

巴拿马共和国

2025 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: BBB_i+

长期外币信用等级: BBB_i+

评级展望: 稳定

本次评级时间: 2025 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: 负面

上次评级时间: 2024 年 12 月 30 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 吴 玥

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	BBB _i		本币评级结果	BBB _i +
外币指示评级	BBB _i		外币评级结果	BBB _i +
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	D	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	g
			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	g
调整因素和理由				调整子级
美元作为法定货币流通、使用为巴拿马债务偿付提供了一定保障				本、外币各上调子级

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（以下简称“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₊ 下调至 BBB₊，评级展望由负面调整为稳定。此次评级调整主要是考虑巴拿马财政状况显著恶化、政治稳定性有所下降等因素。

2024年，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。受科布雷铜矿关闭影响，巴拿马经济增速明显放缓、失业率有所上涨。能源产品价格持续回落推动巴拿马通胀水平继续下行。巴拿马银行业资产质量有所改善，银行业盈利能力保持相对稳定。科布雷铜矿关闭导致财政收入下滑，财政赤字大幅走扩，财政状况显著恶化。政府债务水平大幅上涨，偿债能力明显削弱。巴拿马外债规模持续上涨，经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力较弱。

2025年以来，在非采矿业经济活动持续发展以及上年度低基数效应的背景下，巴拿马经济增长有所反弹，第一、二季度GDP同比增速分别为3.4%和5.2%，预计全年GDP增速在4.0%左右，2026年GDP增速预计与2025年持平。巴拿马政府仍在进行债务扩张，截至2025年二季度末，政府债务相当于GDP的比值较2024年末上升5个百分点至62.3%，预计全年政府债务相当于GDP的比值在63.0%附近，2026年或下降至62.0%左右。

评级关键驱动因素

主要关注：

1. 财政收入下滑导致财政赤字相当于 GDP 的水平大幅走扩，政府财政状况显著恶化；政府债务水平持续上涨，偿债能力明显削弱

科布雷铜矿关闭导致采矿类产业明显萎缩，政府财政收入受此影响大幅下滑。2024年，巴拿马财政收入同比下降7.1%至136.1亿美元，其相当于GDP的比值同比下行1.8个百分点至15.7%，创近年新低；财政支出则因社会保障支出以及其他刚性支出规模较大保持增长态势。在此背景下，巴拿马财政赤字规模大幅走扩。截至2024年末，巴拿马财政赤字同比激增逾90%至64.2亿美元，其相当于GDP的比值大幅走扩3.5个百分点至7.4%，仅次于新冠疫情期间财政赤字水平，且高于BBB₊级和A₊级国家平均赤字水平。

在财政收入下滑的背景下，为满足刚性支出需求，巴拿马政府加快债务扩张节奏。截至2024年末，巴拿马政府债务同比增长15.6%至496.5亿美元，其相当于GDP的比值同比上涨6.2个百分点至57.4%，仅次于新冠疫情期间债务水平；财政收入对政府债务的覆盖程度同比大幅下滑6.7个百分点至27.4%，创近年新低，政府偿债能力明显削弱。

2025年3月，巴拿马政府通过养老金改革法案，内容主要包括阶梯式提高雇主缴费率、延长雇主承继的连带责任期限以及强制自由职业人员参保等。通过此次改革，巴拿马社会保障基金相

关的财政收入预计将得到一定补充，但仍存在税基较小、税收收入不足等问题，巴拿马政府仍需进行财政整固以提高税收收入、加强非税收收入，进而提高整体财政收入水平来应对当前的财政困境。

2025 年 4 月，第一量子矿业公司以及另外两家机构暂停了关于科布雷铜矿关闭事件向巴拿马政府申请总额 270 亿美元索赔的仲裁程序，若后续巴拿马政府无法与第一量子矿业公司和其他索赔方就该事件达成和解，预计仍将面临较大的或有负债风险。截至 2025 年二季度末，巴拿马政府债务相当于 GDP 的水平已增长至 62.3%，预计全年政府债务水平在 63.0% 左右。

2. 新通过的养老金改革法案、巴拿马与美国签署关于巴拿马运河的谅解备忘录以及政府计划重启科布雷铜矿引发巴拿马国内民众严重不满，多个社会团体发起长时间示威活动引发社会动乱，巴拿马政治稳定性有所下降

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，新任政府于 2024 年 7 月 1 日正式就职。穆利诺上任后便着手进行养老金改革，尽管该改革法案于 2025 年 3 月正式通过，但遭到巴拿马民众强烈反对，教职人员、学生、护士、建筑工人以及香蕉采摘工和原住民等多个群体掀起大范围示威抗议活动，其中博卡斯·德尔托罗省的示威活动最为严重，抗议活动从最初的大范围罢工不断升级至道路封锁事件，导致经济活动受到明显影响。2025 年 5 月，巴拿马政府宣布该省进入紧急状态，并于 6 月宣布对该省实施为期 5 天的暂停宪法保障的集会自由等权利。

另一方面，特朗普自 2024 年 11 月当选美国总统以来，多次公开表态称巴拿马运河是“美国重要国家资产”，美国可以要求巴拿马“归还”该运河，遭到拉美国家一致抵制，巴拿马民众多次发起抗议活动对美方威胁表示强烈抗议。2025 年 4 月，巴拿马与美国签署谅解备忘录，但巴拿马总统穆利诺表示不接受美国在巴拿马设立军事和防御基地。巴拿马政府与美国签订备忘录引发民众严重不满，认为该备忘录的签订违背了《关于巴拿马运河永久中立和经营的条约》。

除此之外，2025 年 9 月，巴拿马政府启动对科布雷铜矿全面的环境审计和相关评估，计划重启该铜矿，此举同样遭到巴拿马国内民众强烈反对。大范围的民众抗议示威活动不仅导致部分地区经济增长几近瘫痪，民众日常生活也受到明显影响，且抵抗情绪有进一步蔓延的趋势，巴拿马民间抗议示威活动存在进一步扩张并引发大规模社会动乱的风险，政治稳定性和社会稳定性明显下降。

3. 外债规模高位继续上涨，经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力较弱

2024 年，巴拿马外债规模高位继续上涨。截至 2024 年末，巴拿马外债总额同比增长 7.3% 至 1,463.0 亿美元，外债总额相当于 GDP 的比值同比增长 6.3 个百分点至 169.1%，仅次于新冠疫情期间外债水平，且显著高于 BBB₊ 级和 A₊ 级国家平均水平。政府外债继续保持扩张，截至 2024 年末，政府外债同比增长 8.2% 至 432.6 亿美元，占外债总额的比重同比上涨 0.3 个百分点至 29.6%，外债结构仍保持相对稳定。

2024 年，巴拿马经常账户收入和外汇储备与上年度规模基本持平，对外债的覆盖程度分别同

比下滑 2.0 个和 0.3 个百分点至 29.1%和 4.7%，经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力很弱。

主要优势：

1. 巴拿马经济高度美元化，为其外债偿付提供了一定保障

巴拿马经济美元化程度很高，美元作为其法定货币进行流通、使用，巴拿马本币巴波亚作为辅币仅流通硬币，且与美元等值。美元作为法定货币使用为巴拿马的外债偿付提供了一定保障。

2. 巴拿马运河具有重要的地理战略优势和经济价值，为巴拿马财政收入做出了重要贡献

巴拿马运河是连接大西洋和太平洋的重要航道和贸易枢纽，全球约 6%的货运贸易通过巴拿马运河运往世界各地。作为巴拿马的支柱产业之一，巴拿马运河相关收入是巴拿马财政收入的重要补充。2025 财年（2024 年 9 月 1 日—2025 年 9 月 30 日），受益于干旱状况有所缓解，巴拿马运河恢复满负荷运载，全财年实现收入高达 57.0 亿美元，同比增长 14.4%；净利润同比增长 7.0 亿美元至约 41.0 亿美元。

2025 年 9 月，巴拿马政府公布了《2025—2035 年战略计划》，计划在未来十年内投入 84 亿美元对巴拿马运河进行现代化改造和扩建，该计划主要提出了四大优先事项，包括在印第奥河上新建水库、修建液化石油气输送管道、新建集装箱码头以及扩建物流通道，以提升巴拿马运河的运输效率和竞争力。预计巴拿马运河将在未来持续为巴拿马政府补充收入、同时刺激周边产业和经济活动积极发展。

3. 银行业表现稳健，资产质量有所改善，盈利能力持续提升

作为与科隆自贸区、巴拿马运河并重的三大经济支柱之一，巴拿马金融业在 2024 年继续保持稳健运行。截至 2024 年末，巴拿马银行业资本充足率保持在 15.0%，虽较上年度小幅下降 0.1 个百分点，但仍处于较高水平。银行业资产质量有所改善，不良贷款率同比下滑 0.2 个百分点至 2.4%。盈利能力持续提升，ROA 与上年度表现持平，ROE 同比上涨 0.1 个百分点至 16.5%。

2025 年以来，巴拿马银行业表现向好。截至三季度末，资本充足率上涨至 16.1%，不良贷款率维持在 2.4%，ROA 和 ROE 分别上涨至 2.0%和 16.7%，盈利能力进一步改善。

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. 巴拿马实施有效的财政整固计划，财政状况明显好转，政府债务水平下降。

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，政府债务水平快速上涨；
2. 巴拿马国内社会动乱事件持续升级、范围不断扩大，政治稳定性明显下降。

附件 1:

表 1 巴拿马 2020—2024 年主要数据

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
宏观数据					
GDP (亿美元)	570.6	674.0	764.8	838.1	865.2
实际 GDP 增速 (%)	-17.8	16.5	11.0	7.2	2.7
CPI 增幅 (%)	-1.6	1.6	2.9	1.5	0.8
失业率 (%)	18.5	11.3	9.9	7.4	9.5
结构特征					
人均 GDP (美元)	13,336.4	15,538.4	17,399.8	18,822.3	19,186.9
最终消费支出占 GDP 的比值 (%)	72.2	65.6	61.5	58.9	/
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	24.0	31.3	36.0	37.7	/
净出口占 GDP 的比值 (%)	3.9	4.7	4.0	2.4	7.5
第一产业占 GDP 的比值 (%)	3.1	2.8	2.6	2.5	2.6
第二产业占 GDP 的比值 (%)	23.4	26.4	26.5	27.8	26.3
第三产业占 GDP 的比值 (%)	71.0	68.2	68.1	67.3	68.8
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	2.5	2.7	2.8	2.4	2.4
银行业资本充足率 (%)	15.7	15.8	15.3	15.1	15.0
银行业不良贷款率 (%)	2.0	2.3	2.5	2.6	2.4
银行业 ROA (%)	0.7	1.0	1.4	1.9	1.9
银行业 ROE (%)	6.4	9.1	12.8	16.4	16.5
公共财政					
财政收入 (亿美元)	98.9	116.6	132.8	146.5	136.1
财政收入/GDP (%)	17.3	17.3	17.4	17.5	15.7
财政支出 (亿美元)	157.2	160.3	163.3	179.2	200.3
财政支出/GDP (%)	27.5	23.8	21.3	21.4	23.1
财政盈余 (亿美元)	-58.2	-43.7	-30.5	-32.7	-64.2
财政盈余/GDP (%)	-10.2	-6.5	-4.0	-3.9	-7.4
政府债务 (亿美元)	351.0	366.7	403.3	429.4	496.5
政府债务/GDP (%)	61.5	54.4	52.7	51.2	57.4
财政收入/政府债务 (%)	28.2	31.8	32.9	34.1	27.4
利息支出/GDP (%)	2.2	1.9	1.7	2.5	2.9
外部融资					
出口额 (亿美元)	198.0	275.2	357.2	379.1	373.8
进口额 (亿美元)	175.9	243.7	326.5	359.3	308.9
外贸顺差 (亿美元)	22.2	31.5	30.7	19.8	64.9
经常账户收入 (亿美元)	218.1	296.3	386.9	424.3	425.2
经常账户余额 (亿美元)	1.2	-8.3	0.3	-25.8	16.7
经常账户余额/GDP (%)	0.2	-1.2	0.0	-3.1	1.9
国际投资净头寸 (亿美元)	-663.6	-679.3	-717.0	-749.5	-771.2
国际投资净头寸/GDP (%)	-116.3	-100.8	-93.8	-89.4	-89.1
外债总额 (亿美元)	1,068.7	1,128.2	1,274.0	1,364.0	1,463.0

外债总额/GDP (%)	187.3	167.4	166.6	162.7	169.1
政府外债 (亿美元)	277.1	309.7	368.5	399.9	432.6
政府外债在外债总额中的占比 (%)	25.9	27.4	28.9	29.3	29.6
经常账户收入/外债总额 (%)	20.4	26.3	30.4	31.1	29.1
外汇储备 (亿美元)	96.1	88.3	68.8	67.6	68.6
外汇储备/外债总额 (%)	9.0	7.8	5.4	5.0	4.7

数据来源：世界银行、IMF，联合资信整理

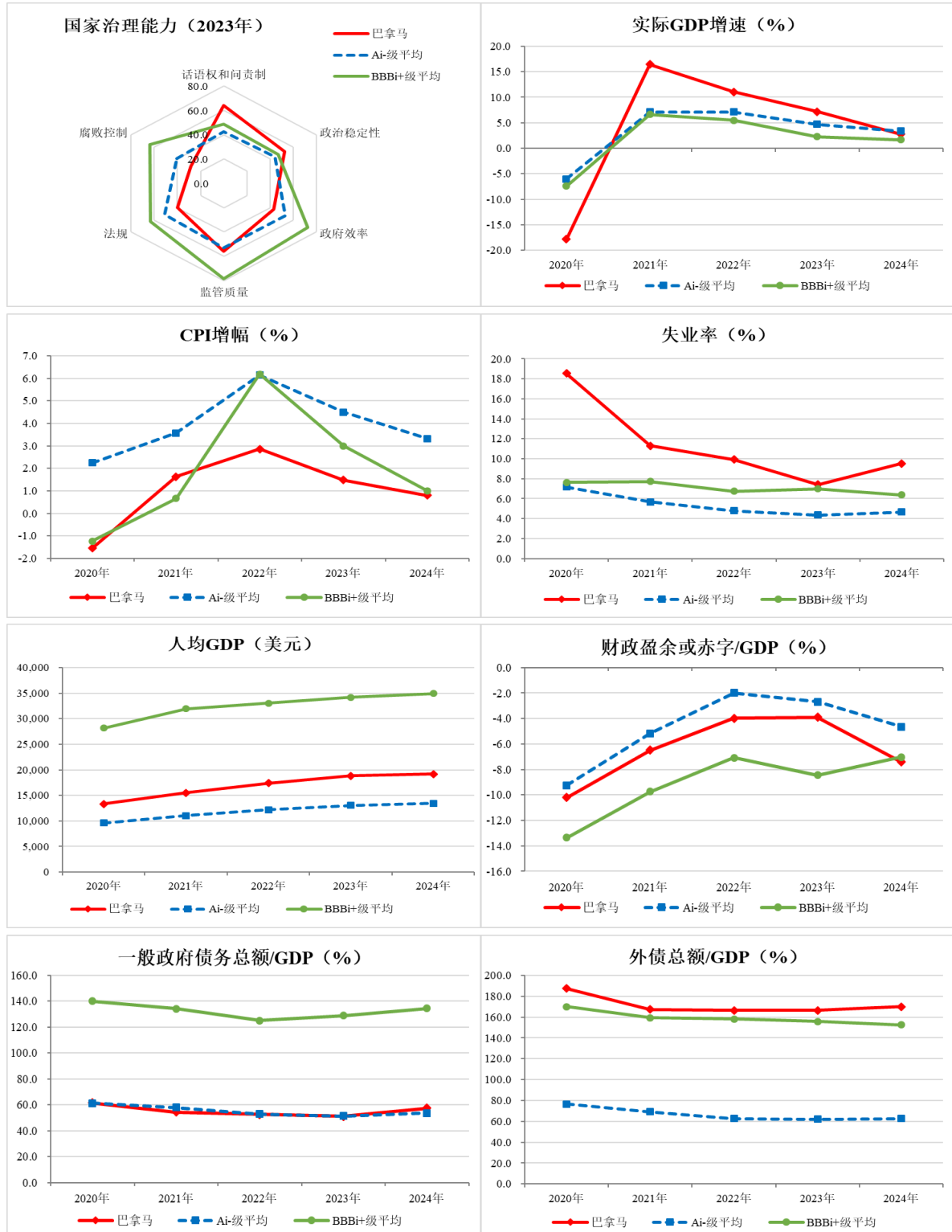
表 2 巴拿马 2025—2026 年核心数据及预测

项目	2025 年一季度	2025 年二季度	2025 年预测	2026 年预测
实际 GDP 增速 (%)	3.4	5.2	4.0	4.0
CPI 增幅 (%)	-0.2	-0.6	-0.7	1.0
失业率 (%)	/	/	8.0	8.0
人均 GDP (美元)	/	/	20,000.0	21,000.0
财政盈余/GDP (%)	/	/	-4.0	-3.5
政府债务总额/GDP (%)	63.7	62.3	63.0	62.0
经常账户余额/GDP (%)	0.8	2.6	2.0	2.0
外债总额/GDP (%)	/	/	165.0	160.0

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:

国家主权长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
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
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
D _i	已经违约，进入重组或者清算程序

评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

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。