



## 米中間で揺れるパキスタン

～外貨不足問題の解決は持ち越し～

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 藤井 陽介  
[yousuke\\_fujii@iima.or.jp](mailto:yousuke_fujii@iima.or.jp)

パキスタンの 2017/18 年度の各種経済指標が発表された。実質 GDP 成長率は 5.8% と、中国パキスタン経済回廊（CPEC）に伴う資本投資などにより高い伸び率を維持した。しかし、経常赤字と財政赤字は悪化する一方である。これに伴い外貨準備高も減少し、IMF や関係国からの緊急融資が避けられない状況にある。本稿では、パキスタンの双子の赤字や対外債務の状況について説明する。

### 1. 双子の赤字は深刻化

2017/18 年度（17 年 7 月～18 年 6 月）の経常赤字は 181 億ドル（GDP 比 5.8%）となり、2016/17 年度の 124 億ドル（同 4.1%）から拡大、かつ 2017 年 7 月時点の IMF 予測（同 4.8%）よりも悪化した。

筆者の試算では、2019 年の石油価格が IMF の試算の通り 1 バレル 68.76 米ドル<sup>1</sup>に上昇し、かつエネルギー以外の経常収支構成項目と実質 GDP 成長率が前年度と同じという前提を置くと、2018/19 年度の経常赤字は GDP 比 5.8%と高止まりすることが見込

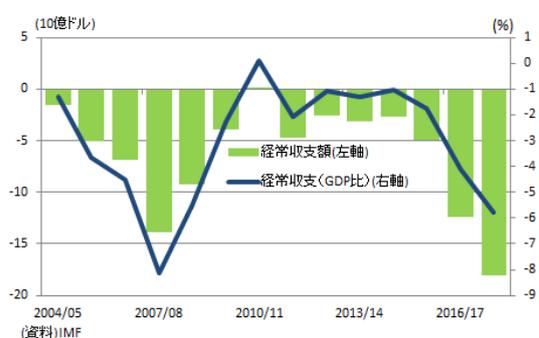
---

<sup>1</sup> IMF は、World Economic Outlook, October 2018 においてブレント、WTI、ドバイ原油を合算したスポット価格の年間平均値を 2019 年まで予測している。この数値は 2019 年 1 月～12 月の予測であり、パキスタンの会計年度（2018 年 7 月～2019 年 6 月）と半年ずれるが、今回はこれを使用した。

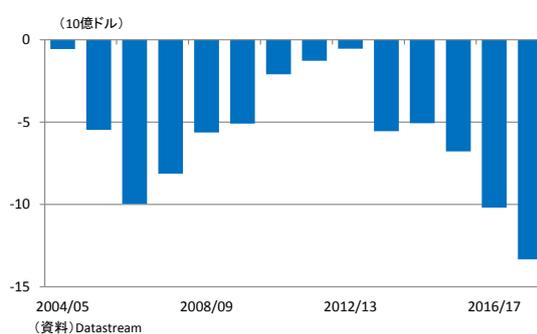
まれる。ただし、2018/19年度第1四半期（2018年7-9月）に限っては、送金受取が前年同期比13%増加するなどしたため、37億ドルと同3.0%減少した。

次に財政収支をみると、2017/18年度の赤字は133億ドル（GDP比6.6%）となり、2016/17年度の102億ドル（同5.8%）から拡大、かつ2017年7月時点のIMF予測（同5.5%）も上回ることになった。CPECに伴う歳出の増加により、2018/19年度も財政赤字は拡大するとみられる。

（図1）経常収支



（図2）財政収支



（表1）主要経済指標

	2015/16	2016/17	2017/18
<b>実体経済</b>			
実質GDP成長率(%)	4.7	5.3	5.8
消費者物価上昇率(%)	2.9	4.1	4.4
<b>対外取引</b>			
経常赤字(GDP比、%)	0.9	4.1	5.8
経常赤字(億ドル)	49	124	181
貿易赤字(GDP比、%)	4.5	13.2	9.9
貿易赤字(億ドル)	244	339	380
うち対中国	64	90	98
送金受取(GDP比、%)	3.7	9.4	6.3
対内直接投資(GDP比、%)	0.4	0.9	0.9
<b>財政</b>			
税收(GDP比、%)	12.4	12.5	12.9
財政赤字(GDP比、%)	4.6	5.8	6.6

（資料）Thomson Reuters

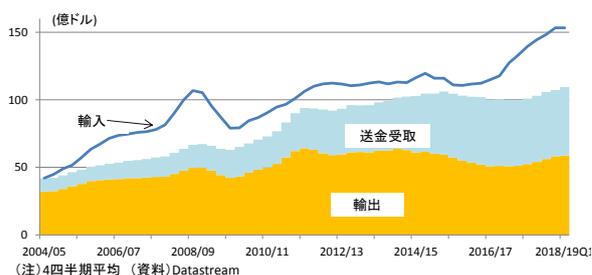
経常赤字拡大の主因は、活発な消費、CPECに伴う資材購入増加、エネルギー需要増加による石油輸入増などで貿易赤字が拡大していることである。

2017/18年度の輸出は前年比27億ドル増加した。欧州におけるパキスタン製品の関税免除措置「GSP プラス」により英国のほか、ドイツやスペインへの輸出が伸びたことが追い風となった。

しかし輸入も増加し、同年度の輸入金額は前年比 68 億ドル増加した。石油類の需要が増加していることに加え市場価格も上がっていることから、原油が前年比 53%増の 39 億ドル、液化天然ガスが同 67.5%増の 19 億ドルとなったことなどが影響した。

同年度の貿易赤字は 380 億ドル（輸出 233 億ドルに対し輸入 613 億ドル）と、前年度の 339 億ドルの赤字から拡大し、経常赤字の拡大幅（57 億ドル）の約 7 割を占めた。

（図 3） 輸出入と郷里送金



（図 4） 輸入に占めるエネルギーの割合



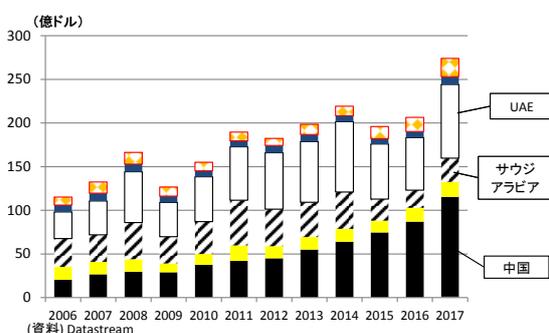
（表 2） 石油輸入量の推移

	〈百万トン〉			
	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19F
Crude Oil	8.7	8.7	10.3	10.6
High Speed Diesel	3.0	3.8	3.6	4.1
MoGas	4.3	4.6	5.1	5.6
Total	16.0	17.1	19.0	20.3

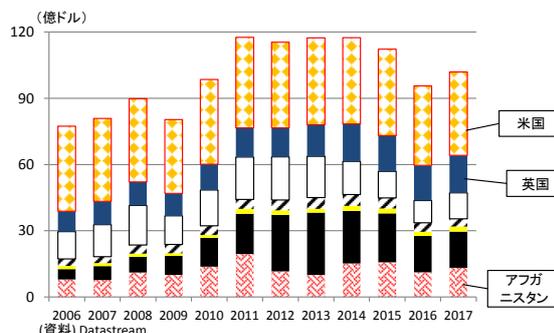
〈資料〉Thomson Reuters 〈注〉斜字は輸出とネット

国別の貿易量をみると、輸入は UAE、サウジアラビア、中国からが多かった。前者 2 か国からは原油を輸入し、中国からは携帯電話や CPEC で建設したサヒワル・カシム火力発電所で用いる石炭を輸入した。他方、輸出は米国、英国、アフガニスタンが主要な相手国となり、主に衣類を輸出した。

（図 5） 主要輸入相手国



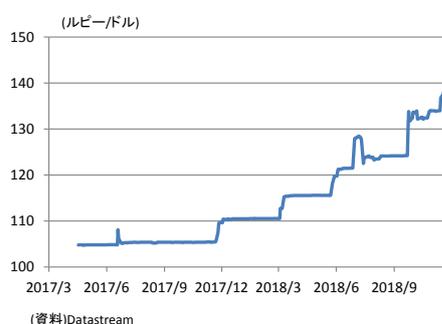
（図 6） 主要輸出相手国



2017/18年度の消費者物価上昇率は4.4%と、前年の4.1%より上昇した。食品とエネルギーを除くと5.7%とさらに高いことから、基調となる物価に上昇圧力がかかっている。加えて2018年に入りルピー安が進行したため、パキスタン中央銀行（SBP）は政策金利を合計で2.75ポイント引き上げ、現在は8.5%とした。

それでも通貨安に歯止めはかからず、12月7日には過去最低の1ドル138.8ルピーまで減価し、今後のインフレ要因となっている。また、一部報道によると、2018/19年度の消費者物価上昇率は7%程度まで上昇する見込みである。

（図7）ルピー/ドル為替レート



## 2. 外貨は減少、対外債務は増加

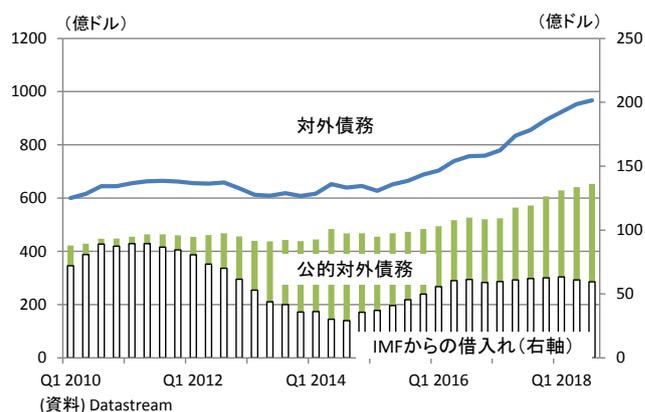
拡大する経常赤字、さらにはルピー防衛のための市場介入により、外貨準備高の減少に歯止めがかからない。外貨準備高は、2018年5月末時点で85億ドル（輸入金額対比1.5倍）まで減少した。2013年から実施されたIMFからの借入が61億ドルあるので、これを除くと「自前」の外貨はわずか24億ドルに過ぎない。同じように外貨準備高が減少した2008年と2013年には、IMFの融資が実施されており、再び外部の支援を求めざるを得ない状況にあると言える。

（図8）外貨準備高



一方、パキスタンの外貨建借入は増加しており、2017/18年度末には951億ドルとなった。そのうち公的対外債務は641億ドルであり、この中には予算総額620億ドルのCPEC実施に伴う中国からの借入も相当程度含まれていると思われる。

(図9) 対外債務内訳



そして、中央銀行の統計によると、外貨需要額から外貨流入額を差し引いた要調達額は、2018/19年度には88億ドルと予想されている。

(表3) 外貨需要額

	2017/18	2018/19F	2019/20F
<b>外貨需要額(億ドル)</b>	<b>-204.2</b>	<b>-222.9</b>	<b>-180.1</b>
経常赤字額	-181.3	-178.4	-134.4
うち利払い費	-22.9	-26.9	-30.2
債務返済額	-51.9	-74.5	-86.2
対内直接投資(ネット)	25.3	27.0	37.0
<b>外貨流入額(億ドル)</b>	<b>143.5</b>	<b>134.5</b>	<b>133.0</b>
中国公的機関からの借入れ	18.1	10.4	20.0
海外民間企業からの借入れ	34.4	25.0	20.0
IMFからの借入れ	-	-	-
<b>要調達額</b>	<b>-60.7</b>	<b>-88.4</b>	<b>-47.1</b>

(資料) Thomson Reuters

8月に就任したカーン (Imran Khan) 首相は、10月にサウジアラビアから総額60億ドルの融資の合意を取り付け<sup>2</sup>、アラブ首長国連邦に対しても財政支援を申請した。さらに、11月2日～5日の中国の習近平主席との首脳会談でさらなる融資を求めると

<sup>2</sup> 60億ドルのうち半分は外貨需給ギャップの穴埋めに、残り半分はサウジアラビアからの30億ドル分の石油輸入に対して、今後3年間で支払うために充当される。

ともに、11月7日にはIMFに対しても緊急支援要請を行った。

しかし、サウジアラビアから借り入れてもなお、2018/19年度は58億ドルの外貨不足になる計算である。また、CPECによる外貨獲得の見込みもそれほど期待できない。国内の税収についても、大幅に増加する見込みは薄い。パキスタン政府は、税収は2021年頃から増加し始めるものの、2025年までは低水準にとどまるとみている。

中国はパキスタンの緊急融資要請に応じなかった。中国はこれまでに多額の貸出をパキスタンに実行してきたとみられる。中国の商業銀行からの融資残高も多く、パキスタンの対外債務の53%を占めるとされていた。こうしたことから、中国はパキスタンの財政難を救済せざるをえない状況であると考えられていたが、共同声明にはこれが盛り込まれなかった。

IMF最大の出資国である米国は、IMFが新たに緊急融資を実施することに懸念を示してきた。米国は、2001年からCoalition Support Fund (CSF)を通じて、パキスタンにおけるテロ掃討作戦のために毎年12億ドルもの資金を供与している。また、近年は、IMFからの融資が中国への返済に使われているのではないかと懸念があり、IMFを通じてさらなる資金がパキスタンに流れることに警戒感を示していた。しかし、このタイミングで緊急融資を行わなければ、地政学的に重要<sup>3</sup>なパキスタンにおいて、中国の立場が一層強まることになるとも考えられ、ジレンマに陥っている。

中国からの緊急融資を受けられなかったいま、11月のIMFとの協議でIMFが提示したとみられる債務削減策や債務の透明化、経済自由化などを受け入れ、財政再建を地道に目指し、同時に米国の懸念を晴らすことがパキスタンに残された選択肢になるはずであった。しかし、約2週間に及ぶ議論の結果、緊急融資の承認までは至らず、一連のIMFのパキスタン訪問は終了した。一部報道では2019年1月中旬まで両者の協議は継続される予定である。

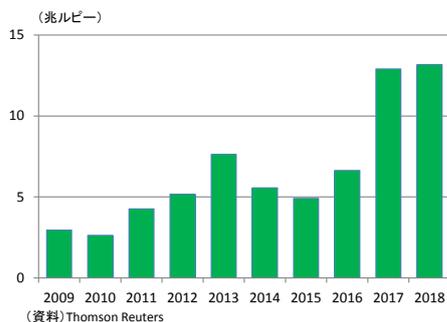
### 3. 対内債務は円滑な借換えを行うことができるかが注目点

一方、債券市場をみるとその多くがルピー建ての対内債務であり、2017年に12.9兆ルピー、2018年には13.2兆ルピー（いずれも日本円で約11兆円）と発行額が増加した。その多くが期間1年以下の短期債であり、2019年中に償還を迎えることになる。当面はこの借換えが円滑に進むかが、注目点である。

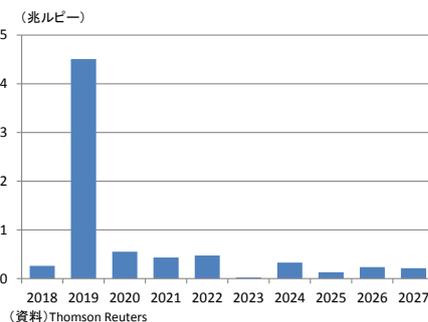
---

<sup>3</sup> 本文で後述のように、①カシミール地方を巡ってインドと係争している、②アフガニスタンとの国境にはタリバンが潜伏していることなどから、そのように認識されている。

(図10) 債券総発行額



(図11) 債券償還予定額



(表4) 2019年償還予定の発行債券

Description	Maturity Date	Issued Amount(PKR)	Market of Issue	Currency	Issue Date	Government Bond Type
PAKIST / PKGV 2019-Jan-03	2019-Jan-03	2,666,784,835,000	Pakistan	Pakistani Rupee	2018-Oct-11	PAKISTAN, ISLAMIC REPUBLIC OF
PAKIST / PKGV 2019-Jan-17	2019-Jan-17	587,988,038,000	Pakistan	Pakistani Rupee	2018-Oct-25	PAKISTAN, ISLAMIC REPUBLIC OF
PAKIST / PKGV 2019-Jan-17	2019-Jan-17	1,034,566,000	Pakistan	Pakistani Rupee	2018-Jul-19	PAKISTAN, ISLAMIC REPUBLIC OF
PAKIST / PKGV 9.000 2019-Jan-20	2019-Jan-20	3,329,900,000	Pakistan	Pakistani Rupee	2004-Jan-20	PAKISTAN, ISLAMIC REPUBLIC OF
PAKIST / PKGV 6.100 2019-Feb-15	2019-Feb-15	116,256,700,000	Pakistan	Pakistani Rupee	2016-Feb-15	PAKISTAN, ISLAMIC REPUBLIC OF
PAKIST / PKGV 5.590 2019-Mar-29	2019-Mar-29	80,400,000,000	Pakistan	Pakistani Rupee	2016-Mar-29	PAKISTAN, ISLAMIC REPUBLIC OF
PAKIST / PKGV 2019-Apr-11	2019-Apr-11	3,112,742,000	Pakistan	Pakistani Rupee	2018-Oct-11	PAKISTAN, ISLAMIC REPUBLIC OF
PAKIST / PKGV 7.250 2019-Apr-15	2019-Apr-15	1,000,000,000	Eurobond	U.S. Dollar	2014-Apr-15	PAKISTAN, ISLAMIC REPUBLIC OF
PAKIST / PKGV 7.250 2019-Apr-15	2019-Apr-15	1,000,000,000	United States	U.S. Dollar	2014-Apr-15	PAKISTAN, ISLAMIC REPUBLIC OF
PAKIST / PKGV 7.000 2019-Apr-21	2019-Apr-21	396,988,100,000	Pakistan	Pakistani Rupee	2016-Apr-21	PAKISTAN, ISLAMIC REPUBLIC OF
PAKIST / PKGV 9.000 2019-Jun-10	2019-Jun-10	3,665,900,000	Pakistan	Pakistani Rupee	2004-Jun-10	PAKISTAN, ISLAMIC REPUBLIC OF
PAKIST / PKGV 11.500 2019-Jul-17	2019-Jul-17	236,487,400,000	Pakistan	Pakistani Rupee	2014-Jul-17	PAKISTAN, ISLAMIC REPUBLIC OF
PAKIST / PKGV 12.000 2019-Sep-03	2019-Sep-03	39,399,100,000	Pakistan	Pakistani Rupee	2009-Sep-03	PAKISTAN, ISLAMIC REPUBLIC OF
PAKIST / PKGV 7.000 2019-Dec-29	2019-Dec-29	240,879,900,000	Pakistan	Pakistani Rupee	2016-Dec-29	PAKISTAN, ISLAMIC REPUBLIC OF
TOTAL		4,508,877,181,000				

(資料) Thomson Reuters (注) 網掛けは米ドル建て

#### 4. 米国とパキスタンの関係

既述のように、米国はパキスタンに対し、テロ対策の資金を供与するなど、これまで支援してきた。その理由は、パキスタンが地政学的に重要な位置にあるためであった。インドや中国と国境を接している同国は、1947年以降はカシミール地方の帰属権を巡ってインドと係争が続き、核を保有するに至った。米国は、パキスタンの支援を通じ、この地域のバランスを取り、影響力を保ってきた。

また、パキスタンには内需拡大の見通しもある。パキスタンの人口は、2050年までに現在の2億人から3億人に増え、各国からの対内直接投資の増加により毎年100万人の雇用が創出されるとの試算もある。人口増加に伴う経済規模拡大により、将来的に有望な輸出先になると見込まれることから、米国は良好な関係を維持してきた。

パキスタンは2001年の同時多発テロの際、米国と協力し、パキスタンとアフガニスタンの国境にまたがって潜伏していたアルカイダを掃討した。しかし現在、両国の関係に亀裂が生まれつつある。米国は、パキスタンがアフガニスタンの旧支配勢力であるタリバンを事実上支援していると考えている。このため本年9月、米国は、CSFを通じ

た資金提供のうち3億ドルを削減し、タリバン支援を終結するようパキスタンに圧力を加えている。また、2013年からのCPECをきっかけに中国との結びつきが強まったことも、米国の不安材料の一つである。パキスタンが「一帯一路」構想の一部として取り込まれば、この地域における米国の影響力は相対的に低下すると考えられる。

このように、近年の両国は必ずしも良好な関係とは言えないが、米国にとってパキスタンは地政学的にも経済的にも重要である。万が一、パキスタンの経済が立ち行かなくなれば、テロの危険が再燃しかねない。また、このままCPECが進展すれば、中国はアラビア海に進出する能力を獲得することになる。したがって、パキスタンを突き放すことは戦略上難しいだろう。IMFとパキスタン政府の協議は2019年1月まで持ち越しとなった模様であるが、最終的には米国はIMFを通じてパキスタンの財政をコントロールすることを選択すると思われる。

## 5. CPECの現状

CPECは64のプロジェクトがあり、そのうち21が電力分野の事業である。2017年12月に発表された、CPECの長期計画によると、同プロジェクトは完了時期により4つに分類される。①アーリーハーベスト事業（2015年～2019年）では電力事業、②短期プロジェクト（2022年まで）では道路とグワダル港開発、③中期計画（2025年まで）では鉄道と工業団地開発、④長期計画（2030年まで）では農業と観光業を開発する。

2017/18年度の対内直接投資の内訳をみると、中国からの投資は前年比37.4%増の15億ドル（構成比61.0%）である。中国からの投資の約9割は電力（7億ドル）と建設（6億ドル）に集中している。2018年は政治の見通しが不透明であったことから、投資を手控える国もあったが、中国は積極的に投資していた。CPECの長期計画と照らし合わせると、電力投資は来年まで続き、建設投資は今後さらに増加すると考えられる。

一方、CPECの課題としては、債務の不透明さが挙げられる。中国は「一帯一路」構想圏内に軍事利用施設を建設するなど、自国の影響力を強めることに主眼を置いた融資を行っているとする見方がある。また、各国への融資から得られる利息収入も中国にとっては大きな利益である。このようなことから、IMFは、CPECについても「無謀な借金」がどれほど含まれているのか、債務内容の精査が必要であると考えている。11月の協議でIMFがパキスタンに新たに緊急融資を行う際、債務内容の開示を条件としたのも当然の措置と言える。

中国はスリランカの債務問題以降は「無謀な借金」批判を和らげるため、パキスタン

までもが財政危機に陥ることがないように CPEC を実施するとしてきた。しかし、今年般の首脳会談において、中国はパキスタンの財政危機を救済する姿勢までは見せなかった。中国がパキスタンに対して今後どのような方針を取るのかが注目される。

(表 5) 対内直接投資

(億ドル、%)					(億ドル、%)				
	2016/17 金額	2017/18			2016/17 金額	2017/18			
		金額	構成比	伸び率		金額	構成比	伸び率	
中国	12.1	15.1	61.0	37.4	電力	7.0	7.6	30.7	20.1
オランダ	4.6	0.6	2.5	-86.3	食品	5.3	1.0	4.2	-79.9
英国	2.2	2.6	10.5	30.4	建設	4.7	6.3	25.5	51.9
スイス	1.0	0.8	3.2	-13.0	金融	3.0	2.7	11.0	-0.6
合計(その他含む)	27.5	24.8	100.0	-1.3	合計(その他含む)	27.5	24.8	100.0	-1.3

(資料)JETRO (注)2017/18年は5月まで

(資料)JETRO (注)2017/18年は5月まで

## 6. カーン政権の今後の課題

シャリフ前政権は IMF や中国からの借入を原資にインフラ投資を積極的に行なうなどして、高い経済成長を実現してきた。しかしその反面、経常赤字の拡大などにより対外債務は大幅に増加し、外貨準備高は減少した。カーン政権は、目先の外貨獲得だけで満足するのではなく、成長率をやや減速させてでも前政権の負の遺産を解消する必要がある。この点に関し中央銀行が今年に入り、民間企業の投資を抑制しかねないにもかかわらず、政策金利引き上げを複数回実施していることは評価できる。

また政府は、CPEC の明細開示と事業の見直しを進めることを 9 月に閣議決定した<sup>4</sup>。加えて、Abdul Razzaq Dawood 報道官は、CPEC のプロジェクト自体を 1 年間停止する可能性すら同月に示唆した。プロジェクトの経済性を再検討する姿勢も評価されよう。

カーン首相は、前政権が着手した構造改革も継続している。例えば、CPEC により需要を満たしつつある電力を政府が買い取り、国内メーカーへの電力の安定供給を行っている。また、農家への肥料の流通を改善させ、農家向け融資による資金供与も行った。こうしたことから、2017/18 年度の輸出は、伸び率としては輸入を上回った。新政権は発足したばかりだが、こうした取り組みが、経常赤字と財政赤字の改善につながっていくことが期待される。

11 月の IMF との協議では緊急融資の承認までは至らなかったが、IMF が求めた双子の赤字の是正、外貨準備の積み増し、債務の透明化については両方で合意が得られたと報道されている。隔たりが埋まらなかったのは、電力料金への 20%の課税といった具

<sup>4</sup> CPEC の実務を担当する Joint Cooperation Committee (JCC) によると、年内に CPEC の 8 度目の会議を開催し、今後の両国の協力方針を議論するとのこと。

体策に関してであった。協議の期限は来年1月と設定された模様であり、緊急融資に向けた詰め協議を継続することが期待される。

以 上

<参考文献>

- [1] Military and Security Developments, “Involving the People’s Republic of China 2018”, May 16, 2018
- [2] Daniel F. Runde, “An Economic Crisis in Pakistan Again: What’s Different This Time?”, October 31, 2018
- [3] United Nations, “World Population Prospects 2017”  
(<https://population.un.org/wpp/>)
- [4] The Foreign Policy Group, “Economic Turmoil Threatens China’s Ambitions”, August 16, 2018  
(<https://foreignpolicy.com/2018/08/16/pakistans-economic-turmoil-threatens-chinas-ambitions-cpec/>)
- [5] DAWN, November 4, 2018  
(<https://www.dawn.com/news/1443534/pak-china-joint-statement-speaks-of-expansion-in-ties-no-mention-of-immediate-support>)
- [6] The International News, November 5, 2018  
(<https://www.thenews.com.pk/print/389660-rising-inflation>)
- [7] DAWN, November 5, 2018  
(<https://www.dawn.com/news/1443677/pms-china-visit>)
- [8] Business Recorder, November 5, 2018  
(<https://www.brecorder.com/2018/11/05/450637/chinese-loan-accounts-for-6-3pc-of-pakistan-total-foreign-debt/>)
- [9] The Japan News by The Yomiuri Shimbun, November 22, 2018  
(<http://the-japan-news.com/news/article/0005363892>)
- [10] DAWN, October 1, 2018 (<https://www.dawn.com/news/1436165>)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2018 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>