

斯洛伐克共和国

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 18 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 18 日对斯洛伐克共和国（以下简称“斯洛伐克”）的本、外币主权信用进行了评级，决定给予斯洛伐克长期本、外币信用 AA_r 的级别，评级展望为稳定。

斯洛伐克本届联合政府提出了一系列改革措施促进经济增长，但政策一致性存在问题，且不排除提前大选的可能性；受内需拉动和欧盟直接投资刺激，经济增长势头较强，但对外部需求依赖度较高，经济增长存在一定脆弱性；通货膨胀率较低，失业率持续下降；银行业资本金充足；财政赤字较低，债务规模减少；外债规模合理，偿债能力较强。综上所述，斯洛伐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

尽管本届联合政府目前相对稳定，但不排除提前大选的可能性，议会党派分裂，政治稳定性面临一定风险

2016年3月5日，斯洛伐克国民议会举行选举，中左派方向党获胜，蝉联议会第一大党，在国民议会150个议席中占49席，同民族党、桥党和网络党组建联合政府。方向党主席罗伯特·菲佐三度出任总理，方向党曾经在上一届选举中单独执政。新政府上台五个月后联合政府中的最小党派网络党脱离了联合政府。尽管菲佐没有了一党执政时的稳定政府，但剩下的三党联合政府目前相对稳定，因为三党在改善教育和医疗卫生的政策、放松财政整固和反腐倡廉等方面达成共识，而且民调结果显示执政联盟三党无需重新举行选举。

新政府声称将执行扩张的财政政策，放松财政整固程度，但受制于欧盟的预算规则，其财政赤字将保持在适当水平。由于菲佐长期执政存在不确定性，提前举行议会选举的风险较高；但是，任何下一届政府都会更可能致力于欧盟一体化，采取相对审慎的财政政策。因此，目前对投资者友好的营商环境有望保持稳定。

2017年末将举行地方选举，2019年是总统选举年，而下一次议会选举定于2020年举行。然而，联合评级认为本届联合政府下台且提前举行大选的可能性较高。

斯洛伐克加强同美欧大国关系，与俄罗斯发展良好双边关系，地缘政治形势比较稳定

斯洛伐克奉行独立自主的全方位外交方针，主动发展友好睦邻关系，积极参与国际事务，

加强与美欧大国的关系。在加入欧盟和北约后也保持着和俄罗斯以及乌克兰等国的友好关系，最近也在加强和亚太新兴经济国家的合作与发展，为推动地区合作做出了重要贡献。1993年1月1日，斯洛伐克成为主权独立国家，外交不断进取，国际地位显著提高。2004年3月和5月分别加入北约和欧盟；2006年至2007年担任联合国安理会非常任理事国；2007年12月成为《申根协定》缔约国；2009年1月1日起加入欧元区。2016年下半年担任欧盟轮值主席国。

由于2015年的欧洲难民危机，斯洛伐克与欧盟其他成员国的关系变得更加紧张，因为斯洛伐克坚决反对欧盟通过的难民重置方案，甚至不惜为此向欧洲法院提起诉讼。这场难民危机使得维谢格拉德四国（V4，捷克、斯洛伐克、波兰和匈牙利）在反对西欧盟成员国应对策略方面靠得更紧。在英国脱欧问题上，V4领导人的立场一致，宣称行动自由权不应讨论，并且反复强调他们反对加强欧盟集权的呼声。

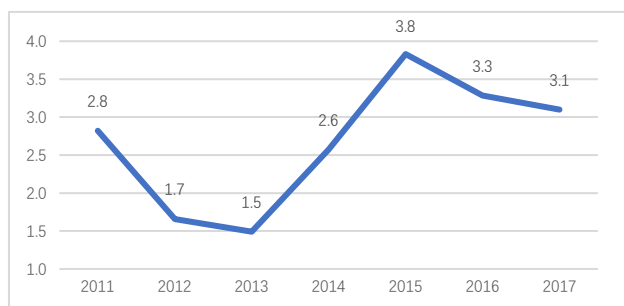
斯洛伐克在加入欧元区后，积极发展与俄罗斯的外交关系，它的欧盟和北约成员国身份并没有损害和俄罗斯的关系，反而在改善俄罗斯与北约及欧盟的关系、建立良好的沟通桥梁方面起到了极大的推动作用。在美国中欧反导计划问题上，斯洛伐克与捷克相反，选择站在俄罗斯的立场上，这进一步增强了两国友好联系。

受内需拉动和欧盟直接投资刺激，经济增长势头较强，但对外部需求依赖度较高，经济增长存在一定脆弱性。通货膨胀率较低，失业率持续下降

1993年1月斯洛伐克独立后，推行市场经济，加强宏观调控，调整产业结构。近年

来，斯政府不断加强法制建设，改善企业经营环境，大力吸引外资，逐渐形成以汽车、电子产业为支柱，出口为导向的外向型市场经济。经济增长严重依赖工业品出口，出口目的地主要为欧元区其他国家和周边邻国。2009 年受国际金融危机影响经济下滑，2010 年、2011 年实现恢复性增长，2012 年增速有所放缓。2015 年实际 GDP 增长率为 3.8%，超过 2014 年的 2.6%。2015 年总固定投资增长了 16.9%，主要是因支付欧盟资助资金的支出所致。2016 年虽然投资增长率无法与上年相比，但国内经济依然保持强劲势头，实现 3.3% 的增长。

图 1：斯洛伐克 GDP 增长率 (%)



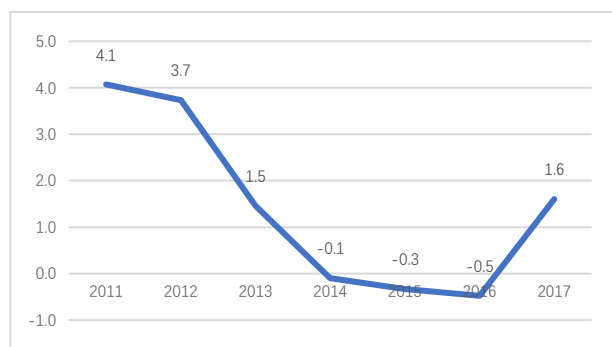
数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

增长的主要动力源自国内需求，预计中长期内将依然如此。得益于就业和名义工资的增长和低通胀率，个人消费从 2014 年恢复增长。由于通胀率的提高将吞噬实际工资的增长，中期内将保持 2.6% 的年均增长水平，尽管劳动力短缺会推高名义工资。投资增长将继续源于欧盟资金的流入，辅以通过 PPP 模式融资的更多基础设施项目的上马，还有英国捷豹路虎公司投资的斯洛伐克第四大汽车制造厂的开工建设。受 2015 年高比较基数的影响，2016 年投资增长下降了 9.3%，预计中期内年平均投资增长率为 2.4%。未来几年

汽车行业将继续推动出口增长。预计中期内商品和服务出口将保持年平均 4% 的增长。受国内消费需求增加，捷豹路虎汽车厂等制造业生产资料进口需求增加，以及中间商品进口的影响，中期内进口增长率也将保持平均 3.1% 的水平。

中期内实际 GDP 增长预计将保持平均 3.2% 的水平。技能型人才和劳动力短缺将日益成为制约其稳步增长的主要因素。主要下行风险来自外部领域。欧元区的增长低于预期将严重打击开放的斯洛伐克经济。

图 2：斯洛伐克通货膨胀率 (%)

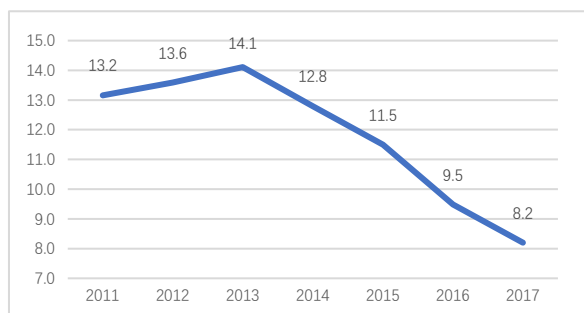


数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

与欧元区较弱的通货膨胀压力一致，始于 2014 年的通缩趋势一直持续到 2016 年。基础价格压力依然较低。核心通货膨胀率在 2016 年绝大部分时间均保持在 1% 以下。受基数效应、私人消费增长、全球能源价格上涨以及欧元走弱等因素影响，2017 年通胀压力增大，年均通胀率将小幅上升至 1.6%。预计中长期年均通胀率为 1.8%。

斯洛伐克的失业率一直处于较高水平，2013 年达到 14.1%；随着经济增长状况的逐步改善，失业率也逐步下降，2016 年降至 9.5%，预计今明两年将继续下降至 8.2% 和 7.6%。

图 3：斯洛伐克失业率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

银行业资本充足率较高，流动性相对充裕，能够较好应对高信贷带来的潜在冲击，但房贷增长较快，外资占比过高

虽然欧元区的政治风险在增加，但经济实际上显现出增长势头，在 2015-2016 年出现 1.8% 的增长后，预期今年仍将健康发展。不过，欧洲央行还在继续实行特别宽松的货币政策：将主要政策利率设为零或零以下，一系列定向长期再融资操作（TLTRO）旨在促使银行发放更多贷款，每月 800 亿欧元的量化宽松（QE）计划，自 2017 年 4 月至年底改为每月 600 亿欧元。预计中期内欧洲央行不会采取收紧政策利率的货币政策。

近几年私人部门的信贷规模增长迅速，2016 年 11 月，购房贷款和个人消费贷款存量同比增长 13.9% 和 15.9%，上一年度增速与此类似。为抑制信贷规模的过快增长，央行于 2016 年 7 月决定，要求自 2017 年 8 月起增加 0.5% 的逆周期资本缓冲。由于家庭和银行资产负债表都相对较稳健，信贷规模的增长尚不至于对银行体系的稳定性带来显著风险。

斯洛伐克的银行业被外资银行垄断，欧洲央行是其银行业的主要监管部门。2015 年 9 月，在银行业总共 34 亿欧元的股权资本中，

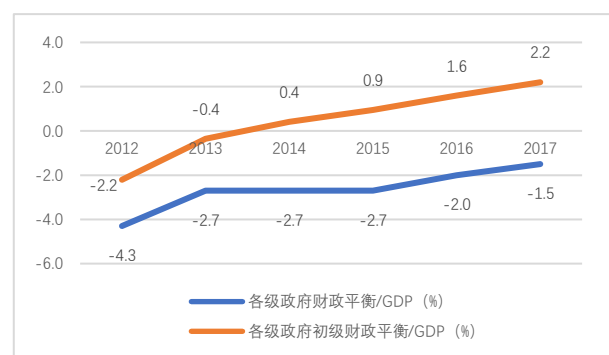
32 亿欧元属于外资，其中捷克资本占比第一，奥地利、比利时和卢森堡的资本也有相当高的占比。偿债能力指标强劲且稳定，自 2014 年第一季度以来，银行业整体核心资本充足率达到 16% 左右，不良到款率自 2015 年初出现大幅下降，2016 年第二季度为 4.8%。2016 年 1-9 月，银行业整体利润同比增长了 7.7%。

银行业资本充足，资金头寸优于本地区邻国同行，国内储蓄覆盖了大部分借贷，使得银行不必过于依赖外部融资。但房贷增长强劲意味着银行和抵押权人将面临物业价值或家庭偿还能力下降的风险。

受益于经济稳健增长，税收状况改善，财政赤字处于低位并逐步下降

在 2009 年的经济衰退过程中，财政赤字高达 GDP 的 7.8%，至 2013 年收窄至 2.7%。接下来的两年保持在此水平，因此 2014 年斯洛伐克退出了欧盟的过度赤字程序，表明欧盟政治上认可了上届政府的财政政策的可信度。2013-2015 年稳定的赤字率在很大程度上得益于 GDP 的强劲增长推动财政收入增加，

图 4：斯洛伐克财政状况（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

以及相应的税收增加，因为支出也在增长。这一趋势一直保持到 2016 年，预计财政赤字进一步缩小到 GDP 的 2.0%，部分原因是大选

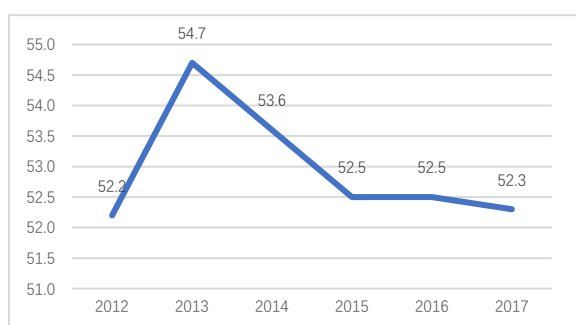
之年减少了基础设施建设的支出。

财政平衡方面，近年来预算赤字持续下降，2016 年从上一年 2.7% 收窄至 2.0%；2017 年，政府预期财政赤字为 GDP 的 1.3%。赤字状况改善的原因包括：高增长预测、税率的增加和税务征缴。并计划 2019 年实现盈余。联合评级认为斯洛伐克政府对于增长和财政平衡的预测过于乐观，因此预计中期内财政赤字状况难以消除。经济增长和税收增加应该能够帮助将财政赤字率逐渐从 2017 年占 GDP 的 1.5% 降至 2021 年的 0.5%。各级政府的初级财政平衡近年来也在逐步改善，2014 年从上一年 0.4% 的赤字转为 0.4% 的盈余；2016 年，初级财政盈余进一步扩大至 GDP 的 1.6%。并将在今后一两年继续增长。

公共债务与 GDP 的比率中期内将逐步下降，经常账户略有盈余

在名义 GDP 强劲增长的带动下，公共债务与 GDP 的比率将持续逐步下降；之前从 2008-2009 年全球金融危机之前的 27.0% 猛增至 2013 年的 54.7%，然后便逐渐回落。2015 年公共债务占比为 52.5%；受益于经济增长和税收收入的增加，预算赤字将逐步收窄，预计至 2021 年，斯洛伐克公共债务占比将进一步下降至 46%。

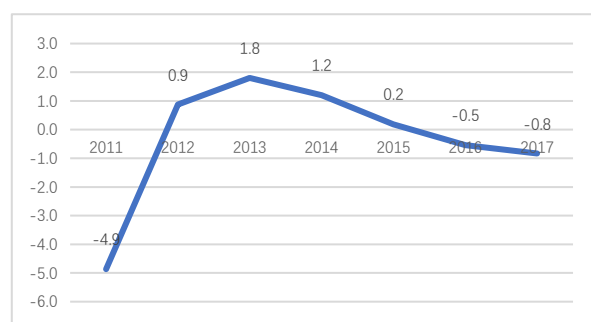
图 5：斯洛伐克公共债务占 GDP 比重（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

由于汽车出口和其他领域的对外贸易顺差，斯洛伐克的经常账户与 GDP 的比率在 2012-2015 年保持盈余，2016 年由于初级收入赤字出现 0.5% 的赤字；由于贸易盈余幅度的下降，预计 2017 年仍然维持小幅赤字；2018 年以后，由于出口增长超过进口增长，中期内经常账户将维持盈余状态。

图 6：斯洛伐克经常账户赤字占 GDP 比重（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

外债规模减小，偿付能力改善，外债结构合理，偿债压力下降

汽车行业是斯洛伐克进出口的主导行业：三家汽车制造厂 2015 和 2016 年连续两年产量超过百万。产品大多出口至德国和其他欧元区国家。汽车作为其支柱产业的状况在中期内只会强化，因为对三家现有汽车厂会增加进一步投资，捷豹路虎汽车厂将于 2019 年投产。然而，强劲的国内需求、稳定的资本输入和高涨的油价将给 2017 年的贸易顺差带来压力。

经常项目下另一个重要组成部分是初级收入平衡。相当比例的投资收入外流——由多年的对诸如汽车行业的外国直接投资产生——已经导致多年的初级收入赤字。预计这一状况今后仍将如此，因为汽车行业将持续走强，继续吸引国外投资。预计经常项目连续两年

赤字的情况将在 2018 年转为略有盈余，并将在今后若干年保持盈余。

2016 年 12 月，斯洛伐克的外债总量为 795 亿美元，其中短期外债为 308 亿美元，占 GDP 的比重为 35.4%。2017 年 1 月，外汇储备 17.1 亿美元。欧元区畅通的融资渠道为其外部融资提供了很大便利性。斯洛伐克较为强劲的经济增长、不断下降的公共债务与 GDP 的占比也保证其从国际债务市场获得长期融资。在欧洲央行量化宽松政策的帮助下，斯

洛伐克主权债券的收益率属于欧元区国家中最低的几个之一。

展望

短期内，斯洛伐克政局基本稳定，经济保持快速稳定增长，政府财政赤字较低，债务规模减少，宽松的货币环境、欧元区直接投资和结构基金将保证政府较强的偿债能力。因此，联合评级对未来 1-2 年斯洛伐克本、外币主权信用评级展望为稳定。

斯洛伐克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
名义 GDP（十亿美元）	93.5	98.5	100.9	87.3	89.6	88.8	731.7	404.1
人均 GDP（美元，PPP）	26,600	27,871	28,997	29,894	31,210	32,910	20,659.1	21,749.0
实际 GDP 增长率（%）	1.7	1.5	2.6	3.8	3.3	3.1	1.5	3.0
通货膨胀率（%）	3.7	1.5	-0.1	-0.3	-0.5	1.6	3.7	5.5
国内信贷增长率（%）	-0.5	0.9	2.6	14.8	8.1	6.3	6.0	15.9
M2 增长率（%）	7.3	6.2	5.2	11.1	5.2	6.3	8.3	11.4
各级政府财政平衡/GDP（%）	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7	-2.0	-1.5	-2.2	-2.9
各级政府利息支付/GDP（%）	2.1	2.4	3.1	3.7	3.6	3.7	1.9	2.3
各级政府初级财政平衡/GDP（%）	-2.2	-0.4	0.4	0.9	1.6	2.2	-0.3	0.2
公共债务/GDP（%）	52.2	54.7	53.6	52.5	52.5	52.3	45.9	40.6
经常项目余额/GDP（%）	0.9	1.8	1.2	0.2	-0.5	-0.8	-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