

# 巴基斯坦伊斯兰共和国信用评级报告

## 本次评级结果

长期外币信用等级: BB<sub>i</sub>

长期本币信用等级: BB<sub>i</sub>

评级展望: 稳定

## 本次评级时间

2018 年 10 月 31 日

## 主要数据

|               | 2017 年   | 2016 年   | 2015 年   | 2014 年   | 2013 年   |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 名义 GDP (亿美元)  | 3,039.93 | 2,789.13 | 2,705.56 | 2,443.61 | 2,312.18 |
| 实际 GDP 增速 (%) | 5.28     | 4.51     | 4.06     | 4.05     | 3.68     |
| CPI 增幅 (%)    | 4.15     | 2.86     | 4.53     | 8.62     | 7.36     |
| 失业率 (%)       | 6.02     | 5.96     | 5.90     | 6.00     | 5.98     |
| 人均 GDP (美元)   | 1,541.08 | 1,440.97 | 1,424.95 | 1,312.43 | 1,266.74 |
| 财政盈余/GDP (%)  | -5.67    | -4.41    | -5.25    | -4.85    | -8.37    |
| 政府债务/GDP (%)  | 67.17    | 67.57    | 63.32    | 63.47    | 63.86    |
| 财政收入/政府债务 (%) | 23.34    | 22.95    | 22.93    | 24.02    | 21.06    |
| 外债总额/GDP (%)  | 29.33    | 27.14    | 25.30    | 26.16    | 26.30    |
| CAR/外债总额 (%)  | 60.28    | 66.95    | 75.48    | 82.26    | 81.05    |
| 外汇储备/外债总额 (%) | 20.70    | 29.14    | 28.37    | 22.57    | 12.08    |

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:

王倩 张强

联合资信评估有限公司

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

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](http://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”)对巴基斯坦伊斯兰共和国(以下简称“巴基斯坦”)的主权信用进行了评级, 决定给予其长期本、外币信用等级 BB<sub>i</sub>。该评级结果表示巴基斯坦存在一定信用风险, 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。

巴基斯坦政局及安全形势近年较为动荡, 2017 年以来, 非传统政党在大选中获胜, 遭遇传统政党掣肘, 对政局稳定性不利, 中巴关系存在的不确定性也将降低其外部融资便捷性; 近年经济发展趋稳, 但内外部压力加大令增速放缓风险上升; 高度依赖农业发展, 产业结构抗风险能力较差; 银行资本处于充足状态, 资产质量有所改善; 近年来在 IMF 框架下收紧财政政策, 财政赤字水平有所下降, 但 2017 年税收征管不善, 债务支出庞大令财政赤字走高; 政府债务水平总体较高; 贸易和经常账户常年逆差, 且近期赤字大幅上升, 国际收支再次遭遇困境; 美联储持续加息美元走强卢比币值领跌新兴市场, 为保汇率外汇储备近期急剧缩水, 经常账户和外汇储备对外债的覆盖程度均呈现大幅降低态势, 目前正寻求 IMF 大规模救助计划; 外债总水平较低, 以国际组织及双边优惠性长期贷款为主, 融资成本相对较低。

## 优势

- 近年经济发展趋稳, 得益于外劳汇款带动的居民消费拉动, 经济在低水平出现较快增长;
- 银行业资金处于充足状态, 资产质量改善;
- 外债总水平较低, 以国际组织及双边优惠性长期贷款为主, 融资成本相对较低。

## 关注

- 非传统政党上台, 遭遇传统政党掣肘, 对政局稳定性不利, 中巴关系存在不确定, 或不利于其外部融资便捷性;
- 通胀上升较快, 失业状况加剧;
- 政府财政赤字高且有所扩大, 远超国际警戒线;
- 政府债务中短期债务占比大且继续上升;
- 贸易及经常项目常年双赤字, 且近期大幅上升;
- 外汇储备由于保汇率出现急跌, 经常账户和外汇储备对外债的覆盖程度大幅降低;
- 巴基斯坦卢比汇率大幅贬值。

## 一、国家概况

巴基斯坦伊斯兰共和国（以下简称“巴基斯坦”）位于南亚次大陆西北部，领土面积 79.61 万平方公里（不包括巴控克什米尔地区），人口 2.08 亿。全国共有旁遮普、开伯尔-普什图赫瓦、俾路支、信德 4 个省和伊斯兰堡首都特区；各省下设专区、县、乡、村联会。巴是多民族国家，官方语言为乌尔都语和英语，95%以上的居民信奉伊斯兰教（国教）。

巴基斯坦煤炭资源丰富，几乎全部位于信德省，其他主要矿藏有天然气、石油、铁、铝土等。

巴基斯坦奉行独立和不结盟外交政策，注重发展同伊斯兰国家和中国的关系，积极参与中国“一带一路”下“中巴经济走廊”建设。目前巴基斯坦已同世界上 120 多个国家建立了外交和领事关系。巴基斯坦是世界贸易组织、伊斯兰会议组织、77 国集团、不结盟运动、上海合作组织和英联邦成员国；在地区反恐和经济合作中发挥了重要作用。

## 二、国家治理

**非传统政党正义运动党在大选中获胜，短期内或遭遇传统政党及支持者掣肘；恐怖主义仍是安全形势主要威胁；中巴关系存在磨合期，或降低融资渠道稳定度**

巴基斯坦实行议会制共和制政治体制。议会为联邦立法机关。1973 年宪法颁布后实行两院制，由国民议会（下院）和参议院（上院）组成。国民议会经普选产生，参议院按每省议席均等的原则，由省议会和国民议会遴选产生。

最高法院为最高司法机关，各省和伊斯兰堡设高等法院，各由 1 名首席大法官和若干法官组成。

联邦政府是最高行政机关。联邦内阁由总理、部长和国务部长组成，各部委由常务秘书主持日常工作。省政府受联邦政府领导，但宪法规定实行省自治。巴实行多党制。现有政党 200 个左右，派系众多。

2017 年 7 月 28 日，巴基斯坦最高法院判决取消谢里夫总理议员资格，谢里夫辞职并解散内阁。8 月 1 日，沙希德·哈坎·阿巴西当选总理。2018 年 5 月 31 日，上届政府到期自动解散。2018 年 7 月 25 日，巴基斯坦举行国民议会（议会下院）选举，由前板球明星伊姆兰·汗领导的正义运动党最终获得 272 个直选议席中的 115 个，击败了其主要对手穆盟（谢里夫派）（62 席）及人民党（34 席），取得国民议会第一大党的地位，由于

未超过半数，且选前表示无意与传统执政党合作，正义运动党预计将与穆盟（领袖派）、统一民族运动党等较小党派结盟组建联合政府。

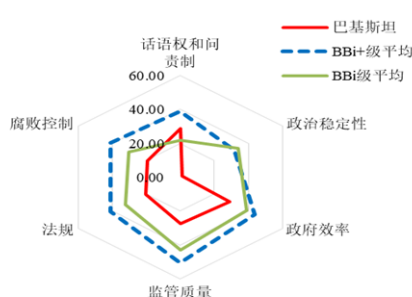
正义运动党获胜后，穆盟（谢派）及人民党等成员指责选举舞弊并有军方暗中策应，加上 2018 年 7 月 6 日前总理谢里夫及其子女因涉嫌腐败被监禁，引发了谢里夫支持者的抗议。穆盟（谢派）与人民党两大传统政党多年来轮流执政，拥有相当的政治遗产和群众基础，其作为反对派，预计在非传统政党出身的正义运动党新总理执政期间将持续对政策制定等形成掣肘；此外，谢派等支持者对选举不合法以及军方干政等抗议预计未来一段时间仍将持续，对社会治安形势造成一定影响。同时，恐怖主义仍是巴基斯坦安全形势的主要威胁。近年来，受阿富汗战争的影响，巴基斯坦作为反恐前沿国家安全形势一直不佳。尽管政府已针对卡拉奇和联邦管辖部落区域的暴力和恐怖主义进行武装镇压并削弱了武装分子力量，但中期内预计巴基斯坦安全形势依然严峻，较难在短期内有根本性转变。

伊姆兰·汗获胜后曾表示不会改变对话友好政策，将继续支持中巴经济走廊建设。但 2018 年 8 月以来，巴基斯坦与印度互动频繁，印巴关系出现缓和契机，而同时伊姆兰·汗上台前对“中巴经济走廊”中一些项目的态度引发各方对中巴关系不确定性的关注。我们认为，新政府出于寻求各方面平衡考虑，虽然中巴经济走廊中在建项目出现变数的可能性不大，但尚未开始建设的项目仍存在二次谈判、重新沟通的可能。中巴关系面临存在一定时间磨合期，或对其融资渠道的稳定性造成负面影响。

**巴基斯坦政府治理能力较差，且近年来有所下滑**

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2016 年巴基斯坦各项治理能力指标均值为 20.95，较上年（21.90）有所下降，显著低于其他 BB+ 级与 BB 级国家均值（图 1）。其中，腐败控制、法规及监管质量方面表现下滑明显。

图 1：2016 年巴基斯坦治理能力



数据来源：世界银行

### 三、宏观经济表现与政策

**近年经济发展趋稳；得益于外劳汇款带动的居民消费拉动，经济在低水平出现较快增长；“中巴经济走廊”建设持续深入将有利于经济潜力释放**

过去十年来，由于长期结构性问题，巴基斯坦经济遇到了巨大挑战，特别是能源领域改革、安全形势不佳导致投资环境较差以及持续的财政不平衡阻碍了巴基斯坦经济增长。从 2009 年至 2013 年，巴基斯坦经济增长徘徊在低于 4% 的水平。2013 年谢里夫政府上台之初巴基斯坦处于债务违约边缘接受了 IMF 新的救助贷款，并按 IMF 要求采取高强度紧缩政策，着力提高财政收入。通过近 5 年结构性改革，巴基斯坦经济逐渐趋稳。经济运行中的积极因素增多，重要经济指数较前有所好转。

2017 年，巴基斯坦 GDP 总量为 31.86 万亿卢比（3,039.93 亿美元），实际增速为 5.28%，为近十年最大增幅。得益于庞大的外劳汇款带动，居民消费仍是巴基斯坦经济增长最大引擎。根据世界银行数据，2017 年巴基斯坦外劳汇款流入 200 亿美元，占 GDP 比重近 10%，全球排名第七，带动居民消费对经济增长贡献率达 6.8 个百分点；政府消费对经济增长贡献率约 0.6 个百分点；合计对经济贡献率上升近 1 个百分点；在中巴经济走廊建设以及政府发展导向型经济政策等利好影响下，投资同比增长 10%，同比增长 2.5 个百分点；对经济增长贡献约 1.4 个百分点。而由于油价上涨，2017 年巴基斯坦进口大幅增长逾 20%，净出口对经济继续形成较大拖累。

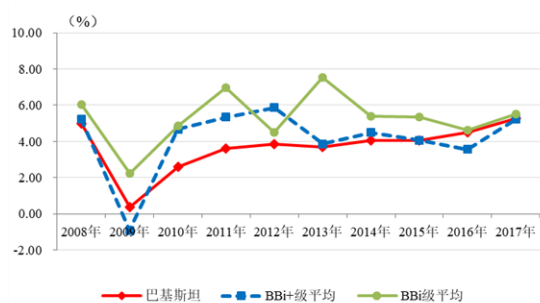
**表 1：2013~2017 巴基斯坦宏观经济表现情况**

|               | 2017 年   | 2016 年   | 2015 年   | 2014 年   | 2013 年   |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 实际 GDP 增速 (%) | 5.28     | 4.51     | 4.06     | 4.05     | 3.68     |
| 名义 GDP (万亿卢比) | 31.86    | 29.10    | 27.44    | 25.17    | 22.39    |
| 名义 GDP (亿美元)  | 3,039.93 | 2,789.13 | 2,705.56 | 2,443.61 | 2,312.18 |
| CPI 增幅 (%)    | 4.15     | 2.86     | 4.53     | 8.62     | 7.36     |
| 失业率 (%)       | 6.02     | 5.96     | 5.90     | 6.00     | 5.98     |

数据来源: IMF

近十年，与 BB<sub>i</sub>+级与 BB<sub>i</sub> 国家平均水平相比，巴基斯坦 GDP 增速均偏低；但巴基斯坦经济稳定性较强，十年经济增长波动率（1.39%）低于 BB<sub>i</sub>+级（1.92%）与 BB<sub>i</sub> 国家（1.46%）平均水平。

**图 2：巴基斯坦近十年实际 GDP 增长率**



数据来源: IMF

新一届政府出台了一系列扩大发展支出，鼓励出口，将推动区域贸易发展，倡导出口导向经济发展模式。同时，将重点放在推动“巴基斯坦制造”产品的出口并减少对进口的依赖。对纺织、农业等重点行业予以财税支持等政策，以期进一步改善基础设施不佳、电力短缺等难题，确保宏观经济稳定，增加就业和人民收入，谋求更快、更具包容性和持续性的经济增长。

未来 1-2 年，中巴经济走廊建设的持续深入将提升巴投资环境和经济增长基础，有利于其经济潜力的释放。但政治局势复杂、双赤字压力积聚、安全状况严峻等都将给经济延续向好趋势带来不确定性；未来两年经济增长恐将减缓至 4.7% 左右。

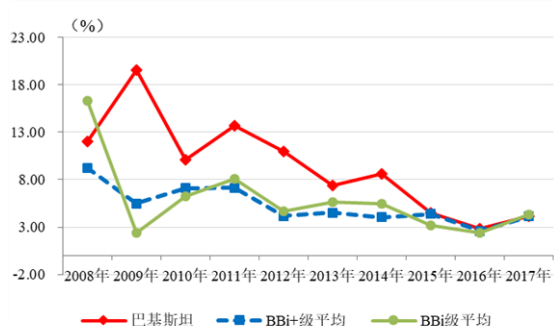
**近年 CPI 增幅呈现下降趋势；近期受卢比贬值等影响，通胀上升较快**

2008-2012 年，食品和商品价格的大幅增长将巴基斯坦通胀多年来推升至两位数水平，CPI 增幅一度高达 13.66%。近五年，得益于 IMF 框架下货币政策调整、巴国内商品供应充足及政府对物价控制有所成效等积极因素，巴基斯坦 CPI 增速整体呈现下降趋势。2017 年，巴基斯坦平均通胀率为 4.15%，同比上升 1.29 个百分点，低于国际货币基金组织 (IMF) 4.3% 的预测值，仍处于相对健康的范围。

但 2018 年以来，由于卢比贬值和油价上涨等原因，巴基斯坦通货膨胀一直呈上升状态，8 月达到 5.84%，创四年新高；预计全年将超过 6.0% 的目标。

在强美元周期下，为遏制通胀上升，2018 年 7 月巴基斯坦央行将关键利率上调 100 个基点至 7.5%，加息幅度创下新高；但大幅收紧货币政策可能将提高商业融资成本，进一步削弱政府财政状况，对国家整体经济造成打击。近十年，与 BB<sub>i</sub>+级与 BB<sub>i</sub> 国家平均水平相比，巴基斯坦通胀率均偏高；且 CPI 增幅十年波动率（5.06%）高于 BB<sub>i</sub>+级（1.98%）与 BB<sub>i</sub> 国家（4.08%）平均水平。

图 3：近 10 年巴基斯坦 CPI 增长率



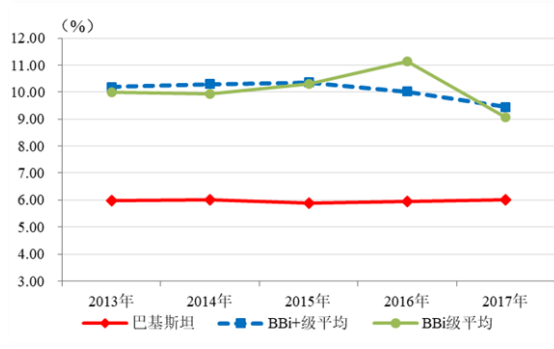
数据来源: IMF

### 经济增长对就业带动效应较弱，失业率上升，但与同级别国家相比偏低

近五年巴基斯坦失业率一直保持在 5.90%-6.10% 的较高区间，经济增长对就业的带动效应很弱。2017 年，巴基斯坦失业率为 6.02%，同比上升 0.06 个百分点，就业状况有所转差。虽然巴基斯坦富余劳动力较多，但劳动力人口文化水平普遍较低，执业技能缺乏。此外，巴基斯坦是世界上劳动力增长最快的国家之一，巴劳动力市场每年新增 130 万就业人口，就业问题、尤其是 35 岁以下年轻人就业问题未能得到较好解决，造成社会不满情绪。

中短期内，由于巴基斯坦外部脆弱性加剧，若经济下滑将对就业继续产生负面冲击。与 BB<sub>A</sub> 和 BB<sub>B</sub> 级国家相比，巴基斯坦失业率相对较低。

图 4：2013~2017 年巴基斯坦失业率



数据来源: IMF

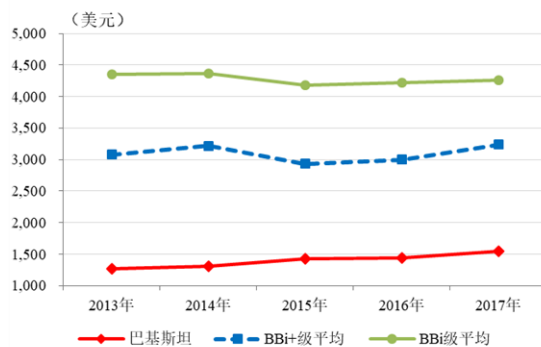
## 四、结构特征

### 人均 GDP 近年来仅低水平缓慢增长，恐怖主义导致安全风险拖累竞争力继续下滑

多年来，巴基斯坦长期以来外部融资和援助，内部

在资本积累不足，缺乏经济内生发展能力，巴基斯坦近年人均 GDP 增速始终仅在低水平缓慢增长。2017 年，巴基斯坦人均 GDP 为 1,541.08 美元，较上年 (1,440.97 美元) 增长 6.95%，但仍处于较低水平。与 BB<sub>A</sub> 和 BB<sub>B</sub> 国家相比，巴基斯坦人均 GDP 水平仍明显偏低，且差距较大 (见图 5)。

图 5：2013-2017 年巴基斯坦人均 GDP



数据来源: IMF

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017 年巴基斯坦的全球竞争力指数为 3.7，在全球 137 个经济体中排名第 115 位，较 2016 年度下降 7 个名次。从 2017 年看，巴基斯坦竞争力排名较为靠前的因素主要包括市场规模 (排名 28) 以及创新能力 (公司研发方面的支出排名 52)；但在安全环境、腐败以及劳资方面排名均几乎垫底。总体而言，2017 年巴基斯坦的全球竞争力继续恶化。

### 外贸成为经济发展的短板；第三产业以低端服务业为主，高度依赖农业发展，产业结构抗风险能力较差；中巴经济走廊等推动下投资流入止跌回升

巴基斯坦贸易逆差逐年扩大，外贸已成为巴经济增长的短板。现任政府重申采取措施刺激出口，致力于发展出口导向性经济。但巴基斯坦工业化程度低，出口产品高度集中于纺织品、皮革及大米 (合计占比逾 70%)，产品品种单一，附加值较低，可替代性高；而进口则集中在原油、机械、化工等；贸易结构有待改善。

从需求结构看，2017 年，消费仍是拉动巴基斯坦经济的最主要力量，占 GDP 比重达 93.22%，同比上升近 2 个百分点。投资占比略有上升达 14.49%，主要受益于中巴经济走廊项目建设拉动；而由于进口大增，净出口占比持续为负，且继续下滑至 -9.32%，同比下降逾 2 个百分点。总体看保持了相对稳定，但近年外贸形势较差，对经济拖累日益明显。从巴基斯坦需求结构来看，若要保持经济长期增长提升竞争力，仍需着眼于促进投资和

扩大出口。

从产业结构情况看，2017 年巴基斯坦三大产业占 GDP 比重分别为 24.36%、19.11% 和 56.53%。从近五年占比变化看，第一产业占比基本稳定，第二产业占比有所下降，第三产业占比则有小幅上升。虽然巴基斯坦产业结构中第三产业服务业占比过半，但以批发和零售等低端服务业为主，而金融保险等相对高端的服务业发展速度缓慢。低端服务业往往依赖于农业发展，产业结构抗风险能力较差。

近年来，受能源短缺、安全形势严峻以及政府治理能力有待进一步提升等问题影响，巴吸收 FDI 情况持续低迷，但近两年在中巴经济走廊建设推动下止跌趋稳态势明显。2017 年巴 FDI 净流入 28.15 亿美元，同比大幅增长 13.11%。其中，来自中国的 FDI 继续稳居首位，主要集中在能源等领域。总体看，FDI 占 GDP 比重有所上升，对外依赖加重。

#### 银行监管较为严格，银行资本处于充足状态，资产质量有所改善

巴基斯坦金融监管机制传承了大部分英美金融监管体系，法律和监管体系较为健全，同时监管体系兼顾了伊斯兰金融的风险理念和操作规范。巴基斯坦国家银行（State Bank of Pakistan）作为中央银行是唯一金融监管机构，负责制定并实施货币政策、信贷政策、银行政策、汇率政策等，同时监管巴基斯坦所有银行、非银行金融机构。

巴基斯坦银行监管较为严苛，主要体现为：一、对外资银行分行在单一风险敞口、杠杆比率等指标均视为子行管理；二、实行严格的外汇管制措施，除部分正常贸易项下外，几乎所有外汇流出均需得到央行事先批准；三、监管频率较高，巴基斯坦对商业银行采用每两年进行全面检查、不定期开展窗口指导及高管约谈等方式增加监管频度。

截至 2017 年底，巴基斯坦银行业的资本充足率为 15.80%，同比略有下降，但仍高于官方规定的 10.65% 的最低值，显示银行部门资产具备一定弹性。

资产质量方面，由于宽松货币政策之下企业信贷增速加快，近五年来巴基斯坦银行业不良贷款率由 13.30% 的高位逐步下降，2017 年不良贷款率为 8.40%，同比下降 1.70 个百分点。资产质量有所改善，但不良贷款率总体仍较高，巴中小企业的不良贷款率可能高达逾 20%。

盈利能力方面，银行业的总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为 1.60% 和 19.50%，较上年

同期分别下降 0.50 个和 4.40 个百分点。

## 五、公共财政实力

**近年来在 IMF 框架下收紧财政政策，扩大税基增加收入，财政赤字水平有所下降；但 2017 年税收征管不善，债务支出庞大令财政赤字走高，未来一段时间财政状况仍不乐观**

由于税收征管不善加上政府财政纪律松弛，巴基斯坦公共财政常年处于赤字状态。2008-2013 年谢里夫上台前，平均财政赤字率逾 6%。2013 年以来巴基斯坦接受 IMF 救助贷款，在 IMF 框架下收紧财政政策，扩大税基增加收入，财政赤字水平从 8.37% 的水平开始下降。

巴基斯坦财政收入结构中税收约占 60%，其余主要是商业银行借款、外国政府和机构提供的贷款和援款，约占总收入的 15%。2017 财年<sup>1</sup>，巴基斯坦一般政府财政收入 5.00 万亿卢比，同比增长 10.70%。2017 年虽然巴征税额度同比增长 11.4%，但仍未达到政府预定目标，税收征管力度及效果仍较差。

2017 财年巴基斯坦一般政府财政支出 6.80 万亿卢比，同比增长 17.33%，增速远超财政收入增速。财政支出中债务偿付支出占比逾 30%，继续成为最沉重的负担。此外，安全形势动荡也令国防支出占比继续走高，超过总支出的 20%。同时，公共领域发展项目（PSDP）资金支出同比大幅增长逾 20%，其中多数用于投资公路、铁路、能源等基础设施项目。经常性支出合计占比超过 87%，财政支出的刚性过大。

表 2：2013~2017 巴基斯坦一般政府财政表现

|            | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 财政收入（万亿卢比） | 5.00   | 4.51   | 3.98   | 3.84   | 3.01   |
| 财政收入/GDP   | 15.68  | 15.51  | 14.52  | 15.24  | 13.45  |
| 财政支出（万亿卢比） | 6.80   | 5.80   | 5.43   | 5.06   | 4.88   |
| 财政支出/GDP   | 21.34  | 19.92  | 19.77  | 20.10  | 21.82  |
| 财政盈余（万亿卢比） | -1.81  | -1.28  | -1.44  | -1.22  | -1.87  |
| 财政盈余/GDP   | -5.67  | -4.41  | -5.25  | -4.85  | -8.37  |

数据来源：IMF

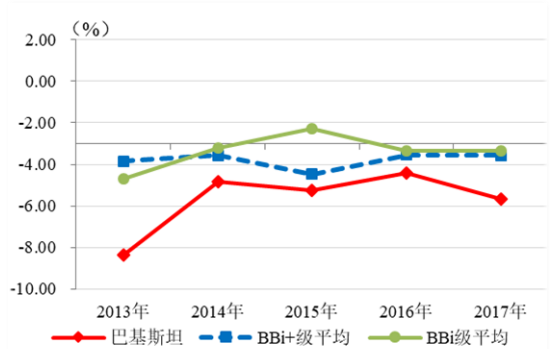
2017 年，巴基斯坦一般政府财政赤字 1.81 万亿卢比，占 GDP 比为 5.67%，达到近五年新高，继续远超 3% 的国际警戒线；财政赤字高于 BB<sub>B+</sub> 和 BB<sub>B</sub> 级国家平均水平（见图 6）。政府不得不继续通过举债弥补财政赤字。

根据巴上届政府制定的 2018-19 财年预算案，新财年政府将进一步致力于减少财政赤字，扩大税基。预计

<sup>1</sup>巴基斯坦财年截至 6 月 30 日。

财政收入同比增长 7%，而支出增加 0.6%，财政赤字率低于 4.9%。但大选换届后巴各界普遍认为该预算过于乐观，亚开行及 IMF 等国际组织也认为巴基斯坦重新平衡内外压力较大。预计未来巴财政赤字仍有高位上行的可能。

图 6：2013~2017 年巴基斯坦财政盈余占 GDP 比重



数据来源: IMF

**由于填补财政赤字需求，政府债务水平总体较高，但 2017 年略有下降**

由于填补财政赤字需求，多年来巴基斯坦政府债务水平一直处于较高水平。2017 财年，巴基斯坦一般政府债务总额为 21.40 万亿卢比，较 2016 年（19.66 万亿卢比）上升 8.84%。一般政府债务总额占当年 GDP 的比重为 67.17%，较上一年度的 67.57%略有下降，但仍高于 60%的国际警戒线。整体看，与近五年 BBi+和 BBi 国家平均水平相比，巴基斯坦一般政府债务水平明显偏高。

巴基斯坦一般政府债务净额近年总体呈现小幅上升趋势。截至 2017 年底，巴基斯坦一般政府债务净额为 19.63 万亿卢比，占 GDP 比重 61.61%，同比上升 0.41 个百分点。利息支出占 GDP 比重为 4.23%，同比小幅下降 0.11 个百分点，但仍然维持较低水平，利息支出负担仍较重。

从政府债务币种结构看，巴基斯坦一般政府公共债务中外币债务占比约 29%，本币债务占 71%，显示巴基

表 3：2013~2017 巴基斯坦一般政府债务情况

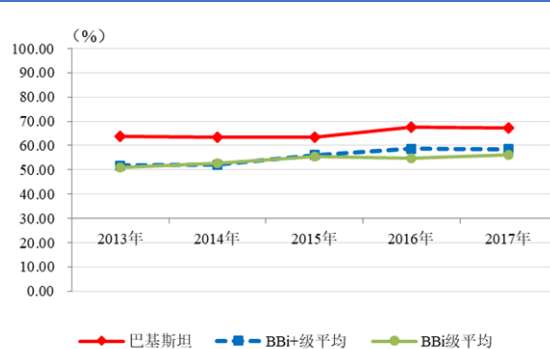
|                 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 政府债务总额 (万亿卢比)   | 21.40  | 19.66  | 17.38  | 15.98  | 14.30  |
| 政府债务总额/GDP (%)  | 67.17  | 67.57  | 63.32  | 63.47  | 63.86  |
| 政府债务净额 (万亿卢比)   | 19.63  | 17.81  | 15.98  | 14.61  | 13.46  |
| 政府债务净额/GDP (%)  | 61.61  | 61.2   | 58.24  | 58.03  | 60.13  |
| 财政收入/政府债务总额 (%) | 23.34  | 22.95  | 22.93  | 24.02  | 21.06  |
| 利息支出/GDP (%)    | 4.23   | 4.34   | 4.75   | 4.56   | 4.43   |

数据来源: IMF

斯坦政府财政缺口主要靠内部融资解决；但巴基斯坦卢比贬值较大仍给政府债务偿付带来压力。从期限结构看，一年以下短期债务占比约 42%，较去年上升两个百分点，政府短期债务偿付压力较大。从利息支出负担看，2017 年巴基斯坦利息支出占 GDP 比值为 4.23%，较去年有所降低，总体看利息负担仍较重。

从财政收入对政府债务的保障情况看，近年保障能力有所提升。2017 年，巴基斯坦政府财政收入与政府债务总额的比值为 23.34%，较上年上升 0.39 个百分点，总体看财政收入对债务的保障能力较弱。

图 7：2013~2017 年巴基斯坦一般政府债务/GDP



数据来源: IMF

## 六、外部融资实力

**贸易和经常账户常年逆差；近期受原油价格走高，国内需求旺盛及本币贬值等原因，进口大幅超越出口导致贸易逆差和经常账户赤字有所扩大**

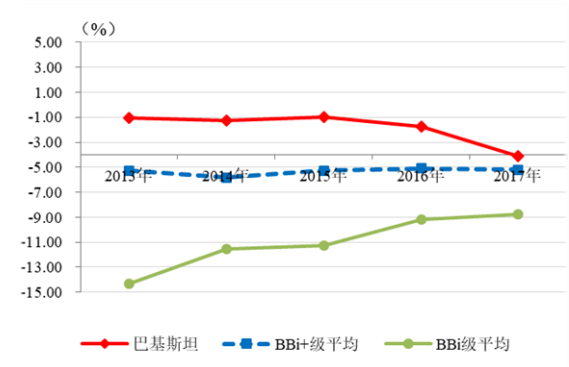
巴基斯坦主要贸易伙伴包括中国、阿联酋、美国、新加坡、英国等；中国是巴基斯坦最大的进口来源地。巴基斯坦出口产品高度集中于纺织品、皮革及大米（合计占比逾 70%），产品品种单一，可替代性高；而进口则集中在原油、机械、化工等；其中油气占比近 1/4。由于巴基斯坦出口产品结构一直处在产品附加值产业链的低端位置，工业制成品出口少，出口增速慢；加上进口需求大，多年来巴基斯坦贸易一直处于逆差状态，且逆差不断扩大。巴基斯坦官方目前采取制定进口限制清单、与伊朗和土耳其围绕自贸协定进行谈判等扩大自贸协定范围等途径扩大出口。

近五年，巴基斯坦进口额持续上升，而出口则呈现放缓态势，导致贸易逆差持续扩大。2017 年，由于其主要出口美国等外需回暖，卢比贬值等原因，巴基斯坦出口总额为 288.85 亿美元，同比上升 7.74%；而进口方面，由于原油价格走高，国内经济提速，消费及资本类货物进口需求加大等原因，2017 年总进口额达到 635.73 亿

美元，同比大幅提升 22.48%，远高于出口增速。整体贸易赤字水平持续扩大，贸易逆差达到 346.88 亿美元，较上年大幅上升 38.23%。

经常账户方面，由于贸易逆差大幅扩张，虽然外劳汇款等有所增加，但巴基斯坦经常账户常年处于赤字状态。2017 年，巴基斯坦经常账户收入 537.47 亿美元，较上年增长 6.06%；经常账户赤字 124.39 亿美元，占 GDP 比重达到 4.09%，较上年大幅增长 2.35 个百分点，超过了 3% 的国际警戒线。与近五年 BB<sub>i</sub>+ 和 BB<sub>i</sub> 级国家平均

图 8：2013~2017 年巴基斯坦经常账户盈余/GDP



数据来源: IMF

水平相比，巴基斯坦经常账户赤字水平较低。

从国际投资净头寸情况来看，由于巴基斯坦吸引的直接投资及证券类投资远超其对外投资总额，巴基斯坦国际投资净头寸常年为负。截至 2017 年底，巴基斯坦国际投资净负债 1,059.39 亿美元，相当于 GDP 比重为 34.85%，较上年扩大 2.55 个百分点，国际投资继续处于净负债状态。

**外债负担总体较轻，一般政府外债占比较高，但多为长周期，短期偿付压力小**

近五年，巴基斯坦总体外债水平在低水平上有缓慢上升。截至 2017 年底，巴基斯坦外债总额为 891.63 亿美元，占 GDP 比重为 29.33%，较去年上升 2.19 个百分点。外债负担总体可控。与其他 BB<sub>i</sub>+ 和 BB<sub>i</sub> 级国家和地区平均水平相比，巴基斯坦外债负担显著偏低。

从外债结构看，巴基斯坦外债总额中近 68% 由一般

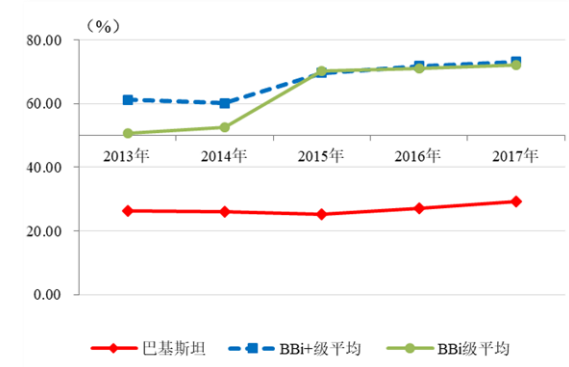
表 4：2013~2017 巴基斯坦经常账户及国际投资情况

|                 | 2017 年    | 2016 年  | 2015 年  | 2014 年  | 2013 年  |
|-----------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 进口额 (亿美元)       | 635.73    | 519.06  | 486.22  | 511.41  | 491.67  |
| 出口额 (亿美元)       | 288.85    | 268.11  | 286.04  | 306     | 300.43  |
| 贸易差额 (亿美元)      | -346.88   | -250.95 | -200.18 | -205.41 | -191.24 |
| 经常账户收入 (亿美元)    | 537.47    | 506.74  | 516.71  | 525.8   | 492.91  |
| 经常账户余额 (亿美元)    | -124.39   | -48.67  | -27.09  | -31.3   | -24.96  |
| 经常账户余额/GDP (%)  | -4.09     | -1.74   | -1      | -1.28   | -1.08   |
| 国际投资净头寸 (亿美元)   | -1,059.39 | -900.99 | -767.03 | -763.43 | -709.96 |
| 国际投资净头寸/GDP (%) | -34.85    | -32.3   | -28.35  | -31.24  | -30.71  |

数据来源: IMF

政府持有，近 11% 由中央银行持有，二者合计占比近

图 9：2013~2017 年巴基斯坦外债占 GDP 比重



数据来源: 世界银行

80%。其余主要是商业银行的国际市场融资。由于巴基斯坦政府外债主要是多边金融机构，如世界银行、国际开发署和亚洲开发银行提供的长期优惠贷款以及双边援助性贷款，巴基斯坦外债以长周期为主，截至 2018 年 1 季度总外债中仅有 9.5% 为短期外债，短期偿债压力相对较小。但长期看，其双赤字的不利情况或将提高其融资成本及融资难度。

表 5：2013~2017 巴基斯坦外债情况

|               | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 外债总额 (亿美元)    | 891.63 | 756.87 | 684.56 | 639.23 | 608.13 |
| 外债总额/GDP (%)  | 29.33  | 27.14  | 25.3   | 26.16  | 26.30  |
| 政府外债 (亿美元)    | 606.03 | 520.99 | 483.76 | 470.9  | 450.19 |
| 政府外债/外债总额 (%) | 67.97  | 68.83  | 70.67  | 73.67  | 74.03  |

数据来源: IMF

**外汇储备由于保汇率大幅下跌，对外债偿付保障能力较弱，外部脆弱性仍较高，计划向 IMF 寻求救助**

截至 2017 年，巴基斯坦经常账户收入与外债比值为 60.28%，较去年同期下降 6.67 个百分点，与 2013 年相比大幅下降逾 20 个百分点，显示巴基斯坦对外贸易形势持续转差，加上外债激增，经常账户收入对外债覆盖持续降低。

外汇储备方面，由于外债偿还以及本币贬值的大量消耗，截至 2017 年底，巴基斯坦外储同比大幅下降逾 16% 至 184.56 亿美元，外汇储备对外债总额的覆盖度仅 20.70%，较去年同期大幅下滑 8.44 个百分点。外汇储备对政府外债的覆盖同时大幅下降近 12 个百分点至 30.45%。

2018 年 1 季度，处于稳定卢比汇率等需求，巴基斯坦外汇储备继续下滑至 160.48 亿美元。根据 7 月 20 日公布的最新数据，巴基斯坦外汇储备仅为 90 亿美元，

对进口用汇覆盖不足两个月。总体而言，经常账户收入和外汇储备对巴基斯坦外债的覆盖度均有显著下降，显示巴基斯坦外部脆弱性加大。

**表 6：2013~2017 巴基斯坦外债保障情况**

|               | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 外汇储备 (亿美元)    | 184.56 | 220.58 | 194.22 | 144.25 | 73.47  |
| CAR/外债总额 (%)  | 60.28  | 66.95  | 75.48  | 82.26  | 81.05  |
| CAR/政府外债 (%)  | 88.69  | 97.27  | 106.81 | 111.66 | 109.49 |
| 外汇储备/外债总额 (%) | 20.7   | 29.14  | 28.37  | 22.57  | 12.08  |
| 外汇储备/政府外债 (%) | 30.45  | 42.34  | 40.15  | 30.63  | 16.32  |

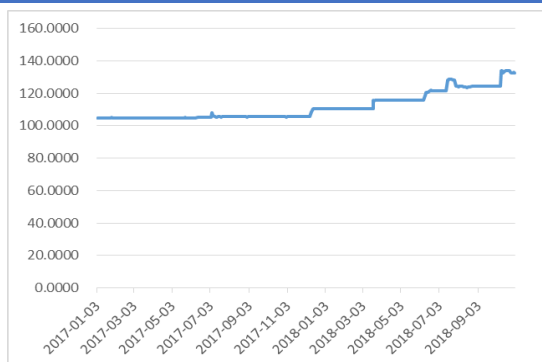
数据来源: IMF, 世界银行

### 美联储持续加息本币币值贬值幅度较大，未来仍面临汇率波动，向 IMF 寻求救助

目前，巴基斯坦实行的是央行主动管理的固定汇率制度，央行在市场上进行干预，自由浮动空间有限。2015-2017 年，美元兑卢比汇率维持了相对的稳定。但从 2017 年底开始，由于国际收支状况恶化，贸易逆差加大，巴基斯坦央行先后三次对货币进行有意贬值，加上 2018 年以来，随着美元加息进入反弹周期，新兴市场货币普遍遭遇急贬，卢比汇率也急剧下跌。年初以来，巴基斯坦兑美元汇率贬值超过 12%，在新兴市场中贬值幅度排名前列，令外债偿还压力不断增加。

目前，巴基斯坦正在制定向国际货币基金组织(IMF)寻求该国有史以来最大规模救助的计划，巴基斯坦可能需要 100 亿至 120 亿美元的贷款，是 IMF 于 2013 年向该国提供的 53 亿美元贷款的两倍。

**图 10：2017~2018 年美元兑巴基斯坦卢比汇率变化**



数据来源: WIND

## 六、评级展望

目前看，中巴经济走廊建设的持续深入将有利于巴基斯坦投资环境改善及经济潜力释放；政府致力于收紧财政政策控制赤字；政府债务水平有所下行；整体外债

水平仍较低，以国际组织及双边优惠性长期贷款为主，融资渠道相对稳定。经综合评估，联合资信给予巴基斯坦长期本、外币信用评级展望为“稳定”。

## 巴基斯坦主要数据

| 项目                | 2017 年    | 2016 年   | 2015 年   | 2014 年   | 2013 年   |
|-------------------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>宏观数据</b>       |           |          |          |          |          |
| GDP (万亿卢比)        | 5.28      | 4.51     | 4.06     | 4.05     | 3.68     |
| GDP (亿美元)         | 3,039.93  | 2,789.13 | 2,705.56 | 2,443.61 | 2,312.18 |
| 实际 GDP 增速 (%)     | 5.28      | 4.51     | 4.06     | 4.05     | 3.68     |
| CPI 增幅 (%)        | 4.15      | 2.86     | 4.53     | 8.62     | 7.36     |
| 失业率 (%)           | 6.02      | 5.96     | 5.90     | 6.00     | 5.98     |
| <b>结构特征</b>       |           |          |          |          |          |
| 人均 GDP (美元)       | 1,541.08  | 1,440.97 | 1,424.95 | 1,312.43 | 1,266.74 |
| 消费在 GDP 中的占比 (%)  | 93.22     | 91.33    | 90.74    | 91.78    | 91.82    |
| 投资在 GDP 中的占比 (%)  | 14.49     | 14.09    | 14.11    | 13.04    | 13.36    |
| 进出口总额/GDP (%)     | 30.41     | 28.22    | 28.54    | 33.45    | 34.26    |
| 净出口在 GDP 中的占比 (%) | -9.32     | -7.02    | -6.45    | -6.42    | -6.78    |
| 银行业资本充足率 (%)      | 15.80     | 16.20    | 17.30    | 17.10    | 14.90    |
| 银行业不良贷款率 (%)      | 8.40      | 10.10    | 11.40    | 12.30    | 13.30    |
| 银行业 ROA (%)       | 1.60      | 2.10     | 2.50     | 2.20     | 1.60     |
| 银行业 ROE (%)       | 19.50     | 23.90    | 25.80    | 24.30    | 17.90    |
| <b>公共财政</b>       |           |          |          |          |          |
| 财政收入 (万亿卢比)       | 5.00      | 4.51     | 3.98     | 3.84     | 3.01     |
| 财政收入/GDP (%)      | 15.68     | 15.51    | 14.52    | 15.24    | 13.45    |
| 财政支出 (万亿卢比)       | 6.80      | 5.80     | 5.43     | 5.06     | 4.88     |
| 财政支出/GDP (%)      | 21.34     | 19.92    | 19.77    | 20.10    | 21.82    |
| 财政盈余 (万亿卢比)       | -1.81     | -1.28    | -1.44    | -1.22    | -1.87    |
| 财政盈余/GDP (%)      | -5.67     | -4.41    | -5.25    | -4.85    | -8.37    |
| 政府债务总额 (万亿卢比)     | 21.40     | 19.66    | 17.38    | 15.98    | 14.30    |
| 政府债务总额/GDP (%)    | 67.17     | 67.57    | 63.32    | 63.47    | 63.86    |
| 政府债务净额 (万亿卢比)     | 19.63     | 17.81    | 15.98    | 14.61    | 13.46    |
| 政府债务净额/GDP (%)    | 61.61     | 61.20    | 58.24    | 58.03    | 60.13    |
| 财政收入/政府债务 (%)     | 23.34     | 22.95    | 22.93    | 24.02    | 21.06    |
| <b>外部融资</b>       |           |          |          |          |          |
| 进口总额 (亿美元)        | 635.73    | 519.06   | 486.22   | 511.41   | 491.67   |
| 出口总额 (亿美元)        | 288.85    | 268.11   | 286.04   | 306.00   | 300.43   |
| 进出口净额 (亿美元)       | -346.88   | -250.95  | -200.18  | -205.41  | -191.24  |
| 经常账户收入 (亿美元)      | 537.47    | 506.74   | 516.71   | 525.80   | 492.91   |
| 经常账户余额 (亿美元)      | -124.39   | -48.67   | -27.09   | -31.30   | -24.96   |
| 经常账户余额/GDP (%)    | -4.09     | -1.74    | -1.00    | -1.28    | -1.08    |
| 国际投资净头寸 (亿美元)     | -1,059.39 | -900.99  | -767.03  | -763.43  | -709.96  |
| 国际投资净头寸/GDP (%)   | -34.85    | -32.30   | -28.35   | -31.24   | -30.71   |
| 外债总额 (亿美元)        | 891.63    | 756.87   | 684.56   | 639.23   | 608.13   |
| 外债总额/GDP (%)      | 29.33     | 27.14    | 25.30    | 26.16    | 26.30    |
| 政府外债总额 (亿美元)      | 606.03    | 520.99   | 483.76   | 470.90   | 450.19   |
| 政府外债在外债总额中的占比 (%) | 67.97     | 68.83    | 70.67    | 73.67    | 74.03    |
| 外汇储备 (亿美元)        | 184.56    | 220.58   | 194.22   | 144.25   | 73.47    |
| 经常账户收入/外债总额 (%)   | 60.28     | 66.95    | 75.48    | 82.26    | 81.05    |

|                |       |       |        |        |        |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 经常账户收入/政府外债（%） | 88.69 | 97.27 | 106.81 | 111.66 | 109.49 |
| 外汇储备/外债总额（%）   | 20.70 | 29.14 | 28.37  | 22.57  | 12.08  |

数据来源：世界银行、IMF、巴基斯坦央行、财政部、统计局。

## 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 <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。                                    |