西班牙王国
2020 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：负面

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：2020 年 11 月 18 日

评级概况：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对西班牙王国（以下简称“西班牙”）的主权信用进行了跟踪评级，确定维持其长期本、外币主权信用等级为A_i+，评级展望由“稳定”调整至“负面”。该评级结果表示西班牙的信用风险较低，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。

2019年，西班牙在4月议会选举后陷入数月的组阁僵局，工人社会党提名的候选人桑切斯在两轮议会投票表决中均被否决出任首相，但随后在11月的第二次议会选举中，工人社会党与“我们能”党就组建联合政府达成一致。加泰罗尼亚地区就政府治罪“加独”领导人爆发了小范围的抗议活动，但总体看西班牙的国家治理能力较上年维持稳定。2019年，在欧元区增长乏力及内部需求不振的双重影响下，西班牙经济增速为2.0%，是自2013年恢复增长以来的最低值，通货膨胀下行至0.7%，失业率自高位继续小幅下降。西班牙经济及产业结构总体保持稳定，银行业资产质量也持续改善，不良贷款率已降至3.2%，但在利率下行的背景下银行业盈利能力有所减弱。受组阁僵局之下财政结构性改革难以推行及经济增长不及预期等因素影响，西班牙政府财政赤字水平重新上升至2.8%，自2012年来首次财政状况未见改善，政府债务自高位小幅下行，财政收入对政府债务的保障能力依然疲弱。在内、外需同步放缓的背景下，西班牙对外贸易出现衰退型顺差，贸易顺差及经常账户盈余均有所扩大。外债水平仍然很高且有所上行，经常账户对外债的保障能力有所降低，但西班牙政府外债几乎全部为欧元债务，欧元区低息的融资环境、畅通的融资渠道对外债的偿还能力形成一定支撑。

[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。

2020年以来，桑切斯赢得组阁授权并宣誓就职，结束了自2019年4月以来的组阁僵局。由于严重依赖旅游业等经济结构性问题，西班牙经济受新冠疫情冲击严重，而随着第二波疫情的强势反弹，西班牙成为欧盟国家中首个确诊病例超100万的国家，面临管控和限制措施进一步升级的局面，预计2020年全年经济将萎缩13%左右，在欧盟国家中垫底，失业率将上升至17%的高位。西班牙政府为应对疫情推出的大规模财政刺激将令其财政状况被大幅削弱，政府债务将在高位显著上行。在新冠疫情导致的进出口同步下滑背景下，西班牙经常账户有望继续保持顺差，但整体外债水平依然很高，且公共外债的占比较大，政府仍面临一定的外债偿付压力。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 宏观经济规模较大，经济结构多元，人均 GDP 水平较高，国家竞争力较强

西班牙经济规模庞大，是欧盟第五大经济体，实体经济发达，经济结构多元，在纺织、钢铁、水泥、造船、汽车制造等领域均具有较强的国际竞争力，农业现代化水平高，旅游业发达，根据世界经济论坛的 2019 年旅游业竞争力报告，西班牙旅游业竞争力居世界首位。2019 年，西班牙人均 GDP 为 29,993.1 美元，同比小幅下滑，但仍保持了较高水平。根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2019 年西班牙的全球竞争力指数得分为 75.3，在全球 141 个经济体中排名第 23 位，较上年排名上升 3 位，国际竞争力进一步增强。从经济和产业结构的指标来看，西班牙经济中消费占比在 76%左右，投资占比 20%左右，第三产业占比约 68%，进出口总额相当于 GDP 的比值约 67%，显示经济的稳定性较强，对外依存程度较低，受外部环境变化影响相对较小。

2. 西班牙国家治理能力显著高于同级别国家平均水平

2019 年，西班牙国家治理指数百分比均值为 76.2，较上年略有上升，明显高于 A_i+级国家的平均水平。桑切斯于 2020 年初赢得组阁授权并宣誓就职，结束了自 2019 年 4 月以来一直的组阁僵局，虽然加泰罗尼亚地区独立风波再起，但 2020 年来支持加泰公投的“我们能”党与工人社会党组阁成功，双方达成了一定的政治平衡，总体看西班牙的国家治理能力较强。

3. 经常账户持续顺差，政府外债几乎均为欧元本币债务，低息的融资环境、畅通的融资渠道有利于外债的偿还

2012 年以来，西班牙经常账户持续顺差。2019 年，西班牙经常账户盈余占 GDP 的比值为 2.1%，同比上升 0.2 个百分点；2020 年疫情导致西班牙进出口受到冲击，但经常账户预计仍将维持 0.5%的盈余水平。同时，西班牙政府外债几乎均为欧元本币债务，欧元区低利率的融资环境和通畅的融资渠道也有利于西班牙外债的偿还。

主要关注：

1. 老龄化严重、中小企业众多及以旅游为主的经济社会结构令西班牙经济受新冠疫情冲击严重，2020 年经济将陷入深度衰退

自 2018 年以来，由于全球经济进入收缩周期、欧元区总体增长乏力以及内需不振等原因，西班牙经济虽然仍维持了 2%以上的增长，但增速不断下滑，2019 年 2.0%的实际 GDP 增速同比下降 0.4 个百分点，已低于 A_i+和 AA_i-级国家的均值。2020 年新冠疫情暴发以来，西班牙自 3 月 14 日开始实行持续 3 个多月的紧急状态，疫情对旅游业及中小企业的冲击最为严重，西班牙经济遭到严重冲击，2020 年一季度，西班牙 GDP 同比萎缩 4.2%，二季度，GDP 同比下降了 21.5%，抹去了 2008 年至 2013 年西班牙财政危机之后六年来的所有复苏。

自 8 月初开始，由于解封速度过快及疫情追踪能力不足等原因，西班牙疫情开始出现显著反弹趋势，受到第二波疫情严重冲击，10 月底已成为欧盟国家中首个突破百万确诊病例的国家，导致政府宣布自 2020 年 10 月 25 日期再次进入国家紧急状态至明年 5 月，并在全国范围内实行宵禁。从全年看，预计西班牙经济仍将萎缩 13%左右，在欧盟 27 个成员国中表现垫底。同时，由于新冠疫情将对吸纳大量就业人口的中小企业造成冲击，西班牙的失业率也将重新升至 17%左右的高位。

2. 由于应对新冠疫情的措施以及经济活动的恶化，西班牙政府公共财政指标有所恶化，债务将在高位继续上行

自新冠疫情暴发以来，西班牙政府及欧洲央行推出了多轮财政补助及货币政策以应对新冠疫情对经济的冲击。西班牙宣布出台总额为 2,000 亿欧元的经济刺激计划，旨在为市场、特别是中小企业注入流动资金。此外，西班牙还推出临时用工条例（ERTE）以减轻中小企业的负担。符合因疫情被解雇条件的劳工，可申请每月 440 欧元的经济补助，直到疫情结束找到新的工作。而对于每月收入低于 200 欧元的个人或平均月收入低于 450 欧元的家庭，可以申请 500 欧元最低基本生活收入，发放期限为 3 个月。根据 IMF 的统计，截至 2020 年 9 月西班牙应对疫情的支出总成本相当于 GDP 的比值达到 14%。因此，2020 年西班牙的财政赤字水平可能会由 2019 年的 2.8%飙升至 14.1%，在主要欧盟国家之中垫底，并使政府债务水平从 95.5%上升到 123.0%。西班牙财政失衡、政府债务积累成为制约其主权信用的主要因素。

3. 外债仍处于很高水平且同比有所上升，公共外债占比较高

截至 2019 年底，西班牙外债总额达到 23,717.8 亿美元，相当于 GDP 的比值高达 170.1%，同比上升 7.3 个百分点，远高于 A_i+和 AA_i-级国家的平均水平。截至 2019 年底，西班牙政府外债在外债总额中的占比为 31.2%，同比上升 2.0 个百分点，此外由于央行外债占比也超过了 20%，公共债务压力较大。从期限看，截至 2019 年末西班牙外债中约有 37%为短期外债，截至 2020 年二季度末，这一比例进一步上升至 39.3%，短期外债偿付压力大。经常账户收入对外债总额和政府外债的覆盖水平分别为 24.2%和 77.6%，同比均明显下降，外债偿付能力有所下滑。

4. 西班牙银行业不良贷款率仍然较高，疫情之下中小企业倒闭将对资产质量增加风险

为了应对银行业的系统性危机，西班牙政府于 2012 年向欧盟申请了救助资金以注资和改造金融部门，并取得了较好的效果：房贷的杠杆大幅度降低，银行的资本充足率上升，不良贷款率大幅度下降，盈利能力有所改善。截至 2019 年底，西班牙银行业不良贷款率为 3.2%，较 2018 年下降 0.5 个百分点，但总体看近五年资产质量的表现仍然疲弱。西班牙的中小企业占全国企业的比

重高达 90%，疫情将对其生存带来巨大冲击，由此带来的不良贷款率或将在 2020 年急剧上升，为本就稳定性较差的西班牙银行业增添风险。

评级敏感性因素

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. 中期内由于后续疫情演进，政府财政状况持续恶化，政府债务水平大幅上升；
2. 加泰罗尼亚地区局势进一步升级，对西班牙宏观经济造成实质性损害；
3. 外债水平继续上升，国际竞争力大幅下降。

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. 疫情过后政府继续推进财政整固，政府债务水平稳步下降；
2. 外债水平显著下降，外部脆弱性显著降低。

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： 王倩　　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	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	d	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	e
			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	d
			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

附件 1：

西班牙 2015-2019 年主要数据

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
宏观数据					
名义 GDP（亿欧元）	12,453.3	12,021.9	11,618.8	11,138.4	10,775.9
名义 GDP（亿美元）	13,942.7	14,203.8	13,120.9	12,325.7	11,957.2
实际 GDP 增速（%）	2.0	2.4	2.9	3.0	3.8
CPI 增幅（%）	0.7	1.7	2.0	-0.2	-0.5
失业率（%）	14.1	15.3	17.2	19.6	22.1
结构特征					
人均 GDP（美元）	29,993.1	30,579.2	28,273.0	26,564.6	25,764.2
最终消费支出占 GDP 的比值（%）	76.2	76.9	77.0	77.3	78.0
资本形成总额占 GDP 的比值（%）	19.9	19.5	18.7	18.0	18.0
净出口占 GDP 的比值（%）	3.0	2.7	3.6	4.0	3.0
第一产业占 GDP 的比值（%）	2.7	2.8	2.8	2.8	2.7
第二产业占 GDP 的比值（%）	20.2	20.0	20.2	20.0	20.1
第三产业占 GDP 的比值（%）	67.9	67.7	67.7	67.9	68.0
银行业资本充足率（%）	15.9	15.6	15.6	14.9	14.7
银行业不良贷款率（%）	3.2	3.7	4.5	5.6	6.2
银行业 ROA（%）	0.5	0.6	0.5	0.4	0.5
银行业 ROE（%）	6.7	8.1	6.7	5.5	7.1
公共财政					
财政收入（亿欧元）	4,867.5	4,710.0	4,435.3	4,247.8	4,171.8
财政收入/GDP（%）	39.1	39.2	38.2	38.1	38.7
财政支出（亿欧元）	5,219.5	5,015.0	4,786.7	4,727.3	4,729.6
财政支出/GDP（%）	41.9	41.7	41.2	42.4	43.9
财政盈余（亿欧元）	-352.0	-305.0	-351.4	-479.5	-557.9
财政盈余/GDP（%）	-2.8	-2.5	-3.0	-4.3	-5.2
政府债务总额（亿欧元）	11,888.6	11,733.5	11,451.0	11,045.5	10,700.8
政府债务总额/GDP（%）	95.5	97.6	98.6	99.2	99.3
财政收入/政府债务（%）	40.9	40.1	38.7	38.5	39.0
外部融资					
出口总额（亿美元）	4,861.5	4,995.5	4,619.1	4,177.6	4,019.5
进口总额（亿美元）	4,443.1	4,609.8	4,142.1	3,683.7	3,656.2
净出口（亿美元）	418.4	385.7	476.9	493.9	363.3
经常账户收入（亿美元）	5,737.9	5,962.5	5,477.7	4,970.5	4,780.5
经常账户余额（亿美元）	296.1	272.1	368.6	393.0	241.1
经常账户余额/GDP（%）	2.1	1.9	2.8	3.2	2.0
国际投资净头寸（亿美元）	-10,336.6	-10,919.9	-11,826.2	-10,033.0	-10,430.6
国际投资净头寸/GDP（%）	-74.1	-76.9	-90.1	-81.4	-87.2
外债总额（亿美元）	23,717.8	23,127.8	23,394.4	19,811.7	19,811.3
外债总额/GDP（%）	170.1	162.8	178.3	160.7	165.7

政府外债总额（亿美元）	7,395.6	6,763.6	6,846.1	5,833.7	6,005.2
政府外债/外债总额（%）	31.2	29.2	29.3	29.4	30.3
经常账户收入/外债总额（%）	24.2	25.8	23.4	25.1	24.1
经常账户收入/政府外债（%）	77.6	88.2	80.0	85.2	79.6

数据来源：世界银行、IMF、欧盟统计局，西班牙统计局、西班牙国家银行、欧洲央行，联合资信整理

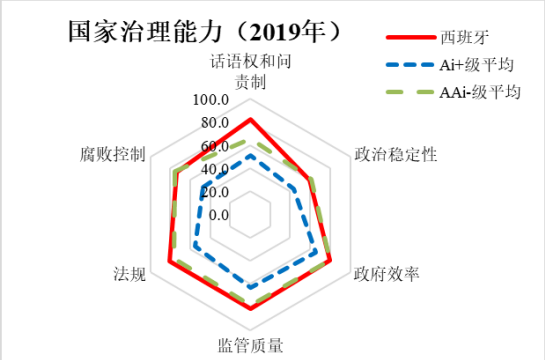
表 2 西班牙 2020-2021 年核心数据及预测

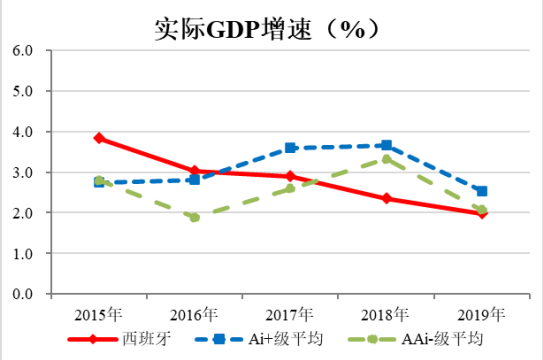
项目	2020 年一季度	2020 年二季度	2020 年预测	2021 年预测
实际 GDP 增速（%）	-4.2	-21.5	-12.8	6.3
CPI 增幅（%）	0.7	-0.6	-0.2	0.8
失业率（%）	14.0	15.5	16.8	16.8
人均 GDP（美元）	26,273.8	24,890.1	26,831.6	31,178.2
财政盈余/GDP（%）	-	-	-14.1	-7.5
政府债务总额/GDP（%）	98.8	110.1	123.0	121.3
经常账户余额/GDP（%）	-0.1	0.1	0.5	0.9
外债总额/GDP（%）	188.8	170.3	206.6	200.3

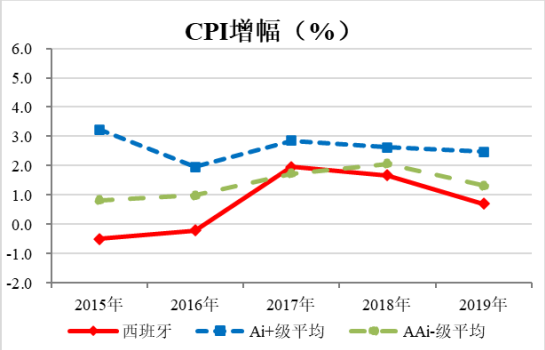
数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、欧盟统计局、西班牙统计局、欧洲央行，预测数据来源于联合资信

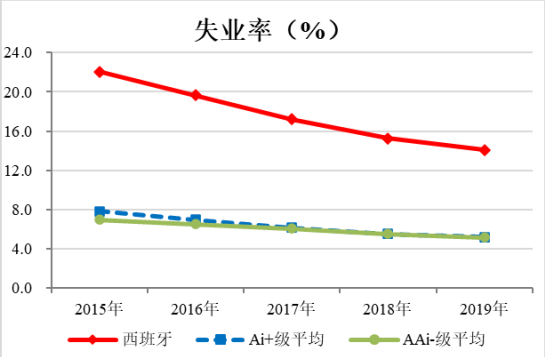
附件 2：

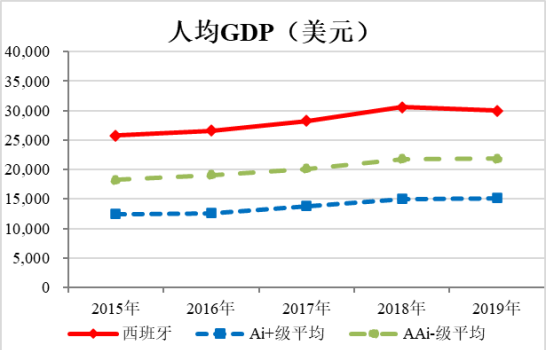
相近信用等级国家主要数据对比

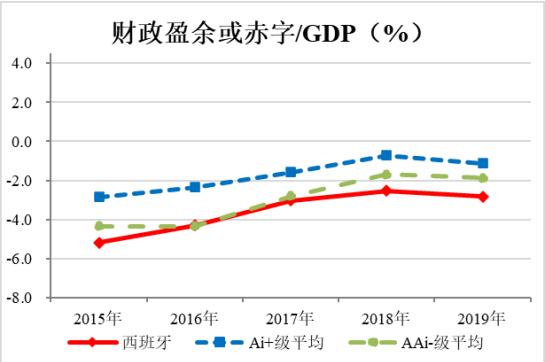


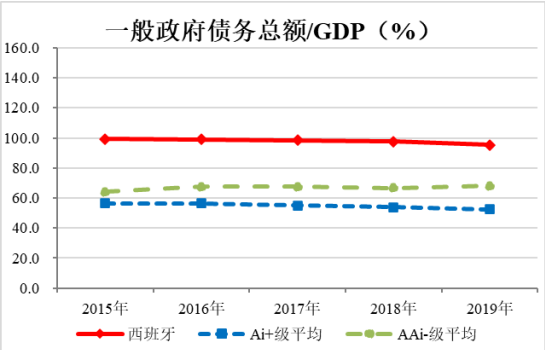


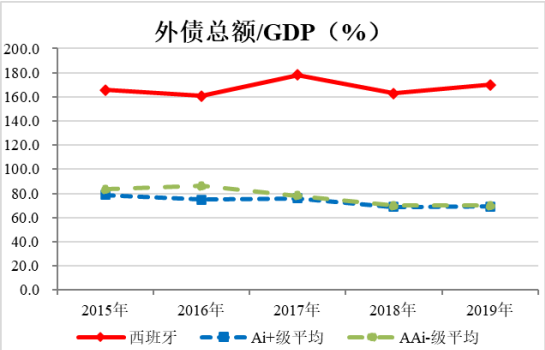












数据来源：世界银行，IMF，联合资信整理

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。