

乌克兰信用评级报告

本次评级结果

长期外币信用等级: CCC_i

长期本币信用等级: CCC_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
GDP (亿美元)	1,121.28	933.49	909.39	1,323.43	1,795.72
实际 GDP 增速 (%)	2.53	2.44	-9.77	-6.55	-0.03
CPI 增幅 (%)	14.44	13.91	48.68	12.10	-0.26
失业率 (%)	9.21	9.35	9.14	9.28	7.17
人均 GDP (美元)	2,656.01	2,200.85	2,135.18	3,095.05	3,968.80
财政盈余/GDP (%)	-2.19	-2.23	-1.16	-4.46	-4.78
政府债务总额/GDP (%)	71.00	81.17	79.33	70.32	40.52
财政收入/政府债务 (%)	55.34	47.21	52.80	57.33	106.93
外债总额/GDP (%)	102.96	121.74	130.56	95.44	79.12
CAR/外债总额 (%)	58.91	50.62	49.04	58.87	65.89
外汇储备/外债总额 (%)	15.37	12.85	10.42	5.24	13.21

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:

胡前方 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”)对乌克兰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 CCC_i。该评级结果表示信用风险较高, 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。

乌克兰政治局面稳定性较差, 东部战事和近期与俄罗斯的海上冲突加深了乌俄隔阂, 两国关系陷入冰点, 地区局势仍处在动荡中, 同时大选临近, 总统支持率下滑, 政治权利面临更换的可能性, 未来两年政治局势并不明朗。近年来乌克兰经济摆脱衰退, 连续两年实现增长, 但仍面临通胀压力; 政府面临财政和经常账户双赤字局面, 政府债务和总外债与 2014 年危机前相比, 均处在较高水平。外汇储备有所提高, 对外债覆盖水平有所提高, 但仍未达到危机前水平, 保障能力较弱。政府运营依赖国际机构的援助, 而财政和经济改革能否顺利推进是国际合作的重要条件, 未来地区局势的不稳定和全球贸易紧张态势均为其改革的推进带来挑战, 债务的可持续性面临诸多不确定性, 不排除违约的可能性。

优势

- 经济摆脱衰退, 连续两年实现增长;
- 营商环境有所改善;
- 银行业危机有所降低, 银行整固基本完成, 信贷活动逐步恢复。

关注

- 东部局势严峻, 与俄罗斯在亚速湾冲突将加深两国隔阂, 地区形势持续动荡;
- 银行不良贷款率极高, 盈利能力差, 整体稳健性不高;
- 政府运营依赖于国际组织的援助, 能否获取援助取决于经济改革的推进状况;
- 外债总体水平较高, 未来两年将迎来外债支付高峰期, 而经济改革在复杂形势下面临诸多挑战, 债务的可持续性受到威胁。

一、国家概况

乌克兰位于欧洲东部，黑海、亚速海北岸，东北接俄罗斯，西连波兰、斯洛伐克、匈牙利，南边与罗马尼亚、摩尔多瓦毗邻，是欧洲与俄罗斯等独联体各国地缘政治的交叉点。国土面积约 60.37 万平方公里，是欧洲位居俄罗斯之后的第二大国。首都为直辖市基辅，人口约 292.8 万，面积 827 平方公里，是乌克兰全国政治、经济、文化、科学中心，同时，基辅是东欧重要的工业、科学、文化和教育中心，也是许多高科技产业、高等教育机构和历史建筑的所在地，拥有较为完善的基础设施和高度发达的公共交通系统。

乌克兰共分 27 个行政区域，其中包括 2 个直辖市，24 个行政州和 1 个自治共和国。截至 2017 年末，全国人口约 4,221.7 万人，其中城市人口约占 69%，农村人口占 31%，近年来人口下降趋势明显。乌克兰共有 130 个民族，其中，乌克兰族占总人口的 77%，其次为俄罗斯族，约占 20%。乌克兰矿产资源丰富，锰矿石储量超过 21 亿吨，位居世界前列；铁矿石储量约 275 亿吨，煤、燃料矿石、陶土地蜡和石墨储量也较为丰富。与此同时，石油和天然气资源相对匮乏，国内天然气消费的 50%和石油消费的 90%依赖进口。

乌克兰是联合国创始成员国；联合国教科文组织成员；欧洲理事会成员；黑海经济合作组织创始成员；世贸组织成员；同时，与俄罗斯和白俄罗斯协定成立独立国家联合体（独联体），但于 2018 年 4 月宣布退出独联体；与欧盟签署“欧盟-乌克兰联系国协定”；与北约签署特殊伙伴关系宪章等。

二、国家治理

近年来乌克兰亲欧派执政党内部矛盾不断，同时亲俄派仍保持着影响力，政治角力激烈；社会改革进展缓慢，腐败问题严重，政治局势仍然面临诸多不稳定因素

乌克兰议会于 1990 年通过《乌克兰国家主权宣言》，1991 年 8 月 24 日宣布独立。1991 年 12 月 25 日苏联解体，乌克兰成为独立国家。1996 年，乌克兰通过新宪法，确定其为主权、独立、民主的法制国家，实行共和制。总统是代表国家的最高元首，由直选产生，任期 5 年，连任不能超过两届。乌克兰议会“最高拉达”是国家最高立法机构，实行一院制，共设席位 450 个，直选产生，任期 5 年。

乌克兰实行多党制，2014 年“广场革命”¹之后，

国内政治势力重组，亲欧派新政党上台。2014 年 5 月波罗申科集团赢得提前大选，亲俄派总统亚努科维奇政府下台，10 月由波罗申科集团、人民阵线、自助党、利亚什科激进党和全乌克兰祖国党联盟组成亲欧派执政联盟。但因内部矛盾，利亚什科激进党、自助党和全乌克兰祖国党分别于 2015 年 9 月和 2016 年 2 月宣布退出执政联盟。2016 年时任总理亚采纽克、总检察长绍金等多位重要职能部门的部长先后由于推行改革不顺、反危机措施不利等原因被迫辞职；波罗申科的政治盟友弗拉基米尔·格罗伊曼上台出任总理。执政党内部斗争进入相对稳定期。但 2014 年下台的亚努科维奇集团仍在国内一些重要的官僚机构、大众传媒以及政治派别中保持着影响力，对执政党形成一定的阻力，国内政治角力激烈。

近年来，执政党在社会改革方面进展缓慢，不论土地监管、私有化还是医疗方面，大多数结构化改革推进缓慢甚至被搁置。另外腐败问题严重，腐败现象无处不在，对关税收入和正常经济秩序造成极大影响。2017 年在透明国际组织的清廉指数排名中，乌克兰在 180 个国家中排名 130 位，成为全球腐败最为严重的国家之一。2019 年乌克兰将进行议会和总统大选。2018 年 6 月乌克兰前总理、祖国党领导人季莫申科宣布参加下届总统选举，而公众对政府支持度非常低，现任总统支持率非常低，预计未来政治局势依旧复杂，大选之前局势得到显著改善的可能性不大。

东部顿巴斯地区局势严峻，与俄罗斯近期的亚速湾冲突将加深两国间的隔阂，与俄罗斯关系降入冰点；与欧洲关系进展缓慢

2014 年克里米亚危机之后，乌克兰与俄罗斯关系急剧恶化。随后乌克兰东部顿巴斯地区，顿涅茨克州和卢甘斯克州地区亲俄民众也要求进行公投加入俄罗斯，此地区乌克兰政府与亲俄派武装持续发生冲突。2014 年 9 月在白俄罗斯首都明斯克，乌克兰政府和东乌克兰武装分子代表签定《明斯克协议》，同意双方停火。但协议之后，乌克兰在东部顿巴斯地区与俄罗斯支持的反政府武装仍持续爆发冲突。2018 年 11 月 25 日，乌克兰与俄罗斯在亚速湾爆发军事冲突，乌方的三艘舰艇遭俄方扣留。11 月 26 日乌克兰宣布实施 30 天戒严，军队全面备战。2018 年 12 月，乌东战场频繁持续发生交火事件，地区局势持续动荡。乌俄关系陷入冰点。

与欧洲方面，亲欧派执政党积极拓展与北约和欧洲关系。2014 年乌克兰与欧盟签署“欧盟-乌克兰联系国

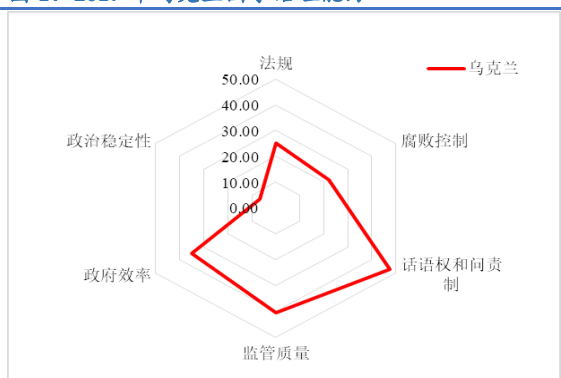
¹ 2013 年底亲欧盟示威游行后乌克兰基辅一系列内乱的统称，导致乌克兰时任总统亚努科维奇政府倒台，也引发了当年克里米亚危机。

协定”，乌克兰成为欧盟睦邻政策和东部伙伴关系的重要伙伴国，该协议于 2017 年 9 月 1 日生效。2018 年 12 月，乌克兰与欧盟签署了多个系列国际协议，包括支持和巩固乌克兰能源供应，加强政府执政能力，提高职业教育改革的有效性等。但目前来看，乌克兰东部局势动荡，欧盟内部事务自顾不暇，同时还需要兼顾与俄罗斯方面的利益，预计乌克兰与欧洲关系短期内不会有实质性进展。

乌克兰政府治理水平较低，政治稳定性极差

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，乌克兰政府治理指数水平较低，2017 年乌克兰各项治理能力指标排名百分比均值为 29.43，较上年（27.83）小幅上升，主要得益于监管治理和政府效率的小幅提升。乌克兰整体治理水平仍然较低，特别是政治稳定性，百分比排名得分仅为 6.7，在全球 213 个经济体中排名倒数第 15 位，政治稳定性极差。

图 1：2017 年乌克兰国家治理能力



数据来源：世界银行

三、宏观经济政策与表现

得益于家庭消费和固定投资的复苏，乌克兰经济实现连续增长；但与俄罗斯关系恶化可能为经济增长带来下行风险

乌克兰经济受政治动荡和国内战乱影响，2014~2015 年经济增速急速下滑，全面陷入衰退。2015 年经济增长大幅下滑 9.77%。2016 年随着新总理上台，政治动荡局面得到一定改善，同时，东部战事在此期间有所缓和，在此背景下市场化改革缓慢发展，经济增速触底反弹，当年 GDP 增速达到 2.44%。2017 年，得益于家庭消费和固定投资的复苏，经济实现连续增长。

历经战乱后，除东部地区外，2017 年乌克兰整体局势保持相对稳定，GDP 总量实现 29,829.20 亿格里夫纳（约为 1,121.28 亿美元），同比增长 2.53%，较 2016 年

上涨 0.08 个百分点，经济实现两年连续增长。从经济增长结构来看，家庭消费和固定投资是拉动经济增长的主要动力。2017 年，家庭消费同比增长 8.19%，较上一年大幅增长 5.51 个百分点，拉动经济增长 5.80%；政局的相对稳定使得政府消费出现大幅上升，同比增长 3.28%，逆转上一年颓势，拉动经济增长 0.72%；固定资产投资同比上涨 18.19%，拉动经济增长 2.95%；净出口方面，外部环境仍然较弱，进口大幅增长 12.83%，出口摆脱衰退实现 3.48% 的正增长，但净出口对经济增长仍形成拖累。

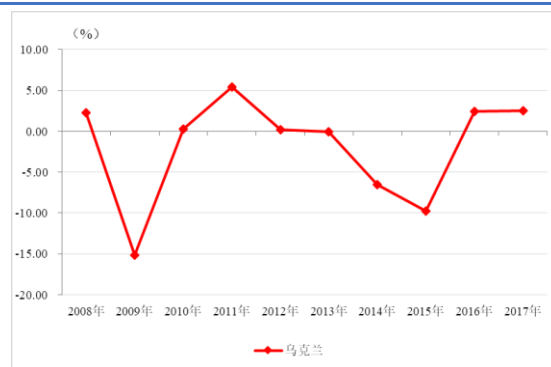
表 1：2013~2017 年乌克兰宏观经济表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
GDP (亿格里夫纳)	29,829.20	23,853.67	19,885.44	15,869.15	14,651.98
GDP (亿美元)	1,121.28	933.49	909.39	1,323.43	1,795.72
实际 GDP 增速 (%)	2.53	2.44	-9.77	-6.55	-0.03
CPI 增幅 (%)	14.44	13.91	48.68	12.10	-0.26
失业率 (%)	9.21	9.35	9.14	9.28	7.17

注：GDP 增长率为实际 GDP 增长率，以本币计算，不考虑汇率变动因素。

数据来源：IMF

图 2：乌克兰近 10 年实际 GDP 增长率



数据来源：IMF

2018 年以来，乌克兰工资收入快速上涨，家庭支出持续增加，二季度乌克兰 GDP 增长率超过政府 3% 的预测，达到 3.8%。2018 年 11 月政府出台政策，将天然气关税上调 23%，这有可能使得家庭消费在后两个月内出现放缓。投资在政府鼓励下继续保持强劲，但净出口对经济增长形成持续拖累。主要是家庭消费需求的复苏对进口需求提升较快，但外部环境依然严峻，出口形势不利，主要是美国对乌克兰主要出口商品之一钢铁征收关税，全球钢铁价格预期走低的影响下乌克兰出口低迷，贸易逆差持续扩大。预计 2018 年全年实际 GDP 增长率将达到 3.4%，但依然面临战争和外部环境恶化带来的下行风险，特别是与贸易第一伙伴国俄罗斯关系的恶化。

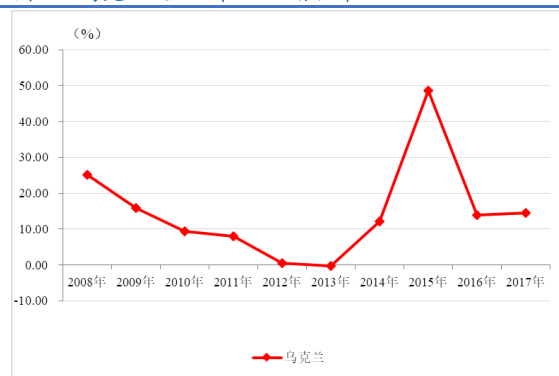
近十年来看，乌克兰 GDP 实际增速平均水平为-2.28%，十年经济平均水平属于衰退状态；同时 GDP 实际增速十年波动率达到 5.59%，波动性也较高，经济稳定性较差。

受战争和货币贬值影响，通货膨胀严重

近年来，乌克兰通胀水平较高。2015 年因战争和货币大幅贬值影响，基本生活用品价格不断攀升，居民生活遭受严重影响，通胀率达到 48.68%，成为近五年最高水平。2017 年 1 月至 8 月货币处在升值空间，但受食品价格上涨、名义工资快速增长、全球能源价格上涨以及关税上调等因素主导，全年 CPI 增幅达到 14.44%，超过央行 10% 的预计目标，通胀水平仍处在较高位置。

2018 年 10 月份，乌克兰通胀水平由 9 月份的 8.9% 上升至 9.5%。11 月政府上调天然气进口关税，加之提高养老金和最低工资标准，国内需求保持强劲，另一方面全球能源价格仍然走高，国内产品价格大幅上涨，经济仍然承受通货膨胀压力，11 月份通胀率上涨至 10.0%，2018 年 CPI 增幅预计达到 11.1%。

图 3：乌克兰近 10 年 CPI 增长率



数据来源：IMF

近十年，乌克兰平均通胀水平达到 17.78%，在全球都属于较高水平，同时从物价的波动性来看，乌克兰 CPI 增速十年波动率达到了 18.30%，物价波动性也较大。

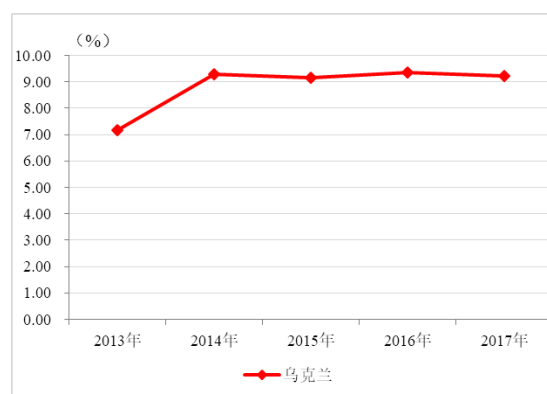
近年来失业率保持在高位；受工资水平不高和战争影响，劳动力流失严重

受战争影响，近年来乌克兰社会失业率保持在较高水平，近五年平均值达到 8.83%。2017 年乌克兰社会失业率达到 9.21%，较上一年（9.35%）小幅下降 0.13 个百分点，但与其他独联体国家相比，失业率仍处在较高水平。

乌克兰国民教育体系完整，各级教育机构质量高，人力资源丰富，劳动力素质较高。但乌克兰经济发展缓慢，工资水平不高，大批高素质劳动力外流。加之东部战争造成大批难民离开家园，劳动力外流严重。

随着经济恢复增长，政府加大对养老金和最低工资水平管理，不仅提升养老金标准，同时最低工资提升两倍。2018 年以来，工资增速加快，二季度失业率下降至 8.3%，预计 2018 年失业率将有所下降。

图 4：2013~2017 年乌克兰失业率



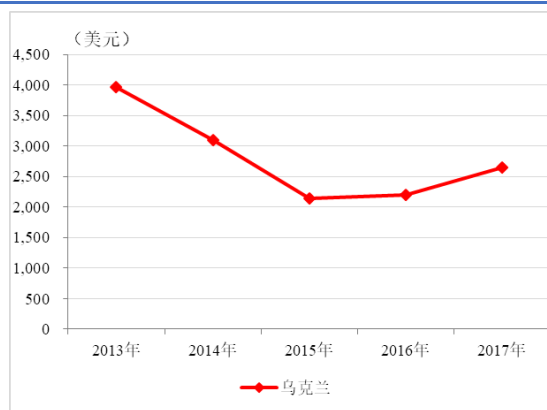
数据来源：IMF

四、结构特征

人均 GDP 水平较弱，全球竞争力水平一般，营商环境有所改善

2013 年底爆发的示威活动引发社会动荡，当年经济则陷入衰退，乌克兰人均 GDP 水平也随之大幅下滑。2013 年人均 GDP 约为 3,968.80 美元，2015 年人均 GDP 则仅为 2,135.18 美元。随着 2016 年经济恢复增长，人均 GDP 出现回升。2017 年人均 GDP 达到 2,656.01 美元，整体水平仍然不高，在独联体国家中也处在较低水平。

图 5：2013~2017 年乌克兰人均 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 年乌克兰的全球竞争力指数为 4.11，在全球 137 个经济体中排名第 81 位，较 2016 年下滑了 4 个名次。根据报告，乌克兰全球竞争力方面面临的最严重的问题是国内高通胀、腐败、政局不稳定以及赋税高企和税务监管不力等问题。

在世界银行发布的最新《营商环境报告》中，乌克兰在营商环境便利度方面，在全球 190 个经济体中排名第 71 位，较上年上升 5 位，已经连续两年保持上升趋势。

势。根据报告，乌克兰在国际贸易和合同执行方面进展最大。近期政府表态将继续进一步实施改革，简化营商程序，消除多余监管，为投资者提供更多便利。预计在政局趋稳的情况下，营商环境有望得到进一步改善。

工农业均较为发达但产值不高，经济对外部环境依赖较高，消费是经济的主驱动力，服务业构成经济主要增加值

乌克兰在苏联时期工农业均较为发达，农业有“欧洲粮仓”之称；军工实力约占前苏联的四分之一，军工业发达。乌克兰独立之后，经济结构没有发生根本性变化。农业方面，耕地资源、水力资源丰富，农作物除自给自足外还向欧洲、亚洲、北非地区出口。目前乌克兰是全球第一大葵花籽油出口国、第三大谷物出口国。但与此同时，农业面临耕地利用率低，精深加工不足，附加值低，基础设施落后，农产品价格波动较大等问题。同时，工业发达，特别是钢铁工业和军工业。乌克兰是世界第十大产钢国，占世界钢铁生产总量的 2%。军事工业是前苏联的重要基地，约占前苏联国防工业的 30%。2016 年初，乌克兰将全部国有军工企业整合为“乌克兰国防工业集团”。工农业具备一定天然优势，但均面临一定的产业问题，亟待产业结构性改革。

另一方面，经济对外部依赖性较高，特别是对周边的俄罗斯和欧洲地区。近几年乌克兰进出口总额占 GDP 比值保持在 100% 以上，2017 年进出口总额达到 103.79%。乌克兰主要出口国家是俄罗斯、波兰、土耳其和意大利，主要进口国为俄罗斯、中国、德国和波兰。同时，本身石油、天然气资源匮乏，能源供应依赖进口。尽管积极开展与欧洲关系，但与俄罗斯关系恶化将对其未来经济外部环境构成的威胁不可忽略。

从经济结构来看，消费是乌克兰经济的重要驱动力。2017 年最终消费支出占 GDP 的比值达到 84.80%，较上年小幅上升，其中家庭消费支出占 GDP 的比值为 64.40%，政府消费占 GDP 比值为 20.40%，家庭消费占据较大比例；固定资产投资占 GDP 的比值约为 20.75%，较上年小幅下降 0.77 个百分点；净出口仍然呈现恶化，净出口占 GDP 的比值为 -7.71%，较上年进一步下滑了 0.8 个百分点。从产业结构来看，服务业是乌克兰经济的重要构成，而工农业产值较低。2017 年乌克兰农业增加值占 GDP 比值为 10.23%，较上年下降 1.4 个百分点；工业增加值占 GDP 比值为 23.99%，较上一年增长 1 个百分点；而服务业增加值占 GDP 比值达到 50.27%，较上年小幅增长 0.11 个百分点。服务业占据经济增加值的主要部分。

银行业整固基本完成，但依然面临不良贷款率极高，盈利能力较差等问题，整体稳定性较差

乌克兰国家银行为中央银行，具有完全独立性，主要职责包括：行使中央银行和银行监管职能，保证通胀目标，稳固财政和支付系统；主要职能包括发行货币，制定货币和信贷政策，审批发放银行营业许可，对金融机构进行监管。截至 2017 年年底，乌克兰拥有注册银行 177 家，其中拥有银行营业执照的为 84 家。乌克兰银行业自 2014 年陷入危机以来面临巨大困境，2014~2016 年银行危机期间已经有 90 家银行被认定为没有支付能力，导致国家、居民和企业都遭受巨大损失。为克服银行业危机，乌克兰政府付出了巨大财政费用，据乌克兰国家银行委员会数据，财政成本高达 GDP 的 14%，已经超过 2008~2009 年经济危机期间的支出。而随着 2016~2017 年的经济增长复苏，银行业整顿基本于 2017 年底完成，居民和企业借贷活动正逐步恢复。2017 年银行业资本充足率达到 16.10%，较去年上升 3.41 个百分点，基本恢复了危机前水平。

尽管对无支付能力的银行进行了清理和整固，但与此同时乌克兰银行业依然面临诸多问题。首先，近三年来的不良贷款率持续攀升。2017 年，银行业不良贷款率高达 54.54%，较 2016 年（30.47%）上升 24.07 个百分点，较危机前 2013 年（12.89%）大幅上升 41.66 个百分点。不良贷款率高企局面导致国内银行信贷能力有限，对居民和企业借贷活动更加谨慎，信贷增速放缓。信贷增速的放缓将对经济增长产生阻力。另外，银行业盈利能力较差。其中，2016 年银行业总资产收益率为 -12.47%，净资产收益率为 -122.17%，亏损严重，成为近五年来盈利最差年份。2017 年在银行业整固下，总资产收益率为 -1.76%，净资产收益率为 -15.34%，较上年有明显改善，但盈利能力仍然较差。银行业改革依赖世界银行、国际货币基金组织（IMF）和欧盟等外部援助，整体稳健性较差。

五、公共财政实力

近年来财政平衡始终处在小幅赤字状态，随着大选临近和军事冲突爆发，预计财政支出进一步扩大

乌克兰近年来政府财政状况始终处在赤字状态，五年平均赤字率为 -2.96%。本届政府为赢取国际援助和加入欧盟，积极加大对财政的整固改革，一方面提高增值税，取消供暖补贴，另一方面加大对腐败的打击力度，并于 2017 年通过反腐败法案，政府财政状况自 2014 年

危机以来逐步向好。

2017 年，乌克兰根据 IMF 的建议实施了一些列财政宽松措施，包括提高最低工资标准、增加养老金等，财政支出达到 12,373.77 亿格里夫纳，较上一年增长 27.91%；另一方面税收和海关收入均有大幅增加，税收增加 848.29 亿格里夫纳，同比增长 23%。关税收入增加 710 亿格里夫纳，同比增加 30.8%。此外，海关收入临时计划超额 312.62 亿格里夫纳（或增加 11.5%）。2017 年财政收入达到 11,720.274 亿格里夫纳，较上一年增长了 28.20%，100%完成了预算收入。2017 年乌克兰财政赤字率为 GDP 的 2.19%，较上年小幅下降了 0.04 个百分点，财政状况基本维持稳定。

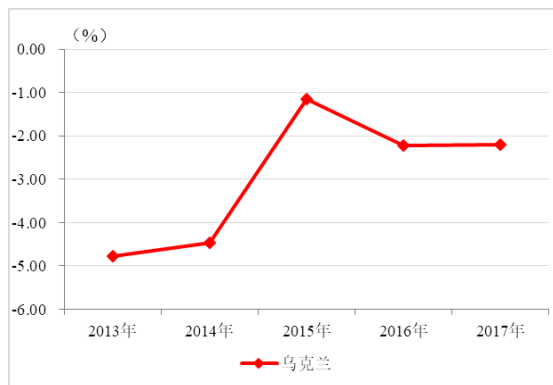
表 2：2013~2017 乌克兰政府财政表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政收入（亿格里夫纳）	11,720.27	9,142.17	8,328.75	6,397.48	6,348.00
财政收入/GDP（%）	39.29	38.33	41.88	40.31	43.33
财政支出（亿格里夫纳）	12,373.77	9,673.80	8,559.39	7,105.24	7,049.00
财政支出/GDP（%）	41.48	40.56	43.04	44.77	48.11
财政盈余（亿格里夫纳）	-653.50	-531.63	-230.64	-707.76	-701.00
财政盈余/GDP（%）	-2.19	-2.23	-1.16	-4.46	-4.78

注：财政盈余为负表示财政赤字，以下同。

数据来源：IMF

图 6：2013~2017 年乌克兰财政盈余/GDP



数据来源:IMF

根据 2018 年政府《预算法》，到 2018 年，财政收入同比增长 29%，支出将同比增长 28%，预计财政赤字将扩大至 GDP 的 2.6%。2018 年政府进一步提高最低工资标准和增加养老金，相关财政支出有望持续扩大。同时，2018 年 12 月与俄罗斯的军事冲突有可能加剧国防支出，2018 年实际财政赤字预计会超过预算。2019 年大选来临，政府支出恐将进一步走高，财政赤字率有可能进一步扩大。

动荡局势下，政府债务攀升，同时政府债务中外债占比较高，利息支出存在一定压力；2017

年财政收入对债务保障能力有所恢复，但仍处在较低水平

乌克兰在 2014 年陷入动荡之后，政府债务大幅增长，2014 年当年政府债务即上涨至 GDP 的 70.32%，较 2013 年（40.52%）大幅上涨了 29.80 个百分点。2017 年政府债务总额达到 21,177.78 亿格里夫纳，较上年同比增长 9.37%。

根据乌克兰财政部数据，截至 2018 年 6 月 30 日，乌国债和国家担保债务总额为 19,980.3 亿格里夫纳。从债务人来看，外债占比 61.81%，外债压力较大。从债务种类来看，国债占比 86.69%，国家担保债务占比 13.31%。整体来看，政府外债压力较大。

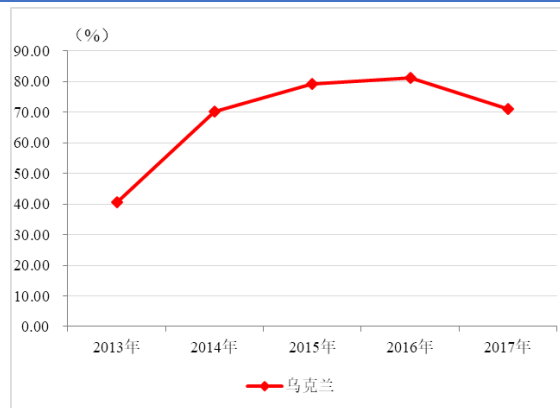
利息支出方面，由于国债占比较高，计息债务较多，利息支出方面乌克兰政府也承受一定压力。2017 年利息收入与 GDP 比值约为 3.75%，较上一年下滑 0.35 个百分点，利息支出压力略有减轻。

表 3：2013~2017 年乌克兰一般政府债务情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额（亿格里夫纳）	21,177.78	19,362.90	15,775.24	11,158.69	5,936.81
政府债务总额/GDP（%）	71.00	81.17	79.33	70.32	40.52
利息支出/GDP（%）	3.75	4.10	4.16	3.31	2.45
财政收入/政府债务（%）	55.34	47.21	52.80	57.33	106.93

数据来源：IMF

图 7：2013~2017 年乌克兰政府债务占 GDP 比重



数据来源：IMF

从财政收入对债务的保障能力来看，2014 年的动荡局势下，财政收入对政府债务的保障能力也面临大幅下滑。2014 年财政收入对政府债务覆盖率为 57.33%，较 2013 年的 106.93% 几近腰斩。2017 年随着财政整固政策的深入，财政收入小幅上升，与政府债务比值达到 55.34%，较上一年上升 8.13 个百分点。2018 年前 10 个月地方预算收入达到 1865 亿格里夫纳，同比增长 21.9%，个人所得税预算收入为 1838 亿格里夫纳，同比增长

24.1%，财政收入稳步上升，预计财政收入对政府债务保障能力将有所进一步增强。

乌克兰政府债务问题得到妥善解决是国际组织向其提供贷款和援助的重要前提。自 2014 年危机之后乌克兰政府的运行一定程度上需要倚仗国际组织的资金支持。按照 IMF 的援助计划，乌克兰在近四年内获得了相当于 175 亿美元的援助资金。2018 年欧盟、世行和 IMF 均向乌克兰做出援助和贷款决定，以帮助乌克兰解决财政和债务问题，恢复经济增长。从这一点来看，预计政府对债务和财政问题不会松懈。

六、外部融资实力

进出口商品结构单一，与俄罗斯关系恶化后积极开拓欧洲市场；近年来经济复苏背景下，国内需求旺盛带动进口增长，贸易仍然逆差

乌克兰国内资源和产业结构决定了其进出口商品结构较为单一，出口商品主要以黑色金属、粮食作物和化工产品为主，进口商品以石油天然气等能源产品为主。乌克兰主要贸易伙伴是欧盟及独联体国家，俄罗斯是其最大的贸易伙伴，双边贸易额约占乌克兰全部贸易活动的 23% 左右。近年来，随着乌俄关系恶化，乌克兰对俄罗斯及独联体地区的产品出口额不断下降，对此乌克兰积极开拓俄罗斯和独联体以外的欧洲市场，与多国签定自由贸易协定，对欧盟国家的出口额呈现出逐步上升趋势。

随着经济复苏，国内需求旺盛促进进口市场繁荣，同时钢铁产量的下滑削弱了出口优势，受此影响，2017 年乌克兰进口总额达到 625.12 亿美元，同比增长 19.16%，出口总额则实现 538.68 亿美元，同比增长 17.08%，进口大于出口，贸易逆差达到 86.44 亿美元，较上年扩大 33.95%。2018 年 1~8 月，乌克兰货物进出口总额为 666.0 亿美元，比上年同比增长 14.1%。其中，出口 309.3 亿美元，增长 12.3%；进口 356.7 亿美元，增长 15.8%。贸易逆差 47.4 亿美元，增长 44.9%。

经常账户方面，尽管商品和服务贸易逆差长期存，但乌克兰初级收入和次级收入呈现盈余，超过 300 万乌克兰人在海外工作，工资汇回对经常账户起到重要支撑作用。2017 年经常账户收入实现 680.08 亿美元，较 2016 年同比上升 18.23%。2017 年经常账户仍处在赤字状态，赤字占 GDP 比值为 1.86%，较上年上升 0.37 个百分点。不断增长的国内需求和高位油价将持续带动出口增长，而全球贸易紧张趋势和地区局势将对出口形成压力，加上 2018 年底地区局势动荡，预计 2018 年经常账户仍处在赤字状况，且赤字有扩大趋势。

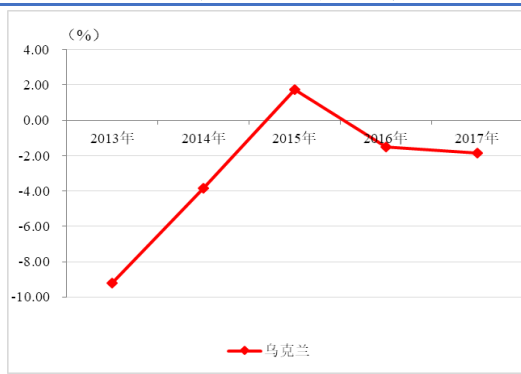
国际投资净头寸方面，乌克兰国际投资净头寸常年为负。受国内战争影响，国外投资近年来持续下滑。截至 2017 年底，乌克兰国际投资净负债为 256.87 亿美元，同比下滑 5.46%，与 GDP 比重为 22.91%，较上年减少 6.20 百分点。

表 4：2013~2017 乌克兰经常账户及国际投资情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
进口总额 (亿美元)	625.12	524.61	502.24	700.42	973.53
出口总额 (亿美元)	538.68	460.08	478.62	654.36	817.19
贸易差额 (亿美元)	-86.44	-64.53	-23.62	-46.06	-156.34
经常账户收入 (亿美元)	680.08	575.24	582.21	743.63	936.15
经常账户余额 (亿美元)	-24.42	-13.40	16.16	-45.96	-165.18
经常账户余额/GDP (%)	-1.86	-1.49	1.72	-3.86	-9.20
国际投资净头寸 (亿美元)	-256.87	-271.71	-328.90	-501.58	-668.81
国际投资净头寸/GDP (%)	-22.91	-29.11	-36.17	-37.90	-37.24

数据来源: IMF

图 8：2013~2017 年乌克兰经常账户平衡/GDP



数据来源: IMF

外债规模近年来有上升趋势，但长期外债占比较高，国际组织援助对其债务可持续性形成重要保障；未来两年迎来债务支付高峰期

乌克兰近年来外债规模持续上升。2017 年乌克兰外债总额达到 1,154.51 亿美元，较上年同比增长 1.59%，占 GDP 比值为 102.96%。其中，政府外债总额为 388.86 亿美元，政府外债约占全部外债的 33.68%，较去年上升 1.57 个百分点。乌克兰外债主要来源于国际货币基金组织、世界银行、欧洲复兴开发银行、欧洲投资银行、欧盟及其成员国、美国、日本和加拿大等国的国际贷款。

从债务期限来看，总外债中，短期外债占比为 14.84%，存在一定的短期偿还压力。政府外债基本均为长期外债，短期外债占比较小。2018 年，乌克兰合计应支付 74 亿美元的国际外汇债务，但乌克兰政府和国家银行共同获得国际资助，预计 2018 年 IMF 将资助 20 亿美元，同时从其他国际组织获得 12 亿美元，另一方面政府还发行了 25 亿美元的欧洲债券。与 IMF 等国际组

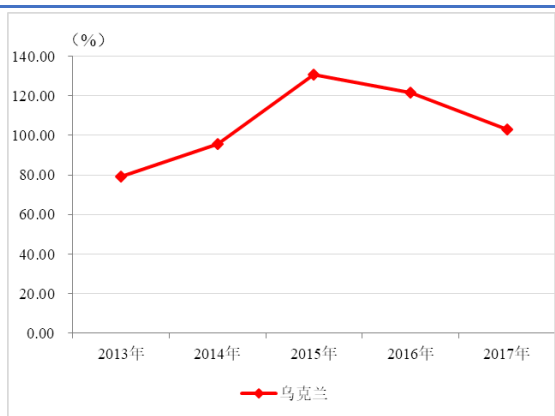
织的长期合作为乌克兰债务可持续性提供了重要保障。

表 5：2013~2017 乌克兰外债情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外债总额 (亿美元)	1,154.51	1,136.39	1,187.29	1,263.08	1,420.79
外债总额/GDP (%)	102.96	121.74	130.56	95.44	79.12
政府外债总额 (亿美元)	388.86	364.95	359.59	328.84	299.22
政府外债/外债总额 (%)	33.68	32.11	30.29	26.03	21.06

数据来源: IMF

图 9：2013~2017 年乌克兰外债占 GDP 比重



数据来源: 世界银行

根据乌克兰国家银行数据, 2018-2020 年, 政府和乌克兰国家银行将支付超过 160 亿美元的外债, 而支付的高峰期在 2019~2020 年。未来乌克兰国际援助和国际储备的可持续性将取决于乌克兰改革的成功与否, 这是国际组织继续为其提供贷款的重要前提。而随着 2018 年底地区局势的紧张态势以及 2019 年大选的来临, 预计未来两年乌克兰经济改革将面临严峻考验, 不排除债务违约的可能性。

得益于外部环境的改善和国际组织的支援, 账户收入和外债保障能力有所增强

近两年经济的稳步复苏和地区形势的相对缓和, 外部环境有所改善, 乌克兰经常账户收入有所增长; 同时在国际组织的支援下, 经济改革稳步推进, 外汇储备逐年上升。经常账户收入和外债保障能力均有所增强。

2017 年, 乌克兰经常账户收入与外债的比值达到 58.91%, 较上年增长 8.29 个百分点。经常账户收入对外债保障能力有所上升, 但仍低于 2014 年危机前水平。外汇储备方面, 2017 年, 乌克兰外汇储备达到 177.48 亿美元, 较去年同比增长 21.58%。外汇储备与外债的比值达到 15.37%, 较去年上升 2.53 个百分点, 但仍处在较低水平; 外汇储备与政府外债的比值达到 45.64%, 较去

年上升 5.64 个百分点, 同样低于 2014 年危机前水平。

乌克兰经常账户收入和外债保障的持续性受到外部环境和国际组织是否提供贷款等诸多外部因素影响, 未来债务的偿还能力仍存在一定的不确定。

表 6：2013~2017 乌克兰外债保障情况

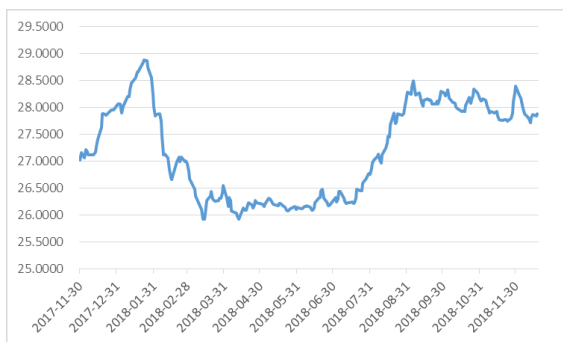
	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外汇储备 (亿美元)	177.48	145.98	123.68	66.22	187.76
CAR/外债总额 (%)	58.91	50.62	49.04	58.87	65.89
CAR/政府外债 (%)	174.89	157.62	161.91	226.14	312.86
外汇储备/外债总额 (%)	15.37	12.85	10.42	5.24	13.21
外汇储备/政府外债 (%)	45.64	40.00	34.39	20.14	62.75

数据来源: IMF

实行浮动汇率后, 货币市场稳定得到一定加固; 美联储加息背景下仍然面临贬值压力; 加密货币活跃, 但监管滞后

受银行业危机和经济衰退影响, 2014 年初开始乌克兰格里夫纳大幅贬值, 据估计贬值幅度高达 60%。2014 年 2 月 7 日, 乌克兰央行放弃紧盯美元的外汇政策, 开始实施灵活的汇率政策。2015 年 2 月 5 日, 乌克兰央行宣布放弃官方指导汇率制度, 开始实行浮动汇率制, 放

图 10：2017~2018 年美元兑格里夫纳汇率情况



数据来源: wind, 乌克兰官方汇率

开汇率波动空间, 以银行中间价作为官方汇率, 利率实现完成市场化。同时将基准利率从 14% 上升至 19.5%, 以此稳定货币市场, 当年货币再次大幅贬值 48%。

2017 年乌克兰官方汇率美元兑格里夫纳年均水平约在 1: 26.60, 整体仍呈现贬值态势, 年均贬值幅度达到 4.71%, 最大跌幅达到 9.87%。2018 年受美联储持续加息影响, 全球新兴市场货币持续承压, 特别是 8 月土耳其里拉大跌, 乌克兰央行恢复市场干预, 以缓和格里夫纳的跌势。9 月至 10 月美元兑格里夫纳基本企稳, 但仍容易受到新兴市场动荡和全球流动性收紧的溢出效应影响, 格里夫纳仍然存在贬值压力。

另一方面，乌克兰在加密货币交易中非常活跃，在 2017~2018 年一共推出了 25 种数字货币。就加密货币用户数量而言，乌克兰位居全球前十大国家之列，乌克兰国内加密货币日均交易额达到 190 万美元。但法律层面上，乌克兰对加密货币的监管明显滞后，对外汇服务提供商缺乏识别。这为乌克兰金融稳定埋下隐患，加密货币在乌克兰金融体系的发展定位需要政府尽快澄清和确定。

七、评级展望

乌克兰经济在摆脱衰退的前提下已经连续实现两年增长，在国内需求强劲复苏前提下，预计未来两年仍能够保持增长趋势；政府财政收入和经常账户收入对债务的保障能力均有所上升，在国际机构提供的贷款援助下，财政和经济改革持续推进，银行业整固也基本完成；外汇储备有明显提升，基本接近 2014 年危机前水平，对外债的保障能力也有所提高。经综合评估，联合资信给予乌克兰长期本、外币信用评级展望为“稳定”。

乌克兰主要数据

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
宏观数据					
GDP（亿格里夫纳）	29,829.20	23,853.67	19,885.44	15,869.15	14,651.98
GDP（亿美元）	1,121.28	933.49	909.39	1,323.43	1,795.72
实际 GDP 增速（%）	2.53	2.44	-9.77	-6.55	-0.03
CPI 增幅（%）	14.44	13.91	48.68	12.10	-0.26
失业率（%）	9.21	9.35	9.14	9.28	7.17
结构特征					
农业增加值占 GDP 中的比值（%）	10.23	11.63	12.06	10.15	8.79
工业增加值占 GDP 中的比值（%）	23.99	22.99	21.79	22.82	22.57
服务业增加值占 GDP 中的比值（%）	50.27	50.16	51.11	54.16	56.27
家庭消费占 GDP 中的比值（%）	64.40	64.53	66.23	70.63	71.46
政府消费占 GDP 中的比值（%）	20.40	19.37	18.92	18.67	18.58
固定资本形成总额占 GDP 中的比值（%）	20.75	21.52	15.93	13.40	18.49
净出口占 GDP 中的比值（%）	-7.71	-6.91	-2.60	-3.48	-8.71
进出口总额/GDP（%）	103.79	105.48	107.86	102.37	99.72
人均 GDP（美元）	2,656.01	2,200.85	2,135.18	3,095.05	3,968.80
国内总储蓄/GDP（%）	20.24	18.99	17.58	9.88	8.73
信贷总额/GDP（%）	58.65	78.78	85.19	108.46	95.02
私人信贷/GDP（%）	31.14	47.35	56.66	75.23	73.46
银行业资本充足率（%）	16.10	12.69	12.31	15.60	18.26
银行业不良贷款率（%）	54.54	30.47	28.03	18.98	12.89
银行业 ROA（%）	-1.76	-12.47	-5.54	-4.24	0.26
银行业 ROE（%）	-15.34	-122.17	-65.51	-31.95	1.72
公共财政					
财政收入（亿格里夫纳）	11,720.27	9,142.17	8,328.75	6,397.48	6,348.00
财政收入/GDP（%）	39.29	38.33	41.88	40.31	43.33
财政支出（亿格里夫纳）	12,373.77	9,673.80	8,559.39	7,105.24	7,049.00
财政支出/GDP（%）	41.48	40.56	43.04	44.77	48.11
财政盈余（亿格里夫纳）	-653.50	-531.63	-230.64	-707.76	-701.00
财政盈余/GDP（%）	-2.19	-2.23	-1.16	-4.46	-4.78
政府债务总额（亿格里夫纳）	21,177.78	19,362.90	15,775.24	11,158.69	5,936.81
政府债务总额/GDP（%）	71.00	81.17	79.33	70.32	40.52
利息支出/GDP（%）	3.75	4.10	4.16	3.31	2.45
财政收入/政府债务（%）	55.34	47.21	52.80	57.33	106.93
外部融资					
进口总额（亿美元）	625.12	524.61	502.24	700.42	973.53
出口总额（亿美元）	538.68	460.08	478.62	654.36	817.19
贸易差额（亿美元）	-86.44	-64.53	-23.62	-46.06	-156.34
经常账户收入（亿美元）	680.08	575.24	582.21	743.63	936.15
经常账户余额（亿美元）	-24.42	-13.40	16.16	-45.96	-165.18
经常账户余额/GDP（%）	-1.86	-1.49	1.72	-3.86	-9.20
国际投资净头寸（亿美元）	-256.87	-271.71	-328.90	-501.58	-668.81

国际投资净头寸/GDP (%)	-22.91	-29.11	-36.17	-37.90	-37.24
外债总额 (亿美元)	1,154.51	1,136.39	1,187.29	1,263.08	1,420.79
外债总额/GDP (%)	102.96	121.74	130.56	95.44	79.12
政府外债总额 (亿美元)	388.86	364.95	359.59	328.84	299.22
政府外债/外债总额 (%)	33.68	32.11	30.29	26.03	21.06
外汇储备 (亿美元)	177.48	145.98	123.68	66.22	187.76
CAR/外债总额 (%)	58.91	50.62	49.04	58.87	65.89
CAR/政府外债 (%)	174.89	157.62	161.91	226.14	312.86
外汇储备/外债总额 (%)	15.37	12.85	10.42	5.24	13.21
外汇储备/政府外债 (%)	45.64	40.00	34.39	20.14	62.75

数据来源：世界银行、IMF

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。