

## 阿拉伯联合酋长国 2020 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：张婷婷 ttzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：于 嘉 jyu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 12 月 31 日

**评级观点：**中诚信国际维持阿拉伯联合酋长国（以下简称“阿联酋”）信用等级为 AA<sub>g</sub>，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了阿联酋多元化的经济结构、很低的政府债务负担及可观的财政储备下稳健的财政表现，以及国家治理效率保持稳健和政治稳定性进一步提升所支撑的疫后复苏前景。同时，中诚信国际关注到疫情和油价冲击将挤压经常账户盈余、阶段性削弱其经济表现并进一步推升外债负担对信用状况造成的影响。

#### 概况数据

	2018	2019	2020E	2021F
实际 GDP 增长率 (%)	1.2	1.73	-6.3	2.7
通货膨胀率 (CPI, %)	3.1	-1.9	-2.5	-1.2
一般政府财政余额/GDP (%)	2.4	0.3	-2.3	-2.1
一般政府债务/GDP (%)	20.9	22.7	33.4	34.0
一般政府利息支出/政府收入 (%)	1.6	1.9	3.1	3.0
经常账户余额/GDP (%)	9.6	7.0	4.3	6.4

#### 正面

■ **经济多元化程度在海湾国家中位居前列，非石油经济占比持续增加。**2015 年油价步入下行通道以来，阿联酋持续推进国家创新战略，非石油产业在经济中的占比进一步增加，2015-19 年约占名义 GDP 的 23%。

■ **政府债务负担及利息支出较低。**2015 年后财政路线转为扩张但赤字记录有限，主权财富基金规模庞大。2020 年政府融资需求和债务负担由于疫情冲击有所增长，但仍保持低位。

■ **国家治理效率和稳定性较高。**2016 年以来，阿联酋政治稳定性有所提升，体制效率基本保持稳健。疫情冲击下政府对经济民生和公共安全卫生支持意愿和能力较强，使得阿联酋多项疫情复苏指标位于世界前列，有利于疫情后的社会发展前景。

#### 关注

■ **油价急跌削弱经常账户盈余、阶段性抑制经济增长。**年初以来疫情全球蔓延和油市价格战爆发使得原油量价齐跌，冲击阿

联酋石油经济并挤压经常账户，封锁措施下国内生产和消费活动亦受到干扰、抑制非石油经济表现，预计 2020 年阿联酋经济将下滑 6% 以上。

■ **外债负担增长较快，对外偿付风险有所积累。**2015 年起阿联酋外债规模增长较快，2020 年外债占比预计将突破 85%，而较大外部风险敞口下对外偿付相关指标有所弱化。

#### 评级展望

■ 中诚信国际认为，阿联酋信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。2020 年石油经济承压导致阿联酋经常账户盈余收窄，同时推升了政府融资需求，但财政实力仍然很强，对外偿付风险保持可控，较高的债务负担能力为政府推进财政刺激措施、提振经济前景留下了应对空间。随着 2021 年起疫情影响趋弱，阿联酋石油和非石油经济有望迎来复苏，财政和对外偿付实力应步入缓慢改善通道。

■ **可能触发评级上调因素。**如果有迹象表明油价短期内获得明显提振，或者非石油经济发展进程强于预期，使得阿联酋经济较快复苏，财政赤字和外债负担上行态势得到扭转，贸易盈余有所扩大，中诚信国际将考虑上调阿联酋的主权信用评级。

■ **可能触发评级下调因素。**如果油价下行态势超出预期，经济态势持续低迷、经常账户进一步受到挤压，财政负担持续攀升，对外偿付指标弱化发展，中诚信国际将考虑下调阿联酋的主权信用评级。

#### 评级历史关键信息

阿拉伯联合酋长国	
主体评级	评级时间
AA <sub>g</sub> /稳定	2016/12/26
AA <sub>g</sub> /稳定	2015/09/08

#### 比较表

2019 年部分国家指标							
国家	级别	名义 GDP (万亿美元)	人均 GDP (万美元)	实际 GDP 增长率 (%)	一般政府财政余额/GDP (%)	一般政府债务/GDP (%)	经常账户余额/GDP (%)
阿联酋	AA <sub>g</sub>	0.42	6.36	1.7	0.3	22.7	7.0
日本	AA <sub>g</sub>	5.08	4.32	0.7	-1.8	206.2	3.6
韩国	AA <sub>g</sub>	1.65	4.46	2.0	0.3	38.0	3.6
卡塔尔	AA <sub>g</sub>	0.18	9.51	0.8	4.6	62.3	2.4

## 主权评级观点

### 基础实力

#### 经济实力

**阿联酋在海湾国家中经济多元化水平较高，2020 年国际油价急跌打击其石油经济，相关封锁亦抑制非石油经济活动，造成经济态势暂时低迷，但良好的经济韧性有利于疫后复苏和中期增长前景**

自 2014 年四季度国际油价开启下行通道以来，为降低石油收入波动对经济的影响，阿联酋发布国家创新战略，推动可再生能源、运输、教育、健康、技术、水、太空七大领域的创新发展，阿联酋作为中东北非地区贸易、金融、物流枢纽的地位在经济多元化进程中有所加强。得益于稳定的政局、宽松的商业环境、发达的基础设施、高效的商品和劳动力市场，阿联酋产业升级转型较为顺利，石油产业占名义 GDP 比重的均值由 2010-14 年的约三分之一下降至 2015-19 年的 23%。于 2017 年起生效的 OPEC 减产协议一方面使得国际油价重拾上涨动能，另一方面也制约了阿联酋石油经济的增长空间，造成非石油经济增速下行，2017 和 2018 年实际经济增速则分别录得 2.4% 和 1.2%，但政府保持扩张性财政政策，持续向油田开发、2020 年世博会以及其他旅游和零售大型项目投入巨额资金以支持非石油经济，并颁布外国投资法以吸引外国投资、促进旅游业发展，使得阿联酋经济保持一定韧性和增长潜能。进入 2019 年，贸易摩擦和英国脱欧的不确定性对全球外需和贸易活动形成一定抑制，非石油行业增速进一步下滑至 1.1%，但 OPEC 减产协议放松为石油行业带来一定提振，2019 年油气行业仍然增长 7.6%，整体经济增速则反弹至 1.7%。

进入 2020 年，新冠疫情全球蔓延下各国经济停摆以及油市价格战等因素沉重打击油价，造成石油收入承压，而非石油经济表现继续低迷，3 月封锁措施出台下世博会等重大活动推迟至 2021 年，阿联酋经济自一季度录得 0.2% 的小幅增长后，二季

度萎缩 3.0%。央行于 3 月降息 125 个基点，而疫情爆发以来联邦政府推出多项经济刺激计划并实施降低税费等措施帮助企业摆脱经营困难，带动非石油私营部门 6 月出现 2020 年首次改善，三季度经济增速反弹至 0.5%，但考虑到 10 月以来全球疫情再起、内外需求仍然低迷，预计阿联酋经济四季度仅将温和环比增长，2020 全年将收缩 6% 以上。展望 2021 年，尽管油市需求受疫苗利好推动存在改善预期，但目前终端市场仍然相对过剩，石油产业对阿联酋出口及经济增长的贡献预计将保持温和，而非石油产业在政府的大力支持下则有望企稳，叠加低基数作用，整体经济将反弹约 3%。中期而言，阿联酋实际 GDP 增速应保持在 5% 左右，政府主导的基础设施投资及经济多元化进程将构成增长的主要动力。

#### 财政实力

**阿联酋 2015 年实施财政整顿后转入宽松路线，但预算基本平衡、政府债务负担很小，2020 年财政收入下行和疫情相关支出较大将阶段性推升融资需求，但整体财政实力仍然很强**

得益于可观的财政储备和资产数额巨大（约为阿联酋 GDP 的 140% 以上）的阿布扎比主权财富基金(ADIA)，阿联酋长期以来债务水平较低，债务负担能力很强。尽管继 2015 年实施财政整顿后，阿联酋财政路线转为宽松以支持经济增长，使得总体财政状况在高位基础上有所弱化，但联邦预算收入相对稳定，中央政府预算能够基本维持平衡。尽管油气收入占政府总收入的比重已从 2014 年的 70% 降至 2018 年的 43%，但仍然是政府收入的主要来源，其它收入则包括来自政府关联企业(GREs)的利润转移和股息，以及阿布扎比投资局的投资收益回报等。根据海湾国家合作委员会(GCC)实施增值税框架协议的规定，当局于 2018 年 1 月 1 日起开征标准税率为 5% 的增值税，由此带来的额外财政收入约占 GDP 的 1.7%。阿联酋的财政预算制定将提振宏观经济的短期目标以及债务可持续性和代际平

等的长期目标均纳入考量，2020年在财政收入承压及多轮财政刺激和缓解支持下实施该国成立以来最大的预算（高达613.5亿迪拉姆，约合166亿美元），将录得约2.3%的赤字，预计短期内阿联酋政府融资需求将有所扩张，但庞大的主权财富基金仍将为偿债提供保障。油价下行以来阿布扎比债务发行放量，带动阿联酋政府债务占GDP比重从2016年的19.4%提升至2019年的22.7%，2020年由于石油收入锐减显著扩张融资需求，该指标预计将攀升至30%以上。值得注意的是，政府关联企业（GRES）的负债水平长年较高，鉴于疫情蔓延对其贸易、物流、航空和旅游等方面的比较优势形成不利冲击，政府的或有负债风险将进一步增加。债务承受能力方面，随着债务规模的逐步扩张，一般政府利息支出占政府收入的比重从2016年的0.5%波动上升至2019年的1.9%，2020年则预计创下约3%的历史高位，但与其他海湾国家相比仍处于较低水平。

### 对外偿付实力

**阿联酋长年保持经常账户盈余，近年来外债负担提升较快，2020年对外偿付各项指标也有所弱化，但风险仍然有限**

得益于庞大的油气出口以及旅游和运输业服务出口，阿联酋长年保持中东北非地区最大贸易国地位，外部盈余持续高企，但资本账户保持开放下其经济表现易受到全球贸易、移民和跨境投资流动的影响，近年来在地缘政治局势紧张、全球增长放缓背景下，外部风险有所累积但仍属可控。2015-2019年，阿联酋经常账户盈余占GDP的比例平均为6.5%，尽管低于油价下跌之前2011-14年16.9%的均值，但石油在出口中占比较小使得阿联酋的外贸账户较其他原油出口国更为稳定。2020年，阿联酋经常账户盈余在原油量价齐跌的侵蚀下预计将收窄至4%左右，FDI流入相较2019年33.4%的高

速增长也将大幅下行，预计2021年起上述指标将随着疫情相关影响趋弱而反弹。受企业融资需求推升，阿联酋外债负担增长较快，占GDP比重由2014年的51.6%波动抬升至2019年的75.1%，2020年预计将突破85%，但增发债券以中长期为主使得外债结构有所优化，短期外债占比由71.8%下行至63%；同期外汇储备则从772.4亿美元波动抬升至1,083.6亿美元，对外债覆盖率保持在35%左右。阿联酋具有稳定的净债权国地位，其净国际投资头寸（NIIP）约占GDP的130%、远大于外债存量，叠加联邦政府有限的借贷需求以及阿布扎比当局强大的市场准入水平，均为阿联酋抵御外部冲击提供了缓冲，其外部流动性基本面仍然保持良好。整体而言，2020年阿联酋的对外偿付能力虽然受到外部环境多重不确定性带来的阶段性冲击、相关指标有所弱化，但外部脆弱性仍然有限。

### 制度实力

**2016年以来，阿联酋政府效率基本保持稳健，政治稳定性有所提升**

阿联酋的联合政府部门由中央政府和七个酋长国的政府组成，得益于公民的富裕程度提高且在种族和宗教层面高度同质、传统君主制架构中咨询机制保持效能，自1971年独立以来国家治理保持高度稳定，各酋长国间政治关系在经济和家庭连接的支持下具有高度建设性。阿联酋政府机构信誉较强，具备为持续增长制定必要政策的能力，自2016年以来在公共服务质量、公务员独立性以及政策可信度等领域有所改善，但在发言权和问责制方面仍较为薄弱。阿联酋政府体制效率保持稳健，而疫情冲击下政府对经济民生和公共安全卫生支持意愿和能力较强，阿联酋多项疫情复苏指标位于世界前列、经济复苏指数则居阿拉伯国家之首<sup>1</sup>。政治稳定性来看，以穆兄会为代表的反对派力量一度对国内政治秩序和格局形成挑战，但政府对其要求获得更

<sup>1</sup> 联合国和世界经济论坛组成的研究小组“地平线”（Horizon）全球122个国家经济新冠疫情复苏指标显示，阿联酋“人口健康水平”指数排名第5、“劳动力市场实力”

指数排名第15、“债务水平”指数排名第17、“治理与社会资本”指数排名第19、“数字经济”指数排名第21。

大政治权利的诉求形成有效压制，相关政治风险有所缓解。整体而言，阿联酋国内政治局面在地区动荡环境下稳定度较高，可持续为改革推进提供便利，整体制度实力仍然很高。

## 事件风险

**2017年以来，阿联酋的地缘环境风险随着海湾地区局势趋紧而有所积累。2020年8月，阿联酋与以色列宣布关系正常化，或对其与伊朗之间的贸易及政治关系形成负面影响**

阿联酋的国际关系基础稳定而强大、联系广泛，地缘政治风险近年来有所积累，但在海湾地区国家中仍然较低。2017年6月，阿联酋、沙特、巴林等国因卡塔尔支持恐怖主义活动并破坏地区安全局势的行为宣布同其断交，海湾地区局势和GCC内部合作机制面临逆风。2018年5月，美国宣布退出伊核协议并开启全面遏制伊朗的政策，在很大程度上增加了以色列、沙特等国与伊朗直接对抗的可能，相关地缘环境压力或对阿联酋带来负面影响。目前，与卡塔尔的外交余波陷入僵局，进一步升级或解决的前景有限。

2020年8月13日，在美方促成下，以色列和阿联酋签署亚伯拉罕协议、宣布两国外交关系正常化，这是自以色列建国以来首次获得GCC成员国的正式承认；作为回报，以色列许诺暂停其吞并约旦河西岸大部分地区的计划。该协议的签署对双方都将产生经济和地缘政治层面的诸多影响，而阿联酋在受益于旅游业和交通安全局势的改善的同时，也受到来自其主要贸易伙伴伊朗的强烈抗议，或对双方长期开展的经济贸易和政治对话形成威胁。虽然2021年起拜登入驻白宫或将为美方对伊朗“极限施压”局面带来一定变数，但作为中东固有的政治风险的一部分，伊朗和阿拉伯国家间的紧张局势及潜在激化仍是阿联酋面临的主要地缘政治风险。

## 评级展望

中诚信国际认为，阿联酋信用水平在未来12~18

个月内将保持稳定。2020年石油经济承压导致阿联酋经常账户盈余收窄，同时推升了政府融资需求，但财政实力仍然很强，对外偿付风险保持可控，较高的债务负担能力为政府推进财政刺激措施、提振经济前景留下了应对空间。随着2021年起疫情影响趋弱，阿联酋石油和非石油经济有望迎来复苏，财政和对外偿付实力应步入缓慢改善通道。

## 评级上调因素

如果有迹象表明油价短期内提振明显，或者非石油经济发展进程强于预期，使得阿联酋经济较快复苏，财政赤字和外债负担上行态势得到扭转，中诚信国际将考虑上调阿联酋的主权信用评级。

## 评级下调因素

如果油价下行态势超出预期，经济态势持续低迷、经常账户进一步受到挤压，财政负担持续攀升，对外偿付指标弱化发展，中诚信国际将考虑下调阿联酋的主权信用评级。

## 近期关注

**疫情爆发以来，政府推出多轮刺激计划以提振经济，最新通过的2021年预算文件仍将重要国家项目列为核心工作**

阿联酋政府在2020年7月以后不断推出措施，以提振市场体系的整体信心。自疫情暴发以来，政府已宣布多项经济刺激计划，同时简化行政手续、降低税费，帮助因疫情受困企业摆脱暂时的经营困难。阿联酋内阁于11月1日批准了2021年高达580亿迪拉姆的预算，重要国家项目的开发仍是核心任务，相关工作将继续推进，届时联邦预算将与全球经济变化保持同步。预算已在各个部门之间分配，当局给社会发展、教育、医疗等多个部门进行了拨款，本次疫情冲击对于阿联酋的经济影响或将延伸至2021年第二季度，届时随着疫情相关影响的消减，经济有望步入巩固通道，甚至在各方需求反弹带动下呈现更强劲的发展趋势。

## 附一：阿联酋主要数据

	2017	2018	2019	2020E
人口(百万)	9.3	9.4	9.5	8.7
人均 GDP(美元)	41,444	45,075	44,312	40,542
名义 GDP(亿美元)	3,860	4,220	4,210	3,530
人均 GDP (PPP, 美元)	62,864	63,320	63,590	--
实际 GDP 增长率 (%)	2.4	1.2	1.7	-6.3
通货膨胀 (%)	2.0	3.1	-1.9	-2.5
一般政府财政余额/GDP (%)	-1.4	2.4	0.3	-2.3
一般政府债务/财政收入 (%)	75.7	67.9	74	120.7
政府利息支出/财政收入 (%)	1.8	1.6	1.9	3.1
一般政府债务/GDP (%)	21.6	20.9	22.7	33.4
经常账户余额/GDP (%)	7.1	9.6	7.0	4.3
外汇储备(亿美元)	943.5	984.1	1,083.6	1,103.8
总外债/GDP (%)	67.1	67.4	75.1	86.6
短期外债/总外债 (%)	70.6	65.1	63	59.8
外汇储备/总外债 (%)	36.4	34.6	34.3	36.1

## 附二：信用等级的符号及定义

主权等级符号	含义
<b>AAA<sub>g</sub></b>	受评对象的经济、财政实力极强，融资渠道畅通，基本不受不利环境的影响，违约风险极低。
<b>AA<sub>g</sub></b>	受评对象的经济、财政实力很强，事件风险敏感性很低，中期内没有重大清偿问题，违约风险很低。
<b>A<sub>g</sub></b>	受评对象的经济、财政实力较强，事件风险敏感性较低，中期内没有重大清偿问题，违约风险较低。
<b>BBB<sub>g</sub></b>	受评对象的经济、财政实力一般，不利环境在短期内不会影响债务的清偿，违约风险一般。
<b>BB<sub>g</sub></b>	受评对象的经济、财政实力较弱，目前没有明显的清偿问题和切实的调整能力，违约风险较高。
<b>B<sub>g</sub></b>	受评对象在不利环境的影响下，很有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险很高。
<b>CCC<sub>g</sub></b>	受评对象在不利环境的影响下，极有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险极高。
<b>CC<sub>g</sub></b>	受评对象在不利环境的影响下，基本不能保证偿还债务。
<b>C<sub>g</sub></b>	受评对象在不利环境的影响下，无法偿还债务。

注：除 AAA<sub>g</sub> 级，CCC<sub>g</sub> 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。