

乌兹别克斯坦共和国

2024 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

本次评级时间: 2024 年 9 月 26 日

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

上次评级时间: 2020 年 11 月 18 日

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		
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 程泽宇 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		e
					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		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。

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”。

2023年，乌兹别克斯坦举行总统大选，时任总统沙夫卡特·米尔济约耶夫再度当选，有助于维持政局稳定及政策延续。受益于私人消费表现强劲以及政府扩大投资力度，乌兹别克斯坦经济继续保持中高速增长。受食品价格高涨影响，乌兹别克斯坦通胀仍处于较高水平。失业率进一步下降，创近六年新低，但仍处于相对较高水平。乌兹别克斯坦银行业资本充足率和资产质量与上年基本一致，盈利能力有所改善。政府大力推行的各项结构性改革计划导致财政支出激增，财政赤字进一步走扩，政府债务虽有所上涨但仍处于较低水平。尽管黄金出口大幅增长带动出口贸易明显增长，但进口贸易增长更快导致贸易赤字和经常账户赤字较上年进一步走扩。乌兹别克斯坦外债水平较上年有所增长，经常账户收入和外汇储备对外债的保障程度均有所下滑。

2024年以来，受益于固定投资活动持续火热以及出口贸易持续增长，乌兹别克斯坦经济延续中高速增长态势，一季度和二季度的GDP同比增速分别高达6.2%和6.4%，预计全年经济增速或达到6.0%。考虑到乌兹别克斯坦政府持续推进的多项结构性改革计划，政府预计仍将保持较大投资力度，2024年财政赤字预计将走扩至5.5%左右，政府债务水平预计将增长至37.0%左右。

评级关键驱动因素

主要优势:

1. 经济增长保持较强韧性，连续三年保持中高速增长；黄金出口贸易持续增长，为乌兹别克斯坦持续创汇

2023年，乌兹别克斯坦GDP总量达908.8亿美元，同比增长6.0%，显著高于 BBB_i 级国家平均水平。现任总统米尔济约耶夫自首次上任以来，先后发布了《2017—2021年国家五大优先发展领域行动战略》《2022—2026年新乌兹别克斯坦发展战略》《乌兹别克斯坦—2030战略》等多项发展计划，旨在加快基础设施建设、引进外资及先进工艺、鼓励私营部门发展以及改善出口贸易及国际收支。乌兹别克斯坦政府为了推行各项改革计划投入了大量资金，公共部门投资活动持续扩张，并带动疫情后三年经济一直保持中高速增长。

除此之外，国际多边机构也为乌兹别克斯坦提供了较大力度的资金援助。2024年以来，亚洲基础设施投资银行批准为乌兹别克斯坦提供6.7亿美元贷款，支持乌兹别克斯坦进行市场体制改革和包容性、可持续经济发展转型；亚洲开发银行决定向乌兹别克斯坦提供两笔总额为4亿美元的贷款，用于能源部门改革和金融市场发展。

乌兹别克斯坦作为全球主要的黄金出口国，2023年黄金出口规模达25吨，位居全球第二，出口收入达81.5亿美元，占乌兹别克斯坦出口总额的三分之一。黄金出口收入激增一定程度上弥

补了因侨汇收入大幅下降出现的外汇缺口。2024 年一季度，受益于黄金出口需求仍然强劲以及国际金价上行，乌兹别克斯坦黄金出口收入同比增长 10.5%至 26.6 亿美元，占乌兹别克斯坦出口贸易总额的 41.7%。考虑到国际市场对黄金的旺盛需求仍将持续以及黄金产品价格处于高位，2024 年乌兹别克斯坦黄金出口收入预计仍将是乌兹别克斯坦出口贸易收入的主要组成部分。

2024 年以来，随着乌兹别克斯坦主要贸易对手经济增长逐渐回暖，以及仍在持续的大规模政府投资活动，乌兹别克斯坦经济活动继续保持较快增长，一季度和二季度的 GDP 同比增速分别高达 6.2%和 6.4%，全年经济增速或在 6.0%左右。

2. 政府债务水平较低，债务融资空间较大

乌兹别克斯坦政府的债务水平长期处于较低状态，疫情前常年维持在 30%以下。新冠疫情阶段性拉高了乌兹别克斯坦债务水平，随着疫情因素消退，乌兹别克斯坦政府加大对国内各项基础设施和各项产业的投资力度，政府债务水平一直维持在 35%左右。2023 年，为了支持政府推出的各项改革计划，乌兹别克斯坦政府扩大举债规模，政府债务同比激增 27.5%至 397.6 万亿苏姆，政府债务相当于 GDP 的比值虽较上年增长了 2.4 个百分点至 36.3%，但仍处于相对较低水平，且远低于 BBB_i 级国家平均水平。

另一方面，乌兹别克斯坦政府于 2016 年设立了乌兹别克斯坦重建与发展基金（相当于主权财富基金），截至 2023 年末该基金资产规模达 285 万亿苏姆，该基金主要用于支持乌兹别克斯坦国内各项基础设施建设以及相关产业的发展，并可在必要时为乌兹别克斯坦的政府债务偿付提供一定支持。

尽管乌兹别克斯坦政府后续还需要为各项改革计划持续注入大规模支持资金，但考虑到乌兹别克斯坦政府债务基数较小，且还可以从国际多边机构获得援助款项，未来乌兹别克斯坦政府债务水平虽或有所增长，但仍将处于可控水平，预计 2024 年政府债务水平在 37.0%左右。

3. 外债水平较低，经常账户收入和外汇储备对外债的保障程度较好

近年来乌兹别克斯坦外债规模虽持续增长，但仍处于相对较低水平。2023 年，乌兹别克斯坦外债规模同比增长了 16.7%至 606.3 亿美元，外债规模相当于 GDP 的比值同比小幅增长了 2.7 个百分点至 66.7%。由于侨汇收入大幅减少以及黄金储备下降，乌兹别克斯坦经常账户收入和外汇储备对外债的保障程度分别较上年下降了 10.6 个和 11.9 个百分点至 64.8%和 57.0%，但仍处于较好水平。

主要关注：

1. 国家治理能力较差，“话语权和问责制”及“法规”等方面的问题较为突出

根据世界银行发布的最新全球治理指数，2022 年乌兹别克斯坦各项指标排名均值仅为 28.0，远低于 BBB_i 级国家平均水平，其中在“话语权和问责制”“政府效率”“监管质量”“法规”和“腐败控制”方面的表现排名明显落后。法律体系不尽完善、政府效率较低以及部分国家机关腐败严重等问题明显阻碍了乌兹别克斯坦的发展进程。

尽管乌兹别克斯坦政府近年来陆续出台了优化政府机构设置、积极对国家机关进行反腐败检查等多项措施，并在 2023 年以 90.2% 的超高赞成率通过了具有里程碑意义的修宪公投，但因积弊已久，乌兹别克斯坦的法制建设仍有较大改善空间，且国家机构的透明度以及对其追责的力度仍需进一步强化，以实现其进入“中高收入”国家行列的发展目标。新修宪法草案更改了旧宪法中约 65% 的内容，条款数量由 128 条扩展到 155 条，法规数量由 275 条增至 434 条。此次修宪将乌兹别克斯坦定位为“社会国家”，为国家设定了更多的福利义务，并对乌兹别克斯坦的政治制度做出改革，扩大了最高会议立法院和参议院的权力，同时更加明确两院的责任范围。新宪法已于 2023 年 5 月 1 日正式生效。

2023 年 7 月，乌兹别克斯坦举行总统大选，米尔济约耶夫以 87.1% 的得票率再度蝉联总统一职。根据新宪法规定，米尔济约耶夫的新任期将长达 7 年，且在本届任期结束后仍有资格继续连任。

总的来看，新修订的宪法虽有益于乌兹别克斯坦法制建设更加健全、长远的发展，但考虑到新修法规的后续推行以及效果显现存在时滞，短期内乌兹别克斯坦政府治理能力或较难出现明显改善。

2. 通胀水平居高不下，且短期内预计难以回落至目标水平；失业率虽有所回落但仍处于较高水平

2023 年，乌兹别克斯坦通胀主要受到食品价格推动，通胀水平虽较上年小幅下降了 1.5 个百分点至 10.0%，仍处于相对较高水平。具体来看，食品价格虽有所回落但仍处于相对高位，特别是因缺水导致大米价格激增、极端天气造成的水果价格大幅上行以及肉类价格居高不下。

2024 年以来，乌兹别克斯坦食品和服务价格双双增长导致通胀水平继续高位盘旋，8 月通胀率同比增长了 1.5 个百分点至 10.5%，考虑到食品价格上涨预计仍将持续，乌兹别克斯坦通胀水平将在今年继续上行，且短期内难以回落至乌兹别克斯坦央行制订的 5% 的目标水平。

乌兹别克斯坦仍面临明显的劳动力供需矛盾问题，由于乌兹别克斯坦的工业及第三产业发展仍处于初级阶段，且农业的产值占比依然较大，乌兹别克斯坦劳动力技能普遍较低，同时缺乏相应的职业技能培训，导致岗位技能要求与就业能力明显不匹配，大量劳动人口待业，失业率长期较高。2023 年，乌兹别克斯坦失业率同比下降了 0.5 个百分点至 8.4%，仍处于较高水平。

3. 人均 GDP 显著偏低，贫困率相对较高

乌兹别克斯坦人均 GDP 常年处于很低水平，2023 年人均 GDP 虽同比上涨了 9.6% 至 2,522.8 美元，但仍远低于 BBB_i 级国家平均水平。除此之外，乌兹别克斯坦贫困问题较为突出，由于乌兹别克斯坦人口主要集中在农村地区，务农收入相对较低，且缺乏出国务工的侨汇收入作为补充，城乡收入差距较大。尽管米尔济约耶夫上台后出台了多项措施进行脱贫帮扶，但部分地区的贫困率依然很高。2023 年，乌兹别克斯坦贫困率同比下降了 3.0 个百分点至 11.0%，仍处于较高水平。

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. 乌兹别克斯坦政府治理表现出现明显改善，利好其长期经济发展；
2. 结构性改革有序进行，显著提高其长期经济增长潜力。

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. 乌兹别克斯坦政府债务水平快速增长，财政赤字大幅走扩，财政状况明显恶化；
2. 外部融资状况进一步恶化，外汇储备显著下滑，外债保障能力遭到明显削弱。

附件 1:

表 1 乌兹别克斯坦 2019—2023 年主要数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
宏观数据					
GDP (万亿苏姆)	532.7	605.5	738.4	896.6	1,066.6
GDP (亿美元)	602.8	602.3	696.0	811.7	908.8
实际 GDP 增速 (%)	6.0	2.0	7.4	5.7	6.0
CPI 增幅 (%)	14.5	12.9	10.8	11.4	10.0
失业率 (%)	9.0	10.5	9.6	8.9	8.4
结构特征					
人均 GDP (美元)	1,812.7	1,776.3	2,014.0	2,301.2	2,522.8
最终消费支出占 GDP 的比值 (%)	75.7	75.0	76.4	77.6	75.9
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	41.8	40.0	40.4	37.5	43.1
净出口占 GDP 的比值 (%)	-15.9	-13.5	-16.5	-16.9	-19.3
第一产业占 GDP 的比值 (%)	24.4	24.9	24.6	23.3	23.0
第二产业占 GDP 的比值 (%)	30.9	31.0	31.5	31.2	30.5
第三产业占 GDP 的比值 (%)	35.1	36.8	36.8	38.8	41.0
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	9.6	7.3	7.0	6.7	5.5
银行业资本充足率 (%)	23.5	18.4	17.5	17.8	17.5
银行业不良贷款率 (%)	1.5	2.1	5.1	3.5	3.5
银行业 ROA (%)	2.1	2.2	1.3	2.5	2.6
银行业 ROE (%)	13.0	10.2	6.1	13.3	14.2
公共财政					
财政收入 (万亿苏姆)	142.6	154.2	191.5	273.6	307.6
财政收入/GDP (%)	26.8	25.5	25.9	30.5	28.8
财政支出 (万亿苏姆)	144.4	173.9	225.1	312.1	360.0
财政支出/GDP (%)	27.1	28.7	30.5	34.8	33.8
财政盈余 (万亿苏姆)	-1.8	-19.7	-33.6	-38.5	-52.4
财政盈余/GDP (%)	-0.3	-3.3	-4.6	-4.3	-4.9
政府债务 (万亿苏姆)	150.9	224.9	260.3	303.9	387.6
政府债务/GDP (%)	28.3	37.1	35.3	33.9	36.3
财政收入/政府债务 (%)	94.5	68.5	73.6	90.0	79.4
利息支出/GDP (%)	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.3
外部融资					
出口额 (亿美元)	170.3	145.4	164.4	219.3	245.4
进口额 (亿美元)	265.9	226.4	279.4	356.1	421.0
外贸顺差 (亿美元)	-95.6	-81.0	-114.9	-136.8	-175.6
经常账户收入 (亿美元)	260.2	218.7	258.9	391.6	393.0
经常账户余额 (亿美元)	-33.7	-30.3	-49.0	-6.2	-44.9
经常账户余额/GDP (%)	-5.6	-5.0	-7.0	-0.8	-4.9
国际投资净头寸 (亿美元)	197.9	202.8	170.6	191.3	127.9
国际投资净头寸/GDP (%)	32.8	33.7	24.5	23.6	14.1

外债总额（亿美元）	263.3	363.3	434.0	519.4	606.3
外债总额/GDP（%）	43.7	60.3	62.4	64.0	66.7
政府外债（亿美元）	117.4	161.4	179.6	203.8	251.4
政府外债在外债总额中的占比（%）	44.6	44.4	41.4	39.2	41.5
经常账户收入/外债总额（%）	98.8	60.2	59.7	75.4	64.8
外汇储备（亿美元）	291.7	349.0	351.4	357.7	345.6
外汇储备/外债总额（%）	110.8	96.1	81.0	68.9	57.0

数据来源：世界银行、IMF、乌兹别克斯坦央行，联合资信整理

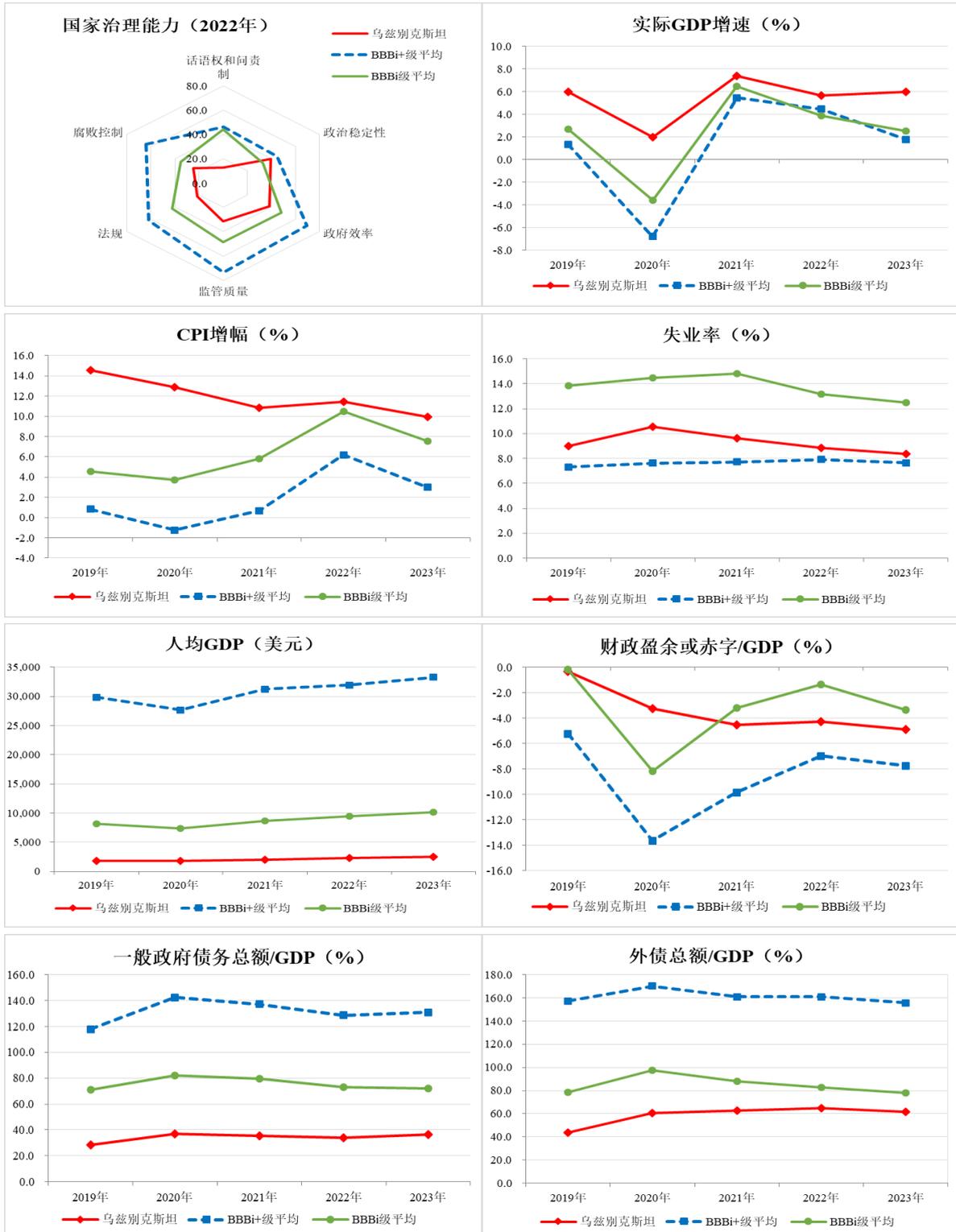
表 2 乌兹别克斯坦 2024—2025 年核心数据及预测

项目	2024 年一季度	2024 年二季度	2024 年预测	2025 年预测
实际 GDP 增速（%）	6.2	6.4	6.0	5.5
CPI 增幅（%）	8.3	9.3	10.0	10.0
失业率（%）	-	-	8.0	7.8
人均 GDP（美元）	-	-	2,700.0	2,900.0
财政盈余/GDP（%）	-	-	-5.5	-5.0
政府债务总额/GDP（%）	-	33.2	37.0	38.0
经常账户余额/GDP（%）	-7.1	-	-5.0	-5.0
外债总额/GDP（%）	-	-	68.0	70.0

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、乌兹别克斯坦统计局，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。