

塔吉克斯坦共和国 2024 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: BB_r-

长期外币信用等级: BB_r-

评级展望: 稳定

本次评级时间: 2024 年 9 月 26 日

上次评级结果:

长期本币信用等级: BB_r-

长期外币信用等级: BB_r-

评级展望: 稳定

上次评级时间: 2020 年 11 月 18 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910

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 程泽宇

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

本次评级模型打分表及结果:

本币指示评级	BB _r -		本币评级结果	BB _r -
外币指示评级	BB _r -		外币评级结果	BB _r -
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	E	国家治理		F
		宏观经济政策和表现		A
		结构特征		F
公共财政实力	b	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	d
			政府债务负担	b
			政府偿债能力	d
外部融资实力	c	国际收支及外部债务状况	国际收支	c
			外债压力	d
			外债偿付能力	c
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

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。

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，决定维持其主权长期本、外币信用等级为 BB_r ，评级展望为“稳定”。

2023年，受益于内需增长强劲，塔吉克斯坦经济保持高速增长。食品及进口能源价格下滑带动塔吉克斯坦通胀水平大幅回落，失业率与上年基本持平。塔吉克斯坦银行业近年来资产质量不断改善，但盈利能力有所下滑。政府积极推进多项基础设施建设计划导致财政支出规模持续上涨，但财政赤字仍处于可控水平。塔吉克斯坦政府债务持续下滑，财政收入对政府债务的保障能力不断增强。贵金属及宝石出口收入大涨带动塔吉克斯坦出口贸易明显回升，贸易赤字有所收窄。塔吉克斯坦外债水平持续下滑，经常账户收入和外汇储备对外债的覆盖程度大幅提高。

2024年以来，受益于出口贸易大幅增加、政府投资不断扩张以及私人消费规模提高，塔吉克斯坦经济延续中高速增长态势，一季度和二季度的GDP同比增速分别高达8.2%和8.3%，预计全年经济增速或达到7.0%左右。考虑到塔吉克斯坦政府仍在持续推进各项基础设施投资，2024年财政赤字预计将走扩至2.0%左右，政府债务水平预计将继续下降至30.0%左右。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 经济保持高速增长，来自国际金融机构的资金支持有助于增强其长期经济增长潜力

2023年，受益于政府持续加大国内基础设施建设项目投资力度、出口贸易大幅增长以及私人消费表现强劲，塔吉克斯坦GDP总量同比大幅增长8.3%，显著高于 BB_r -级国家平均水平，且近三年GDP平均增速超过8.5%，经济持续保持高速增长。

近年来，塔吉克斯坦政府积极广泛地引进外国资本进行生产或投资，并持续从多家国际金融机构获得援助款项用以加快国家工业化进程，亚洲开发银行（“亚开行”）作为塔吉克斯坦的主要资助机构，近25年来累计为塔吉克斯坦的180个项目提供了逾25亿美元的资金支持，援助范围涵盖能源、公共管理、农业以及卫生等多个领域。除此之外，亚洲基础设施投资银行（“亚投行”）、伊斯兰开发银行等金融机构也为塔吉克斯坦的水利设施建设等项目提供了多项支持资金。

2024年上半年，塔吉克斯坦累计获得约3.3亿美元主权融资，包括5笔技术融资以及4笔投资融资。其中投资融资主要来自伊斯兰开发银行（约2.0亿美元）、亚投行（约0.8亿美元）和欧洲复兴开发银行（约0.6亿美元）。亚投行的资金主要用于塔吉克斯坦高速建设，欧洲复兴开发银行的资金则用于绿色能源开发。来自国际金融机构的大规模资金援助计划将有助于改善塔吉克斯坦国内的基础设施建设、提高塔吉克斯坦的能源供应能力，同时增强其长期经济增长潜力，预计2024年塔吉克斯坦GDP增速或在7.0%左右。

2. 政府债务水平持续下滑，财政收入对政府债务的保障能力不断增强

塔吉克斯坦政府的债务水平长期处于较低状态,疫情前常年维持在 50%以下。新冠疫情期间,政府加大社会福利和公共卫生支出导致债务水平突破 50%,但自 2021 年起再度回归下降区间。2023 年,为支持国内高速道路、水电站等基础设施建设以及加速国内绿色能源改革,塔吉克斯坦政府继续扩大债务规模,政府债务较上年增长至 399.0 亿索莫尼,同比增长 7.3%,但得益于名义 GDP 的大幅增长,政府债务相当于 GDP 的比值较 2022 年下降了 1.2 个百分点至 30.2%,创 2015 年以来新低,且显著低于 BB_r-级国家平均水平。与此同时,塔吉克斯坦财政收入对政府债务的保障能力不断提升,2023 年财政收入相当于政府债务的比值同比增长了 3.3 个百分点至 89.6%,政府债务偿付实力进一步增强。

尽管塔吉克斯坦后续的工业现代化改革和各项基础设施更新还需要长期、大规模的资金援助,但考虑到塔吉克斯坦政府债务基数较小、经济增速较快且国际金融机构对塔吉克斯坦的资金援助力度相对较大,预计 2024 年塔吉克斯坦政府债务水平会进一步下降至 30.0%左右,财政收入对政府债务的保障能力也有望持续增强。

主要关注:

1. 国家治理能力较差,“话语权和问责制”及“腐败”等方面的问题较为突出

根据世界银行发布的最新全球治理指数,2022 年塔吉克斯坦各项指标排名均值仅为 12.8,远低于 BB_r-级国家平均水平,在“话语权和问责制”“政府效率”“监管质量”“法规”“腐败控制”和“政治稳定性”方面的表现排名均明显落后,其中“话语权和问责制”和“腐败”问题最为突出。

塔吉克斯坦长期存在严重的腐败现象,国家机关执法缺乏透明性、反腐败斗争效果微弱导致经济发展、社会生产进程明显受到阻碍。在缺乏强效有力的反腐败行动的情况下,塔吉克斯坦的国家治理能力预计较难出现明显改善,并可能拖累其长期经济发展前景。

2. 人均 GDP 水平很低,贫困率长期处于较高水平

由于塔吉克斯坦长期以传统农业生产为主,工业基础较差,第二、三产业的发展相对落后,人均 GDP 水平很低。2023 年,塔吉克斯坦人均 GDP 同比增长了 11.0%至 1,183.8 美元,显著低于 BB_r-级国家平均水平。

除此之外,塔吉克斯坦还面临严重的贫困问题。由于塔吉克斯坦国内薪资水平较低,大量塔吉克斯坦人选择移民至周边国家或出国务工以增加收入。侨汇收入对塔吉克斯坦的经济发展贡献很大,是促进塔吉克斯坦内需增加的主要动力,2023 年约 65.2 万塔吉克斯坦人出国工作,侨汇收入相当于 GDP 的比值高达 37.0%。另一方面,塔吉克斯坦的城乡贫富差距很大,约 90%的贫困人口居住在乡村地区。2023 年,塔吉克斯坦的城市和农村贫困率分别为 9.6%和 23.9%,整体贫困率较 2022 年小幅下降了 1.3 个百分点至 21.2%,仍处于很高水平。

3. 外部融资渠道较为单一,对国际机构优惠资金依赖程度较大,外部融资状况有待进一步改善

由于塔吉克斯坦工业基础较为薄弱，且制造业较为落后，出口创汇主要依靠贵金属、宝石以及其他初级农产品，对工业制造品的进口需求很大。贸易账户常年维持赤字，2023 年塔吉克斯坦贸易赤字较上年进一步走扩至 38.3 亿美元，但贸易赤字相当于 GDP 的比值则较上年收窄了 1.0 个百分点至-31.7%。在大规模侨汇收入的支撑下，塔吉克斯坦经常账户在过去 3 年均实现盈余。2023 年，受侨汇收入大幅下滑影响，塔吉克斯坦经常账户平衡由盈余转为赤字，经常账户赤字相当于 GDP 的比值为 0.9%。

从外债水平来看，塔吉克斯坦外债规模波动较小，2023 年外债规模较上年小幅下降至 62.3 亿美元，但受益于名义 GDP 高速增长，外债规模相当于 GDP 的比值同比大幅下滑了 7.6 个百分点至 52.6%。为加速工业改革进程，近年来塔吉克斯坦积极吸纳来自国际货币基金组织（“IMF”）、亚投行和伊斯兰开发银行等国际机构的优惠贷款用于国内投资，对国际机构优惠资金的依赖程度较大。塔吉克斯坦的主要债权人为中国进出口银行、世界银行、亚开行、IMF 和伊斯兰开发银行。

根据塔吉克斯坦政府的外债偿付安排，2024 年的外债偿付资金中约 54.2%来自政府预算，其余资金则来自塔吉克斯坦的 6 家企业，债务偿付资金来源较为集中。总体来看，塔吉克斯坦外部融资渠道较为单一，对国际机构优惠资金依赖程度较大，缺乏商业融资渠道，外部融资状况有待进一步改善。

评级敏感性因素

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. 塔吉克斯坦政府治理表现出明显提升；
2. 人均 GDP 水平大幅上升，国内贫困状况得到明显改善。

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. 塔吉克斯坦政府财政支出大幅上行，财政赤字快速走扩，财政状况明显恶化，债务水平止跌回升，债务偿付实力明显削弱；
2. 外部融资状况明显恶化，外债偿付压力大幅上升。

附件 1:

表 1 塔吉克斯坦 2019—2023 年主要数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
宏观数据					
GDP（亿索莫尼）	791.1	839.6	1,010.8	1,157.4	1,289.8
GDP（亿美元）	83.0	81.3	89.3	104.9	118.6
实际 GDP 增速（%）	7.4	4.4	9.4	8.0	8.3
CPI 增幅（%）	7.8	8.6	9.0	6.6	3.7
失业率（%）	6.9	7.2	7.3	7.0	7.0
结构特征					
人均 GDP（美元）	893.3	858.4	925.1	1,066.7	1,183.9
最终消费支出占 GDP 的比值（%）	87.4	89.2	91.3	97.8	-
资本形成总额占 GDP 的比值（%）	35.4	33.5	34.9	35.5	-
净出口占 GDP 的比值（%）	-26.1	-21.1	-23.5	-32.7	-31.7
第一产业占 GDP 的比值（%）	20.9	22.7	22.4	22.9	24.3
第二产业占 GDP 的比值（%）	33.1	33.8	35.2	34.7	24.1
第三产业占 GDP 的比值（%）	37.1	35.3	33.4	34.1	41.6
产品税净额占 GDP 的比值（%）	9.0	8.3	9.0	8.3	10.1
银行业资本充足率（%）	19.9	18.2	23.4	25.3	21.3
银行业不良贷款率（%）	27.0	23.8	13.7	12.2	12.7
银行业 ROA（%）	2.1	2.5	1.1	5.9	3.7
银行业 ROE（%）	7.6	9.1	4.8	28.3	19.2
公共财政					
财政收入（亿索莫尼）	211.8	208.4	272.7	320.8	357.4
财政收入/GDP（%）	26.8	24.8	27.0	27.7	27.7
财政支出（亿索莫尼）	228.0	244.9	279.4	323.5	370.9
财政支出/GDP（%）	28.8	29.2	27.6	28.0	28.8
财政盈余（亿索莫尼）	-16.2	-36.4	-6.7	-2.7	-13.5
财政盈余/GDP（%）	-2.0	-4.3	-0.7	-0.2	-1.0
政府债务（亿索莫尼）	344.1	434.6	425.5	371.8	399.0
政府债务/GDP（%）	43.5	51.8	42.1	32.1	30.9
财政收入/政府债务（%）	61.6	48.0	64.1	86.3	89.6
利息支出/GDP（%）	0.8	0.9	0.9	0.7	0.8
外部融资					
出口额（亿美元）	12.4	14.1	21.6	17.5	21.0
进口额（亿美元）	34.1	31.3	42.6	52.6	59.3
外贸顺差（亿美元）	-21.7	-17.2	-21.0	-35.1	-38.3
经常账户收入（亿美元）	37.1	37.3	53.7	74.0	70.8
经常账户余额（亿美元）	-1.9	3.4	7.4	16.4	-0.9
经常账户余额/GDP（%）	-2.2	4.1	8.2	15.6	-0.7
国际投资净头寸（亿美元）	-55.7	-52.7	-45.6	-35.0	-36.9
国际投资净头寸/GDP（%）	-67.1	-64.7	-51.1	-33.4	-31.1

外债总额（亿美元）	65.2	66.1	66.6	63.1	62.3
外债总额/GDP（%）	78.5	81.2	74.6	60.2	52.6
政府外债（亿美元）	27.8	31.3	31.8	30.9	31.0
政府外债在外债总额中的占比（%）	42.7	47.4	47.7	48.9	49.8
经常账户收入/外债总额（%）	56.9	56.5	80.7	117.2	113.6
外汇储备（亿美元）	14.7	22.4	25.0	38.5	36.0
外汇储备/外债总额（%）	22.5	33.9	37.5	60.9	57.7

数据来源：世界银行、IMF、塔吉克斯坦统计局，联合资信整理

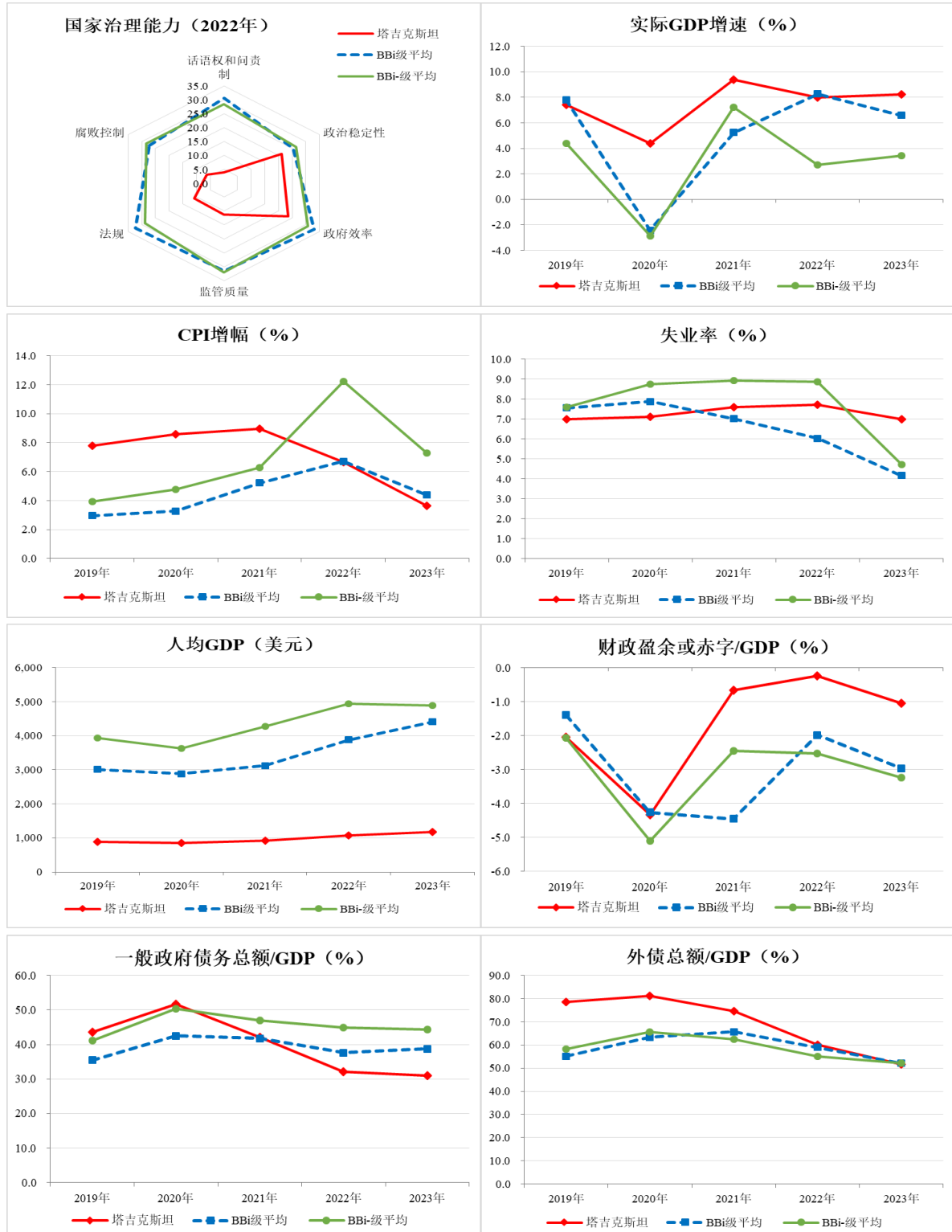
表 2 塔吉克斯坦 2024—2025 年核心数据及预测

项目	2024 年一季度	2024 年二季度	2024 年预测	2025 年预测
实际 GDP 增速（%）	8.2	8.3	7.0	6.5
CPI 增幅（%）	3.6	-	2.5	2.0
失业率（%）	-	-	7.0	7.0
人均 GDP（美元）	-	-	1,300.0	1,500.0
财政盈余/GDP（%）	-	-	-2.0	-2.5
政府债务总额/GDP（%）	-	-	30.0	30.0
经常账户余额/GDP（%）	-	-	1.0	2.0
外债总额/GDP（%）	-	-	50.0	45.0

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、塔吉克斯坦统计局，预测数据来源于联合资信

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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。