

# 亚美尼亚共和国

## 2021 年跟踪评级报告

### 本次评级结果<sup>1</sup>:

长期本币信用等级: BB<sub>i</sub>

长期外币信用等级: BB<sub>i</sub>

评级展望: 稳定

### 上次评级结果:

长期本币信用等级: BB<sub>i</sub>

长期外币信用等级: BB<sub>i</sub>

评级展望: 负面

本次评级时间: 2021 年 11 月 24 日

### 本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
<a href="#">联合资信评估有限公司主权信用评级方法</a>	V3.0.201910
<a href="#">联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)</a>	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: 程泽宇 许琪琪

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto: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](http://www.lhratings.com)

### 本次评级模型打分表及结果:

本币指示评级	BB <sub>i</sub>		本币评级结果	BB <sub>i</sub>
外币指示评级	BB <sub>i</sub>		外币评级结果	BB <sub>i</sub>
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		C
		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	f
			政府债务负担	d
			政府偿债能力	g
外部融资实力	d	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
<b>调整因素和理由</b>				<b>调整子级</b>
--				-

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

<sup>1</sup> 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，决定维持其长期本、外币信用等级BB<sub>i</sub>，评级展望由“负面”调整为“稳定”。

2020年，亚美尼亚和邻国阿塞拜疆在纳戈尔诺-卡拉巴赫（“纳卡”）地区爆发了大规模军事冲突，亚美尼亚在9月宣布全国进入战时状态，随后在俄罗斯的调停之下双方达成停火协议，但亚美尼亚被迫向阿塞拜疆转交了3个地区，并由此引发国内大规模游行示威，政府和军方之间的矛盾加剧，政局稳定性有所下降。在新冠疫情和纳卡冲突的双重冲击下，亚美尼亚经济陷入大幅衰退，实际GDP增速为-7.4%，创下2009年全球金融危机以来的最差表现。亚美尼亚人均GDP水平明显下降，居民消费支出在GDP中的占比大幅降低，银行业相关风险也有所上升。亚美尼亚政府为应对新冠疫情推出了经济刺激计划、减税等措施，使得财政赤字显著扩大，政府债务水平也首次上升至60%以上水平。在进出口双双大幅下滑的背景下，亚美尼亚对外贸易和经常账户赤字均有所收窄，但外债水平大幅上升，经济账户收入和外汇储备对外债的保障能力均有所减弱。

2021年以来，亚美尼亚政局有所趋稳，在6月提前举行的议会选举中现任总理领导的公民合约党大获全胜，现任政府推出的各项改革措施有望得到延续。在新冠疫情逐步得到有效控制、全球经济持续复苏的背景下，2021年亚美尼亚经济增速有望回升至6.5%左右，但通胀压力也将持续加大。在经济复苏的支撑下，亚美尼亚政府财政赤字水平预计将收窄至4%左右，政府债务预计仍将维持在60%以上水平，政府偿债能力有望保持稳定。

## 评级关键驱动因素

### 主要优势：

#### 1. 新冠疫情冲击下政府财政状况有所恶化，但在后续财政整固计划及IMF备用信贷便利的支持下偿债能力有望保持稳定

2020年，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，再加上纳卡冲突导致的相关支出增加，使得财政支出同比大幅增长了16.3%；另一方面，政府推出的减税措施及宏观经济衰退使得财政收入同比小幅萎缩0.3%。在此背景下，亚美尼亚政府财政赤字规模较上年增长逾4倍，财政赤字相当于GDP的比值达到5.4%，处于BB<sub>i</sub>和BB<sub>i</sub>+级国家平均水平之间。财政赤字的扩大推动亚美尼亚政府融资需求大增，2020年政府债务规模同比大幅增长19.7%，政府债务相当于GDP的比值达到63.5%，较上年大幅提升了13.4个百分点，为近年来首次突破60%的警戒线。虽然政府债务压力有所走高，但受益于亚美尼亚政府长期以来和IMF、世界银行等国际组织保持着良好的合作关系，世界银行2020年为亚美尼亚提供了7,000万美元的贷款帮助其抗击疫情，IMF将亚美尼亚的备用信贷便利总额提升至3.3亿美元，为政府债务偿付提供有力保障。

展望未来，在新冠疫情有望得到逐步控制、国内政局逐步趋稳、宏观经济持续复苏的背景下，亚美尼亚政府财政状况有望得到显著改善，2021年政府财政赤字率有望缩减至4%左右，政府债

务率则将维持稳定。根据亚美尼亚政府公布的《2022—2024 年政府债务管理战略》，2021 年政府将开始实施财政整固计划，其目标是在不干扰经济复苏节奏的基础上减轻政府债务负担，中期内的财政目标则是降低债务水平并维持债务可持续性，同时推动经济的长期增长。根据政府的预测，2023 年政府财政赤字率有望缩减至 2% 左右，政府债务率则有望再度回落至 60% 水平以下。此外，亚美尼亚在接受国际援助的同时，也在这些国际组织的监督和协助下开展结构性改革，持续提升国家治理能力、改善营商环境及融资条件。在上述政策的支持下，预计未来一段时期内亚美尼亚政府的偿债能力有望保持稳定。

## 2. 2021 年以来政局逐步趋于稳定，国家治理能力持续改善

亚美尼亚和邻国阿塞拜疆在纳卡地区的争端由来已久，两国曾在这一地区爆发多次冲突。2020 年 9 月，两国在纳卡地区再次爆发了大规模军事冲突，造成大量人员伤亡（亚美尼亚伤亡总人数为 3,300 人左右），亚美尼亚随即宣布全国进入战时状态。11 月，在这场冲突进行了六周之后，两国在俄罗斯的调停之下达成停火协议，俄罗斯向纳卡地区派驻维和人员，但亚美尼亚被迫向阿塞拜疆转交了 3 个地区，并由此引发国内大规模游行示威，反对派强烈要求总理帕希尼扬下台。2021 年 2 月，亚美尼亚军队总参谋长加斯帕良、第一副参谋长恰恰特良等数十名高级军官发表声明，要求总理帕希尼扬及其内阁辞职；帕希尼扬随即以“企图政变”为由，宣布解除加斯帕良的职务，但这一决定遭到总统萨尔基相驳回。面对新一轮的大规模抗议活动，政府大楼再次遭到冲击，帕希尼扬在 3 月初不得不软化立场，宣布愿意提前举行议会选举，他还提出年内再次进行修宪公投，将政体调整为半总统制。6 月，帕希尼扬所属的公民合约党以 53.9% 的得票率赢得本次议会选举，亚美尼亚政局有所趋稳，本届政府提出的各项改革措施也望延续。

尽管在政治稳定性方面的表现有所下降，但亚美尼亚的国家治理能力仍处于相对较好水平，且近年来持续改善。2020 年，亚美尼亚国家治理指数排名均值达到 49.1，较上年（48.6）小幅提升，尤其在腐败控制方面改善明显。与  $BB_i$  和  $BB_{i+}$  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. 经济增长对矿产品出口及侨汇收入较为依赖，易受外部环境变化影响，经济增长的波动性较大，且存在较大规模的“灰色经济”**

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。尽管近年来亚美尼亚积极发展旅游、纺织、信息技术等产业，经济多元化程度也不断提升，但经济对外依赖性仍然较强。2020 年，新冠疫情和纳卡冲突对亚美尼亚矿产品出口、侨汇收入及旅游收入均造成较大冲击，使得其经济增速由上年的 7.6% 大幅下滑至 -7.4%，创下 2009 年全球金融危机以来的最差表现，且经济下滑幅度显著高于  $BB_i$  和  $BB_{i+}$  级国家平均水平。

此外，亚美尼亚长期以来存在较大规模的“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 25% 左右。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 年还推出了收入申报系统，这些措施都将有利于提高征税效率并增加财政收入，亚美尼亚“灰色经济”问题有望在未来得到一定程度改善。

## **2. 在新冠疫情和纳卡冲突的双重冲击下，亚美尼亚失业率维持在很高水平，且贫困人口大幅增加**

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。2020 年年初新冠疫情暴发后，亚美尼亚失业率在一季度快速攀升至 19.7%，随后在政府出台疫情相关救助措施及经济企稳回升的背景下有所回落，2020 年全年失业率为 18.0%，较上年降低 0.3 个百分点，但仍显著高于  $BB_i$  和  $BB_{i+}$  级国家平均水平。2021 年一季度，亚美尼亚失业率进一步降至 17.0%，尽管未来仍有进一步下降的空间，但预计仍将长期维持在 15% 以上。另一方面，在新冠疫情和纳卡冲突的双重冲击下，2020 年亚美尼亚贫困人口大量增加，贫困率超过 51%，同比约增长 7 个百分点，在全球范围内处于相对较高水平。

## **3. 对外贸易及经常账户长期逆差，国际投资净头寸常年为负，外债水平相对较高且政府外债占比较大，在新冠疫情的冲击下外债偿还能力进一步弱化**

由于国内工业基础较为薄弱，亚美尼亚长期以来较为依赖进口，对外贸易及经常账户长期保持逆差。2020 年，在新冠疫情的冲击下，亚美尼亚进出口双双大幅下滑，对外贸易和经常账户赤字均有所收窄，其中经常账户赤字相当于 GDP 的比值为 3.8%，较上年（7.4%）收窄了近一半。由于吸收了大量境外投资，亚美尼亚国际投资净头寸常年为负，2020 年国际投资净头寸相当于 GDP 的比值为 -81.4%，较上年走扩了逾 10 个百分点。

近年来，亚美尼亚外债一直维持在 90% 左右的较高的水平。2020 年，在对外融资需求增加且经济大幅萎缩的背景下，亚美尼亚外债总额相当于 GDP 的比值上升至 102.1%，首次突破 100% 大关，且显著高于  $BB_i$  和  $BB_{i+}$  级国家平均水平。从外债结构来看，2020 年政府外债占比达到 44.3%，较上年小幅上升，但仍处于较高水平，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，2020 年经常账户收入和外汇储备对外债的保障程度分别为 43.1% 和 20.3%，均较上年进一步弱化。

### **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. 政府财政整固计划取得良好成效，财政状况得到显著改善，政府债务水平明显回落；

2. 外部脆弱性得到显著改善，外债保障能力显著提升。

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. 地缘政治风险大幅恶化，国内政局进一步动荡，对政策执行及经济发展产生实质影响；
2. 经济复苏力度远低于预期，受此影响政府财政状况进一步恶化，未能实现中期财政整固目标。

附件 1:

表 1 亚美尼亚 2016—2020 年主要数据

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
<b>宏观数据</b>					
名义 GDP (亿德拉姆)	61,816.6	65,433.2	60,170.4	55,644.9	50,672.9
名义 GDP (亿美元)	126.4	136.2	124.6	115.3	105.5
实际 GDP 增速 (%)	-7.4	7.6	5.2	7.5	0.2
CPI 增幅 (%)	1.2	1.4	2.5	1.0	-1.4
失业率 (%)	18.0	18.3	19.0	17.8	18.0
<b>结构特征</b>					
人均 GDP (美元)	4,267.5	4,596.9	4,196.0	3,868.9	3,524.0
居民消费支出占 GDP 的比值 (%)	75.4	83.4	79.8	80.0	76.3
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	16.0	12.6	11.5	12.3	13.5
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	18.5	17.4	22.4	18.4	18.0
净出口占 GDP 的比值 (%)	-10.0	-13.4	-13.7	-10.8	-8.6
第一产业占 GDP 的比值 (%)	11.2	11.5	13.9	15.0	16.4
第二产业占 GDP 的比值 (%)	27.1	25.0	24.7	25.8	25.7
第三产业占 GDP 的比值 (%)	50.8	52.1	50.8	48.9	47.9
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	10.9	11.4	10.6	10.3	10.0
银行业资本充足率 (%)	16.9	17.6	17.7	18.5	20.0
银行业不良贷款率 (%)	6.6	5.5	4.8	5.4	6.7
银行业 ROA (%)	1.3	1.5	1.2	1.4	1.1
银行业 ROE (%)	9.0	10.3	7.6	8.6	7.0
<b>公共财政</b>					
财政收入 (亿德拉姆)	15,606.6	15,654.9	13,416.9	11,819.9	10,851.9
财政收入/GDP (%)	25.2	23.9	22.3	21.2	21.4
财政支出 (亿德拉姆)	18,946.5	16,294.4	14,470.8	14,482.5	13,705.9
财政支出/GDP (%)	30.6	24.9	24.0	26.0	27.0
财政盈余 (亿德拉姆)	-3,339.9	-639.5	-1,053.9	-2,662.6	-2,854.1
财政盈余/GDP (%)	-5.4	-1.0	-1.8	-4.8	-5.6
政府债务总额 (亿德拉姆)	39,238.9	32,772.8	30,826.8	29,883.8	26,313.9
政府债务总额/GDP (%)	63.5	50.1	51.2	53.7	51.9
财政收入/政府债务 (%)	39.8	47.8	43.5	39.6	41.2
<b>外部融资</b>					
出口总额 (亿美元)	37.6	57.2	49.4	44.1	35.6
进口总额 (亿美元)	50.2	75.1	66.4	56.5	44.7
净出口 (亿美元)	-12.6	-17.9	-17.0	-12.4	-9.1
经常账户收入 (亿美元)	55.7	76.8	68.5	64.6	52.9
经常账户余额 (亿美元)	-4.8	-10.0	-8.8	-1.7	-1.1
经常账户余额/GDP (%)	-3.8	-7.4	-7.0	-1.5	-1.0
国际投资净头寸 (亿美元)	-102.9	-97.1	-94.0	-87.5	-83.1
国际投资净头寸/GDP (%)	-81.4	-71.3	-75.4	-75.9	-78.8

外债总额（亿美元）	129.0	123.4	109.1	105.2	99.5
外债总额/GDP（%）	102.1	90.6	87.6	91.3	94.4
政府外债总额（亿美元）	57.2	54.3	50.9	50.6	44.1
政府外债/外债总额（%）	44.3	44.0	46.6	48.1	44.3
经常账户收入/外债总额（%）	43.1	62.2	62.7	61.4	53.2
经常账户收入/政府外债（%）	97.3	141.5	134.6	127.7	120.1
外汇储备（亿美元）	26.2	28.5	22.6	23.1	22.0
外汇储备/外债总额（%）	20.3	23.1	20.7	22.0	22.1
外汇储备/政府外债（%）	45.7	52.5	44.4	45.8	50.0

数据来源：世界银行、IMF、亚美尼亚国家统计局，联合资信整理

表 2 亚美尼亚 2021—2022 年核心数据及预测

项目	2021 年上半年	2021 年预测	2022 年预测
实际 GDP 增速（%）	4.9	6.5	4.5
CPI 增幅（%）	5.6	6.8	5.8
失业率（%）	17.0*	16.8	16.5
人均 GDP（美元）	-	4,600.0	5,080.0
财政盈余/GDP（%）	-2.5	-4.0	-2.6
政府债务总额/GDP（%）	64.0	62.0	60.0
经常账户余额/GDP（%）	-	-3.0	-4.0
外债总额/GDP（%）	-	100.0	98.0

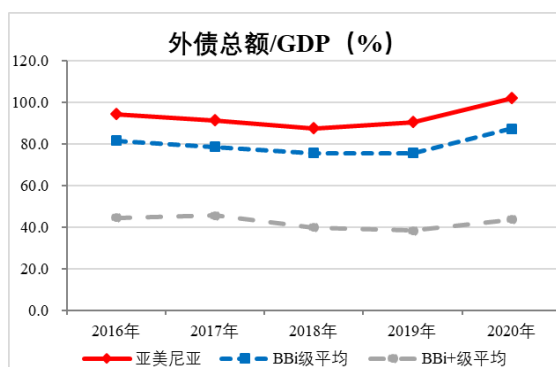
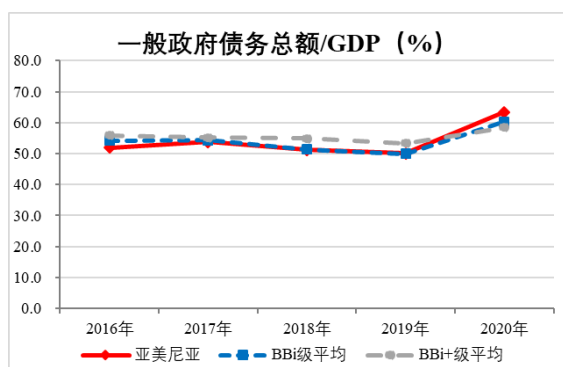
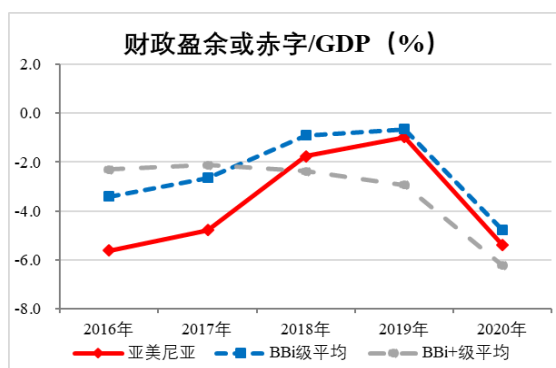
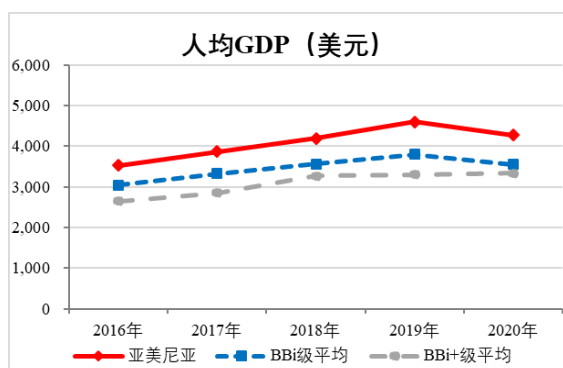
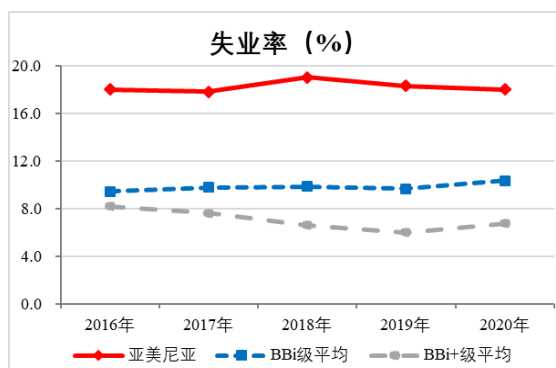
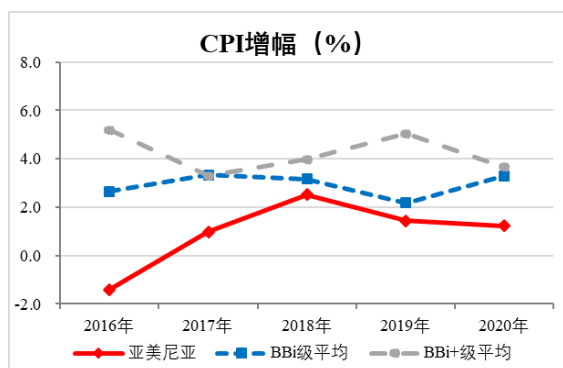
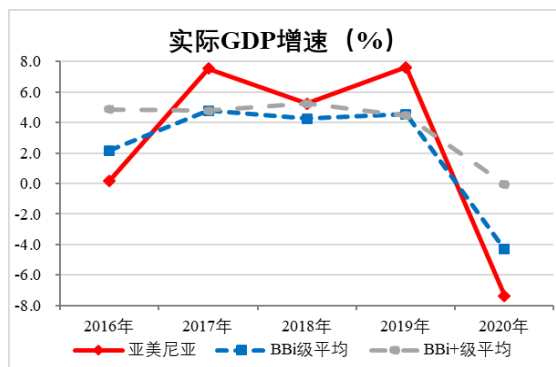
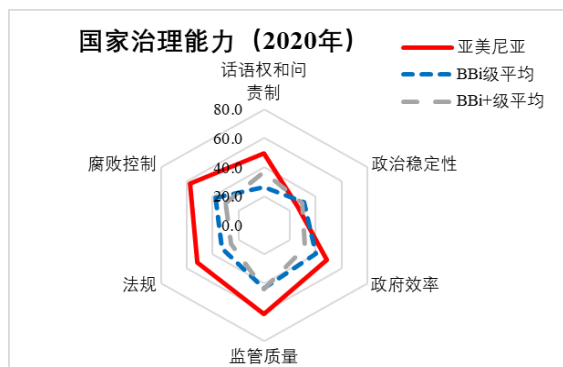
\* 2021 年一季度数据

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、亚美尼亚统计局，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<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 <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。

## 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。