

摩尔多瓦共和国信用评级报告

评级结果

长期外币信用等级: BB_i-

长期本币信用等级: BB_i-

评级展望: 稳定

评级时间

2018年12月28日

主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(亿美元)	80.85	67.73	64.96	79.83	79.85
实际GDP增长率(%)	4.00	4.27	-0.40	4.79	9.40
CPI增幅(%)	6.58	6.38	9.63	5.06	4.57
失业率(%)	4.20	4.20	4.90	3.90	5.10
人均GDP(美元)	2,279.65	1,907.37	1,828.37	2,245.53	2,244.45
财政盈余/GDP(%)	-0.97	-2.10	-2.31	-1.89	-1.86
政府债务/GDP(%)	37.72	42.09	44.83	36.03	29.57
财政收入/政府债务(%)	94.62	80.90	79.48	105.18	124.18
外债总额/GDP(%)	86.25	92.06	93.97	81.37	86.09
CAR/外债总额(%)	74.72	73.67	74.16	88.48	86.39
外汇储备/外债总额(%)	40.20	35.38	28.78	33.20	41.03

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:

丁翔 张正一

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”)对摩尔多瓦共和国(以下简称“摩尔多瓦”)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BB_i-。该评级结果表明摩尔多瓦存在一定信用风险, 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。

自独立以来, 摩尔多瓦的政治体制基本稳定, 小幅变动均在宪法框架下进行; 亲俄派和亲欧派激烈博弈导致了政局稳定性的下降; 国家治理水平较低, 国内个别地区存在的分离主义倾向对国家领土完整形成潜在威胁。经济增长较慢, 波动性较大, 但通货膨胀率和失业率相对较低。经济发展水平较低, 全球竞争力较弱; 产业结构维持稳定, 经济以消费需求驱动为主, 大部分行业竞争力较弱。财政赤字水平较低; 一般政府债务占比较低, 政府收入对债务的保障较强, 经常账户的赤字规模较大, 且有走扩的趋势, 国际投资净头寸赤字持续走扩; 外债水平较高, 但近三年来呈下降趋势, 且政府外债占比较低; 外汇储备覆盖水平较低, 但对政府债务保障能力强; 本币升值, 有助于减轻外债偿还的压力。

优势

- 财政赤字水平较低;
- 一般政府债务水平较低;
- 政府外债占比较低; 外汇储备对政府债务保障能力强。

关注

- 经常账户的赤字规模较大;
- 外债水平较高;
- 经济增长较慢, 波动性较大;
- 经济发展水平较低, 全球竞争力弱;
- 政局稳定性的下降, 分离主义倾向对国家领土完整形成潜在威胁。

一、国家概况

摩尔多瓦是位于东南欧的内陆国家，国土面积 3.38 万平方公里，东边与乌克兰相连，西边与罗马尼亚接壤。摩尔多瓦全国共分为 32 个区、3 个直辖市，以及 2 个地方特别行政区；首都为基希纳乌。

根据世界银行数据，截至 2017 年底，摩尔多瓦的全国人口达到 354.98 万；其中，摩尔多瓦族占到了 75.8%，其他还有乌克兰、俄罗斯、加告兹、罗马尼亚、保加利亚和犹太等民族。东正教是摩尔多瓦最主要的宗教信仰，受到大约 98% 的摩尔多瓦人信仰；另有少数人信仰犹太教等其他宗教。

摩尔多瓦为独联体成员，并已加入联合国、世界银行、国际货币基金组织、国际原子能机构、欧洲安全与合作组织、欧洲委员会、欧洲复兴开发银行、北约合作委员会、黑海经济合作组织等国际或区域性组织。

二、国家治理

自独立以来，摩尔多瓦的政治体制基本稳定，小幅变动均在宪法框架下进行

1991 年，摩尔多瓦从前苏联独立，开始摆脱原来的国家治理框架。1994 年 7 月 29 日，摩尔多瓦正式颁布宪法，确立了三权分立、民主制、国家中立、宪法至上和公民权利至上的五大政治原则，确定了半总统半议会制共和国的政治体制。

2007 年 7 月 5 日，摩尔多瓦议会以绝对多数通过了采用欧洲民主模式和对宪法规定的总统选举程序进行修正的决议，确定摩尔多瓦为议会制国家。根据修正决议，总统由原来的全民选举改为议会选举，总统候选人必须获得议会 101 名议员中至少 61 人支持才能当选总统。如果两次选举总统失败，议会将被解散并提前举行大选。2016 年 3 月 4 日，宪法法院决定恢复全民投票选举总统制度，总统任期 4 年。

根据 1994 年宪法，议会是摩尔多瓦最高立法和国家管理机构。摩尔多瓦议会实行一院制，共设有 101 个议席。议员任期 4 年，选举采用单一选区比例代表制。2017 年 7 月 20 日，摩尔多瓦议会批准了新任总统伊戈尔·多东提出的关于混合选举制的法案，即半数议员根据政党名单，半数议员按单一席位选区选出。新的选举制度将从 2019 年 2 月的议会选举开始启用。

司法方面，独立后，摩尔多瓦建立了法院、检察院及宪法法院组成的完整的司法体系。摩尔多瓦法院体系由法院、军事法院、上诉院、最高法院和宪法法院组成。最高司法会议是摩尔多瓦总统部门的最高权力机关，由

11 名大法官组成，任期 5 年，司法部门的法官由总统根据最高司法会议的提名任命。宪法法院独立于任何一个公众政权机构，负责维宪。检察院是司法系统内的独立单位，对执法情况实施监督，协助行使司法权。检察院系统由总检察院、地区检察院和专门检察院组成。

摩尔多瓦宪法规定，政府是摩尔多瓦最高的执行及管理组织，由总理和部长组成，政府总理由议会提名和任命。

自独立以来，摩尔多瓦的政治体制基本稳定，虽包括总统和议会选举办法虽都有修改，但各方均能在宪法框架下博弈，未造成严重社会动荡。

亲俄派和亲欧派激烈博弈导致了政局稳定性的下降

2009 年，在亲欧政党首次赢得议会选举、顺利执政后，摩尔多瓦启动了全面融入欧盟的进程。2014 年，由亲欧的自由民主党、民主党和自由党组成的执政联盟再次赢得议会选举，继续执掌政府，摩尔多瓦融入欧盟的步伐进一步加快。

2014 年 6 月，摩尔多瓦与欧盟签署联合协议和自由贸易协定。在摩尔多瓦议会批准协议生效后，俄罗斯针对摩尔多瓦采取了一系列的制裁措施，包括对其农产品实施进口限制，涉及的范围涵盖了加工猪肉、水果和蔬菜罐头。2014 年 10 月，俄罗斯全面停止进口摩尔多瓦肉类产品。因为农产品是摩尔多瓦的主要出口产品，俄罗斯的进口限制给摩尔多瓦的经济造成了很大的负面影响。

2016 年 3 月，摩尔多瓦宪法法院宣布将总统产生方式恢复为全民投票直选。此后，在当年 10 月举行的总统大选中，主张加强与俄罗斯关系的社会主义党候选人多东利用民众对于经济不景气和执政联盟出现巨额贪腐事件的不满顺利当选总统。

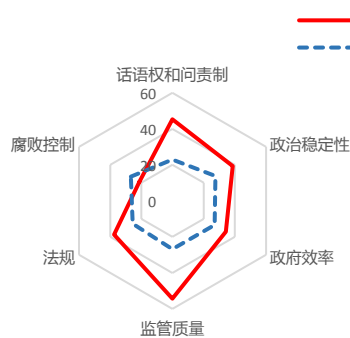
多东就任总统后把恢复与俄罗斯的良好关系作为任期内的首要任务，并试图废除与欧盟签订的贸易协定，转而加入由俄罗斯主导的欧亚经济联盟。2017 年 4 月，欧亚经济联盟同意给予摩尔多瓦观察员国地位。2017 年 5 月，摩尔多瓦外交部宣布驱逐 5 名俄罗斯外交官。此举被认为是议会和政府对于总统亲俄举措的报复行为。2017 年 10 月，多东总统两次拒绝任命议会提名的国防部长，随后宪法法院判定多东总统违宪，并暂停其履行职责。2018 年 1 月，多东总统再次拒绝签署了议会提出的禁止俄罗斯电视和广播节目转播的议案。

总体看，亲俄派和亲欧派激烈博弈导致了摩尔多瓦政局稳定性下降。

国家治理水平较低，但总体高于同等级别国家的平均水平

据世界银行公布的国家治理能力指数，2017年摩尔多瓦政府各项治理能力百分比排名均值为38.50，较上年的35.00有较大幅度提升，主要是在除话语权和问责制这一指标外，其他方面都出现了较大的提升。与BB_i-级国家的平均水平相比，除了腐败控制外，摩尔多瓦在其他指标上都表现较强，高于BB_i-级国家的平均水平（26.07）。

图1：2017年摩尔多瓦国家治理能力



数据来源：世界银行

国内个别地区存在的分离主义倾向对国家领土完整形成潜在威胁

摩尔多瓦境内的加告兹自治行政区（以下简称“加告兹”）和德涅斯特河左岸行政区（以下简称“德左”）均存在分离主义的倾向。

加告兹地区面积1,831平方公里，人口16.07万，其中加告兹族占78.7%，保加利亚族占5.5%。1990年8月19日，加告兹以本民族的语言、文化和民族传统受到歧视为由宣布成立“加告兹共和国”，并建立了武装力量。为解决加告兹地区的民族纷争，摩尔多瓦领导人主张和平解决矛盾。1994年12月23日，摩尔多瓦议会通过《加告兹特殊地位法》，宣布摩尔多瓦宪法、加告兹基本法及加告兹特别权益与地位法均适用于该自治区。但2014年2月2日，加告兹不顾中央政府、最高法院的警告和劝告，坚持自行组织了全民公投；72%的有投票权的居民参加了投票，其中98%的投票者赞成在摩尔多瓦主权发生变化时，选择加入俄罗斯-白俄罗斯-哈萨克斯坦关税同盟。

德左地区位于德涅斯特河东侧并与乌克兰相邻，面积4163平方公里，人口63万，其中摩尔多瓦族占32%，乌克兰族占29%，俄罗斯族占30%。1990年9月，德左地区宣布独立，但国际社会迄未承认。1992年，摩尔多瓦当局与“德左”地区爆发武装冲突，造成1,500多人

死伤。此后国际社会参与调停，但2005年9月，德左地区就未来地位问题举行全民公决，78.6%的选民参加了投票；结果支持德左地区独立，并随后加入俄罗斯联邦的占到了投票选民的97.1%。

虽然加告兹和德左地区的宣称独立并未得到包括俄罗斯在内的国际社会的承认，但他们对于追求独立的坚持仍然对摩尔多瓦的领土完整构成潜在威胁。

地缘政治环境复杂，处于融入欧盟和加强与俄罗斯关系的摇摆之中

因为地处欧盟和俄罗斯之间，摩尔多瓦一直是欧盟和俄罗斯扩大影响的必争之地。特别是在欧盟因为俄罗斯吞并克里米亚而对其实施制裁的情形下，俄罗斯将维持和扩大在摩尔多瓦的影响力作为为了反击欧盟的手段之一。这种形式还造成了摩尔多瓦国内政治力量的分化，致使其外交政策在融入欧盟和加强与俄罗斯关系之间不断摇摆，对摩尔多瓦的政治稳定 and 经济发展均产生了很大的负面影响。

三、宏观经济政策与表现

经济增长较慢，波动性较大，

摩尔多瓦是原苏联所有加盟共和国中经济发展最为落后的国家。独立后，失去了原苏联中央财政的支持，经济发展面临更大的困难。自亲欧派上台启动融入欧盟的进程后，依靠欧盟的支持，摩尔多瓦的经济发展有所好转，但也因此受到欧债危机的影响，于2012年出现了经济萎缩。另一方面，摩尔多瓦与欧盟关系的加深又引起了俄罗斯的不满，在俄罗斯因吞并克里米亚遭到欧盟制裁后，俄罗斯启动了对摩尔多瓦的多项制裁，致使摩尔多瓦的经济于2015年再次出现萎缩，至2016年才开始复苏。

2017年，受国内投资和需求的拉动，摩尔多瓦的经济继续保持增长，名义GDP达到1,495.62亿列伊（80.85亿美元），实际增速达到4.00%，较上一年度出现小幅下滑。其中，资本形成的增速达到7.27%，最终消费的增速达到3.99%，但由于国际能源价格的上升等原因，净出口赤字额扩大了5.07%，对经济增长形成拖累。

进入2018年，摩尔多瓦的经济继续稳定增长。据摩尔多瓦国家统计局的数据，一季度的GDP增速达到3.7%，而二季度进一步上升至5.2%。

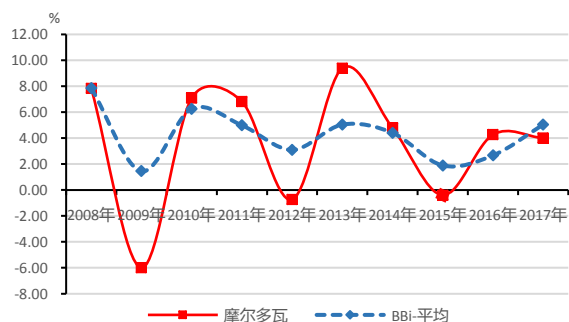
从近10年的经济增长情况看，摩尔多瓦经济平均增速为3.71%，与BB_i-级国家整体4.29%的平均水平相对较低，而10年GDP增长波动率为4.50%，远高于BB_i-级国家1.90%的平均水平。

表 1: 2013~2017 摩尔多瓦宏观经济表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
实际 GDP 增速 (%)	4.00	4.27	-0.40	4.79	9.40
名义 GDP (亿列伊)	1,495.62	1,349.37	1,225.63	1,120.50	1,005.10
名义 GDP (亿美元)	80.85	67.73	64.96	79.83	79.85
人均 GDP (美元)	2,500.77	3,686.07	3,731.18	3,524.42	3,400.32
CPI 增幅 (%)	6.58	6.38	9.63	5.06	4.57
失业率 (%)	4.20	4.20	4.90	3.90	5.10

数据来源: IMF

图 2: 2008~2017 年摩尔多瓦 GDP 增长率



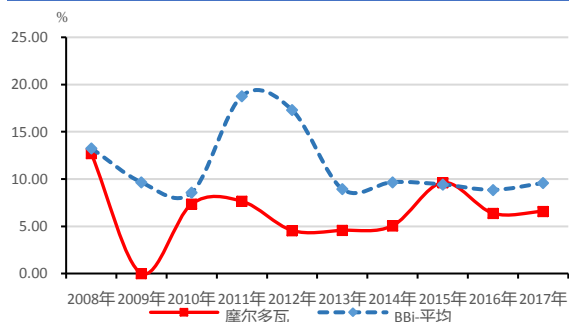
数据来源: IMF

通货膨胀率和失业率相对较低

近 10 年的数据显示, 摩尔多瓦的通货膨胀率一直维持在相对较低的水平, 均值为 6.45%, 大幅度低于 BBi-级国家整体 11.41% 的平均水平, 而波动率为 3.19%, 同样低于 BBi-级国家 3.56% 的平均水平。

因为国际能源价格、国内食品价格的大幅度上涨, 以及实际工资水平的上升, 2017 年, 摩尔多瓦的通货膨胀率达到了 6.58%, 较 2016 年的 6.38% 有所上升, 也未能控制在央行设定的 5% 目标之内。

图 3: 2008~2017 年摩尔多瓦 CPI 增速



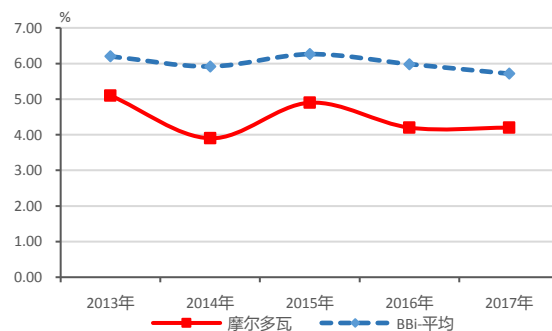
数据来源: IMF

进入 2018 年后, 因为食品价格的下降, 以及三季度起国际能源价格下行的因素, 摩尔多瓦的通货膨胀率出现了下降的趋势, 已从年初的 6% 左右跌至 11 月的 0.9%, 预计全球的通胀率有望控制在 4% 以下, 有望达

到央行设定的 3.5%~6.5% 的目标之内。

因经济发展程度很低, 国内就业机会有限, 摩尔多瓦居民赴国外从事劳务工作的现象非常普遍。根据摩尔多瓦政府的估计, 自独立以来, 已有高达 100 万以上的居民出国务工, 其中赴俄罗斯务工的人员就超过了 50 万人。大量劳动力出国务工使得摩尔多瓦的失业率一直维持在较低水平, 至 2017 年底, 仅为 4.2%。与 BBi-级国家的平均水平比, 摩尔多瓦的失业率仍处于较低水平。

图 4: 2013~2017 摩尔多瓦失业率



数据来源: IMF

结构性改革或将加快, 偏紧的财政政策将继续, 货币政策可能再次转向稳健

根据经 2016 年 11 月 IMF 董事会批准的与摩尔多瓦政府签订的最新中期贷款协议, 摩尔多瓦可在此后三年从 IMF 获得总共 1.8 亿美元贷款。作为交换条件, 摩尔多瓦政府承诺将继续推动结构性改革, 并积极推进财政整固。有鉴于此, 我们预期中短期内, 摩尔多瓦将继续维持相对偏紧的的财政政策, 而经济的结构性改革进程料将有所加快。

货币政策方面, 为了应对 2014 年底 10 亿美元贷款被从 3 家摩尔多瓦银行偷盗至国外引起民众对金融部门的信心危机, 以及俄罗斯制裁造成的经济萎缩和通货膨胀率快速上升, 2015 年摩尔多瓦央行通过一系列升息将基准利率调高至 19.5%。进入 2016 年后, 随着经济的逐步复苏, 摩尔多瓦央行开始逐步下调利率, 至 2017 年底已调降至 6.5% 的相对正常水平。

虽然摩尔多瓦的通货膨胀率出现了走低趋势, 但考虑到全球主要经济体的货币政策均转向偏紧的压力, 预计摩尔多瓦的利率将稳定在目前的水平。

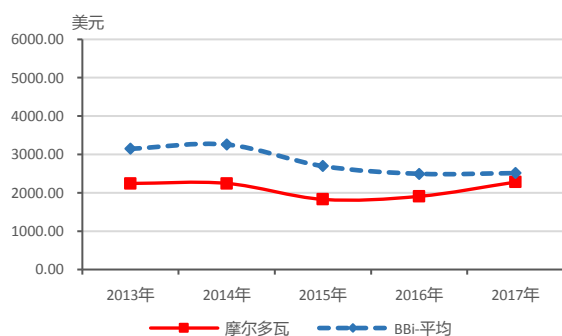
未来两年, 摩尔多瓦虽然存在结构性改革或将加快等有利因素, 但也存在着国内政争加剧、全球经济复苏放缓、单边主义和贸易保护主义盛行等不利因素, 因此, 我们预计, 中短期内, 摩尔多瓦经济将维持 4% 左右的较快增速。

四、结构特征

经济发展水平较低，全球竞争力较弱

2017年，摩尔多瓦人均GDP为2,279.65美元，在整个欧洲排名垫底；但与2016年的1,907.37美元相比，上升幅度较大，主要是因为列伊兑美元升值所致。与BBi-级国家的平均水平相比，摩尔多瓦的人均GDP水平偏低，但近两年，差距有所收窄。

图5：2013-2017年摩尔多瓦人均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，摩尔多瓦的全球竞争力指数为3.99，在全球137个经济体中排名第89位，较上年的100位出现较大幅度的上升，表明了摩尔多瓦的全球竞争力较弱，但有所提升。

产业结构维持稳定，经济以消费需求驱动为主，大部分行业竞争力较弱

近五年来，摩尔多瓦的三大产业增加值占GDP的比重维持稳定，农业、工业和服务业分别保持在了12%、18%和55%左右的稳定水平。

摩尔多瓦的农业在经济中占有比较重要的地位，盛产葡萄、食糖、油料和烟草等经济作物，曾是前苏联的生产基地，目前对俄罗斯的出口也相对可观。

摩尔多瓦的工业基础较差，除了葡萄酒生产之外的大部分行业的国际竞争力非常有限，只有烟草产品能对独联体国家维持一定的出口；服装和鞋类来料加工的客户主要为欧盟国家；其他如纺织、皮革和食品加工等行业主要满足国内市场的部分需求。

按支出法计算的GDP中，2017年，最终消费在摩尔多瓦GDP中的占比高达104.85%，投资占GDP比值约23.27%，而净出口占GDP的比重为-28.13%，显示摩尔多瓦明显属于消费驱动型的经济结构。

银行业资本充足率较好，银行盈利能力正常，

但不良贷款率很高，导致银行业存在一定的脆弱性

摩尔多瓦国家银行是摩尔多瓦唯一对金融机构经营活动发放许可、监督和管理的机构，对议会负责；其主要职责包括：确保货币稳定，根据国家法律制定并实施货币、信贷和外汇政策，确保对商业银行资金流动及信贷的监管，监控支付系统，保证对外支付平衡，管理国库、国家储备和外债。

商业银行在摩尔多瓦的银行体系中扮演主要的角色。目前在摩尔多瓦正式注册的商业银行共有11家，大部分为内资私有银行，但也有法国兴业银行在摩尔多瓦设立的合资银行。

总体来说，摩尔多瓦的银行业经营状况尚可，银行的资本充足率和盈利能力较好，但不良贷款率很高，存在一定的脆弱性。截至2017年底，摩尔多瓦银行业的资本充足率为31.03%，远高于巴塞尔协议的要求；银行业的总资产收益率(ROA)达到了1.94%，净资产收益率(ROE)达到11.07%，属正常水平；但不良贷款率水平较高，为18.38%，导致银行业存在着一定的脆弱性。

五、公共财政实力

财政赤字水平较低，在财政整固的努力下或将继续下降

因为审慎的财政管理政策，摩尔多瓦的财政赤字一直维持较低的水平，长期低于3%的警戒线；即使在受到俄罗斯制裁、经济出现萎缩的2015年，财政赤字与GDP的比值也仅为2.31%。

2017年，摩尔多瓦的财政收入达到533.79亿列伊，比2016年的459.47亿列伊上涨了16.18%，而支出为548.23亿列伊，较2016年的487.74亿列伊上涨了12.40%，因此，财政赤字达到14.44亿列伊，占GDP的比重为0.97%，较上年的2.10%下降了1.13个百分点，为2007年以来新低。

摩尔多瓦的财政收支结构近年来维持稳定。收入方面，以税收收入为主，2017年，税收收入占总收入的95.40%，其中增值税和社保又占到了税收收入的57.53%，是税收收入的最大来源，收入的稳定较好。支出方面，经常性支出占到了总支出的89.32%，列在前几位的支出包括：转移支付、公共部门员工工资和政府物资与服务采购，合计占到总支出的88.65%，支出的刚性较强。

未来两年，随国际能源价格维持低位、摩尔多瓦经济的稳定增长，我们预计，未来摩尔多瓦的财政赤字或将维持小幅下降的趋势。

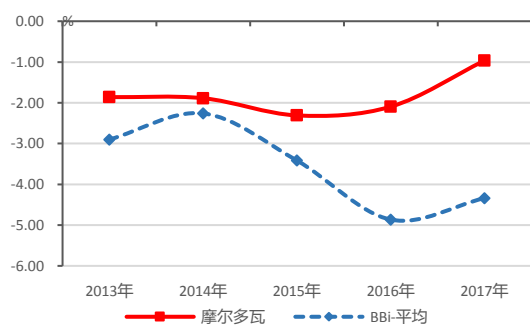
表 2：2013~2017 摩尔多瓦一般政府财政表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政收入 (亿列伊)	533.79	459.47	436.70	424.56	369.08
财政收入/GDP (%)	35.69	34.05	35.63	37.89	36.72
财政支出 (亿列伊)	548.23	487.74	465.02	445.72	387.79
财政支出/GDP (%)	36.66	36.15	37.94	39.78	38.58
财政盈余 (亿列伊)	-14.44	-28.27	-28.32	-21.16	-18.71
财政盈余/GDP (%)	-0.97	-2.10	-2.31	-1.89	-1.86

数据来源: IMF

与 BB_i-级国家平均水平相比, 摩尔多瓦的财政赤字水平明显偏低, 且近年来差距走扩。

图 6：2013~2017 年摩尔多瓦财政盈余占 GDP 比重



数据来源: IMF

一般政府债务率较低, 且近三年来呈持续下降态势, 政府收入对债务的保障较强

因为长期以来摩尔多瓦的财政赤字控制较好, 其一般政府债务水平也一直保持在相对较低的水平。虽然 2012 年的欧债危机和 2015 年的俄罗斯制裁使得摩尔多瓦的一般政府债务水平有所推升, 最高至 2015 年的 44.83%, 但距 60% 的警戒线仍有足够的安全距离。2015 年后, 随着经济增速的提升, 摩尔多瓦的一般政府债务出现了持续下降的趋势。

截至 2017 年底, 摩尔多瓦政府的一般政府债务总额为 564.15 亿列伊, 占 GDP 的比重达为 37.72%, 与 BB_i-级国家的平均水平相比, 摩尔多瓦政府债务占 GDP 比重明显较低。我们预计, 未来两年, 随着摩尔多瓦经济的持续增长, 以及审慎财政政策的继续执行, 其一般政府债务水平有望继续下降。

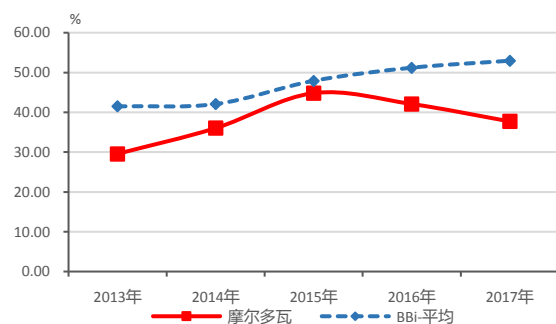
从债务结构看, 截至 2017 年底, 在摩尔多瓦一般政府债务中, 本币债务的比例为 43.42%, 而外币债务的比例为 56.58%; 长期债务的比例达到了 84.36%, 而短期债务的比例仅为 15.64%; 国内债权人持有的比例为 43.44%, 国外债权人持有的比例为 56.56%; 总体看, 一般政府债务的偿债压力可控。

表 3：2013~2017 摩尔多瓦一般政府债务情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额 (亿列伊)	564.15	567.93	549.43	403.67	297.22
政府债务总额/GDP (%)	37.72	42.09	44.83	36.03	29.57
利息支出/GDP (%)	1.41	1.34	0.90	0.56	0.52
财政收入/政府债务 (%)	94.62	80.90	79.48	105.18	124.18

数据来源: IMF

图 7：2013~2017 年摩尔多瓦政府债务占 GDP 比重



数据来源: IMF

近 5 年来的数据显示, 摩尔多瓦财政收入对政府债务的保障能力相对较强。2017 年, 政府财政收入与政府债务总额之比为 94.62%, 较 2016 年的 80.90% 大幅上升近 14 个百分点, 显示政府财政收入对政府债务的保障能力进一步加强。

六、外部融资实力

贸易与经常账户的赤字规模较大, 且有走扩的趋势, 国际投资净头寸赤字持续走扩

因为各产业的竞争能力较弱, 而能源等主要进口商品的需求刚性较强, 摩尔多瓦的国际贸易长期保持着较高的逆差。2017 年, 其贸易逆差达到了 22.52 亿美元, 几乎相当于出口总额的三分之二, 在此条件下, 虽有较高的侨汇收入弥补, 但经常账户赤字占 GDP 的比重依然达到了 6.05 亿美元, 与 GDP 的比值到达 7.49%, 较上一年度的 4.20% 出现较大幅度上涨。与 BB_i-级国家平均水平相比明显偏高。

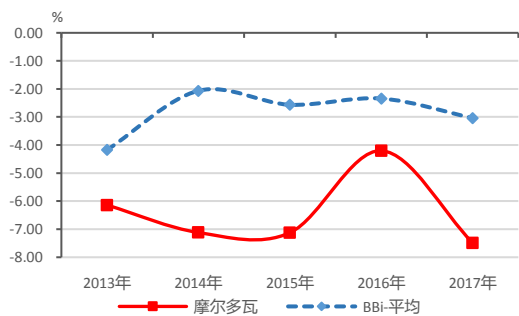
另一方面, 摩尔多瓦与欧盟签订了自由贸易协定之后, 来自欧盟的外国直接投资出现了较快的增长, 并导致了摩尔多瓦国际投资净头寸的下降。截至 2017 年底, 其国际投资净头寸达到了 -39.56 亿美元, 与 GDP 的比值达到了 -48.93%。然而, 近期随着国内政治纷争的加剧, 外国直接投资的增速或将出现小幅下滑。

表 4：2013~2017 摩尔多瓦经常账户及对外投资情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
进口额 (亿美元)	53.54	44.67	44.80	58.72	60.27
出口额 (亿美元)	31.02	26.08	24.88	29.59	30.41
贸易平衡 (亿美元)	-22.52	-18.59	-19.91	-29.14	-29.86
CAR (亿美元)	52.10	45.93	45.27	57.47	59.39
CAB (亿美元)	-6.05	-2.85	-4.63	-5.68	-4.90
CAB/GDP (%)	-7.49	-4.20	-7.13	-7.12	-6.14
国际投资净头寸 (亿美元)	-39.56	-30.36	-29.63	-28.07	-31.47
国际投资净头寸/GDP (%)	-48.93	-44.82	-45.61	-35.17	-39.41

数据来源: IMF

图 8：2013~2017 年摩尔多瓦经常账户平衡/GDP



数据来源: IMF

外债水平较高，但近三年来呈下降趋势，且政府外债占比较低

因为贸易和经常账户常年保持较大规模的赤字，摩尔多瓦的外债水平较高。截至 2017 年底，摩尔多瓦的外债总额达到 69.74 亿美元，外债总额相当于 GDP 的 86.25%，但政府外债占总外债的比重较低，仅为 24.70%。在所有外债中，短期外债的比例为 23.31%，短期内偿债的压力可控。

表 5：2013~2017 摩尔多瓦外债情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外债总额 (亿美元)	69.74	62.35	61.04	64.96	68.74
外债总额/GDP (%)	86.25	92.06	93.97	81.37	86.09
政府外债 (亿美元)	17.23	14.82	13.54	13.20	13.05
政府外债/外债总额 (%)	24.70	23.76	22.18	20.33	18.99
外汇储备/外债总额 (%)	40.20	35.38	28.78	33.20	41.03
外汇储备/政府外债 (%)	162.74	148.88	129.78	163.33	216.11

数据来源: IMF

经常账户收入对外债保障能力较弱；外汇储备覆盖水平较低，但对政府债务保障能力强

摩尔多瓦的经常账户收入对外债偿还的保障能力相对较弱。2017 年，摩尔多瓦经常账户收入与外债总额的比值为 74.72%，较上年小幅上升，说明保障能力有所

加强；但与 2013 年的 86.39%相比，依然较低。外汇储备对总外债的覆盖达到了 40.20%，相对较低，但对政府外债的覆盖达到 162.74%，保障程度较高。

表 6：2013~2017 摩尔多瓦外债保障情况

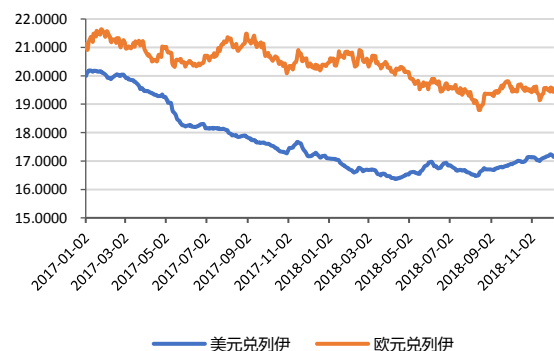
	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外汇储备 (亿美元)	28.03	22.06	17.57	21.57	28.21
CAR/外债总额 (%)	74.72	73.67	74.16	88.48	86.39
CAR/政府外债 (%)	302.49	310.01	334.40	435.29	455.03
外汇储备/外债总额 (%)	40.20	35.38	28.78	33.20	41.03
外汇储备/政府外债 (%)	162.74	148.88	129.78	163.33	216.11

数据来源: IMF

近期本币对美元和欧元总体均呈现升值趋势，有助于减轻外债偿还的压力

摩尔多瓦实行浮动汇率制度，2017 年以来，列伊兑欧元和美元总体均呈现升值的趋势，其中兑美元的升值幅度更大，主要受侨汇上升和出口增速加快的影响。但自 2018 年下半年以来，因为国内政局动荡加剧，汇率出现小幅贬值。总体看，列伊的升值有助于减轻摩尔多瓦的外债偿还压力。

图 9：2017~2018 年美元/欧元兑列伊汇率变化



数据来源: WIND

七、评级展望

摩尔多瓦的政治制度稳定、未来两年经济有望维持较快增长，财政赤字水平较低，且有所收窄，政府债务水平呈下降趋势，外债水平虽然较高，但同样呈下降趋势，且政府外债占比较低，因此，偿付的压力相对可控。综上分析，联合资信给予摩尔多瓦主权信用评级展望为稳定。

摩尔多瓦主要数据

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
宏观数据					
GDP (亿列伊)	1,495.62	1,349.37	1,225.63	1,120.50	1,005.10
GDP (亿美元)	80.85	67.73	64.96	79.83	79.85
实际 GDP 增速 (%)	4.00	4.27	-0.40	4.79	9.40
CPI 增幅 (%)	6.58	6.38	9.63	5.06	4.57
失业率 (%)	4.20	4.20	4.90	3.90	5.10
结构特征					
人均 GDP (美元)	2,279.65	1,907.37	1,828.37	2,245.53	2,244.45
农业增加值占 GDP 比重 (%)	12.21	12.11	12.24	13.05	12.32
工业增加值占 GDP 比重 (%)	17.88	18.51	18.84	18.66	18.12
服务业增加值占 GDP 比重 (%)	55.36	56.13	56.95	54.49	54.56
最终消费消费占 GDP 比重 (%)	104.85	104.96	108.37	110.93	112.59
资本形成总额占 GDP 比重 (%)	23.27	22.30	22.68	26.06	24.66
净出口占 GDP 比重 (%)	-28.13	-27.94	-31.06	-36.99	-37.25
银行业资本充足率 (%)	31.03	29.77	26.20	13.92	23.38
银行业不良贷款率 (%)	18.38	16.41	9.90	11.73	11.58
银行 ROA (%)	1.94	1.91	2.10	0.87	1.55
银行 ROE (%)	11.07	11.10	12.80	5.86	9.38
国内总储蓄率 (%)	17.00	18.12	16.55	18.74	20.46
公共财政					
财政收入 (亿列伊)	533.79	459.47	436.70	424.56	369.08
财政收入/GDP (%)	35.69	34.05	35.63	37.89	36.72
财政支出 (亿列伊)	548.23	487.74	465.02	445.72	387.79
财政支出/GDP (%)	36.66	36.15	37.94	39.78	38.58
财政盈余 (亿列伊)	-14.44	-28.27	-28.32	-21.16	-18.71
财政盈余/GDP (%)	-0.97	-2.10	-2.31	-1.89	-1.86
政府债务总额 (亿列伊)	564.15	567.93	549.43	403.67	297.22
政府债务总额/GDP (%)	37.72	42.09	44.83	36.03	29.57
财政收入/政府债务 (%)	94.62	80.90	79.48	105.18	124.18
利息支出/GDP (%)	1.41	1.34	0.90	0.56	0.52
外部融资					
进口总额 (亿美元)	53.54	44.67	44.80	58.72	60.27
出口总额 (亿美元)	31.02	26.08	24.88	29.59	30.41
进出口净额 (亿美元)	-22.52	-18.59	-19.91	-29.14	-29.86
进出口总额/GDP (%)	104.58	104.46	107.27	110.62	113.56
经常账户收入 (亿美元)	52.10	45.93	45.27	57.47	59.39
经常账户余额 (亿美元)	-6.05	-2.85	-4.63	-5.68	-4.90
经常账户余额/GDP (%)	-7.49	-4.20	-7.13	-7.12	-6.14
国际投资净头寸 (亿美元)	-39.56	-30.36	-29.63	-28.07	-31.47
国际投资净头寸/GDP (%)	-48.93	-44.82	-45.61	-35.17	-39.41
外债总额 (亿美元)	69.74	62.35	61.04	64.96	68.74
政府外债总额 (亿美元)	17.23	14.82	13.54	13.20	13.05
外债总额/GDP (%)	86.25	92.06	93.97	81.37	86.09
政府在外债总额中的占比 (%)	24.70	23.76	22.18	20.33	18.99
外汇储备 (亿美元)	28.03	22.06	17.57	21.57	28.21
经常账户收入/外债总额 (%)	74.72	73.67	74.16	88.48	86.39
外汇储备/外债总额 (%)	40.20	35.38	28.78	33.20	41.03

数据来源：世界银行、IMF、摩尔多瓦财政部、摩尔多瓦中央统计局、摩尔多瓦央行

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。