

白俄罗斯共和国

2020 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: BB_i+

长期外币信用等级: BB_i

评级展望: 负面

上次评级结果:

长期本币信用等级: BB_i+

长期外币信用等级: BB_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”)对白俄罗斯共和国(以下简称“白俄罗斯”)的主权信用进行了跟踪评级,决定维持其长期本币信用等级为BB_i+,维持其长期外币信用等级为BB_i,同时将其评级展望由“稳定”调整为“负面”。该评级结果表明白俄罗斯存在一定信用风险,尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息,但易受不利环境和经济条件冲击。

2019年,受外部需求低迷、“友谊”石油管道遭到污染等多重因素影响,白俄罗斯经济增速放缓至1.2%,但通货膨胀仍保持在相对较高水平。白俄罗斯人均GDP水平持续提升,经济及产业结构保持相对稳定,银行业风险也有所降低。白俄罗斯政府连续两年实现财政盈余,政府债务则降至近年来最低水平,财政收入对政府债务的保障能力也进一步提升。受石油出口减少、外部经济环境恶化等因素影响,白俄罗斯对外贸易及经常账户余额均由盈余转为赤字,外债水平及外债偿还能力总体保持稳定。

2020年以来,新冠疫情暴发对白俄罗斯经济造成了较大冲击,大选过后持续的大规模抗议活动及罢工也将给经济增长带来进一步压力,再加上俄罗斯石油税改²的影响持续显现,白俄罗斯经济预计将在2020年陷入5%左右的衰退。白俄罗斯政府财政预计将在2020年由盈余转为赤字,政府债务水平也将明显提升。由于政局动荡引发了居民大量抢兑外汇及本币大幅贬值,白俄罗斯外债水平及外债偿还压力预计将大幅上升,不排除出现主权信用风险事件的可能。

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。

² 俄罗斯石油税改法案于2019年正式生效。根据该法案,俄罗斯现行石油出口税将在2019年至2024年间逐步调整为零,同时提高相同数额的石油开采税。此前,白俄罗斯每年从俄罗斯进口大量免税石油,并将其加工成石油制品出口给欧洲其他国家,从中赚取了高额利润,而俄罗斯石油税改法案则使其逐步丧失这一优势。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 政府连续两年实现财政盈余，政府债务水平持续下降

近年来，白俄罗斯政府财政政策趋于审慎，财政管理能力也持续提升。政府为国有企业及公共项目提供的补贴和担保持续减少，奥斯特洛韦茨（Ostravets）核电站逐步完工也使得相关财政支出压力大幅减轻。得益于上述因素，白俄罗斯政府在 2019 年连续第二年实现财政盈余，盈余规模相当于 GDP 的比值达到 0.6%，尽管较上年有所收窄，但仍明显优于 BB_i+ 和 BB_i 级国家平均水平。得益于财政状况的持续改善及对于政府新增债务的持续控制，近年来白俄罗斯政府债务负担持续减轻，2019 年政府债务相当于 GDP 的比值为 41.9%，为近年来最低水平，同时也低于 BB_i+ 和 BB_i 级国家平均水平。

在新冠疫情冲击下，白俄罗斯政府财政预计将在 2020 年由盈余转为赤字，赤字规模相当于 GDP 的比值或将达到 4.5% 左右，政府债务水平预计将上升至 50% 左右，但预计仍将低于相近信用等级国家平均水平。

2. 人均 GDP 水平相对较高，营商环境相对较好

2015 年之前，白俄罗斯人均 GDP 高达 8,000 美元以上，但受经济陷入衰退及本币大幅贬值影响，人均 GDP 迅速跌至 6,000 美元以下。随着经济恢复增长及汇率趋稳，白俄罗斯人均 GDP 水平开始企稳回升，2019 年达到 6,658.1 美元，较上年增长 5.3%，显著高于 BB_i+ 和 BB_i 级国家平均水平。

白俄罗斯政府近年来加快经济改革步伐，加大对外资的引入力度，在招商引资政策和法制建设上均投入了较大力量，为境外投资者在白俄罗斯境内投资提供了平等的投资条件和有利的司法保障，营商环境相对较好。根据世界银行发布的《2020 年营商环境报告》，2019 年白俄罗斯的营商环境便利度得分为 74.3，在全球 190 个经济体中排名第 49 位，较上年排名下滑了 11 位，其主要原因在于白俄罗斯在中小投资者保护方面的表现有所弱化，但总体来看白俄罗斯营商环境仍然维持在相对较高水平。

主要关注：

1. 2020 年大选过后爆发的大规模抗议活动引发政局动荡，白俄罗斯面临的政风险有所上升

自 1994 年以来，白俄罗斯一直由卢卡申科担任总统，权力的高度集中虽然有利于政局的稳定，但也容易滋生腐败，引发民众不满。2020 年 8 月，白俄罗斯举行总统大选，卢卡申科以 80% 以上的得票率赢得胜利，但反对派指责选举舞弊，欧盟也表示不承认选举结果。随后，白俄罗斯爆发了大规模的群众抗议活动，并在 10 月份演变为全国大罢工。目前，卢卡申科已经拒绝了反对派的谈判请求，抗议及罢工活动可能会持续较长时间，这将进一步加大白俄罗斯面临的经、金融及外部风险。

2. 经济对外依存度较高，易受外部经济环境变化的影响，受新冠疫情暴发、国内政局动荡等多重因素影响经济增长前景不容乐观

作为一个小型开放经济体，白俄罗斯外贸依存度较高，进出口总额占 GDP 的比值超过 130%，这使得其经济增长易受到外部经济环境变化的影响，尤其是其第一大贸易伙伴俄罗斯的影响。2019 年，受外部需求低迷、“友谊”石油管道遭到污染等多重因素影响，白俄罗斯经济增速放缓至 1.2%，较上年下滑 1.9 个百分点，低于 BB_i+ 和 BB_i 级国家平均水平。

2020 年以来，新冠疫情暴发使全球经济陷入衰退，外部需求进一步减弱，白俄罗斯经济在上半年的衰退幅度达到 1.8%。目前，新冠疫情在全球范围内仍未得到有效控制，白俄罗斯本国疫情也出现二次暴发，而大选过后持续的大规模抗议活动及罢工也将给经济增长带来进一步压力，再加上俄罗斯石油税改的影响持续显现，白俄罗斯经济预计将在 2020 年陷入 5% 左右的衰退。

3. 外债中外币债务占比很高，面临较大汇率风险，在政局动荡引发居民抢兑外汇、汇率大幅贬值的情况下，外债偿还能力预计将大幅削弱

白俄罗斯外债水平不高，2019 年外债总额相当于 GDP 的比值为 64.6%，较上年基本持平，与 BB_i+ 和 BB_i 级国家平均水平较为接近。但从外债结构来看，白俄罗斯外债中外币债务占比很高，截至 2019 年底这一比例高达 97.7%，使得外债偿还面临较大的汇率风险。

自 2016 年使用新版白卢布以来，白卢布汇率总体趋于稳定，但进入 2020 年以来，受新冠疫情暴发影响，全球避险情绪显著升温，新兴市场货币遭到大幅抛售，白卢布在 3 月的贬值幅度高达 16% 以上。随着全球政府及央行推出大规模宽松刺激计划，白卢布贬值压力得到一定程度的缓解，但在 8 月大选结果引发大规模抗议活动后，白俄罗斯居民开始从银行大量提取存款并抢兑外汇，白卢布贬值压力进一步加大，美元兑白卢布汇率也在 8 月底突破了 3 月时创下的高点。未来一段时间内，抗议及罢工活动仍有可能持续较长时间，再加上新冠疫情二次暴发可能会引发全球避险情绪再度上升，白卢布未来仍有进一步贬值的可能，这也将很大程度上加重白俄罗斯的外债偿还压力。

4. 受新冠疫情暴发、政局动荡等因素影响，银行业相关风险或将有所上升

2019 年，白俄罗斯银行业相关风险有所降低，不良贷款率降至 4.6%，为近年来的最低水平；银行业资本充足率达到 17.8%，较上年小幅提升，且超过了监管要求的最低资本充足率要求；银行业 ROA 和 ROE 分别为 1.9% 和 12.8%，尽管较上年小幅下滑，但仍处于相对较好水平。

进入 2020 年以来，新冠疫情暴发使得银行业资产质量及盈利能力面临较大压力，白俄罗斯央行采取了诸多措施为银行业提供支持，包括注入流动性、放松监管要求等。得益于这些措施，白俄罗斯银行业状况并未出现明显恶化，不良贷款率在 2020 年 6 月达到 5.1%，与 2019 年底相比仅出现小幅上升。但在 8 月大选引发大规模抗议活动后，白俄罗斯居民开始从银行提取存款并大

量抢兑外汇将给银行业造成一定冲击。由于白俄罗斯银行业美元化程度较高（60%左右的存款和50%左右的贷款为美元），本币的大幅贬值将对银行系统的稳定性造成很大威胁，再加上新冠疫情二次暴发及经济陷入衰退等因素，预计未来一段时期内白俄罗斯银行业相关风险将有所上升。

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. 国内抗议及罢工活动持续时间过长，政局稳定性出现明显下降；
2. 居民持续抢兑外汇引发本币进一步贬值，央行外汇储备消耗过大，且外部融资渠道受阻，使得外债偿还不确定性大幅上升；
3. 在经济陷入衰退及本币大幅贬值的情况下，政府财政状况持续恶化，政府债务水平上升幅度超出预期。

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. 因大选引发的国内动乱得到妥善解决，经济重新恢复增长；
2. 新冠疫情过后政府延续审慎财政政策，使得政府债务重回下降通道。

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：李为峰 张敏

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	BB _i +		本币评级结果	BB _i +
外币指示评级	BB _i +		外币评级结果	BB _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	E	国家治理		F
		宏观经济政策和表现		C
		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	c
			政府债务负担	d
			政府偿债能力	d
外部融资实力	c	国际收支及外部债务状况	国际收支	d
			外债压力	c
			外债偿付能力	e
调整因素和理由				调整子级
汇率波动较大				外币评级-1

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:

表 1 白俄罗斯 2015-2019 年主要数据

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
宏观数据					
名义 GDP (亿白卢布)	1,319.5	1,223.2	1,057.5	949.5	899.1
名义 GDP (亿美元)	630.9	600.1	547.2	477.0	563.3
实际 GDP 增速 (%)	1.2	3.1	2.5	-2.5	-3.8
CPI 增幅 (%)	5.6	4.9	6.0	11.8	13.5
失业率 (%)	0.3	0.4	0.8	1.0	0.9
结构特征					
人均 GDP (美元)	6,658.1	6,322.3	5,757.3	5,022.5	5,941.2
私人消费支出占 GDP 的比值 (%)	-	53.3	54.7	55.8	53.9
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	-	15.9	15.9	16.2	15.4
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	-	28.4	28.5	27.5	30.0
净出口占 GDP 的比值 (%)	-	1.5	0.2	-0.2	0.1
第一产业占 GDP 的比值 (%)	6.8	6.6	7.6	6.9	6.3
第二产业占 GDP 的比值 (%)	31.3	31.3	31.6	31.0	32.7
第三产业占 GDP 的比值 (%)	48.8	47.8	47.6	48.5	47.7
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	13.1	14.3	13.2	13.6	13.3
银行业资本充足率 (%)	17.8	17.7	18.5	18.6	18.7
银行业不良贷款率 (%)	4.6	5.0	12.9	12.8	6.8
银行业 ROA (%)	1.9	2.0	1.8	1.6	1.3
银行业 ROE (%)	12.8	13.6	12.1	12.6	10.4
公共财政					
财政收入 (亿白卢布)	517.6	485.0	409.3	370.5	348.9
财政收入/GDP (%)	39.2	39.6	38.7	39.0	38.8
财政支出 (亿白卢布)	509.3	462.9	412.9	386.3	375.6
财政支出/GDP (%)	38.6	37.8	39.0	40.7	41.8
财政盈余 (亿白卢布)	8.3	22.1	-3.6	-15.8	-26.7
财政盈余/GDP (%)	0.6	1.8	-0.3	-1.7	-3.0
政府债务总额 (亿白卢布)	552.4	581.2	562.2	507.8	476.6
政府债务总额/GDP (%)	41.9	47.5	53.2	53.5	53.0
财政收入/政府债务 (%)	93.7	83.4	72.8	73.0	73.2
外部融资					
出口额 (亿美元)	419.5	422.7	366.0	299.8	328.5
进口额 (亿美元)	423.7	413.4	365.0	299.9	327.2
外贸顺差 (亿美元)	-4.2	9.3	1.0	-0.1	1.3
经常账户收入 (亿美元)	457.9	461.7	397.0	321.5	348.4
经常账户余额 (亿美元)	-12.6	0.2	-9.5	-16.1	-18.3
经常账户余额/GDP (%)	-2.0	0.0	-1.7	-3.4	-3.3
国际投资净头寸 (亿美元)	-319.2	-318.4	-333.1	-408.2	-409.9
国际投资净头寸/GDP (%)	-50.6	-53.1	-60.9	-85.6	-72.8

外债总额（亿美元）	407.2	392.9	399.3	375.2	382.6
外债总额/GDP（%）	64.6	65.5	73.0	78.6	67.9
政府外债（亿美元）	171.5	174.2	172.6	141.5	129.7
政府外债在外债总额中的占比（%）	42.1	44.3	43.2	37.7	33.9
经常账户收入/外债总额（%）	112.4	117.5	99.4	85.7	91.1
经常账户收入/政府外债（%）	267.0	265.1	230.0	227.2	268.5
外汇储备（亿美元）	93.9	71.6	73.2	49.3	41.8
外汇储备/外债总额（%）	23.1	18.2	18.3	13.1	10.9
外汇储备/政府外债（%）	54.8	41.1	42.4	34.8	32.2

数据来源：世界银行、IMF、白俄罗斯国家统计局，联合资信整理

表 2 白俄罗斯 2020-2021 年核心数据及预测

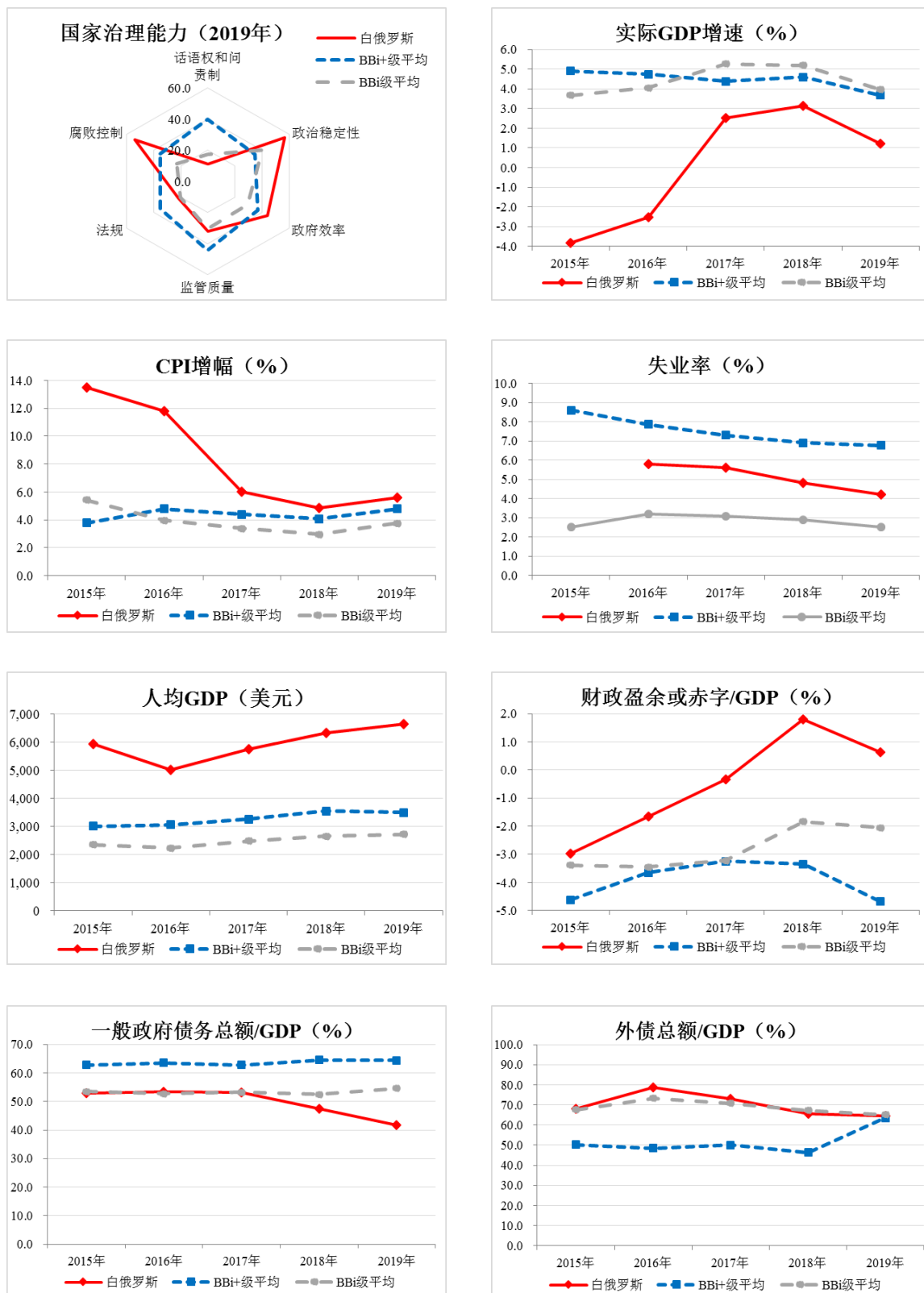
项目	2020 年上半年	2020 年预测	2021 年预测
实际 GDP 增速（%）	-1.8	-5.0	3.5
CPI 增幅（%）	4.9	5.2	5.0
失业率（%）	4.2	1.5	1.0
人均 GDP（美元）	2,997.5	6,100.0	6,500.0
财政盈余/GDP（%）	0.1*	-4.5	-2.5
政府债务总额/GDP（%）	38.3	50.0	48.0
经常账户余额/GDP（%）	-3.9	-3.0	-2.0
外债总额/GDP（%）	65.9	75.0	72.0

注：标*数据为 2020 年一季度数据

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、白俄罗斯国家统计局，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。