

信用等级公告

联合〔2020〕2335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



匈牙利2020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：¹AAA

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：2020 年 7 月 22 日

主要数据

项 目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
GDP (亿美元)	1,609.7	1,578.6	1,415.5	1,275.5	1,244.7
GDP 增长率 (%)	4.9	5.1	4.3	2.2	3.8
人均 GDP (美元)	16,471.6	16,148.0	14,466.0	12,996.0	12,646.0
CPI 增幅 (%)	3.4	2.8	2.4	0.4	-0.1
失业率 (%)	3.4	3.7	4.2	5.1	6.8
财政盈余/GDP (%)	-2.0	-2.1	-2.5	-1.8	-2.0
政府债务/GDP (%)	66.3	70.2	72.9	75.5	76.2
财政收入/政府债务	66.3	63.4	61.1	60.1	63.9
外债总额/GDP (%)	74.5	81.1	84.3	96.1	107.4
CAR/外债总额 (%)	121.4	114.5	112.5	98.8	88.9
外汇储备/外债总额 (%)	26.5	24.5	23.5	21.1	24.8

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 程泽宇

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

2019 年，在投资和家庭消费拉动下，匈牙利经济增长依然保持强劲；通胀率继续上行，但仍处于合理范围；失业率持续降低，就业状况进一步改善。匈牙利政府财政赤字有所收窄，政府债务水平呈持续下降趋势，财政收入对政府债务的保障能力进一步增强。虽然匈牙利对外贸易顺差收窄、经常账户情况有所恶化，但外债水平持续下降，外债偿付能力持续增强。2020 年，匈牙利的经济增长、财政及外部表现将受到新型冠状病毒肺炎疫情（“新冠疫情”）的严重冲击，但有望在 2021 年开始逐步恢复。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。

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. 经济增长保持强劲，失业率持续降低；
2. 政府债务水平呈下降趋势，政府偿还债务能力持续增强；
3. 外债水平降至新低，外债偿付能力进一步增强；
4. 银行业运行稳健，不良贷款率持续下降；
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. 新冠疫情将在短期内对匈牙利的经济增长、财政状况及外部表现形成冲击；
2. 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；
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 2020 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”和“18 匈牙利债 01”的募集资金均已按规定用途使用完毕，且均已按时付息。

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
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

2019 年匈牙利政局继续保持稳定；2020 年初匈牙利政府面对新型冠状病毒肺炎疫情（“新冠疫情”）所采取的果断应对措施反映出其具有较强的国家治理能力

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。

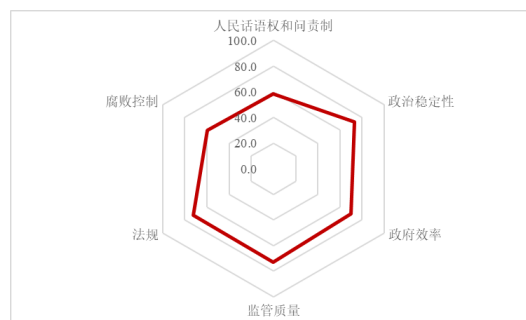
面对新冠疫情在匈牙利的蔓延，匈牙利政府采取果断措施，于 2020 年 3 月 11 日宣布全国进入紧急状态，采取了禁止疫区旅客入境、更为严格的边境管控以及关闭部分公共场所等措施。6 月 28 日，由于疫情有所好转，匈牙利政府宣布终止国家紧急状态。疫情发生以来，匈牙利政府一系列果断措施有效遏制了新冠疫情在匈牙利的蔓延，显示出匈牙利政府具有较强的治理能力。

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。截至 2019 年末，匈牙利对欧盟凝聚力基金的吸收率约为 43%，2014-2020 年欧盟预算周期的拨款可供匈牙利使用至 2023 年。总体而言，匈牙利与欧盟保持着良好的关系。

匈牙利国家治理能力有所增强

根据世界银行公布的国家治理指数，2018 年，匈牙利政府各项治理能力百分比排名均值为 67.8，较上年（67.6）小幅上升。尽管匈牙利在“政治稳定性”方面的得分有所下滑，但在“政府效率”、“腐败控制”、“人民话语权和问责制”等方面的表现均较上年有所改善。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（2018 年）



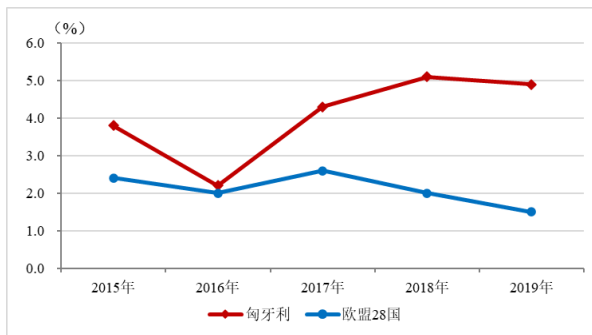
数据来源：世界银行

五、宏观经济政策和表现

在投资和家庭消费拉动下，2019 年匈牙利经济虽有小幅下滑但依然保持强劲增长

2019 年，在全球和欧盟经济增速同步放缓及不利的国际贸易条件下，受益于匈牙利政府“打造更具竞争力的匈牙利计划”“家庭保护行动计划”“东向和南向开放”等经济政策的实施，匈牙利经济增长仍保持了强劲态势。2019 年，匈牙利 GDP 总量为 1,609.7 亿美元（或 46.8 万亿匈牙利福林），实际同比增长 4.9%，增速较 2018 年小幅下滑 0.2 个百分点，但仍显著高于当年欧盟地区的平均经济增速（1.5%）。

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

具体来看，2019 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。受政府公共投资、欧盟基金投资项目以及近年投资产出的带动，匈牙利固定资产投资增速大幅增长 15.3%，对经济增长的拉动效应继续增强；得益于就业状况的持续改善以及工资的快速增长，2019 年匈牙利家庭消费同比增长 5.0%，对经济增长贡献依然较大，另一方面政府消费同比增长 2.0%；对外贸易方面，由于匈牙利的进口增速（6.9%）超过了其出口增速（6.0%），贸易顺差继续收窄，净出口对经济增长的贡献度有所下降。

新冠疫情暴发之前，匈牙利经济基本面保持了较高的稳定性。然而，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均大幅下降，2020 年一季度匈牙利经济增速放缓至

2.2%，但对比欧盟整体-2.6%的经济增速，匈牙利经济仍保持了较强的韧性。2020 年全年，预计匈牙利经济增速将下滑至-3.0%左右。

表 2 匈牙利宏观经济表现情况

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
GDP（万亿匈牙利福林）	46.8	42.7	38.8	35.9	34.8
GDP（亿美元）	1,609.7	1,578.6	1,415.5	1,275.5	1,244.7
GDP 增长率（%）	4.9	5.1	4.3	2.2	3.8
CPI 增幅（%）	3.4	2.8	2.4	0.4	-0.1
失业率（%）	3.4	3.7	4.2	5.1	6.8

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

2019 年匈牙利通胀率继续上行，但仍处于合理可接受范围

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。

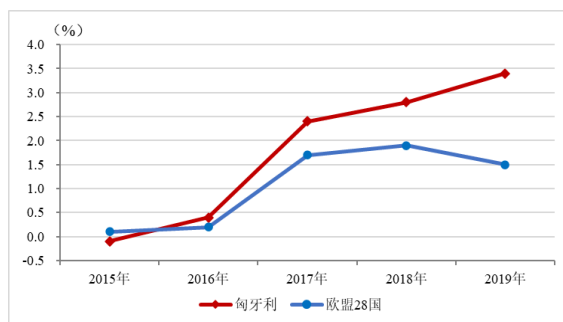
2020 年以来，在新冠疫情全球大流行导致宏观经济环境发生变化的情况下，除了实现和维护物价稳定之外，匈牙利央行的主要任务已经转向维护金融稳定性以及支持政府采取的相应经济政策上。2020 年 6 月 24 日，匈牙利央行将基准利率下调 15 个基点至 0.75%，其他利率保持不变。这是匈牙利央行自 2016 年以来首次降息，其目的是刺激消费及投资活动，促进疫情后的经济恢复。总体而言，匈牙利目前的货币政策对经济具有较强支撑作用。

2019 年，受烟草产品消费税根据欧盟法规上调以及对存在健康风险的食品和饮料增收公共健康产品税等因素影响，匈牙利全年平均 CPI 增幅达到 3.4%，较上年提高了 0.6 个百分点，明显高于欧盟国家的平均通胀水平（1.5%）（图 3）。进入 2020 年以来，受国际油价大幅波动影响，匈牙利 CPI 波动较大，2020 年前 5 个月平均 CPI 平均增幅达到了 3.5%。

在低迷的内、外部经济环境下，匈牙利 2020

年全年 CPI 增幅预计将放缓至 2.8% 左右；但若考虑国际油价波动等一次性因素影响，通胀水平或将出现小幅上行，到 2021 年将重新下行，全年平均水平保持在 3.0% 左右，符合匈牙利央行设置的中期通胀目标（3%）。

图 3 匈牙利 CPI 增幅



数据来源：匈牙利央行、欧盟统计局

2019 年匈牙利就业市场进一步改善，失业率在欧盟成员国中处于最低的行列；但人口老龄化仍对就业市场构成挑战

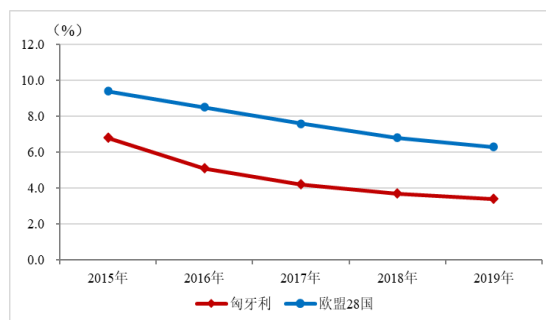
得益于匈牙利政府自 2010 年开始实施的各项改革措施，匈牙利劳动力市场就业人数已实现连续十年增长。2019 年，匈牙利劳动参与率达到创历史新高的 72.6%，同比上升 0.7 个百分点，劳动人口达到 451.2 万人，其中 20-64 岁人口的劳动参与率持续高于欧盟“欧洲 2020 年战略”中 75% 的目标。与此同时，2019 年匈牙利失业率同比下降 0.3 个百分点至 3.4%，为近年来最低值。与欧盟整体相比，匈牙利就业市场表现突出，属于欧盟失业率最低的国家之一（图 4）。

2020 年第一季度，受新冠疫情造成的生产活动停滞影响，匈牙利失业人口上升至 17.3 万人，失业率上升至 3.7%；2020 年 3-5 月，匈牙利失业人口进一步上升至 19.0 万人，失业率已达到 4.1%。

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，匈牙利政府推出了雇员薪资补助以及针对研发领域雇员的特别补贴计划；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。在创造就业方面，匈牙利政府将启动一项预算为 800 亿匈牙利福林的创造就业及薪资支持计划，将为 7 万人提供就业岗位。同时，“公共就业计划”项下以及军队部门在危机时期也将提供更多的就业机会；在线培训将以远程学习的形式提供，95% 的培训费用将由匈牙利政府承担，同时求职者还可以申请获得无息贷款。

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 2019 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，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，降低房屋销售增值税率和增加“家庭购房补贴计划”的拨款额度等措施可以通过为生育多个子女的家庭提供购房补助及低息贷款等手段，减轻与老龄化社会相关的风险。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，人口有望再次实现正增长。

匈牙利经济增速有望在疫情之后逐步反弹

2020 年第一季度，匈牙利经济增速显著放缓。为了减轻新冠疫情对匈牙利经济的冲击，政府在促进经济恢复方面采取了一系列应对措施，包括保护就业与创造就业、保护家庭和养老金领取者、提供银行流动性及信贷活动支持、保障优先重启包括旅游业、工业、物流、运输、电影

和创意产业等重点行业；采取税收优惠措施以保护雇员利益、为小型企业和自营职业者提供补贴信贷支持等；匈牙利为应对新冠疫情出台的一系列措施总规模相当于 GDP 的 20.5%。同时，匈牙利经济恢复还将受惠于欧盟对其各成员国推出的政策支持，例如“紧急状态下减轻失业风险援助计划”、欧洲投资银行的泛欧担保基金等，这些措施也将为匈牙利的企业及经济提供援助及流动性支持。

然而，在全球经济疲软、新冠疫情大流行的形势下，匈牙利的内需、投资和外部表现均将不可避免地受到冲击，综合考虑，匈牙利的 GDP 增速可能在 2020 年降至-3.0%左右，失业率上升至 5%以上，CPI 增长放缓到 2.8%。

2021 年和 2022 年，疫情过后预计匈牙利经济将以约 4%的速度持续增长，支持增长主要有利条件包括：劳动力市场的显著改善将对持续消费形成支撑；在企业部门带动下投资将继续增长；尽管外部环境疲软，但在制造业投资的带动下，出口仍可能恢复增长。

六、结构特征

2019 年人均 GDP 升至近 5 年来最高水平，国际竞争力也进一步提升

2019 年，匈牙利人均 GDP 达到了 16,472 美元，较上年增长了 2.0%，达到近 5 年来的最高水平。

根据世界经济论坛发布的《2019 年全球竞争力报告》，匈牙利的国际竞争力在全球 141 个经济体中排名第 47 位，与上年相比排名上升 1 位，表明匈牙利的全球竞争力进一步提升。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 27 位和第 41 位），但在“产品市场（第 91 位）”、“商业活力（第 83 位）”和“劳动力市场（第 80 位）”方面竞争力相对较弱。

自 2018 年开始，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 年以来，匈牙利继续推行了多项投资支持措施，包括：设立企业投资支持机制，对进行大型投资的企业实行补贴；规划建立经济特区，在经济特区内将开展对国民经济具有突出重要作用的新项目或扩建项目投资，单个项目成本不低于 1,000 亿匈牙利福林，同时再投资利润免征公司税；由匈牙利开发银行设立支持性贷款及担保计划；支持微型及中小型企业等进行技术创新等。

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；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

2019 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持续提升。具体来看，2019 年匈牙利的消费支出和净出口在 GDP 中的占比分别为 67.7%和 3.7%，较 2018 年均下降了 0.7 个百分点，而资本形成总额在 GDP 中的占比（28.6%）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。2019 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%、26.0%和 55.3%（产品税减产品补贴占比为 15.2%），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，汽车工业仍是匈牙利的支柱产业，2019 年占制造业总产值的比重达到 28.9%。2019 年，匈牙利工业产值同比增长 5.4%，是欧盟增幅最高的国家，主要即受益于汽车工业的产值增长。目前，德国三大汽车制造商均在匈牙利拥有产能；除乘用车生产外，匈牙利还致力于发

展规模庞大的电动汽车电池生产网络，2019 年，其电机类产品的生产量同比大幅增长 14.3%。

旅游业是匈牙利服务业的重要部门之一。2019 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，政府将为“旅游保护计划”提供 6,000 亿匈牙利福林，以对旅游业进行支持。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。

对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。2019 年，匈牙利外贸进出口总额与 GDP 的比值为 163.0%，虽较 2018 年下降了 3.0 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。

新冠疫情造成的负面因素（外部需求疲软、订单减少、旅行禁令、制造业停工停产等）将对匈牙利经济造成不利影响。此外，面临 7 月以来第二波疫情蔓延，匈牙利加强了入境检查，根据 2020 年 7 月 12 日匈牙利政府发布的政令，匈牙利根据感染状况将各国划分为“绿色”、“黄色”和“红色”三类，并每周对国家名单进行审查；入境者需进行 14 天的隔离，且核酸检测必须两次结果为阴性才可结束隔离。虽然目前全球疫情仍在蔓延，但随着大部分国家疫情发展趋缓，预计匈牙利出口也有望缓慢反弹。

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。

政府推出的一系列减税措施将继续有助于提振内需、降低企业税收负担，从而促进匈牙利经济增长

自 2010 年以来，匈牙利政府一直致力于提高税收系统的竞争力，将减轻劳动税和支持家庭作为优先事项之一。

雇主免税政策从 2019 年起更为具有针对性。从 2019 年起，凡雇佣从事农业领域或非技术性工作的劳动者，新进入劳动力市场的人，重返劳动力市场养育二孩、三孩或多孩的妇女，残疾人，公共事业从业者等人群的雇主不再受限于此前最高上限 10 万匈牙利福林的免税额，而可享受达到最高法定最低工资的 50%到 100%的免税额。

为致力于打造更具国际竞争力的劳动力市场，从 2017 年至 2019 年 7 月间，匈牙利政府已将工资税税率从 28.5%降至 19%；进一步削减了与实际工资水平相关的税率至 13%；2017-2019 年间匈牙利最低工资标准提高了 34.2%。同时，自 2019 年起，雇佣退休人员和退休人员受雇均可免缴社保费用；该措施在 2019 年惠及 12 万多人，共计免除了 1,041 亿匈牙利福林的税收收入。

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，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业带来的相关风险

2019 年，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 2019 年末，匈牙利银行业的总资本充足率为 16.9%，较上年末下降了 2.2 个百分点；在资产质量方面，截至 2019 年末，匈牙利银行业不良贷款率为 4.0%，较 2018

年末下降 1.4 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 1.7%，表明资产质量继续改善。2019 年，匈牙利银行业净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）分别达到 13.1% 和 1.4%，分别较 2018 年小幅降低 0.3 个和 0.1 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，匈牙利央行根据欧盟规则设立了预防性注资基金。在这一预防性注资框架之下，匈牙利政府可在必要时从银行部门购买总计 1,500 亿匈牙利福林的债券，每家银行的上限为 500 亿匈牙利福林，为银行部门提供了充足的流动性。截至 2020 年 7 月中，尚未有任何银行提出购债申请，表明匈牙利银行体系即使面临疫情冲击，依然保持着较为稳健的状态。

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。此外，匈牙利国内还有两家较大的银行²母行位于意大利。

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。

² 分别是：（1）裕信银行（UniCredit），为匈牙利盈利状况最好的银行之一，占据了较大的市场份额；（2）中欧国际银行（CIB），在匈牙利国内拥有较为庞大的客户群体。

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

2019 年政府财政赤字⁴仍处于可控水平

2019 年，匈牙利政府财政收入为 20.6 万亿匈牙利福林，同比增长 8.4%；财政收入相当于 GDP 的比值为 44.0%，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 83.7%，其中生产和进口税（含增值税）、社保收入、所得税和财产税分别约占 41%、27% 和 15%，政府财政收入来源稳定。

2019 年，匈牙利政府财政支出为 21.5 万亿匈牙利福林，同比增长 8.2%，低于财政收入增速；财政支出相当于 GDP 的比值为 46.1%，较上年下降 0.6 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 81.6%，其中公务员薪资和社会福利支出分别约占 22% 和 24%，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 5.0%，较上年下降 0.1 个百分点，政府利息支出水平进一步降低。

2019 年，匈牙利政府财政赤字为 1.0 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值为 2.0%，略高于政府预算设定的赤字目标（1.8%），主要是因为政府各部门的财政支出高于预期，但财政赤字水平仍处于可控范围。

表 3 匈牙利财政状况

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
财政收入（万亿匈牙利福林）	20.6	19.0	17.3	16.3	16.9
财政收入/GDP（%）	44.0	44.5	44.5	45.4	48.6
财政支出（万亿匈牙利福林）	21.5	19.9	18.2	16.9	17.6
财政支出/GDP（%）	46.1	46.7	47.0	47.2	50.6
财政盈余（万亿匈牙利福林）	-1.0	-0.9	-1.0	-0.7	-0.7

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。

财政盈余/GDP (%)	-2.0	-2.1	-2.5	-1.8	-2.0
--------------	------	------	------	------	------

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

进入 2020 年以来，新冠疫情暴发造成匈牙利经济增速放缓，叠加政府的抗疫支出等因素，预计 2020 年全年匈牙利政府财政赤字规模将上升至约 1.8 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值也将进一步上升至 3.8% 左右。

政府债务水平持续下降，债务结构进一步改善，外币债务占比不断减少

2019 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。截至 2019 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 31.0 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值为 66.3%，较 2018 年末下降了 3.9 个百分点，为 2008 年以来的最低水平。

债务结构方面，匈牙利政府债务绝大部分为中央政府债务，2019 年末达到政府债务总额的 98.5%；外币债务占比进一步下降至 20.5%，较 2018 年末下降了 2.6 个百分点；非居民持有债务占比也有所下降，达到 33.0%，较上年末（35.3%）下降了 2.2 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 17.5%，较上年仅增长 0.1 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	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
政府债务（万亿匈牙利福林）	31.0	30.0	28.3	27.1	26.5
政府债务/GDP (%)	66.3	70.2	72.9	75.5	76.2
财政收入/政府债务 (%)	66.3	63.4	61.1	60.1	63.9

数据来源：匈牙利央行

截至 2020 年 3 月末，匈牙利政府债务规模达到 31.6 万亿匈牙利福林，较上年末增长了

1.7%，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 2020 年匈牙利政府债务规模将上升至约 34.1 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值也将上升至 70% 以上。

2019 年匈牙利政府偿债能力进一步增强

2019 年，匈牙利财政收入相当于政府债务总额的比值为 66.3%，较上年提高 2.9 个百分点，财政收入对政府债务的保障能力进一步增强。

根据匈牙利政府出台的 2020 年财政预算案，政府从中央预算机构和政府托管计划中拨款近 1 万亿匈牙利福林设立了抗击疫情基金（FCP）和经济保护基金（EPF），以抗击新冠疫情并支持经济复苏。受新冠疫情冲击财政支出增加、政府融资需求上涨等影响，2020 年匈牙利财政赤字水平和政府债务水平预计将分别上升至 3.8% 和超过 70%。另一方面，考虑到政府严格的预算政策以及经济表现疫情后有望逐步复苏，匈牙利政府债务水平或从 2021 年开始逐步降低，至 2024 年末降有望至《马斯赫里特条约》规定的 60% 以下。

八、外部融资

2019 年匈牙利对外贸易盈余进一步收窄，经常账户赤字有所扩大

2019 年，受世界经济增长疲软以及全球贸易保护主义蔓延的影响，匈牙利对外贸易的表现有所恶化。其中，2019 年匈牙利出口总额为 1,341.4 亿美元，较上年减少了 0.3%；进口总额为 1,282.2 亿美元，较上年增长了 0.6%。受此影响，匈牙利外贸顺差收窄至 59.2 亿美元，较上年减少了 16.2%。

经常账户方面，2019 年，匈牙利经常账户收入为 1,456.0 亿美元，较上年减少了 0.6%；经常账户余额为 -13.8 亿美元，相当于 GDP 的比值为 -0.9%，是匈牙利连续第二年出现经常账户赤字且赤字水平进一步走扩。

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 2019 年末，匈牙利的对外负债减少了 0.4%

至 2,474.6 亿美元；对外资产增长了 1.2%至 1,616.4 亿美元，国际投资净头寸增加了 3.2%至 -858.2 亿美元；国际投资净头寸与 GDP 的比值为 -53.3%，同比上升了 2.9 个百分点，表明 2019 年匈牙利的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	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
出口总额（亿美元）	1,341.4	1,345.6	1,233.9	1,111.6	1,095.1
进口总额（亿美元）	1,282.2	1,275.0	1,130.7	1,000.0	995.7
净出口（亿美元）	59.2	70.6	103.2	111.6	99.4
CAR（亿美元）	1,456.0	1,465.2	1,342.0	1,211.4	1,188.7
CAB（亿美元）	-13.8	-0.6	33.1	57.7	29.4
CAB/GDP(%)	-0.9	0.0	2.3	4.5	2.4
国际投资净头寸（亿美元）	-858.2	-886.6	-870.1	-877.6	-840.1
国际投资净头寸/GDP(%)	-53.3	-56.2	-61.5	-68.8	-67.5

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

2020 年，受新冠疫情影响全球经济增速将显著放缓，匈牙利的出口贸易也将受到直接影响，出口额或将大幅下滑，尤其是旅游和航运等曾创造大量服务贸易盈余的领域，受到疫情的冲击将更为明显。但另一方面，考虑到经济低迷导致的内需萎缩，进口需求也将相应降低，最终导致匈牙利外贸盈余仅出现小幅削减。

受累于货物和服务账户的盈余不断减少，2020 年匈牙利的经常账户赤字或将进一步走扩。但从中期来看，随着疫情过后匈牙利经济形势和社会秩序的正常化，制造业的生产能力将逐步得到恢复，出口需求有望恢复快速增长，加上与投资有关的进口需求短期内出现降低，经常账户的表现会得到一定程度的改善。

外债水平降至近 5 年新低，政府外债占比保持稳定

截至 2019 年末，匈牙利外债总额为 1,199.0 亿美元，较上年减少 6.3%；外债总额相当于 GDP 的比值为 74.5%，较上年下降了 6.6 个百分点，

达到近 5 年来的最低水平。

外债结构方面，匈牙利外债主要由政府外债构成。截至 2019 年末，政府外债在外债总额中的占比为 36.2%，同比略有上升但占比基本保持稳定。

外债币种方面，截至 2019 年末，匈牙利外币债务在外债总额中的占比为 68.9%，较 2018 年下降 2.0 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，短期债务占比在 2019 年末小幅上升至 12.2%，但占比仍相对较小，表明短期偿债压力较小。

表 6 匈牙利外债情况

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
外债总额（亿美元）	1,199.0	1,279.7	1,192.7	1,226.0	1,337.1
外债总额/GDP(%)	74.5	81.1	84.3	96.1	107.4
政府外债总额（亿美元）	434.4	458.5	440.8	485.1	534.6
政府外债/外债总额(%)	36.2	35.8	37.0	39.6	40.0
CAR/外债总额(%)	121.4	114.5	112.5	98.8	88.9
外汇储备（亿美元）	318.3	313.6	280.0	258.2	331.2
外汇储备/外债总额(%)	26.5	24.5	23.5	21.1	24.8

数据来源：匈牙利央行

截至 2020 年 3 月末，匈牙利外债总额为 1,196.5 亿美元，较 2019 年末小幅下降了 0.3%；政府外债总额为 396.5 亿美元，相当于外债总额的 33.1%，较 2019 年末下降了 3.1 个百分点，表明匈牙利的外部风险敞口减小，抵御外部负面冲击的能力进一步提高。

2019 年经常账户收入和外债储备对外债的保障能力进一步增强，但在 2020 年一季度小幅削弱

外债保障能力方面，截至 2019 年末，匈牙利经常账户收入相当于外债总额的比值为 121.4%，较 2018 年末提升了 6.9 个百分点，匈牙利经常账户收入对外债的保障能力进一步增强。

外汇储备方面，截至 2019 年末，匈牙利外汇储备为 318.3 亿美元，较上年同期增长了 1.5%；

外汇储备相当于外债总额的比值为 26.5%，较上年末上升了 2.0 个百分点。

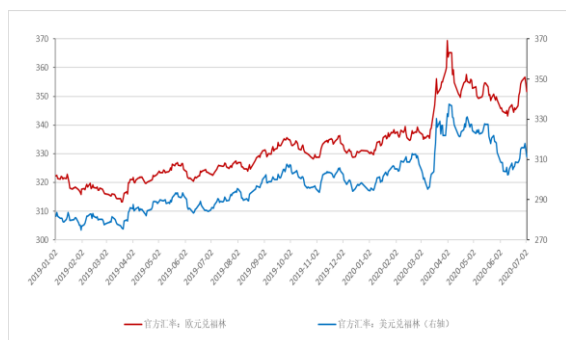
截至 2020 年 3 月末，匈牙利外汇储备为 283.0 亿美元，外汇储备相当于外债总额的比值小幅下降了 2.9 个百分点至 23.6%。

匈牙利福林的贬值压力有望在中期得到一定缓解

2019 年，匈牙利福林对美元和欧元分别贬值了 4.4% 和 2.5%。2020 年上半年，匈牙利福林对美元和欧元分别大幅贬值 7.3% 和 7.5%，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。

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。

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

2019 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

2019 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。

中国和匈牙利常年保持高层频繁互访。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。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。

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。2019 年全年中匈双边贸易总额约为 90 亿美元。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 8 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。

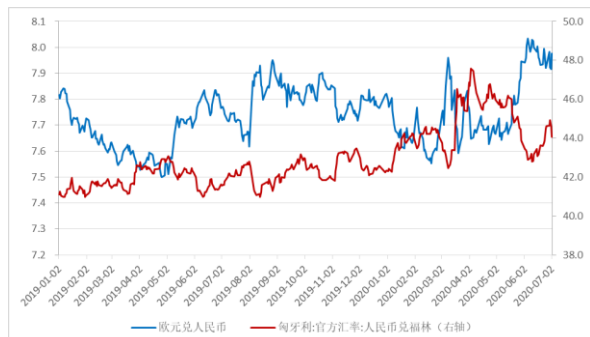
存续债券面临的汇兑风险较为有限

从汇率来看，2019 年以来人民币对欧元略有贬值，但对匈牙利福林呈升值之势。2019 年 6 月，欧洲央行表态称关键利率在 2020 年上半年之前保持不变，货币政策体现鸽派倾向；2020 年受新冠疫情影响，货币政策更加偏向宽松。在此背景下，预计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，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，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 2019 年末匈牙利政府外债的 1.0%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。匈牙利 2019 年财政收入（20.6 万亿匈牙利福林）对存续债券的保障程度超过 163 倍，截至 2019 年末的外汇储备（318.3 亿美元）对存续债券的保障程度约为 73 倍，两者对存续债券的保障能力均很强。

从即将到期债券偿付的情况看，“17 匈牙利债 01BC”将于 2020 年 7 月 27 日到期，兑付金额为 10 亿人民币。“17 匈牙利债 01BC”兑付金额相当于 2019 年年末匈牙利政府外债的仅 0.3%。“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。匈牙利政府 2019 年财政收入对上述当年到期兑付债券的保障程度约为 489 倍，截至 2019 年末的外汇储备对上述当年到期兑付债券的保障程度约为 220 倍。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“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	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
宏观数据					
名义 GDP（万亿匈牙利福林）	46.8	42.7	38.8	35.9	34.8
名义 GDP（亿美元）	1,609.7	1,578.6	1,415.5	1,275.5	1,244.7
实际 GDP 增长率（%）	4.9	5.1	4.3	2.2	3.8
CPI 增幅（%）	3.4	2.8	2.4	0.4	-0.1
失业率（%）	3.4	3.7	4.2	5.1	6.8
结构特征					
人均 GDP（美元）	16,471.6	16,148.0	14,466.0	12,996.0	12,646.0
第一产业在 GDP 中的占比（%）	3.5	3.6	3.8	3.9	3.8
第二产业在 GDP 中的占比（%）	26.0	25.4	25.6	25.7	26.4
第三产业在 GDP 中的占比（%）	55.3	55.5	55.2	55.1	53.9
产品税（减产品补贴）在 GDP 中的占比（%）	15.3	15.6	15.4	15.4	15.9
家庭消费在 GDP 中的占比（%）	58.0	58.6	59.7	60.0	58.9
政府消费在 GDP 中的占比（%）	9.7	9.8	10.1	10.0	9.8
资本形成总额在 GDP 中的占比（%）	28.6	27.2	22.8	21.3	23.3
净出口在 GDP 中的占比（%）	3.7	4.4	7.3	8.7	8.0
进出口总额在 GDP 中的占比（%）	163.0	166.0	167.1	165.6	168.0
银行业资本充足率（%）	16.9	19.1	19.2	19.3	18.2
银行业不良贷款率（%）	4.0	5.4	7.5	10.7	14.6
银行业 ROA（%）	1.4	1.5	1.5	1.2	0.0
银行业 ROE（%）	13.1	13.4	13.2	10.6	0.9
公共财政					
财政收入（万亿匈牙利福林）	20.6	19.0	17.3	16.3	16.9
财政收入/GDP（%）	44.0	44.5	44.5	45.4	48.6
财政支出（万亿匈牙利福林）	21.5	19.9	18.2	16.9	17.6
财政支出/GDP（%）	46.1	46.7	47.0	47.2	50.6
财政盈余（万亿匈牙利福林）	-1.0	-0.9	-1.0	-0.7	-0.7
财政盈余/GDP（%）	-2.0	-2.1	-2.5	-1.8	-2.0
一般政府债务总额（万亿匈牙利福林）	31.0	30.0	28.3	27.1	26.5
一般政府债务总额/GDP（%）	66.3	70.2	72.9	75.5	76.2
财政收入/一般政府债务总额（%）	66.3	63.4	61.1	60.1	63.9
外部融资					
商品和服务出口总额（亿美元）	1,341.4	1,345.6	1,233.9	1,111.6	1,095.1
商品和服务进口总额（亿美元）	1,282.2	1,275.0	1,130.7	1,000.0	995.7
商品和服务净出口额（亿美元）	59.2	70.6	103.2	111.6	99.4
经常账户收入（亿美元）	1,456.0	1,465.2	1,342.0	1,211.4	1,188.7
经常账户余额（亿美元）	-13.8	-0.6	33.1	57.7	29.4
经常账户余额/GDP（%）	-0.9	0.0	2.3	4.5	2.4
国际投资净头寸（亿美元）	-858.2	-886.6	-870.1	-877.6	-840.1
国际投资净头寸/GDP（%）	-53.3	-56.2	-61.5	-68.8	-67.5
外债总额（亿美元）	1,199.0	1,279.7	1,192.7	1,226.0	1,337.1
外债总额/GDP（%）	74.5	81.1	84.3	96.1	107.4

政府外债总额（亿美元）	434.4	458.5	440.8	485.1	534.6
政府外债/外债总额（%）	36.2	35.8	37.0	39.6	40.0
经常账户余额/外债总额（%）	121.4	114.5	112.5	98.8	88.9
外汇储备（亿美元）	318.3	313.6	280.0	258.2	331.2
外汇储备/外债总额（%）	26.5	24.5	23.5	21.1	24.8

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。