

# 白俄罗斯共和国

## 本次评级结果

长期本币信用等级：BB<sub>1</sub>+

长期外币信用等级：BB<sub>1</sub>-

评级展望：稳定

## 本次评级时间

2017 年 4 月 16 日

分析师：胡前方

邮箱：

huqf@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>

## 评级观点

联合评级已于 2017 年 4 月 16 日对白俄罗斯共和国（以下简称“白俄罗斯”）的本币、外币信用状况进行了初次评级，决定给予白俄罗斯长期本币信用等级 BB<sub>1</sub>+, 外币信用等级 BB<sub>1</sub>-, 展望为稳定。

卢卡申科自 1994 年担任总统以来已经连任 22 年并有继续执政的能力，国内政治权利集中，政治局面稳定，社会动荡的可能性较低。经济对外贸易依存度过高，贸易长期逆差，国际大宗商品价格低迷、国际油价下降和俄罗斯经济衰退均对其经济增长产生了抑制作用；货币工使用频繁，流动性风险和汇率风险较高，银行不良资产上升较快，外资银行占比高，政府干预占主导地位，银行盈利能力较差，倒闭事件时有发生，金融不稳定性增强。财政账户常年保持盈余，但政府债务呈现逐年上升的趋势，且政府债务中外币债务占比较高；但受益于国际经济组织对中长期外债的置换和重组，外债规模尤其是短期外债下降较快，2016 年外汇储备有小幅回升，短期偿债压力尚好。综上所述，白俄罗斯政府外币债务的信用风险高于本、币债务的偿还，但都存在一定的

## 评级依据

**卢卡申科已经连任总统 22 年，白俄罗斯政治权利高度集中，政局长期保持稳定，社会动荡和恐怖袭击的风险较低**

白俄罗斯从“苏联”解体以后宣布成立白俄罗斯共和国，在 1994 年通过全民公投开始实行总统制，现任总统卢卡申科以 80% 以上的得票率当选首任总统，任期 5 年；1996 年通过全民公投对宪法进行修订，决定强化总统权力并改一院制为两院制，每 5 年举行一次总统大选；并在 2004 年解除了总统连任限制。现年 63 岁的总统卢卡申科自 1994 年当选总统以来，一直连任至今，已经连任 22 年，并且在 2015 年 10 月举行的总统大选中再次以超过 80% 的投票率高票当选。政局稳定，政策的连续性较好。国内民主抗议活动规模较小并且经常很快被当局压制，最近一次针对政府征收“失业税”的民主抗议活动开始于 2017 年 2 月中旬，但随后该系列抗议活动以政府出动警力逮捕数百名抗议者结束。虽然此次抗议活动对当局执政能力影响不大，但在当前连续两年实际收入下滑和经济衰退明显的局面下，执政当局非常重视由此可能引起的更大的社会不满情绪。不过，这对社会秩序的影响不大。加之，民族和宗教矛盾较少，整体社会治安秩序较好。

**国际关系有所缓解，欧盟解除了部分制裁**

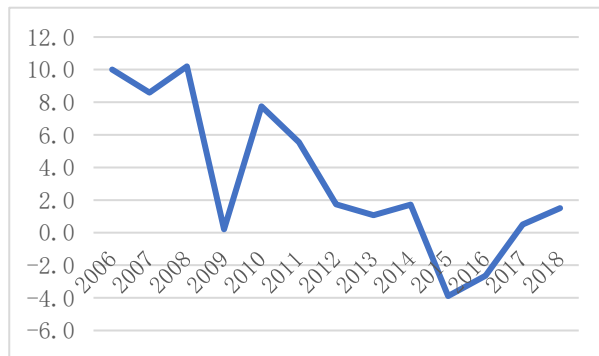
来自俄罗斯的经济支持和军事合作是卢卡申科政府的执政基石。但在乌克兰危机后，白俄罗斯调整了外交策略，奉行严格中立立场。白卢卡申科政府一直致力于改善与西方国家的关系，以此争取和维持出口市场和外部投融资的持续性和稳定性。2016 年 2 月，欧盟解除了对白俄罗斯的部分制裁，其中包

括白俄罗斯人出入欧盟的禁令等。2016 年 6 月在全白俄罗斯人民大会上，卢卡申科强调了与欧盟关系的重要性，并将同欧盟关系实现全面正常化纳入了未来的努力方向。卢卡申科政府主持了乌克兰“和平对话”的举措也给西方世界创造了好印象。同时，重视同中国、古巴等国的友好合作关系，努力争取外交空间，扩大国际影响。

**白俄罗斯经济对外依存度高，经济增速放缓，2015 年首次出现负增长。受制于对外部经济的依赖和国内较为僵化的管理体制，经济的脆弱性上升**

白俄罗斯矿产、水利资源丰富，森林覆盖率高，工农业基础较好，但外贸依存度极高，其进出口总值占国内生产总值的 120% 以上。石油、天然气等原材料主要依靠进口，俄罗斯是白俄罗斯进出口最大市场。受全球商品价格低迷，国际油价下滑，以及俄罗斯经济衰退影响，经济增速自 2011 年以来一度放缓，并在 2015 年出现首次负增长，实际增长率为 -3.9%。2016 年实际 GDP 增速为 -2.6%，较上一年负增长有所缓和。随着国际油价的小幅回升和外部需求的有所改善，预计 2017 至 2018 年，经济增速将逐步摆脱负增长，实现约 0.5% 和 1.5% 的增速。

图 1：白俄罗斯 GDP 增长率（%）

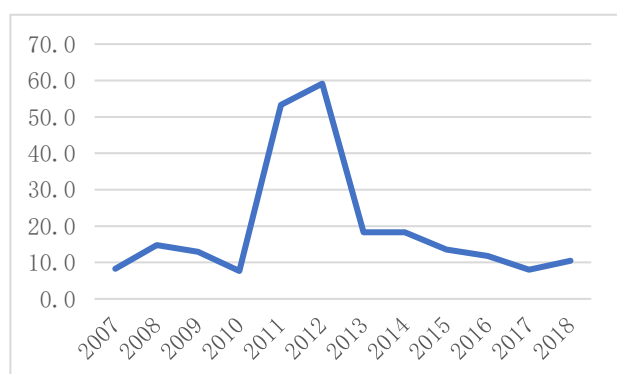


数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

## 通货膨胀有所回落，存在隐形失业问题

白俄罗斯国内一直承受通货膨胀压力，2016 年全年平均通货膨胀率达到 11.8%，较上一年下降 1.8 个百分点，通货膨胀率逐年下降，逐步回落至 2009 年水平。这主要得益于国内消费需求的小幅增长和本国卢布的大幅升值。虽然官方统计显示白俄罗斯失业率长期保持在 1.0% 以内，但根据 IMF 统计，该国国有企业中存在 20% 左右的冗员，存在隐形失业压力。从中长期来看，相对廉价的劳动力和较低水平的腐败程度是吸引外商投资的主要因素。

图 2：白俄罗斯通货膨胀率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

## 外资银行占比高，政府干预占主导地位，银行盈利能力较差，倒闭事件时有发生，金融不稳定性增强

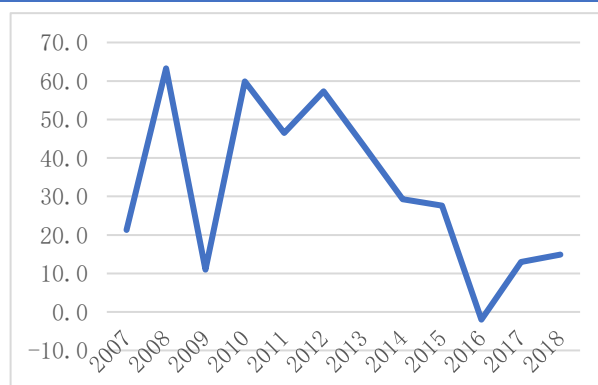
白俄罗斯金融体系发展水平较低，证券市场投资工具种类较少，银行业业务开展水平有限，提供的金融衍生产品和金融服务较少。同时，政府在金融体系中有较大决策力，使得其金融系统独立性不强，银行业资金使用效率低下，贷款利率偏高，风险较大。2015 年银行业收益率为 1%，较上一年下降 0.7 个百分点。银行业出现大面积亏损，银行倒闭风潮时有发生。目前，已成立金融稳定

委员会，负责对稳定金融稳定的因素进行分析，试图摆脱金融不稳定困境。此外，该国的外资银行占比较高。截至 2016 年 1 月 1 日，白俄罗斯 32 家商业银行中有 26 家有外国参股，其中合资银行中股权占比 50% 以上的有 23 家，9 家为外商独资。外资银行占据金融机构的比例，不利于整体银行业金融监管和稳定性发展。

## 银行业面临业务结构和资产质量下降的考验；长期来看，流动性风险和汇率风险将对银行业效率和稳健性产生较大影响

2016 年 7 月，白俄罗斯发行了新卢布，与旧卢布比率为 1:10000。新的货币大幅提高了本国货币的汇率水平，但也引起对货币稳定和通货紧缩的担忧。为此，自 2015 年中旬开始，白俄罗斯国家银行通过逐步收缩非金融部门和私人部门的信贷规模，鼓励商业银

图 3：白俄罗斯信贷增长率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

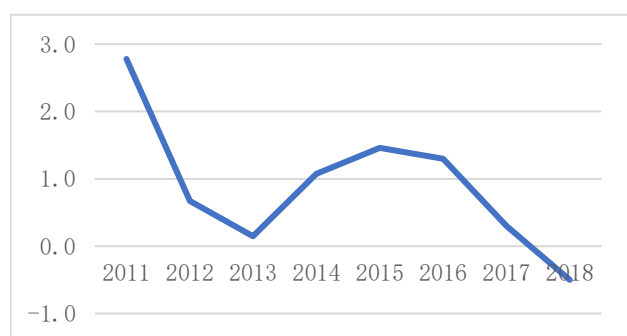
行购买短期本币国债等方式，压缩市场上多余的流动性，以期达到稳定货币目的。同时，自 2016 年初起白俄罗斯国家银行就开始大幅缩减参考汇率，将再融资利率累计下调 10 个百分点至 15%。但这也引起了间接货币工具失效的担忧。

2015年，银行信贷风险资产达到404.9万亿白卢布，较上以年增长了25%，不良资产达到27.7万亿白卢布，较上以年增长了91.5%。银行业面临着业务结构调整和资产质量下降的考验；同时，流动性风险和汇率风险将对银行业效率和稳健性产生较大影响。

### 白俄罗斯政府财政平衡情况较好，为公共债务负担提供了财政空间；但公债规模持续上升

财政平衡自2011年以来一直保持在微弱盈余状态。财政支出和财政收入规模保持在GDP的40%左右，2015年财政盈余占GDP的1.5%，预计2016年将小幅下降至1.3%左右。

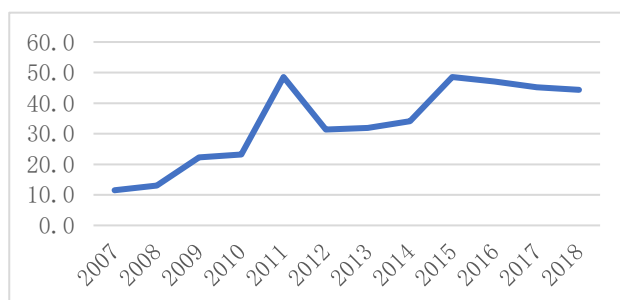
图4：白俄罗斯财政平衡（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017和2018年数据为预测值

2011年白俄罗斯本币贬值幅度高达189%，受此影响，政府公共债务负担快速上升，2011年政府债务占GDP比为48.5%，较2010年上升了25.3个百分点。2015年政府债务总额为328.6万亿白卢布，较上一年增长66.4%，约占GDP的48.5%。其中，国内债务约为GDP的9.8%，外部债务约为GDP的22.7%。2016年这一占比略有下降为47.1%。尽管国内债务规模较低，但当前的通胀压力和政府承担金融体系或有债务的可能性，使得未来政府偿还本币债务的意愿和能力受到一定的负面影响。

图5：白俄罗斯公共债务占GDP比（%）

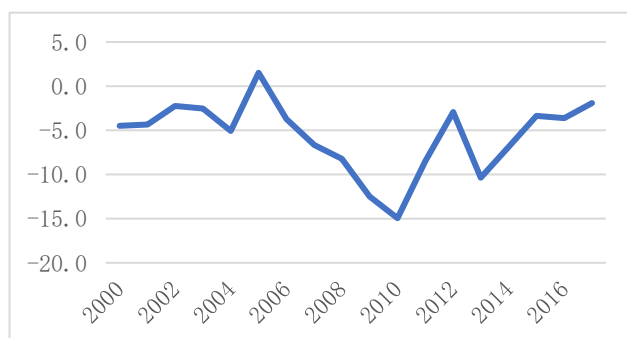


数据来源：联合评级主权数据库，2017和2018年数据为预测值

世界货币基金组织（IMF）建议白俄罗斯应当保持适度的财政赤字以支撑经济复苏；但低于实际预期的经济复苏给白俄罗斯的财政带来一定的压力。预计2017年政府公共债务压力依然存在，但白俄罗斯财政政策空间较大，配合货币政策的实施，未来公共债务压力将进一步减小。

白俄罗斯对外贸易常年逆差，对外依存度高；俄罗斯是白俄罗斯对外贸易的最大进出口市场，其进出口能力对白俄罗斯贸易产生直接影响

图6：白俄罗斯经常账户平衡（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017和2018年数据为预测值

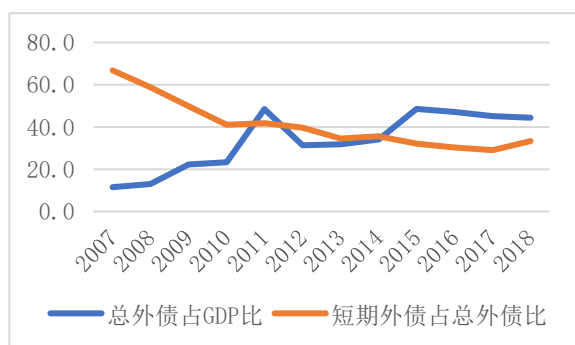
白俄罗斯对外贸易常年逆差，对外依存度高，主要原因来自于对石油、天然气等原材料的进口需求巨大。白俄罗斯主要向俄罗斯

斯、欧盟、乌克兰等国出口矿产品、化学品、农产品等，其中钾肥是其出口创汇的主要产品。受全球大宗商品价格低迷影响，2016 年，白俄罗斯对外货物贸易总额 486 亿美元，较上一年下降 11%，贸易逆差为 26 亿美元。俄罗斯是白俄罗斯对外贸易的最大进出口市场，2016 年，白俄罗斯从俄罗斯进口份额为 59.4%，向俄罗斯出口份额为 35.4%。俄罗斯的进口需求和出口能力对白俄罗斯贸易产生直接影响。

### 国际储备 2016 年小幅回升，但外债规模持续上升，短期外债偿付压力增大

近几年，白俄罗斯外债总量逐年下降，

图 7：白俄罗斯总外债结构（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

2015 年外债总规模约 378.7 亿美元，较上一年下降 5.3%；但外债占比却逐步攀升，2015

年总外债约占 GDP 的 69.4%，比 2014 年外债占比升高了 16.8 个百分点，外债规模仍然处在较高水平。外债中短期债务占比在 2007 年曾达到 66.8% 的历史高位，此后，政府为缓解短期外债压力，通过中长期债务置换，逐步减少短期债务占比，2016 年短期外债约 107.6 亿美元，约占总债务的 30.3%。同期，外汇储备也远不如从前，2016 年外汇总量约 41.8 亿，比 2012 年下降了 39.1%。短期内，白俄罗斯外债偿付能力面临考验。

### 展望

白俄罗斯政治局面稳定，社会安全度较高，腐败程度低，相对廉价的劳动力为其吸引外商投资创造了积极的环境；银行业整体独立性不高，过高的外资银行占比给银行业发展带来了诸多不确定性，流动性风险和汇率风险增大；对外贸易依存度较高，与俄罗斯的密切联系使其容易受到连带影响。鉴于白俄罗斯经济缓慢复苏，债务负担不轻，公共债务占比且外币债务占比较高，国际储备有小幅增长和国际经济组织对债务的置换重组，联合评级认为白俄罗斯共和国主权外币信用等级低于本币信用等级，未来 1-2 年内其本币、外币主权信用评级展望为稳定。

### 白俄罗斯主权信用评级关键数据

|                  | 2012     | 2013     | 2014     | 2015     | 2016     | 2017 <sup>f</sup> | 2018 <sup>f</sup> | 中欧及东欧 <sup>d</sup> | 一带一路 <sup>a</sup> |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| 名义 GDP (十亿美元)    | 63.6     | 73.1     | 76.1     | 54.6     | 47.8     | 57.2              | 54.9              | 731.7              | 404.1             |
| 人均 GDP (美元)      | 17,305.6 | 17,877.7 | 18,611.7 | 18,104.4 | 17,890.0 | 18,430.0          | 19,180.0          | 20,659.1           | 21,749.0          |
| GDP 增速 (%，实际)    | 1.7      | 1.1      | 1.7      | -3.9     | -2.6     | 0.5               | 1.5               | 1.5                | 3.0               |
| 通货膨胀率 (%)        | 59.1     | 18.3     | 18.3     | 13.6     | 11.8     | 8.0               | 10.5              | 3.7                | 5.5               |
| 国内信贷增长率 (%)      | 57.3     | 43.3     | 29.3     | 27.6     | -2.0     | 13.0              | 14.9              | 6.0                | 15.9              |
| M2 增长率 (%)       | 59.4     | 18.1     | 16.4     | -1.1     | 19.4     | 20.2              | 19.7              | 8.3                | 11.4              |
| 各级政府财政平衡/GDP (%) | 0.7      | 0.1      | 1.1      | 1.5      | 1.3      | 0.3               | -0.5              | -2.2               | -2.9              |
| 公共债务/GDP (%)     | 31.3     | 31.9     | 34.1     | 48.5     | 47.1     | 45.2              | 44.4              | 45.9               | 46.0              |
| 总外债/GDP (%)      | 53.1     | 54.1     | 52.6     | 69.4     | 77.6     | 66.1              | 73.4              | 76.9               | 72.8              |
| 短期外债/总外债 (%)     | 39.6     | 34.5     | 35.5     | 32.1     | 30.3     | 29.0              | 33.4              | 19.1               | 20.9              |
| 经常项目盈余/GDP (%)   | -2.9     | -10.4    | -6.9     | -3.4     | -3.6     | -1.9              | -2.9              | -1.7               | -0.9              |



|             |      |      |      |      |      |      |      |      |       |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 国际储备/总外债（%） | 24.0 | 16.8 | 12.6 | 11.0 | 13.3 | 13.5 | 11.9 | 38.7 | 128.0 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值；d 表示中欧及东欧地区 19 国历史五年均值；a 表示一带一路 57 国近五年均值