

吉尔吉斯共和国信用评级报告

评级结果

长期外币信用等级: BB_i

长期本币信用等级: BB_i

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)	75.65	68.13	66.78	74.67	73.35
实际 GDP 增速 (%)	4.58	4.34	3.88	4.02	10.92
CPI 增幅 (%)	3.18	0.39	6.50	7.53	6.61
失业率 (%)	7.12	7.21	7.55	8.05	8.33
人均 GDP (美元)	1,207.78	1,109.59	1,109.43	1,266.64	1,269.79
财政盈余/GDP (%)	-4.41	-5.90	-2.34	-2.71	-3.70
政府债务/GDP (%)	55.95	55.91	64.89	52.25	46.19
财政收入/政府债务 (%)	61.21	59.66	54.89	67.84	74.58
外债总额/GDP (%)	107.32	116.26	115.34	97.55	91.17
CAR/外债总额 (%)	67.00	59.41	57.53	81.34	96.69
外汇储备/外债总额 (%)	24.28	22.40	19.05	22.51	29.94

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”) 对吉尔吉斯共和国(以下简称“吉尔吉斯”)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_i, 评级展望为稳定。该评级结果表示吉尔吉斯存在一定信用风险, 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。

吉尔吉斯国家制度及政权变更过于频繁, 国家治理能力较弱, 尤其在法规和腐败控制方面表现较差。吉尔吉斯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, 近年来经济增长有所趋稳, 通胀压力也得到了一定程度的缓解。吉尔吉斯人均 GDP 水平偏低, 经济结构和产业结构均存在较大的调整空间, 银行业也面临高度美元化的问题。受积极财政政策影响, 吉尔吉斯政府财政赤字近年来处于较高水平, 政府债务水平有所上升, 但大部分为优惠贷款, 融资成本较低。近年来吉尔吉斯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

- 近年来经济增长趋于稳定, 通胀压力得到一定程度缓解;
- 政府债务中大部分为优惠贷款, 融资成本较低;
- 大量国际援助有助于其经济增长及社会发展。

关注

- 财政赤字水平较高, 财政收入对政府债务的保障能力一般;
- 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;
- 国家制度及政权变更过于频繁, 国家治理能力较弱;
- 人均 GDP 水平偏低, 存在大量贫困人口;
- 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

吉尔吉斯共和国（以下简称“吉尔吉斯”）又称吉尔吉斯斯坦，是一个位于中亚地区的内陆国，国土面积19.99万平方公里，境内多山地。按行政区划，吉尔吉斯全国划分为7个州和2个市，首都比什凯克是全国政治、经济和文化中心。截至2017年12月初，吉尔吉斯全国常住登记人口约613万，其中70%以上为吉尔吉斯族，大部分居民信奉伊斯兰教（逊尼派）。吉尔吉斯的国语为吉尔吉斯语，官方语言为俄语，官方货币为索姆。吉尔吉斯是联合国、国际货币基金组织（IMF）、独联体、上海合作组织、欧亚经济联盟等国际或区域性组织的成员国，并在积极申请加入世界贸易组织（WTO）。

吉尔吉斯自然资源较为丰富，主要矿产资源包括黄金、锑、钨、锡、汞、铀和稀有金属等。此外，吉尔吉斯还拥有丰富的水力资源，潜在的水力发电能力达到1450亿千瓦时。

二、国家治理

国家制度及政权变更过于频繁，政党势力较为分裂，政局稳定性较差

吉尔吉斯曾是苏联加盟共和国之一，于1991年8月正式宣布独立。根据1993年5月通过的宪法，吉尔吉斯是建立在法制、世俗国家基础上的主权、单一制民主共和国，总统为国家元首。此后，吉尔吉斯多次通过全民公决对宪法进行了修订，主要包括调整议会席位及结构、扩大议会权力等内容。2010年6月，吉尔吉斯举行全民公投通过了新宪法，决定将国家由总统制过渡到议会制。2016年12月，吉尔吉斯再次举行修宪公投，将总统部分职权移交议会和总理，并削弱了总统解散议会或要求提前选举的权力。

议会是国家最高权力机构，实行一院制，由120名议员组成，任期5年。政府享有最高行政权，其中总统由全民普选产生，任期6年，总理则由议会选出，此外还设有第一副总理、副总理、各部部长等职位。司法体系方面，吉尔吉斯设最高法院、州级（市级）法院和地方法院等三级法院，此外还设有处理经济纠纷和军事事务的专门法院。

吉尔吉斯实行多党制，主要政党包括故乡党、社会民主党、尊严党、共和国党和祖国党等。吉尔吉斯政党势力较为分散，再加上政治制度不完善、腐败频发等问题使得吉尔吉斯在独立后政局持续动荡。2005年3月爆发的“郁金香革命”和2010年4月爆发的“二次革命”使得时任政府相继下台，执政联盟经历了多次变化和重

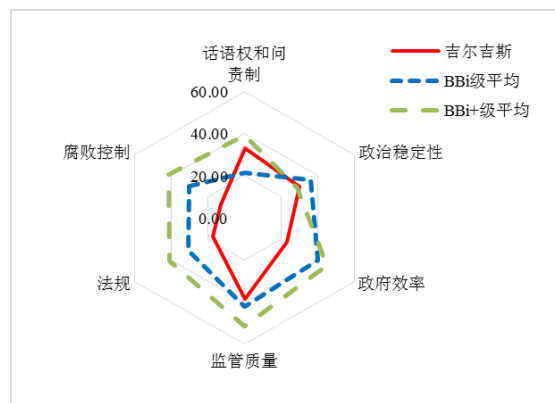
组。在2011年10月举行的总统大选中，阿塔姆巴耶夫当选总统，实现吉尔吉斯独立以来权力的首次和平交接，但他领导的社会民主党在议会只占20%左右的席位，必须不停地妥协和交易才能保住议会执政联盟领导者的地位，执政6年期间仅总理就换了7人。直到2016年下半年，社会民主党组成相对稳定的执政联盟，并推举社会民主党候选人热恩别科夫出任总理，权力架构趋于稳定。另一方面，总统阿塔姆巴耶夫和社会民主党采取了一系列垄断政治体系的行动，相继逮捕了多名反对派领导人，引发了多地民众的抗议活动，使得吉尔吉斯社会不稳定性有所上升。2017年10月，吉尔吉斯举行总统大选，社会民主党候选人、前总理热恩别科夫在首轮投票中以54.77%的得票率获胜，当选新一届总统。阿塔姆巴耶夫一手筹划的政权交接顺利实现，确保了他本人及其执政团队的权力得以延续，也意味着他任内大政方针仍将持续。

总体看，吉尔吉斯国家制度及权力变更过于频繁，政党势力较为分裂，政局稳定性较差。

国家治理能力较弱，尤其在法规和腐败控制方面表现较差

根据世界银行发布的国家治理指数，2017年，吉尔吉斯国家各项治理能力百分比排名均值为25.82，较2016年小幅上升，但仍处于较低水平，反映出吉尔吉斯国家治理能力较弱。具体来看，吉尔吉斯在“法规”和“腐败控制”两方面的排名均有不同程度的提升，但相对于其它指标排名明显偏低，主要受贪腐事件频发、司法体系缺乏独立性等因素影响。此外，吉尔吉斯在“政府效率”及“政治稳定性”两方面的表现也相对较差，但2017年以来已得到一定程度的改善。从图1可以看出，吉尔吉斯的国家治理能力显著低于BBi级和BBi+级国家的平均水平。

图1：2017年吉尔吉斯国家治理能力



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

吉尔吉斯经济体量较小，且经济增长在很大程度上依赖于矿产品出口及侨汇收入（其中 90%以上来自于俄罗斯），其中仅库姆托尔金矿的产值就占到 GDP 的 10% 左右，侨汇收入则相当于 GDP 的 30% 左右，因此吉尔吉斯经济增长极易受到金矿产量及外部经济环境变化的影响。受 2009 年全球金融危机及 2010 年“二次革命”的影响，吉尔吉斯经济增速大幅下滑，并在 2010 年陷入衰退。虽然吉尔吉斯经济增速在 2011 年有所回升，但受库姆托尔金矿减产影响，2012 年再度陷入衰退。2013 年以来，吉尔吉斯经济相对保持稳定，增速保持在 4% 左右的水平。

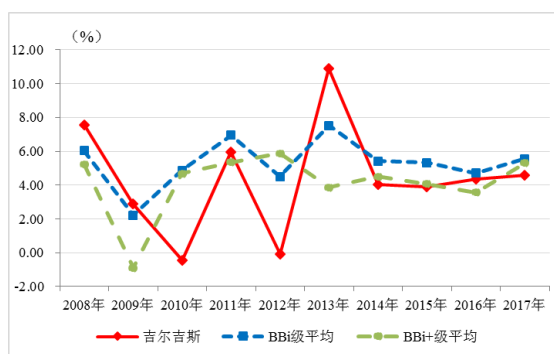
2017 年，吉尔吉斯 GDP 总量达到 5,209.59 亿索姆（或 75.65 亿美元），实际经济增速为 4.58%，较 2016 年小幅上升。具体来看，得益于库姆托尔金矿及其它矿产品产量的增加，2017 年吉尔吉斯工业总产量同比增长 11.8%，成为拉动经济增长的主要动力；农业和服务业分别同比增长 2.2% 和 2.1%，均较上年增速有不同程度的下滑，对吉尔吉斯经济增长的拉动作用有所减弱。

表 1：2013~2017 年吉尔吉斯经济表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
名义 GDP (亿索姆)	5,209.59	4,763.31	4,304.89	4,006.94	3,552.95
名义 GDP (亿美元)	75.65	68.13	66.78	74.67	73.35
实际 GDP 增速 (%)	4.58	4.34	3.88	4.02	10.92
CPI 增幅 (%)	3.18	0.39	6.50	7.53	6.61
失业率 (%)	7.12	7.21	7.55	8.05	8.33

数据来源: IMF

图 2：2008~2017 年吉尔吉斯实际 GDP 增长率



数据来源: IMF

2013 年~2017 年，吉尔吉斯实际 GDP 近 5 年平均年增长率为 5.55%，与 BBi-级国家的平均水平（5.70%）较为接近，且显著高于与 BBi+级国家的平均水平（4.26%）；经济增长的波动性（10 年 GDP 增长率的标准差）为 3.36%，显著高于 BBi-级和 BBi+级国家的平均水平（分别为 1.45% 和 1.92%）。总体上看，近年来吉尔吉斯经济经济增长的波动性较大，但近年来得到了一定程度的改善。

2018 年上半年，受库姆托尔金矿产量下降影响，吉尔吉斯实际 GDP 同比增速仅为 0.1%，较去年同期（6.40%）大幅下降，经济增长势头有所趋缓。未来几年，库姆托尔金矿将进入产能衰竭期，并预计将于 2026 年关闭，再加上吉尔吉斯政府持续推动经济多元化战略，预计吉尔吉斯经济增长对库姆托尔金矿过渡依赖情况将得到缓解，但经济增速也将因此受到一定程度的影响；从外部来看，美国对俄罗斯制裁的持续将对吉尔吉斯的出口及侨汇收入产生不利影响，全球贸易保护主义倾向的上升也将给吉尔吉斯的对外贸易带来较大不确定性。综合以上因素，预计未来一段时期内吉尔吉斯的经济增速将放缓至 3% 左右的水平。

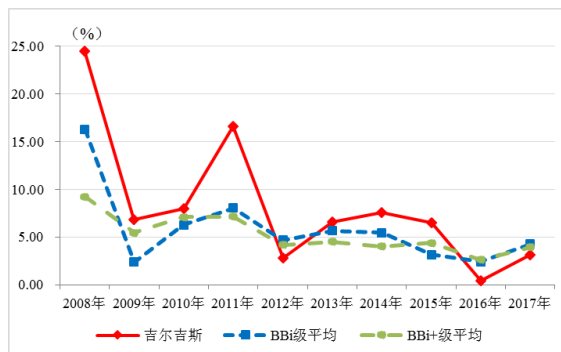
对部分农产品进口的依赖容易引发输入型通胀，近年来随着本币汇率趋稳通胀压力得到一定程度的缓解，但未来仍不容乐观

尽管吉尔吉斯在棉花、水果、蔬菜等多种农产品方面具有一定出口优势，但由于农业生产能力有限，长期不能实现农产品的有效供给，粮食自给率较低，小麦、大米、肉类、白糖等农产品进口需求很大，而这些产品在影响国内通货膨胀的因素中占据重要地位，因此吉尔吉斯通胀水平极易受到进口农产品价格波动的影响，尤其当本币汇率贬值时极易引发输入型通胀。2013 年以来，受本币汇率大幅贬值影响，吉尔吉斯通胀水平连续三年保持在 6% 以上的较高水平，但随着央行收紧货币政策及本币汇率逐步趋稳，2016 年以来其通胀压力得到了一定程度的缓解。2017 年，受服务、酒类及烟草价格上涨影响，吉尔吉斯全年 CPI 增幅达到 3.18%，较 2016 年显著提升，但仍处于可控范围内。从图 3 可以看出，吉尔吉斯的通胀水平走势与 BBi-级和 BBi+级国家的平均水平走势较为接近，但波动性更大，2016 年之后吉尔吉斯的通胀水平明显偏低。

2018 年以来，尽管燃油价格大幅上涨，但由于食品价格呈下滑态势，吉尔吉斯通胀水平保持在 3% 左右的水平，通胀水平保持稳定。未来一段时期内，随着美联储持续加息，吉尔吉升本币汇率仍将面临一定贬值压力，从而增加输入型通胀的可能；另一方面，吉尔吉斯央行

于 2018 年 7 月下调了贴现利率以促进实体经济增长，但同时也会加大通胀压力。综合以上因素，预计吉尔吉斯未来两年 CPI 增幅有望再度上升至 6% 左右的水平。

图 3：2008~2017 年吉尔吉斯 CPI 增长率



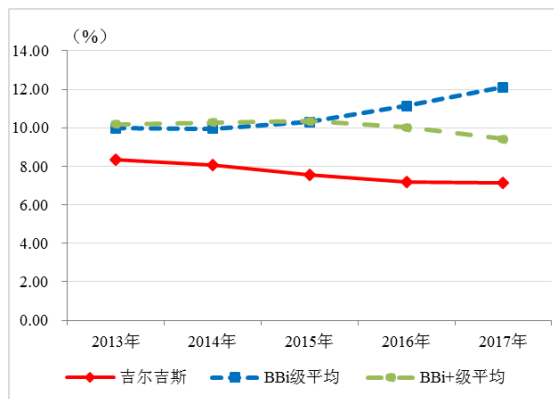
数据来源: IMF

近年来失业率呈小幅下降之势，但工资水平偏低导致大量劳动力人口出国务工，在一定程度上影响其经济增长潜力

近年来，吉尔吉斯失业率一直保持在 8% 左右的水平，且呈小幅下降之势。截至 2017 年底，吉尔吉斯失业率达到 7.12%，较 2016 年小幅下降。从图 4 可以看出，吉尔吉斯的失业率水平略低于 BBi 级和 BBi+ 级国家的平均水平。

由于国内工资水平较低（平均月薪仅为 200 美元左右），因此吉尔吉斯有大量劳动人口前往俄罗斯和哈萨克斯坦务工，每年出国务工人口高达 50 万人左右，占到其劳动总人口的近 20%。由于大量出国务工人口从事的是季节性工作，因此吉尔吉斯的失业率水平存在一定程度的低估。另一方面，劳动力人口的大量外移也会在一定程度上影响吉尔吉斯的经济增长潜力。

图 4：2013~2017 年吉尔吉斯失业率



数据来源: IMF

三、结构特征

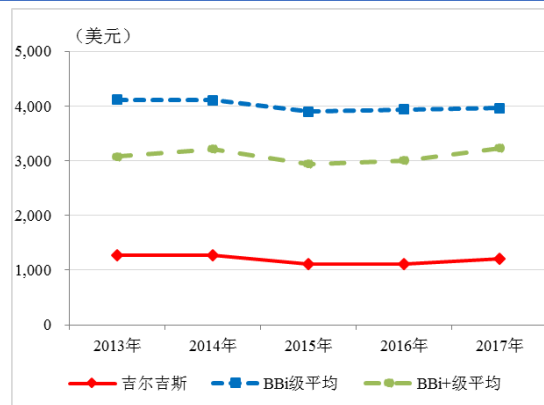
人均 GDP 水平偏低，存在大量贫困人口，国家竞争力较弱

吉尔吉斯是一个发展中国家，近年来人均 GDP 一直维持在 1,200 美元左右的水平，处于较低水平。2017 年，得益于吉尔吉斯经济稳定增长及索姆兑美元的小幅升值，吉尔吉斯人均 GDP 达到 1,207.78 美元，较上年增长了 8.85%，但仍显著低于 BBi 级和 BBi+ 级国家的平均水平。

受经济增长波动性较大、产业结构单一及南北区域发展不均衡等因素影响，吉尔吉斯贫困率在全球范围内处于较高水平，全国有三分之一的人口生活在贫困线以下，在南部地区贫困率更是高达 50% 以上。长期的贫困也导致了劳动力外移、社会矛盾激化等问题，吉尔吉斯爆发的两次革命均与贫困有着密不可分的关系。长期以来，国际社会给予了吉尔吉斯大量的国际援助，主要用于扶持重要的公共开支和服务项目、支持社会需求及重建等方面，再加上近年来吉尔吉斯经济的稳定增长及侨汇收入的增加，吉尔吉斯贫困率水平持续下降，世界银行预测吉尔吉斯贫困率在 2017 年和 2018 年将分别下降至 31.7% 和 30.2% 的水平，与 2013 年 37% 的水平相比明显降低。

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017 年吉尔吉斯的全球竞争力指数为 3.90，在全球 137 个经济体中排名第 102 位，较 2016 年提高了 9 位，国家竞争力得到了明显提升，但在全球范围内仍处于较低水平。具体来看，腐败频发、政治不稳定、融资困难等问题仍是制约吉尔吉斯国家竞争力提升的主要因素。

图 5：2013~2017 年吉尔吉斯人均 GDP



数据来源: IMF

经济结构和产业结构较为单一，存在较大的调整空间

由于吉尔吉斯经济自给率较低，需大量进口产品满足国内需求，因此净出口在 GDP 中的占比常年为负且占比较大，尽管近年来这种情况得到一定程度的改善，但经济结构不合理的问题依然存在。2013~2016 年，消费支出占 GDP 的比值一直保持在 100%以上，表明吉尔吉斯经济对消费较为依赖；资本形成总额占 GDP 的比值保持在 35%左右，对经济的贡献度总体保持稳定；净出口占 GDP 的比值虽然从-49.50%提升至-34.20%，但对经济的贡献度依然为负，未来仍存在较大的改善空间。

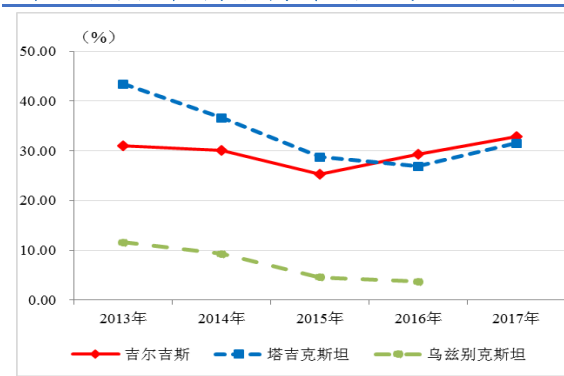
产业结构方面，近年来吉尔吉斯产业结构总体保持稳定，三大产业增加值占 GDP 的比值分别为 14%、25% 和 48%左右（此外还有生产税减补贴，占 GDP 的 13%左右）。具体来看，农业增加值在 GDP 中的占比过高，易受自然灾害等因素的影响，且吉尔吉斯农业自给率较低，农产品加工能力不足，需要大量进口农产品及食品；工业增加值占比相对稳定，但缺乏较为有竞争力的优势产业，仅库姆托尔金矿的产值就占到工业总产值的 40%左右，制造业缺乏竞争力；服务业增加值占比虽然有所增长但仍然相对偏低，仅商品零售批发及汽车维修一项就占到服务业总产值的 70%左右，信息通讯、金融业、旅游业等仍有待进一步发展。总体看，吉尔吉斯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很高，易受侨汇收入波动的影响

长期以来，受国内政局动荡、薪资水平偏低等因素影响，吉尔吉斯有大量劳动力前往俄罗斯、哈萨克斯坦等国工作，其产生的巨额侨汇收入对吉尔吉斯居民消费及整体经济增长均起着重要作用，但吉尔吉斯经济对侨汇收入的过度依赖也使得其易受到侨汇收入波动及侨汇来源国经济状况的影响。由于吉尔吉斯侨汇收入中 90%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，吉尔吉斯侨汇收入大幅下降，吉尔吉斯经济增速也受到一定影响。2017 年，得益于俄罗斯经济的复苏，吉尔吉斯侨汇收入达到 24.82 亿美元，较 2016 年增长了逾 20%；侨汇收入相当于 GDP 的比值达到 32.86%，达到近年来的最高水平，在全球范围内排名第二。从图 6 可以看出，吉尔吉斯经济对侨汇收入的依赖程度与塔吉克斯坦较为接近，但明显高于乌兹别克斯坦。

图 6：吉尔吉斯及周边国家侨汇收入与 GDP 比值



数据来源:世界银行

银行业存在一定风险，且面临高度美元化的问题

银行业在吉尔吉斯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 90%以上。目前，吉尔吉斯共有 25 家商业银行，其中有 15 家外资控股达到 50%以上。作为中央银行，吉尔吉斯国家银行的主要目标在于通过实施适宜的货币政策来维持物价的稳定性，其主要职责包括制定并实施货币政策、对银行及其它金融机构进行监管、制定外汇政策、发行货币、维持支付系统的稳定性等。

近年来，吉尔吉斯银行业风险有所上升。截至 2017 年底，银行业资本充足率达到 24.22%，虽然较 2016 年底小幅下降，但仍处于较好水平；银行业不良贷款率为 7.37%，较 2016 年底有所下降，但和 2013 年 5%左右的水平相比已上升了逾 2 个百分点，银行业资产质量呈恶化之势；银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别达到 1.32%和 7.45%，均较上年有不同程度的提升，银行业盈利状况得到了一定程度的改善。

此外，吉尔吉斯银行业及整个国民经济还面临高度美元化的问题，这使得央行很难通过货币政策来控制利率和通货膨胀。近年来，吉尔吉斯央行采取了诸多措施来促进经济去美元化，包括禁止新增美元住房抵押贷款和消费贷款、降低外汇存款利率等，这些措施虽然取得了一定成效，但美元化的问题依然较为严重。截至 2017 年底，外币存款和外币贷款占比分别达到 47.5%和 35.0%，均较上年有不同程度的下降，但仍处于较高水平。在美元化程度较高的情况下，吉尔吉斯银行资产易受到汇率变动的影响，银行经营也具有较大的波动性。

四、公共财政实力

受积极财政政策影响，吉尔吉斯政府财政赤字总体处于较高水平

由于国内贫困率较高、基础设施水平低下等原因，吉尔吉斯政府近年来一直实行积极的财政政策，财政赤字总体处于较高水平。另一方面，吉尔吉斯政府也不断加强与 IMF 等国际机构的合作，持续提高财政纪律性，并于 2016 年通过了《预算法》，极大地增强了政府财政的透明性及可预见性。

财政收入方面，近年来吉尔吉斯财政收入呈持续上升之势。2017 年，吉尔吉斯政府实现财政收入 1,784.27 亿索姆，同比增长了 12.30%，主要得益于社保收入的增长；财政收入相当于 GDP 比值为 34.25%，较上年小幅提高。从财政收入结构来看，税收收入占到财政收入的 70%以上，财政收入来源较为稳定。

财政支出方面，由于吉尔吉斯政府推行积极财政政策，近年来财政支出大幅增长。2017 年，吉尔吉斯财政支出为 2,013.98 亿索姆，同比增长 7.71%，为近年来首次低于财政收入增速。从财政支出的结构来看，为提高居民生活及教育水平，吉尔吉斯政府在社会文化方面投入的力度很大，社会文化支出占到财政支出的一半左右，其中教育支出和社保支出为最主要的两项支出。

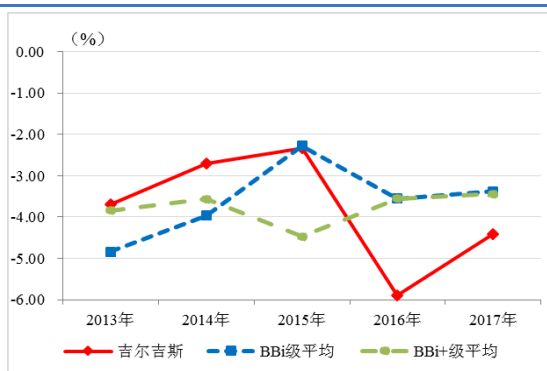
近年来，吉尔吉斯政府财政一直处于赤字状态。2017 年，吉尔吉斯政府财政赤字达到 229.71 亿索姆，相当于 GDP 的比值为 4.41%，较上年降低 1.49 个百分点，财政状况得到了一定程度的改善，但赤字水平仍然较高。从图 7 可以看出，2016 年以来吉尔吉斯的财政赤字水平开始显著高于 BB_i 级和 BB_i+ 级国家的平均水平。

表 2：2013~2017 年吉尔吉斯政府财政表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政收入 (亿索姆)	1,784.27	1,588.89	1,533.33	1,420.30	1,223.90
财政收入/GDP (%)	34.25	33.36	35.62	35.45	34.45
财政支出 (亿索姆)	2,013.98	1,869.90	1,634.19	1,528.98	1,355.35
财政支出/GDP (%)	38.66	39.26	37.96	38.16	38.15
财政盈余 (亿索姆)	-229.71	-281.01	-100.87	-108.67	-131.45
财政盈余/GDP (%)	-4.41	-5.90	-2.34	-2.71	-3.70

数据来源: IMF

图 7：2013~2017 年吉尔吉斯财政盈余占 GDP 比重



数据来源: IMF

政府债务水平一般，但大部分为优惠贷款，融资成本较低

受持续财政赤字影响，近年来吉尔吉斯政府债务水平总体呈上升之势。截至 2017 年底，吉尔吉斯一般政府债务总额为 2,914.85 亿索姆，较上年增长了近 10%；政府债务总额相当于 GDP 的 55.95%，较上年小幅上升，处于一般水平。从图 8 可以看出，近年来吉尔吉斯政府债务水平与 BB_i 级和 BB_i+ 级国家的平均水平较为接近。

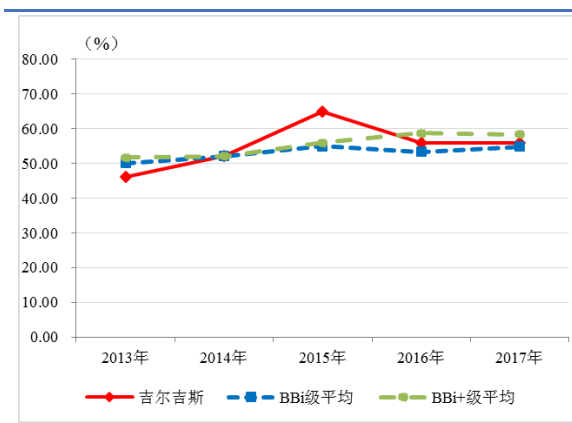
从政府债务结构来看，吉尔吉斯政府债务中 90% 左右为外债，主要为中国进出口银行、世界银行、亚洲开发银行等政策性银行提供的优惠贷款，融资成本较低。具体来看，中国进出口银行提供的贷款占到吉尔吉斯政府债务总额的 40% 左右，债务集中度较高。此外，由于吉尔吉斯经济发达程度较低，长期以来很多债权人都对吉尔吉斯的政府债务进行了减免，仅俄罗斯在 2017 年就免除了吉尔吉斯 2.4 亿美元的债务。

表 3：2013~2017 年吉尔吉斯一般政府债务情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额 (亿索姆)	2,914.85	2,663.02	2,793.63	2,093.73	1,641.14
政府债务总额/GDP (%)	55.95	55.91	64.89	52.25	46.19
财政收入/政府债务总额 (%)	61.21	59.66	54.89	67.84	74.58

数据来源: IMF

图 8：2013~2017 年吉尔吉斯政府债务占 GDP 比重



数据来源: IMF

财政收入对政府债务保障能力一般，未来有望保持稳定

近年来，吉尔吉斯政府财政收入对政府债务的保障程度总体呈下降之势。2017 年，吉尔吉斯财政收入与政府债务总额的比值为 61.21%，较上年小幅提升，但财政收入对政府债务的债务保障能力仍然处于一般水平。

根据吉尔吉斯政府预算，2018 年和 2019 年财政赤字相当于 GDP 的比值有望分别降至 3.8% 和 1.7%。在此背景下，吉尔吉斯政府债务水平预计将稳定在 55% 左右的水平，财政收入对政府债务的保障也有望保持稳定。

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

由于经济体量较小且本国生产能力有限，吉尔吉斯经济长期以来对进口较为依赖，进口总额相当于 GDP 的比值呈高达到 90% 左右，但近年来已有所降低。吉尔吉斯的主要贸易伙伴为中国和独联体国家，中国、俄罗斯和哈萨克斯坦是其前三大贸易伙伴。从贸易结构来看，吉尔吉斯主要出口商品有黄金、矿石、服装、蔬菜和水果等，其中黄金出口占其商品出口总额的 40% 左右；主要进口产品有服装、药物、塑料及其制品、陶瓷制品等。

近年来，吉尔吉斯对外贸易总量呈波动下降趋势，贸易逆差总体保持稳定。2017 年，吉尔吉斯进、出口均实现近年来的首次增长，其中出口总额为 25.73 亿美元，同比增长 6.61%；进口总额为 50.75 亿美元，同比增长了 6.77%，略高于出口增速。在此背景下，2017 年吉尔吉斯贸易逆差达到 25.02 亿美元，较 2016 年增长了近 7%。

经常账户收入方面，近年来吉尔吉斯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，吉尔吉斯经常账户收入为 54.40 亿美元，较上年增长了 15.60%；经常账户赤字为 5.22 亿美元，相当于 GDP 的比值为 6.90%，较上年显著收窄，但仍处于较高水平。

国际投资净头寸方面，由于吸收了大量国外投资，吉尔吉斯国际投资净头寸长期为负。2017 年，吉尔吉斯国际投资净负债为 72.11 亿美元，相当于 GDP 的比值为 95.31%，较上年下降了 6.40 个百分点，但仍处于较高水平。

表 4：2013~2017 吉尔吉斯经常账户及国际投资情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
出口额 (亿美元)	25.73	24.14	24.25	32.81	38.16
进口额 (亿美元)	50.75	47.53	48.47	64.50	66.40
贸易差额 (亿美元)	-25.02	-23.40	-24.22	-31.70	-28.24
经常账户收入 (亿美元)	54.40	47.06	44.31	59.25	64.67
经常账户余额 (亿美元)	-5.22	-7.92	-10.52	-13.01	-10.10
经常账户余额/GDP (%)	-6.90	-11.63	-15.76	-17.43	-13.78
国际投资净头寸 (亿美元)	-72.11	-69.30	-67.62	-58.36	-51.26
国际投资净头寸/GDP (%)	-95.31	-101.71	-101.26	-78.16	-69.89

数据来源: IMF

外债处于较高水平，且政府外债占比较大

近年来，吉尔吉斯外债水平呈先升后降之势，总体处于较高水平。截至 2017 年底，吉尔吉斯的外债总额为 81.19 亿美元，较上年增长了 2.50%；由于经济增速高于外债增速且本币汇率小幅升值，外债总额相当于 GDP 的比值达到 107.32%，为近年来首次下降，但和 2013 年相比已上升了逾 15 个百分点。从图 9 可以看出，吉尔吉斯的外债水平显著高于 BBi 级和 BBi+ 级国家的平均水平。

从外债构成看，截至 2017 年底，吉尔吉斯政府外债总额为 40.67 亿美元，在外债总额中的占比为 50.10%，占比相对较大；非金融企业外债和直接投资占比均为 18% 左右，且均较上年有不同程度的下滑；金融机构和央行外债占比相对较小，两者合计不足 5%。

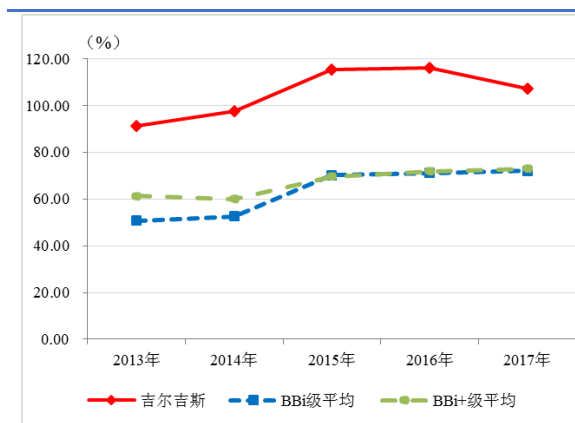
从外债的期限结构来看，截至 2017 年底，吉尔吉斯外债总额中短期债务的占比仅为 4.38%，短期偿付压力很小。

表 5：2013~2017 年吉尔吉斯外债情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外债总额 (亿美元)	81.19	79.21	77.02	72.84	66.88
外债总额/GDP (%)	107.32	116.26	115.34	97.55	91.17
政府外债 (亿美元)	40.67	37.18	35.62	33.81	30.78
政府外债/外债总额 (%)	50.10	46.94	46.25	46.41	46.03

数据来源：世界银行

图 9：2013~2017 年吉尔吉斯外债总额/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，吉尔吉斯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，吉尔吉斯经常账户收入与外债总额的比值升至 67.00%，较上年提高了近 8 个百分点，但保障程度仍处于一般水平；经常账户收入与政府外债的比值为 133.74%，较上年有所提升，对政府外债的保障相对较好。

近年来，吉尔吉斯外汇储备呈先降后升之势。截至 2017 年底，吉尔吉斯外汇储备达到 24.28 亿美元，较上年末增长了逾 10%；外汇储备相当于外债总额和政府外债的比值分别为 24.28%和 48.46%，均较上年有不同程度的提升，但对外债的保障能力仍然较弱。

表 6：2013~2017 年吉尔吉斯外债及保障情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
经常账户收入/外债总额 (%)	67.00	59.41	57.53	81.34	96.69
经常账户收入/政府外债 (%)	133.74	126.57	124.39	175.26	210.08
外汇储备 (亿美元)	19.71	17.74	14.68	16.40	20.02
外汇储备/外债总额 (%)	24.28	22.40	19.05	22.51	29.94
外汇储备/政府外债 (%)	48.46	47.71	41.20	48.51	65.04

数据来源：IMF、世界银行

本币贬值压力相对可控，对吉尔吉斯外债偿还能力影响有限

吉尔吉斯施行自由浮动汇率制度，且不设资本管制，但央行会对外汇市场进行一定程度的干预以避免汇率大幅波动。

2017 年以来，美元兑索姆汇率一直保持在 1:69 左右的水平，但欧元兑索姆汇率则呈持续上升之势，2017 年全年索姆对欧元的贬值幅度达到 13.85%，但进入 2018 年之后贬值趋势有所趋缓，预计未来一段时期内有望保持稳定。

图 10：美元兑索姆及欧元兑索姆汇率变化



数据来源：WIND

六、评级展望

在前总理热恩别科夫成功当选总统后，吉尔吉斯政局有望逐步趋稳，经济将持续保持增长但增速将有所放缓；政府财政赤字水平有望回落，政府债务水平也将保持稳定；对外贸易和经常账户预计将持续保持逆差，外债水平仍在处在较高水平，但进一步上升的空间不大。基于以上分析，联合资信确定吉尔吉斯主权信用评级展望为“稳定”。

吉尔吉斯主要数据

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
宏观数据					
GDP (亿索姆)	5,209.59	4,763.31	4,304.89	4,006.94	3,552.95
GDP (亿美元)	75.65	68.13	66.78	74.67	73.35
实际 GDP 增速 (%)	4.58	4.34	3.88	4.02	10.92
CPI 增幅 (%)	3.18	0.39	6.50	7.53	6.61
失业率 (%)	7.12	7.21	7.55	8.05	8.33
结构特征					
第一产业占 GDP 的比值 (%)	12.30	12.80	14.00	14.70	14.60
第二产业占 GDP 的比值 (%)	26.40	26.60	25.10	23.90	24.90
第三产业占 GDP 的比值 (%)	48.00	47.50	49.10	47.50	46.60
生产税减补贴占 GDP 的比值 (%)	13.30	13.10	11.80	13.90	13.90
消费支出占 GDP 的比值 (%)	-	100.20	108.30	113.50	115.60
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	-	33.90	34.70	36.70	33.90
净出口占 GDP 的比值 (%)	-	-34.20	-40.60	-50.20	-49.50
进出口总额/GDP(%)	101.10	105.20	108.90	130.32	142.54
人均 GDP (美元)	1,207.78	1,109.59	1,109.43	1,266.64	1,269.79
银行业资本充足率 (%)	24.22	24.77	22.43	21.83	24.29
银行业不良贷款率 (%)	7.37	8.52	6.74	4.18	5.09
银行业 ROA (%)	1.32	0.57	1.64	2.87	2.74
银行业 ROE (%)	7.45	3.33	10.16	16.85	15.06
公共财政					
财政收入 (亿索姆)	1,784.27	1,588.89	1,533.33	1,420.30	1,223.90
财政收入/GDP (%)	34.25	33.36	35.62	35.45	34.45
财政支出 (亿索姆)	2,013.98	1,869.90	1,634.19	1,528.98	1,355.35
财政支出/GDP (%)	38.66	39.26	37.96	38.16	38.15
财政盈余 (亿索姆)	-229.71	-281.01	-100.87	-108.67	-131.45
财政盈余/GDP (%)	-4.41	-5.90	-2.34	-2.71	-3.70
政府债务总额 (亿索姆)	2,914.85	2,663.02	2,793.63	2,093.73	1,641.14
政府债务总额/GDP (%)	55.95	55.91	64.89	52.25	46.19
财政收入/政府债务 (%)	61.21	59.66	54.89	67.84	74.58
外部融资					
出口总额 (亿美元)	25.73	24.14	24.25	32.81	38.16
进口总额 (亿美元)	50.75	47.53	48.47	64.50	66.40
进出口净额 (亿美元)	-25.02	-23.40	-24.22	-31.70	-28.24
经常账户收入 (亿美元)	54.40	47.06	44.31	59.25	64.67
经常账户余额 (亿美元)	-5.22	-7.92	-10.52	-13.01	-10.10
经常账户余额/GDP (%)	-6.90	-11.63	-15.76	-17.43	-13.78
国际投资净头寸 (亿美元)	-72.11	-69.30	-67.62	-58.36	-51.26
国际投资净头寸/GDP (%)	-95.31	-101.71	-101.26	-78.16	-69.89
外债总额 (亿美元)	81.19	79.21	77.02	72.84	66.88
政府外债总额 (亿美元)	107.32	116.26	115.34	97.55	91.17
外债总额/GDP (%)	40.67	37.18	35.62	33.81	30.78
政府在外债总额中的占比 (%)	50.10	46.94	46.25	46.41	46.03
经常账户收入/外债总额 (%)	67.00	59.41	57.53	81.34	96.69
经常账户收入/政府外债 (%)	133.74	126.57	124.39	175.26	210.08
外汇储备 (亿美元)	19.71	17.74	14.68	16.40	20.02

外汇储备/外债总额 (%)	24.28	22.40	19.05	22.51	29.94
外汇储备/政府外债 (%)	48.46	47.71	41.20	48.51	65.04

数据来源：世界银行、IMF、吉尔吉斯国家统计局、吉尔吉斯央行

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_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良影响的影响。
	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良影响的影响。
	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 _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。