

➤ 【细说丝路：中国-亚美尼亚】

细说丝路是东方金诚在“一带一路”沿线国家主权信用风险研究基础上，结合“一带一路”倡议下的“五通”内容，对沿线国家与中国的贸易、产业、投资、基建等合作进展、投资风险关注点进行深度分析解读，破解丝路市场进入难题，寻找境外投资价值洼地，赋能投资人“走出去”的综合效益。

亚美尼亚投资环境改善 “一带一路”助力中亚经贸合作

中国-亚美尼亚丝路合作分析：双边贸易快速发展 经济合作有待深化

目前，中国与亚美尼亚双边经贸合作主要集中于双边贸易，直接投资规模和涉及领域有限。考虑到亚美尼亚地缘政治压力和外交战略重点，未来中国与亚美尼亚双边经济合作将继续以双边贸易为主，在中国-欧亚经济联盟合作平台以及“一带一路”倡议下，有助于推动中国与亚美尼亚多领域合作。

● 1-战略合作

亚美尼亚外与中国长期保持友好合作关系。亚美尼亚 1992 年与中国正式建交，2015 年时任总统萨尔基相访华，与中国共同发布“关于进一步发展和深化友好合作的联合声明”，两国签署经贸、金融、司法、执法、海关、教育、旅游等领域 10 余份合作文件。同时，此次访问双方还签署了关于在中亚合作委员会框架内加强共建丝绸之路经济带合作的备忘录，亚美尼亚表达了加入中国“一带一路”倡议的积极态度。此后，两国高层互访频率和深度均持续加强，亚美尼亚已成为中国在南高加索地区的重要伙伴。

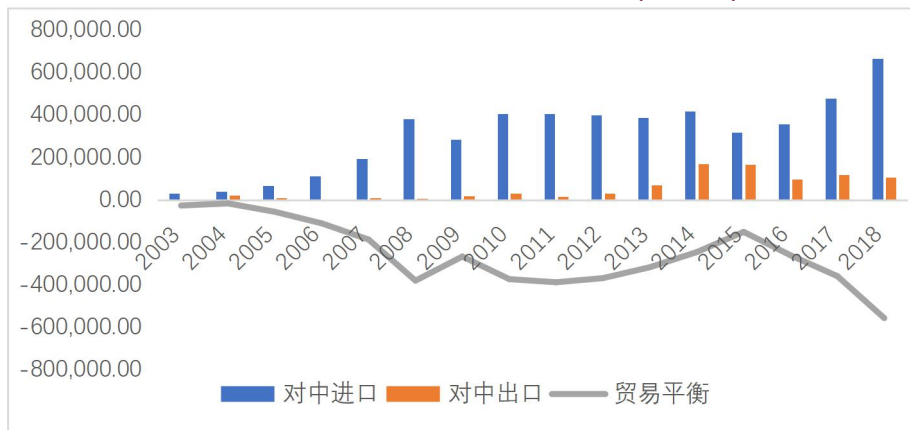
借助中国-欧亚经济联盟经济合作平台，中国-亚美尼亚双边经济合作有望快速发展。一方面，2015 年亚美尼亚正式加入俄罗斯主导的欧亚经济联盟，2017 年与欧盟签订全面和加强伙伴关系协定，未来亚美尼亚外交政策仍将以俄罗斯为核心，优先加强与欧亚经济联盟和独联体集体安全条约组织及成员国的关系；同时深化与欧盟、美国、伊朗、中国及格鲁吉亚经济合作关系。另一方面，2018 年中国与欧亚经济联盟签署经贸合作协定，旨在进一步提高贸易便利化水平，促进与联盟成员国经济贸易关系深化发展。鉴于亚美尼亚计划 2024 年出口总额达到 GDP 的 43%-45%，出口将是未来经济发展重点，中国-欧亚经济联盟深化合作将有助于降低中国与高加索地区贸易合作的制度性交易成本。借助中国-欧亚经济联盟经济合作平台，中国与亚美尼亚双边经济合作有望快速深化发展。

● 2-双边贸易

中国-亚美尼亚双边贸易近年来发展迅速。亚美尼亚与中国建交以来，双边贸易总体经历了四个阶段：1992-2002 年贸易规模有限且发展平平，2003-2008 年进出口快速发展，2009-2015 年亚对中出口扩张带动贸易逆差改善，2016 年后双边进出口额快速扩张且亚对中贸易逆差再度扩大。2016 年以来中亚双边贸易快速发展，这一方面得益于亚美尼亚经济企稳复苏带动进口需求大增，另一方面受益于 2015 年“中亚发展和深化友好合作声明”及

10 余项双边合作文件签署带来的政策利好。2018 年，亚美尼亚对中国出口 1.07 亿美元，同比下降 9.5%，但自中国进口额 6.64 亿美元，同比增长 39.0%，双边进出口总额 7.71 亿美元，同比增长 29.3% 亿美元（见图 1）。中国已成为亚美尼亚第二大贸易伙伴国，双边进出口总额占亚美尼亚对外进出口总额的 9.4%。

图 1：亚美尼亚与中国双边贸易状况（千美元）



数据来源：CEIC

亚美尼亚对中国保持大幅逆差状况，交通成本是制约双边贸易的主要障碍。亚美尼亚对中国双边贸易长期处于大幅逆差状态，2018 年双边贸易逆差 5.57 亿美元。造成双边贸易严重失衡主要有几大因素：

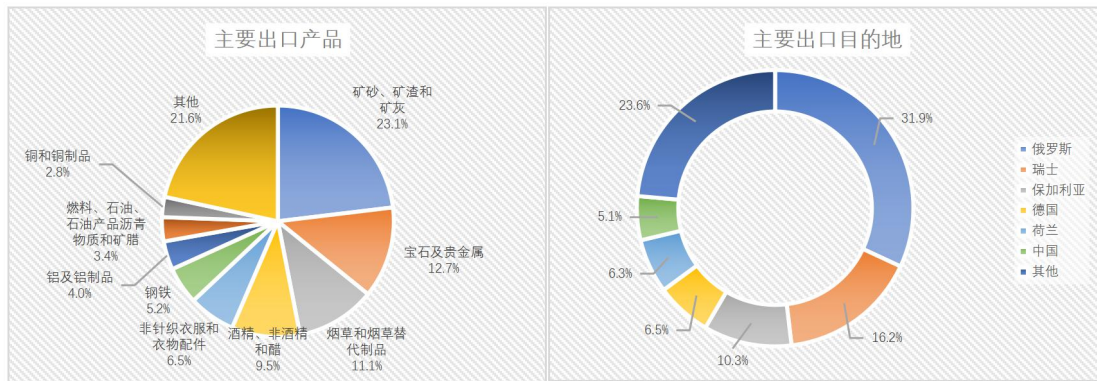
第一，亚美尼亚东部因纳卡问题与阿塞拜疆边境武装冲突不断，西部边境因与土耳其因历史种族屠杀问题长期处于封锁与禁运状态，南部边境则受制于美国对伊朗的经济封锁，这导致亚美尼亚仅能通过北部格鲁吉亚进行货物运输，加之亚美尼亚国内交通运输基础设施较为落后，较高的交通成本成为亚美尼亚出口贸易的主要障碍，其出口目的地主要为俄罗斯（31.9%）及欧洲国家，对中国出口额占比仅为 5.1%（见图 2 右）。

第二，亚美尼亚金属（铜、铁、铝等）及非金属矿产（火山岩、珍珠岩、玄武岩、花岗岩等）资源丰富，是主要出口产品（见图 2 左）；但能源缺乏及工业基础薄弱导致其对能源及工业品进口需求较大（见图 3 左），货物与服务贸易因此常年逆差。这也使亚美尼亚对中国机电、钢铁，家电、建材家具等产品进口需求旺盛，中国成为亚美尼亚第二大进口来源地（见图 3 右），而对中国出口的铜矿、宝石和服装等产品受限于交通运输成本，总量不大。

第三，亚美尼亚与俄罗斯、德国等国双边贸易已与这些国家对亚美尼亚的直接投资形成了密切的联动效应，如俄罗斯向亚美尼亚出口能源并进口矿产品的同时，也投资并控股亚美尼亚部分大型能源电力、交通运输及矿业公司，德国拥有亚美尼亚最大的冶金公司“纯铁公司”51%的控股权，而中国目前对亚美尼亚直接投资规模极小。

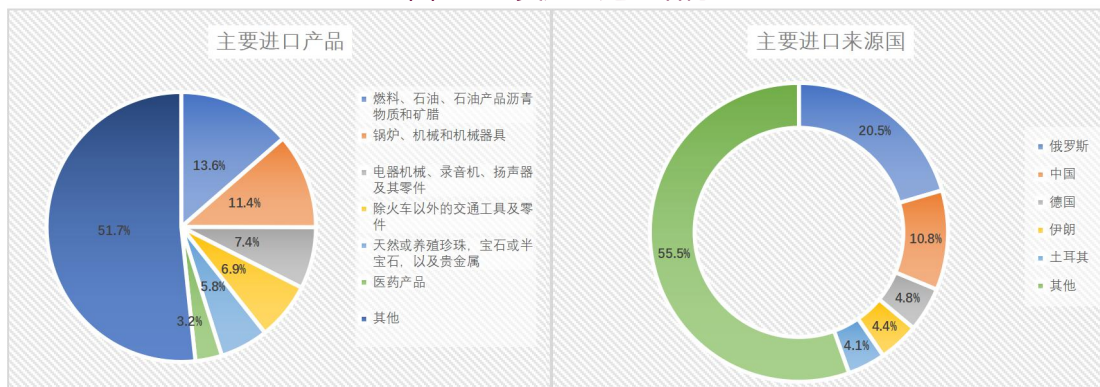
因此，预计亚美尼亚与中国双边贸易将继续保持良好发展势头，但受阻于交通成本高、其他领域经济合作不足等问题，亚美尼亚对中国出口大幅扩张的可能性不大，未来亚美尼亚对中国大幅逆差状态仍将持续。

图 2：亚美尼亚出口结构



数据来源: CEIC

图 3: 亚美尼亚进口结构

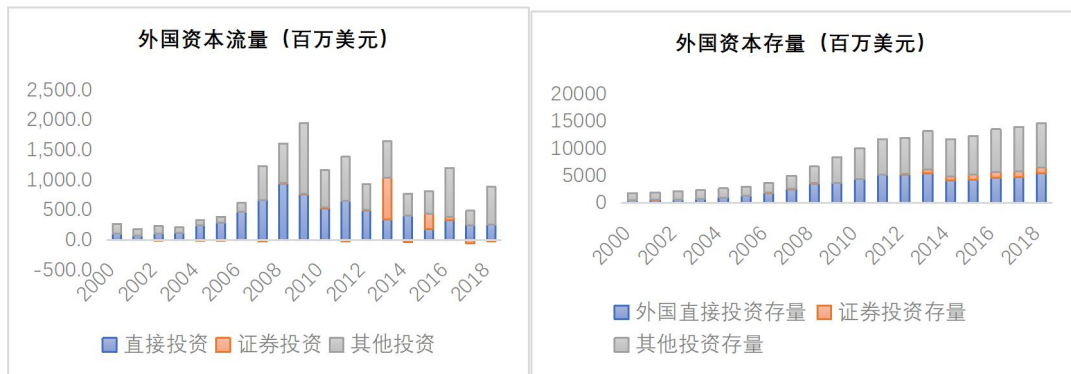


数据来源: CEIC

● 3-直接投资

近年来亚美尼亚外资流入以信贷为主，外国直接投资尚未恢复至金融危机前水平。亚美尼亚经济发展对外资较为依赖，2018 年外资存量规模 146.6 亿美元，占其 GDP 的 117.9%，外国直接投资和以信贷为主的其他投资存量规模分别为 55.1 亿美元和 81.6 亿美元，分别为 GDP 的 44.3%和 65.7%（见图 4 右）。2009 年以后，先后受欧美金融危机、大宗商品价格下跌、国内经济大幅减速以及“天鹅绒革命”等负面冲击，亚美尼亚外国直接投资流入降幅明显（见图 4 左）。2018 年外国直接投资净流入 2.54 亿美元，仅为当年外资流入量的 29.1%，远未达到 2008 年 9.4 亿美元的历史高峰。

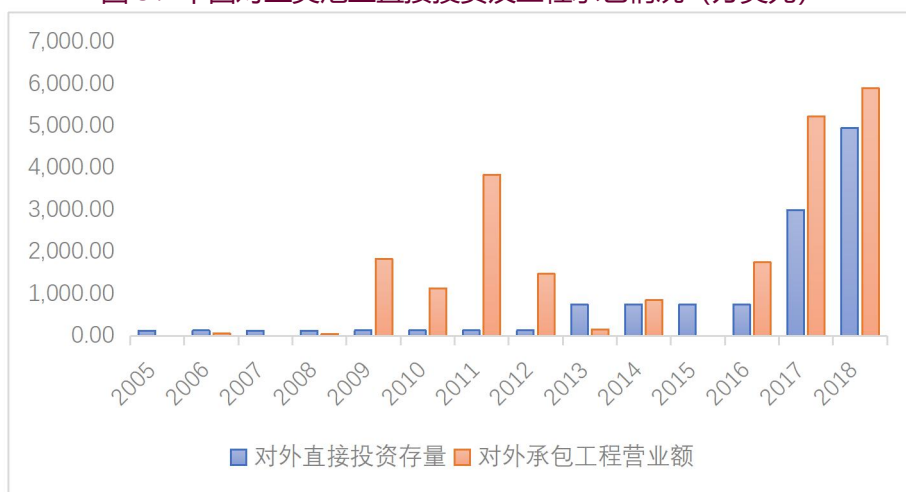
图 4: 亚美尼亚外资流入情况（百万美元）



数据来源: CEIC

亚美尼亚外资主要来俄罗斯及欧洲发达国家，中国对亚美尼亚直接投资近两年增速快，但规模极小。俄罗斯是亚美尼亚最大的外国直接投资来源国，直接投资占比为 14.2%，其次为塞浦路斯（5.4%）、荷兰（4.4%）、卢森堡（3.5%）及德国（2.7%）。外国直接投资涉及亚美尼亚各个领域，包括以食品、矿产品及金属加工为主的制造业（41.3%），通讯（18.2%）、金融业（18.2%）、矿业（8.5%）及交通运输业（6.3%）等。目前相关基础设施建设融资仍主要依赖世界银行、国际货币基金组织等国际金融机构提供的信贷支持。2018 年中国对亚美尼亚直接投资存量规模 4961 万美元，较上年增长 65.6%，但相较亚美尼亚外国直接投资总存量而言，规模占比不足 1%（见图 5）。此外，2018 年中国在亚美尼亚承包工程完成营业额 5903 万美元，承包工程主要集中在公路、通讯、电站等领域，项目多数为世行、亚行等国际金融机构或亚美尼亚政府贷款项目。

图 5：中国对亚美尼亚直接投资及工程承包情况（万美元）



数据来源：wind，商务部

总体来看，中国对亚美尼亚早期以工程承包为主，在 2009-2012 年出现一段时间小高峰，直接投资主要在 2017 年后出现大幅增长。考虑亚美尼亚矿业资源丰富，且对交通基础设施、信息通讯行业仍存在较大融资缺口，预计中国对亚美尼亚直接投资和工程承包仍将集中于交通基础设施、信息通讯、建筑业、矿业开发及加工制造业等。

亚美尼亚投资环境分析：主权信用状况改善 营商环境持续优化

● 1-主权信用状况

东方金诚 2019 年维持亚美尼亚本、外币主权信用等级 BB^W- ，评级展望稳定。亚美尼亚政局渐稳，内需强劲带动经济快速增长，经常项目逆差再度扩大，但政府债务在审慎财政政策下高位缓降，减税和引资政策力度加强有望吸引外资流入，并缓解外部流动性压力，政府本、外币偿债能力将在较低水平维持稳定。

● 2-政治社会环境

亚美尼亚政局逐渐稳定，地缘政治风险需持续关注。亚美尼亚 1991 年独立后建立半总统制，选举争议、政要遇刺、大规模街头政治运动等事件频发，国内政局稳定性较低。2015 年亚美尼亚改半总统制为议会制。2018 年 4 月尼科尔·帕什尼扬领导反对党派发起“天鹅绒

革命”，推动提前议会选举，并领导反对党联盟以 70.43% 的得票率赢得 12 月选举，而老牌右翼共和党未能进入议会。议会绝对优势地位将为尼科尔·帕什尼扬提供良好的执政基础，亚美尼亚国内政局逐渐稳定，但顾虑现执政联盟内部缺乏坚实的政治共识基础，国内政治不确定性仍需长期关注。

地缘政治方面，亚美尼亚 2015 年正式加入俄罗斯主导的欧亚经济联盟，积极参加北约“和平伙伴关系”框架内的各项活动，并于 2017 年与欧盟签署《全面加强伙伴关系协议》。然而，2016 年以来亚美尼亚东部与阿塞拜疆因纳戈尔诺-卡拉巴赫领土争端武装冲突不断，西部因历史大屠杀问题与土耳其僵持，美国对伊朗单方面制裁和极限施压恐对亚-伊经贸产生不利影响，俄格关系因格鲁吉亚欧盟一体化和加入北约的战略倾向而再度紧张，也将严重影响亚美尼亚通过格鲁吉亚发展对俄经贸关系。总体来看，亚美尼亚将长期面临外部地缘政治压力，持续威胁其地区政治安全和边境经贸。

● 3-政策环境

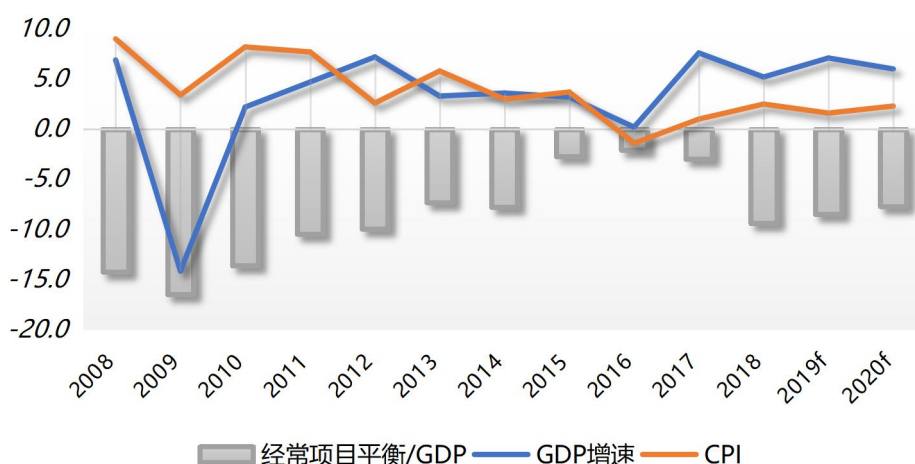
亚美尼亚引资政策力度较大，中期内或释放更多政策利好。亚美尼亚在早期私有化过程中便对外资实施全面开放政策，这使外资可进入的领域较为广泛，并在税收和财政补贴等方面与国内企业享受同等政策待遇。2015 年亚美尼亚批准《亚美尼亚投资政策概念文件》，再次明确对外资实行“开门”政策，给予其国民待遇和最惠国待遇，并对其进入、运营和离开均采用自由化原则。

由于政府债务负担较重（2018 年政府负债率为 55.8%），未来政府将继续倚重私人部门和外资实现年均 5% 以上的经济增长目标。2019 年政府推出减税计划，2020 年起企业所得税从 20% 下调至 18%，非居民股息所得税减半至 5%；明确未来五年将优先发展高科技、数据科学、深度技术，旅游、纺织和服装等行业；此外 2018 年批准建设的拉兹丹自由经济区也将侧重于高新技术领域，如数字货币采矿中心、实施区块链技术、设立大型数据库和云技术应用等。预计未来政府将在打击腐败、健全法治环境、提高行政与税收透明度和公平性、促进投资便利化和提高人力资本质量等方面出台更多落实细则，进一步优化国内营商环境。

● 4-经济金融环境

亚美尼亚经济发展水平较低，经济波动性较大。亚美尼亚独立后经济上实行较为彻底的私有化改革，但市场经济制度发展滞后导致影子经济约占本国 GDP 的 22%，主要行业被国内寡头或外资控制，经济活力不足，大量劳动力出国务工。国内资源较为匮乏，能源完全依赖进口；采矿业以铜矿为主，但基本被外资控制；工业以农产品和金属加工为主，发展较为初级，农业占比 16.7% 致使经济对气候条件敏感。此外，亚美尼亚对俄罗斯严重依赖，后者是其最大的出口市场、外资来源和侨汇来源。受上述因素影响，亚美尼亚经济增长波动性较大。2012 年后铜价连年下跌和 2014 年俄罗斯经济衰退拖累亚美尼亚经济，2016 年经济增速一度降至 0.2%；2017 年得益于铜价回升和俄罗斯经济复苏，经济增速提升至 7.6%；但 2018 年又因农业产值下降，以及“天鹅绒革命”拖累市场信心，增速降至 5.2%。2019 年，得益于消费强劲，市场信心回暖带动建筑业和矿业投资，预计亚美尼亚经济增速可达 7.1%。2020 年，国内消费依然强劲，主要出口市场需求仍显疲态及基数效应或放缓投资增速，预计亚美尼亚经济增速回落至 6.0% 左右。

图 6：亚美尼亚宏观经济状况 (%)



数据来源：CEIC, EMIS

亚美尼亚金融水平较低，银行体系较为脆弱。2018年亚美尼亚 M2/GDP 为 45.6%，在全球处于较低水平。金融业以银行为主，2018年银行信贷总量与 GDP 之比为 48.2%，信贷增速 16.3%，但银行加权平均贷款利率高达 12.8%，实体经济融资成本较高。亚美尼亚银行稳健性较 2016 年经济低迷期明显改善，2018 年底银行资本充足率 17.7%，不良贷款率降至 4.8%。不过，银行不良贷款多集中于农业及农产品加工部门，农业经济波动性直接影响银行资产质量。此外由于亚美尼亚宏观经济形势波动较大，银行多采用美元进行存贷款结算，导致银行存贷款美元化程度超过 60%，对汇率风险敏感，银行体系较为脆弱状态。

图 7：金融市场发展排名/141 国

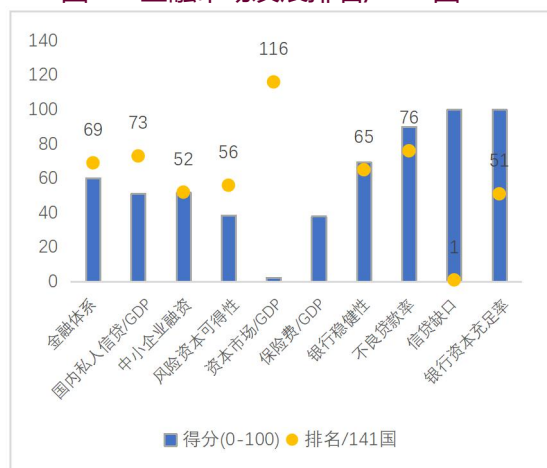
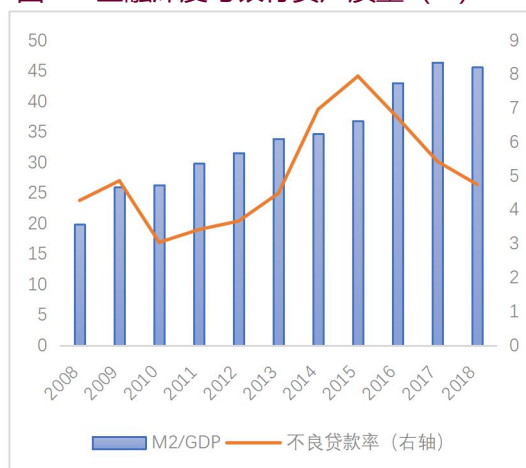


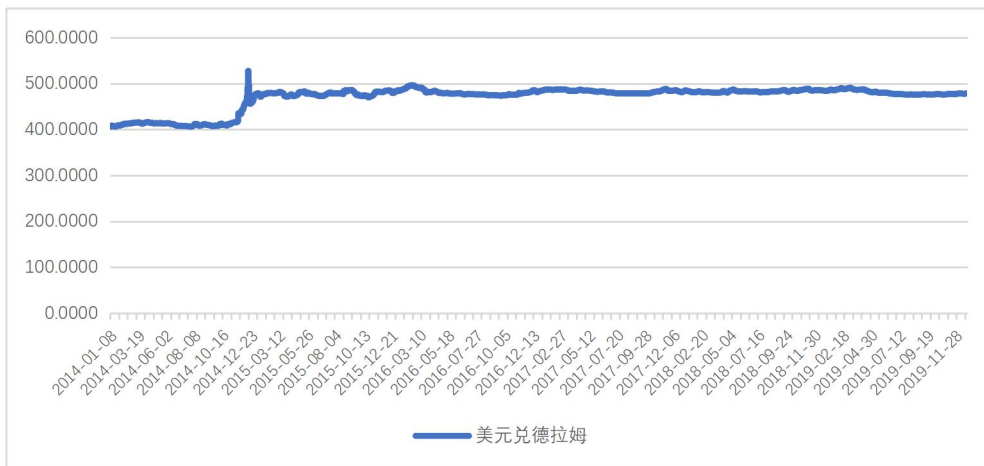
图 8：金融深度与银行资产质量 (%)



数据来源：WEF, CEIC

国际支付能力脆弱令亚美尼亚短期仍面临贬值压力。亚美尼亚实行有管理的浮动汇率制度，央行通过适时干预外汇市场以避免因非宏观经济因素引起的汇率短时高频波动。2014 年亚美尼亚本币德拉姆累计贬值 17%，但贬值幅度远小于其他独联体国家。不过，由于亚美尼亚经常项目逆差再度扩大，外国直接投资尚未恢复至危机前水平，且难以基本覆盖其经常项目逆差，其国际支付能力仍然脆弱，本币仍面临一定贬值压力。

图 9：亚美尼亚德拉姆汇率



数据来源：WIND

● 5-营商环境

亚美尼亚营商环境排名处于全球较高水平，近年来虽有波动，但营商环境总体持续改善。据世行《2020 年全球营商环境报告》，亚美尼亚在 190 个国家中排名 47，较上年下降 6 个名次（见图 10）。虽然近十年来亚美尼亚营商环境排名波动明显，但从其改革措施和得分情况来看，亚美尼亚近五年来在创业环境、行政效率、投资者保护等方面持续改进。一方面，政府通过简化企业缴税、产权登记及电力连接等流程，扩大增值税退税范围，优化土地纠纷解决机制，提高合同纠纷处理效率等，优化企业创业和营商环境；另一方面，通过加强公司关联交易信息披露，改进公司所有权和内部控制结构，提高公司透明度等，加强投资者保护。此外，2016 年亚美尼亚实行新的担保法，通过建立现代集中担保抵押登记体系，使企业更易获取信贷。未来，预计政府将在税收征收、行政与司法效率、产权和投资者保护等方面持续改进，以进一步吸引外资流入。

表 1：亚美尼亚营商环境状况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
公司注册所需时间 (天)	14	8	8	5	5	5	5	5	4	4
施工许可证办理所需时间 (天)	165	100	100	100	100	100	99	99	99	99
电力获得时间 (天)	235	235	235	180	180	138	138	127	72	72
产权登记办理所需时间 (天)	7	7	7	7	7	7	7	7	7	8
信贷机构人覆盖率 (%)	38.3	46.6	56	63.8	65.8	94.1	71.1	77.2	80	82.5
信息披露指数 (0-10)	5	5	5	5	5	5	5	5	6	7
总税负/利润 (%)	38.6	38.8	38.8	35.9	20.1	20	18.5	18.5	18.5	22.6

出口手续办理 (小时)	-	-	-	-	52.5	40.5	40.5	40.5	40.5	28.5
进口手续办理 (小时)	-	-	-	-	52.1	42.6	42.6	4.1	4.1	4.1
合同执行 (天)	285	570	570	570	570	570	570	570	570	570
破产清算债务违约回收率 (%)	35.6	35.3	36.1	36.4	37.2	36.9	36.2	36.4	38.2	39.2



注：色阶颜色从红色-黄色-绿色，表示营商环境主要指标较差-良好-优秀的变化轨迹。

数据来源：世界银行。

图 10：亚美尼亚营商环境排名/190 个经济体



数据来源：世界银行

(曹源源供稿)

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。