

蒙古国

本次评级结果

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

本次评级时间

2017 年 4 月 17 日

评级观点

联合评级于 2017 年 4 月 17 日对蒙古国（以下简称“蒙古”）的主权信用进行了评定，确认其长期本、外币主权信用的等级为 B_i，评级展望为稳定。

2016 年人民党单独组阁执政，政策连续性及政局稳定性改善，为经济发展及投资恢复创造了较有利的政治环境，社会秩序基本稳定。经济低迷矿业不振导致银行资产质量问题凸显；政府财政赤字高企，经常账户持续逆差，债务负担沉重。2017 年 IMF 一揽子纾困贷款及中国延期本币互换协议等援助性措施可令蒙古短期内免于违约，奥尤陶勒盖铜金矿二期项目通过及投产将提振矿业投资及出口，缓解偿债压力。综上所述，联合评级认为蒙古对本、外币债务的保障能力较弱，主权信用风险较高。

分析师：王倩

邮箱：wangqian@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层

<http://www.unitedratings.com.cn>

评级依据

亲商的蒙古人民党 2016 年单独组阁执政，政局稳定性及政策连续性改善，社会秩序基本稳定

蒙古 1992 年在苏东剧变浪潮中完成政治转型，由蒙古人民革命党一党专政转为总统议会制和多党制的宪政民主制度，改名“蒙古国”，政治机制运行步入正常轨道。

2016 年 6 月，蒙古国举行大呼拉尔（议会）大选，蒙古人民党以压倒性优势夺得议会 76 个席位中的 65 个，时隔四年后再次成为执政党。7 月末执政党完成组阁，新一届国家政府成立。不同于上届民主党政府多党联合执政，由于获票超过半数，人民党实现单独组阁，避免了上届政府任期内由于多党利益协调不畅，党派斗争激烈，为迎合国内民粹倾向外资、法律政策频繁调整的现象。未来三年，蒙古具备了维持政策法律连续性的条件，为经济发展创造了较为有利的政治环境。但是，由于现任总统额勒贝格道尔吉来自民主党，其与人民党政府政见分歧难以避免。蒙古将于 2017 年 6 月举行总统选举，目前形势看来民主党候选人继续当选可能性较大，预计中期内其矛盾将持续。但是，由于蒙古具有党际间政治协商的传统，民主党总统与人民党政府的矛盾将不会扩大化引发政治失序，中期内政治局势保持平稳。

另一方面，蒙古政府治理水平有待提高，腐败问题较为突出，或在中期内制约政策推动的效率。根据世界银行的国家治理水平评估，蒙古“腐败控制”一项 2015 年得分仅 38 分¹，蒙古政商两届角色的重叠是腐败频发的主要原因，也因此反腐行动收效甚微。2015

年 10 月蒙古通过特赦法案，因涉嫌为腐败官员逃避法律责任，曾被监管各国贪腐的国际组织“透明国际”多次呼吁废除，但并未实现，因此预计蒙古腐败状况中期内不会有根本性改观。

自 2008 年议会选举爆发示威暴乱以来，即使在严峻经济危机，生活水平降低的情况下，蒙古也未发生大规模动乱，近年来社会秩序一直保持了稳定。

蒙古寻求“多支点”及“第三邻国”的外交策略，但排华情绪仍有所上升，2016 年底达赖访蒙后积极修补与中国关系

传统上，蒙古的外交围绕中、俄展开。蒙古与中国于 2014 年建立了全面战略伙伴关系，中国目前是蒙古国最大的贸易伙伴。近年来，反华情绪有所上升，尤其在涉及采矿的抗议活动中，存在一定的示威者针对中国公民的风险。2016 年 11 月，蒙古与中国关系由于达赖喇嘛访问蒙古出现波折，之后蒙古重新承认一个中国立场，与中国关系回暖，2017 中国向陷入危机的蒙古通过双边本币互换等途径提供援助。在蒙古“多支点”和“第三邻国”外交政策背景下，近年来，在保证同中俄两国关系平稳发展的同时，蒙古积极引入第三方力量，与美国、日本、欧盟、韩国、印度等国家和国际组织的关系逐步提升。地缘政治形势保持相对稳定。

经济高度依赖矿产品出口和对华贸易，单一的经济结构易受到经济周期及外部环境冲击，2016 年 GDP 出现负增长

蒙古能源矿产资源禀赋丰富，经济以畜牧业和采矿业为主导，产业结构单一。矿业是蒙古经济发展的重要支柱产业，占工业产

1 0-100 分制，得分越多治理腐败水平越高。

值近 70%。矿产品出口占出口总额比重约 80%，超过 80%的外资都投入矿业领域。近年来蒙古出口贸易 80%以上面对中国。而矿业具有强周期性特征，2010-2012 年，在国际市场矿产品价格不断升温，中国经济崛起需求走高拉动下，蒙古经济出现了前所未有的迅猛发展，2011 年增速达到创纪录的 17.3%，成为全球经济增速最快的经济体之一。但是受国际市场大宗商品价格持续走低，加上国内通过新投资法对外国投资实行严格限制导致国内投资政策转差，及中国需求放缓的内、外部因素影响，2013 年以来蒙古国经济形势经历了断崖式下跌。受中国经济放缓以及国内投资政策不稳的影响，2014 年 GDP 增速从两位数降至 7.9%，2015 年为 2.4%，2016 年则出现了负数，为-0.4%。

经济结构单一，严重依赖矿业的经济特征使蒙古经济内生动力不足，易受经济周期和外部环境影响。此外，外资主要流动在出口和贸易行业，在经济不景气和投资环境发生变动时，有很大几率发生资本外逃，加剧经济风险。

奥尤陶勒盖铜金矿二期项目开工将提振外国投资，经济有望小幅回暖；但内外需求不振等因素仍将制约其经济发展潜力，影响债务偿还基础

2016 年，由于低迷的投资信心，尤其是矿业投资仍未从前两年不确定的投资环境中完全恢复，国内需求继续呈下降趋势。2016 年 5 月蒙古南部最大矿产投资项目，也是其经济最大驱动力之一——奥尤陶勒盖铜金矿二期 53 亿美元扩张计划获得通过，有望在中期内提振投资，拉动经济增长，但效果需要时间显现。公共支出将受到整固财政的限制而收缩，私人消费也将在不确定的经济前景下滑，2016 年蒙古经济增速为-0.4%。

在国际大宗商品价格低位阻滞作用及国内需求尚未恢复作用下，2016 年蒙古通胀压力回落，全年 CPI 均值仅 0.5%；未来 1-2 年内随着大宗商品价格及国内矿业投资回暖，国内货币供应量的增加，通胀可能走高至 6%左右。

图 1：蒙古外国直接投资与经济增长情况



数据来源：联合评级主权数据库、EIU 数据库，2017 年数据为预测值

中期内，随着奥尤陶勒盖铜金矿二期项目的投产，外国投资流入状况将得到提升；而受益于矿产品质量的改善，出口也有望回暖，加上 IMF 援助性贷款的到位，将提振蒙古经济恢复速度；但长期看，连续两年遭受极寒天气重创，中国市场需求持续疲软等内外部因素将影响蒙古经济增长潜力。

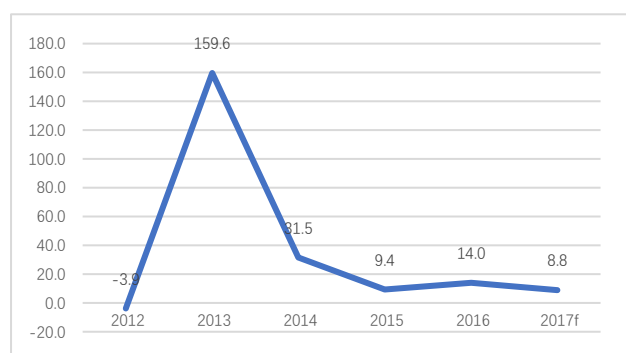
蒙古对银行业融资依赖程度高，国内经济低迷矿业出口不振导致银行资产质量及流动性风险较高

蒙古的金融行业以银行业为绝对主导，近两年的数据显示，蒙古银行业资产占金融行业总资产的 95.7%，银行间接融资比例高达 83%左右，蒙古对银行部门融资的依赖程度显著高于主要新兴经济体的平均水平。

2013 年以来，蒙古信贷增速总体呈现萎缩态势，显示总需求不振，经济和商业活动

低迷及风险高企。同时，经济持续低迷导致银行体系资产质量和流动性风险均较高，尤其是矿产部门借款无法清偿的问题加剧。根据蒙古央行的数据，到 2017 年 3 月，蒙古银行业不良贷款为 8.2%，较去年同期小幅下降 0.3 个百分点。银行系统一级资本充足率为 13.7%，较蒙古银行规定的要求分别高 4.7 个百分点。银行流动比率为 39.7%，超过了蒙古央行规定的最低值。但 IMF 及蒙古人民党政府上台伊始均曾指出，蒙古银行业统计数据有所夸大，透明度较差，实际的资本充足率和流动率预计应远低于蒙古官方公布数据。

图 2：蒙古信贷增速（%）



数据来源：联合评级主权数据库、EIU 数据库，2017 年数据为预测值

中期内，随着国内投资环境的改善，国际大宗商品价格回暖和矿业的复苏，预计银行资产质量风险有望得到一定缓解。

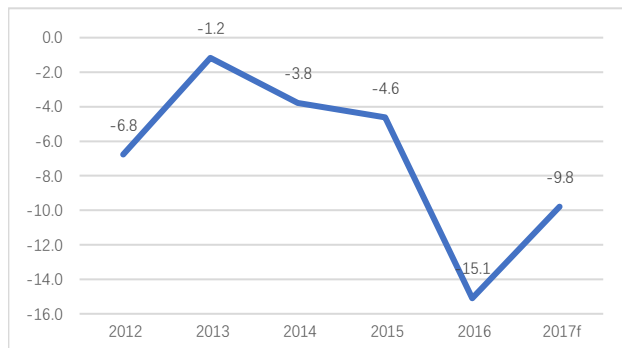
财政赤字继续远超《财政稳定法案》目标；中期内，矿业领域收入或有助于削减赤字，但表外负债隐忧未除

前几年蒙古矿业持续高增长令政府得以维持扩张性财政支出，赤字不断扩大。为整固财政，蒙古 2013 年通过了《财政稳定法案》，规定财政赤字占 GDP 的比重不超过 2%。2015 年 1 月，蒙古对该法案进行了修订，规定 2016 年政府赤字不超过 4% 的上限。然而，

该修订案并未取得实质成效。2016 年，由于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）占用了大量财政资源，政府财政支出年同比大幅上升 33.4%，而财政收入下滑了 2.1%，使得财政赤字占 GDP 比重达到约 15.1%，远超规定限制。

2016 年 8 月人民党政府上台，表示为创造稳定的税收环境，将不会提高税率，且提到了多项发展项目预算削减。2016 年 11 月，大呼拉尔批准了 2017 年政府预算案，预算案提出 2017 年蒙古财政赤字目标为 GDP 的 9.1%。同时，提出政府将改善矿业领域的基础设施，并通过开发建设、投资大型项目等增加财政收入，减少政府行政开支。中期内至 2018 年，随着矿产品出口增加，财政收入的增加将进一步推动财政赤字削减至 6.4%。

图 3：蒙古财政平衡占 GDP 比重（%）



数据来源：联合评级主权数据库、EIU 数据库，2017 年数据为预测值

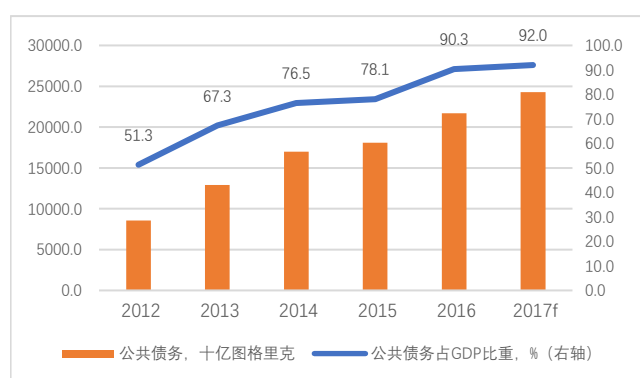
但同时，蒙古政府拥有巨大的表外负债，如通过蒙古发展银行进行的公共基础设施建设融资等，如果将这些负债计算在内，蒙古政府的赤字规模将比官方公布的数据大得多。此外，如这些负债转列入政府预算，则中期内实际财政赤字或将有继续扩大的趋势。

政府债务负担依旧沉重，IMF 等国际援助有望纾解蒙古偿债压力

近年来，伴随着庞大的财政赤字，蒙古政府的债务水平逐年攀升，公共债务占 GDP 的比重由 2011 年的 32.7% 一路飙升至 2016 年的 90.3%，远高于其目标水平。而同期亚太地区的中位数为 44.3%，新兴经济体的中位数为 47.3%。

蒙古公共债务中大多数为外部债务，2017 年，蒙古开发银行发行的一笔 5.8 亿美元的债券将会到期，加上与中国央行之间货币互换协议要求的还款金额，该行在未来两年必须偿还约 17 亿至 18 亿美元，同时在蒙古

图 4：蒙古公共债务情况



数据来源：联合评级主权数据库、EIU 数据库，2017 年数据为预测值

本币图格里克贬值压力下，预计政府债务水平将继续走高。但考虑到 IMF 对蒙古国的援助贷款于 2017 年到位，加上来自中国等国的援助下措施，同时蒙古政府的持续紧缩财政和奥尤陶勒盖二期项目重启和扩建推动经济和外资增长，将在一定程度上缓解政府偿债压力。

经常项目持续逆差，资金外流和本币贬值，加大政府外币偿债能力风险

随着国际煤炭和铜价回暖，预计 2017 年蒙古出口额将在低基数上出现同比 14.5% 的较大回升。然而，由于蒙古几乎所有的出口产

品都面向中国，中期内中国需求持续放缓或令出口增速再次回落。矿业投资持续低迷和石油进口价格处于低位，令蒙古 2016 年进口额下滑；但随着 2017-2018 年奥尤陶勒盖铜金矿及外国公司新一轮矿产行业投资的兴起，进口机械、燃料等资本性货物需求预计将走高，进口额将走高。因此，中期内蒙古经常账户预计仍将处于逆差状态。

蒙古另一个造成国际收支逆差的原因是持续的外资流入减缓和外资出逃，2012 年以来由于蒙古国内资源民族主义的兴起，对外资限制和投资环境不确定性导致大量外资撤离，2016 年直接投资已由 2011 年时的 47 亿美元滑到-30 亿美元。而同时，外部不平衡的加剧对蒙古外汇储备和汇率造成冲击，图格里克兑美元汇率 2016 年大幅下跌 20%，随着 IMF 援助 2017 年初的到位以及投资信心的回升，预计 2017-2018 年图格里克币值将出现较快回升。

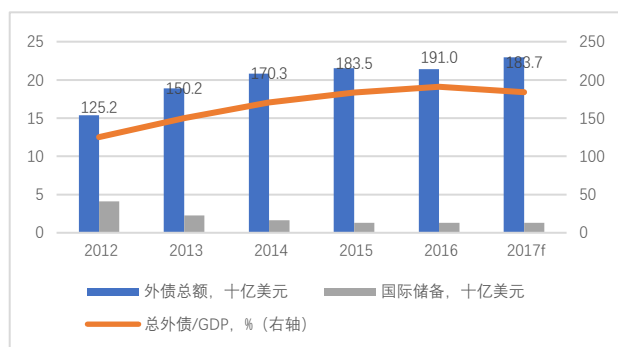
中长期内，随着奥尤陶勒盖铜金矿扩建工程的投产，蒙古出口预计将逐渐回升，但同时，由于矿产品出口占蒙古出口产品的主导地位，且蒙古的出口绝大多数面向中国，蒙古的贸易账户仍然对大宗商品周期及中国需求具有高度敏感性。在美联储加息，中国经济需求放缓背景下，蒙古要保证外部平衡仍将面临较大难度。

国际储备下降，外债负担沉重，外部流动性风险凸显；IMF 与中国等国家的一揽子援助贷款将缓解蒙古短期债务违约，但偿付风险依然较高

近年来，蒙古外债规模激增，外债负债率一路攀升。外债与 GDP 占比从 2012 年的 125.2% 一路猛升至 2016 年的 191.0%，已大大超过 100% 的警戒水平。其中，短期外债规模不断扩大。从 2012 年的 9.03 亿美元，扩大到

2015 年的 24.4 亿美元，2016 年略有下降为 23.6 亿美元。而 2015 年短期外债占外汇储备的 155.1%，短期偿付能力面临较大压力。

图 5：蒙古外债水平及国际储备情况



数据来源：联合评级主权数据库、EIU 数据库，2017 年数据为预测值

另一方面国际储备持续缩水，2012 年以来，蒙古国际储备一直处于缩水状态。2016 年，蒙古国际储备仅为 12.8 亿美元，国际储备对外债的覆盖率仅有 6.0%，目前国际储备仅能覆盖 2.8 个月的进口用汇。这些指标均折射出蒙古的外部流动性风险突出。从结构来

看，蒙古外债约有一半为公司间借款，随着奥尤陶勒盖二期项目带来的国内矿业投资的恢复，加上 IMF 的一揽子纾困贷款为其提供外部融资支持，其流动性风险有望得到一定程度缓解，保证蒙古政府一些大额年内到期的外国债务偿还，但总体外部流动性风险仍较为突出。

展望

综合以上，蒙古新任政府上台后政局稳定性加强，奥尤陶勒盖铜金矿二期项目的重启及投产将提振矿业投资及经济发展，缓解政府财政压力；蒙古债务负担依然沉重，但 IMF 一揽子纾困贷款的到位将为蒙古提供外部融资支持，加上国内矿业投资的回暖及财政紧缩政策，有望在一定程度上缓解本、外币偿债负担。因此，联合评级对未来 1-2 年蒙古本、外币主权信用评级展望为稳定。

蒙古主权信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f	中亚西亚 ^d	一带一路 ^d
GDP (十亿美元)	12.3	12.6	12.2	11.7	11.2	12.5	134.3	404.1
人均 GDP (美元)	9,984.1	11,129.1	12,011.8	12,217.2	12,130.0	12,470.0	13166.6	21749.0
GDP 增长率 (%，实际)	12.3	11.6	7.9	2.4	-0.4	2.5	4.1	3.0
通货膨胀率 (%)	15.0	8.6	13.0	5.8	0.5	4.4	8.3	5.5
国内信贷增长率 (%)	-3.9	159.6	31.5	9.4	14.0	8.8	23.0	15.9
M2 增长率 (%)	18.8	24.2	12.4	-5.5	16.5	14.3	17.3	11.4
各级政府财政平衡/GDP (%)	-6.8	-1.2	-3.8	-4.6	-15.1	-9.8	-1.9	-2.9
各级政府利息支付/GDP (%)	2.2	3.4	2.9	3.6	4.5	4.9	0.4	2.3
各级政府总债务/GDP (%)	51.3	67.3	76.5	78.1	90.3	92.0	29.6	46.0
总外债/GDP (%)	125.2	150.2	170.3	183.5	191.0	183.7	60.1	72.8
短期外债/总外债 (%)	5.9	8.3	11.4	11.3	11.0	10.7	9.9	20.9
经常项目余额/GDP (%)	-43.8	-37.6	-15.8	-8.1	-3.6	-6.4	-4.9	-0.9
国际储备/总外债 (%)	26.8	11.9	7.9	6.1	6.0	5.6	464.6	128.0

数据来源：联合评级主权数据库、EIU 数据库；f 表示预测值；d 表示中亚西亚 9 国近五年均值；a 表示一带一路 57 国近五年均值