

巴基斯坦伊斯兰共和国

本次评级结果

长期本币信用等级：BB_r+

长期外币信用等级：BB_r+

评级展望：稳定

本次评级时间

2017 年 5 月 6 日

评级观点

联合评级于 2017 年 5 月 6 日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定，确认其长期本、外币主权信用的等级为 BB_r，评级展望为稳定。

谢里夫政府执政以来政局企稳，但政治博弈持续、国内恐怖主义安全威胁等持续构成政治稳定的潜在风险。受益于“中巴经济走廊”能源项目、较为宽松的货币政策和国际油价低位等内、外部利好，经济取得了低水平快速增长，但长期经济潜力仍掣肘于结构性问题瓶颈。在 IMF 中期贷款各项改革目标下政府实行财政稳固计划，财政赤字有所好转，但中期内支出压力较大。经常账户逆差持续扩大，外汇储备对外债覆盖率较低，但预计短期内融资风险可控，巴基斯坦将继续得以在国际资本市场成功发行债券融资。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。综上所述，联合评级认为巴基斯坦本、外币债务面临一定的信用风险。

分析师：王倩 吴优

邮箱：

wangqian@unitedratings.com.cn

电话：8610-18301299356

传真：8610-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大

街 2 号 PICC 大厦 12 层

<http://www.unitedratings.com.cn>

评级依据

谢里夫政府执政基础较为稳固，但执政压力增大

巴基斯坦受多元化因素影响，政治体制复杂，在国家实行联邦制的前提下，司法、政府和军队权力三权分立又相互影响。军队干政历史久远，近年来军政博弈有所加剧。同时巴基斯坦实行多党制，现有政党 200 余个，逐渐形成了三党分立的局面，朝野斗争趋紧，执政党巴基斯坦穆斯林联盟自 2013 年议会胜选以来，占据了国民议会（下议院）的大部分席位，执政基础较为稳固。

总理谢里夫为巩固执政地位，展现柔性姿态，通过利益分享拉拢其他政党支持。但由于联邦和各省关系复杂，冲突分歧较多，将制约政府推动改革及基础设施项目建设的步伐。目前，执政党依赖人口最多、最富有的旁遮普省对其全力支持；而反对党则谴责穆盟对旁遮普省的倚重，并试图在其他省份激起选民对执政党的不满。预计国家和省政府之间的争端会给“中巴经济走廊”中能源项目的推进施加一定压力和影响。虽然谢里夫执政压力增大，但预计 2018 年选举中其蝉联获胜的可能性较大，政策一贯性得以延续。

恐怖主义威胁较高和暴力活动猖獗，使社会安全面临较大的冲击

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，易遭受恐怖袭击等事件威胁。此外，巴基斯坦俾路支地区还存在部分分裂运势力，对公路等基础设施进行破坏，也是引发安全事件的潜在风险，目前巴国政府制定

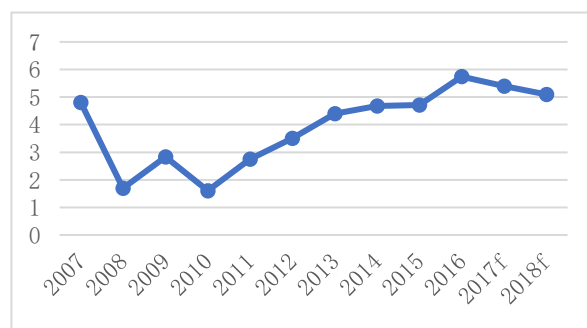
了长期计划致力于改善安全环境，但预计巴基斯坦安全形势较难在短期内有根本性转变。

得益于国内外政经形势，巴基斯坦经济持续复苏，但中长期发展潜力仍掣肘于经济发展的结构性改革瓶颈问题

在谢里夫政府整固财政、较为宽松的货币政策和国际油价低位等内、外因素的支持下，巴基斯坦从 2013 年的经济困境中逐渐走出，经济表现明显改善。2015 年、2016 年的实际 GDP 增速分别达到 4.7% 和 5.7%。

中期内，受益于“一带一路”、“中巴经济走廊”建设的契机，巴基斯坦国内能源项目将以较快速度发展；此外，巴基斯坦庞大的人口及国内市场和较快的经济增速也将吸引大量中国以外外国直接投资流入。因此，预计中期内巴基斯坦主要经济指标将持续向

图 1：巴基斯坦名义 GDP 增速，%



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

好，拉动未来 2-3 年平均经济增速维持在 4.7% 的较快增长。随着国有企业私有化进程的推进，掣肘经济多年的电力短缺等问题也有望得到改善。

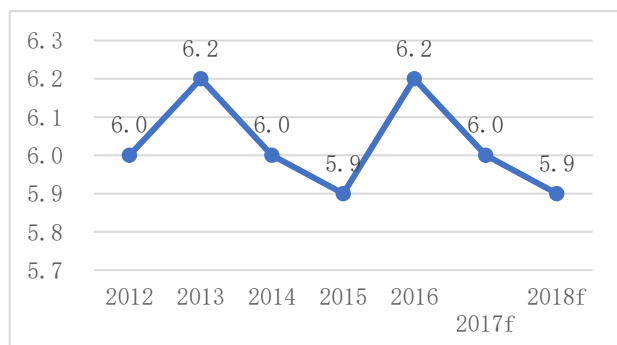
但另一方面，巴基斯坦也受制于一系列结构性问题的瓶颈，基础设施状况不佳，对人力资本投资不足，妇女进入劳动力市场限制等将持续制约巴基斯坦从“人口红利”中

获益。此外，政府财政赤字增加、国际贸易形势低迷等因素也将拖累巴基斯坦经济表现，限制其长期经济潜力的释放。

劳动力增长快，实际失业率较高，“中巴经济走廊”建设持续推进有望提升就业

虽然巴基斯坦富余劳动力较多，但由于劳动力人口文化水平普遍较低和缺乏执业技能，长期以来巴基斯坦失业率一直较高，2016 年登记失业率为 6.2%。但根据巴统计局发布的劳动力普查报告，实际失业率有被低估的问题，失业率实际应接近 9%，实际失业人口高达 530 万。此外，巴基斯坦是世界上劳动力增长最快的国家之一，每年新增劳动力 150 万人，且未来或显著增加。因此如何创造就业机会已成为政府需解决的重要问题之一。

图 2：巴基斯坦登记失业率，%



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

中期内，随着中巴经济走廊建设持续推进，预计巴基斯坦失业人口有望在两年内减少 232 万左右，失业率或呈下降趋势。

不良贷款居高不下导致金融体系较为脆弱，难以对实体经济形成有力支撑

根据巴基斯坦央行的数据，2016 年四季度末，巴基斯坦银行业总资产约 15.8 万亿巴基斯坦卢比（约 1,510 亿美元），较去年同期

的 1,410 万亿美元有所增加。资本充足率为 16.2%，较三季度末的 16.8% 有小幅下降，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。

但不良贷款率仍处高位。巴基斯坦央行数据显示，由于宽松货币政策之下企业信贷增速加快，巴国银行业不良贷款率由 2014 底的 12.3% 下降至 2016 年底的 10.1%，但整体仍处高位；且电子、纺织和皮革等重要行业不良贷款率较高，尤其是纺织行业不良贷款率占总不良贷款比重高达 30%，预计国际贸易条件转好也无法足以降低行业不良贷款。此外巴基斯坦银行业尚未建立起足够的信贷风险评估系统，潜在银行坏账累积可能未被充分披露。此外，银行盈利指标也有转差，2016 年底银行业税后利润约 1,900 亿卢比（约 18 亿美元），较 2015 年同期的 1,990 亿卢比有所下降。

同时，由于有相当部分的银行资产将用于偿还政府债务，银行部门对主权风险的暴露程度较高，加剧了其潜在风险。

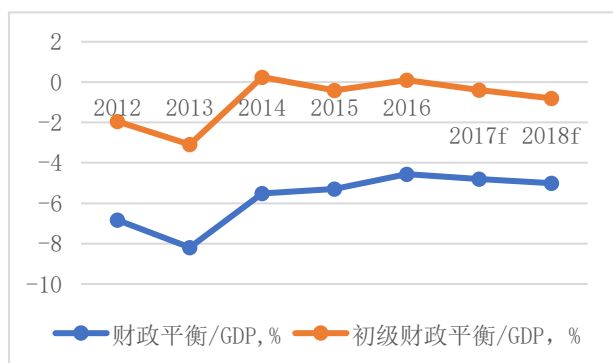
在 IMF 中期贷款改革目标监督下，巴国政府实行财政稳固计划，财政赤字有所好转，但中期内支出压力较大将加大财政稳固计划实施难度

巴基斯坦公共财政长年赤字。在 IMF 中期贷款改革目标督促下，政府推行了以扩大税基、推进私有化、削减财政支出等为主的财政稳固计划，加上全球油价在 2015 年底前的低位运行，巴国的财政赤字状况有所缓和；财政赤字占 GDP 比重由 2013 年 8.2% 的高位降至 2016 年的 4.6%。初级财政在 2016 年首次实现了盈余，初级财政平衡/GDP 的比值为 0.1%，财政状况有所好转。

但中期内，由于国内安全局势动荡，政府军费相关支出将持续走高。同时，“中巴

经济走廊”能源项目建设的推进也将占用部分财政资源。另外，目前巴国电力改革成效不佳，民用电价过低无法覆盖发电费用，提升电价困难重重，因此来自配电企业的税收

图 3：巴基斯坦各级政府财政状况

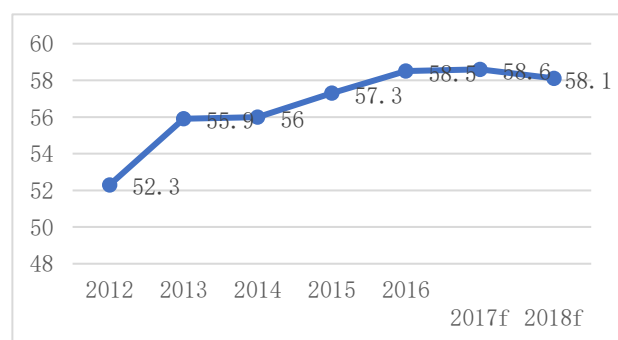


数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

无法保证，均将阻碍政府财政整固的步伐。

预计中期内巴国政府财政仍将处于赤字状态，未来 2-3 个财年财政赤字占 GDP 比重预计将维持在 4.9%左右的水平，仍高于 3%的国际警戒线。初级财政在 2016 年取得小幅盈余之后，2017 年又将重回赤字状态，预计赤字占 GDP 比重约 0.4%。

图 4：巴基斯坦公共债务占 GDP 比重，%



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

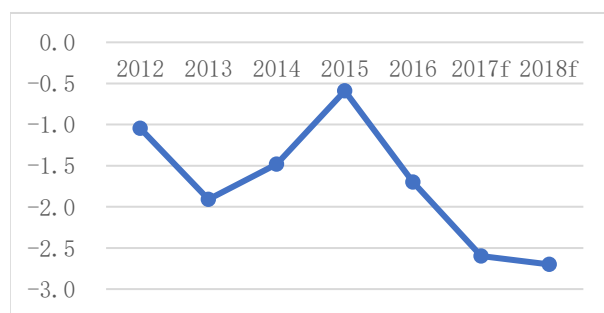
公共债务逐年上升，中期内大幅下降的可能性较小

由于填补财政赤字及基础设施建设的支出，巴基斯坦公共债务水平持续上升。2016 年末，巴基斯坦公共债务规模为 17.3 万亿卢比，较 2012 年上升了约 65.2%。2016 公共债务占 GDP 比重由 2012 年的 52.3% 上升到 58.5%。中期内，随着巴国政府整固财政，财政状况转好将在一定程度上降低政府债务负担，但“中巴经济走廊”相关能源项目持续推进等基础设施建设需求，政府投资将走高，预计中期内政府债务负担大幅下降的可能性较小，中期内仍将维持在 58% 左右的较高水平。

国际油价回暖，出口下滑及基建带动的资本性货物进口需求上升连累经常账户逆差持续扩大

受累于贸易账户赤字，巴基斯坦经常账户长年逆差。2016 年，经常账户逆差达 49 亿美元，占 GDP 比重为 1.7%，较去年上升 1.1 个百分点。国际油价回暖拉动进口石油价格上升，加上“中巴经济走廊”相关基础设施建设资本性货物进口需求走高，进口同比大幅上升 14.8%；而另一方面，巴基斯坦纺织、成

图 5：巴基斯坦经常项目平衡占 GDP 比重，%



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

衣等主要出口部门近年来持续受到南亚、东南亚邻国的竞争份额挤压，加上国内电力短

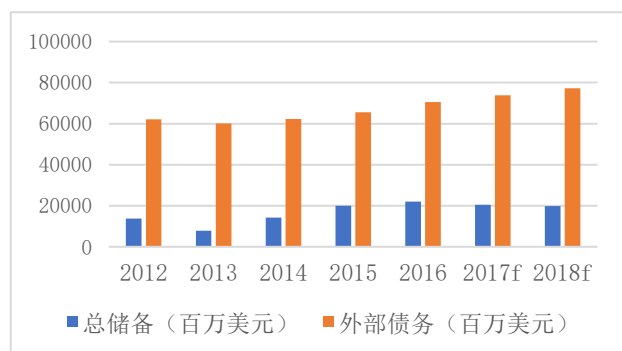
缺等限制了出口竞争力，2014 年以来出口持续下滑，2016 年出口下滑 4.8%。由此，经常账户逆差有所扩大。

中期内，巴基斯坦外劳主要目的地海湾国家经济前景黯淡，预计将对外劳汇款造成负面影响。随着“中巴经济走廊”能源项目推进，中国公司利润陆续汇回，将拖累一级账户重回逆差。综合以上因素，预计中期巴基斯坦经常账户逆差将继续扩大。

外汇储备稳步上升，外债规模较大尤其是公共外债占比较大；虽短期内偿债风险可控但仍存在不确定风险

巴基斯坦外债规模较大且逐年上升，2016 年外债总额约 705 亿美元，同比增长 7.6%；外债负担率有所下降，外债占 GDP 比重逐由 2012 年的 27.7%下降至 2016 年的 24.9%。中长期公共债务占比较大，约保持在 70%左右；

图 6：巴基斯坦外汇储备与外债情况



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

在国家出现偿付问题的情况下极有可能进债务重组。此外短期债务预计将持续攀升，由 2016 年的 45 亿美元上升至 2017 年的 55 亿美元。

外汇储备持续增长，2016 年巴基斯坦外汇储备约 221 亿美元，创历史新高。外汇储备

对总外债的覆盖率为 31.3%，较近年有所上升但仍处于较低水平。另外由于经常账户逆差扩大，巴基斯坦外部融资需求较大，2016 年外部融资需求约 127 亿美元，但预计短期内融资风险可控，巴基斯坦将继续得以在国际资本市场成功发行债券融资。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。

展望

巴基斯坦政局企稳，但政治博弈持续以及国内恐怖主义等安全威胁持续构成政治稳定的潜在风险；经济迅速恢复，但长期经济潜力仍掣肘于结构性问题瓶颈；IMF 督促下财政状况转稳，但中期支出压力较大将加大财政整固难度；经常账户逆差扩大，外汇储备对外债覆盖率较低，但外部融资渠道较为畅通将在短期内保证其偿付能力的稳定。因此，联合评级对未来 1-2 年巴基斯坦的本、外币主权信用评级展望为稳定。

巴基斯坦主权信用评级关键数据

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f	2018 ^f	南亚 ^d	一带一路 ^a
GDP（十亿美元）	224.4	231.2	244.4	271.0	283.7	309.6	334.0	420.4	404.1
人均 GDP（美元）	4,461.4	4,632.4	4,833.5	5,011.2	5,259.6	5,560.0	5,680.0	5,360.3	21,749.0
GDP 增长率（%）	3.5	4.4	4.7	4.7	5.7	5.4	5.1	5.4	3.0
通货膨胀率（%）	9.7	7.7	7.2	2.5	3.8	4.6	4.4	6.7	5.5
信贷总量/GDP（%）	46.3	49.0	52.2	51.6	54.4	54.6	55.6	-	-
国内信贷增长率（%）	17.8	20.7	8.1	11.5	13.8	14.9	12.4	14.6	15.9
M2 增长率（%）	17.0	14.7	10.6	13.0	15.6	15.6	12.7	15.9	11.4
各级政府财政平衡/GDP（%）	-6.8	-8.2	-5.5	-5.3	-4.6	-4.8	-5.0	-4.0	-2.9
各级政府利息支付/GDP（%）	4.9	5.1	5.8	4.9	4.7	4.4	4.2	4.2	2.3
各级政府初级财政平衡/GDP（%）	-1.9	-3.1	0.2	-0.4	0.1	-0.4	-0.8	-1.0	0.2
各级政府总债务/GDP（%）	52.3	55.9	56.0	57.3	58.5	58.6	58.1	52.3	46.0
经常项目余额/GDP（%）	-1.0	-1.9	-1.5	-0.6	-1.7	-2.6	-2.7	-0.1	-0.9
总外债/GDP（%）	27.7	26.0	25.5	24.2	24.9	23.8	23.1	28.6	72.8
短期外债/总外债（%）	6.1	9.2	8.9	6.3	6.4	7.5	8.7	12.8	20.9
国际储备/总外债（%）	22.2	13.0	23.0	30.6	31.3	27.8	25.7	66.7	128.0

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值；d 表示南亚 6 国近五年均值；a 表示一带一路 57 国近五年均值