

大公维持乌兹别克斯坦主权信用等级

大公决定维持乌兹别克斯坦共和国（以下简称“乌兹别克斯坦”）本、外币主权信用等级 BBB，评级展望稳定。乌兹别克斯坦国内政局保持稳定，大宗商品价格低迷将使经济增速下行，政府财政由盈余转为赤字，但前期财政和经常项目积累的盈余所带来的缓冲能力能够稳定政府在债务规模攀升形势下的偿债能力。

维持乌兹别克斯坦主权信用等级的主要理由阐述如下：

一、国内政局保持稳定，政策落实仍面临一定阻碍。随着总统卡里莫夫年事已高，国内权力交接的不确定性所带来的政治风险愈发明显，不过，议会选举改革有利于国内政治权力的均衡以及制度化水平的提升，而卡里莫夫在 2015 年总统大选 91.1% 高得票率暗示短期政局仍能保持稳定。经济下行压力导致政府加大了基建和重点行业的投资力度，并积极改善营商环境。然而，政府较低的治理水平、权贵精英对国内经济部门的垄断以及宗教极端主义带来的社会问题仍会长期困扰政策的有效落实。

二、短期经济面临较大下行压力。虽然大宗商品价格持续低迷，但在公共部门加大投资的带动下，估计 2015 年经济增速仍维持在 8.0%。随着大宗商品价格持续下探、信贷收紧以及侨汇收入的减少，预计 2016 年乌兹别克斯坦经济增速放缓至 6.5%，2017 年在大宗商品价格回暖的条件下小幅回升至 6.7%。中长期看，私人部门发展不足、引资能力薄弱和依赖于出口产业等问题不利于经济增长潜力释放，但乌兹别克斯坦在丰富的资源禀赋优势下仍能保持中高速增长，预计 2018-2022 年平均经济增速在

6.5%左右。

三、各级政府财政转为赤字，但较大规模的金融资产能够稳定其偿债来源。短期内，财政收入增速受制于经济下行压力及结构性减税而逐步放缓，而公共投资和民生支出导致财政支出快速攀升，预计2016年和2017年各级政府财政由盈余转为赤字，其赤字率分别为1.0%和0.9%。另一方面，为缓解经济下行压力，政府控制的复兴发展基金规模有所减少，截至2015年底基金规模约为GDP的20.9%，不过尚且较大的基金规模仍能够稳定政府的偿债来源。

四、各级政府债务负担低位上升，但风险相对可控。因经济减速、财政恶化以及本币贬值，预计2016年和2017年各级政府负债率分别升至15.0%和18.2%，并在中期内达到22.1%的水平。短期内，政府融资需求相对较小，偿债压力不大，而一定规模的金融资产可保障到期债务的偿付。尽管经常项目顺差大幅收窄及美联储持续加息预期带来一定外部流动性风险，但外汇储备可基本覆盖总外债，这将有利于稳定外部风险，各级政府的本、外币偿债能力保持稳定。

短期内，大宗商品价格低迷、贸易伙伴国经济疲软以及侨汇收入减少仍会持续冲击国内经济，但其所带来的负面影响会逐步减弱。财政平衡恶化以及本币贬值趋势会使政府债务规模在较低水平上逐渐攀升，但一定规模的金融资产和外汇储备将有效地抵御外部风险的冲击，并稳定政府偿债能力。因此，大公对乌兹别克斯坦未来1-2年本、外币主权信用评级展望均为稳定。

大公国际资信评估有限公司

二〇一六年三月十六日