

信用等级公告

联合[2018] 2871 号

联合资信评估有限公司通过对匈牙利主体长期信用状况及拟发行的匈牙利 2018 年第一期人民币债券进行综合分析和评估,确定匈牙利主体区域长期信用等级为 AAA,匈牙利 2018 年第一期人民币债券信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十月三十一日



匈牙利2018年第一期人民币债券信用评级报告

评级结果

主体区域长期信用等级¹: AAA

本期人民币债券信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期人民币债券发行额度: 20 亿元人民币

本期人民币债券期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

募集资金用途: 一般资金用途

评级时间: 2018 年 10 月 31 日

主要数据

单位: %

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
GDP (亿美元)	1,398.44	1,260.45	1,230.18	1,401.32	1,352.18
GDP 增长率	4.10	2.30	3.50	4.20	2.10
人均 GDP (美元)	14,287	12,843	12,498	14,203	13,668
CPI 增幅	2.40	0.41	-0.06	-0.21	1.73
失业率	4.16	5.11	6.81	7.73	10.18
财政盈余/GDP	-2.21	-1.65	-1.90	-2.61	-2.61
政府债务/GDP	73.25	75.86	76.61	76.65	77.14
财政收入/政府债务	61.01	59.50	62.90	61.12	60.60
外债总额/GDP	84.86	97.00	106.69	117.06	117.75
CAR/外债总额	113.92	101.27	89.34	82.16	80.45
外汇储备/外债总额	23.60	21.12	24.77	25.62	29.21

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

李为峰 张 强

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

匈牙利政治体制较为完善, 国家治理能力较强。匈牙利经济较为发达, 在全球范围内具有较强的竞争力, 近年来经济保持快速增长, 通胀水平显著回升, 失业率也持续降低, 但匈牙利经济增长的波动性仍然较大。得益于有效的财政管理政策, 近年来匈牙利财政赤字处于可控范围内, 财政收入对政府债务的保障能力保持稳定。虽然匈牙利外债整体规模较大, 但经常账户近年来连续保持顺差, 经常账户收入对外债的保障能力持续增强。同时, 联合资信评估有限公司(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政治经济关系、持续有效的货币互换协议等因素。经过综合评估, 联合资信评定匈牙利主体区域长期信用等级为 AAA, 拟发行的匈牙利 2018 年第一期人民币债券(以下简称“本期人民币债券”)信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

- 匈牙利经济较为发达, 国际竞争力较强;
- 财政改革措施使得政府财政赤字处于可控范围内, 政府债务负担逐年下降, 财政收入对政府债务的保障能力保持稳定;
- 出口优势较为明显, 经常账户长期保持顺差;
- 外债规模持续下降, 外债偿付能力持续增强;
- 一般政府预算为本期人民币债券的偿还提供了充足的保障。

关注

- 对外贸易依存度较高, 经济增长易受外部环境变化影响;
- 人口负增长及人口老龄化将对匈牙利经济增长潜力产生不利影响;
- 外债整体规模较大, 且政府外债占比较高。

¹ 指中国区域长期信用等级。

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、匈牙利 2018 年第一期人民币债券信用等级自发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内本期债券的信用等级有可能发生变化。

匈牙利 2018 年第一期人民币债券信用评级报告

一、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 9.30 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。截至 2017 年底，匈牙利全国总人口约 978 万。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、经济合作与发展组织、《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。

二、本期债券概况²

匈牙利（或称“发行人”）于 2017 年 6 月 22 日设立了“2017 年人民币债券发行计划”，并于 2017 年 7 月 22 日在中国银行间债券市场发行了首只人民币债券（“17 匈牙利债 01BC”），募集金额为 10 亿元人民币。

匈牙利在其 2017 年人民币债券发行计划项下，可于银行间市场交易商协会（NAFMII）发布关于该项目的注册通知之日起两年时间内，就发行计划出具接受注册通知书之日起两年内，在全国银行间债券市场（以下简称“银行间市场”）发行总额不超过人民币 30 亿元的人民币债券（以下简称“本债券”），包括发行人即将发行的总额为人民币 20 亿元的 2018 年第一期人民币债券（以下简称“本期债券”），债券期限为 3 年，采用固定利率形式。

本债券构成发行人直接、无条件及无担保的义务和顺序。本债券之间以及与发行人不时发行的未清偿的所有其他无担保及非次级公共外债³在清偿顺序方面相同，不存在任何优先权，前提

是，发行人在任何时候都没有义务就其他公共外债进行同等或按比例清偿。具体而言，发行人没有义务就其他公共外债与本债券同时进行清偿或将发行人清偿其他公共外债作为发行人清偿本债券到期总额的前提条件，反之亦然。

本债券的净募集资金将汇出境外兑换为欧元，成为发行人的一般资金为发行人所使用，未来可能包括支持“一带一路”的有关倡议。具体而言，本期人民币债券的净募集资金将用于偿还其到期债务并为《2018 年预算法案》项下的财政预算开支和其他支出提供资金。

本期人民币债券在付息期限内每年支付一次利息，到期时一次性偿还本金，偿债资金来源于匈牙利一般政府预算收入。

三、国家治理

匈牙利政治体制较为完善，近年来政治环境保持稳定

匈牙利的政治体制较为完善。1989 年 10 月 23 日，匈牙利国会通过宪法修正案，将国名由“匈牙利人民共和国”改为“匈牙利共和国”，决定取消作为集体国家元首的共和国主席团，实行总统制；确立多党制和议会民主的法治国家，并遵循立法、行政、司法三权分立的原则。自此匈牙利确立了现行的议会共和制政治体制。2011 年，匈牙利国会通过新宪法，决定自 2012 年 1 月 1 日起将国名改为“匈牙利”。

国会是匈牙利的立法机关和最高权力机构，下设 15 个常设委员会，实行一院制。根据匈牙利新《选举法》的规定，自 2014 年起国会议席减少至 199 席，每 4 年普选一次。匈牙利政府是国家最高行政机构，实行内阁制，总统由国会选举产生，每 5 年选举一次，为国家元首；总理是执掌国家行政权力的最高官员，负责任命内阁部长并有权解雇部长，由国会最大党的党魁出任，任期 4 年，可连选连任。匈牙利的司法系统由法

² 具体条款以发行人和主承销商共同确定并经监管部门审批通过的内容为准。

³ 指符合以下条件的外债：（1）以债券、票据或其他类似证券为形式或代表的外债；并且（2）可以在任何证券交易所、自动交易系统、柜台或其他证券市场报价、上市或购买、出售。

院和检察机关构成。法院分最高法院、地区法院、州法院和地方法院四级，实行两审终审制；检察机关分最高检察院、州检察院和地方检察院三级。最高法院院长和最高检察院检察长均由国会选举产生，任期6年。总体看，自现行政治体制确立以来，匈牙利政权保持相对稳定，政治和法律体系也较为完善。

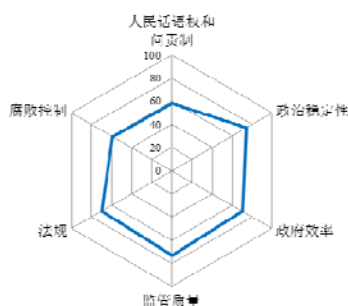
近年来，匈牙利的政治环境整体保持稳定。2018年4月，匈牙利举行国会换届选举，执政党青年民主主义者联盟（简称“青民盟”）和基督教民主人民党（简称“基民党”）组成的竞选联盟获得压倒性胜利，赢得三分之二的大多数议会席位。青民盟主席欧尔班·维克托获得连任，开始了他第四个任期。

在本次选举中，欧尔班及青民盟在本国的支持率保持稳定且占据绝对优势，保证了国内政权的稳定，有利于匈牙利经济政策的持续推进。除了推行家庭至上的政策、加大对家庭的扶持力度以外，新一届政府还将提升国家竞争力和促进经济可持续增长作为其首要目标。

匈牙利国家治理能力较强

根据世界银行公布的国家治理指数，2017年，匈牙利政府各项治理能力百分比排名均值为67.50，较上年（65.84）小幅上升。尽管匈牙利在“法规”和“政治稳定性”方面的排名有所上升，但在“人民话语权和问责制”以及“腐败控制”方面的排名均出现下滑。总体看，匈牙利国家治理水平仍较强（见图1）。

图1 2017年匈牙利国家治理能力情况图



数据来源：世界银行

四、宏观经济政策和表现

近年来经济稳步复苏，但经济增长波动性较大

匈牙利是典型的外向型经济体，出口额与GDP的比值一直保持在85%以上，这使得匈牙利的经济表现与全球经济形势关系密切。2012年，匈牙利受欧元区债务危机影响经济陷入衰退，GDP增速跌至-1.60%，低于欧盟地区（指欧盟28国，以下同）的平均水平。2013年以来，匈牙利央行出台了一系列经济刺激政策，包括信贷增长计划和市场信贷计划，旨在加强信贷对实体经济的支持力度，尤其是对中小企业的支持。受益于上述措施，匈牙利经济恢复增长，增速也超过了欧盟地区平均水平，2014年匈牙利GDP增速升至4.20%，为近5年的最高值。然而，受到欧洲结构和投资基金（ESIF）⁴对匈牙利投资规模下降的影响，2015年和2016年匈牙利GDP增速分别降至3.50%和2.30%。

为提高生产效率及经济竞争力，2016年11月，匈牙利政府与工会和雇主共同签署了六年工资协议，政府承诺从2017年开始降低公司所得税和社会保障税，并提高最低工资和最低保障工资水平。此外，匈牙利政府还获得了欧盟2014~2020多年度财政框架下总计250亿欧元的资金援助，再加上本国提供的46.3亿欧元的配套资金，匈牙利共有296.3亿欧元的资金预算用于各方面的投资，涵盖了交通及能源基础设施建设、中小企业竞争力提升、促进就业、环境保护、社会融合及教育投资等领域。

2017年，匈牙利GDP总量为1,398.44亿美元（或38.36万亿匈牙利福林），实际同比增长4.10%，增速较2016年提升了1.80个百分点，主要由消费和固定资产投资增长所拉动。具体来看，得益于工资的快速增长，2017年匈牙利的私人消费增长了4.11%，但政府消费仅增长了1.96%；受公共领域投资增加的影响，固定资产投资

⁴ 欧洲结构和投资基金（ESIF）来源于欧盟预算，由欧盟理事会和欧洲议会批准，属于欧盟财政专项支出，是欧盟首创的一种全新的产业政策工具。根据2014年9月匈牙利与欧盟委员会签署的《合作伙伴协议》，2014年~2020年期间ESIF将向匈牙利提供250亿欧元的结构基金。

增速大幅增长了 17.08%，对经济增长的拉动作用明显增强；对外贸易方面，2017 年，由于匈牙利的进口增速(7.74%)超过了其出口增速(4.72%)，导致匈牙利的贸易顺差有所收窄，从而对匈牙利的经济增长造成一定拖累。

2013 年~2017 年，匈牙利 GDP 近 5 年平均年增长率为 3.24%，高于欧盟地区平均水平（1.78%），但波动性（10 年 GDP 增长率的标准差，为 3.23%）也较欧盟地区（2.13%）高。总体上看，近年匈牙利经济保持相对较快增长，但经济增长的波动性相对较大。

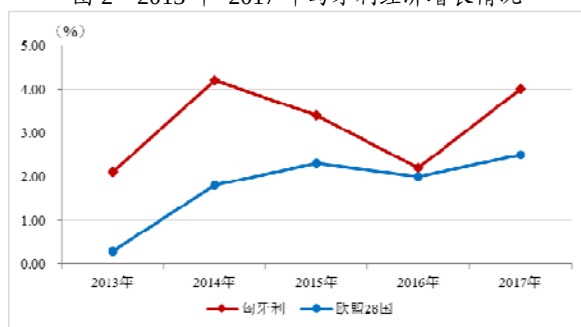
表 1 2013 年~2017 年匈牙利宏观经济表现情况

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
GDP（万亿匈牙利福林）	38.36	35.47	34.38	32.58	30.25
GDP（亿美元）	1,398.44	1,260.45	1,230.18	1,401.32	1,352.18
GDP 增长率（%）	4.10	2.30	3.50	4.20	2.10
CPI 增幅（%）	2.40	0.41	-0.06	-0.21	1.73
失业率（%）	4.16	5.11	6.81	7.73	10.18

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、欧盟统计局

图 2 2013 年~2017 年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

通胀率有所回升，但还不足以支撑匈牙利央行取消非常规的货币宽松政策

受食品价格下滑、能源价格管制等因素的影响，匈牙利 2014 年和 2015 年 CPI 增幅均为负值，处于通货紧缩的状态。2016 年 5 月，匈牙利央行召开春季政策会议并发出结束降息周期的信号，将基准利率维持在 0.90% 的水平。2016 年，匈牙利 CPI 增幅达到 0.41%，通缩压力有所缓解。

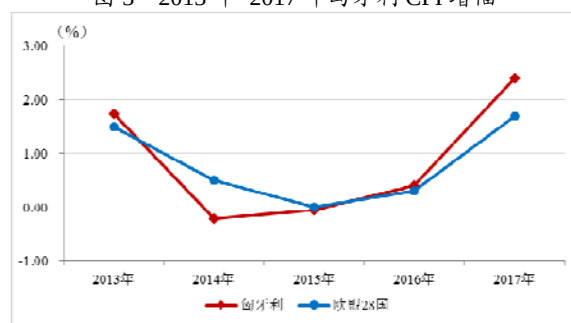
为了以可持续的方式实现通胀目标，匈牙利央行开始利用“非常规、有针对性”的手段进一步放松货币政策。2017 年以来，匈牙利央行降低了隔夜存款利率，为三个月存款（央行主要的流动性冲销工具）设置了上限，并提高了欧元/匈牙利福林掉期存量，从而把福林的流动性注入市场。

得益于宽松的货币环境以及政府实施的大规模财政刺激计划，2017 年，匈牙利全年平均 CPI 增幅达到了 2.40%，较上年提高了 1.99 个百分点，但仍低于央行设置的中期通胀目标（3%）。

2018 年以来，匈牙利月度 CPI 增幅持续上升，并在 9 月份达到 3.60%，为近年来的最高水平。2018 年 1 月~9 月，匈牙利月度 CPI 平均增幅达到 2.73%。

在国际货币政策环境逐步趋紧的背景下，未来，匈牙利央行也或将逐步取消非常规的货币宽松政策，开始进入加息周期。但目前的通货膨胀水平还不足以支撑此类行动，因此在 2018 年 9 月的货币政策会议上，匈牙利央行货币理事会仍决定维持关键利率不变且继续使用非常规工具。

图 3 2013 年~2017 年匈牙利 CPI 增幅



数据来源：匈牙利央行

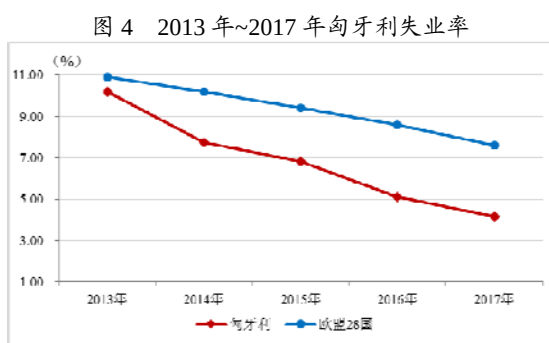
就业市场进一步改善，但人口负增长和人口老龄化的加重将导致匈牙利劳动人口减少，并将在一定程度上削弱匈牙利的经济增长潜力

受全球金融危机影响，2009 年匈牙利失业率升至 10% 以上，并在这一水平维持多年。但自 2012 年以来，匈牙利失业率大幅下降。除了经济稳定增长带来的用工需求增加外，政府实施的一系列促进就业的措施也极大的改善了就业市场，

包括下调个人所得税税率、提供社会保障津贴、改进就业援助、收紧残疾人退休条件、提高退休年龄以及推出六年工资协议等。

2017 年，匈牙利活跃劳动力及就业人口持续增加，失业率进一步下降至 4.16%，在欧盟国家失业率表现排名中列居第四位。

2018 年上半年，匈牙利失业率降至 3.71%，就业状况得到进一步改善。



数据来源：匈牙利中央统计办公室、欧盟统计局

匈牙利的人口问题主要体现为人口负增长和人口老龄化。自 2009 年以来，匈牙利每年的死亡率一直高于出生率，加之匈牙利长期处于移民净流出状态，导致匈牙利的人口总数持续减少。2018 年初，匈牙利 65 岁以上人口占总人口的比例为 18.94%，预计到 2021 年这一比例将超过 20%，人口老龄化持续加重。人口问题的加重将导致匈牙利劳动人口减少以及社会福利体系负担加重等问题，并将在一定程度上削弱匈牙利的经济增长潜力。

匈牙利政府认为，要解决其人口结构问题，应该加大对家庭的支持力度、着力促进本国人口增长，而不是通过引入外来移民的方式。除了 2016 年推出的鼓励生育的家庭住房津贴计划外，2018 年匈牙利政府还推出了更多的措施用以促进人口增长：政府将为有两个孩子的年轻母亲减免她一半的学生贷款债务，而生育三个或以上孩子的母亲，政府将完全取消她的学生贷款债务；生育三个或以上孩子的家庭将获得政府支付的 100 万福林的家庭房屋贷款；有至少两个孩子的家庭将可以获得更多的税收优惠等。在这一系列

措施的推动下，未来匈牙利的生育率有望提高，人口有望再次实现正增长。

未来几年，匈牙利经济有望以 4% 以上的增速保持增长

2018 年上半年，匈牙利实际 GDP 增速进一步提升至 4.70%，经济增长更加强劲。

未来几年，匈牙利的经济有望以 4% 以上的增速保持增长。消费方面，工资水平的持续增长以及财政刺激计划的实施将有助于进一步拉动消费增长。投资方面，投资增速有望继续保持在两位数：一方面，房屋建筑税的大幅降低（从 27% 降至 5%）有望提升家庭投资；另一方面，欧盟对匈牙利的基础建设投资资金也会对匈牙利投资增长起到促进作用（截至 2018 年 3 月底，匈牙利已经收到了总额达 4.40 万亿福林的欧盟资金）。对外贸易方面，制造业产能增加有助于促进进出口，匈牙利的贸易顺差或将有所增加。

与此同时，我们预计匈牙利的失业率有望进一步下降，CPI 增幅则有望随着能源及大宗商品价格的回升而逐渐提升至 3% 的目标范围。

五、结构特征

匈牙利经济较为发达，国际竞争力较强

2017 年，匈牙利人均 GDP 达到了 14,287 美元，较上年增长逾 10%，居民生活水平有所提升。

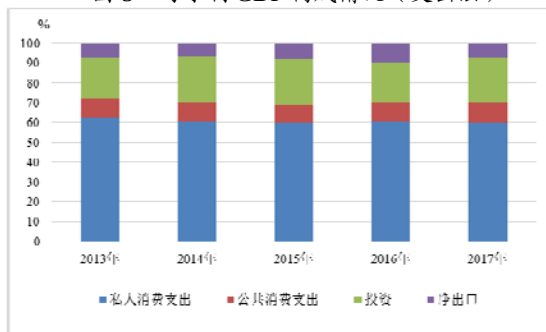
为增强本国在国际市场的竞争力，2016 年底，匈牙利政府成立了国家竞争力委员会，并于 2017 年通过多项修正案，对开办企业及公司破产等流程进行了改善。根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告（2017~2018 年）》，2017 年匈牙利的国际竞争力指数在全球 137 个经济体中排名第 60 位，较上年提升了 9 位。国际竞争力的大幅提高在很大程度上得益于企业技术水平的提高：单从技术层面排名来说，匈牙利从第 135 名提升到了第 109 名；从互联网使用人数来看，其占总人口的比重已经从 2015 年的 72.80% 升至 2016 年的 79.30%。此外，匈牙利在金融市场发展以及商业和创新环境等方面的表现也有所改

善。

经济增长主要依赖于居民消费，产业结构近年来保持稳定

2013年~2017年，匈牙利居民消费支出和政府消费支出占GDP的比例5年平均值分别为60.29%和9.99%，其中私人消费支出占比整体呈下降趋势，公共消费支出占比则保持稳定；固定资产投资对GDP贡献度不断提升，占比5年均值为21.92%；净出口占GDP的比值波动性较大，占比5年均值为7.80%。总体上看，匈牙利的经济发展较倚重于消费，尤其是私人消费，但固定资产投资对经济增长贡献度近年来有所提高。

图5 匈牙利GDP构成情况（支出法）



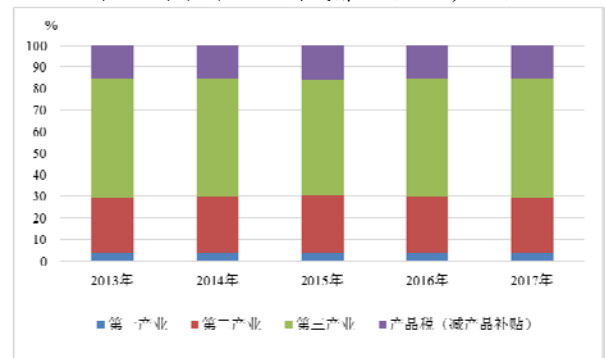
数据来源：匈牙利中央统计办公室

从产业结构来看，服务业一直是匈牙利的支柱产业，2017年其服务业总产值占GDP的比重为55.24%，其中零售、餐饮、房地产和公共服务等产业较为发达。

近年来，匈牙利汽车业和一些知识密集型产业（如计算机、机械制造、化工和医药等）发展迅速，工业对经济增长的支撑作用不断增强。2017年匈牙利工业总产值（包含建筑业）占该年度GDP的25.63%。农业在GDP中所占比重一直处较低水平，2017年仅为3.75%。

整体看，匈牙利三次产业结构近些年基本保持不变，经济结构整体上处于合理水平。

图6 匈牙利GDP构成情况（三次产业）



数据来源：匈牙利中央统计办公室

税务负担持续减轻，有利于吸引更多外资并促进未来经济发展

匈牙利过去税务负担较重。2010年，匈牙利政府对部分行业增加税种或提高税率，其中主要包括银行、能源、食品零售等行业。2012年，匈牙利将增值税率从25%提高到27%，为欧盟国家中最高，同时相较中东欧地区的其他国家，较高的劳务税也限制了匈牙利对外资的吸引力。

自2013年以来，匈牙利政府为刺激经济增长引入了新的税收政策，包括增强消费税和营业税的调节作用、为中小企业引入两项新的简化税种（定额税和小企业税）、降低酒类等产品的消费税等；自2016年起，个税、新建住房增值税、金融机构附加税等项目的税率也得到了下调；自2017年以来，匈牙利政府引入了新的税收政策，包括：连续两年降低社会保障税，将其税率从27%降至19.5%；将基本食物（禽肉、鲜奶、蛋、鱼类、猪内脏等）、盲人打字机及显示器、互联网服务、餐饮服务等产品的增值税税率从18%（鲜奶）和27%（其它）统一降至5%；将企业所得税税率统一降低至9%，并将小企业税率从16%降至13%；取消针对出租房屋收入所征收的医疗税等。

这些措施进一步降低了居民和企业的税务负担，推动私人消费和投资的增长，对匈牙利的经济增长起到了关键作用。另一方面，这些措施也增强了匈牙利吸引外资的能力，这一点可以从匈牙利投资促进局（HIPA）所管理的项目中得到体现。2017年，共有35亿欧元的外资投入到这

些项目，未来有望在全国范围内创造 1.7 万个就业机会。和往年一样，这些项目中约有三分之一是新引入的投资，其余三分之二则是已有外资企业的再投资或扩建。这也在一定程度上反映了匈牙利的经济及营商环境具有较强的吸引力。

银行业存在一定风险，但近年来大幅好转

目前，匈牙利金融业由匈牙利央行实行统一监管。匈牙利央行的具体职责包括：确保金融中介系统的稳定、透明和高效运营；通过法令和其他监管提案，营造稳定而有序的金融市场运营环境；根据欧盟法律，搭建安全而有竞争力的金融市场发展框架；通过制定预防性措施，识别和有效防止损害个人、金融机构和金融部门利益的风险等。此外，匈牙利另设有金融稳定委员会（FSC）负责对金融市场进行持续不断的评估，这有利于加强对金融中介系统的监督和管控，防止或遏制系统性金融风险。

2008 年全球金融危机期间，外资银行为寻求自保大量抽资减贷，给匈牙利经济造成重创，银行系统不良贷款率此后连续多年保持在 10% 以上。受到不良贷款率居高不下和税负较重的影响，匈牙利银行业的整体盈利能力较差，曾长期处于亏损状态。为维持金融系统的稳定性，匈牙利央行采取了一系列措施加强对银行业的监管力度，包括限定银行向居民发放外币贷款的比例、提高银行流动性储备要求、要求银行减少外部债务、要求坏账金额高于 50 亿匈牙利福林的商业银行建立“系统风险缓冲区”（SRB）等。此外，匈牙利还设立了专门的资产管理公司（MARK Zrt.）负责管理、处置匈牙利银行系统的不良贷款。随着匈牙利经济稳步复苏，匈牙利银行业不良贷款率从 2015 年开始逐步下降。银行业的盈利状况也有所改善，逐步实现了转亏为盈。

2017 年，匈牙利银行业税前利润达到 6,886 亿匈牙利福林，截至 2017 年底，银行业净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）分别达到 16.48% 和 1.90%，均已回升至全球经济危机前

的水平。

匈牙利银行业的资本充足性及流动性相对较好。截至 2017 年底，匈牙利银行业的总资本充足率为 23.17%，处于较高水平；银行业的流动性储备也较为充足，流动性覆盖比率达到近 200%。

资产质量方面，不良贷款（包括企业不良贷款和家庭不良贷款）在总贷款中的比重不断下降。截至 2017 年底，匈牙利银行业不良贷款率仅为 3.66%，较上年下降了 2.72 个百分点，资产质量持续改善。

截至 2018 年 6 月底，银行业不良贷款率进一步降至 2.78%，净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）分别达到 7.87 和 0.84%。

为进一步降低银行业风险，2018 年以来匈牙利央行对其宏观审慎监管工具做了一些调整：自 2018 年 3 月起引入银行间资金比率（IFR），以降低金融机构对同业资金的过度依赖，从而降低相关的系统性风险；自 2018 年 7 月起调整外汇资金充足率（FFAR），以确保将外币融资风险控制较低水平；自 2018 年 10 月起小幅调整家庭债务上限，以提高家庭贷款结构的合理性及可持续性。基于以上因素，预计未来匈牙利银行业风险有望得到进一步的降低。

六、公共财政

近年来匈牙利政府⁵在控制赤字方面采取了一系列措施并取得一定成效

自 2004 年加入欧盟后，匈牙利政府财政收支长期处于赤字状态，财政赤字率也多年高于欧盟设定的 3% 的警戒线。2010 年欧尔班·维克托政府上台后，为增加财政收入以实现减赤目标，决定对电信部门、能源部门和商业连锁店连续征收三年危机税，对以外资占主导的银行和保险业提高税率。受益于上述措施，匈牙利政府税收收入明显增加，加之国债利息支出减少、欧盟资金资助的增加和结构性支出削减等因素，匈牙利政

⁵ 除特殊说明外，均指一般政府。

府赤字水平自 2012 年以来明显降低，财政赤字率降至 3% 以下，财政赤字得到了有效控制。

财政收入方面，2013 年~2017 年，匈牙利政府财政收入整体呈增长态势，五年复合增长率为 4.93%。2017 年，匈牙利政府财政收入为 17.14 万亿匈牙利福林，同比上升 7.03%。具体来看，尽管政府推出了一系列减税措施，但匈牙利良好的就业及消费状况使得国内税基有所扩大，这使得政府增值税和个人所得税收入分别较 2016 年增长了 9.94% 和 7.56%。从结构来看，匈牙利中央政府收入占政府财政收入的比重在 70% 左右，中央政府财政收入主要来自于消费税、个人所得税和公司税，收入来源较为稳定。

财政支出方面，2013 年~2017 年，匈牙利政府财政支出的五年复合增长率为 4.77%，略低于财政收入的增速。2017 年，匈牙利政府财政支出为 17.99 万亿匈牙利福林，同比上升 8.38%。匈牙利政府财政支出主要为教育、医疗、社会保障等政府公共服务支出，以及国防、治安、司法等公共事务支出。

近年来，匈牙利政府采取削减开支、增加税收为主的财政政策一定程度上缓解了财政压力，匈牙利政府财政赤字规模整体保持稳定。2017 年，匈牙利政府财政赤字为 0.85 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值为 2.21%，较上年增长了 0.57 个百分点，但仍低于 3% 的警戒线，财政赤字水平处于可控状态。

表 2 2013 年~2017 年匈牙利财政状况

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政收入(万亿匈牙利福林)	17.14	16.01	16.56	15.27	14.14
财政收入/GDP (%)	44.69	45.14	48.18	46.85	46.75
财政支出(万亿匈牙利福林)	17.99	16.60	17.22	16.11	14.93
财政支出/GDP (%)	46.90	46.79	50.09	49.46	49.36
财政盈余(万亿匈牙利福林)	-0.85	-0.58	-0.65	-0.85	-0.79
财政盈余/GDP (%)	-2.21	-1.65	-1.90	-2.61	-2.61

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

政府债务水平持续下降，债务结构得到进一步改善

2013 年~2017 年，匈牙利政府债务总额呈上升趋势，年复合增长率为 4.75%。截至 2017 年底，匈牙利政府债务总额为 28.10 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值为 73.25%。但政府债务总额相当于 GDP 的比值则呈逐年下降趋势，表明政府采取的财政改革措施取得了一定成效，政府债务增长得到了一定程度的控制。

匈牙利政府债务结构较为合理。匈牙利政府债务绝大部分为中央政府债务，其占比达到 95% 以上；近年来匈牙利推行了促进政府债务本地化的相关措施，使政府债务的国内持有人比例有所增长，此举使匈牙利政府外币债务占比在 2015 年后持续降低至 30% 左右。截至 2017 年底，中央政府债务中外币债务占比为 21.62%，较 2016 年底下降了约 3 个百分点；投资者中非居民的占比也有所下降，达到 37% 左右，较上年下降了约 3 个百分点；而本国商业银行持有的中央政府债务则达到了银行系统总资产的 20% 以上；短期债务占比为 26.99%，较上年变化不大，短期偿付风险较为有限。

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 2016 年，匈牙利政府的或有负债规模相当于 GDP 的比值为 24.11%，较上年降低了 6.56 个百分点，或有负债风险相对较小。

表 3 2013 年~2017 年匈牙利政府债务情况

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务(万亿匈牙利福林)	28.10	26.91	26.34	24.98	23.33
政府债务/GDP (%)	73.25	75.86	76.61	76.65	77.14
财政收入/政府债务 (%)	61.01	59.50	62.90	61.12	60.60

数据来源：IMF

截至 2018 年 6 月底，匈牙利政府债务规模达到 29.54 万亿匈牙利福林，较上年末增加了 5.13%。

政府偿债能力保持稳定

匈牙利财政收入对政府债务的保障能力近年来整体保持稳定，保障能力较强。2017 年，匈牙利财政收入与政府债务总额的比值为 61.01%，较上年提高了约 1.50 个百分点，财政收入对政府债务的保障能力有所增强。

考虑到减税措施进一步出台及政府部门工资、住房建造计划、家庭税收补贴等方面的财政支出持续增长等因素的影响，匈牙利将 2018 年的赤字目标设定为 2.4%。但根据匈牙利提交给欧盟的“2018 年~2022 年国家趋同计划”，政府赤字率有望在 2019 年缩减至 1.8%，并在 2022 年逐步缩减至 0.5%。得益于严格的预算政策及良好的经济表现，匈牙利政府债务率有望在 2018 年小幅降至 73 % 左右，至 2022 年底则有望降低《马斯特里赫特条约》规定的 60% 限额以下。在政府财政收入稳定的情况下，债务水平持续下降，匈牙利政府的偿债能力有望保持稳定。

七、外部融资

出口优势较为明显，近年来经常账户持续盈余

作为外向型经济体，匈牙利多年处于贸易顺差状态，进出口总额同 GDP 的比值常年维持在 160% 以上。

2017 年，得益于欧盟及欧元区经济的回暖，匈牙利出口总额达到 1,232.72 亿美元，较上年增长 9.00%；受国内需求持续增长的影响，匈牙利进口总额达到 1,128.34 亿美元，较上年增长 12.29%，高于出口总额的增速。受此影响，匈牙利贸易顺差缩减至 104.38 亿美元，较上年减少 17.25%。

2017 年匈牙利经常账户收入为 1,351.86 亿美元，较上年增长 9.18%，经常账户盈余为 44.51 亿美元，相当于 GDP 的 3.18%，较上年降低了 3.03 个百分点，但 2016 年较高的经常账户盈余主要受一次性因素影响，如贸易条件极为有利、投资增速暂时放缓、外国公司利润下降等。

表 4 2013 年~2017 年匈牙利经常项目收支情况

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
出口总额 (亿美元)	1,232.72	1,130.96	1,094.48	1,228.63	1,158.22
进口总额 (亿美元)	1,128.34	1,004.82	994.83	1,139.13	1,063.97
净出口 (亿美元)	104.38	126.14	99.64	89.50	94.25
CAR (亿美元)	1,351.86	1,238.23	1,194.62	1,347.73	1,280.91
CAB (亿美元)	44.51	78.25	34.67	21.26	51.82
CAB/GDP (%)	3.18	6.21	2.82	1.52	3.83

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

外债规模呈下降趋势，但仍处于较高水平，且政府外债占比较大

匈牙利整体外债水平较高，外债总额相当于 GDP 的比值近年一直保持在 100% 左右，但得益于匈牙利政府外币贷款本币化以及央行再融资措施，外债规模呈下降趋势。截至 2017 年底，匈牙利外债总额为 1,186.66 亿美元，较上年减少 2.94%，外债总额相当于 GDP 的 84.86%，较上年下降 12.15 个百分点。

从外债结构看，截至 2017 年底，匈牙利外债主要由政府外债（包括政府和央行）构成，其在外债总额的占比为 37.14%，占比相对较高，但和 2013 年（42.68%）相比该比例已下降了逾 5 个百分点，外债结构有所改善。

从外债币种看，匈牙利外债大部分以外币计价，截至 2016 年底，匈牙利外币债务在外债总额中的占比为 74.99%，较上年略有降低。从期限结构上看，匈牙利外债仍以长期债务为主，短期债务占比在 2017 年底提高至 11.09%，但占比仍然相对较小，短期偿债压力不大。

表 5 2013 年~2017 年匈牙利外债情况

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外债总额 (亿美元)	1,186.66	1,222.65	1,337.12	1,640.39	1,592.23
外债总额/GDP (%)	84.86	97.00	108.69	117.06	117.75
政府外债总额 (亿美元)	440.73	485.06	534.60	693.77	679.51
政府外债/外债总额 (%)	37.14	39.67	39.98	42.29	42.68
CAR/外债总额 (%)	113.92	101.27	89.34	82.16	80.45
外汇储备 (亿美元)	280.02	258.23	331.24	420.19	465.08
外汇储备/外债总额 (%)	23.60	21.12	24.77	25.62	29.21

数据来源：匈牙利央行、IMF

截至 2018 年 6 月底，匈牙利外债总额为 1,332.75 亿美元，较 2017 年底上升 12.31%；政府外债总额达到 458.98 亿美元，相当于外债总额的 34.44%。随着匈牙利政府持续降低政府债务中外币债务的占比，预计未来几年匈牙利政府外债水平及其在外债总额中的占比将进一步下降。

经常账户收入对外债的保障能力持续增强

从外债的保障能力来看，经常账户方面，2013 年~2017 年，匈牙利经常账户收入与政府外债的比值呈持续上升趋势，经常账户对外债的保障能力不断增强。截至 2017 年底，匈牙利经常账户收入相当于外债总额的比值为 113.92%，较上年上升约 13 个百分点，匈牙利的外债偿还能力进一步增强。

外汇储备方面，截至 2017 年底，匈牙利外汇储备为 280.02 亿美元，较上年同期增长 8.44%，这也是近 5 年来匈牙利外汇储备首次增长；外汇储备相当于外债总额的比值上升至 23.60%，扭转了近年来持续下降的趋势。

截至 2018 年 6 月底，匈牙利外汇储备达到 280.31 亿美元，但外汇储备相当于外债总额的比值下降至 21.03%。

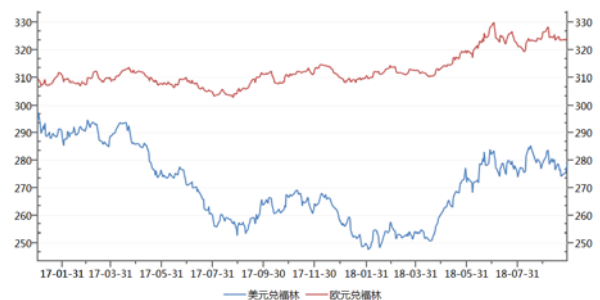
匈牙利福林未来几年贬值幅度或将有限

2017 年，欧元兑匈牙利福林汇率一直保持在 310 左右，但匈牙利福林对美元升值了 10%以上。

但在 2018 年上半年，匈牙利福林对欧元和美元均贬值 6%以上。

未来几年，全球货币政策有望持续收紧，但匈牙利央行在短期内仍有望继续维持非常规的宽松货币政策。因此，匈牙利福林的贬值趋势仍将持续，但在匈牙利经济持续稳定增长的支持下贬值幅度或将有限。

图 7 欧元和美元兑匈牙利福林汇率走势



数据来源：匈牙利央行

总体看，匈牙利外债规模较大，且政府外债占比较高，但近年来外债规模呈下降趋势，经常账户持续盈余以及欧盟持续向匈牙利提供资金等有利条件使得匈牙利对外部债务保障能力较强。

八、偿债能力分析

中匈政治互信持续深化，双方经贸合作日益密切，为本次债券的发行提供良好的外部条件

近年来，中匈两国高层政治往来密切，并共同签署了诸多合作性文件。2014 年 2 月，匈牙利总理欧尔班正式访华，双方就加强两国在政治、经济、科技、文教、中医药、旅游等领域合作达成广泛共识，成果丰硕。2015 年 6 月，中匈双方在布达佩斯签署了《中华人民共和国政府和匈牙利政府关于共同推进丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路建设的谅解备忘录》，这也是中国同欧洲国家签署的第一个此类合作文件。

2017 年以来，中国和匈牙利之间的政治经济关系进一步加深。2017 年 3 月，匈牙利正式加入亚洲基础设施投资银行 (AIIB)，将有利于进一步加强中匈两国在经贸领域的合作。2017 年 5

月，匈牙利总理欧尔班在参加“一带一路”国际合作高峰论坛前与中国国家主席习近平在北京会谈，双方共同发布了关于建立全面战略伙伴关系的联合声明，使得中匈关系迈上了一个新的台阶。在此次高峰论坛期间，中匈双方还达成了多项合作协议：中国进出口银行为匈塞铁路项目提供了一项为期 20 年的美元贷款协议，预期利率 2.5%；中国国家开发银行和匈牙利发展银行签署了价值 7,900 万欧元的专项信贷协议，用于为万华一博苏化学的产能扩建项目提供资金；上海黄金交易所与布达佩斯证交所签订了合作备忘录，双方计划在布达佩斯建立黄金交易平台。

经贸合作方面，自 1984 年以来，中匈两国已签署多达 15 项经贸协议，其中包括政府贸易协定、鼓励和相互保护投资协定、经济合作协定等，为双方经贸合作的发展提供了保障。中国在中匈贸易中长期处于顺差地位，2013 年~2017 年中匈双边贸易总额呈波动上升趋势，贸易结构也有所优化。2017 年，中匈实现双边贸易总额 80.0 亿美元，为历史新高；匈方贸易逆差为 26.4 亿美元，较上年变化不大。由于在“一带一路”国际合作高峰论坛期间中匈双方有意达成将匈牙利水果出口至中国的协议，匈牙利的贸易逆差有望在将来有所缩减。

总体看，中匈双方政治、经贸合作的进一步加深为本期人民币债券的偿还提供了良好的外部条件。

中匈金融领域合作不断加深，货币汇兑风险持续降低

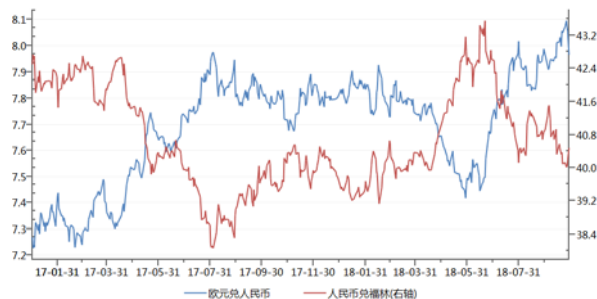
2015 年 2 月，为扩大匈牙利的投资范围和融资渠道，匈牙利央行宣布启动“布达佩斯人民币倡议”，着力推进人民币业务相关金融基础设施建设。2015 年 5 月，为推动外汇资产多元化，匈牙利央行通过与国际清算银行合作的方式购买了少量中国国债。2015 年 10 月，中国银行匈牙利人民币清算行正式启动服务，这是中东欧地区建立的首个人民币清算中心，将有效帮助两国企业降低汇兑成本，提高运营效率。2016 年 9 月，

中国人民银行与匈牙利央行续签了中匈双边本币互换协议，互换规模为 100 亿元人民币/4,160 亿匈牙利福林，有效期为三年。2016 年 12 月，匈牙利央行宣布在中国外汇市场启动人民币和匈牙利福林的直接兑换。2017 年 1 月，匈牙利央行和中国银行达成一项关于银行间市场代理业务的总协议，并就人民币账户结算服务达成了一项谅解性备忘录。

从汇率来看，2018 年以来人民币对欧元略有贬值，但对匈牙利福林却呈升值之势。随着欧洲央行将于 2018 年退出量化宽松政策，未来两年内人民币对欧元将进一步贬值，但贬值幅度或将有限；在匈牙利经济持续增长的支撑下，人民币兑匈牙利福林的汇率则有望保持稳定。

此外，未来几年内匈牙利的经常账户收入和外汇储备有望保持稳定，中国和匈牙利之间依然生效的货币互换协议也有助于降低本期人民币债券面临的汇兑风险。

图 8 欧元兑人民币、人民币兑匈牙利福林走势图



数据来源：欧洲央行、匈牙利央行

稳定的偿债来源为本期人民币债券的偿付提供充足的保障

本债券的净募集资金将汇出境外兑换为欧元，成为发行人的一般资金为发行人所使用，未来可能包括支持“一带一路”的有关倡议。具体而言，本期人民币债券的净募集资金将用于偿还其到期债务并为《2018 年预算法案》项下的财政预算开支和其他支出提供资金。该债券的发行有助于匈牙利政府扩大欧盟范围以外的融资渠道，也将进一步促进离岸人民币市场的发展。

从偿债保障情况看，本期人民币债券的发行

规模为 20 亿元人民币，相当于 2017 年底匈牙利政府外债的 0.7%左右，发行后对匈牙利外债水平影响不大；本期人民币债券将纳入政府预算，政府财政收入将为本期人民币债券的偿还提供稳定而可靠的保障；匈牙利 2017 年财政收入（17.14 亿匈牙利福林）对本期人民币债券的保障程度为 210 倍左右，截至 2017 年底的外汇储备（280.02 亿美元）对本期人民币债券的保障程度为 95 倍左右，两者对本期人民币债券的保障能力均很强。

综合以上因素，联合资信评定“匈牙利 2018 年第一期人民币债券”的信用等级为 AAA。

附件 1 匈牙利主要数据

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
宏观数据					
GDP (万亿匈牙利福林)	38.36	35.47	34.38	32.58	30.25
GDP (亿美元)	1,398.44	1,260.45	1,230.18	1,401.32	1,352.18
实际 GDP 增长率 (%)	4.10	2.30	3.50	4.20	2.10
CPI 增幅 (%)	2.40	0.41	-0.06	-0.21	1.73
失业率 (%)	4.16	5.11	6.81	7.73	10.18
结构特征					
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	3.75	3.87	3.74	3.97	3.85
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	25.63	25.74	26.61	25.81	25.17
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	55.24	54.96	53.65	54.58	55.35
产品税 (减产品补贴) 在 GDP 中的占比 (%)	15.37	15.42	16.00	15.65	15.63
私人消费在 GDP 中的占比 (%)	59.69	59.98	59.53	60.17	62.10
公共消费在 GDP 中的占比 (%)	10.05	10.01	9.80	10.16	9.90
投资在 GDP 中的占比 (%)	22.70	20.00	22.57	23.29	21.03
净出口在 GDP 中的占比 (%)	7.56	10.01	8.10	6.38	6.97
人均 GDP (美元)	14,287	12,843	12,498	14,203	13,668
银行业资本充足率 (%)	23.17	21.13	19.95	19.29	17.78
银行业不良贷款率 (%)	3.66	6.38	10.60	13.21	14.11
银行业 ROA (%)	1.90	1.51	0.10	-1.48	0.38
银行业 ROE (%)	16.48	14.35	1.19	-17.02	3.84
公共财政					
财政收入 (万亿匈牙利福林)	17.14	16.01	16.56	15.27	14.14
财政收入/GDP (%)	44.69	45.14	48.18	46.85	46.75
财政支出 (万亿匈牙利福林)	17.99	16.60	17.22	16.11	14.93
财政支出/GDP (%)	46.90	46.79	50.09	49.46	49.36
财政盈余 (万亿匈牙利福林)	-0.85	-0.58	-0.65	-0.85	-0.79
财政盈余/GDP (%)	-2.21	-1.65	-1.90	-2.61	-2.61
一般政府债务总额 (万亿匈牙利福林)	28.10	26.91	26.34	24.98	23.33
一般政府债务总额/GDP (%)	73.25	75.86	76.61	76.65	77.14
财政收入/一般政府债务总额 (%)	61.01	59.50	62.90	61.12	60.60
外部融资					
商品和服务出口总额 (亿美元) *	1,232.72	1,130.96	1,094.48	1,228.63	1,158.22
商品和服务进口总额 (亿美元) *	1,128.34	1,004.82	994.83	1,139.13	1,063.97
商品和服务净出口额 (亿美元) *	104.38	126.14	99.64	89.50	94.25
外债总额 (亿美元) *	1,186.66	1,222.65	1,337.12	1,640.39	1,592.23
外债总额/GDP (%)	84.86	97.00	108.69	117.06	117.75
政府外债总额 (亿美元) *	440.73	485.06	534.60	693.77	679.51
政府外债/外债总额 (%)	37.14	39.67	39.98	42.29	42.68
经常账户收入 (亿美元) *	1,351.86	1,238.23	1,194.62	1,347.73	1,280.91
经常账户收入/外债总额 (%)	113.92	101.27	89.34	82.16	80.45
经常账户余额 (亿美元) *	44.51	78.25	34.67	21.26	51.82

外汇储备（亿美元）*	280.02	258.23	331.24	420.19	465.08
外汇储备/外债总额（%）	23.60	21.12	24.77	25.62	29.21

数据来源：IMF、世界银行、欧盟统计局、匈牙利中央统计办公室、匈牙利央行。

注：标*数据根据匈牙利央行提供数据及欧元兑美元年平均汇率计算所得。

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。

联合资信评估有限公司关于 匈牙利 2018 年第一期人民币债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

匈牙利应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内，每年至少完成一次跟踪评级，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

匈牙利或本期债项如发生重大变化，或发生可能对匈牙利或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，匈牙利应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注匈牙利的经济状况、政府财政状况及本期债项相关信息，如发现匈牙利出现重大变化，或发现存在或出现可能对匈牙利或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如匈牙利不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对匈牙利或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与委托人联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。