

塞尔维亚共和国

本次评级结果

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

2017 年 4 月 23 日

评级观点

联合评级于 2017 年 4 月 23 日对塞尔维亚共和国（以下简称“塞尔维亚”）的主权信用进行了评定，确认其长期本、外币主权信用的等级为 BBB_i-，评级展望为稳定。

武契奇在本月总统选举中的胜利进一步推升了执政党的地位，增强了塞尔维亚政局的稳定性。塞尔维亚的地缘政治状况复杂，科索沃问题还待解决，与克罗地亚关系恶化。经济步入恢复增长通道，2016 年经济增速创 8 年来新高；在投资拉动下，中长期经济有进一步增长潜力。失业状况虽有所改善，但问题依然严重。外资银行占比高，银行业资本充足率较好，但资产质量问题较为严重，尤其是国有商业银行不良贷款负担沉重。财政赤字水平下降较大，初级财政 2016 年实现小幅盈余。公共债务虽有所下降但依然处于高位，短期债务占比较小。经常性账户赤字呈下降趋势，且赤字金额可以由资本账户的盈余所覆盖。外债呈持续下降趋势，外汇储备有所下降但对短期债务的覆盖尚好。综上所述，联合评级认为塞尔维亚对本外币债务具有足够的偿还能力，主权信用风险低。

分析师：丁翔

邮箱：dingx@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层

<http://www.unitedratings.com.cn>

评级依据

武契奇在本月总统选举中的胜利进一步推升了执政党的地位，增强了塞尔维亚政局的稳定性

2017 年 4 月 2 日, 塞尔维亚总统选举如期举行, 前进党领袖、时任总理武契奇在第一轮选举中就以 56% 的得票率胜出, 直接当选总统。武契奇的高票当选是塞尔维亚民众对于武契奇政府过去两年在政治、经济、外交等各方面取得令人瞩目成就, 国家重新走上平稳发展道路的充分肯定。

2014 年 3 月塞尔维亚大选后, 前进党与社会党等组建了联合政府。前进党主席武契奇担任总理, 社会党主席达契奇担任第一副总理兼外交部长。两年以来, 联合政府的表现非常突出。借助优异的政绩, 武契奇策划了 2016 年 4 月的提前大选。最终, 由武契奇所领导的以前进党为核心的“塞尔维亚会赢”联盟一举赢得了议会 250 个席位中的 131 个席位, 赢得独立组阁权利, 前进党的执政地位因此得到加强。本次总统大选, 武契奇轻松胜出使得前进党的执政地位进一步巩固, 顺利执政至 2020 年期满不存在问题。

武契奇的压倒性胜利引起了少部分人士对于其权力过大的担忧。就在他胜选不久, 通过社交媒体组织起来的数千名青年在塞尔维亚的多个主要城市举行了抗议。虽然规模不大, 远不足以动摇武契奇的执政基础, 但依然值得关注。

地缘政治状况复杂, 科索沃问题还待解决, 与克罗地亚关系恶化

在科索沃地区, 塞尔维亚人和占大部分人口的阿尔巴尼亚族之间的矛盾长期存在, 随着阿尔巴尼亚族人口的迅速增长和塞尔维亚

人的迁离, 阿族的人口目前已经占到了科索沃的 90% 以上, 在科索沃 2008 年单方面宣布独立后, 迄今已经有 100 多个国家承认了科索沃; 但塞尔维亚以维护领土完整为由一直反对科索沃的独立。目前塞尔维亚与科索沃的谈判仍在进行, 但鉴于双方的巨大分歧, 短期内达成协议的可能性很低。

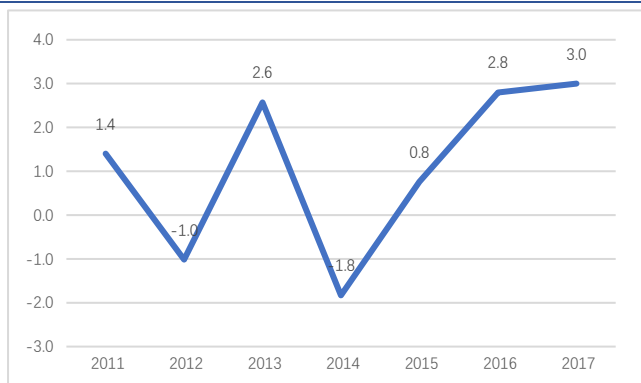
在克罗地亚右翼力量赢得政权后, 总统柯林达采取了国家主义的外交政策, 与塞尔维亚关系恶化, 多次阻挠塞尔维亚加入欧盟的努力。虽然欧盟宣称欢迎塞尔维亚加入, 并已开展谈判, 但因克罗地亚的阻扰, 塞尔维亚近期加入欧盟的可能性较低。

经济步入恢复增长通道, 2016 年经济增速创 8 年来新高; 在投资拉动下, 中长期经济有进一步增长潜力

因为持续的战乱、政治纷争和糟糕的营商环境, 塞尔维亚的经济增速为中东欧国家最低之一, 也是欧洲最穷的国家之一。从 2010 至 2016 年, 平均经济增速仅为 0.5%, 低于中东欧国家 2.5% 的平均增速; 在过去 7 年中, 只有克罗地亚的经济增速低于塞尔维亚。武契奇政府上台以后, 采取了一系列财政整固和结构性改革措施, 使得经济的增长开始恢复。2016 年, 塞尔维亚的经济增长了 2.8%, 创 8 年来新高。其中, 投资和出口对 GDP 的贡献最大, 分别达到了 5% 和 11%。联合评级预计, 在 2017-2021 年, 随着公共和私人投资的加速将会带动 GDP 平均 3.5% 的增速, 中长期经济发展潜力有望增长。

当然, 塞尔维亚经济存在的结构性问题之一是低效的国有企业占比太高, 向它们提供的补贴消耗过多政府财政资源, 这一情况目前未有显著改善。虽然政府已经拟定了大规模的私有化计划, 但进展比较缓慢。

图 1：塞尔维亚 GDP 增长率（%）

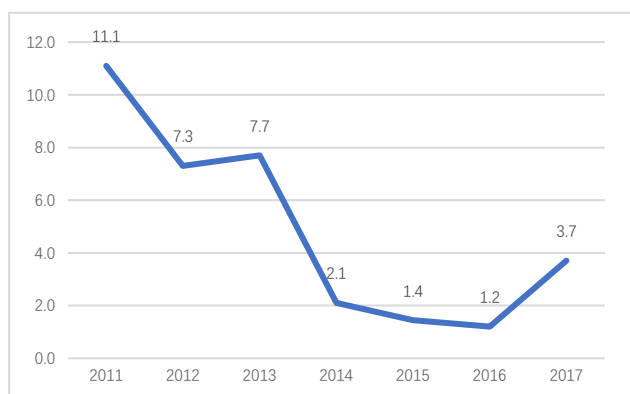


数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

通货膨胀基本稳定；失业状况虽有所改善，但问题依然严重

因为国内局势趋向稳定和国际能源价格的大幅度下跌，2014 年起，塞尔维亚的通货膨胀率从此前的较高水平大幅下降，至 2016 年已降至 1.2%。但随着国际能源价格的恢复性增长，以及私人消费的复苏，未来两年，塞尔维亚的通货膨胀率预期将小幅回升，但依然可控制在 3%左右的比较温和水平。

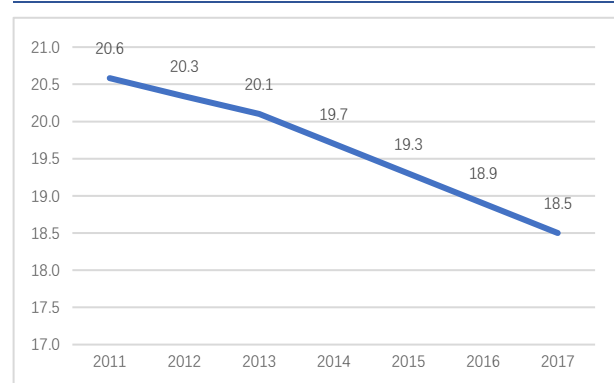
图 2：塞尔维亚通货膨胀率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

随着经济恢复增长，塞尔维亚的就业水平呈持续改善的状态，至 2016 年已经从 2004 年的 30%多下降到 2016 年的 18.9%，仍然处于较高水平。

图 3：塞尔维亚失业率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

金融业对外开放程度高，外资银行占比高；银行业资本充足率较好，但资产质量问题较为严重，尤其是国有商业银行不良贷款负担沉重

银行部门在塞尔维亚的金融业中占据着主导地位，而银行业是塞尔维亚开放程度最高，私有化进展最快的行业。在现有 31 家商业银行中，外资银行控股的占到了 22 家，外资银行的总资本占银行业总资本的 84%。这在一定程度上也增加了银行外部脆弱性，银行运营易受外资母行的影响。

塞尔维亚的银行资金来源充足且主要来自于国内储蓄，资金稳定性较强。银行的短期贷款只占贷款总额的 3%左右，保持了较高流动性。同时，银行业的资本充足率维持在较高水平，2016 年，保持在 21%左右，远远高于巴塞尔协议规定的 8%和塞尔维亚的法定标准 12%。

塞尔维亚银行业的风险在于整体的不良贷款率很高。这主要是因为美国次贷危机和欧洲主权信用危机前塞尔维亚企业部门的高杠杆运营造成。2015 年末，银行的不良率仍在 25.9%；至 2016 年 9 月底，虽然不良贷款率已经因为经济的复苏有所降低，但依然维

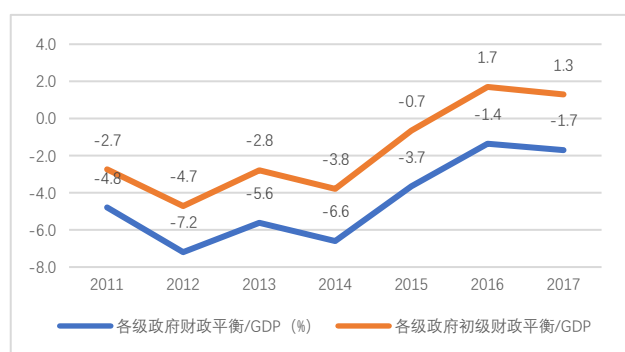
持在 18.7%左右的高位。值得注意的是，不良贷款率的下降的成就主要归因于外资银行，塞尔维亚国有商业银行的不良贷款率仍然处于继续上升的轨道。

财政赤字水平下降较大，初级财政 2016 年实现小幅盈余

因为长期弥补国营企业的亏损，以及欧洲主权信用危机的影响，从 2012 年起，塞尔维亚的财政赤字占 GDP 比重连续三年一直维持在 5%以上高位，而且主要通过外债弥补。

在世界银行和国际货币基金组织将整固公共财政作为对继续提供资金的条件后，塞尔维亚政府采取了包括强化征税、控制公共部门工资和养老金、消减对企业和居民补贴等多种手段在内的严厉财政整固政策，财政赤字水平因此开始快速下降，至 2015 年降至占 GDP 的 3.7%，2016 年占 GDP 的 1.4%，超过了预期的目标。初级财政平衡 2016 年由负转正，初级财政平衡占 GDP 比重由 2015 年的一 0.7% 上升为 1.7%。

图 4：塞尔维亚财政和初级财政平衡/GDP (%)



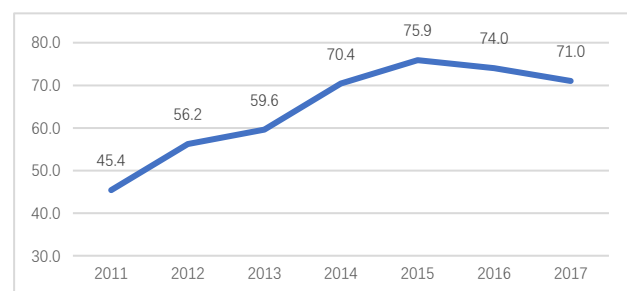
数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

公共债务虽有所下降但依然处于高位，短期债务占比较小，结构相对合理

随着财政赤字水平的下降，公共债务的比例也从 2016 年开始下降，从 2015 年占 GDP 比重的 75.9% 降至 2016 年的 74.0%，为 2008

年来该指标的第一次下降。未来，为了将这一比例降至 60% 的警戒线以内，预计政府将继续坚持包括消减国营企业补贴等手段在内的严厉财政整固政策。

图 5：塞尔维亚公共债务占 GDP 比重 (%)



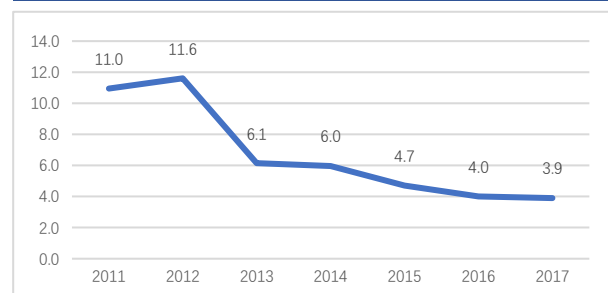
数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

从公共债务的结构看，约 60% 的债务由国外投资者持有，约 40% 为国内投资者持有。从债务期限看，99% 以上为长期债务，短期债务比例不到 1%，债务结构相对合理，因此中短期内政府的偿债压力可控。

经常性账户赤字呈下降趋势，且赤字金额可以由资本账户的盈余所覆盖

近年来，出口的持续增长和国际能源价格的下跌致使得塞尔维亚经常性账户赤字比例持续缩小，至 2016 年底，经常性账户的赤字占 GDP 的比重已经降到 4.0%，赤字金额大约为 16.2 亿美元。未来两年，经常性账户赤字占比有望继续维持小幅下降的局面。

图 6：塞尔维亚经常性账户赤字占 GDP 比重 (%)



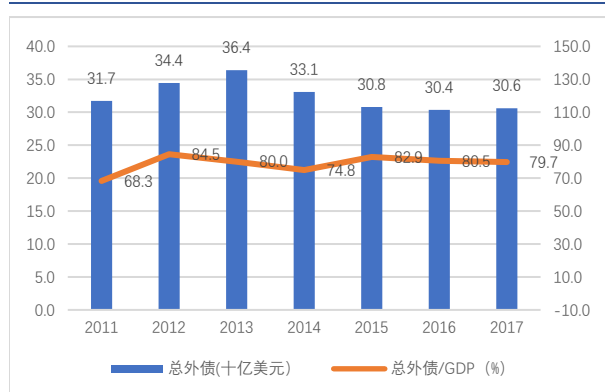
数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

得益于政局趋向稳定和投资环境的持续改善，塞尔维亚的外国直接投资保持持续增长。2016 年，外国直接投资的金额已经达到了 23.5 亿美元，超过了当年经常性账户的赤字金额，因此大幅度降低了塞尔维亚的外部融资需求。

外债呈持续下降趋势，外汇储备有所下降但对短期债务的覆盖尚好

从 2013 年起，塞尔维亚的外债呈现了连续小幅下降的趋势，已经从 2013 年的 364 亿美元降至 2016 年的 304 亿美元。2016 年，外债与 GDP 之比为 80.5%，未来两年，外债的金额将维持在 2016 年水平，但与 GDP 的比值将有小幅下降。

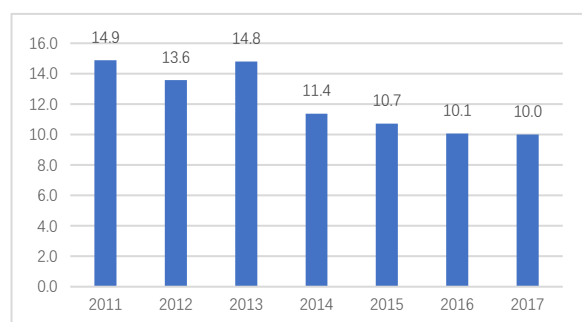
图 7：塞尔维亚外债情况



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

塞尔维亚外汇储备近年来出现了下降的趋势，从 2013 年的 148 亿美元降至 2016 年的 101 亿美元的水平，但依然处于比较充足的水平，可以覆盖 4 个多月的进口支出。未来两年，塞尔维亚的外汇储备有望实现止跌回升。相对充足的外汇储备可以在一定程度上帮助塞尔维亚抵御外部冲击；但如果本币第纳尔出现大幅度的贬值，塞尔维亚的经常性账户赤字将会大幅度膨胀。

图 8：塞尔维亚外汇储备（十亿美元）



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

展望

综合以上，武契奇在本月总统选举中的胜利增强了塞尔维亚政局的稳定性，塞尔维亚经济增长继续向好，通货膨胀率下降，失业率下降，财政赤字水平以及公共债务水平占 GDP 的比重双双开始下降，政府偿债的压力有所减轻，经常性账户赤字水平下降，外债金额及其与 GDP 之比均出现下降，外汇储备即将转跌回升，而且，这些趋势都有望在中期持续。

有鉴于此，联合评级对未来 1-2 年塞尔维亚本、外币主权信用评级的展望为稳定。

塞尔维亚主权信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f	中东欧 ^d	一带一路 ^a
名义 GDP（十亿美元）	40.7	45.5	44.2	37.2	37.7	38.4	731.7	404.1
人均 GDP（美元,PPP）	13,109	13,772	13,806	14,099	14,740	15,590	20,659.1	21,749.0
实际 GDP 增长率（%）	-1.0	2.6	-1.8	0.8	2.8	3.0	1.5	3.0
通货膨胀率（%）	7.3	7.7	2.1	1.4	1.2	3.7	3.7	5.5
国内信贷增长率（%）	12.9	-6.5	6.7	7.6	7.5	5.0	6.0	15.9
M2 增长率（%）	9.4	4.6	7.6	6.6	11.6	7.0	8.3	11.4
各级政府财政平衡/GDP（%）	-7.2	-5.6	-6.6	-3.7	-1.4	-1.7	-2.2	-2.9
各级政府利息支付/GDP（%）	2.5	2.8	2.8	3.0	3.1	3.0	1.9	2.3
各级政府初级财政平衡/GDP（%）	-4.7	-2.8	-3.8	-0.7	1.7	1.3	-0.3	0.2
公共债务/GDP（%）	56.2	59.6	70.4	75.9	74.0	71.0	45.9	46.0
总外债/GDP（%）	84.5	80.0	74.8	82.9	80.5	79.7	76.9	72.8
短期债务/总外债（%）	3.0	1.6	1.6	2.9	2.6	2.8	19.1	20.9
经常项目余额/GDP（%）	-11.6	-6.1	-6.0	-4.7	-4.0	-3.9	-1.7	-0.9
国际储备/总外债（%）	41.8	42.4	36.4	36.8	35.4	35.3	38.7	128.0

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值；d 表示中东欧 19 国近五年均值；a 表示一带一路 57 国近五年均值