

信用等级公告

联合〔2020〕2792号

联合资信评估有限公司通过对葡萄牙共和国及其相关债项的信用状况进行综合分析和评估，确定维持葡萄牙共和国主体区域长期信用等级为 AAA，维持“19 葡萄牙人民币债 01BC”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二零年七月二十八日



葡萄牙共和国2020年跟踪评级报告

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	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 葡萄牙人民币债 01BC	20.0 亿元	2022/6/3	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2020 年 7 月 28 日

主要数据

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
GDP (亿美元)	2,376.9	2,412.7	2,213.6	2,064.3	1,993.9
GDP 增长率 (%)	2.2	2.6	3.5	2.0	1.8
CPI 增幅 (%)	0.3	1.2	1.6	0.6	0.5
失业率 (%)	6.5	7.0	8.9	11.1	12.4
人均 GDP (美元)	23,107.1	23,462.0	21,489.9	19,991.8	19,250.0
财政盈余/GDP (%)	0.2	-0.4	-3.0	-1.9	-4.4
政府债务/GDP (%)	117.7	122.0	126.1	131.5	131.2
财政收入/政府债务 (%)	36.4	35.2	33.6	32.6	33.4
外债总额/GDP (%)	193.9	196.8	201.2	206.9	217.1
CAR/外债总额 (%)	27.0	26.8	25.7	23.9	23.0

注: 1. GDP 增长率为实际 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;

分析师

王倩 张敏

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

2019 年, 葡萄牙共和国 (以下简称“葡萄牙”) 政局保持稳定, 大选结果也有利于保持政府政策的连续性; 经济保持稳定增长, 通货膨胀处于很低水平, 失业率持续下降; 国家竞争力很强, 银行业各项指标进一步改善; 葡萄牙政府实现了 40 年来的首个财政盈余, 政府债务水平持续下降, 但仍处于相对较高水平; 对外贸易和经常账户均有所恶化, 但外债水平仍延续了下降趋势, 欧元区成员国身份及欧元的储备货币地位也为其外债偿还提供了较强的保障。同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也考虑到了中国和葡萄牙之间政治经济合作不断加深、中国和欧盟货币互换协议续签对债券偿还提供外部保障等因素。未来一段时期内, 受新型冠状病毒肺炎疫情 (以下简称“新冠疫情”) 影响, 葡萄牙的经济及财政表现预计将明显恶化, 但有望在 2021 年和 2022 年得到恢复。

综合评估, 联合资信确定维持葡萄牙区域长期信用等级为 AAA, 维持葡萄牙共和国 2019 年第一期人民币债券 (债券通) 信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

1. 财政状况持续改善, 政府债务水平持续下降;
2. 欧元的国际储备货币地位为葡萄牙外债的偿还提供了较强保障;
3. 国家治理能力较强;
4. 稳定增长的财政收入为存续债券的偿还提供了保障。

关注

1. 新冠疫情预计会对葡萄牙近期的经济及财政表现产生较大的负面影响;
2. 私人债务水平较高, 人口老龄化问题较为严重, 在一定程度上制约了其经济增长潜力;

¹ 指中国区域长期信用等级。

3. 政府债务水平较高，财政收入对政府债务的保障能力较弱；
4. 尽管外债近年来呈下降趋势，但仍然处于很高水平。

声 明

一、本报告中引用的资料主要由葡萄牙共和国提供或引用自公开信息来源，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对以上资料的真实性、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葡萄牙共和国构成委托关系外，联合资信、评级人员与葡萄牙共和国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、本信用评级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，未因葡萄牙共和国和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告中观点、结论仅供参考，并非是某种决策的结论、建议等。

六、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。

葡萄牙共和国 2020 年跟踪评级报告

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葡萄牙共和国 2019 年第一期人民币债券（债券通）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、国家概况

葡萄牙共和国（以下简称“葡萄牙”）由葡萄牙本土和两个海外自治区（亚速尔群岛和马德拉群岛）构成，其中葡萄牙本土位于欧洲西南部，其东、北连接西班牙，西、南濒临大西洋，两个自治区则位于欧洲和美洲之间的大西洋上。葡萄牙领土总面积 9.22 万平方公里，行政区域划分为 18 个大区及 2 个自治区。里斯本是葡萄牙的首都，也是全国最大的城市。葡萄牙全国总人口约 1,034 万人（截至 2019 年末），其中超过 80% 的居民为天主教徒，官方语言为葡萄牙语。

葡萄牙是联合国、国际货币基金组织、北约和世贸组织等国际组织的成员国，并早在 1986 年就加入了欧盟。在欧盟内部，葡萄牙坚定支持欧洲一体化进程，在反恐、难民危机等问题上均尊重欧盟立场。

三、存续债券概况

葡萄牙于 2019 年 5 月在中国银行间债券市场发行了“19 葡萄牙人民币债 01BC”。截至本报告出具日，“19 葡萄牙人民币债 01BC”募集资金已按规定用途使用完毕，且于 2020 年 6 月 3 日按时付息。

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	到期兑付日
19 葡萄牙人民币债 01BC	200	200	2019/6/3	2022/6/3

资料来源：Wind，联合资信整理

四、国家治理

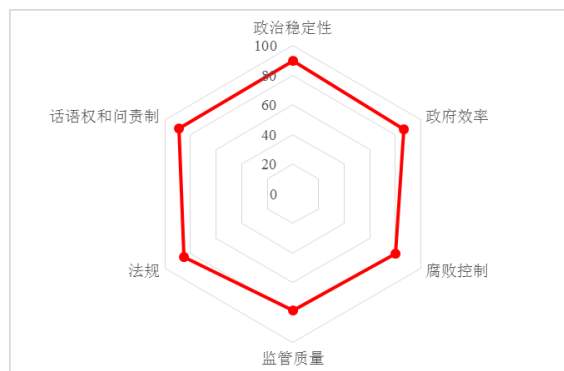
葡萄牙大选结果有利于政府政策的连续性

2019 年 10 月 6 日，葡萄牙举行议会选举。执政的社会党赢得 36% 的选票和 108 个议会席位（较 2015 年增加了 22 个席位）；社会民主党排名第二，赢得 28% 的选票和 79 个议会席位。以社会党为首的少数政府随后成立，安东尼奥·科斯塔继续担任总理职务，内阁人员也仅有小幅变动。据科斯塔称，新任政府未来四年的工作重点包括环境变化、人口可持续性、数字化转型及改善不平等状况。总体看，葡萄牙大选结果有利于政府政策的连续性。

2019 年国家治理能力保持稳定

根据世界银行发布的全球国家治理指数，2018 年葡萄牙各项治理能力百分比排名均值为 84.8（图 1），较上年基本保持稳定。尽管葡萄牙在政府效率、腐败控制和监管质量方面的得分略有下滑，但在法治方面的表现大幅改善。总体看，葡萄牙国家治理能力很强。

图 1 2018 年葡萄牙国家治理能力情况



数据来源：世界银行

五、宏观经济政策和表现

葡萄牙经济在 2019 年保持稳定增长，但在 2020 年一季度陷入衰退

2019 年，葡萄牙 GDP 总量为 2,376.9 亿美元（或 2,123.2 亿欧元），实际同比增长 2.2%，增速较 2018 年下降 0.4 个百分点。2019 年葡萄牙的经济增长主要受内需增长驱动，尤其是私人消费

和投资的增长。具体来看，私人消费和政府消费分别同比增长 2.2% 和 1.1%，前者增速较上年（2.9%）有所回落，后者增速则较上年（0.9%）小幅上升；得益于建筑业的大幅增长（从 2018 年的 4.6% 提升至 8.9%），资本形成总额同比增长 6.6%；受全球经济增速放缓、贸易保护主义倾向上升等因素影响，葡萄牙进出口出现同步下滑，但进口增速（5.3%）仍然高于出口增速（3.7%）。总体而言，2019 年葡萄牙经济增速虽然有所下滑，但在欧元区范围内仍然表现相对较好（图 2）。

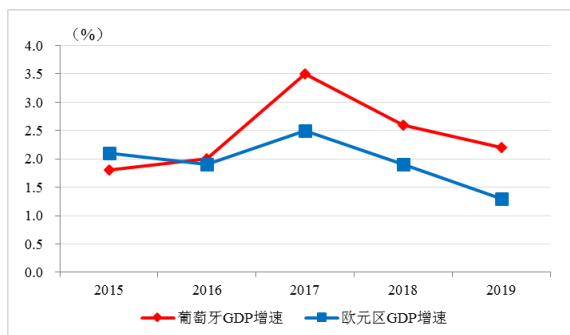
表 2 葡萄牙宏观经济表现情况

项目	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
GDP (亿欧元)	2,123.2	2,043.0	1,959.5	1,864.9	1,797.1
GDP (亿美元)	2,376.9	2,412.7	2,213.6	2,064.3	1,993.9
GDP 增长率 (%)	2.2	2.6	3.5	2.0	1.8
CPI 增幅 (%)	0.3	1.2	1.6	0.6	0.5
失业率 (%)	6.5	7.0	8.9	11.1	12.4

注：GDP 增长率为实际 GDP 增长率，以本币计算，不考虑汇率变动因素。

数据来源：葡萄牙国家统计局、葡萄牙央行

图 2 葡萄牙及欧元区经济增长情况



数据来源：葡萄牙国家统计局、欧盟统计局

2020 年一季度，葡萄牙经济同比下滑 2.3%，打破了连续 25 个季度保持经济增长的记录。葡萄牙经济出现负增长主要是受新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）及自 3 月中旬至 5 月初实施的相关隔离措施影响，此外新冠疫情导致全球供应链中断、旅游业停滞，也对葡萄牙经济产生了一定的间接影响。

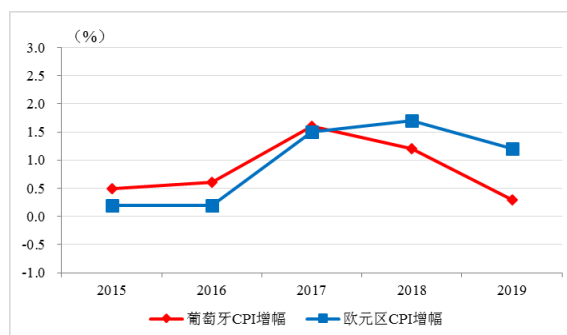
2019 年通胀水平依然很低，面临一定的通缩风险

2019 年，葡萄牙 CPI 增幅仅为 0.3%，较上

年下降了 0.9 个百分点，主要是“服装”和“通讯”相关物价指数出现负增长所致。尽管葡萄牙的通胀走势与欧元区保持一致，但通胀水平走低仍体现了一定的通缩风险。

2020 年 4-5 月，葡萄牙名义通胀率和核心通胀率双双陷入负增长，6 月名义通胀率虽然恢复正增长，但增幅仅为 0.2%，表明在新冠疫情冲击下葡萄牙仍面临较大的通缩风险。

图 3 葡萄牙及欧元区 CPI 同比增幅

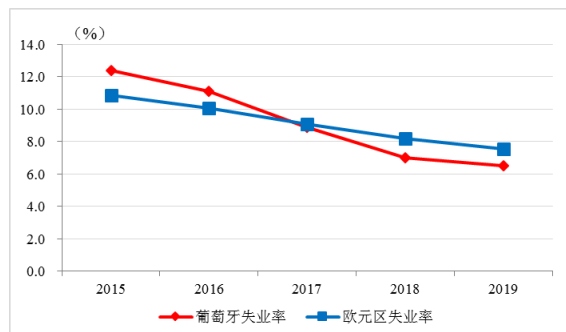


数据来源：葡萄牙国家统计局、欧盟统计局

失业率在 2019 年持续下降，但在 2020 年一季度尚未完全反映新冠疫情带来的冲击

2018 年以来，葡萄牙失业率一直低于欧元区平均水平。2019 年，葡萄牙失业率进一步降至 6.5%，较 2018 年降低 0.5 个百分点，较 2013 年创下的历史高点（16.2%）降低 9.7 个百分点。青年失业率（15-24 岁劳动人口失业率）也在 2019 年达到 18.3%，较 2018 年降低 2.0 个百分点。

图 4 葡萄牙及欧元区失业率情况



数据来源：葡萄牙国家统计局、欧盟统计局

2020 年一季度，葡萄牙失业率为 6.7%，与 2019 年四季度持平，但较 2019 年一季度降低 0.1 个百分点。尽管新冠疫情对于失业率的影响尚未

显现，但不充分就业率²和失业登记数量在 2020 年 4 月均出现明显上升，表明 2020 年全年葡萄牙失业率回升的可能性较大。

从人口情况来看，得益于净移民人数的增加，2019 年葡萄牙人口增长率为 0.2%，为 2010 年以来首次实现人口正增长。另一方面，葡萄牙人口老龄化问题依然严峻，65 岁以上人口在总人口中的占比在 2019 年进一步提高至 22.1%。

由于葡萄牙当前的人口趋势会对未来几十年内的经济发展及财政收支带来很大压力，葡萄牙政府已经将人口问题列为 2019-2023 年政策议题的重点之一，具体措施包括以下几个方面：1) 改善工作和生活之间的平衡，重点关注家庭生活（提高母婴社会及医疗保障水平，灵活使用育婴假）；2) 提高就业市场的稳定性、包容性及公平性（包括对具体就业政策的微调）；3) 在当前条件下确保全民住房供给；4) 支持引进移民，确保移民能够融入社会。

2020 年政府财政预算中也包括一些应对人口老龄化、支持家庭生活的具体措施：1) 提高出生率（扩大家庭补贴的范围及幅度，提升幼儿入托的便利度，加强相关税收激励）；2) 阻止向外移民（为青年劳动人口提供税收激励）；3) 扩大国家保障性住房的范围（控制租金，降低租房成本，为租赁市场发展提供税收激励）。基于以上因素，预计葡萄牙的人口趋势有望在未来得到一定程度的改善。

葡萄牙经济在 2020 年陷入衰退后有望逐步复苏

葡萄牙政府在 2020 年 3 月中旬宣布了抗击新冠疫情的首批措施，包括控制疫情扩散（主要是限制人员流动并禁止部分活动）³，加强对经济的支持，确保社会福利供给，增强国家医疗服务体系的应对能力等。随着疫情的持续发展，葡萄牙政府开始寻求平衡社会保障和经济增长之间的需求，逐步放松人员流动限制，以便在不危及

公共卫生状况的情况下重启经济活动。

2020 年 6 月初，葡萄牙政府推出了抗击新冠疫情的新经济刺激政策，其中包含的措施将持续至年底，具体包括以下几个方面：1) 推出替代此前短期就业保护计划的一项机制，以满足工作时长逐步恢复的需求⁴；2) 为在此前休假计划中受益并在全国紧急状态期间保留工作职位的公司提供特别财务奖励；3) 向在全国紧急状态期间收入受损的劳动者发放一次性薪资补贴；4) 将国家担保的信用额度从 62 亿欧元提高至 130 亿欧元；5) 将银行贷款延期偿还期限推迟至 2021 年 3 月；6) 增加纳税灵活性，允许税收和社保延期缴纳或免缴。

尽管如此，新冠疫情预计仍将在 2020 年对葡萄牙经济造成重创。从内需来看，受疫情及相关防控措施影响，私人消费和投资预计均将陷入萎缩，而政府消费在政府出台经济刺激措施的背景下有希望保持增长。从外部来看，全球经济的同步衰退将给葡萄牙净出口带来较大的负面影响。

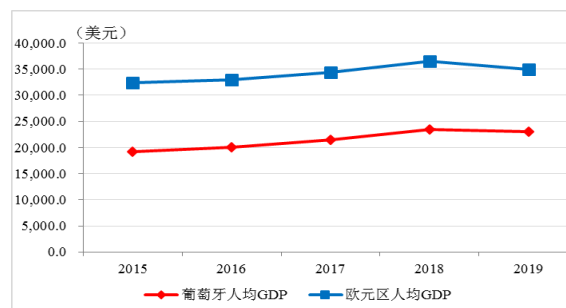
基于以上因素，联合资信预计葡萄牙经济在 2020 年将陷入 7% 左右的衰退，但有望在 2021 年实现 4% 左右的增长。

六、结构特征

2019 年葡萄牙人均 GDP 水平保持基本稳定，国家竞争力仍然很强

作为一个中等发达国家，葡萄牙人均 GDP 水平近年来呈持续上升之势。2019 年，葡萄牙人均 GDP 为 23,107.1 美元，较上年小幅下滑，主要受汇率波动影响。

图 5 葡萄牙及欧元区人均 GDP 情况



数据来源：葡萄牙国家统计局、欧盟统计局

² 不充分就业率统计涵盖了失业人口和受疫情防控措施限制陷入不活跃状态的就业人口。

³ 全国紧急状态从 3 月 22 日持续至 5 月 2 日。

⁴ 该项措施将持续至年底，将为收入下滑超过 40% 的公司提供支持。

根据世界经济论坛公布的《2019 年全球竞争力报告》，葡萄牙的全球竞争力在全球 141 个经济体中排名第 34 位，较上年保持稳定。具体来看，除了“宏观经济稳定性”、“健康”、“产品市场”和“劳动力市场”以外，葡萄牙在其他 8 项指标上的表现均有所改善。总体看，葡萄牙仍然具有较强的全球竞争力。

为提升葡萄牙全球竞争力及对外资的吸引力，葡萄牙近年来在多个重要领域推出了改革措施，其中包括以下几项重点内容：1) 纳税流程整体简化并转向数字化；2) 仓储及物流基础设施的改善（尤其是货运铁路和锡尼什港的建设）；3) 持续改善电信基础设施。

得益于这些措施，2019 年葡萄牙的外商直接投资（FDI）流入量达到 823.4 亿美元，同比增长 21.2%。从投资结构来看，权益投资占比达到 61%，债务工具占比则为 39%。

未来一段时期内，新冠疫情将对包括葡萄牙在内的全球 FDI 流动造成严重的负面影响。联合国贸易和发展会议预计 2020-2021 年全球 FDI 将减少 30%~40%。在此背景下，葡萄牙政府推出了一些具体措施来增强国内公司对外资的吸引力，同时增强其融入全球价值链的能力。这些措施包括加强信用保险、为国际订单及采购提供融资、加强对数字转型结构基金的支持、发展数字化技能、支持电子交易等。

2019 年消费仍然是经济增长的主要驱动力，但同时投资对经济增长的贡献持续提升

2019 年，葡萄牙家庭消费支出和政府消费支出占 GDP 的比值分别为 64.1% 和 16.9%，前者较上年小幅下滑，后者则基本保持稳定。家庭消费和政府消费合计在 GDP 中的占比达到 80% 以上，消费仍然是拉动经济增长的主要动力。固定资本形成总额占 GDP 的比值达到 18.9%，同比提升 0.8 个百分点，投资对经济的拉动作用逐渐增强。受外部环境恶化影响，葡萄牙净出口占 GDP 的比值缩减至 0.1%。总体看，葡萄牙整体经济结构具备较强的抗风险能力。

服务业仍是葡萄牙经济的主要构成部分，其中旅游业受新冠疫情影响较大

葡萄牙产业结构近年来基本保持不变，2019 年第一产业、第二产业和第三产业增加值占 GDP 的比值分别为 2.4%、21.8% 和 75.8%。

葡萄牙第一产业主要包括农业、林业和渔业，主要农产品有软木、葡萄酒、橄榄油等，是世界上最大的软木生产和出口国，素有“软木王国”之称，从事农业的人口占就业总人口的 6.4% 左右。

葡萄牙主要工业部门有纺织及制衣业、机械设备、食品加工和化工等，近十年来葡萄牙通过工业转型渐渐脱离了对传统工业行业的依靠，开始重点发展资本密集型和高新技术产业，其中最为突出的行业是汽车与汽车配件、电子、能源、制药、信息和通讯高新技术。

服务业在葡萄牙经济中居主导地位，从业人口占就业总人口的近 70%。得益于其得天独厚的地理位置及自然资源，近年来葡萄牙旅游业发展势头良好。2019 年，葡萄牙旅游业相关收入约为 184 亿欧元，较 2018 年增长了 8.7%。但由于旅游业受新冠疫情影响较大，自 2020 年 3 月葡萄牙及整个欧洲实施疫情防控措施以来，葡萄牙全国范围内的旅游活动几乎完全停滞。

考虑到旅游业对于经济增长的重要作用，葡萄牙政府针对旅游业推出了诸多支持措施，包括针对三类旅游相关活动提供国家担保的信用额度，其中向旅游业相关公司提供 9 亿欧元信用额度，向旅行社、娱乐、活动策划等活动提供 2 亿欧元信用额度，向餐饮服务及相关活动提供 6 亿欧元信用额度。2020 年 6 月初，葡萄牙政府宣布国家担保的信用额度将在短期内翻倍。尽管如此，在全球经济同步衰退、新冠疫情可能二度爆发的背景下，葡萄牙旅游业很难在短期内完全恢复。

私人部门债务虽有所下行，但依然处于很高水平

2012 年葡萄牙启动去杠杆进程之前，私人部

门债务高企始终是制约其经济增长的重要瓶颈之一。截至 2019 年末，葡萄牙私人部门的债务为 4,012.6 亿欧元，相当于 GDP 的比值高达 189.0%，主要由私人公司债务（占 GDP 的比值为 123.4%）和家庭债务（占 GDP 的比值为 65.6%）构成。与 2012 年末的最高水平（263.3%）相比，截至 2019 年末，葡萄牙私人部门的债务水平已大幅下降了近 75 个百分点，其中私人公司债务水平下降近 47 个百分点，家庭债务水平下降超过 27 个百分点。总体来看，葡萄牙私人部门债务仍然处于很高水平。

表 3 葡萄牙私人部门债务情况

	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
私人部门债务 (亿欧元)	4,012.6	4,028.1	4,039.1	3,980.9	4,053.9
私人部门债务 /GDP (%)	189.0	197.2	206.1	213.5	225.6

数据来源：葡萄牙国家统计局

2019 年葡萄牙银行业各项指标均有所好转，但在新冠疫情冲击下银行业状况可能出现恶化

截至 2019 年末，葡萄牙银行业不良贷款率为 6.1%，同比下降 3.3 个百分点。与 2016 年年中 17.9% 的峰值水平相比，葡萄牙近年来不良贷款率一直处于下降趋势，共计减少的不良贷款规模达到 333 亿欧元。从不良贷款的构成来看，非金融公司仍是不良贷款的主要来源，但 2019 年其规模同比大幅下降 37%，成为银行业不良贷款率下降的主要拉动力。

截至 2019 年末，葡萄牙银行业资本充足率为 14.1%，同比上升 0.9 个百分点，是 2014 年以来的最高值，显示了银行业具备较强的抗风险能力。

截至 2019 年末，葡萄牙银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为 0.7% 和 8.1%，前者与 2018 年末持平，后者较 2018 年末上升 1.0 个百分点。

为应对新冠疫情之下银行业可能面临的冲击，欧洲银行业监管部门对银行业实施了一揽子支持计划。在国家层面，葡萄牙政府已批准受疫情影响的家庭及公司延期偿还贷款，直至 2021

年 3 月末。葡萄牙央行放宽了部分针对消费信贷的宏观审慎措施，延后了对“其他具有系统重要性机构”的资本缓冲过渡期。此外，葡萄牙央行还配合欧洲央行的措施，对其监管之下“具有次级系统重要性的银行”宣布了一系列审慎措施。

上述举措预计将在一定程度上减轻葡萄牙银行业受疫情影响产生的相关风险，但在疫情造成宏观经济衰退的背景下，葡萄牙银行业状况仍可能出现恶化。

七、公共财政

葡萄牙政府 40 年来首次实现财政盈余，但受应对疫情相关财政支出影响，2020 年可能再次陷入赤字状态

2019 年，葡萄牙政府财政收入为 910.0 亿欧元，同比增长 3.8%；财政收入与 GDP 的比值为 42.9%，较上年持平。从财政收入结构看，税收是葡萄牙财政收入的主要来源，税收收入占财政收入的比重近年保持在 58% 左右。除此以外，政府收入来源还包括社保收入（约 28%）、销售及其他收入（约 13%）以及资本性收入（约 1%）。

2019 年，葡萄牙政府财政支出为 906.0 亿欧元，同比增长 2.3%，显著低于财政收入增速，为 1999 年以来的最低值；财政支出与 GDP 的比值为 42.7%，较上年下降 0.7 个百分点。葡萄牙政府财政支出主要用于社保支出以及薪资支出等。具体来看，2019 年，葡萄牙政府经常性支出同比增长 2.7%，但经常性支出占 GDP 的比值则同比下降 0.5 个百分点至 39.8%；利息支出同比大幅下降 7.5%，占 GDP 的比重为 3.0%，为 2010 年的最低水平；资本性支出亦同比下降 3.0%。

2019 年，葡萄牙政府实现了 40 年来的首个财政盈余，盈余规模为 4.0 亿欧元，主要得益于葡萄牙 2019 年税收的强劲增长以及政府支出的控制。

在面临新冠疫情蔓延、经济严重萎缩的情况下，葡萄牙政府在提交议会的补充预算案草案中已将 2020 年财政收入的预估下调了 9.1%；同时，

受政府对家庭及企业的补助措施、应对疫情的公共支出增加以及对葡萄牙航空的政府贷款拨付的影响，政府财政支出的规模也较 2020 年上调了 4.6%。因此，2020 年葡萄牙政府的财政赤字可能将高达 7.0%，与 2019 年 12 月政府提交议会的财政预算案草案中实现 0.2% 财政盈余的原目标相距甚远。

表 4 葡萄牙财政收支状况

项目	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
财政收入(亿欧元)	910.1	877.0	831.1	800.1	787.1
财政收入/GDP(%)	42.9	42.9	42.4	42.9	43.8
财政支出(亿欧元)	906.0	886.0	889.0	836.2	867.1
财政支出/GDP(%)	42.7	43.4	45.4	44.8	48.2
财政盈余(亿欧元)	4.0	-9.0	-57.9	-36.1	-80.0
财政盈余/GDP(%)	0.2	-0.4	-3.0	-1.9	-4.4

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：葡萄牙国家统计局、葡萄牙央行

2019 年政府债务水平继续下降,但新冠疫情影响下政府债务负担或将加剧,从而逆转葡萄牙近年政府债务水平持续下降之势

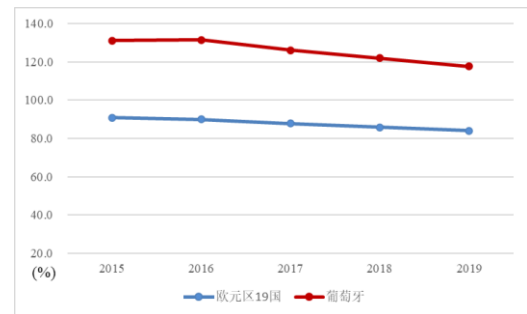
近年来，葡萄牙财政与债务管理局（IGCP）一直奉行稳健的债务管理策略，保障了葡萄牙政府偿债计划的顺利进行。同时，葡萄牙政府也将削减公共债务作为主要的政策目标之一。

得益于政府初级财政盈余持续增加、经济稳定增长和利息支出下降的滚雪球效应，2015-2019 年葡萄牙政府债务相当于 GDP 的比值整体呈现下降趋势。截至 2019 年末，葡萄牙政府债务总额为 2,499.8 亿欧元，相当于 GDP 的比值为 117.7%，较上年下降了 4.3 个百分点，是自 2011 年以来的最低水平。但同时，与欧元区的平均水平相比，葡萄牙一般政府债务占 GDP 比值仍然较高。

从债务期限结构来看，葡萄牙政府债务大部分为中长期债务，截至 2019 年末，葡萄牙平均债务期限保持在 8 年左右，显示短期偿债压力依然较小。从债务币种看，葡萄牙政府债务主要以欧元本币债务为主，截至 2019 年末，欧元计价债务约占葡萄牙政府债务总额的 98%，较此前基

本保持稳定。从利率结构来看，截至 2020 年 5 月，葡萄牙固定利率债务占比约 84%，利率结构较为合理。

图 6 葡萄牙与欧元区政府债务水平



数据来源：IGCP，欧盟统计局

截至 2020 年 3 月末，葡萄牙政府债务总额为 2,547.8 亿欧元，较 2019 年末增长了 1.9%；相当于 GDP 的比值为 120.0%，较 2019 年末上升了 2.3 个百分点，主要是由于疫情之下葡萄牙政府的融资计划有所提前以及为 6 月一笔 80 亿欧元的政府债务偿还储备资金所致。

2020 年，考虑到葡萄牙政府应对新冠疫情冲击的融资需求以及公共卫生支出将显著增长，预计政府债务将大幅增加。根据葡萄牙补充预算案估计，葡萄牙政府债务水平将在 2020 年末上升至 134.4%，较 2019 年末上升 16.7 个百分点。

2019 年财政收入对政府债务的保障能力有所增强

从财政收入对政府债务的保障情况来看，葡萄牙财政收入相当于政府债务总额的比值近 5 年保持在 34% 左右。2019 年，葡萄牙财政收入相当于一般政府债务总额的比值为 36.4%，较 2018 年末上升 1.2 个百分点，显示葡萄牙政府财政收入对政府债务的保障能力略有增强。

总体而言，在近年来更为审慎的财政与债务管理策略下，葡萄牙财政赤字得到了有效的控制。但另一方面，新冠疫情的暴发打乱了葡萄牙“初级盈余增加、利息支出下降、经济持续增长”的良性循环。尽管疫情冲击之下，葡萄牙的财政及政府债务短期内均将趋于恶化，但联合资信认

为，新冠疫情后，葡萄牙将大概率重新回到审慎的财政政策轨道上，政府的财政状况 2021 年将重新好转，偿债能力也将得以增强。

表 5 葡萄牙政府债务情况

项目	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
一般政府债务总额（亿欧元）	2,499.8	2,492.6	2,471.7	2,452.5	2,357.5
一般政府债务总额/GDP（%）	117.7	122.0	126.1	131.5	131.2
财政收入/一般政府债务总额（%）	36.4	35.2	33.6	32.6	33.4

数据来源：IGCP

八、外部融资

2019 年贸易顺差大幅收窄，经常账户结束了连续 6 年的盈余转为赤字；2020 年新冠疫情冲击下葡萄牙外部收支将进一步恶化

2019 年，由于全球、欧盟经济增长疲软以及贸易保护倾向加剧，葡萄牙进出口双双下降。其中，葡萄牙出口总额为 1,046.5 亿美元，同比下降 1.0%；进口总额为 1,037.3 亿美元，同比下降 0.3%，降幅略低于出口；2019 年，葡萄牙净出口额为 9.2 亿美元，贸易顺差较上年大幅下降约 48%。

从经常账户收入看，2019 年，葡萄牙经常账户收入为 1,240.8 亿美元，较 2018 年下滑 2.4%。从经常账户余额看，2019 年，葡萄牙经常账户结束了 6 年的盈余状态转为小幅赤字，赤字总额为 2.0 亿美元，相当于 GDP 的比值为 0.1%，主要原因是货物贸易及初级收入账户赤字加剧（赤字分别较上年增长 5.2% 和 6.9%），超过了服务贸易和次级收入账户的盈余。

2020 年一季度，葡萄牙经常账户赤字扩大至约 11 亿美元，主要是由于疫情之下，服务贸易盈余的大幅收窄（盈余规模较 2019 年一季度大幅下降 12.9%）以及初级收入账户赤字飙升（赤字同比增长 32.8%）；另一方面，货物贸易基本保持稳定；次级收入账户盈余大幅增长 25.9%。

从国际投资净头寸的情况来看，作为外国投资的主要目的地之一，葡萄牙长期以来一直是国际投资净债务国。2019 年，葡萄牙的国际投资净头寸为 -2,394.8 亿美元，国际投资净头寸与 GDP

的比值为 -100.8%，同比上升 5.3 个百分点，显示 2019 年以来葡萄牙的国际投资状况有所改善。

2020 年一季度，葡萄牙经常账户已初步显示出恶化迹象，预计未来一段时间内，受欧盟各国为应对疫情采取的限制措施以及对旅游业冲击影响，葡萄牙经常账户恶化程度可能会进一步加剧。

表 6 葡萄牙经常账户情况

项目	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
出口总额（亿美元）	1,046.5	1,057.6	951.4	837.8	819.2
进口总额（亿美元）	1,037.3	1,039.9	918.4	802.6	791.3
净出口（亿美元）	9.2	17.6	33.0	35.1	28.0
CAR（亿美元）	1,240.8	1,271.6	1,144.2	1,018.8	995.9
CAB（亿美元）	-2.0	9.4	28.8	24.2	4.6
CAB/GDP（%）	-0.1	0.4	1.3	1.2	0.2
国际投资净头寸（亿美元）	-2,394.8	-2,559.9	-2,443.7	-2,280.0	-2,371.5
国际投资净头寸/GDP（%）	-100.8	-106.1	-110.4	-110.5	-118.9

注：CAR 为经常账户收入；CAB 为经常账户余额。

数据来源：葡萄牙央行

外债仍然处于很高水平，受新冠疫情造成的外部融资需求增加影响，未来葡萄牙外债水平或将高位上行

葡萄牙整体外债水平很高，但 2015-2019 年外债总额相当于 GDP 的比值呈小幅下降趋势。截至 2019 年末，葡萄牙外债总额为 4,587.7 亿美元，外债总额相当于 GDP 的比值为 193.9%，同比下行 2.9 个百分点，虽然延续了近年来持续下降的趋势，但仍处于很高水平。截至 2019 年末，葡萄牙政府外债总额为 1,612.1 亿美元，在总外债中的比重约为 35%。

从外债结构看，近年葡萄牙外债结构基本保持稳定。截至 2019 年末，葡萄牙外债以公共部门外债（包括一般政府外债和中央银行外债）为主，占外债总额的比重为 60.0%，主要受益于政府灵活畅通的外部融资渠道以及欧洲央行的流动性支持；金融机构（16.2%）、其他部门（10.9%）和直接投资（12.5%）外债占比相对较低。从外债期限看，葡萄牙外债以长期债务为主，但短期偿债压力仍存。截至 2019 年末，葡萄牙短期外债占比约为 39%，远高于国际警戒

线水平（20%），存在一定的短期偿债压力。

截至 2020 年 3 月末，葡萄牙外债总额为 4,528.8 亿美元，较 2019 年末略有下降，政府外债总额为 1,620.3 亿美元，较 2019 年末略有增加。

近年来，通过保持财政纪律、维持资本市场上较低的融资成本以及进行改革以加强均衡增长等主要措施，葡萄牙政府努力削减外债规模。然而，随着疫情带来的外部融资需求的增长，葡萄牙的外债水平可能在高位继续上行。

2019 年葡萄牙经常账户收入对外债的保障能力基本保持稳定

经常账户方面，2015 年-2019 年，葡萄牙经常账户收入相当于外债总额的比值呈上升趋势，经常账户对外债的保障能力有所增强。截至 2019 年末，葡萄牙经常账户收入相当于外债总额和政府外债的比值分别为 27.0% 和 77.0%，前者较上年略有上升，后者较上年小幅下降，经常账户收入对外债的保障能力基本保持稳定。

由于欧元是国际储备货币，葡萄牙政府无需持有大量的外汇储备。截至 2019 年末，葡萄牙外汇储备为 249.0 亿美元，较上年末增长了 1.8%；外汇储备相当于外债总额的比值为 5.4%，同比小幅上升 0.2 个百分点；外汇储备相当于政府外债的比值为 15.4%，同比上升 0.3 个百分点。

表 7 葡萄牙外债情况

项目	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
外债总额(亿美元)	4,587.7	4,739.2	4,453.2	4,270.9	4,329.3
外债总额/GDP(%)	193.9	196.8	201.2	206.9	217.1
政府外债总额(亿美元)	1,612.1	1,615.2	1,593.7	1,616.0	1,829.2
政府外债/外债总额(%)	35.1	34.1	35.8	37.8	42.3
CAR/外债总额(%)	27.0	26.8	25.7	23.9	23.0
CAR/政府外债(%)	77.0	78.7	71.8	63.0	54.4
外汇储备(亿美元)	249.0	244.5	246.0	263.9	197.7
外汇储备/外债总额(%)	5.4	5.2	5.5	6.2	4.6
外汇储备/政府外债(%)	15.4	15.1	15.4	16.3	10.8

数据来源：葡萄牙央行

欧元的国际储备货币地位将继续为葡萄牙的外债偿还提供较强的保障

从汇率表现看，欧元对美元在 2019 年经历了 2% 左右幅度的贬值。此后，随着新冠疫情的暴发，2020 年 1 月中左右，美元对包括欧元在内的几乎所有货币均经历了一个大幅升值的过程；至 2020 年 2 月中，欧元兑美元跌至近三年来的最低点。此后，欧元兑美元汇率开始呈波动上升的走势。

2020 年，由于美国疫情、大选以及欧元区经济复苏动能减弱、英国脱欧等政治、经济方面的不确定因素，欧元兑美元汇率仍面临较大的不确定性，未来仍可能呈现震荡走势，但考虑到截至 2019 年末葡萄牙政府外债中约有 98% 为欧元外债，预计欧元兑美元汇率波动不会对葡萄牙的外债偿付能力产生较大影响。

总体看，尽管葡萄牙外债水平很高，但考虑到欧元的国际储备货币地位、欧盟委员会及欧洲央行为其提供的流动性支持等因素，葡萄牙外债偿付仍具有较强的保障。

图 7 欧元兑美元走势图



数据来源：欧洲央行

九、偿债能力分析

2019 年中葡保持密切的政治经济往来，将为存续债券的偿还提供良好的外部条件

中国视葡萄牙为“一带一路”倡议下重要的合作伙伴之一。2019 年 4 月，葡萄牙总统马塞洛·雷贝洛·德索萨参加了第二届“一带一路”国际合作高峰论坛。会议期间，双方同意进一步促进在贸易、投资、能源、基础设施和电动汽车等领域的合作。

双边贸易方面，2019 年，中葡双边贸易总额

达到了 66 亿美元，同比大幅增长约 10%。2019 年，中国在葡萄牙出口的主要目的地中排名第 14 位，占当年葡萄牙出口总额的 1.0%；同时，中国是葡萄牙的第 6 大进口来源国，占当年葡萄牙进口总额的 3.7%。

投资方面，2019 年，中国对葡萄牙的直接投资存量同比增长了 9.8%，在葡萄牙所有外国直接投资存量中的占比达到了 1.8%。旅游业方面，2019 年，葡萄牙由中国游客创造的旅游服务收入总额同比增长了 20.8%。

总体看，2019 年以来，葡萄牙和中国继续保持了密切的政治经济往来，将为存续债券的偿还提供良好的外部条件。

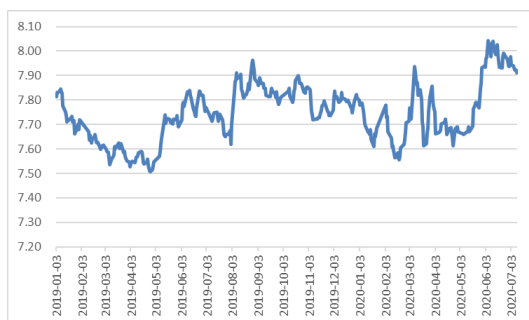
存续债券已进行对冲操作，面临的汇兑风险极低

从欧元兑人民币的汇率走势来看，从 2019 年至 2020 年 7 月中旬，欧元兑人民币汇率基本在 7.5~8.0 之间波动，但保持了相对稳定。另一方面，2019 年 10 月，欧洲央行与中国人民银行续签了双边本币互换协议，互换协议最大规模为 3,500 亿元人民币/450 亿欧元，有效期为三年，可以在必要时为欧元区成员国之一的葡萄牙提供人民币流动性。此外，欧元所具备的储备货币地位也有助于降低存续债券面临的汇兑风险。

更为重要的是，存续债券已通过一笔交叉货币利率互换交易对货币风险进行了对冲，因此消除了欧元兑人民币汇率波动的风险。

总体看，存续债券面临的汇兑风险极低。

图 8 欧元兑人民币走势图



数据来源：欧洲央行

存续债券偿债能力分析

从偿债保障情况看，存续债券的发行规模为 20 亿元人民币，仅相当于 2019 年末葡萄牙政府外债总额的 0.2%。从偿债来源来看，存续债券偿债资金来源于葡萄牙政府财政收入，偿债资金来源稳定且可靠。葡萄牙政府 2019 年的财政收入（910.1 亿欧元）相当于存续债券发行规模的 352 倍左右，外汇储备（截至 2019 年末为 249.0 亿美元）相当于存续债券发行规模的约 86 倍，均对存续债券的偿还提供了很强的保障。

综合评估，联合资信确定维持“葡萄牙共和国 2019 年第一期人民币债券（债券通）”的信用等级为 AAA。

附件 1 葡萄牙主要数据

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
宏观数据					
GDP (亿欧元)	2,123.2	2,043.0	1,959.5	1,864.9	1,797.1
GDP (亿美元)	2,376.9	2,412.7	2,213.6	2,064.3	1,993.9
实际 GDP 增速 (%)	2.2	2.6	3.5	2.0	1.8
CPI 增幅 (%)	0.3	1.2	1.6	0.6	0.5
失业率 (%)	6.5	7.0	8.9	11.1	12.4
结构特征					
人均 GDP (美元)	23,107.1	23,462.0	21,489.9	19,991.8	19,250.0
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	21.8	22.2	22.1	22.3	22.3
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	75.8	75.5	75.5	75.4	75.2
家庭消费在 GDP 中的占比 (%)	64.1	64.6	64.6	65.4	65.6
政府消费在 GDP 中的占比 (%)	16.9	16.9	17.2	17.6	17.9
资本形成总额在 GDP 中的占比 (%)	18.9	18.1	17.2	15.8	15.9
净出口在 GDP 中的占比 (%)	0.1	0.4	1.0	1.1	0.7
银行业资本充足率 (%)	14.1	13.2	13.9	11.4	12.4
银行业不良贷款率 (%)	6.1	9.4	13.3	17.2	17.5
银行业 ROA (%)	0.7	0.7	0.3	-0.6	0.2
银行业 ROE (%)	8.1	7.1	3.3	-7.3	2.2
公共财政					
财政收入 (亿欧元)	910.1	877.0	831.1	800.1	787.1
财政收入/GDP (%)	42.9	42.9	42.4	42.9	43.8
财政支出 (亿欧元)	906.0	886.0	889.0	836.2	867.1
财政支出/GDP (%)	42.7	43.4	45.4	44.8	48.2
财政盈余 (亿欧元)	4.0	-9.0	-57.9	-36.1	-80.0
财政盈余/GDP (%)	0.2	-0.4	-3.0	-1.9	-4.4
一般政府债务总额 (亿欧元)	2,499.8	2,492.6	2,471.7	2,452.5	2,357.5
一般政府债务总额/GDP (%)	117.7	122.0	126.1	131.5	131.2
财政收入/一般政府债务总额 (%)	36.4	35.2	33.6	32.6	33.4
外部融资					
商品和服务出口总额 (亿美元)	1,046.5	1,057.6	951.4	837.8	819.2
商品和服务进口总额 (亿美元)	1,037.3	1,039.9	918.4	802.6	791.3
商品和服务净出口额 (亿美元)	9.2	17.6	33.0	35.1	28.0
外债总额 (亿美元)	4,587.7	4,739.2	4,453.2	4,270.9	4,329.3
外债总额/GDP (%)	193.9	196.8	201.2	206.9	217.1
政府外债总额 (亿美元)	1,612.1	1,615.2	1,593.7	1,616.0	1,829.2
政府外债/外债总额 (%)	35.1	34.1	35.8	37.8	42.3
经常账户收入 (亿美元)	1,240.8	1,271.6	1,144.2	1,018.8	995.9
经常账户收入/外债总额 (%)	27.0	26.8	25.7	23.9	23.0
经常账户收入/政府外债 (%)	77.0	78.7	71.8	63.0	54.4
经常账户余额 (亿美元)	-2.0	9.4	28.8	24.2	4.6
经常账户余额/GDP (%)	-0.1	0.4	1.3	1.2	0.2
国际投资净头寸 (亿美元)	-2,394.8	-2,559.9	-2,443.7	-2,280.0	-2,371.5
国际投资净头寸/GDP (%)	-100.8	-106.1	-110.4	-110.5	-118.9

外汇储备（亿美元）	249.0	244.5	246.0	263.9	197.7
外汇储备/外债总额（%）	5.4	5.2	5.5	6.2	4.6
外汇储备/政府外债（%）	15.4	15.1	15.4	16.3	10.8

数据来源：葡萄牙国家统计局、葡萄牙央行、葡萄牙债务管理局、欧盟统计局、欧洲央行

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。