

哈萨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: A_i

长期本币信用等级: A_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)	1,594.07	1,372.89	1,843.88	2,214.16	2,366.35
实际GDP增速(%)	3.98	1.08	1.20	4.30	6.00
CPI增幅(%)	7.43	14.55	6.66	6.72	5.83
失业率(%)	4.95	4.95	4.97	5.04	5.23
人均GDP(美元)	8,762.19	7,658.46	10,434.76	12,712.10	13,789.25
财政盈余/GDP(%)	-6.41	-5.35	-6.26	2.48	4.95
政府债务/GDP(%)	20.79	19.68	21.88	14.50	12.60
财政收入/政府债务(%)	90.39	81.95	75.91	163.78	196.42
外债总额/GDP(%)	104.90	119.25	83.19	71.16	63.40
CAR/外债总额(%)	36.01	28.97	37.16	58.22	64.22
外汇储备/外债总额(%)	18.41	18.08	18.16	18.56	16.46

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:

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”)对哈萨克斯坦共和国(以下简称“哈萨克斯坦”)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A_i。该评级结果表示哈萨克斯坦的主权信用风险较低, 按期偿付债务本息的能力较强。

哈萨克斯坦政局较为稳定, 但仍存在恐怖主义袭击隐患。近年来, 受国际能源价格下跌及全球贸易形势影响, 哈萨克斯坦经济增速有所下滑, 通胀水平保持高位; 但由于近年来汇率改革导致哈萨克斯坦坚戈多次贬值, 美元计价人均GDP有所下降。银行业集中度风险过高, 不良贷款率较高, 资产质量较为一般; 政府财政赤字规模有所扩大, 债务水平不高, 财政收入对齐保障能力有所增强; 对外贸易和经常账户情况有所改善; 总体外债水平一般, 且近年略有上行, 但政府短期外债占比低, 短期偿付压力可控; 外汇储备对政府债务的保障程度较弱, 但有所回升; 由于汇率改革, 哈萨克斯坦坚戈多次贬值, 且美元处于加息周期, 新兴市场货币承压, 未来仍将面对一定贬值压力。

优势

- 一般政府债务负担不高, 财政收入对其保障能力较强;
- 经常账户对外债保障水平较高, 政府短期偿付压力低;
- 外汇储备在低水平呈现回升态势, 对外债保障能力增加;
- 就业情况良好, 就业市场有望进一步改善。

关注

- 经济及贸易状况受国际大宗商品价格波动及国际环境影响较大;
- 财政赤字水平较高且近年来有所抬升;
- 银行业集中度风险过高, 不良贷款率较高, 资产质量较为一般;
- 受汇率改革影响, 坚戈大幅贬值, 汇率虽趋于稳定, 但仍面临贬值压力。

一、国家概况

哈萨克斯坦共和国（以下简称“哈萨克斯坦”）是中亚的内陆国家，也是世界上最大的内陆国，领土横跨亚欧两洲。东南连接中国，北邻俄罗斯，南与吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦和土库曼斯坦接壤，并与伊朗、阿塞拜疆隔里海相望。截至 2017 年底，哈萨克斯坦人口达 1,819.3 万人，主要民族为哈萨克族和俄罗斯族，居民大多信奉伊斯兰教逊尼派和东正教。国土面积 272.49 万平方公里，全国共分为 2 个直辖市和 14 个州，首都阿斯塔纳为哈萨克斯坦工农业主要生产基地及全国铁路建通枢纽。官方货币为哈萨克斯坦坚戈，官方语言为哈萨克语和俄语。

哈萨克斯坦经济以石油、天然气、采矿、煤炭等矿产资源为主，农牧业也较为发达。截至 2014 年已探明的矿藏多达 90 多种，已探明的石油储量达 100 亿吨，煤储量为 29.4 亿吨，天然气储量达 11,700 万亿立方米，矿产资源极为丰富。

哈萨克斯坦是欧亚经济联盟、世界贸易组织(WTO)等国际组织和区域合作联盟的成员国。2016 年，联合国大会选举哈萨克斯坦成为 2017 年和 2018 年安理会非常任理事国。

二、国家治理

哈萨克斯坦政局稳定，但仍存在恐怖主义袭击隐患

哈萨克斯坦为总统制共和国，总统为国家元首，决定国家对内对外政策基本方针，以宪法和法律为基础，立法、司法、行政三权分立。议会是国家最高代表机构，推行两院制，行使立法职能；2007 年 6 月中旬，议会通过宪法修正案，确定政体由总统制向总统-议会制过渡，扩大议会权限，分担部分总统权力。司法方面，哈萨克斯坦拥有共和国最高司法委员会、司法鉴定委员会、宪法委员会、最高法院和各级地方法院。政府为国家最高行政机关，行使行政权，其活动对总统负责。

哈萨克斯坦总统的任期为 7 年，2007 年 5 月，哈萨克斯坦议会通过宪法修正案，授权努尔苏丹·纳扎尔巴耶夫可不受次数限制担任总统，自 1991 年哈萨克斯坦独立以来，努尔苏丹·纳扎尔巴耶夫一直担任总统，至今未发生权力转移，是中亚最稳定的国家之一。依目前哈萨克斯坦政局稳定程度看，纳扎尔巴耶夫有望服满任期至 2022 年。

2017 年 12 月，哈萨克斯坦与吉尔吉斯斯坦签署边界划界协议，哈萨克斯坦将不再执行其与吉尔吉斯斯坦

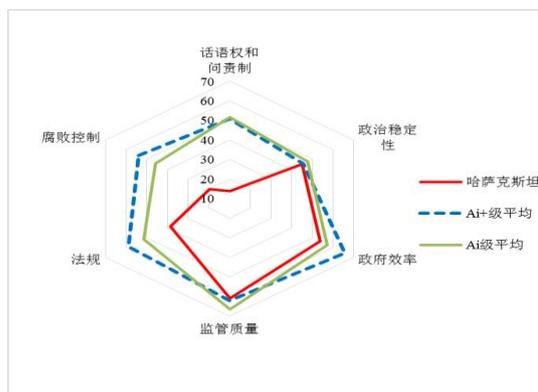
间高度加强的边境管控制度。协议签署后，苏联解体后遗留的哈吉段未定国界问题将从法律角度获得全面解决，地缘政治稳定性有所提高。

自 1991 年从苏联加盟共和国独立以来，哈萨克斯坦安全形势良好，受极端宗教势力的影响较小。但在 2011 年和 2012 年，哈萨克斯坦恐怖袭击高发，但因政府控制及时得到了有效控制。由于近年来经济增速放缓，哈萨克斯坦社会不稳定性有所增加，2016 年 6 月哈政府发布恐怖威胁黄色预警，虽于 2017 年 1 月解除该预警，但恐怖袭击隐患仍有存在。

哈萨克斯坦国家治理能力较弱，腐败问题较为严重

根据 2017 年世界银行公布的国家治理能力指数，哈萨克斯坦的国家治理能力百分比排名均值为 38.68，较上年（36.77）小幅上升。但哈萨克斯坦国家治理能力仍低于 A_i 级（53.41）和 A_i+ 级（56.16）国家平均水平（图 1）。

图 1：2017 年哈萨克斯坦国家治理能力



数据来源：世界银行

从具体指标看，哈萨克斯坦腐败控制水平不高，腐败问题一直较为严重，2011 年~2014 年间有 3,200 名官员因腐败问题而被处罚，2015 年，哈萨克斯坦前总理赛力克·阿赫梅托夫因腐败问题被判入狱，2015 年~2017 年间反腐败罚金高达 900 多万美金。得益于 2011 年开始的眼里打击腐败，哈萨克斯坦终于摆脱腐败最严重国家的名单，且新“反腐败法”的有力实施有望持续强化腐败控制，但这一问题仍然十分严重。同时，哈萨克斯坦政府监管质量有明显改善，政府效率及法制方面也有所进步，话语权和问责制方面虽保持不变，但仍处在较弱水平。

三、宏观经济政策与表现

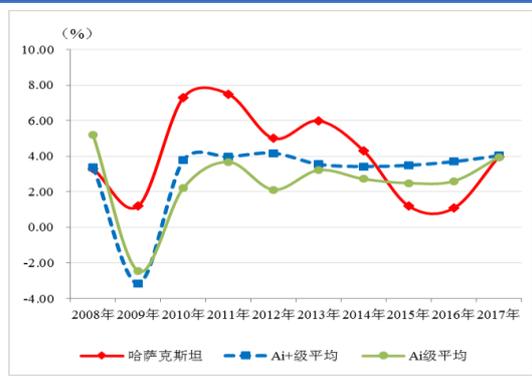
得益于国际能源价格回暖，2017 年经济增

速回暖；随着政府推进改革，经济多元化有望增加

近年来，哈萨克斯坦政府一直实施中立偏宽松的货币政策，自 2016 年来多次调整基准利率，由最初的 17% 调整至 9.75%，央行希望以控制流动性的方式调节通胀水平，预计 2018 年底，央行将逐步下调基准利率至 9%。但受近年来国际能源价格波动、新汇率政策导致的本币大幅贬值及政府腐败等多方面问题的影响，哈萨克斯坦经济增速近五年来一直呈下降趋势，2017 年才有所回升。

2017 年，哈萨克斯坦 GDP 总量为 1,594.07 亿美元（51.97 万亿坚戈），实际 GDP 增速为 3.98%，得益于国际原油价格大幅回暖及大规模基础建设投入，经济增速较上年增加 2.90 个百分点，扭转了连续多年增速放缓趋势。具体看，得益于 2017 年国际能源价格回暖、卡沙干油田增产及全球贸易形势好转，哈国对外贸易大幅增加，净出口占 GDP 比重增加近 5 个百分点，达到 8.11%。从近 10 年经济增长情况看，哈萨克斯坦经济平均增速（4.09%）高于 A_i 级（2.57%）和 A_{i+} 级（3.04%）国家平均水平，但近 10 年 GDP 增长波动率（2.42%）也高于 A_i 级（2.00%）和 A_{i+} 级（2.20%）国家平均水平（见图 2）。

图 2：哈萨克斯近 10 年实际 GDP 增长率



数据来源：IMF

2018 年上半年国际原油价格持续保持在高位，但 2018 年下半年来，国际能源价格大幅下跌，原油价格已经跌破 60 美元/桶，且供过于求的市场恐慌持续存在，或对 2018 年哈萨克斯坦经济增速造成一定影响。

2018 年下半年，哈政府将继续推进 7 个方向的系统性结构改革，其中涉及人力资源、技术、商业、法律以及地区、社会和国有经济部门发展等。通过加强人才储备、更大规模的基础设施建设、优化营商环境、进一步加强腐败控制、发展城市化和地区经济及现代化改革等多种措施，以提高经济多元化，减少对单一产业的过度依赖、降低资源型经济结构的限制，并刺激经济增长。

预计未来哈萨克斯坦增速将保持在 3.5%~4% 左右水平

表 1：2013~2017 哈萨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 (%)	3.98	1.08	1.20	4.30	6.00
名义 GDP (万亿坚戈)	51.97	46.97	40.88	39.68	36.00
名义 GDP (亿美元)	1,594.07	1,372.89	1,843.88	2,214.16	2,366.35
CPI 增幅 (%)	7.43	14.55	6.66	6.72	5.83
失业率 (%)	4.95	4.95	4.97	5.04	5.23

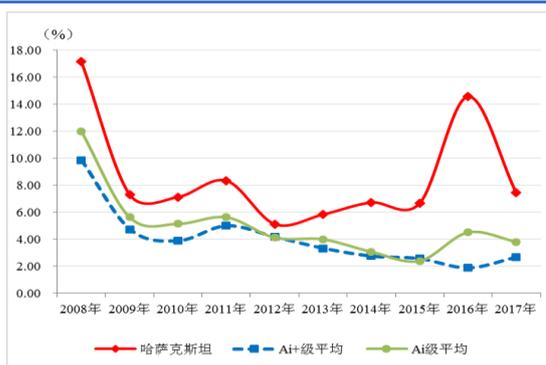
数据来源：IMF

受汇率政策影响，近年 CPI 波动性较大；2017 年通胀控制取得成效，未来有望持续改善

2014 年 2 月，哈萨克斯坦央行宣布将本币坚戈贬值 20%，在一定程度上推高了通胀水平。2015 年 8 月，哈萨克斯坦央行宣布实行浮动汇率制度，浮动调整的汇率缓解了部分外部压力，但也加剧了通胀压力。再加上国际油价大幅下降，2016 年哈萨克斯坦通胀水平飙升至 14.55%。2017 年，由于通胀目标政策的执行逐步取得成效，哈萨克斯坦 CPI 增幅降至 7.43%，回落至 6%~8% 的通胀目标范围区间内，较上年有显著改善。截至 2018 年第二季度，哈萨克斯坦通胀压力进一步下降，CPI 增幅降至 6.41%，未来哈萨克斯坦通胀水平有望继续改善。

近 10 年哈萨克斯坦 CPI 涨幅均值为 8.62%，高于 A_i 级（5.02%）和 A_{i+}（4.08%）级国家均值；CPI 增长波动性（3.96%）也高于 A_i 级（2.66%）和 A_{i+}（2.26%）国家平均水平，通胀波动性较大。

图 3：哈萨克斯坦近 10 年 CPI 增长率



数据来源：IMF

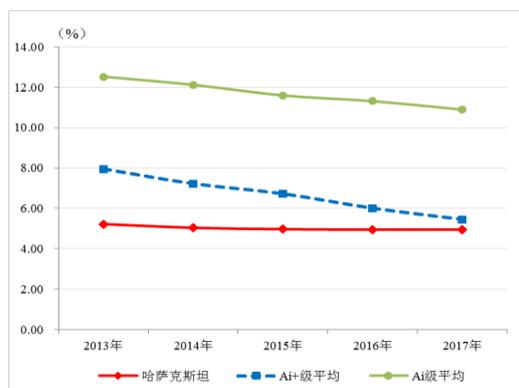
就业状况良好，有望进一步优化

近年来哈萨克斯坦失业率一直保持在较低水平。2017 年，哈萨克斯坦失业率为 4.90%，较上年下降 0.06 个百分点。2018 上半年，哈萨克斯坦就业人数新增 15.8 万人，且哈国政府 2018 年为促进就业拨款 1,106 亿坚戈（约合 3.2 亿美元），通过开展职业技能培训、促进大众创业为社会弱势群体就业和劳动力流动提供国家支持

等途径，实现增加就业的目标，持续优化就业状况。

总体来看，哈萨克斯坦失业率显著低于近五年 A_i 级和 A_{i+} 级国家平均水平。

图 4：2013~2017 年哈萨克斯坦失业率



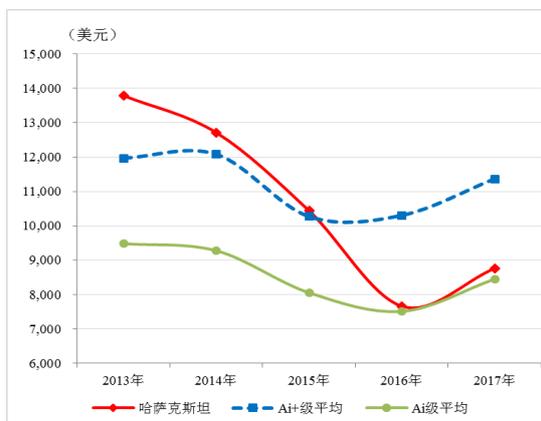
数据来源: IMF

四、结构特征

受汇率政策及能源价格下降影响，人均 GDP 有所下降，但仍处在较高水平

受国际油价下跌、2014 年哈萨克斯坦坚戈主动贬值及 2015 年实行浮动汇率影响，近年来，哈萨克斯坦美元计价人均 GDP 呈下降趋势。2017 年，得益于石油价格回暖及汇率趋于稳定，哈萨克斯坦人均 GDP 逆转了从 2013 年开始的下跌趋势，回到 8,762.19 美元，较上年增长 14.41%。从图 5 可以看出，虽然近年来哈萨克斯坦美元计价人均 GDP 持续下降，仍显著高于 A_i 级国家均值，但与 A_{i+} 级国家均值仍具有一定差距。

图 5：2013~2017 年哈萨克斯坦人均 GDP



数据来源: IMF

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017 年哈萨克斯坦的全球竞争力指数为 4.35，在全球 137 个经济体中排名第 57 位，较 2016 年下降了 4 位，主要是

宏观经济环境、金融市场发展及劳动力市场效率指标排名大幅下滑所致，经济竞争力有所削弱。

作为内需型经济体，经济结构稳定，产业结构较为合理

哈萨克斯坦为内需驱动型国家，消费是拉动哈萨克斯坦经济的最主要力量，近年来消费占 GDP 比重均保持在 60% 以上。2016 年，哈私人消费支出和政府消费支出占 GDP 的比值分别为 54.54% 和 11.63%，二者合计占 GDP 比重达 66.18%，较上年小幅上升，主要得益于近年来哈萨克斯坦居民工资收入稳定高速增长，预计未来消费对经济的贡献还将进一步增加。投资方面，近年来对 GDP 贡献保持在 20% 左右，较为稳定，2016 年对 GDP 贡献为 22.72%，与上年基本持平。净出口方面，近年来占 GDP 比重受国际能源价格波动影响较大，2017 年净出口占 GDP 比重为 8.11%，较上年增加近 5 个百分点。

从产业分布看，哈萨克斯坦农牧业虽然较为发达，但仍以第三产业为主要支柱，且占 GDP 比重持续增加，近五年三大产业占 GDP 比重均值分别为 4.51%、32.35% 和 56.52%。总体来看，哈萨克斯坦产业结构较为合理，近年来基本保持稳定。

对石油及国际投资依赖度较高，易受国际环境影响，存在一定脆弱性

哈萨克斯坦经济对外依赖程度较高，主要贸易伙伴为独联体国家、欧盟和欧亚经济联盟成员国，前三大贸易伙伴分别为俄罗斯、中国和意大利。哈萨克斯坦出口平均占 GDP 比重约达到 35%，虽然哈政府正在努力降低对石油的依赖，但石油和其他大宗商品的生产仍是推动哈国经济增长的最主要动力，其中石油收入占 GDP 的 15%、出口收入的 50% 以上、政府收入的 35% 以及工业产值的 50%，经济对石油的依赖度极高。受 2014 年~2016 年国际石油价格下降及主要贸易伙伴（如中国、俄罗斯等国）对于石油需求量下降影响，哈萨克斯坦经济增速大幅下滑。预计在未来一段时期内，哈国仍很难摆脱对石油产业的依赖。

同时，外国直接投资流入对于哈萨克斯坦经济也做出了巨大贡献，近年来，哈萨克斯坦吸引国际直接投资呈上升态势。2017 年，哈萨克斯坦 FDI 存量为 1,050 亿美元，接近国内生产总值的 70%。根据世界银行发布的《2018 年营商环境报告》，2017 年哈萨克斯坦营商环境综合得分为 74.55，排名第 36 位。2017 年 2 月，哈萨克斯坦总统纳扎尔巴耶夫签署了改善营商环境法案、哈国投资和发展部发布了改善投资环境详细计划，均有助于改善哈营商环境，进一步提高对外资吸引力，未来哈萨

克斯坦吸引的国际直接投资有望继续增加。

2018年，受中美贸易战、美国加强对俄罗斯制裁、意大利经济增长乏力导致的主要贸易伙伴经济增速放缓及下半年原油价格大幅下跌影响，哈萨克斯坦出口对经济贡献或将降低，进而影响经济增长。总体来看，哈萨克斯坦经济受国际市场影响较大，存在一定的脆性。

银行业集中度风险过高，不良贷款率较高，资产质量较为一般

哈萨克斯坦实行二级银行体制，哈萨克斯坦共和国国家银行（National Bank of Kazakhstan）作为中央银行为一级银行，商业银行为二级银行，同时设有一家政策性银行——哈萨克斯坦开发银行。作为中央银行，哈萨克斯坦共和国国家银行的主要职责有制定和实施货币政策、对金融系统实施监管和调节以及开展货币统计和对外部门统计领域的统计工作等，其首要目标为维持物价稳定。

受2008年金融危机影响，哈萨克斯坦前五大银行中的图兰·阿列姆银行（BTA Bank）和联合银行（Alliance Bank）出现债务违约，虽通过政府救助及资产重组避免了破产，但并未从根本上解决问题，金融领域腐败依旧存在，哈萨克斯坦银行不良贷款率迅速飙升至20%。2016年12月，哈萨克斯坦最大的贷款银行Qazkom遭遇流动性危机，与哈萨克斯坦人民银行重组，合并重组后占据哈萨克斯坦银行业总资产的40%，集中度过高，银行业整体债务违约风险升高。

2017年2月，哈萨克斯坦政府修改预算，对不良资产基金进行再注资，从而降低不良贷款率。2017年9月，哈萨克斯坦中央银行启动了18亿美元的银行救助计划，在可回收的基础上动用央行资金，向一些大银行提供帮助，向其购买次级债券，而这些银行将所获得的资金用于购买政府债券或央行票据。

从银行体系看，哈萨克斯坦金融稳健性指标表现一般。2017年，哈萨克斯坦银行不良贷款率为12.75%，较上年增加约6个百分点，且哈国央行表示不良贷款率实际水平可能高于这一数值；近五年来银行业资本充足率稳定在16%左右的水平，2017年有明显上升，达到21.82%，较上年增加约5.5个百分点，银行资本较为充足。总体来看，由于不良贷款率较高，银行资本质量较为一般。

五、公共财政实力

政府奉行扩张性财政政策，财政赤字水平逐年增加

近年来，由于哈国政府实行扩张性财政政策以刺激经济增长，哈萨克斯坦财政盈余逐年下降，并于2015年开始转为财政赤字，且赤字水平逐年上升，近年来一直维持在5%以上的较高水平。

从哈萨克斯坦政府的财政收入结构看，税收是最主要来源，税收收入占财政收入的比重近年保持在约90%。税收收入中超过半数来自石油相关行业，但2014年后，由于国际油价下跌，其占比逐渐降低，非石油部门税收收入贡献逐渐增加。2017年，哈萨克斯坦财政收入为9.77万亿坚戈，同比大幅增长28.94%；石油部门税收占财政收入的38.74%，同比下降1个百分点；非石油部门税收占财政收入的50.59%，同比上升0.73个百分点。

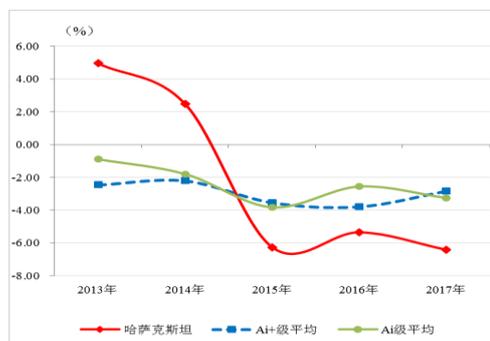
表 2：2013~2017 哈萨克斯坦政府财政表现

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
财政收入（万亿坚戈）	9.77	7.57	6.79	9.42	8.91
财政收入/GDP（%）	18.79	16.13	16.61	23.74	24.75
财政支出（万亿坚戈）	13.10	10.09	9.35	8.44	7.13
财政支出/GDP（%）	25.20	21.47	22.87	21.26	19.81
财政盈余（万亿坚戈）	-33.31	-25.12	-25.58	9.85	17.80
财政盈余/GDP（%）	-6.41	-5.35	-6.26	2.48	4.95

数据来源：IMF

由于近年来哈国政府推进结构性改革，为提高经济多元化，降低对单一产业的依赖，政府加大了基础建设、营商环境及民生环境改善等方面的投入，财政支出呈持续增长之势。2017年，哈国财政支出达13.10万亿坚戈，同比增加29.86%，高于财政收入增速。受此影响，2017年哈萨克斯坦政府财政赤字规模达到3.33万亿坚戈，相当于GDP的6.41%，较上年上升1.06个百分点。整体来看，近5年哈萨克斯坦政府财政赤字平均水平（-2.12%）略优于A_i级（-2.46%）及A_{i+}级（-2.96%）国家平均水平相当，自2015年开始赤字水平显著抬升，且波动性明显高于A_i级和A_{i+}级国家平均表现（见图6）。

图 6：2013~2017 年哈萨克斯坦政府财政盈余/GDP



数据来源：IMF

根据哈萨克斯坦政府公布的2018~2020年国家预算

修正案，将会有 840 亿坚戈用于改善民生基础建设、优化营商环境及发展农工业综合体，扣除财政转移支付，财政赤字预计保持在 8,833 亿坚戈，低于 GDP 的 1.5%，2019 年预算赤字为 GDP 总量的 1.5%，2020 年、2021 年分别为 GDP 的 1.4% 和 1.3%；2019 年国家基金资金保障性转移支付额度为 2.4 万亿坚戈，2020 年、2021 年分别为 2.3 万亿坚戈和 2 万亿坚戈。在此背景下，预计未来赤字水平将有所控制。

一般政府债务负担很低，财政收入对政府债务保障能力虽有所下滑，但仍处在较强水平

整体看来，哈萨克斯坦的政府债务负担很低，但由于近年来政府出资购买银行不良资产的行为使一般政府债务水平总体呈现小幅上升趋势。截至 2017 年底，哈萨克斯坦一般政府债务总额为 10.80 万亿坚戈，较上年末增长 16.90%；政府债务相当于 GDP 的比重为 20.79%，较上年末上升 1.12 个百分点。随着未来对银行业注资额的下降，政府债务水平有望扭转上升趋势。总体来看，哈萨克斯坦一般政府债务总额与 GDP 的比值情况显著优于 A_i 级和 A_{i+} 国家平均水平。

图 7：2013~2017 年哈萨克斯坦一般政府债务/GDP



数据来源: IMF

从债务利息水平看，近年来哈萨克斯坦债务利息压力较低，且持续下降。截至 2017 年，哈萨克斯坦一般政府债务利息支出占 GDP 比值为 -0.17%，较上年末下降 3.30 个百分点，转为利息收入。

从债务构成看，哈国政府债务中外债占比不高，占政府债务总额的 36.41%；且以中长期债务为主，短期偿债压力不大。

表 3：2013~2017 哈萨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 (万亿坚戈)	10.80	9.24	8.95	5.75	4.54
政府债务总额/GDP (%)	20.79	19.68	21.88	14.50	12.60
利息支出/GDP (%)	-0.17	3.13	1.52	-1.86	-1.90
财政收入/政府债务总额 (%)	90.39	81.95	75.91	163.78	196.42

数据来源: IMF

从财政收入对政府债务的保障情况看，受国际油价变动影响，2013 年~2016 年来财政收入对政府债务保障能力下降明显，但仍处在较强水平，且 2017 年财政收入对政府债务的保障能力有所回升。2017 年，哈萨克斯坦政府财政收入与政府债务总额的比值为 90.39%，较上年增加 8.44 个百分点，财政收入对政府债务的保障能力有所回升。

六、外部融资实力

贸易及经常账户收入受国际能源价格影响，2017 年贸易顺差及经常账户收入有所回升，经常账户赤字规模缩小

哈萨克斯坦地处中亚，与欧亚经济联盟成员国及独联体国家贸易联系紧密，主要贸易伙伴为俄罗斯、中国及欧亚经济联盟成员和独联体国家。哈萨克斯坦经济对石油产业依赖度较高，常年保持贸易顺差，但受全球贸易形势及国际油价影响较大。2014 年~2016 年受国际油价下跌影响，哈萨克斯坦进出口双走跌，贸易顺差不断收窄。2017 年，受全球贸易形势好转及国际油价回升的利好，哈萨克斯坦进出口双增长，出口总额达 558.94 亿美元，较上年大幅增加 28.29%，进口总额达 429.65 亿美元，同比增加 9.79%，逆转了持续下跌的趋势，贸易顺差也扩大至 129.29 亿美元，较上年增加近 200%。

表 4：2013~2017 哈萨克斯坦经常账户及国际投资情况

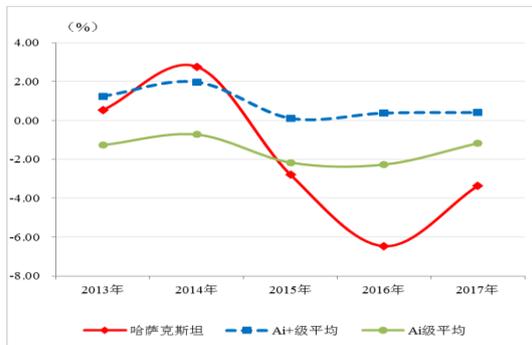
	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
进口额 (亿美元)	429.65	391.32	454.27	569.80	632.62
出口额 (亿美元)	558.94	435.69	529.92	869.28	909.80
贸易差额 (亿美元)	129.29	44.37	75.65	299.47	277.19
经常账户收入 (亿美元)	602.23	474.22	570.02	917.33	963.51
经常账户余额 (亿美元)	-53.53	-88.74	-51.35	61.40	12.74
经常账户余额/GDP (%)	-3.36	-6.46	-2.79	2.77	0.54
国外投资净头寸 (亿美元)	-563.37	-455.73	-379.33	-403.44	-332.85
国外投资净头寸/GDP (%)	-35.34	-33.19	-20.57	-18.22	-14.07

数据来源: IMF

从经常账户看，近五年来哈萨克斯坦经常账户收入整体呈波动下行趋势，2017 年由于国际油价回暖，经常账户收入逆转了连续多年的下跌趋势，升至 602.23 亿美元，较上年增长近 30%，经常账户赤字缩减至 53.53 亿

美元，相当于 GDP 的比值为 3.36%，较上年下降 3.1 个百分点。从经常账户余额占 GDP 比重看，自哈萨克斯坦坚戈实行自由浮动汇率以来，哈国经常账户表现与 A_i+级和 A_i级国家平均水平的差距逐渐显现。

图 8：2013~2017 年哈萨克斯坦经常账户平衡/GDP



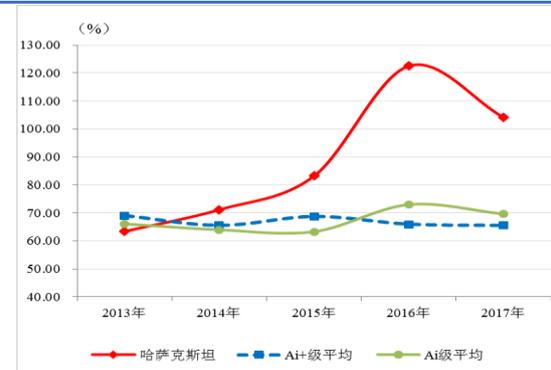
数据来源: IMF

从对外资产情况来看，由于吸引了大量海外投资，哈萨克斯坦长期为净债务国，外商直接投资主要集中在采矿业、地质勘探勘测和加工业。从近五年情况看，哈萨克斯坦净负债水平有所上升。截至 2017 年底，哈萨克斯坦对外净负债为 563.37 亿美元，较上年增长 23.62%，对外净负债相当于 GDP 的比值为 35.34%，较上年增长 2.15 个百分点。随着营商环境不断优化，哈萨克斯坦有望吸引更多海外投资，未来对外净负债会进一步上升。

总体外债水平一般，且近年略有上行，但政府短期外债占比低，短期偿付压力可控

哈萨克斯坦外债水平近年呈现上升趋势，主要由于公司间贷款快速增长导致。截至 2017 年底，哈萨克斯坦外债总额 1,672.24 亿美元，外债总额相当于 GDP 的 104.90%，较上年末下降近 15 个百分点。从近五年看，哈萨克斯坦总外债水平显著高于 A_i级和 A_i+级国家均值。

图 9：2013~2017 年哈萨克斯坦外债占 GDP 比重



数据来源: 世界银行, IMF

从外债结构看，由于哈萨克斯坦政府出资收购银行

业不良贷款，自 2013 年起，其金融机构的外债在总外债中的占比持续下降，一般政府外债占比有所上升，但处在较低水平。截至 2017 年底，哈萨克斯坦一般政府外债占总外债比重为 7.22%，与上年基本持平，且政府外债中 95% 以上为长期外债，短期外债占比不足 5%；金融机构外债占总外债比重为 3.89%，较去年下降 0.48 个百分点。其余外债主要为公司间贷款（62.26%）和其他部门外债（26.08%）。总体来看，哈萨克斯坦政府偿付风险较小，且短期偿付压力不大。

表 5：2013~2017 哈萨克斯坦外债情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外债总额 (亿美元)	1,672.24	1,637.15	1,533.85	1,575.61	1,500.33
外债总额/GDP (%)	104.90	119.25	83.19	71.16	63.40
政府外债 (亿美元)	120.67	120.90	113.09	73.33	52.18
政府外债/外债总额 (%)	7.22	7.38	7.37	4.65	3.48

数据来源: IMF

经常账户收入对外债保障能力弱，但对政府外债保障程度很高；外汇储备对政府外债保障能力有所回升

近年来，受国际油价波动影响，哈萨克斯坦经常账户收入对外债的保障能力整体呈下降趋势。2017 年，哈萨克斯坦经常账户收入相当于外债总额的 36.01%，较上年上升 7.04 个百分点，保障程度弱；经常账户收入相当于政府外债的比值为 499.05%，较上年有较大幅度回升，对政府外债的保障程度很高。

外汇储备方面，近五年哈国外汇储备呈现波动上升趋势。截至 2017 年，哈萨克斯坦官方外汇储备为 307.94 亿美元，较上年增长 4.02%；外汇储备对外债的保障能力较低，相当于外债总额的比值为 18.41%，较上年上升 0.33 个百分点；外汇储备相当于政府外债的比值为 255.18%，较上年上升 10.32 个百分点，对政府外债的保障能力处在较高水平。但哈萨克斯坦国家银行与一些国内银行开展了 30 亿美元的货币互换以维持国内银行的本币流动性，同时间这些银行的外部资产转入哈萨克斯坦国家银行，因此对外汇储备的质量造成了一定影响。

表 6：2013~2017 哈萨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)	307.94	296.03	278.55	292.50	246.92
CAR/外债总额 (%)	36.01	28.97	37.16	58.22	64.22
CAR/政府外债 (%)	499.05	392.25	504.03	1,251.05	1,846.66
外汇储备/外债总额 (%)	18.41	18.08	18.16	18.56	16.46
外汇储备/政府外债 (%)	255.18	244.86	246.30	398.91	473.24

数据来源: IMF

哈萨克斯坦坚戈汇率逐步稳定，但未来面临一定贬值压力

近年来，哈萨克斯坦坚戈兑美元延续了贬值趋势。2014 年 2 月，哈萨克斯坦央行宣布将坚戈贬值 20%；2015 年 8 月，哈萨克斯坦央行宣布取消汇率浮动区间限制，实行自由浮动汇率，哈萨克斯坦坚戈兑美元大幅贬值约 40%，但 2016 年开始基本保持稳定。2017 年，国际油价回升，哈萨克斯坦经济回暖，哈萨克斯坦坚戈兑美元表现基本良好，年内累计贬值 0.59%。2018 年以来，在美联储持续收紧货币政策的背景下，哈萨克斯坦坚戈兑美元已贬值逾 10%，在新兴市场国家货币中贬值幅度较大。如果国际油价进一步回调，哈萨克斯坦坚戈贬值压力将会进一步加大，将在一定程度上加大其外债偿付风险。

图 10：2017~2018 年美元兑哈萨克斯坚戈汇率



数据来源: 哈萨克斯坦央行

七、评级展望

哈萨克斯坦自独立以来从未发生过权力交替，政局有望继续保持稳定。随着全球贸易环境改善及结构性改革的进一步推进，经济增速有望继续回升，通胀水平得到有效控制；经常账户收入增加，赤字水平降低；政府债务水平基本稳定，财政收入对其覆盖率有所增加；外债水平有所增加，但政府外债占比不高，经常账户收入对政府债务保障能力有望保持稳定；外汇储备较为充足并持续增加。经综合评估，联合资信确定哈萨克斯坦长期本、外币评级的展望为“稳定”。

哈萨克斯坦主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
宏观数据					
GDP (万亿坚戈)	51.97	46.97	40.88	39.68	36.00
GDP (亿美元)	1,594.07	1,372.89	1,843.88	2,214.16	2,366.35
实际 GDP 增速 (%)	3.98	1.08	1.20	4.30	6.00
CPI 增幅 (%)	7.43	14.55	6.66	6.72	5.83
失业率 (%)	4.95	4.95	4.97	5.04	5.23
结构特征					
人均 GDP (美元)	8,762.19	7,658.46	10,434.76	12,712.10	13,789.25
第一产业占 GDP 中的比值 (%)	4.43	4.56	4.71	4.33	4.50
第二产业占 GDP 中的比值 (%)	32.00	31.98	30.85	33.21	33.70
第三产业占 GDP 中的比值 (%)	57.45	57.86	59.30	54.84	53.18
净出口占 GDP 中的比值 (%)	8.11	3.23	4.10	13.53	11.71
进出口总额/GDP (%)	62.02	60.24	53.38	64.99	65.18
国内总储蓄/GDP (%)	23.73	21.36	25.12	28.56	25.11
银行业资本充足率 (%)	21.82	16.35	15.91	17.90	17.81
银行业不良贷款率 (%)	12.75	6.72	7.95	12.39	19.47
银行业 ROA (%)	0.15	1.94	1.65	2.88	2.18
银行业 ROE (%)	1.26	17.94	13.39	22.99	16.28
公共财政					
财政收入 (万亿坚戈)	9.77	7.57	6.79	9.42	8.91
财政收入/GDP (%)	18.79	16.13	16.61	23.74	24.75
财政支出 (万亿坚戈)	13.10	10.09	9.35	8.44	7.13
财政支出/GDP (%)	25.20	21.47	22.87	21.26	19.81
财政盈余 (万亿坚戈)	-3.33	2.51	-2.56	0.98	1.78
财政盈余/GDP (%)	-6.41	-5.35	-6.26	2.48	4.95
政府债务总额 (万亿坚戈)	10.80	9.24	8.95	5.75	4.54
政府债务总额/GDP (%)	20.79	19.68	21.88	14.50	12.60
政府债务净额 (万亿坚戈)	-8.52	-11.16	-12.61	-7.60	-6.34
政府债务净额/GDP (%)	-16.39	-23.76	-30.85	-19.17	-17.61
利息支出/GDP (%)	-0.17	3.13	1.52	-1.86	-1.90
财政收入/政府债务 (%)	90.39	81.95	75.91	163.78	196.42
外部融资					
进口总额 (亿美元)	429.65	391.32	454.27	569.80	632.62
出口总额 (亿美元)	558.94	435.69	529.92	869.28	909.80
进出口净额 (亿美元)	129.29	44.37	75.65	299.47	277.19
经常账户收入 (亿美元)	602.23	474.22	570.02	917.33	963.51
经常账户余额 (亿美元)	-53.53	-88.74	-51.35	61.40	12.74
经常账户余额/GDP (%)	-3.36	-6.46	-2.79	2.77	0.54
国外投资净头寸 (亿美元)	-563.37	-455.73	-379.33	-403.44	-332.85
国外投资净头寸/GDP (%)	-35.34	-33.19	-20.57	-18.22	-14.07
外债总额 (亿美元)	1,672.24	1,637.15	1,533.85	1,575.61	1,500.33
外债总额/GDP (%)	104.90	119.25	83.19	71.16	63.40
政府外债总额 (亿美元)	120.67	120.90	113.09	73.33	52.18

政府在外债总额中的占比 (%)	7.22	7.38	7.37	4.65	3.48
外汇储备 (亿美元)	307.94	296.03	278.55	292.50	246.92
经常账户收入/外债总额 (%)	36.01	28.97	37.16	58.22	64.22
经常账户收入/政府外债 (%)	499.05	392.25	504.03	1,251.05	1,846.66
外汇储备/外债总额 (%)	18.41	18.08	18.16	18.56	16.46
外汇储备/政府外债 (%)	255.18	244.86	246.30	398.91	473.24

数据来源：世界银行、IMF、哈萨克斯坦央行

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。