

## 巴基斯坦伊斯兰共和国 2021 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

2021 年 11 月 26 日

## 巴基斯坦 – B<sub>g</sub>/稳定

**评级观点：**中诚信国际维持巴基斯坦伊斯兰共和国（以下简称“巴基斯坦”）主权信用级别为 **B<sub>g</sub>**；评级展望稳定。中诚信国际维持巴基斯坦主权信用级别，主要基于以下理由：中诚信国际认为，尽管疫情对于巴基斯坦经济造成冲击，但疫情前的政策调整增加了巴基斯坦政府的政策空间，灵活的防疫政策和持续宽松的宏观政策稳定了企业和消费者情绪，制造业和建筑业显著改善，预计巴基斯坦 2021 年可实现超预期经济复苏。尽管财政实力薄弱、外部风险敞口犹存，但债务结构较为合理，且外部融资渠道顺畅，整体债务风险可控，能够支持其当前信用级别。此外，中诚信国际关注阿富汗局势变动对巴基斯坦地缘政治风险的抬升作用，以及制约巴基斯坦经济中长期发展的结构性因素。

### 概况数据

|                        | 2018 | 2019 | 2020 | 2021F |
|------------------------|------|------|------|-------|
| 实际 GDP 增长率 (%)         | 5.5  | 2.1  | -0.5 | 3.9   |
| 通货膨胀率 (CPI, %)         | 5.7  | 8    | 8.6  | 9.7   |
| 一般政府财政余额/GDP (%)       | -6.4 | -9.0 | -8.0 | -7.1  |
| 一般政府债务/GDP (%)         | 69.9 | 83.5 | 84.5 | 79.1  |
| 一般政府利息支出/政府收入 (%)      | 28.5 | 42.4 | 41.5 | 37.5  |
| (经常账户余额+净 FDI)/GDP (%) | -5.2 | -4.3 | -0.7 | 0.8   |

### 正面

■ **疫情后经济复苏超预期。**2020 年疫情导致巴基斯坦经济出现六十多年来首次萎缩，但随着国内投资和消费的改善以及主要贸易伙伴的经济复苏，巴基斯坦经济复苏超预期，预计 2021 年可增长 3.9%，2022 年有望反弹至 4.5% 以上。

■ **外部融资渠道顺畅，对外偿付风险可控。**巴基斯坦能够得到来自双边、多边机构的长期有力的支持，外部融资渠道较为顺畅。尽管外债对外债覆盖率很低，对外偿付风险仍然可控。

■ **巴基斯坦金融系统在强监管下稳定性较强。**银行业尽管规模较小，但监管制度较为健全、前瞻性政策充足，金融体系稳定性较好，整体风险可控性强。

### 关注

■ **巴基斯坦财政实力很弱，政府债务负担较高，且疫情冲击进一步削弱了巴基斯坦的财政实力。**巴基斯坦财政平衡因税基薄弱、公共支出庞大而长期呈现赤字，由于财政赤字、高借贷成本和货币贬值，债务负担持续攀升，进一步削弱了巴基斯坦的

财政实力。

■ **受阿富汗局势影响，地缘政治风险有所抬升。**受 2021 年 8 月以来阿富汗局势变化影响，巴基斯坦经济发展的国际环境将面临更多不确定性，同时，国内安全受到的挑战有所增加。

■ **经济发展面临长期结构性问题。**巴基斯坦的用电、交通等国家基础设施建设仍然相对薄弱，税收政策、营商环境、出口竞争力仍然有待改善，结构性因素仍然影响着投资者信心，制约着中长期经济增长潜力。

### 评级展望

■ 中诚信国际认为，巴基斯坦信用水平在未来 12-18 个月内将保持稳定。疫情期间，得益于疫情前政策调整，巴基斯坦宏观经济稳定性及政策空间充足情况较好，为应对疫情提供了有效的缓冲；今年以来，巴基斯坦经济呈现超预期复苏。尽管汇率波动持续，外部风险敞口犹存，但经常账户赤字显著改善，外汇储备有小幅积累，叠加外部融资渠道通畅的支持，整体信用水平将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**如果随着巴基斯坦逐步退出刺激政策，经济复苏劲头仍可以得到有效保持，重大经济、财政改革项目进一步落地，将有利于巴基斯坦主权信用水平的提升。

■ **可能触发评级下调因素。**若巴基斯坦短期通胀压力对宏观经济稳定性构成重大影响；或汇率风险加速暴露，抬升债务负担，增加融资成本；或重大经济、财政改革项目难以落地，中诚信国际将考虑下调其主权信用评级。

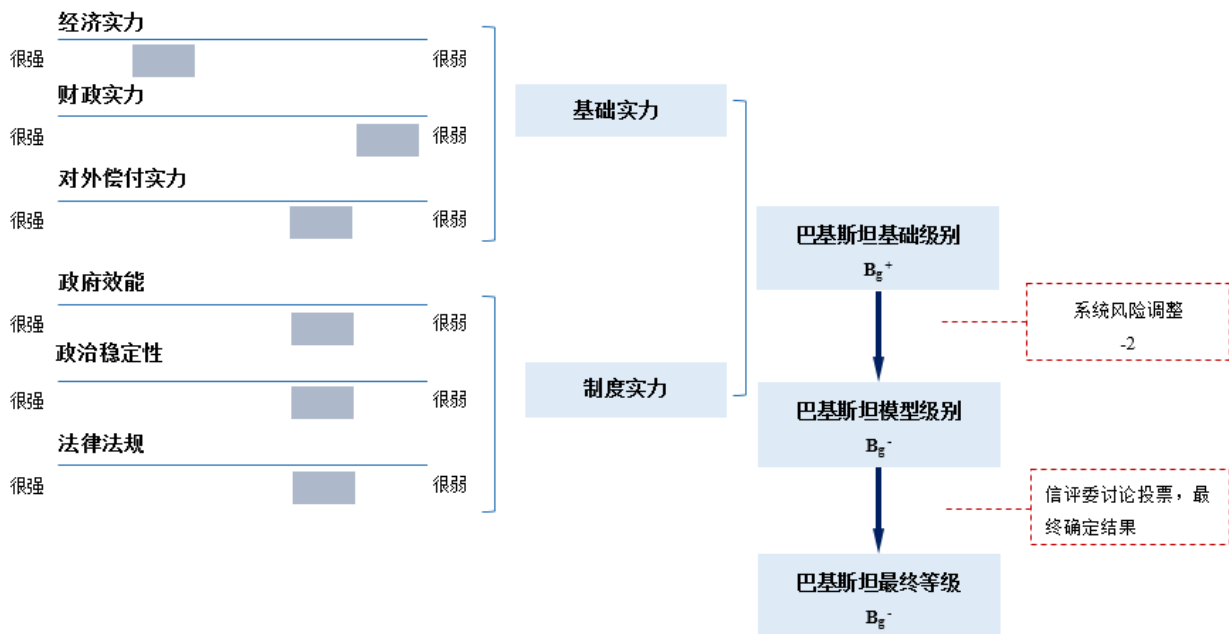
### 评级历史关键信息

| 巴基斯坦               |            |
|--------------------|------------|
| 主体评级               | 评级时间       |
| B <sub>g</sub> /稳定 | 2020/07/26 |
| B <sub>g</sub> /稳定 | 2016/03/07 |

比较表

| 2020 年部分国家指标 |                             |                  |                 |                    |                         |                    |                                |
|--------------|-----------------------------|------------------|-----------------|--------------------|-------------------------|--------------------|--------------------------------|
| 国家           | 级别                          | 名义 GDP<br>(十亿美元) | 人均 GDP<br>(万美元) | 实际 GDP 增<br>长率 (%) | 一般政府财政<br>余额/GDP<br>(%) | 一般政府债务<br>/GDP (%) | (经常账户余<br>额+净 FDI)<br>/GDP (%) |
| 巴基斯坦         | B <sub>g</sub> <sup>-</sup> | 263              | 1259            | -0.5               | -9.0                    | 83.5               | -0.7                           |
| 斯里兰卡         | B <sub>g</sub> <sup>-</sup> | 81               | 3678            | -3.6               | -11.1                   | 101                | -0.8                           |
| 老挝           | B <sub>g</sub> <sup>-</sup> | 19               | 2621            | 3.3                | -6.1                    | 68                 | 4.5                            |
| 希腊           | B <sub>g</sub> <sup>-</sup> | 189              | 17645           | -8.2               | -9.7                    | 205.6              | -5.2                           |

评级模型



## 主权评级观点

### 基础实力

#### 经济实力

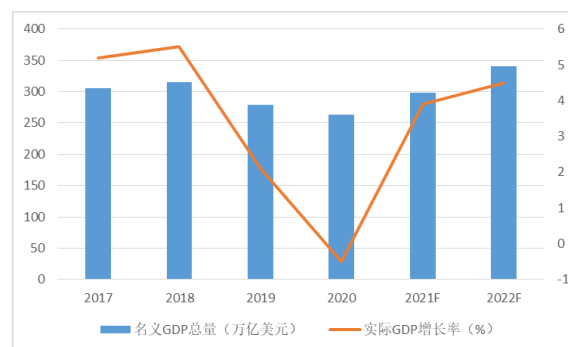
**巴基斯坦经济实力一般，2020 年疫情下巴基斯坦经济萎缩 1.5%；疫情前的政策调整增加了巴基斯坦政府的政策空间，灵活的防疫政策和持续宽松的宏观政策稳定了企业和消费者情绪，制造业和建筑业显著改善，预计 2021 年巴基斯坦经济可反弹至 3.9%**

巴基斯坦是南亚第二大经济体，世界第六人口大国，2020 年国民经济总量达 2630 亿美元，人均 GDP 为 1259 美元，仍然处于较低水平。为改善长期内需拉动的经济增长模式导致的财政平衡和经常账户双赤字局面，2018 年起，巴基斯坦政府采取紧缩的货币政策，期间政策利率上调了 750 个基点，双赤字局面得到了一定程度的改善，且为应对 COVID-19 疫情的冲击提供了更多的政策空间。但与此同时，卢比兑美元汇率一度贬值 35%，国内消费、投资大幅下降，巴基斯坦经济增长大幅承压，2019 年，巴基斯坦经济增速从 2018 年的 5.5% 放缓至 3.3%。2020 年疫情冲击之时，巴基斯坦经济正从紧缩政策中退出，并逐步自我修复。巴基斯坦经济以服务业为主且相对封闭，疫情初期的大封锁引发巴基斯坦国内消费在短期内断崖式下滑，进而导致 2020 年巴基斯坦 GDP 出现近 68 年来首次负增长，经济萎缩 0.5%。

为应对疫情冲击，巴基斯坦央行 SBP 自 2020 年 3 月累计下调基准利率 625 个基点，至今政策利率仍维持在 7% 不变。巴基斯坦国家统计局公布的初值数据显示，2021 年巴基斯坦经济同比实际增长了 3.94%，名义 GDP 总量首次突破 2800 亿美元。其中，农林牧渔业同比增长 2.7%，工业和建筑业同比增长 3.5%，服务业同比上涨 4.4%。在工业领域，中大型制造业复苏态势最佳，受刺激政策影响，大规模制造业生产（LSM）部门增速已超过了疫情前水平，同比增长 13%，创 15 年来新高；在服务业

中，批发和零售贸易增速最快，合计占 GDP 的比例提升至 28%。与此同时，随着疫情企稳，巴基斯坦的重要贸易伙伴逐的经济逐步复苏，海外汇款和出口额也得到了有效改善。整体而言，2021 年巴基斯坦实际 GDP 增长超出预期。展望 2022 年，尽管巴基斯坦当地疫情反复，不确定性犹存，但具有针对性的封锁政策以及持续提高的疫苗接种率为稳定经济和提振投资者信心提供了较为有效的保障。预计巴基斯坦经济将延续复苏态势，进一步反弹至 4.5%。

图 1：2017-2021 年巴基斯坦 GDP 总量和增速（%）



资料来源：巴基斯坦央行，中诚信国际整理

尽管经济复苏超预期，经济增长潜力较强，巴基斯坦经济仍面临诸多问题。自 2021 年 3 月以来，输入性通胀的危害已开始显现，长期宽松政策将难以为继。食品、电力、石油等基础用品价格显著上涨，预计 2021 年通胀率将达到 9.7%。9 月，巴基斯坦与 IMF 签署了新的稳定计划，此举尽管有助于提升投资者信心，但巴政府将被迫在通胀高企的时刻，退出刺激政策，向稳定宏观经济的方向转变，社会福利和经济发展的相关支出将大幅缩减，经济增速或将受到不利影响。中期来看，用电、交通等国家基础设施建设仍然相对薄弱，税收情况、营商环境、出口竞争力等方面仍亟待改善。结构性因素影响着投资者信心，制约着巴基斯坦的经济增长潜力。

### 财政实力

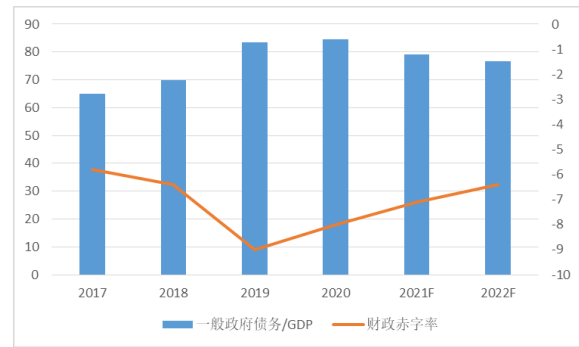
**巴基斯坦财政实力很弱，长期受制于薄弱的税基，**

## 政府债务负担较高，且疫情冲击进一步削弱了巴基斯坦的财政实力；随着经济复苏和财政改革的持续，财政赤字及债务负担有望逐步降低

巴基斯坦财政平衡因税基薄弱、公共支出庞大而长期呈现赤字，债务负担维持在高位，财政实力较弱是其主权信用评级的重要限制因素。疫情爆发前，紧缩政策导致经济下滑，财政收入拖累政府赤字从 2018 年的 6.5% 升至 2019 年的 8.9%。疫情中，巴政府累计出台了 1.2 万亿巴基斯坦卢比的财政刺激计划（约占 GDP 的 2.8%），多为财政预算的再调配，对财政支出的增长起到了有效控制，2020 年财政赤字逆势小幅收窄至 8%。进口占巴基斯坦税收总额的一半以上，随着经济复苏带动进口增加，税收增长势头良好，同时，宽松政策的退出将进一步压缩财政支出，预计到 2022 年，巴基斯坦财政赤字逐步缩窄至 6% 左右。

债务方面，巴基斯坦债务负担长期维持高位，债务结构较为合理，但对汇率风险敞口较大；政府在 IMF 的推动下长期致力于财政改革，取得了一定的成效。以外币计价的债务占政府公共债务的比重在 30-40% 左右，规模一般，债务结构较为合理，以长期为主，短期外债占比在 10% 左右。但政府资产负债表对汇率波动风险敞口很大，2019 年卢比大幅贬值，推升政府债务占 GDP 比重 13.6 个百分点至 84.8%。2021 年，巴基斯坦收到外国贷款总额为 142.83 亿美元，同比增长 34%，较预算中设定的 122.33 亿美元目标超出 17%。2021 年，巴基斯坦政府通过国际债券获得了 25 亿美元，并从国际银行获得了 47 亿美元的商业贷款，两者均大幅超出了预算目标，抬升了融资成本。由于财政赤字、高借贷成本和货币贬值，2021 年，巴基斯坦政府债务总额将达到 2395 亿美元，占 GDP 比重在 80% 左右。随着经济复苏，财政改革的延续，财政赤字将逐步改善，预计将带动 2021 年之后债务负担稳步下降，2022 年债务负担可逐步降至 76% 左右。从中期来看，巴基斯坦的债务风险相对可控。

图 2：2017-2021 年巴基斯坦财政状况（%）



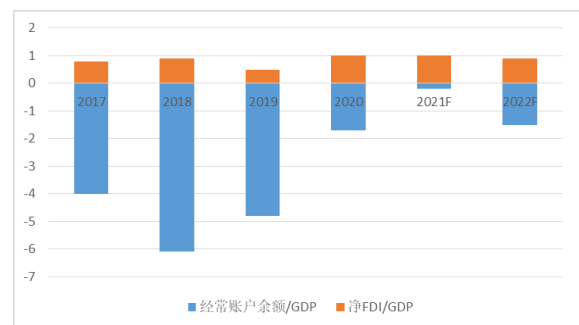
资料来源：巴基斯坦财政部，中诚信国际整理

## 对外偿付实力

### 巴基斯坦对外偿付实力较弱，经常账户持续呈现逆差，外商直接投资的流入难以有效改善国际收支平衡，且外汇储备仍处于相对较低水平；得益于国际机构和双边国家的支持，外部融资较为通畅，外部风险整体仍然可控

巴基斯坦是石油、食品等资源的进口大国，经常账户长期为赤字状态。疫情冲击下，进口受到明显抑制，叠加大宗商品价格波动剧烈，2020 年巴基斯坦经常账户赤字率显著改善，较 2019 年的 4.8% 大幅收窄至 1.7%。同年，净 FDI 占 GDP 的比重为 1%。2021 年随着经济复苏，巴基斯坦主要贸易伙伴的经济活动将出现好转，投资者情绪回暖，2021 年巴基斯坦国际收支出现 0.8% 的正增长。但长期来看，外商直接投资净流入仍不足以有效改善国际收支均衡。展望 2022 年，随着国内需求回升和国际油价上涨，卢比承压的同时，进口增速仍将大于出口增速，预计经常账户赤字回调至 1-2% 的区间，国际收支整体维持小幅赤字局面。

图 3：2017-2021 年巴基斯坦国际收支状况（%）



资料来源：巴基斯坦统计局，中诚信国际整理

2021年，巴基斯坦外汇储备为125.9亿美元，同比增长41.3%；外债总额为1128亿美元，其中短期外债占比7%，约为78.96亿美元；外储对外债覆盖率不足12%，外储仍显著不足。尽管如此，巴基斯坦外部风险整体能够保持可控的局面，且近年来得到了一定程度的改善。一方面，巴基斯坦能够得到来自双边、多边机构的长期有力的支持，外部融资渠道较为顺畅。另一方面，2018年以来的国内政策对改善巴基斯坦外部环境起到了明显的效果。2019年，巴基斯坦对外投资净头寸与GDP的比值由负转正，自2018年的-35.8%增长至9.7%，2020年进一步小幅提升至11.7%，净债权国地位也为其偿付实力提供保障。整体而言，巴基斯坦外部风险可控。

## 制度实力

### 巴基斯坦制度实力较弱，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和较低的政策执行效率是长期影响改革进程的因素

巴基斯坦实行多党制、议会制、共和制。现任巴基斯坦总理伊姆兰·汗为巴基斯坦执政党正义运动党领导人。2018年7月底，巴基斯坦大选中PTI（巴基斯坦正义运动党）的结束了巴基斯坦自建国以来PML-N（穆斯林联盟谢里夫派）与PPP（巴基斯坦人民党）两党轮流坐庄执政的历史局面，逐渐演化为“三足鼎立”模式，政局趋于稳定。巴基斯坦正义运动党自1996年创立伊始，以致力于巴高层反腐倡廉运动为特色。

在国际发展项目的帮助下，巴基斯坦政府长期致力于诸多改革，并在宏观经济稳定、财政改善、社会基础设施建设、国家安全、营商环境方面取得了一定的成绩，政策具有较好的连续性。但是，政府部门效率和政策透明度仍然欠佳。国内政府部门间存在矛盾，行政、军队和司法部门之间关系复杂，对政治稳定性构成一定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。

## 系统风险

### 巴基斯坦金融系统在强监管下稳定性较强；但复杂的周边环境导致地缘政治风险长期存在，2021年8月，阿富汗局势变动进一步推升了整体系统风险

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。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，但不足以影响金融系统的稳定性。疫情期间，银行系统不良资产占比于2020年7月达到峰值1.97%，随后逐步改善。截止2021年6月，已降至为1.12%。

由于历史原因，巴基斯坦的地缘政治环境长期处于结构性危机中，在克什米尔区域最为突出的印巴纠纷，和在俾路支省最为突出的国内安全危机长期存在；同时，近年来，还有中美摩擦加剧、印美合作深入等国际地缘因素扰动。2021年8月，美军自阿富汗撤离，结束了长达20年的阿富汗战争。这一重大外部变化，将抬升巴基斯坦外交成本和经济环境的不确定性，塔利班上台后，巴塔等恐怖组织对巴基斯坦国内安全的威胁或将增加，值得进一步关注。

从ESG风险来看，巴基斯坦的环境和社会风险较低，治理风险处于很低的水平。环境方面，与多数南亚国家一样，巴基斯坦庞大的农业部门生产长期面临季风性气候带来的不确定性。在社会风险方面，巴基斯坦基础设施薄弱，工业发展相对滞后，近年来，在中巴经济走廊和ESSA计划等重大政府项目的推进下，交通、用电等基础民生保障有所改善，但仍处于相对较低的水平；与此同时，相对年轻的人口结构，将在未来进一步加剧该国的就业方面的挑战。治理方面，近年来，在宏观政策调控和财政改革推进过程中，巴基斯坦政策有效性显著提升，但政府效率仍然相对较低，政府内部矛盾仍然存在。

## 评级展望

中诚信国际认为，巴基斯坦信用水平在未来12-18个月内将保持稳定。疫情期间，得益于疫情前政策调整，巴基斯坦宏观经济稳定性及政策空间充足情况较好，为应对疫情提供了有效的缓冲；今年以来，巴基斯坦经济呈现超预期复苏。尽管汇率波动持续，外部风险敞口犹存，但经常账户赤字显著改善，外汇储备有小幅积累，叠加外部融资渠道通畅的支持，整体信用水平将保持稳定。

## 评级上调因素

如果随着巴基斯坦逐步退出刺激政策，经济复苏势头仍可以得到有效保持，重大经济、财政改革项目进一步落地，将有利于巴基斯坦主权信用水平的提升。

## 评级下调因素

若巴基斯坦短期通胀压力对宏观经济稳定性构成重大影响；或汇率风险加速暴露，抬升债务负担，增加融资成本；或重大经济、财政改革项目难以落地，中诚信国际将考虑下调其主权信用评级。

## 近期关注

### 2020-21 财年巴基斯坦新增外国贷款 142.83 亿美元，利息负担压力上行

巴基斯坦经济事务部报告显示，政府在 2020-

21 财年共收到 142.83 亿美元的外国贷款，总额超过了预算中设定的 122.33 亿美元目标的 17%。在过去三个财政年度中，巴基斯坦的外国贷款规模持续增长，前两个财年该数值为 105.9 亿美元和 106.62 亿美元。与此同时，巴基斯坦贷款成本有所增加。主要是由于来自多边机构的资助少于预期，导致巴基斯坦政府的商业银行和债券借贷增加，意味着巴基斯坦不得不承受更高的利率。具体而言，本财年内，亚洲开发银行（ADB）、亚洲基础设施投资银行（AIIB）、伊斯兰开发银行、世界银行集团等多边机构共计支付了 43.7 亿美元给巴基斯坦，预算估计为 53.54 亿美元，产生近 10 亿美元差额。这些贷款不包括国际货币基金组织（IMF）2021 年 4 月拨付的 5 亿美元，单独计入央行账户 2021-22 财年，巴基斯坦政府不得不超预算的通过国际债券获得了 25 亿美元，还从国际银行获得了 47 亿美元的商业贷款；两者预算目标则分别为 15 亿美元和 39 亿美元。国际债券中包括 10 年期 10 亿美元的欧洲债券、30 年期的 5 亿美元和 2026 年到期的 10 亿美元的五年期债券；商业贷款包括来自伦敦渣打银行的四笔贷款各 2 亿美元、来自瑞士 AG-UBL 的 2.75 亿美元、来自阿治曼银行的 4 亿美元、来自迪拜银行的 8.25 亿美元、来自阿联酋 NBD 的 3.7 亿美元、美元 10 亿美元（两笔 5 亿美元贷款）来自中国工商银行（ICBC），20 亿美元（两笔 10 亿美元贷款）来自中国政府和国家开发银行。

## 附一：巴基斯坦主要数据

|                     | 2018  | 2019  | 2020  | 2021F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| 人口（百万）              | 201   | 204.7 | 208.6 | 212.5 |
| 人均 GDP（美元）          | 1565  | 1364  | 1259  | 1401  |
| 名义 GDP（十亿美元）        | 315   | 279   | 263   | 298   |
| 人均 GDP（PPP，美元）      | 5111  | 5204  | 5150  | --    |
| 实际 GDP 增长率（%）       | 5.5   | 2.1   | -0.5  | 3.9   |
| 通货膨胀（%）             | 5.7   | 8.0   | 8.6   | 9.7   |
| 一般政府财政余额/GDP（%）     | -6.4  | -9.0  | -8.0  | -7.1  |
| 一般政府债务/财政收入（%）      | 459.9 | 644.3 | 556.8 | 539.2 |
| 政府利息支出/财政收入（%）      | 28.5  | 42.4  | 41.5  | 37.5  |
| 一般政府债务/GDP（%）       | 69.9  | 83.5  | 84.5  | 79.1  |
| （经常账户余额+FDI）/GDP（%） | -5.2  | -4.3  | -0.7  | 0.8   |
| 外汇储备（十亿美元）          | 10.88 | 8.91  | 12.59 | 17.15 |
| 国际投资净头寸/GDP（%）      | -35.8 | 9.7   | 11.7  | --    |

## 附二：信用等级的符号及定义

| 主权等级符号                 | 含义   |
|------------------------|--|
| <b>AAA<sub>g</sub></b> | 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。    |
| <b>AA<sub>g</sub></b>  | 受评对象的经济、财政实力很强，系统风险敏感性很低，中期内没有重大清偿问题，违约风险很低。 |
| <b>A<sub>g</sub></b>   | 受评对象的经济、财政实力较强，系统风险敏感性较低，中期内没有重大清偿问题，违约风险较低。 |
| <b>BBB<sub>g</sub></b> | 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。     |
| <b>BB<sub>g</sub></b>  | 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>B<sub>g</sub></b>   | 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。    |
| <b>CCC<sub>g</sub></b> | 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。    |
| <b>CC<sub>g</sub></b>  | 受评对象在不利环境的影响下，基本不能保证偿还债务。                    |
| <b>C<sub>g</sub></b>   | 受评对象在不利环境的影响下，无法偿还债务。                        |

注：除 AAA<sub>g</sub> 级，CCC<sub>g</sub> 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。