

信用等级公告

联合〔2021〕7215号

联合资信评估股份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，“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

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十六日

菲律宾共和国2021年跟踪评级报告

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
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: 2021 年 7 月 26 日

主要数据

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
名义 GDP (亿美元)	3,328.0	3,681.0	3,468.0	3,262.0	3,050.0
实际 GDP 增长率 (%)	-9.6	6.1	6.3	6.9	7.1
CPI 增幅 (%)	2.6	2.5	5.2	2.9	1.3
失业率 (%)	10.3	5.1	5.3	5.7	5.4
人均 GDP (美元)	3,060.0	3,431.0	3,280.0	3,131.0	3,108.0
财政盈余/GDP (%)	-7.6	-3.4	-3.1	-2.1	-2.3
政府债务/GDP (%)	45.1	34.1	34.4	34.9	33.2
财政收入/政府债务 (%)	34.6	47.2	45.4	42.8	43.8
外债总额/GDP (%)	27.2	22.2	22.8	22.3	23.5
CAR/外债总额 (%)	120.5	163.7	164.6	169.8	145.7
外汇储备/外债总额 (%)	111.8	105.0	100.3	111.6	107.9

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, 2020 年数据截至 9 月底;

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

程泽宇 张敏

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

2020 年, 受新型冠状病毒肺炎疫情 (以下简称“新冠疫情”) 及相关防控措施影响, 菲律宾共和国 (以下简称“菲律宾”) 经济陷入衰退, 失业率也在防控措施最为严格的 4 月份上升至历史最高水平; 经济及产业结构受到新冠疫情冲击较大, 但银行业相关风险保持在可控水平; 尽管政府财政赤字进一步扩大, 但政府债务仍维持在相对较低水平; 对外贸易赤字持续收窄, 经常账户由赤字转为盈余, 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, 联合资信评估股份有限公司 (以下简称“联合资信”) 也考虑到了中国和菲律宾之间较为紧密的经贸合作、菲律宾规模较大的财政收入对债券偿还的保障等因素。未来一段时期内, 随着新冠疫情逐步得到控制及税收改革持续推进, 菲律宾的经济及财政表现有望在 2021 年和 2022 年得到恢复。

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, “19 菲律宾人民币债 01BC”信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

1. 侨汇收入及服务外包业收入在新冠疫情中展现出较强韧性, 有助于增强国家创汇能力;
2. 外债保持在很低水平, 经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力很强;
3. 财政政策较为审慎, 政府债务水平虽然在 2020 年显著上升, 但仍相对较低;
4. 规模较大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

1. 2020 年新冠疫情对菲律宾经济造成较大冲击, 失业率上升至历史最高水平;

¹ 指中国区域长期信用等级。

2. 政府财政赤字进一步扩大，且未来几年预计将维持在相当于 GDP 的 5%以上水平；
3. 人均 GDP 水平仍然偏低；
4. 国家治理能力有待进一步改善。

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，联合资信评估股份有限公司（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 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份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 2020 年 5 月初，菲律宾全国总人口约为 1.1 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”。其中，“18 菲律宾人民币债 01BC”已于 2020 年 3 月 23 日到期，且本息均已按时足额兑付。截至本报告出具日，“19 菲律宾人民币债 01BC”募集资金已按规定用途使用完毕，且已按时付息。

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
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

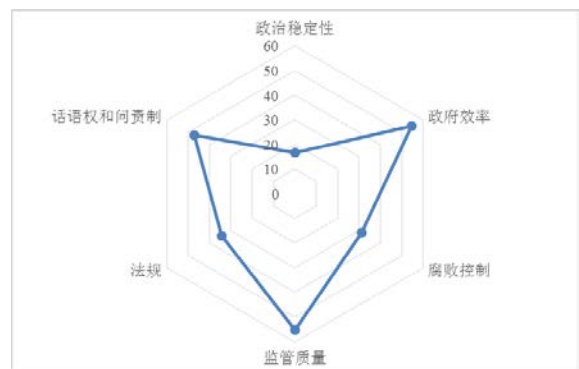
2022 年总统大选后菲律宾政府有望维持政策连续性

2022 年 5 月，菲律宾将举行总统大选。根据菲律宾现行宪法的规定，现任总统杜特尔特将不得参加此次总统竞选。菲律宾政府承诺，将在筹备总统大选的过程中持续加大选举改革力度，加强政治文化及选举流程建设，以增强政局的稳定性。从菲律宾政府以往换届后的表现来看，2022 年总统大选后菲律宾政府当前的政策方向有望延续。此外，“菲律宾 2040 年愿景”也将持续为未来几任政府提供指导，有助于维持政策的连续性。

国家治理水平保持稳定

根据世界银行发布的全球国家治理指数，2019 年菲律宾国家治理能力指数均值为 39.9，较 2018 年小幅提升，但仍处于一般水平（图 1）。从具体指标来看，菲律宾在“政治稳定性”方面表现有所改善，但仍然相对较差。随着菲律宾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（2019 年）



数据来源：世界银行

五、宏观经济政策和表现

2020 年菲律宾经济陷入大幅衰退，但自下半年开始已呈现出复苏迹象

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）及相关防控措施在疫情初期对菲律宾经济造成了严重影响。为缓解新冠疫情对经济造成的冲击，菲律宾政府推出了“应对新冠疫情四大支柱战略”²，相关支出高达 2.8 万亿菲律宾比索，相当于当年 GDP 的 15.4%。此外，菲律宾还通过立法手段为应对疫情提供支持，相关法案包括《团结一致法案 1》（总计 3,872 亿菲律宾比索，相当于 GDP 的 2.2%）、《团结一致法案 2》（总计 1,655 亿菲律宾比索，相当于 GDP 的 0.9%）、《2021 年一般拨款法案》（总计 4.5 万亿菲律宾比索，相当于 2021 年 GDP 预测值的 22.5%）、《企业恢复和税收激励法案》（总计 1,380 亿菲律宾比索，相当于 GDP 的 0.8%）、《金融机构战略转移法案》《政府金融机构为受困企业争取经济复苏的统一倡议》（待参议院审批）等。菲律宾的经济增速在 2020 年二季度见底（同比下滑 17.0%），下半年随着疫情防控措施的逐步放松经济开始有所复苏，三季度和四季度的环比增速分别为 8.2% 和 3.8%。

尽管如此，菲律宾仍是亚太地区受新冠疫情冲击最为严重的国家之一。2020 年，菲律宾 GDP 总量为 17.5 万亿菲律宾比索（3,328.0 亿美元），实际同比萎缩 9.6%，这是菲律宾自 1998 年以来首次出现年度经济衰退。具体来看，家庭消费和投资分别下滑 7.9% 和 34.4%，对经济造成的拖累超过了政府消费的拉动作用（10.5%），导致国内需求总体萎缩 12.2%。从外部来看，由于出口下滑幅度（-16.3%）不及进口下滑幅度（-21.6%），菲律宾的净出口表现有所提升，对经济下滑起到一定缓冲作用。

2021 年一季度，菲律宾经济同比萎缩 4.2%，环比增长 0.3%。为控制变异病毒的蔓延，菲律宾

政府自 3 月底在高风险地区（首都及周边地区）实施了更为严格的管控措施，但其它地区并不受此影响，与 2020 年相比这些措施对国民经济的影响较为有限。

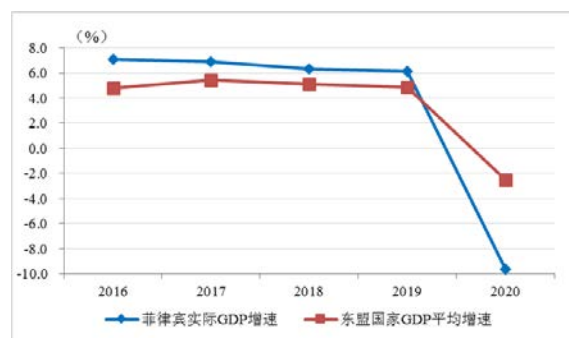
表 2 菲律宾宏观经济表现情况

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
GDP (万亿菲律宾比索)	17.5	19.4	18.3	17.2	16.1
GDP (亿美元)	3,328.0	3,681.0	3,468.0	3,262.0	3,050.0
实际 GDP 增长率 (%)	-9.6	6.1	6.3	6.9	7.1
CPI 增幅 (%)	2.6	2.5	5.2	2.9	1.3
失业率 (%)	10.3	5.1	5.3	5.7	5.4

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

通货膨胀水平在 2020 年维持相对稳定，但在 2021 年有望升至调控目标区间上端附近

2020 年，菲律宾平均 CPI 增幅为 2.6%，较上年小幅上升，但仍处于菲律宾央行设置的目标区间（2%~4%）内。2021 年上半年，菲律宾平均 CPI 增幅为 4.4%，通货膨胀压力有所上升。

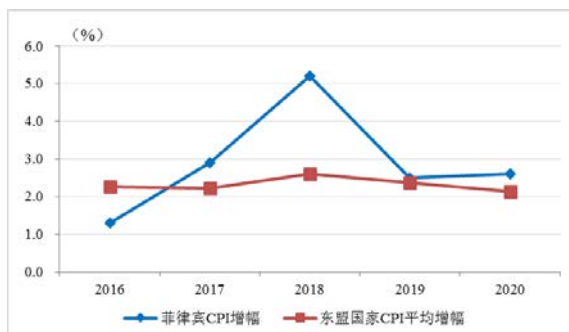
2020 年以来菲律宾通胀水平的变化主要受供给限制影响。较为严格的疫情防控措施导致供给受阻，尤其是在食品和交通方面。气候灾害及禁渔等季节性因素也影响了果蔬及鱼类的供给。此外，非洲猪瘟的暴发使得肉类（尤其是猪肉）价格成为 2021 年以来通胀走高的主要驱动因素，原油价格的上涨也起到了一定作用。

得益于气候条件的改善、政府鼓励进口的政策及菲律宾比索的升值，菲律宾的通胀压力有望在未来几个月内得到一定程度的缓解。但从全年

² 支柱一：为弱势群体及个人提供紧急援助；支柱二：集中资源应对新冠疫情；支柱三：货币手段及相关融资支持；支柱四：旨在创造就业、维持经济增长的经济复苏方案（包括《团结一致法案 2》在内）。

来看,2021年平均CPI增幅预计将升至调控目标区间上端附近,2022年则有望回落至3%左右。

图3 菲律宾通货膨胀情况



数据来源: 菲律宾央行, IMF

受新冠疫情影响, 菲律宾失业率在2020年4月上升至历史新高

由新冠疫情引发的经济封锁对菲律宾就业市场造成了严重冲击, 菲律宾失业率在2020年4月上升至17.6%, 创下历史最高水平。为应对新冠疫情对就业市场造成的影响, 菲律宾政府采取了多重措施来提高劳动市场的韧性, 包括: 1) 通过更加灵活、创新形式的培训项目提升劳动力素质; 2) 发布弹性工作安排; 3) 制定公共及私人部门员工危险津贴相关指导意见; 4) 改善社保及收入补贴体系。此外, 菲律宾政府还与众多商业团体一起推出了“国家就业恢复计划”, 其目标是在年内创造100万个就业机会。

得益于这些因素及经济的重启, 菲律宾总就业人数在2021年5月回升至疫情暴发前水平上方。2020年4月菲律宾因疫情防控措施引发的失业人口高达870万, 但在此后的一年多的时间当中新增了1,090万工作岗位, 就业人口净增220万。菲律宾失业率也呈下降趋势, 2021年5月已降至7.7%, 不充分就业率也降至12.3%, 为近年来的最低水平, 表明拥有全职工作的劳动者人数大幅增加。尽管如此, 菲律宾2020年全年失业率仍高达10.3%, 较上年提高了逾1倍。

展望未来, 在经济恢复增长的支撑下, 菲律宾失业率有望在未来两年降至7%左右。

菲律宾经济有望在2021年后重回增长正轨

菲律宾经济有望在2021年实现加速增长,

但经济增长前景在很大程度上仍取决于新冠疫情后续发展、疫苗接种进度及经济刺激措施的实施情况。

截至2021年7月18日, 菲律宾共有确诊病例47,190例, 其中绝大部分为轻症患者。菲律宾累计共获得了244万剂新冠疫苗, 接种剂次超过150万, 占菲律宾总人口的14%以上。菲律宾政府计划在2021年为700万人接种疫苗, 以覆盖全国70%以上的人口。随着疫苗供给的趋稳及接种点的增加, 菲律宾有望在2021年完成这一目标, 国内疫情也有望逐步得到有效控制。

另一方面, 近期通过的《企业恢复和税收激励法案》《金融机构战略转移法案》, 以及在国会等待审核的《政府金融机构为受困企业争取经济复苏的统一倡议》《公共服务法案(修订案)》《外商投资法案(修订案)》《零售法案(修订案)》, 均将有助于进一步放开外国投资限制, 增加就业并加快菲律宾的经济复苏进程。

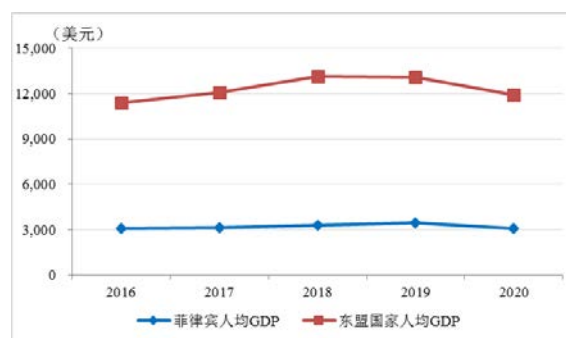
基于以上因素, 联合资信预计菲律宾GDP增长率将在2021年和2022年回升至7%左右。

六、结构特征

2020年菲律宾人均GDP水平有所下降, 但全球竞争力小幅提升

菲律宾属于发展中国家, 整体经济发展在东盟国家中处于中等水平。2020年, 受新冠疫情引发的经济衰退影响, 菲律宾人均GDP降至3,060美元, 较上年减少10.8%。与东盟国家平均水平相比, 菲律宾人均GDP水平仍然偏低。

图4 菲律宾人均GDP情况



数据来源: 菲律宾央行, IMF

根据瑞士洛桑国际管理发展学院公布的《2020 年世界竞争力报告》，菲律宾在参评的 63 个国家中排名 45 位，较上年提升 1 位。这一排名主要基于经济表现、政府效率、商业效率和基础设施四个方面的得分，菲律宾在商业效率方面的表现相对较好（排名 33 位），但在基础设施方面的表现相对较差（排名 59 位）。

近年来，菲律宾政府提出了诸多法案来提高菲律宾的国际竞争力，包括《创新法案》《营商便利法案》《能源虚拟一站式商店法案》《公司法（修订案）》《企业恢复和税收激励法案》等，《公共服务法案（修订案）》《外商投资法案（修订案）》《零售法案（修订案）》也在等待国会审核通过。预计这些措施将使菲律宾的投资环境和全球竞争力将得到进一步改善。

政府消费在菲律宾经济中的占比显著提升，资本形成总额占比则持续下降

2020 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 73.7% 和 15.1%，后者较上年大幅提升 2.8 个百分点，主要受政府推出大规模经济刺激措施影响。从投资看，2020 年资本形成总额占 GDP 的比值进一步降至 19.2%，主要受新冠疫情引发的经济封锁影响。从对外贸易看，由于进口增速的放缓幅度大于出口增速的放缓幅度，净出口占 GDP 的比值进一步收窄至 -8.0%，较上年收窄 3.2 个百分点。

总体看，菲律宾经济结构在很大程度上受到了新冠疫情及相关经济封锁的影响，其中政府消费在经济中发挥的作用愈发重要。

受疫情冲击相对较小的农业在菲律宾经济中的占比有所提升，工业和服务业则受疫情影响较大

2020 年，由于受到各类疫情防控措施的影响相对较小，农业增加值在 GDP 中占比上升至 10.2%。另一方面，工业和服务业则受疫情影响较大，其中工业增加值在 GDP 中的占比降至 29.2%，服务业增加值在 GDP 中的占比则保持相对稳定（60.7%）。

得益于人口优势、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。2020 年，尽管新冠疫情带来了诸多挑战，菲律宾服务外包业仍保持了增长，全年产值达到 267 亿美元，同比增长 1.4%；行业内就业岗位也同比增长 1.8%，总就业人数在年底达到 132 万人左右。这在很大程度上得益于政府的支持措施，使得该行业在疫情防控较为严格的时期依然能够通过远程办公的方式正常运转。未来随着疫情逐步得到控制及全球经济的复苏，菲律宾服务外包业有望在 2021 年实现 5% 以上的增长。

菲律宾旅游业近年来也发展较快，为改善经常账户收支、创造就业机会及拉动经济增长提供了重要支撑。但在新冠疫情期间菲律宾旅游业遭受重创，2020 年入境外国游客数量仅为 150 万人次，较上年大幅减少 82.0%；旅游业收入仅为 16 亿美元，较上年大幅减少 83.0%。菲律宾政府通过《团结一致法案 2》向旅游从业者提供了 40 亿菲律宾比索的经济援助，并通过“旅游业复苏和振兴企业计划”向从事旅游业的中小企业发放 1.9 亿菲律宾比索的优惠贷款。得益于政府的支持及经济的复苏，菲律宾旅游业有望在 2021 年恢复增长。

外国直接投资（FDI）净流入进一步减少，但侨汇收入在疫情期间展现出较强的韧性

新冠疫情对全球 FDI 流动产生了较大影响，其中也包括了菲律宾。2020 年，菲律宾 FDI 净流入额达到 65 亿美元，同比减少了 24.6%。具体来看，债务工具投资净额同比减少 22.0% 至 41 亿美元，股权资本投资净额同比减少 35.7% 至 15 亿美元，收益再投资同比减少 13.6% 至 9.8 亿美元。

2021 年 1-4 月，随着经济活动的逐步恢复及疫苗接种的开展，投资者信心有所恢复，菲律宾 FDI 净流入额达到 31 亿美元，较上年同期增长 56.3%。菲律宾政府采取了诸多措施来缓解疫情对于外国投资的影响，税收改革的推进及外国股权投资限制的放松将有助于增强菲律宾对外资的吸引力，并创造更多的就业机会。

另一方面，菲律宾年轻的人口结构及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。2020年，受新冠疫情影响，菲律宾海外劳工派遣人数仅为55万人，较上年减少了74.5%，但海外侨汇收入受到的影响相对有限，全年侨汇收入达到299亿美元，较上年小幅减少了0.8%，展现出较强的韧性。2021年1-5月，菲律宾海外侨汇收入达到123亿美元，较上年同期增长了6.3%。随着全球旅行禁令的逐步放松，菲律宾海外侨汇收入有望在2021年和2022年实现进一步的增长。

菲律宾政府根据“新常态”下的优先发展事项对基础设施建设方案进行了调整，但基础设施建设仍将是未来推动经济长期增长的重要因素

新冠疫情对菲律宾“大建特建”计划下的资源调度及工程进度造成了较大影响，基础设施项目的建设成本也受隔离及其它防疫措施影响有所增加。

菲律宾政府认识到防控疫情的重要性，根据“新常态”下的优先发展事项对基础设施建设方案进行了调整。在对必要的基础设施项目进行投资时，菲律宾政府将考虑该领域内的财政空间是否充足，并调整支出策略来满足更为紧迫的医疗卫生项目需求。菲律宾政府还对“基础设施旗舰计划”进行了重新评估和调整，纳入了更多与疫情防控相关的项目（如医疗基础设施及洪水防控设施）。截至2021年5月，“基础设施旗舰计划”共包括了112个项目，预计总成本约4.7万亿菲律宾比索。

表3 基础设施旗舰计划构成情况(截至2021年5月底)

类别	项目数量	预计成本 (亿菲律宾比索)
交通运输	76	42,734
城市建设	12	1,564
水务	10	1,060
信息和通信技术(IT)	8	849
医疗	4	464
电力及能源	2	201
总计	112	46,872

数据来源：菲律宾经济发展局(NEDA)

菲律宾政府仍将基础设施建设视为减少疫情影响、恢复经济增长的重要手段。根据政府最新设定的目标，2021年基础设施投资限额将达到1万亿菲律宾比索（相当于GDP的5.1%），2022年将进一步增长至1.3万亿菲律宾比索（相当于GDP的5.8%）。在此背景下，基础设施建设仍将是未来推动菲律宾经济长期增长、增强国家竞争力的重要因素。

2020年银行业相关风险仍保持在可控水平

自新冠疫情暴发以来，菲律宾央行采取了诸多措施向央行监管的金融机构(BFSIs)提供援助，并为受疫情影响的家庭及企业提供支持。这些措施鼓励银行提供借贷，延长借贷者还款期限，并持续提供金融服务。

在疫情冲击的背景下，菲律宾银行业（综合银行和商业银行）资本充足率仍保持在较高水平，当前的审慎资本要求也符合国际标准。截至2020年底，菲律宾银行业资本充足率为17.1%，同比上升1.0个百分点；银行业不良贷款率为3.1%，同比上升1.5个百分点，但仍处于可控水平。2020年，菲律宾银行业总资产收益率(ROA)和净资产收益率(ROE)分别为0.8%和6.6%，较上年均有所降低，主要受疫情相关信贷损失拨备增加影响。

展望未来，2021年2月签署成法的《金融机构战略转移法案》鼓励金融机构将不良资产以一定的税收优惠减免条件出售给有相关资质的资产管理公司和个人。在此背景下，2021年菲律宾银行业不良贷款率有望维持在可控水平。随着菲律宾经济的复苏，银行业的盈利状况也有望在2021年得到改善，但信贷损失拨备的增加可能会带来一些不确定性。

七、公共财政

在新冠疫情背景下，综合税制改革的持续推进增强了菲律宾财政的可持续性

综合税制改革(CTRP)是杜特尔特上任以来菲律宾政府的首要任务之一。2018年至2020

年期间，综合税制改革带来的财政收入增长累计达到 3,469 亿菲律宾比索。得益于持续的税收改革，菲律宾政府财政在新冠疫情中展现出一定韧性。

截至 2021 年 6 月，综合税制改革的前两个阶段计划内的四项法案已经签署成法，分别为第一阶段计划内的《加速和包容税收改革法案》、第一阶段计划 B 内的《税收特赦法案》、第二阶段计划+内的《对全民健康不利产品征收惩罚税法》和《公司所得税和激励改革法案》。其中，最新签署成法的《公司所得税和激励改革法案》是菲律宾历史上规模最大的财政刺激方案，将在未来十年向菲律宾企业提供 1 万亿菲律宾比索的税收减免。中小微企业作为菲律宾国内吸纳就业的最主要力量，其企业所得税税率降幅最大³，将成为该法案的最大受益者。

目前，综合税制改革下其他法案均已通过众议院审批并转至参议院，其中包括第三阶段计划下的《不动产估价及评估法案》和第四阶段计划下的《被动收入和金融中介税收法案》，有望在不久的将来签署成法。总体而言，在新冠疫情背景下，综合税制改革的持续实施增强了菲律宾的财政可持续性。

受新冠疫情影响，2020 年菲律宾政府财政赤字进一步走扩

2020 年，菲律宾政府财政收入缩减至 2.9 万亿菲律宾比索，同比减少 9.0%。具体来看，税收收入在财政收入中的占比达到 87.7%，非税收收入占比为 12.3%。新冠疫情及相关防控措施导致经济活动放缓、税收工作效率降低，税收收入同比减少了 11.4%，是导致财政收入缩减的主要原因。另一方面，非税收收入则保持增长态势，这主要得益于政府关联企业股利支付的增加，这些资金主要用于支持疫情相关防控措施。

同时，2020 年政府财政支出达到 4.2 万亿菲律宾比索，同比增长 11.3%，主要受疫情防控及相关经济刺激政策实施、基建支出持续增加等因

素影响。从支出结构来看，除利息支出以外的生产性支出同比增长 11.9%至 3.8 万亿菲律宾比索，在财政支出中的占比超过 90%，表明政府保持了较高的财政支出效率。

2020 年，政府财政赤字达到创纪录的 1.4 万亿比索，相当于 GDP 的 7.6%，较上年翻了一倍有余。

表 4 菲律宾财政收支状况

单位：万亿菲律宾比索/%

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
财政收入	2.9	3.1	2.9	2.5	2.2
财政收入/GDP	15.9	16.1	15.6	14.9	14.5
财政支出	4.2	3.8	3.4	2.8	2.5
财政盈余/GDP	23.6	19.5	18.7	17.1	16.8
财政盈余	-1.4	-0.7	-0.6	-0.4	-0.4
财政盈余/GDP	-7.6	-3.4	-3.1	-2.1	-2.3

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

2020 年政府债务水平大幅上升，但仍在可控范围内

受新冠疫情防控及经济刺激政策影响，菲律宾政府支出大幅增长，融资需求也随之上升。截至 2020 年底，菲律宾中央政府总额为 9.8 万亿菲律宾比索，相当于 GDP 的比值为 54.6%，较 2019 年底提升了 15.0 个百分点；截至 2020 年 9 月底，一般政府债务总额为 8.3 万亿菲律宾比索，相当于 GDP 的比值为 45.1%，较 2019 年底提升了 11.0 个百分点。尽管如此，菲律宾政府债务水平仍处于可控范围内。

2020 年，菲律宾政府债务结构保持相对稳定。国内市场的充足流动性满足了菲律宾的大部分融资需求，汇兑风险有所降低。截至 2020 年底，国内债务占全部债务的 68.3%，较上年同期提高了 2 个百分点；债务的平均剩余还款期限为 7.6 年，尽管较上年有所缩短，但仍处在政府设定的 7 至 10 年目标之内，面临的再融资风险较低；得益于低利率环境及金融系统内充足的流动性，政府债务的平均利息水平由上年的 5.00%降至 4.17%，负债成本进一步降低；从币种结构来看，外币债务占比降低至 30.6%，面临的外汇风

³ 对于应纳税所得额不高于 500 万菲律宾比索、总资产不超过 100 万菲律宾比索的国内企业，一般企业所得税税率将从 30%降至 20%。应纳税所得额超出 500 万菲律宾比索的企业所得税税率将从 30%降至 25%。

险较为有限。

2020 年财政收入对中央政府和一般政府债务的保障能力有所减弱

近年来，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。2020 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 29.2%和 34.6%，较上年分别降低了 11.4 个和 12.5 个百分点，表明菲律宾政府偿还债务的能力有所减弱。

未来一段时期内，菲律宾政府将在维持债务可持续性和为经济复苏提供支撑之间寻求平衡。2021 年政府赤字相当于 GDP 的比值预计将进一步扩大至 9.3%，2022-2024 年则将逐步降至 7.5%、6.3%和 5.3%。在此背景下，中央政府债务水平预计将在 2021 年上升至 58.7%，2022-2023 年有望稳定在 61%左右，2024 年之后有望重回下降通道。菲律宾政府将在新冠疫情影响衰退、经济重回长期增长轨道后开启财政整固计划。尽管未来一段时期内财政赤字和政府债务水平均有再度上升的可能，但预计仍将维持在可控范围内。

表 5 菲律宾政府债务情况

单位：万亿菲律宾比索/%

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
中央政府债务总额	9.8	7.7	7.3	6.7	6.1
中央政府债务总额/GDP	54.6	39.6	39.9	40.2	40.2
财政收入/中央政府债务总额	29.2	40.6	39.1	37.2	36.1
一般政府债务总额	8.3	6.7	6.3	5.8	5.0
一般政府债务总额/GDP	45.1	34.1	34.4	34.9	33.2
财政收入/一般政府债务总额	34.6	47.2	45.4	42.8	43.8

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；2020 年一般政府债务数据截至 9 月底

数据来源：菲律宾财政部，IMF

八、外部融资

2020 年菲律宾对外贸易受到新冠疫情的冲击较大，但对外贸易赤字有所收窄，经常账户也从赤字转为盈余

2020 年，受新冠疫情影响，菲律宾国内外需求均有所减弱，导致进出口双双表现疲软。具体来看，2020 年菲律宾除矿产品以外的所有主要商品出口均出现下滑，这导致全年商品和服务出口总额同比减少 16.8%至 788.2 亿美元，商品和服务进口总额则同比减少 25.5%至 975.8 亿美元。由于进口降幅高于出口降幅，菲律宾对外贸易赤字有所收窄，2020 年达到 187.6 亿美元。

从经常账户表现来看，2020 年，菲律宾经常账户收入达到 1,186.6 亿美元，同比减少 13.3%。得益于贸易赤字收窄，菲律宾经常账户自 2015 年以来首次实现盈余，盈余规模达到 129.8 亿美元，相当于 GDP 的 3.6%。

作为全球外商直接投资的主要目的地，菲律宾国际投资净头寸常年为负，一直保持净债务国地位，但新冠疫情使得流入菲律宾的资金大幅减少。截至 2020 年底，菲律宾的国际投资净头寸为-201.8 亿美元，相当于 GDP 的-6.1%，较上年同期收窄了 4.4 个百分点。

2021 年一季度，随着新冠疫情相关管制措施的放松及国内经济的重启，菲律宾进口增长较快，贸易赤字再度走扩，经常账户也重回赤字，赤字规模达到 6.1 亿美元。展望未来，新冠疫苗的持续接种、全球经济的回暖及政府持续的经济刺激政策将有助于菲律宾经济的复苏，外部需求也将有所增强。但传染性更强的变异病毒出现及疫苗接种进度较慢可能使得菲律宾面临疫情再度恶化的风险，也将给菲律宾经济复苏及外贸表现带来一些不确定性。

表 6 菲律宾经常账户及国际投资情况

单位：亿美元/%

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
出口总额	788.2	947.4	903.7	866.5	739.4
进口总额	975.8	1,310.1	1,297.4	1,181.7	1,024.4
净出口	-187.6	-362.7	-393.7	-315.2	-285.1
CAR	1,186.6	1,368.9	1,299.8	1,241.3	1,089.1
CAB	129.8	-30.5	-88.8	-21.4	-12.0
CAB/GDP	3.6	-0.8	-2.6	-0.7	-0.4
国际投资净头寸	-201.8	-387.6	-485.5	-427.0	-279.9
国际投资净头寸/GDP	-6.1	-10.5	-14.0	-13.1	-9.2

注：CAR 为经常账户收入，CAB 为经常账户余额

数据来源：菲律宾央行、IMF

尽管菲律宾外债水平在 2020 年显著上升，但仍相对较低，政府外债占比则进一步加大

在国际资本市场融资成本显著降低的背景下，菲律宾加大了外部融资力度以满足新冠疫情相关资金需求，其中以政府部门为主。除商业融资以外，菲律宾政府还从亚洲开发银行、世界银行、亚洲基础设施投资银行等开发机构获取了大量优惠性贷款。截至 2020 年底，菲律宾外债总额为 984.9 亿美元，同比增长 17.8%；外债总额相当于 GDP 的比值为 27.2%，较上年末提高 5.0 个百分点，但仍保持在相对较低水平。

截至 2021 年 3 月底，菲律宾外债总额为 970.5 亿美元，较 2020 年底减少了 1.5%；外债总额相当于 GDP 的比值为 26.7%，较 2020 年降低了 0.5 个百分点。

从外债结构看，菲律宾外债仍以政府外债为主。截至 2021 年 3 月底，政府外债在外债总额中的占比为 58.5%。

从外债币种看，菲律宾外债大部分以外币计价。截至 2021 年 3 月底，以美元计价的外债占比为 56.9%，以日元计价的外债占比为 11.4%，以美元计价的来自世界银行和亚洲开发银行的贷款约占 19.5%。

从外债期限看，菲律宾外债以中长期债务为主。截至 2021 年 3 月底，中长期债务在外债总额中的占比为 85.9%，短期债务占比则为 14.1%，短期偿债压力较为有限。

2020 年菲律宾经常账户收入和外债储备对外债的保障程度仍处于很高水平

2020 年，菲律宾经常账户收入相当于外债总额的比值为 120.5%，较上年降低 43.2 个百分点，但仍处于很高水平。

外汇储备方面，菲律宾外汇储备继续为其外债偿还提供充足的流动性保障。截至 2020 年底，菲律宾外汇储备为 1,101.2 亿美元，较上年底增长了 25.4%，主要得益于菲律宾央行海外投资收益增长、央行黄金储备及政府外汇存款估值变动等因素。从外汇储备对外债的保障能力来看，截至 2020 年底，菲律宾外汇储备相当于外债总额

的比值为 111.8%，较上年底提高了 6.8 个百分点，表明外汇储备对外债的保障能力有所增强。

截至 2021 年 6 月底，菲律宾外汇储备达到 1,061.3 亿美元，较 2020 年底减少了 3.7%，但仍处于相对充足水平。

表 7 菲律宾外债情况

单位：亿美元/%

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
外债总额	984.9	836.2	789.6	731.0	747.6
外债总额/GDP	27.2	22.2	22.8	22.3	23.5
政府外债总额	581.2	427.9	397.0	375.1	374.7
政府外债/外债总额	59.0	51.2	50.3	51.3	50.1
CAR/外债总额	120.5	163.7	164.6	169.8	145.7
外汇储备	1,101.2	878.4	791.9	815.7	806.9
外汇储备/外债总额	111.8	105.0	100.3	111.6	107.9

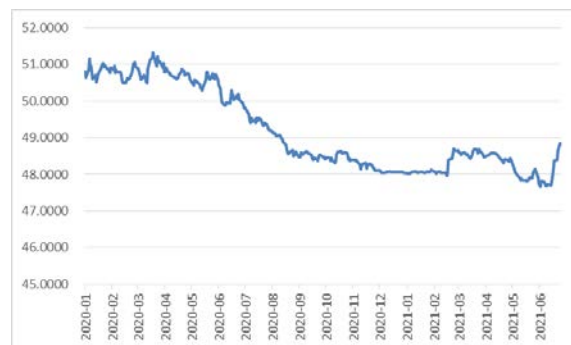
数据来源：菲律宾央行、世界银行

2020 年菲律宾比索持续升值，有助于增强其外债偿付能力

2020 年，菲律宾比索兑美元升值约 5.4%，为菲律宾的外债偿付能力提供了有力支撑。对外贸易赤字收窄、经常账户转为盈余及国际收支的良好表现均有助于汇率保持相对稳定。另一方面，菲律宾充足的外汇储备也有助于增强市场对于菲律宾比索的信心。

2021 年上半年，菲律宾比索汇率保持相对稳定。展望未来，美联储货币政策的边际收紧或将给包括菲律宾比索在内的新兴市场货币带来一定压力，但菲律宾宏观经济基本面的改善将对本国货币形成支撑，菲律宾央行灵活的汇率政策也有助于维持汇率相对稳定。

图 5 美元兑菲律宾比索走势图



数据来源：菲律宾央行

总体看，菲律宾外债保持在可控的水平，外债偿付能力很强。

九、偿债能力分析

中菲经贸关系有望在疫情后得到改善，为存续债券的偿还提供良好的外部条件

近年来，中国已经成为菲律宾主要的投资和贸易伙伴。在新冠疫情对全球贸易造成严重冲击的背景下，菲律宾对中国的出口保持了一定的韧性，2020年对中国的出口额达到96亿美元，与上年基本持平；另一方面，菲律宾从中国的进口额则同比下滑22.1%至198亿美元，这也导致了菲律宾与中国之间的贸易逆差缩减至103亿美元。

近年来，中国对菲律宾的投资快速增长，经批准的投资额从2016年的15亿菲律宾比索上升至2019年的887亿菲律宾比索，这些投资主要流向了制造业、信息技术业、通讯业等领域。受新冠疫情影响，2020年菲律宾经批准的外商投资额同比减少71%至1,121亿菲律宾比索，其中来自中国的投资也大幅降至156亿菲律宾比索。另一方面，受疫情导致的商业活动放缓、企业经营受限等因素影响，2020年来自中国的股权投资也缩减至0.5亿美元，同比下滑了81.1%。

尽管中菲之间的经贸关系在2020年经历了较大波折，但有望在疫情后得到较大幅度的改善。《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）⁴将给亚太地区未来的贸易及投资发展注入动力，同时有助于中国和菲律宾之间的双边贸易及投资恢复增长。

2021年以来中菲货币交叉利率保持相对平稳，存续债券面临的汇兑风险较为有限

2020年上半年，菲律宾比索的强劲表现推动了人民币兑菲律宾比索汇率从年初的7.2958降至7.0411，下滑幅度达到3.5%，达到2016年以来的最低水平。随着中国经济从疫情中快速恢

复，人民币在2020年下半年持续走强，至2020年底人民币兑菲律宾比索已上升至与年初接近的水平。2021年上半年，人民币兑菲律宾比索汇率保持相对稳定，波动性也有所降低，有助于降低存续债券面临的汇兑风险。

图6 人民币兑菲律宾比索走势图



数据来源：菲律宾央行

存续债券的偿付能力保持稳定

从偿债保障情况看，“19 菲律宾人民币债 01BC”发行金额为25亿元人民币，相当于2020年底菲律宾政府外债总额的0.7%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2020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155倍左右，外汇储备（截至2020年底为1,101.2亿美元）相当于存续债券发行规模的288倍左右，均对存续债券的偿还提供了很强的保障。

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

⁴《区域全面经济伙伴关系协定》是由中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰及东盟十国于2020年11月签订的自由贸易协定，计划于2022年1月起正式生效。

附件 1 菲律宾主要数据

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
宏观数据					
GDP（万亿菲律宾比索）	17.5	19.4	18.3	17.2	16.1
GDP（亿美元）	3,328.0	3,681.0	3,468.0	3,262.0	3,050.0
实际 GDP 增速（%）	-9.6	6.1	6.3	6.9	7.1
CPI 增幅（%）	2.6	2.5	5.2	2.9	1.3
失业率（%）	10.3	5.1	5.3	5.7	5.4
结构特征					
人均 GDP（美元）	3,060.0	3,431.0	3,280.0	3,131.0	3,108.0
第一产业占 GDP 的比值（%）	10.2	9.2	9.7	10.1	10.4
第二产业占 GDP 的比值（%）	29.2	30.4	30.6	30.3	30.3
第三产业占 GDP 的比值（%）	60.7	60.4	59.8	59.6	59.3
家庭消费占 GDP 的比值（%）	73.7	72.4	72.5	72.9	73.6
政府消费占 GDP 的比值（%）	15.1	12.4	12.0	11.3	11.3
资本形成总额占 GDP 的比值（%）	19.2	26.5	27.2	25.9	25.0
净出口占 GDP 的比值（%）	-8.0	-11.2	-11.7	-10.2	-10.0
资本充足率（%）	17.1	16.0	15.4	15.0	15.1
不良贷款率（%）	3.1	1.6	1.3	1.2	1.4
ROA（%）	0.8	1.3	1.1	1.1	1.2
ROE（%）	6.6	10.7	9.4	10.0	10.5
公共财政					
财政收入（万亿菲律宾比索）	2.9	3.1	2.9	2.5	2.2
财政收入/GDP（%）	15.9	16.1	15.6	14.9	14.5
财政支出（万亿菲律宾比索）	4.2	3.8	3.4	2.8	2.5
财政支出/GDP（%）	23.6	19.5	18.7	17.1	16.8
财政盈余（万亿菲律宾比索）	-1.4	-0.7	-0.6	-0.4	-0.4
财政盈余/GDP（%）	-7.6	-3.4	-3.1	-2.1	-2.3
中央政府债务总额（万亿菲律宾比索）	9.8	7.7	7.3	6.7	6.1
中央政府债务总额/GDP（%）	54.6	39.6	39.9	40.2	40.2
财政收入/中央政府债务总额（%）	29.2	40.6	39.1	37.2	36.1
一般政府债务总额（万亿菲律宾比索）	8.3	6.7	6.3	5.8	5.0
一般政府债务总额/GDP（%）	45.1	34.1	34.4	34.9	33.2
财政收入/一般政府债务总额（%）	34.6	47.2	45.4	42.8	43.8
外部融资					
商品和服务出口总额（亿美元）	788.2	947.4	903.7	866.5	739.4
商品和服务进口总额（亿美元）	975.8	1,310.1	1,297.4	1,181.7	1,024.4
商品和服务净出口额（亿美元）	-187.6	-362.7	-393.7	-315.2	-285.1
经常账户收入（亿美元）	1,186.6	1,368.9	1,299.8	1,241.3	1,089.1
经常账户余额（亿美元）	129.8	-30.5	-88.8	-21.4	-12.0
经常账户余额/GDP（%）	3.6	-0.8	-2.6	-0.7	-0.4
国际投资净头寸（亿美元）	-201.8	-387.6	-485.5	-427.0	-279.9
国际投资净头寸/GDP（%）	-6.1	-10.5	-14.0	-13.1	-9.2
外债总额（亿美元）	984.9	836.2	789.6	731.0	747.6
外债总额/GDP（%）	27.2	22.2	22.8	22.3	23.5

政府外债总额（亿美元）	581.2	427.9	397.0	375.1	374.7
政府外债/外债总额（%）	59.0	51.2	50.3	51.3	50.1
经常账户收入/外债总额（%）	120.5	163.7	164.6	169.8	145.7
外汇储备（亿美元）	1,101.2	878.4	791.9	815.7	806.9
外汇储备/外债总额（%）	111.8	105.0	100.3	111.6	107.9

注：2020 年一般政府债务数据截至 9 月底

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。

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。