下载日志已记录，仅供内部参考

今年 Q4 国别风险关注哪些经济体？

——国别风险系列研究（四）

定期报告

频率：每季

我们曾在国别风险系列研究（一）、（二）、（三）中构建了国别风险评价体系，包括两套国别风险评价方法：第一，内部打分，对国别风险最重要的维度、指标进行打分；第二，外部评价，对三大主流评级机构标普、惠誉、穆迪的打分结果加权平均。本文对 51 个经济体进行内部打分和外部评级更新，数据截至今年 3 季度末。

- **国别风险评价体系：内部打分与外部评价。内部打分中，**本文构建经贸风险、债务风险、金融风险、政治风险 4 个维度、18 个子指标的评价体系；**外部评价中，**本文将标普、惠誉、穆迪的打分体系统一成可比口径，进行综合评价。
- **内部打分结果：东南亚和部分欧洲国家风险上升。横向比较来看，**今年 Q3 国别风险程度最高的前 10 大经济体分别为纳米比亚、巴基斯坦、孟加拉国、乌干达、乌拉圭、南非、哈萨克斯坦、菲律宾、巴西、巴拿马，其中巴西是新进入观测名单的经济体（Q2 为印尼）。**纵向比较来看，**亚洲总体风险较高、内部分化显著，东南亚部分经济体如菲律宾、泰国、柬埔寨国别风险较 Q2 上升，韩国、卡塔尔国别风险明显下降，其余经济体无明显变动；欧洲多数国家国别风险上升，其中波兰、法国、意大利、爱尔兰国别风险较 Q2 上升，卢森堡国别风险明显下降。其他地区得分整体变化不大，美洲的秘鲁国别风险明显上升。
- **外部评价结果：整体评级保持稳定。**亚洲多数经济体评级维持不变，哈萨克斯坦和巴基斯坦三季度评级较二季度有所上调；欧洲多数国家评级保持稳定，其中爱尔兰和黑山评级上调，波兰则有所下调。其他地区评级整体变化不大，美洲的加拿大、美国以及大洋洲的澳大利亚、新西兰等发达经济体评级持续处于较高水平。
- **风险提示：全球经济超预期；地缘政治风险超预期；国别风险评价体系构建存在不足之处，研究方法存在一定局限性；本报告基于对历史数据的分析，当市场环境变化时，存在失效风险。**

相关报告

1、《央国企动态系列报告之 74—数据资源开发利用专题》2026-10-27

2、《近期黄金价格为何大幅下跌—显微镜下的中国经济（2026 年第 39 期）》2026-10-27

3、《中期选举还有哪些悬念？———国际时政周评》2026-10-25

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
王泺宾 S1090523070007
wangluobin@cmschina.com.cn
宋渊萍 研究助理
songyuanping@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 国别风险评价：东南亚和部分欧洲国家风险上升 3
二、 外部评价：整体评级保持稳定 5

图表目录

表 1：内部打分：维度、子指标及含义 3
表 2：亚洲主要经济体国别风险评价 Q3 得分及较 Q2 变化 3
表 3：欧洲主要经济体国别风险评价 Q3 得分及较 Q2 变化 4
表 4：美洲及其他地区主要经济体国别风险评价 Q3 得分及较 Q2 变化 4
表 5：外部评价：标普、惠誉、穆迪评级及对应分值设定 5
表 6：亚洲主要经济体外部评级 Q3 得分及较 Q2 变化 6
表 7：欧洲主要经济体外部评级 Q3 得分及较 Q2 变化 6
表 8：美洲及其他地区主要经济体外部评级 Q3 得分 7

下载日志已记录，仅供内部参考

一、国别风险评价：东南亚和部分欧洲国家风险上升

我们曾在国别风险系列研究（一）、（二）、（三）中构建了国别风险评价体系，包括两套国别风险评价方法：第一，内部打分，对国别风险最重要的维度、指标进行打分；第二，外部评价，对三大主流评级机构标普、惠誉、穆迪的打分结果加权平均。本文用截至今年 Q3 的数据更新了这一框架。

表 1：内部打分：维度、子指标及含义

维度	序号	子指标	指标含义
经贸风险	1	通货膨胀	CPI 同比
	2	就业	失业率
	3	经常项目差额	经常账户余额占 GDP 比重
	4	外资流入规模	FDI 净流入占 GDP 比重
	5	汇率	广义实际有效汇率指数
债务风险	6	短债占比	短期外债占总外债比重
	7	外储偿债率	短期外债占外储比重
	8	出口收入偿债率	短期外债占当年出口创汇收入比重
	9	财政收支	财政赤字率
	10	财政可持续性	名义 GDP 增速与国债利息率之差
	11	信贷缺口	非金融私人部门信贷占 GDP 比重经 HP 滤波后得到的周期项
金融风险	12	金融市场抗风险程度	金融发展指数
	13	利率	国债收益率
	14	股价	股价同比
	15	房价	实际房产价格同比
政治风险	16	政治稳定	政治稳定与反暴力指数
	17	腐败控制	腐败控制指数
	18	经济政策不确定性	经济政策不确定性指数

资料来源：招商证券

打分模型显示：横向比较来看，今年 Q3 国别风险程度最高的前 10 大经济体分别为纳米比亚、巴基斯坦、孟加拉国、乌干达、乌拉圭、南非、哈萨克斯坦、菲律宾、巴西、巴拿马，其中巴西是新进入观测名单的经济体（Q2 为印尼）。**纵向比较来看，**亚洲总体风险较高、内部分化显著，东南亚部分经济体如菲律宾、泰国、柬埔寨国别风险较 Q2 上升，韩国、卡塔尔国别风险明显下降，其余经济体无明显变动；欧洲多数国家国别风险上升，其中波兰、法国、意大利、爱尔兰国别风险较 Q2 上升，卢森堡国别风险明显下降。其他地区得分整体变化不大，美洲的秘鲁国别风险明显上升。

表 2：亚洲主要经济体国别风险评价 Q3 得分及较 Q2 变化

经济体	经贸风险	债务风险	金融风险	政治风险	总得分	总得分较 Q2 变化
巴基斯坦	20.0	21.7	20.7	16.7	79.1	1.1
孟加拉国	17.8	21.7	16.3	16.7	72.4	1.7
哈萨克斯坦	20.0	17.3	20.7	10.0	68.1	1.1

下载日志已记录，仅供内部参考

菲律宾	**20.0**	**16.0**	**16.7**	**13.3**	**66.0**	**4.4**
印度尼西亚	16.7	15.6	14.4	13.3	60.0	-1.1
印度	13.3	15.6	17.8	11.7	58.3	3.3
越南	16.7	14.7	16.3	8.3	56.0	-1.3
泰国	**12.2**	**18.9**	**11.1**	**13.3**	**55.6**	**5.6**
柬埔寨	**20.0**	**13.3**	**10.4**	**11.7**	**55.4**	**5.9**
马来西亚	10.0	22.2	11.1	6.7	50.0	-1.1
沙特阿拉伯	15.6	15.6	10.0	6.7	47.8	1.1
日本	13.3	17.8	12.2	3.3	46.7	-1.1
以色列	10.0	15.6	10.0	10.0	45.6	-3.3
韩国	**10.0**	**17.8**	**12.2**	**4.4**	**44.4**	**-5.6**
卡塔尔	**11.1**	**13.3**	**11.9**	**3.3**	**39.6**	**-7.0**
科威特	12.2	6.7	13.3	6.7	38.9	0.0
阿联酋	11.1	6.7	15.6	3.3	36.7	0.0
新加坡	11.1	6.7	13.3	4.4	35.6	0.0

资料来源：招商证券；得分越高，风险越高

表 3：欧洲主要经济体国别风险评价 Q3 得分及较 Q2 变化

经济体	经贸风险	债务风险	金融风险	政治风险	总得分	总得分较 Q2 变化
塞尔维亚	21.1	10.0	15.6	11.7	58.3	-1.1
罗马尼亚	14.4	17.8	17.8	6.7	56.7	-2.2
法国	**17.8**	**17.8**	**11.1**	**8.9**	**55.6**	**4.4**
意大利	**14.4**	**20.0**	**14.4**	**4.4**	**53.3**	**4.4**
欧元区	**13.3**	**17.8**	**13.3**	**6.7**	**51.1**	**4.4**
俄罗斯	10.0	12.2	16.7	12.2	51.1	2.2
波兰	**12.2**	**15.6**	**16.7**	**5.0**	**49.4**	**5.6**
英国	13.3	17.8	12.2	5.6	48.9	2.2
西班牙	15.6	13.3	14.4	5.6	48.9	2.2
黑山	22.2	11.7	6.7	8.3	48.9	0.0
匈牙利	8.9	13.3	18.9	6.7	47.8	0.0
德国	13.3	11.1	14.4	8.9	47.8	3.3
比利时	13.3	15.6	12.2	5.6	46.7	3.3
瑞典	14.4	11.1	11.1	3.3	40.0	1.1
荷兰	10.0	11.1	14.4	4.4	40.0	3.3
丹麦	13.3	6.7	12.2	5.6	37.8	3.3
卢森堡	**13.3**	**11.1**	**8.9**	**3.3**	**36.7**	**-5.6**
爱尔兰	**14.4**	**6.7**	**11.1**	**3.3**	**35.6**	**4.4**
瑞士	10.0	8.9	11.1	3.3	33.3	2.2
挪威	10.0	6.7	11.1	3.3	31.1	-3.3

资料来源：招商证券；得分越高，风险越高

表 4：美洲及其他地区主要经济体国别风险评价 Q3 得分及较 Q2 变化

经济体	经贸风险	债务风险	金融风险	政治风险	总得分	总得分较 Q2 变化
美洲						
乌拉圭	20.0	26.7	20.0	3.3	70.0	2.2
巴西	16.7	20.0	16.7	10.0	63.3	2.2
巴拿马	14.4	30.0	8.9	10.0	63.3	1.1
秘鲁	**13.3**	**12.0**	**15.6**	**13.3**	**54.2**	**4.4**

下载日志已记录，仅供内部参考

墨西哥	12.2	12.2	18.9	10.0	53.3	2.2
智利	20.0	11.1	17.8	4.4	53.3	3.3
美国	15.6	15.6	12.2	6.7	50.0	-3.3
加拿大	17.8	11.1	10.0	7.8	46.7	0.0
大洋洲						
新西兰	17.8	13.3	8.9	3.3	43.3	-1.1
澳大利亚	14.4	11.1	13.3	4.4	43.3	0.0
非洲						
纳米比亚	25.6	33.3	15.6	11.7	86.1	0.0
乌干达	21.1	12.0	20.7	16.7	70.5	1.5
南非	14.4	25.6	17.8	11.7	69.4	2.2

资料来源：招商证券；得分越高，风险越高

二、外部评价：整体评级保持稳定

我们将标普、惠誉、穆迪的打分体系统一并分成可比的 0-20 档，如表 5 所示。

表 5：外部评价：标普、惠誉、穆迪评级及对应分值设定

分值	标普	惠誉	穆迪
20	AAA	AAA	Aaa
19	AA+	AA+	Aa1
18	AA	AA	Aa2
17	AA-	AA-	Aa3
16	A+	A+	A1
15	A	A	A2
14	A-	A-	A3
13	BBB+	BBB+	Baa1
12	BBB	BBB	Baa2
11	BBB-	BBB-	Baa3
10	BB+	BB+	Ba1
9	BB	BB	Ba2
8	BB-	BB-	Ba3
7	B+	B+	B1
6	B	B	B2
5	B-	B-	B3
4	CCC+	CCC	Caa1
3	CCC		Caa2
2	CCC-		Caa3
1	CC	CC	Ca
	C	C	
0	D	D	C

资料来源：标普、惠誉、穆迪，招商证券

外部评价结果显示：亚洲多数经济体评级维持不变，哈萨克斯坦和巴基斯坦三季度评级较二季度有所上调；欧洲多数国家评级保持稳定，其中爱尔兰和黑山

下载日志已记录，仅供内部参考

评级上调，波兰则有所下调。其他地区评级整体变化不大，美洲的加拿大、美国以及大洋洲的澳大利亚、新西兰等发达经济体评级持续处于较高水平。

表 6：亚洲主要经济体外部评级 Q3 得分及较 Q2 变化

分值	标普	惠誉	穆迪	得分
新加坡	20	20	20	100
卡塔尔	18	18	18	90
韩国	18	17	18	88
阿联酋	18	17	18	88
科威特	17	17	16	83
沙特阿拉伯	16	16	17	82
日本	16	15	16	78
以色列	15	15	13	72
马来西亚	14	13	14	68
泰国	13	13	13	65
菲律宾	13	12	12	62
哈萨克斯坦	**12 (+1)**	**12**	**13**	**62 (+1.7)**
印度尼西亚	12	12	12	60
印度	12	11	11	57
越南	10	10	9	48
孟加拉国	7	7	6	33
柬埔寨	6	6	6	30
巴基斯坦	**6 (+1)**	**5**	**4**	**25 (+1.7)**

资料来源：标普、惠誉、穆迪，招商证券；括号内为较 Q2 得分变动情况，得分越高，风险越低

表 7：欧洲主要经济体外部评级 Q3 得分及较 Q2 变化

分值	标普	惠誉	穆迪	得分
欧元区	**19**	**20**	**20**	**98**
德国	20	20	20	100
卢森堡	20	20	20	100
瑞士	20	20	20	100
荷兰	20	20	20	100
挪威	20	20	20	100
丹麦	20	20	20	100
瑞典	20	20	20	100
爱尔兰	**19**	**18**	**18 (+1)**	**92 (+1.7)**
英国	18	17	17	87
比利时	18	16	16	83
法国	16	16	17	82
西班牙	16	15	14	75
波兰	**14**	**14**	**14 (-1)**	**70 (-1.7)**
意大利	13	13	12	63
匈牙利	11	11	12	57
俄罗斯	11	12	11	57
罗马尼亚	11	11	11	55
塞尔维亚	11	10	9	50
黑山	**7**		**9 (+1)**	**40 (+2.5)**

资料来源：标普、惠誉、穆迪，招商证券；括号内为较 Q2 得分变动情况，得分越高，风险越低

下载日志已记录，仅供内部参考

表 8：美洲及其他地区主要经济体外部评级 Q3 得分

分值	标普	惠誉	穆迪	得分
美洲				
加拿大	20	19	20	98
美国	19	19	19	95
智利	15	14	15	73
乌拉圭	13	12	13	63
秘鲁	11	12	13	60
墨西哥	12	11	11	57
巴拿马	11	10	11	53
巴西	9	9	10	47
大洋洲				
澳大利亚	20	20	20	100
新西兰	19	19	20	97
非洲				
南非	9	9	9	45
纳米比亚		8	7	38
乌干达	5	6	5	27

资料来源：标普、惠誉、穆迪，招商证券；得分越高，风险越低



下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中， A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。