

白俄罗斯共和国信用评级报告

本次评级结果

长期本币信用等级: BB_{i+}

长期外币信用等级: BB_i

评级展望: 稳定

本次评级时间

2018年12月28日

主要数据

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
GDP (亿美元)	544.39	477.03	563.29	787.36	754.96
实际 GDP 增速 (%)	2.42	-2.53	-3.83	1.65	1.00
CPI 增幅 (%)	6.03	11.83	13.52	18.11	18.30
失业率 (%)	0.77	1.02	0.91	0.49	0.51
人均 GDP (美元)	5,726.03	5,022.63	5,949.11	8,318.51	7,978.87
财政盈余/GDP (%)	-0.34	-1.66	-2.96	0.09	-0.98
政府债务总额/GDP (%)	53.44	53.48	53.01	38.79	36.86
财政收入/政府债务 (%)	72.81	72.97	73.21	100.36	108.06
外债总额/GDP (%)	73.35	78.65	67.92	50.83	52.48
CAR/外债总额 (%)	99.46	85.68	91.05	115.20	118.61
外汇储备/外债总额 (%)	13.46	8.55	7.17	8.55	12.46

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:

胡前方 张正一

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”)对白俄罗斯共和国(以下简称“白俄罗斯”)的主权信用进行了首次评级, 决定给予其长期本币信用等级为 BB_{i+} 、外币信用等级 BB_i 。该评级结果表示白俄罗斯存在一定信用风险, 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。

白俄罗斯自独立以来政权长期由卢卡申科把持, 国内政局长期保持稳定; 白俄罗斯经济对外依存度较高, 国内长期受到货币贬值和通货膨胀压力, 经济脆弱性明显; 俄罗斯的内需回暖、全球油价小幅反弹等外部形势的改善为白俄罗斯的经济持续回暖提供了有利条件; 工农业基础良好, 国有经济占据主导地位, 经济改革推进缓慢, 但政府积极推动对外开放, 营商环境良好; 政府财政长期处在小幅赤字状态, 随着 2017 年经济复苏, 财政赤字改善明显, 政府财政收入对政府债务的保障能力有所上升; 经常账户收入和外汇储备均有所上升, 经常账户收入和外汇储备对外债保障能力随之提高, 但整体债务保障能力水平仍处在较低水平。

优势

- 经济摆脱衰退, 恢复增长;
- 经常账户对外债保障能力较强;
- 政府债务较低, 财政收入对政府债务保障能力很强;
- 财政赤字和经常账户赤字均表现收窄, 政府偿债意愿和能力有所提升。

关注

- 政府公共债务和外债水平较高, 财政收入和外汇对债务的保障能力处在较低水平;
- 经济对外依存度较高, 长期受到货币贬值和通货膨胀困扰;
- 银行面临不良贷款问题;
- 政府治理水平偏低。

一、国家概况

白俄罗斯是内陆国家，地处欧洲中心，西邻波兰，东与俄罗斯接壤，北接立陶宛和拉脱维亚，南毗乌克兰。国土面积 20.78 万平方公里，首都明斯克是白俄罗斯第一大城市，是全国的政治、经济和文化中心。截至 2017 年底，全国人口约 950.50 万，劳动力人口约占 60% 左右。白俄罗斯是个多民族国家，境内共有约 140 多个民族，其中白俄罗斯族占 83.7%，第二大民族为俄罗斯族。官方语言为白俄语和俄语。国内民众多信奉东正教。白俄罗斯处于东、西欧国家及黑海、波罗的海沿岸国家交通运输的十字路口，是连接欧亚大陆至欧盟及大西洋港口的重要公路、铁路运输走廊。

白俄罗斯非金属矿丰富，黑色金属和有色金属矿稀少，石油和天然气能源矿藏较少。白俄罗斯境内有 30 多种矿产分布在 4,000 多个矿区，最重要的矿藏钾盐储量居世界第三；岩盐储量超过 220 亿吨，居独联体国家首位。同时水力资源丰富，全境拥有 2 万多条河流，总长度为 9.1 万公里；拥有 1.1 万个湖泊，总面积达到 2,000 平方公里；有 130 多个水库，11 个大型养鱼基地，总面积为 173 平方公里。饮用矿泉水和医疗矿泉水资源丰富。

白俄罗斯奉行以俄罗斯为重点的外交战略，同时在国际社会积极争取外交空间，致力于扩大自身的国际影响力。白俄罗斯是欧亚经济联盟成员；2015 年 7 月白俄罗斯成为上海合作组织观察员；2017 年 9 月，白俄罗斯进行了第二轮加入世界贸易组织谈判。中国与俄罗斯于 1992 年 1 月 20 日正式建交，两国关系发展顺利，高层互访频繁。中国是白俄罗斯第三大贸易伙伴，也是亚洲最大贸易伙伴。中国-白俄罗斯工业园（中百“巨石”工业园）是双边合作中最大型的战略合作项目。

二、国家治理

卢卡申科长期连任总统，政治权力集中，政局长期保持稳定，社会治安良好

白俄罗斯实行总统制。总统是国家最高元首和武装力量总司令，由选民直接选举产生，任期 5 年，可以连选连任，没有限制，且总统有权确定公民公决、解散议会、确定各级议会选举、任命政府总理、任免所有副总理以下政府成员、任免所有司法机构、中央选举和全民公决委员会领导人、决定政府辞职等。行政权由政府即部长会议执掌，最高行政长官是总理。立法权属于国民会议，国民会议由共和国院（上院）和代表院（下院）组成，每届任期 4 年，其中共和国院由 64 名代表组成，代表院由 110 名代表组成。

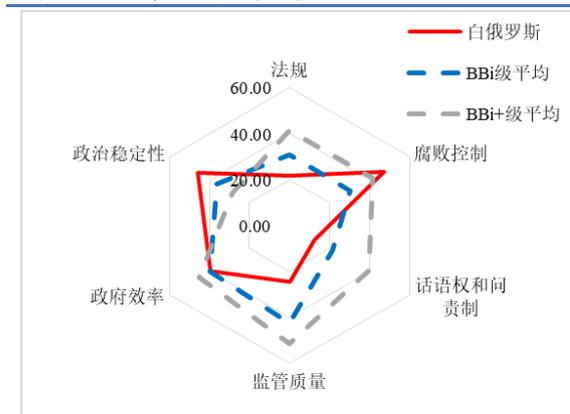
白俄罗斯自 1994 年开始实行总统制，当年 7 月卢卡申科当选首任总统，并于 2001 年、2006 年、2010 年和 2015 年的大选中连续当选，至今已连任总统 24 年。现任政府于 2015 年 12 月产生，总理为安德烈·弗拉基米罗维奇·科比亚科夫。2018 年 8 月，因政见不同，卢卡申科解除了总理科比亚科夫和五分之四的副总理和几位部长的职务。白俄罗斯总统长期由卢卡申科担任，政治权力集中，政局出现动荡的可能性较小。

白俄罗斯奉行以俄罗斯为重点的多方位外交政策，全面发展同独联体国家和周边国家关系，积极参与独联体地区一体化进程。发展同俄罗斯战略联盟关系，积极参与俄罗斯主导的欧亚经济联盟建设；同中国、古巴、委内瑞拉等国保持友好合作关系；同美国、欧盟关系较为冷淡。但近年来，卢卡申科积极争取与西方关系的改善，并因主持了乌克兰“和平对话”一度取得西方国家好感。欧盟在 2016 年解除了对白俄罗斯的部分制裁，白俄罗斯与欧盟关系一度出现向好趋势。2017 年，因为针对失业者征税而引发的国内大规模抗议活动被白俄罗斯政府当局暴力镇压，使得这一向好趋势中断。预计未来白俄罗斯与欧盟关系改善空间有限。

白俄罗斯政府治理指数水平偏低，2017 年小幅下滑

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，白俄罗斯政府治理指数水平偏低，2017 年白俄罗斯各项治理能力指标排名百分比均值为 31.77，较上年（31.87）小幅下行。在国家治理能力的六个分项中，除了监管治理和政府效率两个指标表现上升外，其他指标均表现下滑，其中，政治稳定性和法规方面下滑幅度最大。如图 1 所示

图 1：2017 年白俄罗斯国家治理能力



数据来源：世界银行

示，与 BB_i 级国家平均水平（33.55）相比，白俄罗斯国家治理能力表现稍低；但显著低于 BB_{i+} 级国家平均水平（41.19）。另一方面，白俄罗斯在腐败控制和政治稳定性方面表现突出，显著高于 BB_i 级和 BB_{i+} 级国家平均水

平。

三、宏观经济政策与表现

白俄罗斯经济对外依存度较高，国民经济在经历了两年的衰退后于 2017 年恢复增长

白俄罗斯外贸依存度较高，进出口总额占 GDP 的比值超过 120%，在欧洲国家中处在前十位，GDP 的 60% 以上价值需要通过出口实现。同时，白俄罗斯石油、天然气等原材料资源短缺，需要依赖进口实现。整体来看，白俄罗斯经济对外依赖较高，自主性较差。俄罗斯是白俄罗斯最大进出口市场，每年有 50% 以上的产品进口自俄罗斯，同时有 45% 以上的产品出口到俄罗斯。受全球经济不振影响，2011 年以来，白俄罗斯经济增速逐步放缓。2015 年，由于俄罗斯受到欧盟多轮经济制裁，国际油价持续低迷，乌克兰危机等多重因素的负面影响下，白俄罗斯经济急转直下，GDP 实际增速 20 年来首次出现负增长，当年实际 GDP 增速同比下降 3.83%，经济衰退持续至 2016 年，当年 GDP 增速同比下降 2.53%，经济形势有所好转。

在经历了两年的衰退后，2017 年白俄罗斯经济恢复增长。2017 年白俄罗斯 GDP 总量为 151.99 亿白卢布（约为 544.39 亿美元），实现 GDP 同比增长 2.42%，经济摆脱衰退。从支出法来看，私人消费是拉动经济增长的主要动力。2017 年，私人消费同比增长 4.5%，逆转上一年的萎缩态势，大幅上涨 7.7 个百分点；政府消费则出现萎缩，较上年同比下降 1.3%，对经济增长形成拖累；投资复苏，资本利用率提高，机械设备和汽车投资同比增长了 19.5%，固定资本形成同比增加 5.3%；2017 年，在工业生产和国内需求恢复的影响下，进口商品同比增长 10.0%，进口服务同比增长 10.0%，同时，出口商品同比增长 24.1%，出口服务同比增长 14.5%，特别是运输和电脑服务出口，同比增速分别达到 17.9% 和 25.5%，净出口逆转颓势。

2018 年上半年，白俄罗斯经济保持复苏节奏，各项经济活动均保持积极活力，上半年平均增速达到 4.5%。工业仍然是主要驱动力，同比增长约 7.8%，其中增长最快的是机械设备、其他成品、汽车、木制品和纸制品、化工和医药产品制造业；农业增加值同比增长 1.7%，建筑业同比增长 7.5%，零售贸易增长 7.8%，交通运输增长 3.9%。预计 2018 年白俄罗斯经济全年增速有望实现 3.4%。

近十年来，与 BB_i 级和与 BB_i+ 级国家平均水平相比，白俄罗斯经济平均增速表现明显恶化，特别是近 5 年的经济增速表现。白俄罗斯 GDP 实际增速十年均值

(-0.26%) 明显低于 BB_i 级 (5.70%) 和 BB_i+ 级 (4.26%) 国家平均水平；同时，白俄罗斯经济增速波动性较强，稳定性较差，十年经济增长波动率 (2.75%) 也高于 BB_i 级 (1.07%) 和 BB_i+ 级 (0.68%) 国家平均水平。

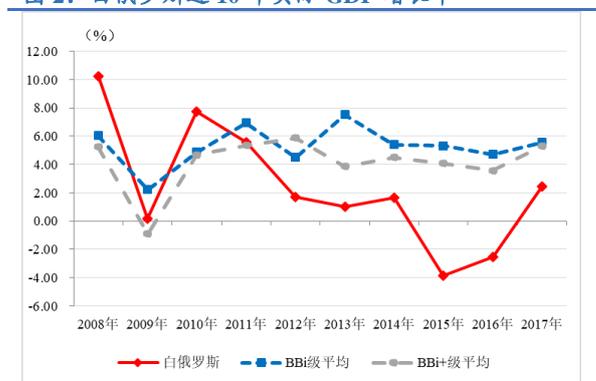
表 1：2013~2017 年白俄罗斯宏观经济表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
GDP (亿白卢布)	1,051.99	949.49	899.10	805.79	670.69
GDP (亿美元)	544.39	477.03	563.29	787.36	754.96
实际 GDP 增速 (%)	2.42	-2.53	-3.83	1.65	1.00
CPI 增幅 (%)	6.03	11.83	13.52	18.11	18.30
失业率 (%)	0.77	1.02	0.91	0.49	0.51

注：GDP 增长率为实际 GDP 增长率，以本币计算，不考虑汇率变动因素。

数据来源：IMF

图 2：白俄罗斯近 10 年实际 GDP 增长率



数据来源：IMF

受货币贬值影响，通货膨胀压力长期存在；在货币政策调整下，2017 年物价水平平稳回落

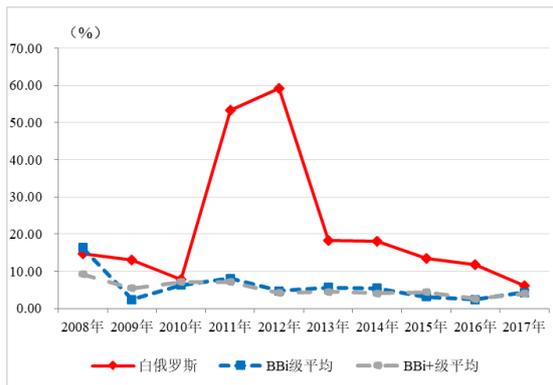
白俄罗斯是少数近 20 多年来未能抑制通货膨胀的国家之一。1997~2006 年间，独联体国家通胀平均水平约 20.5%，而白俄罗斯高达 61.8%；2011~2015 年，独联体国家通胀平均水平约 9.3%，白俄罗斯高达 32.8%，陷入战争状态的乌克兰通胀率也仅有 14%。在此背景下，白俄罗斯货币政策的主要目标是减轻通货膨胀。白俄罗斯实现卢布自由浮动以后，同处卢布区的白俄罗斯面临货币大幅贬值局面，此后经济一直承受通货膨胀压力，特别是经济在 2011 年开始出现衰退时，当年货币大幅贬值，受此影响当年通货膨胀率高达 53.23%，2012 年更是高达 59.22%。2012 年以后，白俄罗斯一直实行平稳的本币贬值政策。2016 年 7 月 1 日白俄罗斯发行新币，替换比例为 10,000 旧版白卢布=1 新白卢布，货币汇率逐步趋向稳定，但依然面临贬值压力，料通胀压力仍将长期存在。

为缓解通胀压力，白俄罗斯国家银行在货币政策方面始终以稳定物价、减轻通货膨胀为主要目标。2017 年白俄罗斯国家银行通过控制货币供应，利用公开市场操作来调节银行流动性，以此稳定货币。货币政策的实施

在消费需求疲软和国家货币汇率稳定的情况下，进一步加剧了通货膨胀的放缓。2017年四季度居民消费价格涨幅降至历史低位，为4.60%，2017年全年CPI增幅为6.03%，较上年大幅减少5.80%。

通货膨胀预期继续下降，2018年二季度白俄罗斯国内通货膨胀平均水平为4.1%。随着美联储的持续加息，白卢布仍然面临较大的贬值压力，预计2018年白俄罗斯仍然面临通胀压力。

图3：白俄罗斯近10年CPI增长率



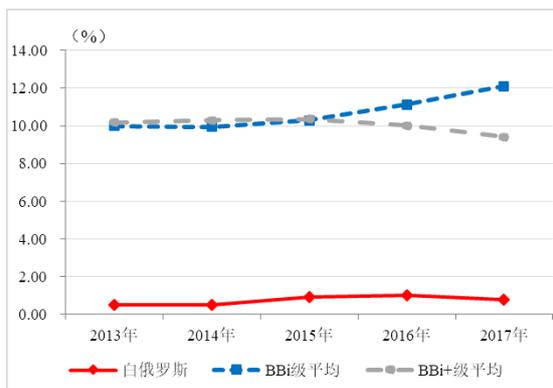
数据来源: IMF

近十年，白俄罗斯平均通胀水平（13.56%）明显比BBi级（4.19%）和BBi+级（3.90%）国家平均水平偏高，但物价增速近年来处在稳步改善状态；同时，从物价的波动性来看，白俄罗斯CPI增幅十年波动率（5.07%）较BBi级（1.41%）和BBi+级国家（0.77%）的平均水平偏高，物价波动性较大。

失业率稳定保持在较低水平，但存在隐性失业问题

从白俄罗斯官方数据来看，白俄罗斯社会失业率长期保持在较低水平，近五年平均失业率不足1%。与BBi级和BBi+级国家平均水平相比，白俄罗斯失业率明显偏低。但根据IMF统计显示，该国国有企业中存在20%左

图4：2013~2017年白俄罗斯失业率



数据来源: IMF

右的冗员，存在隐形失业压力。

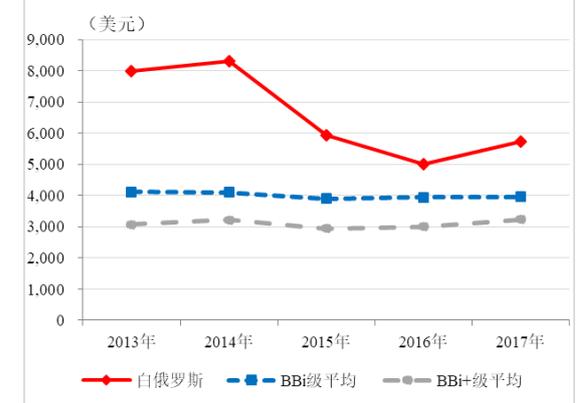
2017年官方失业率为0.77%，较上年（1.02%）下降0.25个百分点，主要就业机会来自于工业园扩张，汽车投资等工业部门的复苏。

四、结构特征

国家发达水平一般，人均GDP近年来持续下滑

自2011年经济增速放缓以来，白俄罗斯人均GDP也出现下滑趋势。近五年人均GDP均值约为6,599.03美元。白俄罗斯在世界银行的收入分类中属于中上等收入国家，国家发达水平一般。2017年，随着外部环境的改善和国内需求的小幅回升，经济逐步复苏，人均GDP达到5,726.03美元，较上年（5,022.63美元）大幅上升14.00%，在独联体国家中排名第三，仅次于俄罗斯（10,743.1美元）和哈萨克斯坦（8,837.5美元）。与BBi级和BBi+级国家人均GDP均值相比，尽管白俄罗斯近年来人均GDP有下滑趋势，但仍明显高于BBi级和BBi+级国家平均水平。

图5：2013~2017年白俄罗斯人均GDP



数据来源: IMF

工农业基础较好，国有经济占据经济主导成分，经济改革推进缓慢，长期增长潜力受限；营商环境良好，对外资吸引力较强

白俄罗斯工农业基础较好，工业部门较为齐全，机械制造和加工业发达，有前苏联“装备车间”之称。因此在机械制造、化学和石化工业、电子工业、无线电技术等方面享有一定的产业优势。在光学、激光技术等领域享有世界先进水平。农业普遍实行大规模机械化生产，农产品特别是肉类及相关制品、牛奶及奶制品、禽、蛋、糖等大量用于出口。另一方面，国有经济占据经济的主导地位，但国有企业僵化的经济体制和落后的管理方式使得其效率低下，资源分配不合理，严重制约了白俄罗

斯经济增长潜力。IMF 一再呼吁白俄罗斯针对国有企业私有化制定可行计划。2016 年白俄罗斯建立白国企改革与重组的政府间协调小组，对享受国家扶持政策的主要大型国企运行情况进行分析。2017 年白俄罗斯境内国有企业或含有国有资产企业总计 3,550 家，较上年同期减少 164 家，尽管国有成分有所下降，但仍然占据主导地位，国有经济改革进展缓慢，政府对经济行政干预力度较大，对经济长期发展不利。

从经济结构来看，消费是白俄罗斯经济的重要驱动力。2017 年最终消费支出占 GDP 的比值达到 69.48%，较上年小幅下降，其中私人消费支出占 GDP 的比值为 54.89%，政府消费占 GDP 比值为 14.60%，私人消费占据较大比例，且随着工资的增长呈现出上升趋势；投资占 GDP 的比值约为 26.25%，较上年小幅下降；净出口占 GDP 的比值为 0.33%，逆转去年颓势，上升了 0.4 个百分点。从产业结构来看，工业和服务业是白俄罗斯经济的重要构成，而农业产值占比相对较低。2017 年白俄罗斯第一产业占 GDP 比值为 7.77%，较上年小幅上升 0.88 个百分点；第二产业占 GDP 比值为 32.13%，较上年上升了 1.17 个百分点；第三产业占 GDP 比值为 46.94%，较上年下降了 1.58 个百分点。

在世界银行发布的《营商环境报告》中，2017 年白俄罗斯在营商环境便利度方面在全球 190 个经济体中排名第 37 位。白俄罗斯政府近年来重视经济改革步伐，加大对外资的引入力度，在招商引资政策和法制建设上均投入了较大力量，为境外投资者在白俄罗斯境内投资提供了平等的投资条件和有利司法保障。预计未来，白俄罗斯仍将保持较好的营商环境。

外资银行占比较高，银行业整体资本充足率较高，但面临较高的不良贷款率；央行连续降息释放了部分流动性，同时稳定了本币汇率，有利于提高银行业整体稳健性

白俄罗斯国家银行作为中央银行，负责制定有关金融信贷政策，协助政府就宏观经济运行状况进行调控，并保障白俄罗斯卢布的稳定，包括外汇的购买力和汇率稳定。截至 2018 年 1 月 1 日，白俄罗斯共注册有 24 家商业银行，其中 19 家银行拥有外资，其中外资占 50% 以上的有 14 家，4 家为外商独资银行，外资银行在白俄罗斯银行中占比较大。银行业资本充足率较高，近五年银行业资本充足率均值达到 17.74%，2017 年白俄罗斯银行业资本充足率达到 18.49%，处在较高水平。

但与此同时，近三年来银行业不良贷款率持续攀升。2017 年，银行业不良贷款率为 12.85%，较 2016 年上升 0.06 个百分点，较 2015 年大幅上升 6.02 个百分点。

2015~2016 年的经济衰退推高了不良贷款，同时也使得 2017 年以来的企业贷款放缓。信贷增速的放缓将对经济产生阻力。

为稳定汇率和应对通货膨胀压力，2017 年至今，央行已经连续 10 次下调再融资利率，将融资利率由 2017 年初的 18% 下调至目前的 10%。央行的连续降息有助于释放银行业流动性，提高信贷活力；另一方面，在央行的努力下，本币汇率保持了相对稳定的趋势，为银行整体稳健性提供了一定支撑。

五、公共财政实力

近年来财政平衡始终处在小幅赤字状态，随着外部环境的改善，2017 年以来财政收入稳步上涨，整体赤字率有所收窄

白俄罗斯政府财政收入主要来自于税收收入，此外社会福利、外国或国际组织捐赠也是政府收入的重要组成部分。2017 年，税收收入约占政府财政收入的 55.53%，社保收入约占 23.91%，外国和国际组织捐赠约占 2.75%。而税收方面，主要是贸易和服务对税收贡献最大，大约创造了 50% 左右的税收收入。财政支出方面，根据 IMF 的报告，白俄罗斯官方财政数据统计中，将政府的类财政活动（例如在靠近立陶宛边界建立核电站的资金支出、为国有企业的直接贷款、其他表外业务等）均没有被政府列入财政数据的统计中，这导致实际支出远高于政府财政数据。因此，官方的财政平衡小幅盈余状态实际上并不能展现其真实的财政状况。根据 IMF 的测算，近年来白俄罗斯财政平衡始终处在小幅赤字状态。

2015~2016 年的经济衰退使得白俄罗斯商业活动和产品生产活动萎缩，2017 年以来，随着外部环境的不断改善，经济活动逐步恢复。得益于经济的复苏，2017 年财政收入达到 409.03 亿白卢布，较上年同比增长 10.46 个百分点，占 GDP 比值达到 38.91%；同时，根据 IMF 的数据，算上政府的类财政活动支出，2017 年白俄罗斯政府财政支出达到 412.86 亿白卢布，较上年同比增长 6.88%，约占 GDP 比值的 39.25%；2017 年白俄罗斯实际财政平衡仍处在赤字状态，赤字率约为 GDP 的 0.34%，但因财政收入的大幅改善，赤字率较 2016 年大幅下滑 1.32 个百分点。

与 BB_i 级和 BB_i+ 级国家平均水平相比，白俄罗斯近五年财政赤字均值为 1.17%，明显低于 BB_i 级（3.60%）和 BB_i+ 级（3.77%）国家平均水平；且近年来随着经济的复苏，政府财政赤字逐步收窄（如图 6 所示）。

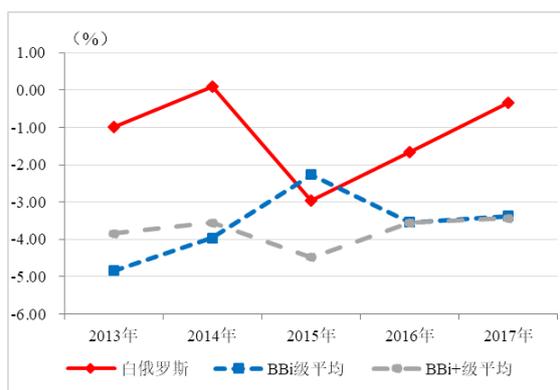
表 2: 2013~2017 白俄罗斯政府财政表现

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
财政收入(亿白卢布)	409.30	370.53	348.91	313.68	267.14
财政收入/GDP (%)	38.91	39.02	38.81	38.93	39.83
财政支出(亿白卢布)	412.86	386.28	375.55	312.94	273.73
财政支出/GDP (%)	39.25	40.68	41.77	38.84	40.81
财政盈余(亿白卢布)	-3.56	-15.75	-26.65	0.74	-6.59
财政盈余/GDP (%)	-0.34	-1.66	-2.96	0.09	-0.98

注: 财政盈余为负表示财政赤字, 以下同。

数据来源: IMF

图 6: 2013~2017 年白俄罗斯财政盈余/GDP



数据来源: IMF

经济衰退导致政府债务压力上升, 但随着经济的复苏, 财政收入有望持续改善, 对债务保障能力将有所上升

在 2015~2016 年经济衰退期间, 白俄罗斯政府公共债务大幅攀升。2015 年政府债务规模达到 476.58 亿白卢布, 较 2014 年同比大幅上升 52.47%, 占 GDP 比值达到 53.01%, 较 2014 年上升 14.22 个百分点。2017 年, 白俄罗斯政府在国内外债券市场均发行债券进行融资。受此影响, 2017 年公共债务达到 562.16 亿白卢布, 较上年同比增长 10.71%, 占 GDP 比值达到 53.44%, 其中外部债务约占 78% 左右, 远高于国内债务。与 BB_i 级和 BB_i+ 级国家平均水平相比, 白俄罗斯政府债务占 GDP 比值近五年均值为 47.12%, 低于 BB_i 级 (53.06%) 和 BB_i+ 级 (55.35%) 国家平均水平, 但近年有上升趋势, 与 BB_i 级和 BB_i+ 级国家平均水平基本持平。

利息支出方面, 尽管政府债务压力上升, 但是因外部债务中部分是俄罗斯或者国际组织给予的优惠贷款, 因此白俄罗斯债务利息支出压力不高。2017 年利息支出与 GDP 的比值约为 1.98%, 较上年小幅上升 0.01 个百分点, 政府债务利息支出压力不大。

从财政收入对债务的保障能力来看, 2015~2016 年的经济衰退使得政府债务攀升, 财政收入对政府债务的

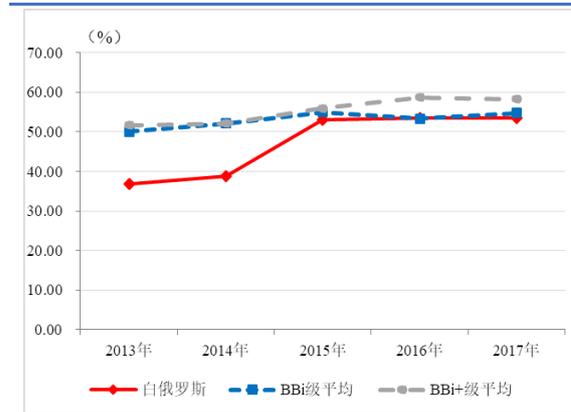
覆盖能力也面临了大幅下滑。2017 年财政收入与政府债务比值为 72.81%, 较上年下滑了 0.16 个百分点, 较 2014 年大幅下滑了 27.55 个百分点。但随着经济的复苏, 财政收入将面临较大改善, 同时, 2018 年政府财政预算法规定出口石油关税税收仅用于偿还公共债务, 为政府债务偿还做出了积极安排, 预计财政收入对政府债务的保障能力将有所上升。

表 3: 2013~2017 年白俄罗斯一般政府债务情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
政府债务总额(亿白卢布)	562.16	507.80	476.58	312.57	247.21
政府债务总额/GDP (%)	53.44	53.48	53.01	38.79	36.86
利息支出/GDP (%)	1.98	1.97	1.67	1.04	0.99
财政收入/政府债务 (%)	72.81	72.97	73.21	100.36	108.06

数据来源: IMF

图 7: 2013~2017 年白俄罗斯政府债务占 GDP 比重



数据来源: IMF

六、外部融资实力

对外贸易常年逆差, 对外依存度较高, 易受外部因素影响; 2017 年经济复苏带动外贸回暖, 经常账户收入大幅上升, 赤字率下滑

白俄罗斯国内三分之二的商品用于出口, 同时对石油、天然气等稀缺能源进口需求较大, 对外依存度较高。俄罗斯是其最大的贸易伙伴, 乌克兰和哈萨克斯坦是白俄罗斯在独联体内的第二和第三大贸易伙伴。白俄罗斯外贸政策的原则是实行经济开放和贸易自由化政策, 与世界上 180 多个国家或地区保持外贸关系, 同时积极进行加入世界贸易组织的谈判, 积极参加欧亚经济联盟、独联体自由贸易区以及其他国家间组织的国际条约。

由于对石油、天然气的进口需求巨大, 白俄罗斯对外贸易常年保持逆差。随着 2017 年经济复苏, 外部环境改善, 外贸活动也出现回暖。2017 年白俄罗斯贸易进

口总额为 363.69 亿美元，较上年同比增长 21.40%，出口总额实现 365.50 亿美元，较上年同比增长 22.13%，进出口贸易摆脱赤字，全年实现顺差 1.80 亿美元。2018 年二季度，进口总额为 104.59 亿美元，较一季度同比上升 10.43%，出口总额达到 104.71 亿美元，较一季度同比上升 6.98%，实现贸易顺差 0.12 亿美元，较一季度有大幅下滑。

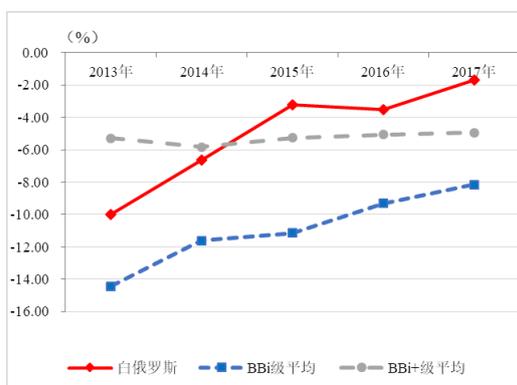
经常账户收入方面，随着经济复苏和俄罗斯需求上升，出口形势回暖，同时居民国外工资汇回明显回升。2017 年经常账户收入实现 397.15 亿美元，较 2016 年同比上升 23.55%，其中增长最快的收入部分来自于居民境外工资汇回部分，增速达到 45.94%。经常账户收入的大幅上升带动经常账户平衡赤字下滑，2017 年经常账户仍处在赤字状态，但赤字占 GDP 比值为 1.71%，较上年大幅下降 1.79 个百分点。经济复苏节奏带动进出口逐步回暖，但国内工程建设和消费需求上升将带动进口增速加快，预计 2018 年经常账户仍处在赤字状况，且赤字有扩大趋势。

表 4：2013~2017 白俄罗斯经常账户及国际投资情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
进口总额 (亿美元)	363.69	299.59	326.97	437.92	463.87
出口总额 (亿美元)	365.50	299.27	327.98	433.03	440.46
贸易差额 (亿美元)	1.80	-0.32	1.01	-4.89	-23.41
经常账户收入 (亿美元)	397.15	321.45	348.36	461.06	469.95
经常账户余额 (亿美元)	-9.31	-16.69	-18.31	-52.28	-75.67
经常账户余额/GDP (%)	-1.71	-3.50	-3.25	-6.64	-10.02
国际投资净头寸 (亿美元)	-415.28	-408.23	-409.92	-418.33	-391.06
国际投资净头寸/GDP (%)	-76.28	-85.58	-72.77	-53.13	-51.80

数据来源: IMF

图 8：2013~2017 年白俄罗斯经常账户平衡/GDP



数据来源: IMF

与 BB_i 级和 BB_{i+} 级国家平均水平相比，白俄罗斯经常账户平衡状况近年来持续向好，经常账户赤字率近五年均值为 5.02%，与 BB_{i+} 级 (5.28%) 国家平均水平接近，且明显好于 BB_i 级 (10.94%) 国家平均水平 (图 8)。

国际投资净头寸方面，国际投资净头寸常年为负，在国际投资方面始终处在净负债状态，对外投资始终小于国外投资流入。截至 2017 年底，白俄罗斯国际投资净负债为 415.28 亿美元，相当于 GDP 比重为 76.28%，较上年减少 9.29 个百分点。

外债规模近年来有上升趋势，但短期外债占比较高，政府积极安排债务偿还，债务偿还压力相对可控

白俄罗斯近年来外债规模有所上升。2017 年白俄罗斯外债总额达到 399.29 亿美元，较上年同比增长 6.43%，占 GDP 比值为 73.35%。其中，政府外债占比较高，政府外债总额为 172.61 亿美元，约占总外债的 43.23%。政府外债主要来源为俄罗斯联邦政府和银行的贷款、欧洲债券、欧洲稳定发展基金、欧洲富兴开发银行和中国银行贷款。

从债务期限来看，短期外债占比为 26.97%，存在一定的短期偿还压力。为应对债务偿还压力，白俄罗斯在 2018 年的财政预算中对相应债务偿还做出了明确安排，一方面利用贷款对国家债务进行再融资，另一方面利用专门收入对偿还缺口进行补充，预计短期内债务偿还出现违约的可能性较小。

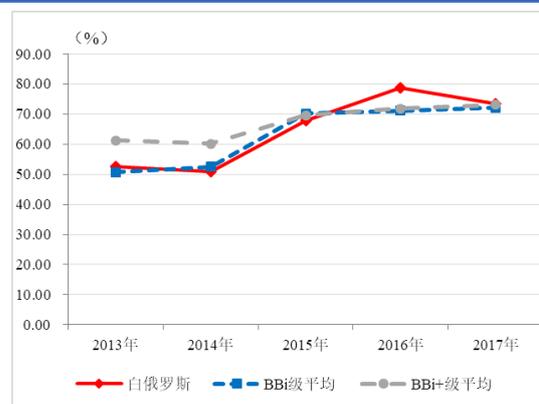
与 BB_i 级和 BB_{i+} 级国家平均水平相比，白俄罗斯外债占 GDP 比值近五年均值 (64.45%) 基本与 BB_i 级 (63.32%) 持平；但比 BB_{i+} 级 (67.14%) 稍低。

表 5：2013~2017 白俄罗斯外债情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外债总额 (亿美元)	399.29	375.17	382.59	400.24	396.21
外债总额/GDP (%)	73.35	78.65	67.92	50.83	52.48
政府外债总额 (亿美元)	172.61	141.51	129.73	131.17	130.36
政府外债/外债总额 (%)	43.23	37.72	33.91	32.77	32.90

数据来源: IMF

图 9：2013~2017 年白俄罗斯外债占 GDP 比重



数据来源: 世界银行

经常账户收入和外汇储备随着经济复苏有所上升, 对外债保障能力有所增强, 但外汇储备的保障能力仍较弱

随着经济复苏以及央行对稳定汇率的积极措施, 白俄罗斯近年来外汇储备逐步攀升。2017 年白俄罗斯外汇储备规模达到 53.75 亿美元, 较去年同比增长 67.62%。除此之外, 白俄罗斯的黄金储备也有积极表现。根据 IMF 数据, 截至 2018 年 3 月 1 日, 白俄罗斯黄金储备已经超过 70 亿美元。2017 年外汇储备对外债总额的覆盖能力达到 13.46%, 较上年增长 4.91 个百分点, 同时外汇储备对政府外债的保障能力也随之增强, 外汇储备与政府外债比值达到 31.44%, 较上年大幅上升 8.48 个百分点。外汇储备对外债保障能力上升, 但仍处在较低水平。

同时, 经常账户收入随着经济复苏也出现了增长。2017 年经常账户收入与外债总额比值达到 99.46%, 较去年大幅上升 13.78 个百分点; 经常账户收入对政府外债的保障程度达到 230.08%, 较上年增长 2.93 个百分点。经常账户收入对外债保障能力增强, 对政府外债的保障能力处在较高水平。

表 6: 2013~2017 白俄罗斯外债保障情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外汇储备 (亿美元)	53.75	32.07	27.44	34.22	49.37
CAR/外债总额 (%)	99.46	85.68	91.05	115.20	118.61
CAR/政府外债 (%)	230.08	227.15	268.54	351.50	360.50
外汇储备/外债总额 (%)	13.46	8.55	7.17	8.55	12.46
外汇储备/政府外债 (%)	31.14	22.66	21.15	26.09	37.87

数据来源: IMF

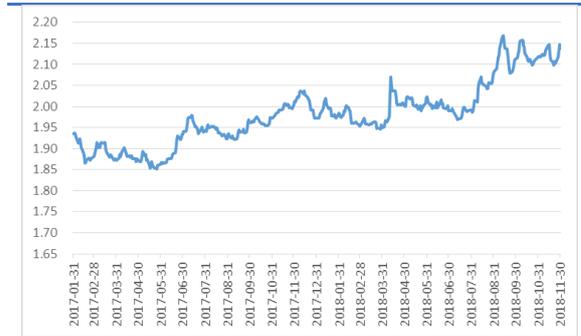
白俄罗斯长期受货币贬值困扰, 近年来政府和央行采取多种措施加强汇率管理, 白卢布汇率逐步趋稳, 但依然存在贬值压力

白俄罗斯实行卢布自由价格以后, 同处卢布区的白俄罗斯面临货币大幅贬值局面。特别是 2011 年, 当局为应对经济衰退和经常收支持续逆差, 连续主动贬值本币, 累计贬值幅度超过 46%, 一度引发国际社会对白俄罗斯是否会爆发货币危机的担忧。2016 年 7 月 1 日白俄罗斯发行新币, 替换比例为 10,000 旧版白卢布=1 新白卢布, 此后白卢布兑美元汇率逐步趋向相对平稳, 但因其外向型经济类型以及外汇能力有限, 白卢布依然面对较大的贬值压力。

2017 年, 在美联储连续加息美元走强的背景下, 央行连续下调再融资利率, 调动信贷积极性, 在压制通胀的同时, 使得经济保持复苏节奏, 白卢布汇率基本保

持稳定, 年均贬值幅度为 1.91%, 但年内汇率走势波动较大, 最大贬值幅度达到 5.39%。2018 年以来, 央行继续下调再融资利率, 当前再融资利率已经下调到 10%, 但美联储的连续加息使得白卢布贬值幅度加大。截至 2018 年 11 月, 白卢布已经贬值超过 8.63%。预计在美元持续走强的背景下, 白卢布贬值压力仍然存在。

图 10: 2017~2018 年美元兑白俄罗斯卢布汇率情况



数据来源: wind

七、评级展望

目前来看, 卢卡申科的长期执政为国内政局稳定奠定了坚实基础; 俄罗斯的内需回暖、全球油价小幅反弹等外部形势的改善为白俄罗斯的经济持续回暖提供了有利条件, 但经济对外依存度较高使得其经济的脆弱性明显, 国内长期受到货币贬值和通货膨胀的压力; 政府实际上长期处在小幅赤字状态, 财政收入对政府债务的保障能力随着经济的复苏而有所上升; 外债规模上升, 短期外债占比较高, 且主要为政府外债, 经常账户收入和外汇储备对外债覆盖能力有所上升, 且政府对债务偿还安排已经进入财政预算案中, 预期短期内债务偿还出现违约可能性极小。因此, 经综合评估, 联合资信给予白俄罗斯长期本、外币信用评级展望为“稳定”。

白俄罗斯主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
宏观数据					
GDP (亿白卢布)	1,051.99	949.49	899.10	805.79	670.69
GDP (亿美元)	544.39	477.03	563.29	787.36	754.96
实际 GDP 增速 (%)	2.42	-2.53	-3.83	1.65	1.00
CPI 增幅 (%)	6.03	11.83	13.52	18.11	18.30
失业率 (%)	0.77	1.02	0.91	0.49	0.51
结构特征					
第一产业占 GDP 中的比值 (%)	7.77	6.90	6.28	7.30	6.81
第二产业占 GDP 中的比值 (%)	32.13	30.96	32.69	35.38	35.90
第三产业占 GDP 中的比值 (%)	46.94	48.52	47.74	45.65	45.42
私人消费占 GDP 中的比值 (%)	54.89	54.51	52.88	52.83	51.26
政府消费占 GDP 中的比值 (%)	14.60	15.65	14.92	13.75	13.43
固定资本形成总额占 GDP 中的比值 (%)	26.25	26.48	29.03	34.84	38.80
净出口占 GDP 中的比值 (%)	0.33	-0.07	0.18	-0.62	-3.10
进出口总额/GDP (%)	133.95	125.54	116.27	110.62	119.79
人均 GDP (美元)	5,726.03	5,022.63	5,949.11	8,318.51	7,978.87
国内总储蓄/GDP (%)	28.68	26.49	28.79	27.41	28.40
信贷总额/GDP (%)	41.95	47.04	49.78	41.30	37.92
私人信贷/GDP (%)	26.37	25.72	27.88	23.63	22.93
银行业资本充足率 (%)	18.49	18.60	18.74	17.38	15.50
银行业不良贷款率 (%)	12.85	12.79	6.83	4.37	4.45
银行业 ROA (%)	1.77	1.63	1.32	2.10	2.33
银行业 ROE (%)	12.09	12.60	10.41	15.28	16.20
公共财政					
财政收入 (亿白卢布)	409.30	370.53	348.91	313.68	267.14
财政收入/GDP (%)	38.91	39.02	38.81	38.93	39.83
财政支出 (亿白卢布)	412.86	386.28	375.55	312.94	273.73
财政支出/GDP (%)	39.25	40.68	41.77	38.84	40.81
财政盈余 (亿白卢布)	-3.56	-15.75	-26.65	0.74	-6.59
财政盈余/GDP (%)	-0.34	-1.66	-2.96	0.09	-0.98
政府债务总额 (亿白卢布)	562.16	507.80	476.58	312.57	247.21
政府债务总额/GDP (%)	53.44	53.48	53.01	38.79	36.86
利息支出/GDP (%)	1.98	1.97	1.67	1.04	0.99
财政收入/政府债务 (%)	72.81	72.97	73.21	100.36	108.06
外部融资					
进口总额 (亿美元)	363.69	299.59	326.97	437.92	463.87
出口总额 (亿美元)	365.50	299.27	327.98	433.03	440.46
贸易差额 (亿美元)	1.80	-0.32	1.01	-4.89	-23.41
经常账户收入 (亿美元)	397.15	321.45	348.36	461.06	469.95
经常账户余额 (亿美元)	-9.31	-16.69	-18.31	-52.28	-75.67
经常账户余额/GDP (%)	-1.71	-3.50	-3.25	-6.64	-10.02
国际投资净头寸 (亿美元)	-415.28	-408.23	-409.92	-418.33	-391.06

国际投资净头寸/GDP (%)	-76.28	-85.58	-72.77	-53.13	-51.80
外债总额 (亿美元)	399.29	375.17	382.59	400.24	396.21
外债总额/GDP (%)	73.35	78.65	67.92	50.83	52.48
政府外债总额 (亿美元)	172.61	141.51	129.73	131.17	130.36
政府外债/外债总额 (%)	43.23	37.72	33.91	32.77	32.90
外汇储备 (亿美元)	53.75	32.07	27.44	34.22	49.37
CAR/外债总额 (%)	99.46	85.68	91.05	115.20	118.61
CAR/政府外债 (%)	230.08	227.15	268.54	351.50	360.50
外汇储备/外债总额 (%)	13.46	8.55	7.17	8.55	12.46
外汇储备/政府外债 (%)	31.14	22.66	21.15	26.09	37.87

数据来源：世界银行、IMF

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。