

摩尔多瓦共和国

本次评级结果

长期本币信用等级：BB₊

长期外币信用等级：BB₊

评级展望：稳定

本次评级时间

2017年12月11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2017年12月11日对摩尔多瓦共和国（以下简称“摩尔多瓦”）主权信用评级，确定其长期本、外币主权信用等级BB₊，评级展望稳定。

摩尔多瓦议会与总统之间矛盾剧烈对政权稳定性造成冲击，2018年议会选举依然存在不确定性。地缘政治较为敏感，短期内摇摆于欧盟与俄罗斯之间的拉锯形势无法得到明显改善。在侨汇和私人消费的拉动下经济将稳定增长，通货膨胀得到有效控制，失业率维持低位稳定。银行业盈利能力虽然受利率和准备金率较高影响而较差，但仍具有一定抗风险能力。受选举周期影响财政支出将有所上升，但上升空间有限。政府公共债务上升较快，但仍处于警戒线以内。短期受内需增强刺激，经常账户赤字将扩大，但中长期看赤字将逐渐收窄。外债规模维持稳定，国际储备相对充足，外债偿付压力较小。

综上所述，联合评级认为摩尔多瓦本、外币偿债能力存在一定风险，虽尚可偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击，给予其本、外币主权信用等级BB₊，未来1-2年展望为稳定。

评级依据

议会与总统之间矛盾剧烈，对政权稳定性造成冲击；民众对政府信任度不高，但街头抗议逐渐减弱，局势在政府掌控之中；2018年的议会选举依然存在不确定性

摩尔多瓦现“亲欧派”议会与“亲俄派”总统政策分歧严重，政治斗争比较激烈。自1991年独立以来，摩尔多瓦一直在探索相对适合的政治体制，先后实行过半总统制、议会制等，并且多次出现总统和议会来自不同党派的对立局面。在2014年的新一届议会选举中，社会主义党、自由民主党、共产党人党、民主党和自由党5个政党进入议会，其中自由民主党、民主党和自由党3个“亲欧”政党组成执政联盟成为多数派。2016年3月，摩尔多瓦宪法法院宣布将总统产生方式由议会选举恢复为全民投票直选；在10月的大选中，“亲俄”社会主义党候选人伊戈尔·多东当选。但由于现政府依然由“亲欧”派掌控，多东自上台以来与政府、议会政见不合，存在一定矛盾。2017年10月总统多东因两次拒绝任命议会提名的国防部长，被宪法法院暂时停职。当前摩尔多瓦两方政权并行，双方均试图巩固己方势力、弹劾对方下台，政权稳定性受到一定冲击。

由于摩尔多瓦政治腐败严重，政府透明度较差，民众对政府信心不足。根据“透明国际”组织2016年发布的清廉指数中，摩尔多瓦在欧洲国家中排名倒数第三，在全球176个国家中位列第123名，并且排名有逐年下降趋势。2014年11月摩尔多瓦三家银行约10亿欧元不翼而飞，数额庞大，约占GDP的12%，引发民众长期以来对腐败的不满集中爆发。摩尔多瓦街头抗议频现，起初为不满政府腐败无能以及受到外国政治操控，后抗议不断

升级，成为大规模的反政府游行，导致摩尔多瓦一年之内更换三届政府。但另一方面，总理帕维尔·菲利普上台后采取强硬措施，并且2016年摩尔多瓦为顺应民意已采取全民投票方式选举总统，民众抗议逐渐减弱，现局势已基本处在政府掌控之中。

2017年7月，摩尔多瓦议会通过新法案引入混合选举制度，议会成员将在国家和选区两级选举产生，此举有利于减少议会分裂状态，改善政治稳定性。下一届议会选举将于2018年11月举行，尽管新议会选举制度有利于现执政的“亲欧派”联盟，但总统领导的社会主义党仍为其有力竞争对手。2016年多东赢得总统大选也侧面反映出摩尔多瓦人民对议会实行亲欧政策却在改善民生上乏善可陈的不满，倾向于恢复与俄罗斯的友好关系。因此，议会选举结果仍然存在较大的不确定性。

地缘政治敏感，议会与总统对外政策不统一，预计短期内摇摆在欧盟和俄罗斯之间的拉锯形势无法得到明显改善

摩尔多瓦地理位置处于欧盟与俄罗斯之间的冲突地带，地缘政治较为敏感。欧盟和俄罗斯都有意拉拢摩尔多瓦，分别扶持亲己方势力，但摩尔多瓦政治斗争较为剧烈，不同政党在执政期间对外政策差异性较大，导致摩尔多瓦长期在“亲欧”与“亲俄”之间摇摆不定，对外政策一致性较差。

现执政议会联盟力推实现与欧盟经济一体化，致力于加入欧盟。2014年摩尔多瓦与欧盟签署了结盟协议。2016年6月，摩尔多瓦与欧盟自贸区协议正式生效，该协议给予其免关税进入欧盟市场的权利。但此协议遭到俄罗斯的强烈不满，后对摩支柱产业农产品实施了贸易禁运，对摩尔多瓦出口造成打

击。2016年10月上台的新总统多东具有明显的“亲俄”倾向，把恢复与俄罗斯的良好关系作为任期内的首要任务，多次出访俄罗斯，并意图废除与欧盟的贸易协定，转而加入俄罗斯主导的欧亚经济联盟。2017年4月，欧亚经济联盟同意给予摩尔多瓦观察员国地位。但2017年5月，摩尔多瓦外交部宣布驱逐5名俄罗斯外交官，此举被认为是议会对总统“亲俄”举措的报复性行为。摩尔多瓦当前行政和立法之间的拉锯形势对无论是加入欧盟还是恢复与俄罗斯关系都造成一定的负面影响，并且预计在2018年议会选举之前这种僵局难以得到明显改善。

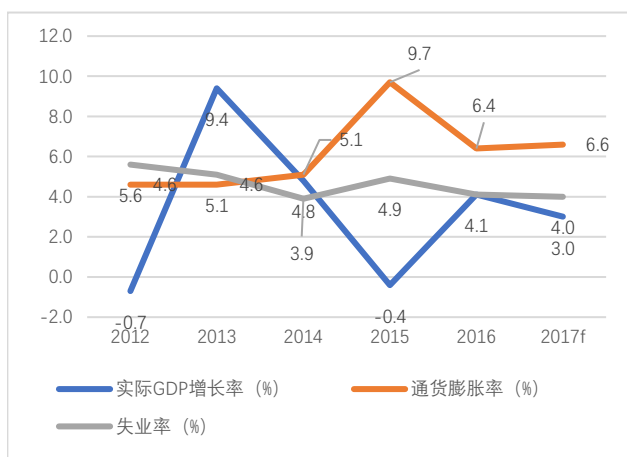
欧盟自贸区协议促进贸易，在侨汇和私人消费的拉动下经济将保持稳定增长，通货膨胀得到有效控制，失业率维持低位稳定

摩尔多瓦是欧洲最贫穷的国家之一，2016年人均GDP仅为5,334美元。农业为其支柱产业，因此经济受气候条件的影响较大。2014年以前，摩尔多瓦绝大多数农产品出口到俄罗斯，但乌克兰危机后，俄罗斯应对欧美制裁，对亲西方国家采取反制裁，摩尔多瓦经济因此受到较大影响。2015年，摩尔多瓦在贸易制裁、农产品价格下跌、反政府游行等多重冲击下，经济陷入衰退，GDP实际增长率为-0.4%。2016年摩尔多瓦与欧盟自贸区协议正式生效，贸易对象开始转向欧盟，出口有所提升，私人消费也比上一年高出3.2个百分点，拉动经济增速达到4.1%。2017年一季度，由于进口增长速度超过出口，导致经济稍有收缩，但从二季度出口已经温和反弹，加上侨汇和私人消费维持高速增长，预计全年增速将维持在3.0%左右。中短期内，固定资产投资有所恢复，俄罗斯经济温和复苏也将促进出口增长，摩尔多瓦GDP增速有望保持

在5%左右的水平。

2014年起，受邻国乌克兰紧张局势影响，外界担心摩尔多瓦的反政府游行也会持续发酵，对其信心不足，摩尔多瓦列伊大幅贬值，2015年一年内货币贬值幅度达到34.1%。摩尔多瓦列伊的快速贬值导致了通货膨胀急剧上升，2015年通货膨胀率比上一年增长了4.6个百分点，达到9.7%。2016年经济转好，货币企稳，通货膨胀率回落至6.4%的水平。2017年，预计摩尔多瓦通货膨胀率将维持在6.6%左右。

图 1: 摩尔多瓦宏观经济情况 (%)



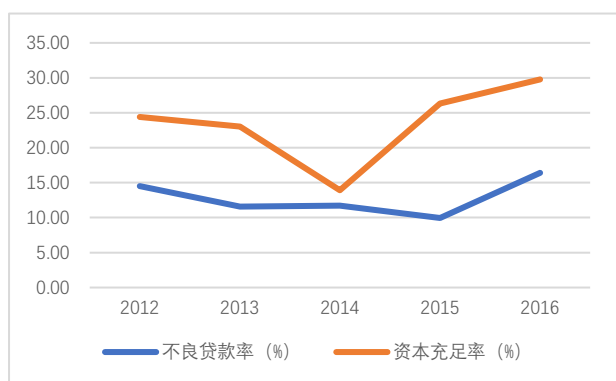
数据来源: 联合评级主权数据库; 2017年数据为预测值

摩尔多瓦在俄罗斯有大量的务工人员，根据商务部数据显示，截止2017年3月摩尔多瓦在俄罗斯的劳工数量达到70-100万左右，约占摩尔多瓦全国人口总数的四分之一。因此经济下滑和通货膨胀走高并没有给摩尔多瓦失业率造成严重影响，2016年失业率为4.1%，较上年下降0.8个百分点。预计2017年失业率在4.0%左右，中短期内摩尔多瓦将维持低失业率状态。

利率和准备金率较高，对银行业盈利能力造成负担；不良贷款骤升但资本充足率较高，具有一定的抗风险能力

2015 年，摩尔多瓦央行为应对通货膨胀的快速上升，连续调高利率，2015 年 8 月基准利率达到了 19.5% 的峰值，2016 年 2 月后逐渐削减基础利率，2017 年 8 月进一步调降至 7% 的水平。另一方面，摩尔多瓦对实体经济的信贷相对低迷，伴随着存款复苏增长，可能将助长持续的流动性过剩，因此摩尔多瓦央行不断调高准备金率达到 40% 的历史高点，对银行的盈利能力造成一定负担，2016 年银行业的资产回报率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为 1.8% 和 11.1%。

图 2：摩尔多瓦银行业情况 (%)



数据来源：联合评级主权数据库

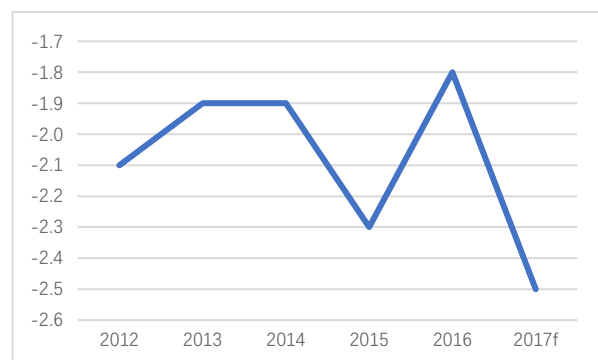
摩尔多瓦 2016 年银行业不良贷款率由 2015 年的 10.0% 迅速上升至 16.4%，并有进一步上升趋势，2017 年根据前三季度数据测算，恐将突破 17%，对金融稳定性造成一定冲击。但摩尔多瓦银行业资本充足率较高，2016 年为 29.8%，远高于国际标准，具有一定的抗风险能力。

受选举周期影响财政支出将有所上升，但在 IMF 贷款协议制约下财政赤字不会大幅度走阔

摩尔多瓦各级政府财政平衡长期处于赤字状态，2016 年比上一年的 2.3% 下降 0.5 个百分点，略微收窄至 1.8%。受到 IMF 贷款协

议的限制，为确保财政赤字不超过 3% 的国际警戒线，摩尔多瓦当局在财政策略选择不多，中短期内将维持现有的财政整固政策。在 2018 年议会选举周期的影响下，摩尔多瓦财政支出将有所增加，但赤字大幅走扩的可能性不大，预计 2017 年财政赤字占 GDP 比重将上升 0.7 个百分点至 2.5% 左右的水平。

图 3：摩尔多瓦各级政府财政平衡/GDP (%)

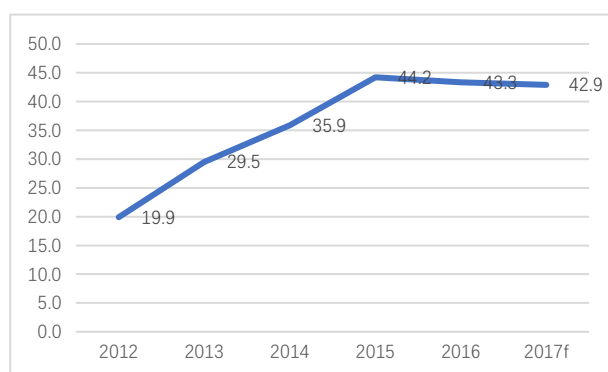


数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

政府公共债务上升较快，但仍处于警戒线以内，短期内偿债能力没有较大风险

摩尔多瓦 2012 年到 2015 年各级政府总债务呈上升趋势，而且速度较快，2016 年政府公共债务占 GDP 比重达到 43.3%，对比 2012 年的 19.9%，涨幅超过 118.0%。为应对经济衰退和货币大幅贬值，摩尔多瓦广泛申请国际援

图 4：摩尔多瓦各级政府公共债务情况 (%)



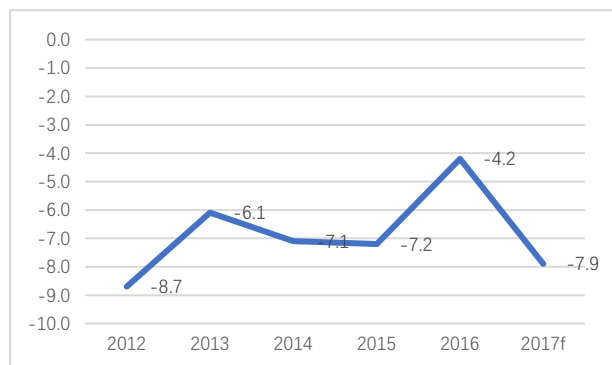
数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

助和贷款，推升了政府债务率。2014年至2017年，世界银行向摩尔多瓦提供的贷款总额超过5.7亿美元。2016年1月，欧盟向摩尔多瓦提供1875万欧元用于实施节能环保领域项目。2016年2月，罗马尼亚向摩尔多瓦提供6千万欧元的优惠贷款，并计划在此后两年分别再提供5千万和4千万的优惠贷款。目前摩尔多瓦的政府债务率仍处于警戒线以内，预计2017年政府债务将维持现水平，占GDP比重43%左右，在经济企稳回升的背景下，短期内偿付能力没有较大风险。

短期由于内需增强，刺激进口抬升，经常账户赤字将扩大；但中长期赤字规模有望逐渐收窄

摩尔多瓦具有较大规模的侨汇收入，并且维持稳定上升趋势，但由于贸易逆差缺口较大，经常账户长期处于赤字状态。2016年摩尔多瓦经常账户赤字有所改善，从2015年的4.7亿美元缩小到2.9亿美元，占GDP比重也从7.2%下降到4.2%。当前欧洲进入温和复苏阶段，外部需求增强，农产品价格回升，有助于摩尔多瓦提振出口增长。但是摩尔多瓦国内经济也有所恢复，内需增强，初级商品进口价格的上升可能会导致经常账户赤字反而扩大。预计2017年经常账户赤字将达到

图 5：摩尔多瓦经常账户情况 (%)



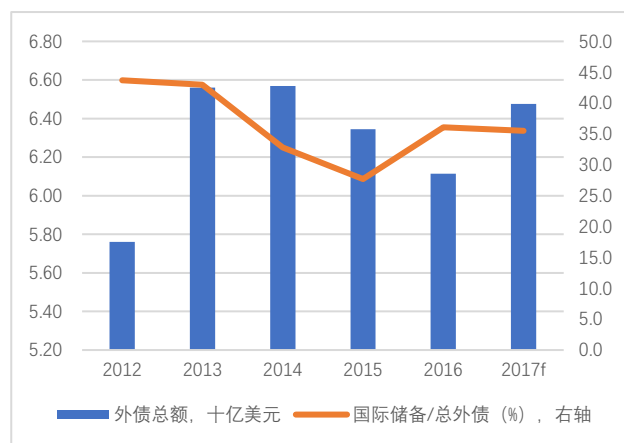
数据来源：联合评级主权数据库；2017年数据为预测值

GDP的7.9%左右。但从中长期来看，随着全球进入经济增长周期，摩尔多瓦贸易条件将持续改善，国内消费增长导致的进口骤升也将趋于稳定，经常账户赤字规模有望逐渐收窄。

外债规模维持稳定，国际储备相对充足，外债偿付风险可控

摩尔多瓦外债规模相对稳定，并且2015和2016连续两年下降。2015年外债总额63.5亿美元，同比下降3.4%；2016年外债总额61.1亿美元，同比下降3.6%。但2015年由于经济衰退体量收缩，外债规模占GDP比重反而大幅上升至97.4%；2016外债规模占GDP比重下降至90.6%，但仍处于较高水平。2017年摩尔多瓦的多项国际贷款将小幅推高外债水平，预计将达到64.8亿美元左右，但经济体量增大，占GDP比重有望下降至约82.9%。

图 6：摩尔多瓦外债情况



数据来源：联合评级主权数据库；2017年数据为预测值

2014年和2015年，摩尔多瓦当局为应对货币快速贬值动用大量外汇，导致外汇储备由2013年的28.2亿美元骤降至2015年的17.5亿美元，2015年国际储备对总外债的覆盖率也下降至27.7%。2016年摩尔多瓦经常账户赤字减少，外汇储备恢复至22亿美元，对外债覆盖程度也上升至36.1%。2017年虽然外

债规模可能小幅攀升，但外汇储备也将有所提高，因此国际储备对外债的覆盖程度预计将维持稳定，在 35.5%左右，外债偿付风险可控。

展望

短期内，摩尔多瓦经济将保持稳定增长，通货膨胀得到有效控制，失业率维持低位稳

定。资本充足率较高，具有一定的抗风险能力。财政赤字和公共债务在可控范围之内。虽然短期内在出口增强的刺激下，经常账户赤字可能增加，但外债规模维持稳定，国际储备有所提升，对外债偿付能力得到有效保证。因此，联合评级对未来 1-2 年摩尔多瓦本、外币主权信用级别的展望为稳定。

摩尔多瓦主权信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f
名义 GDP (十亿美元)	7.3	8.0	8.0	6.5	6.8	7.8
人均 GDP (美元,PPP)	4,230.0	4,700.0	5,015.0	5,053.0	5,334.0	5,605.0
实际 GDP 增长率 (%)	-0.7	9.4	4.8	-0.4	4.1	3.0
通货膨胀率 (%)	4.6	4.6	5.1	9.7	6.4	6.6
国内信贷增长率 (%)	14.2	19.1	-7.0	4.4	-9.9	-6.0
M2 增长率 (%)	20.8	26.5	5.1	-3.0	10.2	7.0
各级政府财政平衡/GDP (%)	-2.1	-1.9	-1.9	-2.3	-1.8	-2.5
各级政府总债务/GDP (%)	19.9	29.5	35.9	44.2	43.3	42.9
总外债/GDP (%)	79.1	82.1	82.3	97.4	90.6	82.9
短期债务/总外债 (%)	30.6	33.3	33.4	23.7	25.3	27.1
经常项目余额/GDP (%)	-8.7	-6.1	-7.1	-7.2	-4.2	-7.9
国际储备/总外债 (%)	43.7	43.0	32.8	27.7	36.1	35.5

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值