

主权 评级观点

中诚信国际：评定保加利亚、罗马尼亚和塞尔维亚级别 BBB_g^+ 、 BBB_g 和 BB_g^+ ，展望均为稳定

王家璐

国际业务部-分析师

010-66428877-451

ztli@ccxi.com.cn

杜凌轩

国际业务部-副总监

010-66428877-279

lxdu@ccxi.com.cn

2021年11月26日，中诚信国际信用评级有限公司（以下称“中诚信国际”）完成对保加利亚共和国（以下简称“保加利亚”）、罗马尼亚、塞尔维亚共和国（以下简称“塞尔维亚”）三国的主权信用评级，分别评定保加利亚主权信用级别为 BBB_g^+ ，评定罗马尼亚主权信用级别为 BBB_g ，评定塞尔维亚主权信用级别为 BB_g^+ ，展望均为稳定。

保加利亚、罗马尼亚与塞尔维亚均为东欧中小型国家，人均收入水平低于中东欧平均水平。保加利亚与罗马尼亚均为欧盟国家，自2015年加入欧盟后经济均呈稳步增长态势；塞尔维亚仍处在申请加入欧盟进程中，相比之下经济发展水平相对滞后，经济基础一般。财政实力方面，保加利亚与塞尔维亚财政赤字状况近年来改善明显，而强扩张性财政政策导致罗马尼亚赤字率有所恶化；塞尔维亚政府债务水平偏高，制约了其整体财政实力的提升。2020年疫情影响下，三国经济均不同程度萎缩，财政赤字率显著上升，但2021年以来均呈现良好的复苏势头，未来需密切关注各国经济复苏及财政赤字改善情况。对外偿付实力方面，保加利亚与塞尔维亚对外偿付实力一般，罗马尼亚对外偿付实力相对较弱，但三国外债水平均较低，且融资渠道畅通，利息负担处于较低水平，偿债压力相对可控。

三国的制度实力一般，政府执政效率均较低，在产权保护和腐败控制方面水平较弱。系统风险方面，保加利亚与罗马尼亚系统风险较低，塞尔维亚近年来伴随地缘政治环境逐步改善，系统风险整体可控，但受全球极端气候加剧影响，本国旱灾频发，农业供应链遭到较大冲击，不断攀升的环境风险已成为制约经济增长的重要因素。

主权评级观点

基础实力

经济实力

保加利亚和罗马尼亚的经济实力较强，相比之下塞尔维亚的经济基础一般。2020年在疫情冲击下，三国由于经济结构的差异出现不同程度的萎缩，但2021年均呈现良好的复苏势头

保加利亚自2015年以来经济呈稳步复苏态势，得益于欧盟区经济一体化程度提升与国内基础设施建设投入力度加大，国内生产总值稳步增长、失业率持续下降、财政状况运行良好，并在高端制造、医药、金融服务领域处于世界领先水平，2015~2019年间国民生产总值平均增长率达3.62%。但受制于高依存度的外向型经济结构，2020年疫情致使保加利亚经济衰退4.20%，为2009年金融危机以来首次负增长，同年失业率超过10%。罗马尼亚经济自欧债危机后呈现较快增长态势，2014~2019年国民经济生产总值平均增幅达4.53%，居欧盟前列。罗马尼亚服务业占据主导地位，农业占比较低，疫情爆发使得本国经济受到较大冲击，年内国民经济萎缩3.90%。2021年以来罗马尼亚经济复苏强于预期，在政府刺激性财政政策实施与291亿欧元恢复基金的双重带动下，预计2021~2022年罗马尼亚经济将呈现稳步复苏态势，平均经济增长率将达5.60%。相比之下，塞尔维亚经济规模较小且人均收入水平较低，经济发展水平相对滞后。塞尔维亚2009年正式提出加入欧盟申请，并于2014年正式开启加入欧盟谈判。自2009年全球金融危机之后，塞尔维亚经济重新迈入健康发展轨道，2016~2019年塞尔维亚GDP平均增长率3.53%。与保加利亚与罗马尼亚相比，塞尔维亚产业结构存在较大的调整空间，农业增加值在GDP中比重显著高于大部分欧洲国家，易受自然灾害等因素的影响，服务业增加值占比相对较低。在新冠疫情影响下，得益于本国特殊的经济结构与价值51亿欧元的政府一揽子救援计划，2020年塞尔维亚经济降幅仅为1.10%，表现优于西巴尔干（-5.00%）和欧盟国家（-7.50%）的平均水平。2021年塞尔维亚政府通过一系列货币和财政措施尽量减少经济损失并保护劳动力市场，二季度塞尔维亚经济出现大幅度反弹，预计全年GDP增长达到5.60%。

表 1: 三国 2019-2020 年经济实力主要数据

	保加利亚			罗马尼亚			塞尔维亚		
	2019	2020	2021F	2019	2020	2021F	2019	2020	2021F
人口(百万)	7.0	6.9	6.9	19.4	19.3	19.2	7.0	6.9	6.9
人均 GDP(美元)	9863	9998	11326	12868	12875	14795	7392	7636	8891
名义 GDP(十亿美元)	69	69	78	250	249	285	51	53	61
人均 GDP(PPP, 美元)	24333	23817	-	31244	30526	-	19027	19146	-
实际 GDP 增长率(%)	3.7	-4.2	4.1	4.1	-3.9	6.5	4.2	-1.0	5.6
通货膨胀(%)	3.1	0.0	2.0	4.0	1.8	4.2	1.9	1.7	2.5

图 1：三国 2020 年 GDP 总量和人均 GDP 情况

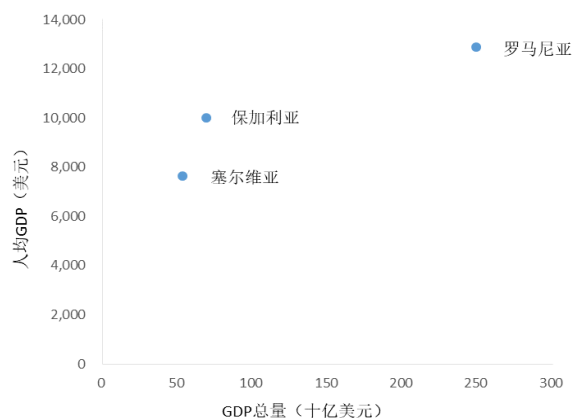
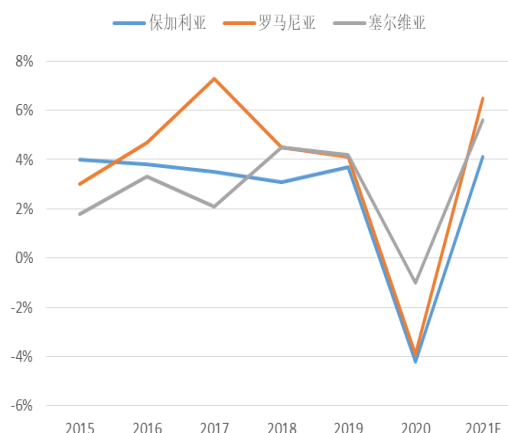


图 2：三国经济增长情况 (%)



数据来源：中诚信国际整理

财政实力

财政实力方面，保加利亚、罗马尼亚与塞尔维亚三国财政实力分别为很强、较强与一般。保加利亚与塞尔维亚财政赤字状况近年来改善明显，而强扩张性财政政策导致罗马尼亚赤字率有所恶化；塞尔维亚政府债务水平偏高，制约了其整体财政实力的提升

保加利亚财政状况近年来改善明显，受益于审慎的财政政策，2016~2019 年持续实现财政盈余，2020 年伴随保加利亚政府一系列财政刺激措施出台，政府财政赤字为 3.40%，2021 年政府财政刺激政策料将持续贯穿全年，预计财政赤字率将保持在 3.00% 左右。保加利亚政府总体债务常年处于较低水平，政府债务中欧元债务比重高达 90% 以上，由于汇率稳定，本国货币与欧元挂钩，政府债务压力较小，2020 年政府债务率 25.00%，利息支出占财政收入比重仅为 1.40%，保加利亚财政实力保持稳健，预计 2021 年政府债务率仍将低于 30%，利息支出/财政收入将维稳 1.30% 左右。罗马尼亚政府近年来财政赤字持续扩大，2015~2020 年赤字率由 0.60% 持续攀升至 9.20%，受政府多次推出减税措施、公务员薪资水平不断上调等因素影响，罗马尼亚政府财政支出增速显著高于财政收入增速，政府财政状况持续恶化。2021 年在新冠疫情冲击以及养老金方案改革实施的双重影响下，政府财政赤字水平仍将保持在 7% 以上。但罗马尼亚政府债务水平较低，2016~2019 年政府债务率始终维稳在 35%，2020 年受疫情及下半年开始实施的养老金方案改革影响，政府债务率升至 47.30%，但财政收入对利息支出的保障能力仍较强，利息支出占财政收入比重仅 4.30%，预计 2021 年在养老金改革持续深入的影响下，债务率将在小幅上涨至 49% 左右。整体来看，尽管财政赤字有所恶化，但较低的债务水平和利息支出为罗马尼亚较高的财政实力提供了保障。伴随财政收入的持续增长及对财政支出的严格控制，塞尔维亚政府财政赤字自 2015 年以来大幅缩减。2020 年，受国内经济下滑以及较低的间接税、对经济实体的支持措施与采购医疗设施支出等因素影响，财政赤字增加至 8.10%，但伴随经济复苏以及税收增加，预计塞尔维亚财政赤字将缓慢下降，2021 年有望降至 4.60% 左右的水平。塞尔维亚近年来政府债务水平得到有效控制，政府债务率自 2016 年以来持续下降，至 2020 年降至 58.20%，但在三国债务水平中仍居于首位，且外币债务比重超过 70%，政府债务风险仍存。近年来，塞

尔维亚财政收入对利息支出保障水平得到持续增强，利息支出/财政收入自 2015 年 7.7%降至 2020 年 4.90%。

表 2: 三国 2019-2020 年财政实力主要数据

	保加利亚			罗马尼亚			塞尔维亚		
	2019	2020	2021F	2019	2020	2021F	2019	2020	2021F
一般政府财政余额/GDP (%)	2.1	-3.4	-3.4	-4.4	-9.2	-7.4	-0.2	-8.1	-4.6
一般政府债务/财政收入 (%)	52.5	63.5	73.4	110.9	142.7	160.7	125.7	141.1	143.6
政府利息支出/财政收入 (%)	1.5	1.4	1.3	3.6	4.3	4.4	4.8	4.9	5.2
一般政府债务/GDP (%)	20.2	25.0	27.4	35.3	47.3	49.6	52.9	58.2	59.0

图 3: 三国财政赤字率 (%)

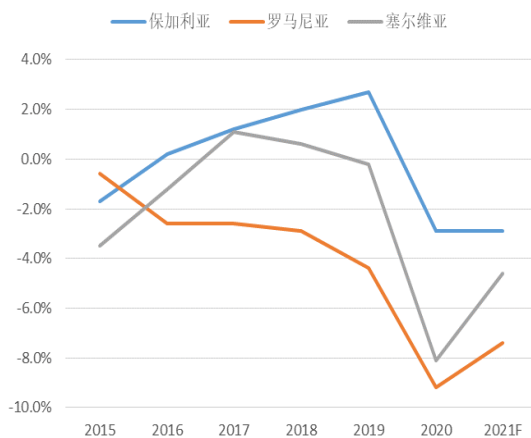
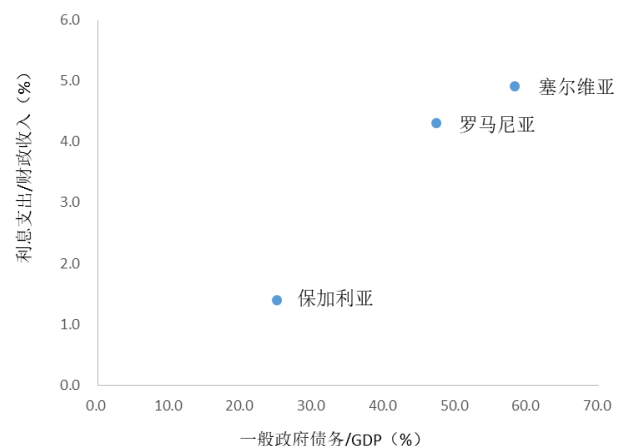


图 4: 三国 2020 年债务负担



数据来源: 中诚信国际整理

对外偿付实力

对外偿付实力方面，保加利亚与塞尔维亚对外偿付实力一般，罗马尼亚对外偿付实力相对较弱，但三国融资渠道畅通，利息负担均处于较低水平，外债水平较低，经常账户收入对外债的保障能力较强

保加利亚经常账户收入及外汇储备对外债的偿付能力较高，金融危机时期，巨额贸易逆差令保加利亚经常账户持续赤字，外部脆弱性较大，此后十余年间保加利亚贸易竞争力有效提升带动经常账户收入持续增长，至 2019 年经常账户余额 1.80%。2020 年疫情导致欧盟国家对保加利亚出口需求严重萎缩，出口账户同比大幅萎缩 11.90%，带动经常账户自 2013 年后首现赤字 0.7%，但得益于 FDI 净流入的增加，国际收支仍维持盈余。保加利亚近年来国际储备尤其是外汇储备规模持续扩大，外汇储备对外债总额覆盖率由 2015 年的 53.77% 增长至 2020 年的 72.81%。罗马尼亚经常账户赤字持续扩大，受国内需求持续上升影响，近年来罗马尼亚进口增速持续高

于出口增速，经常账户逆差从 2015 年的 14.30 亿美元扩大至 2020 年的 130.00 亿美元，对外贸易状况持续恶化，整体国际收支近年来呈净流出态势。尽管罗马尼亚外债水平保持低位，但短期外债占比较大，在新冠疫情导致进出口双降的情况下对外贸易及经常账户赤字或将小幅走高。然而塞尔维亚经常账户持续保持逆差，对外贸易不平衡现象突出，进口额远高于出口额致使经常账户赤字常年较高，2020 年经常账户赤字达 4.2%，但得益于 FDI 持续流入，国际收支整体呈现盈余。外债水平始终保持在 75% 左右，处于一般水平，且外债结构较为合理，政府部门外债为主，非金融企业、金融机构外债占比相对较小，塞尔维亚外债总额中短期债务的占比仅为 3.00% 左右，短期偿付压力很小。

表 3：三国对外偿付实力主要数据

	保加利亚			罗马尼亚			塞尔维亚		
	2019	2020	2021F	2019	2020	2021F	2019	2020	2021F
(经常账户余额+净 FDI) / GDP (%)	3.7	2.5	2.8	-2.7	-4.3	-4.7	0.8	2.1	0.2
外汇储备 (十亿美元)	24.94	34.35	34.07	35.57	44.46	46.14	13.42	14.34	13.30

图 5：三国 2020 年经常账户情况 (%)

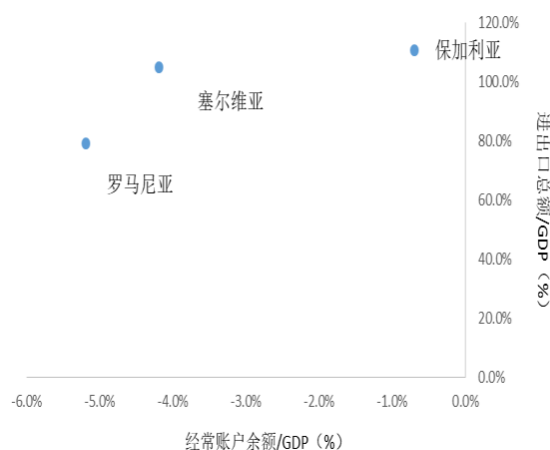
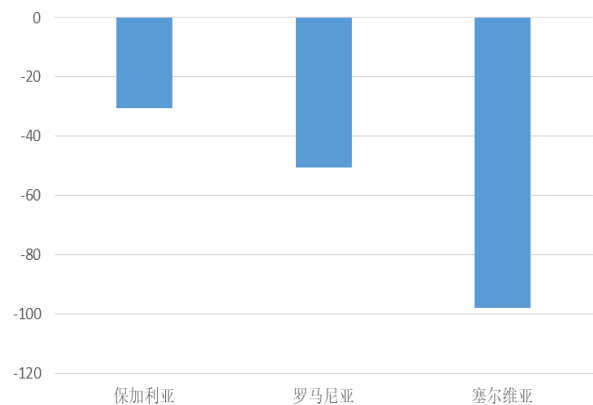


图 6：三国 2020 年 NIIP/GDP



数据来源：中诚信国际整理

制度实力

三国的制度实力一般，政府执政效率均较低，同时，三国在产权保护和腐败控制方面水平较弱

政治制度方面，保加利亚采用议会共和制，1991 年 7 月 12 日，保加利亚信任国民议会批准《保加利亚共和国宪法》，确立立法、司法和行政三权分立。总统为国家元首并在国际上代表国家，议会为一院制，任期 4 年。保加利亚政治体制不成熟，政府效率低下，腐败滋生，民众的政治态度近年来逐渐走低，极端的民意支持政党政治进一步碎片化，国内政局不确定性较高。罗马尼亚为半总统制民主共和国，总统为国家元首，总理为政府首脑。2007 年，保加利亚和罗马尼亚纷纷加入欧盟，入盟 10 余年间，虽然两国的政治制度没有发生根本性转变，但其运作却显现出不稳定的政党斗争特征。保加利亚政党斗争主要表现为反对党频频以提交对政府不信任

案的方式迫使执政党下台，但由于执政党占据议会多数席位，均未获成功。而罗马尼亚政党斗争不仅在反对党与执政党之间，而且在执政联盟内部进行。2019年执政联盟破裂之后罗马尼亚已在近三年中更换了三任总理，各党派之间的政治矛盾持续激化。此外，因政府利用人事和行政手段阻碍司法调查等，罗马尼亚国内多次爆发大规模民众抗议，政府在执政效率、控制腐败方面多次陷入信任危机。塞尔维亚为议会共和制国家，实行三权分立的政治体制，政局总体保持稳定。2021年6月，现任塞尔维亚进步党赢得了议会四分之三的席位，主要反对党以违规行为为由抵制选举，叠加选民投票率低，促使亚历山大·武契奇总统宣布将在2022年重新举行选举，政府的短期任期可能会削弱其实施中期改革议程的能力，需对即将到来的总统选举保持关注。

系统风险

保加利亚与罗马尼亚系统风险较低，塞尔维亚近年来伴随地缘政治环境逐步改善，系统风险整体可控，但受全球极端气候加剧影响，本国旱灾频发，农业供应链遭到较大冲击，不断攀升的环境风险已成为制约经济增长的重要因素

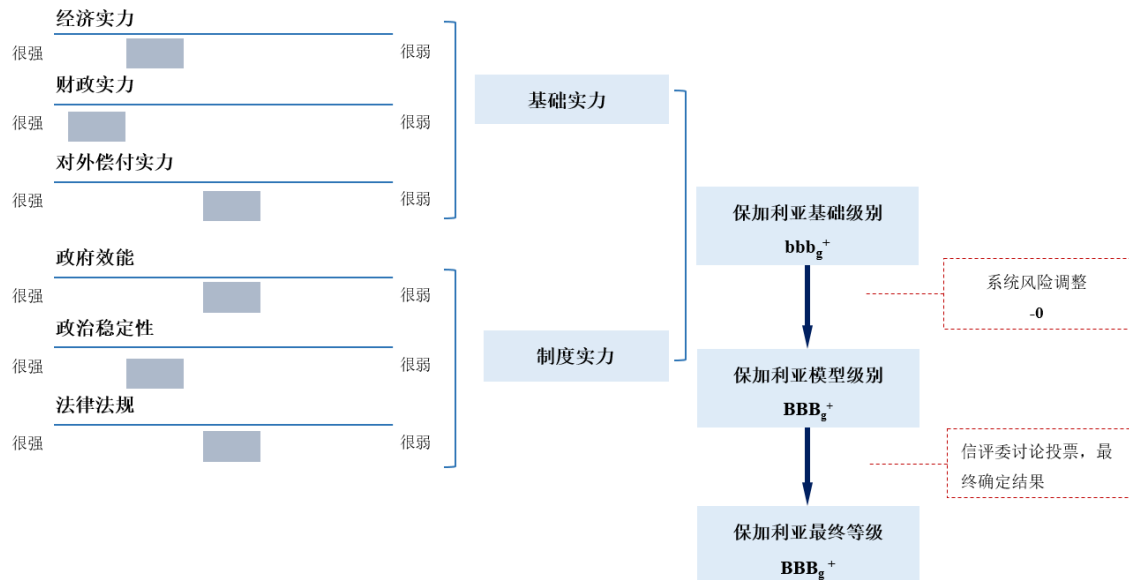
保加利亚和罗马尼亚均为欧盟成员国，与欧盟成员国家及周边国家保持密切交流合作，地缘政治风险很低；塞尔维亚近年来积极寻求加入欧盟，地缘政治风险也相对可控。银行业风险方面，保加利亚与塞尔维亚两国银行业资金流动性较好，资本充足率较高，抗击外部风险能力较强，疫情对银行业影响较为有限；罗马尼亚银行业规模较小，本国金融系统主要被外资银行主导，加剧了罗马尼亚政府或有负债流动性风险。ESG风险方面，保加利亚与罗马尼亚两国在环境保护方面表现良好，环境风险较低；塞尔维亚受全球极端气候加剧影响，本国旱灾频发，农业供应链遭到较大冲击，环境风险不断攀升。社会风险方面，保加利亚与罗马尼亚均面临人口老龄化问题，塞尔维亚移民欧盟成员国人口连年增多，本国劳动力短缺及较高失业率加剧了社会风险。政府治理方面，三国在法律法规制定、控制腐败、国际社会发声及影响力等方面表现较弱，政府治理仍有较大改善空间。

未来可导致评级上调的因素包括：如果三国经济增长超预期且财政赤字情况逐步好转，将有利于提升三国的主权信用水平。

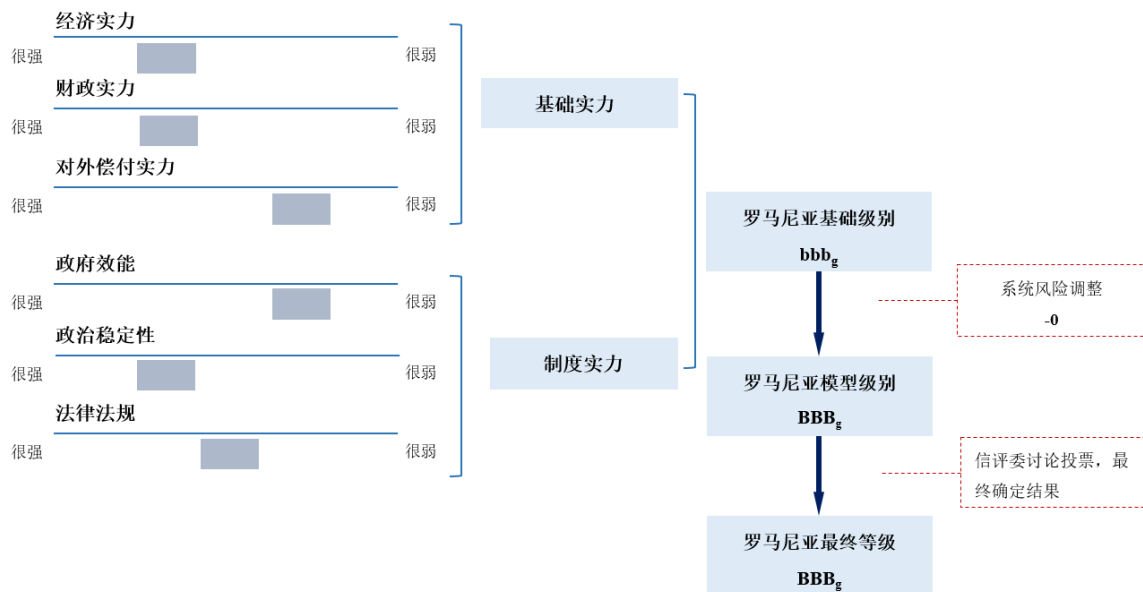
未来可导致评级下调的因素包括：如果三国经济复苏进度不及预期且财政赤字率持续上行，中诚信国际将考虑下调三国主权信用评级。

附一：评级模型结果

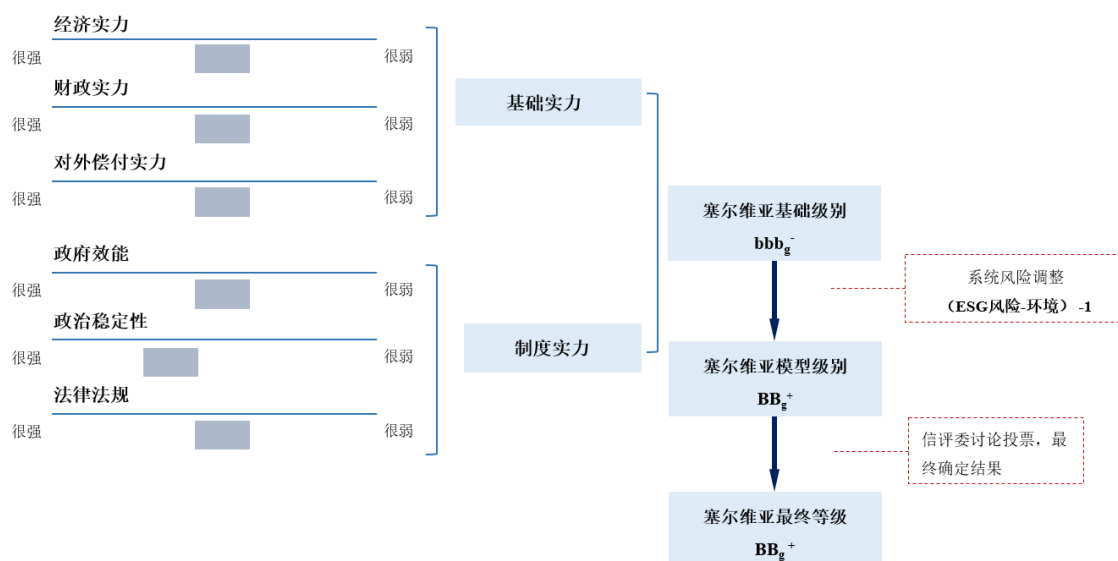
评级模型-保加利亚



评级模型-罗马尼亚



评级模型-塞尔维亚



附二：信用等级的符号及定义

主权等级符号	含义
AAA_g	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_g	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_g	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_g	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_g	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_g	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_g	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_g	受评对象在不利环境的影响下，基本不能保证偿还债务。
C_g	受评对象在不利环境的影响下，无法偿还债务。

注：除 AAA_g 级，CCC_g 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。