

捷克共和国

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_i

评级展望：稳定

本次评级时间

2017 年 4 月 6 日

分析师：陈家林

邮箱：

chenjl@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 6 日对捷克共和国（以下简称“捷克”）的主权信用进行了评级，确定其长期本、外币主权信用的等级均为 AA_i，评级展望为稳定。

本届联合政府将会顺利执政至期满，治理水平维持稳定，下届政府将延续现行政策；经济受内需拉动和大量欧盟直接投资的促进继续适度增长，中期增长潜力有望改善；财政盈余状况或因支出增加转为赤字，但税收状况改善和较好的经济增长将使中长期财政赤字水平保持低位；稳健的宏观经济基本面保证政府债务水平合理；银行业资本金充足；外汇储备充裕，外债规模合理，汇率稳定，偿债压力下降。综上所述，捷克政府具有很强的本外币偿债能力，主权信用风险很低。

评级依据

本届政府有望顺利执政至今年 10 月期满；ANO2011 运动党预计将成为下一届政府主要领导党派的可能性较大。社会秩序良好，政局稳定

2013 年 10 月捷克举行提前大选以来一直由中左派捷克社会民主党（CSSD）领导的三党联合执政，由社民党的索博特卡担任政府总理。其他两个执政党分别是中间派 ANO2011 运动党和中右翼基督教民主党（KDU-CSL）。由于经济恢复势头强劲，反政府派不得人心，且各派分裂严重。在今年 10 月即将举行的议会选举中，由于当前执政联盟次要党派 ANO2011 党的民意支持率上升显著，ANO 将成为下一届政府主要领导党派的可能性大增，而 ANO 的领导人、现任财政部长巴比什将担任要职。预计现任总统泽曼会在 2018 年 1 月举行的总统选举中成功连任。鉴于商人出身的巴比什采取高度集权化和自上而下的方式治党，如果 ANO 在议会中获得多数席位而成功组阁，不太可能出现效仿匈牙利和波兰推行非自由化进程的局面。预计下届政府将继续致力于营造亲商环境、偿还债务和改善公共财政。

未来几年捷克的亲欧盟政策预计不会发生根本改变，良好的国际关系有利于其经济持续发展

未来几年捷克的亲欧盟政策预计不会发生根本改变。然而，在接收难民问题上广泛的政治阻力给其对欧盟关系蒙上阴影。土耳其发生的未遂政变使得原本支持欧盟与土耳其达成的管理移民和难民协议的捷克变得更为谨慎。泽曼总统对于移民的煽动性言论反映了中东欧国家反对移民的强烈公众情绪，但

未必代表了捷克广泛的政治阶层的观点。特朗普当选美国总统或许给捷美关系的适当改善带来了契机。

对俄政策仍将分歧不一。泽曼总统批评欧盟对俄罗斯实施制裁的表态与政府的官方立场相左。这种观点上的分歧反映出捷克对俄罗斯的矛盾看法，一种观点视俄罗斯为欧洲安全架构的威胁，另一种观点则视俄罗斯为重要的非欧盟合作伙伴。捷克外交上对中国积极友好，与中国的贸易和投资关系会进一步加强。

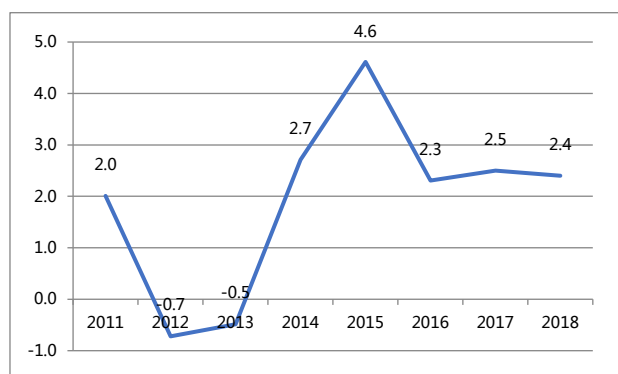
内需拉动和来自欧盟的大量直接投资使其经济保持适度增长

一直以来，工业和出口是捷克经济增长的传统引擎。全球金融危机之前，其贴近西欧市场的区位优势和突出的竞争力吸引了强劲的国外直接投资，促进了出口能力的快速增长。目前其出口总额占 GDP 的八成，捷克已经高度融入以德国为中心的欧洲供应链。2015 年受益于欧盟资本的大量流入，固定资产投资支出呈现增长，使得 2015 年的实际 GDP 增长率猛增至 4.6%。2016 年外国投资金额锐减，当年 GDP 增长率骤降至 2.3%。2016 年增长的主要动力是个人消费和出口，消费的增长得益于就业率的上升和工资快速增长；而出口的增长主要来源于出口型汽车领域的稳健增长。

从中长期来看，捷克的经济日益依赖汽车制造行业，而汽车行业又高度依赖欧盟的需求；因此，一旦欧盟需求下降将严重削弱捷克经济增长能力。此外，英国脱欧可能导致欧盟资金流入总额的减少和国外汇款的下降。同时，收入水平和生活标准的改善将削弱捷克劳动力成本低廉的优势。总体来看，虽然捷克的工业基础较强，但受制于原油价

格上涨、劳动力成本上升、产业升级不足、对外贸易依存度偏高等因素，捷克中长期的GDP 增长率将保持平均 2.3%的水平。

图 1：捷克 GDP 增长率（%）



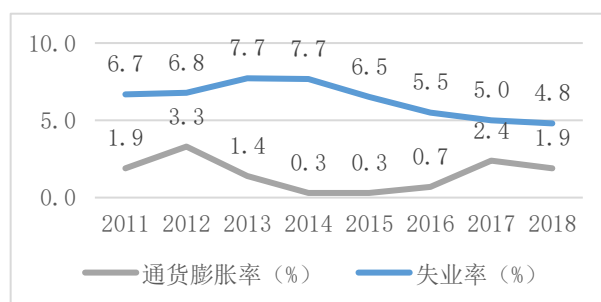
数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

物价和失业率保持在低位运行，有利于经济的稳定发展

2016 年消费者物价指数平均上涨 0.7%，并且最后两个月加速上涨，因此抬高了全年平均水平。受名义工资的大幅上涨、年均石油价格上涨、以及在餐饮业推广的销售额上报电子化等因素的影响，目前物价上涨水平在 2%以上。预计随着捷克中央银行采取措施实现货币政策正常化，以及与油价有关的基准效应开始减退，通胀压力在今年下半年会逐渐降低。预计今年全年的通胀水平为 2.4%，中长期年均通胀率为 2%，需求拉动的压力逐渐成为物价上涨的主要因素。

就业状况逐步改善。失业率在逐步下降，从 2014 年的 7.7%下降至 2016 年的 5.5%，预计今明两年将进一步下降至 5%和 4.8%。

图 2：捷克通货膨胀率（%）和失业率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

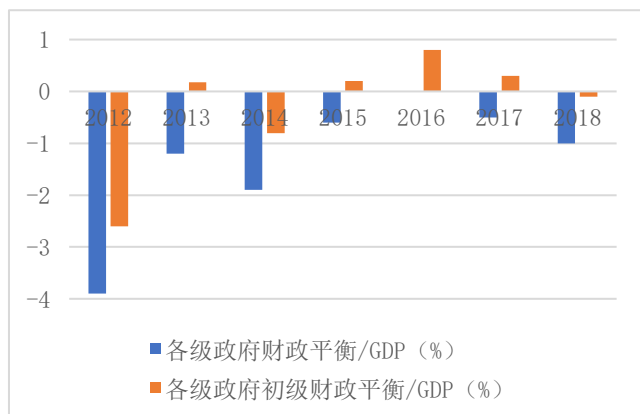
银行业资本充足率和盈利处于较好水平，资产质量不断提高，金融体系保持较高的稳定性

不像周边邻国，捷克银行不受西欧银行业去杠杆的影响，银行资金并不依赖境外融资，捷克的国内储蓄率较高，资金来源较为稳定。对外币贷款严格限制，且在欧洲债务危机中，有毒资产在银行资产中只有少量的风险敞口，银行资产质量较高。不良贷款率从 2015 年的 6.3%下降至 2016 年中期的 5%，资产质量得到较好改善，下降了近 20%。同时，资本充足率稳步上升，自 2013 年以来一级核心资本充足率达到了 16%，在区域中银行中属于资本最强的之一，银行资本金充足，流动性缓冲充裕，银行业抵御外部冲击能力较强。然而，值得注意的是，随着低利率和国内需求上升刺激信贷规模迅速放量，尤其是按揭贷款，银行业周期性风险上升。但短期内不会给银行体系的稳健性带来太大的影响。

较好的经济增长和税收状况的改善将使财政赤字处于较低水平

2009–2014 年，财政政策受到欧盟强加的过度赤字程序的制约。2014 年 6 月，欧盟解除了过度赤字程序，捷克政府采取了温和的扩张性财政政策。然而，强劲的税收收入增长和改进征税的措施使得赤字进一步收窄。财政部宣布中央政府 2016 年预算达到创纪录的 24 亿美元的盈余，反映出税收收入的强劲增长，对逃税行为的打击，从上一年度延迟的欧盟资金的大量流入，以及各级政府资本支出的骤降。2017 年，由于政府采取顺周期的扩张立场，被延期的投资项目开始上马，预计财政预算将恢复赤字。然而，税收状况的改善和较好的经济增长将保证财政赤字在中长期内保持低于 1% 的水平。

图 3：捷克各级政府财政平衡状况（%）



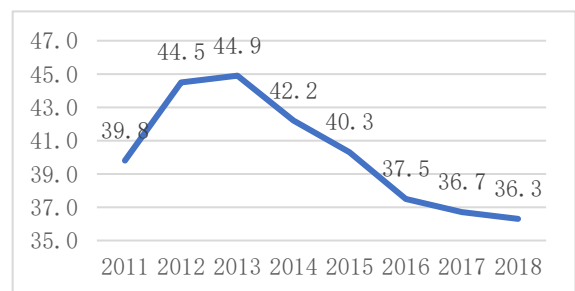
数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

稳健的宏观经济基本面使得公共债务水平逐渐下降

2015 年，公共债务占 GDP 的比重为 40.3%，远低于本地区 50.3% 的平均水平，估计到 2021 年会逐步降至 36%。投资人对于投资以克朗计价的政府债券抱有浓厚兴趣，在公共财政健

康的情况下，政府债券的收益率过去两年多以来一致保持低于 1% 的低位。欧洲中央银行实施的量化宽松政策将有助于保持政府债券的收益率在今后一两年继续处于低位，使得融资成本得到抑制。捷克稳健的宏观经济基本面使其对金融市场的动荡具备相当的弹性。

图 4：捷克公共债务占 GDP 比重（%）

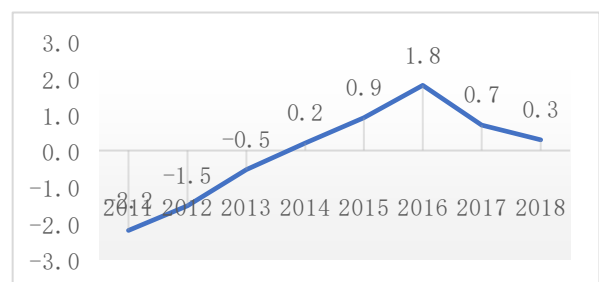


数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

经常项目继续保持盈余，但外汇干预政策退出有可能触发金融市场的短暂波动

捷克经常项目历年来多维持小幅赤字水平，但近年来商品及服务出口的强劲表现使得这一状况得以改善，2014 年该国经常账户/GDP 转为盈余。随着主要贸易伙伴需求的不断回升，2016 年经常项目顺差为 GDP 的 1.8%，高于 2015 年的 0.9% 和 2014 年的 0.2%。

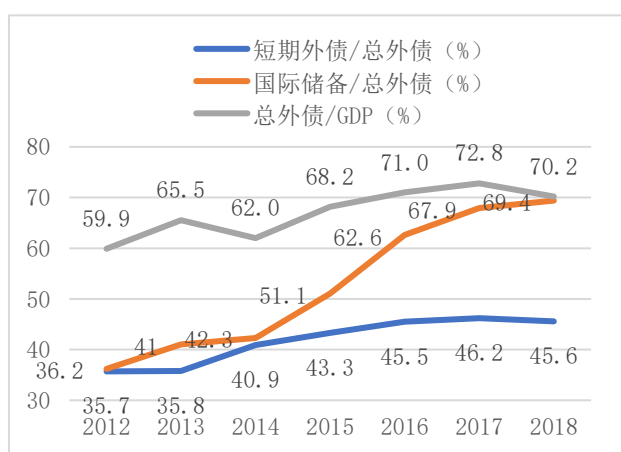
图 5：捷克经常账户平衡占 GDP 比重（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

经常项目在经历了 20 年逆差后于 2014-2016 年转为顺差。推动贸易顺差的主要原因包括：2014 年克朗贬值，欧盟资金流入量增加促使 2015 年初级收入逆差缩小。得益于强劲的出口增长和低油价，2016 年贸易顺差再次上升。

图 6：捷克外部债务状况（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

2013 年 11 月，捷克央行决定使用外汇干预进一步放松货币政策的做法，并且设定了克朗对欧元的比值上限为 27 克朗:1 欧元，自 2015 年中期以来央行经常出手干预，以防止克朗币值上涨超出上限。但捷克央行宣布不会在 2017 年第一季度之前结束上述汇率政策。鉴于近期通胀率上涨因素，预计上述汇率政策将在 2017 年第二季度退出。汇率上限制度的结束可能引发暂时的极端汇率波动，大量投机资金会蜂拥而至。捷克央行可以临时采取负利率政策来应对涌入的投机资本。因此，

预计克朗将逐渐升值，捷克央行会继续干预以控制局势。随着欧洲央行逐步缩减量化宽松计划，捷克央行可能将于 2018 年考虑加息。中长期内，克朗的汇率预计将保持严格管理下的浮动汇率制。

外汇储备持续增长，外债偿付能力持续改善，外债结构合理，偿债压力下降

对外债务方面，捷克外债结构合理，外债偿付压力处于下降通道。2016 年底，捷克的总外债规模从 2015 年的 1,260 亿美元增加到大约 1,370 亿美元，占 GDP 的比重为 71%，占比较高，但低于中东欧国家的平均水平。约 2/3 的中长期外债为私人部门持有，而公共部门外债与 GDP 的比重也低于该地区其他国家的平均水平。公共部门持有的中长期债务从 2012 年的 305.9 亿美元逐步下降到 2016 年的 281 亿美元；短期债务从 2012 年的 443.7 亿美元逐步上升到 2016 年的 623.2 亿美元。受益于捷克良好的经济基本面、较高的主权信用等级和欧洲央行的量化宽松政策，其借贷成本将受到抑制。

随着经常项目的持续盈余，近年来，捷克的外汇储备持续增长。从 2012 年的 442.6 亿美元增长至 2016 年的 853.7 亿美元，外汇储备同比增长了 33%。2016 年外汇储备对外债的覆盖度达到 62.6%。充裕的外汇储备对捷克政府的债务偿还提供有力支撑。

展望

短期内，捷克政局稳定，经济保持适度稳定增长，虽然政府财政或出现赤字，但债务规模总体较低，宽松的货币环境、欧元区通畅的融资渠道及低融资成本将保证政府较强的偿债能力。因此，联合评级对未来 1-2 年捷克本、外币主权信用评级展望为稳定。

捷克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)	207.3	209.3	207.8	185.2	192.9	192.5	203.9	731.7	404.1
人均 GDP (美元, PPP)	28,940	30,425	32,339	33,790	35,010	36,670	38,380	20,659.1	21,749.0
实际 GDP 增长率 (%)	-0.7	-0.5	2.7	4.6	2.3	2.5	2.4	1.5	3.0
通货膨胀率 (%)	3.3	1.4	0.3	0.3	0.7	2.4	1.9	3.7	5.5
国内信贷增长率 (%)	0.8	2.3	10.2	1.1	0.7	2.1	3.9	6.0	15.9
M2 增长率 (%)	4.6	5.0	6.6	8.4	6.6	8.3	8.5	8.3	11.4
各级政府财政平衡/GDP (%)	-3.9	-1.2	-1.9	-0.6	0.0	-0.5	-1.0	-2.2	-2.9
各级政府利息支出/GDP (%)	1.3	1.4	1.1	0.9	0.8	0.8	0.9	1.9	2.3
各级政府初级财政平衡/GDP (%)	-2.6	0.2	-0.8	0.2	0.8	0.3	-0.1	-0.3	0.2
公共债务/GDP (%)	44.5	44.9	42.2	40.3	37.5	36.7	36.3	45.9	46.0
总外债/GDP (%)	59.9	65.5	62.0	68.2	71.0	72.8	70.2	76.9	72.8
短期外债/总外债 (%)	35.7	35.8	40.9	43.3	45.5	46.2	45.6	19.1	20.9
经常项目盈余/GDP (%)	-1.5	-0.5	0.2	0.9	1.8	0.7	0.3	-1.7	-0.9
国际储备/总外债 (%)	36.2	41	42.3	51.1	62.6	67.9	69.4	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