

巴基斯坦伊斯兰共和国

2020 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: B_i+

长期外币信用等级: B_i+

评级展望: 稳定

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: 2020 年 12 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910

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

分析师: 程泽宇 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

本次评级模型打分表及结果:

本币指示评级	B _i +		本币评级结果	B _i +
外币指示评级	B _i +		外币评级结果	B _i +
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	D	国家治理		F
		宏观经济政策和表现		B
		结构特征		F
公共财政实力	e	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	g
			政府债务负担	f
			政府偿债能力	g
外部融资实力	e	国际收支及外部债务状况	国际收支	c
			外债压力	e
			外债偿付能力	e
调整因素和理由				调整子级
--				--

注: 政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级; 公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级; 模型内指标为五年加权平均值; 通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果, 结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果。

¹ 本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”）的主权信用进行了跟踪评级，决定将其主权长期本、外币信用等级由 **BB₂** 下调至 **B₁₊**，评级展望维持“稳定”。

2019年以来，政府治理方面，因国内政局动荡、恐怖袭击频发以及地缘政治风险长期存在，巴基斯坦的国家治理能力依旧处于较弱水平。受工业和服务业表现疲软、吸引外商直接投资能力下降以及央行采取紧缩货币政策等因素影响，巴基斯坦经济增速大幅下滑；由于本币贬值以及进口能源价格上涨，通货膨胀压力大幅上升；失业率明显下降，就业市场保持稳定。结构特征方面，巴基斯坦产业结构不合理，过度依赖农业，而工业、服务业发展不足；国民富裕程度依旧处于全球较低水平，居民生活较为贫困；银行不良贷款率小幅提高，坏账问题对银行体系的稳定性造成一定影响。公共财政方面，巴基斯坦政府税基较为薄弱且存在逃税漏税问题，税收缺口庞大，财政收支失衡较为严重；政府债务负担沉重，其中短期债务偿付压力依旧较大，财政收入对政府债务的保障能力依旧处于很低水平，政府债务违约风险显著上升。外部融资方面，巴基斯坦长期处于贸易和经常账户双赤字状态，外汇储备严重匮乏叠加本币大幅贬值，外部风险敞口进一步增大；巴基斯坦外债处于较低水平，但长期双赤字不利于积累经常账户收入，因此对外债保障程度一般。

2020年以来，巴基斯坦出现十大反对派政党联合游行以反对现任政府的局面，政治和社会稳定性进一步削弱；疫情对巴基斯坦的经济造成直接冲击，但巴基斯坦政府加速与中国的“中巴经济走廊”合作，预计外商直接投资以及政府投资会在后期发力，预计2020年经济增速将进一步下滑至0%左右；考虑到政府财政收入存在短缺压力以及为抵御疫情冲击而加大财政救助力度，预计财政收支将进一步失衡且政府债务偿付压力将大幅增加；预计巴基斯坦仍将面临贸易和经常账户双赤字问题，经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力可能进一步下降。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 外部国际资金援助为巴基斯坦的债务偿付提供强有利支持

由于巴基斯坦经济基础较为薄弱，主要依赖国际多边金融机构进行资金援助。2019年，国际货币基金组织（IMF）批准了对巴为期39个月、总额60亿美元的贷款救助计划，以促进巴当局经济改革进程，减少经济波动性，促进可持续和均衡的增长。2020年，二十国集团（G20）决定为有需要的国家提供卫生和医疗领域的支持，并同意世界最贫穷国家从2020年5月1日起至年末暂停债务偿还，巴基斯坦为其中之一。在G20减免协议的支持下，巴基斯坦将对2020年12月到期的18亿美元G20国家债务进行重组，有助于缓解巴基斯坦的债务压力。

2. 营商环境得到明显改善，“中巴经济走廊”助力巴基斯坦的基础设施建设

巴基斯坦在世界银行发布的《2020年营商环境报告》中位居第108名，较上年排名跃升28

位，被评为改革力度最大的国家之一。具体体现在，巴基斯坦政府通过扶持中小企业发展，加快制造业升级；政府通过出台产业政策提振加工制造业发展，使其深入参与到全球价值链分工之中，带动下游产品提高产量以及缓解低附加值商品可能面临的冲击和影响。另外，“中巴经济走廊”的建设有助于推动绿色清洁能源、港口运输以及交通道路的建设，对改善巴基斯坦的营商环境以及基础设施起到重要作用。

3. 巴基斯坦外债压力较小，尤其是短期外债的流动性风险很低

从外债情况看，巴基斯坦外债压力常年处于较低水平，截至 2019 年末，巴基斯坦外债总额为 1,068.9 亿美元，相当于 GDP 的比重为 38.7%，处于 BB_r-级和 B_r+级国家平均水平之间。从外债期限看，巴基斯坦外债依然以长期外债为主（91.3%），截至 2021 年二季度前到期的短期外债规模约为 80.0 亿美元，经常账户收入（562.2 亿美元）和外汇储备（165.9 亿美元）对短期到期外债形成有力保障，短期外债的流动性风险很低。从外债结构看，政府外债占比最高（67.8%），其次为中央银行（14.1%），说明公共部门相对外债压力较大。从偿付能力看，由于巴基斯坦常年处于贸易和经常账户双赤字的局面，经常账户收入和外汇储备积累不足，因此经常账户收入对外债的保障能力一般（52.6%），但对政府外债的保障能力较强（77.6%）。

主要关注：

1. 受工业和服务业表现疲软影响经济增速大幅下滑，通货膨胀压力显著增大

从经济增速看，近 5 年巴基斯坦经济保持中速增长，但 2019 年实际 GDP 增速大幅滑落 3.6 个百分点至 1.9%，低于 BB_r-级（5.9%）和 B_r+级（2.2%）国家的平均水平。巴基斯坦经济增速大幅下滑，一是因政府公共部门投资支出减少、私营领域建设活动低迷以及耐用消费品销售减少等因素拖累，采矿以及制造业等工业部门产值增幅分别大幅回落逾 10 个百分点，工业对经济的拉动作用明显下滑；此外，受批发零售、交通运输等子行业增幅下滑约 9 个百分点，服务业对经济的拉动作用小幅下滑。二是受卢比贬值影响国际投资者信心下降，2019 年财年巴基斯坦吸引外商投资 17.4 亿美元，同比大幅减少 50%，且主要集中在能源和通讯领域，对本国工业发展形成较大拖累。三是央行为抵御通货膨胀以及本币贬值的压力，多次上调银行基准利率至 12.5%，创近 8 年以来新高；此外，巴基斯坦政府实施增加增值税等税收改革，加息和加税加重了中小企业经营负担，遏制经济发展活力。从物价水平看，受本币贬值、国际和国内市场石油产品价格上涨以及政府加税等因素影响，巴基斯坦的通货膨胀压力大幅上升，2019 年巴基斯坦的 CPI 增幅上涨至 6.7%，较上年大幅增长约 3 个百分点。

2020 年以来，新冠疫情对巴基斯坦的经济造成直接冲击，工业以及服务业对经济的拉动作用不足，但受益于巴基斯坦确诊人数较少以及加速与中国的“中巴经济走廊”合作，预计外商直接投资以及政府投资会在后期发力，预计 2020 年经济增速将进一步下滑至 0% 左右，2021 年有望反弹至 1.5%。值得注意的是，为抵御新冠疫情对经济造成的冲击，巴基斯坦央行大幅下调央行基准利率 550 个 bp 至 7%，但充裕的流动性可能再次抬高通胀水平，预计 2020 年巴基斯坦的 CPI 增幅可能上涨至 10% 左右。

2. 由于政府税基薄弱且基建支出增大，财政赤字压力大幅上升，政府债务压力较为沉重，其中短期债务存在较大的流动性风险，债务偿付实力大幅下降

从财政收支看，一方面，因巴基斯坦政府税基较为薄弱且存在逃税漏税问题，2019 财年税收缺口高达 3.8 万亿卢比；2019 年政府财政收入为 4.9 万亿卢比，同比减少 6.3%；财政收入占 GDP 的比重也仅为 13.0%，政府财政收入实力较弱。针对本国税收规模不足的问题，政府采取扩大税基并将非纳税人纳入税收体系的举措，以期扩充财政收入，但实际效果并不明显。另一方面，因政府加大对医疗卫生、农业和社会服务业务的基础设施建设，2019 年政府财政支出进一步上涨至 8.3 万亿卢比，同比大幅增长 11.4%，财政支出占 GDP 的比重相应上升至 22.0%。随着财政收支缺口日益扩大，2019 年政府财政赤字上升至 3.4 万亿卢比，相当于 GDP 的比重上升 2.6 个百分点至 9.0%，高于 BB_i-级和 B_{i+}级国家平均水平。

从政府债务看，政府财政收支失衡进一步导致政府债务压力上升，2019 年政府债务总额上升至 32.5 万亿卢比，相当于 GDP 的比重高达 85.6%，高于 BB_i-级和 B_{i+}级国家平均水平，政府债务负担沉重。从债务币种看，仍然以本币债务为主（69.1%），外币债务占比较少（30.9%），但由于本币贬值压力较大，外币债务存在汇率波动风险。从债务期限看，短期政府债务到期占比约为 28%，虽然较上年大幅减少 19 个百分点，但短期债务偿付压力依旧较大；截至 2021 年二季度，将有约 12 万亿卢比的短期政府债务到期，但财政收入对短期外债的覆盖程度仅为 50% 左右，政府面临较大的短期流动性风险。从偿付能力看，由于政府财政收入实力较为薄弱，财政收入对政府债务的偿付能力不断下降，2019 年政府财政收入相当于政府债务的比重下降至 15.2%，较上年大幅减少 5.9 个百分点，政府债务违约风险显著上升。

2020 年以来，政府为抵御新冠疫情冲击而实施 1.3 万亿卢比的疫情经济救助计划，但税基扩大进度缓慢，导致财政收支依旧严重失衡，预计 2020 年政府财政赤字水平将继续保持在 8% 左右的高位，而政府债务相当于 GDP 的比重也将上涨至 88% 左右，财政收入对其保障能力进一步下滑。

3. 巴基斯坦长期处于贸易和经常账户双赤字状态，外汇储备严重匮乏叠加本币大幅贬值，外部风险敞口进一步增大

从国际收支看，一方面，由于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%），存在产品品种单一以及可替代性高的问题；而进口产品则集中在原油、机械、化工等方面，对国际能源依赖性较高；巴基斯坦在国际供应链中处于低端位置，对外贸易话语权较低，常年处于贸易赤字态势。2019 年巴基斯坦贸易赤字相当于 GDP 的比重高达 9.3%，虽然依旧处于较高水平但较上年小幅回落 2.7 个百分点，主要是因为巴基斯坦 70% 的石油依赖进口，国际油价下跌缓解其进口压力，贸易赤字小幅收窄。另一方面，巴基斯坦有大量劳动力前往中东、美国以及东南亚等国务工，产生巨额的侨汇收入，对本国外汇储备积累以及经常账户收入均产生重要影响。2019 年，巴基斯坦的侨汇收入高达 251.0 亿美元，相当于经常账户收入的比重接近 45%；侨汇收入同比增长 2.5%，带动经常账户赤字水平也收窄至 2.6%，但经常账户依旧处于失衡状态。

从外汇储备看，巴基斯坦长期处于贸易和经常账户双赤字的状态，造成外汇储备积累不足，

截止 2019 年末，巴基斯坦的外汇储备规模仅为 165.9 亿美元，相当于 GDP 的比重仅为 6.0%，巴基斯坦外汇储备严重匮乏，不利于调节币值稳定以及偿付对外债务。值得注意的是，巴基斯坦卢比自 2017 年末进入贬值通道，一是因为美联储进入加息周期，大量国际资金从新兴经济体撤离；二是因为政府为改善本国贸易失衡而三次对本币进行有意贬值。2019 年，虽然美联储转为宽松的货币政策，但巴基斯坦贸易和经常账户双赤字问题难以解决，以及外汇储备匮乏难以干预外汇市场，年内美元兑卢比美元贬值将近 16%，外部风险敞口进一步增大。

4. 因国内政局动荡、恐怖袭击频发以及地缘政治风险长期存在，巴基斯坦的国家治理能力较差，国家发达程度较低且居民较为贫困

从政府治理能力看，巴基斯坦的国家治理能力较差，2019 年政府治理指数排名均值为 21.2，低于 BB_r-级（25.8）国家的平均水平，尤其是在政治稳定性（3.3）方面表现很差，一是因为国内政局动荡，在 2018 年大选中正义运动党获得胜利，但其余在野党指责选举舞弊并有军方暗中策应，多次暴发大规模反对游行，并在 2020 年暴发十大反对派政党联合游行以反对现任政府的局面。二是因为国内恐怖袭击频发，巴基斯坦作为阿富汗战争的反恐前沿国家，安全形势一直不佳。尽管政府已针对暴力和恐怖主义进行武装镇压并削弱了武装分子力量，但中期看巴基斯坦安全形势依然严峻，较难在短期内有根本性转变。三是因为地缘政治风险长期存在，巴基斯坦和印度在克什米尔地区长期存在军事摩擦。

从经济发达程度看，2019 年巴基斯坦经济总量为 2,761.1 亿美元，经济规模因本币贬值而大幅缩水 13.4%，经济体量抵御外部风险冲击的能力较弱；巴基斯坦是全球第六大人口大国，2019 年人均 GDP 仅有 1,348.7 美元，低于 BB_r-级和 B_{r+}级国家平均水平，居民生活较为贫困。此外，巴基斯坦贫困问题突出，2019 年生活在贫困线以下人口高达 5,300 万，约占全部人口的 27%。

评级敏感性因素

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. 因国际环境恶化，贸易和经济账户赤字进一步扩大，本币进一步贬值并拖累外汇储备以及外商直接投资，对本国的经济发展造成一定削弱，导致外部风险敞口进一步增大；
2. 政府为抵御新冠疫情对经济造成冲击而进行财政援助，导致政府债务负担加重；同时，政府加税举措并未起到明显效果，导致财政收入对政府债务的偿付能力进一步削弱，政府债务违约风险上升。

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. 政府采取紧缩的财政政策，通过扩大税基保障财政收入大幅增长，有效控制财政收支失衡问题，对政府债务偿付形成有力保障；
2. 促进本国货物出口以缓解贸易和经常账户双赤字问题，起到积累外汇储备的作用，有助于稳定外汇市场以及外债偿付。

附件 1:

巴基斯坦 2015-2019 年主要数据

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
宏观数据					
名义 GDP (万亿卢比)	38.0	34.6	31.9	29.1	27.4
名义 GDP (亿美元)	2,761.1	3,130.7	3,046.0	2,780.2	2,701.7
实际 GDP 增速 (%)	1.9	5.5	5.2	4.6	4.1
CPI 增幅 (%)	6.7	3.9	4.1	2.9	4.5
失业率 (%)	4.1	5.6	6.0	6.0	5.9
结构特征					
人均 GDP (美元)	1,348.7	1,557.9	1,544.2	1,436.4	1,422.9
消费支出占 GDP 的比值 (%)	93.1	96.1	95.3	94.7	92.8
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	14.0	14.2	16.0	14.8	14.3
净出口占 GDP 的比值 (%)	-7.2	-10.4	-11.3	-9.5	-7.1
第一产业占 GDP 的比值 (%)	22.0	22.9	22.9	23.2	23.8
第二产业占 GDP 的比值 (%)	18.3	17.9	17.8	18.3	19.1
第三产业占 GDP 的比值 (%)	53.9	52.8	53.2	52.8	52.2
产品税净额在 GDP 中的占比 (%)	5.8	6.5	6.1	5.8	4.9
银行业资本充足率 (%)	17.0	16.2	15.8	16.3	17.3
银行业不良贷款率 (%)	8.6	8.0	8.4	10.1	11.4
银行业 ROA (%)	0.8	0.8	0.9	1.3	1.5
银行业 ROE (%)	11.2	10.7	11.5	14.4	15.6
进出口总额/GDP (%)	31.5	31.7	30.9	28.3	28.6
国民储蓄/GDP (%)	10.7	11.0	12.0	13.9	14.7
公共财政					
财政收入 (万亿卢比)	4.9	5.3	5.0	4.5	4.0
财政收入/GDP (%)	13.0	15.2	15.5	15.5	14.5
财政支出 (万亿卢比)	8.3	7.5	6.8	5.8	5.4
财政支出/GDP (%)	22.0	21.6	21.3	19.9	19.8
财政盈余 (万亿卢比)	-3.4	-2.2	-1.8	-1.3	-1.4
财政盈余/GDP (%)	-9.0	-6.4	-5.8	-4.4	-5.3
政府利息支出 (万亿卢比)	2.1	1.5	1.3	1.3	1.3
政府利息支出/GDP (%)	5.5	4.3	4.2	4.3	4.8
政府债务总额 (万亿卢比)	32.5	25.0	21.4	19.7	17.4
政府债务总额/GDP (%)	85.6	72.1	67.1	67.6	63.3
政府债务净额 (万亿卢比)	29.3	23.0	19.6	17.8	16.0
政府净债务/GDP (%)	77.2	66.5	61.5	61.3	58.2
财政收入/政府债务 (%)	29.3	23.0	19.6	17.8	16.0
外部融资					
出口总额 (亿美元)	305.7	307.7	294.9	268.7	286.0
进口总额 (亿美元)	563.4	684.2	645.0	519.1	486.2
净出口 (亿美元)	-257.7	-376.5	-350.1	-250.4	-200.2
经常账户收入 (亿美元)	562.2	559.5	543.8	505.8	516.4
经常账户余额 (亿美元)	-71.4	-188.6	-161.8	-71.9	-28.0

经常账户余额/GDP (%)	-2.6	-6.0	-5.3	-2.6	-1.0
国际投资净头寸 (亿美元)	-1,186.9	-1,126.3	-1,039.0	-899.8	-767.0
国际投资净头寸/GDP (%)	-43.0	-36.0	-34.1	-32.4	-28.4
外债总额 (亿美元)	1,068.9	990.4	894.2	756.9	684.6
外债总额/GDP (%)	38.7	31.6	29.4	27.2	25.3
政府外债总额 (亿美元)	724.3	655.7	606.0	521.0	483.8
政府外债/外债总额 (%)	67.8	66.2	67.8	68.8	70.7
经常账户收入/外债总额 (%)	52.6	56.5	60.8	66.8	75.4
经常账户收入/政府外债 (%)	77.6	85.3	89.7	97.1	106.8
外汇储备 (亿美元)	165.9	118.4	184.6	220.3	200.3
外汇储备/外债总额 (%)	15.5	12.0	20.6	29.1	29.3
外汇储备/政府外债 (%)	22.9	18.1	30.5	42.3	41.4

数据来源：世界银行、IMF、巴基斯坦国家统计局、巴基斯坦央行，联合资信整理

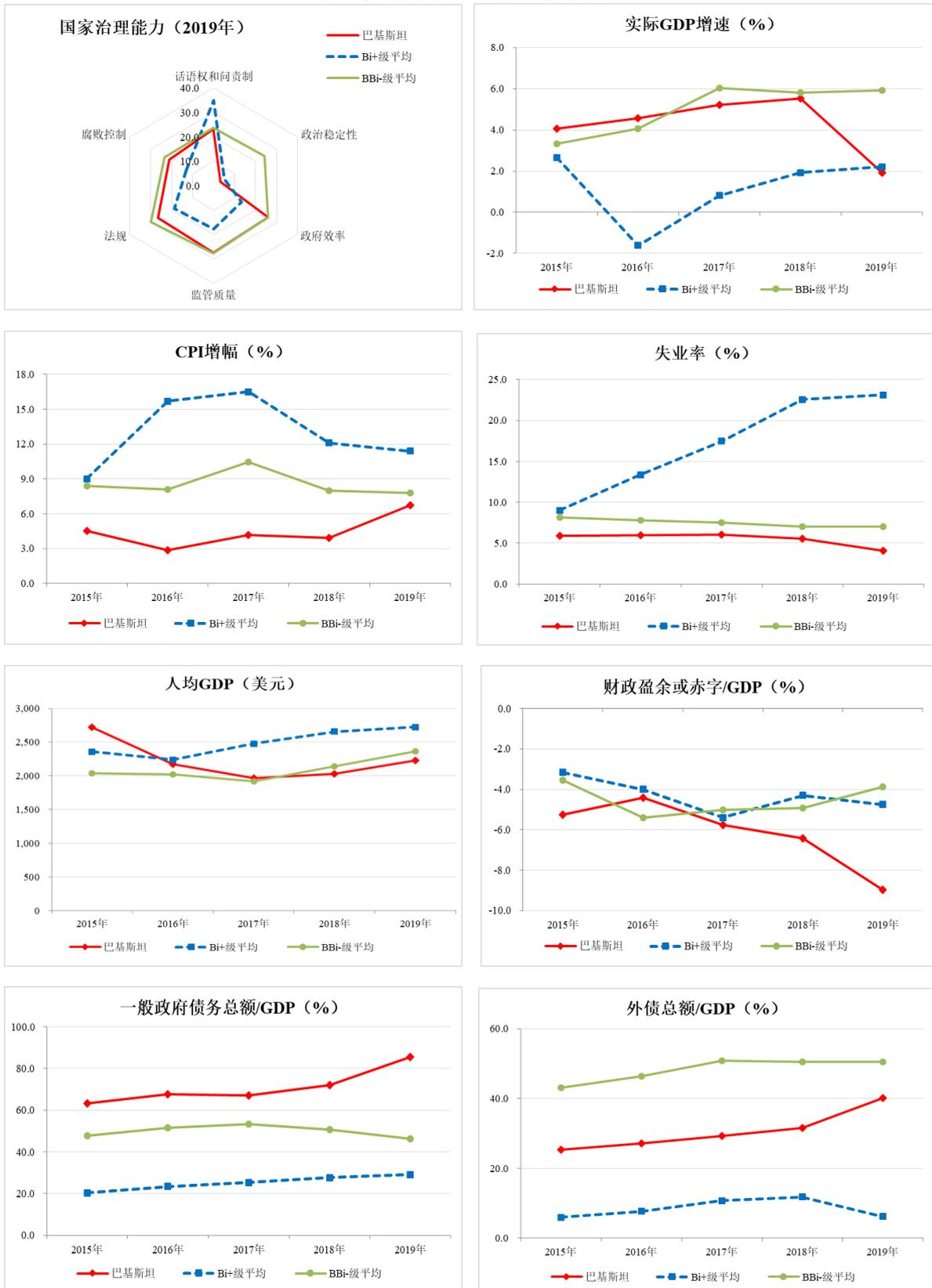
表 2 巴基斯坦 2020-2021 年核心数据及预测

项目	2020 年预测	2021 年预测
实际 GDP 增速 (%)	0.0	1.5
CPI 增幅 (%)	10.0	9.0
失业率 (%)	4.5	5.0
人均 GDP (美元)	1,290.0	1,280.0
财政盈余/GDP (%)	-8.0	-7.0
政府债务总额/GDP (%)	88.0	86.0
经常账户余额/GDP (%)	-2.0	-3.0

数据来源：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。
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。