

信用评级公告

联合〔2022〕6983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，“21 匈牙利债 01BC”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

二〇二二年七月二十五日

匈牙利2022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
21 匈 牙 利 债 01BC	10 亿元	2024/12/16	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定
上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2022 年 7 月 25 日

主要数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
GDP (亿美元)	1,432.2	1,605.6	1,635.3	1,567.8	1,821.9
GDP 增长率 (%)	4.3	5.4	4.6	-4.5	7.1
人均 GDP (美元)	14,632	16,425	16,736	16,079	18,723
CPI 增幅 (%)	2.4	2.8	3.4	3.3	5.1
失业率 (%)	4.0	3.6	3.3	4.1	4.1
财政盈余/GDP (%)	-2.5	-2.1	-2.1	-7.8	-6.8
政府债务/GDP (%)	72.1	69.1	65.5	79.6	76.8
财政收入/政府债务	61.4	63.8	67.0	54.6	53.5
外债总额/GDP (%)	83.3	79.8	73.7	83.1	85.2
CAR/外债总额 (%)	112.1	114.6	121.4	103.1	102.4
外汇储备/外债总额 (%)	23.5	24.5	26.4	31.7	28.0

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

数据来源: 欧盟统计局、匈牙利中央统计办公室、匈牙利央行

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

2021 年, 匈牙利逐步摆脱新型冠状病毒肺炎疫情 (以下简称“新冠疫情”) 的冲击, 经济呈现强劲复苏态势, 国内失业率保持稳定, 但通胀水平大幅走高。匈牙利的经济结构和产业结构保持稳定, 银行业相关风险依旧处于较低水平。匈牙利政府为提振经济采取了一系列经济保护计划, 财政赤字和政府债务水平均较上年有所降低, 但仍处于较高水平, 财政收入对政府债务的保障能力有所削弱。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”) 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, 匈牙利经济有望在 2022 年和 2023 年保持较快增长, 财政状况也有望得到进一步改善。

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, “21 匈牙利债 01BC” 信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

- 2021 年匈牙利经济呈现强劲复苏态势, 且未来有望保持较快增长。
- 匈牙利外债偿付能力保持在很强水平。
- 匈牙利银行业保持健康运行, 盈利能力和资产质量得到持续改善。
- 匈牙利政府治理能力较强。
- 本期人民币债券本金和利息的偿还来源为一般政府预算, 偿还来源可靠且稳定。

关注

- 2021 年匈牙利通胀压力大幅上升, 且预计 2022 年将进一步走高。
- 政府推出多项经济保护计划使得财政赤字和政府债务水平维持高位, 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. 匈牙利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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受匈牙利委托所出具，引用的资料主要由匈牙利或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为匈牙利提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

匈牙利 2022 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 969 万（截至 2021 年末）。匈牙利是欧洲联盟（以下简称“欧盟”）、北大西洋公约组织（NATO）、经济合作与发展组织（OECD）、维谢格拉德集团和《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

截至本报告出具日，匈牙利由联合资信评级的存续债券见下表，“21 匈牙利债 01BC”募集资金已按规定用途使用，尚未到首次付息日。

表 1 存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日
21 匈牙利债 01BC	10.0	10.0	2021/12/16	2024/12/16

资料来源：Wind，联合资信整理

四、国家治理

2022 年匈牙利国会换届选举后，政策连续性有望得到保持；匈牙利政府为重新开放经济和应对俄乌冲突采取了果断的应对措施，反映出匈牙利政府治理能力较强。

2022 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（以下简称“青民盟”）和基督教民主人民党（以下简称“基民党”）组成

的竞选联盟再次获得压倒性胜利，以 54% 的得票率和绝对多数席位（在国会 199 个席位中获得 135 个席位）第五次组建联合政府。青民盟主席欧尔班·维克多再次获得连任，开启他的第五个任期，反映出民众对其执政能力的高度认可，保证了国内政局的稳定性，也有利于匈牙利政治经济政策的持续推进。总体来看，匈牙利在 2022 年国会选举后有望继续保持政策的连续性。

除了加大对家庭的扶持力度以外，新一届政府还把提升国家竞争力和促进经济可持续增长作为其首要执政目标。2021 年以来，随着新冠疫情的影响逐渐减弱以及国内新冠疫苗的接种人数达到 520 万人次，匈牙利政府逐步取消了大部分疫情防控的限制性措施，并于 6 月重启申根边界，逐步恢复对外贸易和对外旅游，表明政府在重启经济方面做出了及时有效的政策调整。

2022 年，随着俄乌冲突爆发、通胀压力超预期走高以及全球能源价格飙升，匈牙利政府于 5 月 24 日宣布全国进入紧急状态。为应对风险冲击，匈牙利政府采取了援助乌克兰难民、支持人道主义援助活动以及增加额外预算支出以应对能源危机等举措，有助于缓解因地缘政治风险升级和通胀压力走高所产生的负面影响。但受到俄乌冲突造成的不确定性风险增大的影响，匈牙利政府将紧急状态延长至 2022 年 11 月 1 日。总体来看，匈牙利政府对经济重新开放、俄乌冲突爆发以及难民危机蔓延等问题采取了一系列果断有效的举措，显示出匈牙利政府具有较强的政府治理能力。

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。但在 2022 年 4 月，欧盟对匈牙利启动“附加条件机制”程序，这一程序允许欧盟暂停向匈拨付资金，涉及资金

数额约为 400 亿欧元，其中包括 72 亿欧元的欧盟恢复基金。目前匈牙利正在和欧盟就“附加条件机制”展开建设性谈判，并有望在 2022 年底前得到有效解决。2022 年 1—5 月，匈牙利已经获得超过 3,500 亿匈牙利福林的欧盟基金和接近 2,500 亿匈牙利福林的欧盟预算支持，同时匈牙利有望在 2022 年获得“欧盟恢复和弹性基金”的部分资金拨款。根据欧盟财政预算框架（2021—2027）的实施计划，2021—2023 年匈牙利的资金吸收率将达到 11%~12%。

从长期看，匈牙利有望继续获得来自欧盟的资金援助。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，匈牙利有望从“下一代欧盟”复兴基金中获得 85 亿欧元的贷款和 100 亿欧元的授信额度。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。

匈牙利保持较强的政府治理能力。

根据世界银行公布的国家治理指数，2020 年，匈牙利政府各项治理能力百分比排名均值为 67.0，较上年（65.8）小幅上涨。尽管匈牙利在“监管质量”和“法规”方面的得分有所下滑，但在“话语权和问责制”“政治稳定性”“腐败控制”和“政府效率”等方面较上年均有所改善。总体看，匈牙利政府治理水平仍较高（图 1）。

图 1 匈牙利国家治理能力情况（2020 年）



数据来源：世界银行

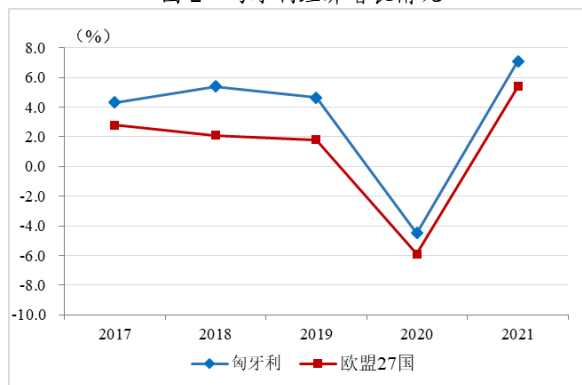
五、宏观经济政策和表现

匈牙利经济在 2021 年实现强劲复苏，预计在 2022 年和 2023 年有望保持持续增长态势。

受益于疫情封控措施的有序解除、政府经济刺激政策的陆续出台以及投资者信心的逐步回暖，2021 年匈牙利经济从疫情冲击中强劲复苏。具体来看，为促进经济进一步增长，匈牙利政府采取了“经济重启行动计划”，其中包括史上最大规模的住房支持计划，为中小企业提供价值 1,000 万匈牙利福林的无息贷款，改革高等教育，重启旅游、健康、物流、运输、电影以及创意产业等受疫情冲击较大的重点行业等。得益于政府所采取的积极举措，再加上欧盟基金的资金支持，匈牙利经济活动逐步复苏。2021 年，匈牙利 GDP 总量为 1,821.9 亿美元（或 55.3 万亿匈牙利福林），实际 GDP 增速上涨至 7.1%，高于欧盟国家平均经济增速 1.7 个百分点（图 2）。

具体来看，得益于经济刺激政策的实施和投资者信心的回暖，2021 年匈牙利资本形成总额和固定资本形成总额分别上涨了 9.6% 和 5.9%。此外，家庭消费支出和政府消费支出分别上涨了 4.4% 和 9.6%。虽然外部需求逐渐回暖，但由于供应链中断抑制了匈牙利国内汽车产业的发展，对匈牙利的外贸出口造成一定制约，导致匈牙利外贸复苏势头减弱，净出口对经济增长的拉动作用有所下降。

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	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
GDP（万亿匈牙利福林）	39.3	43.4	47.5	48.3	55.3
GDP（亿美元）	1,432.2	1,605.6	1,635.3	1,567.8	1,821.9
GDP 增长率（%）	4.3	5.4	4.6	-4.5	7.1
CPI 增幅（%）	2.4	2.8	3.4	3.3	5.1
失业率（%）	4.0	3.6	3.3	4.1	4.1

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

2022 年一季度，匈牙利的实际 GDP 增速达到 8.2%，在欧盟成员国中位列第六。具体来看，受益于制造业和房地产行业的强劲增长，一季度固定资本形成总额同比上涨了 13.2%；由于新冠疫情相关限制措施的放松和居民动态收入的增长，家庭消费支出同比增长了 14.1%；由于进口的上涨幅度高于出口涨幅，净出口拖累经济下降了 2.6 个百分点。

2022 年，匈牙利政府为促进经济持续复苏，针对不同企业类型实施了投资支持和贷款政策，起到激活中短期投资活力的作用。匈牙利政府还通过欧盟财政预算框架（2021—2027）和“下一代欧盟”复兴基金等欧盟资金保护和刺激经济复苏，这些资金将有助于促进匈牙利人口结构改革，也将有助于匈牙利基础设施建设以及向绿色能源、循环经济和数字化经济转型。此外，受益于政策对家庭支持的倾斜、居民工资增长以及个人税收减免等多重利好因素，曾受疫情冲击的商品消费和服务消费均出现显著反弹。但考虑到俄乌冲突造成能源价格和原材料价格不断走高，匈牙利面临贸易条件恶化的风险，同时地缘政治风险升级和供应链中断（如芯片短缺）或将对匈牙利出口产生持续地负面影响，并对经济增长造成一定拖累。总体来看，预计 2022 年匈牙利实际 GDP 增速将达到 4.5% 左右，预计 2023 年也将保持在 4% 以上。

2021 年匈牙利通胀水平显著上涨，预计 2022 年将继续保持在较高水平。

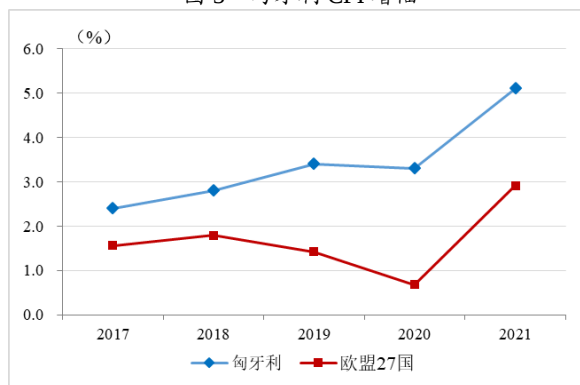
匈牙利央行以实现和维护物价水平稳定为主要目标，在不影响主要目标的前提下，匈牙利

央行的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。2021 年，匈牙利议会促进环境可持续性纳入匈牙利央行的法定目标。作为欧洲第一家获得绿色授权的中央银行，匈牙利央行将继续努力引导本国金融系统以及整个经济走上气候友好型道路。

为抑制通胀压力上涨并保持物价稳定，2021 年匈牙利央行开启加息周期，将基准利率和一周存款利率由 0.6% 和 0.75% 分别提高至 2.4% 和 4.0%，同时逐步停止资产购买计划。2022 年 7 月，由于俄乌冲突爆发带动大宗商品价格飙升以及部分发达经济体央行收紧货币政策，匈牙利央行决定缩小基准利率和一周抵押贷款利率之间的利差，将基准利率提高 200 个基点至 9.75%，与一周存款利率的水平（9.75%）相一致；此外，匈牙利央行将隔夜存款利率和隔夜贷款利率均提高 200 个基点分别至 9.25% 和 12.25%。总体而言，匈牙利的货币政策呈现收紧态势。

2021 年，匈牙利全年平均 CPI 增幅达到 5.1%，较上年提高了 1.8 个百分点，与欧盟国家的平均通胀水平相比高出 2.2 个百分点（图 3）。具体来看，能源价格、原材料价格以及受疫情冲击较大的旅游和餐饮价格均出现显著上涨，烟草产品和燃料消费税也加剧了通胀压力，而燃油限价措施和教科书免费的临时措施在一定程度上缓解了物价的上涨压力。

图 3 匈牙利 CPI 增幅



数据来源：匈牙利央行、欧盟统计局

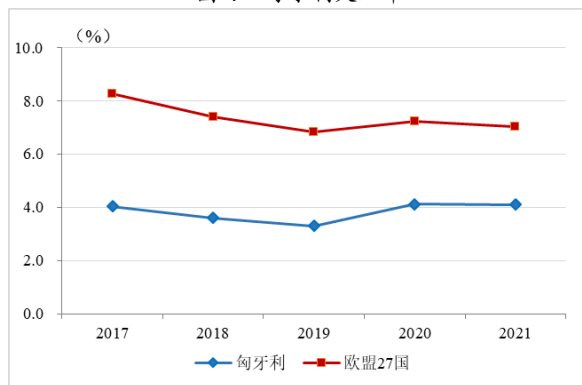
2022 年一季度，受俄乌冲突爆发的影响，能源和原材料价格持续飙升，国际物流受阻使得供应链趋于紧张，进一步加剧国内通胀压力走高，匈牙利的 CPI 同比增幅大幅上涨至 8.2%。考虑到供给侧难以在短期内得到明显改善，预计 2022 年匈牙利的平均通胀率或将达到 8% 以上。随着匈牙利央行货币政策收紧效应的逐步显现，2023 年匈牙利的通胀水平有望逐步下降至 5% 左右。

2021 年匈牙利失业率保持稳定，在欧盟成员国中仍处于较低的水平；人口老龄化仍将在中长期内对就业市场构成挑战。

2021 年，为减缓新冠疫情所造成的冲击并支持居民就业，匈牙利政府实施了多项保护就业及创造就业的措施，匈牙利劳动力市场在遭受第三波疫情冲击后迅速恢复。在保护就业方面，匈牙利政府推出了雇员薪资补助计划，并向旅游、研发等领域的员工提供工资补贴；向中小企业提供税收减免、行政程序简化以及贴现贷款产品等政策，以提升企业的雇佣能力，进而减轻中小企业的雇佣负担。在创造就业方面，匈牙利政府推出多项举措，为求职者提供了超过 7.8 万个就业岗位，并帮助约 3.4 万名低学历劳动者和青年劳动者获得了就业机会。

2021 年秋季，尽管欧洲地区的新冠疫情再度反弹，但受益于匈牙利政府推出的经济保护计划和为保留及新增工作岗位的企业提供补贴等措施，匈牙利劳动力市场向好的趋势并未改变。截至 2021 年末，匈牙利就业人口增长至 460 万人，其中 20~64 岁人口就业率达到 78.8%，较上年末增加了 1.3 个百分点。2021 年，匈牙利全年失业率保持在 4.1% 的较低水平，较上年基本持平，在欧盟成员国中也处于较低水平（图 4）。

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

随着疫情限制措施的放松、疫苗接种率的提升以及服务业的重新开放，匈牙利劳动力市场持续恢复。2022 年第一季度，匈牙利国内劳动力市场的就业人数增长了 10.7 万人，平均就业人口合计 470 万人，失业率进一步下降至 3.7%，在欧盟成员国中仍处于较低水平。展望未来，随着匈牙利经济的重新开放和劳动力市场用工需求的激增，预计匈牙利 2022 年和 2023 年的失业率将保持在 3.5% 左右。

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 2022 年 1 月 1 日，匈牙利 65 岁及以上人口总数已经将近 200 万，占总人口的比例同比增加 0.2 个百分点至 20.5%，近五年来保持了小幅上涨趋势。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。

六、结构特征

2021 年匈牙利人均 GDP 有所增长，在政府改革措施的支持下，匈牙利的国际竞争力进一步增强。

2021 年，受益于经济的稳步复苏，匈牙利人均 GDP 达到了 18,723 美元，较上年增长了 16.4%。

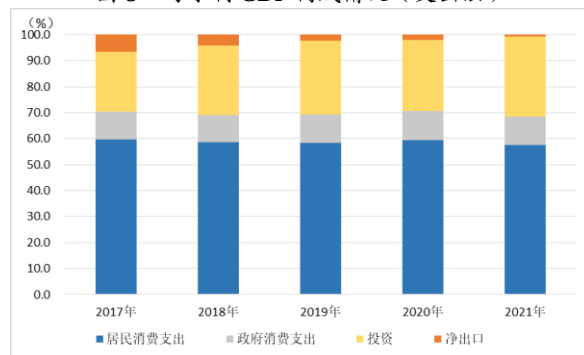
根据瑞士洛桑国际管理发展学院公布的《2022 年世界竞争力报告》，匈牙利在参评的 63 个国家中排名 39 位，较上年提升 3 位，表明匈牙利的国际竞争力进一步提升。这一排名主要基于经济表现、政府效率、商业效率和基础设施四个方面的得分，匈牙利在经济表现、基础设施和政府效率方面的表现相对较好（分别排名第 8 位、第 36 位和第 37 位），但在商业效率方面的表现相对较差（排名 48 名）。

为了增强国家竞争力以及对外国投资者的吸引力，匈牙利政府在过去几年里采取了一系列改革措施，包含落实简政减税降负措施、加强数字政府建设以及优化就业和投资环境等，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，这些措施的实施有助于全面提升匈牙利的全球竞争力。

消费依旧是拉动经济发展的主要动力，匈牙利产业结构保持稳定。

2021 年，净出口和消费对匈牙利经济的贡献进一步下降，但资本形成总额对经济增长的贡献度有所提升。具体来看，受通胀压力不断走高影响，高物价对消费能力和消费意愿均产生一定挤出效应，居民消费和政府消费在 GDP 中的占比较 2020 年分别下降了 1.8 个和 0.2 个百分点至 57.6% 和 11.0%。在政府支持政策密集出台的带动下，资本形成总额在 GDP 中的占比升至 30.6%（图 5）。消费依旧是匈牙利经济增长的主要动力，2021 年消费对匈牙利经济增长的贡献达到 3.0%，而净出口额对 GDP 增长的贡献仅为 1.4%。总体来看，匈牙利的经济结构依旧处于平衡状态。

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

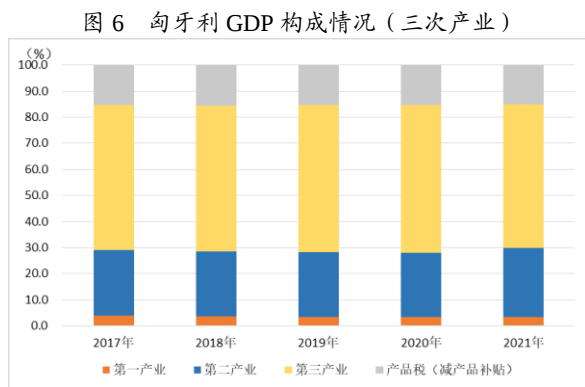
从产业结构的角度来看，服务业仍旧是匈牙利的支柱产业。2021 年匈牙利农业、工业和服务业增加值在 GDP 中的占比分别为 3.3%、26.4% 和 55.2%（产品税减产品补贴占比为 15.5%）。具体来看，匈牙利的电气设备行业表现强劲，带动工业产业显著上涨，而第一产业和第三产业均小幅下滑（图 6）。

汽车工业是匈牙利的支柱产业，汽车工业产值占全年制造业总产值的 21.4%，汽车出口占全年商品出口总额的 23.0%。由于汽车行业具有较强的周期性，疫情防控措施所造成的供应链紧张以及交通运输业受阻，对匈牙利的汽车行业生产均造成一定阻碍。此外，俄乌冲突的持续对全球自由贸易造成一定损害，也加剧了半导体的供应短缺，导致匈牙利的主要制造商（如奥迪和梅赛德斯奔驰）都宣布了停产或减产计划。虽然外部环境的不确定性仍将持续一段时间，但从长远来看，电气设备行业（包括电池生产）的重要性持续提升以及近期宣布的大规模投资，都将令匈牙利成为全球汽车行业内的有力竞争者。

旅游业方面，2020 年至 2021 年冬季，新冠疫情再度暴发严重打击了匈牙利的旅游业表现。新冠疫情限制了人们的出行并降低了民众的收入，导致游客数量急剧减少以及旅游业收入骤减。为了支持旅游业的复苏，匈牙利政府在 2021 年取消了限制性措施，并在 2022 年初宣布重新实行 13 个月退休金制度、对有子女的家庭进行个人所得税返还以及提高公共部门工资等措施以增加民众可支配收入。2022 年一季度，国际旅游

业在去年低基数效应的背景下出现显著增长，尽管俄乌冲突将对匈牙利旅游业造成一定扰动，但预计今年匈牙利旅游业相关收入将恢复至疫情暴发前 90%左右的水平。

总体来看，2021 年匈牙利的产业结构保持相对稳定。



数据来源：匈牙利中央统计办公室

对外贸易依赖度较高导致匈牙利易受到外部环境变化冲击。

匈牙利是出口驱动型国家，对外贸易的依赖程度较高，容易受外部环境变化冲击。2021 年，匈牙利外贸进出口总额与 GDP 的比值为 161.9%，较 2020 年上涨了 6.0 个百分点，处于较高水平。

2021 年上半年，新冠疫情在欧洲再度暴发，供应链受阻和需求萎缩对匈牙利的国际贸易造成一定负面影响。下半年，随着全球大部分国家的经济开始逐步复苏，疲软的内外需求得到一定改善，带动货物和服务进出口规模均创下历史新高。

2022 年一季度，俄乌冲突爆发叠加能源价格飙升，推高了匈牙利的物价水平并加剧了供给短缺问题，对匈牙利的贸易平衡造成一定冲击。展望未来，受俄乌冲突影响供应链紧张和物资短缺问题或进一步加剧，将对匈牙利的贸易表现造成一定冲击，但国际旅游和运输业的复苏可能会部分抵消货物出口下降所带来的负面影响。

匈牙利银行业保持稳健运行，盈利能力和资产质量得到进一步改善。

2021 年以来，为加强和保持银行业的稳健运行，匈牙利央行推出了多项监督和管理措施。除了要求净稳定资金比率 (NSFR) 必须达到能为信贷机构提供 1 年稳定资金的要求外，匈牙利央行还放宽了对外汇覆盖率的监管限制，以实现匈牙利央行的货币政策目标并提高货币政策的传导效率。此外，匈牙利央行决定从 2022 年 7 月 1 日起放宽对抵押贷款资金充足率的要求，由此扩大了抵押债券投资者的投资范围并拓宽了银行获得长期稳定融资的渠道。2021 年，匈牙利银行业税前利润达到 9,490 亿匈牙利福林，较新冠疫情暴发前 (2019 年) 增长了 1,640 亿匈牙利福林。银行业总资产收益率 (ROA) 和净资产收益率 (ROE) 分别升至 1.2% 和 11.6%，分别较 2020 年上涨了 0.6 个和 5.2 个百分点，银行业盈利能力有所增强。截至 2021 年末，匈牙利银行业的总资本充足率为 18.6%，虽较 2020 年末下降 0.8 个百分点，但仍为监管最低要求的两倍，银行业抗风险能力强；不良贷款率 (NPL) 为 3.3%，较 2020 年末下降 0.2 个百分点。总体而言，匈牙利的银行业在 2021 年保持稳健。

2022 年第一季度，在匈牙利政府冻结抵押贷款利率和俄乌冲突不确定性增大的背景下，匈牙利银行业增加了减值准备，将减值和拨备规模提高至 2,180 亿匈牙利福林，较 2021 年一季度提升了 15 倍，受此影响匈牙利银行业 ROA 和 ROE 分别下降至 0.4% 和 4.6%。另一方面，银行业资本充足率 (18.7%) 和不良贷款率 (3.2%) 则较 2021 年末基本持平。

七、公共财政²

政府采取多项财政救助计划推动经济重新开放，使得政府财政支出高于预期，2021 年匈牙利政府赤字³保持在较高水平。

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。

为保障经济稳步复苏，匈牙利政府聚焦于疫情的长期有序防控，不仅将居民健康保护作为首要任务，还将同步推动经济重启和保护家庭政策，财政刺激政策的加码也加剧了财政收支结构的失衡。在预算资金方面，匈牙利 2021 年政府预算资金中提供了 2.6 万亿匈牙利福林作为“经济保护基金”，旨在用于经济重启和促进就业增长等优先项目发展。政府预算的另一个关键是“健康保险和疫情保护基金”，预算金额约为 3 万亿匈牙利福林，其中包含为提供疫情防控和维持医疗保健系统运行所需的资源。在税收政策方面，为保持中小企业资金的流动性，政府将社保收入税率下降至 15.5%，将中小企业（年收入或资产负债表总额不超过 40 亿匈牙利福林）和个体经营者 2021 年和 2022 年的地方营业税由 2% 下调至 1%，同时要求市政当局不得在 2021 年和 2022 年增加地方和市政税或引入新的税种。

2021 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，2021 年匈牙利政府财政收入为 22.7 万亿匈牙利福林，同比增长 8.3%；财政收入相当于 GDP 的比值为 41.1%，较上年小幅下降 2.3 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 56.2%，其中生产和进口税（含增值税）、所得税和财产税以及资本税分别约占 42.5%、13.6% 和 0.1%；社保收入占总财政收入的比重为 25.3%，与税收收入占比合计 81.5%，政府财政收入来源稳定。

2021 年，匈牙利政府财政支出为 26.4 万亿匈牙利福林，同比增长 6.9%，低于财政收入增速；财政支出相当于 GDP 的比值为 47.8%，较上年下降 3.4 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 78.4%，其中公务员薪资和社会福利支出分别约占 21.2% 和 22.5%，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 4.9%，较上年上涨 0.3 个百分点，政府利息支出水平有所上涨。

2021 年，匈牙利政府财政赤字为 3.7 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值为 6.8%，高于欧盟的平均赤字水平（5.1%），主要是因为匈牙利政

府为促进经济重新开放的支出高于预期水平。

2022 年以来，考虑到俄乌冲突和能源价格上涨的影响，匈牙利政府决定将中小企业的地方营业税最高税率维持在 1%；养老金领取者不仅能够获得约 2 周的养老金返还，还将在本年度获得第 13 个月的养老金。在以上措施的影响下，预计 2022 年匈牙利政府的财政赤字将保持在 3 万亿匈牙利福林左右，相当于 GDP 的比值为 4.9% 左右，较上年（6.8%）明显下降，也有望低于欧盟平均水平（5.1%）。

表 3 匈牙利财政状况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
财政收入（万亿匈牙利福林）	17.4	19.1	20.9	21.0	22.7
财政收入/GDP（%）	44.3	44.0	43.9	43.4	41.1
财政支出（万亿匈牙利福林）	18.3	20.0	21.8	24.7	26.4
财政支出/GDP（%）	46.7	46.1	46.0	51.2	47.8
财政盈余（万亿匈牙利福林）	-1.0	-0.9	-1.0	-3.8	-3.7
财政盈余/GDP（%）	-2.5	-2.1	-2.1	-7.8	-6.8

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

政府债务水平小幅下降，政府债务结构得到进一步改善。

2021 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 2021 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 42.4 万亿匈牙利福林，相当于 GDP 的比值为 76.8%，虽然较 2020 年末下降了 2.8 个百分点，但仍高于疫情暴发前水平。

债务结构方面，截至 2021 年末，匈牙利政府债务绝大部分为中央政府债务，其在政府债务总额的占比为 98.2%；政府债务总额中长期债务占比达到 94.8%，较 2020 年末提升 2.5 个百分点。受益于匈牙利央行推出的自筹资金计划和匈牙利政府推出的增加国内个人投资者持有政府债务计划，近年来匈牙利政府债务中外币债务占比有所下降，2021 年末达到 21.6%，虽然较 2020 年末小幅上涨 0.6 个百分点，但仍处于相对较低

水平,表明匈牙利政府面临汇率风险有限。此外,非居民持有债务占比降至 30.3%,较 2020 年末小幅下降 1.5 个百分点。

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 2020 年末,匈牙利政府的或有负债规模相当于 GDP 的比值为 13.9%,较上年仅增长 1.8 个百分点,或有负债风险保持相对稳定。

截至 2022 年 3 月末,匈牙利政府债务规模达到 44.3 万亿匈牙利福林,较上年末增长了 4.7%;政府债务规模相当于 GDP 的比值为 77.5%,仍处于历史高位。预计 2022 年匈牙利政府债务相当于 GDP 的比值将下降至 76%左右。

表 4 匈牙利政府债务情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
政府债务(万亿匈牙利福林)	28.3	30.0	31.1	38.4	42.4
政府债务/GDP(%)	72.1	69.1	65.5	79.6	76.8
财政收入/政府债务(%)	61.4	63.8	67.0	54.6	53.5

数据来源:匈牙利央行

2021 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,匈牙利政府的债务偿付压力进一步加大。2021 年,匈牙利财政收入相当于政府债务总额的比值下降至 53.5%,较上年减少了 1.1 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 2022 年财政预算案,政府将为大型企业提供 250 亿匈牙利福林的投资资金,同时将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。此外,匈牙利政府还将为外国市场发展支持计划、可再生能源和研发与创新项目提供价值 100 亿匈牙利福林的区域性投资建设资金。从长期看,虽然削减债务对匈牙利而言仍然是一个挑战,但预计未来几年政府财政收入对政府债务的保障程度将继续维持在 50%以上。

八、外部融资

2021 年匈牙利对外贸易盈余进一步减少,且经常账户赤字水平相较于去年有所走扩。

随着全球多数国家积极推进疫苗接种进程,全球疫情逐步得到控制,外部市场需求逐步回暖,匈牙利低迷的对外贸易也出现一定反弹。2021 年,匈牙利出口总额上升至 1,481.7 亿美元,同比增长 19.6%,主要是外部需求强劲反弹所致。匈牙利进口总额升至 1,468.0 亿美元,同比增长 21.7%,表明被抑制的国内需求也得以释放。由于进口涨幅大于出口涨幅,匈牙利外贸贸易顺差收窄至 13.8 亿美元,较上年大幅下滑 57.7%。

2021 年,匈牙利经常账户收入为 1,589.3 亿美元,较上年增长了 18.2%;经常账户赤字为 57.7 亿美元,相当于 GDP 的比值为 3.2%,较上年(1.1%)走扩 2.1 个百分点。

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 2021 年末,匈牙利的国际投资净头寸达到 -849.2 亿美元,国际投资净头寸与 GDP 的比值降至 -46.6%,较 2020 年末收窄了 4.2 个百分点。

表 5 匈牙利经常项目收支情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
出口总额(亿美元)	1,230.3	1,344.6	1,337.3	1,238.7	1,481.7
进口总额(亿美元)	1,132.7	1,276.4	1,299.4	1,206.1	1,468.0
净出口(亿美元)	97.6	68.2	37.9	32.6	13.8
CAR(亿美元)	1,337.7	1,467.8	1,464.3	1,334.3	1,589.3
CAB(亿美元)	28.6	2.2	-11.6	-17.8	-57.7
CAB/GDP(%)	2.0	0.1	-0.7	-1.1	-3.2
国际投资净头寸(亿美元)	-865.5	-868.8	-833.7	-797.1	-849.2
国际投资净头寸/GDP(%)	-60.4	-54.1	-51.0	-50.8	-46.6

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

2022 年一季度,受通胀压力走高和地缘政治升级的影响,匈牙利对外贸易由盈余转为赤字,经常账户赤字相当于 GDP 的比值也扩大至 6.3%。

另一方面,制造业产能的增加和国际旅游业的复苏则有望为匈牙利的经常账户带来一定改善。

匈牙利外债水平创近年来新高,其中政府外债占比进一步增长。

截至 2021 年末,匈牙利外债总额为 1,551.8 亿美元,较上年增长 19.1%;外债总额相当于 GDP 的比值为 85.2%,较上年增长了 2.0 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,政府外债占外债总额的比重有所上升。截至 2021 年末,政府外债同比增长了 20.1%至 667.5 亿美元,在外债总额中的占比为 43.0%,较上年提升了 0.4 个百分点。

外债币种方面,截至 2021 年末,匈牙利外币债务在外债总额中的占比为 76.0%,较上年提升了 5.3 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(53.7%),短期债务占比小幅增长至 18.4%,短期债务压力依旧较低。

表 6 匈牙利外债情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
外债总额(亿美元)	1,193.2	1,281.2	1,206.0	1,303.5	1,551.8
外债总额/GDP(%)	83.3	79.8	73.7	83.1	85.2
政府外债总额(亿美元)	440.8	464.4	444.0	555.8	667.5
政府外债/外债总额(%)	36.9	36.2	36.8	42.6	43.0
CAR/外债总额(%)	112.1	114.6	121.4	103.1	102.4
外汇储备(亿美元)	280.0	313.6	318.3	413.5	434.8
外汇储备/外债总额(%)	23.5	24.5	26.4	31.7	28.0

数据来源:匈牙利央行

截至 2022 年一季度末,匈牙利外债总额相当于 GDP 的比值为 62.4%,其中短期债务占比达到 20.9%。

2021 年匈牙利经常账户收入对外债的保障能力保持稳定,整体外债偿付实力依旧强劲。

外债保障能力方面,截至 2021 年末,匈牙利经常账户收入相当于外债总额的比值为 102.4%,较上年基本持平,外债保障能力依旧保持强劲。

外汇储备方面,截至 2021 年末,匈牙利外汇储备为 434.8 亿美元,较上年同期增长了 5.1%;外汇储备相当于外债总额的比值为 28.0%,较上年末下降了 3.7 个百分点。

截至 2022 年一季度末,匈牙利外汇储备小幅下滑至 411.5 亿美元,外汇储备相当于外债总额的比值降至 26.8%。

2021 年匈牙利福林兑美元和欧元纷纷走跌,俄乌冲突暴发后进一步加剧匈牙利福林的贬值压力,在欧美央行货币政策转向的背景下,匈牙利福林或将在中期继续走弱。

受国内通胀压力高企、贸易盈余收窄以及投资者观望情绪提升等因素影响,2021 年匈牙利福林兑美元和欧元分别贬值 9.5%和 1.1%(图 7)。俄乌冲突的暴发对新兴市场资产造成了显著影响,匈牙利本币出现大幅贬值。截至 2022 年 6 月末,欧元兑匈牙利福林突破 400 关口,美元兑匈牙利福林也升至 400 关口附近。

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

展望未来,由于美联储和欧洲央行将在 2022 年纷纷转向货币紧缩政策,支撑美元以及欧元汇率走强,预计匈牙利福林在中期将继续走弱。

总体来看,匈牙利外债虽有所走高,但仍处于可控范围内,主要外债指标保持在较好水平,外债偿付能力保持强劲。

九、偿债能力分析

2021 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。

2021 年 2 月,匈牙利总理欧尔班·维克多和国家主席习近平共同出席了在北京举行的中国—中东欧国家领导人线上峰会,为促进双方基础设施建设合作提供了契机。

2021 年 11 月,中国和匈牙利签署了《中华人民共和国商务部和匈牙利创新与技术部关于推动绿色发展领域投资合作的谅解备忘录》和《中华人民共和国商务部和匈牙利创新与技术部关于加强数字经济领域投资合作的谅解备忘录》。谅解备忘录的签署将进一步加强中匈在绿色发展和数字经济领域的投资合作,推动两国投资合作高质量发展,深化双边经贸关系。

除官方合作外,胜科、联想、深圳科达利、泉峰汽车等中国企业纷纷宣布将在匈牙利进行投资和生产的计划,此举将创造数以万计的就业岗位并有助于加强中匈经贸往来。

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。2021 年中匈双边贸易总额增长 8.7%至 3.7 万亿匈牙利福林,创历史新高。其中,匈牙利从中国进口商品和服务总额达 3.0 万亿匈牙利福林,占匈牙利进口总额的 7.0%,使中国成为仅次于德国的第二大进口来源地。匈牙利对华出口额达 0.7 万亿匈牙利福林,占匈牙利出口总额的 1.7%。

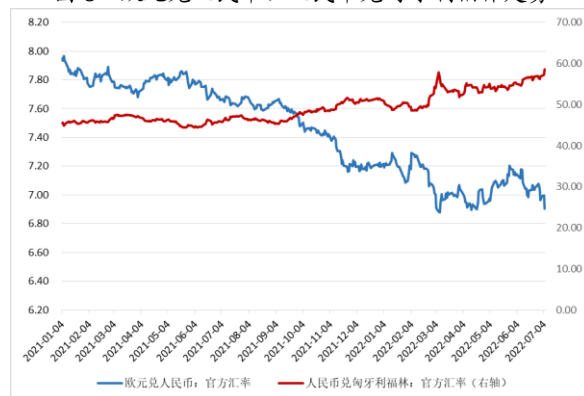
总体而言,2021 年中匈政治经济关系进一步深化。

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,2021 年全年欧元兑人民币汇率下跌,贬值程度达 9.5%,主要为欧元区通胀压力高企所致。受中国经济表现相对较好的影响,2021 年匈牙利福林兑人民币贬值了 12.8%(图 8)。随着匈牙利经济的强劲复苏,匈牙利福林兑人民币汇率有望在未来逐步趋稳。

此外,2013 年中国和匈牙利之间首次签署双边本币互换协议,2020 年 1 月份到期之后双方再度续签展期,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。

图 8 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,“21 匈牙利债 01BC”总计发行规模为 10 亿元人民币,相当于 2021 年末匈牙利政府外债的 0.2%左右。从还款来源来看,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。具体来看,债务利息将通过对应年度的财政预算进行偿还。本金的偿还则是基于匈牙利国家债务管理中心该年的实际融资计划规模为准。匈牙利 2021 年政府收入(22.7 万亿匈牙利福林)对存续债券的保障程度约为 482 倍,而其 2021 年外汇储备(434.8 亿美元)对存续债券的保障程度约为 280 倍,两者对存续债券的保障能力均很强。

综合评估,联合资信确定维持“21 匈牙利债 01BC”的信用等级为 AAA,展望为稳定。

附件 1 匈牙利主要数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
宏观数据					
名义 GDP（万亿匈牙利福林）	39.3	43.4	47.5	48.3	55.3
名义 GDP（亿美元）	1,432.2	1,605.6	1,635.3	1,567.8	1,821.9
实际 GDP 增长率（%）	4.3	5.4	4.6	-4.5	7.1
CPI 增幅（%）	2.4	2.8	3.4	3.3	5.1
失业率（%）	4.0	3.6	3.3	4.1	4.1
结构特征					
人均 GDP（美元）	14,632.0	16,425.0	16,736.0	16,079.0	18,723.2
第一产业在 GDP 中的占比（%）	3.8	3.5	3.3	3.4	3.3
第二产业在 GDP 中的占比（%）	25.2	25.1	24.8	24.6	26.4
第三产业在 GDP 中的占比（%）	55.9	55.9	56.5	56.6	55.2
产品税（减产品补贴）在 GDP 中的占比（%）	15.2	15.5	15.4	15.4	15.1
居民消费在 GDP 中的占比（%）	59.8	58.6	58.4	59.4	57.6
政府消费在 GDP 中的占比（%）	10.5	10.4	10.8	11.2	11.0
资本形成总额在 GDP 中的占比（%）	23.1	26.8	28.5	27.3	30.6
净出口在 GDP 中的占比（%）	6.6	4.2	2.3	2.1	0.8
进出口总额在 GDP 中的占比（%）	165.0	163.2	161.2	155.9	161.9
银行业资本充足率（%）	19.2	19.1	18.4	19.4	18.6
银行业不良贷款率（%）	7.5	5.4	4.1	3.5	3.3
银行业 ROA（%）	1.5	1.5	1.4	0.6	1.2
银行业 ROE（%）	13.2	13.4	13.1	6.4	11.6
公共财政					
财政收入（万亿匈牙利福林）	17.4	19.1	20.9	21.0	22.7
财政收入/GDP（%）	44.3	44.0	43.9	43.4	41.1
财政支出（万亿匈牙利福林）	18.3	20.0	21.8	24.7	26.4
财政支出/GDP（%）	46.7	46.1	46.0	51.2	47.8
财政盈余（万亿匈牙利福林）	-1.0	-0.9	-1.0	-3.8	-3.7
财政盈余/GDP（%）	-2.5	-2.1	-2.1	-7.8	-6.8
一般政府债务总额（万亿匈牙利福林）	28.3	30.0	31.1	38.4	42.4
一般政府债务总额/GDP（%）	72.1	69.1	65.5	79.6	76.8
财政收入/一般政府债务总额（%）	61.4	63.8	67.0	54.6	53.5
外部融资					
商品和服务出口总额（亿美元）	1,230.3	1,344.6	1,337.3	1,238.7	1,481.7
商品和服务进口总额（亿美元）	1,132.7	1,276.4	1,299.4	1,206.1	1,468.0
商品和服务净出口额（亿美元）	97.6	68.2	37.9	32.6	13.8
经常账户收入（亿美元）	1,337.7	1,467.8	1,464.3	1,344.3	1,589.3
经常账户余额（亿美元）	28.6	2.2	-11.6	-17.8	-57.7
经常账户余额/GDP（%）	2.0	0.1	-0.7	-1.1	-3.2
国际投资净头寸（亿美元）	-865.5	-868.8	-833.7	-797.1	-849.2
国际投资净头寸/GDP（%）	-60.4	-54.1	-51.0	-50.8	-46.6
外债总额（亿美元）	1,193.2	1,281.2	1,206.0	1,303.5	1,551.8
外债总额/GDP（%）	83.3	79.8	73.7	83.1	85.2

政府外债总额（亿美元）	440.8	464.4	444.0	555.8	667.5
政府外债/外债总额（%）	36.9	36.2	36.8	42.6	43.0
经常账户收入/外债总额（%）	112.1	114.6	121.4	103.1	102.4
外汇储备（亿美元）	280.0	313.6	318.3	413.5	434.8
外汇储备/外债总额（%）	23.5	24.5	26.4	31.7	28.0

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表：

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

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长期信用等级。