

保加利亚共和国 2024 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: A_i

长期外币信用等级: A_i

评级展望: 稳定

上次评级结果:

长期本币信用等级: A_i

长期外币信用等级: A_i

评级展望: 稳定

本次评级时间: 2024 年 7 月 22 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 _i +		本币评级结果	A _i
外币指示评级	A _i +		外币评级结果	A _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	C		国家治理	D
			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	b
外部融资实力	a	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	b
调整因素和理由				调整子级
政府频繁更迭，政治稳定性较弱				-1

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”）对保加利亚共和国（以下简称“保加利亚”）的主权信用进行了跟踪评级，确定维持其主权长期本、外币信用等级为A_i，评级展望为稳定。

2023年4月，保加利亚举行两年以来第五次国民议会选举，由尼古拉·登科夫出任总理的新一届政府于2023年6月正式获批上台。2023年，尽管私人消费增长以及贸易顺差走扩为经济增长提供了强劲动力，但私人投资活动有所下滑、存货积累大幅下跌导致保加利亚经济增速较上年小幅回落至1.8%。随着能源和食品价格陆续下降，保加利亚通胀水平有所下滑，但仍处于相对高位，且远高于欧盟及欧元区平均水平。受益于实际工资增长、以及劳动力短缺，保加利亚劳动力市场仍保持紧张，失业率保持在相对低位，且低于欧盟及欧元区平均水平。保加利亚银行业资产质量进一步改善，盈利能力也有所提高。由于政府在养老金、公共投资活动方面加大了投入力度，保加利亚财政支出明显增加，财政赤字较去年有所走扩；但政府债务仍保持在很低水平，且远低于欧盟及欧元区平均表现。通胀高企带来的价格压力导致国内需求明显下降、进口贸易出现萎缩，保加利亚贸易顺差明显走扩，并带动经常账户余额由赤字转为盈余。保加利亚外债水平进一步下滑，经常账户收入和外汇储备对外债的保障程度很高。

2024年3月，登科夫提出辞职。6月9日，保加利亚再次举行议会选举。根据选举结果，保加利亚公民党所在的政党联盟赢得国民议会240个席位中的68席，获得组阁权。由于该联盟在投票中未获得绝对多数，其需要与其他获得较多席位的政党进行磋商联合组阁。7月3日，本届议会宣布首次组阁失败，表明保加利亚政治碎片化仍在持续。另一方面，通货膨胀持续下行使得价格压力有所缓解，保加利亚经济活动表现增长，一季度GDP增速同比增长1.8%，显著高于欧盟及欧元区平均水平。考虑到欧洲央行已经开始降息，保加利亚央行盯住欧洲央行的货币政策将使其利率水平进一步放松，并有望带动保加利亚投资活动反弹。另一方面，若保加利亚在2025年成功加入欧元区，其外部融资和获得保障的能力均将得到明显提升，利好其长期经济发展，预计保加利亚全年有望实现2.5%左右的经济增长。财政方面，考虑到保加利亚正处于加入欧元区的关键时刻，其将更加严格地控制财政指标，预计2024年财政赤字将保持在3%左右，政府债务水平小幅上涨至24.0%附近。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 保加利亚已成功加入申根区，并持续推进加入欧元区进程

登科夫带领的政府自上台以来一直积极推进保加利亚加入申根区和欧元区的相关事宜，并取得一定进展。2023年12月30日，欧盟理事会宣布将取消与保加利亚和罗马尼亚的空中和海上内部边境管制，同意两国部分加入申根区。3月31日起，保加利亚和罗马尼亚与申根区其他国家之间的欧盟内部空中和海上边境将不再对出入境人员进行检查，保加利亚部分加入申根区的决定正

式生效。

尽管保加利亚政府一直在努力成为欧元区成员国，但保加利亚远高于欧元区审核标准的通胀水平以及未能对一些必要的法律进行修改使得其放弃了在 2024 年 1 月加入欧元区的目标。根据欧委会负责经济事务的相关人员表示，如果所有条件得到满足，保加利亚可能在 2025 年 1 月加入欧元区。

尽管保加利亚政局持续动荡，但无论是正式政府还是看守政府均积极响应欧盟的要求，努力推动保加利亚加入欧元区。2023 年 12 月，保加利亚在新宪法修正案中引入了司法改革，旨在向加入欧元区靠拢。新宪法修正案涉及范围十分广泛，包括为国家司法机构的组成和权力制定新的原则、限制总统任命临时政府的权力、明确规定总检察长的权力、并允许拥有双重国籍的公民参选国民议会议员和担任部长等。2024 年一季度，保加利亚通胀水平已较去年大幅回落至 3.4%，越来越接近欧盟的标准。在法律改革和通胀应对方面的双重努力有望使保加利亚在 2025 年成功加入欧元区，成为欧元区成员国将使保加利亚的外部融资能力得到明显提升，并在受到外部冲击时得到欧洲央行的援助，使其外部风险应对能力得到有效保障。

2. 政府债务水平很低，财政收入对政府债务的保障能力保持较好

保加利亚政府长期奉行审慎的财政政策，对债务增长控制较为严格，债务水平长期保持低位。2023 年，受政府接连注资公共投资活动以及一系列建筑工程的影响，保加利亚政府债务规模同比增长 12.1% 至 405.1 亿列弗，但政府债务相当于 GDP 的比重仅较上年上涨了 0.5 个百分点至 22.0%，仍远低于欧盟（81.7%）、欧元区（88.6%）以及同级别国家平均水平。财政收入对政府债务的覆盖程度较上年下滑至 157.3%，仍然处于很高水平，保加利亚政府偿债压力很低。

2024 年，尽管保加利亚政府计划继续推行扩张性财政政策，但考虑到较低的债务基数以及保加利亚在加入欧元区的关键时刻会更加严格地控制其财政指标，预计 2024 年保加利亚政府债务水平仅会出现小幅增长，预计达到 24% 左右。

3. 外债水平持续下降，经常账户收入及外汇储备对外债的偿付能力仍然较好

保加利亚外债水平自 2020 年以来持续下降，但政府外债规模占比有所上升。2023 年，保加利亚外债规模同比上涨 6.3% 至 401.8 亿美元，但其相当于 GDP 的比重则较上年下跌了 2.8 个百分点至 49.4%，远低于同级别国家平均水平。政府外债规模同比上涨 27.1% 至 120.3 亿美元，政府外债相当于外债总额的比重较上年上涨了 3.9 个百分点至 24.0%。

受益于旅游业强势复苏以及信息技术产业出口服务大涨，2023 年保加利亚经常账户收入同比增长 3.3% 至 686.0 亿美元，其对外债的覆盖程度虽小幅下滑至 136.7%，但仍处于很高水平。另一方面，保加利亚外汇储备同比大幅增长 13.0% 至 463.3 亿美元，其对外债总额的覆盖程度较上年增长了 5.5 个百分点至 92.3%。总体来看，保加利亚的经常账户收入和外汇储备可以对其外债偿付做出有力保障，外债偿付风险很低。

主要关注：**1. 政府频繁更迭导致国内政局不确定加剧，政治稳定性及政府效率明显下滑**

近年来保加利亚政局动荡持续不断，2023 年 4 月，保加利亚举行议会选举，前执政党保加利亚公民党所在政党联盟获得国民议会 240 个席位中的 69 席，虽然获得组阁权，但未能组阁成功。“我们继续变革”所在政党联盟获得 64 席，该联盟提名的尼古拉·登科夫出任总理。新一届政府于 2023 年 6 月正式获批成立。2024 年 3 月，登科夫提出辞职，由于“我们继续变革”所在政党联盟与保加利亚公民党所在政党联盟未能就总理轮换等问题达成一致意见，导致之后的三次组阁均未成功。4 月，保加利亚总统拉德夫签署法令，任命看守内阁政府，批准由候任总理格拉夫切夫提交的看守内阁成员名单，并宣布将议会选举提前至 6 月 9 日举行，此为保加利亚近三年的第六次议会选举。

根据世界银行发布的最新国家治理指数，2022 年保加利亚各项治理能力百分比排名均值为 52.3，保加利亚在政治稳定性、政府效率和监管质量方面的表现均明显下滑。根据最新的选举结果，保加利亚公民党所在政党联盟获得国民议会 240 个席位中的 68 席，再次获得组阁权，但由于其未获得半数以上席位，其还需要联合其他政党共同组阁。7 月 3 日，保加利亚议会以 138 票反对、98 票赞成、2 票弃权的结果，否决了公民党所在政党联盟提名的罗森·泽里亚兹科夫担任总理一职，这标志着新一届议会成立以来的首次组阁失败。目前保加利亚新任政府组阁仍在磋商中，政治碎片化状况预将持续，如果新任政府无法长期、稳定的执政下去，保加利亚政治稳定性或出现进一步恶化并拖累政府效率，影响其加入欧元区进程并抑制经济增长。

2. 劳动力技能短缺以及人口老龄化问题日益加重，中长期经济增长以及财政状况预计将明显承压

保加利亚就业市场普遍存在就业短缺问题，这部分源于其青少年及成年群体学习及受教育水平不足。根据 OECD 举行的国际学生测试，保加利亚约一半的青少年在数学、阅读和自然科学方面的表现明显落后，教育失衡问题十分严重。2022 年，成年人参与学习的比重仅为 9.5%，远低于欧盟平均水平（39.5%）。在数字技能方面，保加利亚具备基础数字技能的群体占比仅为 35.5%，与欧盟平均表现（55.5%）也存在较大差距。

保加利亚的人口老龄化问题也十分严重，2023 年，65 岁及以上的人口占总人口的比重达 23.5%，在欧盟仅次于意大利和葡萄牙，高于欧盟（21.3%）及欧元区（21.6%）平均水平。除此之外，保加利亚面临贫困和社会排斥风险的人口比例高达 32.2%，远高于欧盟（21.6%）及欧元区（21.8）平均水平。

劳动力技能短缺不仅使本地劳工无法满足日益增长的高新技术工作要求，还在一定程度上使民众更容易面临贫困等社会风险。长此以往，保加利亚的中长期增长潜力也将受到明显影响。另一方面，若保加利亚政府未能及时有效地推出财政整固计划，人口老龄化问题将使相关社会福利支出在中长期出现明显增长，财政状况持续恶化。

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. 保加利亚正式加入欧元区，外部融资状况大幅改善；
2. 政府通过各项改革措施有效提升经济增长潜力。

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. 保加利亚政局动荡导致不确定性持续升级，并对国内经济造成明显威胁；
2. 保加利亚通胀反弹，经济增长明显不及预期。

附件 1:

表 1 保加利亚 2019—2023 年主要数据

项目	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
宏观数据					
GDP（亿列弗）	1,837.4	1,678.1	1,389.8	1,204.9	1,203.4
GDP（亿美元）	1,016.1	904.2	841.0	703.1	688.9
实际 GDP 增速（%）	1.8	3.9	7.7	-4.0	4.0
CPI 增幅（%）	8.6	13.0	2.8	1.2	2.5
失业率（%）	4.4	4.2	5.3	5.2	4.3
结构特征					
人均 GDP（美元）	15,854.3	14,023.9	12,297.3	10,165.6	9,909.9
最终消费支出占 GDP 的比值（%）	78.0	76.4	77.1	77.7	75.8
资本形成总额占 GDP 的比值（%）	18.8	23.4	21.1	20.3	21.0
净出口占 GDP 的比值（%）	3.2	0.2	1.8	1.9	3.2
第一产业占 GDP 的比值（%）	3.0	3.9	4.4	3.5	3.2
第二产业占 GDP 的比值（%）	25.4	25.5	20.9	21.8	21.7
第三产业占 GDP 的比值（%）	59.3	59.6	62.3	61.4	61.4
产品税净额占 GDP 的比值（%）	12.3	11.1	12.5	13.3	13.7
银行业资本充足率（%）	21.6	21.0	22.6	22.7	20.2
银行业不良贷款率（%）	3.6	4.5	5.9	5.8	6.6
银行业 ROA（%）	2.3	1.6	1.2	0.7	1.5
银行业 ROE（%）	18.2	12.3	8.5	5.2	11.3
公共财政					
财政收入（亿列弗）	637.3	619.0	497.5	420.3	420.1
财政收入/GDP（%）	34.7	36.9	35.8	34.9	34.9
财政支出（亿列弗）	693.5	632.5	536.6	455.6	431.7
财政支出/GDP（%）	37.7	37.7	38.6	37.8	35.9
财政盈余（亿列弗）	-56.2	-13.5	-39.1	-35.3	-11.5
财政盈余/GDP（%）	-3.1	-0.8	-2.8	-2.9	-1.0
政府债务（亿列弗）	405.1	361.3	312.2	279.5	220.4
政府债务/GDP（%）	22.0	21.5	22.5	23.2	18.3
财政收入/政府债务（%）	157.3	171.3	159.3	150.4	190.6
利息支出/GDP（%）	0.1	-0.01	0.1	0.1	0.1
外部融资					
出口额（亿美元）	618.8	607.1	514.9	395.4	440.4
进口额（亿美元）	586.3	602.5	500.5	382.0	418.4
外贸顺差（亿美元）	32.5	4.6	14.4	13.4	22.0
经常账户收入（亿美元）	686.0	664.2	568.9	439.9	489.3
经常账户余额（亿美元）	3.0	-12.6	-14.5	0.3	12.9
经常账户余额/GDP（%）	0.3	-1.4	-1.7	0.04	1.9
国际投资净头寸（亿美元）	-79.3	-130.1	-154.7	-193.5	-208.8
国际投资净头寸/GDP（%）	-7.8	-14.4	-18.4	-27.5	-30.3

外债总额（亿美元）	501.8	472.0	469.9	486.3	403.6
外债总额/GDP（%）	49.4	52.2	55.9	69.2	58.6
政府外债（亿美元）	120.3	94.7	93.6	98.4	61.0
政府外债在外债总额中的占比（%）	24.0	20.1	19.9	20.2	15.1
经常账户收入/外债总额（%）	136.7	140.7	121.1	90.5	121.2
外汇储备（亿美元）	463.3	409.9	391.9	378.6	279.1
外汇储备/外债总额（%）	92.3	86.8	83.4	77.9	69.1

数据来源：世界银行、IMF，联合资信整理

表 2 保加利亚 2024—2025 年核心数据及预测

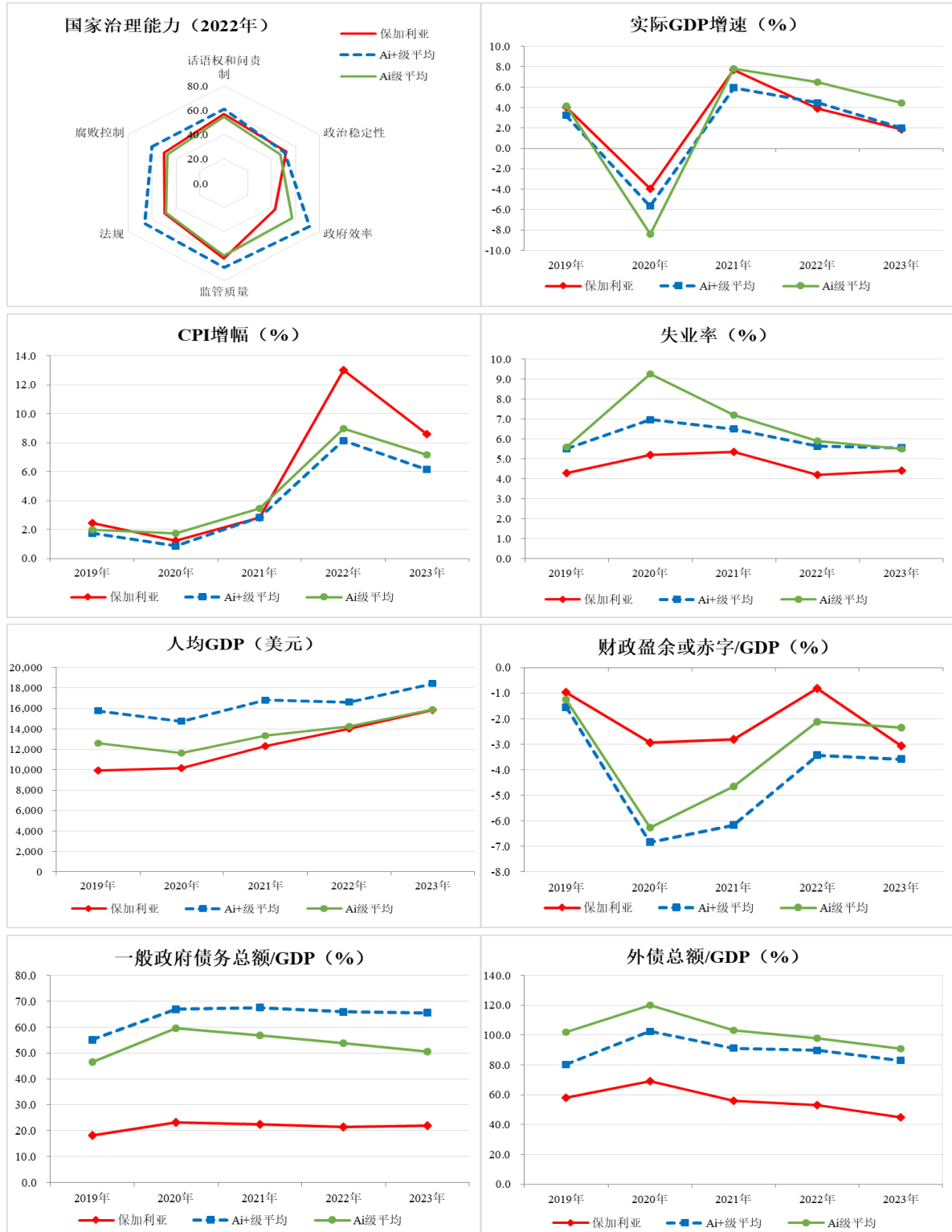
项目	2024 年一季度	2024 年预测	2025 年预测
实际 GDP 增速（%）	1.8	2.5	3.0
CPI 增幅（%）	3.4	4.0	3.5
失业率（%）	5.0*	4.5	4.2
人均 GDP（美元）	-	16,500.0	18,000.0
财政盈余/GDP（%）	-	-3.0	-3.0
政府债务总额/GDP（%）	-	24.0	25.0
经常账户余额/GDP（%）	0.3	0.1	-0.5
外债总额/GDP（%）	44.7	48.0	45.0

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF，预测数据来源于联合资信

注：*为 2024 年 5 月数据

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。