

巴拿马共和国 2024 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: A_r-

长期外币信用等级: A_r-

评级展望: 负面

本次评级时间: 2024 年 12 月 30 日

上次评级结果:

长期本币信用等级: A_i

长期外币信用等级: A_i

评级展望: 稳定

上次评级时间: 2018 年 12 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910

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

分析师: 张敏 程泽宇

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 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

本次评级模型打分表及结果:

本币指示评级	A _r -		本币评级结果	A _r -
外币指示评级	A _r -		外币评级结果	A _r -
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	C	国家治理		E
		宏观经济政策和表现		C
		结构特征		F
公共财政实力	d	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	f
			政府债务负担	d
			政府偿债能力	g
外部融资实力	d	国际收支及外部债务状况	国际收支	e
			外债压力	c
			外债偿付能力	d
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

¹ 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等局限性。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”）对巴拿马共和国（“巴拿马”）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 A_i 调整为 A_i⁻，评级展望调整为负面。此次评级及展望调整反映了科布雷铜矿关闭大幅提高了巴拿马经济增长的不确定性、巴拿马财政状况持续承压以及新任政府面临诸多挑战等不利因素。

2023年，受益于基建、零售业和运输业表现强劲，巴拿马经济实现超预期增长。巴拿马通胀水平持续下行，物价水平保持稳定。巴拿马就业市场保持紧张，失业率继续下降。银行业资本充足率保持良好，盈利能力有所改善。尽管政府持续推进扩张性财政政策，但受益于财政收入涨幅快于支出涨幅，巴拿马财政赤字有所收窄。政府债务规模有所增长，但政府债务相当于GDP的比值有所下降。科隆自贸区进口贸易大幅增长导致巴拿马贸易盈余有所收窄、经常账户赤字大幅走扩。巴拿马外债仍处于较高水平，经常账户收入对外债的保障能力有所下滑。

2024年5月，巴拿马举行了总统选举，目标党和联盟党的共同候选人何塞·劳尔·穆利诺当选新任总统。由于科布雷铜矿持续关闭，巴拿马经济增长明显放缓，2024年上半年GDP同比增速仅为2.2%，较2023年同期表现（8.8%）大幅下滑，预计2024年全年GDP增速或在2.0%，2025年GDP增速有望提高至2.5%。为满足财政政策所需支出，巴拿马政府提高举债速度，截至2024年6月末，政府债务相当于GDP的水平大幅提升至61.2%，预计全年政府债务水平在60%左右，2025年政府债务水平或进一步上行至63.0%附近。

评级关键驱动因素

主要关注：

1. 科布雷铜矿关闭对巴拿马经济增长、财政收入、国际贸易以及就业市场等多方面造成明显冲击，长期关闭该铜矿将显著增加巴拿马经济前景不确定性

2023年10月，在加拿大第一量子矿业公司与巴拿马政府续签了关于科布雷铜矿的未来20年采矿特许权合同并获国会通过之后，巴拿马境内爆发了近两个月的大规模抗议游行示威活动。11月下旬，巴拿马最高法院裁定巴拿马政府与第一量子矿业续签的铜矿运营合同违宪，科布雷铜矿随后宣布关闭，至今仍处于关闭状态。科布雷铜矿是中美洲规模最大的铜矿，该铜矿产量占全世界铜产量的1.5%左右，其作出的经济贡献占巴拿马GDP的4.9%左右，是推动巴拿马经济增长的重要产业。科布雷铜矿关闭后，巴拿马经济增长明显放缓，2024年上半年GDP增速仅为2.2%，预计全年经济增速在2.0%左右，2025年或能达到2.5%。

根据此前巴拿马政府与第一量子矿业签订的合同内容，巴拿马政府可以通过该采矿合约每年获得3.75亿美元的收入，来自矿业公司的采矿特许权使用费是巴拿马财政收入的重要来源之一。除此之外，科布雷铜矿相关产品出口贸易规模占巴拿马货物出口贸易总额的75%左右，该铜矿关闭将导致巴拿马货物出口贸易收入大幅下滑。

另一方面，科布雷铜矿运营期间直接或间接雇佣了近 4 万名员工，相当于巴拿马总就业人数的 2%，且 90% 为巴拿马本地人。该铜矿关闭导致数万名员工陷入失业，2024 年失业率预计上涨至 8.0% 左右。

采矿业作为巴拿马重要的支柱产业，为巴拿马经济增长做出了重要贡献，科布雷铜矿关闭导致巴拿马每年产生的经济损失高达 40 亿美元，长期关闭该铜矿将使巴拿马经济增长明显放缓，除此之外，还将在一定程度上降低巴拿马对外国投资的吸引力，导致巴拿马经济增长前景不确定性明显加剧。

2. 财政收入长期处于较低水平，对政府债务的保障能力较弱，利息支出压力持续上涨，叠加科布雷铜矿停产可能使政府面临巨额求偿，预计巴拿马财政状况将持续承压

巴拿马财政收入长期处于较低水平。2023 年，巴拿马财政收入同比上涨 12.4% 至 150.9 亿美元，其相当于 GDP 的比值同比上行了 0.6 个百分点至 18.1%。财政收入对政府债务的保障程度虽同比上涨了 1.9 个百分点至 34.5%，但仍处于较低水平，财政收入对政府债务的保障能力较弱。在财政支出增幅不及财政收入的背景下，截至 2023 年末，巴拿马财政赤字相当于 GDP 的比值同比收窄了 1.0 个百分点至 3.0%。由于科布雷铜矿关闭导致相关采矿特许权收入大幅下降，预计截至 2024 年末巴拿马财政赤字将小幅走扩至 4.5% 附近，若科布雷铜矿继续关闭，2025 年财政赤字或进一步走扩至 5.0% 附近。

巴拿马政府利息支出水平近年来持续上涨，2023 年，巴拿马利息支出相当于 GDP 的比值同比上涨了 0.3 个百分点至 2.6%，政府利息偿付压力较高。另一方面，第一量子矿业于 2024 年 2 月向巴拿马政府提出了高达 200 亿美元的仲裁求偿，若该赔偿最终得到落实，巴拿马财政状况将进一步承压。

3. 外债水平很高，经常账户收入对外债的保障能力较弱

巴拿马外债常年处于较高水平，在疫情期间曾突破 180%，随后下滑至 160% 附近。截至 2023 年底，巴拿马外债规模同比上涨 7.1% 至 1,364.0 亿美元，其相当于 GDP 的比值虽同比下滑了 2.9 个百分点至 163.6%，但仍处于较高水平，且显著高于 A₁-级国家平均水平。从结构来看，政府外债的占比常年稳定且保持在相对较低水平。2023 年，巴拿马政府外债占外债总额的比值同比上涨了 0.4 个百分点至 29.3%。

巴拿马的经常账户收入对外债的保障能力长期处于较低水平。2023 年，经常账户收入对外债的覆盖程度同比下滑了 0.2 个百分点至 30.2%，其对外债的保障能力进一步削弱。

4. 政府治理能力较弱，在“腐败控制”“政府效率”和“法规”方面的表现明显落后于 A₁-级国家平均水平，新任总统面临来自政治、经济、社会等方面的诸多挑战

根据世界银行最新发布的政府治理指数，2023 年巴拿马各项指标的百分比排名均值为 47.3，低于 A₁-级国家平均水平，其中在“腐败控制”“政府效率”和“法规”方面表现明显落后。

2024 年 5 月，巴拿马举行总统选举，目标党和联盟党的共同候选人穆利诺当选新任总统，穆利诺及其组建的新任政府于 2024 年 7 月 1 日正式就职。

穆利诺上任即面临诸多挑战，首先是“分裂的国民议会”。新任国民议会共有 8 个政党和 21 名独立议员，而目标党和联盟党在 71 个席位的议会中仅占 15 个名额，这势必将影响政府推进政策议程的效率。除此之外，科布雷铜矿关闭造成的经济损失导致政府急需采取措施鼓励其他非采矿业的发展来推动巴拿马经济继续增长，同时创造岗位鼓励就业。另一方面，近两年来历史性的干旱导致巴拿马运河运载量下降、科布雷铜矿关闭导致巴拿马国内关于环境保护的呼声越来越高，前任政府与矿产公司签订长期采矿合同招致社会普遍不满，社会稳定性明显下降。穆利诺需要在任期内解决来自政府内部、经济增长以及社会稳定的诸多考验，但分裂的议会局面或将造成一定拖累。

主要优势：

1. 美元法定货币地位为巴拿马外债偿付提供了一定保障

巴拿马经济高度美元化，使用美元作为其法定货币进行流通，巴拿马本币巴波亚作为辅币仅流通硬币，且与美元等值。美元作为法定货币为巴拿马的外债偿付提供了一定保障。

2. 人均 GDP 水平很高，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

巴拿马人均 GDP 常年处于较高水平，2023 年，巴拿马人均 GDP 同比增长 7.6% 至 18,725.7 美元，显著高于 A₊ 级国家平均水平。

巴拿马运河作为巴拿马重要的资产之一，是连接太平洋和大西洋的重要航运通道，该运河横穿巴拿马海峡、贯穿南北美洲，极大缩短了跨洋航程，是促进国际贸易发展的重要航运枢纽。巴拿马运河为巴拿马创造了高额的经济效益，巴拿马政府每年向通过巴拿马运河的过往国际货轮收取费用以补充财政收入。2024 财年（2023 年 10 月 1 日至 2024 年 9 月 30 日），巴拿马运河净收入较 2023 财年增长了约 3 亿美元至 34.5 亿美元。除此之外，巴拿马运河因其特殊的地理位置还具有极高的军事战略价值，历史上一直是国际各方势力争夺的重要据点。

3. 银行业资本充足率保持在较高水平，盈利能力有所提高

金融业是巴拿马的支柱产业之一，银行是参与巴拿马金融业的主要机构。2023 年，巴拿马银行业运营保持稳健，资本充足率虽同比小幅下跌了 0.2 个百分点至 15.1%，但仍处于较高水平。受益于净利息收入的增加，巴拿马银行业盈利能力有所改善，2023 年，巴拿马银行业 ROA 同比增长了 0.5 个百分点至 1.9%；ROE 同比增长了 3.6 个百分点至 16.4%。

评级敏感性因素

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. 巴拿马财政状况有所好转，利息支出压力有所下降；
2. 巴拿马政府治理能力得到明显提升。

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. 巴拿马财政状况持续恶化，财政收入对政府债务的保障能力大幅下滑；
2. 科布雷铜矿关闭对巴拿马经济的后续影响超出预期。

附件 1:

表 1 巴拿马 2019—2023 年主要数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
宏观数据					
GDP (亿美元)	697.2	570.9	674.1	765.2	833.8
实际 GDP 增速 (%)	3.3	-17.7	15.8	10.8	7.3
CPI 增幅 (%)	-0.4	-1.6	1.6	2.9	1.5
失业率 (%)	7.1	18.5	11.3	8.8	7.4
结构特征					
人均 GDP (美元)	16,526.4	13,342.7	15,540.8	17,409.6	18,725.7
最终消费支出占 GDP 的比值 (%)	61.8	70.4	64.2	58.8	-
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	38.1	24.8	32.4	41.2	-
净出口占 GDP 的比值 (%)	1.4	3.8	4.5	4.0	0.5
第一产业占 GDP 的比值 (%)	2.4	2.9	2.7	2.6	2.4
第二产业占 GDP 的比值 (%)	28.4	23.3	26.2	26.2	27.1
第三产业占 GDP 的比值 (%)	66.2	71.2	68.1	68.1	67.9
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	3.1	2.5	3.0	3.1	2.5
银行业资本充足率 (%)	15.2	15.7	15.8	15.3	15.1
银行业不良贷款率 (%)	2.0	2.0	2.3	2.5	2.6
银行业 ROA (%)	1.5	0.7	1.0	1.4	1.9
银行业 ROE (%)	11.5	6.4	9.1	12.8	16.4
公共财政					
财政收入 (亿美元)	125.3	100.5	118.1	134.2	150.9
财政收入/GDP (%)	18.0	17.6	17.5	17.5	18.1
财政支出 (亿美元)	145.7	157.5	161.3	165.1	175.8
财政支出/GDP (%)	20.9	27.6	23.9	21.6	21.1
财政盈余 (亿美元)	-20.4	-57.0	-43.3	-30.9	-24.9
财政盈余/GDP (%)	-2.9	-10.0	-6.4	-4.0	-3.0
政府债务 (亿美元)	280.7	353.8	374.7	410.8	436.8
政府债务/GDP (%)	40.3	62.0	55.6	53.7	52.4
财政收入/政府债务 (%)	44.6	28.4	31.5	32.7	34.5
利息支出/GDP (%)	1.7	2.3	2.0	2.3	2.6
外部融资					
出口额 (亿美元)	283.8	197.9	274.9	357.3	365.7
进口额 (亿美元)	273.8	176.2	244.6	326.9	361.4
外贸顺差 (亿美元)	10.0	21.7	30.3	30.4	4.3
经常账户收入 (亿美元)	312.0	218.0	295.9	387.2	412.2
经常账户余额 (亿美元)	-35.2	3.9	-7.8	-4.8	-37.4
经常账户余额/GDP (%)	-5.1	0.7	-1.2	-0.6	-4.5
国际投资净头寸 (亿美元)	-636.2	-635.1	-640.8	-694.7	-720.7
国际投资净头寸/GDP (%)	-91.3	-111.2	-95.1	-90.8	-86.4
外债总额 (亿美元)	1,047.0	1,068.7	1,128.2	1,274.0	1,364.0

外债总额/GDP (%)	150.2	187.2	167.4	166.5	163.6
政府外债 (亿美元)	221.1	277.1	309.7	368.5	399.9
政府外债在外债总额中的占比 (%)	21.1	25.9	27.4	28.9	29.3
经常账户收入/外债总额 (%)	29.8	20.4	26.2	30.4	30.2
外汇储备 (亿美元)	34.2	96.1	88.3	68.8	67.6
外汇储备/外债总额 (%)	3.3	9.0	7.8	5.4	5.0

数据来源：世界银行、IMF，联合资信整理

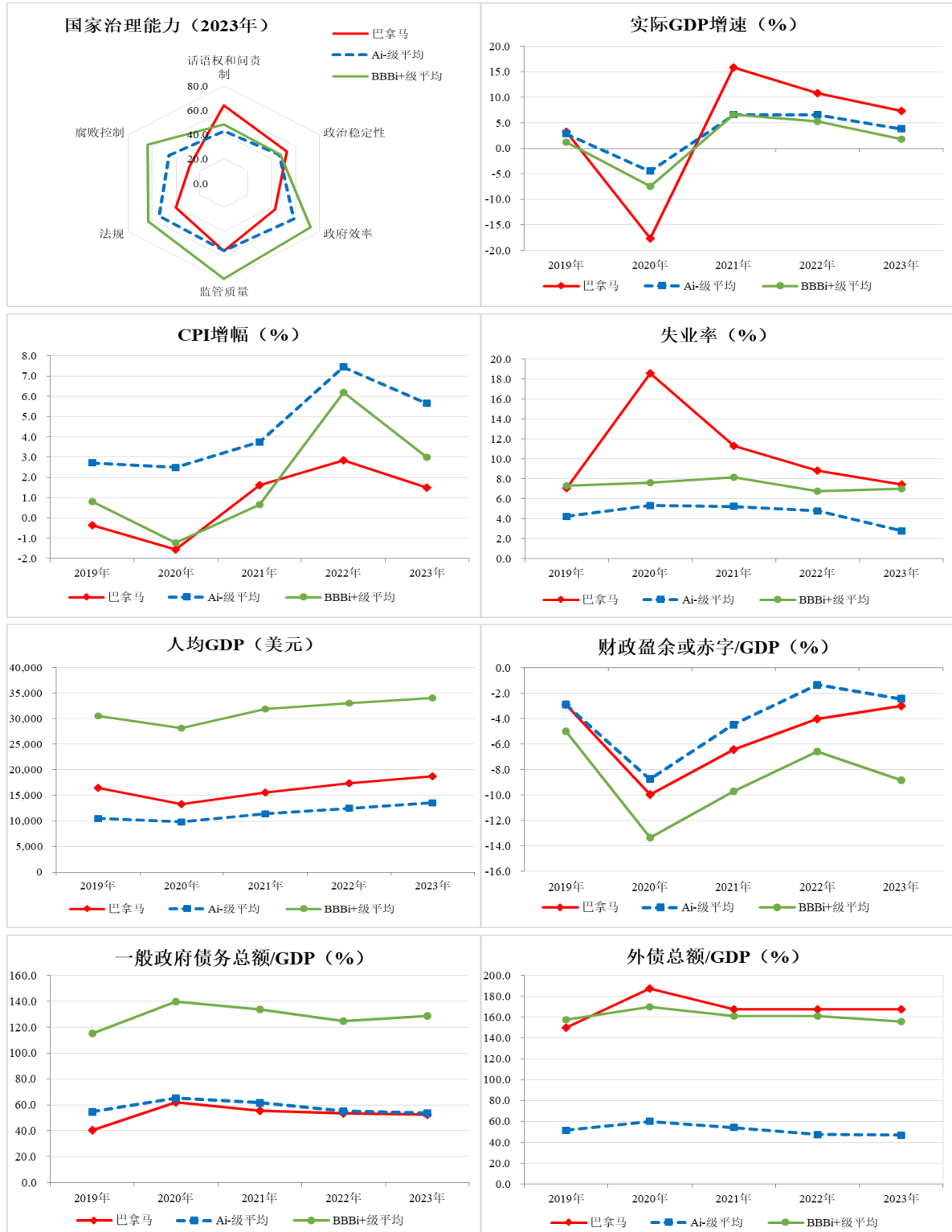
表 2 巴拿马 2024—2025 年核心数据及预测

项目	2024 年上半年	2024 年预测	2025 年预测
实际 GDP 增速 (%)	2.2	2.0	2.5
CPI 增幅 (%)	1.4	1.5	1.3
失业率 (%)	-	8.0	8.0
人均 GDP (美元)	-	20,000.0	22,000.0
财政盈余/GDP (%)	-	-4.5	-3.5
政府债务总额/GDP (%)	61.2	60.0	63.0
经常账户余额/GDP (%)	2.2	2.0	2.5
外债总额/GDP (%)	-	167.0	165.0

数据来源：历史数据来源于巴拿马统计局，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_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。

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。