

乌兹别克斯坦共和国信用评级报告

本次评级结果

长期外币信用等级: BBB_i

长期本币信用等级: BBB_i

评级展望: 稳定

本次评级时间

2018年12月6日

主要数据

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(亿美元)	488.26	670.69	664.89	631.13	577.00
实际GDP增速(%)	5.30	7.80	7.90	8.00	8.00
CPI增幅(%)	12.55	7.98	8.46	9.08	11.70
失业率(%)	7.18	7.51	7.94	8.00	8.06
人均GDP(美元)	1,520.10	2,124.13	2,143.29	2,069.76	1,923.72
财政盈余/GDP(%)	-1.74	0.45	0.28	2.97	2.63
政府债务/GDP(%)	24.30	10.46	9.21	11.70	12.05
财政收入/政府债务(%)	122.55	298.88	367.93	298.77	295.60
外债总额/GDP(%)	34.60	24.28	22.34	21.09	18.51
CAR/外债总额(%)	103.09	102.11	118.03	155.00	194.07

注: 1、实际GDP增长率以本币计算, 不考虑汇率变动因素;
2、财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值;
3、政府债务为一般政府债务总额;
4、CAR为经常账户收入;
5、外汇储备为官方外汇储备。

分析师:

张正一 张强

联合资信评估有限公司

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对乌兹别克斯坦共和国(以下简称“乌兹别克斯坦”)的主权信用进行了首次评级, 决定给予其长期本、外币信用等级 BBB_i。该评级结果表示乌兹别克斯坦的信用风险低, 具备足够的能力按期偿付债务本息, 但易受环境和经济条件不利变化的影响。

2017年乌兹别克斯坦新旧政府过渡平稳, 与吉尔吉斯斯坦关系有所改善, 地缘政治风险降低; 近年来, 乌兹别克斯坦经济增速放缓, 通货膨胀情况较为严重, 且货币政策执行效率不高; 受汇率改革导致的本币苏姆大幅贬值所致, 美元计名义GDP与人均GDP均出现较大程度下滑; 就业水平逐年改善, 但劳动人口外移或将影响乌未来经济增长; 银行业稳健性指标表现良好, 资本充足, 资产质量良好; 乌兹别克斯坦经济结构较为单一, 以石油、天然气、黄金及棉花等大宗商品出口为主要经济支柱, 因此国际能源及大宗商品价格波动对其政府收入及经常账户收入均造成了一定影响, 但财政收入对政府债务仍具有较强的保障能力; 外债水平有所上升, 且政府及公共部门占比较高, 但外汇储备及经常账户收入对其仍具有较强保障能力。

优势

- 新旧政府过渡平稳, 地缘关系有所改善;
- 银行业资本充足, 资产质量良好;
- 财政收入对政府债务的保障能力强;
- 贸易状况改善, 经常账户盈余增加;
- 经常账户对外债保障能力虽有所下降, 但仍较强。

关注

- 经济增速放缓, 通货膨胀严重, 人均GDP较低货币政策执行效率低下;
- 经济结构较为单一, 过度依赖大宗商品, 易受国际能源及大宗商品价格波动影响;
- 外债水平有所上升, 且政府及公共部门外债占比较高;
- 就业情况虽有所改善, 但失业率较高, 且面临劳动力外移问题;
- 国家治理能力很弱。

一、国家概况

乌兹别克斯坦共和国（以下简称“乌兹别克斯坦”或“乌国”）是中亚中部的内陆国家，西北濒临咸海，与哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、土库曼斯坦和阿富汗毗邻，领土面积 44.74 万平方公里。截至 2017 年底，乌兹别克斯坦总人口为 3,212 万人，由 130 个民族组成，其中乌兹别克族占 80%，还有俄罗斯族、塔吉克族、哈萨克斯坦族等，大部分民众信奉伊斯兰教逊尼派。乌兹别克斯坦全国划分为 1 个自治共和国、1 个直辖市和 12 个州，首都塔什干是全国政治、经济、文化和交通中心，也是中亚地区第一大城市。官方语言为乌兹别克语，俄语、塔吉克语也普遍使用。官方货币为乌兹别克斯坦苏姆。

乌兹别克斯坦自然资源丰富，截至 2014 年，探明有近 100 种矿产品。其中，黄金探明储量 3,350 吨（世界第 4），石油探明储量为 5.84 亿吨，凝析油已探明储量为 1.9 亿吨，已探明的天然气储量为 2.06 万亿立方米，煤储量为 18.3 亿吨，铀储量为 18.58 万吨（世界第 7），铜、钨等矿藏也较为丰富。同时，乌国农业和畜牧业也较发达，其所处气候带有利于广泛发展农业经济，灌溉地面积达 425 万公顷，棉花种植业为其农业支柱产业，乌兹别克斯坦是世界第 6 大棉花生产国和第 2 大棉花出口国。

乌兹别克斯坦是联合国、欧洲安全与合作组织、伊斯兰会议组织、不结盟运动、上海合作组织、中亚合作组织等多个国际和地区组织成员。

二、国家治理

乌兹别克斯坦实行三权分立原则，近年来政权过渡平稳，地缘关系有所改善

乌兹别克斯坦为总统制共和国，1992 年通过的第一部宪法规定乌兹别克斯坦为主权、民主国家，实行立法、司法和行政三权分立原则。

立法方面，最高议会是行使立法权的国家最高代表机关，由立法院和参议院组成。参议院为上院，由 100 名议员组成，其中 84 名参议员以不记名方式在卡拉卡尔帕克斯坦共和国、12 个州和塔什干市（每地 6 名）选出。其他 16 名参议员由乌总统在科学、艺术、文学、生产等领域有杰出贡献的乌公民中选出，参议院议员为兼职，但不能同时担任立法院议员，任期 5 年；立法院为下院，由 120 名议员组成，在多党制的基础上由各选区选举产生，立法院议员不能从事除科学和教育之外的赢利性职业，任期 5 年。

司法方面，设有最高法院、宪法法院和检察院。2017 年 2 月，总理米尔济约耶夫启动司法系统改革，提高司法机构权限与地位，加强司法独立性，使司法系统更加民主化。并建立最高司法委员会，委员会组成包括 1 名主席和 20 名委员，主席由参议院根据总统提名任命，委员由总统直接任命，成员主要来自法院、执法部门、公民社会和法律界。

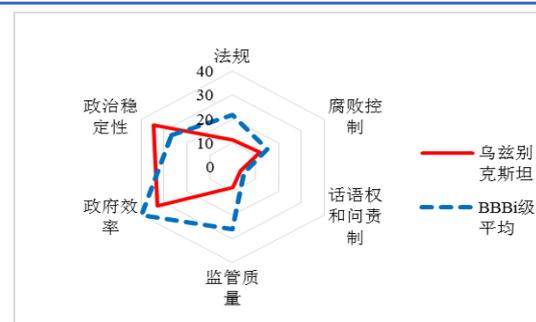
行政方面，总统为国家元首、武装部队最高统帅，每届任期 5 年，最多不可连任超过两届，并设有内阁，内阁由总理、副总理、各部部长及各国家委员会主席组成。自 1991 年乌兹别克斯坦独立后，一直由伊斯兰·卡里莫夫担任总统，直至 2016 年 9 月去世。2016 年 12 月，时任总理的沙夫卡特·米尔济约耶夫赢得大选，成为乌兹别克斯坦第二任总统，政权平稳过渡。米尔济约耶夫担任总统后，实施了多项相关改革措施，涉及经济、政治、社会、司法等多方面。

由于费尔干纳盆地的资源和边界划分问题，长期以来乌兹别克斯坦与吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦等国之间的局势较为紧张。2016 年 11 月，乌兹别克斯坦与吉尔吉斯斯坦签署了一份边界划界临时协议，暂时缓解了两国间因边境问题造成的紧张态势。

乌兹别克斯坦治理能力很弱，但监管质量有所改善

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2017 年乌兹别克斯坦各项治理能力百分比排名均值为 17.12，较上年（16.23）有所提升。乌兹别克斯坦监管质量虽有所改善，但仍处于极低水平；乌兹别克斯坦新旧政府过渡虽十分平稳，米尔济约耶夫上台后推行的多项结构改革优化了政府效率，但受到了部分反对与阻力，对政府稳定性造成了一定影响。整体来看，乌兹别克斯坦的国家治理能力很弱，且低于 BBB_i 级（22.38）国家平均水平（图 1）。

图 1：2017 年乌兹别克斯坦治理能力



数据来源：世界银行

三、宏观经济政策与表现

2015 年以来经济增速放缓，但仍处于较高水平

乌兹别克斯坦经济开放度有限，融入全球经济的程度不高，故受金融危机带来的全球经济增速放缓影响不大。根据官方数据统计，乌兹别克斯坦 GDP 在 2015 年前一直保持 8% 以上的高速增长。2015 年后，受国际大宗商品价格下降、国际需求疲软及俄罗斯、哈萨克斯坦经济增速放缓等因素影响，乌经济增速有所放缓，但也保持在较高水平。2016 年 12 月总统米尔济约耶夫上台后，推行多项经济结构改革，但由于经济决策长期高度集中及既得利益影响，实施效果短期内并不十分明显；其中，放开外汇管制措施造成了本币苏姆大幅贬值，对经济增速造成一定拖累。2017 年，乌兹别克斯坦 GDP 总量为 254.04 万亿苏姆（488.26 亿美元），实际增速为 5.30%，较上年降低 2.50 个百分点。

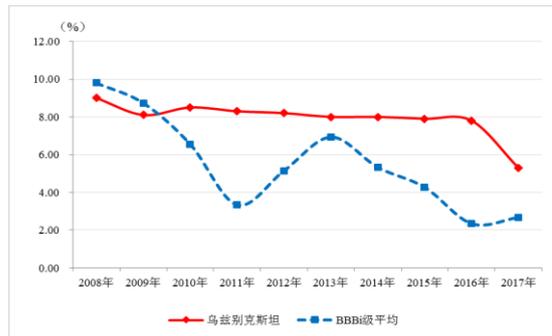
表 1：2013~2017 乌兹别克斯坦宏观经济表现情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
实际 GDP 增速 (%)	5.30	7.80	7.90	8.00	8.00
名义 GDP(万亿苏姆)	254.04	199.99	171.81	145.85	120.86
名义 GDP (亿美元)	488.26	670.69	664.89	631.13	577.00
CPI 增幅(%)	12.55	7.98	8.46	9.08	11.70
失业率 (%)	7.18	7.51	7.94	8.00	8.06

数据来源: IMF

消费和固定资产投资是拉动乌兹别克斯坦经济增长的主要动力。2017 年，乌兹别克斯坦居民消费占 GDP 比重为 58.90%，同比增长 3 个百分点，政府消费占 GDP 比重为 15.10%，同比小幅下降 1 个百分点。近年来乌兹别克斯坦投资对于经济贡献较为稳定，呈小幅上升趋势，2017 年乌兹别克斯坦固定投资占 GDP 比重为 24.90%，与上年持平。对外贸易方面，由于国内需求量较大，进口总额一直高于出口总额，由于乌出口商品较为单一，且国内需求较大，净出口占 GDP 比重一直为负，2017 年，得益于国际大宗商品价格回暖，出口总额增速（9.44%）明显高于进口总额增速（3.72%），净出口占 GDP 比重为-1.02%，同比上升 0.74 个百分点。与近十年 BBB_i 级（5.52%）国家均值相比，乌兹别克斯坦经济增速较快（7.91%），且其十年经济增长波动性（0.98%）显著低于 BBB_i 级（2.50%）国家均值。

图 2：近 10 年乌兹别克斯坦 GDP 增长率



数据来源: IMF

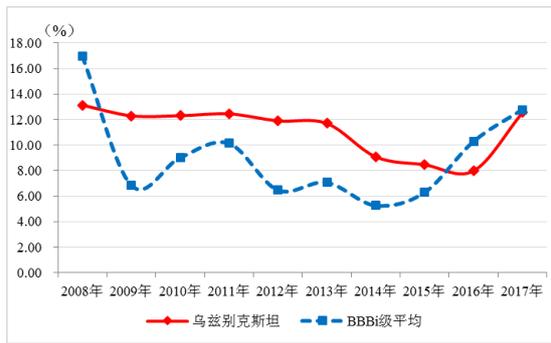
货币政策执行效率较低，通货膨胀较为严重

近年来，乌兹别克斯坦通胀一直保持在较高水平，通货膨胀明显。近十年来 CPI 增幅虽呈缓慢下降趋势，但平均值仍高达 11.18%，通货膨胀情况较为严重。2015 年初，乌政府将再融资利率由 10% 下调至 9%，但发生了严重的区域货币动荡；由于受汇率错位、黑市利率泛滥、金融中介水平不高及流动性低等因素制约，货币政策执行效率较低，对通胀调节效果不佳。2017 年 6 月，乌兹别克斯坦收紧货币政策，将再融资利率由 9% 上调至 14%，欲通过此方法改善高企的通胀水平；2017 年 9 月乌兹别克斯坦实行经济改革，取消外汇兑换管制，本币苏姆大幅贬值近 100%，通胀严重高企，但汇率错位及黑市利率泛滥问题改善明显；由于其他制约因素并未有明显变化，货币政策执行效果有待观望。2017 年 CPI 增幅为 12.55%，较上年增长 4.56 个百分点。

2018 年，由于主要贸易伙伴经济增速放缓对乌兹别克斯坦经济增速的不利影响，预计乌兹别克斯坦通胀情况将继续恶化，达到近 20%。但乌政府仍将持续结构性改革，实行紧缩的货币政策和其他措施控制通胀水平，并且伴随着苏姆汇率逐渐稳定，乌兹别克斯坦通胀水平预计将于 2019 年降至 14.9%。

近十年，乌兹别克斯坦通胀率均值（11.18%）高于 BBB_i 级（9.13%）国家平均水平，但其十年通胀波动性（1.90%）低于 BBB_i 级（3.59%）国家平均水平。

图 3：近 10 年乌兹别克斯坦 CPI 增长率

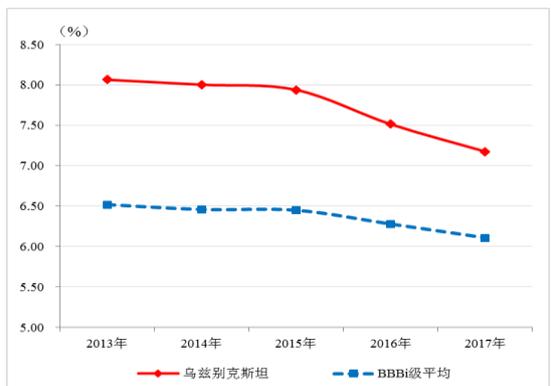


数据来源: IMF

就业状况有所改善，但采取新统计方式后失业率数据飙升；面临一定劳动力外流问题

近年来，乌兹别克斯坦官方公布的失业率平均在 5% 左右，但实际失业率高于官方公布数据。根据世界银行数据，近五年乌兹别克斯坦失业率在 7.7% 左右，但呈逐年降低趋势。2017 年，据测算，乌兹别克斯坦失业率为 7.18%，较上年小幅下降 0.33 个百分点；15 岁至 24 岁青年失业率为 14.55%，较上年下降 0.5 个百分点。总体来看，乌兹别克斯坦就业情况持续改善，但与 BBBi 级国家平均水平仍有一定差距。

图 4：2013~2017 年乌兹别克斯坦失业率



数据来源:世界银行, IMF

2018 年，乌政府公布上半年失业率为 9.3%，由于是采用新的统计方式后首次公布失业率，充分考虑、吸纳劳动力资源平衡、就业人口、家庭经济人口、需安置就业人口等多种因素，虽比之前同期官方公布的 5.2% 有较大增长，但并不代表社会经济及就业形势发生严重恶化。2018 年，乌政府部门联合有关社会及有关青年组织推出“社会直达电梯”培训计划，为就业困难人员及低保家庭成员提供免费的计算机、英语等相关专业技能培训，保障其顺利就业。

整体来看，虽因采用新统计方式导致失业率数据大幅升高，但乌兹别克斯坦就业状况有望持续改善。

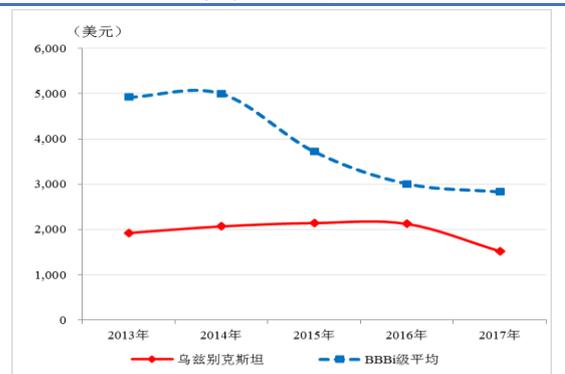
另一方面，乌兹别克斯坦面临着劳动力外移的隐性失业问题。由于乌国能够大量创造就业的劳动密集型产业发展较为滞后，大量劳动人口外移至俄罗斯、哈萨克斯坦等国；现如今乌兹别克斯坦政府推动结构调整，着重发展工业，若大量劳动力外移现象无法改善，将会制约乌兹别克斯坦结构改革推进及经济发展潜力。

四、结构特征

人均 GDP 较低，受取消外汇管制影响，苏姆贬值，2017 年人均 GDP 下滑明显；营商环境显著改善

近年来，乌兹别克斯坦人均 GDP 虽保持小幅增长，但整体水平较低。2013~2016 年人均 GDP 均值为 2,065.23 美元，2017 年由于乌兹别克斯坦取消外汇兑换管制，乌兹别克斯坦苏姆大幅贬值，导致 2017 年美元计价人均 GDP 降至 1,520.10 美元，较上年（2,124.13 美元）大幅下降 28.44%。近五年，乌国人均 GDP 与 BBBi 级国家平均水平具有一定差距（见图 5）。

图 5：2013~2017 年乌兹别克斯坦人均 GDP



数据来源: IMF

根据世界银行发布的《2017 年营商环境报告》，2017 年乌兹别克斯坦营商环境综合得分为 66.33，在 190 个国家中排名第 74 位，较上年有较大提升，位列改革成效显著国家排名前 10 名。主要得益于简化企业成立成本、保护中小股东权益、确保政策执行力度、完善相关法律及税收简化及优惠等多方面改善，乌国家投资委员会表示将持续改善营商环境，争取在 2025 年进入前 20 名。

内需型经济体；经济结构较为单一，过度依赖大宗商品出口，导致经济脆弱性较高

从需求结构看，乌兹别克斯坦为内需驱动型国家。消费对于经济贡献高，且逐年增加，消费占 GDP 近 5 年

均值约为 70%；2017 年，其私人消费支出和政府消费支出占 GDP 的比值分别为 58.90% 和 15.10%，二者合计占 GDP 比重为 74.00%，同比上升 2 个百分点。近年来投资对经济的贡献度较为稳定，投资占 GDP 比重基本稳定在 24% 左右，2017 年达到 24.90%，与上年同期持平；净出口则对经济造成一定拖累，2017 年占 GDP 比重为 -1.02%，较去年上升 0.54 个百分点。

从产业结构来看，乌兹别克斯坦近年三大产业占比基本保持稳定，农业、工业为主要支柱产业。农业、工业和服务业占 GDP 比值近五年均值分别为 16.91%、30.55% 和 43.62%。乌国经济结构较为单一，制造业及轻工业较为落后，农业、畜牧业和采矿业较为发达，乌兹别克斯坦年棉花产量占前苏联棉花产量的 2/3，为世界第 6 大棉花生产国和第 2 大棉花出口国；畜牧业以养羊和养蚕业为主。乌国正进行经济结构调整，实施进口替代战略和《产业本地化计划》，以加强工业、促进出口商品多元化，提高其对经济贡献，但短期内难以取得显著成效。2017 年，乌国第一产业占 GDP 比重为 17.32%，同比增加 1.21 个百分点；第二产业占 GDP 比重为 30.05%，同比基本持平；第三产业占 GDP 比重为 42.47%，同比下降近 3 个百分点。整体来看，乌兹别克斯坦经济结构较为单一，高度依赖基础产品，主要为棉花、天然气、石油和黄金等，经济脆性较大。

对外贸及外资依赖不高，但出口商品多样性低，易受国际能源价格影响

乌兹别克斯坦外贸依存度不高，进出口总额近五年占 GDP 比重平均不到 50%；2017 年外贸依存度达 58.06%，同比上升 18.44 个百分点，为近五年最高，主要得益于国际能源价格回升及俄罗斯、哈萨克斯坦等主要贸易伙伴经济回暖。但由于乌本国轻工业及制造业不发达，随着国内需求增加，对于食品、机械设备等产品进口量持续增加，净出口对经济形成一定拖累，但随着乌兹别克斯坦结构性改革，政府着重发展工业，净出口对经济的拖累程度逐年减轻。整体来看，乌兹别克斯坦虽对外贸依存度不高，但因出口结构较为单一，较易受到全球能源价格、外部环境及主要贸易伙伴需求下滑等不确定性因素冲击。

外国直接投资流入对于乌兹别克斯坦经济增长做出了一定贡献，近年来乌兹别克斯坦吸收国际直接投资水平呈上升之势。2017 年，乌国 FDI 存量 92.52 亿美元，占 GDP 比重为 18.95%，较去年同比上升 5.6 个百分点。乌兹别克斯坦已出台《外资法》、《外国投资权益保障和维护措施》、《关于促进吸引外国直接投资补充措施》等多项相关法令，改善营商环境，有望吸引更多外资流入。

银行业资本充足，资产质量良好，风险相对较低

乌兹别克斯坦央行的主要功能为定制货币信贷政策、外汇调节与管制及对商业银行的监管等。目前乌兹别克斯坦的银行业共由 30 家不同所有制形式的商业银行构成，其中，国有银行 3 家，外资银行 5 家，股份制银行 11 家，私人银行 11 家，大部分为国有银行或国家干预的银行。

近年来，乌兹别克斯坦银行业稳定性指标表现良好，整体相对稳健。根据乌兹别克斯坦央行的数据，银行占据整体金融体系 90% 的份额。乌兹别克斯坦的银行业大部分贷款均发放给国有企业；近年来，随着经济结构改革推进，政府扶持私营企业发展，银行逐步将贷款发放至消费者和私人商业部门。根据乌官方公布数据，近年来银行业不良贷款率稳居 1% 以下，表现十分良好，但这一数据质量遭到了公众质疑。截至 2017 年底，乌兹别克斯坦银行业资本充足率为 23.44%，与上年 23.49% 基本持平，远超巴塞尔协议的要求。盈利方面，银行业的总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为 1.96% 和 17.76%，较上年基本持平，盈利能力保持稳定。

总体来看，乌兹别克斯坦银行业资产质量良好，风险相对较低。

五、公共财政实力

财政盈余持续收窄，并于 2017 年首次出现财政赤字

财政收入方面，税收是乌政府最主要收入来源，近年占财政收入总额的比重超 60% 以上，且呈上升趋势。2017 年，乌兹别克斯坦一般政府财政收入 75.64 万亿苏姆，同比增长 20.96%，相当于当年 GDP 的 29.78%。财政收入增加主要由税收收入增加所贡献，2017 年乌兹别克斯坦税收收入为 46.74 万亿苏姆，同比增加 24%。

表 2：2013~2017 乌兹别克斯坦一般政府财政表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政收入 (万亿苏姆)	75.64	62.54	58.19	50.99	43.04
财政收入/GDP (%)	29.78	31.27	33.87	34.96	35.61
财政支出 (万亿苏姆)	80.06	61.65	57.71	46.66	39.86
财政支出/GDP (%)	31.52	30.82	33.59	32.00	32.98
财政盈余 (万亿苏姆)	-4.42	0.89	0.47	4.32	3.18
财政盈余/GDP (%)	-1.74	0.45	0.28	2.97	2.63

数据来源：IMF

2017 年，乌兹别克斯坦一般政府财政支出为 80.06 万亿苏姆，同比增长 29.87%，高于财政收入增速。主要

由于政府持续加大社会补贴和福利方面投入，加强基础设施建设，使政府财政支出大幅增加。

近年来，乌兹别克斯坦政府一直采取较为审慎的财政政策，财政收入与支出基本保持平衡，但 2015 年开始受俄罗斯、哈萨克斯坦经济增速放缓、国际大宗商品价格下降等因素影响，财政收入增速下滑，不及财政支出增速，财政盈余持续收窄。截至 2017 年底，由于财政支出增速（29.87%）高于财政收入增速（20.96%），乌兹别克斯坦由财政盈余转为赤字，赤字达到 4.42 万亿苏姆，占 GDP 比重为 1.74%。近五年，虽然乌兹别克斯坦财政盈余水平持续下降，但仍高于 BBB_i 级国家平均水平。

图 6：2013~2017 年乌兹别克斯坦财政盈余占 GDP 比重



数据来源: IMF

政府债务水平有所上升，但财政收入对政府债务仍有很强的保障能力

由于乌兹别克斯坦政府采取保守的财政政策，且在 2017 年以前一直保持财政盈余，因此政府向外借债意愿不强，政府债务一直维持在较低水平，但由于财政收入增速一直低于财政支出增速，政府债务呈现上升趋势。2017 年，乌兹别克斯坦一般政府债务总额为 61.72 万亿苏姆，占 GDP 比值为 24.30%，较去年大幅上升近 14 个百分点，但仍处于较低水平，政府债务负担较低。整体看，近五年，乌兹别克斯坦一般政府债务水平仍低于 BBB_i 级国家平均水平。

图 7：2013~2017 年乌兹别克斯坦一般政府债务 / GDP



数据来源: IMF

从利息支出看，近年来政府利息支出负担一直保持在较低水平，平均占 GDP 比重为 0.03%。2017 年，利息支出占 GDP 比重为 0.04%，同比上涨 0.02 个百分点，政府利息支出负担极低。

表 3：2013~2017 乌兹别克斯坦一般政府债务情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额 (万亿苏姆)	61.72	20.92	15.81	17.07	14.56
政府债务总额/GDP (%)	24.30	10.46	9.21	11.70	12.05
利息支出/GDP (%)	0.04	0.02	0.02	0.03	0.02
财政收入/政府债务总额 (%)	122.55	298.88	367.93	298.77	295.60

数据来源: IMF

从财政收入对政府债务的保障情况看，近年乌兹别克斯坦财政收入对政府债务的能力总体呈下滑趋势，主要由于政府债务持续增加导致。2017 年，乌兹别克斯坦政府财政收入与政府债务总额的比值为 122.55%，较上年大幅下滑，但仍具有很强的保障能力。

六、外部融资实力

得益于能源价格上升、全球贸易形势好转等原因，贸易状况改善，经常账户余额有所增加

乌兹别克斯坦的主要贸易伙伴为俄罗斯、哈萨克斯坦、中国及其他欧亚国家；主要出口产品是天然气、原油、棉花、黄金及其他矿产能源贵金属等，主要进口产品为机电产品和化工产品等。

受国际能源价格下跌及多个贸易伙伴经济增速放缓等因素影响，乌兹别克斯坦出口量持续降低。2017 年，受经济回暖、能源价格回升及全球贸易形势好转等一系列利好因素影响，同时乌政府开启汇率改革，苏姆贬值，刺激出口，乌兹别克斯坦出口停止下跌趋势，出现回暖，贸易逆差收窄。2017 年，乌兹别克斯坦出口总额为

138.94 亿美元，同比大幅上升 9.44%；进口总额达到 143.93 亿美元，同比增加 3.72%。由于出口增速高于进口增速，2017 年贸易逆差收窄至 4.99 亿美元。

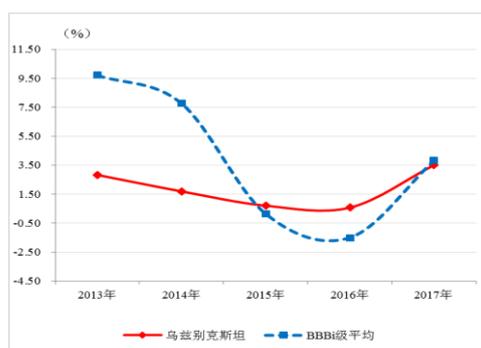
表 4：2013~2017 乌兹别克斯坦经常账户及国际投资情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
进口额 (亿美元)	143.93	138.77	142.82	170.82	178.19
出口额 (亿美元)	138.94	126.96	130.59	145.56	153.46
贸易差额 (亿美元)	-4.99	-11.81	-12.24	-25.26	-24.73
经常账户收入 (亿美元)	174.18	166.27	175.32	206.32	207.24
经常账户余额 (亿美元)	17.13	3.84	4.70	10.69	16.31
经常账户余额/GDP (%)	3.51	0.57	0.71	1.69	2.83
国际投资净头寸 (亿美元)	163.02	162.83	148.54	133.11	106.79
国际投资净头寸/GDP (%)	33.39	24.28	22.34	21.09	18.51

数据来源: IMF

经常账户方面，近年来，受国际大宗商品价格下降、俄罗斯经济疲软及移民劳工汇款减少等多种因素影响，乌兹别克斯坦经常账户盈余呈下降趋势。2017 年，国际能源价格回暖，天然气出口增加，乌兹别克斯坦经常账户余额达到 17.13 亿美元，占 GDP 比重为 3.51%，较上年大幅增加近 3 个百分点。从近五年情况来看，乌兹别克斯坦经常账户余额占 GDP 比重表现不及 BBB_i 级国家平均水平，但较为稳定。

图 8：2013~2017 年乌兹别克斯坦经常账户盈余/GDP



数据来源: IMF

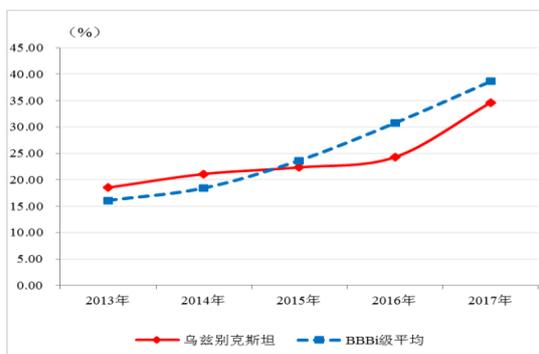
从国际投资净头寸情况来看，乌兹别克斯坦一直为净债权国，且规模逐年加大。随着经济结构改革、货币自由化及营商环境显著改善，乌兹别克斯坦有望吸引更多外资投入，国际投资净头寸增速或将放缓。截至 2017 年底，乌兹别克斯坦国际投资净头寸为 163.02 亿美元，相当于 GDP 比重为 33.39%，较上年增加 9.11 个百分点。

外债水平有所上升，政府及公共部门外债占比较高；以中长期外债为主，短期偿付压力很小

近五年，乌兹别克斯坦外债总水平呈上升趋势，外债总额占 GDP 比重五年间累计增加逾 16 个百分点。截至 2017 年底，乌兹别克斯坦外债总额达 168.96 亿美元，占 GDP 比重为 24.60%，较去年上升超 10 个百分点，但外债负担仍处在较低水平。从图 9 可以看出，乌兹别克斯坦外债负担略低于 BBB_i 级国家平均水平。

从外债结构看，乌兹别克斯坦外债总额中政府及公共部门持有比例近年呈现波动上升，且占比较高。近五年来，乌外债总额中政府持有比例平均为 43.50%，截至 2017 年底，乌外债中政府及公共部门持有外债占比为 45.11%，同比下降 0.54 个百分点。其余外债来自私人部门（49.44%）所组成。

图 9：2013~2017 年乌兹别克斯坦外债占 GDP 比重



数据来源: 世界银行

乌兹别克斯坦外债中短期外债占比一直不高。截至 2017 年底，乌兹别克斯坦总外债中短期外债占比为 3.26%，较上年增加 1.14 个百分点，但短期偿付压力仍然很小。

表 5：2013~2017 乌兹别克斯坦外债情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外债总额 (亿美元)	168.96	162.83	148.54	133.11	106.79
外债总额/GDP (%)	34.60	24.28	22.34	21.09	18.51
政府及公共部门外债 (亿美元)	76.21	74.34	65.14	55.71	43.83
政府及公共部门外债/外债总额 (%)	45.11	45.65	43.85	41.85	41.04

数据来源: IMF, 世界银行

经常账户收入对外债保障能力有所下降，但覆盖度仍较高；外汇储备增加，对外债保障能力增强

乌兹别克斯坦经常账户收入对外债总额和政府及公共部门外债覆盖度较高，但近年来有所下降。截至 2017 年，乌兹别克斯坦经常账户收入与外债比值为

103.09%，较去年同期有小幅上升，但较 2013 年下降了近 91 个百分点。同时，经常账户收入对政府外债的比值达 228.55%，较去年增加约 5 个百分点，维持了极高的覆盖度。

外汇储备方面，近 5 年乌兹别克斯坦外汇储备规模波动下降，2017 年外汇储备大幅增加，外汇储备对外债保障能力增加明显。截至 2017 年底，乌兹别克斯坦外汇储备规模为 150.36 亿美元，相当于外债总额的 88.99%，较去年增长超 17 个百分点；外汇储备相当于政府及公共部门外债的比重为 197.30%，较去年增长明显，政府外债偿还能力强。

表 6：2013~2017 乌兹别克斯坦外债保障情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外汇储备 (亿美元)	150.36	115.81	124.05	135.44	130.14
CAR/外债总额 (%)	103.09	102.11	118.03	155.00	194.07
CAR/政府及公共部门外债 (%)	228.55	223.67	269.14	370.35	472.84
外汇储备/外债总额 (%)	88.99	71.12	83.51	101.75	121.87
外汇储备/政府及公共部门外债 (%)	197.30	155.78	190.44	243.12	296.92

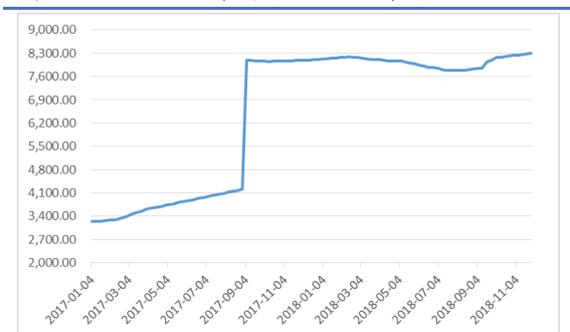
数据来源: IMF, 世界银行

苏姆兑美元面临贬值压力

2017 年前，乌兹别克斯坦一直实行爬行钉住汇率制度，本币苏姆严重被高估，官方汇率与黑市汇率差额显著扩大。2017 年 9 月乌兹别克斯坦实行经济改革，取消外汇兑换管制，改为实施由市场定价的浮动汇率制度，本币苏姆大幅贬值近 100%，由 1 美元兑 4210.35 苏姆直线贬值至 1 美元兑换 8100 苏姆。

进入 2018 年来，苏姆兑美元累计贬值 1.99%。由于苏姆贬值导致的通货膨胀上升、美元进入加息周期及 2018 年下半年原油价格大幅下降等因素，苏姆仍面临一定贬值压力。

图 10：2017~2018 年美元兑苏姆汇率变化



数据来源: 乌兹别克斯坦央行

七、评级展望

目前看，乌兹别克斯坦新旧政权过渡平稳，地缘关系有所改善。经济结构改革初见成效，营商环境显著改善；银行稳定性较高，资产质量良好；政府债务虽有所上升，但仍处在较低水平，财政收入对其保障能力较强；外债水平虽有所上升，经常账户收入及外汇储备对其覆盖度很高。本币在经历外汇兑换制度放开后，苏姆一度大幅贬值，但如今汇率已趋于稳定。因此，联合资信确定乌兹别克斯坦长期本、外币信用评级展望为稳定。

乌兹别克斯坦主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
宏观数据					
GDP (万亿苏姆)	254.04	199.99	171.81	145.85	120.86
GDP (亿美元)	488.26	670.69	664.89	631.13	577.00
实际 GDP 增速 (%)	5.30	7.80	7.90	8.00	8.00
CPI 增幅 (%)	12.55	7.98	8.46	9.08	11.70
失业率 (%)	7.18	7.51	7.94	8.00	8.06
结构特征					
人均 GDP (美元)	1,520.10	2,124.13	2,143.29	2,069.76	1,923.72
第一产业占 GDP 中的比值 (%)	17.32	16.11	16.61	17.10	17.43
第二产业占 GDP 中的比值 (%)	30.05	30.08	31.50	30.61	30.52
第三产业占 GDP 中的比值 (%)	42.47	45.36	43.11	43.31	43.85
私人消费占 GDP 中的比值 (%)	58.90	55.90	54.20	53.20	50.41
政府消费占 GDP 中的比值 (%)	15.10	16.10	15.80	15.80	15.55
固定资本形成总额占 GDP 中的比值 (%)	24.90	24.90	23.71	24.16	23.74
净出口占 GDP 中的比值 (%)	-1.02	-1.76	-1.84	-4.00	-4.29
进出口总额/GDP (%)	58.06	39.62	40.87	50.17	57.49
国内总储蓄/GDP (%)	32.71	25.38	27.56	31.83	33.12
银行业资本充足率 (%)	23.44	23.49	23.61	23.81	24.28
银行业不良贷款率 (%)	0.44	0.44	0.42	0.39	0.41
银行业 ROA (%)	1.96	1.97	2.01	1.97	1.95
银行业 ROE (%)	17.76	17.77	17.53	17.60	17.16
公共财政					
财政收入 (万亿苏姆)	75.64	62.54	58.19	50.99	43.04
财政收入/GDP (%)	29.78	31.27	33.87	34.96	35.61
财政支出 (万亿苏姆)	80.06	61.65	57.71	46.66	39.86
财政支出/GDP (%)	31.52	30.82	33.59	32.00	32.98
财政盈余 (万亿苏姆)	-4.42	0.89	0.47	4.32	3.18
财政盈余/GDP (%)	-1.74	0.45	0.28	2.97	2.63
政府债务总额 (万亿苏姆)	61.72	20.92	15.81	17.07	14.56
政府债务总额/GDP (%)	24.30	10.46	9.21	11.70	12.05
利息支出/GDP (%)	0.04	0.02	0.02	0.03	0.02
财政收入/政府债务 (%)	122.55	298.88	367.93	298.77	295.60
外部融资					
进口总额 (亿美元)	143.93	138.77	142.82	170.82	178.19
出口总额 (亿美元)	138.94	126.96	130.59	145.56	153.46
贸易差额 (亿美元)	-4.99	-11.81	-12.24	-25.26	-24.73
经常账户收入 (亿美元)	174.18	166.27	175.32	206.32	207.24
经常账户余额 (亿美元)	17.13	3.84	4.70	10.69	16.31
经常账户余额/GDP (%)	3.51	0.57	0.71	1.69	2.83
国际投资净头寸 (亿美元)	163.02	162.83	148.54	133.11	106.79
国际投资净头寸/GDP (%)	33.39	24.28	22.34	21.09	18.51
外债总额 (亿美元)	168.96	162.83	148.54	133.11	106.79
外债总额/GDP (%)	34.60	24.28	22.34	21.09	18.51

政府及公共部门外债总额（亿美元）	76.21	74.34	65.14	55.71	43.83
政府及公共部门外债/外债总额（%）	45.11	45.65	43.85	41.85	41.04
外汇储备（亿美元）	150.36	115.81	124.05	135.44	130.14
经常账户收入/外债总额（%）	103.09	102.11	118.03	155.00	194.07
经常账户收入/政府及公共部门外债（%）	228.55	223.67	269.14	370.35	472.84
外汇储备/外债总额（%）	88.99	71.12	83.51	101.75	121.87
外汇储备/政府及公共部门外债（%）	197.30	155.78	190.44	243.12	296.92

数据来源：世界银行、IMF、乌兹别克斯坦央行、财政部、统计局。

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA _i	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA _i	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A _i	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB _i	信用风险低，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB _i	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B _i	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC _i	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。