

马来西亚信用评级报告

评级结果

长期外币信用等级: AA_i-

长期本币信用等级: AA_i-

评级展望: 稳定

评级时间

2017年11月30日

主要数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
GDP (亿美元)	3144.43	3232.76	3380.66	2964.34	2965.36
GDP 增长率 (%)	5.47	4.69	6.01	5.03	4.22
CPI 增幅 (%)	1.66	2.11	3.14	2.10	2.09
失业率 (%)	2.93	3.30	2.85	3.15	3.45
人均 GDP (美元)	10655.46	10699.66	11008.87	9505.32	9374.10
财政盈余/GDP (%)	-4.50	-3.90	-3.50	-3.20	-3.10
政府债务/GDP (%)	54.55	56.45	56.16	57.92	56.22
财政收入/政府债务 (%)	35.63	33.46	32.51	32.21	32.45
外债总额/GDP (%)	62.61	65.67	63.29	65.54	68.31
CAR/外债总额 (%)	134.73	123.37	125.64	115.92	106.58
外汇储备/外债总额 (%)	70.97	63.55	54.19	49.05	46.67

注: 1、GDP 增长率为实际 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

张强 翟亚宁

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层

网址: www.lhratings.com

评级观点

马来西亚政治体制完善, 但国家治理能力一般; 近年来马来西亚经济转型成效明显, 经济抗风险能力有所增强, 但自 2015 年以来其经济增速有所放缓, 失业率也有所上升。马来西亚属于中等发达国家, 营商环境良好且金融业发达, 银行业面临的各类风险较低, 但较高的家庭债务水平对马来西亚的消费和经济增长构成一定压力, 此外马来西亚产业结构有待持续优化。马来西亚政府财政政策合理有效、财政整顿效果显著, 财政赤字水平持续下降且政府债务水平较低, 但由于政府财政收入水平较低, 财政收入对政府债务的保障能力一般。马来西亚作为出口大国, 其经常账户长期处于盈余状态, 外债水平较低, 经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力很强。经综合评估, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 确定马来西亚的长期本、外币信用等级为 AA_i-。该评级结论表示马来西亚的主权信用风险很低, 按期偿付债务本息的能力很强。

受益于强劲的内需及持续改善的贸易表现, 预计未来 1~2 年马来西亚经济将持续增长; 随着经济转型的深入, 马来西亚经济的抗风险能力也有望逐步增强; 财政整顿的持续有望进一步降低政府赤字水平, 增强其公共财政实力。经综合评估, 联合资信确定马来西亚长期本、外币评级的展望为稳定。

优势

- 经济转型计划取得成效, 经济对石油和天然气收入的依赖程度大幅降低;
- 金融业发达且金融体系较为稳健, 银行业面临的各类风险较低;
- 财政整顿效果显著, 财政赤字水平持续下降;
- 对外贸易表现强劲, 经常账户持续盈余;
- 外债水平较低, 外汇储备和经常账户收入

对外债的保障能力很强。

关注

- 家庭债务水平较高，对马来西亚的消费和经济增长构成压力；
- 政府或有负债风险有所上升；
- 财政收入水平较低，财政收入对政府债务的保障能力一般。

一、国家概况

马来西亚位于东南亚地区，国土被南中国海分割成东、西两部分：马来西亚半岛北接泰国，南部与新加坡隔着柔佛海峡，西濒马六甲海峡，东临南中国海；马来西亚沙砂与印尼、菲律宾、文莱相邻。马来西亚国土面积约 33 万平方公里，分为 13 个州和 3 个联邦直辖区¹。首都吉隆坡，联邦政府行政中心位于布城。截至 2016 年底，马来西亚人口总数约 3119 万人。官方语言为马来语，通用英语，官方货币为林吉特。马来西亚是一个多民族、多宗教国家，宪法规定伊斯兰教为国教，其他宗教有佛教、印度教和基督教。

马来西亚是亚洲地区新兴工业国家，“亚洲四小虎”之一，东南亚国家联盟（ASEAN）的创始国之一，还是环印度洋区域合作联盟（IOR-ARC）、亚洲太平洋经济合作组织（APEC）、英联邦、不结盟运动和伊斯兰会议组织的成员国。马来西亚自然资源丰富，橡胶、棕油和胡椒的产量和出口量居世界前列。石油储量丰富，此外还有铁、金、钨、煤、铝土、锰等矿产。

二、国家治理

1. 政治体制完善，但议会对政府的制约能力较弱

马来西亚是君主立宪制国家，实行议会内阁制。最高元首是国家权力的象征，由统治者会议选举产生，任期 5 年。由总理领导的内阁是马来西亚的最高行政机构，内阁成员从国会中选出，下议院中得到最高支持率的议员为总理。议会是最高立法机构，由最高元首、上议院（国家院）和下议院（人民院）组成，上议院共设 70 席，任期 3 年，可连任两届，下议院共设议席 222 个，任期 5 年，可连选连任。在立法权方面，最高元首有批准和签署议会通过

的法案的权力，上议院只拥有法律修改建议权，但无法案否决权，下议院有修改、赞同或否决上议院的法案修正案的权力。此外，下议院还拥有财政监督权和对政府进行监督、质询、弹劾或提出不信任案的权力。联邦法院是马来西亚最高司法机构，下设上诉庭，下一级是马来西亚高级法院和婆罗州高级法院，各州设有地方法院，各区又设有推事庭。另外还有特别军事法庭、伊斯兰教法庭、小额诉讼仲裁庭等。

马来西亚实行三权分立的政治制度，但由于由马来民族统一机构（“巫统”）领导的执政党联盟（国民阵线）长期以来在下议院中占据绝对多数席位（实质上执政联盟主导议会），议会对政府的制约能力相对较弱。2013 年 5 月，纳吉布·敦·拉扎克成功连任，成为马来西亚第六任总理。马来西亚将于 2018 年 8 月举行大选，从目前来看，多种迹象显示选民对国民阵线的支持率有所下滑，而反对党胜选的几率大增。

2. 国家治理能力一般，政治稳定性较差且贪腐问题较严重

据世界银行发布的国家治理能力指标，2016 年马来西亚国家治理能力均值为 61.19，较 2015 年小幅下降。马来西亚政府效率较高，监管质量处于较好水平，法律法规较完善，但人民没有太多话语权，贪腐问题也较严重。由于恐怖袭击事件频发，马来西亚的政治稳定性一直较差。总体看，马来西亚国家治理能力一般，但高于 AA_i-级国家平均水平。

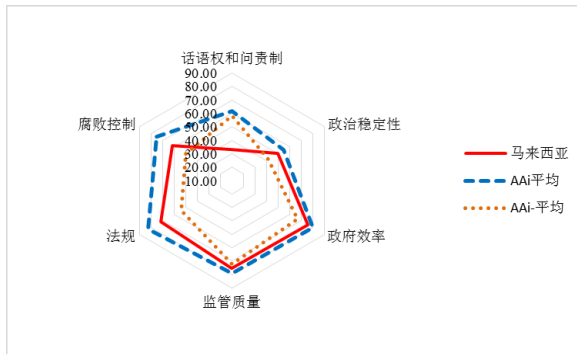
2015 年，马来西亚政坛爆出 1MDB²贪腐丑闻，总理纳吉布被指控从 1MDB 收受 7 亿美元贿赂。为清除内阁中的反对派、巩固个人权力，同年 7 月，纳吉布突然宣布实施“内阁大换血”，将质疑他的副总理以及其他 5 名正副部长撤职，并同时撤换了负责调查 1MDB 案的总检察长。贪腐丑闻引爆了马来西亚执政党内部危机，并

¹ 分别为首都吉隆坡、纳闽和布城。

² 1MDB 是马来西亚的国家主权财富基金，成立于 2009 年。

引发大规模集会抗议和政局动荡。

目前来看，马来西亚政局基本恢复稳定，政府也在积极打击和防范恐怖主义活动。



注：所选用的 AAi 级主权样本为比利时，韩国，沙特阿拉伯和台湾；AA- 级主权样本为波兰和墨西哥，以下同。
数据来源：世界银行

图 1 2016 马来西亚国家治理能力

三、宏观经济

1. 经济政策有效助力经济转型

亚洲金融危机后，国际经济环境持续动荡，马来西亚的出口导向型发展战略受到冲击。2008 年的全球经济低谷再次重创其出口业，马来西亚过度依赖国外需求的发展模式难以维系。马来西亚出口商品过多集中于低附加值的初级产品，而技术含量高的产业则缺乏竞争力。在新的国内外经济形势下，马来西亚原有的经济发展模式受到严重挑战。

2010 年 6 月，马来西亚政府公布了第十大马计划³，将私营经济和以创新为主导的行业作为引领国家经济腾飞的主要动力：加速私有化活动，鼓励私人向对国家具战略价值的项目投资；简化中小企业注册程序、支持中小企业创新、增加中小企业的贷款渠道以及协助中小企业开拓国际市场等以促进中小企业发展；设立商业成长基金用于支持高科技产品的研发；重点发展石油及天然气、棕油及相关产品、金融服务、旅游等 12 个经济增长重点领域。此外，第十大马计划还提出逐步改革国内补贴制度，以减轻政府财政负担。

2010 年下半年，马来西亚政府又推出了经济转型计划（ETP），聚焦于发展第十大马计划中宣布的十二个关键经济领域，并提出了 131 项带动经济成长、促进私人投资的启动计划（EPP）和 6 个策略性改革倡议，以提高国家竞争力。

经过 6 年的发展，马来西亚经济转型初具成效：服务业占 GDP 比重超过 50%，产业结构不断优化；内需逐步取代外需成为经济增长的新动力；经济对石油和天然气收入的依赖从 2009 年的 41% 降至 2016 年的 14%。经济转型计划还在降低犯罪率、普及文化教育、提升政府施政水平、改善城市交通及基础设施建设等方面成效显著。

货币政策方面，2016 年，受英国脱欧影响，全球经济下行风险加大，为维持马来西亚经济的稳定增长，马来西亚央行将基准利率下调 25 个基点至 3%，并一直持续至今。这是马来西亚央行自 2010 年以来连续四度加息后的首次降息，货币政策开始持续保持宽松。

2. 经济增速有所放缓

上世纪 80~90 年代，马来西亚十年产业发展长期计划（1986 年~1995 年）获得巨大成功，全国经济飞速发展。1988 年~1997 年，马来西亚经济连续 10 年保持 7% 以上的高速增长。受亚洲金融危机和全球金融危机影响，马来西亚经济曾在 1998 年和 2009 年陷入经济衰退，但危机后政府均出台了多项“救市”措施和经济刺激方案，有效的阻止了马来西亚经济的进一步下滑。

从近 5 年情况看，2012 年~2016 年，马来西亚 GDP 增速一直保持在较高水平，5 年平均增长率为 5.08%。2015 年以来，在全球经济复苏缓慢、国际油价持续低迷的背景下，由于对能源出口依存度较高，马来西亚经济受到一定冲击。此外，货币大幅贬值以及商品和服务税（GST）的引入也拖累了其经济表现。马来西亚 GDP 增速自 2015 年以来持续下滑。

³ 第十个五年计划（2011 年~2015 年）

2016年，马来西亚GDP总量为1.23万亿林吉特或2965.36亿美元，同比增长4.22%，为2009年金融危机以来最低增速，增速较2015年下降了0.81个百分点。

从拉动经济增长的“三驾马车”看，受政府减赤计划的影响，2016年马来西亚政府消费仅同比增长0.92%，较2015年大幅下降3.46个百分点，但受益于工资持续增长，马来西亚居民消费增长强劲（5.95%），成为拉动其经济增长的主要动力；固定资产投资方面，2016年马来西亚固定资产投资增速有所放缓，仅同比增长2.67%；贸易方面，随着大宗商品价格的回升和全球经济缓慢复苏，2016年马来西亚进口和出口表现均有所改善，进口和出口总额分别同比增长1.10%和1.15%。总体看，政府消费和投资增长乏力是2016年马来西亚经济增速下滑的主要原因。

受益于强劲的内需以及持续改善的贸易表现，2017年一季度、二季度和第三季度的GDP分别同比增长5.64%、5.81%和6.24%，均高于预期。总体看，进入2017年以来，马来西亚经济增长持续回暖。

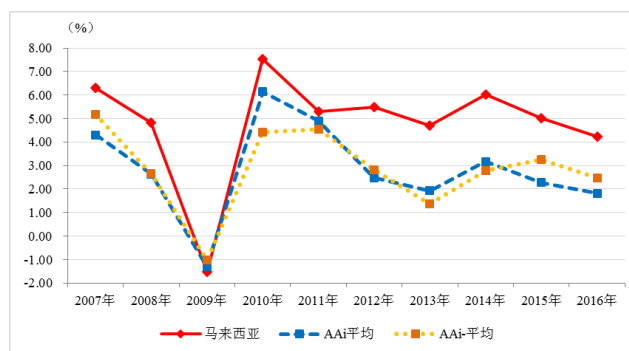
马来西亚近10年（2007年~2016年，下同）的GDP平均增长率为4.79%，显著高于AA_i和AA_i-级国家平均水平（分别为2.83%和2.84%）；经济增长波动性（10年GDP增长率的标准差）为2.41%，高于AA_i-级国家的平均水平（2.19%），经济增长的波动性较大。

表1 2012年~2016年马来西亚宏观经济表现情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
GDP（万亿林吉特）	0.97	1.02	1.11	1.16	1.23
GDP（亿美元）	3144.43	3232.76	3380.66	2964.34	2965.36
GDP增长率（%）	5.47	4.69	6.01	5.03	4.22
CPI增幅（%）	1.66	2.11	3.14	2.10	2.09
失业率（%）	2.93	3.30	2.85	3.15	3.45

注：GDP增长率为实际GDP增长率，以本币计算，不考虑汇率变动因素。

数据来源：马来西亚央行，IMF



注：图中IMF公布的2016年数据部分为预测值，以下同。
数据来源：IMF

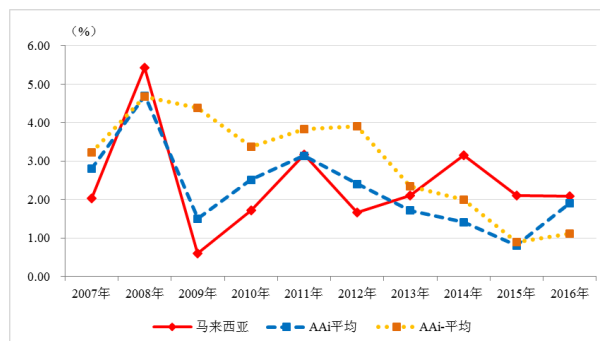
图2 近10年马来西亚GDP增长率

3. 通货膨胀处于温和水平

马来西亚在两次金融危机后都经历了通货膨胀的快速高企、随后又迅速下降的过程。从近五年来看，马来西亚的通货膨胀均处于1.50%~3.50%的温和水平。2016年马来西亚全年CPI同比增长2.09%，基本与上年持平。

受油价上涨的影响，2017年以来，马来西亚通货膨胀率逐步走高，3月通货膨胀率达5.10%，创八年新高。随着石油的减产和国际油价的回升，预计2017年马来西亚通货膨胀率有望上升至3%~4%。

总体看，马来西亚对通货膨胀的控制较好，10年CPI增幅均值为2.41%，与AA_i和AA_i-级国家平均水平基本相当；CPI增幅的波动性（10年CPI增幅的标准差）不大（1.29%），略低于AA_i-级国家平均水平。



数据来源：IMF

图3 近10年马来西亚CPI同比增幅

4. 整体失业率较低，但青年失业率高企

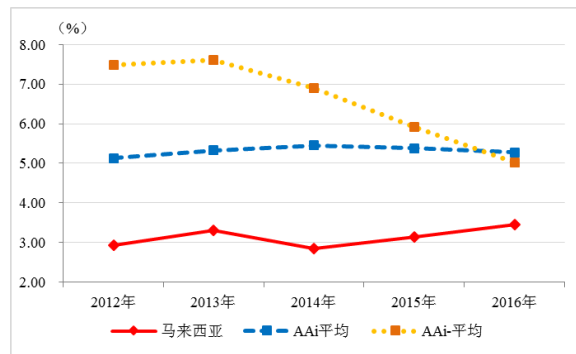
2012年以来，马来西亚整体失业率呈波动

上升的趋势，但仍处于较低水平。2016年，经济增速的进一步放缓导致马来西亚整体失业率小幅上升至3.45%。虽然马来西亚的整体失业率较低，但多年来青年失业率却居高不下，且受高等教育的青年失业率大幅高于未受高等教育的青年失业率。2016年马来西亚总失业人口约50万，其中青年失业人数占了总失业人数的一半以上，青年失业率为10.50%，基本与2015年持平。低薪、劳动力市场供需失衡是导致马来西亚青年失业率高企的主要原因。

马来西亚薪酬增长缓慢，但求职青年对于薪资的期待却远远超越了地方雇主所负担得起的价格，企业因而更倾向于聘请廉价的外劳，从而推升本地人失业率。

此外，现阶段马来西亚的产业多为注重成本效益、依赖廉价劳工等低附加值产业，就业机会多集中在中低技能工作，从而造成劳动人口的教育水平和就业机会错配，推升高等教育毕业生失业率。

为减少当地企业对外劳的依赖、扶持国内就业率，2016年起马来西亚大幅调高外劳人头税；为提高员工权益、促进公平工资结构，2016年7月1日，马来西亚政府正式实施了新最低薪金制度，将最低工资标准从每月900马币，增至1000马币；在第十一大马计划⁴下，政府也列出了经济议程要培育能够促进经济增长和在全球经济中竞争的人力资本，旨在2020年创造150万个就业机会。随着国内外经济的改善及各项政策的实施，预计马来西亚就业市场会持续改善。



数据来源：IMF

图4 马来西亚失业率

5. 马来西亚经济未来有望持续增长

消费方面，在未来1~2年，马来西亚中等收入群体的个人所得税将降低2%，从而提升这个群体的可支配收入、刺激消费。此外，马来西亚就业市场的持续改善和工资水平的不断上涨也将有利于未来两年马来西亚私人消费的增长。公务员薪酬和福利的增加、政府补贴和社会援助力度的加大等也会提升政府消费。

投资方面，第十一大马计划提出2016年~2020年，马来西亚政府将加大公共交通和基础设施建设，马来西亚固定资产投资增速有望加快。

对外贸易方面，随着大宗商品价格的回升，马来西亚的对外贸易增长强劲，自2016年12月以来，马来西亚的出口已经连续9个月取得双位数增长。此外，马来西亚计划于2018年加入RCEP（区域全面经济伙伴关系协定），这也将会对马来西亚贸易增长产生积极的影响。

基于以上因素，我们预计马来西亚2017年和2018年的GDP增长率将增至5%左右的水平。

四、结构特征

1. 马来西亚经济主要依靠消费驱动

马来西亚经济转型之后，消费对经济的贡献度持续增加。2012年~2016年，马来西亚最终消费总额占GDP的比值均保持在60%以上，2016年达到66.26%，其中居民消费支出和政府消费支出占GDP的比值分别为53.21%和

⁴第十一个五年计划（2016年~2020年）

13.06%。固定资产投资总额占 GDP 的比值多年来基本保持稳定，2016 年达到 25.36%。净出口对经济的贡献度呈下降趋势，2016 年马来西亚净出口总额占 GDP 的比值降至历史最低值 8.35%。总体上看，马来西亚经济发展对消费的依赖程度越来越大。

2. 产业结构不断转型升级

20 世纪 70 年代以来，马来西亚政府便不断调整产业结构、降低传统工业比重、将经济发展重心从制造业转移到服务业，以刺激经济增长。目前，马来西亚正逐步减少对制造业的依赖，着力发展服务业。其中，批发与零售、金融保险、教育旅游、房地产与商业服务、通讯、运输与仓储、酒店饭馆业等领域被认为具有优势特色。

2011 年以来，马来西亚政府陆续放开服务业领域限制，如取消多种名牌商品的进口关税等；进一步松绑外资持股率政策并开放了 17 个服务业次领域，允许外资拥有 100% 股权。2015 年，马来西亚政府还成立了服务业委员会，负责整合物流贸易、扩大服务业。

在一系列措施的推动下，马来西亚的产业结构不断优化，服务业占 GDP 比重不断增加。截至 2016 年底，马来西亚第三产业增加值在 GDP 中的占比已经增至历史最高值 55.68%。随着政府开放更多服务领域，这一数字还将继续增长，预计到 2020 年，服务业占 GDP 比重将达 60% 以上。

第二产业方面，马来西亚拥有相对完整的工业体系，政府鼓励发展出口导向型工业，重点扶持资本、技术密集型的新兴科技产业，近些年来马来西亚的建筑业、制造业和电子业都取得了较快发展。2016 年，马来西亚建筑业和制造业分别同比增长 10.43% 和 4.00%。

第一产业在马来西亚经济中占有重要地位，主要农作物有棕油、橡胶、水稻等，产量和出口量居世界前列。上世纪 70 年代以后，随着工业化程度的提高，马来西亚农业占 GDP 的比重

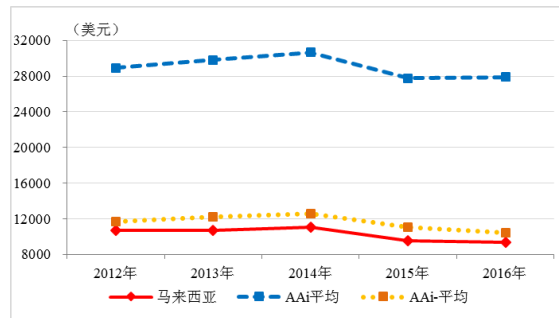
逐年下降。截至 2016 年底，马来西亚农业增加值占 GDP 的比值为 8.65%。

3. 营商环境有所恶化，人均 GDP⁵波动下降

根据联合国开发计划署公布的《2016 人类发展报告》，马来西亚 2015 年的人类发展指数为 0.643，在 188 个国家中排名第 59 位，属“高人类发展水平”行列，马来西亚的人类发展指数高于除新加坡外东南亚地区的其他 9 个国家。

根据世界银行发布的营商环境报告，2016 年，马来西亚营商环境在全球 190 个经济体中排名第 23，较 2015 年下降近 5 名，这也是马来西亚近几年在营商环境方面最差的表现。开办企业所需的手续和时间大幅增加是导致马来西亚营商环境排名下降的主要原因。

2014 年下半年开始，受经济增长放缓、林吉特兑美元持续贬值影响，马来西亚人均 GDP 也随之下落⁶。2016 年，马来西亚人均 GDP 进一步下降至 9374.10 美元，略低于 AA_i- 国家平均水平。



数据来源：IMF

图 6 马来西亚人均 GDP

4. 金融市场运行较为平稳，银行业面临的各类风险较低

马来西亚的金融体系由多种机构组成，包含传统的金融体系和伊斯兰金融体系，双双并行，并列经营。金融监管方面，马来西亚也有两套相互平行、互为独立的监管体系，即传统

⁵ 人均 GDP 均以美元计价，除非另行说明。

⁶ 5 年间，马来西亚以本币计价的人均 GDP 呈持续上升趋势。

监管体系（中央银行）和纳闽国际商业和金融中心（纳闽金融服务局）监管体系：马来西亚中央银行对商业银行的管理模式为集中单一式的监管模式，即马来西亚央行负责全国商业银行（除离岸银行）的统一监管，央行通过每年一次的现场检查和多次专项的非现场检查保证商业银行的稳健运行；作为离岸银行的监管机构，纳闽金融服务局的主要职责是向企业颁发在纳闽国际商业和金融中心经营的许可，以及对获得许可的实体进行监管，并负责制定相关金融服务政策。

近年来，马来西亚金融市场运行总体保持平稳。截至 2016 年末，马来西亚银行业资本充足率为 16.48%，较上一年有小幅上升，银行业资本较为充足；不良贷款率长期维持在较低的水平且呈持续下降的趋势，2016 年马来西亚银行业不良贷款率仅为 1.61%，银行资产质量较高；盈利能力方面，截至 2016 年末，马来西亚银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为 1.34% 和 12.50%，同比分别增长 0.02 和 0.20 个百分点，银行盈利能力有所增强。总体看，2016 年马来西亚银行业基本面有所改善，其面临的各类风险较低。

5. 家庭债务负担沉重

马来西亚是东南亚家庭债务水平最高的国家。2012 年以来，马来西亚家庭债务持续增长但增速持续放缓。截至 2016 年底，马来西亚家庭债务总额为 1.09 万亿林吉特，较 2015 年增长了 5.40%，家庭债务与 GDP 的比值高达 88.40%，其中 50.30% 的家庭债务来自住房贷款。

为控制家庭债务规模，自 2010 年起马来西亚政府陆续实施了多项宏观审慎措施：严管房屋贷款和汽车贷款，并加强对借贷者信用及收入水平的评估，以确保他们有能力按时偿还贷款；缩紧发放银行卡，收入低于 3000 林吉特者不能申请超过 2 张信用卡等。在马来西亚央行审慎的监管下，尽管马来西亚家庭债务增速有所放缓，但其家庭债务仍维持在较高水平。

沉重的家庭债务负担不但对马来西亚的消费和经济增长构成压力，在外部环境恶化的情况下，还有可能对马来西亚金融系统稳定性造成负面影响。

表 2 2012 年~2016 年马来西亚家庭债务情况

单位：亿林吉特/%

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
家庭债务	7823	8776	9602	10306	10862
家庭债务增速	12.70	12.20	9.40	7.30	5.40
家庭负债/GDP	80.50	86.20	86.80	89.10	88.40

数据来源：马来西亚央行

6. 贫富差距问题突出

贫富悬殊是马来西亚存在已久的社会问题，1% 最富有的马来西亚人掌握的财富超过了 40% 最贫穷的人的财富总和。马来西亚腐败现象严重是诱发社会贫富分化的一大原因，不完善的税收制度和增长过慢的薪金水平也进一步拉大了收入差距。

为缩小贫富差距，政府推出了多项措施：2010 年开始，马来西亚开始落实最低薪金制；此外，政府还多次派发援助金给予中下阶层的民众。

近年来马来西亚贫富差距有所减小，基尼系数从 2012 年的 0.43 稳步下降至 2016 年的 0.39；全国绝对贫困率也从 2012 年的 1.70% 下降至 2016 年的 0.40%。

总体看，马来西亚金融业发达且金融体系较为稳健且产业结构不断升级，经济抗风险能力不断增强；近年来马来西亚人均 GDP 不断下降、家庭债务负担沉重且贫富差距较大，给社会带来了不稳定因素。

五、公共财政

1. 财政整顿效果显著，赤字水平持续下降

2008 年金融危机使马来西亚政府财政赤字水平大幅提升。为缓解政府财政压力，实现 2020 年达到财政平衡的目标，马来西亚政府于 2009 年开始持续实施财政整顿。主要的财政改革措

施包括：引入商品及服务税（GST）以扩大税基、提高税收；降低财政对石油相关收入的依赖以增加财政可持续性；削减政府部门开支，改革国内补贴制度以提高支出效率等。2013年，为推动减赤计划的进行，首相兼财政部长纳吉布还宣布成立了由其领导的财政政策委员会。

2012年~2016年，马来西亚一般政府财政收入温和增长，财政收入5年复合增长率为4.42%。2016年，马来西亚财政收入为2244.38亿林吉特，同比增长3.91%，财政收入与GDP的比值为18.25%。从财政收入结构来看，税收收入是马来西亚政府财政收入的主要来源，占财政收入的比重近年来保持在70%以上；随着经济转型计划的实施，马来西亚政府对石油相关收入的依赖持续下降，石油相关收入占财政收入总额的比值从2009年的42.30%下降至2016年的14.60%。

财政支出方面，2012年~2016年，马来西亚政府财政支出5年复合增长率仅为1.22%，财政支出增速小于财政收入增速。2016年，马来西亚财政支出为2385.69亿林吉特，较2015年小幅下降1.95%。马来西亚政府的财政支出主要用于支付公务人员工资、供应品与服务、债务还本付息等。

2012年~2016年，马来西亚政府均处于财政赤字状态，但财政赤字水平持续下降且5年内其财政赤字水平均被控制在财政赤字目标以内，政府减赤计划取得显著成效。2016年，马来西亚财政赤字与GDP的比值为3.10%，较2012年下降了逾1个百分点。与AA_i-级国家相比，马来西亚财政赤字水平略低于AA_i-级国家平均水平。

随着政府减赤计划的持续推进，预计2017年马来西亚的赤字水平将进一步下降至3%左右。

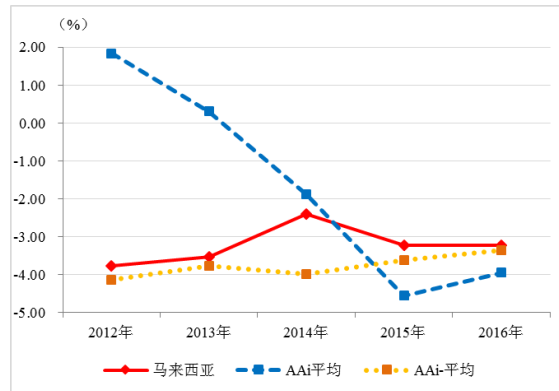
表3 2012年~2016年马来西亚财政情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
财政收入（亿林吉特）	1887.61	1923.88	2020.36	2159.99	2244.38
财政支出（亿林吉特）	2272.32	2369.83	2413.05	2433.02	2385.69

财政盈余（亿林吉特）	-384.71	-445.95	-392.69	-273.03	-141.31
财政盈余/GDP（%）	-4.50	-3.90	-3.50	-3.20	-3.10

注：财政盈余为负表示财政赤字，财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值，以下同。

数据来源：马来西亚财政部



数据来源：IMF

图7 马来西亚财政盈余/GDP

2. 政府债务水平较低，但政府或有债务风险有所增加

2012年~2016年，虽然马来西亚政府债务规模持续走高，但政府债务水平较低，政府债务总额的5年复合增长率为6.89%。截至2016年底，马来西亚政府债务总额达到6915.87亿林吉特，较2015年增长了3.14%，政府债务总额相当于GDP的比值为56.22%，这一比值近年来基本保持稳定，政府债务可控。马来西亚政府债务水平高于AA_i级和AA_i-级国家平均水平。

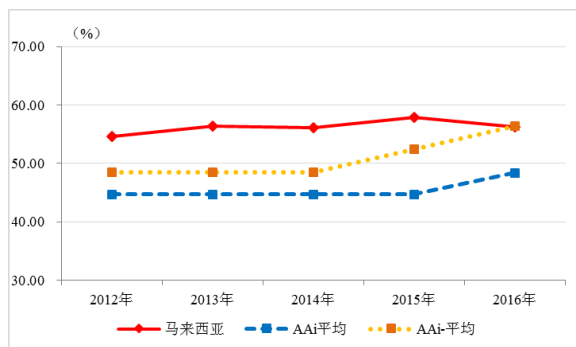
马来西亚政府或有负债主要来自为马来西亚国家基建基金、马来西亚国家基建公司等国有企业提供担保、支持大型基建民生工程等。2012年~2016年，马来西亚政府或有负债呈上升趋势。截至2016年底，马来西亚政府担保债务总额为1957亿林吉特，与该年度GDP的比值为15.20%。其中，因IMDB违约而引发的政府连带债务总额高达GDP的2.50%。政府或有负债风险有所增加。

表4 2012年~2016年马来西亚一般政府债务情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
债务总额（亿林吉特）	5298.33	5749.78	6213.75	6705.12	6915.87

债务总额/GDP (%)	54.55	56.45	56.16	57.92	56.22
财政收入/债务总额 (%)	35.63	33.46	32.51	32.21	32.45

注：债务总额为一般政府债务总额，以下同。
数据来源：IMF



数据来源：IMF

图 8 马来西亚政府债务/GDP

3. 财政收入对政府债务的保障能力一般

从财政收入对政府债务的保障能力来看，近 5 年来，马来西亚财政收入相当于政府债务的比值总体呈下降趋势。截至 2016 年底，马来西亚财政收入相当于政府债务的比值仅为 32.45%，财政收入对政府债务的保障能力一般。

整体来看，马来西亚财政整顿成效显著，财政状况不断改善，赤字水平持续下降，政府债务水平较低，但财政收入对政府债务的保障能力较弱。

六、外部融资

1. 贸易保持顺差，但经常账户余额持续收窄

马来西亚是出口导向型国家，进出口贸易总额与 GDP 的比值多年来均保持在 120% 以上，经济对外贸依存度较大。马来西亚出口品以机电产品、矿产品、塑料/橡胶、化工产品等为主，主要进口机械运输设备、食品、烟草和燃料等，主要贸易伙伴为新加坡、中国和日本。

2015 年，受到大宗商品价格暴跌以及全球市场需求萎缩的冲击，马来西亚贸易表现较为疲弱，出口总额和进口总额分别大幅下跌 16.02% 和 14.36%。

2016 年，随着大宗商品价格的回升和全球经济缓慢复苏，马来西亚贸易表现有所改善，但仍延续了下跌趋势。截至 2016 年底，马来西亚全年出口总额和进口总额分别为 2006.17 亿美元和 1808.16 亿美元，较 2015 年分别下降 4.27% 和 3.23%。

自 1998 年以来，马来西亚已经连续 19 年处于对外贸易顺差。由于自 2014 年底开始林吉特兑美元大幅贬值，马来西亚的贸易顺差额大幅收窄。2016 年，马来西亚出口总额仅高出进口总额 197.91 亿美元，跌至十多年来最低值。

在经常账户方面，受大宗商品价格下跌以及林吉特兑美元汇率不断贬值等因素的影响，马来西亚经常账户收入持续减少。2012 年~2016 年，马来西亚经常账户收入 5 年复合增长率为 -5.02%。2016 年马来西亚经常账户收入为 2158.79 亿美元，较 2012 年下降了 18.61%，但 5 年间马来西亚经常账户持续盈余。2016 年，马来西亚经常账户余额为 69.21 亿美元，较 2012 年大幅减少了 57.58%，经常账户余额相当于 GDP 的比值也降至 5 年最低值 2.33%。

表 5 2012 年~2016 年马来西亚经常账户情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
进口总额 (亿美元)	2155.01	2168.45	2181.97	1868.56	1808.26
出口总额 (亿美元)	2493.76	2443.85	2495.39	2095.68	2006.17
净出口 (亿美元)	338.76	275.40	313.42	227.12	197.91
CAR (亿美元)	2652.32	2618.86	2688.00	2251.99	2158.79
CAB (亿美元)	163.16	112.05	148.46	90.68	69.21
CAB/GDP (%)	5.19	3.47	4.39	3.06	2.33

注：CAR 为经常账户收入，CAB 为经常账户余额，下同。
数据来源：IMF

2. 外债水平波动上升但仍处于较低水平，外债结构有待改善

2012 年~2016 年，马来西亚外债水平呈波动上升趋势。截至 2016 年底，马来西亚外债总额为 2025.50 亿美元，较 2015 年增加 4.26%，主要由其他部门外债大幅增加所致，外债总额相当于 GDP 的比值为 68.31%。马来西亚外债水平低于 AA_i 级国家外债平均水平但高于 AA_i-

级国家平均水平。

表 6 2012 年~2016 年马来西亚外债情况

单位: 亿美元/%

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
外债总额	1968.64	2122.84	2139.51	1942.79	2025.50
政府外债	488.05	482.80	481.12	460.04	474.44
外债总额/GDP	62.61	65.67	63.29	65.54	68.31
CAR/外债总额	134.73	123.37	125.64	115.92	106.58
外汇储备	1397.24	1349.11	1159.37	952.90	945.25
外汇储备/外债总额	70.97	63.55	54.19	49.05	46.67

数据来源: 世界银行, 马来西亚央行

从外债的构成来看, 马来西亚外债主要来自银行和其他部门, 且近 5 年来呈上升趋势。截至 2016 年底, 马来西亚银行外债和其他部门外债在外债总额中的占比分别为 34.90% 和 39.90%。一般政府外债水平 5 年来基本稳定在 20% 左右, 政府外债负担不大。

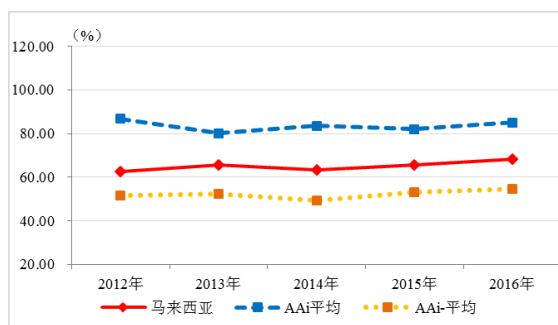
从外债的期限结构来看, 马来西亚债务结构有待改善, 5 年来马来西亚短期外债占外债总额的比值均在 40% 以上。虽然这一比值持续下降, 但短期外债占比仍较高, 面临较大的短期外债偿还压力。

表 7 马来西亚外债结构情况

单位:%

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
一般政府	24.79	22.74	22.49	23.68	23.42
央行	14.25	12.04	9.01	3.80	1.78
银行	27.32	31.58	35.75	35.79	34.90
其他部门	33.63	33.64	32.75	36.72	39.90
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

数据来源: 世界银行



数据来源: 世界银行

图 9 马来西亚外债总额/GDP

3. 经常账户收入和外债保障能力很强

2012 年~2016 年, 马来西亚经常账户收入波动下降, 经常账户收入对外债的保障能力也呈现出下行趋势。截至 2016 年底, 马来西亚经常账户收入与外部债务的比为 106.58%, 虽然是近 5 年来最低值, 但经常账户收入对外债的保障程度仍然很高。

2014 年年底以来, 为了阻止林吉特贬值, 马来西亚央行多次在本币市场抛售外汇, 导致马来西亚外汇储备大幅减少。截至 2016 年底, 马来西亚外汇储备降至 945.25 亿美元, 相当于外债总额的 46.67%。虽然 5 年来外汇储备相当于外债总额的比值不断下降, 但对外债的保障能力仍然很强。

4. 汇率止跌回升

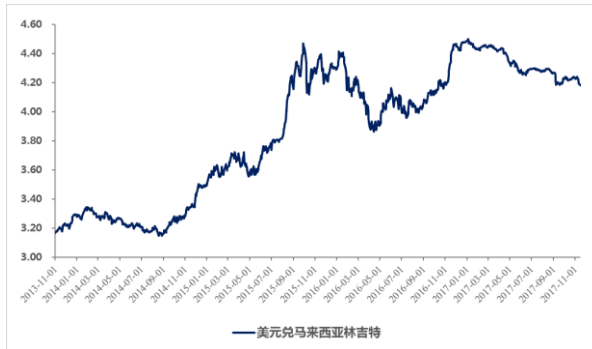
2005 年, 为实现金融自由化、提高货币的自主性和独立性, 马来西亚实行了汇率改革。马来西亚汇率制度由盯住美元改为有管理的浮动汇率制度。

马来西亚货币林吉特自 2012 年以来就一直处于波动下跌状态, 分别于 2014 年、2015 年和 2016 年形成三个显著跌幅。

马来西亚是一个农业与自然资源出口国, 原油出口是其重要的经济支柱之一, 2014 年之后全球油价的下滑对林吉特造成了巨大的压力; 2015 年马来西亚政坛爆出 1MDB 贪腐丑闻, 导致马来西亚资产被大幅抛售、资本流出加剧, 令林吉特进一步承压; 此外, 随着美元进入加息周期, 投资者看多美元同时抛售新兴市场资产也是导致林吉特持续走低的一个重要原因。

进入 2017 年以来, 随着全球环境和能源价格企稳, 以及马来西亚经济的大幅改善, 林吉特开始逐渐走强。截至 2017 年 11 月 15 日, 美元兑马来西亚林吉特汇率降至 1:4.1825。林吉特汇率止跌回升有利于增强马来西亚的外债偿

还能力。



数据来源：马来西亚央行

图 10 美元兑马来西亚林吉特汇率变化图

整体来看，马来西亚经常账户持续盈余，但余额大幅收窄。虽然近年来外债水平呈增长趋势但外债水平仍较低，且经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力很强，政府外债到期不能偿还的风险较小。

马来西亚主要数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
宏观数据					
GDP (亿美元)	3144.43	3232.76	3380.66	2964.34	2965.36
GDP (亿林吉特)	9712.52	10186.14	11064.43	11571.39	12301.20
实际 GDP 增速 (%)	5.47	4.69	6.01	5.03	4.22
CPI 增幅 (%)	1.66	2.11	3.14	2.10	2.09
失业率 (%)	2.93	3.30	2.85	3.15	3.45
结构特征					
私人消费在 GDP 中的占比 (%)	50.16	51.39	51.86	52.34	53.21
政府消费在 GDP 中的占比 (%)	13.64	13.78	13.57	13.48	13.06
固定资产投资在 GDP 中的占比 (%)	25.56	26.40	26.10	25.74	25.36
净出口在 GDP 中的占比 (%)	10.17	8.76	9.35	8.58	8.35
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	9.79	9.11	8.87	8.45	8.65
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	37.49	37.19	37.17	36.43	35.68
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	52.72	53.70	53.96	55.12	55.68
人均 GDP (美元)	10655.46	10699.66	11008.87	9505.32	9374.10
银行业不良贷款率 (%)	2.02	1.85	1.65	1.60	1.61
银行业资本充足率 (%)	17.64	14.58	15.36	16.28	16.48
国内总储蓄/GDP (%)	30.92	29.42	29.37	28.15	28.23
公共财政					
财政收入 (亿林吉特)	1887.61	1923.88	2020.36	2159.99	2244.38
财政收入/GDP (%)	19.43	18.89	18.26	18.67	18.25
财政支出 (亿林吉特)	2272.32	2369.83	2413.05	2433.02	2385.69
财政支出/GDP (%)	23.40	23.27	21.81	21.03	19.39
财政盈余 (亿林吉特)	-384.71	-445.95	-392.69	-273.03	-141.31
财政盈余/GDP (%)	-4.50	-3.90	-3.50	-3.20	-3.10
政府债务总额 (亿林吉特)	5298.33	5749.78	6213.75	6705.12	6915.87
政府债务总额/GDP (%)	54.55	56.45	56.16	57.92	56.22
财政收入/政府债务 (%)	35.63	33.46	32.51	32.21	32.45
外部融资					
进口总额 (亿美元)	2155.01	2168.45	2181.97	1868.56	1808.26
出口总额 (亿美元)	2493.76	2443.85	2495.39	2095.68	2006.17
净出口额 (亿美元)	338.76	275.40	313.42	227.12	197.91
进出口总额/GDP (%)	147.84	142.67	138.36	133.73	128.63
经常账户收入 (亿美元)	2652.32	2618.86	2688.00	2251.99	2158.79
经常账户余额 (亿美元)	163.16	112.05	148.46	90.68	69.21
经常账户余额/GDP (%)	5.19	3.47	4.39	3.06	2.33
外债总额 (亿美元)	1968.64	2122.84	2139.51	1942.79	2025.50
政府外债总额 (亿美元)	488.05	482.80	481.12	460.04	474.44

外债总额/GDP (%)	62.61	65.67	63.29	65.54	68.31
政府外债/外债总额 (%)	24.79	22.74	22.49	23.68	23.42
外汇储备 (亿美元)	1397.24	1349.11	1159.37	952.90	945.25
经常账户收入/外债总额 (%)	134.73	123.37	125.64	115.92	106.58
外汇储备/外债总额 (%)	70.97	63.55	54.19	49.05	46.67

数据来源：马来西亚央行、马来西亚财政部、IMF、世界银行。

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。