

信用等级公告

联合〔2019〕2320号

联合资信评估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，维持“17 匈牙利债 01BC”和“18 匈牙利债 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月三十日



匈牙利跟踪评级报告

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
17 匈牙利债 01BC	10 亿元	2020/7/27	AAA	AAA
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: 2019 年 7 月 30 日

主要数据

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
GDP (亿美元)	1,556.8	1,398.4	1,260.5	1,230.2	1,401.3
GDP 增长率 (%)	4.9	4.1	2.3	3.5	4.2
人均 GDP (美元)	15,921	14,273	12,822	12,482	14,187
CPI 增幅 (%)	2.8	2.4	0.4	-0.1	-0.2
失业率 (%)	3.7	4.2	5.1	6.8	7.7
财政盈余/GDP (%)	-2.2	-2.2	-1.6	-1.9	-2.6
政府债务/GDP (%)	70.8	73.3	75.9	76.6	76.6
财政收入/政府债务	62.5	61.0	59.5	62.9	61.1
外债总额/GDP (%)	81.2	85.4	97.2	108.7	117.1
CAR/外债总额 (%)	115.7	114.6	103.7	89.3	82.2
外汇储备/外债总额 (%)	24.7	23.4	21.1	24.8	25.6

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

王倩 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

2018 年, 在投资和家庭消费拉动下, 匈牙利经济增长有所提速, 通胀水平小幅回升, 失业率持续降低。匈牙利政府赤字水平保持稳定, 处于可控范围内, 且政府债务水平持续降低, 财政收入对政府债务的保障能力有所增强。虽然匈牙利对外贸易和经常账户顺差均有所收窄, 但外债水平明显下降, 外债偿付能力持续增强。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经济联系、持续有效的货币互换协议等因素。

经综合评估, 联合资信确定维持匈牙利区域长期信用等级为 AAA, 维持“17 匈牙利债 01BC”和“18 匈牙利债 01”的信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

1. 经济增长明显提速, 失业率持续降低;
2. 政府债务水平呈下降趋势, 政府偿还债务能力有所增强;
3. 外债水平下降至近 5 年新低, 外债偿付能力进一步增强;
4. 银行业运行稳健, 盈利保持稳定, 不良贷款率显著下降;
5. 存续债券的偿还来源为一般政府预算, 偿还来源保持稳定。

关注

1. 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;
2. 对外贸易和经常账户顺差均有所收窄;
3. 对外贸易依存度较高, 经济增长易受外部环境变化影响。

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、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 977.8 万（截至 2018 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 2017 年和 2018 年在中国银行间债券市场分别发行了“17 匈牙利债 01BC”和“18 匈牙利债 01”。截至本报告出具日，“17 匈牙利债 01BC”的募集资金已按规定用途使用完毕，且发行人自债券发行日起已按时付息。“18 匈牙利债 01”的募集资金已汇出境外兑换为欧元，用于偿还其到期债务，并为匈牙利《2018 年预算法案》项下的财政预算开支和其他支出提供资金，其首次付息日为 2019 年 12 月 19 日。

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
17 匈牙利债 01BC	10.0	10.0	2017/7/27	2020/7/27
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

欧尔班·维克托连任总理有利于匈牙利经济政策的持续推进，民众对政府支持率较高

在 2018 年 4 月 8 日举行的议会选举中，欧尔班·维克托所领导的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。

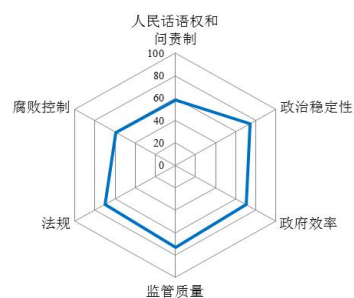
在本次选举中，欧尔班及青民盟在本国的支持率保持稳定且占据绝对优势，保证了国内政权的稳定，有利于匈牙利经济政策的持续推进。除了推行家庭至上的政策、加大对家庭的扶持力度以外，新一届政府还将提升国家竞争力和促进经济可持续增长作为其首要目标。

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。

匈牙利国家治理能力较上年有所增强

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 67.5，较上年（65.8）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高（见图 1）。

图 1 匈牙利国家治理能力情况（2017 年）



数据来源：世界银行

五、宏观经济政策和表现

在投资和家庭消费拉动下，2018 年匈牙利经济增长明显提速

2018 年以来，匈牙利政府推行了多项措施以刺激经济增长。“打造更具竞争力的匈牙利计划”作为一个涵盖了税收、营商环境、公共部门、劳动力市场、教育以及医疗等多个领域的综合行动计划，其实施进一步促进了匈牙利经济潜力的发挥，提升了生产力及竞争力。此外，“家庭保护行动计划”的实施、继续降低社会保障税收以及欧盟基金规模增长等因素也有利于进一步提振匈牙利内需以及投资的增长。为应对全球经济下行风险以及部分贸易伙伴经济放缓、需求下降带来的负面外溢效应，匈牙利政府采取了旨在促进出口结构多样化的产业战略，以及“东向和南向开放”政策，致力于为匈牙利企业在亚洲、非洲等更具增长活力的地区寻找新的出口市场。

2018 年，匈牙利 GDP 总量为 1,556.8 亿美元（或 42.1 万亿匈牙利福林），实际同比增长 4.9%，增速较 2017 年上升了 0.8 个百分点，显著高于欧盟地区的平均经济增速（2.0%）。2018 年，匈牙利经济增长主要由固定资产投资和家庭消费增长所拉动。具体来看，受公共基础设施以及住宅投资增加的影响，匈牙利固定资产投资增速大幅增长了 16.5%，增速达到历史新高，对经济增长的拉动作用明显增强；得益于工资的快速增长，2018 年匈牙利的家庭消费增长了 4.6%，但政府消费出现了 2.1% 的下滑，对经济增长形成一定拖累；对外贸易方面，2018 年，由于匈牙利的实际进口增速（7.1%）超过了其实际出口增速（4.7%），导致匈牙利的贸易顺差继续收窄，对经济增长的贡献度有所下降。

表 2 匈牙利宏观经济表现情况表

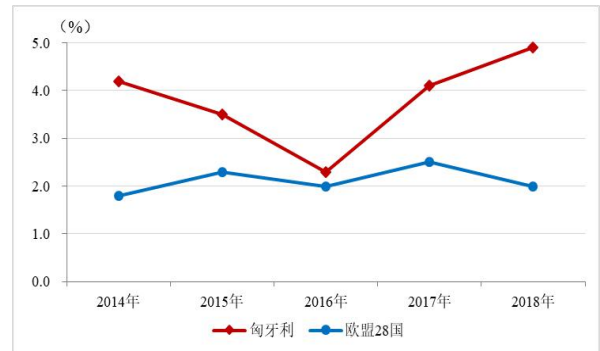
项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
GDP（万亿匈牙利福林）	42.1	38.4	35.5	34.4	32.6
GDP（亿美元）	1,556.8	1,398.4	1,260.5	1,230.2	1,401.3
GDP 增长率（%）	4.9	4.1	2.3	3.5	4.2
CPI 增幅（%）	2.8	2.4	0.4	-0.1	-0.2

失业率（%）	3.7	4.2	5.1	6.8	7.7
--------	-----	-----	-----	-----	-----

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 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

通胀率温和上行，但仍处于匈牙利央行设置的通胀区间内

匈牙利央行（MNB）于 2018 年开启了渐进的货币正常化进程。2019 年 3 月 26 日，匈牙利央行货币委员会延续这一货币政策立场，宣布将隔夜存款利率上调 10 个基点至 -0.05%，隔夜抵押贷款利率和一周抵押贷款利率维持在 0.9% 不变。

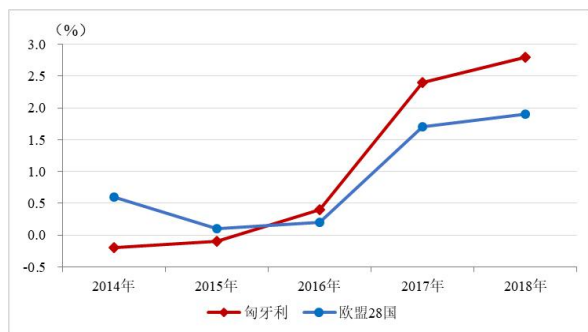
另一方面，2019 年以来，由于各国货币政策宽松预期进一步增强，未来降息或使用宽松工具的可能性有所加大，2019 年 6 月，匈牙利央行对未来货币政策方向也展现出更为谨慎的态度。未来匈牙利央行将通过每季度监测国内和国际经济增长、银行间收益率、汇率以及通胀情况来调整货币政策。总体而言，匈牙利目前的货币政策仍然对经济具有支撑作用。

2018 年，匈牙利全年平均 CPI 增幅达到了 2.8%，较上年提高了 0.4 个百分点，高于欧盟国家的平均通胀水平（1.9%）（图 3），主要是由于燃料和食品价格上涨所致，但仍低于匈牙利央行设置的中期通胀目标（3%）。

未来一段时间，匈牙利仍较宽松的货币政策以及由工资增长推升的强劲国内需求将继续支撑通胀预期。但同时，外部环境冲击下 2019 年匈牙利通胀或有所平抑。一方面，原材料价格或

在去年基础上有所降低；另一方面，由于欧盟经济增长放缓，进口商品价格压力也趋于下行。综合以上因素，2019 年匈牙利通胀或小幅下行，全年平均水平保持在 2.7% 左右。

图 3 匈牙利 CPI 增幅



数据来源：匈牙利央行、欧盟统计局

就业市场进一步改善，但人口老龄化的加重或将导致匈牙利劳动人口减少

得益于匈牙利政府自 2010 年开始实施的各项改革措施，匈牙利劳动力市场就业人数已实现连续九年增长。2018 年，匈牙利劳动参与率进一步上升至 71.9%，与此同时，失业率同比下降 0.5 个百分点至 3.7%。与欧盟国家相比，匈牙利就业市场表现突出，在欧盟国家失业率表现排名中列居第四位（图 4）。

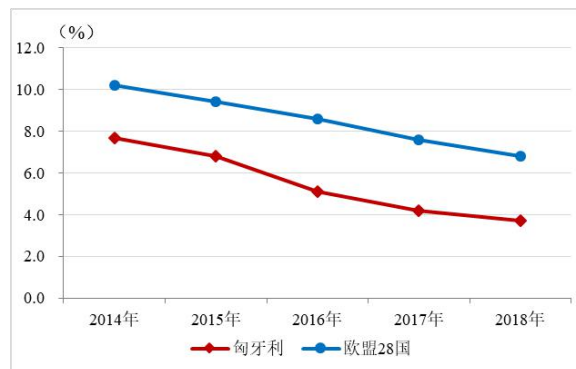
除了经济稳定增长带来的用工需求增加外，匈牙利政府实施的一系列促进就业的措施也极大地改善了就业市场，包括下调个人所得税税率、提供社会保障津贴、收紧残疾人退休条件、提高退休年龄以及推出六年工资协议等。

另一方面，截至 2018 年末，匈牙利 65 岁及以上人口总数已经达到约 190 万，占总人口的比例进一步升至 19.3%，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。

为应对日益严峻的老龄化问题，匈牙利政府推出了“家庭保护行动计划”等战略，以在长期内扭转人口下滑的趋势。短期内，政府还采取了各类措施用来提高老年人、年轻母亲及年轻人等弱势群体的劳动参与率。同时，“打造更具竞争力的匈牙利计划”等经济战略对于提高劳动效

率、避免劳动力短缺带来的负面影响也具有重要作用。在以上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。

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

未来几年，匈牙利经济有望以 4% 以上的增速保持增长

2019 年一季度，匈牙利实际 GDP 增速进一步提升至 5.3%，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，持续的工资增长及财政刺激措施的实施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，近期多个产能扩建项目陆续宣布，中期内将显著拉动投资增长；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。对外贸易方面，制造业产能增加有助于促进出口，从而扩大净出口对经济增长的贡献。

与此同时，我们预计匈牙利的失业率有望进一步下降，CPI 增幅则随着能源及大宗商品价格的下降转而有所下行。

六、结构特征

人均 GDP 升至近 5 年来最高水平；国际竞争力在 2018 年保持稳定且未来有望得到提升

2018 年，匈牙利人均 GDP 达到了 15,921 美元，较上年增长了 11.5%，达到近 5 年来的最高水平。

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告（2018年）》，2018年匈牙利的国际竞争力指数在全球140个经济体中排名第48位，与上年持平。具体来看，匈牙利在“基础设施”和“创新能力”方面的竞争力相对较强（分别排名第28位和第39位），但在“产品市场”、“商业活力”和“劳动力市场”方面，匈牙利在欧盟国家中的排名较低。

2018年，匈牙利政府启动了“打造更具竞争力的匈牙利计划”，作为涵盖了税收、营商环境、公共部门、劳动力市场、教育和医疗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。2019年2月，匈牙利央行公布了一系列用以提高本国竞争力的建议，包括扭转人口下降趋势、重建喀尔巴阡盆地和中欧经济区、实现能源独立等。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，但资本形成总额对经济增长的贡献度进一步提高

2018年，消费和净出口对匈牙利经济的贡献度继续下降，但资本形成总额对经济增长的贡献度有所提升。具体来看，2018年匈牙利的消费支出和净出口在GDP中的占比分别为68.2%和4.8%，较2017年分别下降了1.5和2.8个百分点，而资本形成总额在GDP中的占比（27.1%）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，但资本形成总额对经济增长的贡献度进一步提高。

从产业结构的角度来看，服务业仍旧是匈牙利的支柱产业。2018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3.6%、26.3%和54.4%，其中农业和服务业占比出现下降，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，世界最大的20家一级汽车供应商中有14家落户匈牙利，并且生产规模在不断扩大。完善的本地供应商体系加上优越的地理位置和丰富的人力资源，使匈牙利汽车产业极具吸引力。2018年，

包括汽车工业在内的制造业总产值占匈牙利GDP的比值达19.4%。从服务业来看，2018年，公共服务、批发零售、房地产和运输行业是匈牙利服务业的主要构成行业，其占GDP的比重分别为14.2%、10.4%、6.8%和5.3%。此外，匈牙利地理位置优越，是中东欧地区重要的交通枢纽之一，匈牙利政府一直以来将加强物流基础设施建设作为国家战略发展方向之一，不断推进多式联运物流中心建设。

对外贸易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，对外贸易的依赖程度较高，容易受不利的外部环境冲击。2018年，匈牙利外贸进出口总额与GDP的比值为168.4%，虽较2017年下降了0.8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。

政府推出的一系列减税措施有利于促进匈牙利经济增长

2018年以来，匈牙利政府进一步推出了各类减税计划，包括将餐饮、互联网服务等产品的增值税税率进一步降至5%；为了配合税制简化措施，2018年，UHT牛奶和ESL牛奶的增值税税率被重新划分至5%档（这一举措令所有类型的牛奶均统一适用5%的税率）；工资税率降至19%；社会保障税率进一步降至17.5%；2018年，小企业税税率下调1个百分点至13%，2020年将进一步下调至12%等。

未来几年，匈牙利政府的税收政策将继续着力于降低工资税、减轻企业税收和行政负担、提高税收征收效率以及简化税制等方面。这些政策的实施将有助于提振内需，促进匈牙利的经济增长。

银行业运行稳健，银行业利润保持稳定、资

产质量持续改善

2018 年，匈牙利银行业税后利润总额达到 5,370.0 亿福林，银行业净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）分别达到 13.4% 和 1.5%，前者较 2017 年小幅增长 0.2 个百分点，后者与 2017 年持平。

匈牙利银行业的资本充足性及流动性相对较好。截至 2018 年末，匈牙利银行业的总资本充足率为 16.8%，较上年下降了 2.4 个百分点，主要是由于银行的贷款业务增加所致。2018 年，匈牙利银行业的流动性覆盖率保持在 170%~200%，大幅超过预期。

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）在总贷款中的比重继续下降。截至 2018 年末，匈牙利银行业不良贷款率为 5.4%，较上年下降了 2.1 个百分点，资产质量持续改善。

2019 年一季度，匈牙利银行业利润出现小幅下滑，税后利润总额为 1,350.0 亿福林，银行业净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）分别为 9.9% 和 1.1%。截至 2019 年 3 月末，匈牙利银行业总资本充足率小幅上升至 18.0%，不良贷款率则进一步降至 5.2%，银行业资本充足率和资产质量继续提升。

匈牙利外资银行较多，截至 2018 年末，匈牙利外资银行资产总额约占银行业总资产的一半。若外资银行大量抽资减贷，会给匈牙利银行业造成重创。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等。为进一步降低银行系统的风险，匈牙利央行要求坏账金额高于 50 亿匈牙利福林的商业银行自 2017 年起建立“系统风险缓冲区”（SRB），为坏账设立额外坏账准备金；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。基于以上因素，预计匈牙利银行业的系统风险有望得到进一步的缓解。

近年来，匈牙利银行业总体运行稳健、盈利

稳定、贷款业务日益活跃，有力地支持了实体经济的增长。银行系统多个领域均已经出现了显著的改善。未来几年，匈牙利将通过银行系统的数字化、分行网络的重组以及降低运营成本等措施进一步发掘匈牙利银行业的潜力。

七、公共财政²

2018 年政府财政赤字³水平较上年持平，且低于政府设置的 2.4% 的赤字目标

2018 年，匈牙利政府财政收入为 18.6 万亿匈牙利福林，同比增长 8.5%；财政收入与 GDP 的比值为 44.2%，较上年下降 0.5 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 84.6%，其中生产和进口税（含增值税）、社保贡献税、收入和财产税分别约占 41%、28% 和 16%，政府财政收入来源稳定。

2018 年，匈牙利政府财政支出为 19.6 万亿匈牙利福林，同比增长 8.6%，高于财政收入增速；财政支出与 GDP 的比值为 46.5%，较上年下降 0.4 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 82.9%，其中公务员薪资和社会福利支出分别约占 23% 和 25%，政府财政支出的刚性较大；利息支出占总财政支出的 5.5%，较上年下降 0.4 个百分点，政府利息支出水平进一步降低。

2018 年，匈牙利政府财政赤字为 0.9 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值为 2.2%，与上年持平，且低于政府设定的赤字目标（2.4%），财政赤字水平处于可控范围内。

表 3 匈牙利财政状况

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
财政收入(万亿匈牙利福林)	18.6	17.2	16.0	16.6	15.3
财政收入/GDP (%)	44.2	44.7	45.1	48.2	46.9
财政支出(万亿匈牙利福林)	19.6	18.0	16.6	17.2	16.1
财政支出/GDP (%)	46.5	46.9	46.8	50.1	49.5

² 除特殊说明外，均指一般政府。

³ 财政数据均以欧洲账户体系（ESA）规则计算。

财政盈余(万亿匈牙利福林)	-0.9	-0.8	-0.6	-0.7	-0.8
财政盈余/GDP (%)	-2.2	-2.2	-1.6	-1.9	-2.6

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，债务结构进一步改善

2018 年，降低政府债务水平、改善政府债务结构及降低外币债务占比仍是匈牙利政府债务管理的重点。截至 2018 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 29.8 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值为 70.8%，较 2017 年下降了 2.5 个百分点。

政府债务结构方面，匈牙利政府债务绝大部分为中央政府债务，2018 年末达到政府债务总额的 96.2%；中央政府债务中外币债务占比为 20.0%，较 2017 年末下降了 1.6 个百分点；非居民持有债务占比也有所下降，达到 36.3%，较上年（36.7%）下降了 0.4 个百分点。政府债务结构得到进一步改善。

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 2017 年末，匈牙利政府的或有负债规模相当于 GDP 的比值为 17.6%，较上年降低了 4.3 个百分点，或有负债风险相对较小。

表 4 匈牙利政府债务情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
政府债务(万亿匈牙利福林)	29.8	28.2	27.0	26.4	25.0
政府债务/GDP (%)	70.8	73.3	75.9	76.6	76.6
财政收入/政府债务 (%)	62.5	61.0	59.5	62.9	61.1

数据来源：匈牙利央行

截至 2019 年 3 月末，匈牙利政府债务规模达到 30.1 万亿匈牙利福林，较上年末增加了 1.2%；政府债务与 GDP 的比值为 70.1%，较上年末下降了 0.7 个百分点。

2018 年匈牙利政府偿债能力有所增强，在财政收入保持稳定以及政府债务水平不断下降的

背景下，未来政府偿债能力有望保持稳定

2018 年，匈牙利财政收入与政府债务总额的比值为 62.5%，较上年提高了 1.5 个百分点，财政收入对政府债务的保障能力有所增强。

根据政府出台的财政预算案，2019 年匈牙利政府财政赤字率目标为 1.8%。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 2019 年小幅降至 69.2%，至 2022 年末有望降至《马斯赫里特条约》规定的 60%以下的水平。在财政收入保持稳定以及政府债务水平不断下降的背景下，未来匈牙利政府的偿债能力有望保持稳定。

八、外部融资

2018 年对外贸易和经常账户盈余均呈现进一步收窄的态势

2018 年，匈牙利出口总额为 1,347.1 亿美元，较上年增长了 9.2%；进口总额为 1,274.0 亿美元，较上年增长了 12.8%，高于出口总额增速。受此影响，匈牙利外贸顺差收窄至 73.1 亿美元，较上年减少 29.8%。外贸顺差收窄的主要原因是内需增长导致商品贸易顺差额大幅下降所致。除此之外，不利的贸易条件等一次性因素以及年末出口的走弱也在一定程度上造成了 2018 年匈牙利外贸顺差的收窄。但另一方面，由于服务贸易顺差抵消了部分商品贸易顺差下降带来的影响，匈牙利的国际贸易顺差仍较高。

2018 年，匈牙利经常账户收入为 1,470.2 亿美元，较上年增长了 7.5%；经常账户盈余为 5.4 亿美元，相当于 GDP 的比值为 0.3%，较 2017 年降低了 2.5 个百分点，为近 5 年来的最低水平。

从国际投资净头寸的情况来看，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。2018 年，匈牙利的海外负债增长了 8.5%至 2,423.0 亿美元；海外资产增长了 13.8%至 1,589.6 亿美元，超过海外负债增速。因此，匈牙利的国际投资净头寸下降了 0.3%至 -833.4 亿美元；国际投资净头寸与 GDP 的比值为 -53.5%，

同比上升 6.3 个百分点，显示 2018 年以来匈牙利国际投资状况有所改善。

表 5 匈牙利经常项目收支情况

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
出口总额（亿美元）	1,347.1	1,233.9	1,131.0	1,094.5	1,228.6
进口总额（亿美元）	1,274.0	1,129.7	1,005.2	994.8	1,139.1
净出口（亿美元）	73.1	104.1	125.8	99.6	89.5
CAR（亿美元）	1,470.2	1,368.1	1,270.6	1,194.6	1,347.7
CAB（亿美元）	5.4	39.5	79.9	34.7	21.3
CAB/GDP(%)	0.3	2.8	6.2	2.8	1.5
国际投资净头寸（亿美元）	-833.4	-836.1	-856.2	-825.0	-1,130.7
国际投资净头寸/GDP(%)	-53.5	-59.8	-67.9	-67.1	-80.7

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

外债水平降至近 5 年最低，政府外债占比持续减少

截至 2018 年末，匈牙利外债总额为 1,271.0 亿美元，较上年末增加 6.4%；外债总额相当于 GDP 的比值为 81.2%，较上年下降了 4.2 个百分点，达到近 5 年来的最低水平。

从外债构成来看，匈牙利外债主要由政府外债构成，但其在在外债总额的占比持续下降。截至 2018 年末，政府外债在外债总额中的占比为 34.2%，较 2017 年下降了 1.2 个百分点。

从外债币种看，截至 2018 年末，匈牙利外币债务在外债总额中的占比为 71.1%，较 2017 年下降 1.9 个百分点。从期限结构上看，匈牙利外债仍以长期债务为主（57.9%），短期债务占比在 2018 年末小幅升至 11.9%，但占比仍然相对较小，短期偿债压力不大。

表 6 匈牙利外债情况

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
外债总额（亿美元）	1,271.0	1,194.3	1,225.6	1,337.1	1,640.4
外债总额/GDP(%)	81.2	85.4	97.2	108.7	117.1
政府外债总额（亿美元）	435.2	423.3	464.4	514.5	663.9

政府外债/GDP(%)	34.2	35.4	37.9	38.5	40.5
CAR/ 外 债 总 额 (%)	115.7	114.6	103.7	89.3	82.2
外汇储备（亿美元）	313.6	280.0	258.2	331.2	420.2
外汇储备/外债总额 (%)	24.7	23.4	21.1	24.8	25.6

数据来源：匈牙利央行

截至 2019 年 3 月末，匈牙利外债总额为 1,267.5 亿美元，较 2018 年末小幅下降 0.3%；政府外债总额为 422.9 亿美元，相当于外债总额的 33.4%，较 2018 年末下降 1 个百分点。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。

经常账户收入和外债储备对外债的保障能力进一步增强

从外债的保障能力来看，截至 2018 年末，匈牙利经常账户收入相当于外债总额的比值为 115.7%，较 2017 年末提升了 1.1 个百分点，匈牙利经常账户收入对外债偿付的保障能力进一步增强。

外汇储备方面，截至 2018 年末，匈牙利外汇储备为 313.6 亿美元，较上年同期增长了 12.0%；外汇储备相当于外债总额的比值为 24.7%，较上年末上升了 1.3 个百分点。

截至 2019 年 3 月末，匈牙利外汇储备为 308.1 亿美元，外汇储备相当于外债总额的比值小幅下降了 0.1 个百分点至 24.6%。

未来几年匈牙利福林的贬值压力有望得到缓解

2018 年，匈牙利福林兑美元和欧元汇率分别贬值了 8.5%和 3.7%。但在 2019 年上半年，匈牙利福林兑美元和欧元汇率仅分别贬值了 1.1%和 0.3%，贬值幅度明显收窄。

随着发达国家货币政策变得愈发谨慎，并倾向于使用宽松货币政策工具，未来几年匈牙利福林的货币贬值压力有望得到进一步缓解。

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

九、偿债能力分析

2018 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

2018 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。2019 年是中匈建交 70 周年,以此为契机,两国进一步将双边关系推向更高水平,并在政治、贸易和人员交往等领域取得了更多进展。

2018 年以来,中国和匈牙利高层互访频繁。2018 年 7 月,中国国务院总理李克强在出席于保加利亚举行的第七次中国-中东欧国家领导人会晤之际,同匈牙利总理欧尔班·维克托举行了会面,双方一致同意未来进一步加强双边关系与各领域合作。2019 年 4 月,匈牙利总理欧尔班·维克托赴北京参加了第二届“一带一路”国际合作高峰论坛,并与中国国家主席习近平举行了会谈。论坛期间,中匈两国在交通、信息技术、能源和艺术等领域签署了多份合作协议与备忘录。2019 年 7 月,匈牙利总理欧尔班·维克托在匈牙利首都布达佩斯会见了来访的中国国务委员兼外交部长王毅,双方一致同意继续维护、巩固和发展中匈全面战略伙伴关系,深化各层次交往。

此外,中匈关系还植根于双方务实合作之中。目前,由中国企业参与建设的匈塞铁路项目进展顺利,中匈预计将于 2019 年年底前签署匈塞铁路升级改造项目贷款协议。经贸合作方面,2018 年,中匈双边贸易总额达到了约 109 亿美元,创历史新高。中国企业在匈牙利的投资存量

达到约 45 亿美元,匈牙利政府目前已与 7 家中国公司签署了战略合作协议。目前中国和匈牙利之间已开通两架直航航班,赴匈旅游的中国游客增长了 4 倍,同时中匈推出了首个联合大学课程。展望未来,中匈双方将推出更多的直航航班和联合大学课程,匈牙利的中学生有望能参加中方同时认可的考试。同时,中国的两家银行正寻求在匈牙利设立总部,这将进一步促进匈中两国的贸易和经济关系。

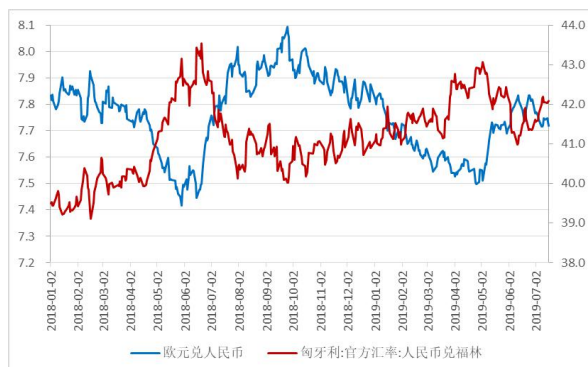
总体看,中匈双方政治、经贸合作的进一步加深为匈牙利存续债券的偿还提供了良好的外部条件。

存续人民币债券面临的汇兑风险较为有限

从汇率来看,2018 年以来人民币兑欧元略有贬值,但兑匈牙利福林却呈升值之势。2019 年 6 月,欧洲央行表态称关键利率将在 2020 年上半年之前保持不变,货币政策出现了鸽派转向。因此,未来两年内欧元兑人民币或将出现小幅贬值;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。

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,中国和匈牙利之间的双边本币互换协议在 2019 年 9 月份到期之后预计仍将续签展期,有助于降低匈牙利存续债券面临的汇兑风险。

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稳定

从偿债保障情况看,“17 匈牙利债 01BC”和

“18 匈牙利债 01”总计发行规模为 30 亿元人民币，相当于 2018 年末匈牙利政府外债的 1.0%左右。存续人民币债券均将纳入政府预算，政府财政收入为存续人民币债券的偿还提供了稳定而可靠的保障。匈牙利 2018 年财政收入（18.6 万亿匈牙利福林）对存续人民币债券的保障程度约为 152 倍，截至 2018 年末的外汇储备（313.6 亿美元）对存续人民币债券的保障程度约为 70 倍，两者对存续人民币债券的保障能力均很强。

从未来 1 年内到期债券偿付的情况看，“17 匈牙利债 01BC”将于 2020 年到期兑付，兑付金额为 10 亿人民币。同时，截至 2020 年底，预计匈牙利政府当年到期偿还的外债总额约为 400 亿美元，“17 匈牙利债 01BC”的兑付金额相当于当年年末匈牙利政府外债的比重不足 0.5%。“17 匈牙利债 01BC”与发行人未清偿的所有其他无担保及非次级公共债券清偿顺序相同，不存在优先权。预计匈牙利政府 2020 年财政收入（约 21.3 万亿匈牙利福林）对上述当年到期兑付人民币债券的保障程度约为 520 倍，截至 2020 年末的外汇储备对上述当年到期兑付人民币债券的保障程度约为 210 倍。因此，该期债券到期不能偿还的风险依然极低。

综合以上因素，联合资信确定维持“17 匈牙利债 01BC”和“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	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
宏观数据					
名义 GDP（万亿匈牙利福林）	42.1	38.4	35.5	34.4	32.6
名义 GDP（亿美元）	1,556.8	1,398.4	1,260.5	1,230.2	1,401.3
实际 GDP 增长率（%）	4.9	4.1	2.3	3.5	4.2
CPI 增幅（%）	2.8	2.4	0.4	-0.1	-0.2
失业率（%）	3.7	4.2	5.1	6.8	7.7
结构特征					
人均 GDP（美元）	15,921	14,273	12,822	12,482	14,187
第一产业在 GDP 中的占比（%）	3.6	3.8	3.9	3.7	4.0
第二产业在 GDP 中的占比（%）	26.3	25.6	25.7	26.6	25.8
第三产业在 GDP 中的占比（%）	54.4	55.2	55.0	53.7	54.6
产品税（减产品补贴）在 GDP 中的占比（%）	15.7	15.4	15.4	16.0	15.6
家庭消费在 GDP 中的占比（%）	58.9	59.7	60.0	59.5	60.2
政府消费在 GDP 中的占比（%）	9.3	10.0	10.0	9.8	10.2
资本形成总额在 GDP 中的占比（%）	27.1	22.7	20.0	22.6	23.3
净出口在 GDP 中的占比（%）	4.8	7.6	10.0	8.1	6.4
进出口总额在 GDP 中的占比（%）	168.4	169.0	169.5	169.8	169.0
银行业资本充足率（%）	16.8	19.2	19.3	18.2	19.3
银行业不良贷款率（%）	5.4	7.5	10.7	14.6	13.2
银行业 ROA（%）	1.5	1.5	1.2	0.0	-1.7
银行业 ROE（%）	13.4	13.2	10.6	0.9	-16.6
公共财政					
财政收入（万亿匈牙利福林）	18.6	17.2	16.0	16.6	15.3
财政收入/GDP（%）	44.2	44.7	45.1	48.2	46.9
财政支出（万亿匈牙利福林）	19.6	18.0	16.6	17.2	16.1
财政支出/GDP（%）	46.5	46.9	46.8	50.1	49.5
财政盈余（万亿匈牙利福林）	-0.9	-0.8	-0.6	-0.7	-0.8
财政盈余/GDP（%）	-2.2	-2.2	-1.6	-1.9	-2.6
一般政府债务总额（万亿匈牙利福林）	29.8	28.2	27.0	26.4	25.0
一般政府债务总额/GDP（%）	70.8	73.3	75.9	76.6	76.6
财政收入/一般政府债务总额（%）	62.5	61.0	59.5	62.9	61.1
外部融资					
商品和服务出口总额（亿美元）*	1,347.1	1,233.9	1,131.0	1,094.5	1,228.6
商品和服务进口总额（亿美元）*	1,274.0	1,129.7	1,005.2	994.8	1,139.1
商品和服务净出口额（亿美元）*	73.1	104.1	125.8	99.6	89.5
经常账户收入（亿美元）*	1,470.2	1,368.1	1,270.6	1,194.6	1,347.7
经常账户余额（亿美元）*	5.4	39.5	79.9	34.7	21.3
经常账户余额/GDP（%）	0.3	2.8	6.2	2.8	1.5
国际投资净头寸（亿美元）	-833.4	-836.1	-856.2	-825.0	-1,130.7
国际投资净头寸/GDP（%）	-53.5	-59.8	-67.9	-67.1	-80.7
外债总额（亿美元）*	1,271.0	1,194.3	1,225.6	1,337.1	1,640.4
外债总额/GDP（%）	81.2	85.4	97.2	108.7	117.1

政府外债总额（亿美元）*	435.2	423.3	464.4	514.5	663.9
政府外债/外债总额（%）	34.2	35.4	37.9	38.5	40.5
经常账户余额/外债总额（%）	115.7	114.6	103.7	89.3	82.2
外汇储备（亿美元）	313.6	280.0	258.2	331.2	420.2
外汇储备/外债总额（%）	24.7	23.4	21.1	24.8	25.6

数据来源：IMF、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。