

哈萨克斯坦共和国

本次评级结果

长期本币信用等级：A_i

长期外币信用等级：A_i

评级展望：稳定

本次评级时间

2017 年 4 月 25 日

分析师：陈诣辉 丁翔

邮箱：@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 25 日对哈萨克斯坦共和国（以下简称“哈萨克斯坦”）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 A_i，评级展望为稳定。

近年来哈萨克斯坦政局稳定，纳扎尔巴耶夫总统牢固控制政权；随着石油价格的回暖，2017 年起哈萨克斯坦的经济增速有所反弹；但受限于资源型经济结构的限制，其经济受国际市场的影响较大。近年来哈萨克斯坦本币坚戈兑美元汇率的贬值趋势，以及 2016 年超两位数的通货膨胀在 2017 年有望得以控制。较低的监管水平对哈萨克斯坦的金融业形成潜在威胁，银行业面临集中度过高的风险。银行系统较差的资产质量在一定程度上加大了财政支出负担，影响了该国的经济表现。财政收支常年略有赤字，随着国际石油价格的回升，政府债务负担可能会有所缓解。经常账户出现小幅赤字；国际储备较为充足，但国际储备的质量有所下降。外债规模较大，但中央政府外债规模占比较小。综上所述，联合评级认为哈萨克斯坦具有较强的本、外币债务偿还能力，主权信用风险较低。

评级依据

哈萨克斯坦是中亚地区最稳定的国家之一。纳扎尔巴耶夫总统对全局掌控牢固，短期内政局运行稳定

自从 1991 年哈萨克斯坦独立以来，努苏丹·纳扎尔巴耶夫一直担任总统，20 多年来没有发生过权力转移。纳扎尔巴耶夫声称他希望他能服满任期至 2020 年。从目前纳扎尔巴耶夫对政局的牢固掌握来看，他服务至期满的可能性很大。目前，也有一些不确定性因素困扰着未来新总统的继承。2017 年 3 月初，哈萨克斯坦议会通过了宪法修正案，提高了内阁和议会的权力，降低了总统的权力。这是为纳扎尔巴耶夫之后的权力分配所做的法律制度准备。但在扎尔巴耶夫交出总统权力前，这些宪法修正案不会产生实际影响，短期内哈萨克斯坦的政局有望保持稳定。

哈萨克斯坦安全形势较为稳定，但恐怖袭击的隐患犹存

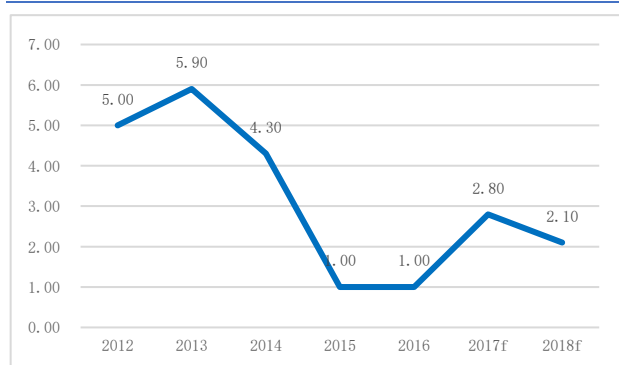
独立 20 多年来，哈萨克斯坦安全形势良好，极端宗教势力的影响不大。2011 年和 2012 年曾是哈萨克斯坦的恐怖袭击高发期，但由于政府反应及时，恐怖袭击得到了有效控制。近年来，随着经济发展速度的减缓，哈萨克斯坦的社会抗议活动有所增多，恐怖袭击也时有发生。2016 年 6 月，哈萨克斯坦发出了恐怖威胁黄色预警。2017 年 1 月，由于安全形势的好转，哈萨克斯坦取消了黄色预警，但恐怖袭击的隐患仍然存在。

随着石油价格的回暖，2017 年起哈萨克斯坦的经济增速有所反弹；但受限于资源型经济结构的限制，其经济受国际市场的影响较大

石油和其他大宗商品的生产是哈萨克斯坦经济的最主要组成部分。石油收入占该国 GDP 的 15%，出口总量的 1/2 和政府收入的 35%。2014 至 2015 年，由于国际石油价格的下跌及包括中国、俄罗斯等主要贸易伙伴需求的下降，哈萨克斯坦的经济增速大幅下滑。哈萨克斯坦的经济增长率从 2014 年的 4.3% 降为 2015 年的 1.0%。2016 年，哈萨克斯坦的经济增长率仍为 1%，实际工资则下降了 5%。

随着国际油价的回暖和庞大的卡沙干油田加快生产，哈萨克斯坦将迎来更大规模的投资，这势必带来出口的增长和私人消费的逐步恢复。预计从 2017 年开始，哈萨克斯坦经济将恢复温和的增长速度，2017 至 2020 年期间，GDP 年均增速将为 2.5%。

图 1：哈萨克斯坦 GDP 增长率（%）



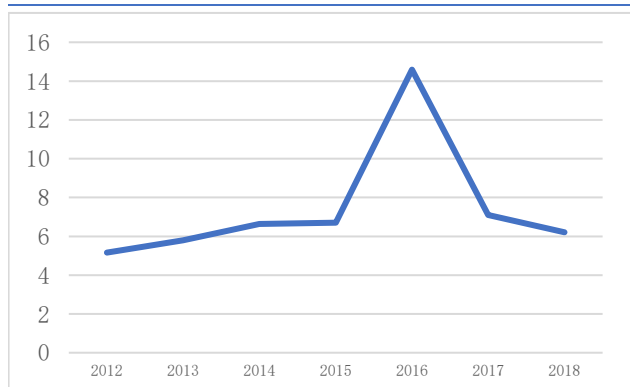
数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

近年来哈萨克斯坦本币坚戈兑美元汇率的贬值趋势，以及 2016 年超两位数的通货膨胀在 2017 年有望得以控制

2014 年 2 月，哈萨克斯坦央行宣布将本币坚戈贬值 20%。2015 年 8 月，哈萨克斯坦中央银行宣布实行浮动汇率。随后的汇率调整缓解了积累的外部压力。2016 年，哈萨克斯坦坚戈继续出现了明显的贬值。2017 年，随着石油价格的上升，坚戈的币值可能会保持

稳定。

图 2：哈萨克斯坦通货膨胀率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

2015 年 8 月，哈萨克斯坦国家银行设定了 6%至 8%的通货膨胀目标，通胀目标政策的执行逐步取得实效。预计 2017 年，哈萨克斯坦的通货膨胀率已从 2016 年 14.59%下降到 2017 年 1 月的 7.9%，通货膨胀问题逐步得到控制。

银行业面临集中度过高的风险，银行系统较差的资产质量在一定程度上可能加大了财政支出负担

2008 年金融危机后，四家最大金融机构的违约曾迫使政府救助以避免系统性崩溃。此后，虽然监管当局采取了一些改革措施，但未能从根本上解决问题，金融领域的腐败仍然普遍存在。2016 年 12 月，有消息报道，哈萨克斯坦最大的贷款银行 Qazkom 遭遇流动性危机，虽然该银行予以否认，但不久后就宣布与哈萨克斯坦人民银行合并重组，而这将造就占哈萨克银行业 40%资产的巨无霸，使得银行业面临集中度过高的风险。

受累于 2008 年的金融危机，哈萨克斯坦银行业的不良贷款率持续上升，到 2014 年一度高达 19.5%。根据哈萨克斯坦的官方数据，

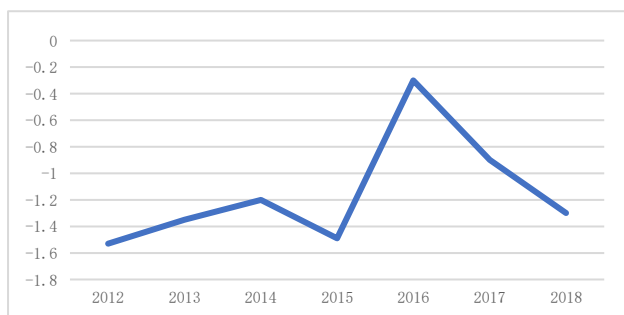
近年来银行业的不良资产率有所下降，至 2016 年初降低到低于 8%的水平。但这一数据遭到多方面的质疑。国际货币基金组织甚至呼吁哈萨克斯坦重建可靠的汇报体系以反映真实的不良贷款率。

哈萨克斯坦政府 2017 年 2 月修改了预算，主要是为了对不良资产基金进行再注资，使得不良资产基金能购买国内银行系统的巨额不良贷款。哈萨克斯坦中央银行报告不良贷款率从 2016 年 1 月 1 日的 8%下降到了 2017 年 1 月 1 日的 6.7%，但不良贷款率的下降主要是由于核销或将不良贷款出售给特殊目的实体（SPVs），按照当地会计准则，这些特殊目的实体不纳入合并会计报表。调整了表外贷款、重组贷款和 2015 年从哈萨克斯坦商业银行剥离到阿列姆银行的贷款之后，哈萨克斯坦银行系统的不良贷款率将比官方报告的数值高 4 倍。这势必加重哈萨克斯坦的财政支出负担。

财政收支常年稳定在略有赤字的状态，随着石油价格的回升，政府债务负担可能会有所缓解

2016 年，由于国际市场石油价格的回升哈萨克斯坦的财政赤字占 GDP 的比重从 2015 年的 1.49%缩小到 0.3%。但 2017 至 2018 年，

图 3：哈萨克斯坦财政盈余/GDP（%）

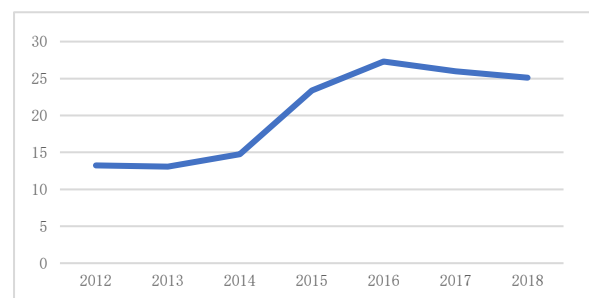


数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

哈萨克斯坦财政赤字占 GDP 的比重将扩大到 0.9%和 1.3%。

传统上，哈萨克斯坦的公共债务保持着较低的水平，但近年来政府出资购买银行不良资产的行为推高了哈萨克斯坦政府的公共债务。从 2012 至 2016 年，哈萨克私单的公共债务占 GDP 的比重从 13.2%上涨至 27.3%，但依然处于较低的水平。未来 2 年，随着注资额的下降，公共债务的占比将小幅下降。

图 4：哈萨克斯坦公共债务占 GDP 比重 (%)

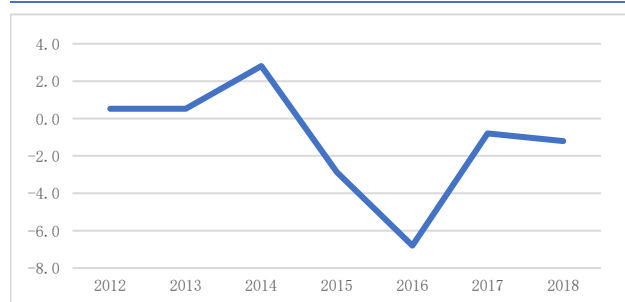


数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

经常账户出现小幅赤字；国际储备较为充足，但国际储备的质量有所下降

得益于丰富的石油出口收入，哈萨克斯坦长期保持经常账户的盈余，但 2014 年底起国际石油价格的下降造成了哈萨克斯坦经常性账户出现赤字，2015 年和 2016 年赤字占 GDP 的比之为-2.9%和-6.5%。未来两年，随着

图 5：哈萨克斯坦经常性账户盈余/GDP (%)

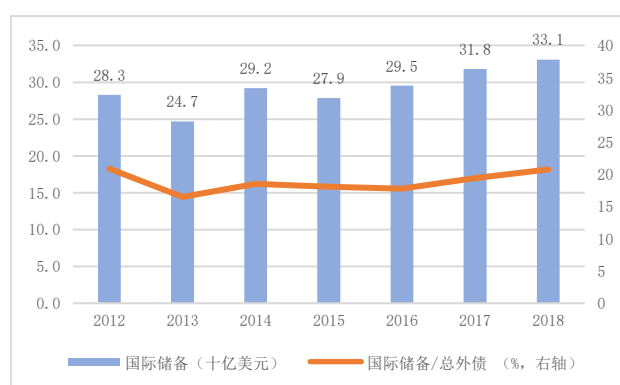


数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

石油价格的回升，赤字占比将有所下降，但还是难以实现盈余。

前些年，经常账户的盈余和资本流入的增加使哈萨克斯坦积累了丰富的外汇储备。2015 年，由于石油价格的下降，哈萨克斯坦的国际储备出现了下降，但 2016 年随着石油价格的回升，国际储备恢复增长，未来两年这一趋势有望继续。

图 6：哈萨克斯坦国际储备



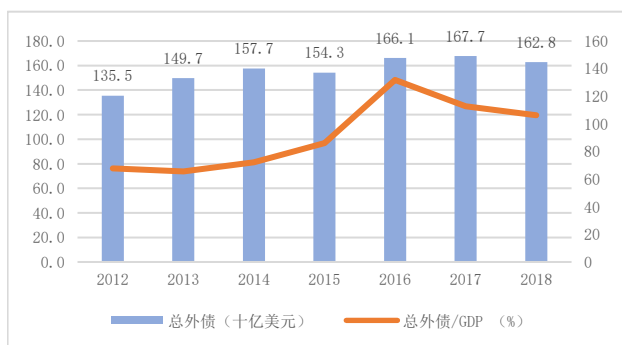
数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

2016 年，哈萨克斯坦国家银行的国际储备质量有所下降，外汇银行存款所占比例从 2015 年的 30%下降到 20%。此外，哈萨克斯坦国家银行与一些国内银行开展了 30 亿美元的货币互换，以支持这些银行的本币流动性，将这些银行的外部资产转入了哈萨克斯坦国家银行，这进一步降低了国际储备的质量。

外债规模较大，但中央政府外债规模占比较小，使得政府外债偿付风险较小

哈萨克斯坦的外债规模较大，2014 年，哈萨克斯坦的总外债达到 1577 亿美元，占 GDP 的 72.16%；2015 年，总外债缩小到 1543 亿美元，占 GDP 的 86.05%，2016 年，总外债增加到 1661 亿美元，占 GDP 的 131.85%。

图 7：哈萨克斯坦外债规模



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

虽然哈萨克斯坦的总外债规模较大，但政府外债规模占比较小。2016 年，哈萨克斯坦的政府外债（包含准主权债务）为 366 亿美

元，占全部外债的 22.05%，占 GDP 的 29%，总体来看，政府外债偿付风险较小。

展望

综上，短期内哈萨克斯坦政局不会出现较大波动，社会治安将保持稳定。随着石油价格的提高和一带一路建设的推进，哈萨克斯坦的出口和经济增速都会得到改善。哈萨克斯坦拥有丰富的外汇储备和国家主权基金，其债务偿债能力较强。有鉴于此，联合评级对未来 1-2 年哈萨克斯坦本、外币主权信用评级的展望为稳定。

哈萨克斯坦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
名义 GDP（十亿美元）	200.1	228.3	218.5	179.3	126.0	148.8	153.3	134.3	404.1
人均 GDP（美元,PPP）	21,498.6	22,846.9	24,400.8	24,241.4	24,480.0	25,450.0	26,310.0	13166.6	21749.0
实际 GDP 增长率（%）	5.0	5.9	4.3	1.0	1.0	2.8	2.1	4.1	3.0
通货膨胀率（%）	5.2	5.8	6.6	6.7	14.6	7.1	6.2	8.3	5.5
国内信贷增长率（%）	44.8	43.7	41.6	50.2	49.3	49.1	48.4	23.0	15.9
M2 增长率（%）	12.4	10.5	3.8	23.0	5.2	15.5	15.1	17.3	11.4
各级政府财政平衡/GDP（%）	7.3	1.5	-8.2	7.9	46.4	18.2	15.1	-1.9	-2.9
各级政府利息支付/GDP（%）	-1.5	-1.4	-1.2	-1.5	-0.3	-0.9	-1.3	0.4	2.3
各级政府初级财政平衡/GDP（%）	0.4	0.5	0.6	0.8	1.2	2.4	2.2	-0.3	0.2
各级政府总债务/GDP（%）	-1.1	-0.8	-0.6	-0.7	0.9	1.5	0.9	29.6	46.0
总外债/GDP（%）	13.2	13.1	14.8	23.4	27.3	26.0	25.1	60.1	72.8
短期债务/总外债（%）	67.7	65.6	72.2	86.1	131.9	112.7	106.2	9.9	20.9
经常项目余额/GDP（%）	6.7	6.4	6.2	4.2	4.0	4.5	5.2	-4.9	-0.9
国际储备/总外债（%）	0.5	0.5	2.8	-2.9	-6.8	-0.8	-1.2	464.6	128.0

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