

阿塞拜疆共和国

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

评级时间

2017年12月10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

联合评级对阿塞拜疆共和国（以下简称“阿塞拜疆”）的主权信用进行了首次评级，确定给予其长期本、外币主权信用的等级为BBB_i，评级展望为稳定。

阿塞拜疆自2008年经济危机以后经历了一段平稳快速发展时期，经济增速保持了较好水平，但由于经济依赖能源出口，在2014年油价下跌以后衰退明显，国内通胀水平高企且上行压力仍然较大；银行业风险较高，金融市场发展较为封闭落后；财政赤字局面仍将持续，公共债务虽然迅速上升，但仍处在60%的国际警戒线内，且债务以中长期为主；经常账户在2015年因油价大幅下跌而首次出现赤字，预计随着2017年油价企稳回升，经常账户将摆脱赤字局面；战略外汇储备充足，总外债规模相对较小，短期内偿债压力不大。

有鉴于此，联合评级认为，阿塞拜疆主权信用风险不高，具备足够的能力按期偿付债务本息，但容易受到外部环境和经济条件不利变化的影响，短期内债务偿付压力较小，因此给予其本、外币BBB_i等级，评级展望为稳定。

评级依据

预计阿利耶夫在 2018 年 10 月大选中将继续连任，政治稳定性较高，社会治安良好

苏联解体后，作为加盟共和国之一的阿塞拜疆于 1991 年 2 月更名为“阿塞拜疆共和国”，并于当年 10 月正式宣布独立。阿塞拜疆实行总统制，总统为国家元首、最高行政首脑和武装力量总司令，并由全民直接选举产生，任期 5 年。国民议会实行一院制，共 125 位议员，任期 5 年。执政党为总统所属的新阿塞拜疆党，为阿塞拜疆第一大政党，在 2015 年 11 月举行的第五届国民议会选举中，获取了议会的 71 个席位，保持了执政党的地位。2009 年通过全民公决修宪，取消了总统连任不得超过两届的限制。现任总统伊利哈姆·盖达尔·奥格雷·阿利耶夫继 2003 年 10 月、2008 年 10 月当选总统后，于 2013 年 10 月再次连任。最近的总统大选将于 2018 年 10 月 17 日举行，预计阿利耶夫继续连任的可能性非常高，国内政局稳定性较高。

阿塞拜疆国内社会治安情况良好，安全形势良好，在东欧国家中属于犯罪率较低的国家。据全球城市数据库 NUMBEO《2016 年中犯罪指数排行》数据，阿塞拜疆 2015 年犯罪指数为 30.79，安全指数为 69.21，在 118 个国家中排名第 95 位（排名越靠后安全形势越好）。国内无恐怖事件及反政府武装组织，且居民不允许持有枪支。

与亚美尼亚在纳卡地区边境冲突长期存在；外交上倾向于俄罗斯，与邻国双边关系良好，同时积极融入欧洲

由于历史原因，阿塞拜疆与邻国亚美尼亚在纳吉里耶·卡拉巴赫地区（纳卡地区）长期存在边境冲突。2016 年 4 月双方曾爆发

过一次激烈冲突，两国动用了包括空中力量在内的多种军事力量，战况一度升级，使得自 1994 年达成的纳卡地区停火机制面临彻底崩盘的危险，此次冲突最终在俄罗斯的调解下停息。尽管今年以来，在国际社会的关注下，两国领导人均有意和平解决纳卡问题，但不排除该地区突发战争的可能性。

阿塞拜疆与俄罗斯是传统盟友，双方在能源、军事、经贸等方面均保持了良好合作；同时，阿塞拜疆积极发展同美国和欧盟的关系，将融入欧洲作为对外战略目标之一。阿塞拜疆与邻国土耳其、伊朗和格鲁吉亚等双边关系良好，积极参与独联体事务。其中，与土耳其互为盟友，积极推进“南方天然气走廊”和“跨安纳托利亚”等一系列天然气管道建设项目，为国内天然气等能源出口欧洲铺平道路。

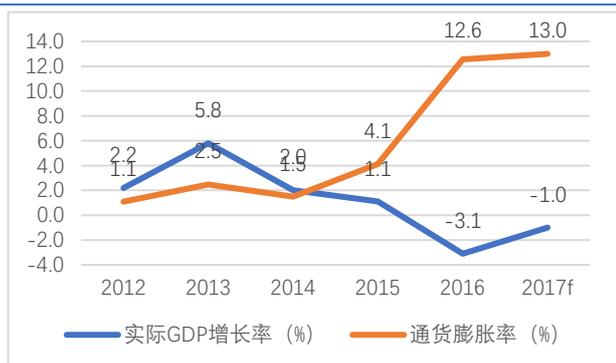
经济增长依赖能源出口，2015 年受国际能源价格下跌影响，经济衰退，通胀上行

阿塞拜疆位于欧亚大陆交界处，东边是里海，北邻俄罗斯，南连伊朗和土耳其，西接壤格鲁吉亚和亚美尼亚，地理位置优越；渔业资源、石油天然气资源丰富；国内交通基础设施良好，政府不断努力改善投资环境，加上欧亚持续增长的市场需求，阿塞拜疆经济增速在 2008 年经济危机以后经历了一段平稳较快速发展时期。2013 年经济增速一度达到 5.8%。但全球经济低迷，油价低位运行，欧美对俄罗斯的经济制裁，以及各国量化宽松政策对阿塞拜疆均造成一定冲击，经济增速缓慢下降；特别是 2015 年下半年油价断崖式下跌，造成当年经济增速下滑，2016 年经济面临收缩，经济增速为-3.1%。2017 年油价低位有所上升，预计经济收缩局面有所缓解。

伴随着油价下跌和经济收缩的是通胀的

大幅上行。通胀上行压力主要来自于本国货币马纳特大幅贬值，食品价格上涨较快，以及国内用电用气价格上涨。2015 年阿塞拜疆国内通胀率为 4.1%，2016 年大幅上升至 12.6%，预计 2017 年通胀仍然高位运行，将达到 13.0% 左右。

图 1：阿塞拜疆 GDP 增速及通胀率 (%)



数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

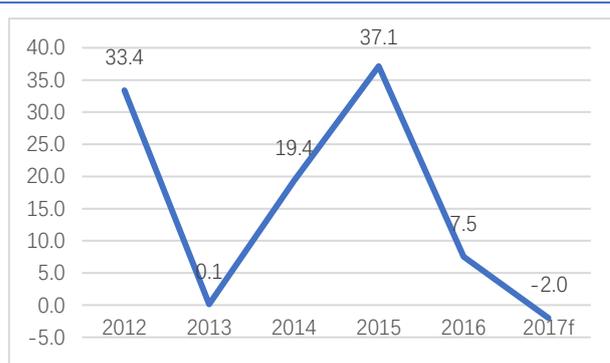
阿塞拜疆劳动者受教育程度较高，具备一定的技能优势。政府“阿塞拜疆 2020 年·展望未来”发展纲领中强调高度重视人力资源开发，提高国民社会福利，消除失业和贫困。2015 年官方失业率为 4.9%，2016 年小幅上行至 5.0%，预计 2017 年失业率将维持在该水平左右。

金融市场较为封闭落后，2015 年开始的货币持续承压和信贷收缩局面对银行业形成较大冲击，金融风险上升

阿塞拜疆金融市场较为封闭，不允许外国银行在阿设立分行，严格管控资金汇入汇出，同时，当地银行利率水平和存贷差悬殊。金融市场仍然较为封闭落后。同时，在全球经济危机、油价大幅下跌以及主要贸易伙伴纷纷贬值的背景下，阿塞拜疆央行在 2015 年 2 月和 12 月主动对本国货币马纳特实行断崖式贬值，累计兑美元下跌了 98.8%，并在 12 月同时宣布对马纳特实行浮动汇率制。2016 年

马纳特贬值幅度仍然较大，货币持续承压。在此背景下，2016 年国内信贷增速迅速回落，由 2015 年的 37.1% 下降至 7.5%。预计 2017 年信贷将进入收缩。另外，央行名义政策利率高达 15%，但考虑到实际高企的通胀水平，实际利率水平预计不会很高。

图 2：阿塞拜疆国内信贷增速 (%)



数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

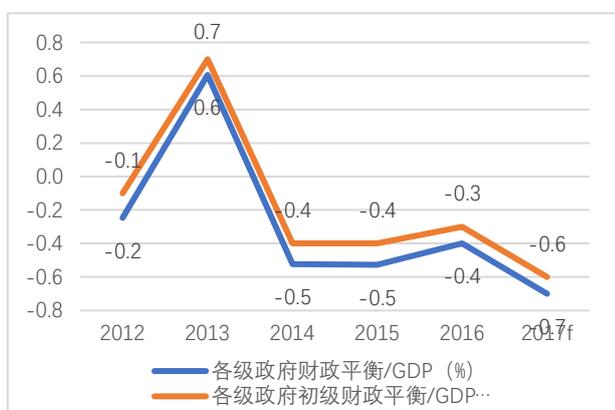
货币的大幅贬值和信贷收缩局面使得银行业面临较大风险。2016 年陆续有 10 家商业银行以资本充足率过低、财务状况较差、投资失误以及信贷管理不善等原因被吊销营业许可。2016 年 10 月阿前五大商业银行之一的阿塞拜疆标准银行 (Bank Standard) 宣布破产。还有 2 家排名前十的商业银行被国际评级机构降级，分别为阿塞拜疆共和国银行 (Bank Respublika) 和巴库银行 (Bank of Baku)。尽管央行陆续推进商业银行重组，并将部分银行债务收归政府主权债务，但目前来看，阿塞拜疆银行业整体水平较低，金融风险较高。

财政收入依赖能源出口，中期财政可持续性受到能源价格低位徘徊局面抑制

阿塞拜疆政府财政收入依赖石油、天然气等能源出口收入。油价繁荣期间 (2006-2014 年)，油气出口收入平均约占到每年 GDP 的 65% 左右，基本构成政府财政收入的 80% 左

右。但 2014 年以来油价的下跌趋势对政府财政收入造成较大冲击，油价的低位运行对政府财政巩固和中期可持续性带来了一定的压力。尽管政府近年来着手加大对非油气领域的投资，非油气领域信贷投放量占非油行业 GDP 比值从 2005 年的 23% 上升至 2015 年的 63%，10 年内几近增长至 3 倍，但实际非油气行业带来的政府收入占非油气行业 GDP 比例仍然保持在约 19.0% 左右。

图 3: 阿塞拜疆财政平衡比 GDP (%)



数据来源: 联合评级主权数据库, 2017 年数据为预测值

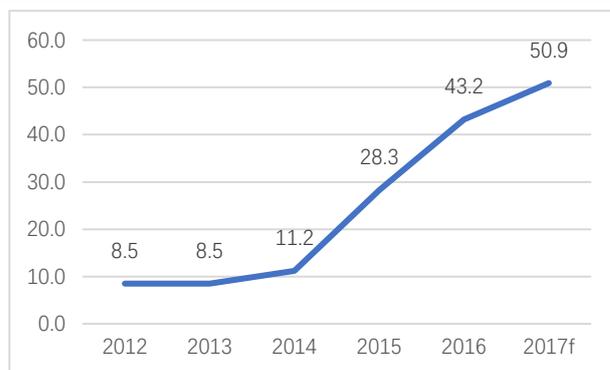
短期内，如果油价回升至 53 美元/桶，我们预计 2017 年政府收入将达到 210 亿马纳特。另外，阿塞拜疆国家石油基金（即阿塞拜疆国家主权财富基金）在 2017 年上半年实现财政转移达到大约 43 亿马纳特。基础设施建设投资仍占据财政支出主要部分，2014 年以来政府财政赤字已经连续三年保持在 0.5% 左右的水平（2016 年有小幅收缩，实现赤字占 GDP 的 0.4%），预计 2017 年财政赤字将小幅扩大至 GDP 的 0.7%。

公共债务随着油价下跌迅速上升，外币债务占比较大，但基本为中长期债务，短期偿债压力不大

伴随着油价下跌、货币贬值，以及财政

收入减少的同时，政府公共债务迅速上升。2014 年政府公共债务占 GDP 比值约为 11.2%，而 2016 年公共债务占 GDP 比值上升至 43.2%，2 年内上升了 30 个百分点。2017 年，政府对阿塞拜疆国际银行的不良贷款进行重组，通过将债务归集为主权债务与债券人达成和解。另外，2017 年 9 月阿塞拜疆财政部发行了 7 只到期日在 2017 年底到 2032 年之间合计 22.7 亿美元的欧洲债券，阿塞拜疆国际银行也在此期间发行了 1 只 10 亿美元的 7 年期欧洲债券，预计 2017 年政府公共债务将上升至 GDP 的 50.9%。

图 4: 阿塞拜疆公共债务占 GDP 比 (%)



数据来源: 联合评级主权数据库, 2017 年数据为预测值

2016 年阿塞拜疆公共债务大约为 260.7 亿马纳特，约占 GDP 的 43.2%，其中大部分为外国债权人持有的外币债务，且中长期债务占主要部分。因此短期内政府基本不存在公共债务偿付压力。中期内，国家石油基金将为政府预算赤字提供转移支付支持。

经常账户赤字有望在 2017 年实现盈余

油价繁荣期间（2006-2014 年），阿塞拜疆通过石油、天然气等能源产品出口，经常账户保持了较长时间的盈余状态。但随着油价下跌，全球经济低迷下各主要贸易伙伴国内货币纷纷贬值，加之国际量化宽松政策影

响，阿塞拜疆出口优势受到侵蚀，尽管央行在 2015 年主动实行两轮马纳特大幅贬值，但经常账户仍在 2015 年首次出现逆差，经常账户赤字约为 GDP 的 0.4%。2016 年经常账户赤字进一步扩大，达到 GDP 的 3.6%。基于马纳特的贬值压力以及随着 2017 年油价的小幅反弹局势，我们预计 2017 年阿塞拜疆出口优势将更加明显，经常账户有望摆脱赤字局面，实现占 GDP 约 3.9% 的账户盈余。

图 5：阿塞拜疆经常账户平衡比 GDP (%)



数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

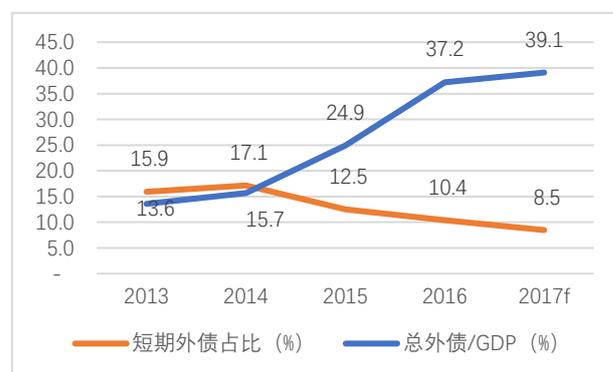
总外债规模较小且大部分为中长期债务，战略外汇储备充足，短期内外债压力不大

阿塞拜疆总外债在油价下跌和货币贬值等负面因素影响下也面临上升局面，但总外债规模仍然相对较小。2016 年总外债约为 140.9 亿美元，比 2014 年的 117.9 亿美元的规模有所上升，但总外债整体规模较小。2016 年总外债约占 GDP 的 37.2%，其中短期外债占总外债比仅为 10.4%。总外债以中长期债务为主。

阿塞拜疆的战略外汇储备主要由央行的官方外汇储备和国家石油基金组成。为应对货币大幅贬值，央行通过出售外汇维持货币

稳定，为此，央行官方外汇储备由 2014 年末的 146.5 亿美元下降至 2016 年的 58.4 亿美元。同时，国家石油基金为支持银行业债务重组以及政府财政转移在同时期也减少了 39.8 亿美元。尽管战略外汇储备有所下降，但 2016 年整体战略储备总额仍达到 390 亿美元，能够覆盖大约 34.7 个月的进口用汇需求。短期内外债压力不大。

图 6：阿塞拜疆总外债/GDP 及短期外债占比



数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

展望

阿塞拜疆政治局面较为稳定，社会犯罪率较低。经济依赖能源出口，受全球经济缓慢复苏，油价下跌，各主要贸易伙伴货币贬值需求减少等负面因素影响，近年来阿塞拜疆国内货币发生大幅贬值，经济下滑且增速收缩，通胀上行压力较大。随着油价止跌回升，经济收缩局面有望改善。政府财政赤字局面仍将持续，公共债务占 GDP 比值随着油价下跌迅速上升；经常账户有望在 2017 年摆脱赤字局面，外债规模较小，战略外汇储备充足。短期债务压力较小。因此，联合评级认为阿塞拜疆短期内具备足够的偿债能力，未来 1-2 年评级展望为稳定。

阿塞拜疆主权信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f
名义 GDP (10 亿美元)	69.7	74.2	75.2	53.1	37.8	43.8
人均 GDP (美元, PPP)	16,232.7	17,229.8	17,665.8	17,836.9	17,320.0	17,280.0
实际 GDP 增长率 (%)	2.2	5.8	2.0	1.1	-3.1	-1.0
通货膨胀率 (%)	1.1	2.5	1.5	4.1	12.6	13.0
国内信贷增长率 (%)	33.4	0.1	19.4	37.1	7.5	-2.0
M2 增长率 (%)	25.7	18.9	6.1	-50.6	34.1	18.3
各级政府财政平衡/GDP (%)	-0.2	0.6	-0.5	-0.5	-0.4	-0.7
各级政府利息支付/GDP (%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
各级政府初级财政平衡/GDP (%)	-0.1	0.7	-0.4	-0.4	-0.3	-0.6
各级政府总债务/GDP (%)	8.5	8.5	11.2	28.3	43.2	50.9
总外债/GDP (%)	14.8	13.6	15.7	24.9	37.2	39.1
短期债务/总外债 (%)	-	15.9	17.1	12.5	10.4	8.5
经常项目余额/GDP (%)	21.5	16.5	13.6	-0.4	-3.6	3.9
国际储备/总外债 (%)	-	149.2	131.9	59.8	50.7	52.0

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值