

爱沙尼亚共和国 2024 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: AA_i-

长期外币信用等级: AA_i-

评级展望: 稳定

本次评级时间: 2024 年 12 月 5 日

长期本币信用等级: AA_i

长期外币信用等级: AA_i

评级展望: 稳定

上次评级时间: 2019 年 8 月 29 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: 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	AA _i -		本币评级结果	AA _i -
外币指示评级	AA _i -		外币评级结果	AA _i -
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		B
		宏观经济政策和表现		B
		结构特征		F
公共财政实力	a	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	d
			政府债务负担	b
			政府偿债能力	a
外部融资实力	b	国际收支及外部债务状况	国际收支	c
			外债压力	b
			外债偿付能力	e
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”）对爱沙尼亚共和国（以下简称“爱沙尼亚”）的主权信用进行了跟踪评级，决定将其长期本、外币信用等级由AA_i下调至AA_i-，评级展望为稳定。该评级下调主要反映了爱沙尼亚地缘政治风险上升使得经济持续陷入衰退、政府财政收支状况显著恶化等因素。

2023年，爱沙尼亚组建了新的联合政府，改革党主席卡娅·卡拉斯连任总理，国内政局总体保持稳定。受俄乌冲突外溢风险持续、私人消费及投资不足等因素影响，爱沙尼亚经济陷入衰退，失业率再度反弹，通货膨胀依然维持在相对高位。得益于名义GDP的大幅增长及欧元升值，爱沙尼亚人均GDP水平提升至30,000美元以上，经济及产业结构保持相对稳定，银行业资产质量小幅恶化，但盈利能力明显改善且保持资本充足。受国防、社保及薪资等公共支出大幅增长的影响，爱沙尼亚政府财政状况明显恶化，财政赤字相当于GDP的比值自2020年以来再度突破3%，显著高于新冠疫情之前的水平，同时政府债务水平也小幅上升，财政收入对政府债务的保障能力小幅减弱但仍处于极强水平。爱沙尼亚对外贸易实现小幅盈余，经常账户赤字有所收窄，外债水平则在外部融资需求旺盛的支撑下进一步上升，经常账户收入对外债的保障能力很强，欧元的国际储备货币地位为外债偿还提供了充足的保障。

2024年以来，卡拉斯因被提名出任欧盟高官而辞去总理一职，改革党成员克里斯滕·米查尔接任总理并组建了新的联合政府，预计未来一段时期内政局有望逐步趋稳。2024年前三季度，爱沙尼亚经济持续陷入衰退，自2022年俄乌冲突爆发以来已经连续十个季度出现负增长，2024年全年经济预计萎缩1%左右，但在地缘政治风险影响持续消退、通胀水平显著回落等因素的支撑下，预计2025年爱沙尼亚经济有望实现1.5%左右的增长。尽管新任政府计划通过增税等措施改善政府财政收支状况，但在国防、养老及薪资等公共支出有望维持高位的背景下，预计2024年和2025年爱沙尼亚政府财政赤字水平仍将维持在3%左右的相对高位，可能会触发欧盟的过度赤字程序，政府债务水平也将持续上升，政府偿债能力或将进一步减弱。

评级关键驱动因素

主要关注：

1. 爱沙尼亚作为小型开放经济体易受外部环境波动的影响，近年来地缘政治风险上升使得经济持续陷入衰退

作为一个小型开放经济体，爱沙尼亚进出口总额相当于GDP的比值达到150%左右，这使得其经济增长易受到外部经济环境变化的影响。2020年爱沙尼亚经济因新冠疫情影响陷入衰退，但在2021年实现7%左右的快速增长。2022年俄乌冲突爆发后，爱沙尼亚明确表态支持乌克兰、反对俄罗斯：一方面，爱沙尼亚向乌克兰提供诸多军事援助并吸收了大量乌克兰难民，2022年向乌克兰援助金额占当年GDP比值超过1%；另一方面，爱沙尼亚极力推动对俄制裁，关闭同俄罗斯

之间的边境并构筑防御工事，并在 2023 年 1 月互相驱逐外交官，两国关系显著恶化。受俄乌冲突风险外溢、通货膨胀大幅上升、国内消费及投资信心不足等因素影响，爱沙尼亚经济自 2022 年二季度陷入衰退，2022 年全年经济增速仅为 0.1%，2023 年则进一步降至-3.0%，明显低于 AA_i 级和 AA_r-级国家平均水平。

2024 年前三季度，爱沙尼亚经济增速分别为-2.2%、-1.0%和-0.7%，自 2022 年二季度以来已经连续十个季度出现负增长，2024 年全年经济预计萎缩 1%左右。展望未来，在地缘政治风险影响持续消退、通胀水平显著回落等因素的支撑下，预计 2025 年爱沙尼亚经济有望实现 1.5%左右的增长，但仍显著低于新冠疫情之前 4%左右的增长水平。

2. 政府财政收支状况显著恶化，财政赤字率持续维持在 3%左右的相对高位

受俄乌冲突影响，爱沙尼亚政府持续加大国防相关支出，2023 年国防相关支出达到 GDP 的 3.2%左右，较上年提升逾 1 个百分点，达到近年来的最高水平。与此同时，社保及薪资等经常性支出保持较快增长，再加上经济下行背景下财政收入增长不及预期，2023 年爱沙尼亚政府财政赤字大幅走扩至 13.2 亿欧元，相当于 GDP 的比值达到 3.5%，自 2020 年以来首次突破 3%，显著高于新冠疫情之前的水平，且明显高于 AA_i 级和 AA_r-级国家平均水平。

2024 年一季度和二季度，爱沙尼亚政府财政赤字率分别为 3.2%和 3.3%，仍维持在相对较高水平。展望未来，爱沙尼亚政府计划通过多种增税措施改善政府财政收支状况，但国防、养老及薪资等公共支出预计仍将维持高位，其中国防支出相当于 GDP 的比值有望攀升至 4%以上。在此背景下，预计 2024 年和 2025 年爱沙尼亚政府财政赤字水平仍将维持在 3%左右的相对高位，可能会触发欧盟的过度赤字程序。

3. 国内失业率尤其是青年失业率相对较高，且面临较为严重的老龄化问题

由于爱沙尼亚经济接连受到新冠疫情和俄乌冲突的冲击，国内失业率总体呈上升之势，截至 2023 年底达到 6.4%，较上年提升 0.8 个百分点，高于 AA_i 级和 AA_r-级国家平均水平。其中，25 岁以下青年失业率高达 18.1%，表明青年失业问题更加严重。截至 2024 年 9 月底，爱沙尼亚国内失业率和青年失业率分别走高至 7.6%和 20.8%，失业问题进一步恶化，预计 2024 年和 2025 年国内失业率都将维持在 7%以上水平。

另一方面，爱沙尼亚面临较为严重的人口老龄化问题，2023 年 65 岁及以上人口占总人口比例高达 20.9%，虽然略低于欧盟总体水平（21.5%），但已超过深度老龄化社会的标准（20%）。除了人口老龄化问题以外，爱沙尼亚人口自然增长率常年为负，但得益于近年来积极引入移民等政策，劳动人口总体呈上升趋势。从中长期来看，人口老龄化问题仍将制约爱沙尼亚的经济增长潜力，且养老相关支出也会进一步加剧政府的财政负担。

主要优势：

1. 政府债务保持在很低水平，外部融资渠道通畅，财政收入对政府债务的保障能力极强

长期以来，爱沙尼亚政府实施审慎的财政及债务管理政策，财政赤字及政府债务常年保持在

很低水平。但在 2020 年之后财政收支状况显著恶化，爱沙尼亚政府也在时隔近二十年之后重返国际债券市场融资。作为欧元区成员国，爱沙尼亚外部融资渠道通畅，能够以相对较低的成本发行国际债券融资。

在融资需求不断增长的背景下，爱沙尼亚政府债务水平近年来呈上升之势。截至 2023 年底，爱沙尼亚政府债务相当于 GDP 的比值达到 19.3%，较上年同期小幅提升 1.0 个百分点，但仍显著低于 AA_i 级和 AA_i- 级国家平均水平。从财政收入对政府债务的保障情况来看，2023 年爱沙尼亚政府财政收入相当于政府债务的比值达到 205.3%，较上年小幅降低，但财政收入对政府债务的保障能力仍处于极强水平。展望未来，在政府财政赤字预计维持相对高位的背景下，爱沙尼亚政府融资需求依然旺盛，政府债务水平有望在 2024—2025 年逐步攀升至 25% 左右，政府偿债能力或将进一步减弱。

2. 国内政局有望逐步趋稳，国家治理能力保持在较强水平

2021 年，改革党主席卡娅·卡拉斯成为爱沙尼亚第一位女总理并和中间党组建了联合政府，但在 2022 年执政两党因为儿童和家庭福利问题出现分裂，卡拉斯辞去总理职务后又同其他两个政党组建了联合政府。2023 年 4 月，爱沙尼亚改革党、爱沙尼亚 200 党、社会民主党组成新一届联合政府，卡拉斯连任总理。2024 年 7 月，因被提名为新任欧盟外交与安全政策高级代表，卡拉斯辞去总理职务，改革党成员克里斯滕·米查尔接任总理并组建了新的联合政府，但执政联盟构成较此前没有发生变化。在此背景下，预计爱沙尼亚未来一段时期内政局有望逐步趋稳。

从国家治理能力来看，根据世界银行发布的国家治理指数，2023 年爱沙尼亚各项指标百分比排名均值为 86.5，较上年小幅降低，但仍显著高于 AA_i 级和 AA_i- 级国家平均水平。具体来看，爱沙尼亚在“政治稳定性”“政府效率”和“监管治理”方面的得分均较上年有不同程度的下滑，但在“话语权和问责制”及“腐败控制”方面的表现均较上年有所改善。总体来看，爱沙尼亚国家治理能力仍保持在较强水平。

3. 经常账户收入对外债的保障能力很强，欧元的国际储备货币地位为外债偿还提供了充足的保障

爱沙尼亚外债规模较大且近年来呈持续上升之势。截至 2023 年底，爱沙尼亚外债总额达到 376.5 亿美元，相当于 GDP 的 91.2%，较上年同期提升约 6.4 个百分点，处于 AA_i 级和 AA_i- 级国家平均水平之间。从外债结构来看，政府外债占比达到 23.4%，较上年提升约 2.7 个百分点。

从外债保障能力来看，2023 年爱沙尼亚经常账户收入相当于外债总额的 96.0%，虽然较上年降低了逾 10 个百分点，但仍处于很高水平。爱沙尼亚持有的外汇储备不多，截至 2023 年底仅为 25.9 亿美元，但欧元的国际货币储备地位可以为外债偿还提供充足的保障。

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：

1. 俄乌冲突对爱沙尼亚的影响显著消退，经济增长及政府财政收支状况得到明显改善；

2. 政府持续采取财政整固措施使得财政赤字显著收窄，政府债务水平重回下降通道。

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：

1. 俄乌冲突升级并导致爱沙尼亚与俄罗斯之间矛盾加剧，对爱沙尼亚经济增长及政府财政收支状况造成更加严重的影响；
2. 政府支出压力持续加大，财政赤字水平维持高位，政府债务水平显著上升。

附件 1:

爱沙尼亚 2019—2023 年主要数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
宏观数据					
名义 GDP (亿欧元)	284.7	278.6	314.5	364.4	381.8
名义 GDP (亿美元)	318.8	317.9	372.2	384.0	413.0
实际 GDP 增速 (%)	3.7	-2.9	7.1	0.1	-3.0
CPI 增幅 (%)	2.3	-0.6	4.5	19.4	9.1
失业率 (%)	4.4	6.8	6.2	5.6	6.4
结构特征					
人均 GDP (美元)	24,023.9	23,911.3	27,966.8	28,469.3	30,137.6
私人消费支出占 GDP 的比值 (%)	50.8	50.8	50.2	52.4	53.7
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	19.1	20.6	19.9	19.1	20.5
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	26.4	29.7	30.5	29.0	27.7
净出口占 GDP 的比值 (%)	3.7	-1.1	-1.3	-1.2	0.9
第一产业占 GDP 的比值 (%)	2.3	2.0	2.0	2.5	2.2
第二产业占 GDP 的比值 (%)	23.0	22.7	23.4	24.0	22.3
第三产业占 GDP 的比值 (%)	61.6	63.1	62.3	61.8	63.8
产品税净额在 GDP 中的占比 (%)	13.0	12.2	12.3	11.7	11.7
银行业资本充足率 (%)	27.0	27.9	24.4	22.0	22.2
银行业不良贷款率 (%)	2.0	1.6	1.1	0.8	1.1
银行业 ROA (%)	1.4	1.1	1.2	1.8	2.8
银行业 ROE (%)	8.8	7.3	9.4	14.2	21.4
公共财政					
财政收入 (亿欧元)	109.7	108.2	122.9	139.8	151.4
财政收入/GDP (%)	38.5	38.8	39.1	38.4	39.6
财政支出 (亿欧元)	109.4	123.1	130.6	143.2	164.6
财政支出/GDP (%)	38.4	44.2	41.5	39.3	43.1
财政盈余 (亿欧元)	0.3	-14.9	-7.7	-3.5	-13.2
财政盈余/GDP (%)	0.1	-5.3	-2.4	-1.0	-3.5
政府债务总额 (亿欧元)	23.7	50.9	55.3	66.6	73.8
政府债务总额/GDP (%)	8.3	18.3	17.6	18.3	19.3
财政收入/政府债务 (%)	462.3	212.4	222.1	209.9	205.3
外部融资					
出口总额 (亿美元)	229.5	217.2	295.3	331.8	321.5
进口总额 (亿美元)	217.8	221.4	300.5	336.5	318.0
净出口 (亿美元)	11.8	-4.2	-5.3	-4.8	3.5
经常账户收入 (亿美元)	255.2	242.2	324.9	361.6	361.4
经常账户余额 (亿美元)	6.4	-8.7	-13.9	-15.0	-7.2
经常账户余额/GDP (%)	2.0	-2.7	-3.7	-3.9	-1.7
国际投资净头寸 (亿美元)	-70.7	-67.9	-53.7	-83.0	-88.8
国际投资净头寸/GDP (%)	-22.2	-21.4	-14.4	-21.6	-21.5
外债总额 (亿美元)	233.1	300.1	301.6	325.5	376.5
外债总额/GDP (%)	73.1	94.4	81.0	84.8	91.2

政府外债（亿美元）	23.6	52.3	57.9	67.3	88.1
政府外债/外债总额（%）	10.1	17.4	19.2	20.7	23.4
经常账户收入/外债总额（%）	109.5	80.7	107.7	111.1	96.0
外汇储备（亿美元）	14.2	20.0	23.7	22.2	25.9
外汇储备/外债总额（%）	6.1	6.7	7.9	6.8	6.9

数据来源：世界银行、IMF、欧盟统计局，联合资信整理

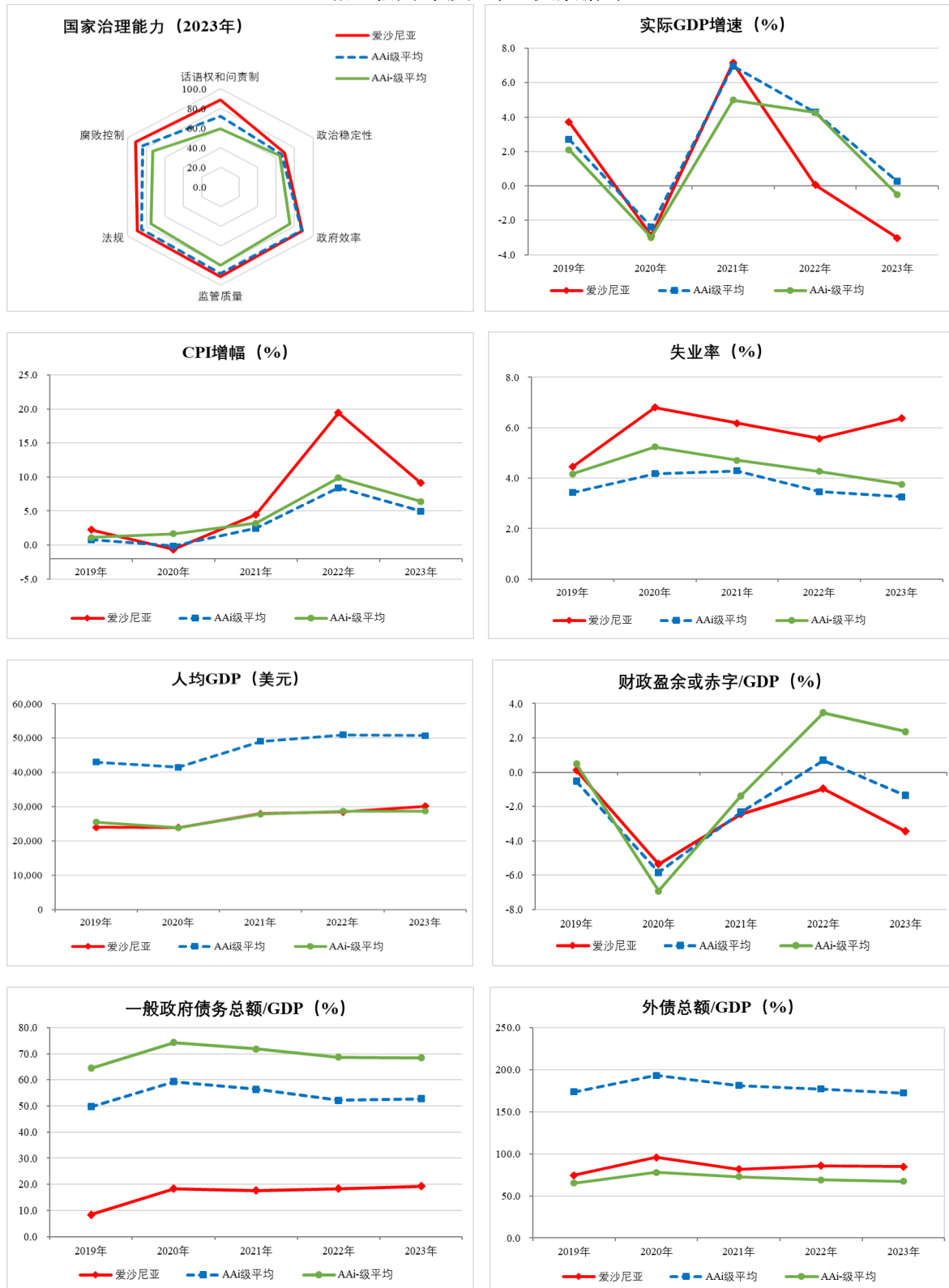
表 2 爱沙尼亚 2024—2025 年核心数据及预测

项目	2024 年一季度	2024 年二季度	2024 年三季度	2024 年预测	2025 年预测
实际 GDP 增速（%）	-2.2	-1.0	-0.7	-1.0	1.5
CPI 增幅（%）	4.5	3.0	3.4	3.5	2.0
失业率（%）	7.4	7.4	7.6	7.5	7.2
人均 GDP（美元）	-	-	-	31,500.0	33,000.0
财政盈余/GDP（%）	-3.2	-3.3	-	-3.0	-4.0
政府债务总额/GDP（%）	-	-	-	22.0	25.0
经常账户余额/GDP（%）	-	-	-	-3.4	-3.3
外债总额/GDP（%）	-	-	-	95.0	95.0

数据来源：历史数据来源于欧盟统计局，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: IMF、世界银行, 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。