

# 塔吉克斯坦共和国

## 本次评级结果

长期本币信用等级：BB<sub>r</sub>-

长期外币信用等级：BB<sub>r</sub>-

评级展望：稳定

## 本次评级时间

2017年12月17日

分析师：王倩

邮箱：

wangqian@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 评级观点

联合评级于2017年12月17日对塔吉克斯坦共和国（以下简称“塔吉克斯坦”）的主权信用进行了评定，决定给予其长期本、外币主权信用的等级BB<sub>r</sub>-，评级展望稳定。

总统拉赫蒙通过修宪等手段令政治权力高度集中，但高压控制下或引发伊斯兰极端主义反弹，塔阿边境安全形势严峻，均为政治稳定埋下隐患；经济基础较弱，近年俄罗斯经济持续放缓对其经济造成冲击；俄罗斯经济回暖及大宗商品价格回升对其经济形成提振，但财政收紧有可能抑制增长前景；不良贷款率高企，面临流动性不足的风险；政府对银行业注资纾困等令财政赤字走扩；随着财政整固进行及外部条件转好，财政赤字或将收窄；政府债务受发行债券影响有所上升，但以内债为主的结构将保证偿付风险可控；外部条件转好及侨汇回升令经常赤字收窄，但原油价格上升等因素拉动进口额上升，经常账户赤字或再扩大；外债总体负担较重，但短期外债水平下降，以及多边贷款所占较高比重债务利息压力较轻，短期内尚具备外债偿付能力。

综上所述，联合评级认为塔吉克斯坦本、外币偿债能力存在一定风险，虽尚可偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。

## 评级依据

**总统拉赫蒙通过修宪、排除异己等令政治权力高度集中，但控制言论、媒体、宗教信仰等或引发伊斯兰极端主义反弹，塔阿边境安全形势严峻，均为政治稳定埋下隐患**

塔吉克斯坦于 1991 年苏联解体后宣告独立。独立后，国内各种政治、宗教、地方利益集团斗争激烈，1992 年爆发内战，政局持续动荡，在联合国及俄罗斯、伊朗等国斡旋下，拉赫蒙与联合反对派首领开始民族和解进程，直至 1998 年内战结束，国内局势才稍为回稳。1999 年通过的塔吉克斯坦宪法修正案，宣布实行总统制，由全民直接选举产生，每届任期 7 年。议会称“马吉利西·奥利”（最高会议），由上、下两院组成。

塔吉克斯坦政治权力高度集中，反对党难以有效制衡。2013 年 11 月，拉赫蒙在总统大选中成功连任，第四度当选总统。2015 年 3 月的下院议会选举中，拉赫蒙领导的人民民主党赢得了 65.2% 的选票，继续保持优势；三个亲政府政党也通过了 5% 的选票门槛，而伊斯兰复兴党和共产党等主要反对党则败北，未获得议会席位。

拉赫蒙自执政以来已罢黜多名政府中的反对派人士；对部分温和的伊斯兰党派也进行镇压。2015 年 10 月，唯一实质性反对党伊斯兰复兴党多名党员被以“涉及恐怖主义、煽动推翻政权”等罪名逮捕，同时该党被禁止活动。塔吉克斯坦议会选举的结果由于被普遍认为被执政党及当局施加了干预，未得到国际社会认可；其排除异己的做法也被认为违背了民主原则。2016 年 1 月，塔吉克斯坦议会批准了修宪建议，赋予现任总统埃莫马利·拉赫蒙无期限竞选总统的权利及终身

豁免权，并被称为“民族领袖”，拉赫蒙的权力得以进一步集中和强化。此外，拉赫蒙今年以来频繁将亲属任命为政府高官，2017 年 1 月其解除威望甚高的马赫马德赛义德·乌拜杜洛耶夫，任命其长子为新任杜尚别市市长；6 月其女奥佐达·拉赫蒙被任命为国家法律顾问——最高级别的公职职位之一，似有意对接班人谋划布局，预计中期内至 2020 年下次大选前，拉赫蒙及其家族集团仍将主导塔吉克斯坦政治舞台，打击政治异见，权力高度集中的局面不会有根本改变。虽然权力集中、任期延长等降低了政治不确定性，但拉赫蒙严厉控制政治、媒体言论及宗教自由等做法也增加了部分民众不满，或引发伊斯兰极端主义的反弹，给政治稳定买下隐患。

塔吉克斯坦与阿富汗边境的安全形势仍面临威胁。近年来，阿富汗局势给塔国内安全带来了严重影响，阿塔边境已经成为毒品、恐怖主义的自由走廊。2014 年下半年北约军队撤出阿富汗之后，塔阿边境形势恶化。虽然叛乱活动将大部分发生在阿富汗境内，对塔吉克斯坦局势造成实质影响可能性较小，但毒品走私等活动预计在塔阿边境仍将持续，作为与伊斯兰主义连续较为紧密的戈尔诺-巴达赫尚自治州，预计与塔中央政府的关系也将持续趋紧。

**与美、俄保持密切关系，在“一带一路”倡议推动下，有望与中国在能源、农业等领域有更多合作**

塔吉克斯坦奉行大国平衡外交政策，将巩固独立地位、维护国内稳定、争取外部经济援助作为外交中心任务。视俄、美、中关系为外交优先方向。出于“反恐”的共同需要，中美欧都选择了塔吉克斯坦作为中亚地区的重点援助对象。2001 年“911”恐怖袭击

后，塔吉克斯坦政府同意在阿富汗活动的美军使用杜尚别机场的一部分，用于加油、维修和运输货物。地区关系方面，塔吉克斯坦与邻国乌兹别克斯坦和吉尔吉斯斯坦围绕领土划界及水源控制权等争端而关系趋紧。塔吉克斯坦与俄罗斯关系密切，自塔吉克斯坦独立以来，俄罗斯致力于帮助维护塔经济稳定，提供大量物资及军事援助，根据双方签署的协议，2042 年之前俄罗斯可继续在塔吉克斯坦军事基地驻军。塔吉克斯坦希望扩大与阿富汗北部地区的贸易，但对阿富汗的毒品和非法军火贸易现象依然保持关注。尽管中国与塔吉克斯坦存在领土争议，但总体保持睦邻友好，2013 年 5 月建立战略伙伴关系，2017 年 1 月，中塔建交 25 周年，两国元首、总理互致贺电。在中国持续推进“一带一路”倡议的背景下，预计中塔将在能源、农业等领域有更多的合作。

**经济基础较弱，近年俄罗斯经济持续放缓对其经济造成冲击；俄罗斯经济回暖及大宗商品价格回升对其经济形成提振，但财政收紧有可能抑制增长前景**

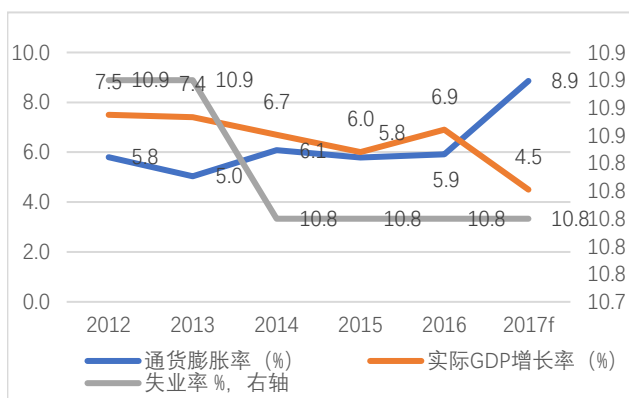
塔吉克斯坦经济基础薄弱，根据 CIA 2016 年数据，按购买力平价人均 GDP 计算，塔吉克斯坦人均 GDP 不足 3000 美元，在 15 个前苏联加盟共和国中排名垫底，多年内战对其经济也造成了严重打击。塔吉克斯坦金属矿产丰富，但开发利用程度低，能源资源依赖进口；水利资源丰富，占整个中亚一半左右，人均拥有量世界第一，但实际开发量不足 10%

世界经济论坛《2015-2016 年全球竞争力报告》显示，塔吉克斯坦在全球最具竞争力的 140 个国家和地区中，排第 80 位。世界银行发布《2016 年营商环境》显示，塔吉克斯

坦在全球 189 个经济体中营商便利度排名第 132 位。由于国内缺乏就业机会，塔吉克斯坦有逾百万国民在外国工作，当中约九成于俄罗斯工作。塔吉克斯坦经济的主要动力来自海外劳工汇款，以及出口铝和棉花的收入。

近年来塔吉克斯坦经济保持平稳的发展态势，人均收入开始有所增加。但 2015 年，由于油价下跌和西方制裁，俄罗斯经济发展持续放缓，外劳侨汇收入大幅减少——俄罗斯中央银行的数据显示，由俄国汇往塔吉克斯坦的汇款（以美元计）下跌 43%，塔主要出口商品国际市场价格疲软，外汇市场持续动荡，根据塔吉克斯坦官方数据，其经济增速 2015 年为 6.0%，同比下降 0.7 个百分点。

图 1: 塔吉克斯坦宏观经济情况



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

2016 年，由于塔吉克斯坦政府实行了扩张性财政政策，提振了建筑行业及工业领域投资，其官方经济增速恢复到 6.9%；但从实际情况看，占据塔吉克 GDP 30%左右外劳汇款的继续下滑，以及银行业危机对投资前景的制约，鉴于塔吉克斯坦官方数据透明度问题，实际经济增速可能远低于官方数字，甚至实际出现经济衰退。2017 年，俄罗斯经济回暖带动外劳汇款反弹，将对家庭消费形成提振。此外，国际原油及大宗商品价格回暖背景下，

国际铝价和棉花价格预计将有 20%以上回升，拉动塔吉克斯坦出口恢复；但同时，政府财政整固政策和信贷收缩可能削弱消费动能，IMF 预计 2017 年塔吉克斯坦经济增速将回落至 4.5%左右。未来 1-2 年，由于财政收紧政策持续，预计塔吉克斯坦经济增速可能进一步放缓至 4.0%左右。

塔吉克斯坦通货膨胀率相对较低，2016 年通胀率 5.9%，较上年小幅下降；2017 年受农业产出下降食品价格上涨影响，塔吉克斯坦通胀率可能会升至 8.9%。近年来，俄罗斯经济恢复缓慢，务工机会减少，塔吉克斯坦就业市场形势较差，2016 年失业率为 10.8%；由于产业结构单一就业市场弹性较差，预计未来塔吉克斯坦仍将维持 10%以上的较高失业率。

### 金融体系薄弱，不良贷款率高企，面临流动性不足的风险

塔吉克斯坦金融系统较为薄弱，官方最新数据显示，2015 年银行业资本与资产比率由 2012 年的 20.5%下降至 12.9%。此外，由于棉花等商品出口下滑及受俄罗斯经济影响外劳汇款下跌，银行部门不良贷款率高企；2015 年塔吉克斯坦不良贷款率高达 19.1%。IMF 报告指出，塔吉克斯坦金融业面临流动性不足的风险，已有塔吉克斯坦农业投资银行等机构出现清偿问题。在不利情况下，塔吉克斯坦银行系统的资金缺口可达该国国内生产总值的 5%。除了国家对银行进行再注资以外，IMF 建议将塔吉克斯坦农业投资银行置于临时管理下或对其进行清算。此外，银行尤其面临着贷款风险和市场风险，包括因向借贷人贷出无担保外汇贷款而引发的非直接贷款风险等。

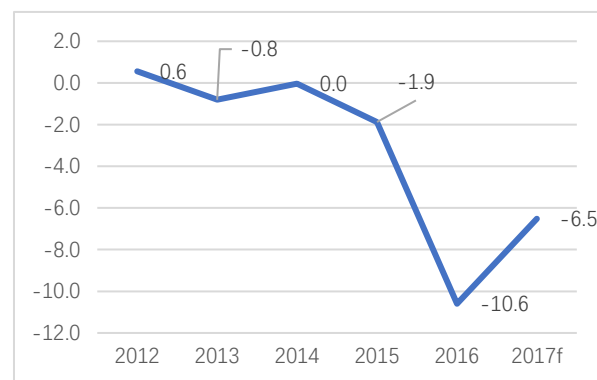
截至 2016 年年中，塔吉克斯坦所有金融

机构财产总额约占其 GDP 的 37%。政府正在采取措施加强金融系统建设，但因其行业本身基础拨入及腐败等问题，尚无明显效果。

### 政府对银行业注资纾困等令财政赤字走扩；随着财政整固进行及外部条件转好，财政赤字或将收窄

塔吉克斯坦自 2015 年起各级政府财政赤字规模逐渐扩大。2016 年底，由于政府对银行流动性注资纾困，规模到 2016 年的五分之一国家预算，加上俄罗斯经济下滑对占财政收入 80%的税收冲击，根据 IMF 数据，塔吉克斯坦各级政府财政赤字占 GDP 比重扩大至 10.6%。塔吉克财政缺口多依靠外部融资进行弥补。IMF 在对塔吉克斯坦进行的调研报告中指出了塔政府进行财政整固、削减非必要社会保障支出的迫切性。在 2016 年底关于 2017 年国家预算审批会议上，塔吉克斯坦财政部宣布缩减对能源领域发展预算，预算额

图 2：塔吉克斯坦各级政府财政平衡/GDP (%)



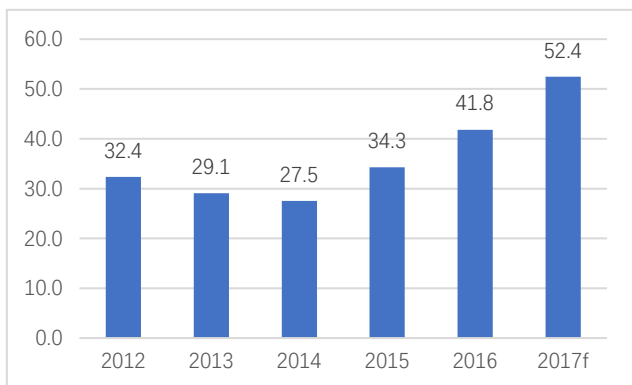
数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

为 33 亿索莫尼（约合 4.2 亿美元），占国家 GDP 的 5.6%，同比减少 24%。2017 年，随着国际大宗商品价格回升及外需回暖和外劳汇款增加，预计塔吉克斯坦各级政府财政赤字率将收窄至 6.5%。未来 1-2 年，随着政府财政整固政策的开展及外部条件趋向好转，预计政府财政赤字将持续下行趋势。

## 政府债务受发行债券影响有所上升，但以内债为主的结构将保证偿付风险可控

塔吉克斯坦各级政府的债务负担总体有所上升。2016 年之前，塔吉克斯坦政府债务率维持在 40% 以下的相对低位。根据官方数据，2016 年塔吉克斯坦各级政府总债务约 227.8 亿索莫尼，占 GDP 比重约 41.8%，同比大幅上升 7.6 个百分点。政府债务总额中国内债务占 92.7% 的绝对多数，主要是央行发行的各类债券用于支持国内生产及平衡国家预算等。2017 年，由于塔吉克斯坦政府 9 月发行 5 亿美元国际债券及债务利息增加影响，政府债务率将进一步上升至 52.4%，但依然位于 60% 的国际警戒线之下，且以内债为主的债务结

图 3：塔吉克斯坦各级政府债务占 GDP 比重 (%)



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

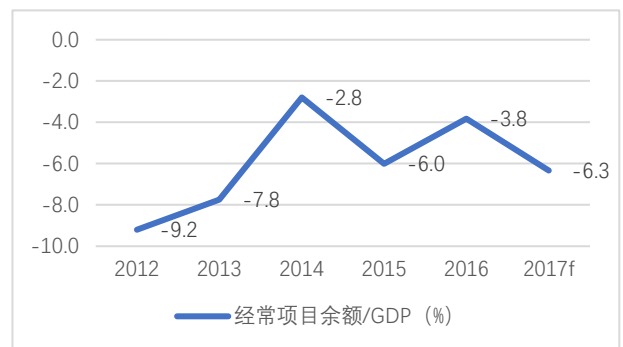
构令其短期内偿付压力相对可控。

## 外部条件转好及侨汇回升令经常赤字收窄，但原油价格上升等因素拉动进口额上升，经常账户赤字或再扩大

由于基础生产环节薄弱，塔吉克能源及基础产品进口需求大，加上出口产品单一，近十年塔吉克斯坦商品贸易一直保持逆差状态，拖累经常账户多年逆差。2016 年，塔吉克斯坦经济出现衰退，内需减少削减进口，当年进口同比缩小 6.4%；货币贬值刺激出口

同比增加 9.0%，商品贸易逆差有所减少；加上侨汇有所恢复，2016 年塔吉克斯坦经常账户逆差占 GDP 比 3.8%，较上年大幅收窄 2.2 个百分点。2017 年，随着大宗商品和原油价格回升，塔吉克斯坦进口额预计将迅速增加，由于进口规模较大，出口及侨汇回暖难以抵消，预计经常账户逆差将再次走扩至 6.3%，中短期内较难下降至 5% 的国际警戒线以内。

图 4：塔吉克斯坦经常账户情况

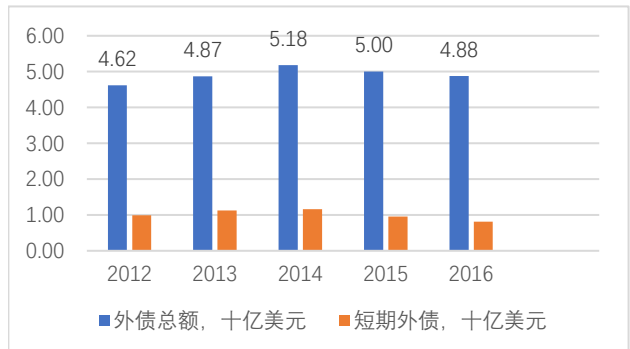


数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

## 外债总体负担较重，但短期外债水平下降，以及多边贷款所占较高比重债务利息压力较轻，短期内尚具备外债偿付能力

2016 年，塔吉克斯坦外债总额约 48.8 亿美元，占 GDP 比重估计约 57.7%；外债总额占商品服务出口及初级收入的估计值在超过 200%，超过国际警戒线，显示国际收支状况

图 5：塔吉克斯坦外债情况



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

对外债保证能力较差。塔外债主要用途是能源及交通等基础设施建设，其举债规模受 IMF 的监督和控制在塔吉克斯坦政府总外债中占比近 20%，短期内，塔吉克斯坦尚具有外债偿付能力。

近年来，塔吉克斯坦短期债务水平呈现轻微下降趋势，2016 年短期外债为 8.2 亿美元，占外债总额的 16.7%，短期债务占比较少。2015 年，受俄罗斯和哈萨克斯坦汇率波动的影响，索莫尼加速贬值，外汇储备缩水。2016 年，受进口收缩影响，塔国际储备有所回升，达到 6.5 亿美元，根据 IMF 数据，2016 年塔吉克斯坦官方储备仅 0.7 亿美元，对短期外债的覆盖率约 80.0%。由于多边优惠性贷款

在塔吉克斯坦政府总外债中占比近 20%，短期内，塔吉克斯坦尚具有外债偿付能力。

## 展望

短期内，拉赫蒙及其家族集团仍将主导塔吉克斯坦政治舞台，政治不确定性较低；虽然财政信贷收紧成为制约因素，但俄罗斯经济回暖及大宗商品价格回升仍对其经济形成提振；政府向银行业注入流动性纾困；外部条件转好出口改善或改善双赤字局面；政府债务以内债为主，外债短期债务占比低，且多边贷款占据相对较大比重。因此，联合评级对未来 1-2 年塔吉克斯坦本、外币主权信用评级展望维持稳定。

### 塔吉克斯坦信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 <sup>f</sup>
名义 GDP (十亿美元)	7.6	8.5	9.2	7.9	6.9	7.2
人均 GDP (美元,PPP)	2,333.2	2,454.3	2,564.9	2,662.9	2,788.1	2,853.6
实际 GDP 增长率 (%)	7.5	7.4	6.7	6.0	6.9	4.5
通货膨胀率 (%)	5.8	5.0	6.1	5.8	5.9	8.9
各级政府财政平衡/GDP (%)	0.6	-0.8	0.0	-1.9	-10.6	-6.5
各级政府总债务/GDP (%)	32.4	29.1	27.5	34.3	41.8	52.4
总外债/GDP (%)	70.9	69.6	69.4	63.2	57.7	
短期外债/总外债 (%)	21.5	23.2	22.5	19.1	16.7	
经常项目余额/GDP (%)	-9.2	-7.8	-2.8	-6.0	-3.8	-6.3

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值