

# 斯洛文尼亚共和国 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 llzh@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 9 月 10 日

## 斯洛文尼亚 – BBB<sub>g</sub><sup>+</sup>/稳定

**评级观点：**中诚信国际评定斯洛文尼亚共和国（以下简称“斯洛文尼亚”）主权信用级别为 **BBB<sub>g</sub><sup>+</sup>**，评级展望稳定。中诚信国际认为，斯洛文尼亚较高的国民收入水平、雄厚的加工业基础、不断改善的财政体系以及较高的进出口平衡度支撑了其信用级别。同时，中诚信国际关注到疫情对斯洛文尼亚经济财政状况带来的短期冲击，金融系统不稳定因素增加对主权信用构成的下行压力。

### 概况数据

	2018	2019	2020E	2021F
实际 GDP 增长率 (%)	2.4	1.9	-5.4	5.5
通货膨胀率 (CPI, %)	2.0	2.2	0.8	2.2
一般政府财政余额/GDP (%)	-0.3	-0.3	-10.6	-9.4
一般政府债务/GDP (%)	79.2	78.6	104.4	107.0
一般政府利息支出/政府收入 (%)	7.2	7.1	7.0	6.2
(经常账户余额+净 FDI)/GDP (%)	7.8	7.2	7.0	-

### 正面

- **斯洛文尼亚经济呈高度外向型且国民收入水平较高，加工制造业基础雄厚，出口成为经济增长的强劲引擎。**斯洛文尼亚属于出口导向型、高度外向型的经济体，国民收入水平较高，2020年 GDP 规模达 530 亿美元，人均 GDP 达 38807 美元。加工制造业基础雄厚且劳动力普遍素质较高，近年来对欧盟等主要贸易伙伴出口强劲，成为拉动经济增长的主要因素。
- **进出口平衡度较高，经常账户连年保持盈余，抗击外部风险能力有效增强。**高度外向型的经济模式带动经常账户维持多年顺差，进出口平衡度较高，近年来对外偿付实力逐步提升，抗击外部风险能力有效增强。
- **财政制度改革成效显著，财政赤字、债务负担持续下降。**欧债危机后斯洛文尼亚通过一系列经济改革措施，巩固财政、削减赤字，取得明显成效，赤字水平不断呈下降态势，政府债务负担有效缓解。

### 关注

- **疫情冲击影响下，赤字水平、债务负担攀升加重政府财政压力。**高度外向型的经济也让斯洛文尼亚较易受到外部宏观经济形势变化的影响，短期面临赤字水平、财政负担走高风险。
- **不良贷款率居高不下，银行体系稳健性承压。**受疫情影响，银行整体盈利能力受挫，债务延期等一揽子财政救助措施或将推升银行贷款违约风险。

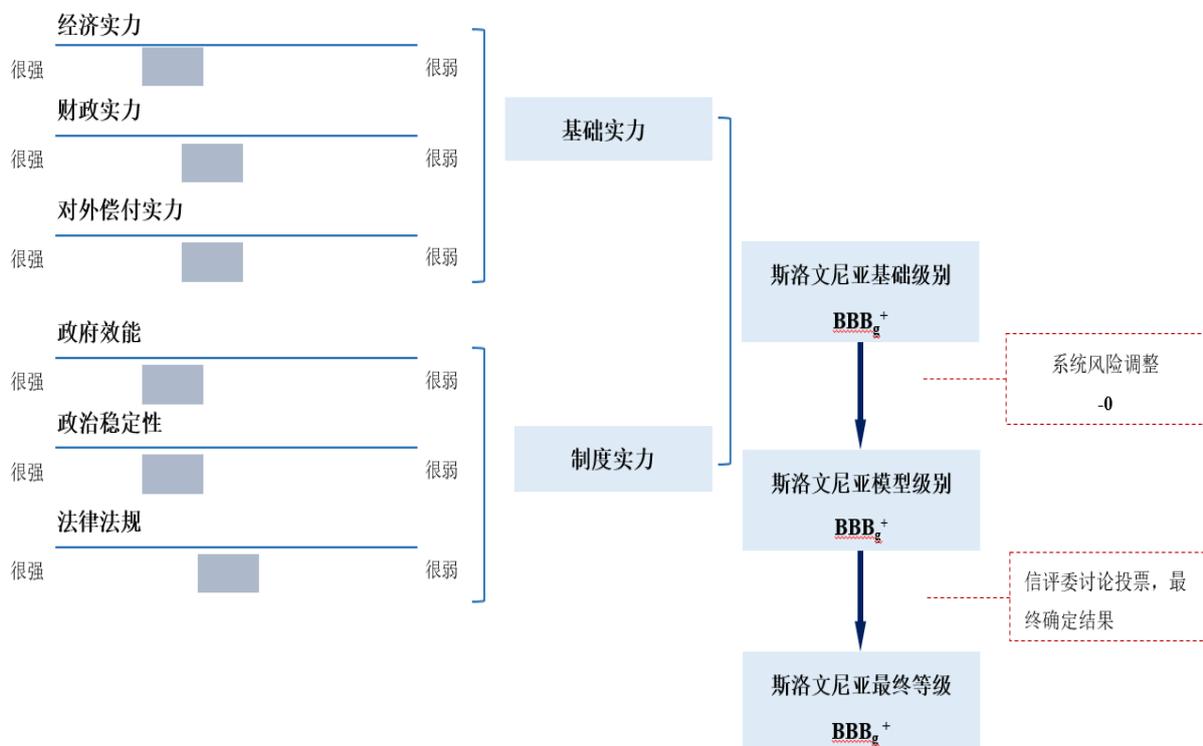
### 评级展望

- 中诚信国际认为，斯洛文尼亚信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。在出口反弹及内需逐步恢复的带动下，2021 年斯洛文尼亚经济预计将稳步复苏。尽管为应对疫情而采取的一系列纾困措施在短期内加重债务负担，但得益于较强的经济稳定性以及欧盟救助基金的扶持，财政风险依旧可控。斯洛文尼亚稳健的财政实力和较强的对外偿付实力能够有效支撑当前级别。
- **可能触发评级上调因素。**财政、金融领域改革稳步推进，财政状况持续向好，债务负担进一步减轻，银行体系应对外部风险能力有效增强，伴随疫情得到控制，进出口对外贸易快速恢复带动国内经济稳步增长，将对斯洛文尼亚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。**财政改革进入瓶颈期，改革难见成效，老龄化人口问题加重政府财政负担，银行体系不良资产率攀升导致金融系统风险增加，欧盟地区疫情持续反复，外部波动性加剧影响斯洛文尼亚进出口贸易，经济增长承压，中诚信国际将考虑下调其主权信用评级。

### 比较表

2020 年部分国家指标							
国家	级别	名义 GDP (十亿美元)	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+净 FDI)/GDP (%)
斯洛文尼亚	BBB <sub>g</sub> <sup>+</sup>	53	38,807	-5.5	-8.4	80.8	7.0
西班牙	BBB <sub>g</sub>	1,278	38,392	-10.8	-11.0	120.0	-0.3
意大利	BBB <sub>g</sub>	1,882	40,861	-8.9	-9.5	155.8	3.8
爱尔兰	BBB <sub>g</sub> <sup>-</sup>	418	94,392	3.4	-5.0	59.5	24.4

### 评级模型



## 主权评级观点

### 基础实力

#### 经济实力

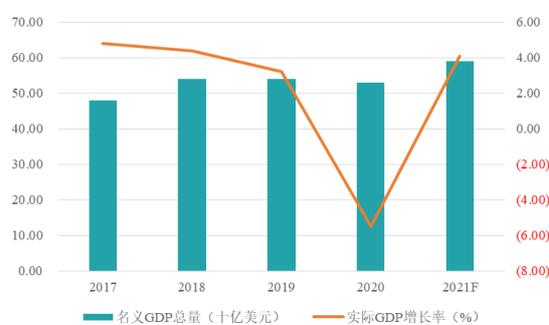
**斯洛文尼亚经济规模较小，但加工工业基础雄厚。面向欧盟的中高价值产品出口推动了近年经济的持续增长。2020 年疫情严重冲击斯洛文尼亚出口及旅游业，2021 年伴随欧盟主要贸易伙伴经济的复苏有望恢复经济增长**

斯洛文尼亚经济规模较小，但人均收入水平较高，2020 年 GDP 规模为 530 亿美元，人均 GDP 达 38807 美元，按购买力平价计算，达到欧盟 27 国人均 GDP 平均水平的 91%，在 27 国中排名第 16 位，处于欧洲中等发达国家水平。从产业结构来看，斯洛文尼亚服务业所占比重最大，其次是制造业，占比最小的是农业，2019 年服务业增加值、工业增加值、农业增加值占 GDP 比重分别为 56.21%、28.89%、2.01%。2004 年加入欧盟以来，斯洛文尼亚政府积极推行自由贸易政策，重点开拓欧盟及中欧市场，优势产业不断加强，具有比较优势的产业主要集中在汽车产品、金属加工、化学与医药、电气电子产品、电信产品及服务与旅游业。斯洛文尼亚加工工业基础雄厚，凭借优越的地理位置和发达的交通设施，斯洛文尼亚企业同许多欧洲企业也建立了长期的合作关系，这些均在一定程度上为外商提供了良好的投资环境。与此同时，斯洛文尼亚劳动力素质较高，在经济部门就业人员中约 11% 接受过高等教育，劳动力的技术水平和熟练程度较高，平均生产率接近西欧国家，而劳动力成本较西欧、北欧低廉，在欧洲居中等水平。

2004 年斯洛文尼亚加入欧盟，政府迅速推出经济改革计划，促进经济的创新与发展，经济连续 4 年保持稳步增长态势，2004-2008 年期间平均 GDP 增长率为 4.8%；2008 年以来的国际金融危机与欧债危机给斯洛文尼亚经济造成了严重影响。由于主要贸易伙伴经济复苏乏力，叠加斯洛文尼亚政府

2010-2013 年逐步退出刺激经济计划，作为以出口为导向的高度外向型经济体，斯洛文尼亚经济面临严重衰退，2009-2013 年间平均每年经济衰退 -3.8%。2013 年政府组阁推行了一系列减少财政支出和刺激就业的措施，经济开始企稳回升，2013-2019 年 GDP 连续保持正增长，平均增长率为 3.4%，其中出口为拉动经济增长的主要动力，2013-2019 年商品与服务出口占 GDP 比重由 74.2% 增长至 83.7%，出口金额年平均增长率为 4.7%。

图 1：2017-2021 年斯洛文尼亚 GDP 总量和增速（%）



资料来源：斯洛文尼亚统计局，中诚信国际整理

2020 年新冠疫情爆发严重冲击斯洛文尼亚本国经济，2020 年 GDP 同比下降 5.5%，GDP 增速自 2013 年以来出现首次下滑。其中国内消费需求疲软及投资意愿下降带动消费、投资分别同比下滑 6.1%、4.9%，商品与服务出口、进口金额分别同比下滑 10.1%、12.5%。新冠疫情导致斯洛文尼亚旅游人数大幅减少，游客人数同比下降 50.80%，给占到国内 GDP 份额 12.3% 的旅游收入造成前所未有的损失。综合来看，新冠疫情导致斯洛文尼亚短期经济表现低迷，但长期来看，依托雄厚的工业基础及高素质劳动力队伍，伴随疫情渐趋稳定及欧盟主要贸易伙伴经济的复苏，国内经济将逐步恢复增长，预计 2021 年 GDP 有望反弹 4.1%。

2021 年 7 月 1 日，斯洛文尼亚接替葡萄牙开始担任为期半年的欧盟轮值主席国，同日欧盟委员会批准了斯洛文尼亚总额达 25 亿欧元的经济复苏计划，其中包括 18 亿欧元拨款和 7 亿欧元的贷款，

资金将用于疫情后经济重建及转型。未来欧盟纾困资金的逐步落地将有助于推动斯洛文尼亚经济的增长。

## 财政实力

**财政赤字近年来改善显著，政府债务负担有所缓解，新冠疫情再度推升了赤字水平，加剧了财政压力，但受益于欧盟纾困资金支持与宽松货币融资环境，整体财政水平保持稳健**

欧债危机期间，斯洛文尼亚因其出口导向、高度外向型经济也同时深陷危机，房地产行业泡沫破裂，背负巨额不良贷款的银行业濒临崩溃。为拯救不断下滑的经济和银行业，斯政府于 2013 年启动国有企业私有化进程，出售包括第二大国有银行 Nova KBM、斯洛文尼亚电信等 15 家大型国企，为国家财政增收约 7.5 亿欧元。另一方面，政府向银行业大量注资，导致财政赤字由 2012 年 4.0% 跃升至 2013 年 14.6%。政府大举注资银行业的同时也推升了政府财政负担，2015 年一般政府负债占 GDP 比重达 82.6%。2015 年以来，伴随经济的好转及政府一系列开源节流措施的落地，政府财政状况逐步改善。财政赤字由 2015 年的 -2.8% 转为 2019 年实现小幅盈余 0.5%，一般政府债务占 GDP 比重由 2015 年的 82.6% 持续降至 2019 年的 65.6%，利息支出占财政收入的比重由 7.0% 下降至 3.9%。

2020 年新冠疫情爆发后，斯洛文尼亚政府在实施封锁措施的同时，还推出了 30 亿欧元的救市计划，相当于全国 GDP 的 5.7%。计划提出了应对疫情蔓延的一揽子措施，包括帮助企业全额支付临时裁员补偿金、支付社会保险、提供贷款担保等，以及对因疫情收入受影响的个体经营者提供现金补偿，对收入较低退休人员、负担过重家庭、学生等群体提供危机津贴等，由此 2020 年政府财政平衡由上一年小幅盈余 0.5% 攀升至赤字 8.4%；债务负担也同步走高，2020 年一般政府债务占 GDP 比重升至 80.8%，创近 5 年新高，较上一年大幅跃升 15.2%。从债务结构来看，一般政府债务以中央政府债务为主，各省市政府的债务占比较低，且以本币长期债

务为主。

图 2：2017~2021 年斯洛文尼亚财政状况（%）



资料来源：斯洛文尼亚统计局，中诚信国际整理

2021 年，考虑到经济恢复可能带动税收收入增长，而另一方面员工薪酬补贴、向家庭个人转移支付仍将扩大，预计 2021-2022 年斯洛文尼亚财政赤字水平将由 8.0% 高位逐渐下降至 5.3% 左右。由于疫情的不确定性，政府增加公共投资、对企业和居民提供援助、采取货币刺激措施来支持经济复苏的举措仍将持续，斯洛文尼亚在未来两年的债务负担仍将居高不下，预计 2021-2022 年一般政府债务占 GDP 比重将维持在 80.0% 左右。尽管斯洛文尼亚政府债务负担高企，但总体来看，受益于欧盟纾困资金救助支持及低利率融资环境，政府利息支付占财政收入比重将维持在 3.4% 左右，政府财政应对疫情冲击显现较强韧性，整体债务风险相对可控。

## 对外偿付实力

**高度外向型的经济模式带动经常账户连年持续顺差，进出口平衡度较高，近年来对外偿付实力逐步提升，外债规模虽庞大但整体可控，抗击外部风险能力有效增强**

斯洛文尼亚依托天然的地理区位优势以及雄厚的制造业工业基础，形成了以出口导向为主、高度外向型的经济特征。作为中欧重要的制造业基地，斯洛文尼亚对外贸易伙伴主要集中在欧盟地区，2020 年出口欧盟成员国商品占斯洛文尼亚出口总额的 66.9%，自欧盟进口额占进口总额的

67.5%。良好的经济结构使得斯洛文尼亚进出口贸易平衡度较高，经常账户长期维持顺差且不断扩大，2015~2019年经常账户余额占GDP比重由3.8%提升至5.6%。伴随斯洛文尼亚经济成功转型，斯洛文尼亚国内经商环境稳步改善，吸引外国直接投资规模不断扩大，2015~2019年间平均净外商直接投资占GDP比重保持在2.1%左右，国际收支多年处于净流入状态。

2020年斯洛文尼亚出口总额329亿欧元，同比下降2.3%，进口额320亿欧元，同比下降6.3%，顺差达9亿欧元，进口下降幅度领先于出口，致使经常账户余额占GDP比重为7.1%，较上一年增加1.5个百分点。未来伴随欧盟主要贸易伙伴国家疫情逐渐得到控制，预计斯洛文尼亚进出口将快速恢复至疫情前水平。受疫情冲击，2020年斯洛文尼亚本国经商环境有所恶化，净外商直接投资占GDP比重跌至-0.1%，但整体国际收支仍处于净流入状态。

2020年斯洛文尼亚外债规模为490亿欧元，占GDP比重约为80.9%。受益于欧元的储备货币地位、国际投资者更为多样化的投资偏好以及对欧元资产需求的稳定增长，斯洛文尼亚外部融资渠道畅通。中央政府能够以较低成本在国际市场上进行融资，融资便利性很高，能够有效支撑其外部偿付能力。

图3：2017~2021年斯洛文尼亚国际收支状况（%）



资料来源：斯洛文尼亚统计局，中诚信国际整理

## 制度实力

### 金融危机后斯洛文尼亚政府更替频繁、稳定性趋

### 弱，政局动荡影响政策贯彻执行，但整体来看，受益于欧盟一体化经济背景，经济体制的转轨和经济结构的调整，取得显著成效

1991年斯洛文尼亚宣布脱离南斯拉夫社会主义联邦共和国成为独立的主权国家。独立后，斯洛文尼亚走上“回归欧洲”的发展道路，实行多党议会民主体制，1997年和2000年两次修宪，宪法确立立法、行政、司法三权分立原则。斯洛文尼亚国民议会是国家最高立法机构，实行一院制。国民议会由90名议员组成，通过直接选举产生，任期4年。斯洛文尼亚政府是国家权力执行机构，任期4年。本届政府成立于2018年09月，由沙雷茨名单党、现代中间党、社会民主人士党、布拉图舍克党、退休者民主党组成。在政党不断分化组合的进程中，逐步形成比较明晰的左、中、右三翼政党分野格局，政局总体平稳。

斯洛文尼亚政府执政能力较强，政府战略规划在欧债危机后较为清晰，采取了一系列切实可行的财政整顿措施，同时积极融入欧洲一体化改革，在欧盟的整体框架下保障社会稳定、经济增长和可持续发展。经济上确立了市场经济体制，根据本国特点采取了不同于“休克疗法”的渐进式的稳定经济政策，保证了经济的正常运转，在努力与国际经济和金融机构建立联系和开拓国际市场的同时，进行经济体制的转轨和经济结构的调整，取得显著成效，被誉为“经济发展最为成功”的中东欧国家之一。由此，斯洛文尼亚得以成为前南斯拉夫地区第一个加入欧盟的国家（2004年），也是中东欧地区第一个加入欧元区（2007年）。此外，斯洛文尼亚政府腐败控制和产权保护方面处于较强水平，有利于政策执行与市场良性竞争。

然而，斯洛文尼亚频繁政府选举或影响其政治稳定性和战略执行力。从政治领域看，政府频繁更替、大选提前举行已经成为近十年来斯洛文尼亚政党政治的显著特征。2008-2018年近十年的时间里，斯洛文尼亚有连续四届政府提前终止任期，甚至部分政府仅仅执政一年多便下台。政局的动荡导

致政策向下传导受阻，导致政策执行效率下降、政策响应速度慢。

## 系统风险

**斯洛文尼亚银行系统风险在长期内持续存在，疫情或将影响金融系统整体稳健性；得天独厚的地理位置使得地缘政治风险较低，ESG 风险处于很低水平**

斯洛文尼亚国家银行体系在 2008 年受到金融危机的沉重打击。2008-2013 年期间，银行体系资产质量与资本水平整体下降，政府对银行体系救助政策的延迟也加剧了金融危机期间的风险传导。疫情下银行体系整体稳定性或将再度承压。2020 年第 4 季度，斯洛文尼亚国内银行的最大客户群体—餐饮与公共服务行业整体利润大减，银行盈利能力受挫，2020 年银行业税后利润 4.50 亿欧元，较 2019 年下降 15.1%，若无 Nova KBM 和 ABANKA2 家银行合并的因素，银行业利润预计将减少一半以上。与此同时，银行贷款受到本国颁布的新冠国家干预法影响，2020 年展期债务的集中到期将增大银行业的风险敞口，金融体系整体稳定性面临挑战。

斯洛文尼亚位于中欧南部，比邻阿尔卑斯山，西邻意大利，西南通往亚得里亚海，东部和南部被克罗地亚包围，东北与匈牙利、奥地利接壤。凭借优越的地理位置、周边老牌发达国家的发展便利，多年来不断吸收借鉴先进技术和经验，斯洛文尼亚脱离南斯拉夫后经济迅速发展，均得益于良好的地缘政治环境，地缘政治风险水平较低。

从 ESG 风险来看，斯洛文尼亚的环境和治理风险很低，社会风险处于较低的水平。环境方面，斯洛文尼亚在碳排放、垃圾治理等方面的风险很低，但由于斯洛文尼亚矿产资源匮乏，对于自然资源有一定依赖，在能源转型和环境资本上面临部分压力，需关注能源转型对于斯洛文尼亚经济的影响。在社会方面，斯洛文尼亚在教育水平、健康与安全、社会基础服务方面均处于欧洲前列，但与大多数欧洲发达国家类似，斯洛文尼亚在中长期面临人口结构调整对其公共财政的压力。尽管 2013 年起施行

的新养老金制度改革提高了劳动力年龄上限，老年劳动力参与度提升，养老金制度改革在一定程度上提升了财政制度的稳定性，但 2019 年 11 月议会通过的退休金等部分制度的设置也相应增加了政府未来的财政负担，目前斯洛文尼亚仍是欧盟地区老龄化人口开支最高的国家之一，持续近 10 年的养老金制度改革收效甚微，进展缓慢。治理方面，得益于完善的治理结构和政策有效性，斯洛文尼亚的治理风险处于很低的水平。

## 评级展望

中诚信国际认为，斯洛文尼亚信用水平在未来 12~18 个月内将维持稳定。在出口反弹及内需逐步恢复的带动下，2021 年斯洛文尼亚经济预计将稳步复苏。尽管为应对疫情而采取的一系列纾困措施在短期内加重债务负担，但得益于较强的经济稳定性以及欧盟救助基金的扶持，财政风险依旧可控。斯洛文尼亚稳健的财政实力和较强的对外偿付实力能够有效支撑当前级别。

## 评级上调因素

若财政、金融领域改革稳步推进，财政状况持续向好，债务负担进一步减轻，银行体系应对外部风险能力有效增强，伴随疫情得到控制，进出口对外贸易快速恢复带动国内经济稳步增长，将对斯洛文尼亚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

如果财政改革进入瓶颈，改革难见成效，老龄化人口问题加重政府财政负担，银行体系不良资产率攀升导致金融系统风险增加，欧盟地区疫情持续反复，外部波动性加剧影响斯洛文尼亚进出口贸易，经济增长承压，中诚信国际将考虑下调其主权信用评级。

## 近期关注

**一季度国民经济稳步向好，政府采取有效措施应对**

## 疫情，国内局势渐趋稳定

据斯洛文尼亚国家统计局数据，斯洛文尼亚一季度国民生产总值（GDP）116.6 亿欧元，同比增长 1.6%。2021 年 3 月斯洛文尼亚出口额 35 亿欧元，同比增长 18%，环比增长 27.4%，进口额 34 亿欧元，同比增长 20.4%，环比增长 36.4%，贸易顺差 1 亿欧元。其中，向其他欧盟国家出口 24 亿欧元，进口 24 亿欧元；向非欧盟国家出口 11 亿欧元，进口 10 亿欧元。今年一季度斯洛文尼亚出口总额 94 亿欧元，同比增长 5.9%，进口总额 87 亿欧元，同比增长 3.5%，贸易顺差 7 亿欧元。2021 年初进出口贸易显现出较大弹性，呈现企稳向好趋势。

国内疫情方面，2020 年 05 月 15 日，斯洛文尼亚政府宣布新冠疫情在国内已经结束，成为第一个宣布疫情结束的欧洲国家。与其他欧洲国家相比，斯洛文尼亚能够迅速成功控制疫情蔓延得益于两方面：一方面，斯洛文尼亚的人口年龄结构略占优势，全国 200 万人口中 25 到 54 岁居民占总人口近一半。另一方面，斯洛文尼亚政府在此次疫情中行动迅速，及时采取严格的限制性措施并关闭与意大利的边境。在医疗硬件设施上，从千人床位数来看，斯洛文尼亚每 1000 人平均拥有 4.5 个床位，在 OECD 国家中属中上水平，高于澳大利亚、挪威、芬兰等国。受益于良好的医疗硬件设施，即便在疫情高峰期，斯洛文尼亚的医院也没有经历过无病床可用。

## 附一：斯洛文尼亚主要数据

	2018	2019	2020	2021F
人口(百万)	2.1	2.1	2.1	2.1
人均 GDP(美元)	26,103	25,940	25,190	28,068
名义 GDP(十亿美元)	54.0	54.0	53.0	59.0
人均 GDP(PPP, 美元)	39,187	40,879	-	-
实际 GDP 增长率(%)	4.4	3.2	-5.5	4.1
通货膨胀(%)	1.4	2.0	-1.2	1.4
一般政府财政余额/GDP(%)	0.7	0.4	-8.4	-6.1
一般政府债务/财政收入(%)	158.8	150.0	185.5	187.9
政府利息支出/财政收入(%)	4.5	3.9	3.7	3.4
一般政府债务/GDP(%)	70.3	65.6	80.8	79.6
经常账户余额/GDP(%)	5.8	5.6	7.1	7.0
(经常账户余额+FDI)/GDP	7.8	7.2	7.0	-
外汇储备(十亿美元)	0.4	0.4	0.6	0.6
国际投资净头寸/GDP(%)	-19.0	-15.4	-16.3	-
总外债/GDP(%)	106.2	104.1	122.9	-

## 附二：信用等级符号及定义

主权等级符号	含义
AAA <sub>g</sub>	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。
AA <sub>g</sub>	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。
A <sub>g</sub>	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。
BBB <sub>g</sub>	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。
BB <sub>g</sub>	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 <sub>g</sub>	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。
CCC <sub>g</sub>	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。
CC <sub>g</sub>	受评对象在不利环境的影响下，基本不能保证偿还债务。
C <sub>g</sub>	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。