



塞尔维亚共和国

The Republic of Serbia

主权信用评级报告

本次评级结果

长期外币信用等级： BBB_g⁻

长期本币信用等级： BBB_g⁻

评级展望： 稳定

评级时间： 2018年11月13日

评级观点

- 前进党的执政地位较为稳固，保证了政府政策的连续性和推行。
- 塞尔维亚经济基础较为薄弱，随着执政党的各项改革出台及欧盟经济整体复苏，经济保持增长。
- 前进党政府采取强化征税、削减公共部门开支和企业补贴等措施整肃财政，使得塞尔维亚财政状况取得较大改善，政府债务水平有所下降，财政赤字有所改善。

风险关注

- 科索沃问题影响塞尔维亚政治稳定性，成为其加入欧盟的阻碍。
- 塞尔维亚金融行业对外资依赖度高，银行不良贷款率持续高企，金融系统稳健性较低。

一、 国家概况

塞尔维亚共和国（以下简称“塞尔维亚”）位于欧洲东南部，地处巴尔干半岛中北部，国土面积约 7.74 万平方公里¹。塞尔维亚设 2 个自治省、29 个大行政区以及首都贝尔格莱德直辖市。截至 2017 年末，塞尔维亚人口约 702 万²，大部分信奉东正教。

塞尔维亚曾属于前南斯拉夫联邦³。1992 年前南斯拉夫联邦解体分裂后，塞尔维亚和黑山组成了“南斯拉夫联盟共和国”，2006 年黑山独立，塞尔维亚更名为“塞尔维亚共和国”。2008 年科索沃地区单方宣布独立并建国，但塞尔维亚不承认科索沃的国际法主体地位。

塞尔维亚近年来成为实行民主政治和市场经济改革，并取得一定成效。塞尔维亚于 2009 年底申请加入欧盟，2013 年 3 月 1 日获得欧盟候选成员国地位，2014 年 1 月 21 日塞尔维亚入欧盟谈判正式启动。目前，

¹ 不含科索沃地区。

² 不含科索沃地区。

³ 前南斯拉夫联邦由六个共和国（塞尔维亚、斯洛文尼亚、克罗地亚、波斯尼亚和黑塞哥维那、马其顿、黑山）以及两个自治省（科索沃与伏伊伏丁那）组成。

加入欧盟是塞尔维亚政府外交政策的首要目标，但由于科索沃问题⁴以及塞尔维亚与俄罗斯关系密切⁵，在一定程度上阻碍其加入欧盟。

二、 政治稳定性

塞尔维亚实行议会共和制，实行立法、司法和行政三权分立。塞尔维亚总统由全民直接选举产生，任期五年，拥有外交和解散议会的权力。塞尔维亚议会实行一院制，共 250 席位。议员由全民直选产生，任期四年。议席超过半数的政党可独立组阁，政府总理由总统提名，议会任命。2014 年和 2016 年塞尔维亚两次解散议会并且提前举行选举。塞尔维亚前进党⁶为首的党派联盟“塞尔维亚必胜”两次获胜，取得独立组阁权力。2017 年 4 月，塞尔维亚举行总统选举，前进党主席阿莱克桑达尔·武契奇当选，进一步稳固了前进党的执政地位，亦保证了政府政策推行和其连续性。

自前进党政府 2014 年执政以来，推动各项制度完善，打击贪腐，实行经济改革，如国有企业私有化、削减公共部门开支、提高退休年龄等，旨在降低塞尔维亚的债务及赤字水平，并促进经济增长。目前来看，前进党的改革已取得了一定成效。

塞尔维亚的政治风险主要来自于科索沃问题。自联合国安理会 1999 年 6 月通过第 1244 号决议，“规定南联盟军警部队撤离科索沃地区，由联合国接管科索沃，北约主导的‘科索沃和平实施部队’则提供安全保障”以来，科索沃地区大规模战乱已结束。虽然，近年来由于科索沃地区试图升级武装部队为正规军以及塞尔维亚进行军事演示进行威慑使得地区紧张局势有所上升，但近年来双方均在努力争取加入欧盟，而欧盟方面希望塞尔维亚和科索沃能迅速兑现关于实现关系正常化谈判的承诺，这将成为两国加入欧盟的关键。因此，目前科索沃地区将继续保持僵持状态，发生战乱可能性极小。

⁴科索沃地区目前约有 90% 的人口为阿尔巴尼亚人，信奉伊斯兰教，与塞尔维亚人（信奉东正教）有长期的民族宗教矛盾冲突。目前科索沃地区已单方宣布独立，但塞尔维亚拒绝承认其合法性，坚决要求领土完整。

⁵ 塞尔维亚属于南斯拉夫民族，俄罗斯属于东斯拉夫民族，有一定亲缘关系。其次，塞尔维亚和俄罗斯主要信奉东正教，没有宗教矛盾。历史上塞尔维亚和俄罗斯长期保持友好关系，塞尔维亚曾拒绝与欧盟一道制裁俄罗斯。

⁶ 前进党成立于 2008 年 10 月。



三、经济和金融实力

由于在前南联盟时期经历了十年国际经济制裁、三年波黑战争以及科索沃战争，塞尔维亚国内基础设施受到重创，经济严重倒退。2006年前南联盟解体后，塞尔维亚经济情况有所好转。

塞尔维亚经济基础薄弱，规模较小，2017年GDP为414.32亿美元。2014年前进党政府执政后，开始推行全面改革，包括打击腐败、吸引投资、鼓励创业、促进中小企业发展、推进国企私有化进程等，塞尔维亚经济在近年得到较好发展。随着政府各项改革的深入推进，塞尔维亚经济进入稳定发展阶段，除2014年受特大洪灾影响导致其经济出现负增长外，2015-2017年均实现正增长，增速分别为0.76%、2.80%及1.87%。同时，塞尔维亚的失业率亦有所下降，由2014年的19.90%下降至2017年的14.05%。

塞尔维亚经济结构较为稳定，农业、工业和服务业在GDP中的占比分别约为10%、30%和60%。农产品是塞尔维亚出口创汇的主要产品，汽车工业和信息通信技术产业是重点发展产业。塞尔维亚经济主要靠消费推动，消费占GDP的比重约为90%。

塞尔维亚金融业行业发展主要依靠外资。自2001年塞尔维亚开展银行私有化之后，金融是吸引外资的三大领域之一，目前塞尔维亚银行业以外资银行为主导，32家银行中有22家为外资银行。塞尔维亚银行资本充足率常年维持较高水平，2016年底为20.07%。但由于2008年全球金融危机期间，塞尔维亚大量放贷以刺激经济，导致银行业不良贷款率大幅上升，并且近年来未得到有效控制，截至2016年末，其不良贷款率为20.92%。整体来看，塞尔维亚金融系统抗风险较弱。

四、对外经济

塞尔维亚具有一定地理位置优势，是连接亚洲和欧洲的天然桥梁和交叉路口，有利于该国对外贸易的发展。近年来，塞尔维亚对外经贸活动日渐活跃，外贸额在波动中呈上升趋势，截至2017年末，塞尔维亚出口额为218.65亿美元，进口额为253.02亿美元，同比增长分别为13.7%及16.71%。受限于工业及制造业水平，塞尔维亚原料性商品占出口比重较大，主要出口产品有农产品及有色金属、汽车及运输设备；进口产品为石油和天然气及其制成品、电子产品及机械设备。塞尔维亚的对外贸易主要依赖欧盟市场，主要的贸易伙伴有德国、意大利、俄罗斯、

波黑和中国，欧盟国家约占塞尔维亚对外贸易额的 60% 以上。

塞尔维亚外商投资主要分布在汽车工业、食品加工、纺织、建筑及电力工程和电子产品行业。2017 年塞尔维亚外国投资净流入为 28.79 亿美元，超过了当年经常账户赤字，有效降低了外部融资需求。随着塞尔维亚政局趋稳、政府大力吸引外资并改革修订投资法规改善投资环境，未来塞尔维亚外资流入有望保持增长。

塞尔维亚外债规模较高，截至 2016 年末，塞尔维亚国家外债总额为 295.99 亿美元，基本全部为长期债务，短期偿债压力小。从长期来看，随着塞尔维亚经济的进一步发展和外商投资流入的增加，塞尔维亚外债偿还风险基本可控。

五、 财政实力

随着塞尔维亚经济的发展，其财政收入保持稳步增长，2017 年财政收入达 1.97 万亿第纳尔，较上年同比增长 7.09%。其中，税收收入约占财政收入的一半。

塞尔维亚常年财政赤字，2014 年前进党政府上台，开始采取强化征税、削减公共部门开支和企业补贴等措施整肃财政，使得塞尔维亚近年的财政支出增长速度有所放缓，财政赤字情况有较大改善，2017 年首次实现近五年来的财政盈余。

由于常年财政赤字问题突出，财政缺口主要依靠外部借款弥补，导致塞尔维亚政府债务规模大，且逐年上升。截至 2016 年末，塞尔维亚一般政府债务总额为 31141.52 亿元，一般政府债务与 GDP 的比重达 74.14%，远超 60% 的警戒线。塞尔维亚政府债务来源主要是欧洲金融机构和银行、国际货币基金组织、世界银行和外国政府。由于塞尔维亚政府债务规模较高，世界银行和国际货币基金组织等机构要求塞尔维亚政府强化财政制度，降低赤字和债务水平，并以此作为继续向塞尔维亚提供融资的先决条件；同时，为了加入到达欧盟对其成员国政府债务的要求，塞尔维亚政府决定不再新增一般政府债务，并减少赤字和债务，目前已取得一定成效。截至 2017 年末，塞尔维亚一般政府债务规模下降至 2.79 万亿第纳尔，与 GDP 之比下降至 62.54%。



六、 货币弹性

塞尔维亚国民银行是塞尔维亚的中央银行，独立制定货币政策、管理外汇及储备、维护本国金融市场稳定并监管本国银行业。货币政策的主要目标是维护物价稳定，根据《中央银行备忘录》，现行的通货膨胀目标⁷为 3%，并允许上下 1.5% 的浮动。随着国内政治局势稳定、国际石油价格下降以及央行实行高利率政策，塞尔维亚通货膨胀率在 2014 年大幅下滑，同年 CPI 同比为 2.08%。2017 年塞尔维亚 CPI 同比增长为 3.13%，落入目标区间。

塞尔维亚官方货币为第纳尔，根据《外汇管理法》，可自由兑换。2013-2016 年第纳尔对美元和欧元呈贬值态势，随后小幅回升，截至 2017 年末汇率分别为 98.82 第纳尔/美元、118.12 第纳尔/欧元。在塞尔维亚财政赤字缩小、经常账户赤字降低以及经济增长基本面向好的情况下，第纳尔未来存在小幅升值可能。

⁷ 2013-2016 年塞尔维亚的通货膨胀水平目标区间为(2.5%,5.5%)



附录一：

主要数据和指标

主要数据与指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
国内生产总值(GDP)(亿美元)	455.20	442.11	371.60	377.45	414.32
实际GDP年增长率(%)	2.57	-1.83	0.76	2.80	1.87
人均GDP(美元)	6,351.68	6,199.12	5,237.25	5,347.61	5,900.04
CPI增长率(%)	7.69	2.08	1.39	1.12	3.13
失业率(%)	23.00	19.90	18.20	15.91	14.05
银行资本充足率(%)	--	--	--	--	--
银行不良贷款率(%)	21.37	21.54	21.58	20.92	--
65岁及以上人口占总人口之比(%)	15.46	15.87	16.31	16.82	17.37
总投资(亿美元)	80.34	77.34	70.05	68.18	87.00
总消费(亿美元)	425.95	413.15	337.81	337.82	361.68
第二产业占比(% GDP)	31.66	30.22	30.81	31.02	--
第三产业占比(% GDP)	58.98	55.98	59.40	60.22	--
经常账户收入(亿美元)	185.26	191.80	173.37	191.53	266.88
经常账户余额(亿美元)	-27.78	-26.32	-17.65	-16.49	-28.19
经常账户余额/GDP(%)	-6.10	-5.95	-4.75	-4.37	-6.80
商品和服务出口(亿美元)	185.26	191.80	173.37	191.53	218.65
商品和服务进口(亿美元)	236.35	240.18	209.63	220.08	253.02
外商直接投资净流入(亿美元)	20.60	20.00	23.45	23.00	28.79
国家外债总额(亿美元)	363.97	330.79	313.64	295.99	--
政府外债总额(亿美元)	279.57	318.35	282.73	294.75	--
官方储备(亿美元)	154.32	120.52	113.45	107.49	119.06
政府外债总额/官方储备(%)	181.17	264.15	249.21	274.21	--
财政收入(亿第纳尔)	14,677.56	15,515.94	16,317.02	18,426.46	19,733.80
财政支出(亿第纳尔)	16,735.10	17,951.08	17,775.29	18,933.19	19,081.70
财政余额(亿第纳尔)	-2,057.54	-2,435.14	-1,458.27	-506.75	652.10
财政余额/GDP(%)	-5.31	-6.23	-3.61	-1.19	1.46
税收收入/财政收入(%)	52.08	49.68	48.87	46.56	--
一般政府债务总额(亿第纳尔)	23,700.33	28,119.49	30,736.83	31,141.52	27,921.00
一般政府债务总额/GDP(%)	61.14	71.95	76.02	74.14	62.54
一般政府债务总额/财政收入(%)	161.47	181.23	188.37	175.03	141.49
政府利息支出/财政收入(%)	5.12	5.12	5.12	5.12	--
GDP平减指数增长率(%)	5.44	2.71	2.68	1.07	2.84
实际有效汇率指数(2010年=100)	--	--	--	--	--

数据来源：世界银行、世界货币基金组织、国际清算银行、彭博数据库，新世纪评级整理



附录二：

评级结果释义

本评级机构主权信用等级划分及释义如下：

等级	含义
AAA _g	受评国家（地区）偿还债务的能力极强，基本不受不利的政治经济环境和外部冲击的影响，违约风险极低
AA _g	受评国家（地区）偿还债务的能力很强，受不利的政治经济环境和外部冲击的影响不大，违约风险很低
A _g	受评国家（地区）偿还债务能力较强，较易受不利的政治经济环境和外部冲击的影响，违约风险较低
BBB _g	受评国家（地区）偿还债务能力一般，受不利的政治经济环境和外部冲击影响较大，违约风险一般
BB _g	受评国家（地区）偿还债务能力较弱，受不利的政治经济环境和外部冲击影响很大，违约风险较高
B _g	受评国家（地区）偿还债务的能力较大地依赖于良好的政治和经济环境，应对外部冲击的能力较弱，违约风险很高
CCC _g	受评国家（地区）偿还债务的能力极度依赖于良好的政治和经济环境，应对外部冲击的能力弱，违约风险极高
CC _g	受评国家（地区）应对外部冲击的能力很弱，在不利的政治和经济环境下，基本不能保证偿还债务
C _g	受评国家（地区）无法应对外部冲击，在不利的政治和经济环境下，不能偿还债务

注：1. 上述信用等级符号仅适用于主权信用评级的本外币信用等级。

2. 除 AAA_g 级、CCC_g 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（本评级机构）和/或其被许可人版权所有。

本文件包含的所有信息受法律保护，未经本评级机构事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由本评级机构从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，本评级机构对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，本评级机构不对任何人或任何实体就 a) 本评级机构或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使本评级机构事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只

能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。