

# 北马其顿共和国

## 2021 年跟踪评级报告

**本次评级结果<sup>1</sup>:**

长期本币信用等级: BB<sub>i</sub>+  
 长期外币信用等级: BB<sub>i</sub>+  
 评级展望: 稳定

**上次评级结果:**

长期本币信用等级: BBB<sub>i</sub>-  
 长期外币信用等级: BBB<sub>i</sub>-  
 评级展望: 稳定

本次评级时间: 2021 年 12 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型:		本次评级模型打分表及结果:				
		<b>本币指示评级</b>	<b>BB<sub>i</sub>+</b>	<b>本币评级结果</b>	<b>BB<sub>i</sub>+</b>	
		<b>外币指示评级</b>	<b>BB<sub>i</sub>+</b>	<b>外币评级结果</b>	<b>BB<sub>i</sub>+</b>	
		<b>评价内容</b>	<b>评价结果</b>	<b>风险因素</b>	<b>评价要素</b>	
		政治经济表现	D	国家治理	E	
				宏观经济政策和表现	B	
				结构特征	F	
		公共财政实力	c	财政收支及政府债务状况	f	
				政府债务负担	c	
				政府偿债能力	e	
		外部融资实力	c	国际收支及外部债务状况	d	
				国际收支	d	
				外债压力	d	
				外债偿付能力	d	
		<b>调整因素和理由</b>				<b>调整子级</b>
		--				--

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

注: 政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级; 公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级; 模型内指标为五年加权平均值; 通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果, 结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果

**分析师:** 张敏 程泽宇

**邮箱:** [lianhe@lhratings.com](mailto: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 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

**网址:** [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

<sup>1</sup> 本评级结果为主动评级结果, 评级资料主要来源于公开信息, 与委托评级相比, 评级调查工作 (可能无) 和评级信息存在不充分局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议, 联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

## 评级概况：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对北马其顿共和国（以下简称“北马其顿”）的主权信用进行了跟踪评级，决定将其主权长期本、外币信用等级由  $BBB_i^-$  下调至  $BB_i^+$ ，评级展望维持“稳定”。

2020 年，北马其顿举行议会选举，确立了由马其顿社会民主联盟和“贝萨”运动组成的政党联盟与阿族融合民主联盟共同组建的执政联盟政府。新冠疫情暴发后政府推出的社交隔离和边境封锁措施导致部分出口导向制造业、航空业、餐饮服务业和旅游业等行业遇冷，经济活动大幅萎缩，并拖累北马其顿经济增速大幅下滑至 -4.5%，失业率仍保持在 16.4% 的相对高位，通货膨胀率小幅上行至 1.2%。在北马其顿央行降息和一系列其他放松信贷条件的政策支持下，银行业资产质量和盈利能力未受明显侵蚀，银行业相关风险总体保持稳定。疫情期间，政府接连推出多项财政救助计划以补充持续增加的卫生医疗公共开支、并为在疫情期间受到影响的企业及个人提供支持，导致政府财政支出急剧增长，财政收入则因税收优惠等政策的实行有所下滑，受此影响财政赤字水平大幅走扩至 8% 以上，公共财政状况严重承压。为满足巨额突发性财政支出需求，北马其顿政府在国际和国内市场发行大量债券融资，政府债务负担明显加重，政府债务水平近年来首次上升至 50% 以上。内外需求双重萎缩导致北马其顿进出口贸易额均有所下滑，但贸易账户赤字较上年小幅收窄。政府及企业在国外市场扩大外币融资导致北马其顿外债规模大幅增加，经常账户收入和外汇储备对其保障能力明显削弱。

2021 年初的冬季疫情导致北马其顿一季度经济活动表现低迷，但经济增速在二季度触底反弹；下半年以来由于疫苗接种率偏低、能源价格持续上行以及通胀高企，北马其顿经济增速明显放缓，而北马其顿总理佐兰·扎埃夫因其所属的马其顿社会民主联盟在市政选举中失利在 10 月宣布辞职则加剧北马其顿政局不确定性，预计 2021 年北马其顿 GDP 增速可能反弹至 4.0%，2022 年或可进一步增长至 4.5%。考虑到政府仍在为经济提供财政支持且融资需求较为旺盛，预计 2021 年北马其顿财政赤字可能收窄在 6% 左右，政府债务相当于 GDP 的比值将增长至 55%；2022 年财政赤字或将稳定在 5% 左右，政府债务负担将进一步增长至 56%。

## 评级关键驱动因素

### 主要优势：

#### 1. 加入欧盟计划重新启动并取得一定进展，并获得来自欧盟和其他国际机构的资金支持

2020 年 3 月，欧盟决定启动北马其顿入盟谈判，打破了该计划近两年的停滞状态；7 月，北马其顿向欧盟各成员国提出入盟谈判草拟框架；10 月，欧盟出台“西巴尔干地区经济及投资计划”以加强欧盟与该地区的双边关系；11 月，保加利亚因就“马其顿语”等其他历史遗留事件与北马其顿存在较大认知分歧在欧盟理事会上对该入盟框架提出反对意见，北马其顿入盟谈判遭到推迟。2021 年 9 月，欧盟委员会主席冯德莱恩在访问北马其顿时释放乐观表态，表示将争取推动在今年

年底之前举行北马其顿等国入盟政府间会议。

欧盟是北马其顿最大的贸易伙伴，2020年北马其顿74%出口产品流向欧盟国家，46%进口产品源自欧盟；欧盟同时也是北马其顿最大的资金援助方，自北马其顿提出入盟申请至2020年，欧盟已累计为其提供约12.5亿欧元帮扶资金，来自欧盟的支持资金为北马其顿经济增长带来至关重要的助力。2014-2020年，欧盟向北马其顿注资6.3亿欧元用于增强其竞争力、创新能力以及农业和乡村地区发展（26%），提高政府治理能力（22%），更新交通运输体系建设（17%），改善教育、就业及社会福利政策（7%）等。

新冠疫情期间，欧盟向北马其顿提供总额1.6亿欧元宏观金融支持贷款，第一批8,300万欧元贷款已于2020年10月发放至北马其顿政府；2020年12月，欧盟还为包括北马其顿在内的数个西巴尔干国家提供7,000万欧元以补充北马其顿等国疫苗采购资金。除此之外，国际货币基金组织通过快速融资工具向北马其顿紧急注资1.4亿SDR（约1.8亿欧元）用于缓解疫情带来的冲击，世界银行为北马其顿提供3,200万欧元用于支持其经济复苏。来自欧盟和国际多边机构的帮扶资金为减轻疫情带来的经济衰退提供了关键支持。北马其顿成功入盟后其可以获得的救助资金规模预计将进一步扩大，同时欧盟还将通过其他政策改善其经济基本面、增强其可持续发展能力。

#### 主要关注：

#### 1. 疫情导致政府财政支出剧增、财政赤字大幅走扩，政府债务规模高涨，公共财政状况受侵蚀明显恶化

新冠疫情暴发后，北马其顿政府为抗击疫情先后出台提高公共卫生医疗体系财政预算、为受损行业提供信贷支持、向企业注入流动性、保留工作岗位、向私人部门提供工资补贴、税收递延、现金补助发放等政策在内的财政救助计划，导致财政支出相当于GDP的比值较2019年上涨5.1个百分点至36.7%，而临时性税收优惠政策则使2020年财政收入相当于GDP的比值同比下降1.0个百分点至28.6%。财政支出和收入走势分歧导致政府财政收入相当于GDP的比值较上年大幅走扩6.1个百分点至8.1%，公共财政状况严重承压。由于短期内应急性财政支出激增，北马其顿政府在2020年通过国际和国内市场进行了大量债券融资，2020年7月，北马其顿政府新发7亿欧元债券用于补充疫情相关资金，政府债务相当于GDP的比值由此跳涨10.7个百分点至51.3%，政府债务负担显著加重，财政收入对政府债务的保障能力大幅削弱17.0个百分点至55.8%。

2021年以来，得益于各行业经济活动表现明显转好以及限时税收优惠政策失效，北马其顿税收收入稳步回升，前8个月财政收入较去年同期大涨15.8%；财政支出则因北马其顿政府仍采取措施为部分特定行业及群体提供财政支持同比增加5.3%，预计2021年北马其顿财政赤字有望收窄至6%，2022年或可稳定在5%附近；但融资需求持续保持高位可能使北马其顿政府债务负担在2021年增至55%，2022年可能保持在56%左右，财政收支失衡和政府偿债压力大增将成为未来几年北马其顿政府需要应对的主要财政难题。

## 2. 外部贸易和经常账户持续保持赤字，外债水平大幅上升，经常账户收入对外债的覆盖程度明显下滑

由于北马其顿出口产品主要为附加值较低的农业产品及纺织品，石油及其制品和高附加值工业产品等进口产品需求刚性较强，且贸易对手主要集中在德国、希腊、塞尔维亚等欧洲国家，新冠疫情暴发导致贸易对手国家进口需求大幅萎缩，受此影响 2020 年北马其顿贸易和经常账户继续保持赤字，其中贸易赤字相当于 GDP 的比值较 2019 年小幅收窄 1.5 个百分点至 12.9%，经常账户赤字相当于 GDP 的比值则较上年走扩 0.2 个百分点至 3.5%。

新冠疫情冲击下政府进行大量外币融资、私人部门的非金融企业和商业银行长期外币融资需求上涨推动北马其顿外债规模相当于 GDP 的比值同比激增 14.7 个百分点至 86.3%，显著高于 BB<sub>i</sub> 级和 BBB<sub>i</sub> 级国家平均水平，政府大量扩张外币债务还导致国际净投资负头寸进一步走扩；经常账户收入则因出口贸易收入大幅下滑、外汇收入流失等因素有所减少，经常账户收入对外债总额的覆盖程度较 2019 年暴跌 26.3 个百分点至 86.1%，外债偿付实力遭侵蚀显著下滑。

2021 年三季度，北马其顿为其在 2014 年发行的 5 亿欧元债券还本付息导致外汇储备环比大幅下滑 10.2% 至 43.1 亿美元，外债总额则在二季度末上涨至 120.8 亿美元。北马其顿储备资产主要由外汇和规模相对稳定的黄金资产构成，欧洲冬季疫情可能使北马其顿出口贸易受到一定影响，外汇收入波动性较大、且在短期内较难回升至此前较高水平；而政府和私人部门长期保持较高外债融资需求预计将使北马其顿外债规模进一步上涨。在外汇储备难以得到有效补充的情况下，北马其顿外部风险敞口预计将被继续放大。

## 3. 新冠疫苗接种率偏低、冬季疫情反弹和变异病毒频现以及总理缺位放大了北马其顿经济复苏前景不确定性

由于全球新冠疫苗供应紧张、政府采购资金有限，北马其顿疫苗接种启动时间相对落后，直至 2021 年 2 月才正式开始疫苗接种工作。截至 2021 年 11 月 12 日，北马其顿每百人仅接种新冠疫苗 80.5 剂次，远低于全球（98.7 剂次）和欧洲地区（124.0 剂次）平均水平。由于疫苗接种率偏低，北马其顿自 8 月起出现疫情反弹，叠加欧洲多国出现疫情复燃、Omicron（奥密克戎）变异毒株导致疫情传播速度加倍变快，北马其顿极有可能在年底再次出现大规模疫情反扑。

在 2020 年 7 月举行的议会选举中，以马其顿社会民主联盟和“贝萨”运动组成的政党联盟获得席位最多（46 席），其与阿族融合民主联盟（15 席）随后共同组成联合执政政府，时任总理兼马其顿社会民主联盟党首佐兰·扎埃夫实现连任。2021 年 10 月，北马其顿举行市政选举，扎埃夫因马其顿社会民主联盟在选举结果中不敌反对党马其顿内部革命组织民族统一民主党宣布辞职，同时卸任马其顿社会民主联盟主席的职务。尽管扎埃夫尚未透露具体的辞职时间，但预计其辞职后北马其顿政坛将进入一段权利真空期，政府行政效率或将受影响有所下滑，北马其顿经济复苏前景不确定性也被显著放大。

## 4. 疫情期间就业市场受到冲击导致青年劳动参与率下滑，失业率仍保持相对高位

新冠疫情暴发后，政府为阻断疫情传播出台了为期数月的社交隔离、非必要行业暂停生产活动以及边境封锁政策，导致大量工作岗位蒸发，其中房地产行业、交通运输业和餐饮住宿及旅游业就业市场受创最为明显；除此之外，对自身健康的担忧也在一定程度上打压了劳动者在疫情期间外出工作的就业意愿。多重因素推动下 2020 年北马其顿就业人数同比下滑 0.3%，20~29 岁青年劳动参与率均下滑逾 3 个百分点，整体劳动参与率较 2019 年下滑 0.7 个百分点至 65.2%，显著低于欧洲地区均值水平（71.3%）。由于劳动技能水平偏低，北马其顿长期存在青年失业率畸高现象，2020 年北马其顿 20~29 岁青年失业率高达 29.7%，整体失业率虽较 2019 年小幅下滑 0.9 个百分点至 16.4%，但仍处于相对高位，且远高于  $BB_{i+}$  级、 $BBB_{i-}$  级国家及欧盟平均表现（7.1%）。

### 评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 财政收支失衡加剧，政府偿债能力严重承压；
2. 北马其顿出现疫情反弹，并导致经济复苏进程明显放缓。

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 北马其顿入盟谈判取得突破性进展，入盟进程加快；
2. 政府出台了有效的财政整固计划，财政状况出现明显改善。

附件 1:

表 1 北马其顿 2016—2020 年主要数据

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
<b>宏观数据</b>					
GDP (亿代纳尔)	6,640.1	6,894.3	6,608.8	6,181.1	5,947.9
GDP (亿美元)	122.9	125.5	126.9	113.4	106.9
实际 GDP 增速 (%)	-4.5	3.2	2.9	1.1	2.8
CPI 增幅 (%)	1.2	0.8	1.5	1.4	-0.2
失业率 (%)	16.4	17.3	20.7	22.4	23.8
<b>结构特征</b>					
人均 GDP (美元)	5,939.4	6,044.4	6,111.2	5,462.4	5,153.0
最终消费支出占 GDP 的比值 (%)	83.2	79.7	80.1	81.6	82.3
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	29.6	34.5	32.3	32.3	32.5
净出口占 GDP 的比值 (%)	-12.9	-14.4	-12.7	-14.0	-15.3
第一产业占 GDP 的比值 (%)	9.1	8.0	8.5	7.9	9.2
第二产业占 GDP 的比值 (%)	22.6	23.5	24.1	24.3	24.0
第三产业占 GDP 的比值 (%)	57.0	55.2	54.3	54.5	53.5
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	11.3	13.2	13.2	13.3	13.3
银行业资本充足率 (%)	16.7	16.3	16.5	15.7	15.2
银行业不良贷款率 (%)	3.3	4.6	5.0	6.1	6.3
银行业 ROA (%)	1.3	1.3	1.7	1.4	1.5
银行业 ROE (%)	11.3	11.7	16.0	13.5	13.6
<b>公共财政</b>					
财政收入 (亿代纳尔)	1,897.7	2,039.1	1,884.2	1,794.4	1,689.5
财政收入/GDP (%)	28.6	29.6	28.5	29.0	28.4
财政支出 (亿代纳尔)	2,436.4	2,175.4	2,000.2	1,963.3	1,850.2
财政支出/GDP (%)	36.7	31.6	30.3	31.8	31.1
财政盈余 (亿代纳尔)	-538.7	-136.3	-116.0	-169.0	-160.7
财政盈余/GDP (%)	-8.1	-2.0	-1.8	-2.7	-2.7
政府债务 (亿代纳尔)	3,403.0	2,801.8	2,671.6	2,434.3	2,367.9
政府债务/GDP (%)	51.3	40.6	40.4	39.4	39.8
财政收入/政府债务 (%)	55.8	72.8	70.5	73.7	71.4
利息支出/GDP (%)	1.2	1.2	1.2	1.4	1.1
<b>外部融资</b>					
出口额 (亿美元)	71.8	77.8	76.1	62.4	54.4
进口额 (亿美元)	87.6	96.0	92.3	78.3	70.7
外贸顺差 (亿美元)	-15.8	-18.1	-16.1	-15.9	-16.3
经常账户收入 (亿美元)	91.3	101.0	100.8	84.9	74.6
经常账户余额 (亿美元)	-4.3	-4.2	-0.1	-1.2	-3.1
经常账户余额/GDP (%)	-3.5	-3.3	-0.1	-1.0	-2.9
国际投资净头寸 (亿美元)	-84.7	-72.3	-69.2	-69.8	-58.8
国际投资净头寸/GDP (%)	-68.9	-57.6	-54.5	-61.6	-55.0



外债总额（亿美元）	106.1	89.9	86.7	85.4	75.1
外债总额/GDP（%）	86.3	71.6	68.3	75.4	70.3
政府外债（亿美元）	50.3	33.3	38.1	30.3	32.6
政府外债在外债总额中的占比（%）	47.4	37.1	44.0	35.5	43.4
经常账户收入/外债总额（%）	86.1	112.4	116.3	99.4	99.3
外汇储备（亿美元）	41.3	36.5	32.8	28.0	27.5
外汇储备/外债总额（%）	38.9	40.6	37.9	32.8	36.7

数据来源：世界银行、IMF，联合资信整理

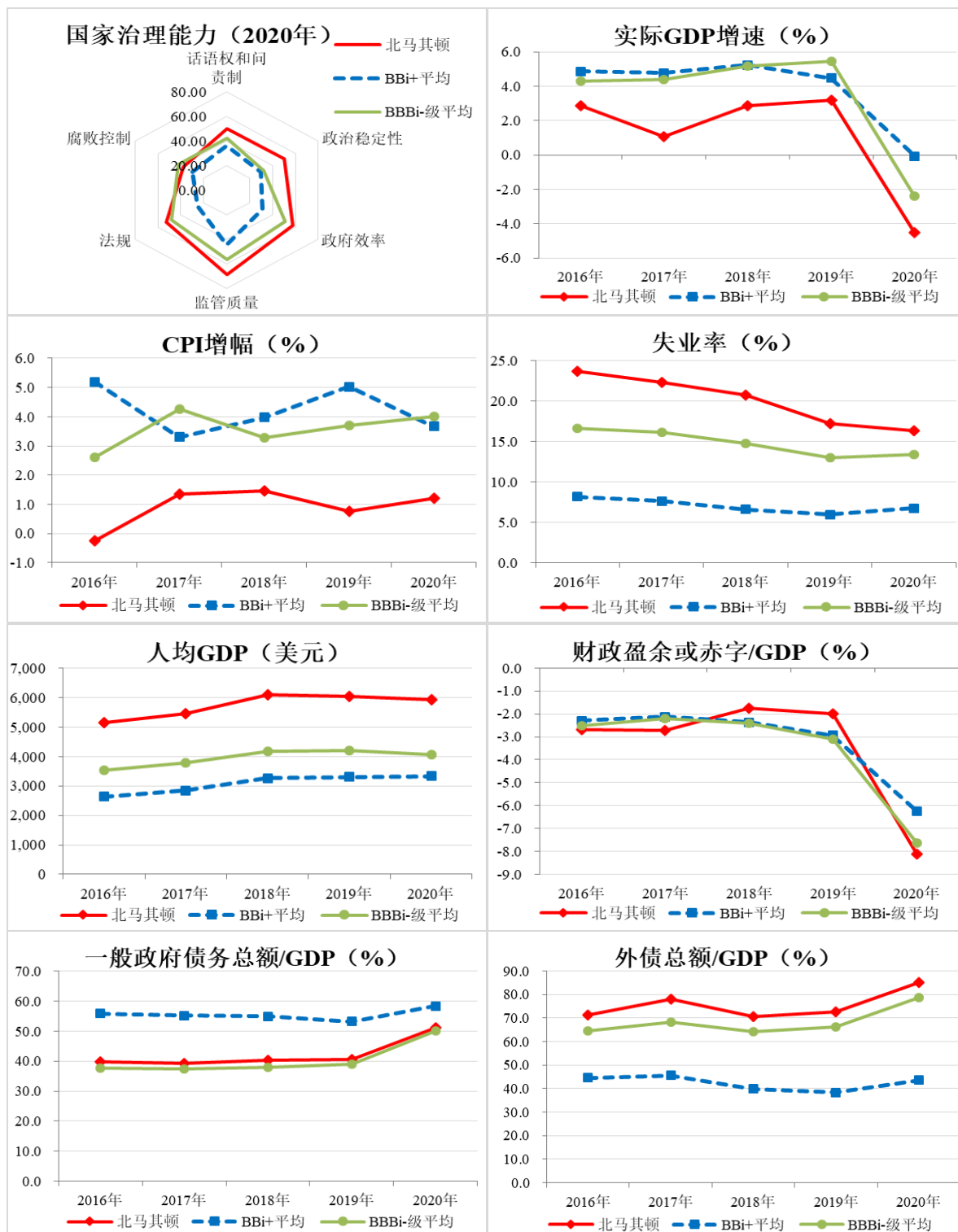
表 2 北马其顿 2021—2022 年核心数据表现及预测

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年预测	2022 年预测
实际 GDP 增速（%）	-1.8	13.5	3.0	4.0	4.5
CPI 增幅（%）	2.0	2.8	3.7	3.2	3.0
失业率（%）	16.0	15.9	15.7	15.8	15.8
人均 GDP（美元）	-	-	-	6,050.0	6,200.0
财政盈余/GDP（%）	-	-	-	-6.0	-5.0
政府债务总额/GDP（%）	54.1	55.9	-	55.0	56.0
经常账户余额/GDP（%）	-2.1	-4.4	-	-4.0	-3.8
外债总额/GDP（%）	84.6	87.6	-	86.0	85.0

数据来源：历史数据来源于世界银行、北马其顿央行、欧盟统计局，预测数据来源于联合资信

附件 2:

相近信用等级国家主要数据对比



数据来源: 世界银行, IMF, 联合资信整理



附件 3:

### 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<sub>i</sub>、AA<sub>i</sub>、A<sub>i</sub>、BBB<sub>i</sub>、BB<sub>i</sub>、B<sub>i</sub>、CCC<sub>i</sub>、CC<sub>i</sub>、C<sub>i</sub> 和 D<sub>i</sub> 表示，其中，除 AAA<sub>i</sub> 级和 CCC<sub>i</sub> 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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C <sub>i</sub>	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D <sub>i</sub>	已经违约，进入重组或者清算程序。

## 权利与免责声明

1. 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。
2. 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。
3. 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。
4. 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。
5. 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。