

塔吉克斯坦共和国

2020 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: BB_i-

长期外币信用等级: BB_i-

评级展望: 稳定

上次评级结果:

长期本币信用等级: BB_i-

长期外币信用等级: BB_i-

评级展望: 稳定

本次评级时间: 2020 年 11 月 18 日

评级概况:

联合资信评估股份有限公司(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”)的主权信用进行了跟踪评级,确定维持其主权长期本、外币信用等级为 BB_i-,评级展望为“稳定”。该评级结果表明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。

2019 年,塔吉克斯坦经济继续保持高速增长,GDP 增速较上年度略有加快,但失业率未有明显好转。政府财政状况有所改善,财政赤字进一步收窄,政府债务增幅较小,财政收入对政府债务保障程度有所改善。此外,虽塔吉克斯坦进出口贸易额继续保持增长,但贸易赤字略有走扩;经常账户收入延续上年上涨趋势但涨幅不及外债规模,故其对外债的偿付能力较上年有所削弱。

2020 年新冠疫情虽对塔吉克斯坦造成一定负面影响,但在政府迅速出台一系列关于公共卫生及部分商品交易的限制措施,同时不断积极争取国际组织援助资金用以加大国内疫情防控及社会补助的支出,塔吉克斯坦国内物价未出现大幅波动,进出口贸易仍保持正向增长,但融资需求激增将增加塔吉克斯坦债务负担,政府偿债能力或将承压。

评级关键驱动因素

主要优势:

- 1. 塔吉克斯坦经济连续多年保持高速增长,在诸多国际金融机构及邻国优惠贷款的资金援助下未来经济发展潜力巨大**

¹ 本评级结果为主动评级结果,评级资料主要来源于公开信息,与委托评级相比,评级调查工作(可能无)和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议,联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

截至 2019 年，塔吉克斯坦已实现连续十年 GDP 增速逾 6.0%，经济体量虽小但保持了长期高速增长。2019 年，塔吉克斯坦 GDP 增速同比增加 0.2 个百分点至 7.5%，主要得益于塔吉克斯坦政府经济积极争取的来自国际金融机构及周边邻国的大量优惠贷款及无偿赠款。塔吉克斯坦地处中亚，20 世纪末先后受独立及苏联解体影响，国内经济发展起步较晚，经济基础薄弱。但进入 21 世纪后，塔吉克斯坦积极与亚洲邻国及欧洲地区开展外交关系、加深商务合作及贸易往来、积极吸引境外投资，与中国等国家保持友好借贷关系，并争取来自世界银行、亚洲开发银行及欧洲复兴开发银行等多个国际金融机构的优惠资金支持，极大降低了塔吉克斯坦的融资成本，为经济持续高速发展提供了助力。2019 年塔吉克斯坦共签署了 30 份贷款和援助协议，资金总额达 5.4 亿美元，其中 3.6 亿美元（66.4%）为援助资金。目前主要塔吉克斯坦主要债权人是中国进出口银行（11.6 亿美元）、世界银行（3.3 亿美元）、亚洲开发银行（2.6 亿美元）等。同时，塔吉克斯坦开始进行全方位经济改革，汲取世界银行、国际货币基金组织等专业机构的改革建议，继续发展市场经济、加速金融系统改革，作为世界上少有的金融市场开发程度较低的国家，塔吉克斯坦未来将吸引更多外资流入，经济发展潜力巨大。

2. 在政府的合理管控下，塔吉克斯坦政府债务负担逐渐改善，优于同级别国家

塔吉克斯坦政府虽融资需求较大，但政府一直致力于积极管理其债务结构及规模，使得债务负担逐步减轻。2019 年，塔吉克斯坦政府债务虽同比增加 4.1 亿索莫尼，但其相当于 GDP 的比值较上年度下降 4.7 个百分点至 43.1%，优于同级别国家平均水平。在新冠疫情冲击下，适宜的债务负担将给与塔吉克斯坦政府施展更大力度财政刺激的政策空间。

主要关注：

1. 塔吉克斯坦国家治理能力较差，法制建设、腐败以及监管问题仍十分突出

2020 年 10 月，塔吉克斯坦现任总统埃莫马利·拉赫蒙以逾 90% 的选票再次成功赢得本届总统选举，将在未来 7 年继续执政，实现其自 1994 年首次赢得总统选举后的五届连任。拉赫蒙政府多年来致力于实现塔吉克斯坦经济现代化改革，拉赫蒙在任期间颁布的多项政策将其下届任期内继续发挥效用，塔吉克斯坦各类政策的实施连续性及方向稳定性得以保障。根据世界银行发布的最新国家治理能力排行来看，2019 年塔吉克斯坦各项指标排名仍相对落后，尤其是“话语权及问责制”、“监管质量”排名均较上年出现恶化，拉赫蒙的连任虽会加固塔吉克斯坦未来一段时间内的政治稳定性，但塔吉克斯坦在国家治理、法制建设、消除腐败等问题上仍需继续加强管理及惩戒力度。

2. 塔吉克斯坦产业发展相对落后，私营部门活动薄弱；国民收入对侨汇依赖程度较大，但新冠疫情影响下侨汇严重缩水，2020 年侨汇收入预计会大幅下降

塔吉克斯坦各类产业发展起步较晚，农业生产仍占据重要地位，基础设施不完善、生产设备

落后是拖累塔吉克斯坦工农业产能的主要原因。此外，由于塔吉克斯坦各行业龙头企业多集中在国企部门，私营部门在较高税负的环境中活动较少，但国企普遍存在生产效率较低、资金需求较大等问题，既不利于塔吉克斯坦生产部门的良性竞争亦不利于塔吉克斯坦继续发展国民经济。塔吉克斯坦两大财政收入支柱罗贡水电站和塔吉克铝业公司的私有化失败将使其未来发展严重受资金限制。塔吉克斯坦国营企业占比过重的问题将明显影响塔吉克斯坦经济增长潜力，亟待进一步改革。

2019 年塔吉克斯坦人均 GDP 较上年度增长 5.8% 至 873.5 美元，显著低于同级别国家平均水平。由于塔吉克斯坦现代化工业发展比较落后，就业岗位十分有限，劳动力多集中就业于农业领域，农业就业人数占总就业人数的 44.9%，而工业就业人数仅占总就业人数的 15.7%。为获取更多就业机会及更高的收入水平，大量塔吉克斯坦人选择境外务工，绝大多数集中在俄罗斯，对于劳工外出的家庭而言，侨汇是家庭收入最主要的来源。2019 年，塔吉克斯坦对外劳务移民超过 53 万人，较 2018 年增加近 6.3 万人，同比增长 13%；侨汇收入达 27.3 亿美元，较 2018 年增加 1.6 亿美元，同比增长 6.6%。

2020 年新冠疫情早期，受国际原油价格连续下挫的影响，俄罗斯卢布兑美元汇率不断下跌，塔吉克斯坦侨汇随之出现缩水；之后新冠疫情在全球大面积暴发，各国产业纷纷关停，俄罗斯失业率迅速攀高，令塔吉克斯坦劳工外出人数大幅下降，侨汇收入锐减。数据显示，2020 年上半年，塔吉克斯坦外出务工人数为 13 万，同比降幅达 57.0%；侨汇收入 10.0 亿美元，同比降幅达 14.8%。在新冠疫情未得到明显控制前，汇率波动及物价上涨等因素将加剧塔吉克斯坦家庭收入窘境，尤其是劳工外出家庭，家庭收入将出现明显下降。

3. 塔吉克斯坦外债规模较大，且长期融资需求较大，新冠疫情将加重政府国际融资需求，塔吉克斯坦中长期偿债压力将进一步加大

2019 年，塔吉克斯坦外债规模较同比增长 11.1% 至 66.3 亿美元，外债总额与 GDP 的比值同比增加 2.3 个百分点至 81.7%。塔吉克斯坦多年来持续向国际金融机构及邻国申请金融援助以发展国内经济，低成本的融资金虽驱动塔吉克斯坦经济快速发展，但也对其长期偿债能力施加了一定压力，2019 年 7 月塔吉克斯坦政府宣布将加大无偿援助的资金额度、减少低息贷款的吸纳，以缓解偿债压力。由于塔吉克斯坦长期融资需求巨大，为实现 2030 年国家发展战略，塔吉克斯坦 2015-2020 年计划引进投资 250 亿美元，2030 年前引进投资 1,181 亿美元。

2020 年，在新冠疫情冲击下，塔吉克斯坦短期内融资需求大幅增加，无论是公共卫生还是社会保障资金需求均远超预期。仅在上半年，塔吉克斯坦便向国际金融机构借贷 3 亿美元，用于支持受疫情影响的国家经济和预算系统，其中 1.9 亿美元来自国际货币基金组织，1,130 万美元来自世界银行，亚洲开发银行和欧亚开发银行则分别提供了 5,000 万美元。塔吉克斯坦计划在今年年底前再从境外贷款 1.5 亿美元，包括向亚洲开发银行借贷 5,250 万美元、向世界银行借贷 1,600 万美元，用于支持国家经济发展和维持银行系统。但塔吉克斯坦现有外汇储备及经常账户收入对外债的偿付能力在外债规模快速增长的情况下不断被削弱，激增的债务负担使塔吉克斯坦短期内偿

债能力严重承压，中长期偿债压力继续加大。

评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 塔吉克斯坦外债规模增长速度超出预期，外债偿债能力严重承压。

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 塔吉克斯坦外汇储备显著增加，其对外债的保障能力明显提升；
2. 塔吉克斯坦经济改革取得明显成效，国企部门效率低下等问题得到有效解决。

本次评级使用的评级方法、模型：		本次评级模型打分表及结果：					
名称	版本	本币指示评级	BB₋	本币评级结果	BB₋		
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910	外币指示评级	BB₋	外币评级结果	BB₋		
联合资信评估有限公司主权信用评级模型（打分表）	V3.0.201910	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素		
注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露 分析师：张敏 李为峰 邮箱：lianhe@lhratings.com 电话：010-85679696 传真：010-85679228 地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022） 网址：www.lhratings.com		政治经济表现	E	国家治理		F	
				宏观经济政策和表现		B	
				结构特征		F	
		公共财政实力	c	财政收支及政府债务状况	财政收支状况		e
					政府债务负担		c
					政府偿债能力		f
		外部融资实力	d	国际收支及外部债务状况	国际收支		d
					外债压力		d
					外债偿付能力		f
		调整因素和理由					调整子级
-					-		

注：政治经济表现及相应各级因素由高到低分为A、B、C、D、E、F六个等级；公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为a、b、c、d、e、f、g七个等级；模型内指标为五年加权平均值；通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果，结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果

附件 1:

塔吉克斯坦主要数据

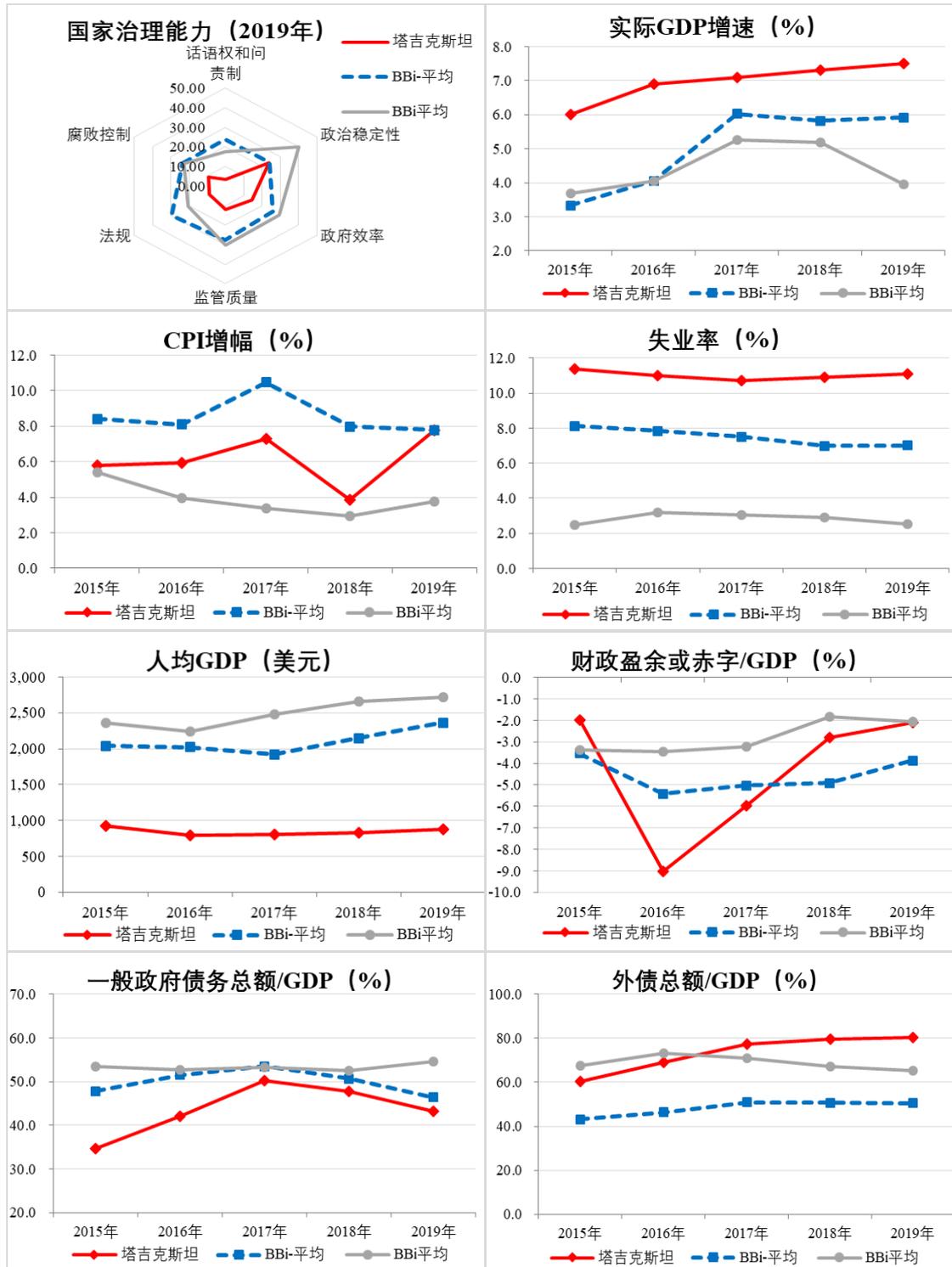
项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
宏观数据					
GDP (亿索莫尼)	773.6	688.4	610.9	544.7	484.0
GDP (亿美元)	81.2	75.2	71.4	69.5	78.6
实际 GDP 增速 (%)	7.5	7.3	7.1	6.9	6.0
CPI 增幅 (%)	8.0	5.4	6.7	6.1	5.1
失业率 (%)	11.0	11.1	11.3	11.4	11.5
结构特征					
人均 GDP (美元)	873.5	825.8	800.8	796.0	919.1
净出口占 GDP 的比值 (%)	-26.7	-28.0	-22.9	-29.2	-31.8
第一产业占 GDP 的比值 (%)	19.2	19.2	21.2	20.4	21.9
第二产业占 GDP 的比值 (%)	27.4	27.4	27.1	27.2	24.4
第三产业占 GDP 的比值 (%)	42.1	42.1	41.4	42.3	42.5
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	11.3	11.3	10.3	10.1	11.2
银行业资本充足率 (%)	16.6	16.6	16.6	16.6	16.6
银行业不良贷款率 (%)	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4
银行业 ROA (%)	2.1	1.9	0.5	-2.8	0.8
银行业 ROE (%)	7.7	7.0	1.7	-21.0	5.5
公共财政					
财政收入 (亿索莫尼)	211.8	200.3	181.2	163.0	144.9
财政收入/GDP (%)	27.4	29.1	29.7	29.9	29.9
财政支出 (亿索莫尼)	228.0	219.4	217.7	212.1	154.5
财政支出/GDP (%)	29.5	31.9	35.6	38.9	31.9
财政盈余 (亿索莫尼)	-16.2	-19.1	-36.4	-49.2	-9.6
财政盈余/GDP (%)	-2.1	-2.8	-6.0	-9.0	-2.0
政府债务 (亿索莫尼)	333.3	329.2	307.3	229.3	167.9
政府债务/GDP (%)	43.1	47.8	50.3	42.1	34.7
财政收入/政府债务 (%)	63.5	60.8	59.0	71.1	86.3
利息支出/GDP (%)	1.0	1.1	0.5	0.6	0.5
外部融资					
出口额 (亿美元)	12.4	11.2	11.2	9.0	8.2
进口额 (亿美元)	34.1	32.2	27.6	29.3	33.2
外贸顺差 (亿美元)	-21.7	-21.1	-16.4	-20.3	-25.0
经常账户收入 (亿美元)	37.1	34.0	34.9	29.3	32.3
经常账户余额 (亿美元)	-1.9	-3.8	1.6	-2.9	-4.8
经常账户余额/GDP (%)	-2.3	-5.0	2.2	-4.2	-6.1
国际投资净头寸 (亿美元)	-55.7	-51.0	-48.8	-51.0	-51.2
国际投资净头寸/GDP (%)	-68.6	-67.9	-68.4	-73.4	-65.2
外债总额 (亿美元)	66.3	59.7	60.3	51.8	51.4
外债总额/GDP (%)	81.7	79.4	84.5	74.5	65.4
政府外债 (亿美元)	27.8	27.6	27.2	21.0	19.9
政府外债在外债总额中的占比 (%)	41.9	46.2	45.1	40.5	38.7
经常账户收入/外债总额 (%)	55.9	57.0	58.0	56.5	62.9

外汇储备（亿美元）	4.9	3.4	6.1	7.7	3.4
外汇储备/外债总额（%）	7.4	5.7	10.1	14.9	6.6

数据来源：世界银行、IMF、塔吉克斯坦央行，联合资信整理

附件 2:

相近信用等级国家主要数据对比



数据来源: 世界银行, IMF, 联合资信整理

附件 3:

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	信用风险一般，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。