

巴基斯坦伊斯兰共和国 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：杜凌轩 lxdu@ccxi.com.cn

项目组成员：朱琳琳 llzhu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 9 月 8 日

评级观点：中诚信国际维持巴基斯坦伊斯兰共和国主权信用等级为 B_g^- ，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了巴基斯坦经济规模较大，经济增长潜力较强，金融系统稳定较强的优势。与此同时，中诚信国际注意到，巴基斯坦经济面临一些结构性瓶颈，财政实力长期受限于薄弱的税基，外汇储备未能得到有效积累和改善，且国内、国际政治不稳定性长期存在。国内疫情的爆发导致的全国封锁给经济带来了极大的下行压力，但 IMF 等多边机构以及双边合作伙伴的资金支持将有效降低巴对外偿付风险，良好的经济复苏前景以及持续的财政改革将有助于财政实力的中期改善。

概况数据

	2018	2019	2020F	2021F
实际 GDP 增长率 (%)	5.5	1.9	-1.5	2.3
通货膨胀率 (CPI, %)	5.7	8.0	10.0	7.7
一般政府财政余额/GDP (%)	-6.5	-8.9	-9.5	-8.0
一般政府债务/GDP (%)	69.9	82.1	83.0	82.0
一般政府利息支出/政府收入 (%)	28.5	47.3	44	40
经常账户余额/GDP (%)	-6.3	-4.8	-1.8	-2.0

正面

■ **巴基斯坦经济规模较大，经济增长动能较强，改革取得了一定成效，随着国内经济活动全面复苏，其经济有望呈现较强抗风险性。**近两年来，巴政府为解决长期双赤字造成的财务实力长期薄弱及对外偿付风险高企等问题实施了紧缩性政策，为疫情后的经济复苏提供了较为有利的政策空间支持。电力、国安、扶贫、营商环境等方面的改革政策成效逐步显现，进一步保障和提升了巴基斯坦的经济增长动能。巴基斯坦经济相对封闭，对外风险敞口较小，疫情结束后有望较快复苏之类的。

■ **得益于 IMF 等多边及双边机构的国际援助，尽管债务负担较重，外部风险及主权债务风险仍然可控。**尽管巴基斯坦外债占总债务比例较高，资产负债表对外敞口较大，外储对外债覆盖率长期不足，但其融资渠道较为通畅、稳定。疫情冲击以来，来自国际多边机构和双边合作伙伴的融资支持，基本保障了巴基斯坦对外偿付风险可控。

关注

■ 评级历史关键信息

巴基斯坦伊斯兰共和国	
主体评级	评级时间
B_g^- /稳定	2016/03/07

■ **封锁政策导致国内经济活动大幅放缓，短期内对经济构成较大下行压力。**巴基斯坦国内商品和服务的消费占 GDP 比重达 80%，也是过去几年巴基斯坦经济增长的重要驱动力，4 月初开始的大封锁中断了全国经济活动，大幅削弱了其国内消费和投资，预计 2020 年巴基斯坦实际 GDP 萎缩 1.5%。

■ **中长期仍要关注巴基斯坦政府扭转财政实力恶化趋势，以及财政整顿动力的可持续性。**巴基斯坦税基薄弱、公共发展支出庞大，财政实力较弱一直是限制其主权信用级别的重要因素。尽管近年来的财政改革取得了一定成效，但在 2019 年紧缩政策导致的汇率贬值和 2020 年疫情冲击的共同作用下，预计 2020 年财政赤字将升至 9.5%，债务负担升至 83%。中诚信国际将持续关注巴政府扭转财政恶化趋势。

评级展望

中诚信国际认为，巴基斯坦伊斯兰共和国信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。巴基斯坦经济相对封闭，国内消费在封锁解除后可有效拉动经济复苏，与此同时，来自 IMF、世界银行等多边机构持续、有力的支持可保障其偿债能力基本稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**如果国内疫情得以控制，国内经济活动有序恢复，经济复苏进程好于预期，巴基斯坦主权评级可能会上调。

■ **可能触发评级下调因素。**如果经济复苏弱于预期，政府的债务负担持续增加，而中期财政改革推进乏力，政府流动性风险抬升，将增加巴基斯坦主权等级下调压力。

比较表

2019 年部分国家指标							
国家	级别	GDP 总量 (十亿美元)	人均 GDP (美元)	实际 GDP 增长率 (%)	一般政府财政余额/GDP (%)	一般政府债务/GDP (%)	经常账户余额/GDP (%)
巴基斯坦	B_g^-	278	1284.70	1.9	-9.1	83.7	-4.8
斯里兰卡	B_g^-	84	3853.08	2.3	-6.8	86.8	-2.2
孟加拉国	BB_g^-	301	1855.74	8.2	-5.4	30.9	-1.7
老挝	B_g^-	18	2534.90	6	-9.1	83.7	-4.8

主权评级观点

基础实力

经济实力

2019 年在国内紧缩的政策引导下，巴基斯坦经济承压；2020 年疫情冲击使其国内经济活动急剧放缓，短期内大幅削减了国内消费和投资，经济下行压力进一步加大，预计 2020 年将出现萎缩。但同时，巴基斯坦经济规模较大，改革效力逐步显现，经济增长潜力较强，基本面仍能有效抵抗风险

2010-2018 年，巴基斯坦实现了经济稳定加速增长，平均实际 GDP 增速为 4.13%。内需拉动的经济增长模式使得巴基斯坦长期存在双赤字现象。为改善双赤字，2018 年以来，巴政府实施了紧缩性政策。2018 年 1 月至 2019 年 7 月期间将政策利率上调了 750 个基点，并自 2019 年 5 月以来，SBP 重申了其对外汇率灵活性的承诺，停止了引导卢比价值的干预。货币政策有效性和政策空间在这一过程中得到提升和积累，但同时，本地货币贬值加剧，从 2017 年底至 2019 年 6 月的近两年间，卢比兑美元汇率贬值 35%，巴基斯坦经济增长、财政收入及债务负担承压。2019 年，国内消费、投资大幅下降，汇率急剧贬值，极端天气导致农产品欠收，叠加后期疫情冲击等多重因素共同作用下，巴基斯坦实际 GDP 增速从 2018 年的 5.5% 放缓至 1.9%。

除双赤字以外，巴基斯坦政府近年来持续进行经济、社会、财政改革，以改善一些长期制约巴基斯坦经济发展的结构性问题。部分改革成果逐渐显现，进一步增强了巴基斯坦中长期经济增长潜力。比如，中巴经济走廊的合作项目已较大程度的改善了巴基斯坦长期用电短缺的难题；提升国家安全的努力逐步恢复了投资者信心；Ehsaas 扶贫项目对不平等和贫困人口提供更有针对性的帮助；因在获得建筑许可证、电力供应、税收政策和国际贸易等方面有了实质性改善，世界银行 2020 年《全球营商

环境报告》中，巴基斯坦的排名跃升了 28 位。未来，对运输和物流基础设施的进一步投资、出台旨在振兴工业基础的新关税政策将对为巴基斯坦工业部门的发展、经济潜力的提升带来新的机遇。

2020 年，新冠疫情冲击短期内大幅削弱巴基斯坦国内消费和投资，短期内经济面临较大下行压力。巴基斯坦经济相对封闭，国内商品和服务的消费占 GDP 比重达 80%，也是过去几年巴基斯坦经济增长的重要驱动力，大封锁中断了全国经济活动，削弱国内消费和投资，是疫情对巴基斯坦最主要的冲击。自 4 月初以来，巴基斯坦全国范围的封锁 2 次延期，最终迫于经济下行压力于 5 月 9 日解除。但是，面对国内疫情的持续蔓延，省级抗疫政策及社会隔离要求仍将阻碍经济活动的恢复。疫情带来的经济冲击将使巴基斯坦经济出现萎缩，预计 2020 年其实际 GDP 增速为 -1.5%。

疫情爆发以来，巴基斯坦的央行及政府出台了一些政策支持经济复苏，也得到了多边及双边国际机构的多项援助，以缓解疫情对经济带来的冲击。3 月以来，SBP 累计降息 625 个基点，并有针对性地延期贷款、发放借款，保障银行等金融机构的有序运营，以减轻企业的流动性压力，特别是对劳动密集型和出口导向型企业给予了特殊扶持。这些多边及双边的援助较为有效地提升了巴基斯坦经济的抗风险能力，并保障了其经济复苏前景。尽管疫情不确定性仍将一定程度上影响巴基斯坦国内经济的全面重启，预计巴基斯坦 2021 年经济有望反弹至 2.3%。

财政实力

巴基斯坦财政实力长期受制于薄弱的税基，政府债务负担较高。2019 年受卢比波动的影响，债务负担攀升；2020 年疫情冲击导致的经济疲弱、财政支出增加、外债攀升等将进一步削弱本已较低的财政实力。但得益于持续的财政改革，预计随着国内经济复苏，2021 年财政恶化趋势可得到有效遏制

巴基斯坦税基薄弱、公共发展支出庞大，长期的财政赤字积累了较高的债务负担，财政实力较弱一直是限制其主权信用评级的重要因素。近年来，在 IMF 等多边机构的计划的推动下，巴基斯坦政府致力于财政改革，较为有效的改善了信贷基础，政府再融资需求出现下降趋势。受紧缩政策引发的经济疲弱及包括 SBP 拨备金额下调等一次性因素的影响，2019 年巴基斯坦财政收入下滑，财政赤字从 2018 年的 6.5% 攀升至 8.9%。巴基斯坦债务负担较重，近五年平均值约为 70.5%。巴基斯坦以外币计价的债务占政府公共债务的比重在 30-40% 左右，2019 年汇率剧烈贬值推升了外币债务还本付息的成本，推升巴基斯坦债务占 GDP 比重至 84.8%，政府债务占财政收入比重至 667%

巴基斯坦政府 3 月 24 日宣布了价值 1.2 万亿巴基斯坦卢比（约占 GDP 的 2.8%）的一揽子救济计划，这些政策旨在为低收入家庭和社会弱势群体提供经济救济，并鼓励诸如建筑和出口等优先领域的经济活动导向的部门。大部分的财政扶持资金将通过当前预算内的重新分配来筹集，而非扩大现有预算。此外，巴基斯坦政府还提出了成本总额 7.5 亿美元“可持续经济复苏计划”（RISE），该计划资金主要来自亚投行（2.5 亿美元）、国际复兴开发银行（2.5 亿美元），国际开发协会（1.832 亿特别提款权）。此外，G20 的双边债务减免安排也为巴基斯坦扩大了支持经济复苏的财政空间。

短期内，疫情将导致政府收入下降，并推升财政支出、和债务负担，或将推升 2020 年财政赤字至 9.5%，债务负担升至 83%。但由于财政支出增加谨慎，多边双边外部资金流入充足，预计巴基斯坦政府短期内政府流动性不会实质性受损。且随着国内经济复苏、财政整顿推进，2021 年财政赤字及债务负担可恢复下行趋势，小幅改善至 8.0% 及 82%。

对外偿付

巴基斯坦对外偿付实力较弱，出口竞争力欠佳导致经常账户长期赤字，2019 年巴基斯坦政府有效改善了经常账户赤字过大的情况，但外储对外债覆盖率

持续很低。IMF 等国际机构的援助有效缓解巴基斯坦再融资风险，对外偿付风险可控

长期的经常账户赤字积累导致巴基斯坦外部实力较弱。近三年，巴基斯坦经常账户赤字均超过 4%，并在 2018 财年达到 6.3% 的高点。近年来政府实施的紧缩政策，使得经常账户赤字明显改善。刚刚结束的 2020 财年 数据显示，得益于侨汇收入的适度增长和进口大幅减少，2019-2020 财年巴政府经常账户赤字从上一财年的 134.34 亿美元（占 GDP 的 4.8%）大幅缩减至 29 亿美元（占 GDP 的 1.1%），同比下降 77.9%，就占 GDP 比率而言，经常账户赤字数据创五年来新低。

巴基斯坦较低的出口和私人资本流入依赖度较大程度地降低了其受到疫情导致的全球需求疲软所引发的外部风险的影响。预计疫情冲击下，巴基斯坦经常账户仍将基本保持稳定，且受进口账单缩减的影响进一步助推国际收支平衡的改善。预计未来两年经常账户将维持在 2% 左右。而稳定的国际收支平衡将扩大货币政策的空间，有助于经济复苏。

巴基斯坦的外汇储备自 2018 年底开始逐步改善，截止 2020 年 4 月，官方外汇储备达 138 亿美元，可覆盖 4.3 个月的进口账单总额。但总体而言，巴基斯坦外汇储备持续处于较低水。2020 年 3 月，以外币计价的政府债务总额为 1099 亿美元，外储对外债覆盖率仍然仅为 8.5%。

来自国际多边机构和双边合作伙伴的融资支持，基本保证了巴基斯坦对外偿付风险可控。巴基斯坦长期受到 IMF 等国际机构的资金支持，融资来源具有较高的稳定性和可持续性。2019 年 7 月，巴基斯坦与 IMF 达成了为期 39 个月的扩展基金计划（EFF），预计项目期间可为巴基斯坦引入 380 亿美元的多边和双边融资。疫情发生以来，巴基斯坦从世界银行、IMF、亚洲开发银行、亚洲基础设施投资银行获得了较为充足的外部融资支持用于抗疫；同时，G20 以及巴黎俱乐部的双边债务减免安排也将允许更多的财政资源用于基本的卫生领域，有助

于减少疫情的经济和社会影响。

制度实力

巴基斯坦制度实力一般，尽管近年来国家安全环境得以有效改善，国内政府部门间派系冲突、较低的政策执行效率均是长期影响改革进程的因素

尽管巴基斯坦政府长期致力于一系列经济、财政和社会改革，但政策执行效力受到国内政府部门间紧张关系的削弱。政策执行者、军队和司法部门三者之间关系错综复杂，对政治稳定构成威胁的同时也占用了部分政策和经济资源，进而拖累社会、经济改革进程。

同时，巴基斯坦近年来国内安全近年来有所提升，全球营商环境排名有跳跃式调升，但恐怖主义袭击等问题仍持续抑制投资者情绪。2020年，6月底，位于卡拉奇的巴基斯坦证券交易所大楼遇袭，“俾路支解放军”宣称对此次袭击负责；8月5日，卡拉奇聚会区发生爆炸，分离主义武装“信德革命军”（SRA）声称对此次袭击负责。

事件风险

巴基斯坦金融系统在强监管下稳定性较强，但地缘政治风险较高，事件风险处于一般水平

巴基斯坦银行系统规模较小，但银行监管制度较为健全、前瞻性政策充足，金融体系稳定性较好，整体风险可控性强。巴基斯坦的银行储备有较充足的不良贷款准备金，巴基斯坦国家银行（SBP）执行巴塞尔协议 III 标准，并会定期对商业银行进行压力测试。因此，尽管疫情冲击引起的经济放缓或导致部分银行资产质量恶化，但不足以影响其金融系统的稳定性。

长期地缘政治风险持续制约巴基斯坦信用状况。2020年以来，印巴多次（4月5日、15日，6月12日、21日）在克什米尔地区交火。如何处理与中美两国以及周边邻国的关系，均将对巴基斯坦的经济发展产生重要影响。

评级展望

中诚信国际认为，巴基斯坦伊斯兰共和国信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。巴基斯坦经济相对封闭，国内消费在封锁解除后可有效拉动经济复苏，与此同时，来自IMF、世界银行等多边机构持续、有力的支持可保障其偿债能力基本稳定。

近期关注

巴基斯坦将对年底到期的18亿美元G20国家债务进行重组

4月17日，内阁经济协调委员会（ECC）授权经济部（EAD）与20国集团（G20）11个双边债权人代表举行会谈讨论债务减免事宜。会议决定“暂缓年底前即将到期的53亿债务”，呼吁增加对受危机影响的贫困国家的帮助。

其中，巴基斯坦计划对12月到期的18亿美元G20国家债务进行重组。据统计，目前巴共向20国集团中的11个成员国借款155笔，总额约207亿美元。2020年5月至2021年6月债务总额为25.80亿美元。巴在G20国家中的最大债权国为沙特阿拉伯，共贷款6.25亿美元，其次是中国，贷款6.15亿美元、日本5.78亿美元、法国2.81亿美元，美国1.93亿美元，德国1.48亿美元等。

2020财年巴基斯坦收到106.6亿美元外部融资款

2020财年（2019年7月-2020年6月），巴基斯坦共收到外部融资款106.6亿美元，为全财年计划融资额的82%。这其中不包括从国际货币基金组织（IMF）收到的28.26亿美元援助款。根据EAD数据，106.6亿美元中有37%为亚洲开发银行项目支持性援助，32%为世界银行商业贷款，16%为世界银行项目援助款，剩余部分主要来源于商业融资。

巴经济事务部（EAD）称，之所以存在融资缺口，是因为巴政府未能发行预算中计划的价值30亿美元的欧元债券。此外新冠肺炎疫情导致巴境内许多项目停滞，项目融资款项未能及时到位。

附：信用等级的符号及定义

主权等级符号	含义
AAA_g	受评对象的经济、财政实力极强，融资渠道畅通，基本不受不利环境的影响，违约风险极低。
AA_g	受评对象的经济、财政实力很强，事件风险敏感性很低，中期内没有重大清偿问题，违约风险很低。
A_g	受评对象的经济、财政实力较强，事件风险敏感性较低，中期内没有重大清偿问题，违约风险较低。
BBB_g	受评对象的经济、财政实力一般，不利环境在短期内不会影响债务的清偿，违约风险一般。
BB_g	受评对象的经济、财政实力较弱，目前没有明显的清偿问题和切实的调整能力，违约风险较高。
B_g	受评对象在不利环境的影响下，很有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险很高。
CCC_g	受评对象在不利环境的影响下，极有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险极高。
CC_g	受评对象在不利环境的影响下，基本不能保证偿还债务。
C_g	受评对象在不利环境的影响下，无法偿还债务。

注：除 AAA_g 级，CCC_g 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。