

# 信用等级公告

联合[2017] 358 号

联合资信评估有限公司通过对匈牙利及其拟发行的匈牙利2017年第一期人民币债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

匈牙利

主体区域长期信用等级为

AAA

匈牙利 2017 年第一期人民币债券

信用等级为

AAA

特此公告。



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhjiafing.com

## 匈牙利2017年第一期人民币债券信用评级报告

### 评级结果

主体区域长期信用等级<sup>1</sup>: AAA

本期人民币债券信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期债券发行额度: 不超过 10 亿元人民币

本期债券期限: 不超过 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

募集资金用途: 一般资金用途

评级时间: 2017 年 7 月 20 日

### 主要数据

单位: %

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
GDP (亿美元)	1271.73	1346.76	1393.44	1216.42	1243.80
GDP 增长率	-1.60	2.10	4.00	3.10	2.00
人均 GDP (美元)	12819.39	13613.17	14122.94	12358.22	12652.50
CPI 增幅	5.68	1.73	-0.21	-0.06	0.40
失业率	11.00	10.18	7.73	6.81	5.10
财政盈余/GDP	0.36	-0.48	-1.65	-1.42	-1.74
政府债务/GDP	78.21	76.60	75.66	74.71	74.05
财政收入/政府债务	59.13	61.06	62.05	64.88	61.61
外债总额/GDP	128.92	118.23	114.88	107.46	95.96
CAR/外债总额	74.10	80.42	84.93	92.72	104.40
外汇储备/外债总额	27.25	29.21	26.36	25.54	21.60

注: 1. GDP 增长率指实际 GDP 增长率, 以本币计算, 不考虑汇率变动因素;

2. 财政盈余/GDP 为负表示财政赤字规模相当于 GDP 的比值;

3. 政府债务为一般政府债务总额;

4. CAR 为经常账户收入;

5. 外汇储备为官方外汇储备。

### 分析师

余雷 李为峰 张强

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto: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 PICC 大厦 17 层 (100022)

网址: [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

### 评级观点

匈牙利经济较为发达, 对外贸易优势明显。近年来其政府财政收入稳定增长, 财政赤字规模得到有效控制, 财政收入对政府债务的保障能力保持稳定。虽然匈牙利外债整体规模较大, 但经常账户近年来连续保持顺差, 经常账户收入对外债的保障能力持续增强。同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也考虑到了中国和匈牙利之间不断加深的贸易及金融合作、较大的货币互换协议额度、匈牙利充足的外汇储备等因素。经过综合评估, 联合资信评定匈牙利主体区域长期信用等级为 AAA, 拟发行的匈牙利 2017 年第一期人民币债券 (以下简称“本期人民币债券”) 信用等级为 AAA, 评级展望均为稳定。

### 优势

- 匈牙利经济较为发达, 营商环境良好;
- 财政改革措施有效降低了政府财政赤字水平, 政府债务负担逐年下降, 财政收入对政府债务的保障能力保持稳定;
- 出口优势明显, 经常账户长期保持顺差;
- 外债规模持续下降, 外债偿付能力持续增强;
- 一般政府预算为本期人民币债券的偿还提供了充足的保障。

### 关注

- 对外贸易依存度较高, 经济增长易受外部环境变化影响;
- 人口负增长及人口老龄化将对匈牙利经济增长潜力产生不利影响;
- 银行业不良贷款率较高, 银行系统存在一定的风险;
- 外债整体规模较大, 且政府外债占比较高。

<sup>1</sup> 指中国区域长期信用等级。

## 声 明

一、本报告中引用的资料主要由匈牙利提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不做任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与匈牙利构成委托关系外，联合资信、评级人员与匈牙利不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、匈牙利 2017 年第一期人民币债券信用等级自发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内本期债券的信用等级有可能发生变化。

# 匈牙利 2017 年第一期人民币债券信用评级报告

## 一、国家概况

匈牙利是一个位于中东欧地区的内陆国家，领土面积 9.30 万平方公里，其中三分之二是平原，其余为丘陵。行政区域划分为首都和 19 个州，首都布达佩斯是全国政治、经济和文化中心。匈牙利全国总人口约 980 万（截至 2016 年底）。匈牙利是维谢格拉德集团、欧洲联盟（以下简称“欧盟”）、北大西洋公约组织、《申根公约》等国际或区域性组织的重要成员国，但尚未加入欧元区，其官方货币为匈牙利福林<sup>2</sup>。

## 二、本期债券概况<sup>3</sup>

匈牙利（或称“发行人”）计划在中国银行间债券市场注册额度 30 亿元的人民币债券（以下简称“本债券”），其中本期债券计划发行规模不超过人民币 10 亿元，发行期限不超过 3 年，品种为实名制记账式固定利率无抵押无担保债券（以下简称“本期人民币债券”），发行完成后主要在全国银行间债券市场流通交易。

本债券构成发行人直接、无条件及无担保的债务。本债券之间以及与发行人不时发行的未清偿的所有其他无担保及非次级公共外债<sup>4</sup>在清偿顺序方面相同，不存在任何优先权，前提是，发行人在任何时候都没有义务就其他公共外债进行同等或按比例清偿。具体而言，发行人没有义务就其他公共外债与本债券同时进行清偿或将发行人清偿其他公共外债作为发行人清偿本债券到期总额的前提条件，反之亦然。

本债券的净募集资金将汇出境外兑换为欧元，成为发行人的一般资金为发行人所使用，未

来可能包括支持“一带一路”的有关倡议。具体而言，本期人民币债券的净募集资金将用于偿还其到期债务并为《2017 年预算法案》项下的财政预算开支和其他支出提供资金。

本期人民币债券在付息期限内每年支付一次利息，到期时一次性偿还本金，偿债资金来源于匈牙利一般政府预算收入。

## 三、国家治理

匈牙利的政治体制较为完善。1989 年 10 月 23 日，匈牙利国会通过宪法修正案，将国名由“匈牙利人民共和国”改为“匈牙利共和国”，决定取消作为集体国家元首的共和国主席团，实行总统制；确立多党制和议会民主的法治国家，并遵循立法、行政、司法三权分立的原则。自此匈牙利确立了现行的议会共和制政治体制。2011 年，匈牙利国会通过新宪法，决定自 2012 年 1 月 1 日起将国名改为“匈牙利”。

国会是匈牙利的立法机关和最高权力机构，下设 15 个常设委员会，实行一院制。根据匈牙利新《选举法》的规定，自 2014 年起国会议席减少至 199 席，每 4 年普选一次。匈牙利政府是国家最高行政机构，实行内阁制，总统由国会选举产生，每 5 年选举一次，为国家元首；总理是执掌国家行政权力的最高官员，负责任命内阁部长并有权解雇部长，由国会最大党的党魁出任，任期 4 年，可连选连任。匈牙利的司法系统由法院和检察机关构成。法院分最高法院、地区法院、州法院和地方法院四级，实行两审终审制；检察机关分最高检察院、州检察院和地方检察院三级。最高法院院长和最高检察院检察长均由国会选举产生，任期 6 年。总体看，自现行政治体制确立以来，匈牙利政权保持相对稳定，政治和法律体系也较为完善。

近年来，匈牙利的政治环境整体保持稳定。2014 年 4 月，匈牙利举行国会换届选举，执政党

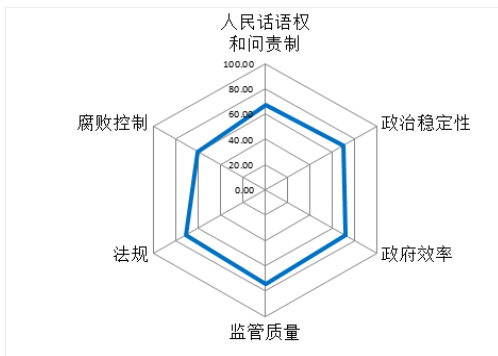
<sup>2</sup> 截至 2017 年 6 月底，美元兑匈牙利福林汇率为 270.87。

<sup>3</sup> 具体条款以发行人和主承销商共同确定并经监管部门审批通过的内容为准。

<sup>4</sup> 指符合以下条件的债务：（1）以债券、票据或其他类似证券为形式或代表的外债；并且（2）可以在任何证券交易所、自动交易系统、柜台或其他证券市场报价、上市或购买、出售。

青年民主主义者联盟（简称“青民盟”）和基督教民主人民党（简称“基民党”）组成的竞选联盟获胜，并赢得超过 2/3 议席，青民盟主席欧尔班·维克托连任总理。2015 年 12 月，欧尔班作为唯一的候选人再次当选青民盟主席。欧尔班及青民盟党在本国的支持率相对稳定且占据绝对优势，保证了国内政权的稳定，有利于匈牙利经济政策的持续推进。

图 1 2015 年匈牙利国家治理能力情况图



数据来源：世界银行

从世界银行公布的匈牙利国家治理指标表现看，匈牙利国家治理能力各方面的表现较为均衡，2015 年在行政效率和法律法规方面的治理能力较上年有所增强，但在腐败控制方面的表现较差，主要原因是匈牙利政府透明度较低，信息披露制度不够完善。总体看，匈牙利国家治理水平较强（见图 1）。

#### 四、宏观经济政策和表现

##### 1. 近年来经济稳步复苏，但经济增长波动性较大

匈牙利是典型的外向型经济体，出口额与 GDP 的比值一直保持在 85% 以上，这使得匈牙利的经济表现与全球经济形势关系密切。2012 年，匈牙利受欧元区债务危机影响经济陷入衰退，GDP 增速跌至 -1.60%，低于欧盟地区（指欧盟 28 国，以下同）的平均水平。2013 年以来，匈牙利央行出台了一系列经济刺激政策，包括信贷增长计划和市场信贷计划，旨在加强信贷对实体

经济的支持力度，尤其是对中小企业的支持。受益于上述措施，匈牙利经济恢复增长，增速也超过了欧盟地区平均水平，2014 年匈牙利 GDP 增速升至 4.00%，为近 5 年的最高值。2015 年匈牙利 GDP 增速降至 3.10%，在一定程度上受到欧洲结构和投资基金（ESIF）<sup>5</sup>对匈牙利投资规模下降的影响。

2016 年，匈牙利 GDP 总量为 1243.80 亿美元（35.01 万亿匈牙利福林），实际同比增长 2.00%，增速较 2015 年下降 1.10 个百分点，经济增速进一步放缓。匈牙利的经济增长主要由消费和出口拉动，但固定资产投资增速下降明显。具体来看，得益于匈牙利政府 2015 年初实施的外币贷款本币化政策<sup>6</sup>及 2016 年起实施的多项减税措施（降低个人所得税、房屋建筑增值税及银行税），2016 年匈牙利私人消费和政府消费分别较上年增长 5.10% 和 2.91%；受欧洲经济复苏及外部需求回暖影响，2016 年匈牙利出口净额较 2015 年增长 19.16%，继续保持高速增长态势；受国内基础设施建设投资减少及 ESIF 对匈牙利投资持续下滑的影响，2016 年匈牙利固定资产投资较 2015 年下降了 15.43%，对匈牙利的经济增长形成一定拖累。

表 1 2012 年~2016 年匈牙利宏观经济表现情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
GDP (万亿匈牙利福林)	28.66	30.13	32.40	34.00	35.01
GDP (亿美元)	1271.73	1346.76	1393.44	1216.42	1243.80
GDP 增长率 (%)	-1.60	2.10	4.00	3.10	2.00
CPI 增幅 (%)	5.68	1.73	-0.21	-0.06	0.40
失业率 (%)	11.00	10.18	7.73	6.81	5.10

注：GDP 增长率指实际 GDP 增长率，以本币计算，不考虑汇率变动因素。

数据来源：匈牙利中央统计办公室、欧盟统计局

<sup>5</sup> 欧洲结构和投资基金（ESIF）来源于欧盟预算，由欧盟理事会和欧洲议会批准，属于欧盟财政专项支出，是欧盟首创的一种全新的产业政策工具。根据 2014 年 9 月匈牙利与欧盟委员会签署的《合作伙伴协议》，2014 年~2020 年期间 ESIF 将向匈牙利提供 250 亿欧元的结构基金。

<sup>6</sup> 长期以来，匈牙利的不动产贷款多以外币计算，银行按外币确定按揭额度，然后按实际汇率向贷款者收取本币福林。欧债危机以来，随着外币兑本币的汇率不断攀升，贷款者实际偿还的福林币值也不断增加。为解除贷款者的困境，匈牙利政府决定从 2015 年 2 月起将外币贷款福林化。为此，匈牙利央行动用 90 亿欧元的外汇储备提供支持。

2012年~2016年，匈牙利GDP近5年平均年增长率为1.92%，高于欧盟地区平均水平（1.08%），但波动性（10年GDP增长率的标准差，为2.98%）也较欧盟地区（2.13%）高。总体上看，近年匈牙利经济保持相对较快增长，但经济增长的波动性相对较大。



2017年一季度，匈牙利GDP实际同比增长4.20%，显著高于上年同期1.10%的增速，经济复苏迹象明显。受上年同期基数较低的影响，2017年一季度匈牙利固定资产投资较上年同期增长28%，摆脱了2016年全年负增长的局面，成为拉动匈牙利经济增长的主要动力。

## 2. 近年来失业率持续下降

受全球金融危机影响，2009年匈牙利失业率升至10%以上，并在这一水平维持多年。2012年以来，匈牙利政府采取了一系列促进就业的措施，包括引入更严格的社会保障转移支付政策、实施新《就业保护法》、减轻企业税负等。受益于这些促进就业措施，匈牙利失业率自2012年的11.00%下降至2015年的6.81%，降幅较为明显。2016年，受企业用工需求增加的影响，匈牙利失业率进一步下降至5.10%，就业情况持续改善。

## 3. 汇率较为稳定，通货膨胀处于可控范围内

从汇率制度看，匈牙利实行自由浮动的利率制度，匈牙利福林也可实现自由兑换，且允许资

本自由流动。从汇率表现看，近年美元、欧元分别兑匈牙利福林的汇率均维持波动态势且波动幅度较小，匈牙利福林汇率表现较为稳定。

图3 美元兑匈牙利福林、欧元兑匈牙利福林走势图



受食品价格下滑、能源价格管制等因素的影响，匈牙利2014年和2015年CPI增幅均为负值。2016年，匈牙利CPI增幅为0.40%，较上年有所提高，通缩压力有所缓解。

2017年以来，匈牙利月度CPI增幅一直维持在2%左右的水平，较上年同期明显偏高，但仍处于匈牙利央行设定的长期通胀目标（3%）范围内，通胀水平整体处于合理、可控状态。

## 4. 未来一段时期的经济有望保持稳定增长

消费方面，匈牙利政府自2017年起将最低工资和最低保障工资分别提高了15%和25%，并将大型企业的企业所得税由19%降低至9%，这些措施有利于增加居民可支配收入，进一步提升居民消费对经济增长的拉动作用。2015年以来，匈牙利开启了新一轮的降息周期，央行基准利率也不断调降并在2016年5月底降至0.90%的历史最低水平，这营造了宽松的货币和信贷环境，有利于提振居民消费。但政府消费支出的增长可能由于政府的持续财政赤字而有所放缓，对经济增长的拉动作用将有所下降。

投资方面，降息和融资成本的下降有利于促进匈牙利投资增长。此外，按照计划ESIF对匈牙利的基础设施建设投资将在2017年回升并持续至2020年，这也对匈牙利投资增长起到促进作用。

对外贸易方面，目前整个欧洲经济已经进入

温和复苏期，匈牙利外部需求环境持续改善，这将有利于匈牙利扩大出口。另一方面，匈牙利以制造业产品出口为主要贸易优势，在大宗商品价格企稳回升的背景下，匈牙利的贸易顺差或将有所收窄。

此外，英国脱欧、意大利公投失败及欧洲民粹主义的崛起增加了欧盟政治、经济环境的不确定性，从而可能对未来匈牙利经济产生一定影响。

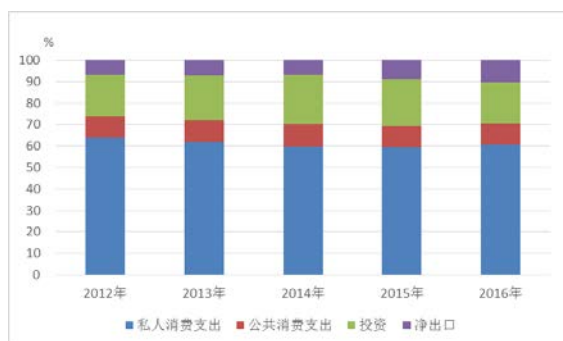
基于以上因素，我们预计匈牙利 2017 年和 2018 年经济增长率为 3.50% 左右，失业率有望小幅下降，随着能源及大宗商品价格的回升 CPI 增速有望进一步提升，并逐步接近匈牙利央行设定的长期通胀目标（3%）。

## 五、结构特征

1. 经济发展主要依赖于居民消费，但近年来净出口对经济增长贡献度有所提高

2012 年~2016 年，匈牙利居民消费支出和政府消费支出占 GDP 的比例 5 年平均值分别为 61.24% 和 9.94%，其中居民消费支出占比整体呈下降趋势，政府消费支出占比则保持稳定；净出口对 GDP 贡献度不断提升，占比 5 年均值为 7.97%；此外，资产投资总额占 GDP 的比值保持稳定（占比 5 年均值为 20.84%）。总体上看，匈牙利的经济发展较倚重于消费，尤其是居民消费；而对外贸易对匈牙利经济发展的贡献度不断提升，其对匈牙利经济发展愈发重要。

图 4 匈牙利 GDP 构成情况（支出法）



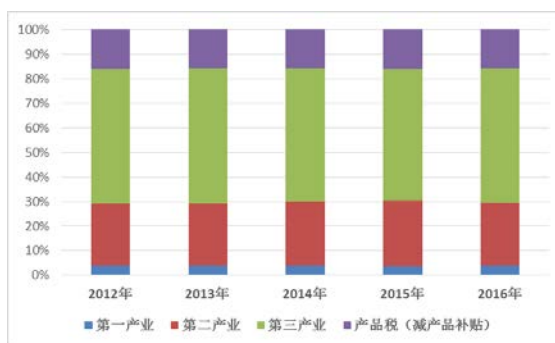
数据来源：匈牙利中央统计办公室

2. 服务业是支柱产业，但工业对经济增长的支撑作用不断增强

长期以来，服务业一直是匈牙利的支柱产业，2016 年其服务业总产值占 GDP 的比重为 54.95%，零售、餐饮、房地产和公共服务等产业较为发达。

近年来，匈牙利汽车业和一些知识密集型产业（如计算机、机械制造、化工和医药等）发展迅速，工业对经济增长的支撑作用不断增强。2016 年匈牙利工业总产值（包含建筑业）占该年度 GDP 的 25.63%。农业在匈牙利国内总产值中所占比重一直处较低水平，2016 年其占 GDP 的比重仅为 3.83%。整体看，匈牙利三次产业结构近些年基本保持不变，经济结构整体上处于合理水平。

图 5 匈牙利 GDP 构成情况（三次产业）



数据来源：匈牙利中央统计办公室

3. 税务负担持续减轻，将有利于吸引外资及经济发展

匈牙利税务负担较重。2010 年以来，匈牙利政府对部分行业增加税种或提高税率，其中主要包括银行、能源、食品零售等行业。2012 年匈牙利将增值税率从 25% 提高到 27%，为欧盟国家中最高，同时相较中东欧地区的其他国家，较高的劳务税也限制了匈牙利对外资的吸引力。

自 2013 年以来，匈牙利政府为刺激经济增长引入了新的税收政策，包括增强消费税和营业税的调节作用、为中小企业引入两项新的简化税种（定额税和小企业税）、降低酒类等产品的消费税等；自 2016 年起，个税、新建住房增值税、

金融机构附加税等项目的税率也得到了下调；自 2017 年起，大型企业和中小企业的企业所得税也分别由 19% 和 10% 降低至 9%。上述措施在一定程度上减轻了匈牙利的税务负担，将有益于其未来经济的发展。

#### 4. 银行业存在一定风险，但呈好转趋势

目前，匈牙利金融业由匈牙利央行实行统一监管。匈牙利央行的具体职责包括：确保金融中介系统的稳定、透明和高效运营；通过法令和其他监管提案，营造稳定而有序的金融市场运营环境；根据欧盟法律，搭建安全而有竞争力的金融市场发展框架；通过制定预防性措施，识别和有效防止损害个人、金融机构和金融部门利益的风险等。此外，匈牙利另设有金融稳定委员会(FSC)负责对金融市场进行持续不断的评估，这有利于加强对金融中介系统的监督和管控，防止或遏制系统性金融风险。

匈牙利银行业的资产质量和盈利能力较差。国际金融危机期间外资银行为寻求自保大量抽资减贷，给匈牙利经济造成重创，银行系统不良贷款率连续多年保持在 10% 以上。受到不良贷款率居高不下和税负较重的影响，匈牙利银行业的整体盈利能力较差，曾长期处于亏损状态。为维持金融系统的稳定性，匈牙利央行采取了一系列措施加强对银行业的监管力度，包括限定银行向居民发放外币贷款的比例、提高银行流动性储备要求、要求银行减少外部债务等。加之 2013 年以来匈牙利经济稳步复苏，匈牙利银行业不良贷款率开始逐步下降，2015 年底降至 10.60%。银行业的盈利状况也有所改善，逐步实现了转亏为盈，2016 年税前利润达到 5103 亿匈牙利福林。截至 2016 年底，匈牙利银行业不良贷款率进一步下降至 6.38%，银行业净资产收益率(ROE)和总资产收益率(ROA)分别达到 15.40% 和 1.50%。

为进一步降低银行系统的风险，匈牙利央行要求坏账金额高于 50 亿匈牙利福林的商业银行自 2017 年起建立“系统风险缓冲区”(SRB)，

为坏账设立额外坏账准备金；设立了专门的资产管理公司(MARK Zrt.)负责管理、处置匈牙利银行系统的不良贷款；自 2016 年起降低银行税率，且未来仍有进一步降低的可能。基于以上因素，预计未来匈牙利银行业的系统风险有望得到进一步的缓解。

5. 经济处于中等发达水平，社会发展水平和吸引外资能力较高，经济对外依赖程度较高

匈牙利属于中等发达国家，近年来，其人均 GDP 均在 1 万美元以上。

匈牙利人类发展指数位于世界领先水平，经济社会发展水平较高。据联合国开发计划署公布的《2016 年人类发展报告》，匈牙利 2015 年的人类发展指数为 0.836，世界排名第 43 位(共计 188 个国家)，世界排名近几年保持稳定，属“极高人类发展水平”国家。

营商环境良好，吸引外资能力较强。根据世界银行发布的《营商环境报告》，2016 年匈牙利营商环境在全球 190 个经济体中排名第 41 位，排名较为靠前。其中，在“跨境贸易”的单项衡量指标上匈牙利位居榜首，体现了匈牙利政府对外贸的强大支持力度。

匈牙利经济对外依赖程度较高。匈牙利是中东欧地区吸收外资最多的国家之一，外资企业增加值占匈牙利 GDP 的三分之一左右，外资企业出口额占匈牙利出口总额的 70% 以上。可以看出，和大多数小型、开放经济体一样，匈牙利经济发展对外依赖程度较高，容易受到国际经济形势变化或国内投资环境变化影响。

6. 人口负增长和人口老龄化问题在一定程度上抑制匈牙利的经济发展潜力

匈牙利的人口问题主要体现为人口负增长和人口老龄化。匈牙利从 2009 年以来每年的死亡率一直高于出生率超过 3 个百分点，加之匈牙利长期处于移民净流出状态，导致匈牙利的人口总数持续减少。截至 2016 年 1 月 1 日，匈牙利 65 岁以上人口占总人口的比例为 18.28%，预计到 2021 年这一比例将超过 20%，人口老龄化持



续加重。人口问题的加重将导致匈牙利劳动人口减少、家庭结构变化以及社会福利体系负担加重等问题，并将在一定程度上限制匈牙利的经济增长潜力。

## 六、公共财政

1. 近年来匈牙利政府<sup>7</sup>在控制赤字方面采取了一系列措施并取得一定成效

自 2004 年加入欧盟后，匈牙利政府财政收支长期处于赤字状态，财政赤字率也多年高于欧盟设定的 3% 的警戒线。2010 年欧尔班·维克托政府上台后，为增加财政收入以实现减赤目标，决定对电信部门、能源部门和商业连锁店连续征收三年危机税，对以外资占主导的银行和保险业提高税率。受益于上述措施，匈牙利政府税收收入明显增加，加之国债利息支出减少和欧盟资金资助的增加，匈牙利政府赤字水平自 2012 年以来明显降低，财政赤字率降至 3% 以下，财政赤字得到了有效控制。

2. 财政收入来源较为稳定，财政赤字水平保持稳定

财政收入方面，2012 年~2016 年，匈牙利政府财政收入整体呈增长态势，五年复合增长率为 4.77%。2016 年，匈牙利政府财政收入为 15.97 万亿匈牙利福林，同比下降 3.11%。具体来看，匈牙利中央政府收入占政府财政收入的比重在 70% 左右，中央政府财政收入主要来自于消费税、个人所得税和公司税，收入来源较为稳定。

财政支出方面，2012 年~2016 年，匈牙利政府财政支出的五年复合增长率为 4.48%，略低于财政收入的增速。2016 年，匈牙利政府财政支出为 16.58 万亿匈牙利福林，同比下降 2.53%。匈牙利政府财政支出主要为教育、医疗、社会保障等政府公共服务支出，以及国防、治安、司法等公共事务支出。

近年来，匈牙利政府采取削减开支、增加税

收为主的财政政策<sup>8</sup>一定程度上缓解了财政压力，匈牙利政府财政赤字规模整体保持稳定。2016 年，匈牙利政府财政赤字为 0.61 万亿匈牙利福林，较上年略有上升；财政赤字相当于 GDP 的比值为 1.74%，较上年增长了 0.32 个百分点，但仍低于 3% 的警戒线，财政赤字水平处于可控状态。

表 2 2012 年~2016 年匈牙利财政状况

单位：万亿匈牙利福林/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
财政收入	13.25	14.09	15.21	16.48	15.97
财政支出	13.92	14.86	15.88	17.01	16.58
财政盈余	0.10	-0.14	-0.53	-0.50	-0.61
财政盈余/GDP	0.36	-0.48	-1.65	-1.42	-1.74

注：财政盈余/GDP 为负表示财政赤字相当于 GDP 的比值。

数据来源：匈牙利中央统计办公室；IMF

3. 政府债务水平较高，但呈下降趋势，财政收入对政府债务保障能力整体保持稳定

匈牙利政府债务水平整体较高。截至 2016 年底，匈牙利政府债务总额为 25.92 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值为 74.05%。从政府债务规模的变化情况来看，2012 年~2016 年，匈牙利政府债务总额呈上升趋势，年复合增长率为 3.70%，主要受政府财政长期赤字的影响；政府债务总额相当于 GDP 的比值则呈逐年下降趋势，表明政府采取的财政改革措施取得了一定成效，政府债务增长得到了一定程度的控制。

匈牙利政府债务结构较为合理。匈牙利政府债务绝大部分为中央政府债务，其占比达到 95% 以上；近年来匈牙利推行了促进政府债务本地化的相关措施，使政府债务的国内持有人比例有所增长，此举使匈牙利政府外币债务占比在 2015 年后持续降低至 30% 左右，预计这一比例有望继续下降，债务结构也将持续优化，有利于降低匈牙利政府面临的债务风险。

匈牙利财政收入对政府债务的保障能力近年来整体保持稳定，保障能力较强。2016 年匈牙

<sup>7</sup> 除特殊说明外，均指一般政府。

<sup>8</sup> 匈牙利政府自 2015 年改革企业税收制度，实行企业“网上现金流登记”和“税率登记”，并可以直接通过匈牙利税务部门和海关进行互联网在线缴税制度后，税收管理的覆盖面扩大，匈牙利居民纳税额得以提高。

利财政收入与政府债务总额的比值为 61.61%，较上年下降逾 3 个百分点，财政收入对政府债务的保障能力有所减弱。

在经济稳定增长的背景下，匈牙利财政赤字有望持续缩减，政府债务增长也将得到进一步的控制，债务负担有望进一步下降，政府债务总额相当于 GDP 的比值有望在 2017 年降至 70% 左右，但距欧盟对政府债务率设定的目标（不高于 60%）仍存在一定差距，财政收入对政府债务的保障能力有望保持稳定。

表 3 2012 年~2016 年匈牙利政府债务情况  
单位：万亿匈牙利福林/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
政府债务	22.41	23.08	24.51	25.40	25.92
政府债务/GDP	78.21	76.60	75.66	74.71	74.05
财政收入/政府债务	59.13	61.06	62.05	64.88	61.61

数据来源：IMF

## 七、外部融资

### 1. 近年来经常账户持续盈余

作为外向型经济体，匈牙利多年处于贸易顺差状态，进出口总额同 GDP 的比值常年维持在 160% 以上，且该比例近年持续升高。2016 年，匈牙利进出口总额为 2172.94 亿美元，同 GDP 的比值达 174.70%，贸易顺差为 128.27 亿美元，继 2015 年后再创历史新高。

2016 年匈牙利经常账户收入为 1247.86 亿美元，较上年增长 3.79%，经常账户盈余为 61.13 亿美元，较上年增长近 50%，相当于 GDP 的 4.91%，创汇能力较强。

表 4 2012 年~2016 年匈牙利经常项目收支情况  
单位：亿美元/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
出口总额	1103.45	1158.22	1235.35	1103.78	1150.61
进口总额	1018.08	1063.91	1138.63	995.37	1022.33
净出口	85.37	94.31	96.73	108.41	128.27
CAR	1214.83	1280.50	1353.68	1202.32	1247.86
CAB	22.50	51.66	28.95	41.18	61.13
CAB/GDP	1.77	3.84	2.08	3.39	4.91

注：CAR 为经常账户收入；CAB 为经常账户余额。

数据来源：匈牙利央行

### 2. 外债水平较高，且政府外债占比较高

匈牙利整体外债水平较高，外债总额相当于 GDP 的比值近年一直保持在 100% 以上，但外债规模呈下降趋势，截至 2016 年底匈牙利外债总额为 1195.29 亿美元，较上年下降 7.82%，外债总额相当于 GDP 的 95.96%，较上年下降 11.50 个百分点。外债规模的下降主要得益于匈牙利政府外币贷款本币化以及央行再融资措施<sup>9</sup>。

从外债结构看，截至 2016 年底匈牙利外债主要由政府外债（包括政府和央行）构成，其在外债总额的占比为 40.64%，占比较高，但和 2012 年（43.22%）相比该比例已下降了逾 2.50 个百分点，外债结构有所改善。

从外债币种看，匈牙利外债大部分以外币计价，截至 2016 年底匈牙利外币债务在外债总额中的占比为 74.27%，较上年略有提高。从期限结构上看，匈牙利外债以长期债务为主，2016 年底匈牙利长期债务在外债总额中的占比为 88.13%，短期债务占比则降至 11.87%，短期偿债压力不大。

随着匈牙利政府财政赤字得到控制，预计匈牙利政府外债规模及其占比将进一步下降。匈牙利对外开放程度较高，维护投资环境稳定和投资者信心有利于降低匈牙利的外债融资成本。总体上看，预计未来几年匈牙利外债总额相当于 GDP 的比值会保持下降趋势。

表 5 2012 年~2016 年匈牙利外债情况  
单位：亿美元/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
外债总额	1639.50	1592.28	1593.97	1296.74	1195.29
外债总额/GDP	128.92	118.23	114.88	107.46	95.96
政府外债总额	708.66	679.53	680.04	529.19	485.04
政府外债/GDP	55.79	50.56	49.14	43.87	39.00
CAR/外债总额	74.10	80.42	84.93	92.72	104.40
外汇储备	446.72	465.08	420.19	331.24	258.23
外汇储备/外债总额	27.25	29.21	26.36	25.54	21.60

数据来源：匈牙利央行、IMF

<sup>9</sup> 例如匈牙利央行通过商业银行向中小企业提供再融资信贷额度，使其能够将外汇贷款兑换成福林贷款。

### 3. 经常账户收入对外债的保障能力持续增强

从外债的保障能力来看，经常账户方面，2012年~2016年，匈牙利经常账户收入与政府外债的比值呈持续上升趋势，经常账户对外债的保障能力不断增强，2016年匈牙利经常账户收入相当于外债总额和政府外债的比值分别为104.40%和256.91%，均较上年有较明显上升；外汇储备方面，匈牙利外汇储备规模不大，其对外债的保障能力一般。2016年底匈牙利外汇储备为258.23亿美元，较上年同期下降22.04%，主要是政府动用大量外汇用于支持居民外币按揭贷款本币化所致；外汇储备相当于外债总额和政府外债的比值分别为21.60%和53.16%，均较上年有所下降。

总体看，匈牙利外债总额较大，政府外债占比较高，但近年来外债规模呈下降趋势，经常账户持续盈余以及欧盟持续向匈牙利提供资金等有利条件使得匈牙利对外部债务保障能力较强，不能按期偿付债务本息的可能性很低。欧洲央行的量化宽松政策及欧盟地区非常低的利率水平将降低匈牙利的外部融资成本，也有助于增强匈牙利的外债偿付能力。

## 八、偿债能力分析

### 1. 中匈政治互信持续深化，双方经贸合作日益密切，为本次债券的发行提供良好的外部条件

近年来，中匈两国高层政治往来密切，并共同签署了诸多合作性文件。2014年2月，匈牙利总理欧尔班正式访华，双方就加强两国在政治、经济、科技、文教、中医药、旅游等领域合作达成广泛共识，成果丰硕。2015年6月，中匈双方在布达佩斯签署了《中华人民共和国政府和匈牙利政府关于共同推进丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路建设的谅解备忘录》。这也是中国同欧洲国家签署的第一个此类合作文件。2017年3月，匈牙利正式加入亚洲基础设施投资银行（AIIB），将有利于进一步加强中匈两国在经贸领域的合作。

经贸合作方面，自1984年以来，中匈两国

已签署多达15项经贸协议，其中包括政府贸易协定、鼓励和相互保护投资协定、经济合作协定等，为双方经贸合作的发展提供了保障。中国在中匈贸易中长期处于顺差地位，2012年~2016年中匈双边贸易总额呈波动上升趋势，贸易结构也有所优化，匈方贸易逆差由36.02亿美元降至26.19亿美元。2016年，中匈实现双边贸易总额71.04亿美元，较上年增长逾8%，双方之间的贸易关系日益紧密。

匈牙利政府制定的一系列针对外资的优惠政策<sup>10</sup>吸引了包括中国在内的诸多国家前往投资，匈牙利已成为中东欧地区中资企业最为集中的国家之一。截至2015年底，中国对匈牙利累计投资超过35亿美元，投资领域涵盖化工、金融、通讯设备、新能源、物流等行业。

总体看，中匈双方政治、经贸合作的不断加深表明匈牙利对人民币的需求日益凸显，为本期人民币债券的发行提供了良好的外部条件。

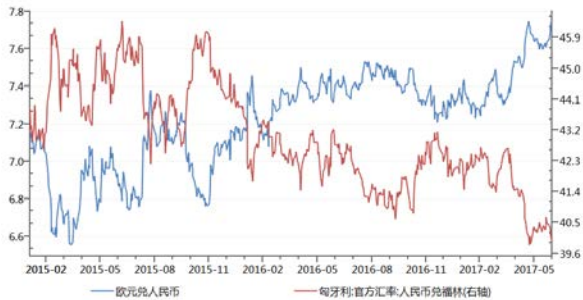
### 2. 中匈金融领域合作不断加深，货币汇兑风险持续降低

2015年2月，为扩大匈牙利的投资范围和融资渠道，匈牙利央行宣布启动“布达佩斯人民币倡议”，着力推进人民币业务相关金融基础设施建设。2015年5月，为推动外汇资产多元化，匈牙利央行通过与国际清算银行合作的方式购买了少量中国国债。2015年10月，中国银行匈牙利人民币清算行正式启动服务，这是中东欧地区建立的首个人民币清算中心，将有效帮助两国企业降低汇兑成本，提高运营效率。2016年9月，中国人民银行与匈牙利央行续签了中匈双边本币互换协议，互换规模为100亿元人民币/4160亿匈牙利福林，有效期为三年。2016年12月，匈牙利央行宣布在中国外汇市场启动人民币和匈牙利福林的直接兑换。2017年1月，匈牙利央行和中国银行达成一项关于银行间市场代理业务的总协议，并就人民币账户结算服务达成了一项谅解性备忘录。

<sup>10</sup> 涵盖税收优惠、就业补贴、培训补贴、匈牙利政府或欧盟专项补贴等。

从汇率来看,2015年以来人民币对欧元和匈牙利福林均小幅贬值,但波动区间不大(见图6)。随着2017年以来人民币贬值压力逐渐消退,预计未来人民币将在合理的区间内保持稳定,有助于降低本期人民币债券的汇兑风险。

图6 欧元兑人民币、人民币兑匈牙利福林走势图



数据来源:欧洲央行、匈牙利央行

### 3. 稳定的偿债来源为本期人民币债券的偿付提供充足的保障

本债券的净募集资金将汇出境外兑换为欧元,成为发行人的一般资金为发行人所使用,未来可能包括支持“一带一路”的有关倡议。具体而言,本期人民币债券的净募集资金将用于偿还其到期债务并为《2017年预算法案》项下的财政预算开支和其他支出提供资金。该债券的发行有助于匈牙利政府扩大欧盟范围以外的融资渠道,也将进一步促进离岸人民币市场的发展。

从偿债保障情况看,本期人民币债券的发行规模不超过10亿元人民币,发行后对匈牙利外债水平影响不大;本期人民币债券将纳入政府预算,政府财政收入将为本期人民币债券的偿还提供稳定而可靠的保障;匈牙利的经常账户收入和外汇储备规模在未来几年有望保持稳定,100亿元规模的货币互换协议也已经展期,将在很大程度上降低本期人民币债券的汇兑风险。

综合以上因素,联合资信评定“匈牙利2017年第一期人民币债券”的信用等级为AAA。

## 附件 1 匈牙利主要数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
<b>宏观数据</b>					
GDP (万亿匈牙利福林)	28.66	30.13	32.40	34.00	35.01
GDP (亿美元)	1271.73	1346.76	1393.44	1216.42	1243.80
实际 GDP 增长率 (%)	-1.60	2.10	4.00	3.10	2.00
CPI 增幅 (%)	5.68	1.73	-0.21	-0.06	0.40
失业率 (%)	11.00	10.18	7.73	6.81	5.10
<b>结构特征</b>					
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	3.86	3.87	3.96	3.47	3.83
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	25.35	25.25	25.96	26.75	25.63
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	54.78	55.19	54.35	53.65	54.95
产品税 (减产品补贴) 在 GDP 中的占比 (%)	16.01	15.69	15.73	16.14	15.60
人均 GDP (美元)	12819.39	13613.17	14122.94	12358.22	12652.50
国内总储蓄/GDP (%)	21.28	24.62	24.48	27.08	-
银行业不良贷款率 (%)	13.70	14.11	13.21	10.60	6.38
<b>公共财政</b>					
财政收入 (万亿匈牙利福林)	13.25	14.09	15.21	16.48	15.97
财政收入/GDP (%)	46.24	46.78	46.94	48.46	45.62
财政支出 (万亿匈牙利福林)	13.92	14.86	15.88	17.01	16.58
财政支出/GDP (%)	48.56	49.34	49.02	50.03	47.36
财政盈余 (万亿匈牙利福林)	0.10	-0.14	-0.53	-0.50	-0.61
财政盈余/GDP (%)	0.36	-0.48	-1.65	-1.42	-1.74
一般政府债务总额 (万亿匈牙利福林)	22.41	23.08	24.51	25.40	25.92
一般政府债务总额/GDP (%)	78.21	76.60	75.66	74.71	74.05
财政收入/一般政府债务总额 (%)	59.13	61.06	62.05	64.88	61.61
<b>外部融资</b>					
商品和服务出口总额 (亿美元)	1103.45	1158.22	1235.35	1103.78	1150.61
商品和服务进口总额 (亿美元)	1018.08	1063.91	1138.63	995.37	1022.33
商品和服务净出口额 (亿美元)	85.37	94.31	96.73	108.41	128.27
外债总额 (亿美元)	1639.50	1592.28	1593.97	1296.74	1195.29
外债总额/GDP (%)	128.92	118.23	114.88	107.46	95.96
政府外债总额 (亿美元)	708.66	679.53	680.04	529.19	485.04
政府外债/GDP (%)	55.79	50.56	49.14	43.87	39.00
经常账户收入 (亿美元)	1214.83	1280.50	1353.68	1202.32	1247.86
经常账户收入/外债总额 (%)	74.10	80.42	84.93	92.72	104.40
经常账户余额 (亿美元)	22.50	51.66	28.95	41.18	61.13
经常账户余额/外债总额 (%)	1.37	3.24	1.82	3.18	5.11
外汇储备 (亿美元)	446.72	465.08	420.19	331.24	258.23
外汇储备/外债总额 (%)	27.25	29.21	26.36	25.54	21.60

数据来源: IMF、世界银行、欧盟统计局、匈牙利中央统计办公室、匈牙利央行。

## 附件 2-1 主体区域长期信用等级设置及其含义

联合资信主体区域长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。各等级含义如下表所示：

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 2-2 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 附件 2-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体区域长期信用等级。

## 联合资信评估有限公司关于 匈牙利 2017 年第一期人民币债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

匈牙利应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内，每年至少完成一次跟踪评级，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

匈牙利或本期债项如发生重大变化，或发生可能对匈牙利或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，匈牙利应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注匈牙利的经济状况、政府财政状况及本期债项相关信息，如发现匈牙利出现重大变化，或发现存在或出现可能对匈牙利或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如匈牙利不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对匈牙利或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与委托人联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。