

西班牙王国

2021 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: A₁+

长期外币信用等级: A₁+

评级展望: 负面

上次评级结果:

长期本币信用等级: A₁+

长期外币信用等级: A₁+

评级展望: 负面

本次评级时间: 2021 年 11 月 24 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: 许琪琪 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 ₁ +		本币评级结果	A ₁ +
外币指示评级	A ₁ +		外币评级结果	A ₁ +
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		C
		结构特征		F
公共财政实力	c	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	d
			政府债务负担	d
			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

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”）对西班牙王国（以下简称“西班牙”）的主权信用进行了跟踪评级，决定维持其长期本、外币信用等级为A₊，评级展望为“负面”。

2020年，在新冠疫情的冲击下，西班牙经济增速下滑至-10.8%，是西班牙内战以来最严重经济衰退；受原油价格下行以及消费能力下滑的影响，通货膨胀率下行至-0.3%，面临一定的通缩风险；疫情暴发对西班牙的旅游业造成显著冲击，拉升失业率至15.5%。作为欧洲老牌发达国家，2020年西班牙人均GDP依旧处于较高水平，经济发达程度较高，具有一定抗风险能力。疫情期间，西班牙政府对企业 and 家庭进行债务担保，使得2020年西班牙银行不良贷款率下降至2.9%，同时资本充足率升至17.0%，银行体系仍保持稳定。为了减轻疫情对经济的影响，西班牙政府推出一系列财政政策用于支持企业的偿付能力和居民的消费能力，导致财政赤字水平大幅上行至11.0%，政府债务水平大幅上升至近120%，因疫情导致的财政收入的下滑也使得其对政府债务保障能力出现减弱。新冠疫情下国际贸易供需受阻，西班牙进出口贸易双双回落，贸易盈余下滑明显，带动经常账户盈余下降；新冠疫情暴发令西班牙海外融资需求激增，外债水平上升至历史新高，经常账户收入和外汇储备对外债的偿付实力明显削弱。西班牙欧盟成员的身份和欧元区第四大经济体的地位使其不仅能直接获得来自欧盟的援助，还具有较为通畅的外部融资渠道，为外债的偿还提供了较为充足的保障。

2021年以来，加泰罗尼亚独立活动有所增加，加泰罗尼亚分裂主义和西班牙政府的矛盾进一步显现，西班牙政局稳定性未来存忧。随着国内服务产业的逐步复苏以及国际金融组织的外部援助的到账，西班牙2021年经济增速将升至5.0%左右。由于处于经济复苏的关键时期，西班牙政府刺激的财政政策仍将持续，财政赤字将缓慢下降，政府债务也将在短期内高位运行，随着财政收入的上升，财政偿付实力将逐步保持稳定。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 西班牙作为欧元区及欧盟成员国易获得大量外部支持，有助于其经济恢复

西班牙是欧盟复苏基金的第二大受益者，将获得约 1,900 亿欧元的资金救助，仅次于意大利。西班牙的救助主要来源于长期财政框架（MFF）的 438.1 亿欧元和欧盟复苏基金（NGEU）的 1550.0 亿欧元，通过支撑收入和物价的方式去缓解疫情带来的冲击，支持物质和人力资本的恢复和发展。此外，欧洲央行的宽松货币政策和贷款担保条款的延长将继续给西班牙注入充足的流动性，而采用欧元的支付体系也让西班牙政府获得更便宜的信贷，使西班牙国内大量的企业受益。

2021 年 8 月，欧盟委员会向西班牙提供了 90 亿欧元的预融资，占欧盟复苏基金下的恢复与复原基金（RRF）财政拨款的 13.0%。西班牙政府期望借助此次欧洲复苏基金以实现其经济的转型。据悉，西班牙救助资金中的 40%将投于绿色经济，28%将用于经济数字化。在外部支持强劲的背景下，预计 2021 年西班牙经济增速将回升至 5%左右。

2. 西班牙国家治理能力较强，但联合政府将面临来自众议院的阻力和分裂主义的压力

2020 年西班牙国家治理指数百分比均值为 76.44，较 2019 年小幅上升，明显高于 A₊级和 AA₋级国家平均水平。具体来看，西班牙政府在监管质量、腐败控制和政府效率等方面都展现出较强的治理能力。

2021 年 1 月西班牙联合政府组建成功，暂时结束了过去四年四次选举的政治动荡，这也是西班牙历史上第一个联合政府。但在执政党社会党缺乏过半数众议院席位的背景下，西班牙未来将面临立法或经济改革上的阻力。此外，2021 年 2 月，主张分离主义的“一起为了加泰罗尼亚”党获得地方选举胜利，其党领袖担任新一届的加泰罗尼亚地方政府主席，西班牙分裂主义势力有所上扬；2021 年 3 月，欧洲议会进行远程投票剥夺了来自西班牙加泰罗尼亚地区的三名独立运动领袖人员的议员司法豁免权，西班牙政治冲突加剧，未来可能会导致国家治理能力遭到削弱。

3. 西班牙宏观经济规模较大，经济结构多样化，人均 GDP 水平较高；在发达的医疗体系下，西班牙疫苗接种率居欧洲第一

西班牙是世界第 14 大经济体，其经济规模在欧盟内部仅次于德国、法国和意大利，2020 年其 GDP 总额达 12,804.6 亿美元，经济抗风险能力很强。2020 年，西班牙的人均 GDP 达 27,179.4 美元，高于 A₊和 AA₋级国家平均水平，经济发达程度较高。西班牙服务业较为发达，其中旅游业为支柱产业，拥有高档和健全的旅游基础设施；西班牙同样也是工业混合经济，其工业产值占到 GDP 总额的 20%左右，提供了全国约 20%的就业岗位，工业部门主要涵盖纺织、钢铁、海军机械和工程和电子元件生产等，西班牙也是仅次于德国的欧洲第二大汽车生产国。

2020 年以来，西班牙政府一直致力于推进疫苗接种的进行，截至 2021 年 11 月 14 日，西班牙疫苗接种率已达到 80%，超过德国（67%）、法国（69%）和美国（57%）。在西班牙高效的公共医疗保健系统的基础上，政府推出严格按照年龄组的有序的疫苗接种计划以及对 12 岁以下儿童免疫疫苗接种的规定，很大程度上抵消了初期人民对疫苗的怀疑，减轻了疫苗接种推进的阻力。较高的疫苗接种率有利于西班牙更好地控制疫情，为经济复苏提供较强的保障。

主要关注：

1. 新冠疫情拖累西班牙旅游业发展，导致 2020 年经济陷入严重衰退以及失业率继续走高

由于西班牙对旅游业的依赖程度在欧洲经济体中相对较高，受新冠疫情及相关封锁措施的影响，西班牙旅游业受到严重冲击，2020 年旅游活动同比下降了 75%。2019 年约 1.3 亿国际旅客到西班牙旅游，2020 年降至 0.4 亿人次。2020 年西班牙实际 GDP 增速大幅下滑至-10.8%，显著低于 A₊和 AA₋级国家平均水平，创 1961 年有数据统计以来最差表现。

旅游业停滞不仅拖累酒店住宿、餐饮以及零售等一系列相关产业链条上的行业，还加剧了失业问题。西班牙劳动力市场功能失调，失业率长期居高不下，尤其集中在年轻人和低技术人员上。

一是因为疫情的冲击扩大了工作市场的差距，青年、低技术人才和过渡性人才之间的中断尤其明显；二是因为临时合同在西班牙劳动力市场较为盛行，在疫情冲击下临时合同稳定性较差，使短期失业率大幅走高；三是因为疫情对吸纳就业较多的旅游业造成严重打击。2020 年西班牙失业率升至 15.5%，较 2019 年同比上涨 1.4 个百分点。

2020 年底西班牙政府对临时合同做出改革，提出如优先签订公司级协议、澄清临时合同的使用条件和增添培训方案等条款，将有效的降低了劳动力市场的不稳定性，对就业市场将会起到一定提振作用，预计 2021 年西班牙的失业率有望小幅下降至 14% 左右，但仍处于很高水平。

2. 抗击疫情以及老龄化加剧所产生的财政支出大幅增长，导致政府财政收支指标恶化，政府债务在高位继续上行

2020 年，经济活动的减少导致政府财政收入同比减少 5.0%；而为减缓新冠疫情对经济带来的影响，西班牙政府扩大财政支出（同比上涨 12%）以支撑受困企业和家庭。具体来看，财政支出的大幅上扬主要是来源于社会福利支出的增加和工资补贴的增加，疫情期间社会福利支出和工资补贴分别同比上涨 14.2% 和 4.2%。长期以来，社会福利支出占到西班牙财政支出的 45% 左右，同工资补贴一起占西班牙财政支出的近 70%。在财政收入减少及财政支出激增的背景下，西班牙政府财政赤字大幅走扩至 1,230.7 亿欧元，相当于 GDP 的 11.0%，财政收支状况显著恶化。2020 年，财政赤字的上扬也拉升政府债务水平从 95.5% 上升到 119.9%，债务压力进一步加大。从债务结构上看，西班牙政府债务主要由债券构成（86.7%），其中一年期及以下债券占到 14.7%，且在欧元区低利率环境下，西班牙政府 2020 年利息支出同比下降 4.3%，政府短期偿债压力较小。

根据西班牙统计局数据，2021 年二季度财政收入和支出都出现环比上涨，但是财政支出的增速明显高于财政收入，考虑到 2021 年西班牙政府将继续采取扩张的财政政策用于刺激经济复苏和发展，2021 年西班牙的财政赤字水平可能会升至 14.0%，在主要欧盟国家之中垫底，预计 2021 年政府债务水平将保持稳定。

3. 西班牙外债仍处于很高水平且同比有所上升，其中政府外债占比较高

截至 2020 年底，西班牙外债总额达到 27,374.2 亿美元，相当于 GDP 的比值高达 213.8%，同比上涨 43.6 个百分点，远高于 A₁+ 和 AA₁- 级国家的平均水平。从债务结构看，西班牙政府外债在外债总额中的占比为 30.3%，虽同比下降 0.6 个百分点，但仍然占比较高。从债务期限看，截至 2020 年末西班牙外债中约有 39.6% 为短期外债，短期外债偿付压力很大。经常账户收入对外债总额和政府外债的覆盖程度分别为 24.2% 和 77.6%，同比均明显下降，外债偿付能力有所下滑。

4. 受疫情影响西班牙银行业盈利能力大幅下滑，疫情相关支持措施退出后资产质量有再度恶化的可能

在疫情暴发之前，西班牙银行盈利能力较低的问题已经凸显，在疫情的冲击下，贷款减值的

增加、收入的减少和其他资产估值的波动（商誉的大幅调整）导致 2020 年西班牙银行业的资产回报率（ROA）和净资产收益率（ROE）明显下行。2020 年西班牙银行业 ROA 和 ROE 分别下滑至 -0.2% 和 -3.2%，银行业盈利能力进一步恶化。资本充足率方面，在资本不变的情况，西班牙银行业加权风险资产同比减少 3.1%，使得西班牙银行资本充足率同比小幅上升至 17.0%，银行稳定性有所提升。

2020 年，西班牙推出政府担保计划用于支持受疫情影响的企业，减缓了企业债务偿还规模以及延长了债务偿还期限，因此 2020 年西班牙银行业不良贷款率下降至 2.9%，较 2019 年下降 0.3 个百分点。但随着政府非常规支持措施的逐步减少，部分中小型企业可能面临破产风险，而西班牙的中小企业占全国企业的比重高达 90%，可能导致 2021 年银行业不良贷款率有所上扬。

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. 中期内疫情再次出现明显反弹，政府财政状况持续恶化，政府债务水平大幅上升；
2. 加泰罗尼亚地区矛盾再次升级，对西班牙宏观经济造成实质性威胁或损害。

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计划，政府债务水平稳步下降；
2. 政府对于劳动力市场和社会福利系统改革取得成功，失业率大幅下降，政府社会福利支出压力有所减轻。

附件 1:

表 1 西班牙 2016—2020 年主要数据

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
宏观数据					
名义 GDP (亿欧元)	11,219.5	12,443.8	12,032.6	11,618.7	11,138.4
名义 GDP (亿美元)	12,804.6	13,932.0	14,216.4	13,120.8	12,325.7
实际 GDP 增速 (%)	-10.8	2.1	2.3	3.0	3.0
CPI 增幅 (%)	-0.3	0.7	1.7	2.0	-0.2
失业率 (%)	15.5	14.1	15.3	17.2	19.6
结构特征					
人均 GDP (美元)	27,179.4	29,576.3	30,423.2	28,196.8	26,535.5
居民消费支出占 GDP 的比值 (%)	56.0	57.3	58.1	58.4	58.2
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	21.9	18.8	18.7	18.6	19.1
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	20.3	20.1	19.4	18.7	18.0
净出口占 GDP 的比值 (%)	1.5	2.9	2.7	3.6	4.0
第一产业占 GDP 的比值 (%)	3.1	2.6	2.8	2.8	2.8
第二产业占 GDP 的比值 (%)	20.4	20.1	19.9	20.1	20.0
第三产业占 GDP 的比值 (%)	67.8	67.9	67.9	67.8	67.9
银行业资本充足率 (%)	17.0	15.9	15.6	15.5	14.8
银行业不良贷款率 (%)	2.9	3.2	3.7	4.5	5.6
银行业 ROA (%)	-0.2	0.5	0.6	0.5	0.4
银行业 ROE (%)	-3.2	6.7	8.1	6.7	5.5
公共财政					
财政收入 (亿欧元)	4,633.2	4,878.0	4,717.3	4,435.3	4,247.8
财政收入/GDP (%)	41.3	39.2	39.2	38.2	38.1
财政支出 (亿欧元)	5,863.9	5,234.4	5,016.3	4,786.7	4,727.3
财政支出/GDP (%)	52.3	42.1	41.7	41.2	42.4
财政盈余 (亿欧元)	-1,230.7	-356.4	-299.0	-351.4	-479.5
财政盈余/GDP (%)	-11.0	-2.9	-2.5	-3.0	-4.3
政府债务总额 (亿欧元)	13,454.4	11,888.2	11,733.5	11,451.0	11,045.5
政府债务总额/GDP (%)	119.9	95.5	97.5	98.6	99.2
财政收入/政府债务 (%)	34.4	41.0	40.2	38.7	38.5
外部融资					
出口总额 (亿美元)	3,928.1	4,868.5	4,993.7	4,619.1	4,177.6
进口总额 (亿美元)	3,738.4	4,461.2	4,608.8	4,142.1	3,683.7
净出口 (亿美元)	189.6	407.3	384.9	476.9	493.9
经常账户收入 (亿美元)	4,752.1	5,811.2	5,968.6	5,477.7	4,970.5
经常账户余额 (亿美元)	107.9	291.9	264.8	368.6	393.0
经常账户余额/GDP (%)	0.8	2.1	1.9	2.8	3.2
国际投资净头寸 (亿美元)	-11,773.4	-10,480.4	-11,032.2	-11,917.9	-10,033.0
国际投资净头寸/GDP (%)	-91.9	-75.2	-77.6	-90.8	-81.4
外债总额 (亿美元)	27,374.2	23,705.1	23,162.4	23,436.2	19,811.7

外债总额/GDP (%)	213.8	170.1	162.9	178.6	160.7
政府外债总额 (亿美元)	8298.33	7318.69	6763.22	6845.90	5833.68
政府外债/外债总额 (%)	30.3	30.9	29.2	29.2	29.4
经常账户收入/外债总额 (%)	17.4	24.5	25.8	23.4	25.1
外汇储备 (亿美元)	568.6	543.8	525.1	516.9	468.8
外汇储备/外债总额 (%)	2.1	2.3	2.3	2.2	2.4

数据来源：世界银行、IMF、西班牙国家统计局、西班牙央行，联合资信整理

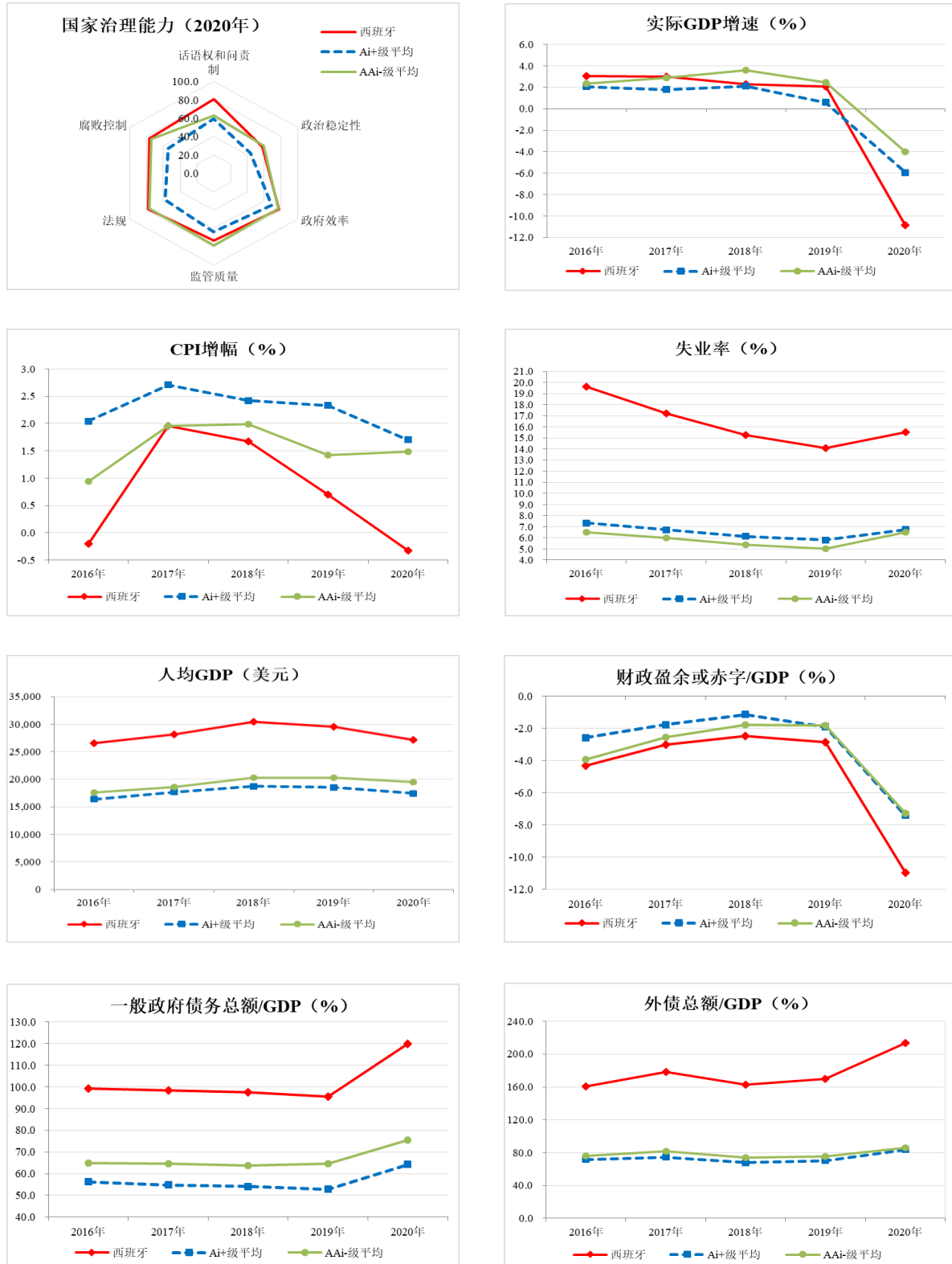
表 2 西班牙 2021—2022 年核心数据及预测

项目	2021 年一季度	2021 年预测	2022 年预测
实际 GDP 增速 (%)	-3.3	5.0	6.0
CPI 增幅 (%)	0.5	2.0	1.7
失业率 (%)	16.0	14.0	13.0
人均 GDP (美元)	-	30,537.0	33,171.0
财政盈余/GDP (%)	-	-9.0	-5.0
政府债务总额/GDP (%)	-	120.2	116.0
经常账户余额/GDP (%)	0.7	0.4	1.4

数据来源：数据来源于世界银行、IMF、西班牙国家统计局、西班牙央行，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良影响的影响。
	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良影响的影响。
	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。