

新闻稿

Martin Petch

副总裁 - 高级信用评级主任
主权风险部
Moody's Investors Service
Singapore Pte. Ltd.
50 Raffles Place #23-06
Singapore 48623
联系电话(记者): 852 3758 1350
联系电话(客户): 852 3551 3077

方敬

副董事总经理
主权风险部
Moody's Investors Service
Singapore Pte. Ltd.
50 Raffles Place #23-06
Singapore 48623
联系电话(记者): 852 3758 1350
联系电话(客户): 852 3551 3077

新闻稿发布处:

Moody's Investors Service
Singapore Pte. Ltd.
71 Robinson Road #05-01/02
Singapore, 068895
Singapore
JOURNALISTS: 852 3758 1350
Client Service: 852 3551 3077

穆迪维持中国的A1评级，展望从稳定调整为负面

新加坡，2023年12月5日—中文新闻稿为英文的翻译件。如有出入，以英文稿为准。

穆迪投资者服务公司（穆迪）今天将中国政府的信用评级展望从稳定调整为负面，同时维持中国A1的长期本币和外币发行人评级与高级无抵押债务评级，以及(P)A1的外币高级无抵押储架发行评级。

展望调整为负面主要反映了中国中央政府及整体公共部门会向面临财务压力的地方政府及国有企业（国企）提供财政支持的迹象日益明显，这对中国的财政、经济和体制实力构成广泛的下行风险。展望调整也反映了中期经济增长结构性持续下降的风险增加，以及房地产业不断萎缩的相关风险上升。上述趋势凸显了与政策效用相关的风险逐渐加大，包括设计和执行政策面临的双重挑战，即在防范道德风险及控制主权政府资产负债表所受影响的同时，支持经济结构调整。因此，穆迪预计政府对陷入财务困境的实体提供支持将会更有选择性，而国企与地方政府的信用状况面临进一步受压的长期风险。

维持A1评级反映了中央政府拥有的财政与体制资源可使其有序管理经济转型。中国的经济规模庞大，潜在经济增速虽放缓但依然稳健，这些因素可支持其较高的抗冲击能力。与此同时，中国的外部风险和融资成本较低，国内大规模的储蓄支撑了政府较高的债务负担能力，这些因素巩固了上述实力。中国较高的经济实力也支持了一般政府收入，若这些财政资源得到有效配置，则可用于支持地方政府及间接支持城投公司。虽然政策的有效性面临考验，但中国过去有效施政的记录也支持了其评级。

中国的本币和外币评级国家上限保持不变，分别为Aaa和Aa1。本币评级国家上限较主权评级高4个子级，反映了外部风险有限以及体制有效性总体可预测。但是，政府在经济和金融体系中的参与度和影响力较大，可能导致政府决策对非政府发行人具有负面信用影响，因而削弱了上述优势。展望未来，若执行体制和政府行动的可预测性下降，则可能会造成本币评级国家上限降低。外币评级国家上限较本币评级国家上限低一个子级，反映了强大的政策有效性、较低的外债水平以及资本账户管制历史所产生的净影响。在主权政府面临严重财政压力这一可能性极低的情景下，上述影响可造成一定的转账和兑换风险，不过此类风险有限。

评级理据

负面展望理据

向面临财务压力的地方政府及国企提供财政支持可能会削弱中国政府的财政实力，并对其政策有效性形成挑战

根据中国政府一贯的防范房地产市场风险的政策目标，穆迪预计中期内房地产业在整体经济中的占比会低于2021年市场开始调整之前的水平。因此，地方政府会面临土地出让收入的结构性的下降，而此类收入在其2022年收入中（除中央支付转移外）占37%。穆迪认为，对于一些高度依赖土地出让收入的地方政府，其将无法通过其他收入来源大幅抵消此类收入缩减所造成的影响，因而在可预见的未来会面临财政压力。丧失土地出让收入会削弱地方政府支持城投公司和其他地方国企的能力，包括高度依靠地方政府资金的部分实体。穆迪预计将有进一步迹象表明中央政府的或有负债会转化为实际负债，这意味着中央政府和整体公共部门将向受困地方政府和国企提供财政支持。

这种情况的风险在于中期内或有负债转化为实际负债对主权政府带来的成本会远高于符合A1评级的水平，以及/或政府管理转型期的政策有效性低于穆迪当前的假设，从而对经济产生负面后果，并且对金融稳定性产生不利影响，尽管目前此种情景可能性较低。

过去一年城投公司和地方国企面临融资压力的案例增加。穆迪认为如云南和贵州等省份的实体实施市场化融资仍然面临挑战，这些地区的国内债券市场利差依然极大。总体来看，如果地方政府的支持持续受损，则杠杆率偏高及/或收入对利息支出覆盖率较低的城投公司和地方国企的债务可持续性将面临风险。

穆迪估计国企存量债务的三分之一左右利息覆盖率低于1倍，这通常表明债务可持续性较弱，而上述债务约占GDP的40%。上述测算与国际货币基金组织一致。虽然并非所有国企都可能需要政府直接支持，但中期内即使一部分国企需要政府援手，这也意味着大量中央政府或有负债会转化为实际负债，从而增加中央政府的财政支持成本，并削弱其财政实力。此外，确保对地方政府或国企债务的支持及时有序，并且以支持经济增长和投资的精准方式实施，这不啻于一项重大的政策挑战。

如穆迪所评估，近期的一些发展表明或有负债转化为实际负债的风险不断加大，对主权政府的财政实力产生负面影响。上述发展包括：中央政府在2023年10月1日至11月7日之间批准超过人民币1.3万亿元的地方政府债券发行，用于实力最弱的省份偿还即将到期的城投债；中央政府宣布增发人民币1.0万亿元特别国债计划，用于地方政府防灾救灾基础设施建设；2022年中央政府对地方政府的转移支付较2021年增加人民币1.6万亿元，暂时缓解了地方政府土地出让收入减少人民币2.0万亿元的部分影响。上述融资并非全部是新增资金，也并非全部用于直接支持面临财务困境的城投公司或地方政府。但是，这些资金至少将间接支持地方经济和实体。此类财政支持的成本也将由整体公共部门分担。根据政府的资产盘活计划，不良资产管理公司向受困房地产开发商提供支持，国有银

行以降低利率和延长期限的方式对城投贷款进行重组，这些均为整体公共部门予以支持并分担成本的示例。

穆迪认为，虽然上述财政支持措施将在短期内减轻地方层面最严重的流动性压力，但支持规模与可能面临风险的城投公司和地方国企的债务规模相比较小，同时支持措施的一次性和短期性质无法解决地方政府债务的可持续性问题的。

考虑到地方政府债务造成的政策挑战，中央政府着重防范金融不稳定性，并可能已经详尽审查了城投公司的财务状况。尽管如此，既要保持金融市场稳定，又要避免道德风险并控制支持措施的财政成本，这将对政策制定构成很大的挑战。此外，或有负债造成了复杂的政策两难局面。穆迪预计中央政府的支持将更有选择性，并且力度会低于以往（例如低于2015-2018年的城投债务置换措施），因为多项政府指令再次强调地方政府应承担其辖区债务问题的管理责任。上述政策指令与政府部门去杠杆和降风险的目标一致。不过，尽管有限支持将控制中短期内的财政成本，但也意味着或有负债风险将持续。

整体来看，穆迪认为或有负债转化为实际负债的风险已经上升。公共部门吸收大部分上述或有负债将产生重大成本，这会削弱中国的财政实力，并可能会降低其信用度。但是，制定有效政策以解决城投债可持续性问题的同时，兼顾降低财政风险及维持政府部门去杠杆和降风险的政策目标，这项工作的挑战很大。与此同时，只要或有负债风险的根源未能得到解决，该风险就将持续存在。

转型期内房地产对经济的推动作用弱化，改革和去杠杆过程中的挑战会对经济增长带来不确定性，并因政府决策的可预测性不足而加剧

穆迪预计2024和2025年中国GDP年增长率将为4.0%，2026-2030年平均增长率将为3.8%。到2030年，人口构成转弱等结构性因素将使潜在增长率降至3.5%左右。为了弥补中期内房地产业拉动经济作用下降的影响，经济需要大规模及协同改革以推动消费和高附加值产业领域增长。尽管穆迪对潜在经济增速的预测中包含了上述方向的改革会取得一定的成效的假设，但要达到该预测存在重大执行风险，而改革内容及其实施方式的不可预测性加大了上述风险。此外，短期内经济增长仍有下行风险，原因是房地产业规模缩小是中国增长动力的一项重要结构性转变。这一转变仍在持续，并且对中国总体经济增长率的拖累程度可能高于当前的估测。因此，中短期内更明显的增长放缓将进一步加剧地方政府的财政赤字和债务。

通过提高居民可支配收入并降低预防性储蓄的改革，有助于将中国增长的驱动力从房地产和投资转向消费需求。中国政府计划通过加强社会保障体系、促进就业和提升技能以及教育质量等手段来提振消费需求。为实现向高附加值产业转型，主要的改革举措包括提高教育质量和发展民营企业以推动创新。近年来，中国还出台了多项支持高附加值制造业和科技相关产业发展的政策，从而取代房地产和低端制造业等下滑的行业。

然而，执行风险正在上升，尤其是房地产业下行的蔓延影响加大了这些广泛且

复杂的改革的实施难度。由于经济增长放缓、税基依然较窄，以及房地产业的低迷前景削弱了居民的消费信心，因此扩大社会保障体系措施的成本将会上升。此外，地缘政治紧张局势之下对科技的贸易限制将会抑制信息共享，而信息共享对迅速发展高科技制造业至关重要。

穆迪认为，过去几年互联网平台和民营教育行业的监管变化折射出支持民营企业的政策工具和承诺的可预见性不足，这可能会制约投资，进而对生产力提升造成可能比穆迪估测的更严重的不利影响。监管不确定性（尤其是民营领域）可能削弱消费者的支出意愿和投资者的投资倾向。

改革执行的延迟或短板可能导致经济增速低于穆迪的预测，尤其是因为中期内结构性增速下滑将反映劳动力减少、生产力增长放缓以及中国资本存量成熟的影响。增长低于预测将加大财政压力，掣肘政府部门去杠杆的努力，并导致控制或有负债风险的任务进一步复杂化。

维持评级的理据

维持A1评级反映了中央政府拥有的财政与体制资源可使其有序管理经济转型。

尽管改革的复杂性蕴含执行风险，但穆迪预计渐进式改革将继续加强创新和技术进步、提升教育质量，并进一步推动经济增长结构向高端制造业、服务业和国企生产力倾斜，这将推动生产力和GDP增长，并继续提高居民生活水平。

同时，虽然中国经济增长将低于此前预期，但和其他评级为A档的主权相比依然较强。在经济结构持续转向高附加值产业的过程中，中国经济规模和人均GDP增长将继续支持穆迪对中国经济实力的评估。

穆迪认为，中国的体制和治理实力仍将得到以下因素支持：政府对于包括国企在内的重要国有资产和金融体系具有总体控制权，这使其能够动用大量资源来缓解潜在的财政压力。虽然中国政府在面对房地产业对经济推动作用的减弱以及去杠杆问题引发的关注度上升时，会面临转型成本和政策执行的挑战，但中国政府以往记录表明其能够有效部署大量资源来应对政策挑战。在日益艰难的政策环境下，中国政府的体制和治理优势及挑战的综合影响体现在其立法和执行体制质量获得baa分数。

中国的其他主要优势包括外部风险和融资成本较低，国内大规模的储蓄支撑了政府较高的债务负担能力。庞大的财政及外汇储备以及政府对经济和金融体系的部分掌控使得防止金融稳定风险乃至最终社会稳定风险的措施行之有效。

环境、社会和治理因素

中国的ESG信用影响分数反映了其中等的环境与社会风险，而其体制与财政抗压能力在一定程度上缓解了上述风险。

中国的环境风险敞口可能会在未来加大其信用风险，并对政府造成重大挑战。长期来看，环境风险也可能会提高财政成本，制约受影响地区的经济增长，进而影响信用前景。

由于人口老龄化和劳动力规模萎缩，社会风险敞口也是未来信用风险的一个潜在来源。这些因素将会日益影响经济增长，并可能导致社保支出大幅攀升，不过政府提供支持的能力可缓解上述负面影响。

虽然中国执行体制的有效性面临包括房地产业的结构性调整、中央和地方政府之间的政策协调与执行等多重难题的压力，但中国政府的治理情况基本与其他主权政府一致，并未构成特定风险。与此同时，中国有相对有效的宏观经济政策记录。

人均GDP（基于购买力平价，美元）：21,404美元（2022年）（亦称人均收入）

实际GDP增长率（变化%）：3%（2022年）（亦称GDP增速）

通货膨胀率（CPI，12月/12月变化率）：1.8%（2022年）

一般政府财政收支/GDP：-2.8%（2022年实际数据）（亦称财政收支）

经常账户收支/GDP：2.2%（2022年）（亦称对外收支）

外债/GDP：13.7%（2022年）

经济抗压性：a2

违约历史：自1983年以来无债券或贷款违约事件发生。

2023年11月30日，评级委员会召开会议讨论中国政府主权评级。讨论要点包括：发行人的经济基本面（包括经济实力）未显著改变。发行人的体制和治理实力未显著改变。发行人的财政或财务实力（包括债务状况）大幅转弱。

可引起评级上调或下调的因素

负面展望表明短期内评级上调的可能性不大。如果以下情况的可能性上升，则中国政府的展望可能会调整为稳定：中央和地方政府能够以适度的公共部门成本向城投公司和地方国企提供财政支持，而不会加大金融不稳定性。该情景可能会包括有迹象表明中央政府转而采取综合及可靠的计划来应对地方政府债务问题，包括中央和地方政府的有效政策协调和地方政府财政赤字与债务的长期管理措施。

如果越来越多的迹象表明政府需要动用大量公共部门财政资源来管理地方国企的债务可持续性（尤其是城投公司），而或有负债风险依然较大，则上述评级

可能面临负面压力。如果有迹象表明维持经济增长、降低杠杆率以及改善包括地方政府层面在内的政策有效协调与执行的挑战并未得到解决，则中国政府的评级可能也会承受负面压力。金融、社会和经济不稳定的风险上升将具有负面信用影响。

上述评级采用的主要评级方法是2022年11月发表的《主权政府》(Sovereigns)，链接为

<https://ratings.moodys.com/rmc-documents/395819>

关于上述评级方法，也可浏览<https://ratings.moodys.com> 评级方法页。

本次信用评级行动采用的评级方法说明了所有适用评级因素的权重。

监管披露

关于穆迪主要评级假设和敏感性分析的进一步说明，请参阅披露表格的“评级方法假设和假设的敏感性”部分。关于穆迪的评级符号和定义，请参阅

<https://ratings.moodys.com/rating-definitions>

本评级已向受评实体或其指定代理人予以披露，发布之时未因该等披露作出修改。

相关评级为主动评级。

a. 受评实体或相关第三方是否参与：是

b. 是否获得内部文件：是

c. 是否与管理层接触：是

其他信息请参阅穆迪网站<https://ratings.moodys.com> 上“关于确定和授予主动信用评级的穆迪政策”。

本信用评级新闻稿讨论的全球级信用评级由穆迪在欧盟和英国之外的关联公司之一所发布，并根据欧盟和英国的信用评级机构监管规定予以认可使用。

对于向债务计划、债务系列、债务类别或证券授予的评级，本公告提供的相关监管披露是关于同系列债务、同类别债务、证券或债务计划(根据穆迪的评级惯例，其评级完全从已有评级得出)后续发行的债券或票据的各项评级。对于向支持方授予的评级，本公告提供的相关监管披露是关于对支持方采取的评级行动，以及关于对信用评级来自支持方信用评级的证券的各项特定评级行动。对于暂行评级，本公告提供的相关监管披露是关于所授予的暂行评级，以及关于债务最终发行之后可能会授予的最终评级，在上述两种情况下，交易结构和条款在最终评级授予之前并未发生会影响评级的变化。详细信息请参阅

<https://ratings.moodys.com> 该发行人/交易专页。

对于从本评级行动内主要实体获得直接信用支持，且评级亦可能因为本评级行动而发生变化的受影响证券或受评实体，有关监管披露将是担保实体的监管披露。此做法并不适用于下列披露(如适用于有关司法管辖区)：辅助服务、向受评实体作出的披露及由受评实体提供的披露。

本新闻稿中的监管披露适用于信用评级，以及相关评级展望或评级列入观察名单(若适用)。

关于主评级分析师和曾经授予该评级的穆迪法律实体的任何最新变动，请参阅 <https://ratings.moodys.com>。

关于每项信用评级的其他监管披露，请参阅 <https://ratings.moodys.com> 发行人/交易专页。

Moody's Investors Service Singapore Pte. Ltd.
71 Robinson Road #05-01/02
Singapore, 068895
Singapore
JOURNALISTS: 852 3758 1350
Client Service: 852 3551 3077

-完-

© 2023, 穆迪公司 (Moody's Corporation)、穆迪投资者服务公司 (Moody's Investors Service, Inc.)、Moody's Analytics, Inc.和/或其许可人及关联公司 (统称“穆迪”)。版权所有, 翻印必究。

穆迪信用评级关联公司所发布的信用评级是他们对其对实体、信用承诺、债务或债务证券的相对未来信用风险的当前意见, 穆迪出版的材料、产品、服务和信息 (统称“出版物”) 可能包括该等当前意见。穆迪将信用风险定义为某实体可能无法履行其到期的合同财务义务的风险, 以及在发生违约或损害事件时的预计财务损失。关于穆迪信用评级所指的合同财务义务的种类的信息请见相关的穆迪评级符号和定义出版物。信用评级并不针对任何其他风险, 包括但不限于: 流动性风险、市场价值风险或价格波动。信用评级、非信用评估 (“评估”) 以及穆迪出版物中包括的其他意见并非对当前或历史事实的陈述。穆迪出版物也可能包括由Moody's Analytics, Inc.和/或其关联公司发布的以量化模型为基础的信用风险预测以及相关的意见或评论。穆迪信用评级、评估、其他意见及出版物并不构成或提供投资或财务建议, 穆迪信用评级、评估、其他意见及出版物亦非关于购买、出售或持有特定证券的推荐意见, 也不能提供该等意见。穆迪信用评级、评估、其他意见及出版物均不会评论某项投资是否适合任何特定投资者。穆迪发布信用评级、评估和其他意见及出版其出版物之时预期并理解每位投资者将以应有的谨慎态度自主研究和评估其考虑购买、持有或出售的每项证券。

穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物不适用于散户投资者的使用, 如散户投资者在做投资决定时使用穆迪信用评级、评估、其他意见或出版物, 将是草率且不合适的。如有疑问, 您应与您的财务顾问或其他专业顾问联系。

本文所载所有信息均受法律 (包括但不限于版权法) 保护, 未经穆迪事先书面许可, 任何人均不得以任何形式、方式或途径对该等信息全部或部分进行复制或翻印、重新包装、进一步传播、传送、散布、分发或转售, 或存储供日后任何上述目的使用。

任何人不得将穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物作为基于监管目的而定义的基准 (benchmark), 亦不得以可能导致穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物被视为基准的任何方式使用穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物。

本文所载所有信息均系穆迪从其相信为准确和可靠的来源获得。然而, 由于可能会出现人为或机械错误以及其他因素, 本文所载所有信息均按“原样”提供, 不附带任何形式的保证。穆迪会采取所有必要措施, 使其在授予信用评级时采用的信息具备足够质量, 并来自穆迪认为是可靠的来源, 包括独立的第三方来源 (如适当)。但穆迪并非审计机构, 亦不能对评级过程或准备其出版物时收到的信息在每个情况下均独立地进行核实或确认。

在法律允许的范围内, 就因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的或与之相关的任何个人或实体的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害, 穆迪及其董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人和供应商均不承担任何责任, 即便穆迪或其任何董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人或供应商被事先告知该等损失或损害的可能性, 包括但不限于:

(a) 任何当前或未来的利润损失或 (b) 因并非穆迪特定信用评级的评级对象的金融工具引起的任何损失或损害。

在法律允许的范围内, 就因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的或与之相关的任何个人或实体的直接或补偿性损失或损害, 穆迪及其董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人和供应商均不承担任何责任, 包括但不限于由穆迪或其任何董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人或供应商的疏忽 (为避免疑问, 不包括法律规定不得排除的欺诈、故意不当作为或任何其他类型责任)、或其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而导致的任何个人或实体的直接或补偿性损失或损害。

穆迪不以任何形式或方式对任何信用评级、评估、其他意见或信息的准确性、及时性、完整性、适销性或特定用途适用性提供或作出任何明示或暗示的保证。

由穆迪公司 (“MCO”) 全资持有的信用评级子公司穆迪投资者服务公司谨此披露: 多数穆迪投资者服务公司评级的债务证券 (包括公司债和市政债、债券、票据和商业票据) 和优先股的发行人, 在授予任何信用评级之前已同意向穆迪投资者服务公司支付1,000美元至约 5,000,000美元不等的信用评级意见和服务费用。MCO及穆迪投资者服务亦执行政策及程序以便保持穆迪投资者服务信用评级及信用评级过程的独立性。关于MCO董事与被评级实体之间, 及获穆迪投资者服务信用评级并已在美国证券交易委员会公开报告其在MCO持股5% 以上的各实体之间可能存在某种关联的信息每年会在www.moody's.com “投资者关系—公司治理—董事及股东关联政策” 栏内刊登。

仅针对澳大利亚的额外条款: 任何出版到澳大利亚的本文件均依据下述穆迪关联公司的澳大利亚金融服务牌照发布: Moody's Investors Service Pty Limited, 澳大利亚商业注册号码 (ABN) : 61 003 399 657, 澳大利亚金融服务牌照号码 (AFSL) : 336969; 及/或Moody's Analytics Australia Pty Ltd, 澳大利亚商业注册号码 (ABN) : 94 105 136 972, 澳大利亚金融服务牌照号码 (AFSL) : 383569 (视情形而定)。本文件仅向2001年公司法 (Corporations Act 2001) 第761G条所定义的“批发客户”提供。如您继续在澳大利亚境内浏览本文件, 即代表您向穆迪表示您为“批发客户”或代表“批发客户”浏览本文件, 您或您代表的实体均不会直接或间接向2001年公司法 (Corporations Act 2001) 第761G条所定义的“零售客户”发布本文件或其内容。穆迪信用评级是针对发行人债务的信用度的意见, 并非对零售投资者可获取的发行人股票证券或任何形式的证券的意见。

仅针对日本的额外条款: Moody's Japan K.K. (“MJKK”) 是Moody's Group Japan G.K.的全资信用评级子公司, 而后者由穆迪公司的全资子公司Moody's Overseas Holdings Inc. 全资所有。Moody's SF Japan K.K. (“MSFJ”) 是MJKK的全资信用评级子公司。MSFJ不属于美国全国认定的评级组织 (“NRSRO”)。因此, MSFJ授予的信用评级是非NRSRO信用评级。非NRSRO信用评级由非NRSRO的实体授予, 因而受评债务无资格享受美国法律项下的某些待遇。MJKK和MSFJ是日本金融服务厅注册的信用评级机构, 其注册号分别为FSA Commissioner (Ratings) 2号和3号。

MJKK或MSFJ（视情形而定）谨此披露：多数MJKK或MSFJ（视情形而定）评级的债务证券（包括公司债和市政债、债券、票据和商业票据）和优先股的发行人，在授予任何信用评级之前已同意向MJKK或MSFJ（视情形而定）支付100,000日元至约550,000,000日元不等的信用评级意见和服务费用。

MJKK和MSFJ亦执行相关政策及程序，以遵守日本监管要求。