

塔吉克斯坦共和国信用评级报告

评级结果

长期外币信用等级: BBi-

长期本币信用等级: BBi-

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)	71.44	69.53	78.57	92.42	85.06
实际 GDP 增速 (%)	7.10	6.90	6.00	6.70	7.40
CPI 增幅 (%)	7.31	5.91	5.78	6.08	5.04
失业率 (%)	10.28	10.30	10.36	10.47	10.61
人均 GDP (美元)	800.80	795.98	919.07	1,105.20	1,040.15
财政盈余/GDP (%)	-6.85	-9.77	-1.87	-0.03	-0.81
政府债务/GDP (%)	50.42	42.02	34.29	27.55	29.21
财政收入/政府债务 (%)	58.83	71.19	87.33	103.07	92.24
外债总额/GDP (%)	82.33	76.25	66.30	56.09	57.17
CAR/外债总额 (%)	59.42	55.22	62.08	83.80	99.35
外汇储备/外债总额 (%)	21.97	12.16	9.47	9.89	13.60

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:

张正一 张强

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”) 对塔吉克斯坦共和国(以下简称“塔吉克斯坦”)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 BBi-, 评级展望为稳定。该评级结果表示塔吉克斯坦存在一定信用风险, 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。

塔吉克斯坦政权高度集中, 过度高压控制或对未来政治稳定性埋下隐患, 且邻国阿富汗国内安全形势对塔吉克斯坦国内安全也造成一定影响。塔吉克斯坦经济体量较小, 经济基础薄弱, 且对侨汇收入较为依赖, 易受外部环境影响, 通胀压力较大, 但经济近年来一直保持较为稳定的高速增长。塔吉克斯坦人均 GDP 水平偏低, 经济结构单一, 缺乏支柱产业, 经济结构和产业结构均存在较大的调整空间; 银行业风险较高, 资产恶化严重, 且面临高度美元化、资本化较低等问题。近年来, 塔吉克斯坦政府采取扩张性财政政策, 财政赤字水平和政府债务水平均有所上升, 但大部分政府债务为国际多边组织机构的优惠贷款和无偿援助, 融资成本较低。近年来塔吉克斯坦对外贸易和经常账户持续逆差, 但逆差水平持续收窄, 国际投资净头寸常年为负, 外债处于较高水平且呈上涨趋势, 政府及公共部门外债占比较大, 经常账户收入对外债的保障能力一般, 外汇储备对外债的保障能力有所增强。

优势

- 近年来经济保持较为稳定的快速增长;
- 政府债务中大部分为优惠贷款和无偿援助, 融资成本较低;
- 大量国际援助有助于其经济增长及社会发展;
- 外汇储备持续增加, 对外债保障能力增强。

关注

- 财政收入对政府债务保障能力逐年下降;
- 外债水平持续上升, 经常账户对其保障能力下降;
- 经济结构单一, 缺乏支柱产业, 经济对侨汇收入的依赖程度较高, 易受外部经济环境变化影响;

- 人均 GDP 水平偏低，且呈下降趋势；
- 国家治理能力很弱；
- 失业率较高且大量劳动人口出国务工，一定程度上制约经济发展潜力；
- 部分统计数据缺失且存在一定滞后性。

一、国家概况

塔吉克斯坦共和国（以下简称“塔吉克斯坦”），是一个位于中亚东南部地区的内陆国家，与阿富汗斯坦、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦和中国接壤，是中亚五国中唯一主体民族非突厥族系的国家，也是中亚五国中国土面积最小的国家。国土面积 14.31 万平方公里，境内多山地和高原。按行政区划，塔吉克斯坦全国划分为 3 个州、1 个区和 1 个直辖市，首都杜尚别是全国政治、工业、科学及文化教育中心。截至 2018 年 1 月，塔吉克斯坦人口约 896.6 万人，其中塔吉克族占 80%，乌兹别克族占 8%，俄罗斯族占 1%。此外，还有帕米尔、塔塔尔、吉尔吉斯、土库曼、哈萨克、乌克兰、白俄罗斯、亚美尼亚等民族。居民多信奉伊斯兰教，多数属逊尼派，帕米尔人属什叶派伊斯玛仪支派。塔吉克斯坦的官方语言为波斯语，俄语为族际交流语言，乌兹别克语也十分普遍。官方货币为索莫尼。

塔吉克斯坦是联合国、欧安组织、独联体、上海合作组织、经济合作组织、欧亚经济共同体、伊斯兰会议组织等 30 多个国际和地区性组织，并于 2002 年加入北约“和平伙伴关系”计划。

塔吉克斯坦自然资源较为丰富，主要矿产资源包括铅、锌、钨、锑、汞、稀有金属、煤、岩盐、石油天然气及建筑材料等。此外，塔吉克斯坦还拥有丰富的水力资源，占整个中亚的一半左右，人均拥有量居世界第一位。

二、国家治理

国家政权高度集中，高压控制或对未来政治稳定性造成影响

塔吉克斯坦曾是苏联加盟共和国之一，于 1991 年 9 月正式宣布独立，并于 12 月 21 日加入独联体。根据 1999 年 9 月通过的宪法，塔吉克斯坦是世俗、民主、法制国家，实行总统制。总统为国家元首、政府首脑和武装部队的统帅，由全民直接选举产生，每届任期 7 年。2003 年 6 月，全民公决通过了宪法修正案，新任总统每届任期 7 年，可连任一届。2016 年 1 月，塔吉克斯坦议会再次修宪，赋予现任总统埃莫马利·拉赫蒙无期限竞选总统的权利及终身豁免权。

议会是国家最高代表机关和立法机关，实行两院制。上院由 34 名议员，任期 5 年，主要职能确定为确定、修改、撤销国家行政区划；根据总统提议选举和罢免宪法法院院长、副院长，最高法院院长、副院长，总检察长、副总检察长等。下院设 63 个议席，其中 41 个按地方选区

由选民选出，22 个由党派选举中得票率超过 5% 的党派推选，任期 5 年，下院的主要职能是组建选举及全民公决委员会；就法律草案提请全民公决；批准国家经济和社会发展计划；批准获取和发放国家贷款；批准总统令等。

司法体系方面，塔吉克斯坦设有宪法法院、最高法院、最高经济法院、军事法院、总检察院、军事检察院及各地方法院和检察院。

塔吉克斯坦实行多党制，主要政党包括人民民主党、共产党、伊斯兰复兴党、社会主义党、社会民主党、经济改革党、民主党和农业党等。但塔吉克斯坦政治权力高度集中，反对党难以有效制衡。2013 年 11 月，拉赫蒙在总统大选中成功连任，第四度当选总统。2015 年 3 月的下院议会选举中，拉赫蒙领导的人民民主党赢得了 65.2% 的选票，继续保持优势；三个亲政府政党也通过了 5% 的选票门槛，而伊斯兰复兴党和共产党等主要反对党则败北，未获得议会席位。

拉赫蒙自执政以来已罢黜多名政府中的反对派人士，对部分温和的伊斯兰党派也进行镇压。塔吉克斯坦议会选举的结果由于被普遍认为被执政党及当局施加了干预，未得到国际社会认可；其排除异己的做法也被认为违背了民主原则。2016 年 1 月，塔吉克斯坦议会修宪后，拉赫蒙的权力得以进一步集中和强化。此外，拉赫蒙今频繁将亲属任命为政府高官，预计至 2020 年大选前，拉赫蒙及其家族集团仍将主导塔吉克斯坦政治舞台，打击政治异见，权力高度集中的局面不会有根本改变。虽然权力集中、任期延长等降低了政治不确定性，但拉赫蒙严厉控制政治、媒体言论及宗教自由等做法也增加了部分民众不满，或引发伊斯兰极端主义的反弹，给政治稳定埋下隐患。

总体看，塔吉克斯坦政权高度集中，但过度高压或对未来长期政局稳定性埋下隐患。

邻国阿富汗局势对塔吉克斯坦国内安全造成一定影响

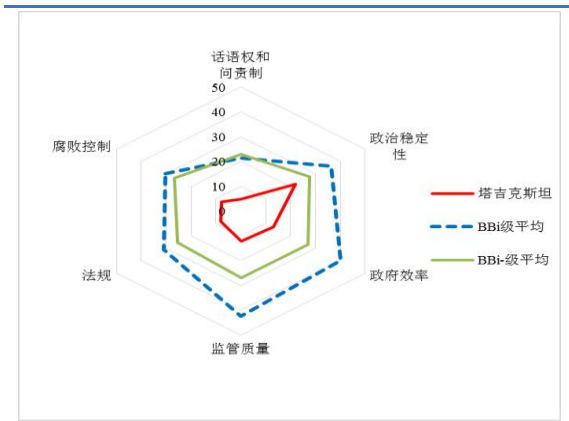
近年来，阿富汗局势给塔吉克斯坦国内安全带来了严重影响，阿塔边境已经成为毒品、恐怖主义的自由走廊，塔吉克斯坦与阿富汗边境的安全形势面临威胁。2014 年下半年北约军队撤出阿富汗之后，塔阿边境形势恶化。虽然叛乱活动将大部分发生在阿富汗境内，对塔吉克斯坦局势造成实质影响可能性较小，但毒品走私等活动预计在塔阿边境仍将持续。受此影响，塔吉克斯坦多次关闭塔阿部分边境及港口。2015 年 12 月，由于阿富汗北部安全局势日益严峻，塔吉克斯坦关闭了位于巴达赫尚省境内的阿富汗塔吉克斯坦边界段，此举造成当

地物价飞涨，当地居民生活受到严重影响。2017 年 12 月，出于安全考虑，塔吉克斯坦政府关闭阿塔边界的希尔汗口岸。邻国阿富汗的安全形势对塔吉克斯坦国内人民生活质量及安全稳定性均造成了一定影响。

国家治理能力很弱，尤其在法规及话语权和问责制方面表现较差

根据世界银行发布的国家治理指数，2017 年，塔吉克斯坦国家各项治理能力百分比排名均值为 11.28，较 2016 年（12.40）有所下降，反映出塔吉克斯坦国家治理能力很弱。具体来看，由于拉赫蒙政府高度集权，“政治稳定性”指标排名有所升高，但导致“话语权和问责制”和“法规”两方面的排名均有下降较为明显，同时“腐败控制”方面表现也较差。从图 1 可以看出，塔吉克斯坦的国家治理能力显著低于 BB_i 级和 BB_i-级国家的平均水平。

图 1：2017 年塔吉克斯坦国家治理能力



数据来源：世界银行

二、宏观经济政策与表现

经济体量较小，经济保持平稳快速增长

塔吉克斯坦经济基础薄弱，经济体量较小，且经济增长对侨汇收入（其中大部分来自于俄罗斯）依赖度较高，其中侨汇收入相当于 GDP 的 30% 左右，因此塔吉克斯坦经济增长对外部经济环境变化的较为敏感。受 2009 年全球金融危机影响，塔吉克斯坦经济增速大幅下滑，但由于塔吉克斯坦政府实施扩张性财政政策，促进对建筑、工业和非正式部门活动的投资，并伴随稳健偏宽松的货币政策，从 2011 年开始多次调整再融资利率，塔吉克斯坦经济增速回升，并持续保持较高增速。

2017 年，塔吉克斯坦 GDP 总量达到 610.93 亿索莫尼（或 71.44 亿美元），实际经济增速为 7.10%，较 2016 年小幅上升。

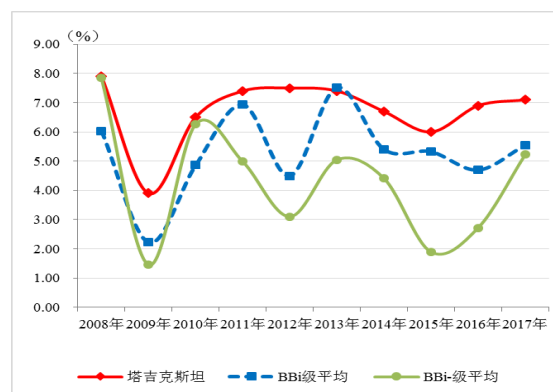
表 1：2013~2017 年塔吉克斯坦经济表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
名义 GDP(亿索莫尼)	610.93	544.71	484.02	456.05	405.25
名义 GDP (亿美元)	71.44	69.53	78.57	92.42	85.06
实际 GDP 增速 (%)	7.10	6.90	6.00	6.70	7.40
CPI 增幅 (%)	7.31	5.91	5.78	6.08	5.04
失业率 (%)	10.28	10.30	10.36	10.47	10.61

数据来源：IMF

2008 年~2017 年，塔吉克斯坦 GDP 近 10 年平均年增长率为 6.73%，显著高于与 BB_i-级（4.29%）与 BB_i 级（5.31%）国家的平均水平；经济增长的波动性（10 年 GDP 增长率的标准差）为 1.13%，显著低于 BB_i 级（1.45%）和 BB_i-级（2.00%）。国家的平均水平总体上看，近年来塔吉克斯坦经济增速较快，且经济增长较为平稳。

图 2：2008~2017 年塔吉克斯坦实际 GDP 增长率



数据来源：IMF

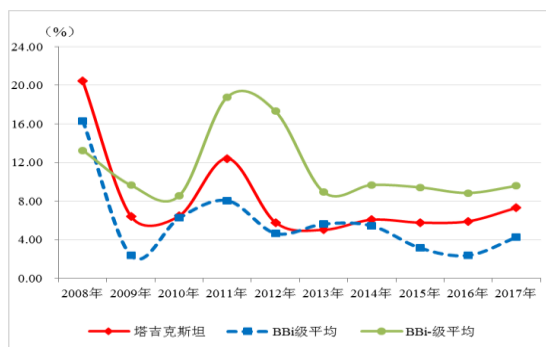
2018 年上半年，受国际金属价格走高、中国“一带一路”项目带来大量投资及机遇，以及塔吉克斯坦政府加大基础设施及民生方面投入，塔吉克斯坦经济持续高速增长。2018 年下半年来，国际能源价格大幅贬值，预计 2019 年将继续保持低位。受此影响，塔吉克斯坦进口成本降低，预计净出口对经济的拖累将有所减轻。综合以上因素，预计未来两年内塔吉克斯坦经济增速将保持 7% 左右的较高增速。

通胀压力较大，近年来通胀水平趋于稳定

由于塔吉克斯坦经济基础薄弱、结构单一，易受外部环境影响，且经济恢复对外部资金依赖较高。受全球金融危机影响，2008 年~2011 年塔吉克斯坦通胀水平波动较大，随后趋于稳定。2017 年，由于货币流动性充足、电价及其他市政公共服务价格上涨、农业产出下降导致的食品价格上涨及本币贬值影响，塔吉克斯坦全年 CPI 增幅达到 7.31%，较 2016 年 5.91% 显著提升。从图 3 可

以看出，近十年来，塔吉克斯坦通胀水平走势与 BB_i 级和 BB_i-级国家平均水平相近，但波动性更大，2013 年后趋于平稳；近十年来，塔吉克斯坦通胀均值为 8.16%，显著高于 BB_i 级（5.86%）国家平均水平，但低于 BB_i-级（11.41%）国家平均水平。

图 3：2008~2017 年塔吉克斯坦 CPI 增长率



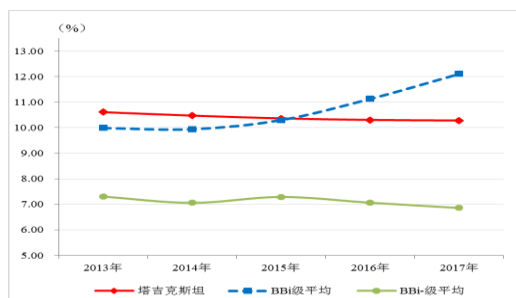
数据来源: IMF

2018 年以来，受经济高速增长、能源价格上涨、本币索莫尼持续贬值影响，塔吉克斯坦通胀水平持续增加，但塔吉克斯坦政府也采取多种措施，如塔央行将再融资年利率保持在 16%，并增加外汇储备等，以遏制通胀水平增长，但由于央行货币政策执行效率较低，效果并不十分明显。综合以上因素，预计未来两年塔吉克斯坦 CPI 增幅有望保持在 8% 左右的较高水平。

失业率较高，且就业机会不足导致大量劳动力人口出国务工，在一定程度上影响其经济增长潜力

近年来，塔吉克斯坦失业率一直保持在 10% 以上的较高水平。截至 2017 年底，塔吉克斯坦失业率达到 10.28%，较 2016 年基本持平。从图 4 可以看出，塔吉克斯坦的失业率水平显著高于 BB_i-级国家平均水平，2015 年后低于 BB_i 级国家的平均水平。

图 4：2013~2017 年塔吉克斯坦失业率



数据来源: IMF

由于国内缺乏就业机会，塔吉克斯坦有逾百万劳动力人口出国务工，约九成前往俄罗斯和哈萨克斯坦。由于

大量出国务工人口从事的是季节性工作，因此塔吉克斯坦的失业率水平存在一定程度的低估。另一方面，劳动力人口的大量外移也会在一定程度上影响塔吉克斯坦的经济增长潜力。

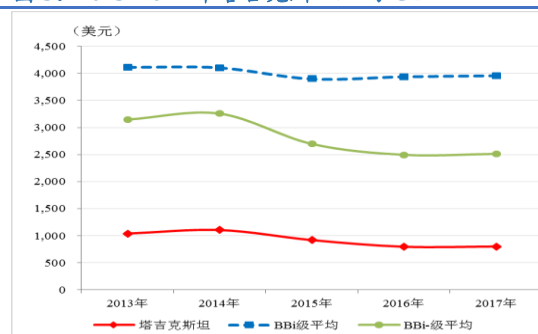
三、结构特征

人均 GDP 水平偏低，国家竞争力有所下降

近年来，受索莫尼贬值影响，塔吉克斯坦美元计人均 GDP 呈波动下降趋势，并处于较低水平。2017 年，塔吉克斯坦经济高速增长，但受索莫尼兑美元贬值超 10% 影响，塔吉克斯坦人均 GDP 为 800.80 美元，与上年基本持平，且仍显著低于 BB_i 级和 BB_i-级国家的平均水平。

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017 年塔吉克斯坦的全球竞争力指数为 4.14，在全球 137 个经济体中排名第 79 位，较 2016 年下降 2 位。具体来看，宏观经济环境、基础设施建设、技术条件、市场规模及金融市场发展等方面表现较差，对塔吉克斯坦的国家竞争力造成了制约。

图 5：2013~2017 年塔吉克斯坦人均 GDP



数据来源: IMF

经济结构和产业结构较为单一，缺乏支柱产业，存在较大的调整空间

由于塔吉克斯坦经济自给率较低，需大量进口产品满足国内需求，因此净出口在 GDP 中的占比常年为负且占比较大，尽管近年来这种情况得到一定程度的改善，但经济结构不合理的问题依然存在。

塔吉克斯坦经济对消费依赖程度较高，2013~2016 年，消费支出占 GDP 的比值一直保持在 100% 左右；投资占 GDP 比重近年来呈上升趋势，2016 年资本形成总额占 GDP 的比值为 30.73%，较去年同期上升 2.48 个百分点，对经济的贡献度有所增加；净出口对经济贡献常年为负，但对经济拖累程度有所降低，2017 年，净出口占 GDP 的比值为 -25.18%，较去年同期上升 4.31 个百分点，未来仍存在较大的改善空间。

产业结构方面，近年来塔吉克斯坦产业结构总体保

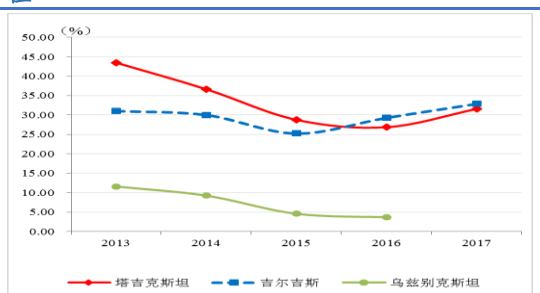
持稳定，三大产业增加值占 GDP 的比值分别为 22%、24%和 43%左右。具体来看，农业增加值在 GDP 中的占比过高，而又以种植业为主，易受自然灾害等因素的影响；且农牧业机械化程度低，技术匮乏，只有 59%的农用拖拉机可以使用，农业发展的资金和技术等问题严重制约塔吉克斯坦农业发展；工业增加值占比相对稳定，但缺乏较为有竞争力的优势产业，仅有色金属加工冶炼的产值就占到工业总产值的 60%左右，且易受能源供应不足、电价上涨等外部因素影响；塔吉克斯坦服务部门基础薄弱、发展落后，仍停留在传统行业，现代服务部门如电子商务行业、金融保险业、现代物流业等仍有待进一步发展，且服务业增加值受外部环境及居民收入购买力影响较大，由于近年来侨汇收入减少，服务业增加值水平也有所下降。总体看，塔吉克斯坦产业结构存在较大的调整空间。

经济增长对侨汇收入的依赖程度很高，易受侨汇收入波动的影响

长期以来，受国内政局动荡、国内就业岗位少等因素影响，塔吉克斯坦有大量劳动力前往俄罗斯、哈萨克斯坦等国工作，其产生的巨额侨汇收入对塔吉克斯坦居民消费及整体经济增长均起着重要作用，但塔吉克斯坦经济对侨汇收入的过度依赖也使得其易受到侨汇收入波动及侨汇来源国经济状况的影响。由于塔吉克斯坦侨汇收入中大部分来自于俄罗斯，因此其侨汇收入受俄罗斯经济状况的影响更为显著。

2014 年以来，受俄罗斯经济增速下滑、卢布持续贬值等因素影响，塔吉克斯坦侨汇收入大幅下降，塔吉克斯坦经济增速也受到一定影响。2017 年，得益于俄罗斯经济的复苏，塔吉克斯坦来自俄罗斯的侨汇收入达到 25.4 亿美元，较 2016 年增长了 31.67%，但较 2013 年的最高纪录少 40%；侨汇总收入相当于 GDP 的比值达到 31.56%，较去年增加 4.70 个百分点。从图 6 可以看出，塔吉克斯坦经济对侨汇收入的依赖程度近年来整体呈下降趋势，但高于周边国家。

图 6：塔吉克斯坦及周边国家侨汇收入与 GDP 比值



数据来源:世界银行

银行业风险较高，资产质量恶化严重，且面临高度美元化、资本化较低等多种问题

在塔吉克斯坦经济发达程度不高的背景下，其金融部门也较为脆弱。塔吉克斯坦银行的总资产不到国内生产总值的 30%，贷款额约为国内生产总值的 15%，且银行业资产高度集中。

目前，除塔吉克斯坦中央银行外，塔银行系统共有 137 家信贷机构，其中银行 16 家（其分行共 299 家），非银行金融机构 1 家及 120 家小型信用机构。16 家商业银行中，农业投资银行、外经银行、储蓄银行、东方银行等 4 家银行总资产占全部银行资产的 80%左右，银行业资产集中度较高。塔吉克斯坦中央银行是塔国家货币发行机关和中央储备银行。

近年来，塔吉克斯坦银行业风险较高，不良贷款率飙升。截至 2017 年底，银行业资本充足率达到 19.40%，较上年提升逾 5 个百分点，处于较好水平；银行业不良贷款率为 37.10%，虽较 2016 年底下降近 9 个百分点，但和 2013 年 13%左右的水平相比已大幅增加，银行业资产质量严重恶化。2017 年底，塔吉克斯坦政府成立专门工作组以改善商业银行财务状况，已拨款 30 亿索莫尼（约 3.4 亿美元）用于改善贷款机构财务状况，但由于塔吉克斯坦银行体系不健全，收效甚微。

此外，塔吉克斯坦银行业及整个国民经济还面临高度美元化的问题，这使得央行的货币政策执行效率不高。塔吉克斯坦银行业美元现金结算比例高企，约 60%的贷款、银行的存款和债务都是以美元形式存在。在美元化程度较高的情况下，塔吉克斯坦银行资产易受到汇率变动的影响。

塔吉克斯坦银行体系还面临多种问题困扰：国内储蓄调动和使用效率较差，储蓄转变成信贷和投资的转化机制运行低效；现有金融机构（银行、小额信贷机构、保险公司等）资本化水平较低，所能提供的短期金融产品种类非常有限，不能满足实体部门的需要；银行体外现金流占比较高。

四、公共财政实力

受扩张性财政政策影响，塔吉克斯坦财政赤字水平上升较快

由于经济规模较小、基础设施水平低下等原因，塔吉克斯坦政府近年来一直实行积极的财政政策，持续加大建筑业及工业方面投资，从而导致财政赤字水平近年来呈快速上升趋势。为改善财政赤字水平，塔吉克斯坦政府近年来推行财政整固措施、削减非必要社会保障性

支出。2017 年，塔吉克斯坦财政部减少对能源领域发展预算。

表 2：2013~2017 年塔吉克斯坦政府财政表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政收入 (亿索莫尼)	181.24	162.95	144.94	129.49	109.17
财政收入/GDP (%)	29.67	29.91	29.94	28.40	26.94
财政支出 (亿索莫尼)	223.08	216.14	154.01	129.65	112.45
财政支出/GDP (%)	36.51	39.68	31.82	28.43	27.75
财政盈余 (亿索莫尼)	-41.84	-53.19	-9.07	-0.16	-3.28
财政盈余/GDP (%)	-6.85	-9.77	-1.87	-0.03	-0.81

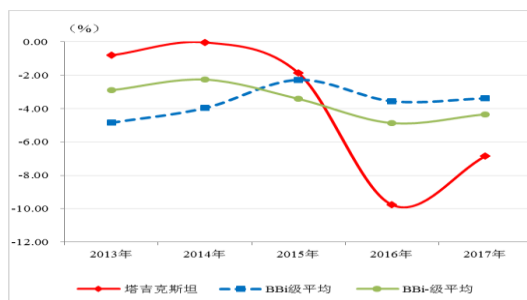
数据来源: IMF

财政收入方面，近年来塔吉克斯坦财政收入呈持续上升之势。2017 年，塔吉克斯坦政府实现财政收入 181.24 亿索莫尼，同比增长了 11.22%，财政收入相当于 GDP 比值为 29.67%，与上年基本持平。从财政收入结构来看，税收收入占到财政收入的 65%以上，由于 2013 年塔吉克斯坦颁布新税法典，减少税种、降低税率，并取消了部分税种，使政府税收收入占 GDP 及政府收入比重近年来有所下降，但依旧保持在 20%和 65%以上，财政收入来源较为稳定。

财政支出方面，由于塔吉克斯坦政府推行扩张性财政政策，加强对建筑业、工业和其他部门活动支出，近年来财政支出呈快速增长趋势。2017 年，塔吉克斯坦财政支出为 223.08 亿索莫尼，同比增长 3.21%，低于财政收入增速。从财政支出的结构来看，为提高居民生活质量，塔吉克斯坦政府在公共交通、能源、教育和农业方面投入较大，由于塔政府外债水平较高，还有部分财政支出用于偿还外债。

近年来，塔吉克斯坦政府财政一直处于赤字状态，且财政赤字规模近两年显著增大。2017 年，塔吉克斯坦政府财政赤字达到 -41.84 亿索莫尼，相当于 GDP 的比值为 6.85%，较上年降低 2.92 个百分点，财政状况虽较上年得到了一定程度的改善，但整体呈恶化趋势，且赤字水平仍然较高。从图 7 可以看出，近年来塔吉克斯坦财政赤字水平波动加大，自 2016 年以来塔吉克斯坦的财政赤字水平开始显著高于 BB_i级和 BB_i-级国家的平均水平。

图 7：2013~2017 年塔吉克斯坦财政盈余占 GDP 比重

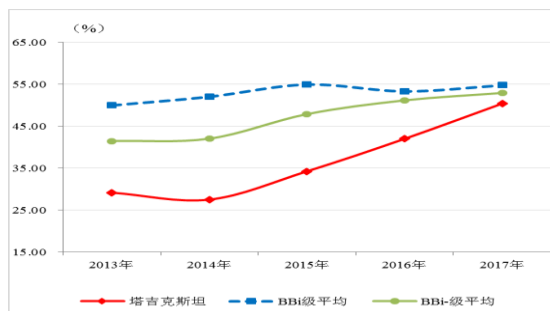


数据来源: IMF

政府债务水平一般，且近年来有所上升，但以内债为主的债务结构令其短期内偿付压力可控

受持续财政赤字且赤字水平上升影响，近年来塔吉克斯坦政府债务水平总体也呈上升之势。截至 2017 年底，塔吉克斯坦一般政府债务总额为 308.05 亿索莫尼，较上年大幅增长 34.57%；政府债务总额相当于 GDP 的比值为 50.42%，较上年上升 8.40 个百分点，处于一般水平。从图 8 可以看出，近年来塔吉克斯坦政府债务水平呈上升趋势，但仍低于 BB_i级和 BB_i-级国家的平均水平。

图 8：2013~2017 年塔吉克斯坦一般政府债务/GDP



数据来源: IMF

从政府债务结构来看，塔吉克斯坦政府债务中 90%以上为国内债务，主要是央行用于支持国内生产及平衡国家财政预算等而发行的债券。2017 年，由于塔吉克斯坦政府 9 月发行 5 亿美元国际债券及债务利息增加影响，政府债务率将进一步上升至 50%以上，但依然位于 60%的国际警戒线之下，且以内债为主的债务结构令其短期内偿付压力相对可控。此外，由于塔吉克斯坦经济发达程度较低，长期以来，世界银行、亚洲开发银行等国际金融机构为塔吉克斯坦提供无偿援助。2015~2017 年，亚洲开发银行对塔吉克斯坦的援助由全部无偿援助改为 50%贷款和 50%无偿援助相结合；2018 年初，考虑到塔吉克斯坦严重的债务情况，亚开行再次开始对塔仅

提供无偿援助资金。

表 3：2013~2017 塔吉克斯坦一般政府债务情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额 (亿索莫尼)	308.05	228.91	165.96	125.63	118.36
政府债务总额/GDP (%)	50.42	42.02	34.29	27.55	29.21
利息支出/GDP (%)	1.34	1.42	0.41	0.47	0.89
财政收入/政府债务总额 (%)	58.83	71.19	87.33	103.07	92.24

数据来源: IMF

财政收入对政府债务保障能力一般，且呈下降趋势

近年来，由于政府债务规模大幅增加，塔吉克斯坦政府财政收入对政府债务的保障程度总体呈下降之势。2017 年，塔吉克斯坦财政收入与政府债务总额的比值为 58.83%，较上年下降 12.35 个百分点，财政收入对政府债务的债务保障能力一般。

由于政府财政赤字状况短期内很难得到明显改善，预计未来塔吉克斯坦政府债务水平将继续上升，财政收入对政府债务保障能力将继续下降，但由于塔吉克斯坦政府债务中无偿援助及优惠贷款占比较高，偿付压力较小。

五、外部融资实力

对外贸易和经常账户持续逆差，且国际投资净头寸常年为负

由于经济体量较小且本国生产能力有限，塔吉克斯坦进出口差额长期较大，但随着塔吉克斯坦经济发展及基础设施建设有所改善，贸易顺差逐年收窄。进口总额相当于出口额的比值已由 2013 年的 547%下降至 2017 年的 246%，但差距依然较大。

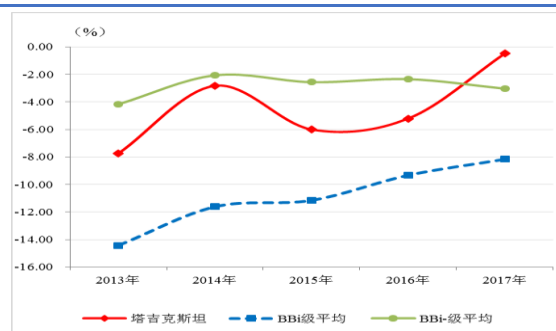
塔吉克斯坦的主要贸易伙伴为中国、独联体及中亚国家，中国、俄罗斯和土耳其是其前三大贸易伙伴。从贸易结构来看，塔吉克斯坦主要出口商品是非贵金属及其制品，占出口总额的 54.6%；进口以交通工具机械设备、石油产品、矿产品及化工产品等为主。

近年来，塔吉克斯坦对外贸易总量呈波动下降趋势，贸易逆差有所收窄。2017 年，塔吉克斯坦贸易总额与上年基本持平，其中进口总额为 27.64 亿美元，同比下降 5.45%；在国际能源价格回暖的背景下，国际铝价和棉花价格也有所上升，塔吉克斯坦出口额大幅增加，达到 11.25 亿美元，同比增长了 25.06%；在此背景下，2017 年塔吉克斯坦贸易逆差达到 16.39 亿美元，同比下降 19.02%。

经常账户收入方面，近年来塔吉克斯坦经常账户持

续保持逆差，但逆差规模有所收窄；由于侨汇收入规模较大，经常账户逆差规模明显小于贸易逆差。2017 年，塔吉克斯坦经常账户收入为 34.95 亿美元，较上年增长了 19.38%；经常账户赤字为 0.35 亿美元，相当于 GDP 的比值为 0.49%，较上年显著收窄，经常账户赤字水平较低。总体来看，近 5 年来，塔吉克斯坦财政赤字水平显著低于 BB_i 级国家平均水平，与 BB_i- 级国家平均水平有一定差距。但近年来持续改善，2017 年已低于 BB_i- 级国家平均水平

图 10：2013~2017 年塔吉克斯坦经常账户盈余/GDP



数据来源: 世界银行

国际投资净头寸方面，由于吸收了大量国外投资，塔吉克斯坦国际投资净头寸长期为负。2017 年，塔吉克斯坦国际投资净负债为 49.32 亿美元，相当于 GDP 的比值为 69.03%，较上年下降了约 5 个百分点，但仍处于较高水平。

表 4：2013~2017 塔吉克斯坦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)	27.64	29.23	33.19	41.43	51.25
出口额 (亿美元)	11.25	9.00	8.24	8.36	9.37
贸易差额 (亿美元)	-16.39	-20.24	-24.95	-33.07	-41.88
经常账户收入 (亿美元)	34.95	29.27	32.34	43.44	48.31
经常账户余额 (亿美元)	-0.35	-3.62	-4.72	-2.61	-6.59
经常账户余额/GDP (%)	-0.49	-5.21	-6.01	-2.83	-7.75
国际投资净头寸 (亿美元)	-49.32	-51.47	-48.91	-47.40	-44.09
国际投资净头寸/GDP (%)	-69.03	-74.02	-62.26	-51.28	-51.83

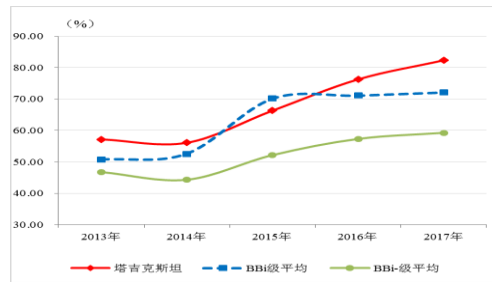
数据来源: IMF

外债处于较高水平，且政府及公共部门外债占比较大，并面临一定的短期偿付压力

近年来，塔吉克斯坦外债水平呈上升趋势，总体处于较高水平。截至 2017 年底，由于塔吉克斯坦开启罗贡水电站建设项目，外债总额升至 58.81 亿美元，较上年增长了 10.94%，外债总额相当于 GDP 的比值达到 82.33%，较去年上升近 2 个百分点，较 2013 年上升逾 25 个百分点。总体来看，塔吉克斯坦的外债水平显著高

于BB_i级和BB_i-级国家的平均水平,且呈持续上升之势。

图 10: 2013~2017 年塔吉克斯坦外债总额/GDP



数据来源: 世界银行

从外债构成看,截至 2017 年底,塔吉克斯坦政府及公共部门外债总额为 48.54 亿美元,在外债总额中的占比达到 82.53%,较去年增加近 2 个百分点,外债集中度较高。目前,塔吉克斯坦主要多边债权方为中国、欧盟、世界银行、亚洲开发银行、伊斯兰开发银行和国际货币基金组织等国际地区和机构,其为塔吉克斯坦提供低利率的长期贷款或无偿援助。

从外债的期限结构来看,截至 2017 年底,塔吉克斯坦外债总额中短期债务的占比为 23.06%,较上年有所增加,面临一定的短期偿付压力。

表 5: 2013~2017 年塔吉克斯坦外债情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外债总额 (亿美元)	58.81	53.01	52.09	51.84	48.63
外债总额/GDP (%)	82.33	76.25	66.30	56.09	57.17
政府及公共部门外债 (亿美元)	48.54	42.70	40.04	37.53	34.46
政府及公共部门外债/外债总额 (%)	82.53	80.55	76.87	72.40	70.86

数据来源: 世界银行

经常账户收入对外债的保障能力一般, 外汇储备对外债的保障能力较弱

近年来,塔吉克斯坦经常账户呈先降后升之势,外债,外债水平不断增加,因此经常账户收入对外债的保障能力呈下降趋势。2017 年,塔吉克斯坦经常账户收入相当于外债总额的比值为 59.42%,较上年提高了 4.20 个百分点,但较 2013 年下降了约 40 个百分点,且保障程度仍处于一般水平;经常账户收入相当于政府及公共部门外债的比值为 72.00%,较上年提高了 3.44 个百分点,对政府外债的保障相对较好。

近年来,塔吉克斯坦外汇储备呈先降后升之势。截至 2017 年底,塔吉克斯坦外汇储备达到 12.92 亿美元,较上年末增长了逾 100%;外汇储备相当于外债总额和政府及公共部门外债的比值分别为 21.97%和 26.62%,均较上年有大幅提升,但对外债的保障能力仍然较弱。

表 6: 2013~2017 年塔吉克斯坦外债及保障情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
经常账户收入/外债总额 (%)	59.42	55.22	62.08	83.80	99.35
经常账户收入/政府外债 (%)	72.00	68.56	80.77	115.75	140.20
外汇储备 (亿美元)	12.92	6.45	4.93	5.13	6.61
外汇储备/外债总额 (%)	21.97	12.16	9.47	9.89	13.60
外汇储备/政府外债 (%)	26.62	15.10	12.32	13.66	19.19

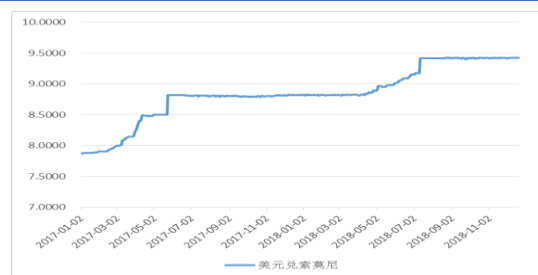
数据来源: IMF, 世界银行

本币索莫尼贬值压力相对不大, 对外偿债还影响可控

塔吉克斯坦实行自由浮动汇率制度,本币索莫尼为自由兑换货币,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。受近年来侨汇收入持续减少,导致国内消费需求和贷款的需求下降,索莫尼承压;2017 年初,塔吉克斯坦政府增印本币,国内货币市场现钞增加,索莫尼大幅下跌。为防止本币大幅下跌,并降低经济美元依赖度,塔央行修改货币信贷政策,再融资利率增加 3.5%,本币和外币强制储备金率相应增加 1.5%和 2%,并采取措施限制美元出售。2017 年全年索莫尼兑美元的贬值幅度达到 12%以上,但进入 2018 年之后贬值趋势有所趋缓。2018 年下半年,受国际油价下跌及美元处在加息周期影响,索莫尼再次承压贬值,但贬值幅度相对有限。

由于塔吉克斯坦外债中多边优惠贷款及无偿援助占比较大,融资成本较低,索莫尼贬值对债务偿还能力影响可控。

图 11: 美元兑索莫尼汇率变化



数据来源: WIND

六、评级展望

短期内,拉赫蒙及其家族仍将在塔吉克斯坦政坛占据主导位置,政治不确定性较低。大量国际多边组织援助及优惠贷款有助于塔吉克斯坦经济稳定高速增长,并对社会发展起推动作用;政府债务水平一般,但以内债为主的债务结构令其短期内偿还压力可控;外债处在较高水平,未来上升可能性不大;外汇储备持续增加,对

外债保障能力虽处在较弱水平，但有望持续增强。基于以上分析，联合资信确定塔吉克斯坦主权信用评级展望为“稳定”。

塔吉克斯坦主要数据

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
宏观数据					
GDP (亿索莫尼)	610.93	544.71	484.02	456.05	405.25
GDP (亿美元)	71.44	69.53	78.57	92.42	85.06
实际 GDP 增速 (%)	7.10	6.90	6.00	6.70	7.40
CPI 增幅 (%)	7.31	5.91	5.78	6.08	5.04
失业率 (%)	10.28	10.30	10.36	10.47	10.61
结构特征					
第一产业占 GDP 的比值 (%)	-	20.38	21.94	23.45	20.43
第二产业占 GDP 的比值 (%)	-	27.24	24.39	22.30	22.96
第三产业占 GDP 的比值 (%)	-	42.25	42.47	41.64	45.13
私人消费占 GDP 的比值 (%)	-	78.84	82.48	98.80	100.65
政府消费占 GDP 的比值 (%)	-	14.09	14.99	13.85	13.21
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	-	30.73	28.25	25.83	24.02
净出口占 GDP 的比值 (%)	-25.18	-29.49	-31.79	-35.80	-50.46
进出口总额/GDP(%)	56.60	56.05	52.80	53.91	73.04
人均 GDP (美元)	800.80	795.98	919.07	1,105.20	1,040.15
银行业资本充足率 (%)	19.40	15.10	16.13	-	-
银行业不良贷款率 (%)	37.10	46.8	19.06	20.39	13.18
公共财政					
财政收入 (亿索莫尼)	181.24	162.95	144.94	129.49	109.17
财政收入/GDP (%)	29.67	29.91	29.94	28.40	26.94
财政支出 (亿索莫尼)	223.08	216.14	154.01	129.65	112.45
财政支出/GDP (%)	36.51	39.68	31.82	28.43	27.75
财政盈余 (亿索莫尼)	-41.84	-53.19	-9.07	-0.16	-3.28
财政盈余/GDP (%)	-6.85	-9.77	-1.87	-0.03	-0.81
政府债务总额 (亿索莫尼)	308.05	228.91	165.96	125.63	118.36
政府债务总额/GDP (%)	50.42	42.02	34.29	27.55	29.21
利息支出/GDP (%)	1.34	1.42	0.41	0.47	0.89
财政收入/政府债务 (%)	58.83	71.19	87.33	103.07	92.24
外部融资					
进口总额 (亿美元)	27.64	29.23	33.19	41.43	51.25
出口总额 (亿美元)	11.25	9.00	8.24	8.36	9.37
进出口净额 (亿美元)	-16.39	-20.24	-24.95	-33.07	-41.88
经常账户收入 (亿美元)	34.95	29.27	32.34	43.44	48.31
经常账户余额 (亿美元)	-0.35	-3.62	-4.72	-2.61	-6.59
经常账户余额/GDP (%)	-0.49	-5.21	-6.01	-2.83	-7.75
国际投资净头寸 (亿美元)	-49.32	-51.47	-48.91	-47.40	-44.09
国际投资净头寸/GDP (%)	-69.03	-74.02	-62.26	-51.28	-51.83
外债总额 (亿美元)	58.81	53.01	52.09	51.84	48.63
政府及公共部门外债总额 (亿美元)	82.33	76.25	66.30	56.09	57.17
外债总额/GDP (%)	48.54	42.70	40.04	37.53	34.46
政府及公共部门外债在外债总额中的占比 (%)	82.53	80.55	76.87	72.40	70.86
经常账户收入/外债总额 (%)	59.42	55.22	62.08	83.80	99.35
经常账户收入/政府及公共部门外债 (%)	72.00	68.56	80.77	115.75	140.20
外汇储备 (亿美元)	12.92	6.45	4.93	5.13	6.61
外汇储备/外债总额 (%)	21.97	12.16	9.47	9.89	13.60

外汇储备/政府及公共部门外债 (%)	26.62	15.10	12.32	13.66	19.19
--------------------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：世界银行、IMF、塔吉克斯坦央行

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良影响的影响。
	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良影响的影响。
	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。