

亚美尼亚共和国

2025 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: 稳定

本次评级时间: 2025 年 12 月 19 日

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: 2021 年 11 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型:	本次评级模型打分表及结果:					
名称	版本	本币指示评级		BB_i	本币评级结果	BB_i
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910	外币指示评级		BB_i	外币评级结果	BB_i
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
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		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
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		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	f
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		外部融资实力	c	国际收支及外部债务状况	国际收支	d
					外债压力	c
					外债偿付能力	e
调整因素和理由						调整子级
--						--

分析师: 吴玥 张敏

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

¹本次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，确定维持其长期本、外币信用等级为 **BB_i**，评级展望为稳定。

近年来，因俄乌冲突带来的移民与资本流入红利，以及政府的结构性改革，亚美尼亚经济保持高速增长态势，整体经济规模扩大，人均 GDP 水平同步提升，失业率有所下降，通胀水平下降至可控范围，为经济平稳运行提供了有利条件。银行业资本充足率有所提高，不良贷款率波动下降。受益于经济高速增长，亚美尼亚政府债务负担较 2020 年历史峰值明显下降，债务结构持续优化，有效降低了政府偿债压力，但因采取扩张性的财政政策，财政收支压力增大，政府财政赤字率有所走扩。此外，由于亚美尼亚贸易结构不平衡及自身产业竞争力不足，经常账户赤字增加，贸易收支失衡问题凸显。

2025 年，亚美尼亚与邻国阿塞拜疆签署和平协议，两国紧张的冲突关系有所缓和，但协议仍未能解决两国深层次矛盾，同时亚美尼亚与俄罗斯外交关系发生新的变化，给其地缘政治带来更多不确定性。随着俄乌冲突带来的移民及资本红利逐步减退，预计 2025 年亚美尼亚经济增速或回落至 4.8% 左右，贸易失衡所导致的经常账户赤字或进一步走扩。此外，考虑其扩张性的财政预算安排，2025 年财政赤字率预计升至 5.5%，财政收支结构进一步失衡。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 因俄乌冲突带来的移民与资本流入红利，以及政府结构性改革措施的实施，近年亚美尼亚经济保持高速增长、经济体量持续扩大且通胀水平下降至可控区间

近年来，亚美尼亚经济保持高速增长，经济规模实现快速扩张，主要是因为来自俄罗斯和乌克兰的大规模移民激增，以及来自纳戈尔诺—卡拉巴赫（“纳卡”）地区难民涌入，推动亚美尼亚劳动力和资本流入增加。2021—2024 年，亚美尼亚实际 GDP 增速呈波动增长态势，其中 2022 年和 2023 年分别录得 12.6% 和 8.3% 的高增速，带动当期 GDP 规模快速扩大。2024 年，亚美尼亚 GDP 总量达到 259.6 亿美元，实际 GDP 增长 5.9%，与 **BB_i** 级国家平均水平相接近，高于 **BB_{i-}** 级国家平均水平。展望未来，随着俄乌冲突带来的移民及资本流入红利的边际减退，亚美尼亚 2025 年经济增速或回落至 4.8% 左右，2026 年或稳定在 4.9% 左右。

近年来，亚美尼亚通胀水平得以有效控制。2024 年，亚美尼亚 CPI 同比为 0.4%，较 2022 年高位回落 8.4 个百分点，主要因食品和大宗商品价格下跌所致，尽管 2025 年上半年通胀水平有所反弹，但仍处于亚美尼亚央行通胀目标 3%±1.0% 区间内，合理维持了稳增长与控通胀的平衡，有效避免了经济过热或通缩风险。

2021—2024 年，第三产业在 GDP 的占比由 53.1% 增至 61.5%，产业结构不断优化。2024 年亚美尼亚人均 GDP 达 8,330.2 美元，较 2023 年增长 4.5%，显著高于 **BB_i** 和 **BB_{i-}** 级国家平均水平。

此外，亚美尼亚在提高出口、增加就业和改善营商环境等方面的出台了一系列结构性改革措施，亦助益于提高当地生产效率。

2. 得益于经济强劲增长及债务结构持续优化，亚美尼亚政府偿债能力增强

亚美尼亚债务结构持续改善，形成“规模可控、结构优化”的良性态势，有效降低了政府债务压力。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。近年来，得益于以及经济的强劲增长，亚美尼亚政府债务相当于GDP的比值波动下降，由2021年63.6%降至2024年50.0%，优于BB₁级和BB₂级国家平均水平；同期，财政收入的增长为债务偿还提供了支撑，财政收入相当于政府债务的比值由37.8%增至50.6%，政府偿债能力亦得以增强。从债务结构看，亚美尼亚本币债务占比持续提升，2024年政府外币债务占比降至40%左右，债务结构的优化一定程度上降低了汇率波动对政府债务偿付的冲击。

3. 外债水平不断下降，经常账户收入对外债的偿付能力得到显著增强

近年来，亚美尼亚的外债偿付能力得以增强。从外债水平看，亚美尼亚外债总额相当于GDP比值由2021年的99.8%降至2024年的62.9%，减少36.9个百分点。从债务结构看，截至2024年末，亚美尼亚外债以政府外债为主（占比35.8%），其次为企业和其他部门，债务结构较为稳定。从偿付能力看，受益于出口额大幅增长，经常账户收入相当于外债总额的比值由50.2%大幅增至129.3%，经常账户收入对外债的保障能力得以提升。同时，政府外债占外债总额的比例持续下降，经常账户收入对政府外债的保障能力亦显著提升。

主要关注：

1. 亚美尼亚地缘政治不稳定因素长期存在，叠加与俄罗斯关系发生新变化，对其政治及经济造成一定不确定性

亚美尼亚地缘政治风险的不确定性，是制约其主权信用水平的长期因素。亚美尼亚与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。由于地缘政治不稳定因素长期存在，导致亚美尼亚与阿塞拜疆东部和土耳其西部边境无相通公路，加之亚美尼亚公路、水路等交通基础设施落后，限制了其经济发展潜力。尽管亚美尼亚与阿塞拜疆于2025年8月在美国华盛顿签署了《关于建立和平与国家间关系的协议》草案，一定程度上降低了直接冲突风险，但两国深层次矛盾仍未解决，即阿塞拜疆要求亚美尼亚修改宪法放弃纳卡地区，这在亚美尼亚国内引发强烈争议，导致社会分歧加剧。

与此同时，亚美尼亚与俄罗斯关系的变化可能会给地区安全格局带来新的冲击，并对其能源供给及贸易带来负面影响。2024年6月，亚美尼亚总理尼科尔·帕什尼扬表达了退出俄罗斯主导的集体安全条约组织（CSTO）的意愿，且在此之前已暂停了在该组织内的活动，取消了联合军事演习等事项。俄亚关系从苏联解体后原为深度绑定的传统盟友，但在纳卡冲突中亚美尼亚指责俄

罗斯维和部队未能阻止阿塞拜疆进攻，而俄罗斯则坚称其军队无权干预，导致两国关系逐步走向信任崩塌与全面疏远。此外，俄罗斯对亚美尼亚积极寻求与西方建立更紧密关系的举动感到极度不满，未来不排除可能通过能源供应、贸易制裁等方式对亚美尼亚施压。

2. 亚美尼亚产业基础较为薄弱、外贸依存度高；出口以低附加值资源品为主，由于贸易结构失衡与产业竞争力不足，贸易逆差与经常账户赤字规模走扩

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。近年来，亚美尼亚进出口总额相当于 GDP 的比值快速增长，由 2021 年 79.8% 增至 2024 年 149.8%，主要来自于与俄罗斯、阿联酋、中国等国关于机械设备，交通工具，食品，以及宝石、半宝石和贵金属等产品贸易额的大幅增加所致。由于贸易结构失衡与产业竞争力不足，亚美尼亚贸易逆差进一步扩大，2024 年贸易逆差增至 7.3 亿美元，尽管亚美尼亚持续发展旅游、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。与此同时，亚美尼亚经常账户收支平衡问题凸显，2024 年经常账户赤字达 11.9 亿美元，较上年大幅增加 5.2 亿美元，经常账户赤字占 GDP 比重升至 4.6%。

2025 年 1—5 月，亚美尼亚对外贸易额同比下降 49.0%，出口及进口同比分别下降 57.4% 和 42.0%。其中，对最大贸易国俄罗斯的双边贸易额同比下降 58.2%，对中国及阿联酋的双边贸易额分别下降 21.8% 和 73.2%。由于亚美尼亚出口仍以矿产品、宝石及贵金属等资源型产品为主，产品结构单一且附加值低，2025 年受到全球大宗商品价格指数同比下跌影响，预计亚美尼亚的贸易结构失衡问题更为突出，国际收支仍然面临较大压力。

3. 亚美尼亚税基薄弱，因扩张性财政政策致赤字率攀升，政府财政收支压力加大

亚美尼亚长期以来存在较大规模的灰色经济，一些没有经过注册的公司通过逃避税收、少支付工资实施不正当竞争，使得政府税收基数相对较小，财政收入相当于 GDP 的比值长期维持在 25% 左右。尽管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，但亚美尼亚灰色经济问题仍未得到彻底改善。

近年来，亚美尼亚政府实施了扩张性的财政政策，包括 2023 年以来 6.5 万纳卡地区难民的安置成本以及持续走高的军事开支。2024 年，亚美尼亚财政赤字率攀升至 3.7%，高于 BB_i 级国家平均水平。根据亚美尼亚财政部公布的国家预算草案，预计 2025 年财政赤字将增至 6,090 亿德拉姆，意在加强国防安全能力、升级基础设施、改善医疗条件，以及安置难民等方面增加财政支出，进而带动 2025 年财政赤字率大幅增至 5.5%，但其财政部亦表示预计在中期将财政赤字率降至 3.0%。总体看，亚美尼亚财政赤字的刚性扩大加大了政府财政收支压力。

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. 地缘政治风险持续下降，经济持续中高速发展，人均 GDP 水平显著提升；
2. 贸易结构失衡得以改善，贸易赤字及经常账户赤字状况得到显著逆转。

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. 经济增速持续回落，政府财政状况恶化，未能实现中期财政整固目标。

附件 1:

表 1 亚美尼亚 2020—2024 年主要数据

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
宏观经济					
GDP (亿德拉姆)	61,819.0	69,917.8	85,014.5	94,925.1	101,934.2
GDP (亿美元)	126.4	138.8	195.1	241.9	259.6
实际 GDP 增速 (%)	-7.1	5.8	12.6	8.3	5.9
CPI 增幅 (%)	1.5	7.5	8.8	2.0	0.4
失业率 (%)	18.2	15.5	13.5	12.4	13.9
结构特征					
人均 GDP (美元)	4,267.5	4,674.2	6,539.1	7,972.5	8,330.2
最终消费支出占 GDP 的比值 (%)	90.3	84.9	78.6	79.5	77.3
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	19.7	23.0	22.4	21.3	22.2
净出口占 GDP 的比值 (%)	-10.0	-7.9	-1.0	-0.8	0.6
第一产业占 GDP 的比值 (%)	11.3	11.3	10.1	8.5	7.9
第二产业占 GDP 的比值 (%)	26.8	26.4	25.4	23.4	23.2
第三产业占 GDP 的比值 (%)	53.2	53.1	55.6	59.4	61.5
产品税净额在 GDP 中的占比 (%)	8.6	9.2	8.8	8.7	7.4
银行业资本充足率 (%)	16.9	17.2	20.3	19.9	19.9*
不良贷款率 (%)	6.6	1.8	2.4	2.1	2.1*
银行业 ROA (%)	1.3	1.1	4.1	2.7	2.7*
银行业 ROE (%)	9.0	7.0	21.5	13.5	13.5*
进出口总额/GDP (%)	70.1	79.8	106.5	123.1	149.8
信贷水平 (%)	15.7	19.6	23.1	20.2	19.2
公共财政					
财政收入 (亿德拉姆)	15,606.6	16,838.3	20,631.3	23,594.1	25,792.2
财政收入/GDP (%)	25.2	24.1	24.3	24.9	25.3
财政支出 (亿德拉姆)	18,946.5	20,043.0	22,425.9	25,510.4	29,553.3
财政支出/GDP (%)	30.6	28.7	26.4	26.9	29.0
财政盈余 (亿德拉姆)	-3,339.9	-3,204.7	-1,794.6	-1,916.3	-3,761.1
财政盈余/GDP (%)	-5.4	-4.6	-2.1	-2.0	-3.7
政府债务 (亿德拉姆)	41,586.1	44,502.0	41,894.5	47,889.3	50,927.2
政府债务/GDP (%)	67.3	63.6	49.3	50.4	50.0
财政收入/政府债务 (%)	37.5	37.8	49.2	49.3	50.6
利息支出/GDP (%)	2.7	2.6	2.3	2.7	3.1
外部融资					
出口额 (亿美元)	38.0	49.8	103.4	147.2	190.7
进口额 (亿美元)	50.6	60.9	104.4	150.6	198.0
外贸顺差 (亿美元)	-12.6	-11.2	-1.0	-3.4	-7.3
经常账户收入 (亿美元)	55.7	69.5	129.6	168.9	211.2
经常账户余额 (亿美元)	-5.1	-4.7	1.4	-6.7	-11.9
经常账户余额/GDP (%)	-4.0	-3.4	0.7	-2.8	-4.6
国际投资净头寸 (亿美元)	-102.9	-110.1	-112.1	-115.3	-123.9
国际投资净头寸/GDP (%)	-81.4	-79.3	-57.5	-47.7	-47.7

外债总额（亿美元）	129.0	138.5	152.6	154.7	163.3
外债总额/GDP（%）	102.0	99.8	78.2	64.0	62.9
政府外债（亿美元）	57.2	62.4	57.7	58.6	58.4
政府外债在外债总额中的占比（%）	44.3	45.0	37.8	37.9	35.8
经常账户收入/外债总额（%）	43.2	50.2	84.9	109.2	129.3
外汇储备（亿美元）	26.2	32.3	41.1	36.1	36.9
外汇储备/外债总额（%）	20.3	23.3	26.9	23.3	22.6

注：1. 因公开数据缺失，*为联合资信估算值；2. 净出口占 GDP 的比值数据来源为世界银行，外贸顺差数据来源为 IMF，两者略有差异
 数据来源：世界银行、IMF，联合资信整理

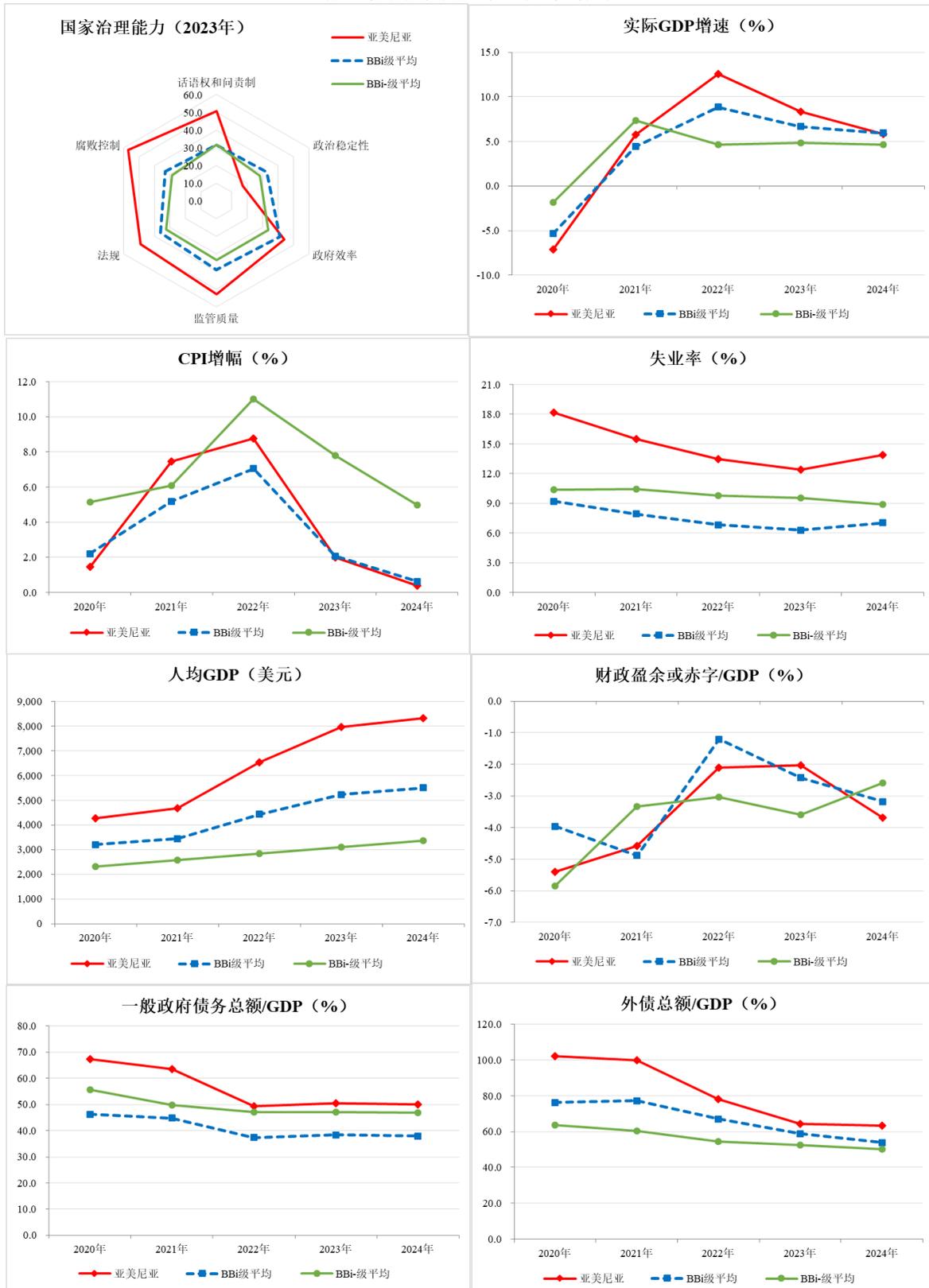
表 2 亚美尼亚 2025—2026 年核心数据及预测

项目	2025 年一季度	2025 年二季度	2025 年预测	2026 年预测
实际 GDP 增速（%）	5.2	5.9	4.8	4.9
CPI 增幅（%）	2.5	3.8	3.3	2.8
失业率（%）	13.9	13.4	13.0	13.3
人均 GDP（美元）	/	/	8,968.9	9,392.8
财政盈余/GDP（%）	/	/	-5.5	-4.5
政府债务总额/GDP（%）	/	/	53.4	54.1
经常账户余额/GDP（%）	/	/	-5.0	-5.0
外债总额/GDP（%）	/	/	60.0	60.0

数据来源：历史数据来源于亚美尼亚国家统计局，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: IMF、世界银行, 联合资信整理

附件 3:

国家主权长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
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
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
D _i	已经违约，进入重组或者清算程序

评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

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。