

# 白俄罗斯共和国

## 2021 年跟踪评级报告

### 本次评级结果<sup>1</sup>:

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: 负面

本次评级时间: 2021 年 11 月 24 日

### 本次评级使用的评级方法、模型:

| 名称                                      | 版本          |
|-----------------------------------------|-------------|
| <a href="#">联合资信评估有限公司主权信用评级方法</a>      | V3.0.201910 |
| <a href="#">联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)</a> | 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: 程泽宇 许琪琪

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto: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](http://www.lhratings.com)

### 本次评级模型打分表及结果:

| 本币指示评级  | BB <sub>i</sub> |             | 本币评级结果 | BB <sub>i</sub>   |
|---------|-----------------|-------------|--------|-------------------|
| 外币指示评级  | BB <sub>i</sub> |             | 外币评级结果 | BB <sub>i</sub> - |
| 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 | d                 |
|         |                 |             | 政府债务负担 | c                 |
|         |                 |             | 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   | d                 |
|         |                 |             | 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<br>-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

<sup>1</sup> 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，决定将其长期本币信用等级由BB<sub>i</sub>+下调至BB<sub>i</sub>，长期外币信用等级由BB<sub>i</sub>下调至BB<sub>i</sub>-，同时维持评级展望为“负面”。

2020年，白俄罗斯在总统大选后爆发了大规模游行示威及罢工活动，国内政局稳定性显著下降，同时也引发欧美多国对其进行经济制裁。尽管受到来自新冠疫情和国内政治危机的双重冲击，但得益于国内相对宽松的隔离措施，白俄罗斯经济仅同比小幅下滑了0.9%，通胀水平和失业率也相对保持稳定。白俄罗斯人均GDP水平受经济衰退及本币贬值影响有所下降，居民消费支出和资本形成总额在GDP中的占比明显降低，银行业相关风险也有所上升。白俄罗斯政府为应对新冠疫情推出了一系列经济支持措施，使得政府财政由盈余转为赤字，政府债务水平也显著上升，但仍处于相对较低水平。由于进口下滑幅度大于出口下滑幅度，白俄罗斯对外贸易由赤字转为盈余，经常账户赤字也有所收窄，但外债水平有所上升，经济账户收入和外汇储备对外债的保障能力均有所削弱。

2021年以来，白俄罗斯国内政局有所趋稳，但外部仍面临西方制裁，且制裁有进一步升级的趋势。在全球经济持续复苏、国际大宗商品价格回暖的背景下，2021年白俄罗斯经济增速有望回升至2.2%左右，但通胀压力也将显著加大。在经济复苏的支撑下，白俄罗斯政府财政赤字水平预计将收窄至2.5%左右，政府债务水平及偿债能力有望保持稳定。

## 评级关键驱动因素

### 主要优势：

#### 1. 政府财政状况保持在相对较好水平，政府债务水平相对较低，政府偿债能力得到俄罗斯及国际开发机构的有力支持

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，2018年和2019年连续两年实现财政盈余。2020年新冠疫情暴发后，白俄罗斯政府在税收、劳资关系、政府采购等方面采取措施，对受新冠疫情影响较大的经营实体和个人提供支持，导致财政支出大幅增加；另一方面，得益于经济衰退幅度相对较小，政府财政收入保持相对稳定。在此背景下，虽然白俄罗斯政府财政再度转为赤字，赤字规模相当于GDP的比值为2.9%，但仍优于BB<sub>i</sub>和BB<sub>i</sub>-级国家平均水平。值得注意的是，白俄罗斯政府政府中90%以上为外币债务，由于2020年本币大幅贬值及经济衰退，政府债务水平大幅攀升至48%，但仍低于BB<sub>i</sub>和BB<sub>i</sub>-级国家平均水平。

从政府偿债能力来看，2020年政府财政收入相当于政府债务的比值为74.6%，较上年下降了近20个百分点，政府偿债能力遭到明显削弱。另一方面，白俄罗斯政府偿债能力得到了俄罗斯及国际机构的有力支持，2020年白俄罗斯从俄罗斯获得了15亿美元贷款，用于清偿当年到期债务，2021年又从IMF获得了价值9.1亿美元的特别提款权（SDR），为其政府债务偿还提供了较强的

保障。展望未来，在经济复苏的支撑下，2021 年白俄罗斯政府财政赤字水平预计将收窄至 2.5% 左右，政府债务水平则有望受益于本币升值而降至 45% 左右，政府偿债能力有望保持稳定。

## 2. 人均 GDP 仍处于相对较高水平

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 在 2016 年迅速跌至 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。2020 年，受经济衰退及本币再度大幅贬值影响，白俄罗斯人均 GDP 降至 6,397.5 美元，但仍显著高于  $BB_i$  和  $BB_i$ -级国家平均水平。

### 主要关注：

#### 1. 2020 年国家治理能力显著恶化，尽管 2021 年以来国内政局有所趋稳，但未来仍有再次陷入动荡的可能，且面临的外部制裁风险持续上升

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，但反对派指责选举存在舞弊现象，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。受此影响，2020 年白俄罗斯国家治理能力显著恶化，国家治理指数排名均值从上年的 37.1 大幅降至 24.2，低于  $BB_i$  和  $BB_i$ -级国家平均水平，其中政治稳定性方面的排名均值更是从 58.5 大幅降至 21.2，政府效率方面的排名均值也从 43.8 降至 23.1。

2021 年以来，白俄罗斯政局有所趋稳，同时宪法修订工作也开始启动，预计于 2022 年年初对新宪法草案进行全民公投。白俄罗斯总统卢卡申科表示，新宪法出台后会重新举行议会和总统选举，未来白俄罗斯政局仍存在较大不确定性，不排除再次陷入动荡的可能。另一方面，2020 年以来欧盟和美国持续加大对白俄罗斯的制裁力度，包括禁止交易白俄罗斯证券和购买白俄罗斯短期债券、停止向白俄罗斯发放新贷款、禁止白俄罗斯客机进入欧盟领空、限制与白俄罗斯进行石油相关产品、钾肥以及烟草产品贸易等。2021 年 10 月以来，大量聚集在白俄罗斯的中东难民抵达白俄罗斯和波兰接壤的边境地区，试图强行入境欧盟，导致白俄罗斯和欧盟之间的紧张关系进一步加剧，未来欧美等国可能会因此进一步加大对白俄罗斯的制裁力度，白俄罗斯面临的外部环境不容乐观。

#### 2. 经济对外依存度较高，易受外部经济环境变化的影响，在外部制裁持续升级的背景下经济增长前景不容乐观，通胀压力也持续加大

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 120%，再加上其出口产品以矿产品、化工产品（主要是钾肥）及农产品为主，这使得其经济增长易受到外部经济环境变化及国际大宗商品价格波动的影响，与其第一大贸易伙伴俄罗斯的经济表现也密

切相关。2016—2019 年，俄罗斯经济受欧美制裁影响表现不佳，受此影响白俄罗斯 GDP 增速也一直维持在相对低位，低于  $BB_i$  和  $BB_r$ -级国家平均水平。2020 年，得益于国内相对宽松的隔离措施，白俄罗斯经济仅同比小幅下滑了 0.9%，介于  $BB_i$  和  $BB_r$ -级国家平均水平之间，但在欧美对于白俄罗斯的制裁力度持续升级的背景下，白俄罗斯经济增长前景不容乐观，不排除在 2022 年陷入经济停滞或衰退的可能。

另一方面，在全球经济复苏、大宗商品价格上涨的背景下，2021 年以来白俄罗斯通胀压力持续加大，上半年 CPI 平均增幅高达 9.9%，远超出白俄罗斯央行设定的不超过 5% 的调控目标。尽管白俄罗斯央行已经连续两次加息（合计 150BP）以对抗通胀，但白俄罗斯面临通胀压力依然较大，未来两年 CPI 增幅预计将维持在 8% 以上的较高水平，对宏观经济的稳定性将产生一定影响。

### 3. 尽管 2021 年以来汇率有所趋稳，但未来仍有再度贬值的可能，外债面临较大汇率风险及再融资风险

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，至年底贬值幅度高达约 23%。受本币大幅贬值引发美元计价 GDP 缩水影响，白俄罗斯外债水平在 2020 年底达到 69.8%，较上年末提升了 6.6 个百分点，但仍介于  $BB_i$  和  $BB_r$ -级国家平均水平之间。

2021 年以来，随着国内政局趋稳及经济复苏，白卢布贬值压力得到一定程度的缓解，但随着欧美对于白俄罗斯制裁力度的持续升级，再加上美联储货币政策持续收紧及本国通胀压力的大幅上升，白卢布未来仍面临较大的贬值压力，或将导致白俄罗斯外债水平再度攀升。此外，由于当前欧美制裁已经导致白俄罗斯丧失了外部商业融资渠道，其对外融资只能依赖于俄罗斯及国际开发机构，外债偿还面临较大的再融资风险。

### 4. 受新冠疫情暴发、政局动荡等因素影响，银行业相关风险有所上升，且未来可能会进一步恶化

2020 年，新冠疫情暴发使得白俄罗斯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。得益于这些措施及宏观经济衰退幅度相对较小，白俄罗斯银行业状况并未出现明显恶化，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给银行业造成一定冲击。截至 2020 年底，白俄罗斯银行业不良贷款率为 4.8%，较上年末提高了 0.2 个百分点，银行业资产质量小幅恶化；资本充足率为 17.2%，较上年末降低 0.6 个百分点，但仍处于相对充足水平。2020 年，白俄罗斯银行业盈利状况有所恶化，ROA 和 ROE 分别为 1.5% 和 10.6%，均较上年有不同程度的下

降。

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），未来一段时期内，随着欧美制裁力度的持续升级（制裁目标中包括白俄罗斯的部分银行）、经济复苏放缓及本币可能出现的大幅贬值，白俄罗斯银行系统的稳定性或将受到冲击，银行业风险可能会进一步上升。

#### 评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 2022 年新宪法通过后政局平稳过渡，国家治理能力显著回升；
2. 国民经济对于欧美制裁的适应性逐步提升，经济增长保持平稳态势。

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. 2022 年新宪法通过后政局进一步动荡，叠加欧美制裁因素引发本币大幅贬值；
2. 政府财政状况持续恶化，政府债务水平大幅上升；
3. 外部融资压力持续加大，外汇储备水平显著降低。

附件 1:

表 1 白俄罗斯 2016—2020 年主要数据

| 项目                  | 2020 年  | 2019 年  | 2018 年  | 2017 年  | 2016 年  |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>宏观数据</b>         |         |         |         |         |         |
| 名义 GDP (亿白卢布)       | 1,470.1 | 1,347.3 | 1,223.2 | 1,057.5 | 949.5   |
| 名义 GDP (亿美元)        | 602.0   | 644.1   | 600.1   | 547.2   | 477.0   |
| 实际 GDP 增速 (%)       | -0.9    | 1.4     | 3.1     | 2.5     | -2.5    |
| CPI 增幅 (%)          | 5.5     | 5.6     | 4.9     | 6.0     | 11.8    |
| 失业率 (%)             | 4.1     | 4.2     | 4.8     | 5.7     | 5.9     |
| <b>结构特征</b>         |         |         |         |         |         |
| 人均 GDP (美元)         | 6,397.5 | 6,831.5 | 6,351.8 | 5,778.6 | 5,037.9 |
| 居民消费支出占 GDP 的比值 (%) | 51.5    | 54.0    | 53.6    | 54.5    | 54.5    |
| 政府消费支出占 GDP 的比值 (%) | 16.9    | 16.8    | 15.7    | 15.7    | 15.7    |
| 资本形成总额占 GDP 的比值 (%) | 26.3    | 29.1    | 28.1    | 28.0    | 26.5    |
| 净出口占 GDP 的比值 (%)    | 3.1     | -0.7    | 1.5     | 0.2     | -0.2    |
| 第一产业占 GDP 的比值 (%)   | 6.8     | 6.8     | 6.6     | 7.6     | 6.9     |
| 第二产业占 GDP 的比值 (%)   | 31.3    | 31.7    | 31.3    | 31.6    | 31.0    |
| 第三产业占 GDP 的比值 (%)   | 49.1    | 48.4    | 47.8    | 47.6    | 48.5    |
| 产品税净额占 GDP 的比值 (%)  | 12.8    | 13.0    | 14.3    | 13.2    | 13.6    |
| 银行业资本充足率 (%)        | 17.2    | 17.8    | 17.7    | 18.5    | 18.6    |
| 银行业不良贷款率 (%)        | 4.8     | 4.6     | 5.0     | 12.9    | 12.8    |
| 银行业 ROA (%)         | 1.5     | 1.9     | 2.0     | 1.8     | 1.6     |
| 银行业 ROE (%)         | 10.6    | 12.8    | 13.6    | 12.1    | 12.6    |
| <b>公共财政</b>         |         |         |         |         |         |
| 财政收入 (亿白卢布)         | 526.6   | 515.5   | 485.0   | 409.3   | 370.5   |
| 财政收入/GDP (%)        | 35.8    | 38.3    | 39.6    | 38.7    | 39.0    |
| 财政支出 (亿白卢布)         | 569.6   | 503.3   | 462.9   | 412.9   | 386.3   |
| 财政支出/GDP (%)        | 38.7    | 37.4    | 37.8    | 39.0    | 40.7    |
| 财政盈余 (亿白卢布)         | -43.0   | 12.3    | 22.1    | -3.6    | -15.8   |
| 财政盈余/GDP (%)        | -2.9    | 0.9     | 1.8     | -0.3    | -1.7    |
| 政府债务总额 (亿白卢布)       | 706.3   | 552.4   | 581.2   | 562.2   | 507.8   |
| 政府债务总额/GDP (%)      | 48.0    | 41.0    | 47.5    | 53.2    | 53.5    |
| 财政收入/政府债务 (%)       | 74.6    | 93.3    | 83.4    | 72.8    | 73.0    |
| <b>外部融资</b>         |         |         |         |         |         |
| 出口总额 (亿美元)          | 371.8   | 419.7   | 422.7   | 366.0   | 299.8   |
| 进口总额 (亿美元)          | 352.8   | 423.8   | 413.4   | 365.0   | 299.9   |
| 净出口 (亿美元)           | 19.1    | -4.0    | 9.3     | 1.0     | -0.1    |
| 经常账户收入 (亿美元)        | 399.3   | 458.1   | 461.7   | 397.0   | 321.5   |
| 经常账户余额 (亿美元)        | -2.5    | -12.5   | 0.2     | -9.5    | -16.1   |
| 经常账户余额/GDP (%)      | -0.4    | -1.9    | 0.0     | -1.7    | -3.4    |
| 国际投资净头寸 (亿美元)       | -301.0  | -319.2  | -318.4  | -333.1  | -408.2  |
| 国际投资净头寸/GDP (%)     | -50.0   | -49.6   | -53.1   | -60.9   | -85.6   |



|                |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 外债总额（亿美元）      | 420.5 | 407.2 | 392.9 | 399.3 | 375.2 |
| 外债总额/GDP（%）    | 69.8  | 63.2  | 65.5  | 73.0  | 78.6  |
| 政府外债总额（亿美元）    | 185.9 | 171.5 | 174.2 | 172.6 | 141.5 |
| 政府外债/外债总额（%）   | 44.2  | 42.1  | 44.3  | 43.2  | 37.7  |
| 经常账户收入/外债总额（%） | 95.0  | 112.5 | 117.5 | 99.4  | 85.7  |
| 经常账户收入/政府外债（%） | 214.8 | 267.1 | 265.1 | 230.0 | 227.2 |
| 外汇储备（亿美元）      | 74.7  | 93.9  | 71.6  | 73.2  | 49.3  |
| 外汇储备/外债总额（%）   | 17.8  | 23.1  | 18.2  | 18.3  | 13.1  |
| 外汇储备/政府外债（%）   | 40.2  | 54.8  | 41.1  | 42.4  | 34.8  |

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 2021—2022 年核心数据及预测

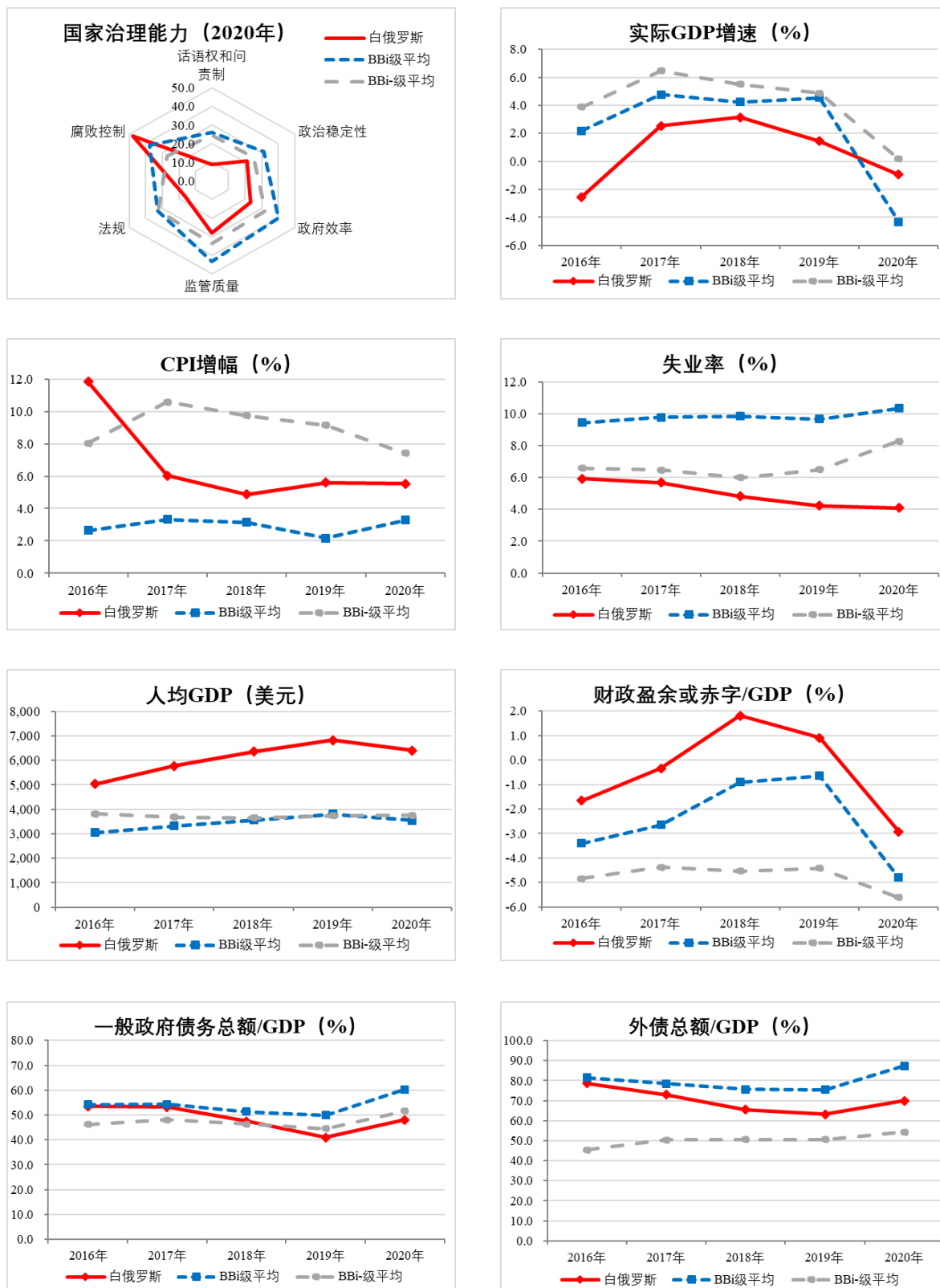
| 项目            | 2021 年上半年 | 2021 年预测 | 2022 年预测 |
|---------------|-----------|----------|----------|
| 实际 GDP 增速（%）  | 3.3       | 2.2      | 0.5      |
| CPI 增幅（%）     | 9.9       | 9.2      | 8.0      |
| 失业率（%）        | 4.0       | 4.2      | 4.5      |
| 人均 GDP（美元）    | -         | 6,900.0  | 6,800.0  |
| 财政盈余/GDP（%）   | -1.8*     | -2.5     | -2.4     |
| 政府债务总额/GDP（%） | 40.7*     | 45.0     | 45.0     |
| 经常账户余额/GDP（%） | -         | 0.5      | -0.8     |
| 外债总额/GDP（%）   | -         | 72.0     | 74.0     |

\* 中央政府数据

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、白俄罗斯统计局，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<sub>i</sub>、AA<sub>i</sub>、A<sub>i</sub>、BBB<sub>i</sub>、BB<sub>i</sub>、B<sub>i</sub>、CCC<sub>i</sub>、CC<sub>i</sub>、C<sub>i</sub> 和 D<sub>i</sub> 表示，其中，除 AAA<sub>i</sub> 级和 CCC<sub>i</sub> 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 <sub>i</sub> | 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 <sub>i</sub>  | 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 <sub>i</sub>   | 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 <sub>i</sub> | 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 <sub>i</sub>  | 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 <sub>i</sub>   | 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 <sub>i</sub> | 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 <sub>i</sub>  | 信用风险高，出现了多种违约事件先兆。                                  |
|     | C <sub>i</sub>   | 信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。                                |
| 违约级 | D <sub>i</sub>   | 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。