

作者：冯祖涵 王祎凡  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 加息背景下新兴经济体面临的经济金融风险

### 摘要

2021年3月起，巴西、俄罗斯与土耳其三个新兴经济体率先加息。截至目前，巴西央行已连续两次加息，俄央行为遏制通胀已连续三次升息，土耳其央行则一次性加息200个bp，加息幅度超出市场预期。

本轮新兴经济体加息主要由通胀压力以及跨境资本流动大幅波动驱动。当前新兴经济体面临的通胀压力一方面来自美国超宽松货币政策与全球大宗商品价格上涨导致的输入型通胀，另一方面来自疫情期间多国采取的经济刺激政策导致全球流动性过剩。而跨境资本流动大幅波动则是受到市场对美联储货币政策转向预期的影响。

新兴经济体在尚未从疫情中完全恢复的情况下，迫于通胀与资本外流压力升息，将导致借贷成本上升，从而影响其经济复苏前景。而且多数新兴经济体因疫情冲击，面临双赤字走阔与债务扩张，加息将增加其债务偿付压力，加剧了其经济与金融的脆弱性。

但新兴市场国家的基本面不同，各国所面临的经济金融风险出现分化。关键的基本面要素主要包括经济复苏进程、通胀水平与货币政策以及经常账户收支。而土耳其与阿根廷在以上方面均表现较差，经济金融风险尤为突出。阿根廷于去年出现第九次主权债务违约，主权信用风险较高，而土美关系降温与里拉币值震荡也导致土耳其经济风险加剧。

#### 相关报告研究：

1. 《美联储维持宽松货币政策，预期加息时点提前——美联储6月议息会议详解》，2021.06.22
2. 《土美关系降温叠加汇率动荡，土耳其政经风险加剧》，2021.04.28
3. 《印度疫情急剧恶化，复苏进程将受到冲击》，2021.04.23
4. 《美国实施大规模经济制裁对俄罗斯的影响分析》，2021.04.16

2021年3月以来，多个新兴经济体率先加息，且加息幅度超出市场预期。巴西央行于3月17日宣布，将基准利率提高75个基点至2.75%，这是巴西自2015年7月以来首次加息；5月5日，巴西央行宣布二次加息，将基准利率从2.75%上调至3.5%。俄罗斯央行也于3月19日宣布，将基准利率提高25个基点至4.5%，这是自2018年以来俄央行首次加息；4月23日，俄罗斯央行宣布了年内的第二次加息，将基准利率从4.5%提高到5%；6月11日，为遏制通胀，俄央行进一步将基准利率提高50个bp至5.5%。土耳其央行则于3月18日将利率一次性提升200个bp至19%，升息幅度达到市场预期的两倍。除巴西、俄罗斯和土耳其等已加息的经济体外，市场预期印度、马来西亚、泰国、南非、尼日利亚等新兴经济体也有加息的可能性。

## 一、新兴经济体加息的驱动因素

2021年巴西、俄罗斯与土耳其等新兴经济体率先加息，主要是由通货膨胀压力与跨境资本流动大幅波动这两大因素驱动。新兴经济体面临的通胀压力加剧一方面受到输入型通胀影响，另一方面也是由于疫情期间多国采取的经济刺激政策导致全球流动性过剩；跨境资本流动大幅波动则与美联储的货币政策及市场预期紧密相关。

### 1. 新兴经济体通货膨胀压力显著

2021年以来新兴经济体普遍面临通胀压力增加的问题。以已加息的巴西、俄罗斯与土耳其为例（见图1），三个新兴市场国家自2020年第四季度以来消费者物价水平迅速上涨，进入2021年后通胀水平仍居高不下。具体来看，2020年11月俄罗斯CPI同比上涨4.42%，超出4%的俄央行目标通胀水平，随后通胀水平持续上涨。同月，巴西广义消费者物价指数（IPCA）同比上涨4.31%，超出央行调控目标中值<sup>1</sup>，之后通胀率持续攀升。土耳其常年面临高通胀问题，2020年末里拉大幅贬值、信贷快速扩张与供给侧持续的通胀压力导致土耳其通胀率陡增。当前，新兴经济体所面临的通胀高企主要是受输入型通胀与经济刺激政策导致的全球流动性过剩影响。

<sup>1</sup> 巴西国家货币委员会设定的2021年通胀率管理目标中值为3.75%，允许上下浮动1.5个百分点。

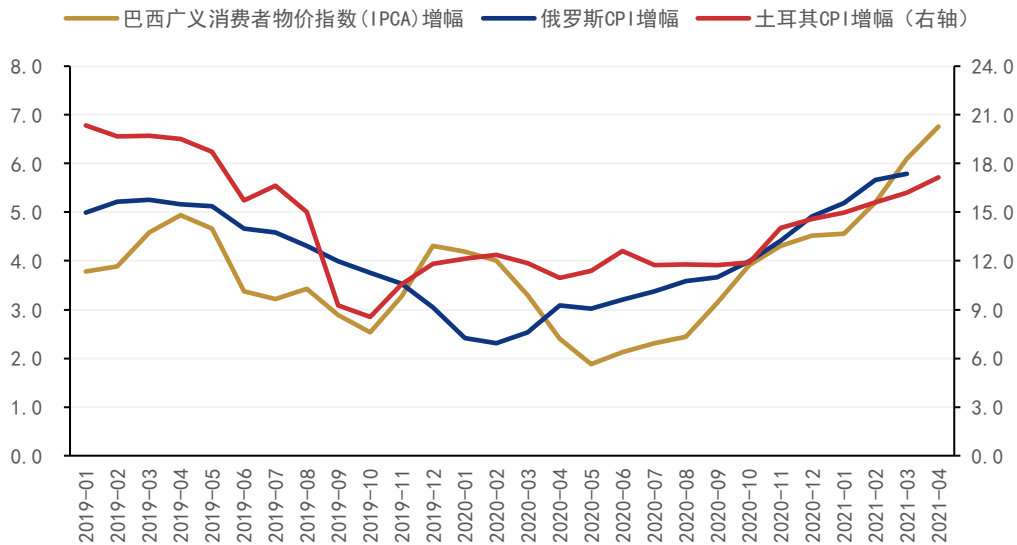


图1: 巴西、俄罗斯与土耳其通货膨胀水平 (单位: %)

数据来源: Wind, 远东资信整理

### (1) 输入型通货膨胀压力加剧

新兴经济体所面临的输入型通货膨胀压力主要来自美联储的超宽松货币政策与国际大宗商品价格上涨。一方面, 美联储实施的超宽松货币政策导致流动性过剩, 推高了美国通胀预期, 并进一步通过短期跨境资金的投资组合将通胀风险溢出至新兴经济体。当前美联储维持0%-0.25%的联邦基金利率不变, 同时维持每月1200亿美元的购债规模不变。超宽松货币政策推动美国通胀水平自2020年下半年逐步回升, 2021年3月伴随疫苗接种取得进展、经济复苏进程加快, 美国CPI同比增幅与核心PCE物价指数同比增幅分别快速上涨至2.6%和1.8%。4月, 基数效应与供求缺口继续推动CPI同比增幅与核心PCE物价指数同比增幅分别上涨至4.2%和3.1%的历史高位水平。5月, 美国CPI同比增幅跃升至5%, 为2008年8月以来的最大年度涨幅, 通胀压力显著。美国的通胀压力进一步通过跨境投资组合传导至新兴经济体。2020年第四季度, 在美国大选导致美国投资不确定性增加的背景下, 新兴经济体吸引了大规模的证券投资组合流入, 11月新兴经济体的证券投资组合流入规模达到765亿美元, 创两年以来最高水平。受此影响, 新兴经济体的输入型通胀压力加大, 通胀水平迅速抬升。

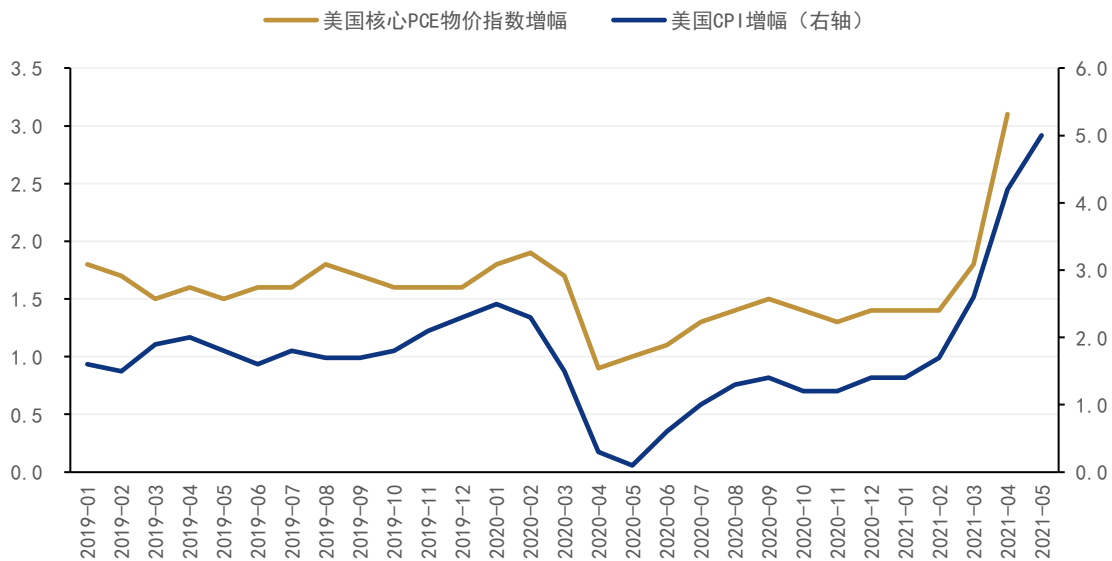


图 2: 美国通货膨胀水平 (单位: %)

数据来源: Wind, 远东资信整理

另一方面, 全球供需缺口推动大宗商品与基础原材料价格上涨。国际商品指数 CRB 指数 6 月 20 日报 205.86 点, 年初至今涨幅达 22.68%; 布伦特原油期货结算价 6 月 18 日报每桶 73.51 美元, 年初至今涨幅逾 43.88%; 伦敦期铜 6 月 18 日报每吨 9230.00 美元, 年初至今涨幅约 16.38%。此外, 5 月联合国粮农组织食品价格指数升至 127.1 点, 环比上涨 4.8%, 同比上涨 39.7%; 食品价格指数连续第 12 个月上涨, 达到 2011 年 9 月以来最高水平。大宗商品价格上涨是由于主要经济体疫情基本得到控制, 居民消费反弹, 市场普遍预期总需求将趋于旺盛; 而处于供给端的部分新兴经济体则受到疫情形势反复制约, 供给端复苏进程不及需求端。大宗商品与基础原材料价格持续上涨, 为新兴经济体带来输入型通胀, 粮食价格上涨会为依赖粮食进口的欠发达国家带来风险。

## (2) 经济刺激政策导致流动性过剩

此外, 在新冠肺炎疫情冲击全球经济的背景下, 各国普遍采取了宽松的货币政策, 广泛使用了多种货币政策工具, 导致全球流动性过剩。从 8 个主要经济体 2020 年所使用的货币政策工具 (见表 1) 中, 可以发现各国广泛使用利率政策与贷款工具, 资产购买构成发达经济体应对危机的主要政策工具之一, 而新兴经济体还使用了准备金政策。以巴西、俄罗斯与土耳其的利率政策为例 (见图 3), 三个新兴经济体都曾于 2020 年大幅削减基准利率。巴西与俄罗斯在 2020 年内累计降息幅度分别达到 250bp 与 200bp; 土耳其则在 2020 年前三季度累计降息 300bp, 但通胀高企与土耳其里拉大幅贬值迫使土央行快速升息 875bp。全球过剩的流动性与本国宽松的货币政策刺激消费与信贷迅速增长, 需求回升叠加货币宽松环境下资产价格上涨带来的财富效应, 共同推动物价水平上行。

表 1: 2020 年主要经济体货币政策工具概览

货币政策工具	具体措施	发达经济体				新兴经济体			
		美国	欧盟	日本	英国	中国	印度	土耳其	巴西
利率政策	降低基准利率	√			√	√	√	√	√
贷款政策	流动性补充	√	√	√	√	√	√	√	√
	针对性贷款	√	√	√	√	√		√	√
资产购买	政府债券	√	√	√	√		√	√	
	商业票据	√	√	√	√				
	公司债券	√	√	√	√				
	其他资产		√	√					
外汇政策	美元掉期交易		√	√	√				√
	掉期						√		√
	外汇干预						√		
准备金政策	准备金利率					√	√		
	法定准备金率	√				√	√		√
	合规情况								√

数据来源: BIS, 远东资信整理

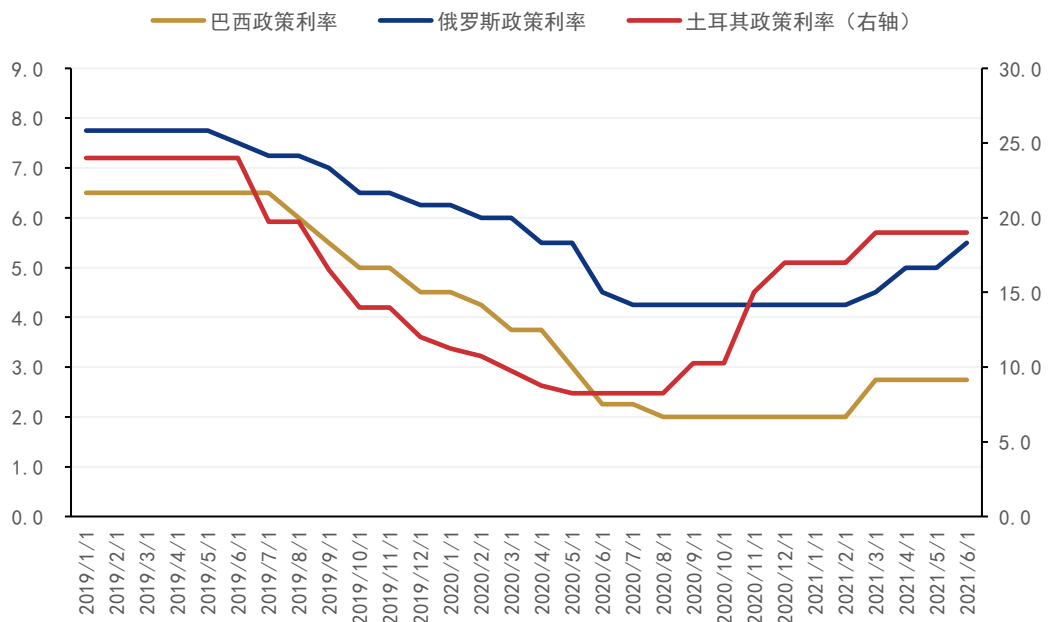


图 3: 巴西、俄罗斯与土耳其政策利率变动 (单位: %)

数据来源: BIS, 远东资信整理

## 2. 新兴经济体跨境资本流动大幅波动

新兴经济体加息的另一主要原因是在美联储货币政策及相应的市场预期影响下, 今年以来新兴经济体资本流动

出现大幅波动，资本外流风险加剧。从新兴经济体证券投资组合净流入情况来看，2021年1月在全球流动性过剩、疫苗生产进程加快以及投资者风险偏好增加的背景下，新兴经济体吸引了535亿美元资金净流入；但随后长期美债收益率持续走高使新兴市场承压，流入新兴市场国家的资金规模持续缩减；3月，新兴市场证券投资组合净流入放缓至近一年来的最低水平（101亿美元），除中国外的新兴市场国家资金净流入骤减；4月，在美联储维持超宽松货币政策不变的背景下，新兴市场国家风险偏好增强，债券市场流入强劲，新兴市场国家流入资金激增至455亿美元；5月，全球范围内通胀压力的累积影响了新兴市场的资金整体流入情况，除中国外的新兴市场国家股票市场资金外流严重，仅中国股票市场资金流入仍保持强劲。

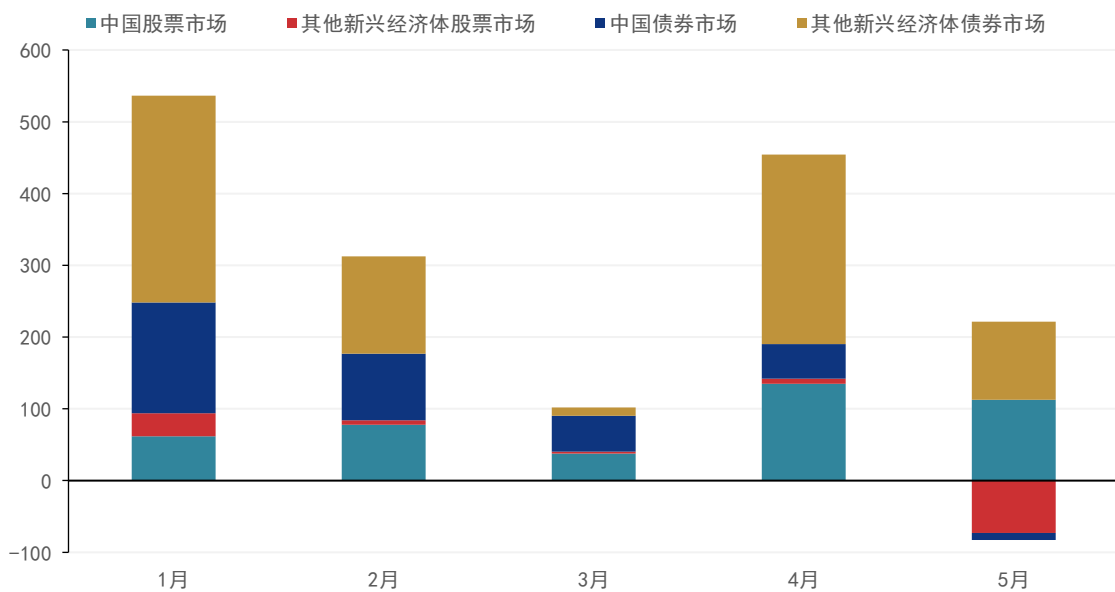


图 4: 2021年1-5月新兴经济体证券投资组合净流入 (单位: 亿美元)

数据来源: IIF, 远东资信整理

美联储的货币政策主要通过利率、汇率以及风险偏好等三个主要传导路径影响新兴经济体资本流动，而具体新兴市场国家受冲击的程度还取决于其自身的基本面情况，尤其是经常账户收支、通胀水平以及货币政策空间。

### (1) 利率路径

2021年以来，虽美联储继续维持超宽松货币政策，但美国经济复苏预期升温带动美国股价上扬，市场对通胀预期增大并担忧美联储宽松货币政策转向，新兴经济体对跨境资本的吸引力大幅下降。自2021年2月起，十年期美债收益率迅速攀升，并于3月31日触及1.74%的一年来的最高水平。受此影响，美国国债与新兴经济体国债收益率之差收窄，新兴经济体资本流入放缓。3月，除中国外的新兴市场国家资金净流入骤减，新兴市场证券投资组合净流入环比下降67.31%至101亿美元，触及近一年来的最低水平。

在4月FOMC议息会议维持超宽松货币政策<sup>2</sup>的背景下，美债收益率基本维持稳定，在1.6%左右浮动。而6月的FOMC议息会议继续维持联邦基金利率与资产购债规模不变，但美联储整体上对经济风险的评估更显鹰派。多数美联储官员对加息时点的预测也由2024年提早至2023年，美联储也正式承认开始“提及讨论”缩减购债。穆迪、美国银行、摩根大通等多家机构预测正式缩减计划或在明年初开启。6月16日当天美国国债收益率飙升，10年期美债收益率由前一日的1.51%上行至1.57%，创下3月初以来最大涨幅。但6月17日长期美债收益率大跌，回吐前日全部涨幅，10年期国债收益率跌回1.52%。究其原因，美联储提前加息的预期削弱了通胀前景，从而导致长债国债收益率下跌，收益率曲线走平。但未来市场对美联储收紧货币政策的预期强化还将导致美债收益率攀升，新兴市场资产吸引力下降，资本外流压力增加。



图5：美国十年期国债收益率（单位：%）

数据来源：Wind，远东资信整理

## (2) 汇率路径

自2021年初至3月，美元指数随美国经济复苏实现了低位反弹，截至3月31日美元指数较年初上涨了3.68%。相应地，新兴经济体货币相对贬值，从而降低了新兴经济体的投资吸引力，并加重其对美元债务的还款负担。截至3月底，土耳其里拉相对美元较年初贬值11.64%，巴西雷亚尔相对美元较年初贬值9.47%。货币贬值也为新兴经济体维持国际收支平衡与币值稳定带来挑战，而新兴经济体应对这一风险的能力主要取决于其经常账户收支情况、外汇储备以及汇率制度。

4月以来，超宽松货币政策与大规模财政刺激措施削弱了美元的吸引力，令持有美元寻求避险的投资者转向其

<sup>2</sup> 2021年4月29日，美联储4月FOMC会议决议全票通过维持联邦基金利率区间在0%-0.25%水平不变，维持超额存款准备金利率（IOER）在0.1%不变，同时维持每月1200亿美元的购债规模（800亿美元国债和400亿美元MBS），以及CMBS购买和回购操作等不变。预计美联储将继续将联邦基准利率维持在近零水平，直至劳动力市场条件符合最大就业评估以及长期通胀率在2%左右（并有望在一段时间内超过2%）。

他货币，美元指数走弱。因美联储多次重申鸽派立场，且美国非农就业数据<sup>3</sup>不及预期，市场对美联储加息预期下降。此外，3月31日美国总统拜登公布了追加的3万亿美元经济刺激计划，大规模财政支出在支持经济的同时也削弱了美元。美元指数持续回落，于5月24日录得89.8363，接近年初水平。在弱势美元的背景下，新兴经济体货币出现不同程度的升值。5月底人民币升值势头明显，人民币兑美元汇率突破6.4的关口频创三年新高。为此中国央行采取了一系列干预措施<sup>4</sup>，使人民币结束了持续过快升值，重回理性。

6月FOMC议息会议显示出美联储立场转鹰，推动美元走强。美元指数继16日当天上涨接近1%后，17日继续上涨约0.56%至91.9096，触及两个月高位。未来美国经济强势复苏带动美元走强、美联储货币政策收紧、全球疫情得到控制和供应能力恢复等因素将导致新兴货币币值承压。



图6：美元指数

数据来源：Wind，远东资信整理

### (3) 风险偏好路径

自2021年以来，反映市场对未来30天波动性预期的VIX指数与新兴市场国家证券投资组合净流入量大致呈现负相关的关系。2月至3月，因市场预期美联储超宽松货币政策转向，担忧新兴市场金融脆弱性，恐慌指数上升，市场倾向于抛售新兴市场资产以规避风险。4月，美联储重申鸽派立场，并声明将向市场积极传达政策信号，避免“缩减恐慌”重演。美联储的态度帮助投资者重铸对新兴市场资产的信心，新兴市场国家跨境资本流入实现低位反弹。5月，伴随部分新兴市场国家疫情形势紧张与全球范围内通胀压力积累，市场恐慌情绪再起，新兴市场的资金整体流入情况受影响。

<sup>3</sup> 美国4月非农就业人口变动季调后仅仅增加26.6万，远不及预期的增加100万，相比前值增加91.6万大幅回落；失业率从6.0%意外升至6.1%，而市场原本预期将升至5.8%。5月非农就业人数增加55.9万，预估为增加67.4万，低于市场预期；美国5月失业率为5.8%，创去年3月以来新低，预估为5.9%。

<sup>4</sup> 央行的干预措施主要包括上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点、发放新一轮QDII额度、以及重启境内美元债。





图 7: CBOE 波动率指数 (VIX)

数据来源: Wind, 远东资信整理

## 二、新兴经济体加息的潜在影响

在全球货币超发与输入型通胀压力的背景下,新兴经济体国家通胀水平抬升;同时,美联储的货币政策及相关市场预期通过利率、汇率与风险偏好等路径影响新兴市场跨境资本流动,导致新兴经济体资本外流风险加剧。受此影响,巴西与俄罗斯于 2021 年 3 月开启加息周期,土耳其也进一步将基准利率水平提升至 19% 的高位。新兴经济体在尚未从疫情中完全恢复的情况下,迫于通胀与资本外流压力升息,或将影响经济复苏前景,并加大债务偿付压力。

### 1. 加息将导致借贷成本上升,或将影响经济复苏进程

已加息的新兴经济体尚未完全从疫情对经济的冲击中恢复。俄罗斯制造业 PMI 自 2021 年初以来持续保持在 50% 的临界点上方,但 4 月制造业 PMI 较上月回落 0.7 个百分点。土耳其自 2021 年 3 月起疫情形势持续反弹,政府于 3 月末收紧限制措施;4 月以来,土耳其制造业复苏进程放缓,当月制造业 PMI 较上月大幅下降 2.2 个百分点至 50.4%;5 月制造业 PMI 继续下降至 49.3%,低于临界点水平,制造业活动总体较上月收缩。巴西制造业 PMI 指数虽持续位于临界点上方,但占国民经济主导地位的服务业表现较差。2021 年初以来,巴西第二波新冠肺炎疫情爆发,服务业受冲击严重,1-5 月服务业 PMI 持续低于临界点水平。

在此情况下,新兴经济体央行提高基准利率将导致实体经济借贷成本上升,融资难度加大,企业投资意愿降低,从而影响供给端的恢复进程。此外,当前的全球性通胀尚未被证实是否伴随经济增长以及是否是暂时的,新兴经济体率先加息而发达国家仍保持宽松的货币政策,或将对新兴经济体造成冲击。

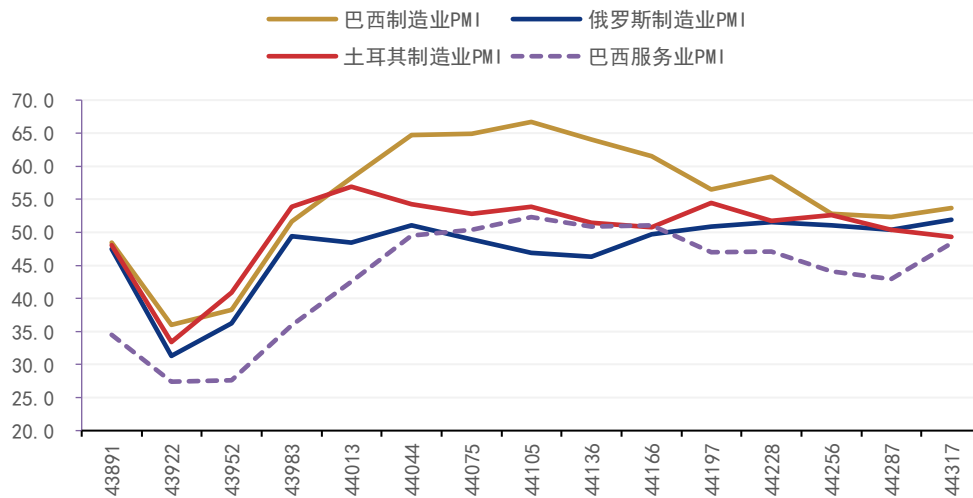


图8: 巴西、俄罗斯、土耳其采购经理指数 (PMI) (单位: %)

数据来源: Wind, 远东资信整理

## 2. 加息将增加新兴经济体债务偿付压力

受新冠肺炎疫情的影响,部分新兴经济体财政赤字与经常账户赤字走阔,政府债务与外债规模扩张。在新冠肺炎疫情冲击经济、侵蚀税基的背景下,多个新兴经济体采取了大规模的财政支出计划,财政赤字水平随之抬升。为弥补财政赤字,政府大规模举债,导致政府债务水平上升。以巴西为例,2020年巴西政府推出的财政刺激计划规模相当于GDP的12%,其中大部分财政措施直接影响到初级财政赤字。受此影响,2020年巴西财政赤字水平较上年大幅上涨7.49个百分点至13.37%,一般政府债务水平由上年的87.66%上涨至98.94%。

另一方面,2020年全球经济下行与外部需求萎缩导致整体贸易形势恶化,部分新兴经济体经常账户恶化显著。外向型经济体的进口与出口均呈现不同程度的萎缩;在疫情相关的国际旅行限制影响下,部分依赖旅游业的经济体服务出口大幅缩减;一些依赖侨汇的经济体也面临侨汇收入大幅下滑的问题。经常账户赤字走阔进一步推动外债负担加重。以土耳其为例,2020年在外部需求疲软与国内信贷快速增长的作用下,土耳其经常账户余额由上年的盈余(0.89%)转为赤字(-5.10%),料将推动土耳其外债水平突破60%的国际警戒线水平。

在双赤字走阔、政府债务与外债积累的情况下,加息将增加新兴经济体的债务偿付压力,提高借新还旧的难度。此外,美债收益率走高与美元升值也将增加新兴经济体美元融资成本,从而加重其外债负担。而加息是否会通过债务负担影响一国的主权信用风险,还需考虑该国的债务水平、债务结构以及偿付实力。以俄罗斯为例,俄罗斯在疫情期间也出现了财政赤字走阔、经常账户恶化等问题,但其政府债务与外债持续保持在较低水平,偿付实力基本稳定,影响其主权信用风险的关键因素是美欧对俄的制裁措施限制其外部融资能力。

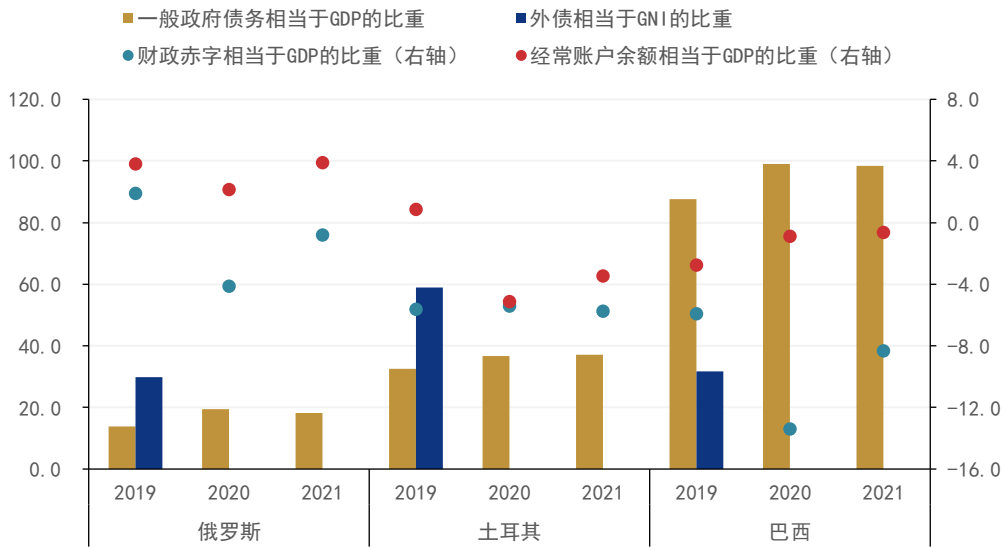


图9：巴西、俄罗斯、土耳其政府债务水平与双赤字水平（单位：%）<sup>5</sup>

数据来源：IMF，远东资信整理

### 三、新兴经济体风险暴露程度分化

全球性通胀压力与资本外流风险加剧了新兴经济体经济与金融的脆弱性，已加息的经济体还面临借贷成本上升、债务偿付压力增加等问题。但各新兴市场国家的基本面不同，其抗风险能力存在差异，最终的风险暴露程度出现分化。

笔者认为，影响当前新兴经济体经济金融风险的关键基本面要素主要包括经济复苏进程、通胀水平与货币政策以及经常账户收支，债务积累在全球债务容忍度普遍提高的情况下短期内不会引发危机，但会构成长期风险。

首先，如果一国经济复苏势头良好，其面临的通胀在一定程度上是由市场预期经济增长会更强劲所引起的；同时，经济前景良好也会增强该国的投资吸引力，将跨境资金吸引至本国市场，从而减轻资本外流风险。当前，新兴市场国家处于经济周期的不同阶段。疫情控制良好、疫苗接种进程较快的国家多数已进入经济上行周期，部分国家（如印度、阿根廷、巴西、土耳其、波兰等）则遭遇了疫情形势反复，复苏进程受阻。此外，随着全球需求复苏与大宗商品价格走高，一些依赖资源出口的国家贸易条件得到改善，复苏步伐加快。

其次，通胀水平与货币政策是影响经济金融风险的另一大关键因素。疫情冲击下的供需两弱导致多数经济体通胀水平在2020年有所下降，但部分国家（如土耳其与阿根廷）常年受困于高通胀，疫情期间通胀水平仍保持高位。例如，土耳其2020年CPI增幅录得12.28%，2021年以来通胀水平继续走高；阿根廷则常年面临恶性通货膨胀，

<sup>5</sup> 俄罗斯2020与2021年数据为IMF预测值，巴西与土耳其2021年数据为IMF预测值，部分外债数据缺失。

IMF 公布的阿根廷 2020 年通胀水平高达 42.02%<sup>6</sup>。除通胀水平以外，货币政策的独立性、灵活性与连贯性也尤为关键，土耳其央行可作为此方面的反面典型。2021 年初以来，土央行在鹰派总裁阿尔巴的领导下推行了更常规的货币政策，多次提高基准利率以对抗通胀。但随后央行总裁阿尔巴遭到总统埃尔多安撤换，这是埃尔多安自 2019 年中以来第三次撤换央行总裁<sup>7</sup>。这导致土耳其货币政策不确定性上升，土央行的独立性遭到严重质疑，股市、债市、汇市短时间内受到严重冲击。

最后，经常账户赤字与外汇储备也构成影响经济金融风险的重要因素。疫情期间，新兴经济体贸易条件普遍恶化，经常账户赤字走阔。这意味着贸易、服务与投资进出一国的缺口放大，外部融资需求增加，相应地外债负担加重。如果一国外债多以美元计价，美债收益率上涨与美元升值将进一步加重外债偿付压力。同时，经常账户赤字走阔也会影响一国外汇储备的增长。外汇储备对维持汇率稳定与偿付到期外债尤为重要。当一国投资吸引力下降，出现资本外流、汇率贬值时，央行可利用外汇储备进行干预，维持币值稳定。外汇储备也用于偿付到期外债，外汇储备不足时可以通过货币互换协议进行补充。以土耳其为例，经常账户赤字扩张、资本外流、里拉币值波动以及到期外债偿付需求导致土耳其央行外汇储备持续下降，土耳其与卡塔尔的货币互换协议额度由 50 亿美元提高至 150 亿美元，与中国的货币互换安排额度从 24 亿美元增加到 60 亿美元，以帮助土耳其缓解外部流动性紧张。

综合以上因素来看，新兴经济体中经济金融风险显著的国家包括土耳其与阿根廷。两国均面临新冠肺炎疫情形势恶化、通胀高企等问题，阿根廷于 2020 年 5 月出现第九次主权债务违约，主权信用风险较高，而土美关系降温与里拉币值震荡也导致土耳其经济风险加剧。此外，新兴经济体中还需密切关注疫情形势急剧恶化的印度与巴西，新型变异病毒导致印度新增确诊病例数自 4 月起急剧攀升，而随着南半球进入冬季，巴西或将成为全球疫情新震中之一。

<sup>6</sup> 阿根廷国家统计局的通胀率数据长期以来因政府操纵失去了公信力，国际货币基金组织等国际金融机构不予采用。

<sup>7</sup> 埃尔多安政府对撤换央行总裁解释称，前央行总裁阿尔巴遭撤换的原因在于未理性使用货币政策工具。埃尔多安长期持非传统的货币政策理念，即高利率导致通胀。

### 【作者简介】

冯祖涵，伦敦大学国王学院金融硕士，研究部助理研究员。

王祎凡，新加坡国立大学统计学硕士，研究部助理研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



### 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

#### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座  
11层  
电话：010-57277666

#### 上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城  
9层  
电话：021-6142800

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。