

保加利亚共和国

本次评级结果

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

2017 年 5 月 4 日

评级观点

联合评级已经于 2017 年 5 月 4 日对保加利亚共和国（以下简称“保加利亚”）的本、外币信用状况进行了初次评级，决定给予保加利亚长期本、外币信用等级 A_i，展望为稳定。

保加利亚国内政治权利稳定性不高；但国民素质较高，社会安全和稳定性较好。宏观经济政策以稳健著称，经济增速在危机后缓慢上升；本币与欧元实行固定汇率，汇兑风险不大；银行业受希腊债务危机的负面溢出影响，坏账率较高；财政政策以紧缩性政策为主，赤字水平常年较低，公共债务水平较低；2016 年财政和经常账户都实现了小幅盈余；总外债规模较高，但较为充裕的国际储备对外债保障能力有所增强，政府按期偿付债务本息能力较强。综上所述，保加利亚政府具有较强的本、外币债务偿还能力，主权信用水平较低。

分析师：胡前方

邮箱：huqf@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>

评级依据

保加利亚政局基本保持稳定，但政治体制不成熟，政府效率低下，腐败滋生，当前政局的不确定性较高

保加利亚为议会制共和国，总统由全民直接选举产生，任期5年。议会实行一院制，共240个议席，按比例通过民选产生，任期4年。保加利亚政府由总统授权总理组织成立，成员由总理提名，议会选举产生。2016年11月，欧洲发展公民党支持的总统候选人在总统选举中败选后，时任总理、欧洲发展公民党主席鲍里索夫领导的联合政府辞职。而其他党派也无意组阁，根据保宪法，议会选举提前至2017年3月26日举行。最终，欧洲发展公民党赢得议会选举，保持了议会第一大政党的地位，但依然未拥有单独组阁所需的绝对多数席位，仍需与进入议会的其他政党或政党联盟进行艰苦的组阁谈判。保加利亚政局基本保持稳定，但政治体制不成熟，政府效率低下，腐败滋生，民众的政治信任度逐渐走低，极端的民意支持，使得政党政治进一步碎片化，当前国内政局的不确定性较高。

受乌克兰危机影响与俄罗斯关系紧张；移民危机拖累其加入欧盟申根区进程

2014年3月的“乌克兰危机”使得保加利亚与俄罗斯关系紧张。同年，俄罗斯取消了保加利亚南部天然气管道工程，此举削弱了保加利亚转过境费收入。近期，总统拉德夫及其幕僚表现出亲俄情绪将有助于改善保加利亚与俄罗斯的紧张关系，但实际效果仍有待观察，两国关系的恶化对保加利亚影响较大。

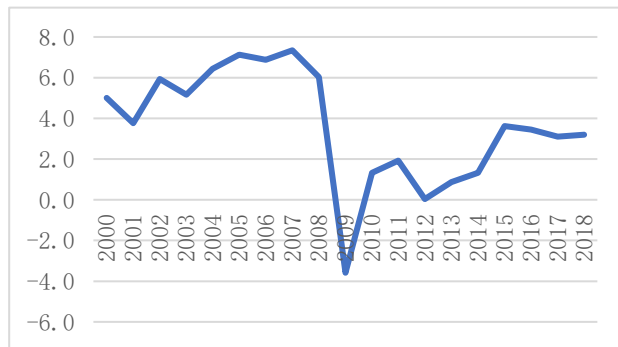
保加利亚近年来致力于加入欧盟申根区。但保加利亚对欧洲区日益加深的移民危机的

政治立场将阻碍其入区进程。保加利亚在其与土耳其边境建起栅栏阻止移民进入，同时，2016年9月，保加利亚还要求欧盟提供1.79亿美元以帮助其维持边境安全。虽然目前保加利亚已经在技术层面满足入区要求，但对移民危机的政治立场将不利于其入区申请，预计短期内，保加利亚顺利加入申根区的可能性不大。

近年来经济逐步回温，但经济规模较小，以出口和外资主导型的经济结构使其脆弱性依存

危机之前，2000年至2008年保加利亚宏观经济保持了平均6%左右的增长率，但2008年金融危机，以及此后的欧债危机，特别是希腊债务危机，给保加利亚经济发展带来了沉重打击。2009年经济大幅衰退，经济增长出现负数。危机后，由于外向型经济特征，对经济发达的欧盟大国依赖度高，经济恢复步伐也相对滞后，2016年人均收入水平还未达到欧盟国家平均水平的一半。希腊是保加利亚邻国，同时也是保加利亚重要贸易伙伴和外资来源国之一，希腊严重的债务危机使得保加利亚贸易也受到负面影响。近年来，得益于欧盟区经济的改善和国内基础设施建设投入力度加大，保加利亚经济在2015年经

图1：保加利亚GDP增长率（%）



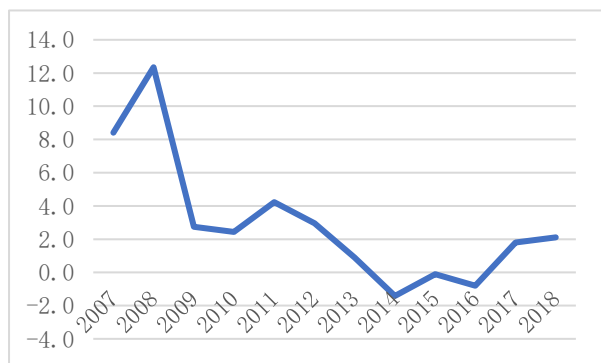
数据来源：联合评级主权数据库，2017、2018年数据为预测值

济增速出现了一个小高峰，达到 3.6%。2016 年出口市场和私人消费对经济增长贡献最大，但由于政府消费支出和固定投资减少，2016 年经济增速为 3.4%，比 2015 年下降 0.2 个百分点。短期来看，提前选举造成的政局不稳定性给经济增长带来一定的阻力，预计 2017 年增速将小幅下降至 3.1% 左右。

经济发展面临移民潮、人口老龄化、劳动力不足、通货紧缩等多重困扰，不过中期国内改善投资的需求将带动经济继续较为平稳发展

得益于对基础设施建设的投入和投资环境的不断优化，劳动力需求上升，2016 年官方失业率为 8%，较上一年下降 2 个百分点。国内物价指数下降 0.8 个百分点，经济承受通缩压力。同时，向欧盟国家移民潮流和人口

图 2：保加利亚通货膨胀率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017、2018 年数据为预测值

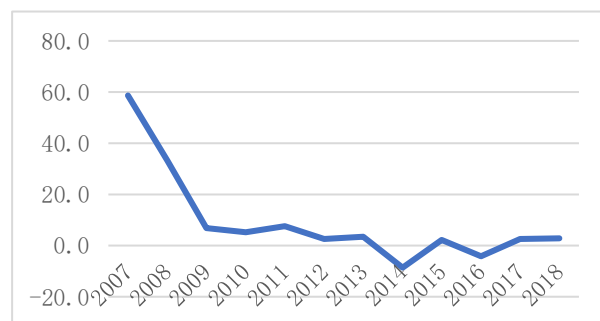
老龄化趋势导致近几年来人口出现持续负增长，2016 年人口增长率为 -0.8%，引发国内劳动力不足担忧。这对政治经济社会发展的基础比较薄弱、在欧盟经济就处于落后的保加利亚而言，无疑是削弱了经济发展的后劲。短期内，基于当前国内消费需求的回升，以及国际能源价格回升的预期，预计 2017 年保加利亚将重回通货膨胀，失业率将进一步下降。中期来看，该国通过改善投资环境和加

强基础设施建设等手段不断提高吸引外资能力的基本方向不会改变，保加利亚宏观经济政策将继续较为平稳发展。

列弗与欧元采取固定汇率，汇兑风险不大；银行业受希腊债务危机的负面溢出影响，坏账率较高

保加利亚本国货币列弗与欧元采用固定利率，其走势与欧元挂钩，列弗是可自由兑换货币，采取固定汇率制度，汇兑风险不大。2014 年保加利亚第四大银行企业商业银行破产，银行业流动性风险攀升，银行业监管力度随之加大。2016 年 8 月，保加利亚最新一次央行压力测试结果表明，该国银行业保持了较高的资本充足率，运营稳定，利润率较高；但同时，银行坏账率较高，占全部贷款的 12.9%，且拨备不足，银行业恢复力度仍然较弱。金融监管力度加大，对企业的贷款门槛提高，对信贷供给更加谨慎。2016 年国内信贷比上年减少了 4.2%。另外，保加利亚金融稳定性受到希腊金融业债务危机的溢出效应影响，虽然欧盟对希腊的救助计划部分缓解了其对保加利亚银行负面影响的担忧，但欧洲内部的分裂趋势，特别是希腊脱欧的可能性，将对保加利亚银行业产生不利影响。

图 3：保加利亚国内信贷增长率（%）

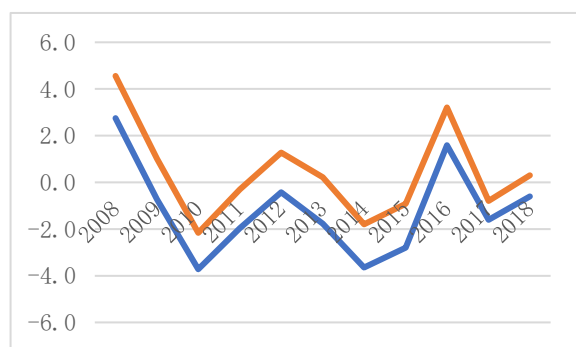


数据来源：联合评级主权数据库，2017、2018 年数据为预测值

紧缩性财政政策占主导地位，财政赤字率常年较低；2016 年实现危机以来首次盈余

保加利亚政府财政政策较为保守，严格遵守《马斯特里赫特条约》，财政赤字和政府债务占比分别不超过 3%和 60%。2015 年在欧洲发展公民党和改革党组成的上一届联合政府的努力下，财政赤字水平由 2014 年的 3.6% 缩小至 2.8%；并且赤字局面在 2016 年结束，该年财政收入增加 5.4%，财政支出减少了 6.5%，财政平衡实现盈余，达到 GDP 的 1.6%。这是自危机后财政平衡首次出现盈余。财政

图 4：保加利亚财政平衡占 GDP 比（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017、2018 年数据为预测值

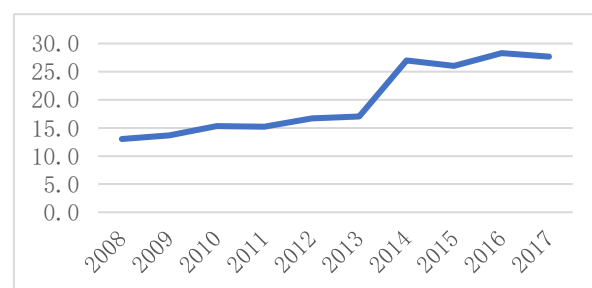
盈余主要得益于欧盟国家对该国基础设施项目的投入使得政府财政支出大幅减少。2017 年议会选举刚结束，内阁重组历程缓慢，政府财政政策持续性和有效性面临考验；同时，新政府重组将有可能扩大政府支出水平，预计 2017 年政府财政将重回赤字局面，赤字率在 1.6% 左右。

政府债务常年处于较低水平，基本都是欧元债务，由于汇率稳定，政府债务压力较小

2016 年政府公共债务占 GDP 比例为 28.3%，较上一年增长 2.3 个百分点，总体债务水平仍位于较低水平。保守的财政政策使得保加利亚政府向外国政府借债的意愿不强，政府债

务的主要来源为欧洲债券，全球债券，以及世界银行，欧洲复兴发展银行，国际货币基金组织等国际组织贷款。因此，公共债务中的基本都是外币债务，2016 年政府债务中外币债务占比高达 99.5%，其中欧元债务占比达到 97.2%。由于本国货币与欧元挂钩，因此本国公共债务压力不大，随着本国失业率下降，工资收入上升以及国内消费的提升，预计 2017 年财政收入将进一步提高，公共债务小幅下降至 27.7%，公共债务压力进一步减小。

图 5：保加利亚公共债务占 GDP 比（%）

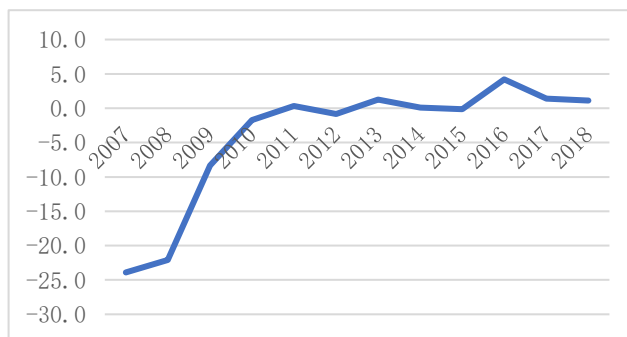


数据来源：联合评级主权数据库，2017、2018 年数据为预测值

2016 年经常账户首次实现盈余，预计 2017 年账户盈余将会收窄

保加利亚经常账户平衡在较长时间内处

图 6：保加利亚经常账户平衡（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017、2018 年数据为预测值

在赤字状态，主要原因是本国进口占比长期

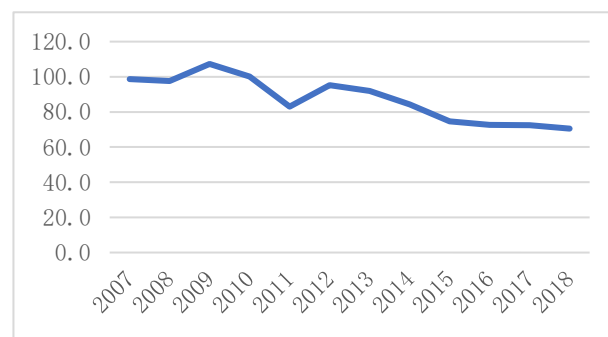
高于出口占比。自 2008 年金融危机以后，国家能源价格也处于低位，欧盟各国国内需求有所下降，保加利亚进出口规模差距逐步缩小。2016 年，经常账户首次摆脱赤字，实现约占 GDP 的 4.2% 的盈余。随着欧洲各国经济缓慢复苏，国际能源价格回升，欧洲各国内需逐步缓慢恢复，预计贸易顺差局面不会持续太久，2017 年经常账户盈余将缩小至 1.4% 左右。

总外债规模较高，但较为充裕的国际储备对外债保障能力有所增强

2016 年保加利亚总外债约占 GDP 的 72.7%，其中短期债务占比为 21.1%，占总外债比例适中。然而，外国直接投资流入自金融危机以后急剧下降，从 2007 年约占 GDP 的 31.2% 锐减至 2010 年 3.6%。此后，外国直接投资流入规模徘徊在该水平附近，2016 年外国直接投资流入约为 GDP 的 3.4%。不过，外资存量呈现稳步上升趋势，2016 年外资存量达到约 251.9 亿美元。随着欧洲各国经济复苏缓慢，相对于其他成熟发达国家而言，保加利亚对外资吸引力更大，预计 2017 年外国投资流入将小幅提升至 GDP 的 4.2% 左右。2016 年的国际储备上升了 13.7%，达到 251.9 亿美元。国

际储备对总外债的覆盖率为 66.2%，对外债的保障能力有所增强。

图 7：保加利亚总外债占 GDP 比（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017、2018 年数据为预测值

展望

保加利亚属于欧盟国家，国民素质较高，社会安全和稳定性较高，党派众多，内阁重组往往时间较长，政府执政效率低；危机后宏观经济缓慢稳步上升，宏观经济政策比较稳健；保加利亚实施固定汇率制度使得本币贬值风险不大；财政政策较为保守，政府债务压力较小；较为充足的国际储备对外债偿付提供较强支撑。因此，联合评级认为未来 1-2 年内保加利亚本、外币主权信用展望为稳定。

保加利亚主权信用评级关键数据

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f	2018 ^f	中欧及东欧 ^d	一带一路 ^a
名义 GDP(十亿美元)	53.9	55.8	56.7	50.2	52.4	53.0	56.2	731.7	404.1
人均 GDP(美元)	16,289.8	16,687.3	17,332.3	18,216.4	19,250.0	20,470.0	21,720.0	20,659.1	21,749.0
GDP 增速(%, 实际)	0.0	0.9	1.3	3.6	3.4	3.1	3.2	1.5	3.0
通货膨胀率(%)	3.0	0.9	-1.4	-0.1	-0.8	1.8	2.1	3.7	5.5
国内信贷增长率(%)	2.5	3.5	-8.6	2.2	-4.2	2.6	2.8	6.0	15.9
M2 增长率(%)	8.5	9.0	1.2	8.8	7.6	6.5	4.7	8.3	11.4
各级政府财政平衡/GDP(%)	-0.4	-1.8	-3.6	-2.8	1.6	-1.6	-0.6	-2.2	-2.9
各级政府利息支出/GDP(%)	0.7	0.9	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8	1.9	2.3
各级政府初级财政平衡/GDP(%)	1.3	0.2	-1.8	-0.9	3.2	-0.8	0.3	-0.3	0.2
公共债务/GDP(%)	16.7	17.0	27.0	26.0	28.3	27.7	27.3	45.9	46.0
总外债/GDP(%)	95.2	92.0	84.3	74.7	72.7	72.5	70.5	76.9	72.8
短期外债/总外债(%)	26.9	25.7	25.3	22.9	21.1	22.4	20.7	19.1	20.9
经常项目盈余/GDP(%)	-0.9	1.3	0.1	-0.1	4.2	1.4	1.1	-1.7	-0.9
国际储备/总外债(%)	40.0	38.8	42.0	59.1	66.2	64.1	60.9	38.7	128.0

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值；d 表示中欧及东欧地区 19 国历史五年均值；a 表示一带一路 57 国近五年均值

