

格鲁吉亚信用评级报告

本次评级结果

长期外币信用等级: BBB-

长期本币信用等级: BBB-

评级展望: 稳定

本次评级时间

2018 年 12 月 6 日

主要数据

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
名义 GDP (亿美元)	151.58	143.76	139.96	165.15	161.41
实际 GDP 增速 (%)	4.98	2.85	2.88	4.62	3.39
CPI 增幅 (%)	6.03	2.13	4.01	3.07	-0.51
失业率 (%)	11.60	11.76	11.95	12.35	14.56
人均 GDP (美元)	4,085.83	3,884.02	3,761.91	4,428.26	4,266.59
财政盈余/GDP (%)	-0.52	-1.60	-1.27	-1.93	-1.36
政府债务/GDP (%)	44.86	44.41	41.45	35.59	34.66
财政收入/政府债务 (%)	44.86	44.41	41.45	35.59	34.66
外债总额/GDP (%)	81.59	82.95	107.73	109.76	113.80
外汇储备/外债总额 (%)	21.44	19.70	16.72	17.47	17.62
CAR/外债总额 (%)	72.84	69.71	53.53	52.23	57.82

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:

王倩 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”)对格鲁吉亚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 BBB-。该评级结果表示格鲁吉亚的信用风险低, 但易受环境和经济条件不利变化的影响。

格鲁吉亚国家治理能力相对较好, 目前执政党保持控局能力, 政局基本稳定, 新任总理上台后政策得以较好延续; 俄格战争后, 围绕格鲁吉亚阿布哈兹和南奥塞梯问题俄格关系恶化, 地缘政治风险犹存, 但再次开战可能性较低; 受外需转暖及大宗商品价格上升拉动, 经济增速升至五年新高, 通胀回落, 但失业率仍远高于欧盟平均水平; 外贸依存度较高, 容易受到地缘冲突带来的紧张贸易关系波及; 财政实力较强, 成功实行税收改革后增收明显, 2017 年财政赤字进一步收窄, 政府债务近年呈现上升趋势, 但总体水平仍较低, 财政收入对政府债务保障能力一般; 贸易及经常账户持续逆差, 但得益于外需回暖, 贸易形势转好, 两账户逆差均有较大收窄; 外债水平较高, 但一般政府外债占比比较低, 以多边、双边优惠贷款为主, 融资成本较低; 经常账户对政府外债保障能力一般, 但有所上升, 外汇储备对外债保障程度较弱。

优势

- 政府债务率较同级国家偏低; 政府外债以双边、多边优惠贷款为主, 融资成本较优惠;
- 财政实力较强, 成功实行税收改革后增收明显; 2017 年提高税率令财政赤字进一步收窄;
- 受外需转暖及大宗商品价格上升拉动, 经济增速升至五年新高, 且增长势头延续;
- 银行业稳健性指标表现较好;
- 区位优势加技术专长吸引大量外资, 转口物流、金融投资以及服务外包特色突出。

关注

- 外贸依存度高, 经济对外部冲击较敏感, 外贸形势易受地缘政治影响大幅波动;
- 失业率仍远高于欧盟平均水平;
- 外债水平较高, 外汇储备对外债保障程度较弱。

一、国家概况

格鲁吉亚位于南高加索中西部，北接俄罗斯，西南与土耳其接壤，西邻黑海，领土面积约 6.97 万平方公里，人口 372 万（截至 2018 年 9 月）。全国由首都第比利斯、9 个大区、1 个自治州（南奥塞梯）、2 个自治共和国（阿布哈兹、阿扎尔）组成。官方语言为格鲁吉亚语，居民多通晓俄语。人民主要信奉东正教，少数信奉伊斯兰教。

格鲁吉亚是古丝绸之路和现代欧亚走廊必经之地，格鲁吉亚矿产资源比较缺乏，但拥有世界闻名的“奇阿土拉”锰矿区；森林覆盖率为 40%。水力资源丰富，矿泉水闻名独联体及中东欧国家；盛产葡萄酒，被认为是葡萄酒的发源地。

格鲁吉亚是北约和欧盟成员国，在加强地区合作的同时兼顾发展与东方国家关系。在美国和欧盟的约束、支持和推动下，格鲁吉亚对俄罗斯和阿布齐兹、南奥塞梯的政策趋于务实，承诺放弃以武力解决领土问题。此外，格鲁吉亚还是联合国、世界贸易组织等重要国际组织成员。

2017 年是中格建交 25 周年，中国已成为格鲁吉亚第五大贸易伙伴和主要投资来源国。2017 年 4 月，格鲁吉亚领导人出席了在北京举办的“一带一路”国际合作高峰论坛，双方正式签署自贸协定。2015 年 9 月 26 日至 27 日，中格签署了双边本币互换框架协议，表达了建立双边本币互换安排的意愿。

二、国家治理

执政党掌控议会、政府与地方，保持控局能力，政局基本稳定，新任总理上台后政策延续性保持

格鲁吉亚实行议会总统制，立法、司法和行政三权分立。总统是国家元首兼武装力量最高统帅，通过直选产生，每届任期 5 年，同一人最多可连任 2 届。按格鲁吉亚现行体制，总统没有实权。格鲁吉亚议会 2017 年 9 月通过宪法修正案，将在 2018 年总统选举后正式生效。届时，国家政体将从半议会半总统制转变为议会制，大权由总理掌握。总统任期从 5 年延长至 6 年，基本是虚位元首。2024 年总统选举时，新总统将由 300 名议员和地方官员组成的特别委员会推选产生。

国家议会是格鲁吉亚最高权力代表机构和最高立法机构，一院制，据新选举法规定，由 150 名议员组成，其中按比例制选举产生的议员占 77 席，按单一制选举产生的议员占 73 席，任期 4 年。

政府确保行政机关权力的实施，确保国家对内对外政策与格鲁吉亚法律一致。政府对议会负责，由总理和

部长组成。总理为政府首脑，可任命内阁成员为副总理。总理由议会提名，总统任命。现任政府于 2016 年 11 月组成。

格鲁吉亚司法独立，设宪法法院、最高法院、总检察院、监察院。最高法院是最高审批机关，负责对其他下级法院进行监督。宪法法院负责审查立法机关或政府法令的合法性。总检察院总检察长由总统提名，议会批准，任期不定。

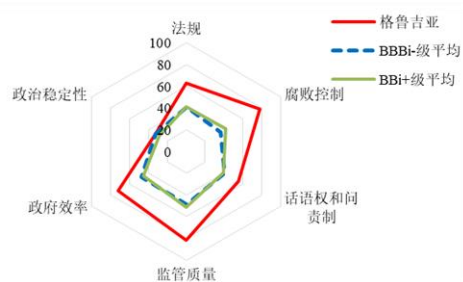
格鲁吉亚多党体制处于初始阶段，党派众多，2016 年议会大选有多达 45 个党派参加。

2016 年 10 月格举行议会选举，执政党“格鲁吉亚梦想—民主格鲁吉亚党”（GD-DG）、反对党“统一民族运动”（UNM）以及爱国者联盟等组成新一届议会。经议会批准，克维里卡什维利留任总理。2017 年 10 月格举行地方选举，GD-DG 党在首都第比利斯市等多数地区赢得胜利。2018 年 6 月，克维里卡什维利宣布辞职，巴赫塔泽接任总理。目前，执政党 GD-DG 掌控格议会、政府与地方，保持一定的控局能力，政局基本稳定；巴赫塔泽领导的政府大多数部长得以留任，预计不会与前任出现较大的政策分歧。

2018 年 10 月 28 日格鲁吉亚举行总统选举，这是格鲁吉亚转变为议会制以前最后一次直接选举总统。初步计票显示，执政党 GD-DG 提名的祖拉比什维利得票率 43.2%，反对党统一民族运动及其他 10 个党派推举的瓦沙泽得票率 34.7%。执政党候选人较 2013 年大选时逾 60% 的得票率显著下滑，显示人民对现任政府在改善生活水平应对贫困方面的不满有所加深，可能在选举等政治事件时发生零星暴力事件，但预计不至于影响整体社会稳定。

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2017 年格鲁吉亚政府各项治理能力指标均值为 63.55，较上年（63.47）有所上升，主要是在政府效率、腐败控制等方面表现有所改善，与 BBi+ 级（41.19）和 BBBi- 级（41.01）国家平均水平相比，格鲁吉亚的国家治理能力较好（图 1）。

图 1：2017 年格鲁吉亚国家治理能力



数据来源：世界银行

俄格战争后，围绕格鲁吉亚阿布哈兹和南奥塞梯问题俄格关系恶化，地缘政治风险犹存，但再次开战可能性较低

格鲁吉亚位处地缘政治要塞，2003 年“玫瑰革命”后，政治路线转向亲西方，“去俄化”政策明显，与俄罗斯关系疏离。但受到俄罗斯政治、经济、军事上的强力钳制以及北约、欧盟内部意见分歧影响，格鲁吉亚一直以来寻求加入欧盟和北约未果。2008 年为争夺原格鲁吉亚自治州南奥塞梯控制权，俄格爆发战争，由于战争失败并导致南奥塞梯和阿布哈兹事实独立，格鲁吉亚宣布与俄罗斯断交并退出独联体，俄格关系陷入冰点。尽管 2012 年伊万尼什维利出任总理后寻求改善与俄罗斯关系，承诺放弃武力解决问题，但两国关系短期内难以实质性改善。

2016 年 11 月，俄罗斯与阿布哈兹签署协议计划建立阿布哈兹-俄罗斯联军；2017 年 3 月俄罗斯签署决议将部分南奥塞梯军队并入俄军；2017 年 4 月南奥塞梯在总统大选期间以安全为由关闭与格鲁吉亚的边境。格鲁吉亚政府将这些行为解读为对格鲁吉亚的国家侵略。因此，预计在中期内，格鲁吉亚与俄罗斯关系不会出现实质性转机；而俄罗斯中期内出于用阿布哈兹与南奥塞梯作为筹码牵制欧盟、美国的意图，也不会将其并入俄罗斯。地缘政治复杂形势将持续，但由于俄格双方放弃武力解决承诺及欧盟、美国约束，再次爆发大规模公开战争的可能性较小。

三、宏观经济政策与表现

受外需转暖及大宗商品价格上升拉动，经济增速升至五年新高，短期内增长势头延续

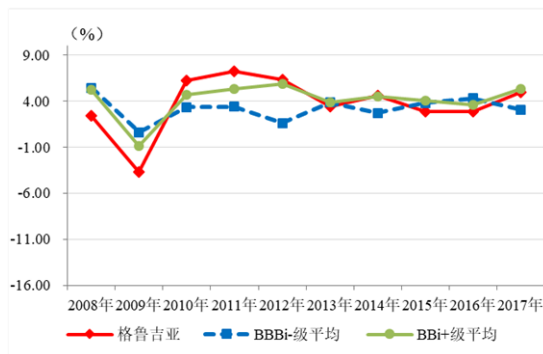
2003 年“玫瑰革命”后格鲁吉亚政局趋于稳定，经济取得较快增长。2008 年“格俄战争”爆发，受战争影响，格鲁吉亚经济增速明显下滑。近年来，随着格俄冲突缓解和积极向欧盟靠拢，格鲁吉亚经济形势好转。2015 年，受国际经济形势不景气及周边国家经济动荡影响，格鲁吉亚经济受到一定影响，实际 GDP 增幅降至 2.88%，之后缓慢复苏。

2017 年，格鲁吉亚 GDP 总量为 380.42 亿拉里（151.28 亿美元），实际增速 4.98%，较去年大幅上升 2.14 个百分点，为近五年新高。2017 年，由于欧盟、独联体、土耳其等主要贸易伙伴外需转暖以及铜等大宗商品价格上升，格鲁吉亚出口大幅增长 22%，超过进口增速，净出口对经济增长贡献突出；此外，自俄罗斯等地外劳汇款流入及旅游收入大幅增加也带动国内居民消费同比增长 2.4%；政府消费同比下滑 2.1%，总体消费

对经济增长贡献近 1 个百分点；投资方面，2017 年固定资本形成同比上升 2.3%，对经济增长也起到了一定的拉动作用。

从近十年经济增长情况看，格鲁吉亚经济平均增速（3.73）略低于 BBi+级（4.15%）国家均值，但高于 BBBi-级（3.22%）级国家平均水平。格鲁吉亚近十年经济增长波动率（3.98%）显著高于 BBi+级（1.92%）国家均值，也高于 BBBi-级（1.36%）国家平均水平。

图 2：格鲁吉亚近 10 年实际 GDP 增长率



数据来源：IMF

2018 年 1-7 月份，格鲁吉亚强劲经济走势持续，实际 GDP 增速达到 5.5%，由于与中国、欧盟达成的自贸协定等利好推动，格鲁吉亚商品出口平均增幅达到约 28%，旅游收入及侨汇收入同期亦分别大幅增长逾 20% 和近 19%；同时，由于大型基础设施建设，如阿纳克利亚深海港口、Neskra 水电站的投入增加，投资对经济的拉动也将提升。

格鲁吉亚政府于 2014 年 2 月出台了“格鲁吉亚 2020”经济社会发展规划，未来几年格鲁吉亚将继续坚持加入欧洲一体化进程，大力提高市场竞争力尤其是民营领域的竞争力，吸引外部投资，增加教育、医疗等支出，创造更多的就业机会，努力实现惠及全体公民的包容性经济增长。总体看，未来 1-2 年，格鲁吉亚经济增长势头将持续。但同时制造业疲弱，出口附加值低竞争力较差，高失业率等问题将凸显其经济发展的脆弱性。

表 1：2013~2017 格鲁吉亚宏观经济表现情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
实际 GDP 增速 (%)	4.98	2.85	2.88	4.62	3.39
名义 GDP (亿拉里)	380.42	340.28	317.56	291.50	268.47
名义 GDP (亿美元)	151.58	143.76	139.96	165.15	161.41
CPI 增幅 (%)	6.03	2.13	4.01	3.07	-0.51
失业率 (%)	11.60	11.76	11.95	12.35	14.56

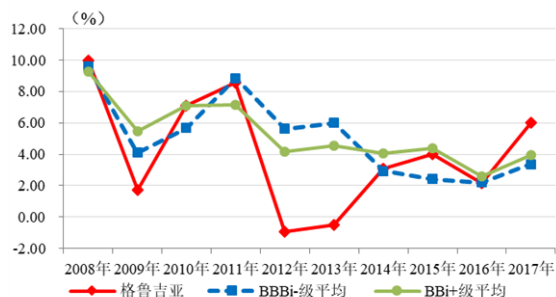
数据来源：IMF

通胀水平波动较大，近期关税提高等原因导致食品价格下降，CPI 已由高点回落至适宜水平

2008-2009 年，由于格鲁吉亚经济陷入衰退，通胀高企，CPI 增幅曾一度上涨至近 10%。2012-2013 年价格下跌陷入小幅通缩，之后逐渐走出通缩状态。近十年年 CPI 增幅平均水平为 4.12%，低于 BB_B+级（5.26%）国家均值，但高于 BBB_B-级（5.08%）级国家同期平均水平，且波动性较大。

2017 年，由于经济增长提速及原油价格上涨等原因，格鲁吉亚 CPI 增幅为 6.03%，较上年大幅上行 3.90 个百分点。2018 年 1-7 月，由于食品价格下行、烟草、车辆以及石油制品关税提升等原因，平均 CPI 增幅已降至 2.80%左右的适宜水平。预计未来 1-2 年，格鲁吉亚 CPI 增幅应保持在格央行设定的 3%的政策目标左右。

图 3：格鲁吉亚近 10 年 CPI 增长率



数据来源: IMF

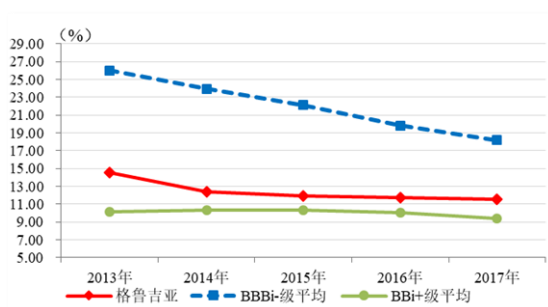
失业率一直较高，2017 年失业率由高位下行，但仍远高于欧盟平均水平

由于国内行业吸纳就业能力不足，人才结构不合理等原因，格鲁吉亚失业率一直较高，2009 年官方失业率一度高达 16.85%。近年来在政府促进包容性增长、发展民营经济、改善投资环境等改革的推动下，格鲁吉亚失业率呈现总体呈现下降趋势。

2017 年，格鲁吉亚失业率为 11.60%，同比下降 0.60 个百分点，但仍远高于欧盟平均 7.60% 的失业率水平。格鲁吉亚政府在“格鲁吉亚 2020”发展规划中提出中长期内降低失业率的目标，预计在各项政策推动下，中期内格鲁吉亚失业率将继续处于下行通道。但同时，2017 年格鲁吉亚人口老龄化趋势有所加剧，65 岁以上人口占总人口比重达 14.86%，同比继续小幅上升，劳动力人口储备不足或持续制约格鲁吉亚劳动力市场状况。

近五年，格鲁吉亚平均失业率（12.45%）显著低于 BBB_B-级（22.03%）国家均值，但仍略高于 BB_B+级（10.05%）国家同期平均水平。

图 4：2013~2017 年格鲁吉亚失业率



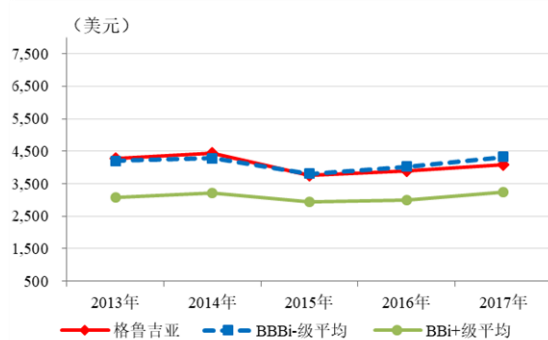
数据来源: IMF

四、结构特征

人均 GDP 水平回升，但全球竞争力有所下滑

由于格鲁吉亚拉里兑美元贬值等原因，2015、2016 年格鲁吉亚人均 GDP 水平有所下滑，2017 年以来人均 GDP 水平逐渐恢复。2017 年，格鲁吉亚人均 GDP 为 4,085.83 美元，较上年（3,884.02 美元）提高 5.20%。近五年，格鲁吉亚人均 GDP 水平略低于 BBB_B-级平均水平，但显著高于 BB_B+级国家均值。

图 5：2013~2017 年格鲁吉亚人均 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 年格鲁吉亚的全球竞争力指数为 4.3，在全球 137 个经济体中排名第 67 位，总体排名较上年下降 8 个名次。在市场效率、宏观经济环境、金融市场发展方面存在一定优势，但在基础设施、技术成熟度、市场规模等方面仍有短板。

外贸依存度较高，出口产品集中度较高，容易受大宗商品价格及地缘冲突带来的紧张贸易关系波及；葡萄酒及转口物流等是主要特色产业

格鲁吉亚外贸依存度较高，且近年呈现上升趋势，作为小型、开放型经济体，较易受周边国家经济动荡冲击。2017 年，格鲁吉亚进出口总额占 GDP 比重为 111.49%，同比上升 9.51 个百分点。此外，格鲁吉亚贸易集中度也较高。由于地理位置和历史的关系，独联体成员国、欧盟、土耳其等地区仍是格鲁吉亚主要的贸易伙伴，2017 年合计占贸易总量的 75% 以上；而这些地区地缘冲突较多，格鲁吉亚易受到其冲击。从贸易产品看，格鲁吉亚出口产品中，铜矿、铁矿等大宗商品占比超过了 23%，产品集中度高，易受到国际大宗商品价格波动的影响。

从产业结构看，2017 年格鲁吉亚三大产业占 GDP 比重分别约为 7%、36% 和 57%，产业结构近年基本保持稳定。格鲁吉亚主要农产品包括葡萄酒、核桃和水果等，尤其是葡萄酒享誉全球。2017 年，格鲁吉亚对华出口葡萄酒 7,670 万瓶，同比大幅增长 43%，创历史新高，成为第三大葡萄酒出口国，前两位分别是俄罗斯和乌克兰。2018 年 1 月 1 日，中格自贸协定正式生效后，格鲁葡萄酒将以零关税的优惠价格进入中国市场，预计未来葡萄酒出口量有望继续提高。

格鲁吉亚主要制造业种类是食品和饮料以及金属制品等。目前格鲁吉亚工业基础仍较薄弱，很多工业产品依赖进口。第三产业方面，旅游业是格鲁吉亚的支柱产业之一，占格 GDP 的 7% 左右。格鲁吉亚自然环境优越，拥有黑海的阳光海滩、古达乌里和巴库里亚尼等冬季滑雪胜地、多样的高山自然风光等，此外博彩业在格可合法经营，为格吸引周边及其他国家游客增添了一定优势。此外，格鲁吉亚地理位置重要，扼守高加索和中亚通往欧洲的门户，在西部黑海拥有良好的深水港，是重要的转口贸易国家，目前 80% 的港口货物和 60% 的铁路运输是转口货物，交通物流业发达。格鲁吉亚服务业环境相对自由宽松，特别是对金融业，实行自由的金融政策，也是吸引外国直接投资的主要领域。同时，格鲁吉亚人力成本低廉，在与欧盟签署联系成员国协定后，有望借助服务与商品的自由流动，成为欧盟的服务外包承接地之一，如业务流程外包中的金融与会计服务外包、人力资源管理外包等，信息技术外包中的程序编写、计算机辅助设计等。

按支出法计算的 GDP 中，2017 年消费在格鲁吉亚 GDP 中的占比为约 80%，整体看格鲁吉亚属于消费驱动型的经济结构。投资占 GDP 比值约 32%，较上年略有下滑；由于进口需求继续超越出口，净出口占比依然为负，2017 年占 GDP 比重为-12%。

银行业风险较低

格鲁吉亚的金融法规主要分为银行监管、现金和发行活动、行为法、货币和外汇政策、支付体系、外汇交换监管等六方面。主要的法律制度有《格鲁吉亚国家银行法》、《格鲁吉亚商业银行行为法》、《非银行存款机构法》、《微金融组织法》、《格鲁吉亚外汇交易市场参与者行为准则》等。

格鲁吉亚国家银行为其中央银行，主要职能为保持物价稳定、制定货币政策、持有外汇储备、监管银行业运作、维持全国支付系统的正常运转、为外国政府、外国中央银行和货币当局以及国际机构提供服务、通过参与国际机构间的活动保持全国金融领域的稳定。格鲁吉亚国家银行还是国家的财政结算代理机构、全国唯一的货币发行机构。根据《格鲁吉亚宪法》，国家银行的活动是独立的，司法和行政部门无权干涉。

截至 2017 年 5 月，格鲁吉亚共有 17 家商业银行，包括 14 家外资控股银行和 1 家外国银行分支机构。其中前 2 家资产规模最大的商业银行占整个银行业总资产的 65%。大量外资投向格鲁吉亚银行业，一是因为贷款利率高，二是因为允许资本自由进出。此外，格鲁吉亚商业银行存款以美元为主，金融体系的美元化降低了中央银行货币政策调控的有效性和独立性。

2017 年，格鲁吉亚银行业资产质量继续改善，截至三季度，银行业不良贷款率为 2.78%，同比下降 0.67 个百分点，近年来持续下降。与此同时，资本充足率为 19.11%，同比大幅上升 4.05 个百分点。银行盈利能力方面，净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）分别为 23.30% 和 3.12%，较上年分别上升 1.23 个百分点和保持稳定，盈利能力较强。总体看，格鲁吉亚银行业风险较低。

五、公共财政实力

财政实力较强，成功实行税收改革后增收明显；2017 年提高税率令财政赤字进一步收窄；未来在 IMF 监督下将继续推进财政改革

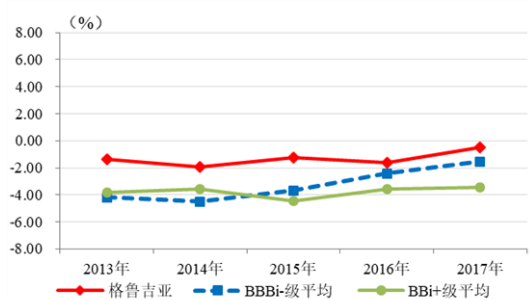
随着经济稳定较快增长，近年来格鲁吉亚财政状况进一步好转，虽仍处于小幅赤字状态，但赤字规模进一步收窄。

格鲁吉亚是成功进行税收改革的范例。苏联解体后，格鲁吉亚政府在征税方面一直举步维艰，2003 年以前，税收腐败猖獗，逃税等行为一度令公共财政陷入混乱。玫瑰革命后，2004 年新政府对税法全面修正，简化税收体系，21 个税种中只有 7 个保留，且大部分税率都有所下调。因降低税率而损失的税收收入则通过扩大税基、

提高税收遵从和强化执行来弥补。2004 年至 2011 年期间，格鲁吉亚的税率大幅下调，而税收收入却不断增加。2016 年 12 月 17 日，格鲁吉亚议会批准了税法的第三次修订。2017 年 1 月起，格鲁吉亚将提高赌博行业、汽车、汽油进口，以及烟草业的缴税额度。

从财政收入结构看，税收是格鲁吉亚政府主要收入来源，占总收入的比重近 75%，其中主要以商品及服务税为主，其次是收入税和所得税。2017 年，格鲁吉亚财政收入 110.51 亿拉里，同比大幅增长 14.84%，主要是由于格鲁吉亚提高博彩、汽车及烟草行业税率所带来。而 2017 年，财政支出 112.48 亿拉里，同比增长 10.62%，主要是经济事务以及教育、医疗方面的支出增长较快，但总体涨幅仍低于财政收入。2017 年，格鲁吉亚财政赤字 1.97 亿拉里，占 GDP 比重为 0.52%，同比收窄 1.08 个百分点，政府财政实力较强。从近五年情况看，格鲁吉亚的财政盈余水平明显高于 BBBi-级和 BBi+级国家平均水平。

图 6：2013~2017 年格鲁吉亚政府财政盈余/GDP



数据来源：IMF

格鲁吉亚于 2017 年 4 月接受了 IMF 拨付的 2.85 亿美元中期贷款，在 IMF 监督下，预计格鲁吉亚政府将继续进行财政改革，改善征税效率，加上经济增长势头持续，预计 1-2 年内政府财政赤字有望进一步下行。

表 2：2013~2017 格鲁吉亚政府财政表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政收入 (亿拉里)	110.51	96.23	89.23	81.64	73.86
财政收入/GDP	29.05	28.28	28.10	28.01	27.51
财政支出 (亿拉里)	112.48	101.68	93.25	87.28	77.50
财政支出/GDP	29.57	29.88	29.37	29.94	28.87
财政盈余 (亿拉里)	-1.97	-5.45	-4.02	-5.64	-3.64
财政盈余/GDP	-0.52	-1.60	-1.27	-1.93	-1.36

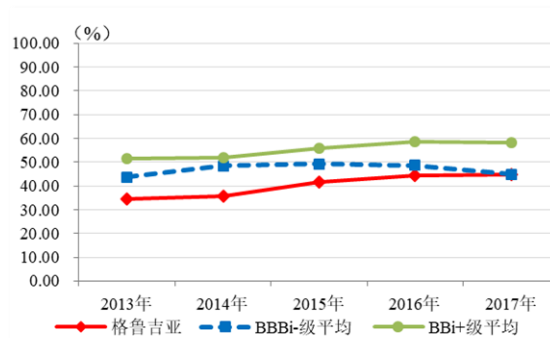
数据来源：格鲁吉亚财政部，IMF；

注：财政盈余为负表示财政赤字，以下同。

政府债务近年呈现上升趋势，但总体水平仍较低；外债占多数，但多为长期优惠性贷款，短期偿付压力不大

近年来格鲁吉亚的政府债务水平总体呈现上升趋势。截至 2017 年底，格鲁吉亚一般政府债务总额为 170.66 亿拉里，较 2016 年(151.13 亿拉里)上升 12.92%。一般政府债务占 GDP 的比重为 44.86%，较上一年度的小幅上升 0.45 个百分点。一般政府债务水平低于 BBBi-级和 BBi+级国家均值。

图 7：2013~2017 年格鲁吉亚一般政府债务/GDP



数据来源：IMF

从债务结构看，一般政府债务中，国内债务占比约 21%，外债占比约 79%。从政府外债债权人看，58.9%为多边国际组织，12.6%为双边借款，7.6%为国际债券；除 SDR 外，外债主要是由美元和欧元债务构成。从期限看，近年来长期债务占比均在 75%以上；2017 年，长期债务占政府债务比重为 76.90%，短期债务占比 23.1%，短期内偿付压力相对较小。

利息支出方面，2017 年格鲁吉亚政府利息支出占 GDP 比值为 1.27%，同比略有上升，政府利息支出负担较轻。

财政收入对政府债务保障能力一般，但有小幅上升

从财政收入对政府债务的保障情况看，2017 年，格鲁吉亚政府财政收入与政府债务总额的比值达 64.75%，较去年小幅上升，财政收入对政府债务的保障程度一般。

表 3：2013~2017 格鲁吉亚一般政府债务情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额 (亿拉里)	170.66	151.13	131.61	103.75	93.06
政府债务总额/GDP (%)	44.86	44.41	41.45	35.59	34.66
利息支出/GDP (%)	1.27	1.18	1.04	0.85	0.89
财政收入/政府债务总额 (%)	64.75	63.67	67.80	78.69	79.37

数据来源：IMF

六、外部融资实力

贸易及经常账户持续逆差，但得益于外需

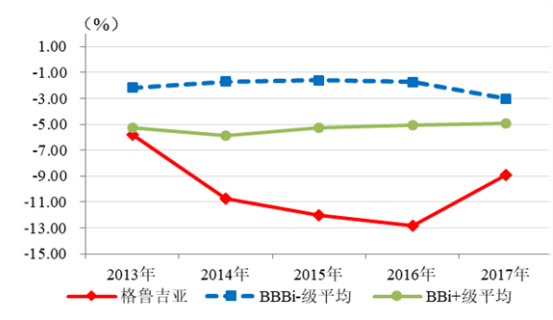
回暖, 贸易形势转好, 两账户逆差均有较大收窄

由于地理位置和历史的关系, 独联体成员国(合计占比 43.4%, 包括俄罗斯、阿塞拜疆、亚美尼亚、乌克兰等)、欧盟(23.6%) 各国和土耳其是格鲁吉亚的主要贸易伙伴。2017 年, 这些贸易伙伴占该国贸易总额 75%。2017 年, 中国内地是格鲁吉亚第五大出口市场和第三大进口来源地, 占该国出口总额的 7.6% 和进口总额的 9.2%。在“一带一路”倡议提出后, 中资企业在格鲁吉亚不断增多, 令内地成为该国在亚洲的最大贸易伙伴。主要出口产品包括铜矿、铁合金、汽车、葡萄酒等; 主要进口药物、石油和矿物油、汽车、天然气等。

近五年, 由于原油价格上涨等原因, 格鲁吉亚进口需求较高, 对外贸易持续逆差。2017 年, 格鲁吉亚出口总额 75.60 亿美元, 同比上升 22.38%; 进口总额为 93.40 亿美元, 亦同比增长 10.10%, 但不及出口增速。贸易逆差 17.80 亿美元, 较上年收窄逾 22%。总体看, 格鲁吉亚贸易形势有所转好。

经常账户方面, 由于对外贸易形势有所改善, 格鲁吉亚经常账户赤字有所收窄, 但赤字水平仍较高。2017 年, 格鲁吉亚经常账户收入为 99.74 亿美元, 较上年大幅增长 21.20%, 经常账户逆差为 13.48 亿美元, 相当于 GDP 的比值为 8.89%, 同比收窄 3.91 个百分点, 但经常账户表现依然较弱。与 BBBi- 级和 BBi+ 级国家相比, 格鲁吉亚近五年经常账户盈余平均水平显著偏低。

图 8: 2013~2017 年格鲁吉亚经常账户平衡/GDP



数据来源: IMF

从国际投资净头寸情况来看, 格鲁吉亚长期为对外净负债国。截至 2017 年底, 格鲁吉亚对外净负债为 181.42 亿美元, 较上年增长 3.64%, 对外净负债相当于 GDP 的比值为 38.38%, 较上年下降 2.51 个百分点。

但格鲁吉亚对外净负债主要是由于吸引了大量海外投资所致。格鲁吉亚营商环境极佳, 拥有区位优势、宽松的金融环境及优惠的外资政策, 根据 2018 世行营商环境排名, 格鲁吉亚的营商便利度在全球 190 个国家中高居第 9 位, 因此吸引了大量海外企业投资, 此

种负债结构稳定性较强, 对其外债偿付的负面影响可控。

表 4: 2013~2017 格鲁吉亚经常账户及国际投资情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
出口额 (亿美元)	75.60	61.78	61.08	70.39	71.72
进口额 (亿美元)	93.40	84.83	86.56	100.18	92.62
贸易差额 (亿美元)	-17.80	-23.06	-25.48	-29.80	-20.90
经常账户收入 (亿美元)	99.74	82.42	80.72	95.50	95.92
经常账户余额 (亿美元)	-13.48	-18.40	-16.81	-17.69	-9.38
经常账户余额/GDP (%)	-8.89	-12.80	-12.01	-10.71	-5.81
国际投资净头寸 (亿美元)	-226.51	-200.53	-184.87	-178.68	-164.12
国际投资净头寸/GDP (%)	-149.43	-139.49	-132.09	-108.19	-101.68

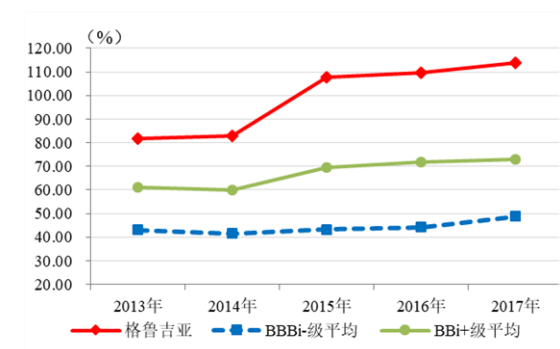
数据来源: IMF

外债水平较高且近年外债负担呈现上升趋势, 但一般政府外债占比较低, 以多边、双边优惠贷款为主, 融资成本较低

格鲁吉亚外债水平较高, 且近年来总外债负担呈现上升趋势。截至 2017 年底, 格鲁吉亚外债总额 172.50 亿美元, 外债总额相当于 GDP 的 113.80%, 较上年末上升 3.68 个百分点。与近五年 BBBi- 级和 BBi+ 级国家平均水平相比, 格鲁吉亚的外债水平显著偏高。

另一方面, 从外债结构看, 格鲁吉亚一般政府外债占比较低。2017 年, 格鲁吉亚一般政府外债占总外债比重为 30.69%, 较上年小幅上升 1.05 个百分点。

图 9: 2013~2017 年格鲁吉亚外债占 GDP 比重



数据来源: 世界银行, IMF

除一般政府外, 格鲁吉亚外债主要为非金融性公司 (30.15%)、其他接受存款公司 (主要是银行) (21.37%) 以及公司间借款 (15.16%) 等所持有。政府外债中, 长期外债占比逾 99% 左右, 短期外债占比不足 1%, 短期偿付压力较小。从债权人看, 格鲁吉亚外债以世行、亚开行等多边国际组织以及双边优惠性贷款为主 (合计占比超 90%), 融资成本较优惠。

表 5：2013~2017 格鲁吉亚外债情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外债总额 (亿美元)	172.50	157.80	150.79	137.00	131.69
外债总额/GDP (%)	113.80	109.76	107.73	82.95	81.59
政府外债 (亿美元)	52.95	46.78	43.85	42.50	41.85
政府外债/外债总额 (%)	30.69	29.64	29.08	31.02	31.78

数据来源:World Bank

经常账户对政府外债保障能力一般，但有所上升，外汇储备对外债保障度较弱

经常账户方面，格鲁吉亚经常账户收入对总外债覆盖度近五年均值为 61.23%。截至 2017 年底，格鲁吉亚经常账户收入相当于政府外债的比值为 57.82%，较上年同期上升 5.59 个百分点，经常账户对政府外债的保障能力一般，但有所上升。

外汇储备方面，格鲁吉亚外汇储备近年总体呈现上升趋势。截至 2018 年 1 季度，格鲁吉亚外汇储备为 30.19 亿美元，较 2016 年底上行 10.71%；外汇储备对总外债的覆盖率为 17.00%，较 2016 年底下降 0.47 个百分点，外汇储备对外债的保障度较弱。

表 6：2013~2017 格鲁吉亚外债保障情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外汇储备 (亿美元)	30.39	27.56	25.21	26.99	28.23
CAR/外债总额 (%)	57.82	52.23	53.53	69.71	72.84
CAR/政府外债 (%)	188.38	176.18	184.07	224.72	229.21
外汇储备/外债总额 (%)	17.62	17.47	16.72	19.70	21.44

数据来源:IMF, World Bank

未来拉里仍面对小幅贬值压力，对外债偿付能力造成一定负面影响

2017 年，由于欧洲地区整治风险显著回落，经济复苏强劲，拉动格鲁吉亚经济整体较快增长，格鲁吉亚拉里兑美元全年汇率呈现小幅升值。而 2018 年以来，随着美元继续走强，新兴市场货币普遍遭遇贬值，拉里兑美元已贬值逾 4%。随着美国收紧货币政策步伐持续，预计拉里将面临小幅贬值压力，对格鲁吉亚偿还外债造成一定的负面影响。

图 10：2017~2018 年美元兑格鲁吉亚拉里汇率变化



数据来源: WIND

七、评级展望

目前看，格鲁吉亚政局基本稳定，新任总理上台后政策延续性得以保持；经济增长势头继续保持，财政状况不断改善，对外贸易及经常账户状况好转，政府债务维持较低水平，一般政府外债占比较低，以多边、双边优惠贷款为主，融资成本较低。经综合评估，联合资信确定格鲁吉亚长期本、外币信用评级展望为“稳定”。

格鲁吉亚主要数据

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
宏观数据					
GDP（亿拉里）	380.42	340.28	317.56	291.50	268.47
GDP（亿美元）	151.58	143.76	139.96	165.15	161.41
实际 GDP 增速（%）	4.98	2.85	2.88	4.62	3.39
CPI 增幅（%）	6.03	2.13	4.01	3.07	-0.51
失业率（%）	11.60	11.76	11.95	12.35	14.56
结构特征					
人均 GDP（美元）	4,085.83	3,884.02	3,761.91	4,428.26	4,266.59
消费在 GDP 中的占比（%）	79.86	82.99	86.03	87.72	88.17
投资在 GDP 中的占比（%）	31.89	32.73	31.50	29.81	24.78
净出口在 GDP 中的占比（%）	-11.76	-15.72	-17.53	-17.53	-12.95
银行业资本充足率（%）	19.11	15.06	16.66	16.52	17.16
银行业不良贷款率（%）	2.78	3.45	2.71	3.03	3.03
银行业 ROA（%）	3.12	3.15	2.66	3.06	2.88
银行业 ROE（%）	23.30	22.07	17.70	17.62	16.54
财政实力					
财政收入（亿拉里）	110.51	96.23	89.23	81.64	73.86
财政收入/GDP（%）	29.05	28.28	28.10	28.01	27.51
财政支出（亿拉里）	112.48	101.68	93.25	87.28	77.50
财政支出/GDP（%）	29.57	29.88	29.37	29.94	28.87
财政盈余（亿拉里）	-1.97	-5.45	-4.02	-5.64	-3.64
财政盈余/GDP（%）	-0.52	-1.60	-1.27	-1.93	-1.36
政府债务总额（亿拉里）	170.66	151.13	131.61	103.75	93.06
政府债务总额/GDP（%）	44.86	44.41	41.45	35.59	34.66
利息支出/GDP（%）	1.27	1.18	1.04	0.85	0.89
财政收入/政府债务（%）	64.75	63.67	67.80	78.69	79.37
外部融资					
出口总额（亿美元）	71.72	70.39	61.08	61.78	75.60
进口总额（亿美元）	92.62	100.18	86.56	84.83	93.40
进出口净额（亿美元）	-20.90	-29.80	-25.48	-23.06	-17.80
经常账户收入（亿美元）	95.92	95.50	80.72	82.42	99.74
经常账户余额（亿美元）	-9.38	-17.69	-16.81	-18.40	-13.48
经常账户余额/GDP（%）	-5.81	-10.71	-12.01	-12.80	-8.89
国际投资净头寸（亿美元）	-164.12	-178.68	-184.87	-200.53	-226.51
国际投资净头寸/GDP（%）	-101.68	-108.19	-132.09	-139.49	-149.43
外债总额（亿美元）	131.69	137.00	150.79	157.80	172.50
外债总额/GDP（%）	81.59	82.95	107.73	109.76	113.80
政府外债总额（亿美元）	41.85	42.50	43.85	46.78	52.95
政府在外债总额中的占比（%）	31.78	31.02	29.08	29.64	30.69
外汇储备（亿美元）	28.23	26.99	25.21	27.56	30.39
外汇储备/外债总额（%）	21.44	19.70	16.72	17.47	17.62
经常账户收入/外债总额（%）	72.84	69.71	53.53	52.23	57.82

数据来源：世界银行、IMF、格鲁吉亚财政部、格鲁吉亚统计局、格鲁吉亚央行

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。