

## 菲律宾共和国 2021 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：杜凌轩 lxdu@ccxi.com.cn

项目组成员：徐祯霆 zhtxu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 5 月 10 日

**评级观点：**中诚信国际维持菲律宾共和国（以下简称“菲律宾”）主权信用等级为 **BBB<sub>g</sub>**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了菲律宾良好的经济基础、良好的财政水平、合理的外债结构和充裕的外汇储备支撑下较强的对外偿付实力。同时，中诚信国际将对疫情持续蔓延对菲律宾经济产生的打击，以及偏低的治理能力和严重的腐败现象对抗疫进展、政策落实力度和经济复苏进程的影响保持关注。

### 概况数据

	2018	2019	2020	2021F
实际 GDP 增长率 (%)	6.3	6.0	-9.5	7.0
通货膨胀率 (CPI, %)	5.1	2.5	3.5	2.8
一般政府财政余额/GDP (%)	-1.2	-1.5	-6.8	-5.9
一般政府债务/GDP (%)	34.4	34.1	44.6	45.1
一般政府利息支出/政府收入 (%)	8.7	8.5	10.3	11.5
经常账户余额/GDP (%)	-2.6	-0.9	2.9	0.6

### 正面

■ **菲律宾良好的经济基础和政府实施的经济刺激计划有助于菲律宾经济复苏。**菲律宾经济基础较好，连续 21 年实现经济正增长，消费和服务业是经济发展的主要推动力，疫情后政府开展一系列经济刺激计划、大力发展基建有助于菲律宾实现快速复苏。

■ **菲律宾财政基础良好，政府负债率较低，财政收入对债务的覆盖较好。**菲律宾财政长期保持温和赤字，2015-2019 年财政赤字率仅为 0.88%，财政收入对政府债务的覆盖率常年保持在 50% 以上。

■ **菲律宾外债结构合理，外汇储备充裕且对外债覆盖率高。**菲律宾外债以中长期债务为主，短期偿债压力不大，外汇储备近期升至历史新高的 1091 亿美元，足以支持约 11.2 个月的进口商品和服务支出，或覆盖约 9.3 倍的短期外债，对外偿付能力较强。

### 关注

■ **疫情持续时间的不确定性对菲律宾经济产生的影响。**疫情冲击下，菲律宾政府采取的抗疫封锁措施未能有效遏制疫情在

国内蔓延，数次疫情反弹导致旅游和服务外包业等菲律宾重点行业受打击较大，2020 年菲律宾经济萎缩 9.5% 左右，为二战以来最严重的经济衰退。2021 年一季度菲律宾疫情再度反弹，或将制约经济复苏的程度。

■ **执政效率偏低和严重的腐败现象制约政策落实力度。**菲律宾政府治理能力较低，腐败现象严重，将影响刺激政策的落实力度和经济复苏的前景。

### 评级展望

中诚信国际认为，菲律宾主权信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。尽管疫情造成菲律宾经济衰退，但在良好的经济基础、政府大规模的经济刺激计划和低基数效应共振下，预计菲律宾经济 2021 年将复苏，合理的债务结构和较高的外汇储备将支撑其偿债实力保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**如果有迹象表明如果菲律宾政府能够有效提升政府治理能力，尽快控制国内疫情，宽松的货币政策和积极的财政政策能有效激发国内投资的活力，进而实现经济快速复苏，同时财政空间有所改善，中诚信国际将考虑上调菲律宾主权评级。

■ **可能触发评级下调因素。**若国内疫情未能得到有效控制，疫情持续时间等外部不确定因素加大了对菲律宾经济稳定的影响，并挤压财政政策空间，经济出现超预期下降，债务水平超预期攀升，财政赤字率超预期增加，中诚信国际将考虑下调菲律宾的主权信用评级。

### 评级历史关键信息

菲律宾共和国	
主体评级	评级时间
BBB <sub>g</sub> /稳定	2017/03

### 比较表

2020 年部分国家指标							
国家	级别	GDP 总量 (万亿美元)	人均 GDP (美元)	实际 GDP 增长率 (%)	一般政府财政余额/GDP (%)	一般政府债务/GDP (%)	经常账户余额/GDP (%)
菲律宾	BBB <sub>g</sub>	0.36	3,326	-9.5	-6.8	44.6	2.9
墨西哥	BBB <sub>g</sub>	1.09	8,427	-8.3	-2.4	41.6	1.4
印度尼西亚	BBB <sub>g</sub> <sup>-</sup>	1.06	3,926	-2.1	-6.2	38.2	-1.5
印度	BBB <sub>g</sub>	2.63	1,900	-7.0	-14.0	88.4	1.0

## 主权评级观点

### 基础实力

#### 经济实力

**菲律宾经济基础良好，连续 21 年实现正增长，消费和服务业是经济发展的主要推动力。2020 年疫情爆发对旅游业和国内消费打击严重，菲律宾经济陷入严重衰退，政府大规模的刺激计划和低基数效应有望引领菲律宾经济在 2021 年实现复苏，但复苏进程受制于疫情反弹或将较为迟缓。**

菲律宾经济基础良好，人口规模较大，自 1998 年亚洲金融危机以来菲律宾经济连续 21 年实现增长，2015–2019 年菲律宾经济平均增长率达到 6.1%。2020 年菲律宾 GDP 规模达到 3620 亿美元，在东南亚经济体中排名第 3，仅次于印尼和泰国，人均 GDP 水平较低，仅为 3326 美元，排名东南亚第 6。旺盛的国内消费尤其是私人消费是拉动经济增长的主要动力，私人消费和公共消费的 GDP 占比常年保持在 73%和 13%左右，庞大的侨汇收入（约占 2020 年菲律宾 GDP 的 8.3%）为国内消费提供了可靠保障。2020 年疫情冲击下失业率攀升，私人消费规模同比下降 5.7%，而由于全球供应链中断且投资信心受到抑制，菲律宾资本形成总额同比大幅下降 35.8%，其占 GDP 的比重则下降 4.9 个百分点至 21.3%。进出口方面，由于封锁导致进口需求大幅下降，且相对于出口的降幅更大，净出口占 GDP 的比值收窄 4.76 个百分点至 -6.03%。

菲律宾经济发展较为依赖服务外包业和旅游业。依靠人口和语言优势、先进的信息技术通讯设施以及良好的产业政策，菲律宾服务外包产业近年来发展迅速，年产值超过 260 亿美元，行业就业人数高达 130 万人。2020 年菲律宾疫情在东南亚国家中相对严重，累计确诊超过 70 万人，死亡病例超过 1.3 万人。在疫情爆发的背景下，尽管政府允许服务外包业公司在实行更严格的健康标准和社区隔离措施下保持运营，但行业上升趋势仍受到较大影响。而作为菲律宾经济的另一大支柱，旅游业近年

来发展较快，2019 年旅游业产值占 GDP 比重约为 12.7%，但 2020 年亦遭受疫情重创，外国游客数量萎缩超八成，旅游业恢复时间仍取决于国内外疫情防控形势和国内疫苗接种进度。

疫情冲击导致 2020 年菲律宾经济陷入二战以来最严重的衰退，二季度 GDP 一度下滑 16.9%，失业率一度攀升至 17.7%的历史新高，是亚洲受到疫情冲击最大的经济体之一，但在政府大规模的经济刺激政策（累计规模达到 536.9 亿美元，约占 2020 年 GDP 的 14.7%）的带动下，三四季度 GDP 降幅逐渐收窄至 11.4%和 8.3%，全年 GDP 则下滑 9.5%。随着全球疫情陆续迎来拐点，以及各国疫苗接种的不断推进，外部宏观环境将迎来改善，而且 2021 年预计菲律宾政府仍将延续去年的经济刺激措施，考虑到 2020 年的低基数效应，2021 年经济增速将有望反弹 7%左右。但 2021 年三月菲律宾疫情有所反弹，单日新增病例过万，严格的封锁措施将再度重启，这将显著延后经济复苏的进程并抑制经济复苏的力度。

#### 财政实力

**菲律宾财政长期保持温和赤字，政府负债率较低，财政收入对债务的覆盖较好，疫情冲击抬升了政府负债率和财政赤字率，且基建支出需求导致财政赤字短期改善空间有限，中长期内有望企稳回落。**

财政方面，菲律宾政府长期以来实行稳健的财政政策，财政支出受到较为严格的控制，政府财政收入较为稳定，税收占比维持在 90%以上。财政收入和财政支出占 GDP 的比重分别保持在 20%和 21%左右，2015–2019 年财政赤字率处于年均 0.88%的温和状态。2020 年由于疫情防控的需要，卫生医疗和民生保障相关的开支大幅提升了政府财政支出，同时经济衰退带来的税收下降叠加政府为刺激经济而推出的减税法案导致 2020 年菲律宾财政收入下降约 15.8%而支出却上升约 22.1%，政府财政赤字率因此大幅走扩至 6.8%，但仍位于财政实力同级别国家中位数水平范围内。预计疫情后随着经济活动恢复正常，政府支出压力减小，政府财政平衡状

况将有望改善。但鉴于政府以发展基础设施为优先目标以推动疫情后的经济复苏，赤字率改善空间相对有限，2022年后有望回落至6%以下。此外，菲律宾政府负债率相对较低，疫情前常年保持在35%以下，2020年受GDP萎缩和政府债务增加影响，政府负债率攀升10.5个百分点至44.6%，预计2021年将稳定在45%左右；政府财政收入对政府债务的覆盖率常年保持在50%以上，2020年受到财政收入下降和政府债务增加的影响该指标下降约16.5个百分点至42.5%，但仍处于合理水平，预计2021年将维持在40%以上；利息支出占财政收入比例有所攀升，2020年上行1.8个百分点至10.3%，仍处于合理水平，2021年以后有望稳定在11%左右。

### 对外偿付

**菲律宾进口相对出口降幅较大，经常账户余额由赤字转为盈余，外债水平和债务结构相对良好，偿付压力较小，外储对债务的覆盖水平较高，对外偿付实力较强。**

2020年疫情冲击致使全球外需下降，菲律宾侨汇收入、服务业外包和旅游业等支撑服务项目盈余的产业承压，出口金额同比下降10.1%至637.7亿美元，而菲律宾国内持续蔓延疫情导致的封锁和经济疲软使得进口需求大幅下降，2020年进口金额同比下降23.3%至856.1亿美元。经常账户余额的GDP占比则由2019年赤字0.9%的水平转为2020年盈余2.9%的水平。菲律宾外债水平和债务结构控制较好，外债GDP占比稳定在25%以下，2020年小幅攀升至25.7%，仍保持在较低水平；债务结构以中长期债务为主，短期外债占比稳定在20%左右的较低水平。2020年为抵御疫情冲击，政府从亚投行、亚开行和世界银行等渠道争取到合计36.8亿美元的优惠贷款，并积极发行中长期国债，延长债务平均期限以减少再融资风险，并回购高利率债券以降低融资成本，短期外债占比进一步降至12.9%的低水平。菲律宾对外偿付实力较强，外储对外债的保障程度较高。截至2021年3月菲律宾官方外汇储备达到历史新高的1091亿美元，规模高居世界第

25位，足以支持11.2个月的商品进口以及服务和基本收入的支出，或覆盖9.3倍的短期外债，以及5.3倍的总外债。2020年的央行黄金储备由2019年的80.1亿美元上升34.1%至107.5亿美元。此外，2020年菲律宾比索兑美元升值幅度约为5.1%，有助于进一步增强菲律宾对外偿付能力。

### 制度实力

**菲律宾制度实力一般，杜特尔特总统上任以来政局保持相对稳定，但较低的政府执政效率和基础设施水平制约了各项刺激政策的推进。**

政府稳定性方面，菲律宾国内政局保持相对稳定，自1986年政治转型后历届政府权力交接都较为平稳。2016年杜特尔特上任以来，民意支持率保持在80%以上的较高水平，2019年杜特尔特总统的盟友在中期选举中的大获全胜更有利于增强政府政策执行能力和保持国内政局相对稳定。但值得注意的是，菲律宾南部棉兰老岛一直受到土匪、海盗和由分离主义分子领导的武装叛乱所困扰，安全威胁依然存在。从基础设施完善性来看，菲律宾的基础设施水平较低，且受群岛地理格局的限制较大，较大程度上制约了经济发展的潜力。但杜特尔特总统上任后大力推动的万亿基建规划发展较快，建设项目涵盖道路、桥梁、机场、铁路、港口、防洪设施等，并积极与中国“一带一路”规划深入对接，在疫情后基建将作为复苏经济的优先事项继续推进。然而不可忽略的是，菲律宾政府治理能力偏低，腐败现象仍较为突出，制约了各项政策的推进效率和落实效果。

### 事件风险

**菲律宾银行业发展稳定，资本充足率较高，疫情对银行业资产质量有短暂影响但总体可控。**

金融系统方面，菲律宾金融业以银行业为主，股市和债市发展程度较低，银行业总资产约为GDP的89.1%，在东南亚国家中处于中等水平。银行业目前仍以国有银行为主，近年来发展稳定，不良贷款率常年保持在2%左右，资本充足率近十年来维持

在 15%左右的较高水平，并且连续多年维持盈利。受疫情冲击，2020 年银行业资产质量有所下降，不良贷款率小幅上行至 3.7%，且短期内缓释空间有限，但不良贷款主要来源于受疫情影响较大的小微企业，整体影响依旧可控。地缘政治方面，菲律宾与中国在南海部分岛礁主权归属上长期存在争端，尽管近年来争端有所降温，但菲政府对南海局势的处理将随时影响菲律宾与其主要贸易伙伴的政治经济关系，中诚信国际仍将对此保持关注。

## 评级展望

中诚信国际认为，菲律宾主权信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。尽管疫情造成菲律宾经济衰退，但在良好的经济基础、政府大规模的经济刺激计划和低基数效应共振下，预计菲律宾经济 2021 年将复苏，合理的债务结构和较高的外汇储备将支撑其偿债实力保持稳定。

## 评级上调因素

如果有迹象表明如果菲律宾政府能够有效提升政府治理能力，尽快控制国内疫情，宽松的货币政策和积极的财政政策能有效激发国内投资的活力，进而实现经济快速复苏，同时财政空间有所改善，中诚信国际将考虑上调菲律宾主权评级。

## 评级下调因素

若国内疫情未能得到有效控制，疫情持续时间等外部不确定因素加大了对菲律宾经济稳定的影响，并挤压财政政策空间，经济出现超预期下降，债务水平超预期攀升，财政赤字率超预期增加，中

诚信国际将考虑下调菲律宾的主权信用评级。

## 近期关注

### 菲律宾疫情再度升温，当局不排除继续扩大封锁措施

由于三月中旬起菲律宾确诊病例持续增加，4 月 2 日单日新增确诊病例达到创纪录的 15298 例，截至 4 月 27 日累计确诊病例数突破 100 万。菲律宾政府从 3 月 22 日起收紧了首都和周边省份的流动性，从 3 月 29 日起，马尼拉大都会、布拉干省、卡维特省、拉古纳省和里扎尔省将接受加强的社区隔离措施（ECQ），这是菲律宾对交通限制最严格的分类。根据 ECQ，人们被要求呆在家里，只有医院、药店和杂货店等基本服务机构可以开业。与去年的严格封锁不同的是，公共交通将被允许以交通部门决定的容量运营。

菲律宾的抗疫工作小组在 3 月 16 日宣布，从 3 月 20 日开始的一个月内，禁止外国旅客及部分返回的菲律宾公民入境。获得许可的外国政府官员、返回的菲律宾移工，以及有紧急因素的个案除外。该措施也将主要机场的入境人数限制在每日 1500 人以下。

菲律宾官员将疫情升温归因于松绑部分移动限制，从而让民众重返工作岗位并重振菲律宾经济。菲律宾经济在去年衰退 9.5%，是东南亚遭遇经济打击最严重的国家。菲律宾卫生部长法兰西斯科·杜克表示如果情况没有改变，确诊数持续增加，那么实施更广泛封锁的可能性是很高的。

## 附一：菲律宾主要数据

	2018	2019	2020	2021F
人口(百万)	105.8	107.3	108.9	110.6
人均 GDP(美元)	\$3,280	\$3,512	\$3,326	\$3,722
名义 GDP(亿美元)	3,470	3,770	3,620	4,120
人均 GDP (PPP, 美元)	\$8,794	\$9,356	\$8,574	--
实际 GDP 增长率 (%)	6.3	6.0	(9.5)	7.0
通货膨胀 (%)	5.1	2.5	3.5	2.8
一般政府财政余额/GDP (%)	(1.2)	(1.5)	(6.8)	(5.9)
一般政府债务/财政收入 (%)	175.4	169.6	235.3	246.8
政府利息支出/财政收入 (%)	8.7	8.5	10.3	11.5
一般政府债务/GDP (%)	34.4	34.1	44.6	45.1
经常账户余额/GDP (%)	(2.6)	(0.9)	2.9	0.6
外汇储备(亿美元)	693.8	780.5	964.7	1100
总外债/GDP (%)	22.8	22.2	25.7	23.1
短期外债/总外债 (%)	20.3	20.6	12.9	15.8
外汇储备/总外债 (%)	87.9	93.3	103.7	115.8

## 附二：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA <sub>g</sub>	受评对象的经济、财政实力极强，融资渠道畅通，基本不受不利环境的影响，违约风险极低。
AA <sub>g</sub>	受评对象的经济、财政实力很强，事件风险敏感性很低，中期内没有重大清偿问题，违约风险很低。
A <sub>g</sub>	受评对象的经济、财政实力较强，事件风险敏感性较低，中期内没有重大清偿问题，违约风险较低。
BBB <sub>g</sub>	受评对象的经济、财政实力一般，不利环境在短期内不会影响债务的清偿，违约风险一般。
BB <sub>g</sub>	受评对象的经济、财政实力较弱，目前没有明显的清偿问题和切实的调整能力，违约风险较高。
B <sub>g</sub>	受评对象在不利环境的影响下，很有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险很高。
CCC <sub>g</sub>	受评对象在不利环境的影响下，极有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险极高。
CC <sub>g</sub>	受评对象在不利环境的影响下，基本不能保证偿还债务。
C <sub>g</sub>	受评对象在不利环境的影响下，无法偿还债务。

注：除 AAA<sub>g</sub> 级，CCC<sub>g</sub> 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。