

## 葡萄牙共和国 2021 年度主权评级报告

---

项目负责人：杜凌轩 lxdu@ccxi.com.cn

项目组成员：朱琳琳 llzhu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 5 月 10 日

**评级观点：**中诚信国际评定葡萄牙共和国（以下简称“葡萄牙”）主权信用评级为BBB<sub>g</sub>，评级展望稳定。中诚信国际认为，葡萄牙经济体量较小，国民生活水平较高，持续推进的结构化改革推动经济进入快速复苏进程，经济结构多元化雏形初步显现，改革下的债务承受能力、财政赤字水平进一步改善，支撑其信用水平。同时，中诚信国际关注到新冠疫情的爆发严重冲击国内出口、旅游及贸易，在经济结构与财政改革节奏趋缓的背景下，进一步削弱了葡萄牙整体经济实力，高企的债务负担以及脆弱的银行体系长期来看仍是掣肘主权信用水平的主要因素，对葡萄牙的主权信用带来一定挑战。

#### 概况数据

	2018	2019	2020E	2021F
实际 GDP 增长率 (%)	2.8	2.2	-7.6	3.7
通货膨胀率 (CPI, %)	1.0	0.3	0.0	0.7
一般政府财政余额/GDP (%)	-0.3	0.1	-6.5	-4.8
一般政府债务/GDP (%)	121.5	117.2	134.9	133.0
一般政府利息支出/政府收入 (%)	7.8	6.9	7.0	6.2
经常账户余额/GDP (%)	0.4	-0.1	-3.4	-3.3

#### 正面

■ **葡萄牙经济位列欧洲中游且生活水平较高。**葡萄牙经济位列欧洲中游水平且人民生活水平较高，2020年GDP规模达2280亿美元，在全球经济体中排名第48位，在欧洲经济体中排名第20位，人均GDP达22257美元。

■ **欧债危机后宏观经济结构改革持续推进，多元化经济模式雏形显现，财政体制逐步优化。**葡萄牙经济结构转型改革始自欧债危机，2011-2014年间形成了以出口导向型为主、更加平衡多元的经济增长模式，2016年后葡萄牙经济增长主要由出口、投资拉动，经济结构转型改革促进了葡萄牙经济逐渐向贸易领域倾斜，综合成本竞争力逐渐增强，人力市场流动性及广义就业率不断增长，出口结构渐呈多元化。财政赤字水平、债务承受能力有效改善，财政改革凸显一定成效。

■ **经常账户多年顺差，对外偿付实力有效提升。**葡萄牙国家经常账户多年持续顺差，外债以欧元债务为主且债务结构较为合理，对外投资净头寸呈连年下降趋势，对外偿付实力逐步提升。

#### 关注

##### 评级历史关键信息

葡萄牙	
主体评级	评级时间
BBB <sub>g</sub> /稳定	2015/12

#### 比较表

国家	级别	2020年部分国家指标					
		名义GDP(万亿美元)	人均GDP(美元)	实际GDP增长率(%)	一般政府财政余额/GDP(%)	一般政府债务/GDP(%)	经常账户余额/GDP(%)
葡萄牙	BBB <sub>g</sub>	231	36,400	-7.6	-5.7	133.6	-1.2
意大利	BBB <sub>g</sub>	1,881	31,206	-8.9	-10.8	155.6	3.4
爱尔兰	BBB <sub>g</sub>	418	83,390	3.4	-5.5	58.1	5.5
墨西哥	BBB <sub>g</sub>	1,086	8,427	-8.3	-2.4	41.6	1.4

■ **葡萄牙债务负担连续多年居高不下，银行体系稳健性承压。**政府部门与私人部门债务持续多年居高不下，银行系统高位的不良资产率较大程度上限制了资源优化配置，银行盈利能力堪忧，薄弱的银行体系稳健性承压。

#### 评级展望

中诚信国际认为，葡萄牙的信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。新冠疫情的爆发对出口、旅游业造成严重冲击，短期内经济增速恐难以恢复至疫情前水平，公共开支扩大以及消费、出口对经济增长拉动放缓导致国家财政压力凸显，或将进一步推升高企的政府债务，但自欧债危机以来，葡萄牙在经济结构转型与财政改革上收效明显，经济结构更加多元化、财政体制优化、对外偿付实力逐渐增强都增强了葡萄牙抵御外部风险的能力，债务风险整体可控，预计其信用水平将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**经济结构转型与财政改革稳步推进，财政状况维稳向好，债务负担进一步减轻；银行资产质量和盈利能力显著提升，将对葡萄牙主权信用产生积极影响，有利于其主权信用水平提升。

■ **可能触发评级下调因素。**财政改革步入深水区并推进不力，政府对经济结构转型、财政整顿意愿与信心均不足，疫情持续时间过长并出现反复，政府债务负担进一步加重，多重因素下葡萄牙国内宏观经济前景、金融市场环境恶化，中诚信将考虑下调其主权评级。

## 主权评级观点

### 基础实力

#### 经济实力

**葡萄牙经济体量较小，工业基础薄弱，投资、出口为拉动经济增长主要动力，2020 年疫情爆发给旅游业、贸易出口带来沉重打击，未来国民经济增长受限**

葡萄牙经济位列欧洲地区中游水平且人民生活水平较高，2020 年 GDP 规模达 2280 亿美元，在世界经济体中排名第 48 位，在欧洲经济体中排名第 20 位，人均 GDP 达 36246 美元。从产业结构来看，葡萄牙第三产业是国民经济主要贡献力量，2019 年服务业增加值占 GDP 比重为 65.6%，国民经济主要支柱产业集中在纺织服装业、制鞋业、软木及造纸业、葡萄酒酿造业、汽车及零部件制造业与旅游业。2011 年受欧债危机冲击，葡萄牙政府向欧盟、欧洲央行与国际货币基金组织请求资金援助，同年与“三驾马车”达成总额为 780 亿欧元资金援助协议，并按照援助方案要求采取一系列经济改革与财政紧缩措施，以整固财政、削减赤字。得益于外部援助和内部改革，葡萄牙宏观经济环境明显改善，财政赤字大幅降低，国债收益率屡创新低，于 2014 年成为继爱尔兰后第二个成功退出“三驾马车”援助计划的国家。2015 年以来，葡萄牙国内生产总值实际增长率平均 2.42%，持续稳定地超过欧元区平均水平，至 2017 年迎来近 17 年新高，当年经济增长率攀升至 3.5%。2017-2019 年，消费是拉动葡萄牙国民经济增长的主要力量，投资、出口是经济增长重要推动因素。消费方面，2017-2019 年消费持续贡献 80% 以上的国内生产总值，同比增速分别达 1.70%、2.20%、2.09%，其中得益于经济改革进程中工资待遇上涨和就业率改善，私人部门消费成为消费稳定增长的主导力量，私人部门消费贡献比重达 64.5%。与此同时，投资对 GDP 贡献也稳步提升，2017-2019 年投资占国内生产总值比重由 17.23%

升至 19.00%，同比增速分别为 11.89%、7.84%、5.43%，整体仍维持较高增速。葡萄牙近年来大力推广旅游业，移民政策的相继开放及调整，尤其是黄金居留计划的推出，直接带动了葡萄牙房地产业、酒店业投资。出口方面，经济改革以来葡萄牙整体出口状况较大改善，更多本土公司加入到全球产业链中，出口市场扩展至欧盟以外地区，出口结构逐渐从纺织品、鞋帽、汽车零部件转向塑料制品与橡胶、金属、煤炭与食品等非成本竞争优势为主的中高端产品与服务倾斜，2010-2019 年间葡萄牙出口总额占国内生产总值比重增长了 13.4%。然而，近三年在全球经济整体下行的背景下，葡萄牙出口增速逐渐放缓，净出口有所收窄，2017-2019 年净出口对 GDP 贡献由 1.0% 降至 0.2%。

突如其来的新冠疫情严重冲击了国内经济，2020 年葡萄牙国内生产总值萎缩 7.6%。国内消费需求大幅衰减，以旅游业为代表的众多葡萄牙支柱产业备受打击，从而直接导致葡萄牙出口剧烈萎缩，出口增速自 2009 年以来首次为负，同比下滑 10.2%。尽管如此，欧盟提供的有力支持将帮助葡萄牙积极应对外部负面冲击。一方面，根据欧盟 2021-2027 年预算案及其他相关安排，未来 7 年内欧盟将向葡萄牙拨付超过 450 亿欧元资金，包括预算案中规定的 300 亿欧元拨款以及欧盟复苏基金框架下的 153 亿欧元援助资金等，2021 年上半年期间葡萄牙可获得总额 10% 即约 45 亿欧元的首批拨款，这将有效缓解葡萄牙关键经济部门的萎缩幅度；同时，欧元区持续宽松的货币政策也将有利于葡萄牙政府和企业应对经济风险。另一方面，多元化的经济结构、较高的人均国民财富水平及持续改善的赤字水平夯实了葡萄牙抵御冲击的能力。2021 年伴随疫情逐步得到有效控制及生产消费活动正常化预计葡萄牙国内生产总值增速将反弹至 3.7%。中长期来看，受制于自身经济体量，制造业基础薄弱，国民经济产业结构仍有待完善，葡萄牙经济增长将维持疫情前低速缓慢增长态势。

## 财政实力

**政府赤字缓慢改善，债务承受能力有所加强，居高不下的债务负担与脆弱的银行体系较大程度上削弱了葡萄牙整体财政实力，疫情再次推升了国家债务风险，但在欧盟的支持下整体风险可控**

欧债危机爆发以来，葡萄牙一度陷入经济困境，政府财政濒临破产，2010年财政赤字高达11.4%，随后葡萄牙政府开启经济结构转型改革，期间形成了以出口、投资导向型为主、更加平衡多元的经济增长模式，与此同时，葡萄牙政府通过降低公共部门人员工资、增加税收、冻结养老金增长与限制公共开支等在内的一系列财政紧缩措施严格控制赤字水平，至2015年赤字率降至4.4%。2017-2019年，得益于持续增长的经济环境与劳动力市场状况改善，税收稳步增加，政府在中间环节严格控制预算，赤字率由2017年的3.0%逐步改善至2019年实现财政盈余0.1%。2020年，为应对新冠肺炎疫情，葡萄牙政府推出一系列举措以保障民生就业，最低薪酬保障增幅较年初制定的3.4%上调至4.4%，同时政府发放总额30亿欧元的可用信贷额度、减轻税收负担与银行体系压力，进一步增加了政府财政负担，2020年葡萄牙财政赤字高达6.5%，再度缩窄了原本有限的财政政策腾挪空间。

葡萄牙债务水平连续多年居高不下，脆弱的银行体系进一步推升了政府债务负担水平。2014年收购圣灵银行导致债务负担骤升，一般政府债务占国内生产总值于2014年达到最高点132.9%。2017年以来尽管政府债务步入下行通道，但2020年疫情应对措施使得政府债务占国内生产总值再度攀升至134.9%，较上一年同比增加17.7%。与此同时，私人部门债务水平连年居高不下，2019年私人部门债务占国内生产总值达160.54%。私人部门债务压力在欧债危机前已经凸显，贡献了近70%经济产值的中小企业融资渠道主要依赖于银行借贷，银行系统高位的不良资产率较大程度上限制了资源优化配置，银行化解不良资产能力不足和资本缺口较大共同推升了政府与私人部门债务风险。经济改革以

来，葡萄牙政府通过提前偿还援助贷款、增加债券融资等方式优化债务结构，短期债务承受能力有所增强，2020年政府利息支出占财政收入比重为7.0%，较上一年同比持平。

总体来看，近年来葡萄牙财政赤字有所改善、政府债务承受能力稳步增强，然而2020年疫情爆发进一步加重了原本庞大的债务负担，预计2021年、2022年葡萄牙政府财政赤字与政府负债率将同步攀升，财政赤字未来两年将分别上行至6.5%、4.8%，但欧元区宽松的货币政策和欧盟对葡萄牙财政制度改革的认可有助于稳定消费者信心并降低政府的融资成本，整体债务风险可控。

## 对外偿付实力

**服务贸易带动经常账户连年持续顺差，对外偿付实力有效提升，外债规模虽庞大但整体抗风险能力增强**

欧债危机爆发前，葡萄牙经济对外依存度较高，内外失衡较大，经常账户赤字连年高位震荡，于2010年达到10.26%高点，其中商品和服务贸易赤字123亿欧元。经济改革以来，伴随经济增长模式转型逐步深入、原油价格下行周期背景下出口竞争力改善叠加旅游贸易振兴，葡萄牙服务出口账户强劲增长，经常账户持续出现小幅盈余，2016-2018年经常账户盈余分别为1.17%、1.38%、0.38%，2019年旅游业需求低迷导致服务账户顺差缩窄，经常账户小幅赤字0.1%。2020年疫情进一步冲击了葡萄牙旅游业与对外贸易，服务账户出口同比大幅下降37.23%，服务账户赤字进一步扩大导致2020年葡萄牙经常账户赤字走高至3.4%。2020年葡萄牙总外债约4100亿欧元，占国内生产总值比重约179.9%，外债比重虽庞大，但与其他南欧国家相比整体风险可控，从债务结构上看，以金融机构与各级政府为主，二者外债合计占比约60%以上，债务持有国中，西班牙为葡萄牙第一大债务持有国，外部风险敞口相对有限。总体来看，尽管葡萄牙的外债总额占国内生产总值比重维持在190%的高水平，但外债以欧

元债务为主且结构较为合理，外国投资净头寸呈连年下降趋势；与此同时，受益于欧洲低利率环境，融资成本较低，外债风险整体可控。

## 制度实力

### 葡萄牙制度实力良好，伴随经济转型改革推进，财政体系制度有望进一步完善，疫情冲击对葡萄牙制度实力影响有限

葡萄牙政治制度为议会制共和制，总统、议会、政府与法院构成最高权力机构。议会实行一院制，由总统任命议会内议席最多的政党领袖出任政府，政府同时向总统与议会负责。议会议员由直接选举产生，为期4年，可连选连任。葡萄牙政治稳定性与政府效率在全球治理指标中表现较好，近年来葡萄牙携手IMF、EU、ECB持续推进经济结构改革，于2014年重回国际资本市场，在司法、就业、投资等领域出台一系列政治措施，较大程度改善了营商环境与行政效率，在2019年世界银行发布的最具投资吸引力国家中排名第39位，直接改善了为本国创造逾70%经济产值的中小企业融资环境。财政体系改革方面，出台更为严格的政府预算制度，建立独立公共财政议事会，及时披露预算执行具体细节，有效提升了公共财政透明度。金融系统方面，尽管近年来葡萄牙银行业有所复苏，但银行业不良贷款率仍旧高于欧盟平均水平，银行业与保险业仍存在较大风险敞口，未来葡萄牙金融业的盈利能力与资本质量仍是长期关注重点。

## 事件风险

### 金融系统风险将持续成为葡萄牙核心事件风险，不良贷款率高企且银行机构间差异显著，疫情再度对金融系统稳健性提出严峻考验

葡萄牙的事件风险主要集中在金融系统风险。截止2020年第三季度，葡萄牙银行业不良贷款率为5.3%，尽管较2016年20.1%高点持续下降，但仍有下降空间，且葡萄牙国内银行机构间不良贷款率差异较大，部分银行抵抗不良贷款风险能力仍较弱，存量问题贷款规模持续居高不下；与此同时，

葡萄牙银行体系整体资本质量堪忧，自2014年政府颁布新规允许部分递延税项资产不必依据未来盈利能力而纳入银行核心一级资产后，递延税项资产大量堆积削弱了银行资本质量，银行业对递延税项资产仍承担大量敞口，截止2019年底，递延税项资产仍占银行普通一级资本(CET1)的27%。为保障银行业支持疫后经济复苏的贷款能力，葡萄牙政府采取了包括延缓贷款偿付、提供国家担保贷款等一系列措施，截止06月份向中小企业与居民家庭延缓价值近390亿欧元的贷款，占银行业总贷款规模的22%，葡萄牙因家庭和企业采取延期偿付措施、增加信贷额度等面临的形势尤为敏感，贷款违约率和担保额在欧洲排名第三，是国际货币基金组织预估银行业最脆弱的国家之一。长期来看，相关支持政策的到期可能导致贷款违约增加，银行不良贷款率集中骤升；同时，欧洲央行尽管阶段性降低了各国银行业资本合规性门槛，但葡萄牙银行业资本的内生能力将伴随盈利能力、资本质量下降而同步下降，从而侵蚀银行业的长期资本基础。

## 评级展望

中诚信国际认为，葡萄牙信用水平在未来12~18个月内将维持稳定。新冠疫情的爆发对出口、旅游业造成严重冲击，短期内经济增速恐难以恢复至疫情前水平，公共开支扩大以及消费、出口对经济增长拉动减弱导致国家财政压力凸显，或将进一步推升高企的政府债务，但自欧债危机以来，葡萄牙在经济结构转型与财政改革上收效明显，经济结构更加多元化、财政体制优化、对外偿付实力逐渐增强都提升了葡萄牙抵御外部风险的能力，债务风险整体可控，预计其信用水平将保持稳定。

## 评级上调因素

经济结构转型与财政改革稳步推进，伴随财政改革深入，财政状况维稳向好，政府及私人部门债务得到有效改善，债务负担进一步减轻；银行资产质量和盈利能力显著提升，银行体系应对外部风险能力有效增强，将对葡萄牙主权信用产生积极影响，

有利于其主权信用水平提升。

## 评级下调因素

财政改革步入深水区并推进不力，政府对经济结构转型、财政整顿意愿与信心均不足，疫情持续时间过长并出现反复，政府债务负担进一步加重，多重因素下葡萄牙国内宏观经济前景、金融市场环境恶化，财政与经济实力同步下降，叠加政治风险攀升，中诚信国际将考虑下调其主权信用评级。

## 近期关注

为了加快经济复苏步伐，葡萄牙政府于 03 月 15 日宣布了总额约 70 亿欧元的从税收到对就业、旅游、文化和体育等领域一揽子经济扶持计划。在税收领域，葡萄牙政府已经恢复了去年采取的一些措施，以缓解企业和家庭的负担，部分税收可以延迟支付。此外，每月和每季度的增值税可以分三期或六期支付，无需支付利息。餐饮，住宿和文化领域的公司，可以暂停缴纳个人所得税和企业所得税的税款。据估计，这些优惠措施共涉及约 60 亿欧元的税收。在保障就业方面，约 11.6 亿欧元的直接援助主要用于增加和扩大对受疫情影响企业的补贴，缓解企业流动性压力，加强支持就业市场。欧盟 2020 年第四季度就业数据显示，葡萄牙就业率环比增长 1.9%，增幅位于欧盟地区前列。葡萄牙国家统计局今年初公布的数据显示，2020 年葡萄牙失业率为 6.8%，比 2019 年同比增加 0.3 个百分点，低于政府预期，凸显出政府保就业举措取得了显著成效。对于旅游产业，除此前向中小型旅游企业提供的总额 1.2 亿欧元的官方担保信贷外，政府还宣布向大中型旅游企业提供 3 亿欧元官方担保信贷。

国内疫情方面，2021 年 01 月 15 日 0 时起，葡萄牙实施新一轮禁闭政策，基本原则是禁足在家，远程办公，学校、政府机构部门正常运作，超市限流开门，餐饮只能外卖，体育运动受限，文化机构、商店全部关闭。截止 2021 年 04 月 13 日，葡萄牙累计确诊病例达 82.8 万人，累计死亡病例达 1.7 万人。此前 2020 年 12 月份举行的新闻发布会上，葡

萄牙国家药品管理局详细介绍了葡萄牙疫苗分三个阶段的接种计划。截止 02 月 23 日，葡萄牙境内已接种一剂疫苗人数（含已完成两剂注射者）43.24 万人，约占葡总人口的 4.2%；其中已完成两剂疫苗接种人数 24.78 万人，约占葡总人口的 2.4%，该比例居世界第 12 位。

尽管经济呈向好趋势，但葡萄牙经济发展仍面临诸多挑战。短期来看，尽管一揽子经济救助扶持计划短期内对经济快速复苏起到一定程度刺激作用，但疫情的持续反复仍为经济的全面复苏增添了不确定性因素，长期来看，葡萄牙为应对疫情采取的一系列大力度税收优惠、企业补贴等纾困措施或将加重政府财政负担，进一步推升葡萄牙债务风险。

## 附一：葡萄牙主要数据

	2018	2019	2020	2021F
人口(百万)	10.3	10.3	10.3	10.2
人均 GDP(美元)	23,551	23,237	22,257	24,416
名义 GDP(十亿美元)	241.4	237.7	228.0	250.0
人均 GDP (PPP, 美元)	34,830	36,426	-	-
实际 GDP 增长率 (%)	2.8	2.2	-7.6	3.7
通货膨胀 (%)	1.0	0.3	0.0	0.7
一般政府财政余额/GDP (%)	-0.3	0.1	-6.5	-4.8
一般政府债务/财政收入 (%)	283.2	274.2	326.0	315.9
政府利息支出/财政收入 (%)	7.8	6.9	7.0	6.2
一般政府债务/GDP (%)	121.5	117.2	134.9	133.0
经常账户余额/GDP (%)	0.4	-0.1	-3.4	-3.3
外汇储备(十亿美元)	7.8	4.9	4.7	6.0
国际投资净头寸/GDP (%)	-105.6	-100.3	-	-

## 附二：信用等级符号及定义

主权等级符号	含义
<b>AAA<sub>g</sub></b>	受评对象的经济、财政实力极强，融资渠道畅通，基本不受不利环境的影响，违约风险极低。
<b>AA<sub>g</sub></b>	受评对象的经济、财政实力很强，事件风险敏感性很低，中期内没有重大清偿问题，违约风险很低。
<b>A<sub>g</sub></b>	受评对象的经济、财政实力较强，事件风险敏感性较低，中期内没有重大清偿问题，违约风险较低。
<b>BBB<sub>g</sub></b>	受评对象的经济、财政实力一般，不利环境在短期内不会影响债务的清偿，违约风险一般。
<b>BB<sub>g</sub></b>	受评对象的经济、财政实力较弱，目前没有明显的清偿问题和切实的调整能力，违约风险较高。
<b>B<sub>g</sub></b>	受评对象在不利环境的影响下，很有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险很高。
<b>CCC<sub>g</sub></b>	受评对象在不利环境的影响下，极有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险极高。
<b>CC<sub>g</sub></b>	受评对象在不利环境的影响下，基本不能保证偿还债务。
<b>C<sub>g</sub></b>	受评对象在不利环境的影响下，无法偿还债务。

注：除 AAA<sub>g</sub> 级，CCC<sub>g</sub> 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。