

阿塞拜疆共和国信用评级报告

评级结果

长期外币信用等级: BBB_i

长期本币信用等级: BBB_i

评级展望: 稳定

评级时间

2018年12月28日

主要数据

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(亿美元)	406.70	378.10	508.44	752.40	741.60
实际GDP增速(%)	0.07	-3.10	0.65	2.66	5.87
CPI增幅(%)	13.00	12.56	4.13	1.51	2.49
失业率(%)	5.04	5.04	4.96	4.91	4.97
人均GDP(美元)	4,140.65	3,895.67	5,300.14	7,939.17	7,926.09
财政盈余/GDP(%)	-1.67	-1.17	-4.81	2.74	1.64
政府债务/GDP(%)	54.08	50.71	34.99	14.39	12.65
财政收入/政府债务(%)	64.55	67.54	96.77	271.77	311.73
外债总额/GDP(%)	37.51	39.72	27.06	16.41	14.43
CAR/外债总额(%)	145.79	127.33	163.65	291.74	360.95
外汇储备/外债总额(%)	43.80	43.78	53.20	128.06	141.83

注: 1、实际GDP增长率以本币计算, 不考虑汇率变动因素;
2、财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值;
3、政府债务为一般政府债务总额;
4、CAR为经常账户收入;
5、外汇储备为官方外汇储备。

分析师:

李为峰 张正一

联合资信评估有限公司

电话: 010-85679696

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”) 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, 评定其长期本、外币信用等级为BBB_i。该评级结果表明阿塞拜疆的主权信用风险低, 具备足够的能力按期偿付债务本息, 但易受环境和经济条件不利变化的影响。

阿塞拜疆国内政局长期保持稳定, 但权力高度集中增加了政策不确定性, 国家治理能力较差, 且存在一定地缘政治风险。阿塞拜疆经济对油气产业的依赖程度较高, 近年来经济增长较为低迷, 通胀压力有所加大。阿塞拜疆银行业存在一定风险, 不良贷款率较高且存在过度美元化的问题。受油气相关收入波动影响, 财政收支状况波动较大, 并于2015年起由盈余转为赤字, 政府债务水平也大幅上升, 但仍处于相对较低水平, 且国家石油基金为政府债务的偿还提供了充足的保障。近年来外贸顺差大幅减少, 经常账户余额也波动较大, 外债水平大幅上升, 但仍处于较低水平, 经常账户收入对外债的保障能力较强, 国家石油基金和稳定的汇率也为外债偿还提供了较强的保障。

优势

- 规模较大的国家石油基金为政府债务的偿还提供了充足的保障;
- 油气资源较为丰富, 对外贸易持续顺差;
- 外债水平较低, 经常账户收入对外债的保障能力较强。

关注

- 经济增长对油气产业较为依赖, 经济增长的波动性较大;
- 国家治理能力较差, 政治上的高度集权增加了政策的不确定性;
- 银行业不良贷款率较高, 且存在过度美元化的问题;
- 2015年以来通胀压力明显加大;
- 部分统计数据缺失且存在一定滞后性。

一、国家概况

阿塞拜疆共和国（以下简称“阿塞拜疆”）位于外高加索地区东南部，东临里海，北靠俄罗斯，西接格鲁吉亚和亚美尼亚，南邻伊朗。位于本土西南方向的纳希切万自治共和国是阿塞拜疆的飞地，被亚美尼亚、伊朗和土耳其环绕。阿塞拜疆国土面积共 8.66 万平方公里，划分为 66 个区和 1 个自治共和国，首都巴库是全国政治、经济和文化中心，也是里海沿岸最大的港口。截至 2018 年 1 月底，阿塞拜疆全国总人口约 989.80 万，其中 90% 以上为阿塞拜疆族，主要信奉伊斯兰教（什叶派）。阿塞拜疆的官方语言为阿塞拜疆语，官方货币为马纳特。阿塞拜疆是联合国、国际货币基金组织（IMF）、世界贸易组织、欧洲委员会、独联体、古阿姆民主和经济发展组织（GUAM）等国际或区域性组织的成员国。

阿塞拜疆石油和天然气资源丰富，主要分布在阿普歇伦半岛和里海大陆架。石油探明储量约 22 亿吨，天然气储量约 2.6 万亿立方米。此外，阿塞拜疆境内还有铁、钼、铜、黄金等金属矿藏，以及丰富的非金属和矿泉水资源。

二、国家治理

政局长期保持稳定，但权力高度集中增加了政策不确定性

阿塞拜疆曾是苏联加盟共和国之一，于 1991 年 10 月正式宣布独立。根据 1995 年 11 月通过的宪法，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，由全民直接选举产生，任期 5 年。2002 年 8 月，经全民公决对宪法部分条款做出修改，包括将总统当选最低得票率由 2/3 改为过半数；一旦总统不能履行职权，由议长改为由总理代行总统职务；议会选举由过去的多数制和比例制结合改为单一的多数制；取消政党名单等。2009 年 3 月，经全民公决对宪法部分条款进行补充和修改，取消总统连任不得超过两届的限制。2016 年 9 月，阿塞拜疆再次修改宪法，延长总统任期由 5 年至 7 年，设立第一副总统、副总统职位，赋予总统解散议会权力，取消总统候选人年龄限制，降低议员参选人年龄门槛。总体看，经过多次宪法修订后，国家权力进一步向总统集中。

阿塞拜疆实行三权分立制。议会是国家最高立法机关，实行一院制，由 125 名议员组成，任期 5 年。议会的主要职能包括制定、批准、废除法律条约，决定行政区划，批准国家预算并监督其执行，根据宪法法院提请依照弹劾程序罢免总统，确定全民公决等。总统享有最

高行政权，拥有组建内阁的权力。内阁由总理、副总理和各部部长组成，同时对总统和议会负责。阿塞拜疆法院体系包括宪法法院、最高法院、经济法院及各级普通和专门法院，其中最高法院为最高审判机关，由 23 名法官组成，均由议会根据总统提名任命。检察院依法独立行使检察权，最高检察机关为共和国总检察院，总检察长经议会同意由总统任免。

阿塞拜疆实行多党制，现有合法政党 41 个，主要包括新阿塞拜疆党、阿塞拜疆人民阵线党、穆萨瓦特党、阿塞拜疆民族独立党等。自 2003 年以来，伊利哈姆·盖达尔·奥格雷·阿利耶夫一直担任阿塞拜疆总统，其所属的新阿塞拜疆党也一直保持执政党地位。2018 年 4 月，阿塞拜疆提前举行总统选举，阿利耶夫以 86% 的选票再度当选总统，任期将至 2025 年。在阿利耶夫任期内，阿塞拜疆政局有望持续保持稳定，但权力的高度集中也增加了政策不确定性。

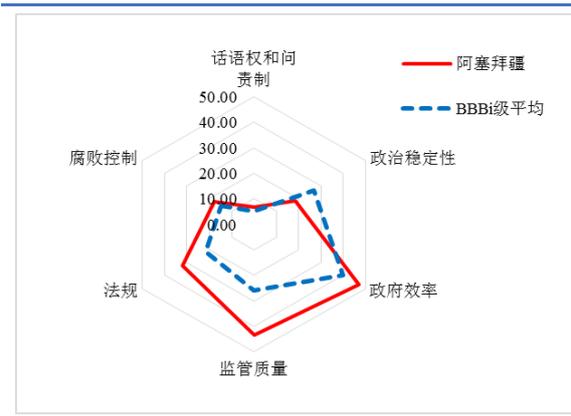
与亚美尼亚长期敌对，存在一定地缘政治风险

阿塞拜疆与邻国亚美尼亚因纳戈尔诺-卡拉巴赫（纳卡）地区领土争端长期敌对。纳卡地区 80% 以上的人口为亚美尼亚族人，由于对当地经济和生活条件不满，亚美尼亚族人一直谋求将纳卡并入亚美尼亚。1991 年苏联解体后，阿塞拜疆和亚美尼亚为争夺纳卡爆发战争，亚美尼亚占领了纳卡及其周围原属阿塞拜疆的部分领土。1994 年，两国就全面停火达成协议，但至今仍因纳卡问题处于敌对状态，小规模冲突不断。预计在短期内纳卡问题很难得到妥善解决，仍将给阿塞拜疆带来一定的地缘政治风险。

国家治理能力较差，政治上的高度集权导致“话语权和问责制”方面的排名明显偏低

根据世界银行发布的国家治理指数，2017 年，阿塞拜疆国家各项治理能力百分比排名均值为 27.65，较 2016 年小幅下滑，国家治理能力总体较差。具体来看，由于在政治上高度集权，阿塞拜疆在“话语权和问责制”方面的排名相对于其它指标排名明显偏低。此外，阿塞拜疆在“政治稳定性”及“腐败控制”两方面的排名也处于较低水平。从图 1 可以看出，阿塞拜疆的国家治理能力与 BBB_i 国家的平均水平较为接近。

图 1：2017 年阿塞拜疆国家治理能力



数据来源：世界银行

二、宏观经济政策与表现

经济增长对油气产业的依赖程度较高，易受油气产量及价格波动影响，近年来经济增长较为低迷，未来有望得到一定程度改善

阿塞拜疆经济增长对油气产业的依赖程度较高，易受油气产量及价格波动影响，因此阿塞拜疆政府一直在推动经济多元化战略，非油气产业在 GDP 中的占比持续提升。尽管如此，受油气产量下降、国际油价下滑及汇率大幅贬值等因素影响，阿塞拜疆经济增速自 2013 年以来持续下滑，并于 2016 年陷入衰退。

2017 年，阿塞拜疆 GDP 总量达到 691.39 亿马纳特（或 406.70 亿美元），实际经济增速为 0.07%，摆脱了经济衰退状态，但仍处于很低水平。具体来看，非油气产业产值同比增长 2.7%，已成为拉动阿塞拜疆经济增长的主要动力；尽管国际油价有所回升，但受油气产量下降影响，油气产业产值同比下降 5%，对经济增长造成一定拖累。

表 1：2013~2017 年阿塞拜疆经济表现

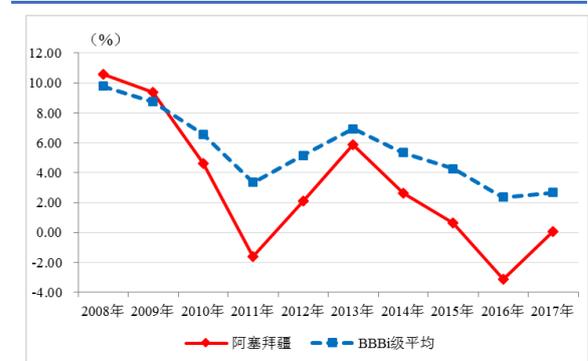
	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
名义 GDP(亿马纳特)	691.39	603.94	543.80	590.14	581.82
名义 GDP (亿美元)	406.70	378.10	508.44	752.40	741.60
实际 GDP 增速 (%)	0.07	-3.10	0.65	2.66	5.87
CPI 增幅 (%)	13.00	12.56	4.13	1.51	2.49
失业率 (%)	5.04	5.04	4.96	4.91	4.97

数据来源：IMF

2013 年~2017 年，阿塞拜疆 GDP 近 5 年平均年增长率为 1.23%，明显低于 BBBi 级国家的平均水平

(4.31%)；经济增长的波动性（10 年 GDP 增长率的标准差）为 4.50%，显著高于 BBBi 级国家的平均水平（2.50%）。总体上看，阿塞拜疆经济增长波动性较大，且近年来经济增长较为低迷。

图 2：2008~2017 年阿塞拜疆实际 GDP 增长率



数据来源：IMF

2018 年上半年，阿塞拜疆实际 GDP 同比增速为 1.2%，经济复苏势头进一步增强。2018 年以来，国际油价总体保持上升趋势，虽然自 2018 年 10 月起开始从高点回落，但预计未来一段时期内国际油价平均水平仍将显著高于 2016 年时的低点。另一方面，英国石油公司（BP）已于 2017 年 9 月同意将阿塞拜疆最大油田阿泽里-奇拉格-久涅什利（ACG）油田的共享开采协议延长至 2049 年，并承诺通过新投资及新技术来最大限度恢复生产，预计阿塞拜疆未来的石油产量有望回升，但很难恢复到 2011 年之前的水平。此外，ACG 油田阿塞拜疆最大的油田沙赫杰尼兹（Shah Deniz）天然气田二期项目已于 2018 年 7 月投产，进入稳产期后预计每年将为带来 160 亿立方米的天然气产量，并将首次输往土耳其及欧盟地区。在此背景下，预计未来一段时期内阿塞拜疆油气产业有望摆脱过去几年的持续衰退状态，非油气产业也有望在政府政策的支持下保持良好增长势头。综合以上因素，预计 2018 年全年阿塞拜疆经济增速有望达到 2% 左右，未来两三年内则有望回升至 3% 左右的水平。

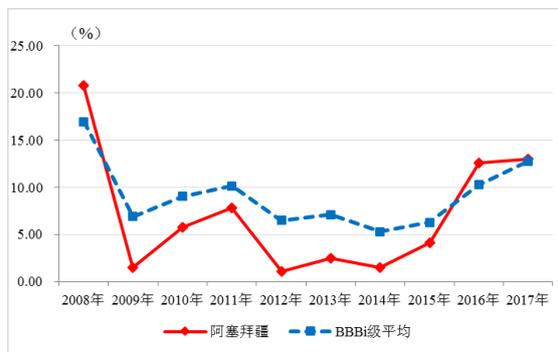
受汇率大幅贬值因素影响，近年来通胀压力明显加大

2015 年，在国际油价大跌的背景下，阿塞拜疆对本币马纳特进行了两次大幅贬值，贬值幅度高达 97.2%，汇率政策也由紧盯美元改为美元、欧元双外汇篮子，最后变为自由浮动汇率制。汇率的大幅贬值使得阿塞拜疆进口产品价格大幅上升，再加上国内用电用气价格的上涨，阿塞拜疆通胀水平迅速上升至 12% 以上的高位。

2017年，阿塞拜疆全年CPI增幅达到13.00%，较2016年小幅上升，仍处于很高水平。具体来看，食品类产品价格同比上涨16.5%，非食品类产品价格同比上涨11.6%，服务价格同比上涨9.4%。从图3可以看出，阿塞拜疆的通胀水平走势波动较大，2016年之后开始高于BBB_i级国家的平均水平。

2018年以来，阿塞拜疆通胀水平得到一定程度的缓解，6月通货膨胀率为0.7%，其中食品价格下降1.6%，非食品价格和居民服务价格保持不变。据此推算，2018年全年通货膨胀率预计为3%，低于政府此前的预测（6.1%）。

图 3：2008~2017 年阿塞拜疆 CPI 增长率



数据来源：IMF

失业率持续保持低位，但青年及女性失业率偏高

根据2013年发布的“阿塞拜疆2020年：展望未来”战略构想，近年来阿塞拜疆政府高度重视人力资源的发展，致力于降低失业率和贫困率。截至2017年底，阿塞拜疆失业率达到5.04%，较2016年持平，失业率持续保持在较低水平。

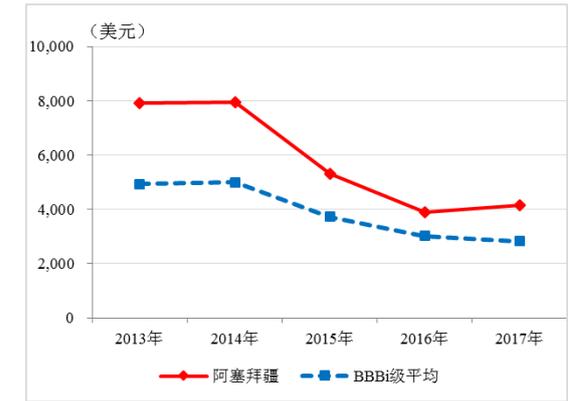
另一方面，阿塞拜疆就业市场也存在一些结构性问题。2017年，15~24岁青年人口的失业率高达12.9%，显著高于总体失业率水平；女性失业率为5.9%，略高于总体失业率水平。根据“阿塞拜疆2019~2030年就业战略”，未来一段时期内政府将通过加强职业培训等方式降低青年及女性失业率，预计未来一段时期内阿塞拜疆总体就业率仍有进一步下降的可能，就业结构也有望得到一定程度的改善。

三、结构特征

受汇率贬值及国际油价大跌影响，阿塞拜疆人均GDP水平大幅下降，但国家竞争力仍较强

阿塞拜疆是一个发展中国家，近年来人均GDP从8,000美元左右水平下滑至4,000美元左右，主要受本币汇率大幅贬值及国际油价大跌影响。2017年，得益于阿塞拜疆经济恢复增长，阿塞拜疆人均GDP达到4,140.65美元，较上年增长了6.29%，略高于BBB_i级国家的平均水平。

图 4：2013~2017 年阿塞拜疆人均 GDP



数据来源：IMF

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017年阿塞拜疆的全球竞争力指数为4.69，在全球137个经济体中排名第35位，较2016年提高了2位，国家竞争力进一步增强。具体来看，阿塞拜疆在医疗和基础教育方面、劳动力市场效率等方面表现较好，但在金融市场发展方面仍存在欠缺，融资困难、外币管制等因素仍对其营商环境改善造成一定制约。

居民消费对经济的贡献度显著提升，但对油气产业的依赖程度仍然较高，产业结构存在较大的调整空间

近年来，阿塞拜疆经济结构发生了较大变化，主要体现为净出口对GDP的贡献度大幅降低，居民消费对经济的贡献度则大幅上升。2013~2017年，受本币汇率大幅贬值及国际油价大幅下跌影响，净出口占GDP的比值由22.20%大幅下降至6.70%；居民消费支出占GDP的比值则上升了逾15个百分点，五年平均值仍高达51.94%，对经济增长的拉动作用显著增强；政府消费支出和资本形成总额占GDP的比值相对保持稳定，五年平均值分别为11.58%和26.18%。

产业结构方面，近年来阿塞拜疆产业结构变化较大，其中工业增加值在GDP中的占比由57.05%降至49.58%，服务业增加值在GDP中的占比则由30.88%上升至37.48%，农业增加值占比则保持在6%左右（此外还有

生产税减产品补贴，占 GDP 的 8% 左右)。总体看，阿塞拜疆服务业增加值在 GDP 中的占比相对偏低，工业在经济中占据主导地位。

根据“阿塞拜疆 2020 年：展望未来”战略构想和“阿塞拜疆 2015~2020 年工业发展纲要”，阿塞拜疆积极实施经济发展多元化战略，大力发展石油领域经济，同时注重扶持非石油经济发展，努力发展通讯、交通、高新技术、旅游、农业等产业，实施以大规模基础设施建设拉动经济的政策，促进经济多元化和各领域均衡发展。受国际油价下跌影响，近年来油气产业在 GDP 中的占比已从 2013 年的 50% 左右下降至 2017 年的 40% 左右，但占比仍然相对较高，在阿塞拜疆经济中起到支柱作用。

阿塞拜疆石油开采和销售主要由阿塞拜疆国家石油公司 (SOCAR) 垄断，但同时政府也鼓励外资进入油气产业，英国石油公司一直是 SOCAR 最大的合作伙伴。阿塞拜疆油气储量丰富，主要集中于里海沿岸，石油探明储量约 22 亿吨，天然气储量约 2.6 万亿立方米。近年来，随着 ACG 油田度过丰产期，阿塞拜疆石油产量呈逐年下降之势，但天然气产量则保持上升趋势，未来随着沙赫杰尼兹 (Shah Deniz) 天然气田二期项目投产，阿塞拜疆天然气产量有望进一步提升。

表 3：2013~2017 年阿塞拜疆石油及天然气产量

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
石油 (万吨)	3,868.89	4,103.00	4,169.00	4,210.00	4,350.00
天然气 (亿立方米)	285.98	294.00	292.00	295.00	292.00

数据来源：阿塞拜疆国家统计局

受本币大幅贬值影响，阿塞拜疆银行业资产大幅下降，不良贷款率大幅上升

阿塞拜疆金融市场较为封闭，发展程度较低，其中银行业占据主导地位。受 2015 年本币大幅贬值影响，阿塞拜疆外币存款占比迅速由 50% 左右上升至 70% 以上，银行业资产则大幅缩水，债务负担持续加重，银行业风险持续上升。为加强对金融业的监管并控制相关风险，阿塞拜疆于 2016 年 3 月成立了阿塞拜疆金融市场监管署，负责对银行、非银行信贷机构、保险公司、证券交易商及其它金融中介进行监管，央行则由国家机关改制为公共实体，其主要职能简化为维护银行间及其它支付系统运营、参与制定货币政策等。受银行业自身经营情况恶化及监管加强影响，2016 年阿塞拜疆共有 11 家银行被吊销营业执照，境内最大银行阿塞拜疆国际银行也于 2017 年宣布破产，银行的部分债务也转换为主权

政府债务。

目前，阿塞拜疆共有 30 家银行，除 2 家以外全部为私人控股，其中有 8 家银行外资股份超过 50%，2 家为外资银行设立的分支机构。截至 2017 年底，银行业总资产为 279.21 亿马纳特，较上年末减少了 11.20%；不良贷款率攀升至 15.50%，较上年末提高了 6.50 个百分点，银行业资产质量进一步恶化；由于监管机构加强了对银行资本的要求，银行业资本充足率达到 16.00%，处于较好水平。

另一方面，随着 2017 年以来阿塞拜疆本币汇率趋稳，银行业外币存款占比在 2017 年年初达到 80% 左右的历史高位之后开始回落，至 2018 年 9 月已降至 63%，但仍处于较高水平，将在很大程度上影响央行货币政策的有效性。

四、公共财政实力

受油气相关收入波动影响，财政收支状况波动较大，近年来总体呈恶化之势

油气相关收入在阿塞拜疆政府财政收入中占据重要地位，主要包括阿塞拜疆国家石油基金 (SOFAZ) 的转移支付和油气相关税收两部分。在国际油价处于高位的时期，阿塞拜疆政府凭借丰厚的石油收入积累了大量财富，并在此基础上推行财政扩张政策，提高国民福利水平并持续加大基建方面的投入。随着 2015 年国际油价的下跌及本币汇率的大幅贬值，阿塞拜疆政府获得的油气相关收入大幅减少，政府财政状况急剧恶化。但阿塞拜疆政府并未大幅收紧财政政策，只是推迟或取消了部分基础设施项目，财政支出仍然维持在较高水平。

从财政收入来看，近年来阿塞拜疆政府财政收入波动较大，但总体仍保持上升之势。2017 年，阿塞拜疆实现一般政府财政收入 241.39 亿马纳特，同比大幅增长 16.70%，主要得益于经济复苏所带来的税收增长；财政收入相当于 GDP 的比值为 34.91%，较上年小幅上升，但较 2013 年已下降近 5 个百分点。从财政收入的结构来看，中央政府财政收入占到 70% 左右，其中税收收入占比已超过 50%，成为中央政府财政收入的主要来源；油气相关收入占比为 47% 左右，尽管较 2015 年之前 70% 以上的水平大幅降低，但占比仍然相对较大，表明阿塞拜疆政府财政收入对油气相关收入的依赖程度依然很高。

财政支出方面，近年来阿塞拜疆财政支出总体保持平稳，但 2017 年增速明显上升。2017 年，阿塞拜疆财政支出为 252.96 亿马纳特，同比大幅增长 18.25%，略

高于财政支出增速。从财政支出的结构来看，中央政府财政支出占到 70%左右，其中雇员工资、社保支出等刚性支出占比达到 38%左右，资本支出占比达到近 30%，财政支出的弹性相对较大。

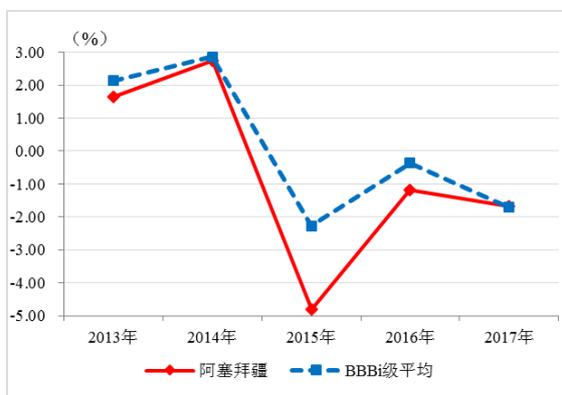
受财政收入大幅减少影响，阿塞拜疆政府自 2015 年起由财政盈余转为财政赤字。2017 年，阿塞拜疆政府财政赤字达到 11.57 亿马纳特，相当于 GDP 的 1.67%，较上年提高了 0.50 个百分点，但和 2015 年 4.81% 的赤字水平相比已明显改善。从图 5 可以看出，2015 年以来阿塞拜疆的财政状况明显恶化，2017 年其财政赤字水平与 BBB_i 级国家的平均水平较为接近。

表 4：2013~2017 年阿塞拜疆政府财政表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政收入 (亿马纳特)	241.39	206.85	184.16	230.84	229.37
财政收入/GDP (%)	34.91	34.25	33.87	39.12	39.42
财政支出 (亿马纳特)	252.96	213.92	210.33	214.66	219.81
财政支出/GDP (%)	36.59	35.42	38.68	36.37	37.78
财政盈余 (亿马纳特)	-11.57	-7.07	-26.17	16.18	9.56
财政盈余/GDP (%)	-1.67	-1.17	-4.81	2.74	1.64

数据来源: IMF

图 5：2013~2017 年阿塞拜疆财政盈余占 GDP 比重



数据来源: IMF

政府债务水平一般，但近年来呈持续上升之势且增幅较大

2015 年以来，受持续财政赤字、本币汇率大幅贬值及部分国有企业债务合并至主权政府债务等因素影响，阿塞拜疆政府债务水平大幅上升。截至 2017 年底，阿塞拜疆一般政府债务总额为 373.93 亿马纳特，较上年大幅增长了 22.10%；政府债务总额相当于 GDP 的比值为 54.08%，较上年小幅上升，但和 2013 年相比已上升了 3 倍以上。从图 6 可以看出，阿塞拜疆政府债务水平近年

来上升较快，2015 年以来明显高于 BBB_i 级国家的平均水平。

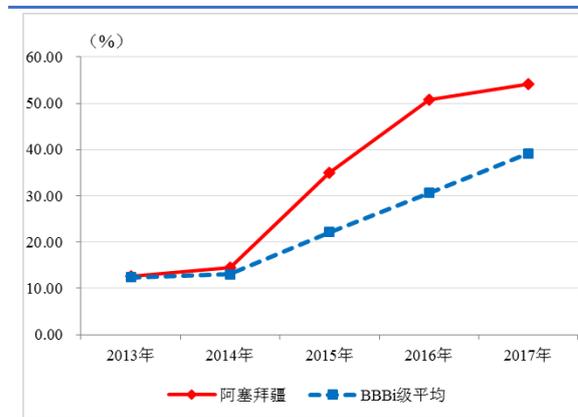
从政府债务结构来看，阿塞拜疆政府债务主要由政府直接债务（国际机构贷款及政府债券）和政府担保产生的或有债务构成，其中 40%左右为外债，但由于 2017 年以来阿塞拜疆本币汇率持续保持稳定，因此政府债务面临的汇兑风险相对有限。

表 5：2013~2017 年阿塞拜疆一般政府债务情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额 (亿马纳特)	373.93	306.26	190.30	84.94	73.58
政府债务总额/GDP (%)	54.08	50.71	34.99	14.39	12.65
财政收入/政府债务总额 (%)	64.55	67.54	96.77	271.77	311.73

数据来源: IMF

图 6：2013~2017 年阿塞拜疆政府债务占 GDP 比重



数据来源: IMF

财政收入对政府债务的保障能力大幅减弱，但未来有望保持稳定，且得到国家主权基金的有力支撑

近年来，受政府债务水平大幅上升影响，阿塞拜疆政府财政收入对政府债务的保障程度呈持续下降之势，且下降幅度较大。2017 年，阿塞拜疆财政收入与政府债务总额的比值为 64.55%，较上年小幅降低，但和 2013 年 300% 以上的水平相比已大幅下降。

2018 年以来，受国际油价上涨影响，阿塞拜疆政府于 2018 年 7 月通过了 2018 年国家预算修正案，其中将基础油价由 45 美元/桶上调至 55 美元/桶，国家预算收入和预算支出分别增加 10%左右，预算赤字占 GDP 的比值将达到 1.3%。尽管自 2018 年 10 月起国际油价开始从高位回落，但预计全年平均水平仍将高于阿塞拜疆政府 55 美元/桶的预期，未来一段时期内也有望高于

2016年时的低点。在此背景下，预计未来一段时期内阿塞拜疆政府财政赤字水平有望保持在1%左右的较低水平，政府债务水平也将逐步趋稳，财政收入对政府债务的保障能力有望保持稳定。

另一方面，阿塞拜疆国家主权基金 SOFAZ 也为政府的偿债能力提供了充足的保障。截至 2017 年底，SOFAZ 总资产达到 610.72 亿马纳特，相当于政府债务总额的 163%；SOFAZ 资产配置中绝大部分为美元和欧元资产，两者合计占比高达 90% 以上，面临的汇兑风险较小，能在必要时为阿塞拜疆政府偿债提供有力支持。

五、外部融资实力

对外贸易以油气产品出口为主，受国际油价大跌及本币大幅贬值影响近年来外贸顺差大幅减少，经常账户余额也波动较大

阿塞拜疆经济对油气产品出口的依赖程度较高，出口总额相当于 GDP 的比值达到 40% 以上，其中绝大部分为油气产品。阿塞拜疆的主要贸易伙伴为欧盟、土耳其、俄罗斯等国家和地区，其中对欧盟出口占到其商品出口总量的 30% 以上。从贸易结构来看，阿塞拜疆主要出口商品有原油、天然气、石油产品、电力、果蔬等，其中油气产品出口占其商品出口总额的 90% 左右；主要进口产品有机械设备、食品、黑色金属、运输工具及零配件等。

受国际油价大跌及本币大幅贬值影响，2015 年以来阿塞拜疆对外贸易总量大幅下降，贸易顺差也大幅减少。2017 年，得益于国际油价的回暖，阿塞拜疆出口总额为 198.40 亿美元，同比增长 12.87%，为近年来首次恢复增长；进口总额为 171.05 亿美元，同比增长了 3.50%，显著低于出口增速。在此背景下，2017 年阿塞拜疆贸易顺差达到 27.35 亿美元，较 2016 年增长了逾 160%，但和 2015 年油价大跌之前每年 100 亿美元以上的贸易顺差相比还有较大差距。

经常账户收入方面，近年来阿塞拜疆经常账户波动较大，2015 年受贸易顺差减少及初次收入逆差扩大影响陷入赤字，但 2017 年又重新恢复盈余。2017 年，阿塞拜疆经常账户收入为 222.39 亿美元，较上年增长了 16.31%；经常账户盈余为 16.85 亿美元，相当于 GDP 的比值为 4.14%，为近三年来的最高水平，经常账户状况得到一定程度改善。

未来一段时期内，尽管国际油价走势存在较大不确定性，但国际油价平均水平仍有望高于 2016 年时的低点，再加上阿塞拜疆油气产量有望保持稳定，其贸易顺

差和经常账户顺差也将持续。

表 6：2013~2017 阿塞拜疆经常账户及国际投资情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
进口额 (亿美元)	198.40	175.79	200.30	325.57	359.12
出口额 (亿美元)	171.05	165.27	184.46	197.19	194.93
贸易差额 (亿美元)	27.35	10.52	15.84	128.38	164.19
经常账户收入 (亿美元)	222.39	191.20	225.15	360.30	386.23
经常账户余额 (亿美元)	16.85	-13.63	-2.22	102.09	122.32
经常账户余额/GDP (%)	4.14	-3.61	-0.44	13.57	16.49

数据来源：IMF

外债水平相对较低，但近年来上升明显，且政府外债占比较大

近年来，阿塞拜疆外债水平大幅上升，但总体仍处于较低水平。截至 2017 年底，阿塞拜疆的外债总额为 152.54 亿美元，较上年小幅上升；由于名义经济增速高于外债增速，外债总额相当于 GDP 的比值下降至 37.51%，处于较低水平，但和 2013 年相比已上升了逾 20 个百分点。

从外债构成看，截至 2017 年底，阿塞拜疆政府外债总额为 128.82 亿美元，在外债总额中的占比为 84.45%，较上年提升了近 10 个百分点，外债集中度进一步上升。

从外债的期限结构来看，截至 2017 年底，阿塞拜疆外债总额中短期债务的占比仅为 2.85%，较 2015 年之前 10% 以上的水平明显下降，短期偿付压力得到了有效缓解。

表 7：2013~2017 年阿塞拜疆外债情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外债总额 (亿美元)	152.54	150.16	137.58	123.50	107.01
外债总额/GDP (%)	37.51	39.72	27.06	16.41	14.43
政府外债 (亿美元)	128.82	111.92	92.61	88.81	69.53
政府外债/外债总额 (%)	84.45	74.53	67.31	71.91	64.98

数据来源：世界银行

经常账户收入对外债的保障能力很强，央行外汇储备对外债的保障能力一般，但国家石油基金为外债的偿还提供了有力支撑

近年来，阿塞拜疆经常账户收入对外债的保障能力大幅下降，但总体保持在较好水平。2017 年，得益于经常账户收入的大幅增加，阿塞拜疆经常账户收入相当于外债总额的比值达到 145.79%，较上年提高了近 20 个百分点，保障能力有所提升，但和 2015 年之前 300% 左右的水平相比仍有较大差距；经常账户收入相当于政府外债的比值为 172.63%，较上年小幅上升，对政府外债

的保障相对较好。

受 2015 年本币大幅贬值及后续为维持汇率稳定而大量动用外汇储备等因素影响，阿塞拜疆央行外汇储备近年来大幅下降。截至 2017 年底，阿塞拜疆央行外汇储备达到 43.80 亿美元，较上年末基本持平；央行外汇储备相当于外债总额和政府外债的比值分别为 43.80% 和 51.86%，均较上年小幅上升，但和 2015 年之前 100% 以上的水平相比已大幅下降，总体对外债的保障能力一般。

除央行外汇储备以外，SOFAZ 的外汇资产也作为阿塞拜疆外汇储备的一部分为其外债偿还提供支撑。截至 2018 年 9 月底，SOFAZ 外汇资产为 389.88 亿美元，分别相当于外债总额和政府外债的 2.56 倍和 3.03 倍，对外债的保障能力极强。

表 8：2013~2017 年阿塞拜疆外债及保障情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
经常账户收入/外债总额 (%)	145.79	127.33	163.65	291.74	360.95
经常账户收入/政府外债 (%)	172.63	170.85	243.13	405.71	555.47
外汇储备 (亿美元)	66.81	65.74	73.19	158.16	151.76
外汇储备/外债总额 (%)	43.80	43.78	53.20	128.06	141.83
外汇储备/政府外债 (%)	51.86	58.74	79.03	178.09	218.26

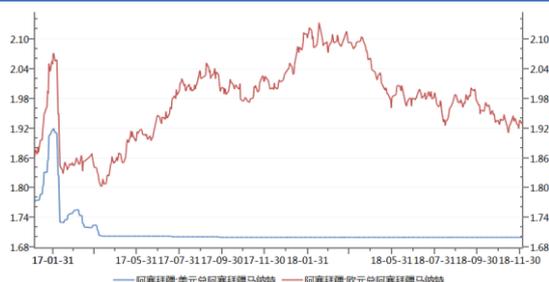
数据来源: IMF、世界银行

本币汇率近年来保持稳定，有效降低了阿塞拜疆外债偿还风险

阿塞拜疆目前施行自由浮动汇率制度，但央行为实现货币政策目标会对外汇市场进行一定程度的干预。

2017 年 4 月以来，美元兑马纳特汇率一直保持在 1:1.70 的水平，但欧元兑马纳特汇率则呈先升后降之势，进入 2018 年以来总体保持稳定。在阿塞拜疆经济持续复苏及央行干预的支撑下，预计未来一段时期内阿塞拜疆本币汇率有望保持稳定，有助于降低其外债偿还风险。

图 7：美元兑马纳特及欧元兑马纳特汇率变化



数据来源: WIND

六、评级展望

阿塞拜疆政局在阿利耶夫任期内有望持续保持稳定，经济有望进一步复苏，政府赤字和债务水平有望保持稳定，国家石油基金也将为政府债务的偿还提供有力支撑。基于以上分析，联合资信确定阿塞拜疆主权信用评级展望为“稳定”。

阿塞拜疆主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
宏观数据					
GDP (亿马纳特)	691.39	603.94	543.80	590.14	581.82
GDP (亿美元)	406.70	378.10	508.44	752.40	741.60
实际 GDP 增速 (%)	0.07	-3.10	0.65	2.66	5.87
CPI 增幅 (%)	13.00	12.56	4.13	1.51	2.49
失业率 (%)	5.04	5.04	4.96	4.91	4.97
结构特征					
第一产业占 GDP 的比值 (%)	5.63	5.60	6.20	5.30	5.37
第二产业占 GDP 的比值 (%)	49.58	47.50	45.00	53.60	57.05
第三产业占 GDP 的比值 (%)	37.48	38.80	39.90	33.60	30.88
生产税减产品补贴占 GDP 的比值 (%)	7.30	8.10	8.90	7.50	6.70
家庭消费支出占 GDP 的比值 (%)	57.20	58.20	56.30	45.00	41.50
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	11.50	12.80	12.40	10.90	10.30
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	24.20	25.60	27.90	27.50	25.70
净出口占 GDP 的比值 (%)	6.70	2.80	3.00	17.10	22.20
进出口总额/GDP (%)	90.84	90.20	75.68	69.48	74.71
人均 GDP (美元)	4,140.65	3,895.67	5,300.14	7,939.17	7,926.09
银行业不良贷款率 (%)	15.50	9.00	6.60	5.20	5.40
公共财政					
财政收入 (亿马纳特)	241.39	206.85	184.16	230.84	229.37
财政收入/GDP (%)	34.91	34.25	33.87	39.12	39.42
财政支出 (亿马纳特)	252.96	213.92	210.33	214.66	219.81
财政支出/GDP (%)	36.59	35.42	38.68	36.37	37.78
财政盈余 (亿马纳特)	-11.57	-7.07	-26.17	16.18	9.56
财政盈余/GDP (%)	-1.67	-1.17	-4.81	2.74	1.64
政府债务总额 (亿马纳特)	373.93	306.26	190.30	84.94	73.58
政府债务总额/GDP (%)	54.08	50.71	34.99	14.39	12.65
财政收入/政府债务 (%)	64.55	67.54	96.77	271.77	311.73
外部融资					
进口总额 (亿美元)	198.40	175.79	200.30	325.57	359.12
出口总额 (亿美元)	171.05	165.27	184.46	197.19	194.93
进出口净额 (亿美元)	27.35	10.52	15.84	128.38	164.19
经常账户收入 (亿美元)	222.39	191.20	225.15	360.30	386.23
经常账户余额 (亿美元)	16.85	-13.63	-2.22	102.09	122.32
经常账户余额/GDP (%)	4.14	-3.61	-0.44	13.57	16.49
外债总额 (亿美元)	152.54	150.16	137.58	123.50	107.01
政府外债总额 (亿美元)	37.51	39.72	27.06	16.41	14.43
外债总额/GDP (%)	128.82	111.92	92.61	88.81	69.53
政府在外债总额中的占比 (%)	84.45	74.53	67.31	71.91	64.98
经常账户收入/外债总额 (%)	145.79	127.33	163.65	291.74	360.95
经常账户收入/政府外债 (%)	172.63	170.85	243.13	405.71	555.47
外汇储备 (亿美元)	66.81	65.74	73.19	158.16	151.76
外汇储备/外债总额 (%)	43.80	43.78	53.20	128.06	141.83
外汇储备/政府外债 (%)	51.86	58.74	79.03	178.09	218.26

数据来源：世界银行、IMF、阿塞拜疆国家统计局、阿塞拜疆央行

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA _i	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA _i	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A _i	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB _i	信用风险低，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB _i	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B _i	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC _i	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。