

葡萄牙共和国

2024 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: A₁+

长期外币信用等级: A₁+

评级展望: 稳定

本次评级时间: 2024 年 9 月 2 日

上次评级结果:

长期本币信用等级: A₁

长期外币信用等级: A₁

评级展望: 稳定

上次评级时间: 2017 年 5 月 9 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

分析师: 张敏 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 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

本次评级模型打分表及结果:

本币指示评级	A ₁ +		本币评级结果	A ₁ +
外币指示评级	A ₁ +		外币评级结果	A ₁ +
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	B	国家治理		C
		宏观经济政策和表现		B
		结构特征		F
公共财政实力	c	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	b
			政府债务负担	e
			政府偿债能力	g
外部融资实力	d	国际收支及外部债务状况	国际收支	e
			外债压力	c
			外债偿付能力	g
调整因素和理由				调整子级
--				--

注: 政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级; 公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级; 模型内指标为五年加权平均值; 通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果, 结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果

¹ 本评级结果为主动评级结果, 评级资料主要来源于公开信息, 与委托评级相比, 评级调查工作 (可能无) 和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议, 联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

评级概况：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对葡萄牙共和国（以下简称“葡萄牙”）的主权信用进行了跟踪评级，决定将其主权长期本、外币信用等级由 A_i 上调至 A_i^+ ，评级展望为“稳定”。该评级上调反映了葡萄牙近年来财政状况持续改善、债务水平下降很快、来自欧盟的大额资金援助助力葡萄牙有效提升长期经济增长潜力等因素。

2023年，葡萄牙国内政局出现一定波动，时任总理安东尼奥·科斯塔因腐败调查宣布辞职，并宣布将提前举行议会选举。受益于私人消费表现强劲以及旅游业持续向好，葡萄牙2023年经济表现出较好韧性，经济增速明显高于欧盟、欧元区及同级别国家平均水平。随着能源及食品价格大幅回落，葡萄牙通胀水平明显下滑。尽管失业率小幅上涨，但就业率增长至历史新高，与欧盟平均水平基本一致。葡萄牙银行业表现稳健，资本充足率和资产质量持续改善。葡萄牙政府继续践行严格审慎的财政政策使得财政平衡由赤字转为盈余，政府债务水平大幅下滑至100%以下。旅游业复苏推动葡萄牙贸易账户和经常账户双双实现盈余。葡萄牙外债水平较去年大幅下滑，经常账户收入对外债的保障程度有所提升。

2024年3月，葡萄牙进行议会选举，社民党领导的民主联盟成为议会第一大党，葡萄牙总统德索萨3月20日任命社民党主席路易斯·蒙特内格罗为新任总理，蒙特内格罗于2024年4月正式就职。另一方面，内需持续增长以及出口表现坚挺使得葡萄牙经济维持增长态势，一季度和二季度均同比增长1.5%，显著优于欧盟及欧元区平均表现，全年GDP增速有望达1.7%。葡萄牙政府预计将在2024年继续实现盈余，但盈余水平可能小幅下滑至0.7%左右，政府债务水平预计也将延续其下降趋势，并有望在年末下降至95.0%左右。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 资源丰富、经济结构多元化程度高，经济增长具有较好韧性

2023年，葡萄牙GDP总量达到2,874.2亿美元（约2,657.4亿欧元），同比增长2.3%，显著优于欧盟（0.4%）、欧元区（0.4%）以及同级别国家平均水平。葡萄牙自然资源十分丰富，为农业、渔业、林业、矿业等行业的发展提供了坚实基础。葡萄牙农业用地占领土面积的比重达40%以上，是世界主要的番茄酱、葡萄酒和橄榄油出口国。葡萄牙森林覆盖率在35%左右，在欧洲各国名列前茅。葡萄牙是全球第七大、欧洲第一大锂矿储藏国，也是欧盟主要的铜、钨等金属生产国之一，其还是世界上重要的观赏石生产国。葡萄牙的重点产业主要包括葡萄酒产业（全球第十大葡萄酒生产国、第八大瓶装葡萄酒出口国）、橄榄油产业（全球第三大橄榄油出口国）、软木加工业（世界最大的软木生产和出口国）及旅游业。2023年，葡萄牙接待游客逾3,000万人，旅游收入约250亿欧元，创历史新高。

2024年以来，尽管外部需求有所下滑，但受益于内需持续回升、旅游业持续旺盛，葡萄牙在

一季度和二季度均实现 1.5% 的增长，远超同期欧盟及欧元区平均表现。考虑到欧洲央行已开始放松货币政策，且未来政策利率有较大下行空间，葡萄牙内部需求有望得到进一步提振，经济活动预计将保持增长的良好态势，全年经济增速或在 2.0% 左右。

2. 财政状况持续改善，并实现盈余；政府债务保持下降趋势，且下降速度很快

自欧债危机以来，葡萄牙一直执行审慎的财政纪律以严格限制财政支出的增长，但新冠疫情暴发导致政府推出大规模公共卫生补贴及防疫支出计划，财政平衡由盈余转为赤字并大幅走扩。2023 年，随着疫情因素逐渐消退，相关的补贴支出计划也宣告结束。受益于此，葡萄牙财政支出相当于 GDP 的比值下降至 42.4%，财政平衡时隔 3 年再度实现盈余（1.0%），财政状况显著优于欧盟（-3.5%）、欧元区（-3.6%）及同级别国家平均水平。

欧债危机之后葡萄牙政府积极进行“债务瘦身”，尽管疫情期间短暂打破其减债节奏，但自 2021 年起重回债务减负区间，且债务水平下降速度很快。截至 2023 年末，葡萄牙政府债务相当于 GDP 的比值同比大幅下滑了 12.4 个百分点至 99.0%，虽仍处于相对较高水平，但已越来越接近欧盟（81.7%）和欧元区（88.6%）平均水平，政府偿债压力持续减小。

2024 年以来，政府加大了公共投资力度导致财政盈余有所收窄，一季度盈余水平下降至 0.6%，政府债务水平小幅上涨至 100.4%。考虑到葡萄牙政府近期进行的税收改革以及政府预计在公共投资项目进一步加大投入，2024 年葡萄牙财政盈余预计将收窄至 0.7% 左右，政府债务水平预计进一步下滑至 95% 左右。

3. 出口贸易持续改善，贸易和经常账户双双实现盈余，外部融资状况持续改善

2023 年，葡萄牙外部融资状况持续改善。葡萄牙的出口贸易在经历了 2022 年的高速增长后增速有所放缓，且货物出口和服务出口表现相反。受贸易对手国家需求减弱的影响，2023 年葡萄牙货物出口同比小幅下滑 0.5%，但旅游业持续复苏带动服务出口同比大幅增长 11.4%，并带动出口总额同比增长 7.9% 至 1,365.9 亿美元；进口贸易仅同比增长 1.0% 至 1,330.1 亿美元，时隔 3 年再次实现贸易顺差（35.8 亿美元），并带动经常账户实现 39.5 亿美元的盈余。2023 年，葡萄牙外债总额相当于 GDP 的比值同比大幅下滑 14.4 个百分点至 153.5%。

2024 年以来，随着旅游业持续旺盛，葡萄牙经常账户盈余继续走扩，一季度经常账户盈余相当于 GDP 的比值较 2023 年末走扩 0.8 个百分点至 2.2%，预计全年经常账户余额相当于 GDP 的比重维持在 2.0% 左右，外债水平也有望进一步下行。

4. 作为欧盟成员国，来自欧盟的资金援助有助于增强其长期增长潜力；官方货币欧元的国际地位可以为其提供较强的融资支持及债务偿付保障

葡萄牙作为欧盟成员国，可以通过使用来自欧盟的巨额援助资金增强自身竞争力、减轻社会不平等状况、提高长期增长潜力。根据配额，葡萄牙可以从欧盟“复苏与韧性基金”获得约 222 亿欧元的资金援助。除此之外，葡萄牙在 2021—2027 年之间获得来自欧盟“凝聚力计划”的约 226 亿欧元资金援助，二者合计相当于葡萄牙 2023 年 GDP 总额的 16.9%。

作为欧元区成员国，葡萄牙的官方货币欧元是国际主流货币之一，具有很强的流动性和避险属性。2024 年一季度，欧元在全球各国外汇储备中的占比达 19.69%，是仅次于美元的第二大储备货币，国际地位十分稳定。欧元强大的货币地位为葡萄牙在国际金融市场融资提供了有力支持，外债偿付风险较低。

主要关注：

1. 人口老龄化问题日益严重或导致其中长期财政状况承压恶化

葡萄牙人口老龄化问题十分严重，2023 年，葡萄牙 65 岁及以上的人口比例高达 23.9%，在欧盟内仅次于意大利，大量老龄人口导致葡萄牙政府需要承担高额的刚性养老金支出。2023 年末，葡萄牙公布了新的养老金计算方式，自 2024 年起各个档位的养老金平均上涨幅度在 5%~6% 左右，进一步加大财政支出压力。考虑到老龄人口比例有进一步增加的趋势，葡萄牙的养老金支出及相应的配套医疗养护开支预计都会随之扩大，这将使葡萄牙在中期面临一定的财政压力，葡萄牙财政状况或在中期出现恶化。

2. 青年失业率居高不下、劳动力生产率偏低或危及其中长期竞争力

2023 年，葡萄牙的青年失业率同比上涨了 1.2 个百分点至 20.3%，远超欧盟（14.5%）及欧元区（14.5%）平均水平。近年来，大量的移民涌入虽然为葡萄牙带来的更多的劳动力，但劳动技能与职业要求不匹配导致葡萄牙青年签署临时性合约居多，2023 年，葡萄牙青年的临时雇佣合约比例达 41.9%，显著高于欧盟平均水平（34.8%）。人口接受教育水平较低、缺乏技能培训等因素导致葡萄牙的劳动力职业技能水平较低，且主要参与劳动密集型工作，劳动生产率也相对较低，2023 年劳动力生产率仅相当于欧盟平均值的 71.3%。长期的低劳动力生产率将制约葡萄牙中长期竞争力以及经济增长前景。

评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 葡萄牙政府债务水平加速下行，财政状况大幅改善。

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 葡萄牙政府债务水平停止下降并大幅上行，财政状况明显恶化。

附件 1:

表 1 葡萄牙 2019—2023 年主要数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
宏观数据					
GDP (亿欧元)	2,143.8	2,005.2	2,160.5	2,423.4	2,657.4
GDP (亿美元)	2,400.1	2,288.5	2,557.1	2,554.0	2,874.2
实际 GDP 增速 (%)	2.7	-8.3	5.7	6.8	2.3
CPI 增幅 (%)	0.3	-0.1	0.9	8.1	5.3
失业率 (%)	6.7	7.2	6.7	6.1	6.6
结构特征					
人均 GDP (美元)	23,333.3	22,224.6	24,838.7	24,798.5	27,880.1
最终消费支出占 GDP 的比值 (%)	81.1	83.0	82.2	81.8	79.6
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	18.5	19.1	20.6	20.7	19.6
净出口占 GDP 的比值 (%)	0.8	-1.9	-2.6	-2.0	1.2
第一产业占 GDP 的比值 (%)	2.1	2.2	2.2	1.9	2.0
第二产业占 GDP 的比值 (%)	18.8	19.4	19.2	18.6	18.0
第三产业占 GDP 的比值 (%)	65.6	65.6	65.2	66.1	67.0
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	13.5	12.8	13.4	13.4	12.9
银行业资本充足率 (%)	16.9	18.0	18.0	18.2	19.6
银行业不良贷款率 (%)	6.2	4.9	3.7	3.0	2.7
银行业 ROA (%)	0.7	0.2	0.7	-	-
银行业 ROE (%)	4.9	0.5	5.4	-	-
公共财政					
财政收入 (亿欧元)	911.6	870.4	963.2	1,060.9	1,153.1
财政收入/GDP (%)	42.5	43.4	44.6	43.8	43.4
财政支出 (亿欧元)	909.8	987.3	1,025.4	1,068.7	1,127.7
财政支出/GDP (%)	42.4	49.2	47.5	44.1	42.4
财政盈余 (亿欧元)	1.8	-116.9	-62.2	-7.8	25.5
财政盈余/GDP (%)	0.1	-5.8	-2.9	-0.3	1.0
政府债务 (亿欧元)	2,499.8	2,705.0	2,690.9	2,724.4	2,630.8
政府债务/GDP (%)	116.6	134.9	124.5	112.4	99.0
财政收入/政府债务 (%)	36.5	32.2	35.8	38.9	43.8
利息支出/GDP (%)	2.8	2.8	2.3	1.8	2.0
外部融资					
出口额 (亿美元)	1,048.5	851.3	1,056.5	1,265.4	1,365.9
进口额 (亿美元)	1,030.1	895.1	1,124.1	1,316.3	1,330.1
外贸顺差 (亿美元)	18.4	-43.9	-67.7	-50.8	35.8
经常账户收入 (亿美元)	1,243.0	1,052.0	1,294.9	1,498.9	1,642.8
经常账户余额 (亿美元)	10.4	-23.8	-19.4	-29.3	39.5
经常账户余额/GDP (%)	0.4	-1.0	-0.8	-1.1	1.4
国际投资净头寸 (亿美元)	-2,408.0	-2,573.1	-2,300.3	-2,161.7	-2,127.5
国际投资净头寸/GDP (%)	-100.3	-112.4	-90.0	-84.6	-74.0

外债总额（亿美元）	4,614.7	5,039.8	4,646.6	4,290.6	4,413.3
外债总额/GDP（%）	192.3	220.2	181.7	168.0	153.5
政府外债（亿美元）	1,619.7	1,820.7	1,526.3	1,298.7	1,269.8
政府外债在外债总额中的占比（%）	35.1	36.1	32.8	30.3	28.8
经常账户收入/外债总额（%）	26.9	20.9	27.9	34.9	37.2
外汇储备（亿美元）	249.9	295.1	325.7	323.6	353.0
外汇储备/外债总额（%）	5.4	5.9	7.0	7.5	8.0

数据来源：世界银行、IMF、欧洲央行，联合资信整理

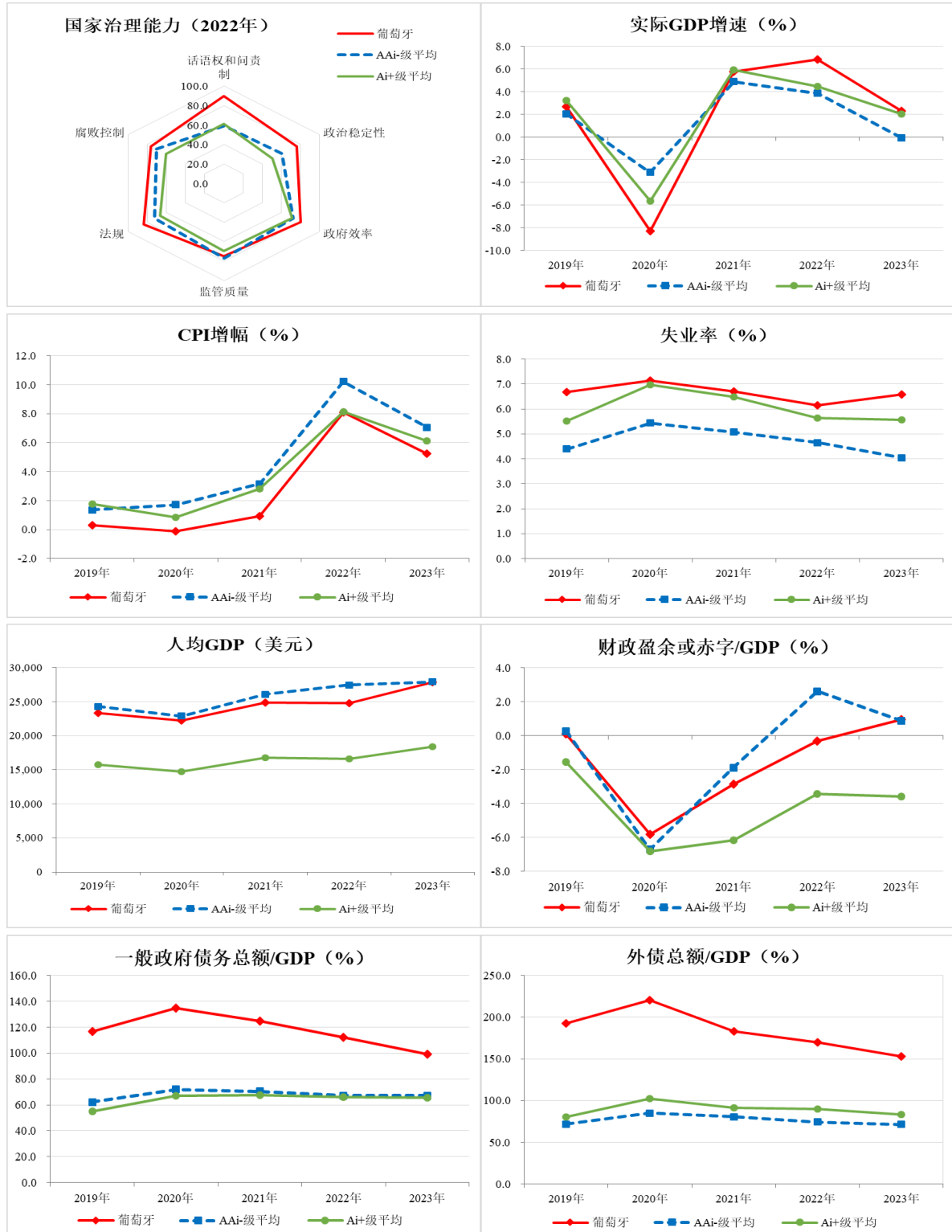
表 2 葡萄牙 2024—2025 年核心数据及预测

项目	2024 年一季度	2024 年二季度	2024 年预测	2025 年预测
实际 GDP 增速（%）	1.5	1.5	2.0	2.5
CPI 增幅（%）	2.5	3.1	2.5	2.2
失业率（%）	6.8	6.1	6.5	6.2
人均 GDP（美元）	-	-	30,000.0	32,000.0
财政盈余/GDP（%）	0.6	-	0.7	0.5
政府债务总额/GDP（%）	100.4	-	95.0	90.0
经常账户余额/GDP（%）	2.2	-	2.0	1.8
外债总额/GDP（%）	-	-	140.0	130.0

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、葡萄牙国家统计局，预测数据来源于联合资信

附件 2:

相近信用等级国家主要数据对比



数据来源: 世界银行, IMF, 联合资信整理

附件 3:

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 级（含）以下等级外，每个信用等级可用 “+” “-” 符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA _i	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA _i	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A _i	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB _i	信用风险一般，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB _i	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B _i	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC _i	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。

权利与免责声明

1. 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。
2. 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。
3. 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。
4. 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。
5. 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。