

亚美尼亚共和国

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: 负面

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 9 月 22 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”)对亚美尼亚共和国(以下简称“亚美尼亚”)的主权信用进行了跟踪评级,决定将其长期本、外币信用等级由BB_i+

下调至BB_i,同时将其评级展望由“稳定”调整为“负面”。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。

2019年,亚美尼亚政局逐步趋稳,新任政府提出的各项改革措施稳步推进,国家治理能力明显改善。得益于私人消费的大幅增长,亚美尼亚经济增速提升至7.6%,为2008年以来最好经济表现,失业率也进一步下降至17.0%,但仍处于相对较高水平。亚美尼亚经济结构及产业结构稳定性较差,仍有很大的改善空间,银行业风险总体保持稳定,盈利能力也得到一定程度的改善。得益于经济的良好表现,亚美尼亚政府财政状况持续改善,财政赤字率进一步收窄至1.0%,为近年来最低水平,政府债务水平也小幅下降,但财政收入对政府债务的保障能力依然较弱。在外部环境恶化的情境下,亚美尼亚对外贸易及经常账户赤字均有所扩大,外债水平小幅上升,外债偿还能力总体保持稳定。

在新冠疫情的冲击下,亚美尼亚经济预计将在2020年陷入5%左右的衰退。由于亚美尼亚政府为应对新冠疫情出台了一系列经济刺激措施,预计政府财政赤字率将大幅攀升至5%左右,政府债务水平也将明显上升。在经常账户赤字有望持续扩大的情况下,预计亚美尼亚外债水平将进一步上升,外债偿还能力也将有所恶化。

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。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 近年来经济增速保持在相对较高水平，经济多元化程度的提升也有助于增强经济韧性

长期以来，亚美尼亚经济对于矿产品出口及侨汇收入（主要来源于俄罗斯）较为依赖，易受外部环境变化影响，经济增长的波动性较大。近年来，亚美尼亚积极发展旅游、纺织、信息技术等产业，为经济增长注入了新的动力，经济多元化程度也不断提升。自 2017 年以来，亚美尼亚经济增速一直保持在 5% 以上的较高水平，2019 年经济增速更是高达 7.6%，明显高于 BB₊ 和 BBB₋ 级国家平均水平。

展望 2020 年，新冠疫情将对亚美尼亚矿产品出口、侨汇收入及旅游收入造成较大冲击，亚美尼亚经济预计将陷入 5% 左右的萎缩，但与亚美尼亚 2009 年全球金融危机时期经济增速下降近 15% 相比也明显改善，表明亚美尼亚的经济韧性有所增强。

2. 政府财政状况得到持续改善，政府债务保持在相对较低水平，新冠疫情冲击下财政状况预计将有所恶化

得益于近年来经济增长的良好表现及政府税改措施的实施，亚美尼亚政府财政状况持续改善，2019 年财政赤字相当于 GDP 的比值仅为 1.0%，较 2016 年的 5.5% 大幅改善，也明显优于 BB₊ 和 BBB₋ 级国家平均水平。亚美尼亚政府债务水平相对较低，2019 年政府债务相当于 GDP 的比值达到 53.5%，较上年降低 2.2 个百分点，介于 BB₊ 和 BBB₋ 级国家平均水平之间。

新冠疫情暴发以来，亚美尼亚政府为应对疫情出台了一系列经济刺激措施，刺激规模相当于 GDP 的 2.3% 左右，在此背景下预计亚美尼亚政府财政赤字率将大幅攀升至 5% 左右，政府债务水平也将明显上升。

3. 经历动荡之后政局持续趋于稳定，国家治理能力显著改善

2018 年亚美尼亚改行议会制后政局经历了一段政治动荡期，但随着现任总理帕希尼扬领导的公民合约党在年底举行的议会大选中大获全胜，亚美尼亚政局逐步趋于稳定，政府提出的各项改革措施也得以有效推进。在政局逐步趋稳的情况下，亚美尼亚国家治理能力显著改善，2018 年国家治理指数排名均值达到 46.0，较上年（42.2）大幅提升，尤其是话语权和问责制、政治稳定性、腐败控制等方面改善明显。与 BB₊ 和 BBB₋ 级国家平均水平相比，亚美尼亚的国家治理水平较高。

主要关注：

1. 较大规模的“灰色经济”使得政府税收基数相对较小，财政收入对政府债务的保障能力较弱，且在新冠疫情冲击之下可能会进一步恶化

长期以来，亚美尼亚存在较大规模的“灰色经济”，相当于 GDP 的比值达到 30% 左右，显著高于发展中国家平均水平（20% 左右）。较大规模的“灰色经济”使得政府税收基数相对较小，

财政收入相当于 GDP 的比值维持在 23% 左右，对政府债务的保障能力也较弱，2019 年财政收入相当于政府债务的 44.1%，处于相对较低水平。

近年来亚美尼亚政府采取了诸多措施打击“灰色经济”，包括加强税收申报、打击偷税漏税、鼓励消费者索要发票等，2021 年还计划推出收入申报系统，这些措施都将有利于提高征税效率并增加财政收入。但在新冠疫情冲击之下，预计亚美尼亚政府财政收入在 2020 年将有所下滑，而在政府债务有望上升的情况下财政收入对政府债务的保障能力将进一步减弱。

2. 失业率持续高企且劳动参与率较低，对经济增长潜力造成一定限制

长期以来，受政治动荡频发、经济波动较大等因素影响，亚美尼亚失业率一直保持在 15% 以上的高水平。尽管近年来政局持续趋稳、经济保持较快增长、政府扶持就业力度加大等因素使得亚美尼亚失业率有所降低，但截至 2019 年底仍高达 17%，显著高于 BB_{i+} 和 BBB_{i-} 级国家平均水平，且在新冠疫情冲击下或在 2020 年反弹至 20% 左右。除失业率较高以外，亚美尼亚的劳动参与率仍然较低，在很大程度上限制了经济增长潜力。2019 年，亚美尼亚劳动参与率为 55.6%，较上年持平，其中女性的劳动参与率仅为 47.1%，显著低于男性的劳动参与率（65.9%）。

3. 对外贸易及经常账户逆差持续扩大，外债水平相对较高且政府外债占比较大，外债偿还能力一般且有进一步弱化的可能

近年来，受国内需求持续上升影响，亚美尼亚进口快速增长，使得对外贸易逆差从 2016 年的 9.1 亿美元扩大至 2019 年的 18.3 亿美元，对外贸易状况持续恶化，使得亚美尼亚经常账户逆差也呈持续扩大之势，2019 年达到 9.9 亿美元，相当于 GDP 的 7.2%，为近年来的最高值。

亚美尼亚外债水平近年来一直维持在 90% 左右，显著高于 BB_{i+} 和 BBB_{i-} 级国家平均水平，其中政府外债占比更是达到 45% 左右，政府存在较大的外债偿还压力。亚美尼亚外债偿还能力一般，2019 年经常账户收入和外汇储备对外债的保障程度分别为 62.3% 和 23.4%，且在新冠疫情冲击之下这两项指标均有进一步恶化的可能。

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. 财政状况持续恶化，且在中期内没有逆转的迹象；
2. 新冠疫情在 2020 年未能得到有效控制或在 2021 年二次暴发，亚美尼亚经济复苏情况不及预期或陷入持续衰退；
3. 外部不平衡进一步加剧，外债负担持续上升且外债偿付能力进一步下滑。

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. 政府在新冠疫情过后通过收紧财政政策扭转财政状况持续恶化的局面，政府债务水平重回

下降通道；

2. 新冠疫情后亚美尼亚经济复苏情况超出预期，外部不平衡状况得到很大程度的缓解。

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：李为峰 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 _i +		本币评级结果	BB _i
外币指示评级	BB _i +		外币评级结果	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	D	国家治理		E
		宏观经济政策和表现		B
		结构特征		F
公共财政实力	d	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	e
			政府债务负担	d
			政府偿债能力	g
外部融资实力	e	国际收支及外部债务状况	国际收支	e
			外债压力	d
			外债偿付能力	e
调整因素和理由				调整子级
存在较大规模的“灰色经济”				-1

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:

表 1 亚美尼亚 2015-2019 年主要数据

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
宏观数据					
名义 GDP (亿德拉姆)	65,690.3	60,170.4	55,644.9	50,672.9	50,436.3
名义 GDP (亿美元)	136.7	124.6	115.3	105.5	105.5
实际 GDP 增速 (%)	7.6	5.2	7.5	0.2	3.2
CPI 增幅 (%)	1.4	2.5	1.0	-1.4	3.7
失业率 (%)	17.0	17.5	17.7	17.6	18.3
结构特征					
人均 GDP (美元)	4,615.0	4,196.0	3,869.0	3,524.0	3,512.0
私人消费支出占 GDP 的比值 (%)	84.5	81.8	80.0	77.3	78.1
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	12.5	11.5	12.3	13.5	13.1
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	17.4	22.4	19.3	18.0	20.7
净出口占 GDP 的比值 (%)	-14.4	-15.7	-12.2	-9.6	-12.1
第一产业占 GDP 的比值 (%)	12.0	13.9	15.0	16.4	17.2
第二产业占 GDP 的比值 (%)	24.3	24.8	25.8	25.6	25.7
第三产业占 GDP 的比值 (%)	54.2	52.6	50.8	49.9	48.2
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	9.5	8.7	8.4	8.1	8.9
银行业资本充足率 (%)	17.6	17.7	18.5	20.0	16.2
银行业不良贷款率 (%)	5.5	4.8	5.4	6.7	7.9
银行业 ROA (%)	1.5	1.2	1.4	1.1	-0.5
银行业 ROE (%)	10.3	7.6	8.6	7.0	-3.5
公共财政					
财政收入 (亿德拉姆)	15,591.2	13,416.9	12,377.8	11,711.1	11,677.4
财政收入/GDP (%)	23.7	22.3	22.2	23.1	23.2
财政支出 (亿德拉姆)	16,230.6	14,470.8	15,048.0	14,490.6	14,090.0
财政支出/GDP (%)	24.7	24.0	27.0	28.6	27.9
财政盈余 (亿德拉姆)	-639.4	-1,053.9	-2,670.2	-2,779.6	-2,412.5
财政盈余/GDP (%)	-1.0	-1.8	-4.8	-5.5	-4.8
政府债务总额 (亿德拉姆)	35,120.1	33,486.0	32,795.8	28,756.2	24,563.3
政府债务总额/GDP (%)	53.5	55.7	58.9	56.7	48.7
财政收入/政府债务 (%)	44.4	40.1	37.7	40.7	47.5
外部融资					
出口额 (亿美元)	56.4	49.1	44.1	35.6	31.4
进口额 (亿美元)	74.7	66.1	56.5	44.7	44.2
外贸顺差 (亿美元)	-18.3	-17.0	-12.4	-9.1	-12.8
经常账户收入 (亿美元)	76.0	68.1	64.6	52.9	49.3
经常账户余额 (亿美元)	-9.9	-8.6	-1.7	-1.1	-2.8
经常账户余额/GDP (%)	-7.2	-6.9	-1.5	-1.0	-2.7
国际投资净头寸 (亿美元)	-98.7	-93.8	-87.5	-83.1	-78.8
国际投资净头寸/GDP (%)	-72.2	-75.3	-75.9	-78.8	-74.6

外债总额（亿美元）	122.0	109.1	105.2	99.5	89.3
外债总额/GDP（%）	89.2	87.6	91.3	94.4	84.6
政府外债（亿美元）	54.3	50.9	50.6	44.1	38.6
政府外债在外债总额中的占比（%）	44.5	46.6	48.1	44.3	43.3
经常账户收入/外债总额（%）	62.3	62.4	61.4	53.2	55.2
经常账户收入/政府外债（%）	140.0	133.9	127.7	120.1	127.7
外汇储备（亿美元）	28.5	22.6	23.1	22.0	17.8
外汇储备/外债总额（%）	23.4	20.7	22.0	22.1	19.9
外汇储备/政府外债（%）	52.5	44.4	45.8	50.0	46.0

数据来源：世界银行、IMF、亚美尼亚国家统计局、亚美尼亚财政部，联合资信整理

表 2 亚美尼亚 2020-2021 年核心数据及预测

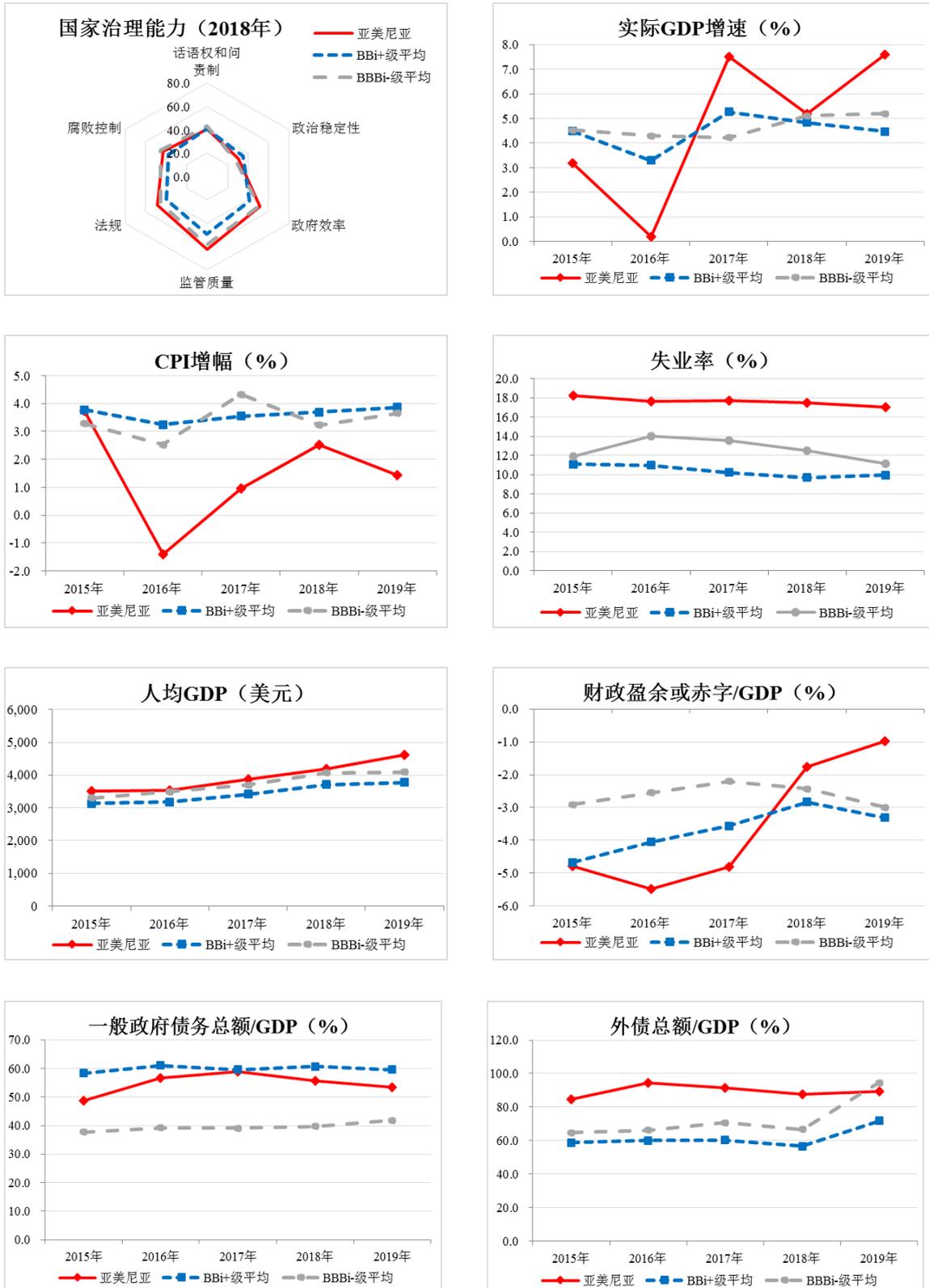
项目	2020 年上半年	2020 年预测	2021 年预测
实际 GDP 增速（%）	-5.7	-5.0	4.8
CPI 增幅（%）	0.5	0.8	2.0
失业率（%）	-	19.0	18.5
人均 GDP（美元）	1,775.0*	4,380.0	4,590.0
财政盈余/GDP（%）	-1.9	-5.0	-2.5
政府债务总额/GDP（%）	58.2	60.0	56.0
经常账户余额/GDP（%）	-7.5	-8.5	-7.0
外债总额/GDP（%）	-	95.0	90.0

注：表*数据未进行年化处理

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、亚美尼亚国家统计局、亚美尼亚财政部，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。