

格鲁吉亚

本次评级结果

长期本币信用等级：BB₊

长期外币信用等级：BB₊

评级展望：稳定

本次评级时间

2017 年 4 月 13 日

评级观点

联合评级于 2017 年 4 月 13 日对格鲁吉亚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 BB₊，评级展望为稳定。

2016 年格鲁吉亚议会选举后政局相对稳定，政治民主化趋势加强；俄格战争后，围绕格鲁吉亚阿布哈兹和南奥塞梯问题俄格关系恶化，地缘政治风险犹存，但格鲁吉亚再次爆发战争的可能性较低。格鲁吉亚政府持续推动改善投资营商环境，制订“格鲁吉亚 2020”经济社会发展规划。短期内经济温和增长，长期经济潜力的释放有赖于结构性问题的进一步解决；财政赤字走高推升政府债务水平，但经常账户逆差收窄，外国投资保持稳定增速，多、双边国际组织及国际债权人也为其提供一定的外部支持。综上所述，联合评级认为格鲁吉亚本、外币债务面临一定的信用风险。

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

2016 年 10 月议会选举执政党连任，政策稳定性延续，民主化进一步加强

格鲁吉亚 2010 年通过宪法修正案，由总统制三权分立制改行议会总统制，2013 年底总统选举后生效，总统的权力事实上被削弱。2016 年 10 月，格鲁吉亚举行议会选举，经过两轮投票，执政党“格鲁吉亚梦想——民主格鲁吉亚”党（GD-DG）赢得议会 150 个席位中的 115 席；最大的反对党联合民族运动（UNM）党获得 27 个席位。2016 年 11 月，格鲁吉亚总统任命克维里卡什维利为新一届政府总理。但反对党联合民族运动党之后发生分裂，27 名议员中的 21 位另组成“欧洲格鲁吉亚党”，6 人继续留在党内，其党首为“玫瑰革命”后上台的前总统萨卡什维利。统一联合运动党的分裂将加速改变格鲁吉亚政坛多年来由前总理伊万尼什维利创建的 GD-DG 及前总统萨克什维利 UNM 两党主导的局面，有利于政治民主化进一步成熟和发展。鉴于两党在社会发展政策方面达成了较高共识，预计未来政策的连续性不会受到影响。由于格鲁吉亚贫富分化现象较为明显，民众对生活水平的不满可能导致 2017 年地方选举前爆发零星暴力事件，但不至影响整体社会稳定。

俄格战争后，围绕格鲁吉亚阿布哈兹和南奥塞梯问题俄格关系恶化，地缘政治风险犹存，但再次开战可能性较低

格鲁吉亚位处地缘政治要塞，2003 年“玫瑰革命”后，政治路线转向亲西方，“去俄化”政策明显，与俄罗斯关系疏离。但受到俄罗斯政治、经济、军事上的强力钳制以及北约、欧盟内部意见分歧影响，格鲁吉亚一直以来寻求加入欧盟和北约未果。

2008 年为争夺原格鲁吉亚自治州南奥塞

梯控制权俄格爆发战争，由于战争失败并导致南奥塞梯和阿布哈兹事实独立，格鲁吉亚宣布与俄罗斯断交并退出独联体，俄格关系陷入冰点。尽管 2012 年伊万尼什维利出任总理后寻求改善与俄罗斯关系，承诺放弃武力解决问题；但两国关系短期内难以实质性改善。2016 年 11 月，俄罗斯与阿布哈兹签署协议计划建立阿布哈兹-俄罗斯联军；2017 年 3 月俄罗斯签署决议将部分南奥塞梯军队并入俄军；2017 年 4 月南奥塞梯在总统大选期间以安全为由关闭与格鲁吉亚的边境。格鲁吉亚政府将这些行为解读为对格鲁吉亚的国家侵略。因此，预计在中期内，格鲁吉亚与俄罗斯关系不会出现实质性转机；而俄罗斯中期内出于用阿布哈兹与南奥塞梯作为筹码牵制欧盟、美国的意图，也不会将其并入俄罗斯。地缘政治复杂形势将持续，但由于俄格双方放弃武力解决承诺及欧盟、美国约束，再次爆发大规模公开战争的可能性较小。

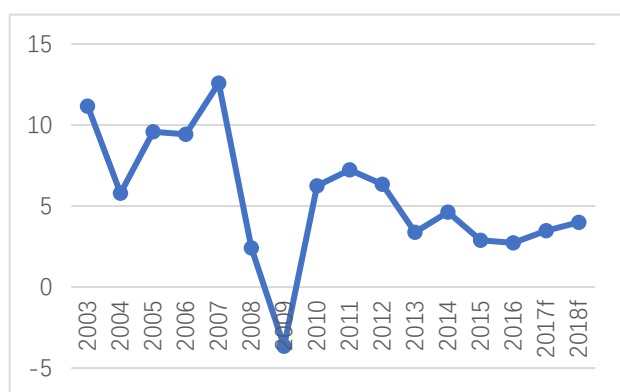
短期内经济缓慢增长，长期经济增长潜力较好，但脆弱性仍较为突出

格鲁吉亚经济体量有限，但经过多年改革，法律和营商环境较好。根据世界银行《2016 年营商环境报告》，格鲁吉亚营商环境在全球 189 个国家和地区中排名第 24 位。2003 年“玫瑰革命”后，格鲁吉亚政局趋于稳定，经济取得恢复性较快增长。2008 年俄格战争爆发，受战争及之后全球金融危机、反对派持续示威抗议活动影响，2009 年格鲁吉亚经济下滑 3.9%，达到 2003 年以来的最低点。之后随着格俄关系的缓和及格鲁吉亚积极向欧盟靠拢，经济形势逐渐好转。

根据格鲁吉亚统计局数据，2016 年格鲁吉亚经济增长约 2.7%，较上年小幅下降 0.1 个百分点，为自 2009 年以来的最低增速。主要原因是俄罗斯经济低迷，实际工资下降导致

向格鲁吉亚外劳汇款减少；商品出口持续低迷也拖累了经济增长的步伐。另一方面，由于格鲁吉亚 CPI 均值由 2015 年的 4.0% 下降至 2016 年的 2.1%，加上持续增长的工资水平得以维持私人消费的增长；由建筑业拉动的公共支出及投资显著增长。此外，由于私有化进程加快吸收外资力度及较友好的外资环境，外国投资一直是格鲁吉亚经济发展的主要动力，2016 年格鲁吉亚吸引外国投资 16.5 亿美元，同比增长 5%，均对经济增长做出了贡献。

图 1：格鲁吉亚经济增长情况，%



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

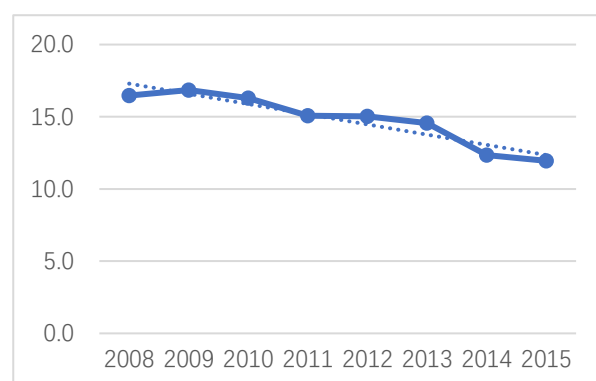
进入 2017 年，格鲁吉亚主要贸易伙伴俄罗斯经济回暖将增加汇款收入，带动家庭需求回升，改善出口表现，收窄商品贸易逆差；宽松的财政政策以及格鲁吉亚拉里逐步企稳也将刺激消费增长，2017 年 1-2 月，格鲁吉亚 GDP 同比出现 4.8% 的增长，预计 2017 年格鲁吉亚增速将加快至 3.5% 的水平。中长期内，在政府持续推进“格鲁吉亚 2020”经济社会发展规划，不断优化投资和营商环境推动下，经济预计将保持较高增速，潜力较好；但同时经济发展依赖投资，制造业疲弱，出口附加值低竞争力较差，高失业率等问题将凸显其经济发展的脆弱性。

失业率明显高于欧盟，但近年来呈稳定

下降趋势

由于国内行业吸纳就业能力不足，人才结构不合理等原因，格鲁吉亚失业率一直较高，2009 年官方失业率一度高达 16.9%，近年来在政府促进包容性增长，发展民营经济、

图 2：格鲁吉亚近年失业率情况，%



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

改善投资环境等改革的推动下，失业率稳定下降，2015 年官方公布失业率为 12.0%，但仍高于同期欧盟平均 8% 左右的均值。政府在“格鲁吉亚 2020”发展规划中提出中长期内将失业率控制在 12% 以下的目标，预计在各项政策推动下，中期内格鲁吉亚失业率将继续处于下行通道。

银行业整体表现较为稳定，但格鲁吉亚拉里贬值令银行体系流动性及资产质量承压

格鲁吉亚独立之初政局一度动荡导致金融市场不稳定。2003 年之后，在西方国家和 IMF 等国际机构帮助下，格鲁吉亚逐渐改善金融环境，金融政策宽松，银行业发展较快。

银行业盈利指标改善。2016 年底，格鲁吉亚金融部门资产收益率 (ROA) 为 2.9%，较去年同期上升 0.2 个百分点，非利息收入占比为 33%，同比上升 2.2 个百分点，收入结构继续优化。但受累于近两年格鲁吉亚拉里兑美元持续大幅贬值，格鲁吉亚银行业资本充足率和流动性承压，至 2016 年底，格鲁吉亚银

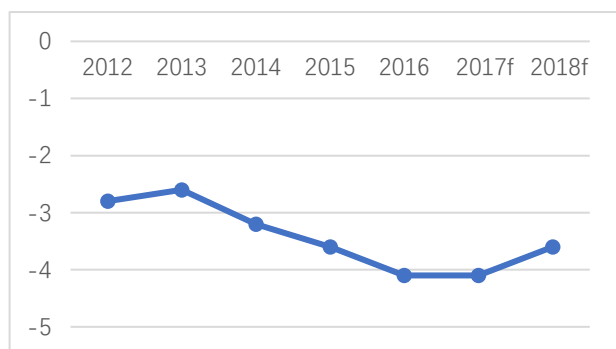
行业流动资产占总资产比重由去年同期的 23.4% 下降到 22.8%；流动资产对短期负债的覆盖率由 56.6% 下降到 51.5%。逾期 90 天以上的不良贷款率由 2015 年底的 2.7% 上升到 3.5%。资本充足率由 17.5% 下降到 15.0%。

2017 年随着俄罗斯经济回暖，格鲁吉亚拉里或将逐步企稳，部分缓解银行业风险。

受选举周期、福利支出及税制改革影响，政府财政赤字上升，中期内赤字规模或逐步收缩

由于福利、医疗等领域支出加快，自 2008 年以来，格鲁吉亚财政赤字一直呈扩大趋势，2015 年各级政府财政赤字占 GDP 比重为 3.6%。2016 年，由于议会选举周期加大相关政府支出；加上减税改革令公司利润税收

图 3：格鲁吉亚财政平衡占 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

入由 9.8 亿拉里大幅将至 5.2 亿。因此，财政赤字进一步扩张至 4.1%，高于格鲁吉亚政府规划中 3% 的赤字目标。中期内，随着行政支出的逐步降低及经济增速回升，预计赤字规模将逐步收缩。

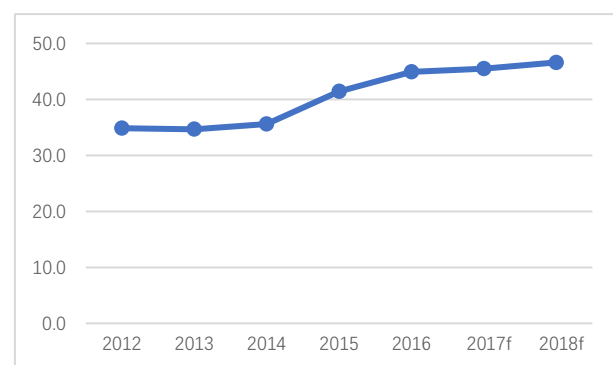
公共债务规模持续升高，与 IMF 等国际组织与外部债权人的良好关系将保持政府偿债能力基本稳定

该国公共债务规模持续上升，从 2007 年的 19.4 亿美元提高至 2016 年的 59.1 亿美元，

公债占 GDP 的比重从 2007 年的 19.1% 大幅上升到 2016 年的 44.2%。目前格鲁吉亚政府债务中约 80% 左右为外债，近两年以来拉里大幅贬值令格鲁吉亚各级政府债务上升，中期内随着经济回暖，本币企稳及财政改善预计债务负担率将逐步改善。

格鲁吉亚融资需求主要通过为多边、双边国际组织低息援助性贷款及基础设施项目合作国的融资贷款解决，多为固定利息贷款且期限较长；由于其推进经济改革，与各国国际组织及债权人维持了良好关系，预计中期内政府偿债能力将保持稳定。

图 4：格鲁吉亚公债占 GDP 比重，%



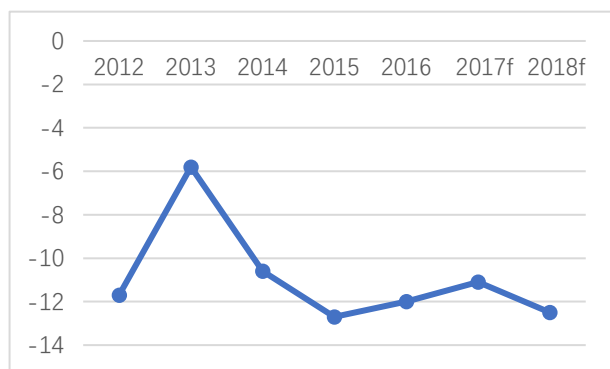
数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

经常账户持续逆差，但逆差规模有所收窄

2014 年以来，格鲁吉亚经常账户逆差占 GDP 比重一直高于 10%。2016 年，美元计价的商品出口同比下降 4.1%，进口仅收缩 0.6%；但同时二级账户汇款流入回升，总体看 2016 年格鲁吉亚经常账户赤字由 2015 年的 18 亿美元收窄至 16 亿美元，占 GDP 比重下降 0.7 个百分点至 12%。中期内随着俄罗斯经济复苏，至格鲁吉亚的汇款收入将恢复，此外旅游收入也将增加。但同时，由于国内私人需求及投资规模加大，预计进口也将增加。总体看，

经常账户赤字呈收窄趋势，但总体仍维持高位。

图 5：格鲁吉亚经常账户平衡占 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

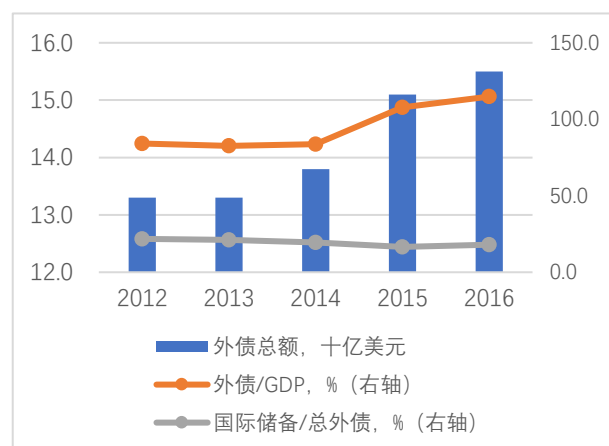
外债负担重且公共外债规模持续上升，但外部较为稳定的融资便利为其债务偿还提供了支持

近两年格鲁吉亚拉里大幅贬值等因素令格鲁吉亚外债占 GDP 比重由 2014 年的 83.6% 上升至 2016 年的 114.8%；外债总规模由 2012 年的 133 亿美元上升至 2016 年的 155 亿美元。2016 年去除对外债权的净外债约 94.8 亿美元，净外债占 GDP 比重约为 66.1%；其中公共部门净外债占 GDP 比重约 26.6%。

2016 年格鲁吉亚外汇储备约 28 亿美元，外汇储备/总债务的比值约 29.5%，对外债覆盖能力较差。但另一方面，格鲁吉亚吸收外国直接投资能力强，2016 年 FDI 流入 16.4 亿

美元且稳定增长，在很大程度上弥补经常账户赤字。此外，政府外债多为多边及双边固定利率低息贷款，与国际债权人关系较为良好，将在短期内为政府外债偿付能力提供了支持。

图 6：格鲁吉亚外债状况



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

展望

综合以上，2016 年格鲁吉亚议会选举后政局相对稳定，民主化趋势加强；政府持续推动改善投资营商环境，经济潜力较好；经常账户逆差呈现收窄，拉里汇率企稳，多、双边国际组织及国际债权人的支持有助于维持政府较为稳定的偿债能力。因此，联合评级对未来 1-2 年格鲁吉亚本、外币主权信用评级的展望为稳定。

格鲁吉亚主权信用评级关键数据

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f	2018 ^f	中亚西亚 ^d	一带一路 ^a
GDP (十亿美元)	15.8	16.1	16.5	14.0	13.5	14.9	16.0	134.3	404.1
人均 GDP (美元)	4,130.5	4,266.6	4,428.3	3,761.9	3,842.4	3,715.4	4,021.1	13,166.6	21,749.0
GDP 增长率 (%，实际)	6.4	3.4	4.6	2.8	2.7	3.5	2.9	4.1	3.0
通货膨胀率 (%)	-0.9	-0.5	3.1	4.0	2.1	5.6	2.9	8.3	5.5
各级政府财政平衡/GDP (%)	-2.8	-2.6	-3.2	-3.6	-4.1	-4.1	-3.6	-1.9	-2.9
各级政府总债务/GDP (%)	34.8	34.7	35.6	41.4	44.9	45.5	46.6	29.6	46.0
总外债/GDP (%)	84.2	82.6	83.6	107.9	114.8	-	-	60.1	72.8
经常项目余额/GDP (%)	-11.7	-5.8	-10.6	-12.7	-12.0	-11.1	-12.5	-4.9	-0.9

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 个国家近五年均值