

# 信用等级公告

联合[2018] 435 号

联合资信评估有限公司通过对菲律宾共和国及其拟发行的菲律宾共和国2018年第一期人民币债券（债券通）的信用状况进行综合分析 and 评估，确定

菲律宾共和国  
主体区域长期信用等级为  
AAA

菲律宾共和国 2018 年第一期人民币债券（债券通）  
信用等级为  
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一八年三月十二日



## 菲律宾共和国2018年第一期人民币债券（债券通）信用评级报告

### 评级结果

主体区域长期信用等级<sup>1</sup>：AAA

人民币债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债券发行金额：14.6 亿元人民币

债券期限：3 年

偿债方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：国际储备及一般资金用途

评级时间：2018 年 3 月 12 日

### 主要数据

单位：%

| 项目          | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| GDP (亿美元)   | 250092 | 271836 | 284586 | 292772 | 304908 | 313418 |
| GDP 增长率     | 6.70   | 7.10   | 6.10   | 6.10   | 6.90   | 6.70   |
| 人均 GDP (美元) | 259200 | 276800 | 284900 | 288300 | 295300 | 298700 |
| CPI 增幅      | 3.20   | 3.00   | 4.10   | 1.40   | 1.80   | 3.20   |
| 失业率         | 7.00   | 7.10   | 6.80   | 6.30   | 5.40   | 5.70   |
| 财政盈余/GDP    | -2.30  | -1.42  | -0.58  | -0.91  | -2.44  | -      |
| 政府债务/GDP    | 40.61  | 39.25  | 36.40  | 36.30  | 34.64  | 36.36  |
| 财政收入/政府债务   | 35.79  | 37.88  | 41.47  | 43.68  | 43.78  | -      |
| 外债总额/GDP    | 31.97  | 28.87  | 27.29  | 26.46  | 24.52  | 23.40  |
| CAR/外债总额    | 119.00 | 124.71 | 138.46 | 136.63 | 146.06 | -      |
| 外汇储备/外债总额   | 104.86 | 105.99 | 102.40 | 104.12 | 107.93 | 111.88 |

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 为负表示财政赤字规模相当于 GDP 的比值；

3. 政府债务为一般政府债务总额（2017 年为 6 月底数据）；

4. 外债总额/GDP 指标 2017 年为 9 月底数据；

5. CAR 为经常账户收入；

6. 外汇储备为官方外汇储备（2017 年为 9 月底数据）。

### 分析师

李为峰 程泽宇 张强

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 PICC 大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

### 评级观点

菲律宾共和国（以下简称“菲律宾”）政治体制较为完善，国家综合治理能力一般，但近年来明显改善；近年来菲律宾经济保持高速增长，通胀水平控制良好，就业状况持续改善；菲律宾国家发达程度一般，产业结构有待提升，基础设施较为落后，人均 GDP 水平不高但近年来增长较快，菲律宾银行业较为稳健；菲律宾财政实力较强，近年来财政赤字水平可控，政府债务负担较轻，财政收入对政府债务的保障能力持续增强；菲律宾外部融资实力很强，外债水平很低，经常账户收入、外汇储备对外债的保障能力很强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也考虑到了中国和菲律宾之间不断加深的贸易及金融合作、不断增长的财政收入对债券偿还的保障等因素。

经综合评估，联合资信评定菲律宾区域长期信用等级为 AAA，拟发行的菲律宾共和国 2018 年第一期人民币债券（债券通）（以下简称“本债券”）信用等级为 AAA，评级展望均为稳定。

### 优势

- 经济保持高速增长，就业形势不断改善；
- 政府债务水平较低且呈持续下降趋势，财政收入对政府债务的保障能力持续增强；
- 侨汇收入规模较大，创汇能力很强；
- 外债负担较轻，经常账户收入、外汇储备对外债的保障程度很高；
- 不断增长的政府财政收入为本债券的偿还提供了充足的保障。

### 关注

- 国家治理能力有待改善；
- 国家发达程度一般，人均 GDP 水平较低；
- 财政收入来源较为有限；
- 资本货物进口增加导致对外贸易持续逆差，经常账户盈余有所收窄。

<sup>1</sup> 指中国区域长期信用等级。

## 声 明

一、本报告中引用的资料主要由菲律宾共和国提供或引用自公开信息来源，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对以上资料的真实性、准确性和完整性不做任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与菲律宾共和国构成委托关系外，联合资信、评级人员与菲律宾共和国不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因菲律宾共和国和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告中观点、结论仅供参考，并非是某种决策的结论、建议等。

六、本次信用评级结果的有效期为菲律宾共和国 2018 年第一期人民币债券（债券通）的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 菲律宾共和国 2018 年第一期人民币债券（债券通）信用评级报告

### 一、国家概况

菲律宾共和国（以下简称“菲律宾”）是位于东南亚的一个群岛国家，主要包括吕宋、米沙鄢和棉兰老三大岛群，共有大小岛屿 7600 多个，领土总面积 31.10 万平方公里。菲律宾行政区域划分为 18 个地区和 81 个省，首都马尼拉既是全国政治、经济和文化中心，又是全国最大的港口。菲律宾全国总人口约 1.05 亿（截至 2017 年 9 月底），其中 80% 以上人口信奉天主教。菲律宾的官方语言为菲律宾语和英语，官方货币为菲律宾比索。菲律宾是联合国、国际货币基金组织（IMF）、世界银行、亚太经合组织、东南亚国家联盟（“东盟”）、亚洲基础设施投资银行（“亚投行”）等国际或区域性组织的重要成员国，也是亚洲开发银行总部所在地。

### 二、本期债券概况<sup>2</sup>

菲律宾（或称“发行人”）计划在中国银行间债券市场注册并发行额度为 14.6 亿元人民币债券（以下简称“本债券”），发行期限为 3 年。本债券采用固定利率形式，发行完成后主要在全国银行间债券市场流通交易。

本债券构成发行人的直接、无条件、无担保和一般的义务。除非另有说明，本债券之间以及与菲律宾的其他所有无担保及非次级的外部债务在任何时候至少享有相等的清偿顺序。本债券全部本金和利息的到期准时支付将由发行人信用保证。

本次发行的人民币募集资金净额将汇往境外并作为菲律宾国际储备的一部分。在必要时，该募集资金的一部分可能通过菲律宾央行兑换为比索，用于发行人包括预算支出在内的一般用途，将来可能包括用于支持一带一路的有关倡议。

本债券在付息期限内每年支付一次利息，到期时一次性偿还本金，偿债资金来源于菲律宾政府财政收入。

### 三、国家治理

1. 政治体制较为完善，新任政府采取的诸多措施有利于菲律宾的政治环境稳定

菲律宾现行宪法规定其实行总统制共和制，并遵循立法、行政、司法三权分立原则，政治体制较为完善。

菲律宾议会是全国最高立法机构，由参议院和众议院组成。参议院共有 24 名参议员，由选民直接选举产生，任期 6 年。现菲律宾众议院共 296 个席位，80% 议席由选民直接选举产生，选区按人口比例划分，众议员任期 3 年，最多可连任三届。

菲律宾行政权由总统领导的政府享有，总统集国家元首、政府首脑和武装部队总司令为一体，由选民直接选举产生，任期 6 年，不得连任。副总统通过单独选举产生，可来自与总统不同的政党。此外，菲律宾宪法赋予总统组建内阁的权利。

菲律宾的司法系统由法院和检察机关构成。法院系统分为最高法院、上诉法院、司法区法院和市级法院（包括大城市法院、市法院和市巡回法院）<sup>3</sup>。最高法院由 1 名首席法官和 14 名陪审法官组成，均由司法律师委员会提名并由总统任命，拥有最高司法权。检察系统由司法部检察长办公室、省级、市级检察署组成。总体看，菲律宾的政治体系较为完善。

2016 年 5 月 9 日，菲律宾举行总统选举，曾在菲律宾南部棉兰老岛最大城市达沃任市长长达 25 年的罗德里戈·杜特尔特（Rodrigo Duterte）以 39.0% 的得票率赢得总统大选，莱妮·罗布雷

<sup>2</sup>具体条款以发行人和主承销商共同确定并经监管部门审批通过的内容为准。

<sup>3</sup> 除此以外，菲律宾还设有专门调查政府官员贪腐问题的反贪法庭和负责审议海关税务局及国税局税务相关判决的税务上诉法院。

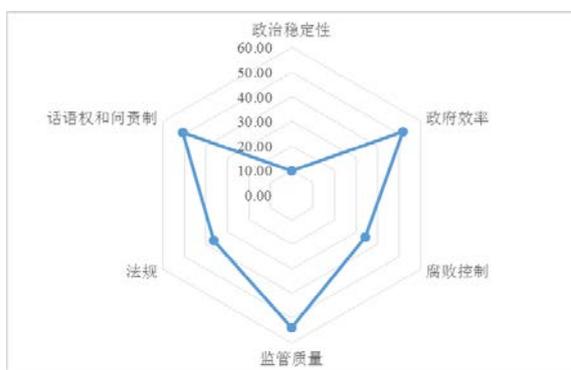
多以 35.1% 的得票率当选副总统，总统和副总统均于 2016 年 6 月 30 日正式就任。

杜特尔特上任总统后，对内主张严厉打击犯罪、毒品和腐败，重塑人民对政府的信任和信心；在外交上奉行独立自主的外交政策，积极改善与周边国家的关系，积极推动东盟内部合作；在经济上加强内部改革，重视吸引外资，加强与他国经贸往来。杜特尔特上任后采取的一系列措施有效改善了菲律宾所面临的内部和外部矛盾，其民众支持率也不断攀升，有利于菲律宾政治环境的稳定，并为菲律宾经济发展提供了良好的内部环境。

#### 2. 国家治理水平一般但近年改善明显

根据世界银行发布的全球国家治理指数，2011 年以来，菲律宾在各项国家治理能力指标上均有显著改善，尤其在腐败控制方面提升明显，主要得益于近年菲律宾打击腐败的力度不断加大；但菲律宾在政治稳定性方面的表现仍有待提高，主要原因是近年来菲律宾内部冲突不断，饱受南部伊斯兰分离主义势力及相关武装组织的困扰，并多次遭受恐怖主义袭击威胁。

2016 年，菲律宾国家治理能力指数均值为 39.53，较 2015 年小幅回落，总体看菲律宾国家治理水平一般（图 1）。随着新政府上任后不断加大打击毒品、恐怖主义、腐败等犯罪的打击力度，预计未来菲律宾国家治理能力仍有很大提升空间。



数据来源：世界银行

图 1 2016 年菲律宾国家治理能力情况

## 四、宏观经济政策和表现

### 1. 近年来菲律宾经济保持高速增长

2009 年全球金融危机后，菲律宾经济增速在 2010 年迅速回升至 7.60% 的较高水平，但受欧洲债务危机拖累欧盟经济增长、本国政府支出减少等因素影响，菲律宾经济增速在 2011 年降至 3.70%，为近年来的最低水平。为推动经济的持续性增长，阿基诺政府在 2011 年 3 月发布的《2011 年~2016 年经济发展规划》中提出了加大基建投资、提高政府透明度、提高社会服务及社会保障水平、增加就业、改善企业融资状况等措施，并取得了良好成效，再加上侨汇收入的持续增长，2012 年以来菲律宾经济保持高速增长，GDP 增速一直保持在 6% 以上。

2017 年，菲律宾名义 GDP 总量为 3134.18 亿美元（15.80 万亿菲律宾比索），实际同比增长 6.70%，增速较 2016 年下降 0.20 个百分点。2017 年菲律宾经济增速放缓主要受建筑业增长率大幅降低的影响（从 2016 年 13.70% 降低至 2017 年的 5.40%）。此外，金融和房地产业增长率从 2016 年的 8.04% 下降至 2017 年的 7.50%，也在一定程度上拖累了经济增长。另一方面，农业（包括狩猎、林业和渔业）增长率从 2016 年的 -1.30% 提高至 2017 年的 3.90%，制造业增长率从 2016 年的 7.00% 提高至 2017 年的 8.60%，在一定程度上抵消了建筑业、金融和房地产业对经济增长的拖累。

表 1 2012 年~2017 年菲律宾宏观经济表现情况

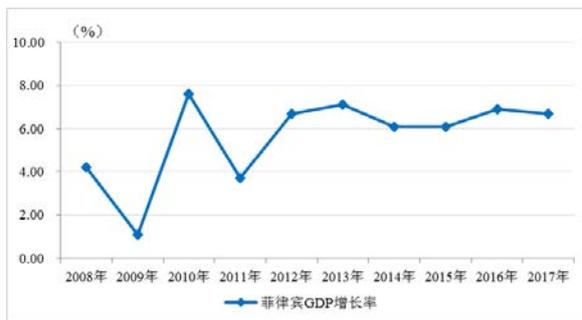
单位：%

| 项目            | 2012 年  | 2013 年  | 2014 年  | 2015 年  | 2016 年  | 2017 年  |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| GDP (万亿菲律宾比索) | 10.56   | 11.54   | 12.63   | 13.32   | 14.48   | 15.80   |
| GDP (亿美元)     | 2500.92 | 2718.36 | 2845.86 | 2927.72 | 3049.08 | 3134.18 |
| GDP 增长率       | 6.70    | 7.10    | 6.10    | 6.10    | 6.90    | 6.70    |
| CPI 增幅        | 3.20    | 3.00    | 4.10    | 1.40    | 1.80    | 3.20    |
| 失业率           | 7.00    | 7.10    | 6.80    | 6.30    | 5.40    | 5.70    |

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：菲律宾国家统计局

2008年~2017年，菲律宾GDP平均年增长率为5.62%，经济增速处于较高水平；GDP增长率的标准差为2.02%，经济增长的波动性适中。总体上看，近年菲律宾经济保持高速增长，且经济增长的波动性适中。



数据来源：菲律宾国家统计局

图2 2008年~2017年菲律宾经济增长情况

## 2. 近年来失业率呈下降趋势

得益于经济的持续增长、服务外包业(BPO)<sup>4</sup>的迅猛发展及政府对就业的大力支持，近年来菲律宾的就业人数持续上升，失业率从2012年的7.00%波动下降至2016年的5.40%，就业情况持续改善。2017年，失业率小幅回升至5.70%，但仍处于合理水平。从就业结构来看，从事农业、工业和服务业的人口占菲律宾总就业人口的比例分别为26%、18%和56%，就业结构总体保持稳定。随着杜特尔特政府加大基建投入并更加注重经济包容性增长，菲律宾的失业率有望在未来保持稳定。

## 3. 通胀水平保持低位，通货膨胀控制良好

受原油等大宗商品价格下跌影响，菲律宾2015年CPI增幅下降至1.40%，为近年来的最低值。2016年，菲律宾CPI增幅为1.80%，较上年略有提高，但仍处于较低水平。2017年，CPI增幅进一步上升至3.20%，较2016年增长了1.40个百分点，主要是受酒精饮料和烟草（同比增长6.20%）、食品及非酒精饮料（同比增长3.70%）、住房、水、电、气和其他燃料（同比增长3.20%）

<sup>4</sup> 服务外包是跨国公司将自身基于信息技术的服务型业务流程委派给第三方（即服务承接方）经营，所涵盖的服务涉及信息技术、企业管理、客服等方面。

与交通（同比增长3.30%）等价格指数上涨的影响。

从央行对通胀水平的调控来看，2010年菲律宾央行首次设定了中期通胀目标，将2012年~2014年的通胀目标设定为3%~5%，随后在2015年将其调整为2%~4%，并将这一目标维持至2020年。从实际调控效果来看，除2015年和2016年受原油等大宗商品价格下跌影响，菲律宾的通胀水平不及目标以外，菲律宾央行对于通货膨胀水平的控制整体处于较好水平。



数据来源：菲律宾央行

图3 2008年~2017年菲律宾CPI同比增幅

## 4. “十项经济计划”有助于菲律宾经济未来保持稳定增长

2016年6月，杜特尔特政府为菲律宾的未来发展提出了“十项经济计划”，包括继续保持稳健的宏观经济政策、推行累进税制改革并将税率与通货膨胀挂钩、放松对外商投资管制（除土地外）、增加基建支出占GDP的比重（从2017年的5.40%增至2022年的7.30%）、增加卫生和教育系统投入、提升国家创新和创造能力、完善社会保障方案等，其中第一阶段税改方案（《加速和包容税收改革法案》或“TRAIN”）已由杜特尔特总统于2017年12月签署批准，并于2018年正式实施。“十项经济计划”的逐步落实将有助于菲律宾经济未来保持稳定增长。

消费方面，稳定的侨汇收入将持续为菲律宾的居民消费增长提供支撑，而综合税制改革计划提出将中低收入群体的个税税率从32%下调至25%，这将有利于增加居民可支配收入，进一步提升居民消费对经济增长的拉动作用。此外，菲

律宾央行于 2016 年 6 月启用了利率走廊机制，将隔夜贷款利率和隔夜逆回购利率分别降至 3.50% 和 3.00%，维持宽松的货币政策不变，将有利于居民消费的持续增长。另一方面，政府消费支出也会受益于政府积极的财政政策而持续保持增长，对经济增长的拉动作用也有望保持稳定。

投资方面，杜特尔特政府计划未来五年将基建方面的投资增加至 8~9 万亿菲律宾比索，政府在基建方面的支出相当于当年 GDP 的比重将由 2017 年的 5.30% 提升至 2022 年的 7.00%。在此背景下，预计未来菲律宾固定资产投资总额对经济增长的拉动作用会进一步增强。

对外贸易方面，全球经济的整体复苏将有利于菲律宾的出口，但贸易保护主义的抬头则给菲律宾的对外贸易带来一定的不确定因素。另一方面，在基建投资大幅增长的背景下，菲律宾对于资本货物的进口有望持续增加，短期内贸易逆差状况难以扭转。

此外，棉兰老地区的军事管制及潜在的恐怖袭击活动可能会给菲律宾的经济增长带来不确定因素，对此我们将持续关注。

基于以上因素，联合资信预计菲律宾 2018 年 GDP 增长率将保持在 6.80% 左右的较高水平。同时，菲律宾失业率有望保持稳定，CPI 增速也有望维持在菲律宾央行所设定的通胀目标范围之内（2%~4%）。

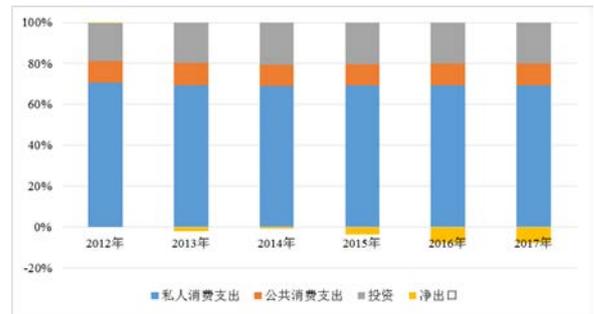
## 五、结构特征

### 1. 经济发展主要依赖于居民消费，经济结构具备较强的抗风险能力

从消费看，2012 年~2017 年，菲律宾居民消费支出和政府消费支出占 GDP 的平均值分别为 69.40% 和 10.45%，虽然居民消费支出占比呈现小幅下降，但整体上居民消费对经济的拉动作用依旧强劲。从投资看，2012 年~2017 年，资本形成总额占 GDP 的比值呈现上升趋势，由 18.50%（2012 年）上升至 28.60%（2017 年），增长 10.10 个百分点。从贸易看，2012 年~2017 年，菲律宾

贸易逆差不断扩大，净出口对 GDP 的贡献度由 2012 年的 0.30% 下降至 2017 年的 -7.80%。

总体看，菲律宾经济发展主要依靠居民消费拉动，投资对经济的贡献水平不断提升，菲律宾整体经济结构具备较强的抗风险能力。



数据来源：菲律宾国家统计局

图 4 菲律宾 GDP 构成情况（支出法）

### 2. 服务业是支柱产业，离岸服务外包产业位居世界前列

2012 年~2017 年，菲律宾三大产业占 GDP 的平均比例基本保持稳定，其中农业占比约 10%，工业占比约 33%，服务业占比约 57%，形成以服务业为支柱、工业为补充、农业发展较快的格局，产业结构存在较大的优化空间。

农业在菲律宾经济中占有重要位置，从事农业的人口占就业总人口的 30% 左右，但易受到台风、厄尔尼诺等自然灾害的影响，农业产量不够稳定；菲律宾具备一定工业基础，在造船、航空、电子等产业上有较好表现，但大多数行业从属于外国跨国公司的全球产业链，产品多面向国际市场；服务业以旅游、餐饮、房地产等行业发展较为迅速，但这些行业受国际市场供求影响较大。

受益于人口和语言优势、区位优势和产业政策，菲律宾的服务外包业发展迅猛，并成为拉动经济增长、保障就业和缓解贫困的重要引擎。从劳动力来看，菲律宾拥有大量会讲英文的年轻劳动力，且劳动力成本相对较低，具备从事服务外包行业的人力资源优势。从区位上看，菲律宾位于东西方的交汇处，是美国等西方国家服务外包转移至亚洲的首选之地。从产业政策上看，菲律宾政府启动“优先投资计划”，将服务外包纳入

优先发展产业计划，给予税收优惠、品牌建设支持以及知识产权和数据信息安全保护等政策。服务外包业的蓬勃发展为菲律宾解决了大量就业，并给菲律宾带来了稳定的外汇收入。2017年，菲律宾服务外包业的产值达到245亿美元，较上年增长6.70%，就业人数超过100万人。预计未来菲律宾的服务外包业产值将逐渐超过侨汇收入并成为菲律宾第一大创汇来源，到2022年产值有望达到390亿美元左右。



数据来源：菲律宾国家统计局

图5 菲律宾 GDP 构成情况（三次产业）

### 3. 国家发达程度不高

菲律宾属于发展中国家，整体经济发展水平在东盟国家中处于中等水平，在全球范围内相对靠后。2013年~2017年，菲律宾人均GDP平均约为2900美元，但和2006年~2010年间（约1800美元）相比已有显著提升。

菲律宾人类发展指数处于世界中等水平，经济社会发展水平一般。据联合国开发计划署公布的《2016年人类发展报告》，菲律宾2015年的人类发展指数为0.682，世界排名第116位（共计188个国家），世界排名近几年保持稳定，属“中等人类发展水平”国家。

菲律宾营商环境一般，根据世界银行发布的《营商环境报告》，2016年菲律宾营商环境在全球190个经济体中排名第99位，整体排名居中，但较上年（第103位）上升4位，排名提升主要受益于政府提高行政审批效率方面所做的努力。未来几年，菲律宾政府加大对税制、公司法的改革力度以及加强基建将有助于菲律宾营商环境的进一步改善。

### 4. 银行业稳健，抵御外来冲击能力较强

金融监管方面，菲律宾央行对金融业实行统一监管。2008年全球金融危机以来，为加强银行体系的经济实力，使其更好地适应金融自由化的国际环境，菲律宾央行进一步加强对银行的监管。一是提高贷款标准以控制信用风险，并建立银行操作风险管理体系，对房地产贷款、银行隔夜拆借贷款以及单项贷款的额度都做明确限制。二是增加银行经营的透明度。银行需要定期向公众公布银行不良贷款、贷款分类情况、日常与特殊坏账储备等。三是进一步加强场外检查制度。密切监视银行的外汇交易活动，以及监督银行对不动产的贷款等。整体看，菲律宾银行体系在较为审慎的监管下发展健康。

受益于较好的资产负债情况，近年来菲律宾银行资本充足率水平明显高于世界标准，2016年底其银行资本充足率为15.10%，高于央行监管要求（10%）和国际标准（8%），银行抗风险能力较强。2017年6月底，银行资本充足率达到16.00%，较2016年底上升了0.90个百分点，主要受合格资本要求趋严的影响。

2012年以来，银行不良贷款率呈持续下降趋势，2016年底下降至1.40%，表明银行信贷资产安全性总体保持健康稳定。2012年~2016年，银行不良贷款拨备覆盖率继续保持较高水平，2016年该比率约为140%，较上年小幅上升，银行体系保持了较好抵御未知冲击的能力。2017年10月底，银行不良贷款率小幅回升至1.50%，但仍处于合理健康范围。

整体看，菲律宾银行业健康稳健，抵御外来冲击的能力较强，预计未来银行业的系统风险仍会保持在较低水平。

### 5. 基础设施建设发展程度不足制约了经济发展

菲律宾基础设施条件薄弱，落后的交通和物流设施推高了生产和运输的成本，制约了菲律宾经济发展和产业结构升级的步伐。根据世界经济论坛发布的《2016~2017年全球竞争力报告》，菲

律宾在 138 个国家中排名第 57 位，但在基础设施完善程度方面仅排名第 95 位，排名相对靠后。

为转变经济增长模式并提高经济竞争力，菲律宾政府于 2017 年 4 月推出了以大规模基础设施建设为核心的经济发展计划，在 2017 年~2022 年间将在基建方面投资 8~9 万亿菲律宾比索，基建投资占 GDP 的比值将从 2017 年的 5.40% 上升至 2022 年 7.30%。此外，菲律宾在基建项目中大量采用政府和社会资本合作（Public-Private Partnership，简称“PPP”）模式，截至 2017 年 6 月政府批准的 PPP 项目达 15 个，总投资超过 65 亿美元。在菲律宾政府对基建的大力支持下，预计未来几年菲律宾基础设施状况将不断改善，但短期内仍将成为制约菲律宾经济发展的重要因素。

6. 菲律宾为年轻型国家，剩余劳动力大量输出产生巨额侨汇收入

从人口结构看，2012 年~2016 年菲律宾 14 岁以下人口占总人口比重约为 32%，15 岁~65 岁人口占比约 63%，65 岁以上人口占比不足 5%，说明菲律宾人口年龄结构年轻，劳动力资源丰富，政府养老负担较轻。丰富的劳动力资源给菲律宾带来了人口红利，不仅有助于吸引大量外商前来投资，而且也向海外输出了大量劳动力。

目前，菲律宾已经将输出海外劳务作为国家经济的重要支柱，并通过《菲律宾劳工法》、《海外劳工与海外菲人法》、双边劳资协议等对其进行保障和支持。菲律宾大量输出劳务除了因为年轻的人口结构外，还受到国民较好的英语水平、政府政策支持以及自身移民文化的影响。菲律宾向美国、沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国、新加坡、日本以及英国等多个国家和地区长期输出劳务，产生大量侨汇收入。2012 年~2016 年，菲律宾现金侨汇收入保持稳定增长，五年年均复合增长率为 5.90%，2016 年达到 269 亿美元。稳定的侨汇收入有效改善菲律宾的国际收支状况和家庭的生活水平，激发居民的消费和投资欲望，带动国内经济发展并增强了菲律宾抵御外部冲击

的能力。

## 六、公共财政

### 1. 综合税制改革有望增加菲律宾财政可持续性

菲律宾政府财政收入水平较低，导致其财政收支长期处于赤字状态。为增加财政收入，支持基础设施建设和社会需求导致的预算增长，2017 年 1 月，菲律宾财政部向议会提交了综合税制改革一揽子计划<sup>5</sup>，旨在通过扩大增值税税基、提高税收管理效率等增加财政收入。2017 年 12 月，杜特尔特总统签署批准了第一阶段税改方案，将在《政府公报》进行公示后于 2018 年 1 月开始实施。

第一阶段税改方案包括降低个人所得税（高收入群体除外）、简化遗产税和捐赠税、拓宽增值税税基、增加燃料和汽车的消费税、新增糖类饮品税费等。此外，税改方案还将提高税收管理的透明度、监督和效率。税收改革一揽子计划有望增加菲律宾财政可持续性，对菲律宾的经济产生积极的影响：首先降低个人所得税可增加居民可支配收入，从而刺激消费增长；其次，即将提交议会的第二阶段的企业税改革（将企业所得税由 30% 降至 25%）有助于吸引更多外国投资者。

### 2. 财政状况不断改善但财政收入水平较低，财政赤字水平总体可控

财政收入方面，2012 年~2016 年，菲律宾政府财政收入呈不断增长态势，五年年均复合增长率为 9.37%，但其财政收入水平（财政收入与 GDP 的比值）仍较低，5 年均值为 15.10%。2016 年，菲律宾政府财政收入为 2.20 万亿菲律宾比索，同比增长 4.12%；财政收入与 GDP 的比值仅为 15.16%。具体来看，税收是菲律宾财政收入的主要来源，税收收入占政府财政收入的比重近年保持在 90% 左右，收入来源较为稳定。

<sup>5</sup> 综合税制改革共分五个阶段，剩下四个阶段的改革计划分别为降低企业所得税、降低房产税、降低资本利得税和降低医疗税、环境税及奢侈税。

财政支出方面，菲律宾政府财政支出主要用于基建及投资支出、支付公务人员工资以及运营费用等。2012年~2016年，菲律宾政府财政支出的五年年均复合增长率为9.43%，略高于财政收入的增速。2016年，菲律宾政府财政支出为2.55万亿菲律宾比索，同比大幅增加14.29%，主要为基础设施投资和社会服务支出大幅增加所致。

菲律宾政府财政赤字水平不高。2012年~2016年，菲律宾政府财政赤字均低于政府设置的财政预算赤字上限，赤字水平总体处于可控状态。受政府基础设施和其他资本支出大幅增加的影响，2016年菲律宾政府财政赤字增至3534.22亿菲律宾比索，财政赤字相当于GDP的比值为2.44%，为2010年以来的最高值。

2017年1月~11月，菲律宾政府财政收入达到2.25万亿菲律宾比索，较2016年同期大幅增长了10.80%；财政支出为2.49万亿菲律宾比索，较2016年同期增长了10.05%。为提高经济生产能力，菲律宾政府正积极推动公共基础设施投资，持续加大基建方面的财政支出；此外，菲律宾政府还计划增加社会服务支出，以满足人民的基本生活需求。在此背景下，预计未来菲律宾的财政支出会进一步增加。

表2 2012年~2017年菲律宾财政收支状况

单位：万亿菲律宾比索/%

| 项目       | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年1-11月 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 财政收入     | 1.53  | 1.72  | 1.91  | 2.11  | 2.20  | 2.25       |
| 财政支出     | 1.78  | 1.88  | 1.98  | 2.23  | 2.55  | 2.49       |
| 财政盈余     | -0.24 | -0.16 | -0.07 | -0.12 | -0.35 | -0.24      |
| 财政盈余/GDP | -2.30 | -1.42 | -0.58 | -0.91 | -2.44 | -          |

注：财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值。

数据来源：菲律宾财政部

3. 政府债务水平较低且呈下降趋势，债务结构不断优化

2012年~2016年，受益于国民经济的快速增长，菲律宾中央政府和一般政府债务总额相当于GDP的比重均持续下降。截至2016年底，菲律宾中央政府和一般政府债务总额分别为6.09万亿和5.02万亿菲律宾比索，相当于GDP的比值

分别为42.06%和34.64%，较上年分别下降了2.64个和1.66个百分点。菲律宾政府债务整体处于较低水平。

从债务期限结构来看，菲律宾中央政府债务主要为长期债务，其占债务总额的比值近年来呈持续上升之势（由2012年末的86.20%上升至2016年末的89.50%），平均债务期限也增加至10年左右，菲律宾政府短期偿债压力较小。从债务币种看，菲律宾中央政府债务以本币债务为主，2012年~2016年，本币债务在债务总额中的占比的5年均值为66.93%。从融资成本看，2012年~2016年，菲律宾政府债务平均融资成本由2012年的5.90%降至2016年的4.99%，融资成本不断降低，且固定利率债务占比一直保持在91%以上，债务利率风险较低。从债务持有人来看，菲律宾中央政府债务以国内持有人为主，国内持有人持有债务占债务总额的比例5年均值为65.19%。

从或有负债看，菲律宾政府或有负债主要包括PPP项目相关的负债、政府提供担保的政府机构债和私人部门外债，其中PPP项目相关的债务占菲律宾政府或有负债的比例超过了90%。2016年，与PPP项目相关的政府或有债务占GDP的比值为5.82%，较上年略有提升，但仍处于可控范围之内。

截至2017年底，菲律宾中央政府债务总额达6.65万亿菲律宾比索，较2016年底增加了9.23%，中央政府债务相当于GDP的比值为42.11%；截至2017年6月底，菲律宾一般政府债务总额达5.50万亿菲律宾比索，较2016年同期增加了9.60%，一般政府债务总额相当于GDP的比值为36.36%。

4. 财政收入对政府债务的保障能力持续增强

从财政收入对政府债务的保障情况来看，菲律宾财政收入对政府债务的保障能力一般，但近年来呈逐渐增强之势。2016年菲律宾财政收入与中央政府和一般政府债务总额的比值分别为

36.06%和 43.78%，均达到近年来的最高值。

虽然菲律宾政府的财政收入状况有望受益于综合税制改革而持续改善，但巨额基础设施投资计划将进一步增加财政赤字。根据 2018 年财政预算，2018 年菲律宾财政收入有望增长至 2.84 万亿菲律宾比索，财政支出有望增长至 3.36 万亿菲律宾比索，财政预算赤字率也被放宽至 3%。随着财政赤字的增加，菲律宾政府债务水平预计也会出现小幅上升，但偿债能力有望保持稳定。

表 3 2012 年~2017 年菲律宾政府债务情况

单位：万亿菲律宾比索/%

| 项目            | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年              |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------|
| 中央政府债务总额      | 5.44  | 5.68  | 5.74  | 5.95  | 6.09  | 6.65               |
| 中央政府债务总额/GDP  | 51.48 | 49.24 | 45.39 | 44.70 | 42.06 | 42.11              |
| 财政收入/中央政府债务总额 | 28.23 | 30.21 | 33.28 | 35.42 | 36.06 | -                  |
| 一般政府债务总额      | 4.29  | 4.53  | 4.60  | 4.83  | 5.02  | 5.50 <sup>a</sup>  |
| 一般政府债务总额/GDP  | 40.61 | 39.25 | 36.40 | 36.30 | 34.64 | 36.36 <sup>a</sup> |
| 财政收入/一般政府债务总额 | 35.79 | 37.88 | 41.47 | 43.68 | 43.78 | -                  |

注：一般政府债务=中央政府债务+地方政府债务-政府偿债基金持有的政府债务-国内政府机构持有的政府债务

数据来源：菲律宾财政部，IMF

a 2017 年 6 月底数据

## 七、外部融资

### 1. 近年来贸易逆差不断扩大，且经常账户盈余有所减少

从对外贸易表现看，菲律宾 2012 年~2016 年出口总额呈上升趋势，其五年年均复合增长率为 2.58%；进口总额也呈上升趋势，其五年年均复合增长率为 6.54%，快于出口总额增长速度。2016 年，菲律宾出口总额达到 739.99 亿美元，同比增长 2.40%；进口总额达到 1025.04 亿美元，同比增长 13.75%，进口总额受内需扩大影响增速较快；进出口总额达到 1765.03 亿美元，相当于 GDP 的比值为 57.89%，较上年上升 2.43 个百分点。

从对外贸易结构看，菲律宾出口产品主要以工业制成品、农产品以及矿产品为主，出口产品附加值较低，贸易结构亟待升级。从贸易对象看，

菲律宾贸易主要面向东亚、美国以及欧盟等地区，其中日本为菲律宾的主要出口国，其次是美国、中国香港以及中国；进口产品主要以原材料、资本货物以及消费品为主，主要面向亚洲、美国以及欧盟等地区，其中中国为菲律宾的主要进口国，其次是日本、美国、泰国和新加坡。

从净出口看，菲律宾 2012 年~2016 年贸易赤字不断扩大。2016 年，菲律宾净出口额为-285.05 亿美元，贸易逆差较 2015 年增长逾 50%，较 2012 年增长超过 1 倍。2017 年 1 月~9 月，菲律宾贸易赤字扩大至 217.77 亿美元，较上年同期增长了 4.65%。

从经常账户收入看，2012 年~2016 年，菲律宾经常账户收入不断增加，五年年均复合增长率为 3.51%。2016 年，菲律宾经常账户收入为 1091.98 亿美元，较 2015 年增加了 3.16%。从经常账户余额看，2012 年~2015 年菲律宾经常账户一直处于盈余状态，但在 2016 年转盈为亏，赤字规模达到 9.54 亿美元，相当于 GDP 的比值为 0.31%。2017 年 1 月~9 月，菲律宾经常账户再次实现盈余（0.28 亿美元），主要受服务贸易顺差大幅增加的影响。

总体看，近年菲律宾对外贸易疲软且经常账户盈余有所减少，创汇能力有所减弱。

表 4 2012 年~2017 年菲律宾经常账户情况

单位：亿美元/%

| 项目      | 2012年   | 2013年   | 2014年   | 2015年   | 2016年   | 2017年<br>1-9月 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 出口总额    | 668.23  | 678.48  | 753.22  | 722.62  | 739.99  | 632.67        |
| 进口总额    | 795.71  | 784.95  | 880.76  | 901.17  | 1025.04 | 850.44        |
| 净出口     | -127.47 | -106.47 | -127.54 | -178.54 | -285.05 | -217.77       |
| CAR     | 951.37  | 978.86  | 1075.46 | 1058.51 | 1091.98 | 910.44        |
| CAB     | 69.49   | 113.84  | 107.56  | 72.66   | -9.54   | 0.28          |
| CAB/GDP | 2.78    | 4.19    | 3.78    | 2.48    | -0.31   | -             |

注：CAR 为经常账户收入；CAB 为经常账户余额。

数据来源：菲律宾国家统计局，IMF

### 2. 外债水平很低且呈逐年下降趋势

从外债水平看，菲律宾整体外债水平很低，近年来外债总额相当于 GDP 的比值呈下降趋势。截至 2016 年底，菲律宾外债总额为 747.63 亿美元，较上年下降 3.50%，外债总额相当于 GDP 的比值为 24.52%，较上年下降 1.94 个百分点。

从外债结构看，2012年~2016年，菲律宾外债结构以政府外债为主，但占比呈现下降趋势。截至2016年底，菲律宾外债主要由政府外债（包括一般政府和央行）构成，其在外债总额中的占比为40.86%，占比相对较高，但和2012年（58.57%）相比已下降了17.71个百分点；非金融企业（29.66%）和金融机构（20.22%）外债占比较为适中；其他部门（7.53%）和中央银行（1.73%）外债占比较低，整体外债结构有所改善。

从外债币种看，菲律宾外债大部分以外币计价。截至2016年底，以美元计价的外债占比（65.06%）最高，其次为多种货币贷款（12.85%）、日元计价外债（12.03%）等；以菲律宾比索计价的外债占比（6.26%）较小。

从外债期限看，菲律宾外债以长期债务为主。截至2016年底，菲律宾长期债务在外债总额中的占比为80.57%，短期债务占比则降至19.43%，短期偿债压力不大。

表5 2012年~2017年菲律宾外债情况

单位：亿美元/%

| 项目        | 2012年  | 2013年  | 2014年  | 2015年  | 2016年  | 2017年9月底 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 外债总额      | 799.49 | 784.89 | 776.74 | 774.74 | 747.63 | 723.68   |
| 外债总额/GDP  | 31.97  | 28.87  | 27.29  | 26.46  | 24.52  | 23.40    |
| 政府外债总额    | 353.37 | 317.55 | 314.48 | 308.12 | 305.46 | 303.83   |
| 政府外债/GDP  | 14.13  | 11.68  | 11.05  | 10.52  | 10.02  | 9.69     |
| CAR/外债总额  | 119.00 | 124.71 | 138.46 | 136.63 | 146.06 | -        |
| 外汇储备      | 838.31 | 831.87 | 795.41 | 806.67 | 806.92 | 809.62   |
| 外汇储备/外债总额 | 104.86 | 105.99 | 102.40 | 104.12 | 107.93 | 111.88   |

数据来源：菲律宾央行、世界银行



数据来源：菲律宾央行、世界银行

图6 菲律宾外债构成情况

截至2017年9月底，菲律宾外债总额为723.68亿美元，较2016年底小幅下降了3.20%，外债总额相当于GDP的比值为23.40%。

### 3. 外债偿付能力不断增强

经常账户方面，2012年~2016年，菲律宾经常账户收入与外债总额的比值呈持续上升趋势，经常账户对外债的保障能力不断增强，2016年菲律宾经常账户收入相当于外债总额和政府外债的比值分别为146.06%和357.49%，均较上年有较明显上升，经常账户收入对外债的保障能力不断增强。

外汇储备方面，菲律宾外汇储备充足，其对外债的保障能力较强。截至2016年底，菲律宾外汇储备为806.92亿美元，较上年末基本持平，外汇储备相当于外债总额和政府外债的比值分别为107.93%和264.15%，同比上升明显，主要是外币存款大量流入、央行海外投资收入增长以及央行对所持黄金进行重估调整而致。受益于投资收入增加及黄金储备估值变动的影响，2017年9月底，菲律宾外汇储备增至809.62亿美元，外汇储备相当于外债总额和政府外债的比值分别升至111.88%和266.47%。

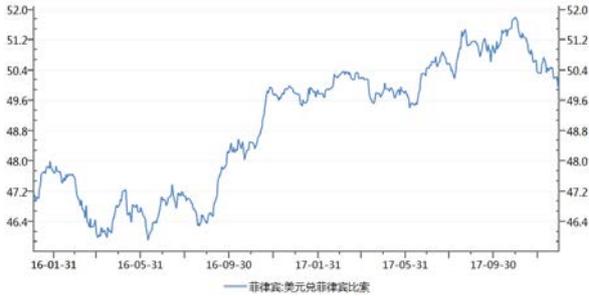
此外，菲律宾稳定的侨汇收入为菲律宾外债偿还提供了有力保障，而服务外包行业和旅游业近年来也迅速发展成为重要的创汇来源，进一步增强了菲律宾的外债偿付能力。

### 4. 近年汇率小幅贬值，但未来贬值空间有限

从汇率制度看，菲律宾实行自由浮动的汇率制度，菲律宾比索也可实现自由兑换，且允许资本自由流动。菲律宾比索的汇率主要由市场供求关系来决定，但菲律宾央行也会通过在外汇市场买卖外汇对汇率进行调节，以避免汇率出现较大波动。

从汇率表现看，受美联储加息及菲律宾国内宽松货币政策的影响，2016年以来美元兑菲律宾比索的汇率呈波动上升趋势，菲律宾比索出现小幅贬值。随着美国进入加息周期，菲律宾比索未来仍将面临一定的贬值压力，但考虑到菲律宾稳

定且较强的创汇能力，预计未来 1~2 年菲律宾比索的贬值幅度有限，总体不会对菲律宾的外债偿付能力产生较大影响。



数据来源：菲律宾央行

图 7 美元兑菲律宾比索走势图

总体看，菲律宾外债水平很低，其中政府外债占比较高，经常账户收入和充足的外汇储备对菲律宾的外部债务保障能力很强。

## 八、偿债能力分析

1. 中菲政治关系全面改善，经贸合作日益密切，为本次债券的发行提供良好的外部条件

2016 年杜特尔特上任以来，中菲高层政治往来持续增多，两国关系明显改善。2016 年 10 月，杜特尔特总统正式访华并与中方达成联合声明，同意继续商谈建立信任措施，提升互信和信心，并承诺在南海采取行动方面保持自我克制，推动中菲关系实现全面改善并取得更大发展。2017 年 1 月，中国外交部副部长刘振民在马尼拉同菲律宾外交部副部长马纳罗共同主持第 20 次中菲外交磋商，这是自 2013 年 6 月以来双方首次恢复外交磋商。双方表示将全面有效落实《南海各方行为宣言》，建立中菲南海问题双边磋商机制。2017 年 5 月，杜特尔特总统出席在北京举行的“一带一路”高峰论坛，表达了参与“一带一路”倡议的强烈意愿。2017 年 11 月，李克强总理访问菲律宾，并与杜特尔特总统在马尼拉举行会谈。双方积极评价两国在基础设施建设、贸易、旅游、农业、减贫等领域的合作，表示了两国将共同致力于中菲关系的持续稳定和不断向前发展。中菲政治关系的全面改善为双方经贸合作提

供了有利的条件。

经贸合作方面，2016 年杜特尔特访华期间，中菲双方签署总额为 135 亿美元的 13 项双边合作文件，涵盖了经贸、投资、产能、农业、新闻、质检、旅游、禁毒、金融、海警、基础设施建设等众多领域。此外，随总统访华的菲商务代表团与多家中国企业签署了 80 多亿美元投资协议，中方也恢复了菲律宾企业热带水果对华出口业务。2017 年 1 月，菲律宾财政部长多明计斯访华，双方一致同意尽快重启中菲经贸联委会，签署《中菲经济合作六年发展规划》（2017~2022），确定双方优先合作项目、启动早期收获项目建设。从双边对外贸易状况来看，2016 年，中菲贸易总额达到 212 亿美元，较上年增长近 20%，其中菲律宾从中国的进口额增长了逾 30%，贸易逆差则从 2015 年的 53 亿美元扩大至 88 亿美元。中国仍是菲律宾的第二大贸易伙伴和第一大进口来源国。

投资方面，2016 年中国对菲律宾的产权净投资额达到 1080 万美元（2015 年仅 60 万美元），主要投向汽车零部件组装及制造、服装、电子、建筑材料、高端食品等行业。

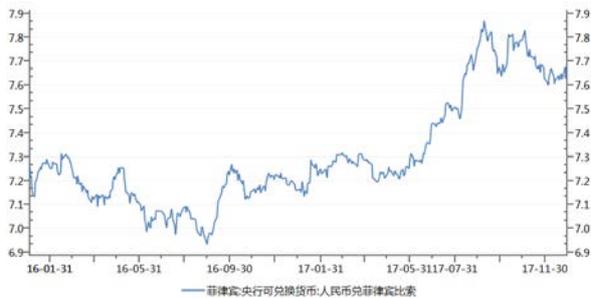
总体看，中菲双方政治、经贸、投资合作的不断加深为本债券的发行提供了良好的外部条件。

2. 中菲金融领域合作有所加深，汇兑风险较为有限

2016 年杜特尔特总统访华期间，双方承诺将在优惠贷款、优惠出口买方信贷、债券、贷款、投资、证券等领域加强金融合作，双方愿扩大双边贸易和投资本币结算，协调积极推进清迈倡议多边化等区域金融合作和双边本币互换安排。2016 年 10 月，考虑到中菲之间贸易联系的持续加深及人民币正式加入 SDR 货币篮子，菲律宾央行宣布将人民币纳入其官方外汇储备。2016 年 12 月，菲律宾参议院正式批准菲律宾加入亚投行，截至 2017 年 5 月，菲律宾已就大马尼拉防洪项目向亚投行申请了 5 亿美元的贷款，并将

就另外 3 个项目向亚投行申请 40 亿美元的融资支持。

从菲律宾比索兑人民币的汇率来看，2016 年下半年以来菲律宾比索兑人民币的汇率持续走弱，但贬值幅度不大（见图 8）。总体看，本债券面临的汇兑风险较为有限。



数据来源：菲律宾央行

图 8 人民币兑菲律宾比索走势图

### 3. 本期债券偿债能力分析

本次发行的人民币募集资金净额将汇往境外并作为菲律宾国际储备的一部分。在必要时，该募集资金的一部分可能通过菲律宾央行兑换为比索，用于发行人包括预算支出在内的一般用途，将来可能包括用于支持一带一路的有关倡议。

从偿债保障情况看，本债券的发行规模为 14.6 亿元人民币，相当于 2016 年底菲律宾政府外债总额的 0.7% 左右，发行后对菲律宾政府外债水平影响不大；本债券偿债资金来源于菲律宾政府财政收入，偿债资金来源稳定且可靠。菲律宾政府 2016 年的财政收入（2.20 万亿菲律宾比索）相当于本债券发行规模的 200 倍左右，外汇储备（截至 2017 年 9 月底为 809.62 亿美元）相当于本债券发行规模的 350 倍左右，均对本债券的偿还提供了很强的保障。

此外，菲律宾的侨汇收入和外汇储备规模在未来几年有望保持稳定，在杜特尔特任期内中菲两国间政治经济关系有望持续向好，这都将为本债券的偿还提供稳定的保障。

总体看，“菲律宾共和国 2018 年第一期人民币债券（债券通）”到期不能偿付的风险极低。

## 附件 1 菲律宾主要数据

| 项目                   | 2012 年  | 2013 年  | 2014 年  | 2015 年  | 2016 年  | 2017 年               |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------------|
| <b>宏观数据</b>          |         |         |         |         |         |                      |
| GDP (万亿菲律宾比索)        | 10.56   | 11.54   | 12.63   | 13.32   | 14.48   | 15.80                |
| GDP (亿美元)            | 2500.92 | 2718.36 | 2845.86 | 2927.72 | 3049.08 | 3134.18              |
| 实际 GDP 增速 (%)        | 6.70    | 7.10    | 6.10    | 6.10    | 6.90    | 6.70                 |
| CPI 增幅 (%)           | 3.20    | 3.00    | 4.10    | 1.40    | 1.80    | 3.20                 |
| 失业率 (%)              | 7.00    | 7.10    | 6.80    | 6.30    | 5.40    | 5.70                 |
| <b>结构特征</b>          |         |         |         |         |         |                      |
| 第一产业在 GDP 中的占比 (%)   | 11.10   | 10.50   | 10.00   | 9.50    | 8.70    | 8.50                 |
| 第二产业在 GDP 中的占比 (%)   | 32.20   | 32.90   | 33.40   | 33.50   | 33.90   | 34.10                |
| 第三产业在 GDP 中的占比 (%)   | 56.70   | 56.70   | 56.60   | 57.00   | 57.30   | 57.40                |
| 家庭消费在 GDP 中的占比 (%)   | 70.50   | 69.50   | 69.10   | 69.30   | 69.30   | 68.70                |
| 政府消费在 GDP 中的占比 (%)   | 10.70   | 10.50   | 10.20   | 10.30   | 10.50   | 10.50                |
| 资本形成总额在 GDP 中的占比 (%) | 18.50   | 22.10   | 21.70   | 24.20   | 28.00   | 28.60                |
| 净出口在 GDP 中的占比 (%)    | 0.30    | -2.10   | -1.00   | -3.80   | -7.80   | -7.80                |
| 人均 GDP (美元)          | 2592.00 | 2768.00 | 2849.00 | 2883.00 | 2953.00 | 2987.00              |
| 银行业资本充足率 (%)         | 18.40   | 17.70   | 16.20   | 15.80   | 15.10   | 16.00 <sup>a</sup>   |
| 银行业不良贷款率 (%)         | 2.80    | 2.10    | 1.80    | 1.60    | 1.40    | 1.50 <sup>b</sup>    |
| <b>公共财政</b>          |         |         |         |         |         |                      |
| 财政收入 (万亿菲律宾比索)       | 1.53    | 1.72    | 1.91    | 2.11    | 2.20    | 2.25 <sup>c</sup>    |
| 财政收入/GDP (%)         | 14.53   | 14.87   | 15.11   | 15.83   | 15.16   | -                    |
| 财政支出 (万亿菲律宾比索)       | 1.78    | 1.88    | 1.98    | 2.23    | 2.55    | 2.49 <sup>c</sup>    |
| 财政支出/GDP (%)         | 16.83   | 16.29   | 15.68   | 16.74   | 17.61   | -                    |
| 财政盈余 (万亿菲律宾比索)       | -0.24   | -0.16   | -0.07   | -0.12   | -0.35   | -0.24 <sup>c</sup>   |
| 财政盈余/GDP (%)         | -2.30   | -1.42   | -0.58   | -0.91   | -2.44   | -                    |
| 中央政府债务总额 (万亿菲律宾比索)   | 5.44    | 5.68    | 5.74    | 5.95    | 6.09    | 6.65                 |
| 中央政府债务总额/GDP (%)     | 51.48   | 49.24   | 45.39   | 44.70   | 42.06   | 42.11                |
| 财政收入/中央政府债务总额 (%)    | 28.23   | 30.21   | 33.28   | 35.42   | 36.06   | -                    |
| 一般政府债务总额 (万亿菲律宾比索)   | 4.29    | 4.53    | 4.60    | 4.83    | 5.02    | 5.50 <sup>a</sup>    |
| 一般政府债务总额/GDP (%)     | 40.61   | 39.25   | 36.40   | 36.30   | 34.64   | 36.36 <sup>a</sup>   |
| 财政收入/一般政府债务总额 (%)    | 35.79   | 37.88   | 41.47   | 43.68   | 43.78   | -                    |
| <b>外部融资</b>          |         |         |         |         |         |                      |
| 商品和服务出口总额 (亿美元)      | 668.23  | 678.48  | 753.22  | 722.62  | 739.99  | 632.67 <sup>d</sup>  |
| 商品和服务进口总额 (亿美元)      | 795.71  | 784.95  | 880.76  | 901.17  | 1025.04 | 850.44 <sup>d</sup>  |
| 商品和服务净出口额 (亿美元)      | -127.47 | -106.47 | -127.54 | -178.54 | -285.05 | -217.77 <sup>d</sup> |
| 外债总额 (亿美元)           | 799.49  | 784.89  | 776.74  | 774.74  | 747.63  | 723.68 <sup>e</sup>  |
| 外债总额/GDP (%)         | 31.97   | 28.87   | 27.29   | 26.46   | 24.52   | 23.40 <sup>e</sup>   |
| 政府外债总额 (亿美元)         | 353.37  | 317.55  | 314.48  | 308.12  | 305.46  | 303.83 <sup>e</sup>  |
| 政府外债/GDP (%)         | 14.13   | 11.68   | 11.05   | 10.52   | 10.02   | 9.69 <sup>e</sup>    |
| 经常账户收入 (亿美元)         | 951.37  | 978.86  | 1075.46 | 1058.51 | 1091.98 | 910.44 <sup>d</sup>  |
| 经常账户余额 (亿美元)         | 69.49   | 113.84  | 107.56  | 72.66   | -9.54   | 0.28 <sup>d</sup>    |
| 经常账户余额/GDP (%)       | 2.78    | 4.19    | 3.78    | 2.48    | -0.31   | -                    |

|                 |        |        |        |        |        |                     |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------|
| 经常账户收入/外债总额 (%) | 119.00 | 124.71 | 138.46 | 136.63 | 146.06 | -                   |
| 外汇储备 (亿美元)      | 838.31 | 831.87 | 795.41 | 806.67 | 806.92 | 809.62 <sup>e</sup> |
| 外汇储备/外债总额 (%)   | 104.86 | 105.99 | 102.40 | 104.12 | 107.93 | 111.88 <sup>e</sup> |

数据来源: IMF、世界银行、菲律宾国家统计局、菲律宾央行、菲律宾财政部

a 截至2017年6月底

b 截至2017年10月底

c 2017年1月至11月

d 2017年1月至9月

e 截至2017年9月底

## 附件 2-1 主体区域长期信用等级设置及其含义

联合资信主体区域长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

| 级别设置 | 含 义                            |
|------|--------------------------------|
| AAA  | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA   | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低  |
| A    | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低   |
| BBB  | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般    |
| BB   | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高    |
| B    | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高    |
| CCC  | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高     |
| CC   | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务      |
| C    | 不能偿还债务                         |

## 附件 2-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

| 评级展望设置 | 含 义                               |
|--------|-----------------------------------|
| 正面     | 存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大           |
| 稳定     | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大             |
| 负面     | 存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大           |
| 发展中    | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变 |

## 附件 2-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体区域长期信用等级。

## 联合资信评估有限公司关于 菲律宾共和国 2018 年第一期人民币债券（债券通） 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在菲律宾共和国 2018 年第一期人民币债券（债券通）（以下简称“本债券”）信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

菲律宾共和国应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本债券评级有效期内，每年至少完成一次跟踪评级，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

菲律宾共和国或本债券如发生重大变化，或发生可能对菲律宾共和国或本债券信用等级产生较大影响的重大事项，菲律宾共和国应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注菲律宾共和国的经济状况、政府财政状况及本债券相关信息，如发现菲律宾共和国出现重大变化，或发现存在或出现可能对菲律宾共和国或本债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如菲律宾共和国不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对菲律宾共和国或本债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与委托人联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。