

克罗地亚共和国信用评级报告

评级结果

长期外币信用等级: A_{i-}

长期本币信用等级: A_{i-}

评级展望: 稳定

评级时间

2018年12月6日

主要数据

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(亿美元)	547.58	516.35	495.19	576.83	581.58
实际GDP增速(%)	2.92	3.54	2.40	-0.09	-0.49
CPI增幅(%)	1.13	-1.13	-0.46	-0.22	2.22
失业率(%)	12.43	14.96	17.07	19.28	19.81
人均GDP(美元)	13,271.38	12,370.61	11,779.01	13,610.80	13,664.97
财政盈余/GDP(%)	0.82	-0.75	-3.34	-5.35	-5.26
政府债务/GDP(%)	77.85	82.28	85.27	85.71	81.63
财政收入/政府债务(%)	60.00	56.03	52.11	49.76	52.35
外债总额/GDP(%)	87.76	85.06	99.78	97.70	108.61
CAR/外债总额(%)	73.24	66.61	56.59	53.59	45.20
外汇储备/外债总额(%)	39.16	32.43	30.29	27.37	28.13

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:

李为峰 张强

联合资信评估有限公司

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”)对克罗地亚共和国(以下简称“克罗地亚”)的主权信用进行了首次评级, 评定其长期本、外币信用等级为A_{i-}, 评级展望为稳定。该评级结果表示克罗地亚的主权信用风险较低, 按期偿付债务本息的能力较强。

克罗地亚政治体制较为完善, 国家治理能力较强, 近年来政局有所波动, 但未来有望逐步趋稳。近年来经济增速明显提升, 失业率持续下降, 但仍处于较高水平, 且劳动力不足的问题仍将限制其经济增长潜力。作为一个中等发达经济体, 克罗地亚国家竞争力水平一般, 经济结构和产业结构保持稳定, 但对旅游行业过于依赖使其经济易受外部环境变化的影响。克罗地亚银行业存在一定风险, 多数银行为外资控股且不良贷款率较高。得益于财政政策的收紧及经济增长的复苏, 克罗地亚财政实现了扭亏为盈, 政府债务水平由升转降, 财政收入对政府债务的保障能力也有所提升。近年来克罗地亚对外贸易和经常账户持续保持盈余, 外债水平有所下降, 且经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力持续增强。

优势

- 近年来政府财政状况大幅改善, 政府债务水平有望持续下降;
- 人均GDP水平相对较高;
- 国家治理能力相对较强, 且各方面表现较为均衡;
- 对外贸易和经常账户持续顺差, 经常项目收入和外汇储备对外债的保障能力持续增强。

关注

- 经济增长对旅游业较为依赖, 易受外部经济环境变化的影响;
- 银行业不良贷款率仍处于较高水平;
- 人口老龄化、劳动力外流、劳动力供需不平衡等问题仍将限制克罗地亚的经济增长潜力;
- 外债水平有所下降但仍处于较高水平, 且政府外债占比相对较大。

一、国家概况

克罗地亚共和国位于欧洲中南部、巴尔干半岛西北部，西临亚得里亚海，国土面积 5.65 万平方公里，行政区域划分为 20 个县及首都萨格勒布。截至 2017 年底，克罗地亚全国总人口约 415 万，其中 90% 以上为克罗地亚族。克罗地亚是联合国、世界贸易组织、欧洲联盟（以下简称“欧盟”）、北大西洋公约组织、地中海联盟等国际或区域性组织的重要成员国，但尚未加入欧元区，其官方货币为库纳。

二、国家治理

政治体制较为完善，近年来政局有所波动，但未来有望逐步趋稳

1991 年 10 日，克罗地亚宣布独立，南斯拉夫正式解体。独立之初，克罗地亚沿用了 1990 年制定的宪法，实行半总统制。2000 年 11 月，克罗地亚议会通过宪法修正案，改半总统制为议会内阁制，奉行立法、司法、行政三权分立原则。2001 年 3 月，议会再度修宪，决定取消省院，改两院制为一院制。

议会是国家最高权力机构，实行一院制，议员人数在 100 至 160 人之间，通过直选产生，任期四年。总统是国家元首，由国民直接选举，任期五年，最多可连任两届。2015 年 1 月，科琳达·格拉巴尔·基塔罗维奇当选总统，成为克罗地亚独立以来的首位女总统。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，由总统提名，经议会选举产生。根据总理的建议，总统有权任命和解除政府副总理和政府成员的职务，但需经议会的审批。司法体系方面，克罗地亚设有宪法法院和最高法院，此外还设有县级法院、市级法院、行政法院等。

克罗地亚实行多党制，主要政党包括民主共同体、社会民主党、桥党、人民党等。2016 年 9 月，克罗地亚举行提前议会选举，民主共同体在组阁过程中获中小党派广泛支持，同桥党组成新一届联合政府。2016 年 10 月，民主共同体主席安德烈·普连科维奇宣誓就任总理，并将经济增长、创造就业、人口增长、社会公正团结作为四大执政目标。2017 年 5 月，克罗地亚最大私营零售企业阿格罗科尔集团债务危机引发执政联盟内部矛盾激化，桥党退出政府，随后民主共同体与在野党人民党结盟，成功重组政府并继续执政。2017 年 11 月，克罗地亚最大反对党社会民主党就阿格罗科尔集团债务危机向议会发起了对政府不信任案。虽然这一不信任案在投票后遭到了否决，但 151 名议员中 59 人投了不信任

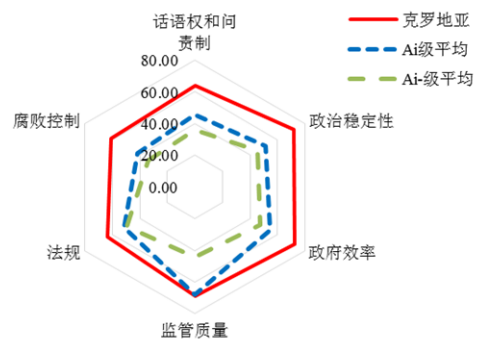
票还是在一定程度上反映了本届政府面临的执政危机。

随着阿格罗科尔集团于 2018 年 6 月与大多数债权人达成和解协议，由阿格罗科尔集团债务危机引发的政治动荡也有望逐渐平息，克罗地亚政局有望逐步趋稳。

国家治理能力较强，且各方面表现较为均衡

根据世界银行发布的国家治理指数，2017 年，克罗地亚国家各项治理能力百分比排名均值为 66.98，较 2016 年小幅提升。具体来看，克罗地亚在各项指标方面的表现较为均衡，在“政治稳定性”和“监管质量”方面的排名均有明显提升。从图 1 可以看出，克罗地亚的国家治理能力显著高于 A_i 级和 A_i- 级国家的平均水平。

图 1：2017 年克罗地亚国家治理能力



数据来源：世界银行

三、宏观经济政策与表现

近年来经济增速明显提升，但经济增长的波动性较大，且预计未来将逐步趋缓

由于经济体量相对较小且对外开放程度较高，克罗地亚经济极易受到外部经济环境变化的影响。受 2009 年全球金融危机及 2012 年欧洲危机影响，克罗地亚经济自 2009 年起陷入了长达 6 年的衰退。2015 年以来，得益于欧盟经济的回暖及国内消费的持续复苏，克罗地亚经济终于由衰退转为增长，2015 年和 2016 年 GDP 增速分别达到 2.40% 和 3.54%。

2017 年，克罗地亚 GDP 总量达到 3,651.57 亿库纳（或 547.58 亿美元），实际经济增速为 2.92%，较 2016 年下降了 0.62 个百分点。具体来看，得益于减税措施的实施、工资水平的持续上升及旅游相关消费的大幅增长，2017 年克罗地亚居民消费同比增长 3.60%，成为拉动克罗地亚经济增长的主要动力；政府消费同比增长 2.71%，

较 2016 年增速 (0.67%) 明显提升; 固定资本形成总额同比增长 3.79%, 较 2016 年增速 (6.45%) 明显下滑, 但对经济的拉动作用仍然较强; 出口同比增速为 6.40%, 低于进口同比增速 (8.14%), 对经济增长的拉动作用有所减弱。

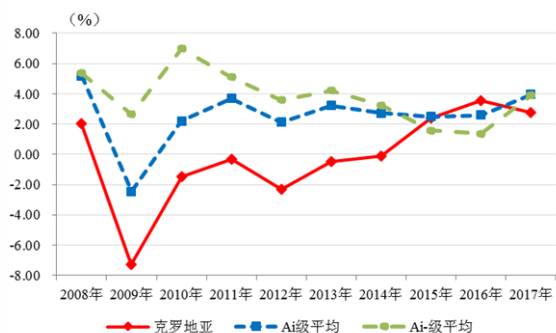
2013 年~2017 年, 克罗地亚 GDP 近 5 年平均年增长率为 1.62%, 低于 A_i 级和 A_{i-} 级国家的平均水平 (分别为 3.00% 和 2.86%), 且波动性 (10 年 GDP 增长率的标准差, 为 3.18%) 也较 A_i 级和 A_{i-} 级国家的平均水平 (分别为 2.00% 和 1.74%) 高。总体上看, 近年来克罗地亚经济增速明显提升, 但经济增长的波动性相对较大。

表 1: 2013~2017 年克罗地亚经济表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
名义 GDP (亿库纳)	3,651.57	3,513.47	3,396.16	3,315.69	3,317.85
名义 GDP (亿美元)	547.58	516.35	495.19	576.83	581.58
实际 GDP 增速 (%)	2.92	3.54	2.40	-0.09	-0.49
CPI 增幅 (%)	1.13	-1.13	-0.46	-0.22	2.22
失业率 (%)	12.43	14.96	17.07	19.28	19.81

数据来源: 克罗地亚央行、IMF

图 2: 2008~2017 年克罗地亚实际 GDP 增长率



数据来源: IMF

2018 年一季度和二季度, 克罗地亚实际 GDP 同比增速分别达到 2.49% 和 2.90%, 经济总体保持平稳增长。2018 年, 政府仍将引入新的减税政策, 且政府与工会达成的服务业雇员涨薪协议也将生效, 将对克罗地亚私人消费形成有力的支撑, 但这些措施对私人消费的刺激作用有望在 2019 年之后逐步趋弱; 在政府审慎财政政策得以延续的情况下, 政府消费对经济的拉动作用也将持续减弱; 在政府持续减轻企业行政及税收负担的情况下, 私人投资意愿有望持续上升, 基建投资也有望持续增加 (如佩列沙茨大桥项目), 再加上欧盟资金的持续流入, 固定资本形成总额对经济增长的拉动作用有望持续增强; 随着加入欧盟对于出口增长的利好作用逐步趋弱, 再加上国内经济增长对进口的需求维持高位, 预计未来

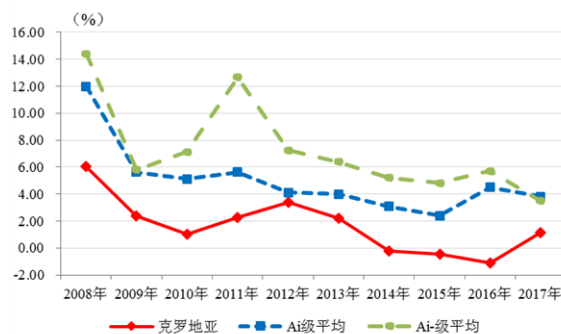
一段时期内净出口对经济增长的拉动作用也将有所减弱。综合以上因素, 预计 2018 年克罗地亚经济增速有望保持在 2.80% 左右的水平, 但自 2019 年以后将逐步下滑至 2.50% 左右。

克罗地亚摆脱通缩状态, 但通胀水平仍然较低

2014 年以来, 在国际油价大幅走低的背景下, 克罗地亚陷入了长达三年的通货紧缩状态。2017 年, 得益于国际油价及食品价格的持续上涨, 克罗地亚全年 CPI 增幅达到 1.13%, 摆脱了通货紧缩状态, 但由于克罗地亚自 2017 年起降低了用电的增值税率, 电价对通胀的回升起到一定负面作用。与 A_i 级和 A_{i-} 级国家的平均水平相比, 克罗地亚的通胀水平明显偏低。

2018 年以来, 克罗地亚月度通胀水平持续上升, 至 6 月升至 2.40%, 为近五年来的最高水平。预计克罗地亚全年 CPI 增幅有望达到 1.50% 左右。

图 3: 2008~2017 年克罗地亚 CPI 增长率



数据来源: IMF

失业率持续下降, 但仍处于较高水平, 且面临人口老龄化、劳动力外流、劳动力供需不平衡等问题, 限制克罗地亚的经济增长潜力

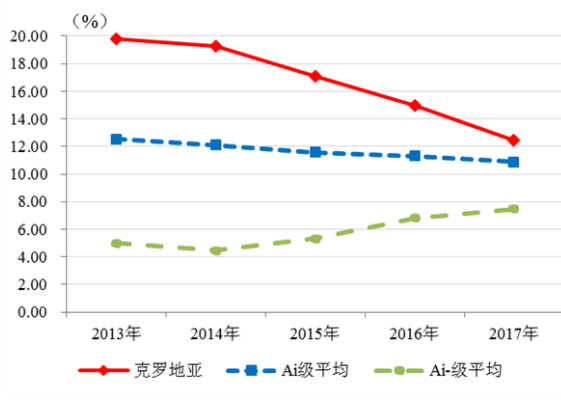
受经济持续负增长影响, 2009 年以来克罗地亚失业率持续上升, 并在 2013 年达到了 19.81% 的历史高位。2014 年以来, 得益于经济状况的好转及政府积极的就业政策 (如为旅游业的季节性工作人员提供培训等), 克罗地亚失业率开始持续下降, 至 2017 年降低至 12.43%, 较 2016 年下降逾 2.50 个百分点, 但仍处于较高水平。与 A_i 级和 A_{i-} 级国家的平均水平相比, 克罗地亚的失业率水平明显偏高。

除失业率较高以外, 克罗地亚劳动力市场还面临诸多结构性问题。自 1998 年以来, 克罗地亚人口死亡率就持续高于出生率, 再加上近年来大量劳动力人口因本国薪资水平较低而迁往欧盟地区的其它国家 (主要为德

国), 克罗地亚人口总量近年来持续萎缩。另一方面, 克罗地亚人口老龄化也呈急剧上升之势, 2017 年 65 岁及以上人口占总人口的比例已达 19.72%, 这不仅加剧了政府的养老负担, 也使得克罗地亚的劳动人口持续萎缩。尽管克罗地亚的失业率处于高位, 但仍面临劳动力不足的问题, 主要是因为克罗地亚的劳动力教育水平偏低且缺乏技能所致。此外, 克罗地亚临时工所占比例也较高, 2017 年就业人员签订临时雇佣合同的比例为 20%, 其中年轻人签订临时雇佣合同的比例更是高达 60.89%。

为解决这些问题, 克罗地亚政府持续加强对劳动力的职业培训, 并放宽了引入外国劳工的限制。2017 年 12 月, 克罗地亚政府决定将 2018 年外国劳工雇佣许可配额增加至 3.1 万名, 其中包括新增雇佣 2.2 万名, 主要集中在建筑业。这些措施将在一定程度上缓解克罗地亚劳动力不足的问题, 但从长期来看这些问题仍将限制克罗地亚的经济增长潜力。

图 4: 2013~2017 年克罗地亚失业率



数据来源: IMF

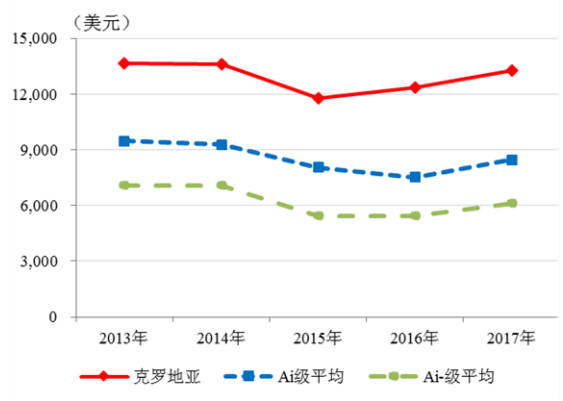
四、结构特征

克罗地亚人均 GDP 水平相对较高, 国家竞争力水平一般

克罗地亚是一个中等发达经济体, 近年来人均 GDP 一直维持在 1 万美元以上的水平。2017 年, 得益于克罗地亚经济的持续复苏及库纳兑美元汇率的回升, 克罗地亚人均 GDP 达到 13,271.38 美元, 较上年增长了逾 7%, 远高于 Ai 级和 Ai- 级国家的平均水平。

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》, 2017 年克罗地亚的全球竞争力指数为 4.19, 在全球 137 个经济体中排名第 74 位, 较 2016 年持平, 表明其在全球范围内的国家竞争力水平一般, 尤其在政府办事效率方面表现较差。

图 5: 2013~2017 年克罗地亚人均 GDP



数据来源: IMF

经济结构和产业结构总体保持稳定, 但对旅游业的依赖性较强, 易受外部环境变化的影响

近年来, 克罗地亚经济结构总体保持稳定。2013~2017 年, 居民消费支出和政府消费支出占 GDP 的比值平均为 58.16% 和 19.91%, 两者均呈小幅下降之势; 资本形成总额对 GDP 的贡献度总体呈上升之势, 2017 年达到 20.93%, 较 2013 年提升了逾 1.50 个百分点; 净出口对 GDP 的贡献度长期为正, 2017 年其占 GDP 的比值为 2.25%。

产业结构方面, 近年来克罗地亚产业结构保持稳定, 三大产业增加值在 GDP 中的占比分别为 3%、22% 和 58% 左右 (此外还有生产税减产品补贴, 占 GDP 的 17% 左右)。克罗地亚旅游资源丰富, 旅游业产值占到其 GDP 总量的 15% 以上。2017 年, 克罗地亚接待本国和外国游客 1,850 万人次, 同比增长 13% 左右, 实现收入 95 亿欧元, 同比增长 10% 左右。2018 年以来, 得益于土耳其、北非等周边旅游目的国政局不稳及本国在世界杯上的战绩优异吸引全球目光等因素, 克罗地亚旅游业有望得到进一步的发展和提高。

由于旅游业对天气和气候因素的依赖性较强, 且易受到国际政治和经济环境变化的影响, 因此旅游业具有较强的不稳定性, 这也会在一定程度上加大克罗地亚经济的波动性。

银行业存在一定风险, 多数银行为外资控股且不良贷款率较高

克罗地亚共有 25 家商业银行和 5 家住房储蓄银行, 其中最大的 6 家银行持有银行业总资产的 80% 左右, 而 15 家外资银行则持有银行业总资产的 90% 左右, 银行业

集中程度较高。作为中央银行，克罗地亚国家银行的主要目标是维持物价及金融系统的稳定性，此外还承担了以下职责：执行货币政策；管理外汇储备并发行货币库纳；审核并监管金融机构等。2013年克罗地亚加入欧盟后，克罗地亚国家银行也加入了欧洲中央银行系统。

2009年全球金融危机之后，克罗地亚银行业的不良贷款率迅速上升至10%以上的较高水平，并在2014年达到16.70%的历史高点之后开始缓慢下降。2017年，克罗地亚银行业全年处置不良资产84亿库纳，使得不良贷款率在2017年底下降至11.20%，较2016年底下降了2.41个百分点，但仍处于较高水平，银行业资产质量总体较差；银行业资本充足率呈持续上升之势，截至2017年底达到23.23%，在整个欧盟地区位居前列；受欧盟地区低息环境持续及阿格罗科尔集团相关风险拨备增加的影响，克罗地亚银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）均有所下滑，截至2017年底分别达到1.07%和7.37%，银行业盈利状况不容乐观。

总体看，克罗地亚银行业存在一定风险，未来克罗地亚银行业的主要工作仍然在于进一步降低不良贷款率，但目前银行系统仍缺乏不良贷款自动处置的明确标准，我们将对此问题保持持续关注。

五、公共财政实力

得益于财政政策的收紧及经济增长的复苏，克罗地亚财政实现了扭亏为盈

2009年全球经济危机之后，受国内经济陷入衰退影响，克罗地亚财政赤字猛增，财政赤字相当于GDP的比值连续多年保持在5%以上的较高的水平。在加入欧盟之后，2014年欧洲委员会对克罗地亚设置了超额赤字程序（EDP），克罗地亚政府开始严格控制财政开支，收紧财政政策。再加上2015年以来克罗地亚经济持续复苏，克罗地亚财政状况持续好转，并于2017年6月正式退出超额赤字程序。

与此同时，为促进经济增长并提高经济的竞争力，克罗地亚政府实施了大规模的税改方案，主要包括以下措施：增值税率由三级（25%、13%和5%）简化为两级（25%和13%），增值税系统自动申报期限由5年减为3年；企业所得税由20%降至18%，收入低于300万库纳的企业则可进一步降低至12%，取消再投资收益税收补贴；个人所得税由三级（40%、25%和12%）简化并降低为两级（36%和24%），个人基本补贴由2,600库纳增加至3,800库纳等。这些措施大部分于2017年起开始实施，其余措施将于2018年或2019年起开始实施。

得益于上述措施及经济的持续复苏，2017年，克罗地亚政府实现财政收入1,705.55亿库纳，同比增长了5.30%，相当于当年GDP的46.71%，主要得益于增值税的大幅增加。从税收结构来看，税收收入占到财政收入的55%左右，其余为社保收入、财产收入等，财政收入来源较为稳定。

财政支出方面，由于克罗地亚政府严格控制财政支出，近年来财政支出虽总体保持增长态势，但增速明显不及财政收入的增速。2017年，克罗地亚财政支出为1,675.55亿库纳，同比增长1.78%，大大低于财政收入的增速。从财政支出的结构来看，克罗地亚政府的财政支出主要用于雇员报酬、中间消费、社保支出、利息支出等方面，其中社保支出和雇员报酬分别占到财政支出总额的35%和25%左右。

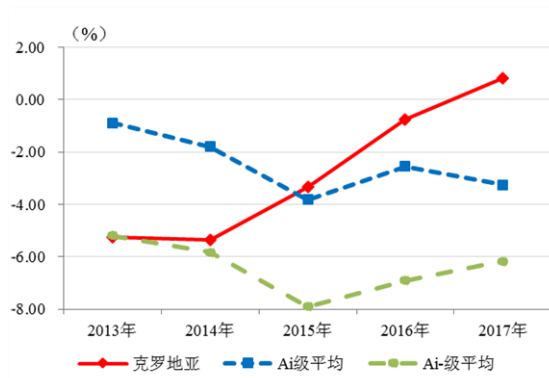
得益于财政收入的持续增长及对财政支出的严格控制，克罗地亚政府财政赤字自2015年以来大幅缩减。2017年，克罗地亚政府财政实现了扭亏为盈，财政盈余达到30.00亿库纳，相当于GDP的比值为0.82%，财政状况得到了明显的改善。从图6可以看出，2015年以来克罗地亚的财政赤字水平开始显著低于A_i级和A_i-级国家的平均水平。

表 2：2013~2017 年克罗地亚政府财政表现

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
财政收入(亿库纳)	1,705.55	1,619.77	1,508.91	1,414.11	1,417.95
财政收入/GDP (%)	46.71	46.10	44.43	42.65	42.74
财政支出(亿库纳)	1,675.55	1,646.23	1,622.37	1,591.36	1,592.41
财政支出/GDP (%)	45.89	46.85	47.77	47.99	48.00
财政盈余(亿库纳)	30.00	-26.46	-113.46	-177.26	-174.46
财政盈余/GDP (%)	0.82	-0.75	-3.34	-5.35	-5.26

数据来源: IMF

图 6：2013~2017 年克罗地亚财政盈余占 GDP 比重



数据来源: IMF

近年来政府债务水平先升后降，债务结构较为合理，面临的或有负债风险较小

受持续的高额财政赤字影响，2009年以来克罗地亚政府债务水平迅速上升，2014年上升至85.71%的历史高点。在加入欧盟后，克罗地亚根据超额赤字程序的要求开始严格控制政府债务，自2015年以来政府债务水平开始逐步下降。截至2017年底，克罗地亚一般政府债务总额为2,842.63亿库纳，相当于GDP的比值为77.85%，较上年下降了逾4个百分点，但距离欧盟设定的60%的要求还有一定距离。从图7可以看出，克罗地亚政府债务水平高于A_i级和A_i-级国家的平均水平。

从政府债务结构来看，克罗地亚政府债务中绝大部分为中央政府债务，其占比达到97%以上，其余为地方政府债务。从币种构成来看，克罗地亚政府债务中以本币库纳计价的债务占比为24.6%，欧元计价债务占比高达71.9%（另有3.5%的债务为美元计价），但由于克罗地亚是欧盟成员国且有加入欧元区的计划，因此其政府债务面临的汇兑风险相对较小。从债务期限来看，截至2017年底，克罗地亚政府债务中短期债务占比仅为7.1%，而10年期及以上债务占比高达41.3%，因此其面临的短期偿还压力较小。

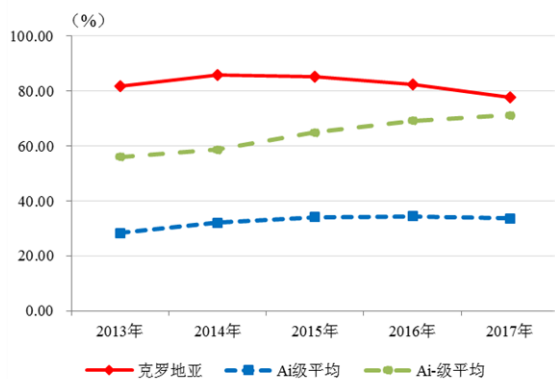
或有负债方面，在克罗地亚加入欧盟之后，很大一部分国企负债被归入了一般政府债务，因此其面临的或有负债风险相对较小。截至2016年底，克罗地亚政府或有负债相当于GDP的比值仅为10.7%，在欧盟地区属于较低水平。

表3：2013~2017年克罗地亚一般政府债务情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
政府债务总额(亿库纳)	2,842.63	2,890.76	2,895.81	2,841.83	2,708.41
政府债务总额/GDP (%)	77.85	82.28	85.27	85.71	81.63
财政收入/政府债务总额 (%)	60.00	56.03	52.11	49.76	52.35

数据来源: IMF

图7：2013~2017年克罗地亚政府债务占GDP比重



数据来源: IMF

财政收入对政府债务保障能力有所增强，且未来有望进一步提升

近年来，克罗地亚政府财政收入对政府债务的保障程度总体呈上升之势。2017年，克罗地亚财政收入与政府债务总额的比值为60.00%，较上年提升了近4个百分点，财政收入对政府债务的债务保障能力有所增强。

2018年4月，克罗地亚政府通过了2018年国家改革计划和2018年~2021年经济趋同计划。国家改革计划涉及11个改革类别、59项措施，其中包括：对养老金制度进行全面改革，将退休年龄逐渐增加到67岁；减轻税收和行政负担，合并医院的功能，建立大学和儿童医院以及执行国家公务员和雇员新的工资结构等。这些措施将在长期内减轻政府的支出负担，有利于政府财政的可持续性。根据经济趋同计划，2018年克罗地亚财政赤字率将控制在0.5%以内，并预计于2021年再度实现财政盈余；2018年政府债务水平有望下降至75.1%的水平，至2021年则有望降至65.9%的水平。在克罗地亚经济持续保持增长及政府财政收入保持稳定的情况下，预计克罗地亚政府财政收入对政府债务的保障能力有望在未来得到进一步提升。

六、外部融资实力

对外贸易以服务贸易为主，近年来对外贸易和经常账户持续实现顺差，但国际投资净头寸常年为负

由于旅游业极为发达，克罗地亚对外贸易以服务贸易为主，服务贸易出口额占到出口总额的50%以上。克罗地亚出口对象和进口来源均为欧盟市场，其中意大利是其最大的出口目的国，德国是其最大的进口来源国。从贸易结构来看，克罗地亚主要出口商品有石油制品、药品、电力、木制品等，主要进口产品有石油制品、汽车、电力、药品等。

近年来，克罗地亚在货物贸易方面一直保持贸易逆差，但得益于旅游业的迅猛发展，克罗地亚服务贸易顺差较大，使得对外贸易整体呈现顺差且顺差规模持续扩大。2017年，受本国及欧盟经济的整体复苏的影响，克罗地亚进、出口均取得较大幅度增长，其中出口总额为302.44亿美元，同比增长19.58%；进口总额为281.92亿美元，同比增长了18.96%，略低于出口增速。在此背景下，2017年克罗地亚贸易顺差达到20.52亿美元，较2016年增长了近30%。

经常账户收入方面，近年来克罗地亚经常账户持续实现盈余，但波动性较大。2017年，得益于旅游业的良好表现，克罗地亚经常账户收入为351.97亿美元，较上

年增长了逾 20%；经常账户盈余为 29.97 亿美元，相当于 GDP 的比值为 5.47%，较上年增长了逾 1 倍。

国际投资净头寸方面，克罗地亚国际投资净头寸长期为负，但近年来得到了一定程度的改善。2017 年，克罗地亚国际投资净负债为 364.72 亿美元，相当于 GDP 的比值为 66.61%，较上年小幅提升，但和 2013 年相比已经下降了逾 20 个百分点。

表 4：2013~2017 克罗地亚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)	302.44	252.92	243.88	265.45	248.68
出口额 (亿美元)	281.92	236.99	229.99	254.03	246.40
贸易差额 (亿美元)	20.52	15.93	13.90	11.42	2.29
经常账户收入 (亿美元)	351.97	292.58	279.61	302.02	285.51
经常账户余额 (亿美元)	29.97	13.90	24.92	4.48	5.67
经常账户余额/GDP (%)	5.47	2.69	5.03	0.78	0.97
国际投资净头寸 (亿美元)	-364.72	-341.67	-371.71	-452.38	-528.93
国际投资净头寸/GDP (%)	-66.61	-66.17	-75.06	-78.42	-90.95

数据来源: IMF

未来一段时期内，克罗地亚经济的持续复苏将使得其对进口的需求持续增加，货物贸易逆差或进一步增加，而服务贸易顺差则有望持续扩大。对外贸易和经常账户有望持续保持顺差，但顺差规模或将有所缩减。

外债水平有所下降但仍处于较高水平，且政府外债占比较大

2013 年以来，得益于经常账户的持续盈余及持欧盟资金的流入，克罗地亚外债总体呈下降之势，外债总额相当于 GDP 的比值从 100% 以上逐步下降至 90% 左右，但仍处于较高水平。截至 2017 年底，克罗地亚的外债总额为 480.55 亿美元，较上年末增长了 9.41%，主要受政府外债和直接投资大幅增长的影响；外债总额相当于 GDP 的比值为 87.76%，较上年末提高 2.69 个百分点。从图 8 可以看出，克罗地亚的整体外债水平高于 A_i 级和 A_i-级国家的平均水平。

从外债构成看，截至 2017 年底，克罗地亚政府外债总额为 171.35 亿美元，在外债总额中的占比为 35.66%，较上年末小幅上升，占比相对较大；直接投资在外债中的占比为 16.32%，较上年末提高了近 3 个百分点；其他部门外债占比为 33.53%，较上年末明显降低，私人部门去杠杆进程得以延续；央行和金融机构外债占比相对较小，分别为 5% 和 10% 左右。

从外债的期限结构来看，截至 2017 年底，克罗地亚外债总额中短期债务的占比为 11.84%，短期偿付压力较小；从外债的币种结构来看，克罗地亚外债总额中外

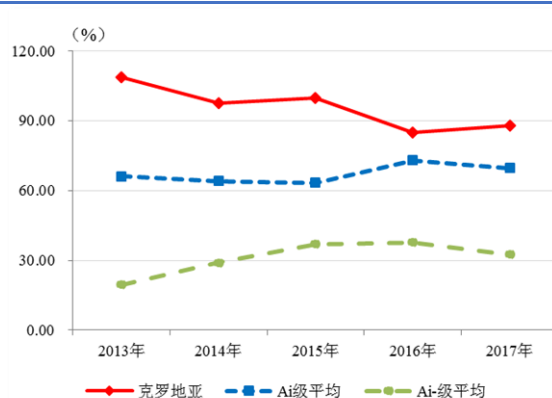
币债务的占比为 94% 左右，主要为欧元计价债务，面临的汇率风险相对有限。

表 5：2013~2017 年克罗地亚外债情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外债总额 (亿美元)	480.55	439.23	494.09	563.54	631.68
外债总额/GDP (%)	87.76	85.06	99.78	97.70	108.61
政府外债 (亿美元)	171.35	156.12	172.94	186.37	196.14
政府外债/外债总额 (%)	35.66	35.54	35.00	33.07	31.05

数据来源: 世界银行

图 8：2013~2017 年克罗地亚外债总额/GDP



数据来源: 世界银行

经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力持续增强

克罗地亚经常账户收入对外债的保障能力一般，但近年来呈持续增强之势。2017 年，得益于经常账户收入的大幅增加，克罗地亚经常账户收入相当于外债总额的比值升至 73.24%，较上年增长了 6.67 个百分点；经常账户收入相当于政府外债的比值为 205.41%，较上年增长了逾 18 个百分点，对政府外债的保障能力很强。

近年来，克罗地亚外汇储备呈波动上升之势。截至 2017 年底，克罗地亚外汇储备达到 188.18 亿美元，较上年末增长了逾 30%；外汇储备相当于外债总额和政府外债的比值分别为 39.16% 和 109.82%，均较上年有不同程度的提升。

表 6：2013~2017 年克罗地亚外债及保障情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外汇储备 (亿美元)	188.18	142.44	149.67	154.24	177.67
经常账户收入/外债总额 (%)	73.24	66.61	56.59	53.59	45.20
经常账户收入/政府外债 (%)	205.41	187.41	161.68	162.05	145.56
外汇储备/外债总额 (%)	39.16	32.43	30.29	27.37	28.13
外汇储备/政府外债 (%)	109.82	91.24	86.54	82.76	90.58

数据来源: IMF、世界银行

汇率制度以盯住欧元为核心，未来加入欧元区的可能性较大，将对克罗地亚外债偿还形成有力支撑

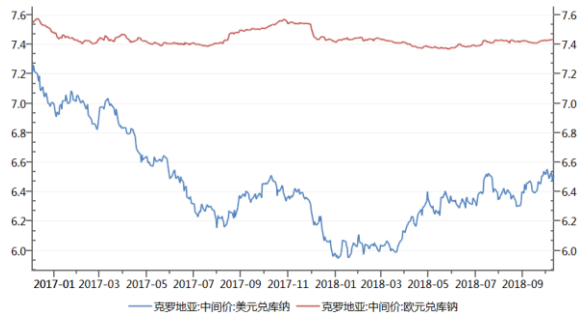
克罗地亚施行有管理的浮动汇率制度，以维持本币库纳兑欧元汇率稳定为主要目标。克罗地亚不设资本管制，库纳也可以自由兑换。

2017年以来，受盯住欧元的汇率制度影响，欧元兑库纳一直维持在7.4~7.6的水平；受美元指数先弱后强的走势影响，库纳兑美元也呈现先升值后贬值的走势，但自2018年以来总体保持稳定。

2018年5月，克罗地亚政府正式通过了引进欧元作为官方货币的战略。目前，进一步减少公共债务水平是克罗地亚必须达到的唯一标准。预计克罗地亚有望于2020年加入欧洲汇率机制（ERM II），并于2023年加入欧元区，这将有利于进一步增强克罗地亚的外债偿还能力。

总体看，近年来克罗地亚外债水平有所下降但仍处于较高水平，且政府外债占比较大，但经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力持续增强，外债偿付风险相对较低。

图9：美元兑库纳及欧元兑库纳汇率变化



数据来源：WIND

七、评级展望

克罗地亚政局有望保持稳定，经济增长态势也将持续；政府财政赤字有望保持在合理水平，政府债务水平也将持续下降；对外贸易和经常账户顺差有望持续，外债偿付能力将保持稳定。基于以上分析，联合资信确定克罗地亚主权信用评级展望为“稳定”。

克罗地亚主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
宏观数据					
GDP (亿库纳)	3,651.57	3,513.47	3,396.16	3,315.69	3,317.85
GDP (亿美元)	547.58	516.35	495.19	576.83	581.58
实际 GDP 增速 (%)	2.92	3.54	2.40	-0.09	-0.49
CPI 增幅 (%)	1.13	-1.13	-0.46	-0.22	2.22
失业率 (%)	12.43	14.96	17.07	19.28	19.81
结构特征					
第一产业占 GDP 的比值 (%)	3.01	3.14	3.02	2.95	3.42
第二产业占 GDP 的比值 (%)	21.65	22.09	22.21	22.40	22.29
第三产业占 GDP 的比值 (%)	57.81	57.70	57.78	58.17	57.90
生产税减补贴占 GDP 的比值 (%)	17.53	17.07	16.99	16.47	16.39
家庭消费支出占 GDP 的比值 (%)	57.33	57.04	57.71	58.75	59.96
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	19.50	19.41	19.92	20.57	20.16
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	20.93	20.76	20.01	18.77	19.42
净出口占 GDP 的比值 (%)	2.25	2.79	2.37	1.92	0.46
进出口总额/GDP (%)	106.72	94.88	95.69	90.06	85.13
人均 GDP (美元)	13,271.38	12,370.61	11,779.01	13,610.80	13,664.97
银行业资本充足率 (%)	23.23	22.53	20.98	21.80	20.87
银行业不良贷款率 (%)	11.20	13.61	16.33	16.71	15.43
银行业 ROA (%)	1.07	1.59	-1.16	0.64	0.26
银行业 ROE (%)	7.37	11.80	-8.68	4.59	1.84
公共财政					
财政收入 (亿库纳)	1,705.55	1,619.77	1,508.91	1,414.11	1,417.95
财政收入/GDP (%)	46.71	46.10	44.43	42.65	42.74
财政支出 (亿库纳)	1,675.55	1,646.23	1,622.37	1,591.36	1,592.41
财政支出/GDP (%)	45.89	46.85	47.77	47.99	48.00
财政盈余 (亿库纳)	30.00	-26.46	-113.46	-177.26	-174.46
财政盈余/GDP (%)	0.82	-0.75	-3.34	-5.35	-5.26
政府债务总额 (亿库纳)	2,842.63	2,890.76	2,895.81	2,841.83	2,708.41
政府债务总额/GDP (%)	77.85	82.28	85.27	85.71	81.63
财政收入/政府债务 (%)	60.00	56.03	52.11	49.76	52.35
外部融资					
进口总额 (亿美元)	302.44	252.92	243.88	265.45	248.68
出口总额 (亿美元)	281.92	236.99	229.99	254.03	246.40
进出口净额 (亿美元)	20.52	15.93	13.90	11.42	2.29
经常账户收入 (亿美元)	351.97	292.58	279.61	302.02	285.51
经常账户余额 (亿美元)	29.97	13.90	24.92	4.48	5.67
经常账户余额/GDP (%)	5.47	2.69	5.03	0.78	0.97
国际投资净头寸 (亿美元)	-364.72	-341.67	-371.71	-452.38	-528.93
国际投资净头寸/GDP (%)	-66.61	-66.17	-75.06	-78.42	-90.95
外债总额 (亿美元)	480.55	439.23	494.09	563.54	631.68
政府外债总额 (亿美元)	87.76	85.06	99.78	97.70	108.61
外债总额/GDP (%)	171.35	156.12	172.94	186.37	196.14
政府在外债总额中的占比 (%)	35.66	35.54	35.00	33.07	31.05
经常账户收入/外债总额 (%)	73.24	66.61	56.59	53.59	45.20
经常账户收入/政府外债 (%)	205.41	187.41	161.68	162.05	145.56
外汇储备 (亿美元)	188.18	142.44	149.67	154.24	177.67
外汇储备/外债总额 (%)	39.16	32.43	30.29	27.37	28.13
外汇储备/政府外债 (%)	109.82	91.24	86.54	82.76	90.58

数据来源：世界银行、IMF、克罗地亚央行、欧盟统计局

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。