

乌兹别克斯坦共和国 2020 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: 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,确定维持其主权长期本、外币信用等级为 BBB_i,评级展望为“稳定”。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,但易受环境和经济条件不利变化的影响。

2019 年全球贸易环境趋紧,但得益于大幅增加的内部需求,乌兹别克斯坦经济仍保持中速增长,GDP 增速同比上涨 0.2 个百分点至 5.6%,失业率仍处于相对高位。乌兹别克斯坦银行业转型仍在进行中,资产质量改善效果显著,资本充足率大幅提升,且不良贷款率仍保持低位。由于财政支出大幅增加,2019 年乌兹别克斯坦财政状况转盈为亏,赤字率为 0.3%,政府债务水平显著增长,财政收入对政府债务的保障能力有所削弱。尽管黄金价格上升及农产品产量增加推动乌兹别克斯坦出口贸易正向增长,但国内需求的快速增加亦使进口贸易继续扩张,全年贸易赤字进一步走扩;同时乌兹别克斯坦外债规模亦增长明显,外汇储备对外债偿还的保障能力有所减弱。

2020 年初新冠疫情突袭,乌兹别克斯坦迅速启动封锁机制,将感染人数控制在可控水平。尽管受全球供应链断裂、能源需求大幅下降的影响,乌兹别克斯坦天然气等能源出口产品出口产量及价格均大幅下滑,且多数贸易伙伴出现需求萎缩,但黄金价格的高涨及国际市场对棉纺织品的需求激增有效缓解了乌兹别克斯坦出口贸易缩水幅度。在世界银行、亚洲开发银行等国际机构的资金援助下,乌兹别克斯坦已具备一定的医疗资源保障应对新冠疫情,且其第一大贸易伙伴中国的经济快速复苏亦有助于乌兹别克斯坦经济重启,乌兹别克斯坦有望成为中亚地区 2020 年为数不

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。

多经济增长为正的国家，预计其 2020 年全年 GDP 增速在 0.2%~0.5% 左右。

评级关键驱动因素

主要优势：

- 1. 黄金、农产品及棉纺织品出口势头强劲，疫情背景下国际市场对黄金的避险需求激增，有利于乌兹别克斯坦增加外汇创收，增强对外债的保障能力**

2019 年，黄金价格大涨、农产品产量大幅提升显著提振乌兹别克斯坦出口贸易，乌兹别克斯坦全年出口额同比增加 27.9% 至 180.7 亿美元，其中黄金出口额达 49.2 亿美元，占出口总额 27.2%。由于乌兹别克斯坦黄金等贵金属矿产储量丰富且出口价值高昂，近年来乌兹别克斯坦不断加大黄金出口量，已成为国际黄金市场的主要出口国。

2020 年新冠疫情突袭，国际金融市场避险情绪陡升，黄金作为热门避险资产因短期内需求激增价格一路走高，利好主要黄金出产国出口贸易。2020 年 1-8 月乌兹别克斯坦创纪录出口黄金 58 亿美元，同比大幅增长 47.4%，占乌兹别克斯坦前 8 个月出口总额的 50%，仅 8 月份乌兹别克斯坦便出口黄金 25 亿美元。目前全球范围内新冠疫情仍在肆虐，多地已出现二次暴发，投资者风险偏好仍趋于审慎，黄金仍是资产配置重头，乌兹别克斯坦黄金出口贸易预计仍将保持一段时间上涨，这将有助于乌兹别克斯坦增加外汇储备，增强外债保障能力。

- 2. 国际机构及邻国政府对乌兹别克斯坦融资支持力度较大，有利于乌兹别克斯坦在加速推进其各类产业改革的同时仍保持相对稳健的财政状况**

为加速实现经济结构性改革及社会制度改革、升级现有老旧工业基础建设并推进重点产业现代化发展，自 2016 年现任政府上台之后，乌兹别克斯坦总统米尔济约耶夫努力争取来自多个国际金融机构的大额融资，同时积极开展多邻国外交，为乌兹别克斯坦经济发展提供资金及技术支持。近年来乌兹别克斯坦政府努力改善营商环境、不断扩大招商引资规模、吸纳巨额优惠贷款、出台措施鼓励投资活动并不断加大实施国家计划的投资力度，2019 年乌兹别克斯坦共吸引外资 121 亿美元，其中国家担保的外国贷款 27.9 万亿苏姆（约 31.6 亿美元），同比增长 42.2%；非国家担保的外国贷款和投资 21.6 万亿苏姆（24.4 亿美元），同比增长 42.4%。世界银行、国际开发协会、亚洲开发银行及欧洲复兴开发银行等国际机构均针对乌兹别克斯坦不同产业给予了一定融资支持。其中，世界银行共授予乌兹别克斯坦约 8 亿美元优惠贷款，主要用于支持乌兹别克斯坦主要城市中小微企业发展及农业项目、提高学前教育质量和儿童入学率的“促进儿童早期发展项目”、以及支持市场经济和私营部门发展、实现社会人口一体化及实现经济快速转型。亚洲开发银行为乌兹别克斯坦提供约 8 亿美元优惠贷款用于支持乌兹别克斯坦采购新型电力机车、改善主要城市供水设施、建设水电站、建设农业综合体、加强经济治理及改善乌居民住房融资状况等项目。欧洲复兴开发银行为乌兹别克斯坦提供超 3 亿美元融资用于乌兹别克斯坦供水系统现代化改造，国际开发协会向乌兹别克斯坦提供了 1 亿美元贷款用于发展农村社会基础设施、提高公共服务质量，

欧洲投资银行向乌兹别克斯坦拨款 1 亿欧元用于修复退化土地及更新部分地区灌溉系统，联合国为乌兹别克斯坦拨款 200 万美元用于实施社会保障项目。

新冠疫情暴发后，国际机构对乌兹别克斯坦融资力度并未减弱：截至 2020 年 10 月 1 日，欧佩克国际发展基金向乌提供了 5,400 万美元优惠贷款用于改善输水管网，欧盟向乌兹别克斯坦融资 4,000 万欧元用于支持其农业领域发展，世界银行先后多次向乌兹别克斯坦提供总额逾 5 亿美元贷款用于支持抗疫及实现农业现代化，亚行向乌兹别克斯坦融资逾 7 亿美元用于抗击疫情及帮扶中小企业发展等。

大量低息贷款、无偿赠款及技术支持在为乌兹别克斯坦提供资金及技术支持、加速其各类产业现代化改革、创造更多就业岗位、发展私人部门经济的同时，还有助于缓解乌兹别克斯坦政府的财政压力，使其财政状况维持相对稳健的状态。

3. 经济结构转型及银行体系改革均在有序进行中，有助于乌兹别克斯坦实现经济市场化、金融系统国际化发展

当前乌兹别克斯坦面临的首要问题仍是经济结构转型，尤其是提高私人部门在经济活动中的参与度。2019 年，乌兹别克斯坦总统积极推进能源及油气企业进行改革重组，以优化管理效率、吸引 FDI 及私人投资、逐步减少国家干预。乌兹别克斯坦银行业国有化程度高，国有银行占比达 82.2%，私人银行仅占 17.8%。尽管乌兹别克斯坦政府对国有银行的融资支持在一定程度上维护了金融系统稳定性，但较低的私人部门参与度对银行业经济活力打击明显，不利于乌兹别克斯坦实现经济开放。2019 年乌兹别克斯坦政府与世界银行专家共同制定了一项用于发展乌兹别克斯坦银行和金融体系的长期战略，这是目前为止乌兹别克斯坦已出台的改革银行体系最重要举措之一。此战略侧重于通过组建监事会来提高银行治理效率，改善银行业务及基础设施的服务，分阶段减少国家在银行体系中的份额，使国有股份制的银行逐步私有化，在发展金融市场的基础设施的同时确保信贷机构的运作完全符合市场原则。

2020 年乌兹别克斯坦总统继续加快企业私有化进程：包括清除及重组逾 900 家低效率国企、将逾 500 家企业转入私营部门，重组冶金行业龙头企业等。各产业私人部门企业数量及经济活动的增加有利于创造良性竞争的市场环境，并为其注入更多活力，有助于乌兹别克斯坦实现经济市场化、金融系统国际化发展。

主要关注：

1. 乌兹别克斯坦国家治理能力较差，腐败及法制问题仍较为严重，国家体系透明度不高

根据世界银行最新发布的 2019 年全球治理指标报告结果来看，乌兹别克斯坦各项指标排名虽较 2018 年有所改善，但明显不及同级别国家平均水平，尤其是关于“腐败控制”、“话语权与问责制”等指标排名，近年来乌兹别克斯坦虽多次出台政策剑指体制腐败、国家法制等问题，但多

年积弊在短期内难以消弭。

2020 年，乌兹别克斯坦加强了公众监督在反腐败问题上的作用，但其效果仍需实践检验。乌兹别克斯坦当前存在的多领域腐败问题已造成严重的资源浪费：2019 年，仅在医疗体系内便有 25% 至 30% 的资金没有得到有效利用，在许多领域公共采购不透明。消除多领域体制内腐败是乌兹别克斯坦政府当前亟待解决的问题，乌兹别克斯坦在建设透明化、法制化的国家管理体系上仍需不断进取。

2. 乌兹别克斯坦货币贬值幅度及通胀水平仍处于相对高位，新汇率制度改革加重其货币贬值幅度及通胀水平，持续的新冠疫情可能加大苏姆贬值压力

2017 年乌兹别克斯坦总统宣布实现货币政策自由化，大力推进汇率决定机制改革，本币苏姆贬值压力突升，苏姆年内贬值幅度逾 150%。由于此次货币政策改革引发的一次性通胀压力对乌兹别克斯坦生产价格影响过大，尽管此后美元兑苏姆逐步稳定在新汇率附近，但乌兹别克斯坦的货币贬值幅度及通货膨胀率仍较高。2019 年，由于乌兹别克斯坦经济继续保持中速发展，国内需求增长率高于劳动生产增长率，国内供给无法满足全部需求，刺激进口贸易及外汇需求高涨，苏姆汇率承压上升，乌兹别克斯坦通胀加剧。在 2019 年 9 月实施新自由汇率政策后，苏姆出现大幅贬值，汇率由 2019 年年初的 1 美元兑 8,300 苏姆贬至年底的 1 美元兑换 9,510 苏姆，全年贬值 14.6%，全年通胀率达 15.2%。

新冠疫情暴发后国际金融市场反应强烈，在美元走弱的背景下，全球各主要货币对美元汇率波动幅度明显加大，由于乌兹别克斯坦实施自由汇率制度时间尚短，苏姆对国际汇率变化反应相对更加敏感，持续的新冠疫情可能使苏姆汇率进一步承压上涨。

3. 乌兹别克斯坦工业及第三产业较落后，农业仍占较大比重，自 2017 年实施经济自由化之后失业率迅速攀高，新冠疫情进一步恶化乌兹别克斯坦就业状况

尽管乌兹别克斯坦人口结构十分年轻（40 岁以下人口数占总人口 70% 以上），但由于整体劳动力技能水平较低，乌兹别克斯坦待业人口数目巨大，尤其是女性和青年待业人数可达 150 万人左右，约占总劳动人口的 10%。此外，由于乌兹别克斯坦经济发展起步较晚，农业仍占据重要地位，各类工业产业区基础设施老化现象严重，不具备吸纳大量劳动力的客观条件，服务业受制于基础条件简陋开发程度也相对较低。2019 年，乌兹别克斯坦就业水平较上年度未出现改善，失业率同比增加 0.1 个百分点至 9.4%。

新冠疫情暴发后，为实现严格防疫，乌兹别克斯坦政府迅速启动一系列严格的隔离管控措施，对劳动力市场伤害明显。2020 年上半年，乌兹别克斯坦失业率达 15.0%，同比增长 5.9 个百分点；其中从事个体经济的人数同比减少 46.4% 至 17 万人，境外务工人员同比减少 21.7% 至 200 万人。虽然乌兹别克斯坦政府向部分失业人群提供了就业机会、就职培训或失业救济金等救助方案，但短期内受新冠疫情影响，内外部用工需求均大幅缩水，在劳动技能水平没有得到明显提升，且疫情没有得到有效控制之前，乌兹别克斯坦就业状况难以出现明显改善，预计 2020 年乌兹别克斯坦

失业率将高位增长至 16%。

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. 国家治理能力显著改善，在消除腐败、增强法制建设等问题上效果明显；
2. 黄金出口贸易的增长拉动外汇储备增加，乌兹别克斯坦外部融资资产规模明显扩大。

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. 就业情况得到明显改善；
2. 在各类资金及政策帮扶下，经济转型取得明显突破，并对经济增长起明显积极正面作用。

本次评级使用的评级方法、模型：		本次评级模型打分表及结果：					
名称	版本	本币指示评级	BBB _i		本币评级结果	BBB _i	
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910	外币指示评级	BBB _i		外币评级结果	BBB _i	
联合资信评估有限公司主权信用评级模型（打分表）	V3.0.201910	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
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：张敏 李为峰 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		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	b	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	d	
					政府债务负担	b	
					政府偿债能力	d	
		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	c	
					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

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:

乌兹别克斯坦 2015 年-2019 年主要数据

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
宏观数据					
GDP (万亿苏姆)	511.8	406.6	302.5	242.5	210.2
GDP (亿美元)	579.2	503.8	581.5	813.2	813.4
实际 GDP 增速 (%)	5.6	5.4	4.5	6.1	7.4
CPI 增幅 (%)	14.5	17.5	13.9	8.8	8.5
失业率 (%)	9.4	9.3	5.8	5.2	5.2
结构特征					
人均 GDP (美元)	1,741.7	1,542.6	1,810.3	2,575.5	2,622.0
最终消费支出占 GDP 的比值 (%)	70.8	70.0	73.1	77.9	75.7
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	39.8	37.6	29.5	26.4	26.1
净出口占 GDP 的比值 (%)	-10.6	-10.5	-2.1	0.0	0.2
第一产业占 GDP 的比值 (%)	25.5	28.0	30.1	30.8	30.8
第二产业占 GDP 的比值 (%)	33.2	29.0	24.7	24.1	23.7
第三产业占 GDP 的比值 (%)	32.2	31.8	33.7	35.8	35.9
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	9.1	11.2	11.5	9.3	9.6
银行业资本充足率 (%)	23.5	15.6	18.8	14.7	14.7
银行业不良贷款率 (%)	1.5	1.3	1.2	0.7	1.5
银行业 ROA (%)	2.2	2.0	1.9	2.0	2.0
银行业 ROE (%)	16.7	16.2	17.1	17.9	17.5
公共财政					
财政收入 (万亿苏姆)	143.1	113.0	74.8	61.5	53.8
财政收入/GDP (%)	28.0	27.8	24.7	25.4	25.6
财政支出 (万亿苏姆)	144.4	105.9	70.9	59.5	54.4
财政支出/GDP (%)	28.2	26.0	23.4	24.5	25.9
财政盈余 (万亿苏姆)	-1.3	7.1	3.9	2.0	-0.5
财政盈余/GDP (%)	-0.3	1.7	1.3	0.8	-0.3
政府债务 (万亿苏姆)	150.0	83.1	61.2	20.9	14.9
政府债务/GDP (%)	29.3	20.4	20.2	8.6	7.1
财政收入/政府债务 (%)	95.6	136.3	122.3	295.3	360.6
利息支出/GDP (%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
外部融资					
出口额 (亿美元)	180.7	141.3	129.0	121.7	125.5
进口额 (亿美元)	242.2	194.4	141.3	121.6	123.7
外贸顺差 (亿美元)	-61.5	-53.1	-12.3	0.1	1.8
经常账户收入 (亿美元)	259.9	221.4	198.3	164.9	167.4
经常账户余额 (亿美元)	-32.5	-35.9	15.0	2.9	10.8
经常账户余额/GDP (%)	-5.6	-7.1	2.5	0.4	1.3
国际投资净头寸 (亿美元)	123.5	158.0	165.0	152.8	129.2
国际投资净头寸/GDP (%)	21.3	31.4	27.9	18.7	15.8

外债总额 (亿美元)	239.8	170.8	156.4	145.3	135.5
外债总额/GDP (%)	41.4	33.9	26.4	17.8	16.6
政府外债 (亿美元)	109.2	72.2	54.0	67.8	38.6
政府外债在外债总额中的占比 (%)	45.5	42.3	34.5	30.3	28.5
经常账户收入/外债总额 (%)	108.4	129.6	126.8	113.5	123.5
外汇储备 (亿美元)	124.7	120.7	136.6	215.7	182.0
外汇储备/外债总额 (%)	52.0	70.7	87.3	87.0	87.0

数据来源：世界银行、IMF、乌兹别克斯坦央行，联合资信整理

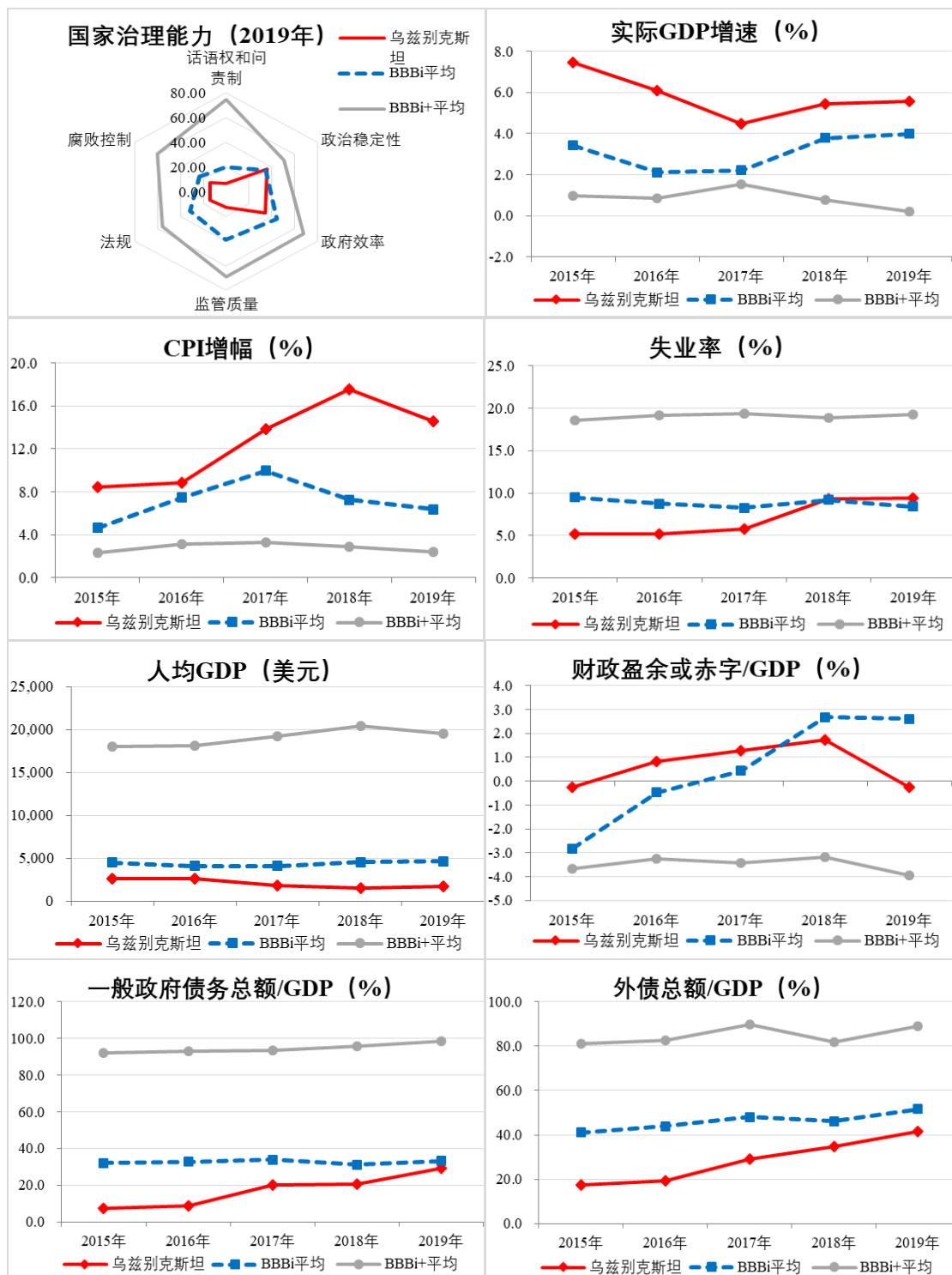
表 2 乌兹别克斯坦 2020-2021 年核心数据及预测

项目	2020 年一季度	2020 年二季度	2020 年预测	2021 年预测
实际 GDP 增速 (%)	4.1	0.2	0.3	4.0
CPI 增幅 (%)	-	-	1.0	2.0
失业率 (%)	9.4	15.0	16	14
人均 GDP (美元)	-	-	1,762.9	1,835.8
财政盈余/GDP (%)	-	-	-4.1	-2.7
政府债务总额/GDP (%)	-	-	36.1	40.1
经常账户余额/GDP (%)	-7.0	-	-6.4	-7.4
外债总额/GDP (%)	41.6	-	65.0	60.0

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、乌兹别克斯坦央行，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。