

乌兹别克斯坦共和国跟踪评级报告

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

上次评级结果

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

2019年12月9日

主要数据

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
名义GDP(亿美元)	504.9	581.5	813.2	813.4	766.6
实际GDP增速(%)	5.1	4.5	6.1	7.4	7.2
CPI增幅(%)	14.3	13.9	8.8	8.5	9.1
失业率(%)	5.2	5.0	5.2	5.2	5.1
人均GDP(美元)	1,550.0	1,810.3	2,575.5	2,622.0	2,514.1
财政盈余/GDP(%)	2.2	1.8	1.6	1.1	2.7
政府债务/GDP(%)	20.6	20.2	8.6	7.1	6.4
财政收入/政府债务(%)	135.1	122.2	293.9	361.8	440.4
外债总额/GDP(%)	34.9	29.0	19.4	17.3	16.4
CAR/外债总额(%)	125.6	117.6	104.4	-	-
外汇储备/外债总额(%)	153.6	166.4	166.3	172.7	192.7

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

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”) 的主权信用进行了跟踪评级, 决定维持其长期本、外币信用等级 BBB_i 。该评级结果表示乌兹别克斯坦的主权信用风险一般, 具备足够的能力按期偿付债务本息。

2018年, 乌兹别克斯坦总统持续进行政府机构改革及政府高层人事调整。2019年, 加入独联体议会大会使乌兹别克斯坦地缘政治持续改善, 也为其与其他国家合作搭建了更好平台。得益于投资拉动, 2018年乌兹别克斯坦经济快速增长, 但通胀压力持续加大; 由于本币苏姆贬值, 人均GDP大幅下滑。失业率小幅增加, 但受人口年轻化及乌兹别克斯坦政府出台多项政策, 就业状况未来或将得到有效改善。得益于工业化进程的持续推进, 工业在经济中占比持续增加, 但银行业资产质量和盈利能力均有所下滑。得益于经济持续快速增长, 财政收入大幅增加, 财政盈余水平继续走高, 一般政府债务水平保持在低位, 财政收入对政府债务的保障能力有所增强。但受国内需求大幅增加影响, 贸易逆差再度走扩, 经常账户出现赤字。乌兹别克斯坦外债水平有所上升, 政府及公共部门外债占比有所增加, 但经常账户收入对总外债保障能力有所增强。受外汇储备规模下降影响, 外汇储备对外债的保障能力有所减弱, 但仍很强。本币苏姆兑美元持续贬值压力, 对其外债偿付造成一定影响。

优势

1. 经济保持快速增长;
2. 财政收入大幅增加, 财政盈余水平持续走高;
3. 一般政府债务水平保持在低位, 财政收入对政府债务的保障能力有所增强;
4. 经常账户收入对总外债保障能力有所增强, 外汇储备对外债的保障能力很强。

关注

1. 通胀压力持续增加;
2. 受本币贬值影响, 美元计人均GDP大幅下降;
3. 贸易逆差再度走扩, 经常账户出现赤字;
4. 银行业资产质量及盈利能力均有小幅下滑;
5. 本币苏姆仍面临一定贬值压力。

一、国家治理

总统持续进行政府机构改革及政府高层人事调整；乌兹别克斯坦第五个政党正式成立；地缘关系持续改善

自 2018 年初以来，总统米尔济约耶夫持续进行政府机构改革及政府高层人事调整。包括但不限于任命前副总理为塔什干州州长、拆分农业和水利资源部为农业部和水利部、任命前第一副总检察长为国家海关委员会主席、对国家投资委员会进行大幅人事调整、对建设部及就业与劳动关系部等多个部委进行人事调整及成立建设部等多项举措。另一方面，米尔济约耶夫还计划对行政体系改革，通过优化政府机构设置，加强中央部委和地方政府的独立性、增强工作人员在自身职责范围内的工作责任感，明确划分各机构权力和职责，以建立高质量、现代化、高效的政府运作体系。

2019 年 1 月，乌兹别克斯坦第五个政党——生态党正式成立，乌兹别克斯坦最高会议立法院（议会下院）副议长博里伊·阿里汗诺夫当选该党中央委员会执委会主席。乌兹别克斯坦生态党的前身为乌生态运动组织，成立于 2008 年 2 月，在乌兹别克斯坦最高会议立法院拥有 15 席席位，阿里汗诺夫此前为乌生态运动组织议会党团领袖。乌兹别克斯坦生态党主要政治主张为：促进国家环保政策落实，协助实现国家可持续发展目标，为人民创造良好的生活环境，动员社会各方力量参与到国家环境保护活动中，提高社会整体环保意识等。

地缘关系方面，2018 年 1 月，乌兹别克斯坦与尼泊尔建交，尼泊尔成为第 134 个与乌兹别克斯坦建立外交关系的国家。2019 年 3 月，乌兹别克斯坦正式加入独联体成员国议会大会，成为第十个成员国。乌兹别克斯坦加入独联体议会大会意义重大，为其最高会议发展与其他成员国议会间合作与交流提供了新的平台和机会。

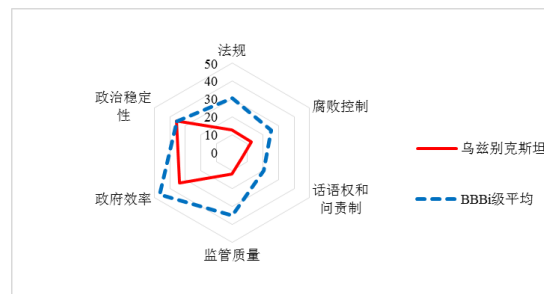
乌兹别克斯坦治理能力有所改善但仍很弱

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2018 年乌兹别克斯坦各项治理能力百分比排名均值为 18.9，较上年（17.1）有所提升。具体来看，除政府稳定性以外，其他指标得分均有所提升，但话语权与问责制仍处于极低水平，腐败问题也依旧较为严重。根据透明国际发布的全球清廉指数 2018 年得分排名，乌兹别克斯坦得分为 23 分，较去年增加 1 分，在参与评比的 180 个国家与地区中排名第 158 位，较上年下降 1 位。自 2018 年初以来，总统米尔济约耶夫持续进行政府机构改革及

政府高层人事调整，对其国家政治稳定性造成一定影响。

整体来看，乌兹别克斯坦的国家治理能力仍很弱，且低于 BBB_i 级（32.2）国家平均水平（图 1）。

图 1：乌兹别克斯坦治理能力（2018 年）



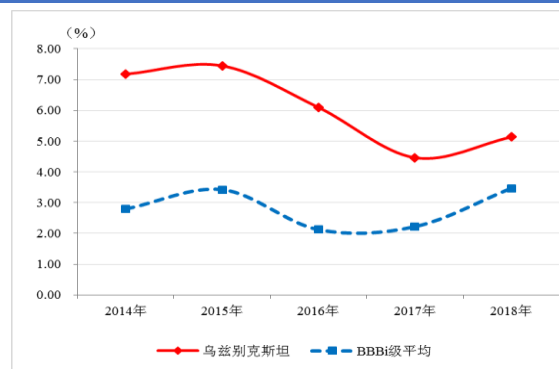
数据来源：世界银行

二、宏观经济政策与表现

得益于投资拉动，乌兹别克斯坦经济快速增长，预计未来仍将保持较高增速

2018 年，乌兹别克斯坦名义 GDP 总量为 407.5 万亿苏姆（504.9 亿美元），实际增速为 5.1%，较上年增加 0.6 个百分点。从图 2 中可以看出，近年来乌兹别克斯坦经济增速高于 BBB_i 级国家平均水平。

图 2：乌兹别克斯坦实际 GDP 增长率



数据来源：IMF

2018 年，乌兹别克斯坦经济主要由投资拉动。具体来看，固定资产投资同比大幅增加 22.4%，较上年增速提高 5.5 个百分点。最终消费支出同比小幅下滑 0.1%，但较上年对经济的拖累程度有所减弱；其中，私人消费支出同比下滑 4.3%，对经济增长的拖累程度较上年有所加重；政府消费支出同比大幅增加 19.1%，逆转了上年大幅下滑 7.3% 的趋势。对外贸易方面，虽然进、出口均大幅增加，但由于进口总额仍高于出口总额且进口增速高于出口增速，净出口仍对经济造成拖累，且拖累程度

有所加重。

表 1：乌兹别克斯坦经济表现

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
名义 GDP(万亿苏姆)	407.5	302.5	242.5	210.2	177.2
名义 GDP (亿美元)	504.9	581.5	813.2	813.4	766.6
实际 GDP 增速 (%)	5.1	4.5	6.1	7.4	7.2
CPI 增幅 (%)	14.3	13.9	8.8	8.5	9.1
失业率 (%)	5.2	5.0	5.2	5.2	5.1

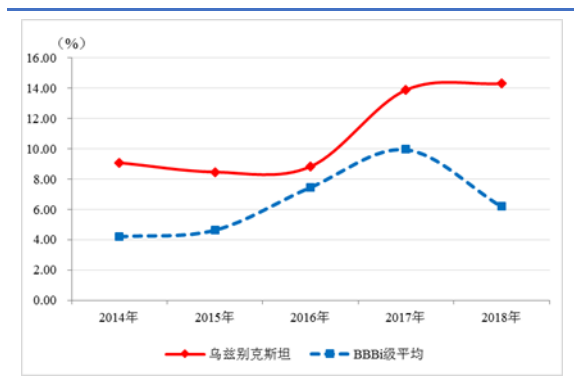
数据来源：IMF

2019年上半年,乌兹别克斯坦经济同比增长5.8%,高于预期5.4%。具体来看,投资仍然是拉动经济增长的主要动力,投资增速同比增加一倍。同时,乌兹别克斯坦政府近期出台多项措施促进经济发展,涉及实施私有化、推进公私合营、提升营商环境、建立现代化企业、创造新就业机会、扩大产品生产和出口、改善市政基础设施、提高人民生活水平等方面。预计未来乌兹别克斯坦经济仍将保持5.5%~6.0%的高速增长。

通货膨胀率再度上升,通胀压力持续加大

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,乌兹别克斯坦通货膨胀水平持续走高,全年通货膨胀率为14.3%,较上年增加0.4个百分点,且高于BBB_i级国家平均水平。

图 3：乌兹别克斯坦 CPI 增长率



数据来源:IMF, 乌兹别克斯坦国家统计局

具体来看,食品类商品价格平均上涨14.9%,其中大米62.5%、面包类产品28.5%、肉禽鱼21.7%、酒精饮料15.8%、奶制品12.9%;非食品类上涨12.5%,其中烟草产品28%、燃料23.4%、建筑材料18.6%、书籍报刊16.4%;服务类15.8%,其中公共市政服务25.6%、客运交通14.8%、家政服务12.2%。

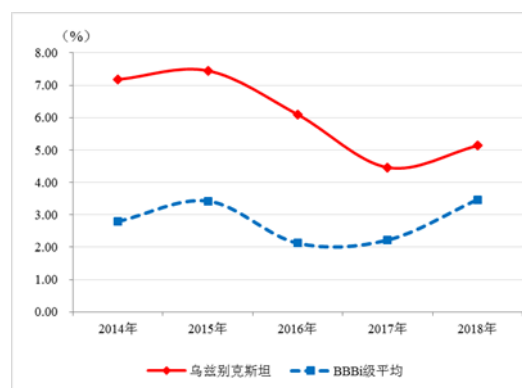
进入2019年以来,受苏姆贬值、主要贸易伙伴经济增速放缓及国际能源价格回暖影响,截至7月底,乌兹别克斯坦商品和服务价格上涨5.2%,物价水平同比增

长13.5%。未来,乌兹别克斯坦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,2019年乌兹别克斯坦通胀水平预计为13.5%左右。

失业率小幅增加,但乌兹别克斯坦政府出台多项政策或将改善就业状况

2018年,据世界银行测算,乌兹别克斯坦失业率为5.2%,较上年小幅增加0.2个百分点;15岁至24岁青年失业率为9.7%,较上年下增加0.5个百分点。总体来看,乌兹别克斯坦失业率小幅增加,且高于BBB_i级国家平均水平。

图 4：乌兹别克斯坦失业率



数据来源:IMF, 世界银行

乌兹别克斯坦人口较为年轻化,接近90%的人口处于或低于劳动适龄年龄,这为未来劳动力增长提供了机会,但未来就业岗位的增加面临了一定挑战。2019年10月,乌兹别克斯坦经济工业部公布《到2030年乌经济社会发展构想》草案,预计2030年乌国内从事经济活动的人口数量较2018年将增加17%,达1,770万人。赴海外劳务移民数量到2030年将降至196.5万(2018年为235万人),常住人口数量将增至3,860万人。为减少赴海外务工的公民数量,草案规定将减轻私营企业税收负担,鼓励其创造新的就业岗位,将新企业优先安置在就业形势较差地区,并重新研究审议劳动法,以促进雇主雇佣更多劳动力。同时,乌兹别克斯坦政府将自2022年开始逐步延迟国民退休年龄,分6年完成,每年延迟6个月,男性由60岁延至63岁,女性由55岁延至58岁。同时,还将逐步提高乌国民养老保险缴费最低年限,自2019年起开始调整,分3年完成,每年提高1年,由7年调至10年。

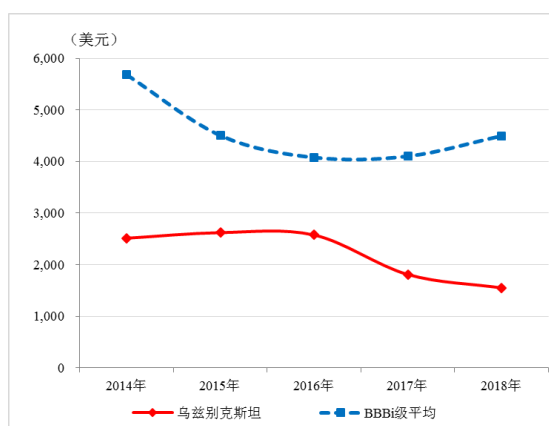
预计未来一段时间内,乌兹别克斯坦劳动力外移问题将有所改善,国内劳动力及就业机会均有所增加,失业率或将下降。

三、结构特征

受本币苏姆贬值影响，美元计人均 GDP 大幅下降

2018 年，虽然乌兹别克斯坦经济保持高速增长，但人均 GDP 降至 1,550.0 美元，同比下降 14.4%。美元计人均 GDP 下降的主要原因为苏姆兑美元汇率大幅贬值所致；本币计人均 GDP 为 1,251.2 万苏姆，同比大幅增加 32.8%。从图 5 可以看出，乌兹别克斯坦人均 GDP 近年来持续低于 BBBi 级国家平均水平。

图 5：乌兹别克斯坦人均 GDP



数据来源：IMF

2019 年上半年，乌兹别克斯坦人均 GDP 为 664.9 万苏姆（约 789.7 美元），同比增长 3.9%。预计 2019 年全年乌兹别克斯坦本币计人均 GDP 仍将小幅增加。

投资对经济贡献度有所增加；随着工业化进程的持续推进，工业产值占比持续增加

乌兹别克斯坦的经济主要依靠消费驱动。2018 年，乌兹别克斯坦最终消费支出占 GDP 的比值为 69.5%，较 2017 年下降 3.6 个百分点，其中私人消费支出占 GDP 的比值为 54.5%，较上年减少 5.4 个百分点，政府消费支出占 GDP 的比值为 15.0%，同比增加 1.8 个百分点；投资占 GDP 比值为 29.8%，较 2017 年增加 4.2 个百分点。净出口方面，受进口大幅增加及国际能源价格下跌影响，贸易逆差再度走扩，净出口总额占 GDP 的比值大幅降至 -9.6%。总体上看，乌兹别克斯坦经济发展对消费的依赖程度较高，消费仍为主要驱动力，投资对经济的贡献度有所增加。

产业结构方面，乌兹别克斯坦产业以农业和工业为主，产业结构基本保持稳定。2018 年，乌兹别克斯坦农业、工业和服务业占 GDP 比值分别为 28.8%、28.4%和

31.6%，其中，农业和服务业占比较上年分别减少 1.3 个和 2.1 个百分点，工业占比较上年增加 3.7 个百分点。具体来看，乌兹别克斯坦农业生产以种植和养殖业为主，分别占其农业产值的 51.4% 和 45.2%，其他领域产值占比分别为：林业 2.4%，渔业 0.5%，狩猎和农业服务 0.5%。工业以低端和中低端制造业为主，2018 年低端制造业占比从 2017 年的 49.4% 减少至 38.9%；中低端制造业和中高端制造业比重上升，其中，中低端制造业比重由 2017 年的 27% 上升至 29.8%，中高端制造业比重由 21.7% 上升至 29.7%；高端制造业比重同比也略有降低，由 1.9% 降至 1.6%。预计随着乌兹别克斯坦工业化进程的推动，工业产值比重将进一步提升，农业和服务业比重将继续呈下降趋势。

银行业资产质量及盈利能力均有小幅下滑

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，政府扶持民营企业发展，银行逐步将贷款发放至消费者和私人商业部门。

从银行业各项监管指标来看，截至 2018 年底，乌兹别克斯坦银行业资本充足率为 15.6%，较 2017 年底下降 2.2 个百分点；不良贷款率为 1.3%，较 2017 年底小幅增加 0.1 个百分点，但这一数据的准确性持续受到公众质疑。

从盈利能力来看，截至 2018 年底，乌兹别克斯坦银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为 2.0% 和 16.2%，总资产收益率较 2017 年底提升了 0.1 个百分点，但净资产收益率下滑了 0.9 个百分点，盈利能力也有小幅下滑。

总体来看，乌兹别克斯坦银行业基本保持稳定，但资产质量及盈利能力均有所下滑。

四、公共财政实力

财政收入大幅增加，财政盈余水平持续走高

乌兹别克斯坦财政收入主要来源于税收，得益于纳税人数量增加、社保缴纳金额的超额表现以及 2018 年前十月国际能源价格回升，2018 年，乌兹别克斯坦一般政府财政收入同比大幅增长了 52.0%，达到 113.7 万亿苏姆，财政收入增速较 2017 年（21.6%）进一步提升。2019 年 1-3 月，乌兹别克斯坦税收收入为 18.4 万亿苏姆（约 22 亿美元），同比增长 70%。

表 2: 乌兹别克斯坦政府财政表现

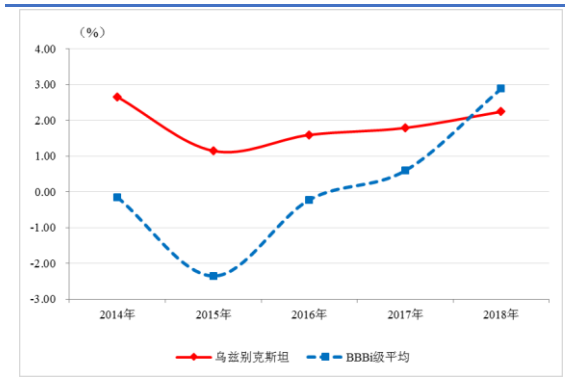
	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
财政收入(万亿苏姆)	113.7	74.8	61.5	53.8	50.1
财政收入/GDP (%)	27.9	24.7	25.4	25.6	28.3
财政支出(万亿苏姆)	104.5	69.4	57.6	51.4	45.4
财政支出/GDP (%)	25.7	22.9	23.8	24.5	25.6
财政盈余(万亿苏姆)	9.1	5.4	3.9	2.4	4.7
财政盈余/GDP (%)	2.2	1.8	1.6	1.1	2.7

注: 财政盈余为负表示财政赤字, 财政盈余/GDP 为负表示财政赤字相当于 GDP 的比值, 以下同。

数据来源: IMF

财政支出方面, 2018 年乌兹别克斯坦财政支出为 104.5 万亿苏姆, 同比增长了 50.7%, 较 2017 年(20.4%) 增速提高了逾 30 个百分点。由于乌兹别克斯坦财政收入增速高于财政支出增速, 2018 年乌兹别克斯坦财政盈余规模升至 9.1 万亿苏姆, 同比增加 68.8%, 相当于 GDP 的比值为 2.2%, 较 2017 年增加了 0.4 个百分点。从图 6 可以看出, 近年来乌兹别克斯坦财政盈余水平较为稳定, 但 2018 年盈余水平略低于 BBB_i 级国家平均水平。

图 6: 乌兹别克斯坦财政盈余相当于 GDP 的比值

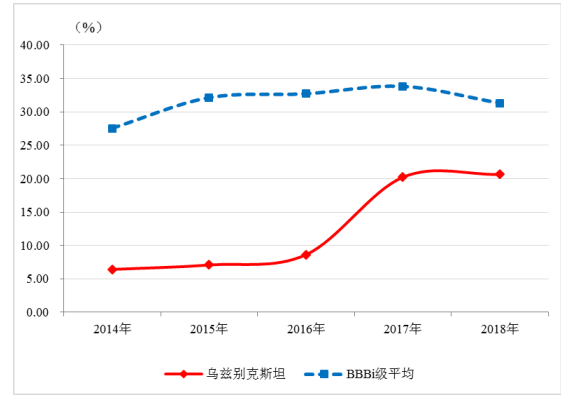


数据来源: IMF

一般政府债务水平保持在低位, 财政收入对政府债务的保障能力有所增强

2018 年, 乌兹别克斯坦一般政府债务水平基本保持稳定。截至 2018 年底, 乌兹别克斯坦的一般政府债务规模总额达到 84.1 万亿苏姆, 较上年增加 37.5%; 政府债务总额相当于 GDP 的比值为 20.6%, 与上年基本持平, 且明显低于 BBB_i 级国家平均水平。

图 7: 乌兹别克斯坦政府债务相当于 GDP 的比值



数据来源: IMF

从财政收入对政府债务的保障能力来看, 截至 2018 年底, 乌兹别克斯坦财政收入相当于政府债务的比值为 135.1%, 较 2017 年大幅上升近 13 个百分点, 财政收入对政府债务的保障能力有所增强。

表 3: 乌兹别克斯坦一般政府债务情况

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
政府债务总额(万亿苏姆)	84.1	61.2	20.9	14.9	11.4
政府债务总额/GDP (%)	20.6	20.2	8.6	7.1	6.4
财政收入/政府债务总额 (%)	135.1	122.2	293.9	361.8	440.4

数据来源: IMF

五、外部融资实力

由于国内需求大幅增加, 贸易逆差再度走扩, 经常账户出现赤字

2018 年, 乌兹别克斯坦进出口延续上年增长趋势, 得益于国内需求增加, 进口总额增幅更为明显。2018 年, 乌兹别克斯坦进口总额为 195.6 亿美元, 较 2017 年大幅增长了 40.9%; 出口总额为 147.0 亿美元, 同比增长 15.9%。具体来看, 2018 年, 乌兹别克斯坦天然气出口额约 26.65 亿美元, 同比增长 65.8%, 占出口总额的 18.7%; 黄金出口约 29.1 亿美元, 下降 10.7%, 占出口总额的 20.4%。由于进口增速远高于出口增速, 2018 年乌兹别克斯坦贸易逆差再度大幅走扩逾 300% 至 48.6 亿美元。

2019 年 1-9 月, 乌兹别克斯坦外贸总额达 316.5 亿美元, 同比增长 37.2%。其中, 出口 136.8 亿美元, 增长 45.5%, 进口约 179.7 亿美元, 增长 31.5%, 贸易逆差 42.9 亿美元。

经常账户方面, 虽然经常账户收入有所增加, 但受商品及服务进口额大幅增加影响, 经常账户余额出现赤

字。2018年，乌兹别克斯坦经常账户收入为221.4亿美元，较2017年增加了1.6%；经常账户赤字大幅增至35.8亿美元，逆转了持续多年的盈余状态，经常账户赤字相当于GDP的比值为7.1%，较2017年大幅下降了9.6个百分点，经常账户状态明显恶化。

国际投资净头寸方面，乌兹别克斯坦一直为净债权国。2018年，受苏姆汇率波动影响，乌兹别克斯坦的国际投资净头寸规模有所下滑，但净头寸水平有所增加。截至2018年底，乌兹别克斯坦国际投资净头寸为146.0亿美元，国际投资净头寸相当于GDP的比值为28.9%，较2017年增加1.9个百分点。

表4：乌兹别克斯坦经常账户及国际投资情况

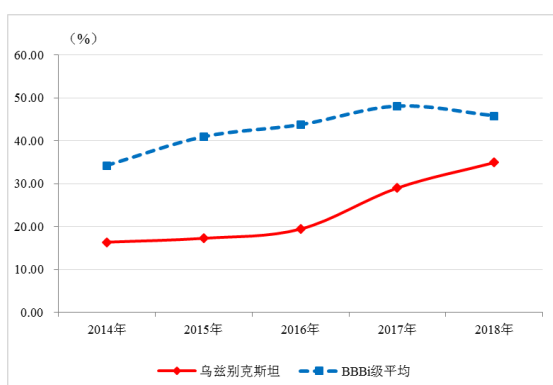
	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
出口额(亿美元)	147.0	126.8	121.0	124.7	135.9
进口额(亿美元)	195.6	138.9	120.9	122.9	139.7
净出口(亿美元)	-48.6	-12.1	0.1	-	-
经常账户收入(亿美元)	221.4	198.3	164.9	-	-
经常账户余额(亿美元)	-35.8	14.8	3.0	4.7	10.7
经常账户余额/GDP(%)	-7.1	2.5	0.4	0.6	1.4
国际投资净头寸(亿美元)	146.0	157.2	145.6	-	-
国际投资净头寸/GDP(%)	28.9	27.0	17.9	-	-

数据来源: IMF

乌兹别克斯坦外债水平有所上升，政府及公共部门外债占比有所增加；以中长期外债为主，短期偿付压力很小

截至2018年底，乌兹别克斯坦外债总额达176.3亿美元，同比增加4.5%，外债总额相当于GDP的比值为34.9%，较上年增加5.9个百分点。但与BBB_i级国家平均水平相比，乌兹别克斯坦的外债水平明显较低。

图8：乌兹别克斯坦外债总额相当于GDP的比值



数据来源: 世界银行, IMF

从外债结构看，2018年，乌兹别克斯坦外债中政府

及公共部门持有外债占比为53.8%，同比增加8.6个百分点。政府及公共部门外债大幅增长的主要原因是大量使用外国贷款实施国家项目，这一增长趋势预计将持续至2020年。其余外债来自私人部门。

乌兹别克斯坦外债中短期外债占比一直不高。截至2018年底，乌兹别克斯坦总外债中短期外债占比为4.1%，较上年下降0.9个百分点，短期偿付压力很小。

表5：乌兹别克斯坦外债情况

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
外债总额(亿美元)	176.3	168.7	158.0	140.6	125.6
外债总额/GDP(%)	34.9	29.0	19.4	17.3	16.4
政府及公共部门外债(亿美元)	94.8	76.2	67.0	57.1	48.2
政府及公共部门外债/外债总额(%)	53.8	45.2	42.4	40.6	38.4

数据来源: IMF, 世界银行

根据乌兹别克斯坦财政局数据，截至2019年上半年，乌兹别克斯坦主权外债达到130.9亿美元，相当于GDP的比重为23.5%，较2018年底增加4.7个百分点。乌兹别克斯坦主权外债水平增加的主要原因为政府对经济领域进行了大量投资，包括落实国家计划。从外债来源来看，主权外债主要来自亚洲开发银行、世界银行等国际金融机构，以及中国、日本、德国、俄罗斯等债权国。目前，乌兹别克斯坦政府正在世行和国际货币基金组织帮助下制定主权债务中期管理战略。未来，政府的重要任务是发展资本市场，目前仅商业银行在购买国家发行的有价证券，下一步要实现有价证券出售多元化，鼓励保险公司、外国投资基金进入这一市场。同时，增加长期债券发行规模。预计未来乌兹别克斯坦主权外债水平仍将有所提升。

经常账户收入对总外债保障能力有所增强，对政府外债保障能力较强但有所减弱；受外汇储备规模下降影响，对外债的保障能力有所减弱，但整体仍然很强

2018年乌兹别克斯坦经常账户收入相当于外债总额的比值为125.6%，较2017年上升了8.0个百分点；经常账户收入相当于政府外债的233.5%，较上年减少了26.7个百分点。整体来看，经常账户收入对外债的保障能力有所增强，对政府外债的保障能力较强但有所减弱。

外汇储备方面，截至2018年底，乌兹别克斯坦的外汇储备为270.8亿美元，较2017年减少了3.5%，外汇储备与外债总额的比值为153.6%，较上年减少了逾12个百分点；外汇储备相当于政府外债的285.6%，较上年大幅下降82.9个百分点。整体来看，外汇储备对外债的保障能力明显减弱。

表 6: 乌兹别克斯坦外债保障情况

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
外汇储备 (亿美元)	270.8	280.7	262.8	242.9	242.0
CAR/外债总额 (%)	125.6	117.6	104.4	-	-
CAR/政府外债 (%)	233.5	260.2	246.2	-	-
外汇储备/外债总额 (%)	153.6	166.4	166.3	172.7	192.7
外汇储备/政府外债 (%)	285.6	368.4	392.4	425.4	502.4

数据来源: IMF、世界银行

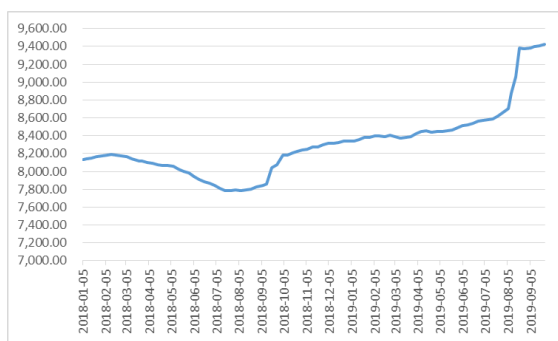
截至 2019 年 8 月 1 日, 乌兹别克斯坦外汇储备总额达 277 亿美元, 较 1-6 月减少 1,400 万美元。其中, 外币资产 122.8 亿美元, 较前值增加 8.2 亿美元; 货币黄金 150.8 亿美元, 较前值减少 8.3 亿美元。

苏姆兑美元持续承受贬值压力, 对其外债偿付造成一定影响

2018 年, 苏姆兑美元全年贬值幅度达 2.5%。受经常账户赤字高企、公共支出增加导致的国内流动性收紧、强劲的外汇需求以及主要贸易伙伴货币贬值等因素影响, 苏姆兑美元从 2018 年 8 月起持续贬值, 从 8 月初至 2018 年底贬值幅度达 7.0%。随后, 乌兹别克斯坦央行取消了银行间外汇日波动上限, 这是自 2017 年 9 月外汇市场自由化以来, 乌兹别克斯坦政府提高外汇自由度的另一重大改进。

进入 2019 年来, 前十个月苏姆兑美元已累计贬值 13.1%。由于苏姆贬值导致的通货膨胀上升及 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 9: 美元兑苏姆汇率变化



数据来源: 乌兹别克斯坦央行

六、评级展望

2018 年, 虽然总统米尔济约耶夫持续进行政府机构改革及政府高层人事调整, 对其国家政治稳定性造成一

定影响, 但得益于乌兹别克斯坦政体的特殊性, 预计未来乌兹别克斯坦国内政局将继续保持稳定。经济有望持续保持较高增速, 随着劳动力外移问题将有所改善、国内劳动力及就业机会均有所增加, 失业率或将下降。政府债务水平仍将保持低位, 财政收入对政府债务的保障能力仍很强。外债水平或将小幅增加, 但仍处于可控范围内, 经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力仍保持很强水平。经综合分析, 联合资信决定维持乌兹别克斯坦主权信用评级展望为“稳定”。

乌兹别克斯坦主要数据

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
宏观数据					
名义 GDP (万亿苏姆)	407.5	302.5	242.5	210.2	177.2
名义 GDP (亿美元)	504.9	581.5	813.2	813.4	766.6
实际 GDP 增速 (%)	5.1	4.5	6.1	7.4	7.2
CPI 增幅 (%)	14.3	13.9	8.8	8.5	9.1
失业率 (%)	5.2	5.0	5.2	5.2	5.1
结构特征					
人均 GDP (美元)	6,283.5	5,757.3	5,022.5	5,941.2	8,316.0
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	6.4	7.6	6.9	6.3	7.3
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	31.5	31.6	31.0	32.7	35.4
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	47.7	47.6	48.5	47.7	45.7
产业税净额在 GDP 中的占比 (%)	14.4	13.3	13.6	13.3	11.7
私人消费在 GDP 中的占比 (%)	53.9	54.5	54.5	52.9	52.8
政府消费在 GDP 中的占比 (%)	15.6	15.7	15.7	14.9	13.8
最终消费在 GDP 中的占比 (%)	69.5	70.1	70.2	67.8	66.6
固定资本形成总额在 GDP 中的占比 (%)	25.9	26.2	25.4	28.7	33.2
净出口在 GDP 中的占比 (%)	1.1	0.2	-0.2	0.1	-0.8
进出口总额/GDP (%)	139.3	133.4	125.2	115.9	110.7
银行业资本充足率 (%)	17.7	18.5	18.6	18.7	17.4
银行业不良贷款率 (%)	5.0	12.9	12.8	6.8	4.4
银行业 ROA (%)	2.0	1.8	1.6	1.3	2.1
银行业 ROE (%)	16.2	17.1	17.9	17.5	16.8
公共财政					
财政收入 (万亿苏姆)	113.7	74.8	61.5	53.8	50.1
财政收入/GDP (%)	27.9	24.7	25.4	25.6	28.3
财政支出 (万亿苏姆)	104.5	69.4	57.6	51.4	45.4
财政支出/GDP (%)	25.7	22.9	23.8	24.5	25.6
财政盈余 (万亿苏姆)	9.1	5.4	3.9	2.4	4.7
财政盈余/GDP (%)	2.2	1.8	1.6	1.1	2.7
政府债务总额 (万亿苏姆)	84.1	61.2	20.9	14.9	11.4
政府债务总额/GDP (%)	20.6	20.2	8.6	7.1	6.4
财政收入/政府债务 (%)	135.1	122.2	293.9	361.8	440.4
外部融资					
出口总额 (亿美元)	147.0	126.8	121.0	124.7	135.9
进口总额 (亿美元)	195.6	138.9	120.9	122.9	139.7
净出口 (亿美元)	-48.6	-12.1	0.1	-	-
经常账户收入 (亿美元)	221.4	198.3	164.9	-	-
经常账户余额 (亿美元)	-35.8	14.8	3.0	4.7	10.7
经常账户余额/GDP (%)	-7.1	2.5	0.4	0.6	1.4
国际投资净头寸 (亿美元)	146.0	157.2	145.6	-	-
国际投资净头寸/GDP (%)	28.9	27.0	17.9	-	-
外债总额 (亿美元)	176.3	168.7	158.0	140.6	125.6
外债总额/GDP (%)	34.9	29.0	19.4	17.3	16.4

政府外债总额（亿美元）	94.8	76.2	67.0	57.1	48.2
政府在外债总额中的占比（%）	53.8	45.2	42.4	40.6	38.4
外汇储备（亿美元）	270.8	280.7	262.8	242.9	242.0
经常账户收入/外债总额（%）	125.6	117.6	104.4	-	-
经常账户收入/政府外债（%）	233.5	260.2	246.2	-	-
外汇储备/外债总额（%）	153.6	166.4	166.3	172.7	192.7
外汇储备/政府外债（%）	285.6	368.4	392.4	425.4	502.4

数据来源：世界银行、IMF、乌兹别克斯坦央行、乌兹别克斯坦统计局
 *2018 年三季度末数据

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	信用风险一般，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。