保加利亚共和国
2020 年跟踪评级报告

本次评级结果[1]**：**

长期本币信用等级：A_i

长期外币信用等级：A_i

评级展望：稳定

上次评级结果：

长期本币信用等级：A_i

长期外币信用等级：A_i

评级展望：正面

本次评级时间：2020 年 9 月 22 日

评级概况：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对保加利亚共和国（以下简称“保加利亚”）的主权信用进行了跟踪评级，确定维持其主权长期本、外币信用等级为 A_i，评级展望由“正面”调整为“稳定”。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。

尽管 2019 年全球不确定性增加且欧盟整体经济增速有所放缓，但保加利亚未受明显影响，全年经济增速较上年度增长 0.3 个百分点至 3.4%，远高于欧盟平均水平（1.4%）。持续增长的就业及工资水平使保加利亚失业率继续改善，实现连续 7 年下降。2019 年保加利亚家庭和企业信贷需求双双扩大，贷款利率在宽松货币环境中进一步下降至历史低位，信贷总额继续保持增长趋势。尽管信贷的快速增长令保加利亚银行业的稳定性风险上升，但银行业收益仍保持稳步增长，且资产质量也在不断改善。受益于一直奉行审慎的财政政策，保加利亚财政状况较上年度进一步改善，财政收入对政府债务的保障程度亦有所加强。由于货物及服务出口额的大幅增长及非居民薪酬支出的减少，2019 年保加利亚经常账户盈余较上年度进一步扩大，经常账户收入对外债的保障程度进一步增强。

2020 年新冠疫情自亚洲暴发后迅速扩散至全世界，各国政府为应对疫情相继推出不同的刺激政策维稳经济运行，保加利亚政府于 3 月下旬决定拨款 5 亿列弗用于抗疫相关公共卫生及政府支出，并动用 45 亿列弗援助受疫情影响的企业及商业银行，为金融市场注入更多流动性。此外，保加利亚已于 2 月修改了银行法，允许加入 ERM2 汇率机制，加入欧元区的计划亦得到有序推进。

[1] 本评级结果为主动评级结果，评级资料主要来源于公开信息，与委托评级相比，评级调查工作（可能无）和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议，联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

由于保加利亚具备较为充足的外汇储备且近年来银行业积累了一定的储蓄资金，其因疫情冲击所受损失相对较小，2020 年第二季度保加利亚 GDP 增速同比下降 8.5%，小于欧盟平均降幅（13.9%）。当前全球疫情仍未结束，虽然保加利亚一直采取积极审慎的财政管理，且严格控制外债水平，但在外部冲击下，2020 年保加利亚经济预计将萎缩 7%~8%左右，并有望在 2022 年底恢复至疫情前水平。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 加入欧元区进程有序推进，利好保加利亚自身金融系统发展

保加利亚历届政府一直致力于推动保加利亚加入欧元区的计划，在今年 7 月正式加入 ERM2 汇率机制后保加利亚终于顺利进入“欧元区等候室”。在未来一段时间里保加利亚将接受来自欧元区关于银行业透明度、反洗钱行动、打击腐败和司法改革等一系列准入条件考核，此举有助于保加利亚进一步加强金融系统稳定性、深化各项改革效果，利好保加利亚长期、良性、稳定发展。若保加利亚顺利完成相关条件考核，预计其将在 2023~2024 年加入欧元区，届时保加利亚金融系统流动性及稳定性预将有大幅改善。

2. 保加利亚财政状况良好，财政收入对政府债务的保障能力较上年度有所改善

2019 年，保加利亚个人所得税、企业税及增值税分别达 36 亿、28 亿和 68 亿列弗，总税收及社会保障收入较上年度大幅增加 12 个百分点至 238.7 亿列弗，比当年计划收入高出约 3%。得益于各类税收的超预期增长，保加利亚财政收入同比增长 8%至 455.7 亿列弗；由于保加利亚政府长期奉行宏观审慎的财政政策，对于政府支出及债务比例管控严格，2019 年保加利亚财政支出总额虽小幅增加，但其相当于 GDP 的比值（36.3%）却较上年度小幅降低。得益于财政收支的良好表现，保加利亚财政盈余相当于 GDP 的比值较 2018 年小幅增加至 2.1%，政府债务在原有低位基础上继续下降至 242.0 亿列弗，占 GDP 比值仅为 20.4%，使得保加利亚成为欧盟公共债务水平第二低的国家。财政收入及债务水平的双重改善使得保加利亚财政实力更加稳健，财政收入对政府债务的保障能力进一步上升至 188.2%。

3. 保加利亚外债水平较低且在持续下降，经常账户收入及外汇储备对外债的偿付能力较高

自 2008 年金融危机以来，保加利亚政府在促进经济增长的同时亦在努力缩减外债规模，2019 年保加利亚外债相当于 GDP 的比值较上年度下降 2.9 个百分点至 56.1%，该比值实现连续 5 年下降，较 2008 年（100.1%）改善明显。保加利亚外债以私人部门的公司内部借贷为主，且超过 75%为长期债务，外债稳定性较强，在全球资本发生大规模流动的时候不会受到过多波及。金融危机时期，巨额贸易逆差令保加利亚经常账户赤字相当于 GDP 的比值超 20%，外部脆弱性较大，在之后十年里通过不断加强贸易竞争力以减少贸易赤字，保加利亚经常账户收入持续增长，且连续五

年出现盈余，2019 年保加利亚经常账户收入达 479 亿美元，对外债覆盖程度较上年度增加 3.5 个百分点至 125.6%；同时，保加利亚也在不断扩大国际储备尤其是外汇储备规模以增强对外债的偿付能力，截至 2019 年底，外汇储备对外债总额覆盖率达 65.2%。

4. 保加利亚银行业运行稳定、资本充足率良好、资产质量不断改善且盈利增长可观

金融危机后保加利亚银行业经历了大规模改革，运营情况好转明显，2019 年保加利亚资本充足率仍保持相对较高水平（20.2%），不良贷款率（6.6%）虽略高于欧盟平均水平（4.7%），但在不断资本质量不断提高的背景下，该数值已实现连续 7 年下降并向逐步接近金融危机前水平（2.4%）。在保加利亚加入欧元区单一解决机制、实现欧洲央行对该国金融机构的直接监管并接受欧盟的债务管理建议后，其银行业不良贷款率预将得到更加严格的管控，但在新冠疫情冲击下，短期内可能无法实现资产质量显著改善。

主要关注：

1. 保加利亚人均 GDP 较低，居民应对危机的经济能力较弱

尽管保加利亚经济保持多年连续增长，但其人均 GDP 仍处于相对较低水平。2019 年保加利亚人均 GDP 较上年度增长 3.3%至 9737.6 美元，不及欧盟平均水平（34,843 美元）的三分之一，亦明显低于同级别国家平均水平（15,737.9 美元）。为阻断新冠疫情大范围传播，保加利亚政府于 2020 年 3 月中旬开启为期 2 个月的“全面封锁”计划，绝大多数劳动力被迫停工，收入水平骤降。根据 2019 年的数据统计，约 37%的保加利亚人无法应对意外财务支出，新冠疫情将恶化保加利亚居民人均收入及生活水平。

2. 保加利亚人口负增长及人口老龄化问题加剧恶化，且劳动生产率水平较低，人口问题限制保加利亚经济增长前景

人口负增长问题一直困扰着保加利亚，2019 年保加利亚人口总数较上年度下降了 0.7 个百分点至 695 万人，其中工龄人口占总人口比值较 2018 年减少了 1.1 个百分点至 415.6 万人，保加利亚已成为世界上人口缩减速度最快的国家之一；人口老龄化问题也愈发严峻：2019 年保加利亚 65 岁以上人口比例较上年度增长 0.3 个百分点至 21.6%，高于欧盟平均水平（20%），大规模的移民外流及较低的自然生产率是保加利亚人口情况恶化的主要原因。此外，由于职业技能培训较差、工资水平相对较低，保加利亚每小时劳动生产率为欧洲最低，且经济发展存在严重区域性失衡。因人口问题导致的劳动力短缺、养老金等公共支出增加及落后的生产效率将限制保加利亚长期经济增长，并扩大其与西欧国家的差距，不利于保加利亚未来经济发展。

受疫情影响，2020 年上半年数十万保加利亚人回国避险，但由于绝大部分是季节性出国务工人员，短期内人口数量的大幅增加对于保加利亚人口结构并没有实质性改善。

评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级：

1. 保加利亚政府债务大幅增加，财政状况恶化超预期；
2. 保加利亚外债规模激增，经常账户收入及外汇储备无力偿付巨额外债。

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级：

1. 新冠疫情过后保加利亚经济增长超预期；
2. 保加利亚国内各类改革效果良好，按计划时间加入欧元区。

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型（打分表）	V3.0.201910

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

分析师： 张敏 李为峰

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 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址： www.lhratings.com

本次评级模型打分表及结果：

本币指示评级	A_{i+}		本币评级结果	A_i
外币指示评级	A_{i+}		外币评级结果	A_i
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	C	国家治理		D
		宏观经济政策和表现		B
		结构特征		F
公共财政实力	a	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	c
			政府债务负担	b
			政府偿债能力	a
外部融资实力	b	国际收支及外部债务状况	国际收支	c
			外债压力	b
			外债偿付能力	c
调整因素和理由				调整子级
人口老龄化限制经济增长潜力				-1

注：政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级；公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级；模型内指标为五年加权平均值；通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果，结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果

附件 1：

表 1 保加利亚 2015-2019 年主要数据

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
宏观数据					
GDP（亿列弗）	1,186.7	1,096.9	1,023.1	950.9	893.3
GDP（亿美元）	679.3	662.0	589.5	537.9	506.3
实际 GDP 增速（%）	3.4	3.1	3.5	3.8	4.0
CPI 增幅（%）	3.1	2.8	2.1	-0.8	-0.1
失业率（%）	4.2	5.2	6.2	7.7	9.2
结构特征					
人均 GDP（美元）	9,737.6	9,423.6	8,331.1	7,545.8	7,053.6
最终消费支出占 GDP 的比值（%）	77.1	76.1	75.8	76.0	78.0
资本形成总额占 GDP 的比值（%）	19.5	21.3	19.9	19.0	21.1
净出口占 GDP 的比值（%）	3.4	2.6	4.3	5.0	1.0
第一产业占 GDP 的比值（%）	3.2	3.4	4.0	4.0	4.0
第二产业占 GDP 的比值（%）	22.3	22.3	24.3	24.2	23.7
第三产业占 GDP 的比值（%）	60.8	61.1	58.1	57.9	58.7
银行业资本充足率（%）	20.2	20.4	22.1	22.2	22.2
银行业不良贷款率（%）	6.6	7.8	10.4	13.2	14.6
银行业 ROA（%）	1.5	1.6	1.2	1.4	1.1
银行业 ROE（%）	11.3	11.8	9.3	10.4	7.9
公共财政					
财政收入（亿列弗）	455.79	422.3	368.3	333.8	345.7
财政收入/GDP（%）	38.4	38.5	36.0	35.1	38.7
财政支出（亿列弗）	430.8	401.5	357.1	332.8	360.9
财政支出/GDP（%）	36.3	36.6	34.9	35.0	40.4
财政盈余（亿列弗）	24.9	21.9	11.3	1.0	-15.2
财政盈余/GDP（%）	2.1	2.0	1.1	0.1	-1.7
政府净债务（亿列弗）	220.7	220.5	235.3	257.7	226.9
政府净债务/GDP（%）	18.6	20.1	23.0	27.1	25.4
政府债务（亿列弗）	242.1	244.6	258.8	278.6	232.3
政府债务/GDP（%）	20.4	22.3	25.3	29.3	26.0
财政收入/政府债务（%）	188.2	172.6	142.3	119.8	148.8
利息支出/GDP（%）	0.5	0.7	0.8	0.9	0.9
外部融资					
出口额（亿美元）	431.7	434.5	372.4	317.8	319.0
进口额（亿美元）	408.5	415.0	187.6	164.8	167.0
外贸顺差（亿美元）	23.2	19.5	26.5	27.1	5.3
经常账户收入（亿美元）	479.0	482.5	441.8	382.8	361.6
经常账户余额（亿美元）	27.5	9.1	20.6	17.2	0.6
经常账户余额/GDP（%）	4.0	1.4	3.5	3.2	0.1
国际投资净头寸（亿美元）	-215.6	-236.6	-271.5	-245.5	-308.5

国际投资净头寸/GDP（%）	-35.5	-42.2	-51.9	-50.5	-67.5
外债总额（亿美元）	381.8	391.2	385.5	383.5	375.2
外债总额/GDP（%）	56.2	59.1	65.4	71.3	74.1
政府外债（亿美元）	60.7	64.2	64.4	75.2	61.9
政府外债在外债总额中的占比（%）	15.9	16.4	16.7	19.6	16.5
经常账户收入/外债总额（%）	125.6	122.1	114.0	99.8	96.4
外汇储备（亿美元）	248.9	262.9	241.3	238.5	201.9
外汇储备/外债总额（%）	65.2	67.2	62.6	62.2	53.8

数据来源：世界银行、IMF、保加利亚央行、欧盟统计局，联合资信整理

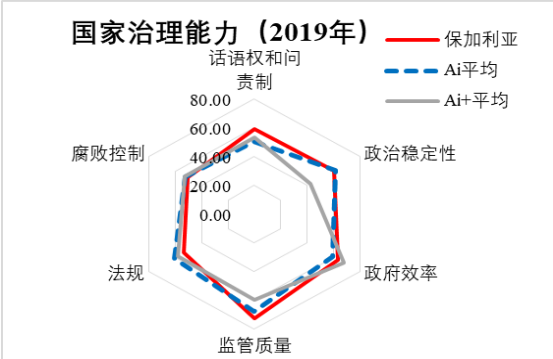
表 2 保加利亚 2020-2021 年核心数据及预测

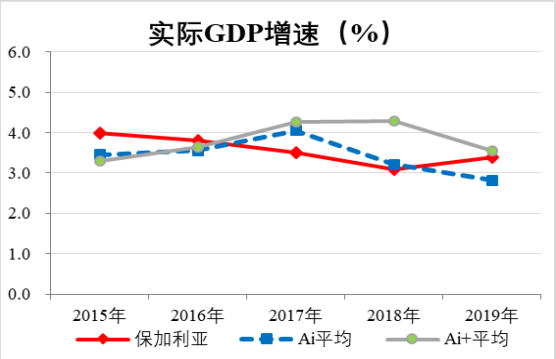
项目	2020 年一季度	2020 年二季度	2020 年预测	2021 年预测
实际 GDP 增速（%）	2.4	-8.5	-7.0	-5.0
CPI 增幅（%）	3.0	1.6	1.0	2.0
失业率（%）	4.6	5.9	8.0	7.0
人均 GDP（美元）	9,971.1	9,124.1	9,340.0	9,910.0
财政盈余/GDP（%）	-1.3	-2.4	-3.0	-1.0
政府债务总额/GDP（%）	20.3	-	25.0	24.0
经常账户余额/GDP（%）	3.1	1.8	1.0	1.5
外债总额/GDP（%）	53.3	60.3	65.0	60.0

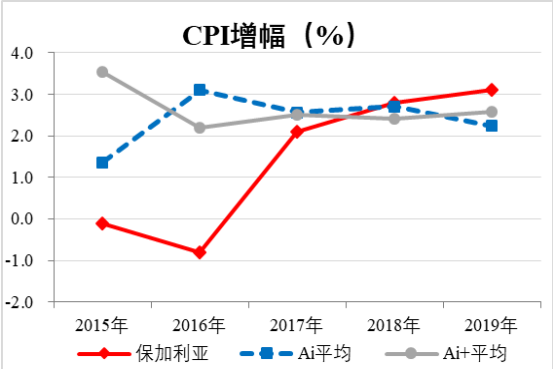
数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、保加利亚央行、欧盟统计局，预测数据来源于联合资信

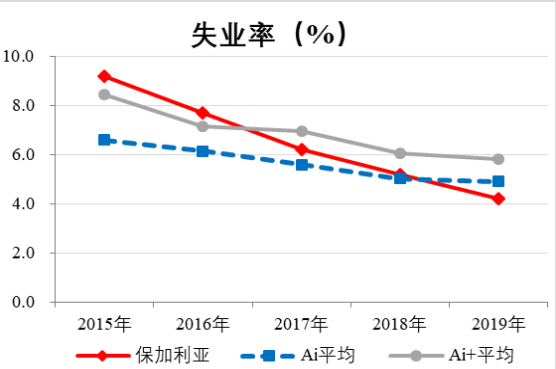
附件 2：

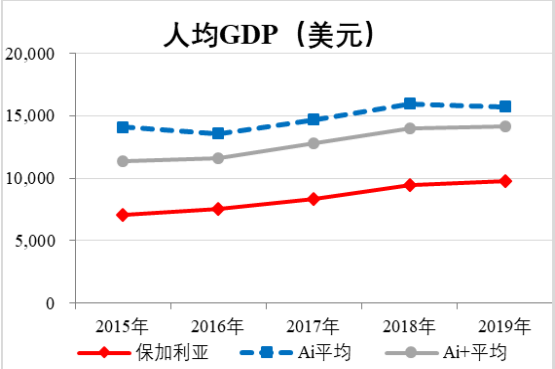
相近信用等级国家主要数据对比

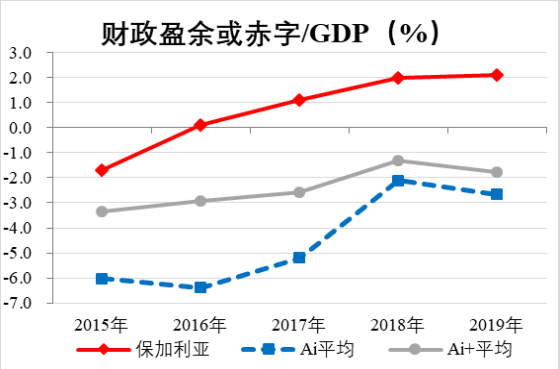


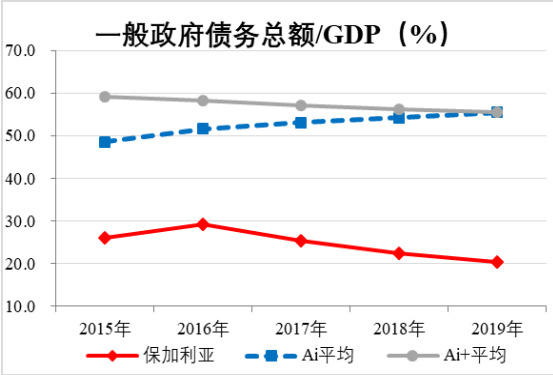


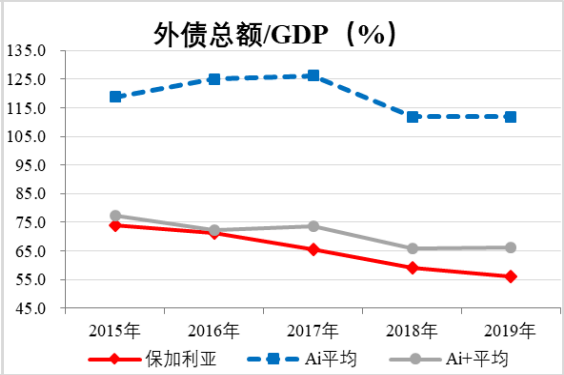












数据来源：世界银行，IMF，联合资信整理

附件 3：

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_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 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_i	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_i	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_i	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_i	信用风险一般，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_i	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_i	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_i	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_i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C_i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D_i	已经违约，进入重组或者清算程序。