

克罗地亚共和国

本次评级结果

长期本币信用等级：BBB_i+

长期外币信用等级：BBB_i+

评级展望：正面

本次评级时间

2017 年 5 月 10 日

分析师：胡前方

邮箱：huqf@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

联合评级已经于 2017 年 5 月 10 日对克罗地亚共和国（以下简称“克罗地亚”）的本、外币信用状况进行了初次评级，决定给予克罗地亚长期本、外币信用等级 BBB_i+, 展望为正面。

克罗地亚实行议会民主制，国内政治体制不成熟，政治权利面临不稳定因素，但由总理安德烈·普连科维奇领导的现任政府稳定性得到一定提高，政党政治趋向成熟；经济规模小，经济在旅游业的支撑下于 2015 年摆脱连续 6 年的衰退局面，当前经济增长步入缓慢复苏阶段；本国货币稳定性较高；银行业资本充足率较高，相比其他欧洲国家，金融稳健性较好；政府面临财政赤字和高债务压力局面；外部融资成本较低，外汇储备对短期外债覆盖率较高，具备足够的能力按期偿付债务本息。预计克罗地亚经济复苏势头将延续至 2017 年，政府财政有望摆脱欧盟超额赤字程序赤字。综上所述，联合评级认为克罗地亚具有足够的本、外币债务偿债能力，主权信用风险低。

评级依据

克罗地亚国内政治权利动荡，政治形势复杂，现任政府在总理的带领下稳定性有所提升

克罗地亚，原南斯拉夫所属六个共和国之一，于 1991 年通过全民公决宣布独立，实行议会民主制。总统选举 5 年一次，可连任两届；议会选举 4 年一次，任期 4 年。社会犯罪率较低，社会治安状况总体较好。最近一次总统选举在 2015 年 1 月完成，现任总统科林达·格拉巴尔-基塔罗维奇于当年 2 月就职，是克罗地亚历史上的首位女性总统，也是议会最大党民主共同体（HDZ）的前成员；同年 11 月通过议会选举产生了由民主共同体为首的中右翼“爱国”联盟与桥党（MOST）联合组成的第十三届政府，但仅成立五个月就出现分裂，并被议会通过了不信任投票。2016 年 9 月提前举行的议会选举结果表明，仍未有任何党派获得单独组建政府的半数以上席位，因此现任政府仍由获得最多议席的民主共同体与桥党联合执政。地方选举将于今年 5 月举行。

就目前来看，由总理安德烈·普连科维奇领导的现任政府稳定性得到一定提高，政党政治趋向成熟；但同时，现任政府面临的形势严峻，特别是对国企私有化过程中面临的党派腐败问题以及国内第一大私企阿格罗科尔债务问题，为国内政治稳定性带来不确定风险。

与周边小国地缘政治风险存在，但对整体外交走势威胁较小

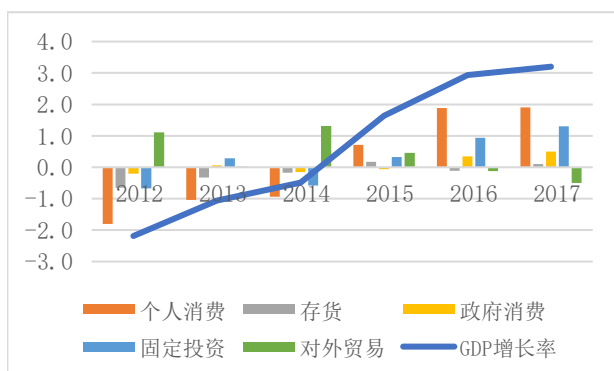
克罗地亚于 1992 年加入联合国，2009 年成为北大西洋组织成员国，并于 2013 年加入欧盟。美国是克罗地亚外交战略重点国家。同时，克罗地亚与俄罗斯、中国等大国均发

展了良好的经贸关系；与意大利、匈牙利保持了传统的良好关系；另外，克罗地亚积极发展与周边国家的合作共赢。与塞尔维亚、波黑存在历史恩怨，与斯洛文尼亚存在边界和海界的划分问题，地缘政治风险存在，但短期内不影响克罗地亚外交关系的整体良好走势。

克罗地亚经济规模较小，经济在旅游业的支撑下于 2015 年摆脱连续 6 年的衰退局面，当前经济增长步入缓慢复苏阶段

克罗地亚经济体量较小，2016 年名义 GDP 值为 504 亿美元，在欧盟 28 个成员国中排名第 20。受全球经济危机，特别是欧债危机影响，克罗地亚经济自 2008 年连续 6 年衰退，在 2015 年触底反弹，经济实现 1.6% 的增长。2016 年经济增速稳步上升至 2.9%。增长动力主要来自于支柱产业旅游业的强势复苏和国内需求的提升，个人消费成为拉动经济增长的主动力。2016 年个人消费对 GDP 贡献率达到 1.9%，比上一年增加了 1.2 个百分点；同时，固定投资成为 GDP 增长的第二支撑，对经济增长的贡献率达到 0.9%。

图 1：克罗地亚 GDP 增长构成（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017、2018 年为预测数据

官方失业率 14.8%，比上年下降了 2.3 个

百分点，连续两年稳步下降，就业市场改善较为明显；近期的税收改革，对家庭可支配收入和企业投资都产生了积极影响。物价指数已经连续三年下降，2016 年物价下降了 1.1%，较上一年下降幅度增加了 0.6 个百分点，经济面临通货紧缩。2016 年全国人口减少了 0.4%，65 岁以上人口占比超过 19%。随着就业市场的改善以及实际工资收入的增长，预计 2017 年通货紧缩局面将得到改善，能够实现物价指数 1.4% 的小幅增长。但移民潮和人口老龄化问题为劳动力市场带来了隐患。这将抑制其经济增长潜力，预计 2017 年经济增长将小幅上升至 3.2% 左右。

经济竞争力较弱，结构性改革面临较大阻力

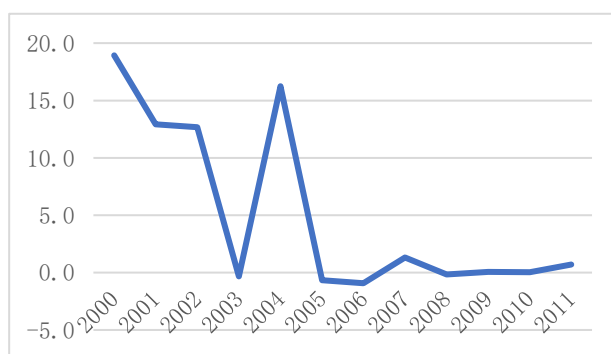
宏观层面经济指标的改善为结构性改革提供了动力，但克罗地亚加入欧盟时间较短，仍处在欧盟一体化的初始阶段，国企改革和私有化的推进对经济的负面影响较大。对外贸易依赖于并不发达的造船业，同时，经济增长依赖季度性繁荣的旅游业，经济结构性改革面临较大阻力，国有企业竞争力不足、国际竞争力不强，劳动力市场缺乏弹性等因素都长期制约该国经济增长潜力。保持政府稳定性，改善营商环境，加快立法进程，提高对外部冲击的抵抗能力仍然是克罗地亚宏观经济政策制定的落脚点。

银行业外资银行占比较高，相比欧洲其他国家，资本充足率较高，金融稳健性较好

克罗地亚境内外资银行占比较高，国内 32 家商业银行中，但除克罗地亚邮政银行和克罗地亚银行外，其他均为外资银行。这些外资银行都获得其外国母公司的有力支持，在近期克罗地亚央行进行的压力测试中，均取得了令人满意的结果。当前，克罗地亚境内银行业资本充足率为 23%，不良贷款占比为

15.9%，资本缓冲空间较大。同时，为应对不良贷款高企的局面，央行要求所有商业银行提高资本准备金以应对可能出现的外部冲击，这直接导致了银行业流动性减少，借贷活动受到抑制。危机前国内信贷增长率维持在 15% 左右的水平，而近 5 年来，国内信贷增长平均值为 0.2%，2016 年信贷增长率为 0%。短期内，随着监管力度的加大，信贷复苏的可能性不大，预计 2017 年信贷活动可能因投资的增长小幅增长 0.7%。整体而言，相对于欧洲其他国家，该国银行业保持了较好的稳健性。

图 2：克罗地亚国内信贷增长率（%）



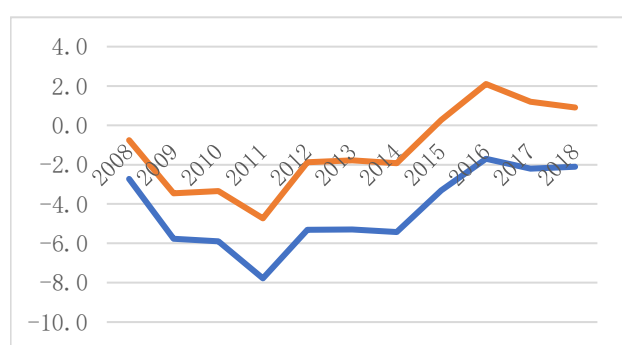
数据来源：联合评级主权数据库，2017、2018 年为预测数据

政府财政有望在 2017 年摆脱欧盟超额赤字程序

政府长期面临财政赤字局面。2013 年加入欧盟以后，赤字局面才开始有所改变。2014 年欧洲委员会对克罗地亚设置了超额赤字程序（excessive-deficit procedure, EDP，当一国预算赤字占 GDP 比例超过 3% 时，即触发超额赤字程序）。2015 年政府税收收入的增加以及政府对公共投资支出的减少，使得赤字率从 2014 年的 5.4% 大幅下降至 3.3%。2016 年政府支出基本与 2015 年持平，同时，企业收入和消费税的增长使得政府收入进一

步提高，赤字率水平得到进一步改善，全年赤字率在 1.7% 左右。2017 年政府财政预算中，政府支出额为 1284 亿库纳，财政收入约 1216 亿库纳，预估财政赤字率为 1.9%。基于减税政策的实施以及实际工资的增长趋势，预计 2017 年政府赤字率将比 1.9% 稍大，约在 2.2% 左右，退出欧盟超额赤字程序的可能性非常大。

图 3：克罗地亚政府财政平衡（%）

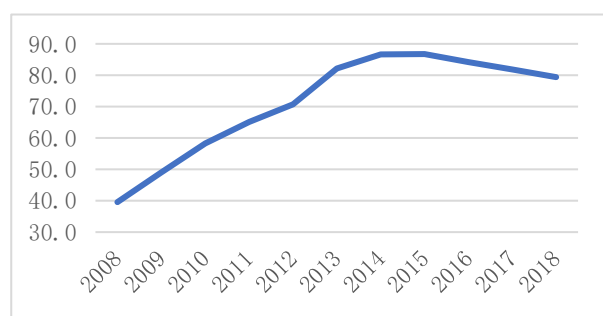


数据来源：联合评级主权数据库，2017、2018 年为预测数据

政府公共债务压力较大，随着欧盟量化宽松政策的退出，高度依赖外部融资作为偿还债务的脆弱性在增强

危机前，政府债务占 GDP 比率基本维持在 40% 左右，处于欧盟 60% 的警戒线内。但随着欧洲债务危机的深入，政府公共债务占比在

图 4：克罗地亚政府债务占 GDP 比（%）



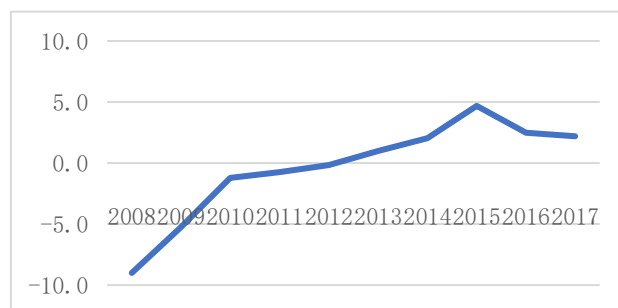
数据来源：联合评级主权数据库，2017、2018 年为预测数据

2011 年首次突破 60%，达到 65.2%，并在此后一路走高。2016 年克罗地亚政府公共债务占 GDP 的 84.2%。2017 年 3 月 13 日，克罗地亚政府发行票面利率 3% 的 10 年期欧元债，实际收益率只有 3.2%，创历史新低。经济增长的复苏以及政府稳定性的提高，为政府融资提供了基础支撑。短期内，预计 2017 年政府融资需求基本能够得到满足，债务水平将小幅下降至 81.8%。长期来看，欧洲央行量化宽松政策的放缓趋势将为政府融资环境带来不利影响。

旅游业繁荣带动服务贸易出口，短期内仍将支撑经常账户盈余状态

危机前，克罗地亚政府长期面临财政账户和经常账户双赤字的局面，本国经济增长对外国资本流入的期待较高。危机后，得益

图 5：克罗地亚经常账户平衡（%）



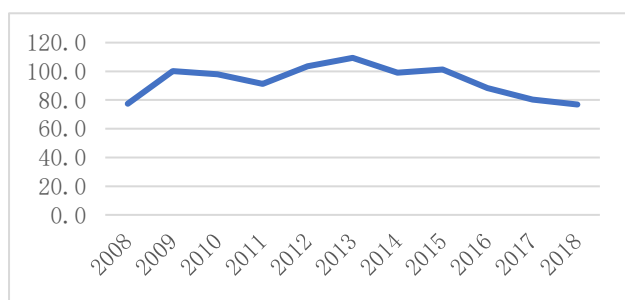
数据来源：联合评级主权数据库，2017、2018 年为预测数据

于国内旅游业周期性稳定繁荣，出口价值，特别是出口服务价值，稳步提升，经常账户在 2013 年实现初次盈余，并在 2015 年达到一个较高的水平，实现 GDP 的 4.7% 的盈余。这一数值背后除了当年旅游季的良好表现外，还因为，2015 年瑞士法郎对库纳大幅升值，央行要求商业银行将瑞士法郎贷款转换为欧元贷款，使得初级收入赤字一次性大幅收缩。

2016 年经常账户盈余占 GDP 的 2.5%，比 2015 年的 4.7%下降了 2.2%，初级收入赤字恢复到正常水平。2016 年外国直接投资流入从 2015 年的 2.17 亿美元增加到 19 亿美元，占 GDP 比提高了 3.3%，达到 3.7%。预计 2017 年外国直接投资将保持当前水平，经常账户结构不会发生明显改变，旅游业繁荣带来的服务贸易盈余将覆盖商品贸易赤字，经常账户仍将保持盈余状态，占 GDP 比将小幅缩小至 2.2%。

短期债务压力不大，总外债负担较大，

图 6：克罗地亚总外债占 GDP 比（%）



数据来源：联合评级主权数据库，，2017、2018 年为预测数据

外部风险不容忽视

由于汇率稳定性是央行的首要职能，克

罗地亚货币稳定性较好。外汇储备处于稳健水平，2016 年外汇储备额达到 142.4 亿美元，对短期债务覆盖率高达 367.4%，与外部融资需求比率为 153%，均高于同地区其他国家的平均水平；总外债占 GDP 比约为 88.4%，比同地区其他国家平均水平高 27 个百分点，总外债水平处于较高水平。短期来看，该国短期外债支付压力不大；但长期来看，高外债仍然是外部风险之一。

展望

克罗地亚现任政府稳定性得到了一定提高，政治分歧存在，但分裂的可能性很小，这在一定程度上维护了经济增长的缓慢复苏态势；货币较稳定，银行业资本充足率较高，金融业稳健性较好；政府公共债务压力较大，随着欧盟量化宽松政策的退出，高度依赖外部融资作为偿还债务的脆弱性在增强，但短期内政府外部融资成本较低，融资需求基本能够满足，克罗地亚经济复苏势头将延续至 2017 年，并有望摆脱欧盟超额赤字程序，未来经济走向趋于良好。因此，联合评级认为未来 1-2 年内，克罗地亚本、外币主权信用评级展望为正面。

克罗地亚主权信用评级关键数据

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f	2018 ^f	中欧及东欧 ^d	一带一路 ^a
名义 GDP（10 亿美元）	56.5	57.8	57.1	48.7	50.4	51.1	53.4	731.7	404.2
人均 GDP（美元，PPP）	21,060.9	21,612.3	21,971.5	22,655.1	23,709.9	25,130.0	26,460.0	20,659.1	21,749.0
GDP 实际增长率（%）	-2.2	-1.1	-0.5	1.6	2.9	3.2	2.6	1.5	3.0
通货膨胀率（%）	3.4	2.2	-0.2	-0.5	-1.1	1.4	1.8	3.7	5.5
国内信贷增长率（%）	-0.9	1.3	-0.2	0.1	0	0.7	0.4	6.0	15.9
M2 增长率（%）	3.6	4.0	3.2	5.1	4.7	6.7	5.1	8.3	11.4
各级政府财政平衡/GDP（%）	-5.3	-5.3	-5.4	-3.3	-1.7	-2.2	-2.1	-2.2	-2.9
各级政府利息支出/GDP（%）	3.4	3.5	3.5	3.6	3.8	3.4	3.0	1.9	2.3
各级政府初级财政平衡/GDP	-1.9	-1.8	-1.9	0.3	2.1	1.2	0.9	-0.3	0.2
公共债务/GDP（%）	70.7	82.2	86.6	86.7	84.2	81.8	79.4	45.9	46.0
总外债/GDP（%）	103.5	109.4	99.1	101.4	88.4	80.4	76.9	76.9	72.8
经常项目余额/GDP（%）	-0.2	1.0	2.0	4.7	2.5	2.2	-1.8	-1.7	-0.9
国际储备/总外债（%）	-0.2	1.0	2.0	4.7	2.5	2.2	-1.8	38.7	128.0

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值；d 表示中欧及东欧 19 国历史五年均值；a 表示一带一路 57 国近五年均值

