

# 塞尔维亚共和国信用评级报告

## 评级结果

长期外币信用等级: BBB<sub>i</sub>

长期本币信用等级: BBB<sub>i</sub>

评级展望: 稳定

## 评级时间

2018年12月6日

## 主要数据

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(亿美元)	414.32	383.00	371.60	442.11	455.20
实际GDP增速(%)	1.87	2.80	0.76	-1.83	2.57
CPI增幅(%)	3.13	1.12	1.39	2.08	7.69
失业率(%)	14.05	15.92	18.23	19.89	23.00
人均GDP(美元)	5,901.23	5,426.20	5,237.25	6,199.12	6,351.68
财政盈余/GDP(%)	1.46	-1.19	-3.61	-6.23	-5.31
政府债务/GDP(%)	62.54	73.07	76.02	71.95	61.14
财政收入/政府债务(%)	70.68	59.17	55.14	57.64	64.89
外债总额/GDP(%)	69.82	76.79	78.36	77.25	74.93
CAR/外债总额(%)	92.26	81.45	76.58	71.87	70.45
外汇储备/外债总额(%)	41.30	36.58	38.80	35.22	45.24

注: 1、实际GDP增长率以本币计算, 不考虑汇率变动因素;  
2、财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值;  
3、政府债务为一般政府债务总额;  
4、CAR为经常账户收入;  
5、外汇储备为官方外汇储备。

## 分析师:

李为峰 张强

联合资信评估有限公司

电话: 010-85679696

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

网址: www.lhratings.com

## 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对塞尔维亚共和国(以下简称“塞尔维亚”)的主权信用进行了首次评级, 评定其长期本、外币信用等级为BBB<sub>i</sub>, 评级展望为稳定。该评级结果表示塞尔维亚的主权信用风险低, 具备足够的能力按期偿付债务本息, 但易受环境和经济条件不利变化的影响。

塞尔维亚近年来国内政局保持稳定, 但存在一定地缘政治风险, 国家治理能力一般, 深受腐败等问题困扰。近年来经济增速明显提升, 失业率持续下降, 但仍处于较高水平, 且人口负增长、人口老龄化等问题仍将限制其经济增长潜力。塞尔维亚人均GDP水平一般, 但国家竞争力水平近年来明显提升。塞尔维亚银行业存在一定风险, 不良贷款率较高且存在过度欧元化的问题。得益于财政整顿及外部援助, 塞尔维亚财政状况得到了明显改善, 政府债务水平由升转降, 财政收入对政府债务的保障能力也有所提升。近年来塞尔维亚对外贸易和经常账户持续保持赤字, 但外债水平由升转降, 经常账户收入对外债的保障能力持续增强。

## 优势

- 加入欧盟的意愿及与IMF的合作有助于推动国内的各项改革, 有助于进一步改善宏观经济及政府财政状况;
- 国企私有化改革进程持续加快, 将有利于减轻政府财政负担并提升塞尔维亚的经济竞争力;
- 财政收入保持较快增长, 对政府债务的保障能力持续增强;
- 经常账户收入对外债的保障能力较强。

## 关注

- 人均GDP水平一般, 在欧洲范围内属于较低水平;
- 政府债务水平相对较高, 且外币债务占比较大;
- 失业率仍处于高位, 且人口负增长、人口老龄化等问题将限制塞尔维亚的经济增长潜力;
- 银行业不良贷款率较高, 且存在过度欧元化的问题;
- 国家治理能力一般, 深受腐败等问题困扰;
- 对外贸易和经常账户持续逆差, 且国际投资净头寸常年为负。

## 一、国家概况

塞尔维亚共和国是一个位于欧洲东南部、巴尔干半岛中部的内陆国，国土面积 8.84 万平方公里（包含科索沃地区 1.09 万平方公里）。按行政区划，塞尔维亚设有 29 个大行政区、2 个自治省（伏伊伏丁那和科索沃）和首都直辖区，首都贝尔格莱德市是全国政治、经济、文化及科研中心。截至 2017 年底，塞尔维亚全国总人口约 702 万（不含科索沃地区），其中 80% 以上为塞尔维亚族。塞尔维亚的官方语言为塞尔维亚语，官方货币为塞尔维亚第纳尔。塞尔维亚是联合国、国际货币基金组织（IMF）、黑海经济合作组织、中欧自由贸易协定等国际或区域性组织的成员国。自 2009 年正式提出加入欧盟申请成为候选国以来，塞尔维亚积极按照欧盟标准调整政策和修改法律法规，并于 2014 年正式开启了入盟谈判。此外，塞尔维亚加入世界贸易组织的谈判也在持续进行中。

## 二、国家治理

### 政治体制较为完善，近年来国内政局总体保持稳定

1991 年南斯拉夫解体后，塞尔维亚与黑山组成南斯拉夫联盟共和国（“南联盟”），并于 2003 年 2 月更名为塞尔维亚和黑山（“塞黑”），但黑山在 2006 年 6 月正式宣布独立，塞尔维亚随后宣布继承塞黑的国际法主体地位。2006 年 11 月，塞尔维亚正式颁布新宪法，规定塞尔维亚为议会共和制国家，实行三权分立的政治体制，并明确指出科索沃享有高度自治，是塞尔维亚领土不可分割的一部分。

议会是国家最高权力机构，实行一院制，共有 250 名议员，通过比例代表制选举产生，任期 4 年。议会享有制定法律、批准政府预算、安排总统选举、任免总理及各部部长、宣布战争、批准国际条约和协定等权力。总统是国家元首，由国民直接选举，任期五年，最多可连任两届。政府由总理和内阁成员组成，主要负责提议法案及预算、执法、制定国内外政策等。司法体系方面，塞尔维亚设有三级法院，分别为最高法院、上诉法院、初级及高级法院，此外还设有行政法院、商业法院、轻罪法院等特殊法院。

塞尔维亚实行多党制，主要政党包括塞尔维亚前进党、民主党、塞尔维亚民主党、塞尔维亚社会党、塞尔维亚激进党等。2014 年 3 月塞尔维亚大选后，前进党、社会党等组建了联合政府，前进党主席阿莱克桑达尔·武契奇担任总理。凭借执政两年以来的优异政绩，

武契奇策划了 2016 年 4 月的提前大选，以前进党为核心的竞选联盟再度获胜，前进党的执政地位因此得到加强。2017 年 4 月，塞尔维亚举行总统选举，时任总理、前进党主席武契奇当选，随后阿娜·布尔纳比奇就任总理。

总体看，近年来塞尔维亚政局保持稳定，前进党赢得提前选举及武契奇当选总统使得前进党的执政地位进一步巩固，顺利执政至 2020 年期满的可能性较大，但也在一定程度上引发了民众对于武契奇权力过大的担忧。

### 塞尔维亚存在一定地缘政治风险，加入欧盟的前景仍不明朗

自 1999 年科索沃战争结束以来，科索沃地区就脱离了塞尔维亚共和国的实际管辖，并且成为了联合国的保护地，由联合国科索沃临时行政当局特派团临时管治。2008 年 2 月，科索沃单方面宣布独立，目前全球已有 100 多个国家承认科索沃为独立主权国家。

塞尔维亚坚决反对科索沃独立，但仍和科索沃进行了多轮谈判，并于 2013 年 4 月签署了双方关系正常化协议。另一方面，由于塞尔维亚和科索沃都想加入欧盟，欧盟则将双方落实关系正常化的承诺作为加入的必要条件，部分欧盟成员国甚至提出，塞尔维亚想要加入欧盟就必须承认科索沃的独立地位。预计短期内科索沃问题很难得到解决，塞尔维亚加入欧盟的前景仍不明朗。

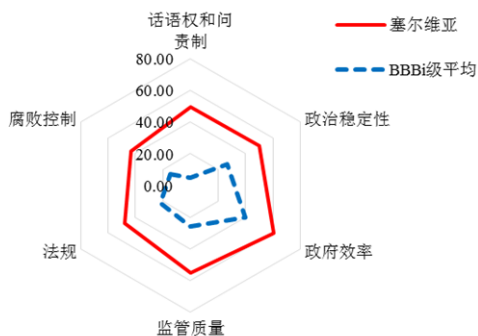
### 国家治理能力一般，深受腐败等问题困扰

为满足加入欧盟的要求，塞尔维亚近年来持续加大对官员腐败和经济领域犯罪的调查和打击力度。2015 年 12 月，塞尔维亚展开大规模反腐败行动，包括前部长、多名政府高层人士和国有企业高管在内的 80 人一夜之间被警方逮捕，动作之大堪称数十年来之最。在反腐制度建设方面，塞尔维亚政府出台了国家反腐战略五年行动计划，作为各执法部门重要而具体的反腐指导手册；为打击公共采购领域中普遍存在的腐败行为，塞尔维亚通过了新版《公共采购法》，其中专门设置了防腐条款，大幅减少了公共采购过程中的特殊情况，以防止权力部门及个人钻法律漏洞，牟取私利；要求所有公民进行财产申报并为其资产依法纳税，富人则必须在财富与收入不相符时做出解释。这些措施的出台为塞尔维亚打击腐败提供了指导，但实际效果仍有待显现。

根据世界银行发布的国家治理指数，2017 年，塞尔维亚国家各项治理能力百分比排名均值为 51.18，较 2016 年小幅下降。具体来看，塞尔维亚在“话语权和问责制”及“腐败控制”方面的排名下滑明显，且相对于

其它指标排名明显偏低。从图 1 可以看出，塞尔维亚的国家治理能力显著高于 BBB<sub>i</sub> 级国家的平均水平，但在整个欧洲范围内仍属于偏低水平。

图 1：2017 年塞尔维亚国家治理能力



数据来源：世界银行

## 二、宏观经济政策与表现

### 经济增长的波动性较大，但未来一段时期内有望以较高增速保持稳定增长

塞尔维亚经济对外部市场较为依赖，尤其是欧盟市场，因此极易受到外部经济环境变化的影响。受 2009 年全球金融危机及 2012 年欧洲危机影响，塞尔维亚在 2009 年和 2012 年两度陷入衰退。2014 年新任政府上台后，提出了用三年时间推动经济改革和私有化进程、巩固财政、严厉打击腐败等多个领域的施政目标，对外则积极寻求 IMF 及欧盟的援助，但受严重洪灾影响，塞尔维亚经济于 2014 年再次陷入衰退。2015 年以来，随着各项改革措施的持续推进及全球经济的回暖，再加上货币政策的持续宽松，塞尔维亚经济持续复苏，2015 年和 2016 年实际经济增速分别达到 0.76% 和 2.80%。

2017 年，塞尔维亚 GDP 总量达到 44,646.29 亿第纳尔（或 414.32 亿美元），实际经济增速为 1.87%，较 2016 年下降了 0.93 个百分点。具体来看，受建筑业持续回暖、政府投资增加及外资持续流入等因素影响，2017 年塞尔维亚固定资产投资保持快速增长，资本形成总额同比增长 8.57%，较 2016 年增速（6.11%）明显上升，成为拉动经济增长的主要动力；得益于工资水平的持续上升，居民消费同比增长 1.82%，而政府消费则受政府控制开支影响同比增速下滑至 1.02%；受国内消费及投资需求增加影响，塞尔维亚进口同比增速达到 10.74%，近年来首次高于出口增速（9.85%），是导致塞尔维亚经济增速放缓的主要原因。

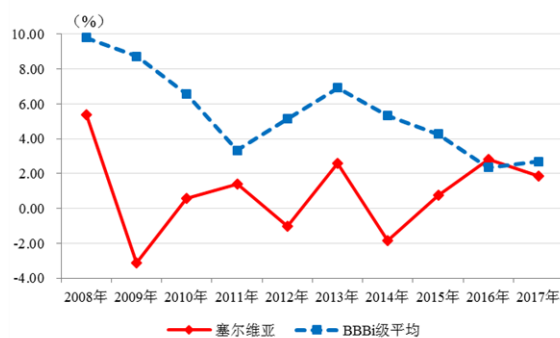
2013 年~2017 年，塞尔维亚 GDP 近 5 年平均年增长率为 1.23%，显著低于 BBB<sub>i</sub> 级国家的平均水平（4.31%），波动性（10 年 GDP 增长率的标准差，为 2.47%）虽然较 BBB<sub>i</sub> 级国家的平均水平（2.50%）略低，但仍处于较高水平。总体上看，近年来塞尔维亚经济增长起伏较为明显，经济增长的波动性较大。

表 1：2013~2017 年塞尔维亚经济表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
名义 GDP(亿第纳尔)	44,646.29	42,619.27	40,434.68	39,084.70	38,764.03
名义 GDP(亿美元)	414.32	383.00	371.60	442.11	455.20
实际 GDP 增速 (%)	1.87	2.80	0.76	-1.83	2.57
CPI 增幅 (%)	3.13	1.12	1.39	2.08	7.69
失业率 (%)	14.05	15.92	18.23	19.89	23.00

数据来源：IMF

图 2：2008~2017 年塞尔维亚实际 GDP 增长率



数据来源：IMF

2018 年上半年，得益于投资的迅猛增长，塞尔维亚实际 GDP 同比增速达到 4.90%，达到近十年以来的最高水平，经济复苏势头持续增强。未来几年，在营商环境持续改善、政府基建投资力度加大及宽松货币政策延续的背景下，私人部门和公共部门投资均有望保持强劲增长态势，继续成为拉动塞尔维亚经济增长的主要动力；在工资水平持续上升的支持下，居民消费对经济增长的拉动作用有望进一步提升，政府消费对经济增长的贡献则有望保持稳定；汽车行业的持续快速发展将进一步增加塞尔维亚的出口，但全球贸易保护主义倾向的上升将带来一定的不确定因素。综合以上因素，预计未来一段时期内塞尔维亚的经济增速有望保持在 4% 左右的较高水平。

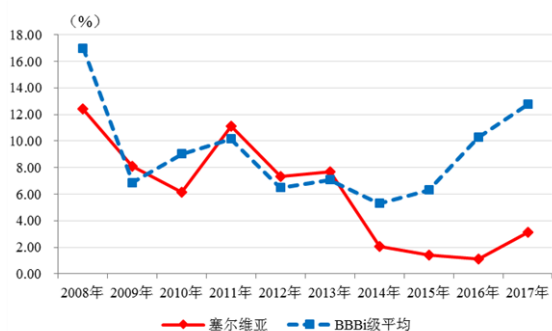
### 通胀水平近年来明显降低，未来一段时期有望保持在央行政策调控范围以内

得益于国内政治环境趋稳及国际能源价格的下跌，2014 年以来塞尔维亚的通货膨胀率从 6% 以上的较高水

平回落至 3% 以下的合理水平。2017 年，受食品价格上涨影响，塞尔维亚全年 CPI 增幅达到 3.13%，较 2016 年提高了逾 2 个百分点，但仍处于央行的调控目标范围内（3±1.5%）。从图 3 可以看出，2014 年以来塞尔维亚的通胀水平明显低于 BBB<sub>i</sub> 级国家的平均水平。

2018 年初，受 2017 年高基数因素影响，塞尔维亚月度 CPI 增幅一直维持在 2% 以下；5 月以后在能源价格上涨的支撑下，月度 CPI 增幅回升至 2% 以上。预计塞尔维亚全年 CPI 增幅有望达到 2.50% 左右。

图 3：2008~2017 年塞尔维亚 CPI 增长率



数据来源: IMF

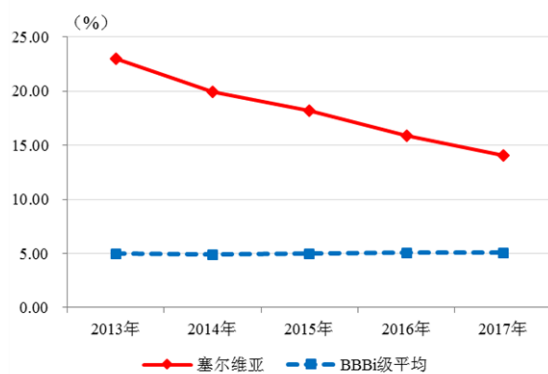
**失业率持续下降，但仍处于较高水平，且面临人口负增长、人口老龄化等问题，限制塞尔维亚的经济增长潜力**

受政治动荡、经济衰退、国企改革等多重因素影响，2009 年以来塞尔维亚失业率持续上升，并在 2012 年达到了 24.60% 的历史高位。2014 年新任政府上台后，塞尔维亚通过了新的《劳动法》和《养老和残疾人保险法》，平衡企业用工权利和劳工福利保障，一方面吸引投资、提高青年人就业率，另一方面也鼓励员工长期、稳定工作，促进经济发展。得益于这些措施，再加上非正式就业人口（无保险、非全职工作）被纳入就业范围，塞尔维亚失业率开始持续下降，至 2017 年降低至 14.05%，较 2016 年下降 1.87 个百分点，但仍处于较高水平。与 BBB<sub>i</sub> 级国家的平均水平相比，塞尔维亚的失业率明显偏高。

除失业率较高以外，塞尔维亚还面临人口负增长、人口老龄化等问题。长期以来，塞尔维亚有大量人口因政治动荡、国内收入水平较低等原因移民国外，再加上人口死亡率持续高于出生率，塞尔维亚人口总量平均每年减少 0.50% 左右，是全球人口萎缩速度最快的国家之一。另一方面，塞尔维亚人口老龄化也呈急剧上升之势，2017 年 65 岁及以上人口占总人口的比例已达 17.37%，较 2013 年提高了近 2 个百分点，预计到 2040 年这一比

例将达到 25% 左右。人口老龄化不仅会加剧政府的养老负担，也使得塞尔维亚的劳动人口持续萎缩，再加上劳动力教育水平偏低、职业教育缺乏等原因，塞尔维亚劳动力市场供需严重不匹配，这将在一定程度上限制其经济增长潜力。

图 4：2013~2017 年塞尔维亚失业率



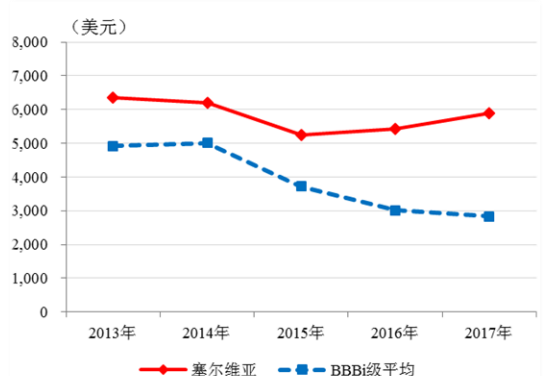
数据来源: IMF

### 三、结构特征

**塞尔维亚人均 GDP 水平一般，国家竞争力明显提升**

塞尔维亚是一个发展中国家，近年来人均 GDP 一直维持在 6,000 美元左右的水平。2017 年，得益于塞尔维亚经济的持续复苏及第纳尔兑美元汇率的回升，塞尔维亚人均 GDP 达到 5,901.23 美元，较上年增长了 8.75%，高于 BBB<sub>i</sub> 级国家的平均水平，但从欧洲范围内来看仍处于较低水平。

图 5：2013~2017 年塞尔维亚人均 GDP



数据来源: IMF

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017 年塞尔维亚的全球竞争力指数为 4.14，在全球 137 个经济体中排名第 78 位，较 2016 年大幅提高了 12 位，主



要得益于整体宏观经济及营商环境的改善，但税率较高、融资难度大、政府效率低下等问题仍对其整体竞争力的提升起到限制作用。

### **投资对经济增长的贡献度大幅上升，产业结构存在较大的调整空间，且对汽车行业存在一定依赖性**

近年来，塞尔维亚经济结构总体保持稳定。2013~2017年，居民消费支出和政府消费支出占GDP的比值平均为73.98%和16.72%，两者均呈小幅下降之势；资本形成总额对GDP的贡献度总体呈上升之势，2017年达到21.00%，较2013年提升了逾3个百分点；净出口对GDP的贡献度长期为负，但总体呈上升之势，2017年其占GDP的比值为-8.81%。

产业结构方面，近年来塞尔维亚产业结构保持稳定，三大产业增加值在GDP中的占比分别为7%、26%和50%左右（此外还有生产税减产品补贴，占GDP的17%左右）。总体看，塞尔维亚产业结构存在较大的调整空间，农业增加值在GDP中的占比明显高于大部分欧洲国家，易受自然灾害等因素的影响；服务业增加值占比相对较低，未来有较大的提升空间。

早在南斯拉夫时代，塞尔维亚就在汽车行业具有一定竞争力，扎斯塔瓦汽车厂生产了超过450万辆汽车。自塞尔维亚独立以来，依靠国外的投资及中小企业的崛起，塞尔维亚汽车制造业得到了快速发展。2008年，意大利菲亚特汽车公司收购了扎斯塔瓦汽车厂，成为塞尔维亚主要的汽车制造商，此后米其林、博世、麦格纳等国际知名汽车及零配件厂商纷纷在塞尔维亚投资设厂。目前，塞尔维亚汽车出口占到其出口总额的15%左右，对其经济增长起到至关重要的作用，但对汽车行业的过度依赖也使其经济增长易受外部环境变化的影响。

除汽车产业以外，近年来塞尔维亚机械制造、信息技术等产业也发展迅速，将有助于推动塞尔维亚产业多元化，降低对汽车产业的依赖。

### **国企私有化改革进程持续加快，将有利于减轻政府财政负担并提升塞尔维亚的经济竞争力**

自1991年南斯拉夫解体后，塞尔维亚就一直在推进国有企业私有化改革，并于1997年和2001年相继出台了两部《私有化法》，以扭转国企长期亏损和效益低下的局面。但由于缺乏透明度、贪污腐败现象严重，再加上国内政局动荡，塞尔维亚国企私有化改革普遍遭遇失败，大部分国企优质资产流失殆尽，生产经营活动趋于停止且负债累累，导致这些企业很难吸引投资者。塞尔

维亚政府只能以财政补贴方式勉力维持其日常生产运营，每年提供的财政补贴及主权担保在10亿欧元左右，给政府及整个国民经济带来了沉重的负担。

为满足加入欧盟及向IMF申请救助的要求，2014年新任政府上台后加快了国企私有化的进程。塞尔维亚通过了新的《私有化法》，确定了国企私有化改革时间表，并宣布出售502家国有企业，邀请有兴趣的国内外投资者对其进行私有化投资。新《私有化法》采取了股权销售、资产出售、无偿资本转移、建立战略合作伙伴关系等多种更加灵活的手段和模式来进行国企私有化，从而提高了私有化效率。

私有化改革进程的加快将有利于减轻政府财政负担，提高塞尔维亚的经济竞争力，但在此过程中引发的贪污腐败、失业率高企等问题仍不容忽视。

### **银行业风险持续降低，盈利状况明显改善，但不良贷款率仍处于相对较高水平**

银行业在塞尔维亚金融系统中占据主导地位。目前，塞尔维亚共有28家银行，其中有7家为国有独资或参股。外资银行持有银行业总资产的83%左右，主要来自奥地利、意大利、匈牙利等欧盟国家，这在一定程度上增加了银行业的外部脆弱性。作为中央银行，塞尔维亚国家银行的主要目标是维持物价及金融系统的稳定性，此外还承担了以下职责：执行货币政策及外汇政策；发行货币并管理货币流通；管控跨境支付；审批并监管银行、保险公司、养老保险管理公司、金融租赁公司等金融机构。

2009年全球金融危机之后，受经济增长缓慢及国企改革影响，塞尔维亚银行业的不良贷款率迅速上升至15%以上的较高水平，并在2015年达到21.60%的历史高点。2015年8月，塞尔维亚政府推出了“国家不良贷款处置战略”，央行也引入了不良贷款强制核销标准，塞尔维亚银行业不良资产处置持续加快，不良贷款率也大幅降低。截至2017年底，塞尔维亚银行业不良贷款率为9.85%，较2016年底下降了逾7个百分点，但仍处于较高水平；银行业资本充足率呈持续上升之势，截至2017年底达到22.61%，处于较好水平；银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）均有明显上升，截至2017年底分别达到2.14%和10.47%，银行业盈利状况大幅改善。

除不良贷款率较高以外，塞尔维亚银行业还面临过度欧元化的问题，近70%的银行存款和贷款均为外币计价，再加上本币资本市场规模较小，塞尔维亚央行货币政策的有效性受到很大影响。为减少银行业过度欧元化的问题，塞尔维亚央行近年来加强了对外汇风险的管理，

稳定第纳尔汇率及通货膨胀水平，以增强第纳尔资产的吸引力。塞尔维亚政府也通过区分税收政策、发展本币债券市场、延长第纳尔收益率曲线等方式推动本币的使用。得益于这些政策，塞尔维亚银行业的欧元化程度有所降低，但仍有待进一步改善。

2017年以来，为进一步降低银行业风险，塞尔维亚央行引入了资本缓冲要求（包括资本留存缓冲、逆周期资本缓冲、系统风险缓冲等），开始公布银行业所有运营相关数据，使国内银行业监管体系进一步符合巴塞尔 III 及欧盟的要求。得益于这些措施及宏观经济环境的持续改善，预计未来一段时间内塞尔维亚的银行业风险有望持续降低。

#### 四、公共财政实力

##### 得益于财政整顿及外部援助，塞尔维亚财政状况得到了明显改善，并于 2017 年首次实现了财政盈余

2009 年全球经济危机之后，受国内经济衰退及国企补贴增加等因素影响，塞尔维亚财政赤字猛增，政府债务水平也呈持续上升之势。2014 年新任政府上台后开始大力削减预算，严格控制公共部门开支，其中包括大幅削减公共部门薪资 20% 以上、清理公务用车 1,500 多辆等；另一方面，实行统一税制，加强税收管理，简化征税手续，加强执法力度，清查逃税漏税行为，打击灰色经济，加强海关监管等，以增加财政收入。

与此同时，塞尔维亚政府于 2014 年底与 IMF 谈判达成一项为期 3 年、金额 10 亿欧元的备用贷款安排协议，并于 2015 年 2 月将金额上调为 12 亿欧元。根据此项协议，塞尔维亚政府承诺将采取一系列措施巩固财政、维持宏观经济稳定、推进国企改革、改善投资经营环境等。得益于上述措施及经济的持续复苏，塞尔维亚财政状况近年来得到明显改善，其财政整顿成果也得到了 IMF 的肯定。

财政收入方面，近年来塞尔维亚财政收入呈持续上升之势。2017 年，塞尔维亚政府实现财政收入 19,733.80 亿第纳尔，同比增长了 7.09%，相当于当年 GDP 的 44.20%。从税收结构来看，税收收入占到财政收入的 85% 以上（其中包括社保收入，占财政收入的近 30%），非税收入占比较小，财政收入来源较为稳定。

财政支出方面，由于塞尔维亚政府大力削减预算，近年来财政支出虽总体保持增长态势，但增速明显不及财政收入的增速。2017 年，塞尔维亚财政支出为 19,081.70 亿第纳尔，同比增长 0.78%，大大低于财政收

入的增速。从财政支出的结构来看，塞尔维亚政府的财政支出主要用于雇员报酬、商品及服务采购、社保支出、利息支出等方面，其中社保支出和雇员报酬分别占到财政支出总额的 37% 和 22% 左右。

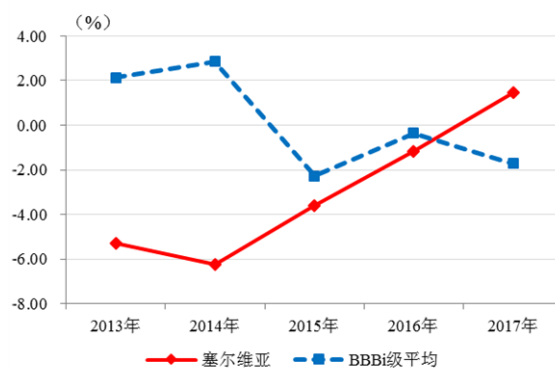
得益于财政收入的持续增长及对财政支出的严格控制，塞尔维亚政府财政赤字自 2015 年以来大幅缩减。2017 年，塞尔维亚政府财政实现了扭亏为盈，财政盈余达到 652.10 亿第纳尔，相当于 GDP 的比值为 1.46%，财政状况得到了明显的改善。从图 6 可以看出，2015 年以来塞尔维亚的财政赤字水平与 BBB<sub>i</sub> 级国家的平均水平较为接近，至 2017 年塞尔维亚财政状况已显著优于 BBB<sub>i</sub> 级国家的平均水平。

表 2：2013~2017 年塞尔维亚政府财政表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政收入 (亿第纳尔)	19,733.80	18,426.46	16,948.37	16,207.48	15,379.60
财政收入/GDP (%)	44.20	43.24	41.92	41.47	39.67
财政支出 (亿第纳尔)	19,081.70	18,933.19	18,406.62	18,642.61	17,437.14
财政支出/GDP (%)	42.74	44.42	45.52	47.70	44.98
财政盈余 (亿第纳尔)	652.10	-506.74	-1,458.26	-2,435.14	-2,057.54
财政盈余/GDP (%)	1.46	-1.19	-3.61	-6.23	-5.31

数据来源: IMF

图 6：2013~2017 年塞尔维亚财政盈余占 GDP 比重



数据来源: IMF

##### 近年来政府债务水平得到一定程度控制，或有负债风险持续降低，但外币债务占比过高使得政府债务存在一定汇兑风险

受持续财政赤字影响，2009 年以来塞尔维亚政府债务水平迅速上升，2015 年上升至 76% 的历史高点，较 2009 年提高了一倍有余。随着塞尔维亚财政整顿的开展及财政赤字的缩减，自 2016 年以来政府债务水平开始逐步下降。截至 2017 年底，塞尔维亚一般政府债务总

额为 27,921.00 亿第纳尔，较 2016 年减少了逾 10%；政府债务总额相当于 GDP 的比值为 62.54%，较上年下降了逾 10 个百分点，已接近于欧盟设定的 60% 的要求。从图 7 可以看出，近年来塞尔维亚政府债务水平得到了一定程度的控制，但仍明显高于 BBBi 级国家的平均水平。

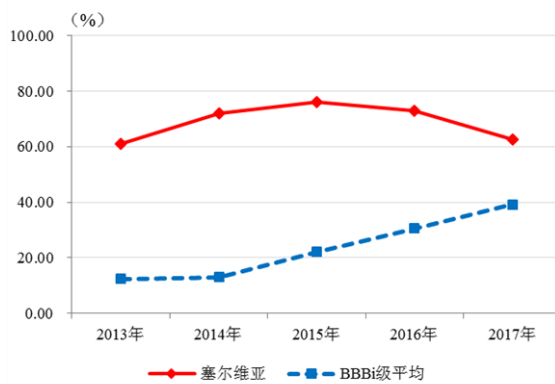
从政府债务结构来看，塞尔维亚政府债务中绝大部分为直接债务，其占比达到 90% 以上，其余为或有债务。从直接债务来看，外币债务占比达到 60% 左右，存在一定的汇兑风险。从或有负债来看，随着国企私人化改革的持续开展，或有负债占政府债务总额的比例已从 2013 年的 14% 左右下降至 2017 年的 7% 左右，政府面临的或有负债风险已大幅降低。

**表 3：2013~2017 年塞尔维亚一般政府债务情况**

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额 (亿第纳尔)	27,921.00	31,141.44	30,737.01	28,119.67	23,700.28
政府债务总额/GDP (%)	62.54	73.07	76.02	71.95	61.14
财政收入/政府债务 总额 (%)	70.68	59.17	55.14	57.64	64.89

数据来源: IMF

**图 7：2013~2017 年塞尔维亚政府债务占 GDP 比重**



数据来源: IMF

### 财政收入对政府债务保障能力有所增强，且未来有望进一步提升

近年来，塞尔维亚政府财政收入对政府债务的保障程度呈先降后升之势。2017 年，得益于政府债务水平的大幅降低，塞尔维亚财政收入与政府债务总额的比值为 70.68%，较上年提升了逾 10 个百分点，财政收入对政府债务的债务保障能力有所增强。

在备用贷款安排到期之后，塞尔维亚政府向 IMF 申请了为期 30 个月的新型政策协调工具，并于 2018 年 7 月获得 IMF 批准。在此框架下，塞尔维亚政府未来的改

革重点包括加强税收管理和公共投资管理、改善商业环境、减少政府对市场的干预等，同时也体现了塞尔维亚政府将继续实施强有力的宏观经济政策和结构改革的决心。另一方面，根据塞尔维亚政府公布的 2018 年预算，政府的主要财政目标仍是维持宏观经济的稳定性及继续实施财政整顿措施，同时进一步降低政府债务水平。政府的支出重点将放在资本支出上，同时养老支出和公务员薪资支出也将有所增加，2018 年政府财政赤字预计将达到 GDP 的 0.6% 左右。但从 2018 年实际财政表现来看，得益于税收收入的持续增长，2018 年上半年塞尔维亚财政仍然保持盈余，财政盈余相当于 GDP 的比值达到 1.4%，因此预计 2018 年全年塞尔维亚政府仍有望实现 0.5% 左右的财政盈余。未来随着政府支出力度的加大，政府财政将重回赤字状态，但有望稳定在 0.5% 左右的较低水平，政府债务水平也有望持续下降。在经济保持较高增速及财政收入持续增长的背景下，预计塞尔维亚财政收入对政府债务的保障能力有望在未来进一步提升。

## 五、外部融资实力

### 对外贸易和经常账户持续逆差，且国际投资净头寸常年为负

塞尔维亚经济对外贸的依赖程度较高，进出口总额相当于 GDP 的比值达到 100% 以上。由于临近欧盟且与欧盟签订有自由贸易协定，塞尔维亚出口对象和进口来源均为欧盟市场，与欧盟之间的贸易量占到其贸易总量的 60% 以上。从贸易结构来看，塞尔维亚主要出口商品有汽车、机电设备、塑料制品、橡胶制品、钢铁、水果等，主要进口产品有石油制品、机电设备、汽车、药品等。

近年来，塞尔维亚对外贸易总量呈波动上升趋势，但却持续保持贸易逆差。2017 年，受本国及欧盟经济的整体复苏的影响，塞尔维亚进、出口均取得较大幅度增长，其中出口总额为 218.65 亿美元，同比增长 13.70%；进口总额为 253.02 亿美元，同比增长了 16.71%，略高于出口增速。在此背景下，2017 年塞尔维亚贸易逆差达到 34.36 亿美元，较 2016 年增长了逾 40%。

经常账户收入方面，近年来塞尔维亚经常账户持续保持逆差，但由于二次收入顺差规模较大，经常账户逆差规模明显小于贸易逆差。2017 年，塞尔维亚经常账户收入为 266.88 亿美元，较上年增长了 11.41%；经常账户赤字为 28.19 亿美元，相当于 GDP 的比值为 6.80%，较上年增长了逾 1 倍。



国际投资净头寸方面，塞尔维亚国际投资净头寸长期为负。2017年，塞尔维亚国际投资净负债为428.43亿美元，相当于GDP的比值为103.40%，较上年提升了逾7个百分点，也是近年来首次突破100%的水平。

**表 4：2013~2017 塞尔维亚经常账户及国际投资情况**

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
进口额(亿美元)	218.65	192.32	173.37	191.80	185.26
出口额(亿美元)	253.02	216.78	209.63	240.18	236.35
贸易差额(亿美元)	-34.36	-24.47	-36.26	-48.38	-51.10
经常账户收入(亿美元)	266.88	239.54	223.01	245.45	240.30
经常账户余额(亿美元)	-28.19	-11.90	-17.51	-26.35	-27.95
经常账户余额/GDP(%)	-6.80	-3.11	-4.71	-5.96	-6.14
国际投资净头寸(亿美元)	-428.43	-367.64	-371.41	-397.19	-435.49
国际投资净头寸/GDP(%)	-103.40	-95.99	-99.95	-89.84	-95.67

数据来源: IMF

未来一段时期内，随着塞尔维亚汽车行业进一步融入欧洲产业链，再加上信息科技产业的崛起，塞尔维亚的贸易逆差有望逐步缩减，经常账户逆差相当于GDP的比值也有望稳定在4%左右的水平，外部不平衡状况有望得到一定程度的改善。

### 外债水平呈先升后降之势，政府外债占比较大

近年来，塞尔维亚外债水平呈先升后降之势，外债总额相当于GDP的比值保持在75%左右，处于一般水平。截至2017年底，塞尔维亚的外债总额为289.27亿美元，较上年末小幅降低了1.64%；外债总额相当于GDP的比值为69.82%，较上年末降低了近7个百分点。

从外债构成看，截至2017年底，塞尔维亚政府外债总额(包括央行、国有企业等公共部门外债)为157.19亿美元，在外债总额中的占比为54.34%，占比相对较大；非金融企业外债占比为36.49%，较上年末提升了逾3个百分点，但其中70%以上均为公司间借贷；金融机构外债占比相对较小，仅为9%左右。

从外债的期限结构来看，截至2017年底，塞尔维亚外债总额中短期债务的占比仅为3.51%，短期偿付压力很小。

**表 5：2013~2017 年塞尔维亚外债情况**

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
外债总额(亿美元)	289.27	294.09	291.20	341.54	341.07
外债总额/GDP(%)	69.82	76.79	78.36	77.25	74.93
政府外债(亿美元)	157.19	174.04	169.78	188.13	174.49
政府外债/外债总额(%)	54.34	59.18	58.30	55.08	51.16

数据来源: 世界银行

### 近年来经常账户收入对外债的保障能力持续增强，但外汇储备对外债的保障能力一般

近年来，塞尔维亚经常账户收入对外债的保障能力呈持续增强之势。2017年，得益于经常账户收入的大幅增加和外债规模的下降，塞尔维亚经常账户收入相当于外债总额的比值升至92.26%，较上年增长了逾10个百分点，属于较强水平；经常账户收入相当于政府外债的比值为169.78%，较上年增长了逾30个百分点，对政府外债的保障能力进一步增强。

近年来，塞尔维亚外汇储备呈波动下降之势。截至2017年底，塞尔维亚外汇储备达到119.46亿美元，较上年末增长了11.05%，但和2013年底相比则减少了逾20%；外汇储备相当于外债总额和政府外债的比值分别为41.30%和76.00%，均较上年有不同程度的提升，但仍处于一般水平。

**表 6：2013~2017 年塞尔维亚外债及保障情况**

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
外汇储备(亿美元)	119.46	107.57	112.99	120.29	154.30
经常账户收入/外债总额(%)	92.26	81.45	76.58	71.87	70.45
经常账户收入/政府外债(%)	169.78	137.63	131.35	130.47	137.71
外汇储备/外债总额(%)	41.30	36.58	38.80	35.22	45.24
外汇储备/政府外债(%)	76.00	61.80	66.55	63.94	88.43

数据来源: IMF、世界银行

### 有管理的浮动汇率制度有助于降低汇率波动性，对塞尔维亚外债偿还形成一定的支撑

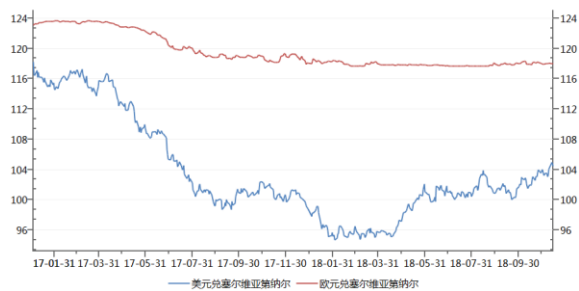
塞尔维亚施行有管理的浮动汇率制度，当汇率波动超过每日限额时，央行就会在外汇市场上进行干预，这在很大程度上有利于降低汇率的波动性。

2017年以来，受塞尔维亚宏观经济状况持续改善及外资流入增加的提振，第纳尔对欧元和美元均呈现升值趋势，全年升值幅度分别为4%和15%左右。进入2018年以来，塞尔维亚央行一直在通过购买外汇来干预汇率，防止第纳尔升值过快，因此欧元兑第纳尔汇率一直稳定在1:117左右；随着美元的持续走强，第纳尔对美元则有所贬值，但贬值幅度不大，6月之后总体保持稳定。

总体看，虽然塞尔维亚对外贸易和经常账户持续保持逆差，但外债水平得到了一定控制，且经常账户收入对外债的保障能力持续增强，外债不能偿还的风险相对较低。



图 8：美元兑第纳尔及欧元兑第纳尔汇率变化



数据来源: WIND

## 六、评级展望

塞尔维亚政局在 2020 年大选之前有望保持稳定，经济增长态势也将持续；政府财政赤字有望保持在合理水平，政府债务水平也将持续下降；外债水平有望持续下降，外债偿付能力有望进一步增强。基于以上分析，联合资信确定塞尔维亚主权信用评级展望为“稳定”。

## 塞尔维亚主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
<b>宏观数据</b>					
GDP (亿第纳尔)	44,646.29	42,619.27	40,434.68	39,084.70	38,764.03
GDP (亿美元)	414.32	383.00	371.60	442.11	455.20
实际 GDP 增速 (%)	1.87	2.80	0.76	-1.83	2.57
CPI 增幅 (%)	3.13	1.12	1.39	2.08	7.69
失业率 (%)	14.05	15.92	18.23	19.89	23.00
<b>结构特征</b>					
第一产业占 GDP 的比值 (%)	6.01	6.49	6.77	7.73	7.88
第二产业占 GDP 的比值 (%)	26.38	25.80	25.95	25.19	26.65
第三产业占 GDP 的比值 (%)	49.99	50.10	50.03	50.42	49.66
生产税减补贴占 GDP 的比值 (%)	17.62	17.62	17.24	16.66	15.81
家庭消费支出占 GDP 的比值 (%)	71.89	72.38	74.68	75.63	75.30
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	15.92	15.99	16.22	17.73	17.76
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	21.00	19.08	18.85	17.49	17.65
净出口占 GDP 的比值 (%)	-8.81	-7.45	-9.75	-10.85	-10.71
进出口总额/GDP (%)	113.84	106.81	103.07	97.71	92.62
人均 GDP (美元)	5,901.23	5,426.20	5,237.25	6,199.12	6,351.68
银行业资本充足率 (%)	22.61	21.83	20.89	19.96	20.94
银行业不良贷款率 (%)	9.85	17.03	21.58	21.54	21.37
银行业 ROA (%)	2.14	0.68	0.33	0.12	-0.07
银行业 ROE (%)	10.47	3.34	1.54	0.58	-0.35
<b>公共财政</b>					
财政收入 (亿第纳尔)	19,733.80	18,426.46	16,948.37	16,207.48	15,379.60
财政收入/GDP (%)	44.20	43.24	41.92	41.47	39.67
财政支出 (亿第纳尔)	19,081.70	18,933.19	18,406.62	18,642.61	17,437.14
财政支出/GDP (%)	42.74	44.42	45.52	47.70	44.98
财政盈余 (亿第纳尔)	652.10	-506.74	-1,458.26	-2,435.14	-2,057.54
财政盈余/GDP (%)	1.46	-1.19	-3.61	-6.23	-5.31
政府债务总额 (亿第纳尔)	27,921.00	31,141.44	30,737.01	28,119.67	23,700.28
政府债务总额/GDP (%)	62.54	73.07	76.02	71.95	61.14
财政收入/政府债务 (%)	70.68	59.17	55.14	57.64	64.89
<b>外部融资</b>					
进口总额 (亿美元)	218.65	192.32	173.37	191.80	185.26
出口总额 (亿美元)	253.02	216.78	209.63	240.18	236.35
进出口净额 (亿美元)	-34.36	-24.47	-36.26	-48.38	-51.10
经常账户收入 (亿美元)	266.88	239.54	223.01	245.45	240.30
经常账户余额 (亿美元)	-28.19	-11.90	-17.51	-26.35	-27.95
经常账户余额/GDP (%)	-6.80	-3.11	-4.71	-5.96	-6.14
国际投资净头寸 (亿美元)	-428.43	-367.64	-371.41	-397.19	-435.49
国际投资净头寸/GDP (%)	-103.40	-95.99	-99.95	-89.84	-95.67
外债总额 (亿美元)	289.27	294.09	291.20	341.54	341.07
政府外债总额 (亿美元)	69.82	76.79	78.36	77.25	74.93
外债总额/GDP (%)	157.19	174.04	169.78	188.13	174.49
政府在外债总额中的占比 (%)	54.34	59.18	58.30	55.08	51.16
经常账户收入/外债总额 (%)	92.26	81.45	76.58	71.87	70.45
经常账户收入/政府外债 (%)	169.78	137.63	131.35	130.47	137.71

外汇储备（亿美元）	119.46	107.57	112.99	120.29	154.30
外汇储备/外债总额（%）	41.30	36.58	38.80	35.22	45.24
外汇储备/政府外债（%）	76.00	61.80	66.55	63.94	88.43

数据来源：世界银行、IMF、塞尔维亚央行



## 国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA<sub>i</sub>、AA<sub>i</sub>、A<sub>i</sub>、BBB<sub>i</sub>、BB<sub>i</sub>、B<sub>i</sub>、CCC<sub>i</sub>、CC<sub>i</sub>、C<sub>i</sub> 和 D<sub>i</sub> 表示，其中，除 AAA<sub>i</sub> 级和 CCC<sub>i</sub> 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA <sub>i</sub>	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA <sub>i</sub>	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A <sub>i</sub>	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB <sub>i</sub>	信用风险低，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB <sub>i</sub>	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B <sub>i</sub>	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC <sub>i</sub>	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC <sub>i</sub>	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C <sub>i</sub>	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D <sub>i</sub>	已经违约，进入重组或者清算程序。