

信用评级公告

联合〔2021〕7186号

联合资信评估股份有限公司通过对匈牙利及其相关债项的信用状况进行综合分析和评估，确定维持匈牙利主体区域长期信用等级为 AAA，“18 匈牙利债 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十六日

匈牙利2021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
18 匈牙利债 01	20 亿元	2021/12/19	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2021 年 7 月 26 日

主要数据

项 目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
GDP (亿美元)	1,550.5	1,635.1	1,604.1	1,430.5	1,285.1
GDP 增长率 (%)	-5.0	4.6	5.4	4.3	2.1
人均 GDP (美元)	15,870	16,734	16,409	14,615	13,094
CPI 增幅 (%)	3.3	3.4	2.8	2.4	0.4
失业率 (%)	4.1	3.3	3.6	4.0	5.0
财政盈余/GDP (%)	-8.1	-2.1	-2.1	-2.4	-1.8
政府债务/GDP (%)	80.4	65.5	69.1	72.2	74.9
财政收入/政府债务	54.1	66.6	63.4	61.1	60.1
外债总额/GDP (%)	85.2	71.7	76.4	88.4	91.4
CAR/外债总额 (%)	101.0	125.3	119.8	105.8	103.1
外汇储备/外债总额 (%)	31.3	27.1	25.6	22.1	22.0

注: 1. GDP 增长率指实际 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;

5. 外汇储备为官方外汇储备

分析师

程泽宇 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

2020 年, 在新型冠状病毒肺炎疫情(以下简称“新冠疫情”)的冲击下, 匈牙利经济陷入衰退, 但政府采取了积极的应对措施以缓解新冠疫情对经济造成的负面影响, 国内失业率仅小幅上涨, 通胀水平依旧位于可控区间。新冠疫情对匈牙利的经济结构和产业结构的冲击相对较小, 银行业整体运行稳健。政府为提振经济采取了一系列财政支持计划, 导致财政赤字水平上升且政府债务压力加重, 财政收入对政府债务的保障能力有所削弱。尽管匈牙利外债压力有所增大, 但外债偿付能力依旧保持强劲。同时, 联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也考虑到了中国和匈牙利之间持续加深的双边政治经贸关系、续签且规模扩大的货币互换协议等因素。展望未来, 在新冠疫情逐步缓解以及政府经济保护政策的支持下, 匈牙利经济有望在 2021 年和 2022 年逐步复苏。

综合评估, 联合资信确定维持匈牙利区域长期信用等级为 AAA, “18 匈牙利债 01”信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

1. 欧盟对匈牙利持续提供资金支持, 有助于促进其经济复苏;
2. 匈牙利持续实现贸易盈余, 经常账户基本保持平衡, 外债偿付能力依旧保持强劲;
3. 政府治理能力相对较强;
4. 银行业运行稳健, 资产质量得到持续改善;
5. 存续债券的偿还来源为一般政府预算, 偿还来源保持相对稳定。

关注

1. 2020 年新冠疫情对匈牙利的经济增长、财政状况及外部表现造成较大负面冲击;
2. 政府经济保护计划的推出扩大了财政赤字并加重了政府债务压力, 政府债务偿付能力有所削弱;

¹ 指中国区域长期信用等级。

3. 人口老龄化及劳动力短缺将对匈牙利经济增长潜力产生不利影响；
4. 对外贸易依存度较高，经济增长易受外部环境变化影响。

声 明

一、本报告中引用的资料主要由匈牙利提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、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匈牙利构成委托关系外，联合资信、评级人员与匈牙利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，未因发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自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。

匈牙利 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司关于匈牙利的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、国家概况

匈牙利是一个位于中东欧地区的内陆国家，领土面积 9.3 万平方公里，其中三分之二是平原，其余为丘陵。行政区域划分为首都和 19 个州，首都布达佩斯是全国政治、经济和文化中心。匈牙利全国总人口约 977.1 万（截至 2019 年末）。匈牙利是维谢格拉德集团、欧洲联盟（以下简称“欧盟”）、北大西洋公约组织、《申根公约》等国际或区域性组织的重要成员国，但尚未加入欧元区，其官方货币为匈牙利福林。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

匈牙利于 2018 年和 2019 年在中国银行间债券市场分别发行“17 匈牙利债 01BC”和“18 匈牙利债 01”。其中，“17 匈牙利债 01BC”已于 2020 年 7 月 27 日到期，且本息均已按时足额兑付。截至本报告出具日，“18 匈牙利债 01”募集资金已按规定用途使用完毕，且已按时付息。

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
18 匈牙利债 01	20.0	20.0	2018/12/19	2021/12/19

资料来源：Wind，联合资信整理

四、国家治理

2020 年，匈牙利政局继续保持稳定，政府对新型冠状病毒肺炎疫情（“新冠疫情”）采取的果断应对措施反映出其国家治理能力较强

在 2019 年 5 月举行的欧洲议会选举中，匈牙利执政党联盟获得了国内民众 52.6% 的选票，是欧盟各成员国中得票率最高的执政党/联盟之

一，显示匈牙利民众对政府的支持率较高，匈牙利政局继续保持稳定。根据当地研究机构 2021 年 6 月的民调预测，欧尔班·维克多在 2022 年的匈牙利议会选举中占据优势地位。从历史情况来看，我们预计 2022 年议会选举后政府的政策连续性有望得到维持。

面对新冠疫情在匈牙利的蔓延，匈牙利政府采取了果断措施，于 2020 年 3 月 11 日宣布全国进入紧急状态，采取了禁止疫区旅客入境、更为严格的边境管控以及关闭部分公共场所等措施。6 月 28 日，由于疫情有所好转，匈牙利政府宣布终止国家紧急状态。2021 年以来，随着匈牙利的疫苗接种人数达到 500 万人次，政府于 6 月逐步重启申根边界。总体来看，匈牙利政府一系列果断措施有效遏制了新冠疫情在匈牙利的蔓延，显示出匈牙利政府具有较强的国家治理能力。

匈牙利有望在未来持续获得欧盟的资金支持

在匈牙利与欧盟关系方面，目前匈牙利与欧盟共同出资以及使用欧盟 2014-2020 年财政预算周期配额的在建项目均进展顺利。从长期看，匈牙利有望获得创历史纪录的欧盟资金援助。一方面，在 2021-2027 年，匈牙利有望获得来自于欧盟凝聚力基金的 225 亿欧元以及农业政策基金的 119 亿欧元资金；另一方面，匈牙利有权从“下一代欧盟”复兴基金中获得 85 亿欧元的贷款。总体而言，匈牙利与欧盟保持着良好的关系，且匈牙利有望在未来持续获得欧盟的资金支持。

匈牙利国家治理能力相对较强

根据世界银行公布的国家治理指数，2019 年，匈牙利政府各项治理能力百分比排名均值为 65.8，较上年（67.3）小幅回落。尽管匈牙利在“人民话语权和问责制”“法规”和“腐败控制”方面的得分有所下滑，但在“监管质量”方面较

上年有所改善，并在“政治稳定性”和“政府效率”等方面继续保持稳定。总体看，匈牙利国家治理水平仍较高（图1）。

图1 匈牙利国家治理能力情况（2019年）



数据来源：世界银行

五、宏观经济政策和表现

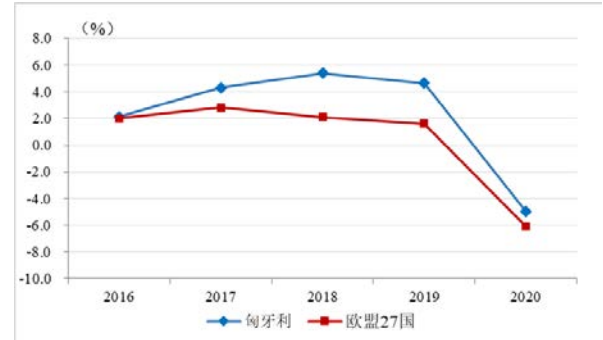
受新冠疫情冲击 2020 年匈牙利经济增速陷入衰退，预计其 2021 年经济将有所复苏

新冠疫情暴发打破了匈牙利在 2013-2019 年期间的经济持续增长趋势。疫情带来的供应链中断、需求下降以及政府为应对疫情采取的限制封锁措施等因素导致匈牙利多个经济部门的产出大幅下降，2020 年二季度经济增速大幅下跌至 -13.3%。为推动经济复苏，匈牙利政府采取了宽松的货币政策和积极的财政政策，资金救助规模合计接近其 GDP 总量的 30% 左右。得益于这些措施，再加上新冠疫情相关封锁举措的放松及全球供应链的修复，匈牙利工业、建筑业以及旅游业的经济活动在下半年明显反弹。2020 年，匈牙利 GDP 总量为 1,550.5 亿美元（或 47.7 万亿匈牙利福林），实际 GDP 增速为 -5.0%，虽然增速由正转负，但仍高于欧盟地区平均经济增速 1.1 个百分点（图2）。

具体来看，由于新冠疫情对经济产生一系列负面冲击，2020 年匈牙利资本形成总额和固定资本形成总额分别下降了 4.5% 和 7.3%，对经济增长的拉动效应直接下滑 1.5 个百分点；家庭消费支出下降了 2.8%，然而政府消费支出则增长了

2.8%；此外，净出口对经济增长的贡献度也有所下降。

图2 匈牙利经济增长情况



数据来源：匈牙利中央统计办公室、欧盟统计局

表2 匈牙利宏观经济表现情况

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
GDP（万亿匈牙利福林）	47.7	47.5	43.4	39.2	36.2
GDP（亿美元）	1,550.5	1,635.1	1,604.1	1,430.5	1,285.1
GDP 增长率（%）	-5.0	4.6	5.4	4.3	2.1
CPI 增幅（%）	3.3	3.4	2.8	2.4	0.4
失业率（%）	4.1	3.3	3.6	4.0	5.0

注：GDP 增长率指实际 GDP 增长率，以本币计算，不考虑汇率变动因素。

数据来源：匈牙利中央统计办公室、匈牙利央行

2021 年一季度，匈牙利的实际 GDP 增速收窄至 -2.1%，呈现出一定复苏迹象。具体来看，受益于经济刺激政策以及电器设备行业的复苏，工业和建筑业产出分别同比增长了 3.4% 和 4.1%；受第二波疫情冲击的影响，酒店住宿和餐饮服务经济活动明显下滑，导致家庭消费支出同比下降 3.7%；受益于全球供应链的恢复，匈牙利出口规模增速（3.3%）明显快于进口规模增速（1.1%），净出口对经济的拉动作用增长 2.0 个百分点。

2020 年匈牙利通胀水平小幅下降，仍处于合理范围内

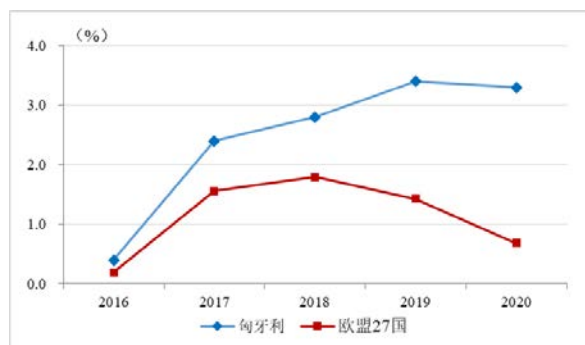
2020 年以来，新冠疫情全球蔓延导致匈牙利的宏观经济环境发生显著变化，匈牙利央行除了实现和维护物价稳定的目标之外，重点工作在于维护金融系统的稳定性及增强其韧性，以保证其

对经济增长做出持续贡献；此外，匈牙利央行还运用了大量金融政策工具来为政府的经济政策提供支持。2020 年，匈牙利央行在基准利率和流动性方面均采取重大举措：一是匈牙利央行货币委员会于 2020 年 4 月将隔夜抵押贷款利率和一周抵押贷款利率均设定在 1.85%，以减轻新冠疫情对经济的负面影响；二是匈牙利央行在夏季分两次将基准利率下调 30 个基点至 0.6%，其目的是刺激消费及投资活动，促进疫情后的经济恢复。然而，随着经济状况得到一定改善以及通胀压力回升，2020 年 9 月匈牙利央行货币委员会决定将基准利率提高 15 个基点至 0.75%，并在 2021 年 6 月再次提高 15 个基点至 0.9%。总体而言，匈牙利目前的货币政策对经济具有较强支撑作用。

2020 年匈牙利全年平均 CPI 增幅为 3.3%，较上年小幅回落了 0.1 个百分点，仍显著高于欧盟国家的平均通胀水平（0.7%）（图 3）。具体来看，受烟草产品和燃料消费税增加的影响，间接税的变化使通货膨胀率增加约 0.1 个百分点，而这种增长趋势被临时实行的免费教科书和免费停车所抵消；本国货币贬值对通货膨胀增长产生一定影响；此外，食品价格并未延续去年的强劲上涨态势，因此全年通胀压力小幅回落。

展望未来，受益于疫苗的快速接种以及经济复苏前景明朗，匈牙利 2021 年全年 CPI 增幅或将出现小幅上行，有望回升至 4.1% 左右，2022 年则将重新下行，全年平均水平有望保持在 3.0% 左右，符合匈牙利央行设置的中期通胀目标。

图 3 匈牙利 CPI 增幅



数据来源：匈牙利央行、欧盟统计局

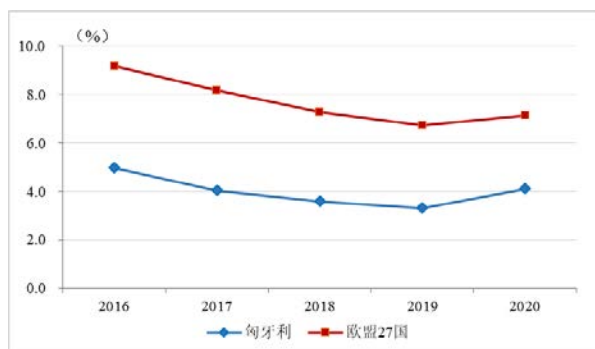
尽管 2020 年匈牙利的失业率有所增长，但在欧盟成员国中仍处于最低的行列；人口老龄化仍然是匈牙利就业市场中长期要面临的挑战

得益于匈牙利政府自 2010 年开始实施的各项改革措施，匈牙利劳动力市场的各项指标均表现良好，尤其是 2019 年匈牙利就业人数上升至历史新高。但随着新冠疫情暴发，劳动力市场表现急转直下，平均就业人数在 2020 年二季度同比减少 8.7 万人（占劳动人口的 1.9%）。随着隔离封锁举措的逐步解除，工业逐步复工复产，旅游业也得到同步复苏，共同带动就业人数的回升。总体而言，2020 年全年匈牙利失业率因新冠疫情肆虐而上升至 4.1%，虽然同比上升 0.8 个百分点，但与欧盟整体相比，匈牙利就业市场依旧表现突出，属于欧盟中失业率最低的国家之一（图 4）。

随着疫情限制性举措的放松、疫苗的充分接种以及服务部门的重新开放，劳动力市场也开始迅速恢复。2021 年第一季度，匈牙利的平均失业人数下降至 21.5 万人，失业率为 4.5%。2021 年 5 月，匈牙利的失业率进一步下降至 3.9%，在欧盟成员国中位列第六（从低到高排列）。

为减轻新冠疫情冲击并支持就业，疫情暴发以来匈牙利政府实施了多项保护就业及创造就业的措施。在保护就业方面，匈牙利政府推出雇员薪资补助计划以及旅游、研发领域雇员的工资补贴计划；税收减免、行政程序进一步简化和贴现贷款产品等政策将使企业尤其是中小型企业获益，比如，自 2020 年 7 月 1 日起社会贡献税率下降至 15.5%。在创造就业方面，匈牙利政府启动了一项预算为 120 亿匈牙利福林的创造就业及薪资支持计划。该项计划将会帮助 2.5 万名青年（年龄在 25 岁以下的劳动者）获得工作机会，其中有 486 亿匈牙利福林用于支持残疾人就业，并为 12-24 个月没有就业的人提供工资补贴等。

图4 匈牙利失业率



数据来源：匈牙利中央统计办公室、欧盟统计局

另一方面，人口老龄化问题或将持续掣肘匈牙利就业市场。截至2020年末，匈牙利65岁及以上人口总数已经将近200万，占总人口的比例进一步上升至20.3%，同比增加0.4个百分点，人口老龄化现象持续加重。人口老龄化问题的加重或将导致未来匈牙利劳动人口的短缺，对就业市场构成挑战。为应对日益严峻的老龄化问题，匈牙利政府近年来推出了多项举措。其中，通过削减房屋销售的增值税税率和增加家庭住房补贴计划(CSOK)，可以为家庭生育孩子提供支持，并进一步缓解社会老龄化所带来的压力。在以上一系列措施的积极推动下，未来匈牙利的生育率有望提高，但人口老龄化在中长期可能会带来更多的挑战。

匈牙利经济增速有望在疫情之后逐步反弹

一方面，为促进经济复苏，匈牙利政府采取了“经济重启行动计划”，其中包括有史以来最大的住房创建计划，为中小企业提供1000万匈牙利福林的无息贷款，进行高等教育改革，重启旅游、健康、物流、运输、电影和创意等行业的相关措施等。另一方面，全球经济在2021年下半年可能会加速增长，因此匈牙利国内对外出口机会也会相应增多。考虑到全球经济复苏以及相应的外溢效应，预计2022年匈牙利外部市场的表现会好于预期。

虽然新冠疫情的暴发对匈牙利经济造成一定冲击，但整体经济基础依旧较为稳固，尤其是随着疫苗接种工作的加速推进、服务部门的重新

启动以及对建筑部门的持续政策支持，匈牙利的经济和劳动力市场也迅速恢复。此外，受家庭消费支出增长、工资水平提高以及出台个人免税措施等因素影响，前期因疫情而被遏制的消费得到明显释放，促使物品和服务的消费随之大幅增长。

受益于国内广泛的疫苗接种以及经济的重新开放，预计匈牙利经济会在2021年二季度实现两位数的快速增长。从全年看，预计2021年匈牙利的实际GDP增速将会恢复至6.2%左右，失业率有望下降至3.9%左右，而CPI增幅则有可能小幅上涨至增4.1%左右。

六、结构特征

尽管2020年匈牙利的人均GDP小幅下降，但其国际竞争力进一步增强

2020年，匈牙利人均GDP达到了15,870美元，较上年减少了5.2%，为近3年来的最低水平。

根据瑞士洛桑国际管理发展学院公布的《2020年世界竞争力报告》，匈牙利在参评的65个国家中排名42位，较上年提升5位，表明匈牙利的国际竞争力进一步提升。这一排名主要基于经济表现、政府效率、商业效率和基础设施四个方面的得分，匈牙利在经济表现、政府效率和基础设施方面的表现相对较好(分别排名第8位、第40位和第37位)，但在商业效率方面的表现相对较差(排名56位)。

为缓解新冠疫情对经济造成的负面影响以及推进经济重启，匈牙利政府自2020年起采取一系列经济保护措施，涵盖了劳动力市场、补贴和税收、商业环境、公共部门、研究和医疗保健等多个领域的综合行动计划，其实施将全面提升匈牙利的全球竞争力。另外，政府支持投资活动的主要举措包括：政府为大型企业投资提供250亿匈牙利福林的预算支持；国家发展和创新基金为中小企业发展提供超过530亿匈牙利福林的预算支持；健康产业支持计划为国内生产关键医疗用品的企业提供680亿匈牙利福林的预算支持；

政府为支持健康产业制造公司的创新和技术发展而提供 350 亿匈牙利福林的预算资金；乡村企业重启计划；增加中小微企业预算至 71 亿匈牙利福林等。基于以上措施，预计未来匈牙利的国际竞争力有望得到进一步提升。

消费依旧是经济发展的主要动力，新冠疫情之下，政府推出多项措施以支持遭受严重冲击的旅游等行业

2020 年，资本形成总额和净出口对匈牙利经济的贡献度进一步下降，但消费对经济增长的贡献度有所提升。具体来看，2020 年匈牙利的资本形成总额和净出口在 GDP 中的占比分别为 27.6%和 2.2%，较 2019 年均分别下降了 0.4 个和 0.7 个百分点，而消费在 GDP 中的占比（70.2%）则进一步增加。总体来看，消费依旧是匈牙利经济增长的主要动力，而资本形成总额对经济增长的贡献度小幅降低。

从产业结构的角度来看，服务业仍旧是匈牙利的支柱产业。2020 年匈牙利农业、工业（包含建筑业）和服务业增加值在 GDP 中的占比分别为 3.5%、25.2%和 55.8%（产品税减产品补贴占比为 15.5%），其中服务业占比出现下降，但农业和工业占比有所增加。

具体来看，汽车工业是匈牙利的支柱产业，占制造业总产值的比重将近三分之一。2020 年 4 月，受新冠疫情冲击该比重下降了 36.8%，降幅超过 2008-2009 年金融危机时期的表现。汽车产业的衰落相应拖累上下游金属、橡胶以及机械工业的生产经营。目前，德国两大汽车制造商均在匈牙利拥有产能。随着交通革命的推进和新的解决方案在交通领域的逐步应用，新能源车辆以及自动驾驶车辆未来可能会成为主流，而两大汽车制造商已经在运作以适应科技变化。

旅游业是匈牙利服务业的重要部门之一。2020 年，匈牙利旅游业从业者达到约 20 万人，行业附加值在 GDP 中的占比超过 8%。由于新冠疫情严重影响了匈牙利旅游业和酒店业的经营，政府增加了对延期付款、员工工资补偿等具体援

助措施的关注。除旅游业外，新冠疫情还对卫生、食品、创意产业、农业、建筑、运输和物流等行业造成了严重冲击。对此，匈牙利政府承诺将在未来三年中通过投资支持计划、软贷款和担保贷款、基础设施建设支持以及减税等措施对这些部门提供支持。

外贸依赖度较高导致匈牙利易受不利外部环境冲击

匈牙利是出口驱动型国家，对外贸的依赖程度较高，容易受不利的外部环境冲击。2020 年，匈牙利外贸进出口总额与 GDP 的比值为 156.9%，虽较 2019 年下降了 4.8 个百分点，但依旧处于较高的水平。

外部需求的放缓或将降低匈牙利的出口需求，出口动力的减弱也将导致国内产能的下降，导致就业增长放缓、投资活动低迷等，从而抑制通胀、拖累经济增长。

为缓解新冠疫情对经济造成的负面冲击，并帮助国内企业渡过难关，匈牙利官方出口信贷机构（EXIM²）推出了一揽子“补偿计划”，其中涵盖了对中小微企业到大型公司的所有救助举措。其中包括提供具有优惠利率的贷款计划（营运资金贷款和投资贷款）；提供具有补贴优惠的新贷款；降低费用；为延期付款提供保险计划等。此外，政府还出台了一系列经济保护措施，比如优惠贷款和支持计划，使得匈牙利在 2020 年的出口金额保持在 1,000 亿欧元以上。

鉴于匈牙利政府最近宣布的大型投资项目和政府采取的积极引资政策，未来几年匈牙利工业部门产能有望进一步扩大，出口也或将恢复增长。随着出口能力的提高，贸易盈余亦有望回升至更高的水平。

银行业运行稳健，资产质量进一步改善；匈牙利央行采取了多项预防措施防范疫情对银行

² EXIM 为 MEHIB（匈牙利出口信用保险公司）和 Eximbank（匈牙利进出口银行有限公司）的统称，其中 MEHIB 是匈牙利国家支持的出口保险供应商，Eximbank 则履行匈牙利官方出口银行的职责。

业带来的相关风险

2020 年，尽管新冠疫情对经济造成一定冲击，但匈牙利银行体系的资本充足性和流动性维持稳健，即使在假定的压力情景下，银行也能保持其抗冲击能力。截至 2020 年末，匈牙利银行业的总资本充足率为 18.7%，较上年末上涨了 0.3 个百分点；在资产质量方面，截至 2020 年末，匈牙利银行业不良贷款率为 3.5%，较 2019 年末下降 0.5 个百分点，逾期 90 天到期的贷款占贷款总额的比重也下降至 1.8%，表明资产质量继续改善。受疫情影响，匈牙利央行降低银行基准利率以释放经济活力，但压缩了银行息差的利润空间，2020 年银行业净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）分别为 6.5% 和 0.6%，分别较 2019 年降低了 6.6 个和 0.8 个百分点。

为减轻新冠疫情之下银行暂停还款等措施的实施对银行业造成的不利影响，匈牙利央行采取了一系列措施以保障银行流动性：首先，匈牙利央行暂停了对银行信贷机构统一要求的 1% 的准备金率，鼓励银行信贷机构为企业或家庭提供资金，辅助经济从危机中加速恢复；其次，匈牙利央行设计出提供流动性的新方案，可以进一步向银行部门注入流动性以及加强贷款活动。这些预防措施允许银行信贷机构在疫情期间暂停支付利息和费用，暂停期过后银行信贷机构的负担也不会增加，这为银行部门提供了足够的流动性，有助于保障其贷款活动。整体看，匈牙利银行系统的健康状况仍然良好。

从匈牙利银行业对外资的依赖程度来看，根据匈牙利央行数据，匈牙利银行业资产约有 60% 由国内所有者持有。外资银行的母行主要位于奥地利和比利时，其银行业状况均处于稳健状态。若外国银行母行及其匈牙利子公司同时发生流动性问题，则可能对匈牙利银行系统造成风险。对此，匈牙利已经设立了预防性的宏观审慎工具，提升国内重要银行机构的抗冲击能力，限制其因破产或流动性不足造成的危机传导效应。同时，匈牙利央行也会对总部位于匈牙利的重要外国信贷机构及投资公司名单每年进行年度审查，

对其运营进行持续监控，并在必要时对这些机构提出额外的资本缓冲要求。

考虑到新冠疫情之下的特殊情况，匈牙利央行决定自 2020 年 7 月 1 日起取消对国内重要银行设定的资本缓冲要求，由此释放的多余资本将支持银行业的借贷活动，促进经济恢复，而这些机构必须在 2022 年之后的三年内按照监管要求逐步重建原定于 2020 年实现的资本缓冲。

总体来看，匈牙利银行业风险目前仍处于可控状态，宏观审慎政策之下爆发系统风险的可能性较小。

七、公共财政³

政府采取多项财政救助计划刺激经济增长

为提振经济复苏，匈牙利政府宣布了多项财政救助计划，囊括大规模的预算和非预算资源，总规模相当于 GDP 总量的比值高达 29.3%。

在财政刺激计划方面，2020 年春季政府宣布 5 项政府行动计划，包括工作保留计划、创造工作岗位、关键行业（旅游业、健康产业、农业等）保护、援助国内企业和家庭，以及退休人员计划。

在预算资金方面，政府设立了三个预算基金用于对新冠疫情的防控以及对经济的重启。其中，疫情防控基金获得了 6,430 亿匈牙利福林的资金，疫情防控中央储备基金获得 3,780 亿匈牙利福林的资金，经济保护基金获得 1.4 万亿匈牙利福林的资金（各部委重新分配后）。

由于疫情中政府财政支出超出预期，2020 年政府财政赤字⁴显著增长

2020 年匈牙利政府实施削减税费政策，导致税收收入明显减少。受此影响，2020 年匈牙利政府财政收入为 20.8 万亿匈牙利福林，同比小幅增长 0.2%；财政收入相当于 GDP 的比值为 43.5%，较上年下降 0.1 个百分点。从财政收入结构来看，税收收入占总财政收入的比重为 83.2%，其中生

³ 除特殊说明外，均指一般政府。

⁴ 财政数据均以欧洲账户体系（ESA）规则计算。

产和进口税（含增值税）、社保收入、所得税和财产税分别约占 41.9%、25.8%和 15.5%，政府财政收入来源稳定。

2020 年，匈牙利政府财政支出为 24.6 万亿匈牙利福林，同比增长 13.4%，显著高于财政收入增速；财政支出相当于 GDP 的比值为 51.6%，较上年增长 5.9 个百分点。从财政支出结构来看，经常性支出占总财政支出的比重达 75.6%，其中公务员薪资和社会福利支出分别约占 20.5%和 21.9%，政府刚性财政支出占比较大；利息支出占总财政支出的比重为 4.6%，较上年下降 0.3 个百分点，政府利息支出水平进一步降低。

政府为重启经济以及缓解就业压力而采取的各项措施进一步加剧了政府的财政赤字。2020 年，匈牙利政府财政赤字为 3.9 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值为 8.1%，高于欧盟的平均赤字水平（6.9%），主要是因为政府各部门的财政支出高于预期。

表 3 匈牙利财政状况

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
财政收入(万亿匈牙利福林)	20.8	20.7	19.0	17.3	16.3
财政收入/GDP (%)	43.5	43.6	43.8	44.1	45.0
财政支出(万亿匈牙利福林)	24.6	21.7	19.9	18.2	16.9
财政支出/GDP (%)	51.6	45.7	45.9	46.5	46.8
财政盈余(万亿匈牙利福林)	-3.9	-1.0	-0.9	-1.0	-0.7
财政盈余/GDP (%)	-8.1	-2.1	-2.1	-2.4	-1.8

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：匈牙利中央统计办公室

2021 年以来，匈牙利政府继续致力于抗击新冠疫情以及重启经济发展。在这些刺激举措下，预计 2021 年政府财政赤字或将达到 3.9 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值为 7.5%左右，较上年（8.1%）有所下降，也有望低于欧盟平均水平（8.3%）。

政府债务上升至近年来最高水平，但政府债务结构得到进一步改善

2020 年，降低政府债务水平、改善政府债务结构以及降低外币债务占比依旧是匈牙利政府债务管理的重点。2011-2020 年期间，外国人持有政府债务比重从 65%下降至 33%，使得政府债务面临的外汇风险和外部脆弱性得到很大程度的缓解。截至 2020 年末，匈牙利政府债务总额（包括匈牙利进出口银行的债务）为 38.4 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值为 80.4%，较 2019 年末大幅上涨 15.0 个百分点，为近 5 年以来的最高水平。

债务结构方面，匈牙利政府债务绝大部分为中央政府债务，2020 年末达到政府债务总额的 97.7%；长期债务占比达到 92.3%，较 2019 年增长 2.0 个百分点；外币债务占比小幅上涨至 22.0%，较 2019 年末增长了 1.5 个百分点；非居民持有债务占比也有所下降，达到 31.7%，较上年末（32.3%）下降了 0.6 个百分点，政府债务结构进一步改善。

或有负债方面，匈牙利政府的或有负债主要来源于政府担保、表外 PPP 项目、一般政府以外的政府相关实体、政府提供的不良贷款等。截至 2019 年末，匈牙利政府的或有负债规模相当于 GDP 的比值为 13.0%，较上年仅增长 1.9 个百分点，或有负债风险保持相对稳定。

表 4 匈牙利政府债务情况

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
政府债务(万亿匈牙利福林)	38.4	31.1	30.0	28.3	27.1
政府债务/GDP (%)	80.4	65.5	69.1	72.2	74.9
财政收入/政府债务 (%)	54.1	66.6	63.4	61.1	60.1

数据来源：匈牙利央行

截至 2021 年 3 月末，匈牙利政府债务规模达到 39.1 万亿匈牙利福林，较上年末增长了 1.8%；政府债务规模相当于 GDP 的比值高达 81.0%，创历史新高，主要是因政府为应对疫情

相关财政支出及债务融资需求不断增加所致。预计 2021 年匈牙利政府债务规模将上升至约 41.2 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值也将保持在 80%左右。

2020 年匈牙利政府偿债能力有所削弱，但依旧处于可控范围

在政府积极的财政刺激政策下，政府债务的偿付压力进一步加大。2020 年，匈牙利财政收入相当于政府债务总额的比值为 54.1%，较上年减少了 12.5 个百分点，虽然财政收入对政府债务的保障能力有所削弱，但依旧处于可控范围。

根据匈牙利政府出台的 2021 年财政预算案，政府或将继续实施“健康布达佩斯计划”，致力于加强基础设施建设，方便民众获取服务并提高紧急护理的效率。从长期看，虽然削减债务对匈牙利而言仍然是一个挑战，但考虑到政府严格的预算政策以及经济表现在疫情后有望逐步复苏，匈牙利政府债务水平或将从 2021 年开始逐步降低，2021 年和 2022 年政府财政收入对政府债务的保障程度预计也将维持在 50%以上。

八、外部融资

2020 年匈牙利对外贸易盈余有所减少，但经常账户赤字水平相对于 2019 年有所收窄

2020 年，受新冠疫情影响全球经济增速显著放缓，匈牙利的出口贸易也受到了直接影响，出口额大幅下滑，尤其是旅游和航运等曾创造大量服务贸易盈余的领域，受到疫情的冲击则更加明显。2020 年，匈牙利出口总额同比减少 8.4%至 1,232.9 亿美元；另一方面，经济低迷导致内需萎缩，国内进口需求也相应降低，2020 年匈牙利进口总额同比减少 7.6%至 1,200.2 亿美元。在此背景下，匈牙利外贸顺差收窄至 32.7 亿美元，较上年减少了 28.9%。

经常账户方面，2020 年，匈牙利经常账户收入为 1,334.0 亿美元，较上年减少了 9.2%；经常

账户余额为-1.5 亿美元，相当于 GDP 的比值为 -0.1%。这是匈牙利连续第二年出现经常账户赤字，但赤字水平有所收窄。

国际投资净头寸方面，作为外国投资的主要目的地之一，匈牙利长期为国际投资净债务国。截至 2020 年末，匈牙利的对外负债增长了 6.6%至 2,506.4 亿美元；对外资产增长了 11.2%至 1,701.1 亿美元，国际投资净头寸减少了 1.9%至 -805.3 亿美元；国际投资净头寸与 GDP 的比值为 -51.9%，同比下降了 1.7 个百分点。

表 5 匈牙利经常项目收支情况

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
出口总额（亿美元）	1,232.9	1,345.4	1,345.6	1,230.3	1,111.6
进口总额（亿美元）	1,200.2	1,299.5	1,275.0	1,132.7	1,000.0
净出口（亿美元）	32.7	45.9	70.6	97.6	111.6
CAR（亿美元）	1,334.0	1,469.6	1,468.7	1,337.7	1,211.4
CAB（亿美元）	-1.5	-7.6	4.5	28.6	57.7
CAB/GDP（%）	-0.1	-0.5	0.3	2.0	4.5
国际投资净头寸（亿美元）	-805.3	-820.8	-838.6	-917.2	-841.0
国际投资净头寸/GDP（%）	-51.9	-50.2	-52.3	-64.1	-65.4

注：CAR 为经常账户收入；CAB 为经常账户余额。

数据来源：匈牙利央行

2021 年一季度，匈牙利外部指标得到明显改善，经常账户余额达到 6.5 亿美元，相当于 GDP 的比值为 1.7%，由此前的赤字转为盈余。在电器装备以及车辆出口迅速增长的支撑下，预计 2021 年匈牙利的经常账户盈余有望进一步扩大。

外债水平达到 2017 年以来新高，政府外债占比进一步增长

截至 2020 年末，匈牙利外债总额为 1,320.8 亿美元，较上年增长 12.6%；外债总额相当于 GDP 的比值为 85.2%，较上年增长了 13.5 个百分点，为 2017 年以来的最高水平。

外债结构方面，匈牙利外债主要由政府外债构成。截至 2020 年末，政府外债在外债总额中

的占比为 42.3%，较 2019 年增长了 5.7 个百分点。

外债币种方面，截至 2020 年末，匈牙利外债币种在外债总额中的占比为 71.4%，较 2019 年下降 2.9 个百分点。外债期限结构方面，匈牙利外债仍以长期债务为主，短期债务占比较 2019 年末小幅上升至 15.6%，占比仍相对较小，表明短期偿债压力不大。

表 6 匈牙利外债情况

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
外债总额 (亿美元)	1,320.8	1,172.5	1,226.3	1,264.5	1,174.9
外债总额/GDP (%)	85.2	71.7	76.4	88.4	91.4
政府外债总额 (亿美元)	558.3	428.2	441.0	467.2	464.8
政府外债/外债总额 (%)	42.3	36.5	36.0	36.9	39.6
CAR/外债总额 (%)	101.0	125.3	119.8	105.8	103.1
外汇储备 (亿美元)	413.5	318.3	313.6	280.0	258.2
外汇储备/外债总额 (%)	31.3	27.1	25.6	22.1	22.0

数据来源：匈牙利央行

截至 2021 年 3 月末，匈牙利外债总额为 1,343.5 亿美元，较 2020 年末小幅增长了 1.7%；政府外债总额为 511.6 亿美元，相当于外债总额的 38.1%，较 2020 年末下降了 4.2 个百分点。

2020 年匈牙利经常账户收入对外债的保障能力有所削弱，但整体外债偿付实力依旧保持强劲

外债保障能力方面，截至 2020 年末，匈牙利经常账户收入相当于外债总额的比值为 101.0%，较 2019 年末下滑了 24.3 个百分点，虽然匈牙利经常账户收入对外债的保障能力有所削弱，但保障能力依旧强劲。

外汇储备方面，截至 2020 年末，匈牙利外汇储备为 431.5 亿美元，较上年同期增长了 29.9%；外汇储备相当于外债总额的比值为 31.3%，较上年末上升了 4.2 个百分点。

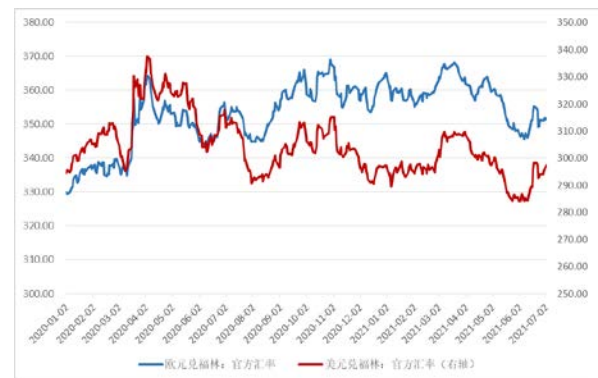
截至 2021 年 3 月末，匈牙利外汇储备为

375.9 亿美元，外汇储备相当于外债总额的比值为 28.0%，较 2020 年末小幅下降了 3.3 个百分点。

匈牙利福林的贬值压力有望在中期得到一定缓解

2020 年上半年，匈牙利福林对美元和欧元分别贬值 7.8% 和 7.9%，主要是受新冠疫情暴发以及国际投资者避险情绪走高等因素影响。自 2020 年年初至 2021 年 3 月末，匈牙利福林对美元和欧元分别贬值 5.1% 和 10.0%。

图 5 欧元和美元兑匈牙利福林汇率走势



数据来源：匈牙利央行

为维护币值稳定，匈牙利央行在 2021 年 6 月将基准利率提高 30 个基点至 0.9%，以保障通胀回落至目标区间。2021 年上半年，匈牙利福林对欧元升值 2.5%，匈牙利福林对美元贬值幅度则收窄至 0.8%。从中期看，随着政府采取积极的救市举措以及新冠疫情逐步得到有效控制，匈牙利福林的贬值压力有望得到一定缓解。

总体看，匈牙利外债水平保持在可控的水平，外债偿付能力很强。

九、偿债能力分析

2020 年以来中匈政治经济关系持续深化，为匈牙利存续债券的偿还提供了良好的外部条件

2017 年，中国和匈牙利建立全面战略伙伴关系。匈牙利非常重视“一带一路”倡议，并且是

首个与中国签署关于“一带一路”倡议政府间合作协议的欧洲国家。2020年以来，中国和匈牙利之间的政治经济关系得到进一步深化。

中国和匈牙利常年保持高层频繁互访。2020年6月，中国国务委员兼外交部长王毅和匈牙利副总理兼财政部长沃尔高·米哈伊共同参加了“一带一路国际合作：团结抗击新冠疫情”高级别视频会议，双方就如何加强国际合作以应对新冠疫情交换了意见，并就保持全球供应链修复和密切合作以促进经济复苏达成一致意见。2021年2月，国家主席习近平在北京以视频方式主持中国-中东欧国家领导人峰会，匈牙利总理欧尔班·维克多应邀参加，为促进双方基础设施建设合作提供了契机。

经贸合作方面，经过近十年的发展，中国已成为匈牙利除欧盟以外最重要的贸易伙伴。2020年全年中匈双边贸易总额增长约22%至107.6亿美元，创历史新高。中国企业在匈牙利的投资存量已经超过50亿美元，匈牙利政府目前已与9家中国公司签署了战略合作协议。金融合作是双边关系发展最快的领域之一，匈牙利政府与中国银行的合作伙伴关系成为双边金融合作的典范。

此外，中匈关系还植根于双方务实合作之中。2019年至2020年，由中国企业参与建设的匈塞铁路项目不断取得新的重要进展。2019年5月，双方签署了匈牙利境内160公里南段的主要项目合同，并且在2020年4月顺利完成融资谈判，签署贷款协议。该段项目将于2020年5月正式进入实施阶段，预计2025年可以完工。

总体看，中匈双方政治、经贸合作的进一步加深为匈牙利存续债券的偿还提供了良好的外部条件。

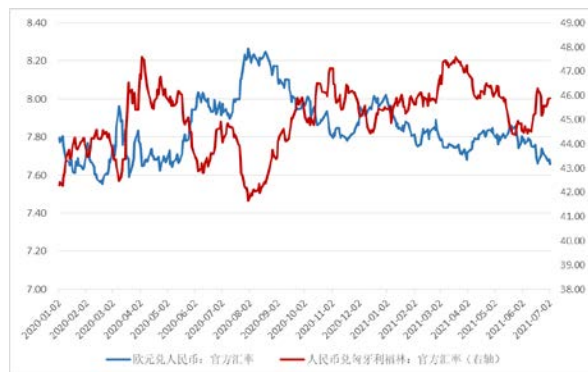
在匈牙利经济稳步复苏的支撑下，存续债券面临的汇兑风险较为有限

从汇率风险来看，2020年以来人民币对欧元和匈牙利福林均小幅升值。一方面，由于欧洲央行（ECB）在2020年3月的货币会议上决定将欧洲央行的关键利率维持在目前水平，并进行长

期再融资操作（LTROs），向欧元区金融系统提供即时的流动性支持，这表明欧洲央行货币政策将更加鸽派。截至2021年6月末，欧元对人民币贬值了1.5%。另一方面，疫情后中国经济迅速复苏，2021年上半年，匈牙利福林对人民币贬值了8.3%。展望未来，在匈牙利经济强劲增长的支撑下，人民币兑匈牙利福林的汇率则有望保持稳定。

中国和匈牙利之间的双边本币互换协议在2020年1月份到期之后续签展期，并且双边本币互换总额已扩大至200亿元人民币，有助于降低匈牙利存续债券面临的汇兑风险。此外，匈牙利的资本账户收入和外汇储备有望在未来几年内将继续保持在充足水平。

图6 欧元兑人民币、人民币兑匈牙利福林走势



数据来源：欧洲央行、匈牙利央行

匈牙利对于存续债券的偿付能力保持强劲

从偿债保障情况看，“18 匈牙利债 01”总计发行规模为20亿元人民币，相当于2020年末匈牙利政府外债的0.5%左右。存续债券均将纳入政府预算，政府财政收入为存续债券的偿还提供了稳定而可靠的保障。

“18 匈牙利债 01”将于2021年12月19日到期，兑付金额为20亿人民币，兑付资金已纳入2021年匈牙利政府预算。匈牙利2020年财政收入（20.8万亿匈牙利福林）对存续债券的保障程度超过228倍，截至2020年末的外汇储备（413.5亿美元）对存续债券的保障程度约为135

倍，两者对存续债券的保障能力均很强。因此，该期债券到期不能偿还的风险极低。

综合评估，联合资信确定维持“18 匈牙利债 01”的信用等级为 AAA。

附件 1 匈牙利主要数据

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
宏观数据					
名义 GDP（万亿匈牙利福林）	47.7	47.5	43.4	39.2	36.2
名义 GDP（亿美元）	1,550.5	1,635.1	1,604.1	1,430.5	1,285.1
实际 GDP 增长率（%）	-5.0	4.6	5.4	4.3	2.1
CPI 增幅（%）	3.3	3.4	2.8	2.4	0.4
失业率（%）	4.1	3.3	3.6	4.0	5.0
结构特征					
人均 GDP（美元）	15,870	16,734	16,409	14,615	13,094
第一产业在 GDP 中的占比（%）	3.5	3.3	3.5	3.8	3.9
第二产业在 GDP 中的占比（%）	25.2	25.0	25.2	25.2	25.5
第三产业在 GDP 中的占比（%）	55.8	56.4	55.8	55.9	55.4
产品税（减产品补贴）在 GDP 中的占比（%）	15.5	15.3	15.5	15.2	15.2
家庭消费在 GDP 中的占比（%）	58.8	58.4	58.6	59.9	60.3
政府消费在 GDP 中的占比（%）	11.4	10.7	10.3	10.4	9.9
资本形成总额在 GDP 中的占比（%）	27.6	28.0	26.6	22.8	21.2
净出口在 GDP 中的占比（%）	2.2	2.8	4.4	6.8	8.7
进出口总额在 GDP 中的占比（%）	156.9	161.8	163.4	165.2	164.3
银行业资本充足率（%）	18.7	18.4	19.1	19.2	19.3
银行业不良贷款率（%）	3.5	4.1	5.4	7.5	10.7
银行业 ROA（%）	0.6	1.4	1.5	1.5	1.2
银行业 ROE（%）	6.5	13.1	13.4	13.2	10.6
公共财政					
财政收入（万亿匈牙利福林）	20.8	20.7	19.0	17.3	16.3
财政收入/GDP（%）	43.5	43.6	43.8	44.1	45.0
财政支出（万亿匈牙利福林）	24.6	21.7	19.9	18.2	16.9
财政支出/GDP（%）	51.6	45.7	45.9	46.5	46.8
财政盈余（万亿匈牙利福林）	-3.9	-1.0	-0.9	-1.0	-0.7
财政盈余/GDP（%）	-8.1	-2.1	-2.1	-2.4	-1.8
一般政府债务总额（万亿匈牙利福林）	38.4	31.1	30.0	28.3	27.1
一般政府债务总额/GDP（%）	80.4	65.5	69.1	72.2	74.9
财政收入/一般政府债务总额（%）	54.1	66.6	63.4	61.1	60.1
外部融资					
商品和服务出口总额（亿美元）	1,232.9	1,345.4	1,345.6	1,230.3	1,111.6
商品和服务进口总额（亿美元）	1,200.2	1,299.5	1,275.0	1,132.7	1,000.0
商品和服务净出口额（亿美元）	32.7	45.9	70.6	97.6	111.6
经常账户收入（亿美元）	1,334.0	1,469.6	1,468.7	1,337.7	1,211.4
经常账户余额（亿美元）	-1.5	-7.6	4.5	28.6	57.7
经常账户余额/GDP（%）	-0.1	-0.5	0.3	2.0	4.5
国际投资净头寸（亿美元）	-805.3	-820.8	-838.6	-917.2	-841.0
国际投资净头寸/GDP（%）	-51.9	-50.2	-52.3	-64.1	-65.4
外债总额（亿美元）	1,320.8	1,172.5	1,226.3	1,264.5	1,174.9
外债总额/GDP（%）	85.2	71.7	76.4	88.4	91.4

政府外债总额（亿美元）	558.3	428.2	441.0	467.2	464.8
政府外债/外债总额（%）	42.3	36.5	36.0	36.9	39.6
经常账户余额/外债总额（%）	101.0	125.3	119.8	105.8	103.1
外汇储备（亿美元）	413.5	318.3	313.6	280.0	258.2
外汇储备/外债总额（%）	31.3	27.1	25.6	22.1	22.0

数据来源：欧盟统计局、匈牙利中央统计办公室、匈牙利央行

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。

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。