

蒙古国信用评级报告

本次评级结果

长期外币信用等级: B_i

长期本币信用等级: B_i

评级展望: 稳定

本次评级时间

2018年12月28日

主要数据

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(亿美元)	111.35	111.59	117.50	122.27	125.82
实际GDP增速(%)	5.15	1.24	2.38	7.89	11.65
CPI增幅(%)	4.62	0.49	5.88	12.91	8.63
失业率(%)	7.96	7.95	8.01	7.93	7.90
人均GDP(美元)	3,639.89	3,702.58	3,956.88	4,179.24	4,365.31
财政盈余/GDP(%)	-1.94	-16.98	-8.53	-11.28	-8.89
政府债务/GDP(%)	84.40	87.20	60.10	57.90	63.00
财政收入/政府债务(%)	34.55	26.99	41.74	47.99	49.53
外债总额/GDP(%)	246.90	220.67	193.34	178.71	165.32
CAR/外债总额(%)	25.98	24.28	25.53	30.52	25.59
外汇储备/外债总额(%)	10.97	5.29	6.13	7.79	11.34

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:

张强 张正一

联合资信评估有限公司

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”) 对蒙古联邦共和国(以下简称“蒙古”)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 B_i。该评级结果表示蒙古的信用风险较高, 债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。

近年来, 蒙古政府更迭频繁导致政策连续性较差。2017年, 民主党候选人巴特图勒嘎赢得总统大选使得蒙古两强相争的政治局势有所增强。人民党未能独揽政府、议会、总统三大权力, 与民主党出身的总统之间的磨合、冲突恐怕难以避免。蒙古是世界上对矿产资源依赖程度最高的国家之一, 易受经济周期和外部环境影响, 经济波动性较大。2017年, 受投资的强力拉动, 蒙古经济有所提速, 但通胀压力有所增大且失业率依旧高企。蒙古人均GDP水平较低、国际竞争力较弱且经济结构单一, 此外, 对外贸和外国投资的高度依赖, 导致其经济抗风险能力较差。银行业规模较小, 资产质量持续恶化以及盈利能力大幅下降给银行业带来一定程度风险。为削减财政赤字规模, 2017年蒙古政府实施了多项财政紧缩措施, 使得其一般政府财政赤字水平从高位回落。但蒙古一般政府债务增速较快, 且债务水平很高, 财政收入对政府债务的保障能力不断减弱。从外部融资实力来看, 近年来贸易状况不断改善且实现了贸易盈余, 但经常账户赤字水平仍较高, 经常账户状况有待改善。外债水平很高, 且政府面临的外债偿付压力明显增加, 经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力都很弱, 本币大幅贬值进一步削弱了蒙古的外债偿付能力。

优势

- 矿产资源丰富;
- 经济增长有所提速, 且未来1~2年有望保持平稳运行;
- 政府的财政紧缩措施使得一般政府财政赤字水平从高位回落, 财政状况改善明显。

关注

- 经济结构单一且对外贸和外国投资依赖程度较高, 导致其经济波动性较大且抗风险能力较弱;
- 一般政府债务增速较快, 且债务水平很高, 财政收入对政府债务的保障能力不断减弱;
- 外债水平很高, 经常账户收入和外汇储备对外

债的保障能力很弱；

- 经常账户赤字水平较高；
- 银行业规模较小，资产质量持续恶化以及盈利能力大幅下降给银行业带来一定程度风险；
- 通胀压力较大且失业率长期高企。

一、国家概况

蒙古国（以下简称“蒙古”）是位于亚洲中部的内陆国，东、南、西与中国接壤，北与俄罗斯相邻。国土面积 156.65 万平方公里，是世界第二大内陆国。人口 318 万（截至 2018 年 6 月），蒙古族约占全国人口的 80%，此外还有哈萨克等少数民族，居民主要信奉藏传佛教。官方语言为蒙古语，官方货币为图格里克。蒙古全国分为首都（乌兰巴托）和 21 个省。

蒙古矿藏资源丰富，已发现的矿产有 80 多种，建有 800 多个矿区和 8,000 多个采矿点，主要蕴含铁、铜、钼、煤、锌、金、铅、钨、石油、油页岩等资源。

蒙古奉行开放、不结盟的外交政策，主张同中俄“均衡交往，发展广泛的睦邻合作”，同时重视发展同美日德等西方发达国家、亚太国家、发展中国家以及国际组织的友好关系与合作。2004 年，蒙古成为上海合作组织首个观察员国。2012 年 3 月，蒙古与北约建立“全球伙伴关系”；同年 11 月，蒙古加入欧安组织，成为该组织第 57 个成员国。

二、国家治理

近年来蒙古政府更迭频繁，不利于经济增长

宪法规定蒙古实行议会共和制。总统是国家元首和武装力量最高统帅，每届任期 4 年，连任不得超过两届。国家大呼拉尔（即议会）是国家最高立法机关，为一院制议会，其成员由蒙古国公民以无记名投票的方式直接或间接选出，任期四年。国家大呼拉尔可提议讨论内外政策的任何问题，并将以下问题置于自己特别权力之内予以解决：批准、增补和修改法律；确定内外政策基础；宣布总统和国家大呼拉尔及其成员选举日期；决定和更换国家大呼拉尔常设委员会；颁布总统当选并承认其权力的法律；罢免总统；任免总理及政府成员；决定国家安全委员会的组成及权限；决定赦免等。总理是政府首脑和议会多数党领导人，总理和政府成员均由议会任命。议会也可以通过针对总理的不信任案来解除总理职务。司法系统由最高法院和各级地方法院构成。检察机关由总检察署和各级地方检察署构成。

蒙古实行多党制，目前共有 22 个政党，主要政党有蒙古人民党和民主党。近年来，蒙古政府更迭频繁导致政策稳定性较差。自 1992 年以来，该国一共经历了 15 任内阁，每届内阁平均执政时长为一年半，从 2004 年以来，没有任何一届总理能够顺利完成 4 年的任期。

在 2016 年 6 月的议会选举中，人民党以压倒性优势获得议会多数席位，获得议会 76 个席位中的 65 席。

同年 7 月 8 日，蒙古国议会投票通过由人民党提名的额尔登巴特担任蒙古国总理。但仅一年多之后议会便以额尔登巴特滥用职权为个人及其内阁成员谋取私利，严重触犯了国家法律为由，解除了总理额尔登巴特的职务，同时宣布解散政府，提名乌赫那·呼日勒苏赫为蒙古新一任总理人选。

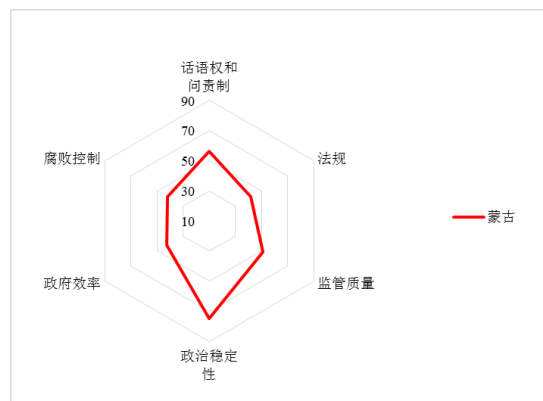
在 2017 年 7 月的总统选举中，民主党候选人巴特图勒嘎战胜人民党候选人恩赫包勒德，当选蒙古第五任总统。此次选举结果使得蒙古两强相争的政治局势有所增强。人民党未能独揽政府、议会、总统三大权力，与民主党出身的总统之间的磨合、冲突恐怕难以避免。

国家治理能力较差，贪腐问题突出

根据世界银行发布的国家治理指数，蒙古国家治理能力较差。2017 年，蒙古政府各项治理能力百分比排名均值为 51.32，较 2016 年（52.52）小幅下降。

近年来，除政府更迭频繁外，蒙古政坛还屡屡曝出金钱腐败，民众对政府的不信任感日渐加重。根据透明国际组织发布的 2017 年全球清廉指数，蒙古在全球 180 个国家和地区中排名第 103 位，较 2016 年下滑了 16 位。贪腐问题愈发严重。

图 1：2017 年蒙古国家治理能力



数据来源：世界银行

三、宏观经济政策与表现

对采矿业的过度依赖导致蒙古经济增长对国际大宗商品价格非常敏感，经济增长波动性较大；受投资的强力拉动，2017 年经济增长有所提速

蒙古是资源型国家，经济过度依赖采矿业这一支柱性产业。在蒙古政府“矿业兴国”的战略下，采矿业迅猛发展，带动蒙古经济连续 3 年保持双位数增速。2014 年以来，全球大宗商品价格持续下跌以及外部需求的放

缓使得曾经高速增长的蒙古经济出现大幅下滑。更严重的是，蒙古的投资法和开采矿产协议存在政策的不统一，导致很多外资迅速撤离。另外，中国经济放缓以及本币大幅贬值，蒙古债台高筑，一度陷入经济危机。

为尽快摆脱经济困境，蒙古向 IMF 等国家组织寻求帮助。2017 年 5 月，蒙古政府与 IMF 达成一致条件，IMF 将在三年里向蒙古提供总额约 4.34 亿美元的贷款，以支持蒙古实施经济改革计划。亚洲开发银行、世界银行、日本和韩国等其他融资伙伴方也已承诺将提供预算和项目支持，中国央行同意延长与蒙古央行签署的人民币互换协议，一揽子融资总额达到约 55 亿美元。作为条件，蒙古开始实施紧缩性预算和货币政策，其中包括暂停发放儿童补贴，暂停为国家公务人员涨工资等举措。该计划对恢复蒙古国经济发挥了关键作用。

2017 年，蒙古 GDP 总量为 111.35 亿美元，实际 GDP 增长率为 5.15%，较 2016 年上升了 3.91 个百分点，投资成为拉动经济增长的主动力。具体来看，受益于经济的回暖，2017 年蒙古家庭最终消费支出同比增长了 4.34%，但政府实施的财政紧缩措施导致政府最终消费支出同比下降了 3.18%；受矿产公司投资增加带动，2017 年蒙古投资总额大幅增长了 36.21%；进出口贸易方面，国际大宗商品价格回暖带动出口总额同比增长了 13.42%，但由于采矿部门扩大生产带动机械设备和生产资料需求的上升，2017 年蒙古进口总额同比增长了 25.00%，超过出口增速，净出口对蒙古经济增长形成一定拖累。

从产业部门来看，制造业和交通仓储业为拉动蒙古经济增长的主要产业，2017 年分别同比增长 22.78% 和 16.67%；其次为批发零售和机动车修理业、金融和保险业以及信息通信业，分别同比增长 9.74%、8.01% 和 7.86%；尽管随着国际大宗商品价格的上涨，蒙古的矿产量有所增加，但是由于铜精矿中的金属含量出现下降，2017 年蒙古采矿业总产值同比下降了 6.88%，对经济增长形成一定程度的拖累。

进入 2018 年以来，由于消费以及矿产相关投资持续增长，2018 年上半年，蒙古 GDP 实际同比增长了 6.3%，经济发展势头稳中向好。预计 2018 年蒙古经济增速或将达到 6.4% 以上的水平。

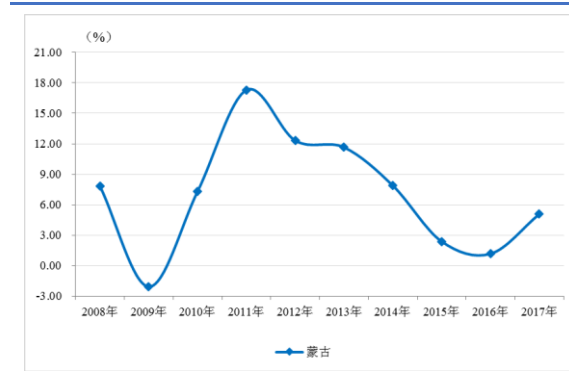
蒙古近 10 年（2008~2017 年，下同）平均 GDP 增长率为 7.10%，经济增长波动性（10 年 GDP 增长率的标准差）为 5.75%，总体来看，蒙古经济增速很高但波动性也较大。

表 1：2013~2017 年蒙古经济表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
名义 GDP (万亿图格里克)	27.17	23.94	23.15	22.23	19.17
实际 GDP 增速 (%)	5.15	1.24	2.38	7.89	11.65
名义 GDP (亿美元)	111.35	111.59	117.50	122.27	125.82
CPI 增幅 (%)	4.62	0.49	5.88	12.91	8.63
失业率 (%)	7.96	7.95	8.01	7.93	7.90

数据来源：IMF、蒙古统计局

图 2：2013~2017 年蒙古实际 GDP 增长率



数据来源：蒙古统计局

通胀率长期高企，且物价波动性较高

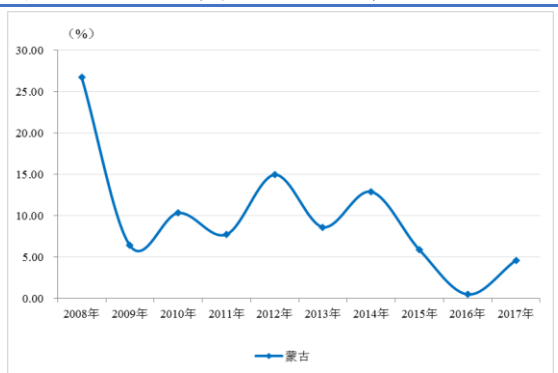
蒙古银行的主要目标是在中期内将通货膨胀率维持在目标水平 8% 以下。

从近 5 年情况来看，除 2016 年在国际大宗商品价格低迷以及国内需求尚未恢复的作用下，蒙古通胀率大幅回落以外，其余年份蒙古通胀水平均较高。2017 年，蒙古全年通胀率为 4.62%，较 2016 年上升了逾 4 个百分点。这主要是由于蒙古经济活动回暖、CPI 篮子调整、前一年的基数太低以及大旱导致本年度农作物产量大幅下降所致。

进入 2018 年以来，随着食品价格和油价的上涨，蒙古通胀率波动上升，1 月~11 月通胀率已经高达 6.68%。虽然处在目标水平以内，但通胀水平仍较高。

近 10 年 CPI 增幅均值为 9.87%，CPI 增幅波动性（10 年 CPI 增幅标准差）为 7.22%，总体来看蒙古通胀压力较大且物价波动性也较高。

图 3：2013~2017 年蒙古 CPI 增长率



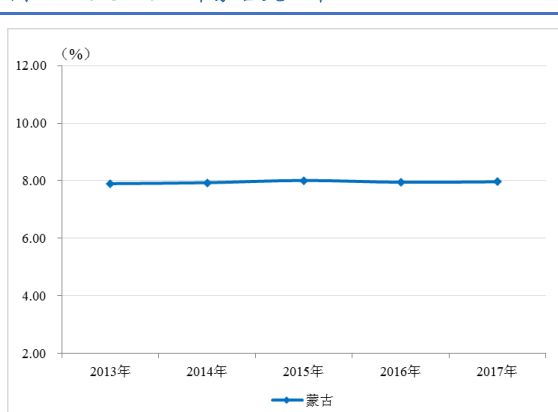
数据来源: IMF

失业率长期高企，且劳动力市场结构性矛盾突出

蒙古失业问题严重且劳动力市场结构性矛盾突出。2013~2017 年，蒙古失业率均处于近 8% 的高位。2017 年全年失业率为 7.96%，基本与 2016 年持平。进入 2018 年以来，蒙古失业率持续下降，三个季度失业率分别为 9.7%、7.5% 和 6.9%，就业市场出现改善。

由于蒙古教育体制缺陷，使学校教育和技能培训与社会实际需求脱节，导致劳动力市场一直存在结构性失业问题。此外，国内优秀人才流失海外情况严重，高校和职业技术学院培养的专业人才远远不能满足国内发展需求，尤其是高水平技术工人短缺。由于教育体制改革短期难有大的变化，蒙古劳动力市场结构性失业问题仍将继续存在。

图 4：2013~2017 年蒙古失业率



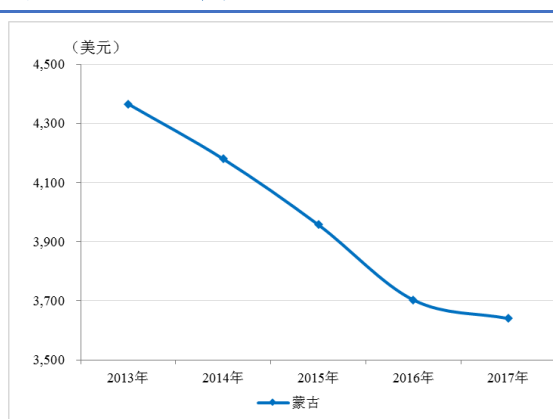
数据来源: IMF

四、结构特征

人均 GDP 水平较低，国际竞争力较弱

蒙古人均 GDP 水平较低，且由于本币持续贬值，2013~2017 年蒙古以美元计价的人均 GDP 持续下降，5 年均值约为 4,000 美元。2017 年，蒙古人均 GDP 为 3,639.89 美元，较 2016 年进一步下降了 62.69 美元，达到近 5 年以来最低值。

图 5：2013~2017 年蒙古人均 GDP



数据来源: IMF

总体来看，蒙古的国际竞争力较弱，在基础设施、商品市场效率、金融市场发展、市场规模、商业成熟度和创新等方面的排名均较低。根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017 年蒙古的全球竞争力指数为 3.90，在全球 137 个经济体中排名第 101 位，较上年上升了 1 位。

经济以畜牧业和采矿业为主，经济结构单一

从经济结构看，蒙古的经济主要依靠消费（尤其是居民消费）和投资驱动。2013~2017 年，蒙古最终消费支出总额占 GDP 的比值波动走低。2017 年为 61.49%，其中居民消费和政府消费占 GDP 的比值分别为 49.19% 和 12.30%。投资总额占 GDP 的比值也出现了明显下降，从 2013 年的逾 50% 下降至 2017 年的 36.16%。由于 2015 年以来蒙古出口开始高于进口，净出口总额占 GDP 的比值转负为正，2017 年为 2.35%。总体看，现阶段蒙古经济发展仍主要依赖居民消费和投资。

从产业结构来看，蒙古经济以畜牧业和采矿业为主，产业结构单一。畜牧业是蒙古的传统产业，是国民经济的基础，也是蒙古国加工业和生活必需品的的主要原料来源。蒙古国地广人稀，冬季持续时间较长，畜牧业生产仍以自然放养为主，现阶段仍难以实现大规模、现代化生产，受自然气候和牲畜影响较大。蒙古矿产资源丰富，

部分矿储量在国际上处于领先地位，但由于在地质勘探方面缺乏专业队伍以及技术装备落后等原因，蒙古的地质勘探水平总体较低。随着国际矿产品的升值，矿业被迅速炒热，成为其经济腾飞的重要支点和最具潜力的领域。目前采矿业产值约占蒙古 GDP 的 20% 以及出口的 80%。外资对蒙古投资的 70% 以上都集中在采矿业。

经济对外贸和外国投资依赖程度较高，抗风险能力较差

蒙古是出口导向型经济体，进出口总额与 GDP 的比值长期处于 100% 以上的水平，且持续上升。因此国际贸易环境及贸易伙伴国经济发展状况都会对蒙古产生一定程度的影响。由于中国是蒙古铜和煤的主要买家，2016 年中国经济的放缓给蒙古经济的增长造成很大影响。

其次，蒙古的发展严重依赖外资，资金来源缺乏稳定性。2017 年，蒙古 FDI 存量与 GDP 的比值高达 175.40%，远高于东亚地区平均水平（26.90%），也高于发展中经济体平均水平（33.60%）。外资的大量涌入使得蒙古经济的抗风险能力较弱，一旦主要投资国内经济形势或投资方向发生变化，蒙古将不可避免的面临外资撤离浪潮，从而对其经济造成冲击。

银行业规模较小，资产质量持续恶化以及盈利能力大幅下降给银行业带来一定程度风险

蒙古国中央银行（Bank of Mongolia, BOM）为银行业监管机构，在管理上独立于政府，拥有自主管理权，但在行政上仍需接受议会的监督。蒙古央行最主要的目标是确保国家货币图格里克的稳定性，促进国民经济的平衡和可持续发展，维护资金、金融市场和银行体系的稳定。主要职能包括：发行货币并管理其流通，制定和实施货币政策，担任政府的财政中介，监督银行以及金融机构的业务经营活动，组织以及管理银行间的支付和结算活动，管理官方外汇储备。

截至 2017 年，蒙古银行业共有 14 家商业银行，其中 1 家为国有银行（蒙古国国家银行），其余均为私有银行。其中贸易发展银行、可汗银行、郭勒蒙特银行位列前三，三家银行的总资产规模、贷款总量、结算量等均超过银行业总量的 80%。

蒙古银行业市场规模较小，2017 年，蒙古银行业总资产为 28.7 万亿图格里克，较 2016 年增长了 13.60%。从资本充足率来看，2017 年蒙古银行业资本充足率为 17.40%，较 2016 年下降了 1.20 个百分点，但仍旧高于央行设置的不低于 14% 的目标。从资产质量来看，蒙古商业银行不良贷款率持续上升且上升速度很快，2013 年

蒙古银行业不良贷款率仅为 2.50%，截至 2017 年底，这一比率已经升至 7.20%，达到 5 年来最高值，资产质量恶化明显。此外，银行业盈利能力也出现大幅下降，2013 年总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为 2.70% 和 20.40%，但截至 2017 年底，已经降至 0.70% 和 7.00%。总体来看，蒙古银行业资产质量持续恶化以及盈利能力大幅下降给蒙古银行业带来一定程度风险。

五、公共财政实力

政府的财政紧缩措施使得蒙古一般政府财政赤字水平从高位回落

前几年采矿业的持续高增长使蒙古得以多年推行扩张性财政政策，但随着财政支出规模的不断扩大，蒙古一般政府财政赤字规模不断攀升。为控制不断增长的赤字规模，2010 年蒙古《财政稳定法》正式生效，该法对政府财政赤字、财政支出和政府债务规定了上限，但由于政府一再超出上限，几年间该法案进行了多次修订，最近的一次是 2016 年，规定一般政府财政赤字水平不超过 4% 的上限。然而，《财政稳定法》并未取得实质成效。2016 年，蒙古财政部推出的政府支持贷款补贴计划和农村贷款计划（Ipotek 抵押计划）大幅抬升了政府财政支出，使得当年财政赤字水平高达 16.98%，远超财政赤字上限。

为削减财政赤字规模，2017 年蒙古政府实施了多项财政紧缩措施，包括削减公务员工资等，外加随着国际大宗商品价格回暖，蒙古一般政府财政收入出现增长，2017 年蒙古一般政府财政赤字规模和水平均出现大幅下降。

2013~2017 年，蒙古一般政府财政收入 5 年复合增长率为 7.27%。2017 年，蒙古财政收入为 7.92 万亿图格里克，同比大幅增长了 40.61%，财政收入与 GDP 的比值为 29.16%，较 2016 年增加了 5.63 个百分点。从财政收入结构来看，税收是蒙古财政收入的主要来源，占总财政收入的 80% 以上，财政收入来源较为稳定。

财政支出方面，2013~2017 年，蒙古财政支出 5 年复合增长率为 2.38%，小于财政收入增速。2017 年，由于政府开始缩减政府支出，蒙古财政支出仅为 8.45 万亿图格里克，较 2016 年下降了 12.90%，财政支出与 GDP 的比值为 31.10%，较 2016 年下降了 9.41 个百分点。从财政支出结构来看，经常性支出在财政支出总额中的占比高达 70% 以上，财政支出具有较高的刚性。

受益于政府的财政紧缩措施，2017 年蒙古一般政府财政赤字规模为 0.53 万亿图格里克，财政赤字与 GDP

的比值为1.94%，较2016年大幅下降了逾15个百分点，财政状况明显改善。

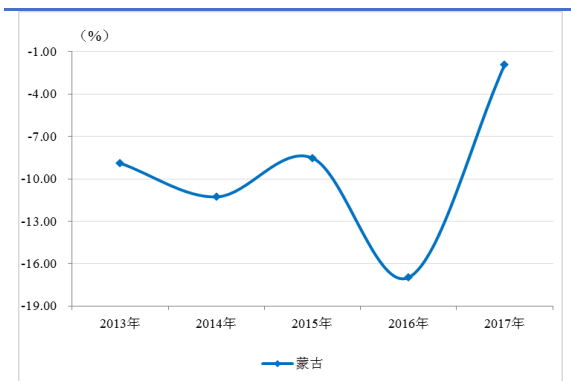
表 2：2013~2017 年蒙古政府财政表现

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
财政收入（万亿图格里克）	7.92	5.63	5.81	6.18	5.98
财政收入/GDP（%）	29.16	23.53	25.08	27.78	31.21
财政支出（万亿图格里克）	8.45	9.70	7.78	8.68	7.69
财政支出/GDP（%）	31.10	40.51	33.61	39.06	40.10
财政盈余（万亿图格里克）	-0.53	-4.06	-1.97	-2.51	-1.70
财政盈余/GDP（%）	-1.94	-16.98	-8.53	-11.28	-8.89

注：财政盈余为负表示财政赤字，财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值，以下同。

数据来源：IMF

图 6：2013~2017 年蒙古财政盈余/GDP



数据来源：IMF

2018年上半年，蒙古一般政府财政收入为4.14万亿图格里克，较去年同期增加了26.3%；财政支出为4.13万亿图格里克，较去年同期增加4.4%；财政盈余129亿图格里克。蒙古一般政府财政状况持续改善。

一般政府债务增速较快，且债务水平很高，财政收入对政府债务的保障能力不断减弱

近年来，伴随着庞大的财政赤字，蒙古一般政府债务规模持续走高，2013~2017年5年复合增长率高达17.38%。截至2017年底，蒙古一般政府债务规模总额为22.93万亿图格里克，政府债务总额与GDP的比值为84.40%，虽然较2016年下降了2.80个百分点，但仍处于很高的水平。

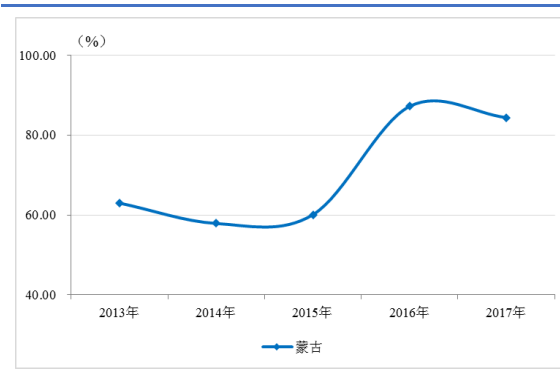
从利息支出压力看，蒙古一般政府利息支出压力不断增加。2013年蒙古一般政府利息支出相当于GDP的比值仅为1.41%，到了2017年已经大幅升至4.04%。

表 3：2013~2017 年蒙古一般政府债务情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
政府债务总额（万亿图格里克）	22.93	20.88	13.91	12.87	12.08
政府债务总额/GDP（%）	84.40	87.20	60.10	57.90	63.00
利息支出/GDP（%）	4.04	3.94	2.89	2.48	1.41
财政收入/政府债务总额（%）	34.55	26.99	41.74	47.99	49.53

数据来源：IMF

图 7：2013~2017 年蒙古政府债务/GDP



数据来源：IMF

从财政收入对政府债务的保障情况看，近年来由于蒙古一般政府债务增速过快，大幅超过财政收入增速，财政收入对政府债务的保障程度不断下降。2017年，政府财政收入与政府债务总额的比值为34.55%，虽然较2016年有所提升，但与2013年的水平相比仍旧下降了逾10个百分点，财政收入对政府债务的保障程度一般。

总体来看，政府的财政紧缩措施使得蒙古一般政府财政赤字水平从高位回落，财政状况持续改善。但蒙古一般政府债务增速较快，且债务水平很高，财政收入对政府债务的保障能力不断减弱。

六、外部融资实力

贸易状况不断改善且实现了贸易盈余，但经常账户赤字水平仍较高

蒙古出口主要为矿产品、纺织品和畜产品等；进口主要有矿产品、机器设备、食品等。主要贸易伙伴为中国，蒙古国90%的产品均出口至中国，大约30%的产品需从中国进口，其次为俄罗斯、欧盟、加拿大、美国、日本、韩国等。

2013~2017年，由于蒙古进口总额波动下降而出口总额波动上升，蒙古贸易状况持续改善。2017年，蒙古出口总额为68.01亿美元，较2016年增长了21.33%；进口总额为65.23亿美元，同比增长了16.37%，小于出

口增速；贸易顺差为 2.78 亿美元，为近 5 年来首次实现贸易盈余。

经常账户收入方面，2013 年~2017 年，蒙古经常账户收入总体呈上升趋势，5 年复合增长率为 9.95%，经常账户赤字也持续收窄。2017 年蒙古经常账户收入为 71.41 亿美元，较 2016 年增长了 19.46%。但受初次收入逆差大幅增加的影响，2017 年在贸易实现盈余的情况下，蒙古的经常账户赤字规模出现了近 5 年来首次走扩（11.55 亿美元），经常账户赤字与 GDP 的比值为 10.38%，较 2016 年上升了 4.11 个百分点，经常账户赤字水平较高。

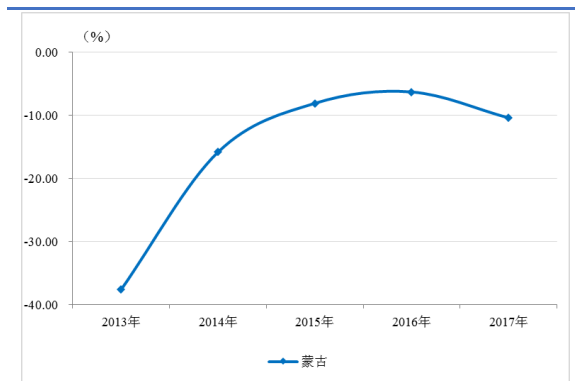
国际投资净头寸方面，由于蒙古吸引了大量外国投资，从近 5 年情况来看蒙古一直为净债务国，而且由于外部债务增速大于外部资产增速，蒙古外部净债务规模持续上升。截至 2017 年底，蒙古国际投资净头寸为-320.26 亿美元，国际投资净头寸与 GDP 的比值为-287.61%。

表 4：2013~2017 年蒙古经常账户及国际投资情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
进口额 (亿美元)	65.23	56.05	52.88	71.89	83.96
出口额 (亿美元)	68.01	56.05	51.35	60.78	44.78
贸易差额 (亿美元)	2.78	0.00	-1.53	-11.11	-39.18
经常账户收入 (亿美元)	71.41	59.78	55.15	64.68	48.86
经常账户余额 (亿美元)	-11.55	-7.00	-9.48	-19.34	-47.32
经常账户余额/GDP (%)	-10.38	-6.27	-8.07	-15.82	-37.61
国际投资净头寸 (亿美元)	-320.26	-293.45	-286.32	-272.29	-246.41
国际投资净头寸/GDP (%)	-287.61	-262.98	-243.67	-222.70	-195.85

数据来源: IMF

图 8：2013~2017 年蒙古经常账户平衡/GDP



数据来源: IMF

进入 2018 年以来，蒙古经济超预期增长导致国内需求走强，2018 年上半年，蒙古进口总额为 39.06 亿美元，较 2017 年同期增加了 32.75%；出口总额为 38.24 亿美元，较 2017 年同期增加了 15.72%。进口的大幅增

加使得蒙古再次出现贸易逆差（0.82 亿美元），经常账户赤字为 6.79 亿美元，较 2017 年同期有所走扩。

蒙古外债水平很高，且政府面临的外债偿付压力明显增加

蒙古外债水平很高，且 2013 年~2017 年呈持续上升趋势。截至 2017 年底，蒙古外债总额为 274.93 亿美元，较 2016 年增加了 11.65%，外债总额相当于 GDP 的比值为 246.90%，较 2016 年上升了 26.23 个百分点。

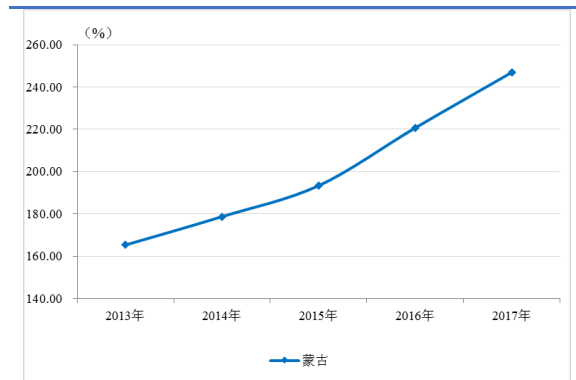
从外债构成来看，蒙古的外债主要来自一般政府、直接投资和其他部门，三者合计占外债总额的 80% 以上。截至 2017 年底，蒙古一般政府外债在外债总额中的占比为 26.63%，较 2016 年上升了 6.86 个百分点，政府面临的外债偿付压力明显增加。从外债期限结构来看，近 5 年蒙古短期外债占外债总额的比值在 10% 左右。短期外债偿还压力不大。

表 5：2013~2017 年蒙古外债及外债保障情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外债总额 (亿美元)	274.93	246.25	227.18	218.51	208.00
外债总额/GDP (%)	246.90	220.67	193.34	178.71	165.32
政府外债总额 (亿美元)	73.21	48.69	37.60	35.01	35.35
政府外债/外债总额 (%)	26.63	19.77	16.55	16.02	17.00
外汇储备 (亿美元)	30.16	13.04	13.23	16.50	21.65
CAR/外债总额 (%)	25.98	24.28	24.27	29.60	23.49
外汇储备/外债总额 (%)	10.97	5.29	5.82	7.55	10.41

数据来源: 蒙古央行、世界银行

图 9：2013~2017 年蒙古外债总额/GDP



数据来源: 蒙古央行

经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力很弱

蒙古经常账户收入对外债的保障能力很弱，2013~2017 年，经常账户收入相当于外债总额的比值均处在 30% 以下的水平，2017 年为 25.98%。

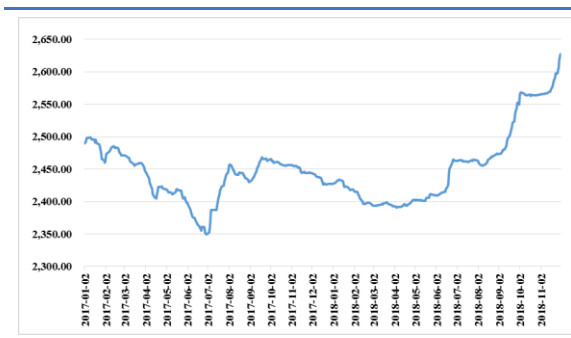
外汇储备方面，由于外汇储备不足，蒙古外汇储备

对外债的保障能力也很弱。2013~2017年，外汇储备相当于外债总额的比值均处在10%左右的水平，2017年为10.97%，虽然较2016年上升了5.68个百分点，外汇储备对外债的保障能力依旧很弱。

本币大幅贬值削弱了其外债偿付能力

蒙古实行浮动汇率制度。2017年，图格里克兑美元汇率波动走强，全年累计升值约2.5%。但进入2018年以来，由于经济走强带动进口大幅增长，叠加美元加息导致资本外流，图格里克兑美元持续贬值，2018年1月~11月，图格里克兑美元已经累计贬值8%，且贬值趋势仍在持续。本币大幅贬值在一定程度上削弱了蒙古的外债偿付能力。

图 10：2017~2018 年美元兑图格里克汇率变化



数据来源：蒙古央行

总体来看，蒙古贸易状况不断改善且实现了贸易盈余，但经常账户赤字水平仍较高。外债水平很高且政府面临的外债偿付压力明显增加，经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力都很弱，本币大幅贬值进一步削弱了蒙古的外债偿付能力。

七、评级展望

进入2018年以来，随着消费和矿产相关投资持续增长，蒙古经济稳中向好。政府实施的财政紧缩措施也有望使得一般政府财政状况持续改善。2018年6月，IMF执行委员会完成了对蒙古三年期中期贷款（EFF）的第四次审查，并表示截至2018年3月底，蒙古已经实现该项目下的所有量化目标，结构性改革也取得了一定进展。完成审查后蒙古将进一步获得约合3,691万美元的资金。在IMF的全力支持下，蒙古短期内发生主权债务违约的可能性依然较小。基于以上分析，联合资信确定蒙古主权信用评级展望为稳定。

蒙古主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
宏观数据					
GDP (亿美元)	111.35	111.59	117.50	122.27	125.82
GDP (万亿图格里克)	27.17	23.94	23.15	22.23	19.17
实际 GDP 增速 (%)	5.15	1.24	2.38	7.89	11.65
CPI 增幅 (%)	4.62	0.49	5.88	12.91	8.63
失业率 (%)	7.96	7.95	8.01	7.93	7.90
结构特征					
人均 GDP (美元)	3,639.89	3,702.58	3,956.88	4,179.24	4,365.31
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	10.42	11.68	13.36	13.34	13.41
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	32.96	33.67	31.04	31.50	30.51
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	52.52	50.54	51.67	50.45	50.45
私人消费在 GDP 中的占比 (%)	49.19	52.94	59.05	56.63	55.80
政府消费在 GDP 中的占比 (%)	12.30	14.70	13.53	13.02	13.46
投资总额在 GDP 中的占比 (%)	36.16	29.38	26.41	35.18	53.28
净出口在 GDP 中的占比 (%)	2.35	4.79	1.00	-4.82	-22.53
进出口总额/GDP (%)	119.66	100.46	88.71	108.51	102.32
银行业资本充足率 (%)	17.40	18.60	17.90	17.70	16.00
银行业不良贷款率 (%)	7.20	7.00	5.50	3.10	2.50
银行业 ROA (%)	0.70	0.80	1.20	1.80	2.70
银行业 ROE (%)	7.00	6.90	9.10	13.50	20.40
公共财政					
财政收入 (万亿图格里克)	7.92	5.63	5.81	6.18	5.98
财政收入/GDP (%)	29.16	23.53	25.08	27.78	31.21
财政支出 (万亿图格里克)	8.45	9.70	7.78	8.68	7.69
财政支出/GDP (%)	31.10	40.51	33.61	39.06	40.10
财政盈余 (万亿图格里克)	-0.53	-4.06	-1.97	-2.51	-1.70
财政盈余/GDP (%)	-1.94	-16.98	-8.53	-11.28	-8.89
政府债务总额 (万亿图格里克)	22.93	20.88	13.91	12.87	12.08
政府债务总额/GDP (%)	84.40	87.20	60.10	57.90	63.00
利息支出/GDP (%)	4.04	3.94	2.89	2.48	1.41
财政收入/政府债务 (%)	34.55	26.99	41.74	47.99	49.53
外部融资					
进口总额 (亿美元)	65.23	56.05	52.88	71.89	83.96
出口总额 (亿美元)	68.01	56.05	51.35	60.78	44.78
外贸顺差 (亿美元)	2.78	0.00	-1.53	-11.11	-39.18
经常账户收入 (亿美元)	71.41	59.78	55.15	64.68	48.86
经常账户余额 (亿美元)	-11.55	-7.00	-9.48	-19.34	-47.32
经常账户余额/GDP (%)	-10.38	-6.27	-8.07	-15.82	-37.61
国际投资净头寸 (亿美元)	-320.26	-293.45	-286.32	-272.29	-246.41
国际投资净头寸/GDP (%)	-287.61	-262.98	-243.67	-222.70	-195.85
外债总额 (亿美元)	274.93	246.25	227.18	218.51	208.00
外债总额/GDP (%)	246.90	220.67	193.34	178.71	165.32
政府外债总额 (亿美元)	73.21	48.69	37.60	35.01	35.35

政府外债/外债总额 (%)	26.63	19.77	16.55	16.02	17.00
外汇储备 (亿美元)	30.16	13.04	13.23	16.50	21.65
经常账户收入/外债总额 (%)	25.98	24.28	24.27	29.60	23.49
外汇储备/外债总额 (%)	10.97	5.29	5.82	7.55	10.41

数据来源：世界银行、IMF、蒙古央行

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。