

阿塞拜疆共和国

2021 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: BBB_i

长期外币信用等级: BBB_i

评级展望: 稳定

上次评级结果:

长期本币信用等级: BBB_i

长期外币信用等级: BBB_i

评级展望: 负面

本次评级时间: 2021 年 11 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	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: 程泽宇 许琪琪

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 _i	本币评级结果	BBB _i	
外币指示评级	BBB _i	外币评级结果	BBB _i	
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	财政收入及政府债务状况	财政收支状况	c
			政府债务负担	b
			政府偿债能力	b
外部融资实力	b	国际收支及外部债务状况	国际收支	b
			外债压力	d
			外债偿付能力	c
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

¹ 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。

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_i，评级展望由“负面”调整为“稳定”。

2020年，阿塞拜疆和邻国亚美尼亚在纳戈尔诺-卡拉巴赫（“纳卡”）地区爆发了大规模军事冲突，随后在俄罗斯的调停之下双方达成停火协议，阿塞拜疆面临的地缘政治风险有所降低。在新冠疫情的冲击下，阿塞拜疆经济陷入大幅衰退，实际GDP增速下降至-4.3%，失业率也攀升至近年来最高水平。阿塞拜疆人均GDP水平明显下降，以油气产业为主的经济及产业结构也受到较大冲击，但银行业相关风险总体保持稳定。受财政收入下滑及财政支出激增影响，阿塞拜疆政府由上年的巨额财政盈余转为财政赤字，政府债务水平虽有所上升但仍处于很低水平，财政收入对政府债务的保障能力极强。虽然阿塞拜疆的对外贸易和经常账户均由盈余转为赤字，但外债水平总体保持稳定，经济账户收入和外汇储备对政府外债的保障能力仍保持在很强水平。

2021年以来，阿塞拜疆与伊朗在边境地区的冲突持续升级，阿塞拜疆面临的地缘政治风险再度上升。在新冠疫情逐步得到有效控制、国际油价持续回升的背景下，2021年阿塞拜疆经济增速有望回升至4%左右，但通胀压力也将持续加大。得益于油气相关收入的增加，政府财政赤字水平预计将大幅收窄至1%左右，政府债务预计仍将维持在较低水平。对外贸易和经常账户有望双双实现盈余，外债水平及偿债能力有望保持稳定。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 在新冠疫情的冲击下政府债务仍维持在很低水平，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

阿塞拜疆政府财政收入中有一半左右来源于油气相关收入，而在新冠疫情的冲击下国际油价经历了较大波动，使得政府财政收入在2020年出现了近年来的首次下降（-27.8%）；另一方面，为抗击新冠疫情并提振经济，阿塞拜疆政府推出了一系列经济刺激措施，再加上与纳卡冲突相关的国防支出增加，2020年政府财政支出同比增长逾10%。在此背景下，阿塞拜疆政府由此前的财政盈余转为财政赤字，赤字规模相当于GDP的比值高达6.5%，与BBB_i级国家平均水平较为接近。

尽管财政状况有所恶化，但阿塞拜疆政府债务仍维持在很低水平。截至2020年底，阿塞拜疆政府债务相当于GDP的比值仅为21.4%，尽管较上年提高了3.7个百分点，但仍显著低于BBB_i和BBB_i+级国家平均水平。从政府债务的偿还能力来看，2020年财政收入对政府债务的保障程度高达158.1%，尽管较上年（234.6%）显著下降，但仍处于很高水平。此外，阿塞拜疆规模较大的国家石油资金（SOFAZ）也为政府债务的偿还提供了额外保障。截至2020年底，阿塞拜疆国家石油基金资产规模高达436亿美元，相当于政府债务规模的4.8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。

展望未来，在新冠疫情逐步得到有效控制、国际油价企稳回升的背景下，阿塞拜疆政府财政收入有望大幅增长，但财政支出在经济刺激方案延续、纳卡地区重建等需求的支撑下，仍将维持在较高水平。在此背景下，2021年阿塞拜疆政府预计仍将维持财政赤字（赤字规模相当于GDP的1%左右），2022年则有望再度实现财政盈余，政府债务预计将进一步上升，但仍将处在30%以下的较低水平。

2. 尽管对外贸易及经常账户由盈余转为赤字，但阿塞拜疆外债水平仍保持低位，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

2020年，受新冠疫情冲击及国际油价波动影响，阿塞拜疆进出口额双双大幅下降，且由于出口降幅（-35.6%）显著高于进口降幅（-12.3%），阿塞拜疆持续多年的对外贸易及经常账户盈余均在2020年转为赤字，但赤字规模并不大，其中经常账户赤字相当于GDP的比值仅为0.5%。阿塞拜疆外债仍保持低位，2020年外债总额相当于GDP的比值为37.1%，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，2020年经常账户收入相当于外债的比值高达115.4%，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，2020年3月全球金融市场大幅动荡期间，阿塞拜疆动用了国家石油基金中25亿美元的资金用于维护汇率稳定。在此背景下，预计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. 国家治理能力持续恶化，地缘政治风险有所缓和但仍将长期存在

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，2020年阿塞拜疆各项国家治理指数排名均值仅为25.7，较上年（28.6）进一步下降，且显著低于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，阿塞拜疆在土耳其的支持下取得一定优势。2020年10月，两国在俄罗斯的调停下达成停火协议，俄罗斯军队进驻纳卡地区维持和平稳定。从目前来看，虽然纳卡冲突带来的地缘政治风险有所缓和，但预计该问题仍将长期存在。此外，2021年以来阿塞拜疆和另一邻国伊朗之间的冲突不断加剧，双方分别在边境地区开展了大规模的军事演习活动，后续又爆发了小规模军事冲突，导致阿塞拜疆两名士兵死亡。在此背景下，阿塞拜疆未来将持续面临地缘政治风险，可能会给未来国内

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，经济增长的波动性较大

长期以来，阿塞拜疆经济对油气产业较为依赖，油气产业占全部 GDP 的 40%左右，占出口总额的 90%左右。尽管近年来阿塞拜疆政府推出了一些政策来降低经济对油气产业的依赖性，包括在 2019 年的税改方案中提出免征非油气私人企业雇员个人所得税，但仍未取得明显成效。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，经济增长的波动性较大。2020 年，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 年陷入衰退（-4.3%），这也是阿塞拜疆继 2016 年因国际油价下滑陷入经济衰退后再度出现这一局面。

尽管阿塞拜疆经济有望在 2021 年随着国际油价企稳回升而实现增长，但其经济对油气产业较为依赖的问题并未得到改善，未来可能会因为国家油价波动再次陷入衰退。

3. 在疫情的冲击下银行业相关风险总体保持稳定，但资产质量有待进一步改善

新冠疫情暴发以来，阿塞拜疆央行为加强对家庭及企业的金融支持、维持银行业的稳定性，为家庭及企业贷款提供了利息补贴、债务重组、延期偿还等支持措施，并允许银行暂时不对此类贷款的质量分类进行下调，同时为银行提供逆周期资本缓存相关支持。得益于这些措施，2020 年阿塞拜疆银行业计提拨备有所减少，盈利状况进一步改善，ROA 和 ROE 分别达到 1.8%和 12.1%。

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 2020 年银行业不良贷款率仍然高达 6.1%，仍处于相对较高水平，2021 年下半年央行应对疫情相关政策到期后不良贷款率可能会再度走高，银行业资产质量前景不容乐观。

评级敏感性因素

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. 经济对油气产业的依赖度显著降低，抵抗外部风险的能力显著增强；
2. 国家治理能力得到明显提升，政策透明性及有效性得到显著改善。

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. 地缘政治风险大幅恶化，对经济发展及社会安全产生实质影响；
2. 国际油价大幅波动导致油气相关收入大幅下滑，主权财富基金及外汇储备规模大幅缩水。

附件 1:

表 1 阿塞拜疆 2016—2020 年主要数据

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
宏观数据					
名义 GDP (亿马纳特)	724.3	819.0	800.9	703.4	604.3
名义 GDP (亿美元)	426.1	481.7	471.1	413.8	378.3
实际 GDP 增速 (%)	-4.3	2.5	1.5	0.2	-3.1
CPI 增幅 (%)	2.8	2.7	2.3	12.8	12.4
失业率 (%)	7.2	4.8	4.9	5.0	5.0
结构特征					
人均 GDP (美元)	4,232.3	4,826.4	4,759.8	4,217.7	3,897.7
居民消费支出占 GDP 的比值 (%)	60.6	57.5	54.1	57.6	58.7
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	15.9	11.1	10.5	11.3	12.8
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	24.3	20.3	20.1	24.4	25.7
净出口占 GDP 的比值 (%)	-0.8	12.3	16.5	6.7	2.8
第一产业占 GDP 的比值 (%)	6.9	5.7	5.2	5.6	5.6
第二产业占 GDP 的比值 (%)	41.4	48.8	52.3	49.7	47.6
第三产业占 GDP 的比值 (%)	42.5	37.0	35.3	38.1	39.3
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	9.2	8.5	7.3	6.6	7.5
银行业资本充足率 (%)	-	22.6	-	-	-
银行业不良贷款率 (%)	6.1	8.3	12.2	13.8	9.0
银行业 ROA (%)	1.8	1.6	0.9	3.2	-5.3
银行业 ROE (%)	12.1	11.7	6.9	23.8	-68.4
公共财政					
财政收入 (亿马纳特)	244.8	339.2	309.3	240.8	207.0
财政收入/GDP (%)	33.8	41.4	38.6	34.2	34.3
财政支出 (亿马纳特)	291.9	264.8	265.4	249.6	214.0
财政支出/GDP (%)	40.3	32.3	33.1	35.5	35.4
财政盈余 (亿马纳特)	-47.1	74.4	43.8	-8.9	-7.0
财政盈余/GDP (%)	-6.5	9.1	5.5	-1.3	-1.2
政府债务总额 (亿马纳特)	154.8	144.6	149.7	158.3	124.5
政府债务总额/GDP (%)	21.4	17.7	18.7	22.5	20.6
财政收入/政府债务 (%)	158.1	234.6	206.6	152.1	166.2
外部融资					
出口总额 (亿美元)	152.1	236.3	254.8	198.4	175.8
进口总额 (亿美元)	155.4	177.1	177.1	171.1	165.3
净出口 (亿美元)	-3.3	59.2	77.8	27.4	10.5
经常账户收入 (亿美元)	182.5	262.4	282.8	222.4	191.2
经常账户余额 (亿美元)	-2.3	43.6	60.5	16.8	-13.6
经常账户余额/GDP (%)	-0.5	9.1	12.8	4.1	-3.6
外债总额 (亿美元)	158.1	158.4	162.1	153.0	145.9
外债总额/GDP (%)	37.1	32.9	34.4	37.0	38.6

政府外债总额（亿美元）	75.7	77.8	75.4	80.5	73.4
政府外债/外债总额（%）	47.9	49.1	46.5	52.6	50.3
经常账户收入/外债总额（%）	115.4	165.6	174.5	145.3	131.1
经常账户收入/政府外债（%）	241.2	337.4	375.1	276.2	260.5
外汇储备（亿美元）	76.3	70.4	66.7	66.8	65.7
外汇储备/外债总额（%）	48.3	44.5	41.1	43.7	45.1
外汇储备/政府外债（%）	100.9	90.6	88.4	83.0	89.6

数据来源：世界银行、IMF、阿塞拜疆国家统计局、银行业协会，联合资信整理

表 2 阿塞拜疆 2021—2022 年核心数据及预测

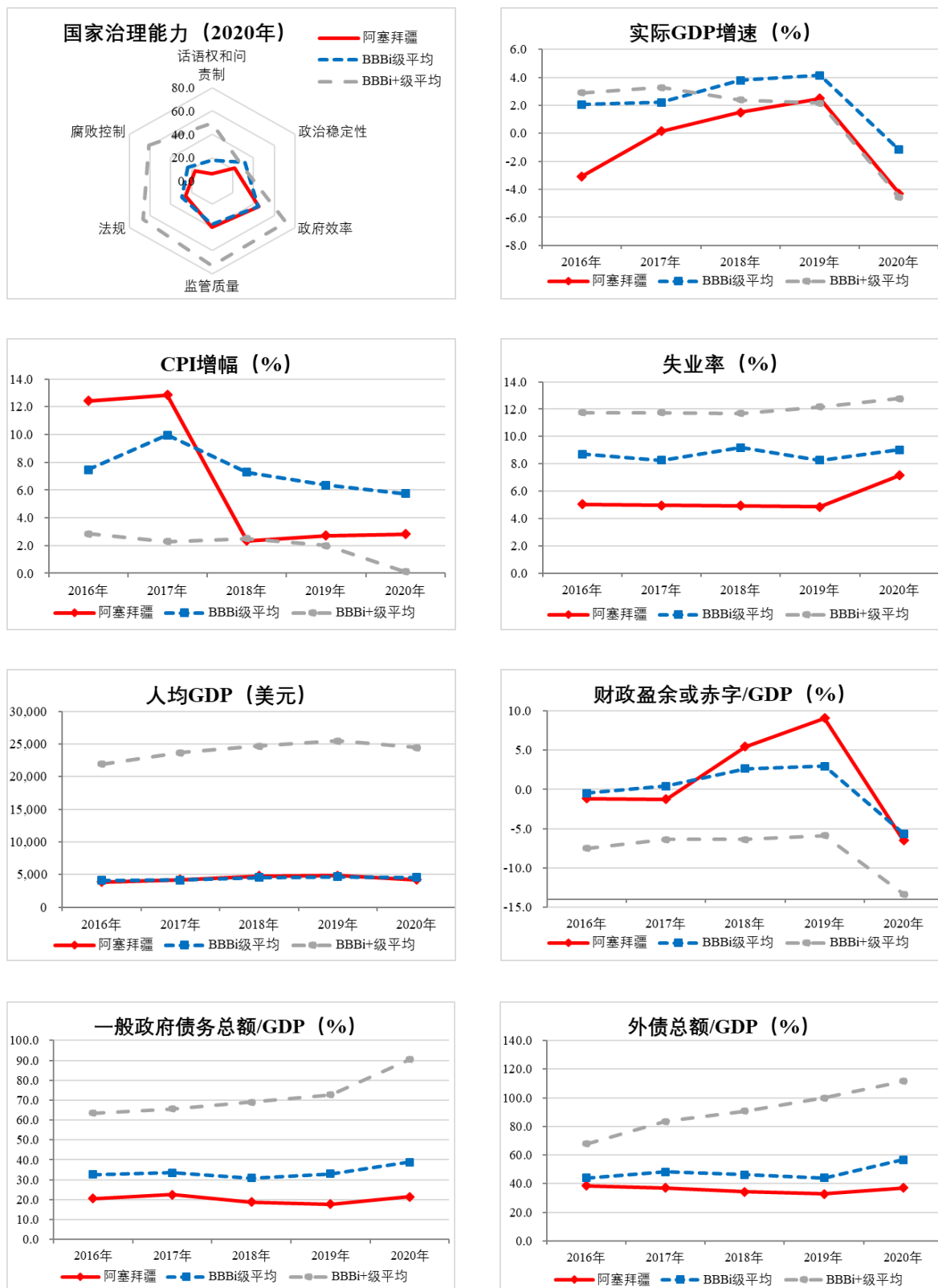
项目	2021 年上半年	2021 年预测	2022 年预测
实际 GDP 增速（%）	2.1	4.0	3.5
CPI 增幅（%）	3.9	4.5	3.5
失业率（%）	-	6.0	5.5
人均 GDP（美元）	-	5,200.0	5,300.0
财政盈余/GDP（%）	0.4*	-1.0	0.5
政府债务总额/GDP（%）	-	28.0	29.0
经常账户余额/GDP（%）	-	7.5	7.0
外债总额/GDP（%）	-	40.0	42.0

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、阿塞拜疆统计局，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_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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。