

“一带一路”

沿线国家主权 信用风险报告

Sovereign Credit Risks of Countries along the Belt and Road

毛振华 阎衍 郭敏 ◎主编





中诚信国际信用评级有限公司
China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd

F831.5
66

“一带一路”

沿线国家主权 信用风险报告

Sovereign Credit Risks
of Countries along the Belt and Road

毛振华 阎衍 郭敏 ◎主编



经济日报出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

“一带一路”沿线国家主权信用风险报告 / 毛振华,
阎衍, 郭敏主编. — 北京 : 经济日报出版社, 2015.5
ISBN 978-7-80257-815-9

I. ①一… II. ①毛… ②阎… ③郭… III. ①金融风
险-研究报告-世界 IV. ①F831.5

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第102687号

“一带一路”沿线国家主权信用风险报告

主 编	毛振华 阎 衍 郭 敏
责任编辑	胡子清等
责任校对	张婷婷
出版发行	经济日报出版社
社 址	北京西城区右安门内大街65号
邮政编码	100054
电 话	发行部 63538621
网 址	www.edpbook.com.cn
E-mail	jjrb58@sina.com
经 销	全国新华书店
印 刷	北京鑫瑞兴印刷有限公司
开 本	710 × 1000毫米 1/16
印 张	28.5
字 数	250千字
版 次	2015年5月 第一版
印 次	2015年8月 第二次印刷
书 号	ISBN 978-7-80257-815-9
定 价	50.00元

中诚信国际博士后工作站与对外经济贸易大学
《“一带一路”沿线国家主权信用风险》联合课题

课题总负责人：毛振华 阎 衍 郭 敏

总报告执笔人：张英杰 张婷婷 黄晓薇 黄亦炫

课题组成员

中 诚 信 国 际：王 靓 赵雪净 朱伊雯 曾 诚 郭静静

林宏伟 李 诗 余 璐 袁海霞 谭 畅

杨路村 赵继志 何 川

对外经济贸易大学：李梦迪 盛佳佳 路雯棋 王梓洁 张国玮

王晨光 齐际晨 濮天锐 林清清 吴韵茹

姚 锐 王淞谕 王建平 杨 诗 顾铁林

陈清长 左莉涵

序 言

“一带一路”战略作为当前中国最重要的国家战略，将深刻影响和推动世界及亚洲格局的变革，为世界经济和中国发展注入新的力量。在“一带一路”步入务实推进阶段的今天，多国投资合作项目已展开布局，中国企业“走出去”的热情不断高涨，资本与对外投资运作使得投资国的主权风险值得引起高度关注。同时由于沿线国家在政治、经济、金融环境等方面的巨大差异性，使得基于国别的主权信用风险识别成为“企业走出去”的重要前提。

在全球化变革进一步深化的过程中，实体经济与金融市场的结合越来越紧密，而在参与经济全球化的主体中，国家（政府）的作用也更加凸显，于是表征一个主权国家的债务规模、偿付能力和意愿的信用水平对引导资本流向有重要的指导意义。所以，客观认识并评估“一带一路”主权国家的信用等级对参与世界经济活动具有重大意义。

国家主权信用作为全球信用体系的重要组成部分，深刻影响着国际资本市场的运作，一旦信用关系链条的某个环节发生重大风险事件或债务违约，就会导致局部乃至全局信用关系的破裂，形成系统性的国际社会信用危机，甚至导致国际金融秩序与经济体系的崩溃。在信用经济时代，国际资本市场需要客观独立的第三方风险评价意见，作为维护金融秩序和防控风险的重要手段，国家主权信用评级已成为经济与金融体系健康运转不可或缺的重要组成部分。

“一带一路”战略由于涉及国家众多、投资周期长、投入资本量大，其实施过程中面临的复杂性和挑战不一而足，其中当前最大的风险即对沿线国家基本国情

的“不熟悉”。目前已推出的“一带一路”研究众多，但基于具体国家国情及综合风险评估的研究仍然较少。本报告根据“一带一路”的线路规划，选择沿途27个重点国家，覆盖中亚、东盟、欧洲以及中东、南亚和非洲等“一带一路”沿线必经区域，从国家主权信用的角度，试图对“一带一路”进行具体国情及风险刻画，为投资者及公众呈现相对清晰的“一带一路”主权和国家风险线路图。报告按国别梳理了27个国家在经济、政治、财政金融、债务等方面存在的风险，并依据各方面评估汇总形成其国别主权信用评级，以期对“一带一路”上的投资和贸易起到风险预警和识别的作用。最后，本报告聚焦当前困扰企业走出去的金融支持不足问题，剖析了目前区域金融合作的现状及存在的挑战，并从投融资体系、货币体系、信用体系三方面进行了展望。

针对“一带一路”27个主要沿线国家，本报告提供了分国别的风险报告，分别从经济财政金融概况、债务及可持续性以及主权信用风险三个方面，对国别和主权风险进行了多角度的刻画，同时对各国未来债务可持续性 & 主权评级调整因素进行了展望。

目 录

序 言.....	1
“一带一路”沿线国家主权信用风险报告.....	1
一、“一带一路”沿线国家主权信用概况.....	3
二、“一带一路”沿线国家的主权信用风险分析.....	19
三、建设“一带一路”的金融支持：挑战与展望.....	54
国别风险报告.....	61
国别风险报告——荷兰.....	63
国别风险报告——比利时.....	77
国别风险报告——法国.....	95
国别风险报告——德国.....	107
国别风险报告——希腊.....	122
国别风险报告——俄罗斯.....	140
国别风险报告——土耳其.....	159
国别风险报告——哈萨克斯坦.....	171

国别风险报告——土库曼斯坦	185
国别风险报告——乌兹别克斯坦	196
国别风险报告——塔吉克斯坦	210
国别风险报告——吉尔吉斯斯坦	223
国别风险报告——印度尼西亚	237
国别风险报告——新加坡	253
国别风险报告——柬埔寨	267
国别风险报告——泰国	279
国别风险报告——缅甸	293
国别风险报告——老挝	303
国别风险报告——菲律宾	317
国别风险报告——越南	328
国别风险报告——马来西亚	342
国别风险报告——印度	355
国别风险报告——斯里兰卡	372
国别风险报告——巴基斯坦	387
国别风险报告——埃及	400
国别风险报告——肯尼亚	414
国别风险报告——伊朗	426
 附 表：中诚信国际评级结果	 443
后 记	446

“一带一路”沿线国家主权信用风险报告

一、“一带一路” 沿线国家主权信用概况

1. “一带一路”引领全球及中国经济新格局

2008年金融危机后世界格局多极化趋势逐步显现，崛起中的中国将引领并重塑亚洲命运共同体，推动世界经济格局再平衡。

当前，国际金融危机深层次影响继续显现，世界经济呈现缓慢复苏、发展分化，不均衡性和脆弱性特征。美国经济保持温和增长，复苏势头强劲；而美国的欧洲盟友实力受损，日本经济长期低迷，欧美发达国家作为世界经济增长的火车头作用已大大降低，以中国为代表的新兴经济体日益成为世界经济发展的重要推动力量。世界的多极化趋势逐步显现，新的世界格局正逐步形成。长久处于西方外围的亚非拉地区，正在成为多极世界新的经济中心，改变全球经济赛事的战局。在这一过程中，中国的核心纽带作用正在日益凸显，由中国引领的全球经济利益格局再平衡正在悄然发生。

近年来，世界经济的中心正在移向亚洲。据中诚信国际预测，2015年全球经济增速预计3%，其中亚洲高达4.2%，^[1]是各经济板块增长最快的地区。亚洲作为全世界最大的大陆板块，人口超过全球的60%，2014年GDP占比33%。在过去的五年中，“一带一路”沿线国家GDP平均增速为4.7%，而同期欧盟增长为-0.5%，美国的经济增长率一直在2%左右。而中国作为亚洲地区日益崛起的代表性国家，正在成为重塑世界经济与政治格局的主要力量。随着2014年中国国内生产总值（GDP）

[1] 据经济学人智库最新预测，2015年全球经济增速预计2.7%，其中亚洲达4%。

成为继美国之后的第二个10万亿美元大国，经济总量两倍于日本、五倍于印度，中国积累了丰富的经济发展经验与大量的资本，而这些经验和资本需要寻找“向外走”的出口，这是提升中国经济软硬实力的重要途径。

美国通过多年来形成的美元霸权地位持续对世界各国进行着隐性的“美元殖民”扩张，通过操纵美元指数的周期波动，多次触发了拉美地区和亚洲地区的区域性金融危机，一次又一次推动了美元的获利及美国资本市场的繁荣。而现在，中国作为全球最大的资本流入国，极有可能成为美元下一个获利目标。与此同时，近年来美国正在大力推行的跨太平洋战略经济伙伴关系协定（TPP）是美国在危机后谋求其在亚太资源版图霸权的新尝试。通过全面介入亚太地区经济整合进程，试图打破亚太原有的区域经济整合节奏，孤立甚至抑制中国的崛起。由于中国经济的大规模崛起和对能源的需求，边界问题和能源问题成为中国与周边国家矛盾的主要焦点。中国尝试推动的“10+3”、“上海合作组织”等多边合作模式也受到越来越多的压力。为了改变这一被动局面，中国必须主动尝试推动亚洲区域整合框架。

“一带一路”战略将把作为世界经济引擎的亚太地区与世界最大经济体欧盟联系起来，给欧亚大陆带来新的发展空间和机会，并辐射东亚、西亚和南亚经济区。因此中国正在推进的“一带一路”战略对亚太地区以及欧亚地区具有重要的战略意义。

经济全球化视野下，亚非拉地区提供了产业转移升级的战略空间，将成为拉动世界经济复苏的新增长极。在经济全球化浪潮的冲击下，发达国家和发展中国家迫切要求加强相互联系，进一步深化国际分工体系，充分发挥比较优势，实现经济“双赢”甚至“多赢”的局面。当前欧美发达国家工业发展面临的主要问题是需求不旺与生产过剩，结构性改革问题迫在眉睫。而亚非拉发展中国家则普遍面临基础设施薄弱的发展瓶颈，迫切需要获得资金和技术支持。据测算，在2020年之前，亚洲基础设施投资的资金缺口将达7300亿美元。欧美发达国家的结构调整，特别是从传统制造业向新兴产业的转变，从以制造业为主向以服务业为主的演变以及跨国公司向海外投资的扩大，将加快国际间的产业转移与技术转移。

而中国经济在连续高速增长十余年后，也步入了产业结构调整、经济风险释放、经济增速下降三期叠加的经济新常态，产能过剩仍未化解、内需动力不足、通缩风险加剧，经济下行压力加大。伴随着经济的高速发展，高速的投资拉动和进出口贸易积累了大量的过剩产能和外汇资产储备，但能够真正走出去的中国企业和资本却寥寥。如今，沿海企业面临产业转移和升级问题，基建行业面临过剩产能消化问题，传统出口国家的增量市场已经相当有限，而周边小国的资源贸易越发谨慎，

市场收缩严重。

在这一背景下，亚非拉发展中国家凭借其丰富而低廉的劳动力资本、广阔的市场空间以及发展前景，在利用新技术传统产业的过程中将面临一次历史性的机遇，而“一带一路”正是把握这一历史机遇的有利契机。

“一带一路”战略将成为全球化产业和产能配置的新路径，为沿线国家带来巨大的发展机遇。“一带一路”提供了体系内产业梯度转移的空间和机遇，劳动密集型产业将向相对更加具有比较优势的亚非国家转移。回顾历史，从工业革命以后，所有发展成功的国家除了少数几个石油输出国，都经历过承接更高发展水平国家劳动密集型产业转移的过程，无疑为发展中国家提供了难得的窗口机遇。同时，“一带一路”并非过剩产能和资本的单纯输出，而是在全球范围内进行产能配置的新视角。如对于我国过剩的钢铁、水泥等产能对于沿线国家都是亟需的优质产能。通过亚投行等主权基金汇集各国过剩资本，用资本输出来投资沿线各国基础设施建设，培育国际合作和竞争性优势的产业，在拉动沿线各国经济发展的同时带动了全球经济增长。

“一带一路”战略在为发展中国家提供发展机遇的同时，也将为发达国家创造出口市场，有利于国际经济的稳定和复苏发展。制约亚非拉国家发展的瓶颈往往就是基础设施薄弱，大量基础设施投资在短期内不仅会创造基础投资国的投资需求、经济增长、就业，而且以往的各种研究已经表明，发展中国家的基础设施的投资中，每百美元的投资将会创造70美元的进口，为缓解发达国家的生产过剩及内部结构调整创造了空间，有利于国际经济的稳定和复苏。

“一带一路”战略将推动国内的区域及产业结构升级，为中国企业走出去创造有利契机，加速人民币国际化进程。“一带一路”建设，将形成中西部地区与中亚、东欧、西亚的新商贸通道和经贸合作网络，带动内陆沿边扩大向西开放，有助于推进中西部的开放型经济发展进程，推动区域经济结构新平衡。通过布局国内外大规模基础设施建设，将为我国的10多个行业带来巨大机会，推动我国制造业的升级换代以及产业结构调整。同时以国家信用为基础，开发性金融作为先导，政府性项目为牵引，将为我国企业创造前所未有的投资契机，加快我国对外投资的步伐，推动中国企业加速“走出去”。而伴随着中国商品、服务和投资进入更多新市场，中国与“一带一路”沿线国家和地区的资本和贸易往来将不断加深，人民币在跨境贸易结算中的地位会越来越高，人民币国际化进程将不断加快。

2. 国家主权风险识别是“一带一路”战略实施的必要前提

“一带一路”的资本市场化运作决定了国家主权信用风险识别的必要性。尽管“一带一路”战略蕴含巨大的发展机遇，真正推动战略落地和执行仍将面临各方面挑战。在目的国特定的政策环境约束下，企业走出去的核心问题仍是巨大的投资和资本运作如何实现收益最大化的问题。资本管理的市场化、资本项目的选择及投资配置都需要风险判断和识别，由于沿线涉及国家众多，各国发展水平及投资环境差异巨大，贸易壁垒及准入条件各异，地区安全风险频发，不同风险条件下的差异化投资策略如何制定成为“企业和资本走出去”不得不考虑的首要问题。

主权信用是全球信用体系的重要组成部分，成为国家和世界金融体系赖以存在和发展的根本基础。2008年的全球金融危机表明，国际社会信用之间联系紧密，相互依存，其正常运转以债务人按约偿还到期债务作为前提条件，一旦信用关系链条的某个环节发生重大信用事件和债务违约，就会导致局部乃至全局信用关系的破裂，形成系统性的国际社会信用危机，甚至导致国际金融秩序与经济体系的崩溃。随着主权债务在全球范围内的渗透速度不断加快，主权信用市场需求快速提升，国家信用风险、金融危机和信用评级的联系越来越紧密。

国家主权信用风险本质上是指国际资本流动中面临的，因受特定国家事件影响而使资本接受国不能或不愿履约，造成债权人资本损失的可能性。实际上，国际资本市场上的股票、债券、金融衍生品及国际直接投资等，几乎一切国际资本流动都面临着因债务国“不能”或“不愿”而产生违约的风险。厄尔布（Erb, Harvey and Viskanta, 1996）等人认为，国家风险是影响全球投资战略的重要因素。诺伯特·菲斯（Fiess, 2003）认为，国家风险是资本流动中的重要因素，并且国家风险的增长将降低资本流动。在此意义上，相关机构以及希望在“一带一路”各国市场抢占一席之地的企业必须了解可能面临的国家主权信用风险，从而为其应对在新市场运营的潜在威胁做好充分准备。

沿线国家主权信用水平的巨大差异，凸显了国家信用风险识别的重要价值。

“一带一路”贯穿亚欧非大陆，一头是活跃的东亚经济圈，一头是发达的欧洲经济圈，中间广大腹地国家经济发展潜力巨大。丝绸之路经济带重点方向是从中国经中亚、俄罗斯至欧洲（波罗的海）；中国经中亚、西亚至波斯湾、地中海；中国至东南亚、南亚、印度洋。21世纪海上丝绸之路重点方向是从中国沿海港口过南海到印

度洋，延伸至欧洲；从中国沿海港口过南海到南太平洋。在这条经济走廊上，2014年中国与沿线国家的货物贸易额达到1.12万亿美元，占我国货物贸易额的25%。未来十年，这个数字可能翻一番，突破2.5万亿美元。“一带一路”将成为全球重要经济走廊。随着“一带一路”沿线国家经济贸易和投资的联系日益紧密，金融和经济风险的防范成为促进区域经济和金融平稳发展的重要议题。从中诚信国际全球主权评级结果来看，沿线国家主权信用水平存在巨大差异。对“一带一路”沿线国家主权风险评级的动态跟踪，成为推动“一带一路”战略实施的重要前提。

本报告结合上述路线，选择沿途27个重点国家^[1]，覆盖中亚、东盟、欧洲以及中东、南亚和非洲等“一带一路”沿线必经区域。27个国家总人口约27.5亿，GDP约16.5万亿美元，分别占世界的39%和22%，主要区域及经济特征概览如下^[2]：

表1 “一带一路”沿线国家主要经济指标

区域	国家	面积（万平方公里）	人口（万）	人口增长	GDP（亿美元）	人均GDP（美元）
欧洲7国	荷兰	4	1680	0.29%	8535	50793
	比利时	3	1120	0.60%	5248	46878
	法国	55	6603	0.53%	28064	42503
欧洲7国	德国	36	8062	0.24%	37303	46269
	希腊	13	1103	-0.55%	2422	21956
	俄罗斯	1710	14350	0.22%	20968	14612
	土耳其	78	7493	1.26%	8221	10972
中亚5国	哈萨克斯坦	272	1704	1.45%	2319	13610
	土库曼斯坦	49	524	1.29%	419	7987
	乌兹别克斯坦	45	3024	1.55%	568	1878
	塔吉克斯坦	14	821	2.45%	85	1037
	吉尔吉斯斯坦	20	572	1.98%	72	1263
东盟9国	印度尼西亚	191	24987	1.21%	8683	3475
	新加坡	0	540	1.62%	2979	55182

[1] 27国的选择以中亚五国与东盟九国为核心，同时结合一带一路线路走向选择了必经区域的南亚、中东及非洲诸国，最后归至欧洲诸国。本次略去了规模较小的部分国家。

[2] 数据来源EIU Country Data，为保持完整性数据时间截至2013年。

续 表

区域	国家	面积（万平方公里）	人口（万）	人口增长	GDP（亿美元）	人均GDP（美元）
东盟9国	柬埔寨	18	1514	1.80%	152	1007
	泰国	51	6701	0.34%	3873	5779
	缅甸	68	5326	0.87%	594	915
	老挝	24	677	1.85%	112	1661
	菲律宾	30	9839	1.73%	2721	2765
	越南	33	8971	1.05%	1714	1911
	马来西亚	33	2972	1.62%	3132	10538
南亚、非洲及中东7国	印度	329	125214	1.24%	18768	1499
	斯里兰卡	7	2048	0.76%	672	3280
	巴基斯坦	80	18515	0.016%	232	1275
	埃及	100	8206	1.64%	2720	3314
	肯尼亚	58	4435	2.69%	552	1246
	伊朗	175	7745	1.33%	3689	4763

总体来看，“一带一路”沿线国家都富含一定的能源、矿产、农业原材料以及旅游资源，但大部分国家的工业化程度都偏低，产业结构相对单一，因此处于产业价值链的低端。同时基础设施相对薄弱，外债负担率偏低，且人口规模巨大、劳动年龄人口比重较高，具有宽广的市场潜力和较大的增长空间。

与此同时，沿线国家多具有重要的地理位置和战略价值，多是大国角力的焦点，地缘政治关系紧张。由于处于东西文明交界，种族及宗教冲突多样化、易突发，国家风险外溢效应比较突出。此外，沿线国家大多处于现代化建设阶段，面临突出的政治转制、经济转轨、社会转型的艰巨任务，国内政治经济的成熟度和稳定性较差。同时由于各国之间在政治制度、经济发展、贸易环境等方面存在巨大的差异，跨区域合作与贸易也将面临由各种差异带来的不确定性和风险，具体表现为：

政治风险：因东道国政治机构变更或更迭、改革进程及强度超出预期、法治情况不稳定带来的风险，这些因素可能会影响国家偿债能力或履行偿债义务，并引发外汇市场波动。地缘政治冲突、宗教及民族冲突带来的安全风险，均是在该国或区域能否进行投资与贸易的先决条件。

经济风险：由于东道国宏观经济基本指标或经济结构存在的固有缺陷或者意外变化所导致外商投资者投资资产面临损失的可能性。以及由于区域经济政策差异、区域贸易壁垒造成投资损失的可能性。

金融信贷风险：由于东道国财政金融与汇率政策波动导致投资损失的可能性。同时由于基础设施投资周期长、投资规模大，涉及的金融资本来源众多，大量资本的投入是否有风险评估机制，是否有资金回收机制以确保资金的投资回报等，均存在较大的不确定性。

回顾古代丝绸之路的发展，与国家和信用的兴衰紧密联系在一起，丝路贸易的繁荣主要以国家信用为基础，伴随国家的兴衰而起伏。当国家信用较强，丝路贸易得以繁荣和发展；随着政权的衰落，丝路贸易也随之衰落。

在“一带一路”步入战略实施阶段的今天，由于沿线国家在经济、政治、金融环境的巨大差异性，使得基于国别的主权信用水平也存在巨大的差异，国家信用风险识别因而成为“一带一路”战略能否成功实施的重要前提。某种程度上，“一带一路”战略是建立在沿线各国主权信用差异和比较优势基础上的利益共同体，是一个包容性巨大的发展平台，始终坚持互利共赢、互惠互信的基本原则，就能够给沿线的发展中国家创造巨大的公平参与的机会、公平分享发展成果的机会。

3. “一带一路”沿线国家主权信用表现

在全球化变革进一步深化的过程中，实体经济与金融市场的结合越来越紧密，而在参与经济全球化的主体中，国家（政府）的作用也更加凸显，于是表征一个主权国家的债务规模、偿付能力和意愿的信用水平对引导资本流向有重要的指导意义。所以，客观认识并评估“一带一路”主权国家的信用等级对参与世界经济活动都具有重大意义。

基于对国家主权信用评级、国家负债能力和主权违约等领域的长期研究以及国内市场对主权信用评级产品日益增长的需求，中诚信国际秉承“客观、中立、公正”的立场，研发并推出自己的全球国家主权信用评级体系。^[1]这套评级体系着眼全球的主权国家，主要根据宏观经济实力、政府财务实力、对外偿付实力和事件风险敏感性这四个方面对主权国家信用等级进行评价。中诚信国际主权信用评级体系

[1] 中诚信国际于 2012年7月31日首次发布了30个主权国家信用等级，此后展开评级跟踪工作，并根据业务发展需要，陆续增加进行和跟踪新的主权国家的信用评级，目前对近60个国家进行信用评级。