

塞尔维亚共和国 2024 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: BBB_i

长期外币信用等级: BBB_i

评级展望: 稳定

上次评级结果:

长期本币信用等级: BBB_i

长期外币信用等级: BBB_i

评级展望: 稳定

本次评级时间: 2024 年 5 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

分析师: 程泽宇 张敏

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

本次评级模型打分表及结果:

本币指示评级	A _i -		本币评级结果	BBB _i
外币指示评级	A _i -		外币评级结果	BBB _i
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	C	国家治理		E
		宏观经济政策和表现		B
		结构特征		F
公共财政实力	b	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	c
			政府债务负担	d
			政府偿债能力	d
外部融资实力	d	国际收支及外部债务状况	国际收支	e
			外债压力	d
			外债偿付能力	c
调整因素和理由				调整子级
面临较高的地缘政治风险				本外币-1子级
政府外币债务占比很高且面临一定的或有负债风险				本外币-1子级

注: 政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级; 公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级; 模型内指标为五年加权平均值; 通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果, 结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果

¹ 本评级结果为主动评级结果, 评级资料主要来源于公开信息, 与委托评级相比, 评级调查工作(可能无)和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议, 联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

评级概况：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对塞尔维亚共和国（以下简称“塞尔维亚”）的主权信用进行了跟踪评级，决定维持其长期本、外币主权信用等级BBB_i，评级展望为“稳定”。

2023年，作为执政党的塞尔维亚前进党在年末举行的议会选举中再度获胜，国内政局总体保持稳定。塞尔维亚经济增长在强劲的出口及投资支撑下持续趋稳，但在俄乌冲突的持续影响下通胀压力依然较大，失业率也维持在相对较高水平。得益于经济持续增长及本币升值，塞尔维亚人均GDP首次超过10,000美元，但在欧洲范围内仍处于相对较低水平。银行业各项指标总体保持稳健，但盈利状况在央行加息的背景下有所下滑。塞尔维亚政府继续推进财政整固政策，财政赤字率保持在相对较低水平，政府债务水平近年来首次回落至50%以下，财政收入对政府债务的保障能力较强。得益于制造业出口的大幅增长及国际旅游业的复苏，塞尔维亚的对外贸易赤字和经常账户赤字双双收窄，外债水平有所回落，经常账户收入对外债的保障能力较强。

2024年以来，塞尔维亚在议会选举后通过了新一届政府名单，前进党主席武切维奇出任总理，有助于保持政府政策的连续性。在工资水平上涨及就业状况改善的支撑下，私人消费将为塞尔维亚经济复苏提供进一步的支撑，全年经济增速有望回升至3.5%左右，通货膨胀水平也有望逐步回落至央行设定的目标（4.5%）。在经济持续回升及财政政策保持稳健的情况下，预计塞尔维亚财政状况有望持续改善，政府债务水平有望保持相对稳定。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 塞尔维亚经济具有一定韧性，未来一段时期内经济增长有望加速

塞尔维亚的经济多元化程度相对较高，其中制造业是塞尔维亚经济的重要组成部分，主要集中在汽车、机械制造、电子信息等领域，并吸引了大量外国企业前来投资设厂。得益于经济多元化程度相对较高及政府推出的大规模财政支持计划，塞尔维亚经济受新冠疫情影响相对较小，2020年仅轻微衰退0.9%，明显好于欧盟地区整体水平（-6.2%）。2022年俄乌冲突爆发后，塞尔维亚经济受到一定程度的影响，通胀水平也大幅上升至10%以上较高水平，但在政府持续加大基础设施投资及出口持续保持强劲的支撑下，塞尔维亚经济仍保持增长，2022年和2023年经济增速分别为2.6%和2.5%，展现出一定的经济韧性。

展望未来，在工资水平上涨及就业状况改善的支撑下，私人消费将为塞尔维亚经济复苏提供进一步的支撑；另一方面，在塞尔维亚将承办2027年专业类世界博览会的背景下，基建投资有望保持较快增长。得益于上述因素，塞尔维亚经济增速有望在2024年提升至3.5%左右，2025年则有望进一步提升至4%以上。此外，在2023年央行连续多次加息的作用下，塞尔维亚通胀压力已经得到了一定程度的缓解，通货膨胀水平有望在未来两年逐步回落至央行设定的目标（4.5%）以内。

2. 塞尔维亚政府财政状况持续改善，政府债务水平有望保持在相对低位

近年来，塞尔维亚政府保持审慎的财政政策，并在 IMF 及欧盟的协助下持续开展各项改革措施，尽管 2020 年为应对新冠疫情推出大规模财政支持计划导致政府财政赤字水平大幅上升至 7% 以上，但随着经济的复苏及财政整固计划的持续，塞尔维亚政府财政状况持续改善，并在 2022 年基本实现财政平衡。2023 年，塞尔维亚政府为应对能源危机加大了对国有能源企业的补贴，导致财政支出同比大幅上涨 16%，超过财政收入 12.9% 的增幅，政府财政赤字水平因此小幅扩大至 1.3%，但仍显著低于 BBB_i 级和 BBB_i+ 级国家平均水平。

从政府债务水平来看，自 2020 年以来塞尔维亚政府债务水平呈持续下行之势，截至 2023 年底达到 48.9%，近年来首次下降至 50% 以下，且明显低于 BBB_i 级和 BBB_i+ 级国家平均水平。从政府偿债能力来看，2023 年政府财政收入相当于政府债务的比值为 87.1%，较上年提升逾 6 个百分点，对政府债务的保障能力进一步增强。

根据塞尔维亚财政部公布的《2024~2026 年中期财政框架》，未来一段时期内政府财政政策的重点在于减轻劳动者的税负压力以提升私人部门的竞争力，同时在保证基建及资本支出的基础上控制养老金及薪资支出的增长幅度。在此背景下，预计未来几年塞尔维亚政府财政赤字水平有望保持在 2% 左右，政府债务水平也有望维持在 50% 左右的相对低位。

3. 外债水平相对较低，经常账户收入对外债的保障能力很强

截至 2023 年末，塞尔维亚外债总额为 501.4 亿美元，较上年末大幅增长 12.2%，但得益于美元计价 GDP 的大幅增长，外债总额相当于 GDP 的比值同比降低 3.6 个百分点至 66.7%，低于 BBB_i 级和 BBB_i+ 级国家平均水平。从外债结构来看，政府外债在外债总额中的占比达到 54.4%，较上年末进一步提升。从外债保障程度来看，2023 年塞尔维亚经常账户收入相当于外债总额的 105.7%，尽管较上年小幅下降，但仍处于很高水平；截至 2023 年底，塞尔维亚外汇储备规模为 275.2 亿美元，较上年末大幅增长逾 30%，相当于外债总额的 54.9%，较上年提高 8.5 个百分点，对外债的保障能力进一步增强。此外，由于塞尔维亚实施有管理的浮动汇率制度并盯住欧元，因此其外债面临的汇兑风险相对有限。

主要关注：

1. 塞尔维亚长期面临较高的地缘政治风险，国家治理能力也有待进一步提升

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。近年来，塞尔维亚和科索沃之间的冲突仍然不断，2023 年初在欧盟的调解下塞尔维亚就曾与科索沃达成一致，同意欧

盟起草的关系正常化协议，即“法德方案”²，但4月塞族人占多数的科索沃北部4座城市举行地方选举引发暴力事件，科索沃当局宣布禁用塞尔维亚货币、对塞族人实施暴力搜查等，造成恐慌和局势紧张，塞尔维亚随后将军队战备状态提升到最高等级，并紧急向与科索沃行政线方向移动。尽管此次冲突事件并没有进一步升级，但塞尔维亚和科索沃之间的关系预计在短期内很难得到有效缓解，塞尔维亚也将长期面临较高的地缘政治风险。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。在此背景下，预计塞尔维亚加入欧盟的进程仍将面临较大挑战。

从国内来看，尽管近年来塞尔维亚持续加大对官员腐败和经济领域犯罪的调查和打击力度，但腐败问题依然存在。根据世界银行公布的国家治理指数，2022年塞尔维亚国家各项治理能力百分比排名均值为46.7，较2021年小幅下降，与BBB_i级国家平均水平较为接近，但远低于BBB_i+级国家平均水平。具体来看，塞尔维亚在“腐败控制”方面的排名尽管较上年有所提升，但相对于其它指标排名仍明显偏低。2023年以来，塞尔维亚国内因政治选举、枪击案件频发等原因暴发多起民众抗议活动，对国内政局及社会稳定性造成一定挑战，政府国家治理能力有待进一步提升。

2. 政府外币债务占比很高，且政府面临一定的或有负债风险

尽管塞尔维亚政府债务水平相对较低，但从政府债务结构来看其外币债务占比很高，截至2023年底达到78.5%，较上年同期提高3.5个百分点，其中欧元和美元计价债务占比分别为58.0%和13.3%，政府债务面临较大的汇兑风险。尽管与欧元挂钩的汇率机制能够在一定程度上降低汇兑风险，但这一机制在面临较大外部风险冲击时可能无法维持，或将加剧政府面临的偿债压力。

从或有负债来看，随着国企私有化改革的持续开展，塞尔维亚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2023年的5%左右，但在俄乌冲突引发全球能源价格大幅上涨及国内通胀大幅上升的背景下，塞尔维亚政府持续加大对国家电力公司和国家天然气公司的补贴，这两家国有企业的运营及盈利状况仍面临较大挑战，或将加大政府面临的或有负债风险。

3. 失业率仍处于较高水平，且人口负增长、人口老龄化等问题将限制塞尔维亚的长期经济增长潜力

受历史上政治动荡、经济衰退、国企改革等多重因素影响，长期以来塞尔维亚国内失业率处于较高水平，2023年达到9.5%，较上年基本持平，介于BBB_i级和BBB_i+级国家平均水平之间。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，2022年人口下降速度进一步提升至2%以上，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问题也较为严重，65岁及以上人

² “法德方案”有两个主要核心：一是塞尔维亚可以不承认科索沃的独立地位，但不能阻止后者参加各种国际组织；二是科索沃当局应该为当地塞族人建立“自治区”，承认他们的自治权。

口占总人口的比例自 2018 年起突破 20%以后就一直呈持续上升之势，直到 2022 年才出现小幅回落。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长期经济增长潜力。

4. 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 的比值长期保持在 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。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。2023 年，得益于出口的强劲表现及进口能源价格的回落，塞尔维亚贸易逆差收窄至 38.7 亿美元，约为上年逆差规模的一半。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。2023 年，塞尔维亚经常账户逆差为 19.5 亿美元，相当于 GDP 的比值为 2.6%，较上年的 7%明显收窄。

国际投资净头寸方面，塞尔维亚国际投资净头寸长期为负。2023 年，塞尔维亚国际投资净负债为 565.5 亿美元，相当于 GDP 的比值为 75.2%，较上年收窄了逾 7 个百分点，也是近年来的最低水平。

评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 政府财政及债务状况因财政政策变化、或有负债风险上升、汇率大幅波动等原因出现明显恶化；
2. 地缘政治风险大幅上升导致外资大量流出，经济增长持续放缓。

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 与科索沃之间的关系出现明显改善，政府治理能力持续提升，加入欧盟进程取得实质性进展；
2. 政府财政状况及债务结构持续改善，或有负债风险大幅降低。

附件 1:

塞尔维亚 2019—2023 年主要数据

项目	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
宏观数据					
名义 GDP (亿第纳尔)	81,504.9	70,976.3	62,719.9	55,044.3	54,218.5
名义 GDP (亿美元)	751.9	635.6	627.9	533.6	515.1
实际 GDP 增速 (%)	2.5	2.6	7.7	-0.9	4.3
CPI 增幅 (%)	12.4	12.0	4.1	1.6	1.8
失业率 (%)	9.5	9.4	11.0	9.7	11.2
结构特征					
人均 GDP (美元)	11,327.1	9,537.7	9,187.0	7,733.8	7,417.2
私人消费在 GDP 中的占比 (%)	67.3	68.3	66.0	66.6	68.2
政府消费在 GDP 中的占比 (%)	15.9	16.2	16.8	17.5	16.6
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	21.4	26.5	25.2	24.2	25.1
净出口占 GDP 的比值 (%)	-4.5	-11.0	-8.0	-8.3	-9.9
第一产业占 GDP 的比值 (%)	-	6.5	6.3	6.3	6.0
第二产业占 GDP 的比值 (%)	-	25.6	25.0	24.9	25.6
第三产业占 GDP 的比值 (%)	-	52.0	51.4	51.9	51.2
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	-	16.0	17.3	16.9	17.3
银行业资本充足率 (%)	21.4	20.2	20.8	22.4	23.4
银行业不良贷款率 (%)	3.2	3.0	3.6	3.7	4.1
银行业 ROA (%)	1.5	2.5	1.2	1.1	1.8
银行业 ROE (%)	10.5	18.1	7.8	6.5	9.8
公共财政					
财政收入 (亿第纳尔)	34,733.3	30,757.8	27,119.3	22,549.6	22,785.3
财政收入/GDP (%)	42.6	43.3	43.2	41.0	42.0
财政支出 (亿第纳尔)	35,800.8	30,863.1	29,194.5	26,534.4	22,787.8
财政支出/GDP (%)	43.9	43.5	46.5	48.2	42.0
财政盈余 (亿第纳尔)	-1,067.6	-105.3	-2,075.2	-3,984.8	-2.5
财政盈余/GDP (%)	-1.3	-0.1	-3.3	-7.2	0.0
政府债务总额 (亿第纳尔)	39,865.8	37,970.1	35,273.7	31,313.7	28,036.8
政府债务总额/GDP (%)	48.9	53.5	56.2	56.9	51.7
财政收入/政府债务 (%)	87.1	81.0	76.9	72.0	81.3
外部融资					
出口总额 (亿美元)	443.4	399.0	340.3	255.0	261.3
进口总额 (亿美元)	482.2	473.9	394.8	301.8	312.9
净出口 (亿美元)	-38.7	-74.9	-54.4	-46.8	-51.6
经常账户收入 (亿美元)	529.9	482.9	409.2	311.4	319.6
经常账户余额 (亿美元)	-19.5	-44.6	-26.5	-21.8	-35.4
经常账户余额/GDP (%)	-2.6	-7.0	-4.2	-4.1	-6.9
国际投资净头寸 (亿美元)	-565.5	-525.8	-501.7	-518.8	-454.7
国际投资净头寸/GDP (%)	-75.2	-82.7	-79.9	-97.2	-88.3

外债总额（亿美元）	501.4	446.9	413.3	377.8	317.4
外债总额/GDP（%）	66.7	70.3	65.8	70.8	61.6
政府外债总额（亿美元）	273.0	236.0	216.8	183.8	155.8
政府外债/外债总额（%）	54.4	52.8	52.5	48.7	49.1
经常账户收入/外债总额（%）	105.7	108.1	99.0	82.4	100.7
外汇储备（亿美元）	275.2	207.1	186.4	165.6	150.3
外汇储备/外债总额（%）	54.9	46.3	45.1	43.8	47.4
外汇储备/政府外债（%）	100.8	87.8	85.9	90.1	96.5

数据来源：世界银行、IMF、欧盟统计局、塞尔维亚央行，联合资信整理

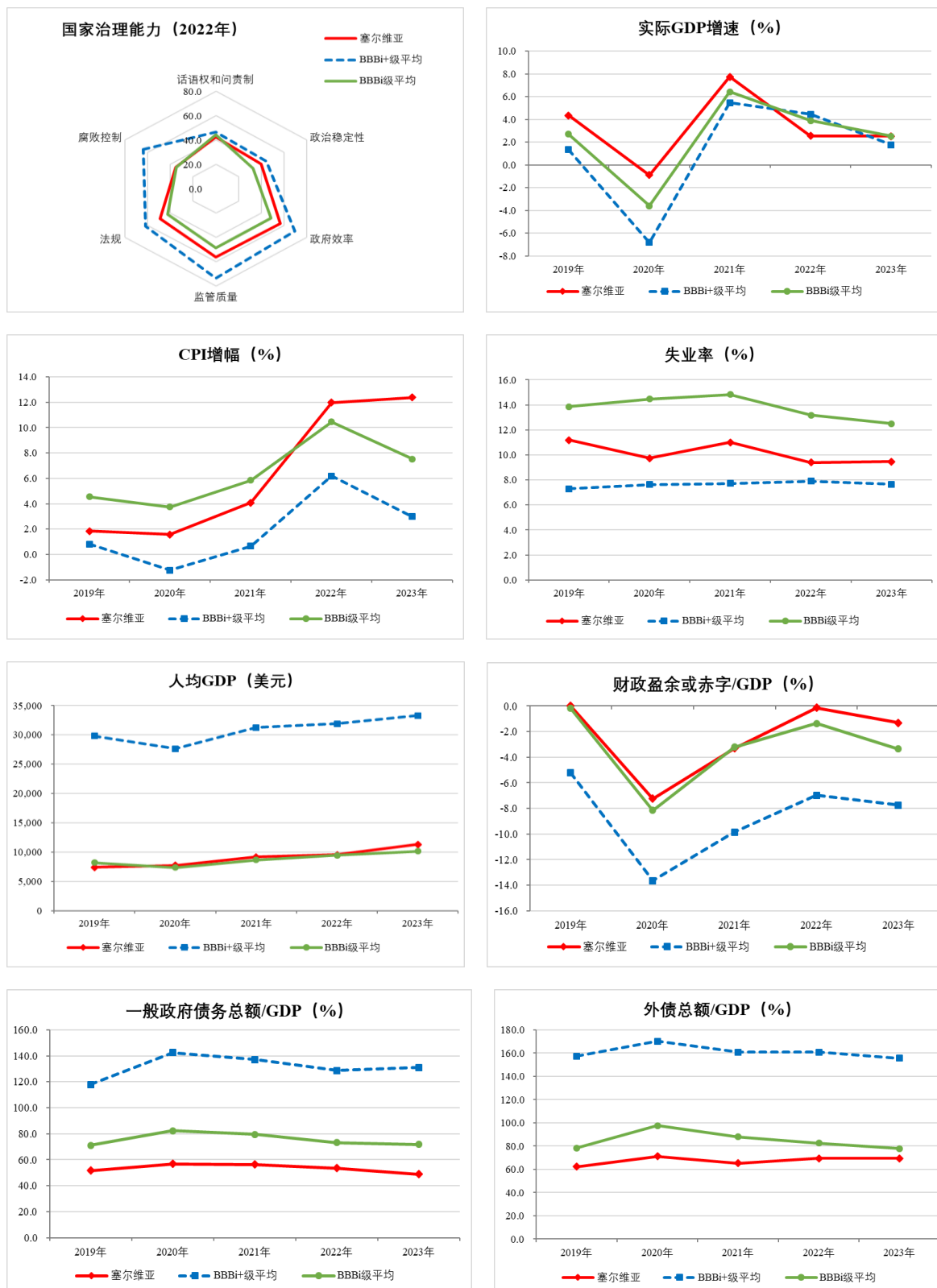
表 2 塞尔维亚 2024—2025 年主要数据预测

项目	2024 年预测	2025 年预测
实际 GDP 增速（%）	3.5	4.5
CPI 增幅（%）	4.5	3.0
失业率（%）	9.0	9.0
人均 GDP（美元）	12,000	13,000
财政盈余/GDP（%）	-2.0	-2.2
政府债务总额/GDP（%）	49.0	48.0
经常账户余额/GDP（%）	-3.8	-4.5
外债总额/GDP（%）	66.0	65.0

数据来源：联合资信

附件 2:

相近信用等级国家主要数据对比



数据来源: 世界银行, IMF, 联合资信整理

附件 3:

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_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 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 _i	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良影响的影响。
	AA _i	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良影响的影响。
	A _i	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 _i	信用风险一般，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 _i	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 _i	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 _i	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 _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。