

缅甸联邦共和国

本次评级结果

长期本币信用等级：BB_i +

长期外币信用等级：BB_i +

评级展望：稳定

本次评级时间

2017 年 4 月 17 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 17 日对缅甸联邦共和国（以下简称“缅甸”）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 BB_i +，评级展望为稳定。

缅甸全国民主联盟在选举中以较大优势获胜并顺利上台标志着缅甸民主化进程稳步前行，但军队在缅甸政治生活中仍然扮演重要角色。缅甸的民族矛盾问题突出，部分未尚签订和平协议的少数民族武装力量对政局稳定形成威胁，宗教矛盾成为隐忧。缅甸的经济有望继续维持高速增长，但对天然气出口的依赖以及出口市场和外国投资来源的集中度较高构成了缅甸经济的结构性脆弱。金融监管体系逐步建立，银行业的规范化管理有所进展；外国银行的准入推动了缅甸银行业的发展，但国有银行占据主导地位。财政赤字水平将小幅上升，公共债务占 GDP 的比重将出现小幅下降，偿债的压力将略有缓解。经常性账户赤字呈上升趋势，但外国投资增长更快，外汇储备将有所增加。外债总额近年来有所下降，未来两年可能回升。综上所述，联合评级认为缅甸的本、外币主权债务面临一定的信用风险。

评级依据

民主联盟在选举中以较大优势获胜并顺利上台标志着缅甸民主化进程稳步前行，军队在缅甸政治生活中仍然扮演重要角色

2015 年 11 月，缅甸举行了军人统治结束后的第二次大选，昂山素季领导的最大的反力量全国民主同盟（以下简称“民盟”）在议会的选举中以压倒性优势胜出。2016 年 2 月，新议会选举来自民盟的庭觉为总统，来自军队的敏瑞和来自民盟的亨利班提育为副总统。民盟领导人昂山素季因丈夫和孩子加入英国国籍，按宪法规定不能出任总统和副总统，但随后被任命为外交部、总统府部、教育部、电力与能源部四部部长，并被授予为她特设的“国务资政”头衔，成为缅甸实际上的最高执政者。

在 2010 年军人直接统治结束后的第一次大选中，因缅甸国内最大的反对力量民盟被禁止参加，由原军政府控制的巩固和发展委员会改制而成的巩固和发展党赢得大选，被认为是变相的军人统治，所以本届政府也被视为第一个真正的民选政府。即便如此，通过主导制宪，军队保证了其在缅甸的政治生活中继续占据着重要的地位。根据缅甸宪法规定，军人在议会中自动占有四分之一的席位，一位副总统必须由军队推选，内阁的国防、安全、边境管理职务必须由军人担任。同时，宪法第四十条还授予了军队在出现危害人民生命财产安全的紧急状况时采取预防、制止和保护措施的权力。可以说，缅甸现有政体是军队和反对派相互妥协的结果，但它的成功推进拓宽了政府的代表性，强化了政府的合法性，因此，在一定程度上可以视为政治体制迈向更加稳定的开始。

民族矛盾重重，部分未尚签订和平协议的少数民族武装力量对政局稳定形成威胁；宗教矛盾成为隐忧，局部武装冲突的风险依然存在

缅甸共有 135 个民族，除缅族外的少数民族占到总人口的 35%，民族矛盾长期存在，历届政府都未能妥善解决民族问题，政府军与少数民族武装力量间的冲突持续至今。2010 年政治转型后，巩发党政府全力推动全国停火协议，但在 15 支少数民族武装力量中只有 8 支与政府签订了和平协议。政府军与克钦独立军、北掸邦军、若开军、德昂民族解放军、果敢同盟军等武装力量的冲突还在持续。

民盟新政府上台后宣布将民族和解视为其他一切工作的基础，成立了“民族和解与和平中心”，昂山素季亲任主席。2016 年 8 月，昂山素季主持召开“二十一世纪彬龙会议”，希望就和解问题与各民族达成共识，并与所有少数民族武装力量签订停火协议。但因军队要求正在交战的若开军、德昂民族解放军、果敢同盟军停火方可参加会议的要求遭到拒绝，会议没有实现与所有少数民族武装力量签订停火协议的目标；其他与会各方在会上只是表达了各自的立场，未形成任何共识。会后的 11 月，缅北克钦独立军、德昂民族解放军、若开军、果敢同盟军四支民族武装力量组成了“缅北联合阵线”，突袭掸邦政府军控制地区，严重破坏了缅甸国内本就脆弱的民族和解氛围。

民主化进程带来的另一不稳定因素是宗教矛盾可能升级，特别是占主导地位的佛教和少数派穆斯林之间。2015 年，上届总统签署了四项《种族与宗教保护法案》，宣布实施一夫一妻制、禁止改变宗教信仰和不同宗教之间通婚。少数派的穆斯林普遍认为这些

法案是针对他们的歧视，表示强烈反对；而佛教信徒，特别是激进的缅甸种族佛教保护联合会则表示强烈支持，双方的冲突因此加剧。2016 年，在佛教最高组织国家僧团大导师委员会宣布和缅甸种族佛教保护联合会划清界限后，形势略有好转，但依然对缅甸的政治稳定构成隐忧。

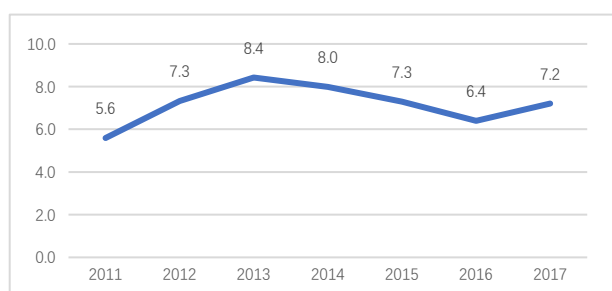
地缘政治形势改善，但民主化后与欧美国家关系的改善是否会对原有外交格局形成冲击值得关注

民选政府的上台后，与因军人统治而长期对缅甸实施制裁的欧美国家的关系得到了改善，欧美国家不仅取消了制裁，而且增加或开始向缅甸政府提供援助，缅甸的地缘政治形势有所改善。但缅甸部分势力借此阻碍原来议定的与中国合作的多个项目，如果这种情况持续发展，是否会对长期以来良好的中缅关系形成负面影响值得关注。

经济有望继续维持高速成长，对天然气出口的依赖以及出口市场和外国投资来源的集中度较高构成了缅甸经济的结构性脆弱

得益于国内投资环境的改善、欧美国家制裁的解除以及本币贬值带来的出口竞争力增强，缅甸经济在过去几年维持了 7% 以上的高速增长。

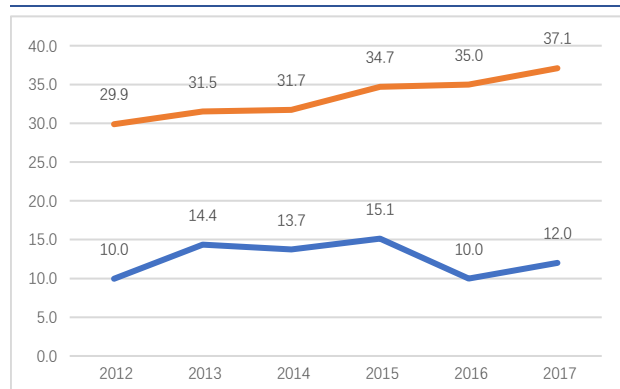
图 1：缅甸实际 GDP 增长率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

未来几年，随着金融行业的自由化和外国直接投资的增长，缅甸一些新兴行业，特别是得益于缅甸实际劳动力成本相对于周边国家非常低的劳动密集行业，包括制造业和旅游业有望保持快速增长。另外，随着周边国家需求的上升，缅甸的天然气的出口也将维持较快增长的局面。在这些因素的共同作用下，未来两年，我们预期缅甸经济将继续保持较高的增长水平。此外，近年来固定资产投资对 GDP 的贡献较大，2012-2016 年固定资产投资维持了 10% 以上的增速，占 GDP 的比重从 2012 年的 29.9% 上升到 2016 年的 35.0%，未来两年，将继续保持高速增长，预计至 2018 年将达到 GDP 的 38.5%。

图 2：缅甸固定资产投资（%）



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

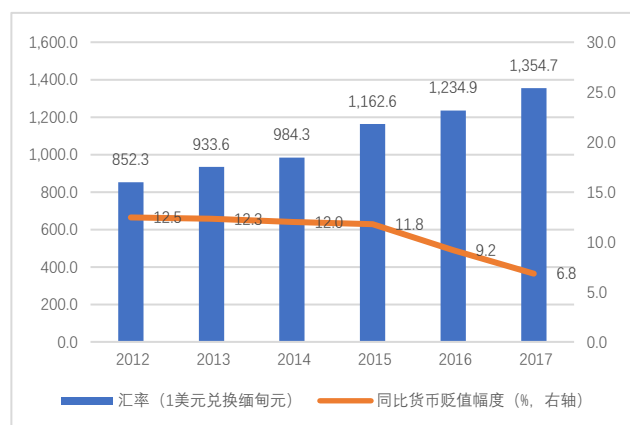
由于某些结构性缺陷，缅甸经济存在一定的脆弱性。首先，是经济对于天然气出口的依赖性较强，占到了出口总额的 30%；其次，是对中国的出口占出口总额的 20% 以上，集中度较高；再次，是外国直接投资的集中度也很高，大约有 50% 来自于新加坡。

较高的通货膨胀率和不断贬值的缅元，对宏观经济的稳定构成威胁

近年来，缅甸元对于其他主要货币持续贬值，已经从 2012 年的 852 缅甸元兑 1 美元

贬至 2016 年的 1,235 缅甸元兑 1 美元，5 年之间，本币的贬值幅度达到了 45%左右。未来两年，预计本币将维持继续贬值的趋势，但速度会有所减缓。

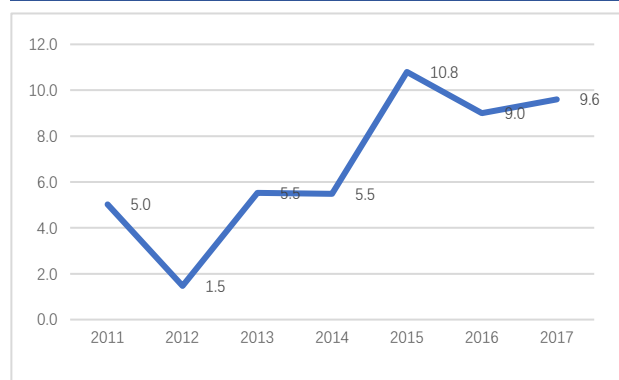
图 3：缅甸汇率变化



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

持续的本币贬值导致缅甸的通货膨胀率较快上升。未来两年，随着本币继续走低、国内需求上升和部分财政赤字货币化，通货膨胀率将继续维持在 10%左右的高位。

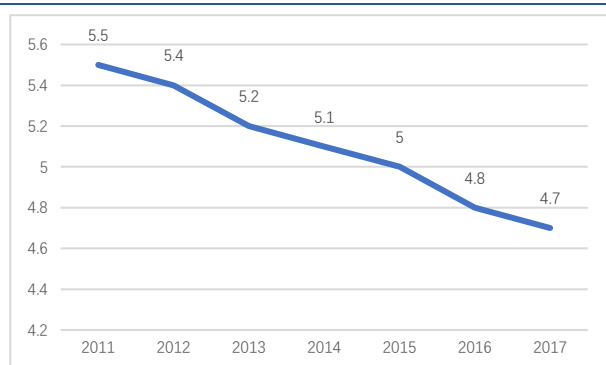
图 4：缅甸通货膨胀率 (%)



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

较快的经济增长带来了缅甸就业水平持续改善，从 2011 年至 2016 年，缅甸的失业率已经从 5.5%下降到 4.8%，未来两年，失业率有望继续维持下降趋势。

图 5：缅甸失业率 (%)



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

金融监管体系逐步建立，银行业的规范化管理有所进展；外国银行的准入推动了缅甸银行业的发展，但国有银行仍占主导地位

受经济发展水平较低的制约，缅甸的金融行业同样处于较低的发展水平。2013 年相关法律以及民盟政府对于央行独立性的规定使得缅甸央行开始迈向真正自主管理金融行业的目标；2016 年初议会通过的《银行和金融机构法》在建立更好监管框架的同时，也为银行和其他金融机构提供了更大经营空间。目前，缅甸的银行已经可以完全按照央行的要求提取法定存款准备金。

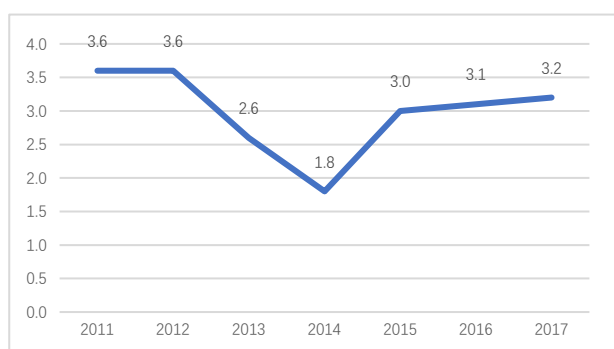
从 2015 年起，缅甸央行先后批准了 13 家外国银行在缅甸从业。虽然它们暂时还不允许从事零售业务，但相对规范的管理还是推动了缅甸银行业的发展，同时，也加剧了缅甸银行业的竞争。此外，缅甸央行于 2016 年 9 月还首次发行了 2,100 亿缅甸元的本币债券，丰富了资本市场的产品，促进了市场功能的更好发展。但至少在 2017-2018 年，国有银行仍占有主导地位，并且外资银行由于业务的限制，对国内银行的冲击是有限的。

财政赤字水平将小幅上升，公共债务占 GDP 的比重将出现小幅下降，偿债的压力将略

有缓解

为了解决快速增长的经济与落后的基础设施之间的矛盾，缅甸政府需要安排较大规模的基础设施建设预算，因此，未来两年，财政赤字将保持小幅增长的趋势，预计其占 GDP 的比重将从 3.1% 上升至 3.5%。

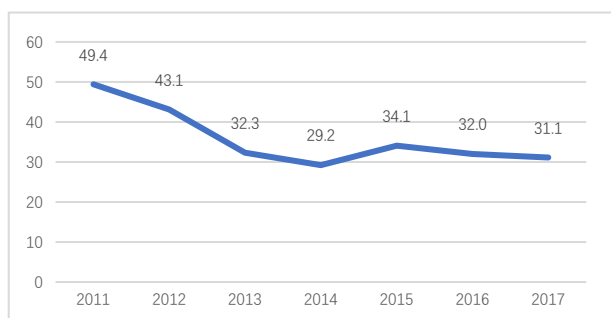
图 6：缅甸财政赤字占 GDP 比重（%）



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

虽然财政赤字水平将有所上升，但因为部分财政赤字货币化政策，以及相当数额的外国政府持有债务减免，缅甸公共债务的比例有望出现小幅下降，从 2016 年占 GDP 比重 32.0% 下将至 2018 年的 30.1%，偿债的压力略有缓解。

图 7：缅甸公共债务占 GDP 比重（%）

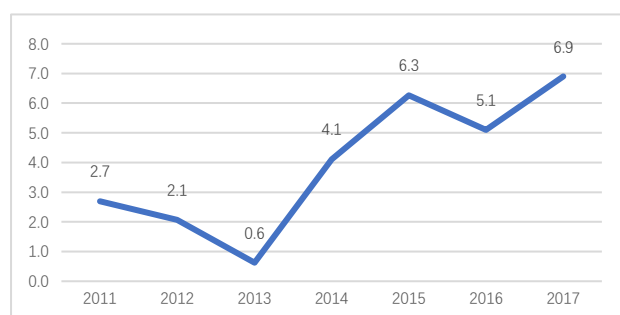


数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

经常性账户赤字呈上升趋势，但外国投资增长更快，外汇储备将从前期的下降转为小幅上升，但仅能覆盖 3 个多月的进口支出

虽然缅甸的经常性账户赤字在 2016 年略有缩小，从 2015 年的占 GDP 比重的 6.3% 降至 5.1%，但因为国内需求上升引起的商品进口上涨以及投资增长带来了设备进口上涨，未来两年，经常性账户赤字将保持继续上升势头，2017 和 2018 年赤字占 GDP 比重将扩大到 6.9% 和 7.0% 的水平。

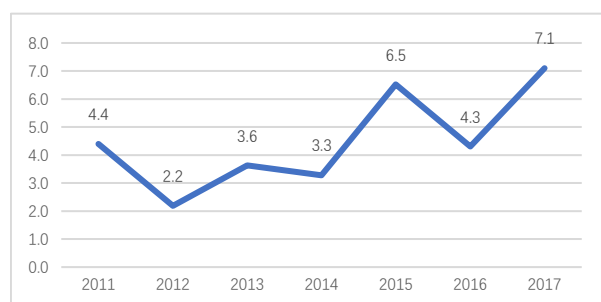
图 8：缅甸经常性账户赤字占 GDP 比重（%）



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

近年来，随着缅甸民族和解的进展和投资环境的改善，外国投资呈较快的增长趋势，未来两年，因为对能源和基础建设的外国直接投资的规模较大，外资的流入将进一步加快，总体上可以弥补经常性账户的缺口。加上外部融资渠道的拓宽，缅甸的外汇储备也将从前期的下降转为小幅上升，有望从 2016 年的 48 亿美元增长到 2018 年的 64 亿美元，但仅能覆盖 3 个多月的进口支出。

图 9：缅甸外国直接投资占 GDP 比重（%）



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

外债占比先降后升，未来2年将继续保持上升态势，但短期债务较为平稳

自缅甸民主化进程取得实质性进展以来，欧美国家对缅甸的债务采取了比较大规模的减免。2012年，日本就一次性免除了缅甸历年所欠的38亿美元债务。同时，日本还同意为缅甸需向世行偿还的17亿美元贷款提供过桥贷款。另外，巴黎俱乐部7国也承诺减免缅甸所欠贷款。因此，缅甸的外债总额在2012年至2014年间有所降低，从占GDP的12.9%降至9.5%，但随着国内需求的上升，特别是基础建设规模的扩大，以及外部融资渠道的

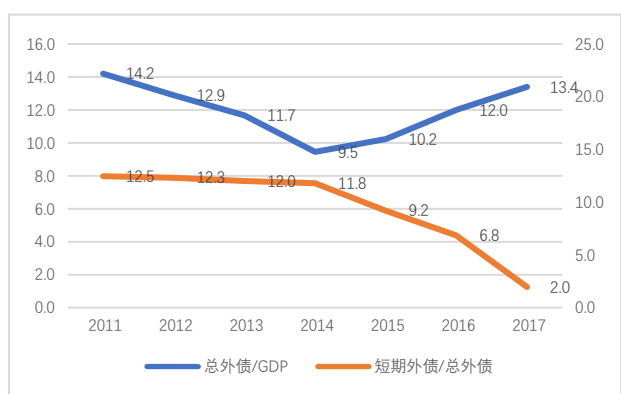
扩充，外债从2015年起又重回上升轨道，至2015年占GDP的10.2%和2016年的12.0%。我们预计该指标在2017年将达到13.4%。但短期外债规模较为平稳，占总外债的比重有望保持下降的趋势。

展望

综合以上，2015年民盟政府上台意味着缅甸在长期军人统治后终于迎来了真正的民选政府。虽然军人在国家政治生活中还扮演着重要角色，民主代议制政体已经在缅甸基本确立。但缅甸国内的民族和宗教矛盾还将在相当长的时期内存在，有可能影响缅甸政局的稳定。未来两年，缅甸的经济预计将维持较高的增长速度，金融监管体系将进一步完善。财政赤字可能会小幅上升，但公共债务的占比将有所下降，所以偿债的压力降略有缓解。经常性账户的赤字将继续上升，但缺口可以由增长更快的外国直接投资弥补，外汇储备将出现上升。外债规模将从近年来的下降趋势转为上升，但短期外债规模较为平稳，外部融资环境显著改善。

有鉴于此，联合评级对未来1-2年缅甸的本、外币主权信用评级的展望为稳定。

图 10：缅甸外债情况（%）



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

缅甸主权信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f	东南亚 ^d	一带一路 ^a
名义 GDP (十亿美元)	61.0	62.1	66.3	62.6	68.0	72.3	275.0	404.1
人均 GDP (美元, PPP)	1,161	1,173	1,241	1,162	1,251	1,319	17,974.3	21,749.0
实际 GDP 增长率 (%)	7.3	8.4	8.0	7.3	6.4	7.2	5.8	3.0
通货膨胀率 (%)	1.5	5.5	5.5	10.8	9.0	9.6	3.4	5.5
国内信贷增长率 (%)	-8.9	33.3	21.7	28.1	29.5	25.0	16.6	15.9
M2 增长率 (%)	32.7	31.4	21.0	30.7	17.4	21.5	15.0	11.4
各级政府财政平衡/GDP (%)	-3.6	-2.6	-1.8	-3	-3.1	-3.2	-2.8	-2.9
公共债务/GDP (%)	43.1	32.3	29.2	34.1	32	31.1	51.4	46.0
总外债/GDP (%)	12.9	11.7	9.5	10.2	12.0	13.4	55.0	72.8
短期债务/总外债 (%)	12.3	12.0	11.8	9.2	6.8	2.0	24.0	20.9
经常项目余额/GDP (%)	-2.1	-0.6	-4.1	-6.3	-5.1	-6.9	0.7	-0.9
国际储备/总外债 (%)	89.0	118.1	32.3	59.6	58.1	57.4	65.7	128.0

数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；f 表示预测值；d 表示东南亚 9 国近五年均值；a 表示一带一路 57 国近五年均值