

信用等级公告

联合[2018] 2195 号

联合资信评估有限公司通过对匈牙利主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持匈牙利主体区域长期信用等级为 AAA，维持“17 匈牙利债 01BC”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月三十一日



匈牙利2017年第一期人民币债券跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体区域长期信用等级¹: AAA

上次主体区域长期信用等级: AAA

债券简称	债券余额	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
17 匈牙利债 01BC	10 亿元	2017/7/27-2020/7/27	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2018 年 7 月 31 日

主要数据

单位: %

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
GDP (亿美元)	1352.13	1401.67	1228.23	1258.54	1392.18
GDP 增长率	2.10	4.20	3.40	2.20	4.00
人均 GDP (美元)	13667	14206	12478	12824	14209
CPI 增幅	1.73	-0.21	-0.06	0.41	2.40
失业率	10.18	7.73	6.81	5.11	4.16
财政盈余/GDP	-2.62	-2.60	-1.91	-1.66	-1.95
政府债务/GDP	77.15	76.63	76.73	75.98	73.58
财政收入/政府债务	60.51	61.04	62.82	59.05	60.54
外债总额/GDP	117.76	114.72	107.72	97.22	84.81
CAR/外债总额	80.45	82.16	90.29	101.05	115.64
外汇储备/外债总额	29.21	25.62	24.78	21.14	23.72

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

李为峰 张强

邮箱: 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

评级观点

2017 年, 匈牙利经济增长有所提速, 通胀水平显著回升, 失业率持续降低。匈牙利政府赤字规模有所扩大, 但仍处于可控范围内, 且政府债务水平持续降低, 财政收入对政府债务的保障能力保持稳定。虽然匈牙利对外贸易和经常账户顺差均有所收窄, 但外债水平明显下降, 外债偿付能力持续增强。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持续加深的经济联系、持续有效的货币互换协议等因素。经过综合评估, 联合资信维持匈牙利主体区域长期信用等级为 AAA, 维持匈牙利 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, 评级展望为稳定。

优势

- 经济增长有所提速, 失业率持续降低;
- 政府债务水平呈下降趋势, 政府偿还债务能力保持稳定;
- 银行业风险进一步降低, 不良贷款率显著下降;
- 外债规模持续下降, 外债偿付能力持续增强;
- 本期人民币债券的偿还来源为一般政府预算, 偿还来源保持稳定。

关注

- 人口老龄化及劳动力短缺将对匈牙利经济增长潜力产生不利影响;
- 对外贸易和经常账户顺差均有所收窄;
- 政府外债在外债总额中占比仍然较高。

¹ 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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

匈牙利 2017 年第一期人民币债券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照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进行本次跟踪评级。

二、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 978 万（截至 2017 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

匈牙利（或称“发行人”）于 2017 年 7 月在中国银行间债券市场发行了“17 匈牙利债 01BC”，期限 3 年，募集金额为 10 亿元人民币。截至本报告出具日，募集资金已按规定用途使用完毕，且发行人已于 2018 年 7 月按时付息。

表 1 跟踪评级债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	到期日
17 匈牙利债 01BC	10.00	10.00	2017/7/27	2020/7/27

资料来源：联合资信整理

四、国家治理

1. 欧尔班·维克托连任总理有利于匈牙利经济政策的持续推进

在 2018 年 4 月 8 日举行的议会选举中，欧尔班·维克托所领导的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

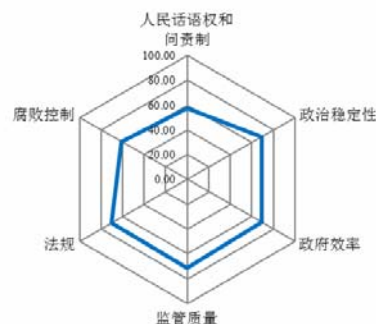
民党”）组成的竞选联盟获得压倒性胜利，赢得三分之二的大多数议会席位。青民盟主席欧尔班·维克托获得连任，开始了他第四个任期。

在本次选举中，欧尔班及青民盟在本国的支持率保持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。除了推行家庭至上的政策、加大对家庭的扶持力度以外，新一届政府还将提升国家竞争力和促进经济可持续增长作为其首要目标。

2. 政府治理能力较上年有小幅下降，但仍保持在较强水平

根据世界银行公布的国家治理指数，2016 年，匈牙利政府各项治理能力百分比排名均值为 66.38，较上年（68.26）有小幅下降。尽管“法规”的指标排名有所上升，但“人民话语权和问责制”以及“监管质量”等指标排名均出现下滑。总体看，匈牙利国家治理水平仍较强（见图 1）。

图 1 2016 年匈牙利国家治理能力情况



数据来源：世界银行

五、宏观经济政策和表现

1. 匈牙利经济增长有所提速

为提高生产效率及经济竞争力，2016 年 11 月，匈牙利政府与工会和雇主共同签署了六年工资协议，政府承诺从 2017 年开始降低公司所得税和社会保障税，并提高最低工资和最低保障工资水平。此外，匈牙利政府还获得了欧盟

2014~2020 多年度财政框架下总计 250 亿欧元的资金援助,再加上本国提供的 46.3 亿欧元的配套资金,匈牙利共有 296.3 亿欧元的资金预算用于各方面的投资,涵盖了交通及能源基础设施建设、中小企业竞争力提升、促进就业、环境保护、社会融合及教育投资等领域。

2017 年,匈牙利 GDP 总量为 1392.18 亿美元(或 38.18 万亿匈牙利福林),实际同比增长 4.00%,增速较 2016 年上升了 1.80 个百分点,主要由消费和固定资产投资增长所拉动。具体来看,得益于工资的快速增长,2017 年匈牙利的私人消费增长了 4.08%,但政府消费出现了 0.35% 的小幅下降;受公共领域投资增加的影响,固定资产投资增速大幅增长了 16.82%,对经济增长的拉动作用明显增强;对外贸易方面,2017 年,由于匈牙利的进口增速(9.72%)超过了其出口增速(7.09%),导致匈牙利的贸易顺差有所收窄,从而对匈牙利的经济增长形成一定拖累。

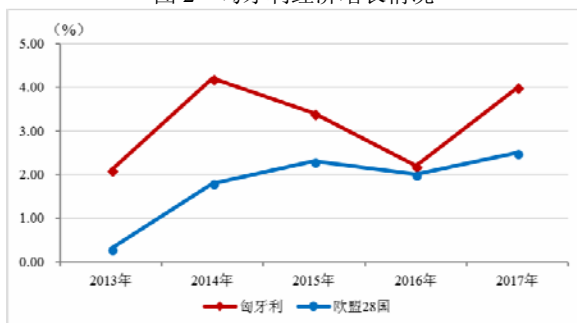
表 2 2013 年~2017 年宏观经济表现情况表

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
GDP (万亿匈牙利福林)	30.25	32.59	34.32	35.42	38.18
GDP (亿美元)	1352.13	1401.67	1228.23	1258.54	1392.18
实际 GDP 增速 (%)	2.10	4.20	3.40	2.20	4.00
CPI (%)	1.73	-0.21	-0.06	0.41	2.40
失业率 (%)	10.18	7.73	6.81	5.11	4.16

注:实际 GDP 增速以本币计算,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

图 2 匈牙利经济增长情况



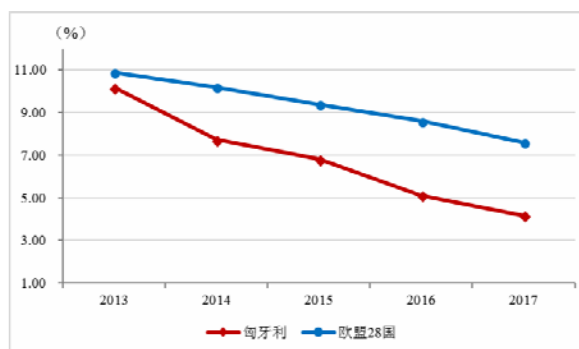
数据来源:匈牙利中央统计办公室、欧盟统计局

2. 就业市场进一步改善,但人口负增长和人口老龄化的加重将导致匈牙利劳动人口减少

2017 年,匈牙利就业人口持续增加,失业率进一步下降至 4.16%,在欧盟国家失业率表现排名中列居第四位。

除了经济稳定增长带来的用工需求增加外,政府实施的一系列促进就业的措施也极大的改善了就业市场,包括下调个人所得税税率、提供社会保障津贴、收紧残疾人退休条件、提高退休年龄以及推出六年工资协议等。

图 3 匈牙利失业率



数据来源:匈牙利中央统计办公室、欧盟统计局

2017 年,匈牙利的人口出生率为 9.00‰,持续低于其人口死亡率(12.80‰),导致匈牙利人口进一步减少。截至 2017 年底,匈牙利 65 岁及以上人口总数已经达到 182 万,占总人口的比例进一步升至 18.58%,人口老龄化持续加重。人口问题的加重或将导致未来匈牙利劳动人口的短缺。

匈牙利政府认为,要解决其人口结构问题,应该加大对家庭的支持力度、着力促进本国人口增长,而不是通过引入外来移民的方式。除了 2016 年推出的鼓励生育的家庭住房津贴计划外,2018 年,匈牙利政府还计划推出更多的措施用以促进人口增长:政府将为有两个孩子的年轻母亲减免她一半的学生贷款债务,而生育三个或以上孩子的母亲,政府将完全取消她的学生贷款债务;生育三个或以上孩子的家庭将获得政府支付的 100 万福林的家庭房屋贷款;有至少两个孩子的家庭将可以获得更多的税收优惠等。在这一系列措施的推动下,未来匈牙利的生育率有望提高,人口有望再次实现正增长。

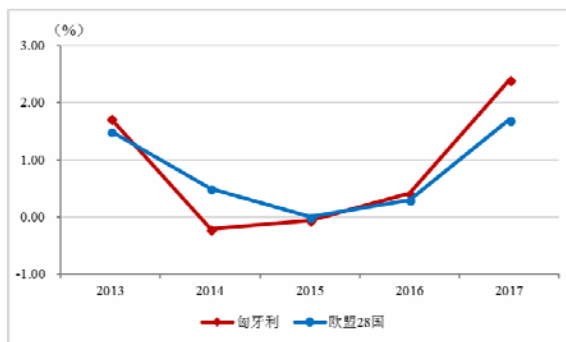
3. 通胀率有所上升

自 2016 年召开春季政策会议发出结束货币宽松政策周期信号以来，匈牙利央行已经停止降息并将基准利率维持在 0.90% 的水平。但为了以可持续的方式实现通胀目标，匈牙利央行开始利用“非常规、有针对性”的手段进一步放松货币政策。2017 年以来，匈牙利央行降低了隔夜存款利率，为三个月存款（央行主要的流动性冲销工具）设置了上限，并提高了欧元/匈牙利福林掉期存量，从而把福林的流动性注入市场。

得益于宽松的货币环境以及政府实施的大规模财政刺激计划，2017 年，匈牙利全年平均 CPI 增幅达到了 2.40%，较上年提高了 1.99 个百分点，但仍低于央行设置的中期通胀目标（3%）。

在国际货币政策环境逐步趋紧的背景下，未来，匈牙利央行也或将逐步取消非常规的货币宽松政策，开始进入加息周期。但目前的通货膨胀水平还不足以支撑此类行动，因此在 2018 年 6 月的货币政策会议上，匈牙利央行货币理事会仍决定维持关键利率不变。

图 4 匈牙利 CPI 增幅



数据来源：匈牙利央行、欧盟统计局

4. 未来几年，匈牙利经济有望以 4% 以上的增速保持增长

2018 年一季度，匈牙利实际 GDP 增速进一步提升至 4.36%，经济增长更加强劲。

未来几年，匈牙利的经济有望以 4% 以上的增速保持增长。消费方面，工资水平的持续增长以及财政刺激计划的实施将有助于进一步拉动消费增长。投资方面，投资增速有望继续保持在两位数：一方面，房屋建筑税的大幅降低（从 27% 降至 5%）有望提升家庭投资；另一方面，欧盟

对匈牙利的基础建设投资资金也会对匈牙利投资增长起到促进作用（截至 2018 年 3 月底，匈牙利已经收到了总额达 4.40 万亿福林的欧盟资金）。对外贸易方面，制造业产能增加有助于促进进出口，匈牙利的贸易顺差或将有所增加。

与此同时，我们预计匈牙利的失业率有望进一步下降，CPI 增幅则有望随着能源及大宗商品价格的回升而逐渐提升至 3% 的目标范围。

六、结构特征

1. 消费依旧是经济发展的主要动力，但固定资产投资对经济增长贡献度有所提高

2017 年，消费和净出口对经济的贡献度有所下降，但固定资产投资对经济增长的贡献度有所增加。具体来看，2017 年匈牙利的消费支出和净出口在 GDP 中的占比分别为 69.64% 和 7.82%，较 2016 年分别下降了 0.50 和 2.26 个百分点，而固定资产投资在 GDP 中的比例（22.54%）则有所增加。总体来看，消费依旧是匈牙利经济增长的主要动力，但固定资产投资对经济增长贡献度有所提高。

从产业结构的角度来看，2017 年匈牙利农业、工业和服务业增加值在 GDP 中的占比分别为 3.31%、26.44% 和 54.85%，其中农业和服务业占比出现下降，工业占比有所增加。但总体来看，服务业仍旧是匈牙利的支柱产业。

2. 人均 GDP 大幅增加，国际竞争力有所增强

2017 年，匈牙利人均 GDP 达到了 14209 美元，较上年增长逾 10%，居民生活水平有所提升。

为增强本国在国际市场的竞争力，2016 年底，匈牙利政府成立了国家竞争力委员会，并对开办企业及公司破产等流程进行了改善。根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告（2017~2018 年）》，2017 年匈牙利的国际竞争力指数在全球 137 个经济体中排名第 60 位，较上年提升了 9 位。国际竞争力的大幅提高在很大程度上得益于企业技术水平的提高；单从技术层面排名来说，

匈牙利从第 135 名提升到了第 109 名；从互联网使用人数来看，其占总人口的比重已经从 2015 年的 72.80% 升至 2016 年的 79.30%。此外，匈牙利在金融市场发展以及商业和创新环境等方面的表现也有所改善。

3. 政府引入的进一步减税措施不仅有利于经济增长，也吸引了更多外国投资

2017 年以来，匈牙利政府引入了新的税收政策，包括：连续两年降低社会保障税，将其税率从 27% 降至 19.5%；将基本食物（禽肉、鲜奶、蛋、鱼类、猪内脏等）、盲人打字机及显示器、互联网服务、餐饮服务等产品的增值税税率从 18%（鲜奶）和 27%（其它）统一降至 5%；将企业所得税税率统一降低至 9%，并将小企业税率从 16% 降至 13%；取消针对出租房屋收入所征收的医疗税等。

这些措施进一步降低了居民和企业的税务负担，推动私人消费和投资的增长，对匈牙利的经济增长起到了关键作用。另一方面，这些措施也增强了匈牙利吸引外资的能力，这一点可以从匈牙利投资促进局（HIPA）所管理的项目中得到体现。2017 年，共有 35 亿欧元的外资投入到这些项目，未来有望在全国范围内创造 1.7 万个工作机会。和往年一样，这些项目中约有三分之一是新引入的投资，其余三分之二则是已有外资企业的再投资或扩建。这也在一定程度上反映了匈牙利的经济及营商环境具有较强的吸引力。

4. 银行业表现大幅改善

2017 年，匈牙利银行业税后利润总额达到了 6320 亿福林。截至 2017 年底，银行业净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）分别达到 19.34% 和 1.97%，均已回升至全球经济危机前的水平。佣金及手续费相关收入的增加是导致银行业利润回升的主要原因，这在一定程度上抵消了低利率环境导致的利息收入的减少。另一方面，银行业的经营成本则较 2016 年有所增加。

匈牙利银行业的资本充足性及流动性相对

较好。截至 2017 年底，匈牙利银行业的总资本充足率为 23.17%，处于较高水平；银行业的流动性储备也较为充足，流动性覆盖比率达到近 200%。

资产质量方面，不良贷款（包括企业不良贷款和家庭不良贷款）在总贷款中的比重不断下降。截至 2017 年底，匈牙利银行业不良贷款率仅为 3.67%，较上年下降了 2.71 个百分点，资产质量持续改善。

为进一步降低银行业风险，2018 年以来匈牙利央行对其宏观审慎监管工具做了一些调整：自 2018 年 3 月起引入银行间资金比率（IFR），以降低金融机构对同业资金的过度依赖，从而降低相关的系统性风险；自 2018 年 7 月起调整外汇资金充足率（FFAR），以确保将外币融资风险控制较低水平；自 2018 年 10 月起小幅调整家庭债务上限，以提高家庭贷款结构的合理性及可持续性。基于以上因素，预计未来匈牙利银行业风险有望得到进一步的缓解。

七、公共财政²

1. 政府财政赤字³有所扩大，但仍处于可控范围内

2017 年，匈牙利政府财政收入为 17.01 万亿匈牙利福林，同比增长 7.02%。具体来看，尽管政府推出了一系列减税措施，但匈牙利良好的就业及消费状况使得国内税基有所扩大，这使得政府增值税和个人所得税收入分别较 2016 年增长了 9.95% 和 7.74%。

2017 年，匈牙利政府财政支出为 17.75 万亿匈牙利福林，同比增长 7.72%，高于财政收入增速。具体来看，受公共部门最低工资和最低保证工资提高的影响，政府薪资支出同比增长了 7.02%；另一方面，得益于匈牙利主权信用等级提升及国债收益率的下降，政府利息支出则同比下降了 6.55%。

2017 年，匈牙利政府财政赤字为 0.75 万亿

² 除特殊说明外，均指一般政府。

³ 财政数据均以欧洲账户体系（ESA）规则计算。

匈牙利福林，相当于 GDP 的比值为 1.95%，较 2016 年增长了 0.29 个百分点，但仍低于政府设定的赤字目标（2.4%），财政赤字水平处于可控范围内。

表 3 匈牙利财政状况

项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
财政收入(万亿匈牙利福林)	14.12	15.24	16.54	15.89	17.01
财政收入/GDP (%)	46.68	46.78	48.20	44.87	44.54
财政支出(万亿匈牙利福林)	14.91	16.09	17.20	16.48	17.75
财政支出/GDP (%)	49.30	49.37	50.11	46.53	46.50
财政盈余(万亿匈牙利福林)	-0.79	-0.85	-0.65	-0.59	-0.75
财政盈余/GDP (%)	-2.62	-2.60	-1.91	-1.66	-1.95

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

2. 政府债务水平持续下降，债务结构得到进一步改善

2017 年，匈牙利政府在降低政府债务水平的同时还将改善投资者结构、降低外币债务占比作为债务管理的重点。截至 2017 年底，匈牙利政府债务总额（包括匈牙利进出口银行的债务）为 28.10 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值为 73.58%，较 2016 年降低了 2.40 个百分点。

债务结构方面，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。截至 2017 年底，中央政府债务中外币债务占比为 21.62%，较 2016 年底下降了约 3 个百分点；投资者中非居民的占比也有所下降，达到 37% 左右，而本国商业银行持有的中央政府债务则达到了银行系统总资产的 20% 以上；短期债务占比为 27.26%，较上年变化不大，短期偿付风险较为有限。

或有负债方面，匈牙利政府的或有负债主要来源于政府担保、表外 PPP 项目、一般政府以外的政府相关实体、政府提供的不良贷款等。截至 2016 年，匈牙利政府的或有负债规模相当于 GDP 的比值为 24.11%，较上年降低了 6.56 个百分点，或有负债风险相对较小。

3. 政府偿债能力有望保持稳定

2017 年，匈牙利财政收入与政府债务总额的比值为 60.54%，较上年提高了约 1.50 个百分点，财政收入对政府债务的保障能力有所增强。

考虑到减税措施进一步出台及政府部门工资、住房建造计划、家庭税收补贴等方面的财政支出持续增长等因素的影响，匈牙利将 2018 年的赤字目标设定为 2.4%。但根据匈牙利提交给欧盟的“2018 年~2022 年国家趋同计划”，政府赤字率有望在 2019 年缩减至 1.8%，并在 2022 年逐步缩减至 0.5%。得益于严格的预算政策及良好的经济表现，匈牙利政府债务率有望在 2018 年小幅降至 73.2% 左右，至 2022 年底则有望降低《马斯赫里特条约》规定的 60% 限额以下。尽管政府收入相当于 GDP 的比值在未来有望持续下降，但在债务水平保持下降的情况下匈牙利政府的偿债能力有望保持稳定。

表 4 匈牙利政府债务情况

项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
政府债务(万亿匈牙利福林)	23.33	24.98	26.34	26.91	28.10
政府债务/GDP (%)	77.15	76.63	76.73	75.98	73.58
财政收入/政府债务 (%)	60.51	61.04	62.82	59.05	60.54

数据来源：IMF

八、外部融资

1. 2017 年对外贸易和经常账户盈余均有所收窄

2017 年，得益于欧盟及欧元区经济的回暖，匈牙利出口总额达到 1252.81 亿美元，较上年增长 10.77%；受国内需求持续增长的影响，匈牙利进口总额达到 1146.69 亿美元，较上年增长 14.10%，高于出口总额的增速。受此影响，匈牙利贸易顺差缩减至 106.12 亿美元，较上年减少 15.79%。

2017 年，匈牙利经常账户收入为 1365.41 亿美元，较上年增长 10.59%，经常账户盈余为 43.85 亿美元，相当于 GDP 的比值为 3.15%，较 2016 年降低了 2.89 个百分点，但 2016 年较高的经常

账户盈余主要受一次性因素影响，如贸易条件极为有利、投资增速暂时放缓、外国公司利润下降等。

表 5 2012 年~2016 年匈牙利经常项目收支情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
出口总额 (亿美元)	1158.22	1228.63	1108.65	1130.99	1252.81
进口总额 (亿美元)	1063.97	1139.13	999.20	1004.96	1146.69
净出口 (亿美元)	94.25	89.50	109.45	126.03	106.12
CAR (亿美元)	1280.91	1347.73	1207.07	1234.67	1365.41
CAB (亿美元)	51.82	21.26	43.03	75.98	43.85
CAB/GDP (%)	3.83	1.52	3.50	6.04	3.15

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. 外债水平进一步降低，政府外债占比持续减少

截至 2017 年底，匈牙利外债总额为 1180.71 亿美元，较上年减少 3.36%，外债总额相当于 GDP 的比值为 84.81%，较上年下降 12.41 个百分点。

从外债结构看，匈牙利外债主要由政府外债（包括央行）构成，但其在在外债总额的占比已从 2016 年底的 39.70% 下降至 2017 年底的 37.33%，和 2013 年（42.68%）相比该比例已下降了逾 5 个百分点，外债结构持续改善。

从外债币种看，截至 2017 年底，匈牙利外币债务在外债总额中的占比为 74.24%，较 2016 年底略有降低。从期限结构上看，匈牙利外债仍以长期债务为主，短期债务占比在 2017 年底提高至 12.22%，但占比仍然相对较小，短期偿债压力不大。

随着匈牙利政府持续降低政府债务中外币债务的占比，预计未来几年匈牙利政府外债水平及其在外债总额中的占比将进一步下降。

表 6 2012 年~2016 年匈牙利外债情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
外债总额 (亿美元)	1592.23	1640.39	1336.82	1221.79	1180.71

外债总额/GDP (%)	117.76	114.72	107.72	97.22	84.81
政府外债总额 (亿美元)	679.51	693.77	534.60	485.06	440.73
政府外债/GDP (%)	50.25	49.50	43.53	38.54	31.66
CAR/外债总额 (%)	80.45	82.16	90.29	101.05	115.64
外汇储备 (亿美元)	465.08	420.19	331.25	258.23	280.02
外汇储备/外债总额 (%)	29.21	25.62	24.78	21.14	23.72

数据来源：匈牙利央行、IMF

3. 经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力有所增强

从外债的保障能力来看，截至 2017 年底，匈牙利经常账户收入相当于外债总额的比值为 115.64，较 2016 年底提升了约 15 个百分点，匈牙利的外债偿还能力进一步增强。

外汇储备方面，截至 2017 年底，匈牙利外汇储备为 280.02 亿美元，较上年同期增长 8.44%，这也是近 5 年来匈牙利外汇储备首次增长；外汇储备相当于外债总额的比值上升至 23.72%，扭转了近年来持续下降的趋势。

4. 匈牙利福林未来几年贬值幅度或将有限

2017 年，欧元兑匈牙利福林汇率一直保持在 310 左右，但匈牙利福林对美元升值了 10% 以上。但在 2018 年上半年，匈牙利福林对欧元和美元均贬值 6% 以上。

未来几年，全球货币政策有望持续收紧，但匈牙利央行在短期内仍有望继续维持非常规的宽松货币政策。因此，匈牙利福林的贬值趋势仍将持续，但在匈牙利经济强劲增长的支持下贬值幅度或将有限。

图 5 欧元和美元兑匈牙利福林汇率走势



数据来源：匈牙利央行

九、偿债能力分析

1. 中匈政治经济关系持续深化,为本次债券的偿还提供良好的外部条件

2017年以来,中国和匈牙利之间的政治经济关系进一步加深。2017年5月,匈牙利总理欧尔班在参加“一带一路”国际合作高峰论坛前与中国国家主席习近平在北京会谈,双方共同发布了关于建立全面战略伙伴关系的联合声明,使得中匈关系迈上了一个新的台阶。在此次高峰论坛期间,中匈双方还达成了多项合作协议:中国进出口银行为匈塞铁路项目提供了一项为期20年的美元贷款协议,预期利率2.5%;中国国家开发银行和匈牙利发展银行签署了价值7900万欧元的专项信贷协议,用于为万华一博苏化学的产能扩建项目提供资金;上海黄金交易所与布达佩斯证交所签订了合作备忘录,双方计划在布达佩斯建立黄金交易平台。2017年11月,中国国务院总理李克强正式访问匈牙利并出席在布达佩斯举办的第六次中国—中东欧国家领导人会晤,访问期间中匈双方共签署了11项合作协议,涉及农业、电子商务、金融、电信、旅游、教育等领域。

经贸合作方面,2017年,中匈实现双边贸易总额80.0亿美元,为历史新高;匈方贸易逆差为26.4亿美元,较上年变化不大。由于在“一带一路”国际合作高峰论坛期间中匈双方有意达成将匈牙利水果出口至中国的协议,匈牙利的贸易逆差有望在将来有所缩减。

总体看,中匈双方政治、经贸合作的进一步加深为本期人民币债券的偿还提供了良好的外部条件。

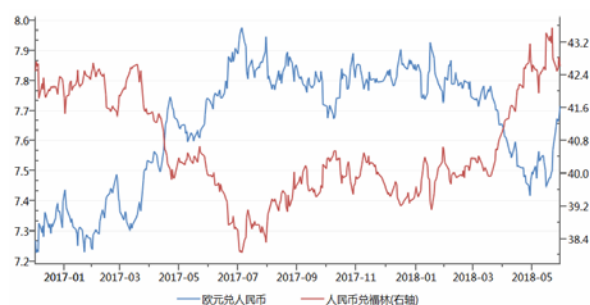
2. 本期人民币债券面临的汇兑风险较为有限

从汇率来看,2018年以来人民币对欧元略有贬值,但对匈牙利福林却呈升值之势。随着欧洲央行将于2018年退出量化宽松政策,未来两年内人民币对欧元将进一步贬值,但贬值幅度或将有限;在匈牙利经济强劲增长的支撑下,人民币

兑匈牙利福林的汇率则有望保持稳定。

此外,未来几年内匈牙利的经常账户收入和外汇储备有望保持稳定,中国和匈牙利之间依然生效的货币互换协议也有助于降低本期人民币债券面临的汇兑风险。

图6 欧元兑人民币、人民币兑匈牙利福林走势



数据来源:欧洲央行、匈牙利央行

3. 匈牙利对本期人民币债券的偿付能力保持稳定

从偿债保障情况看,本期人民币债券的发行规模为10亿元人民币,相当于2017年底匈牙利政府外债的0.3%左右。本期人民币债券将纳入政府预算,政府财政收入为本期人民币债券的偿还提供了稳定而可靠的保障。匈牙利2017年财政收入(17.01亿匈牙利福林)对本期人民币债券的保障程度为420倍左右,截至2017年底的外汇储备(280.02亿美元)对本期人民币债券的保障程度为190倍左右,两者对本期人民币债券的保障能力均很强。

综合以上因素,联合资信维持“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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
宏观数据					
GDP (万亿匈牙利福林)	30.25	32.59	34.32	35.42	38.18
GDP (亿美元)	1352.13	1401.67	1228.23	1258.54	1392.18
实际 GDP 增长率 (%)	2.10	4.20	3.40	2.20	4.00
CPI 增幅 (%)	1.73	-0.21	-0.06	0.41	2.40
失业率 (%)	10.18	7.73	6.81	5.11	4.16
结构特征					
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	3.85	3.97	3.71	3.72	3.31
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	25.18	25.80	26.63	25.78	26.44
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	55.34	54.59	53.63	55.03	54.85
产品税 (减产品补贴) 在 GDP 中的占比 (%)	15.63	15.64	16.03	15.46	15.40
人均 GDP (美元)	13667	14206	12478	12824	14209
银行业资本充足率 (%)	17.78	19.29	19.95	21.13	23.17
银行业不良贷款率 (%)	14.11	13.21	10.60	6.38	3.67
公共财政					
财政收入 (万亿匈牙利福林)	14.12	15.24	16.54	15.89	17.01
财政收入/GDP (%)	46.68	46.78	48.20	44.87	44.54
财政支出 (万亿匈牙利福林)	14.91	16.09	17.20	16.48	17.75
财政支出/GDP (%)	49.30	49.37	50.11	46.53	46.50
财政盈余 (万亿匈牙利福林)	-0.79	-0.85	-0.65	-0.59	-0.75
财政盈余/GDP (%)	-2.62	-2.60	-1.91	-1.66	-1.95
一般政府债务总额 (万亿匈牙利福林)	23.33	24.98	26.34	26.91	28.10
一般政府债务总额/GDP (%)	77.15	76.63	76.73	75.98	73.58
财政收入/一般政府债务总额 (%)	60.51	61.04	62.82	59.05	60.54
外部融资					
商品和服务出口总额 (亿美元) *	1158.22	1228.63	1108.65	1130.99	1252.81
商品和服务进口总额 (亿美元) *	1063.97	1139.13	999.20	1004.96	1146.69
商品和服务净出口额 (亿美元) *	94.25	89.50	109.45	126.03	106.12
经常账户收入 (亿美元) *	1280.91	1347.73	1207.07	1234.67	1365.41
经常账户余额 (亿美元) *	51.82	21.26	43.03	75.98	43.85
经常账户余额/GDP (%)	3.83	1.52	3.50	6.04	3.15
外债总额 (亿美元) *	1592.23	1640.39	1336.82	1221.79	1180.71
外债总额/GDP (%)	117.76	114.72	107.72	97.22	84.81
政府外债总额 (亿美元) *	679.51	693.77	534.60	485.06	440.73
政府外债/GDP (%)	50.25	49.50	43.53	38.54	31.66
经常账户余额/外债总额 (%)	80.45	82.16	90.29	101.05	115.64
外汇储备 (亿美元)	465.08	420.19	331.25	258.23	280.02
外汇储备/外债总额 (%)	29.21	25.62	24.78	21.14	23.72

数据来源: IMF、欧盟统计局、匈牙利中央统计办公室、匈牙利央行。
 注: 标*数据根据匈牙利央行提供数据及欧元兑美元年平均汇率计算所得。

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。