

# 阿塞拜疆共和国

## 2020 年跟踪评级报告

### 本次评级结果<sup>1</sup>:

长期本币信用等级: BBB<sub>i</sub>

长期外币信用等级: BBB<sub>i</sub>

评级展望: 负面

### 上次评级结果:

长期本币信用等级: BBB<sub>i</sub>

长期外币信用等级: BBB<sub>i</sub>

评级展望: 稳定

本次评级时间: 2020 年 11 月 18 日

### 评级概况:

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对阿塞拜疆共和国(以下简称“阿塞拜疆”)的主权信用进行了跟踪评级,决定维持其长期本、外币信用等级为BBB<sub>i</sub>,同时将其评级展望由“稳定”调整为“负面”。该评级结果表明阿塞拜疆信用风险一般,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。

2019年,阿塞拜疆政局保持稳定,经济增速在非油产业较快发展的支撑下提升至2.2%,为近年来最高水平,通货膨胀水平也小幅提升,失业率保持低位。阿塞拜疆经济对石油产业的依赖程度依然较高,经济及产业结构稳定性较差,银行业风险虽有所降低,但仍面临美元化程度较高的问题。得益于征税效率的提升及国家石油基金(SOFAZ)转移支付的增加,阿塞拜疆政府财政状况持续改善,财政盈余相当于GDP的比值提升至8.1%,为近年来最高水平,政府债务水平也小幅下降,财政收入及国家石油基金对政府债务的保障能力极强。在外部环境恶化的情境下,阿塞拜疆对外贸易及经常账户盈余均有所收窄,但仍处于较高水平,外债水平及外债偿还能力总体保持稳定。

受新冠疫情冲击、国际油价暴跌等因素影响,阿塞拜疆经济预计将在2020年陷入4%左右的衰退。由于阿塞拜疆政府为应对新冠疫情出台了一系列经济刺激措施,且石油相关收入预计将有所减少,政府财政将在2020年由盈余转为赤字,赤字规模相当于GDP的比值或将达到6%以上,但得益于规模较大的国家石油基金提供的支持及保障,政府债务水平上升幅度预计不会太大。受贸易环境大幅恶化及国际油价暴跌影响,阿塞拜疆对外贸易及经常账户盈余预计也将转为赤字,外债

<sup>1</sup> 本评级结果为主动评级结果,评级资料主要来源于公开信息,与委托评级相比,评级调查工作(可能无)和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议,联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

水平预计将出现明显上升，但外债偿还能力有望保持较强状态。

## 评级关键驱动因素

### 主要优势：

#### 1. 政府债务维持在很低水平，财政收入及国家石油基金为政府债务的偿还提供了充足的保障

近年来，阿塞拜疆政府债务相当于 GDP 的比值维持在 20% 左右，且在 2019 年底进一步降至 17.7%，显著低于  $BBB_i$  和  $BBB_{i+}$  级国家平均水平，政府债务负担很轻。从政府债务的偿还能力来看，2019 年财政收入对政府债务的保障程度高达 230% 以上，为近年来最高水平。此外，阿塞拜疆规模较大的国家石油资金也为政府债务的偿还提供了额外保障。截至 2019 年底，阿塞拜疆国家石油基金资产规模高达 433 亿美元，相当于政府债务规模的 5 倍左右，且其资产配置当中 80% 以上为美元和欧元资产，面临的汇兑风险较小，能在必要时为政府偿债提供有力支持。

展望 2020 年，在新冠疫情冲击下阿塞拜疆政府财政预计将出现较大规模赤字，但得益于规模较大的国家石油基金提供的支持及保障，政府债务水平上升幅度预计不会太大，财政收入及国家石油基金对政府的债务的保障程度也将维持在很高水平。

#### 2. 对外贸易及经常账户近年来持续盈余，外债水平保持低位，经常账户收入对外债的保障能力很强，央行对汇率的持续干预也有助于降低外债偿还风险

得益于油气资源的大量出口，阿塞拜疆对外贸易和经常账户持续保持盈余，2019 年受国际油价波动影响出口有所减少，对外贸易和经常账户盈余均有所收窄，但仍处于较好水平，经常账户盈余相当于 GDP 的比值高达 9.1%。阿塞拜疆外债水平近年来保持低位，2019 年外债总额相当于 GDP 的比值仅为 33.0%，显著低于  $BBB_i$  和  $BBB_{i+}$  级国家平均水平。从外债的保障程度来看，2019 年经常账户收入相当于外债的比值高达 165.6%，对外债的保障能力很强。

另一方面，尽管阿塞拜疆目前施行自由浮动汇率制度，但央行为实现货币政策目标会对外汇市场持续进行干预，近年来美元兑马纳特汇率一直保持在 1:1.70 的水平，有助于降低外债偿还风险。除了央行持有的外汇储备外，国家石油基金持有的外汇资产也可用于维护汇率制度，因此在未来一段时期内阿塞拜疆面临的汇率风险相对较低。

### 主要关注：

#### 1. 国家治理能力较差，且面临的地缘政治风险有持续上升之势

自 2003 年以来，阿塞拜疆一直由阿利耶夫担任总统，其当前任期至 2025 年且无连任限制。尽管在阿利耶夫任期内阿塞拜疆政局持续保持稳定，但权力的高度集中也容易滋生腐败等问题，引发民众不满。从国家治理能力来看，2019 年阿塞拜疆各项国家治理指数排名均值仅为 28.2，显著低于  $BBB_i$  和  $BBB_{i+}$  级国家平均水平，尤其在“话语权和问责制”方面的表现最差。

从地缘政治风险来看，阿塞拜疆与邻国亚美尼亚因纳戈尔诺—卡拉巴赫（纳卡）地区领土争

端长期敌对，两国之间的武装冲突时有发生。2020年7月以来，两国再度在纳卡地区爆发激烈武装冲突，造成数百人死亡，阿塞拜疆也于9月底宣布进入战时状态。尽管两国在10月初达成停火协议，但随后双方仍然冲突不断，并互相指责对方违反停火协议。从目前来看，纳卡冲突在短期内得到妥善解决的可能性较小，阿塞拜疆面临的地缘政治风险有持续上升之势，未来可能会给国内经济增长及财政收支带来一定的压力。

## **2. 经济对油气产业的依赖程度依然很高，新冠疫情暴发、国际油价暴跌及地区冲突升级等多重因素冲击下经济前景不容乐观**

长期以来，阿塞拜疆经济对油气产业较为依赖，油气产业占到全部GDP的40%左右，占到出口总额的90%左右。在此背景下，阿塞拜疆经济极易受到国际油价波动及外部经济环境变化影响，2016年就曾因为国际油价大跌而陷入经济衰退。

2020年以来，新冠疫情暴发使全球经济陷入衰退，国际油价也出现暴跌并持续在低位波动，阿塞拜疆油气产业因此遭受巨大冲击，国民经济也在2020年上半年陷入衰退（-2.7%）。由于当前新冠疫情在全球范围内仍未得到有效控制，全球经济复苏前景仍不明朗，预计未来一段时期内国际油价仍将维持低位，给阿塞拜疆油气产业发展带来一定压力，再加上纳卡冲突有望持续较长时间，阿塞拜疆未来经济前景不容乐观。

## **3. 银行业美元化程度较高，资产质量也有待进一步改善，且在新冠疫情冲击下银行业相关风险预计将有所回升**

长期以来，阿塞拜疆银行业美元化程度较高，2019年美元存款和美元贷款占比分别为61.0%和35.6%，尽管较上年均有所降低，但仍处于相对较高水平，在很大程度上影响央行货币政策的有效性。另一方面，受2015年本币大幅贬值影响，阿塞拜疆银行业积累了大量的不良贷款，尽管近年来国民经济的复苏及不良资产的清理使得银行业资产质量有所改善，但2019年银行业不良贷款率仍然高达8.3%，仍处于相对较高水平，且在新冠疫情冲击下再度回升的可能性较大，银行业相关风险预计将有所回升。

### **评级敏感性因素**

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 纳卡冲突持续时间较长，且对阿塞拜疆未来一段时期的经济增长及财政收支产生较大影响；
2. 国际油价持续处于低位或再度出现暴跌，阿塞拜疆经济及财政收入到较大影响；
3. 在国际油价下跌及外部不平衡压力加剧的情况下，阿塞拜疆放弃对汇率进行干预，导致本币再度出现大幅贬值。

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 纳卡冲突在短时间内得到平息，未对阿塞拜疆经济及财政产生实质影响；
2. 国际油价企稳回升，阿塞拜疆经济逐步企稳，政府财政状况得到有效改善。

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">联合资信评估有限公司主权信用评级方法</a>	V3.0.201910
<a href="#">联合资信评估有限公司主权信用评级模型（打分表）</a>	V3.0.201910

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

分析师：李为峰 张敏

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号中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

本次评级模型打分表及结果：

本币指示评级	BBB <sub>i</sub>		本币评级结果	BBB <sub>i</sub>
外币指示评级	BBB <sub>i</sub>		外币评级结果	BBB <sub>i</sub>
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	D	国家治理		F
		宏观经济政策和表现		B
		结构特征		F
公共财政实力	a	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	c
			政府债务负担	b
			政府偿债能力	a
外部融资实力	e	国际收支及外部债务状况	国际收支	b
			外债压力	f
			外债偿付能力	b
调整因素和理由				调整子级
-				-

注：政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级；公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级；模型内指标为五年加权平均值；通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果，结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果

附件 1:

**表 1 阿塞拜疆 2015-2019 年主要数据**

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
<b>宏观数据</b>					
名义 GDP (亿马纳特)	816.8	800.9	703.4	604.3	543.8
名义 GDP (亿美元)	480.5	471.1	413.8	378.3	508.4
实际 GDP 增速 (%)	2.2	1.5	0.2	-3.1	1.1
CPI 增幅 (%)	2.7	2.3	12.8	12.4	4.0
失业率 (%)	4.8	4.9	5.0	5.0	5.0
<b>结构特征</b>					
人均 GDP (美元)	4,813.7	4,759.8	4,217.7	3,897.7	5,300.1
私人消费支出占 GDP 的比值 (%)	56.7	54.1	57.6	58.7	56.7
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	10.8	10.5	11.3	12.8	12.4
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	20.1	20.1	24.4	25.7	27.9
净出口占 GDP 的比值 (%)	12.3	16.5	6.7	2.8	3.0
第一产业占 GDP 的比值 (%)	5.7	5.2	5.6	5.6	6.2
第二产业占 GDP 的比值 (%)	48.7	52.3	49.7	47.6	44.9
第三产业占 GDP 的比值 (%)	37.4	35.3	38.1	39.3	40.7
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	8.2	7.3	6.6	7.5	8.3
银行业资本充足率 (%)	22.6	-	-	-	-
银行业不良贷款率 (%)	8.3	12.2	13.8	9.0	6.9
银行业 ROA (%)	1.6	0.9	3.2	-5.3	-
银行业 ROE (%)	11.7	6.9	23.8	-68.4	-
<b>公共财政</b>					
财政收入 (亿马纳特)	339.2	309.3	240.8	207.0	184.2
财政收入/GDP (%)	41.5	38.6	34.2	34.3	33.9
财政支出 (亿马纳特)	273.0	265.4	250.4	213.8	210.3
财政支出/GDP (%)	33.4	33.1	35.6	35.4	38.7
财政盈余 (亿马纳特)	66.2	43.9	-9.6	-6.8	-26.2
财政盈余/GDP (%)	8.1	5.5	-1.4	-1.1	-4.8
政府债务总额 (亿马纳特)	144.6	149.7	158.3	124.5	97.8
政府债务总额/GDP (%)	17.7	18.7	22.5	20.6	18.0
财政收入/政府债务 (%)	234.5	206.6	152.1	166.2	188.3
<b>外部融资</b>					
出口额 (亿美元)	236.3	254.8	198.4	175.8	200.3
进口额 (亿美元)	177.1	177.1	171.1	165.3	184.5
外贸顺差 (亿美元)	59.2	77.8	27.4	10.5	15.8
经常账户收入 (亿美元)	262.4	282.8	222.4	191.2	225.2
经常账户余额 (亿美元)	43.6	60.5	16.8	-13.6	-2.2
经常账户余额/GDP (%)	9.1	12.8	4.1	-3.6	-0.4
外债总额 (亿美元)	158.4	162.1	153.0	145.9	133.2
外债总额/GDP (%)	33.0	34.4	37.0	38.6	26.2

政府外债（亿美元）	139.8	139.6	124.7	106.2	87.1
政府外债在外债总额中的占比（%）	88.2	86.1	81.5	72.8	65.4
经常账户收入/外债总额（%）	165.6	174.5	145.3	131.1	169.0
经常账户收入/政府外债（%）	187.7	202.7	178.3	180.0	258.5
外汇储备（亿美元）	70.4	66.7	66.8	65.7	73.2
外汇储备/外债总额（%）	44.5	41.1	43.7	45.1	55.0
外汇储备/政府外债（%）	50.4	47.8	53.6	61.9	84.0

数据来源：世界银行、IMF、阿塞拜疆国家统计局、阿塞拜疆银行业协会，联合资信整理

表 2 阿塞拜疆 2020-2021 年核心数据及预测

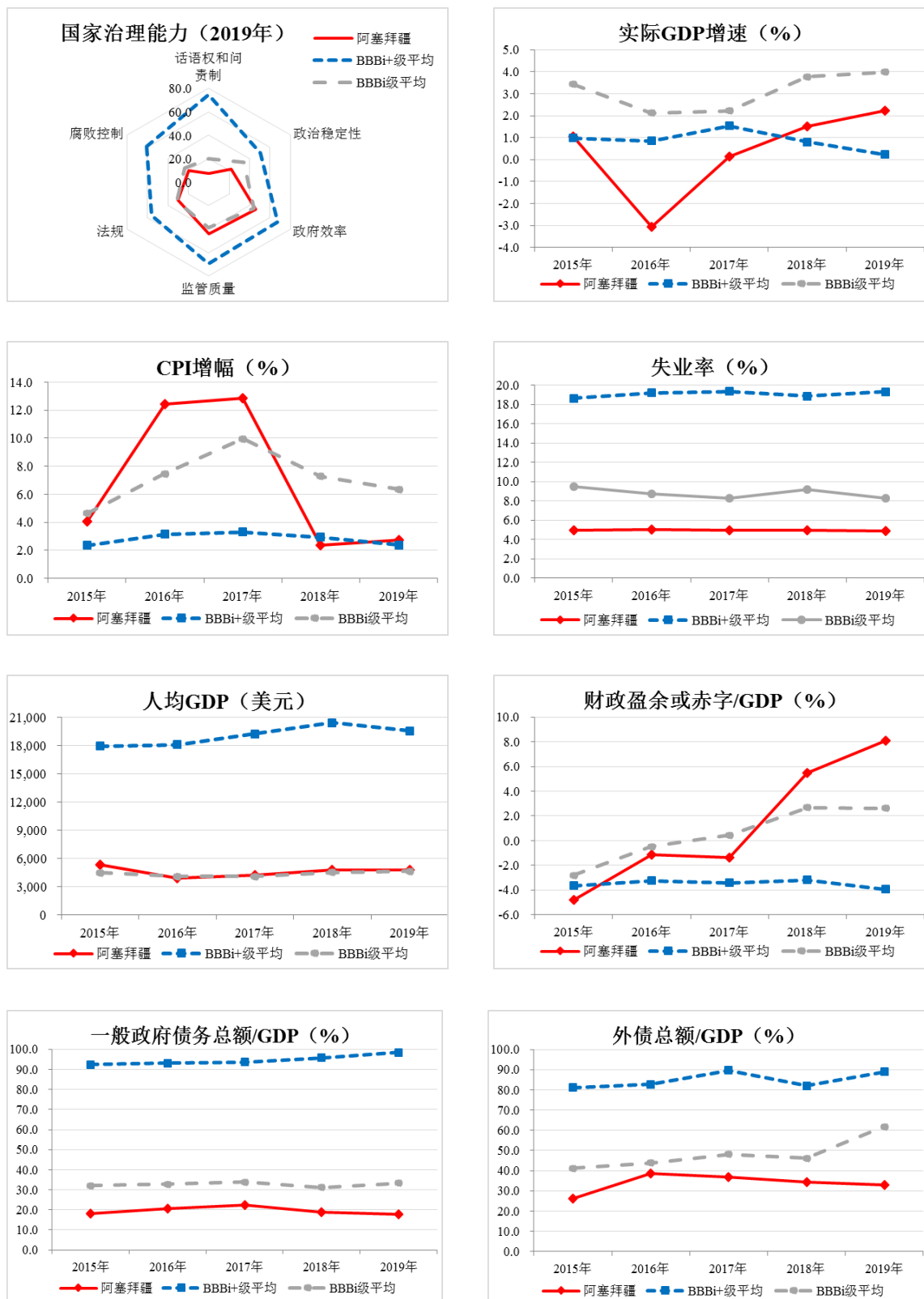
项目	2020 年上半年	2020 年预测	2021 年预测
实际 GDP 增速（%）	-2.7	-4.0	2.0
CPI 增幅（%）	3.0	3.0	3.0
失业率（%）	-	6.5	5.8
人均 GDP（美元）	4,523.7	4,100.0	4,400.0
财政盈余/GDP（%）	0.9*	-6.5	-5.8
政府债务总额/GDP（%）	-	22.0	25.0
经常账户余额/GDP（%）	1.5	-3.0	1.0
外债总额/GDP（%）	-	38.0	40.0

注：标\*数据统计范围仅为中央政府

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、阿塞拜疆银行业协会，预测数据来源于联合资信

附件 2:

相近信用等级国家主要数据对比



数据来源: 世界银行, IMF, 联合资信整理

附件 3:

### 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<sub>i</sub>、AA<sub>i</sub>、A<sub>i</sub>、BBB<sub>i</sub>、BB<sub>i</sub>、B<sub>i</sub>、CCC<sub>i</sub>、CC<sub>i</sub>、C<sub>i</sub> 和 D<sub>i</sub> 表示，其中，除 AAA<sub>i</sub> 级和 CCC<sub>i</sub> 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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C <sub>i</sub>	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D <sub>i</sub>	已经违约，进入重组或者清算程序。