

信用分析

中国

等级

	当前等级
外币	
长期发行人违约评级 (IDR)	A+
短期发行人违约评级	F1
本币	
长期发行人违约评级 (IDR)	AA-
主权上限	A+

评级展望

外币长期 IDR	稳定
本币长期 IDR	稳定

金融数据

中国 (十亿美元)	2008
国内生产总值	4253.2
人均国内生产总值(美元 000)	3.2
人口(百万)	1336.6
国际储备货币	1965.9
净外债(%国内生产总值)	-48.8
中央政府总债务(国内生产总值%)	18.1
中央政府外币债务	36
中央政府国内发行债务(人民币万亿)	5114.1

分析员

James McCormack
+852 2263 9925
james.mccormack@fitchratings.com

Vincent Ho
+852 2263 9921
vincent.ho@fitchratings.com

相关研究

- 《2009 年主要风险》
- 《主权回顾》(2008 年 12 月)
- 《信贷周期变动压力下的资产品质》(2009 年 1 月)
- 《主权信用报告指南》(2008 年 10 月)
- 《主权评级方法》(2007 年 10 月)
- 《全球经济前瞻》(2008 年 11 月)

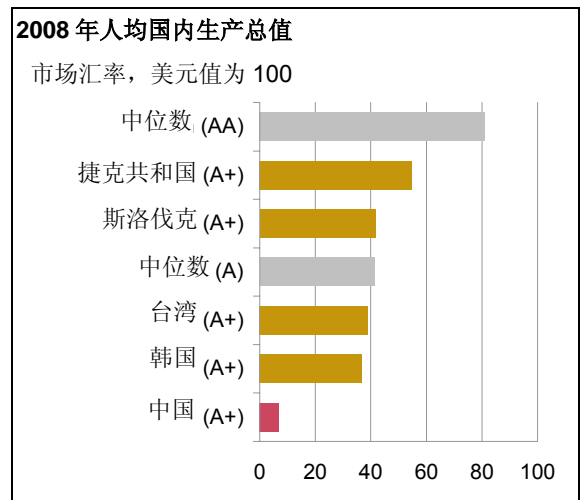
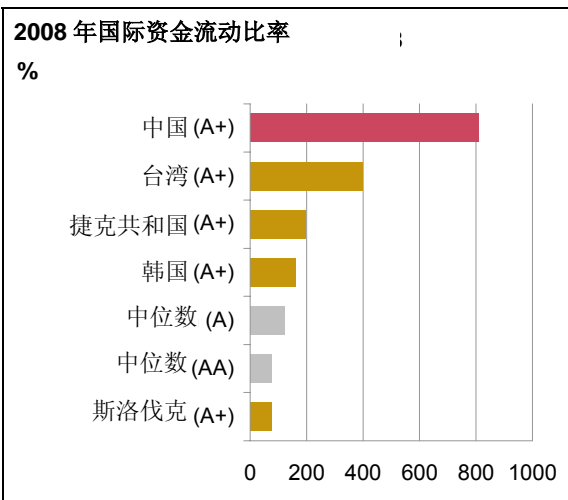
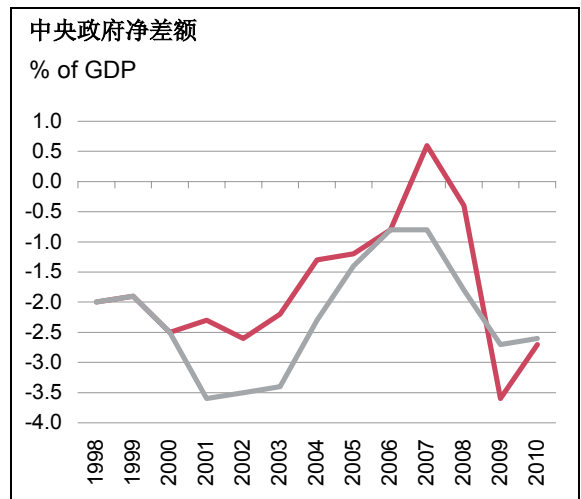
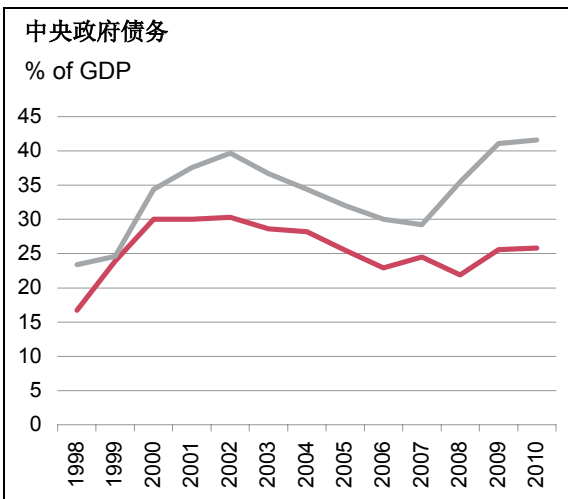
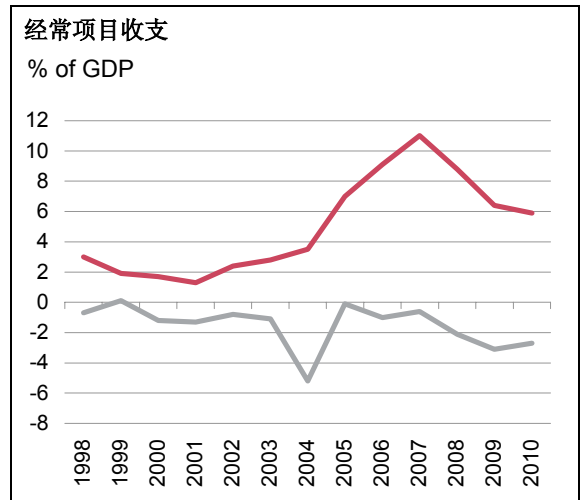
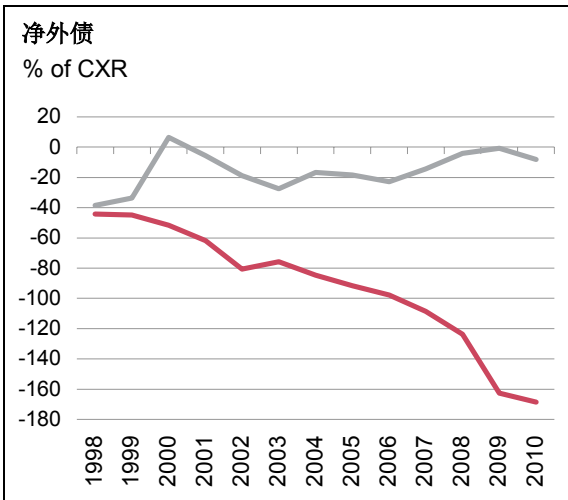
评级理由

- 2008 年四季度中国经济同比增速放缓至 6.8%，同时 11 月和 12 月的出口出现了自 1999 年以来的首次下降。同时工业产值增速也出现至少 13 年以来的最大降幅，印证了国内和国外需求的疲软。惠誉评级预测 2009 年中国经济增速为 5.6%，并伴有轻微通缩。
- 2008 年 11 月中央政府宣布了价值 4 万亿元人民币（2009 年国内生产总值的 13%）的财政刺激一揽子计划。并非所有经费均为新增，所以财政刺激要比表面数据的暗示值要小。该笔经费将于两年内逐步投入，涉及各级政府和国营企业。具体细节尚未知，但约有 50% 经费将用于基础设施建设，25% 用于对去年四川省大地震的灾后重建工作，剩余部分分散到与卫生保健、教育、环境及公共住房相关的项目。惠誉预测 2009 年政府（中央政府及地方政府）赤字总额将达到国内生产总值的 3.6%，相比之下 2008 年财政状况基本平衡。中国政府债务预估将由 2008 年年底国内生产总值的 22% 增至 2009 年年底国内生产总值的 26%。预计 2009 年 A 级别的中位数（主权评级“A+”、“A”和“A-”的中位数）将为国内生产总值的 42%。
- 该刺激方案的执行主角是中资银行，中资银行将给政府扶持项目注资。11 月至今，信贷增幅迅猛。惠誉认为与其它“A”级经济体相比，银行系统较为薄弱，且成为中国政府相当大的或有负债的实体。
- 惠誉预测 2009 年出口将下降 12%，出现 1983 年至今的首次年度下降，同时为 20 世纪 60 年代初期至今的最大降幅。根据出口减少、国内需求疲软和商品价格调整的情况，惠誉估计进口将下降 13%。因此经常项目顺差依然巨大，达到将近 3000 亿美元，亦即国内生产总值的 6.4%。惠誉预测 2009 年资本净流出将达 560 亿美元，为 1998 年迄今的第一次净流出，而官方外汇储备将增加 2430 亿美元。
- 如经济情况持续恶化，中国政府可采取一系列政策措施。因为 2009 年赤字增幅巨大，有可能进一步提出财政刺激，但融资来源并不是问题。惠誉预计中国人民银行（PBOC）将降低基准利率，降低银行存款准备金比率，同时令部分央票到期。截至 2008 年年底，央票存量达到惊人的 4.6 万亿人民币（国内生产总值的 16%）。在惠誉看来，有关动用外汇储备刺激经济的公开辩论仅停留在辩论层面而已。

主要评级驱动因素

- 中国的外部金融状况良好。预计净主权对外债权将维持为国内生产总值的 50% 左右，而这一数据是全世界最高的。只有当全球经济低迷持续下去，才会显著影响到中国的收支平衡和侵蚀其外部资产情况。
- 惠誉估计，鉴于政治需要避免失业率进一步扩大，政府可能采取经济扩张政策。由于国家最终对各种刺激措施的扶持（尽管这些措施是由其他实体，包括银行，来执行的），主权或有负债仍在增长。

同类比较



— 中国

— 中位数

评级驱动因素

同类比较

等级	国家
AA-	塞普勒斯共和国
	意大利
	沙特阿拉伯
A+	中国
	捷克共和国
	韩国
	马耳他
	斯洛伐克
A	巴林
	智利
	希腊(希腊共和国)
	以色列

评级历史

日期	长期外币	长期本币
2007年11月7日	A+	AA-
2005年10月17日	A	A+
2001年12月6日	A-	A
1997年12月11日	A-	-

概要：优势与弱势

评级驱动因素	宏观经济	财政	外部资金	结构问题
状态	优势	中性	优势	不足
趋势	负面	负面	稳定	稳定

注：与“A”级相比而言。

优势

- 中国经济继续强劲增长的结构基础依然良好。持续的城市化进程、对基础设施的继续投入、更大规模的消费群体的涌现，以及改革的决心，这一切都预示着经济中期增长前景看好。
- 国内生产总值的高速增长和工业化（后者增加了正式经济的相对量）已大大拓宽了税收基础，使得政府税收在过去十年大幅增加。政府税收占国内生产总值的比重已由1996年的10.4%上升到2008年的20.8%。2008年年底政府债务为国内生产总值的21.9%，低于A级经济体的中位数。
- 2008年年底官方外汇储备为1.95万亿美元，外债总额估计为4340亿美元，中国已成为外债净债权人。惠誉预测2009年商品出口将下降12%，但经常账户将延续自1994年以来的顺差状态。惠誉估计2009年的外汇储备将继续增加，但增量比近年有所减少。

弱势

- 惠誉预测中资银行将成为大的主权债务实体。改革已增强了公司治理和风险管理，国有商业银行不仅局限于通过直接信贷的方式执行国家政策；但这些情况改善尚未完成，所有改善将在本次经济低潮中经受考验。银行在财政刺激一揽子计划的执行中起主要作用。
- 由于没有获取地方政府的债务情况数据，所以不可能对中国的公共财政收支进行全面评估。根据手头所有的数据，是否能对全面的财政状况作出乐观的判断，目前尚不得而知。
- 中国政府依靠大规模的财政刺激计划和专案措施来促进经济增长。但这些措施并不能像社会保障体系完善的国家那样，可完全用作降低社会动荡的风险，无法确保政府经费和政府扶持经费直接用于最受失业影响的人群。

本币评级

惠誉确信，如遭遇严重的财政危机，中国政府会优先维持国内政治、经济及社会的稳定。在惠誉看来，由于大部分主权债务是内债，所以，需要有效运作才能减轻公共财政收支的极端压力，而同时亟须加倍考虑作为内债债权人进行此种运作的后果，因为这与外债债权人的情况截然相反。因此，本币IDR指数要高于外币IDR指数。

国家上限

中国的资本帐户并未完全自由化，流进和流入均受到限制。这种情况与长期外币IDR为“A+”级的国家上限相一致。

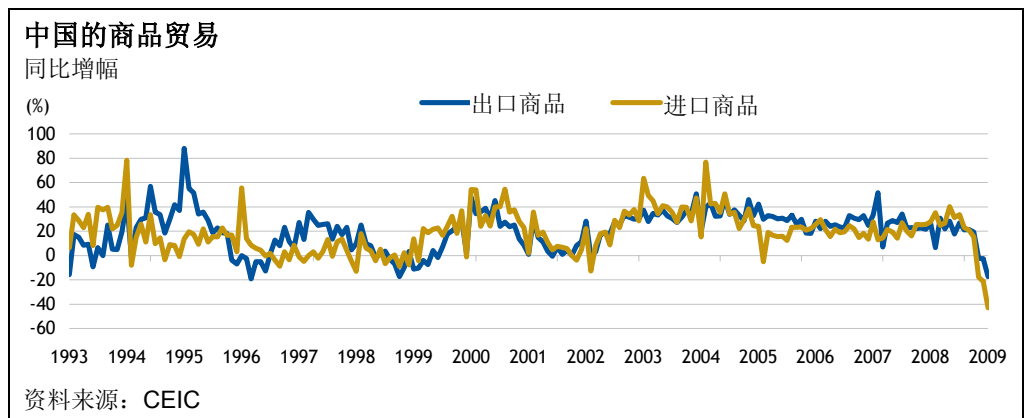
展望及主要问题

中国近期的经济状况及短期内前景的特点是外需和内需均显著衰退。惠誉预计今年国内生产总值增速将为 5.6%，是 1990 年以来的最低点，中国经济与大多数其他经济实体不同，不会马上遭遇银行业危机，中国政府也尚未完成去杠杆化过程。2009 年 1 月份的贷款/存款比率仅为 0.66，2008 年的上海银行间同业拆放利率从未超过 3.5%。所以决策者可以专注于需求管理，而非资金流动条款或对财政部门的其他支持。在惠誉看来，尽管政府作出投入刺激经济的增长，但在发达国家的经济未予恢复前，中国国内生产总值无法真正恢复到近年来的水准。中国的财政刺激和货币放宽政策可抵消经济低迷带来的一些负面影响，但无法改变整体经济走向，特别是在 2008 年商品和服务出口占据了国内生产总值的 37%。

经济环境

2008 年中期，中国经济增速放缓，该年年底，经济活动的所有方面均出现明显的疲软现象。最显著的衰退表现在工业生产、房地产板块及出口方面，而这三者一直是经济增长的重要动力。2008 年 12 月，工业增加值的同比增幅为 5.7%，和 2008 年 6 月的 16% 相比出现大幅下降，为至少 13¹ 年以来的最低增幅。2008 年 10 月的钢铁产量（单位：吨）与 2007 年同期相比下降了 16%，为至少 1985 年以来降幅最大的一次。

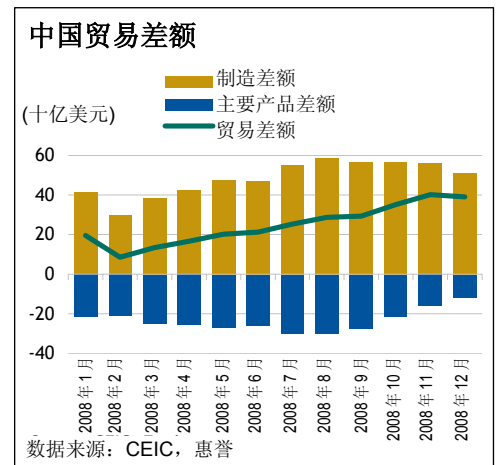
各城市的房地产市场状况不尽相同，但大趋势基本一致且较为明显。2008 年全年房地产（房屋）和土地价格增速放缓，第四季度的增幅分别为 0.5% 和 3.6%，而 2008 年年初这两项均为两位数的增长。对建筑行业的统计也显示出类似趋势，在建房屋面积和已建房层面积的同比增幅增速放缓，特别在 12 月份更是如此。



自 1978 年开始的经济改革至今，中国目前的贸易板块调整是最重大的。在出口方面，运往美国和欧盟的电动机械和设备量出现最大降幅。而欧美是中国最大的出口市场，电动机械及设备产品则是中国最重要的出口产品。

中国进口减少的原因如下：

- 用于加工贸易的输入设备进口（这种进口反映出中国作为出口制造区域中心的国际地位）在 1 月份下降了 48%。同月从菲律宾的进口下降了 71%，从台湾的进口下降了 58%，从韩国的进口下降了 46%。这三个国家出口到中国的零部件和组件至少占了其出口量的 60%。
- 商品价格的下降使中国的进口大幅减少。例如，2008 年 8 月的月度原油进口费用达到最高，为 148 亿美元，但 2009 年 1 月跌至 39 亿美元，成为 2005 年 8 月以来的最低点。
- 国内需求的疲软或许可从日本、美国和欧盟的进口增长率上得到最好的体现，这三个经济实体并非中国在出口商品制造时所用输入设备的主要商品出口商或主要供应商。2009 年 1 月，从日本的进口增长率下降 44%，美国下降 30%，欧盟下降 22%。



2008 年 11 月中国的月度贸易顺差高达 410 亿美元，而其后两个月的贸易顺差平均为 390 亿美元（此前 12 个月的贸易顺差平均值为 220 亿美元），根据这一情况，与外部需求的下降相比，商品价格下降和国内需求疲软对经济的影响显然更大，因为后者会减少贸易顺差。事实上，在 2008 年 7 月（其时商品价格达到颠峰）和 2008 年 12 月，中国主要产品贸易逆差的减少就很明显（参见图表）。在这段时期内，商品价格下降了 54%，中国主要产品进口率则下降了 49%¹。由于中国进口价几乎总是滞后于全球现货价，所以，对于商品贸易差额减少这一现象，惠誉认为这可进一步确定中国内需正趋于疲软。

政策回应及对评级的影响

中国政府已采取了多层次的措施用于防止国内生产总值跌至 8% 以下，8% 这一比率可用于确保吸收每年劳动力增长带来的就业负担。2008 年 11 月中国政府宣布了一项总值 4 万亿人民币（占 2009 年国内生产总值的 13%，分 2 年投入）的财政刺激计划，从 9 月份至今一年期的基准贷款利率已下降了 216 个基点，降至 5.31%，银行储备金要求亦降了约 3 个百分点，达到同期的平均值 14.5%。同样重要的是，中国政府已取消了银行借贷限额，这一措施令利率和储备金要求的下调显得更加有效。

尽管已确定了优先经费投入方向（包括公共住房、农村基础设施、卫生保健、教育设施、运输基础设施），但财政刺激计划的完整细节尚未出台；不过，惠誉预测在 3 月即将召开的全国人民代表大会（中国的立法机关）过后，将会有更多的细节披露。惠誉认为中国政府即将宣布更有针对性的其他政策，目标锁定为具体的行业部门或家庭；但这些政策是否属于 4 万亿元人民币刺激方案的一部分，则尚未明确。该刺激计划有多少部分是根据要求增加的净投入，亦属未知。根据官方文件判断，中国的财政目标是立即刺激国内需求和解决中期结构问题，如：不断加剧的城乡收入差距和国内生产总值中消费所占比例过低。中国政府在 11 月宣布的一揽子刺激方案，看来目标在短期。

¹ 根据所有主要商品价格的 IMF IFS 指数。

鉴于已计算在内的各种刺激措施，中国 2009 年的财政情况相比其他“A”级经济体将继续保持较好状况。惠誉预测中国政府赤字所占比例（中央政府及地方政府）将由 2008 年国内生产总值的 0.4% 升至 2009 年国内生产总值的 3.6%（“A”级评级估计将占国内生产总值的 2.4%）。中国政府债务所占比例（中央政府及地方政府）估计将由 2008 年国内生产总值的 21.9% 增至 2009 年国内生产总值的 25.6%（预计“A”级经济体债务占国内生产总值的中位数为 42%）。中国政府可以通过发行国库债券的方式减少财政赤字（5 年期收益率约为 2.5%，低于 2008 年 3.8% 的平均值），而银行则会向非预算范围内的大多数基础设施项目提供资金。

公共财政：来源和用途

(GDP 占比)	2007	2008e	2009e	2010f
用途	1.7	3.5	6.6	6.1
预算余额	0.6	-0.4	-3.6	-2.7
分期偿还（按发行地划分）	2.3	3.2	3.1	3.4
国内	2.3	3.1	3.0	3.4
国外	0.0	0.0	0.0	0.0
来源	1.7	3.5	6.6	6.1
借款总额（按发行地划分）	1.7	3.5	6.6	6.1
国内	1.7	3.5	6.6	6.1
国外	0.0	0.0	0.0	0.0
私有化	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源：惠誉

虽然中国的财政赤字和政府负债不会危国家的信用基本面，但是目前的经济环境和政府政策回应确实存在可能影响评级的因素。

- 规模相当于国内生产总值的 13% 的财政刺激计划令人质疑这笔开支的质量如何，同时，由于大部分被投资到基础设施领域，人们质疑这些新的投资所产生的回报是否足以补偿融资成本。鉴于刺激内需是当务之急，这可能不是一个首要的政策目标，但是过度投资的风险显然是一个问题，因为投资在国内生产总值中的占比已达 43%。
- 公布的财政刺激计划规模和中央政府预算的预测增长（2009 年预算赤字为 9500 亿元人民币，占国内生产总值的 3%）之间的分歧表明，政府对经济的影响力远远超出了预算所显示的程度。惠誉认为，伴随这一经济影响力的是或有负债。从主权信用的角度来看，人们特别关注中资银行，因为中资银行将向普遍认为是政府扶持的项目提供资金。如果银行面临过度投资的风险，中国政府也同样将间接地暴露在这些风险之下。
- 地方政府在执行财政刺激方案方面发挥着主要作用，但是他们的收入部分取决于土地出让金，而地价正在下跌，且地方政府无权直接发行债券。许多地方政府通过国有企业发行企业债券。鉴于财政方案的规模，以及地方政府需要承担开支的相当大一部份，有必要寻求一种解决方案，应对他们面临的融资问题。惠誉认为，中央政府财政部可以代表地方政府发行债券，转贷资金。这将有助于实现实施刺激计划的短期目标，但是转贷可能无法完全满足地方政府的需求，这也意味着仍需要寻求替代融资。对于财政薄弱的地方政府而言，情况更是如此，因为财政部不太可能代表地方政府借贷资金。

- 虽然基础设施项目开支可能提升国内生产总值的数字，但是 4 万亿人民币的财政方案对于制造业刺激的有效性仍然有待明确，因为制造业目前正面临外部需求的大幅下滑。从风险角度来看，更为重要的是，刺激方案可能不足以应对出口型制造领域的大规模失业问题。财政刺激方案中有对家庭收入的支持方案，在农历春节之前，政府已经通过一次性现金支付补充了生活津贴项目，但是中国的社会保障网络亟待发展。惠誉认为，可能需要进一步的临时收入支持机制，缓和潜在的社会不安情绪。

最终，惠誉认为，政府控制上述风险的能力取决于经济下滑持续时间以及政策制定者在采取其它措施（如必要）时的娴熟程度。发达国家经济低迷期的延长可能加重中国过度投资的风险，因为如果制造活动趋势疲软，额外的产能也将无用武之地。同时，一个用于刺激财政的大体上针对特定项目的办法意味着在经济复苏开始前，项目可能已经完成。届时，不是需要开展其它项目——即进一步加剧过度投资的风险，就是需要采取不同方向的财政刺激方案。惠誉认为，中国政府在提供资金进行进一步刺激方面没有受限，但是中国政府在确定并执行有效的刺激措施，应对制造领域延长的疲软期，以及更广泛的经济领域内的连锁效应方面，可能面临更为严峻的挑战。

预测摘要

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009f	2010f
宏观经济指标和政策							
实际 GDP 增长 (%)	10.1	10.2	11.6	13.0	9.0	5.6	8.2
消费物价 (年度平均百分比变化)	3.9	1.8	1.5	4.8	5.9	-0.5	2.0
短期利率 (%) ^a	5.4	5.6	5.9	6.8	7.0	3.5	4.0
一般政府余额 (GDP 占比)	-1.3	-1.2	-0.8	0.6	-0.4	-3.6	-2.7
一般政府负债 (GDP 占比)	25.3	23.0	20.5	24.5	21.9	25.6	25.8
汇率 (年度平均)	8.28	8.19	7.97	7.61	6.95	6.77	6.48
实际有效汇率 (2000 = 100)	92.7	92.5	94.4	99.1	106.5	106.9	113.4
外部资金							
经常账户余额 (10 亿美元)	68.7	160.8	253.3	371.8	375.9	299.4	319.5
经常账户余额 (GDP 占比)	3.5	7.0	9.1	11.0	8.8	6.4	5.9
经常账户余额和外部直接投资净额 (GDP 占比)	6.3	9.9	11.2	14.6	9.8	6.5	5.2
外部负债净额 (10 亿美元)	-592.5	-828.3	-1,121.4	-1,592.6	-2,074.7	-2,364.2	-2,608.6
外部负债净额 (GDP 占比)	-30.6	-36.0	-40.3	-47.1	-48.8	-50.9	-48.0
外部负债净额 (CXR 占比)	-84.6	-91.7	-97.7	-108.5	-123.7	-162.7	-168.5
官方国际储备, 包括黄金储备 (10 亿美元)	622.4	830.1	1,080.1	1,543.7	1,965.9	2,207.8	2,471.4
官方国际储备 (CXP 月份)	11.8	13.4	14.5	16.9	18.1	23.0	24.1
外部利息偿付 (CXR 占比)	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	1.3	1.2
外部资金总体要求 (国际储备占比)	-8.8	-19.6	-25.6	-30.2	-20.8	-12.0	-11.5
备忘录: 全球预测摘要							
实际 GDP 增长 (%)							
美国	3.6	2.9	2.8	2.0	1.4	-1.2	1.2
日本	2.7	1.9	2.1	2.4	0.0	-1.7	1.2
欧洲地区	1.9	1.8	3.0	2.6	1.3	-0.9	0.7
全世界	3.9	3.3	3.8	3.6	2.1	-0.2	1.9
商品							
石油, 美元/桶	38	54	65	73	97	60	50

^a 一年期基准贷款利率 (年度平均)

数据来源: 惠誉

对比分析：宏观经济表现和政策

中国

	2008						
	中国 'A+'	捷克共和国 'A+'	韩国 'A+'	斯洛伐克 'A+'	台湾 'A+'	'A' 中位数	'AA' 中位数
实际 GDP (5 年平均值百分比变化)	10.8	5.6	4.5	7.6	4.5	5.3	3.2
GDP 波动 (10 年滚动 SD)	1.6	1.9	2.1	3.2	2.6	2.1	1.2
消费物价 (5 年平均值)	3.6	3.3	3.2	4.2	2.0	3.2	2.6
CPI 波动 (10 年滚动 SD)	2.4	1.7	1.1	3.4	1.2	2.0	1.0
自从出现两位数通胀以来的年数	13.0	10.0	27.0	8.0	27.0	不适用	不适用
失业率	4.2	4.5	3.2	9.8	4.1	5.0	4.5
汇率体系类型	管理浮动	管理浮动	浮动	欧元	浮动	不适用	不适用
美元化比例	2.3	9.1	3.6	13.0	8.6	10.9	24.8
同行波动 (10 年滚动 SD)	4.6	5.4	13.7	5.1	3.6	4.7	3.7

数据来源：惠誉

优势

- 在过去 30 年中，中国经济增速平均约为 10% 左右。这一经济增长速度是其它国家无法企及的，包括于 19 世纪 50 年代中期和 60 年代中期分别进入国内生产总值快速增长时期的日本和韩国。除了比“A”级别的中位数高出很多，中国经济增长的波动性也更小。惠誉认为，中国中期经济增长前景依然良好。
- 在 2007 年中和 2008 年中物价上涨之前，中国的通货膨胀率自 1997 年以来一直保持在 5% 以下。较低通货膨胀率带来了较低的美元化比例。2.3% 的美元化比例远远低于“A”级别的中位数。

弱势

- 应对失业率上升——尤其是城市工人的失业问题——是一项主要的政策挑战，这主要是因为政府到位的支持计划相当有限。据中国媒体报道，多项官方调查资料表明，2008 年下半年 60 多万家工厂倒闭，1.3 亿民工中有 2000 万人失业。
- 虽然投资能支持中期经济增长，GDP 增长由投资所主导，使得至少一些项目回报率低于资金成本的风险上升了。这一风险在经济下滑时期更为明显。中国过度投资的主权风险暴露也影响到了国有银行和更低级别的政府，银行提供一些投资资金，而政府则可能在这些项目中拥有权益。

评论

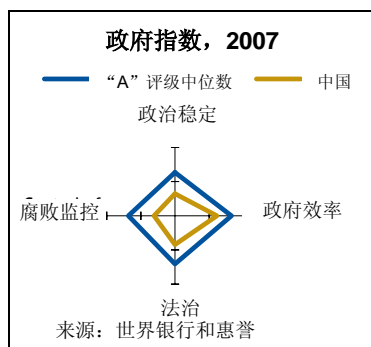
在有限的资本账户自由化条件下，中国人民银行能够维持一个在利率方面相对独立的货币政策，并管理汇率。货币管理权威机构拥有不同的政策目标，包括控制通货膨胀和支持经济增长。中国人民银行目前正在逐渐地过渡到更为市场导向型的政策实施方法，但是在短期内，它将继续依赖银行存款准备金率的变化以及“窗口指导”规定，以影响货币供应增长和信贷分配。央票发行在吸收近几年官方外汇储备积累导致的流动性过剩方面发挥着重要作用。2008 年 12 月，发行在外的央票达 4.6 万亿人民币，相当于国内生产总值的 16%。央票到期将是目前经济低迷趋势下缓解货币状况的另一途径。

对比分析：结构特征

中国

	2008						
	中国 'A+'	捷克共和国 'A+'	韩国 'A+'	斯洛伐克 'A+'	台湾 'A+'	'A' 中位数	'AA' 中位数
GNI 人均 PPP (USD, 最近)	5,370	22,020	24,750	19,340	16,318	19,810	29,850
人均 GDP (美元, 市场汇率)	3,182	22,707	17,316	18,179	18,142	18,179	38,171
人类发展指数 (百分位数, 最近)	54.6	81.7	85.6	76.7	不适用	82.3	86.4
商业经营的容易程度 (百分位数, 最近)	53.7	69.0	83.7	82.5	72.4	82.0	88.8
贸易开放 (GDP 占比)	35.0	71.9	66.2	85.6	73.6	不适用	不适用
国内储蓄总值 (GDP 占比)	50.6	31.7	31.4	25.5	28.2	28.3	26.7
国民储蓄总值 (GNP 占比)	51.4	26.4	31.2	24.4	20.9	24.8	26.3
国内投资总额 (GDP 占比)	42.8	26.9	33.0	28.3	21.4	26.0	22.8
私人信贷 (GDP 占比)	120.7	51.9	112.8	49.1	132.0	97.4	125.1
BSR 指数	D1	B2	B3	C3	C1	不适用	不适用
银行系统 CAR (中国的权益/资产比值)	6.1	不适用	11.4	不适用	10.6	不适用	不适用
外国银行所有权 (资产占比)	9.5	不适用	不适用	不适用	10.5	不适用	不适用
大众银行所有权 (资产占比)	53.9	不适用	不适用	不适用	36.7	26.2	9.2
默认记录 (纠正的年份)	无	无	无	无	无	不适用	不适用

数据来源：惠誉和世界银行



优势

- 尽管一直存在对中国过度投资的担忧，基础设施开发仍然是投资重点。惠誉认为，世界级基础设施设备和相对低成本的劳动力的结合将使中国在中期内在制成品出口方面保持相对优势。
- 中国的国内储蓄率几乎是“A”级别中位数的两倍。鉴于目前的经常项目顺差，储蓄率可能大幅下跌，中国的投资仍然无需外部资金支持。中国政府专注于降低储蓄率，以增加国内消费，并减少整体增长对投资的依赖。

弱势

- 中国的银行体系庞大而薄弱，因此，中国与其他“A”级别的主权国家相比有着更高的或有主权负债。惠誉认为，在必要时，将出现至少对于大型国有银行的主权支持。2007 年，国有商业银行和政策性银行的资产相当于国内生产总值的 128%。自 1998 年以来，中国对于银行的主权支持已达 5460 亿美元。
- 中国较低的人均收入和人类发展指数与同等级别国家反差甚大。公共政策重点因此偏向于满足基本发展要求，而非“A”级别主权国家的一贯做法，即限制财政灵活性。

评论

惠誉认为，当前经济下行阶段，中资银行潜在的信贷损失规模可能巨大。做出这一评估的理由是，惠誉认为贷款分类和预期损失模型的薄弱、潜在信用风险的上升，以及保证贷款抵质押物的可靠性。²但是由于贷款增势目前十分强劲，不良贷款的显现可能需要时间。此外，多数企业贷款的一次性偿还结构意味着，偿还问题在贷款到期时才会出现，展期也将是银行支持政府经济刺激计划的一种方式。

² 有关此等问题的完整分析，请见惠誉有关中资银行的特别报告。报告名为《信用周期转变，资产质量受压》，于 2009 年 1 月 9 日出版，可在 www.fitchresearch.com 上找到。

对比分析：外部资金

中国

	2008					过去 10 年	
	中国 'A+'	捷克共和国 'A+'	韩国 'A+'	斯洛伐克 'A+'	台湾 'A+'	'A' 中位数	'AA' 中位数
GXD (CXR 占比)	25.9	59.8	70.6	66.9	42.2	93.1	255.8
GXD (GDP 占比)	10.2	42.3	46.1	55.6	32.2	56.2	121.7
NXD (CXR 占比)	-123.7	-4.1	4.4	25.1	-151.9	-16.4	64.9
NXD (GDP 占比)	-48.8	-2.9	2.9	20.8	-115.9	-11.3	22.3
GSXD (GXD 占比)	8.3	18.3	13.1	22.0	3.7	13.1	16.8
NSXD (CXR 占比)	-116.4	-13.1	-26.8	-10.3	-93.6	-25.5	2.2
NSXD (GDP 占比)	-45.9	-9.3	-17.5	-8.6	-71.4	-17.2	0.8
SNFA (10 亿美元)	1,975.1	23.2	0.0	0.0	299.3	8.2	0.2
SNFA (GDP 占比)	46.4	10.0	0.0	0.0	71.4	16.3	1.8
外部偿债比率 (CXR 占比)	4.1	5.8	4.6	8.7	1.6	12.3	30.9
外部利息偿付比率 (CXR 占比)	0.9	3.6	1.5	2.8	0.7	3.2	10.0
流动比率 (最近)	808.7	195.0	161.3	75.9	396.7	138.1	53.8
经常账户余额 (GDP 占比)	8.8	-2.1	-1.6	-5.0	5.4	-1.2	0.7
CAB 和 FDI 净额 (GDP 占比)	9.8	1.4	-2.8	-3.0	4.2	2.1	-0.6
商品依赖性 (CXR 占比, 最近)	6.5	不适用	8.6	不适用	不适用	10.1	12.9
主权 FX 债务净额 (GDP 占比)	-45.4	-11.8	-23.5	-8.6	-71.5	不适用	不适用

数据来源：惠誉

优势

- 中国的官方外汇储备在 2008 年底时为 1.95 万亿美元，较 2007 年底的 1.53 万亿美元有所上涨。2008 年 4170 亿美元的储备增长超过了除日本以外其他评级主权国家的现有储备。中国偿还外部债务能力的所有衡量指标均高于同等级别的中位数。
- 中国继续吸引大量对外直接投资。根据国家外汇管理局公布的国际投资形势的历史数据和最近的收支平衡数据，惠誉预测，2008 年底，流入的对外直接投资大约为 8200 亿美元。其中大部分被投到了出口制造行业。

弱势

- 来自中国的美国进口产品的价格自 2004 年 12 月（数据首度出现）至 2007 年 5 月以来稳步下跌，随后上涨。至 2008 年 7 月，来自中国的美国进口产品的价格上涨了 5.2%，惠誉认为，中国出口商能够利用美国稳健的需求状况，提高出口价格，作为转嫁人民币升值和投入成本上扬的一种方式，并体现一种更为复杂和高附加值的产品组合。由于美国需求状况的恶化，中国出口商的定价能力也有所减弱。2008 年 12 月，进口制成品在美国的价格没有变化（同比），中国出口商可能面临 2009 年的价格下跌。
- 凭借 1.9 万亿美元的外汇储备，中国人民银行的资产负债表面临外汇风险，尤其是如果人民币继续升值，使中央银行相对资产的负债值增长。

评论

截至 2008 年 12 月，中国持有 6960 亿美元的美国国债，相当于官方外汇储备的 36%，占比与 2004 年至 2008 年间的占比平均值类似。惠誉预测，截至 2008 年 12 月，中国持有 4230 亿美元的美国机构证券，相当于储备的 22%。平均而言，惠誉预测，自 2004 年以来的机构证券持有量在储备中的占比为 26%。

比较分析：公共财政

中国

	2008年					过去10年	
	中国 'A+'	捷克 'A+'	韩国 'A+'	斯洛伐克 'A+'	台湾 'A+'	'A' 中位数	'AA' 中位数
预算余额(GDP 占比)	-0.4	-1.2	1.2	-2.0	-1.8	-2.0	-0.1
基本余额 (GDP 占比)	0.2	0.1	2.4	-0.8	-0.6	0.3	2.5
财政收入和补(捐)助 (GDP 占比)	20.8	41.1	25.4	34.3	16.6	34.7	38.6
财政收入占国内生产总值比重的波动性	14.8	3.6	6.9	6.7	16.9	7.3	3.4
支付利息 (财政收入占比)	2.7	3.2	4.6	3.6	7.5	5.4	5.5
债务 (财政收入占比)	105.3	67.6	139.7	82.2	250.4	134.0	91.3
债务 (GDP 占比)	21.9	27.8	35.5	28.2	41.7	34.4	42.1
债务净额 (GDP 占比)	16.4	17.5	0.0	20.6	37.2	24.8	39.4
FC 债务占总债务的百分比	3.9	18.6	0.2	43.4	2.7	24.5	5.6
到期 CG 债务 (GDP 占比)	1.2	3.0	6.2	2.0	6.0	5.9	12.5
CG 债务的存续期间 (年)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.8	3.9

若无另行规定，上述数据指一般政府数据。
资料来源：惠誉

优势

- 一般政府（包括中央政府和地方政府）财政收入的增速已连续 12 年超过名义国内生产总值的增速，财政收入占国内生产总值的比重已从 1996 年的 10.4% 提高到 2008 年的 20.8%。这说明，与其它评级国家相比，中国的财政收入占国内生产总值的比重具有更大的波动性。
- 就到期政府债务占国内生产总值比重而言，中央政府债务相对于国内生产总值和财政收入都低于“A”级的中位数。惠誉调整了官方债务数据，考虑了中央政府为了向下级政府转贷而发放的特殊基础设施债券，以及为了 20 世纪 90 年代末开始的国家银行重组过程中的不良贷款剥离而成立的资产管理公司发放的债券³。

弱势

- 无法获得关于次级国家政府债务的资料。虽然法律上禁止地方政府借款，但普遍可接受的现象是，它们会通过国有企业和投资公司进行间接地借款。与其它评级国家相比，中国具有较差的财政透明度。
- 是否应该允许地方政府发行债券是一个关于开放政策的问题，对此问题的争论突出了中央和地方财政之间的紧张关系。此问题的症结在于如何平衡地方政府对更大自治权的愿望与中央政府对可能过度借款的担忧。

评论

财政政策应发挥重新平衡中国经济的作用，其目标应是增大消费在国内生产总值中所占的比例。实际上，为了降低预防性居民储蓄，政府一直在增大对农村医疗和教育的投入。比如，已经取消了九年制义务教育的所有费用，并且国务院近期还宣布了一项医改方案，将在今后 3 年内投入 8500 亿人民币（占国内生产总值的 3%）用于完善医疗保险和改进医疗设施。但即使采取了这些适当的措施，惠誉仍然认为中国经济的重新平衡还有待时日。

³ 2008 年末上述资产管理公司债券的存量为 1.1 万亿人民币。这些债券将从 2009 年开始逐渐到期，其到期日将持续到 2010 年和 2011 年。惠誉假设这些债券将被国债所替代。

财政帐目摘要

(GDP 占比)	2005	2006	2007	2008e	2009f	2010f
一般政府						
财政收入	16.9	17.6	20.0	20.8	20.4	20.8
财政支出	18.1	18.3	19.4	21.2	24.0	23.5
不含利息支付	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.6
基本余额	-0.8	-0.3	1.0	0.2	-3.1	-2.1
综合余额	-1.2	-0.8	0.6	-0.4	-3.6	-2.7
一般政府债务	23.0	20.5	24.5	21.9	25.6	25.8
一般政府财政收入 (%)	136.4	116.6	122.4	105.3	125.6	124.1
一般政府储蓄	4.1	4.7	6.9	5.8	5.3	4.6
一般政府债务净额	19.3	16.2	18.6	16.4	20.5	22.2
中央政府						
财政收入	8.8	9.2	11.1	11.6	11.3	11.6
不含补(捐)助	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财政支出及贷出净额	4.6	4.5	4.4	4.9	5.5	5.4
不含经常开支及转移	4.1	4.0	3.9	4.3	4.9	4.8
- 利息	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.6
不含资本支出	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5
即期余额	4.7	5.2	7.2	7.3	6.5	6.7
基本余额	3.7	4.3	6.3	6.2	5.3	5.5
综合余额	4.1	4.7	6.7	6.7	5.8	6.2
中央政府债务	17.1	15.5	20.2	18.1	22.1	22.7
占中央政府财政收入的百分比	195.1	167.5	181.2	156.9	194.7	196.0
中央政府债务(人民币亿元)	3,226.8	3,426.1	5,185.0	5,360.1	6,935.3	7,975.4
按债权人居住地分类						
国内	2,960.4	3,157.8	4,930.2	5,114.1	6,667.4	7,693.6
国外	266.4	268.3	254.8	246.0	267.9	281.8
按债券发行地分类						
国内	2,960.4	3,157.8	4,930.2	5,114.1	6,667.4	7,693.6
国外	266.4	268.3	254.8	246.0	267.9	281.8
按货币名称分类						
本国货币	2,960.4	3,157.8	4,930.2	5,114.1	6,667.4	7,693.6
外国货币	266.4	268.3	254.8	246.0	267.9	281.8
折算为美元(eop 汇率)	33.0	34.4	34.9	36.0	40.0	45.0
按到期日分类						
小于 12 个月(剩余期限)	284.2	301.6	341.8	364.5	568.2	589.4
平均到期年限(年)	9.7	9.4	9.4	9.1	9.1	9.0
平均存续期间(年)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
备忘录						
非金融公共部门余额	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
(GDP 占比)						
非金融公共部门债务净额	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
(GDP 占比)						
名义 GDP (人民币亿元)	18,869.2	22,165.1	25,730.6	29,538.7	31,429.2	35,200.7

资料来源: 财政部、惠誉估计和预测

国外债务和资产

(亿美元)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008e
总国外债务	151.8	145.7	170.1	168.5	193.6	247.5	281.0	323.0	373.6	434.0
GDP 占比	13.8	12.2	12.9	11.6	11.8	12.8	12.2	11.6	11.0	10.2
CXR 占比	64.7	48.7	53.5	43.5	37.3	35.3	31.1	28.1	25.5	25.9
按到期日分类										
中长期	136.7	132.7	133.8	139.1	145.2	156.5	164.0	180.4	218.6	254.0
短期	15.2	13.1	36.3	29.4	48.5	90.9	117.0	142.6	155.0	180.0
总债务占比	10.0	9.0	21.3	17.5	25.0	36.7	41.6	44.2	41.5	41.5
按债务人分类										
金融主管政府	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
一般政府	47.3	49.0	49.8	50.5	52.8	33.6	33.0	34.4	34.9	36.0
不含中央政府	47.3	49.0	49.8	50.5	52.8	33.6	33.0	34.4	34.9	36.0
银行	34.4	29.8	47.1	43.6	54.0	93.4	106.1	122.0	141.1	163.9
其他部门	70.1	66.9	73.2	74.5	86.9	120.5	141.9	166.7	197.7	234.1
总国外资产 (非股权)	256.9	300.1	366.6	481.4	586.8	840.0	1,109.3	1,444.4	1,966.2	2,508.8
国际储备, 包括黄金	161.3	171.8	220.0	297.1	415.2	622.4	830.1	1,080.1	1,543.7	1,965.9
其他主权资产, 若不另行说明	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
存款货币银行的国外资产	78.1	109.2	122.9	155.2	138.7	172.8	222.7	273.2	272.6	331.1
其他部门的国外资产	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	44.9	56.5	91.0	149.9	-
国外债务净额	-105.1	-154.3	-196.5	-312.8	-393.2	-592.5	-828.3	-1,121.4	-1,592.6	-2,074.7
GDP 占比	-9.6	-12.9	-14.9	-21.5	-23.9	-30.6	-36.0	-40.3	-47.1	-48.8
CXR 占比	-44.8	-51.6	-61.8	-80.7	-75.7	-84.6	-91.7	-97.7	-108.5	-123.7
主权国外债务净额	-114.0	-122.9	-170.2	-246.6	-362.4	-588.8	-797.1	-1,045.8	-1,530.5	-1,952.6
GDP 占比	-10.4	-10.3	-12.9	-17.0	-22.0	-30.4	-34.6	-37.6	-45.3	-45.9
银行国外债务净额	-43.7	-79.3	-75.8	-111.6	-84.7	-79.3	-116.6	-151.3	-131.5	-167.2
其他国外债务净额	52.5	47.8	49.5	45.4	53.9	75.6	85.4	75.7	47.8	22.4
净国际投资头寸	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	292.8	422.6	662.1	1,022.0	1,467.0
GDP 占比	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15.1	18.4	23.8	30.2	34.5
主权国外资产净额	114.0	122.9	170.2	246.6	362.4	588.8	797.1	1,045.8	1,551.9	1,975.1
GDP 占比	10.4	10.3	12.9	17.0	22.0	30.4	34.6	37.6	45.9	46.4
偿债 (本金及利息)	25.2	22.0	20.5	28.0	34.1	37.9	45.1	49.4	57.2	69.6
偿债 (CXR 占比)	10.8	7.3	6.5	7.2	6.6	5.4	5.0	4.3	3.9	4.1
利息 (CXR 占比)	2.3	2.0	2.0	1.2	1.1	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
清偿能力比率 (%)	529.7	644.7	835.8	533.7	712.0	641.3	584.5	632.5	677.3	808.7
主权 FX 债务净额 (GDP 占比)	-10.4	-10.3	-12.9	-17.0	-22.0	-30.4	-34.6	-37.6	-44.6	-45.4
备忘录										
名义 GDP	1,098.8	1,192.8	1,316.6	1,454.0	1,647.9	1,936.5	2,302.7	2,779.9	3,382.3	4,253.2
总主权国外债务										
企业间借款	22.6	24.1	26.3	30.2	32.7	32.8	42.8	49.3	59.3	64.3

资料来源: 国际货币基金组织、世界银行, 惠誉估计和预测

国际收支平衡

(亿美元)	2005	2006	2007	2008e	2009f	2010f
经常项目差额	160.8	253.3	371.8	375.9	299.4	319.5
GDP 占比	7.0	9.1	11.0	8.8	6.4	5.9
CXR 占比	17.8	22.1	25.3	22.4	20.6	20.6
贸易差额	134.2	217.7	315.4	354.1	322.4	304.0
出口, 离岸价格	762.5	969.7	1,220.0	1,439.6	1,266.8	1,342.9
进口, 离岸价格	628.3	751.9	904.6	1,085.5	944.4	1,038.9
服务, 净额	-9.4	-8.8	-7.9	-20.8	-31.8	-44.9
服务, 贷项	74.4	92.0	122.2	140.5	116.6	121.3
服务, 借项	83.8	100.8	130.1	161.3	148.4	166.2
收入, 净额	10.6	15.2	25.7	20.8	0.5	45.0
收入, 贷项	39.0	54.6	83.0	72.7	57.4	63.6
收入, 借项	28.3	39.5	57.3	51.8	56.9	18.7
不含利息支付	6.0	8.4	12.1	14.9	18.4	18.7
经常转移, 净额	25.4	29.2	38.7	21.8	8.2	15.5
备忘录						
不产生债务的资金流入 (净额)	88.2	98.3	124.7	40.0	3.0	5.0
不含股权外商直接投资	67.8	56.9	121.4	40.0	3.0	-35.0
不含证券组合	20.3	41.4	3.3	0.0	0.0	40.0
不含其他	4.1	4.0	68.1	0.0	0.0	0.0
储备变动	207.3	246.9	461.7	421.3	243.4	265.5
总国外资金需求	-121.7	-212.3	-326.7	-321.2	-235.9	-254.4
国际储备存量, 包括黄金	830.1	1,080.1	1,543.7	1,965.9	2,207.8	2,471.4

资料来源: 国际货币基金组织、惠誉估计和预测

Copyright © 2009 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.