

巴基斯坦伊斯兰共和国 2021 年主权信用主动评级跟踪报告

本次评级结果：

长期本币信用等级：BBs

长期外币信用等级：BBs

评级展望：稳定

上次评级结果：

长期本币信用等级：BBBs-

长期外币信用等级：BBBs-

评级展望：稳定

评级时间：

2021 年 12 月 14 日

作者：

齐涵，冯祖涵

评级观点

远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）对巴基斯坦伊斯兰共和国（以下简称“巴基斯坦”）进行了跟踪评级，决定将巴基斯坦长期本币信用等级由 BBBs- 下调至 BBs，将其长期外币信用等级由 BBBs- 下调至 BBs，评级展望为稳定。主要基于如下理由：

2020 年，疫情导致巴基斯坦经济下滑 0.47%，增速比上年降低 2.5 个百分点，通胀率创八年新高，达到 10.74%；劳动力市场受到疫情冲击，失业率由上年的 4.08% 上升至 4.5%；农业逆势上涨，工业和服务业受疫情扰动，双双下降；银行业不良贷款率逐渐上升，但是资本充足率受银行资产和利润大幅提升带动而逆势上涨。2020 年，巴基斯坦政府财政支出提升，财政收入边际改善；一般政府债务水平继续提升，由上年的 85.3% 升至 87.5%；出口复苏叠加侨汇流入带动经常账户盈余创十六年新高，达到 2.5 亿美元；但是政府外债攀升带动外债总额增加，外债水平达 44.75%，经常账户收入对外债保障能力降低。

2021 年，巴基斯坦政局面临不稳定性，发生多次示威和冲突，恐怖袭击问题严峻；经济和就业市场复苏，下半年通胀率有所回落；银行不良贷款风险有所缓和。2021 年，巴基斯坦政府延续积极的财政政策思路；国际大宗商品涨价导致经常账户重回逆差；外债水平继续攀升。

远东资信确定维持巴基斯坦评级展望为稳定，主要基于 2021 年巴基斯坦经济复苏势头较好，可在一定程度上缓解政府债务与外债水平走高带来的偿付风险。

主要优势:

1. 2021 年, 巴基斯坦政府对新冠疫情的防控措施较好, 经济复苏势头强劲。
2. 2020 年以来, 巴基斯坦政府推行积极的财政政策和宽松的货币政策, 可以为经济和就业提供有力的支持, 为银行业提供充足的流动性。

主要风险:

1. 2021 年, 巴基斯坦政局面临不稳定性, 发生多次示威和冲突, 恐怖袭击问题严峻, 对社会稳定造成负面影响。
2. 2020 年, 巴基斯坦通胀率创 8 年新高, 劳动力市场受到冲击, 失业率上升, 不利于该国经济增长与社会稳定。
3. 2020 年以来, 巴基斯坦政府财政支出连年提升, 政府债务水平不断提高, 给政府造成较大的偿债压力。
4. 2020 年, 受政府外债上升带动, 巴基斯坦外债水平快速升高, 对外偿付压力增加。

核心指标数据:

Indicators	2016	2017	2018	2019	2020
GDP 总量*(亿美元)(财年)	2780.23	3046.03	3130.73	2769.42	2617.26
实际 GDP 增速%(财年)	4.56	5.22	5.53	2.08	-0.47
人均 GDP(美元)(财年)	1436.37	1544.17	1557.89	1352.72	1254.86
CPI 增幅(%)	2.86	4.15	3.93	6.74	10.74
失业率(%)	5.96	6.02	5.55	4.08	4.50
财政余额/GDP*(%) (财年)	-4.42	-5.76	-6.42	-8.96	-8.04
政府债务/GDP*(%) (财年)	67.65	67.06	72.08	85.30	87.56
财政收入/政府债务%(财年)	22.94	23.18	21.10	15.19	17.33
外债总额/GDP(%)	27.22	29.36	31.64	39.98	44.75
CAR/外债总额*(%)	66.82	60.81	56.50	50.85	48.87
外汇储备/外债总额*(%)	29.10	20.64	11.95	14.98	15.81

注: 1. GDP 总量是名义值; 2. 财政余额/GDP 为正表示财政盈余水平, 为负表示财政赤字水平; 3. 政府债务为一般政府债务总额, 指中央政府和地方政府债务之和; 4. CAR 为 Current Account Receipt 缩写, 表示经常账户收入; 5. 外汇储备为官方外汇储备。

截止日期: 2021 年 12 月 14 日。

数据来源: IMF、World Bank、Wind 资讯, 远东资信整理

本次评级所使用的评级方法、模型：《主权信用评级方法与模型》（FECR-ZQ-V01-201909）。

本次评级模型评分表及结果：

定量指标	权重	二级指标	二级权重	指标得分	分数转换
政府治理能力	30%	政府治理水平	40%	1.96	5
		政府建设能力	10%		
		政府抗风险实力	50%		
宏观经济实力	45%	经济规模	20%	2.12	
		经济增长表现	30%		
		经济繁荣程度	20%		
		经济稳定性	30%		
金融结构实力	25%	经济多元化程度	50%	0.79	
		金融稳定程度	50%		
公共财政实力	(矩阵)	财政实力	30%	6.18	6
		财政负担	30%		
		偿付实力	40%		
外部金融实力	(调整)	外部实力	30%	4.99	5
		外部负担	30%		
		偿付实力	40%		
基础信用等级		BBs (长期本币)		BBs (长期外币)	
定性调整因素		定性调整理由			定性调整幅度
无		无			无
最终信用等级		BBs (长期本币)		BBs (长期外币)	

注：1. 在得分设定上按照风险水平划分为：1分（极低）、2分（低）、3分（较低）、4分（一般）、5分（较高）、6分（高）、7分（极高），分数越低表示信用风险越小，对应的信用等级越高。

2. 定性调整因素针对主权长期本、外币基础信用等级；通常情况下，定性调整幅度累计不超过[-2,2]个子级，但特殊情况例外。

The Islamic Republic of Pakistan Sovereign Credit Rating Report (2021)

Rating Action:

Local Currency Long-term

Issuer Rating: BBs

Foreign Currency Long-term

Issuer Rating: BBs

Outlook: Stable

Last Rating Action:

Local Currency Long-term

Issuer Rating: BBBs-

Foreign Currency Long-term

Issuer Rating: BBBs-

Outlook: Stable

Rating Date:

14 December, 2021

Ratings Rationale

FarEast Credit Rating Co., Ltd. (FECR) has adjusted The Islamic Republic of Pakistan's (Pakistan's) Local Currency Long-term Issuer Rating from BBBs- to BBs and its Foreign Currency Long-term Issuer Rating from BBBs- to BBs. The outlook is stable. The key drivers for the rating action are the following:

In 2020, the COVID-19 pandemic caused Pakistan's economy to contract by 0.47%, its inflation to rise by 10.74%, and its unemployment rate to increase to 4.5%. The agriculture sector grew, underpinned by demands from China, while the industry and service sectors dropped, affected by the epidemic. The risk of non-performing loans was accumulating, but the capital adequacy ratio was ascending, supported by the increase of banks' assets and profits. In 2020, Pakistan's fiscal expenditure and revenue both widened. The general government debts increased to 84.6% of GDP. Pakistan's exports boomed and foreign currency inflows supported its current account surplus to reach a sixteen-year record level of 250 million dollars, but the external debts pressure increased to 44.75% of GDP, driven by the rapid accumulation of government external debts, and the payment ability of current account incomes aggravated.

In 2021, Pakistan was faced with an unstable political situation with a succession of demonstrations, conflicts, and terrorist attacks. The country's economy and labor market recovered, and the inflation rate fell. The risk of non-performing loans alleviated. In 2021, the government maintained active fiscal policies. The current account incomes fell back to deficits and the external debts kept accumulating.

The stable outlook reflects our view that Pakistan's recovering economy can partly offset the credit risk resulting from the widening government debts and external debts.

Advantages:

1. In 2021, Pakistan has a recovering economy and strong export demands, which helps widening governmental revenues.
2. Since 2020, Pakistan's government has adopted active fiscal policies and easy monetary policies, which supported the country's economy and labour market.

Risks:

1. In 2021, Pakistan has been faced with an unstable political situation with a succession of demonstrations, conflicts, and terrorist attacks.
2. In 2020, Pakistan's inflation rate reached an eight-year highest level and the unemployment rate rose, which harmed the country's economy and stability.
3. Since 2020, Pakistan's governmental expenditure has been rising, pushing up governmental debt and resulting in greater repayment pressure.
4. In 2020, the external debts increased, driven by the rapid accumulation of government external debts.

Key Statistics:

Indicators	2016	2017	2018	2019	2020
Nominal GDP (bill. \$) (Fiscal year)	278.02	304.60	313.07	276.94	261.73
Real GDP growth (%) (Fiscal year)	4.56	5.22	5.53	2.08	-0.47
GDP per capita (\$) (Fiscal year)	1436.37	1544.17	1557.89	1352.72	1254.86
CPI growth (%)	2.86	4.15	3.93	6.74	10.74
Unemployment rate (%)	5.96	6.02	5.55	4.08	4.50
Fiscal Balance/GDP*(%) (Fiscal year)	-4.42	-5.76	-6.42	-8.96	-8.04
General Government Debt/GDP*(%) (Fiscal year)	67.65	67.06	72.08	85.30	87.56
Fiscal Revenue/General Government Debt (%) (Fiscal year)	22.94	23.18	21.10	15.19	17.33
Gross External Debt/GDP (%)	27.22	29.36	31.64	39.98	44.75
CAR/Gross External Debt*(%)	66.82	60.81	56.50	50.85	48.87
Foreign Exchange Reserves/Gross External Debt*(%)	29.10	20.64	11.95	14.98	15.81

Notes: 1. A positive Fiscal Balance/GDP indicates a fiscal surplus and a negative one indicates a fiscal deficit. 2. General Government Debt is defined as the total debt of the central, state, and local governments. 3. CAR is the abbreviation of Current Account Receipt. 4. Foreign Exchange Reserves are defined as the official foreign exchange reserves.

Sources: IMF, World Bank, Wind.

The rating methodology used is Sovereign Credit Rating Methodology (FECR-ZQ-V01-201909).

Ratings Score Snapshot:

Quantitative Factors	Weighting	Sub-factors	Sub-factor Weighting	Scores	Score Conversion
Institutional and Governance Strength	30%	Public Governance Ability	40%	1.96	5
		Government Development Ability	10%		
		Government Risk-Resisting Capacity	50%		
Economic Strength	45%	The scale of the Economy	20%	2.12	
		Growth Dynamics	30%		
		Economic Prosperity	20%		
		Economic Stability	30%		
Financial and Structural Strength	25%	Economic Diversity	50%	0.79	
		Financial Stability	50%		
Fiscal Strength	(Matrix)	Fiscal Capacity	30%	6.18	6
		Debt Burden	30%		
		Debt Affordability	40%		
External Strength	(Adjustment)	External Capacity	30%	4.99	5
		External Debt Burden	30%		
		External Debt Affordability	40%		
Basic Issuer Credit Rating		BBs (Local Currency Long-term)		BBs (Foreign Currency Long-term)	
Qualitative Adjustment Factors		Qualitative Adjustment Reasons			Range
N.A.		N.A.			N.A.
Issuer Credit Rating		BBs (Local Currency Long-term)		BBs (Foreign Currency Long-term)	

1. According to the risk level, scores are divided into 1 point (very low), 2 points (low), 3 points (relatively low), 4 points (average), 5 points (relatively high), 6 points (high), 7 points (very high). The smaller the score, the lower the credit risk, and the higher the corresponding credit rating.

2. The qualitative adjustment factors are based on the local and foreign currency long-term issuer credit rating. Except for special circumstances, the cumulative qualitative adjustment range does not exceed [-2,2] notches.

一、国家概况

巴基斯坦位于南亚次大陆西北部，南濒阿拉伯海，东接印度，东北邻中国，西北与阿富汗交界，西邻伊朗。国土面积 79.61 万平方公里（不包括巴控克什米尔地区），全国人口 2.08 亿，首都伊斯兰堡，官方语言为乌尔都语和英语。巴基斯坦是发展中国家，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。巴基斯坦加入了中国的“一带一路”合作倡议，并致力于建设该倡议下的标志性项目“中巴经济走廊”，不断加强与中国经贸往来，为本国的发展持续注入动力。

二、政府治理能力

2020-2021 年巴基斯坦政局面临不稳定性，发生多次示威和冲突，恐怖袭击问题严峻

2020-2021 年，巴基斯坦爆发了多次示威，造成政局不稳定。2020 年 12 月，巴基斯坦 11 个反对党组成的联盟在第二大城市拉合尔举行示威活动，要求巴基斯坦总理伊姆兰·汗辞职，并敦促军队停止干预政治。2021 年 4 月，巴基斯坦爆发了一场针对法国的示威运动，原因是一名法国教师向学生展示某杂志发布的穆罕默德漫画，遭到一名巴基斯坦青年当街斩首，随后，马克龙将其定性为“伊斯兰恐怖袭击”，并称法国将不断发行针对伊斯兰的讽刺漫画，导致部分巴基斯坦民众出现反法情绪。抗议人群要求政府驱逐法国大使，并禁止在巴基斯坦销售法国商品。巴基斯坦政府拘捕了发起示威的人士，但是遭到更加强烈的抵触。

除了政治冲突以外，巴基斯坦面临着比较严峻的恐怖袭击问题。2021 年 4 月，武装激进组织巴基斯坦塔利班在俾路支省首府奎达制造汽车炸弹恐袭，中国外交使团下榻的饭店遭遇爆炸和袭击；5 月，在巴基斯坦俾路支省奎达市附近的齐亚拉特市和特尔巴特市各发生一起恐怖分子对边防部队进行袭击的事件，有 12 名巴军人阵亡；8 月，位于巴基斯坦俾路支省的瓜达尔东湾快速路项目，载有中国人员的车队遭遇自杀式炸弹袭击，造成多人受伤；10 月，巴基斯坦西北部开普省，4 名警察遭到袭击身亡。近年来，巴基斯坦发生了数十起此类恐怖袭击事件，巴基斯坦塔利班和极端组织伊斯兰国宣称对其中大部分事件负责。恐怖袭击扰乱巴基斯坦社会稳定，激化国内社会矛盾。

2021 年美国军队撤离阿富汗，有利于中亚地区局势稳定，将缓和巴基斯坦的地缘政治局势，改善其外部政治环境；但是阿富汗难民涌入巴基斯坦会增加其政府的财政压力

从外部环境和地缘政治来看，美军撤离阿富汗以及阿富汗塔利班建立政权有利于中亚地区局势的稳定，因为美国减少对阿富汗政治的干预可以降低该地区国际关系的复杂程度。这将缓和巴基斯坦的地缘政治局势，改善其外部政治环境。同时，阿富汗塔利班对巴基斯坦表示出友好态度。2021 年 11 月，阿富汗塔利班代理外长率团访问巴基斯坦，系阿富汗塔利班临时政府代表团首次正式访问巴基斯坦。同月，由于阿富汗塔利班的促成，巴基斯坦政府和巴基斯坦塔利班同意停火一个月，同时为了结束多年的冲突而开启了谈判。

但是阿富汗的难民问题给巴基斯坦造成了一定的压力，据联合国难民署统计，截至 2020 年底，阿富汗已有超过 350 多万难民，而巴基斯坦境内有阿富汗难民约 200 万，是收留阿富汗难民最多的国家。难民潮的涌入使巴基斯坦不得不动用人力、物力对难民进行安排和救助，这会增加其政府的财政支出压力，从而降低其主权信用质量。

三、宏观经济实力

2020 财年，疫情导致巴基斯坦经济收缩 0.47%；2021 财年，政府对疫情应对措施得力，带动经济复苏

2020 年巴基斯坦名义 GDP 总量为 2617.26 亿美元，人均 GDP 为 1254.86 美元，属于低收入国家。较小的经济体量和较低的人均收入不利于该国应对经济、金融风险。

2020 财年（2019 年 7 月-2020 年 6 月）巴基斯坦实际 GDP 增速录得-0.47%，比上年下降 2.54 个百分点。具体来看，私人消费同比降 4.14%，比上年降低 7.2 个百分点，是经济下滑的主要因素；受积极财政影响，政府消费同比增 6.78%，比上年增加约 6 个百分点；固定资产形成总额同比降 1.04%，也成为拖累经济的一个因素；受国内需求减弱影响，进口同比降 7.9%，出口逆势上升，同比增 2.48%，主要受第二大出口市场——中国的经济复苏带动，净出口同比增 20.4%。总体来看，疫情对巴基斯坦的影响部分地被出口增长和政府消费抵消，所以巴基斯坦的经济下行幅度不大，经济韧性较好。

面对新冠肺炎疫情，巴基斯坦应对比较得力，及时采取疫苗接种等措施控制了疫情发展形势，推动经济复苏。在农业、工业、服务业的带动下，2021 财年（2020 年 7 月-2021 年 6 月）巴基斯坦经济增长 3.94%，超过 2.1% 的目标。其中服务业 GDP 增长 4.4%，比上年提高 4.9 个百分点；工业 GDP 增长 3.5%，比上年提高 7.2 个百分点；农业 GDP 增长 2.7%，与上年大概持平。服务业中增长最快的是批发和零售业（8.37%），比上年提高 12.2 个百分点；工业中增长最快的是大规模制造业（9.29%），比上年提高 19.3 个百分点。



图 1：巴基斯坦 2011~2020 年实际 GDP 增速（单位：%）

数据来源：IMF，远东资信整理

2020 年巴基斯坦通胀率创八年新高 2021 年下半年通胀率逐渐回落· 2020 年劳动力市场受到疫情的

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31227

