

波兰共和国

本次评级结果

长期本币信用等级：AA_i-

长期外币信用等级：AA_f-

评级展望：稳定

本次评级时间

2017 年 4 月 3 日

分析师：李洋 丁翔

邮箱：

liyang@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大
街 2 号 PICC 大厦 12 层

<http://www.unitedratings.com.cn>

评级观点

联合评级于 2017 年 4 月 3 日对波兰共和国（以下简称“波兰”）的主权信用进行了评定，确认其长期本、外币主权信用等级为 AA_f-，评级展望为稳定。

2016 年波兰国内局势日趋不稳，政治冲突将会加大对经济、金融前景波动，损害政府效能。随着法律与公正党的全面执政，政府与欧盟关系趋于紧张，波兰政治法律不确定性增强。多年来，波兰经济维持较快增长，但 2016 年起经济增速明显放缓。中长期看，经济发展不平衡削弱了长期增长潜力。失业率虽有所下降，但失业问题一直较为严重。波兰政府通过一系列税收改革增加财政收入，财政赤字状况有望缓解。政府债务水平较高，本币债务偿债能力得以维持稳定。经常账户持续保持赤字状态，但赤字规模但有所收窄。外债规模在上升，较为充足的外汇储备提高了波兰外部融资能力，降低了外部金融风险。综上所述，联合评级认为波兰具有很强的本、外币债务偿还能力，主权信用风险很低。

评级依据

2016 年波兰国内局势日趋不稳，政治冲突将会加大对经济、金融前景波动，损害政府效能

2015 年波兰大选，法律与公正党大获全胜，成为上个世纪末波兰社会转轨后第一个一党执政的政党。该党具有新保守主义、基督教民主主义和经济国家主义性质，主张实行政治家财产公开制度，并建立反腐机构，严惩犯罪分子甚至主张临时恢复死刑，实行向家庭倾斜政策。

但是，由于新政府削弱宪法法院对政府的约束力、限制新闻自由、提高社会福利等一些列变革引发国内外广泛争议。2016 年来爆发多次游行示威，并在 12 月爆发今年来最严重的政治危机。引发危机的导火索是执政党宣布限制媒体记者在议会采访。由于不满“记者采访受限”问题，数千名群众在首都华沙举行大规模游行抗议活动，要求总统捍卫波兰宪制秩序。波兰反对党领导人，库齐兹表示如果双方不能达成协议，波兰可能面临悲剧。而波兰内务部长齐霍茨基则指责反对党试图发动国家政变，夺取政权。政治冲突会加大对经济和金融前景的波动，会损害政府效能。

政府与欧盟关系趋于紧张，波兰政治法律不确定性增强

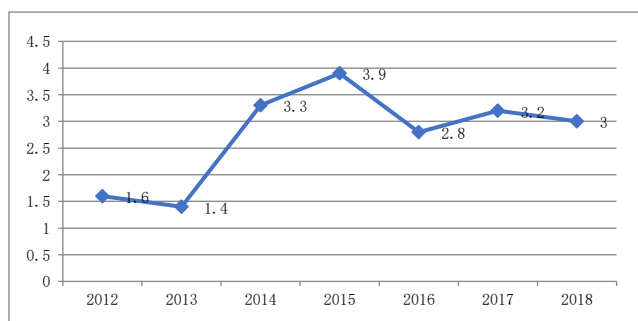
随着法律与公正党的全面执政，波兰政改措施引起欧盟强烈不满。欧盟认为波兰削弱宪法法院对于议会和行政的改革措施会使得民主体制向独裁统治迈进。欧盟并对其进行强烈的批评，并表示必要时刻将会对其采取制裁。波兰则希望法律与公正党远离欧盟，保持独立性。这使得，波兰与欧盟关系趋于紧张。波兰还积极支持对俄罗斯的制裁，

与俄罗斯的关系也将迎来考验。同时，波兰力挺乌克兰，并与匈牙利、斯洛文尼亚站在统一战线，反对难民安置计划。这也使得波兰与欧盟关系更为紧张，而与美国靠近。

多年来，波兰经济维持较快增长，但 2016 年起经济增速明显放缓。中长期看，经济发展不平衡削弱了其长期增长潜力

自 1989 年经济体制改革以来，“休克疗法”让波兰经济一度下滑，到 1992 年经济的回暖，波兰经济开始增长，并成功平稳渡过了 2008-09 全球金融危机，成为欧盟国家唯一实现经济增长的国家。由于低成本劳动力优势，以及友好开放的商业经济政策，使得 2012-15 年波兰经济总体上维持高速增长。

图 1：波兰 GDP 增长率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

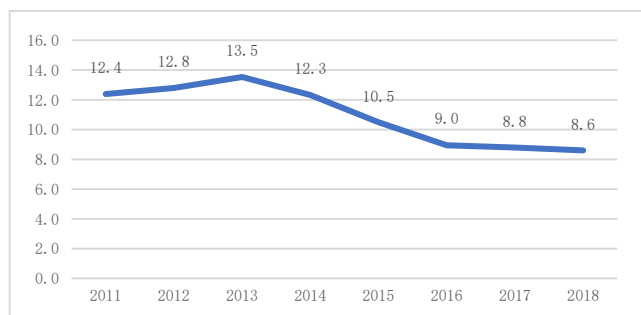
但自 2015 后半年起，兹罗提波动幅度加大，且主要由于 PiS 政策导致瑞士法郎的抵押贷款转换成兹罗提兑换，使得波兰经济增长预测存在上行风险。尽管近年来波兰经济发展，但并不平衡。大城市、涉及到外资的行业发展很好，但本国的工业受到了冲击，来自西欧的大银行、大企业控制了波兰的经济命脉。经济发展的不平衡，加之营商环境的不确定性在一定程度上抑制了投资，2016 年实际 GDP 增速为 2.8%，较前年增速放缓，也削弱了长期发展的潜力。预计波兰 2017-18 年

GDP 增速放缓并维持在 3%。

波兰的失业率虽有所下降，但失业问题依然较为严重

波兰的失业率长期远远高于经合组织国家的平均水平，尤其是年轻人失业问题较为严重。2013 年，失业率曾高达 13.5%，2016 年下降至 9%。由于本国就业需求有限，自 2004 年加入欧盟以后，已经有 200 万波兰人赴海外就业。虽然预计 2017-18 年，失业率将有所下降，但中长期看，波兰的失业问题一直较为严重。

图 2：波兰失业率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

银行储蓄增长，不良贷款率较低，继续保持了金融体系的稳定性

波兰自转轨以来对银行业进行了一系列改革，其中商业银行得到了较快发展，银行私有化已经基本完成，外国资本在银行资本中占绝对优势。自 2013 年来，波兰央行采取一系列措施降低利率，同时维持实际利率为正从而刺激储蓄，使得波兰银行储蓄较高。不良贷款率一直较低，也没有引进大量的金融衍生品，因此在欧洲债务危机中，仍能保持较好的流动性。2016 年，波兰通过欧洲银行管理局的压力测试，波兰银行资本金达到了 1651 亿兹罗提，相比去年增加了 3.8%。

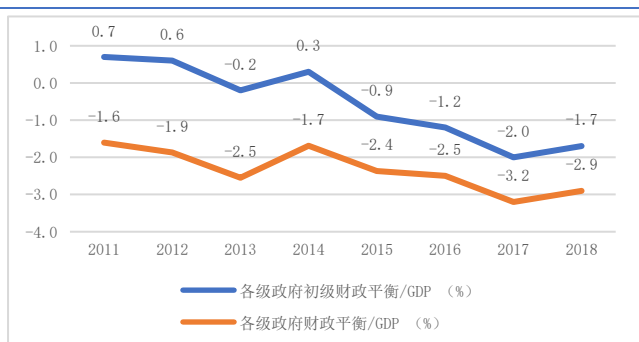
走弱的实际利率以及恶化的银行净外资产头寸使得银行业风险稍有加大。2016 年 12 月，波兰央行发布的财务稳定报告中，由于受特朗普上台后美国不稳定的经济政策影响，对波兰银行业持续稳定性做出预警。潜在的风险还包括资产盈利能力的下降以及外国投资者抵押贷款上升。在实际表现中，根据波兰央行报告，银行储蓄及贷款数量持续增长，不良贷款率也持续走低，银行资产盈利能力却在下降，但绝大多数波兰银行通过甚至超过最低资本充足率 12% 的要求。波兰银行资本充足率也从去年的 15.6% 上升为 17.6%。金融体系基本保持了较好的稳定性。

波兰政府通过一系列税收改革增加财政收入，财政赤字状况有望缓解；政府债务水平较高

2015 年波兰完成大选后，新一届政府通过调整增值税税率、取消增值税免税税率等一系列改革措施增加财政收入。并随着冻结政府工资和减少公共投资，使得波兰财政收入逐年增长。从 2012 年的 2876 亿兹罗提上升到 2016 年的 3146 亿兹罗提。但由于其属于高福利国家，医疗保健的费用支出接近欧盟国家平均水平，财政支出的增长较财政收入更为迅猛。2015 年，波兰中央政府预算赤字从 2014 年的 290 亿兹罗提扩大到 426 亿兹罗提（相当于 105 亿美金），占 GDP 比重也从去年的 1.7% 上升为 2.4%。在 2016 年，财政赤字进一步扩大到 463 亿兹罗提，占到 GDP 的 2.5%。初级财政平衡也从 2014 年盈余 59 亿兹罗变为 2016 年赤字 169 亿兹罗提。预计初级财政平衡赤字将分别达到 2017 年底的 379 亿兹罗和 2018 年的 336 亿兹罗提。虽然波兰政府一直试图努力将 2018 年财政赤字控制在 GDP 的 3% 以下，但基于目前政府预算支出情况，预计

2017-18 年财政赤字还将小幅上升。

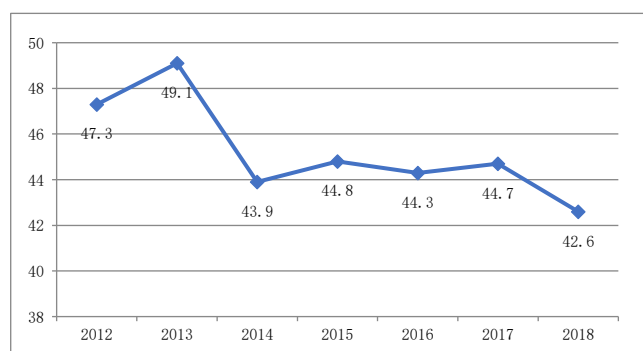
图 3：波兰初级财政和初级财政/GDP



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

受短期财政赤字增加的影响，自 2015 年起，波兰政府债务一直维持较高水平，当年政府债务占 GDP 的比重为 44.8%。但债务期限较为合理，融资成本下降，有助于缓解政府偿债压力。

图 4：波兰政府债务占 GDP 比重

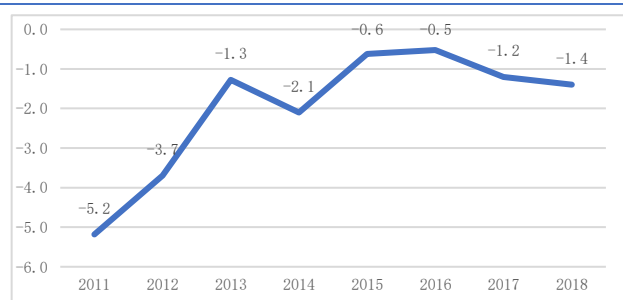


数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

经常账户持续保持赤字状态，但赤字规模有所收窄

波兰的经常账户多年来处于赤字状态，但今年以来，赤字的规模已经有所缩小，从 2011 年占 GDP 的 5.2% 降至 2016 年的 0.5%，但未来两年，将出现小幅上升的可能。

图 5：波兰经常性账户盈余占 GDP 比重 (%)

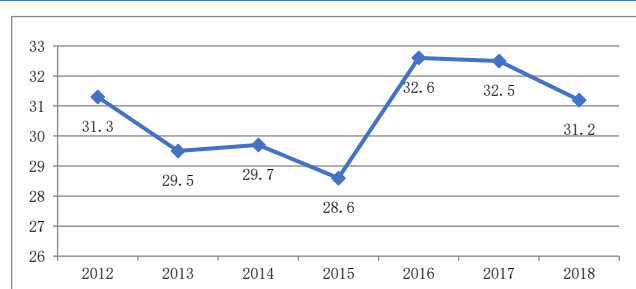


数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

外债规模在上升，较为充足的外汇储备提高了波兰外部融资能力，降低了外部金融风险

近年来，波兰外债结构较为合理。但自 2016 年起，波兰虽然短期外部债务负担较为稳定，但中长期外部债务比例加重。且中长期外债规模在 2016 年开始扩大。外债总额自 2013 年的 3,598.18 亿美金下降至 2015 年的 3,314 亿美金，但 2016 年突增至 3,504.46 亿美金，且外债总额占 GDP 从 2015 年的 69.5% 上升到 2016 年的 74.6%。此外，国际储备比总债务从 2013 年的 29.5% 下降至 2015 年的 28.6%。但在 2016 年又迅速上升至 32.6%。从 2012 年起，整体经常账户赤字呈现收窄趋势，但从 2015 年起，波兰的经常项目赤字稍有上升。

图 6：国际储备比总外债 (%)



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

而波兰外汇储备则一直处于相对稳定的状态。截止到 2016 年底，持有 1,105 亿美元，较上年增长近 20 亿美元的外汇储备。2017-18 预计波兰外汇储备将维持在 1,050 亿美元之上。对于调节国际收支，保证对外支付起到有利作用。但自川普上台后，受美国经济政策的影响，波兰的净外资头寸也有所减少，可能会对外币偿债能力稍有影响。

债偿付压力稍有上升。有鉴于此，联合评级对未来 1-2 年波兰本、外币主权信用评级展望为稳定。

展望

综合以上，2016 年底的政治纷争给波兰政局带来不稳定性，也在一定程度上加剧了经济金融前景的波动性。虽然波兰政府本币偿债压力可控，以及充足的外汇储备和较良好的抵御外部金融风险能力，但其经济增长放缓，货币风险加大，外债负担加大，使得外

波兰主权信用评级关键数据

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f	2018 ^f	中东欧 ^d	一带一路 ^a
名义 GDP (十亿美元)	500.3	524.2	545.3	476.7	469.5	463.1	488.7	731.7	404.1
人均 GDP (美元, PPP)	23,507	24,439	25,379	26,608	27,758	29,378	30,958	20659.1	21749.0
实际 GDP 增长率 (%)	1.6	1.4	3.3	3.9	2.8	3.2	3.0	1.5	3.0
通货膨胀率 (%)	3.7	1.1	0.1	-0.9	-0.7	2.0	1.7	3.7	5.5
国内信贷增长率 (%)	1.1	6.7	9.7	7.7	6.9	4.4	9.3	6.0	15.9
M2 增长率 (%)	4.2	6.7	8.8	9.6	9.7	12.0	11.4	8.3	11.4
各级政府财政平衡/GDP (%)	0.6	-0.2	0.3	-0.9	-1.2	-2.0	-1.7	-2.2	-2.9
各级政府利息支付/GDP (%)	2.4	2.3	2.0	1.4	1.3	1.2	1.2	1.9	2.3
各级政府初级财政平衡/GDP (%)	0.6	-0.2	0.3	-0.9	-1.2	-2.0	-1.7	-0.3	0.2
各级政府总债务/GDP (%)	47.3	49.1	43.9	44.8	44.3	44.7	42.6	45.9	46.0
总外债/GDP (%)	69.6	68.6	62.1	69.5	74.6	74.6	71.9	76.9	72.8
短期债务/总外债 (%)	14.9	15.6	14.7	14.7	13.8	13.3	12.5	19.1	20.9
经常项目余额/GDP (%)	2.6	4.8	6.2	5.2	6.5	6.2	5.9	-1.7	-0.9
国际储备/总外债 (%)	31.3	29.5	29.7	28.6	32.6	32.5	31.2	38.7	128.0

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值；d 表示中东欧 19 国近五年均值；a 表示一带一路 57 国近五年均值