

# 西班牙王国跟踪评级报告

## 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

## 上次评级结果

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

2019年12月9日

## 主要数据

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
名义GDP(亿美元)	14,275.3	13,171.0	12,380.0	11,996.9	13,791.0
实际GDP增速(%)	2.6	3.0	3.2	3.7	1.4
CPI增幅(%)	1.7	2.0	-0.2	-0.5	-0.2
失业率(%)	15.3	17.2	19.6	22.1	24.4
人均GDP(美元)	30,733.2	28,381.1	26,681.6	25,849.7	29,686.7
财政盈余/GDP(%)	-2.5	-3.1	-4.5	-5.3	-6.0
政府债务/GDP(%)	97.1	98.1	99.0	99.3	100.4
财政收入/政府债务(%)	40.0	38.6	38.1	38.7	38.7
外债总额/GDP(%)	161.6	176.5	159.1	165.2	153.5
CAR/外债总额(%)	24.9	22.9	24.9	23.7	25.4

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

## 分析师:

王倩 张强

联合资信评估有限公司

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”)进行了跟踪评级, 确定维持西班牙长期本、外币信用等级均为A<sub>i</sub>+, 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。

2018年以来, 西班牙政局不确定性有所加剧, 提前大选后由于党派立场差异陷入组阁再现僵局, 面临再次大选, 加泰罗尼亚地区独立风波再起, 政局不确定性有所上升, 但短期看尚属可控范围; 受外贸表现不佳、私人消费下降影响, 西班牙经济增速有所回落, 通胀小幅下行, 失业率继续呈现下行态势, 但老龄化和低出生率将对经济发展潜力形成制约; 西班牙人均GDP水平稳步上升, 全球竞争力保持在较高排位, 银行业总体保持稳定向好; 得益于经济增长及政府减支增收的推进, 西班牙政府财政赤字持续收窄, 2018年已降至3%以下, 目前已脱离“超额赤字程序”; 政府债务水平小幅下行, 财政收入对政府债务的保障能力有所增强; 西班牙外债水平有所回落, 公共部门面临一定的外债偿付风险, 经常账户收入对政府外债的保障能力较强, 且外债几乎全部为欧元债务, 汇率风险极低, 外部融资能力很强, 有利于外债偿还。

## 优势

1. 政府财政赤字下降较快, 已脱离超额赤字程序, 财政状况显著好转;
2. 国家治理能力较为成熟, 强于同级国家;
3. 经济产业多样化, 经济发达程度高, 营商环境佳;
4. 本币欧元为储备货币, 外债几乎全部为欧元债务, 外部融资能力强。

## 关注

1. 提前大选后由于党派立场差异陷入组阁再现僵局, 面临再次大选, 加泰罗尼亚地区独立风波再起, 政局不确定性有所上升;
2. 政府债务水平远高于欧盟马约上限, 财政收入对政府债务保障程度一般;
3. 外债水平很高。

## 一、国家治理

### 西班牙提前大选后由于党派立场差异陷入组阁再现僵局，面临再次大选，政局不确定性有所上升

西班牙政治稳定性在欧盟国家中相对较弱，2018年以来政局不确定性有所加剧。2018年5月24日，西班牙法院对调查已久的执政党人民党受贿案做出判决，认定人民党多名高级成员多年来长期接受企业贿赂，为其参与政府建设项目提供便利。随后，西班牙主要反对党——佩德罗·桑切斯领导的工人社会党联合多个党派共同提出弹劾案，要求拉霍伊立刻下台。西班牙议会6月1日投票通过对首相拉霍伊的弹劾案，拉霍伊被弹劾下台。根据西班牙宪法规定，提出弹劾案的工人社会党总书记桑切斯随即就任首相。

然而，桑切斯领导的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。2019年4月28日，因2019年西班牙国家预算草案未能获得加泰罗尼亚分裂主义政党的支持而被否决，桑切斯宣布提前大选，比原定2020年6月提前了近13个月。桑切斯所在工人社会党获胜，共赢得123个席位，占全部席位约35%，获得提名首相人选的资格，但桑切斯在两轮议会投票表决中均被议会拒绝任命首相，同时，由于西班牙前总理拉霍伊领导的人民党拒绝与其形成组阁联盟，桑切斯政府组阁谈判也陷入僵局。目前，“工人社会党”能否成功组阁的关键在于其是否能和左翼政党“我们能”党以及其他小党组建执政联盟，但从眼下的形势看，由于党派立场差异导致组阁成功的前景渺茫。

西班牙此前由于组阁未果等原因，已经于2015年12月、2016年6月、2019年4月密集举行了三次大选。若目前西班牙各党派仍无法打破僵局，且11月二次大选后工人社会党仍未获得可单独组阁的众议院绝对多数席位，西班牙政局的不确定性将再次上升。政治和立法的不稳定性可能影响到投资、需求及就业，对经济增长产生拖累。

### 加泰罗尼亚地区独立风波再起，动乱升级，对西班牙政局及短期经济增长造成负面影响

长期以来，加泰罗尼亚本土主义者认为其与西班牙主体民族和文化有着本质性差异，应成立独立的民族国家。在经济上，加泰罗尼亚是西班牙最富庶的大区之一，每年财政收入的近三分之一由中央财政支援到西班牙其他地区，在欧洲相继受到金融危机和欧债危机冲击后，

加区经济在面临困境同时，不仅无法得到中央政府支持，反而要继续援助其他地区，从而加剧了加区民众与精英对西班牙中央政府的不满。

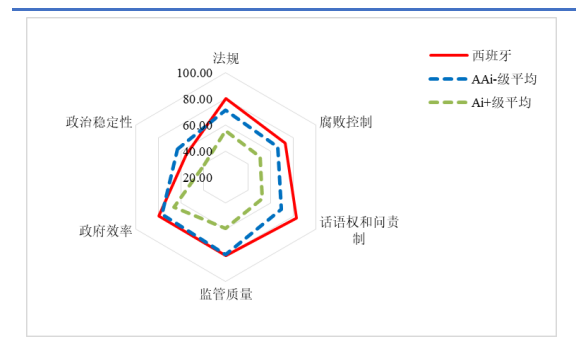
2019年10月14日，西班牙最高法院判处9名“加独”领导人9~13年不等的有期徒刑，其罪名是策划和鼓动了2017年西班牙加区政府就加泰罗尼亚地区独立的非法全民公投，违反了西班牙宪法及涉及国家主权的相关法律。西班牙政府这一举措点燃了加区暴乱的火星。从10月15日起，在加泰罗尼亚各个城市爆发抗议活动，18日抗议人数达到52万人，且出现暴力对抗警察、阻碍道路等暴力化、极端化行为以及阻碍机场、火车站等公共交通枢纽运营等严重扰乱公共秩序的行为。

目前，西班牙看守政府首相桑切斯拒绝与“加独”党派进行无条件对话，表示中央政府不会允许加泰罗尼亚独立。在即将到来的西班牙大选之际，桑切斯领导的“工人社会党”目前出于选举考虑，不会对加独派有任何让步，而“我们能”党一如既往地支持加泰公投，两党始终无法达成一致，也成为西班牙组阁无法成功的主要原因。

### 西班牙国家治理能力总体维持较强，腐败控制方面表现大幅改善，但政治稳定性和政府效率有所降低

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2018年西班牙政府各项治理能力百分比排名均值为75.1，较上一年度小幅上升，主要是得益于2018年西班牙对腐败现象的强力打击，因此在腐败控制方面的得分大幅改善；受弹劾事件导致的政府更迭影响，西班牙2018年在政治稳定性和政府效率方面的得分均有所下降。从图1可以看出，西班牙的国家治理能力显著高于A<sub>i</sub>+级国家平均水平，略高于AA<sub>i</sub>-级国家平均水平。

图1：西班牙国家治理能力（2018年）



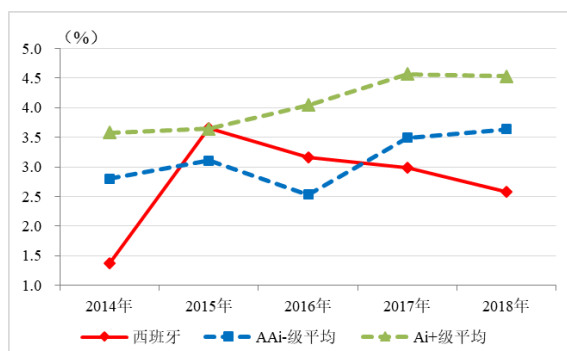
数据来源：世界银行

## 二、宏观经济政策与表现

**私人消费及净出口下跌令西班牙 2018 年经济增速小幅下滑；未来受欧盟内部经济放缓、英国脱欧以及国内政治环境影响，西班牙经济增速或仍将有所回落**

2018 年，西班牙名义 GDP 总量达到 12,082.5 亿欧元（约 14,275.3 亿美元），实际增速为 2.6%，较上年回落 0.4 个百分点，低于 AAi-级和 Ai+级国家平均水平（见图 2），近五年平均经济增速（2.8%）显著高于欧盟（2.1%）和欧元区（1.9%）的平均水平。至 2018 年，西班牙经济已连续 5 年正增长，但增幅连续 3 年下降。

图 2：西班牙实际 GDP 增速



数据来源：IMF

具体来看，2018 年，西班牙私人消费同比实际增长 1.8%，增速较上年下滑 1.2 个百分点；政府消费同比实际增长 1.9%，增速较上年上升 0.9 个百分点，主要是受公务人员工资上涨、政府相关支出增加影响。投资方面，2018 年西班牙固定资产投资同比增长 5.3%，主要是由于建筑行业增长以及相关机械、设备等固定资产投资所带动，但增速仍较上年小幅下降 0.6 个百分点。对外贸易方面，由于外部需求放缓及进口大幅增加，2018 年西班牙净出口大幅收窄，对经济的拉动作用显著下降。

2019 年以来，在欧元区整体增长尽显疲态的影响下，西班牙经济增速也呈现放缓态势。2019 年上半年，西班牙实际 GDP 同比增长 2.1%，增速较上年同期有所下滑。

2018 年底，西班牙通过政令，将西班牙最低工资标准由原来的 736 欧元上调至 900 欧元，提高了 22%，新令自 2019 年 1 月起开始实施。这是西班牙 40 余年来最大的年涨幅，将有效提升居民消费意愿和能力；投资方面，西班牙 2030 年前拟投资约 169 亿欧元建设大西洋走廊项目，其中 2019 年拟通过铁路基础设施管理局完成 17% 投资，同时西班牙国家电网在 2018-2022 年期间投资 60 亿欧元，较 2014-2019 年增加 15 亿欧元，用于

能源转型、巩固电信基础设施运营商领域地位、扩大国际业务和加快技术创新等，预计将显著拉动投资增长。外部方面，未来一段时间西班牙外贸出口形势将受到贸易保护主义、英国脱欧、欧盟整体经济减速等国际环境以及政治不确定性等国内环境的影响。综合以上因素，我们预计西班牙在未来两年内的经济增速将下降至 2.0% 左右的水平。

表 1：西班牙宏观经济表现

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
名义 GDP (亿欧元)	12,082.5	11,663.2	11,187.4	10,811.7	10,378.2
名义 GDP (亿美元)	14,275.3	13,171.0	12,380.0	11,996.9	13,791.0
实际 GDP 增速 (%)	2.6	3.0	3.2	3.7	1.4
CPI 增幅 (%)	1.7	2.0	-0.2	-0.5	-0.2
失业率 (%)	15.3	17.2	19.6	22.1	24.4

注：实际 GDP 增速以本币计算，不考虑汇率变动因素。

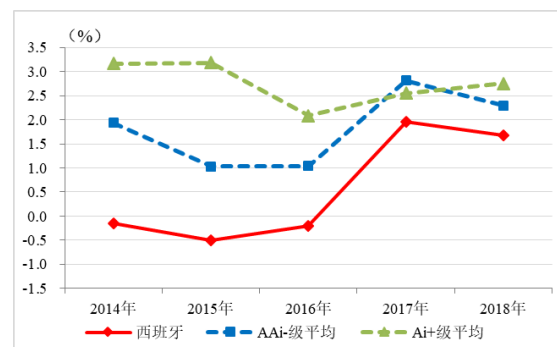
数据来源：IMF

**2018 年西班牙受工业耐用品价格下行影响通胀有所回落，随着经济增速放缓及需求压力降低，通胀或继续下行**

2018 年，西班牙全年 CPI 平均增幅为 1.7%，主要是由于能源类产品价格上涨所带动，增幅较上年下行 0.3 个百分点，耐用工业产品价格下行是西班牙 CPI 增幅放缓的主要原因。

2019 年上半年，西班牙物价水平继续呈现持续回落态势。2019 年 1-8 月，西班牙平均 CPI 增幅仅为 1.0%。油价、耐用工业品等价格的下跌是通胀下行的主要推动力。随着经济增速放缓，需求压力降低，预计 2019 年全年西班牙 CPI 平均增幅在 0.7% 左右，将低于欧洲央行 2% 的政策目标。

图 3：西班牙 CPI 增长率



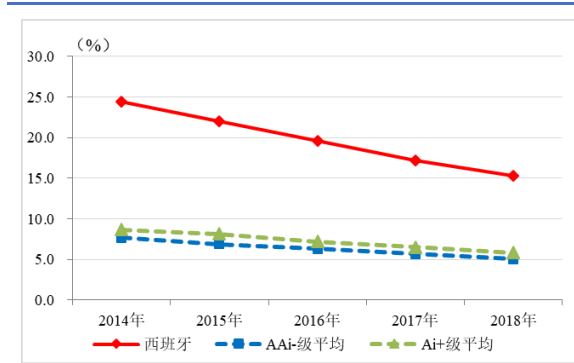
数据来源：IMF

受益政府近年劳动力市场改革措施显现成

### 效，失业率继续下降，但仍处于高水平，人口老龄化和低出生率继续制约经济发展潜力

2018年，得益于政府实施的一系列劳动力市场改革（包括放宽招聘和裁员规则、改变就业条件等措施）效果的逐步显现，西班牙失业率同比继续呈现显著下降。2018年，西班牙年均失业率为15.3%，较上年回落1.9个百分点。同时，西班牙青年就业率回升至2008年经济危机爆发以来最高水平。2018年底，西班牙16-24岁青年就业率66.5%，与2008年经济危机前约71%的水平相近，创过去10年最高记录。过去5年，西班牙青年就业状况不断好转，但整体青年就业率距离葡萄牙（79.8%）和法国（78.9%）等国仍有较大差距，在欧洲国家中仅高于意大利（65.3%）和希腊（56.4%）。与AAi-级和Ai+级国家平均水平相比，西班牙的失业水平显著偏高，但差距有所缩小（图4）。

图4：西班牙失业率



数据来源：IMF

2019年，西班牙将新增就业人数预计将达到40.4万，2020年预计新增34.6万，增速分别为2.1%和1.8%，较近几年的2.5%有所下降，就业增速虽放缓但质量提高，全职就业和工薪人数增加，就业不足现象减少。未来两年新增的75万个岗位中将有更多的岗位转向第三产业，预计55.1万来自服务业，12.7万来自工业，6万来自建筑业，较经济危机前更多地转向第三产业。到2020年，服务业在就业中占比将达3/4。

但另一方面，由于西班牙人口出生率低水平继续下降（8.4%），以及人口老龄化（65岁及以上人口占比19.4%）加快，近年来，西班牙劳动人口出现持续下降的趋势。劳动力可能出现的缺口，或将影响其长期经济增长的潜力。

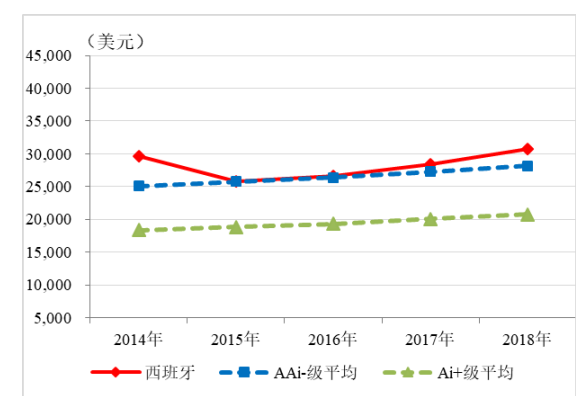
### 三、结构特征

#### 西班牙人均GDP水平很高且持续增长，经济发达程度持在很高水平，全球竞争力维持在较高排位

西班牙经济发达程度很高，人均GDP位居世界前列，2018年西班牙人均GDP为30,733.2美元，较上年增长8.3%。从图5可以看出，近五年西班牙人均GDP显著高于AAi-级国家平均水平，略高于AAi-级国家的平均水平。

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2018年西班牙的全球竞争力指数为74.2，在全球140个经济体中排名第26位，较2017年排名下跌1位，表明西班牙全球竞争力仍旧处于较强区间，领先中国（28）、意大利（31）和葡萄牙（34），稍落后于马来西亚（24）和冰岛（25）。具体来看，具体来看，西班牙在“健康”方面继续全球领先，在“信息技术”、“基础设施”、“市场规模”等方面的表现有所改善且优势较为突出，其中“基础设施”项目列全球第10位，“市场规模”位于全球第16位；但在“劳动力市场”、“宏观经济稳定性”等方面改善有限，与整体排名相比仍相对落后。

图5：西班牙人均GDP



数据来源：IMF

#### 经济增长依然主要依靠消费驱动，产业结构稳定且处于合理水平，对外依存度高位有所上升

西班牙消费总支出占GDP比重近80%，是经济增长的主要引擎。2018年，西班牙私人消费和政府消费占GDP的比值分别为58.3%和18.6%，前者较上年下降0.1个百分点，后者与去年持平。投资方面，受房产投资带动，2018年西班牙资本形成总额占GDP的比值达到20.4%，较上年提高1.0个百分点。进出口方面，2018年

由于进口额上升，出口增速放缓，西班牙净出口下降，净出口占 GDP 的比值为 1.9%，但较上年下降 1.0 个百分点。2018 年西班牙进出口总额占 GDP 的比值为 66.5%，同比上升 0.6 个百分点，对外贸易依存度依然较低。

2018 年西班牙三大产业占 GDP 的比重分别为 2.9%、24.2% 和 72.9%，与上年相比三大产业结构基本保持不变。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，西班牙造船业竞争力较强，西班牙共有 35 家造船厂和 16 家修船厂，如包括配套工厂则总共达到 250 家，年销售额共计 15 亿美元。西班牙的 Izar 集团为世界第九大造船集团。纺织、服装和制鞋业也是西班牙重要传统产业。此外，西班牙葡萄酒产量占全球总产量一半，机械和汽车制造等传统产业也较为发达，此外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今年发展也较为亮眼。在服务业方面，西班牙服务业中尤以旅游和金融业较为发达。由于地处南欧，阳光充足，西班牙的旅游业表现极其突出，每年吸引的游客数量达到本国人口 180%，是除法国外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。

### 西班牙金融体系和银行业的稳定性明显向好

为了应对银行业的系统性危机，西班牙政府于 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 2018 年底，西班牙银行业的资本充足率达到 15.6%，同比持平；不良贷款率为 3.7%，同比下降 0.8 个百分点，已优于欧盟平均水平（约 5.0%）。资产质量继续改善。2018 年，西班牙银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别达到 0.6% 和 8.1%，分别较 2017 年持平 and 下降 0.7 个百分点。总体来看，西班牙金融体系的稳定性明显向好。

## 四、公共财政实力

### 西班牙政府增收减支政策下财政赤字继续降低，已脱离欧盟“超额赤字程序”

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

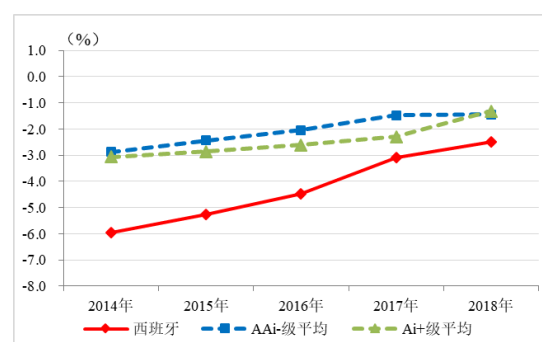
的姿态。2018 年 2 月，政府与工会达成协议，同意将公共部门员工的工资在未来 3 年上调 8.8%，同意将周工作时间调回 35 小时，同意增加公共部门员工的年金和其他社会福利，并适度增加公共投资；随后，这些政策也体现在拉霍伊政府制定的 2019 年的预算之中。

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。

2018 年，通过扩大企业税基等税收措施及缩减政府规模等节支措施，西班牙的政府财政赤字进一步得到削减，财政状况进一步好转。2018 年，西班牙政府财政收入达到了 4,695.4 亿欧元，较上年增长 6.2%，财政收入相当于 GDP 的比值达到 38.9%，较上年上升 1.0 个百分点。从收入结构看，西班牙财政收入中 59% 左右来自于税收，其中，间接税（增值税、消费税）占总税收的比重约为 52%，直接税（个人所得税、公司所得税）占比约 27%，其余主要是资本利得税。除税收外，西班牙社保收入占财政收入总额约 32%，其他收入占比约 9%。

2018 年，西班牙政府财政支出为 4,995.2 亿欧元，较上年增长 4.5%，低于财政收入的增速，与西班牙政府缩减政府开支有关；财政支出相当于 GDP 的比值为 41.3%，较上年上升 0.3 个百分点。西班牙财政支出主要用于社会福利支出（45%）、公务人员工资（25%）、政府物资及服务采购（12%）等，其中社会福利支出占比超过 65%，支出结构刚性较强，令西班牙削减财政支出压力较大，若想进一步削减财政赤字可能会受民意掣肘。

图 6：西班牙财政盈余相当于 GDP 的比值



数据来源：IMF

表 2：西班牙政府财政表现

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
财政收入 (亿欧元)	4,695.4	4,422.2	4,221.6	4,157.4	4,034.8
财政收入/GDP	38.9	37.9	37.7	38.5	38.9
财政支出 (亿欧元)	4,995.2	4,781.3	4,721.6	4,727.4	4,654.2
财政支出/GDP	41.3	41.0	42.2	43.7	44.8
财政盈余 (亿欧元)	-299.8	-359.0	-500.0	-570.0	-619.4
财政盈余/GDP	-2.5	-3.1	-4.5	-5.3	-6.0

数据来源：IMF

2018年，西班牙政府财政赤字同比减少16.5%至299.8亿欧元，占GDP的比值降至2.5%，同比下降0.6个百分点，处于近十年的最低位，且已符合低于3%的解除“超额赤字程序”状态（EDP）条件，已于2019年6月正式被欧盟委员会确认结束过度赤字状态。但与AAi-级和Ai+级国家平均水平相比，西班牙政府财政赤字水平仍然偏高（图6）。

**一般政府债务水平一般且略有上升，显著高于同级别国家；政府债务结构合理，偿债压力可控**

截至2018年底，西班牙一般政府债务总额为11,731.1亿欧元，较上年增长2.5%；政府债务总额与GDP的比值为97.1%，较上年下降1.0个百分点，近年连续呈现小幅下降趋势，政府债务负担略有减轻。从图7可以看出，近五年西班牙一般政府债务水平虽然处于小幅下降趋势，但仍明显高于AAi-级和Ai+级国家平均水平，同时远超欧盟《马斯特里赫特条约》中规定的60%的上限。

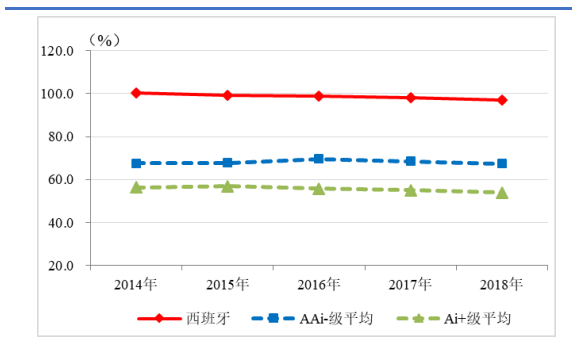
从一般政府债务的结构分析，截至2018年底，在西班牙所有一般政府债务中，本币债务占比约99%，外币债务仅占不到1%；国内债权人持有债务占比为57%，国外债务人持有债务占比为43%；长期债务的比重为87.8%，短期债务的比重仅为12.2%。总体来看，在本币债务为主的债务结构下，一般政府债务的偿付压力可控。

表3：西班牙一般政府债务情况

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
政府债务总额（亿欧元）	11,731.1	11,444.3	11,072.2	10,739.3	10,416.2
政府债务总额/GDP（%）	97.1	98.1	99.0	99.3	100.4
财政收入/政府债务总额（%）	40.0	38.6	38.1	38.7	38.7

数据来源：IMF

图7：西班牙政府债务相当于GDP的比值



数据来源：IMF

**财政收入对政府债务保障能力较低，但较**

**上年小幅上升**

近年来，西班牙财政收入对政府债务的保障能力呈现波动上升的趋势。2018年，西班牙政府财政收入与政府债务总额的比值为40.0%，虽然较上年上升1.4个百分点，但财政收入对政府债务的保障能力仍处于较低水平。

虽然西班牙政府财政政策有所放松，但仍延续了缩减支出规模等整固措施，加上经济保持较为稳定的增速以及欧洲央行下调利率并重启QE，政府利息支出成本下行，预计2019年西班牙财政赤字率和一般政府债务占GDP的比值将分别小幅下行至2.2%和96.4%左右的水平。

**五、外部融资实力**

**对外贸易和经常账户仍处于顺差状态，但由于进口大幅增加顺差均呈现显著收窄；但国际投资状况有所改善**

西班牙贸易伙伴主要是欧盟国家，2018年，约有67%的出口和54%的进口都在欧盟国家内部完成，主要是法国、德国、意大利、葡萄牙及英国等，受欧盟外干扰较小，独立性相对较强，因此西班牙面临的外部形势好于德意等国。

2018年，西班牙商品和服务出口总额达4,886.4亿美元，较上年增长7.9%，增速较2017年同期有所下滑，反映了2018年以来欧盟经济放缓带来的外需下降；进口总额为4,610.5亿美元，较上年增长11.2%，大幅超越出口，主要得益于西班牙本轮经济增长背景下依然强劲的内需增长。对外贸易依然保持了顺差，顺差规模为275.8亿美元，同比大幅收窄28.1%。

2018年，西班牙经常账户收入达到5,746.3亿美元，较上年增长7.9%。2018年，西班牙经常账户继续保持盈余状态，经常项目余额为131.7亿美元，但由于商品及服务进口额大幅增加，经常项目盈余同比大幅收窄45.8%。顺差规模相当于GDP的比值为0.9%，较上年降低0.9个百分点，经常账户盈余规模同比显著收窄。

从国际投资情况看，由于西班牙基础设施完善，是著名的旅游度假胜地，吸引了大量的房地产相关外资流入，国际投资净头寸常年为负。2018年，西班牙继续处于净债务国地位。截至2018年底，西班牙国际投资净头寸为-10,660.8亿美元，较上年下降18.0%；国际投资净头寸相当于GDP的比值为-74.7%，较上年上升14.3个百分点，国际投资状况有所改善。

**表 4：西班牙经常账户及国际投资情况**

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
出口总额 (亿美元)	4,886.4	4,529.3	4,108.1	3,956.7	4,510.3
进口总额 (亿美元)	4,610.5	4,145.9	3,708.4	3,669.4	4,169.4
净出口 (亿美元)	275.8	383.4	399.7	287.3	340.9
经常账户收入 (亿美元)	5,746.27	5,323.20	4,895.12	4,706.08	5,385.89
经常账户余额 (亿美元)	131.7	242.9	279.4	139.3	149.1
经常账户余额/GDP (%)	0.9	1.8	2.3	1.2	1.1
国际投资净头寸 (亿美元)	-10,660.8	-11,725.5	-10,061.9	-10,530.9	-12,342.1
国际投资净头寸/GDP (%)	-74.7	-89.0	-81.3	-87.8	-89.5

数据来源: IMF

外债水平在较高水平有所下降，公共部门面临一定的外债偿付压力，经常账户收入对政府外债保障能力一般，但欧元储备货币地位对外部融资能力形成较强保障

截至 2018 年底，西班牙外债总额为 23,073.7 亿美元，较上年小幅下降 0.7%；外债总额相当于 GDP 的比值为 161.6%，较上年降低 14.9 个百分点，但依然处于较高水平。相较而言，从近五年的情况看，西班牙的外债负担显著高于 AAi-级和 Ai+级国家平均水平（见图 8）。

从外债结构看，西班牙外债以公共部门（政府、央行）构成为主。截至 2019 年一季度末，西班牙一般政府和央行外债在外债总额中的占比分别为 30.2% 和 23.4%，合计占比过半；此外金融机构外债占比为 21.5%，公司间借贷形成的外债占比 10.8%，其他部门外债占比 14.1%。西班牙公共部门面临一定的外债偿付压力。

从期限结构来看，截至 2019 年一季度末，西班牙外债中短期外债占比为 38.6%，较上年略有下降，短期外债偿还压力较大。从币种结构来看，西班牙几乎全部外债均为本币债务，而欧元作为国际储备货币，大幅降低了外债偿还所面临的汇率风险。

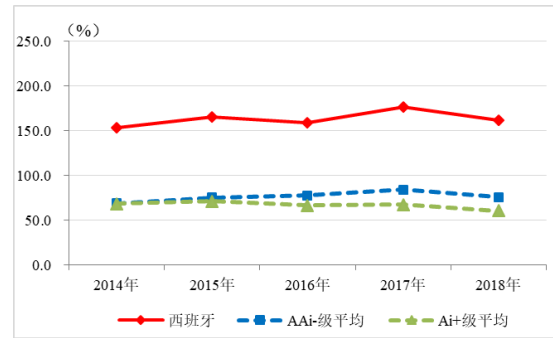
得益于贸易盈余的扩大及外债规模得到控制，2018 年西班牙经常账户收入相当于外债总额和政府外债的比值分别为 24.9% 和 83.8%，较上年分别提升 2.0 个和 5.8 个百分点，但保障程度依然偏弱。

**表 5：西班牙外债及外债保障情况**

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
外债总额 (亿美元)	23,073.7	23,247.9	19,691.2	19,823.0	21,169.1
外债总额/GDP (%)	161.6	176.5	159.1	165.2	153.5
政府外债 (亿美元)	6,857.8	6,828.3	5,826.6	6,005.7	6,093.6
政府外债/外债总额 (%)	29.7	29.4	29.6	30.3	28.8
经常账户收入/外债总额 (%)	24.9	22.9	24.9	23.7	25.4
经常账户收入/政府外债 (%)	83.8	78.0	84.0	78.4	88.4

数据来源: IMF

**图 8：西班牙外债相当于 GDP 的比值**



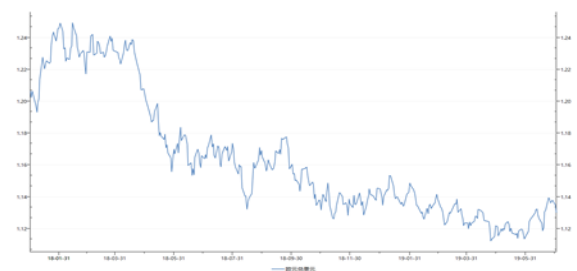
数据来源: IMF

**2018 年欧元走弱，2019 年欧元兑美元汇率或仍将呈现波动态势，但波动幅度预计有限**

2018 年，在美联储连续四次加息、欧元区经济增速放缓、欧盟内部分裂加剧等因素共同作用下，欧元表现较为疲弱，欧元兑美元全年贬值 4.5% 左右。进入 2019 年以来，欧元兑美元汇率维持下行态势，但下行幅度有所趋缓。

由于欧洲央行已于 9 月 12 日推出旨在支持欧元区经济的一揽子宽松货币政策，将存款利率下调 10 个基点至 -0.5%，同时宣布重启 QE，进一步展现出“鸽派”姿态；而美联储于 2019 年 7 月底降息 25 个基点后，分别又于 9 月 19 日和 10 月 31 日分别各降息 25 个基点至 1.5%~1.75%，年内三次降息，货币政策进一步宽松。未来一段时间欧元兑美元汇率或呈现一定波动，但波动幅度不会太大，对外债偿付造成的影响有限。

**图 9：欧元兑美元汇率变化**



数据来源: Wind

## 六、评级展望

未来 1~2 年，由于桑切斯领导的工人社会党与“我们能党”等党派围绕加泰罗尼亚独立等问题的政见分歧，西班牙再次大选后仍面临组阁困境，同时加泰罗尼亚地区的骚乱形势也将为西班牙政局带来更多的不确定性；

受欧盟经济前景不佳需求放缓、英国脱欧以及国内政局等影响，西班牙经济增速或将小幅下滑，但仍将维持在相对稳定增速，通货膨胀和就业情况也有望保持稳定；虽然西班牙政府财政政策有所放松，但仍延续了缩减支出规模等整固措施，加上经济相对稳定的增长以及欧元区降息、重启量化宽松后债务成本的下降，预计西班牙财政赤字和政府债务水平仍将延续下行趋势；西班牙外债水平有望继续下降，经常账户收入对政府外债的保障程度有所加强，欧元汇率趋稳也将有利于西班牙外债的偿还。综合评估，联合资信确定维持西班牙主权信用评级展望为稳定。



## 西班牙主要数据

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
<b>宏观数据</b>					
名义 GDP (亿欧元)	12,082.5	11,663.2	11,187.4	10,811.7	10,378.2
名义 GDP (亿美元)	14,275.3	13,171.0	12,380.0	11,996.9	13,791.0
实际 GDP 增速 (%)	2.6	3.0	3.2	3.7	1.4
CPI 增幅 (%)	1.7	2.0	-0.2	-0.5	-0.2
失业率 (%)	15.3	17.2	19.6	22.1	24.4
<b>结构特征</b>					
人均 GDP (美元)	30,733.2	28,381.1	26,681.6	25,849.7	29,686.7
第一产业占 GDP 的比值 (%)	2.9	3.0	3.0	2.9	2.7
第二产业占 GDP 的比值 (%)	24.2	24.1	23.5	23.3	23.2
第三产业占 GDP 的比值 (%)	72.9	72.9	73.6	73.9	74.1
私人消费支出占 GDP 的比值 (%)	58.3	58.4	58.2	58.5	59.4
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	18.6	18.6	19.1	19.5	19.6
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	20.4	19.4	18.8	19.0	17.9
净出口占 GDP 的比值 (%)	1.9	2.9	3.2	2.4	2.5
进出口总额/GDP (%)	66.5	65.9	63.1	63.6	62.9
银行业资本充足率 (%)	15.6	15.6	14.9	14.7	13.7
银行业不良贷款率 (%)	3.7	4.5	5.6	6.2	8.5
银行业 ROA (%)	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4
银行业 ROE (%)	8.1	6.7	5.5	7.1	5.7
<b>公共财政</b>					
财政收入 (亿欧元)	4,695.4	4,422.2	4,221.6	4,157.4	4,034.8
财政收入/GDP (%)	38.9	37.9	37.7	38.5	38.9
财政支出 (亿欧元)	4,995.2	4,781.3	4,721.6	4,727.4	4,654.2
财政支出/GDP (%)	41.3	41.0	42.2	43.7	44.8
财政盈余 (亿欧元)	-299.8	-359.0	-500.0	-570.0	-619.4
财政盈余/GDP (%)	-2.5	-3.1	-4.5	-5.3	-6.0
政府债务总额 (亿欧元)	11,731.1	11,444.3	11,072.2	10,739.3	10,416.2
政府债务总额/GDP (%)	97.1	98.1	99.0	99.3	100.4
财政收入/政府债务 (%)	40.0	38.6	38.1	38.7	38.7
<b>外部融资</b>					
出口总额 (亿美元)	4,886.4	4,529.3	4,108.1	3,956.7	4,510.3
进口总额 (亿美元)	4,610.5	4,145.9	3,708.4	3,669.4	4,169.4
净出口 (亿美元)	275.8	383.4	399.7	287.3	340.9
经常账户收入 (亿美元)	5,746.3	5,323.2	4,895.1	4,706.1	5,385.9
经常账户余额 (亿美元)	131.7	242.9	279.4	139.3	149.1
经常账户余额/GDP (%)	0.9	1.8	2.3	1.2	1.1
国际投资净头寸 (亿美元)	-10,660.8	-11,725.5	-10,061.9	-10,530.9	-12,342.1
国际投资净头寸/GDP (%)	-74.7	-89.0	-81.3	-87.8	-89.5
外债总额 (亿美元)	23,073.7	23,247.9	19,691.2	19,823.0	21,169.1
外债总额/GDP (%)	161.6	176.5	159.1	165.2	153.5
政府外债总额 (亿美元)	6,857.8	6,828.3	5,826.6	6,005.7	6,093.6

政府外债/外债总额 (%)	29.7	29.4	29.6	30.3	28.8
经常账户收入/外债总额 (%)	24.9	22.9	24.9	23.7	25.4
经常账户收入/政府外债 (%)	88.4	78.4	84.0	78.0	83.8

数据来源：世界银行、IMF、西班牙财政部、西班牙统计局、西班牙国家银行、欧洲央行

## 国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合评级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 <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。