

信用等级公告

联合〔2019〕2318号

联合资信评估有限公司通过对菲律宾共和国及其相关债项的信用状况进行综合分析和评估，确定维持菲律宾共和国主体区域长期信用等级为 AAA，维持“18 菲律宾人民币债 01BC”和“19 菲律宾人民币债 01BC”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月三十日



菲律宾共和国跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体区域长期信用等级¹: AAA

上次主体区域长期信用等级: AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 菲律宾人民币债 01BC	14.6 亿元	2021/3/23	AAA	AAA
19 菲律宾人民币债 01BC	25 亿元	2022/5/20	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019 年 7 月 30 日

主要数据

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
名义 GDP (亿美元)	3,309.1	3,136.2	3,049.0	2,927.7	2,845.9
实际 GDP 增长率 (%)	6.2	6.7	6.9	6.1	6.1
CPI 增幅 (%)	5.2	2.9	1.3	0.7	3.6
失业率 (%)	5.3	5.7	5.4	6.3	6.8
人均 GDP (美元)	3,104	2,989	2,953	2,883	2,849
财政盈余/GDP (%)	-3.2	-2.2	-2.4	-0.9	-0.6
政府债务/GDP (%)	36.0	36.6	34.6	36.2	36.4
财政收入/政府债务 (%)	45.4	42.8	43.8	43.7	41.5
外债总额/GDP (%)	23.9	23.3	24.5	26.5	27.3
CAR/外债总额 (%)	163.1	169.8	145.7	136.6	138.5
外汇储备/外债总额 (%)	100.3	111.6	107.9	104.1	102.4

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 为负表示财政赤字规模相当于 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 (包括黄金)

分析师

李为峰 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

2018 年, 菲律宾共和国 (以下简称“菲律宾”) 经济增速有所放缓, 但仍保持在较高水平, 失业率也有所回落; 人均 GDP 水平小幅上升, 全球竞争力显著增强; 政府财政赤字水平可控, 政府债务水平有所降低, 财政收入对政府债务的保障能力有所增强; 对外贸易和经常账户赤字均有所扩大, 但外债仍保持在很低水平, 经常账户收入和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。

综合评估, 联合资信确定维持菲律宾区域长期信用等级为 AAA, 维持“18 菲律宾人民币债 01BC”和“19 菲律宾人民币债 01BC”的信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

- 经济保持高速增长, 就业形势不断改善;
- 政府债务保持在较低水平, 财政收入对政府债务的保障能力较强;
- 侨汇收入规模较大, 服务外包业和旅游业收入持续增加, 有助于增强国家创汇能力;
- 外债负担较轻, 经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力很强;
- 不断增长的政府财政收入为存续债券的偿还提供了充足的保障。

关注

- 国家发达程度一般, 人均 GDP 虽然有所增长, 但仍处于较低水平;
- 财政收入来源较为有限;
- 政府大规模基建支出导致资本货物进口持续增加, 对外贸易和经常账户逆差均有所扩大;
- 国家治理能力有待进一步改善。

¹ 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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；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。

菲律宾共和国跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于菲律宾共和国的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、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 7,600 多个，领土总面积 31.1 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。截至 2018 年底，菲律宾全国总人口约为 1.07 亿，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（APEC）、东南亚国家联盟（“东盟”）、亚洲基础设施投资银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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

菲律宾（或称“发行人”）于 2018 年和 2019 年在中国银行间债券市场分别发行“18 菲律宾人民币债 01BC”和“19 菲律宾人民币债 01BC”。截至本报告出具日，“18 菲律宾人民币债 01BC”募集资金已按规定用途使用完毕，且发行人已于 2019 年 3 月按时付息；“19 菲律宾人民币债 01BC”募集资金净额已汇往境外并作为菲律宾国际储备的一部分，并将于 2020 年 5 月 20 日进行首次付息。

表 1 跟踪评级债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日
18 菲律宾人民币债 01BC	146	146	2018/3/23	2021/3/23
19 菲律宾人民币债 01BC	250	250	2019/5/20	2022/5/20

资料来源：Wind，联合资信整理

四、国家治理

杜特尔特总统的盟友在中期选举中大获全胜，有利于增强菲律宾的政策执行能力

自 2016 年上任以来，杜特尔特政府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；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。这些措施有效地改善了菲律宾所面临的内外部矛盾，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。

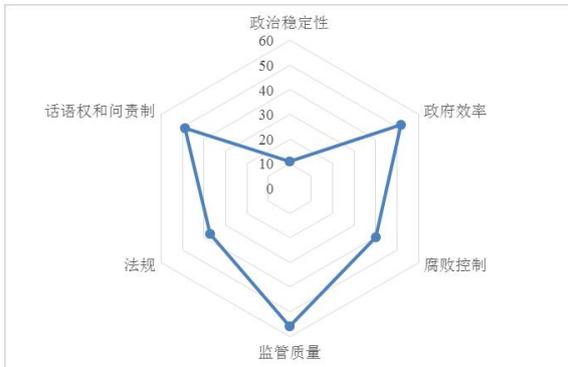
2019 年 5 月，菲律宾举行中期选举，包括了参议院 12 个议员席位的选举、众议院选举和省、市、地方选举。杜特尔特总统的盟友在选举中大获全胜，赢得了参议院 12 个席位中的 9 个，另外 3 个则由无党派人士获得。此次胜选表明了菲律宾民众对于杜特尔特总统的广泛支持度，也有利于增强菲律宾政府的政策执行能力。

国家治理水平小幅改善

根据世界银行发布的全球国家治理指数，2017 年菲律宾国家治理能力指数均值为 40.7，较 2016 年小幅上升，总体看菲律宾国家治理水平一般（图 1）。从具体指标来看，菲律宾在“政治稳定性”方面表现相对较差，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。随着杜特尔特政府不断加大对毒品、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。

图 1 菲律宾国家治理能力情况（2017 年）



数据来源：世界银行

五、宏观经济政策和表现

2018 年菲律宾经济增速有所放缓，但仍保持相对高速增长

2018 年，菲律宾名义 GDP 总量为 17.4 万亿菲律宾比索（3,309.1 亿美元），实际同比增长 6.2%，增速较 2017 年下降 0.5 个百分点。2018 年菲律宾经济增速放缓主要受家庭消费增速放缓和外需恶化的影响。具体来看，受通胀压力上升影响，家庭消费增速由上年的 5.9% 下滑至 5.6%，对经济增长的拉动作用有所减弱。由于进口增速（16.0%）大幅超过出口增速（13.4%），净出口对经济增长的拖累更加显著。另一方面，得益于政府推出的大规模基建计划，政府消费和固定投资增速分别高达 13.0% 和 12.9%，在一定程度上避免了经济增速的进一步下滑。尽管如此，菲律宾的经济增速仍处在相对较高水平（图 2）。

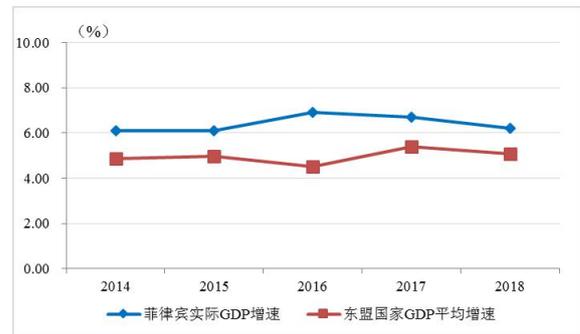
表 2 菲律宾宏观经济表现情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
名义 GDP (万亿菲律宾比索)	17.4	15.8	14.5	13.3	12.6
名义 GDP (亿美元)	3,309.1	3,136.2	3,049.0	2,927.7	2,845.9
实际 GDP 增长率 (%)	6.2	6.7	6.9	6.1	6.1
CPI 增幅 (%)	5.2	2.9	1.3	0.7	3.6
失业率 (%)	5.3	5.7	5.4	6.3	6.8

注：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

图 2 菲律宾经济增长情况



数据来源：菲律宾国家统计局，IMF

2019 年一季度，菲律宾实际 GDP 增长率为 5.6%，增速较上季度（6.3%）和上年同期（6.5%）均有不同程度的下滑。具体来看，得益于通胀压力的趋缓，家庭消费增速由上季度的 5.3% 提升至 6.3%，私人投资增速也得到很大程度提升（其中耐用设备投资增速由上季度的 2.3% 提升至 5.7%）。另一方面，受 2019 年国家预算审批推迟影响，政府消费增长有所趋缓；出口增速下滑幅度（由上季度的 14.4% 下滑至 5.8%）显著大于进口增速下滑幅度（由上季度的 12.4% 下滑至 8.3%），外需进一步恶化。

2018 年通胀压力大幅上升，但未来有望回归合理范围内

2018 年，菲律宾 CPI 增速为 5.2%，同比大幅上升 2.3 个百分点，显著高于东盟国家平均水平。2018 年菲律宾 CPI 增速大幅上升主要是受食品以及能源相关的商品价格上涨影响。尽管 2018 年菲律宾通胀水平高出其央行目标区间（2%~4%）上限 1.2 个百分点，仍处于相对可控水平。

2018 年以来，菲律宾政府实施了多种措施缓解通胀压力，例如简化农产品进口的行政程序等。与此同时，菲律宾央行在 2018 年 5 月至 11 月间将关键政策利率共提高了 175 个基点，以稳定通胀预期，防止通胀进一步上行。

2019 年 1-6 月，菲律宾平均 CPI 增速达到 3.4%，表明通胀压力得到一定程度的缓和。未来一段时期内，全球经济增速放缓及贸易摩擦持续

等因素将在一定程度上抑制菲律宾的通胀前景，而《大米关税法案》的通过也将在中短期内进一步降低稻米价格及通胀压力。基于上述原因，菲律宾的通胀表现有望在未来两年保持在央行目标区间之内。

图3 菲律宾通货膨胀情况



数据来源：菲律宾央行，IMF

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)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。2018年，菲律宾失业率下降至5.3%，较2017年下降0.4个百分点，继续向政府制定的就业目标（到2022年将失业率降至3.0%至5.0%范围内）靠近。具体来看，2018年青年失业人口同比减少约10%，主要原因在于菲律宾政府实施K-12基础教育计划后，基础教育年限延长至13年，同时由于政府对贫困儿童就读给予现金支持，更多的青少年选择留在或重返学校。另一方面，2018年10月的数据显示，菲律宾不充分就业率降至13.3%，为2006年以来的最低值，显示工作岗位质量有所改善。

2019年4月，菲律宾失业率进一步降低至5.1%。未来一段时期内，菲律宾政府将继续通过降低营商成本、放宽公共事业、零售贸易等行业以及国内市场准入等方面的外资限制等措施改善投资环境。菲律宾政府还将通过以下方式提高劳动人口的就业能力，提高个人的创收潜力：(1)通过继续教育和培训鼓励技能发展与更新；(2)加强就业便利化服务；(3)加强和扩大实习制、学徒制和双重培训计划；(4)鼓励妇女就业。此

外，菲律宾政府还推出了“2018-2022年国家技术教育和技能发展规划”，为政府实现就业相关目标制定了蓝图，有助于满足劳动力市场的技能需求。基于以上因素，菲律宾的失业率预计将在未来几年进一步降低。

未来一段时期内菲律宾经济增长有望保持稳定

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，而第一阶段综合税制改革计划将中低收入群体的个税税率从32%下调至20%~32%，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。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，杜特尔特政府计划到2022年将基建方面的投资增加至少7.5万亿菲律宾比索，政府在基建方面的支出相当于当年GDP的比重将由2019年的4.7%提升至2022年的7.0%。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，世界经济增速放缓以及贸易保护主义的抬头或将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，棉兰老地区再度延长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。

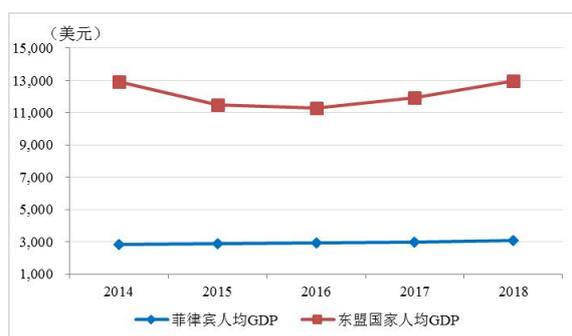
基于以上因素，联合资信预计菲律宾未来两年的GDP增长率将保持在6.0%~7.0%的区间内。同时，菲律宾失业率有望进一步降低，CPI增速也有望维持在菲律宾央行所设定的通胀目标范围之内(2%~4%)。

六、结构特征

2018年菲律宾人均GDP水平小幅上升，全球竞争力显著增强

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。2018年，菲律宾人均GDP达到3,104美元，较上年提高3.9%，但在全球范围内仍处于较低水平。和2006年~2010年间（约1,800美元）相比，菲律宾人均GDP水平已有显著提升，这主要得益于菲律宾经济近年来的强劲增长。

图4 菲律宾人均GDP情况



数据来源：菲律宾央行，IMF

菲律宾全球竞争力指数处于世界中等偏上水平。据世界经济论坛公布的《2018年全球竞争力报告》，菲律宾2018年全球竞争力指数得分为62.1，在参评的140个国家中排名56位。与2017年（68/135）相比，菲律宾的全球竞争力显著改善，主要受益于政府在提高行政审批效率方面所做的努力，同时税制、公司法等改革力度加大使得菲律宾营商环境有所改善。

2018年5月，杜特尔特政府签署颁布《营商便利法案》，大幅缩减菲律宾涉及许可和清关的审查机构数量，进一步整顿官僚主义作风。2018年10月，杜特尔特政府颁布了“第11版外国投资负面清单”，将5个领域²相关的活动向外资全面开放。得益于这些措施，预计菲律宾的投资环境和营商竞争力将得到进一步改善。

经济发展主要依赖于家庭消费，投资对经济增长贡献显著提升，经济结构具备较强的抗风险能力

2018年，菲律宾家庭消费支出和政府消费支

出占GDP的比值分别为68.5%和11.1%，前者较上年小幅下降0.4个百分点，后者则较上年提升0.6个百分点。虽然家庭消费对菲律宾经济的贡献有所减弱，但对经济的拉动作用依然强劲。从投资看，2018年资本形成总额占GDP的比值为30.8%，较上年提高1.9个百分点，其对经济增长的贡献度也从上年的2.6个百分点提升至4.0个百分点。随着基础设施建设计划的实施和投资环境的进一步改善，预计未来几年投资将实现更强劲的增长。从对外贸易看，2018年菲律宾贸易逆差不断扩大，净出口对GDP的贡献度降至-10.5%，较上年进一步降低2.2个百分点。

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，整体经济结构具备较强的抗风险能力。

服务业是菲律宾的支柱产业，其中服务外包业近年来发展迅猛

2018年，菲律宾三大产业占GDP的平均比例基本保持稳定，其中农业占比为8.1%，工业占比为34.1%，服务业占比为57.8%，形成以服务业为支柱、工业为补充的格局，而农业在GDP中的占比逐渐下滑，总体产业结构有所优化。

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近年来发展迅猛，并成为拉动经济增长、保障就业和缓解贫困的重要引擎。2018年，菲律宾服务外包业的产值达到212亿美元，较上年增长2.9%。截至2018年底，服务外包行业创造的直接就业岗位超过120万，为其它行业间接创造的就业岗位达到近400万。2019年一季度，服务外包业实现收入45亿美元，较上年同期增长2.8%。

除服务外包业以外，菲律宾旅游业近年来也发展较快。2018年，菲律宾入境外国游客数量达到约710万人次，较上年增长7.7%；旅游业收入达到69亿美元，较上年增长4.1%，成为菲律宾外汇来源的重要补充。

产业政策方面，菲律宾政府于2018年提出了“包容性创新工业战略”，旨在提升菲律宾工

² 健康中心；互联网商务；高等教育教学；正规教育体系以外的培训中心；借贷公司、融资公司和投资公司等。

业的全球竞争力。该战略涵盖了 12 个优先发展行业（电气及电子、汽车及零部件、航空零部件、IT 业务流程管理、电子商务等），将有利于菲律宾构建创新体系，创造更多的就业岗位及商机。2019 年 4 月，菲律宾政府通过了“菲律宾创新法案”，该法案设立了国家创新委员会，主要负责制定国家的创新目标、优先事项和长期国家战略，将有助于促进中小微企业国际化和参与地方和全球价值链。

2018 年外国直接投资（FDI）净流入有所减少，但侨汇收入保持稳定增长

受全球贸易保护主义倾向上升影响，2018 年菲律宾 FDI 净流入同比减少 4.4% 至 98 亿美元。具体来看，流入菲律宾的权益投资主要来源于新加坡、美国、香港、日本、中国等国家和地区，主要流向制造业、金融和保险、房地产、电气及空调供给、文化娱乐等行业。2019 年 1-4 月，菲律宾 FDI 净流入达到 29 亿美元，较上年同比大幅下滑 14.0%。

另一方面，菲律宾丰富的劳动力资源为其带来了大量的“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。2018 年，菲律宾海外侨汇收入达到 289 亿美元，较上年增长 3.1%；2019 年 1-5 月，海外侨汇收入达到 123 亿美元，同比增长 4.5%。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，拉动国内经济增长并增强了菲律宾抵御外部冲击的能力。

近年来菲律宾政府重点发展基础设施建设，但基础设施缺口较大仍是制约经济发展的重要因素

为转变经济增长模式并提高经济竞争力，菲律宾政府在“十项经济计划”中提出了以大规模基础设施建设为核心的经济发展计划，计划到 2022 年间将在基建方面投资至少 7.5 万亿菲律宾比索，基建投资占 GDP 的比值将从 2019 年的

4.9% 上升至 2022 年 7.0%。截至 2019 年 4 月底，菲律宾投资协调委员会（ICC）和国家经济和发展委员会（NEDA）已批准了 75 个基础设施旗舰项目中的 37 个，总投资额预计将达 1.6 万亿菲律宾比索。这些项目将被作为政府的优先事项得到推进，其中有多项大型项目由中国提供融资，包括长达 581 公里的马尼拉-比科尔国家铁路项目、新百年水源-卡利瓦大坝项目、埃斯特拉-潘塔里昂大桥项目、岷伦洛-王城内大桥和 71 公里的苏比克-克拉克铁路项目等。

表 3 基础设施旗舰项目进展情况（截至 2019 年 4 月底）

阶段	项目数量	预计投资 (亿菲律宾比索)
1. 开发阶段	24	5,280
2. 实施阶段	46	15,639
2.1 预算/融资	21	9,922
2.2 工程设计/采购	14	5,319
2.3 施工	11	399
3. 审核阶段	5	843
总计	75	21,762

数据来源：NEDA

此外，菲律宾在基建项目中还采用了政府和社会资本合作（Public-Private Partnership，简称“PPP”）模式，截至 2019 年 5 月底，政府批准的 PPP 项目达 17 个，总投资超过 61 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继续改善。但短期内，基础设施缺口较大仍是制约菲律宾经济发展的重要因素。

菲律宾银行业保持稳健，有利于金融环境稳定及经济长期增长

受益于较好的资产负债情况，近年来菲律宾银行业（综合银行和商业银行）资本充足率水平明显高于国际标准。截至 2018 年底，其银行业资本充足率为 15.4%，同比上升 0.4 个百分点。截至 2019 年 3 月底，银行业资本充足率进一步提升至 15.8%，显著高于央行监管要求（10%）及国际标准（8%），表明菲律宾银行业抗风险能力较强。

菲律宾银行业不良贷款率自 2012 年以来一直呈持续下降趋势，银行业信贷资产质量得到持续改善。截至 2018 年底，银行业不良贷款率为 1.3%，信贷资产质量较高。截至 2019 年 5 月底，银行业不良贷款率小幅上升至 1.6%，但仍处于较低水平。

从盈利指标看，菲律宾银行业总资产回报率（ROA）和总资本回报率（ROE）指标近年来保持稳定。2018 年，银行业 ROA 和 ROE 分别为 1.1% 和 9.4%。2019 年一季度，银行业 ROA 和 ROE 分别上升至 1.2% 和 9.6%，表明银行业的盈利状况得到小幅改善。

2019 年 2 月，菲律宾对央行宪章进行了修订，主要包括以下内容：将央行的监管范围扩大至更多类型的金融机构；将央行资本金从 500 亿菲律宾比索增加至 2,000 亿菲律宾比索；赋予央行发行短期票据的权力，以增强央行货币投放时机及规模的灵活性；赋予央行监管支付系统的权力，以提高货币及金融稳定性。此外，菲律宾政府还提出了一项关于确立伊斯兰银行监管法规及框架的法案，目前尚待总统签署。在此背景下，预计未来一段时期内菲律宾银行业的系统风险仍会保持在较低水平。

七、公共财政

综合税制改革的持续推进有望增强菲律宾财政可持续性

自 2018 年第一阶段税改方案开始实施以来，菲律宾政府持续与立法部门合作，努力推动后续各项税改计划的批准和实施。2019 年 2 月，第一阶段方案下的《税收特赦法案》³和《大米关税法案》正式得到批准并实施。此外，包括加征烟草消费税的第二阶段+方案已经得到参众两院的批准，目前尚待总统签署；包括降低公司所得税和财政激励措施合理化的第二阶段方案、包括财产估值和税收的第三阶段方案以及包括资本性收入和金融税收的第四阶段方案均已经得到众议

院的批准。这些措施将在未来进一步增加菲律宾财政的可持续性。

尽管政府财政收入水平较低，但财政赤字近年仍处于可控水平

2018 年，菲律宾政府财政收入为 2.9 万亿菲律宾比索，同比增长 15.2%；财政收入与 GDP 的比值为 16.4%，较上年提高 0.8 个百分点，但仍处于较低水平。具体来看，税收收入占政府财政收入的比重达到 90% 左右，财政收入来源较为稳定。得益于第一阶段税改方案的实施，2018 年菲律宾税收收入同比增长 14.0%，其中国内税收和海关税收分别同比增长 10.1% 和 29.4%，而非税收收入同比增速更是高达 27.8%。

2018 年，菲律宾政府财政支出为 3.4 万亿菲律宾比索，同比增长 20.7%；财政支出与 GDP 的比值为 19.6%，较上年提高 1.7 个百分点。财政支出的大幅增长主要为基础设施投资和社会服务支出增加所致，两者的同比增速分别达到 41.3% 和 22.1%。

菲律宾政府财政赤字保持在适中水平。2018 年，菲律宾政府财政赤字为 5,583 亿菲律宾比索，财政赤字相当于 GDP 的比值为 3.2%，较上年提高了 1.0 个百分点，但仍处于可控水平。

表 4 菲律宾财政收支状况

单位：万亿菲律宾比索/%

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
财政收入	2.9	2.5	2.2	2.1	1.9
财政收入/GDP	16.4	15.6	15.2	15.8	15.1
财政支出	3.4	2.8	2.5	2.2	2.0
财政盈余/GDP	19.6	17.9	17.6	16.7	15.7
财政盈余	-0.6	-0.4	-0.4	-0.1	-0.1
财政盈余/GDP	-3.2	-2.2	-2.4	-0.9	-0.6

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

2019 年上半年，菲律宾政府财政收入达到 1.5 万亿菲律宾比索，同比增长 9.7%；财政支出为 1.6 万亿菲律宾比索，同比减少 0.8%。财政支出减少主要受 2019 年国家预算审批推迟及中期选举的影响，为此菲律宾政府各部门已经承诺采

³ 对 2017 年及之前所有未缴纳的房产税、其它国内税及拖欠税款进行赦免。

取补救措施来加快推动财政支出计划。

政府债务保持在较低水平，债务结构不断优化

截至 2018 年底，菲律宾中央政府和一般政府债务总额分别为 7.3 万亿和 6.3 万亿菲律宾比索，相当于 GDP 的比值分别为 41.8% 和 36.0%，较上年底分别下降了 0.3 个和 0.6 个百分点，菲律宾政府债务整体仍处于较低水平。

截至 2019 年 5 月底，菲律宾中央政府债务达到 7.9 万亿菲律宾比索，较 2018 年底增长 8.5%。

近年来，菲律宾的债务结构持续改善。从期限结构来看，截至 2018 年底，菲律宾中央政府债务中的中长期债务占比达到 93.3%，平均剩余期限为 10.4 年，超过了政府设定的中期目标（7~10 年）上限，显示了菲律宾政府的短期偿债压力较小。从币种结构来看，菲律宾中央政府债务以本币债务为主，截至 2018 年底，本币债务占到了中央政府债务总额的 66.9%，受汇率波动的影响相对较小。从利率结构来看，固定利率债务占到了中央政府债务总额的 91.0%，面临的利率风险较为有限。

从或有负债看，菲律宾政府或有负债主要包括 PPP 项目相关的负债和政府提供担保的政府机构债。截至 2018 年底，菲律宾担保债务存量为 4,876 亿菲律宾比索，相当于 GDP 的比值为 2.8%，显示其面临的或有负债风险较低。

2018 年财政收入对中央政府和一般政府债务的保障能力得到小幅提升，未来几年有望保持稳定

菲律宾财政收入对中央政府和一般政府债务的保障能力一般。2018 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 39.1% 和 45.4%，较上年分别提升了 1.9 个和 2.6 个百分点，表明菲律宾政府偿还债务的能力得到小幅提升。

根据菲律宾政府制定的财政赤字计划，菲律

宾财政赤字率在 2019 年将控制在 3.2% 以内，2020 年~2022 年将控制在 3% 以内，这将为菲律宾政府债务可持续性提供保障。设定财政赤字上限的目的在于将投资用于更多提高生产效率的项目上，如公共基础设施和人力资本开发项目，从而扩大税基，并保持中央政府债务水平的下降趋势，以实现 2022 年降至 38.8% 的目标。基于以上因素，菲律宾政府的偿债能力在未来一段时期内有望保持稳定。

表 5 菲律宾政府债务情况

单位：万亿菲律宾比索/%

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
中央政府债务总额	7.3	6.7	6.1	6.0	5.7
中央政府债务总额/GDP	41.8	42.1	42.1	44.7	45.4
财政收入/中央政府债务总额	39.1	37.2	36.1	35.4	33.3
一般政府债务总额	6.3	5.8	5.0	4.8	4.6
一般政府债务总额/GDP	36.0	36.6	34.6	36.2	36.4
财政收入/一般政府债务总额	45.4	42.8	43.8	43.7	41.5

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

八、外部融资

2018 年对外贸易和经常账户逆差均有所扩大

从对外贸易表现来看，2018 年，菲律宾出口总额达到 891.4 亿美元，同比增长 2.9%；进口总额达到 1,276.9 亿美元，同比增长 8.1%，显著高于出口增速，主要受内需扩大影响。2018 年，菲律宾贸易赤字达到 385.4 亿美元，较上年大幅增加 22.3%。2019 年一季度，菲律宾的贸易赤字达到 92.1 亿美元，同比增长 19.3%。

从经常账户表现来看，2018 年，菲律宾经常账户收入达到 1,288.2 亿美元，同比增长 3.8%；经常账户赤字规模达到 78.8 亿美元，相当于 GDP 的比值为 2.4%，较上年提高 1.7 个百分点。2019 年一季度，菲律宾经常账户赤字达到 12.2 亿美元，相当于 GDP 的 1.5%。

由于吸收了大量外国投资，菲律宾国际投资

净头寸常年为负。截至 2018 年底，菲律宾的国际投资净头寸为-488.1 亿美元，相当于 GDP 的 -14.8%，较上年底进一步降低 1.2 个百分点。截至 2019 年 3 月底，菲律宾国际投资净头寸收窄至-421.7 亿美元，相当于 GDP 的比值为-12.6%。

表 6 菲律宾经常账户及国际投资情况

单位：亿美元/%

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
出口总额	891.4	866.5	739.4	722.6	753.2
进口总额	1,276.9	1,181.7	1,024.4	901.2	880.8
净出口	-385.4	-315.2	-285.1	-178.5	-127.5
CAR	1,288.2	1,241.3	1,089.1	1,058.5	1,075.5
CAB	-78.8	-21.4	-12.0	72.7	107.6
CAB/GDP	-2.4	-0.7	-0.4	2.5	3.8
国际投资净头寸	-488.1	-427.0	-279.9	-282.1	-409.0
国际投资净头寸/GDP	-14.8	-13.6	-9.2	-9.6	-14.4

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

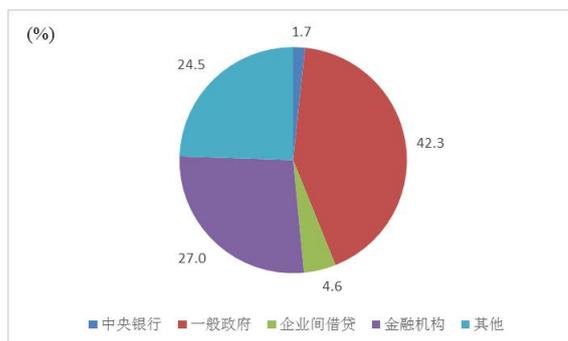
总体来看，菲律宾疲弱的对外贸易表现导致其经常账户出现赤字，或将对其创汇能力产生一定影响，但其经常账户仍然得到了侨汇收入、服务外包业和旅游业收入的有力支撑。

2018 年菲律宾外债总体保持在较低水平，但政府外债占比仍然较大

截至 2018 年底，菲律宾外债总额为 789.6 亿美元，同比增长 8.0%，外债总额相当于 GDP 的比值为 23.9%，较上年末小幅上升，但仍处于相对较低水平。截至 2019 年 3 月底，菲律宾外债总额小幅上升至 804.3 亿美元，较 2018 年底增加了 1.9%。

从外债结构看，菲律宾外债以政府外债为主。截至 2018 年底，菲律宾一般政府外债在外债总额中的占比为 42.3%，较 2017 年底降低了 0.2 个百分点，但占比仍然相对较高；金融机构和其他部门外债占比分别为 27.0%和 24.5%，前者同比上升 2.7 个百分点，后者则同比下降 1.7 个百分点；企业间借贷(4.6%)和中央银行(1.7%)外债占比仍处于较低水平。

图 5 菲律宾外债构成情况



数据来源：菲律宾央行、世界银行

从外债币种看，菲律宾外债大部分以外币计价。截至 2018 年底，以外币计价的外债占比达到 97.3%（以美元为主），以菲律宾比索计价的外债占比（2.7%）较小。

从外债期限看，菲律宾外债以中长期债务为主。截至 2018 年底，菲律宾中长期债务在外债总额中的占比为 79.7%，短期债务占比则为 20.3%，短期偿债压力适中。

2018 年菲律宾经常账户收入和外汇储备对外债的保障程度小幅降低，但仍处于很高水平

2018 年，菲律宾经常账户收入相当于外债总额的比值为 163.1%，较上年降低 6.7 个百分点，但仍处于很高水平，经常账户收入对外债的保障能力很强。

外汇储备方面，菲律宾外汇储备充足，对外债的保障能力较强。截至 2018 年底，菲律宾外汇储备为 791.9 亿美元，较上年底减少 2.9%；外汇储备相当于外债总额的比值为 100.3%，较上年底降低逾 10 个百分点。截至 2019 年 3 月底，菲律宾外汇储备反弹至 836.1 亿美元，外汇储备相当于外债总额的比值上升至 104.0%。2019 年 3 月，菲律宾通过了“加强外汇储备法案”，对国内小型金矿向央行出售黄金免征消费税和所得税，这将有助于菲律宾外汇储备的进一步增长。

表 7 菲律宾外债情况

单位: 亿美元/%

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
外债总额	789.6	731.0	747.6	774.7	776.7
外债总额/GDP	23.9	23.3	24.5	26.5	27.3
政府外债总额	333.7	310.4	305.5	308.1	314.5
政府外债/外债总额	42.3	42.5	40.9	39.8	40.5
CAR/外债总额	163.1	169.8	145.7	136.6	138.5
外汇储备	791.9	815.7	806.9	806.7	795.4
外汇储备/外债总额	100.3	111.6	107.9	104.1	102.4

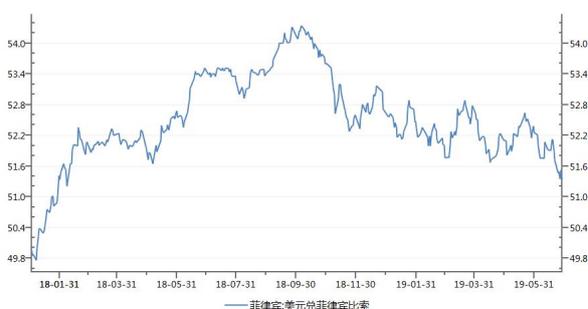
数据来源: 菲律宾央行、世界银行

2018年菲律宾比索小幅贬值, 但对外债偿付能力的影响有限

2018年以来, 受美联储加息的影响, 菲律宾和其他新兴市场国家一样持续面临较大的货币贬值压力, 但菲律宾比索的贬值幅度与其他新兴市场国家货币相比相对较小, 这主要得益于菲律宾经济强劲增长、外债水平可控以及外部融资渠道良好。根据菲律宾央行的数据, 2018年菲律宾比索兑美元的贬值幅度大约为4.3%, 菲律宾比索的贬值对菲律宾的外债偿付能力的负面影响有限。

2019年上半年, 菲律宾比索兑美元升值约2.6%, 扭转了2018年以来的贬值态势, 主要得益于菲律宾国内通胀压力趋缓、美联储持续趋向“鸽派”及中美贸易谈判进展短时期提振市场情绪等因素。未来一段时期内, 在美联储降息预期上升、菲律宾经济保持强劲增长的背景下, 菲律宾比索汇率有望保持稳定。

图 6 美元兑菲律宾比索走势图



数据来源: 菲律宾央行

总体看, 菲律宾外债水平保持在可控的水平, 外债偿付的能力较强, 主要外债指标均处于

合理水平。

九、偿债能力分析

2018年以来中菲政治经济关系进一步改善, 为存续债券的偿还提供了良好的外部条件

2018年以来, 中菲高层政治往来持续增多, 两国关系进一步改善。2018年11月, 中国国家主席习近平对菲律宾进行了国事访问, 双方决定将两国关系升级为“全面战略合作关系”, 并签署了包括《关于共同推进“一带一路”建设的谅解备忘录》在内的多项合作协议。2019年4月, 杜特尔特总统参加了在北京举办的第二届“一带一路”国际合作高峰论坛, 并分别会见了习近平主席和李克强总理, 双方同意进一步加强在基建、贸易、投资、人员交流及地区合作等方面的合作。

2018年以来, 中菲双边贸易及投资状况也取得明显改善。2018年, 中菲双边贸易总额达到301亿美元, 较上年增长18.1%, 其中菲律宾对中国出口额增长8.5%至87亿美元, 从中国的进口额增长22.5%至214亿美元。2019年1-5月, 中菲双边贸易额进一步扩大, 菲律宾对中国出口额小幅增长8.1%至38亿美元, 从中国的进口额增长18.7%至99亿美元。

投资方面, 2018年, 中国对菲律宾的投资净额达到近2亿美元, 较2017年的0.3亿美元显著提升, 这也使得中国成为菲律宾的第四大FDI来源国。2019年前四个月, 中国成为菲律宾最大的FDI来源国, 对菲律宾的投资净额达到近0.9亿美元。

总体看, 中菲双方政治及经贸合作的不断加深为存续债券的偿还提供了良好的外部条件。

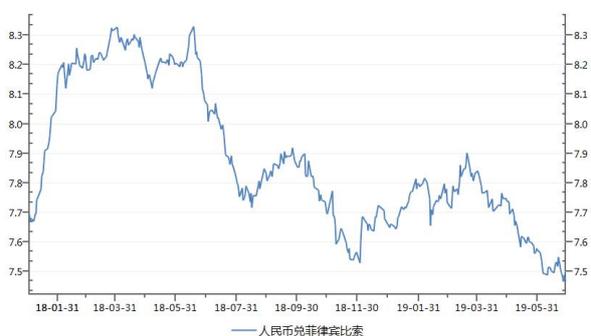
中菲金融领域合作进一步加深, 存续债券面临的汇兑风险较为有限

2018年10月, 中国银行马尼拉分行和菲律宾13家银行签署了一份协议备忘录, 以建立菲律宾人民币交易社群并推动人民币和比索的直接外汇交易, 这将有助于减小双边汇率波动, 提

高对外贸易结算效率。

从菲律宾比索兑人民币的汇率来看，2018年上半年，菲律宾比索兑人民币的贬值幅度约为5.8%，但自2018年下半年以来菲律宾比索有所走强，在一年的时间内升值幅度达到7.5%左右（见图7）。未来一段时期内，在菲律宾经济保持强劲增长及两国货币开启直接交易的背景下，双边汇率波动有望减小，存续债券面临的汇兑风险较为有限。

图7 人民币兑菲律宾比索走势图



数据来源：菲律宾央行

存续债券到期不能偿付的风险极低

从偿债保障情况看，“18 菲律宾人民币债 01BC”和“19 菲律宾人民币债 01BC”两期存续债券余额合计为 39.6 亿元人民币，相当于 2018 年底菲律宾政府外债总额的 1.8% 左右。存续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 2018 年的财政收入（2.9 万亿菲律宾比索）相当于存续债券余额的 90 倍左右，外汇储备（截至 2018 年底为 791.9 亿美元）相当于存续债券发行规模的 130 倍左右，均对存续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，这都将为存续债券的偿还提供稳定的保障。

综合评估，联合资信确定维持“18 菲律宾人民币债 01BC”和“19 菲律宾人民币债 01BC”信用等级为 AAA。

附件 1 菲律宾主要数据

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
宏观数据					
GDP (万亿菲律宾比索)	17.4	15.8	14.5	13.3	12.6
GDP (亿美元)	3,309.1	3,136.2	3,049.0	2,927.7	2,845.9
实际 GDP 增速 (%)	6.2	6.7	6.9	6.1	6.1
CPI 增幅 (%)	5.2	2.9	1.3	0.7	3.6
失业率 (%)	5.3	5.7	5.4	6.3	6.8
结构特征					
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	8.1	8.5	8.8	9.5	10.0
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	34.1	34.0	33.9	33.5	33.4
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	57.8	57.5	57.4	57.0	56.6
家庭消费在 GDP 中的占比 (%)	68.5	68.9	69.5	69.3	69.1
政府消费在 GDP 中的占比 (%)	11.1	10.5	10.5	10.3	10.2
资本形成总额在 GDP 中的占比 (%)	30.8	28.9	28.2	24.2	21.7
净出口在 GDP 中的占比 (%)	-10.5	-8.3	-8.2	-3.8	-1.0
人均 GDP (美元)	3,104	2,989	2,953	2,883	2,849
银行业资本充足率 (%)	15.4	15.0	15.1	15.8	16.2
银行业不良贷款率 (%)	1.3	1.2	1.4	1.6	1.8
银行业 ROA (%)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
银行业 ROE (%)	9.4	10.0	10.5	9.8	11.0
公共财政					
财政收入 (万亿菲律宾比索)	2.9	2.5	2.2	2.1	1.9
财政收入/GDP (%)	16.4	15.6	15.2	15.8	15.1
财政支出 (万亿菲律宾比索)	3.4	2.8	2.5	2.2	2.0
财政支出/GDP (%)	19.6	17.9	17.6	16.7	15.7
财政盈余 (万亿菲律宾比索)	-0.6	-0.4	-0.4	-0.1	-0.1
财政盈余/GDP (%)	-3.2	-2.2	-2.4	-0.9	-0.6
中央政府债务总额 (万亿菲律宾比索)	7.3	6.7	6.1	6.0	5.7
中央政府债务总额/GDP (%)	41.8	42.1	42.1	44.7	45.4
财政收入/中央政府债务总额 (%)	39.1	37.2	36.1	35.4	33.3
一般政府债务总额 (万亿菲律宾比索)	6.3	5.8	5.0	4.8	4.6
一般政府债务总额/GDP (%)	36.0	36.6	34.6	36.2	36.4
财政收入/一般政府债务总额 (%)	45.4	42.8	43.8	43.7	41.5
外部融资					
商品和服务出口总额 (亿美元)	891.4	866.5	739.4	722.6	753.2
商品和服务进口总额 (亿美元)	1,276.9	1,181.7	1,024.4	901.2	880.8
商品和服务净出口额 (亿美元)	-385.4	-315.2	-285.1	-178.5	-127.5
经常账户收入 (亿美元)	1,288.2	1,241.3	1,089.1	1,058.5	1,075.5
经常账户余额 (亿美元)	-78.8	-21.4	-12.0	72.7	107.6
经常账户余额/GDP (%)	-2.4	-0.7	-0.4	2.5	3.8
国际投资净头寸 (亿美元)	-488.1	-427.0	-279.9	-282.1	-409.0
国际投资净头寸/GDP (%)	-14.8	-13.6	-9.2	-9.6	-14.4
外债总额 (亿美元)	789.6	731.0	747.6	774.7	776.7
外债总额/GDP (%)	23.9	23.3	24.5	26.5	27.3

政府外债总额（亿美元）	333.7	310.4	305.5	308.1	314.5
政府外债/外债总额（%）	42.3	42.5	40.9	39.8	40.5
经常账户收入/外债总额（%）	163.1	169.8	145.7	136.6	138.5
外汇储备（亿美元）	791.9	815.7	806.9	806.7	795.4
外汇储备/外债总额（%）	100.3	111.6	107.9	104.1	102.4

数据来源：IMF、世界银行、菲律宾财政部、菲律宾国库司、菲律宾国家统计局、菲律宾央行

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。