

斯洛伐克共和国信用评级报告

评级结果

长期外币信用等级: AA-

长期本币信用等级: AA-

评级展望: 稳定

评级时间

2018年12月6日

主要数据

| | 2017年 | 2016年 | 2015年 | 2014年 | 2013年 |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 名义GDP(亿美元) | 959.61 | 898.06 | 875.46 | 1,011.09 | 985.09 |
| 实际GDP增速(%) | 3.40 | 3.33 | 3.85 | 2.75 | 1.49 |
| CPI增幅(%) | 1.33 | -0.47 | -0.33 | -0.09 | 1.46 |
| 失业率(%) | 8.13 | 9.68 | 11.48 | 13.21 | 14.23 |
| 人均GDP(美元) | 17,655.05 | 16,550.23 | 16,148.29 | 18,668.68 | 18,205.91 |
| 财政盈余/GDP(%) | -1.04 | -2.21 | -2.73 | -2.70 | -2.72 |
| 政府债务/GDP(%) | 50.86 | 51.82 | 52.34 | 53.52 | 54.74 |
| 财政收入/政府债务(%) | 77.42 | 75.84 | 81.20 | 73.49 | 70.74 |
| 外债总额/GDP(%) | 117.67 | 86.56 | 83.60 | 81.38 | 83.62 |
| CAR/外债总额(%) | 84.69 | 112.03 | 115.88 | 118.87 | 117.80 |

注: 1、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:

李为峰 张强

联合资信评估有限公司

电话: 010-85679696

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”) 对斯洛伐克共和国(以下简称“斯洛伐克”)的主权信用进行了首次评级, 评定其长期本、外币信用等级为AA-, 评级展望为稳定。该评级结果表示斯洛伐克的主权信用风险很低, 按期偿付债务本息的能力很强。

斯洛伐克政治体制较为完善, 国家治理能力较强, 近年来经济保持较快增长, 通胀水平有所回升, 失业率持续下降。作为一个中等发达经济体, 斯洛伐克国家竞争力有所提升, 对外资的吸引力也持续增强。斯洛伐克产业结构保持稳定, 但对汽车等支柱产业过于依赖使其经济易受外部环境变化的影响。斯洛伐克银行业风险相对较低, 但家庭负债率的持续上升对金融系统的稳定性造成一定挑战。得益于审慎的财政政策及经济的持续增长, 斯洛伐克财政状况近年来得到持续改善, 政府债务水平持续下降, 财政收入对政府债务的保障能力有所提升。近年来斯洛伐克经常账户余额由正转负, 外债水平也在2017年大幅提升, 但经常账户收入对外债的保障能力依然很强, 且欧元的国际储备货币地位也对斯洛伐克的外债偿付能力形成有力支撑。

优势

- 财政赤字持续缩减, 政府债务水平较低且呈持续下降之势;
- 近年来经济保持较快增长, 失业率持续降低;
- 国家竞争力有所提升, 对外资的吸引力持续增强;
- 对外贸易持续顺差, 经常项目收入规模较大, 对外债的保障程度处于较好水平。

关注

- 经济增长对汽车产业及其出口较为依赖, 易受外部经济环境变化的影响;
- 家庭负债率呈持续上升之势, 对斯洛伐克金融系统稳定性造成威胁;
- 经常账户由盈余转为赤字, 国际投资净头寸长期为负;
- 外债水平上升较快, 且政府和央行外债占比较高, 存在一定短期偿付压力。

一、国家概况

斯洛伐克共和国是一个位于中欧地区的内陆国家，国土面积 4.90 万平方公里，其中大部分为山地。行政区域划分为 8 个州，首都布拉迪斯拉发是全国最大的内河港口，也是政治、经济、文化及石化工业中心。截至 2017 年底，斯洛伐克全国总人口约 544 万。斯洛伐克是维谢格拉德集团、欧洲联盟（以下简称“欧盟”）、北大西洋公约组织、经济合作与发展组织、《申根公约》等国际或区域性组织的重要成员国，同时也加入了欧元区，其官方货币为欧元。

二、国家治理

政治体制较为完善，三权分立制度有利于国家权力之间的相互制衡

1993 年 1 月 1 日，斯洛伐克成为独立的主权国家，并实行多党议会民主制，且立法权、司法权和行政权相互独立，相互制衡。

国民议会为斯洛伐克最高立法机构，实行一院制，共设 150 个议席，每届任期 4 年，由国民按比例选出。宪法法院是国家最高司法机关，共设 13 名大法官，由总统从议会的提名中任命，总检察院是国家最高检察机关，其院长、副院长、总检察长、副总检察长均由议会选举产生，总统任命。总统是国家元首，由国民直接选举，任期五年，最多可连任两届。总理拥有最高的行政权，一般为议会中最大党或最大政治联盟的党魁，由总统任命。

总体看，斯洛伐克的政治体制较为完善，有利于政局的长期稳定性。

2018 年以来政局有所波动，但未来有望持续趋稳

斯洛伐克实行多党制，全国共有注册党派 100 多个，其中较大的党派主要有社会民主-方向党、自由与团结党、普通公民和独立个人组织、斯洛伐克民主党等。在 2016 年 3 月举行的议会大选中，共有 8 个党派进入议会，其中社会民主-方向党占据近三分之一的席位，成为议会第一大党，主席罗伯特·菲佐成功连任总理。

2018 年 2 月，斯洛伐克一名记者遇害，警方怀疑这名记者是因为调查斯洛伐克政治人物与“黑手党”的联系而遭毒手。该案持续发酵，导致斯洛伐克政坛震荡，文化部长、内务部长及总理相继辞职。2018 年 3 月，斯洛伐克国民议会举行投票，社会民主-方向党提名的新总理彼得·佩列格里尼及其提名的副总理、各部部长等人

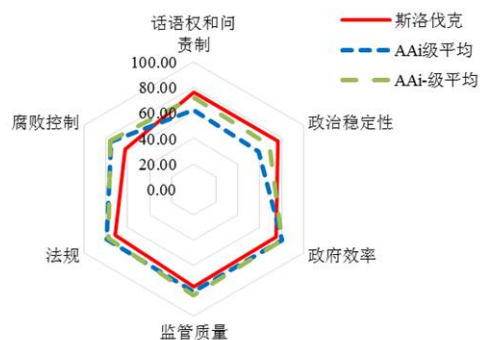
选通过信任表决，新一届政府正式组成，未来斯洛伐克政局有望逐步趋稳。

在与欧盟的关系方面，2015 年欧洲难民危机爆发以来，斯洛伐克拒绝接受欧盟强制执行的分派难民制度，使得其与欧盟的关系有所恶化。此外，因欧盟委员会在对斯洛伐克 2007 年~2013 年度欧盟基金使用情况进行审计时发现问题，故自 2015 年底起陆续停止支付其五个项目的资金，涉及金额约 4,600 亿欧元。2017 年 8 月，因斯洛伐克经济增长超出欧盟委员会预期，欧盟将削减 2014~2020 年对斯洛伐克拨付基金款项 6,880 万欧元，共涉及三份项目实施计划，但对斯洛伐克项目发展规划的实施及其经济增长预计不会产生太大影响。

国家治理能力较强，且各方面表现较为均衡

根据世界银行发布的国家治理指数，2017 年，斯洛伐克国家各项治理能力百分比排名均值为 72.93，国家治理能力总体较强，但较 2016 年小幅下滑。具体来看，斯洛伐克在各项指标方面的表现较为均衡，但除“政治稳定性”方面的排名有所改善以外，其它各方面的排名均呈小幅下滑趋势。从图 1 可以看出，斯洛伐克的国家治理能力与 AA_i 级和 AA_i- 级国家的平均水平较为接近。

图 1：2017 年斯洛伐克国家治理能力



数据来源：世界银行

三、宏观经济政策与表现

经济保持较快增长，但经济增长的波动性较大

斯洛伐克经济具有外向型特点，其进出口总额占 GDP 的比值达到 180% 左右，因此其经济增长受欧盟及其主要成员国经济形势影响较大。2012 年~2013 年，受欧债危机引发欧盟主要成员国经济增速放缓及国内紧缩财政政策削减公共开支的影响，斯洛伐克经济增速放

缓至 1.50% 左右。2014 年以来，得益于失业率的持续下降及实际收入的上涨，内需逐渐替代外贸净出口成为拉动斯洛伐克经济增长的主要动力，斯洛伐克经济增速回升至 3% 以上水平。

2017 年，斯洛伐克 GDP 总量达到 849.85 亿欧元（或 959.61 亿美元），实际经济增速为 3.40%，较 2016 年小幅提升了 0.07 个百分点。具体来看，2017 年斯洛伐克居民消费同比增长 3.58%，成为拉动斯洛伐克经济增长的主要动力；政府消费同比增速仅为 0.24%，较 2016 年增速（1.58%）有所下滑；固定资本形成总额同比增长 3.18%，扭转了 2016 年的下滑趋势；出口同比增速为 5.90%，略高于进口同比增速（5.32%），但对经济增长的拉动作用有所减弱。

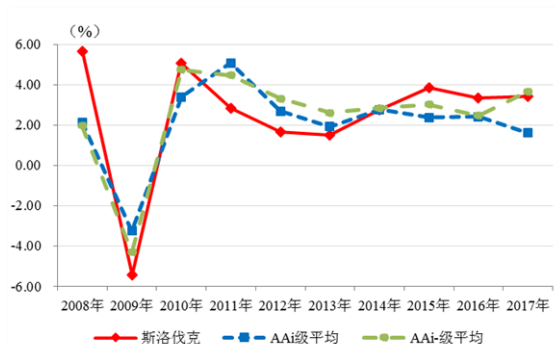
2013 年~2017 年，斯洛伐克 GDP 近 5 年平均年增长率为 2.96%，高于 AA_i 级和 AA_{i-} 级国家的平均水平（分别为 2.21% 和 2.92%），但波动性（10 年 GDP 增长率的标准差，为 3.06%）也较 AA_i 级和 AA_{i-} 级国家的平均水平（分别为 2.12% 和 2.54%）高。总体上看，近年来斯洛伐克经济保持相对较快增长，但经济增长的波动性相对较大。

表 1：2013~2017 年斯洛伐克经济表现

| | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|---------------|--------|--------|--------|----------|--------|
| 名义 GDP (亿欧元) | 849.85 | 811.54 | 788.97 | 760.88 | 741.70 |
| 名义 GDP (亿美元) | 959.61 | 898.06 | 875.46 | 1,011.09 | 985.09 |
| 实际 GDP 增速 (%) | 3.40 | 3.33 | 3.85 | 2.75 | 1.49 |
| CPI 增幅 (%) | 1.33 | -0.47 | -0.33 | -0.09 | 1.46 |
| 失业率 (%) | 8.13 | 9.68 | 11.48 | 13.21 | 14.23 |

数据来源：斯洛伐克央行、IMF

图 2：2008~2017 年斯洛伐克实际 GDP 增长率



数据来源：IMF

2018 年上半年，斯洛伐克实际 GDP 同比增速达到 3.90%，经济增长持续提速。未来两年，从内部来看，斯洛伐克于 2018 年 5 月开始实行新的《劳动法》，将分阶

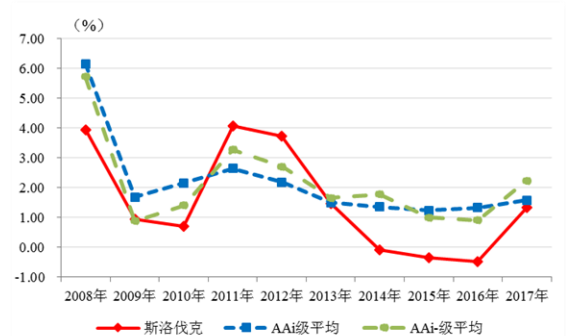
段逐步提高劳动者节假日、周末和夜班加班费用，这将有利于斯洛伐克工资水平的持续增长，从而对居民消费的增长起到支撑作用，另一方面捷豹路虎位于斯洛伐克的工厂于 2018 年 10 月正式投产将有利于斯洛伐克国内投资的增长；从外部环境来看，尽管最大贸易伙伴德国经济增速有所放缓，但受波兰、捷克、匈牙利等其他主要贸易伙伴经济快速发展带动，外贸将继续成为拉动斯洛伐克经济增长的外在动力，另一方面欧洲央行计划将于 2019 年结束宽松货币政策，或将对斯洛伐克的投资产生一定影响。综合以上因素，预计未来两年斯洛伐克经济增速将保持在 4% 左右的水平。

受国际油价及食品价格上涨影响，斯洛伐克摆脱通货紧缩状态，未来通胀水平有望进一步回升

2014 年以来，在国际油价大幅走低的背景下，斯洛伐克陷入了长达三年的通货紧缩状态。2017 年，得益于国际油价及食品价格的持续上涨，斯洛伐克全年 CPI 增幅达到 1.33%，摆脱了通货紧缩状态，达到 2013 年以来的最高值。与 AA_i 级和 AA_{i-} 级国家的平均水平相比，斯洛伐克的通胀水平明显偏低，且波动性更大。

自 2018 年 1 月 1 日起，斯洛伐克开始执行新的家用能源价格机制，水电、天然气及供热价格均有不同程度的上调。受此影响，斯洛伐克月度 CPI 增幅持续走高，2018 年 1~9 月平均 CPI 增幅达到 2.70%，通胀水平进一步提升，预计全年 CPI 增幅有望达到 3% 左右。

图 3：2008~2017 年斯洛伐克 CPI 增长率



数据来源：IMF

失业率持续下降，但仍处于较高水平，且面临劳动力不足的问题

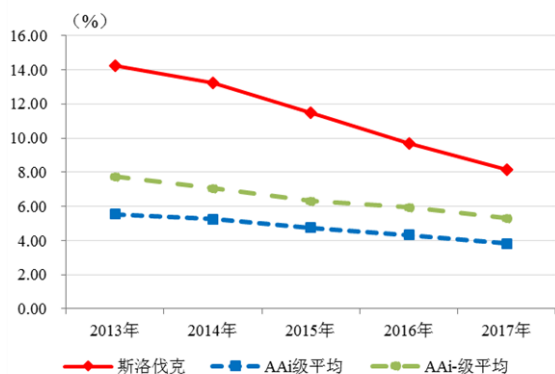
2017 年，得益于经济增长的良好表现，斯洛伐克失业人数持续下降，登记失业总人数为 22.4 万，较上年减少 15.80%，失业率也降低至 8.13%，较 2016 年下降逾 1.50 个百分点，就业状况持续好转。但与 AA_i 级和 AA_{i-} 级国家的平均水平相比，斯洛伐克的失业率水平仍然明

显偏高。

近年来，斯洛伐克人口增长率一直保持在 0.1% 左右的低水平，且人口老龄化进程持续加快，2017 年 65 岁及以上人口占总人口比例首次突破 15%。尽管斯洛伐克的失业率持续下降，但劳动局公布的空置岗位也达到创纪录新高。一方面，劳动力短缺问题一直困扰斯洛伐克，但同时斯对非欧盟国家劳务人员进入其劳务市场仍采取严格限制措施，在移民接受政策方面也较为强硬。但面对日益突出的劳动力短缺问题，斯洛伐克政府不得采取妥协措施，从 2017 年 5 月中旬开始允许外国劳工来斯进行季节性工作，对不超过 180 天的打工者，不用再办理临时居留证。2018 年，斯洛伐克政府通过法案，自 2018 年 5 月起放宽对国内企业雇佣欧盟外劳动力的限制，但该项法案仅适用于劳动力不足的特定行业和失业率在 5% 以下的地区。这些措施将在一定程度上改善斯洛伐克面临的劳动力短缺问题，但从长期来看仍需从鼓励生育或引入移民等方面提出进一步措施。

2018 年一季度和二季度，斯洛伐克失业率分别降至 7.10% 和 6.60% 的水平，就业状况得到了持续的改善。

图 4：2013~2017 年斯洛伐克失业率



数据来源: IMF

四、结构特征

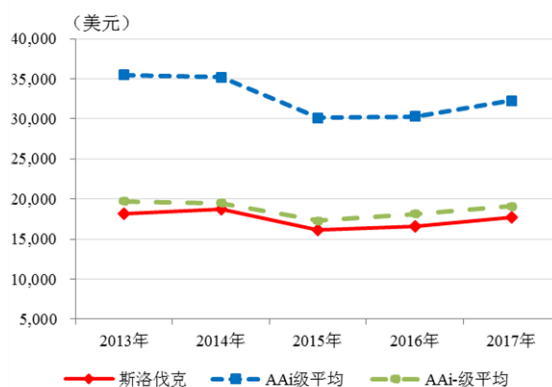
斯洛伐克人均 GDP 水平一般，国家竞争力有所提升，对外资的吸引力持续增强

斯洛伐克是一个中等发达经济体，人均 GDP 水平一般。2017 年，得益于欧元兑美元汇率的回升 17,655.05 美元，接近于 AA_i-级国家的平均水平，但和 AA_i-级国家的平均水平相比仍存在一定差距。

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017 年斯洛伐克的全球竞争力指数为 4.33，在全球 137 个经济体中排名第 59 位，较 2016 年的排名提升了 6 位，表明其在全球范围内的国家竞争力有所提升。

自 2004 年加入欧盟后，斯洛伐克根据欧盟要求进行了包括税收、劳动力市场、社保、医疗、公共财政等一系列改革，投资环境得到全面改善，吸引了大批外商到斯洛伐克投资，利用外资项目数量和金额逐年增长。2017 年，斯洛伐克外国直接投资(FDI)净流入达到 22.77 亿美元，FDI 存量则达到 520.32 亿美元。2018 年 4 月，斯洛伐克开始施行新的《投资促进法》，将更加重视支持高科技、高附加值、研发领域和在东西部失业率较高地区的外来投资，更多采用税收减免而非直接补贴的资助方式。未来一段时期内，预计斯洛伐克仍将保持对外资的较强吸引力。

图 5：2013~2017 年斯洛伐克人均 GDP



数据来源: IMF

投资对经济的贡献度有所提升，产业结构保持稳定，但汽车等支柱产业易受外部环境变化的影响

近年来，斯洛伐克经济结构总体保持稳定。2013~2017 年，居民消费支出和政府消费支出占 GDP 的比值平均为 54.24% 和 19.10%，前者呈下降趋势，而后者呈上升趋势；资本形成总额对 GDP 的贡献度总体呈上升之势，2017 年达到 22.55%，较 2013 年提升了逾 1.50 个百分点；净出口对 GDP 的贡献长期为正，但波动相对较大，2017 年其占 GDP 的比值为 3.10%。

产业结构方面，近年来斯洛伐克产业结构保持稳定，三大产业增加值在 GDP 中的占比分别为 3%、31% 和 56% 左右(此外还有生产税减产品补贴，占 GDP 的 9% 左右)。汽车工业是斯洛伐克经济的支柱之一，在 GDP 中的占比超过 10%。外资在斯洛伐克汽车工业中占据重要地位，目前大众、标致雪铁龙、起亚和捷豹路虎等四大汽车厂商均在斯洛伐克投资设厂。斯洛伐克全年生产汽车 100 万辆左右，其中大部分用于出口，汽车出口产值占到斯洛伐克全年出口总额的 30% 以上。电子工业也是斯洛伐克的重要产业之一，近年来，在政府鼓励政策支持下，外资进入斯洛伐克电子工业的增速明显上升，三星、索

尼等跨国公司纷纷在斯洛伐克落户，而汽车产业的快速发展也为汽车相关电子产品（如车载通讯设备和车载娱乐设备）的发展带来的较大的空间，带动了电子工业的发展。

由于斯洛伐克的主要支柱产业均以外资企业为主导，因此在国内产业、税收政策发生变化或国际市场需求发生变化时容易受到较大冲击，产业结构有待进一步优化调整。

银行业总体风险较低，但多数银行为外资控股，且银行业集中度较高

斯洛伐克共有 25 家持有银行牌照的金融机构，其中大部分为全能银行，4 家为专门性银行（3 家建房基金会及 1 家国有发展银行）。自 1999~2001 年实行私有化以来，斯洛伐克大多数银行由外资控股（主要来自奥地利、意大利和比利时），其中最大的三家银行掌握了斯洛伐克银行业总资产的 50% 以上，银行业集中程度较高。作为中央银行，斯洛伐克国家银行是银行业的主要监管机构，此外还承担了以下职责：制定货币政策；外汇及外汇储备管理；发行欧元纸币及硬币；管理支付系统；参与国际合作等。

近年来，斯洛伐克银行业风险保持稳定。银行业资本充足率呈持续上升之势，截至 2017 年底达到 18.81%，银行业资本总体处于充足水平；银行业资产质量持续得到改善，截至 2017 年底不良贷款率已下降至 3.70%，银行业资产质量总体较好；受欧洲央行低息政策影响，斯洛伐克银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）有所下滑，截至 2017 年底分别达到 1.08% 和 10.06%，银行业盈利状况不容乐观。总体看，斯洛伐克银行业较稳健。

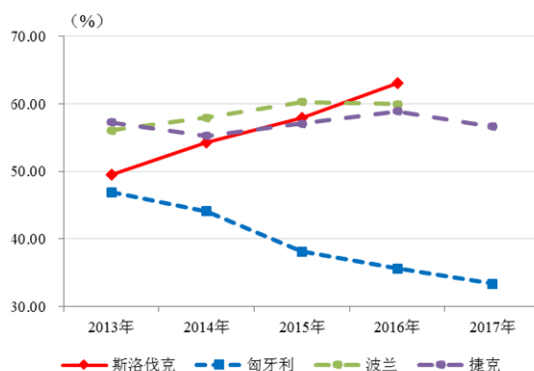
家庭负债率呈持续上升之势，已成为威胁斯洛伐克金融系统稳定性的主要因素

近年来，受利率水平维持低位、居民可支配收入持续增加等因素影响，斯洛伐克家庭负债率呈持续上升之势。截至 2016 年底，斯洛伐克家庭债务收入比达到 63.11%，较 2013 年底增长了逾 10 个百分点，在中东欧国家中位居前列。

家庭债务水平偏高对于斯洛伐克的金融系统而言是一个巨大的潜在风险。由于欧洲央行预计将于 2019 年结束货币宽松政策并开启加息周期，利率水平的上升将加大斯洛伐克家庭债务的偿还压力，增加违约风险。针对这一问题，斯洛伐克央行引入了更为严格的贷款价值比及系统风险缓存要求，并计划引入家庭债务收入比作为一项新的监管指标，以此来减缓家庭信贷增速，降低

家庭债务相关风险，但这些措施能否取得成效还有待进一步观察。

图 6：斯洛伐克及周边国家家庭债务收入比



数据来源：欧盟统计局

五、公共财政实力

得益于审慎的财政政策及经济的持续增长，斯洛伐克财政状况近年来得到持续改善

近年来，斯洛伐克政府一直实施审慎的财政政策，其目标除了实现公共财政的长期可持续性以外，还在于减小经济周期的波动性，即在经济衰退期间增加财政赤字，在经济强劲增长期间缩减财政赤字。

近年来，得益于经济的稳定持续增长及斯洛伐克政府对逃税打击力度的加强，斯洛伐克政府的财政收入总体呈上升态势。2017 年，斯洛伐克政府实现财政收入 334.66 亿欧元，同比增长了 4.93%，相当于当年 GDP 的 39.38%。从税收结构来看，税收收入占到财政收入的 40% 左右，财政收入来源较为稳定。

财政支出方面，由于斯洛伐克政府严格控制财政支出，近年来财政支出虽总体保持增长态势，但增速明显不及财政收入的增速。2017 年，斯洛伐克财政支出为 343.51 亿欧元，同比增长 1.98%，大大低于财政收入的增速。从财政支出的结构来看，斯洛伐克政府的财政支出主要用于社保、一般公共服务、经济事务、医疗卫生等方面，其中社保支出占到财政支出总额的 30% 左右。

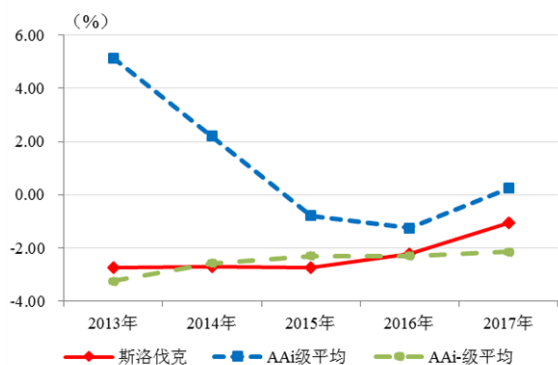
近年来，斯洛伐克政府财政赤字总体呈缩减态势。2017 年，斯洛伐克政府财政赤字为 8.84 亿欧元，较上年缩减了一半；财政赤字相当于 GDP 的比值为 1.04%，较上年大幅降低，斯洛伐克政府的财政状况得到了明显的改善。从图 7 可以看出，近年来斯洛伐克财政赤字水平持续降低，2017 年已介于 AA_i 级和 AA_r 级国家的平均水平之间。

表 2：2013~2017 年斯洛伐克政府财政表现

| | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 财政收入 (亿欧元) | 334.66 | 318.93 | 335.33 | 299.27 | 287.19 |
| 财政收入/GDP (%) | 39.38 | 39.30 | 42.50 | 39.33 | 38.72 |
| 财政支出 (亿欧元) | 343.51 | 336.84 | 356.84 | 319.84 | 307.37 |
| 财政支出/GDP (%) | 40.42 | 41.51 | 45.23 | 42.04 | 41.44 |
| 财政盈余 (亿欧元) | -8.84 | -17.91 | -21.51 | -20.56 | -20.17 |
| 财政盈余/GDP (%) | -1.04 | -2.21 | -2.73 | -2.70 | -2.72 |

数据来源: IMF

图 7：2013~2017 年斯洛伐克财政盈余占 GDP 比重



数据来源: IMF

政府债务水平较低且近年来持续下降，债务结构较为合理

得益于经济的稳定持续增长及财政赤字的减少，近年来斯洛伐克政府债务水平呈持续下降之势。截至 2017 年底，斯洛伐克政府的一般政府债务总额为 432.27 亿欧元，相当于 GDP 的比值为 50.86%，较上年下降了近 1 个百分点，这也是斯洛伐克政府债务水平连续五年实现下降。从图 8 可以看出，斯洛伐克政府债务水平介于 AA_i 级和 AA_i-级国家的平均水平之间。

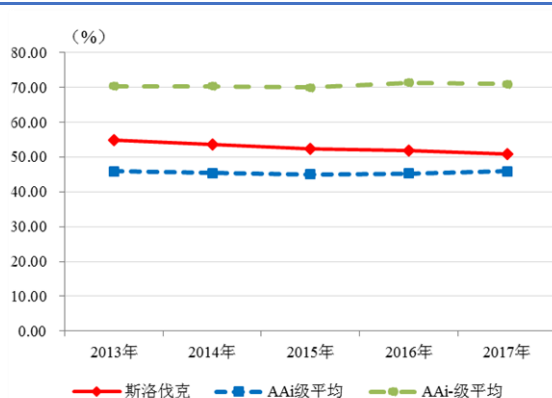
从政府债务结构来看，斯洛伐克政府债务中绝大多数为中央政府债务。从币种构成来看，由于斯洛伐克官方货币为欧元，其外债也主要来源于欧盟及欧元区，政府债务中 95% 以上为本币债务，外币债务占比很低，面临的汇兑风险很小。从债务期限来看，截至 2017 年底，斯洛伐克政府债务平均到期期限为 7.9 年，面临的短期偿还压力较小。

表 3：2013~2017 年斯洛伐克一般政府债务情况

| | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 政府债务总额 (亿欧元) | 432.27 | 420.53 | 412.95 | 407.25 | 406.00 |
| 政府债务总额/GDP (%) | 50.86 | 51.82 | 52.34 | 53.52 | 54.74 |
| 财政收入/政府债务总额 (%) | 77.42 | 75.84 | 81.20 | 73.49 | 70.74 |

数据来源: IMF

图 8：2013~2017 年斯洛伐克政府债务占 GDP 比重



数据来源: IMF

财政收入对政府债务保障能力较强，且未来有望进一步提升

近年来，斯洛伐克政府财政收入对政府债务的保障程度总体呈上升之势。2017 年，斯洛伐克财政收入与政府债务总额的比值为 77.42%，较上年提升了 1.58 个百分点，财政收入对政府债务的债务保障能力较强。

根据斯洛伐克政府 2018 年预算，其财政赤字率有望在 2018 年降至 0.9%，财政状况有望进一步改善。2018 年 10 月，斯洛伐克政府公布了未来三年的财政预算，得益于强劲的经济增长前景及税收收入的预期提升，政府财政赤字率有望在 2019 年降至 0.1%，到 2020 年基本实现财政收支平衡，到 2021 年将实现首个财政盈余。与此同时，斯洛伐克政府债务水平也有望逐步下降至 45% 左右的水平。在此背景下，预计未来几年斯洛伐克政府的偿债能力有望进一步增强。

六、外部融资实力

近年来斯洛伐克持续实现贸易顺差，但经常账户余额由正转负，国际投资净头寸常年为负

斯洛伐克是欧盟成员国，原产于斯洛伐克的商品可自由进入欧盟、欧洲自由贸易联盟以及与欧盟签有优惠贸易安排的国家或地区市场。斯洛伐克出口总额的 80% 以上均面向欧盟市场，其中德国是第一大出口目的国。从贸易结构来看，斯洛伐克主要出口商品有汽车及零部件、电气设备及备件、锅炉、钢铁制品等，主要进口产品有机械、电子设备、交通工具及零配件、矿产品和非贵金属等。

近年来，斯洛伐克持续实现贸易顺差，但顺差额总体呈缩减态势。2017 年，受全球经济复苏及贸易形势好转的影响，斯洛伐克进、出口均取得较大幅度增长，其

中出口总额为 911.62 亿美元，同比增长 9.13%；进口总额为 894.11 亿美元，同比增长了 10.13%，高于出口增速，主要是汽车行业进口原材料大幅增加所致。在此背景下，2017 年斯洛伐克贸易顺差缩减至 17.51 亿美元，较 2016 年减少了逾 25%。

经常账户收入方面，受贸易顺差减少及初次收入逆差（主要为投资收益及雇员报酬）增加的影响，斯洛伐克经常账户自 2015 年起由盈余转为赤字状态。2017 年，斯洛伐克经常账户收入为 956.29 亿美元，较上年增长了 9.80%；经常账户赤字为 19.39 亿美元，相当于 GDP 的比值为 2.02%，较上年小幅降低。

国际投资净头寸方面，由于汽车行业及电子行业吸收了大量的外来投资，斯洛伐克国际投资净头寸长期为负。2017 年，斯洛伐克国际投资净负债为 667.18 亿美元，相当于 GDP 的比值为 69.53%，较上年进一步上升。

表 4：2013~2017 斯洛伐克经常账户及国际投资情况

| | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 进口额 (亿美元) | 911.62 | 835.36 | 798.07 | 922.55 | 921.69 |
| 出口额 (亿美元) | 894.11 | 811.86 | 784.30 | 883.12 | 876.94 |
| 贸易差额 (亿美元) | 17.51 | 23.49 | 13.76 | 39.43 | 44.74 |
| 经常账户收入 (亿美元) | 956.29 | 870.90 | 848.14 | 978.16 | 970.27 |
| 经常账户余额 (亿美元) | -19.39 | -19.23 | -15.09 | 11.99 | 17.97 |
| 经常账户余额/GDP (%) | -2.02 | -2.14 | -1.72 | 1.19 | 1.82 |
| 国际投资净头寸 (亿美元) | -667.18 | -570.40 | -554.89 | -587.68 | -637.32 |
| 国际投资净头寸/GDP (%) | -69.53 | -63.51 | -63.38 | -58.12 | -64.70 |

数据来源: IMF

未来一段时期内，在捷豹路虎斯洛伐克工厂投产的情况下，斯洛伐克的汽车出口有望持续增长，贸易顺差有望再度扩大，经常账户赤字也有望缩减至 1% 左右的水平。

外债水平高且近年大幅上升，政府和央行外债占比较大

2013 年以来，斯洛伐克外债一直保持在 85% 左右的水平，但由于 2017 年斯洛伐克央行大量吸收来自国外金融机构的现金和存款，斯洛伐克外债水平大幅上升。截至 2017 年底，斯洛伐克的外债总额为 1,129.13 亿美元，较上年末大幅增长了 45% 左右；外债总额相当于 GDP 的比值为 117.67%，较上年末提高逾 30 个百分点，这也是近年来斯洛伐克外债水平首次突破 100%。从图 9 可以看出，斯洛伐克的整体外债水平介于 AA_i 级和 AA_i-级国家的平均水平之间。

从外债构成看，截至 2017 年底，斯洛伐克政府外债总额为 328.67 亿美元，较上年末增长了 16.98%，在外债总额中的占比为 29.11%，较上年末降低了逾 7 个百

分点，但占比仍然相对较大；政府外债占比大幅降低的主要原因在于央行外债的大幅增加，截至 2017 年底其在外债总额中的占比为 26.97%，较上年末提升了逾 10 个百分点；由于斯洛伐克吸收了大量外资，直接投资在外债中的占比也相对较大，截至 2017 年底其占比为 21.73%，较上年末小幅降低；金融机构和其他部门外债占比相对较小，分别为 10% 和 12% 左右。

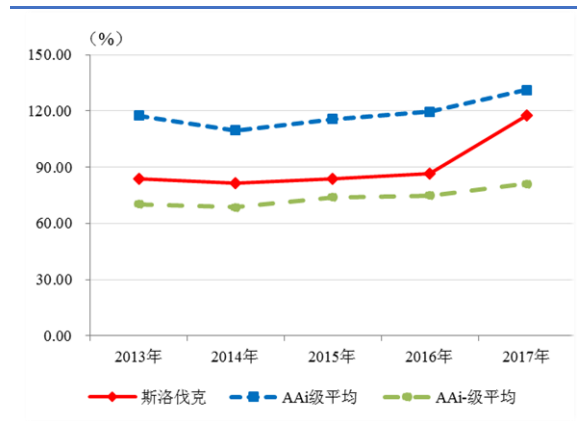
从外债的期限结构来看，截至 2017 年底，斯洛伐克外债总额中短期债务的占比为 35.87%，短期偿付压力相对较大；从外债的币种结构来看，斯洛伐克外债总额中外币债务的占比仅为 3% 左右，面临的汇率风险很小。

表 5：2013~2017 年斯洛伐克外债情况

| | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|---------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 外债总额 (亿美元) | 1,129.13 | 777.40 | 731.88 | 822.86 | 823.69 |
| 外债总额/GDP (%) | 117.67 | 86.56 | 83.60 | 81.38 | 83.62 |
| 政府外债 (亿美元) | 328.67 | 280.96 | 288.37 | 349.14 | 335.85 |
| 政府外债/外债总额 (%) | 29.11 | 36.14 | 39.40 | 42.43 | 40.77 |
| CAR/外债总额 (%) | 84.69 | 112.03 | 115.88 | 118.87 | 117.80 |
| CAR/政府外债 (%) | 290.96 | 309.97 | 294.12 | 280.16 | 288.90 |

数据来源: 世界银行

图 9：2013~2017 年斯洛伐克外债总额/GDP



数据来源: 世界银行

经常账户收入对外债的保障能力有所减弱，但仍处于较好水平

由于经常账户收入规模较大，其对外债偿还的保障能力较好，2017 年之前经常账户收入相当于外债总额的比值一直维持在 100% 以上。2017 年，受外债总额大幅增长影响，斯洛伐克经常账户收入相当于外债总额的比值降至 84.69%，但仍处于较好水平；经常账户收入相当于政府外债的比值为 290.96%，较上年下降了近 20 个百分点，但对政府外债的保障能力依然很强。

由于欧元是国际流通和储备货币，在国际市场上交易活跃，因此斯洛伐克政府持有的外汇储备不多，截至

2017 年底为 36.22 亿美元，较上年末增长了逾 25%。

2017 年欧元表现较为强势，未来有望保持稳定，将对斯洛伐克的外债偿还能力形成有力的支撑

2017 年以来，在欧洲经济复苏进程加快及美元表现弱势等因素的影响下，欧元表现较为强势，欧元全年对美元升值 13.8% 左右。截至 2017 年底，欧元兑美元汇率为 1.20。2018 年以来，欧元兑美元汇率小幅贬值，但总体保持稳定。

未来两年，欧洲央行有望逐步退出量化宽松政策，并有望于 2019 年下半年开启加息进程。在此背景下，预计欧元对美元汇率有望保持稳定，将对斯洛伐克的外债偿付能力形成有力支撑。

总体看，2017 年斯洛伐克外债水平大幅上升，短期偿债压力较大，但经常账户收入对外债的保障程度仍然很高，欧元的国际储备货币地位也极大地降低了其外部融资风险。

图 10：欧元兑美元汇率变化



数据来源：WIND

七、评级展望

斯洛伐克政局有望保持稳定，经济增长态势也将持续，失业率有望进一步下降；斯洛伐克经济和产业结构有望保持稳定，银行业风险将维持在较低水平；政府财政有望得到持续改善，政府债务水平也将持续下降。基于以上分析，联合资信确定斯洛伐克主权信用评级展望为“稳定”。

斯洛伐克主要数据

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 | 2014年 | 2013年 |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 宏观数据 | | | | | |
| GDP (亿欧元) | 849.85 | 811.54 | 788.97 | 760.88 | 741.70 |
| GDP (亿美元) | 959.61 | 898.06 | 875.46 | 1,011.09 | 985.09 |
| 实际 GDP 增速 (%) | 3.40 | 3.33 | 3.85 | 2.75 | 1.49 |
| CPI 增幅 (%) | 1.33 | -0.47 | -0.33 | -0.09 | 1.46 |
| 失业率 (%) | 8.13 | 9.68 | 11.48 | 13.21 | 14.23 |
| 结构特征 | | | | | |
| 第一产业占 GDP 的比值 (%) | 3.25 | 3.32 | 3.39 | 4.04 | 3.62 |
| 第二产业占 GDP 的比值 (%) | 30.97 | 31.44 | 31.14 | 31.32 | 30.10 |
| 第三产业占 GDP 的比值 (%) | 55.94 | 55.64 | 55.72 | 55.20 | 57.31 |
| 生产税减补贴占 GDP 的比值 (%) | 9.84 | 9.60 | 9.75 | 9.44 | 8.96 |
| 家庭消费支出占 GDP 的比值 (%) | 54.88 | 54.63 | 54.64 | 55.66 | 56.38 |
| 政府消费支出占 GDP 的比值 (%) | 19.47 | 19.38 | 19.32 | 18.93 | 18.41 |
| 资本形成总额占 GDP 的比值 (%) | 22.55 | 22.98 | 24.54 | 21.99 | 20.98 |
| 净出口占 GDP 的比值 (%) | 3.10 | 3.01 | 1.50 | 3.43 | 4.23 |
| 进出口总额/GDP (%) | 188.17 | 183.42 | 180.75 | 178.59 | 182.59 |
| 人均 GDP (美元) | 17,655.05 | 16,550.23 | 16,148.29 | 18,668.68 | 18,205.91 |
| 银行业资本充足率 (%) | 18.81 | 17.98 | 17.77 | 17.35 | 16.49 |
| 银行业不良贷款率 (%) | 3.70 | 4.44 | 4.87 | 5.35 | 5.14 |
| 公共财政 | | | | | |
| 财政收入 (亿欧元) | 334.66 | 318.93 | 335.33 | 299.27 | 287.19 |
| 财政收入/GDP (%) | 39.38 | 39.30 | 42.50 | 39.33 | 38.72 |
| 财政支出 (亿欧元) | 343.51 | 336.84 | 356.84 | 319.84 | 307.37 |
| 财政支出/GDP (%) | 40.42 | 41.51 | 45.23 | 42.04 | 41.44 |
| 财政盈余 (亿欧元) | -8.84 | -17.91 | -21.51 | -20.56 | -20.17 |
| 财政盈余/GDP (%) | -1.04 | -2.21 | -2.73 | -2.70 | -2.72 |
| 政府债务总额 (亿欧元) | 432.27 | 420.53 | 412.95 | 407.25 | 406.00 |
| 政府债务总额/GDP (%) | 50.86 | 51.82 | 52.34 | 53.52 | 54.74 |
| 财政收入/政府债务 (%) | 77.42 | 75.84 | 81.20 | 73.49 | 70.74 |
| 外部融资 | | | | | |
| 进口总额 (亿美元) | 911.62 | 835.36 | 798.07 | 922.55 | 921.69 |
| 出口总额 (亿美元) | 894.11 | 811.86 | 784.30 | 883.12 | 876.94 |
| 进出口净额 (亿美元) | 17.51 | 23.49 | 13.76 | 39.43 | 44.74 |
| 经常账户收入 (亿美元) | 956.29 | 870.90 | 848.14 | 978.16 | 970.27 |
| 经常账户余额 (亿美元) | -19.39 | -19.23 | -15.09 | 11.99 | 17.97 |
| 经常账户余额/GDP (%) | -2.02 | -2.14 | -1.72 | 1.19 | 1.82 |
| 国际投资净头寸 (亿美元) | -667.18 | -570.40 | -554.89 | -587.68 | -637.32 |
| 国际投资净头寸/GDP (%) | -69.53 | -63.51 | -63.38 | -58.12 | -64.70 |
| 外债总额 (亿美元) | 1,129.13 | 777.40 | 731.88 | 822.86 | 823.69 |
| 政府外债总额 (亿美元) | 117.67 | 86.56 | 83.60 | 81.38 | 83.62 |
| 外债总额/GDP (%) | 328.67 | 280.96 | 288.37 | 349.14 | 335.85 |
| 政府在外债总额中的占比 (%) | 29.11 | 36.14 | 39.40 | 42.43 | 40.77 |
| 经常账户收入/外债总额 (%) | 84.69 | 112.03 | 115.88 | 118.87 | 117.80 |
| 经常账户收入/政府外债 (%) | 290.96 | 309.97 | 294.12 | 280.16 | 288.90 |
| 外汇储备 (亿美元) | 36.22 | 28.92 | 28.91 | 26.12 | 21.52 |

数据来源：世界银行、IMF、斯洛伐克央行、欧盟统计局

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 | 信用风险低，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。 |