

西班牙王国

2024 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: A₊

长期外币信用等级: A₊

评级展望: 稳定

上次评级结果:

长期本币信用等级: A₊

长期外币信用等级: A₊

评级展望: 负面

本次评级时间: 2024 年 5 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型：		本次评级模型打分表及结果：				
名称	版本	本币指示评级	A ₊		本币评级结果	A ₊
外币指示评级		A ₊		外币评级结果		A ₊
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		f	
			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：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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；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

本次评级使用的评级方法、模型：

联合资信评估有限公司主权信用评级方法

联合资信评估有限公司主权信用评级模型（打分表）

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

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，确定维持其主权长期本、外币信用等级A₊不变，评级展望由“负面”调整为“稳定”。该评级展望的调整反映了西班牙超预期的经济增长表现、欧盟对西班牙持续的资金援助、银行业表现稳健等因素。

2023年，桑切斯在大选中获得连任，继续担任西班牙首相，保障了西班牙政局的连续性，但右翼政党人民党成为议会第一大党导致西班牙政局内部分裂日益明显，长此以往或对西班牙改革政策的推进及长期经济增长造成不利影响。受益于国内需求旺盛和旅游业强势复苏，西班牙经济在经济增长疲软的欧盟内表现亮眼，实现了超预期增长（2.5%）。随着能源价格大幅回落，西班牙通胀高企现象已得到明显缓解，且显著低于欧盟及欧元区平均水平。旅游业的复苏使就业市场也明显转暖，失业率有所下行。西班牙银行业表现稳健，资本充足率进一步提高，盈利水平也有所提升。受政府在新冠疫情期间颁布的大规模财政刺激计划以及针对能源产品推出的价格补贴政策影响，西班牙政府债务规模在疫情期间大幅上行且后续回落缓慢，政府债务水平仍处于相对高位。在出口贸易额增加和进口贸易额减少的双重作用下，西班牙贸易账户由亏转盈，经常账户盈余较去年进一步走扩。西班牙外债水平有所下降，但仍明显高于同级别国家平均水平。

2024年，尽管当前的高利率环境导致经济活动承压、欧洲国家在一季度经济表现普遍低迷，但西班牙仍实现2.4%的经济增长，表现出较好经济韧性。近日，桑切斯在宣布考虑辞职后决定留任首相一职掀起热议，西班牙政府未来稳定性或面临更大考验，可能会影响西班牙后续经济表现。预计西班牙全年有望实现2.0%左右的经济增长。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 经济规模庞大、经济增速在欧盟内处于领先地位，且人均 GDP 水平较高

西班牙是欧盟内第四大经济体，2023 年 GDP 规模达 15,811.5 亿美元（约 14,618.9 亿欧元），同比增长 2.5%，显著高于德国、法国以及意大利等欧盟主要成员国经济增速且远高于欧盟（0.4%）和欧元区（0.4%）国家平均水平。2023 年，西班牙人均 GDP 较上年增长 11.0%至 33,071.3 美元，显著高于同级别国家平均水平。西班牙产业结构十分多元，旅游业、农业以及其他产业发展均位居世界前列。2023 年，西班牙旅游业强势复苏，全年接待外国游客逾 8,500 万人次，已超过疫情暴发前（2019 年）的水平，旅游业收入达 1,187 亿欧元，约相当于其 GDP 的 13%。西班牙是全球第七大农产品出口国，被誉为“欧洲菜篮子”，是全球橄榄种植面积和橄榄油产量最大的国家。

2024 年，尽管欧盟内成员国仍普遍面临经济低增长压力，但旅游业表现持续强劲以及投资活动回暖使西班牙一季度 GDP 同比增长 2.4%，显著高于欧盟（0.5%）及欧元区（0.4%）平均水平。考虑到欧洲央行或在下半年实现货币政策转向，西班牙经济活动有望得到进一步支持，全年经济增速预计在 2.0%左右。

2. 银行业表现稳健，资产质量和盈利能力均已超过疫情前水平；通胀控制得当，显著低于欧盟及欧元区平均水平

受益于监管体系日趋完善以及净利息收入大幅增长，西班牙银行业在 2023 年表现稳健。资产质量方面，资本充足率较 2022 年进一步提升，不良贷款率与去年基本持平。欧洲央行在过去两年持续抬高利率水平使西班牙银行业净利息收入大幅增长，西班牙银行业盈利能力明显提升。2023 年，西班牙银行业总资产回报率（ROA）和净资产回报率（ROE）分别较上年增长了 0.2 个和 2.3 个百分点至 1.1% 和 12.1%，均已超过疫情前水平。

另一方面，西班牙在通胀控制方面的表现也明显优于多数欧盟成员国。2022 年，俄乌冲突爆发导致全球能源价格持续走高，来自能源产品的输入性通胀导致西班牙通胀水平一度上升至 8.3% 的历史高位。随着能源价格在 2023 年稳定回落、叠加欧洲央行坚守高利率政策遏制通胀上行，西班牙通胀水平在 2023 年稳步下行至 3.4%，明显低于欧盟（6.4%）、欧元区（5.4%）以及同级别国家平均水平。

3. 来自欧盟的大额资金援助将对西班牙经济增长提供有利支持；欧元区成员国身份赋予了西班牙较强的国际资本市场融资能力和较低的外债偿付风险

西班牙作为欧盟成员国，既可以持续从欧盟获得资源、技术以及资金等方面的援助，还可以作为欧盟一体化成员在国际政治冲突以及资本市场震荡中受到保护。西班牙预计可从欧盟“复苏与韧性基金”（RFF）中获得约 1,600 亿欧元的资金援助，其中约一半将以赠款的形式发放给西班牙。来自欧盟的大额资金将为西班牙在提高建筑能效、发展可再生能源、保护生态多样性、支持数字转型等多个领域提供援助，增强其长期经济增长潜力。

另一方面，西班牙作为欧元区成员国，其官方货币欧元作为全球第二大储备货币赋予了西班牙较强的国际资本市场融资能力，同时还为西班牙在国际金融市场融资提供了有力支持。欧元区国家货币政策由欧洲央行单一主导，当出现外部风险时，欧元区可作为整体统一应对，一定程度上增强了西班牙抵抗风险的能力，叠加欧洲央行在欧债危机之后持续优化监管条例、提高金融风险抵抗能力，故西班牙虽然外债水平相对较高，但外债偿付风险较低。

主要关注：

1. 政府债务水平回落较慢，且远高于欧盟、欧元区以及同级别国家平均水平，政府债务压力较大

西班牙政府在新冠疫情期间推出的针对医疗系统、社会福利以及企业纾困领域的大量财政补贴计划导致政府债务水平短期内大幅拉升。2022 年爆发的俄乌冲突导致欧洲国家普遍面临能源及食品价格高涨危机，为缓解能源价格高企带来的成本压力，西班牙政府又出台了针对相应产品的价格补贴计划，政府债务规模进一步扩张。受益于 GDP 超预期增长，截至 2023 年底，西班牙政府债务相当于 GDP 的比值较上年同期回落了 4.1 个百分点至 107.5%，但仍显著高于疫情前表现

（2019 年为 98.2%），且远高于欧盟（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保障程度较 2022 年有所改善，与疫情前基本持平，但仍处于较低水平。

2. 内部分裂已成为影响西班牙政局稳定的主要威胁，持续的内部政党分歧将拖累西班牙改革效率，并影响其长期经济增长

2023 年 5 月，在执政联盟工人社会党在地方选举中接连失利后，西班牙首相及工人社会党党首桑切斯宣布将原定于同年 12 月举行的大选提前至 7 月举行。根据西班牙内政部统计的投票结果，在 7 月 23 日举行的西班牙议会选举中，右翼政党人民党成为议会第一大党，但没有获得单独组建政府所需要的绝对多数席位。由于人民党领导人费霍在两轮就其出任首相一职的投票会议中均未获得多数赞成，出任首相失败，西班牙首相仍由桑切斯担任。新一届政府由工人社会党和苏马尔党两大左翼党派联合组成，新任内阁成员于 2023 年 11 月正式宣誓就职。

本届大选表明西班牙政局内部分裂已愈发明显，人民党作为获得议会席位最多的在野党，其与执政联盟的政见分歧将对西班牙政治稳定性造成明显威胁，且持续的内部政治分裂也将拖累西班牙政策执行和国内改革的效率。

2024 年 4 月 24 日，桑切斯在其妻子受到涉嫌以权谋利和腐败的指控后发表了考虑辞职的公开信，掀起外界热议并引发了国际政坛对西班牙或会陷入政治不稳定局面的猜测。尽管桑切斯在 4 月 29 日表态将继续留任，但该事件表明西班牙左翼执政联盟与右翼在野党派的政治角力仍在持续，且短期内或有升级的趋势，长此以往或对西班牙长期经济增长造成阻碍。

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、外币信用等级或展望：

1. 西班牙未出台有效的财政整固计划，政府债务水平居高不下；
2. 西班牙内部政治冲突日益严重，并对经济增长造成明显威胁。

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. 西班牙财政整固计划实施得当，政府债务水平明显下滑，财政状况大幅改善。

附件 1:

表 1 西班牙 2019—2023 年主要数据

项目	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
宏观数据					
GDP (亿欧元)	14,618.9	13,463.8	12,222.9	11,190.1	12,455.1
GDP (亿美元)	15,811.5	14,189.2	14,466.1	12,771.1	13,944.7
实际 GDP 增速 (%)	2.5	5.8	6.4	-11.2	2.0
CPI 增幅 (%)	3.4	8.3	3.0	-0.3	0.8
失业率 (%)	12.1	12.9	14.8	15.5	14.1
结构特征					
人均 GDP (美元)	33,071.3	29,799.7	30,563.6	26,968.4	29,603.3
最终消费支出占 GDP 的比值 (%)	75.6	77.3	77.4	78.1	76.2
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	20.3	21.5	21.6	20.5	20.8
净出口占 GDP 的比值 (%)	4.1	-1.2	-1.0	-1.4	-2.9
第一产业占 GDP 的比值 (%)	2.3	2.3	2.7	2.8	2.5
第二产业占 GDP 的比值 (%)	20.2	20.8	20.3	20.1	20.0
第三产业占 GDP 的比值 (%)	68.5	67.9	67.4	68.3	68.2
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	8.9	9.0	9.5	8.8	9.3
银行业资本充足率 (%)	17.1	16.7	17.4	17.0	15.9
银行业不良贷款率 (%)	3.1	3.1	2.9	2.9	3.2
银行业 ROA (%)	1.1	0.9	0.9	-0.02	0.7
银行业 ROE (%)	12.1	9.8	10.1	-3.2	6.7
公共财政					
财政收入 (亿欧元)	6,256.6	5,741.0	5,292.1	4,675.7	4,885.4
财政收入/GDP (%)	42.8	42.6	43.3	41.8	39.2
财政支出 (亿欧元)	6,788.2	6,378.3	6,114.7	5,807.7	5,266.5
财政支出/GDP (%)	46.4	47.4	50.0	51.9	42.3
财政盈余 (亿欧元)	-531.6	-637.4	-822.6	-1,132.0	-381.2
财政盈余/GDP (%)	-3.6	-4.7	-6.7	-10.1	-3.1
政府债务 (亿欧元)	15,709.6	15,028.0	14,281.3	13,457.9	12,233.6
政府债务/GDP (%)	107.5	111.6	116.8	120.3	98.2
财政收入/政府债务 (%)	39.8	38.2	37.1	34.7	39.9
利息支出/GDP (%)	1.9	2.1	2.0	2.0	2.1
外部融资					
出口额 (亿美元)	6,166.5	5,780.4	4,933.6	3,938.7	4,866.3
进口额 (亿美元)	5,502.4	5,614.9	4,793.9	3,753.8	4,457.2
外贸顺差 (亿美元)	652.0	165.5	139.7	184.9	409.1
经常账户收入 (亿美元)	7,482.7	6,801.4	5,953.2	4,735.2	5,820.4
经常账户余额 (亿美元)	411.1	86.8	110.1	78.9	293.7
经常账户余额/GDP (%)	2.6	0.6	0.8	0.6	2.1
国际投资净头寸 (亿美元)	-8,523.8	-8,645.9	-9,828.0	-11,663.7	-10,179.8
国际投资净头寸/GDP (%)	-53.9	-60.9	-67.9	-91.3	-73.0

外债总额（亿美元）	26,731.5	24,815.6	26,466.7	27,462.5	23,748.0
外债总额/GDP（%）	169.1	174.9	183.0	215.0	170.3
政府外债（亿美元）	7,115.2	6,326.8	7,751.4	8,295.9	7,353.4
政府外债在外债总额中的占比（%）	26.6	25.5	29.3	30.2	31.0
经常账户收入/外债总额（%）	28.0	27.4	22.5	17.2	24.5
外汇储备（亿美元）	1,031.3	930.4	922.3	813.5	747.3
外汇储备/外债总额（%）	3.9	3.7	3.5	3.0	3.1

数据来源：世界银行、IMF、欧盟统计局、西班牙国家统计局，联合资信整理

表 2 西班牙 2024—2025 年核心数据及预测

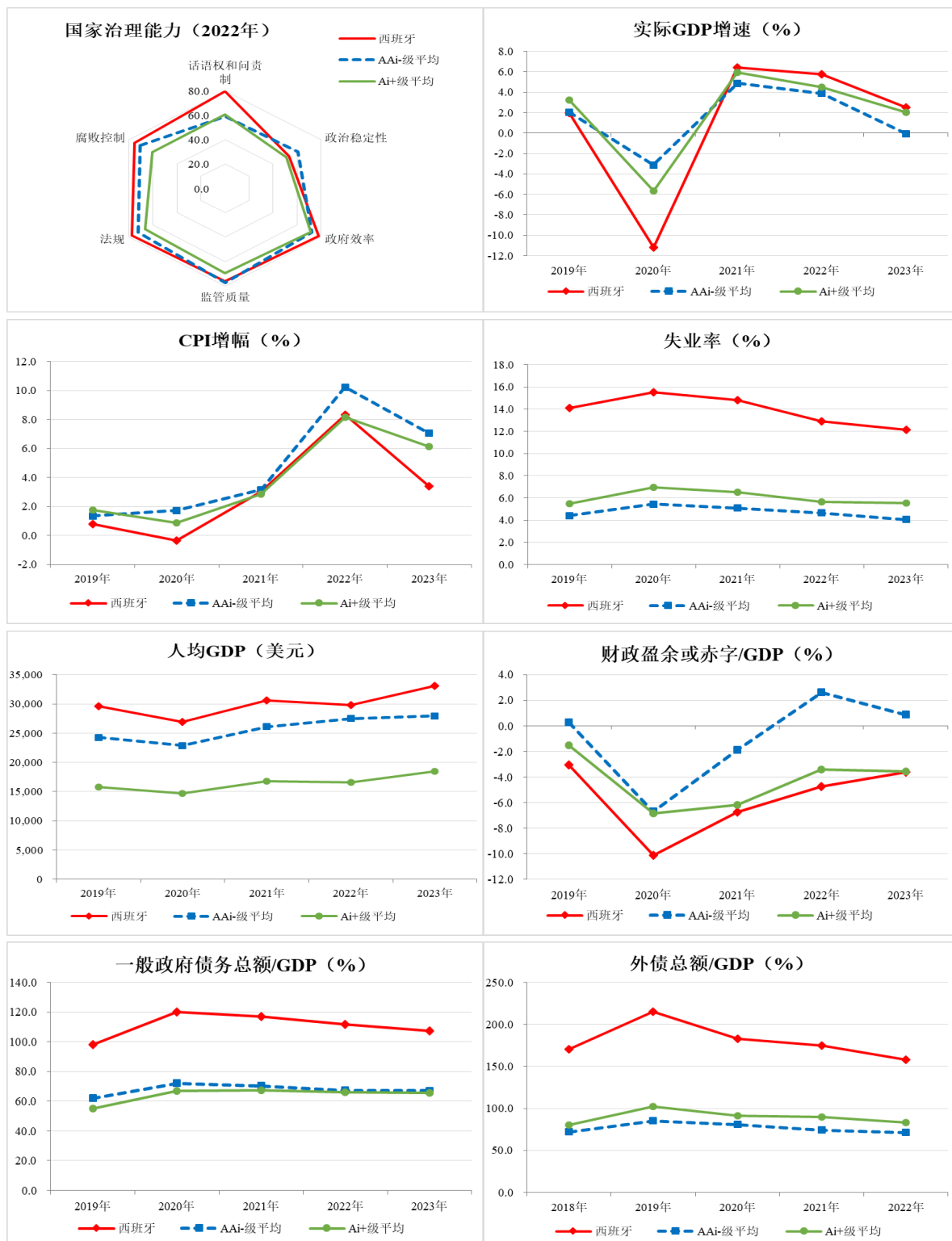
项目	2024 年一季度	2024 年预测	2025 年预测
实际 GDP 增速（%）	2.4	2.0	2.5
CPI 增幅（%）	3.3*	2.5	2.2
失业率（%）	12.3	12.0	11.0
人均 GDP（美元）	-	35,000.0	37,000.0
财政盈余/GDP（%）	-	-3.0	-3.0
政府债务总额/GDP（%）	-	106.0	105.0
经常账户余额/GDP（%）	-	3.0	4.0
外债总额/GDP（%）	-	165.0	165.0

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、欧盟统计局、西班牙国家统计局，预测数据来源于联合资信

注：*为 2024 年 4 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。