

信用评级公告

联合〔2021〕7228号

联合资信评估股份有限公司通过对葡萄牙共和国及其相关债项的信用状况进行综合分析和评估，确定维持葡萄牙共和国主体区域长期信用等级为 AAA，“19 葡萄牙人民币债 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

二〇二一年七月二十六日

葡萄牙共和国2021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
19 葡萄牙人民币债 01BC	20.0 亿元	2022/6/3	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2021 年 7 月 26 日

主要数据

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
GDP (亿美元)	2,310.4	2,395.3	2,424.2	2,212.8	2,063.7
GDP 增长率 (%)	-7.6	2.5	2.8	3.5	2.0
CPI 增幅 (%)	-0.1	0.3	1.2	1.6	0.6
失业率 (%)	6.8	6.5	7.0	8.9	11.1
人均 GDP (美元)	22,488.6	23,287.0	23,573.3	21,482.8	19,986.4
财政盈余/GDP (%)	-5.7	0.1	-0.3	-3.0	-1.9
政府债务/GDP (%)	133.6	116.8	121.5	126.1	131.5
财政收入/政府债务 (%)	32.0	36.5	35.3	33.6	32.6
外债总额/GDP (%)	202.7	192.2	195.6	201.1	206.9
CAR/外债总额 (%)	19.6	24.1	26.8	25.7	23.9

注: 1. GDP 增长率为实际 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

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

2020 年, 葡萄牙共和国 (以下简称“葡萄牙”) 政局依旧保持稳定, 但国内经济受新型冠状病毒肺炎疫情 (以下简称“新冠疫情”) 冲击受损严重, 结束了连续 6 年的经济增长, 几乎所有经济活动都出现了不同程度的恶化。受新冠疫情相关财政支出激增影响, 葡萄牙政府再次转为财政赤字状态, 政府债务大幅攀升。疫情暴发导致全球贸易需求大幅萎缩、供应链断裂, 受此影响葡萄牙对外贸易及经常账户均由盈余转为赤字, 外债水平在高位继续攀升, 但欧元的储备货币地位仍为葡萄牙外债偿付能力提供了强有力的保障。同时, 联合资信评估股份有限公司 (以下简称“联合资信”) 也考虑到了中国和葡萄牙之间密切的政治经济往来以及葡萄牙政府稳定的财政收入对存续债券的保障等因素。随着疫情逐步得到有效控制, 再加上来自欧盟的资金支持, 葡萄牙的经济及财政表现有望在 2021 及 2022 年逐步恢复。

综合评估, 联合资信确定维持葡萄牙区域长期信用等级为 AAA, “19 葡萄牙人民币债 01BC” 信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

1. 国家治理能力保持强劲;
2. 来自欧盟的资金支持将有助于葡萄牙经济在 2021 年及之后逐步复苏;
3. 欧元的储备货币地位为葡萄牙的外部融资能力提供了强有力的支撑;
4. 充足的财政收入将为存续债券的偿还提供有效保障。

¹指中国区域长期信用等级。

关注

1. 作为一个小型开放经济体，葡萄牙经济严重依赖旅游业，抵御外部风险能力较弱；
2. 葡萄牙私人债务水平较高，在一定程度上制约其经济增长潜力；
3. 政府财政再度转为赤字，政府债务也大幅增长；
4. 外债水平在高位持续攀升，债务压力进一步加大。

声明

一、本报告中引用的资料主要由葡萄牙共和国提供或引用自公开信息来源，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对以上资料的真实性、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葡萄牙共和国构成委托关系外，联合资信、评级人员与葡萄牙共和国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、本信用评级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，未因葡萄牙共和国和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告中观点、结论仅供参考，并非是某种决策的结论、建议等。

六、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。

葡萄牙共和国 2021 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葡萄牙共和国 2019 年第一期人民币债券（债券通）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、国家概况

葡萄牙共和国（以下简称“葡萄牙”）由葡萄牙本土和两个海外自治区（亚速尔群岛和马德拉群岛）构成，其中葡萄牙本土位于欧洲西南部，其东、北连接西班牙，西、南濒临大西洋，两个自治区则位于欧洲和美洲之间的大西洋上。葡萄牙领土总面积 9.2 万平方公里，行政区域划分为 18 个大区及 2 个自治区。里斯本是葡萄牙的首都，也是全国最大的城市。葡萄牙全国总人口约 1,030 万人（截至 2020 年末），其中超过 80% 的居民为天主教徒，官方语言为葡萄牙语。

葡萄牙是联合国、国际货币基金组织、北约和世贸组织等国际组织的成员国，并早在 1986 年就加入了欧盟。在欧盟内部，葡萄牙坚定支持欧洲一体化进程，在反恐、难民危机等问题上均尊重欧盟立场。

三、存续债券概况

葡萄牙于 2019 年 5 月在中国银行间债券市场发行了“19 葡萄牙人民币债 01BC”。截至本报告出具日，“19 葡萄牙人民币债 01BC”募集资金已按规定用途使用完毕，且已按时付息。

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
19 葡萄牙人民币债 01BC	200	200	2019/6/3	2022/6/3

资料来源：Wind，联合资信整理

四、国家治理

葡萄牙总统选举结果保证了政府政策的连续性及稳定性

2021 年 1 月 24 日，葡萄牙举行总统选举，共有 420 万选民参与了投票，选举参与率达 39.2%。现任总统马塞洛·雷贝洛·德索萨以 60.7% 的得票率成功连任，得票率较其首次当选增长了 8.7 个百分点。尽管在新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）冲击之下需要对政策目标进行调整，首相安东尼奥·科斯塔依然坚持以改善气候变化和人口问题为施政重点，同时致力于实现经济复苏及财政整固。总体而言，葡萄牙政府保持了政策的连续性及稳定性。

来自欧盟的强大支持使葡萄牙有足够的应对新冠疫情危机

自新冠疫情在欧洲暴发以来，欧盟已先后出台多项救助计划帮助其成员国渡过难关，葡萄牙也受益其中。通过放松财政条件及国家救助要求，欧盟允许葡萄牙在其临时支出框架下采取包括无偿拨款和政府担保贷款（总规模高达 130 亿欧元）的两大救助措施，以支持在疫情中受损严重的企业的投资活动及运营资本，此项救助措施将持续至 2021 年底。

与此同时，葡萄牙还从欧盟的“紧急状态下减轻失业风险援助”（SURE）中得到了大量援助资金。欧盟通过该项计划向成员国发放无偿拨款及贷款用于扶持就业及因新冠疫情而产生的其他公共卫生相关支出。自 2020 年至今，葡萄牙已收到 2 笔金额达 54 亿欧元、期限为 15 年的优惠贷款。

除上述项目外，欧盟还设立了“下一代欧盟”复苏基金（NGEU）用于帮助成员国在未来几年实现经济复苏，总规模高达 8,000 亿欧元以上。作为“下一代欧盟”复苏基金的核心项目，“复

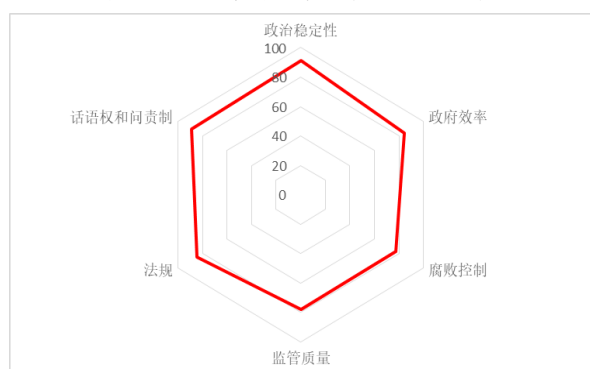
兴措施基金计划”包括了总金额 7,238 亿欧元的无偿拨款及优惠贷款，计划用于为经济结构改革及投资活动提供资金援助、减轻因新冠疫情而引起的经济及社会影响、增强欧盟国家的增长持续性 & 经济弹性等。葡萄牙预计在 2021-2029 年间可从欧盟获得多达 640 亿欧元援助资金，其中 112 亿欧元来自“葡萄牙 2020 伙伴协议”；164 亿欧元无偿拨款及 27 亿贷款来自“下一代欧盟”复苏基金；336 亿欧元拨款来自“2021-2027 年长期财政框架”。

在欧盟充足的资金支持下，葡萄牙足以应对新冠疫情带来的各项挑战，并有望逐步实现经济复苏。

国家治理水平保持稳定

根据世界银行发布的全球国家治理指数，2019 年葡萄牙各项治理能力百分比排名均值为 84.0（图 1），较上年基本保持稳定。尽管葡萄牙在政府效率、腐败控制、监管质量和法规方面的得分略有下滑，但在政府稳定方面的表现有明显改善。总体看，葡萄牙国家治理能力依然很强。

图 1 2019 年葡萄牙国家治理能力情况



数据来源：世界银行

五、宏观经济政策和表现

受新冠疫情冲击，葡萄牙 2020 年陷入史上最严重经济衰退，但预计会逐渐恢复

2020 年伊始，新冠疫情自暴发后迅速在全球蔓延。当第一波疫情出现后，葡萄牙政府反应迅速，并于 3 月首次宣布全国封锁令。严格的隔离

措施及肆虐的疫情使得葡萄牙经济在 2020 年一季度受到重创。为支持经济复苏，葡萄牙政府在 2020 年 6 月推出了“经济和社会稳定计划”及 2020 年补充预算。政府支持及其他利好因素推动葡萄牙经济在 2020 年三季度实现大幅反弹，显示出葡萄牙经济的韧性 & 活力。2020 年四季度，新冠疫情在欧洲复燃，葡萄牙政府被迫再次宣布全国进入封锁状态。

受疫情冲击，2020 年葡萄牙经济陷入纪录性衰退，实际 GDP 同比下滑 7.6%，全年四个季度经济表现均同比下降，其中二季度因各部门支出均出现萎缩受损最为严重（同比下跌-16.4%）。

具体来看，2020 年葡萄牙国内需求（-4.6%）及净外部需求（-3.0%）双双出现衰退。就国内需求而言，社交隔离政策的实施及家庭更加谨慎的消费行为使得作为拉动经济增长主要引擎的私人部门消费较 2019 年下滑-5.8%，进而导致进口总额的下跌（-11.9%）。外部需求方面，受全球外部需求萎缩、供应链中断、航空及物流中断等因素影响，葡萄牙出口总额同比大幅下滑 18.6%，其中旅游业受疫情影响出现大幅萎缩（-10.6%）是导致出口下跌的主要原因。

尽管经济表现不及欧元区平均水平（-6.5%），但和西班牙（-10.8%）、意大利（-8.9%）、希腊（-8.2%）等重度依赖旅游业的南欧国家相比，葡萄牙经济受到的冲击仍相对较小。

2021 年一季度，葡萄牙出现新一轮疫情高峰，政府再次宣布全国封锁禁令。受此影响，一季度葡萄牙 GDP 同比下跌 5.3%，环比下跌 3.3%，其中除投资之外所有经济活动均出现萎缩。

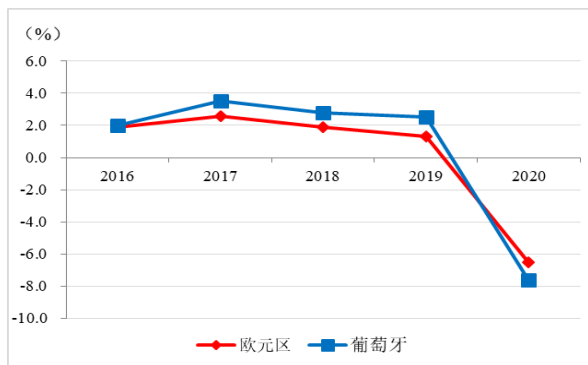
表 2 葡萄牙宏观经济表现情况

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
GDP（亿欧元）	2,024.4	2,139.5	2,051.8	1,959.5	1,864.9
GDP（亿美元）	2,310.4	2,395.3	2,424.2	2,212.8	2,063.7
GDP 增长率（%）	-7.6	2.5	2.8	3.5	2.0
CPI 增幅（%）	-0.1	0.3	1.2	1.6	0.6
失业率（%）	6.8	6.5	7.0	8.9	11.1

注：GDP 增长率为实际 GDP 增长率，以本币计算，不考虑汇率变动因素。

数据来源：葡萄牙国家统计局、葡萄牙央行

图2 葡萄牙及欧元区经济增长情况



数据来源：葡萄牙国家统计局、欧盟统计局

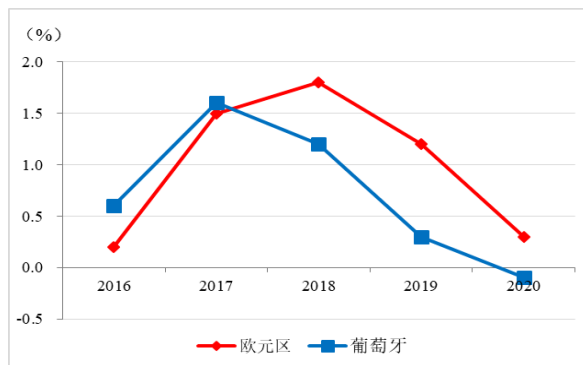
葡萄牙经历了自2014年以来的首次通缩

为应对新冠疫情，欧洲央行采取了面向公共部门和私人部门的“紧急抗疫购债计划”(PEPP)，涉及金额高达18,500亿欧元；同时，欧洲央行在2020年内将现行资产购买计划规模扩大了1,200亿欧元，并通过定向长期再融资操作(TLTRO-III)及美元互换安排为金融系统提供充足的流动性。

尽管货币政策环境保持宽松，但在疫情冲击下欧元区通货膨胀率仍一路下行。2020年，葡萄牙CPI增幅录得-0.1%，较2019年下滑了0.4个百分点，这是自2014年以来葡萄牙首次出现通缩。其中商品物价指数全年呈负增长(-0.6%)，服务类物价指数涨势较弱(0.5%)。具体来看，房屋(1.5%)、私人护理(1.8%)、非能源类初级产品，尤其是食品(5.0%)在总物价指数表现为负的情况下逆势增长。

2021年一季度，葡萄牙CPI增幅小幅提升至0.2%，其中商品物价指数增长0.4%。2021年3月，欧洲央行称，考虑到经济复苏及利率水平上升的状况，将在未来加快PEPP计划下的资产购买速度。在全球各地均出现通胀加速的预期下，葡萄牙2021年通胀率预计将出现温和增长。

图3 葡萄牙及欧元区CPI同比增幅



数据来源：葡萄牙国家统计局、欧盟统计局

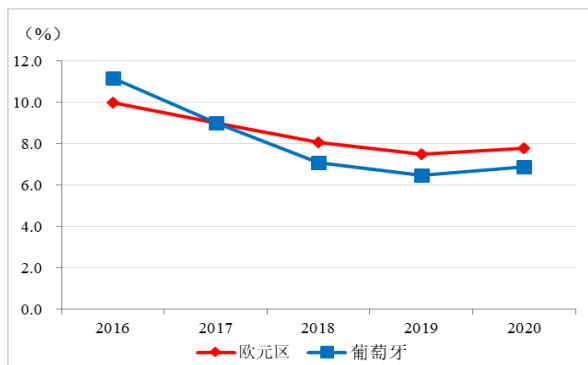
新冠疫情打破了葡萄牙失业率近年来的下行趋势

受疫情影响，2020年葡萄牙失业率录得6.8%，较2019年增长了0.3个百分点，打破了其维持了7年的失业率下行趋势。

为支持劳动力市场，葡萄牙针对雇主和雇员先后采取了多项救助计划以减轻疫情造成的伤害。为缓解雇主压力，葡萄牙发展银行先后采取了多项措施以维持企业流动性及资本，包括延期偿付银行信贷、新增含国家担保的信贷额度及延迟收取企业所得税等。为解决雇员失业危机，葡萄牙政府提出短时工作计划，员工可通过缩短工作时间、并减少相应薪资的办法保全工作，避免完全失业。同时政府还为减少经济活动、公共节假日及延迟社保收入提供特殊支持，以抵消部分收入损失并保证家庭收入的连续性。

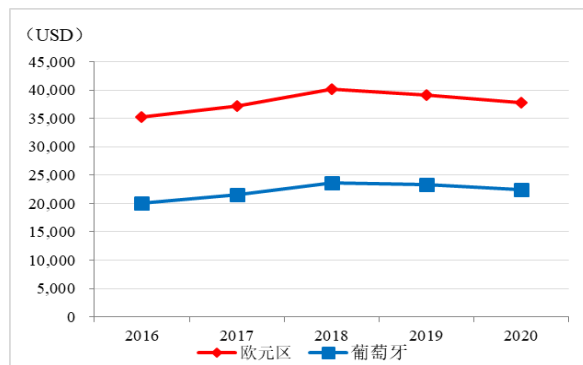
2021年1月中旬至2月上旬，葡萄牙出现第三轮疫情高峰，政府再次宣布全国进入封锁状态。受其影响，葡萄牙2021年一季度失业率录得7.1%，环比上升0.1个百分点，同比上升1.0个百分点。尽管5月失业率(7.2%)录得连续2个月增长，但就业人数已达到自2020年2月以来新高，并逐步向疫情前水平靠拢。

图4 葡萄牙及欧元区失业率情况



数据来源：葡萄牙国家统计局、欧盟统计局

图5 葡萄牙及欧元区人均 GDP 情况



数据来源：葡萄牙国家统计局、欧盟统计局

预计葡萄牙经济将在 2021 年起实现温和复苏

自新冠疫苗问世之后，葡萄牙是最早启动接种的国家之一。根据葡萄牙国家健康机构最新数据，截至 2021 年 7 月 4 日，葡萄牙已累计接种疫苗 913.9 万剂次。Our World in Data 数据库数据显示，截至 6 月末，67% 的葡萄牙成年人已完成至少一剂次疫苗接种，高于欧盟平均水平（61.4%）。

随着疫苗接种不断推进，大多数国家已进入经济复苏阶段，外部需求随之增长。在政府及欧盟的鼎力援助下，2021 年葡萄牙国内需求预计将出现反弹，并带动经济实现温和增长。

基于上述分析，联合资信预计葡萄牙经济在 2021 年增长 4.0% 左右，并有望在 2022 年将经济增速提升至 5.0% 左右。

六、结构特征

2020 年葡萄牙人均 GDP 小幅下滑，国家竞争力仍然很强

作为一个中等发达国家，葡萄牙人均 GDP 在 2016-2019 年间一直保持上升趋势。但受新冠疫情影响，2020 年葡萄牙人均 GDP 较 2019 年下跌了 3.4% 至 22,488.6 美元。

根据瑞士洛桑国际管理学院公布的 2021 年全球竞争力排名，葡萄牙在 64 个经济体中排名第 36，名次较去年上升一位，国家竞争力略有提升。其中基础设施方面表现优异（单项排名第 27 位），经济表现（单项排名第 43 位）和政府效率（单项排名第 38 位）方面略有落后。

为增强国家竞争力和外来投资吸引力，葡萄牙政府过去几年在关键领域进行了大刀阔斧的改革，重点包括：1）简化税收流程，实现数字化税收；2）改善仓储及运输物流（尤其是货运铁路建设和锡尼什港口建设，用于支持出口相关业务）；3）持续完善电信基础设施。

得益于上述举措，葡萄牙 2020 年外商直接投资 (FDI) 较 2019 年增长 1.6% 至 1,828 亿美元，相当于 GDP 的 74%，创自 2008 年以来新高。其中来自欧元区国家的投资资金占葡萄牙 FDI 总额的 77%，其份额自 2008 年至 2020 年 3 月期间增长了约 10 个百分点。

考虑到新冠疫情对 FDI 的影响，葡萄牙政府宣布了特殊政策助力企业增强对外国投资吸引力，以及在数字化和全球互联趋势下融入全球价值链的能力。具体包括加强信用保险、国际采购融资、增加用于数字化转型的资金、发展数字技能、FDI 筹资项目、强化电子商务等。2021 年 3 月，葡萄牙政府通过了一项名为“2030 国际化战略”的新计划，将葡萄牙经济国际化发展列为优先解决事项，重点关注葡萄牙 FDI 流入及海外投资。该计划首要目的是降低葡萄牙出口的高集中

度，实现产品多样化，增强信贷和金融担保，以提升葡萄牙企业在参与全球贸易过程中的韧性。

2020 年消费仍然是经济增长的主要驱动力，但净出口表现为负

2020 年，葡萄牙家庭消费支出和政府消费支出占 GDP 的比值分别为 62.0%和 18.7%，两者分别较上年增长了 0.1 个和 1.9 个百分点，其中政府支出小幅增长主要源于因疫情引发的大额财政支出。投资相当于 GDP 的比值较 2019 年增长了 0.2 个百分点至 19.2%。疫情期间全球供应链被迫中断，受其影响 2020 年葡萄牙净出口相当于 GDP 的比值录得-2.0%。总体来看，新冠疫情对葡萄牙经济结构造成了一定影响。

产业结构依旧保持稳定，但旅游业受新冠疫情影响受创严重

葡萄牙产业结构近年来基本保持不变，2020 年第一产业、第二产业和第三产业增加值占 GDP 的比值分别为 2.0%、19.2%和 66.1%（不含产品增值税）。

服务业（第三产业）在葡萄牙经济中占据重要地位，为劳动力市场提供了约 70%的就业岗位。得益于得天独厚的地理位置、宜人的地中海气候以及一望无际的海岸线风光，近几年葡萄牙旅游业持续发展。由于旅游业高度易受外部影响，自 2020 年 3 月起，欧洲各国及葡萄牙先后宣布边境封锁，葡萄牙旅游业务几乎被迫全面中断。

考虑到旅游业对葡萄牙经济的重要性，政府采取了多项支持措施用于帮扶旅游业重启，包括设立专用于旅游业相关活动的三道国家担保信贷门槛，资金支援旅游业企业（9 亿欧元），帮扶旅游中介机构、旅游娱乐业、活动策划（2 亿欧元）以及食品服务业和相关行业企业（6 亿欧元）。此外，葡萄牙投资银行还专为大中小微型旅游业企业提供了信贷额度，用以稳定就业。得益于疫情有所缓解和隔离政策的解封，2021 年 4 月葡萄牙旅游业收入达 3.2 亿欧元，同比增长 79.3%，表明旅游业已开始复苏。

2020 年私人部门债务再度增长，仍处于很高水平

在 2012 年葡萄牙启动去杠杆进程之前，私人部门债务高企始终是制约其经济增长的重要瓶颈之一，新冠疫情的暴发打破了葡萄牙在过去几年为去杠杆而做出的努力。截至 2020 年末，葡萄牙私人部门的债务为 4,032.6 亿欧元，相当于 GDP 的比值高达 199.2%，同比增长了 11.9 个百分点。私人部门债务主要由私人企业债务和家庭债务构成。自 2012 至 2019 年间，葡萄牙私人部门的债务水平已大幅下降了近 73 个百分点，其中家庭债务下降尤为明显，显示出其在低利率环境中更强的适应能力。总体来看，葡萄牙私人部门债务仍然处于很高水平。

表 3 葡萄牙私人部门债务情况

	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
私人部门债务 (亿欧元)	4,032.6	4,007.9	4,028.2	4,039.1	3,980.9
私人部门债务 /GDP (%)	199.2	187.3	196.3	206.1	213.5

数据来源：葡萄牙国家统计局

2020 年葡萄牙银行业资产质量进一步改善，但在新冠疫情冲击下盈利能力有所恶化

截至 2020 年末，葡萄牙银行业不良贷款率为 4.9%，同比下降 1.3 个百分点。与 2016 年年中 17.9%的峰值水平相比，葡萄牙近年来不良贷款率一直处于下降趋势。从不良贷款的构成来看，非金融企业仍是不良贷款的主要来源，但其同样是银行业不良贷款率下降的主要推手。

截至 2020 年末，葡萄牙银行业资本充足率为 18.1%，同比上升 1.2 个百分点，为 2014 年以来的最高值，显示了银行业具备较强的抗风险能力。

受新冠疫情突袭影响，葡萄牙银行业盈利水平呈“U 型”走势，2020 年总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为 0.0%和 0.5%，分别较 2019 年下滑 0.5 个和 4.4 个百分点。

考虑到新冠疫情带来的冲击，欧盟相关监管机构发布了一系列政策以降低银行业相关风险，具体措施包括保持银行系统充足的流动性、保护

流入实体经济的信贷资金、保证宽松的货币政策环境、避免融资条件顺周期收紧等。得益于各项帮扶措施，葡萄牙银行业在疫情期间显示出较强韧性。这是业务转型和监管政策共同作用的结果，使银行系统得以保证流动性充裕及对实体经济的融资条件，同时还确保了资本比率和标准的稳定。随着疫情逐渐缓解、经济逐步复苏，预计银行业相关风险仍相对较低且可控。

七、公共财政

受新冠疫情影响，2020 年葡萄牙政府财政再次陷入赤字

2020 年，受疫情引发的经济大幅萎缩影响，葡萄牙政府财政收入同比下降 5.0% 至 865.9 亿欧元。具体来看，税收收入（约占财政收入的 57%）同比下降了 6.9%，而社保收入（约占财政收入的 30%）则同比增长了 1.2%，这主要得益于劳动力市场在全年保持了较强韧性。

受新冠疫情引发的各类额外支出影响，2020 年葡萄牙政府财政支出同比增长 7.8% 至 980.9 亿欧元。从财政支出结构来看，雇员薪资和社会福利仍是政府支出的主要用途（合计约占财政支出的 64%），2020 年用于雇员薪资和社会福利的资金分别同比增长了 3.7% 和 3.5%；尽管财政补贴仅占财政支出的 3.7%，但较上年激增了 320%；受益于屡创新低的利率水平，利息支付（占财政支出的 5.9%）同比下降了 8.6%，政府利息支出负担持续减轻。

在财政收入萎缩和财政支出激增的双重作用下，2020 年葡萄牙政府录得 115.0 亿欧元赤字，相当于 GDP 的 5.7%，终结了上年的财政盈余状态。

表 4 葡萄牙财政收支状况

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
财政收入(亿欧元)	865.9	911.6	880.1	831.1	800.1
财政收入/GDP(%)	42.8	42.6	42.9	42.4	42.9
财政支出(亿欧元)	980.9	909.8	887.2	889.0	836.2
财政支出/GDP(%)	48.5	42.5	43.2	45.4	44.8
财政盈余(亿欧元)	-115.0	1.8	-7.2	-57.9	-36.1

财政盈余/GDP(%)	-5.7	0.1	-0.3	-3.0	-1.9
-------------	------	-----	------	------	------

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：葡萄牙国家统计局、葡萄牙央行

2020 年政府债务水平激增，打破了近几年持续下降的趋势

近年来，葡萄牙政府公共债务管理策略侧重于加强债务可持续性，同时致力于实现债务水平的不断下降及相关指标改善。然而，新冠疫情暴发导致政府支出及融资需求大幅增加，截至 2020 年末，葡萄牙政府债务同比增长了 16.8 个百分点至 2,704.9 亿欧元，相当于 GDP 的比值为 133.6%，打破了近年来债务水平持续下行的趋势。与欧盟及欧元区其他成员国相比，葡萄牙政府债务仍处于相对高位。

从债务期限结构来看，葡萄牙政府债务大部分为中长期债务，截至 2020 年末，葡萄牙平均债务期限保持在 7.4 年左右，显示短期偿债压力依然较小。从债务币种看，葡萄牙政府债务主要以欧元本币债务为主，截至 2020 年末，非欧元计价债务（官方贷款除外）占比小幅下降至 1.5%。从利率结构来看，截至 2020 年底，葡萄牙固定利率债务占比约 92.1%，面临的利率风险较小。

财政收入对政府债务的保障能力有所恶化，但预计未来有望改善

近年来葡萄牙财政收入对政府债务的保障能力不断增强，但新冠疫情暴发使得政府债务激增的同时财政收入锐减，2020 年葡萄牙财政收入相当于政府债务的比值达到 32.0%，较 2019 年下降了 4.5 个百分点，政府偿债能力略有削弱。

根据政府提出的“2021-2025 财政稳定性计划”，葡萄牙财政赤字相当于 GDP 的比值预计将在 2021 年下降至 4.5%，并在 2025 年进一步下降至 1.1%，良好的经济发展前景及持续减轻的利息支出负担有望为财政赤字收敛提供主要助力。同时，政府债务水平将延续其此前的下降趋势，预计在 2025 年下降至 114.3%（2019 年为 116.8%）。基于上述预测，葡萄牙政府偿债能力有望在未来

几年得到改善。

表 5 葡萄牙政府债务情况

项目	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
一般政府债务总额（亿欧元）	2,704.9	2,499.8	2,492.6	2,471.7	2,452.4
一般政府债务总额/GDP（%）	133.6	116.8	121.5	126.1	131.5
财政收入/一般政府债务总额（%）	32.0	36.5	35.3	33.6	32.6

数据来源：葡萄牙财政与债务管理局（IGCP）

八、外部融资

2020 年对外贸易和经常账户均由盈余转为赤字，但有望在未来几年得到改善

2020 年，新冠疫情突袭及限制措施导致国际外部需求和国内需求双双萎缩，葡萄牙进出口也因此双双下降。具体来看，2020 年葡萄牙出口总额同比下滑 20.9 个百分点至 832.9 亿美元，进口总额同比下滑 15.3 个百分点至 874.4 亿美元，对外贸易由盈余转赤字，赤字规模为 47.4 亿美元。这主要是服务贸易顺差急剧减少（尤其是旅游业）所致，而储蓄的增长及更强的进口替代性使得货物出口下降幅度小于货物进口下降幅度，使得货物贸易逆差有所收窄。

2020 年，葡萄牙经常账户收入同比下降 17.4 个百分点至 916.7 亿美元，经常账户赤字为 23.8 亿美元，相当于 GDP 的 1.2%，打破了自 2013 年起延续 7 年的经常账户盈余。

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，葡萄牙长期以来一直是国际投资净债务国。2019 年，葡萄牙的国际投资净头寸为-2,350.8 亿美元，国际投资净头寸与 GDP 的比值为-105.4%，同比上升 4.9 个百分点，这主要得益于疫情期间葡萄牙的 FDI 净流入保持了较强的韧性。

2021 年一季度，葡萄牙货物出口同比增长 7.2%，服务出口同比下滑 38%，经常账户依然维持赤字（相当于 GDP 的 0.9%）。在经济有序复苏、全球经济增长预期不断改善以及国际旅游限制陆续放松的背景下，葡萄牙的外贸及经常账户表现有望在未来几年得到改善。

表 6 葡萄牙经常账户情况

项目	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
出口总额（亿美元）	832.9	1,052.6	1,062.8	956.8	848.7
进口总额（亿美元）	874.4	1,032.5	1,043.6	925.4	815.4
净出口（亿美元）	-41.5	20.1	19.2	31.3	33.4
CAR（亿美元）	916.7	1,110.1	1,273.2	1,143.2	1,018.5
CAB（亿美元）	-23.8	8.2	11.4	25.4	21.9
CAB/GDP（%）	-1.2	0.4	0.6	1.3	1.2
国际投资净头寸（亿美元）	-2,350.8	-2,306.1	-2,433.6	-2,326.1	-2,279.4
国际投资净头寸/GDP（%）	-105.4	-100.5	-106.4	-110.4	-110.5

注：CAR 为经常账户收入；CAB 为经常账户余额。

数据来源：葡萄牙央行

受疫情期间外部融资需求激增的影响，2020 年葡萄牙外债水平有所攀升

葡萄牙整体外债水平很高，但近年来呈小幅下降趋势，然而疫情暴发后激增的外部融资需求打破了这一趋势。截至 2020 年末，葡萄牙外债总额较 2019 年增长了 1.7 个百分点至 4,683.2 亿美元，外债总额相当于 GDP 的比值为 202.7%，同比上涨 10.5 个百分点，这主要源于 GDP 萎缩和外债增长的双重作用。截至 2020 年末，葡萄牙政府外债总额同比增长了 4.6 个百分点至 1,511.2 亿美元，相当于外债总额的 32.3%。

从外债结构看，近年葡萄牙外债结构基本保持稳定。截至 2020 年末，葡萄牙外债以公共部门外债（包括一般政府外债和中央银行外债）为主，占外债总额的比重为 63%。从外债期限看，截至 2020 年末，葡萄牙短期外债占外债总额比重约 39%，存在一定短期偿债压力。但得益于其欧元区成员国的身份，葡萄牙畅通的外部融资渠道将有助于缓解其短期偿付压力以及再融资风险。

2020 年葡萄牙经常账户收入对外债的保障能力有所恶化

经常账户方面，近几年葡萄牙经常账户收入相当于外债总额的比值呈上升趋势，然而新冠疫情暴发使得经常账户收入缩水、外债规模增长，经常账户收入对外债总额的保障程度较 2019 年底大幅下降 4.5 个百分点至 19.5%，经常账户收

入对一般政府外债的保障程度（60.7%）也录得近五年新低。

由于欧元是国际储备货币，葡萄牙政府对外汇储备需求有限。截至 2020 年末，葡萄牙国际储备为 295.1 亿美元，较上年末增长了 18.0%。

表 7 葡萄牙外债情况

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
外债总额（亿美元）	4,683.2	4,603.3	4,742.2	4,450.8	4,269.7
外债总额/GDP（%）	202.7	192.2	195.6	201.1	206.9
政府外债总额（亿美元）	1,511.2	1,444.4	1,505.5	1,477.7	1,541.2
政府外债/外债总额（%）	32.3	31.4	31.7	33.2	36.1
CAR/外债总额（%）	19.6	24.1	26.8	25.7	23.9
CAR/政府外债（%）	60.7	76.9	84.6	77.4	66.1
外汇储备（亿美元）	295.1	249.9	249.5	261.1	251.3
外汇储备/外债总额（%）	6.3	5.4	5.3	5.9	5.9
外汇储备/政府外债（%）	19.5	17.3	16.6	17.7	16.3

数据来源：葡萄牙央行

欧元的国际储备货币地位将继续为葡萄牙的外债偿还提供较强的保障

自新冠疫情在 2020 年 1 月中旬暴发之后，美元兑包括欧元在内的所有货币进入一轮升值周期，2020 年 2 月中旬，欧元兑美元短暂跌至近三年新低，但从全年情况来看，两者间利率走势差异对欧元形成一定利好。2020 年 3 月美联储连续两次紧急降息，但欧洲央行按兵不动，受此影响，2020 年全年欧元兑美元升值 9.6% 左右。

自 2020 年表现疲软之后，2021 年在美联储态度“偏鹰”之后美元开启新一轮走强升值，2021 年上半年欧元兑美元小幅贬值约 3.3%。2021 年 6 月，欧洲央行继续坚持宽松货币立场，但美联储确意外态度有所“转鹰”，考虑到欧洲央行和美联储政策分歧不断加大，2021 年下半年欧元兑美元可能进一步贬值，但预计不会对葡萄牙外债偿付能力产生较大影响。

总体而言，葡萄牙外债水平仍保持高位，但欧元的储备货币地位将为葡萄牙外债偿付能力提供有力保障。

图 6 欧元兑美元走势图



数据来源：欧洲央行

九、偿债能力分析

2020 年中葡更加密切的政治经济往来将为存续债券的偿还提供良好的外部环境

2020 年 9 月，中国与欧盟签订了历史性的《中欧地理标志协定》，致力于打开中国市场、消除歧视、实现企业公平竞争。该协定规定了地理标志保护规则和地理标志互认清单等内容，涉及中欧各自 100 个地理标志，其中有 6 个来自葡萄牙。

双边贸易方面，根据葡萄牙统计局数据，2020 年中国是葡萄牙第 15 大出口目的国和第 6 大进口来源国，对中出口额占出口总额的 1.1%。2020 年，葡萄牙对中出口贸易赤字同比下滑 22.0%（货物及服务出口下滑 25%，进口增长 5.2%）。对中重要出口产品包括纸浆及纸类（占出口总额的 14.0%）、矿产品（12.9%）、农产品（12.4%）、贱金属（11.7%）和机械设备（11.4%）；主要进口产品包括机器器械（占进口总额的 42.9%）、纺织品（12.5%）、化学制品（7.2%）、贱金属（7.1%）以及塑料和橡胶制品（4.9%）。

总体来看，2020 年以来葡萄牙和中国继续保持了密切的政治经济往来，将为存续债券的偿还提供良好的外部环境。

存续债券面临的汇率风险十分有限

就汇率风险而言，2020 年 8 月，欧元兑人民币升至 6 年新高，但随后便进入贬值期。2020

年全年欧元兑人民币升值约 3.0%。2021 年上半年，欧元兑人民币在 7.7-8.0 之间持续波动，汇率波动性较之前有所减小。

另一方面，欧洲央行与中国人民银行之间为期 3 年、最大规模为 3,500 亿元人民币/450 亿欧元的双边本币互换协议可以在必要时为欧元区成员国之一的葡萄牙提供人民币流动性。此外，欧元所具备的储备货币地位也有助于降低存续债券面临的汇兑风险。

图 7 欧元兑人民币走势图



数据来源：欧洲央行

存续债券偿付能力保持稳定

从偿债保障情况看，存续债券的发行规模为 20 亿元人民币，仅相当于 2020 年末葡萄牙政府外债总额的 0.2%。从偿债来源来看，存续债券偿债资金来源于葡萄牙政府财政收入，偿债资金来源稳定且可靠。葡萄牙政府 2020 年的财政收入（865.9 亿欧元）相当于存续债券发行规模的 340 倍左右，外汇储备（截至 2020 年末为 295.0 亿美元）相当于存续债券发行规模的约 95 倍，均对存续债券的偿还提供了很强的保障。

综合评估，联合资信确定维持“19 葡萄牙人民币债 01BC”的信用等级为 AAA。

附件 1 葡萄牙主要数据

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
宏观数据					
GDP (亿欧元)	2,024.4	2,139.5	2,051.8	1,959.5	1,864.9
GDP (亿美元)	2,310.4	2,395.3	2,424.2	2,212.8	2,063.7
实际 GDP 增速 (%)	-7.6	2.5	2.8	3.5	2.0
CPI 增幅 (%)	-0.1	0.3	1.2	1.6	0.6
失业率 (%)	6.8	6.5	7.0	8.9	11.1
结构特征					
人均 GDP (美元)	22,488.6	23,287.0	23,573.3	21,482.8	19,986.4
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	19.2	18.9	19.3	19.1	19.3
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	66.1	65.6	65.2	65.4	65.5
家庭消费在 GDP 中的占比 (%)	62.0	61.9	62.3	62.5	63.4
政府消费在 GDP 中的占比 (%)	18.7	16.8	17.0	17.2	17.6
资本形成总额在 GDP 中的占比 (%)	19.2	18.9	18.3	17.2	15.8
净出口在 GDP 中的占比 (%)	-2.0	0.4	0.5	1.0	1.1
银行业资本充足率 (%)	18.1	16.9	15.2	15.2	12.3
银行业不良贷款率 (%)	4.9	6.2	9.4	13.3	17.2
银行业 ROA (%)	0.0	0.5	0.3	0.0	-0.3
银行业 ROE (%)	0.5	4.9	3.0	-0.2	-3.9
公共财政					
财政收入 (亿欧元)	865.9	911.6	880.1	831.1	800.1
财政收入/GDP (%)	42.8	42.6	42.9	42.4	42.9
财政支出 (亿欧元)	980.9	909.8	887.2	889.0	836.2
财政支出/GDP (%)	48.5	42.5	43.2	45.4	44.8
财政盈余 (亿欧元)	-115.0	1.8	-7.2	-57.9	-36.1
财政盈余/GDP (%)	-5.7	0.1	-0.3	-3.0	-1.9
一般政府债务总额 (亿欧元)	2,704.9	2,499.8	2,492.6	2,471.7	2,452.4
一般政府债务总额/GDP (%)	133.6	116.8	121.5	126.1	131.5
财政收入/一般政府债务总额 (%)	32.0	36.5	35.3	33.6	32.6
外部融资					
商品和服务出口总额 (亿美元)	832.9	1,052.6	1,062.8	956.8	848.7
商品和服务进口总额 (亿美元)	874.4	1,032.5	1,043.6	925.4	815.4
商品和服务净出口额 (亿美元)	-41.5	20.1	19.2	31.3	33.4
经常账户收入 (亿美元)	916.7	1,110.1	1,273.2	1,143.2	1,018.5
经常账户余额 (亿美元)	-23.8	8.2	11.4	25.4	21.9
经常账户余额/GDP (%)	-1.2	0.4	0.6	1.3	1.2
国际投资净头寸 (亿美元)	-2,350.8	-2,306.1	-2,433.6	-2,326.1	-2,279.4
国际投资净头寸/GDP (%)	-105.4	-100.5	-106.4	-110.4	-110.5
外债总额 (亿美元)	4,683.2	4,603.3	4,742.2	4,450.8	4,269.7
外债总额/GDP (%)	202.7	192.2	195.6	201.1	206.9
政府外债总额 (亿美元)	1,511.2	1,444.4	1,505.5	1,477.7	1,541.2
政府外债/外债总额 (%)	32.3	31.4	31.7	33.2	36.1
经常账户收入/外债总额 (%)	19.6	24.1	26.8	25.7	23.9
外汇储备 (亿美元)	295.1	249.9	249.5	261.1	251.3

外汇储备/外债总额 (%)	6.3	5.4	5.3	5.9	5.9
---------------	-----	-----	-----	-----	-----

数据来源：葡萄牙国家统计局、葡萄牙央行、葡萄牙债务管理局、欧盟统计局、欧洲央行

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。

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 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。
3. 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。
4. 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。
5. 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。
6. 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。