

中华人民共和国信用评级报告

评级结果

长期外币信用等级: AAA_i

长期本币信用等级: AAA_i

评级展望: 稳定

评级时间

2017年5月27日

主要数据

单位: %

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
GDP(万亿美元)	8.57	9.64	10.53	11.23	11.22
GDP增长率	7.90	7.80	7.30	6.90	6.70
CPI增幅	2.65	2.62	1.99	1.44	2.01
失业率	4.10	4.05	4.09	4.05	4.02
人均GDP(美元)	6256.36	6995.25	7625.79	7989.72	8239.89
财政盈余/GDP	-1.48	-2.02	-2.10	-2.35	-2.93
政府债务/GDP	37.40	39.36	40.72	38.90	36.70
财政收入/政府债务	58.70	55.83	54.19	56.81	58.38
外债总额/GDP	8.60	8.96	8.50	12.32	12.66
CAR/外债总额	324.74	300.37	306.35	189.40	172.78
外汇储备/外债总额	449.34	442.71	429.15	240.81	211.91

注: 1. GDP增长率为实际GDP增长率,以人民币计算,不考虑汇率变动因素;

2. 财政盈余/GDP为负表示财政赤字规模相当于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

余雷 李为峰 程泽宇 张强

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

近年来,面对国内外复杂的经济环境,中华人民共和国(以下简称“中国”)政府持续深化改革,加强了宏观调控的科学性和有效性,经济保持了中高速稳定增长,整体宏观经济表现良好,市场预期和供需关系持续改善,产业结构不断优化;但随着中国经济增速进一步放缓和结构性调整的持续深入,经济运行中不确定性因素或将有所凸显。中国财政收支状况良好,财政运行稳定,政府债务仍处于较低水平。中国国际收支情况良好,经常账户持续保持盈余,外债负担很轻;人民币成为国际储备货币大大提升了其对外融资和偿债能力。经综合评估,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)确定中国长期本、外币信用等级为AAA_i。该评级结果反映了中国主权信用风险极低,按期偿付债务本息的能力极强。

基于中国经济持续稳步增长,相关改革措施的持续顺利推进,经济结构和产业结构不断优化,经济发展趋势整体向好,联合资信确定中国长期本、外币评级展望为稳定。

优势

- 经济保持中高速稳定增长,经济结构持续优化;
- 财政收支稳定增长,政府债务规模始终处于可控水平;
- 外债负担很轻,外债偿付能力极强。

关注

- 经济面临一定下行压力,经济增速持续放缓给经济运行带来的不确定性风险值得关注;
- 供给侧结构性改革尚在实施过程中,去产能、去杠杆力度有待进一步加强;
- 地方政府债务增长较快。

一、国家概况

中华人民共和国（以下简称“中国”）位于亚洲东部，国土总面积约 960 万平方公里，由 23 个省、5 个自治区、4 个直辖市和 2 个特别行政区组成，首都为北京。截至 2015 年末，中国总人口约为 13.75 亿，是世界上人口数量最多的国家。中国为多民族国家，拥有 56 个民族，其中汉族人口数量占总人口的 91.59%。

中国物产资源极其丰富，是世界上为数不多的、各类资源种类较齐全的、自给程度较高的国家之一，但由于人口数量众多导致人均物产资源相对较少，环境承载能力较弱。

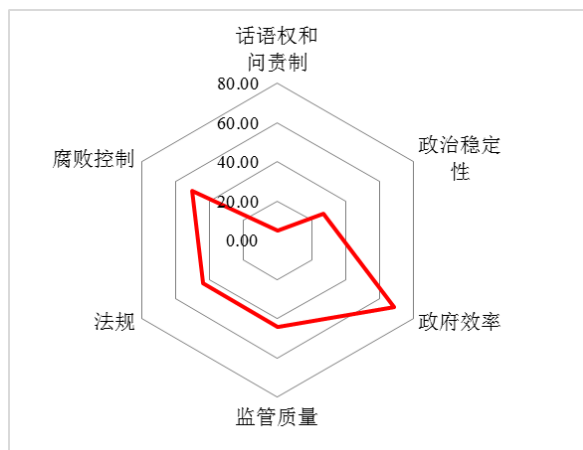
二、国家治理

政治体制方面，根据《中华人民共和国宪法》，工人阶级领导的、以工农联盟为基础的人民民主专政的国家制度和人民代表大会的政体制度，为中国的根本政治制度。中国实行共产党领导的多党合作和政治协商制度，中国共产党是中国的唯一执政党，各民主党派在中国共产党领导下，具有参政议政的权利。人民代表大会是中国的权力机关，人民代表大会代表由民主选举产生。全国人民代表大会是国家最高权力机关，有权修改宪法并监督宪法的实施，任免国家领导人和高级官员。国务院为中央人民政府，是最高国家行政机关。人民法院是国家的审判机关，人民检察院是国家的法律监督机关。中央军事委员会领导全国武装力量。在各少数民族聚居的地方，中国实行民族区域自治制度。对于香港和澳门，中国实行一国两制、高度自治的政策。

在外交方面，中国是联合国安理会五大常任理事国之一，具有一定的国际话语权；中国还是亚太经合组织、二十国集团等重要国际组织的成员国以及“一带一路”倡议、亚洲基础设施投资银行的主导国，国际地位不断提升。长期以来，中国致力于在坚持“和平共处五项原则”的基础上建立国际政治经济新秩序，倡导多边主义和以互信、互利、平等、协作为主要内容的新安全观，

国际地位和影响力不断提升，现已成为国际政治、经济、外交领域的重要成员，具有较大的国际影响力。然而，由于历史遗留问题，中国目前尚存在主权领土争端，与多个邻国存在领土争议问题。对于这些领土争议问题，中国致力于以和平外交手段解决，但不保证不动用武力。

政府治理能力方面，2014 年以来，中国政府加大了法制建设和反腐败力度，持续推进简政放权，强化事中、事后监管，政府治理能力进一步提高。根据世界银行发布的 2015 年全球治理指数，中国在人民话语权和问责制、法规、腐败控制、政治稳定性和政府效率五个方面的指数 2013 年以来均持续提高，政府治理能力有所增强；但中国的各项指数仍较低，中国的国家治理能力有很大的提升空间。



资料来源：世界银行

图 1 2015 年中国全球治理指数

三、宏观经济政策和表现

1. 近年来中国政府持续推进各项改革，提高了宏观调控的科学性和有效性

2012 年以来，中国经济逐渐步入“新常态”，呈现出“三期叠加”（经济增速换挡期、结构调整阵痛期和前期政策消化期）的阶段性特征，使得中国经济面临的局势更加复杂，下行压力进一步凸显，但同时也使得中国政府深化改革的决心更加坚定。

近年来，中国政府继续实施积极的财政政策

和稳健的货币政策，以保证宏观调控的持续性和有效性。财政政策方面，中央财政支出力度持续加大，为经济稳定增长提供了支撑；税费体制改革的加快推进，尤其是“营改增”的全面推行则有效降低了企业的税务负担，有利于促进国民经济发展。货币政策方面，央行灵活运用多种货币政策工具，保障市场资金面的适度宽松，加大对实体经济的支持力度，并在宏观经济风险有所加大的情况下将货币政策由“稳健偏松”转为“稳健中性”，更加注重风险防范。这些措施为经济增长提供了良好的政策环境，有利于经济的平稳运行。

中国政府在各重点领域持续推进各项改革，通过深化改革催生经济增长新动力。主要包括以下几个方面：一是继续推进供给侧结构性改革，淘汰落后产能，优化产业结构；二是加快推进国企改革进程，深化混合所有制改革，提高国企核心竞争力；三是继续实行简政放权，降低制度性交易成本，进一步激发市场主体活力，促进经济可持续发展；四是进一步推进对外开放，落实部署“一带一路”战略，加强与沿线国家的经贸往来和战略伙伴关系，加大对外投资并鼓励中国企业走向国际市场。中国政府持续深化改革有助于提高中长期经济增长动力，在一定程度上增强了市场信心，但短期内无法改变经济增速放缓态势，相关改革效果有待进一步关注。

2. 经济增长呈企稳回升态势，但下行压力仍然存在

1978年实行改革开放后，经过30多年的经济高速增长，目前中国已成为全球第二大经济体，也是世界制造业第一大国和第一大出口贸易国，到2016年中国经济总量占全球经济总量的比重超过14%，经济增量占全球的份额超过30%，综合国力不断提升。

从近5年情况看，2012年以来，受世界经济整体疲软、经济增长模式转变及人口红利消失等因素的影响，中国经济下行压力持续加大，GDP增速逐年回落，但仍保持中高速增长。2016年，

中国GDP总量为74.41万亿元或11.22万亿美元，同比增长6.70%，经济增速下滑压力趋缓，但下行压力未消。

2016年，中国经济增长主要由消费和投资拉动。具体来看，社会消费品零售总额同比增长10.40%，较上年小幅回落0.30个百分点，消费保持平稳较快增长，对经济支撑作用增强，经济结构持续优化。固定资产投资同比增长8.10%，增速较上年下降1.90个百分点，基础设施建设投资依旧是稳定中国经济增长的重要推手。受外部需求疲软影响，中国进出口总额较上年下降0.90%，但降幅比上年收窄6.10个百分点，外贸状况有所改善；贸易顺差较上年减少9.20个百分点。

2017年一季度，中国GDP增长6.90%，增速同比上升0.20个百分点，经济增长呈现企稳回升态势。具体来看，房地产开发投资和制造业投资增速有所放缓，基础设施建设投资增速有所加快；居民消费保持平稳增长，服务消费增长较快；进口价格大幅上涨，外贸形势明显好转。

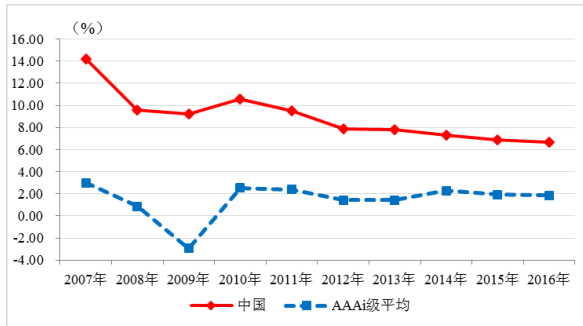
表1 2012年~2016年中国宏观经济表现

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
GDP (万亿元)	54.04	59.52	64.40	68.91	74.41
GDP (万亿美元)	8.57	9.64	10.53	11.23	11.22
GDP 增长率 (%)	7.90	7.80	7.30	6.90	6.70
CPI 增幅 (%)	2.65	2.62	1.99	1.44	2.01
失业率 (%)	4.10	4.05	4.09	4.05	4.02

注：GDP增长率为实际GDP增长率，以人民币计算，不考虑汇率变动因素。

数据来源：中国国家统计局

从图2可以看出，与其他AAA_i级国家相比，中国近五年的平均经济增长率为7.32%，远高于AAA_i级国家的平均水平（1.79%）；近十年经济增长的波动性为2.25%，高于AAA_i级国家的平均水平（1.67%），经济增长的波动性相对较大。



注：1. 图中 IMF 公布的 2016 年数据部分为预测值，可能与中国国家统计局公布的数据之间存在一定差异，以下同；2. 所选 AAA_i 级国家样本为澳大利亚、加拿大、德国、荷兰、英国和美国，以下同。

数据来源：IMF

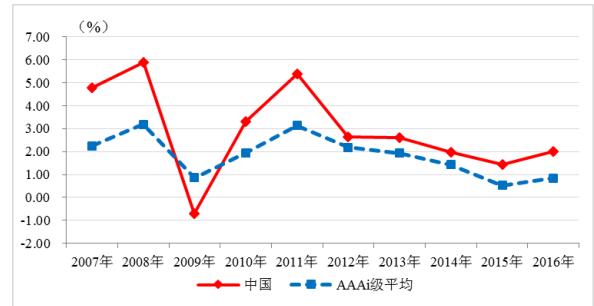
图 2 近 10 年中国 GDP 增长率

3. 通胀保持较低水平，通缩压力有所缓解

2012 年以来，在中国经济增速进一步放缓、宏观需求呈整体弱势的情况下，中国 CPI 增幅呈逐年下降之势，面临一定的通缩压力。2016 年，中国 CPI 同比上涨 2.01%，涨幅较上年扩大近 0.60 个百分点，通缩压力有所缓解。具体来看，食品烟酒及医疗保健价格涨幅最高（均为 3.80%），食品烟酒价格中，猪肉价格上涨幅度（16.90%）最高，其次是鲜菜（11.70%）。从分月走势来看，2016 年 CPI 呈现先降后升的走势，8 月达年内最低点（1.30%），总体相对平稳，为经济增长提供了稳定的通胀环境。

2016 年，中国 PPI 同比下降 1.40%，降幅较上年收窄了 3.80 个百分点，其中生产资料同比下降 1.80%，生活资料同比没有变化。PPI 自 2016 年 9 月结束连续 54 个月同比负增长以来持续上涨，表明工业生产和市场需求稳定增长，去产能、去库存政策效果显现，工业品价格持续回暖。

与其他 AAA_i 级国家相比，中国近五年 CPI 平均增速为 2.14%，十年 CPI 增长的波动性为 2.00%，物价增长水平和波动性均高于 AAA_i 级国家的平均水平，但相比中国较高的经济增速，其物价增长仍处于合理水平。



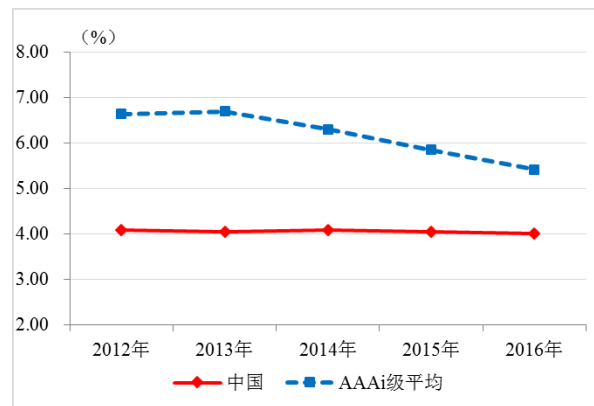
数据来源：IMF

图 3 近 10 年中国 CPI 同比增长

4. 就业情况良好，失业率持续保持稳定

2012 年以来，中国城镇登记失业率持续保持在 4% 左右的水平，且呈小幅下降趋势。截至 2016 年底，中国城镇登记失业率为 4.02%，较 2015 年底略有下降，全年城镇新增就业 1314 万人，超额完成了全年新增就业人数 1000 万的预定目标，就业形势总体稳定。

与其他 AAA_i 级国家相比，中国失业率水平远低于 AAA_i 级国家的平均水平且相对稳定，中国就业情况良好。



数据来源：IMF

图 4 中国失业率

5. 经济前景稳定

2017 年以来，中国在各重点领域持续进行改革，主要包括继续推进供给侧结构性改革，淘汰落后产能，优化产业结构；加快推进国企改革进程，深化混合所有制改革，提高国企核心竞争力；继续实行简政放权，降低制度性交易成本，进一步激发市场主体活力，促进经济可持续发展。

消费方面，随着中国居民收入水平的不断提

高以及消费结构的不断改善，中国服务性消费需求将不断释放，教育培训、医疗卫生、文化娱乐等服务性消费作为新的消费热点，将进一步提升消费对经济的拉动作用。

投资方面，中国政府财政收支压力加大会对基础设施建设投资产生不利影响，但是由于基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，因此仍将保持相对稳定。另一方面，随着政府实施稳健中性的货币政策防范房地产市场风险，通过楼市调控引导市场需求，2017年房地产投资将受到一定程度的不利影响，固定资产投资增速也会进一步放缓。

进出口方面，受贸易保护主义抬头、部分发达国家对中国采取新的反倾销手段、WTO 协议中规定的 15 年保护期满等因素影响，中国外贸形势依旧不容乐观。但美国、欧元区的经济复苏使得外需有所回暖，“一带一路”建设的推进也有助于加强中国和沿线国家的贸易往来，再加上 2016 年进出口基数偏低以及人民币汇率贬值等因素的影响，2017 年进出口增速或将有所改善。

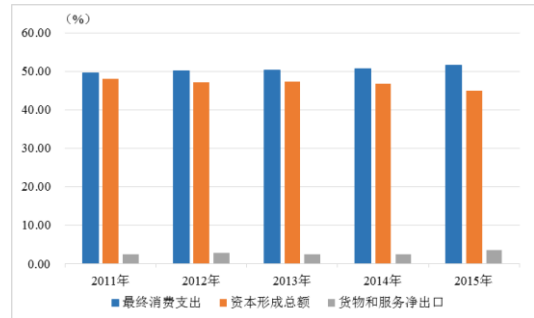
综合上述分析，预计 2017 年中国 GDP 仍将保持平稳增长，全年经济增速有望保持在 6.50% 以上，物价运行仍基本保持平稳，失业率总体保持稳定，未来几年经济增速出现明显下滑的可能性较小。

四、结构特征

1. 消费对经济的拉动作用不断增强

中国经济进入“新常态”后，消费在经济发展中的作用则逐渐增强。近几年，中国愈发重视消费对经济的引领作用，出台一系列措施扩大消费，着力发展绿色消费和新消费。在此背景下，2015 年中国最终消费支出占 GDP 的上升至 51.61%，为 5 年来最高值；最终消费支出增速较 2014 年增加了 0.19 个百分点。投资占 GDP 的比重持续下降，2015 年占比为 44.94%。净出口占 GDP 的比例近年保持稳定，2015 年为 3.45%。总体看，中国经济正由投资驱动型经济向消费驱动

型经济转变，经济发展抗风险能力有所提升。



数据来源：中国国家统计局

图 5 中国 GDP 构成情况（支出法）

2. 产业结构不断优化，第二产业转型升级成效显著

2016 年，中国三大产业保持稳定增长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，第三产业贡献率继续提升，产业结构持续改善。

2016 年，中国第一产业增加值占 GDP 的比重为 8.56%，较 2015 年小幅回落 0.27 个百分点；第二产业增加值占 GDP 的比重为 39.81%，较 2015 年减少 1.12 个百分点，主要受去产能和产业结构调整以及行业顺周期特点的影响；第三产业增加值占 GDP 的比重小幅增长 1.39 个百分点至 51.63%，服务业的支柱地位进一步显现。

虽然第二产业占 GDP 的比例近年有所下降，但第二产业的结构调整和转型升级取得一定成效。一方面，中国通过淘汰落后产能、清理违法违规建设项目、推动企业兼并重组和转型升级等有效措施，积极推进供给侧结构性改革，对传统工业企业发展企稳向好发挥了积极作用。另一方面，中国也在致力于促进制造业的转型升级。中国制造 2025 提出了从“五大工程”和“十大领域”全面提升中国制造业的发展质量，完成从低端到中高端，从传统制造业向中高端制造业的升级。2016 年，中国工业结构进一步优化，汽车制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业等高端制造业增加值对工业增长的贡献率大幅增加。中国制造业的升级有利于提高产品附加值和出口竞争力，对经济增长有积极作用。中国经济正

逐步由高投入、高消耗的粗放式增长模式，向高技术、低消耗的集约型发展方式转变。

中国经济产业结构的变化，是现阶段中国去产能、调结构经济政策的表现，也是居民消费水平提高的结果，反映中国经济正逐步向现代化经济迈进。未来，随着产业链不断扩大升级，产业结构调整深层次变化将更加明显。

3. 中国是世界第二大经济体，营商环境不断改善

中国是世界第二大经济体，也是世界上经济增长最快的潜在超级国家之一。2012年~2016年间，中国人均GDP持续增长，2016年，中国人均GDP达到8239.89美元，人均GDP水平较高。2012~2016年间，中国人均可支配收入不断增加，5年复合增长率为11.53%。2016年，中国居民人均可支配收入为23821元，较上年实际增长6.30%，居民收入稳步增长。

从人类发展水平看，根据联合国开发计划署公布的《2016人类发展报告》，中国2015年的人类发展指数为0.738，属“高人类发展水平”国家。

此外，中国的营商环境不断改善，根据世界银行发布的《2017营商环境报告》，中国营商环境在全球190个经济体中排名第78位，这也是目前为止中国的最佳排名。其中，在“执行合同”的单项衡量指标上中国位居全球第5位，2年内上升了30位。2016年，中国吸引外资1260多亿美元，位居发展中国家之首。

4. 金融体系不断完善，但仍存在不确定风险

2013年以来，中国将完善金融体系作为全面深化改革的重要组成部分，致力于健全多层次资本市场体系和利率市场化改革，扩大金融业对内对外开放，允许具备条件的民间资本设立中小型银行等金融机构，建立存款保险制度，推进股票发行注册制改革和发展并规范债券市场，推行资本项目兑换试点改革。近些年中国资本市场发展迅速，基础性制度建设稳步推进，监管转型继续

深化。债券市场和信托市场的发展规模达到空前，个体违约风险逐步显现，但不触及系统性风险。金融体系的不断完善，有助于中国经济的转型升级。

2016年，中国银行业总体呈现稳健运行态势，资产规模不断增加，经营业绩良好，流动性处于合理充裕水平，金融风险整体可控。截至2016年末，中国商业银行资产总额181.69万亿元，较去年增加25.90万亿元，同比增长16.60%，资产规模平稳增长；净利润1.65万亿元，资产利润率0.98%，资本利润率13.38%，近年盈利能力有所下降。

受宏观经济持续下行的影响，中国商业银行面临的信用风险有所暴露。截至2016年末，中国商业银行不良贷款率为1.74%，信贷资产质量有所恶化；拨备覆盖率176.40%，近年也持续下降。资本充足性方面，截至2016年末，我国商业银行平均核心一级资本充足率为10.75%，平均一级资本充足率为11.25%，平均资本充足率为13.28%，资本较充足。

中国金融业快速发展的同时也伴随着一些不确定风险。如信贷规模过大、信贷质量持续恶化、金融市场信息透明度不足、金融机构规避监管、企业融资成本偏高、影子银行集聚了风险等问题。受宏观经济持续下行的影响，上述风险也逐渐暴露。2016年，中国央行开始实施宏观审慎评估体系，通过综合评估加强逆周期调节和系统性金融风险防范，这将有助于抑制银行杠杆的快速扩张，降低银行体系的流动性风险和信用风险。

5. 中国进入去杠杆化进程，去杠杆成效初显

自2008年以来，为应对国际金融危机冲击和内部需求的疲软，中国开启了信用扩张和加杠杆刺激经济的进程。大量企业通过大量举债维持产能和库存，导致近年来中国总体杠杆率，尤其是金融机构、非金融企业和居民杠杆率大幅提高，中国债务问题的结构性矛盾较为突出，金融体系的脆弱性不断增加。

近几年，“去杠杆”已成为经济工作主要任务之一，监管部门通过规范地方政府融资行为，指导推动企业去杠杆，进一步规范对金融机构业务监管等方式推动各类型主体去杠杆，并通过公开市场操作逐步引导市场流动性处于合理水平。

企业去杠杆方面，截至 2017 年 3 月末，全国规模以上工业企业资产负债率为 56.20%，同比下降 0.70 个百分点，企业去杠杆成效初显。金融机构方面，2017 年以来，银行同业存单净发行已开始大幅下降，理财的资产扩张增速开始明显下降，同时监管层再度加大对通道业务的限制和压缩，金融机构杠杆水平也有望得到控制。虽然近年居民杠杆率增长强劲，主要以贷款为主，但 2017 年以来随着房地产市场回落和信贷逐步收紧，居民杠杆大幅增长的局面将得到控制。

6. 中国人口结构矛盾显现

2015 年，中国总和生育率是 1.50~1.60，临近超低生育率水平。生育率持续下降，将使中国当前的人口红利逐步减退并开始面临劳动力日益减少的局面。一旦劳动力减少，中国在世界市场上的劳动力优势就会逐渐消失。为提高生育率，2011 年中国开始全面实施双独二孩政策，2016 年，全面二孩政策也开始实施。中国政府会根据未来几年的总和生育率来适时调整生育政策，生育政策有望进一步放开，有望在长期缓解人口红利下降的局面。

近十年，中国人口老龄化程度不断加深。2016 年，中国 65 岁及以上人口占总人口的比重升至 10.80%，为 10 年来最高值。到 2050 年，中国老年人口将达到 4.8 亿，几乎占全球老年人口的四分之一。中国已经成为世界上老年人口最多的国家，也是世界上人口老龄化发展速度最快的国家之一。

此外，中国还存在着“流动人口”问题。2010 年，中国流动人口为 2.21 亿人，2016 年这一数据增长了 10.86%至 2.45 亿人。城镇化浪潮下，预计未来 15 年，中国人口的流动仍将持续。流动人口增速迅猛，给社会管理体制、公共服务供

给、社保制度统一等提出了严峻挑战。

五、公共财政实力

1. 积极的财政政策助力经济稳定增长

在中国经济存在下行压力的背景下，2016 年政府继续实施积极的财政政策。一是加快财税体制改革。推进中央与地方事权和支出责任划分改革，适度加强中央事权和支出责任，完善中央和地方收入划分；全面实施营改增改革，将建筑业、房地产业、金融业以及生活服务业纳入试点范围，加速释放改革红利使更多行业收益；同时积极推进个人所得税和消费税改革，以减税促增长和调结构。二是适度扩大财政支出和财政赤字，提高经济发展的质量和效益。政府优化财政支出结构，压缩“三公”支出，增加对民生项目的投入；适度提高财政赤字水平，保障政府应承担的支出责任。三是加强对地方债务管控。通过规定地方债务率限额、从资金源头上限制政府债务的无序扩张以及明确地方政府的债务偿还责任和范围，来加强对地方债务风险的管控。

政府通过减税降费激发市场活力，加大财政支出力度保证民生建设，增强地方债务管控降低财政风险，整体看有助于经济稳定增长。

2. 政府降税减费和优化支出结构，使财政赤字水平不断提高

2016 年，中国政府财政收入为 159552.08 亿元，同比增长 4.78%，相当于该年度 GDP 的 21.44%。从近 5 年情况看，中国财政收入与 GDP 的比值稳定在 22%左右，财政收入年均复合增长率为 6.35%，但考虑到政府降税减费财税改革，财政收入增速呈下降趋势。从财政收入的结构看，中国财政收入以税收收入（个人及公司所得税、消费税等）为主，最近五年税收收入占比都超过 77%，以税收收入为主的财政收入体系使得中国财政收入的稳定性较高。

2016 年，中国的财政支出为 187841.14 亿元，同比增长 6.80%，高于财政收入的增速。近 5 年情况看，中国财政支出与 GDP 的比值稳定在 24%

左右，财政支出年均复合增长率为 8.32%，增速呈下降趋势。从财政支出的结构看，中国的财政支出主要分布在教育领域、社会保障、公共服务和政府采购，刚性支出占比较高。

2012 年~2015 年，中国政府财政均处于赤字状态，且赤字规模逐年增长，财政赤字相当于 GDP 的比例由 2012 年的 1.48% 上升至 2015 年的 2.35%。2016 年中国政府财政赤字为 21800 亿元，同比增长 34.57%，相当于该年度 GDP 的 2.93%。导致中国 2016 年财政赤字水平升高的主要原因是政府实施积极的财政政策，通过适度扩张财政赤字规模来促进经济稳定发展。自 2012 年后中国的财政赤字水平明显高于 AAA_i 级国家平均水平，尤其在 2016 年财政赤字水平接近 3%。

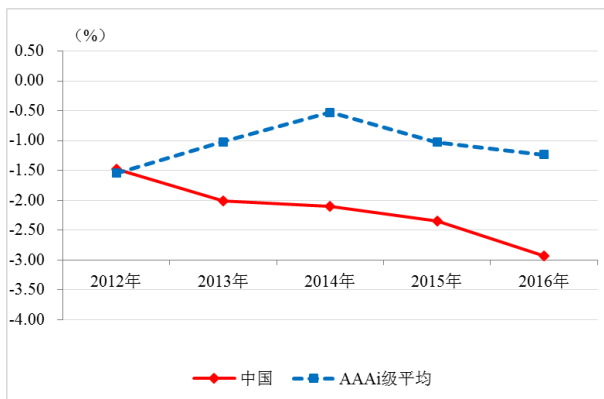
表 2 2012 年~2016 年中国政府财政状况

单位：亿元/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
财政收入	117253.52	129209.64	140370.03	152269.23	159552.08
财政收入/GDP	21.70	21.71	21.80	22.10	21.44
财政支出	125952.97	140212.10	151785.56	175877.77	187841.14
财政盈余	-8000.00	-12000.00	-13500.00	-16200.00	-21800.00
财政盈余/GDP	-1.48	-2.02	-2.10	-2.35	-2.93

注：财政盈余为负表示财政赤字，财政盈余/GDP 为负表示财政赤字相当于 GDP 的比值，以下同。

数据来源：中国财政部



数据来源：IMF

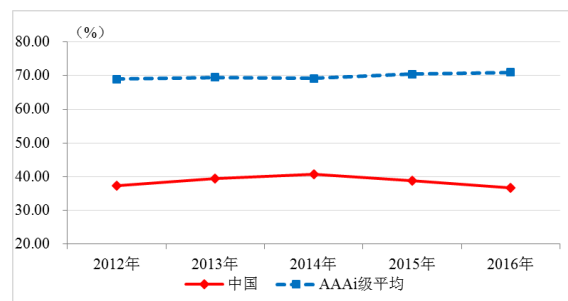
图 6 中国财政盈余或赤字/GDP

3. 一般政府债务水平适中，财政收入对政府债务的保障能力较好

2008 年金融危机后，中国加大基础设施建设，地方基础设施建设通过投融资平台向市场融资，这些投融资平台，大多为地方政府直接出资

成立，具有地方政府直接或间接担保，这加大了政府债务统计的复杂性。随着地方基础设施建设规模日益扩大，中国地方政府债务剧增。2014 年以来，中国政府加强了对地方政府债务的管理，明确地方政府责任和举债方式，对地方政府债务实行限额管理。2015 年，中国政府推出的地方债务置换政策，进一步加强了对地方债务的管理和风险防范，降低了此类债务的融资成本，同时提升了地方政府债务的透明度，对化解地方政府债务风险具有正面影响。2015 年和 2016 年，中国地方债累计置换近 8 万亿元，截至 2016 年末，地方政府债务余额中地方政府债券的比例已达到近 70%，地方政府利息支出压力明显缓解。我们预计 2018 年地方政府债务置换工作将全部完成，这有利于完善地方政府债务管理和管控。

2012 年~2016 年，中国一般政府债务总额持续增长，年均复合增长率为 6.47%。截至 2016 年底，中国一般政府债务总额为 27.33 万亿元，较 2015 年末增长 1.96%，增速有所下降；相当于 GDP 的比值为 36.70%，该比值较上年末下降 2.20 个百分点，该比例自 2015 年以来略有下降，表明政府债务水平得到一定程度的控制。与 AAA_i 级国家平均水平相比，中国一般政府债务水平远低于 AAA_i 级国家的平均政府债务水平，中国政府整体债务负担不重。在地方政府债务管理不断加强、政府举债收到严格控制的情况下，预计中国政府债务水平将保持合理健康，债务风险较低。



数据来源：IMF

图 7 一般政府债务总额/GDP

从或有负债来看，2014 年新预算法实施后，

中国地方政府的或有债务仅限于使用外国政府或国际经济组织贷款进行转贷的担保债务，中央国有企业和地方国有企业（包括融资平台公司）举借的债务政府不承担偿还责任，政府或有负债风险可控。

中国财政收入对政府债务的保障能力较强。2016年底，中国财政收入与政府债务总额的比值为58.38%，自2014年以来该比例平稳增长，中国政府债务偿还能力有所增强。

表3 2012年~2016年中国一般政府债务

单位：亿元/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
政府债务	199762.00	231444.20	259035.68	268041.27	273300.00
政府债务/GDP	37.40	39.36	40.72	38.90	36.70
财政收入/政府债务	58.70	55.83	54.19	56.81	58.38

注：政府债务为一般政府债务总额，以下同。

数据来源：中国国家审计署

4. 未来1~2年财政赤字水平或有所增长，政府债务水平将保持稳定

为解决经济下行压力，2017年政府将继续实施积极的财政政策以巩固经济发展。一是政府继续提高财政赤字水平，加大支出力度。2017年一季度，中国政府财政赤字为1511亿元，为1996年以来同期首次赤字，表明财政政策更加积极，财政支出向公共服务和民生项目倾斜。二是继续推行减税降费，减轻企业负担。自2017年1月1日起为科技型中小企业、创投企业等减税，取消和调整部分政府性基金，以减轻企业负担。三是加强对地方债务的管控。2017年地方政府债务上限提高到18.80万亿元，比2016年增加约1.63万亿元，加大对地方债务限额的管控。财政部发布《关于做好2017年地方政府债券发行工作的通知》，要求今年合理制定债券发行计划，均衡债券发行节奏，减少地方债发行对债市的冲击，同时将研究推进地方债银行间市场柜台业务，建立地方债信用评级机构黑名单制度，地方政府债券发行将进一步规范化，政府债务水平也将保持稳定。

六、外部融资实力

1. 贸易结构改善，进、出口额有所下降，经常账户顺差小幅减少

中国作为一个典型的外向型经济体，进出口总额较大，常年保持贸易顺差。2016年中国出口总额21979亿美元，同比下降6.88%，出口下降主要原因为作为出口主力的机电产品和传统劳动密集型产品出口减少所致，加上美国实行贸易保护政策，影响中国钢铁、化工等出口行业。2016年，中国进口总额为19480亿美元，同比下降2.71%。同期，中国贸易顺差为2499亿美元，较上年（3579亿美元）同比减少30.18%，贸易顺差大幅降低。主要是因为中国进行贸易结构调整：在出口结构上，增加传统出口产品的附加值、以高新技术为出口战略产品、将劳动密集型产品转移到劳动力成本更低的地区；在进口结构上，加大对高科技含量产品的进口，争取部分产品实现本土化，加快进口多元化。

从经常账户来看，近五年中国经常账户收入波动上升，经常账户常年保持顺差。2016年中国的经常账户收入为24546亿美元，较上年下降了6.29%，经常账户余额为1964亿美元，相当于GDP的比值为1.75%，较上年下降约1个百分点。从近5年情况看，中国经常账户余额与GDP的比值保持在1.50%以上，中国创汇能力较强。

表4 2012年~2016年中国经常账户情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
进口总额（亿美元）	19432	21202	22416	20023	19480
出口总额（亿美元）	21751	23556	24629	23602	21979
进出口净额（亿美元）	2319	2354	2213	3579	2499
CAR（亿美元）	23933	25927	27434	26193	24546
CAB（亿美元）	2154	1482	2360	3042	1964
CAB/GDP（%）	2.51	1.54	2.24	2.71	1.75

注：CAR为经常账户收入，CAB为经常账户余额，下同。

数据来源：中国国家统计局、世界银行

2. 中国外债水平很低

截至2016年底，中国外债总额为14206.57亿美元，较上年末增长了2.72%，外债总额相当于GDP的比值为12.66%，较上年末也有所上升。

外债增长主要是因为中国企业对外借贷融资需求上升以及境外投资者看好投资中国的回报，投资意愿增强。与其他 AAA_i 级国家外债平均水平（268.34%）相比，中国外债整体水平很低。

表 5 2012 年~2016 年中国外债情况

单位：亿美元/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
外债总额	7369.86	8631.67	8955.00	13829.80	14206.57
政府外债	366.14	343.26	552.00	1113.51	1239.41
外债总额/GDP	8.60	8.96	8.50	12.32	12.66
政府外债/外债总额	4.27	3.56	5.24	9.92	11.05

注：自 2015 年起，中国改按国际货币基金组织数据公布特殊标准调整外债统计口径并公布全口径外债数据。

数据来源：中国外汇管理局

从外债构成看，截至 2016 年末，中国一般政府外债总额为 1239.41 亿美元，较上年末增长了 11.31%，在外债总额中的占比较低，为 9%；金融机构、其他部门外债和公司间贷款外债占比分别为 42%、30% 和 15%，央行外债规模很低（4%）。

从外债的期限结构来看，截止 2016 年末，中国外债总额中短期债务的占比为 39%，较上年小幅下降，其中与贸易有关的信贷占比较大（47.5%），短期偿债压力总体不大。

3. 外债偿还能力极强

中国作为世界贸易大国，经常账户收入额很高，对外债的保障能力很强。截至 2016 年末，中国经常账户收入与外债总额的比为 172.78%，较 2015 年下降 16.62 个百分点，保障程度仍很高，经常账户收入是政府外债总额的近 20 倍。

从外汇储备来看，近年中国外汇储备规模稳居世界第一，截至 2016 年底，中国外汇储备为 30105.17 亿美元，相当于外债总额的 211.91%，外汇储备对外债总额和政府外债的保障能力很强。

截至 2016 年末，中国海外资产总额为 64666 亿美元，近 5 年呈增长状态，相当于外债总额的 455.18%；海外净资产为 18006 亿美元，近 5 年呈波动下降状态，相当于外债总额的 126.74%。

较大规模的海外资产以及海外净资产对中国外债的保障程度非常高。

2016 年 10 月 1 日，人民币作为除英镑、欧元、日元和美元之外的第五种货币，正式纳入特别提款权（SDR）货币篮子，人民币在 SDR 货币篮子中的权重仅次于美元和欧元，意味着人民币已成为全球主要储备货币。人民币的国际化大大提升了中国对外融资和偿债能力。与此同时，中国政府积极推动资本项目可兑换试点改革，未来随着中国对资本账户的全面放开，中国利用外资和对外投资规模将进一步扩大，对外融资能力将进一步提升。

总体看，中国外债整体水平很低但呈现增长趋势，其中政府外债占比较低，经常账户收入、外汇储备以及海外净资产对外债的保障程度极强。

表 6 2012~2016 年中国外部债务的保障情况

单位：美元/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
CAR/外债总额	324.74	300.37	306.35	189.40	172.78
CAR/政府外债	6536.57	7553.17	4969.93	2352.30	1980.46
外汇储备	33115.89	38213.15	38430.18	33303.62	30105.17
外汇储备/外债总额	449.34	442.71	429.15	240.81	211.91

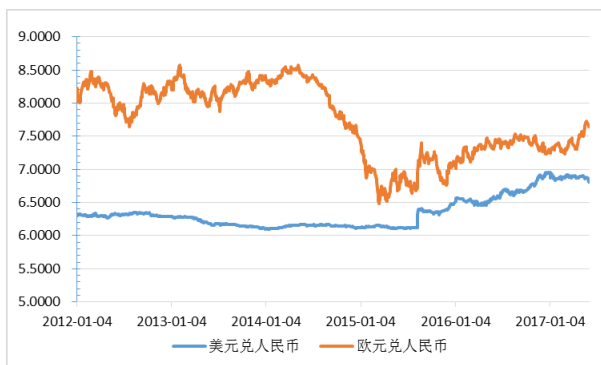
数据来源：中国国家外汇管理局

4. 人民币近两年出现一定程度贬值，但对中国外债偿付能力影响不大

从汇率制度看，中国实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币不是单一盯住美元，而是参照一篮子货币、根据市场供求来进行浮动，有助于真实反映市场经济状况和对外部变化进行传导。

从汇率表现看，美元兑人民币汇率在 2016 年以前变动都较小，基本稳定在 6.00~6.50 之间。但 2016 年后，美元兑人民币不断升值。欧元兑人民币汇率波动较大，2014 年~2015 年该汇率从 8.50 下降至 6.50，主要是受欧洲经济增长陷入停滞以及欧洲央行量化宽松预期的影响，欧元出现大幅贬值。2015 年以后汇率逐步回升但局部波动严重。

2014年以来，中国汇率呈现双向波动。欧元兑人民币贬值会对中国出口造成不利影响，对欧出口企业将面临较高的成本压力和减少的实际收入。美元兑人民币升值可能造成大量热钱回流美国，导致中国资本外逃。虽然近两年人民币汇率出现一定程度贬值，但2016年以来中国政府加强了资金外流管控，在一定程度上抑制了人民币的贬值压力，同时受益于中国经济增长进入新常态、国际贸易收支保持顺差、外汇储备充足以及人民币国际化不断深入等因素，这对中国外债偿付能力影响不大，中国抵御外汇风险的能力仍然很强。



数据来源：中国人民银行

图8 人民币汇率变化情况

总体看，近年中国经常账户收入呈现波动上升趋势，经常账户盈余规模有所减少；中国外债水平很低，其中政府部门外债占总外债的比重也较低；经常账户收入、外汇储备和海外资产对中国外债的保障能力极强，同时人民币成为国际储备货币也增强了中国的外部融资实力。

附表 中国主要数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
宏观数据					
GDP (亿元)	540367.40	595244.40	643974.00	689052.10	744127.20
GDP (亿美元)	85703.48	96350.25	105345.26	112261.86	112182.81
实际 GDP 增速 (%)	7.90	7.80	7.30	6.90	6.70
CPI 增幅 (%)	2.65	2.62	1.99	1.44	2.01
失业率 (%)	4.10	4.05	4.09	4.05	4.02
结构特征					
人均 GDP (美元)	6256.36	6995.25	7625.79	7989.72	8239.89
消费在 GDP 中的占比 (%)	50.11	50.31	50.73	51.61	-
投资在 GDP 中的占比 (%)	47.18	47.25	46.77	44.94	-
净出口在 GDP 中的占比 (%)	2.71	2.44	2.50	3.45	-
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	9.42	9.30	9.06	8.83	8.56
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	45.27	44.01	43.10	40.93	39.81
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	45.31	46.70	47.84	50.24	51.63
银行业资产利润率 (%)	1.28	1.27	1.23	1.10	0.98
银行业资本利润率 (%)	19.85	19.17	17.59	14.98	13.38
银行业不良贷款率 (%)	0.95	1.00	1.25	1.67	1.74
银行业拨备覆盖率 (%)	295.51	282.70	232.06	181.18	176.40
银行业资本充足率 (%)	13.25	12.19	13.18	13.45	13.28
银行业一级资本充足率 (%)	-	9.95	10.76	11.31	11.25
银行业核心一级资本充足率 (%)	-	9.95	10.56	10.91	10.75
国内总储蓄率 (%)	49.20	49.00	48.58	47.90	-
65 岁及以上人口占总人口比重 (%)	9.40	9.70	10.10	10.50	10.80
公共财政					
财政收入 (亿元)	117253.52	129209.64	140370.03	152269.23	159552.08
财政收入/GDP (%)	21.70	21.71	21.80	22.10	21.44
财政支出 (亿元)	125952.97	140212.10	151785.56	175877.77	187841.14
财政盈余 (亿元)	-8000.00	-12000.00	-13500.00	-16200.00	-21800.00
财政盈余/GDP (%)	-1.48	-2.02	-2.10	-2.35	-2.93
政府债务总额 (亿元)	199762.00	231444.20	259035.68	268041.27	273300.00
政府债务总额/GDP (%)	37.40	39.36	40.72	38.90	36.70
财政收入/政府债务 (%)	58.70	55.83	54.19	56.81	58.38
外部融资					
进口总额 (亿美元)	19432.00	21202.00	22416.00	20023.00	19480.00
出口总额 (亿美元)	21751.00	23556.00	24629.00	23602.00	21979.00
进出口净额 (亿美元)	2319.00	2354.00	2213.00	3579.00	2499.00
经常账户收入 (亿美元)	23933.00	25927.00	27434.00	26193.00	24546.00
经常账户余额 (亿美元)	2154.00	1482.00	2360.00	3042.00	1964.00
经常账户余额/GDP (%)	2.51	1.54	2.24	2.71	1.75
外债总额 (亿美元)	7369.86	8631.67	8955.00	13829.80	14206.57
政府外债总额 (亿美元)	366.14	343.26	552.00	1113.51	1239.41
外债总额/GDP (%)	8.60	8.96	8.50	12.32	12.66

外汇储备（亿美元）	33115.89	38213.15	38430.18	33303.62	30105.17
经常账户收入/外债总额（%）	324.74	300.37	306.35	189.40	172.78
外汇储备/外债总额（%）	449.34	442.71	429.15	240.81	211.91

数据来源：中国银监会、IMF、国家统计局、财政部、国家审计署、国家外汇管理局

主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信主权长期信用评级包括长期本币信用评级和长期外币信用评级，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 _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。