

联合评级继续维持中国主权信用等级 AAA_i

2017年5月24日，国际评级机构穆迪投资者服务公司将中国长期本、外币主权信用等级从 Aa3 下调至 A1，展望从负面调整为稳定。同时将中国本币债券和存款上限维持 Aa3，外币债券评级上限维持 Aa3，将外币存款上限从 Aa3 下调至 A1。穆迪本次下调中国主权信用等级是其 2016 年 3 月将中国主权评级展望调整为负面的后续行动，表明此举是对中国经济发展态势的一种保守看法。

同为评级机构，作为一家长期从事中国国内评级业务的本土评级机构，联合评级对国内的经济状况、问题持续进行深入跟踪研究。秉承专业分析的职业技能，联合评级 2017 年继续维持中国长期本、外币 AAA_i 的主权信用等级，评级展望为稳定。

评级理由如下：

1、中国的政府债务水平远远低于大多数全球主要经济体，且低于穆迪给予的高信用等级国家的债务水平

长期以来，中国政府一直采取了比较稳健的财政政策，因此，政府的债务水平一直控制在相对较低的水平。至 2016 年底，中国各级政府债务余额为 27.33 万亿元；其中，地方债务 15.32 万亿元，中央政府债务 12.01 万亿元，各级政府的总负债率为 36.7%，债务水平远远低于大多数全球主要经济体。

表 1：全球主要经济体政府债务与 GDP 比值及穆迪主权信用等级

国家	2015	2016	穆迪评级	国家	2015	2016	穆迪评级
日本	238.0	239.2	A1	巴西	72.5	78.3	Ba2
意大利	132.0	132.6	Baa2	德国	71.2	67.6	Aaa
美国	105.6	107.4	Aaa	荷兰	65.1	62.6	Aaa
西班牙	99.77	99.3	Baa2	墨西哥	53.7	58.1	A3
法国	96.2	96.6	Aa2	中国	37.6	36.7	A1
加拿大	91.6	92.3	Aaa	澳大利亚	37.6	41.1	Aaa
英国	89.0	89.2	Aa1	韩国	37.8	38.6	Aa2
印度	69.6	69.5	Baa3	瑞士	45.8	45.4	Aaa

数据来源：联合评级主权数据库

虽然，穆迪在其新闻稿中以其预测的中国政府债务增长将使中国政府债务从 Aa3 国家的政府债务中位数 36.7% 水平滑向 A1 国家中位数 40.7% 的水平作为下调中国主权信用级别的主要依据，但从全球主要经济体的负债水平及其穆迪所给主权信用级别看，并不支持其结论的成立。

2、中国经济增长的具有较大的弹性空间，就目前的增长态势也高于全球主要发达国家，处于全球经济增长较好的序列之中

2016-2017年，尽管中国仍然面临房地产调整，民间投资较低迷，资金外流等方面压力，但中国结构转型持续进行，受益于国内需求和宽松的财政政策，中国政府在科技创新、制度改革、简政放权方面推出了实质性举措，消费也在逐渐成为经济增长的新支撑，经济增长具有较大的弹性空间。

2017年，多家国际机构发布全球经济展望报告，对中国经济增长前景持积极态度。IMF将中国经济增速预期大幅上调0.3个百分点至6.5%；联合国维持2017年中国经济增速6.5%的预期不变；世界银行下调2017年全球经济增速预测0.1个百分点的同时，维持中国经济增速6.5%的预期不变。根据IMF的展望报告，发达经济体经济增长在2017年、2018年分别为2.0%、2.0%；美国经济增长分别为2.3%、2.5%，新兴市场和发展中经济体2017年、2018年经济增长率将分别为4.5%、4.8%。中期内，中国的增长态势目前高于全球主要发达国家，仍处于全球经济较好的序列之中，继续成为地区经济的“稳定锚”。

3、政府调动和组织资源能力较强，能很好地防御和减缓风险事件的冲击，抗风险能力较强

国家主权风险的变动不仅取决于其债务规模，还要考察其政府对资源的调动和组织能力以及危机管控能力，中国在这方面具备较大的制度红利。2012年以来中国地方债问题爆发，中国政府及时采取地方政府债务置换等“行政+市场”化手段化解风险，有效遏制了系统性风险的传导。从财政政策来看，由于拥有雄厚的财政实力，财政政策使用空间较大。从货币政策来看，中国的存款准备金仍处于全球较高水平，有足够的调整空间来对冲资金流出对经济和金融体系带来的影响。

同时，中国政府持续推进“去产能、去库存”等结构性改革，降低企业部门债务负担。“一带一路”倡议、雄安新区等大项目的实施有利于拉动中国经济增长，提升中国国际形象和地位，减低中国面临的整体主权和市场风险。总体看，中国政府拥有足够的政策空间，充分利用制度红利优势，具备强大的资源调动和动员能力，能有效防范系统性风险的产生。

4、中国以内债为主，短期债务占比很低，债务利息占比远低于全球主要经济体

从中国政府的债务结构看，中国政府的债务以内债为主，外债的比例仅为1%左右，可以有效避免外汇市场动荡造成的冲击。此外，中国政府债务中短期的债务比例较低，仅为10%左右，近期内，偿债的压力完全可控，债务利息与

GDP 比值远较全球其他主要经济体低。

表 2：全球主要经济体政府债务利息与 GDP 比值及穆迪主权信用评级

国家	2015	2016	穆迪评级	国家	2015	2016	穆迪评级
日本	0.59	0.38	A1	巴西	8.48	5.40	Ba2
意大利	4.14	3.96	Baa2	德国	1.56	1.39	Aaa
美国	1.25	1.31	Aaa	荷兰	1.25	1.08	Aaa
西班牙	3.09	2.80	Baa2	墨西哥	2.24	2.42	A3
法国	1.90	1.70	Aa2	中国	0.51	0.40	A1
加拿大	0.75	0.89	Aaa	澳大利亚	0.57	0.57	Aaa
英国	2.34	2.47	Aa1	韩国	-0.13	-0.36	Aa2
印度	3.23	3.30	Baa3	瑞士	0.30	0.20	Aaa

数据来源：联合评级主权数据库

5、在去杠杆政策的引导下，中资企业债务负担将会下降，银行体系经营稳健，政府或有债务增加的可能性不大

2016-2017 年，随着供给侧结构性改革及去杠杆政策的进一步推进，非金融企业部门的杠杆率将进一步下降。最新估算数据显示，2016 年中国非金融企业部门的杠杆率比 2015 年下降了 1 个百分点，表明处于不断攀升趋势的企业杠杆率得到暂时遏制。随着供给侧结构性改革的继续深化以及产业结构的升级，经济增长新动能不断积聚，长期看非金融企业的债务负担将继续处于下降通道。人民银行强化了宏观审慎监管考核（MPA）的执行力度，下调对于资本充足率不达标银行的容忍度要求，有助于抑制银行杠杆快速扩张，银行业经营维持稳健。

与此同时，中央国有企业及地方国有企业（包括融资平台公司）举借的债务由国有企业负责偿还，地方政府不承担偿还责任；地方政府作为出资人，在出资范围内对国有企业承担责任。因此，整体看政府或有债务增加的可能性不大。

6、中国外债负担轻，外汇储备雄厚，对外债的覆盖率高，经常账户维持盈余，资本账户未全面放开，可有效防控转移风险，外币违约风险极低

虽然过去两年中国的外汇储备有所下降，但目前仍有 3 万亿美元之高。2016 年数据显示，中国外汇储备对外债总额和短期外债的覆盖率分别达到了 235.9% 和 353.5%，远高于全球主要经济体的外汇储备水平。目前中国的经常性账户仍然能维持较大的盈余，最近两年的外汇储备下降主要是对外直接投资增长太快造成，在政府加强对外直接投资的管理后，外汇储备下降的趋势已经得到扭转。在高额外汇储备的支持下，外部流动性的风险极低，不存在外币违约

的风险。

展望：

中国经济具备较大弹性空间，中期内处于全球经济增长良好序列。政府具备强大的资源组织动员能力和危机管控能力，能充分利用制度红利化解金融风险。各级政府债务水平较低且以内债为主；银行业运行稳健；中国充裕的外汇储备及经常账户持续盈余将保障其强大的本、外币偿债能力。综上所述，联合评级2017年继续维持中国长期本、外币 AAA_i 的主权信用等级，评级展望为稳定。