

巴拿马共和国信用评级报告

本次评级结果

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

本次评级时间

2018年12月28日

主要数据

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(亿美元)	618.38	578.21	543.16	512.28	467.18
实际GDP增速(%)	5.36	4.99	5.78	6.04	6.63
CPI增幅(%)	0.88	0.74	0.13	2.63	4.03
失业率(%)	6.00	5.49	5.05	4.82	4.10
人均GDP(美元)	15,089.35	14,322.58	13,662.94	13,090.76	12,132.11
财政盈余/GDP(%)	-1.57	-1.77	-2.24	-3.12	-2.17
政府债务/GDP(%)	37.80	37.36	37.23	35.59	33.57
财政收入/政府债务(%)	53.30	54.02	52.70	54.93	63.42
外债总额/GDP(%)	143.37	153.72	165.08	169.76	167.73
CAR/外债总额(%)	34.26	31.55	32.10	35.91	42.36

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:

张强 张正一

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”) 对巴拿马共和国(以下简称“巴拿马”)的主权信用进行了首次评级, 决定给予其长期本、外币信用等级 A_i。该评级结果表示巴拿马的主权信用风险较低, 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。

近年来巴拿马政局保持稳定, 国家治理能力一般。依托特殊的地理位置和地缘优势, 巴拿马经济迅速发展, 成为拉丁美洲和加勒比地区经济增长最快的国家, 政府对基本食品价格进行管制, 有效地将通胀率控制在很低的水平, 但失业率持续上升且技术工人严重短缺, 制约了巴拿马的经济增长潜力。巴拿马人均GDP水平较高, 是拉丁美洲最具国际竞争力的国家之一。巴拿马是中美洲及加勒比地区的金融中心, 受益于经济的稳健增长, 巴拿马银行业表现良好, 风险维持在较低水平, 但巴拿马对贸易和外资依赖程度较高增加了其经济脆弱性。受益于审慎的财政和债务管理, 巴拿马一般政府财政赤字水平不断下降, 财政状况持续改善, 一般政府债务水平较低, 但财政收入对政府债务的保障程度有所下降。商品贸易巨额逆差导致巴拿马长期处于贸易逆差和经常账户赤字状态, 虽然2017年有所改善, 但经常账户赤字水平仍较高。巴拿马外债水平很高但呈持续下降趋势; 从外债结构来看, 金融机构外债居多, 政府面临的外债偿付压力不大, 但短期外债偿付压力较大。经常账户收入对外债的保障能力较弱, 但美元法定货币地位以及巴拿马储蓄基金对外债偿还提供了很好的保障。

优势

- 近年来巴拿马经济持续、强劲增长且政府对通胀控制较好;
- 科隆自贸区及巴拿马运河的战略性地缘优势奠定了巴拿马在拉美地区的重要地位;
- 财政状况持续改善, 一般政府债务水平较低;
- 美元法定货币地位以及巴拿马储蓄基金对外债偿还提供了很好的保障;
- 巴拿马是中美洲及加勒比地区的金融中心, 银行业表现良好, 风险维持在较低水平。

关注

- 对贸易和外资依赖程度较高, 经济脆弱性明显;
- 外债水平很高, 且短期外债偿付压力较大;
- 商品贸易巨额逆差导致巴拿马长期处于贸易

逆差和经常账户赤字状态,且经常账户赤字水平较高;

- 失业率持续上升且技术工人严重短缺,制约了巴拿马经济增长潜力。

一、国家概况

巴拿马是中美洲最南部的国家，东连哥伦比亚，南濒太平洋，西接哥斯达黎加，北临加勒比海，国土呈 S 形连接北美洲和南美洲。巴拿马运河从北至南沟通大西洋和太平洋，拥有重要的战略地位，有“世界桥梁”之称。巴拿马国土面积 7.55 万平方公里，人口 409.86 万（截至 2017 年底），官方语言为西班牙语，官方货币为巴波亚。由于巴拿马的建立和贸易都和美国有重要关系，巴拿马从 1907 年开始使用美元作为流通货币，本国货币为巴波亚，与美元等值并同时在境内使用，是世界上第一个除美国以外使用美元作为法定货币的国家。

巴拿马全国划为 10 个省和 5 个印第安居民区，省下设县（市），县下设区，首都为巴拿马城。巴拿马的矿产资源较为丰富，但开采的不多，矿场规模也较小，主要矿产有金、银、铜、铁、汞、铝土、锰、盐、石油等，其中铜矿石的储量居世界第四位。此外，巴拿马森林资源丰富，而且树种多，其中不乏桃花心木、西洋杉、柚木、红木、雪松等名贵木材。

巴拿马奉行中立、不结盟的外交政策，是联合国、世贸组织、国际货币基金组织、世界银行、世界卫生组织、“七十七国集团”、不结盟运动、拉美和加勒比国家共同体、美洲国家组织、中美洲一体化体系等重要国际和地区组织的成员。

二、国家治理

巴拿马政局近年来保持稳定，新老政权交接顺畅

巴拿马实行三权分立的政治体制。总统是国家元首和政府首脑，通过直接选举产生，任期 5 年，不得连任，但可隔届竞选，宪法规定总统拥有任命政府各部部长、制定外交政策等权力，并可以否定立法机构提出的法案；国民大会是巴拿马的国家立法机关，实行一院制，由 71 名议员组成，议员通过直选产生，任期 5 年；司法权由高等法院和国家总检察院行使，高等法院设 9 名法官，由政府任命、国会批准，任期 10 年。

巴拿马实行多党制，主要政党包括巴拿马主义党、民主革命党和民主变革党。2014 年 5 月 4 日，巴拿马举行了总统大选。巴拿马主义党候选人胡安·卡洛斯·巴雷拉以 39.1% 的有效选票当选巴拿马新一任总统，而执政党民主变革党候选人何塞·多明戈·阿里亚斯以近 8% 的选票差距败选。巴雷拉的胜出方面说明，各党轮流执政的政治模式在巴拿马已深入人心，自 1990 年巴拿马恢复民主制度以来还没有哪个政党成功实现连任。另

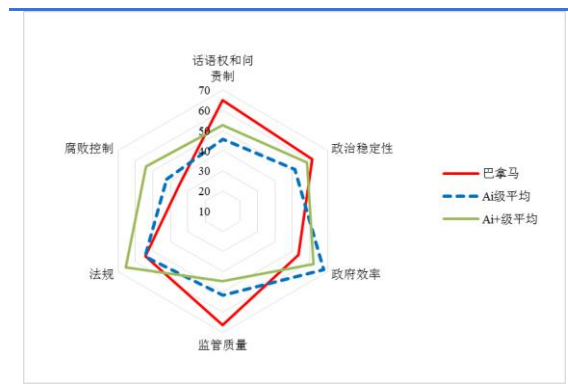
一方面，马蒂内利政府一直存在贪腐问题，让民众极为不满，而阿里亚斯作为马蒂内利钦点的本党总统候选人，被认为是马蒂内利的政治延续。同年 5 月 4 日，巴拿马议会选举同时举行，民主革命党赢得 26 个席位，民主变革党赢得 25 个席位，执政党巴拿马主义党与人民党组成的竞选联盟“人民第一”共获得 17 个议席。为争取巴拿马最大政党民主革命党的支持，巴雷拉政府与民主革命党达成共识：两党将在“市政权力下放、教育、大型基础设施项目审计”等领域建立“司法治理”（legislative governability）的执政联盟合作机制。在民主革命党的支持下，执政党实现了对议会的掌控，执政联盟在议会中共占 43 席，超过半数。

国家治理能力一般，腐败盛行

根据世界银行发布的国家治理指数，巴拿马国家治理能力一般。2017 年，巴拿马政府各项治理能力百分比排名均值为 55.92，较上年（57.13）有所转差，与 A_i 级和 A_{i+} 级国家平均水平相当。

与大部分拉美国家一样，巴拿马腐败盛行，包括司法机构、政党、警察和执法机构在内的公共机关普遍存在腐败现象，并引发了多起大规模反腐示威游行。腐败盛行不仅损害了政府公信力，还不利于社会稳定和经济发展。

图 1：2017 年巴拿马国家治理能力



数据来源：世界银行

三、宏观经济政策与表现

依托战略性地缘优势，近年来巴拿马经济持续、强劲增长

依托特殊的地理位置和地缘优势，巴拿马经济迅速发展，成为拉丁美洲和加勒比地区经济增长最快的国家。

为提高国家竞争力、促进经济持续增长，2014 年 12 月，巴拿马政府公布了“2015~2019 年战略规划”，并出台了总额高达 200 多亿美元的投资计划。巴拿马政府

以可持续发展为指导，加大对道路、港口、住房等大型基础设施项目的投资以刺激经济增长。

2017年，巴拿马GDP总量为618.38亿美元，实际GDP增长率为5.36%，较2016年增加了0.37个百分点，大幅高于拉丁美洲及加勒比地区平均水平（1.27%），这主要归功于巴拿马运河的扩建以及国际贸易环境的改善，此外公共和私人投资项目的扩张带动建筑业高速增长，也对经济起到了拉动作用。具体来看，2017年，交通、仓储和通讯行业增长了10.1%；建筑业增长了8.3%；建筑业的增长抬升了市场对原材料的需求，使得采矿业也出现了8.3%的增长；金融服务业增长了5.0%。

2018年一季度，巴拿马实际GDP同比增长4.2%，二季度实际GDP仅同比增长了3.1%，为2010年以来最低季度增速。这主要是由于采矿业、建筑业、酒店和餐饮服务产值下降（分别同比下降了1.2%、1.2%和3.3%）以及农业和金融服务业产值增速放缓所致。2018年4月~5月，巴拿马爆发了建筑业大罢工，造成了接近1亿美元的经济损失。受此影响，预计2018年巴拿马实际GDP增速将放缓至4.5%。

巴拿马近10年（2008~2017年，以下同）平均GDP增长率为6.58%，明显高于A_i级和A_{i+}级国家平均水平（分别为2.57%和3.04%）；经济增长波动性（10年GDP增长率的标准差）为2.77%，也略高于A_i级和A_{i+}级国家平均水平（分别为2.00%和2.20%）。

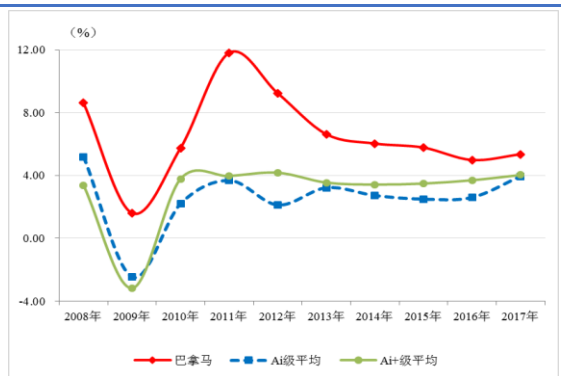
表 1：2013~2017 年巴拿马经济表现

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
实际GDP增速(%)	5.36	4.99	5.78	6.04	6.63
名义GDP(亿美元)	618.38	578.21	543.16	512.28	467.18
CPI增幅(%)	0.88	0.74	0.13	2.63	4.03
失业率(%)	6.00	5.49	5.05	4.82	4.10

数据来源: IMF

注: 2013年的通胀基准年为2002年, 2014~2017年通胀基准年为2013年

图 2：2013~2017 年巴拿马实际 GDP 增长率



数据来源: IMF

巴拿马政府对基本食品价格进行管制有效的将通胀率控制在很低的水平

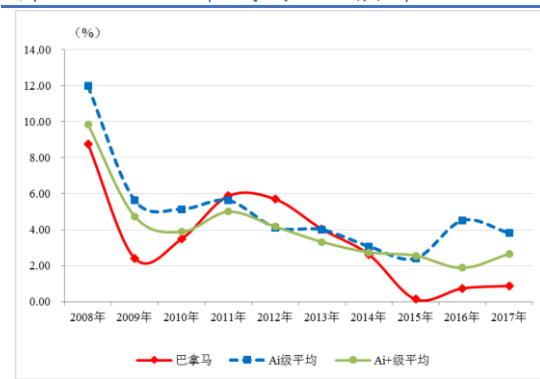
如大多数拉美国家一样，2007年以来巴拿马的通胀率急剧上升，2008年曾高达8.76%。由于巴拿马没有央行，因此缺乏有效的政策工具来应对物价上涨。为控制物价、刺激消费，2014年7月开始，巴拿马政府开始对基本食品价格进行管制。

由于价格管制措施的实施以及通胀基准年的变化，2015年开始，巴拿马的通胀率一直保持在不到1%的水平。2017年，巴拿马CPI增幅为0.88%，较2016年有小幅上升，但仍旧保持在低位。

2018年以来，巴拿马政府两次延长基本食品价格管制，继续对食品价格实施影响。2018年1月~10月，巴拿马的CPI增幅较去年同期增长了0.84%。预计2018年巴拿马全年通胀率有望保持在2%以下的水平。

近10年巴拿马CPI增幅均值为3.46%，低于A_i级和A_{i+}级国家平均水平（分别为5.02%和4.08%）；但CPI增幅波动性（10年CPI增幅标准差为2.71%）略高于A_i级和A_{i+}级国家平均水平（分别为2.66%和2.26%）。

图 3：2013~2017 年巴拿马 CPI 增长率



数据来源: IMF

失业率持续上升且技术工人严重短缺，制约了巴拿马经济增长潜力

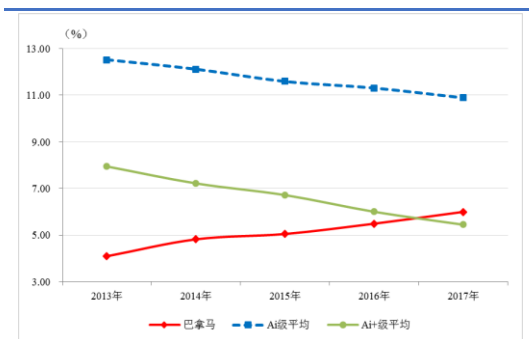
近年来随着一些大型基础设施项目的竣工，巴拿马失业率呈不断上升趋势，2017年全年失业率为6.00%，较2016年上升了约0.50个百分点，达到近5年来最高值。但与A_i级和A_{i+}级国家平均水平相比，巴拿马的失业率仍相对较低。

除了失业率持续上升外，巴拿马还面临着技术工人严重短缺的问题，35%的企业存在招工困难。最难招聘的职位包括工程师、会计人员及金融行业从业人员、律师、研究人员、电工、机械师和焊工等。

随着经济的不断增长，巴拿马将需要越来越多的专业技术型人才。据估算，在未来10年间，巴拿马将需要

30万~50万不同领域的专业人员。人才短缺已经影响了巴拿马的多个行业，尤其是物流、建筑、旅游和农业等，也将制约其经济增长潜力。

图 4：2013~2017 年巴拿马失业率



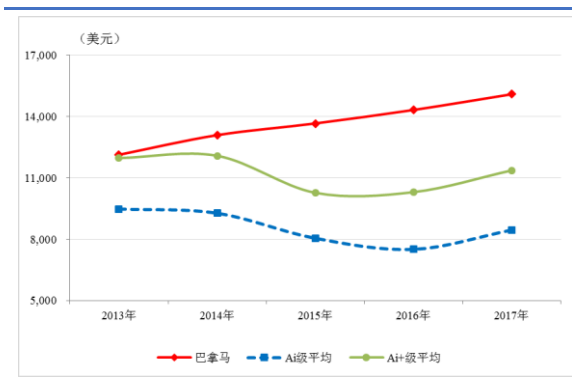
数据来源: IMF

四、结构特征

人均 GDP 水平较高，是拉丁美洲最具国际竞争力的国家之一

巴拿马的人均 GDP 在中美洲各国中位居首位。2013~2017 年，巴拿马人均 GDP 持续上升趋势，5 年均值为 13,659.55 美元。2017 年，巴拿马人均 GDP 达到 15,089.35 美元，较 2016 年（14,322.58 美元）上升了逾 700 美元。与 A₁ 级和 A₊ 级国家平均水平相比，巴拿马的人均 GDP 水平也相对较高。

图 5：2013~2017 年巴拿马人均 GDP



数据来源: IMF

巴拿马是拉丁美洲最具竞争力的国家之一，在“宏观经济环境”和“金融市场发展”方面的国际竞争力较强。根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017 年巴拿马的全球竞争力指数为 4.44，在全球 137 个经济体中排名第 50 位，较上年下降了 8 位，全球竞争力有所下降，这主要是由“健康和基础教育”、“技术水平”及“劳动力市场效率”等指标排名大幅下滑所致。

服务业在巴拿马经济中占有重要地位，特色产业包括物流业、金融业和旅游业等

巴拿马的经济主要依靠消费（尤其是居民消费）和投资驱动，且多年来保持稳定。2016 年，巴拿马最终消费支出总额占 GDP 的比值为 60.76%，其中居民消费支出和政府消费占 GDP 的比值分别为 50.12% 和 10.64%。投资总额占 GDP 的比值为 43.76%。由于进口总额始终大于出口总额，一直以来巴拿马净出口占 GDP 的比值均为负数，2016 年为 -4.52%。总体看，巴拿马经济发展主要依靠居民消费和投资驱动。

从产业结构来看，2013~2017 年，巴拿马第一产业和第三产业增加值占 GDP 比重呈下降趋势，第二产业增加值占比则逐年上升。2017 年，巴拿马三大产业增加值占 GDP 的比重分别为 2.36%、28.67% 和 65.23%。

历史上，农业（包括林、牧、渔业）曾是巴拿马的主要经济部门。但自巴拿马运河开通以后，农业在国民经济中的地位开始下降，农业产值占 GDP 的比重也呈现逐年下降的态势。巴拿马工业基础薄弱，无重工业。近年来巴拿马运河扩建以及国家大型基础设施建设拉动建筑产业快速发展，使之成为推动巴拿马经济增长的重要产业之一。

服务业在巴拿马经济中占有重要地位，特色产业包括物流、金融和旅游等。得益于优越的地理位置和巴拿马运河的存在，巴拿马的物流业在当地区域极为发达。巴拿马的物流部门约占该国国内生产总值的 20%，雇佣了约 9% 的劳动力。巴拿马运河和建立在太平洋和大西洋上的不同港口码头组成了巴拿马的航空部门和海事部门，并成为了该国物流部门的支柱。由于这两个部门的强劲表现，巴拿马被认为是该地区的物流领跑者，预计未来海事和航空部门将继续稳步发展。巴拿马是中美洲及加勒比地区的金融中心，总金融资产是 GDP 的 2 倍多。目前金融业已经被视为除物流业外的主要经济支柱，为提升巴拿马区域影响力做出了重要贡献。近年来巴拿马大力发展旅游业使赴巴游客不断增加，2017 年共有 250 万外国游客赴巴拿马旅游，为巴拿马创造了 44.51 亿美元的旅游外汇收入。

科隆自贸区及巴拿马运河的战略性地缘优势奠定了巴拿马在拉美地区的重要地位

巴拿马的经济发展与巴拿马运河紧密相连，由其带来的商务和劳务收入在国民经济中占有很大比例。目前，全球共有 100 多个国家使用巴拿马运河，巴拿马运河承担着全球 5% 的贸易货运量，美国与亚太地区之间 23% 的贸易货运要靠巴拿马运河运输航道，行经巴拿马运河

的主要海运路线为美国东岸-亚洲、美国东岸-南美西岸，其它路线包括欧洲-亚洲、欧洲-美国西岸。2016年6月，历时九年扩建工程的新巴拿马运河正式通航，拓宽后的巴拿马运河预计通过量将增加1倍，最大可通过1.3万标准集装箱，在带动巴拿马经济增长的同时也进一步促进了全球航运业的发展。

科隆自贸区位于巴拿马运河大西洋入海口处，占据了中美、南美等美洲国家的进出口战略要地，是拉丁美洲及加勒比地区最重要的货物集散地、自由港和免税区。科隆自贸区的净出口约占国内生产总值的4%左右，并为巴拿马创造了3万多个就业岗位。2017年，通过科隆自贸区进口的商品约占巴拿马商品进口总额的50%，通过其转口的商品总额占巴拿马商品出口总额的90%以上。

巴拿马对贸易和外资依赖程度较高增加了其经济脆弱性

巴拿马是外向型经济体，对外贸易在巴拿马经济中发挥着重要作用。2013~2017年，巴拿马进出口总额与GDP的比值5年均值超过了100%。虽然这一比值呈持续下降趋势，2017年已经降至87.78%，巴拿马经济对贸易的依赖程度依然较高。

此外，科隆自贸区和其他经济特殊区对外商提供税收、劳工和移民等方面的优惠政策，对外商吸引力巨大，使得巴拿马一直是中美洲地区吸引外资投资最多的国家，且近年来对外资的依赖程度持续加深。2017年巴拿马吸收外资流量为53.19亿美元，较2016年进一步上升；截至2017年底，巴拿马吸收外资存量共计501.74亿美元，与该年度GDP的比值为84.30%，较2016年进一步上升了约3个百分点，明显高于拉丁美洲和加勒比地区平均水平（40.80%）。对贸易和外资的高度依赖使得巴拿马外部脆弱性进一步提升。

巴拿马是中美洲及加勒比地区的金融中心，受益于经济的稳健增长，巴拿马银行业表现良好，风险维持在较低水平

巴拿马没有中央银行和独立的货币政策，巴拿马国家银行（BNP）行使部分中央银行的职能。巴拿马银行总署（SBP）负责监督银行业运营、向银行颁发牌照及批准银行合并等。银行总署的资金不是由巴拿马政府拨给的，而是来自受其监管的银行上交的监管费及其它费用。

巴拿马是中美洲及加勒比地区的金融中心。近年来，受益于经济的稳健增长，巴拿马银行业表现良好，银行业资产持续增长且盈利能力不断改善。2013~2017年，

巴拿马银行业总资产5年复合增长率为5.15%，2017年达到1,197亿美元；银行业利润5年复合增长率为5.82%，2017年达到17.8亿美元，较2016年增长了16.97%，截至2017年底，银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为1.49%和12.94%，均较上年出现不同幅度的上涨。

从资产质量来看，由于银行普遍采取保守的贷款方式，巴拿马银行业的不良贷款率较低，但近年来逐年攀升，2017年为3.05%，虽然仍处于较低水平，但相比2013年已经升高了1.18个百分点。截至2018年二季度末，巴拿马银行业不良贷款率进一步升至3.67%，较2017年同期增加了0.44个百分点，银行业资产质量有所下降。

五、公共财政实力

受益于审慎的财政和债务管理，巴拿马一般政府财政赤字水平不断下降，财政状况持续改善

自2008年《社会财政责任法》颁布以来，巴拿马一直实施审慎的财政和债务管理政策。社会财政责任法要求任何新政府在其执政的前六个月内提出一项长期社会战略、一项五年财政计划以及管理公共开支和鼓励活期储蓄的宏观经济准则。2012年，修订后的社会财政责任法对巴拿马年度非金融公共部门调整赤字占GDP的比重设置了上限，2012年~2017年分别为2.9%、2.8%、2.7%、2.0%、1.5%和1.0%，2017年以后为0.5%，但在特殊情况下或经济下行周期，可以暂时暂停财政赤字上限的约束。

由于政府加强了对逃税等行为的打击力度，2013~2017年，巴拿马一般政府财政收入规模温和增长，5年复合增长率为5.79%。2017年，巴拿马财政收入为124.58亿美元，同比增长6.76%，财政收入与GDP的比值为20.15%。从财政收入结构来看，税收是巴拿马政府财政收入的主要来源，约占财政收入的45%左右，社保缴款和非税收收入（如巴拿马运河相关收入）分别占财政收入的29%和23%。

财政支出方面，2013~2017年，巴拿马一般政府财政支出5年复合增长率为5.21%，低于财政收入增速。2017年，巴拿马财政支出为134.29亿美元，同比增长了5.79%，财政支出与GDP的比值为21.72%。巴拿马一般政府财政支出主要为社会保障支出、支付公务员工资、利息支出和资本支出等。

2013~2017年，巴拿马政府均处于财政赤字状态，

但除 2014 年以外财政赤字水平持续下降¹。2017 年，巴拿马一般政府财政赤字规模为 9.71 亿美元，较 2016 年下降了 5.18%，财政赤字与 GDP 的比值为 1.57%，较 2016 年进一步下降了 0.20 个百分点，达到近 5 年来最低水平。与 A_i 级和 A_{i+} 级国家平均水平相比，巴拿马财政赤字水平相对略低。

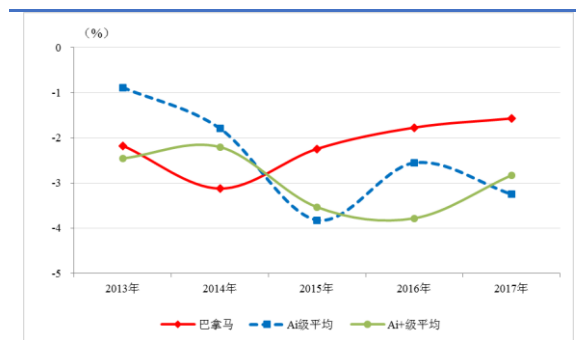
表 2：2013~2017 年巴拿马政府财政表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政收入 (亿美元)	124.58	116.69	106.56	100.15	99.47
财政收入/GDP (%)	20.15	20.18	19.62	19.55	21.29
财政支出 (亿美元)	134.29	126.94	118.74	116.14	109.62
财政支出/GDP (%)	21.72	21.95	21.86	22.67	23.47
财政盈余 (亿美元)	-9.71	-10.24	-12.18	-15.99	-10.15
财政盈余/GDP (%)	-1.57	-1.77	-2.24	-3.12	-2.17

注：财政盈余为负表示财政赤字，财政盈余/GDP 为负表示财政赤字相当于 GDP 的比值，以下同。

数据来源: IMF

图 6：2013~2017 年巴拿马财政盈余/GDP



数据来源: IMF

一般政府债务水平缓慢上升，但仍处于较低水平；财政收入对政府债务的保障程度有所下降

2013~2017 年间，巴拿马一般政府债务规模持续走高，5 年复合增长率为 10.49%，一般政府债务水平也呈现缓慢上升趋势，但巴拿马一般政府债务水平仍较低。截至 2017 年底，巴拿马的一般政府债务规模总额为 233.73 亿美元，政府债务总额与 GDP 的比值为 37.80%，较 2016 年进一步上升了 0.44 个百分点。从近 5 年情况来看，巴拿马一般政府债务水平一直高于 A_i 级国家平均水平，但低于 A_{i+} 级国家平均水平。

巴拿马一般政府利息支出压力不大，利息支出与 GDP 的比值维持在 2% 以下的水平，2017 年为 1.62%，

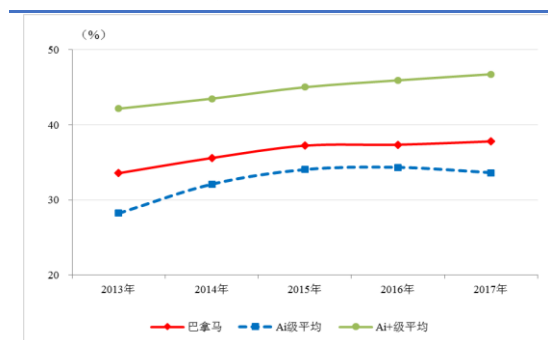
同比小幅下降 0.02 个百分点，政府利息支出压力有所下降。

表 3：2013~2017 年巴拿马一般政府债务情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额 (亿美元)	233.73	216.01	202.22	182.31	156.84
政府债务总额/GDP (%)	37.80	37.36	37.23	35.59	33.57
利息支出/GDP (%)	1.62	1.64	1.61	1.58	1.71
财政收入/政府债务总额 (%)	53.30	54.02	52.70	54.93	63.42

数据来源: IMF

图 7：2013~2017 年巴拿马一般政府债务/GDP



数据来源: IMF

从财政收入对政府债务的保障情况看，巴拿马政府财政收入对政府债务的保障程度一般，且近年来呈下降趋势。2017 年，政府财政收入与政府债务总额的比值为 53.30%，较上年下降 0.72 个百分点。

根据巴拿马 2018 年财政预算案，2018 年一般政府预算支出为 142 亿美元，一般政府预算收入为 134 亿美元，预算赤字水平将继续下降至 1.4%，一般政府债务水平将小幅上升 1 个百分点至 39%，财政收入对政府债务的保障程度将基本保持稳定。

总体来看，巴拿马财政状况持续改善，政府债务水平也较低，在政府审慎的财政和债务管理措施下，巴拿马财政收入对政府债务的保障程度有望保持稳定。

六、外部融资实力

商品贸易巨额逆差导致巴拿马长期处于贸易逆差和经常账户赤字状态，虽然 2017 年有所改善，但经常账户赤字水平仍较高

由于工业基础薄弱以及农业产出有限，巴拿马商品贸易长期处于巨额逆差状态。主要出口产品为香蕉、糖、鱼、虾等，主要进口产品为石油及成品油、工业原料及建筑材料、运输设备等。巴拿马的主要出口目的地包括

¹ 2014 年，受巴拿马运河扩建工程竣工延期以及科隆自贸区贸易额下滑的影响，巴拿马一般政府财政收入增长乏力，而同时一般政府财政支出却大幅增长。受此影响，巴拿马一般政府财政赤字水平出现近 5 年来首次上升。

美国、中国、德国、荷兰、哥斯达黎加等，主要进口来源包括美国、中国、墨西哥等，其中美国是巴拿马最重要的贸易伙伴，占巴拿马进出口总额的20%以上。

2013~2017年，巴拿马的进口总额和出口总额均呈现下降趋势，但由于进口下降更快（进口和出口5年复合增长率分别为-3.85%和-2.70%），巴拿马贸易逆差逐年收窄，并于2017年转为贸易盈余。2017年，巴拿马出口总额为272.49亿美元，较2016年增长了7.88%；进口总额为270.33亿美元，同比增长了5.81%；贸易盈余为2.17亿美元。

经常账户收入方面，2013年~2016年，巴拿马经常账户收入持续下降，2017年，巴拿马贸易状况的改善使得其经常账户也出现改善。2017年巴拿马经常账户收入为303.73亿美元，较2016年增加了8.32%；经常账户赤字为49.41亿美元，经常账户赤字与GDP的比值为7.99%，虽然较2016年小幅下降，但仍处于较高水平，且远高于A₁级与A₁₊级国家平均水平。

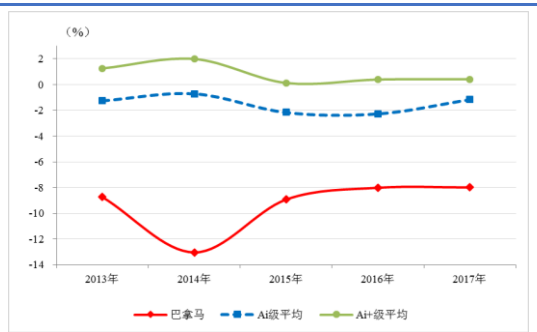
国际投资净头寸方面，巴拿马一直为净债务国，且2013~2017年间，净债务规模持续上升。2017年，巴拿马外部资产出现下降的同时外部负债却持续上升，导致巴拿马的国际净债务大幅增长。截至2017年底，巴拿马国际投资净头寸为-503.45亿美元，国际投资净头寸与GDP的比值为-81.42%，外部净债务水平进一步上升。

表4：2013~2017年巴拿马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)	270.33	255.48	273.66	307.24	316.36
出口额(亿美元)	272.49	252.60	260.74	282.78	304.04
贸易差额(亿美元)	2.17	-2.88	-12.92	-24.45	-12.32
经常账户收入(亿美元)	303.73	280.41	287.82	312.29	331.96
经常账户余额(亿美元)	-49.41	-46.34	-48.48	-66.77	-40.84
经常账户余额/GDP(%)	-7.99	-8.01	-8.93	-13.03	-8.74
国际投资净头寸(亿美元)	-503.45	-440.38	-388.61	-350.08	-313.20
国际投资净头寸/GDP(%)	-81.42	-76.16	-71.55	-68.34	-67.04

数据来源: IMF

图8：2013~2017年巴拿马经常账户平衡/GDP



数据来源: IMF

2018年上半年,巴拿马出口总额为149.12亿美元,进口总额为142.05亿美元,贸易盈余为7.07亿美元,较2017年同期(4.49亿美元)几乎翻倍;经常账户赤字(18.26亿美元)较去年同期(19.94亿美元)也有所下降。总体看,巴拿马贸易和经常账户持续改善。

巴拿马外债水平很高但呈持续下降趋势;从外债结构来看,金融机构外债居多,政府面临的外债偿付压力不大,但短期外债偿付压力较大

巴拿马外债水平很高,但2013年~2017年间呈不断下降趋势。截至2017年底,巴拿马外债总额为886.55亿美元,与GDP的比值为143.37%,较2016年上升了10.35个百分点,为近5年来最低水平,但仍远高于A₁级和A₁₊级国家平均水平。

从外债构成来看,巴拿马的外债主要来自金融机构,在外债总额中的占比长期高于50%,但近年来有下降趋势;直接投资和一般政府外债在外债总额中的占比相当,且均有所上升。截至2017年底,巴拿马金融机构、直接投资及一般政府外债在外债总额中的占比分别为53.88%、18.57%和18.55%,政府面临的外债偿付压力不大。

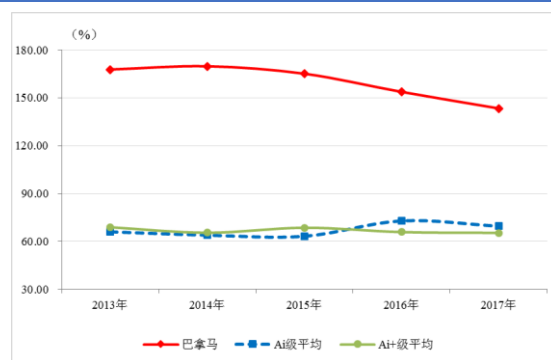
从外债期限结构来看,近5年巴拿马短期外债占外债总额的比值在47%左右,虽然短期外债占比不断下降,但短期外债偿还压力仍较大。

表5：2013~2017年巴拿马外债及外债保障情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
外债总额(亿美元)	886.55	888.82	896.64	869.66	783.61
外债总额/GDP(%)	143.37	153.72	165.08	169.76	167.73
政府外债(亿美元)	164.45	163.92	150.44	139.97	144.75
政府外债/外债总额(%)	18.55	18.44	16.78	16.10	18.47
CAR/外债总额(%)	34.26	31.55	32.10	35.91	42.36
CAR/政府外债(%)	184.69	171.07	191.32	223.11	229.33

数据来源: 世界银行

图9：2013~2017年巴拿马外债总额/GDP



数据来源: 世界银行

经常账户收入对外债的保障能力较弱，但美元法定货币地位以及巴拿马储蓄基金对外债偿还提供了很好的保障

巴拿马经常账户收入对外债的保障能力较弱。2013~2016年，巴拿马经常账户收入与外债的比值持续下降，直到2017年才出现小幅改善。2017年巴拿马经常账户收入相当于外债总额的比值为34.26%，虽然较2016年上升了2.71个百分点，经常账户收入对外债的保障能力依然较弱。

2012年，巴拿马政府以巴拿马运河收入作为基金的主要来源成立了巴拿马储蓄基金（FAP），旨在建立一个长期的国家储备机制，并规定在发生紧急情况、经济减速或需偿付主权债务时，允许将巴拿马储备基金的资金转移至国库。截至2017年底，该基金资产已达13.1亿美元，同比增长了3.56%。到2025年，巴拿马储蓄基金资产总额有望达到70~100亿美元。储蓄基金的建立大幅提升了巴拿马的外债偿付能力。此外，巴拿马经济高度美元化，国内通行美元，本国货币巴波亚仅有硬币流通且与美元等值。美元的法定货币地位也对外债偿还提供了保障。

总体来看，商品贸易巨额逆差导致巴拿马长期处于贸易逆差和经常账户赤字状态，虽然2017年有所改善，但经常账户赤字水平仍较高。外债水平很高，经常账户收入对外债的保障能力较弱，但美元的法定货币地位以及巴拿马储蓄基金对外债偿还提供了很好的保障。

七、评级展望

近年来，巴拿马政局保持稳定。随着拓宽后的巴拿马运河正式通航以及政府加大对道路、港口、住房等大型基础设施建设项目的投资，预计未来1~2年，巴拿马经济有望保持稳健增长。在政府审慎的财政和债务管理下，巴拿马政府财政状况有望持续改善，政府债务水平也有望保持在低位。虽然外债水平很高，但美元法定货币地位以及巴拿马储蓄基金对外债偿还提供了很好的保障。基于以上分析，我们给予巴拿马主权信用评级展望为稳定。

巴拿马主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
宏观数据					
GDP (亿美元)	618.38	578.21	543.16	512.28	467.18
实际 GDP 增速 (%)	5.36	4.99	5.78	6.04	6.63
CPI 增幅 (%)	0.88	0.74	0.13	2.63	4.03
失业率 (%)	6.00	5.49	5.05	4.82	4.10
结构特征					
人均 GDP (美元)	15,089.35	14,322.58	13,662.94	13,090.76	12,132.11
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	2.36	2.49	2.72	2.85	2.94
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	28.67	28.19	27.80	26.63	25.14
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	65.23	65.31	65.68	66.57	68.07
私人消费在 GDP 中的占比 (%)	-	50.12	51.68	54.03	52.59
政府消费在 GDP 中的占比 (%)	-	10.64	10.35	10.04	10.71
投资总额在 GDP 中的占比 (%)	-	43.76	42.60	44.31	44.01
净出口在 GDP 中的占比 (%)	-	-4.52	-4.63	-8.38	-7.31
进出口总额/GDP (%)	87.78	87.87	98.39	115.18	132.80
银行业资本充足率 (%)	15.96	15.35	14.89	14.95	14.76
银行业不良贷款率 (%)	3.05	2.52	2.20	2.21	1.87
银行业 ROA (%)	1.50	1.24	1.41	1.50	1.40
银行业 ROE (%)	13.40	11.80	14.03	14.84	13.67
公共财政					
财政收入 (亿美元)	124.58	116.69	106.56	100.15	99.47
财政收入/GDP (%)	20.15	20.18	19.62	19.55	21.29
财政支出 (亿美元)	134.29	126.94	118.74	116.14	109.62
财政支出/GDP (%)	21.72	21.95	21.86	22.67	23.47
财政盈余 (亿美元)	-9.71	-10.24	-12.18	-15.99	-10.15
财政盈余/GDP (%)	-1.57	-1.77	-2.24	-3.12	-2.17
政府债务总额 (亿美元)	233.73	216.01	202.22	182.31	156.84
政府债务总额/GDP (%)	37.80	37.36	37.23	35.59	33.57
利息支出/GDP (%)	1.62	1.64	1.61	1.58	1.71
财政收入/政府债务 (%)	53.30	54.02	52.70	54.93	63.42
外部融资					
进口总额 (亿美元)	270.33	255.48	273.66	307.24	316.36
出口总额 (亿美元)	272.49	252.60	260.74	282.78	304.04
外贸顺差 (亿美元)	2.17	-2.88	-12.92	-24.45	-12.32
经常账户收入 (亿美元)	303.73	280.41	287.82	312.29	331.96
经常账户余额 (亿美元)	-49.41	-46.34	-48.48	-66.77	-40.84
经常账户余额/GDP (%)	-7.99	-8.01	-8.93	-13.03	-8.74
国际投资净头寸 (亿美元)	-503.45	-440.38	-388.61	-350.08	-313.20
国际投资净头寸/GDP (%)	-81.42	-76.16	-71.55	-68.34	-67.04
外债总额 (亿美元)	886.55	888.82	896.64	869.66	783.61
外债总额/GDP (%)	143.37	153.72	165.08	169.76	167.73
政府外债总额 (亿美元)	164.45	163.92	150.44	139.97	144.75
政府在外债总额中的占比 (%)	18.55	18.44	16.78	16.10	18.47

经常账户收入/外债总额 (%)	34.26	31.55	32.10	35.91	42.36
经常账户收入/政府外债 (%)	184.69	171.07	191.32	223.11	229.33

数据来源：世界银行、IMF

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。