

乌克兰

2020 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: B_i

长期外币信用等级: B_i

评级展望: 稳定

上次评级结果:

长期本币信用等级: CCC_i

长期外币信用等级: CCC_i

评级展望: 稳定

本次评级时间: 2020 年 9 月 22 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”)对乌克兰(以下简称“乌克兰”)的主权信用进行了跟踪评级,决定将其长期本、外币信用等级由CCC_i上调至B_i,同时维持其评级展望为“稳定”。该评级结果表明乌克兰信用风险较高,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。

2019年,泽连斯基当选乌克兰新一任总统,其领导的“人民公仆党”也在议会大选中获得半数以上席位,国内政局逐步趋稳。在外部经济环境恶化的背景下,乌克兰经济增速小幅下滑至3.2%,通胀水平也回落至10%以下,失业率保持相对稳定。乌克兰人均GDP取得大幅增长,但仍处于相对较低水平,经济结构和产业结构基本保持稳定,私人消费在经济中的主导地位得到进一步巩固。银行业盈利状况得到大幅改善,但不良贷款率依然高达近50%,银行业风险仍处于较高水平。得益于新政府上台后实施的审慎财政政策,乌克兰政府财政状况有所改善,财政赤字基本保持稳定,政府债务水平则大幅下降至50%左右,为近年来最低水平,财政收入对政府债务的保障能力也大幅增强。尽管对外贸易赤字有所扩大,但得益于规模较大的侨汇收入,乌克兰经常账户赤字有所收窄,外债水平也有所下降,外债偿还能力总体保持稳定。

在新冠疫情的冲击下,乌克兰经济预计将在2020年陷入7%左右的衰退。由于乌克兰政府为应对新冠疫情出台了一系列经济刺激措施,预计乌克兰政府财政赤字率将大幅攀升至7.5%左右,政府债务水平再度回升至60%以上。此外,在本币贬值的情况下乌克兰外债偿还压力也将有所增大。

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。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 政府财政状况持续改善，债务负担不断减轻，与 IMF 达成援助协议有助于政府在新冠疫情期间以较低的成本获取融资

近年来，乌克兰政府为获取国际援助及加入欧盟而持续加大财政整固力度，政府财政赤字一直维持在相对较低水平，2019 年财政赤字相当于 GDP 的比值为 2.1%，较上年持平，政府财政状况保持稳定。由于政府债务中外币债务占比较大，乌克兰政府债务水平在 2014 年克里米亚危机后因本币大幅贬值而大幅飙升至 80% 以上，但近年来随着政府财政整固措施的实施及汇率趋稳，乌克兰政府外债水平呈下降之势，2019 年为 50.3%，较上年下降逾 10 个百分点，政府债务负担明显减轻。

在新冠疫情冲击下，预计乌克兰政府财政赤字率将大幅攀升至 7.5% 左右，政府债务水平再度回升至 60% 以上，但乌克兰政府已于 2020 年 6 月达成了为期 18 个月、总规模达 50 亿美元的备用贷款安排，再加上世界银行及欧盟提供的信贷支持，乌克兰政府有望以较低的成本获取融资来应对新冠疫情并满足政府日常运营需求。此外，乌克兰政府为满足获取融资的条件也会根据 IMF 的要求持续推进各项改革，有利于政府治理能力及财政状况的长期、持续改善。

2. 国内政局趋于稳定，各项改革措施持续推进，国家治理能力有望得到进一步改善

2019 年 4 月，乌克兰总统大选结果出炉，喜剧演员出身的“人民公仆党”候选人弗拉基米尔·泽连斯基凭借获得超 73% 的选票成功当选总统。随后，“人民公仆党”又在最高拉达（议会）选举中大获全胜，在全部 450 个席位中获得了 254 个席位，获得了事实上的过半。这使得泽连斯基成为了真正意义上的实权总统，他在竞选时提出的各项方案也能得到有效推进，乌克兰最高拉达相继于 2020 年 3 月和 5 月通过了解除农业土地出售禁令的法案和银行系统改革法案，这也是乌克兰能够获得 IMF 援助的两个先决条件。此外，乌克兰政府在反腐方面也取得了一些进展，设立了最高反腐法院，并对前任政府高层开展了反腐调查。得益于政局逐步趋稳及各项改革措施的持续推进，预计未来一段时期内乌克兰的国家治理能力将得到进一步的改善。

3. 经济增长保持稳定，通胀水平持续回落

受东部顿巴斯地区战乱及国内政局动荡影响，乌克兰经济曾在 2015 年陷入大幅衰退，但随着战乱逐步平息及国内政局趋稳，乌克兰经济近年来保持稳定增长。2019 年，乌克兰实际 GDP 增速为 3.2%，较上年小幅下滑 0.2 个百分点，但仍处于相对较高水平。另一方面，乌克兰通胀水平也呈持续回落之势，2019 年全年 CPI 平均增幅为 7.9%，较上年降低 3.1 个百分点，为 2015 年达到 48.7% 的高点后首次回落至 10% 以下，但仍然高于乌克兰央行设定的中期目标（5% 左右）。

在新冠疫情冲击下，乌克兰经济预计将在 2020 年陷入 6% 左右的衰退，2021 年则有望恢复 5% 左右的增长，而通胀水平则有望持续回落至 5% 左右的合理区间。

主要关注：

1. 地缘政治风险虽有缓和但仍然处于较高水平，乌克兰东部战火仍在持续

2014年克里米亚危机爆发及乌克兰东部顿巴斯地区爆发战乱后，乌克兰和俄罗斯之间的关系降至冰点，但泽连斯基上任以来致力于审慎缓解两国紧张局势。2019年12月，泽连斯基与普京在法德斡旋下赴巴黎出席旨在解决乌东部冲突的“诺曼底模式”四国峰会，会上四国领导人同意全面落实2014年签署的《明斯克停火协议》，俄乌总统还在峰会期间讨论乌东部地区新一轮撤军和在押人员交换问题。但从实际情况来看，乌克兰顿巴斯地区战火依然在持续，各方谈判也陷入了僵局，主张顿巴斯地区并入俄罗斯的呼声也持续高涨，未来不排除再次爆发第二个“克里米亚危机”的可能。

2. 对外贸易及经常账户持续逆差，外债水平相对较高且政府外债占比较大，外债偿还能力一般且有进一步弱化的可能

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、粮食作物和油类产品为主，进口商品以机械设备、能源产品、化工产品为主。受近年来大宗商品价格下滑及国内需求持续上升影响，乌克兰对外贸易赤字持续扩大，2019年达到125.6亿美元，较上年增长10.4%，与2015年23.6亿美元的贸易逆差相比更是扩大了逾5倍。另一方面，乌克兰侨汇收入规模较大，使得其经常账户赤字规模小于对外贸易赤字规模，2019年经常账户赤字为42.1亿美元，相当于GDP的2.7%，较上年收窄2.2个百分点。

由于对外贸易及经常账户长期逆差，乌克兰外债水平相对较高，但得益于本币汇率的趋稳，近年来外债水平总体呈下降之势，2019年底达到79.2%，较上年同期下降6.1个百分点，但仍处于相对较高的水平。从外债结构来看，由于政府吸收了大量来自于国际机构的优惠贷款，政府外债规模相对较大，2019年底在外债总额中的占比达到36.6%，较上年小幅提升1.6个百分点。2019年，乌克兰经常账户收入和外汇储备对外债的保障程度分别为69.5%和20.8%，均较上年小幅提升，但仍处于相对较低水平，且在新冠疫情的冲击下外债偿还能力有进一步弱化的可能。

3. 银行业风险仍处于相对较高水平，且在新冠疫情冲击之下风险水平可能再度上升

乌克兰银行业自2014年以来面临巨大困境，2014~2016年期间共有90家银行被认定为没有支付能力，导致国家、居民和企业都遭受了巨大损失。为克服银行业危机，乌克兰政府付出了巨额财政费用进行整顿，再加上乌克兰经济复苏，银行业状况得到了一定改善，但银行业风险仍处于相对较高水平。截至2019年底，乌克兰银行业资本充足率（19.7%）和盈利指标（ROA和ROE分别为4.7%和37.5%）均较上年显著改善，但不良贷款率依然高达48.4%，资产质量极差。

在新冠疫情的冲击下，乌克兰经济预计将在2020年陷入大幅衰退，这将给银行业资产质量带来进一步压力，银行业风险水平可能会进一步上升。在银行业中占据主导地位的国有银行可能会

需要政府救助，从而进一步加大政府的财政压力。

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. 政府后续改革措施未达到 IMF 要求使得 IMF 金融援助推迟或中断，政府外部融资压力大幅上升；
2. 地缘政治风险进一步上升，与俄罗斯关系再度恶化，并影响到乌克兰的经济发展前景；
3. 新冠疫情后政府并未收紧财政政策，财政状况进一步恶化，政府债务水平持续上升。

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. 政府各项改革措施取得良好成效，政府治理能力持续提升；
2. 地缘政治风险得到有效缓和，东部战乱逐步平息；
3. 新冠疫情后政府收紧财政政策，政府债务水平重回下降通道。

本次评级使用的评级方法、模型：		本次评级模型打分表及结果：			
名称	版本	本币指示评级	B_r+	本币评级结果	B_r
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910	外币指示评级	B_r+	外币评级结果	B_r
联合资信评估有限公司主权信用评级模型（打分表）	V3.0.201910	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素
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		政治经济表现	E	国家治理	F
分析师：李为峰 张敏				宏观经济政策和表现	C
邮箱：lianhe@lhratings.com				结构特征	F
电话：010-85679696		公共财政实力	c	财政收支及政府债务状况	e
传真：010-85679228				政府债务负担	e
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）				政府偿债能力	e
网址：www.lhratings.com		外部融资实力	c	国际收支及外部债务状况	c
				国际收支	c
				外债压力	c
				外债偿付能力	e
		调整因素和理由			调整子级
		面临较大地缘政治风险			-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 乌克兰 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 (亿格里夫纳)	39,745.6	35,606.0	29,838.8	23,853.7	19,885.4
名义 GDP (亿美元)	1,537.8	1,309.0	1,121.9	933.6	910.3
实际 GDP 增速 (%)	3.2	3.4	2.5	2.2	-9.8
CPI 增幅 (%)	7.9	11.0	14.4	13.9	48.7
失业率 (%)	8.9	8.8	9.5	9.4	9.1
结构特征					
人均 GDP (美元)	3,659.0	3,096.8	2,640.7	2,187.7	2,124.7
私人消费支出占 GDP 的比值 (%)	75.3	69.4	67.1	66.6	67.8
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	19.9	20.8	20.7	18.6	18.9
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	12.6	18.6	19.9	21.7	15.9
净出口占 GDP 的比值 (%)	-7.8	-8.7	-7.7	-6.9	-2.6
第一产业占 GDP 的比值 (%)	9.0	10.1	10.2	11.7	12.1
第二产业占 GDP 的比值 (%)	22.6	23.3	23.4	23.2	21.7
第三产业占 GDP 的比值 (%)	54.4	51.3	50.9	49.9	51.2
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	14.0	15.2	15.6	15.2	15.0
银行业资本充足率 (%)	19.7	16.2	16.1	12.7	12.3
银行业不良贷款率 (%)	48.4	52.8	54.5	30.5	28.0
银行业 ROA (%)	4.7	1.6	-1.8	-12.5	-5.5
银行业 ROE (%)	37.5	14.6	-15.3	-122.2	-65.5
公共财政					
财政收入 (亿格里夫纳)	15,690.5	14,177.2	12,025.1	9,194.4	8,423.8
财政收入/GDP (%)	39.5	39.8	40.3	38.5	42.4
财政支出 (亿格里夫纳)	16,535.6	14,928.4	12,438.0	9,711.1	8,755.5
财政支出/GDP (%)	41.6	41.9	41.7	40.7	44.0
财政盈余 (亿格里夫纳)	-845.2	-751.2	-412.9	-516.7	-331.7
财政盈余/GDP (%)	-2.1	-2.1	-1.4	-2.2	-1.7
政府债务总额 (亿格里夫纳)	19,982.8	21,684.2	21,416.9	19,297.6	15,721.8
政府债务总额/GDP (%)	50.3	60.9	71.8	80.9	79.1
财政收入/政府债务 (%)	78.5	65.4	56.1	47.6	53.6
外部融资					
出口额 (亿美元)	634.5	591.8	539.4	460.1	478.6
进口额 (亿美元)	760.1	705.6	626.9	524.6	502.2
外贸顺差 (亿美元)	-125.6	-113.8	-87.4	-64.5	-23.6
经常账户收入 (亿美元)	845.8	759.4	680.1	575.2	582.2
经常账户余额 (亿美元)	-42.1	-64.7	-35.3	-18.7	50.4
经常账户余额/GDP (%)	-2.7	-4.9	-3.1	-2.0	5.5
国际投资净头寸 (亿美元)	-207.4	-220.7	-256.3	-271.1	-327.7
国际投资净头寸/GDP (%)	-13.5	-16.9	-22.8	-29.0	-36.0

外债总额（亿美元）	1,217.4	1,147.1	1,154.5	1,136.4	1,187.3
外债总额/GDP（%）	79.2	87.6	102.9	121.7	130.4
政府外债（亿美元）	445.3	401.3	388.9	365.0	359.6
政府外债在外债总额中的占比（%）	36.6	35.0	33.7	32.1	30.3
经常账户收入/外债总额（%）	69.5	66.2	58.9	50.6	49.0
经常账户收入/政府外债（%）	189.9	189.2	174.9	157.6	161.9
外汇储备（亿美元）	253.0	208.2	188.1	155.4	133.0
外汇储备/外债总额（%）	20.8	18.2	16.3	13.7	11.2
外汇储备/政府外债（%）	56.8	51.9	48.4	42.6	37.0

数据来源：世界银行、IMF、乌克兰国家统计局、乌克兰财政部，联合资信整理

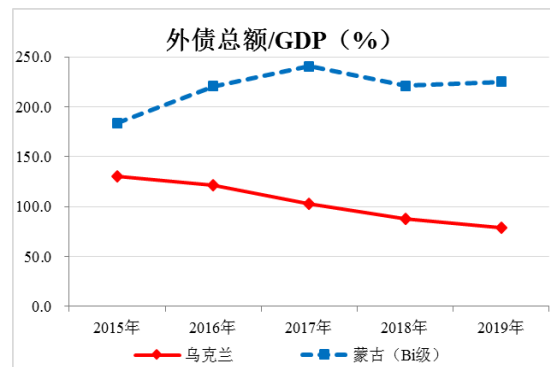
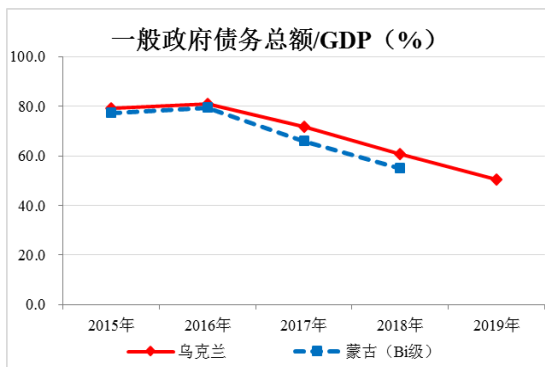
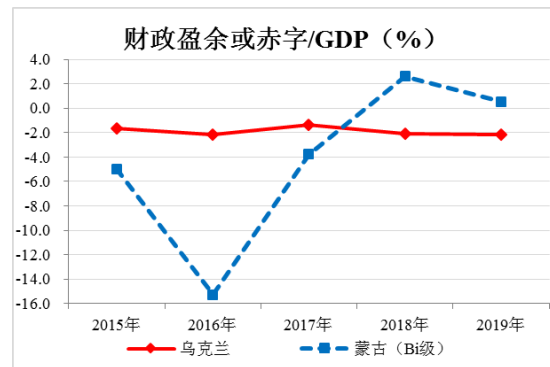
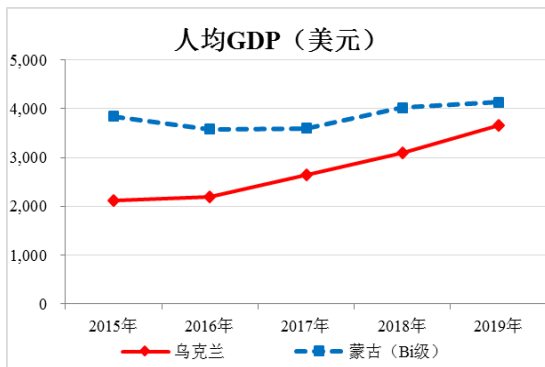
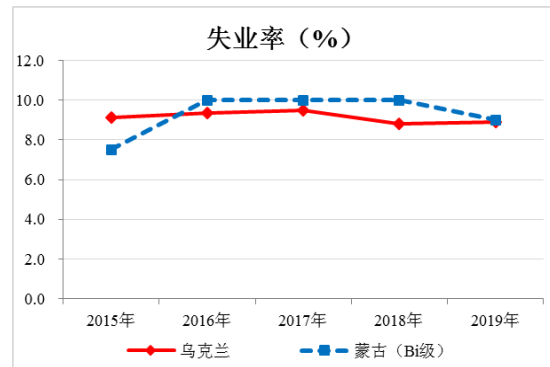
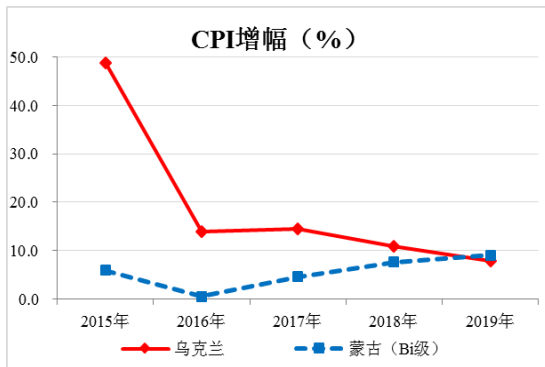
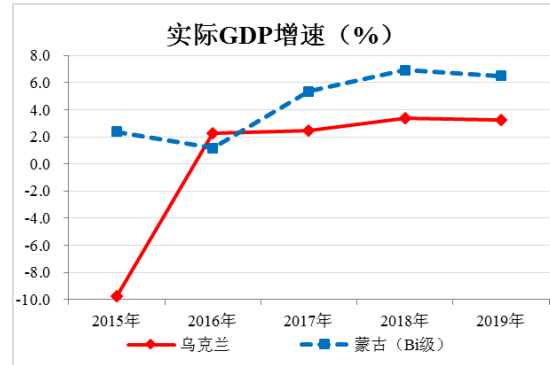
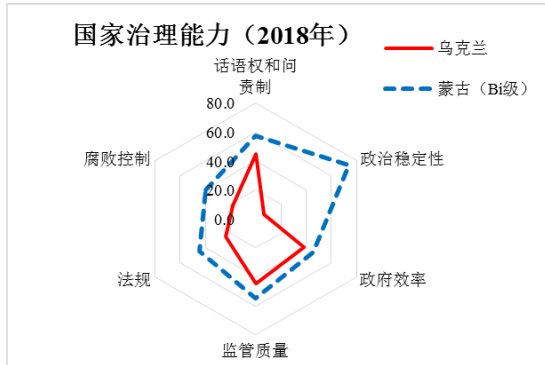
表 2 乌克兰 2020-2021 年核心数据及预测

项目	2020 年一季度	2020 年二季度	2020 年预测	2021 年预测
实际 GDP 增速（%）	-1.3	-11.4	-7.0	4.0
CPI 增幅（%）	2.7	2.1	4.5	7.0
失业率（%）	8.5	-	9.3	10.0
人均 GDP（美元）	3820.0	3500.0	3,440.0	3,610.0
财政盈余/GDP（%）	-2.5	-	-8.0	-6.0
政府债务总额/GDP（%）	56.3	57.6	68.0	65.0
经常账户余额/GDP（%）	1.1	1.5	1.0	-2.0
外债总额/GDP（%）	76.8	82.2	90.0	85.0

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、乌克兰国家统计局、乌克兰财政部，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。