权国家，并实行多党议会民主制，且立法权、司法权和行政权相互独立，相互制衡。

立法方面，议会是国家最高立法机构，实行一院制，共设 123 个席位，其中包括 3 个海外选区议员席位。议员通过直选产生，每届任期四年。

司法方面，设有宪法法院、普通法院和检察院。宪

法院是国家最高司法机关；普通法院分为初级法院（区法院）、中级法院（地区法院）和最高法院三级；总检察院是国家最高检察机关。

行政方面，行政权由进入马其顿议会的政党所组成的联合政府掌握。总统为国家元首，以无记名形式通过普选产生，任期 5 年，最多可连任两届。总理拥有最高的行政权，一般为议会中最大党或最大政治联盟的党魁。

2015 年初，最大的反对党社会民主联盟多次爆料执政的内部革命组织党在以往选举中舞弊，两党矛盾公开化，并引发街头示威，要求提前选举；在欧盟调停下，反对党和执政联盟的四大党派于 2015 年中达成和解协议，确定于 2016 年 4 月进行大选，但社会民主联盟多次以选举条件不成熟为由推迟大选；2016 年 12 月，大选最终得以举行，执政的内部革命组织党赢得大选，但一直无法与其他党派组建联合政府，马其顿陷入无政府状态，政局持续动荡。2017 年 5 月，马其顿议会批准了反对党社会民主党领导人佐兰·扎埃夫提交的内阁名单，扎埃夫也在议会投票通过后宣誓就任马其顿总理，结束了马其顿长达 6 个月的政治僵局。

总体看，马其顿的政治体制较为完善；近两年来的政治纷争也已结束，政局不稳定性降低，预计未来政局有望保持稳定。

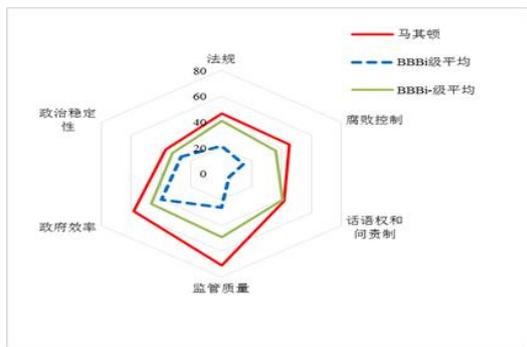
少数民族的分离主义是马其顿政治稳定性的潜在隐患

阿尔巴尼亚族占马其顿人口的四分之一，自马其顿独立以来，阿尔巴尼亚族的分离倾向不断加剧，民族问题日益突出。阿族坚持修改宪法，要求其成为马其顿主体民族，将阿尔巴尼亚语列为官方语言，主张改变国体为联邦制，并有阿族极端分子多次连续袭击马其顿政府军。在阿族民主党参政后，政府许诺按欧洲标准给予阿族相应权利，民族矛盾相对趋缓，但民族问题并未得到根本性解决，依然是政局稳定性的一大隐患。

马其顿国家治理能力一般，但政府稳定性有所提升

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2017 年马其顿各项治理能力百分比排名均值为 50.03，较上年（48.02）有所提升。随着总理扎埃夫的就任，马其顿近两年的政治僵局终于结束，且与国内阿尔巴尼亚族的民族矛盾暂时缓解，政治稳定性有所提高。整体来看，马其顿的国家治理能力一般，但优于其他 BBB_i 级（22.38）及 BBB_i- 级（41.01）国家平均水平（图 1）。

图 1: 2017 年马其顿治理能力



数据来源: 世界银行

三、宏观经济政策与表现

政治僵局缓解后经济稳步回升

南联盟解体前, 马其顿地区为其国内最贫穷的地区, 独立后由于社会主义经济转型、区域局势动荡不安、联合国对塞尔维亚的经济制裁、希腊于 1994~1995 年对马其顿的经济制裁、2001 年内战等原因, 马其顿经济停滞不前, 直到 2002 年才开始渐渐复苏, 至今该地仍是欧洲最贫穷的国家之一。但马其顿政府高度重视经济发展, 推动多项措施改革, 创造良好营商环境, 以吸引外资投入和大力发展基础设施建设为优先战略, 取得了较为显著的成果, 经济增速较快。但 2008 年来, 受美国次贷危机及欧洲主权信用危机影响, 马其顿经济增速大幅下滑; 虽于 2013 年开始有所回升, 但受 2015~2016 年政局动荡影响, 2016 年提前大选导致当年最后两个月政府支出冻结, 对经济增速影响较大。随着马其顿政局稳定, 未来经济增速有望恢复。

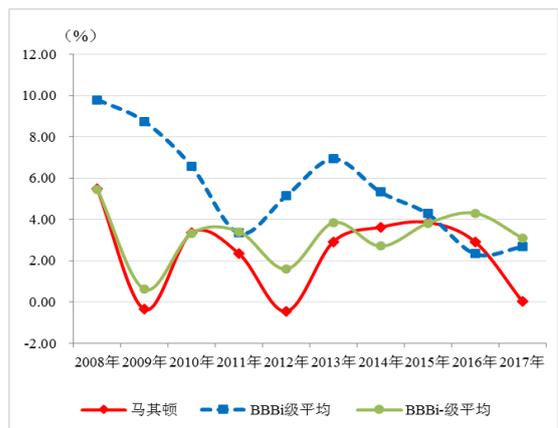
表 1: 2013~2017 马其顿宏观经济表现情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
实际 GDP 增速 (%)	0.02	2.91	3.86	3.63	2.93
名义 GDP (亿代纳尔)	6,197.88	5,988.82	5,589.54	5,276.31	5,018.91
名义 GDP (亿美元)	113.66	107.59	100.67	113.78	108.24
CPI 增幅 (%)	1.35	-0.24	-0.30	-0.28	2.79
失业率 (%)	22.38	23.75	26.05	28.03	29.00

数据来源: IMF

2017 年, 马其顿 GDP 总量为 113.66 亿美元 (6,197.88 亿代纳尔), 受持续至 2017 年上半年的政局动荡影响, 投资锐减, 经济萎缩, 实际增速仅为 0.02%, 较上年 2.91% 大幅下降。近十年, 马其顿经济增速均值 (2.37%) 显著低于 BBB_i 级国家 (5.52%) 和 BBB_{i-1} 级 (3.22%) 国家平均水平。其十年经济增速波动性 (2.00%) 高于 BBB_{i-1} 级 (1.36%) 国家平均水平, 但低于 BBB_i 级 (2.50%) 国家平均水平。

图 2: 近 10 年马其顿 GDP 增长率



数据来源: IMF

具体来看, 农业和服务业是拉动马其顿经济增长的主要动力。具体来看, 2017 年马其顿农业增加值同比增长了 4.13%, 服务业增加值同比增长了 4.85%, 增速均较上年有不同程度的提高。受进口能源及金属价格增加所致, 2017 年工业产业增加值同比下降了 6.54%, 对经济增长造成一定拖累。

随着 2017 年 5 月扎埃夫就任总理并重组内阁, 政治僵局缓解, 并实行财政改革和结构改革, 扩大内需、促进就业, 经济得以缓慢恢复增长。2018 年第二季度, 马其顿 GDP 增速达到 3.10%, 较 2017 年有明显反弹。

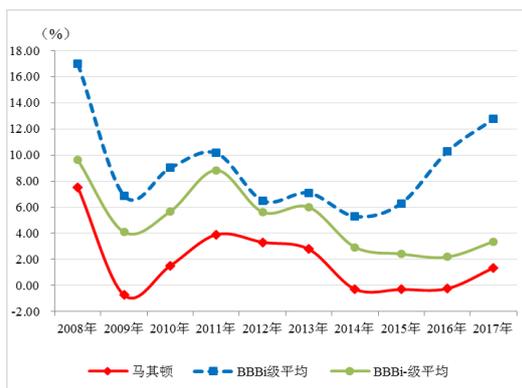
受益于能源价格回升及政治稳定利好, 通胀水平显著改善

2014 年开始, 受国际能源价格下跌及国内政局导致的经济不确定性增加影响, 马其顿连续三年陷入通缩状态; 直至 2017 年, 受益于国际能源价格回升及政局稳定的利好, 通胀水平回归合理区间。

2017 年, 马其顿 CPI 增幅为 1.35%, 同比上升 1.59 个百分点, 较 2013~2016 年平均 0.49% 的水平有较为明显的回升, 主要得益于服务及食品价格的上涨。随着马其顿政局稳定、经济加快增长, 以及国际能源价格低位回升, 预计未来 CPI 水平将继续上升, 2018 年将升至 1.8% 左右水平, 并稳定保持在合理区间内。

近十年, 马其顿通胀率均值 (1.88%) 显著低于 BBB_i 级国家 (9.13%) 和 BBB_{i-1} 级 (5.08%) 国家平均水平。其十年通胀波动性 (2.58%) 与 BBB_{i-1} 级 (2.58%) 国家平均水平持平, 低于 BBB_i 级 (3.59%) 国家平均水平。

图 3：近 10 年马其顿 CPI 增长率

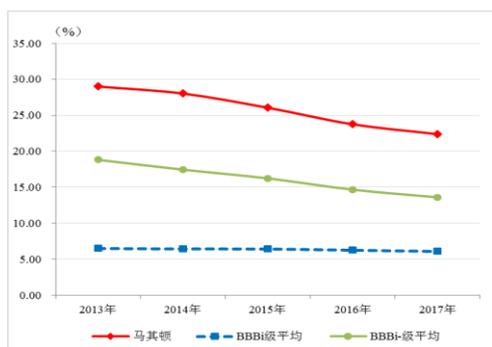


数据来源: IMF

就业状况虽持续改善，但失业率依旧很高

相较于其他东欧国家，马其顿经济发展水平较为落后，劳动力成本低廉，但失业率一直处于较高水平。近年来，马其顿政府出台多项刺激就业政策及措施，如建立工业园区创造更多就业岗位，对雇佣失业者的公司和雇主提供相应的税收减免措施以及提供就业补助等，并大力吸引国外直接投资以增加就业机会。2016年，80%的新增就业来自于政府积极的就业政策。2017年，马其顿失业率为22.38%，同比下降1.38个百分点；15岁至24岁的青年失业率为46.95%，较2016年减少近1.25个百分点，就业状况虽有所改善，但失业率依旧高企。

图 4：2013~2017 年马其顿失业率



数据来源: IMF, 世界银行

总体来看，近年来马其顿就业情况虽有所改善，但失业率仍显著高于 BBB_i 级和 BBB_{i+} 级国家平均水平。

2018 年马其顿失业状况持续改善，截至 2018 年 10 月，马其顿失业率已降至 21.10%，未来 1~2 年有望持续改善。

四、结构特征

人均 GDP 水平一般，且有大量贫困人口；

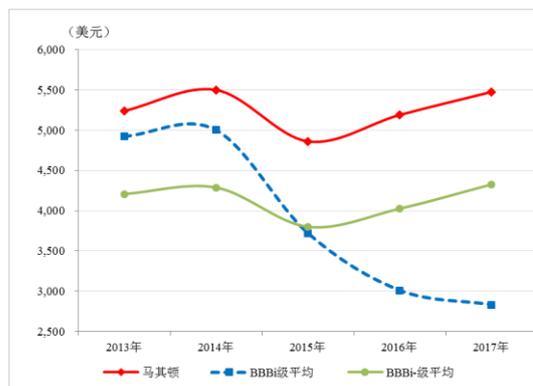
营商环境良好，外资吸引能力较强

因国际能源价格下跌及政局不稳定对经济造成的影响，2015 年马其顿人均 GDP 有所下滑，但随着政局恢复稳定，人均 GDP 也随之恢复增长。2017 年，马其顿人均 GDP 达到 5,474.42 美元，较上年（5,188.43 美元）增长 5.51%。

在南联盟解体前，马其顿是其国内最贫困的地区，独立后马其顿依然较为贫困，并拥有大量贫困人口；根据欧盟的贫困线标准统计，近年来马其顿仍有超 45 万人处于贫困线下，9% 左右的工作人口、40% 左右的失业人口及 10% 左右的退休人口收入低于贫困线，占总人口的 22% 左右。

从近 5 年情况来看，马其顿人均 GDP 显著高于 BBB_i 级与 BBB_{i+} 级国家平均水平（见图 5）。

图 5：2013~2017 年马其顿人均 GDP



数据来源: IMF

根据世界银行发布的《营商环境报告》，2017 年马其顿营商环境综合得分为 81.18，在 190 个国家中排名第 11 位。主要在保护中小股东权益、获得信贷支持及企业成立成本等方面具有显著优势。良好的营商环境使马其顿有望吸引更多外国投资，进一步刺激马其顿经济发展。

内需驱动型国家，产业结构较为合理

从需求结构看，马其顿为内需驱动型国家。消费占 GDP 比重极高，近 5 年均值为 85.27%，2017 年，其私人消费支出和政府消费支出占 GDP 的比重分别为 66.51% 和 15.59%，二者合计占 GDP 比重为 82.10%，与上年基本持平。投资方面，近年来投资占比保持稳定，但受近两年来马其顿政局不稳定影响，资本投资执行力度不到位，投资对经济贡献有所下降，2017 年投资占 GDP 比值达到 23.26%，同比下降 0.70 个百分点。由于马其顿进口需求一直高过出口，净出口对经济造成一定拖累，

但随着国际能源价格回升，净出口对 GDP 拖累逐渐减轻，2017 年，净出口占 GDP 比重为-13.95%，同比增加 1.19 个百分点。

从产业结构来看，马其顿近年三大产业占比基本保持稳定，仍以第三产业为主要支柱，五年平均占 GDP 比值分别为 9.70%、23.35% 和 53.97%。主要工业部门有矿石开采、冶金、化工、电力、木材加工、食品加工等，其中冶金行业生产总值占 GDP 的 10% 左右；第三产业中以旅游业为主要支柱，占 GDP 比重约为 2%。

对外贸及外资依赖程度较高，易受外部冲击及投资环境波动影响

马其顿对外贸依存度较高，且呈上升趋势。近年来马其顿一直进行海关及其他贸易壁垒改革，将关税税率降至 1.75%，进口关税降低 40%，并废除 100 多项限制进口条款。2017 年，马其顿外贸依存度达 123.86%，同比上升 7.69 个百分点。作为小型开放经济体，马其顿经济较易受到外部环境及主要贸易伙伴需求不确定性因素冲击。

同时，外国直接投资流入对于马其顿经济增长做出了极大贡献，近年来马其顿吸收国际直接投资水平也呈上升之势。2017 年，马其顿 FDI 存量 58.57 亿美元，同比增加 16.77%，占 GDP 比重为 51.53%，较去年同比上升 4.91 个百分点，主要的外国投资者来自于欧盟国家，主要涉及领域为纺织及皮革制品、鞋业、水果和蔬菜种植、食品加工和包装、葡萄酒、烟草和香烟等。同时，马其顿营商环境逐年改善，未来有望吸引更多外国直接投资。整体来看，马其顿经济对外资的依赖度很高。

银行业资本充足，资产质量有所改善，不良贷款率下降，盈利水平上升，但易受外资银行表现的影响

马其顿国家银行（National Bank of the Republic of Macedonia, NBRM）是马其顿的中央银行，主要负责制定并实施货币政策、调节流动性、发行货币、对银行部门进行监管及维持政府货币储备。

近年来，马其顿银行业稳定性指标表现较为良好，资本充足率保持稳定，不良贷款率持续下降且低于地区平均水平，盈利能力有所增强，整体较为稳健。截至 2017 年底，马其顿银行业资本充足率为 15.73%，同比增加 0.51 个百分点，高于巴塞尔协议 III 的要求；不良贷款率为 6.10%，同比下降 0.19 个百分点，低于地区内平均水平。盈利方面，近 5 年来，马其顿银行业盈利能力整体呈上升趋势；2017 年，马其顿银行业的总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为 1.45% 和 13.48%，

与上年基本持平。

马其顿银行业中外资银行占有较为重要的地位。国内最大的两家银行分别为希腊的 Stopanska Bank 和斯洛文尼亚的 NLB Tutunska Bank，其表现易受母国经济及母国银行影响，一旦上述两家银行减少或出售其在马其顿分支机构的非核心市场业务，则马其顿的银行间流动性或将因此而收紧。

总体来看，马其顿银行业资产质量有所改善，不良贷款率降低，盈利能力有望继续上升，但易受外资银行表现的影响。

五、公共财政实力

受政局不确定性影响，财政支出政策执行力不足，财政赤字水平逐年下降

财政收入方面，税收是马其顿最主要收入来源，近年占财政收入总额的比重一直保持在 85% 以上。2017 年，马其顿一般政府财政收入 1,794.35 亿代纳尔，同比增长 6.20%，相当于当年 GDP 的 28.95%，同比增加 0.74 个百分点。财政收入增加主要由税收收入增加所贡献，2017 年马其顿税收收入为 1,577 亿代纳尔，同比增加 4.85%，占 GDP 比重为 25.12%，同比增加 0.32 个百分点。

2017 年，马其顿一般政府财政支出 1,963.31 亿代纳尔，同比增长 6.12%，不及财政收入增速。受 2016 年的政治僵局影响，2016 年财政支出计划执行不到位，但新政府重组后，改善支出效率，并增加了在就业、养老金及社会福利方面的支出，投资建设有益经济发展的基础设施，2017 年财政支出较上年有所增加。

表 2：2013~2017 马其顿一般政府财政表现

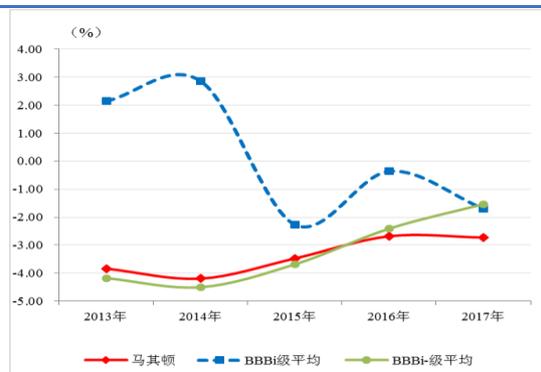
	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政收入（亿代纳尔）	1,794.35	1,689.60	1,606.83	1,452.01	1,396.90
财政收入/GDP (%)	28.95	28.21	28.75	27.52	27.83
财政支出（亿代纳尔）	1,963.31	1,850.10	1,801.08	1,673.35	1,589.47
财政支出/GDP (%)	31.68	30.89	32.22	31.71	31.67
财政盈余（亿代纳尔）	-168.96	-160.50	-194.25	-221.34	-192.57
财政盈余/GDP (%)	-2.73	-2.68	-3.48	-4.20	-3.84

数据来源：IMF

近年来，马其顿政府一直处于财政赤字状态，但赤字水平呈下降趋势，主要是由于政治不确定性导致的财政支出政策执行不足，并非积极的财政调整的结果。2017 年，虽然财政支出增速（6.12%）不及财政收入增速（6.20%），但受 2016 年财政支出冻结反弹影响，马其顿财政赤字有小幅抬升，财政赤字升至 168.96 亿代纳尔，占 GDP 比重为 2.73%，同比上升 0.05 个百分点。

从图 6 可以看出，马其顿财政赤字略低于 BBB_i-级国家平均水平，明显低于 BBB_i级国家平均水平。

图 6：2013~2017 年马其顿财政盈余/GDP

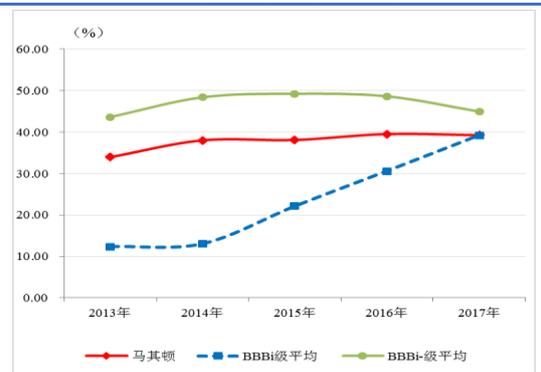


数据来源: IMF

政府债务水平较低，财政收入对政府债务的保障能力有所下降，但仍处在较高水平

马其顿政府主要依靠发债来弥补财政赤字，受多年持续财政赤字影响，近年来马其顿政府债务水平小幅增加，但仍处在较低水平。2017 年，马其顿一般政府债务总额为 2,432.92 亿代纳尔，占 GDP 比值为 39.25%，政府债务水平较低且同比下降 0.19 个百分点。整体看，近五年来，马其顿一般政府债务水平显著低于 BBB_i-级国家平均水平，于 2017 年达到 BBB_i级国家平均水平。

图 7：2013~2017 年马其顿一般政府债务/GDP



数据来源: IMF

从债务结构看，马其顿政府债务中 29% 的债务持有人为国内投资者，71% 为国外投资者；债券期限普遍在 1 到 15 年，但短期债务比例很低，短期偿债压力较小。

从债务净额看，近五年债务净额的规模与水平均呈上升趋势。2017 年，马其顿一般政府债务净额为 2,382.81 亿代纳尔，占 GDP 比重为 38.45%，同比下降 0.31 个百分点。

从利息支出看，近年来政府利息支出负担呈上升趋势，但一直保持在较低水平，平均占 GDP 比重为 1.11%。

但受政局动荡影响，政府融资成本有所增加。马其顿政府 2016 年所发行的欧元债券的利息为 5.625%，高于 2015 年的 5.125%，和 2014 年的 4.25%。2017 年，利息支出占 GDP 比重为 1.36%，同比上涨 0.21 个百分点，但仍处于很低水平。

表 3：2013~2017 马其顿一般政府债务情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额 (亿代纳尔)	2,432.92	2,367.85	2,129.85	2,005.80	1,704.87
政府债务总额/GDP (%)	39.25	39.54	38.10	38.02	33.97
政府债务净额 (亿代纳尔)	2,382.81	2,207.46	2,022.56	1,778.32	1,517.26
政府债务净额/GDP (%)	38.45	36.86	36.19	33.70	30.23
利息支出/GDP (%)	1.36	1.14	1.16	0.96	0.92
财政收入/政府债务总额 (%)	73.75	71.36	75.44	72.39	81.94

数据来源: IMF

从财政收入对政府债务的保障情况看，由于一般政府债务规模增速较快，近年来马其顿财政收入对政府债务的保障能力总体呈波动下降趋势，但仍处在较高水平。2017 年，马其顿政府财政收入与政府债务总额的比值为 73.75%，较上年上升 2.40 个百分点，总体看财政收入对债务的保障能力较强。

六、外部融资实力

对外贸易常年逆差，得益于能源金属价格上升、全球贸易形势好转等原因，贸易逆差及经常账户逆差状况有所改善

马其顿主要贸易伙伴为欧盟国家、前南斯拉夫国家、美国、日本、加拿大、中国等，主要进口产品为电力、原油、金属、机动车、食品、饮料、纺织品、化工产品。主要出口产品为钢铁、服装、石油产品、水果、蔬菜、金属矿石、食品、葡萄酒、烟草和卷烟、饮料、化工产品等。

近年来，马其顿进出口均呈波动上升趋势，且贸易逆差逐年收窄。2017 年，得益于欧盟经济回暖及全球能源、金属价格上涨，马其顿出口总额为 62.46 亿美元，同比上升 14.82%；进口方面，由于原油价格走高、国内需求增加等原因，2017 年进口总额达到 78.32 亿美元，同比大幅增加 10.77%。由于进口增速低于出口增速，2017 年贸易逆差收窄至 15.86 亿美元，同比下降 12.90%。

表 4：2013~2017 马其顿经常账户及国际投资情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
进口额(亿美元)	78.32	70.71	65.37	73.80	66.66
出口额(亿美元)	62.46	54.40	49.05	54.17	46.89
贸易差额(亿美元)	-15.86	-16.31	-16.31	-19.63	-19.76
经常账户收入(亿美元)	84.96	74.60	69.28	78.46	70.74
经常账户余额(亿美元)	-1.51	-2.93	-1.97	-0.57	-1.78
经常账户余额/GDP(%)	-1.33	-2.73	-1.95	-0.51	-1.65
国际投资净头寸(亿美元)	-69.83	-58.78	-55.53	-55.31	-62.83
国际投资净头寸/GDP(%)	-61.43	-54.63	-55.16	-48.61	-58.05

数据来源: IMF

经常账户方面,近年来,马其顿经常账户赤字水平小幅波动。2017年,马其顿经常账户赤字为1.51亿美元,与GDP的比值为1.33%,较上年降低1.40个百分点。从近五年情况来看,马其顿经常账户余额占GDP比重与BBB_i-级国家平均水平基本持平,但显著低于BBB_i级国家平均水平。

图 8：2013~2017 年马其顿经常账户盈余/GDP



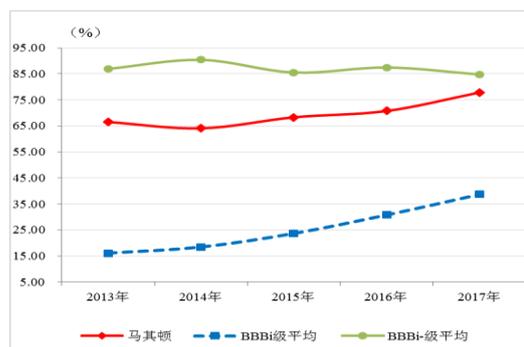
数据来源: IMF

从国际投资净头寸情况来看,由于马其顿吸引了较多的外资流入,国际投资净头寸常年为负,一直为净债务国。截至2017年底,马其顿国际投资净负债69.83亿美元,相当于GDP比重为61.43%,较上年增加6.80个百分点,国际投资净负债规模整体呈上升趋势。

外债水平波动上升,但政府外债占比不高;且以欧元债务为主,汇兑风险较低

近五年,马其顿外债总水平呈波动上升趋势,外债总额近五年年均复合增长率为4.21%。截至2017年底,马其顿外债总额达88.42亿美元,占GDP比重为77.79%,较去年上升7.09个百分点,外债负担总体较高。近年来,马其顿外债水平低于BBB_i-级国家平均水平,但与BBB_i级国家平均水平相比,马其顿外债负担显著偏高。

图 9：2013~2017 年马其顿外债占 GDP 比重



数据来源: 世界银行

从外债结构看,近五年来,马其顿外债总额中一般政府外债及公司间直接借贷比例呈上升趋势,金融机构、央行及其他部门外债持有比例有所下降。截至2017年底,马其顿外债中政府持有外债占比为34.80%,与上年基本持平。其余外债来源主要集中在其他部门(28.46%)和公司间直接借贷(28.04%)。

马其顿外债中短期外债近五年来整体呈下降趋势,但2017年有小幅回升。截至2017年底,马其顿总外债中短期外债占比为13.37%,同比上升0.86个百分点,短期偿付压力不大。马其顿外债中本币外债占比不到1%,但外币债务中以欧元债务为主,由于马其顿代纳尔采取盯住欧元的汇率政策,故面临的汇兑风险不大。

表 5：2013~2017 马其顿外债情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
外债总额(亿美元)	88.42	76.07	68.73	72.87	71.94
外债总额/GDP(%)	77.79	70.70	68.27	64.04	66.47
政府外债(亿美元)	30.77	26.48	22.85	25.85	22.18
政府外债/外债总额(%)	34.80	34.81	33.24	35.47	30.82

数据来源: IMF

经常账户收入对外债保障能力较高,但马其顿外汇储备不足,外汇储备对外债的保障程度一般

近年来,受马其顿外债水平上升影响,马其顿经常账户收入对外债总额覆盖度有所下降,但仍具有较高的保障能力,同时,经常账户收入对政府外债维持了极强的保障能力。截至2017年,马其顿经常账户收入与外债比值为96.09%,较去年同期有小幅下滑近2个百分点,但仍处在较高水平。同时,经常账户收入对政府外债的比值达276.09%,保障能力极强。

外汇储备方面,马其顿外汇储备不足,近5年一直在25亿~30亿美元之间波动,外汇储备对外债总额保障能力一般。截至2017年底,马其顿外汇储备规模为28.02

亿美元，相当于外债的 31.69%，较 2016 年下降 4.49 个百分点；外汇储备相当于政府外债的 91.05%，较 2016 年下降逾 10 个百分点，外汇储备对外债保障能力一般。

表 6：2013~2017 马其顿外债保障情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外汇储备 (亿美元)	28.02	27.52	24.71	29.64	27.48
CAR/外债总额 (%)	96.09	98.07	100.80	107.68	98.33
CAR/政府外债 (%)	276.09	281.76	303.25	303.55	319.01
外汇储备/外债总额 (%)	31.69	36.18	35.95	40.68	38.19
外汇储备/政府外债 (%)	91.05	103.93	108.14	114.68	123.90

数据来源: IMF, 世界银行

未来代纳尔兑美元存在一定的贬值压力，但对外债偿还影响不大

马其顿代纳尔是可自由兑换货币，采取盯住欧元的汇率政策，近年来与欧元汇率一直在 1:61.49 至 1:61.70 附近波动。盯住欧元的汇率政策在很大程度上避免了汇率波动所带来的风险，但央行也需要动用大量外汇储备来维持汇率。

2017 年，由于美元指数走低，欧元兑美元汇率大幅上升近 15%，代纳尔随之上涨。但由于马其顿 2017 年经济增速较低，欧元兑代纳尔汇率波动性较大，汇率一度跌至 1:61.7048，随后又升至 1:61.4680。进入 2018 年后，欧元兑代纳尔汇率逐渐稳定，保持在 1:61.50 左右水平。但由于欧元区经济表现不及预期，以及美元指数进入强周期但欧洲央行货币政策趋于谨慎，欧洲央行最新货币政策纪要指出将维持现利率水平至少到 2019 年夏，由此欧元兑美元、代纳尔兑美元汇率较 2018 年 2 月的高点显著下跌。预计 2019 年，美联储仍将加息，受此影响，欧元及代纳尔仍将面临一定贬值压力。但马其顿的政府债务及外债中欧元债务占比较高，欧元兑代纳尔汇率较为稳定，故汇率波动对于外债偿还能力影响不大。

图 10：2017~2018 年美元/欧元兑代纳尔汇率变化



数据来源: Wind

七、评级展望

目前看，马其顿前几年的政治僵局缓解，且未来一段时间内政局有望保持稳定。政局稳定后，经济增速显著提升，通胀水平显著改善；政府债务水平良好；贸易及经常账户状况持续改善；外债水平虽然较高，但短期外债占比逐年下降，短期偿债压力持续下降，且经常账户收入对外债的覆盖度较高。本币代纳尔虽面临一定贬值压力，但由于采取盯住欧元的汇率政策，且近年来与欧元汇率基本保持稳定，外债中欧元外债占比极高，故汇率波动对马其顿外债偿还能力影响不大。因此，联合资信确认马其顿长期本、外币信用评级展望为稳定。

马其顿主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
宏观数据					
GDP (亿代纳尔)	6,197.88	5,988.82	5,589.54	5,276.31	5,018.91
GDP (亿美元)	113.66	107.59	100.67	113.78	108.24
实际 GDP 增速 (%)	0.02	2.91	3.86	3.63	2.93
CPI 增幅 (%)	1.35	-0.24	-0.30	-0.28	2.79
失业率 (%)	22.38	23.75	26.05	28.03	29.00
结构特征					
人均 GDP (美元)	5,474.42	5,188.43	4,860.42	5,498.61	5,239.72
第一产业占 GDP 中的比值 (%)	9.42	9.11	9.74	10.18	10.03
第二产业占 GDP 中的比值 (%)	23.11	24.71	23.95	22.82	22.14
第三产业占 GDP 中的比值 (%)	54.24	53.13	53.80	53.83	54.84
私人消费占 GDP 中的比值 (%)	66.51	65.96	68.93	69.80	71.75
政府消费占 GDP 中的比值 (%)	15.59	16.19	17.00	17.11	17.50
固定资本形成总额占 GDP 中的比值 (%)	23.26	23.96	23.87	23.42	23.71
净出口占 GDP 中的比值 (%)	-13.95	-15.16	-16.20	-17.25	-18.26
进出口总额/GDP (%)	123.86	116.28	113.66	112.47	104.90
国内总储蓄/GDP (%)	30.31	29.86	28.45	29.79	27.16
银行业资本充足率 (%)	15.73	15.22	15.49	15.66	16.85
银行业不良贷款率 (%)	6.10	6.29	10.31	10.81	10.94
银行业 ROA (%)	1.45	1.46	1.13	0.82	0.64
银行业 ROE (%)	13.48	13.59	10.40	7.41	5.70
公共财政					
财政收入 (亿代纳尔)	1,794.35	1,689.60	1,606.83	1,452.01	1,396.90
财政收入/GDP (%)	28.95	28.21	28.75	27.52	27.83
财政支出 (亿代纳尔)	1,963.31	1,850.10	1,801.08	1,673.35	1,589.47
财政支出/GDP (%)	31.68	30.89	32.22	31.71	31.67
财政盈余 (亿代纳尔)	-168.96	-160.50	-194.25	-221.34	-192.57
财政盈余/GDP (%)	-2.73	-2.68	-3.48	-4.20	-3.84
政府债务总额 (亿代纳尔)	2,432.92	2,367.85	2,129.85	2,005.80	1,704.87
政府债务总额/GDP (%)	39.25	39.54	38.10	38.02	33.97
政府债务净额 (亿代纳尔)	2,382.81	2,207.46	2,022.56	1,778.32	1,517.26
政府债务净额/GDP (%)	38.45	36.86	36.19	33.70	30.23
利息支出/GDP (%)	1.36	1.14	1.16	0.96	0.92
财政收入/政府债务 (%)	73.75	71.36	75.44	72.39	81.94
外部融资					
进口总额 (亿美元)	78.32	70.71	65.37	73.80	66.66
出口总额 (亿美元)	62.46	54.40	49.05	54.17	46.89
贸易差额 (亿美元)	-15.86	-16.31	-16.31	-19.63	-19.76
经常账户收入 (亿美元)	84.96	74.60	69.28	78.46	70.74
经常账户余额 (亿美元)	-1.51	-2.93	-1.97	-0.57	-1.78
经常账户余额/GDP (%)	-1.33	-2.73	-1.95	-0.51	-1.65
国际投资净头寸 (亿美元)	-69.83	-58.78	-55.53	-55.31	-62.83
国际投资净头寸/GDP (%)	-61.43	-54.63	-55.16	-48.61	-58.05

外债总额（亿美元）	88.42	76.07	68.73	72.87	71.94
外债总额/GDP（%）	77.79	70.70	68.27	64.04	66.47
政府外债总额（亿美元）	30.77	26.48	22.85	25.85	22.18
政府外债/外债总额（%）	34.80	34.81	33.24	35.47	30.82
外汇储备（亿美元）	28.02	27.52	24.71	29.64	27.48
经常账户收入/外债总额（%）	96.09	98.07	100.80	107.68	98.33
经常账户收入/政府外债（%）	276.09	281.76	303.25	303.55	319.01
外汇储备/外债总额（%）	31.69	36.18	35.95	40.68	38.19
外汇储备/政府外债（%）	91.05	103.93	108.14	114.68	123.90

数据来源：世界银行、IMF、马其顿央行。

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA _i	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA _i	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A _i	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB _i	信用风险低，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB _i	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B _i	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC _i	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。