

# 保加利亚共和国信用评级报告

## 本次评级结果

长期外币信用等级: A<sub>i</sub>

长期本币信用等级: A<sub>i</sub>

评级展望: 稳定

## 本次评级时间

2018年12月6日

## 主要数据

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(亿美元)	569.43	532.36	501.99	567.32	557.60
实际GDP增速(%)	3.56	3.94	3.62	1.33	0.86
CPI增幅(%)	1.19	-1.32	-1.07	-1.60	0.39
失业率(%)	6.23	7.67	9.23	11.52	13.04
人均GDP(美元)	8,077.01	7,496.08	7,017.11	7,877.09	7,695.69
财政盈余/GDP(%)	0.86	1.56	-2.81	-3.67	-1.75
政府债务/GDP(%)	23.91	27.36	25.65	26.43	17.18
财政收入/政府债务(%)	143.06	126.87	136.26	127.27	196.44
外债总额/GDP(%)	71.68	68.96	75.61	85.78	93.01
CAR/外债总额(%)	103.26	103.14	94.23	84.52	79.37

注: 1、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:

张正一 张强

联合资信评估有限公司

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

电话: 010-85679696

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

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

## 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对保加利亚共和国(以下简称“保加利亚”)的主权信用进行了首次评级, 决定给予其长期本、外币信用等级 A<sub>i</sub>。该评级结果表示保加利亚的主权信用风险较低, 按期偿付债务本息的能力较强。

近年来, 保加利亚国家政府稳定性有所提升, 新旧政府过渡平稳; 受金融危机及欧债危机影响, 保加利亚经济严重衰退, 近年来逐步回暖, 复苏迹象明显, 人均GDP水平增加, 通胀水平得到显著改善, 但大量劳动人口外移及人口老龄化日益严重, 对保加利亚未来经济增长造成一定制约; 保加利亚三大产业结构合理, 但作为小型开放经济体, 对外贸及国际投资依存度较高, 较易受外部冲击; 银行业稳健性指标有所提高, 资产质量改善明显; 近年来保加利亚遵循审慎保守的财政政策, 财政状况由赤字转为盈余, 政府债务水平低, 财政收入对政府债务的保障能力很强; 得益于全球贸易形势好转及能源价格回升, 贸易和经常账户水平改善明显; 外债水平有所下降, 政府外债占比较低, 且以中长期外债为主, 短期偿付压力较小, 且外债中以欧元债务为主, 由于本币与欧元实行固定汇率, 汇兑风险较低。

## 优势

- 经济复苏明显, 通胀水平显著改善;
- 遵循保守财政政策, 财政状况由赤字转为盈余;
- 政府债务水平不高, 财政收入对政府债务的保障能力逐步增强;
- 政府外债占比低, 且经常账户及外汇对其保障能力很强。

## 关注

- 劳动人口外移与人口老龄化问题日益严重, 制约未来经济增长;
- 作为小型开放经济体, 外贸依存度较高, 较易受外部冲击;
- 银行业坏账高企, 且盈利能力一般;
- 国家治理能力一般。

## 一、国家概况

保加利亚共和国（以下简称“保加利亚”）位于欧洲东南部巴尔干半岛，与罗马尼亚、塞尔维亚、马其顿、希腊和土耳其接壤，东部滨临黑海，领土面积 11.10 万平方公里。截至 2017 年底，保加利亚总人口 705 万人，其中保加利亚族占 80% 以上、土耳其族占 9%，大部分民众信奉东正教，少数人信奉伊斯兰教。保加利亚全国划分为 28 个大区和 254 个市，首都索非亚是全国政治、经济、文化中心。保加利亚的官方语言为保加利亚语，土耳其语为主要少数民族语言。官方货币为保加利亚列弗。

保加利亚矿产资源较为匮乏，但森林资源丰富，森林覆盖率为 37%；气候温和环境宜人，旅游业对经济贡献很大，且农牧业发展良好，其中以保加利亚酸奶和玫瑰最为著名。保加利亚东部滨临黑海海峡，地理位置优越，承担了与欧洲、中亚和非洲间的贸易和运输，航运条件优越。

保加利亚于 2004 年及 2007 年先后加入北约及欧盟。同时也是联合国、世界贸易组织及中欧自由贸易协定组织等重要国际组织成员国。

## 二、国家治理

### 保加利亚为议会制共和国，实行三权分立，但政治体制并不十分成熟

保加利亚共和国于 1990 年由保加利亚人民共和国改名而成，同时也改为议会制共和国，实行多党制。由于在此之前，保加利亚人民共和国一直实行社会主义社会制度，由保加利亚共产党，后改名为保加利亚社会党，长期执政，实行议会制政体时间较短。因此，保加利亚共和国现的政治体制目前并不十分成熟。

保加利亚为奉行立法、司法和行政三权分立原则。

立法方面，国民议会是最高权力机构，拥有立法权和监督权，负责制定和修改国家法律，批准内阁组成任命，监督政府工作，并对内政外交等重大问题做出表决。议会实行一院制，共 240 个议席，按比例通过民选产生，任期 4 年。

司法方面，国家法院为国家最高法院，下设地区法院和市、县法院。宪法法院由 12 名法官组成，分别通过国民议会选举、全体法官会议选举和总统任命产生，负责裁决国家权力机构之间对管辖权的争议。最高上诉法院院长、最高行政法院院长和总检察长由总统根据最高司法委员会提议任命，任期 7 年。

行政方面，总统由全民直接选举产生，任期 5 年。

保加利亚政府由总统授权总理组织成立，成员由总理提名，议会选举产生。2016 年 11 月，社会党候选人鲁门·拉德夫赢得竞选，当选保加利亚第五任总统；随后，时任总理、欧洲发展公民党主席鲍里索夫领导的联合政府宣布辞职，其本人辞去总统职位，其他党派也无意重组内阁，2017 年 1 月 27 日总统拉德夫宣布解散国民议会，任命看守政府，并将议会选举提前至 2017 年 3 月 26 日举行，最终欧洲发展公民党赢得议会选举，继续保持议会第一大政党的地位，但仍未拥有多数席位，不能单独组阁，最终与“团结的爱国人”组建联合政府，公民党主席博伊科·博里索夫出任总理。

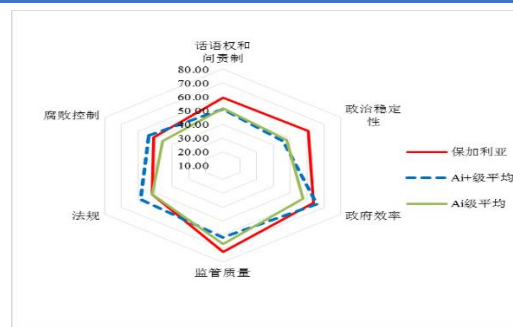
### 加入欧盟申根区进程延长

自 2007 年顺利加入欧盟后，保加利亚一直致力于加入欧盟申根区，但由于欧盟日益加深的移民问题，而保加利亚在其与土耳其边境建筑栅栏阻止移民进入，并于 2016 年 9 月要求欧盟提供 1.79 亿美元以维持其边境安全等行为，阻碍了其加入申根区的进程。尽管目前保加利亚已经在技术层面满足加入申根区的要求，且欧盟委员会态度明朗，但由于受到部分欧盟成员国的反对，保加利亚加入申根区的进程被一直延长，未来仍有待观望。

### 保加利亚政府治理能力一般，政府稳定性有所提升

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2017 年保加利亚各项治理能力百分比排名均值为 59.83，较上年（58.42）有所提升。保加利亚新旧政府平稳过渡，政府稳定性方面表现显著改善；但保加利亚政治体制不成熟，政府效率较低，腐败滋生，民众的政治信任度不高，对国家治理能力产生了不利影响。整体来看，保加利亚的国家治理能力一般，但优于 A<sub>+</sub> 级（56.16）及 A<sub>1</sub> 级（53.14）国家平均水平（图 1）。

图 1：2017 年保加利亚治理能力



数据来源：世界银行

### 三、宏观经济政策与表现

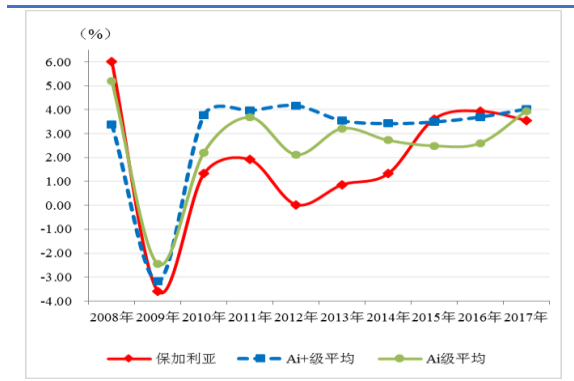
#### 得益于宽松的货币政策及外部环境改善，保加利亚经济逐步复苏

保加利亚属于外向型经济体，经济规模较小，与周边经济体联系密切，尤其对经济发达的欧盟大国依赖程度较高，但保加利亚经济也易受到外部冲击。2008年金融危机前，2000年~2008年保加利亚宏观经济保持年均6%左右的增长率，受金融危机及欧债危机影响，2009年保加利亚经济大幅衰退，经济增速降至-3.56%。

为刺激经济复苏，近年来保加利亚政府一直坚持实行极度宽松的货币政策，以保证市场流动性。保央行虽多次调整基准利率，但基准利率一直处于0.04%以下的极低水平。自2016年2月开始，保加利亚的基准利率已降至0%。持续的宽松货币政策一定程度上释放了内需经济活力，但也一定程度上加剧了通货膨胀。

近年来得益于欧盟区经济回暖及国内基础设施建设投入力度加大，保加利亚经济复苏明显。但作为外向型经济，经济改善步伐相对欧盟区略有滞后，2013~2017年平均GDP增速达到2.66%，2015~2017年均增速保持在3.50%以上。2017年，保加利亚GDP总量为986.31亿列弗（569.43亿美元），实际增速为3.56%，较上年小幅下降0.28个百分点，主要由于出口增速下降和进口增速上升所致。

图2：近10年保加利亚GDP增长率



数据来源: IMF

消费和固定资产投资是拉动保加利亚经济增长的主要动力。2017年，保加利亚居民消费占GDP比重为61.57%，同比增长0.68个百分点，政府消费占GDP比重为16.03%，同比增长0.37个百分点。投资方面，国内基础设施建设投入力度加大，2017年，保加利亚固定投资总额增长了3.80%，占GDP比重达到19.21%，同比增加0.63个百分点。对外贸易方面，由于进口总额增速（7.47%）高于出口总额增速（5.77%），净出口占GDP比重降至1.52%，较上年（4.31%）下滑明显。与近十年

A<sub>1</sub>+级（3.04%）和A<sub>1</sub>级（2.57%）国家均值相比，保加利亚经济增速较低（1.90%），但得益于保经济复苏逐步加快，2017年几乎达到A<sub>1</sub>+级和A<sub>1</sub>级平均水平；由于金融危机期间经济受创严重导致保加利亚近十年经济波动性较大，其十年经济增长波动性（2.63%）高于A<sub>1</sub>+级（2.19%）和A<sub>1</sub>级（2.00%）国家均值。

近年来，保加利亚年均工资平均增速为10%左右，远高于通货膨胀水平，是欧盟工资增速最快的国家之一。2017年工资增速更是高达17%，但截至2018年第一季度，工资增速仅为6.3%，增速或将继续降低，将对居民消费造成一定影响。预计未来一段时间内，保加利亚经济增速将保持在3%~3.5%左右的水平。

表1：2013~2017保加利亚宏观经济表现情况

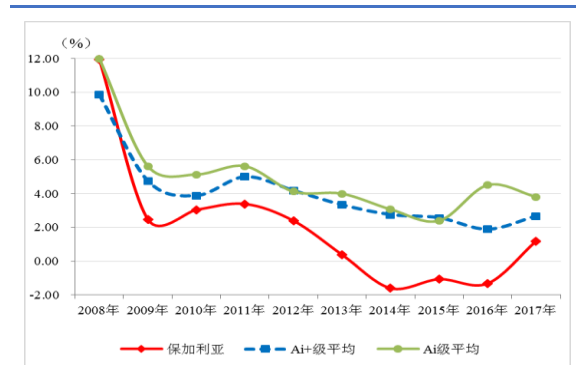
	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
实际GDP增速(%)	3.56	3.94	3.62	1.33	0.86
名义GDP(亿列弗)	986.31	941.30	885.71	836.34	821.66
名义GDP(亿美元)	569.43	532.36	501.99	567.32	557.60
CPI增幅(%)	1.19	-1.32	-1.07	-1.60	0.39
失业率(%)	6.23	7.67	9.23	11.52	13.04

数据来源: IMF

#### 受能源价格显著回暖及经济复苏影响，通胀水平得以改善

2008~2009年经济危机期间，受外部经济衰退和极度宽松的货币政策影响，保加利亚经济出现严重衰退，通胀高企，CPI增幅高达11.95%。2014~2016年又经历通货紧缩，直至2017年，通胀水平回归合理区间。

图3：近10年保加利亚CPI增长率



数据来源: IMF

2017年，保加利亚平均CPI增幅为1.19%，同比上升2.51个百分点，较2013~2016年平均-0.9%的水平上行趋势明显，主要是国内需求强劲、较高的行政成本和全球能源价格显著回暖所致。随着保加利亚经济复苏，预计未来CPI水平将继续上升，2018年将升至1.5%，符合欧洲央行“低于但接近2%”目标水平。

近十年，保加利亚通胀率均值(2.09%)显著低于A<sub>1</sub>+级

级国家（4.08%）和 A<sub>i</sub> 级（5.02%）国家平均水平。其十年通胀波动性（3.93%）显著高于 A<sub>+</sub> 级（2.26%）和 A<sub>i</sub> 级（2.66%）国家平均水平。

### 就业状况继续改善，青年失业率进一步下降，但人口外迁导致的人口负增长及老龄化问题或将制约经济发展

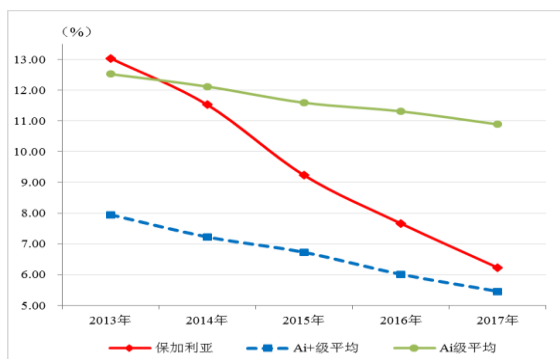
由于 2008 年金融危机使保加利亚经济严重衰退，且作为小规模外向型经济体，经济复苏步伐相对滞后，2008 年~2013 年保加利亚失业率持续上升，截至 2013 年底达到 13.04% 的高位。随着经济复苏、基础建设的投入和投资环境的优化，劳动力需求上升，从 2014 年开始，失业率开始稳步下降。2017 年，保加利亚失业率为 6.23%，同比下降 1.44 个百分点；15 岁至 24 岁青年失业率为 12.97%，较 2016 年减少近 5 个百分点，就业状况进一步改善。

但保加利亚就业状况持续改善的原因之一为大量劳动力外移至其他欧盟中经济更为发达的国家。随着保加利亚经济复苏，未来五年内将额外需要 50 万名员工与专家，而工程师、教师、护士、司机及旅游和农业领域从业人员已出现严重短缺，预计保加利亚就业情况将会进一步改善，但若大量劳动力外迁现象无法改善，将会对未来保加利亚经济发展产生不利影响。

总体来看，保加利亚就业情况显著优于 A<sub>i</sub> 级国家平均水平，但与 A<sub>+</sub> 级国家平均水平仍有一定差距。

2018 年保加利亚失业状况持续改善，截至 2018 年 6 月，保加利亚失业率已降至 5.7%，未来仍有进一步下降空间。

图 4：2013~2017 年保加利亚失业率



数据来源：IMF

近年来，由于保加利亚经济发展较为缓慢，大量人口移民至其他欧盟国家，虽然保加利亚人口出生率常年保持在 9‰ 以上，但保加利亚人口负增长趋势仍愈发严峻，2017 年人口增长率为 -0.73%。同时，保加利亚人口老龄化严重。截至 2017 年底，保加利亚 65 岁老年人口

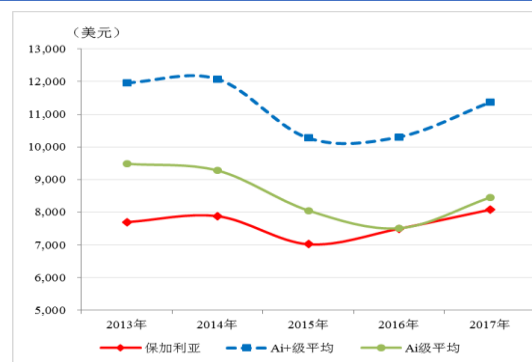
数量超过 147 万人，占总人口的 20.80%，较上年增长 0.33 个百分点。人口老龄化将导致社会保障支出大幅提高，加重政府财政负担；同时，人口大量外迁引发国内劳动力不足，预计 2060 年适龄工作人口将减少 39%，在也将对社会生产和消费造成消极影响，在一定程度上限制保加利亚经济发展潜力。

## 四、结构特征

### 人均 GDP 有所增加，全球竞争力持续上升，营商环境良好

随着保加利亚经济逐渐复苏，2015 年开始人均 GDP 恢复增长。2017 年，保加利亚人均 GDP 达到 8,077.01 美元，较上年（7,496.08 美元）增长 7.75%。保加利亚人均 GDP 略低于 A<sub>i</sub> 级国家平均水平，与 A<sub>+</sub> 级国家平均水平仍具有明显差距（见图 5）。

图 5：2013~2017 年保加利亚人均 GDP



数据来源：IMF

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017 年保加利亚的全球竞争力指数为 4.46，在全球 137 个经济体中排名第 49 位，较 2016 年上升 1 位。从 2017 年看，保加利亚竞争优势主要包括宏观经济环境（排名 25）以及技术成熟度（排名 39）；但在商业成熟度、基础设施及政府制度方面较为落后。总体而言，2017 年保加利亚的全球竞争力有所上升，且近五年来一直保持上升趋势。

根据世界银行发布的《营商环境报告》，2017 年保加利亚营商环境综合得分为 71.91，排名第 50 位。稳定的政治经济环境、较高的监管质量、低运营成本、多方面的引资优势和投资合作潜力以及身为欧盟成员国家等有利条件组成的良好营商环境有望吸引更多国际投资。

### 小型开放经济体，产业结构较为合理

从需求结构看，保加利亚为内需驱动型国家。消费对于经济贡献极高，近 5 年均值为 78.28%，2017 年，

其私人消费支出和政府消费支出占 GDP 的比值分别为 61.57% 和 16.03%，二者合计占 GDP 比重为 77.59%，同比上升 1.05 个百分点，主要得益于国内薪资持续上涨。投资方面，2013~2016 年投资占比呈小幅下降趋势，但 2017 年有小幅回升，占 GDP 比值达到 19.21%，同比上升 0.64 个百分点，投资对经济的贡献度基本稳定。净出口对经济贡献呈上升趋势，但受汇率改革影响，波动性较大。

从产业结构来看，保加利亚近年三大产业占比基本保持稳定，仍以第三产业为主要支柱，五年平均占 GDP 比值分别为 4.22%、24.07% 和 58.16%。2017 年，保加利亚第一产业占 GDP 比重为 3.74%，同比小幅下降 0.31 个百分点；第二产业占 GDP 比重为 24.52%，同比基本持平；第三产业占 GDP 比重为 58.34%，同比上升 0.54 个百分点。玫瑰油产业、纺织服装业、化工业、葡萄酒酿造和乳制品加工业在其工业、制造业中占据重要位置，相关产品占出口总额逾 20%，其中玫瑰精油出口占全球需求的 40%。此外，旅游业为保加利亚经济支柱产业，占 GDP 比重超 7.5%，主要旅客来自欧盟。

### 对进出口和国际投资依存度较高，易受外部冲击及投资环境波动影响

保加利亚外贸依存度较高，近 5 年基本维持在 130% 左右的水平；2017 年外贸依存度达 131.12%，同比上升 7.48 个百分点。作为小型开放经济体，保加利亚经济较易受到外部环境及主要贸易伙伴需求不确定性因素冲击。

同时，外国直接投资流入对于保加利亚经济增长做出了极大贡献，近年来保加利亚吸收国际直接投资水平也呈上升之势。2017 年，保加利亚 FDI 存量 478.38 亿美元，占 GDP 比重为 84.01%，较去年同比上升 4.81 个百分点，主要的外国投资者为奥地利、荷兰、英国和德国，主要涉及领域为金融、商业、工业、建筑和房地产。整体来看，保加利亚经济对外资的依赖度很高，增加了经济脆弱性。

### 银行业资本充足，但坏账依然高企，且盈利能力一般

保加利亚金融业政策由保加利亚国家银行（The Bulgarian National Bank）统一制定和执行。保加利亚国家银行的主要职能为发行货币、对银行部门进行监管及维持政府货币储备。目前，保加利亚共有 27 家商业银行，除保加利亚开发银行为国有政策性银行外，其他均为股份制银行。

2014 年，保加利亚第四大银行企业商业银行

（Corpbank）破产，银行业流动性风险增加，银行业监管力度随之加大，资本充足率有所提高，截至 2017 年底，保加利亚银行业资本充足率为 22.08%，与上年 22.15% 基本持平，远超巴塞尔协议的要求。受到希腊金融业债务危机的溢出效应影响，保加利亚银行业不良贷款率偏高，近五年来平均达到 14.37%，但一直呈下降趋势，截至 2017 年底已降至 10.43%，同比下降 2.74 个百分点，但仍处于较高水平；盈利方面，银行业的总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为 1.23% 和 9.35%，同比分别下降 0.17 个和 1.07 个百分点，盈利能力有所下滑。

总体来看，保加利亚银行业资产质量持续改善，但坏账依旧高企，银行业资本较为充足，但盈利能力一般。

## 五、公共财政实力

### 遵循谨慎保守的财政政策，财政状况改善明显，由赤字转为盈余

财政收入方面，税收是保加利亚最主要收入来源，近年占财政收入总额的比重近 60%。2017 年，保加利亚一般政府财政收入 337.33 亿列弗，同比增长 3.25%，相当于当年 GDP 的 34.20%，与上年变化不大。财政收入增加主要由税收收入增加所贡献，2017 年保加利亚税收收入为 188.65 亿列弗，同比增加 5.43%。

2017 年，保加利亚一般政府财政支出 328.88 亿列弗，同比增长 5.40%，高于财政收入增速。主要是新政府重组后扩大了政府支出水平，并增加了在医疗、教育、养老金及社会福利方面的支出，投资建设有益经济发展的基础设施。

表 2：2013~2017 保加利亚一般政府财政表现

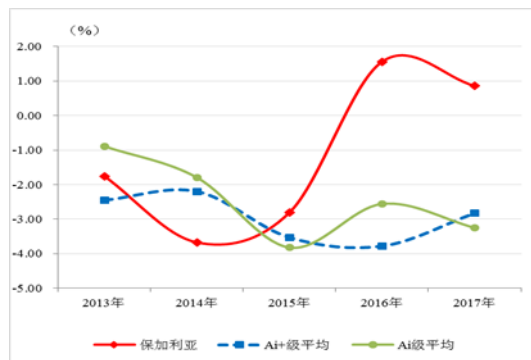
	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政收入（亿列弗）	337.33	326.71	309.51	281.29	277.35
财政收入/GDP（%）	34.20	34.71	34.95	33.63	33.75
财政支出（亿列弗）	328.88	312.03	334.37	312.02	291.75
财政支出/GDP（%）	33.34	33.15	37.75	37.31	35.51
财政盈余（亿列弗）	8.46	14.68	-24.85	-30.73	-14.41
财政盈余/GDP（%）	0.86	1.56	-2.81	-3.67	-1.75

数据来源：IMF

近年来，保加利亚政府一直采取较为保守的财政政策，严格遵守《马斯特里赫条约》，财政赤字和政府债务占比均保持在 3% 和 60% 以下水平。2015 年，由于欧洲发展公民党和改革党组成的上一届联合政府的努力，保加利亚财政赤字水平由 3.67% 下降至 2.81%，并于 2016 年结束了财政赤字局面，财政实现盈余，占 GDP 比重达到 1.56%。2017 年，由于财政支出增速（5.40%）高

于财政收入增速（3.25%），保加利亚财政盈余降至 8.46 亿列弗，占 GDP 比重为 0.86%，同比下降 0.7 个百分点。近三年，保加利亚财政盈余水平显著高于 A<sub>i</sub>+级与 A<sub>i</sub> 级国家平均水平，财政实力强。

**图 6：2013~2017 年保加利亚财政盈余占 GDP 比重**

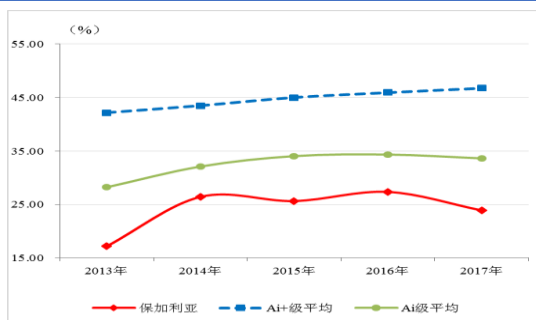


数据来源: IMF

### 政府债务水平良好且逐年优化，财政收入对政府债务的保障能力很强

由于保加利亚采取保守的财政政策，政府向外借债意愿不强，因此保加利亚政府债务一直维持在较低水平，主要债务来源为欧洲债券、全球债券和世界银行、欧洲复兴发展银行和国际货币基金组织等国际组织的贷款。2014 年，由于保加利亚企业商业银行破产，带来大量或有负债，导致政府债务大幅增加，但仍保持在良好水平。2017 年，保加利亚一般政府债务总额为 235.79 亿列弗，占 GDP 比值为 23.91%，处于较低水平且同比下降 3.45 个百分点，政府债务负担继续降低。整体看，近五年，保加利亚一般政府债务水平显著低于 A<sub>i</sub>+级和 A<sub>i</sub> 级国家

**图 7：2013~2017 年保加利亚一般政府债务/GDP**



数据来源: IMF

平均水平。

从债务净额看，近五年债务净额波动下降，债务净额与 GDP 比值整体也呈下降趋势。2017 年，保加利亚一般政府债务净额为 107.25 亿列弗，占 GDP 比重为 10.87%，同比下降 0.58 个百分点。从利息支出看，近年

来政府利息支出负担一直保持在较低水平，平均占 GDP 比重为 0.34%。2017 年，利息支出占 GDP 比重为 0.36%，同比上涨 0.07 个百分点，利息支出负担较轻。

从债务结构看，2017 年保加利亚政府付债务中内外债比例相当，外债占政府债务总额的 50.39%，内债占比 49.61%，且中短期债务比例很低，短期偿债压力较小。

**表 3：2013~2017 保加利亚一般政府债务情况**

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额 (亿列弗)	235.79	257.51	227.14	221.02	141.19
政府债务总额/GDP (%)	23.91	27.36	25.65	26.43	17.18
政府债务净额 (亿列弗)	107.25	107.81	138.34	110.53	53.28
政府债务净额/GDP (%)	10.87	11.45	15.62	13.22	6.48
利息支出/GDP (%)	0.36	0.29	0.38	0.22	0.44
财政收入/政府债务总额 (%)	143.06	126.87	136.26	127.27	196.44

数据来源: IMF

从财政收入对政府债务的保障情况看，近年保加利亚财政收入对政府债务的能力总体呈波动上升趋势。2017 年，保加利亚政府财政收入与政府债务总额的比值为 143.06%，较上年上升 16.19 个百分点，总体看财政收入对债务的保障能力很强。

## 六、外部融资实力

### 得益于能源价格上升、全球贸易形势好转等原因，贸易状况改善，经常账户余额有所增加

保加利亚主要进、出口市场为欧洲发达国家，主要进口来源为德国、意大利、希腊和俄罗斯，主要出口对象为德国、意大利、土耳其和希腊，对欧洲出口量约占全国总出口量的 2/3。主要出口产品是电子产品、铜及其制品、燃料和电力等，主要进口产品为矿产品、机电产品和化工产品等。

近年来，保加利亚进出口均呈波动上升趋势，并于 2015 年实现贸易盈余后保持至今。2017 年，由于欧盟经济回暖及全球能源、金属价格上涨，保加利亚出口总额为 379.53 亿美元，同比上升 11.43%；进口方面，由于原油价格走高、国内需求增加等原因，2017 年总进口额达到 368.17 亿美元，同比大幅增加 15.50%。由于进口增速高于出口增速，2017 年贸易盈余下降至 11.36 亿美元。

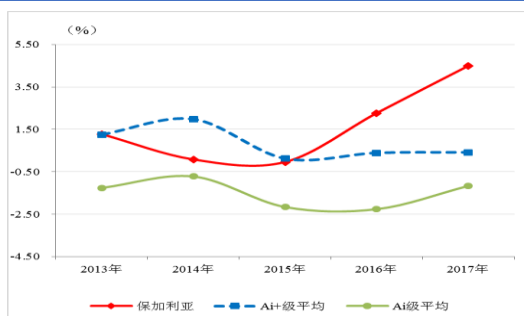
**表 4：2013~2017 保加利亚经常账户及国际投资情况**

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
进口额(亿美元)	368.17	318.75	315.98	371.76	363.66
出口额(亿美元)	379.53	340.59	320.40	368.50	359.80
贸易差额(亿美元)	11.36	21.83	4.42	-3.26	-3.86
经常账户收入(亿美元)	421.50	378.63	357.68	411.33	411.63
经常账户余额(亿美元)	25.62	12.07	-0.19	0.47	7.11
经常账户余额/GDP (%)	4.50	2.27	-0.04	0.08	1.28
国际投资净头寸(亿美元)	-244.69	-234.61	-302.77	-392.15	-421.82
国际投资净头寸/GDP (%)	-42.97	-44.07	-60.31	-69.12	-75.65

数据来源: IMF

经常账户方面,近年来,保加利亚经常账户盈余呈先降后升之势,除 2015 年以外均实现了盈余。2017 年,保加利亚经常账户余额达到 25.62 亿美元,占 GDP 比重为 4.50%,较上年增加 2.23 个百分点。从近五年情况来看,保加利亚经常账户余额占 GDP 比重明显高于  $A_i$  级国家平均水平,自 2016 年开始也高于  $A_{i+}$  级国家平均水平。

**图 8：2013~2017 年保加利亚经常账户盈余/GDP**



数据来源: IMF

从国际投资净头寸情况来看,由于保加利亚吸引了较多的外资流入,国际投资净头寸常年为负,但国际投资负债规模整体呈下降趋势。截至 2017 年底,保加利亚国际投资净头寸为-244.69 亿美元,与 GDP 比值为-42.97%,国际投资状况得到了一定程度的改善。

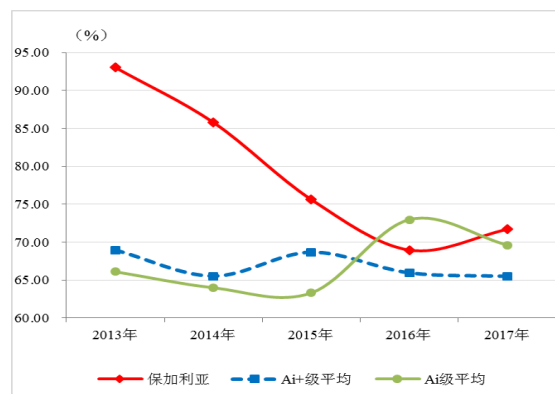
**外债水平有所改善,政府外债占比较低;且以中长期外债为主,短期偿付压力较小**

近五年,保加利亚外债总水平处于下降趋势,但 2017 年有小幅回升,外债总额占 GDP 比重五年间累计下降逾 20 个百分点。截至 2017 年底,保加利亚外债总额达 408.17 亿美元,占 GDP 比重为 71.68%,较去年上升 2.72 个百分点,外债负担总体较高。与  $A_{i+}$  级和  $A_i$  级国家平均水平相比,近年来保加利亚外债负担显著偏高,但 2017 年已十分接近  $A_i$  级国家平均水平。

从外债结构看,保加利亚外债总额中政府持有比例

较低,且近年呈现波动上升。近五年来,保外债总额中

**图 9：2013~2017 年保加利亚外债占 GDP 比重**



数据来源: 世界银行

政府持有比例平均为 15.28%,截至 2017 年底,保加利亚外债中政府持有外债占比为 16.80%,同比下降 2.67 个百分点。其余外债来源主要集中在其他部门(31.17%)和金融机构(12.63%)。

保加利亚外债中短期外债近五年来整体呈下降趋势,但 2017 年有小幅回升。截至 2017 年底,保加利亚总外债中短期外债占比为 22.83%,存在一定短期偿付压力。

**表 5：2013~2017 保加利亚外债情况**

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
外债总额(亿美元)	408.17	367.09	379.56	486.66	518.64
外债总额/GDP (%)	71.68	68.96	75.61	85.78	93.01
政府外债(亿美元)	68.59	71.49	60.75	73.17	47.05
政府外债/外债总额 (%)	16.80	19.48	16.01	15.03	9.07

数据来源: IMF

**经常账户收入、外汇储备对外债保障能力稳步提升,对政府外债的覆盖度极高**

保加利亚经常账户收入对外债总额覆盖度一般,但近年来稳步提升,同时,经常账户收入对政府外债维持了极强的保障能力。截至 2017 年,保加利亚经常账户收入与外债比值为 50.63%,较去年同期有小幅下滑,但较 2013 年增加了近 4 个百分点。同时,经常账户收入对政府外债的比值达 221.41%,较去年增加 13.26 个百分点,维持了极高的覆盖度。

外汇储备方面,近 5 年保加利亚外汇储备规模呈上升趋势,外汇储备对外债总额保障能力有所增加。截至 2017 年底,保加利亚外汇储备规模为 283.76 亿美元,相当于外债的 69.52%,较去年增长近 1 个百分点;外汇储备相当于政府外债的比重为 413.70%,较去年增长明显,政府外债偿还能力极强。

表 6: 2013~2017 保加利亚外债保障情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
外汇储备(亿美元)	283.76	251.76	221.53	201.30	198.83
CAR/外债总额(%)	50.63	52.44	49.33	48.86	46.71
CAR/政府外债(%)	221.41	208.15	233.39	220.88	219.18
外汇储备/外债总额(%)	69.52	68.58	58.36	41.36	38.34
外汇储备/政府外债(%)	413.70	352.14	364.66	275.12	422.56

数据来源: IMF, 世界银行

### 未来列弗兑美元存在一定的贬值压力, 但对外债偿还影响不大

保加利亚列弗是可自由兑换货币, 与欧元采用固定汇率, 1 欧元=1.95583 列弗。在很大程度上避免了汇率波动所带来的风险, 但央行也需要动用大量外汇储备来维持汇率。

2017 年, 由于欧洲地区政治风险显著回落, 经济复苏, 欧元兑美元汇率大幅上升近 15%, 列弗随之上涨。之后由于欧元区经济表现不及预期, 以及美元指数进入强周期但欧洲央行货币政策趋于谨慎, 欧洲央行最新货币政策纪要指出将维持现利率水平至少到 2019 年夏, 由此欧元兑美元、列弗兑美元汇率较 2 月中旬的高点显著下跌。预计 2018 年下半年, 欧元兑美元仍将面临一定的贬值压力, 列弗面临同样压力。但保加利亚的政府债务中外币债务占比超 95%, 外币债务中欧元债务占比逾 95%, 故汇率风险对于外债偿还能力影响不大。

图 10: 2017~2018 年美元兑列弗、欧元兑美元汇率变化



数据来源: Bloomberg、欧洲央行

## 七、评级展望

目前看来, 保加利亚大选后政府过渡平稳, 政治稳定性增加。经济复苏明显, 且通胀水平得到有效改善; 政府债务水平良好且逐年优化; 外债水平改善明显, 政府外债占比较低, 经常账户收入对其覆盖度极高。本币虽面临一定贬值压力, 但由于与欧元为固定汇率且外债组成中欧债外债占比极高, 保加利亚面临的汇率风险不高。基于以上分析, 联合资信确认保加利亚长期本、外币信用评级展望为稳定。



## 保加利亚主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
<b>宏观数据</b>					
GDP (亿列弗)	986.31	941.30	885.71	836.34	821.66
GDP (亿美元)	569.43	532.36	501.99	567.32	557.60
实际 GDP 增速 (%)	3.56	3.94	3.62	1.33	0.86
CPI 增幅 (%)	1.19	-1.32	-1.07	-1.60	0.39
失业率 (%)	6.23	7.67	9.23	11.52	13.04
<b>结构特征</b>					
人均 GDP (美元)	8,077.01	7,496.08	7,017.11	7,877.09	7,695.69
第一产业占 GDP 中的比值 (%)	3.74	4.05	4.14	4.57	4.60
第二产业占 GDP 中的比值 (%)	24.52	24.43	24.09	23.56	23.76
第三产业占 GDP 中的比值 (%)	58.34	57.80	58.20	58.69	57.78
私人消费占 GDP 中的比值 (%)	61.57	60.89	62.53	62.64	62.08
政府消费占 GDP 中的比值 (%)	16.03	15.66	16.13	16.86	16.99
固定资本形成总额占 GDP 中的比值 (%)	19.21	18.57	21.01	21.11	21.13
净出口占 GDP 中的比值 (%)	1.53	4.31	0.15	-0.94	-0.41
进出口总额/GDP (%)	131.12	123.64	128.07	130.97	129.71
国内总储蓄/GDP (%)	25.38	21.41	21.15	21.52	22.62
银行业资本充足率 (%)	22.08	22.15	22.18	21.95	16.97
银行业不良贷款率 (%)	10.43	13.17	14.61	16.75	16.88
银行业 ROA (%)	1.23	1.40	1.08	0.85	0.60
银行业 ROE (%)	9.35	10.41	7.94	7.22	5.69
<b>公共财政</b>					
财政收入 (亿列弗)	337.33	326.71	309.51	281.29	277.35
财政收入/GDP (%)	34.20	34.71	34.95	33.63	33.75
财政支出 (亿列弗)	328.88	312.03	334.37	312.02	291.75
财政支出/GDP (%)	33.34	33.15	37.75	37.31	35.51
财政盈余 (亿列弗)	8.46	14.68	-24.85	-30.73	-14.41
财政盈余/GDP (%)	0.86	1.56	-2.81	-3.67	-1.75
政府债务总额 (亿列弗)	235.79	257.51	227.14	221.02	141.19
政府债务总额/GDP (%)	23.91	27.36	25.65	26.43	17.18
政府债务净额 (亿列弗)	107.25	107.81	138.34	110.53	53.28
政府债务净额/GDP (%)	10.87	11.45	15.62	13.22	6.48
利息支出/GDP (%)	0.36	0.29	0.38	0.22	0.44
财政收入/政府债务 (%)	143.06	126.87	136.26	127.27	196.44
<b>外部融资</b>					
进口总额 (亿美元)	368.17	318.75	315.98	371.76	363.66
出口总额 (亿美元)	379.53	340.59	320.40	368.50	359.80
贸易差额 (亿美元)	11.36	21.83	4.42	-3.26	-3.86
经常账户收入 (亿美元)	421.50	378.63	357.68	411.33	411.63
经常账户余额 (亿美元)	25.62	12.07	-0.19	0.47	7.11
经常账户余额/GDP (%)	4.50	2.27	-0.04	0.08	1.28
国际投资净头寸 (亿美元)	-244.69	-234.61	-302.77	-392.15	-421.82
国际投资净头寸/GDP (%)	-42.97	-44.07	-60.31	-69.12	-75.65

外债总额（亿美元）	408.17	367.09	379.56	486.66	518.64
外债总额/GDP（%）	71.68	68.96	75.61	85.78	93.01
政府外债总额（亿美元）	68.59	71.49	60.75	73.17	47.05
政府外债/外债总额（%）	16.80	19.48	16.01	15.03	9.07
外汇储备（亿美元）	283.76	251.76	221.53	201.30	198.83
经常账户收入/外债总额（%）	103.26	103.14	94.23	84.52	79.37
经常账户收入/政府外债（%）	614.51	529.59	588.77	562.17	874.79
外汇储备/外债总额（%）	69.52	68.58	58.36	41.36	38.34
外汇储备/政府外债（%）	413.70	352.14	364.66	275.12	422.56

数据来源：世界银行、IMF、欧洲央行、保加利亚央行、Bloomberg。

## 国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA<sub>i</sub>、AA<sub>i</sub>、A<sub>i</sub>、BBB<sub>i</sub>、BB<sub>i</sub>、B<sub>i</sub>、CCC<sub>i</sub>、CC<sub>i</sub>、C<sub>i</sub> 和 D<sub>i</sub> 表示，其中，除 AAA<sub>i</sub> 级和 CCC<sub>i</sub> 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA <sub>i</sub>	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA <sub>i</sub>	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A <sub>i</sub>	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB <sub>i</sub>	信用风险低，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB <sub>i</sub>	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B <sub>i</sub>	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC <sub>i</sub>	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC <sub>i</sub>	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C <sub>i</sub>	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D <sub>i</sub>	已经违约，进入重组或者清算程序。