

# 亚美尼亚共和国信用评级报告

## 评级结果

长期外币信用等级: BB<sub>i+</sub>

长期本币信用等级: BB<sub>i+</sub>

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)	115.37	105.46	105.53	116.10	111.21
实际GDP增速(%)	7.48	0.26	3.25	3.61	3.30
CPI增幅(%)	0.92	-1.41	3.73	2.98	5.79
失业率(%)	18.91	18.79	18.50	17.60	16.20
人均GDP(美元)	3,857.18	3,526.34	3,529.03	3,889.00	3,732.04
财政盈余/GDP(%)	-4.78	-5.63	-4.84	-1.94	-1.59
政府债务/GDP(%)	53.52	51.86	44.12	39.30	36.24
财政收入/政府债务(%)	39.66	41.29	48.71	56.10	61.27
外债总额/GDP(%)	91.22	94.38	84.57	73.53	78.18
CAR/外债总额(%)	60.83	52.59	55.20	65.46	63.64
外汇储备/外债总额(%)	21.99	22.15	19.89	17.45	25.90

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:

李为峰 张正一

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”) 对亚美尼亚共和国(以下简称“亚美尼亚”) 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BB<sub>i+</sub>, 评级展望为稳定。该评级结果表示亚美尼亚存在一定信用风险, 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。

近年来亚美尼亚转变整体引发了政局动荡, 但随着现任总理所在政党赢得2018年议会提前选举, 未来政局有望逐步趋稳。亚美尼亚存在一定地缘政治风险, 国家治理能力一般。亚美尼亚经济对矿产品出口及侨汇收入较为依赖, 经济增长的波动性较大, 但2017年以来得到显著改善。亚美尼亚银行业风险较低, 且未来存在较大的发展空间。受宽松财政政策影响, 亚美尼亚政府财政赤字总体呈扩大之势, 政府债务水平持续上升, 财政收入对政府债务的保障能力较弱。近年来亚美尼亚对外贸易和经常账户持续逆差, 国际投资净头寸常年为负, 外债处于较高水平且政府外债占比较大, 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较弱。

## 优势

- 经济复苏势头较为强劲, 未来一段时期内有望保持平稳、较快增长;
- 政府债务水平相对较低;
- 银行业风险相对较低, 且未来存在较大发展空间。

## 关注

- 财政赤字水平较高, 财政收入对政府债务的保障能力较弱;
- 经济对矿产品出口及侨汇收入的依赖程度较高, 易受外部经济环境变化影响;
- 失业率长期处于高位, 且劳动参与率较低, 对居民消费及经济增长造成一定限制;
- 国家治理能力一般, 存在一定地缘政治风险;
- 对外贸易和经常账户持续逆差, 国际投资净头寸常年为负, 外债处于较高水平。

## 一、国家概况

亚美尼亚共和国（以下简称“亚美尼亚”）位于黑海与里海之间，地处亚欧交界处的外高加索地区，国土面积 2.97 万平方公里。按行政区划，亚美尼亚全国划分为 10 个州和一个州级市（首都），首都埃里温是全国政治、经济和文化中心。截至 2018 年 6 月底，亚美尼亚全国总人口约 297.3 万，其中 95% 以上为亚美尼亚族。亚美尼亚的官方语言为亚美尼亚语，官方货币为德拉姆。亚美尼亚是联合国、国际货币基金组织（IMF）、独联体、黑海经济合作组织、欧亚经济联盟等国际或区域性组织的成员国，同时也是欧洲委员会及欧洲安全与合作组织的成员国，并于 2017 年 11 月与欧盟签署了《全面加强伙伴关系协议》。

## 二、国家治理

### 政体转变引发政局动荡，未来有望逐步趋稳

亚美尼亚曾是苏联加盟共和国之一，于 1991 年 9 月正式宣布独立。根据 1995 年 7 月通过的宪法，亚美尼亚实行总统制，立法、行政、司法三权分立。2015 年 12 月，亚美尼亚通过全民公投对宪法进行了修订，决定将国家由总统制逐步过渡到议会制。

议会是国家最高权力机构，实行一院制，共设至少 101 个议席，议员通过比例代表制选举产生，任期 5 年。根据 2015 年宪法修订案，总统被剥夺了否决权，仅作为国家元首，由议会选举产生，任期七年，不可连任。政府享有最高行政权，由总理、副总理和各部部长组成，其中总理由议会多数党选出，并由总统任命。司法体系方面，亚美尼亚设宪法法院、最高法院、上诉法院、一审法院等，此外还设有负责保证法院及法官独立性的最高司法委员会。

亚美尼亚实行多党制，主要政党包括亚美尼亚共和党、繁荣亚美尼亚党、亚美尼亚革命联合会、法律国家党等。2017 年 4 月，亚美尼亚举行第六届议会选举，共设 105 个议席，其中亚美尼亚共和党获得 58 个议席，成为议会第一大党。2018 年 4 月亚美尼亚改行议会制后，亚美尼亚共和党主席、卸任总统谢尔日·萨尔基相转任总理，这引发了反对派的强烈抗议，迫使其在就任 7 天后宣布辞职。2018 年 5 月，议会举行新一届总理选举，反对派领袖尼科尔·帕希尼扬作为唯一候选人当选。帕希尼扬随即任命新政府成员，并获总统批准。新政府将促进经济持续发展、打击腐败、改善民生和社会保障、加强军队建设、筹备议会提前选举等列为政府工作目标。

2018 年 10 月，为推动提前举行新一届议会选举，帕希尼扬宣布辞去总理职务，并暂行代总理职务。最终在 2018 年 12 月初举行的议会选举中，帕希尼扬领导的公民合约党联盟大获全胜，取得了 70% 以上的选票，进一步巩固了其执政地位。预计未来一段时期内亚美尼亚政局有望逐步趋稳，帕希尼扬提出的各项改革措施也将得到有效推进。

### 与周边部分国家关系较差，存在一定地缘政治风险

亚美尼亚与邻国阿塞拜疆因纳戈尔诺-卡拉巴赫（纳卡）地区领土争端长期敌对。纳卡地区 80% 以上的人口为亚美尼亚族人，由于对当地经济和生活条件不满，亚美尼亚族人一直谋求将纳卡并入亚美尼亚。1991 年苏联解体后，亚美尼亚和阿塞拜疆为争夺纳卡爆发战争，亚美尼亚占领了纳卡及其周围原属阿塞拜疆的部分领土。1994 年，两国就全面停火达成协议，但至今仍因纳卡问题处于敌对状态，小规模冲突不断。亚美尼亚与另一邻国土耳其的关系也较差，因土耳其在纳卡问题上支持阿塞拜疆且拒不承认奥斯曼土耳其帝国对亚美尼亚族人实施的“种族大屠杀”，亚美尼亚一直未与土耳其建立外交关系。2009 年 10 月，亚美尼亚和土耳其在欧美多国的斡旋下签署了关于两国结束长期敌对状态并实现双边关系正常化的协定，双方关系呈现出缓和迹象。但在 2015 年 2 月，亚美尼亚撤回了上述协定，理由是协定在签署后的 6 年时间里并没有带来应有的结果。预计在短期内亚美尼亚和阿塞拜疆及土耳其之间的关系很难得到明显缓和。

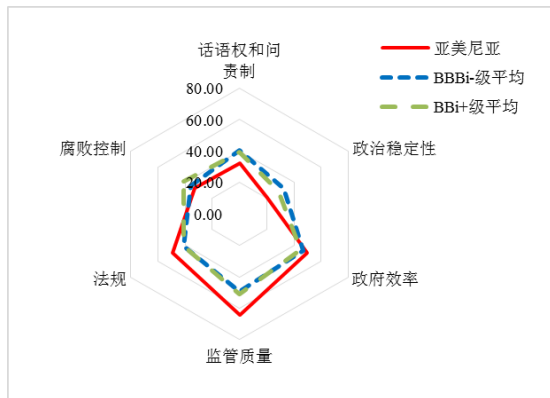
由于阿塞拜疆和土耳其均对亚美尼亚采取了政治、经济封锁，亚美尼亚除了重点巩固与俄罗斯之间的传统战略盟友关系以外，还积极发展与格鲁吉亚、伊朗等邻国以及欧美国家的关系，奉行全面外交政策。由于地处战略要地，亚美尼亚成为美国和俄罗斯两个大国争夺的重点，这将在一定程度加剧其面临的地缘政治风险。2018 年以来，美国对俄罗斯和伊朗采取了新一轮制裁，这不仅会影响到亚美尼亚和俄罗斯及伊朗之间的关系，也会对其经济增长产生一定影响。

### 国家治理能力一般，政治稳定性较差

根据世界银行发布的国家治理指数，2017 年，亚美尼亚国家各项治理能力百分比排名均值为 41.52，较 2016 年基本持平，国家治理能力一般。具体来看，亚美尼亚在“政治稳定性”方面的排名下滑明显，且相对于其它指标排名明显偏低，主要受政局动荡及与周边国家关系较差等因素影响。此外，亚美尼亚在“话语权和问

责制”及“腐败控制”两方面的表现也相对较差，明显低于除“政治稳定性”以外的其它方面排名。从图 1 可以看出，亚美尼亚的国家治理能力与 BBB<sub>i</sub>-级和 BB<sub>i</sub>+级国家的平均水平较为接近。

图 1：2017 年亚美尼亚国家治理能力



数据来源：世界银行

## 二、宏观经济政策与表现

**经济体量较小且经济增长的波动性较大，但未来一段时期内经济有望保持平稳、较快增长**

亚美尼亚经济体量较小，且经济增长在很大程度上依赖于矿产品出口及侨汇收入（80%以上来源于俄罗斯），因此极易受到外部经济环境变化的影响。受 2009 年全球金融危机影响，亚美尼亚经济增速大幅下滑至-14%左右，但在此后逐步回升，并在 2012 年达到 7% 以上的高水平。2013 年以来，受俄罗斯经济陷入衰退、矿产品价格下滑等因素影响，亚美尼亚经济增速下降至 3% 左右水平，并在 2016 年进一步跌至 0.26%，经济增长趋于停滞。

2017 年，亚美尼亚 GDP 总量达到 55,689.02 亿德拉姆（或 115.37 亿美元），实际经济增速为 7.48%，较 2016 年大幅上升，达到近十年以来的最高水平。具体来看，受建筑业回暖、库存大幅增加等因素影响，2017 年亚美尼亚资本形成总额同比增长 13.9%，改变了 2016 年大幅下滑的局面，成为拉动经济增长的主要动力；居民消费和政府消费的同比增速分别达到 8.8% 和 13.1%，对经济增长的拉动作用均较 2016 年显著增强；受国内消费及投资需求增加影响，亚美尼亚进口同比增速达到 26.8%，近年来首次高于出口增速（19.7%），对亚美尼亚经济造成一定程度的拖累。

2013 年~2017 年，亚美尼亚实际 GDP 近 5 年平均年增长率为 3.58%，略高于 BBB<sub>i</sub>-级国家的平均水平

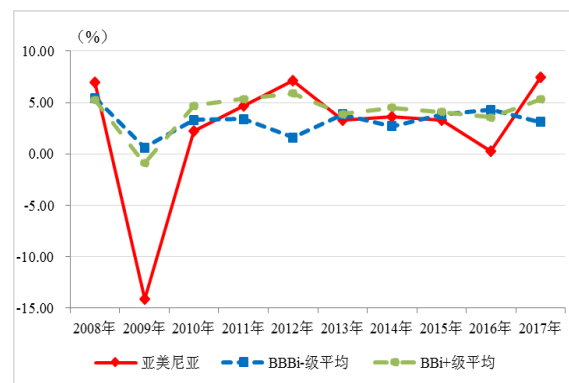
（3.55%），但与 BB<sub>i</sub>+级国家的平均水平（4.26%）还存在一定差距；经济增长的波动性（10 年 GDP 增长率的标准差，为 6.29%）显著高于 BBB<sub>i</sub>-级和 BB<sub>i</sub>+级国家的平均水平（分别为 1.36% 和 1.92%）。总体上看，近年来亚美尼亚经济增长起伏较为明显，经济增长的波动性较大。

表 1：2013~2017 年亚美尼亚经济表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
名义 GDP(亿德拉姆)	55,689.02	50,672.94	50,436.33	48,286.26	45,556.38
名义 GDP (亿美元)	115.37	105.46	105.53	116.10	111.21
实际 GDP 增速 (%)	7.48	0.26	3.25	3.61	3.30
CPI 增幅 (%)	0.92	-1.41	3.73	2.98	5.79
失业率 (%)	18.91	18.79	18.50	17.60	16.20

数据来源：IMF

图 2：2008~2017 年亚美尼亚实际 GDP 增长率



数据来源：IMF

2018 年上半年，得益于出口和投资的迅猛增长，亚美尼亚实际 GDP 同比增速高达 8.40%，较去年同期（6.90%）明显提升，经济复苏势头持续增强。未来几年，在国内政治环境趋稳的情况下，阿塞拜疆国内消费和投资有望保持稳定增长，尤其是投资对经济增长的拉动作用有望进一步增强；从外部来看，美国对俄罗斯和伊朗制裁仍将持续，全球贸易保护主义倾向也持续上升，将给阿塞拜疆的对外贸易及侨汇收入带来较大不确定性。综合以上因素，预计未来一段时期内亚美尼亚的经济增速有望保持在 5% 左右的较高水平。

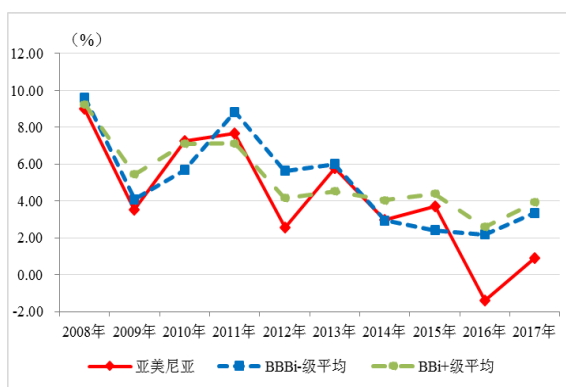
**通胀水平易受食品价格波动影响，近年来通胀得到有效控制，未来一段时期有望保持在合理水平内**

由于食品价格在决定通胀水平的因素中占据较大比重，亚美尼亚通胀水平极易受到国内外食品价格波动的影响，2008 年以来总体呈大幅波动之势。2017 年，受

食品、酒类及烟草价格上涨影响，亚美尼亚全年 CPI 增幅达到 0.92%，摆脱了 2016 年的通缩状态，但距离央行的调控目标(4±1.5%)还有一定差距。从图 3 可以看出，亚美尼亚的通胀水平走势与 BBB<sub>i</sub>-级和 BB<sub>i</sub>+级国家的平均水平走势较为接近，但波动性更大，2016 年之后亚美尼亚的通胀水平明显偏低。

2018 年以来，亚美尼亚上调了燃油消费税，再加上食品价格的持续上涨，亚美尼亚通胀水平上涨至 3.5% 左右，通胀压力持续加大，但仍处于央行的调控目标范围内。预计未来一段时期内，亚美尼亚 CPI 增幅有望保持在 4% 左右的合理水平。

图 3：2008~2017 年亚美尼亚 CPI 增长率



数据来源: IMF

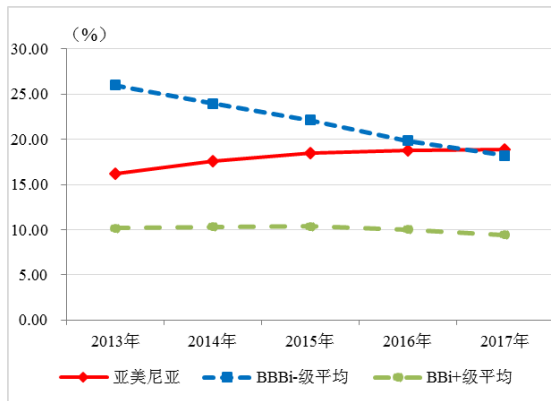
### 失业率长期保持在较高水平，且劳动参与率较低，对居民消费及经济增长造成一定制约

受政治动荡频发、经济波动较大等因素影响，亚美尼亚失业率长期保持在 15% 以上的较高水平。截至 2017 年底，亚美尼亚失业率达到 18.91%，较 2016 年小幅上升，且连续三年达到 18% 以上的较高水平。从图 4 可以看出，亚美尼亚的失业率水平与 BBB<sub>i</sub>-级国家的平均水平较为接近，但显著高于 BB<sub>i</sub>+级国家的平均水平。

除失业率较高以外，亚美尼亚的劳动参与率也较低，2017 年仅为 60.14%，其中女性的劳动参与率更是低至 51.44%，显著低于男性的劳动参与率 (70.58%)。由于产业结构较为单一，亚美尼亚国内能够提供的工作机会也较为有限，且其中约四分之一的工作都是低薪工作，这也导致了大量劳动力前往国外就业。高失业率及低薪使得亚美尼亚的贫困率一直保持在 30% 左右的较高水平，这也对居民消费及经济增长造成一定限制。

尽管近年来亚美尼亚政府采取了一些促进就业的措施，如支持中小企业发展、增加就业机会等，但成效甚微。预计未来一段时期内，亚美尼亚失业率仍将保持在较高水平，短期内大幅下降的可能性较小。

图 4：2013~2017 年亚美尼亚失业率



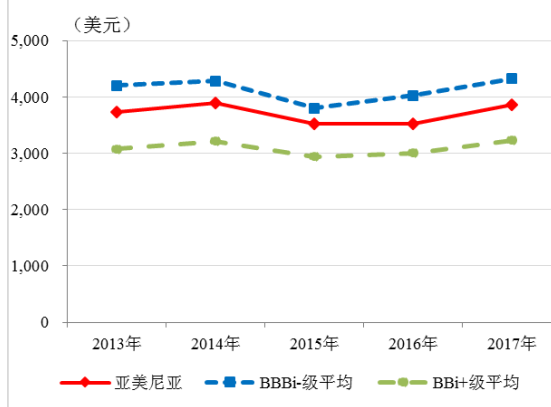
数据来源: IMF

## 三、结构特征

### 人均 GDP 水平一般，国家竞争力有所提升

亚美尼亚是一个发展中国家，近年来人均 GDP 一直维持在 3,500~4,000 美元的水平。2017 年，得益于亚美尼亚经济的大幅增长及德拉姆兑美元的小幅升值，亚美尼亚人均 GDP 达到 3,857.18 美元，较上年增长了 9.38%，介于 BBB<sub>i</sub>-级和 BB<sub>i</sub>+级国家的平均水平之间。

图 5：2013~2017 年亚美尼亚人均 GDP



数据来源: IMF

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017 年亚美尼亚的全球竞争力指数为 4.19，在全球 137 个经济体中排名第 73 位，较 2016 年提高了 6 位，主要得益于基础教育及营商环境等方面的改善，但税率较高、融资难度大、腐败严重等问题仍对其整体竞争力的提升造成一定限制。

### 经济对居民消费的依赖程度较高，产业结构存在较大的调整空间



近年来，亚美尼亚经济结构发生了一定变化，但总体保持稳定。2013~2017年，居民消费支出占GDP的比值下降了近10个百分点，但五年平均值仍高达81.08%，表明亚美尼亚经济对居民消费较为依赖；政府消费支出占GDP的比值呈持续上升之势，2017年达到14.23%；资本形成总额占GDP的比值呈波动下降之势，2017年达到19.03%；净出口对GDP的贡献长期为负，且波动较大，2017年其占GDP的比值为-12.35%。

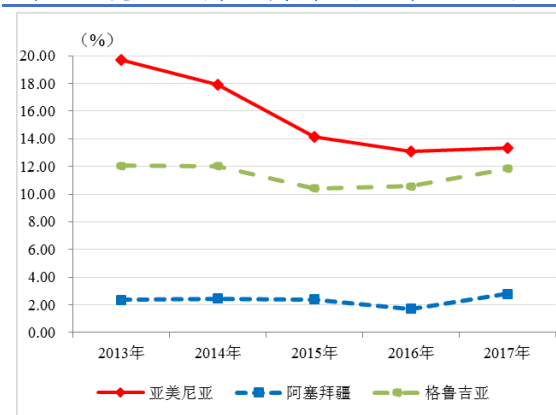
产业结构方面，近年来亚美尼亚产业结构变化较大，其中农业增加值在GDP中的占比由18.43%降至14.94%，服务业增加值在GDP中的占比则由45.75%上升至51.32%，工业增加值占比则保持在25%左右（此外还有生产税减产品补贴，占GDP的9%左右）。具体来看，农业增加值在GDP中的占比过高，易受自然灾害等因素的影响，且亚美尼亚农业发达程度较低，粮食自给率不到50%，需要大量进口农产品；工业增加值占比相对稳定，但缺乏较为有竞争力的优势产业，建筑业在过去很长一段时期内都是亚美尼亚的支柱产业，占GDP的比重在20%左右，此外珠宝加工业和铜矿业也相对发达，但易受国际经济环境及矿产品价格变化的影响；服务业增加值占比虽然有所增长但仍然相对偏低，未来有较大的提升空间，近年来旅游业增长较快，金融业也取得了一定程度的发展，有利于亚美尼亚经济的进一步多元化。总体看，亚美尼亚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较高，易受侨汇收入波动的影响

长期以来，亚美尼亚有大量劳动力前往国外工作，其产生的巨额侨汇收入对亚美尼亚居民消费及整体经济增长均起着重要作用。另一方面，亚美尼亚对侨汇收入的依赖程度较高，经济增长易受到侨汇收入波动及侨汇来源国经济状况的影响。由于亚美尼亚侨汇收入中60%以上均来自于俄罗斯，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，亚美尼亚侨汇收入大幅下降，亚美尼亚经济增速也有所下滑，并在2016年几近停滞。2017年，得益于俄罗斯经济的复苏，亚美尼亚侨汇收入达到15.38亿美元，较2016年增长了逾10%，为近年来首次实现增长；侨汇收入相当于GDP的比值达到13.33%，较上年小幅上升，但和2013年相比已下降了逾6个百分点。从图6可以看出，亚美尼亚经济对侨汇收入的依赖程度显著高于周边国家。

图6：亚美尼亚及周边国家侨汇收入与GDP比值



数据来源:世界银行

### 银行业风险相对较低，未来存在较大发展空间

银行业在亚美尼亚金融系统中占据主导地位，其资产总额占到金融业总资产的85%以上。目前，亚美尼亚共有17家银行，全部为私人控股，欧洲复兴银行、国际金融公司等国际机构也持有少量股份。亚美尼亚银行业吸引的外国投资为25亿美元左右，其中世界银行、欧洲复兴银行、黑海经济合作组织等机构占据较大比重。作为金融体系唯一的监管机构，亚美尼亚中央银行的主要目标在于维持物价及金融系统的稳定性。

得益于央行严格的监管措施，亚美尼亚银行业风险近年来处于相对较低水平。2014年12月，为进一步提高银行业的稳定性，亚美尼亚央行将银行业最低资本要求由50亿德拉姆提高至300亿德拉姆，并于2017年初正式实施。得益于上述政策，亚美尼亚银行业资本充足率近年来明显提升，截至2017年底达到18.55%，虽然较2016年底有所下降，但和2014年底相比仍上升了逾4个百分点；亚美尼亚银行业不良贷款率近年来呈先升后降之势，截至2017年底为5.43%，较2016年底下降了1.29个百分点，资产质量得到了进一步改善；银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）近年来有所改善，截至2017年底分别达到1.39%和8.60%，均较上年有不同程度的提升。

由于亚美尼亚存在较大规模的“灰色经济”，实体经济部门大多缺乏财务纪律，信息透明度较差，银行也只和信息透明度较高的企业进行合作，这使得国内大量资金绕开了银行系统，银行业规模总体相对较小，资本总额占GDP的比值仅为12%左右，银行业未来仍存在较大的发展空间。

#### 四、公共财政实力

##### 受宽松财政政策影响，亚美尼亚政府财政赤字总体呈扩大之势

2014年底，在德拉姆大幅贬值的背景下，亚美尼亚央行开始收紧货币政策，国内利率大幅上升。为减少货币政策收紧对经济增长的影响，亚美尼亚政府放松了财政政策，财政赤字率和政府债务水平也大幅攀升。2017年以来，为增加财政收入以弥补巨额财政赤字，亚美尼亚政府推出了一系列税收新规，包括加强税收申报、提高中高收入群体个人所得税税率等措施，但同时也降低了中小企业的税收负担，减免了部分商品及金融产品的增值税。得益于这些措施及宏观经济状况的改善，亚美尼亚财政状况得到了一定程度的好转。

财政收入方面，近年来亚美尼亚财政收入呈持续上升之势。2017年，亚美尼亚政府实现财政收入11,819.29亿德拉姆，同比增长了8.91%，主要得益于经济复苏所带来的税收增长；由于亚美尼亚存在较大规模的“灰色经济”，政府财政收入水平相对偏低，仅相当于GDP的22%左右，且近年来呈小幅下降之势。从财政收入结构来看，税收收入和社保收入两者合计占到财政收入的90%以上，财政收入来源较为稳定。

财政支出方面，由于亚美尼亚政府推行宽松财政政策，近年来财政支出大幅增长，增速明显高于财政收入增速。2017年，亚美尼亚财政支出为14,482.53亿德拉姆，同比增长5.76%，为近年来首次低于财政收入增速。从财政支出的结构来看，社保支出和公共服务支出分别占到财政支出总额的27%和20%左右，为占比最大的两项支出；由于亚美尼亚周边局势较为紧张，国防支出占比高达15%左右。

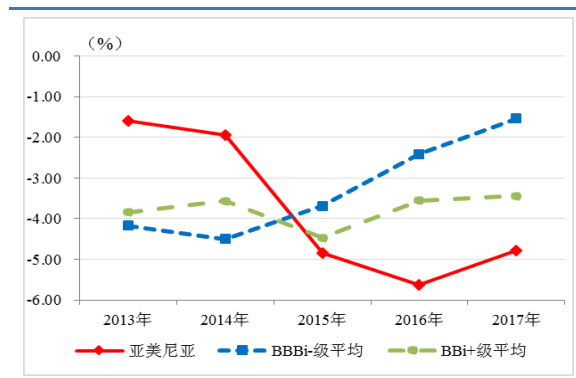
得益于财政支出的大幅增长，2017年亚美尼亚政府财政赤字近年来首次减少，财政赤字达到2,663.24亿德拉姆，相当于GDP的比值为4.78%，较上年降低0.85个百分点，财政状况得到了一定程度的改善。从图7可以看出，从2015年开始亚美尼亚的财政赤字水平显著高于BBB<sub>i</sub>-级和BB<sub>i</sub>+级国家的平均水平。

表 2：2013~2017 年亚美尼亚政府财政表现

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
财政收入(亿德拉姆)	11,819.29	10,851.86	10,840.76	10,646.17	10,115.25
财政收入/GDP (%)	21.22	21.42	21.49	22.05	22.20
财政支出(亿德拉姆)	14,482.53	13,705.92	13,280.29	11,584.22	10,840.91
财政支出/GDP (%)	26.01	27.05	26.33	23.99	23.80
财政盈余(亿德拉姆)	-2,663.24	-2,854.06	-2,439.53	-938.05	-725.66
财政盈余/GDP (%)	-4.78	-5.63	-4.84	-1.94	-1.59

数据来源: IMF

图 7：2013~2017 年亚美尼亚财政盈余占 GDP 比重



数据来源: IMF

##### 政府债务水平相对较低，但近年来呈持续上升之势，且存在一定的汇兑风险

受持续财政赤字影响，近年来亚美尼亚政府债务水平呈持续上升之势。截至2017年底，亚美尼亚一般政府债务总额为29,804.42亿德拉姆，较上年大幅增长了逾13%；政府债务总额相当于GDP的比值为53.52%，较上年上升1.66个百分点，但仍处于相对较低水平。从图8可以看出，近年来亚美尼亚政府债务水平与BBB<sub>i</sub>-级和BB<sub>i</sub>+级国家的平均水平较为接近。

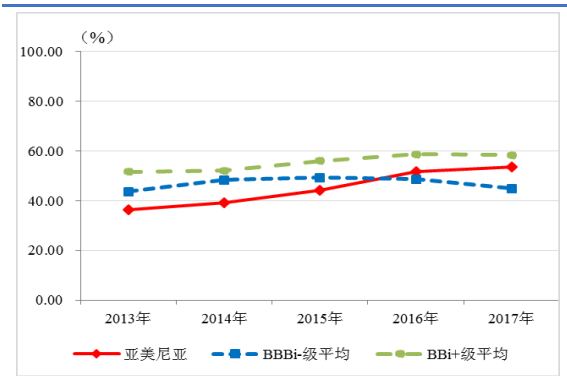
从政府债务结构来看，亚美尼亚政府债务中80%左右为外币债务，存在一定的汇兑风险。

表 3：2013~2017 年亚美尼亚一般政府债务情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
政府债务总额(亿德拉姆)	29,804.42	26,280.02	22,254.79	18,977.07	16,508.54
政府债务总额/GDP (%)	53.52	51.86	44.12	39.30	36.24
财政收入/政府债务总额 (%)	39.66	41.29	48.71	56.10	61.27

数据来源: IMF

图 8：2013~2017 年亚美尼亚政府债务占 GDP 比重



数据来源: IMF

**财政收入对政府债务保障能力持续减弱，但未来随着亚美尼亚政府逐步退出财政宽松政策，政府偿债能力有望得到一定程度的改善**

近年来，亚美尼亚政府财政收入对政府债务的保障程度呈持续下降之势。2017 年，亚美尼亚财政收入与政府债务总额的比值为 39.66%，较上年小幅降低，财政收入对政府债务的债务保障能力较弱。

根据亚美尼亚政府预算相关法规要求，在政府债务水平超过 50% 的情况下，次年财政赤字水平不得高于近三年 GDP 增速的平均值。在此背景下，亚美尼亚政府的财政政策有望逐步收紧，并将稳定政府债务水平作为重点工作之一。预计未来一段时期内亚美尼亚财政赤字水平有望进一步回落至 3% 以内，政府债务水平也有望稳定在 50% 左右的水平，财政收入对政府债务的保障也将有所增强。

## 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**

亚美尼亚经济对外贸的依赖程度较高，进出口总额相当于 GDP 的比值达到 80% 左右。亚美尼亚的主要贸易伙伴为欧盟和独联体国家，对欧盟和独联体国家出口分别占到其商品出口总量的 28% 和 25% 左右，其中俄罗斯是其最大的贸易伙伴。从贸易结构来看，亚美尼亚主要出口商品有矿产品、加工食品、贵重宝石、贵金属及其产品等，其中矿产出口占其商品出口总额的 30% 左右；主要进口产品有矿产品、机械设备、化学产品、加工食品等。

近年来，亚美尼亚对外贸易总量呈波动上升趋势，但却持续保持贸易逆差。2017 年，亚美尼亚进、出口均取得较大幅度增长，其中出口总额为 43.07 亿美元，同

比增长 23.04%；进口总额为 26.44 亿美元，同比增长了 26.44%，略高于出口增速。在此背景下，2017 年亚美尼亚贸易逆差达到 14.03 亿美元，较 2016 年增长了近 40%。

经常账户收入方面，近年来亚美尼亚经常账户持续保持逆差，但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，亚美尼亚经常账户收入为 64.02 亿美元，较上年增长了 22.30%；经常账户赤字为 2.80 亿美元，相当于 GDP 的比值为 2.42%，较上年小幅扩大。

国际投资净头寸方面，由于吸收了大量国外投资，亚美尼亚国际投资净头寸长期为负。2017 年，亚美尼亚国际投资净负债为 88.27 亿美元，相当于 GDP 的比值为 76.51%，较上年下降了近 3 个百分点，但仍处于较高水平。

表 4：2013~2017 亚美尼亚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)	43.07	35.00	31.36	33.18	31.55
出口额 (亿美元)	57.10	45.16	44.18	54.87	54.76
贸易差额 (亿美元)	-14.03	-10.16	-12.82	-21.69	-23.21
经常账户收入 (亿美元)	64.02	52.34	49.26	55.88	55.33
经常账户余额 (亿美元)	-2.80	-2.38	-2.72	-8.83	-8.13
经常账户余额/GDP (%)	-2.42	-2.26	-2.58	-7.60	-7.31
国际投资净头寸 (亿美元)	-88.27	-83.69	-79.30	-77.80	-88.97
国际投资净头寸/GDP (%)	-76.51	-79.36	-75.15	-67.01	-80.01

数据来源: IMF

亚美尼亚政府一直将推动出口作为重要的战略目标之一，并计划在未来几年内将出口总额占 GDP 的比值提高到 40%~50% 的水平，但全球贸易保护主义倾向的上升或将给其出口带来不确定性因素。另一方面，为进一步吸引外资及满足国内经济发展的需求，亚美尼亚从 2018 年起对进口生产用原材料和设备免征增值税。在此背景下，亚美尼亚进出口有望在未来一段时期内保持较高增速，贸易逆差和经常账户逆差也将持续。

**外债水平呈先升后降之势，政府外债占比较大**

近年来，亚美尼亚外债水平呈先升后降之势，总体处于较高水平。截至 2017 年底，亚美尼亚的外债总额为 105.25 亿美元，较上年增长了 5.47%；由于经济增速高于外债增速，外债总额相当于 GDP 的比值下降至 91.22%，但和 2013 年相比已上升了逾 10 个百分点。

从外债构成看，截至 2017 年底，亚美尼亚政府外债总额为 50.57 亿美元，在外债总额中的占比为 48.05%，占比相对较大；金融机构和非金融企业外债占比分别为 18.87% 和 13.62%，均较上年有不同程度的下滑；直接投

资占比相对较小，仅为 12% 左右，但较上年有明显提升。

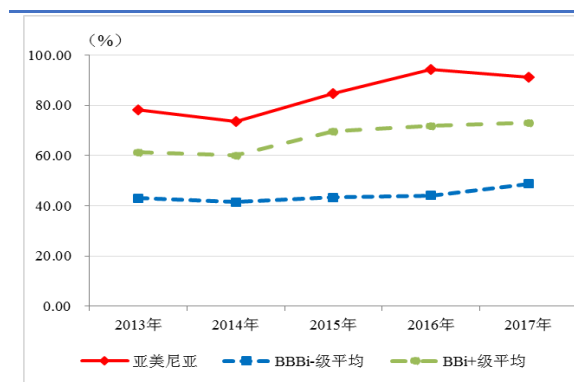
从外债的期限结构来看，截至 2017 年底，亚美尼亚外债总额中短期债务的占比仅为 8.45%，短期偿付压力较小。

**表 5：2013~2017 年亚美尼亚外债情况**

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外债总额 (亿美元)	105.25	99.53	89.25	85.37	86.95
外债总额/GDP (%)	91.22	94.38	84.57	73.53	78.18
政府外债 (亿美元)	50.57	44.07	38.61	33.63	34.05
政府外债/外债总额 (%)	48.05	44.28	43.26	39.39	39.16

数据来源：世界银行

**图 9：2013~2017 年亚美尼亚外债总额/GDP**



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，亚美尼亚经常账户收入对外债的保障能力呈先降后升之势。2017 年，得益于经常账户收入的大幅增加，亚美尼亚经常账户收入相当于外债总额的比值升至 60.83%，较上年提高了逾 8 个百分点，但保障程度仍处于一般水平；经常账户收入相当于政府外债的比值为 126.59%，较上年有所提升，对政府外债的保障相对较好。近年来，亚美尼亚外汇储备呈先降后升之势。截至 2017 年底，亚美尼亚外汇储备达到 23.14 亿美元，较上年末增长了近 5%；外汇储备相当于外债总额和政府外债的比值分别为 21.99% 和 45.76%，均较上年有不同程度的下降，对外债的保障能力较弱。

**表 6：2013~2017 年亚美尼亚外债及保障情况**

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
经常账户收入/外债总额 (%)	60.83	52.59	55.20	65.46	63.64
经常账户收入/政府外债 (%)	126.59	118.77	127.59	166.18	162.51
外汇储备 (亿美元)	23.14	22.04	17.75	14.89	22.52
外汇储备/外债总额 (%)	21.99	22.15	19.89	17.45	25.90
外汇储备/政府外债 (%)	45.76	50.01	45.98	44.29	66.13

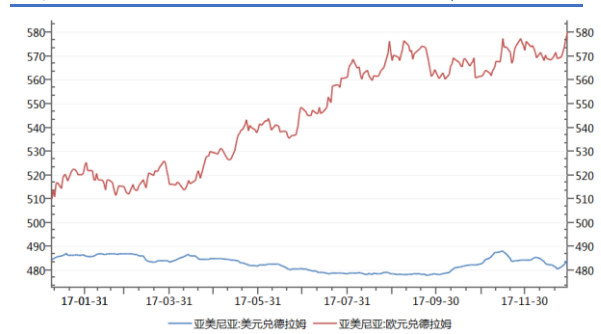
数据来源：IMF、世界银行

### 本币贬值压力相对可控，对亚美尼亚外债偿还形成一定的支撑

亚美尼亚施行自由浮动汇率制度，且不设资本管制，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。

2017 年以来，美元兑德拉姆汇率一直保持在 1:480 左右的水平，但欧元兑德拉姆汇率则呈持续上升之势，2017 年全年德拉姆对欧元的贬值幅度达到 13% 以上，但进入 2018 年之后贬值趋势有所趋缓，预计在亚美尼亚经济强劲增长的支撑下未来有望保持稳定。

**图 10：美元兑德拉姆及欧元兑德拉姆汇率变化**



数据来源：WIND

## 六、评级展望

亚美尼亚政局在 2018 年提前大选之后有望逐步趋稳，经济复苏态势也将持续；政府财政赤字水平有望继续回落，政府债务水平也将保持稳定；外债水平有望持续下降，外债偿还能力有望进一步增强。基于以上分析，联合资信确定亚美尼亚主权信用评级展望为“稳定”。



## 亚美尼亚主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
<b>宏观数据</b>					
GDP (亿德拉姆)	55,689.02	50,672.94	50,436.33	48,286.26	45,556.38
GDP (亿美元)	115.37	105.46	105.53	116.10	111.21
实际 GDP 增速 (%)	7.48	0.26	3.25	3.61	3.30
CPI 增幅 (%)	0.92	-1.41	3.73	2.98	5.79
失业率 (%)	18.91	18.79	18.50	17.60	16.20
<b>结构特征</b>					
第一产业占 GDP 的比值 (%)	14.94	16.39	17.22	18.07	18.43
第二产业占 GDP 的比值 (%)	25.29	25.58	25.71	25.27	26.71
第三产业占 GDP 的比值 (%)	51.32	49.91	48.21	47.41	45.75
生产税减补贴占 GDP 的比值 (%)	8.45	8.12	8.86	9.24	9.11
家庭消费支出占 GDP 的比值 (%)	77.28	77.30	78.08	85.55	87.17
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	14.23	13.45	13.11	12.09	11.94
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	19.03	18.02	20.73	20.87	22.26
净出口占 GDP 的比值 (%)	-12.35	-9.62	-12.14	-18.48	-19.84
进出口总额/GDP (%)	86.82	76.01	71.59	75.84	77.62
人均 GDP (美元)	3,857.18	3,526.34	3,529.03	3,889.00	3,732.04
银行业资本充足率 (%)	18.55	19.95	16.18	14.50	16.69
银行业不良贷款率 (%)	5.43	6.72	7.95	6.97	4.49
银行业 ROA (%)	1.39	1.09	-0.50	1.00	1.88
银行业 ROE (%)	8.60	7.01	-3.49	6.40	11.99
<b>公共财政</b>					
财政收入 (亿德拉姆)	11,819.29	10,851.86	10,840.76	10,646.17	10,115.25
财政收入/GDP (%)	21.22	21.42	21.49	22.05	22.20
财政支出 (亿德拉姆)	14,482.53	13,705.92	13,280.29	11,584.22	10,840.91
财政支出/GDP (%)	26.01	27.05	26.33	23.99	23.80
财政盈余 (亿德拉姆)	-2,663.24	-2,854.06	-2,439.53	-938.05	-725.66
财政盈余/GDP (%)	-4.78	-5.63	-4.84	-1.94	-1.59
政府债务总额 (亿德拉姆)	29,804.42	26,280.02	22,254.79	18,977.07	16,508.54
政府债务总额/GDP (%)	53.52	51.86	44.12	39.30	36.24
财政收入/政府债务 (%)	39.66	41.29	48.71	56.10	61.27
<b>外部融资</b>					
进口总额 (亿美元)	43.07	35.00	31.36	33.18	31.55
出口总额 (亿美元)	57.10	45.16	44.18	54.87	54.76
进出口净额 (亿美元)	-14.03	-10.16	-12.82	-21.69	-23.21
经常账户收入 (亿美元)	64.02	52.34	49.26	55.88	55.33
经常账户余额 (亿美元)	-2.80	-2.38	-2.72	-8.83	-8.13
经常账户余额/GDP (%)	-2.42	-2.26	-2.58	-7.60	-7.31
国际投资净头寸 (亿美元)	-88.27	-83.69	-79.30	-77.80	-88.97
国际投资净头寸/GDP (%)	-76.51	-79.36	-75.15	-67.01	-80.01
外债总额 (亿美元)	105.25	99.53	89.25	85.37	86.95
政府外债总额 (亿美元)	91.22	94.38	84.57	73.53	78.18
外债总额/GDP (%)	50.57	44.07	38.61	33.63	34.05
政府在外债总额中的占比 (%)	48.05	44.28	43.26	39.39	39.16
经常账户收入/外债总额 (%)	60.83	52.59	55.20	65.46	63.64
经常账户收入/政府外债 (%)	126.59	118.77	127.59	166.18	162.51
外汇储备 (亿美元)	23.14	22.04	17.75	14.89	22.52
外汇储备/外债总额 (%)	21.99	22.15	19.89	17.45	25.90
外汇储备/政府外债 (%)	45.76	50.01	45.98	44.29	66.13

数据来源：世界银行、IMF、亚美尼亚央行

## 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<sub>i</sub>、AA<sub>i</sub>、A<sub>i</sub>、BBB<sub>i</sub>、BB<sub>i</sub>、B<sub>i</sub>、CCC<sub>i</sub>、CC<sub>i</sub>、C<sub>i</sub> 和 D<sub>i</sub> 表示，其中，除 AAA<sub>i</sub> 级和 CCC<sub>i</sub> 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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C <sub>i</sub>	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D <sub>i</sub>	已经违约，进入重组或者清算程序。