

## 马其顿共和国

### 本次评级结果

长期本币信用等级：BBB<sub>-</sub>

长期外币信用等级：BBB<sub>-</sub>

评级展望：稳定

### 本次评级时间

2017 年 4 月 12 日

分析师：丁翔

邮箱：

dingx@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大  
街 2 号 PICC 大厦 12 层

<http://www.unitedratings.com.cn>

### 评级观点

联合评级于 2017 年 4 月 12 日对马其顿共和国（以下简称“马其顿”）的主权信用进行了评定，确认其长期本、外币主权信用的等级为 BBB<sub>-</sub>，评级展望为稳定。

近两年来马其顿的持续政治纷争对政局稳定性带来了冲击，并导致 2016 年经济增速下降。不断增长的财政赤字推高了马其顿的公共债务水平，但中短期内，公共债务的偿付能力可控。政府债务的急剧上升和对外部融资的依赖增强了其偿债能力脆弱性。金融行业相对落后，但银行业的资本充足率和不良贷款率处于地区平均水平之上。较高的银行资本充足率和低于本地区均值的不良贷款率有利于马其顿金融体系的稳定；但持续收缩的信贷融资规模有可能在短期内提高不良贷款率。经常性账户赤字先降后升，外国投资呈波动上升趋势，外汇储备小幅波动，外部融资渠道通畅。外债总额上升较快，但短期外债占比持续减少，短期偿付尚不存在困难；但盯住欧元的汇率政策存在隐患。综上所述，联合评级认为马其顿对本外币债务具有足够的偿债能力，主权信用风险低。

## 评级依据

**近期的政治纷争冲击了马其顿政局的稳定；为推进提前大选，反对派可能组织街头抗争，但不至于造成严重的社会动荡和失序**

自 1991 年建立独立国家以来，马其顿保持了稳定的民主政体，政局基本保持稳定。但 2015 年初年以来，最大的反对党社会民主联盟多次爆料执政的内部革命组织党在以往选举中舞弊的负面消息，两党的矛盾公开化，并引发了要求提前举行大选的街头示威活动。在欧盟协调下，四大党派于 2015 年中达成和解协议，确定与 2016 年 4 月举行大选，但此后社会民主联盟多次以选举条件不成熟为由多次要求推迟大选，2016 年 12 月，大选最终得以举行，执政的内部革命组织党以微弱优势获胜，并通过与阿族融合民主联盟结盟赢得了在议会的微弱优势，但直至今年 1 月 29 日最后期限一直无法组成新的政府。此后，社会民主联盟开始要求再次提前大选，并希望说服阿族融合民主联盟结盟后与另外两个阿族政党组成新政府。从目前情况看，今年下半年与地方选举同时再次进行提前大选的可能性颇高，在此之前，反对派为了推进提前大选的进程，可能会组织一定范围的街头抗议活动，但不至于造成严重的社会动荡和失序。

**少数民族的分离主义倾向构成了政治稳定的隐忧**

马其顿政治稳定的一个隐忧是占人口四分之一的阿尔巴尼亚族所存在的分离主义倾向问题。自马其顿独立以来，马其顿境内的阿尔巴尼亚民族一直主张成为主体民族，要求阿语成为官方语言；少数极端分子甚至要求改变国家体制为联邦制，实现阿族的完全

自制。在政府许诺按欧洲标准给予阿族相应权利，并做出了一些缓和民族矛盾的举措之后，马其顿国内的民族矛盾有所缓解。

**与全球主要国家和大部分邻国保持了良好的外交关系，总体而言地缘政治形势比较稳定**

马其顿与全球主要国家和大部分邻国保持了良好的外交关系，总体而言地缘政治形势比较稳定。马其顿还一直将加入欧盟和北约作为自己的核心诉求，先后于 1998 年加入北约“和平伙伴计划”，2005 年 12 月获得欧盟候选成员国资格。但因国名与希腊存在难以调和的纷争，马其顿一直无法顺利加入欧盟和北约。因为所处地理位置，马其顿也成为叙利亚难民进入欧盟主要国家的通道之一，大量的过境难民一度给马其顿造成了较大的压力，但在马其顿关闭南部边界以及欧盟与土耳其就叙利亚难民达成协议后，难民问题的困扰已经大幅度消减。

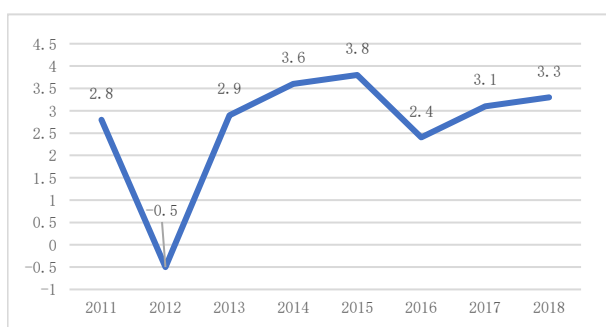
**2015 年起的持续政局动荡，导致 2016 年经济增长速度下降**

马其顿是前南联盟和中东欧国家中经济相对落后的国家。但独立以来，特别是进入 21 世纪之后，马其顿政府重视经济发展，积极创造良好的营商环境，将基础设施建设和吸引外资作为优先战略，取得了明显的效果，经济发展速度较快。虽然美国次贷和欧洲主权信用危机对马其顿造成了一定的冲击，但从 2013 年起，马其顿经济重新恢复了较高的增速。

2015 年起的政局动荡给马其顿的经济带来了一定的负面影响。特别是 2016 年的提前大选导致的当年最后两个月政府支出冻结，致使当年的经济增速较前三年出现了下滑趋

势。从统计数据看，2015 年的增长主要依靠私人的消费，政府的消费和投资的支出增长率已经出现了下降的趋势。进入 2016 年，经济的增长则几乎全部来自于私人消费，反映了投资者对于马其顿政治动荡的担心。中短期内，马其顿经济的走势在很大程度上取决于政治局势是否能够迅速稳定。此外，国际能源价格的恢复性上涨以及实际工资水平的增长将在一定程度拉动国内消费。

图 1：马其顿 GDP 增长率（%）

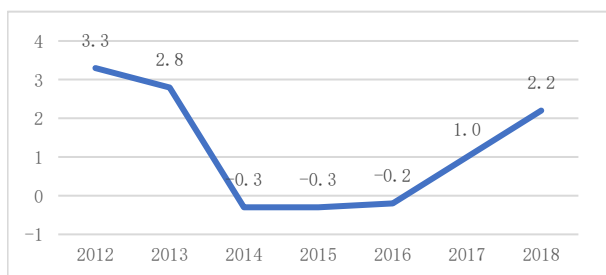


数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

### 通胀率较低；失业率虽一直呈下降趋势但就业形势依旧问题严峻

从 2014 年起的国际能源价格的下跌导致了马其顿 2014 至 2016 年通货膨胀率的负增长。但从 2016 年底开始，国际能源价格已经止跌回升，这在拉动消费的同时也有望导致马其顿通货膨胀率重回正值。

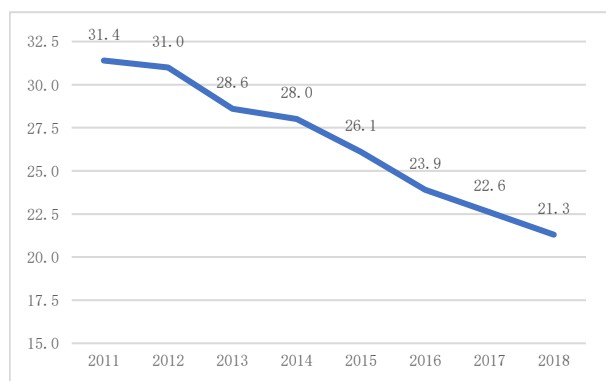
图 2：马其顿通货膨胀率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

作为东欧地区的经济洼地，经济发展水平在欧洲中处于落后地位。马其顿一直拥有相对低廉的劳动力成本和较高的失业率，随着经济的增长，特别是外国直接投资的增长，马其顿的失业率呈现了长期稳步下降的趋势，但依然处于较高水平。我们预计这一趋势将在未来两年继续，并可能积极拉动消费的增长。

图 3：马其顿失业率（%）



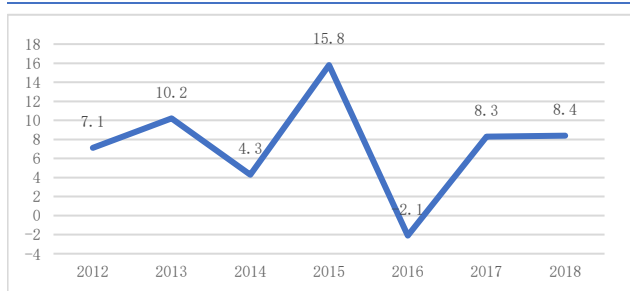
数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

### 较高的银行资本充足率和低于本地区均值的不良贷款率有利于马其顿金融体系的稳定；但持续收缩的信贷融资规模有可能在短期内提高不良贷款率

相比其他东欧国家，马其顿的金融行业比较落后，其信贷总额占 GDP 的比重较低。因为本币代纳尔一直采用了盯住欧元的汇率政策，导致了近年来对美元的相对贬值。自 2015 年政治动荡以来，出于避险的考虑，投资者对外汇的需求上升。为了抑制外币需求，马其顿央行于 2016 年 5 月将基准利率从 3.25% 调高至 4%，在外汇需求平稳后又逐步将基准利率回调至 3.5%。

2016 年，因近期政治局势动荡造成的经济增幅下降引起了信贷增长率下跌，从 2015 年底的 15.8% 降至 2016 年底的 -2.1%。

图 4：马其顿信贷增长率（%）



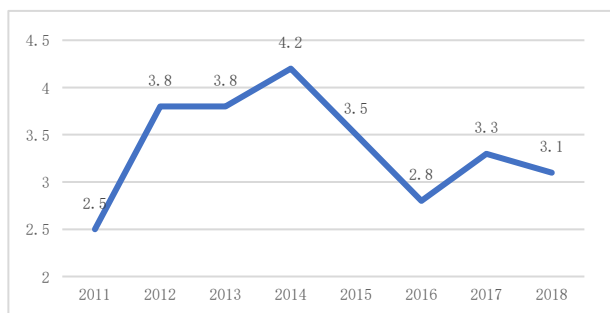
数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

马其顿银行业的流动性和资本充足率处于地区平均水平之上，一级资本充足率达到了 14.2%；不良贷款率小幅下降至 7%。但 2016 年信贷规模的大幅度下降可能造成不良贷款率在短期内上升。联合评级预计，银行的稳健性在未来两年有望得到进一步改善，银行的盈利能力将显著上升。

### 持续增长的财政赤字推高了马其顿的公共债务水平，短期内政府的偿债压力可控

因财政纪律松弛，马其顿财政长期呈赤字状态，2014 年达到峰值，赤字与 GDP 之比 4.2%。2015 年有所下降，占 GDP 比重为 3.5%，2016 年，因最后两个月财政支出冻结，赤字陡降至 2.8%。未来两年，财政赤字预计将维持在略高于 3% 的水平，其中 2017 年，因为上年财政支持冻结反弹，赤字将升至 3.3%。

图 5：马其顿财政赤字占 GDP 比重（%）



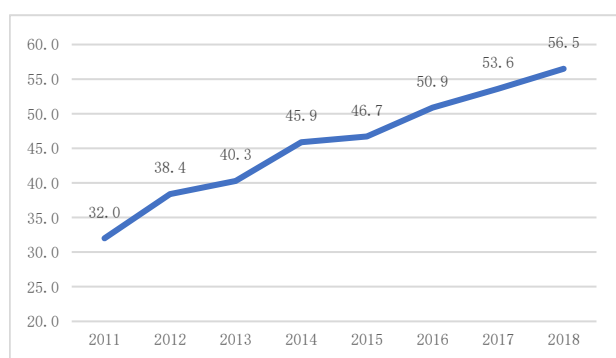
数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

### 政府债务急剧上升，对外部融资的依赖增强了其偿债能力的脆弱性

持续增长的财政赤字不断推高马其顿的公共债务水平。从 2011 至 2016 年，马其顿公共债务占 GDP 的比重迅速从 32.0% 上升至 50.9%。且在未来两年将保持继续上涨的态势，联合评级预计，至 2018 年，马其顿的公共债务水平将接近 60% 的公认警戒线。届时，政府可能将被迫出台较为严厉的财政整固政策。

马其顿政府主要依靠发行债券弥补财政赤字。就公共债务而言，29% 的债务持有人为国内投资者，71% 为国外投资者，债券期限普遍在 1 到 15 年，短期内政府的偿债压力可控。但是，国内的政治动荡推高了政府的融资成本，其 2016 年所发行的欧元债券的利息为 5.625%，高于 2015 年的 5.125%，和 2014 年的 4.25%。

图 6：马其顿公共债务占 GDP 比重（%）



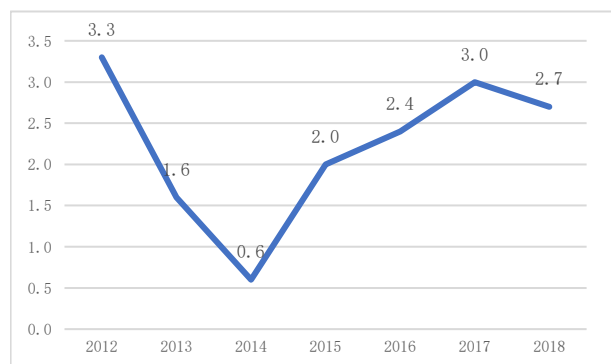
数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

### 经常性账户赤字先降后升，外国投资呈波动上升趋势，外汇储备小幅波动

2012 至 2014 年，马其顿出口的强劲增长致使其经常性账户赤字总体缩小，从占 GDP 的 3.3% 降至 0.6%。但 2015 年和 2016 年更为强劲的进口需求使得经常性账户的赤字转为扩张，分别达到 GDP 的 2.0% 和 2.4% 的水平。随

随着国际能源价格回升和国内需求的增长，未来两年，马其顿的经常性账户赤字预计将继续扩张，2017 年将达到 GDP 的 3.0%，而 2018 年则有望小幅回落至 2.7%。

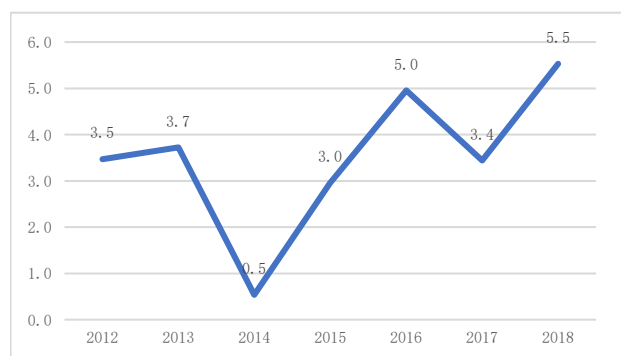
图 7：马其顿经常性账户赤字占 GDP 比重（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

近年来，得益于马其顿政府对于外国投资者政策的改善，外国直接投资保持了波动上升的趋势，马其顿的出口能力因此增强。我们预期，未来两年这一指标有望继续保持波动上升的趋势。

图 8：马其顿外国直接投资占 GDP 比重（%）



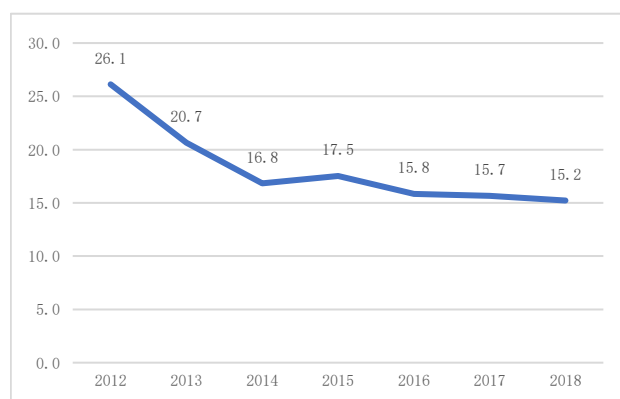
数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

受经常性账户、资本账户的和汇率的共同影响，马其顿的国际储备过去 5 年来一直在 25 亿到 30 亿美元之间波动，而未来两年预计将分别维持在 29 亿和 30 亿美元的水平，可覆盖 4 个月以上的进口支出。

## 外债总额上升较快，但短期外债占比持续减少，短期偿付尚不存在困难；但盯住欧元的汇率政策存在隐患

为了弥补快速上涨的财政赤字，马其顿的相当部分公共债务通过外债解决，这就造成了其外债总额的快速上升，从 2008 年占 GDP 比重的 44% 上升至 2016 年的 80% 左右，且我们预计在未来两年将进一步上升，至 90% 以上的水平。但短期外债逐年下降，2016 年已经减少到 13 亿美元左右，占当年外债比例的 15.8%，占国际储备的 47%。外部融资方面，马其顿能顺利地从 IMF、世界银行和欧洲债券市场融入所需资金。2014、2015 和 2016 年，马其顿还在欧盟债券市场顺利发行了 5 亿、2.7 亿和 4.5 亿的 7 年期欧元债券，已经可以覆盖至 2017 年底的总体需求。鉴于马其顿可以从多边组织和国际市场募集足够的资金，中期内，外债尚不存在偿付困难。

图 9：马其顿短期外债占总外债比重（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

目前来看，潜在最大的外部风险是马其顿的本币是否能够维持住盯住欧元的汇率政策，如果未来出现无法盯住的情况，外债与 GDP 的比重可能会大幅度上升，从而导致偿债危机；但按照目前马其顿的外汇储备对于进口和偿债的保障能力分析，出现这种情况的

可能性不大。

## 展望

综合以上，2015 年来的政治纷争对马其顿的政局稳定带来了负面影响，也在一定程度上抑制了其较好的经济增长态势，中期内，马其顿的经济增长是否可以加速在很大程度上取决于政治纷争能否在短期尽快解决。为了

维护社会稳定，政府财政支出增长较快，公共债务迅速扩张，且这种趋势还将在中期继续，但可以控制在警戒线范围之内。外债占比较高，但短期外债占比持续减少，短期偿付尚不存在困难，且外部融资渠道通畅，因此，偿付压力可控。有鉴于此，联合评级对未来 1-2 年马其顿本、外币主权信用评级的展望为稳定。

马其顿主权信用评级关键数据

|                 | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017 <sup>f</sup> | 2018 <sup>f</sup> | 中东欧 <sup>d</sup> | 一带一路 <sup>a</sup> |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| 名义 GDP（百万美元）    | 9,745  | 10,818 | 11,362 | 10,052 | 10,233 | 10,168            | 10,849            | 731.7            | 404.1             |
| 人均 GDP（美元,PPP）  | 11,871 | 12,685 | 13,361 | 14,005 | 14,539 | 15,255            | 16,141            | 20659.1          | 21749.0           |
| 实际 GDP 增长率（%）   | -0.5   | 2.9    | 3.6    | 3.8    | 2.4    | 3.1               | 3.3               | 1.5              | 3.0               |
| 通货膨胀率（%）        | 3.3    | 2.8    | -0.3   | -0.3   | -0.2   | 1.0               | 2.2               | 3.7              | 5.5               |
| 国内信贷增长率（%）      | 7.1    | 10.2   | 4.3    | 15.8   | -2.1   | 8.3               | 8.4               | 6.0              | 15.9              |
| M2 增长率（%）       | 0.5    | 0.2    | 7.2    | 7.6    | 6.1    | 2.0               | 4.0               | 8.3              | 11.4              |
| 各级政府财政平衡/GDP（%） | -3.8   | -3.8   | -4.2   | -3.5   | -2.8   | -3.3              | -3.1              | -2.2             | -2.9              |
| 各级政府总债务/GDP（%）  | 38.4   | 40.3   | 45.9   | 46.7   | 50.9   | 53.6              | 56.5              | 45.9             | 46.0              |
| 总外债/GDP（%）      | 66.4   | 62.3   | 63.7   | 69.1   | 80.3   | 90.1              | 96.2              | 76.9             | 72.8              |
| 短期债务/总外债（%）     | 12.8   | 13.8   | 12.6   | 11.2   | 9.0    | 8.8               | 12.3              | 19.1             | 20.9              |
| 经常项目余额/GDP（%）   | -3.3   | -1.6   | -0.6   | -2.0   | -2.4   | -3.0              | -2.7              | -1.7             | -0.9              |
| 国际储备/总外债（%）     | 44.7   | 40.8   | 41.0   | 35.6   | 33.5   | 31.2              | 28.6              | 38.7             | 128.0             |

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值；d 表示中东欧 19 国近五年均值；a 表示一带一路 57 国近五年均值