

信用等级公告

联合〔2020〕2793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

二〇二〇年七月二十七日



沙迦酋长国政府（由沙迦财政部代表）

2020年跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体区域长期信用等级：**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	2021/2/2	AAA	AAA

本次评级展望：**稳定**
 上次评级展望：**稳定**

跟踪评级时间：2020年7月27日

主要数据

项目	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
GDP (亿美元)	341.0	337.6	328.6	241.0	232.2
实际 GDP 增速 (%)	1.0	2.7	36.2	3.8	3.5
CPI 增幅 (%)	-1.9	3.8	2.7	0.8	3.4
失业率 (%) *	-	2.6	2.5	1.6	1.8
人均 GDP (美元)	-	20,175.0	20,797.0	16,167.0	16,498.0
财政盈余/GDP (%)	-4.9	-3.2	-2.2	-3.2	-4.2
政府债务总额/GDP (%)	26.6	20.0	15.0	16.7	13.0
财政收入/政府债务总额 (%)	34.6	40.6	47.7	49.9	38.0

注：1. GDP 增长率以本币计算，不考虑汇率变动因素；
 2. 表中 2017 年至 2019 年数据为沙迦新的独立国民核算体系提供，其他为阿联酋联邦竞争和统计局提供，不同核算体系有可能对数据结果造成一定的波动；
 3. 财政盈余/GDP 为负表示财政赤字规模相当于 GDP 的比值；
 4. 政府债务为一般政府债务总额；
 5. “-”表示数据暂不可得；
 6. 标*为阿联酋数据

分析师

胡前方 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

2019 年，沙迦酋长国（以下简称“沙迦”）经济增长放缓，同时面临一定通缩压力。多元化的经济结构使得沙迦的宏观经济基本面依然稳健，同时在阿拉伯联合酋长国（以下简称“阿联酋”）中央银行的监管和支持下，沙迦银行业保持稳健，运营风险较低。沙迦政府财政赤字进一步走扩，由于薄弱的税收基础以及持续增长的融资需求，政府偿付能力有所下滑，但政府债务依然保持在低位。考虑到本币对美元的固定汇率制度以及阿联酋庞大的外汇储备基础，沙迦的外部债务偿还压力仍相对较低。

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）区域长期信用等级为 AAA，维持“18 沙迦人民币债 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 多元化的经济结构以及良好的就业市场使得沙迦宏观经济环境保持了相对稳定；
2. 政府债务保持在低位，同时 2019 年债务结构有所改善；
3. 银行业在阿联酋央行的监管和支持下保持稳健；
4. 政府财政收入自 2018 年增值税改革以来持续增长。

关注

1. 经济增长在新型冠状病毒肺炎疫情冲击下面临较大不确定性；
2. 政府财政赤字持续扩张，叠加新型冠状病毒肺炎疫情冲击，政府财政将面临较大挑战；
3. 国内需求疲软将对物价造成持续压力；

¹ 指中国区域长期信用等级。

4. 尽管沙迦在数据披露方面近年来有所改进，但数据披露的局限性和滞后性仍对沙迦的信用状况产生一定影响。

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）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）

2020 年跟踪评级报告

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（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 2,590 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，也是唯一一个与其他六个酋长国都接壤，且拥有阿联酋东西海岸的酋长国，地理位置优越；但和其他海湾国家不同，沙迦的石油资源较为有限。沙迦拥有发达的交通系统，发达的公路、沿海港口和多个国际机场，交通系统在全球领先。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”，期限为 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：万得资讯，联合资信整理

四、国家治理

尽管中东地区地缘政治局势动荡，但沙迦依然保持了政治稳定

军事争端、恐怖主义、文化和宗教冲突等多重因素下，中东地区地缘政治局势近年来持续动荡。2015 年，阿联酋参与了以沙特为首的阿拉伯联合军队对也门发起的军事行动，并持续至今。同时，阿联酋也参与了以沙特为首的阿拉伯国家与卡塔尔断交的外交行动。断交风波至今虽然未有进一步恶化的迹象但也没有任何放松的表现，未来发展的不确定性仍存。另外，2019 年 7 月伊朗扣押英国油轮事件进一步加剧了海湾地区的紧张局势。而涉及伊朗的相关国际或区域紧张局势的持续或加剧，都有可能对海湾地区稳定性造成破坏，因而对阿联酋以及沙迦产生影响。

尽管地区紧张局势的持续在未来可能对阿联酋产生负面影响，但目前为止，中东局势暂未对阿联酋政治环境产生任何明显影响沙迦政治局势也保持了相对稳定。

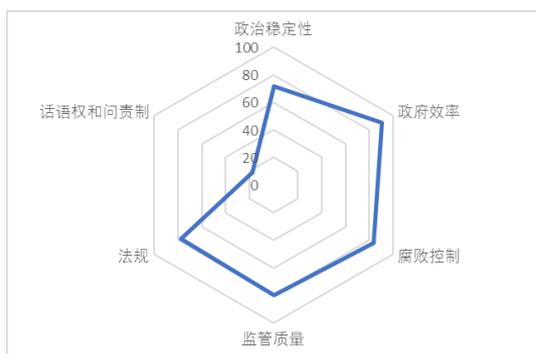
沙迦政府治理能力保持稳健

沙迦政府的治理能力可以大致以世界银行发布的《2018 年全球治理指数》中阿联酋的表现做参照（见图 1）。2018 年阿联酋国家治理指数的百分比排名均值为 70.1，比 2017 年高出 0.7。阿联酋在“政治稳定性”和“腐败控制”方面有明显上升，但在“政府效率”“监管质量”和“话语权和问责制”方面的表现则有所下滑。总体来说，阿联酋的国家治理能力仍保持在较强水平。

近年来，沙迦在数据披露方面取得了一定的进展。在阿联酋联邦竞争和统计局的协助和支持下，沙迦政府独立的国民核算体系已经在 2020 年上半年开始应用。本报告内 2017 年（含）至 2019

年数据由沙迦新的独立国民核算系统提供，而2017年之前数据则由阿联酋联邦竞争和统计局提供。独立的国民核算系统在未来将有助于提高沙迦政府的行政效率，提高数据的披露程度和及时性。但目前来看，沙迦在数据披露方面仍存在一定的局限性和滞后性，对沙迦政府信用状况的全面及时评估形成了一定掣肘。

图1 2018年阿联酋国家治理能力情况



数据来源：世界银行

五、宏观经济政策和表现

2019年沙迦经济增长放缓

2019年，沙迦名义GDP总量达到341.0亿美元（或1,251.5亿迪拉姆），同比增长1.0%，较上年下滑了1.7个百分点。作为阿联酋的第三大酋长国，沙迦经济是阿联酋经济的重要组成部分。2019年以来，由于全球油价低迷以及减产协议限制产出的影响，阿联酋国际资本流入放缓；同时，美元强势下本币被动走强，房地产行业过度供给，以及海外市场因制裁影响而收缩等一系列因素均对阿联酋经济造成压力。在此背景下，2019年沙迦经济增长放缓。

表2 宏观经济表现

	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
GDP (亿迪拉姆)	1,251.5	1,239.0	1,206.0	885.2	852.9
GDP (亿美元)	341.0	337.6	328.6	241.0	232.2
实际GDP增速 (%)	1.0	2.7	36.2	3.8	3.5
CPI增幅 (%)	-1.9	3.8	2.7	0.8	3.4
失业率 (%) *	-	2.6	2.5	1.6	1.8

注：1.表中2017年至2019年数据为沙迦新的独立国民核算体系提供，其他为阿联酋联邦竞争和统计局提供，不同核算体系有可能对数据结果造成一定的波动。

2.GDP增速以本币计算，不考虑汇率变动因素；

3.标*为阿联酋数据，以下同

数据来源：阿联酋联邦竞争和统计局，沙迦统计和社会发展部

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，沙迦统计和社会发展部

当前，全球油价低迷，新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）仍未结束，沙迦2020年GDP增速仍面临较大不确定性。2020年2月阿联酋暴发新冠疫情以来，沙迦政府与联邦政府紧密合作。为防止疫情传播，当局及时宣布了严格的社会隔离措施。尽管阿联酋国内新冠疫情已经得到了较大程度的控制，阿联酋经济也已经于6月开始逐步开放，但第二季度的经济活动仍然受到很大冲击，全年经济增长仍面临挑战。

2019年沙迦出现通货紧缩

2019年，沙迦平均消费者物价指数（CPI）增幅为-1.9%，较上年大幅降低5.7个百分点，逆转上年增长态势，呈现出一定通缩压力。物价增长乏力主要源自2019年房租和公用事业价格的持续下滑以及2018年开始实施增值税以来对物价提升作用的逐步消退。其次，受国际油价大跌影响，国内运输成本和燃料价格纷纷下滑。另外，固定汇率制下美元走强带动阿联酋本币表现升值，国内需求下滑，物价上升动力不足。

沙迦CPI增幅在2020年5月份达到0.1%，表明沙迦正逐步摆脱通货紧缩。但因国内经济活动停滞等影响，预计沙迦经济短期内仍面临持续的通缩压力。

图 3 沙迦 CPI 增幅



数据来源：阿联酋联邦竞争和统计局，沙迦统计和社会发展部

沙迦就业市场表现良好²

根据沙迦 2015 年人口普查报告中的数据，沙迦国民失业率约为 3.7%。充足的公职岗位为沙迦提供了良好的就业环境，失业率很低。同时，2018 年，阿联酋私营部门就业人口约占全部就业人口的 81.5%。私营部门在阿联酋和沙迦的就业市场扮演着重要的角色。

2019 年阿联酋宣布了一项新举措，鼓励得到政府支持的私营部门雇主提供与公共部门相同的就业条件，以此吸引本国公民从事私营部门工作。根据阿联酋央行数据，2019 年阿联酋私营部门就业增长了 2%。预计这一举措将继续鼓励私营部门就业，沙迦就业市场也将因此受益。

另一方面，沙迦就业市场依赖外籍劳工。各个行业从底层员工到高技能人才均表现出对外籍人口的大幅依赖。具有适当技能的外籍劳工的可持续性问题是当前就业市场面临的主要问题。

六、结构特征

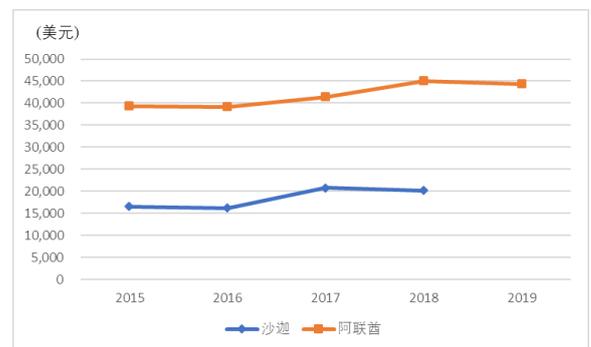
人均 GDP 表现下滑，但国际竞争力表现出了长期稳定的领先优势

阿联酋经济发达程度较高，2019 年人均 GDP 达到 44,313.3 美元，较上年下滑 1.7%。沙迦 2019 年人均 GDP 数据截至 2020 年 6 月底暂不可得，2018 年人均 GDP 达到 20,175.0 美元，较 2017 年下滑 3.0%，低于同期阿联酋平均表现。

² 沙迦近年的失业率缺失。

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2019 年，阿联酋的全球竞争力指数为 75.0，较上年上升 1.6，在全球 141 个经济体中排名第 25 位，较上年排名上升 2 位。在信息和通讯技术以及技能应用方面的明显提升进一步助力阿联酋国际竞争力表现。稳定的宏观经济环境，健全的产品市场和先进的基础设施为阿联酋奠定了长期稳定的国际竞争力领先优势。

图 4 沙迦人均 GDP



注：沙迦 2019 年数据暂不可得

数据来源：阿联酋联邦竞争和统计局，沙迦统计和社会发展部

服务业依然是沙迦经济的支柱产业，同时工业发展良好

沙迦经济多元化程度较高，并且在房地产、工业和制造业领域表现出明显优势。2019 年，沙迦农业、工业和服务产业占 GDP 的比值分别为 1.2%、31.7%和 67.2%，其中农业占比保持不变，工业占比同比上升 0.2 个百分点，而服务业占比则同比下滑 0.1 个百分点。总体看，工业发展良好，服务业仍然是沙迦经济的支柱产业，沙迦产业结构保持相对稳定。

得益于毗邻迪拜和阿布扎比的地理位置以及良好的港口位置，近年来沙迦大力发展制造业、旅游业和金融产业，经济实现了多元化和产业协调化发展。具体来看，2019 年，批发和零售贸易占 GDP 总量的 22.3%，尽管较上年下滑 0.4 个百分点，但依然是经济活动的最大组成部分。作为传统优势产业，制造业约占 GDP 总量的 16.3%，

较上年提升了 0.2 个百分点。由于供大于求，2019 年房地产活动放缓，房地产活动约占 GDP 总量的 9.6%，较上年下滑 0.2 个百分点。总体而言，非石油产业约占 GDP 总量的 95.8%，较上年提升 0.2 个百分点，表明经济对石油行业依赖程度的进一步下降。

表 3 沙迦经济产业结构

单位：亿迪拉姆/%

经济活动	2019年	占比	2018年	占比
农业	15.0	1.2	14.8	1.2
工业	396.4	31.7	390.7	31.6
其中：制造业	203.2	16.2	197.9	16
建筑	109.9	8.8	108.5	8.8
其他	83.3	6.7	84.3	6.8
服务业	840.1	67.1	833.5	67.3
其中：批发零售贸易；	278.5	22.3	281.3	22.7
房地	119.6	9.6	121.1	9.8
产活动				
其他	442.0	35.2	431.2	34.8
非石油产业	1,199.4	95.8	1,184.7	95.6
总计	1,251.5	100	1,239.0	100

注：各项求和与总计数可能因小数位四舍五入而出现微小差距
数据来源：阿联酋联邦竞争和统计局，沙迦统计和社会发展部

在阿联酋央行的监管和支持下，沙迦银行业整体保持稳健³

沙迦的银行系统受阿联酋央行的监管和系统性支持，沙迦并没有自己独立的货币或金融系统，因此沙迦银行业的风险与阿联酋银行业风险相当。本章节除特别说明外，主要聚焦阿联酋银行和金融体系。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。

为保证银行业稳健，阿联酋央行对所辖商业银行每年都要进行一次压力测试。最新测试结果显示，银行业保持了充足的资本和较好的盈利水平，但资产质量仍是银行系统面临的主要挑战。具体来说，截至 2019 年底，得益于资产负债表的改善，银行业流动资产总额和存款准备金均有

所增加，银行业资本充足率达到 17.7%，较上年提升 0.2 个百分点。但由于房地产行业 and 建筑行业不良贷款的增加，银行业不良贷款率达到 6.5%，较上年末继续上升 0.9 个百分点，银行业资产面临持续恶化。盈利能力方面，2019 年银行业总资产收益率（ROA）为 1.6%，较上年持平；净资产收益率（ROE）达到 11.2%，较上年上升 0.2 个百分点。总体来看，银行业依然保持稳健。

2020 年新冠疫情暴发以来，为应对疫情影响，阿联酋央行已经采取了多项措施保护国民经济和维护银行业稳健。这些措施包括允许在阿联酋运营的银行获取零息担保贷款和延期付款，向私营部门企业和中小企业客户及零售客户提供临时救助等。另外，随着美联储的多次降息，阿联酋央行多次下调关键利率，以支持通胀和商业投资，缓解各行业的流动性压力。预计，2020 年尽管在新冠疫情冲击下银行业仍面临一定挑战，但基本稳健局面不会改变。

七、公共财政⁴

政府财政赤字继续走扩，但依然处在可控范围内

2019 年，沙迦政府财政收入为 115.2 亿迪拉姆，同比增长 14.7%，主要是由增值税收、社会保障基金以及公路和交通管理局等收入增长所致。值得注意的是，阿联酋房地产行情疲软使沙迦房地产发展相应承压，造成沙迦政府与土地销售相关的财政收入大幅低于预期，导致 2019 年财政收入增长率较上年下滑 1.7 个百分点。财政收入相当于 GDP 的比值为 9.2%，同比增加 1.1 个百分点。

由于承包商付款、债务利息以及支持实体发展等方面的支出增加，2019 年沙迦政府财政支出为 176.0 亿迪拉姆，同比大幅上升 26.0%，增速明显高于财政收入增速；财政支出相当于 GDP 的

³ 2019 年部分数据为初步核算数据。

⁴ 除特殊说明外，均指一般政府。

比值也增至 14.1%，同比上升 2.8 个百分点。

受基建项目数量大幅增长的影响，沙迦政府对工程承包商的费用支出严重超出预算，导致政府财政赤字进一步走扩。2019 年，沙迦政府财政赤字规模扩大至 60.8 亿迪拉姆，较上年大幅增长 54.7%；财政赤字相当于 GDP 的比值为 4.9%，较上年上升 1.7 个百分点。

表 4 沙迦财政状况

单位：亿迪拉姆/%

项目	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
财政收入	115.2	100.4	86.2	73.9	42.2
财政收入/GDP	9.2	8.1	7.2	8.3	5.0
财政支出	176.0	139.7	112.3	102.0	78.0
财政支出/GDP	14.1	11.3	9.3	11.5	9.1
财政盈余	-60.8	-39.3	-26.1	-28.1	-35.8
财政盈余/GDP	-4.9	-3.2	-2.2	-3.2	-4.2

数据来源：阿联首联邦竞争和统计局，沙迦统计和社会发展部

根据沙迦政府公布的财政预算，预计 2020 年沙迦政府财政收入将上升至 134.1 亿迪拉姆，同比增长 16.4%，主要是因社保基金收入增长所致。但是，考虑到国际油价的大幅波动，政府在石油、天然气以及液化石油气等方面的财政收入预计将大幅减少 67.9%。另一方面，预计财政支出将达到 162.4 亿迪拉姆，同比下降 7.7%，主要是因上年度基建工程承包费用超出预算，相应本年度相关支出预算大幅减少所致。

综合考量，受新冠疫情冲击、国际油价波动、经济活动低迷以及政府实施各种费用减免等因素影响，预计 2020 年政府财政收入会进一步减少，财政预算的表现存在不确定性。

政府债务依旧处于较低水平，且债务结构有所改善

受政府财政赤字扩大的影响，截至 2019 年底，沙迦政府债务总额为 333.2 亿迪拉姆，同比增长 34.7%，政府债务相当于 GDP 的比值为 26.6%，较上年上升 6.6 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，2015 年-2019 年，受历史基数较小以及政府融资需求增加的影响，沙迦政府债务总额呈现快速上升趋势。

政府债务结构方面，沙迦政府债务主要由银行贷款和公共债券构成。截至 2019 年底，银行贷款和公共债券的占比达到 85%；债务币种构成方面，沙迦政府债务中 67% 为外币债务（全部为美元债务），较 2018 年底有所提升，由于沙迦采取盯住美元的固定汇率制度，政府债务面临的汇率风险较小；债务期限方面，政府债务平均到期期限为 4.6 年，较上年延长 0.5 年，政府债务面临的短期偿还压力较小。

考虑到上年度沙迦财政赤字大幅走扩使政府债务承压、新冠疫情蔓延以及国际油价低迷的共同作用，预计 2020 年政府债务仍将保持增长态势。

表 5 沙迦公共债务情况

单位：亿迪拉姆/%

项目	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
公共债务总额	460.6	356.0	285.5	252.1	215.1
公共债务总额/GDP	36.8	28.7	23.7	28.5	25.2
其中：政府债务总额	333.2	247.4	180.6	148.1	111.1
政府债务总额/GDP	26.6	20.0	15.0	16.7	13.0
财政收入/政府债务总额	34.6	40.6	47.7	49.9	38.0
或有负债总额	127.4	108.6	104.9	104.0	104.0
或有负债总额/GDP	10.2	8.8	8.7	11.8	12.2
财政收入/公共债务总额	25.0	28.2	30.2	29.3	19.6

数据来源：阿联首联邦竞争和统计局，沙迦统计和社会发展部

公共债务水平上升至近 5 年新高，但依旧处于健康范围以内

公共债务方面，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。截至 2019 年底，沙迦公共债务总额为 460.6 亿迪拉姆，较 2018 年底增长了 29.4%，公共债务相当于 GDP 的比值为 36.8%，同比增加 8.1 个百分点，为近 5 年最高水平，但依旧处于健康范围以内。

或有负债方面，截至 2019 年底，沙迦或有负债达到 127.4 亿迪拉姆，同比增加 17.3%；或有负债相当于 GDP 的比值为 10.2%，较上年增长 1.4 个百分点。或有负债结构方面，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，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。

表 6 沙迦或有负债构成

单位：亿迪拉姆

负债实体	2019 年	2018 年
沙迦机场管理局	3.6	1.8
沙迦水电局	81.5	69.1
沙迦投资发展局	11.4	9.2
沙迦环境公司	6.7	6.9
沙迦国际机场自由区管理局	2.5	3.1
沙迦资产管理公司	12.2	-
沙迦哈姆利亚自由区	1.4	-
其他机构	8.2	18.7
合计	127.4	108.8

注：各项求和与总计数可能因小数位四舍五入而出现微小差距
数据来源：阿联酋联邦竞争和统计局，沙迦统计和社会发展部

虽然政府债务偿付能力小幅削弱，但外部支持起到了一定缓解作用

截至 2019 年底，政府财政收入对公共债务以及政府债务的保障程度分别达到 25.0% 和 34.6%，较 2018 年底分别降低 3.2 个和 6.0 个百分点，表明债务偿付能力有所下降。考虑到阿联酋中央政府和其他酋长国在沙迦遇到债务偿付困难时提供帮助的可能性较大，因此对沙迦政府债务偿付提供了较为可靠的外部支持。

总体看，持续增长的财政收入以及可控范围内的财政赤字水平使得沙迦的公共财政保持了相对较强的实力。预计未来沙迦政府债务水平仍将保持低位运行，财政收入对政府债务的保障能力仍将保持稳健，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。

八、外部融资⁵

随着贸易条件的改善，2017 年⁶沙迦贸易盈余大幅增加

国际贸易方面，对外贸易是沙迦经济增长的主要动力之一。具体来看，为促进沙迦的工业制

成品出口，政府出台了包括零公司税、零出口税、低进口税以及货币自由兑换等一系列有利的刺激举措。2017 年，沙迦进口总额为 105.2 亿美元，较 2016 年减少 28.2%；出口总额为 156.0 亿美元，同比大幅增长 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，贸易状况得到显著改善。

经常账户方面，2019 年，阿联酋经常账户余额为 296.5 亿美元，同比大幅下降 26.8%；经常账户余额相当于 GDP 的比值为 2.0%，较 2018 年减少 0.6 个百分点，经常账户盈余优势小幅削弱。

国际资本流动方面，阿联酋拥有高度开放的资本和金融账户，且国内资本市场是中东和北非地区最为发达的市场之一。国际资本流入主要来源于稳定的外国直接投资、银行部门中期资金流以及发行外债等方式；国际资本流出主要通过国际贸易信贷和证券投资。阿联酋拥有安全的国际资本避险地位，银行资金逆流风险较低。

表 7 对外贸易和经常账户情况

单位：亿美元/%

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
出口总额	-	-	156.0	114.4	104.7
进口总额	-	-	105.2	146.6	105.1
净出口	-	-	50.8	-32.2	-0.4
经常账户余额*	296.5	404.9	274.7	132.1	175.6
经常账户余额 /GDP*	2.0	2.6	1.9	1.0	1.3

数据来源：阿联酋联邦竞争和统计局，沙迦统计和社会发展部

阿联酋外债水平下降至近 5 年新低

外债水平方面，近年来，受对外融资需求上升以及美元升值影响，阿联酋的外债规模持续上升。截至 2019 年底，阿联酋的外债总额达到 2,927.5 亿美元，同比增长 1.1%；外债总额与 GDP 的比值为 64.2%，较 2018 年底下降 2.7 个百分点，为近 5 年以来新低。

2020 年，石油价格的长期低迷将削弱阿联酋

⁵ 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，本章节部分分析以阿联酋数据为参考，国际贸易部分仍采用沙迦数据，2018-2019 年数据暂不可得。

⁶ 由于无法获得沙迦 2017 年后的贸易数据，因此重点分析沙迦 2017 年的贸易表现。

的外部头寸。同时随着新冠疫情的持续蔓延国际石油需求低迷持续，阿联酋外债压力将有所加剧。

表 8 阿联酋外债情况

单位：亿美元/%

项目	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
外债总额*	2,927.5	2,896.8	2,815.1	2,527.6	2,420.1
外债总额/GDP*	64.2	66.9	73.5	70.8	67.6
外汇储备*	1,083.5	995.0	953.8	853.9	939.3
外汇储备/外债总额*	37.0	34.3	33.9	33.8	38.8

数据来源：阿联酋联邦竞争和统计局，沙迦统计和社会发展部

阿联酋外汇储备对外债的偿付保障进一步增强

外债偿付能力方面，截至 2019 年底，阿联酋官方外汇储备为 1,083.5 亿美元，同比增长 8.9%；外汇储备相当于外债总额的比值为 37.0%，较 2018 年底提高近 2.7 个百分点，表明外汇储备对外债的保障能力有所增强。

此外，阿联酋拥有多个国家主权基金，其中阿布扎比投资局的资产管理规模高达 5,796.2 亿美元⁷，位居世界第三；其资产管理规模相当于阿联酋外债总额的 2 倍左右，为外债偿付提供了强有力的支持。

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，同时阿联酋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。

九、偿债能力分析

2019 年以来中阿政治经济关系持续深化，为存续债券偿还提供了良好的外部条件

中国和阿联酋之间保持了良好的高层交流与对话，有助于中阿关系的进一步发展。2019 年 4 月，阿联酋副总统兼总理穆罕默德·本·拉希德·阿勒马克图姆出席在北京举行的“一带一路”论坛，并会见了中国国家主席习近平，双方在会

议中签署了价值 34 亿美元的合作项目。2019 年 9 月，中国驻阿联酋大使倪健出席在阿布扎比举行的中阿建交 35 周年庆典活动，增强了两国的双边互信关系。2020 年 6 月，阿联酋和中国举行了双边高层视频会议，共同商讨抗击新冠疫情传播的方法。

中国与阿联酋之间拥有务实合作的投资关系，两国采取“1+2+3”的合作模式，以能源基建合作为核心，以贸易和投资为两翼，以核能、航空航天以及新能源等高新技术领域为突破。2019 年，阿联酋与中国在能源、交通、科技以及艺术等领域签署了多项协议，在涉及彼此核心利益和重大关切的问题上建立了牢固的政治互信。随着两国在能源、金融、基础设施等产业领域合作的蓬勃发展，双边合作关系进一步深化。中阿联合建设工业能力合作示范区；两国油气全产业链合作取得丰硕成果；中阿联合项目哈利法港（支持“一带一路”倡议的重要航运点）已经启动并运行；中阿合作的哈翔清洁煤电厂也正在建设中。

近年来双边的贸易伙伴关系持续深化。中国是阿联酋第二大贸易伙伴，近年来双边贸易总额贸易呈上升趋势，2019 年双边贸易额高达 486.7 亿美元，较上年增长 6.0%。总体看，中国和阿联酋之间的经贸合作日益密切，为存续债券的偿还提供了良好的外部条件。

存续债券面临的汇兑风险较为有限

汇兑风险方面，阿联酋采取盯住美元的固定汇率制度，自 1980 年以来，美元兑迪拉姆一直保持在 3.7 左右的水平。2019 年前三季度，人民币兑迪拉姆出现一定贬值，之后汇率逐渐企稳回升（见图 5）。总体而言，考虑到迪拉姆与美元挂钩的固定汇率制度以及人民币贬值压力的缓解，预计未来一段时期内人民币兑迪拉姆的汇率波动较小。此外，借助阿联酋强劲的经济支撑以及两国货币互换的便利，存续债券面临的汇兑风险较为有限。

⁷ 据主权财富基金机构 2020 年 7 月数据。

图 5 人民币兑迪拉姆中间价走势



数据来源：中国外汇交易中心，联合资信整理

稳定的偿债来源将为存续债券的偿付提供充足的保障

从偿债保障情况看，“18 沙迦人民币债 01”的发行规模为 20 亿元人民币，相当于 2019 年底沙迦政府债务总额的 3.2%。存续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 2019 年的财政收入（115.2 亿迪拉姆）相当于存续债券发行规模的 11 倍左右，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存续债券的汇兑风险。

综合评估，联合资信确定维持“18 沙迦人民币债 01”的信用等级为 AAA。

附件 1 沙迦主要数据

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
宏观数据					
GDP (亿迪拉姆)	1,251.5	1,239.0	1,206.0	885.2	852.9
GDP (亿美元)	341.0	337.6	328.6	241.0	232.2
实际 GDP 增速 (%)	1.0	2.7	36.2	3.8	3.5
CPI 增幅 (%)	-1.9	3.8	2.7	0.8	3.4
失业率 (%) *	-	2.6	2.5	1.6	1.8
结构特征					
农业在 GDP 中的占比 (%)	1.2	1.2	1.2	1.6	1.5
工业在 GDP 中的占比 (%)	31.7	31.5	31.6	34.1	35.2
服务业在 GDP 中的占比 (%)	67.2	67.3	67.2	64.3	63.3
人均 GDP (美元)	-	20,175.0	20,797.0	16,167.0	16,498.0
银行业资本充足率 (%) *	17.7	17.5	18.1	18.9	18.3
银行业不良贷款率 (%) *	6.5	5.6	5.3	5.1	5.0
银行业 ROA (%) *	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6
银行业 ROE (%) *	11.2	11.0	10.8	10.7	12.2
公共财政					
财政收入 (亿迪拉姆)	115.2	100.4	86.2	73.9	42.2
财政收入/GDP (%)	9.2	8.1	7.2	8.3	5.0
财政支出 (亿迪拉姆)	176.0	139.7	112.3	102.0	78.0
财政支出/GDP (%)	14.1	11.3	9.3	11.5	9.1
财政余额 (亿迪拉姆)	-60.8	-39.3	-26.1	-28.1	-35.8
财政余额/GDP (%)	-4.9	-3.2	-2.2	-3.2	-4.2
公共债务总额 (亿迪拉姆)	460.6	356.0	285.5	252.1	215.1
公共债务总额/GDP (%)	36.8	28.7	23.7	28.5	25.2
其中: 政府债务总额 (亿迪拉姆)	333.2	247.4	180.6	148.1	111.1
政府债务总额/GDP (%)	26.6	20.0	15.0	16.7	13.0
财政收入/政府债务总额 (%)	34.6	40.6	47.7	49.9	38.0
或有负债总额 (亿迪拉姆)	127.4	108.6	104.9	104.0	104.0
或有负债总额/GDP (%)	10.2	8.8	8.7	11.8	12.2
财政收入/公共债务总额 (%)	25.0	28.2	30.2	29.3	19.6
外部融资					
商品和服务出口总额 (亿美元)	-	-	156.0	114.4	104.7
商品和服务进口总额 (亿美元)	-	-	105.2	146.6	105.1
商品和服务净出口额 (亿美元)	-	-	50.8	-32.2	-0.4
经常账户余额 (亿美元) *	296.5	404.9	274.7	132.1	175.6
经常账户余额/GDP (%) *	2.0	2.6	1.9	1.0	1.3
外汇储备 (亿美元) *	1,083.5	995.0	953.8	853.9	939.3
外债总额 (亿美元) *	2,927.5	2,896.8	2,815.1	2,527.6	2,420.1
外债总额/GDP (%) *	64.2	66.9	73.5	70.8	67.6
外汇储备/外债总额 (%) *	37.0	34.3	33.9	33.8	38.8

数据来源: 阿联酋联邦竞争和统计局, 沙迦统计和社会发展部, 阿联酋央行, 国际货币基金组织, 世界银行
注: “-”表示数据暂不可得; 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。