

克罗地亚共和国跟踪评级报告

本次评级结果

长期外币信用等级: A₊
长期本币信用等级: A₊
评级展望: 稳定

上次评级结果

长期外币信用等级: A₊
长期本币信用等级: A₊
评级展望: 稳定

本次评级时间

2019年12月9日

主要数据

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
名义GDP(亿美元)	608.1	552.0	516.2	495.2	576.8
实际GDP增速(%)	2.6	2.9	3.5	2.4	-0.1
CPI增幅(%)	1.5	1.1	-1.1	-0.5	-0.2
失业率(%)	9.9	12.4	15.0	17.1	19.3
人均GDP(美元)	14,870.4	13,382.1	12,367.8	11,779.0	13,610.8
财政盈余/GDP(%)	0.2	0.8	-1.0	-3.2	-5.1
政府债务/GDP(%)	74.6	77.8	80.5	83.7	84.0
财政收入/政府债务(%)	62.5	59.3	57.6	53.9	51.1
外债总额/GDP(%)	80.4	94.9	91.3	106.0	103.3
CAR/外债总额(%)	75.1	67.2	62.1	53.2	50.7
外汇储备/外债总额(%)	40.9	35.9	30.2	28.5	25.9

注: 1. 实际GDP增速以本币计算, 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

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”)进行了跟踪评级, 确定维持克罗地亚长期本、外币信用等级为A₊。该评级结果反映了克罗地亚信用风险较低, 按期偿付债务本息的能力较强, 但有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。

2018年以来, 由阿格罗科尔集团债务危机引发的政治动荡逐渐平息, 克罗地亚政局有所趋稳, 融入欧洲一体化的进程也稳步推进, 国家治理能力保持稳定; 受出口增速大幅下滑影响, 克罗地亚经济增速有所回落, 通货膨胀水平也小幅回升; 人均GDP水平稳步上升, 全球竞争力保持稳定; 产业结构基本保持稳定, 旅游业在经济增长中发挥的作用愈发重要; 银行业资本保持充足状态, 盈利状况有所改善, 但不良贷款率仍然偏高; 克罗地亚政府持续保持财政盈余, 政府债务水平持续降低, 财政收入对政府债务的保障能力有所增强; 克罗地亚外债规模得到较好的控制, 外债水平大幅下降, 经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力均有所增强。

优势

1. 政府持续保持财政盈余, 政府债务水平持续下降;
2. 人均GDP水平相对较高;
3. 对外贸易和经常账户持续顺差, 外债水平持续下降;
4. 国家治理能力相对较强, 且随着融入欧洲一体化进程稳步推进有望进一步提升。

关注

1. 经济增长对旅游业较为依赖, 易受外部环境变化的影响;
2. 失业率水平仍然偏高, 且人口负增长与人口老龄化问题日益严重, 对未来经济增长潜力形成制约;
3. 银行业不良贷款率仍处在相对较高水平。

一、国家治理

2020 年议会大选前政局有望保持相对稳定，融入欧洲一体化进程也将持续推进

2018 年以来，由阿格罗科尔集团债务危机引发的政治动荡逐渐平息，克罗地亚政局有所趋稳，但由民主共同体领导的政府联盟在议会中仅占微弱多数，因此在提交议案时往往需要得到独立议员的支持。2019 年 7 月，克罗地亚总理安德烈·普连科维奇宣布政府改组计划，对 6 名部长进行了替换，主要原因在于先前多名部长深陷负面丑闻。根据 2019 年欧盟民意调查机构的调查结果，只有 13% 的克罗地亚人信任政府和议会，在欧盟范围内排名最低，主要受政治丑闻及腐败事件频发影响。

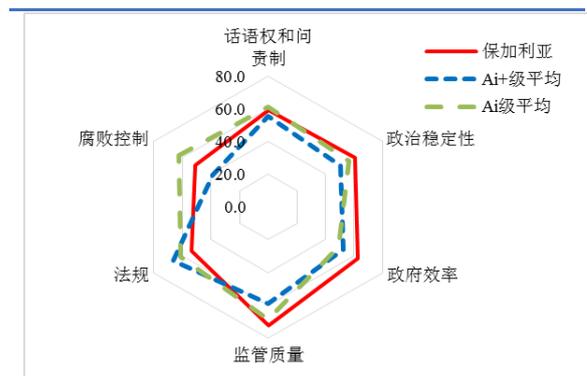
2020 年，克罗地亚将迎来总统大选和议会大选。从近期民意调查结果来看，现任总统科琳达·格拉巴尔·基塔罗维奇获得连任的可能性较大。另一方面，由于当前议会碎片化程度较高，且现任政府仍未完全摆脱之前丑闻的影响，因此议会大选存在一定的不确定性，但在大选之前克罗地亚政府有望保持相对稳定。

从外部来看，克罗地亚已于 2019 年 7 月递交了加入欧洲汇率机制 II (ERM II) 及欧洲银行业联盟的申请，有望于 2020 年得到批准，并有望最早于 2023 年正式加入欧元区。另一方面，尽管欧盟委员会在 2019 年 10 月确认克罗地亚已满足加入申根区的条件，但由于邻国斯洛文尼亚以及荷兰、德国等国的反对，预计在短期内克罗地亚很难正式加入申根区。总体来看，未来一段时期内克罗地亚融入欧洲一体化的进程有快加快，有利于其政府治理水平的持续提升及未来经济的发展。

国家治理能力保持稳定，但在腐败控制方面表现仍然相对较差

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2018 年克罗地亚政府各项治理能力百分比排名均值为 66.5，较上年基本持平。具体来看，克罗地亚在政治稳定性方面的表现有明显提升，但在腐败控制方面的表现仍然较差，且较上年进一步下滑，主要受近年来腐败丑闻频发的影响。但随着克罗地亚融入欧洲议题进程的持续推进，预计未来一段时期内克罗地亚国家治理能力有望得到进一步提升。从图 1 可以看出，克罗地亚的国家治理能力与显著高于 A_i 级和 A_i- 级国家平均水平。

图 1：克罗地亚国家治理能力（2018 年）



数据来源：世界银行

二、宏观经济政策与表现

受出口增速大幅下滑影响，2018 年克罗地亚经济增速有所回落，预计未来一段时期内有望小幅反弹

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，尤其是欧盟经济增长状况的影响。2018 年，克罗地亚名义 GDP 总量达到 3,818.0 亿库纳（约 608.1 亿美元），实际 GDP 增速为 2.6%，较上年下滑 0.3 个百分点。从图 2 可以看出，克罗地亚的经济增速与 A_i- 级国家平均水平较为接近，但明显低于 A_i 级国家平均水平。

具体来看，2018 年克罗地亚经济增长主要由消费和投资所拉动。2018 年，得益于工资水平的持续上涨及就业状况的持续改善，居民消费增速达到 3.5%，较上年基本持平，而政府消费增速则较上年提升至 2.9%，为近年来最快增速；固定资产投资增速达到 4.1%，较上年小幅提升 0.3 个百分点，对经济增长的拉动作用进一步增强；受欧盟经济增速放缓、全球贸易保护主义倾向上升等因素影响，克罗地亚出口增速下滑至 2.8%，进口增速虽然有所放缓但仍达到 5.5%，使得克罗地亚净出口增速大幅下滑，是拖累克罗地亚经济增速放缓的主要原因。

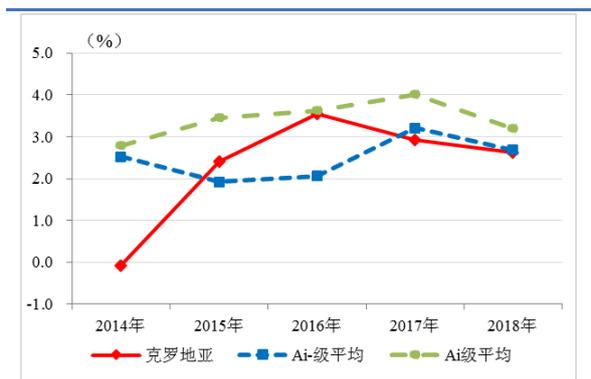
表 1：克罗地亚宏观经济表现

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
名义 GDP (亿库纳)	3,818.0	3,656.4	3,513.5	3,396.2	3,315.7
名义 GDP (亿美元)	608.1	552.0	516.2	495.2	576.8
实际 GDP 增速 (%)	2.6	2.9	3.5	2.4	-0.1
CPI 增幅 (%)	1.5	1.1	-1.1	-0.5	-0.2
失业率 (%)	9.9	12.4	15.0	17.1	19.3

注：实际 GDP 增速以本币计算，不考虑汇率变动因素。

数据来源：IMF

图 2：克罗地亚实际 GDP 增速



数据来源：IMF

2019 年一季度和二季度，克罗地亚实际 GDP 增速分别为 3.9% 和 2.4%，主要受出口增速波动影响。未来一段时期内，工资水平的持续上涨、就业状况的改善及减税政策的逐步实施¹将对居民消费形成有力支撑，政府消费增速也有望在 2020 年大选年得到一定提升；欧盟资金的持续流入、大型基建项目的持续开展（如佩列沙茨大桥项目）及低利率环境的延续将使得投资保持较快增长，对经济增长的拉动作用有望保持相对稳定。另一方面，克罗地亚主要的贸易伙伴经济前景均不乐观，作为服务出口支柱的旅游业也受到周边国家旅游地竞争的影响，再加上欧美贸易摩擦不确定仍存，克罗地亚未来一段时期内出口进一步下滑的可能性较大，而进口则受到国内需求提升的影响有望保持相对稳定，使得净出口对经济增长的拖累进一步增强。综合以上因素，我们预计克罗地亚在未来两年内的经济增速有望小幅反弹至 3.0% 左右水平。

通胀水平小幅上涨，未来一段时期内有望维持在相对较低水平

2018 年，克罗地亚全年 CPI 增幅为 1.5%，较上年提升 0.4 个百分点，但仍处于相对较低水平。具体来看，在消费者篮子中占比最大的食品和非酒精饮料价格同比上涨 1.0%，而住房及水电等能源价格则同比上涨 2.7%，是推动克罗地亚通胀水平回升的主要原因。从图 3 可以看出，尽管近年来克罗地亚通胀水平显著回升，但仍低于 A₁ 级和 A₂ 级国家平均水平。

2019 年以来，受部分商品增值税率进一步下调影响，克罗地亚月度平均 CPI 增幅一直维持在 1% 左右水平，较 2018 年全年平均水平进一步降低，再加上薪资水平上涨速度有所放缓，预计未来两年克罗地亚 CPI 增幅有望维持在 1% 左右的较低水平。

¹ 第三轮减税政策于 2019 年 1 月正式实施，主要包括在 25% 统一增值税率的基础上降低药品、婴儿尿布和部分食品的税率至 5% 或 13%，扩大个人所

图 3：克罗地亚 CPI 增幅



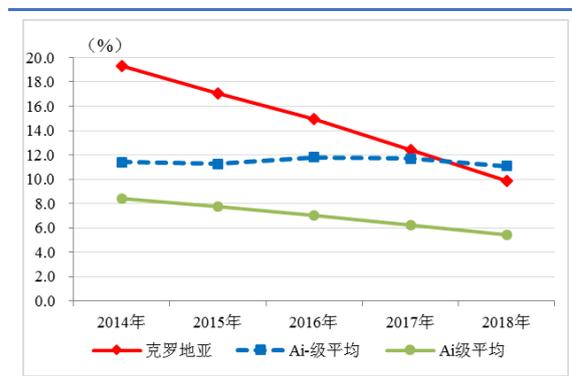
数据来源：IMF

失业率持续下降但仍处于相对较高水平，人口负增长、人口老龄化及劳动力短缺问题持续恶化

2018 年，克罗地亚失业率为 9.9%，较上年进一步降低 2.5 个百分点，为近年来首次降至 10% 以下，但仍处于相对较高水平。从图 4 可以看出，克罗地亚失业率近年来持续下降，2018 年已低于 A₁-级国家平均水平，但距 A₂ 级国家平均水平仍有一定差距。

另一方面，克罗地亚持续受到人口负增长及人口老龄化问题困扰，自 2007 年以来全国总人口持续减少，是人口减少最多的欧盟国家之一，而人口老龄化率（65 岁及以上人口占总人口比重）也在 2018 年上升至 20.5% 的历史最高水平。人口负增长及人口老龄化的加剧使得克罗地亚劳动力人口持续减少，再加上劳动力教育水平偏低且缺乏技能，克罗地亚面临严重的劳动力短缺问题，这将对克罗地亚未来经济增长潜力造成限制。

图 4：克罗地亚失业率



数据来源：IMF

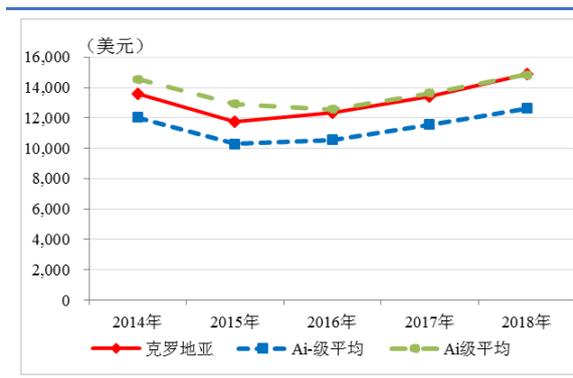
得税低税率征税范围，将房地产销售税率从 4% 降至 3% 等。

三、结构特征

人均 GDP 持续上升，全球竞争力保持相对稳定

得益于经济的持续增长，2018 年克罗地亚人均 GDP 达到 14,870.4 美元，较上年增长 11.0%，达到近年来的最高水平。从图 5 可以看出，克罗地亚人均 GDP 与 A_i 级国家平均水平较为接近，明显高于 A_i-级国家平均水平。

图 5：克罗地亚人均 GDP



数据来源：IMF

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2018 年克罗地亚的全球竞争力指数为 60.1，在全球 140 个经济体中排名第 68 位，较上年基本保持稳定。具体来看，克罗地亚在“基础设施”、“信息技术应用”、“宏观经济稳定性”、“金融系统”等方面的表现有所提升，但在“制度”、“技能”、“产品市场”、“劳动力市场”等方面的表现有所下降。

净出口占 GDP 的比值显著降低，三大产业结构保持基本稳定，旅游业在经济增长中发挥的作用愈发重要

2018 年，克罗地亚经济结构总体保持稳定，其中私人消费支出和政府消费支出占 GDP 的比值分别为 57.5% 和 19.7%，两者均较上年小幅提升，表明消费在克罗地亚经济中的主导地位进一步提升；资本形成总额占 GDP 的比值达到 21.4%，较上年提升 0.5 个百分点，主要得益于固定资本投资的增长；受外部环境恶化影响，净出口占 GDP 的比值下滑至 1.4%，为近年来最低水平。

产业结构方面，2018 年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 2.9%、21.1% 和 58.0%（另有产品税净额占 GDP 的 17.9%）。克罗地亚旅游资源丰富，旅游业产值占到其 GDP 总量的 17%

左右。2018 年，得益于土耳其、北非等周边旅游目的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，克罗地亚接待游客数量达到创纪录的 194 万人，较上年增长 6.5%，旅游业实现收入 101.0 亿欧元，较上年增长 6.4%，为历史上首次突破 100 亿欧元大关，表明旅游业在克罗地亚经济中发挥的作用愈发重要。另一方面，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。

此外，克罗地亚工业在中东欧国家中也具备一定竞争力，其中造船业技术水平较高，按市场份额计算仅次于罗马尼亚排在欧洲第二位；汽车产业近年来发展较快，其中中国品牌 Rimac 已经成为全球电动汽车的领军企业；制药业也具备一定优势，其中普利瓦药业公司是中东欧地区最大的制药企业之一。

银行业资本保持充足状态，盈利状况有所改善，但不良贷款率仍然偏高

2018 年以来，克罗地亚银行业总体运行稳定，但受阿格罗科尔集团债务危机的持续影响，企业信贷增速仍然较低，家庭房贷增长受监管收紧影响也有所降低，家庭现金贷款则保持了高速增长之势。2018 年 11 月，法兴银行与匈牙利储蓄商业银行在克罗地亚的分行进行了合并，成为克罗地亚第四大银行，银行业集中度进一步提升。

从银行业各项监管指标来看，截至 2018 年底，克罗地亚银行业资本充足率达到 22.9%，较上年底降低 0.3 个百分点，但仍处于相对较高水平，银行业资本保持充足状态；不良贷款率为 9.7%，较上年底降低 1.5 个百分点，但仍处于相对较高水平，银行业资产质量较差。2018 年，克罗地亚银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为 1.4% 和 9.6%，均较上年有不同程度的提升，银行业盈利状况有所改善。

总体看，克罗地亚银行业保持稳定，未来随着不良贷款处置的进一步深入，银行业不良贷款率有望持续下降，克罗地亚经济的相对良好表现也有助于进一步降低银行业风险。

四、公共财政实力

政府财政持续保持盈余，但盈余规模有所收窄

近年来，克罗地亚政府持续实施审慎的财政政策，政府财政实现了扭亏为盈。2018 年 9 月，克罗地亚颁布了新的《财政责任法案》，主要提出了三条规则：一是将

政府财政结构性平衡作为中期预算目标，二是财政支出增速不得高于经济潜在增长率，三是一般政府债务总额相当于 GDP 的比值不得超过 60%。在此背景下，克罗地亚财政状况得到持续改善。

2018 年，克罗地亚政府财政收入达到 1,780.7 亿库纳，较上年增长 5.6%；财政收入相当于 GDP 的比值达到 46.6%，较上年提高 0.5 个百分点，为近年来的最高水平。具体来看，税收收入在财政收入中的占比达到 56% 左右，其中所得税（个人及企业）和产品税占财政收入的比值分别为 13% 和 30% 左右；社保收入占比则为 26% 左右，财政收入来源相对较为稳定。

2018 年，克罗地亚政府财政支出达到 1,773.1 亿库纳，较上年增长 7.0%，略高于财政收入的增速；财政支出相当于 GDP 比值为 46.4%，较上年提高 1.1 个百分点。具体来看，员工薪资和社保支出在财政支出中的占比合计分别为 26% 和 37% 左右，政府消费支出占比则为 17% 左右；此外，政府对陷入困境的乌利亚尼克造船厂履行了债务担保，支出金额达 31 亿库纳，是导致克罗地亚财政支出大幅增长的主要原因。

2018 年，克罗地亚政府财政盈余缩减至 7.6 亿库纳，相当于 GDP 的比值为 0.2%，较上年降低 0.6 个百分点，但仍保持小幅财政盈余。从图 6 可以看出，2016 年以来克罗地亚政府的财政状况显著优于 A_i 级和 A_i-级国家平均水平。

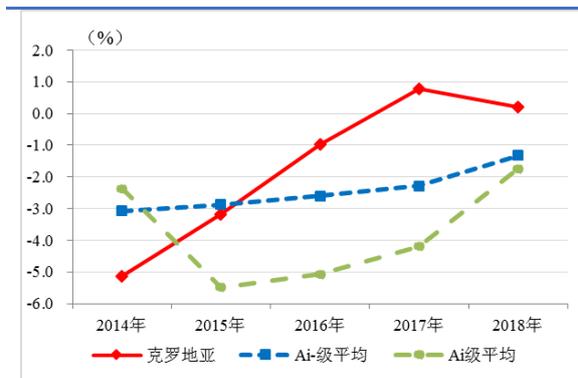
表 2：克罗地亚政府财政表现

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
财政收入 (亿库纳)	1,780.7	1,686.0	1,627.5	1,533.6	1,423.9
财政收入/GDP (%)	46.6	46.1	46.3	45.2	42.9
财政支出 (亿库纳)	1,773.1	1,657.1	1,661.9	1,641.9	1,594.2
财政支出/GDP (%)	46.4	45.3	47.3	48.3	48.1
财政盈余 (亿库纳)	7.6	28.9	-34.4	-108.3	-170.3
财政盈余/GDP (%)	0.2	0.8	-1.0	-3.2	-5.1

注：财政盈余为负表示财政赤字，财政盈余/GDP 为负表示财政处于赤字状态，以下同。

数据来源：IMF

图 6：克罗地亚财政盈余相当于 GDP 的比值



数据来源：IMF

政府债务水平持续降低，债务结构保持稳定

截至 2018 年底，克罗地亚政府债务总额达到 2,846.9 亿库纳，较上年基本持平；政府债务总额占 GDP 的比值为 74.6%，较上年降低了逾 3 个百分点，为近年来最低水平。从图 7 可以看出，克罗地亚政府债务水平近年来持续降低，2018 年已接近于 A_i-级国家平均水平，但仍高于 A_i 级国家平均水平。

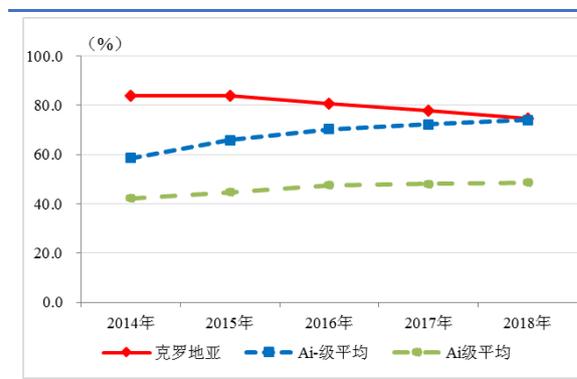
从政府债务结构来看，截至 2018 年底，克罗地亚政府债务中外债占比达到 37% 左右，但由于大部分外债为欧元计价，且克罗地亚实行盯住欧元的汇率制度，因此政府债务面临的汇率风险较为有限。从期限结构来看，政府债务中 96% 左右均为长期债务，政府面临的短期偿债风险很低。

表 3：克罗地亚政府债务情况

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
政府债务总额 (亿库纳)	2,846.9	2,843.2	2,827.7	2,843.7	2,784.9
政府债务总额/GDP (%)	74.6	77.8	80.5	83.7	84.0
财政收入/政府债务 (%)	62.5	59.3	57.6	53.9	51.1

数据来源：IMF

图 7：克罗地亚政府债务总额相当于 GDP 的比值



数据来源：IMF

财政收入对政府债务的保障能力一般，未来偿债能力有望持续改善

2018 年，克罗地亚政府财政收入相当于政府债务的 62.5%，较上年提高逾 3.2 个百分点，为近年来的最高水平，但财政收入对政府债务的保障能力仍处于一般水平。

根据克罗地亚政府 2019 年的国家预算，2019 年和 2020 年克罗地亚预计将出现小幅财政赤字，财政赤字相当于 GDP 的比值分别为 0.4% 和 0.3%，2021 年则有望回归财政盈余状态。由于新的《财政责任法案》设置了 60% 的政府债务率上限，因此在未来一段时期内克罗地亚政府债务有望得到进一步控制，政府偿债能力有望持续改善。

五、外部融资实力

对外贸易和经常账户盈余双双收窄，国际投资情况得到一定程度的改善

2018年，受外部环境恶化影响，克罗地亚出口增速大幅下滑，进口则因国内需求较强保持相对较快增速，使得对外贸易盈余大幅收窄。具体来看，2018年克罗地亚出口总额达312.9亿美元，较上年增长3.5%，其中货物出口较上年减少2.9%，服务贸易则得益于旅游业的良好发展较上年增长9.7%；进口总额达到307.6亿美元，较上年增长9.1%；由于进口增速高于出口增速，克罗地亚对外贸易盈余大幅收窄至5.3亿美元，对外贸易状况有所恶化。

受对外贸易恶化影响，克罗地亚经常账户盈余也显著收窄。2018年，克罗地亚经常账户收入达到367.1亿美元，较上年增长4.3%；经常账户盈余为14.6亿美元，相当于GDP的比值为2.4%，较上年降低3.0个百分点，为2015年以来的最低值。

由于吸收了大量海外投资，克罗地亚在国际投资中属于净债务国，2018年克罗地亚国际投资净头寸为-320.0亿美元，相当于GDP的比值为-52.6%，较上年收窄13.5个百分点，国际投资情况得到一定程度的改善。

表4：克罗地亚经常账户及国际投资情况

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
出口总额(亿美元)	312.9	302.4	252.9	243.9	265.5
进口总额(亿美元)	307.6	281.9	237.0	230.0	254.0
净出口(亿美元)	5.3	20.5	15.9	13.9	11.4
经常账户收入(亿美元)	367.1	352.0	292.6	279.6	302.0
经常账户余额(亿美元)	14.6	30.0	13.9	24.9	4.5
经常账户余额/GDP(%)	2.4	5.4	2.7	5.0	0.8
国际投资净头寸(亿美元)	-320.0	-364.7	-341.7	-371.7	-452.4
国际投资净头寸/GDP(%)	-52.6	-66.1	-66.2	-75.1	-78.4

数据来源：IMF、世界银行

外债规模得到一定程度的控制，外债水平大幅下降，外债结构总体保持稳定

截至2018年底，克罗地亚外债总额为489.0亿美元，较上年减少6.7%，外债规模得到一定程度的控制；外债总额相当于GDP的比值为80.4%，较上年降低逾14个百分点，为近年来的最低水平。从图8可以看出，克罗地亚的外债水平介于A_i级和A_i-级国家平均水平。

从负债结构来看，截至2018年底，政府外债为159.8亿美元，在外债总额中的占比为32.7%，较上年降低1.1个百分点；其它部门在外债中占比达到39.0%，在外债中占比最大；金融机构和央行外债占比相对较小，分别为9.5%和3.9%。总体看，克罗地亚的负债结构保

持稳定。

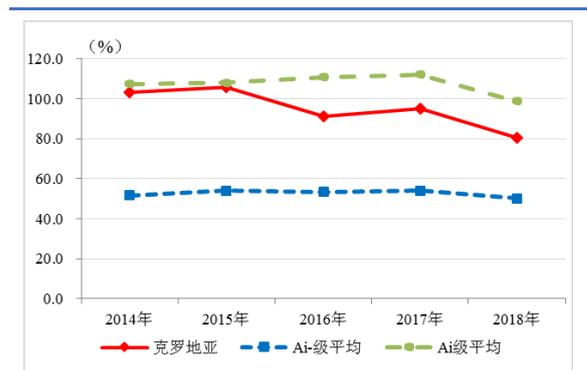
从期限结构来看，截至2018年底，克罗地亚外债中短期外债占比为20.3%，存在一定短期外债偿还压力；从币种结构来看，外币债务占比高达94.7%，但由于其中大多数为欧元债务，且克罗地亚实行盯住欧元的汇率制度，因此面临的汇率风险相对有限。

表5：克罗地亚外债情况

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
外债总额(亿美元)	489.0	523.9	471.3	525.1	596.1
外债总额/GDP(%)	80.4	94.9	91.3	106.0	103.3
政府外债总额(亿美元)	159.8	177.1	159.6	176.5	189.9
政府外债/外债总额(%)	32.7	33.8	33.9	33.6	31.9
经常账户收入/外债总额(%)	75.1	67.2	62.1	53.2	50.7
经常账户收入/政府外债(%)	229.8	198.7	183.3	158.4	159.1
外汇储备(亿美元)	199.9	188.2	142.4	149.7	154.2
外汇储备/外债总额(%)	40.9	35.9	30.2	28.5	25.9
外汇储备/政府外债(%)	125.1	106.2	89.2	84.8	81.2

数据来源：世界银行

图8：克罗地亚外债总额相当于GDP的比值



数据来源：世界银行，IMF

经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力均持续增强

2018年，克罗地亚经常账户收入相当于外债总额的比值达到75.1%，较上年提升近8个百分点，为近年来的最高水平；经常账户收入相当于政府外债的比值达到229.8%，较上年提升逾30个百分点，表明经常账户收入对政府外债的保障能力很强。

外汇储备方面，截至2018年底，克罗地亚外汇储备为199.9亿美元，较上年增长6.2%；外汇储备相当于外债总额和政府外债的比值分别为40.9%和125.1%，均较上年有不同程度的提升，外汇储备对外债的保障能力持续增强。

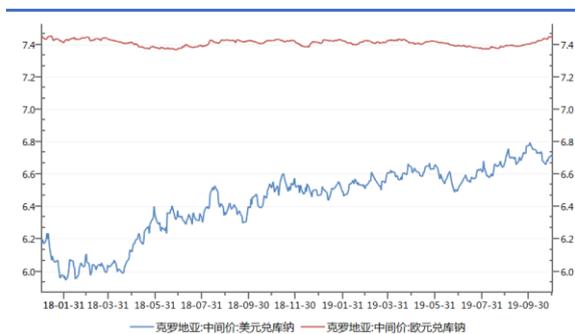
2018年以来库纳兑美元持续走弱，但未来有望企稳回升

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。

2018年，在美联储连续四次加息、欧元区经济增速放缓、欧盟内部分裂加剧等因素共同作用下，欧元表现较为疲弱，使得盯住欧元的库纳兑美元全年贬值3.2%左右。进入2019年以来，库纳兑美元汇率维持下行态势，但下行幅度有所趋缓。

在美联储自2019年7月以来连续降息后，欧洲央行也在9月降息10个基点并宣布重启量化宽松，因此欧元兑美元汇率有望在未来一段时期内保持小幅波动态势。在此背景下，预计库纳兑美元汇率有望保持相对稳定，再加上克罗地亚外债多以欧元计价，因此汇率变动对克罗地亚外债偿还能力影响较为有限。

图9：美元兑库纳和欧元兑库纳汇率变化



数据来源：Wind

六、评级展望

克罗地亚国内政局在2020年议会大选前有望保持稳定，融入欧洲一体化进程也将持续推进，国家治理能力有望持续提升；克罗地亚经济增速在未来一段时期内有望小幅反弹，通货膨胀水平有望维持在较低水平；克罗地亚政府财政收入有望持续保持增长，政府债务有望得到进一步控制，政府偿债能力有望持续提升；外债水平有望保持稳定，经济账户收入和外汇储备对外债的保障程度仍将维持在较高水平。经综合评估，联合资信确定维持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	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
宏观数据					
名义 GDP (亿库纳)	3,818.0	3,656.4	3,513.5	3,396.2	3,315.7
名义 GDP (亿美元)	608.1	552.0	516.2	495.2	576.8
实际 GDP 增速 (%)	2.6	2.9	3.5	2.4	-0.1
CPI 增幅 (%)	1.5	1.1	-1.1	-0.5	-0.2
失业率 (%)	9.9	12.4	15.0	17.1	19.3
结构特征					
人均 GDP (美元)	14,870.4	13,382.1	12,367.8	11,779.0	13,610.8
私人消费支出占 GDP 的比值 (%)	57.5	57.3	57.0	57.7	58.7
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	19.7	19.5	19.4	19.9	20.6
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	21.4	20.9	20.8	20.0	18.8
净出口占 GDP 的比值 (%)	1.4	2.2	2.8	2.4	1.9
第一产业占 GDP 的比值 (%)	2.9	3.0	3.1	3.0	3.0
第二产业占 GDP 的比值 (%)	21.1	21.6	22.1	22.2	22.4
第三产业占 GDP 的比值 (%)	58.0	57.8	57.7	57.8	58.2
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	17.9	17.5	17.1	17.0	16.5
银行业资本充足率 (%)	22.9	23.2	22.5	21.0	21.8
银行业不良贷款率 (%)	9.7	11.2	13.6	16.3	16.7
银行业 ROA (%)	1.4	1.1	1.6	-1.2	0.6
银行业 ROE (%)	9.6	7.4	11.8	-8.7	4.6
公共财政					
财政收入 (亿库纳)	1,780.7	1,686.0	1,627.5	1,533.6	1,423.9
财政收入/GDP (%)	46.6	46.1	46.3	45.2	42.9
财政支出 (亿库纳)	1,773.1	1,657.1	1,661.9	1,641.9	1,594.2
财政支出/GDP (%)	46.4	45.3	47.3	48.3	48.1
财政盈余 (亿库纳)	7.6	28.9	-34.4	-108.3	-170.3
财政盈余/GDP (%)	0.2	0.8	-1.0	-3.2	-5.1
政府债务总额 (亿库纳)	2,846.9	2,843.2	2,827.7	2,843.7	2,784.9
政府债务总额/GDP (%)	74.6	77.8	80.5	83.7	84.0
财政收入/政府债务 (%)	62.5	59.3	57.6	53.9	51.1
外部融资					
出口总额 (亿美元)	312.9	302.4	252.9	243.9	265.5
进口总额 (亿美元)	307.6	281.9	237.0	230.0	254.0
净出口 (亿美元)	5.3	20.5	15.9	13.9	11.4
经常账户收入 (亿美元)	367.1	352.0	292.6	279.6	302.0
经常账户余额 (亿美元)	14.6	30.0	13.9	24.9	4.5
经常账户余额/GDP (%)	2.4	5.4	2.7	5.0	0.8
国际投资净头寸 (亿美元)	-320.0	-364.7	-341.7	-371.7	-452.4
国际投资净头寸/GDP (%)	-52.6	-66.1	-66.2	-75.1	-78.4
外债总额 (亿美元)	489.0	523.9	471.3	525.1	596.1

外债总额/GDP (%)	80.4	94.9	91.3	106.0	103.3
政府外债总额 (亿美元)	159.8	177.1	159.6	176.5	189.9
政府外债/外债总额 (%)	32.7	33.8	33.9	33.6	31.9
经常账户收入/外债总额 (%)	75.1	67.2	62.1	53.2	50.7
经常账户收入/政府外债 (%)	229.8	198.7	183.3	158.4	159.1
外汇储备 (亿美元)	199.9	188.2	142.4	149.7	154.2
外汇储备/外债总额 (%)	40.9	35.9	30.2	28.5	25.9
外汇储备/政府外债 (%)	125.1	106.2	89.2	84.8	81.2

数据来源：世界银行、IMF、欧盟统计局、克罗地亚国家统计局

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	信用风险一般，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。