

Country-risk Rating No.201301
November 19, 2013

国家风险评级课题组

2013 年中国海外投资国家风险评级报告*
(CROIC-IWEP)

*本报告是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的集体研究成果之一。参加讨论的人员包括姚枝仲、张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰、王碧珺、高蓓、王宇哲、陈博、刘洁等。

目录

一、评级背景.....	4
二、各评级机构评级方法综述.....	4
（一）发布国家信用评级的机构简介.....	4
（二）评级对象.....	5
（三）评级指标体系.....	6
（四）评级方法特点.....	6
三、CROIC-IWEP 国家风险评级方法.....	8
（一）指标选取.....	8
（二）标准化、加权与分级.....	12
（三）评级样本.....	13
（四）本评级方法的特点.....	15
（五）未来规划.....	17
四、CROIC-IWEP 国家风险评级结果总体分析.....	18
（一）总体结果.....	18
（二）分项指标分析.....	20
五、CROIC-IWEP 国家风险评级结果分国别分析.....	25
（一）德国.....	25
（二）澳大利亚.....	25
（三）加拿大.....	25
（四）法国.....	25
（五）韩国.....	25
（六）美国.....	25
（七）意大利.....	25
（八）英国.....	26
（九）日本.....	26
（十）俄罗斯.....	26
（十一）墨西哥.....	26
（十二）印度尼西亚.....	26
（十三）阿根廷.....	26
（十四）巴西.....	26

(十五) 土耳其.....	26
(十六) 哈萨克斯坦.....	27
(十七) 印度.....	27
(十八) 南非.....	27
(十九) 尼日利亚.....	27
(二十) 巴基斯坦.....	27
(二十一) 赞比亚.....	27
(二十二) 柬埔寨.....	27
(二十三) 越南.....	27
(二十四) 蒙古.....	28
(二十五) 安哥拉.....	28
(二十六) 苏丹.....	28

一、评级背景

2012 年中国对外直接投资逆势增长了 17.6%，创下了 878 亿美元的历史纪录，成为仅次于美国和日本的世界第三大对外直接投资国。自 2003 年中国商务部联合国家统计局、国家外汇管理局发布权威年度数据以来，中国对外直接投资流量实现连续 10 年增长，2002—2012 年均增速达到 41.6%。未来，随着中国经济转型升级以及企业竞争力逐渐增强，再加上资本项目的渐进加快开放，“海外中国”的量体将更为巨大。

中国企业对外直接投资迅速增长的同时，所受外部风险显著提升，中海油收购美国石油公司优尼科(Unocal)折戟、中铝增持澳大利亚力拓公司失利、华为在美投资受阻等成为投资失败的典型案例。因此，做好风险预警，进行正确识别并有效应对，是中国企业保持经营的稳定性和延续性、提高海外投资成功率的必要保障。

二、各评级机构评级方法综述

（一）发布国家信用评级的机构简介

国家信用评级可以追溯到第一次世界大战之前的美国。经过近一个世纪的发展，市场上形成了标准普尔(Standard & Poor)、穆迪(Moody's)和惠誉(Fitch)三家美国信用评级机构垄断的局面，占据全球 90% 以上的市场份额。

标准普尔是全球知名的独立的信用评级机构，它拥有 150 多年的历史并在全球 23 个国家和地区设有办事处。目前，标准普尔对 126 个国家和地区的主权信用进行了评级，并于每周更新各个国家和地区的主权信用评级。穆迪主要对参与国际资本市场的一百多个国家和地区进行评级，其分支机构遍布全球 29 个国家和地区，员工总计约 7000 人。惠誉是唯一一家欧洲控股的评级机构，其规模较以上两家稍小。如今，经历了数次并购和巨大增长之后，惠誉评级已成长为世界领先的国际信用评级机构，在全球设立了 50 家分支机构和合资公司，致力于为国际信用市场提供独立和前瞻性的评级观点、研究成果及数据报告。

与此同时，不同类型、各具特色的评级机构也蓬勃发展，通过差异化竞争在市场上谋得一席之地。其中比较出名的包括：经济学家情报单位（EIU, Economist Intelligence Unit）、国

际国别风险评级指南机构（ICRG）以及环球透视（GI, IHS Global Insight）。

EIU 是“经济学家集团”下属独立单位，主要进行经济预测和咨询服务，覆盖全球 120 个国家和地区。EIU 风险服务的目标客户是由于从事借款、贸易信贷、以及其他商业活动而面临跨境信用风险或金融风险的机构。

ICRG 自 1980 年起便开始定期发布国际国家风险指南。目前，该指南的国别风险分析覆盖了全球近 140 多个国家，并以季度为基础进行数据更新并逐月发布。

GI 于 2001 年成立，目前有超过 3800 名客户，提供详尽的国家风险分析，主要针对在海外开展营商活动的投资者。GI 评级的覆盖范围超过 200 个国家和地区。作为一家付费咨询机构，分析的风险对象涵盖范围极广，包括国家的营商、主权信用乃至一国某个地区的运营风险。

由于评级体系的构建对方法的科学性、全面性和多样性都有较高的要求，同时数据采集和处理具有较高的复杂性，目前评级市场仍然由发达国家的评级机构占主导地位，发展中国家的评级机构大多处于起步阶段。这其中包括了中国的大公国际资信评估公司。

作为首个来自发展中国家的信用评级企业，大公国际资信评估公司（简称大公）于 2010 年 7 月成立，并基于三大评级机构的评级方法和新兴经济体的立场提出了自己的主权信用评级标准和方法，定期发布主权信用评级报告。到目前为止，大公已经发布了全球 90 个国家和地区的信用等级，以亚洲、大洋洲和欧洲居多，其中具有 AAA 级的国家和地区有 8 个。

此外，由中国社会科学院世界经济与政治研究所推出的中国海外投资国家风险评级体系（CROIC）也将成为新兴市场国家评级机构发展的重要组成部分。

（二）评级对象

标准普尔、穆迪和惠誉三大评级机构从定性和定量的角度，对主权国家政府足额、准时偿还债务的能力和意愿进行综合性评估，针对的是主权债务的综合风险。大公国际和 ICRG 也遵循着类似的原则，对主权债务风险做出判断。在金融市场上，该风险的具体表现往往是一国国债的违约概率、预期损失和回收率。

EIU 的评级对象除了主权风险之外还单列出货币风险和银行部门风险。ICRG 的评级对象更具独特性，针对的是直接投资风险，因此除了金融市场因素以外，还往往涉及到和当地

经营直接相关的因素，比如治安环境等。

中国社会科学院的中国海外投资国家风险评级体系（CROIC）则综合考量了债务投资和直接投资的风险，和目前中国海外投资形式的多样性紧密契合。

（三）评级指标体系

尽管三大评级机构和大公、EIU、ICRG 和 GI 这七家评级机构的评级对象各有不同，但指标体系都可以大致分为经济、政治和社会三大模块。

在经济方面，一国的人均收入、国民生产总值等指标可以反映出该国的经济基础。而一国的外债占进出口比重、财政收入赤字占 GDP 比重等指标可以反映出该国的短期偿债能力。经济基础和短期偿债能力共同构成了一国的总体偿债实力。

在政治方面，各大机构都会对政治稳定性、参与度、治理有效性等指标做出考察。政治风险在本质上衡量的是一国的偿债意愿。即使一国财政实力充足，资源丰富，但由于政治动乱依然可能加大该国的偿债风险。

在社会方面，不同的评级机构有不同的处理方法。大部分机构注重考察社会的弹性程度，也就是社会应对危机的能力，这往往在种群和谐程度、法律健全程度等指标上有所反映。对于衡量直接投资风险的 GI 评级体系来说，社会弹性是尤其重要的指标模块。

中国海外投资国家风险评级体系（CROIC）则综合了上述的经济、政治和社会因素的考量，并引入与中国关系这一指标模块，力求更加全面、综合、具有针对性地衡量我国海外投资的风险。

（四）评级方法特点

在制度偏好方面，标准普尔、穆迪与惠誉三大评级机构和 ICRG 都将政治因素视为统领国家信用评级标准的核心，将政治自由化程度、民主政治观念和体制等作为评判一国政治好坏的标准，同时强调经济开放对于一国信用等级的正面作用。这在一定程度上忽略了各国的具体国情。大公在评级时特别突出了国家管理能力这一指标，力求避免完全以西方政治生态为标杆的评级模式。但由于缺乏一定的评判标准，如何对各国的治理水平进行客观公正的衡量成为摆在大公面前的一道难题。EIU 在经济实力的评价上对发达国家、发展中国家和欧元

区国家做出了区分，采用不同的评级标准，对制度偏好的问题有所改善。GI 则更加强调制度的实际效果，而且由于政治制度所占的权重相对较小，在制度偏好上较为中立。

在客观程度方面，由于客观的定量因素不能完全衡量一国的国家风险，因此定性指标是必须的。这对于无法定量衡量的政治与社会风险来说尤其重要。所有 7 个评级机构都采取了定性与定量相结合的评级方法，其中定性指标的量化通常采用专家打分的方式，并且最终的评级结果也都由评级委员会通过主观调整后给出。这不可避免的会引入分析师的主观判断因素。此外，几乎所有的评级机构都是盈利性机构，向客户收取评级费用和年费是其主要的收入来源。而被评级对象为了获得高级别，也会甘愿支付高额评级费用。因此，在双方利益的驱动下，或会对评级的独立客观性造成影响。

在指标体系的全面性上，三大评级机构的指标体系都涵盖了政治、经济、以及外部风险。但从反映各大因素的每一个细项指标来看，惠誉的指标体系要比标准普尔和穆迪更加具体。大公特别突出了政府治理水平和金融水平两大因素对于主权风险的影响作用。为了摒弃三大评级机构的制度偏好，大公将国家治理水平列为一个独立因素进行分析。此外，它还将金融因素从经济因素中抽离出来进行更细致的评估。

EIU 和 GI 的指标体系也较为全面。其中，EIU 包含有 60 个细分指标，涵盖面较广。比如在融资和流动性模块下，EIU 包括有银行业不良贷款比率、OECD 国家短期利率、银行业信贷管理能力等细致指标，这对银行部门的风险衡量十分有效。GI 的指标体系也涵盖到了直接投资和商业运营的大多数方面。相比之下，ICRG 的评级体系中政治类指标占了大多数，而经济和金融风险的指标相对较少，只选取了比较有代表性的几个指标。这样的评级方法过于偏重政治风险

在前瞻性方面，几大评级机构都不能预期货币和银行危机，而只能在事后进行调整。这主要是因为评级机构在评估时过度依赖于历史数据，缺乏对一国的长期发展趋势的判断，使得评级效果大打折扣。但机构对未来进行预测时又不可避免会引入主观评判。因此，如何更快地更新数据，对未来进行科学预测，是所有评级方法都面临的挑战。

在透明度方面，一个完整的信用评价体系应当包括评估对象、指标体系、打分方法、权重设定、以及评级结果共五点，而几乎所有的评级机构仅对外公布评级结果和一部分评级方法，所有的指标数据和最终得分并不公开，因此透明度还有待提高。但这也和机构的商业性质和数据的核心机密性有关。

在是否适合中国国情方面，大部分评级机构没有对此进行单独考虑。我国对外投资活动日益频繁，而且出现了独特的国别特征，值得考虑。例如，我国对外债权、股权等金融市场投资和直接投资并举，在发达市场上以国债购买为主，在新兴市场上以直接投资为主。因此，在衡量国别风险时，值得对这些因素进行细致考察。此外，随着中国国家力量的上升，当今的国际局势处于不断的变化之中，不同国家与中国外交关系的远近，甚至民间交往的深度和广度，都会对以中国为主体的投资行为有所影响。大公国际和中国海外投资国家风险评级体系（CROIC）对此都有单独考量，在一定程度上弥补了传统评级机构方法的不足。

三、CROIC-IWEP 国家风险评级方法

（一）指标选取

为了全面和量化评估中国企业海外投资面临的主要风险，本评级体系纳入经济基础、偿债能力、社会弹性、政治风险、对华关系五大指标，共 37 个子指标。

1、经济基础

经济基础指标提供了一个国家投资环境的长期基础，较好的经济基础是中国企业海外投资收益水平和安全性的根本保障。

经济基础指标包含 10 个子指标（见表 1），其中：GDP、人均 GDP、基尼系数衡量了一国的经济规模和发展水平；经济增长率、通货膨胀率和失业率衡量了一国的经济绩效；GDP 增速的波动系数衡量了一国经济增长的稳定性；同时，本体系还从贸易、投资、资本项目三个方面衡量了一国的开放度。

表 1. 经济基础指标

经济基础指标	指标说明	数据来源
1.市场规模	GDP 总量	CEIC,WDI
2.发展水平	人均 GDP	CEIC,WDI
3.经济增速	GDP 增速	CEIC,WDI
4.经济波动性	GDP 增速的波动性(5 年波动系数)	CEIC,WDI
5.贸易开放度	(进口+出口)/GDP	CEIC,WDI
6.投资开放度	(外商直接投资+对外直接投资)/GDP	CEIC,WDI
7.资本账户开放度	Chin-Ito 指数, 反映资本账户管制能力	Bloomberg
8.通货膨胀	居民消费价格指数(CPI)	CEIC,WDI
9.失业率	失业人口占劳动人口的比率	CEIC,WDI
10.收入分配	基尼系数	CEIC,WDI

注: CEIC 为香港环亚经济数据有限公司数据库, WDI 为世界银行 World Development Indicators, 彭博 Bloomberg 是全球领先的金融数据供应商。

2、偿债能力

偿债能力指标衡量了一国公共部门和私人部门的债务动态和偿债能力。如果一国爆发债务危机, 包括直接投资和财务投资在内的各种类型的投资安全都会受到影响。

偿债能力指标包含 8 个子指标(见表 2), 其中: 公共债务占 GDP 比重和银行业不良资产比重主要用于衡量一国国内公共部门和私人部门的债务水平; 外债占 GDP 比重和短期外债占总外债比重衡量了一国外债的规模和短期爆发的风险; 财政余额占 GDP 比重衡量了一国的财政实力、外债占外汇储备比重衡量了一国的外汇充裕度、再加上经常账户余额占 GDP 比重以及贸易条件, 共同反映了一国的偿债能力。

表 2. 偿债能力指标

偿债能力指标	指标说明	数据来源
1.公共债务/GDP	公共债务指各级政府总债务	WEO WDI,
2.外债/GDP	外债指年末外债余额	QEDS WDI,
3.短期外债/总外债	短期外债指期限在一年或一年以下的债务	QEDS
4.财政余额/GDP	财政余额等于财政收入—财政支出	WEO
5.外债/外汇储备	外债指的是年末外债余额	WDI
6.经常账户余额/GDP	经常账户余额为货物和服务出口净额、收入净额与经常转移净额之和	WDI
7.贸易条件	出口价格指数/进口价格指数	WDI
8.银行业不良资产比重	银行不良贷款占总贷款余额的比重	WDI

注：WEO 为国际货币基金组织 World Economic Outlook Databases，WDI 为世界银行 World Development Indicators，QEDS 为国际货币基金组织和世界银行 Quarterly External Debt Statistics。

3、社会弹性

社会弹性指标反映了影响中国企业海外投资的社会风险因素，良好的社会运行秩序能确保企业有序的经营。

表 3. 社会弹性指标

社会弹性指标	指标说明	数据来源
1.内部冲突	社会、种族、宗教冲突严重性，1-10 分，分数越高，内部冲突程度越严重。	BTI
2.环境政策	对环境议题的重视，1-10 分，分数越高，环境政策越严厉。	BTI
3.资本和人员流动的限制	对资本和人员流动的限制，0-10 分，分数越高，资本和人员流动越自由。	EFW
4.劳动力市场管制	劳动力市场管制包括雇佣和解雇规定，最低工资和工作时间规定等，0-10 分，分数越高，劳动力市场管制越低	EFW
5.商业管制	行政和官僚成本，开业难易，营业执照限制等，0-10 分，分数越高，商业管制越低。	EFW
6.教育水平	平均受教育年限	UNESCO
7.社会安全	每年每十万人中因谋杀死亡的人数	UNODC
8.其他投资风险	包括没有被其他政治、经济、金融风险要素所覆盖的投资风险，0-12 分，分数越高，其他投资风险越大	ICRG

注：BTI 为 Transformation Index of the Bertelsmann Stiftung，EFW 为 Fraser Institute 的 Economic Freedom of the World 年度报告，ICRG 为 PRS 集团 International Country Risk Guide，UNESCO 为联合国教科文组织，UNODC 为联合国毒品和犯罪问题办公室。

社会弹性指标包含 8 个子指标（见表 3），其中：教育水平衡量了一个国家基本的劳动力素质；社会、种族、宗教冲突的严重性以及犯罪率衡量了一国的内部冲突程度和社会安全；环境政策、资本和人员流动限制、劳动力市场管制和商业管制反映了一国的经商环境。劳动力素质越高、内部冲突程度越低、社会安全和经商环境越好，企业投资的风险越小。

4、政治风险

政治风险指标考察的是一国政府的稳定性和质量，以及法律环境和外部冲突，较低的政治风险是企业安全投资的先决条件之一。

政治风险指标包含 8 个子指标（见表 4），其中：任期还剩多少年、政府执行所宣布政策的能力以及保持政权的能力、军事干预政治三个子指标反映了一国政府的稳定性；政治体系的腐败程度、政府对民众诉求的回应、公共服务和行政部门的质量反映了一国政府的治理质量；法制水平是契约和产权保护的重要保证。一国政府的稳定性和治理质量越高、法制环境越健全、外部冲突越小，中国企业在其投资的风险越低。

表 4. 政治风险指标

政治风险指标	指标说明	数据来源
1. 执政时间	任期还剩多少年	DPI
2. 政府稳定性	政府执行所宣布政策的能力以及保持政权的能力，0-12 分，分数越高，政府越不稳定。	ICRG
3. 军事干预政治	军队部门对一国政府的参与程度，0-6 分，分数越高，军事干预政治越严重。	ICRG
4. 腐败	政治体系的腐败程度，0-6 分，分数越高，越腐败。	ICRG
5. 民主问责	政府对民众诉求的回应，0-6 分，分数越高，民主问责越弱。	ICRG
6. 政府有效性	公共服务的质量、行政部门的质量及其独立于政治压力程度、政策形成和执行质量，-2.5-2.5，分数越高，政府有效性越强。	WGI
7. 法制	履约质量，产权保护，-2.5-2.5，分数越高，法制程度越高。	WGI
8. 外部冲突	来自国外的行为对在位政府带来的风险。国外的行为包括非暴力的外部压力例如外交压力、中止援助、贸易限制、领土纠纷、制裁等，也包括暴力的外部压力例如跨境冲突，甚至全面战争，0-12 分，分数越高，外部冲突越严重。	ICRG

注：DPI 为世界银行 Database of Political Institutions，ICRG 为 PRS 集团 International Country Risk Guide，WGI 为世界银行 Worldwide Governance Indicators。

5、对华关系

对华关系指标衡量了影响中国企业在当地投资风险的重要双边投资政策、投资情绪和政治关系，较好的对华关系是降低投资风险的重要缓冲。

对华关系指标包含 3 个子指标（见表 5）。第一个子指标是双方是否签订了投资协定（BIT）以及该协定是否已经生效。双边投资协定是资本输出国与资本输入国之间签订的以保护和促进国际投资与维护健康的投资环境为目的的专门性投资条约。如果中国与该国签署了 BIT，将有助于降低中国企业在当地的投资风险。第二个和第三个子指标是采用德尔菲法进行的专家打分，分别衡量了投资受阻程度和双边政治关系，较低的投资受阻和较好的双边政治关系，有助于降低中国企业在当地进行投资的风险。

表 5. 对华关系指标

对华关系指标	指标说明	数据来源
1.是否签订 BIT	1,已签订且生效; 0.5,已签订未生效; 0 未签订。	中国商务部
2.投资受阻程度	分数越高, 投资受阻越小	德尔菲法
3.双边政治关系	分数越高, 双边政治关系越好	德尔菲法

注: BIT 为双边投资协定; 德尔菲法又名专家意见法或专家函询调查法, 采用背对背的通信方式征询专家小组成员的意见。

(二) 标准化、加权与分级

在选取指标并获得原始数据后, 本评级体系对于定量指标(经济基础和偿债能力)采取标准化的处理方法, 而对定性指标(政治风险、社会弹性以及对华关系)的处理有两种方式, 即运用其他机构的量化结果或者由评审委员打分, 再进行标准化。

本评级体系采用 0-1 标准化, 也叫离差标准化, 将原始数据进行线性变换, 使结果落到 [0,1] 区间, 分数越高表示风险越低。转换函数如下:

$$x^* = 1 - \frac{x - x_{\text{适宜值}}}{\max - \min}$$

其中, x^* 为将 x 进行标准化后的值, $x_{\text{适宜值}}$ 为对应风险最低的指标值, \max 为样本数据的最大值, \min 为样本数据的最小值。

对定量指标进行标准化并转化为风险点得分的关键在于找到适宜值 $x_{\text{适宜值}}$ 。在样本范围内, 数值与适宜值越近, 得分越高。

适宜值的判断方法有两类: 一类是设定绝对适宜值, 也就是适宜值的大小与样本国家的选择无关。例如, 本体系将 CPI 指标的适宜值设定为 2%, 失业率的适宜值设定为 5%, 经常账户余额/GDP 的适宜值设定为 [-1,1]。第二类是在样本中找到相对适宜值。例如, 本体系将 GDP 的适宜值设定为该样本中 GDP 的最大值, 将 GDP 增速的波动性的适宜值设定为该样本中 GDP 增速的波动的最小值。此外, 由于某些指标对于发达国家和发展中国家不应选用相同的适宜值, 本评级体系也进行了区分。例如, 偿债能力指标中子指标公共债务/GDP 与外债/GDP 既反映了债务规模, 也反映了举债能力。对于这两个子指标, 本评级体系区分为发达国家和发展中国家两组, 每一组的最低值为各组的适宜值。

以上标准化过程中, 我们遵循四大原则: 1. 标准化必须合乎逻辑; 2. 标准化必须适应

异常值；3. 标准化必须客观，尽量减少主观判断；4. 标准化后得分需具有区分度。

在对经济基础、偿债能力、政治风险、社会弹性和对华关系五大指标下的细项指标分别标准化后，加权平均得到这五大风险要素的得分，区间为 0-1。分数越高表示风险越低。然后，我们对五大要素加权平均，由于五大指标都是中国企业海外投资风险评级的重要考量点，我们采用相同的权重，都为 0.2（见表 6）。最后，我们将得到的分数转化为相应的级别。本评级体系按照国家风险从低到高进行 9 级分类，AAA，AA，A，BBB，BB，B，CCC，CC，C，其中 AAA 和 AA 为低风险级别，A，BBB 为中等风险级别，BB 及以下为高风险级别。

表 6. 国家风险评级指标权重

指标	权重
经济基础	0.2
偿债能力	0.2
政治风险	0.2
社会弹性	0.2
对华关系	0.2

（三）评级样本

本评级体系本次共纳入 26 个国家进入评级样本，分别是：阿根廷、安哥拉、澳大利亚、巴基斯坦、巴西、德国、俄罗斯、法国、哈萨克斯坦、韩国、加拿大、柬埔寨、美国、蒙古、墨西哥、南非、尼日利亚、日本、苏丹、土耳其、意大利、印度、印度尼西亚、英国、越南、赞比亚（见表 7）。

表 7. 国家风险评级样本

	国家	所在州	截至 2012 年投资存量(亿美元)
1	阿根廷	拉丁美洲	9.0
2	安哥拉	非洲	12.5
3	澳大利亚	大洋洲	138.7
4	巴基斯坦	亚洲	22.3
5	巴西	拉丁美洲	14.5
6	德国	欧洲	31.0
7	俄罗斯	欧洲	48.9
8	法国	欧洲	39.5
9	哈萨克斯坦	亚洲	62.5
10	韩国	亚洲	30.8
11	加拿大	北美洲	50.5
12	柬埔寨	亚洲	23.2
13	美国	北美洲	170.8
14	蒙古	亚洲	29.5
15	墨西哥	拉丁美洲	3.7
16	南非	非洲	47.8
17	尼日利亚	非洲	19.5
18	日本	亚洲	16.2
19	苏丹	非洲	12.4
20	土耳其	亚洲	5.0
21	意大利	欧洲	5.7
22	印度	亚洲	11.7
23	印度尼西亚	亚洲	31.0
24	英国	欧洲	89.3
25	越南	亚洲	16.0
26	赞比亚	非洲	20.0

截至 2012 年底，中国对外直接投资分布在全球 179 个国家（地区），本评级体系选用以上 26 个国家作为本次评级样本，主要是基于以下三个标准：

1、主要涉及的是真实的投资活动。 中国在当地进行的主要是真实的投资活动（生产、研发、雇佣、经营等），而不是以该地为投资中转地或者避税等资金运作中心。香港就是中国对外直接投资的重要中转地。2012 年，58.4% 的中国对外直接投资首先流向了香港，其中较大一部分以香港为平台，最终流向其他地方。例如，三峡集团收购葡萄牙电力公司 21.35% 股权、万达集团收购美国 AMC 娱乐公司等以欧美为最终投资目的地的中国对外兼并收购实际上都记在了香港名下，通过香港地区再投资完成。以投资控股为主要目标的租赁和商务服务业占到中国对香港直接投资的 42.6%。因此，本次评级暂不纳入香港、开曼群岛、英属维

尔京群岛、卢森堡等进入样本。

2、重点选择 G20 国家以及中国海外投资额较大的其他国家。这 26 个评级样本国家全面覆盖了北美洲、大洋洲、非洲、拉丁美洲、欧洲和亚洲，在当地的投资额较大，占到中国全部对外直接投资存量的 63%¹，因此具有广泛的代表性和重要性。

3、满足主要指标数据，尤其是定量指标（经济基础和偿债能力）的可得性。本体系运用经济基础、偿债能力、政治风险、社会弹性和对华关系五大指标作为国家风险评级的依据，因此数据的完备性和可得性十分重要。以利比亚和缅甸为例，这两个国家同样满足前两个条件，即中国在这两个国家的投资额较大且主要涉及的是真实的投资活动，但由于缺乏大量支持数据，主要是经济基础和偿债能力数据，因此本次评级样本没有纳入这两个国家。

（四）本评级方法的特点

1、中国企业海外投资视角

本国家风险评级体系从中国企业和主权财富的海外投资视角出发，构建经济基础、偿债能力、社会弹性、政治风险和对华关系五大指标、共 37 个子指标全面和量化评估了中国企业海外投资所面临的战争风险、国有化风险、政党更迭风险、缺乏政府间协议保障风险、金融风险以及东道国安全审查等主要风险。本评级体系通过提供风险警示，为企业降低海外投资风险、提高海外投资成功率提供参考。

2、重点关注直接投资，同时兼顾主权债投资

现有主要评级机构的国家风险评级体系衡量的是投资者所面临的针对某一个国家的金融敞口风险，其中核心关注点是主权债，即从定性和定量的角度，对主权国家政府足额、准时偿还商业债务的能力和意愿进行综合性评估。本评级体系在兼顾主权债投资所面临的国家风险的同时，重点关注的是中国企业海外直接投资面临的风险。目前，中国已经是全球第三大对外直接投资国，并且随着国内转型升级和企业竞争力的提高，中国对外直接投资将会持续高速增长。传统上主要对主权债投资风险的关注已经无法满足当下中国企业的实际需求，因此，本国家风险评级体系重点关注直接投资所面临的风险要素，纳入的指标涵盖环境政策、资本和人员流动的限制、劳动力市场管制、商业管制、是否签订 BIT 以及直接投资受阻程

¹不包括香港、英属维尔京群岛、开曼群岛、卢森堡和百慕大群岛这些主要的投资中转地以及避税等资金运作中心。

度等。

3、五大指标体系综合全面覆盖经济、社会、政治、偿债能力和对华关系

影响一国投资风险的因素很多，并且它们之间的关系错综复杂，不存在一个定量模型将全部因素包括进去。在进行国家风险评级时，本评级方法将定性和定量指标相结合，综合全面覆盖了经济基础、偿债能力、社会弹性、政治风险和对华关系五大指标体系。在传统由经济和金融指标构成的定量评估的基础上，社会弹性、政治风险和对华关系指标占到本评级体系的一半以上。本评级体系对这五大指标体系进行了深入研究，明确了各部分的核心指标，并根据国情的不同、对核心指标的评价方法给与区别对待，同时密切关注指标之间、要素之间的内在联系，从而形成了一个逻辑清晰、框架严谨、指标优化、论证科学的方法体系。

4、特色指标：对华关系

中国需要创建适合自身国情需要的国家风险评级体系。本评级体系一个重要的特色指标是对华关系，包含双方是否签订 BIT、投资受阻程度和双边政治关系三个子指标，良好的对华关系是降低中国海外投资风险的重要缓释器。对华关系这一指标既是本评级体系区别于其他国家风险评级的特色指标，同时也是为中国海外直接投资所面临的主要风险量身打造。以投资受阻程度这一子指标为例，中国企业在海外投资频频遭遇阻力。中海油收购美国石油公司优尼科(Unocal)折戟、中铝增持澳大利亚力拓公司失利、华为在美投资受阻等成为投资失败的典型案例。投资受阻显著增加了中国企业的投资风险，成为本体系的特色也是重要考量指标之一。

5、依托智库，将客观独立作为国家风险评级的基本立场

本评级体系依托中国社会科学院世界经济与政治研究所这一中国领先、国际知名的智库。本研究所的主要研究领域包括全球宏观、国际金融、国际贸易、国际投资、全球治理、产业经济学、国际政治理论、国际战略、国际政治经济学等，有将近 100 位专业研究人员。在美国宾夕法尼亚大学 2012 年全球智库排名榜上，中国社会科学院蝉联亚洲第一，在全球总榜单中排名第 17 位。按照分类排名，世界经济与政治研究所在国内经济政策类排名全球第 11，在国际经济政策类排名第 27。

发布国家风险评级的团队是国际投资研究室。本室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。团队成员

为姚枝仲、张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰、王碧珺、王宇哲、高蓓、陈博和刘洁。研究室定期发布国际投资研究系列(International Investment Studies), 主要产品包括: 中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

中国社会科学院世界经济与政治研究所将客观独立作为国家风险评级的基本立场。客观独立是指本着对国家风险关系所涉及各方利益同等负责的态度, 采取公正的、客观的立场制定国家风险评级标准, 反对通过信用评级进行利益输送。

(五) 未来规划

每年发布一次。这是本评级体系建成后第一次发布国家风险评级结果。我们将不断改进评级体系, 并计划未来每年都发布一次国家风险评级, 若干风险变化警示。

增加评级国家样本。中国海外投资遍布全球 179 个国家(地区), 作为首次评级, 我们选取了其中 26 个国家作为评级样本。如上所述, 样本的选择遵循三个基本原则: 一是主要涉及的是真实的投资活动; 二是在地理分布上具有广泛的覆盖性, 在当地的投资额较大; 三是满足主要指标数据, 尤其是定量指标(经济基础和偿债能力)的可得性。这一样本覆盖了中国全部对外直接投资存量的 63%², 未来, 我们在遵循以上三个样本选择基本原则的基础上将纳入更多的国家(地区)进入评级体系, 以全面服务于走向世界各个角落的中国企业的海外投资需求。

改进评级体系。作为首次进行国家风险评级, 虽然有强大的研究团队和智库支持, 本评级体系仍然有较大改进空间。未来在指标选择、权重设定、方法构建上, 本评级体系都将根据国内外不断变化的形势、中国企业不断演进的海外投资模式以及不断出现新的投资风险进行相应改进。

深化学术和政策研究。未来, 我们将基于本评级体系深入学术和政策性研究, 分析中国企业海外投资所面临的国家风险的决策因素, 影响途径以及化解方法。

²不包括香港、英属维尔京群岛、开曼群岛、卢森堡和百慕大群岛这些主要的投资中转地以及避税等资金运作中心。

四、CROIC-IWEP 国家风险评级结果总体分析

本次评级对 26 个国家进行了评级，包括德国、澳大利亚等 8 个发达经济体，韩国、俄罗斯等 18 个新兴经济体。从区域分布来看，美洲涉及 5 个国家，欧洲涉及 5 个国家，非洲涉及 5 个国家，亚太涉及 11 个国家。

评级结果共分为九级，由高至低分别为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。其中 AAA-AA 为低风险级别，包括 8 个国家；A-BBB 为中等风险级别，包括 13 个国家；BB-B 为高风险级别，包括 5 个国家。从中可以看出，评级结果呈正态分布，反映出合理的风险分布区间。

（一）总体结果

从总的评级结果来看（见表 8），发达国家的评级结果普遍高于新兴经济体，投资风险较低。其中 8 个发达经济体全部排列前 10，18 个新兴经济体中只有韩国和俄罗斯进入前 10，新兴经济体中金砖国家排名普遍处于中游。

发达经济体一般经济基础较好，政治风险较低，社会弹性较高，但其债务水平普遍较高，并且其中有些国家受意识形态等方面的影响，对来自中国的投资采取歧视态度。2008 年全球危机暴露了这种依赖高水平债务发展模式的不可持续性，虽然在量化宽松政策的强力支撑下，目前经济已有复苏迹象，但这种宽松政策对全球经济的影响将会在长期内存在。一方面，危机后资产价格泡沫的破裂为投资者提供了新一轮投资机会，但由于发达经济体内严重的人口老龄化以及僵化的劳动力市场导致经济复苏缺乏弹性，同时，国内债务危机的发展存在较大不确定性，并且缺乏引领经济增长的革命性创新，可以预见，未来发达经济体将陷入长期低水平增长。但对中国投资者来说，目前是进行海外投资的较好时机，除了可以以较低的价格购得资产外，同时还可以获得中国企业比较欠缺的高端技术。

表 8. 总体评级结果

排名	国家	风险评级	排名	国家	风险评级
1	德国（欧）	AAA	14	巴西（美）	BBB
2	澳大利亚（亚太）	AA	15	土耳其（亚太）	BBB
3	加拿大（美）	AA	16	哈萨克斯坦（亚太）	BBB
4	法国（欧）	AA	17	印度（亚太）	BBB
5	韩国（亚太）	AA	18	南非（非）	BBB
6	美国（美）	AA	19	尼日利亚（非）	BBB
7	意大利（欧）	AA	20	巴基斯坦（亚太）	BBB
8	英国（欧）	AA	21	赞比亚（非）	BBB
9	日本（亚太）	A	22	柬埔寨（亚太）	BB
10	俄罗斯（欧）	A	23	越南（亚太）	BB
11	墨西哥（美）	A	24	蒙古（亚太）	BB
12	印度尼西亚（亚太）	BBB	25	安哥拉（非）	B
13	阿根廷（美）	BBB	26	苏丹（非）	B

对新兴经济体来说，其经济基础较为薄弱，较多不稳定因素导致政治风险较高，社会弹性较差，偿债能力分化较大，但与中国关系一般比较友好。金融危机后发达国家实施的量化宽松货币政策为资本市场提供了大量廉价资金，且这些资金多流入新兴市场国家，人为制造了新兴市场国家较早复苏的假象，同时也掩盖了一些结构性问题，比如产业结构畸形、创新能力低下、国家资本垄断过强等。目前继续依靠大量廉价资金维持增长的时代已经结束，但“熊彼特式”增长模式却依然没有在新兴市场国家建立起来，且部分新兴市场国家进入了国家资本主义，国有企业的经济作用不断增强，这一方针虽然在发展初期和经济危机时有助于替代私人资本的下降，但长期中将扭曲经济活动，抑制经济增长。对中国投资者来说，由于新兴经济体未来具有较大的增长潜力，因此投资新兴经济体将相应获得较高的投资回报率，但由于这些国家较高的政治风险和较差的社会弹性，因此投资不确定性也相对较大。

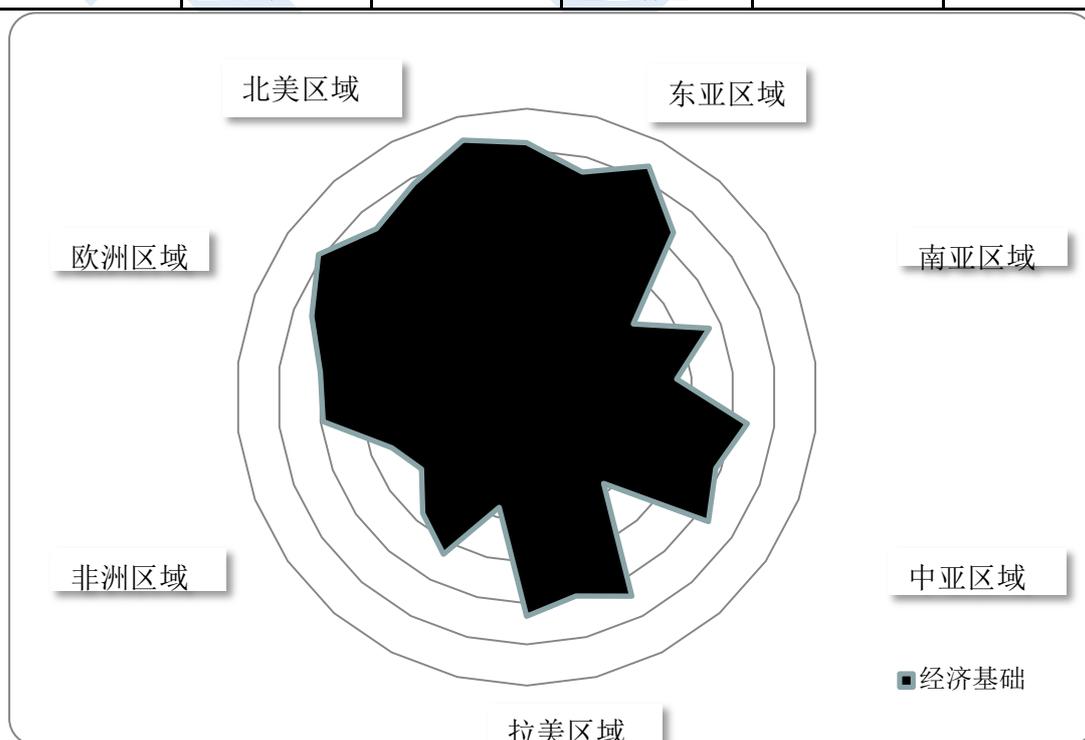
总体来说，发展中国家投资风险较大，排名靠后的国家集中在非洲和南亚，他们排名靠后的主要原因是经济基础较差，政治风险突出，社会弹性较低，偿债能力不足，但与中国关系较好，同时中国在这些国家的投资存量也比较大，因此中国企业海外投资时需综合考虑多方面因素。

（二）分项指标分析

（1）经济基础

经济基础方面，我们主要关注 10 个指标，包括衡量一国经济规模和发展水平的 GDP、人均 GDP 和基尼系数等指标；衡量一国经济绩效的经济增长率、通货膨胀率和失业率等指标；衡量一国经济增长稳定性的 GDP 增速波动系数；衡量一国开放度的相关指标。通过分析上述具体指标，我们发现，发达国家经济基础发展普遍好于新兴经济体，除了危机中的意大利之外，其他 7 个发达经济体均进入排名中的前 10 位，新兴经济体中仅韩国、墨西哥和印度尼西亚 3 个国家进入前 10。此外，虽然印尼在面对美国退出 QE 政策时受到较大打击，但其经济基础仍然较为稳固。

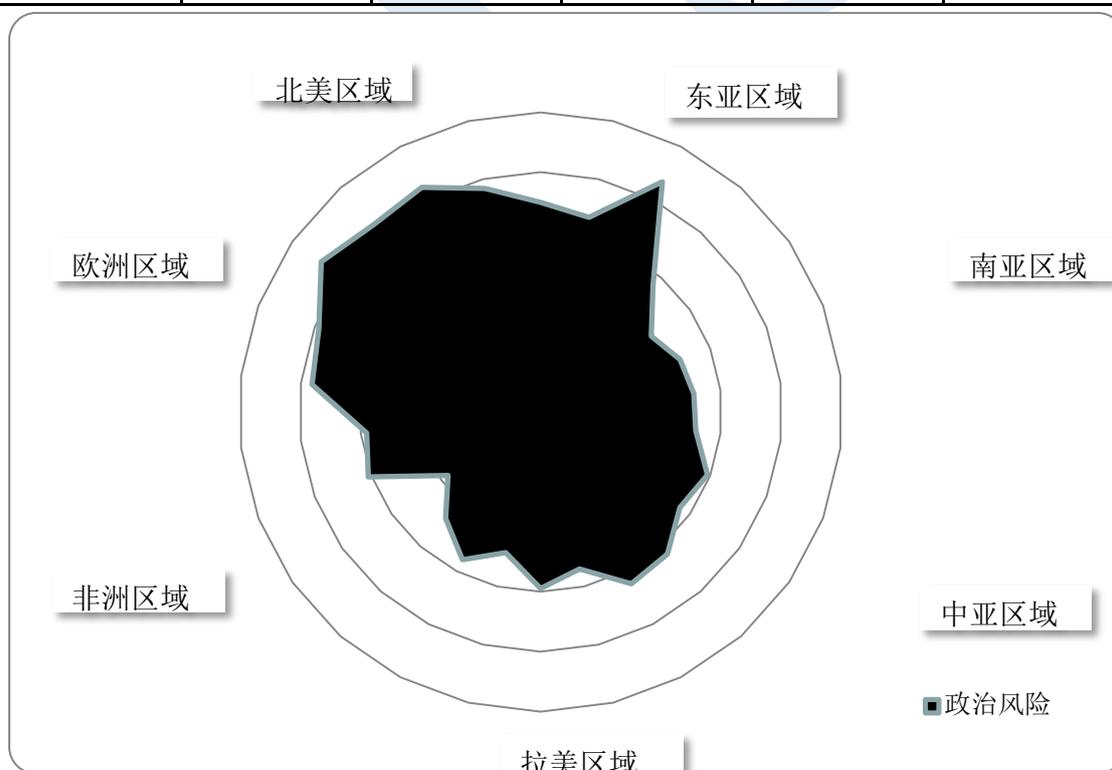
排名	国家	排名	国家	排名	国家
1	美国	10	印度尼西亚	19	南非
2	澳大利亚	11	印度	20	尼日利亚
3	日本	12	俄罗斯	21	越南
4	德国	13	巴西	22	赞比亚
5	加拿大	14	意大利	23	柬埔寨
6	韩国	15	阿根廷	24	苏丹
7	英国	16	土耳其	25	蒙古
8	法国	17	哈萨克斯坦	26	安哥拉
9	墨西哥	18	巴基斯坦		



(2) 政治风险

政治风险方面，我们主要关注 8 个指标，包括反映一国政府稳定性的指标，如任期还剩多少年、政府执行所宣布政策的能力以及保持政权的能力、军事干预政治；反映一国政府治理质量的指标，如政治体系的腐败程度、政府对民众诉求的回应、公共服务和行政部门的质量；此外还有法制水平和外部冲突状况指标。通过分析上述具体指标，我们发现，发达国家政治风险普遍低于新兴经济体，8 个发达经济体均进入排名中的前 10 位，新兴经济体中仅韩国和墨西哥 2 个国家进入前 10。

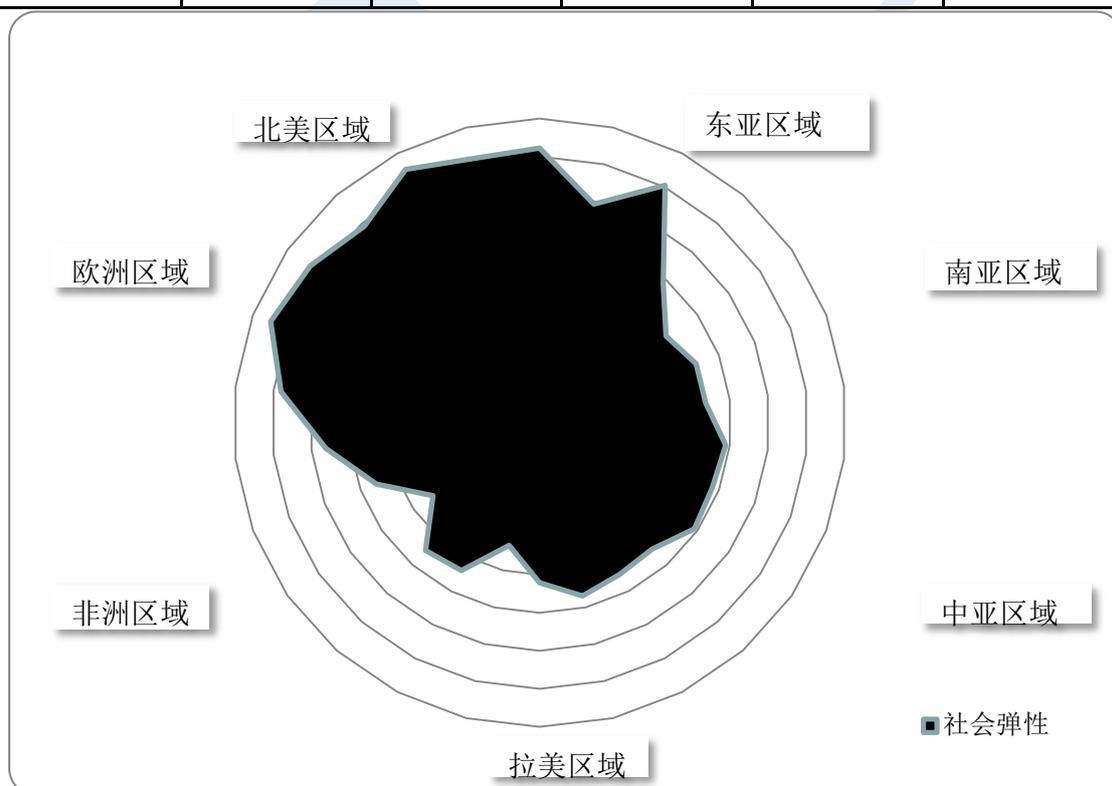
排名	国家	排名	国家	排名	国家
1	德国	10	墨西哥	19	阿根廷
2	澳大利亚	11	蒙古	20	印度尼西亚
3	加拿大	12	赞比亚	21	越南
4	法国	13	哈萨克斯坦	22	巴基斯坦
5	英国	14	巴西	23	安哥拉
6	美国	15	土耳其	24	尼日利亚
7	意大利	16	印度	25	柬埔寨
8	日本	17	俄罗斯	26	苏丹
9	韩国	18	南非		



(3) 社会弹性

社会弹性方面，我们主要关注 8 个指标，包括衡量一国劳动力素质的教育水平；衡量一国内部冲突程度和社会安全状况的指标；反映一国经商环境的指标，如环境政策、资本和人员流动限制、劳动力市场管制和商业管制。通过分析上述具体指标，我们发现，发达国家社会弹性发展状况普遍好于新兴经济体，8 个发达经济体均进入排名中的前 10 位，新兴经济体中仅韩国和土耳其 2 个国家进入前 10。

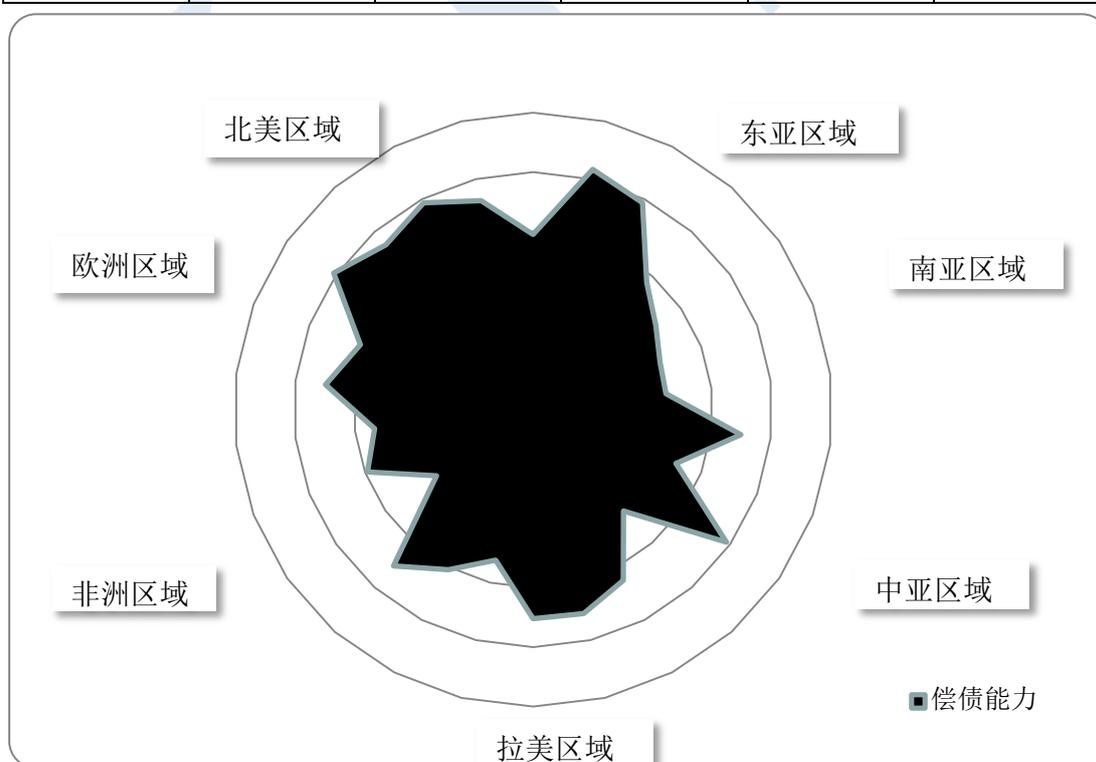
排名	国家	排名	国家	排名	国家
1	加拿大	10	土耳其	19	蒙古
2	英国	11	俄罗斯	20	南非
3	德国	12	印度尼西亚	21	巴基斯坦
4	日本	13	印度	22	越南
5	美国	14	哈萨克斯坦	23	巴西
6	澳大利亚	15	阿根廷	24	柬埔寨
7	法国	16	赞比亚	25	苏丹
8	意大利	17	墨西哥	26	安哥拉
9	韩国	18	尼日利亚		



(4) 偿债能力

偿债能力方面，我们主要关注 8 个指标，包括衡量一国国内公共部门和私人部门债务水平的指标，如公共债务占 GDP 比重和银行业不良资产比重；衡量一国外债规模的指标，如外债占 GDP 比重和短期外债占总外债比重；衡量一国财政实力的指标，如财政余额占 GDP 比重；衡量一国外部经济均衡状况的指标，如外债占外汇储备比重、经常账户余额占 GDP 比重以及贸易条件。通过分析上述具体指标，我们发现，发达经济体和新兴经济体都存在较大分化，进入排名前 10 位的包括 5 个发达经济体和 5 个新兴经济体，其中韩国作为新兴经济体偿债能力居于所有国家之首。

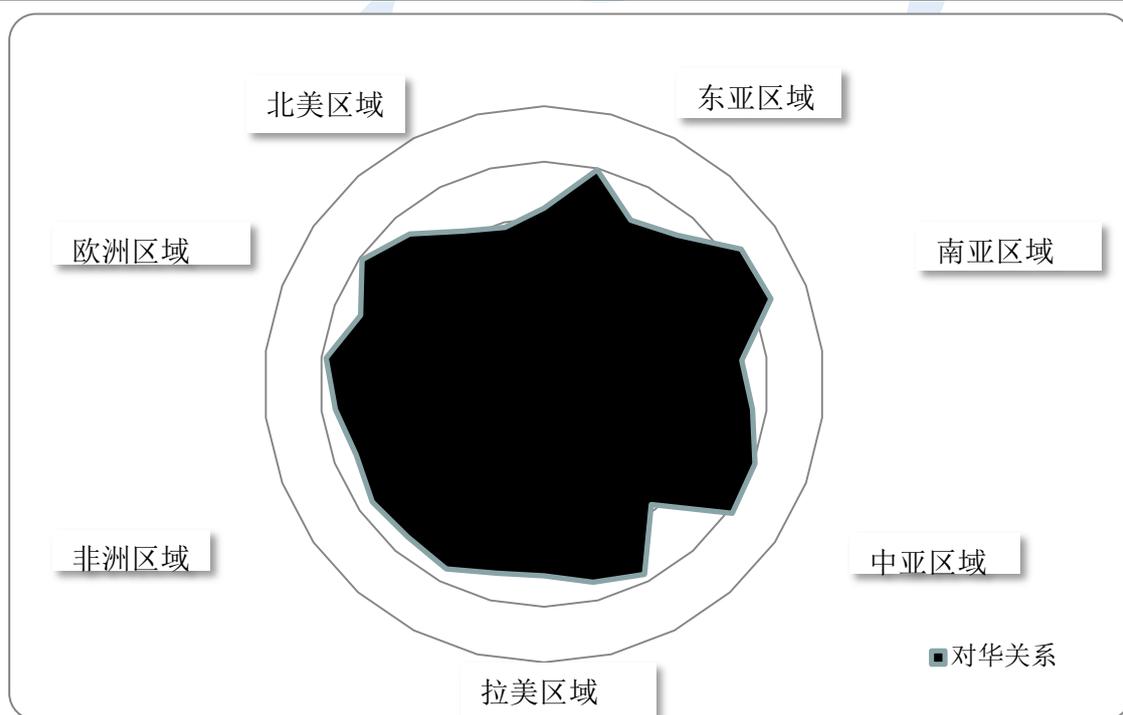
排名	国家	排名	国家	排名	国家
1	韩国	10	尼日利亚	19	土耳其
2	德国	11	印度尼西亚	20	安哥拉
3	澳大利亚	12	意大利	21	哈萨克斯坦
4	加拿大	13	墨西哥	22	柬埔寨
5	俄罗斯	14	英国	23	蒙古
6	法国	15	南非	24	巴基斯坦
7	美国	16	赞比亚	25	越南
8	阿根廷	17	日本	26	苏丹
9	巴西	18	印度		



(5) 对华关系

对华关系方面，我们主要关注 3 个指标，包括双方是否签订了投资协定（BIT）以及该协定是否已经生效，投资受阻程度和双边政治关系。在这一分项指标中，新兴经济体排名比较靠前，进入排名前 10 位的除了德国和意大利 2 个发达经济体之外，其余 8 个均为新兴经济体。

排名	国家	排名	国家	排名	国家
1	巴基斯坦	10	土耳其	19	安哥拉
2	柬埔寨	11	印度尼西亚	20	英国
3	俄罗斯	12	苏丹	21	巴西
4	哈萨克斯坦	13	阿根廷	22	澳大利亚
5	韩国	14	尼日利亚	23	日本
6	德国	15	法国	24	加拿大
7	意大利	16	印度	25	美国
8	墨西哥	17	赞比亚	26	蒙古
9	南非	18	越南		



五、CROIC-IWEP 国家风险评级结果分国别分析

（一）德国

各项指标表现出色且非常均衡，目前和中国关系处于蜜月期，要求进行国内结构调整的外部压力较大。

（二）澳大利亚

各项指标表现良好且均衡，和中国经济存在极强互补性，对中国资源和农产品投资有疑虑。

（三）加拿大

各项指标表现良好且均衡，和中国经济存在很强互补性，对中国国有企业资源类投资政策环境可能趋紧。

（四）法国

各项指标表现良好，主权债务风险有上升迹象，对华投资保护主义有所抬头。

（五）韩国

各项指标表现良好且均衡，中韩政经关系日趋密切，面临朝韩局势动荡的不确定性。

（六）美国

有望在发达国家中率先复苏，财政债务问题可能恶化，中美之间战略互信不足。

（七）意大利

主权债务危机悬而未决，中小规模制造业是有吸引力的投资对象，与中国政经关系良好。

（八）英国

金融服务业依然具有很强的竞争力，伦敦可能成长为人民币重要的离岸市场，国民债务压力较大。

（九）日本

结构性改革面临很大阻力，对国外投资管制较为严格，中日关系处于“政冷经冷”的低潮期。

（十）俄罗斯

和中国经济互补性较强，营商环境有待改善，经济增长高度依赖能源出口。

（十一）墨西哥

微观主体活力不足影响经济增长潜力，经济对外依赖度较高，部分区域社会稳定性较差。

（十二）印度尼西亚

经济增长潜力较大，近期受美国 QE 退出政策的影响较大，投资前景广阔但面临一定投资限制。

（十三）阿根廷

长期增长乏力，在资源和农产品方面与中国具有较强互补性，需警惕国有化风险。

（十四）巴西

资源丰富与中国经济互补性强，近期受美国 QE 退出政策的影响较大，在农地和资源投资上保护主义有所抬头。

（十五）土耳其

具有较好经济增长前景，国际收支存在较大失衡，和中国关系相对稳定。

（十六）哈萨克斯坦

资源丰富和中国经济互补性较强，营商环境有待改善，制造业基础薄弱。

（十七）印度

基础设施落后制约了经济增长潜力的发挥，近期增长较为低迷且受美国 QE 退出政策的影响较大，内外债偿还压力面临攀升风险。

（十八）南非

劳动力市场动荡、失业率高企，国际收支失衡且受美国 QE 退出政策影响较大，中国企业进入非洲的重要门户。

（十九）尼日利亚

部族和宗教冲突较为严重，产业结构过于单一，社会治安问题影响外国投资者信心。

（二十）巴基斯坦

与中国政经关系一贯密切，经济基础薄弱，社会安全隐患突出。

（二十一）赞比亚

自然资源丰富，社会治安状况欠佳，与中国政经关系有所降温。

（二十二）柬埔寨

与中国关系良好，经济基础薄弱，外债负担较重且偿债能力较弱。

（二十三）越南

增长潜力较好、是中国产业转移的较好目的地，经常账户不平衡且外债负担较重，领土争议引发双边关系的不确定性。

（二十四）蒙古

资源丰富与中国经济有一定互补性，产业结构单一、制造业基础薄弱，对中国资源类投资存在疑虑。

（二十五）安哥拉

经济增长严重依赖石油产业，国内外债务负担较重，社会不稳定因素突出。

（二十六）苏丹

南北苏丹分治严重影响经济实力，国内政治、安全局势严峻，偿债能力薄弱。

IIS 简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李众敏、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、林念、王宇哲、高蓓、陈博、刘洁与徐以升。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。