

塔吉克斯坦共和国

2026 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

本次评级时间: 2026 年 4 月 20 日

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

上次评级时间: 2024 年 9 月 26 日

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 _{i+}	本币评级结果	BB _i
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		6	
		宏观经济政策和表现		4	
		结构特征		5	
公共财政实力	b	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	3	
			政府债务负担	2	
			政府偿债能力	2	
外部融资实力	b	国际收支及外部债务状况	国际收支	3	
			外债压力	4	
			外债偿付能力	3	
调整因素和理由				调整子级	
经济对侨汇收入依赖度极高, 外部脆弱性显著				下调本、外币 1 个子级	

注: 上述评级方法与模型已在联合资信官网公开披露

注: 政治经济表现的各级因素由高到低分为 1、2、3、4、5、6 六个档次, 量化打分后得分结果进行映射获得政治经济表现, 由强到弱分为 A、B、C、D、E、F 六个等级。公共财政实力、外部融资实力各级因素由高到低分为 1、2、3、4、5、6、7 七个档次, 量化打分后得分结果分别进行映射获得公共财政实力和外部融资实力, 由强到弱分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级。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。

分析师: 吴玥 张敏

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

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，决定将其长期本、外币信用等级BB_{i-}上调至BB_i，评级展望维持稳定。该评级调整反映了塔吉克斯坦经济保持高速增长、政府债务负担持续下降、偿债能力持续增强等因素。

2024年，受益于基础设施投资和内需增长强劲，塔吉克斯坦经济保持高速增长，通胀水平继续回落，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，但受益于经济的稳定增长、审慎财政政策的实施以及国际优惠贷款低息融资成本的支持，财政收入增长幅度较大，财政平衡由赤字转为盈余。塔吉克斯坦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。塔吉克斯坦外债总额小幅上升，但相当于GDP的比值持续下滑，经常账户收入和外汇储备对外债的覆盖程度大幅提高。

2025年以来，塔吉克斯坦经济延续强劲增长势头，前三季度GDP同比增速均保持在8%以上，全年增速预计维持在8.4%左右的高位，大型基础设施项目持续推进与侨汇收入稳定流入共同构成经济增长的主要支撑。2026年在基础设施投资和黄金出口支撑下经济有望继续增长7.0%左右，但受侨汇收入增速预期回归常态影响，增速较2025年有所回落。财政方面，尽管工业现代化改革及大型基础设施项目支出规模较大，但在经济稳步增长及税收征管改善的支撑下，2025年财政赤字率预计控制在1.2%左右，2026年受大型项目支出压力影响赤字率预计扩大至2.0%左右，财政状况保持总体稳健。政府债务负担整体延续下行趋势，截至2025年末，政府债务总额相当于GDP的比值预计降至22%左右，财政收入对政府债务的覆盖程度持续增强。2026年债务负担率或小幅回升至22.9%，但仍处于低位。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 财政平衡由赤字转为盈余，政府债务负担持续下降，偿债能力持续增强，财政状况明显改善

2024年，受益于经济的稳定增长、审慎财政政策的实施以及国际优惠贷款低息融资成本的支持，塔吉克斯坦财政状况实现由赤字转为盈余，政府债务负担进一步降至低位。2024年，塔吉克斯坦财政收入同比增长19.0%至428.6亿索莫尼，财政收入相当于GDP的比值升至27.9%，财政汲取能力进一步增强；政府积极推进罗贡水电站等重大基础设施建设，相关资本性支出保持较大规模，财政支出同比增长14.0%至424.3亿索莫尼，但相当于GDP的比值则小幅回落0.3个百分点至27.7%；财政余额实现盈余4.2亿索莫尼，相当于GDP的比值为0.3%，为近年来首次实现财政盈余，显著优于BB_i级和BB_{i+}级国家平均水平。2024年，塔吉克斯坦政府债务规模小幅下降至

382.7 亿索莫尼，政府债务总额相当于 GDP 的比值由 2020 年的 50.9% 降低至 24.9%，且显著低于 BB_i 级和 BB_{i+} 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，财政收入相当于政府债务的比值由 2020 年的 48.7% 逐年上升至 2024 年的 112.0%，政府债务偿付实力进一步增强。

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、大规模的资金投入，2025 年罗贡水电站等重大项目进入建设高峰期将进一步推高资本性财政支出，政府的财政收支结构或由盈余转为赤字。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，政府债务水平有望进一步下降至 22.0% 左右，财政收入对政府债务的保障能力仍将保持在较高水平。2026 年，随着经济增速或小幅放缓以及政府财政支出刚性犹存，财政赤字率或小幅走扩，政府债务水平或小幅回升至 22.9%，但仍处于较低水平。

2. 连续多年保持经常账户盈余，外债负担持续下降，经常账户收入和外汇储备对外债的覆盖程度持续增强

从国际收支角度看，虽然塔吉克斯坦的贸易赤字在 2024 年小幅走扩，但受益于大规模的侨汇收入流入，塔吉克斯坦国际收支状况持续优化，经常账户收入达 88.3 亿美元，经常账户余额增长至 8.9 亿美元，相当于 GDP 的比值为 6.2%，连续多年保持经常账户盈余。

从外债角度看，近年来塔吉克斯坦的外债负担持续下降。截至 2024 年底，塔吉克斯坦外债总额小幅上升至 65.7 亿美元，但在 GDP 快速增长的支撑下，外债总额相当于 GDP 的比值同比下降 5.0 个百分点至 46.3%，显著低于 BB_i 级和 BB_{i+} 级国家平均水平，连续五年保持下降趋势，外债负担持续减轻。塔吉克斯坦经常账户收入和外汇储备对外债的覆盖程度持续提高。2024 年，经常账户收入对外债总额的覆盖程度高达 134.4%，经常账户收入对外债的保障能力很强，但需关注侨汇收入波动可能带来的外债偿付压力变化。此外，塔吉克斯坦国家银行采购国内生产的黄金用于增储，使外汇储备从 2023 年底的 36 亿美元提升至 2024 年底的 44.9 亿美元，相当于外债总额的比值上升 15.4 个百分点至 68.2%，外汇储备对外债的偿付能力显著增强。

3. 经济保持高速增长，基础设施投资与强劲内需共同推动增长动能持续增强

2024 年，塔吉克斯坦经济延续了近年来的强劲增长态势，全年实际 GDP 增速同比增长 8.4%，连续第四年实现 8% 以上的高速增长。经济快速增长主要得益于以下几方面：一是在国际金融机构资金支持下，基础设施建设投资持续发力。2024 年，塔吉克斯坦继续从世界银行、亚洲开发银行（亚开行）、亚洲基础设施投资银行（亚投行）、伊斯兰开发银行和欧洲复兴开发银行等多边机构获得优惠贷款和援助。世界银行已于 2025 年 12 月正式批准罗贡水电站项目生效，价值 3.5 亿美元融资的首笔款项将于 2026 年拨付，随后其他发展伙伴的融资也将陆续到位。亚开行作为塔吉克斯坦的主要资助机构，持续为能源、交通、农业和公共卫生领域提供资金支持；亚投行的资金重点用于高速公路建设；欧洲复兴开发银行则聚焦绿色能源开发。在国际机构的资金支持下，塔吉克斯坦政府积极推进多项国家级战略项目，特别是罗贡水电站建设进入关键阶段，带动了建筑、建材、电力等相关产业快速发展。此外，公路现代化改造（如连接中国、乌兹别克斯坦的跨境公

路)和能源基础设施升级项目也在稳步推进,为工业生产和居民用电提供了更稳定的保障。二是侨汇收入仍是促进塔吉克斯坦内需增加的主要动力,2024年侨汇收入相当于GDP的比值达到约49%,较2023年的39%大幅增长,有力支撑了居民消费增长,并带动交通、贸易等服务业表现活跃,对塔吉克斯坦的经济发展贡献很大。三是工业增长表现亮眼。2024年工业总产值达538亿美元,按可比价格计算较上年增长20%。其中,采矿业增长40.0%,加工制造业增长7.6%。受益于国际黄金价格维持高位,国内黄金开采活动旺盛,采矿业产量实现较快增长。同时,纺织、建材等制造业在政府工业化政策支持下也实现了较快增长,2024年新增740家制造企业和车间,制造业领域创造了约2万个就业岗位。

2025年以来,基础设施投资持续发力,侨汇收入继续带动居民消费保持稳健增长,塔吉克斯坦经济延续高速增长势头,2025年一、二、三季度GDP同比增速分别达8.2%、8.1%和8.2%,全年增速预计维持在8.4%左右的高位,2026年预计增长7.0%。尽管受侨汇收入增速预期放缓及外部需求不确定性影响,2026年经济增速较2025年或有所回落,但考虑到罗贡水电站建设等大型基础设施投资持续推进、黄金价格维持高位以及消费需求稳健,塔吉克斯坦经济在国内外需求的共同推动下,预计中期经济增长前景整体向好。

主要关注:

1. 国家治理能力较弱,“话语权和问责制”及“腐败控制”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,2024年塔吉克斯坦在各项表现的平均得分为38.6,远低于BB_i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”和“腐败控制”方面的得分均明显偏低,其中“话语权和问责制”和“腐败控制”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. 经济发达程度很低,经济发展高度依赖侨汇收入、初级商品出口等外部因素,稳定性较弱,贫困率长期处于较高水平

塔吉克斯坦作为中亚经济规模最小的国家,经济发达程度仍然较低,人均GDP虽在快速提升,但与地区同侪相比仍处于低位。2024年,塔吉克斯坦人均GDP为1,393.7美元,显著低于BB_i级国家平均水平。

塔吉克斯坦经济结构单一,高度依赖侨汇收入和黄金、铝、棉花等初级商品出口。这种高度依赖性使塔吉克斯坦经济极易受到外部经济波动、汇率变化以及移民政策收紧的外部冲击,稳定性较弱。侨汇收入在国家经济中占据重要地位,是维持国内消费和经济稳定的重要来源。塔吉克斯坦是全球对侨汇收入依赖度最高的国家之一,侨汇收入占GDP的比例常年位居全球前列。由于塔吉克斯坦国内就业岗位不足且薪资水平较低,失业率长期处于高位,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,约四分之一的家庭靠境外侨民汇款生活。

除此之外，塔吉克斯坦还面临严峻的贫困问题。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。2025 年，塔吉克斯坦整体贫困率为 19%，仍处于很高水平。

3. 银行业资产质量虽有所改善但不良贷款率仍然偏高，盈利能力持续下滑

近年来，塔吉克斯坦银行业资产质量持续改善，不良贷款率从 2020 年的 23.8% 显著下降至 2024 年的 7.1%，改善主要得益于银行通过核销存量不良贷款清理资产负债表，以及消费信贷的强劲增长。然而，7% 左右的不良贷款率仍处于偏高水平，且不良贷款的下降在相当程度上依靠核销而非借款人还款能力的实质性改善，信贷风险仍有隐忧。

盈利能力方面，银行业资产回报率（ROA）从 2022 年的 3.9% 降至 2024 年的 2.6%，净资产收益率（ROE）从 2023 年的 18.7% 下降至 2024 年的 13.9%。盈利能力的下滑主要受以下因素影响：一是核销历史不良贷款持续侵蚀银行利润；二是在货币宽松环境下，2024 年塔吉克斯坦国家银行三度下调再融资利率，利差收窄压缩了传统存贷业务的盈利空间。

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. 塔吉克斯坦政府在反腐败等领域取得实质性改革进展，治理指数得分出现明显提升；
2. 人均 GDP 水平明显提升，国内贫困率持续下降。

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，导致赤字率较高，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；
3. 经济增速显著放缓，侨汇收入等关键增长引擎出现持续性大幅下滑。

附件 1:

表 1 塔吉克斯坦 2020—2024 年主要数据

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
宏观数据					
名义 GDP (亿索莫尼)	839.6	1,010.8	1,181.8	1,327.8	1,534.0
名义 GDP (亿美元)	81.3	89.3	107.1	122.0	142.0
实际 GDP 增速 (%)	4.4	9.4	8.0	8.3	8.4
CPI 增幅 (%)	8.6	9.0	6.6	3.7	3.5
失业率 (%)	7.6	7.7	7.1	7.0	7.0
结构特征					
人均 GDP (美元)	858.4	925.1	1,089.3	1,218.7	1,393.7
最终消费支出占 GDP 的比值 (%)	89.2	91.3	97.8	100.2	/
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	33.5	34.9	35.5	31.7	/
净出口占 GDP 的比值 (%)	-21.1	-23.5	-32.7	-31.3	-37.2
第一产业占 GDP 的比值 (%)	22.7	22.4	22.9	22.9	20.9
第二产业占 GDP 的比值 (%)	33.8	35.2	34.7	33.6	/
第三产业占 GDP 的比值 (%)	35.3	33.4	34.1	34.7	/
银行业资本充足率 (%)	18.2	23.4	25.3	21.3	21.8
银行业不良贷款率 (%)	23.8	13.7	12.0	12.5	7.1
银行业 ROA (%)	2.5	1.1	3.9	2.7	2.6
银行业 ROE (%)	9.1	4.8	18.7	13.6	13.9
进出口总额/GDP (%)	55.7	71.9	65.5	65.9	60.0
信贷总额/GDP (%)	13.6	10.4	8.8	11.1	13.9
国内总储蓄/GDP (%)	21.1	25.0	32.4	23.3	27.2
公共财政					
财政收入 (亿索莫尼)	208.4	272.9	320.8	360.0	428.6
财政收入/GDP (%)	24.8	27.0	27.1	27.1	27.9
财政支出 (亿索莫尼)	244.9	279.4	323.6	372.4	424.3
财政支出/GDP (%)	29.2	27.6	27.4	28.0	27.7
财政盈余 (亿索莫尼)	-36.4	-6.5	-2.8	-12.4	4.2
财政盈余/GDP (%)	-4.3	-0.6	-0.2	-0.9	0.3
政府债务总额 (亿索莫尼)	427.7	424.7	375.7	397.6	382.7
政府债务/GDP (%)	50.9	42.0	31.8	29.9	24.9
财政收入/政府债务 (%)	48.7	64.3	85.4	90.5	112.0
政府利息支出 (亿索莫尼)	7.8	8.8	8.3	10.0	10.9
政府利息支出/GDP (%)	0.9	0.9	0.7	0.8	0.7
外部融资					
出口总额 (亿美元)	14.1	21.6	17.5	21.0	16.2
进口总额 (亿美元)	31.3	42.6	52.6	59.3	69.1
净出口额 (亿美元)	-17.2	-21.0	-35.1	-38.3	-52.9
经常账户收入 (亿美元)	37.3	53.7	74.0	70.8	88.3
经常账户余额 (亿美元)	3.5	7.4	16.3	5.8	8.9
经常账户余额/GDP (%)	4.3	8.2	15.3	4.8	6.2
国际投资净头寸 (亿美元)	-50.7	-43.7	-33.2	-34.3	-23.3
国际投资净头寸/GDP (%)	-62.3	-48.9	-31.0	-28.1	-16.4
外债总额 (亿美元)	66.1	61.2	61.3	62.6	65.7
外债总额/GDP (%)	81.2	68.6	57.2	51.3	46.3

政府外债总额 (亿美元)	31.3	31.8	30.9	31.0	30.6
政府外债/外债总额 (%)	47.4	51.9	50.4	49.6	46.5
经常账户收入/外债总额 (%)	61.0	87.7	118.2	107.7	134.5
经常账户收入/政府外债 (%)	117.5	174.1	238.3	231.8	297.9
外汇储备 (亿美元)	22.4	25.0	38.5	33.0	44.9
外汇储备/外债总额 (%)	33.9	40.8	62.8	52.8	68.2
外汇储备/政府外债 (%)	71.5	78.6	124.6	106.4	146.8

数据来源：世界银行、IMF、塔吉克斯坦国家银行，联合资信整理

表 2 塔吉克斯坦 2025—2026 年核心数据及预测

项目	2025 年一季度	2025 年二季度	2025 年三季度	2025 年预测	2026 年预测
实际 GDP 增速 (%)	8.2	8.1	8.2	8.4	7.0
CPI 增幅 (%)	/	/	/	3.8	4.5
失业率 (%)	/	/	/	6.9	6.9
人均 GDP (美元)	/	/	/	1,644.0	1,798.7
财政盈余/GDP (%)	/	/	/	-1.2	-2.0
政府债务总额/GDP (%)	/	/	/	22.0	22.9
经常账户余额/GDP (%)	/	/	/	3.0	2.0
外债总额/GDP (%)	38.6	39.0	38.7	45.0	42.0

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、塔吉克斯坦国家银行，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:

国家主权长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
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
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
D _i	已经违约，进入重组或者清算程序

评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

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。