

西班牙王国信用评级报告

评级结果

长期外币信用等级: A₊

长期本币信用等级: A₊

评级展望: 稳定

评级时间

2018年12月28日

主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(亿美元)	13,139.51	12,377.66	11,983.93	13,790.98	13,622.80
实际GDP增长率(%)	3.05	3.27	3.43	1.38	-1.71
CPI增幅(%)	1.96	-0.20	-0.50	-0.15	1.41
失业率(%)	17.23	19.64	22.06	24.44	26.10
人均GDP(美元)	28,358.81	26,676.55	25,821.78	29,686.68	29,237.72
财政盈余/GDP(%)	-3.11	-4.51	-5.28	-5.97	-6.99
政府债务/GDP(%)	98.36	98.99	99.44	100.37	95.45
财政收入/政府债务(%)	38.85	38.08	38.71	38.74	40.41
外债总额/GDP(%)	175.16	158.79	164.63	153.09	165.96
CAR/外债总额(%)	23.13	24.91	23.85	25.51	23.19

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:

丁翔 张正一

联合资信评估有限公司

邮箱: 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

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对西班牙王国(以下简称“西班牙”)的主权信用进行了首次评级, 确定其长期本外币信用等级 A₊。该评级结果表示西班牙的主权信用风险较低, 按期偿付债务本息的能力较强。

西班牙政治体制稳定, 但新上台的少数派政府推动立法和施政的能力较弱, 政局的稳定性或将小幅下降, 地缘政治环境稳定, 但分离主义倾向加剧, 对领土完整构成潜在威胁; 国家治理能力水平较高; 经济增速改善明显, 但波动率相对较大; 通货膨胀率升幅较大, 摆脱通缩威胁; 失业率持续下降; 较紧的财政政策将小幅放宽, 货币政策或将趋向稳健; 经济发达程度较高, 国家竞争力有所提升, 但劳动人口呈下降趋势, 或将影响长期经济增长潜力; 经济结构保持稳定, 各产业具备一定的国际竞争力; 银行业表现自银行业危机后有明显改善, 金融稳定性向好; 政府财政赤字下降较快, 短期内有望降至警戒线以下; 一般政府债务较高, 但呈下降趋势, 财政收入对政府债务保障能力一般, 但短期偿债压力可控; 对外贸易及经常账户持续盈余; 外债水平较高, 但外债均为本币债务, 偿付压力可控。

优势

- 政府财政赤字下降较快, 短期内有望降至警戒线以下;
- 银行业表现有明显改善, 金融稳定性向好;
- 经济增长总体加快, 通货膨胀率升幅较大, 摆脱通缩威胁;
- 经济发达程度较高。

关注

- 一般政府债务水平较高;
- 失业率较高;
- 劳动人口呈下降趋势, 或将影响经济的长期增长潜力;
- 政局的稳定性或将小幅下降。

一、国家概况

西班牙位于欧洲西南部的伊比利亚半岛，地处欧洲与非洲的交界处，西邻葡萄牙，北濒比斯开湾，东北部与法国及安道尔接壤，南隔直布罗陀海峡与非洲的摩洛哥相望，领土还包括地中海中的巴利阿里群岛，大西洋的加那利群岛及摩洛哥境内飞地的休达和梅利利亚。西班牙的国土面积为 505,925 平方公里，居欧盟第二位。全国划分为 17 个自治区、50 个省、8000 多个市镇，首都为马德里。

截至 2017 年底，西班牙的人口为 4,657.03 万，主要民族为卡斯蒂利亚人，约占总人口的 73%。其他的民族则包括：加泰罗尼亚人，约占总人口的 15%；加利西亚人，约占总人口的 7%；以及巴斯克人，约占总人口的 5%。西班牙主要的宗教为天主教，有 96% 的居民信奉，其他的宗教还包括基督教、伊斯兰教等。西班牙的官方语言为西班牙语，少数民族语言加泰罗尼亚语、加利西亚语和巴斯克语在本地区也为官方语言。西班牙的官方货币为欧元。

西班牙是欧盟、北约和欧元区成员国，也是联合国、国际货币基金组织、经合组织以及世界银行等国际组织的成员。

二、国家治理

政治体制稳定

1978 年通过并生效的现行西班牙宪法规定了西班牙是社会与民主的法制国家，实行议会君主制，立法、行政、司法三权分立。国王为国家元首和武装部队最高统帅，王位由胡安·卡洛斯一世的直系后代世袭。

按宪法规定，西班牙的议会由参议院和众议院组成，行使立法权，审批财政预算，并监督政府工作。众议院为下院，议员不得少于 300 人，且不得多于 400 人，现有议员 350 人，按宪法规定，须通过自由、平等、直接和秘密的选举产生，任期 4 年。参议院是地区代表院，现有议员 266 名，其中大部分由直接选举产生，其余由间接选举产生，任期 4 年。

司法方面，最高领导机构是司法总委员会，由 20 名成员组成，最高法院院长兼任主席。司法机构分为司法法院和行政法院两大系统。最高检察机关是国家总检察院，下辖各级检察院及派驻各司法部门的检察院。

西班牙政府为国家最高行政权力机构，政府组成成分两个步骤：先由议会批准首相人选，并经国王任命。再由首相提出大臣人选请国王任命。部长理事会由首相、

副首相及各部大臣组成。

自 1978 年以来，西班牙的政治体制维持稳定。

新上台的少数派政府推动立法和施政的能力较弱，政局的稳定性或将小幅下降

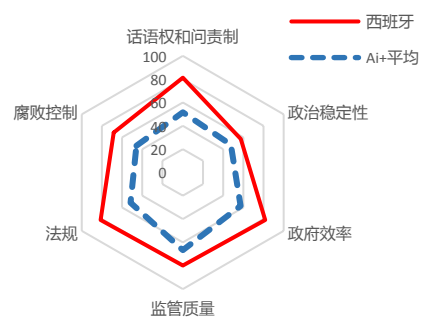
自人民党领袖拉霍伊于 2011 年上台后，为了应对全球金融危机和西班牙金融部门的系统性危机的冲击，政府采取了一系列结构性改革措施，包括劳动力市场改革、延迟退休、提高保险缴费年限、削减每月养老金额度等；此外，在加泰罗尼亚地区进行独立公投后，拉霍伊政府采取了果断的法律手段以避免国家的分裂，确保了领土的完整。然而，这一系列严厉措施也使得部分民众的利益受到较大伤害，反对势力因此有所扩张，导致在 2015 年的西班牙议会选举中，各党派均未能在国会占有简单多数，首相一度难产。半年后，西班牙再次举行大选，仍未能有党派可以独立组阁。最终，经多党磋商决定，由拉霍伊组建多党派联合政府。

2018 年 5 月 24 日，西班牙国家法院对事关多名人民党高层权钱交易的“居特勒”案进行了宣判，20 多名涉案前官员、商人获刑。工人社会党党魁佩德罗·桑切斯利用这个机会，率领其他三个政党一起对拉霍伊提出了谴责动议，议会于 6 月 1 日以 180 票赞成通过，拉霍伊被迫辞职。然而，工人社会党目前在议会总共 350 个席位中只拥有 84 席，推动立法及政府施政的能力显著低于上届政府，政局的稳定性或将出现小幅下降。

国家治理水平较高

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2017 年西班牙政府各项治理能力百分比排名均值为 75.00，较上年的 76.11 略有下降，主要是因为政局不稳和地区分离主义势力上升造成西班牙的政治稳定性指标得分下降较多，其他指标的排名与上年基本持平。

图 1：2017 年西班牙国家治理能力



数据来源：世界银行

如图 1 显示，西班牙在国家治理能力所涉及的各项指标的排名上均明显高于 A₊ 级国家的平均水平。

加泰罗尼亚和巴斯克地区的分离主义倾向出现加剧趋势，对西班牙的稳定和领土完整构成一定的潜在威胁

西班牙是一个多民族国家，且国内除首都马德里以外的最发达地区加泰罗尼亚和巴斯克均为少数民族聚集地，长期以来一直对中央财政对国内落后地区的高额补贴怨言颇大。2008 年经济危机以来，因为民众生活水平下降，这些地区，特别是加泰罗尼亚的分离主义倾向显著加剧。2017 年 10 月 1 日，加泰罗尼亚自治区政府发起了独立公投，在 530 万有投票权的民众中有 43.03% 即约 226 万人参与投票，其中 90.9% 的投票者支持加泰罗尼亚独立建国。10 月 27 日，加泰罗尼亚地方议会在中央政府的巨大压力下正式宣布脱离西班牙统治。然而，加泰罗尼亚所宣称的独立未能赢得其他任何国家的承认，拉霍伊领导的中央政府也宣布根据宪法加泰罗尼亚独立公投无效，随后还逮捕了组织公投的加泰罗尼亚地区领导人，平息了独立事件。

然而，强硬的打压并不能从根本上消除少数民族地区的分离主义倾向，持有民族主义立场的巴斯克民族主义党和加泰罗尼亚欧洲民主党随后就成为工人社会党领袖桑切斯弹劾拉霍伊首相行动中重要而关键的力量。作为回报，桑切斯也在就任首相后承诺与加泰罗尼亚重新对话；虽然他强调了对话将在宪法和维持西班牙领土完整的原则下进行，且西班牙少数民族地区的独立也很难得到国际社会的承认，但分离主义倾向依然对西班牙的政治稳定性形成潜在的威胁。

地缘政治环境总体稳定，与英国的直布罗陀领土争议或将长期存在

作为北约和欧盟的成员国，西班牙既强调与美国和德国、法国等欧盟主要国家发展良好的政治和经济关系，同时也注重发展与包括日本、中国、印度等在内的全球其他主要国家的外交关系，还特别重点维护与历史上西班牙殖民地的拉美等国家的关系。总体来说，地缘政治环境稳定，但与英国长期存在的关于直布罗陀领土的争议对其地缘政治稳定依然形成潜在威胁。

直布罗陀位于伊比利亚半岛南端，战略地位十分重要，历史上曾是西班牙的领土。1702 年西班牙王位继承战爆发后，英国派军队攻占直布罗陀，该地区成为英国的殖民地。1969 年英国在直布罗陀颁布了新宪法，声称直布罗陀是属于英国的一部分。目前，英、西关于直布罗陀问题的争端仍然没有获得解决。

三、宏观经济政策与表现

经济增长总体加快，但波动率相对较大

西班牙是原来西欧国家中较为落后的经济体，但在 1986 年加入欧共体（欧盟前身）、特别是 1998 年作为创始国加入欧元区后，因为欧盟的支持，后发优势得以充分发挥，经济增长较为迅速。但在欧央行于 2003 年将利率调降至 2% 以后，大量海外资本流入欧盟价格洼地的西班牙房地产市场，而西班牙本国居民也在房地产市场大量投资，房地产行业形成严重泡沫。2008 年国际金融危机发生后，西班牙的房地产泡沫破裂，造成金融部门系统性风险，经济也出现了持续的萎缩。这种情况直到 2014 年才有所改观，经济重新恢复增长。2015 年后，西班牙经济的增速进一步上升，已连续 3 年维持 3% 以上增速，开始超越其潜在经济增长率。

2017 年，主要受出口的拉动，西班牙经济保持稳定增长，当年名义 GDP 达到了 11,395.16 亿欧元，GDP 的实际增速达到 3.05%，较上一年的 3.27% 小幅下降。其中，净出口的增速达到了 7.56%，资本形成的增速达到了 5.48%，均对 GDP 拉动明显，而最终消费的增速仅为 2.18%，对经济增长造成一定程度的拖累。

进入 2018 年，主要受全球及欧盟复苏放缓的影响，西班牙的 GDP 增速有所下降，据西班牙国家统计局的数据，第一季度 GDP 同比增速已降至 2.8%，第二、三季度又进一步下降至 2.5%。

表 1：2013~2017 西班牙宏观经济表现

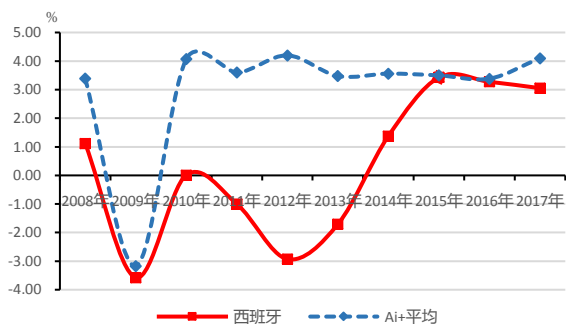
	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
实际 GDP 增速 (%)	3.05	3.27	3.43	1.38	-1.71
名义 GDP (亿欧元)	11,395.16	11,057.70	10,707.10	10,351.80	10,210.89
名义 GDP (亿美元)	13,139.51	12,377.66	11,983.93	13,790.98	13,622.80
人均 GDP (美元)	28,358.81	26,676.55	25,821.78	29,686.68	29,237.72
CPI 增幅 (%)	1.96	-0.20	-0.50	-0.15	1.41
失业率 (%)	17.23	19.64	22.06	24.44	26.10

数据来源：IMF

总体来看，西班牙经济近年来增长有所加快，近 5 年的平均 GDP 增幅达到 1.89%，较近 10 年的均值 0.31% 大幅度好转，但低于 A₊ 级国家的 5 年 3.64% 和 10 年 3.04% 的平均水平。但从波动率看，西班牙近 10 年 GDP 增长波动率较大，达到 2.57%，高于 A₊ 级国家 2.20% 的平均水平。

未来两年，受全球，特别是欧盟经济复苏步伐放缓和美元升息的影响，西班牙的经济增速预计将小幅放缓，但仍可维持在 2.5% 左右。

图 2：2008~2017 年西班牙 GDP 增长率



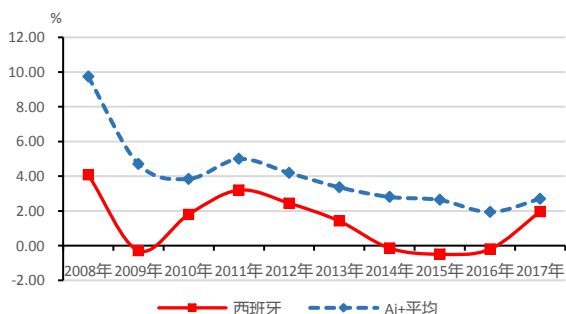
数据来源: IMF

通货膨胀率升幅较大，摆脱通缩威胁；失业率持续下降，但依然较高

主要受国际能源价格下跌影响，自 2014 年起，西班牙 CPI 增幅连续 3 年出现负值，经济进入轻微的通缩状态。但进入 2017 年后，因为国际石油等大宗商品价格回升和国内外需求的旺盛，西班牙的 CPI 增幅较前 3 个年度显著上升，当年的 CPI 同比增幅达到了 1.41%。通货膨胀率的回升使得西班牙有望摆脱通缩威胁。进入 2018 年，西班牙的 CPI 在 5 至 8 月国际能源价格高企的时间段维持了 2% 以上的增幅，但 11 月起开始下降。根据西班牙国家统计局的最新数据，11 月 CPI 同比增幅已跌至 1.7%。

与 A_{i+}级国家的平均水平相比，西班牙的通货膨胀率长期相对偏低，但最近两年，与前者的差距已经出现了明显的收窄趋势。

图 3：2008~2017 年西班牙 CPI 增幅

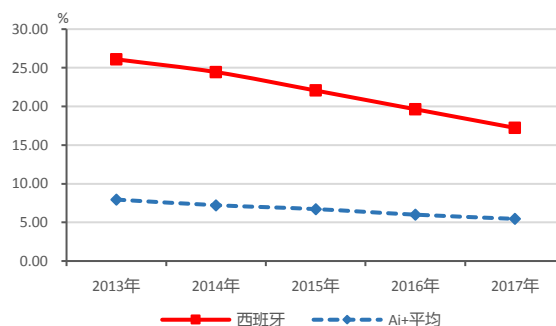


数据来源: IMF

随着经济的增长和劳动力市场的改革，西班牙长期居高不下的失业率近年来开始出现持续下降的趋势，已从 2013 年的 26.10% 下降至 2017 年的 17.23%。然而，与 A_{i+}级国家和地区的失业率平均水平相比，西班牙的失业率总体仍然很高。进入 2018 年后，西班牙的失业率继续保持下降走势，至二季度末已降至 14.55%，创

2009 年以来新低。

图 4：2013~2017 年西班牙失业率



数据来源: IMF

较紧的财政政策将小幅放宽，货币政策或将趋向稳健

在连续几年实施紧缩财政政策，财政赤字出现大幅度改观的情况下，拉霍伊政府已经做出了小幅放宽财政的姿态。2018 年 2 月，政府与工会达成协议，同意将公共部门员工的工资在未来 3 年上调 8.8%，同意将周工作时间调回 35 小时，同意增加公共部门员工的年金和其他社会福利，并适度增加公共投资；随后，这些政策也体现在拉霍伊政府制定的 2019 年的预算之中。

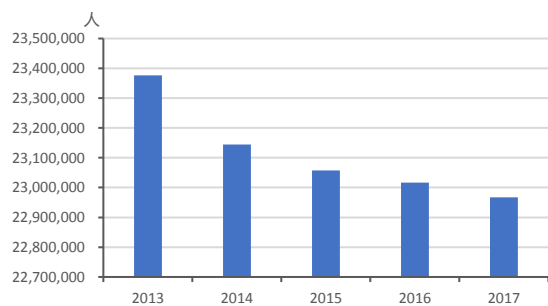
桑切斯首相在上台之初就确认将继续维持上届政府制定的预算，财政部长还与欧盟委员会达成了协议，将 2018 年和 2019 年的预算赤字占 GDP 比重从之前的 2.2% 和 1.3% 上调至 2.7% 和 1.8%。因此，未来两年，西班牙的财政政策将大概率出现小幅宽松。

货币政策方面，在美国升息缩表进程不断加快的形势下，欧央行也考虑对宽松的货币政策进行调整，虽然进入 2018 年后，欧盟的经济增速已经较上一年度出现了明显的下滑。10 月 26 日，欧央行证实将按原计划在今年年底前停止其量化宽松计划，表明欧盟复苏放缓和欧元区经济风险上升的态势不会阻止欧央行退出李量化宽松计划；但在此情形下，预计欧央行预计从明年开始的升息力度可能不会太大。

人口增长率较低，劳动力人口呈下降趋势，或将影响西班牙长期经济增长潜力

因人口出生率保持在较低的水平，以及人口老龄化加快，近年来，西班牙劳动人口出现持续下降的趋势，从 2013 年至 2017 年，西班牙总的劳动人口已经从 223.77 万下降至 98.87 万。另一方面，随着经济的持续增长，劳动力的需求将出现上升趋势。未来，劳动力可能出现的缺口，或将影响其长期经济增长的潜力。

图 5：2013~2017 年西班牙劳动人口变化



数据来源: IMF

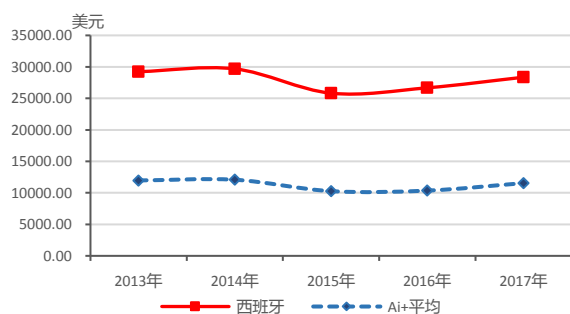
四、结构特征

经济发达程度较高，国家竞争力小幅下降

西班牙属于中等发达国家，人均 GDP 一直处于相对较高的水平。2017 年，西班牙的人均 GDP 到达 28,358.81 美元，较上一年的 26,676.55 美元上涨了 6.31%，除了经济增长的因素外，欧元对美元的升值也是重要原因之一。

从图 6 可以看出，西班牙的人均 GDP 水平与 A+ 级国家和地区的平均水平相比，明显偏高。

图 6：2013~2017 年西班牙人均 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，西班牙的全球竞争力指数达到了 4.70，在全球 137 个经济体中排名第 42 位，全球竞争力较强。与 2016 年的 33 位相比，下降了 1 位，表明西班牙的全球竞争力有所下降。

经济结构保持稳定，各产业具备一定的国际竞争力

2017 年，西班牙的三大产业增加值与 GDP 的比值分别为 2.59%、21.61% 和 66.44%，占比近年来基本保持稳定。

西班牙的农业、工业和服务业都具备一定的国际竞

争力。农业方面，西班牙是欧盟最大、全球第三的果蔬出口国，果蔬收入约占农业总产值的 40%，半数产品销往国外。工业方面，西班牙竞争力较强的产业既包括像产量占全球总产量一半的葡萄酒生产，以及机械和汽车制造等传统产业，也包括像产量列全球第二的太阳能产品制造、全球第四的风能设备制造，以及航天航空和生物技术等新兴产业。在服务业项下方面，西班牙的旅游行业表现极其突出，每年吸引的游客数量达到本国人口 180%，是世界第二大国际旅游目的地，旅游业的产值占到 GDP 的 11% 左右。

按支出法计算的 GDP 中，2017 年，最终消费在西班牙 GDP 中的占比为 76.19%，从整体看，西班牙属于消费驱动型的经济结构。投资占 GDP 比值为 21.15%，较上年略有上升。由于进口增幅小于出口，当年净出口占 GDP 比重为 2.67%，较上年小幅下降。

银行业表现自银行业危机后有明显改善，金融稳定性向好

西班牙金融体系由信贷市场、证券市场、货币市场和衍生品市场组成，银行业构成了金融体系的最主要部分，由央行（西班牙银行）负责监管。目前，商业银行已经成为西班牙银行体系的主要力量，在整个金融体系中所占比例超过 55%。在 2008 年的西班牙房地产危机和国际金融危机爆发之前，储蓄银行曾在西班牙银行体系中占据统治地位，但在 2008 年的危机中因房地产泡沫破裂而大量破产，并导致西班牙银行业出现系统性危机，西班牙政府被迫于 2011 年启动了金融体系改革，将储蓄银行通过改制为商业银行和与其他银行重组的方式逐步清退出了金融体系。

为了应对银行业的系统性危机，西班牙政府还于 2012 年向欧盟申请了救助资金以注资和改造金融部门，并取得了较好的效果：房贷的杠杆大幅度降低，银行的资本充足率上升，不良贷款率大幅度下降，盈利能力有所改善。截至 2017 年底，西班牙银行业的资本充足率达到 15.55%，已达到巴塞尔协议 III 的要求；不良贷款率降至 4.46%，较高峰时下降了 50% 以上，已低于欧元区平均水平；总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别达到 0.52% 和 20.03%。虽然部分银行的资产负债表依然还在修复之中，但总体来看，西班牙金融体系的稳定性明显向好。

五、公共财政实力

政府财政赤字下降较快，短期内有望降至警戒线以下

近年来，随着经济增长的恢复，西班牙的政府财政赤字与 GDP 比值呈现出快速下降的趋势，从 2013 至 2017，财政赤字与 GDP 的比重下降近 4 个百分点。

2017 年，西班牙政府财政收入达到了 4,447.11 亿欧元，较上一年度的 4,216.32 亿欧元上涨了 5.45%；财政支出为 4,809.16 亿欧元，较上一年度的 4,720.33 亿欧元上涨了 1.88%，低于财政收入的增速，使得西班牙 2017 年的财政赤字占比进一步下降，从 2016 年的 4.51% 降至 2017 年的 3.11%，接近 3% 的警戒线。

西班牙的财政收入以税收为主，占到 58.89%，其次是社保和其他收入，分别占 32.45% 和 9.02%；支出排在前三位的项目包括：社会福利，占总支出的 43.41%；公共部门员工工资，占总支出的 25.61%；以及政府物资和服务采购，占总支出的 12.20%。未来两年，随着经济的持续增长，西班牙的财政赤字占比有望继续小幅下降，回到 3% 的警戒线之内。

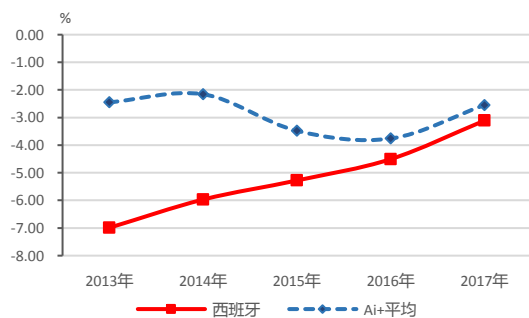
表 2：2013~2017 西班牙政府财政表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政收入 (亿欧元)	4,447.11	4,216.32	4,157.36	4,034.82	3,956.39
财政收入/GDP (%)	38.22	37.70	38.49	38.88	38.57
财政支出 (亿欧元)	4,809.16	4,720.33	4,727.40	4,654.24	4,673.26
财政支出/GDP (%)	41.33	42.20	43.77	44.85	45.56
财政盈余 (亿欧元)	-362.05	-504.01	-570.04	-619.42	-716.87
财政盈余/GDP (%)	-3.11	-4.51	-5.28	-5.97	-6.99

数据来源: IMF

与 A_i+ 级国家和地区平均水平比，西班牙财政赤字的 GDP 占比下降较快，从 2016 年起，已接近 A_i+ 级国家和地区的平均水平。

图 7：2013~2017 年西班牙财政盈余占 GDP 比重



数据来源: IMF

一般政府债务水平较高，近三年呈持续小幅下降趋势

2008 年之前，西班牙一般政府债务长期维持 40% 以下的较低水平，但受国际金融危机和国内金融部门系统性危机的影响，政府债务开始急剧攀升，至 2014 年与

GDP 的比值达到 100.37% 的历史高峰，远超欧盟规定的 60% 警戒线，在欧盟内也仅次于希腊和意大利。此后，随着经济形势的改善，一般政府债务的水平开始下降。截至 2017 年底，西班牙政府的一般政府债务总额为 11,446.29 亿欧元，占 GDP 的比重为 98.36%，较上一年的 98.99% 继续小幅下降，但仍处于较高水平。预计随着西班牙经济继续保持稳定增长，其一般政府债务与 GDP 的比值在未来两年有望保持下降的趋势。

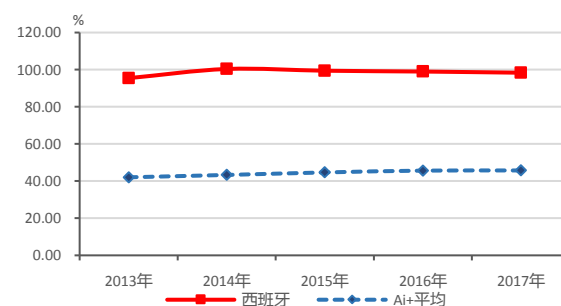
表 3：2013~2017 西班牙一般政府债务情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额 (亿欧元)	11,446.29	11,072.05	10,739.34	10,416.24	9,790.31
政府债务总额/GDP (%)	98.36	98.99	99.44	100.37	95.45
政府债务净额 (亿欧元)	1,004.75	967.33	925.93	887.78	831.80
政府债务净额/GDP (%)	86.34	86.48	85.73	85.54	81.10
利息支出/GDP (%)	2.53	2.54	2.71	3.00	2.94
财政收入/政府债务 (%)	38.85	38.08	38.71	38.74	40.41

数据来源: IMF

与 A_i+ 国家和地区的平均水平相比，西班牙的一般政府债务水平明显偏高。

图 8：2013~2017 年西班牙政府债务占 GDP 比重



数据来源: IMF

从一般政府债务的结构分析，截至 2017 年底，在西班牙所有一般政府债务中，本币债务占比达 99.86%，外币债务仅占 0.14%；国内债权人持有债务占比为 56.99%，国外债权人持有债务占比为 43.01%；长期债务的比重为 87.75%，短期债务的比重仅为 12.25%。总体来看，在本币债务为主的债务结构下，一般政府债务的偿付压力可控。

从利息支出与 GDP 比值看，总体水平适当，且呈下降的趋势，已从 2014 年 3.00% 的高位降至 2017 年的 2.53%，利息支出压力有所降低。

财政收入对政府债务保障能力一般，且近年来有所减弱

因为一般政府债务水平较高，西班牙财政收入对于

政府债务的保障能力相对较低。2017年，政府财政收入与政府债务总额的比值为38.85%，比上一年度略有上升，但和2013年40%以上的水平相比有所下降，表明财政收入对政府的债务保障能力小幅减弱。

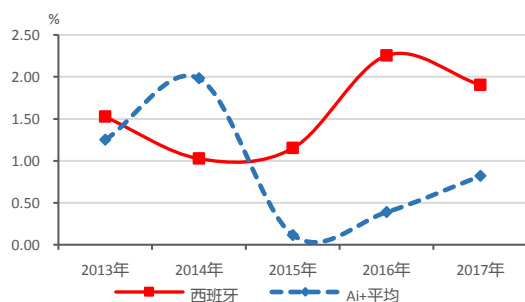
六、外部融资实力

对外贸易和经常账户保持盈余，国际投资净头寸常年赤字，且占比较高

西班牙的不少产品都具备较强的出口能力，对外贸易和经常账户多年维持盈余，因此，虽然初次和二次账户略有赤字，但经常账户整体仍保持盈余。2017年，西班牙经常账户盈余达到250.04亿美元，占GDP的比重为1.90%。

与A_i+国家和地区的平均水平相比，西班牙经常账户盈余总体偏高。

图9：2013~2017年西班牙经常账户平衡/GDP



数据来源：IMF

因为国内资本相对缺乏，而投资机会较多，多年来西班牙一直保持较高的外资净流入状态，国际投资净头寸常年维持赤字，截止2017年底，国际投资净头寸达到-11,278.30亿美元，占GDP的比重为-85.84%。

表4：2013~2017年西班牙经常账户及对外投资情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
进口额(亿美元)	4,145.92	3,708.42	3,669.37	4,169.43	3,945.36
出口额(亿美元)	4,529.31	4,108.10	3,956.71	4,510.30	4,392.42
贸易差额(亿美元)	383.39	399.68	287.34	340.88	447.06
CAR(亿美元)	5,323.20	4,895.12	4,706.08	5,385.89	5,242.14
CAB(亿美元)	250.04	279.03	137.76	141.36	207.56
CAB/GDP (%)	1.90	2.25	1.15	1.03	1.52
国际投资净头寸(亿美元)	-11,278.30	-9,832.67	-10,546.92	-12,327.50	-13,345.33
国际投资净头寸/GDP (%)	-85.84	-79.44	-88.01	-89.39	-97.96

数据来源：IMF

注：CAB指经常账户余额

外债水平较高，但均为本币债务，偿付压力可控

近年来西班牙的外债处于较高水平。截至2017年底，西班牙的外债总额为23,014.60亿美元，相当于GDP的175.16%，较上年末上升了近17个百分点。从外债的币种看，西班牙的外债绝大部分为本币债务，而本币欧元为国际储备货币，所以外债的偿付压力可控。

表5：2013~2017年西班牙外债情况

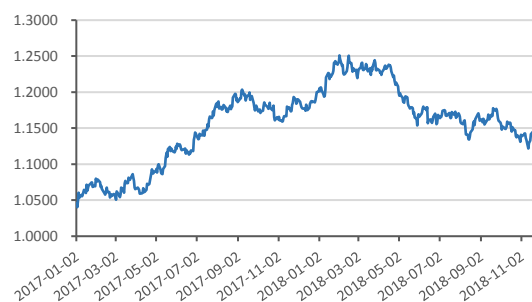
	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
外债总额(亿美元)	23,014.60	19,654.59	19,729.36	21,112.82	22,608.93
总外债/GDP (%)	175.16	158.79	164.63	153.09	165.96
政府外债(亿美元)	6,769.01	5,826.59	5,970.71	6,092.17	5,819.29
政府外债/总外债 (%)	29.41	29.64	30.26	28.86	25.74

数据来源：IMF

欧元升值较快，但逐渐趋于稳定

2017年年初，欧元兑美元的汇率稳定在1欧元兑1~1.10美元之间。此后，因为欧洲经济增长情况较好，政治经济风险相对下降，而美国在特朗普上台后，各项政策的不确定性加大，美元走势相对较弱，欧元出现比较明显的升值，至年底升至1.2左右。进入2018年，受欧盟经济复苏放缓、美国加息节奏加快等因素影响，欧元兑美元的汇率出现回调趋势，目前停留在1.15左右的水平，近期有望维持稳定。

图10：2017~2018年欧元兑美元汇率变化



数据来源：WIND

七、评级展望

西班牙的政局不确定性有所升高，结构性改革可能放缓；经济增速可能小幅下降，但依然较为强劲；通胀率上升，摆脱通缩威胁；财政赤字和政府债务水平有望继续下降；经常账户多年保持盈余，且呈走扩趋势；外债水平较高，但均为本币债务，偿债压力可控；本币欧元兑美元有望维持稳定，因此外部风险相对可控。综合分析，联合资信对西班牙主权信用评级展望为稳定。

西班牙主要数据

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
宏观数据					
GDP (亿欧元)	11,395.16	11,057.70	10,707.10	10,351.80	10,210.89
GDP (亿美元)	13,139.51	12,377.66	11,983.93	13,790.98	13,622.80
实际 GDP 增速 (%)	3.05	3.27	3.43	1.38	-1.71
CPI 增幅 (%)	1.96	-0.20	-0.50	-0.15	1.41
失业率 (%)	17.23	19.64	22.06	24.44	26.10
结构特征					
人均 GDP (美元)	28,358.81	26,676.55	25,821.78	29,686.68	29,237.72
农业增加值在 GDP 中占比 (%)	2.59	2.51	2.52	2.43	2.51
工业增加值在 GDP 中占比 (%)	21.61	21.30	21.43	21.10	21.24
服务业增加值在 GDP 中占比 (%)	66.44	66.93	66.78	67.47	67.46
银行业资本充足率 (%)	76.19	76.49	77.34	78.12	78.03
服务业增加值占 GDP 比重 (%)	21.15	20.49	20.39	19.45	18.71
最终消费消费占 GDP 比重 (%)	2.67	3.02	2.27	2.43	3.26
资本形成总额占 GDP 比重 (%)	15.55	14.85	14.66	13.68	13.28
银行业不良贷款率 (%)	4.46	5.64	6.16	8.45	9.38
银行 ROA (%)	0.52	0.39	0.48	0.43	0.38
银行 ROE (%)	20.03	22.23	20.59	18.78	18.64
国内总储蓄率 (%)	22.80	22.41	21.52	20.53	20.23
公共财政					
财政收入 (亿欧元)	4,447.11	4,216.32	4,157.36	4,034.82	3,956.39
财政收入/GDP (%)	38.22	37.70	38.49	38.88	38.57
财政支出 (亿欧元)	4,809.16	4,720.33	4,727.40	4,654.24	4,673.26
财政支出/GDP (%)	41.33	42.20	43.77	44.85	45.56
财政盈余 (亿欧元)	-362.05	-504.01	-570.04	-619.42	-716.87
财政盈余/GDP (%)	-3.11	-4.51	-5.28	-5.97	-6.99
政府债务总额 (亿欧元)	11,446.29	11,072.05	10,739.34	10,416.24	9,790.31
政府债务总额/GDP (%)	98.36	98.99	99.44	100.37	95.45
政府债务净额 (亿欧元)	1,004.75	967.33	925.93	887.78	831.80
政府债务净额/GDP (%)	86.34	86.48	85.73	85.54	81.10
财政收入/政府债务 (%)	38.85	38.08	38.71	38.74	40.41
利息支出/GDP (%)	2.53	2.54	2.71	3.00	2.94
外部融资					
进口总额 (亿美元)	4,145.92	3,708.42	3,669.37	4,169.43	3,945.36
出口总额 (亿美元)	4,529.31	4,108.10	3,956.71	4,510.30	4,392.42
进出口净额 (亿美元)	383.39	399.68	287.34	340.88	447.06
进出口总额/GDP (%)	66.02	63.15	63.64	62.94	61.20
经常账户收入 (亿美元)	5,323.20	4,895.12	4,706.08	5,385.89	5,242.14
经常账户余额 (亿美元)	250.04	279.03	137.76	141.36	207.56
经常账户余额/GDP (%)	1.90	2.25	1.15	1.03	1.52
国际投资净头寸 (亿美元)	-11,278.30	-9,832.67	-10,546.92	-12,327.50	-13,345.33
国际投资净头寸/GDP (%)	-85.84	-79.44	-88.01	-89.39	-97.96
外债总额 (亿美元)	23,014.60	19,654.59	19,729.36	21,112.82	22,608.93
政府外债总额 (亿美元)	6,769.01	5,826.59	5,970.71	6,092.17	5,819.29
外债总额/GDP (%)	175.16	158.79	164.63	153.09	165.96
政府外债/外债总额 (%)	29.41	29.64	30.26	28.86	25.74
经常账户收入/外债总额 (%)	78.64	84.01	78.82	88.41	90.08

数据来源：世界银行、IMF、西班牙财政部、西班牙国家统计局、西班牙央行

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 _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。