

# 信用等级公告

联合〔2019〕2321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）及其相关债项的信用状况进行综合分析和评估，确定维持沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表）主体区域长期信用等级为 AAA，维持“18 沙迦人民币债 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇一九年七月三十日



# 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跟踪评级报告

## 跟踪评级结果

本次主体区域长期信用等级<sup>1</sup>：AAA  
上次主体区域长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 沙迦人民币债 01	20 亿元	2021/22	AAA	AAA

本次评级展望：稳定  
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 30 日

## 主要数据

单位：%

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
GDP（亿美元）	265.4	252.4	241.0	232.2	224.4
GDP 增长率	5.1	4.7	3.8	3.5	4.4
人均 GDP（美元）	-	15,974.0	16,395.0	16,486.0	16,664.0
CPI 增幅	-	2.7	0.8	3.4	1.6
财政盈余/GDP	-4.0	-2.8	-3.2	-4.2	-2.7
政府债务/GDP	25.4	19.5	16.7	13.0	9.9
财政收入/政府债务	41.6	47.7	50.2	38.0	70.2
外汇储备（亿美元）	995.0	953.8	853.9	939.3	784.3

注：1. GDP 增长率以本币计算，不考虑汇率变动因素；  
2. 财政盈余/GDP 为负表示财政赤字规模相当于 GDP 的比值；  
3. 政府债务为一般政府债务总额；  
4. 外汇储备为官方外汇储备。

## 分析师

丁翔 张强 张正一

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

2017 年以来，沙迦酋长国（以下简称“沙迦”）保持政治稳定，国家治理能力相对较强。但从地缘政治角度看，地区的紧张局势有所上升。沙迦的经济增长加速，失业和通货膨胀控制在较好水平。沙迦的人均 GDP 出现轻微下降，但营商环境和全球竞争力有所增强，且银行业维持低风险运营。政府赤字水平有所上升，但在可控范围之内，政府债务有所上升，但依然处于很低的水平，且债务结构有所优化，或有负债的风险也在一定程度上降低。沙迦的国际贸易状况有所改善，2017 年实现了贸易盈余，外债偿付能力在一定程度上得到中央政府的支持。

综合评估，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）确定维持沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表）区域长期信用等级为 AAA，其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，评级展望为稳定。

## 优势

1. 沙迦经济较为发达，多元化程度较高，抗风险能力较强，营商环境良好，全球竞争力较强；
2. 银行业资本充足，盈利能力改善；
3. 政府债务水平较低，且在财政方面得到了中央政府的有力支持；
4. 经济增速有所加快。

## 关注

1. 近年来财政持续赤字，政府债务负担有所加重；
2. 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；
3. 地缘政治环境有所恶化。

<sup>1</sup> 指中国区域长期信用等级。

## 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）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酋长国政府（由沙迦财政部代表）构成委托关系外，联合资信、评级人员与沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表）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，未因发行人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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内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跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照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”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、国家概况

沙迦酋长国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 2,590 平方公里，约占阿联酋总面积的 3.3%。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 2018 年底，沙迦总人口约 151 万，其中外来人口占比超过 80%。沙迦的官方货币为迪拉姆。

## 三、存续债券概况及募集资金使用情况

沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表）（或称“发行人”）于 2018 年 2 月在中国银行间债券市场发行了“18 沙迦人民币债 01”，期限 3 年，募集金额为 20 亿元人民币。截至本报告出具日，募集资金已按规定用途使用完毕，且发行人已按时付息。

表 1 跟踪评级债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	到期日
18 沙迦人民币债 01	20.0	20.0	2018/2/22	2021/2/2

资料来源：联合资信整理

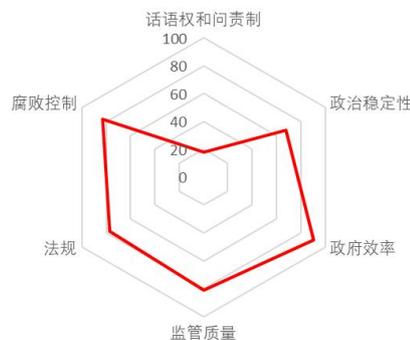
## 四、国家治理

**国家治理水平较高，政局保持稳定，但地缘政治有所恶化**

2017 到 2018 年，沙迦保持了政治稳定。在保证国内稳定的前提下，一些增强问责制和透明度的政策继续得到实施。

沙迦政府治理能力可以大致以世界银行发布的《2017 年全球治理指数》中阿联酋的表现作为参照（见图 1）。2017 年阿联酋的政府治理指数平均得分为 69.5，比 2016 年（69.8）稍低。尽管阿联酋在“政治稳定性”指标上的得分有所提高，但在“腐败控制”和“话语权和问责制”方面的得分有所下降。总体来说，阿联酋的国家治理能力维持相对较强。

图 1 阿联酋国家治理能力情况（2017 年）



数据来源：世界银行

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 2020 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中央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。

从地缘政治的角度看，海外地区紧张局势有

所升温。2017年6月，阿联酋和沙特、巴林和埃及一起中断了与卡塔尔的外交关系。随后也门、约旦、利比亚、科摩罗、塞内加尔和毛里求斯也加入了这一行动。不久，乍得、吉布提和马尔代夫也宣布降级与卡塔尔的外交关系。切断外交关系的行为包括撤回大使以及颁布旅行和贸易禁令等。

此后，因为美国于2018年5月决定退出伊核协议并对伊朗实施制裁，阿联酋和伊朗的商业合作受到了较大影响，而且这种形势在短期内难以改变。

## 五、宏观经济政策和表现

### 近年来经济增长有所加速

在过去两年，阿联酋中央政府和各酋长国政府采取了一系列政策来提高私营部门的运营环境，以期促进经济的增长。这些政策包括：发放10年有效期的签证和向首次申请的高端人才发放永久“黄金”签证，以及放宽特定产业外资所有企业的法规等。

虽然受到一系列宏观因素的制约，2017到2018年，沙迦经济继续维持了2015年来加速增长的趋势。在各行业普遍增长的情形下，地下及露天采矿业和能源产业，主要是碳氢化合物的采掘和生产对于经济增长的贡献尤为显著。因为期间国际石油价格大幅度上升，该部门扩张相对突出。另一方面，一些宏观和微观的掣肘则对经济的增长有所制约。这些因素主要包括：强劲的美元（因此导致紧盯美元的本币迪拉姆升值）导致的进口扩张、对中小企业信贷政策的收紧，以及包括房地产、旅游服务和零售等行业的供应过剩。在石油和天然气价格上涨的背景下，这些因素导致了流入阿联酋资金的下降，但大型企业和公共部门借贷的情况继续保持强劲。

2018年，沙迦酋长国的GDP总量为265.4亿美元（或974.8亿迪拉姆），同比增长5.1%，增速较2017年上升了0.4个百分点，并创下近5年来新高。

未来两年，沙迦的经济料将继续保持温和增长。同时，阿联酋的整体经济则有可能需要经历一段时间的调整，经济增速将有所下降，主要因为政府项目的推进步伐放缓，对部分产能过剩产业，包括房地产、零售和旅游服务产业将进行调整。

表2 宏观经济表现

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
GDP（亿迪拉姆）	974.8	927.0	885.2	852.9	824.5
GDP（亿美元）	265.4	252.4	241.0	232.2	224.4
GDP 增速（%）	5.1	4.7	3.8	3.5	4.4
CPI（%）	-	2.7	0.8	3.4	1.6

数据来源：阿联酋联邦竞争和统计局

图2 沙迦经济增长情况



数据来源：阿联酋联邦竞争和统计局

### 沙迦酋长国的就业状况良好<sup>2</sup>

沙迦酋长国的失业率极低，因为数量庞大的公共部门职位、私营部门的正常需求以及较高的受教育水平和职业技能使得本国公民能够轻易找到工作。同时，大部分外国公民持有的是工作签证，因此，他们或者是正被雇佣，或者是被要求离境。

以阿联酋全国的失业情况为参考，过去5年的平均失业率仅为2.1%，2017年和2018年的失业率则分别为2.5%和2.6%，同样显示了良好的就业状态。

### 通货膨胀率小幅上升，但仍处于可控范围内

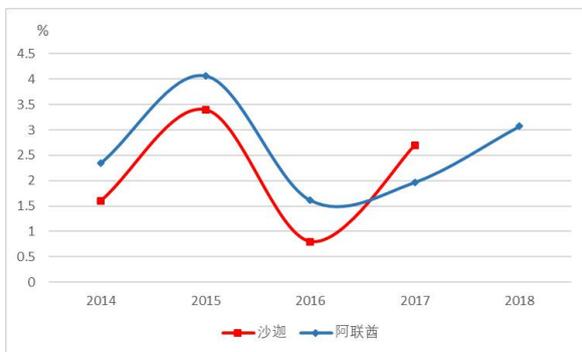
从汇率制度看，阿联酋实行盯住美元的固定汇率制，允许货币自由兑换，不设外汇管制。固

<sup>2</sup> 沙迦酋长国近年的失业率数据缺失。

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。

2017年，沙迦的CPI上涨幅度达到了2.7%，较上一年度的0.8%显著上升，主要受本币升值和国内需求旺盛的影响；且CPI上涨幅度超过了阿联酋当年的平均水平（2.0%），改变了之前三年持续低于阿联酋整体增速的态势。2018至2019年，因为沙迦酋长国的经济增长速度将继续高于阿联酋平均水平，预计其CPI增速也将略高于阿联酋的平均水平，但依然处于可控范围之内。

图3 沙迦CPI增幅



数据来源：阿联酋联邦竞争和统计局、沙迦统计局

## 六、结构特征

### 工业占GDP的比值有所提升，但服务业仍处于主导位置，产业结构保持稳定

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；2017年，农业占沙迦GDP的比重为1.60%，与上年持平，近年来农业占比基本保持稳定。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；2017年，工业占GDP比重为34.8%，较上年增加0.7个百分点；其中制造业、建筑业

分别占比16.6%和7.7%，均同比下滑0.3个百分点，采矿业占比8.8%，同比增加2.0个百分点。沙迦服务业涉及房地产、零售、金融及保险、汽车维修、科技、交通运输、信息通讯和教育等方面；2017年，沙迦服务业总产值占该年度GDP的63.6%，较上年小幅下降0.7个百分点；其中房地产、零售、金融、科技和交通运输业较发达，2017年占GDP的比重分别为13.0%、12.1%、10.0%、5.8%和4.9%。总体看，沙迦工业占GDP比值有所上升，服务业有所下降但仍占主导地位，产业结构保持稳定；相对阿联酋其他酋长国，沙迦产业多元化的程度更高，因此，抗风险能力更强。

### 人均GDP有所下滑，但营商环境良好，国家竞争力保持稳定

阿联酋国家发达程度较高，2017年，阿联酋人均GDP为40,596美元，同比增加3.7%。就沙迦而言，其人均GDP低于阿联酋整体水平，2017年，沙迦人均GDP为15,974美元，较上年下降2.6%。近年来，沙迦人均GDP呈下滑趋势，主要为外来人口大幅增加所致。

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2018年，阿联酋的全球竞争力指数为73.4，较上年上升1.1，在全球140个经济体中排名第27位，与上年持平，国际竞争力较强且保持稳定。具体来看，阿联酋在“宏观经济稳定性”方面排名全球第一并得到满分，在“金融市场”、“商业活力”和“创新能力”方面得分有所增加。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》，2019年阿联酋营商环境在全球190个经济体中排名第11位，较上年提高10位，其中在“电力”的单项衡量指标上阿联酋位居榜首，“纳税”和“办理施工许可”方面也排名前五。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，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。2017年1月，拥有现代化基础设施和服务的免税城市——

沙迦媒体城建成。截至 2018 年底，共有 4,785 家企业在此注册，较 2017 年底（2,537 家）增加 88.6%。

沙迦经济发展对外贸依赖程度较高。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。2010-2017 年，沙迦进出口总额与 GDP 的比值一直在 100% 以上，其中，再出口规模占进出口总额的比重常年保持在 40%-45% 左右。2017 年，进出口总额与 GDP 的比值为 103.5%，较上年下降 4.8 个百分点，但仍处在较高水平。

### 银行系统稳健，面临的各类风险较低<sup>3</sup>

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 2018 年 6 月底，阿联酋银行业共有 61 家银行，其中本地银行 22 家（含 8 家穆斯林银行）、外资银行或分行 39 家。截至 2018 年底，阿联酋银行业资产总额为 28,779.6 亿迪拉姆，同比增长 6.8%。截至 2017 年底，沙迦拥有 4 家本地银行共、14 家外国银行分支机构以及 72 家非沙迦国内银行分支机构。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 17.2% 和 37.6% 股份）。

资产质量方面，截至 2018 年底，阿联酋银行业不良贷款率为 6.8%，同比小幅增加 0.4 个百分点。资本充足性方面，截至 2018 年底，阿联酋银行业资本充足率为 18.2%，一级资本充足率为 16.9%，同比分别下降 0.4 和 0.1 个百分点，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，截至 2018 年底，阿联酋银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为 1.6% 和 11.0%，同比分别增加 0.1 和 0.2 个百分点，银行业盈利能力总体稳定。总体来看，沙迦银行业资产质量虽有小幅下滑，但盈利能力有所增加，银行业风险依旧处在较低水平。

## 七、公共财政<sup>4</sup>

### 政府财政赤字有所走扩，但仍处于可控范围内

2018 年，沙迦政府财政收入为 100.4 亿迪拉姆，同比上升 16.5%，主要是由于公路和交通管理局等政府部门收入大幅增加所致。财政收入相当于 GDP 的比值为 10.3%，同比增加 1.0 个百分点，也是近年来首次达到 10% 以上水平。

财政支出方面，由于员工薪酬、市政开支及承包商付款等方面费用增加，2018 年沙迦政府财政支出为 139.7 亿迪拉姆，同比大幅上升 24.4%，高于财政收入增速；财政支出相当于 GDP 的比值也增至 14.3%，同比增加 2.2 个百分点。

由于财政收入增速不及财政支出增速，2018 年沙迦政府财政赤字规模扩大至 39.3 亿迪拉姆，较 2017 年大幅增加了 50.6%；财政赤字相当于 GDP 的比值为 4.0%，较上年上升了 1.2 个百分点，但仍处于可控范围内。

表 3 沙迦财政状况

单位：亿迪拉姆/%

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
财政收入	100.4	86.2	73.9	42.2	57.5
财政收入/GDP	10.3	9.3	8.3	5.0	7.0
财政支出	139.7	112.3	102.0	78.0	79.5
财政支出/GDP	14.3	12.1	11.5	9.1	9.6
财政盈余	-39.3	-26.1	-28.1	-35.8	-22.0
财政盈余/GDP	-4.0	-2.8	-3.2	-4.2	-2.7

数据来源：沙迦统计局

根据沙迦政府公布的 2019 年财政预算，沙迦政府的财政支出将较 2018 年增长 7.7%，主要用于基础设施建设和经济发展；另一方面，财政

<sup>3</sup> 2018 年部分数据为初步核算数据。

<sup>4</sup> 除特殊说明外，均指一般政府。

收入将有望较 2018 年大幅增长 26.6%。在此背景下，2018 年沙迦财政赤字水平将有望降低，财政状况有望得到改善。

### 政府债务水平有所增加，但仍处于较低水平

沙迦政府债务水平整体很低。截至 2018 年底，沙迦政府债务总额为 247.4 亿迪拉姆，同比上升 37.0%，相当于 GDP 的比值为 25.4%，较 2017 年增加 5.9 个百分点，但仍处于较低水平。从政府债务规模的变化情况来看，2014 年-2018 年，沙迦政府债务总额呈快速上升趋势，主要受历史基数较小及政府融资需求增加的影响。

2016 年-2018 年，沙迦财政收入与政府债务总额的比值呈持续下降之势。截至 2018 年底，沙迦财政收入与政府债务总额的比值为 41.6%，较 2017 年下降了 6.1 个百分点，财政收入对政府债务保障水平一般。

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 2018 年底，银行贷款和公共债券的占比达到 76%；从债务币种构成来看，沙迦政府债务中 47% 为外币债务（全部为美元债务），较 2016 年底略有增加，在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，债务平均到期期限为 4.1 年，2019 年和 2020 年到期政府债务在政府债务总额中的占比分别为 14.1% 和 13.9%，政府债务面临的短期偿还压力不大。

表 4 沙迦公共债务情况

单位：亿迪拉姆/%

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
公共债务总额	356.0	285.5	252.1	215.1	185.8
公共债务总额/GDP	36.5	30.8	28.5	25.2	22.4
其中：政府债务总额	247.4	180.6	148.1	111.1	81.9
政府债务总额/GDP	25.4	19.5	16.7	13.0	9.9
财政收入/政府债务总额	41.6	47.7	50.2	38.0	70.2
或有负债总额	108.6	104.9	104.0	104.0	104.0
或有负债总额/GDP	11.1	11.3	11.8	12.2	12.6

数据来源：沙迦统计局

### 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<sup>5</sup>。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 2018 年底，沙迦公共债务总额为 356.0 亿迪拉姆，较 2017 年底增长了 18.6%，公共债务相当于 GDP 的比值为 24.7%，同比增加 5.7 个百分点，已连续多年保持上升；其中或有负债总额为 108.6 亿迪拉姆，同比增加 3.5%，或有负债相当于 GDP 的比值为 11.1%，较上年略有下降。

从或有负债的构成来看，超过 60% 的或有负债均来自于沙迦水电局（SEWA），债务集中程度较高。自 2017 年以来，基础贷款已按期偿还，政府对于公共债务担保持续减少，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。沙迦政府财政收入持续增加，财政赤字处在可控范围内，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有望保持稳定，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 5 沙迦或有负债构成（截至 2018 年底）

单位：亿迪拉姆/%

类型	负债实体	债务总额	占比
分权部门	沙迦机场管理局	1.8	1.7
	沙迦水电局	69.1	63.6
独立机构	沙迦投资发展局	9.2	8.4
	沙迦环境公司	6.9	6.3
	沙迦国际机场自由区管理局	3.1	2.8
	其他机构	18.7	17.2
合计		108.6	100.00

数据来源：沙迦统计局

## 八、外部融资<sup>6</sup>

### 对外贸易状况有所好转，结束贸易赤字状态

<sup>5</sup> 截至 2018 年底，这些担保包括了对私营企业阿拉达（ARADC LLC）的 16 亿迪拉姆担保。

<sup>6</sup> 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，本章节部分内容以阿联酋为参考，虽然国际贸易的讨论集中在沙迦。

2017年，受国内内需疲软影响，沙迦进口总额为105.2亿美元，较2016年减少28.3%；而得益于国际贸易环境良好，出口总额为156.0亿美元，同比大幅增加36.4%。由于出口增速远高于进口增速，沙迦结束了持续两年的贸易赤字状态，2017年实现贸易盈余50.8亿美元，对外贸易状况得到显著改善。

表6 沙迦对外贸易情况

单位：亿美元/%

项目	2017年	2016年	2015年	2014年
出口总额	156.0	114.4	104.7	159.1
进口总额	105.2	146.6	105.1	88.9
净出口	50.8	-32.2	-0.4	70.2
进出口总额/GDP	103.5	108.3	90.3	110.5

数据来源：沙迦统计局

### 对外偿付能力得到中央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2017年底，阿联酋外债总额相当于GDP的比值为60.3%，较上年同期下降超6.0个百分点；阿联酋官方外汇储备为953.8亿美元，相当于外债总额的比例为41.3%，较2016年提高近6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1.2万亿美元<sup>7</sup>，位居世界第三，其相当于外债总额的五倍左右，为阿联酋外债的偿还提供了强有力的保障。

尽管阿联酋中央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<sup>8</sup>的解决过程来看，在某个酋长国出现债务偿付危机时，其得到中央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，同时中央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。

<sup>7</sup> 据主权财富基金机构2019年2月底数据。

<sup>8</sup> 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。

## 九、偿债能力分析

### 中阿经贸合作日益密切，为存续次债券的偿还提供良好的外部条件

近年来，中国与阿联酋关系进一步加深。2018年7月，习近平主席对阿联酋进行了国事访问。此次访问，阿联酋作为习近平亚非之行的首站，是他当选中国国家主席后第一个出访的阿拉伯国家，也是中国国家元首自1989年以来首次访问阿联酋，对于提升中阿关系水平、继续强化双边经贸合作具有重要意义。作为亚洲基础设施投资银行创始成员国，阿联酋积极响应中国“一带一路”倡议，2019年4月，在沙迦举办的沙迦中国“一带一路”商务圆桌会议圆满结束，进一步促进了双边深度合作。

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。近年来中阿双边贸易总额有所回升，2017年达到410.4亿美元，较上年增加2.4%，非石油贸易的占比已经达到85%以上。

从中国和沙迦的经贸关系来看，2009年-2015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%。

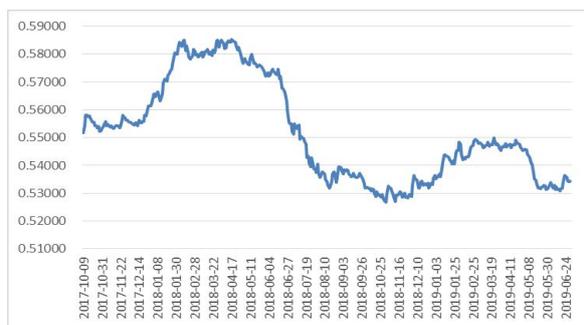
总体看，中国和阿联酋之间以及中国和沙迦之间的经贸合作日益密切，为沙迦存续债券的偿还提供了良好的外部条件。

### 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。

从人民币兑迪拉姆的汇率来看，自2017年10月以来，人民币兑迪拉姆呈先贬值后升值的趋势，但波动幅度不大（见图4）。在迪拉姆稳定盯住美元、人民币兑美元汇率企稳的背景下，预计未来人民币对迪拉姆汇率将总体稳定，波动幅度有限。

图4 人民币兑迪拉姆中间价走势



数据来源：中国外汇交易中心

### 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11.2亿迪拉姆），相当于2018年底沙迦政府债务总额的4.5%。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2018年的财政收入（100.4亿迪拉姆）相当于本期人民币债券发行规模的11.2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中央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2018年底，阿联酋外汇储备相当于本期人民币债券发行规模的320倍左右。

综合评估，联合资信确定维持“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。

## 附件 1 沙迦主要数据

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
<b>宏观数据</b>					
GDP (亿迪拉姆)	974.8	927.0	885.2	852.9	824.5
GDP (亿美元)	265.4	252.4	241.0	232.2	224.4
实际 GDP 增长率 (%)	5.1	4.7	3.8	3.5	4.4
CPI 增幅 (%)	-	2.7	0.8	3.4	1.6
失业率 (%) *	2.6	2.5	1.6	1.8	1.1
<b>结构特征</b>					
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	-	34.8	34.1	35.2	38.2
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	-	63.6	64.3	63.3	60.3
人均 GDP (美元)	-	15,974.0	16,395.0	16,486.0	16,664.0
银行业资本充足率* (%)	17.5	18.1	18.9	18.3	18.1
银行业不良贷款率* (%)	6.8	6.4	5.3	5.2	5.6
银行业 ROA* (%)	1.3	1.2	0.8	1.4	1.2
银行业 ROE* (%)	19.4	16.7	12.1	23.8	22.9
<b>公共财政</b>					
财政收入 (亿迪拉姆)	100.4	86.2	73.9	42.2	57.5
财政收入/GDP (%)	10.3	9.3	8.3	5.0	7.0
财政支出 (亿迪拉姆)	139.7	112.3	102.0	78.0	79.5
财政支出/GDP (%)	14.3	12.1	11.5	9.1	9.6
财政盈余 (亿迪拉姆)	-39.3	-26.1	-28.1	-35.8	-22.0
财政盈余/GDP (%)	-4.0	-2.8	-3.2	-4.2	-2.7
公共债务总额 (亿迪拉姆)	356.0	285.5	252.1	215.1	185.8
公共债务总额/GDP (%)	36.5	30.8	28.5	25.2	22.4
其中: 政府债务总额 (亿迪拉姆)	247.4	180.6	148.1	111.1	81.9
政府债务总额/GDP (%)	25.4	19.5	16.7	13.0	9.9
财政收入/政府债务总额 (%)	41.6	47.7	50.2	38.0	70.2
或有负债总额 (亿迪拉姆)	108.6	104.9	104.0	104.0	104.0
或有负债总额/GDP (%)	11.1	11.3	11.8	12.2	12.6
<b>外部融资</b>					
商品和服务出口总额 (亿美元)	-	156.0	114.4	104.7	159.1
商品和服务进口总额 (亿美元)	-	105.2	146.6	105.1	88.9
商品和服务净出口额 (亿美元)	-	50.8	-32.2	-0.4	70.2
进出口总额/GDP (%)	-	103.5	108.3	90.3	110.5
外汇储备 (亿美元) *	995.0	953.8	853.9	939.3	784.3

数据来源: 沙迦统计局, 阿联酋国家统计局, 阿联酋央行, IMF, 世界银行。

注: 标\*为阿联酋数据。

## 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。