

乌兹别克斯坦共和国

本次评级结果

长期本币信用等级：BBB_i

长期外币信用等级：BBB_i

评级展望：稳定

本次评级时间

2017 年 4 月 3 日

分析师：陈诣辉 丁翔

邮箱：

dingx@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

联合评级于 2017 年 4 月 3 日对乌兹别克斯坦共和国（以下简称“乌兹别克”）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 BBB_i，评级展望为稳定。

2016 年 12 月，米尔济约耶夫成功当选第二任总统，准备开始推行相关改革措施，但可能会遇到较大阻力，使得政治风险升高。俄罗斯和中国将继续是乌兹别克的主要政治和经济伙伴，俄罗斯和中国经济的放缓可能会对乌兹别克的经济发展造成负面影响。乌兹别克经济增速下降，单一经济结构增强其经济的脆弱性；结构性风险是影响该国经济发展的关键。乌兹别克的通货膨胀恶化风险较高，不利于经济的稳定发展。乌兹别克货币政策的执行受到汇率错位、黑市利率泛滥、金融中介水平较低和流动性不足等因素的制约。财政收入增速下降，支出增加，财政盈余下滑；公债规模有所上升，但依然处于较低水平。受商品出口和侨汇收入减少的影响，乌兹别克 2015 至 2016 年经常账户出现了小幅赤字；随着国际油价的回暖，未来 2 年有望实现盈余。国际储备继续下降，外部借款增加；公共外债占外债比重不大，短期外债占外汇比例较小。综上所述，联合评级认为乌兹别克斯坦对本、外币债务具有足够的偿还能力，主权信用风险低。

评级依据

米尔济约耶夫成功当选第二任总统，准备开始推行相关改革措施，但可能会遇到较大阻力，使得政治风险升高

乌兹别克是总统制国家，自 1991 年独立以来，总统一一直由伊斯兰·卡里莫夫担任。

2016 年 9 月，伊斯兰·卡里莫夫总统去世。2016 年 12 月，原总理沙夫卡特·米尔济约耶夫通过大选成为乌兹别克第二任总统，实现了政权的和平过渡。

当选之后，米尔济约耶夫表示将采取一系列的改革措施以促进经济的增长和吸引投资，包括在 2017 年允许乌兹别克本币苏姆的自由浮动。但以往的经验看，这些改革措施可能会遇到比较大的政治阻力，既包括可能来自精英内部利益集团的反对，也包括来自民众因通货膨胀率上升和生活水平下降而造成的反对情绪。

俄罗斯和中国将继续是乌兹别克的主要政治和经济伙伴，俄罗斯和中国经济的放缓可能会对乌兹别克的经济发展造成负面影响

在首任总统卡里莫夫主政期间，乌兹别克设法保持在俄罗斯、中国、美国和欧洲的外交平衡。第二任总统米尔济约耶夫将会延续外交平衡政策，避免过度依赖任何一方国际势力。

俄罗斯和中国将继续是乌兹别克的主要政治和经济伙伴。乌兹别克与俄罗斯是战略伙伴关系，乌兹别克支持俄罗斯在中亚地区的安全方案。

2013 年 9 月，中国国家主席习近平访问乌兹别克，提出共建丝绸之路经济带，并与

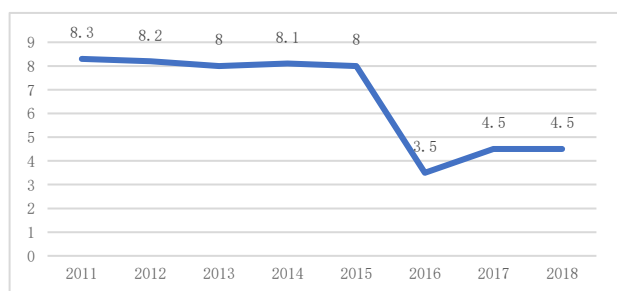
卡里莫夫总统签署了 150 亿美元的投资协议。近年来，乌兹别克积极参与中国的“一带一路”战略，实现了出口的增加和经济结构的改善。然而，中国经济的放缓可能会对乌兹别克的经济发展造成负面影响。

围绕费尔干纳盆地的资源和边界划分，乌兹别克与邻国吉尔吉斯、塔吉克斯坦时常爆发紧张局势。2016 年 11 月，乌兹别克与吉尔吉斯签署了一份边界划界临时协议，这大大缓和了两国关系。

经济增速下降，单一经济结构增强其经济的脆弱性；结构性风险是影响该国经济发展的关键

乌兹别克经济高度依赖基础商品，主要是天然气、棉花和黄金的出口。前些年，来自商品出口的巨额收入和汇款流入使得政府能够回避了深层次的结构性改革。2015 年以后，因为受到了全球商品价格下跌、俄罗斯经济衰退和移民劳工汇款减少的冲击，乌兹别克经济增长速度放缓。官方的统计数据显示，2014 年和 2015 年 GDP 实际增长率分别为 8.1% 和 8%；而 2016 年为 3.5%。但是，从乌兹别克遇到的上述困难以及其他的经济指标分析，2016 年乌兹别克真实的 GDP 增长率大约为 3.5%。

图 1：乌兹别克 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

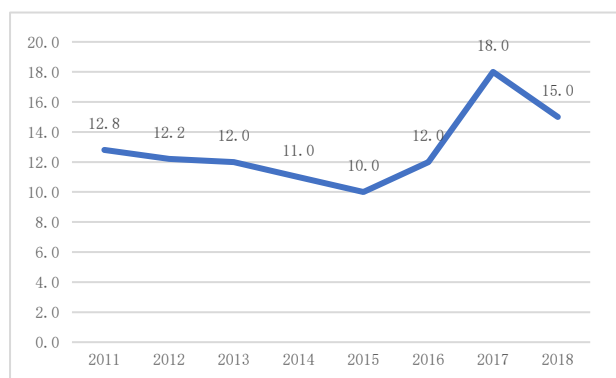
未来两年，世界天然气、棉花和黄金价格的上升、俄罗斯经济的复苏、政府支出的持续增加、本币贬值导致非能源出口竞争力的提升等一系列因素将促进乌兹别克经济适度增长，GDP 预计将回升至 4.5%。

为改变经济的结构性问题，米尔济约耶夫总统于 2017 年 2 月发布了《2017-21 发展规划》，主要包括：改善公共管理、确立法律至上、保持经济增长、推动经济自由化、改善社会保险体系等。但这只是一个纲领性的文件，还需制订具体的实施计划。

通货膨胀恶化风险较高，不利于经济的稳定发展，失业率维持相对稳定

2016 年，官方公布的年度通货膨胀率从 2015 年的 5.6% 上升到 5.7%。然而，乌兹别克的真实通货膨胀率可能远高于官方公布的数据。根据测算，2015 年和 2016 年，乌兹别克的真实通货膨胀率大约为 10% 和 12%。2017 年，考虑到汇率改革，更高成本的进口将导致通货膨胀率的上升。2018 年，源自主要进口伙伴和重要进口商品的价格将有所下降。因此，2017 年和 2018 年，通货膨胀率预计将分别达到 18% 和 15%。

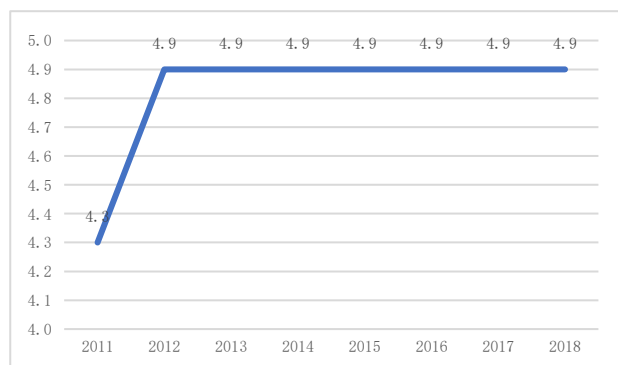
图 2：乌兹别克通货膨胀率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

虽然乌兹别克面临经济增速下降，通货膨胀率升高等问题，但其失业率维持在了相当稳定的水平，避免了社会动荡风险加剧。

图 3：乌兹别克失业率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

银行体系总体较弱，而且数据的可信任度较弱

乌兹别克官方的银行业的指标相对稳健。国内资金占贷款存量的大部分，因此降低了 2017 年计划中的本币大幅贬值的风险敞口。

根据乌兹别克中央银行的数据，银行占据了整体金融体系的 90% 份额。乌兹别克的银行主要是国有银行或国家干预的银行，这些银行历来将大部分贷款放给国有企业。2016 年 8 月，乌兹别克中央银行声称银行系统的问题贷款占全部贷款的比重小于 1%——即使在更发达的经济体，这一数字也是难以实现，因此，乌兹别克银行部门的数据质量引起了人们的普遍质疑。近几年，银行逐步将贷款分散到消费者和私人商业部门。2016 年，乌兹别克中央银行称，银行对实际部门的贷款增加了 25%，“投资贷款”增加了 20%；虽然实际利率为负，且本币币值持续走弱，但银行的存款增加了 25%。

乌兹别克货币政策的执行受到汇率错位、

黑市利率泛滥、金融中介水平较低和流动性不足等因素的制约

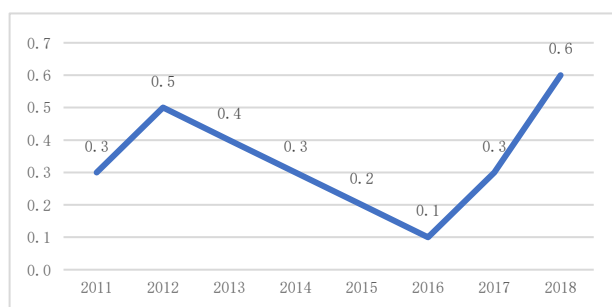
2015 年初，乌兹别克中央银行将再融资利率从 10% 下调至 9%，并一直维持至今。2015 年发生了严重的区域货币动荡，表明再融资利率作为政策工具的效果有限。乌兹别克的实际利率可能为轻微的负值。对于短期本币存款公司，乌兹别克中央银行将法定准备金率设为 15%。然而，货币政策的执行受到汇率错位、黑市利率泛滥、金融中介的低水平和流动性低等因素的制约。

2017 至 2018 年，随着通货膨胀率的飙升，利率可能被迫提高，但实际利率很有可能依然保持为较显著的负值。为了收紧货币，乌兹别克政府可能会提高基准利率，同时，也可能减少对特定部门的定向贷款。

财政收入增速下降，支出增加，财政盈余下滑；公债规模有所上升，但依然处于较低水平

乌兹别克一直奉行比较审慎的财政政策，国家财政基本保持平衡，2011 至 2014 年，财政盈余占 GDP 的比重保持在 0.3% 到 0.5% 之间。2015 年起，受俄罗斯经济衰退、国际能源和商品价格下跌以影响，财政收入开始下滑，同时，受向社会补贴和福利政策实施的影响，政府的财政支出却在增加。如此，虽然乌兹别克政府运用大量的预算外基金，包括主权基金来满足基础设施、工资和养老金的支出，乌兹别克的财政盈余还是降到了历史低位，为 2015 年的占 GDP 比重 0.2% 和 2016 年的占 GDP 比重 0.1%。未来两年，随着国际能源和商品价格的恢复上升，乌兹别克的财政盈余有望回升到历史正常水平。

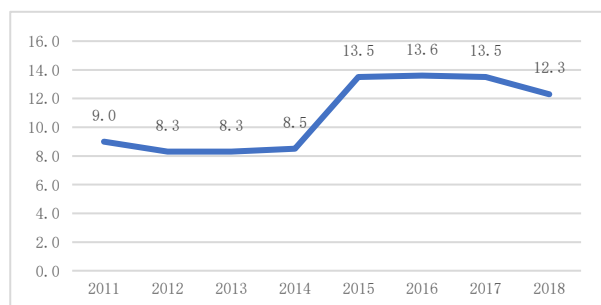
图 4：乌兹别克财政盈余/GDP（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

财政收入的下滑还导致了乌兹别克公共债务水平的上升，从此前的 8% 左右上升至最近两年的 13% 以上，但因为此前的基数很低，公共债务依然保持在较低水平，政府的偿债压力可控。

图 5：乌兹别克公共债务/GDP（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

乌兹别克政府计划将现行的爬行钉住汇率制度改为自由浮动汇率制度，但可能遇到较大的政治阻力

乌兹别克的汇率执行的是爬行钉住汇率制度，本币苏姆币值存在高估。近几年官方汇率与黑市汇率之间的差额显著扩大，黑市汇率比官方汇率低 50%。

2016 年，乌兹别克本币的贬值压力虽然有所缓和，但这已经是苏姆连续第三年面临较强的贬值压力。2017 年 3 月初，乌兹别克

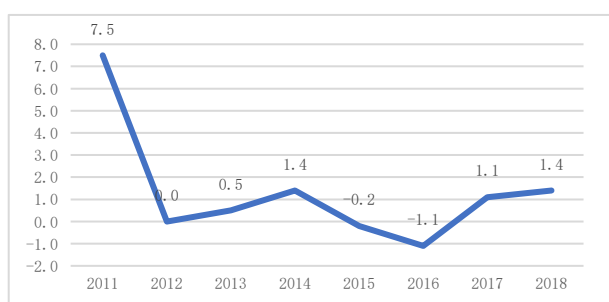
官方汇率是1美元兑3,404苏姆,比2014年初贬值了35%。在此期间,政府收紧了外汇控制。尽管这避免了本币的无序贬值,但却阻碍了贸易和投资。

2016年11月,乌兹别克政府表示将在2017年使本币苏姆自由浮动。本币苏姆汇率自由化将提高非能源出口部门的竞争力,消除严格管制外汇的必要性,减少贸易和外国投资的障碍,但汇率改革的主要风险在于本币贬值将导致通货膨胀上升,因此可能遇到较大的政治阻力。未来两年,苏姆的贬值步伐有可能进一步加快。

受商品出口和侨汇收入减少的影响,2015至2016年经常账户出现了小幅赤字;随着国际油价的回暖,未来2年有望实现盈余

在过去十年间,该国的经常账户基本呈现小幅盈余。2015年,由于能源价格的下滑,俄罗斯经济衰退导致的需求下降,包括天然气、棉花和黄金等价格不断下跌造成的出口减少,致使乌兹别克的经常账户出现负值。2016年,天然气价格仍然疲软,加上移民劳工的汇款减少等因素,使得乌兹别克的经常账户赤字跌至GDP的1.1%。未来两年,随着天然气出口量和出口价格的上升,乌兹别克将恢复年度经常账户盈余。

图6：乌兹别克经常账户盈余/GDP（%）



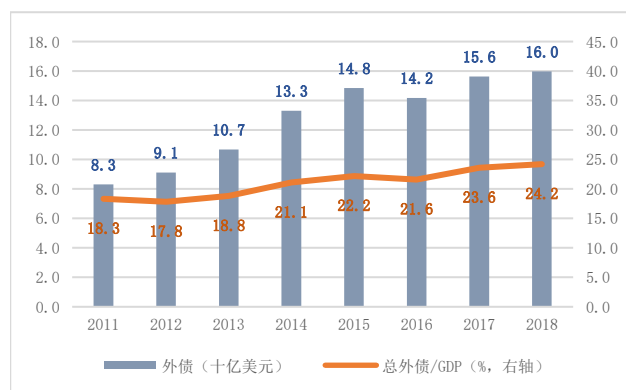
数据来源：联合评级主权数据库，2017和2018年数据为预测值

2010-2011年,外商直接投资(FDI)净流入额达到16亿美元;2012-2014年,外商直接投资(FDI)净流入额下降到6亿美元。2017-2018年,由于货币自由化的推进,外商投资将增加,年度外商投资净额将达16亿美元。由于商业环境不佳,私有投资者对乌兹别克的兴趣不大。主要外国投资者与乌兹别克政府之间存在较大的矛盾。2015年,乌兹别克主权财富基金持有150亿美元。截至2016年9月底,乌兹别克存在国际清算银行(BIS)报告的银行中的海外总资产已增加到163.5亿元。

外汇储备继续下降,外部债务占GDP比重较低,公共债务的违约风险不高

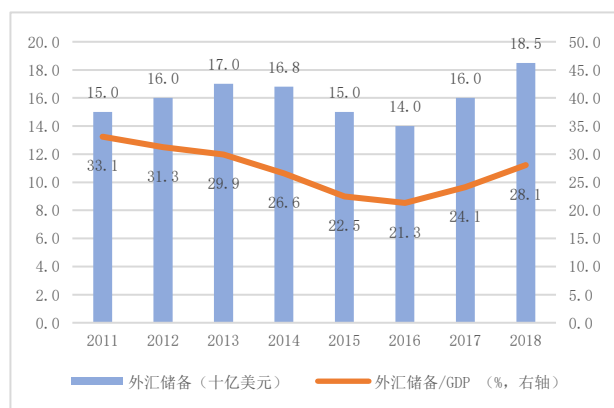
2014年,为了应对地区经济危机的影响,乌兹别克的外部债务从2013年的107亿美元大幅上升到133亿美元。2015年,乌兹别克的外部债务进一步增加到148亿美元,但外部债务占GDP的比重仅为22%,低于同级别国家40%的水平。未来两年,为了应对地区经济下滑和推进工业现代化,乌兹别克的外部债务存量继续增加,至2018年,乌兹别克的外部债务将增加到大约160亿美元,但占GDP的比重仍然很低,仅为24.2%。

图7：乌兹别克外债及占GDP比重



数据来源：联合评级主权数据库，2017和2018年数据为预测值

图 8：乌兹别克外汇储备



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

与外部融资需求、短期债务和进口额相比，乌兹别克的外汇储备充足，降低了流动性危机的风险，现有的储备估计超过外部融

资需求的四倍以上。2016 年，乌兹别克的外部公共债务和国内公共债务都有所增加，且未来两年都将进一步增加，但与国际同类国家相比，其公共债务仍将保持较低的水平。

展望

短期内，乌兹别克政局有望保持基本稳定，世界天然气、棉花和黄金价格的上升、俄罗斯经济的复苏、一带一路建设将促进乌兹别克经济增长，公共债务和外部债务占 GDP 比重较低，国际储备充足，公共债务的违约风险不高。因此，联合评级对未来 1-2 年乌兹别克本、外币主权信用评级展望为稳定。

乌兹别克主权信用评级关键数据

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f	2018 ^f	中亚及西亚 ^d	一带一路 ^a
名义 GDP（十亿美元）	51.2	56.8	63.2	66.7	65.7	66.3	65.9	134.3	404.1
人均 GDP（美元,PPP）	4,794	5,163	5,586	5,990	6,190	6,520	6,860	13,166.6	21,749.0
实际 GDP 增长率（%）	8.2	8.0	8.1	8.0	3.5	4.5	4.5	4.1	3.0
通货膨胀率（%）	12.2	12.0	11.0	10.0	12.0	18.0	15.0	8.3	5.5
国内信贷增长率（%）	35.1	30.1	12.0	10.0	14.0	20.0	18.0	23.0	15.9
M2 增长率（%）	31.0	28.7	22.0	20.0	24.0	30.0	28.0	17.3	11.4
各级政府财政平衡/GDP（%）	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.3	0.6	-1.9	-2.9
各级政府总债务/GDP（%）	8.3	8.3	8.5	13.5	13.6	13.5	12.3	29.6	46.0
总外债/GDP（%）	17.8	18.8	21.1	22.2	21.6	23.6	24.2	60.1	72.8
短期债务/总外债（%）	6.7	3.9	3.7	4.5	4.2	3.5	2.2	9.9	20.9
经常项目余额/GDP（%）	0.0	0.5	1.4	-0.2	-1.1	1.1	1.4	-4.9	-0.9
国际储备/总外债（%）	175.5	159.3	126.2	101.1	98.7	102.4	115.9	464.6	128.0

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