

# 乌克兰

## 本次评级结果

长期本币信用等级：B<sub>r</sub>-

长期外币信用等级：B<sub>r</sub>-

评级展望：负面

## 上次评级结果

长期本币信用等级：B<sub>r</sub>-

长期外币信用等级：B<sub>r</sub>-

评级展望：稳定

## 本次评级时间

2017年11月17日

分析师：高畅  
邮箱：gaoc@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

联合评级决定维持乌克兰长期本、外币主权信用等级 B<sub>r</sub>-，评级展望下调为负面。

乌克兰党派众多政治斗争剧烈，现执政的亲欧派议会联盟内部政见不合、外部受到威胁，但总统波罗申科政权得到巩固，有望完成任期。乌俄对立局面短期内无法缓解，但与欧盟融合取得实质性进展，不过成为欧盟或北约成员国将受阻。经济衰退虽然得到有效控制，上行趋势依然面临一定压力；货币贬值造成通货膨胀，情况有所改善但仍然处于高位；失业率居高不下。银行业危机在可控范围内，净资产收益率和资产回报率得到改善，但不良率走高，金融稳定性存在一定风险。财政赤字收窄至国际警戒线以下，但国防支出等因素导致财政赤字有上升趋势。各级政府债务占 GDP 比重高位增长，但依然处于可控范围之内。商品贸易赤字波动幅度较大，经常账户仍处于逆差状态，但逆差规模或将收窄。尽管外债负担较重，不过短期外债占比不大，在国际贷款援助下偿付有一定保障。综上所述，联合评级认为乌克兰政府信用风险较高，保障债务安全能力较弱，但目前能够偿还债务本息。

## 评级依据

**党派众多政治斗争剧烈，现执政的亲欧派议会联盟内部政见不合、外部受到威胁；政府治理能力低下，改革进展缓慢，东部军事冲突持续；腐败严重，反腐取得一定进展，但仍面临严峻挑战**

乌克兰自 1991 年独立以来，多次在“总统-议会”制和“议会-总统”制之间摇摆不定，党派众多，注册政党超过两百个，政治斗争剧烈，政权稳定性较差。2014 年 2 月乌克兰议会罢黜了亲俄派前总统维克多·亚努科维奇，并修改宪法回归“议会-总统”制。2014 年 5 月 25 日波罗申科联盟赢得提前大选，彼得·波罗申科出任总统。2014 年 10 月乌克兰举行议会选举，由波罗申科联盟、人民阵线、祖国党和激进党联合 5 个亲欧党派组成议会联盟，成立新政府，来自议会选举中得票数最多的人民阵线党首亚采纽克出任总理。但亲欧派议会联盟在经济与打击腐败等问题上内部多有矛盾，激进党、祖国党和自助党先后因为政见不合于 2015 年 9 月和 2016 年 2 月退出执政联盟。2016 年乌克兰政权重新洗牌，总理亚采纽克、总检察长绍金等多位重要职能部门的部长先后由于推行改革不顺、反危机措施不利等原因被迫辞职；随后，波罗申科的政治盟友弗拉基米尔·格罗伊斯曼上台出任总理，波罗申科一派的政治势力得到巩固。但与此同时乌克兰亲俄派势力也有所恢复，在议会派系、媒体和政府机构中逐渐掌握控制权，对政治稳定性造成冲击。2017 年 7 月波罗申科取消了前敖德萨省省长米哈伊尔·萨卡什维利的乌克兰国籍，但其仍然参与乌克兰政治活动，成立改革派“新势力运动党”，并呼吁提前选举。2017 年 9 月 10 日，萨卡什维利在支持者的帮助下强行穿越边境

从波兰进入乌克兰境内，可能会联合反对派发动新政变，给乌克兰政治稳定造成威胁。

乌克兰政局动荡造成政府治理能力低下，各个部门之间权限划分不清。执政党自上台以来在官僚体制、法律、土地监管等相关方面的改革均进展缓慢，政策即使在议会通过也无法得到有效执行。顿巴斯地区的军事冲突也陷入冻结状态。2014 年 3 月乌克兰克里米亚半岛宣布独立随后并入俄罗斯联邦；4 月乌克兰顿涅茨克州和卢甘斯克州民间武装同乌克兰政府军发生流血冲突，民间武装随后宣布成立“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”。尽管冲突双方达成了多项停火和撤出重武协议，但双方缺乏基本信任，武装冲突从未真正停止，不过战争开支庞大，对乌克兰、俄罗斯和分裂武装都造成严重经济负担，各方都在尽量克制，在没有其他国家军事干预的情况下，冲突愈演愈烈的可能性不大。但军事冲突造成乌克兰东部数百万平民成为难民，贫困率大幅走高，社会分化严重，极端民主主义上升，进一步削弱国内形势的稳定性。

乌克兰腐败严重，政坛丑闻不断，多次引发民众抗议。透明国际组织将乌克兰列为世界上重度腐败的 50 个国家之一，2016 年清廉指数在全球 176 个国家中排名第 131 位。乌克兰当局近几年为获得国际资金援助力推反腐败改革，设立国家反腐败局和反腐败特别检察官办公室，并启动网上公共采购程序。但乌克兰司法体系不透明、司法制度不完善，执法较为随意，新成立的反腐机构想发挥实质性作用或将受到掣肘，反腐仍然面临严峻挑战。

乌克兰下一届议会和总统选举将于 2019 年举行，波罗申科当前对政局的掌控能力得

到巩固，预计其将顺利执政到任期结束，但祖国党领导人季莫申科仍为其有力竞争对手，下届大选结果尚存在不确定性。

### 乌俄对立局面短期内无法缓解，与欧盟融合取得实质性进展，但成为欧盟或北约成员国将受阻

乌克兰夹于北约与俄罗斯之间，地缘政治地位较为敏感。乌克兰危机以及克里米亚并入俄罗斯后，乌俄关系急剧恶化，双方在经济和贸易上互相制裁，并关闭边界进行敌对宣传。当前乌克兰依然寻求欧美等国际社会对俄罗斯施压使其归还克里米亚地区，但由于克里米亚特殊的军事地理位置，俄罗斯归还的可能性极小。在当前亲欧势力主政的局面下，俄罗斯将继续向顿巴斯地区武装力量提供支持，中短期内乌俄对立局势得到根本性改善的可能性不大。

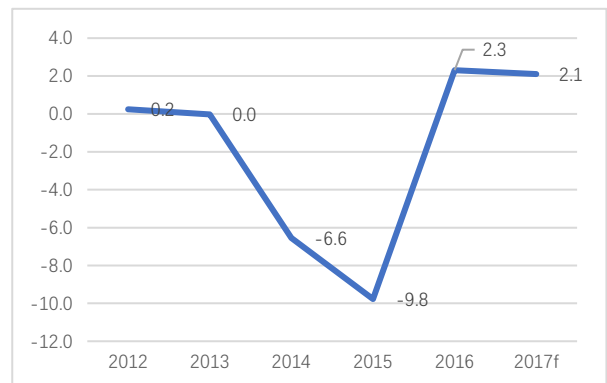
波罗申科上台后，乌克兰放弃不结盟地位，力推与欧盟的一体化外交政策，努力深化同欧盟的政治联系与经济融合。目前乌克兰与欧盟联系国协定已大部分生效，欧盟与乌克兰自贸区协定也已启动，2017年6月欧盟批准给予乌克兰公民入境免签待遇。不过乌克兰寻求加入北约进一步加深与欧盟关系或将受到一定阻碍。俄罗斯一直将乌克兰加深与欧盟融合视为对其利益的直接威胁，绝不会允许一个亲西方的乌克兰政府长期存在。另一方面，2017年9月乌克兰通过新的教育法案，限制使用乌克兰语以外的其他语种教学，引起东欧国家的强烈不满，匈牙利明确表示将因此阻止乌克兰与欧洲一体化。自2016年以来欧盟在英国脱欧、恐怖袭击等状况下对乌克兰的关注度逐渐降低，2017年德国组阁波折使得欧盟短期内自顾不暇，无法提供更多政治与经济支持，乌克兰与欧洲融

合进展可能将相对缓慢。

### 经济衰退得到有效控制，但增长前景面临一定压力

乌克兰东西部产业分化明显，GDP占比较大的重工业主要集中在东部地区，对俄罗斯原材料具有依赖性；西部主要发展农业，但占比相对较小；服务业为乌克兰的主导产业，GDP占比维持在60%左右的水平。2009年乌克兰在经济危机中受到重创，GDP增长率大幅萎缩14.8%。2010年到2013年间经济稍有恢复，4年平均增长率维持在2.4%水平。乌克兰危机爆发后，东部重工业产业受到重创，个人消费和固定资产投资锐减，以及主要出口产品小麦和钢铁价格下跌，导致乌克兰经济陷入衰退，2014年和2015年分别下降6.6和9.8个百分点。2016年乌克兰经济在欧美和国际多边组织的援助下有所修复，受到固定资产投资和私人消费推动，经济增长率达到2.3%。但由于乌克兰货币格里夫纳持续贬值，企业成本增加抑制就业，进而对拉动GDP增长的私人消费造成影响，预计2017年乌克兰GDP增长率将略有下降至2.1%左右。

图1：乌克兰实际GDP增长率（%）

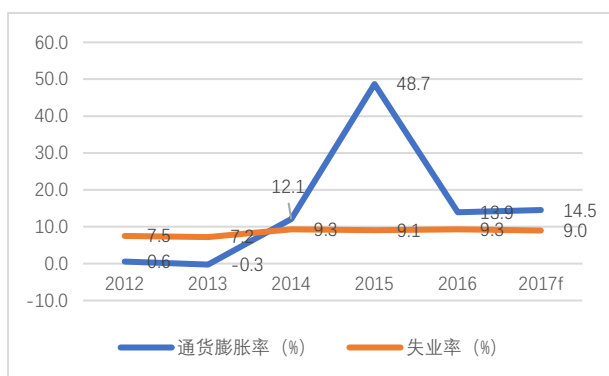


数据来源：联合评级主权数据库；2017年数据为预测值

货币贬值造成通货膨胀，情况有所改善但仍然处于高位；失业率居高不下

乌克兰危机的恐慌心理造成格里夫纳被抛售，由 2013 年的 8 格里夫纳兑 1 美元，暴跌至 2016 年的 25.6 格里夫纳兑 1 美元。货币大幅贬值导致通货膨胀快速上升，2015 年达到 48.7% 的历史最高位。乌克兰央行因此实行严格的外汇管控，同时欧盟、美国和 IMF 援助贷款资金拨付到位，货币贬值有所放缓，通货膨胀 2016 年下降至 13.9%，但仍处于较高水平。鉴于格里夫纳仍处于下行通道，预计 2017 年通货膨胀将维持现状在 14.5% 左右。

图 2：乌克兰通货膨胀和失业率



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

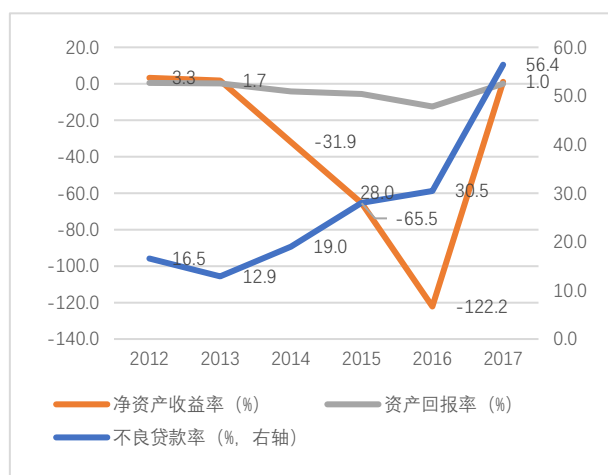
经济衰退和严重的通货膨胀造成乌克兰失业率居高不下，2014 年至今一直处于 9% 以上高位，超过国际警戒线 4% 一倍以上。高比例失业人口和东部军事冲突造成的大量难民将威胁乌克兰社会安定，可能引发犯罪率上升，加剧社会动乱，助长民族主义势力，潜在风险不容忽视。

### 银行业风险在可控范围内，盈利得到改善，但不良率不断走高，金融稳定性存在一定风险

为应对高通胀和存款大量流失，乌克兰央行不断调高基准利率，2015 年 3 月将再融资利率上调至 30%，达到 15 年最高水平。政府的应急措施造成大量企业因利率过高失去

偿付能力而违约，2016 年乌克兰银行业不良贷款率达到 30.5%，尽管在监管的要求下资本充足率仍然维持在 12% 以上，但银行业亏损状况进一步恶化，2016 净资产收益率 (ROE) 和资产回报率 (ROA) 分别为 -122.2% 和 -12.5%。自 2014 年乌克兰危机爆发后，近百家银行由于负债严重而破产倒闭或被政府清除，占比达到乌克兰总数的 40% 以上。为应对银行业危机，乌克兰政府加强银行业监管，将部分破产的私有银行国有化，支付居民存款及破产银行无收益再融资，三年间政府支付约占 GDP 比重的 14%；同时世界银行、IMF 和欧盟也分别向乌克兰提供援助资金用以银行业改革。2017 年前三季度乌克兰银行业亏损状况有所改善，净资产收益率和资产回报率分别达到 1.0% 和 0.1%。但私有银行国有化进展缓慢，并且居高不下的不良贷款率进一步恶化，2017 年前三季度不良率暴涨至 56.4%。虽然在政府的干预和救助下银行业整体有企稳趋势，但金融稳定性仍存在较大风险。

图 3：乌克兰银行业情况

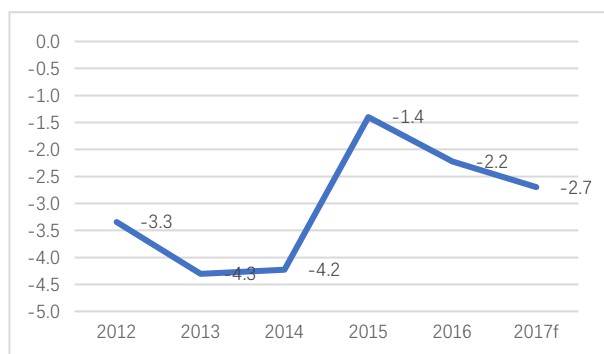


数据来源：联合评级主权数据库；2017 年为前三季度数据

### 财政赤字收窄至国际警戒线以下，但国防支出等因素导致 2017 年财政赤字有上升趋势

乌克兰政府为获得国际贷款援助，2014年听取IMF建议采取强硬措施，增加税收，取消了供暖补贴，并将国内天然气价格上调50%。乌克兰的财政整固政策取得较好效果，各级

图4：乌克兰各级政府财政平衡/GDP (%)



数据来源：联合评级主权数据库；2017年数据为预测值

政府财政赤字占GDP比重迅速下降至3%的国际警戒线以下，2016年降至2.2%。但在养老金与农业土地改革等影响财政状况的核心问题上，出于2019年即将大选的政治考虑，波罗申科政府并没有采取必要措施，阻碍财政赤字进一步下降。2017年由于东部的军事冲突导致国防支出增加，并且乌当局于1月上调了最低工资，因此预计乌克兰各级政府财政赤字将小幅回升，达到GDP的2.7%左右。

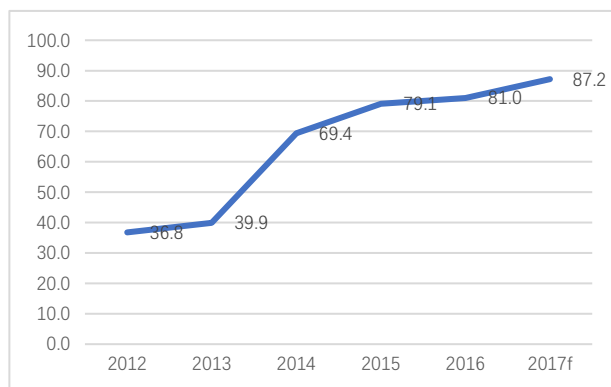
### 各级政府债务占GDP比重高位增长，处于可控范围，但对外部融资有依赖性

乌克兰危机爆发之后，各级政府债务占GDP比重大涨近30个百分点，由2013年的39.9%跃至2014年的69.4%，超过60%的国际警戒线，并此后一直维持增长趋势，2016年乌克兰各级政府债务占GDP比重约81.0%。2017年政府对金融体系救助增加公共债务负担，预计政府负债率将继续上升至87.2%左右。

目前欧盟、美国、IMF和世界银行均对乌克兰提供了贷款援助。2015年乌克兰与IMF达成总额约175亿美元为期4年的援助贷款计划，

并预计2018年到2020年将向乌克兰借贷20亿美元；欧盟和美国也多次提供资金援助，2014年至今欧盟已累计向乌克兰提供28亿欧元的低息贷款援助。此外，在债务人委员会和乌克兰中央银行的支持下，乌克兰政府通过重组将现有的外币和本币债务展期，短期偿付压力得到有效缓解。2017年9月，乌克兰成功发行30亿美元的欧洲债券，重回国际资本市场，进一步拓宽乌克兰政府的融资渠道。在当前融资渠道较为通畅的背景下，乌克兰政府短期债务在可控范围之内，但对于外部融资依赖度较高。

图5：乌克兰各级政府总债务/GDP (%)

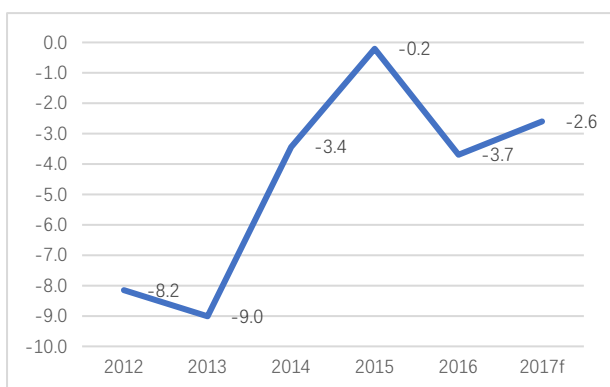


数据来源：联合评级主权数据库，2017年数据为预测值

### 商品贸易赤字波动幅度较大，经常账户仍处于逆差状态，但逆差规模或将收窄

乌克兰矿产资源丰富，土地肥沃适合农业发展，矿产品和农产品为其主要出口产品，但能源相对匮乏，天然气和石油依赖进口，商品贸易长期处于逆差状态。2010年乌克兰与俄罗斯签订协议以优惠的价格进口天然气，2011年乌克兰和独联体国家签署自由贸易区协定使得绝大部分商品可以自由流通。但随着乌俄关系进入低谷，两国互相制裁，2014年和2015年乌克兰商品和服务进出口都大比例降低，同比下降均超过10%，以及受到全球

图 6：乌克兰经常项目余额/GDP (%)



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

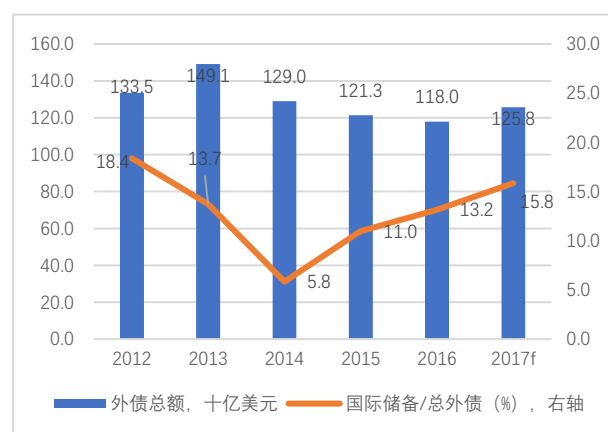
钢铁和小麦价格下滑影响，乌克兰商品贸易波动较大，导致经常账户赤字波动幅度较高。2016 年乌克兰经常账户赤字占 GDP 比重比上一年大涨 3.5 个百分点，达到 3.7%，主要由于商品贸易赤字暴涨至 69.4 亿美元，占 GDP 比重达到 7.4%。虽然银行业危机导致国内储蓄率大幅降低，但成功达成债务重组协议使部分利息减免，一级收入账户逆差有所收窄。欧盟与乌克兰联系国协定关于自由贸易部分 2016 年开始实施，最大贸易伙伴国也逐步由俄罗斯转向欧盟，钢铁和小麦的价格也有所回升，预计 2017 年乌克兰商品贸易赤字将有所改善，经常账户赤字占 GDP 比重也将减小到 2.6% 左右。

### 外债负担较重，但短期外债占比不大，在国际贷款援助下偿付有一定保障

2016 年，乌克兰外债总额约 1,179.8 亿美元，占 GDP 比重高达 126.5%，远大于 100% 的国际警戒线；短期偿付压力通过 2015 年的债务重组协议得到有效缓解，短期外债占总外债比重在 17.1% 左右，低于 20% 的国际警戒线。由于经常账户维持赤字状态和乌克兰危机导致资本出逃，以及政府使用大量外汇稳定货币，乌克兰国际储备较低，2016 年对总

外债的覆盖率尽管有所上升但仍处于 13.2% 左右的较低水平。但乌克兰当局加强外汇管控，要求企业出售 75% 的外汇收入，同时积极将外币债务置换成本币债务以对抗格里夫纳贬值带来的外币债务偿付压力。2017 年外债规模预计将稍有降低至 GDP 比重的 113.6% 左右，而且在欧美和国际多边组织的贷款援助下，乌克兰短期内应能够偿还外债。中长期看，乌克兰经济有企稳趋势，与欧盟贸易加强，外债总额将有所下降，偿债能力也将逐步得到提升。

图 7：乌克兰外债情况



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

## 展望

短期内，虽然波罗申科顺利完成任期可能性较大，但是其经济改革和反腐进展难以出现明显突破；乌克兰格里夫纳仍处于下行通道，货币贬值对企业压力仍将持续，高企的通货膨胀和失业率短期内无法得到明显改善；当前私有银行国有化进程将加重政府财政负担，对偿债前景形成风险。因此，联合评级对未来 1-2 年乌克兰本、外币主权信用评级展望均下调为负面。

### 乌克兰主权信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 <sup>f</sup>
名义 GDP (10 亿美元)	175.8	183.3	133.5	91.0	93.3	110.7
人均 GDP (美元, PPP)	3,874.2	4,051.4	3,122.2	2,137.3	2,192.8	2,614.5
实际 GDP 增长率 (%)	0.2	0.0	-6.6	-9.8	2.3	2.1
通货膨胀率 (%)	0.6	-0.3	12.1	48.7	13.9	14.5
国内信贷增长率 (%)	7.1	16.4	25.4	-0.4	11.3	15.7
M2 增长率 (%)	13.1	17.5	5.4	4.0	10.9	14.5
各级政府财政平衡/GDP (%)	-3.3	-4.3	-4.2	-1.4	-2.2	-2.7
各级政府总债务/GDP (%)	36.8	39.9	69.4	79.1	81.0	87.2
总外债/GDP (%)	76.0	81.3	96.6	133.3	126.5	113.6
短期债务/总外债 (%)	26.0	23.4	17.6	16.4	17.1	16.1
经常项目余额/GDP (%)	-8.2	-9.0	-3.4	-0.2	-3.7	-2.6
国际储备/总外债 (%)	18.4	13.7	5.8	11.0	13.2	15.8

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值