

信用等级公告

联合[2017] 486 号

联合资信评估有限公司通过对沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表）及其拟发行的2018年度第一期人民币债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表）

主体区域长期信用等级为

AAA

沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表）

2018 年度第一期人民币债券的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年十二月二十日



沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表） 2018年度第一期人民币债券信用评级报告

评级结果

主体区域长期信用等级¹：AAA
本期人民币债券信用等级：AAA
评级展望：稳定

本期债券发行额度：20 亿元人民币

本期债券期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：预算支出、基础设施项目及政府
预算所列其他费用

评级时间：2017 年 12 月 20 日

主要数据

单位：%

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
GDP (亿美元)	19851	21483	22449	23224	24104
GDP 增长率	5.05	8.23	4.44	3.52	3.75
人均 GDP (美元)	16216	16709	16664	16486	16395
CPI 增幅	-	1.20	1.60	3.40	0.80
失业率	-	-	-	3.60	-
财政盈余/GDP	-1.17	-1.25	-2.66	-4.18	-2.81
公共债务/GDP	17.96	18.93	22.40	25.20	28.50
政府债务/GDP	5.86	6.84	9.90	13.00	16.70
财政收入/政府债务	100.09	89.56	70.19	37.96	50.17

注：1. 失业率为阿联酋数据；

2. 财政盈余/GDP 为负表示财政赤字规模相当于 GDP 的比值。

分析师

李为峰 张强 程泽宇

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

沙迦酋长国（以下简称“沙迦”）是阿拉伯联合酋长国（以下简称“阿联酋”）的第三大成员国，其政治体制稳定，经济多元化程度较高，营商环境良好，政治和经济风险较低。近年来沙迦政府处于赤字状态，政府债务水平持续增长，但仍处于很低水平，沙迦在财政方面也得到了阿联酋联邦政府（以下简称“联邦政府”）的有力支持，公共财政实力较强。沙迦具有一定的外贸优势，对外偿付能力也得到联邦政府一定程度的支持，外部融资能力一般。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也考虑到了中国和沙迦之间不断加深的贸易及金融合作、较大的货币互换协议额度、持续增长的财政收入对债券偿还的保障等因素。

经过综合评估，联合资信评定沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表）区域长期信用等级为 AAA，拟发行的沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表）2018 年度第一期人民币债券（以下简称“本期人民币债券”）信用等级为 AAA，评级展望均为稳定。该评级结果反映了本期人民币债券违约风险极低。

优势

- 沙迦经济较为发达，经济多元化程度较高；
- 营商环境良好，银行系统稳健；
- 政府债务水平很低，且在财政方面得到了联邦政府的有力支持；
- 持续增长的政府财政收入为本期人民币债券的偿还提供了充足的保障。

关注

- 沙迦经济体量较小，与阿联酋及周边国家的关联性较强，易受外部环境变化的影响；
- 近年来财政持续赤字，政府债务负担有所加

¹ 指中国区域长期信用等级。

重；

- 数据披露的有限性和滞后性在一定程度上对沙迦的信用状况产生影响。

声 明

一、本报告中引用的资料主要由沙迦酋长国政府(由沙迦财政部代表)(以下简称“沙迦”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不做任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与沙迦构成委托关系外,联合资信、评级人员与沙迦不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因沙迦和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、“沙迦酋长国政府(由沙迦财政部代表)2018年度第一期人民币债券”信用等级自发行之日起至到期兑付日有效;根据跟踪评级的结论,在有效期内本期债券的信用等级有可能发生变化。

沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表） 2018年度第一期人民币债券信用评级报告

一、国家概况

沙迦酋长国（以下简称“沙迦”）位于阿拉伯联合酋长国（以下简称“阿联酋”）中部，为阿联酋的第三大酋长国，领土面积 2590 平方公里，约占阿联酋总面积的 3.30%。沙迦地处中西交融的海湾地区，是阿联酋唯一一个在波斯湾和阿曼湾均有出海口的酋长国，地理位置优越；但和其它海湾国家不同，沙迦的石油资源较为有限。沙迦市是沙迦的政治、经济和文化中心，也是酋长国王室及主要政府部门的所在地。截至 2015 年底，沙迦总人口约 141 万，其中外来人口占比约为 81.50%。沙迦的官方货币为阿联酋迪拉姆。

二、本期债券概况²

沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表）（或称“发行人”）计划在中国银行间债券市场注册额度为 30 亿元的人民币债券，其中本期债券计划发行规模为 20 亿元人民币，发行期限为 3 年，品种为实名制记账式固定利率无抵押无担保债券（以下简称“本期人民币债券”），发行完成后主要在中国银行间债券市场流通交易。

本期人民币债券构成发行人直接、一般及无条件的债务。本期人民币债券之间以及与发行人未来发行的未清偿的所有其他无担保及非次级债务在清偿顺序方面相同，不存在任何优先权。条件是，发行人在任何时候都没有义务就其他债务进行同等或按比例清偿，具体而言，发行人没有义务就其他债务与本期人民币债券同时进行清偿或将发行人清偿其他债务作为发行人清偿本期人民币债券到期总额的前提条件，反之亦然。

本期人民币债券的募集资金将汇出境外并

兑换成阿联酋迪拉姆以纳入发行人的资金以为预算支出、基础设施项目及其他沙迦政府预算所列其他费用提供资金。

本期人民币债券按年支付利息，到期时一次性偿还本金，偿债资金来源于沙迦政府财政收入。

三、国家治理

沙迦享有一定程度的主权。自 1971 年阿联酋建国以来，沙迦就一直是其成员国之一。根据阿联酋 1996 年确立的宪法，阿联酋联邦政府（以下简称“联邦政府”）在外交、国防、联邦财政及税收、教育、医疗等方面享有唯一的立法权和行政权，各酋长国在其领土范围内就上述以外事务享有主权。

沙迦在阿联酋最高权力机构中具有一定的发言权。联邦最高委员会是阿联酋的最高权力机构，由七个酋长国的酋长组成。国内外重大政策问题均由该委员会讨论决定，包括制订国家政策、批准法律与条约、任命内阁总理等。总统和副总统从最高委员会成员中选举产生，任期 5 年。苏尔坦·本·穆罕默德·卡希米自 1972 年成为沙迦酋长以来，一直代表沙迦在联邦最高委员会中担任职务。

联邦国民议会是具有立法和监督双重性质的机构，主要负责讨论及修改拟定的联邦法案、审议联邦预算等，但不具有否决权，且不能单独立法。该议会由 40 名成员组成，任期 4 年，主要根据各酋长国的人口及面积进行分配（沙迦拥有 6 个席位），并由各酋长国自主决定提名代表。2006 年 8 月，阿联酋颁布新的议会选举法，规定联邦国民议会中 20 名成员由各酋长国提名，其余 20 名成员则通过选举产生，这被视为阿联酋在民主化改革道路上迈出的重要一步。

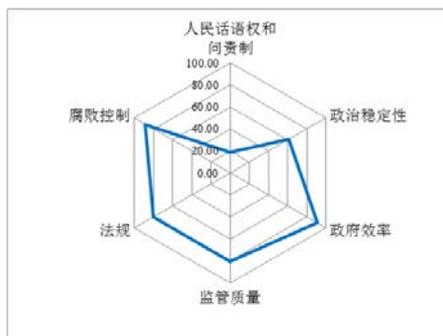
沙迦具有一定的立法权，且保有自身的司法

² 具体条款以发行人和主承销商共同确定并经监管部门审批通过的内容为准。

体系。阿联酋的法律体系主要分为三大类：适用于全体酋长国的联邦法律及法规、各酋长国颁布的地方法规以及伊斯兰法律。阿联酋的司法系统主要包括联邦最高法院和各酋长国的一审法院，其中最高法院主要负责审查联邦法律是否违宪、对酋长国之间及酋长国同联邦政府之间的争端进行仲裁等。根据阿联酋的宪法，包括沙迦在内的三个酋长国有权保留自身司法体系，对各自区域范围的案件享有唯一的管辖权。沙迦的司法系统与联邦司法系统相似，由一审法院、上诉法院和最高上诉法院组成。

沙迦最高行政决策权主要由酋长享有。作为沙迦的最高统治者，酋长授权沙迦执行委员会负责政府日常工作的管理；王储作为沙迦执行委员会主席，主要负责监督政府各部门对各项政策及计划的实施状况。沙迦咨询委员会的职能与阿联酋国民议会类似，主要负责立法审议及政府机构问责等工作。咨询委员会的成员此前一直由沙迦酋长任命，但在 2016 年 1 月，咨询委员会 42 名成员中的一半首次经选举产生，沙迦的民主化改革更进一步。

图 1 2016 年阿联酋国家治理能力情况



数据来源：世界银行

沙迦国家综合治理能力尚可。以世界银行公布的阿联酋 2016 年国家治理指数为参考（见图 1），阿联酋政府的行政效率较高，法律法规较完善，监管质量和腐败的控制都处于较好的水平，但在“人民话语权和问责制”这一项得分明显偏低，主要是由于阿联酋政治上高度集权，人民言论自由和选举的权利受到一定程度的干涉。

此外，沙迦在数据信息披露方面存在一些滞

后。尽管近年来沙迦在数据披露方面有了很大的进步，且计划于 2017 年开展独立的国民经济核算，但目前沙迦在对外披露统计信息及数据的范围和及时性方面仍表现较差，很多数据仍是基于阿联酋联邦政府统计数据进行的推算，且无独立的国际收支平衡表，这在一定程度上对沙迦的信用状况有负面影响。

四、宏观经济政策和表现

1. 宏观经济政策以实现经济长期可持续发展为目标，注重吸引外资及支持中小企业发展

沙迦经济长期以来受到阿联酋联邦政府支持对外贸易、吸引外资等政策的影响，并受益于阿联酋稳定的政治经济环境及联邦政府的财力支持。沙迦并不享有独立的货币政策，阿联酋全国的汇率政策由阿联酋中央银行（CBUAE）负责管理。

沙迦政府宏观经济政策以实现经济长期可持续发展为目标，更加关注经济增长对社会及自然环境的影响。在原油价格下跌导致海湾地区整体经济波动性加大的背景下，沙迦政府通过政府关联企业及政府投资降低经济活动及财政收入对强周期行业（房地产、石油等）的依赖性，支持物流、基建、旅游、教育、医疗等行业的发展，促进经济增长的多元化。

沙迦政府十分注重对外资的吸引。沙迦政府于 2009 年设立了沙迦投资发展局（Shurooq）负责吸引外国直接投资，对外资企业实行税收免除政策³，营造了良好的经商环境。此外，沙迦还设立了 19 个工业区和两个自由贸易区，其中两个自由贸易区（沙迦国际机场自由区和哈姆利亚自由区）内允许外资设立全资子公司。

和海湾地区的其他政府相比，沙迦政府在国民经济主要部门中的参与程度较低。除持有少数战略性企业股份并直接参与部分关键基础设施运营外，沙迦政府更加注重私人部门在国民经济中的作用，鼓励中小企业的发展。

³ 除外资银行和石油开采公司外，外资企业在沙迦可以免除一般企业税和个人所得税。

2. 经济总量较小，且经济增长波动性较大
和阿联酋整体状况相比，沙迦经济对强周期行业的依赖程度相对较低。这使得沙迦的 GDP 在 2009 年陷入负增长后得以迅速回升，并在随后三年内实现 5% 以上的高速增长。2013 年，在房地产市场回暖的影响下，沙迦 GDP 增速上升至 8.23%。但 2014 年以来，在国际油价下跌的背景下，阿联酋及周边国家的经济低迷导致沙迦吸收的投资量有所减少，加上房价上涨引发的通货膨胀等因素，沙迦经济增长有所放缓，2014 年和 2015 年 GDP 增速分比为 4.44% 和 3.52%。2016 年，沙迦 GDP 总量为 241.04 亿美元（885.21 亿阿联酋迪拉姆），占阿联酋 GDP 总量的 6.91%，占比仅次于阿布扎比和迪拜；GDP 增速为 3.75%，增速较 2015 年略有上升。

表 1 2012 年~2016 年沙迦宏观经济表现情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
GDP (亿阿联酋迪拉姆)	729.01	788.96	824.45	852.91	885.21
GDP (亿美元)	198.51	214.83	224.49	232.24	241.04
GDP 增长率 (%)	5.05	8.23	4.44	3.52	3.75
CPI 增幅 (%)	-	1.20	1.60	3.40	0.80
失业率 (%)	-	-	-	3.60	-

注：失业率为阿联酋全国数据。

数据来源：沙迦统计局

2012 年~2016 年，沙迦 GDP 近 5 年平均年增长率为 5.00%，略高于阿联酋全国水平（4.57%），波动性（5 年 GDP 增长率的标准差，为 1.90%）高于阿联酋全国水平（1.40%）。总体上看，沙迦经济总量较小，近年来经济保持持续增长，但经济增长的波动性较大。

图 2 2012 年~2016 年沙迦经济增长情况



数据来源：沙迦统计局，IMF

3. 就业状况良好⁴

从阿联酋整体情况看，根据阿联酋全国的数据，2015 年阿联酋的失业率为 3.60%，处于较低水平，整体就业状况良好。

从沙迦看，虽然沙迦的劳动力以外来劳动人口为主，但外来劳动人口无法享有失业福利等社会保障，政府也重点关注本国劳动人口的就业。根据 2013 年沙迦统计局的数据，15 岁及以上本国人口中就业人口约占 81%，其中在政府相关部门工作的占比接近 90%。近年来沙迦政府大力推动本国人口在私人部门的就业，本国劳动人口在私人部门就业有望进一步提升。

总体看，沙迦总体就业状况良好，随着营商环境的持续改善和中小企业的发展，预计未来沙迦的就业状况仍将处于较好水平。

4. 通胀水平处于可控范围内

从汇率制度看，阿联酋实行盯住美元的固定汇率制⁵，允许货币自由兑换，不设外汇管制。固定汇率制有助于避免汇率波动的风险，但在一定程度上削弱了国内货币政策的自主性，不利于对通货膨胀的控制。

2014 年以来，受房地产价格上涨影响，沙迦的通货膨胀水平有所提升。2016 年，沙迦 CPI 增幅为 0.80%，较上年下降 2.60 个百分点。和阿联酋整体状况相比，自 2014 年以来沙迦通货膨胀水平一直低于阿联酋整体水平，表明沙迦的通货膨胀状况得到了一定程度的控制。

图 3 2013 年~2016 年沙迦 CPI 增速情况



数据来源：沙迦统计局，IMF

⁴ 沙迦未对外披露最近的就业相关数据。

⁵ 自 1980 年以来，阿联酋迪拉姆兑美元的汇率一直维持在 3.6725:1 的水平。

5. 未来一段时期的经济有望保持稳定增长

2017 年以来，阿联酋制造业 PMI 连续多月保持在 55 以上，表明阿联酋的制造业景气度持续好转。受此影响，沙迦制造业在 2017 年对经济增长的贡献度有望进一步提升。另一方面，沙迦政府 2017 年的政府预算中财政支出总额将进一步提升，政府部门投资也有望保持增长。

随着 2016 年 12 月石油输出国组织 (OPEC) 达成减产协议，国际油价在 2017 年上半年逐步企稳，但受限产影响，阿联酋及周边国家经济仍处于缓慢复苏状态，这将对沙迦的投资及对外贸易造成一定的不确定性。

基于以上因素，我们预计 2017 年~2018 年沙迦的 GDP 增长率将逐步回升至 5% 左右，通货膨胀水平有望继续保持低位。

五、结构特征

1. 投资对经济增长贡献度不断提升，消费对经济增长贡献度偏低

从阿联酋整体看，2012 年~2016 年，阿联酋居民消费支出和政府消费支出占 GDP 比例平均值分别为 56.00% 和 12.10%，两者占比均呈持续升高之势，消费总支出占比近 5 年增长了近 10 个百分点。净出口对阿联酋 GDP 的贡献度近 5 年波动较大，受原油价格大幅下跌影响该比例自 2014 年持续下降，2016 年降至 2.40%。固定资产投资总额占 GDP 的比值近 5 年持续升高，2016 年为 25.10%，较 2012 年提高了约 3 个百分点。总体上看，随着对外贸易尤其是石油贸易的疲软，消费和投资对阿联酋经济发展的贡献度不断提升。

从沙迦看，2011 年~2015 年，沙迦固定资产投资总额占 GDP 的比例不断增长，由 2011 年的 24.39% 升至 2015 年的 37.39%；同期，净出口占 GDP 的比例一直维持在 50% 上下，但波动较大；消费对经济增长的贡献度偏低。总体上看，沙迦经济发展以投资和贸易驱动为主，易受内外部环境变化影响，经济结构有待进一步改善。

2. 服务业对经济贡献度不断提升，产业结构有所优化

沙迦石油天然气资源储备不多，但得益于靠近迪拜和阿布扎比的地理优势和沿海港口优势，沙迦大力发展制造业、旅游业、金融业等产业，各行业发展日趋均衡，经济发展多元化程度不断提升。

沙迦农业较为发达，农作物种植面积广阔，在阿曼湾沿海拥有较丰富的渔业资源；2012 年~2016 年，农业在沙迦 GDP 的比重 5 年均值为 1.60%，占比基本保持稳定。沙迦是阿联酋重要的工业中心之一，工业部门以原材料加工、电子设备和机械运输设备生产为主，近年保持稳定发展态势；工业占 GDP 比重近 5 年呈持续下降态势，占比 5 年均值为 37.70%。2016 年沙迦服务业总产值占该年度 GDP 的 64.30%，近 5 年提升了约 7 个百分点，其中房地产、零售、金融和交通运输业较发达，2016 年占 GDP 的比重分别为 13%、12%、10% 和 5%。总体看，近年沙迦第三产业发展相对较快，产业结构有所优化。

图 4 沙迦 GDP 构成情况 (三次产业)



数据来源：沙迦统计局

3. 国家发达程度较高，营商环境良好

阿联酋国家发达程度较高，其人均 GDP 近 5 年均值接近 4 万美元。就沙迦而言，其人均 GDP 低于阿联酋整体水平但近年保持稳定，一直在 1.6 万美元以上。

阿联酋人类发展指数位于世界领先水平，经济社会发展水平较高。据联合国开发计划署公布的《2016 人类发展报告》，阿联酋 2015 年的人类发展指数为 0.840，世界排名第 42 位（共计 188 个国家），世界排名近几年保持稳定，属“极高人类发展水平”国家。

沙迦营商环境良好，对企业吸引力较高。从

阿联酋整体看，根据世界银行发布的《营商环境报告》，2016年阿联酋营商环境在全球190个经济体中排名第26位，排名较为靠前，其中在“纳税”的单项衡量指标上阿联酋位居榜首。阿联酋拥有14个自由贸易区，自由贸易区的外国公司可享受极大的所得税、进出口税等税收优惠或税收免除。从沙迦看，一方面，沙迦拥有2个自贸区和19个工业区，旨在吸引投资和鼓励开办企业；另一方面，沙迦经济发展部近年发放的商业许可数量稳定增长，鼓励中小企业发展，2012~2016年发放的商业执照数量年均复合增长率为4.00%，2016年达7.13万个。

沙迦经济发展对贸易依赖程度较高。得益于地理位置优势，对外贸易尤其是再出口一直是沙迦经济发展的重要支柱。2010~2014年，沙迦进出口总额与GDP的比一直在100%以上，其中再出口总额占GDP的比例呈持续增长趋势，2014年达到近50%。可以看出，沙迦经济发展对贸易依赖程度较高，国际经济形势变化、贸易需求变化均会对沙迦经济发展产生较大影响。

4. 银行系统稳健，面临的各类风险较低

沙迦的银行系统受阿联酋央行的监管和系统性支持，因此沙迦银行业的风险与阿联酋银行业风险相当。阿联酋央行是阿联酋银行业的监管部门，负责货币和汇率政策的调控并确保银行业稳定性和稳健性。

阿联酋银行业对外开放程度不高，且集中度较高。阿联酋本地银行必须以国有或本地股东控股为主，外资银行在1987年后只允许开设不超过8家分支机构。截至2016年末，阿联酋银行业共有49家银行，其中本地银行23家（含8家穆斯林银行）、外资银行或分行26家。截至2016年末，阿联酋银行业资产总额为26136亿阿联酋迪拉姆，同比增长5.46%，但阿联酋银行业集中度较高，四大国有银行资产占比超过了50%，外资银行资产占比仅为5%左右。截至2016年末，沙迦拥有4家本地银行、15家外国银行分支机构以及93家国内银行分支机构。4家本地银行中沙

迦银行（Bank of Sharjah）和沙迦穆斯林银行（Sharjah Islamic Bank）均为上市银行，也为沙迦政府部分控股（分别持有沙迦银行和沙迦穆斯林银行17.16%和31.30%股份）。

下降的不良贷款规模、充足的资本和较强的盈利能力使得阿联酋银行业风险较低。资产质量方面，截至2016年末，阿联酋银行业不良贷款率为6.20%，该比率在2014年三季度前一直维持在8%以上的较高水平，随后出现明显下降，不良资产规模得到有效控制。截至2016年末，阿联酋银行业拨备覆盖率为110.00%，该比率自2011年以来持续增长至2014年末（102.00%）已完全覆盖了不良贷款规模，拨备基本充足。资本充足性方面，截至2016年末，阿联酋银行业资本充足率为19.00%，一级资本充足率为17.30%。阿联酋银行业资本充足率2012年以来呈缓慢下降趋势，这主要由于2013年~2015年间信贷快速增长以及偿还2009年发行的资本补充工具导致，但仍高于巴塞尔协议II规定的资本充足率标准。盈利能力方面，2015年，阿联酋银行业实现净利润约370亿阿联酋迪拉姆，由于拨备计提原因较2014年下降了约20亿阿联酋迪拉姆，但净利润在2011年~2015年之间超过13%的年均复合增长率说明阿联酋银行业盈利水平较好。截至2015年末，阿联酋银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为1.50%和11.60%，该比率近5年有所波动，但银行业盈利能力总体稳定。

5. 居民以外来人口为主，近年人口快速增长

根据阿联酋国家统计局以及沙迦官方数据，阿联酋和沙迦总人口分别为915.70万和140.87万（2015年），人口构成均以外来人口为主，外来人口占总人口比例均超过了80%。阿联酋全国人口数量近年一直稳定增长，主要由于非本国居民流入所致。沙迦人口增速在2008年以前一直低于阿联酋全国人口增长水平，但2011年以来由于营商环境改善以及对企业吸引力加大，沙迦人口增速得以回升，人口数量占阿联酋总人口的

比例近 5 年增长了近 5 个百分点，年均复合增长率达 13.93%（同期阿联酋人口增速为 2.77%）。总体上看，近年沙迦的经济发展环境吸引了越来越多的外来劳动力，有利于本地经济发展。

六、公共财政

1. 沙迦政府的财政政策以实现财政平衡为主要目标，并得到了联邦政府的有力支持

沙迦的政府部门包括中央部门、分权部门和独立机构三种类型。中央部门是沙迦政府的核心服务部门，其年度预算需同沙迦财政部协商并通过酋长最终审核；分权部门保持运营和财政上的独立性；独立机构大多数为沙迦政府全资或控股，在财务上自负盈亏。分权部门和独立机构有可能会得到沙迦政府的财政或运营支持，支持方式包括补助金、免费土地划拨、承担债务或提供贷款等，如果这些部门或机构得以盈利，也需向沙迦政府支付股利。沙迦政府的债务管理主要由债务管理局负责，债务管理局同时还负责审核及协调分权部门和独立机构的借贷活动。

沙迦政府长期奉行相对保守的财政政策，以实现财政收支平衡为主要目标，坚持借贷只用于资本投资的原则，这使得沙迦的债务水平和海湾地区其它国家相比较低。2010 年~2015 年间，沙迦财政部实施了一项公共财政现代化计划，推动了沙迦政府财政管理的专业化；2016 年~2018 年期间，沙迦财政部将继续推出一系列财政整顿计划，旨在推动沙迦经济的可持续发展及财政的稳定性。

沙迦政府和联邦政府之间无财政往来，但却享有联邦层面上的一系列公共服务支持，包括基础教育、医疗、国防、治安、邮政等方面。此外，联邦政府还负责维护大量的公共工程项目，主要包括基础设施和住房等，这在很大程度上可以减轻沙迦政府的财政支出负担，有利于沙迦政府实现财政收支平衡。

2. 财政状况有所改善，但财政收入水平仍相对较低

沙迦政府财政收入主要包括关税、许可费、罚款、油气收入、土地销售、政府相关企业分红等，其年度财政收入相当于 GDP 的比值常年维持在 10% 以下，财政收入水平较低。2016 年，沙迦政府财政收入为 74.30 亿阿联酋迪拉姆，同比大幅上升 76.15%，主要是自 2016 年开始 9 个独立机构被划归至中央部门所致。从财政收入的变化趋势来看，2012 年~2016 年，沙迦政府财政收入呈波动上升趋势，五年年均复合增长率为 14.68%。

沙迦政府财政支出主要为中央部门支出（主要为员工薪酬）、基建项目支出和国内外援助支出等，债务利息支出占比很低。2016 年，沙迦政府财政支出为 99.24 亿阿联酋迪拉姆，同比大幅上升 27.30%，财政支出相当于 GDP 的比值也增至 11% 以上。从财政支出的变化趋势来看，2012 年~2016 年，沙迦政府财政支出的五年复合增长率为 17.80%，高于财政收入的增速，主要受沙迦政府近年来增加政府员工工资及扩大基建项目支出的影响。

受益于财政收入的大幅增长，2016 年沙迦政府财政赤字规模缩减至 24.94 亿阿联酋迪拉姆，较 2015 年大幅下降了 30.29%；财政赤字相当于 GDP 的比值为 2.81%，较上年下降了 1.37 个百分点，财政状况得到一定程度的改善。

表 2 2012 年~2016 年沙迦财政状况

单位：亿阿联酋迪拉姆/%

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
财政收入	42.95	48.61	57.45	42.18	74.30
财政收入/GDP	5.89	6.16	6.97	4.95	8.39
财政支出	51.54	58.55	79.50	77.96	99.24
财政支出/GDP	7.07	7.42	9.64	9.14	11.21
财政盈余	-8.59	-9.95	-22.05	-35.78	-24.94
财政盈余/GDP	-1.17	-1.25	-2.66	-4.18	-2.81

注：财政盈余/GDP 为负表示财政赤字相当于 GDP 的比值。

数据来源：沙迦统计局

根据沙迦政府公布的 2017 年财政预算，沙迦政府的财政支出将较 2016 年增长 3%，主要用于基础设施建设和经济发展，两者在预算支出中的占比分别为 30% 和 41%；另一方面，财政收入将有望较 2016 年增长 7%。在此背景下，2017

年沙迦财政赤字水平将有望进一步降低，财政状况有望得到持续改善。

3. 政府债务水平很低，债务结构有所优化

沙迦政府债务水平整体很低。截至 2016 年底，沙迦政府债务总额为 148.09 亿阿联酋迪拉姆，仅相当于 GDP 的 16.70%。从政府债务规模的变化情况来看，2012 年~2016 年，沙迦政府债务总额呈快速上升趋势，年复合增长率为 36.30%，主要受历史基数较小及政府融资需求增加的影响。

2012 年~2015 年，沙迦财政收入与政府债务总额的比值呈持续下降之势。2016 年，沙迦财政收入对政府债务的保障能力有所改善。截至 2016 年底，沙迦财政收入与政府债务总额的比值为 50.17%，较 2015 年上升了逾 12 个百分点。

从政府债务类型来看，沙迦政府债务主要由银行贷款和公共债券构成，截至 2016 年底，银行贷款的占比达到约 70%；从债务币种构成来看，沙迦政府债务中 45% 为外币债务（全部为美元债务），较 2015 年底小幅下降，在阿联酋迪拉姆盯住美元的汇率制度下，政府债务面临的汇率风险较小；从债务期限来看，2017 年和 2018 年到期政府债务在政府债务总额中的占比分别为 8% 和 11%，政府债务面临的短期偿还压力不大。

表 3 2012 年~2016 年沙迦公共债务情况

项目	单位：亿阿联酋迪拉姆/%				
	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
公共债务总额	131.48	150.07	185.80	215.06	252.05
公共债务总额/GDP	17.96	18.93	22.40	25.20	28.50
其中：政府债务总额	42.91	54.27	81.85	111.11	148.09
政府债务总额/GDP	5.86	6.84	9.90	13.00	16.70
财政收入/政府债务总额	100.09	89.56	70.19	37.96	50.17
或有负债总额	88.57	95.80	103.95	103.95	103.96
或有负债总额/GDP	12.10	12.08	12.62	12.19	11.75

数据来源：沙迦统计局

4. 公共债务水平持续上升，或有负债风险得到一定程度缓和

除政府债务以外，沙迦的公共债务主要来自

于分权部门和独立机构。沙迦政府原则上对公共债务不提供全额保障，但却为分权部门和独立机构的个别项目提供了担保⁶。在这些机构出现经营困难时，沙迦政府援助的可能性较高，因此可以将这些机构的债务视为沙迦政府的或有负债。截至 2016 年底，沙迦公共债务总额为 252.05 亿阿联酋迪拉姆，较 2015 年底增长了 17.20%，公共债务相当于 GDP 的比值为 28.50%，已连续五年保持上升；其中或有负债总额为 103.96 亿阿联酋迪拉姆，较 2015 年底基本持平，或有负债相当于 GDP 的比值为 11.75%，较上年略有下降。

从或有负债的构成来看，将近 70% 的或有负债均来自于沙迦水电局（SEWA），债务集中程度较高。沙迦水电局常年受沙迦政府的补贴，但随着 2015 年以来油气价格的下跌，沙迦水电局的运营状况得到了一定的好转，2016 年沙迦政府的补贴数额也降至 0，这在很大程度上也有助于缓解沙迦政府的财政压力。

总体看，沙迦的公共财政实力较强。沙迦政府财政收入大幅增长，财政赤字得到控制，政府债务水平也维持在低位，财政收入对政府债务的保障能力得到改善，或有负债风险在政府相关机构运营状况转好的情况下也将得到进一步的缓和。

表 4 沙迦或有负债构成（截至 2016 年底）

单位：亿阿联酋迪拉姆/%			
类型	负债实体	债务总额	占比
分权部门	沙迦机场管理局	3.82	3.67
	沙迦水电局	70.99	68.29
独立机构	沙迦市政公司	10.48	10.08
	沙迦环境公司	3.14	3.02
	沙迦国际机场自由区管理局	2.81	2.70
	其他机构	12.73	12.25
合计		103.96	100.00

数据来源：沙迦统计局

七、外部融资⁷

1. 贸易产品多元化程度较高，贸易状况有所好转

⁶ 截至 2016 年底，这些担保包括了对沙迦水电局的 36.32 亿阿联酋迪拉姆担保和对沙迦机场管理局的 0.38 亿阿联酋迪拉姆担保。

⁷ 由于沙迦未编制单独的国际收支平衡表，且未对外披露政府以外部门外债相关数据，本章部分内容以阿联酋为参考，外债部分数据来源于 IMF。

阿联酋长期以来奉行自由贸易政策，与新加坡、欧盟自由贸易区、新西兰等国家或组织签订了自由贸易协定。得益于丰富的石油资源，阿联酋的对外贸易和经常账户长期保持顺差。

对外贸易一直是沙迦经济增长的重要推动力。但与阿联酋整体状况不同，沙迦的贸易产品多元化程度较高，外贸对石油的依赖程度较小，主要出口产品为珍珠、宝石、机电产品及其零部件、汽车、塑料、橡胶等，主要进口产品与出口产品基本相同。近年来，沙迦的出口总额呈逐年增长之势，2014 年达到 153.03 亿美元，较上年增长 33.17%，其中再出口总额的占比达到 70% 以上；进口总额呈波动下降之势，2014 年达到 94.49 亿美元，较上年减少 19.11%；沙迦长期以来一直保持贸易逆差，但近年来其贸易逆差不断缩小，至 2014 年实现贸易顺差，贸易状况有所好转，创汇能力有所增强。2015 年以来，在原油价格下跌及全球国际贸易陷入低迷的情况下，预计沙迦出口增幅将有所放缓，再次出现贸易逆差的可能性较大。

表 5 2012 年~2014 年沙迦对外贸易情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
出口总额	113.55	114.91	153.03
进口总额	146.77	116.81	94.49
净出口	-33.22	-1.91	58.54
进出口总额/GDP	131.14	107.86	110.26

数据来源：沙迦统计局

2. 对外偿付能力得到联邦政府一定程度的支持

近年来，阿联酋的外债水平受政府对外融资需求加大及美元升值影响有所上升，但其对外债的保障能力仍然很强。截至 2015 年底，阿联酋外债总额相当于 GDP 的比值为 60.20%，较上年同期上升逾 10 个百分点；阿联酋官方外汇储备为 928.80 亿美元，相当于外债总额的比例为 43.10%，较 2014 年提高近 4 个百分点，外汇储备对外债的保障能力有所增强；阿联酋拥有充裕的国家主权基金，其资产管理规模达 8280 亿美

元⁸，位居世界第四，其相当于外债总额的四倍左右，为阿联酋外债的偿还提供了强有力的保障。

尽管阿联酋联邦政府对其它酋长国的外部债务没有明确的救助义务，但从 2009 年迪拜债务危机⁹的解决过程来看，在某个酋长国出现债务偿付危机时，其得到联邦政府或其它酋长国援助的可能性较大。

总体看，沙迦的外部融资能力一般，但其具有一定的对外贸易优势，创汇能力有所增强，同时联邦政府强大的对外偿付能力也为沙迦提供了一定程度的支持。

八、偿债能力分析

1. 中阿经贸合作日益密切，为本次债券的发行提供良好的外部条件

中国与阿联酋自 1984 年建交以来，双方已签署了多项经济贸易协议，包括经济、贸易、技术合作协定、促进和保护投资协定、对所得避免双重征税和防止偷漏税的协定等，为双方经贸合作提供了有力的保障。近年来，双方在经贸领域的合作不断加深，2015 年 6 月，阿联酋成为亚洲基础设施建设投资银行的创始成员国之一，其出资比例在海湾地区国家中仅次于沙特，同时阿联酋也多次对中国的“一带一路”倡议表达了支持态度；2015 年 12 月，两国同意共同出资创办一个规模达 100 亿美元的合作投资基金，在全球进行战略投资，进一步强化了双方的经贸合作关系。

从两国的双边贸易来看，阿联酋从中国进口的主要是机器、金属、纺织品、塑料及橡胶等，而向中国出口主要是矿产品、塑料及橡胶、交通工具、金属等。阿联酋在中阿贸易中长期处于逆差地位，近年来中阿双边贸易总额呈波动下降趋势，2016 年达到 261 亿美元，较上年减少逾 40%，但非石油贸易的占比已经达到 85% 以上，贸易结

⁸ 据主权财富基金机构 2017 年 6 月底数据。

⁹ 2009 年 11 月，迪拜政府宣布将对政府关联企业迪拜世界的 260 亿美元债务进行重组，并将延期偿付其部分债务，构成实质违约；随后阿布扎比政府向迪拜政府提供了 100 亿美元的援助，最终帮助其度过了这场债务危机。

构得到一定程度的优化；阿方贸易逆差也有所缩小，2016 年达到 187 亿美元。

从中国和沙迦的经贸关系来看，2009 年~2014 年，沙迦从中国进口商品总额年均超过 10 亿美元，中国也在 2014 年成为沙迦的第二大进口来源地，仅次于印度。沙迦是中国国际贸易促进委员会驻海湾代表处的所在地，中国产业海外发展协会也于 2015 年 9 月与沙迦投资发展局签署了一份推广贸易和投资的合作备忘录，以推动双边互惠合作。沙迦也是中国在阿联酋的重点投资区域之一，目前中国在阿联酋设立的 300 多家公司中有 110 家左右位于沙迦（仅次于迪拜），大多数公司从事商品贸易。此外，随着阿联酋自 2016 年 11 月起对中国公民给予免签待遇，中国至沙迦旅游的游客数量呈快速增长之势，2017 年上半年，中国至沙迦旅游的游客数量高达 6.2 万人，较上年同期增长 26.8%。

总体看，中国和阿联酋之间以及中国和沙迦之间的经贸合作日益密切，为本期人民币债券的发行提供了良好的外部条件。

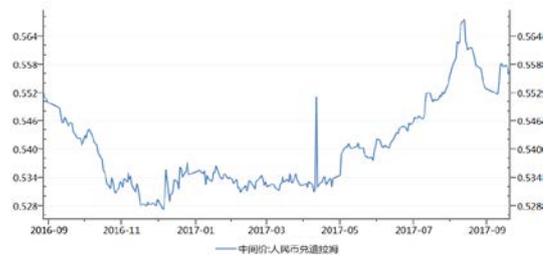
2. 中阿金融领域合作不断加深，货币汇兑风险持续降低

2014 年以来，中国农业银行和中国银行各自在迪拜交易所分别发行了人民币“酋长债”和美元债券，另一方面阿联酋主权财富基金阿布扎比投资局累计获得在中国 A 股市场上 15 亿美元的 QFII 额度，双方在金融市场上的互动不断加深。2015 年 12 月，中国央行与阿联酋央行续签了双边本币互换协议，互换规模维持 350 亿元人民币/200 亿阿联酋迪拉姆不变，有效期 3 年，经双方同意可以展期，双方同时签署了在阿联酋建立人民币清算安排的合作备忘录，并同意将人民币合格境外机构投资者（RQFII）试点地区扩大到阿联酋，投资额度为 500 亿元人民币。2016 年以来，阿布扎比国际金融中心金融服务监管局与中国证监会、银监会、上海自贸区保税区管理局相继签订谅解备忘录，这将有助于加强两国在金融监管方面的合作。自 2016 年 9 月 26 日起，中国央

行授权银行间外汇市场开展人民币对阿联酋迪拉姆直接交易，并授权中国外汇交易中心每个工作日对外公布当日人民币兑阿联酋迪拉姆汇率中间价，这将有助于促进中国与阿联酋之间的双边贸易和投资，满足两国企业降低汇兑成本的需要。

从人民币兑阿联酋迪拉姆的汇率来看，自 2016 年 9 月以来，人民币兑阿联酋迪拉姆呈先贬值后升值的趋势，但波动幅度不大（见图 5）。在阿联酋迪拉姆稳定盯住美元、人民币兑美元汇率企稳的背景下，预计未来人民币对阿联酋迪拉姆汇率将总体稳定，波动幅度有限。

图 5 人民币兑阿联酋迪拉姆中间价走势



数据来源：中国外汇交易中心

3. 稳定的偿债来源为本期人民币债券的偿付提供充足的保障

从偿债保障情况看，本期人民币债券的发行规模为 20 亿元人民币（约为 11.20 亿阿联酋迪拉姆），相当于 2016 年底沙迦政府债务总额的 7.56%。但由于沙迦政府债务的整体规模较小，本期人民币债券发行成功后对政府的债务负担影响不大。本期人民币债券的偿债资金主要来源于政府财政收入，偿债资金来源稳定且可靠。沙迦政府 2016 年的财政收入（74.30 亿阿联酋迪拉姆）相当于本期人民币债券发行规模的 6.63 倍，对债券的保障程度较高。

此外，我们还考虑到了沙迦多元化的经济结构、健康的财政状况以及阿联酋联邦政府对沙迦偿还外债能力的支持，阿联酋充足的外汇储备及中国和阿联酋之间较大的货币互换协议也有助于降低本期人民币债券的汇兑风险。截至 2016 年底，阿联酋外汇储备相当于本期人民币债券发行规模的 277.59 倍。

总体看，“沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表）2018 年度第一期人民币债券”到期不能偿付的风险极低。

附件 1 沙迦主要数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
宏观数据					
GDP (亿阿联酋迪拉姆)	729.01	788.96	824.45	852.91	885.21
GDP (亿美元)	198.51	214.83	224.49	232.24	241.04
GDP 增长率 (%)	5.05	8.23	4.44	3.52	3.75
CPI 增幅 (%)	-	1.20	1.60	3.40	0.80
失业率 (%) *	-	-	-	3.60	-
结构特征					
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	1.60	1.60	1.50	1.50	1.60
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	41.20	40.00	38.20	35.20	34.10
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	57.20	58.40	60.30	63.35	64.30
人均 GDP (美元)	16216	16709	16664	16486	16395
银行业资本充足率 (%) *	21.00	19.30	18.20	18.30	19.00
银行业不良贷款率 (%) *	9.00	8.40	7.00	6.20	-
公共财政					
财政收入 (亿阿联酋迪拉姆)	42.95	48.61	57.45	42.18	74.30
财政收入/GDP (%)	5.89	6.16	6.97	4.95	8.39
财政支出 (亿阿联酋迪拉姆)	51.54	58.55	79.50	77.96	99.24
财政支出/GDP (%)	7.07	7.42	9.64	9.14	11.21
财政盈余 (亿阿联酋迪拉姆)	-8.59	-9.95	-22.05	-35.78	-24.94
财政盈余/GDP (%)	-1.17	-1.25	-2.66	-4.18	-2.81
公共债务总额 (亿阿联酋迪拉姆)	131.48	150.07	185.80	215.06	252.05
公共债务总额/GDP (%)	17.96	18.93	22.40	25.20	28.50
其中: 政府债务总额 (亿阿联酋迪拉姆)	42.91	54.27	81.85	111.11	148.09
政府债务总额/GDP (%)	5.86	6.84	9.90	13.00	16.70
财政收入/政府债务总额 (%)	100.09	89.56	70.19	37.96	50.17
或有负债总额 (亿阿联酋迪拉姆)	88.57	95.80	103.95	103.95	103.96
或有负债总额/GDP (%)	12.10	12.08	12.62	12.19	11.75
外部融资					
商品和服务出口总额 (亿美元)	113.55	114.91	153.03	-	-
商品和服务进口总额 (亿美元)	146.77	116.81	94.49	-	-
商品和服务净出口额 (亿美元)	-33.22	-1.91	58.54	-	-
进出口总额/GDP (%)	131.14	107.86	110.26	-	-
外汇储备 (亿美元) *	458.57	669.84	773.04	928.80	846.56

注: *为阿联酋数据。

数据来源: 沙迦统计局, 阿联酋国家统计局, 阿联酋央行, IMF

附件 2-1 主体区域长期信用等级设置及其含义

联合资信主体区域长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 2-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 2-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体区域长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表） 2018 年度第一期人民币债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表）（以下简称“沙迦”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内，每年至少完成一次跟踪评级，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

沙迦或本期债项如发生重大变化，或发生可能对沙迦或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，沙迦应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注沙迦的经济状况、政府财政状况及本期债项相关信息，如发现沙迦出现重大变化，或发现存在或出现可能对沙迦或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如沙迦不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对沙迦或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与沙迦联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。