

如何看待穆迪下调中国主权信用评级展望

我们预计中国经济在 2024 年有望继续回暖，从而降低主权评级下调风险。

- 穆迪维持中国主权长期评级维持在 A1，但将评级展望由稳定下调至负面；穆迪在 11 月下调美国评级展望至负面。
- 穆迪的主权评级标准主要包括了经济实力、政府治理能力、财政实力、对风险事件的敏感性四个方面的考虑；穆迪认为中国财政和金融实力出现了显著的下降。
- 在调降评级展望之后，穆迪可能会进一步调降中国主权长期评级。
- 历史上穆迪对于中国主权评级/展望的调整对中国资产影响有限。
- 财政部有力回应穆迪调降评级展望；我们预计中国经济在 2024 年有望继续回暖，从而降低主权评级下调风险。
- 风险提示：中国经济增长偏离预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

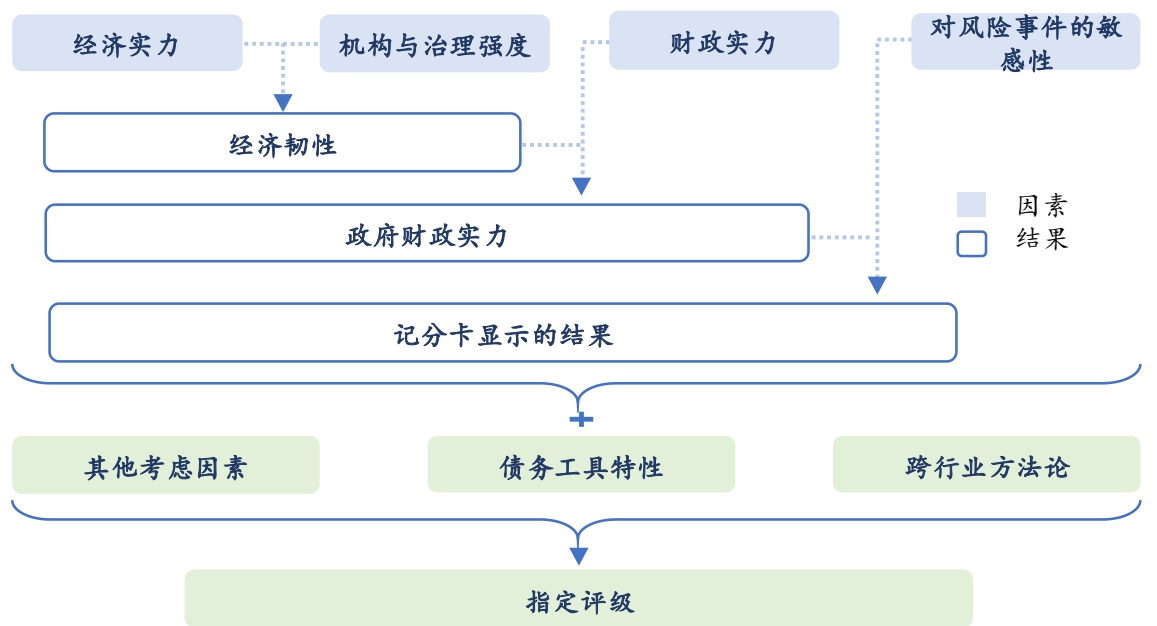
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

穆迪维持中国主权长期评级维持在 A1，但将评级展望由稳定下调至负面；穆迪在 11 月下调美国评级展望至负面。在 12 月 5 日发布的报告中¹，穆迪将中国主权信用评级的展望由稳定(stable)下调至负面(negative)，其宣称的理由包括：1) 对出现债务风险的地方政府和国有企业采取救助措施一方面将削弱中国政府的财政实力，另一方面也会削弱试图调控经济风险的政策的有效性。2) 经济转型和监管政策的摇摆对经济增长带来不确定性。尽管展望被调降至负面，但穆迪维持中国主权长期本币和外币发行人评级为 A1，其给出的理由是：1) 渐进的改革将持续增强中国生产力的进步、GDP 的增长以及生活水平的提升。2) 尽管中国的经济增速可能会弱于预期，但相较其它 A 评级的经济体，中国的经济增长仍是强劲的。3) 中国政府的治理能力仍然是非常出色的。可以对比的是，穆迪在 11 月 10 日²将美国的主权长期评级展望也由稳定下调至负面，但也维持了其 AAA 的最高主权评级。

穆迪的主权评级标准主要包括了经济实力、政府治理能力、财政实力、对风险事件的敏感性四个方面的考虑；穆迪认为中国财政和金融实力出现了显著的下降。在对经济体的经济实力、政府治理能力、财政实力、对风险事件的敏感性四个方面基于实际数据和主观打分的基础上，穆迪也会综合考虑包括经济体的声誉风险、债务工具特性等其它因素，并最终给出评级。从评级的细分级别来看，穆迪的主权评级从最高的“AAA”级到最低的“CA”级别共计 20 个级别。从更具体的评级参考因素来看，“经济实力”包括了平均实际 GDP 增速、名义 GDP 体量和购买力平价所衡量的人均 GDP 等；“政府治理能力”包括了立法质量、执行能力、法治实力、财政/货币政策有效性等；“财政实力”包括了负债程度、偿债能力、政府外债占 GDP 比重等；“对风险事件的敏感性”则是指主权经济体对包括地缘政治风险、政府资金流动性风险、银行业风险等风险事件的抵抗能力。穆迪在 12 月 5 日的报告中提到，其评级委员会认为中国的经济基本面和政府治理能力并未显著改变，但财政和金融实力出现了显著的下降。

图表 1. 穆迪主权评级框架



资料来源：穆迪，中银证券

¹ Moody's affirms China's A1 rating, changes outlook to negative from stable. https://www.moody.com/research/Moodys-affirms-Chinas-A1-rating-changes-outlook-to-negative-from-Rating-Action--PR_481753

² Moody's changes outlook on United States' ratings to negative, affirms Aaa ratings https://www.moody.com/research/Moodys-changes-outlook-on-United-States-ratings-to-negative-affirms-Rating-Action--PR_480815

图表 2. 穆迪主权评级主要因素总览

因素	子因素	子因素权重	细分指标	细分指标权重
经济实力	增长动态	35%	平均实际GDP增长率	25%
			实际GDP增长的MAD波动性	10%
	经济规模	30%	名义GDP (十亿美元)	30%
	国民收入	35%	人均GDP (购买力平价, 美元)	35%
机构与治理强度	调整至因素得分	0至9个刻度	其他	
	机构质量	40%	立法和行政机构的质量	20%
			司法和社会的独立性	20%
	政策有效性	60%	财政政策有效性	30%
	调整至因素得分	0至3个刻度	货币和宏观政策有效性	30%
政府债务历史和追溯记录				
财政实力	债务负担	50%	政府总债务/GDP	25%
			政府债务/收入	25%
	债务承受能力	50%	政府利息支付/收入	25%
			政府利息支付/GDP	25%
	调整至因素得分	0至6个刻度	债务趋势	债务负担历史变化 债务负担预期变化
			一般政府外币债务 / GDP	
			其他非金融公共部门债务/GDP	
对风险事件的敏感性	政治风险	最小函数	国内政治和地缘政治风险	
			融资条件	
	政府流动性风险	0至2个评分类别	对于因素高再融资风险的得分调整	
			银行业风险评级	
	银行业风险	最小函数	国内银行业资产/GDP	
			子因素得分调整	
外部漏洞风险	0至2个评分类别	外部漏洞风险		
调整至因素得分	0至2个评分类别	子因素得分调整		

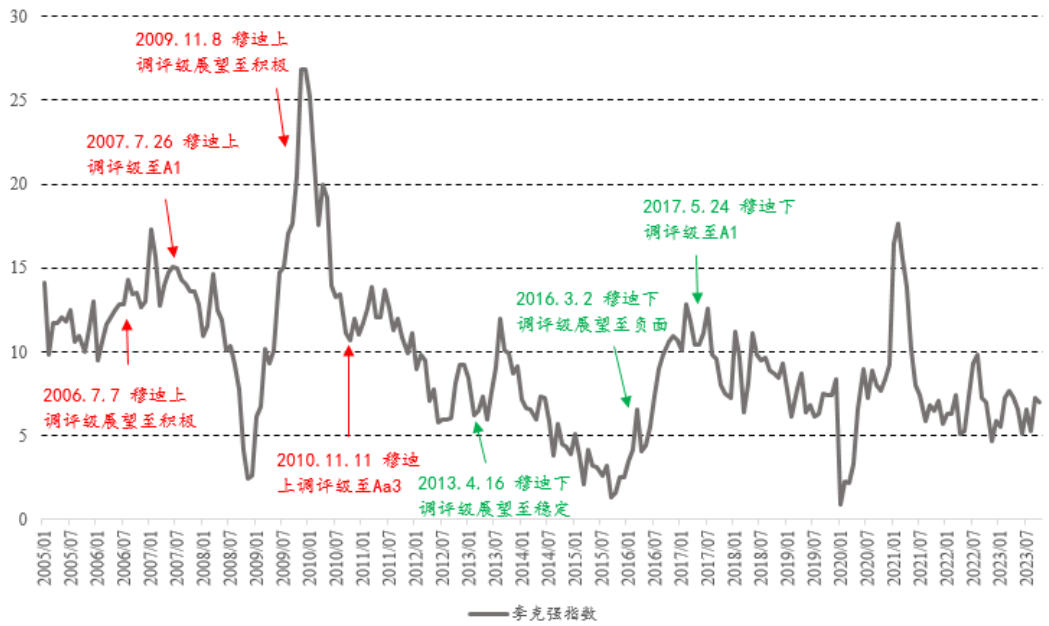
资料来源：穆迪，中银证券

在调降评级展望之后，穆迪可能会进一步调降中国主权长期评级。对于中国主权长期评级，历史上出现过先调降展望后调降评级的情况：在 2016 年 3 月 2 日，穆迪将展望由稳定下调至负面，并随后于 2017 年 5 月 24 日将中国主权评级由 Aa3 降至 A1。路透的统计也显示³，大约有三分之一的发行人在展望被调降的 18 个月内，评级也被调降。从穆迪 12 月 5 日的报告来看，其认为未来可能触发中国评级下调的风险包括：1) 大量的公共财政和金融资源被用于救助出现债务风险的地方政府和国有企业。2) 同时实现经济稳健增长、降低杠杆以及提质增效等多个目标的效果不达预期。3) 金融、社会以及经济的不稳定因素有所上升。

历史上穆迪对于中国主权评级/展望的调整对中国资产影响有限。历史上来看，穆迪对于中国主权评级/展望的调整同中国短期经济活动（以李克强指数为代表）和 AH 股以及国债 CDS 的关联度并不强。这意味着穆迪评级可能基于更中长期的经济增长逻辑，也说明穆迪评级的变动对于中国资产短期影响有限，并且对于未来资产价格的变动也缺乏参考意义。在 12 月 5 日的报告发布之后，包括人民币、股票以及国债 CDS 在内的中国资产的反应整体也是较为平淡的。

³ <https://www.reuters.com/world/china/moodys-cuts-chinas-credit-outlook-negative-2023-12-05/>

图表 3. 穆迪对中国主权评级/展望调整 vs 李克强指数



资料来源：彭博，中银证券；李克强指数数据截至10月

图表 4. 穆迪对中国主权评级/展望调整 vs 中国国债 CDS(基点)



资料来源：彭博，中银证券

图表 5. 穆迪对中国主权评级/展望调整 vs 恒生指数



资料来源：彭博，中银证券

图表 6. 穆迪对中国主权评级/展望调整 vs 上证指数



资料来源：彭博，中银证券

财政部有力回应穆迪调降评级展望；我们预计中国经济在 2024 年有望继续回暖，从而降低主权评级下调风险。在 12 月 5 日的“答记者问”⁴中，财政部提到：1) 从经济基本面来看：中国宏观经济持续恢复向好，预计四季度中国经济将保持回升向好态势，全年可以实现 GDP 增长 5% 的预期目标。展望未来，中国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。2) 从财政实力的角度来看：财政收入在 2023 年保持恢复性增长；全国政府法定负债率（政府债务余额与 GDP 之比）为 50.4%。低于国际通行的 60% 警戒线，也低于主要市场经济国家和新兴市场国家。同时，政府在防范化解地方政府隐性债务风险持续采取多种措施，地方隐性债务规模逐步下降，风险得到缓释。房地产市场下行给地方一般公共预算和政府性基金预算带来的影响是可控的、结构性的。我们认为财政部的发言有力地回应了穆迪对于中国经济增长和债务问题的担忧。我们预计在房地产行业触底企稳、财政政策持续发力、居民消费增长趋势回归疫情前速度以及外需逐步触底回暖的背景下，中国经济在 2024 年有望实现 5% 左右的增长。经济的强健增长将大幅降低主权评级下调的风险。

风险提示：中国经济增长偏离预期。

⁴ 财政部有关负责同志就穆迪下调我主权信用评级展望有关问题答记者问 (mof.gov.cn)

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371