

爱沙尼亚共和国

本次评级结果

长期本币信用等级：AA_r-

长期外币信用等级：AA_r-

评级展望：稳定

本次评级时间

2017 年 4 月 27 日

评级观点

联合评级于 2017 年 4 月 27 日对爱沙尼亚共和国（以下简称“爱沙尼亚”）的主权信用进行了评定，确认其长期本、外币主权信用的等级为 AA_r-，评级展望为稳定。

就国内政治社会环境来看，2016 年爱沙尼亚中间党牵头组阁，政策与治理水平维持稳定。国内反移民情绪上升，右翼党派支持率上扬导致 2019 年大选不确定性增加；北约成员国身份保障国内安全形势平稳。经济受内需拉动继续低速增长，中期增长潜力良好。银行业流动性充裕，资产质量和资本充足率保持稳健，资本化程度在欧盟中处于最高水平，但对外国资本依赖是潜在风险因素。政府财政处于盈余状态，财政状况稳固使政府本、外币债务负担均极低；同时欧盟宽松的货币政策和通畅的融资渠道为政府偿债能力提供有力保障。综上所述，联合评级认为爱沙尼亚具有很强本、外币债务偿债能力，主权信用风险很低。

分析师：王倩

邮箱：

wangqian@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

多党联合执政为政治常态，短期内政局保持稳定；但执政联盟稳定度较低，政策连续性面临一定挑战

爱沙尼亚 1991 年脱离苏联宣布恢复独立，2004 年加入北约和欧盟，2011 年加入欧元区，实行多党制和议会民主制。2015 年 3 月 1 日，爱沙尼亚举行第 13 届议会选举，6 个政党获得议席，较之上届的 4 个政治碎片化加深。执政党改革党连续第三届赢得多数席位，牵头与社会民主党（SDE）及祖国联盟-共和国党（IRL）组成三党联合政府，改革党主席塔维·罗伊瓦斯连任总理。

2016 年 11 月，反对党联名提出对罗伊瓦斯的不信任案，指责联合政府缺乏合理的税收和经济政策，无法使爱沙尼亚经济摆脱停滞状态。随后以多数投票通过不信任案，罗伊瓦斯及其领导的三党政府辞职。同月，由总统提名，议会投票通过偏左翼中间党主席于里·拉塔斯出任爱沙尼亚新总理，中间党仍与 SDE 与 IRL 组阁，并在人事安排上与上届政府保持了连续性。新一届政府在施政纲领中提到应对爱沙尼亚面临的人口危机、经济停滞、社会不平等加剧和安全形势四大挑战，并重申北约和欧盟成员国身份仍是爱沙尼亚的福利与安全保障；2017 年爱沙尼亚担任欧盟轮值主席国以及应对英国脱欧进程被列入新政府面临的重点外交任务。联合评级认为，中期内新任政府的经济、外交政策不会出现根本性转变，但由于执政联盟稳定度较低，政策连续性或面临一定挑战。

国内反移民情绪上升，右翼党派支持率上扬导致 2019 年大选不确定性增加；北约成员国身份保障安全形势平稳

爱沙尼亚 2015 年与欧盟达成协议接受一

定配额的难民，在“欧洲怀疑论”的大背景下，爱沙尼亚国内出现反移民情绪，导致右翼保守人民党（EKRE）在议会选举中得票率小幅上升，给 2019 年大选带来更多不确定性。

同时，爱沙尼亚外交政策传统亲欧，以欧盟和北约外交为依托，支持对俄罗斯的制裁措施，重视与波罗的海和北欧各国的关系。俄罗斯 2014 年 3 月吞并克里米亚及其支持乌克兰东部武装的做法令爱沙尼亚对国家安全更加关切，之后加强与北约联系及国防支出，并举行有史以来规模最大军演。由于其北约及欧盟成员国的地位，预计爱沙尼亚发生武装入侵的可能性极小，短期内国家安全形势较为平稳。

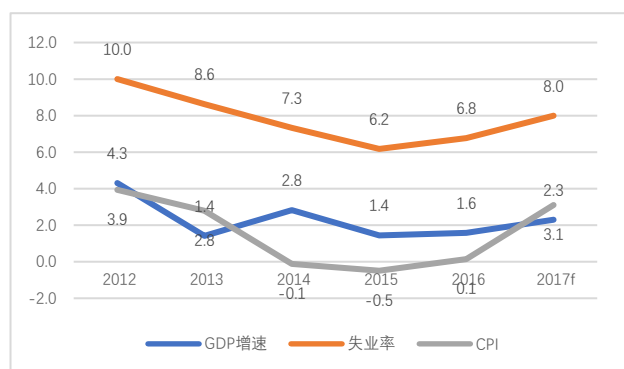
短期内经济维持温和稳定增长，中长期经济潜力较佳

爱沙尼亚境内自然资源匮乏，但因采用自由主义经济政策现代化市场经济发达，其东西欧之间的枢纽位置令旅游、过境运输等产业繁荣；通讯科技行业先进，有“电子国度”之称。2016 年产业结构中农业约占 3%，工业 28%，服务业 69%。按支出法计算的 GDP 中，消费对 GDP 的占比高达 70% 以上。作为小型、开放型经济体，爱沙尼亚经济体系自我调适能力稍显不足，容易受外部因素冲击。

2016 年，爱沙尼亚 GDP 增速 1.6%，较上年小幅上升 0.2 个百分点，维持了温和稳定增长。私人消费的增长及出口增速回升是推动经济增长的主要因素。在原油及大宗商品价格回暖，生产成本上升、工资上涨的拉动下，CPI 摆脱了 2014-2015 的通缩状态，重回 0.1% 的水平。进入 2017 年，爱沙尼亚家庭支出稳定增长，政府投资在经历了 2016 年的低点后也将走高；加上俄罗斯、欧盟各国等爱沙尼亚主要出口市场需求从 16 年下半年温和复苏，有助提振爱沙尼亚出口，预计爱沙尼亚经济

增速将提升至 2.3%。而随着新一轮消费行为税增加的税收政策调整，未来 2-3 年 CPI 可能走高至 3.1%。与欧盟国家相似，爱沙尼亚失业率一直较高，2016 年为 6.8%，随着工资成本增加，预计 2017 年将继续升至 8.0%左右。

图 1：爱沙尼亚宏观经济情况（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

中期看，投资环境不断优化，内需稳定增长及信息产业快速发展使爱沙尼亚经济具备一定增长潜力，预计中期经济增速将保持在 2.4%左右，中长期经济增长潜力良好；但也面临欧洲局势不确定性增加、劳动力人口减少、工资增长超越劳动生产率增长限制外部竞争力等问题，或制约其长期经济前景。

银行业流动性充裕，资产质量和资本充足率保持良好，资本化程度在欧盟中处于最高水平，但对外国资本依赖是潜在风险因素

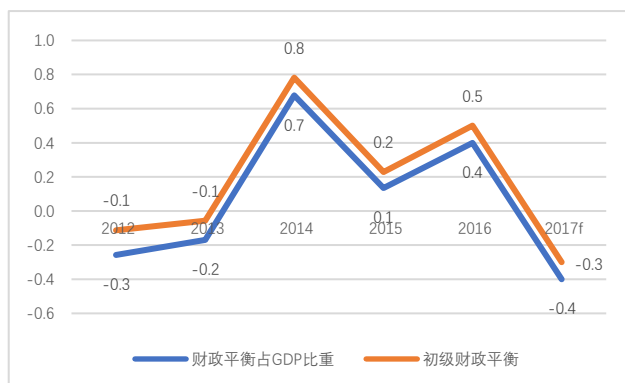
自 2004 年加入欧盟，特别是 2011 年加入欧元区以来，爱沙尼亚金融业取得了长足发展。近年来，爱沙尼亚中央银行与金融监管局加强了对金融市场的监管力度，银行业流动性充裕，资产质量和盈利良好，整体保持稳健。截至 2016 年三季度末，爱沙尼亚银行系统资本充足率为 31.3%-34.9%；不良贷款率占贷款总额的 2%以下。截至 2017 年第一季度末，90 天以上逾期贷款占贷款总额约 0.2%，各项指标均高于监管要求。

但是，爱沙尼亚银行业依赖外国资本严重，以北欧国家、特别是瑞典为主的外国资本占爱沙尼亚银行主导地位；在瑞典经济及金融状况不佳的情况下或出现外部流动性风险敞口。2016 年 7 月欧盟进行的银行压力测试中，瑞典四大银行表现均较好，瑞典经济中期内预计也将有稳定增长。因此爱沙尼亚中期内银行系统风险水平可控。

基础设施投资、选举周期、担任欧盟轮值主席国及国防支出或拖累财政盈余转向小幅赤字，但赤字仍处于低水平

近年来爱沙尼亚政府财政一直保持了小幅盈余状态。2016 年，尽管社会支出及公共部门工资增长推升政府支出，但公共投资水平回落，同时收入和消费税收入增加使财政

图 2：爱沙尼亚财政状况（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

收入温和增长。因此财政盈余占 GDP 比重上升至 0.4%，较上年提高 0.3 个百分点；初级财政盈余占 GDP 约 0.5%。

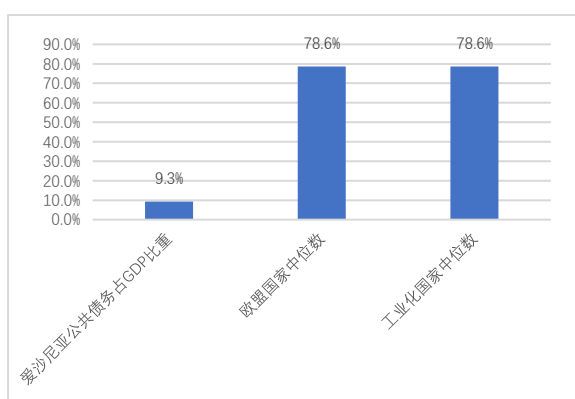
2017-2018 年，税收政策调整不大，消费税和收入税小幅增加，财政收入保持稳定。由于新任政府采取扩张性预算政策，预计基础设施投资力度将加大；工资和社会保障支出受 2017 年底地方选举周期影响也将明显增加。此外，爱沙尼亚于 2017 年下半年担任欧

盟轮值主席国及俄乌局势紧张引发的地缘风险上升扩大国防支出也将令爱沙尼亚公共财政承压。因此，预计 2017-2018 年爱沙尼亚财政将出现占 GDP 比重 0.4%和 0.5%左右的赤字。但以欧盟水平衡量，爱沙尼亚赤字仍处于低水平。

政府债务水平处于世界最低水平，偿债能力强

爱沙尼亚稳健的财政状况及审慎的财政政策确保长期以来其负债率在 10%以下，是世界公债负担最低的国家之一。2016 年爱沙尼亚政府负债率为 9.3%；尽管受财政赤字状况拖累，但预计中期内负债率仍将维持在 10%以下的低水平，利息支出仅为 GDP 的 0.1%左右，

图 3：2016 年爱沙尼亚公共债务水平对比



数据来源：联合评级主权数据库

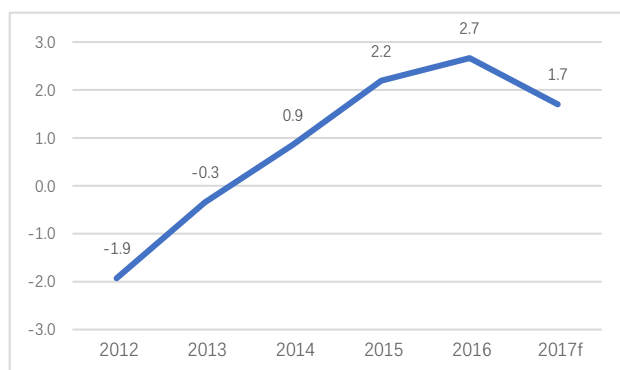
偿付压力小；此外爱沙尼亚政府债务基本为长期债务，短期偿债压力不大。

俄罗斯报复性反制裁等因素拖累商品贸易逆差，经常账户盈余缩小

近年来，俄罗斯对欧盟采取反制裁措施对爱沙尼亚出口形成一定抑制，加上外部需求疲软，爱沙尼亚商品贸易表现低迷；但服务贸易表现亮眼，2016 年爱沙尼亚服务贸易出口增长 4.9%，拉动经常账户出现自独立以来的最大盈余，约 5.6 亿欧元，占 GDP 比重约

2.7%。2017 年，服务贸易预计将继续保持稳定顺差，商品贸易赤字和初级收入逆差将使经常账户盈余逐渐缩水，但中期内赤字规模较小。

图 4：爱沙尼亚经常账户平衡占 GDP 比重 (%)

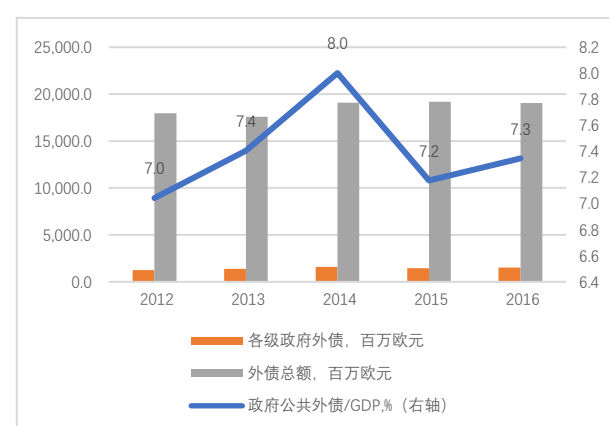


数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

较低的融资成本及欧元区通畅的融资渠道保持较强的外债偿付能力

根据爱沙尼亚央行的数据，2016 年底，爱沙尼亚对外债务总额为 190.4 亿欧元，同时，

图 5：爱沙尼亚政府外债情况



数据来源：联合评级主权数据库

对外债权总额为 215.0 亿欧元，两者相抵，国家净债权额约为 29.4 亿欧元。

政府公共外债负担轻，且短期外债占比低。政府公共外债占总外债比重仅 8.0%；占 GDP 比重仅 7.3%，政府外债负担是欧盟最低的

国家之一。公共外债短期外债占比仅 5.5%，短期偿付压力较小。近年来爱沙尼亚外汇储备有所下降，2016 年爱沙尼亚国际储备为 3.34 亿欧元，但欧元区低利率环境下融资渠道通畅和较低的融资成本将保障政府极强的外债偿付能力。

展望

2016 年爱沙尼亚中间党牵头组阁，政策与治理水平维持稳定，北约成员国身份保障

国内安全形势平稳。经济受内需拉动继续温和增长，潜力良好。银行业流动性充裕，资产质量和资本充足率保持稳健，但对外国资本依赖是潜在风险因素。政府财政处于盈余状态，财政稳固使政府本、外币债务负担均极低；同时欧盟宽松的货币政策和通畅的融资渠道为政府偿债能力提供有力保障。因此，联合评级对未来 1-2 年爱沙尼亚本、外币主权信用评级展望为稳定。

爱沙尼亚主权信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f	中东欧 ^d	一带一路 ^a
GDP（十亿美元）	23.1	25.1	26.3	22.5	23.1	23.4	731.7	404.1
人均 GDP（美元）	26,026.1	27,516.9	28,332.0	29,095.8	29,880.0	31,340.0	20,659.1	21749.0
GDP 增长率（%，实际）	4.3	1.4	2.8	1.4	1.6	2.3	1.5	3.0
通货膨胀率（%）	3.9	2.8	-0.1	-0.5	0.1	3.1	3.7	5.5
国内信贷增长率（%）	-0.6	6.6	3.4	12.7	8.9	8.0	6.0	15.9
M2 增长率（%）	7.1	6.7	9.9	11.6	9.5	10.2	8.3	11.4
各级政府财政平衡/GDP（%）	-0.3	-0.2	0.7	0.1	0.4	-0.4	-2.2	-2.9
各级政府初级财政平衡/GDP（%）	-0.1	-0.1	0.8	0.2	0.5	-0.3	-0.3	0.2
各级政府利息支付/GDP（%）	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	1.9	2.3
公共债务/GDP（%）	9.7	10.2	10.7	10.1	9.3	9.2	45.9	46.0
总外债/GDP（%）	92.7	85.0	76.6	81.5	80.5	83.9	76.9	72.8
经常项目余额/GDP（%）	-1.9	-0.3	0.9	2.2	2.7	1.7	-1.7	-0.9

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