内部资料免费交流
京内资准字1316-L0120号

“一带一路”沿线国家主权信用分析报告（2016）

Sovereign Credit Analysis of Countries along the Belt and Road

东方信用

VOL.18
2017年 第一期

东方金诚国际信用评估有限公司
GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL Co.,Ltd.

CONTENTS

VOL.18
2017年 第一期

01.
– Overview of Sovereign Credit of Countries along the Belt and Road

30.
– 东南亚
– Southeast Asia

17.
– “一带一路”沿线国家主权信用概况

55.
– 南亚
– South Asia

73.
– 中东石油生产国
– the Middle East oil producing countries

86.

– 中亚

– Central Asia

149.

– 中东北非 5 国

– 5 Middle East and North Africa countries

105.

– 独联体

– the Commonwealth of Independent States (CIS)

125.

– 中东欧

– Central and Eastern Europe

编印单位
东方金诚国际信用评估有限公司
总编
金永授
主编
俞春江
撰稿
王青、主权评级团队
编辑
张竹、娄雪宁、朱宁迪
内刊编辑部联系方式
010-62299713
发送对象
上级主管部门、内部员工
印刷单位
北京市庆全新光印刷有限公司
印刷日期
2017 年 4 月 10 日
印数
700 册

Overview of Sovereign Credit of Countries along the Belt and Road

Overview of Sovereign Credit of Countries along the Belt and Road

The Belt and Road Initiative has made significant progress, whilst accurately grasping the sovereign credit risk of countries along the Belt and Road has been an important prerequisite for Chinese enterprises and capital “Going Out”.

The Belt and Road Initiative has been in comprehensive implementation stage since officially proposed in 2013. According to the latest statistics from the Ministry of Commerce, the gross trade volume between China and the countries along the Belt and Road has reached $3.1 trillion in recent 3 years, accounting for 26% of China’s total foreign trade volume. In particular, the bilateral trade volume between China and the countries along the Belt and Road achieved a 0.6% growth, reaching RMB 6.3 trillion in 2016 (China’s total import and export volume falling by 0.9% year-on-year in 2016). Chinese enterprises made $14.53 billion direct investment to the countries along the Belt and Road in the year of 2016, which achieved an increase of 14.3% compared to 2013. The value of newly signed contracts between Chinese enterprises and the countries along the Belt and Road was $126 billion in 2016, a year-on-year increase of 36%, accounting for 51.6% value of all newly signed engineering contracts. A large number of connectivity projects have been in steady progress. In the background of world economic pattern experiencing profound adjustment, all kinds of "black swan" event emerging in an endless stream, populism and de-globalization trend spreading continuously in recent 3 years, the Belt and Road Initiative oriented towards the economies along the B&R, fitting the regional development needs, is gaining more and more national identity. Overall, with continuous consolidation of political mutual trust between China and countries along the B&R, the Belt and Road Initiative has achieved increasing cohesion.

In the long run, the smooth progress of Belt and Road Initiative will help to promote the transformation and upgrading of domestic economy, build a new pattern of all-round opening-up, further enhance the discourse power and influence of China in global governance, and hence establish the great country status across the globe. In the meantime, as the first big China-dominated regional economic development plan since the founding of P.R.C., the Belt and Road Initiative is constructed in complex international political, economic and financial environment. The accurate identification of risk characteristics of regions and countries along the B&R, drawing up targeted construction and investment plans, will become the key to smooth progress of this initiative. The sovereign credit risk assessment of a country comprises five factors, i.e., political, economic, financial, fiscal and external factor. It is a high enrichment of the overall country’s risk situation. Therefore, accurately grasping the sovereign credit risk of regions and countries along the B&R may help to provide an important reference in drawing up different investment strategies in different risk conditions for Chinese enterprises and capital “Going Out”.

Figure 1 Regions and Countries along the Belt and Road

Source: Sovereign credit rating team, Golden Credit International Co., Ltd.

I. Overview of countries along the Belt and Road

1. Unit of analysis: 7 regions, 50 countries

The Belt and Road Initiative covers 64 economies out of China, with significant differences in national political system, resource endowment and development level. In order to analyze the sovereign credit risk characteristics systematically and accurately, this report selects 50 countries as the object of analysis, in accordance with the economic volume, international participation, as well as data availability, etc.; meanwhile, according to the geographical location and economic characteristics, these countries are classified as 7 regions, i.e., Southeast Asia, South Asia, the Middle East oil producing countries, Central Asia, Central and Eastern Europe, CIS (Commonwealth of Independent States), the Middle East and North Africa(see Table 1 for detail). According to the latest data in 2016, the overall economic scale of these 7 regions, 50 countries account for 98.2% of all countries along the B&R, with the total population accounting for about 93.5%. Therefore, the sovereign credit risk characteristics of countries in this report can comprehensively and effectively reflect the overall situation of countries along the Belt and Road.

2.The political system, religious beliefs and social culture diversified among countries along the Belt and Road, of which most countries are still in the process of transition.

As the geographical location indicated in Figure 1, areas along the Belt and Road cover some important birthplaces of human civilization. The world's three largest religion (Christianity, Islam, Buddhism) originated in the Middle East and South Asia. The ancient Silk Road and Maritime Silk Road promote cooperation between the East and the West, and contribute greatly to the prosperity and development of human civilization. For thousands of years, the world's major civilizations communicate and exchange in these areas, forming

complex and diverse social, cultural and historical traditions. Countries along the Belt and Road went through tremendous changes in modern times under the influence of western civilization, which are generally located in intersection areas of eastern and western civilizations, experiencing a complicated "impact-response" process, forming different types of political system and social management system under the nation-state framework. However, most of these countries are still in the stage of modernization, facing challenges from political, economic and social system transformation. The intertwining of immature political system and relatively backward economic development level resulted in serious social economic instability and imbalances, which become a prominent feature of sovereign credit risk in countries along the Belt and Road.

3.The economic development level of countries along the Belt and Road is relatively low.

Based on information displayed in Table 1, the region includes two high-income economies, i.e., Qatar and Singapore, of which GDP per capita exceeds $50,000; however, there are also ten economies, with GDP per head lower than $2,000 in 2016, including the most populous countries such as India, Pakistan, and Bangladesh. In general, GDP per head of countries along the Belt and Road in 2016 is $3,766.3, far below the global average level of $10,227.2. The economic scale of countries along the Belt and Road in 2016 is about $11.7 trillion, equivalent to 15.7% of the world, but the proportion rate of population is 42.7%. The contrast of the two data indicates the reality that the economic development along the Belt and Road generally lags behind. In the regional perspective, except the Central and Eastern Europe and eight Middle East oil producing countries, which are of high industrial development level and superior natural resources separately, achieving their GDP per head higher than the global average, economic development of the other five regions lag behind significantly. In particular, the GDP per head of South Asia is only $1,637.5.

4.Governments along the Belt and Road have relatively light sovereign debt burden.

As one of the core indicators in sovereign credit rating, the average debt ratio of central governments[1] around the world is 70.8% in 2016, whilst this indicator for countries along the Belt and Road is 46.2%. In terms of different regions, all seven objective regions have got lower debt burden than the global average, although discrepancies exist among regions. The sovereign debt ratio of the CIS is only 19.8%, mainly resulted from Russian government’s low debt burden. It should be pointed out that the light sovereign debt burden of countries along the B&R reflects not only the controllable debt service pressure of the relevant governments, but also the fact that most countries along the Belt and Road belong to developing economies, of which the central government debt tolerance ability is insufficient. In addition, there are still ten developing economies along the Belt and Road that have government debt ratio higher than the global average, i.e., Lebanon, Mongolia, etc., whose debt service pressure is obviously on high side.

[1] This indicator refers to the average of ratio between central government gross debt and nominal GDP, using GDP scale as the weighting factor.

Table 1 Overview of the 50 countries along the Belt and Road (2016)[2]

Region	Country	Population (mn)	GDP per head (USD)	Nominal GDP (USD bn)	Gross Sovereign debt (USD bn)	Central Government Debt ratio (%)
9 Southeast Asian countries	Philippines	104.2	2952.2	307.6	132.6	43.2
	Cambodia	15.8	1257.0	19.8	5.8	29.1
	Laos	7.2	2021.5	14.5	8.5	58.6
	Malaysia	31.7	9470.0	300.4	166.4	55.3
	Myanmar	52.3	1202.6	62.8	18.8	29.8
	Thailand	69.0	5748.0	396.5	197.9	49.8
	Singapore	5.6	52352.0	292.7	325.2	111.2
	Indonesia	258.8	3789.8	980.8	288.4	29.5
	Vietnam	92.6	2186.0	202.5	118.5	58.6
5 South Asian countries	Afghanistan	32.7	528.4	17.3	1.2	6.9
	Pakistan	193.0	1470.0	283.7	166.0	58.4
	Bangladesh	161.5	1368.3	221.0	58.3	26.3
	Sri Lanka	21.3	3934.0	83.6	64.7	77.5
	India	1309.7	1685.9	2208.0	1148.2	52.1
8 Middle East oil-producing countries	UAE	9.9	33512.8	330.3	210.4	63.6
	Oman	4.0	17435.7	69.0	13.2	19.2
	Bahrain	1.3	24145.6	31.8	22.7	71.2
	Qatar	2.6	56975.6	146.9	84.5	57.6
	Kuwait	4.2	24578.9	103.8	22.9	22.2
	Saudi Arabia	32.0	21403.8	685.2	396.0	57.9
	Iraq	36.1	4777.5	172.3	130.6	75.9
	Iran	80.5	5659.7	455.4	54.2	11.8
6 Central Asian countries	Kazakhstan	17.9	6881.4	123.5	29.1	23.7
	Kyrgyzstan	6.1	1133.5	6.9	4.8	70.5
	Mongolia	3.0	4124.1	12.4	10.9	88.1
	Tajikistan	8.7	673.8	5.8	2.7	46.8
	Turkmenistan	5.5	6366.5	34.8	8.1	23.3
	Uzbekistan	31.3	2080.0	65.2	6.3	9.6

[2] Data for GDP scale, total population, GDP per head, gross sovereign debt are based in 2016, part of them are estimated values; central government debt ratio = gross sovereign debt/GDP scale, based on data at the end of 2016, part of them are estimated values.

7 CIS countries	Azerbaijan	9.5	3783.6	35.9	14.3	39.5
	Belarus	9.5	4818.5	45.5	25.0	54.8
	Russia	143.4	8442.6	1211.0	159.9	13.2
	Georgia	3.7	4055.7	15.0	6.4	42.6
	Moldova	3.6	1795.4	6.4	2.9	44.8
	Ukraine	42.5	1968.9	83.7	65.5	78.3
	Armenia	3.0	3453.7	10.3	5.5	53.4
10 Central and Eastern European countries	Albania	2.9	4162.9	12.0	8.5	71.0
	Bulgaria	7.1	7039.4	50.1	13.3	26.5
	Poland	38.0	12221.1	464.0	207.9	44.8
	Czech	10.6	18199.0	192.2	74.4	38.7
	Croatia	4.2	11853.0	49.8	42.1	84.4
	Rumania	19.8	9610.3	189.9	74.8	39.4
	Serbia	7.1	5218.5	37.2	28.3	76.0
	Slovakia	5.4	16460.7	89.3	46.5	52.1
	Slovenia	2.1	20634.4	42.6	34.9	81.8
	Hungary	9.8	12414.8	122.1	91.7	75.1
5 Middle East and North Africa countries	Egypt	91.0	3153.3	287.1	265.9	92.6
	Lebanon	4.6	10227.1	47.0	75.6	160.7
	Turkey	79.0	9369.3	739.9	242.7	32.8
	Israel	8.5	36843.3	314.2	194.2	61.8
	Jordan	7.7	4925.8	38.2	34.4	90.1
The Belt & Road	**50 Countries**	3111.2	3766.3	11718.0	5411.1	46.2
Global	**191 Economies**	7292.5	10227.2	74581.6	52790.0	70.8

Source: Sovereign Credit Rating Database of Golden Credit International Co., Ltd.

II. Sovereign credit risk profile of countries along the Belt and Road

Based on the long-term research on government credit ability and sovereign credit default events, as well as the growing demand for sovereign credit rating products in domestic market, Golden Credit set up a professional research team, effectively drawing on the experience of advanced sovereign credit rating research findings at home and abroad, exploring evolution characteristics of modern sovereign credit risks, developing sovereign credit risk rating model, and creating our own Sovereign Credit Rating Database. On this basis, Golden Credit has developed a global sovereign credit rating system with its own characteristics. Within this regard, the system mainly assesses central government’s ability and willingness to pay its direct, explicit commercial financial debt in a specific future date as promised in an agreement or contract, in the way of combining quantitative and qualitative

methods based on the entity's political[3], economic[4], financial[5], fiscal[6] and external[7] strength. The rating result reflects a relative possibility of default by a central government. This report presents 2016 sovereign credit rating results for 50 countries along the Belt and Road according to the Golden Credit Sovereign Credit Risk Rating Model (see Table 2 for detail), and their main characteristics are as follows:

1. Most countries along the Belt and Road bear relatively high sovereign credit risk.

There are 24 economies along the Belt and Road lie blow the investment grade[8] in respect of sovereign credit risk in 2016 according to Table 2, which account for 48% of all our research objects. Based on our Sovereign Credit Risk Rating Model, 42.9% of 133 worldwide economies are rated below the investment grade, which indicates that there are larger proportion of countries with high sovereign credit risk along the Belt and Road. The average[9] sovereign credit score for countries along the B&R in 2016 is 51.4, which refers to a 'BBB+' rating; the score at a global level is 60.7, which refers to a 'A+' rating. All our 7 regions' sovereign credit risks are higher than the global average level. To be more specific, the CIS, South Asia, the Middle East and North Africa have persistent high sovereign credit risk, due to their political instability, backward economic development level, and lack of financial strength, etc.

2. Sovereign credit risks differ greatly among countries along the Belt and Road.

The rating results stretch over 20 categories, with 'AAA' countries such as Singapore and Qatar, and also high risk countries such as Afghanistan ('CC'), Lebanon ('B-'), Pakistan ('B-'), demonstrating remarkable discrepancies of sovereign debt default risks. In addition, different countries' sovereign credit rating grades are distinct from each other significantly within the same region. To give an example, among the Southeast Asia, the default risk for Laos and Cambodia is relatively high with 'BB', Singapore however possesses the highest sovereign credit rating of 'AAA'. Among the Middle East oil producing countries, Iraq holds a 'B-' rating due to a series of unfavorable conditions such as civil war, while Qatar is rated as

---

[3] This indicator evaluates a country's political stability and the efficiency of governance, namely the "institutional strength".

[4] The assessment of economic strength mainly covers three aspects, i.e., level of economic development, economic growth rate, and macroeconomic balance. With regard to regional analysis, this report focuses on GDP per capita, GDP growth rate, inflation, etc.

[5] The financial strength mainly evaluates the level of development of a financial system, the level of supervision, and the financial stability condition. With regard to regional analysis, this report focuses on a series of financial stability elements such as financial depth and breadth, non-performing loan ratio, etc.

[6] The fiscal strength mainly evaluates a country's fiscal balance condition, government debt burden, and fiscal sustainability. With regard to regional analysis, this report focuses on countries' long-term fiscal surplus or deficit, government debt ratio, and debt structure, etc.

[7] The external strength mainly evaluates a country's balance of payments condition, external debt level and structure, and scale of foreign reverses. With regard of regional analysis, this report focuses on all these above indicators to assess the external strength.

[8] The rating grades for sovereign credit risk analysis have been divided into 21 categories, expressed in symbols from 'AAA' to 'C', i.e., assigning 'AAA', 'AA', 'A', 'BBB', 'BB', 'B', 'CCC', 'CC', 'C'. The ratings from 'AA' to 'CCC' are modified by the addition of a plus (+) or minus (-) sign to to show relative standing within the major categories. Ratings sit between 'BBB-' and 'AAA' belong to investment grade, whilst between 'BB+' and 'C' belong to speculative grade.

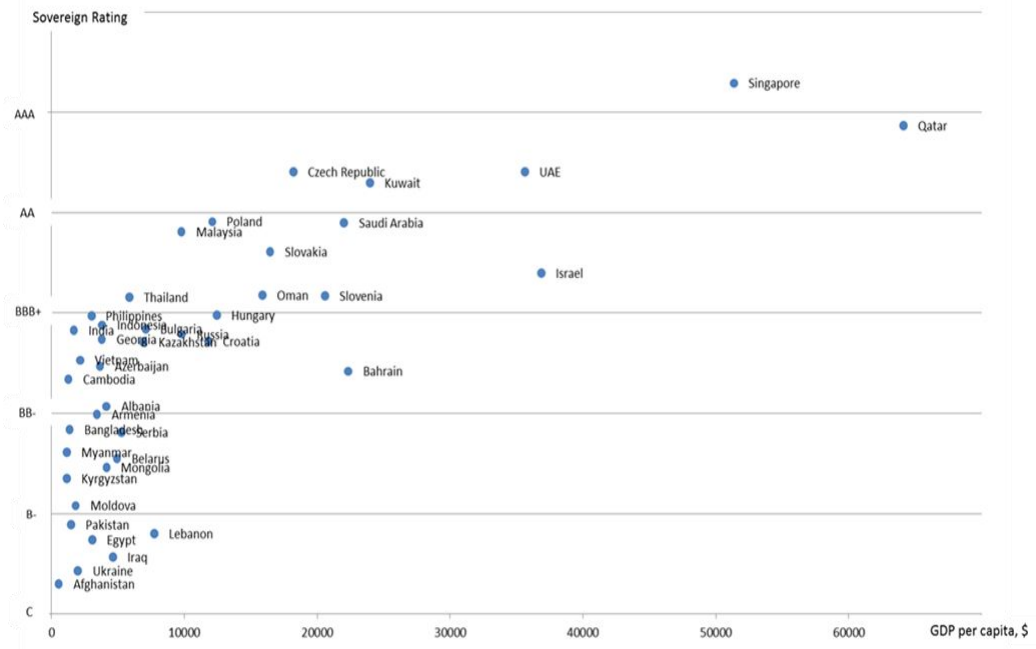
[9] The average score is calculated by using GDP scale as the weighting factor. The sovereign credit score ranges from 0-100, with higher score indicating lower risk level.

‘AAA’. In terms of all other 5 regions, the rating grades differentiate for at least 5 notches within a region. The prominent differences of sovereign credit rating results among countries indicate differential risk situations.

3. Most countries’ rating grades will keep stable, with a few to be adjusted in the short term.

A rating outlook assesses the potential direction of a country’s sovereign credit rating over the next 1-2 years. Basically, there are three categories for rating outlooks, i.e., ‘positive’, ‘stable’, and ‘negative’. Positive means that a rating may be raised; stable means that a rating is not likely to change; and negative means that a rating may be lowered. According to the information from Table 2, the overwhelming majority sovereign credit outlook remains ‘stable’, whilst countries such as India, Vietnam, Laos, and Albania may be upgraded in the short term, due to their domestic political stability and strong economic growth trend. In contrast, Turkey is facing a rating downgrade, because of the possible increasing political instability, declining economic growth rate, and rising external financing pressure. Tajikistan may be further downgraded, due to its worsening political situation, and banking crisis. Afghanistan’s sovereign credit rating grade may be lowered to ‘C’ with American Army’s withdrawal, and the possibility of aggravating civil war, as well as obstruction of foreign aid. Generally speaking, 84% of countries along the Belt and Road are going to keep their rating grades ‘stable’, which indicates that after the global economic and financial turmoil, and the international commodity prices slumping, economies in developing world along the Belt and Road have stepped into a relatively stable period.

Figure 2 Map of Sovereign Credit Rating of Countries along the B&R in 2016



Source: Sovereign credit rating team, Golden Credit Rating International Co., Ltd

Table 2 The Belt and Road Countries ' Sovereign Credit Rating in 2016

Region	Country	Rating	Outlook
Southeast Asia	Philippines	BBB^{w}[10]+	Stable
	Cambodia	BB^{w}	Stable
	Laos	BB^{w}	Positive
	Malaysia	A^{w}+	Stable
	Myanmar	B^{w}+	Stable
	Thailand	A^{w}-	Stable
	Singapore	AAA^{w}	Stable
	Indonesia	BBB^{w}	Stable
	Vietnam	BB^{w}+	Positive
South Asia	Afghanistan	CC^{w}	Negative
	Pakistan	B^{w}-	Stable
	Bangladesh	BB^{w}-	Stable
	Sri Lanka	BB^{w}-	Stable
	India	BBB^{w}	Positive
Middle East oil producing countries	United Arab Emirates	AA^{w}	Stable
	Oman	A^{w}-	Stable
	Bahrain	BB^{w}	Stable
	Qatar	AAA^{w}	Stable
	Kuwait	AA^{w}	Stable
	Saudi Arabia	AA^{w}-	Stable
	Iraq	B^{w}-	Stable
	Iran	BB^{w}+	Stable
Central Asia	Kazakhstan	BBB^{w}-	Stable
	Kyrgyzstan	B^{w}	Stable
	Mongolia	B^{w}	Stable
	Tajikistan	B^{w}	Negative
	Turkmenistan	BBB^{w}-	Stable
	Uzbekistan	BBB^{w}-	Stable
CIS	Azerbaijan	BB^{w}+	Stable
	Belarus	B^{w}+	Negative
	Russia	BBB^{w}-	Stable
	Georgia	BBB^{w}-	Positive

[10] “w”代表东方金诚国际评级序列级别符号，具体级别符号含义请见本文第 12 页“附件一”。

	Moldova	B^{w}	Stable
	Ukraine	B^{w}-	Stable
	Armenia	BB^{w}-	Stable
Central and Eastern Europe	Albania	BB^{w}	Positive
	Bulgaria	BBB^{w}	Stable
	Poland	A^{w}+	Stable
	Czech	AA^{w}	Stable
	Croatia	BBB^{w}-	Stable
	Romania	BBB^{w}-	Stable
	Serbia	BB^{w}-	Stable
	Slovakia	A^{w}+	Stable
	Slovenia	A^{w}-	Stable
	Hungary	BBB^{w}	Stable
Middle East and North Africa	Egypt	B^{w}-	Stable
	Lebanon	B^{w}-	Stable
	Turkey	BBB^{w}	Negative
	Israel	A^{w}	Stable
	Jordan	BB^{w}-	Stable

Source: Sovereign Credit Rating Database of Golden Credit International Co., Ltd.

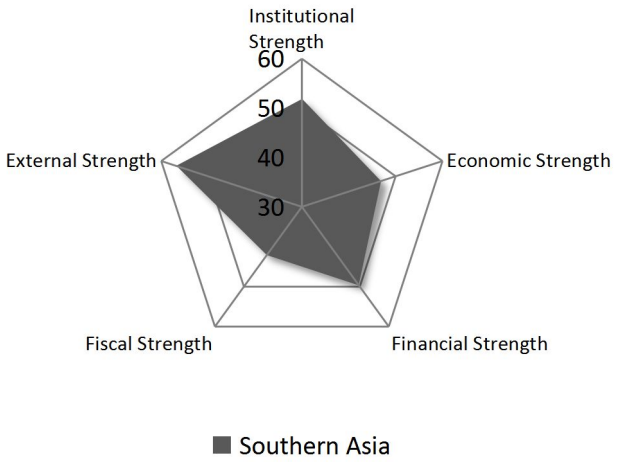
III. There are obvious differences in the sources of sovereign risks of different countries or regions.

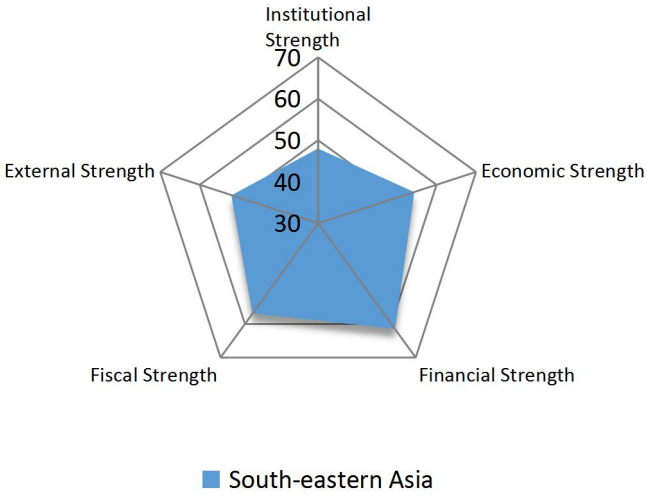
As displayed in Table 3, a country’s sovereign risks are decided by its internal factors including political, economic, financial and fiscal, as well as external factors comprehensively, but there exists big difference among these factors, which embodies the particularity of each country’s risk. For example, Myanmar, which is in a period of transition, has very high potential for political instability, and this is the main factor dragging down its overall sovereign rating; Iraq, in the civil war, has a similar situation to Myanmar; Saudi Arab’s economic strength is severely affected by the sharp decline and limited future rebound space of global oil price; banking crisis in Kazakhstan has lasted long and is a difficult problem to solve, thus the country’s financial risk will remain at a very high level in the medium term, being the core factor that weighing down its sovereign risk; the fiscal strength of Lebanese government is restricted by heavy deficit and high debt, which is an obvious letdown for the quality of its sovereign creditworthiness; for Belarus, its external power is apparently lower than the other four rating factors, and high debt burden as well as long term huge deficit in its current account are likely to lead to its sovereign foreign-currency rating being one notch lower than its sovereign local-currency rating. In fact, to recognize an economic entity’s risk characteristics, the crux is to identify the differences among the five rating factors.

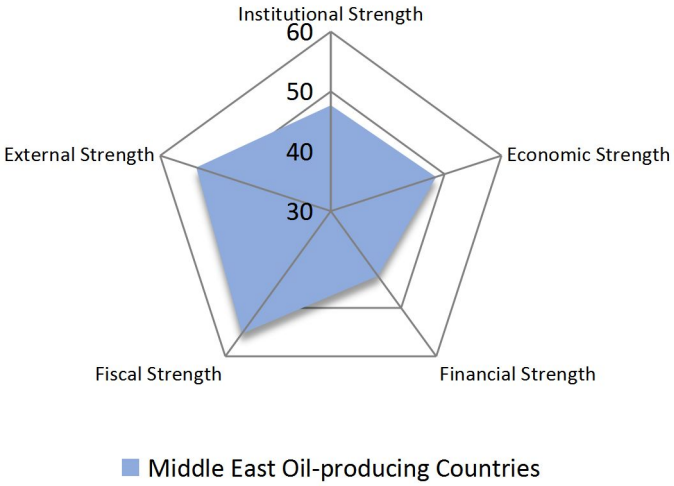
From the perspective of regions, there are also obvious differences in sources of sovereign credit risks. For example, restricted to widespread low government efficiency and

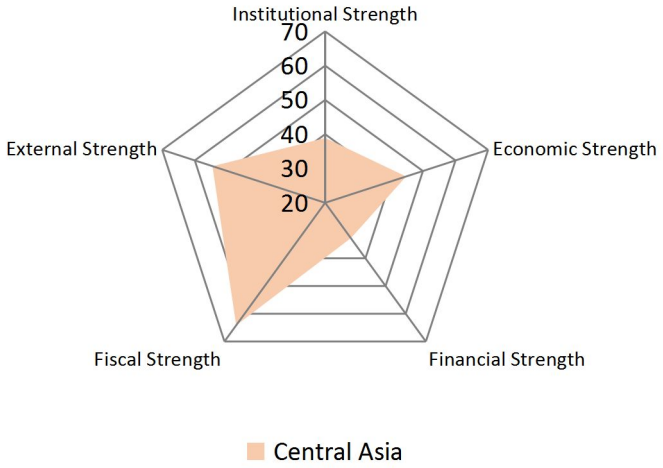
specific countries' high political instability risk, institutional strength is a relatively weaker component among the five rating factors in regions including South-eastern Asia, Central Asia, CIS, Middle East and North Africa. On the contrary, countries in Eastern and Central Europe widely achieved success in political transition, and in the framework of European Union, these countries have controllable political stability risk, higher government efficiency and higher institutional strength, thus helping this region gain the highest average sovereign rating among countries along the Belt and Road. Central Asia, Southern Asia and CIS have similar sovereign credit scores, but Central Asia and Southern Asia are mainly affected by relatively high political risk and banking crisis of individual countries which restricted their financial strength, while Southern Asia is mainly encumbered by the lack of fiscal strength. Graph 3 shows the distribution of strengths of the five rating factors in seven different regions, which is helpful to understand the risk characteristics of different regions. Detailed analysis can be found in the sovereign credit risks analysis reports of different regions.

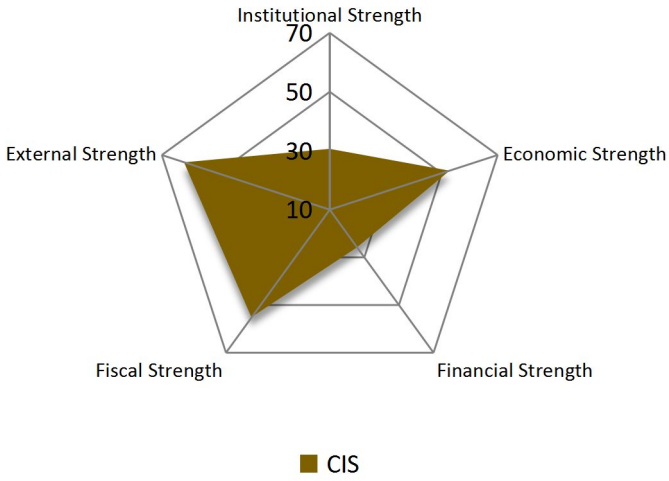
Figure 3 Risk Characteristics of Seven Regions

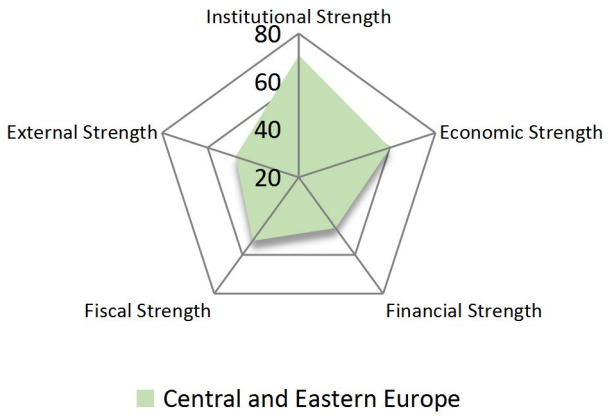


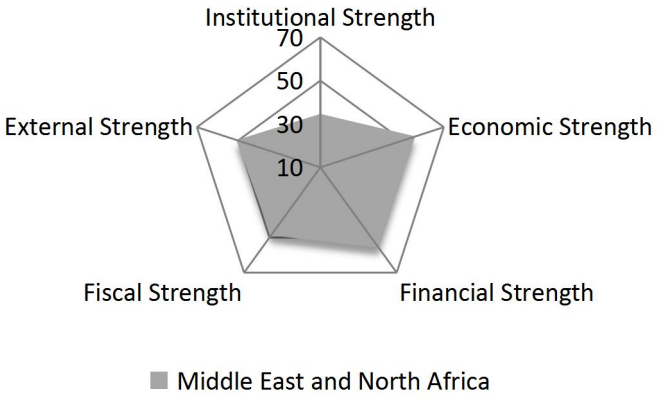



Institutional Strength
60
50
40
30
Economic Strength
Financial Strength
Fiscal Strength
External Strength
Middle East Oil-producing Countries


Institutional Strength
70
60
50
40
30
20
Economic Strength
Financial Strength
Fiscal Strength
External Strength
Central Asia


Institutional Strength
70
50
30
10
Economic Strength
Financial Strength
Fiscal Strength
External Strength
CIS





From an overall perspective, compared with the global average level of each rating factor, countries along the Belt and Road have prominent political stability and government efficiency risk, and their economic strength is mainly restricted by the degree of development and their robustness of financial systems is weaker, but their average fiscal power is slightly above the global average due to lower government debt ratios, and their average external power is similar to the global average.

Figure 4 Comparisons of Sovereign Credit Risk Characteristics between the B&R and the World

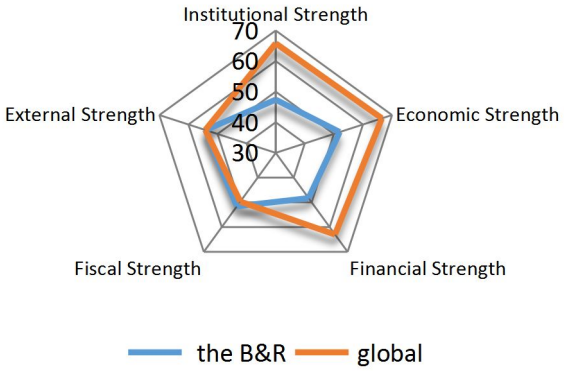


Table 3 Five Factors for Assessing Sovereign Ratings of the Countries along B & R in 2016

region	country	Institutional strength score	Economic strength score	Financial strength score	Fiscal strength score	External strength score	Sovereign rating score
South-eastern Asia	Philippines	39.3	50.2	59.9	56.9	59.7	51.7
	Cambodia	34.6	35.8	58.9	63.8	53.4	45.4
	Laos	48.5	38.7	56.0	44.0	39.4	45.6
	Malaysia	65.6	62.5	70.1	48.1	37.2	60.1
	Myanmar	10.3	37.4	41.2	56.4	58.6	38.1
	Thailand	40.8	55.1	68.5	57.3	49.5	53.6
	Singapore	96.7	76.1	71.5	63.4	50.2	74.9
	Indonesia	35.5	49.5	55.4	60.0	56.2	50.8
	Vietnam	51.9	48.0	58.6	43.9	47.5	47.3
South-eastern Asia		**48.0**	**54.4**	**61.4**	**56.8**	**52.0**	**54.5**
Southern Asia	Afghanistan	4.8	18.8	20.0	24.2	32.0	25.0
	Pakistan	14.2	42.5	28.0	31.9	51.0	30.9
	Bangladesh	17.5	43.6	40.6	49.0	58.5	40.4
	SriLanka	50.0	47.1	47.7	27.7	41.5	41.2
	India	60.6	48.0	53.7	43.4	58.2	50.3
Southern Asia		**51.9**	**46.9**	**49.7**	**42.1**	**56.8**	**47.1**
Middle East Oil-producing Countries	United Arab Emirates	81.6	70.5	51.1	64.4	41.2	66.1
	Oman	62.2	58.8	60.1	41.0	51.1	53.8
	Bahrain	42.5	61.4	57.9	24.0	49.1	46.2
	Qatar	80.6	71.8	62.6	68.8	53.5	70.7
	Kuwait	46.9	64.7	58.9	55.5	42.6	65.0
	Saudi Arab	44.1	30.7	45.0	50.7	59.2	61.0
	Iraq	6.0	45.7	26.3	24.7	55.0	27.7
	Iran	32.1	46.7	28.4	67.5	57.0	48.8
Middle East Oil-producing Countries		**47.7**	**48.5**	**43.4**	**55.4**	**53.6**	**56.6**
Central Asia	Kazakhstan	46.9	49.8	20.3	62.5	49.4	49.1
	Kyrghyzstan	18.4	24.7	42.0	53.3	42.7	35.5
	Mongolia	53.8	36.7	40.8	19.5	28.2	36.6
	Tajikistan	19.6	26.5	22.7	65.0	46.8	35.9

	Turkmenistan	30.3	42.3	40.3	69.1	63.7	49.0
	Uzbekistan	29.2	42.0	50.4	74.6	66.6	49.8
Central Asia		**38.9**	**44.8**	**32.7**	**64.3**	**54.6**	**48.0**
CIS	Azerbaijan	34.0	40.6	41.4	55.0	56.9	46.7
	Belarus	42.6	34.3	35.5	42.0	27.1	37.5
	Russia	30.5	56.6	25.0	56.9	67.1	49.9
	Georgia	50.3	36.3	52.6	59.3	38.0	49.4
	Moldova	31.6	27.0	33.4	38.2	30.2	32.8
	Ukraine	20.4	20.7	17.8	38.6	18.8	26.3
	Armenia	42.1	35.4	48.9	49.2	41.8	41.9
CIS		**30.7**	**52.8**	**25.8**	**55.2**	**62.0**	**47.9**
Central and Eastern Europe	Albania	56.7	39.3	32.5	40.7	47.2	42.7
	Bulgaria	55.8	52.8	32.5	59.6	46.2	50.4
	Poland	75.1	63.0	57.0	54.7	47.1	61.1
	Czech	81.3	63.7	57.9	62.6	37.4	66.1
	Croatia	67.5	55.9	37.8	36.4	47.7	49.2
	Romania	53.3	56.6	25.0	56.9	50.1	49.5
	Serbia	56.9	43.3	20.6	38.4	51.2	40.1
	Slovakia	77.5	60.6	57.2	46.1	65.0	58.1
	Slovenia	77.5	62.5	39.0	40.0	68.0	53.7
	Hungary	70.8	60.3	31.2	42.5	41.9	51.8
Central and Eastern Europe		**70.8**	**60.2**	**46.1**	**52.8**	**47.7**	**57.0**
Middle East and North Africa	Egypt	15.3	48.5	53.9	48.7	53.7	29.4
	Lebanon	22.6	44.4	61.5	9.6	60.8	30.0
	Turkey	36.0	54.0	53.8	55.5	44.1	50.3
	Israel	49.5	71.5	61.0	42.3	63.5	56.0
	Jordan	42.9	43.4	55.7	26.3	39.9	40.1
Middle East and North Africa		**34.6**	**56.1**	**55.7**	**48.9**	**50.7**	**46.4**
50 Countries along B & R		**47.4**	**52.0**	**48.3**	**51.6**	**54.1**	**51.4**
World		**65.8**	**66.5**	**63.0**	**49.7**	**54.2**	**60.7**

Source: Sovereign Credit Rating Database of Golden Credit International Co., Ltd.

Appendix 1 Symbols and Definitions for Sovereign Credit Ratings

Symbol	Definition
AAA^{w}	Extremely strong economic and financial strength, extremely strong fiscal strength of the sovereign government, extremely high level of debt guarantee and debt paying ability, extremely low risk of debt default.
AA^{w}	Very strong economic and financial strength, very strong fiscal strength of the sovereign government, very high level of debt guarantee and debt paying ability, very low risk of debt default.
A^{w}	Relatively strong economic and financial strength, relatively strong fiscal strength of the sovereign government, relatively high level of debt guarantee and debt paying ability, although its debt paying ability is easily to be affected by unpleasant changes of internal and external environment and economic conditions, but the risk of debt default is relatively low.
BBB^{w}	Medium economic and financial strength, medium fiscal strength of the sovereign government, medium level of debt guarantee and debt paying ability, and its debt paying ability is easily to be weakened by unpleasant changes of internal and external environment and economic conditions, medium risk of debt default.
BB^{w}	Relatively weak economic and financial strength, relatively weak fiscal strength of the sovereign government, the level of debt guarantee and debt paying ability are relatively low and are seriously affected by unpleasant changes of internal and external environment and economic conditions, relatively high risk of debt default.
B^{w}	Very weak economic and financial strength, very weak fiscal strength of the sovereign government, very low level of debt guarantee and debt paying ability, sovereign government’s debt servicing ability is, to a large extent, dependent on good economic circumstances, very high risk of debt default.
CCC^{w}	Extremely weak economic and financial strength, extremely weak fiscal strength of the sovereign government, extremely low level of debt guarantee and debt paying ability, sovereign government’s debt servicing ability is extremely dependent on good economic circumstances, extremely high risk of debt default.
CC^{w}	The sovereign government’s debt servicing ability is of great uncertainty, basically cannot guarantee to repay the debt.
C^{w}	On the verge of bankruptcy, the sovereign government’s debt servicing ability is extremely weak, and cannot repay the debt.
D^{w}	The central government is still unable to repay debt in case of a debt restructuring failure, or grace period expiration, hence constituting a debt default.

Note: Except AAA, CCC and the ratings blow it, each rating can be slightly adjusted by ‘+’ and ‘-’, which means slightly higher and lower than this rating respectively.

“一带一路”沿线国家主权信用概况

“一带一路”沿线国家主权信用概况

自 2013 年正式提出以来，“一带一路”战略现已进入全面实施阶段。根据商务部最新数据，近 3 年来中国与“一带一路”沿线国家贸易额达到 3.1 万亿美元，占对外贸易总额的 26%，其中 2016 年中国同沿线国家的双边贸易额达到 6.3 万亿元人民币，增长 0.6%（2016 年中国进出口贸易总额同比下降 0.9%）。2016 年全年，中国企业对“一带一路”沿线国家直接投资 145.3 亿美元，较 2013 年增长 14.3%。2016 年我国企业在沿线国家新签的对外承包合同额 1260 亿美元，同比增长 36.0%，占同期对外承包工程新签合同额的 51.6%，一大批“互联互通”项目稳步推进。近三年来，在世界经济格局深刻调整、各类“黑天鹅”事件层出不穷、民粹主义和逆全球化潮流持续蔓延的背景下，中国倡导的“一带一路”面向沿线经济体、契合区域发展需要，正在赢得越来越多国家的认同。整体而言，我国同沿线国家的政治互信不断巩固，“一带一路”建设的凝聚力正在加强。

长期来看，“一带一路”战略的顺利推进将有利于推动国内经济转型升级，打造陆海统筹、东西互济的全方位对外开放新格局，进而提升我国在全球治理中的话语权和影响力，确立我国的世界大国地位。与此同时，作为建国以来我国首次主导的大型境外区域经济开发计划，“一带一路”建设置身于复杂的国际政治、经济和金融环境中，准确识别沿线各区域、各国风险特征，制定有针对性的建设和投资计划，将是该战略能否顺利推进的关键所在。国家主权信用风险评估涵盖一国政治、经济、金融、财政和外部五大评级要素，是一国整体风险状况的高度浓缩。因此，准确把握“一带一路”沿线各区域、各国的主权信用风险，可以为中国企业和资本“走出去”，在不同风险条件下制定差异化投资策略提供重要参考。

图 1“一带一路”沿线区域

图表制作：东方金诚主权团队

一、“一带一路”沿线国家概况

1、分析对象：7 大区域 50 个国家

“一带一路”沿线覆盖中国境外的 64 个经济体，各国政治制度、资源禀赋和发展水平差异很大。为了系统、准确分析沿线不同区域各国主权信用风险特征，本报告首先按照沿线国家的经济体量、国际经济参与度及分析数据的可获得性等标准，选择 50 个国家作为分析对象；同时，按照这些国家所处的地理区位、经济特性，将其划分为东南亚、南亚、中东石油生产国、中亚、中东欧、独联体和中东北非 7 大区域（详见表 1）。根据 2016 年最新数据，这 7 大区域、50 个国家的总体经济规模约占“一带一路”沿线各国整体经济规模的 98.2%，人口占比约为 93.5%。由此，这些国家的主权信用风险特征能够充分、有效地体现“一带一路”沿线的整体状况。

2、沿线各国政治制度、宗教信仰和社会文化复杂多样，大多仍处于转型过程

从图 1 所示的地理区位可以看出，“一带一路”沿线很多地区是人类文明的重要发源地，三大全球性宗教（基督教、伊斯兰教、佛教）即起源于中东、南亚地区。古代海、陆两个丝绸之路贯穿东西，成为联接各大文明的重要纽带。千百年来全球主要文明在此交流激荡，形成了复杂多样的社会文化历史传统。近代以来，在西方文明的冲击下，身处东西方文明交汇处的沿线各国普遍经历了复杂的“冲击——回应”过程，在民族国家框架下形成了不同类型的政治体制和社会管理制度。但这些国家大多仍处于现代化建设阶段，普遍面临政治、经济和社会制度转型的挑战，政治体制不成熟与相对落后的经济发展水平相交织，导致社会经济发展的不稳定性、不平衡性突出，并成为相关国家主权信用风险的突出特征。

3、沿线国家经济发展水平整体偏低

通过表 1 数据可以看出，该区域既有卡塔尔、新加坡两个人均 GDP 高于 5 万美元的高收入经济体，但也有多达 10 个经济体 2016 年人均 GDP 低于 2000 美元，这其中就包括人口大国印度、巴基斯坦和孟加拉国。整体上看，2016 年沿线国家人均 GDP 为 3766.3 美元，远低于全球人均 10227.2 美元的水平。2016 年沿线国家经济总规模约为 11.7 万亿美元，相当于全球的 15.7%，但人口占比高达 42.7%，两个数据的反差显示了“一带一路”沿线经济发展整体落后的现实。从区域来看，除中东欧地区凭借整体较高的产业发展水平、中东 8 个产油国依靠优越的自然资源禀赋，人均 GDP 高于全球平均水平之外，其他 5 个区域经济发展均明显落后，其中南亚区域人均 GDP 仅为 1637.5 美元。

4、沿线国家政府主权债务负担相对较小

作为主权信用风险评估的核心指标之一，2016 年全球各国中央政府平均负债率[11]为 70.8%，而在“一带一路”沿线区域该指标仅为 46.2%。分区域来看，尽管区域内各国间差别较大，但 7 个区域均低于全球平均水平，其中独联体区域主权债务水平仅为 19.8%，主要受俄罗斯政府低债务负担影响。需要指出的是，沿线区域国家主权债务负担偏低一方面体现出相关国家政府偿债压力可控，但同时也反映出沿线国家多属发展中经济体，中央政府的债务耐受能力不足。此外，沿线国家中仍有黎巴嫩、蒙古等 10 个发展中经济体政府负债率超过全球平均水平，偿债压力明显偏高。

[11]对各国中央政府债务总额与经济规模的比值进行 GDP 加权平均计算。

表 1 “一带一路”沿线 50 个国家概况（2016 年）[12]

区 域	国 别	人口（百万）	人均 GDP（美元）	GDP 总额（十亿美元）	主权债务总额（十亿美元）	中央政府负债率 %
东南亚 9 国	菲律宾	104.2	2952.2	307.6	132.6	43.2
	柬埔寨	15.8	1257.0	19.8	5.8	29.1
	老挝	7.2	2021.5	14.5	8.5	58.6
	马来西亚	31.7	9470.0	300.4	166.4	55.3
	缅甸	52.3	1202.6	62.8	18.8	29.8
	泰国	69.0	5748.0	396.5	197.9	49.8
	新加坡	5.6	52352.0	292.7	325.2	111.2
	印尼	258.8	3789.8	980.8	288.4	29.5
	越南	92.6	2186.0	202.5	118.5	58.6
南亚 5 国	阿富汗	32.7	528.4	17.3	1.2	6.9
	巴基斯坦	193.0	1470.0	283.7	166.0	58.4
	孟加拉国	161.5	1368.3	221.0	58.3	26.3
	斯里兰卡	21.3	3934.0	83.6	64.7	77.5
	印度	1309.7	1685.9	2208.0	1148.2	52.1
中东石油生产国 8 国	阿联酋	9.9	33512.8	330.3	210.4	63.6
	阿曼	4.0	17435.7	69.0	13.2	19.2
	巴林	1.3	24145.6	31.8	22.7	71.2
	卡塔尔	2.6	56975.6	146.9	84.5	57.6
	科威特	4.2	24578.9	103.8	22.9	22.2
	沙特	32.0	21403.8	685.2	396.0	57.9
	伊拉克	36.1	4777.5	172.3	130.6	75.9
	伊朗	80.5	5659.7	455.4	54.2	11.8

[12] GDP 规模、人口、人均 GDP、主权债务总额均为 2016 年数据，部分为估计值；中央政府负债率=主权债务总额/GDP 规模，为 2016 年末数据，部分为估计值。

中亚 6 国	哈萨克斯坦	17.9	6881.4	123.5	29.1	23.7
	吉尔吉斯斯坦	6.1	1133.5	6.9	4.8	70.5
	蒙古	3.0	4124.1	12.4	10.9	88.1
	塔吉克斯坦	8.7	673.8	5.8	2.7	46.8
	土库曼斯坦	5.5	6366.5	34.8	8.1	23.3
	乌兹别克斯坦	31.3	2080.0	65.2	6.3	9.6
独联体 7 国	阿塞拜疆	9.5	3783.6	35.9	14.3	39.5
	白俄罗斯	9.5	4818.5	45.5	25.0	54.8
	俄罗斯	143.4	8442.6	1211.0	159.9	13.2
	格鲁吉亚	3.7	4055.7	15.0	6.4	42.6
	摩尔多瓦	3.6	1795.4	6.4	2.9	44.8
	乌克兰	42.5	1968.9	83.7	65.5	78.3
	亚美尼亚	3.0	3453.7	10.3	5.5	53.4
中东欧 10 国	阿尔巴尼亚	2.9	4162.9	12.0	8.5	71.0
	保加利亚	7.1	7039.4	50.1	13.3	26.5
	波兰	38.0	12221.1	464.0	207.9	44.8
	捷克	10.6	18199.0	192.2	74.4	38.7
	克罗地亚	4.2	11853.0	49.8	42.1	84.4
	罗马尼亚	19.8	9610.3	189.9	74.8	39.4
	塞尔维亚	7.1	5218.5	37.2	28.3	76.0
	斯洛伐克	5.4	16460.7	89.3	46.5	52.1
	斯洛文尼亚	2.1	20634.4	42.6	34.9	81.8
	匈牙利	9.8	12414.8	122.1	91.7	75.1
中东北非 5 国	埃及	91.0	3153.3	287.1	265.9	92.6
	黎巴嫩	4.6	10227.1	47.0	75.6	160.7
	土耳其	79.0	9369.3	739.9	242.7	32.8
	以色列	8.5	36843.3	314.2	194.2	61.8
	约旦	7.7	4925.8	38.2	34.4	90.1

一带一路	50 个国家	3111.2	3766.3	11718.0	5411.1	46.2
全球	191 个经济体	7292.5	10227.2	74581.6	52790.0	70.8

数据来源：东方金诚主权数据库

二、“一带一路”沿线各国主权信用风险状况

基于对政府信用能力构成、主权信用违约事件的长期研究积累，以及国内市场对主权信用评级产品日益增长的现实需求，东方金诚组建了专业化研究团队，充分借鉴、参考国内外先进主权评级研究成果，着重挖掘当代主权信用风险演化特征，开发了主权信用风险评级模型，创建了东方金诚主权数据库，并以此为基础建立了具有自身特色的全球主权信用风险评级体系。该体系主要根据一国的政治[13]、经济[14]、金融[15]、财政[16]及国际收支与外债保障能力[17]等五大评级要素，通过定量与定性相结合的方式，对中央政府依据合同约定，在未来偿还其直接、显性商业性金融债务的能力和意愿进行评估，评级结果反映的是中央政府对其债务违约的相对可能性。根据东方金诚主权信用风险评级模型，本报告给出了“一带一路”50 个国家 2016 年主权信用等级评估结果（详见表 2），其主要特征包括：

1、沿线各国整体主权信用风险偏高

通过表 2 可以看出，2016 年沿线国家中有 24 个经济体主权信用等级处于投资级[18]以下，占比 48.0%。而根据东方金诚主权信用风险评级模型，在全球 133 个经济体中，投资级以下占比为 42.9%。这意味着沿线经济体中主权信用风险偏高的国家占比较多。就整体而言，2016 年沿线国家主权信用指数均值[19]为 51.4，相当于主权信用等级 BBBw+，而同期全球各国主权信用指数均值为 60.7，相当于 Aw+。分区域来看，7 个区域主权信用风险均高于全球平均水平，其中独联体、南亚和中东北非区域因政治稳定性风险偏高、经济发展水平落后和金融实力较弱等原因，主权信用风险整体处于高企状态。

2、各国主权信用风险差异性很大

---

[13] 在分析过程中，对该项要素的评估主要围绕一国政治稳定性和政府效率进行评价，即“政治稳定与政府能力”评价。

[14] 对经济实力的评估主要包括三个部分：经济发展水平、经济增长和宏观经济平衡状况。在区域分析部分，本报告将主要围绕人均 GDP 水平、GDP 增速、通货膨胀状况等指标分析一国的经济实力。

[15] 金融实力主要通过金融体系发展程序、监管水平和金融体系稳健性进行评价。在区域分析部分，本报告将主要围绕金融深度与广度、以及以银行业不良贷款率指标为核心的金融稳健性指标，评价一国的金融实力。

[16] 一国的财政平衡状况、政府债务负担及财政的可持续性构成其财政实力评价的主要内容。在区域分析部分，本报告将主要围绕一国长期财政赤字率、政府负债率及债务结构等核心指标，评估其财政实力。

[17] 主要包括一国的国际收支平衡状况、外债规模与结构，及外汇储备充裕程度等。在区域分析部分，本文将主要围绕以上指标，评价其国际收支与外债保障能力。

[18] 东方金诚主权信用评级主标尺划分为 21 个等级，分别为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C，其中 AA、A、BBB、BB、B、CCC 分别用+、-进一步划分不同的子级。主权信用等级在 BBB-至 AAA 为投资级，在 BB+至 C 为投机级。

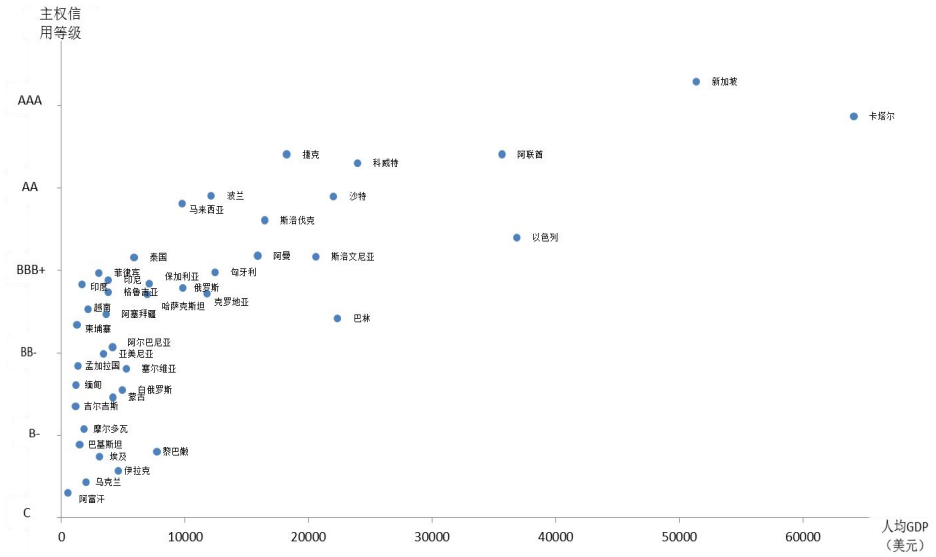
[19] 国家主权信用指数均值通过对各国主权信用指数进行 GDP 加权平均计算；主权信用指数在 0-100 区间，指数越高，代表风险越低。

沿线国家中既有新加坡、卡塔尔两个 AAA^{w}级国家，也有阿富汗（CC^{w}）、黎巴嫩（B^{w}-）、巴基斯坦（B^{w}-）等高风险国家，评级结果横跨 20 个级别范围，体现出不同国家主权债务违约风险的巨大差异性。此外，即使在同一区域，不同国家之间的主权信用等级也存在明显落差。如在东南亚，老挝和柬埔寨均被评定为违约风险较高的 BB^{w}，而新加坡则拥有最高主权信用等级。同属中东产油国，伊拉克因国内战乱等因素只能获得 B^{w}-的主权信用评级，而卡塔尔则为 AAA^{w}。在其他 5 个区域，内部等级差距最小也在 5 个等级以上。各国之间主权信用等级的鲜明差异往往意味着其国家风险同样亦处于类似的分化状态。

3、短期内部分国家主权信用等级存在调整的可能，绝大多数国家将保持稳定

在评级展望部分，东方金诚对未来 1-2 年内，一国主权信用等级可能的调整方向进行了评估。“正面”代表短期内存在一定级别上调的概率，“负面”代表级别可能下调，“稳定”则代表级别调整的可能性很低。通过表 2 可以看出，在绝大多数国家主权信用展望保持“稳定”的同时，印度、越南、老挝、阿尔巴尼亚等国在短期内可能上调主权信用等级，主要源于这些国家在保持国内政局稳定同时，展现出较为强劲的经济发展势头。而土耳其受政局动荡可能加剧、经济增速将转向下滑、外部融资压力上升等不利影响，主权信用等级面临下调；塔吉克斯坦则因政治稳定性下降、银行业危机难以有效化解等原因，本已很低的主权信用等级存在进一步下调的可能；阿富汗在美军撤离后可能面临内战进一步加剧、外援流入受阻等重大风险，主权信用水平有可能降至最低等级。总体上看，沿线国家中评级展望保持“稳定”的国家占比为 84.0%，这意味着在经历前期全球性经济金融动荡、国际大宗商品价格暴跌等带来的冲击后，以发展中国家为主的沿线经济体的主权信用风险状况普遍进入了一个相对稳定时期。

图 2 “一带一路”沿线国家 2016 年主权信用等级分布



图表制作：东方金诚主权团队

表 2 “一带一路”沿线国家 2016 年主权信用评级

区 域	国 别	主权信用级别	评级展望
东南亚	菲律宾	BBB^{w}[20]+	稳定
	柬埔寨	BB^{w}	稳定
	老挝	BB^{w}	正面
	马来西亚	A^{w}+	稳定
	缅甸	B^{w}+	稳定
	泰国	A^{w}–	稳定
	新加坡	AAA^{w}	稳定
	印尼	BBB^{w}	稳定
	越南	BB^{w}+	正面
南亚	阿富汗	CC^{w}	负面
	巴基斯坦	B^{w}–	稳定
	孟加拉国	BB^{w}–	稳定
	斯里兰卡	BB^{w}–	稳定
	印度	BBBw	正面
中东产油国	阿联酋	AA^{w}	稳定
	阿曼	A^{w}–	稳定
	巴林	BB^{w}	稳定
	卡塔尔	AAA^{w}	稳定
	科威特	AA^{w}	稳定
	沙特	AA^{w}–	稳定
	伊拉克	B^{w}–	稳定
	伊朗	BB^{w}+	稳定
中亚	哈萨克斯坦	BBB^{w}–	稳定
	吉尔吉斯	B^{w}	稳定
	蒙古	B^{w}	稳定
	塔吉克斯坦	B^{w}	负面

[20] “w”代表东方金诚国际评级序列级别符号，具体级别符号含义请见本文第 12 页“附件一”。

	土库曼斯坦	BBB^{w}-	稳定
	乌兹别克斯坦	BBB^{w}-	稳定
独联体	阿塞拜疆	BB^{w}+	稳定
	白俄罗斯	B^{w}+	负面
	俄罗斯	BBB^{w}-	稳定
	格鲁吉亚	BBB^{w}-	正面
	摩尔多瓦	B^{w}	稳定
	乌克兰	B^{w}-	稳定
	亚美尼亚	BB^{w}-	稳定
中东欧	阿尔巴尼亚	BB^{w}	正面
	保加利亚	BBB^{w}	稳定
	波兰	A^{w}+	稳定
	捷克	AA^{w}	稳定
	克罗地亚	BBB^{w}-	稳定
	罗马尼亚	BBB^{w}-	稳定
	塞尔维亚	BB^{w}-	稳定
	斯洛伐克	A^{w}+	稳定
	斯洛文尼亚	A^{w}-	稳定
	匈牙利	BBB^{w}	稳定
中东北非 5 国	埃及	B^{w}-	稳定
	黎巴嫩	B^{w}-	稳定
	土耳其	BBB^{w}	负面
	以色列	A^{w}	稳定
	约旦	BB^{w}-	稳定

数据来源：东方金诚主权数据库

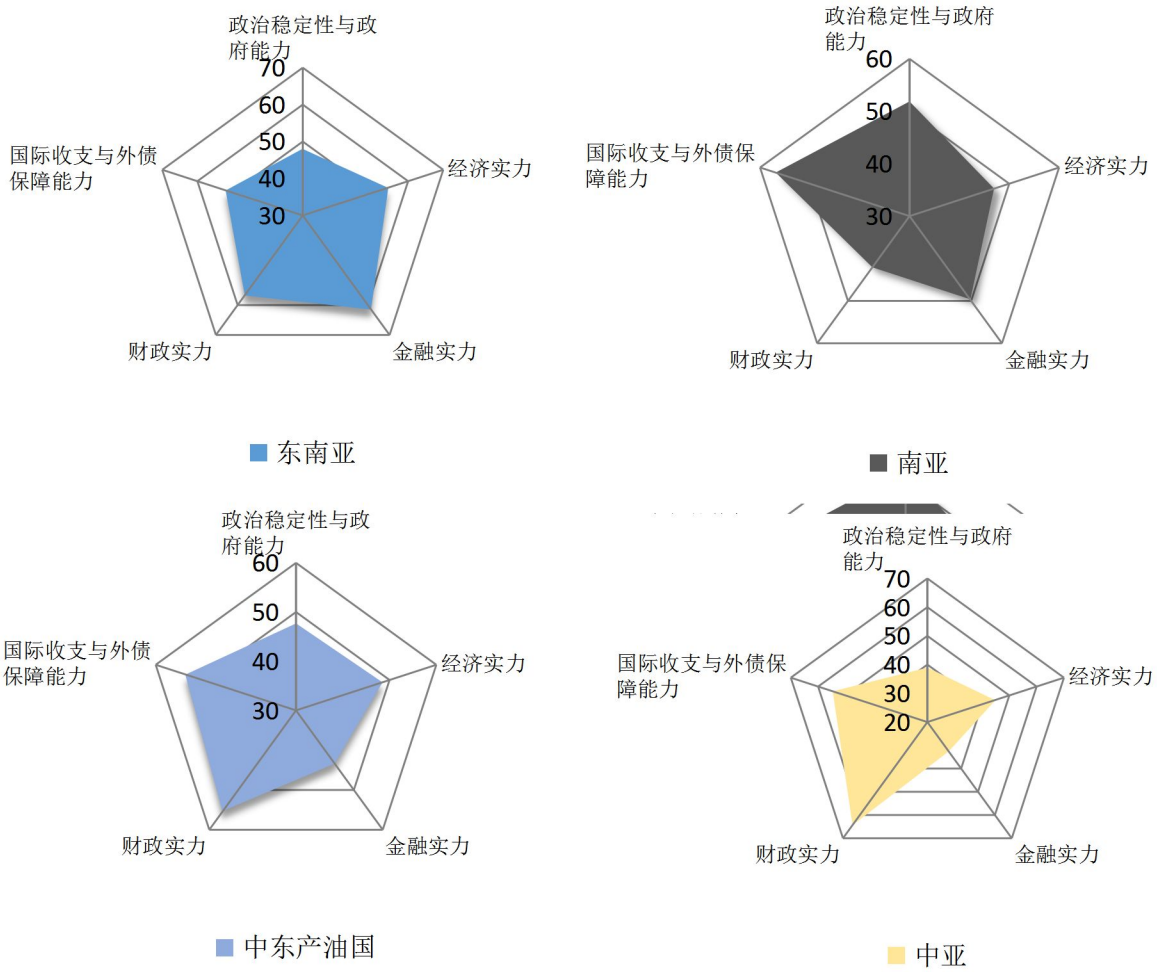
三、各国、各地区主权信用风险来源差别明显

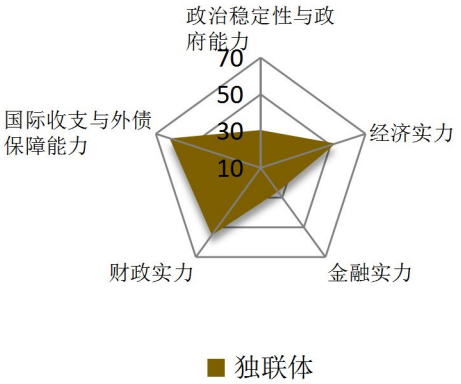
表 3（p27）显示，一国的主权信用等级由其内部的政治、经济、金融、财政和外部等五类因素复合决定，但这些因素之间往往存在较大差别，这体现了一国的风险特殊性。例如，正处于转型期的缅甸潜在政治不稳定风险很高，成为拖累其整体主权信用等级的突出因素；内战中的伊拉克也与其类似；沙特则在经历国际油价大幅下跌且未来反弹空间有限对其经济实力带来的严重

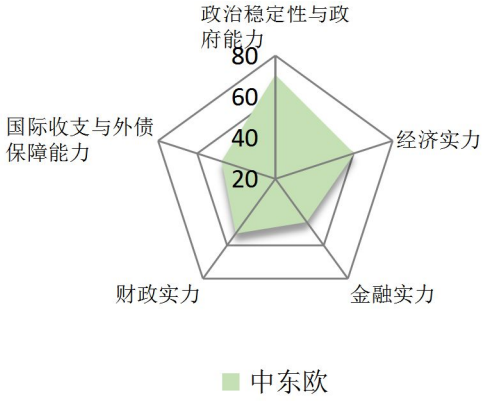
影响；哈萨克斯坦银行业危机久拖难解，金融风险中期内将处于很高水平，成为制约其主权信用等级的核心因素；黎巴嫩政府高赤字、高债务状况将其财政实力限制在极低水平，是其主权信用质量的明显短板；白俄罗斯国际收支与外债保障能力明显弱于其他四项评级要素，外债负担沉重、经常项目长期大幅逆差，有可能导致其外币主权信用等级较本币低一个级别。事实上，识别一个经济体五类评级要素之间的差异已成为准确把握其风险特征的关键所在。

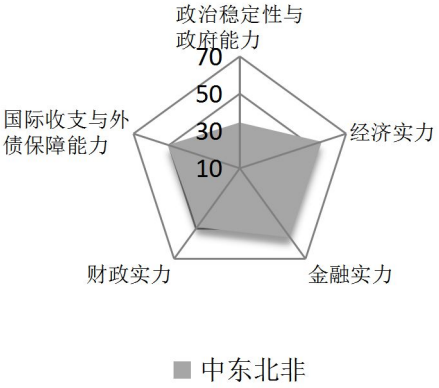
从区域和整体角度看，主权信用风险来源亦存在明显差异。例如，受制于政府效率普遍较低及个别国家政治稳定性风险高企，在东南亚、中亚、独联体及中东北非区域，政治稳定与政府能力是五项评级要素中较为薄弱的一个组成部分；与之相反，中东欧地区政治转型普遍较成功，在欧盟框架下各国政治稳定性风险可控，政府效率较高，较强的政治稳定与政府能力帮助该区域获得了沿线国家中最高的平均主权信用等级。中亚、南亚和独联体区域主权信用指数接近，但中亚、独联体区域主要受到政治风险偏高、各国银行业危机制约金融实力影响，而南亚区域则主要受到财政实力不足的拖累。图 3 展示了五项评级要素在 7 个不同区域中的强弱分布状况，有助于理解不同区域的风险特征，具体分析内容可见不同区域主权信用风险分析报告。

图 3 七大区域主权信用风险特征





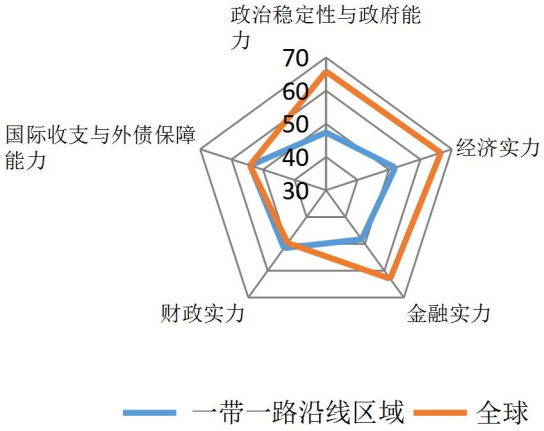




图表制作：东方金诚主权团队

整体上看，与各评级要素的全球平均水平相比，沿线各国政治稳定性和政府效率风险突出，经济实力则主要受发展程度制约，金融稳健性较差，但较低的政府负债率导致沿线各国平均财政实力略高于全球平均水平，国际收支与外债保障能力则基本相当。

图 4 “一带一路”沿线区域与全球主权信用风险特征比较



图表制作：东方金诚主权团队

表 3 “一带一路”沿线国家 2016 年主权信用评级 5 类评级要素

区 域	国 别	政治稳定与政府能力指数	经济实力指数	金融实力指数	财政实力指数	国际收支与外债保障能力指数	主权信用指数
东南亚	菲律宾	39.3	50.2	59.9	56.9	59.7	51.7
	柬埔寨	34.6	35.8	58.9	63.8	53.4	45.4
	老挝	48.5	38.7	56.0	44.0	39.4	45.6
	马来西亚	65.6	62.5	70.1	48.1	37.2	60.1
	缅甸	10.3	37.4	41.2	56.4	58.6	38.1
	泰国	40.8	55.1	68.5	57.3	49.5	53.6
	新加坡	96.7	76.1	71.5	63.4	50.2	74.9
	印尼	35.5	49.5	55.4	60.0	56.2	50.8
	越南	51.9	48.0	58.6	43.9	47.5	47.3
东南亚区域		**48.0**	**54.4**	**61.4**	**56.8**	**52.0**	**54.5**
南亚	阿富汗	4.8	18.8	20.0	24.2	32.0	25.0
	巴基斯坦	14.2	42.5	28.0	31.9	51.0	30.9
	孟加拉国	17.5	43.6	40.6	49.0	58.5	40.4
	斯里兰卡	50.0	47.1	47.7	27.7	41.5	41.2
	印度	60.6	48.0	53.7	43.4	58.2	50.3
南亚区域		**51.9**	**46.9**	**49.7**	**42.1**	**56.8**	**47.1**
中东产油国	阿联酋	81.6	70.5	51.1	64.4	41.2	66.1
	阿曼	62.2	58.8	60.1	41.0	51.1	53.8
	巴林	42.5	61.4	57.9	24.0	49.1	46.2
	卡塔尔	80.6	71.8	62.6	68.8	53.5	70.7
	科威特	46.9	64.7	58.9	55.5	42.6	65.0
	沙特	44.1	30.7	45.0	50.7	59.2	61.0
	伊拉克	6.0	45.7	26.3	24.7	55.0	27.7
	伊朗	32.1	46.7	28.4	67.5	57.0	48.8
中东产油国区域		**47.7**	**48.5**	**43.4**	**55.4**	**53.6**	**56.6**
中亚	哈萨克斯坦	46.9	49.8	20.3	62.5	49.4	49.1
	吉尔吉斯	18.4	24.7	42.0	53.3	42.7	35.5

	蒙古	53.8	36.7	40.8	19.5	28.2	36.6
	塔吉克斯坦	19.6	26.5	22.7	65.0	46.8	35.9
	土库曼斯坦	30.3	42.3	40.3	69.1	63.7	49.0
	乌兹别克斯坦	29.2	42.0	50.4	74.6	66.6	49.8
中亚区域		**38.9**	**44.8**	**32.7**	**64.3**	**54.6**	**48.0**
独联体	阿塞拜疆	34.0	40.6	41.4	55.0	56.9	46.7
	白俄罗斯	42.6	34.3	35.5	42.0	27.1	37.5
	俄罗斯	30.5	56.6	25.0	56.9	67.1	49.9
	格鲁吉亚	50.3	36.3	52.6	59.3	38.0	49.4
	摩尔多瓦	31.6	27.0	33.4	38.2	30.2	32.8
	乌克兰	20.4	20.7	17.8	38.6	18.8	26.3
	亚美尼亚	42.1	35.4	48.9	49.2	41.8	41.9
独联体区域		**30.7**	**52.8**	**25.8**	**55.2**	**62.0**	**47.9**
中东欧	阿尔巴尼亚	56.7	39.3	32.5	40.7	47.2	42.7
	保加利亚	55.8	52.8	32.5	59.6	46.2	50.4
	波兰	75.1	63.0	57.0	54.7	47.1	61.1
	捷克	81.3	63.7	57.9	62.6	37.4	66.1
	克罗地亚	67.5	55.9	37.8	36.4	47.7	49.2
	罗马尼亚	53.3	56.6	25.0	56.9	50.1	49.5
	塞尔维亚	56.9	43.3	20.6	38.4	51.2	40.1
	斯洛伐克	77.5	60.6	57.2	46.1	65.0	58.1
	斯洛文尼亚	77.5	62.5	39.0	40.0	68.0	53.7
	匈牙利	70.8	60.3	31.2	42.5	41.9	51.8
中东欧区域		**70.8**	**60.2**	**46.1**	**52.8**	**47.7**	**57.0**
中东北非 5 国	埃及	15.3	48.5	53.9	48.7	53.7	29.4
	黎巴嫩	22.6	44.4	61.5	9.6	60.8	30.0
	土耳其	36.0	54.0	53.8	55.5	44.1	50.3
	以色列	49.5	71.5	61.0	42.3	63.5	56.0
	约旦	42.9	43.4	55.7	26.3	39.9	40.1
中东北非区域		**34.6**	**56.1**	**55.7**	**48.9**	**50.7**	**46.4**
一带一路 50 个国家		**47.4**	**52.0**	**48.3**	**51.6**	**54.1**	**51.4**
全球		**65.8**	**66.5**	**63.0**	**49.7**	**54.2**	**60.7**

数据来源：东方金诚主权数据库

附件一：主权信用等级及中长期债券信用等级符号及定义

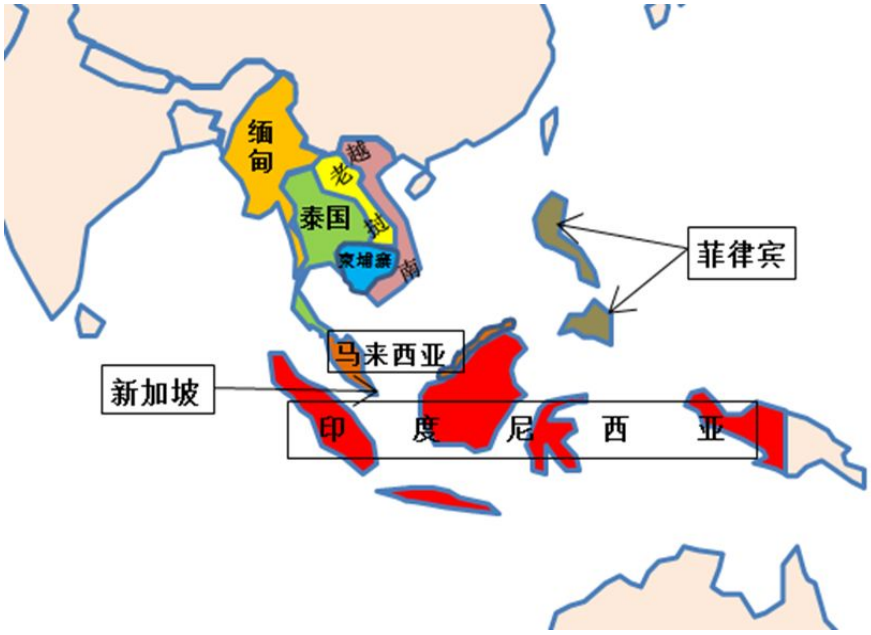
符号	定　义
AAA▾	主权政府偿债能力极强，信用质量最高，违约风险最低，处于最高信用等级；
AA▾	主权政府偿债能力很强，信用质量很高，违约风险很低；
A▾	主权政府偿债能力较强，信用质量较高，尽管偿债能力较易受内外部环境和经济条件不利变化的影响，但违约风险较低；
BBB▾	主权政府偿债能力和信用质量中等，当前有足够的能力偿还债务，但易受内外部环境和经济条件不利变化的影响，债务违约风险处于中等评级水平；
BB▾	主权政府偿债能力和信用质量较弱，当前仍可偿还债务，但持续、重大的内外部环境和经济条件不利变化可能导致违约，债务违约风险较高，处于投机级水平；
B▾	主权政府偿债能力和信用质量很弱，当前仍可偿还债务，但主权政府对债务还本付息能力在较大程度上依赖于良好的内外部环境和经济条件，违约风险很高；
CCC▾	主权政府偿债能力和信用质量极弱，当前有可能违约，主权政府对债务还本付息能力严重依赖于良好的内外部环境和经济条件，违约风险极高；
CC▾	主权政府的还本付息能力具有极大的不确定性，基本不能保证偿还债务；
C▾	主权政府已进入债务重组阶段或债务宽限期，不能偿还债务，处于最低信用等级；
D▾	债务重组失败，或宽限期满，中央政府仍无法偿债债务，发生违约。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

东南亚

该区域主要包括东盟十国中除文莱外的 9 个国家，即菲律宾、柬埔寨、老挝、马来西亚、缅甸、泰国、新加坡、印度尼西亚和越南。其中新加坡属发达经济体，马来西亚发展程度较高，其他均属世界银行定义的低收入或中低收入经济体。在东盟框架下，这些国家政治体制、政局稳定性风险差异很大，但绝大多数国家都正在经历一个经济蓬勃发展的过程，主权信用风险演化具有一定的区域共性特征。

图 1 东南亚 9 国



图表制作：东方金诚主权团队

一、东南亚 9 国主权信用风险特征

该区域有 4 个国家的主权信用评级达到投资级以上，其中新加坡是“一带一路”沿线两个 AAA 级经济体之一，处于政治转型中的缅甸主权信用风险最高。整体上看，短期内受强劲经济增长带动，东南亚区域绝大多数国家主权信用风险呈下降趋势。

除新加坡外，东南亚区域各国政治风险普遍较高。其中政治制度化程度偏低的缅甸、柬埔寨和泰国面临较高的政治稳定性挑战，越南、老挝、马来西亚、印度尼西亚及菲律宾的政局相对平稳。不过，以上这些国家均因政府腐败、透明度低、政策执行力弱等存在政府能力偏低现象。

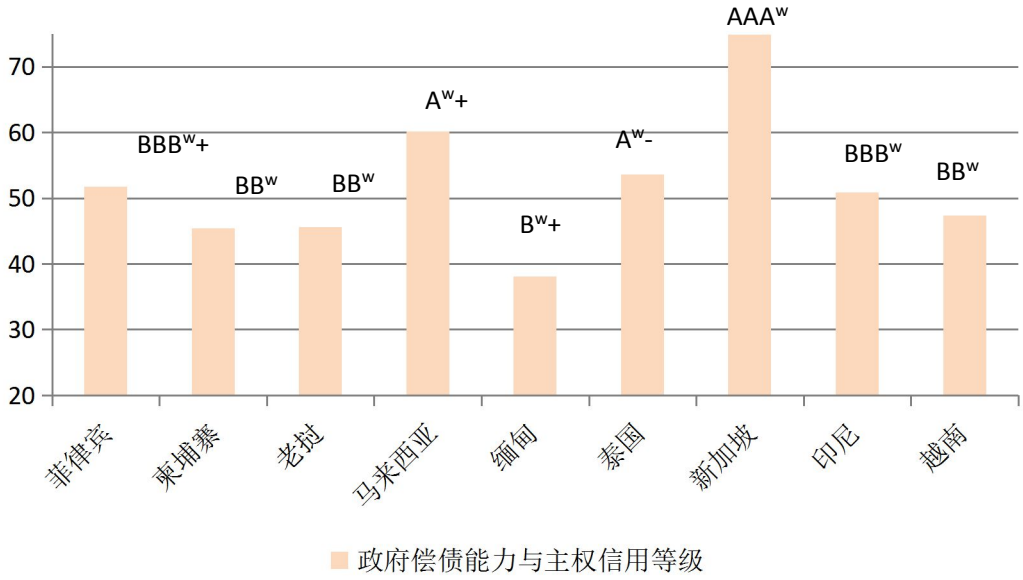
东南亚各国多属中低收入经济体，但 2008 年国际金融危机后，该区域绝大多数国家正在经历一个蓬勃的经济增长过程，通货膨胀趋于缓和。其背后的主要推动力量是多数经济体国内结构化改革持续推进，这尤其在越南、老挝、缅甸、菲律宾、印尼等经济相对落后国家表现明显。

东南亚 9 国金融实力普遍处于全球中等偏上水平。这主要得益于该区域国家近年来在宏观经济强劲增长的背景下，金融业发展较快，多数国家银行业稳健性指标良好。但在快速的信贷增长之后，银行业资产质量可能面临下滑风险。

东南亚国家财政实力普遍接近或高于全球平均水平。在审慎的财政政策背景下，各国财政赤字长期处于 3.0%左右的温和水平，债务负担较低。越南、老挝近期的财政整固压力偏大，债务负担较重。

1997-98 年东亚金融危机后，东南亚各国普遍加强了外债管理，外汇储备充裕度改善，并实行了灵活的汇率制度，抵御外部风险能力增强。

图 2　2016 年东南亚 9 国主权信用水平



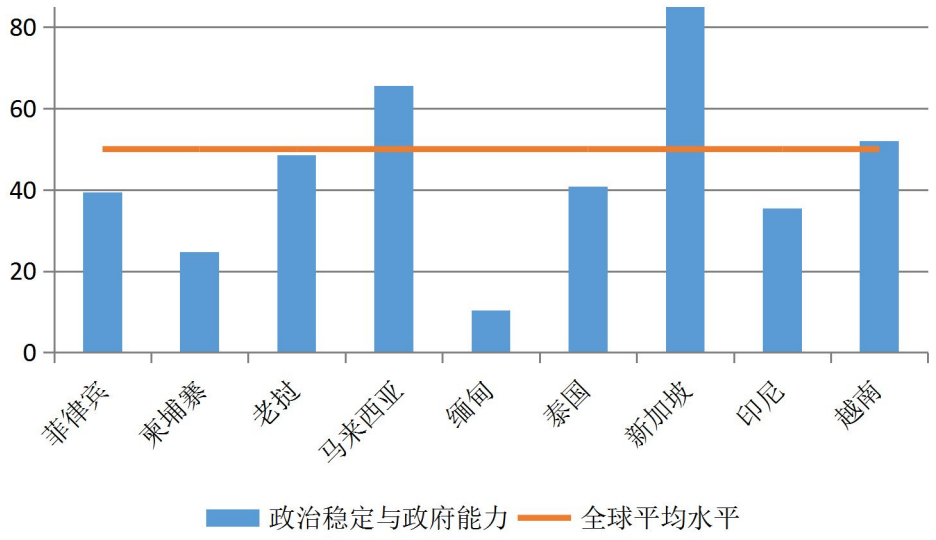
数据来源：东方金诚主权数据库

二、东南亚 9 国主权信用风险评级要素

1、政治稳定与政府能力

东南亚 9 国政治稳定性差异明显，其中政治制度化程度偏低的国家面临更高的稳定性风险，这包括正在经历政治转型的缅甸，周期性激烈大选与实质性强人统治并存的柬埔寨；泰国政局稳定则受到军事政变及社会阶层矛盾激化影响而呈负向发展趋势。相反，越南、老挝的一党制体制较为成熟，马来西亚、印度尼西亚及菲律宾的竞争性选举制度尽管仍然受到家族政治、政治碎片化等因素困扰，但正在逐步走向制度化。不过，以上这些国家均因政府腐败、透明度低、政策执行力弱等存在政府能力偏低现象。唯有新加坡人民行动党执政地位稳固，政府治理能力很强，制度能力在全球范围内处于最高水平。

图 3　东南亚 9 国政治稳定与政府能力



数据来源：东方金诚主权数据库

菲律宾新政府执政基础面临传统家族挑战，国内政治稳定性较低。1986 年实现政治转型以来，菲律宾政局整体保持稳定，但家族政治色彩依然浓厚。2016 年 6 月杜特尔特就职成为菲律宾第 16 任总统，菲政权平稳交接。在首都马尼拉根深蒂固的寡头政治格局下，杜特尔特作为南部棉兰老岛出身的第一位总统，其执政基础相对薄弱。从菲律宾独立建国后的历史来看，“平民总统”的执政易受来自反对党的强大阻力。在任职初期，杜特尔特政府的铁腕治理方式，已引发国家和地方精英阶层关于民粹主义和制造分裂的抨击。东方金诚判断，杜特尔特政府具有激进色彩的施政风格将不可避免地受到传统家族势力牵制，在其进一步巩固执政地位的过程中，菲律宾政局稳定仍存在一定风险。同时东方金诚关注到，菲律宾南部棉兰老岛的分离主义问题突出，国内安全风险不容忽视；此外，菲律宾政府治理能力偏低，腐败现象较为严重，国内治安状况较差，社会秩序较为混乱。

柬埔寨党派冲突严重，周期性的激烈大选与实质性的强人统治不利于政局长期保持稳定。洪森自 1982 年担任首相以来，一直控制政府实权。但是因实行议会制的柬埔寨始终存在强大的反对党，洪森所在的人民党曾先后与奉辛比克党和救国党等就议会大选结果、政府权力分配爆发激烈冲突。洪森主要凭借对军队的控制和突出的经济绩效胜出，多名反对党政要先后流亡海外，但政局周期性紧张的局面始终难以缓解。着眼于 2018 年大选，柬埔寨国内党派斗争再度激化，人民党加强通过司法手段等对救国党进行打压。对此，不排除救国党通过抵制大选、发动大规模街头政治运动等方式进行抗争，导致柬埔寨政局再度陷入动荡局面。此外，多年来柬埔寨政府腐败现象突出，公共服务效率低下，社会贫富分化严重，土地纠纷、工人罢工等现象日趋增多，这些问题均对社会稳定形成较大威胁。

老挝政局稳定，政府能力偏低。老挝在 1975 年废除君主制，人民革命党作为该国唯一合法

政党在国家政治体系中确立了绝对领导地位，并宣布建立社会主义制度。此后，历届政府权力交接平稳。老挝于 1988 年后开始推行革新路线后，经济一直保持快速增长势头，并为维护政局稳定提供重要支撑。2016 年 4 月人民革命党领导层换届，本扬·沃拉吉出任党中央总书记和国家主席，通伦·西苏里担任政府总理，过程平稳顺利。东方金诚估计，中期内老挝政府体制、政治局势将保持稳定，市场化改革政策的连续性保障度较高。不过，长期以来老挝政府政策制定、执行能力较低，透明度差，社会经济管理绩效在全球范围内处于偏低水平，腐败现象较为严重，部分地区的投资项目和土地交易易于引发地方性抗争活动。短期内这些现象虽然不致危及人民革命党的执政地位，但未来如果出现持续性经济滑坡过程，潜在的政治稳定风险仍需关注。

马来西亚政治稳定和政府能力在东南亚地区处于较高水平，近期政府领导人陷入腐败丑闻，国内政治不稳定性有所上升。由代表马来人利益的巫统主导的国民阵线在马来西亚长期执政已达 59 年，政局长期保持稳定，政府政策效率较高。但近年来，随着反对党联盟支持率的上升，国民阵线执政地位有所削弱。东方金诚关注到，当前正在进行的腐败丑闻调查也对政局稳定及政府的施政能力构成一定负面影响。该项调查主要围绕现任总理纳吉布与 1MDB 基金展开。贪腐丑闻正在导致总理纳吉布失去部分民意支持，引发民众不满情绪。由此，执政联盟内部也在酝酿领导层更叠。鉴于反对党联盟内部整合难度很高，国民阵线在国会中拥有半数以上席位，马来西亚政局出现剧烈波动的可能性仍然较低，但政府未来政策推进阻力增大，治理能力有所削弱。

缅甸正在经历复杂的政治转型过程，“双权力中心博弈”格局将持续存在，政治稳定性风险很高。2015 年 11 月大选结束后，昂山素季领导的民盟以绝对优势控制由人民院和民族院组成的联邦议会；2016 年 3 月，联邦议会选举民盟候选人吴廷觉为新一届总统，这是缅甸军政府执政 50 年以来的第一位民选总统。不过，新政府的组成并不意味着缅甸政治转型过程的结束。事实上，在实现政权平稳交接、平衡政府权力分配、实现持久民族和解等方面，缅甸的政治制度化进程仍处早期阶段。这一政治转型过程必然伴随着不同政治群体间的观念、利益与习惯的冲突与磨合，政治稳定性风险将持续处于高位。当前最值得关注的是民盟政府如何处理与军方的关系。缅甸军方在国内长期处于统治地位，其利益范围已广泛渗透至政治、经济及社会各个领域，对国家政策拥有广泛干预权。2015 年大选后，军人代表仍拥有议会 25%的席位，政府中国防、内政、边境事务这三个重要部门仍由军方控制，军人强硬派代表吴敏瑞担任副总统，军队在缅甸国家政治中的特殊地位短期无法改变。当前缅甸事实上存在着由民盟政府和军队组成的“双权力中心”体制。尽管民盟政府拥有强大的民意支持，但它在具体施政过程中将不可避免地触动军方既得利益，协调过程充满挑战，军事政变风险依然存在。此外，军方对民族和解问题立场强硬，缅甸北部少数民族武装与军方之间的大规模军事冲突导致民盟政府的民族和解进程进展缓慢，缅北战事存在长期化风险。

泰国政局长期受军事政变及社会阶层矛盾激化困扰，政府稳定性低。2001-16 年间，泰国已发生过 8 次政权更迭；2014 年 5 月，时任陆军司令巴育发动军事政变，时任总理英拉下台，泰国再度进入军政府统治时期。此外，代表城市中产阶级、法官军队以及王室利益的黄衫军与代表农民和下层民众利益的红衫军持续存在政治对抗，两大政治阵营支持者冲突不断，社会局势紧张。东方金诚关注到，泰国政治结构较为特殊，普密蓬国王逝世后，其生前对维护政治、社会稳定具

有的巨大影响力不复存在，增加了两大政治阵营关系的不确定性；玛哈国王能否同时得到对立政治阵营的认可和尊重尚待观察，中期内政府治理和政局稳定面临考验。不过历史表明，泰国政局动荡烈度通常可控，对经济发展的冲击相对有限。

新加坡政局稳定，人民行动党执政地位稳固，政府治理能力很强。新加坡长期由人民行动党执政，反对党影响力较小，政局稳定。人民行动党于 1954 年 11 月成立，从 1965 年执政至今，一直保持廉洁高效的执政能力，是新加坡影响力最大的政党。2015 年举行国会大选中，人民行动党赢得了 89 个席位中的 83 个席位，以绝对优势获得大选胜利，扭转了此前两次大选得票率连续走低的被动局面，执政地位愈加稳固。新加坡政府机构精简，政府清廉，运作高效，具有很强的治理能力。

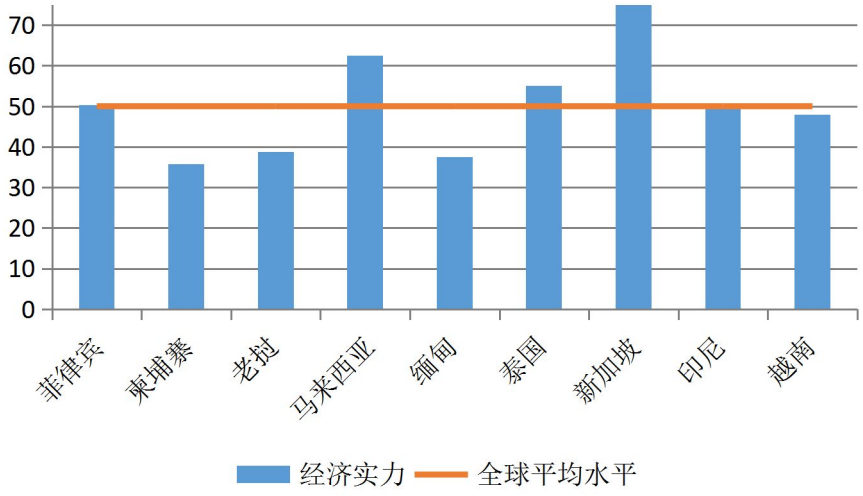
越南国内政治稳定性风险较低，政府效率处于中等水平。1976 年越南统一后，越南共产党在国内确立绝对领导地位。尽管此后越南与周边国家多次发生武装冲突，但其国内政局总体保持稳定。1986 年后越南奉行“革新开放”政策，经济增长步入快车道。2016 年越南领导层换届，阮富仲连任越共中央总书记，阮春福担任政府总理。东方金诚预计，中长期内越南将继续保持现有政治体制；尽管党内高层因观念和利益差异存在不同观点，但基于共识的决策机制仍将在政治运作中居于主导地位，政局动荡风险较低。推行“革新开放”以来，越南经济政策绩效明显提高，但政府腐败问题已引起越南共产党的高度重视，政府透明度低、环境压力增加以及社会冲突解决机制效率低下等问题较为严重。整体上看，越南政府能力仅处于中等水平。此外，越南在南海等区域仍与周边邻国存在主权争议，由此可能引发的地缘政治风险亦值得关注。

印度尼西亚（以下简称“印尼”）政局稳定性趋于改善，政府治理能力较弱。1997 年亚洲金融危机后，印尼军队逐渐淡出国家权力中心，民主化改革进程开启，历届政府权力交接较为平稳。2014 年 7 月，斗争民主党候选人佐科•维多多当选新任总统。此后其通过内阁改组，强调对内阁成员纪律约束等手段，不断巩固其执政地位；同时其经济改革方案效果初显，公众支持率较高，有利于维护印尼国内政局稳定。不过，当前印尼政治制度化进程仍处初期发展阶段，表现为政党林立、政治碎片化特征明显，传统的家族政治依然具有强大影响力。此外，印尼政策稳定性较低，法律体系尚不完善。受制于传统政治中的“本位主义”及斗争民主党的政策传统，印尼经济改革进程仍将面临既得利益集团、地方政府官员的抵制，改善政策透明度、提高政府治理能力难度很大。

2、经济实力

东南亚 9 国除新加坡、马来西亚外，普遍属于中低收入经济体，但在 2008 年国际金融危机后，该区域绝大多数国家正在经历一个蓬勃的经济增长过程，从而与全球其他区域形成明显差异。其背后的主要推动力量是国内结构化改革持续推进，这尤其在越南、老挝、缅甸、菲律宾、印尼等经济相对落后国家表现明显。与此同时，得益于近期国际大宗商品价格处于低位，以及国内宏观经济平衡改善，多数国家长期的高通货膨胀问题正在得到缓解。持续提升的经济实力正在成为该区域国家主权信用能力改善的主要推动力量。

图 4　东南亚 9 国经济实力



数据来源：东方金诚主权数据库

菲律宾经济发展水平中等偏低，但经济增速较高，经济发展势头良好。2015 年菲律宾人均 GDP 约为 2899.6 美元，属于典型的中等偏低收入发展中国家。2008 年国际金融危机后，得益于私人部门消费显著增长，以及基础设施投资的持续提高，菲律宾经济实现高速增长。2010-15 年实际 GDP 年均增长率约为 6.2%。东方金诚估计 2016 年菲律宾经济增速将达到 6.8%，较上年增加约 1.0 个百分点，约占经济七成比例的私人消费增速加快，固定资产投资大幅增长 23.7%。2017-20 年，通胀预期温和，正式就业比例将会增加，菲律宾私人消费势头将得以维持，而政府大规模的基建计划将推动投资保持较快增长，预计未来四年 GDP 年均增速将保持在 6.5%左右。

柬埔寨经济持续快速增长，发展潜力较大。2000 年以来，在服装出口、房地产及建筑业以及旅游业等拉动下，柬埔寨经济保持快速增长势头，2000-15 年年均 GDP 增速达到 7.8%，是亚洲发展中国家中经济增长最快的国家之一。2016 年经济增长 6.8%，较上年小幅下降 0.2 个百分点，主要受全球贸易滑坡对其出口带来一定影响。东方金诚估计，2017-20 年在政局动荡风险可控的前提下，收入水平的提高将带动国内消费增长保持强劲，工业化进程将持续推进制造业投资，与中国的良好关系亦将确保与“一带一路”项目相关的基础设施投资大幅增长；这将克服全球金融环境收紧、国内银行业过度扩张等不利因素带来的影响，柬埔寨经济有望在未来四年保持年均 7.1%的较高增长水平。当前柬埔寨仍是一个农业国，农业人口约占三分之二；2015 年人均 GDP 为 1144 美元，属低收入发展中国家。这意味着其在承接产业转移、生产率提升和劳动力结构转型方面潜力巨大。

老挝属中低收入发展中国家，经济增长潜力较高。2015 年老挝人均国民生产总值为 1786 美元，略高于低收入国家水平。自 1988 年启动市场化改革以来，老挝经济持续高速增长，1989-2015 年年均 GDP 增速达到 7.0%。根据官方数据，最近十年 GDP 增速保持在 7.5%至 8.6%的稳定增长区间。老挝经济增长的主要动力来源于：首先国内水力资源丰富，大规模的电站建设拉动了投资、促进了对越南和泰国的电力出口；得益于国内经济蓬勃增长及来自泰国的侨汇收入，老挝私人消费旺盛；近年来老挝通过设立经济特区等方式大力吸引外资，制造业发展迅速。东方金诚估计，

2016 年老挝 GDP 增速将达到 7.5%，与近十年的平均水平大体相当。2017-20 年，除水电工程外，老挝的基础设施建设将会提速，人均收入水平继续保持快速增长，投资和消费动力强劲，未来四年有望保持年均 7.3%左右的较高增长水平。

马来西亚经济发展水平较高，短期内将保持中高速增长。马来西亚 2016 年人均 GDP 为 9545 美元，属中高收入经济体。2000-15 年，马来西亚经济发展较快，年均增速达 5.0%，处于中高速增长状态。马来西亚产业结构多元，电子产业和服务业具备一定竞争力；国内消费需求强劲，是经济增长的主要动力。2016 年估计马来西亚 GDP 增速为 4.3%，较近期平均水平有所下滑，主要是受疲弱的国际贸易、仍处于相对低位的国际大宗商品价格拖累[21]。2017-20 年，随着马来西亚继续实施积极财政政策和相对宽松的货币政策，国内消费和投资将成为推动经济增长的重要力量，国际大宗商品价格逐步回暖亦将拉动出口增长，其年均 GDP 有望维持在 4.8%左右。

缅甸经济将持续运行在高增长轨道，但宏观经济实力在区域内处于最低水平。2012 年缅甸政治转型进程启动后，随着西方解除对缅甸的经济制裁，以及缅甸离岸天然气田的发现及开采，大量外资涌入，缅甸经济持续快速增长，2012-15 年 GDP 年均增速达到 8.0%。估计 2016 年 GDP 增速为 8.1%，较上年增加约 1 个百分点，主要受到外资大规模流入水电工程以及油气资源开发项目推动。短期内，以上活动将进一步提速，且缅甸设立的一批经济特区将克服其营商环境不足，发挥低人力成本优势，吸引海外制造业进驻，经济增速有望进一步提升。由此，东方金诚预计，在政局保持基本稳定的前提下，2017-20 年缅甸年均 GDP 增速将达到 8.5%的水平。不过，2015 年缅甸人均 GDP 仅为 1212 美元，仍属低收入发展中国家；发展基础薄弱，市场制度不健全，高通货膨胀、高财政赤字等宏观经济失衡现象突出，中期内其宏观经济实力仍将处于偏低状态。

近期泰国经济增长中枢在 3.0%左右，长期经济增长潜力取决于能否顺利进行转型升级。泰国经济多元化程度高，汽车、石化等制造业和服务业占据重要地位，具有突出的外向型特征。2008 年国际金融危机后，泰国经济保持年均 3.7%的增长势头。不过 2011 年国内水灾和 2014 年政局波动均曾导致经济失速现象。估计 2016 年泰国 GDP 增速为 3.2%，较上年上升 0.4 个百分点，主要受扩大公共支出和增加大米补贴对投资和消费的刺激影响。东方金诚预计，2017-20 年主要受较为强劲的私人消费驱动，经济增速有望保持在年均 3.0%左右的温和水平。2008 年后泰国经济增长中枢显著下移，主要受国内经济转型升级缓慢影响。2016 年泰国人均 GDP 为 5662 美元，早在 2010 年即已步入中等收入国家行列。下一步泰国能否实现制造业的技术升级，加快现代服务业发展，实现劳动力结构转移，是决定其长期经济增长潜力的关键。

新加坡经济发展水平很高，近期受外需影响经济陷于低迷状态。新加坡自独立以来，进行了多次经济转型，产业不断升级。矿业加工、油气燃料、电力机械设备、电子产品制造为其优势产业，金融与港口运输等商业服务业发达。2016 年新加坡人均 GDP 高达 53053 美元，全球排名第七。新加坡经济外向型特点突出，2015 年对外贸易依赖度（含商品和服务进出口）高达 325.0%左右，2001-15 年外需对 GDP 增长的贡献率年均超过 50.0%以上。2008 年全球金融危机后，世界贸易增速放缓，甚至转入负增长状态，新加坡经济增速随之逐步滑落，估计 2016 年 GDP 增速已降至 2.0%，较 2001-08 年年均 5.9%的增长水平明显下降。短期内世界贸易重回增长轨道难度很

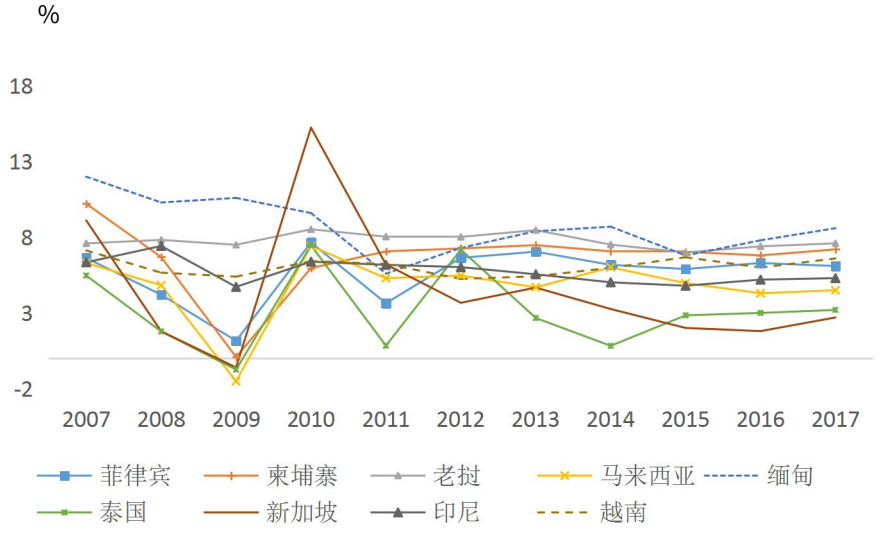
[21]马来西亚是亚洲主要的原油和天然气生产国之一。

大，新加坡经济增长动力将更多转由内需拉动，预计 2017-20 年年均 GDP 增速将维持 2.0%的低迷状态。

越南经济将持续保持较快增长，但整体发展水平较低。1986 年实行“革新开放”的市场化改革政策后，越南经济进入快速增长轨道。根据官方数据，1988-2015 年 GDP 年均增速达到 6.8%，且波动性较小。从经济增长动力来看，越南国内投资、消费的增长成为经济增长的主要推动因素，同时，出口市场扩大，对国内生产总值的贡献度较高。此外，包括外资在内的非国有经济迅速发展，为经济发展提供了新的活力。2015 年越南人均 GDP 为 2088 美元，仍属中低收入发展中国家。2016 年越南经济增速为 6.2%，较上年小幅放缓 0.5 个百分点，主要受当年全球贸易放缓影响。2017 年后越南出口市场趋于改善，国内包括民营化改革在内的各项政策继续释放增长动力，未来四年其 GDP 年均增速有望保持在 6.5%左右的较高水平。不过，作为传统的农业国，越南正处工业化进程的初期阶段，市场机制和基础设施薄弱，经济增长过程中难以避免通胀率过高等失衡现象；在经济主体方面，越南私营企业以中小企业为主，投资分散，缺乏规模，技术能力低；国营企业机制转变迟缓，管理水平差。这些因素均将在中期内继续制约越南经济实力有效提升。

印尼经济发展水平较低，但国际金融危机后经济保持平稳较快增长。2016 年，印尼实现国内生产总值 8618 亿美元，在东盟十国中居于首位，但人均 GDP 仅为 3369 美元，属典型的中等偏低收入发展中国家。2008-15 年，印尼实际 GDP 年均增速达 5.8%。这一方面得益于其人口众多、市场潜力较大、劳动力廉价以及自然资源丰富等优势；另一方面，上届苏西洛政府执政十年中，在基础设施建设、消除贫困及引进外资等方面的政策也使印尼贸易投资环境得到改善。2016 年印尼经济增长 5.1%，受强劲的私人消费推动，内需对 GDP 的拉动达到 5.0 个百分点，从而帮助印尼在全球贸易逆风背景下保持稳定较快增长。2017-20 年，维多多政府将继续致力通过放松规制等市场化改革措施大力引进外资，鼓励私人投资，国内消费增长势头亦将受将到收入水平提高支撑，预计未来四年 GDP 年均增长率可达到 5.6%的较高水平。

图 5　东南亚 9 国 GDP 增长态势



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值.

近年来菲律宾通货膨胀持续保持低位，短期内仍将处于温和水平。国际金融危机后，随着菲律宾本币汇率走势平衡，国内通胀率中枢下移，2009-15 年年均 CPI 增速为 3.4%，较此前十年下降约 2 个百分点。2016 年菲律宾通货膨胀率为 1.8%，2014 年后国际大宗商品价格下跌导致近两年通胀率持续保持偏低水平。2017-20 年，随着国际大宗商品价格温和走高，菲律宾国内经济保持强劲势头刺激需求旺盛，其 CPI 增速将保持在年均 3.0%左右的水平。

柬埔寨长期通货膨胀水平偏高，波动性明显，但短期将趋于改善。2000-15 年柬埔寨年均通货膨胀率为 4.5%，略高于温和通胀水平。但其波动性明显，其中 2008 年曾达到 25.3%的高位，主要受上年国内信贷猛增 70.9%推动。2014 年以来受国内信贷增长趋缓，国际油价下跌影响，柬埔寨通胀率明显回落。2016 年该指标为 2.8%，较上年增加 1.4 个百分点，国际大宗商品价格触底回升带动 CPI 增速上扬。2017-20 年，预期柬埔寨信贷增速将进入 20.0%以下区间，但活跃的经济增长仍将对需求形成刺激；在国际大宗商品价格温和上扬条件下，其通货膨胀率有望保持在年均 3.5%的温和状态，波动性将有明显改善。

1988 年推行革新路线后，老挝宏观经济平衡渐趋改善，通货膨胀率呈趋势性下降，稳定性增强。2000-15 年 CPI 年均增速为 7.1%，呈波动下降走势，结束了此前 7 年年均 44.1%的恶性通货膨胀过程。2014 年以来，主要受国际油价下跌和食品价格处于低位影响，老挝通货膨胀率进入 2.0%以下的低位运行状态。2016 年该指标约为 1.3%，为 2009 年以来的最低点。2017-20 年随着国际大宗商品价格温和走高，老挝物价增速将会小幅回升，但有望控制在年均 3.0%左右的温和水平。

马来西亚 CPI 增速长期处于温和状态，短期内仍将保持 2.5%左右的适度水平。1997-98 年亚洲金融危机后，马来西亚宏观经济平衡显著改善。主要受国内信贷与 GDP 增速整体匹配影响，其 CPI 年均增速在 2000-15 年保持在年均 2.2%的温和状态。2016 年该指标为 2.1%，近期持续保持稳定。2017-20 年马来西亚国内宏观经济将整体保持稳定，但国际大宗商品价格回暖将在短期内对通胀率产生一定推动作用，年均 CPI 增速有望小幅升至 2.3%，仍处适度状态。

缅甸通货膨胀率将持续处于较高水平，宏观经济平衡压力较大。2012 年之前军政府统治时期，缅甸有着长期的恶性通货膨胀历史。2012 年经济开放后，缅甸年均 CPI 增速为 6.4%，其中 2015 年受本币大幅贬值 18.1%、财政赤字大幅上升及信贷高速增长等影响，当年通货膨胀率达到 11.4%。2016 年随着本币贬值势头和信贷增速有所放缓，该指标降至 9.8%。短期内，随着缅甸本币仍有进一步贬值潜力，财政赤字居高难下，国内旺盛的私人消费需求开始启动，预计 2017-20 年 CPI 年均增速将达到 8.5%，显示缅甸经济将运行于高增长、高通胀的失衡状态。

泰国通货膨胀率长期处于温和水平，短期内变化不明显。2000-15 年，泰国本币汇率保持稳定，GDP 增速与货币发行增速差距较小，CPI 年均增长率为 2.3%，处于较低水平，且波动幅度较小。2015 年受国际大宗商品价格下跌影响，经济短暂进入通缩状态；2016 年随着国际大宗商品价格回升，该指标恢复至 0.2%的正向区间。2017-20 年，泰国国内经济增速温和，本币呈现小幅贬值走势，预计年均 CPI 增速将维持在 1.5%的较低水平。

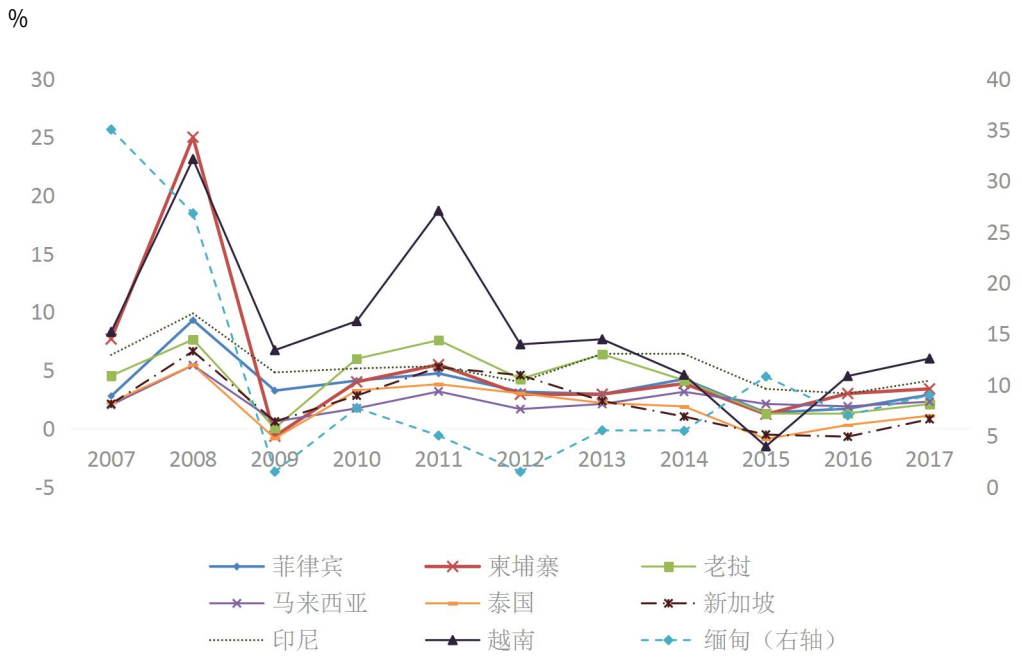
新加坡通货膨胀率长期得到有效控制，短期内仍将处于低通胀区间。新加坡能源、食品大量依赖进口，通胀变化受国际大宗商品价格波动影响明显，但 CPI 整体增长水平依然得到有效控

制，2000-15 年年均通货膨胀率仅为 2.0%。2015 年后原油等国际大宗商品价格显著下滑，新加坡 CPI 变化在 2015-16 年连续处于-0.5%的通胀状态。东方金诚预计，2017-20 年国际大宗商品价格有所回暖，但新加坡经济依然低迷，年均通货膨胀率将维持在 1.0%左右。

越南存在高通胀历史，且波动巨大，近期通胀率下滑明显。2000-15 年，越南年均 CPI 增速为 7.2%，其中 2008、2011 年曾分别高达 23.1%和 18.7%，起伏较大。这主要受其在市场改革过程中宏观经济管理能力不足影响。2015 年后随着国际大宗商品价格显著下滑，越南 CPI 迅速走低，2015 年该指标降至 0.6%；2016 年受大宗商品价格温和回升推动，CPI 同比增长 2.7%。2017-20 年，内需旺盛和国际大宗商品价格温和走高将会推高通胀水平，但更加市场化的汇率决定机制将消除以往本币不规则的大幅度贬值对通胀的破坏性影响。东方金诚预计，未来四年越南 CPI 年均增速有望保持在 4.0%左右的相对温和水平。

印尼长期物价增速偏高，近期相对较低的通胀水平有望延续。主要受货币供应量长期保持高速增长影响，印尼通胀率持续处于偏高水平，2000-15 年年均 CPI 增速达 7.4%。2014 年后国际大宗商品价格下跌，印尼政府削减对燃料等财政补贴，2015-16 年通货膨胀率降至接近 3.0%的温和水平。2017-20 年，国际大宗商品价格回暖将会在一定程度上向国内传导，但印尼在保持较高经济增速的同时，货币供应量增速将得到较好控制，预计未来四年 CPI 年均增速有望保持在 4.5%左右，宏观经济平衡趋于改善。

图 6　东南亚 9 国 CPI 变化



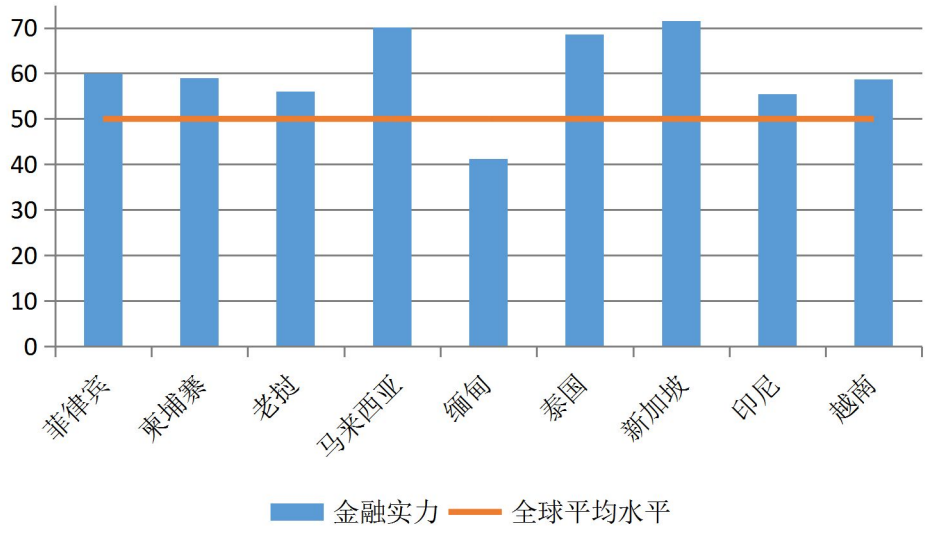
数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

3、金融实力

东南亚 9 国金融实力普遍处于全球中等偏上水平。这主要得益于该区域国家近年来在宏观

经济强劲增长的背景下，金融业发展较快，金融深化程度均接近或超过全球平均水平，其中马来西亚、泰国、新加坡和越南的金融深度已进入全球最高水平之列。但除新加坡外，该区域国家在金融广度、金融市场发展方面相对滞后。在金融稳健性方面，除缅甸相关数据未公布、老挝受上一波信贷潮影响而不良率走高外，其他国家的银行业稳健性指标均显示了较为良好的状态。需要关注的是，由于各国金融体系监管能力仍有待完善，银行业中不同程度地存在着外币化现象，且近期信贷增速偏高，未来金融业可能面对的汇率风险、资产质量风险值得关注。

图 7　东南亚 9 国金融实力



数据来源：东方金诚主权数据库

菲律宾金融业发展不平衡，金融深化等指标处于中等水平，但金融市场发展相对滞后。1997 年亚洲金融危机后，菲律宾金融服务业开始从封闭式、政府主导，向开放式、私营部门主导的模式转变。但是，在一系列改革政策推行后，金融体系并没有较大的结构性调整，银行业发展仍由政府管制为主。2016 年，菲律宾广义货币 M2 对 GDP 的比重增至 62.1%，金融深度处于中等水平。截至 2016 年 9 月末，菲律宾银行体系总资产约为 12.8 万亿比索，对 GDP 占比 88.8%，目前银行业发展已有一定规模。在较为严格的监管制度下，菲律宾股票和债券市场发展程度较低，与全球市场关联度较小。截至 2015 年末，股票交易总额对 GDP 占比不足 13.2%。菲律宾资本市场有待于向多样化发展，以提高政策传导效率，同时为实体经济增长提供更强的支撑。

柬埔寨金融体系落后，但银行业存在过度发展现象。柬埔寨迄今仍没有政府债券市场，外汇市场也以小额外汇兑换为主。有限的金融市场阻碍了资源的有效配置和风险分担，融资工具不足限制了财政政策的有效性和货币政策的实施。但近年来柬埔寨银行业发展迅速，2012-15 年信贷增速年均高达到 33.6%，主要流向房地产行业。2015 年末信贷总额与 GDP 的比重达到 62.0%，同期 M2 与 GDP 的比率也接近 70.0%，金融深化程度明显超过新兴市场平均水平。不过，柬埔寨金融广度仍然明显不足，银行业运营成本很高，高企的存贷款利差严重制约了农户和中小企业的融

资需求。

老挝金融发展水平较低，近年增速很快。老挝金融业以银行部门为核心，国内资本市场规模很小。银行业主要由国有银行、私营银行、合资银行和外资银行构成，其中国有银行在资产和信贷规模均占 50.0%以上份额。2015 年底银行业信贷规模约相当于 GDP 的 59.3%，近 5 年大幅扩张 22.8 个百分点；2015 年底 M2 与 GDP 的比重为 58.4%，在同类国家中处于中等水平。但老挝金融业发展基础薄弱，银行部门的技术管理能力差，中央监管水平低；对农村地区和中小企业而言，金融可获得性依然严重不足。

马来西亚金融业发展水平较高，是全球最大伊斯兰金融中心。截至 2015 年末，马来西亚银行业贷款总额是当年经济总量的 124.9%，M2 与 GDP 的比重高达 137.3%，均处全球较高水平。马来西亚是全球最大的伊斯兰金融中心，伊斯兰银行跨境交易业务频繁，外币资产实力不断提升。同时，马来西亚是东南亚国家中债券市场规模最大的国家之一。2015 年，马来西亚债券市场规模占经济总量的 101.6%，且伊斯兰债券市场占据全球新发行债券 53.0%的份额。

缅甸金融业处于发展初期，一系列制度规范建设正在推进。2016 年 9 月，政府举行首次缅元计价债券竞争性拍卖，代表缅甸资本市场建设向前迈进重要一步。不过在可预见的未来，银行部门仍将在金融体系中居于主导地位。目前缅甸银行业仍以国有银行为主体，西方解除对缅制裁后，2015 年有 13 家外国银行的进入，这将增加市场竞争。伴随近期的投资热潮，银行业信贷增速持续保持 20.0%以上。不过缅甸金融业发展仍处很低水平，估计 2016 年 M2 与 GDP 的比重仅为 55.0%左右，金融广度也严重不足，农业和中小企业融资难现象普遍。此外，目前包括《银行与金融机构法》在内的制度基础刚刚确立，监管制度框架仍有待进一步成型。

泰国金融业发展水平较高。金融体系在 1997 年亚洲金融危机之后进行了重建。危机前，金融系统主要由几家受政治等因素影响较大的大型银行垄断，现已逐渐转变为竞争型的现代银行体系。2016 年末广义货币 M2 对 GDP 比重已增至 132.7%，在全球范围内处于较高水平。目前金融机构和金融市场的发展均已具有一定规模，并呈不断深化状态，基本形成了以商业性金融机构为主体，政策性金融机构为补充的现代金融体系。截至 2016 年 5 月末，商业银行和存款性金融机构总资产约为 GDP 的 140.0%，金融市场为中小型企业提供了直接融资渠道，并促进了实体经济增长。

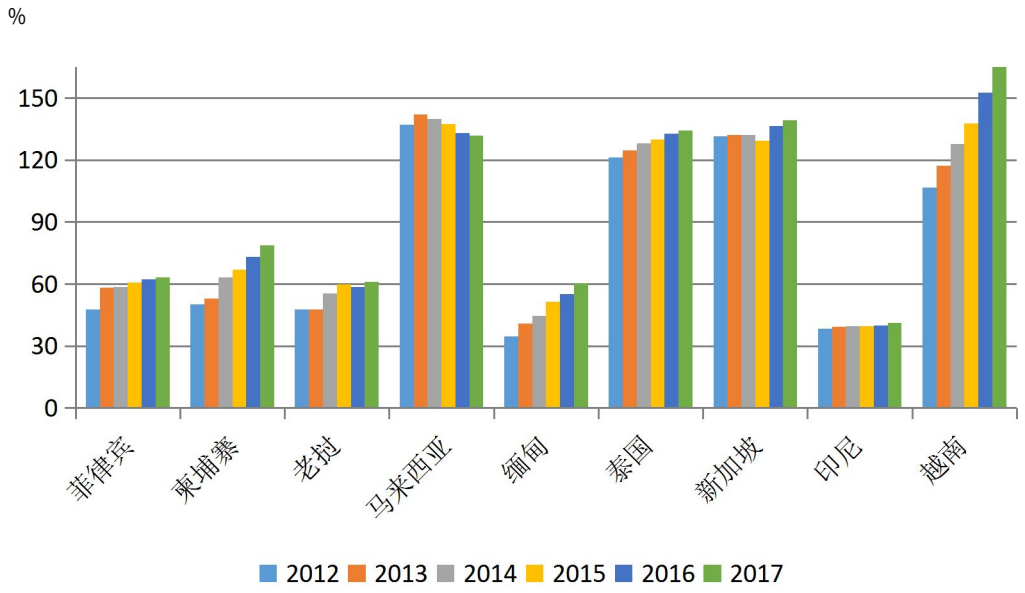
新加坡金融发展水平很高，银行业和外汇交易市场发达，市场高度开放。新加坡金融业以银行部门为主。截至 2015 年末，银行业总资产占 GDP 比重约为 272.0%，信贷总额占 GDP 比重约为 155.7%，均在全球范围内处于很高水平，对实体经济起到了重要的支撑作用；同期新加坡 M2 与 GDP 的比重高达 129.3%，显示了很高的金融深化水平。在金融市场方面，新加坡股票融资市场规模较大，截至 2015 年底，新加坡交易所总市值占 GDP 比重为 256.0%；新加坡还是亚洲主要美元交易市场之一，已经超越日本，成为继伦敦、纽约之后的全球第三大外汇交易中心。

越南金融深度等指标达到很高水平，但金融业整体发展程度较低。尽管越南已建立包括股市在内的资本市场，但银行业仍然是金融体系的核心。2016 年底金融业总资产相当于 GDP 的 187.6%，其中银行业资产规模约占 80.0%以上，国营与私营银行资产规模大体相当。同期，越南 M2/GDP 约为 152.5%，在全球范围内亦属很高水平。但越南银行业经营长期受政府政策严重影响，国营

银行在对国有企业信贷发放过程中经营独立性很低，风控能力差，整个行业仍处在渐进的市场化过程之中。历史数据表明，越南整体信贷增速波动明显，中小企业融资困难；金融基础设施落后，金融广度不足。

印尼金融发展相对滞后。印尼的金融体系由政府监管部门、金融机构、金融市场等共同组成，但以银行体系特别是商业银行为主，外汇、股票、债券等金融市场规模较小。进入 21 世纪以来，尽管印尼货币供量增速较高，但其 M2 对 GDP 的比重一直维持在 40.0%左右，金融深度处于较低水平。截至 2016 年 8 月末，印尼银行业总资产与 GDP 的比值约为 44.3%，相对于其东南亚第一大经济体的地位，银行业规模明显偏小。

图 8　东南亚 9 国金融深度（M2/GDP）



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

菲律宾银行业稳健性较高，房地产市场和影子金融体系风险值得关注。菲律宾银行业以存款为主要资金来源，流动性充足，且对外币储蓄依赖程度很低，因此抵御全球市场冲击的能力较强。在央行对金融部门加强监管的背景下，菲律宾国内信贷增长温和。2012-15 年，菲律宾银行业平均不良贷款率为 2.3%，截至 2016 年三季度末，该指标为 1.9%，处于较低水平。不过东方金诚关注到，长期以来菲律宾灰色经济规模较大，非银行金融机构透明度较低；此外，菲律宾国内房地产价格在过去几年呈现快速上涨，并带动了信贷需求的快速增加，外部金融环境收紧迫使国内信贷利率提升均可能引发剧烈市场波动，危及金融体系稳定。

柬埔寨金融稳健性指标良好，但房地产市场波动引发的潜在风险巨大。截至 2015 年末，柬埔寨银行赢利水平、流动性和资本充足率等指标均处良好状态，不良贷款率仅为 1.6%。不过由于缺乏重组类贷款的清晰分类，以上指标可能存在高估现象。此外，由于房地业信贷占比高达 20.0%以上，且 95%的国内信贷以地产作担保，房地产行业的任何负面冲击均可能导致银行业在

短期内出现资产质量急剧恶化，不良贷款率骤升风险[22]。此外，柬埔寨银行业美元化程度高达95.0%左右，银行严重依赖外部融资满足国内信贷增长，这显示柬埔寨银行业还面临较高的汇率风险。

受周期性信贷潮等因素影响，老挝金融稳健性水平较低。在2008年国际金融危机发生后，老挝以国内刺激计划应对，2008-13年年均信贷增速高达61.0%，主要由国有银行向基建项目提供融资。这一波信贷潮后，企业之间的款项拖欠导致银行业不良贷款率急剧上升，2014年该指标升至5.8%，其中国有企业不良贷款率高达8.2%，资本充足率降至2.9%的极低水平。估计2015-16年银行业不良贷款率仍呈小幅走高之势。事实上，此类现象在1997-98年东南亚金融危机后亦曾发生，反映快速发展的老挝金融业将持续面临信贷潮带来的高风险考验。此外，老挝银行业中外币化程度（主要是美元和泰铢）约50.0%，这也使得银行业稳健性易受汇率波动的冲击。

马来西亚银行体系较为稳健。2015年末，马来西亚银行业的平均资本充足率为15.9%，资产收益率为1.50%，资本收益率15.2%，银行贷存比稳定在83%，不良贷款率为1.6%。以上指标显示其银行业盈利程度较好，流动性充足，资产质量较高。东方金诚关注到，近期马来西亚国内家庭负债上升较快，且房地产泡沫增大等问题加剧了银行体系信贷质量风险。但考虑到其金融行业资本质量较好，且多年累积的流动性缓冲使金融机构在应对经济波动时吸收能力较强，短期内马来西亚金融稳定性风险显著恶化的可能性较低。

泰国金融稳健指标良好，家庭负债偏高等值得关注。2015年末，泰国商业银行不良贷款率为2.6%，资本充足率、流动性比例良好，赢利状况稳定，显示银行体系处于较好的稳健性状态。不过，泰国家庭负债偏高，2015年末该指标已达144.0%左右，约相当于GDP的84.0%，在新兴市场中处于最高水平之列。家庭负债主要由消费信贷构成，住房按揭贷款占比约四分之一左右。由于近年来泰国人均收入增速较低，家庭负债率仍在上升，一旦宏观经济、特别是房地产市场出现波动，家庭部门偿债压力将会显著上升，银行业将面临不良贷款率骤升的风险。

缅甸金融稳健性风险受到普遍关注。缅甸银行业稳健性数据将在2017年之后公布。不过，鉴于其薄弱的风险管理能力、高度不透明的运营过程，以及事实上存在的资本充足率严重不足状况，银行业稳健性风险已引起普遍关注。东方金诚参照东南亚类似经济体金融指标估计，当前缅甸银行业不良贷款率处于6.0%以上的偏高水平。近期的信贷热潮有可能在未来3-4年后带来坏账率的急剧上升。此外，当前处于主导地位的国有银行资本充足率和资产质量尤其堪忧，不排除在2017年后进入重组程序的可能。

新加坡金融监管严格，银行体系稳健性很高。新加坡建立了严格的管监分离的监管体制，对金融机构的日常管理和风险监督由不同的部门来实施。金融管理局根据对金融业的影响程度对银行业进行分类监管，还与其他国家央行合作对外资银行进行联合监管。新加坡银行业监管严格，在资本充足率方面监管要求高于巴塞尔协议III的要求。新加坡银行业资本充足且资产质量较高，稳健性很高。截至2015年底，新加坡银行业一级核心资本充足率和资本充足率分别为13.6%和15.8%，不良贷款率仅为0.9%，不良资产拨备覆盖率达129.0%，净资产收益率为11.3%。

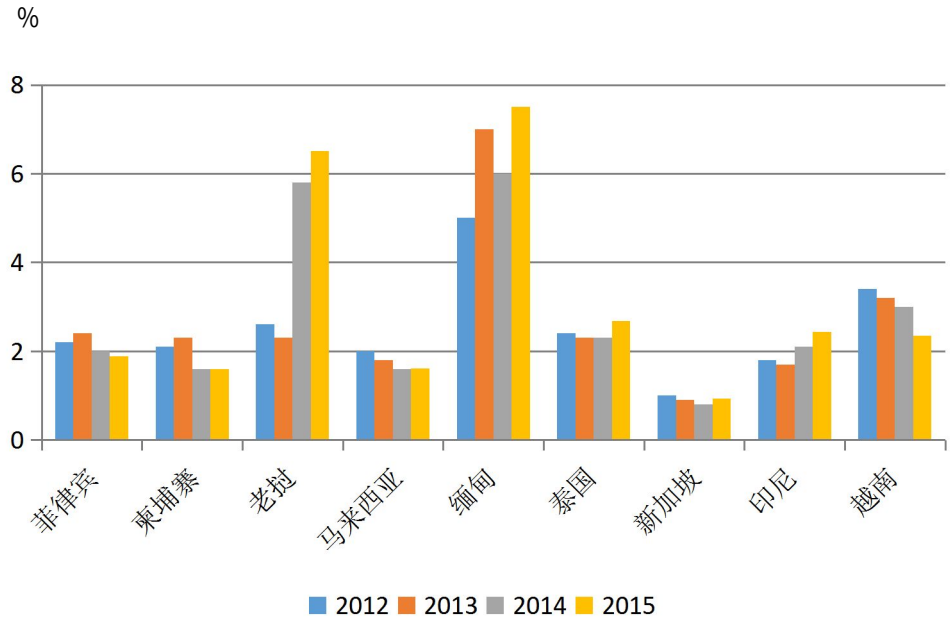
越南银行业潜在不良贷款率依然高企，金融稳健性风险持续成为政府关注的重点。在经历了

[22]尽管缺乏可靠数据，但零星报导显示2016年初以来首都金边房价出现10.0%左右的下跌现象。

2007-10 年年均 38.6%的信贷增长热潮后，越南银行业危机爆发，不良贷款规模急剧上升。为此，政府采取设立“资产管理公司（VAMC）”等方式收购银行部门坏账。截至 2016 年末，银行业不良贷款率保持在 2.6%的较低水平。但如果计入银行仍然承担责任、VAMC 尚未处理的不良债权，则该指标将高达 12.5%（国有银行为 13.7%，私营银行为 11.%），银行部门资本充足率严重不足。由此，如何激励 VAMC 加快巨额不良贷款处理，仍将是摆在政府面前的重要挑战。2016 年越南新政府继续将银行业整顿列为工作重点，并已推出大型国有银行民营化方案，加之越南国内房地产市场复苏，宏观经济保持较高增速等，均将在有利于在 2017-20 年降低金融业整体风险水平。

印尼金融稳健性较高。亚洲金融危机以来，印尼政府对其金融体系、尤其是银行体系进行了较大力度整顿，在提高资本充足率、改善农村银行机构化程度等措施推动下，银行业稳健性大幅提高。尽管 2007 年底印尼金融市场受到较大冲击，但其资本市场较快恢复，金融监管也逐步达到国际化标准。短期内全球流动性收紧可能加剧印尼银行业下行压力，不过其金融体系仍将基本保持稳健。截至 2015 年末，印尼商业银行一级资本充足率为 18.8%，资本实力很强，盈利与流动性指标良好；同期印尼银行业不良贷款率约 2.4%，处于临界范围之内，远低于印尼金融服务管理局规定的 5.0%的安全水平。

图 9　东南亚 9 国银行业不良贷款率



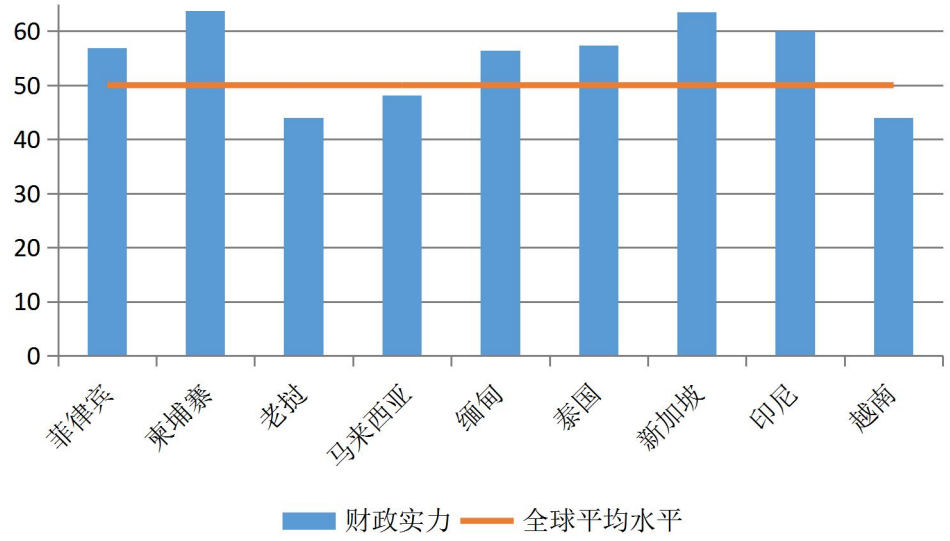
数据来源：东方金诚主权数据库

4、财政实力

东南亚国家财政实力普遍接近或高于全球平均水平。在审慎的财政政策背景下，各国财政赤字率长期处于 3.0%左右的温和水平；唯老挝、越南近期主要受收入端冲击影响，财政赤字率走高，财政整固压力偏大。在债务负担方面，除老挝、越南外，东南亚各国政府负债率均在同类国家平均水平之下，债务结构良好。短期内菲律宾、老挝政府债务负担呈下降趋势，马来西亚、缅

甸、新加坡将保持稳定，泰国、越南和印尼的增长势头可控。

图 10　东南亚 9 国财政实力



数据来源：东方金诚主权数据库

菲律宾财政赤字率长期处于低位，短期内仍将控制在 2.5%左右。主要受财政支出受到严格控制影响，菲律宾财政平衡长期以来处于温和赤字状态，2000-15 年赤字率年均为 1.5%，在同类国家中处于偏低水平。东方金诚估计 2016 年该指标为 2.3%，较上年显著上升 1.4 个百分点，新政府 6 月上台后支出增长明显加快。2017-20 年，由于新政府致力于改善基础设施环境，并将为减少赤贫人口而增加社会保障支出，菲律宾将保持年均 2.5%左右的赤字水平。主要风险在于：杜特尔特总统本人具有较强的民粹主义色彩，且已将赤字率上限提高至 3.0%。为巩固民意支持基础，不排除其超预期扩大财政支出的可能。

柬埔寨政府长期奉行较为审慎的财政政策，赤字率将持续处于较低水平。除国际金融危机后的财政刺激及大选周期等因素导致赤字率偏高外，2000 年以来柬埔寨财政赤字率均能控制在 3.0%以下。2016 年该指标为 0.9%，较上年大幅改善 1.5 个百分点，主要源于政府在 2015 年后取消了“估计征税制度”，导致财政收入大幅增长，巩固了 2013 年以来“收入增长——赤字压缩”的演化趋势。2017-18 年，随着柬埔寨大选的临近，政府开支将会上升，赤字率将会升至 2.0%左右；此后，随着财政支出增长势头得到控制，中期内赤字率将会在 2.0%的较低水平基础上小幅波动。

老挝财政长期处于温和赤字水平，但近期赤字率高企状态难现缓和。2000-15 年老挝财政赤字率年均为 3.8%，在同类国家中处于中等水平。2015-16 财年（2015 年 10 月至 2016 年 9 月），根据官方公布数据，财政赤字率达到 6.9%，较上年显著上升 2.4 个百分点。这主要源于国际大宗商品价格持续处于低位，老挝财政收入中来自矿业（主要是铜矿）的收入显著下降，而财政支出刚性较强，难以做出相应调整。东方金诚估计，未来随着国际铜价温和回升，国内经济保持高

速增长，老挝财政收入将持续改善，但政府的公务员工资增加计划及基建投资项目将对财政支出端施加压力，2017-20 年财政赤字率将保持在 5.5%左右的偏高水平，政府提出的财政整固计划难度较大。

马来西亚财政赤字率长期处于中等偏高状态，短期内有望保持年均 3.3%左右的温和水平。亚洲金融危机后，马来西亚财政收入与 GDP 的比重下滑，财政持续处于赤字状态。2000-15 年该指标年均为 4.2%。2014 年以来国际原油价格大幅下跌且持续处于相对低位，马来西亚财政收入占 GDP 的比重有所下降，但随之而来政府采取了包括降低财政补贴在内的财政整固措施，赤字率整体呈下降趋势，2016 年该指标估计为 3.4%。2017-20 年，考虑到马来西亚为达到 2020 年成为高收入国家目标，正在推行政府转型补贴计划以及基础设施建设计划，财政投入仍然较大，预计短期内财政赤字率难以显著缩小，未来四年财政赤字率有望保持在年均 3.3%的温和水平。

缅甸偏高的财政赤字水平将会延续。2000 年以来，缅甸政府财政赤字总体保持温和水平，2000-14 财年（开始于每年 4 月份）年均赤字率为 3.2%。2015 财年后赤字率显著升至 4.0%以上，主要受国有企业经营绩效不佳，以及公共部门工资大幅上涨影响。2016 财年该指标为 4.6%，大体保持稳定。2017-20 财年，缅甸政府需要投入大量资金填补基础设施缺口，长期发展不足的教育医疗部门也需要加大投入，这将抵消税收体系效率改善（当前缅甸财政收入占 GDP 的比重在东盟十国中居于末位）及经济增长带来的收入增加效应，预计未来四年财政赤字率仍将保持年均 4.5%左右的水平。

泰国中央政府财政总体处于低赤字状态，短期内有小幅扩大之势。2007 年泰国中央政府财政转入赤字状态后延续至今，2007-15 年年均赤字率为 1.9%。2016 年该指标升至 2.3%，较上年增加 1.9 个百分点，主要受抗旱支出及大米补贴增加影响。2017-20 年，政府将采取措施延长义务教育年限 3 年，提高个人所得税收征收起点，着手进行消费税、遗产和财产税改革。综合以上影响，东方金诚预计未来四年泰国中央政府年均财政赤字率将保持在 2.8%左右，仍处温和水平。

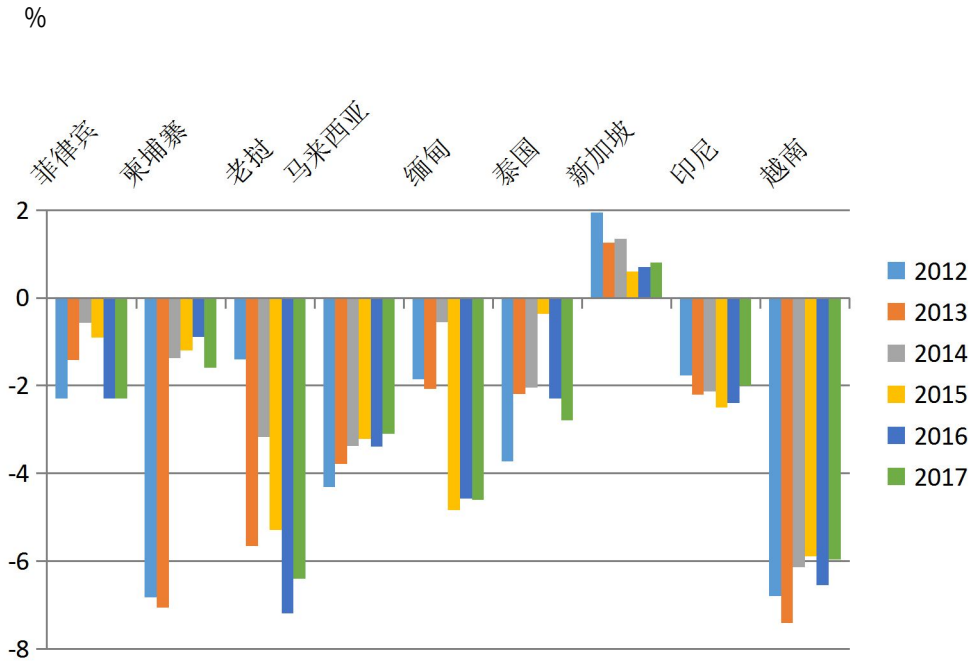
新加坡财政纪律严格，财政平衡长期处于盈余状态。新加坡政府一贯坚持“以收定支、审慎理财”的财政预算原则，为其财政稳健运行提供了可靠的制度保障。2000-15 财年（开始于每年 4 月），新加坡保持年均 0.6%的财政盈余，2016 财年估计该指标为 0.7%。近期新加坡财政盈余水平有所下滑，主要是为应对经济低迷财政减收增支所致。不过，鉴于政府坚持财政盈余的一贯立场，在不发生强烈外部冲击的条件下，未来 4 年新加坡仍将维持年均 0.6%的财政盈余状态。

印尼财政长期处于小幅赤字状态，短期内财政赤字率将保持在 2.5%左右。自亚洲金融危机以来，印尼政府财政一直呈小幅赤字状态，2000-15 年年均财政赤字率为 1.3%。2014 年以来大宗商品价格出现下跌，印尼财政收入与 GDP 的比率下降。但佐科政府采取了废除燃油补贴等重大改革措施，近三年来政府财政赤字率始终控制在 2.5%左右。未来四年，尽管财政收入将随着经济增长而有所增加，但政府在扩大税基方面的进展将比较有限，基础设施领域的支出将会稳定增长。由此，2017-20 年财政赤字率有望继续保持在年均 2.5%左右的温和水平。

越南财政长期处于小幅赤字状态；近期赤字率水平升至明显偏高水平，短期内将持续。2000-12 年，越南年均财政赤字率为 2.0%，财政平衡在发展中经济体中处于良好状态。但从 2013 财年开始，随着经济增速出现下滑，特别是原油相关税收收入大幅下降，越南财政收入占 GDP

的比重大幅下滑约 3 个百分点，各级政府财政赤字率大幅升至 6.8%。此后该赤字水平基本得以保持，2016 财年赤字率约为 6.5%。2016 年越南新政府强调了财政整固计划。未来四年，该计划有望得到国内旺盛的消费支出——间接税是其财政收入的主要组成部分——支持，但进口关税削减、庞大的基础设施建设需求等因素仍将对财政平衡施加压力。东方金诚预计，2017-20 年越南年均财政赤字率将保持在 5.5%左右的高位。

图 11　东南亚 9 国财政平衡/GDP



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

菲律宾政府负债率处于中等水平，随着经济稳定增长，政府债务负担有望继续减轻。2006-16 年，政府债务规模对 GDP 占比由 61.5%稳步下降至 41.9%，债务负担率在全球范围内位列中等。在经济保持平稳增长、财政赤字率可控的预期下，菲律宾政府负债率有望继续小幅下降，2020 年前后将进入 40.0%以下区间。菲律宾政府债务分布以低息、长期债务为主。截至 2015 年 4 月末，内债占比超过 66.5%，平均债务到期期限约为 13 年，短期偿债压力较低。

柬埔寨政府债务负担处于中等水平，短期内呈小幅下降之势。由于经济持续保持较快速增长，财政赤字平均水平得到较好控制，柬埔寨政府负债率在过去十年中持续保持在 30.0%左右，在同类国家中处于中等区间。2016 年该指标为 29.8%，几乎全部由优惠性质的双、多边国际贷款构成。2017-20 年，其赤字率水平将继续保持低位，经济将保持较高增速，汇价保持平稳，政府负债率有望走出小幅下降轨迹，2020 年将降至 26.0%左右。

老挝政府负债率偏高，短期内将保持稳定。2016 年末，老挝财政负债率为 61.7%，在同类国家中处于偏高水平。在债务结构方面，外债占比约 80.0%，以优惠双、多边贷款为主，短期内偿

债压力较低。2000 年以来，凭借高速的经济增长、相对温和的财政赤字水平，老挝政府债务负担走出一条持续下降轨道，2016 年负债率较 2000 年下降约 49 个百分点。不过，随着财政赤字率在 2017-20 年处于相对高位，政府债务负担将在当前水平下保持基本稳定。在此期间，老挝政府国内债务筹资规模将会上升，但较高的外债占比仍将面临汇率波动风险。

马来西亚联邦政府债务规模可控，未来将保持基本稳定。2008 年全球金融危机后，随着财政转入赤字状态，政府负债率逐年攀升，2016 年政府负债率已从 2008 年的 38.6%升至 55.2%，但在同类国家中仍属中等水平。综合考虑未来 4 年政府赤字水平和经济增速状况，东方金诚认为联邦政府负债率有望转入稳定运行，2020 年前将大体维持在当前水平，财政可持续性趋于改善。

缅甸政府债务负担较低，未来将继续保持 30.0%左右水平。受前期经济保持较快增长，财政赤字处于温和水平影响，2012 年以来缅甸政府负债率持续走低，2016 年末该指标为 29.8%，在同类国家中处于中等偏低水平，其中外币债务占比约 62.0%，以长期的双、多边优惠贷款为主。2017-20 年，随着缅甸政府财政赤字率中枢上移至 4.5%左右，缅元呈小幅贬值趋势，预计缅甸政府负债率将大体在 30.0%水平上下浮动。

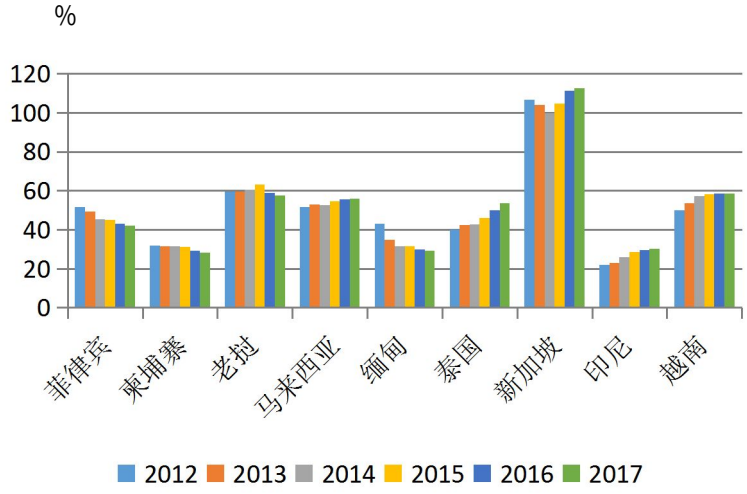
泰国政府负债率处于中等水平，但持续上升势头明显。2016 年底，泰国政府负债率约为 46.9%，在同类国家中处于中等水平。但在 2007 年之后该指标整体上升了 12.5 个百分点，主要受同期财政转入赤字状态推动。短期内随着泰国财政赤字还将有所上升，政府债务负担仍趋于加重，预计 2020 年会升至 60.0%的政府控制目标左右。泰国绝大部分政府债务为国内持有且为长期债务。截至 2016 年 2 月末，内债占比达 94.1%，一年内到期的短期债务占比仅为 13.8%。

新加坡各级政府负债率常年保持 100.0%左右的高位，但仍保持很强偿债能力。截至 2016 年末，新加坡各级政府债务负担率为 106.4%，处于较高水平，近十年中波动不大。不过，与其它国家不同，新加坡政府并不需要通过发行国债来为财政支出融资，政府发行国债主要是为了发展、活跃本土资本市场，而且总量远低于政府控制的金融资产规模。因此，尽管政府负债率水平较高，但不对其偿债能力构成任何威胁。

越南政府较为沉重的债务负担仍呈小幅上升之势。2012 年之前，凭借长期温和财政赤字水平，越南政府负债率持续处于 45.0%左右的中等偏高水平。但 2013 年后随着财政赤字率明显上升，政府债务负担迅速增加，2016 年该指标已升至 58.5%，明显高于同类国家平均水平。短期内，随着财政赤字率下降幅度有限，2017-20 年政府负债率仍将维持小幅增长态势，2020 年前后有望增加至 60.0%左右，债务负担沉重的局面难以缓解。

印尼政府债务负担处于中等偏低水平，短期内呈小幅上升之势。主要得益于长期的经济高增长、低赤字，印尼政府债务负担较低，2016 年政府负债率为 30.5%在同类国家中处于中等偏低水平。不过，自 2011 年以来，受本币持续小幅贬值（外币计价的政府债务占比约 43.0%左右）、政府对国企注资等因素影响，政府负债率呈持续上升势头。短期内印尼政府赤字率有所上升，本币仍将延续小幅贬值之势，政府负债率有望保持当前的增长趋势，但在 2020 年之前将控制在 35.0%以下。在期限结构方面，2016 年末长期债务占政府总债务的 86.0%左右；但非本国居民持有的政府债务占比高达 61.0%，这意味着印尼政府债务对境外资金的依赖度较高，易受国际金融市场环境影响。

图 12　东南亚 9 国政府负债率

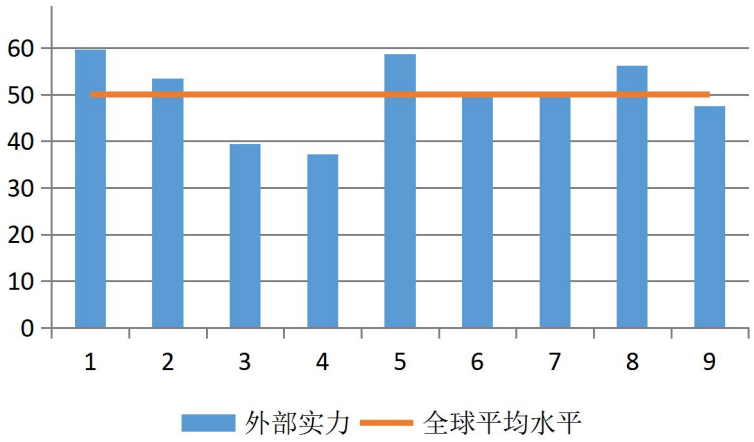


数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

5、国际收支与外债保障能力

东南亚国家国际收支与外债保障能力整体接近全球平均水平。1997-98 年东亚金融危机后，各国普遍加强了外债管理，外汇储备充裕度改善，并实行了灵活的汇率制度，抵御外部风险能力改善。在经常项目平衡方面，泰国、马来西亚、新加坡和越南等外向型经济体凭借较强的出口实力持续处于经常项目顺差，而菲律宾则主要依赖大规模侨汇收入保持经常项目平衡处于正向区间。老挝、柬埔寨、缅甸、印尼等国家则主要因投资品进口需求庞大，经常项目处于逆差状态，短期内越南经常项目也将由于类似原因转入小幅逆差状态。东南亚国家外债负担差异明显，其中柬埔寨、老挝、马来西亚和越南外债负债率偏高，且老挝、越南的外部流动偏紧；其他国家外债压力较为缓和，其中菲律宾和印尼短期内外债负债率呈下降趋势。

图 13　东南亚 9 国国际收支与外债保障能力



数据来源：东方金诚主权数据库

菲律宾经常项目长期保持盈余，短期内随着商品贸易逆差扩大，经常项目顺差料将缩小。

自 2003 年起，菲律宾经常项目一直保持顺差局面。2003-15 年，经常项目顺差年均值约为 3.1%。尽管商品贸易逆差较大，但庞大的侨汇收入和旅游业收入确保经常项目平衡处于正向区间。估计 2016 年该指标为 0.9%，较上年显著下滑，主要源于国内需求旺盛，进口大幅增长 14.2%，而出口市场需求低迷，出口下降 4.4%。2017-20 年，随着菲律宾内需持续扩大，基础设施加速发展，进口增幅可能继续超过出口，经常项目顺差水平呈收窄之势，但转入逆差的可能性较小。

近年来柬埔寨经常项目逆差规模显著扩大，短期内将延续。2013 年以来，柬埔寨经常项目逆差与 GDP 的比重持续处于 8.0%以上的高位水平，主要源于大规模外资流入带动投资品进口迅速增长，以及外资企业利润汇回增加等。2016 年经常项目逆差水平达到 8.8%，较上年小幅下降 0.6 个百分点，对中国出口大米增加导致贸易逆差有所收窄。2017-20 年，国内投资将继续保持较快增速，旺盛的投资品进口需求和消费品进口增速加快将导致商品贸易逆差与 GDP 的比重持续处于 18.0%的高位，较高的旅游业及侨汇收入依然无法弥补经常项目缺口，逆差水平将继续保持在年均 9.0%以上的高位，国际收支平衡将主要依靠外资流入和外援弥补。

老挝经常项目长期处于巨幅逆差状态，未来随着电力等出口增加呈收窄趋势。老挝主要出口产品为铜和咖啡，同时来自泰国的劳工侨汇收入规模较大；但其水电工程等投资品进口需求庞大——约占总进口的三分之一左右，大量工业品同样依赖进口。由此，老挝经常项目长期处于巨幅逆差状态，2000-15 年经常项目平衡与 GDP 的比重年均高达 17.9%，2016 年该指标为 18.3%，在全球范围内处于极高水平，国际收支平衡主要靠流入水电等行业的外资弥补。2017-20 年，随着一批大型水电项目将会并网发电，老挝对越南、泰国的电力出口将会显著上升，国际大宗商品价格温和回升也有助于其提升收入，经常项目逆差水平有望逐步下降，估计 2020 年将降至 15.0%左右。

近期马来西亚经常项目顺差水平缩水明显，短期内仍呈小幅下降趋势。依托丰富的自然资源和低廉的劳动力成本，马来西亚长期在农产品、石油及天然气及电子产品出口等领域具有较强的国际竞争力，经常项目长期呈现顺差状态，2000-12 年其经常项目顺差与经济总量的比重年均高达 11.8%。但 2012 年以来，随着马来西亚原油产量下降，国际大宗商品价格走低，新兴市场经济放缓等导致外部需求下滑，马来西亚经常项目顺差水平逐年下降，2016 年估计已降至 1.7%。2017-20 年，国内强劲的需求会刺激进口较快增长，马来西亚的经常项目顺差水平趋于进一步收窄，但在 2020 年之前仍将处于 0.5%左右的顺差状态。

缅甸大规模经常项目逆差状态中期内难以收窄。2012 年以来伴随外资大量涌入缅甸基础设施等行业，机械设备进口需求大幅扩张，缅甸经常项目逆差水平显著扩大，2016 年该指标为 5.8%，较上年收窄约 1.0 个百分点，主要受商品贸易逆差缩小所致。2017-20 年，预计缅甸经常项目逆差水平将逐步扩大至 8.5%左右，主要受进口机械设备、原材料推动，预期中的天然气出口收入和旅游业收入增长不足以抵消以上进口开支的扩大。国际收支平衡将主要依靠 FDI 和外援流入弥补。

泰国经常项目平衡虽有波动，但整体处于顺差状态，短期内将延续较高顺差水平。1998 年亚洲金融危机后，泰国宏观经济平衡趋于改善，其中经常项目整体转入顺差状态。1998-15 年经常项目平衡与 GDP 的比重年均达到 3.9%，除个别年份——如 2011-12 年受水灾影响——以外，

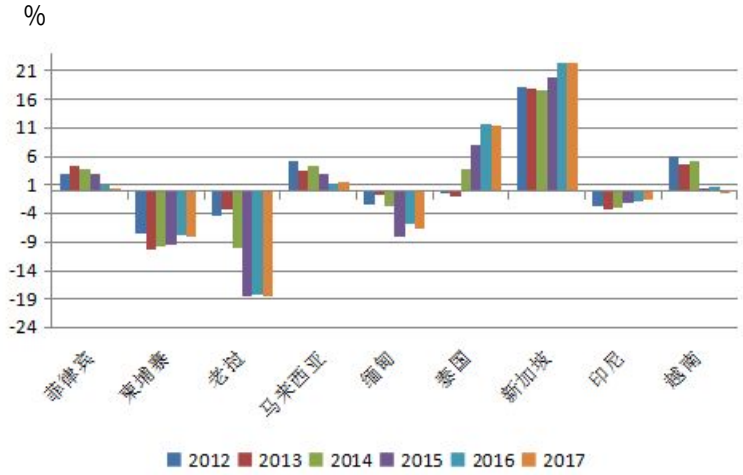
始终保持较高的顺差水平，成为其外向型经济特征的一部分。2016 年该指标为 11.8%，较上年上升 3.7 个百分点，主要受出口逆转了近四年来的持续下降势头推动。2017-20 年随着政府扩大公共项目开支，设备进口支出将会扩大，泰国经常项目顺差水平将较当前小幅回落，但仍将保持在 5.0%左右较高水平。

依托强大的出口竞争力，新加坡经常项目长期处于大幅顺差，未来这一局面仍将延续。2000-15 年，新加坡经常项目平衡与 GDP 的比重年均高达 19.0%。尽管收入及服务项目长期处于逆差，但凭借在石化（新加坡是世界三大原油提炼中心之一）、电子等领域的强大竞争力，新加坡商品贸易顺差水平长年接近 30.0%的高位。2016 年估计新加坡经常项目顺差水平为 22.5%，较上年增加 2.7 个百分点，主要源于贸易顺差上升 2.4 个百分点。2017-20 年，在全球贸易陷入低迷的背景下，作为国际电子产业中心，新加坡的出口还要进一步受到中国电子产业的竞争，加之能源石化行业也将进入一段不景气时期，预计在接下来的 3 年中，新加坡出口增速将受抑制。不过，其对外贸易将继续处于大规模顺差状态，并带动其经常项目顺差与 GDP 的比率保持在 18.0%左右，仍然稳居全球最高水平之列。

越南经常项目持续处于顺差状态。2011 年以来，得益于商品出口竞争力的增加、侨汇收入上升，越南经常项目平衡转入盈余状态。较此前十年年均 3.9%的逆差水平显著改善。2016 年该经常项目平衡与 GDP 的比重估计为 0.7%，2014 年以来持续处于低位主要源于国际油价下跌导致其原油出口收入减少。东方金诚估计，从 2017 年开始，随着越南国内投资品进口支出扩大，经常项目将持续进入 1.0%左右的逆差状态。

2012 年以来印尼经常项目转入小幅逆差，短期内将延续。2012 年之后，主要受全球需求疲弱、国际大宗商品价格下跌等导致印尼出口增速显著放缓影响，其商品贸易顺差大幅收窄，经常项目平衡转入逆差状态。2012-16 年经常项目逆差与 GDP 的比重为年均 2.6%。未来四年随着国际大宗商品价格的回暖，印尼出口趋于改善；但印尼国内中产阶级快速扩张以及政府支持基础设施建设项目投资的增加，将扩大对进口消费商品和资本设备的需求。综合以上，东方金诚预计 2017-20 年印尼经常项目仍将处于 1.7%左右的逆差状态。

图 14　东南亚 9 国经常项目平衡/GDP



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

菲律宾外债负担偏低，且仍呈小幅下降趋势。2004 年以来，在债务减免、经常项目持续顺差以及经济保持快速增长等因素作用下，菲律宾外债负债率持续走低，2016 年降至 26.6%，较 2004 年下降约 40 个百分点，在全球范围内处于偏低水平。其中，各级政府外债规模占总外债的

比重长期维持在 40.0%左右。2017-20 年，随着菲律宾经常项目继续处于顺差状态，经济维持快速增长，汇率保持稳定，其外债负债率将延续当前的小幅下降势头，至 2020 年有望进一步降至 22.0%左右。2016 年末菲律宾外汇储备对短期外债的覆盖率为 4.3 倍，对能够满足未来 11 个月的进口用汇需求，这显示其外部流动性处于宽裕状态，短期外债偿债压力较低。

柬埔寨外债负担已升至高位，外部流动性依然较为充裕。2016 年底，估计柬埔寨外债负债率已达到 52.8%，近十年来上升约 30 个百分点，在同类国家中处于偏高水平。其中具有援助性质的政府外债占比约为 55.3%，但包括公司内部贷款在内的私营部门外债增长较快，成为推升外债负债率的主要原因。基于柬埔寨经常项目逆差居高难下，未来大规模外资流入仍将延续，2017-20 年其外债负债率仍呈小幅上升趋势，估计到 2020 年将达到 57.0%左右。2016 年末，柬埔寨外汇储备对短期外债的覆盖率为 5 倍，对进口的覆盖也达到 7 个月，这表明其外部流动性依然较为充裕，短期内外债偿债风险可控。

老挝外债负担沉重，偿债压力很高。长期的巨额经常项目逆差难以被外国直接投资全部弥补，老挝外债负担明显处于偏高水平，2016 年该指标为 83.2%，其中政府外债约占 58.7%。不过自 2003 年以来，随着国内经济增速很高，汇率整体呈小幅升值走势，老挝外债负债率呈下降趋势，2016 年较 2003 年下降约 41 个百分点。2017-20 年，综合考虑其经常项目逆差、外资流入及经济增长等因素，东方金诚估计老挝外债负债率将保持 84.0%的很高水平。2016 年底，老挝外汇储备对短期外债的覆盖率约为 1.2 倍，对进口覆盖仅为 2.5 个月，低于临界水平。这显示出老挝外部流动性处于高度紧张状态，外汇储备严重不足，短期外债偿债压力很高。

马来西亚外债规模较大，外部流动性风险可控。2016 年末，马来西亚外债负债率约为 66.6%，在同类国家中处于偏高水平，较十年前上升约 25 个百分点。尽管其长期处于经常项目大幅顺差状态，但发达的国际金融业务仍为马来西亚积累了较高外债规模，其中短期债务占比达 38.3%，具有区域国际金融中心的典型特征。2016 年底，马来西亚外汇储备对短期外债的覆盖率为 1.1 倍，能够满足未来 6.4 个月的进口用汇需求，外部流动性风险可控。这主要反映了亚洲金融危机后，马来西亚着力强化外部状况的结果。

缅甸外债负担很低，但外债偿债能力将长期处于薄弱状态。经历多轮外债减免后，当前缅甸外债负担处于很低水平，2016 年外债负债率仅为 13.0%。缅甸外债全部为公共或政府担保的外债，几乎全部由优惠性质的双、多边贷款构成，共来自 17 个国家和机构，其中中国和日本是最大债权人。2016 年末，缅甸外汇储备对短期外债的覆盖率达到 7 倍，但对进口的覆盖仅为 4.8 个月，显示其外汇储备充裕度不足。中长期内，凭借较高的经济增速，缅甸外债负担不会明显上升，但大幅经常项目逆差意味着其建立适度外汇储备规模的难度很大。加之宏观经济平衡还将面临国内政局与外部环境的考验，缅甸外债偿债能力将持续处于很低水平。

泰国外债负担较低，短期债务占比偏高。2016 年末，泰国外债负债率为 32.9%，在同类国家中处于中等偏低水平，其中短期外债占约 40.0%，主要是贸易融资。1998 年亚洲金融危机后东南亚国家普遍重视了外部状况管理，长期的经常项目顺差也降低了外部融资压力。短期内，随着泰国政府宣布通过外部融资为公共项目提供支持，泰国外债负债率存在小幅上升趋势，但 2020 年之前突破 34.0%的可能性较低。2016 年末，泰国外汇储备对短期外债的覆盖率仍达 3 倍左右，能

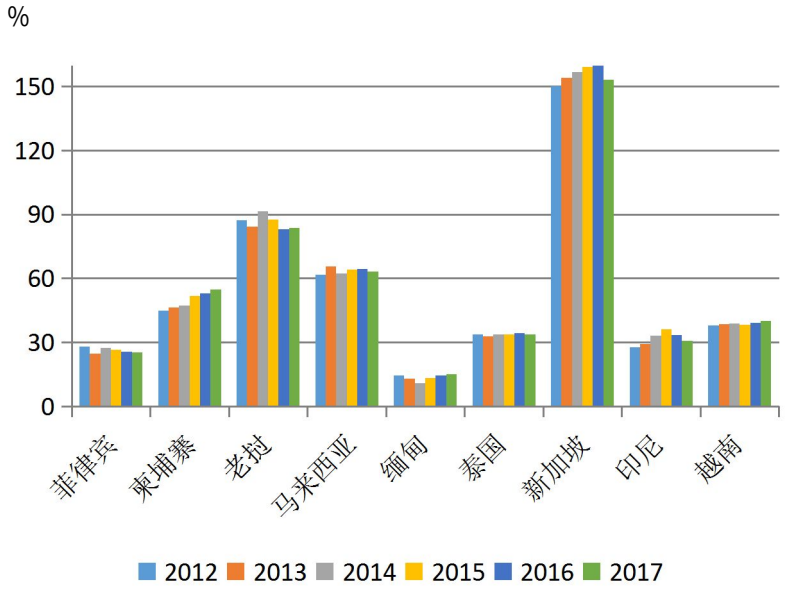
够满足未来 8.5 个月的进口需求。这显示其外汇充裕度较高，短期内外债偿债风险较低。

新加坡外债负债率很高，但其拥有净债权国地位，国际储备充足。新加坡是国际金融中心之一，其外债规模大——2016 年末外债负债率高达 159.7%，短期债务占比高、国际融资需求大属正常现象，而且短期外债中相当一部分为贸易融资。截至 2016 年末，新加坡国际投资头寸——主要由主权财富基金构成——与 GDP 的比值约为 209.7%。新加坡常年经常项目顺差积累了大量的国际外汇储备，2016 年其对短期外债的覆盖率达到 1.6 倍，能够覆盖 7 个月的进口用汇需求，外部流动性和短期外债偿债能力很强。

越南外债负债率处于中等偏高水平，外部流动性处于紧张状态。1997 年后，越南经历了外债减免过程，从“革新开放”之初外债负债率高达 300.0%以上，逐步降至 2000 年后的 40.0%以下。此后，越南外债负债率始终在 30.0%至 40.0%区间小幅波动。2016 年估计该指标升到 41.8%，主要受到近期本币小幅贬值影响。中期内越南经常项目仍将处于基本平衡状态，汇价大幅下调的空间有限，预计 2017-20 年越南外债负担将大体维持当前水平。2016 年底，越南外汇储备对短期外债的覆盖率约为 2.5 倍，但对进口的覆盖不足 3 个月，且呈持续状态，显示越南外部流动性吃紧，外汇储备对外债偿付的保障度较低。

印尼外债负担处于中等水平，短期内呈下降趋势。1998 年亚洲金融危机后，受外债减免，以及 2012 年以前长期处于经常项目顺差等因素影响，印尼外债负债率持续走低，2012 年末降至 24.6%，此后受经常项目转入逆差、本币持续贬值等因素影响，该指标小幅走高，2016 年末达到 32.6%，仍处同类国家中等水平。2016 年末，印尼外汇储备对短期外债的覆盖率为 2.5 倍，约能满足未来 9 个月的进口需求，外部流动性较为充裕。2017-20 年，由于印尼经济仍将保持 5.6%左右的较高增速，经常项目逆差处于低位，本币汇率贬值势头减弱，其外债负债率有望再度进入下降轨道，预计 2020 年将逐步降至 25.0%左右。

图 15　东南亚 9 国外债负债率

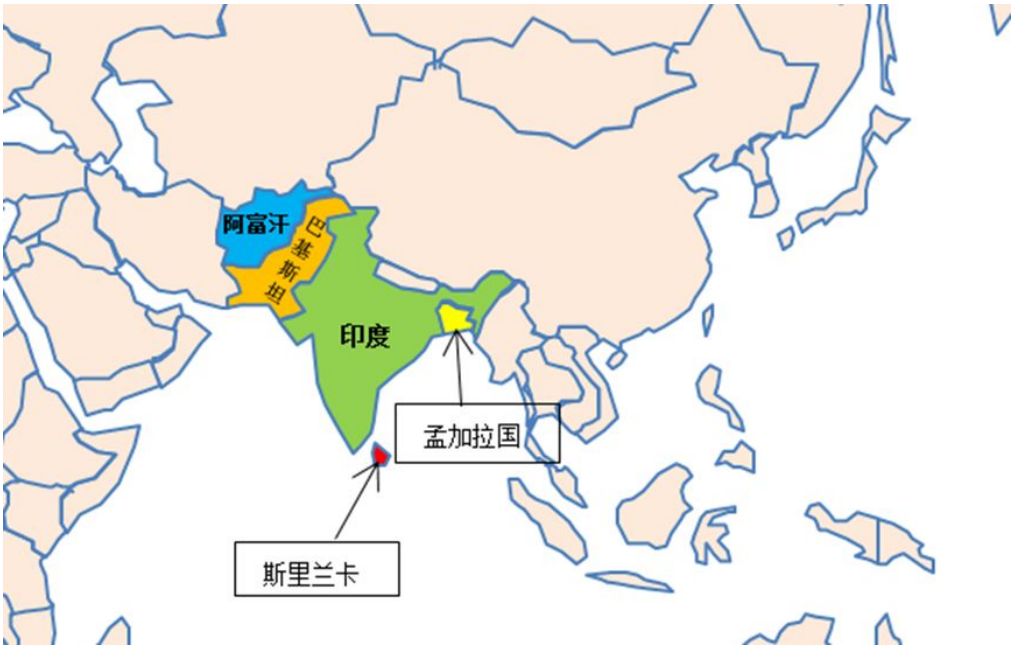


数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

南亚

南亚指位于亚洲南部的喜马拉雅山脉中、西段以南及印度洋之间的广大地区。它东濒孟加拉湾，西濒阿拉伯海。南亚区域内“一带一路”沿线主要国家包括：印度、巴基斯坦、孟加拉、斯里兰卡和处于中亚与南亚交接地带的阿富汗 5 国。这些国家宗教文化、经济社会联系密切，均属发展中经济体。

图 1　南亚 5 国



图表制作：东方金诚主权团队

一、南亚 5 国主权信用风险特征

南亚国家主权信用风险水平层次鲜明，但整体偏低，仅有印度达到投资级，而阿富汗的政府违约风险处在全球最高水平之列。短期内，各国政府信用水平走向呈分化之势，其中印度凭借强劲的经济增长而具有上调潜力，阿富汗因安全局势恶化存在下调可能。其他 3 国则将保持基本稳定。

南亚 5 国政治稳定性风险基本可划为泾渭分明的两个类别：仍处内战状态的阿富汗、面临重大安全和政局稳定挑战的巴基斯坦，以及政争酷烈的孟加拉 3 国显示出极高的政治稳定性风险，且短期内仍难现改善迹象；印度和斯里兰卡较高的政治制度化水平对其政局稳定形成支撑。此外，南亚各国政府治理能力普遍偏低。

南亚国家的经济实力主要受制于偏低的发展水平，但近年来均显示了较强的增长势头。不过，

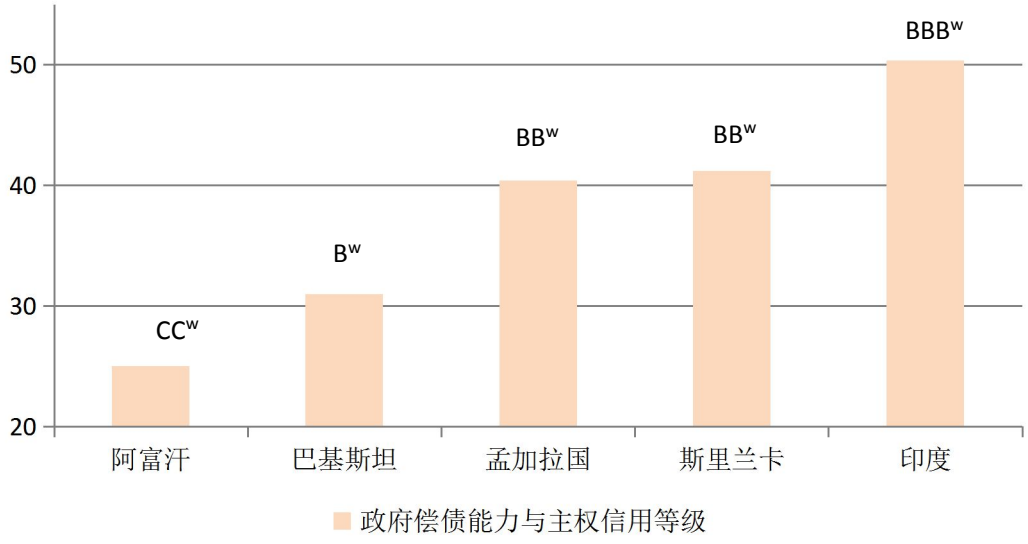
如何控制通货膨胀、维持宏观经济均衡增长仍是该区域各国面临的重要挑战。

南亚区域各国金融实力相对薄弱。除印度外，其他 4 国金融深化程度普遍不足，银行信贷规模有限，且财政融资占比偏高，对实体经济支持力度有限。阿富汗、巴基斯坦和孟加拉 3 国不良贷款率处于很高水平，斯里兰卡和印度不良贷款率相对较低，其他稳健性指标良好。

南亚各国财政实力普遍较低。一方面，各国长期维持大规模财政补贴，导致财政赤字率居高难下；另一方面，高企的赤字还为印度、巴基斯坦和斯里兰卡积累了庞大的政府债务负担。最后，南亚国家财税体系效率低下，税收征管能力不足，税基狭窄，财政收入与 GDP 的比重偏低亦是其财政能力低下的一个重要原因。

南亚各国国际收支与外债保障能力相对较强。除了处于战乱中的阿富汗和外债负担较重的斯里兰卡外，其他 3 国国际收支与外债保障能力均高于全球平均水平。其中孟加拉国凭借较大规模的侨汇收入维持经常项目顺差局面，巴基斯坦和印度的经常项目逆差水平总体较低。在外债方面，斯里兰卡不仅外债负债率偏高，而且外汇储备不足；印度、巴基斯坦和孟加拉国外债负担则在同类国家中处于中等偏低水平，外债偿债压力可控。

图 2　2016 年南亚国家主权信用水平



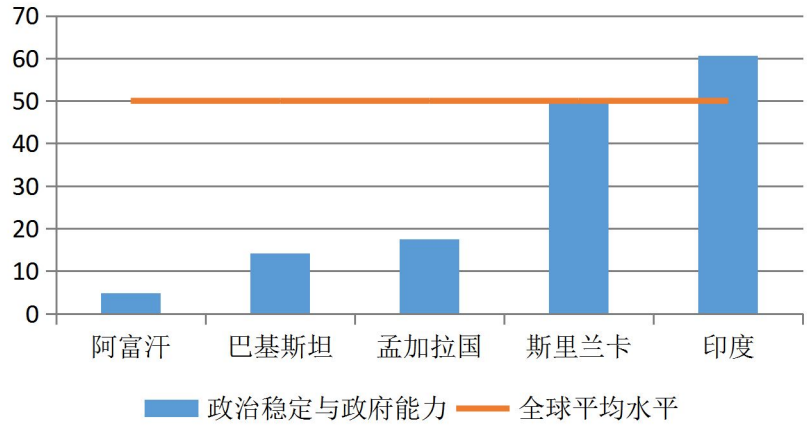
数据来源：东方金诚主权数据库

二、南亚 5 国主权信用风险评级要素

1、政治稳定与政府能力

南亚 5 国政治稳定性风险基本可划为泾渭分明的两个类别：仍处内战状态的阿富汗、面临重大安全和政局稳定挑战的巴基斯坦，以及政争酷烈的孟加拉 3 国显示出极高的政治稳定性风险，且短期内仍难现改善迹象；而内战结束后的斯里兰卡尽管政坛分化组合频仍，但政局保持基本稳定；而在议会制政体下，印度历届政府权力交接平稳有序，显示了稳固的宏观政治框架，不过其仍面临提高政府治理能力的严峻挑战。

图 3　南亚国家政治稳定与政府能力



数据来源：东方金诚主权数据库

阿富汗政局持续动荡，美军完全撤离后安全局势可能进一步恶化。自 2001 年塔利班政权被推翻、2004 年民选政府成立以来，阿富汗政局持续处于动荡状态。首先，塔利班武装力量持续在阿富汗各地保持活动能力，其与政府军的对抗始终是阿国内安全的首要挑战。自 2016 年上半年塔利班发动“春季攻势”后，阿政府控制地区由 70.5%下降至 65.6%。全国 407 个区县中，政府控制 268 个，武装分子控制 36 个，其余区县为失陷高危地区。同时，近年来极端组织“伊斯兰国”已渗透到阿富汗，恐怖主义袭击频发。由此，阿富汗国内的安全形势正在恶化。其次，从卡尔扎伊政府至当前的加尼政府，阿富汗当局执政效率低下、腐败严重，内部矛盾突出。2014 年为打破总统大选僵局，实行总统制的阿富汗特别设立“首席执行官”一职（类似其他国家的总理），建立民族团结政府，实行权力分享。阿富汗民族团结政府已成立两年，政府内部意见不统一给国家治理造成严重负面影响。加尼和阿卜杜拉围绕分歧已经进行了多次会谈，但政令不一现象并未根本好转，经济、社会发展受到拖累。最后，按计划美军将在 2017 年后逐步完全撤出阿富汗，而阿富汗当局与塔利班的和谈迄今尚未实质性展开。美军撤离后，阿民选政府能否与塔利班单独对抗存在很大变数，中期内阿安全局势进一步恶化的可能性较大。

政治稳定和安全局势是巴基斯坦面临的主要挑战。据统计，在巴基斯坦独立的 70 年期间，因军事政变导致的军人统治就有 35 年，政治体制变更频繁——总统制、半总统制和议会制轮流出现，始终未能建立起持续稳定的政治秩序。2013 年大选后，谢里夫领导的穆斯林联盟（谢里夫派）在议会中获得压倒性优势，政府权力首次实现和平顺利交接，预计本届政府能够完成 5 年任期。但当前巴基斯坦政治分化状况并未根本改变，政府、司法系统和军方之间仅能维持脆弱平衡，反对党发起的街头抗议从未平息。受制于政治制度化程度很低，巴基斯坦薄弱的政治稳定基础在中期内难现根本改观。巴基斯坦国内安全威胁主要来自两个方面：首先是西北部部落山区巴基斯坦塔利班组织的恐怖主义活动频繁，美军撤离阿富汗后该地区安全局势可能进一步恶化；其次是俾路支省分离主义武装力量频频制造的恐怖袭击事件，危及南部港口城市卡拉奇——中央政府的近一半收入来自于此——的安全，也对中巴经济走廊基础设施建设的顺利实施构成现实威

胁。此外，巴基斯坦与宿敌印度围绕克什米尔的领土之争导致双方边境冲突时有发生，但在双方均掌握核武器的背景下，中期内爆发全面战争的可能性较低。

多年来孟加拉国两大政党轮流执政，但两党政争酷烈，国内政治稳定性差，政府能力处于很低水平。自 1991 年以来，孟加拉实行议会制政体，人民联盟和民族主义党两大政党轮流执政格局基本成型。但由于两大政党均具有鲜明的家族化特征，且彼此之间积怨甚深，在野一方通常会诉诸大规模街头政治抗争，导致孟加拉国政局持续动荡。目前人民联盟处于执政地位，民族主义党及其反对党联盟持续通过拒绝参加大选，不断发动集会、罢工进行抗争，政局动荡的局面中期内难以缓解。此外，孟加拉国政府效率低下，监管质量偏差，法律制度不健全，腐败现象普遍，政策执行能力和社会管理绩效在全球范围内处于最低水平之列。

斯里兰卡政坛分化组合频仍，政局保持基本稳定。2009 年长期内战结束后，斯里兰卡政府权力在 2015 年 1 月总统大选后实现和平移交，显示自 1948 年独立后确立的民主制度已为各派政治力量广泛接受。当前，不仅斯里兰卡政治体制正在由总统制向议会制转型，且主流政党也围绕大选和组阁频频展开分化组合。在 2015 年 8 月举行的议会大选后，统一国民党领袖维克勒马辛哈出任总理，与统一人民自由联盟合作组建大联合政府。由于联合政府在议会中拥有三分之二以上多数，将确保实行议会制的宪法修正案获得通过，斯里兰卡政治制度化程度有望进一步加深。然而，由于统一自由联盟内部存在明显的分裂倾向，未来政局走向仍存在不确定性。预计统一自由联盟将在下届议会大选前正式解体，现总统西里塞纳和拉贾帕克萨将分别率领各自支持者投入大选，斯里兰卡政局稳定和政府政策连续性将面临考验。此外，斯里兰卡占大多数的僧伽罗人与少数民族泰米尔人之间有着盘根错节的民族矛盾，且这些矛盾并未随内战结束而自然消除。从根本上说，僧伽罗与泰米尔两大民族在人口比例上的非对称分布[23]构成了该国潜在政治不稳定的长期基础。

在议会制政体下，印度历届政府权力交接平稳有序，政府能力有待进一步提升。1950 年印度脱离英国殖民统治获得独立后，一直实行议会制政体，历次大选后均实现政府有序更迭，业已形成较为稳固的两党制格局。在 2014 年全国大选中，人民党领导人纳伦德拉•莫迪率领的全国民主联盟通过提出改革振兴经济、打击腐败、降低通胀以及升级基础设施等竞争纲领，获得压倒性胜利。东方金诚认为，议会制政体在保持印度国家统一、政局稳定方面显示出很强的制度能力。不过，印度国内宗教、意识形态结构复杂，宗教冲突和反政府武装活动对整个社会秩序仍然构成持续性威胁，历史上曾多次发生政府首脑遇刺及大规模人员伤亡事件。综合以上，印度国内政治稳定性整体处于中等水平。在政府能力方面，长期以来，印度政府执政效率较低，且国内贪污腐败盛行，《透明国际》清廉指数排名一直保持后位。但莫迪政府上台后，积极着手整顿政府工作作风，提高政府办事透明度，并加大惩治贪腐，改善国内基础设施较落后的问题，政府的治理能力有所提高。但东方金诚关注到，印度在野党仍然在上议院占有多数席位，莫迪政府的多项改革政策未能得到有效施展，政策实施力度受到掣肘，未来立法改革计划仍将面临较大阻力。

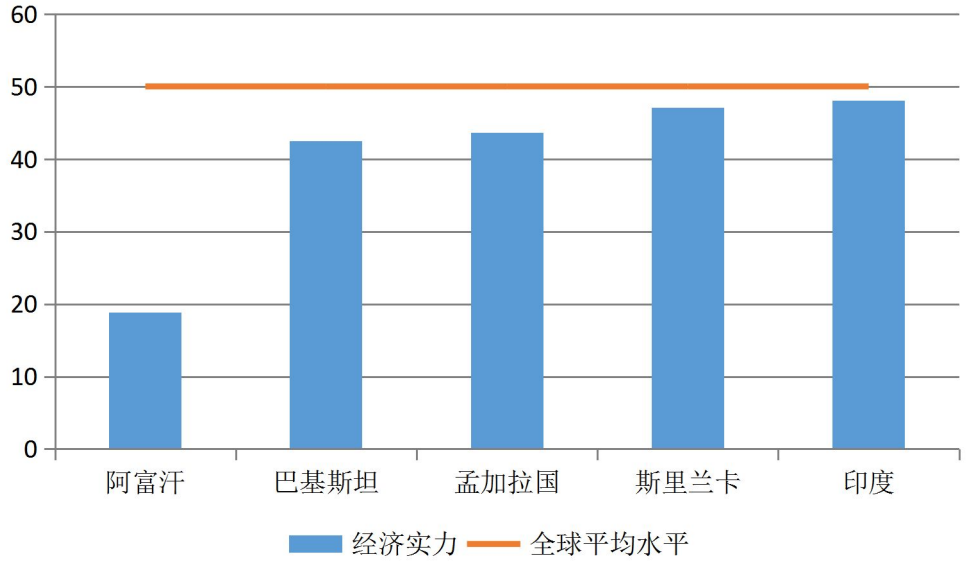
2、经济实力

南亚国家的经济实力主要受制于偏低的发展水平，但近年来均显示了较强的增长势头，其中

[23]僧伽罗族占人口比例约 75.0%，泰米尔人占比约 15.0%。

印度已成为增速最快的全球大型经济体之一，孟加拉国和斯里兰卡正在显示“追赶型”经济的增长特征，即便是在安全局势动荡的巴基斯坦和阿富汗，未来四年的经济增速也有望达到 4.0%左右。不过，如何控制通货膨胀、维持宏观经济均衡增长仍是该区域各国面临的重要挑战。

图 4　南亚国家经济实力



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

2002 年以来，主要依靠大规模外援流入，阿富汗开始了经济重建进程，2003-12 年 GDP 年均增速达到 9.3%。不过，2013 年后驻扎在该国的国际安全援助部队开始逐步缩减（从最高的 13 万已减至 1.3 万），约有 50 万个工作岗位流失，阿富汗经济增速显著下滑。此外，近期国内安全形势持续恶化，政府内部矛盾突出也对经济增长形成拖累。2013-16 年年均经济增速已大幅降至 2.0%左右。短期内在国际援助增加、安全局势可控的前提下，2017-20 年阿年均 GDP 增速有望达到 4.0%左右；一旦美军撤离后安全形势恶化，阿宏观经济有陷入衰退的可能。中长期来看，农业和矿业——阿富汗拥有丰富的铜、金、铁矿石、锂以及稀土资源——将是阿经济的主要支柱，发展潜力巨大。但持续的安全挑战、政局动荡，以及基础设施落后，人力资本薄弱及大规模的非法毒品产业等均将对阿经济实现持续、强劲的包容性增长构成阻碍。

动荡的政治、安全形势将是巴基斯坦经济增长低于潜在增速的主要制约因素。近二十年的历史表明，在相对稳定的政治环境下，巴曾经连续多年[24]实现平均 6.0%以上的高速增长。这意味着其具备较高的长期经济增长潜力。但将其转变为现实将主要基于政治秩序稳定，这包括宗教部族矛盾得到化解或被压制在可控状态、国内安全局势得以基本保障，各类权力机构达成协调、政府保持稳定并持续推行各项市场化改革政策等，从而切实改善落后的物质与人力资源基础设施、推行能源领域等结构化改革、提升政府工作效率，逐步消除此类阻碍经济增长的直接影响因素。2013

[24]2002-08 年穆沙拉夫担任总统期间，政局持续保持稳定，年均 GDP 为 5.7%。

年谢里夫政府执政以来，受相对稳定的政局和全球经济逆风交互影响，巴基斯坦经济走势平稳，但年均增速仅为 4.0%左右；2015 年人均 GDP 为 1427 美元，属低收入国家。2016 年在农村地区消费增速提高、中巴经济走廊投资增加等因素带动下，GDP 增速升至 4.7%，2017-20 年，在强劲的人口增长推动消费，以及中巴经济走廊推动投资的影响下，巴基斯坦年均经济增速有望维持在 4.5%左右。不过巴基斯坦国内达成持续政治稳定仍存在诸多不确定因素，这将继续抑制其中长期经济增长潜力。

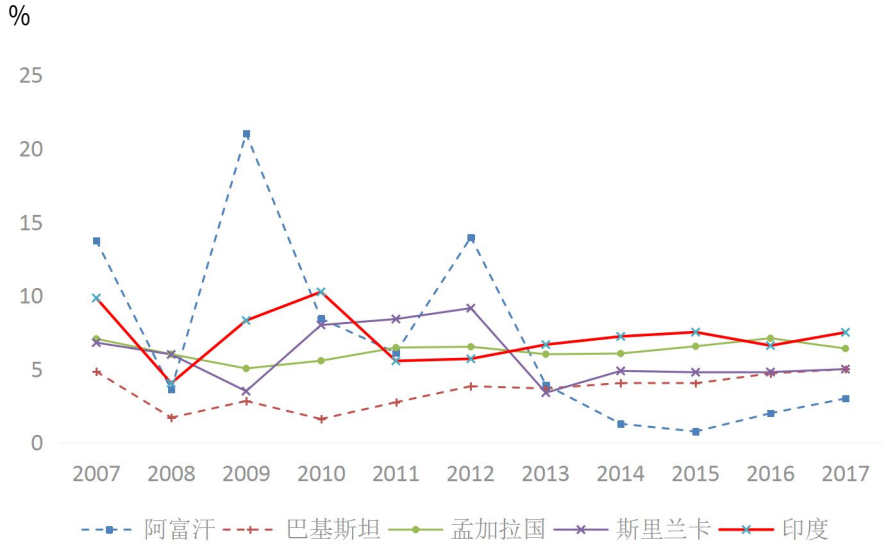
孟加拉经济发展水平较低，但多年来经济增长强劲。2015 年孟加拉国人均 GDP 为 1212 美元，属于低收入国家，而且贫困人口数量较大。过去十年孟加拉国年均经济增速在 6.0%以上，其中 2006-2008 年、2013-2014 大选期间的政局动荡以及 2008 年国际经济危机对于经济增速影响较小。孟经济快速增长主要得益于丰富廉价的劳动资源、持续改善的投资环境、庞大的人口规模以及快速发展的出口加工行业。2016 年估计经济增速将达到 7.1%，主要源于伴随缓和的通胀，持续增长的家庭收入和稳定的侨汇收入，私人消费增长较快；在政府税收优惠等因素支持下，投资逐渐改善。东方金诚预计，2017-20 年在政府鼓励投资政策等因素支撑下，GDP 年均增速仍有望保持在 6.3%左右的较高水平。不过，基础设施落后、能源短缺、营商环境恶劣仍是长期内制约其经济实力提升的主要因素。

斯里兰卡经济发展水平低，增长潜力大，经济安全水平低等结构性问题较为突出。历史上受长期内战等因素困扰，斯里兰卡经济发展处于落后状态，2016 年人均 GDP 为 3869 美元，属中低收入发展中国家。2009 年内战结束后至 2015 年，GDP 年均增速达到 6.4%，持续保持较高增长水平，其中侨汇收入支撑下的私人消费增长迅速，正在成为拉动经济增长的主导力量。2016 年在全球贸易放缓背景下，斯里兰卡制造业增速有所放缓，公共和私人投资增速下滑，GDP 增长约 5.0%。东方金诚估计， 2017-20 年在斯里兰卡国内基础设施建设推进、国际产业资本转移等因素的推

动下，其 GDP 增速有望保持 5.5%以上的较高水平。不过，受制于生产条件及资源禀赋等原因，斯里兰卡需要进口部分粮食和几乎全部石油，这使其暴露在国际大宗商品的价格波动影响之下。斯里兰卡出口产品主要是低附加值的纺织品和以茶叶、橡胶等为主的农产品，结构较为单一，出口市场集中在美国和西欧等国家。这使得斯里兰卡经济更易受外部经济波动影响。

印度经济发展水平较低，经济增速保持较快增长趋势。2015 年，印度人均 GDP 为 1580 美元，仅略高于低收入国家水平。过去十年（2006-15 年），印度经济平均增速达 7.4%左右，上世纪九十年代后的市场化改革激活了经济增长潜力，私人消费成为最重要的推动力量。2016 年 GDP 增长 6.6%，较上年下降 1.0 个百分点，主要是受外需放缓、“废钞”对消费和投资的短期冲击等因素影响。东方金诚预计，2017-20 年，在印度放宽外资准入、启动“印度制造”计划，以及一系列税费改革等措施带动下，印度经济依然具有 7.6%左右的年均增长潜力，从而成为提升其主权信用质量的关键驱动因素。

图 5　南亚国家 GDP 增长态势



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

长期以来，在阿富汗较高的经济增速推动下，其国内通货膨胀率持续处于很高水平。2003-12 年 CPI 年均增长率高达 11.2%。2013 年后随着 GDP 增速滑落，以及国际大宗商品价格下跌，阿物价增速持续下滑，并在 2015 年出现了约 1.5%的通缩。此后在本币阿富汗尼大幅贬值推动下，2016 年通货膨胀率回到 4.5%。2017-20 年，在较低的经济增速展望下，阿富汗 CPI 年均增长率有望持续处于 7.0%左右的偏高水平。

巴基斯坦能源依赖进口，国内经济金融管理能力薄弱，财政融资规模庞大刺激基础货币发行，其通货膨胀率长期波动幅度大，整体水平偏高。2000-14 年，巴基斯坦年均 CPI 增长率高达 8.4%，成为影响宏观经济稳定的一个重要因素。2015 年后受国际大宗商品价格下跌影响，CPI 增幅下滑，2016 年该指标降至 4.7%。2017-20 年巴基斯坦将继续得益于虽有所回升，但仍相对较低的国际大宗商品价格；另外，本币卢比的渐进走弱也有助于遏制通胀势头。由此，未来四年

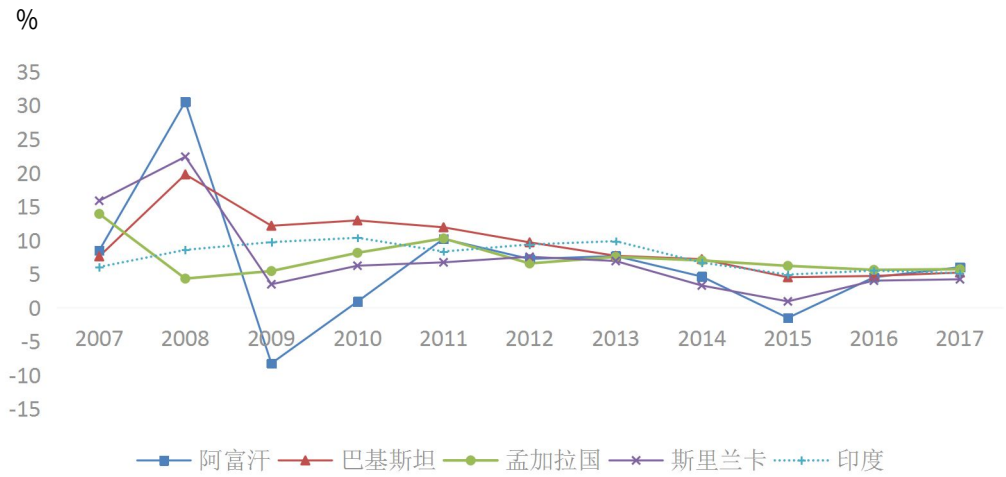
巴年均通胀率有望控制在 5.5%左右。

孟加拉通胀水平偏高，波动率大。2006-2015 财年年均处于 7.6%的较高通胀状态。主要原因是财政连年赤字、本币持续高估等结构性失衡原因。此外，孟加拉国能源、粮食依赖进口，通胀率易受国际大宗商品价格波动冲击。2016 年 CPI 同比上升 5.5%，近期通胀走低主要受国际大宗商品价格处于低位，以及政府削减国内油价影响。2017-20 年随着国际大宗商品价格温和上涨，孟加拉国财政赤字呈小幅扩大之势，预计其年均通胀水平仍将保持在 6.0%左右的高位。

斯里兰卡通货膨胀率长期处于较高水平，波动性明显。2000-2014 年斯里兰卡年均通胀率水平高达 9.4%，其中 2008 年该指标一度高达 22.4%。这主要受政府持续高赤字推动货币超发，以及石油进口依赖等因素影响。2015 年国际油价大幅走低带动 CPI 同比仅增长 0.9%，2016 年国际大宗商品价格回暖，CPI 增速 4.1%。东方金诚估计，2017-20 年斯里兰卡财政赤字水平有所下降，通货膨胀率年均有望维持 5.0%左右。除国际市场波动外，偏高的国内通货膨胀水平将持续成为威胁斯里兰卡宏观经济稳定的一个重要因素。

主要受财政大幅赤字推动货币超发影响，印度通货膨胀率长期处于偏高水平，短期内仍将维持在 5.0%左右。2004-2013 年印度年均通货膨胀率高达 7.8%，政府为弥补巨额财政赤字，不得不向央行、商业银行大规模融资，导致货币发行增速持续高于经济平均增长水平。2014 年后，受政府赤字率下降、国际油价下跌等因素影响，印度 CPI 增速放缓，2016 年该指标为 5.5%。2017-20 年，印度财政赤字率有望继续下行，尽管国际大宗商品价格有所回升，但印度通货膨胀率仍有望控制在年均 5.0%，经济增长结构失衡问题趋于缓解。

图 6　南亚国家 CPI 变化



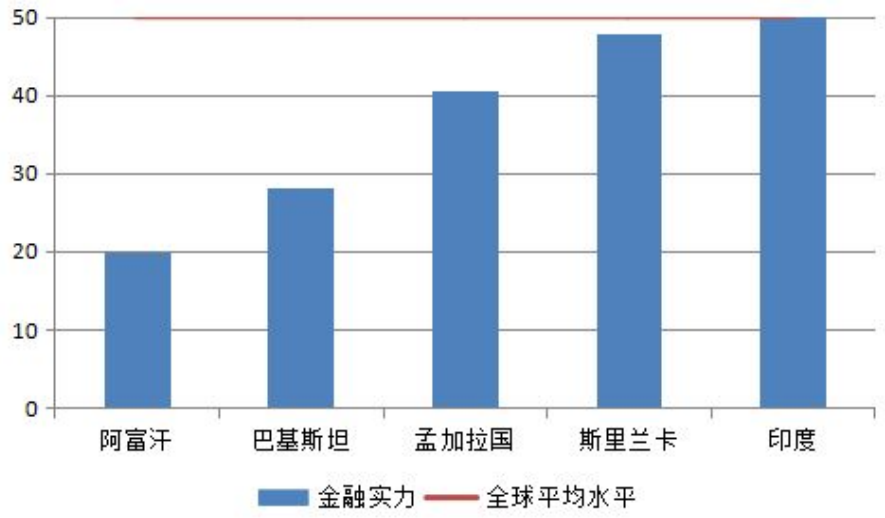
数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

3、金融实力

南亚区域各国金融实力相对薄弱。除印度外，其他 4 国金融深化程度普遍不足，银行信贷规模有限，且财政融资占比偏高，对实体经济支持力度有限；同时，该区域农村人口规模庞大，金融体系广度不足，金融基础设施相对落后。在金融稳健性方面，阿富汗、巴基斯坦和孟加拉 3 国不良贷款率处于很高水平，斯里兰卡和印度不良贷款率相对较低，其他稳健性指标良好。需要

指出的是，斯里兰卡等国影子银行风险值得关注。

图 7　南亚国家金融实力



数据来源：东方金诚主权数据库

阿富汗金融业主要由银行部门构成，发展滞后。截至 2015 年 7 月，阿富汗银行体系由 12 家本国商业银行和三家外国银行分支机构组成，全国范围内共有 410 个经营网点。2015 年底银行业总资产约 43 亿美元，相当于 GDP 的 21.8%；银行业共吸纳存款 37 亿美元，贷存比仅为 19.9%。2016 年阿富汗 M2 与 GDP 的比重约为 37.6%。以上指标均显示阿富汗金融业仍处很低的发展状态。长期以来阿国内安全局势动荡，营商环境不佳，银行业部门对实体经济的支持力度较为有限。

巴基斯坦金融业整体继续处于较低发展水平，且对实体经济的支持力度薄弱。银行部门总资产占巴金融业资产规模的 80.0%以上，其他各类金融机构、金融市场发展缓慢。多年来银行业资产在相当于 GDP 的 50.0%水平上下波动，2016 年 M2/GDP 约为 44.4%，均处全球很低水平。银行业主要为政府财政及国有企业提供资金支持，私人部门信贷占比仅为三分之一。这主要源于：巴国内投资环境不佳、通货膨胀高企、存贷款利差处于高位，使得私人部门贷款意愿受到抑制，投资水平很低；为弥补巨额财政赤字，政府从商业银行融资需求庞大，也对银行资金流向实体经济形成挤出效应。

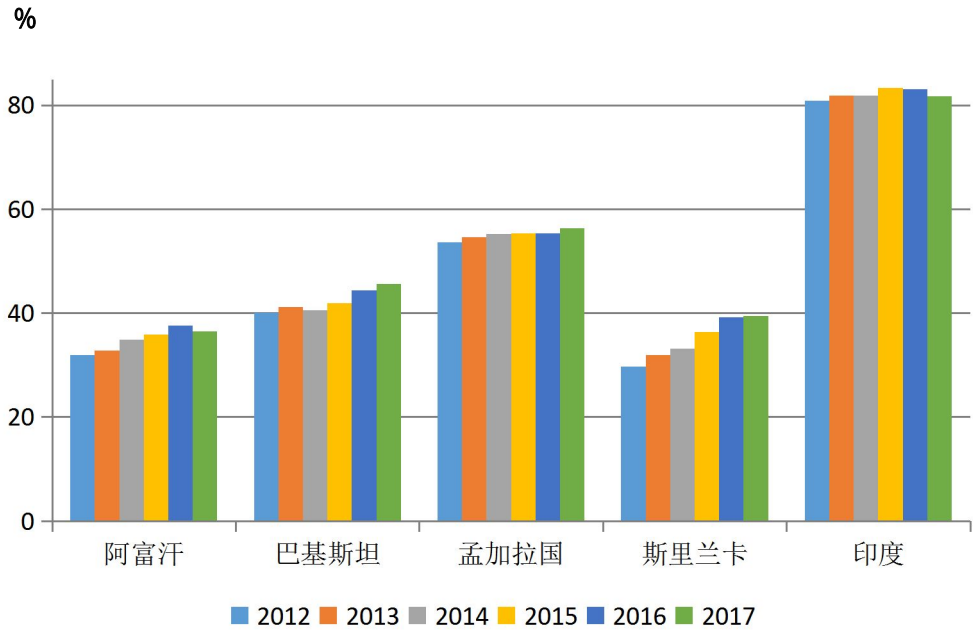
孟加拉金融体系发展程度偏低，但增长速度较快。截至 2016 年末，孟加拉金融体系主要包括 60 家银行，33 家非银金融机构以及其他机构，同期银行业资产占 GDP 的比重为 69.7%，M2/GDP 为 55.3%，无论金融深度还是金融广度均处较低水平。但孟加拉国金融业近年来发展速度较快，其中 M2 与 GDP 的比重在过去 10 年增加了约 17 个百分点，年均信贷增速达到 16.8%，从而为这段时期宏观经济较快发展、特别是投资增长提供了一定支持。

整体上看，斯里兰卡金融业发展程度基本反映了经济发展水平。2016 年底，其银行业资产/GDP 为 81.7%，M2 与 GDP 的比重为 39.1%，均处较低水平，央行货币政策传导机制受到制约。考察斯里兰卡金融机构的存、贷款增速，也基本与该国名义 GDP 增长率相当，加之斯里兰卡存在长期高通胀的历史，利率水平不得不保持高位，因此金融部门对实体经济的支持力度较为有限。需

要指出的是，在本已有限的信贷资源分配上，政府和国有经济部门获得约 40%左右的份额，效率较高的私营部门投资增长受到抑制。政府的金融业开放竞争政策将有助于提升该行业的发展潜力。

印度金融业发展处于中等水平。印度金融业仍以银行部门为核心，国内资本市场发展程度较低。2015 年末，银行业总资产相当于 GDP 的 96.4%，近三年内平均增速达到 10.0%以上；同期印度货币供应量 M2 与 GDP 的比值为 83.3%，金融深度在全球范围内处于较高水平。但印度农村人口规模庞大，金融服务在农村地区的可获得性较差，金融广度水平较低。

图 8 南亚国家金融深度（M2/GDP）



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

阿富汗银行正在经历重组过程。2010 年喀布尔银行爆出诈骗丑闻（涉案金额约 9.6 亿美元，约占当年 GDP 的 6.4%）以来，阿富汗银行业声誉严重受损，稳健性风险持续处于高位。东方金诚估计，受近年经济增速滑坡影响，银行业不良贷款率在 2015 年底已升至 16.5%的高位。由政府主导的银行业重组正在进行：新建立的“不良贷款委员会”正在实施坏账回收，国营银行和民营银行可自愿参与；新喀布尔银行私有化正在推进；中央银行将加大银行业监管力度等。当前，阿富汗银行资本充足率堪堪满足最低监管要求，盈利水平很低，但流动性水平较高，中长期内维持金融稳定将成为阿富汗政府的一个重要关注点。

巴基斯坦金融稳健性风险长期处于很高水平。历史上受国有企业经营绩效不佳、银行贷款风险控制能力低下等因素影响，巴银行业不良贷款率居高难下。2008 年国际金融危机后，该指标进一步上升至两位数。2012 年以来，随着经济环境保持稳定，银行业不良贷款率呈小幅下降趋势，截至 2015 年 9 月降至 11.4%，但仍明显处于偏高水平。同期巴基斯坦银行业资本充足率、流动性比率及盈利水平较好，短期内风险可控。不过长期以来银行业经营模式单一，业务结构较差，高企的不良贷款率较为准确地反映了其风险水平。以上状态短期内均难以显著改善，这导致

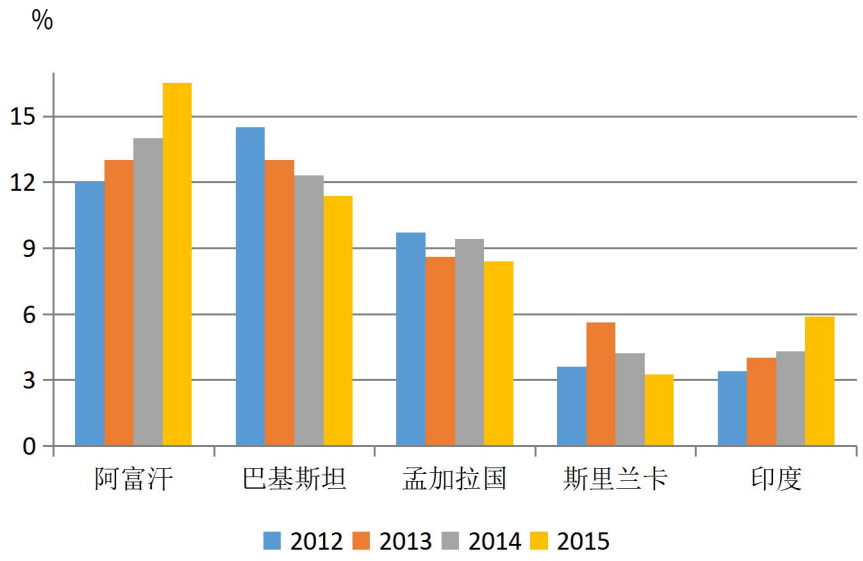
巴金融业无论在对实体经济的支持力度，还是在自身稳健性方面，均将持续处于很低水平。

孟加拉金融稳健性风险处于偏高水平。截至 2015 年末，银行业总资本充足率 10.8%，相比 2014 年的 11.4%有所下降，仅略高于最低监管要求；银行业不贷款率为 8.8%，近年来整体呈下降趋势，但仍明显处于偏高状态。东方金诚关注到，目前孟加拉国有银行问题较为严重，资本充足率远低于监管要求，不良贷款率在 20.0%以上，期限调整贷款和重组贷款规模较大，预计未来政府有向国有银行注资的风险。

斯里兰银行业稳健性持续改善。自 2013 年以来，随着宏观经济环境趋于稳定，银行业保持稳定的赢利水平；随着贷存比逐步提升，不良贷款率随之下调，至 2015 年底已降至 3.2%左右，短期内仍呈进一步好转态势。2015 年底，斯里兰卡银行业资本充足率远高于监管水平，流动性状况良好，整个金融体系的稳健性水平呈持续改善之势。不过值得注意的是，历史上规模较小的非银行金融机构由于存在监管漏洞，曾在 2008 年国际金融危机期间爆发流动性危机。今后相当长一段时期内此类机构仍将是斯里兰卡金融风险的一个重要源头。

印度银行业不良贷款率偏高，《破产法》的通过有助于改善银行部门经营环境。由于印度长期存在司法工作效率不高且缺乏切实有效的破产法等问题，金融机构不良贷款长期难以化解，不良贷款率数据长期难以反映实际水平。2016 年 5 月新的《破产法》通过，旨在减少关闭死亡企业或让欠债企业重生的时间，这为清除潜在不良资产，关闭亏本企业及解决收账时资金锁死在银行等问题踏出重要一步。受此影响，印度银行业不良债权开始暴露，2015 年底不良贷款率迅速升至 5.9%。东方金诚预计，短期内该指标还将进一步小幅上升。不过，随着清除不良债权的司法渠道得以改善，印度银行业经营环境将显著改善，长期看有助于控制不良贷款率水平。2015 年末，印度银行业资本充足率、流动性和赢利水平等指标均属正常状态，整体金融稳健性处于中等水平。

图 9　南亚国家银行业不良贷款率

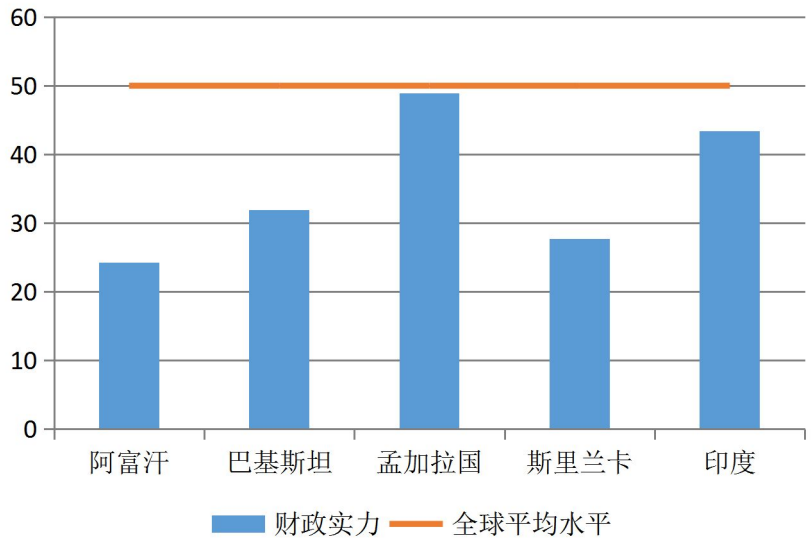


数据来源：东方金诚主权数据库

4、财政实力

南亚各国财政实力普遍较弱。一方面，各国长期维持大规模财政补贴，导致财政赤字率居高难下；另一方面，高企的赤字还为印度、巴基斯坦和斯里兰卡积累了庞大的政府债务负担。阿富汗在可预见的将来都要依靠外援维持，巴基斯坦和斯里兰卡则将维持当前的较高水平，印度财政平衡则呈小幅改善之势，政府负债率亦有望转入下降轨道；短期内孟加拉赤字水平仍呈扩大趋势，但相对较低的政府债务负担对其财政实力形成支撑。最后，南亚国家财税体系效率低下，税收征管能力不足，税基狭窄，财政收入与 GDP 的比重偏低亦是其财政能力低下的一个重要原因。

图 10　南亚国家财政实力



数据来源：东方金诚主权数据库

阿富汗财政处于严重脆弱性状态。长期以来，阿财政收入中的 60.0%左右来自外部援助，经济发展落后，政府能力低下等严重制约了其财政汲取能力，这一状况在中期不会发生明显改变。2003-15 年，纳入外援收入后，阿财政大体处于基本平衡状态，年均赤字率约为 1.3%。不过，若剔除外援因素，则年均赤字率将高达 10.0%左右。2013 年以来，随着经济增速下滑，国内收入占比进一步下降，而安全支出呈增加趋势，由此导致阿富汗财政压力上升。为此，阿富汗政府一方面强化国内税收征管，另一方面加大外援争取力度，2016 年财政维持基本平衡。2017-20 年在国际援助增加、安全局势可控的前提下，阿财政将继续保持平衡状态；不过，如果安全形势恶化，或者外援流入减缓，阿财政可持续性将面临严峻考验。

孟加拉国财政长期处于赤字状态，在积极的财政政策下，未来赤字率有进一步扩大的趋势。2006-2015 年，孟加拉国财政赤字率年均为 3.2%，属中等水平。多年来孟加拉政府财政收入对 GDP 占比一直稳定在 10.0%左右，在全球范围内处于最低水平之列，财政汲取能力偏弱；而财政支出在在能源补贴、基建开支及利息支出等方面负担较重。2015-16 财年政府财政赤字率估计 5.0%左右，较上财年上升 1.4 个百分点，主要源于政府实施刺激性财政政策，基建支出增加，同时税制改革效果不明显，财政收入增长相对较慢。2017-20 年，在政府积极财政政策持续推进下，

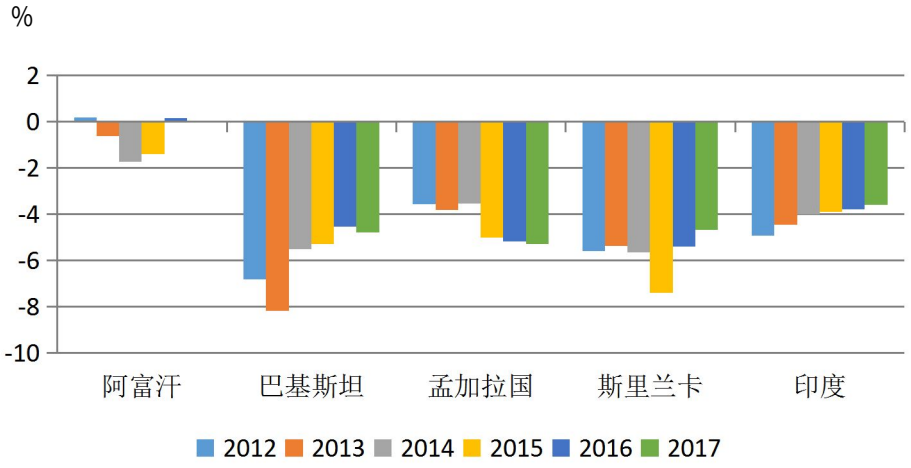
年均财政赤字率仍将保持在 5.0%左右的水平。

收支失衡导致巴基斯坦财政赤字率长期居高不下。受制于税收征管能力低下，经济发展落后、税基狭窄等原因，巴基斯坦财政汲取能力较低，财政收入与 GDP 的比重长期低于 15.0%。另一方面，能源短缺、经济发展水平低及国内安全压力大等因素迫使巴基斯坦长期维持大规模财政补贴、政府开发性支出和军费开支，增速均远超财政收入增长，2000-15 年巴基斯坦年均财政赤字率 5.3%。截止于 2016 年 6 月的 2015-16 财年，巴基斯坦财政赤字率持续降至 4.4%，主要受到政府大幅削减能源补贴影响，显示自 2013-14 年（该财年赤字率为 8.3%）开始的财政整固取得了明显进展。东方金诚估计，2017-20 年在安全和经济形势稳定的前提下，巴政府有望通过取消税收减免、扩大税基、加强征管，以及中巴经济走廊项目分担其部分基建支出压力等，将其财政赤字率有望稳定在 4.5%左右。

长期以来，庞大的财政赤字一直是斯里兰卡财政最鲜明的特征之一，这一现象短期内难以获得实质性缓解。2000-09 年，斯里兰卡年均财政赤字率为 8.0%；内战结束后，2010-15 年均赤字率小幅降至 6.8%，主要源于军费的削减。斯里兰卡财政赤字率居高难下的首要原因是财政汲取能力低下。该国财政收入长期徘徊于国民生产总值的 15.0%左右。税基狭窄、税制复杂、征管不力是直接原因；落后的经济发展程度、巨大的贫富差异（基尼系数一直保持在 0.49）、乃至不健全的民主体制下部分精英群体长期把持政权则是根本性原因。在支出方面，大规模的财政补贴和开发性支出，以及由于政府高负债带来沉重的利息支出，是财政赤字长期居高难下的另一个重要原因。2016 年各级政府财政赤字率为 5.4%，扣除上年一次性影响后，与 2012 年以来的赤字水平基本相当。未来斯里兰卡政府财政整固仍将面临政治阻力，税收征管提升难度很大，支出压力不减，预计 2017-20 年仍将维持年均 5.5%左右的较高赤字水平。

印度联邦政府财政长期处于赤字状态，各项增收减支措施的实施或将实现赤字水平的逐步收窄。印度联邦政府财政收入占 GDP 的比重基本维持在 9.0%-10.0%区间的较低水平，税基狭窄、税收体制效率低下是主要原因。受制于庞大的补贴性支出，印度财政开支长期高于收入水平，2000-15 年年均财政赤字率高达 8.1%。近年来，印度政府开始着手削减燃料、食品等补贴，赤字率持续走低。特别是莫迪政府上台以来，包括税制改革、压缩补贴在内的财政整顿是其政策重点，赤字率下降趋势得以延续，2016 财年财政赤字率已降至 6.7%，但在全球范围内仍属很高水平。2017-20 年印度财政体制改革将继续推进，预计到 2020 财年赤字率有望降至 5.0%左右，从而显著改善宏观经济平衡状况。

图 11　南亚国家财政平衡/GDP



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

阿富汗政府债务风险很高。尽管政府负债率在 2016 年底仅约为 6.8%左右（几乎全部为优惠双边、多边贷款），并且未来一段时期政府未有大规模的融资计划，但阿富汗政府实际赤字率（不考虑外援因素）高企，这意味着如果政府从援助融资渐进转向贷款融资，债务负担的小规模增加也将危及政府偿债能力的可持续性。未来一段时期内，阿富汗政府债务可持续性仍将在很大程度上取决于外援能否持续流入。

长期的高赤字导致巴基斯坦政府债务负担沉重，偿债压力很大。截至 2016 年底，东方金诚估计巴基斯坦政府负债率 66.1%，与其 2000 年以来的平均负债水平基本相当，债务负担在同类国家处于很高水平，中期内下降趋势不明显。巴基斯坦政府债务中内债占比约 70.0%，短期债务占比约 37.0%，期限结构不佳。受高通胀影响，政府利息支出占比很高——长期以来各级政府利息支出占整体财政支出的比重超过 30.0%。以上指标显示政府内债偿债压力很大，且这一局面近期内难以明显缓解。

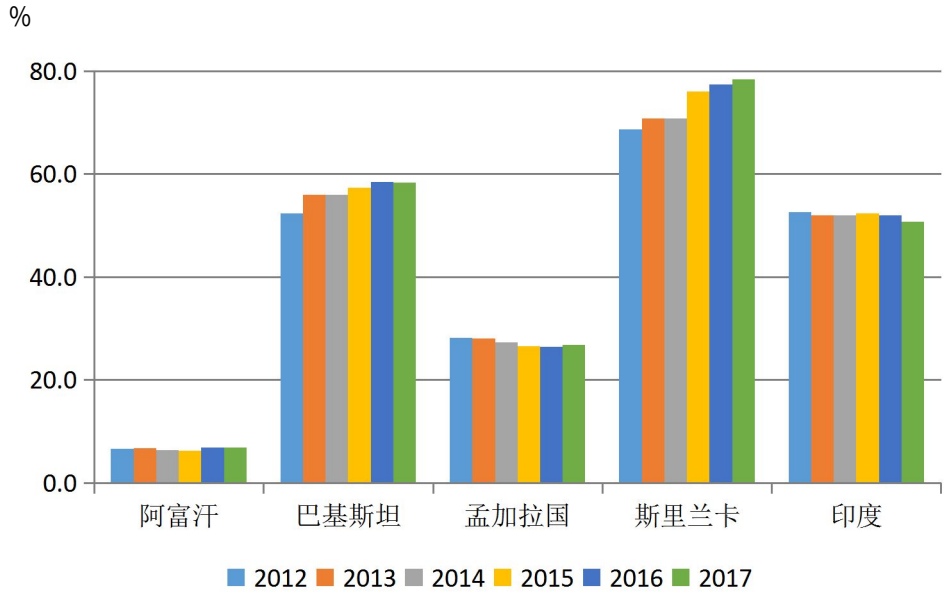
孟加拉国政府债务负担处于中等水平，中期内将保持稳定。尽管长期以来孟加拉国财政平衡持续处于 3.2%左右的赤字状态，但因该国经济增速较高，政府负债率自 2003 年以来持续处于下降状态，2016 年底该指标为 34.0%，在同类国家中处于中等水平，较 2003 年下降 10.3 个百分点。2017-20 年，随着政府财政赤字率有所提高，东方金诚预计政府负债率将在当前水平基础上保持

稳定。值得注意的是，孟加拉国政府债务中外币债务占比高达 70.0%左右，主要由优惠的双边、多边贷款构成。较高的外债占比虽然在一定程度上减轻了偿债压力，但也让其面临较高的汇率风险。

连年的大规模财政赤字给斯里兰卡政府积累下巨额债务负担。截至 2016 年底，斯里兰卡政府负债率为 77.2%，在同类国家中处于极高水平。短期内，由于财政赤字率仍难以低于经济增速，政府负债水平无法得到缓解。在债务结构方面，外债占比约 42.0%。这意味着斯政府债务面临着汇价下滑带来的风险。不过，2012 年前后斯里兰卡政府采取了积极的“债券替换”策略——以低息外债换高息内债、以长债换短债，政府债务滚动压力有所下降，目前短期债务占比仅为 10.0%左右。长期来看，斯里兰卡政府仍需通过强化财政效率，找到一条政府债务负担下降的轨道。

印度政府债务负担沉重，2017 年后政府负债率有望进入下降轨道。历史上长期的高财政赤字率为印度政府带来了沉重的债务负担，2016 年底该指标为 68.5%，近六年来保持基本稳定。在债务结构方面，本币债务占到政府总债务的 91.9%，其中长期债务占比达 91.0%，政府短期偿付压力较小，债务期限结构较为合理。事实上自 2003 年开始，凭借经济持续高增长，印度政府负债率持续走低，至 2010 年累计下降约 17 个百分点。2010 年由于经济增速与赤字率基本持平，政府负债率保持稳定。2017-20 年，随着经济增长保持在年均 7.6%的增速，赤字率则降至年均 5.0%的水平，印度政府负债率有望重启下降进程，至 2020 年将降至 60.0%左右，但在同类国家中仍属偏高状态。

图 12 南亚国家政府负债率



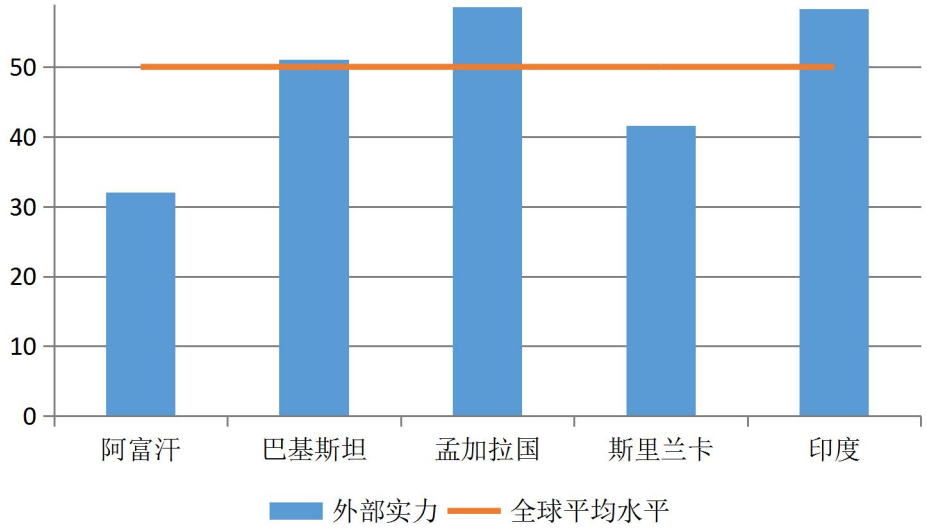
数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

5、国际收支与外债保障能力

南亚各国国际收支与外债保障能力相对较强，除了处于战乱中的阿富汗和外债负担较重的斯里兰卡外，其他 3 国均高于全球平均水平。其中孟加拉国凭借较大规模的侨汇收入维持经常项目顺差局面，巴基斯坦和印度的经常项目逆差水平总体较低。在外债方面，斯里兰卡不仅外债负债

率偏高，而且外汇储备不足；印度、巴基斯坦和孟加拉国外债负担则在同类国家中处于中等偏低水平，外债偿债压力可控。最后，阿富汗外部状况如其财政一样，在可预见的将来主要靠外援支持。

图 13　南亚国家国际收支与外债保障能力



数据来源：东方金诚主权数据库

外援流入是阿富汗经常项目平衡的主要支撑力量。阿富汗居于首位的出口收入来源于毒品走私，2014 年估计规模达到 27 亿美元，相当于其他出口收入之和的 3 倍左右；其工业品、生活用品严重依赖进口。但在大规模外援持续流入支撑下，2003-16 年其经常项目平衡与 GDP 的比重高达 11.3%。不过，若扣除援助收入，其经常项目则将处于年均 40.0%左右的巨幅逆差水平之下。鉴于阿富汗国内经济、特别是矿产资源开发仍将受制于安全形势，出口竞争力薄弱的局面在中长期内无法改善，严重依赖外援的经常项目将持续处于高脆弱性状态。

巴基斯坦能源依赖进口，出口产品竞争薄弱，但因其对外资吸引力有限，限制其经常项目逆差长期仅处于小幅状态，2000-15 年该指标与 GDP 的比重年均为 1.3%。2016 年巴基斯坦来自中东的侨汇收入较高，而国际油价依然处于相对较低水平，当年经常项目逆差水平约为 0.8%左右，延续了近期的较低水平。2017-20 年，巴基斯坦投资品进口将会上升，来自中东地区的侨汇收入增长面临压力，年均经常项目逆差水平将上升到 1.8%左右。

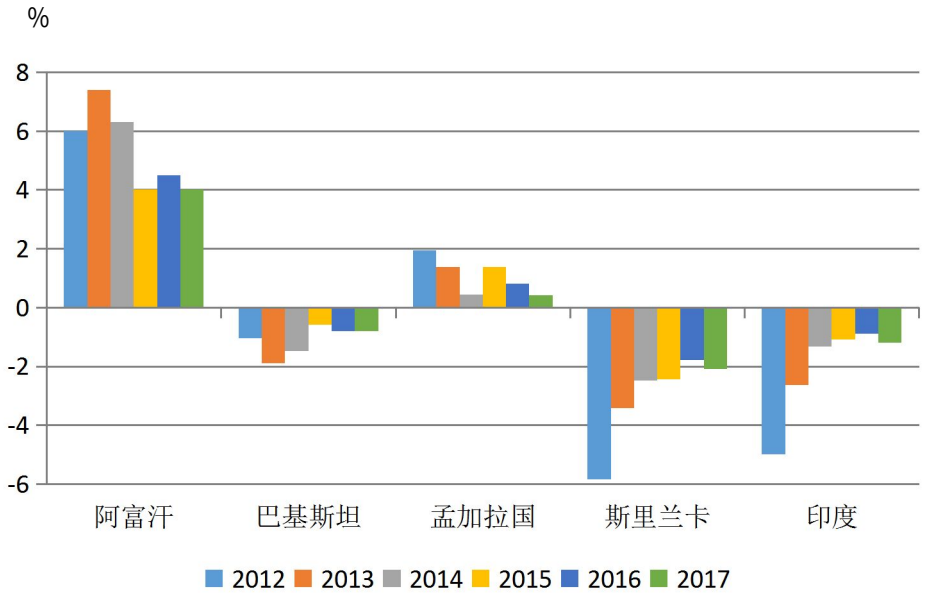
孟加拉国外对贸易长期逆差，但经常项目保持微幅顺差状态。主要受能源依赖进口影响，孟加拉国对外贸易逆差与 GDP 的比重长期保持在 5.0%左右。但在规模庞大的侨汇收入支撑下，其经常项目整体处于微幅顺差状态。2014 年以来，得益于国际大宗商品价格下跌并整体处于低位，孟加拉国对外贸易逆差收窄，但来自海湾地区的侨汇收入下滑，经常项目仍大体维持基本平衡状态。2017-20 年，国内投资品进口需求将会出现较快增长，中东地区低迷的经济走势将抑制侨汇增速，孟加拉国经常项目平衡将会出现年均 1.0%左右的逆差水平。

由于国内能源几乎全部依赖进口，斯里兰卡长期处于较大幅度的经常项目逆差状态。2000-14

年，经常项目平衡与 GDP 的比率年均为-3.9%，其中 2011-12 年受经济活动扩张推动，该指标曾达到 7.8%的高位。2014 年之后，随着国际油价大幅走低，斯里兰卡经常项目状况趋于改善，2016 年降至 2.0%左右。东方金诚预计，2017-20 年随着国际大宗商品价格温和走高，斯里兰卡经常项目将逐步恢复至年均 3.5%左右的水平，国际收支差额将主要依赖外部投资流入弥补。

印度经常项目长期处于小幅逆差状态，短期内难现改观。受原油大量依赖进口，工业品出口竞争力较低等因素影响，2000-15 年印度经常项目平衡与 GDP 的比重年均为-1.3%。2016 年该指标为-1.1%，较上年下降 0.2 个百分点。随着金价走高，且印度当局要求增加采购透明度以及公开收入，全球第二大黄金消费国—印度在 2016 年的黄金需求料跌至七年最低水平，导致对外贸易逆差略有收窄。东方金诚预计，2017-20 年，伴随印度制造业产业升级，其工业品出口竞争力呈上升趋势，但国内投资品进口将会相应增加，大规模的侨汇收入则将受到海湾地区经济低迷制约。综合以上，印度未来四年经常项目平衡将大体维持当前水平。

图 14　南亚国家经常项目平衡/GDP



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

阿富汗外债负担低，但严重依赖外援融资。截至 2016 年底，估计阿富汗外债率约为 12.0%左右，其中政府外债约占 56.0%，私人部门外债主要由矿业企业的公司内借款构成。尽管外债负债率很低，但由于阿富汗实质上存在巨幅经常项目逆差（扣除外援因素后），因此任何商业性外债均无法获得有效保障。阿富汗现有外债负债率只能依靠持续性的官方援助、债务减免才能得以维持。在其矿产行业获得实质性发展之前，这一局面不会发生明显改变。

巴基斯坦外债负担中等，但外债偿债能力很低。东方金诚估计，截至 2016 年底，巴基斯坦外债负债率约为 23.0%，在同类国家中处于中等水平，整体保持稳定。外债总额中政府外债占比约为 86.0%，主要以多边和双边优惠贷款为主。2016 年底，巴基斯坦外汇储备对短期外债的覆盖率为 1.5 倍，能够覆盖约 6 个月的进口需求，加之其长期受到 IMF 等国际多边机构贷款计划支持，

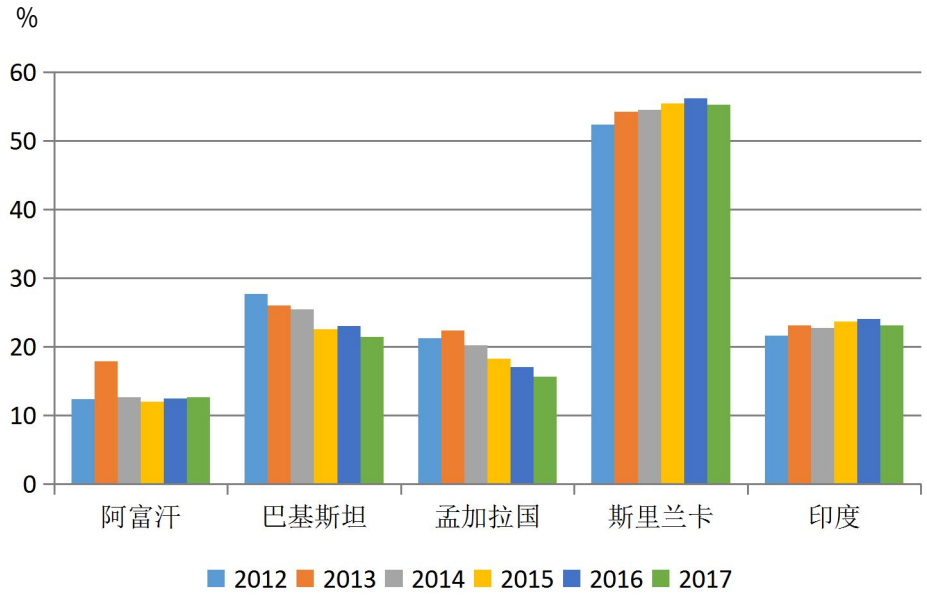
外债偿债压力可控。不过，如果剔除官方援助影响，巴基斯坦政府自身对商业性外债的偿债能力处于很低水平。

孟加拉国外债负担较低，且呈持续下降态势。2016 年底，孟加拉国外债负债率为 17.6%，在同类国家中处于较低水平。2003 年以来该指标已稳步下降约 13 个百分点。这主要源于其较高的经济增速和经常项目基本保持平衡状态。东方金诚预计，2017-20 年孟加拉国经济仍将保持 6.2% 左右的增速，经常项目逆差规模很低，其外债负担将延续小幅下降走势。在外债结构方面，政府外债约占七成左右，主要由优惠双、多边贷款构成；短期外债占比约为 11.8%。2016 年底，孟加拉国外汇储备对短期外债的覆盖率约为 5 倍，对进口的覆盖率约为 8 个月，这表明其外部流动性呈充裕状态，短期内外债偿债压力较低。

斯里兰卡外债负担明显偏高，外债偿债压力很大。受长期经常项目逆差影响，斯里兰卡外债负担持续处于很高水平，2016 年底外债负债率高达 56.2%。随着经常项目逆差水平走高，2017-20 年其外债负担还将小幅增加。在债务结构方面，2016 年底政府外债占比约为 55.4%，主权政府债券约占 11.3%。同期斯里兰卡外汇储备对短期外债的覆盖率为 69.4%，堪堪覆盖 3 个月进口用汇需求。这表明斯里兰卡外汇储备严重不足，外部流动性面临较为严峻的挑战，外债偿债压力很大，且中期内难现缓解迹象。

印度外债负担较低，偿债压力可控。得益于经常项目逆差规模长期保持很低水平，经济持续高速增长，印度外债负债率长期处于低位，2016 年底该指标为 22.7%，处于全球偏低水平，且近五年来保持基本稳定。2016 年底印度外汇储备对短期外债的覆盖率达到 4 倍，对进口用汇需求的覆盖达到 9 个月，均远高于 1 倍和 3-6 个月的临界水平，显示其外债偿债压力可控。

图 15　南亚国家外债负债率

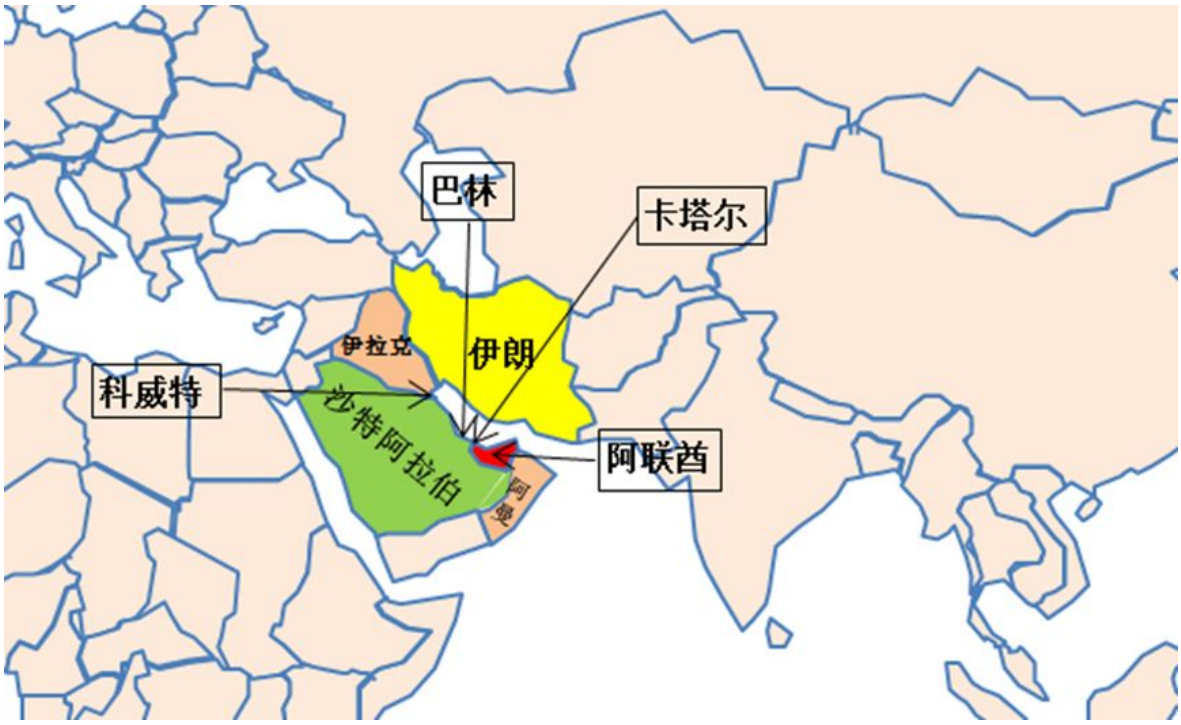


数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

中东石油生产国

该区域主要包括海湾合作委员会(以下简称"海合会")6国:沙特阿拉伯、阿联酋、阿曼、巴林、卡塔尔、科威特，以及伊朗和伊拉克。这些国家的经济以原油的生产和出口为主，均为石油输出国组织欧佩克（OPEC）成员国。

图1 中东石油生产国



图表制作：东方金诚主权团队

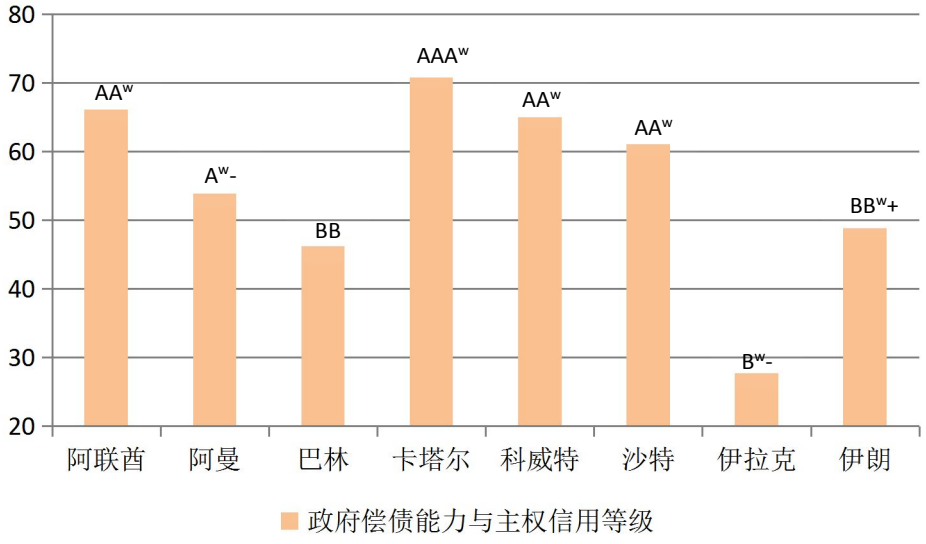
一、中东产油国主权信用风险特征

主权信用风险差异大，2016年该区域8个国家主权信用等级分布于AAA（卡塔尔）至B-（伊拉克）之间，横跨16个子级。

在低评级的国家中，政治稳定性风险突出，这是导致伊拉克、巴林和伊朗主权信用等级偏低的最主要原因。

近期国际油价下跌正在从财政、经济等方面对中东产油国的主权信用等级施加压力。2014年下半年国际油价暴跌，沙特、科威特、阿曼和卡塔尔等国迅速从财政盈余逆转为大规模财政赤字状态，政府债务骤升，财政实力受到剧烈冲击，经济增速明显滑坡，整体主权信用风险水平均出现不同程度的上升趋势。

图 2　2016 年中东产油国主权信用水平



数据来源：东方金诚主权数据库

二、中东产油国主权信用风险评级要素

1、政治稳定与政府能力

在政治风险方面，当前该区域的突出特征是：地缘政治环境高度复杂，成为影响各国政治风险、乃至主权信用风险的重要因素；海合会多数国家国内政局基本稳定，但沙特政治风险趋于上升；伊拉克、伊朗等重点国家风险水平突出。

二战以来，中东地区一直是全球地缘政治冲突的焦点区域。历史上的 5 次中东战争、2 次伊拉克战争及当前正在进行的叙利亚和也门内战，均对该区域 8 个产油国的外部安全带来了不同程度的冲击，其中伊朗、伊拉克、沙特等国甚至多次直接卷入了国际战争和国内冲突。

该区域地缘政治敏感复杂的根源主要有三个：

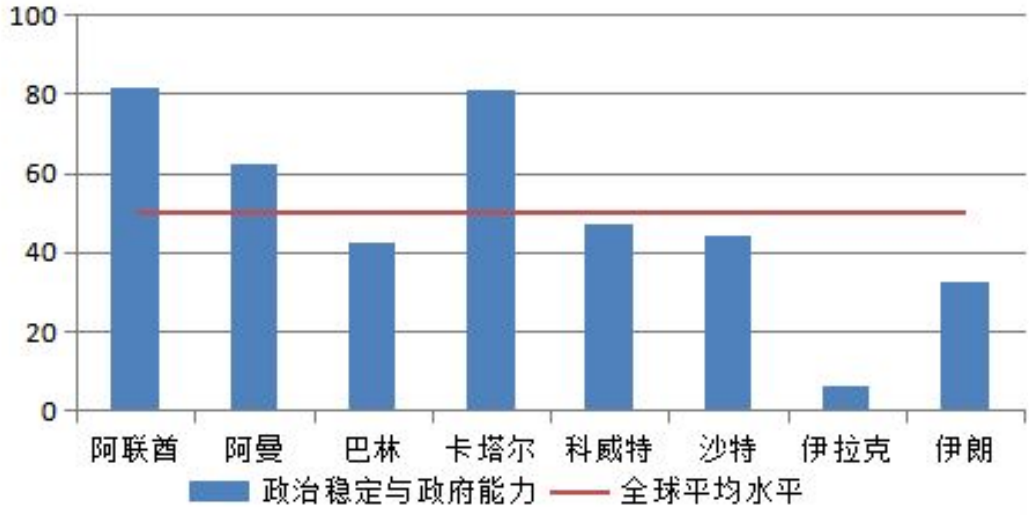
（1）区域国家与以色列长期对峙。该区域的所有 8 个国家均为穆斯林国家，在同以色列的关系上均站在埃及、叙利亚、巴勒斯坦等阿拉伯邻国一边，历史上的 5 次中东战争，这 8 个国家或直接派兵参战，或以石油为武器打击以色列及其支持者。直至现在，以色列与包括这 8 个国家在内的中东阿拉伯国家关系仍未获得根本缓解。

（2）区域内部逊尼派与什叶派国家之间的教派对立明显。以沙特为首的海合会六国均为逊尼派掌权，而在伊朗、叙利亚和萨达姆被推翻后的伊拉克，什叶派则控制着政府权力。历史上两大教派之间沿续千年的冲突仍在很大程度上将相应国家划入相互对立的两大阵营。当前，沙特和伊朗不仅因教派冲突断绝了外交关系，而且正在对叙利亚和也门内战中的对立派别直接提供支持。在以上 8 国内部，均不同程度地存在着逊尼派与什叶派之间的矛盾。

（3）美国、俄罗斯等世界大国深度介入中东地区纷争。由于中东地区地缘战略位置重要，石油资源丰富，加之以美国为首的西方国家长期支持以色列，美国、俄罗斯等大国在历次中东地区的国际、国内冲突中均扮演了重要角色，甚至在 2 次伊拉克战争和当前的叙利亚内战中直接出兵干预。大国介入已成为区域局势长期复杂化的一个核心要素。

中期内，中东地区复杂、敏感的地缘政治结构依然看不到明显改善的迹象，仍将成为在不同程度上影响所有国家外部安全、甚至国内政局稳定的主要风险点。

图 3　中东产油国政治稳定性与政府能力



数据来源：东方金诚主权数据库

伊拉克自 2003 年萨达姆政权被推翻以来，始终未能恢复国内政治秩序，近年来更成为“伊斯兰国（IS）”等国际恐怖主义势力的策源地，持续陷于内战状态。此外，该国内部的教派冲突（什叶派多数与逊尼派少数）、民族矛盾（北部库尔德人问题）将长期影响其政治稳定与政府施政能力。

作为当今世界唯一的政教合一政体，伊朗国内改革派与保守派之间在国家发展方向等方面存在深刻分歧，政府的经济与社会管理能力面临严峻挑战。同时，伊朗一方面因核开发计划与西方大国长期对立——最新的伊朗核协议并未在双方之间建立战略互信，另一方面则深度卷入区域内部的战争与冲突。

沙特阿拉伯曾长期保持国内政治基本稳定，但当前正处于王权“跨代转移”的敏感时期。这将打破其 63 年以来王权继承的“兄终弟及”模式，开启王权从第二代向第三代的转移进程。由于王室政府透明度较低，这一进程能否平稳顺利，外界尚难做出明确判断。另外，沙特近期在对外关系中正在呈现出明显的张扬、进取姿态，不仅与伊朗关系显著恶化，而且直接参与也门内战，造成边境地区人员伤亡，外部安全环境堪忧。

2011 年 2 月，受阿拉伯之春运动影响，巴林爆发大规模反政府抗议活动，要求国王解散政府、改善民生、促进民主。应巴林政府要求，海合会军队进驻巴林协助维持秩序。2012 年以来，巴林国内局势逐步恢复稳定。但民众中普遍存在的社会及政治不满情绪并未疏解，教派矛盾有所上升，巴林国内政治稳定性持续处于较低水平。但东方金诚预计，凭借巴林政府较强的安全控制能力，以及海合会其他成员国（特别是阿联酋）的支持，中期内巴林国内政局失控的可能性很低。

除以上 3 个地区大国和巴林外，该区域的其他 4 个国家政治风险表现较为稳定。萨巴赫家族在科威特的统治地位依然牢固。东方金诚预计，当前王室内部围绕继承权分歧不会最终影响王权转移的平稳有序。科威特高水平的福利制度也将在控制国内教派冲突烈度中继续发挥稳定器作用。

在卡塔尔，虽然王室政府面临维持财政平衡的挑战，但较高的福利水平和公共部门就业仍能确保国内民众的支持。庞大的石油财富积累、相对高效的政府执政能力以及灵活务实的外交政策将继续使卡塔尔成为区域政治风险最低的国家之一。

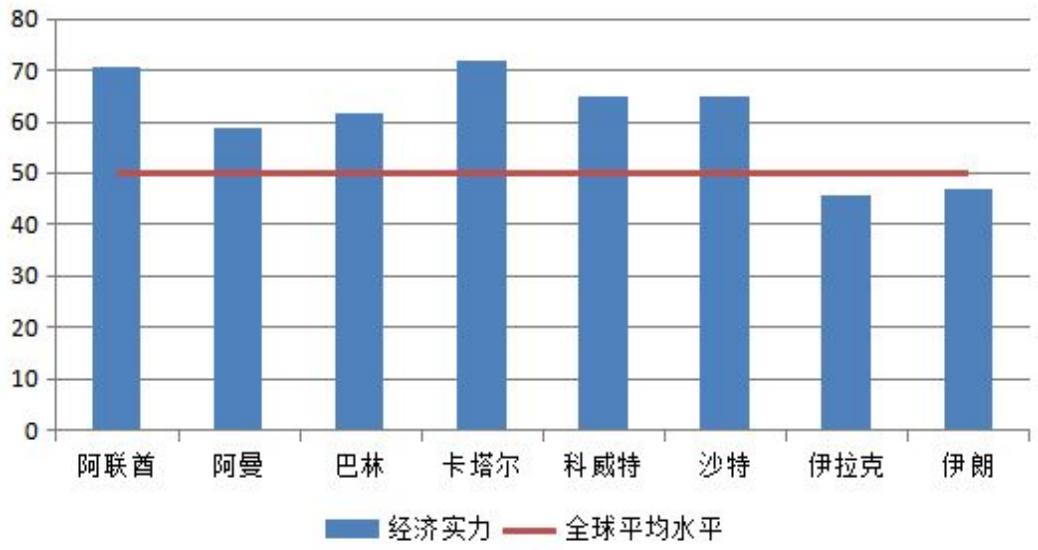
阿联酋由七个酋长国组成，但阿布扎比凭借丰富的石油资源稳居主导地位。现政府受到七大执政家族的一致支持，政府提供的丰富社会福利仍将确保民众对当前政治体制的认同。需要指出的是，阿联酋参与了沙特领导的对也门内战的干预行动，恐怖主义带来的外部风险也有所上升。

在阿曼，苏丹卡布斯已执政 46 年，受到民众广泛支持。当前苏丹未有子嗣，且阿曼王权继承制度缺乏实践检验，或将给未来政权交换带来一定不确定性。但中期内，74 岁的卡布斯仍将保障阿曼政治秩序保持稳定。需要指出的，阿曼是海合会 6 国唯一与伊朗保持长期友好关系的国家，这为其在动荡的区域局势中获得外部安全提供了有力支撑。

2、经济实力

在经济实力方面，除饱经战乱的伊拉克和长期遭受国际制裁的伊朗外，该地区的海合会 6 国经济实力普遍高于全球平均水平；2014 年以来国际油价大幅下跌，该地区各国经济增速普遍承压，能源依赖型经济风险充分暴露；短期内海合会国家经济增速将延续下滑，伊朗、伊拉克经济反弹势头明显；除伊朗和伊拉克两国外，海合会 6 国通胀将继续处于温和水平。

图 4　中东产油国经济实力

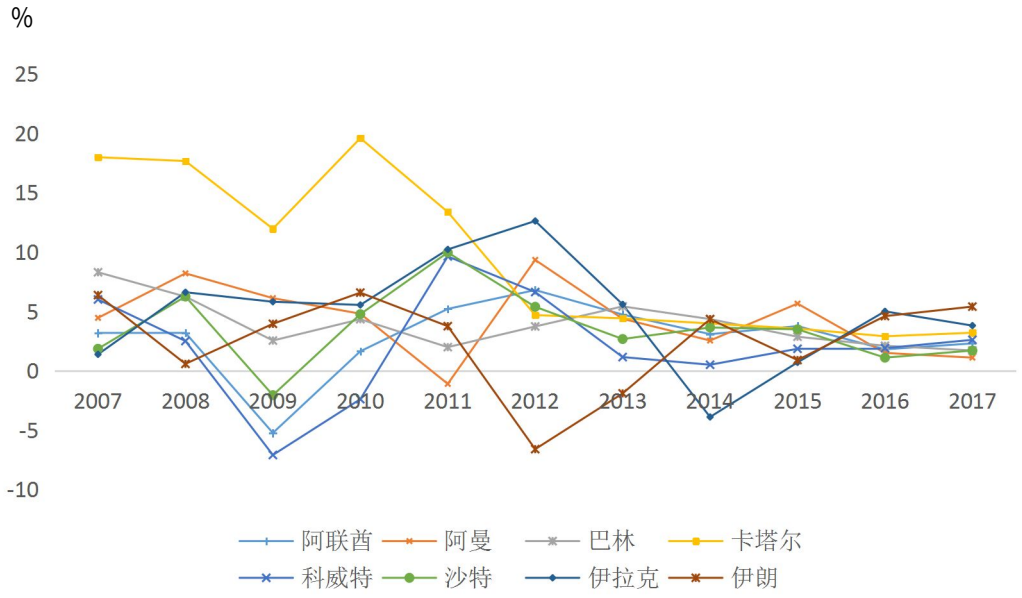


数据来源：东方金诚主权数据库

得益于庞大的原油出口收入，除伊朗、伊拉克以外的中东产油国人均收入水平位居世界前列。但该地区产业结构单一，各国对原油出口的依赖程度很高，经济波动幅度较大。2014 年下半年国际油价大幅下跌，此后各国 GDP 增速均受到一定冲击。其中伊朗经济大幅波动，饱受恐怖袭击和国内冲突困扰的伊拉克则在 2014 年出现 3.9%的经济萎缩，海合会六国通过加大财政补贴力度扩大消费支出，经济增速下滑势头得到一定遏制。总体上，近三年来该区域经济增速与同期全球平均水平基本同步。中期来看，尽管各产油国普遍实施过多轮经济多元化战略，如沙特正在推行的“2030 愿景”等。但该区域国家经济对石油、天然气行业的严重依赖状况不会出现明显改善，这也成为制约相关国家经济实力的重要因素。

短期来看，尽管欧佩克成员国在 2016 年 11 月底达成减产协议，而且俄罗斯等主要的非欧佩克产油国参与了该减产计划，但国际油价仍难以重返 100 美元上方，这成为制约区域经济增长的关键因素；就各国内部而言，通过扩大财政补贴支撑经济增长的力度普遍将有所削弱。由此，海合会 6 国 GDP 增速在 2016-17 年均呈明显放缓走势，整体增速较 2015 年将下降 1.5 个百分点左右。不过，在 2016 年初解除国际制裁、重返国际原油市场的伊朗经济将出现 5.0%左右的增长态势。伊拉克 2016 年原油出口大幅增加，估计该国会实现 5.2%左右的经济增长；2017 年受减产协议等因素影响，伊拉克经济增速将回落至 3.8%左右，但仍明显高于海合会国家。

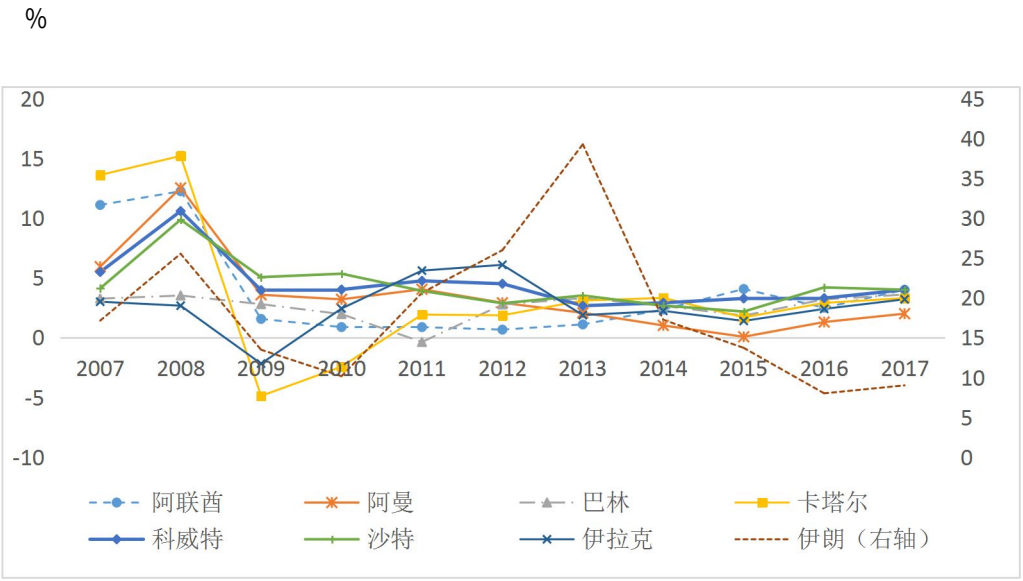
图 5 中东产油国 GDP 增长态势



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

在通货膨胀方面，中东产油国的粮食及工业制成品普遍依赖进口。在近期全球通胀处于低位影响下，海合会 6 国及伊拉克 CPI 增速普遍处于 3.0%左右的温和水平。伊朗因长期遭受国际制裁，国内商品供应短缺，CPI 增速呈现高水平、高波动特征。但随着国际制裁解除后进口商品涌入，伊朗 CPI 增速短期内有望降至个位数。

图 6　中东产油国 CPI 变化态势

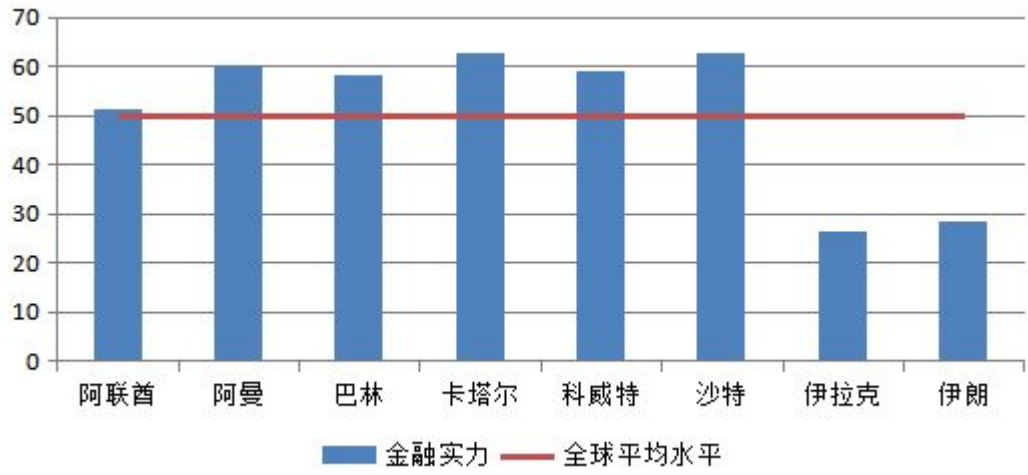


数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

3、金融实力

在金融风险方面，中东地区的基本特征是：绝大多数国家金融深化程度较高，但金融竞争力水平普遍较低，8 个产油国中除伊朗、伊拉克外，6 个海合会成员国的金融稳健性水平处于可控状态。

图 7　中东产油国金融实力

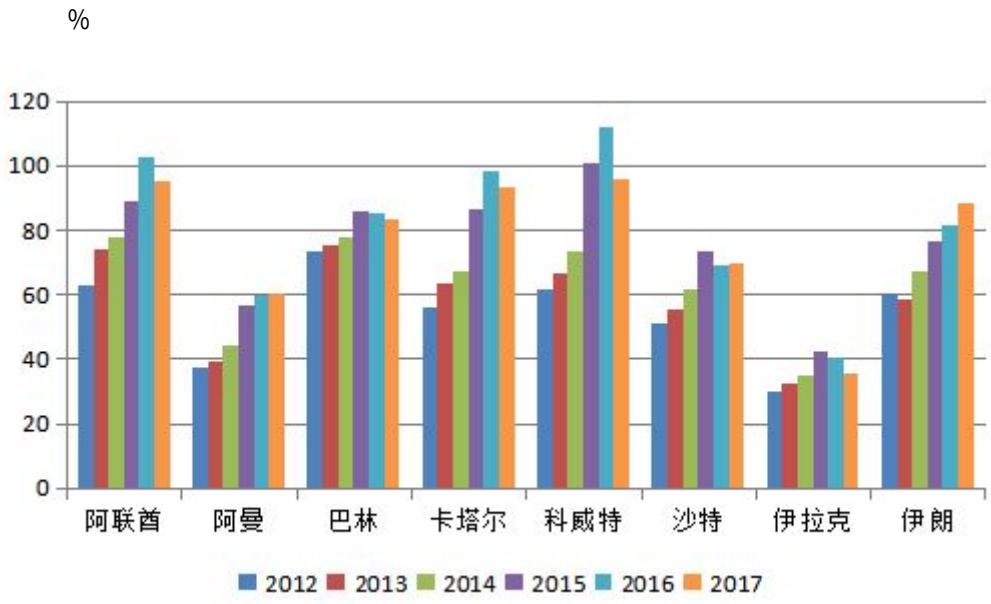


数据来源：东方金诚主权数据库

借助滚滚流入的石油美元，中东国家的 M2/GDP、存贷款占 GDP 比例等金融深化指标较高，巴林、迪拜成长为区域金融中心。但从整体上看，中东地区金融基础设施不足，普通大众获得银行服务的机会较少，金融竞争力并不突出。该地区积累的巨额石油美元并未充分配置到生产性投资上，主要原因包括：（1）金融体系以银行业为主导，资本市场尤其是债券市场发展程度低，企业主要依赖间接融资。（2）银行的国有股比例高，资金主要流向公共部门、国有企业和大型私企，中小企业融资困难。（3）伊斯兰教直接促进了伊斯兰金融的发展，但对以利息理论为主要内容的传统金融表现出极大的抵制。当前伊斯兰金融资产在本地区以及全球金融资产中的比例仍然很低。（4）中东商业环境缺乏竞争力和活力，交易成本很高，对其金融发展有一定抑制作用。

从各国具体金融指标来看，2015 年除伊拉克以外的 7 个产油国在以 M2/GDP 衡量的金融深度方面，普遍接近或高于 70.0%左右的全球平均水平。而长期的内乱和恐怖主义猖獗则对伊拉克金融发展带来了破坏性影响，其金融广度、金融市场活跃程度等指标也处于滞后状态。短期内该地区整体经济走势并不明朗，制约金融发展的一系列制度性、结构化障碍难以化解，中东地区金融发展、特别是金融业对实体经济的支持能力难现改善迹象。

图 8　中东产油国金融深度（M2/GDP）



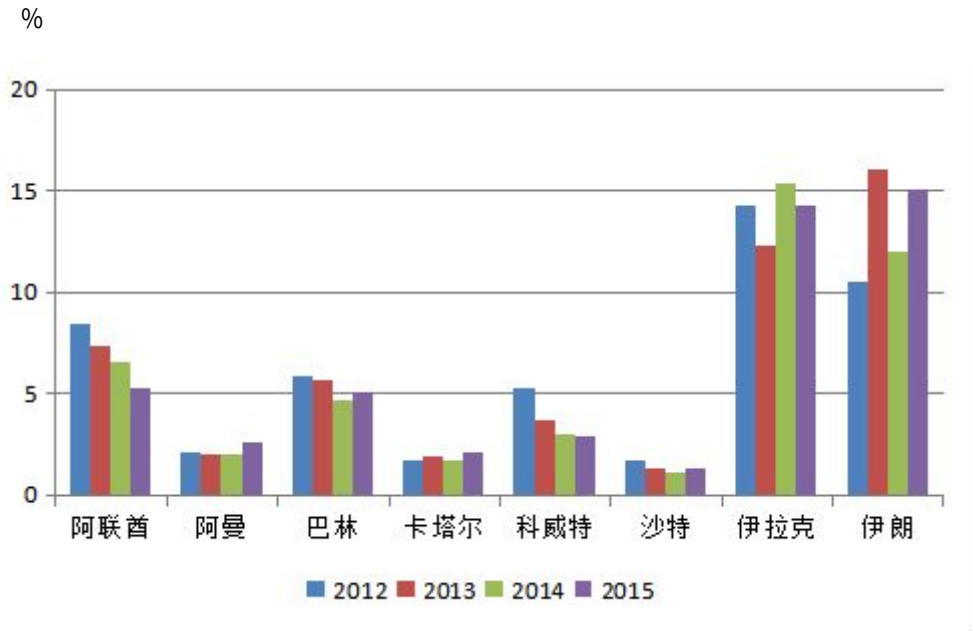
数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

在金融稳健性方面，海合会国家银行业资本充足率较高，但近期各国银行业赢利水平正在受到低油价的负面影响。阿联酋银行业受个人住房贷款和中小企业贷款违约高企拖累，不良贷款率虽呈下降趋势，但 2015 年底仍处 5.2%的偏高水平，预计 2016-17 年下降幅度有限。作为区域金融中心，2015 年底巴林银行业不良贷款率同样在 5.0%左右，主要是受 2011-12 年国内政局动荡冲击。鉴于巴林国内政局再度失控的可能性较小，国际油价有望延续反弹走势，该国银行业不良贷款率在未来两年趋于小幅下降。另外，对外部融资的严重依赖是该国银行业稳健性的另一个隐

忧。其他阿曼、卡塔尔和沙特三个海合会国家银行业不良贷款率相对较低，金融业稳健性较高。

值得注意的是，伊拉克、伊朗因受长期内乱和国际制裁影响，国内经济运行受到严重冲击，企业基本经营环境无法得到保障，银行业资本不足，资产质量差，不良贷款率持续处于 10.0%以上的畸高状态，拨备水平也较低。短期内，伊朗在国际制裁解除后金融稳健性有望逐步上升，伊拉克金融业运行很大程度上仍将取决于国际油价波动、国内政局走向和恐怖主义活动的影响。

图 9　中东产油国银行业不良贷款率



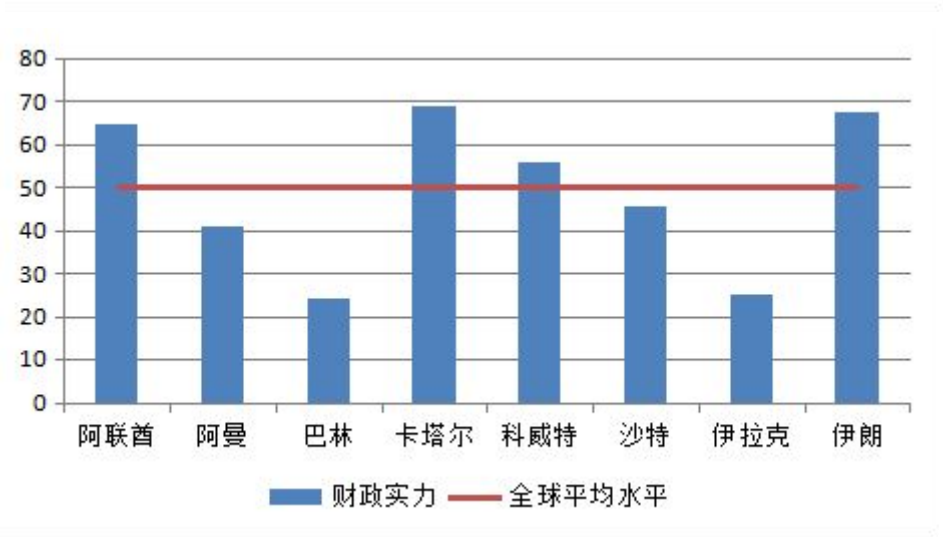
数据来源：东方金诚主权数据库

4、财政实力

在财政风险方面，中东产油国的突出特征是，国际原油价格大幅波动往往导致各国财政平衡在盈余与赤字之间剧烈变化，财政稳定性偏弱；各国长期政府负债水平较低，但 2014 年以来的国际原油价格大幅下滑正在迅速推升多数国家的政府负债率，财政状况承压。

中东产油国财政状况受国际原油价格波动影响巨大，近期财政实力普遍有所下降。长期以来，在各国总财政收入中，石油收入占比普遍超过 70.0%以上，其中沙特 2000-2015 年的石油收入占总财政收入的比重高达 85.6%。在财政支出方面，该地区经济结构单一，制造业技术实力薄弱，国民失业率偏高，为维持政局稳定，各国普遍实行慷慨的社会福利政策，财政支出中各项福利补贴占比较高，刚性较强。由此，在原油价格高企时期，各国财政普遍处于规模不等的盈余状态。2014 年下半年以来，国际油价大幅走低，正在对各国财政状况带来显著负面冲击，财政平衡普遍转入赤字状态，政府债务规模大幅扩张，中东产油国整体财政实力已回落至全球平均水平，其中巴林和伊拉克财政压力较大。展望未来，中东产油国政府治理能力不足，财政改革阻力较大，中期内财政收入结构难有实质性改变，整体财政实力在全球范围将持续停留在中等略高水平。

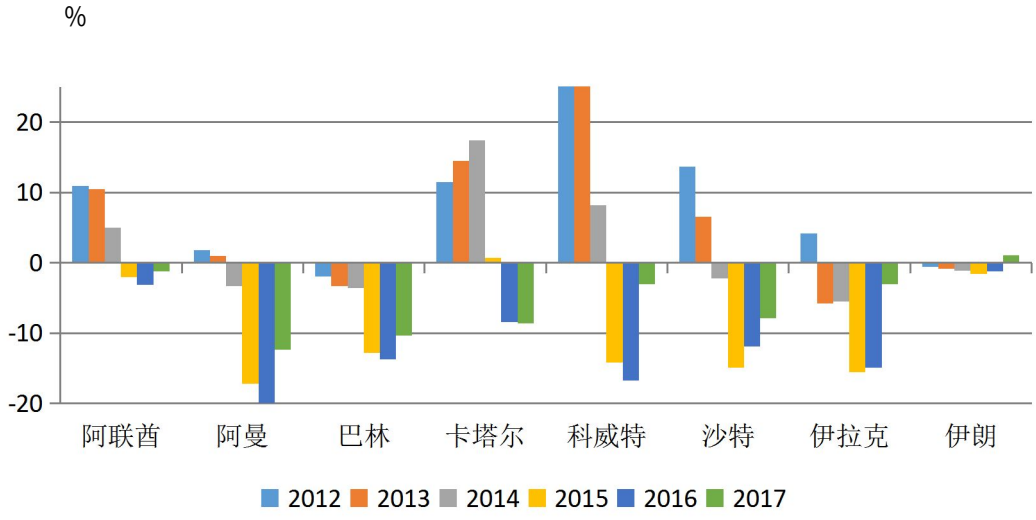
图 10　中东产油国财政实力



数据来源：东方金诚主权数据库

从各国的具体财政指标来看，除伊朗之外，其他 7 国的财政状况均受到 2014 年油价下跌的剧烈冲击。原油出口收入大幅下跌后，各国财政收入水平骤降，但刚性特征明显的财政支出难以随之做出相应调整，部分国家出台的经济刺激方案更是增大财政支出的压力。这导致各国财政平衡从长期盈余迅速转入大幅逆差状态，各国财政对原油产业高度依赖的风险充分暴露。其中阿曼、巴林、科威特、沙特及伊拉克等国的赤字率一度突破 10.0%，卡塔尔在 2016 年或将出现 15 年来的首个财政赤字。由于短期内国际原油价格重返前期高点的前景并不明朗，以上国家财政在 2017 年仍将处于赤字状态，但在逐步削减财政补贴过程中赤字规模将有所收敛。伊朗因长期遭受国际制裁，原油出口受到限制，财政收支长期保持小幅赤字状态。随着国际制裁在 2016 年初得以解除，预计伊朗财政状况有望出现盈余态势。

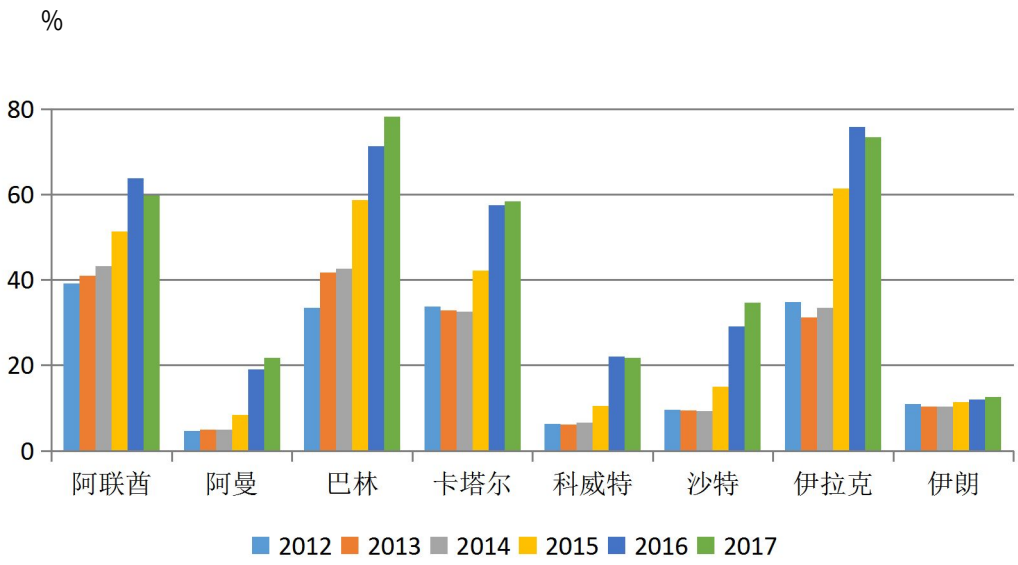
图 11　中东产油国财政平衡/GDP



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

在政府债务负担方面，2014 年之前海合会 6 国政府负债率在全球范围内处于较低水平，且基本保持稳定。但是此轮国际油价下跌过程开始后，高企的赤字率正在迅速推升各国政府负债率水平。其中沙特 2017 年政府负债率预计将升至 34.7%，相当于 2014 年的 3 倍；巴林政府负债率在 2015 年已达 58.7%，接近全球平均水平，且在 2016、2017 年有可能进一步升至 71.2%和 78.2%，政府债务压力显著上升；其他阿联酋、卡塔尔、科威特和阿曼等国也均经历了政府债务负担显著上升的过程。在内乱频仍的伊拉克，政府债务负担一方面受到国际油价下跌的冲击，同时国内 IS 等恐怖主义组织的活动也在迫使政府加大安全支出，估计 2016 年政府负债率处于接近 76.0%的高位。考虑到其战后重建支出需求巨大，政府债务负担中长期内亦难以得到有效缓解。伊朗在长期的国际制裁环境中被迫保持审慎的财政政策，外部融资渠道不足也限制了政府举债规模，政府债务负担在全球范围内持续处于很低水平。解除制裁后，伊朗政府债务负担有望出现小幅走高趋势。

图 12　中东产油国政府负债率

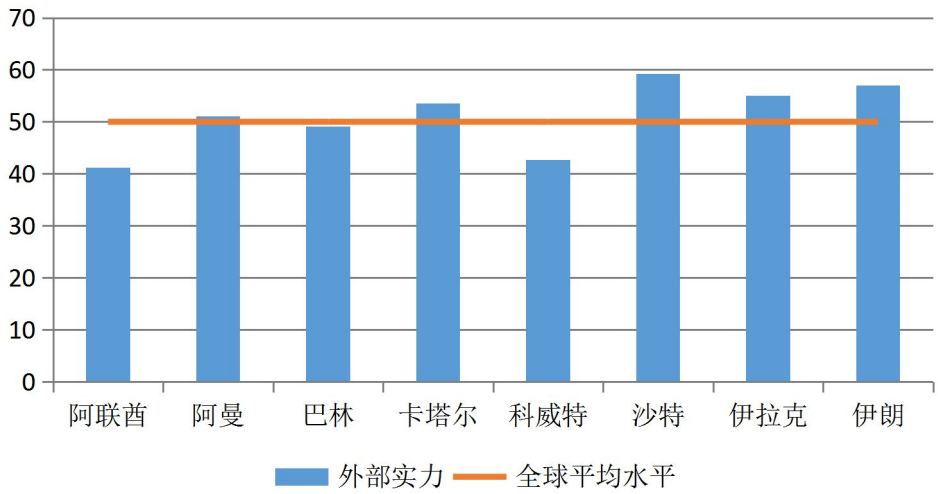


数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

5、国际收支与外债保障能力

在外部风险方面，中东产油国最大的特征在于：经常项目长期处于较大幅度的盈余状态，但出口结构单一，波动性强；除卡塔尔外，其他国家外债负担较低；各国相对充裕的外汇储备、主权财政基金等对其国际收支与外债保障能力构成有效支撑。

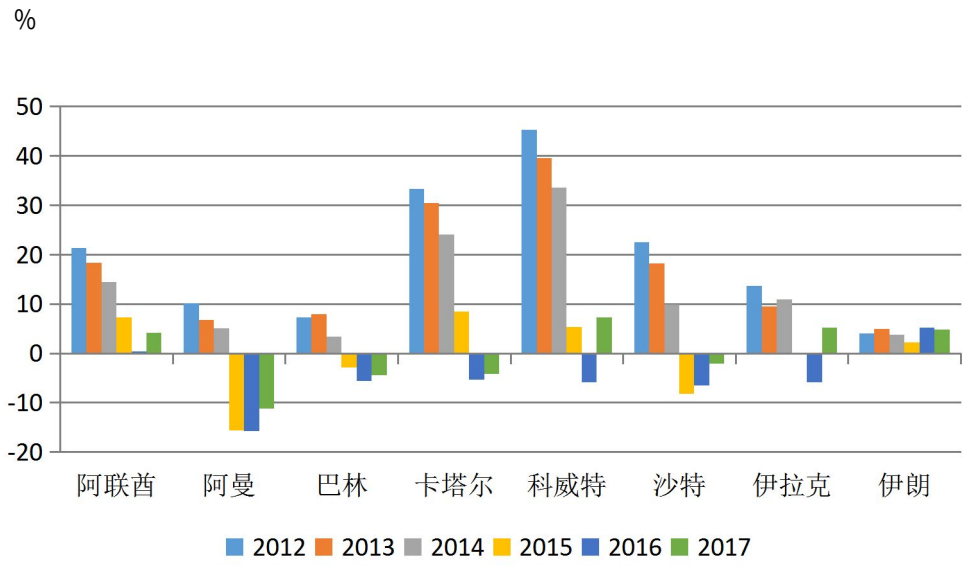
图 13　中东产油国国际收支与外债保障能力



数据来源：东方金诚主权数据库

中东各国工业制成品、粮食等基本物资普遍依赖进口，但庞大的石油、天然气出口收入为其长期保持经常项目顺差提供有力支撑。其中科威特在 2000-14 年连续处于顺差状态，年均经常项目顺差与 GDP 的比重达 33.3%，卡塔尔、沙特同期的年均顺差水平也分别达到 19.0%和 16.4%；相对而言，阿曼与巴林同期的顺差水平较低，分别为 8.7%和 6.3%。长期遭受国际制裁的伊朗同期顺差水平为 5.0%。阿联酋更是自上世纪 80 年代至今从未出现逆差局面。即便内乱不息的伊拉克，自 2004 年以来的经常项目顺差与 GDP 的年均比值也达到 2.1%。不过，2014 年国际油价大幅下跌后，受石油出口收入剧降拖累，除阿联酋和伊朗外，其他产油国先后进入经常项目逆差状态，阿联酋顺差规模也显著萎缩，唯有当时仍处国际制裁，原油出口受限的伊朗经常项目未现明显波动。短期内，随着各国调整进口规模，中东产油国有望缩小经常项目逆差水平，甚至重返顺差状态，但中期内或难以重返 2014 年之前的高顺差水平。如果国际油价低迷过程长期持续，各国国际收支与外债保障能力将受到根本性侵蚀。

图 14 中东产油国经常项目平衡 / GDP

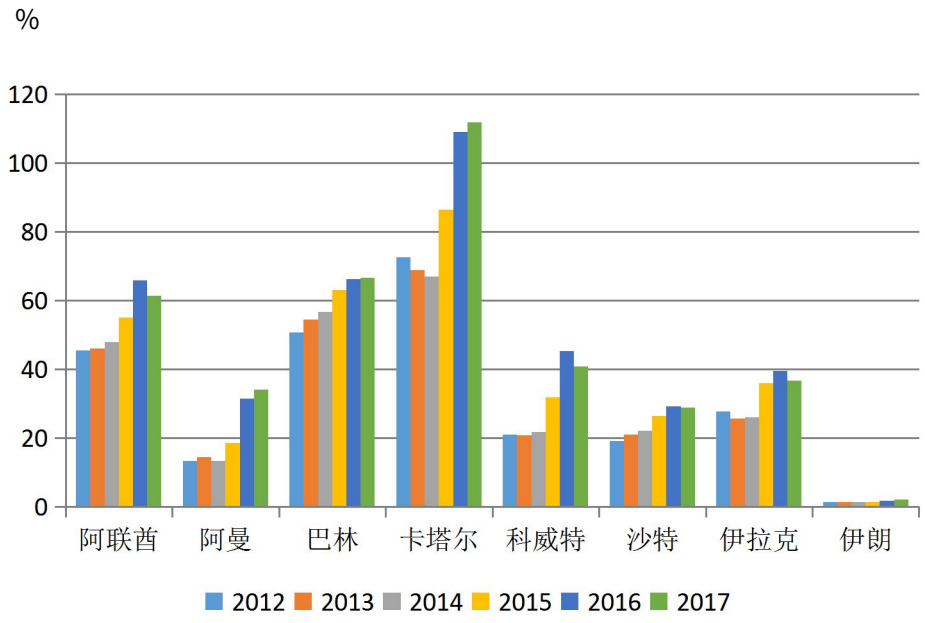


数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

在总外债/GDP 方面，中东产油国中的卡塔尔、巴林和阿联酋高于的 42.0%的全球平均水平。其中巴林和阿联酋的迪拜为区域金融中心，总外债负债率偏高；一段时期以来，卡塔尔基础设施和北海天然气田增产开发计划的融资需求巨大，其国有能源型企业的外债一直呈上升趋势，其总外债负债率在 2014 年即已接近 70.0%的较高水平。其他国家的外债负担相对较轻。不过，2014 年国际油价下跌促使多数国出现经常项目赤字后，各国外债负债率普遍上扬。其中卡塔尔 2016 年总外债与 GDP 的比值估计会攀升至 103.2%左右。短期内，随着各国开始调整国内经济、财政政策，压缩经常项目逆差规模，中东产油国外债扩张的势头或将得到控制，特别是长期遭受国际制裁的伊朗外债水平将在未来相当一段时期内保持很低状态。

需要指出的，中东产油国普遍依靠历史上庞大原油出口收入建立了雄厚的外汇储备及各种类型的主权财富基金，外汇储备对短期外债和进口的覆盖程度很高。由此，尽管各国短期内外部融资需求有所扩大，但外债违约风险仍处很低水平。唯伊拉克国内局势发展仍不明确，其外债偿债能力走向存在较为显著的不确定性。

图 15　中东产油国外债负债率

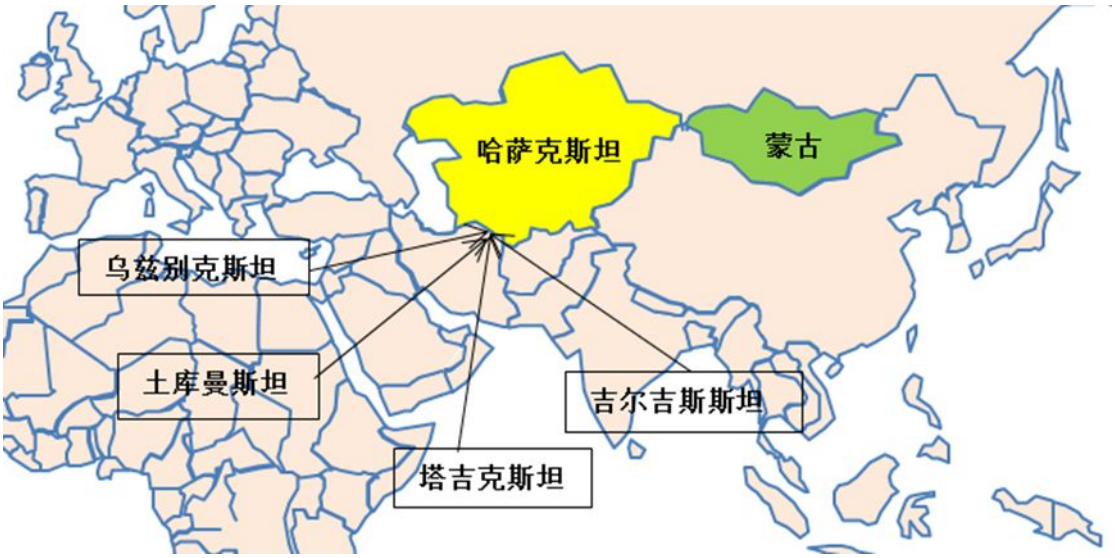


数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

中亚

该区域主要包括 5 个从前苏联独立出来的中亚国家（哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、土库曼斯坦和乌兹别克斯坦）以及蒙古。以上 6 国均处中俄两大国之间，地理位置接近。上世纪九十年代苏东剧变后，这些国家均经历了大幅度的政治、经济和社会转型过程，其主权信用风险具有较为鲜明的区域共性特征。

图 1　中亚 6 国



图表制作：东方金诚主权团队

一、中亚 6 国主权信用风险特征

尽管中亚 6 国中有 3 个国家的主权信用评级达到最低投资级别，但吉尔吉斯斯坦、蒙古和塔吉克斯坦的主权信用风险高企，显示了该区域突出的政治风险、脆弱的经济结构，以及稳健性普遍不足的银行业带来的不利影响。短期内该区域各国主权信用能力尚未显示出明确的改善迹象。

该区域各国的政治风险普遍较高。除蒙古政治转型相对成功外，哈萨克斯坦、土库曼斯坦、乌兹别克斯坦和塔吉克斯坦等 4 个前苏联国家均实行强人主导的政治模式，政府权力交接存在较大不确定性。吉尔吉斯斯坦政府稳定性则明显不足。此外，该区域各国均存在突出的政府治理能力偏低现象。

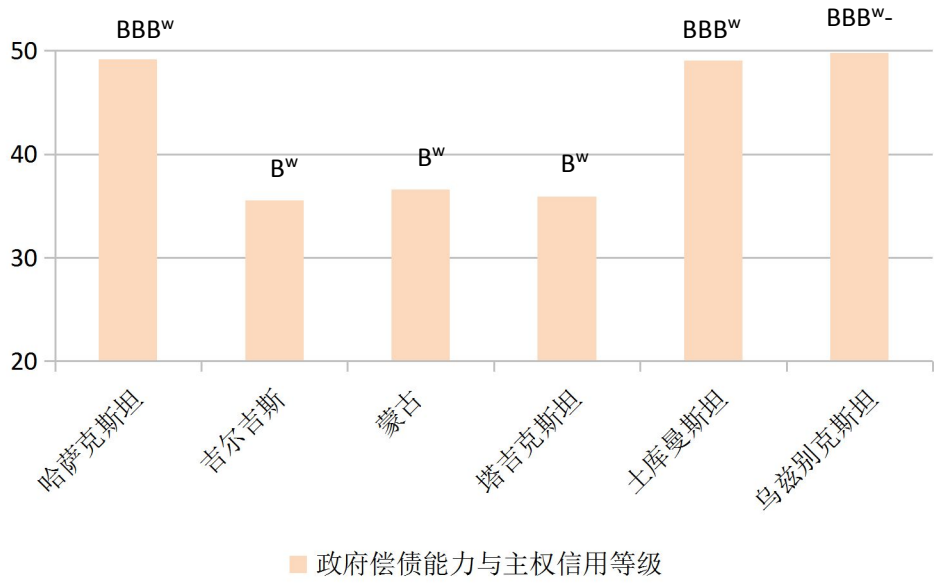
该区域国家经济除了突出的外部依赖性特征外，还长期受到高通胀困扰。未来国际大宗商品价格上升空间有限，中亚国家经济结构性改革动力不足，营商环境不佳，经济增长中枢普遍呈下移趋势。

中亚各国金融实力普遍偏弱。银行体系稳健性风险突出是该区域各国的共同特征。此外，中亚各国金融体系发展较为落后，以银行业为主的金融体系深化程度偏低，国家管制色彩较浓，多存在较高的美元化现象，对实体经济的支持力度不足。

除蒙古因长期赤字率高企、政府债务负担沉重外，中亚其他 5 个前苏联国家财政实力普遍较好。这主要源于 5 国政府普遍奉行稳健财政政策，财政赤字率可控，或财政平衡持续处盈余状态；此外，5 国政府负债率多处于偏低状态，偿债压力较小。

中亚区域各国国际收支与外债保障能力差异较大，波动性明显。其中蒙古、吉尔吉斯斯坦和塔吉克斯坦经常项目持续处于逆差状态，外债负担沉重；哈萨克斯坦、土库曼斯坦和乌兹别克斯坦经常项目平衡趋于改善，其中哈萨克斯坦受外资大规模流入影响而外债负担偏高，其他 2 国则基于保守的外部政策而将外债负担控制在很低水平；最后，除蒙古因外汇储备不足而存在外部流动性紧张外，其他 5 国短期内外债偿债风险相对可控。

图 2　2016 年中亚国家主权信用水平



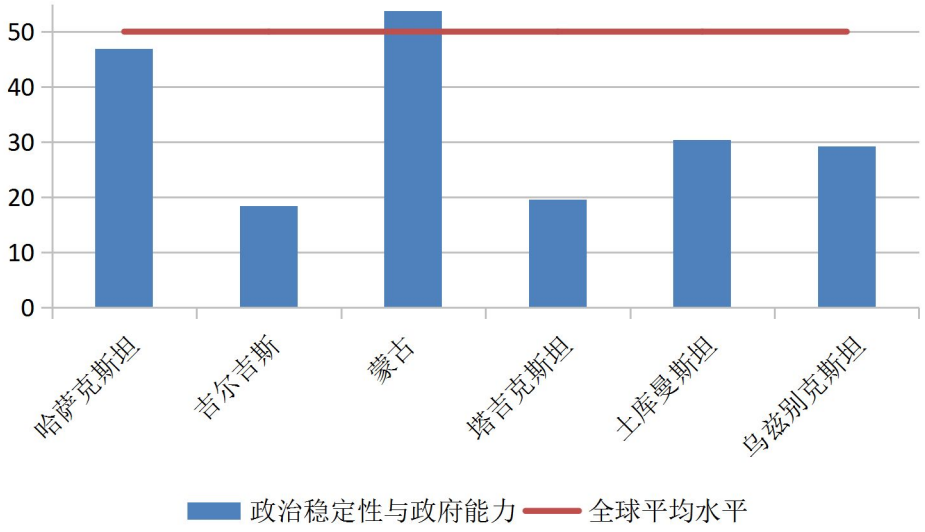
数据来源：东方金诚主权数据库

二、中亚 6 国主权信用风险评级要素

1、政治稳定与政府能力

该区域各国的政治风险普遍较高。除蒙古政治转型相对成功，建立了相对稳定的政治体系外，哈萨克斯坦、土库曼斯坦、乌兹别克斯坦等 3 个前苏联国家均实行强人主导的政治模式，塔吉克斯坦总统拉赫蒙则通过获得无限期总统连任权试图在本国巩固这一模式，但以上国家在政府权力交接程序上都存在较大不确定性。吉尔吉斯斯坦在多次爆发颜色革命后，政府稳定性明显不足。此外，该区域 6 国均存在突出的政府治理能力偏低现象。

图 3　中亚 6 国政治稳定与政府能力



数据来源：东方金诚主权数据库

哈萨克斯坦政局长期保持稳定，未来权力交替存在较大不确定性。自 1991 年 12 月哈萨克斯坦独立后，努尔苏丹•纳扎尔巴耶夫一直担任总统至今，体现出较为明显的强人政治的色彩——2007 年宪法规定，现任总统纳扎尔巴耶夫可不受次数限制地连任总统职务。尽管哈萨克斯坦政府存在一定的低效率和腐败现象，但凭借执政期间大幅提高民众生活水平，纳扎尔巴耶夫总统拥有较高支持率，哈政局持续保持基本稳定。其潜在的政治风险主要来自三个方面：纳扎尔巴耶夫已达 76 岁高龄，接班问题已经成为哈萨克斯坦政局最大的不稳定因素，其长女、目前担任议会下院副议长的纳扎尔巴耶娃被外界视为纳扎尔巴耶夫的接班人，但其政治能力、政治观念仍然存在一些不确定的因素。其次是低迷的经济前景将对政局稳定构成考验。尽管哈萨克斯坦宣布了雄心勃勃的私有化改革计划，但据以往经验，其执行效果不容乐观。最后哈萨克斯坦处于欧亚的“中心地带”，其地缘政治环境长期缺乏稳定，并面临一定程度的恐怖主义威胁。

吉尔吉斯独立后，经历了曲折复杂的政治转型过程，政治稳定性风险突出。2005 年和 2010 年，吉尔吉斯斯坦先后爆发“颜色革命”，时任总统被推翻后逃往境外。2010 年之后吉尔吉斯斯坦实行议会制，建立了平衡各派利益的执政联盟，政局出现稳定迹象。但目前吉尔吉斯斯坦党派林立，执政联盟组合变换频繁，政府稳定性和政策效率较低。同时，吉尔吉斯斯坦政党多以部族为基础，政治碎片化状况突出。整体上看，政治制度化水平低、腐败现象严重、南北矛盾等因素将导致吉尔吉斯斯坦国内政治稳定性风险持续处于高位。

蒙古政治转型相对成功，政治稳定性在中亚地区处于最高水平。自上世纪九十年代初期开启政治转型过程后，蒙古逐步改变了人民革命党“一党独大”的政治局面。2009 年，民主党候选人额勒贝格道尔吉击败了时任总统——人民革命党的那木巴尔 •恩赫巴亚尔，成为了第一位非人

民革命党出身的蒙古领导人，并在 2013 年成功连任。转型后的蒙古成为奉行三权分立与多党民主制度的半总统制国家。2016 年议会大选后，获得压倒性优势的左翼人民党赢得组阁权，从而与右翼民主党总统形成“左右共治”格局。东方金诚预计，2017 年总统选举中民主党候选人可能再度获胜，但鉴于蒙古政坛有跨党派合作传统，政府运营为此受到的掣肘应较为有限。蒙古政治稳定性改善的另一个标志是，在近期经济增速滑坡的背景下，社会整体保持稳定。不过，蒙古政府、特别是地方政府腐败现象较为严重，政策多变，执行效率低是其政治风险的主要方面。

作为前苏联中亚五国中唯一爆发过内战的国家，塔吉克斯坦政治稳定性风险仍处于很高水平。1992-2000 年伊斯兰复兴党等反对派与执政当局的长期内战曾造成大量人员伤亡。2000 年以后，在民族和解及民主政治的表象之下，塔吉克斯坦仍然是一个地方势力割据，各民族、宗教之间关系高度紧张的国家。当前国家权力主要集中于以总统拉赫蒙为代表的北部地方势力手中。2016 年 5 月的全民公投赋予拉赫蒙总统无限期连任权，同时将竞选总统的年龄限制从 35 岁下调至 30 岁，被认为是为拉赫蒙之子在 2020 年竞选总统铺路。更为重要的是，自 2015 年以来，伊斯兰复兴党实际上被排除在国家权力机构之外，其多名领导人被判处长期监禁。这意味着终结内战的和平协议已在事实上被打破，塔吉克斯坦政局动荡风险再度抬头。此外，塔吉克斯坦与阿富汗有着漫长的边境线，由于国力不足，塔吉克斯坦始终无法有效地保障其边境的安全，塔阿边境已经成为毒品、恐怖主义的自由走廊；同时，其与乌兹别克斯坦因水资源和民族问题亦曾多次爆发冲突。

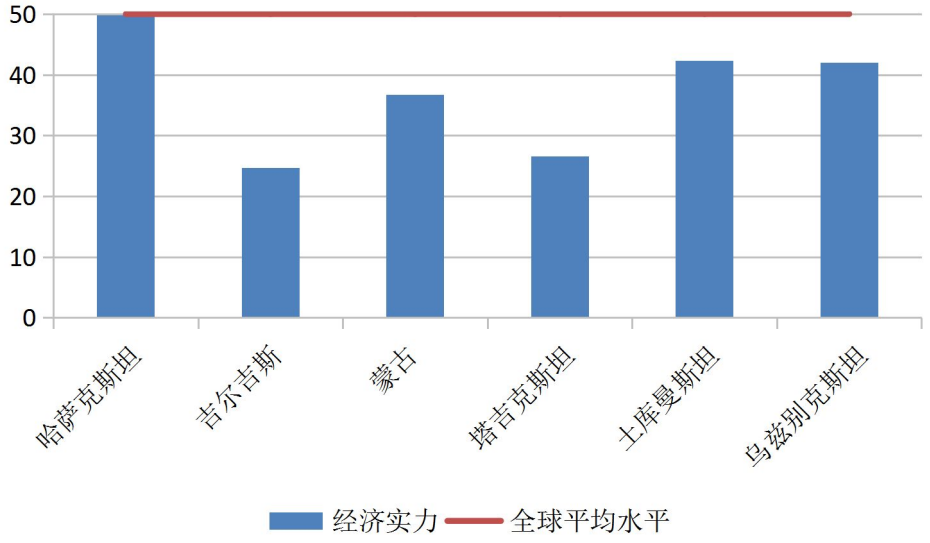
土库曼斯坦政治稳定风险处于中等水平，但政府执政能力偏低。土库曼斯坦政治转型整体处于停滞状态，强人政治色彩深厚。1991 年独立后，首任总统尼亚佐夫连任近 20 年，并宣布自己为“终身总统”。由此，强人政治成为土库曼斯坦政治实践的主要方式，这一点在尼亚佐夫于 2006 年逝世之后并未改变。随后继任总统的别尔德穆哈梅多夫同样建立起自己对国家的严密控制，其推动的多党制民主化改革更多仅具有形式意义，政权仍牢牢掌握在总统本人手中。这种强人政治一方面确保了土库曼斯坦政局长期稳定，另一方面也导致政府执政能力偏低，经济对能源行业的绝对依赖无法缓解，政府部门的腐败与执法部门侵犯人权的现象较为严重，营商环境不佳。值得关注的是，近期的经济滑坡迫使政府削减对民众的生活补贴，政府内部矛盾也在加剧，大批官员被解职，很低的政府透明度为外界判断其面临的社会压力将在多大程度上威胁政治稳定带来困难。但东方金诚估计，中期内土库曼斯坦政局突变的可能性仍然较低。

具有强人政治传统的乌兹别克斯坦刚刚完成政府权力交接，政局能否持续保持稳定尚待进一步观察。自 1991 年独立后，卡里莫夫总统在乌兹别克斯坦建立了绝对统治地位，直至其于 2016 年 9 月去世。同年 12 月，2003 年以来一直担任二把手的米尔济约耶夫顺利当选新一届总统，乌兹别克斯坦独立后的首次政权交接平稳完成。不过，新总统能否真正巩固执政地位，有效应对当前经济滑坡局面，仍存在巨大不确定性。此外，长期以来政府重要部门主要由 7 个地域集团分别把持，这些地域集团之间存在着巨大的敌意与激烈的竞争，并经常引发乌国内政局动荡，甚至局部地区的流血事件。新总统协调区域纷争的能力也有待进一步观察。乌兹别克斯坦政府透明度很低，公务员队伍专业性差，腐败现象严重，经济多元化政策收效甚微，政府执政能力处于较低水平。

2、经济实力

该区域 6 个国家经济体实力均低下全球平均水平。这反映了前期国际能源价格走低后，哈萨克斯坦、蒙古、土库曼斯坦、乌兹别克斯坦等能源依赖型国家经济增速普遍下滑的现实，而塔吉克斯坦和吉尔吉斯斯坦两个能源相对贫乏国家则对来自俄罗斯的侨汇收入依赖性较强。该区域国家经济除了突出的外部依赖性特征外，还长期受到高通胀困扰。未来国际大宗商品价格上升空间有限，中亚国家经济结构性改革动力不足，营商环境不佳，经济增长中枢普遍呈下移趋势。

图 4　中亚 6 国经济实力



数据来源：东方金诚主权数据库

哈萨克斯坦经济以石油、天然气等能源产业为主，大部分工业品和日用品依赖进口。2000 年以后，借助国际大宗商品上升周期，哈萨克斯坦经济经历了一段“黄金增长”时期，2000-13 年年均 GDP 增速高达 8.0%，2013 年人均 GDP 达到 14201 美元，达到高收入国家水平。2014 年国际原油价格大幅下降，哈萨克斯坦经济增速随之持续下滑，估计在 2016 年已进入停滞状态，其中本币坚戈汇率在上年贬值 49.7%，严重冲击了国内消费。2017 年后随着国际大宗商品价格回暖，坚戈汇率趋稳，政府财政刺激计划也将对投资形成支撑，经济增速有望恢复至 2.0%。中期来看，尽管政府出台了大规模私有化改革方案，但经济多元化难以取得明显进展，营商环境不佳也将抑制外国投资，2017-20 年 GDP 年均增速将维持在 2.7%左右。

吉尔吉斯斯坦经济发展落后，经济增长潜力较高。2016 年吉尔吉斯斯坦人均 GDP 为 956 美元，属低收入国家。与其他中亚国家相比，吉尔吉斯斯坦自然资源较为匮乏，历史上的政局动荡也对经济稳定发展构成冲击，经济增长波动性突出。当前吉尔吉斯斯坦经济仍以冶金、食品加工业为主，建筑及服务业发展迅速，其中吉尔吉斯政府与加拿大卡梅柯公司合资的库姆托尔金矿是其经济命脉，2015 年约占其工业产值的 25.0%、出口额的 42.0%。主要来自俄罗斯等国的侨汇收入约占其 GDP 的 25.0%。2016 年由于库姆托尔金矿产量增加，侨汇收入在俄罗斯卢布大幅升值背景下有所上升，吉尔吉斯斯坦 GDP 增速估计会达到 3.1%。未来 4 年，随着俄罗斯——其主要贸易伙伴和侨汇收入来源——经济进入复苏轨道，在库姆托尔金矿持续运营的前提下，吉尔吉斯斯

坦年均经济增速有望达到 4.0%左右。长期来看，吉尔吉斯斯坦丰富的水利、旅游等资源为其提供较高的经济增长潜力。

蒙古经济的支柱是以铜、金、煤等为核心的采矿业。2000 年以后的国际大宗商品热潮带动外资大规模涌入，蒙古经济经历了一段快速增长时期，2001-15 年 GDP 年均增速高达 8.0%。2015 年人均 GDP 约为 3900 美元，属中低收入发展中国家。2016 年国内投资延续了 2013-15 年以来的下滑趋势——主要由于政策环境阻碍吸引外资，蒙古 GDP 萎缩 1.6%。不过，随着亲商的人民党上台，蒙古投资环境将得到优化，奥尤陶勒盖二期项目重启也将提振外国直接投资，预计从 2017 年起，蒙古经济将恢复正增长，2017-20 年 GDP 年均增速有望达到 4.5%的较高水平。中长期内，蒙古经济结构单一、对外依赖性强，经济脆弱性特征难以明显改善，但丰富的矿产资源和中蒙俄经济走廊建设将对其经济发展提供有力支撑。

塔吉克斯坦经济发展水平低，在经历了长期的高速增长后，近期经济增速明显滑坡。塔吉克斯坦自然资源以铀矿等矿产资源和水资源为主，棉花和基本金属是其主要出口产品。在经历了长期的内战后，塔吉克斯坦经济自 2000 年进入快速增长阶段，2000-14 年 GDP 年均增速达 8.0%。不过由于内战后经济起点低，2015 年人均 GDP 仅为 922 美元，仍属低收入发展中国家。2015-16 年，塔吉克斯坦经济增速显著下滑，这主要源于来自俄罗斯的侨汇收入（2014 年约占 GDP 的 40.0%）分别下降 30.0%和 15.0%左右，国内消费受到冲击；国际棉价和铜价大幅下跌并持续处于低位，重创塔吉克斯坦斯出口部门。东方金诚估计，2015-16 年塔吉克斯坦 GDP 增速分别为 2.0 和-1.0%。未来随着俄罗斯经济步入复苏，国际大宗商品价格温和上涨，2017-20 年塔吉克斯坦经济增速将达到年均 3.0%左右。本国银行业危机、俄罗斯复苏的不确定性和国际大宗商品价格波动将是塔吉克斯坦宏观经济复苏的主要风险。

土库曼斯坦油气资源丰富，经济在持续高速增长后正在转入低增长状态。土库曼斯坦天然气储量位居世界第 5 位，石油天然气产业是该国的经济支柱。2000 年以来，凭借国际大宗商品上升周期，土库曼斯坦经历了一段快速增长过程，2000-14 年 GDP 年均增速高达 11.0%[25]左右。2014 年人均 GDP 曾达到 8699 美元[26]，进入中高收入国家行列。2014 年之后，随着国际大宗商品价格下跌并持续处于低位，土库曼斯坦经济增速显著下滑。东方金诚估计，2015-16 年 GDP 分别增长 4.0%和 2.5%左右。2017 年之后，随着国际大宗商品价格温和上升，土库曼斯坦经济增速将出现小幅上升趋势，估计 2017-20 年年均增速将维持在 4.0%左右。对油气产业的单一依赖是土库曼斯坦宏观经济的主要风险点，且在中期内难现改善可能。

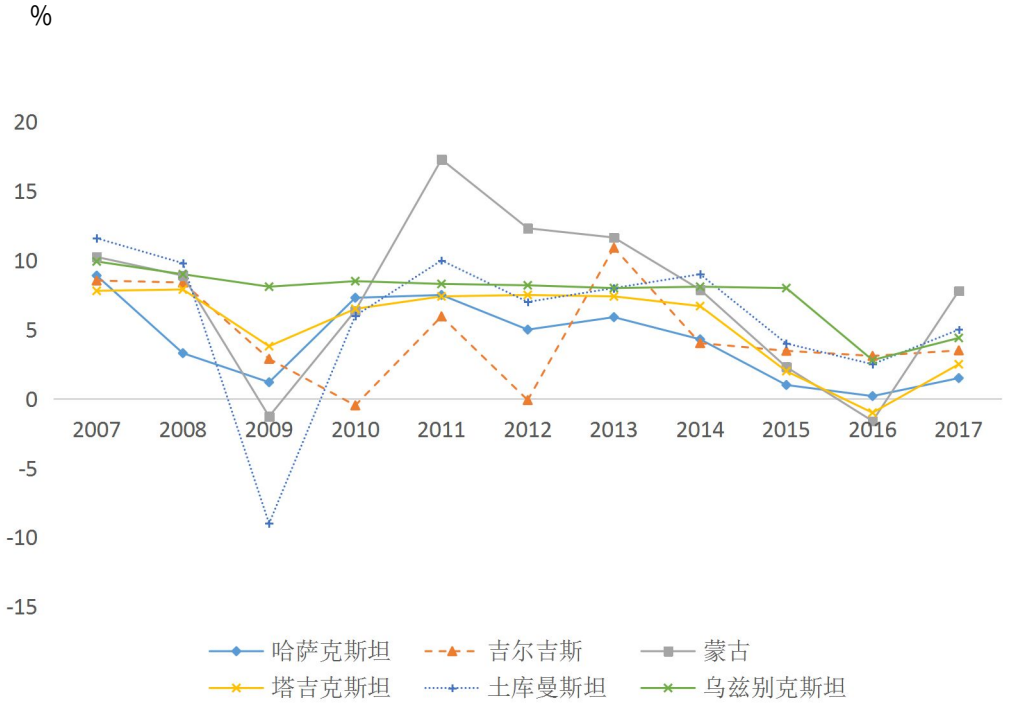
乌兹别克斯坦自然资源丰富，经济长期保持较快发展水平，近期经济增长进入减速状态。乌兹别克斯坦天然气开采量占世界第八位；棉花产量居全球第五位，是世界第二大棉花出口国，素有“白金之国”之称。独立后依托稳定的政治局势，特别是 2000 年以来国际大宗商品上升周期，乌兹别克斯坦经济持续保持快速发展，2004-2015 年 GDP 年均增速达到 8.2%。2015 年其人均 GDP 为 2115 年美元，属中低收入发展中国家。不过，2015 年之后整个中亚地区的经济增速滑坡——主要受全球大宗商品价格低迷和来自俄罗斯的侨汇收入下降影响——不可避免地波及乌兹别克

[25] 2008 年国际金融危机导致石油、天然气价格骤降，2009 年土库曼斯坦 GDP 出现 9.0%的负增长，其后迅速反弹至 5.0%以上水平。

[26] 2016 年受本币贬值影响，人均 GDP 为 6694 美元，仍处中高收入国家区间。

斯坦，东方金诚估计，2016 年其 GDP 增速已降至 3.5%左右，经济增长主要依靠对中国、俄罗斯天然气出口量增长以及政府扩大基础设施建设支出。2017 年新总统就任后，乌兹别克斯坦经济管理模式不会发生明显变化，但来自俄罗斯的侨汇收入和天然气、棉花出口收入将会增加，GDP 增速有望升至 4.5%左右。中期来看，国家干预色彩深厚的经济模式难以根本改变，这将持续限制其经济多元化和竞争力的提升，对初级产品出口严重依赖的结构性问题无法缓解。

图 5　中亚 6 国 GDP 增长态势



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

历史上哈萨克斯坦通货膨胀水平长期处于高位，2000-15 年年均 CPI 增长率高达 8.2%，经济增长与货币发行速度高企是其主要原因。2016 年由于本币大幅贬值，进口商品价格上涨，通货膨胀率达到 14.5%，处于恶性通胀水平。东方金诚预计，得益于油价反弹及汇率趋稳，2017 年哈萨克斯坦通胀率将降至 7.0%左右。但由于哈萨克斯坦货币仍将持续处于超发状态，中期内通货膨胀率仍将处于 8.0%左右的高位。

吉尔吉斯斯坦通货膨胀水平波动显著，总体处于很高水平。近十年来吉尔吉斯斯坦通胀率年均为 9.0%，其中 2008 年和 2011 年曾分别达到 24.5%和 16.6%。2014 年之后本币索姆持续贬值对国内通胀具有推升作用，但 2016 年受国内需求下降、食品价格走低等影响，CPI 增速仅为 0.4%，创自独立以来最低位。不过，随着大宗商品价格逐步走高，国内需求复苏，2017-20 年吉尔吉斯斯坦通货膨胀率将升至年均 5.0%左右的较高水平。

长期的经济高速增长和明显偏高的货币发行增速推动蒙古通货膨胀率持续处于很高水平，2000-15 年 CPI 年均增速达 9.4%。2015 年以来国际大宗商品价格走低、国内需求增速下滑，通

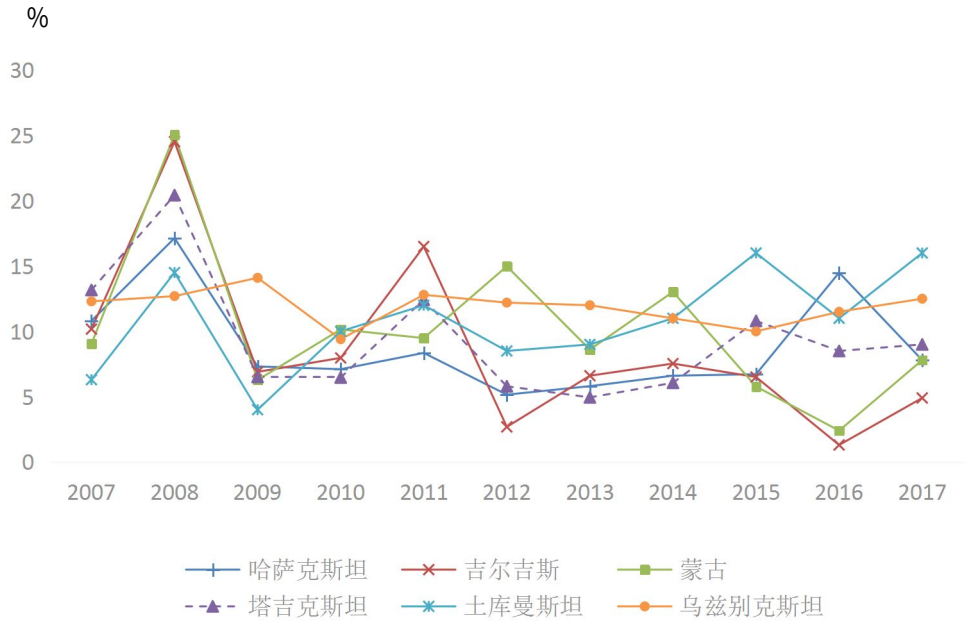
货膨胀率有所放缓。2016 年 CPI 同比上涨 1.1%，为 2003 年以来最低水平。2007 年之后随着经济增速反弹，通货膨胀率亦将随之走高。东方金诚估计，2017-20 年蒙古 CPI 年均增速仍将达到 6.0%左右的偏高水平。

2000-15 年，塔吉克斯坦年均通货膨胀率高达 13.2%，属典型的高通货膨胀经济体，长期的经济高速增长、持续的货币贬值以及广义货币供应量年均增速超过 30.0%是其主要原因。2015-16 年，本币索莫尼连续两年贬值幅度均超过 20.0%，通货膨胀压力加大，CPI 同比分别上升 10.2%和 8.4%。2017 年随着侨汇收入推动消费增长，CPI 增速将进一步升至 9.3%，其后在索莫尼币值趋稳带动下，塔吉克斯坦通货膨胀率有望在 2018-20 年维持在年均 6.5%左右，但仍明显处于偏高状态。

主要受长期的高增长和央行货币发行速度高企影响，土库曼斯坦通货膨胀率持续处于偏高水平。东方金诚估计，其 2000-15 年 CPI 年均增速高达 8.4%，其中 2015 年受本币坦纳特大幅贬值 22.8%推高进口食品价格影响，通货膨胀率达到 16.0%左右；2016 年该指标亦达到 11.0%左右。由于短期内坦纳特贬值压力仍在，土库曼斯坦通货膨胀形势不容乐观，2017 年通货膨胀率有可能进一步上升至 16.0%，之后随着本币汇价趋稳，通货膨胀率将在 2020 年之前逐步降至 8.0%左右的历史平均水平。

历史上长期的高经济增速以及持续性的货币贬值推动乌兹别克斯坦通货膨胀率持续处于高位，2004-15 年 CPI 同比变化率年均高达 11.4%。2016 年末本币索姆兑美元的官方汇率仍较黑市汇价高出 50.0%左右，新任总统米尔济约耶夫已表达放松汇价管制的政策意向。由此，2017-20 年乌兹别克斯坦通货膨胀率呈进一步走高趋势，估计未来四年 CPI 年均增速可能高达 15.0%左右。

图 6　中亚 6 国 CPI 变化

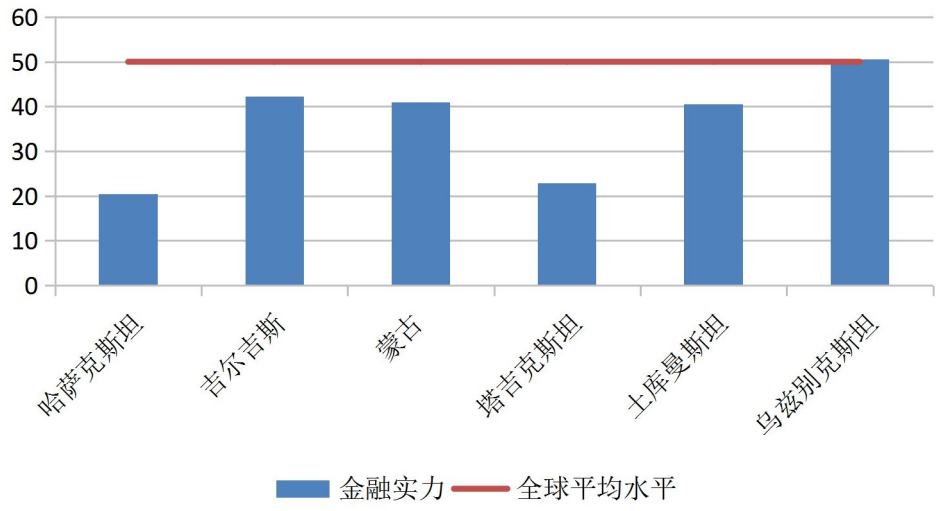


数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

3、金融实力

中亚各国金融实力普遍偏弱，银行体系稳健性风险突出是该区域各国的共同特征。2008 年国际金融危机后，哈萨克斯坦、塔吉克斯坦和蒙古的银行业不良贷款率居高难下，土库曼斯坦和乌兹别克斯坦的相关指标可靠性不足。此外，中亚各国金融体系发展较为落后，以银行业为主的金融体系深化程度偏低，国家管制色彩较浓，多存在较高的美元化现象，对实体经济的支持力度不足。

图 7　中亚 6 国金融实力



数据来源：东方金诚主权数据库

哈萨克斯坦金融业以银行部门为主，金融深化程度低，整体发展水平较为落后，2016 年底 M2 与 GDP 的比值仅为 25.4%。由于居民储蓄率较低，且以美元和欧元为主要储蓄方式，银行业能够提供的本国投资资金相对有限，信贷规模与 GDP 的比重长期低于 50.0%，金融系统远未发挥推动经济增长的“蓄水池”作用。

吉尔吉斯斯坦金融开放度高，银行业居于主导地位，但发展程度较低，2016 年银行业资产总额仅相当于 GDP 的 38.0%左右；非银行金融机构规模小，发展滞后。2016 年吉尔吉斯斯坦 M2 与 GDP 的比重约仅为 19.7%，金融深度不足，美元化程度较高。长期的高利率——2001-15 年年均贷款利率为 25.5%——导致银行业对实体经济的支持力度受限，2016 年私营部门信贷仅相当于 GDP 的 23.4%。

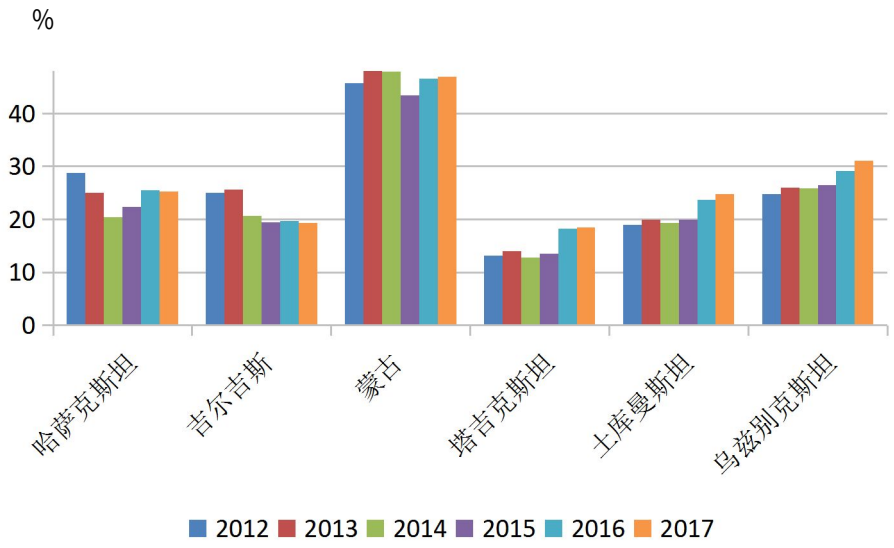
蒙古金融业以银行部门为核心，整体发展水平较低，2016 年 M2 与 GDP 的比值为 46.5%，尽管在中亚 6 国中居于首位，但金融深化程度仍然处于偏低水平。2008 年以前，蒙古国共有 16 家商业银行。全球金融危机爆发后，蒙古国银行业遭遇严重危机局面。五大商业银行中的 ANOD BANK 和 ZOOS BANK 因经营不善，先后陷于破产边缘，被蒙古央行接管。此外，由于蒙古银行业贷款利率长期处于 20.0%以上的高位，2016 年银行业对私营部门的信贷余额仅相当于 GDP 的 55.2%，金融体系对实体经济的支持力度有限。

塔吉克斯坦金融体制不完善，金融业发展水平落后， 2016 年底 M2 与 GDP 的比重为 18.2%，银行业信贷存量/GDP 为 20.4%。商业银行集中度高，对实体经济活动参与度弱；金融市场规模很小，且政府干预、效率低下突出。

土库曼斯坦金融体系与其它国家存在明显差异，政府在银行贷款发放中发挥指导作用，除负责监管职能的中央银行外，其它商业银行均为国有。这导致土库曼斯坦银行业监管体制不健全，透明度低，银行业规模较小，国内债券市场不发达，金融发展水平偏低。2016 年土库曼斯坦 M2 与 GDP 的比重约为 23.6%，金融深化程度与其经济发展水平相比明显落后，这也造成央行货币政策难以对实体经济产生直接影响。

乌兹别克金融体系具有浓厚的国家控制色彩，对外开放程度很低。中央银行有权直接调控储蓄银行、地区银行和其他商业银行的经营行为，主要为国有企业提供融资。银行业资产占全部金融资产的 90.0%以上，但发展处于严重滞后状态，集中度很高，金融抑制现象明显，估计 2016 年 M2 与 GDP 的比重仅为 29.1%。2004 年，乌兹别克斯坦开始发展银行同业拆借市场，共有 12 个商业银行加入，但其运行受到中央银行严格控制。

图 8　中亚 6 国金融深度（M2/GDP）



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

2008 年国际金融危机爆发后，哈萨克斯坦银行体系遭受重创，2009 年不良贷款率升至接近 20.0%的畸高水平，国内资产排名前五位的图兰—阿列姆银行和联合银行宣布债务违约，随后政府出台了银行业救助计划以避免系统性风险，包括动用国家财富基金和养老金向银行业提供资金。2014 年以来，银行业的资本充足率保持在监管水平之上，部分坏账得到转移和处理，不良贷款率在 2015 年已逐步降至 10.0%以下。但东方金诚认为，哈萨克斯坦金融监管机构的独立性不足，银行业管理质量和透明度低，政府干预信贷流向导致风险控制松弛，银行业稳健性在中期内仍将处于很低水平。

截至 2015 年 9 月，吉尔吉斯斯坦银行业一级资本充足率达到 17.4%，流动性比率为 70.5%，均处较高水平，同期不良贷款率为 5.6%[27]，银行业风险整体可控。吉尔吉斯斯坦银行业面临的突出风险是美元化程度偏高。截至 2015 年 9 月，美元存款占存款总额的 68.3%。这使得银行部门在本币贬值过程中将面临较高的盈利和偿债压力——2014 年 1 月至 2016 年 1 月，索姆最高贬值幅度约为 50.0%左右，同期银行业盈利水平显著下滑。

2008 年全球金融危机中蒙古银行业受到严重冲击，不良贷款率急剧上升。随后在政府出台救助措施及经济迅速反弹背景下，银行业风险压力趋于缓解，2012 年不良贷款率降至 5.0%左右。但 2014 年以来的矿业疲态及随后的房价下跌推动蒙古银行业不良贷款率再度攀升，2015 年已升至 8.5%的高位（2016 年上台的人民党政府已承认，此前官方公布的不良贷款率存在低估现象），同时银行业面临的流动性风险和汇率风险也在上升。不过，东方金诚预计随着经济逐渐复苏，银行资产质量风险有望得到一定缓解。长期来看，蒙古中央银行监管能力不足，银行业信贷风险审查和控制能力薄弱等问题将长期制约蒙古金融稳健性。

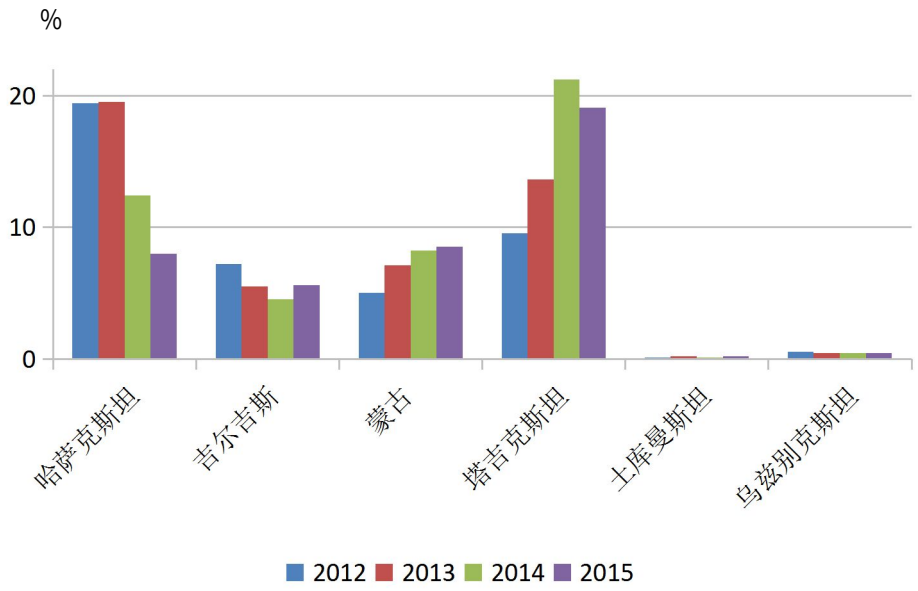
塔吉克斯坦银行业在国际金融危机后经历了不良贷款率逐步走高的过程，2013 年该指标已达到 13.5%的高位。2014 年之后的经济滑坡进一步恶化了银行业的经营状况。东方金诚估计，2014 年不良贷款率已进一步升至 21.2%，此后在政府出手救助下，不良率得以控制。但银行业资本充足率严重不足，2016 年后主要银行已开始提款限制，具有系统重要性的 Tojiksodirotbank（TSB）银行被央行接管。目前当局正在寻求欧洲重建与开发银行、IMF 和世界银行的资本注入，以稳定 TSB 和整个银行业。中期内，塔吉克斯坦银行业仍将严重威胁宏观经济稳定。

基于世界银行“全球金融发展数据库”提供的数据，多年来土库曼斯坦银行业不良贷款率一直接近于 0，可靠性存疑；银行业资本充足率、流动性良好，但赢利水平较低。总体来看，该国金融发展处于严重抑制状态，金融体系自身的风险可控。

根据乌兹别克斯坦官方数据，2016 年其银行业运行稳健：1-9 月份银行业资产和资本分别增长 25.0%、23.0%左右，资本充足率和流动性比率均达到较高水平，不良贷款率仅为 0.4%。不过有报道称，部分地区银行已出现较为严重的现金不足问题。由于官方数据可靠性不足，对乌兹别克斯坦金融稳健性难以做出较高的评估结论。不过，由于该国信贷主要来自国内融资，外部风险敞口很小，持续的货币贬值对银行业经营带来的冲击有限。

[27] IMF Country Report No. 16/55 “KYRGYZ REPUBLIC”, P40.

图 9　中亚 6 国银行业不良贷款率

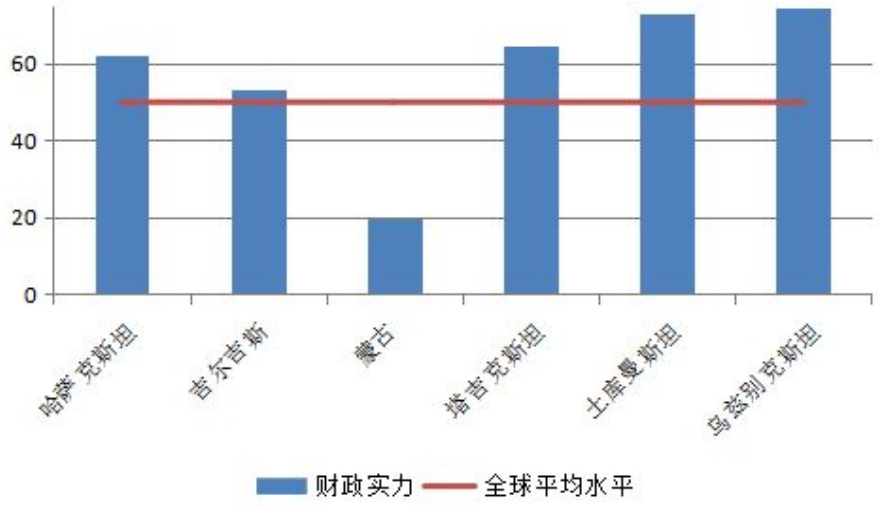


数据来源：东方金诚主权数据库

4、财政实力

除蒙古因长期赤字率高企、政府债务负担沉重外，中亚其他 5 个前苏联国家财政实力普遍较好。这主要源于 5 国政府普遍奉行稳健财政政策，财政赤字率可控，或财政平衡持续处于盈余状态；哈萨克斯坦、土库曼斯坦和乌兹别克斯坦等 3 个能源国均建立了主权财富基金，对财政平衡发挥调节作用；此外，各国政府负债率多处于偏低状态，偿债压力较小。

图 10　中亚 6 国财政实力



数据来源：东方金诚主权数据库

2000 年以来，凭借大宗商品出口对政府财政的支持，哈萨克斯坦官方公布的财政数据一直处于基本平衡状态，并建立了规模庞大的主权财富基金（截至 2016 年底约占 GDP 的 50.0%左右）。东方金诚估计，2015-16 年哈萨克斯坦经济增速滑坡，财政状况显著恶化，但在主权财富基金资金转移的调节下，官方统计口径的财政赤字率分别为 1.5%和 1.9%。未来 3 年，随着国际油价缓步上升，哈萨克斯坦里海油田产量增加，其财政状况将趋于改善，年均赤字率将控制在 1.5%左右。哈财政面临的主要风险在于，其财政收入过度依赖大宗商品出口，主权财政基金的调节作用部分掩盖了实际财政平衡的大幅波动状况。

吉尔吉斯斯坦财政长期处较于较高赤字状态，2000-15 年年均赤字率为 3.9%。2016 年吉尔吉斯斯坦政府财政赤字与 GDP 的比重约为 5.3%，较上年显著扩大 3.8 个百分点，主要受到外部援助波动影响。东方金诚预计，伴随经济开始复苏势头，财政收入将会随之增长，2017-20 年吉尔吉斯斯坦年均财政赤字率将控制在 3.0%左右的中等水平，但财政平衡状况大幅波动的风险难以避免。

由于蒙古政府的社会福利支出增长迅速，其财政长期整体处于赤字状态，2000-15 年赤字率年均为 3.4%。2015-16 年的经济增速滑坡、外资流入骤降迫使政府采取扩张性财政政策，估计 2016 年财政赤字率已高达 12.0%左右，远超 2013 年生效的“财政稳定法案”设定的 2.0%的财政赤字率上限。2016 年人民党政府上台后，财政整固措施势在必行，且考虑到奥尤陶勒盖二期项目重启和扩建带动经济增长，预计 2017-20 年赤字率将逐步走低。不过，蒙古财政纪律松驰、社会福利政策调整难度很大，财政平衡大幅波动且整体处于赤字的局面中期内难以改变。

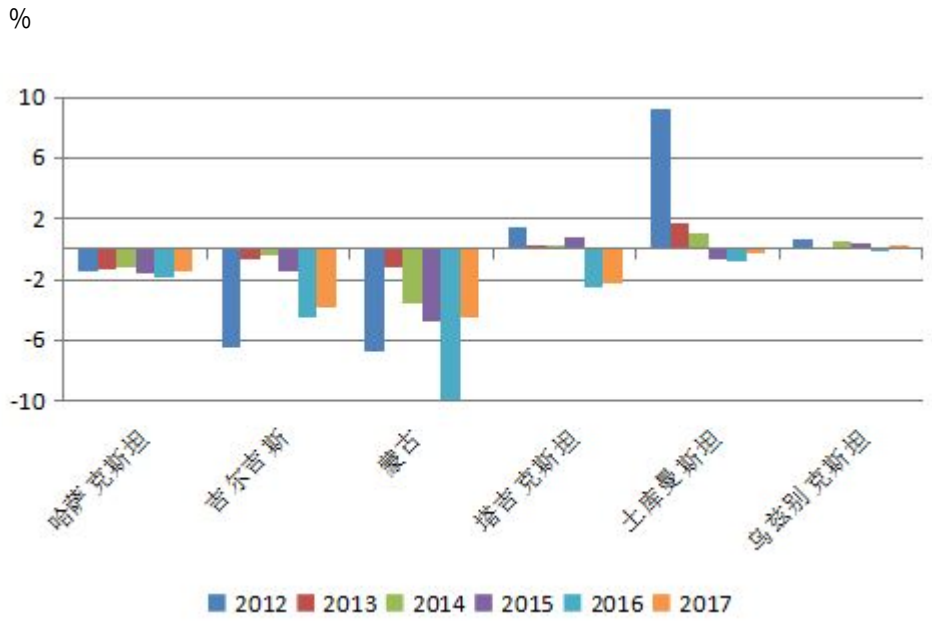
长期以来，塔吉克斯坦政府奉行较为审慎的财政政策，2000-15 年财政平衡处于年均 0.4%的微幅盈余状态。不过，2016 年后经济萎缩导致税收低于预期，侨汇收入持续下降，银行业救助支出增加，塔吉克斯坦政府财政赤字率将达到 2.5%左右。2017 年后随着经济恢复正增长，来自俄罗斯的侨汇增加，赤字率将出现小幅下降，2017-20 年财政平衡有望保持在-2.0%左右。未来最大的财政风险来自救助银行业可能带来的额外支出。

2000 年以后的相当一段时期，土库曼斯坦持续强劲的外贸表现（以天然气出口为核心）对其财政收入形成支撑。尽管政府对居民生活提供大量补贴，其财政仍长期处于盈余状态——2008 年后“稳定基金”（主要来自能源出口收入）对维持财政盈余发挥了重要的调节作用。2000-14 年财政年均盈余与 GDP 的比重达到 3.8%。不过，2015 年国际大宗商品价格下跌，经济增速显著滑坡后，土库曼斯坦财政状况亦受到影响，东方金诚估计当年其财政平衡已进入微幅赤字状态，并迫使政府通过削减财政补贴、降低开发性支出。在经济增速下滑背景下，2016 年财政亦将维持小幅赤字。2017 年后，随着国际大宗商品价格处于相对高位，土库曼斯坦斯坦财政将逐步恢复盈余状态，但盈余水平在 2020 年之前难以突破 1.0%。由于政府在经济多元化改革方面进展缓慢，土库曼斯坦财政对能源出口的绝对依赖局面在中期难以缓解。

2003 年以来，凭借天然气、棉花等初级产品出口以及侨民汇款带来的庞大收入，加之主权财富基金（2016 年底约占 GDP 的 23.0%左右）的调节作用，乌兹别克斯坦财政持续处于盈余状态，2003-2015 年财政平衡与 GDP 的比重年均为 3.5%，实现了充裕的财政积累，为应对经济不景气提供了缓冲空间。2014 年之后，随着国际大宗商品价格大幅走低，来自俄罗斯的侨汇收入下降，

乌兹别克斯坦财政压力上升，但在主权财富基金的资金转移调节下，财政整体处于平衡状态，估计 2016 年财政赤字率约为 1.0%左右。2017 年之后随着侨汇收入恢复增长及大宗商品出口收入增加，预计乌兹别克斯坦将恢复基本平衡。

图 11　中亚 6 国财政平衡/GDP



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

2002 年以后，哈萨克斯坦政府负债率持续处于 20.0%以下的偏低水平，原油等大宗商品出口对财政形成支持，经济保持较高增速是其主要原因。2015 年以来，哈萨克斯坦经济增速滑坡、财政赤字攀升、本币大幅贬值，政府债务负债有所上升，估计 2016 年政府负债率为 21.4%，在同类国家中仍处低位。未来 3 年，随着财政状况趋于好转，政府负债率大体保持当前水平。此外，由于哈萨克斯坦政府建立了规模庞大的主权财政基金，政府偿债压力很低。

历史上吉尔吉斯斯坦政府负债率曾长期处于偏高水平，政府主要依赖外部多边和双边优惠贷款——主要来自中国、俄罗斯和 IMF——为公共项目提供融资。政府债务中约有 95.0%为外币债务。2014 年后的本币大幅贬值导致政府负债率在短期内大幅上升约 20 个百分点，从 2015 年的 52.3%增加至 72.1%，在同类国家处已处于很高水平。不过，此类官方贷款普遍期限较长（25 年以上），利率较低，并存在持续滚动和减免的可能，因此短期内吉尔吉斯斯坦政府债务违约风险可控，但其薄弱的偿债能力在中期内难以明显改善。

长期的财政赤字和政府的大规模外部融资——截至 2016 底约相当于 GDP 的 62.3%，导致蒙古政府负债率持续处于较高水平。2013 年以来的本币持续贬值以及财政状况的显著恶化进一步加剧了政府的债务负担，东方金诚估计 2016 年蒙古财政负债率已大幅升至 88.0%的很高水平。短期内，由于财政赤字率难以迅速下降，政府负债率仍将进一步小幅走高。随着财政整固政策实施以及经济景气度上升，2018 年之前蒙古政府负债率有望摆脱上升轨道，但中长期内仍将处于

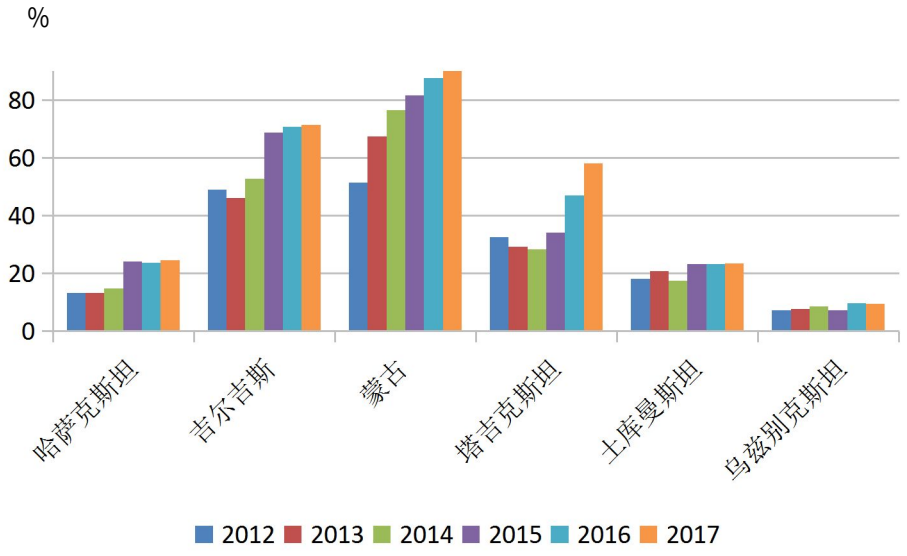
高企状态。在此期间，来自中国、俄罗斯等国的债务减免和国际援助贷款将一定程度上缓解政府偿债压力。

多年来塔吉克斯坦财政基本处于平衡状态，财政债务负担在同类国家中处于中等水平，2014年政府负债率为28.2%，其中外债占比偏高。2015年后本币持续大幅贬值，政府负债率持续上升，2016年底估计已达45.0%左右。2017年本币索莫尼仍呈贬值趋势，预计政府债务负担仍将进一步上升。2018-20年随着索莫尼币值走稳，塔吉克斯坦政府负债率将进入小幅降低轨道，但中期内处将在同类国家中处于偏高水平。

长期的财政盈余使得土库曼斯坦政府负债率长期处于很低水平，2014年该指标仅为17.4%，外债占比较大。2015年本币贬值22.8%，经济增速显著下滑，土库曼斯坦政府负债率上升为23.2%，但仍处较低状态。不过，考虑到短期内坦纳特贬值压力仍在，政府负债率仍可能在2017-20年出现进一步上升，政府偿债压力、特别是外债偿债压力呈加大趋势。不过，政府此前建立的“稳定基金”将对其外债偿付能力提供支持。

乌兹别克斯坦政府债务负担处于很低状态，2015年底政府负债率约为11.5%，其中外债约占65.0%左右。2016年底外债负债率升至14.5%，主要受当年本币贬值16.5%及双边借款增加影响。东方金诚估计，尽管本币贬值压力持续存在，但考虑这一因素后的乌兹别克斯坦政府负债率在同类国家中仍处较低水平。此外，规模相对庞大的主权财富基金亦为政府偿债能力提供支持。

图12　中亚6国政府负债率



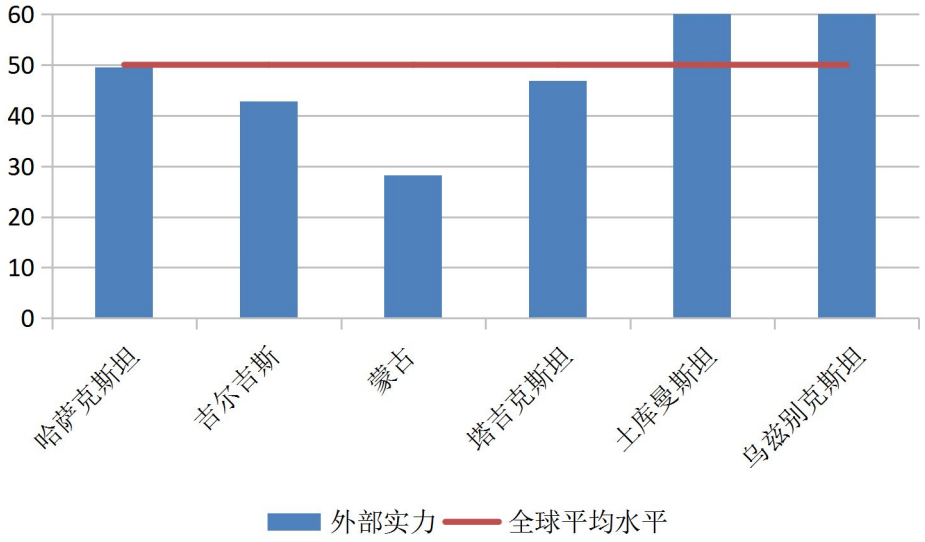
数据来源：东方金诚主权数据库；2016年为估计值，2017年为预计值。

5、国际收支与外债保障能力

中亚区域各国国际收支与外债保障能力差异较大，波动性明显。其中蒙古、吉尔吉斯斯坦和塔吉克斯坦因长期的大规模投资品和生活用品进口，导致经常项目持续处于逆差状态，外债负担沉重；哈萨克斯坦、土库曼斯坦和乌兹别克斯坦则主要因前期国际能源价格下跌而陷入经常项目

失衡或盈余下滑。未来经常项目平衡趋于改善，其中哈萨克斯坦受外资大规模流入影响而外债负担偏高，其他 2 国则基于保守的外部政策而将外债负担控制在很低水平。最后，除蒙古因外汇储备不足而存在外部流动性紧张外，其他 5 国短期内外债偿债风险相对可控。

图 13　中亚 6 国国际收支与外债保障能力



数据来源：东方金诚主权数据库

哈萨克斯坦短期内有望恢复经常项目顺差。哈萨克斯坦长期以来经常项目处于基本平衡状态，原油、矿业出口收入被大规模的日用品和投资品进口支出所抵消。2015 年后国际油价处于低位，哈萨克斯坦经常项目转入逆差，估计 2016 年逆差水平约为 2.6%。2017-20 年，随着国际油价回暖及哈原油出口量增加，其经常项目逆差有望逐步收窄，并在 2020 年前后恢复顺差状态。

吉尔吉斯斯坦大幅经常项目逆差状况仍将延续。吉尔吉斯斯坦国内能源贫乏，经济落后，燃料和工业品大量依赖进口，其经常项目总体处于逆差状态，且波动较大。2012 年以来，受库姆托尔金矿产量及来自俄罗斯侨汇收入波动影响，吉尔吉斯斯经常项目陷于巨幅逆差状态。2016 年国内需求受本币贬值影响走弱，经常项目逆差降至 9.6%左右。东方金诚估计，随着俄罗斯经济转入复苏，吉尔吉斯斯坦侨汇收入将会增加，但这将部分被国内进口需求恢复所抵消，2017-20 年其经常项目仍将处于年均 7.0%的高逆差水平。

蒙古经常项目将逐步恢复较大幅度的逆差局面。尽管蒙古大宗商品出口收入较高，但因其经济发展落后，工业品（包括投资品）严重依赖进口，其经常项目长期处于较高逆差状态。2000-2015 年经常项目平衡与 GDP 的比重年均值为-8.4%，其中 2011-13 年连续处于 20.0%上的巨幅逆差水平。国际收支平衡主要依赖大规模外资流入弥补。2015 年以来，随着国内经济滑坡，进口需求和外资流入同步萎缩，蒙古经常项目平衡有所改善，但仍处小幅逆差状态。未来随着奥尤陶勒盖二期项目重启，机械及燃料设备进口需求将再度上升，预计 2017-20 年蒙古经常项目逆差将升至年均 6.2%左右。

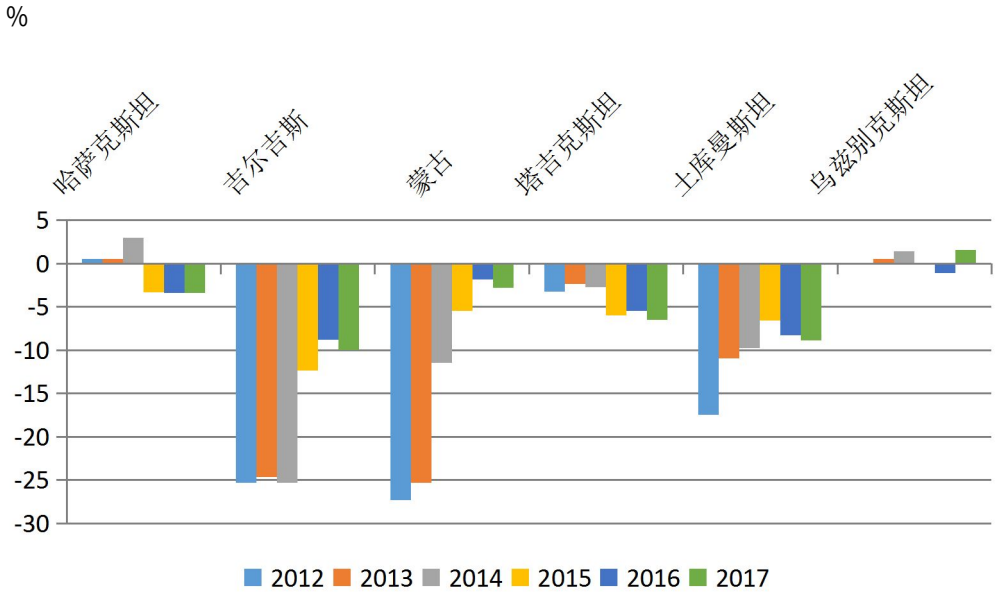
塔吉克斯坦经常项目将维持 4.0%左右的逆差水平。由于大量工业品和能源依赖进口，规模

较大的侨汇收入和棉、铜出口收入无法抵销进口支出，塔吉克斯坦经常项目长期处于逆差状态，2000-15 年经常项目平衡与 GDP 的比重年均为-3.8%，国际收支平衡主要依赖国际援助等外部融资弥补。近期塔吉克斯坦侨汇收入下降，经常项目逆差随之扩大，2016 年该指标估计为 6.5%。2017 年后随着来源俄罗斯的侨汇收入增加，塔吉克斯坦出口的大宗商品价格温和上涨，其经常项目逆差有望进入收窄轨道，东方金诚预计 2020 年之前该指标有望降至 4.0%左右。

土库曼斯坦有望短期内大幅改善经常项目平衡状况。凭借在大宗商品上升周期中获取的巨额天然气出口收入，2000-2008 年土库曼斯坦经常项目平衡与 GDP 的比重年均达到 8.1%。2008 年之后，随着国际大宗商品价格、特别是国际天然气出口价格振荡下跌，而土库曼斯坦国内工业品、生活用品进口需求难以随之调降，该国经常项目陷入大幅逆差状态。近年来随着该国国内进口需求增速整体下调，经常项目逆差水平有所收窄，但 2016 年仍达到 9.0%左右的很高水平。2017-20 年，随着天然气出口收入上升，进口需求增速相对缓慢，土库曼斯坦经常项目平衡将会逐步好转，逆差水平在 2020 年之前有望降至 3.0%左右。不过，其外部状况受制国际大宗商品市场波动的结构性缺陷将长期存在。

乌兹别克斯坦经常项目顺差水平趋于收窄。2004 年以来，高额的天然气和棉花出口收入以及来自俄罗斯的侨汇收入保证了乌兹别克斯坦经常项目持续处于顺差状态，2004-15 年经常项目平衡与 GDP 的比重年均达到 3.4%。不过，2008 年全球金融危机后经常项目顺差水平整体呈下滑趋势；2014 年后的国际大宗商品价格下跌直接导致次年经常项目仅能维持基本平衡。2016 年天然气价格处于低位，对俄罗斯与中国天然气出口量的增长无法全部抵销其负面影响，加之来自俄罗斯的侨汇收入进一步下滑，经常项目 13 年来首现约 1.0%的逆差。2017 年后，随着俄罗斯经济恢复增长，乌侨汇收入将出现反弹；天然气出口量和价格的上升亦将增加出口收入，乌经常项目将恢复顺差状态，2017-20 年年均顺差水平有望维持在 1.0%左右。

图 14　中亚 6 国经常项目平衡/GDP



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

受外资大规模流入等因素影响，哈萨克斯坦外债水平持续处于 60.0%以上的高位。东方金诚估计，2015 年本币坚戈大幅贬值约 50.0%.，其外债负债率在 2016 年底已达到 120.0%左右的很高水平，其中政府外币债务负担率约为 90.0%左右。不过，哈萨克斯坦官方外汇储备依然较为雄厚，2016 后底对短期外债的覆盖率达到 3 倍，对进口的覆盖约为 10 个月，均远高于临界水平，从而对其短期外债偿债能力形成支撑。

主要受政府长期通过外部优惠融资为公共建设项目提供资金影响，吉尔吉斯斯坦外债负债率长期处很高水平，2014 年该指标达到 92.8%。随后的本币大幅贬值进一步恶化了其外债负担状况，2016 年外债负债率激升至 117.4%。由于吉尔吉斯斯坦外债平均期限较长，截至 2016 年底，其官方外汇储备对短期外债的覆盖率达到 3 倍左右；不过其对进口的覆盖仅为 4.2 个月，凸显外汇储备及外债偿债能力仍处薄弱状态。

蒙古外债负债率在中亚 6 国中处于最高水平。这主要缘于政府的大规模外部融资和矿业部门中规模庞大的公司间贷款。2013 年本币持续贬值推动外债负担随之上升，东方金诚估计，2016 年底蒙古外债负债率已达 184.8%，其中私人部门约占三分之二左右。2017 年将有大量外债到期，短期外债相当于外汇储备的 1.5 倍，蒙古外债偿债压力极高。由于蒙古政府已在 2016 年 9 月正式向 IMF 提出援助申请，预计 2017 年上半年救助资金将分笔拨付（类似于 2009 年的情况），蒙古政府将得以避免外债违约。

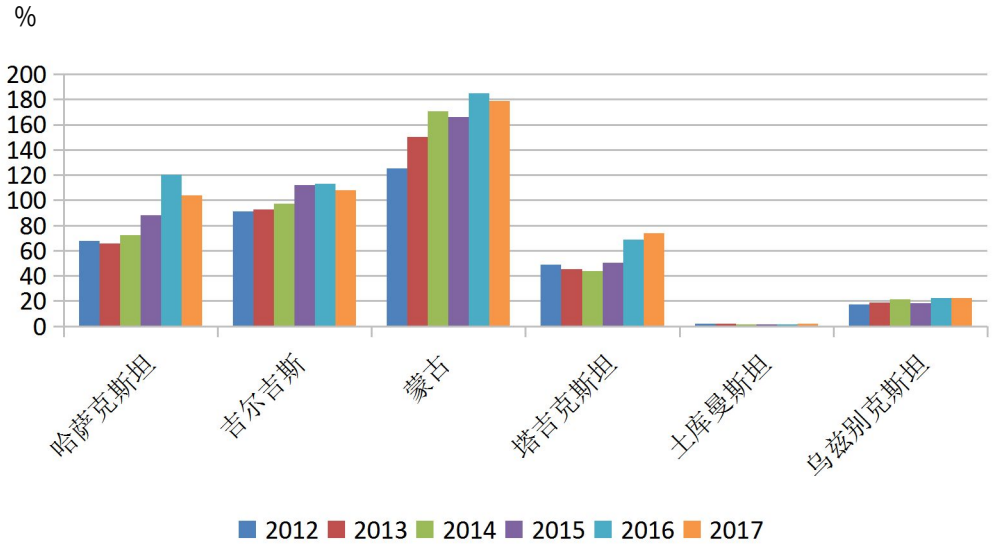
塔吉克斯坦外债水平较高，主要由于政府通过外部融资进行基础设施建设及粮食进口，来源几乎全部为多边和双边国际官方贷款。近期受本币连续贬值影响，塔吉克斯坦外债与 GDP 的比重持续攀升，2016 年底估计已达到 35.6%，在同类国家中处于较高水平。不过，在其外债构成中，几乎全部为多边和双边国际官方贷款——其中有多边债务约占 50.0%，双边债务约占 48.0%。在多边债务中，世界银行、亚洲发展银行和国际货币基金组织所占比重将近 80.0%；在双边债务中，所欠中国债务占 84.0%。由此，尽管其外债偿债能力很低，但在持续的外援流入、债务减免情况下，外债违约风险可控。

基于世界银行提供的数据，土库曼斯坦外债负债率自 2006 年以来一直低于 10.0%，估计 2016

年该指标仅处于 1.5%左右。2008 年之前长期的高额经常项目盈余，以及政府回避通过海外融资建立外部风险敞口，是其极低外债水平的主要原因。2016 年底在约 5 亿美元的外债结构中，短期外债仅占比 5.0%左右。外汇储备对其的覆盖率约为 100 倍，对进口的覆盖也达到 10 个月。由此，短期内土库曼斯坦外债偿债压力很低。

长期以来，乌兹别克斯坦对进入国际资本市场持谨慎态度，较为封闭的经济管理模式和持续的经常项目顺差亦限制了其外部融资需求，外债规模持续处于较低水平，2015 年底该指标仅为 18.2%。2016 年受本币贬值幅度较大影响，外债负债率升至 21.9%。在外债结构方面，政府外债约占 43.0%，长期外债占比约为 97.0%。2016 年底，乌兹别克斯坦外汇储备对短期外债的覆盖率达 20 倍，对月度进口的覆盖率达到 10 倍，处于充裕状态。此外，政府持有的主权财富基金规模仍然大于总外债，因此其外债偿债压力可控。

图 15　中亚 6 国外债负债率



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

独联体

本部分主要包括当前的 6 个独联体成员国（俄罗斯、白俄罗斯、亚美尼亚、阿塞拜疆、摩尔多瓦、乌克兰[28]）以及该区域 2009 年退出独联体的格鲁吉亚，共计 7 个国家[29]。以上 7 国均为前苏联加盟共和国，彼此之间政治经济关系密切。上世纪九十年代苏东剧变后，以上国家均经历了不同程度的政治、经济和社会转型过程，主权信用风险相关性较强。

图 1 独联体 7 国

图表制作：东方金诚主权团队

一、独联体 7 国主权信用风险特征

该区域是“一带一路”沿线整体主权信用风险最高的地区。除俄罗斯和格鲁吉亚堪堪达到投资级外，其他各国主权信用风险均在投机级区间。短期内主权信用风险改善的前景并不明朗。

该区域各国普遍经历了复杂的政治转型过程，强人政治与脆弱的政治体系同时存在，政治稳定性风险普遍高于全球平均水平，地缘政治具有挑战性。

[28] 2014 年乌克兰已正启动退出独联体程序。

[29] 现属独联体的中亚国家——哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦，已于 2005 年退出独联体、成为永久中立国的土库曼斯坦，将在本报告中作为单独的“中亚区域”进行分析。

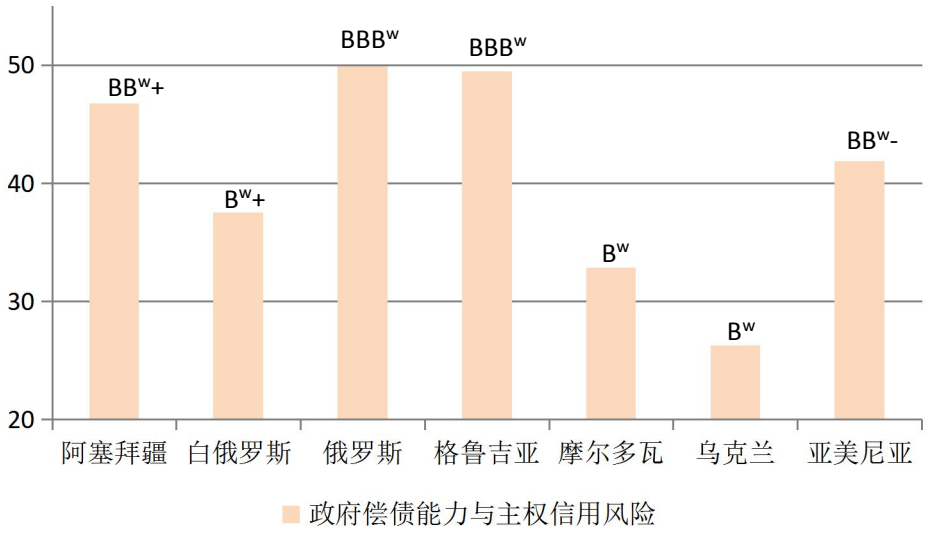
独联体各国经济发展程度均低于全球平均水平。2014 年以来的国际大宗商品价格暴跌对区域内各国经济带来严重冲击，唯有格鲁吉亚凭借经济改革保持了较高的经济弹性。短期内区域经济增速将有所改善，但仍将处于低迷状态。

普遍薄弱的金融实力是独联体 7 国主权信用风险的一个突出特征，这主要源于各国金融体系发展水平相对偏低，除格鲁吉亚外的各国银行业不良贷款率高企，银行业走出困境尚需时日。

各国普遍奉行审慎的财政政策。除乌克兰外，各国政府负债率较低，财政实力是独联体 7 国主权信用能力的一个主要支撑点。

独联体 7 国国际收支与外债保障能力差异明显。阿塞拜疆和俄罗斯凭借大宗商品出口优势，经常项目长期处于较大幅度的顺差状态，外债负担较低；其他 5 国则因外部能源依赖导致经常项目长期失衡，外债负担沉重，外债偿债风险很高。

图 2　2016 年独联体 7 国主权信用水平



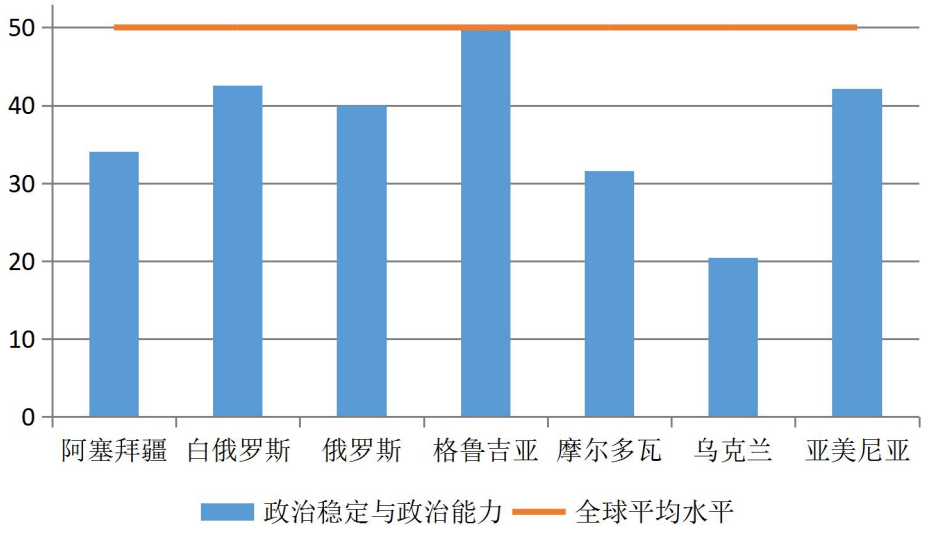
数据来源：东方金诚主权数据库

二、独联体 7 国主权信用风险评级要素

1、政治稳定与政府能力

该区域各国普遍经历了复杂的政治转型过程，强人政治与脆弱的政治体系同时存在，政治稳定性风险普遍高于全球平均水平，地缘政治具有挑战性。阿塞拜疆、白俄罗斯和俄罗斯三国的强人政治正在遭受经济滑坡带来的威胁，外部政治风险也值得关注；此外，3 国政府在改革本国经济结构，改善营商环境等方面效果不佳。在格鲁吉亚、摩尔多瓦、乌克兰和亚美尼亚 4 国，苏东剧变后的政治转型过程跌宕起伏，至今仍是党派林立、政体多变，国内普遍面临着族群融合、甚至国家统一的挑战，政府权力通过制度化方式和平转移的风险偏高；此外，4 国均面临严重的领土争端，与俄罗斯的关系错综复杂，乌克兰东部冲突即是该区域地缘政治紧张状态的一个缩影。

图 3　独联体 7 国政治稳定与政府能力



数据来源：东方金诚主权数据库

阿塞拜疆政治风险呈上升之势。自上世纪九十年代初独立后，阿塞拜疆一直延续强人政治传统。阿利耶夫家族通过“父子相承”的方式，自 1995 年以来一直控制着阿塞拜疆政局。其间，凭借丰富的油气资源和大宗商品价格处于上升周期带来的出色经济绩效，阿利耶夫家族统治地位未受到严峻挑战，国内政局较为稳定。当前阿塞拜疆政治稳定面临的主要风险包括两个方面：国内经济增速持续放缓，社会不满情绪可能升温，危及国内政局稳定；阿塞拜疆与亚美尼亚关于纳卡尔诺-卡拉巴赫地区的领土争端有再度激化风险，2016 年 4 月该地区爆发了自 1994 年停火以来最严重的武装冲突；在与俄罗斯关系方面，阿塞拜疆参与了欧盟提出的“南方天然气走廊”[30]计划。该计划一旦实施，将对俄罗斯的能源地位构成严重冲击，有可能激起俄罗斯方面的强烈反应。

卢卡申科总统的政治地位是决定白俄罗斯政治稳定的关键因素。作为苏东剧变后在位时间最长的独联体国家领导人，白俄罗斯总统卢卡申科自 1994 年大选后逐步确立了其对政府的绝对控制权，并不断通过修宪扩权、延长任期等方式统治白俄罗斯至今。但高度集权下的白俄罗斯政府能力偏低，经济体制僵化，内部改革动力不足，主要依赖俄罗斯以优惠价格提供能源。长期以来，较好的经济绩效一直是支撑卢卡申科政治地位的支柱——1995-14 年白俄罗斯年均 GDP 增速达到 6.0%，但 2015 年以来的经济滑坡有可能对其领导地位的稳定性构成考验。此外，因俄罗斯自 2013 年以来采取更富进取色彩的外资政策，俄白关系亦转向微妙，白俄罗斯地缘政治环境趋于复杂化。东方金诚判断，中期内白俄罗斯政治稳定性风险趋于上升。

俄罗斯国内政局较为稳定，但政府政策能力偏低。1991 年苏联解体后俄罗斯实行了全面的政治、经济转轨。首位俄罗斯总统叶利钦在职期间（1991-00 年），政局持续动荡。普京总统于

[30] 2011 年，欧盟为摆脱对俄罗斯的天然气依赖（或称“天然气讹诈”），强化与阿塞拜疆合作，提出了“南方天然气走廊”计划，主要包括：建设从土耳其-保加利亚-罗马尼亚-匈牙利-奥地利的纳布科天然气管道，希腊-阿尔巴尼亚-意大利的 TAP 跨亚德里亚海天然气管道，格鲁吉亚-乌克兰的白溪管道、土耳其—希腊—意大利的 ITGI 管道。目前，南方天然气走廊管线体系已经初步形成，俄罗斯在外高加索地区能源竞争中将逐步被边缘化。

2000 年上台后，着手构建以总统为中心的垂直权力体系，强化中央集权，并以强力手段整顿国内政治、经济秩序，此前政局大幅波动、政争激烈的局面明显改观，车臣冲突等民族宗教问题也得以平息，国内政治稳定性有所改善。不过东方金诚关注到，近年来俄罗斯频繁介入各类国际冲突，国际政治、经济环境有所恶化。俄罗斯政府治理水平不高，其经济过于依赖油气等资源产品出口，营商环境不佳，经济转型滞后；国内存在较为严重的腐败问题，人口规模持续下降。在国际大宗商品价格上升周期告一段落后，俄罗斯经济结构性问题开始暴露，普京在俄罗斯的政治地位面临一定考验。此外，恐怖主义、极端势力等因素仍将长期成为俄罗斯安全隐患。

格鲁吉亚制度能力在区域内处于最高水平。2003 年爆发“玫瑰革命”后，格鲁吉亚政坛开启了多党竞争选举时代；经历多次宪政改革后，格鲁吉亚确立了更接近议会制的政体形式。2012 年大选后实现了政府权力的和平过渡；2016 年议会大选整体平稳有序，执政党扩大了在议会中的领先优势。由于其尚处于多党制的起步阶段，人口仅 370 万的格鲁吉亚国内党派数量接近 100 个，但已初步形成了以执政党“格鲁吉亚梦想——民主格鲁吉亚”党和反对党“联合民族运动”党为代表的主流政党格局。各大政党在社会福利和经济发展政策方面具有较高共识，政府执政效率较高。中长期内，因俄罗斯深度介入而处于事实独立状态的“阿布哈兹和南奥塞梯”问题是影响格鲁吉亚政治安全的主要风险。

摩尔多瓦政治体系脆弱，政局稳定性风险偏高。类似于其他前苏联加盟共和国，独立后的摩尔多瓦仍处于多党制的初期阶段，政党分化组合频仍。目前围绕国家的发展方向，基本形成了以具有亲俄罗斯色彩的社会主义党和共产党人党为代表的左翼政治力量，和具有亲欧洲色彩的自由民主党、民主党、自由党等右翼政治联盟的政党格局，均曾在议会制政体获得执政地位，但两派政见分歧深刻。2015 年受银行丑闻影响，摩尔多瓦爆发大规模街头政治运动 ，两届右翼政府连续倒台。2016 年摩尔多瓦再度实施关于“总统直选”的宪政改革，年末社会主义党候选人伊戈尔•多东通过直接选举当选总统，从而与现有的右翼政府形成事实上的左右共治状态，本已很低的政策效率将进一步受到掣肘。以上发展态势表明，摩尔多瓦政治制度化水平仍然很低，国内政局稳定性风险在独联体 7 国中处于偏高状态。此外，语言、民族矛盾下的德涅斯特河左岸地区和加告兹地区分裂主义也将长期威胁摩尔多瓦安全、稳定和国家统一。

独立后的乌克兰经历了复杂的政治转型过程，宪法几经修改，政体在半总统制和议会制之间不断变换，政治制度化程度较低。更为重要的是，乌国内政治力量长期分裂为两派：西部民众以乌克兰语为主要语言，渴望加入北约和欧盟，而东部民众则倾向俄罗斯，以俄语为主要语言，信仰东正教，反对加入西方集团，奉行亲俄罗斯立场。两派关于国家走向的尖锐矛盾在 2013 年演化为政府危机。亲俄总统亚努科维奇出走后，乌克兰危机全面爆发，南部地区克里米亚加入俄罗斯，东部顿涅茨克和卢甘斯克两地爆发武装冲突，引发俄罗斯军事介入。目前，乌克兰被肢解局面已然形成，东部地区的停火局面仍处不稳定状态，国内政治风险将持续处于高位。国际方面，俄罗斯在地缘政治和经济方面对乌克兰影响巨大，但现任总统波罗申科致力于加入欧盟，两国关系在可预见的将来仍将处于对峙状态。

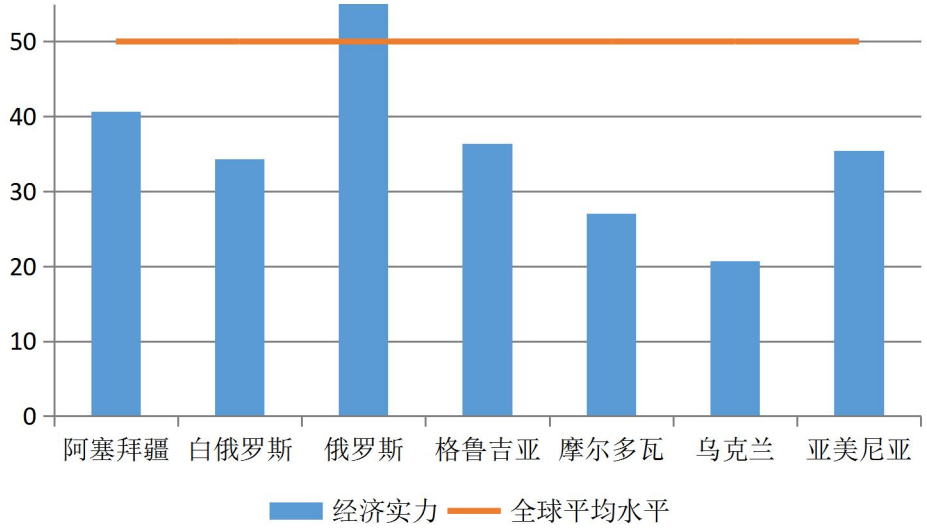
亚美尼亚独立后建立了半总统制政体。在近 25 年的政治体制运行过程中，尽管亚美尼亚以选举方式完成数轮政权交替，但选举争议、政要遇刺、大规模街头政治运动等事件频发，国内政

局稳定性较低。2015 年 12 月，亚美尼亚以全民公决形式通过新宪法草案，国家政体将逐步由总统制过渡到议会制，这显示其政治制度化仍在演进过程之中。在对外关系方面，亚美尼亚历史曲折漫长，与一些邻国存在领土、民族、文化上的纠纷与冲突，如其与阿塞拜疆存在纳戈尔诺-卡拉巴赫领土争端，与土耳其存在亚美尼亚大屠杀的历史认知问题等，也使其一直面临严峻的国家安全形势。

2、经济实力

除俄罗斯外，独联体各国经济发展程度均低于全球平均水平。2014 年以来的国际大宗商品价格暴跌重创阿塞拜疆和俄罗斯经济，而与俄罗斯经济联系紧密的白俄罗斯、摩尔多瓦、亚美尼亚等国受到波及，乌克兰则因东部冲突经历深度衰退，各国通货膨胀普遍处于高企状态；唯格鲁吉亚凭借经济改革保持了较高的经济弹性。短期内随着国际大宗商品价格有所反弹，多数国家经济呈现回暖走势，但仍将显著低于 2008 年国际金融危机前的水平。

图 4　独联体 7 国经济实力



数据来源：东方金诚主权数据库

自上世纪九十年代中期阿利耶夫家族确立了在国内的统治地位后，稳定的国内政局和大幅上升的油气出口收入将阿塞拜疆经济带入持续快速上升时期，1995-10 年年均 GDP 增速高达 12.0%。其后，国际金融危机、欧债危机的影响开始显现，阿塞拜疆经济增长出现滑坡； 2014 年下半年后的国际油价大幅下跌，对其经济的破坏性影响尤为显著，2016 年 GDP 出现 3.0%的收缩，主要源于高通胀侵蚀国内消费及石油产量的小幅下跌[31]。受 2015-16 年本币剧烈贬值影响，阿塞拜疆人均 GDP 由 2014 年的 8055 美元滑落至 2016 年的 3759 美元。2017 年国际油价回升将带动经济重回小幅正增长状态。东方金诚预计，2017-20 年，沙赫杰尼兹天然气田二期投产将抵消原油产量下降带来的影响，政府的经济多元化和部分国有企业私有化改革亦将取得一定进展，阿塞拜疆年均 GDP 有望保持在 2.5%左右的水平，与 2010 年之前的高增长状态不可同日而语。

[31] 2016 年石油行业占 GDP 的 50.0%左右。

2015 年之前，在卢卡申科总统治下白俄罗斯实现了长达 20 年的快速经济发展和全面就业。但其主要动力来自以俄罗斯提供的廉价石油为基础，加工出口石油制品获得的收益，经济内生能力明显不足。2015 年其最大外部市场俄罗斯经济因国际油价暴跌陷入衰退后，白俄罗斯经济随之出现 3.9%的负增长，2016 年在国内消费下滑、公共投资削减影响下，经济再度收缩 3.0%。由于近期白俄罗斯卢布兑美元大幅贬值，人均 GDP 由 2014 年的 8038 美元降至 2016 年的 5092 美元。东方金诚预计，随着 2017 年俄罗斯经济恢复正增长，白俄罗斯制造业出口将会增加，一定的外汇流入也会带来白俄罗斯卢布的小幅升值，居民购买力有所上升，GDP 增速将重返 1.0%左右的正增长。中长期来看，由于外部经济环境难以根本修复，俄罗斯下调对其原油供应的优惠幅度，加之白俄罗斯国内结构性改革动力不足，2018-22 年其年均经济增速将维持在 1.2%较低水平。

俄罗斯经济具有较强的能源出口依赖特征。在大宗商品上升周期及国内政局稳定的背景下，2000-08 年俄罗斯 GDP 年均增速达到 6.9%。2008 年全球金融危机中国际原油价格急速下跌，俄罗斯经济 2009 年出现了 7.9%的衰退。其后的缓慢复苏再次被 2014 年下半年的国际油价暴跌打断，2015-16 年 GDP 连续陷入负增长，本币大幅贬值，2016 年人均 GDP 降至 8838 美元，远低 2013 年的 15558 美元。东方金诚预计，国际原油价格在欧佩克减产协议后延续小幅走高态势，这将推高卢布汇价，支撑家庭消费支出，银行业趋于稳定，投资亦将恢复小幅增长，2017 年俄罗斯 GDP 有望出现 1.1%的正增长。中期来看，国际大宗商品价格重返 2014 年之前的高企状态可能性很低，俄罗斯国内基础设施落后、劳动人口下降、营商环境不佳，包括经济多元化在内的结构化改革进展不容乐观，2017-20 年年均经济增长率将处于 1.5%的低迷状态。

格鲁吉亚位于高加索地区，国内大部分是山地，自然资源相对贫乏，2016 年人均 GDP 为 3907 美元，属中低收入发展中国家。2003 年玫瑰革命之后，格鲁吉亚的国民经济保持高速增长；受 2008 年俄格冲突和随后的全球金融危机影响，格鲁吉亚经济在 2009 年出现衰退，但随后即恢复了快速增长状态，2010-16 年年均 GDP 增速达到 4.9%，经济高弹性特征明显。这主要得益于政府充分利用本国低成本优势，不断优化政策环境，在能源、基建和工业项目大力吸引外资，致力于与欧盟实现经济融合，推动国内经济多元化。东方金诚预计，2016 年大选结果为格鲁吉亚政策连续性提供了保障，2017-20 年其经济年均增速有望继续保持在 5.0%的最高增长水平。

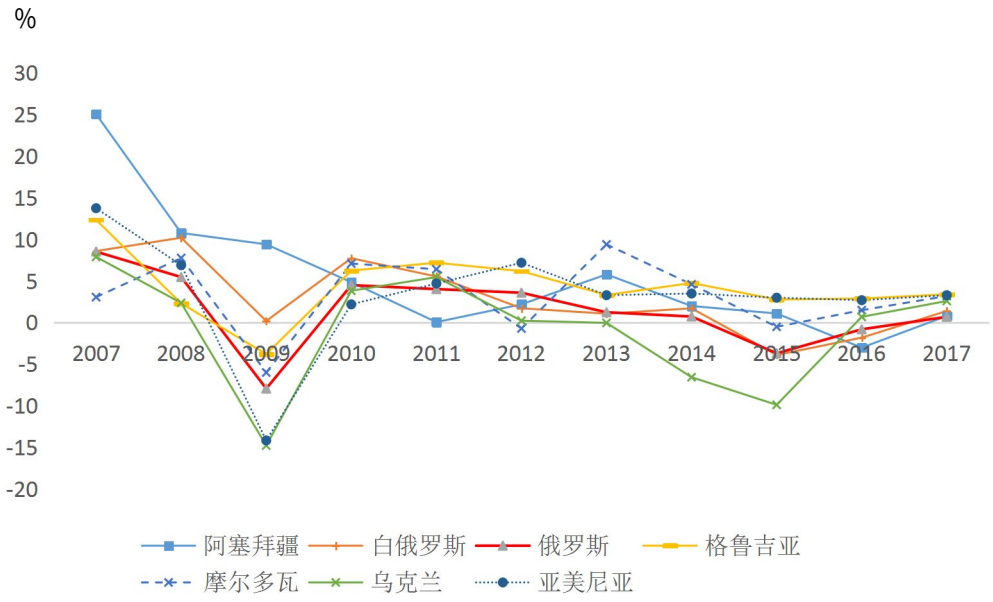
摩尔多瓦自然资源相对贫乏，尽管农业资源丰富，但工业技术落后，产业结构单一，基础设施不完善，经济发展依赖外部原料和能源，经济发展水平在独联体 7 国处于最低水平，2016 年人均 GDP 仅 1878 美元。2000-08 年，依托稳定的国内外环境，摩尔多瓦年均 GDP 增速达到 6.4%，伴随人均实际可支配收入上升，消费成为拉动经济增长的主要力量。国际金融危机爆发后，摩尔多瓦经济增长进入大幅波动状态，并发生两次衰退。2014 年末银行业危机爆发后，2015 年投资和消费均出现大幅负增长，但摩尔多瓦本币列伊大幅贬值导致进口下降，净出口贡献率上升，GDP 同比小幅收缩 0.5%。2016 年列伊贬值将进一步刺激出口，央行货币宽松政策也带动投资恢复正增长，经济增速估计会恢复至 1.5%左右。东方金诚估计，2017 年之后随着其主要出口市场俄罗斯经济恢复增长，国际农产品价格呈回升趋势，但银行业危机的后续破坏性影响仍将制约其经济增长动能，摩尔多瓦年均 GDP 增速将维持在 3.5%左右，远低于国际金融危机前的水平。

乌克兰是前苏联地区第二经济大国，资源丰富，工农业较为发达。在较为稳定的国内环境下，

2000-08 年乌克兰年均 GDP 增速高达 7.0%。国际金融危机后的经济复苏进程被 2013 年的政府危机及其后的国内冲突打断，2014-15 年经济分别大幅衰退 6.6%和 9.9%，本币出现恶性贬值。2015 年底乌克兰人均 GDP 降为 2125 美元，较 2013 年下降 46.4%。2016 年东部地区大体维持停火局面，货币政策有所放松，加之上年较低的基数效应，当年 GDP 同比恢复小幅正增长。东方金诚预计，2017-20 其主要出口市场俄罗斯和土耳其复苏加速，相对稳定的国内环境推动国内消费和投资走高，乌克兰年均 GDP 增速有望保持在 3.0%。其长期经济前景仍将取决于国家体制能否正常运行，商业环境能否持续改善等制度性因素，以及东部冲突地区的安全状况。

亚美尼亚自然地理情况相对恶劣，国内自然资源和能源原料储量匮乏，加工业、建设业是其主体行业，2016 年人均 GDP 约为 3600 美元，属中低收入经济体。亚美尼亚在经济方面对俄罗斯形成严重依赖，这包括俄罗斯是其最大出口市场、最主要外资来源，以及最大侨汇来源——2015 年该项收入相当于其 GDP 的 9.5%。1998 年大地震后，亚美尼亚经历了连续五年的恶性通胀与连续四年的 GDP 暴跌。其后的重建进程和俄罗斯经济处于高景气周期为亚美尼亚经济发展注入动力，1994-08 年年均 GDP 增速高达 8.9%。国际金融危机爆发后，随着俄罗斯经济整体恶化，特别是 2014 年国际油价暴跌后连续陷入衰退，亚美尼亚经济与之同向波动，近期进入低迷状态。2016 年亚美尼亚 GDP 增速估计为 3.0%，为近 6 年以来的最低水平。这主要源于来源俄罗斯的侨汇收入持续下降，私人消费下滑 1.8%；来源于俄罗斯的 FDI 走低，国内建筑业不景气，整体投资亦下滑 0.7%；因本币德拉姆在 2015 年初大幅贬值，推动出口显著增长 12.0%，加之政府实施刺激性财政政策等，成为拉动当年经济增长的主要因素。东方金诚估计，2017-20 年伴随俄罗斯经济复苏，亚美尼亚经济主要的外部条件将有所改善，年均 GDP 增速有望逐步恢复至 4.0%左右，但仍显著低于国际金融危机前水平。

图 5　独联体 7 国 GDP 增长态势



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

阿塞拜疆通货膨胀率曾长期处于 5.0%的偏高水平。前期的经济增速下滑带动 CPI 增速走低。但 2015 年本币马纳特兑美元大幅贬值约 97.2%，进口商品价格骤升，2016 年通胀率高达 10.2%。东方金诚预计，因国内需求萎缩及政府执行财政紧缩计划，从 2017 年起阿塞拜疆通胀率将显著回落，2020 年之前有望保持年均 5.0%左右。但汇率波动和央行货币政策变化均可能刺激 CPI 增速出现大幅波动。

长期以来，白俄罗斯政府对其央行控制力很强，并能够迫使国有商业银行向国有企业提供大量优惠贷款，货币供应量增速长期保持在 25.0%以上超高水平。这导致该国通胀率持续处于高位，2001-14 年年均 CPI 增速达 24.9%，处于恶性通胀状态。2015 年后经济陷入衰退，通胀率有所下滑，但仍接近 12.0%。东方金诚判断，中期内白俄罗斯货币政策机制不会出现根本性调整，10.0%以上的高通胀状态将在 2020 年之前持续出现。在僵化的体制下，白俄罗斯宏观政策审慎性不足、实质性改革缺位，其经济高通胀和周期性贬值的恶性循环也将难以打破。

俄罗斯长期处于货币超发状态，2000-16 年 M2 平均增速高达 28.0%，造成同期通胀率居高不下，长期保持 10.0%以上的高通胀状态。近期卢布大幅贬值，进口商品价格骤升，2015 年 CPI 同比上升 15.5%，2016 年卢布趋稳，俄罗斯通胀率回落到 7.2%。中期来看，经济低迷将对通胀水平形成一定制约，2017-20 年 CPI 年均增长有望保持在 4.5%左右，但长期的高通胀风险无法排除。

历史上格鲁吉亚通胀水平波动较大，2003-15 年年均 CPI 增速为 5.1%，属偏高水平。近期受经济增速略有放缓、国际大宗商品价格走低影响，通胀率有所回落，2016 年 CPI 增速为 2.6%。中期内随着经济恢复高增长状态，其通货膨胀率有望围绕 3.5%上下波动。经济增长的结构平衡趋于改善。

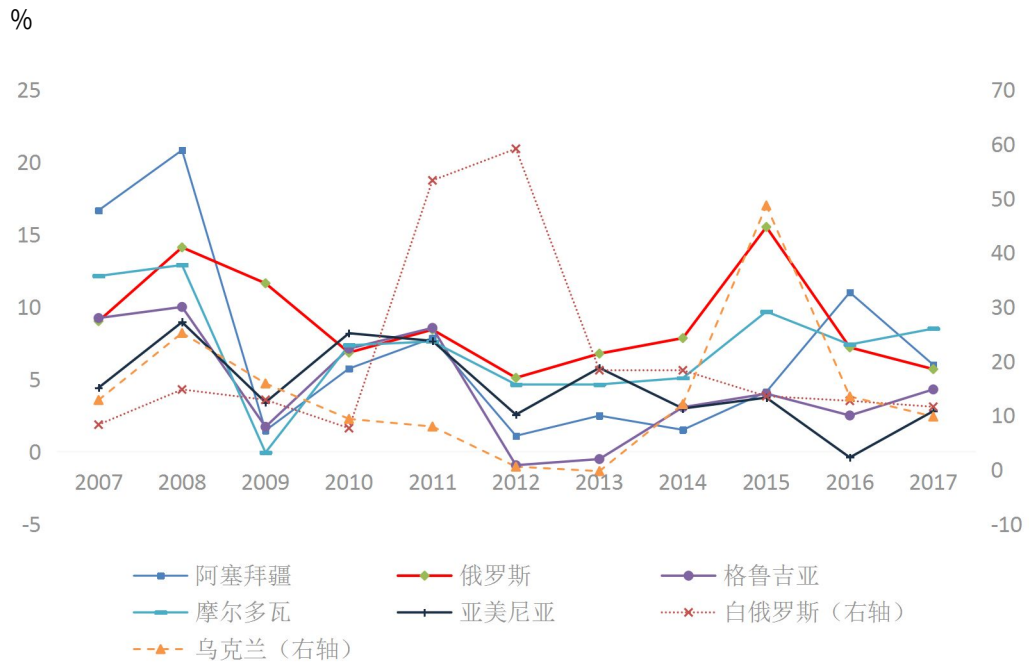
主要受长期的货币超发影响，摩尔多瓦通货膨胀率持续处于较高水平，2001-14 年年均 CPI 增长高达 8.4%。近期银行业危机爆发后，本币列伊大幅贬值，2015 年通胀率升至 9.6%。随后的

货币政策收紧带动通胀率在 2016 年降至 6.8%。东方金诚估计，2017-20 年随着能源价格上升及摩尔多瓦实施宽松货币政策刺激经济，其年均通胀率将保持在 6.0%左右的偏高水平。

历史上乌克兰通货膨胀长期处于剧烈波动且整体高企状态，2000-13 年年均 CPI 变化率达 11.4%。2014 年本币格里夫纳大幅贬值，引发恶性通货膨胀，2015 年 CPI 升幅高达 48.%。随后在货币政策紧缩影响下，2016 年通胀率降至 15.1%。东方金诚预计，随着乌克兰国内局势趋稳，经济恢复增长，格里夫纳币值呈低位反弹之势，2017-20 年年均通胀率将维持在 7.8%的偏高水平；长期的高通胀仍是乌克兰宏观经济的结构性缺陷。

2000-15 年亚美尼亚通货膨胀率年均为 4.1%，整体处于温和水平。2015 年初的本币德拉姆贬值并未带动 CPI 大幅走高，主要源于国内需求显著放缓。2016 年亚美尼亚通胀率为-0.5%，主要受上年农业丰收带动食品价格走低影响。东方金诚预计，2017-20 年随着国际大宗商品价格将有所回升，亚美尼亚通胀率有望维持在 4.0%左右的历史长期水平。

图 6　独联体 7 国 CPI 变化

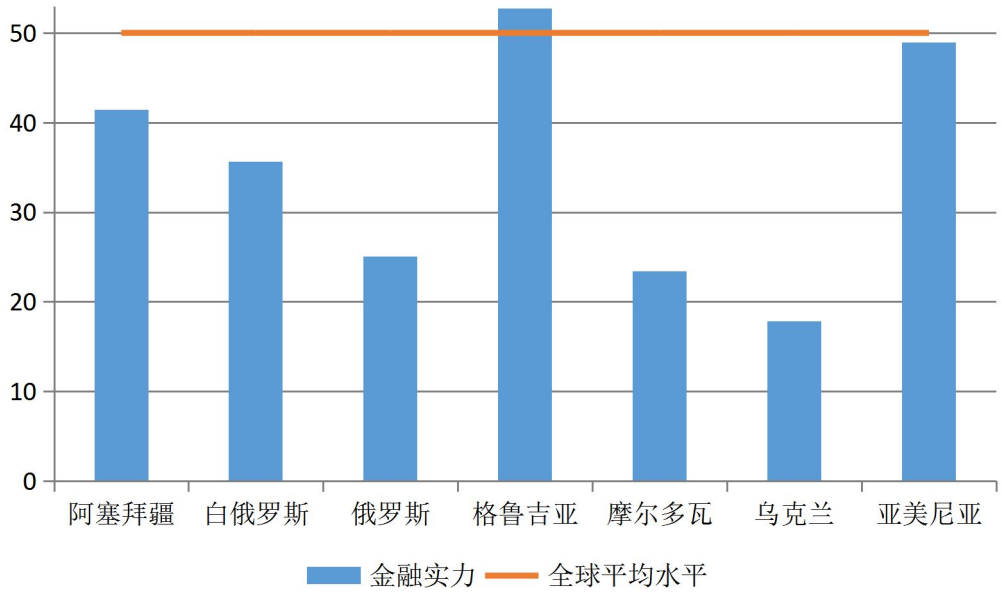


数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

3、独联体 7 国金融实力

普遍薄弱的金融实力是独联体 7 国主权信用风险的一个突出特征。这主要源于各国金融体系发展水平相对偏低，且除格鲁吉亚外，近期的经济低迷、货币贬值和战争等因素已对阿塞拜疆、白俄罗斯、俄罗斯、摩尔多瓦、乌克兰和亚美尼亚 6 国的金融稳定性带来严重冲击，银行业不良贷款率升至高位。短期内，在政府救助下，各国银行业系统性风险尚可得到控制，但全面走出困境难度较高。

图 7　独联体 7 国金融实力



数据来源：东方金诚主权数据库

阿塞拜疆金融体系发展水平较低，2016 年金融深化程度不足 20.0%。金融体系以银行业为核心，集中度很高——国有“阿塞拜疆国际银行”一家银行即占有银行业总资产（主要是对工业部门的贷款）的 40.0%。因银行业长期承担对国有项目提供优惠贷款服务，赢利水平较低且不稳定。

白俄罗斯金融体系在独联体 7 国中处于最低发展水平， 2016 年金融深化程度仅为 10.0%左右。政府对商业银行具有高度控制权，经常迫使后者为政府发行的债券提供融资，并以低息对特定企业——如农业领域中的亏损企业——提供贷款。银行业赢利能力低下，偏高的美元负债水平使其暴露于汇率波动风险之下。

俄罗斯金融机构以国有银行为主，其中联邦储蓄银行是俄罗斯最大的商业银行，资产和客户数量均居首位。苏联解体后，俄罗斯银行业私有化改革不健全，绝大多数银行被大型金融工业集团所控制，中小银行众多，但资产规模较小，外资银行的准入门槛高。2008 年全球金融危机爆发之后，俄罗斯的银行业进行了重组和改革，银行数量从当时的 1108 家下降到 2015 年 5 月的 697 家。截至 2016 年年底，俄罗斯银行业总资产占 GDP 比重为 150.0%，M2/GDP 为 49.3%，金融发展在全球范围内属中等偏低水平。在近期经济的衰退中，银行业对实体经济提供的信贷量出现同比下降；中期内银行业恢复对实体经济支持的难度较大。

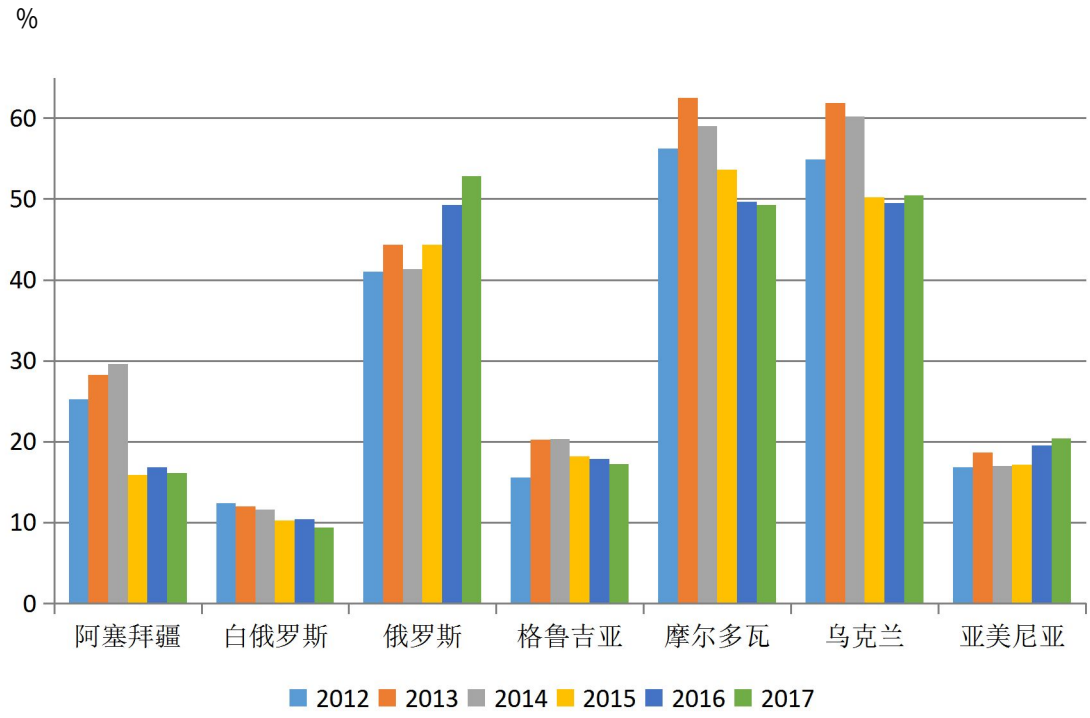
格鲁吉亚银行业发展水平低，但正处于快速发展阶段。受制于较低的经济发展水平，格鲁吉亚金融业发展整体处于落后状态，M2/GDP 居于区域最低水平之列。近几年，较高的利率和对资本进入的无限制使得格鲁吉亚的银行业在近几年得到了充分的发展，居民存款量上升较快，2003-15 年国内信贷增速年均高达 19.7%，信贷总量与 GDP 的比重增长 2.5 倍左右。不过，格鲁吉亚银行业中美元化程度较高，潜在的汇率波动较为突出。

截至 2016 年底，银行业主导摩尔多瓦金融体系，其资产总值在金融业中占比为 94.0%，相当于 GDP 的 85.0%左右，M2 与 GDP 的比值约为 49.7%。与其落后的经济发展水平类似，摩尔多瓦金融业仍处于较低发展水平。自 2011 年以来，摩尔多瓦银行业周期性地爆发恶性事件。2014 年末，银行业发生重大盗窃案件，约相当于其国内生产总值 16.0%的 10 亿美元被从 3 家银行转移至海外，相关银行破产。由此引发的街头政治运动导致政府连续倒台。银行体系连续爆发的丑闻已造成其形象受损，金融中介功能下降，对实体经济增长实际上起到了抑制作用。

2013 年底乌克兰危机全面爆发前，其金融体系整体发展即处于较低水平，银行业资产总额仅相当于 GDP 的 34.5%，M2/GDP 为 60.0%左右。历史上看，银行业对实体经济贷款增速受宏观经济走势影响很大，呈剧烈波动态势。2000-13 年期间，信贷年均增速达到 37.8%，显示金融体系整体呈快速扩大状态。2014 年政治危机爆发后，特别是格里夫纳剧烈贬值以来，金融业遭到重创，其资产、信贷规模均出现大幅收缩，成为威胁宏观经济稳定，拖累经济增长的重要因素之一。

亚美尼亚金融业以银行业部门为主，目前共有 22 家银行，其中 19 家为合资银行，14 家合资银行的外资比例超过 50.0%。目前亚美尼亚银行业美元化程度超过 60.0%。整体而言，亚美尼亚金融发展水平仍处于不发达状态，2016 年 M2/GDP 仅为 20.0%左右，在全球范围内处于很低水平。长期以来，在较快速的经济增长带动下，亚美尼亚银行业信贷增速较高，但波动明显。2015 年以来经济景气下行，银行业对实体经济的信贷增速显著下行。

图 8　独联体 7 国金融深度（M2/GDP）



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

2015 年阿塞拜疆本币马纳特大幅贬值，触发银行业危机。2015 年底银行业不良贷款率从上

年的 4.4%骤升至 17.5%，资本充足率则从 19.2%降至 5.5%，全行业进入亏损状态，部分中小银行进入破产程序。东方金诚预计，短期内阿塞拜疆银行业新增贷款、不良贷款率和赢利水平还将继续恶化。不过，凭借雄厚的财政储备，阿塞拜疆政府有足够的资源[32]对系统重要性银行业进行资本重组，2018 年后银行业形势有望逐步好转。

近期的白俄罗斯宏观经济环境恶化正在对企业经营形成强大压力，效率低下的国有企业赢利下滑，亏损增加，越来越多的银行贷款变成坏帐。东方金诚估计，2015 年底银行业不良贷款率为 11.5%，较上年大幅增加约 7 个百分点；在 2016 年的经济衰退过程中，这一指标有可能进一步恶化到 14.5%左右，白俄罗斯金融体系稳定性急剧恶化。短期内，虽然宏观经济趋于稳定，但银行业走出困境仍需时日。

2008 年国际金融危机后，俄罗斯银行业稳定性风险急剧上升。此前的信贷繁荣转变为大面积坏帐，银行业不良贷款率由 2007 年的 2.5%恶化为 2009 年的 9.5%，银行业陷入危机状态。此后在政府组织的救助措施下，不良贷款率逐步降至 2012 年的 6.0%左右，但仍属偏高水平。2015 年之后的经济衰退再次将银行推入困境，东方金诚估计，2016 年底的不良贷款率已升至 9.2%左右，银行业赢利水平大幅滑坡，在政府注资救助下，资本充足率堪堪满足最低监管要求。中期内，俄罗斯银行业仍将主要依靠政府救助抵御系统性风险。

一段时期以来，由于格鲁吉亚宏观经济处于较为稳健的快速增长阶段，因此尽管银行信贷增速较高，但不良贷款率持续处于 3.0%以下的健康状态。中期内，鉴于宏观经济增长势头不会减弱，格鲁吉亚央行监管能力逐步提高，其金融稳健性有望持续处于区域最好水平。不过，长期的高速贷款增长也蕴含着经济发生大幅波动时期不良贷款率显著上升的潜在风险。

2014 年末银行业丑闻爆发后，摩尔多瓦银行业稳健性指标急剧恶化，2015 年 7 月份本已高企的不良贷款率急升至 16.7%的极高水平，流动性和资本充足率大幅走低，实际已进入危机状态。2015 年 10 月三家相关银行被破产清算后，摩尔多瓦银行业稳健性指标有所改善。不过，摩尔多瓦金融体系监管能力低下的弊端根深蒂固，金融稳健性风险将长期居高难下。此外，银行业外币负债约相当于其资产的 43.0%，汇率波动风险显著。

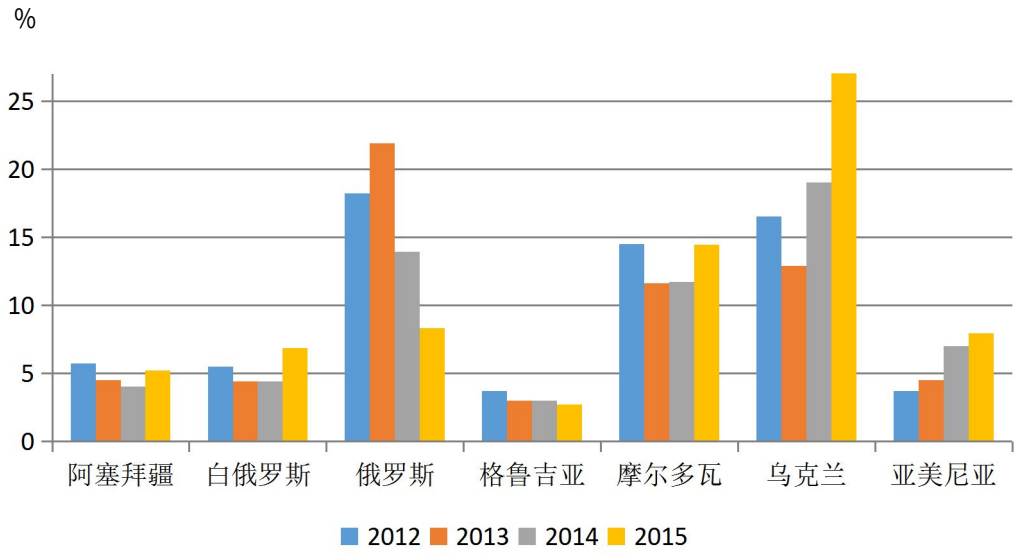
由于乌克兰银行业整体处于落后状态，法律框架不健全，加之发展过程波动性明显，其金融稳健性风险一直处于较高水平，主要表现在：资本实力薄弱，不良贷款率高企。2014 年末银行业危机爆发后，不良贷款率持续攀升至 2015 年末的 28.0%，资本充足率已低于最低监管要求。东方金诚估计，2016 年银行业不良贷款率还将继续小幅增加。包括将最大私营银行“普里瓦特银行”国有化在内，乌克兰的救助行动是拯救其金融体系的最后保障。尽管短期内各项金融指标有望好转，但乌克兰金融实力薄弱的状况将长期存在。

长期以来，亚美尼亚银行业稳健性较高，资本充足率、流动性及盈利水平均处较好状态。不过，2014 年之后，受经济景气状态陷入低迷影响，企业经营环境恶化，银行业不良贷款率出现走高之势。2015 年底该指标已升至 7.9%的偏高水平，短期内仍有进一步小幅恶化之势。目前银行业资本充足率和流动性指标尚在临界值以上，业已摆脱亏损状态，盈余水平依然很低。在宏观经济景气难以大幅好转的前景下，金融业稳健性水平呈下行之势。

---

[32] 截至 2016 年 1 月 1 日，阿塞拜疆国家石油基金资产达 335.7 亿美元，相当于其 GDP 93.8%.

图 9　独联体 7 国银行业不良贷款率

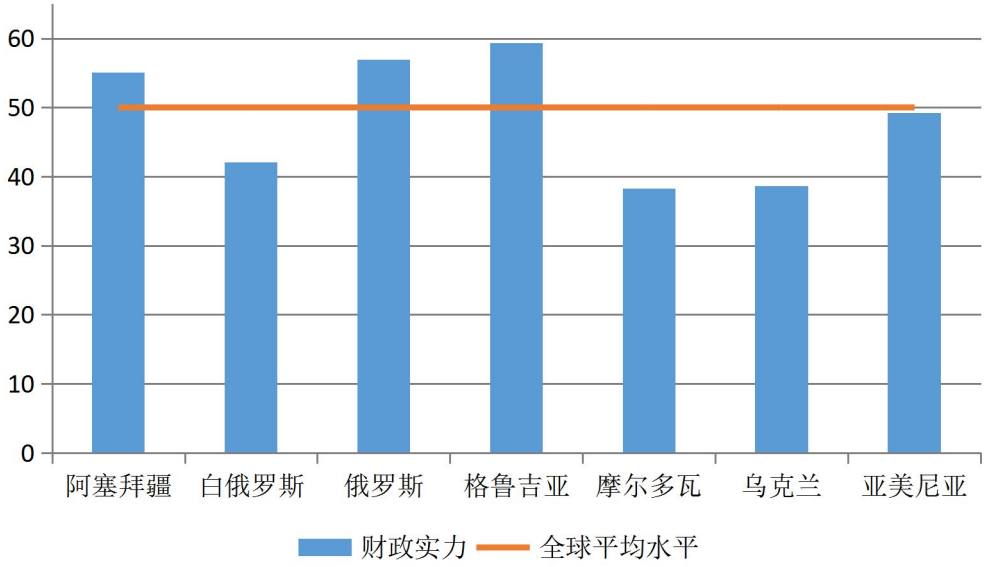


数据来源：东方金诚主权数据库

4、财政实力

相对而言，财政实力是独联体 7 国主权信用能力的一个主要支撑点。历史上各国普遍奉行审慎财政政策，政府负债率偏低。但近期的经济波动、银行业救助及战争等因素，正在导致各国财政平衡显著恶化，政府负债率走高。短期内随着各国经济形势趋于稳定，财政实力下滑的势头有望得到控制。

图 10　独联体 7 国财政实力



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

2014 年国际油价大幅下滑后，严重依赖原油出口收入的阿塞拜疆财政形势急剧恶化，2015 年财政赤字率高达 6.8%，2016 年进一步攀升至 9.8%，终结了此前持续的盈余状态，财政可持续性风险暴露。短期内，随着政府开始采取措施削减开支，以及国际油价有所上升，阿塞拜疆财政赤字率将逐步走低，并有望在 2018 年沙赫杰尼兹天然气田二期投产后恢复财政盈余状态。不过，对国际大宗商品市场的严重依赖仍然是其财政实力的结构性缺陷。

根据官方公布的数据，白俄罗斯财政持续处于小幅盈余状态。2015 年石油制品出口关税划入财政和重启征收钾肥出口税带来财政改善，财政平衡与 GDP 的比重升至 1.5%；但在经济下行压力下，估计 2016 年财政支出增长将使各级政府财政盈余率降至 1.2%左右。在经济衰退期间维持财政盈余主要是由于需要继续符合俄罗斯的财政援助标准和偿还政府外债的需要。2017-20 年，随着出口税收的增长及政府采取财政紧缩措施，小幅财政盈余局面有望继续得以维持。

俄罗斯财政收入中约半数以上来自石油、天然气出口，在 2000-08 年大宗商品价格上升周期内，其财政曾持续处于年均 4.2%的大幅盈余水平。国际金融危机爆发后，原油出口收入下降、刺激经济支出增加，俄罗斯财政平衡整体进入小幅赤字状态。2014 年下半年之后的国际油价暴跌，以及银行业救助等支出，进一步恶化了财政状况，2016 年财政赤字率达到 3.7%。东方金诚预计，2017-20 年，在国际油价小幅走高至年均 60 美元/桶的前提下，俄罗斯政府有望通过逐步削减政府支出等方面，逐步恢复财政平衡。长期来看，其财政平衡严重依赖高度波动的国际大宗商品价格这一结构性缺陷，仍将严重制约其财政实力。

历史上格鲁吉亚政府总体奉行稳健财政政策，2003-15 年平均财政赤字率仅为 0.75%，在同类国家中明显处于较好水平。2016 年赤字率为 1.8%，主要源于支出略超预算。中期内，建立稳健的财政状况已成为各党派的共识之一，经济的稳健增长前景亦为其提供了现实基础。东方金诚预计，2017-20 年格鲁吉亚财政赤字率将继续保持在 2.0%左右的较低水平。

长期以来，摩尔多瓦财政平衡处于 2.0%左右的温和赤字状态。2015 年财政赤字率约 2.2%，但并未计入银行业救助产生的支出。2016 年财政收入低于预期，外援流入大幅减少，财政赤字率扩大至 2.5%。中期内，由于政府债务水平大幅上升，利息支出增加，2017-20 年摩尔多瓦财政赤字率将维持在 3.0%左右。但因银行体系薄弱，政府外债融资能力受限，摩尔多瓦政府通过财政手段调节经济的能力受到严重制约。

乌克兰转型以来，主要政党为吸引民众支持，普遍在提高社会福利方面做出承诺，加之其税收体制落后，征管效率低下，乌克兰财政长期处于赤字状态。2014 年政治危机全面爆发后，乌克兰政府在 IMF 灵活贷款安排下，采取财政紧缩政策，赤字水平未进入失控状态。东方金诚预计，由于欧盟和其它国际援助均以乌克兰采取财政审慎立场为条件，加之 2016 年宣誓就职的新一届政府致力于财政收支领域的结构化改革，2017-20 年乌克兰财政赤字率有望保持在年均 3.7%左右。

亚美尼亚政府长期奉行审慎的财政政策，2008 年国际金融危机之前财政赤字率水平曾持续保持在 3.0%以下。金融危机爆发后，亚美尼亚政府推出刺激性财政政策，赤字率在 2009-10 年大幅攀升，其后回落后至长期水平。2015 年 GDP 增速再度下滑，亚美尼亚财政刺激力度加大，2015-16 年财政赤字率年均达到 4.6%。东方金诚预计，2017-20 年随着其经济增速逐步向年均 4.0%的水平回升，财政赤字率将逐步回落至 1.5-2.0%的历史长期水平。

图 11　独联体 7 国财政平衡/GDP

数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

2014 年之前的持续财政盈余使得阿塞拜疆政府负债率保持在很低水平，而且还建立了规模庞大的石油基金作为财政储备。不过，随着 2015 年之后财政赤字大幅上升，阿塞拜疆财政负债率亦随之大幅走高，2016 年底已达到 40.0%，但仍处相当较低水平。随着经济恢复增长，财政赤字得到遏制，东方金诚预计自 2017 年开始，其政府负债率有望开始进入小幅下降轨道，2020 年将回落至 33.0%左右。值得注意的是，陷入困境的国有银行业可能对政府形成或有负债威胁。

尽管白俄罗斯财政平衡持续维持盈余状态，但 2011 年以来本币持续大幅贬值、政府对国有企业提供担保产生的隐性负债显性化，政府负债率从 2012 年的 31.3%攀升至 2016 年 54.8%的较高水平。2017 年之后，随着经济开始复苏，政府负债率有望进入小幅下降过程。需要指出的是，未纳入财政预算的高社会福利政策、金融部门持续积累的风险使政府或有负债风险处于很高状态，政府偿债能力中期内仍面临严峻考验。

历史上长期较高的财政盈余状态导致俄罗斯政府负债率处于很低水平，2016 年该指标仅为 13.2%，此外，俄罗斯财政尚建立了一定规模的储备基金和国家财政富基金（截至 2016 年 8 月底，两项基金合计规模约相当于 GDP 的 9.0%），因此其政府偿债压力较低，流动性无虞。东方金诚预计，在 2017-20 年小幅财政赤字背景下，政府负债率将控制在 20.0%以内。

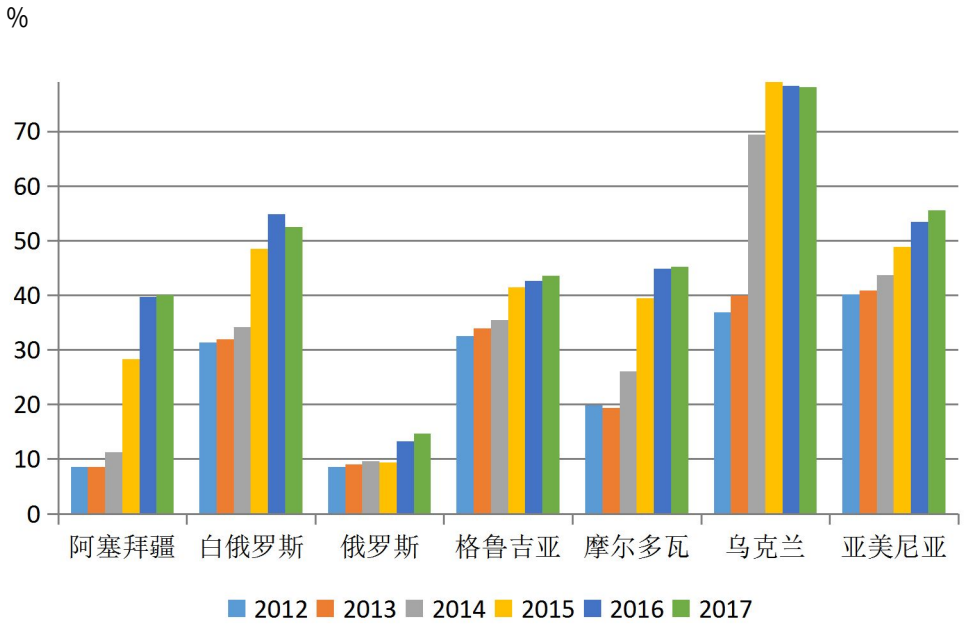
长期的稳健财政立场导致格鲁吉亚政府负债率受控制，2014 年底该指标为 35.5%。但由于政府债务中 80.0%为外债，且自 2015 年后格鲁吉亚拉里因美元走强而出现一定幅度贬值，政府负债率在 2016 年底升至 42.1%。尽管如此，考虑到其经济快速增长前景，及拉里趋稳态势，2017-20 年格鲁吉亚政府负债率有望控制在 45.5%左右。此外，经营绩效欠佳的国有企业有可能为格鲁吉亚政府带来一定或有债务负担。

摩尔多瓦政府负债率长期维持在 30.0%以下，在同类国家中处中等水平。2014 年末银行业危机爆发后，政府提供的救助规模约占 GDP 总值 12.0%左右，2016 年末政府负债率升至 42.8%。综合考虑摩尔多瓦经济增速、财政赤字及通货膨胀等因素，东方金诚预计 2017-20 年其政府负债率将大体维持在 45.0%左右，债务压力在同类国家中已属偏高。

2014 年乌克兰政治危机全面爆发后，伴随格里夫纳大幅贬值，且政府债务中的约 43.0%为外计价，政府负债率急剧上升，2015 年已高达 80.1%。随后的债务重组（总额为 150 亿美元，约占其政府负债额的 20.0%左右）抑制了政府负债率上升势头。随着格里夫纳汇价触底回升，加之财政整固进程推进，东方金诚预计未来 4 年乌克兰政府负债率有望走入小幅下降轨道，2020 年将降至 75.0%左右，但在同类国家中仍处很高水平。

受长期较低的财政赤字率影响，亚美尼亚政府负债率在 2008 年之前曾处于全球较低水平之列——2008 年为 14.6%。随着 2009-10、2014-16 年两轮财政刺激政策的推出，相应的高赤字率显著推高了政府负债率，截至 2016 年底该指标已达到 53.4%，在同类国家中处于较高水平，政府债务负担增加偏快。东方金诚预计，2017-20 年伴随财政赤字率逐步回落，亚美尼亚政府负债率有望在 2017 年达到高点后进入小幅回落轨道，2020 年将降至 50.0%左右，从而终结 2009 年以来的恶化趋势。

图 12　独联体 7 国政府负债率

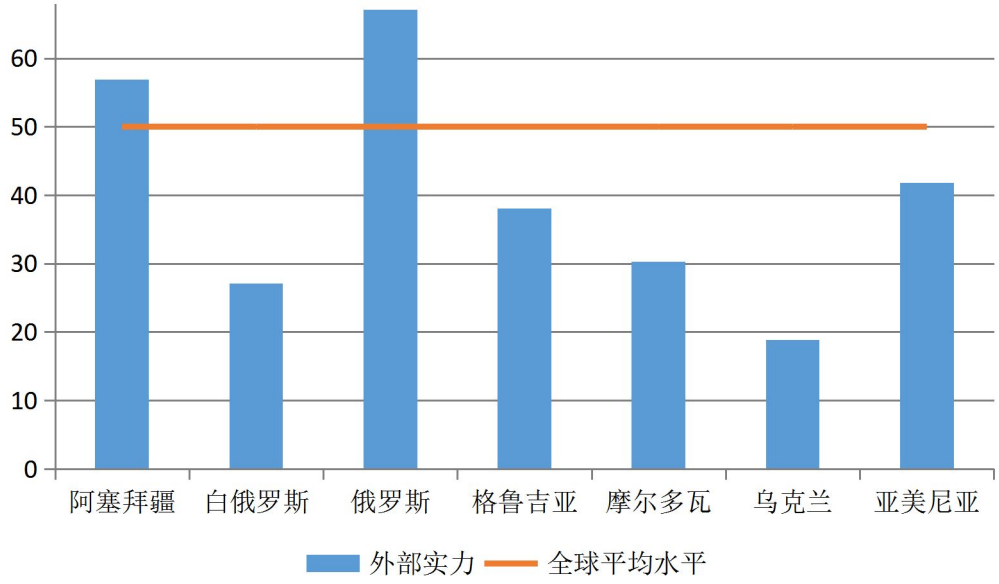


数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

5、国际收支与外债保障能力

独联体 7 国国际收支与外债保障能力差异明显。阿塞拜疆和俄罗斯凭借大宗商品出口优势，经常项目长期处于较大幅度的顺差状态，外债负担较低；其他 5 国则因外部能源依赖导致经常项目长期失衡，外债负担沉重，偿债风险很高。中期内，以上格局难以发生明显变化，其中白俄罗斯、格鲁吉亚、摩尔多瓦、乌克兰和亚美尼亚外部流动性风险值得密切关注。

图 13　独联体 7 国国际收支与外债保障能力



数据来源：东方金诚主权数据库

庞大的石油出口收入支撑阿塞拜疆经常项目长期处于巨额顺差状态，2005-14 年经常项目平衡与 GDP 的比重高达 20.0%。2014 年国际油下跌后，阿塞拜疆经常项目在 2015 年出现小顺逆差；2016 年国际油价回暖，本币大幅贬值导致进口下滑，经常项目再度恢复小幅顺差状态。2017-20 年，随着阿塞拜疆天然气出口增长，其经常项目顺差水平有望恢复至年均 9.0%左右的较高水平。

受能源依赖进口影响，白俄罗斯服务项目的顺差无法抵消商品贸易的大幅逆差，其经常项目长期处于逆差状态。2014 年末以后白俄罗斯卢布大幅贬值，进口锐降，2015-16 年其经常项目平衡与 GDP 的比重降至 4.0%左右，较 2014 年明显收窄。中期内，白俄罗斯经常项目平衡仍将在很大程度上取决于俄罗斯经济和国际大宗商品价格变化情况。东方金诚预计，2017-20 年其逆差水平将大体维持在 5.0%。

俄罗斯庞大的能源出口收入抵消了在工业制成品方面的进口支出，以及服务贸易中较大规模的逆差，其经常项目自 1993 年以来持续处于顺差状态，年均经常项目平衡与 GDP 的比重在 5.5%左右。2014 年以来的经济困境对进出口同步产生影响，其经常项目平衡并未出现显著恶化。东方金诚预计，2017-20 年俄罗斯经常项目将继续保持 4.5%左右的顺差水平。

格鲁吉亚外部状况是制约其主权信用风险的主要因素，这就包括长期居高不下的经常项目逆差水平。由于石油等能源及国内投资品大量依赖进口，2003-15 年格鲁吉亚年均经常项目平衡与 GDP 的比重为-12.2%，2016 年该指标为-11.1%。不过，考虑到同期格鲁吉亚吸收的 FDI 覆盖了经常项目逆差规模的五分之四，该指标体现的外部脆弱性风险得到部分缓释。东方金诚预计，高水平的经常项目逆差和大规模的 FDI 流入将在 2017-20 年持续。

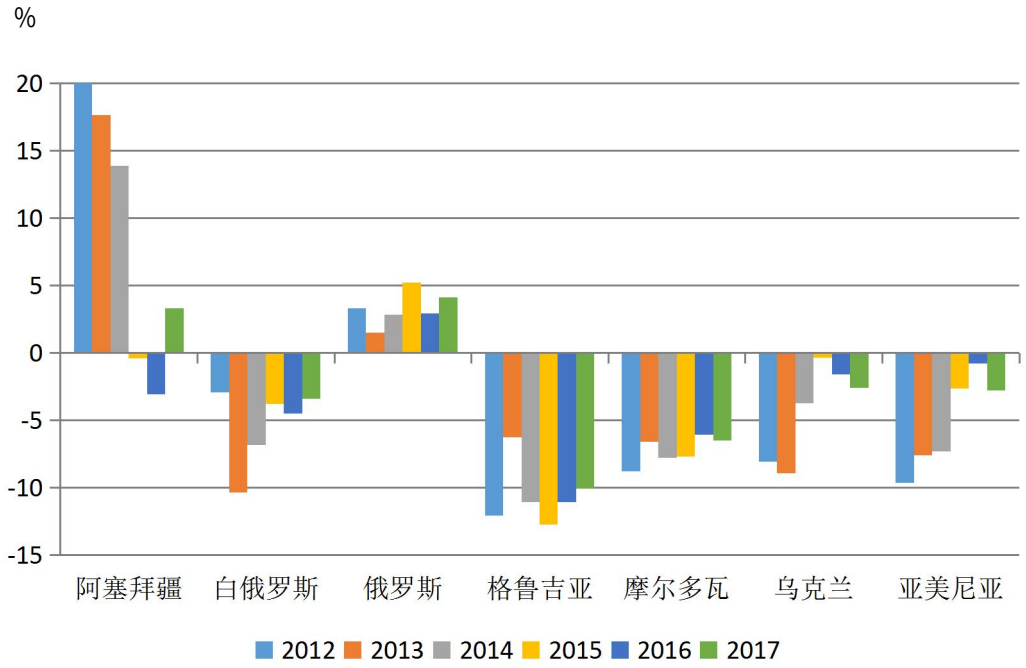
由于能源严重依赖进口，摩尔多瓦经常项目长期处于大规模逆差状态，2001-13 年经常项目逆差与 GDP 的比重高达 7.4%。2014-16 年列伊大幅贬值导致进口下降，经常项目年均逆差水平降

至 3.7%。2017-20 年，外需改善将带动出口上升，但国际能源价格回升也将扩大进口规模，摩尔多瓦经常项目仍将保持年均 5.0%左右的较高逆差水平。

得益于从俄罗期向欧洲输送能源中收取的高额过境收入，乌克兰经常项目在 1999-05 年期曾保持高水平顺差状态。此后，由于进口能源价格大幅上升等原因，乌克兰经常项目进入持续逆差状态。总体上看，国际原油价格是决定其逆差水平的关键因素。2014 年危机爆发后，乌克兰进出口均出现显著下滑，其中格里夫纳贬值对进口的影响尤为显著，经常项目逆差与 GDP 的比重缩窄。东方金诚预计，随着进出口活动逐步恢复，本币汇率呈现低位回升之势，2017-20 年乌克兰经常项目将保持 3.5%左右。

长期以来，亚美尼亚庞大的侨汇收入无法抵消能源进口支出，其经常项目持续处于较大规模的逆差状态，1995-14 年经常项目平衡与 GDP 的比重年均为-11.3%。2015 年后随着本币大幅贬值，进口下降，经常项目逆差在 2016 年降至 2.5%。中期来看，鉴于其现有的经济结构难以出现根本调整，经常项目逆差局面将持续存在，东方金诚预计 2017-20 年该指标将保持在年均 5.0%左右。

图 14　独联体 7 国经常项目平衡/GDP



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

长期的巨额经常项目顺差导致阿塞拜疆外债负债率曾持续保持 20.0%以下的很低水平。近期因本币大幅贬值带动外债负债率显著上升，2016 年底估计已达到 37.6%左右。东方金诚预计，马纳特在 2017 年仍将进一步贬值 ，年底其外债负债率将进一步攀升至 52.0%左右的同类国家偏高水平。其后，随着马纳特汇率企稳，经常项目顺差恢复，阿塞拜疆外债负担有望开始逐步走低，2020 年将回落至 30.0%左右的中等偏低水平。

2014 年末以来的本币大幅贬值，导致白俄罗斯外债负担急剧恶化，2016 年外债负债率高达

84.2%，在同类国家中明显偏高。2017 年之后，白俄罗斯卢布走势有望趋稳并出现一定升值，其外债负债率将出现小幅下降趋势，但在 2020 年之前外债负担沉重的压力难以缓解。此外，截止至 2016 年底白俄罗斯短期外债占比达到 26.6%，国际储备对其的覆盖度不足 50.0%，对进口的覆盖度也仅为 1.8 个月，外部流动性压力很大。总体上看，白俄罗斯外部状况在所有“一带一路”沿线国家中属于最为严峻之列。

在长期的经常项目盈余背景下，俄罗斯外债负债率持续处于 30.0%左右的中等偏低水平。2014-15 卢布大幅贬值，该指标有所上升，估计 2016 年底升至 42.8%。随着在国际制裁背景下银行部门开启外债去杠杆进程，以及卢布走势趋稳，俄罗斯外债负债率有望在 2020 年前后降至 30.0%的长期平均水平。2016 年底，俄罗斯外汇储备对短期外债和进口的覆盖度分别达到 6.7 倍和 18 个月，充裕度很高。这意味着在中期内，俄罗斯重复上世纪九十年代外债违约的风险很低。

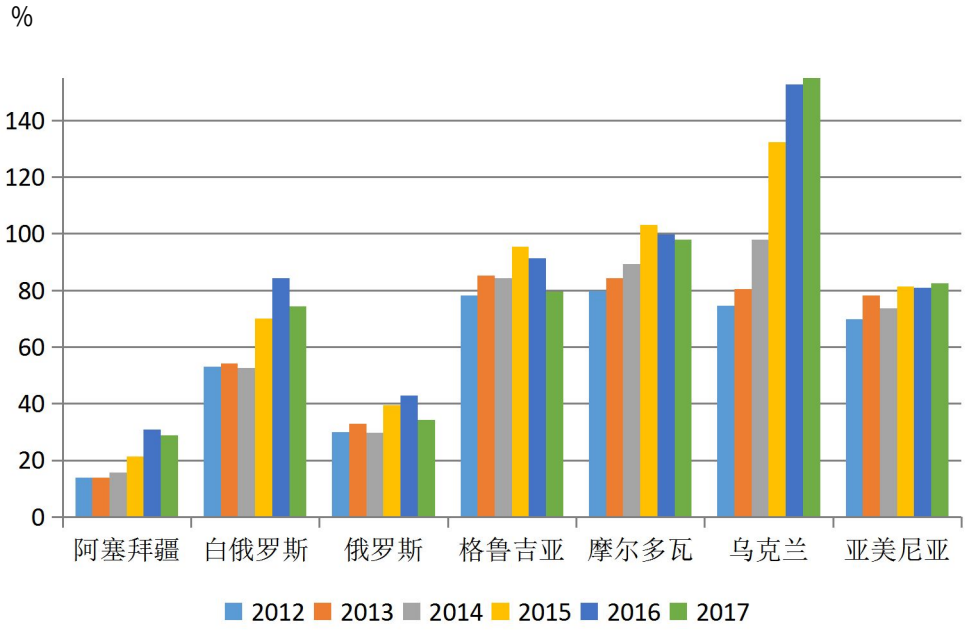
长期的较大规模经常项目逆差导致格鲁吉亚外债负债率在同类国家中处于很高水平，2016 年底该指标为 91.3%，这已成为制约其国际收支与外债保障能力的又一重要因素。中期内，考虑到格鲁吉亚经常项目逆差水平不会明显回落，其沉重的外债负担难以有效缓解。此外，格鲁吉亚外汇储备较为薄弱，2016 年底其对短期外债和进口的覆盖度分别为 1.3 倍和 4 个月，均堪堪达到临界水平。这显示其维持外债偿债能力持续面临较大挑战。

持续的大规模经常项目逆差已将摩尔多瓦外债负债率推至极高水平，2014 年末以来的本币贬值又进一步恶化了外债负担。2016 年末，其外债负债率高达 99.7%。2017-20 年，较高的政治和金融风险将抑制私人部门外债融资，列伊汇率亦有望温和反弹，摩尔多瓦外债负债率将进入小幅下降轨道，但外债负担沉重的局面不会根本改观。2016 年底，摩尔多瓦外汇储备对进口需求的覆盖为 5.4 个月，但对短期外债的覆盖度仅为 0.8 倍，低于临界值水平，外汇储备充裕度严重不足，外部流动性风险突出。

2006 年乌克兰经常项目进入逆差轨道后，其外债与 GDP 的比重即开始小幅攀升，2009 年格里夫纳大幅贬值将其外债负债率推高至 90.0%左右的很高水平。2014 年底格里夫纳再现恶性贬值，乌克兰外债负债率在 2015 年底已高达 152.6%。根据 2015 年 10 月达到的“债务交换协议”，乌克兰外债支付已被展期至 2018 年之后，现有外债利率降低，加权平均期限延长，短期内乌克兰外债偿债压力有所缓解。但 2019 年之后，乌克兰能否正常履行外债偿债义务将存在巨大不确定性。

2008 年全球金融危机之后，亚美尼亚外债状况显著恶化，2012 年外债负债率达到 69.8%，较 2007 年大幅上升 41.6 个百分点，经济衰退、本币贬值及经常项目逆差显著扩大是主要原因。2015 年外债负担上升则主要源于本币贬值。东方金诚认为，鉴于亚美尼亚外债负债率已达到较高水平，政府将被迫控制外部债务融资规模，加之 2017-20 年本币有望呈触底回升之势，经常项目逆差处于相对低位，其外债负债率将保持基本稳定。2016 年底，亚美尼亚外汇储备对短期外债和进口的覆盖度分别为 4.4 个月和 1.2 倍，均仅略高于临界值。这表明该国外债偿债压力处于较高水平。

图 15　独联体 7 国外债负债率

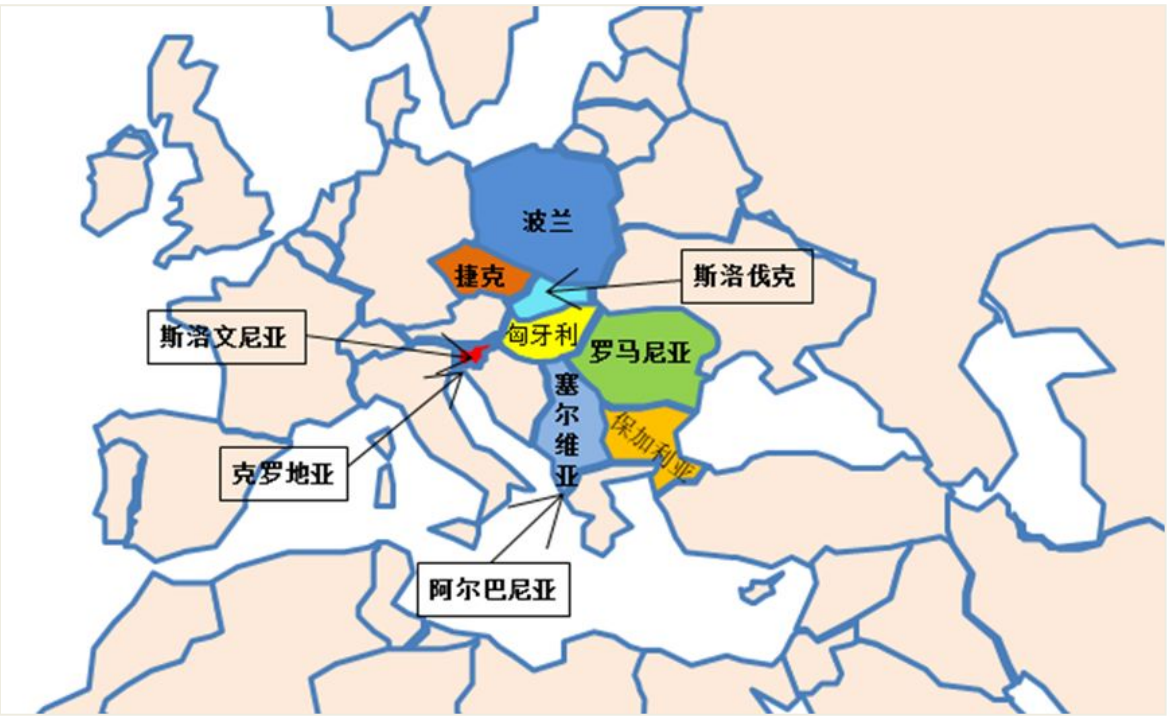


数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

中东欧

该区域主要包括 8 个欧盟成员：克罗地亚、匈牙利、捷克、罗马尼亚、波兰、保加利亚、斯洛文尼亚和斯洛伐克，1 个欧盟候选国：阿尔巴尼亚，以及塞尔维亚。其中斯洛文尼亚和斯洛伐克还是欧元区成员国。这些国家均处中东欧地区，普遍与西欧发达经济体存在密切联系，绝大部分国家业已深度融入欧洲一体进程。上世纪九十年代苏东剧变后，以上国家均经历了大幅度的政治、经济和社会转型过程，其主权信用风险具有较为鲜明的区域共性特征。

图 1　中东欧 10 国



图表制作：东方金诚主权团队

一、中东欧 10 国主权信用风险特征

主权信用级别整体上在“一带一路”沿线七个区域中最高，除阿尔巴尼亚和塞尔维亚两个非欧盟成员外，其它 8 国均在投资级以上。

中东欧区域政治稳定风险较低，政府效率普遍较高。

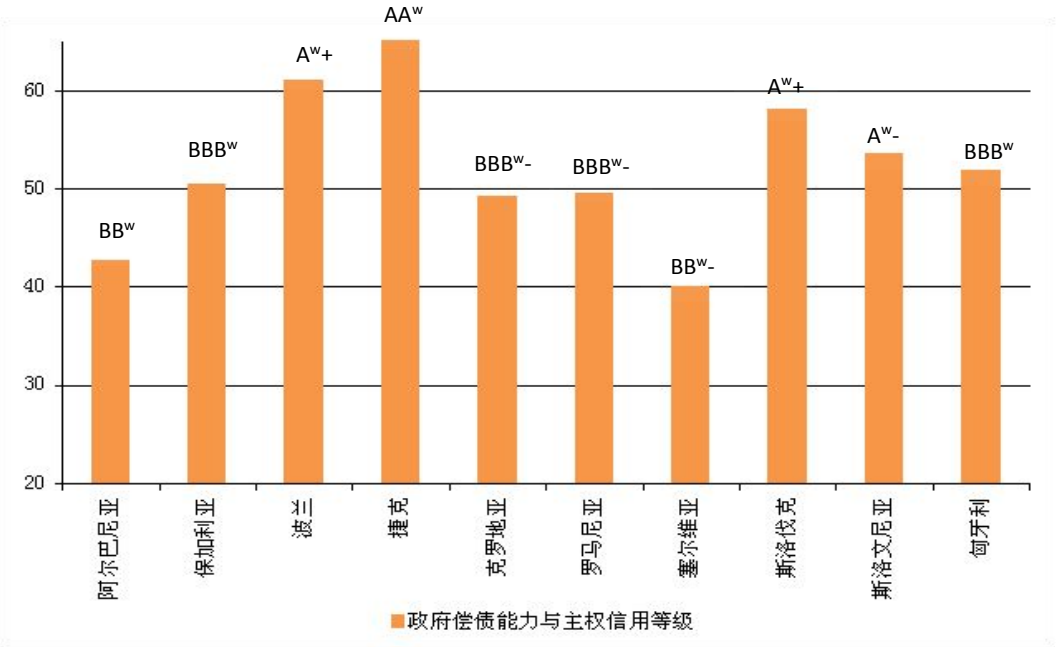
除阿、塞两国经济发展程度较低外，其它 8 国经济实力均高于全球平均水平。

区域内各国金融实力差异很大，普遍偏低，反映了国际金融危机和欧债危机对多数国

家金融业带来的剧烈冲击，较高的不良贷款率仍需一段时间消化。

各国财政实力和国际收支与外债保障能力偏弱，反映出高企的政府债务及外债对主权偿债能力带来的负面影响，但中期内两个评级要素均呈改善之势。

图 2　2016 年中东欧国家主权信用水平



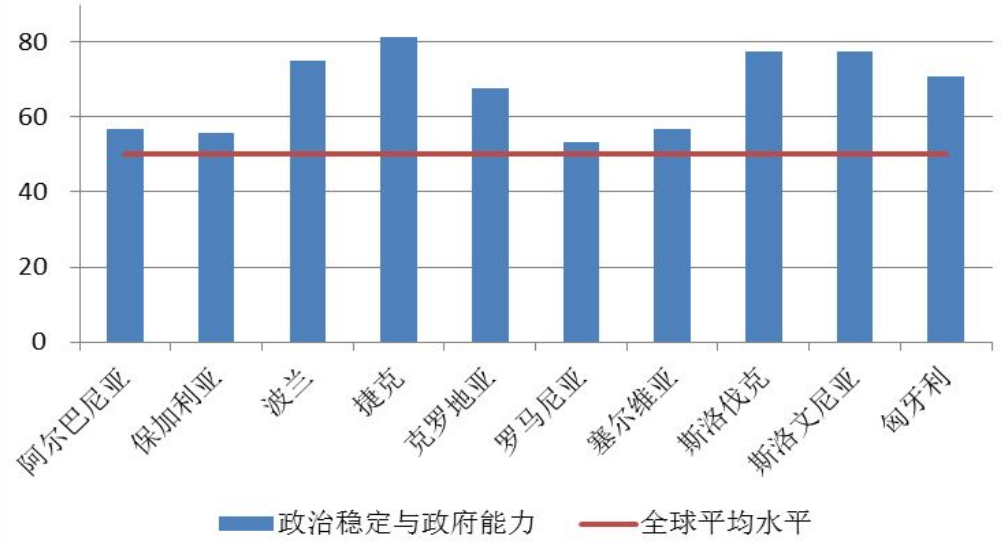
数据来源：东方金诚主权数据库

二、中东欧 10 国主权信用风险评级要素

1、政治稳定与政府能力

中东欧区域政治稳定性与政府能力均高于全球平均水平，在“一带一路”沿线国家中政治风险相对较低。这主要得益于在上世纪九十年代苏东剧变后，该区域各国普遍经历了相对成功的政治转型，政治制度化发展程度较高：各国大选普遍能够在和平的秩序中进行，政权交接较为顺利。当前，中东欧各国内部普遍党派林立，且仍主要以民族、宗教或区域划线，政府多以党派联合的形式组成，稳定性较低，政策效率受到一定影响。罗马尼亚等半总统制国家中出现的“左右共治”格局更是易于对政府内部凝聚共识形成拖累。在匈牙利、波兰以及一定程度上的斯洛伐克，具有民族主义及民粹主义色彩的政治气候正在加剧其内部政治激化倾向，其与欧盟大国之间的矛盾亦在升温，政治稳定性呈下降趋势。中长期来看，随着阿尔巴尼亚及塞尔维亚两国开启加入欧盟谈判进程，该区域加入欧洲一体化进程将是主流，政治稳定性保障程度较高，政府效率将进一步提升。

图 3　中东欧国家政治稳定性与政府能力



数据来源：东方金诚主权数据库

自 1997 年以来，“山鹰之国”阿尔巴尼亚政局趋向平稳，历届大选后均实现了政府权力的顺利交接，左翼社会党和右翼民主党轮流执政的局面初步形成。不过，阿尔巴尼亚政治制度化仍处于较低发展阶段，政党认同地域特征明显——社会党的政治基础主要在该国南部地区，而民主党在北部地区的支持率更高，政府效率在全球范围内处于中等水平。2013 年社会党领导的左翼政党联盟“欧洲阿尔巴尼亚同盟”在议会选举中获胜后，以加入欧盟为目标，逐步推行包括司法、财政、地方政府等领域的结构性改革，营商环境持续改善。目前，阿尔巴尼亚已是北约成员国、欧盟候选成员国。东方金诚预计，2017 年阿尔巴尼亚可能启动加入欧盟的谈判进程，从而有望成为欧盟内部首个穆斯林占多数的国家。加入欧盟对阿尔巴尼亚经济社会发展具有重要意义，并将切实提升其政治稳定性和政府效率。

经历了 37 年的政治转型过程后，尽管保加利亚各政党频繁分化组合，政治碎片化特征明显，但政局整体处于平稳有序状态，议会制下历届政府权力均实现有序交接。2016 年 11 月，右翼公民党牵头的联合政府宣布辞职，大选将在 2017 年春季提前举行。这意味着保加利亚未来经济政策可能面临一定不确定性，但不会动摇该国的政治秩序和社会稳定。作为欧盟和北约成员，在可预见的未来，保加利亚内、外部政治安全保障度较高，政府效率亦将持续处于良好状态。

上世纪九十年代初期波兰剧变后，虽然国内党派林立，分属左右两翼的民主左派联盟、公民纲领党和法律与公正党轮流上台执政，但历届政府更迭平稳有序。这表明波兰现行的半总统制政体能够适应该国国情，有效保障了波兰国内政治秩序的基本稳定。2015 年波兰右翼新政府上台后，诸多新政策——如强化对司法、安全及公共媒体部门的控制，变更宪法法院的组织及审判原则以消除可能影响其改革的法律因素——引发巨大争议，其较高政治稳定性和政府效率水平将受到一定拖累。但在欧盟框架内，其国内出现政治失序的可能性仍然较低。

自苏东剧变及 1992 年与斯洛伐克分立以来，捷克共和国议会制政体运行稳健。虽然国内党派林立，但以左翼社民党和右翼公民党为主导的两党制格局已初步形成。各主要政党在推进欧洲一体化、推动经济增长、打击腐败等基本政策方针上具有高度共识，保障了捷克政府较高的政策连续性和行政效率。新一届议会大选预定于 2017 年 10 月举行。东方金诚预计，大选结果不会对政府宏观政策方向带来显著影响，捷克既有的高水平的政治稳定、政策能力仍将延续。

在经历上世纪九十年代独立初期的内战和威权统治后，克罗地亚政局逐步走向制度化。在当前的议会制政体下，基本形成了以右翼的民主共同体和左翼的社会民主党为主导的两党制格局。尽管政府更迭频繁，但政治稳定的大局能够得到保障。值得关注的是，内战期间约有 28 万（约占总人口的 6.5%）塞族人逃往境外，这一族群能否顺利重返家园、融入社会，仍是克罗地亚政府需要面对的一项挑战。此外，由于一段时期以来左、右两大政党势均力敌，加之小党林立，大选结果经常出现“无多数议会（Hung Parliament）”，导致克罗地亚政府稳定性低，政策连续性和有效性受到影响，难以持续推进重大财政和经济结构性改革。

与其他中东欧国家不同，罗马尼亚是唯一以暴力形式完成转轨的国家，巨变后多党制政治体系逐步走向正轨，形成了当前以社会民主党为左翼，以国家自由党、民主自由党等为右翼的主流政党格局，并确立了半总统制的政体形式。2016 年末的议会大选结束后，罗马尼亚开启了一个“左右共治”的时期——右翼总统与左翼政府共同治理国家。当前罗马尼亚国内法制建设仍然缺乏完备的制度规范和有效的法律约束力——包括罗马尼亚前总理纳斯塔赛在内的多名高级官员均受到了各类腐败问题的指控，民众对政治家抱有较高的不信任情绪，政府政策效率偏低，整体政治稳定和政府能力在中东欧区域处于最低水平。

2006 年，塞尔维亚共和国在黑山共和国脱离两国联盟后，成为一个独立国家。目前塞国内政局整体保持稳定，议会制政体运行平稳。但塞尔维亚国内政党林立，且主要以种族 、宗教和地域划界，政治碎片化较为严重；政府在解决国内经济社会领域重大结构性问题——推进国有企业改革、降低高失业率及完善法治环境等——过程中面临严峻挑战，执政效率在中东欧国家中处于较低水平。此外，塞尔维亚已启动了加入欧盟的谈判进程（加入欧盟对其发挥低成本优势，实现“追赶型”增长，以及财政及金融稳定具有重要意义），但包括当前执政的前进党在内，各主流政党均坚持 “既要欧盟又要科索沃”的政策，拒绝承认科索沃独立[33]。由此，其在 2020 年之前加入欧盟的可能性较低。

1992 年独立后的斯洛伐克政局经历了复杂的演变过程，半总统制政体最终得以确立。各党派之间的政争焦点也逐步从对民族主义政策（带有某种威权色彩）的争论，转入就经济改革步调与深度的博弈，斯洛伐克政治稳定性已达到较高水准。不过，长期以来历届斯洛伐克政府在解决地区差异、区域高失业率及应对老龄化风险等结构化问题方面，缺乏清晰、具体的战略，政策效率的下行风险较高。另外，2016 大选后斯洛伐克新纳粹党派将首次进入议会，该党获得 8%的选票和 12 个议会席位。从当前斯洛伐克国内政治气候的演变趋势来看，其出现更具有民粹主义、民族主义色彩政府——类似波兰和匈牙利——的可能性无法排除。

[33] 欧盟已经明确指出：塞尔维亚在加入欧盟之前必须与科索沃关系实现真正意义上的“全面正常化”，即双方要签署一个具有法律效力的条约。这等于要求塞尔维亚事实上承认科索沃是个主权国家。

自 1991 年独立以来，斯洛文尼亚经历了相对和平、顺利的转轨过程，议会制政体运行平稳。其已在 2004 年加入欧盟，2007 年加入欧元区。尽管国内小党林立，大选频繁（平均不到 3 年即举行一次议会选举），但斯洛文尼亚大选过程普遍自由公正，政府权力移交平稳。各主要政党大多主张侧重经济领域改革，内容包括确立稳健的公共财政体系，强化反腐措施，扩大就业市场，改善大众医疗和退休保障体系等。政府行政效率在中东欧国家中居于前列。不过，近期难民问题等非经济议题正在削弱民众对联合政府的支持力度，米罗.拉采尔党领导的执政联盟内部就重大改革议程存在分歧，或将给财政和经济调整进度带来不确定性，近期政府稳定亦呈下降趋势。

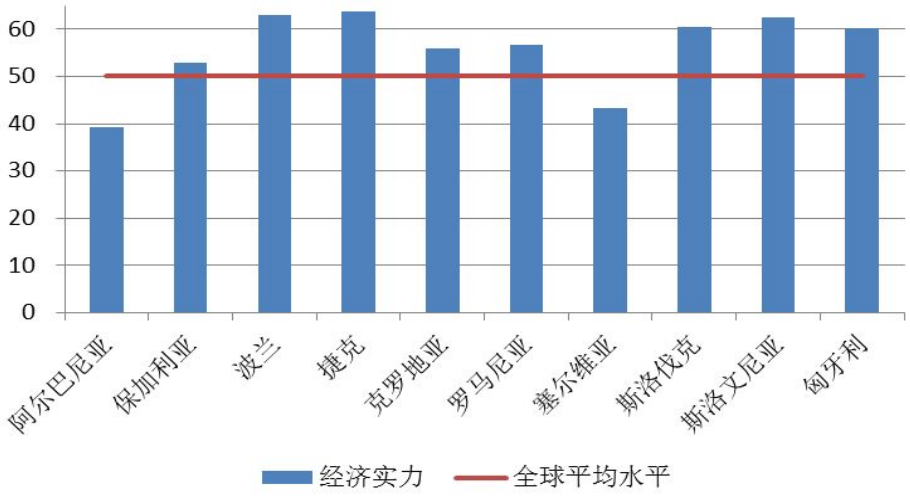
上世纪九十年代苏东剧变后，匈牙利平稳转型为议会制政体。不过，因执政联盟展现的集权倾向及其疏欧亲俄立场，匈牙利政治稳定性及政府能力呈现下降趋势。2010 年青年民主主义者联盟（青民盟）主席欧尔班再次担任总理后，于次年主持修改选举规则，抬高议会政党的门槛，限制媒体自由，其削减福利、增加税收和限制自由的政策也越来越激发各阶层的不满情绪。但因中左翼反对派在议会中处于弱势（2014 年青民盟第三次赢得大选、拥有议会 2/3 多数选票），无法对其政策进行有效制衡，反对派对政府的态度有激进化趋势，国内反政府示威时有发生。此外，欧尔班政府公开质疑体现欧洲主流价值观的“自由民主制度”，宣扬民族主义及民粹主义观点，加之其在外交争端中采取明显的亲俄立场，匈牙利有被欧洲边缘化的危险。

2、经济实力

中东欧区域中的欧盟成员国经济发展程度普遍较高，经济实力均在全球平均水平之上，阿尔巴尼亚和塞尔维亚则处于相对落后状态。得益于加入欧盟后低成本优势对出口的刺激，2008 年国际金融危机之前各国普遍经历了一段高增长时期；但国际金融危机、特别是欧债危机爆发后，与欧洲市场的紧密关联导致各国经济普遍进入衰退及缓慢复苏过程，经济的外部依赖性和稳定性风险暴露。不过在加入欧盟后，财政约束有力地遏制了该区域此前普遍存在的通货膨胀失控现象。中期内，随着欧元区经济回暖拉动出口增长，各国内部结构性改革持续推进，该区域各国有望恢复 2.0-3.5%的温和经济增长，通胀率仍将保持低位。此外，在未来加入欧盟后，阿尔巴尼亚和

塞尔维亚有望实现“追赶型”增长，经济实力将显著获得改善。

图 4　中东欧国家经济实力



数据来源：东方金诚主权数据库

阿尔巴尼亚是中东欧地区发展水平最为落后的经济体之一，2015 年人均 GDP 仅为 3994 美元，是典型的中低收入发展中国家。欧债危机以来，以意大利和希腊为主要贸易伙伴的阿尔巴尼亚经济增速显著下滑，2011-15 年年均 GDP 增速仅为 1.9%，不及此前 10 年平均增速的三分之一。2016 年，在管理体制改革及有利的天气条件下，阿尔及利亚建筑业和电力行业持续复苏，低油价带动国内消费势头增强，GDP 增速将达到 3.4%，较上年提高 0.6 个百分点。整体上看，阿尔巴尼亚经济正逐渐从出口驱动转向内需拉动。东方金诚预计，如果阿尔巴尼亚在实施司法改革、强化产权保护，改善基础设施及国内营商环境等领域持续取得进展，并成功吸引大规模外资流入国内石油天然气行业，2017-20 年其年均 GDP 增速将达到 4.0%，在中欧国家中表现突出。

保加利亚经济处于中等发展水平。2000-08 年，在外资流入、人口红利，以及国内经济结构性提升劳动生产率带动下，保加利亚 GDP 年均增速高达 6.0%；全球金融危机、特别是欧债危机后，以欧元区国家为主要出口市场的保加利亚经济受到严重冲击，GDP 增速骤降；2013 年后伴随外部环境趋稳，保加利亚开始经历缓慢复苏过程。东方金诚估计，2016 年保加利亚 GDP 增长 2.9%，主要受到净出口和私人消费驱动。2017-20 年，出口和私人消费仍将支撑经济复苏势头，而且随着欧盟新一轮预算周期的开始，受到欧盟“结构与凝聚基金”支持的公共投资项目也将对经济增长提供动力。长期来看，高度依赖外资、私人部门债务高、人口老龄化削弱了保加利亚长期经济增长潜力，但劳动力成本低廉，承接西欧产业转移的发展机遇使中长期经济可保持 3.0%的平均增速。

波兰经济发展水平较高，抗冲击能力强，是 2008 年国际金融危机后欧盟唯一保持正增长的国家，这主要源于长期以来该国政策环境良好，与德国存在密切产业链连接等因素。2016 年经济在国内消费拉动下，增速回升至 3.7%；2016 年受欧盟资金流入规模下降、政策变动引发商业信心波动等因素影响，GDP 增速降至 3.1%。2017-20 年，随着欧盟资金支持的公共项目建设加速

推进，以及工资增长及劳动力市场改善带来消费增长，GDP 年均增速将保持在 3.2%左右。长期看，波兰劳动力优势明显、工业基础和技术实力较好，东部基础设施建设和教育投入有助于促进东西部地区协调发展，预计中长期经济将保持 3.5%左右的较快增速。

2015 年捷克人均 GDP 为 17231 美元，位列中东欧区域第二位，属高收入发达经济体。捷克制造业和劳动力成本优势明显。自 2004 年加入欧盟后，迅速扩大的出口及欧盟资金流入等因素推动捷克经济增长进入快车道，2004-07 年 GDP 年均增速近 6.0%。2008 年后相继爆发的美国金融风暴和欧债危机对捷克经济构成严重冲击，2008-13 年 GDP 年均增速仅为 0.5%。2014 年以来，随着外部环境趋于稳定，捷克经济开始复苏。在出口恢复增长，以及国内工资上升、失业下降带来消费提升的带动下，东方金诚预计 2017-20 年捷克 GDP 年均增速有望保持在 2.5%。

克罗地亚人均 GDP 约相当于欧盟平均水平的 60%左右，属中高收入经济体。造船业和旅游业是其经济的支柱产业。2000-07 年克罗地亚年均经济增速高达 4.3%，但在全球金融危机及欧债危机爆发后，其经济自 2008 年起连续 6 年陷入衰退。2015 年在旅游业复苏、国内个人所税改革及低通胀提振消费等因素作用下，GDP 实现 1.6%的正增长。东方金诚估计，这些因素在 2016 年还将持续推动经济以相同速度扩张。2017-20 年，随着欧元区经济复苏势头增强，2013 年加入欧盟的克罗地亚出口有望成为经济增长的拉动力，但国内政策不稳定可能拖累公共和私人投资，其年均 GDP 增速将维持在 2.0%左右的较低水平。

2016 年罗马尼亚人均 GDP 约为 9400 美元，在欧盟中排名倒数第二位。罗马尼亚经济在 2000-08 年年均增速高达 6.1%，其间国内投资和消费一片繁荣。全球金融危机后经济连续两年陷入衰退，其后开始逐步复苏。东方金诚估计其 2016 年 GDP 增速达到 4.8%左右，公共部门工资增长、增值税率下调及低利率、低油价环境共同促进了消费大幅增长，投资增速也达到了 9.0%。2017-20 年，随着财政政策收紧，消费增速将有所下调，但金融机构信贷增长及欧盟资金流入将对投资构成支撑，罗马尼亚年均 GDP 增速有望保持在 3.5%左右的区域较高水平。

上世纪九十年初前南斯拉夫解体后，塞尔维亚经历多次的战乱，经济发展受到严重影响，2016 年人均 GDP 约为 5260 美元，在中东欧地区仅高于阿尔巴尼亚，处于明显落后状态。1999 年科索沃战争结束后，塞尔维亚经济持续高速增长，2000-08 年年均 GDP 增速达到 6.1%。国际金融危机和欧债危机相继爆发后，塞经济进入低迷状态，并多次出现负增长。2016 年在外资大规模流入、出口增加、制造业产能释放以及货币环境宽松等作用下，GDP 增速达到 1.5%。中长期来看，随着塞尔维亚财政整固、结构化改革（包括公共部门人员精简、国有企业私有化、完善破产法律等）取得进展，其营商环境将有所改善，出口部门的低成本优势及对外资的吸引力将逐步增加，2017-20 年年均 GDP 增速有望达到 3.5%，从而走出此轮经济低迷过程。

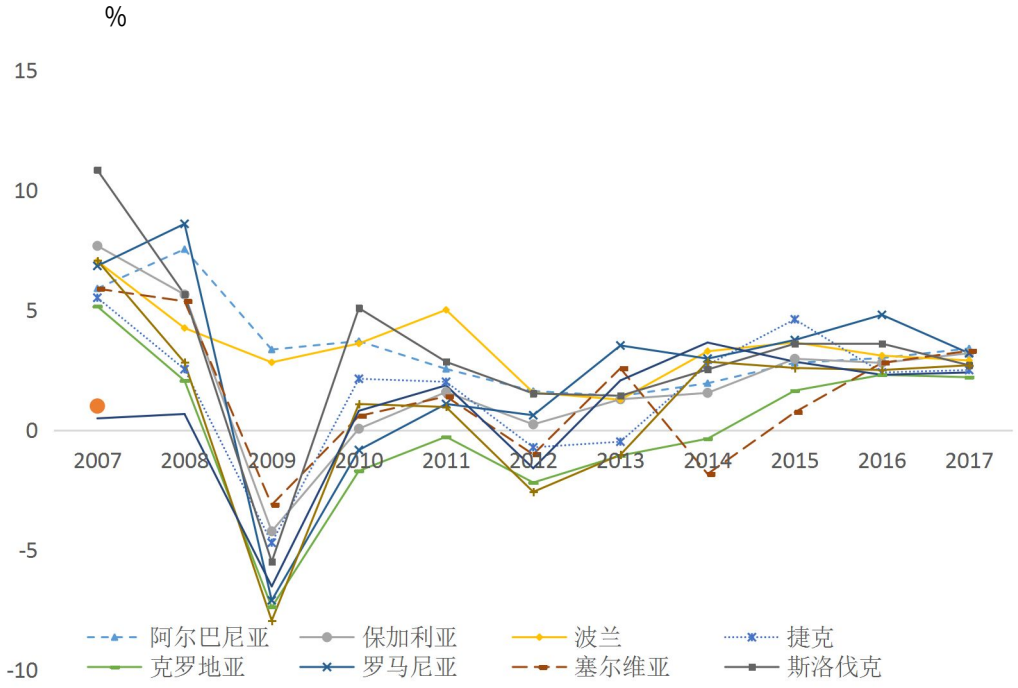
作为中东欧地区发达程度最高的国家，斯洛伐克经济高度依赖出口——2015 年出口额约相当于 GDP 的 90%，汽车制造业是其支柱产业，约相当于其工业产值的 40%，出口总额的 27%。2008 年国际金融危机爆发后，斯洛伐克经济先后经历了深度衰退和迅速反弹过程，随之而来的欧债危机拖累其经济进入低迷状态。2014 年后，随着外部环境趋于稳定，斯洛伐克 GDP 增速逐步回升。东方金诚估计，得益于劳动力市场改善推动国内消费走高，以及公共及私人部门投资的较快增长，2016 年斯洛伐克经济增速约为 3.6%，在该地区排名靠前。2017-20 年，斯洛伐克凭借低成本优

势有可能进一步扩大汽车产能，大规模的外资流入可期，这将创造更多的就业机会，并有助于更大程度地吸收外部冲击对其经济的影响，其中长期 GDP 增速有望保持在 3.7%左右。

1991 年独立之前，斯洛文尼亚即是南斯拉夫联盟六个加盟国中经济最发达、生活最富裕的国家。2016 年，人口仅 210 万的斯洛文尼亚人均 GDP 达到 20600 美元，在中东欧地区居于首位。独立后和平稳定的政治环境、持续推进的市场化改革带来了经济的持续稳定发展，1992-2008 年年均 GDP 增速达到 4.1%，2009 年经济大幅衰退后开始缓慢复苏，2012 年因银行业危机陷入二次衰退，2014 年恢复正增长。2016 年其 GDP 增速为 2.3%，增长动力主要来源强劲的出口，以及因劳动力市场改善带动消费支出增加等。中期内，该国经济将受到富有竞争力的出口部门支撑（2016 年出口额与 GDP 的比重约为 80.0%），其中以汽车行业为代表的制造业将继续成为经济的主导产业。此外，随着行政、司法领域改革的推进，斯投资环境优化也将改善其中长期经济增长前景。东方金诚预计，2017-20 年斯洛文尼亚 GDP 增速将保持在 2.4%左右。

东欧剧变后，匈牙利迅速回归西欧政治经济体系，经济持续快速发展，1994-2007 年年均 GDP 增速达到 3.5%，已达到中等发达国家水平。在 2008 年全球金融危机和 2012 年的欧债危机中，匈牙利两次陷入衰退，2013 年以来出现复苏，但势头较为温和，主要源于财政整固、外需疲弱和实体经济部门去杠杆。2016 年其 GDP 增速为 2.0%，政府的各类税收减免刺激了消费，央行多次下调政策利率提振投资，在一定程度上抵消了欧盟资金延后的影响。中期内，匈牙利在汽车、电子产业竞争力依然突出，欧洲主要贸易伙伴的经济复苏加快将有利于其出口增长；不过国内税收及监管政策不稳定，将不利于进一步吸引外资。综合来看，东方金诚预计匈牙利 2017-20 年年均 GDP 增速将维持在 2.5%左右。

图 5　中东欧国家 GDP 增长态势



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

2000-11 年，阿尔巴尼亚通胀率一直处于 2.8%左右的温和水平。前期伴随经济低迷及国际油价下跌，通胀率进一步降至 2.0%以下。不过，随着阿尔巴尼亚经济增长呈加速态势，国际油价企稳反弹，2017-20 年通胀率有望向 3.0%的温和水平靠近，预示其经济复苏仍将处于良好的平衡状态。

1997 年爆发银行业危机和恶性通胀后，保加利亚引入货币局制度，较为成功地控制了其通胀水平。欧债危机引发经济陷入低迷后，保加利亚物价增速迅速下滑，2014-2016 年更是陷入通缩状态。不过，随着欧元区通胀水平走高，保加利亚 CPI 增速将在 2017 年进入正向区间，但在本国经济增长和欧元区物价增速整体处于温和水平的背景下，通胀率在 2020 年之前很难超过 2.0%的较低状态。

波兰通胀率长期处于较低水平。2006-2015 年，国内平均通胀率为 2.3%。其中 2015 年受石油及食品价格的下跌影响，通货膨胀率为-0.9%，2016 年 CPI 变化亦呈-0.6%的通缩状态。不过，2017 年在欧元区通胀水平整体上升带动下，波兰通胀率将重返 1.3%的正向区间，并在 2020 年之前持续处于温和通胀状态。

2000-15 年，捷克通年均通胀率仅为 2.3%。近期受低油价等因素影响，通胀率更进一步降至 0.5%左右。东方金诚预计，在经济逐步恢复常态后，2017-20 年捷克通胀率将保持在 2.0%的温和水平。

长期以来在央行审慎保守的货币政策环境下，克罗地亚通胀率始终保持在较低水平。近期连续 6 年的经济衰退更是带动 CPI 增速持续走低，2014-16 更是处于小幅通缩状态。不过，随着欧元区通胀率趋于上升，克罗地亚国内经济延续增长势头，2017-20 年其通胀率将恢复至 1.5%左右的温和增长。

历史上的罗马尼亚曾长期经历恶性通货膨胀，2005 年之后才降至个位数。不过，在全球金融危机后的经济低迷期间，其 CPI 增速亦显著走低，2015-16 年更是在低油价及增值税下调等因素共同作用下陷入小幅通缩状态。2017-20 年，随着欧元区通胀率的整体回升，罗马尼亚国内经济保持较快增长势头，年均通胀率有望恢复至 2.5%左右的温和水平。长期来看，在 2007 年加入欧盟后，受制于一系列财政规则制约，罗马尼亚再现昔日恶性通货膨胀历史的可能性很低。

2014 年之前，在长期货币超发和高额财政赤字背景下，塞尔维亚通货膨胀率历史上曾持续处于区域最高水平（2002-13 年年均高达 9.0%）。2014 年后，随着国际油价下跌及财政整固取得实质性进展，通胀率显著下降，2016 年该指标为 1.3%。2017-20 年，鉴于塞尔维亚央行将通胀目标设定为 4.0%，上下浮动范围不超过 1.5 个百分点，财政赤字将得到遏制，在经济增速升温背景下，中期通胀率有望控制在 4.0%左右，但难以排除大幅波动的可能。

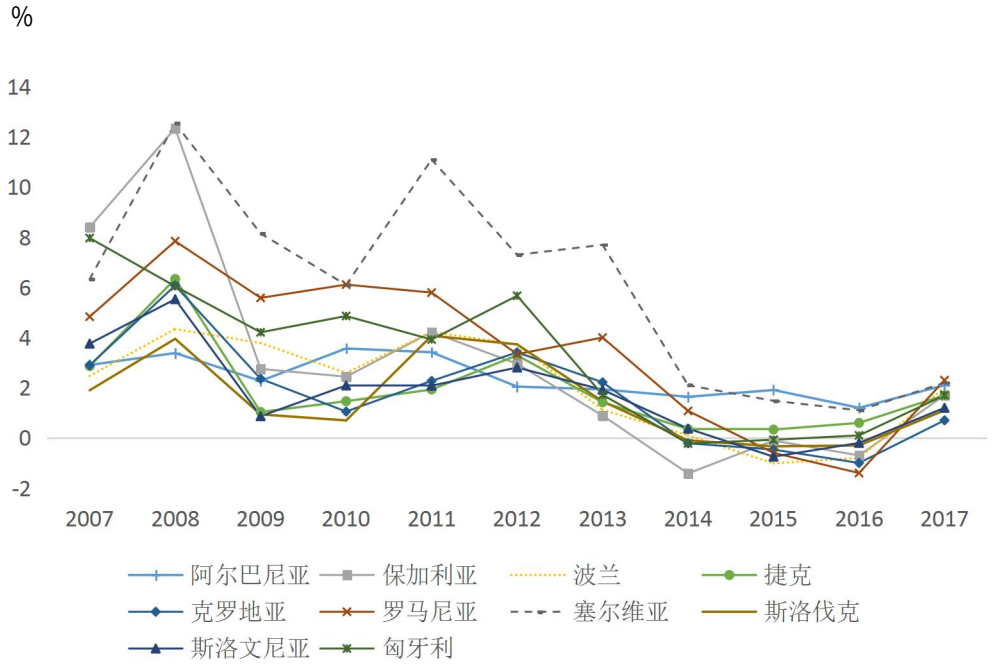
历史上斯洛伐克曾长期处于高通胀状态。但自 2009 年其加入欧元区后，特别是随后经济持续陷入低迷状态以来，斯洛伐克通胀率迅速走低，并在 2014-16 年处于微幅通缩状态。不过，随着国际油价低位反弹，及欧元区通胀率整体回升，2017-20 年斯洛伐克 CPI 增速有望保持在 1.2%-1.8%。

2004 年加入欧盟后，斯洛文尼亚通胀率一直处于温和水平。2015-16 年，受国际油价下跌、欧元区通胀率下滑等因素影响，其 CPI 出现小幅负增长。东方金诚预计，随着国际油价进入反弹

过程，以及国内需求上升刺激物价上涨，2017-20 年斯洛文尼亚通胀率将恢复至年均 2.0%左右。

历史上匈牙利通货膨胀率长期维持较高水平，2000-2013 年 CPI 年均变化率达 5.8%。2014-15 年，随着国际油价大幅下跌，其通胀率转入负增长。2016 年因减税刺激国内需求及国际油价反弹，匈牙利 CPI 同比上升 0.4%。东方金诚预计，2017-20 年其通货膨胀率将维持在 2.5%左右。如果财政整固进程不达目标，或本币福林出现较大贬值，不排除通胀大幅走高的风险。

图 6　中东欧国家 CPI 变化

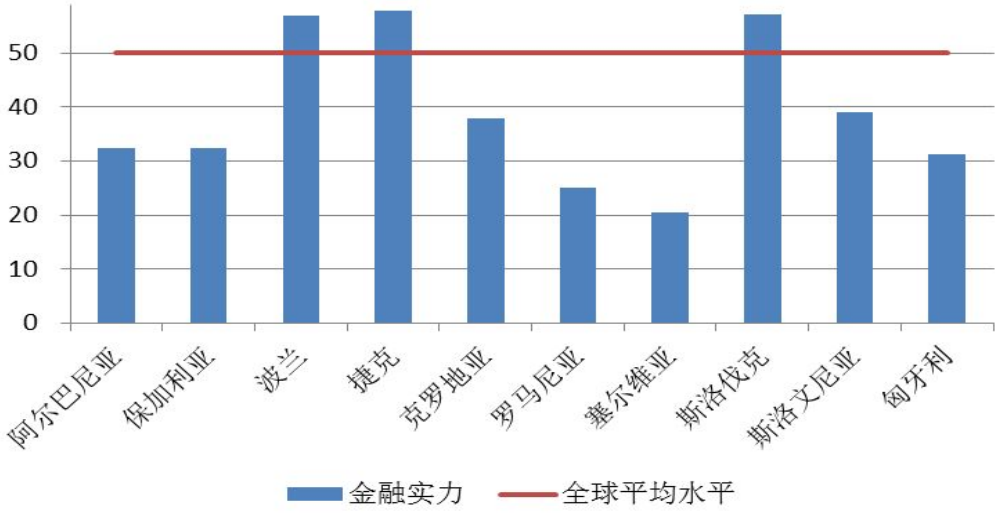


数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

3、金融实力

金融实力普遍较弱是中东欧区域主权信用风险的一个突出特征。各国银行体系普遍以外资银行为主导，金融发展程度较高。但在国际金融危机之前经济高增长时期，各国普遍出现了信贷繁荣，信贷风险控制松驰等问题。国际金融危机爆发后，经济衰退导致过度负债的企业和家庭无力按时偿还贷款，银行业不良贷款率急剧上升，除波兰、捷克和斯洛伐克（以上三国不良贷款也仅处于全球中等水平）外的其他 7 国均达到 15.0%以上的畸高状态，银行业危机爆发。其后，各国政府纷纷采取措施进行资本注入或不良债权剥离，匈牙利还采取了一定的银行国有化手段，银行业危机得到遏制，不良贷款率整体呈下降趋势。经此一役，中东欧各国金融业对实体经济普遍进行去杠杆化操作，风险偏好显著下降，这也是该地区经济复苏缓慢的一个原因。展望未来，该地区金融稳定性将逐步改善，但金融风险能否持续得到控制将很大程度上取决于各国央行的监管能力，以及欧盟银行业整体监管措施的落实情况。

图 7　中东欧国家金融实力



数据来源：东方金诚主权数据库

从金融发展程度来看，阿尔巴尼亚金融业以外资控制的银行业为主（市场占比约为 86%左右），欧元化程度高，国内储蓄是主要资金来源，以金融深度衡量的整体发展水平在中东欧地区处于中等偏低状态。截至 2016 年 6 月，保加利亚共有商业银行 28 家，除保加利亚开发银行为国有政策性银行外，其它均为股份制银行，银行系统资产总额与 GDP 的比率为 97.6%，M2/GDP 处于全球中等区间，在中东欧国家中居于前列。

波兰金融体系发展处于中等水平。截至 2016 年末，波兰货币供给量 M2 与 GDP 的比率约为 67.7%，在全球范围内处于中等略低水平；同期国内金融业总资产占 GDP 的 121.4%，其中银行业资产总额占GDP的89.0%。波兰金融体系中债券市场以及股票市场的发展水平相对较低，其中2015年股票市场市值仅占 GDP 的 34.7%。

捷克和斯洛伐克金融业由外资主导，但资金来源主要为国内储蓄，2016 年 M2 与 GDP 的比率分别为 83.8%和 70.0%，处于较高水平。其中斯洛伐克银行业对私人部门的信贷仅占 GDP 的 50%，位居欧元区最低之列。东方金诚预计，2017-20 年，斯洛伐克信贷增速将保持在年均 5.0%左右，主要受经济增长带动企业和个人贷款增长驱动。

外国银行在克罗地亚的分支机构是该国信贷的主要提供者，2016 年其 M2 与 GDP 的比重达到 90.7%，金融业在该区域发展程度较高。近期受经济前景不明朗影响，以及公司和家庭正在经历持续的去杠杆化进程，克罗地亚银行业对私人部门提供的信贷持续收缩，2020 年之前恢复金融业对实体经济的支持力度仍面临较大困难。

罗马尼亚金融业以银行部门为主，整体发展水平位居中东欧地区最低之列，2016 年底银行业资产规模相当于 GDP 的 92.4%，其中希腊银行分支机构在其中的占比约为 12.0%；2016 年底 M2/GDP 仅为 40.5%。银行业对私人部门的信贷比例低，家庭和企业负债率均处偏低水平。2017

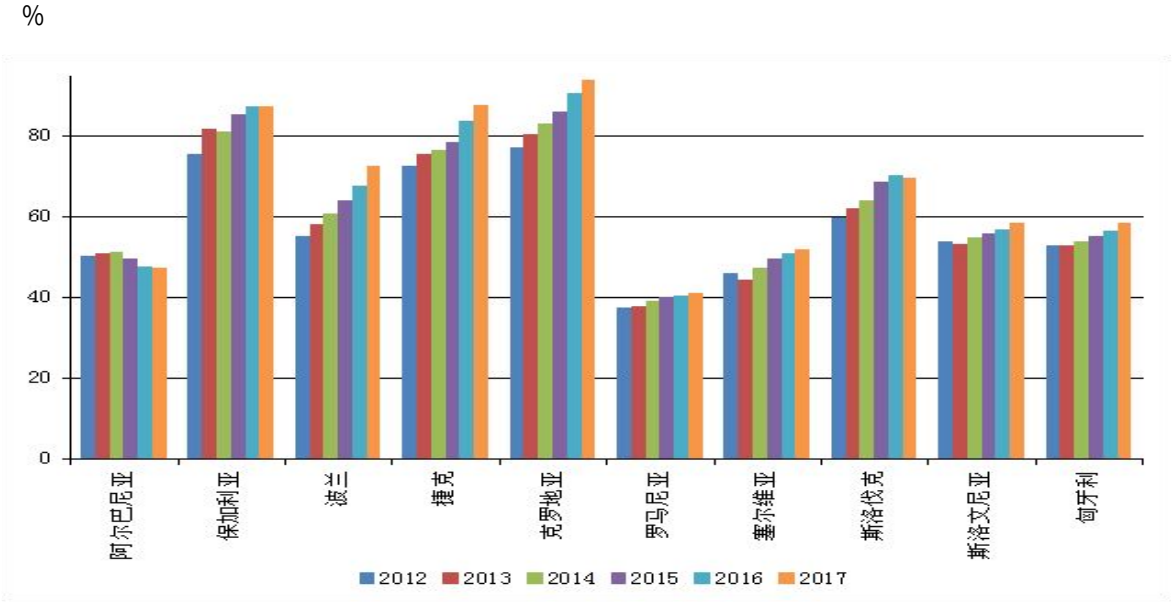
年后随着经济复苏走上正轨，预计银行业对私人部门贷款规模将有效增加，从而成为推动国内投资增长的主要动力 。

塞尔维亚银行业主要由两部分构成：占资本总额 75%的外资银行（主要是欧元区国家银行的分支机构）及国有银行。2016 年底 M2/GDP 仅为 51.0%，整体金融发展水平在区域内处于落后状态。2013 年以来，由于经济持续处于低迷状态，信贷需求下降，加之企业普遍债务负担沉重、违约风险较高，银行放款意愿不足，整个银行业对实体经济的信贷规模一直处于收缩状态。

斯洛文尼亚金融体系总资产与 GDP 的比例约为 150%，其中银行业占比约 70%。在 2013-14 年的资本注入后，政府成为银行业的主要控制者，持有资本总额的 63.0%，外资和国内其他实体分别控制其余的 30.0%和 7.0%。市场份额主要集中在几家大型国内银行中，其银行业资产规模占比达到 57.0%左右。2016 年底，斯洛文尼亚 M2/GDP 为 56.7%，整体金融深化程度在中东欧地区居于中下水平。

匈牙利金融体系以银行部门为主，而银行业中约 80%的资产份额由外资银行控制。2016 年底银行业资产总额与 GDP 的比重约为 94.1%，同期 M2/GDP 为 56.5%，整体金融发展水平在中东欧地区处于中等偏低状态。受银行业不良贷款率高企，实体经济信贷需求低迷影响，2014 年以来银行业信贷规模出现大幅下降，预计 2017 年有望恢复增长；政府税收政策的不稳定正在导致部分外资银行撤离。

图 8　中东欧国家金融深度（M2/GDP）



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

阿尔巴尼亚金融业面临的最严峻问题是不良贷款率高企。2011 年后阿经济增速锐降，银行业信贷风险暴露，不良贷款率迅速攀升至 20.0%以上的畸高水平。东方金诚估计，2015 年底该指标仍高达 18.0%左右。这严重制约了金融业对实体经济的支持力度。当前阿尔巴尼亚政府正在通

过司法改革，强化破产法及担保执行等措施综合处置这一问题，不良贷款率有望逐步走低。鉴于银行业资本充足率较高（2015 年底约为 16.0%），流动性较好，阿尔巴尼亚金融风险整体可控。

2008 年之前的信贷快速增长以及随后的全球金融危机、欧债危机，将保加利银行业不良贷款率推至 15.0%以上的高位；2014 年该国第四大银行“企业商业银行”破产，引发挤兑风潮。不过，保加利亚银行部门的资本充足率、流动性和盈利平均指标良好，2016 年后不良贷款已停止增加，显示其金融稳定性风险已基本触底。

波兰金融稳健性较高。2008 年国际金融危机爆发后，东欧多国的金融体系陷入崩溃边缘，而波兰凭借其长期以来较保守审慎的财政和货币政策，雄厚的银行业储蓄基础，较为充裕的资金流动性，以及较少的外币债务，金融体系并未出现严重冲击。截至 2016 年底，银行业资本充足率达到 14.5%，不良贷款率为 4.3%。总体上看，波兰银行业在谨慎严格的金融监管下稳健性较强。东方金诚注意到，波兰银行体系私有化改革后，银行业开放程度很高，外资在银行资本中占据比例较大，金融体系对外依赖程度加深，西欧金融市场波动对波兰银行体系可能带来的冲击仍是其主要的潜在风险点。

捷克银行业存贷比较低，资本充足率和流动性指标较好，不良贷款率在区域内处于最低水平之列。然而，在房地产领域——特别是首都布拉格，近期房价上升速度偏快，对金融体系稳健性构成潜在威胁。对此，捷克央行正在采取包括限制按揭成数等措施控制风险积聚。捷克央行以往良好的监管记录及正在采取的逆周期政策将有效控制由此引发的系统性金融风险。

斯洛伐克银行业资本充足率较高，2016 年底不良贷款率约为 5.0%左右（其中零售贷款不良率约为 4.0%，公司贷款不良率约为 7.0%），在区域内处于相对较低水平，金融稳健性风险可控。

经历了连续 6 年（2009-14）的经济衰退后，克罗地亚银行业面临巨大的困难——利润大幅下降，不良贷款率在 2015 年末高达 17.1%，较 2007 年的 4.8%显著上升。此外，因其外债中的相当一部分由瑞士法郎计价，银行业还暴露在汇率风险之下。不过，由于银行业一级资本充足率高达 21.0%，即使坏帐全部核销，其资本充足率仍能达到最低监管要求。此外，银行业的外国母行仍将为其流动性提供支持，克罗地亚央行仍致力于维护库纳（克罗地亚货币）稳定，从而最大程度降低银行业面临的汇率风险。总体上看，尽管克罗地亚金融业稳健性风险偏高，但中期内爆发系统性危机的可能性较低。

2008 年全球金融危机之前，罗马尼亚银行业不良贷款仅为 2.7%。危机爆发后，此前的信贷繁荣和随之而来的经济衰退导致不良贷款率急升，2014 年该指标一度高达 21.9%。2015 年不良贷款率大幅下降反映了坏帐核销和出售产生的积极效果，但这一指标仍处于明显偏高水平。更值得关注的是，2016 年 4 月罗马尼亚议会通过一项法律，允许购房者单方面将抵押品所有权转给银行后，解除对银行的还款责任。这将未来对银行业经营稳健性带来潜在的不利影响。

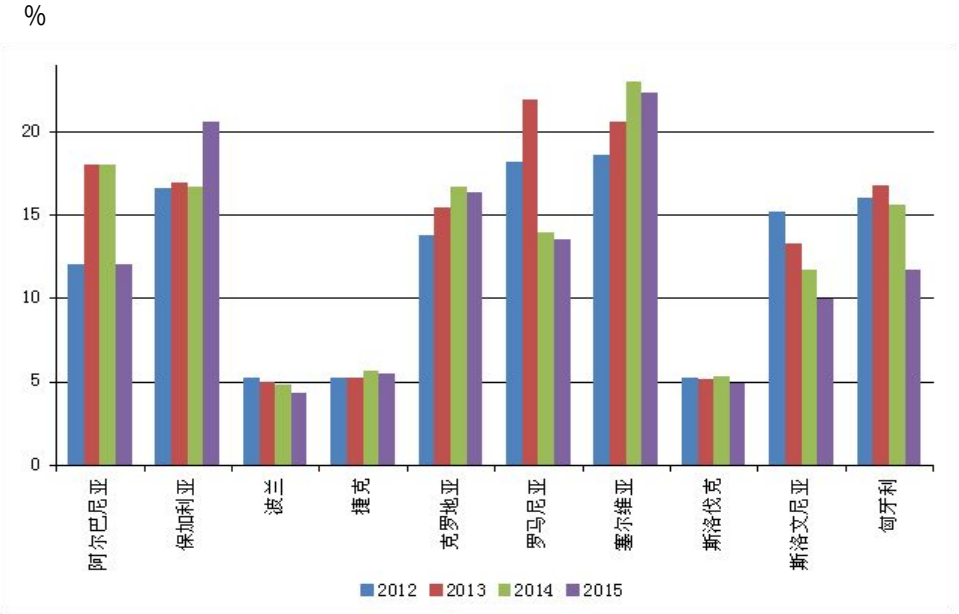
塞尔维亚银行业面临的不良贷款问题在整个中东欧区域最为严重，2015 年底不良贷款率高达 21.5%。2008 年以来的经济衰退、历史上国有银行对国有企业信贷风险把控不严等是其主要原因。当前塞尔维亚央行正在 IMF 的协助下，采取多种措施重组国有银行——包括强化银行公司治理，强化风险控制框架及出售或压缩国有金融机构规模等。随着制造业出现复苏，企业不良贷款规模正下降，家庭不良贷款率近期也出现好转迹象。此外，塞尔维亚银行业一级资本充足率在

20.0%左右，流动性充足，短期内出现系统性金融危机的可能性较低。但受贷款损失影响，银行业赢利水平在中期内将持续承压。

在 2008 年全球金融银行之前数年的信贷繁荣期间，斯洛文尼亚国有银行发放了大量高风险信贷。金融危机爆发后，银行业的外部融资渠道被切断，高负债中小企业难以偿还贷款，不良贷款率急剧上升,2012 年末高达 15.2%。随之而来银行信贷规模收缩引发经济出现二次衰退。2013-14 年政府对银行业实施注资，并将部分不良债权移入资产处理公司，金融体系得以稳定，不良贷款率逐步下降，但金融体系脆弱性问题在同类国家中仍较为突出。

2008 年全球金融危机之前，匈牙利银行业不良贷款率长期保持在 3.0%以下，赢利状况良好。金融危机爆发后，此前的信贷繁荣演变为不良贷款率骤升，2013 年该指标达到 16.8%。此后，随着经济逐步复苏、政府出台《个人破产法》及设立资产管理公司加快不良债权处置，不良贷款率出现一定下降，但绝对水平仍然明显偏高。综合考虑匈牙利金融业的市场环境，其金融稳定性风险在 2017-20 年处于偏高状态。

图 9　中东欧国家银行业不良贷款率



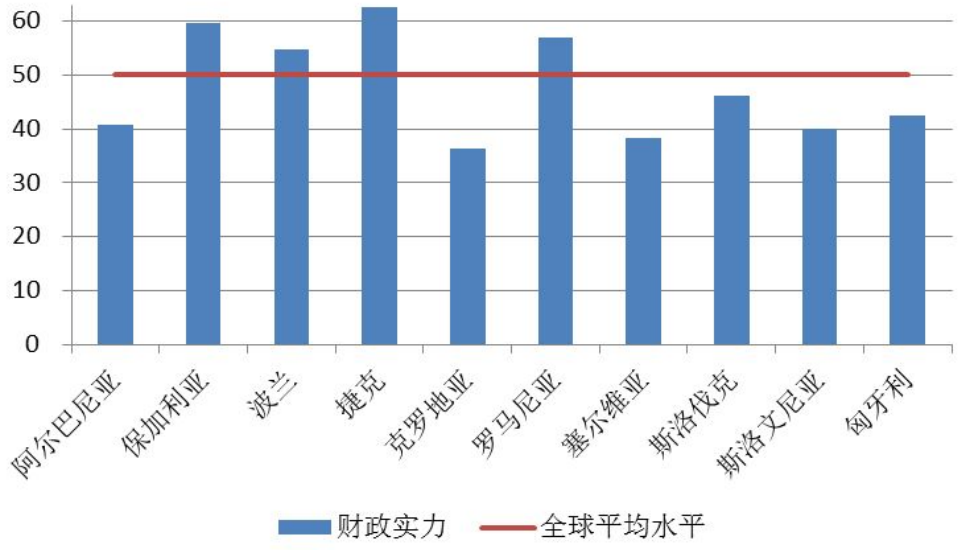
数据来源：东方金诚主权数据库

4、财政实力

中东欧各国财政实力整体处于全球平均水平，这主要是受近期较低的财政赤字率和普遍偏高的政府负债率的复合影响。上世纪九十年代苏东剧变后的相当一段时期，中东欧各国政党在大选中纷纷以提高社会福利水平为号召，政府均不同程度地实施减税、增加工资和增加退休金等措施兑现竞选承诺，导致社会福利支出巨大。但尚处于转型恢复阶段的各国经济实力普遍较为脆弱，政府财政捉襟见肘，各国财政赤字率普遍经历了高企阶段，并积累了明显偏高的政府负债率。加入欧盟后，统一的财政约束机制发挥一定作用，各国政府财政赤字率逐步得到遏制。在经历国际金融危机和欧债危机期间的赤字率反弹后，当前各国普遍推行的财政整固再次将赤字率压低到

3.0%以下。中期内在有利的经济前景和严格的财政纪律约束下，当前的低赤字率状态有望延续，政府债务负担亦普遍进入下降通道，财政可持续能力趋于好转。

图 10　中东欧国家财政实力



数据来源：东方金诚主权数据库

阿尔巴尼亚财政长期处于 3.0%以上的赤字率状态，这主要由于该国税收体系效率低下，税基狭窄，财政收入占 GDP 的比例明显偏低（2015 年约为 26.3%）。当前，在 IMF 相关计划的协助下，阿尔巴尼亚政府正在通过税制改革扩大财政收入规模，新的预算法也将严格控制政府支出及债务水平。东方金诚估计，2016 年阿尔巴尼亚政府有望将财政赤字率控制在 2.5%以内，并在近 6 年中首次实现 0.3%的初级财政盈余；未来 4 年，在财政整固进程持续推进的前提下，财政赤字率大体将延续当前的较低水平。

2008 年全球金融危机后，保加利亚财政平衡结束了此前长期的小幅盈余状态，2008-15 年年均赤字率为 1.7%。2016 年估计为 1.2%，为连续 3 年下降。短期内，在政府增加烟草消费税、加强税收征管及控制经常性支出等财政改革措施的影响下，预计 2017-20 年保加利亚各级政府财政赤字率将下降至年均 1.0%左右，远低于欧盟 3.0%的警戒标准。

波兰财政长期处于 4.0%左右的赤字率状态。全球金融危机爆发后，在扩张性货币政策刺激下，波兰政府财政赤字率一度升至 7.4%的高位。危机后政府转为实施紧缩货币政策，赤字幅度得以收敛，基本控制在 3.0%-4.0%之间。2016 年，波兰各级政府财政赤字率为 2.9%，已低于欧盟制定的 3.0%的警戒线以下。虽然现政府出台的各项赋税措施或将加大各级政府财政收入规模，但是考虑到波兰政府的基建设施投入较大，且社会福利支出较多，东方金诚预计波财政赤字率在未来 4 年内将维持在 3.0%左右。

捷克长期实行审慎的财政政策，这已逐步成为各主要政党的基本共识。2008-14 年的经济低迷时期，捷克财政赤字率仍控制在 3.0%左右。2015-16 年在经济增速上扬、利息支出下降及财政

征管效率改善作用下，财政赤字率持续保持在 1.0%以下。当前政府正在推进审慎财政政策框架的立法进程。东方金诚预计，2017-20 年捷克财政赤字率将维持在 0.5%的极低水平。长期来看，人口老龄化加剧是其财政平衡的主要潜在威胁。

2004 年加入欧盟后，斯洛伐克长期高赤字率的历史告一段落。不过在全球金融危机后，随着财政刺激力度增加，经济陷入衰退，其赤字率在 2009-10 年曾连续两年处于 7.0%以上。其后，财政赤字率经历了逐步下调过程，2016 年估计约为 2.3%左右。中长期来看，斯洛伐克公共部门人员工资和医疗服务支出偏高，政府投资项目支出规模庞大。尽管政府致力提高税收征管效率，力求通过各种措施筹措增加预算收入，但 2017-20 年仍将维持 2.0%左右的财政赤字水平。

克罗地亚财长期处于大幅赤字状态，近期的经济衰退进一步恶化了财政状况。不过，随着经济恢复增长，克罗地亚财政赤字率出现收敛走势，2016 年已降至欧盟警戒标准以下。中长期来看，在欧盟“过度赤字处置程序（EDP）”约束下，克罗地亚赤字水平再度大幅上升的可能性较低；不过，受其国内政府稳定性较差影响，克罗地亚财政结构性改革——涉及税制及福利支出调整等——进展将较为缓慢，2017-20 年仍将出现约 2.8%左右的财政赤字率。

罗马尼亚财政赤字率曾长期处于 3.0 左右的温和水平。全球金融危机爆发后，财政刺激政策导致赤字率迅速上升，2009-10 年均高于 6.0%。随后政府采取财政整固政策，赤字率在 2015 年回落至 1.5%的较低水平。不过，随着政府推出减税和增加公共部门工资政策，2016 年赤字率将回升至 3.0%。目前议会仍在酝酿削减社保缴费和进一步提高工资，在没有其他补偿措施的情形下，2017-20 年罗马尼亚财政赤字率将达到 3.3%左右的区域较高水平——赤字率的进一步上升将受到欧盟“超额赤字程序”（Excessive Deficit Procedure）[34]的制约。

因长期对低效率的国有企业（特别是交通和能源部门）提供补贴和流动性支持，塞尔维亚政府财政赤字曾持续处于很高水平。2014 年后，在 IMF 提供的备用信贷安排（Stand-by Credit Arrangement）约束下，塞政府开始实施财政整固过程，包括削减公共部门工资和养老金，提高电费，取消对几个大型国有企业的债务担保等，2016 年财政赤字率大幅降至 2.4%。由于致力于财政整固、国企重组的塞尔维亚进步党在 2016 年大选中再度获得执政地位，中期内塞尔维亚财政可持续性有望进一步增强，2017-20 年财政赤字率将控制在 2.5%左右。

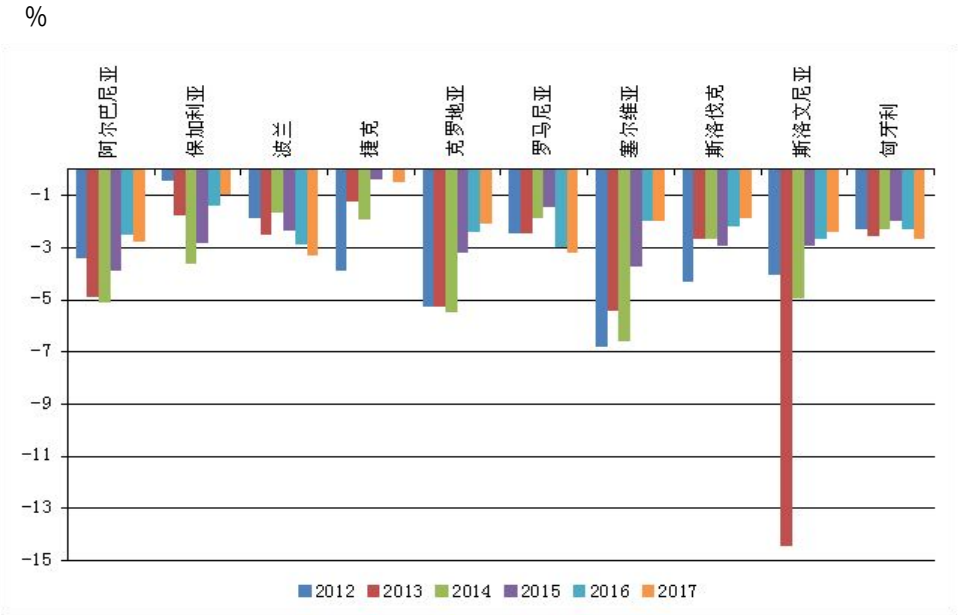
斯洛文尼亚政府曾长期采取审慎的财政立场，1995-2008 年年均财政赤字率仅为 0.7%。国际金融危机爆发后，其财政赤字率迅速上升，特别是在 2012-13 年对银行展开救助行动期间，该指标一度达到 13.9%的惊人水平。此后，随着经济、金融形势趋稳，政府开始推行财政整固，赤字率迅速回落，2016 年降至 2.3%，已低于欧盟警戒线，主要受到失业率下降、经济恢复增长带动财政收入增加影响。议会已通过法案，要求在 2020 年消除财政赤字，禁止通过债务为政府经常性支出融资。考虑到在联合政府内部推进财政整固的力度在削弱，经济复苏前景仍存在不确定性，

[34]根据规则，没有达到预算平衡的欧盟国家，每年的开支不能超过中期经济增长率。违反规则的成员会首先接到欧盟委员会的警告，如果警告无效，该国必须把相当于其国内生产总值（GDP）2%的资金存入委员会的账户。若该国一直无法按欧盟财长的建议解决问题，这笔资金就会转为罚款。

东方金诚预计 2017-20 年斯洛文尼亚财政仍处于年均 2.3%左右的赤字率水平。

匈牙利独立后的相当一段时期，社会福利成为各政党争取选民的重要武器，历届政府均不同程度地实施减税、增加工资和增加退休金等措施，社会福利支出巨大。但尚处于转型恢复阶段的国家经济脆弱，政府财政捉襟见肘，1995-2006 年年均财政赤字率高达 6.4%。2004 年加入欧盟后，财政约束机制发挥一定作用，匈牙利政府财政赤字率即使在国际金融危机和欧债危机期间亦得到控制。2016 年政府实施了减税等刺激性财政政策，但在经济增长和税收征管效率提升作用下，财政赤字率停留在接近历史最低记录水平的 2.3%。中期来看，匈牙利政府将扩大以居民住房、教育及医疗领域的支出，年均财政赤字率将保持在 2.5%左右。

图 11　中东欧国家财政平衡/GDP



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

2011 年以来，较高的财政赤字率将阿尔巴尼亚政府负债率在 5 年内推高了约 14 个百分点，2016 年底估计已达到 73.3%的偏高水平。政府债务中内债占比约为 50%，平均期限较短。不过，在财政改革切实得到执行、经济增速上升的背景下，政府负债率在未来 4 年有望转入下降通道。东方金诚估计，2020 年阿尔巴尼亚政府负债率将小幅降至 70.0%左右。

东方金诚估计，2016 年保加利亚政府债务与 GDP 的比例为 26.3%，其债务水平在欧盟国家排名第二低位，并远远低于全球平均水平。中期内随着财政赤字率下降，经济增速上扬，保加利亚政府负债率还将出现小幅下降趋势；此外，政府金融资产可基本覆盖债务。

2008 年全球金融危机后，波兰政府债务率有所上升，2013 年各级政府负债率为 55.9%。其后连续两年小幅走低，2016 年各级政府负债率降到 51.3%，远低于同期欧盟国家 85.2%的平均水平，中期将基本保持稳定。截至 2016 年末，政府本币债务占政府总债务的比重为 42.0%，主要是以固定利率的国库券为主，占比达 87.2%，利率风险对政府债务的影响较小。

合理。2017-20 年，随着政府赤字率有望控制在极低水平，经济保持温和增长，捷克政府负债率将进入小幅下降轨道。

捷克政府负债率在全球范围内处于中等偏低的温和水平，其中本币债务占比较高，期限结构作为实施欧元区“国家与地区帐户（ESA）”统计规则的一部分，斯洛伐克财政负债率在 2015 年被调降至 52.9%以下，处于 55.0%的“债务刹车”高限之内。未来一段时期，综合考虑斯洛伐克赤字率、经济增速及通货膨胀等因素，东方金诚预计在 2017-2020 期间，其政府负债率有望逐步降至 50.0%左右，财政可持续性增强。

近期的大幅财政赤字给克罗地亚带来高企的政府负债率，2016 年底该指标达到 84.4%，较 2012 年上升了约 14 百分点。此外，政府债务中的外币计价比例高达 73.0%左右，使其进一步暴

露在汇率及外部金融条件波动的风险之下。随着经济恢复增长，赤字得到控制，2017-20 年克罗地亚政府负债率有望小幅下降至 80.0%。不过，沉重的债务负担，较高的利息支出及不利的债务结构仍将持续成为影响其财政能力的负面因素。

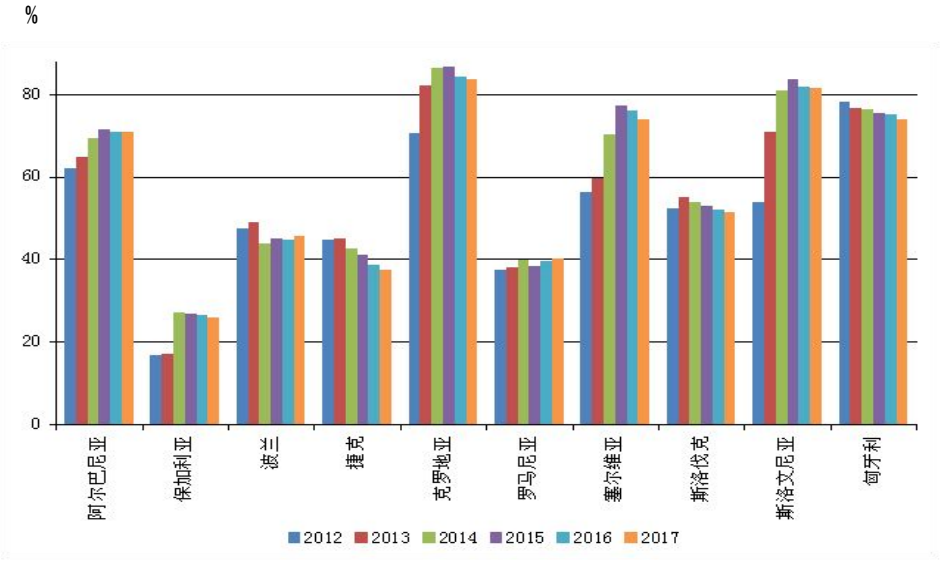
尽管金融危机后罗马尼亚政府债务大幅扩张，但截至 2016 年底政府负债率约为 40.0%，仍处于中等偏低水平，根据其赤字率、经济增速及通胀等指标综合判断，东方金诚预计在 2020 年之前，政府债务负担不会明显增加。不过，政府债务中约 50%为外币计价，这使其面临一定程度的汇率波动风险。

长期的大规模财政赤字，以及政府被迫承担国有企业的债务担保责任，为塞尔维亚政府带来了沉重的债务负担，2015 年政府负债率高达 77.4%，较 2007 年上升了 44 个百分点。在债务结构方面，外币计价债务占比高达 79.0%左右，汇率波动风险较高。随着国企改革的推进，特别是财政赤字规模得到遏制，未来四年政府负债率可能出现一个较快下降阶段，东方金诚预计 2020 年该指标有可能降 67.0%，但仍属偏高水平。

受此前长期的财政审慎政策影响，2008 年斯洛文尼亚财政负债率仅为 21.6%。全球金融危机爆发后，财政赤字率猛升，2012 年的银行业救助行动进一步增加了政府的债务负担，2015 年政府负债率高达 83.7%，约相当于 2008 年的 4 倍。东方金诚估计，随着财政赤字率得到控制，经济恢复增长，斯洛文尼亚政府负债率将延续自 2016 年起的下降势头，2020 年有望降至 75.0%左右，但仍属偏高水平。

历史上长期的高财政赤字率给匈牙利政府积累了沉重的债务负担，2016 年政府负债率达 75.1%，在区域内处于偏高水平。政府债务中的 32.3%为外币计价（主要是欧元），匈牙利本币弗林的贬值趋势将带来负债率的上升。欧尔班政府正在着手增加本币债务比例，伴随政府赤字率控制在 3.0%以内，以及一系列私有化进程的推进，东方金诚预计 2017-20 年其政府负债率将继续停留在小幅下降轨道。

图 12　中东欧国家政府负债率

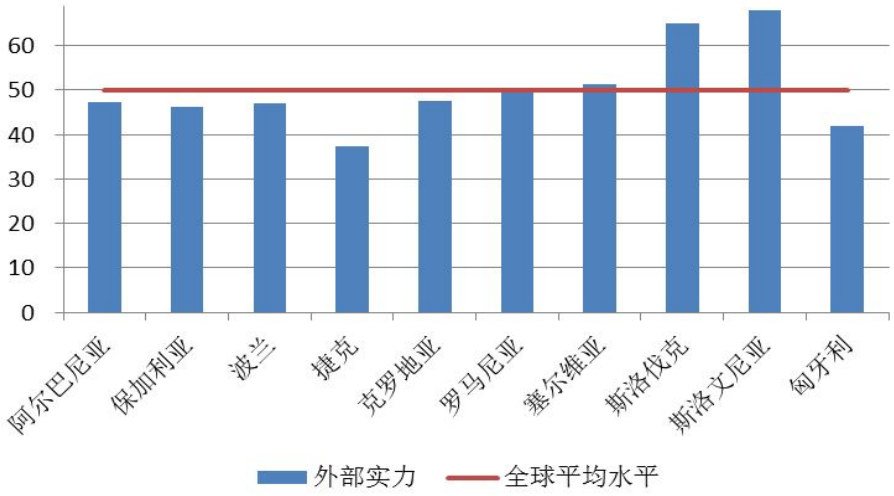


数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

5、国际收支与外债保障能力

除斯洛伐克和斯洛文尼亚两个欧元区成员外，中东欧国家国际收支与外债保障能力普遍接近或略低于全球平均水平。从内部结构来看，各国的经常项目平衡状况差异明显，外债负担较重是制约其国际收支与外债保障能力的主要因素。整体上看，加入欧盟后中东欧各国的低成本优势对出口刺激作用显著，经常项目平衡普遍呈好转之势。阿尔巴尼亚和塞尔维亚两国身处欧盟之外，能源大量依赖进口，经常项目逆差状况较为严重。中长期来看，随着欧洲经济复苏力度渐强，进口需求扩大，各国出口优势将继续得以体现；阿、塞两国加入欧盟后也将经历了一个经常项目逆差迅速收敛的过程。在外债方面，受入盟前长期的经常项目大幅逆差，外资主导的本国银行业外债比重较高等因素影响，中东欧各国外债负担普遍较重，成为制约其国际收支与外债保障能力的主要因素。不过，当前各国外汇储备充裕度相高，低利率的国际金融环境也为其债务滚动提供了有利的环境。未来随着经常项目平衡的进一步改善，各国外债负担将逐步下降，外部风险仍处可控状态。

图 13　中东欧国家国际收支与外债保障能力



数据来源：东方金诚主权数据库

由于阿尔巴尼亚商品贸易逆差规模较大——2007-15 年年均约 30 亿美元左右，占同期 GDP 的比重高达 24.0%，尽管侨汇收入较高（2004-08 年约占 GDP 的 13.0%），但其经常项目仍长期处于大幅逆差状态。未来随着阿尔及利亚经济增速上升，投资品进口增加，经常项目逆差水平还将小幅扩大。

自 2007 年加入欧盟后，国内劳动力成本优势——制造业、建筑业和服务业小时工资成本仅相当于欧盟 28 国平均水平的六分之一——推动出口大幅增长，保加利亚经常项目逆差与 GDP 的比率锐降约 25 个百分点。2016 年在旅游业走强带动下，估计经常项目会出现 1.6%左右的顺差，延续此前三年的顺差状态。中期内，保加利亚工资水平上调对出口竞争力的影响仍然可控，经常项目有望延续当前的顺差水平。

主要受收入项目逆差规模较大影响，波兰经常项目长期处于逆差状态。不过，2005 年波兰

加入欧盟后，出口规模整体呈大幅上升趋势，贸易平衡逐步转入顺差。2015-16 年经常项目已接近平衡状态。不过，未来四年中波兰国内消费将推高进口需求，进口商品价格已呈上升趋势，其经常项目余额与 GDP 的比重将维持在-1.0%左右。

2004 年加入欧盟后，捷克工业及人力成本优势推动出口大幅增长，原有的经常项目逆差状况逐步改善，2014 年以来更是连续处于顺差状态。东方金诚估计，随着汽车制造业出口上升，贸易平衡与 GDP 的比重有望保持在 5.0%以上，2017-20 年捷克经常项目将继续处于小幅顺差的有利状态。

随着加入欧盟后斯洛伐克成本优势——特别是体现在汽车出口方面——得以发挥，其长期的经常项目大幅逆差状况逐步得到扭转，2012 年以来整体处于基本平衡状态。2016 年经常项目与 GDP 的比重约为 1.0%，主要是受国内进口消费需求旺盛，汽车厂项目资本品进口增加等影响。预计在 2016-20 年，国内进口消费需求将保持稳定增长，但汽车厂项目投产后将带动相关出口上升，斯洛伐克经常项目将逐步进入较为稳定的小幅顺差状态。

在出口导向和有利的贸易条件带动下，克罗地亚经常项目平衡持续改善，2013 年出现了近 18 年以来的首次顺差，并在其后的 3 年内得以延续[35]。东方金诚估计，随着克罗地亚于 2013 年加入欧盟，其制造业的低成本优势在出口部门中逐步体现，高端旅游业也将继续带来服务贸易出口的增长，其经常项目平衡与 GDP 的比重将保持 1.0%左右的小幅顺差。

2007 年加入欧盟后，强劲的商品和服务业出口带动罗马尼亚经常项目逆差/GDP 大幅走低，从 2007 年的 13.8%降至 2014 年的 0.5%。近两年随着国内进口需求走高，逆差规模出现小幅攀升。不过，随着罗马尼亚能源效率的改进，以及出口行业附加值——特别是信息服务业和交通运输业——的提高，2017-20 年其经常项目逆差水平将控制在 3.0%以内。

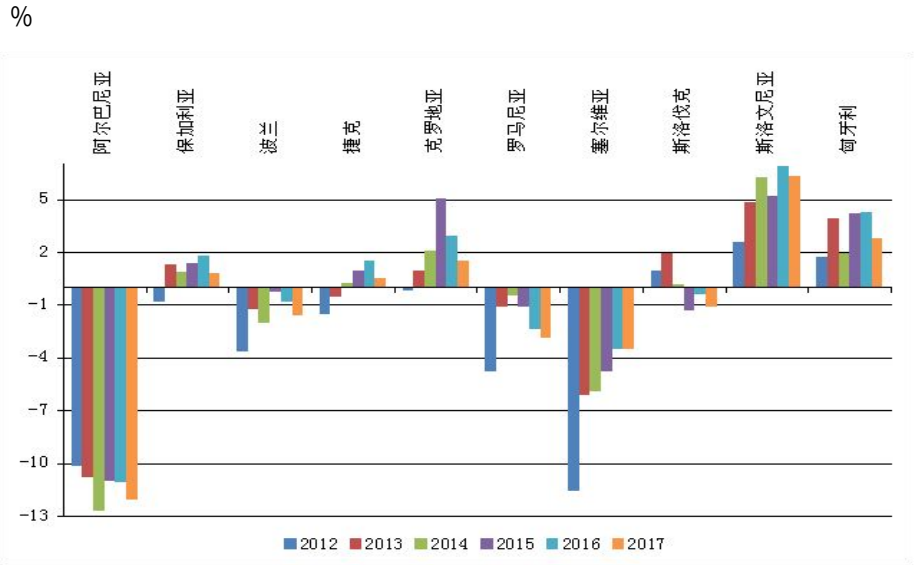
2004-14 年，塞尔维亚经常项目逆差与 GDP 比重的均值高达 10.4%，反映其能源依赖进口、制造业出口竞争薄弱及高财政赤字和低储蓄率带来的综合影响。2015 年，出口和侨汇收入的增长将经常项目逆差水平降至 4.2%。未来随着塞尔维亚经济增长更趋平衡，其经常项目逆差/GDP 有望控制在 4.0%以内。

因能源依赖进口、制造业出口竞争力较强，在全球金融危机爆发前，斯洛文尼亚经常项目长期处于基本平衡状态。2008 年后，特别是 2012 年银行业危机以来，因国内经济陷入低迷，进口需求下降，而德国、奥地利等主要出口对象国需求上升，斯洛文尼亚经常项目保持大幅顺差，2016 年经常项目平衡与 GDP 的比重达到 7.7%。未来四年，主要贸易进口需求的增长仍将支撑其保持顺差状态，尽管因国内进口需求增加将会使顺差水平小幅降至年均 5.0%左右。

2004 年加入欧盟后，匈牙利的低成本优势逐步体现，这在汽车和化工行业尤为明显；2008 年以后的经济低迷又进一步压制了进口需求，2010-15 年匈牙利经常项目持续处于顺差状态。2016 年经常项目顺差与 GDP 的比例高达 4.9%，与上年基本持平，主要得益于低油价对进口带来的有利影响。2017-20 年，随着国际能源价格走出此前的滑坡状态，匈牙利年均经常项目顺差水平将维持在 2.5%左右。

[35] 2015 年的经常项目高顺差主要源于收入项目中一次性的外资银行利润汇回减少，而后者又主要受到银行业瑞士法朗计价贷款置换计划带来损失的影响。

图 14　中东欧国家经常项目平衡/GDP



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

一段时期以来，阿尔巴尼亚主要依靠大量吸引外资，为其庞大的经常项目逆差提供融资。由此，其外债规模得到一定控制，估计 2015 年底外债总额与 GDP 的比重保持在 65.0%左右，但在同类国家中仍属偏高水平，中期内将保持稳定。东方金诚估计，2016 年底阿尔巴尼亚外汇储备对进口的覆盖达到 7 个月左右，对短期外债的覆盖约为 2 倍，均处于较为充裕的状态。未来 3 年，阿尔巴尼亚油气及管道项目将继续吸引外资大规模流入，其外汇储备充裕度有望进一步改善。

2015 年银行与政府外债减少，保加利亚总外债负债率下降 14 个百分点至 78.1%，但仍处于全球较高水平。不过，随着保加利亚经常项目持续处于顺差状态，其外债负债率将延续小幅下降趋势。东方金诚估计，2016 年底保加利亚外汇储备对进口和短期外债的覆盖度已分别升至 10 个月和 5 倍左右的水平，国际储备对外债的保障力度增强，外部脆弱性改善。

东方金诚估计，2016 年末波兰外债与 GDP 的比重约为 69.0%，处于较高水平，主要是全球金融危机后经历了一段时期的快速增长。不过，随着波兰经常项目平衡趋于改善，且其将主要依靠非债务资金为经常项目逆差融资，其外债负债率未来将呈小幅下降走势。2016 年底，波兰外汇储备约能覆盖 5.7 个月的进口需求，对短期外债的覆盖率达到 2.4 倍，均处于较为充裕水平。此外，波兰实行的浮动汇率制度能够在一定程度上缓冲外部冲击，国际货币基金组织提供的灵活信用额度也对其外债偿债能力构成有力支撑。

捷克外债负债率在同类国家中处于中等偏低水平，外债平均期限长，且整体处于净债权地位。2017-20 年，考虑到经常项目将保持小幅顺差，以及较大规模的净外资流入（包括欧盟官方资金和 FDI），捷克对外债务融资需求较为有限，外债负担有望保持稳定。2016 年捷克外汇储备对进口的覆盖为 6 个月，对短期外债的覆盖度达到 2.5 倍。捷克克朗实行浮动汇率制，必要情况下能够有效吸收外部冲击。

2016 年底，斯洛伐克外债负债率约为 91.2%，近期呈小幅上升之势，主要因非本国居民持有的政府债券增加。中期来看，其外债负担率呈稳中有降趋势，预计 2020 年将回落至 85.0%左右。尽管斯洛伐克外债负债率绝对水平较高，但因其为欧元区成员，外债主要以欧元计价，外汇筹集风险低，因此其外债偿债能力较强。

受此前长期大幅经常项目逆差、国内外资银行外债水平高企等因素影响，克罗地亚外债规模较高，2016 年占 GDP 的比重高达 100.4%，处于明显偏高状态。但其外债中短期债务占比较低，且 2016 年底外汇储备对短期外债的覆盖达到 3.5 倍（对进口的覆盖度达到 7.3 倍），短期内外债偿债风险可控。展望未来，随着克罗地亚经常项目转入顺差，且欧盟资金将持续流入，2017-20

年其外债负债率将呈下降走势。

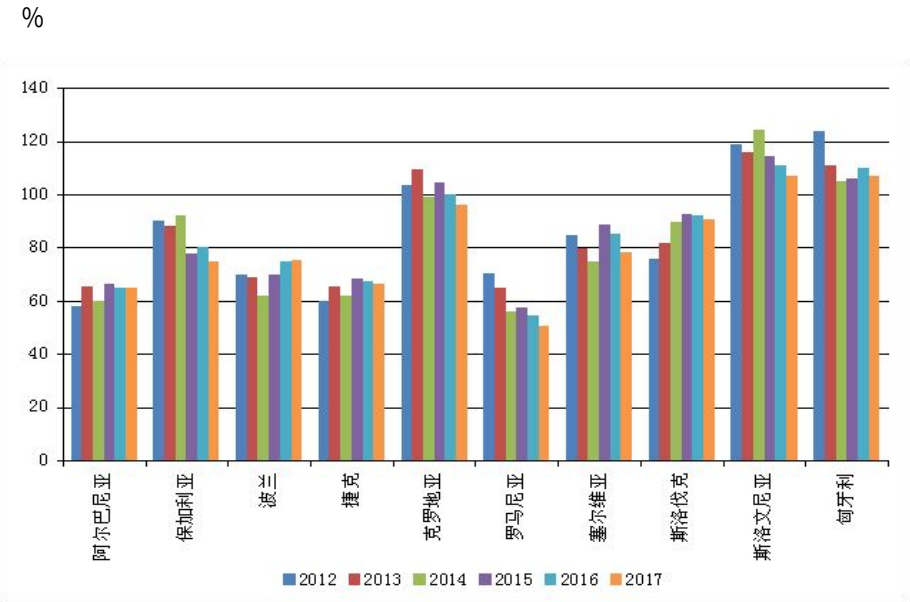
罗马尼亚外债负债率在区域内处于最低水平，2016 年底该指标为 54.5%，自 2012 年以来持续下降，主要源于银行业经历的去杠杆过程。2017-20 年，在经常项目赤字得以控制的背景下，外债负债率还将进一步小幅下调。在外债结构中，短期外债占比约为 18.0%，外汇储备对其的覆盖程度达到 2.2 倍，外债偿债压力整体处于中等水平。

2016 年底塞尔维亚外债与 GDP 的比重为 85.0%，在同类国家中明显偏高。随着塞尔维亚宏观经济增速回升，经常项目赤字得到控制，特别是外资流入呈上升趋势，东方金诚判断其外债负债率将在 2017 年后出现一个较快下降阶段，2020 年有望降至 65%左右。当前塞尔维亚外债中短期债务占比不足 5.0%，外汇储备对其的覆盖达到 10 倍，对进口的覆盖也接近 6 个月。短期内其外债偿债风险可控。

2016 年底，斯洛文尼亚外债与 GDP 的比重为 116.0%，近期呈小幅下降走势，主要因银行和企业进入去杠杆化过程，而政府外债规模没有明显变化。中期内，银行和企业部门将继续削弱外部债务，而政府融资需求将主要通过外部借贷满足。东方金诚估计 2020 年其外债负债率将为 100.0%左右。由于斯洛文尼亚是欧元区国家，其外债亦主要以欧元计价，因此外汇筹集风险较低。

1995-2007 年匈牙利年均经常项目逆差高达 7.0%，加之外资银行中的外债比例较大，匈牙利外债负债率在 2016 年底为 109.0%，尽管因银行部门去杠杆而较 2012 年的 123.8%有所下降，但仍属较高水平。随着经常项目有望持续处于顺差状态，其外债负债率将在 2017-20 年出现下降走势。2016 年底匈牙利外汇储备对短期外债的覆盖率约为 3 倍，但对进口的覆盖仅 3 月的最低临界水平，这表明中期内匈牙利的较高的外部风险仍难以缓和。

图 15　中东欧国家外债负债率



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

中东北非 5 国

该区域主要包括四个穆斯林国家（埃及、黎巴嫩、土耳其、约旦）和以色列。这些国家同处中东北非这一地缘政治板块。与中东地区其他 8 个产油国的资源禀赋不同，这 5 个国家的经济各具特色，但均非能源出口型经济体。

图 1　中东北非 5 国

图表制作：东方金诚主权团队

一、中东北非 5 国主权信用风险特征

各国主权信用级别普遍偏低，其中 3 个国家位于投资级别以下，埃及、黎巴嫩主权信用风险在全球范围内处于很高水平。

政治稳定性风险突出。除了中东地区具有挑战性的地缘政治环境外，所有国家内部均面临较大的恐怖主义威胁，埃及、黎巴嫩和土耳其内部政局动荡风险突出，约旦和以色列宏观政治框架较为稳定。

中东北非五国经济实力普遍高于全球平均水平，但各国不同经济指标之间差异明显，能源进口依赖成为五国经济结构中的重要薄弱环节。其中，以色列已达到很高的经济发达程度，经济增长韧性突出；而埃及、约旦仍停留在偏低发展状态，以高通胀、高失业为特征的经济发展失衡现

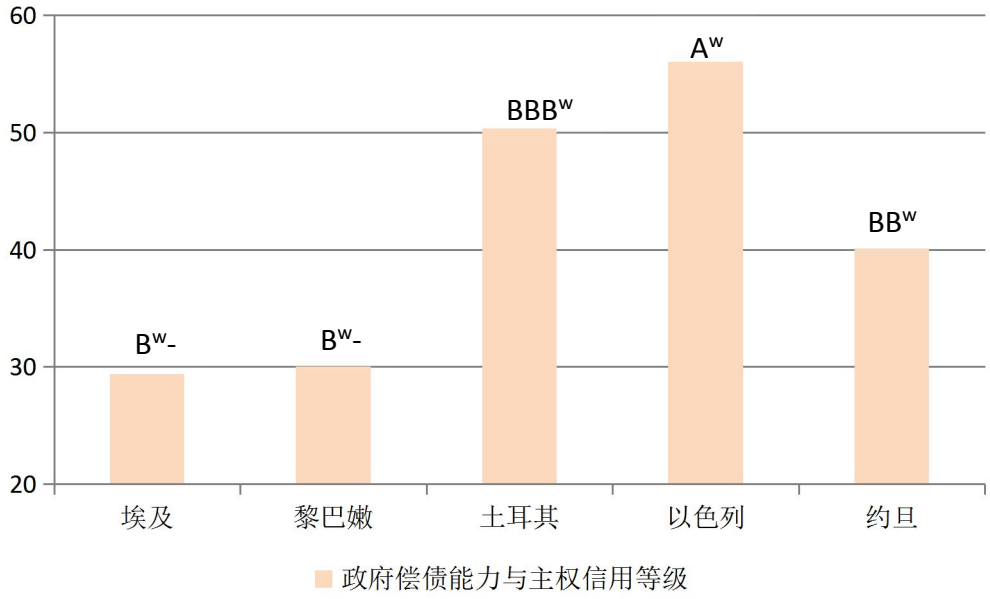
象显著（这种失衡现象在土耳其也较明显），但落后国家经济增长潜力较高。

中东北非 5 国金融实力整体处于中等水平。银行业资本充足率和流动性较好是支撑各国金融实力的主要原因，但埃及和约旦偏高的不良贷款率导致其金融稳健性承压，而以色列、黎巴嫩和土耳其银行业在国际金融危机过程中展现了较强的抗冲击能力。

该区域国家财政实力普遍偏低，且差异极大。其中黎巴嫩、埃及和约旦受高赤字、高债务拖累，财政风险持续处于高位，以色列财政实力则主要受到军费支出庞大、赤字水平较高影响，而奉行稳健财政政策的土耳其财政风险低于全球平均水平。

在国际收支与外债保障能力方面，中东北非 5 国整体接近全球平均水平，其外部风险的主要特征是：大量的能源进口给各国经常项目平衡带来了巨大压力；土耳其、约旦外债水平明显偏高，外汇储备相对薄弱；埃及外债负担虽然很低，但外汇储备明显不足；以色列凭借持续的经常项目顺差、偏低的外债负债率，国际收支与外债保障能力较为突出。

图 2　2016 年中东北非 5 国主权信用水平



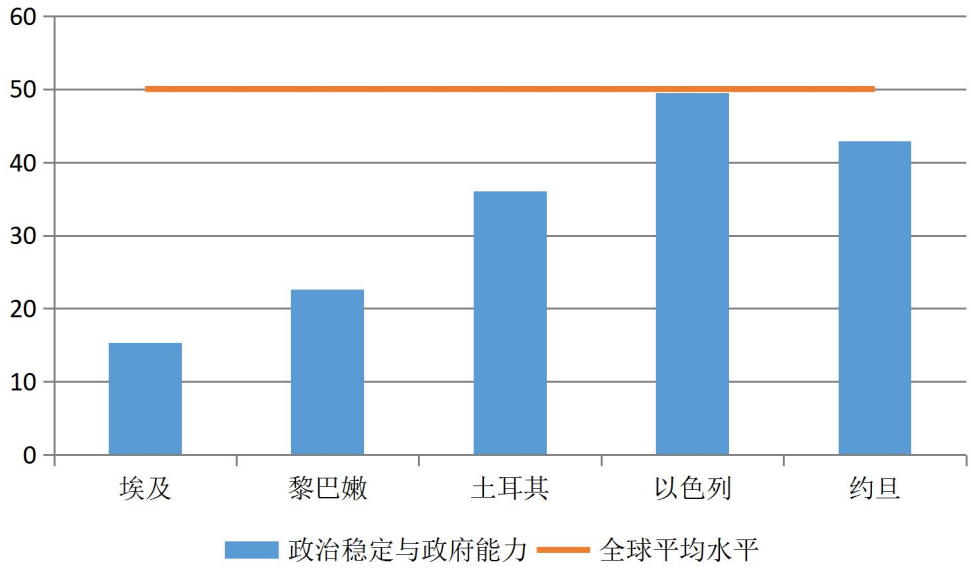
数据来源：东方金诚主权数据库

二、中东北非 5 国主权信用风险评级要素

1、政治稳定与政府能力

整体而言，该区域各国政治稳定性风险普遍高于全球平均水平。中东地区具有挑战性的地缘政治安全环境成为制约各国政治安全的共同外部因素，伊斯兰极端分子发动的恐怖主义袭击威胁到每个国家的社会安全。此外，埃及、黎巴嫩国内政治稳定基础薄弱，土耳其政局趋于复杂化，约旦和以色列国内局势将继续保持稳定，其中以色列政府效率在全球范围内排名靠前。

图 3　中东北非 5 国政治稳定性与政府能力



数据来源：东方金诚主权数据库

埃及政局在经历了五年的动荡后又恢复了原有的政治模式。2014 年原国防部长塞西当选总统后，穆斯林兄弟会和自由派活动分子组织的抗议活动不再对国内政治秩序构成严重威胁。在塞西总统的强力统治下，中期内埃及政局有望迎来一个相对稳定时期。需要指出的，埃及国内政治制度化程度很低，政治稳定的基础依然薄弱，引发政局动荡的宗教、社会及经济因素仅处于蛰伏状态。

黎巴嫩国内党派林立，政治力量分散，长期以来在议会中形成了两大阵营：一派是以真主党和“自由爱国运动”为主、亲叙利亚政府和伊朗的“3•8”联盟；另一派是以“未来阵线”为首、亲沙特和西方国家的“3•14”联盟。两派政争激烈，曾导致 2014 年 5 月至 2016 年 10 月无法选举产生总统，立法进程多次受阻，内阁部长权责模糊并相互推诿，引发一系列问题。东方金诚预计，黎巴黎政治僵局不会因新总统就任而打破，因两大派别代表的宗派利益不同，在支持和反对叙利亚政府的问题上对立越来越严重，未来黎巴嫩政局仍面临诸多变数。

长期以来，作为中东伊斯兰世界中唯一坚持世俗化道路的穆斯林国家，土耳其政局持续处于相对稳定状态，正义与发展党在执政期间经济绩效显著。不过，埃尔多安总统自 2002 年执政以来，逐渐在教育和社会政策等领域展示出较为明显的“伊斯兰化”倾向，并与军队、司法系统及部分中产阶级长期坚守的世俗化方向之间产生深刻分歧，2016 年 7 月的未遂军事政变即是这种分歧激化的体现。东方金诚判断，双方在国家发展道路上的尖锐对立将引发社会与政治激进化倾向抬头。中长期来看，土政局很可能出现动荡局面加剧态势。加之土耳其深度卷入叙利亚内战，国内库尔德人问题升温，其政治稳定性风险值得密切关注。

在中东北非地缘政治板块中，犹太国家以色列长期与周边穆斯林国家处于对峙状态，以巴（以

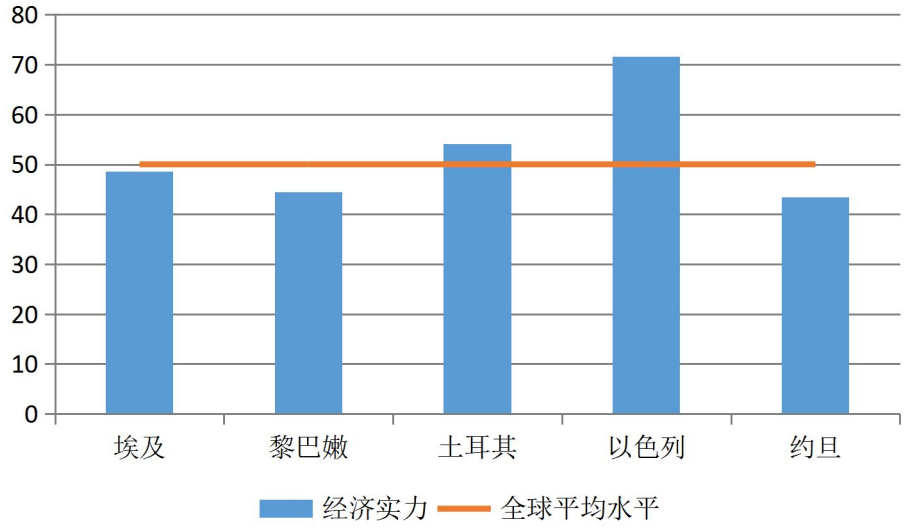
色列与巴勒斯坦）冲突至今仍然是国际热点之一，并对整个中东地区稳定具有重大影响。以色列国内业已形成了稳健、成熟的议会制政体，政府效率很高。当前由右翼利库德集团领导的多党联合政府执政地位稳固。长期以来，以色列的政治风险主要来自其与叙利亚、土耳其等周边国家的紧张关系以及持续不断的以巴冲突。

尽管受到“阿拉伯之春”运动的冲击，但约旦国王政治地位稳固，国内政局长期维持基本稳定。约旦地处中东热点区域，地缘政治环境动荡不定，长期的大量难民涌入对政府社会治理能力带来严峻挑战。

2、经济实力

在经济实力方面，能源进口依赖成为中东北非五国经济结构中的重要薄弱环节，各国经济结构、发展程度差异明显。其中以色列经济实力突出，其他四国均属发展中经济体，经济增长波动性大，长期通货膨胀水平较高。受全球经济低迷及安全环境恶化影响，黎巴嫩、约旦和土耳其经济增长态势不容乐观；埃及国内局势稳定有望带动经济复苏，但高通胀痼疾难除；以色列宏观经济将继续处于稳定且平衡增长的状态。

图 4　中东北非 5 国经济实力



数据来源：东方金诚主权数据库

分国别来看，作为中东地区经济体量最大的国家，土耳其在过去三十年中经历了较为快速的经济增长，人均 GDP 在 2015 年接近 1 万美元，是首个加入 OECD(经济合作与发展组织)的中东国家。经历 2009 年全球经济危机期间的短暂衰退后，土耳其经济迅速复苏，2010-15 年年均 GDP 增速达到 5.2%。不过，短期内伴随土耳其政治风险升温，投资环境恶化，其经济增速将出现下降。东方金诚估计，2016 年土经济增速将降为 3.0%左右，2017-20 年年均 GDP 增速亦将维持在 3.0%。

以色列是中东地区发达程度最高的经济体，2015 年人均 GDP 高达 35741 美元。尽管自然资

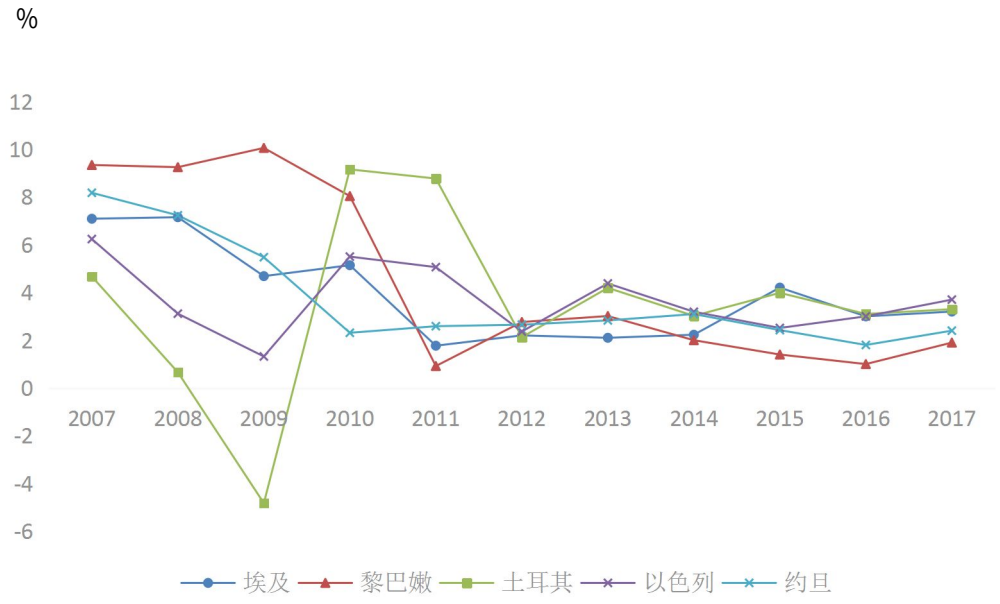
源匮乏，但自 1948 年建国以来，以色列凭借卓越的人力资源素质，良好的国内制度环境，建立了以先进技术为基础的工业经济，同时也具有完整意义上的外向型经济的特征，经济增长的韧性较强。近年来，尽管全球经济低迷对外需形成抑制，但以色列国内失业率持续处于低位，对消费需求形成较强拉动，国内天然气产量稳步上升，带动相关投资和出口扩张。同时，计算机软硬件、生物医学、航空航天等高技术行业将持续为投资和出口提供支撑。东方金诚预计，2017-20 年以色列经济将继续实现年均 3.0%的稳健增长

埃及经济体量较大，但 2015 年人均 GDP 仅为 3072 美元，发展水平在区域内属最低之列。2014 年塞西出任总统后，稳定的政治局势使得经济复苏势头得以确立，政府的市场改革举措也对外资流入发挥积极影响。东方金诚预计，2017-20 年，埃及年均 GDP 增速有望达到 5.0%左右的较高水平。

约旦淡水、石油等自由资源短缺，经济发展水平低，内生增长动力不足，不利的地缘政治环境对其经济稳定的负面影响显著。受全球金融危机及“阿拉伯之春”运动冲击，2007 年以来约旦经济增速大幅放缓。东方金诚估计，约旦国内消费和投资信心依然受制于伊拉克和叙利亚冲突带来的不利影响， 2016 年 GDP 增速仅为 1.8%，远低于其 4.0%的长期潜在增长水平，且短期内经济增速改善势头并不明显。长期来看，约旦国内高失业、贫富分化等社会经济失衡现象突出，经济脆弱性显著。

黎巴嫩 2015 年人均 GDP 为 7720 美元，属中低收入发展中国家。2011 年，受“阿拉伯之春运动”冲击，黎巴嫩经济增速出现大幅滑坡，此后黎巴嫩在国内政局动荡、叙利亚内战外溢效应影响下，经济增速一直徘徊 2.0-3.0%的低迷状态。黎传统的经济增长点——旅游业、房地产业和建筑业——已受到严重冲击，短期内出现大幅反弹的可能性较低。东方金诚预计，黎经济在 2019 年之前重返其潜在 GDP 增速（4.0%）的难度较大。

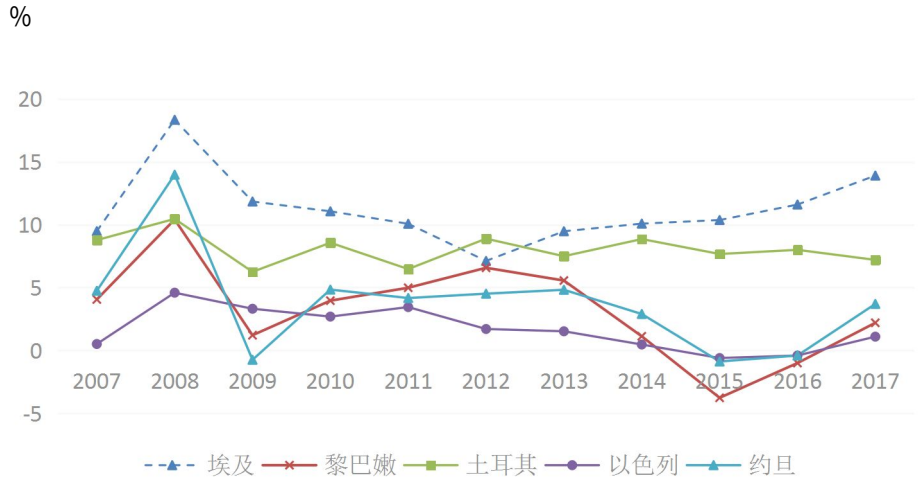
图 5　中东北非 5 国 GDP 增长态势（2007-2017）



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

在通货膨胀方面，受国际油价下跌影响，具有高通胀历史的黎巴嫩、约旦两国通胀率在 2014 年骤降，2015-16 年陷于通缩状态。随着国际油价在 2016 年出现反弹，两国消费者物价水平有望在 2017 年之后回到正向区间。长期以来，埃及通货膨胀水平一直处于较高水平。近期的埃磅贬值又成为推动国内物价上升的主要因素。东方金诚预计，伴随埃及经济增速走高，CPI 增速将持续处于 10.0%的高企状态，显示埃及宏观经济平衡仍然面临严峻挑战。土耳其政府持续就放松货币、刺激经济增长向其央行施加压力，估计央行将以灵活利率政策应对，这意味着其通胀率在短期内无法达到 5.0%的政策目标，中期内亦处于 7.5%左右的较高水平。在 2017 年走出通缩状态后，以色列通胀率中期内将保持在 2.0%左右的历史平均水平。

图 6　中东北非 5 国 CPI 变化态势（2007-2017）

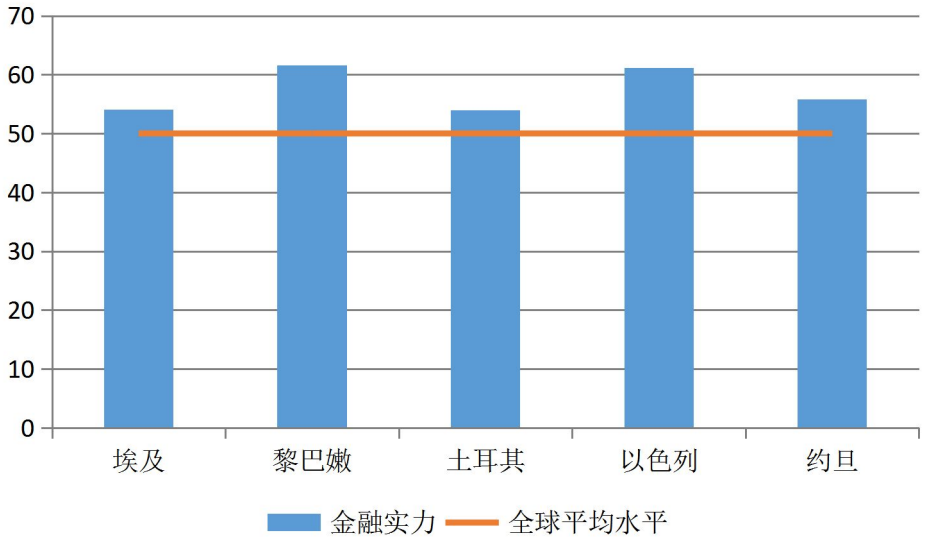


数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

3、金融实力

中东北非 5 国金融实力整体处于中等水平。其中，黎巴嫩凭借传统的区域金融中心地位，约旦依靠稳定的政治环境，分别达到较高的金融深化程度，其他三国 M2 与 GDP 的比重处于中等区间；各国之间金融稳健性差别较大，以色列、土耳其银行业资产质量较高，埃及、约旦银行业不良贷款率高企，但整体金融风险尚处可控状态。

图 7　中东北非 5 国金融实力



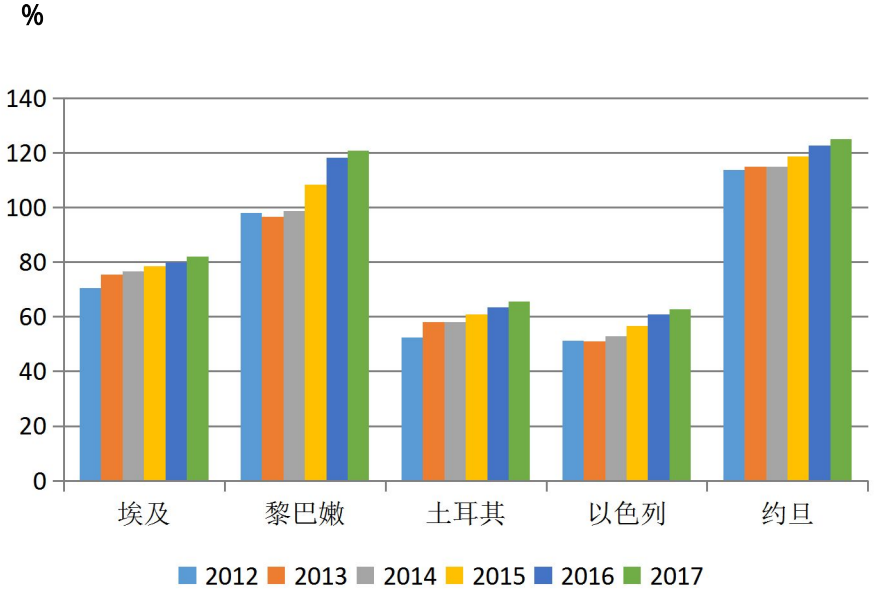
数据来源：东方金诚主权数据库

黎巴嫩首都贝鲁特长期以来一直是中东地区金融中心之一，黎巴嫩银行业总资产与 GDP 的比

重高达 350%，在中东北非地区居于首位；2015 年 M2/GDP 达到 108.2%，金融深度处于较高水平。黎银行业长期以来从国内外（包括海外庞大的移民社群）吸收大量存款，对其财政赤字和贸易逆差提供融资支持。

得益于政治环境稳定，约旦国内的金融业较为发达，巴勒斯坦及其他中东国家劳工在欧美国家取得的侨汇收入，成为约旦银行业重要的资金来源。2015 年底其 M2 与 GDP 的比重达到 118.7%，位居地区首位。与其经济相比，埃及金融发展水平较高，2015 年底 M2/GDP 达到 78.4%，在全球范围内属中等水平。以色列和土耳其金融业均以银行部门为主，金融深化程度同处中等区间，其中前者金融监管严格，金融科技发达。

图 8　中东北非 5 国金融深度（M2/GDP）



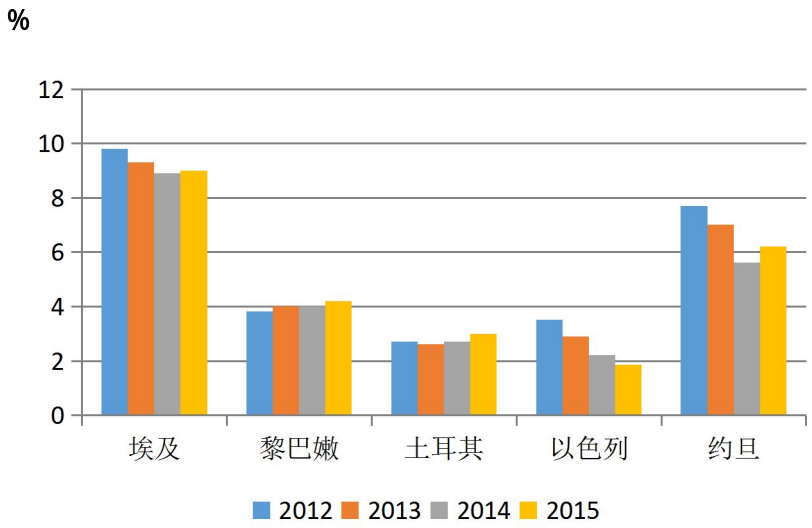
数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

在金融稳健性方面，以色列银行业资本充足率高，抗压力能力强，资产质量处于良好状态。需要关注的是，当前银行部门对房地产行业敞口较大，持续的房价上涨过程如果突然发生逆转，将对银行业带来一定的下行风险。目前，土耳其银行部门资本充足率远高于巴塞尔 III 协议要求，资产质量较高。不过，土耳其银行业对外部批发融资依赖度高，截至 2015 年底，在土耳其较高的外债规模中，约 41.1%为银行业持有。土耳其里拉的贬值趋势将加大银行业外债偿债成本，行业盈利能力和稳健性承压。黎银行业经营模式保守稳健，监管质量较高，基于资本充足率、不良贷款率等指标判断，尚未明显表现出风险积聚迹象。不过，在经济低迷背景下，银行业对房地产业较高的风险敞口值得关注。

埃及银行业不良贷款率长期居高不下，金融广度较低，金融体系稳健性与竞争力均存在明显不足。为稳定埃磅汇率、遏制通胀预期，埃及央行正在收紧货币政策，这将对银行业赢利提供一定支撑，较高的资本缓冲和流动性也有助于将金融稳健性风险置于可控状态。受 2008 年以来宏观经济形势放缓影响，约旦银行业资产质量恶化，2015 年底不良贷款率为 6.2%，仍处偏高水平。

不过，约旦银行业资本缓冲较高，流动性和赢利水平较好。值得注意的是，目前约旦银行业对政府债务提供大规模融资，一旦约旦政府开始财政整固进程，银行业需要寻找其他潜在赢利来源。

图 9　中东北非 5 国银行业不良贷款率

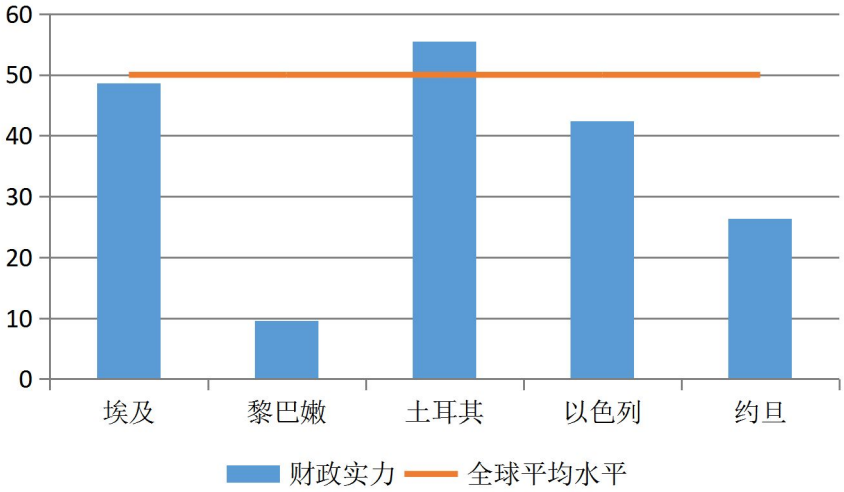


数据来源：东方金诚主权数据库

4、财政实力

中东北非五国财政实力普遍较低，且差异很大。其中黎巴嫩、埃及和约旦受高赤字、高债务拖累，财政风险持续处于高位，而奉行稳健财政政策的土耳其财政风险低于全球平均水平，以色列财政实力则主要受到军费支出庞大、赤字水平较高影响。短期内，土耳其、以色列、埃及政府负债率呈收敛走势，而约旦和黎巴嫩原已沉重的债务负担仍趋于恶化。

图 10　中东北非 5 国财政实力



数据来源：东方金诚主权数据库

在财政赤字方面，土耳其政府长期奉行相对稳健的财政政策，赤字水平长期处于低位。不过，考虑到政府在未来数年将加大基础设施开支规模，军费增长也将对预算构成压力，2017-20 年土耳其年均财政赤字率将达到 2.0%，但仍处较低水平。

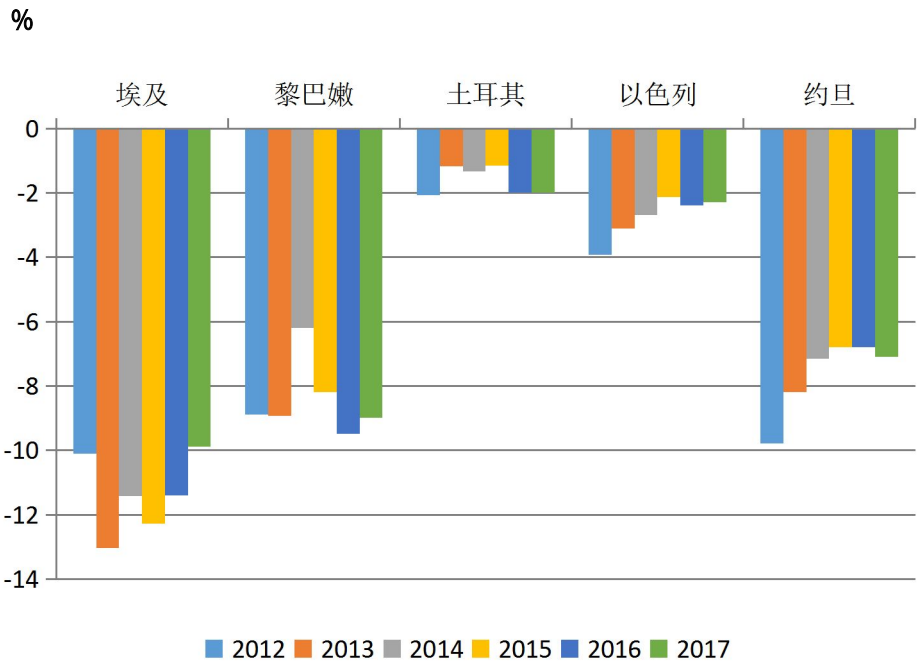
受军费开支规模庞大，以及近几届政府致力于压缩财政预算占 GDP 比重影响，以色列财政平衡持续处于较高赤字状态。东方金诚估计，2016 年财政赤字与 GDP 的比重为 3.8%左右。不过，财政整固已成为各派政党的共识，伴随政府各项收支计划的调整，预计在 2020 年之前，财政赤字率有望出现小幅下调趋势。

长期以来，埃及财政支出的三分之一用于为民众提供食品和燃料补贴，财政平衡与 GDP 的比重持续处于约 10.0%左右的大幅赤字状态。塞西当选后，提出了在五年内分阶段取消财政对食品和燃料的补贴计划。鉴于国际油价仍处于较低水平，埃及经济出现复苏势头，东方金诚预计 2017-20 年，埃及财政赤字率有望从当前的两位数逐步削减至 5.0%左右。

由于能源和食品补贴支出长期居高不下，政府机构臃肿，以及债务利息支出规模庞大，约旦财政平衡长期处赤字状态。东方金诚估计，2016 年财政赤字与 GDP 的比重约为 6.5%，在经济低迷的背景下，短期内赤字率收窄趋势并不明显。

受长期实行高额燃料补贴以及政府利息支出负担较重等因素影响，黎巴嫩财政持续处于大幅赤字状态。近年来的国内政治僵局及叙利亚难民涌入进一步加剧了财政失衡状态。东方金诚预计，2017-2019 年黎巴嫩财政赤字水平仍将处于 8.0%左右的高位。

图 11　中东北非 5 国财政平衡/GDP



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

在政府负债率方面，得益于长期的低财政赤字水平，土耳其政府债务负担较低，且在经济温

和增长，通胀水平较高作用下，政府债务与 GDP 的比重仍呈小幅下降走势。不过，由于土耳其利率水平较高，政府债务利息支出负担较重，成为制约其财政实力的一个重要因素。

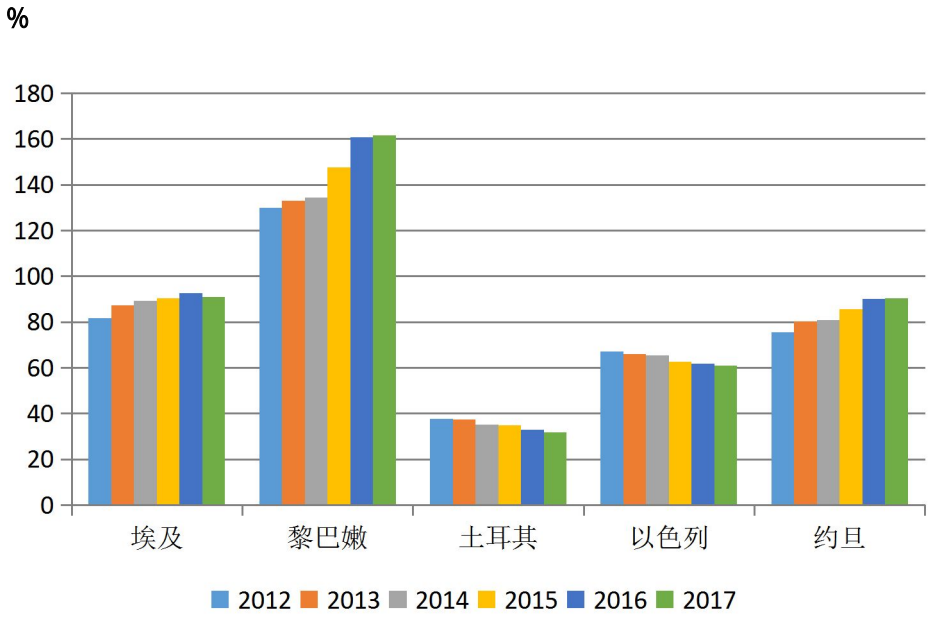
自本世纪初期以来，以色列政府负债率经历了持续的下降过程，政府债务与 GDP 的比重已从 2003 年的 93.0%降至 2015 年的 62.6%，并将在未来一段时间内保持稳定。这使得以色列政府的债务负担在同类国家中处于中等水平。值得指出的，长期的低利率为政府实现债务滚动提供了有利的融资环境。

由于此前多年的高额财政赤字，2008 年以来埃及政府债务规模呈逐渐扩大态势，东方金诚估计，2016 年底埃及政府债务与 GDP 的比率已达 92.6%，明显偏高。不过，随着赤字率开始走低，政府负债率在 2017 年后将出现下降趋势，2020 年将回落到 80.0%左右。

持续的高赤字已在 2015 年底将约旦政府负债率推高至 85.5%，在同类国家中明显偏高。由于财政赤字中期内仍将维持 5.0%以上的高位，约旦政府将持续处于较高的偿债压力之下。

长期的财政赤字已导致黎巴嫩政府债务与 GDP 的比重在该地区居于首位，2015 年末已达到 147.6%，在全球范围内亦属于很高水平。由于财政赤字率居高难下，未来 1 至 2 年，黎政府负债率仍呈进一步小幅扩大趋势。

图 12　中东北非 5 国政府负债率



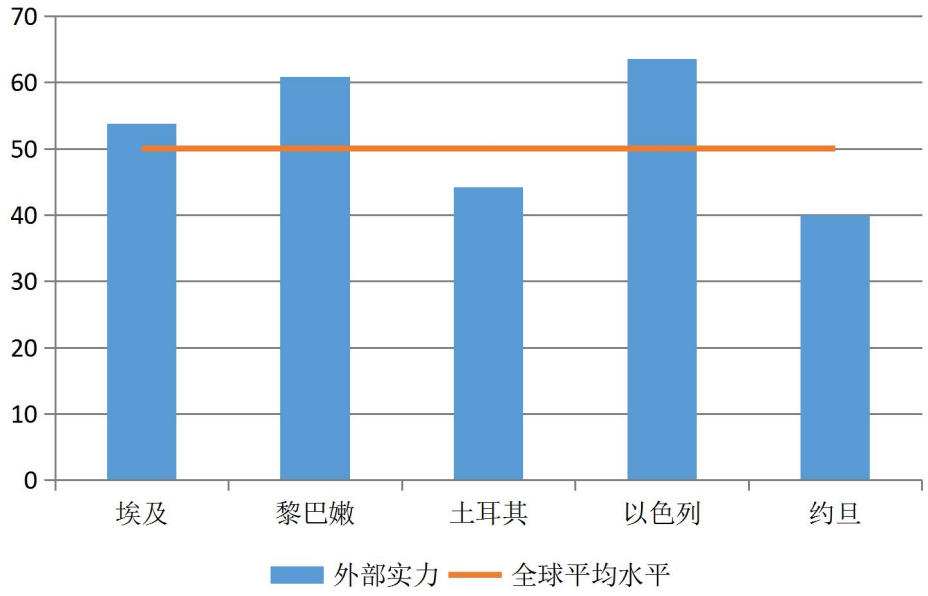
数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

5、国际收支与外债保障能力

中东北非 5 国国际收支与外债保障能力整体处于全球平均水平，其外部风险的主要特征在于：大量的能源进口给各国经常项目平衡带来了巨大压力，只有以色列凭借服务贸易优势处于经常项目顺差状态。土耳其、约旦外债水平明显偏高，短期债务占比较大，且外汇储备相对薄弱。埃及

外债负担很低，但外汇储备明显不足。黎巴嫩充裕的外汇储备抵消了高额外债带来的不利影响，以色列则在近十年中将外债负债率削减了近 30 个百分点，国际收支与外债保障能力持续改善。

图 13　中东北非 5 国国际收支与外债保障能力



数据来源：东方金诚主权数据库

由于本国制造业竞争力薄弱，能源和粮食大量依赖进口，埃及经常项目常年处于逆差状态。短期内伴随国内经济增速上升，进口需求将有所扩大，这将在一定程度上抵消埃磅贬值对出口的刺激效应，2017-20 年埃及经常项目仍将处于 4.0%左右的小幅逆差状态。

从土耳其经常项目的结构来看，大规模能源进口导致其商品贸易一直处于较大规模的逆差状态，并超过了旅游业等行业带来的服务贸易顺差，导致土耳其经常项目平衡与 GDP 的比重长期处于 5.0%左右的逆差水平。中期内土耳其能源的进口依赖难以缓解，经济结构升级趋于放缓，制造业出口竞争力难以显著改善，经常项目偏高的逆差状况将会延续。

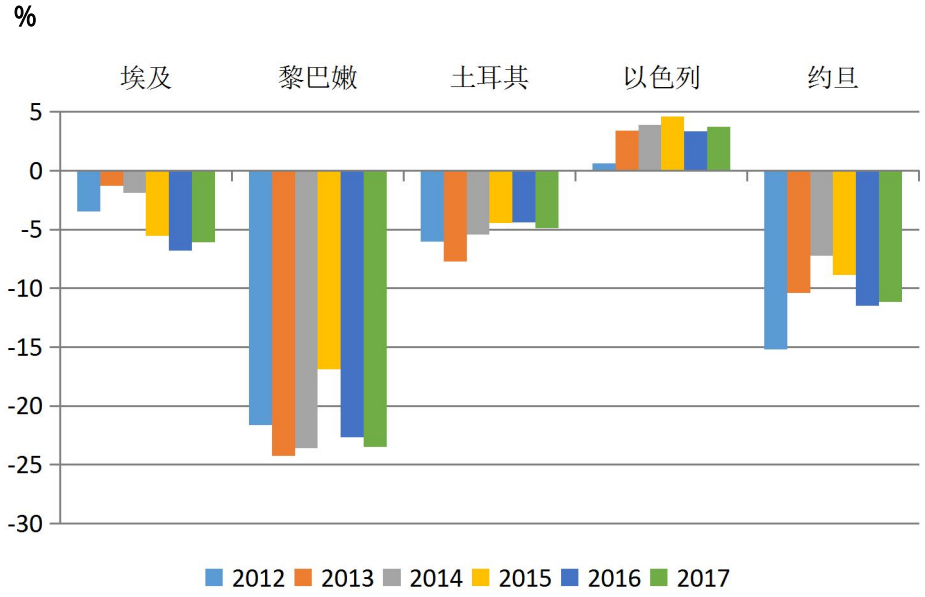
由于制造业竞争力薄弱，自然资源匮乏，黎巴嫩主要工业品和燃料均需大量进口，2000-2015 年经常项目平衡与 GDP 的比重平均为-16.0%，处于大幅逆差状态。叙利亚内战以来，黎服务业出口受到严重冲击，经常项目逆差水平显著扩大，且短期内难现改善迹象。

同样因燃料需要大量进口，以色列商品贸易长期处于逆差状态，但凭借旅游业等服务贸易的大规模顺差，其经常项目平衡与 GDP 的比重持续处于 3.0%左右的顺差状态。东方金诚预计，2017-20 年，随着以色列国内天然气开采量的增加，其经常项目有望在当前的顺差水平基础上小幅扩张。

受燃料、食品严重依赖进口，国内工业基础薄弱等因素影响，约旦经常项目平衡长期处于大幅逆差状态。2011 年以来周边地区的动荡进一步恶化了约旦出口形势，旅游业收入受到冲击。2014 年国际油价下跌导致约旦经常项目逆差规模有所下降，但中期内约旦经常项目平衡与 GDP

的比重仍将处于 10.0%左右的逆差状态。

图 14　中东北非 5 国经常项目平衡/GDP



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

埃及外债规模在 2008 年后整体处于小幅增长态势。东方金诚估计，2016 年底其外债与 GDP 的比重在 16.0%左右，在全球范围内处于较低水平；考虑未来埃及各类国际收支因素变化的影响，其外债负债率在 2020 年之前望控制在 26.0%以内。当前，埃及外汇储备对短期外债的覆盖处于良好状态，但对进口覆盖仅为 3 个月左右，外汇储备充裕度不足可能进一步促使埃磅贬值。

2015 年底土耳其总体外债为 3980 亿美元，与 GDP 的比重达 55.5%，在同类国家中处于较高水平，且短期外债占比偏高，外汇储备堪堪覆盖短期外债。鉴于土耳其经常项目逆差状况难以有效好转，私人部门仍在扩大海外长期融资规模，其外债水平短期内仍将延续小幅扩张走势。在里拉持续贬值背景下，土耳其外债偿债压力正在凸显。

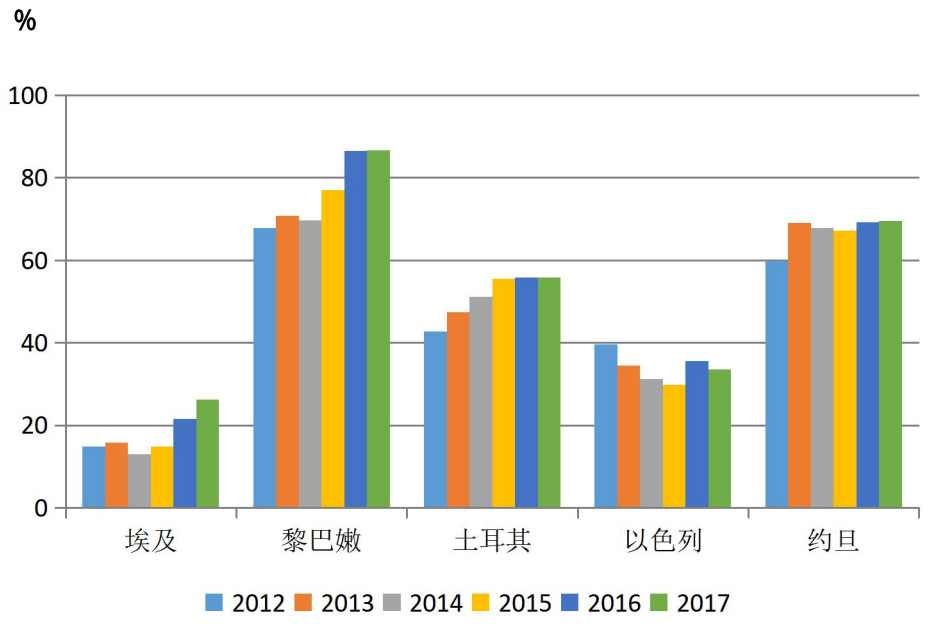
在 2003 年以来持续保持经常项目顺差的带动下，以色列外债与 GDP 的比重已从 2004 年的 58.1%持续降至 2015 年的 29.7%，外债负担在同类国家中已处于很低水平，短期内大幅突破 30.0%的可能性较低。东方金诚估计，2016 年底以色列外汇储备对进口和短期外债的覆盖分别达到 14 个月和 6.3 倍，处于很高水平。

长期的经常项目高额逆差给黎巴嫩带来了沉重的外债压力，东方金诚估计，2016 年末黎外债与 GDP 比重已达到 86.5%，在全球范围内处于很高水平。受金融业大规模外部资金流入支撑，黎巴嫩外汇储备较为充裕，能够满足约 18 个的进口用汇需求，对短期外债的覆盖率仍在 10 倍以上，均远高于基准水平。不过，严峻的地缘政治形势和低迷的国内经济仍可能会引发海外存款流入规模下降、外汇储备流失，进而危及黎巴嫩汇率稳定。

与黎巴嫩类似，长期的大幅经常项目逆差也给约旦带来了高额外债负担，2016 年底约旦外

债与GDP的比重估计已达到70.0%左右，在全球范围内处于很高水平，且短期外债占比接近50.0%。由此，虽然约旦外汇储备对进口和短期外债的覆盖尚处安全范围，但其整体国际收支与外债保障能力在本地区处于最低水平。

图 15 中东北非 5 国外债负债率



数据来源：东方金诚主权数据库；2016 年为估计值，2017 年为预计值。

东方金诚国际信用评估有限公司

为打造中国评级品牌，承担国家赋予组建国有信用评级机构的历史使命，2008年3月，经财政部财金[2008]35号文批准，中国东方资产管理股份有限公司投资控股东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）。东方金诚注册资本12500万元，总部设在北京，在全国23个省市设立了分公司，拥有1家全资子公司——北京东方金诚信用管理有限公司。

东方金诚是全资质信用服务机构，资本市场评级业务拥有中国人民银行、发改委、证监会、保监会等授予的全部业务资质；子公司北京东方金诚信用管理有限公司是在中国人民银行备案的企业征信机构。东方金诚累计服务客户已超过上万家。

东方金诚以发展领先民族信用服务机构为公司战略使命，确立了信用评级、征信、咨询和互联网信用服务四大业务领域，践行中国信用体系建设，为促进中国经济健康发展、维护国家金融市场稳定和安全发挥应有的作用。

Golden Credit Rating International Co.,Ltd.

Golden Credit Rating International Co., Ltd. (hereinafter referred to as Golden Credit), which was established in 2005 and has been controlled by COAMC(Ltd.) since 2008, is one of the top credit rating agencies in China.

Golden Credit, headquartered in Beijing, with a register capital of RMB 125 million, has established 23 branches in 23 provinces respectively and one wholly-owned subsidiary named Beijing Golden Credit Management Co., Ltd. which mainly focuses on credit investigation.

Golden Credit is a fully qualified rating agency with all the licenses issued by the People's Bank of China, National Development and Reform Commission, China Securities Regulatory Commission and China Insurance Regulatory Commission. Also, the wholly-owned subsidiary owns the enterprises credit investigation license.

Golden Credit has already severed more than ten thousand clients with a business ranging from credit ratings and investigation to internet credit service, and also we have dedicated to the construction of Chinese Credit System. We target to be an outstanding credit rating agency in China, devoting ourselves into flourishing domestic economy as well as maintaining the stability and safety of national financial market.

东方金诚国际信用评估有限公司
GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL Co.,Ltd.

W W W . D F R A T I N G S . C O M

东方金诚国际信用评估有限公司
GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL Co.,Ltd.

日晷衡量时间 • 金诚衡量信用

—公司官方微信—

地址：北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层
电话：86-10-62299800
传真：86-10-65660988
邮箱：dfjc@coamc.com.cn

WWW.DFRATINGS.COM