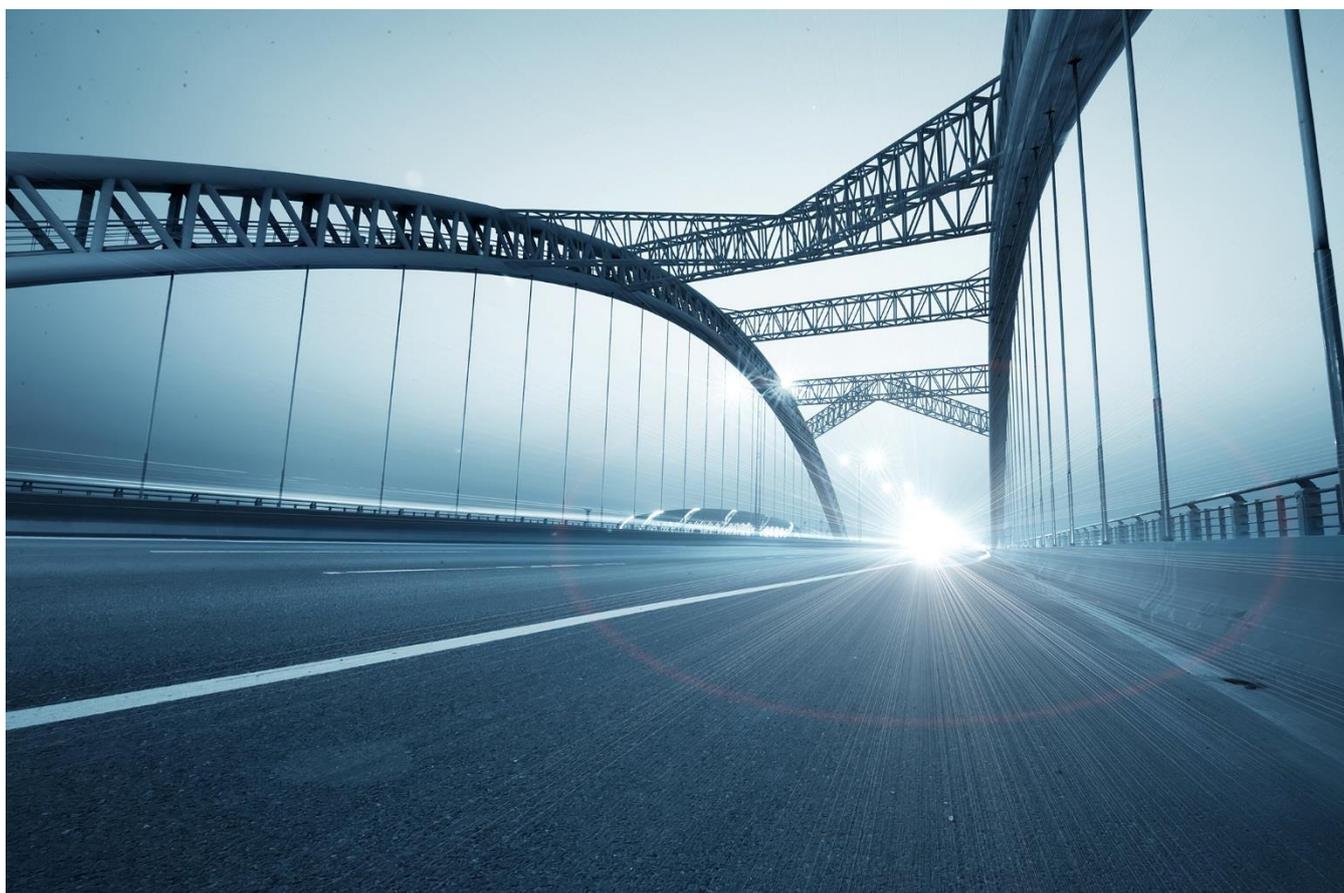


拉美地区信用风险展望（2018年）



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696
传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC 大厦17层
邮箱：lianhe@lhratings.com
网址：www.lhratings.com

拉美地区信用风险展望 (2018 年)

作者：联合资信主权部

摘要

2017 年以来，拉美地区¹政治局势总体保持稳定，但局部动荡犹存。经济方面，拉美地区自然灾害频发对其经济增长形成拖累，且拉美国家经济结构普遍较为单一，经济发展严重依赖石油、矿产品等资源出口，经济抗风险能力很差。2016 年拉美地区经济陷入衰退且通胀压力加剧，但 2017 年经济表现有所好转，预计 2018 年经济增速将提高至 2.0% 左右的水平。拉美地区整体政府债务水平不高，但近年来呈持续上升的趋势，紧缩的财政政策使得大部分经济体的财政状况有所改善，财政赤字水平也出现不同幅度的下降，但由于拉美地区对基建的支出需求巨大，预计短期内实现财政盈余的可能性较小，财政状况难以得到明显改善。拉美地区整体外债水平较低但各经济体间外债水平存在较大差异，外汇波动风险较大，全球货币政策趋紧也会增加其对外融资难度和成本。

从联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对拉美主要国家的评级结果看，拉美地区政治形势总体保持稳定且经济有望触底反弹，财政状况不断改善且政府债务保持在合理可控范围。随着国际大宗商品价格回升以及拉美一体化的推进，拉美地区的对外贸易也会有所增长。因此，联合资信对未来 1~2 年拉美地区主权信用水平的展望为稳定。

¹ 除非另行说明，否则本文中拉美地区指巴西、墨西哥、阿根廷、哥伦比亚、智利、委内瑞拉、秘鲁、厄瓜多尔、多米尼加共和国、危地马拉、哥斯达黎加、巴拿马、乌拉圭、玻利维亚、巴拉圭、萨尔瓦多、洪都拉斯、特立尼达和多巴哥、牙买加和尼加拉瓜这 20 个国家。

一、 拉美地区政局趋于平稳，但主权债务违约频发影响地区整体信用水平

1. 政治局势总体保持稳定，但局部动荡犹存

2017 年，拉美地区的部分经济体，如巴西、秘鲁、委内瑞拉等，都爆发了不同程度的政治危机，对其国内社会稳定和经济增长都造成了一些负面影响，但总体来看，2017 年拉美地区政治局势趋于平稳。

2017 年 6 月，巴西政坛爆出了贪腐丑闻，现总统特梅尔因涉嫌贪腐案遭到检察院起诉，但由于众议院未通过暂停其总统职务的动议，特梅尔将继续担任总统，但仍引发民众的强烈不满，也对刚刚重拾增长的巴西经济形成重击。2017 年 9 月，由于秘鲁“府院矛盾”激化，库琴斯基政府全体内阁成员被迫全体辞职，引发库琴斯基执政以来最严重的政治危机。虽然总统库琴斯基随后快速重组了内阁，但秘鲁政府和国会之间的矛盾并没有因此得到缓和，国会仍将会在一系列问题上继续向政府发难，库琴斯基政府的执政之路今后依然十分艰难。2017 年以来，委内瑞拉国内发生了多次大规模反政府游行，示威活动引发了暴力冲突，并导致其政治和经济危机持续升级、国内通胀压力进一步加剧、经济大幅衰退。

2018 年，拉美地区政局有望进一步趋稳，但少数国家的动荡局势仍将持续，不仅会对拉美地区的政局及社会稳定性产生影响，也会对地区经济增长造成一定拖累。

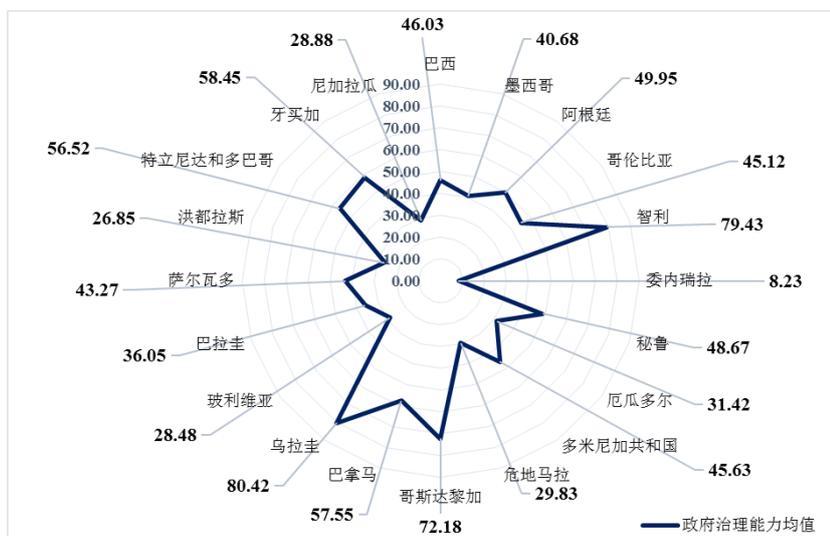
2. 国家治理能力普遍较差，但呈持续改善之势

根据世界银行 2016 年发布的全球政府治理指数，拉美地区各经济体 2016 年的平均值为 45.68，较上年（45.02）有小幅提升。具体来看，7 个经济体的国家治理能力均值处在 40 分以下的水平，其中国家治理能力最差的经济体是委内瑞拉，2016 年其国家治理能力均值仅为 8.23；乌拉圭、智利和哥斯达黎加的国家治理能力较好，2016 年的国家治理能力均值都在 70 分以上；其余大部分经济体的国家治理能力均值都处于 40 分上下的水平。

2016 年，拉美地区 9 个经济体的国家治理能力有所提升，其中阿根廷的国家治理能力改善幅度最大，2016 年阿根廷国家治理能力均值为 49.95，较上年（38.55）提升了 11.40；其余 11 个经济体的国家治理能力都出现了不同幅度的下降。

整体来看，拉美地区各经济体的国家治理能力普遍较差，但 2016 年有所改善，未来随着政治局势的趋稳，拉美国家治理能力有望得到进一步改善。

图 1 2016 年拉美地区主要经济体政府治理能力情况



数据来源：世界银行

3. 拉美地区主权债务违约频发

长期以来，拉美地区一直是主权债务违约的高发地。从近 20 年（1998 年~2017 年）的数据来看，全球范围内共发生了 40 起主权债务违约事件，涉及 24 个主权国家，其中拉美地区国家 11 个，占近 20 年间全球范围内发生过违约的主权国家的 45.83%。

2017 年 11 月 14 日，由于委内瑞拉未能及时在 30 天宽限期内偿还 2 亿美元票息而构成违约。若委内瑞拉全国范围内掀起债务持有者要求还款的风潮，委内瑞拉政府将面临巨大压力。

债务违约高发使拉美地区国家的信用水平有所恶化，引发了大量投资人的撤离，大大增加了其在国际市场上的融资难度和融资成本。

二、 拉美地区经济有望触底反弹

1. 自然灾害频发拖累拉美地区经济增长

拉美地区是全球自然灾害频发的地区之一。2017 年以来，厄尔尼诺现象在拉美地区的秘鲁、厄瓜多尔、哥伦比亚和阿根廷等国造成了洪涝灾害，导致数百人死亡、大量房屋和基础设施损毁以及数百万公顷农田作物的损失。由于位于环太平洋地震带上，特殊的地理环境导致智利自然灾害频发，2017 年便发生了多起地震；受地震频发困扰的还有墨西哥，仅 9 月~11 月，墨西哥就发生了 1.2 万多次震级为 1.2~8.2 级的地震，9 月发生的两场强震更是夺走了数百人的生命，用以恢复这两场强震破坏所需金额高达 25 亿多美元。

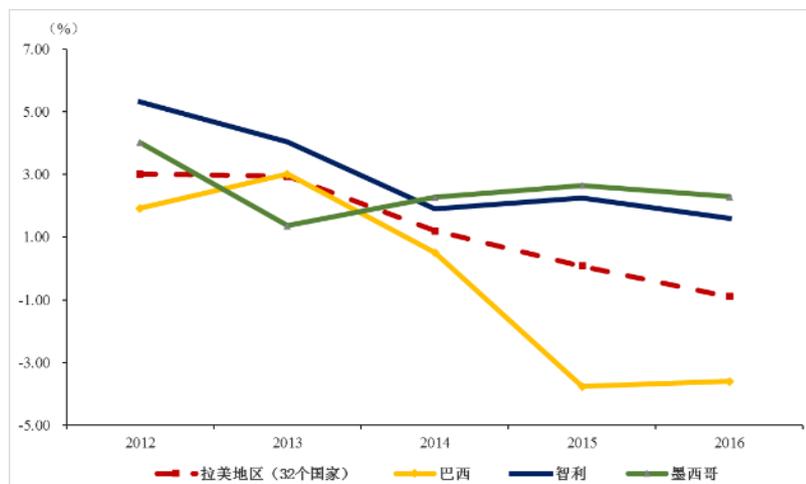
自然灾害频发不仅带来大量人员伤亡、影响拉美国家的正常经济活动，还造成了农产品供应短缺和大量基础设施损毁，灾后重建还会增加政府的公共财政支出甚至导致财政赤字恶化，对拉美国家的经济增长形成制约。

2. 经济对初级产品依赖性较强，于 2016 年陷入经济衰退

拉美国家的经济结构普遍较为单一，经济发展严重依赖石油、矿产品等资源出口，这使得其经济抗风险能力很差。受国际大宗商品价格下跌影响，2016 年，拉美地区陷入国际金融危机以来的首次经济衰退。

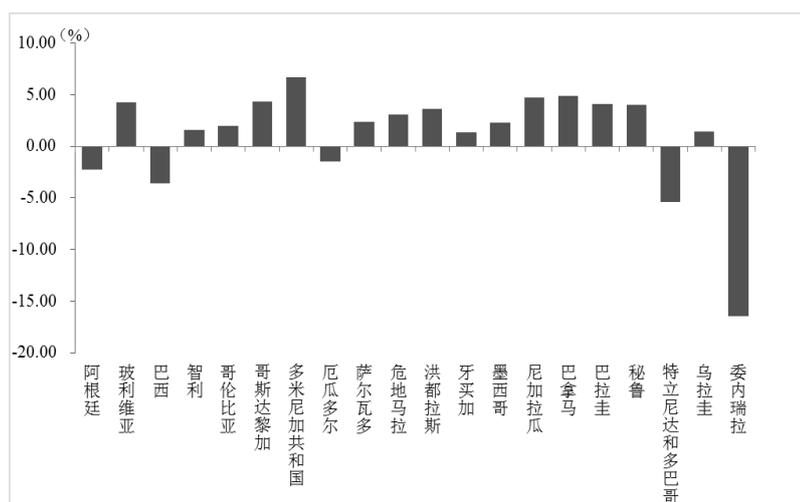
2012 年~2016 年，拉美地区经济增速持续放缓，并于 2016 年陷入衰退，全年实际 GDP 增速为-0.90%，较上年下降约 1 个百分点。其中，巴西等国家经济持续衰退，其中委内瑞拉的经济衰退程度最大；阿根廷于 2016 年陷入经济衰退，全年实际 GDP 增速为-2.25%；哥伦比亚和巴拿马等拉美国家的经济出现了不同程度的放缓；只有牙买加和秘鲁等少数经济体量较小的拉美国家的经济增速较上年有所增长。

图 2 2012 年~2016 年拉美地区实际 GDP 增速



数据来源: IMF

图 3 2016 年拉美地区各国实际 GDP 增速



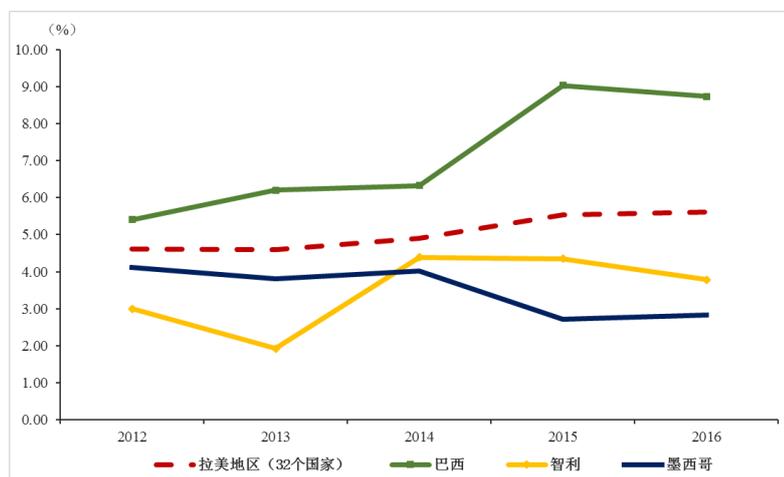
数据来源: IMF

3. 通货膨胀压力加剧

2012 年~2016 年, 拉美地区的 CPI 增幅呈上升趋势。2016 年, 拉美地区平均 CPI 增幅达到 5.61%, 较上年 (5.54%) 小幅上升了 0.07 个百分点, 通胀压力持续增大。拉美地区大部分国家的物价水平都出现了不同幅度的上涨, 具体来看, 委内瑞拉陷入了恶性通货膨胀, 全年 CPI 增幅高达 254.39%, 成为全球通胀率最高的国家; 阿根廷的 CPI 增幅较上年大幅增加了 14.50 个百分点至 41.20%, 通胀压力持续升高; 乌拉圭、巴西和哥伦比亚的通胀率也处于较高水平, 分别

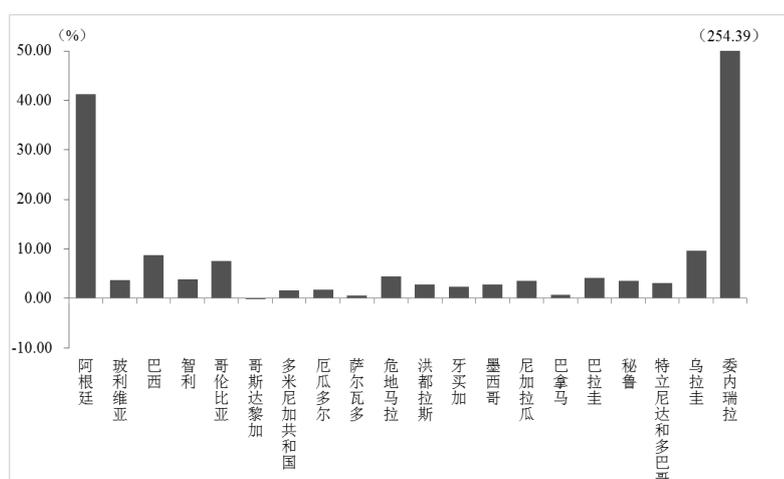
为 9.64%、8.74% 和 7.51%。持续性的通货膨胀会降低经济的运行效率、造成经济秩序混乱，严重的通货膨胀甚至能够导致经济崩溃。

图 4 2012 年~2016 年拉美地区 CPI 增幅情况



数据来源：IMF

图 5 2016 年拉美地区各国 CPI 增幅情况



数据来源：IMF

4. 未来经济向好，但仍面临挑战

2017 年以来国际大宗商品价格出现回升，全球经济持续复苏，这些因素将有利于拉美地区的出口和经济增速的回暖。具体来看，巴西经济受巨额公司债务和部分行业产能过剩影响，增长将比较有限，但鉴于其国内政治趋于稳定、货币政策维持宽松以及改革计划持续推进，预计 2017 年巴西将摆脱经济负增长，2018 年经济增速将提升至 1.2% 左右；墨西哥经济前景因美国贸易保护主义抬头

而不甚明朗，北美自贸区重新谈判也增加了不确定因素，预计 2017 年和 2018 年墨西哥经济增速将处于 2.5% 左右的水平；随着国际铜价回升、外部需求逐步回暖，智利的对外贸易表现有望得到改善，政府改善营商环境的措施也有望刺激投资增长，预计 2017 年和 2018 年其经济增速有望分别达到 1.6% 和 2.5% 左右；进入 2017 年以来，阿根廷私营企业贷款明显增多，消费、进口和投资也不断增长，阿根廷有望摆脱经济负增长，开始经济复苏，预计 2017 年其经济可以实现 2.5% 左右的增长，2018 年进一步增长至 3.0% 左右的水平。

近年来，拉美经济一体化持续发展。2017 年 2 月，阿根廷与智利签署了《查卡布科宣言》，倡议促成南方共同市场（以下简称“南共市”）与太平洋联盟的合作机制，推动拉美一体化发展，并寻求更大程度的经济开放和自由贸易，与包括中国、印度和澳大利亚在内的亚太国家深化贸易伙伴关系。2017 年，拉美地区被确定为中国“一带一路”倡议的自然延伸，墨西哥、智利、阿根廷、巴西等国均表达了参与一带一路倡议的意愿，拉美国家与中国的经贸合作不断深入。与亚太地区贸易往来的加强将成为拉美地区抵御外部复杂环境冲击的关键和未来经济重要的增长点。

总体来看，2017 年拉美地区经济有所好转，但鉴于国际大宗商品价格依旧处于低位、北美自贸协定重谈进展缓慢、全球货币政策逐步趋紧等内外多重不确定因素，拉美地区经济虽然有望恢复增长，但中短期内难以实现强势反弹，2018 年预期经济增速在 2.0% 左右。

三、 政府债务水平不高，但财政状况难以在短期内得到明显改善

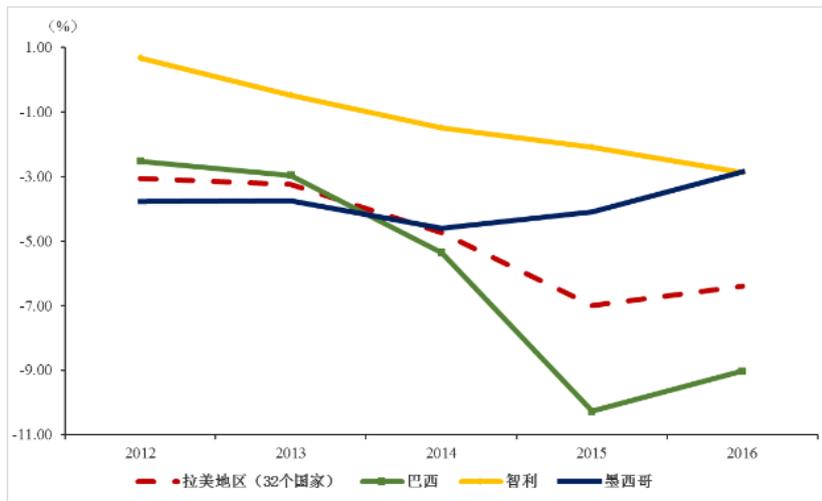
1. 财政赤字水平较高，但 2016 年有所下降

拉美地区政府财政赤字水平较高，且近年来其整体财政状况持续恶化，财政赤字水平（财政赤字/GDP）逐年上升（2015 年升至有数据统计以来的最高值 7.00%），直至 2016 年才有所下降。

2016 年，拉美地区一般政府财政赤字水平为 6.39%，较上年下降了 0.61 个百分点。具体来看，拉美地区财政赤字超过 3% 的国家有 9 个，占拉美地区国家

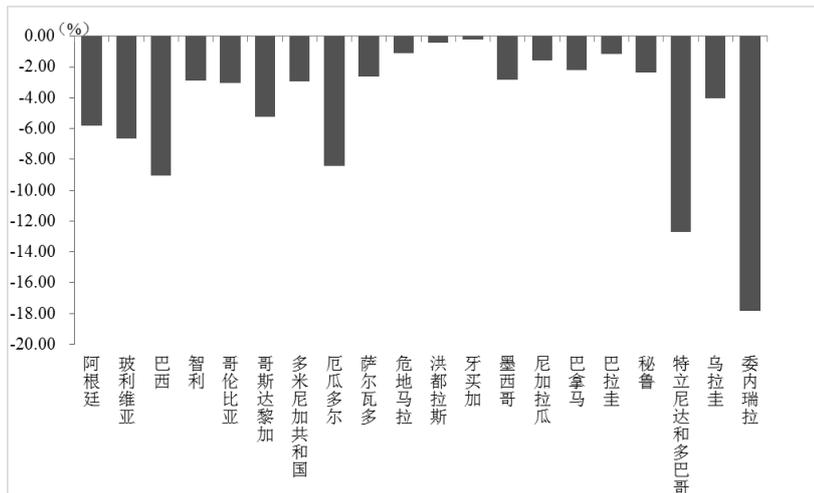
的 45%；2016 年，阿根廷、巴西和墨西哥等 12 个国家的财政状况都出现了不同程度的改善，赤字水平有所下降，其中巴西和墨西哥的财政状况改善幅度最大；智利的财政赤字水平较上年小幅上升了 0.78 个百分点至 2.86%，赤字水平相对较低但近年来持续上升。

图 6 2012 年~2016 年拉美地区财政赤字/GDP



数据来源：IMF

图 7 2016 年拉美地区各国财政赤字/GDP



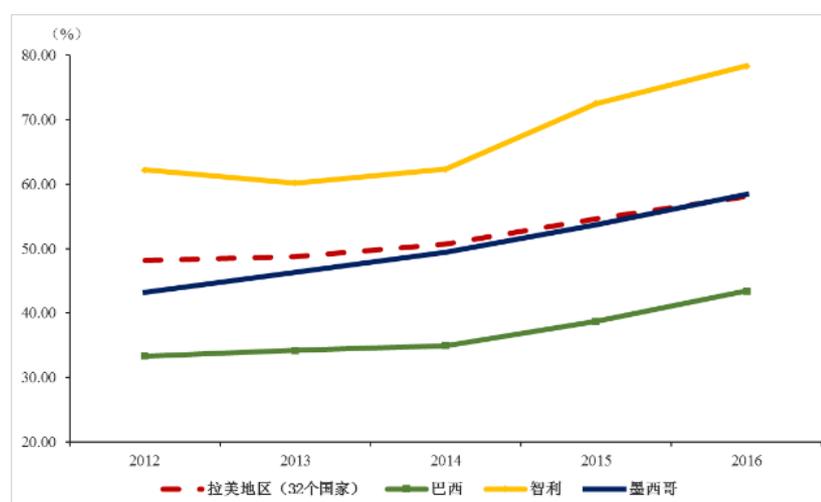
数据来源：IMF

2. 政府债务水平不高但呈持续上升趋势

政府债务方面，整体来看，拉美地区政府债务水平（政府债务/GDP）不高，但近年来呈持续上升的趋势。2016 年，拉美地区政府债务水平为 58.11%，较上年上升了 3.47 个百分点。

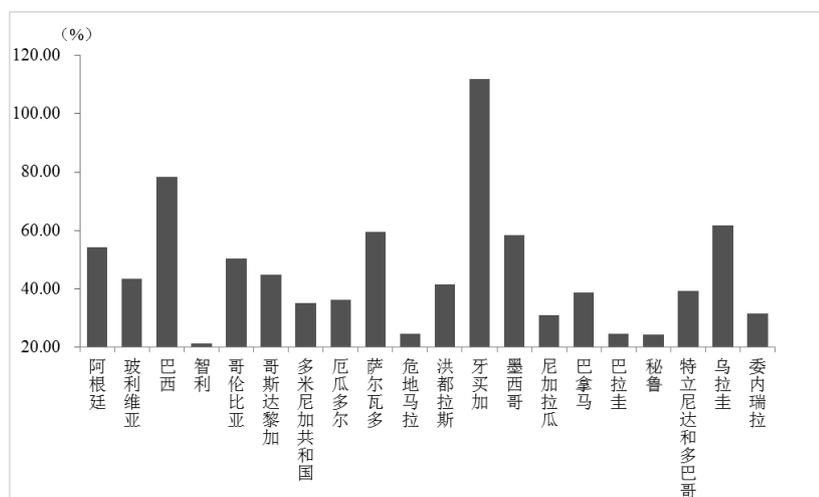
拉美地区各经济体之间政府债务水平差距较大。2016 年，智利、巴拉圭、秘鲁和巴拿马等国政府债务水平均处于 40.00% 以下，政府债务负担较轻；牙买加和巴西的政府债务水平较高，2016 年分别为 111.92% 和 78.32%。2016 年，拉美地区 75% 的经济体的政府债务水平均出现了不同幅度的上升，上升幅度最大的经济体是特立尼达和多巴哥，2016 年其政府债务水平为 39.39%，较上年增加了 10.48 个百分点，其次是厄瓜多尔（增加了 10.07 个百分点）；阿根廷、牙买加和乌拉圭等 5 个经济体的政府债务压力有所缓解。

图 8 2012 年~2016 年拉美地区政府债务/GDP



数据来源：IMF

图 9 2016 年拉美地区各国政府债务/GDP



数据来源: IMF

3. 财政政策开始收紧，但财政状况短期内难以得到明显改善

面对巨大的财政赤字，拉美地区大部分经济体开始逐步收紧财政政策。从拉美前三大经济体来看，为降低财政收入对石油收入的依赖性以及缩小财政赤字，2013 年墨西哥政府推出了财税改革，2016 年又提出了“财政盈余”计划，严格控制财政支出，近年来墨西哥财政收入持续增长，财政支出也得到一定程度的控制，赤字水平逐年下降；巴西罗塞夫政府也于 2015 年将扩张性财政政策转为紧缩的财政政策以控制财政赤字，2016 年，巴西财政赤字水平较上年下降了 2.15 个百分点至 7.14%，财政状况有所改善，但赤字水平仍较高；阿根廷新政府上台后便对财政政策进行了调整，致力于大力削减财政赤字，砍掉功能重复或效率底下的部门、削减公共服务补贴等以削减政府开支，2016 年阿根廷财政赤字水平为 5.81%，较上年有小幅下降。

虽然拉美地区各经济体在逐步收紧财政政策，但拉美地区对基础设施建设和装备的需求非常庞大，每年的基建缺口高达 1700 亿美元。为了改变基建滞后的状况，预计拉美国家在未来 20 年内需要在交通和能源等基础设施建设领域投资约 2 万亿美元。巨大的资金缺口导致拉美地区的债务水平不断上升，预计短期内拉美地区财政状况难以得到明显的改善，实现财政盈余的可能性较小。

四、 拉美地区经常账户状况有所改善，但外汇波动风险较大且外部融资难度加大

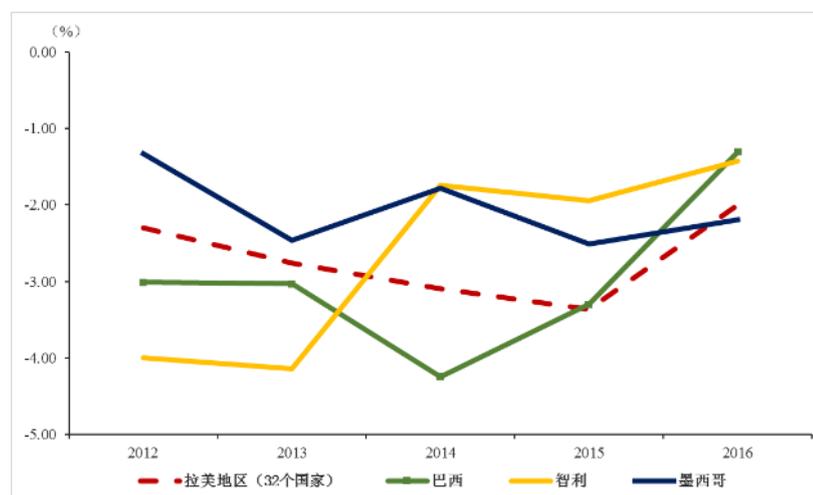
1. 经常账户状况得到一定程度改善

近年来，拉美地区经常账户持续赤字。2012 年~2015 年，拉美地区经常账户赤字与 GDP 的比值持续上升，2015 年达到历史最高值（3.36%）。2016 年以来，拉美地区经常账户收支状况有了一定程度的改善，经常账户赤字与 GDP 的比值下降了 1.36 个百分点至 2.00%。

具体来看，2016 年，厄瓜多尔、危地马拉和巴拉圭的经常账户由赤字转为盈余，经常账户盈余相当于 GDP 的比值分别为 1.45%、0.95% 和 1.68%；巴西、智利和墨西哥等 14 个经济体的经常账户有所改善，经常账户赤字水平出现了不同幅度的下降；阿根廷等少数经济体的经常账户赤字水平有小幅提升。

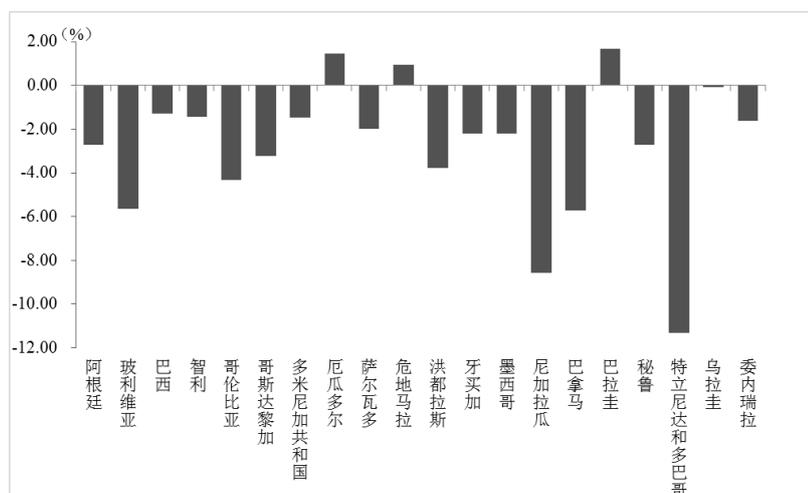
总体看，虽然拉美地区各经济体的经常账户长期处于赤字状态，但 2016 年大多数经济体的经常账户收支情况均有所改善。

图 10 2012 年~2016 年拉美地区经常账户余额/GDP



数据来源：IMF

图 11 2016 年拉美地区各国经常账户余额/GDP



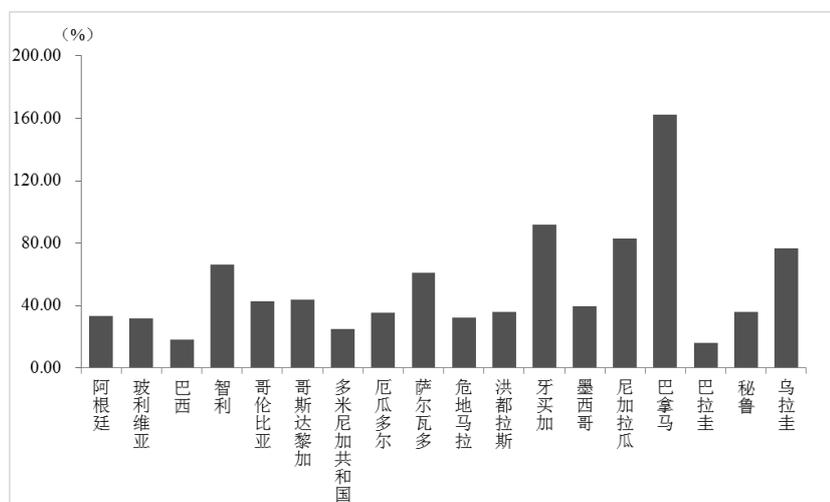
数据来源：IMF

2. 整体外债水平较低但各经济体间外债水平存在较大差异

拉美地区整体外债水平（外债总额/GDP）较低，多年来均保持在 30% 以下的水平，但各经济体间外债水平存在较大差异。具体来看，2016 年，外债水平处于 30% 以下的经济体有巴西、多米尼加共和国和巴拉圭（分别为 17.84%、24.92% 和 15.85%）；拉美地区一半左右的经济体（包括阿根廷和墨西哥在内）外债水平都处于 30%~50% 之间；外债水平最高的经济体是巴拿马，其 2016 年外债水平高达 162.47%，其次为牙买加和尼加拉瓜（分别为 91.92% 和 82.87%）。

虽然拉美地区大部分经济体的外债水平不高，但外债水平呈上升趋势。2016 年，除了巴西、牙买加、墨西哥和巴拿马的外债水平出现了小幅下降外，其他经济体的外债水平均出现了不同幅度的上升。其中，乌拉圭的外债水平增幅最高，2016 年其外债水平达到了 76.82%，较上年增加了 23.41 个百分点。

图 12 2016 年拉美地区外债总额/GDP



注：委内瑞拉以及特立尼达和多巴哥 2016 年外债数据缺失

数据来源：IMF

3. 外汇波动风险较大

近年来，墨西哥、巴西和智利等拉美国家的货币均出现了大幅贬值，外汇波动风险较大，主要原因有两点：长期以来，拉美国家经济对美国经济的依赖程度较高，深受美元走势影响，美元进入加息周期导致大量外国资本外逃，从而引发拉美外汇市场大幅震荡；此外，国际大宗商品需求疲软、初级产品出口一泻千里，也极大地冲击了拉美外汇市场。

2016 年，受特朗普竞选总统期间一系列对墨西哥不利言论的影响，外加石油出口价格下滑，墨西哥比索持续贬值，全年贬值幅度高达近 20%；同样受特朗普上台后采取的强势美元政策以及美联储加息的影响，巴西货币雷亚尔兑美元也出现了大幅贬值；受国际铜价疲软、其他新兴市场对铜产品需求下降等因素影响，智利比索兑美元汇率于 2015 年跌至 12 年新低，虽然进入 2016 年以来，智利比索兑美元汇率逐步趋稳，但与 2013 年前的水平仍相距甚远。

2017 年以来，在美元走弱及国际大宗商品价格回暖的背景下，拉美地区主要经济体货币兑美元汇率均呈现出企稳回升的态势。2018 年，在美联储持续加息预期的影响下，拉美地区的外汇波动风险或将再度加大，不仅会影响拉美国家的对外贸易表现，也不利于其外债的偿还。

4. 外部融资难度加大

2017 年以来，美联储、加拿大央行、英国央行、欧洲央行等全球主要央行的货币政策均存在转向举动，货币政策整体趋紧。2017 年，美联储加息三次并开始缩表，货币紧缩政策逐渐加强；7 月和 9 月，加拿大央行分别加息 25 个基点，将基准利率提升至 1.00%；11 月，英国央行宣布金融危机以来首次加息，将基准利率上调至 0.50%；在 2017 年 10 月的议息会议上，虽然欧洲央行决定维持主要基准利率不变，但将每月资产购买规模从 600 亿欧元降至 300 亿欧元；日本央行的购债步伐也已明显放缓。发达经济体货币政策的收紧会加剧拉美地区的资本外流，从而对拉美地区大部分经济体造成冲击，此外还可能会对市场利率造成影响，增加拉美各经济体的外部融资难度。

此外，拉美国家的主权债务违约率居全球之首，这也会增加其融资成本和融资难度。

五、 拉美地区主权信用风险展望为稳定

2017 年，联合资信维持墨西哥（“AA_i-/AA_i-”）的长期本、外币信用等级，但鉴于特朗普政府上台后采取了诸多不利于墨西哥的政策，北美自贸协定的重新谈判也存在较大的不确定性，墨西哥未来一段时期内的经济发展前景不容乐观，评级展望由“稳定”调整为“负面”；由于巴西经济连续两年陷入衰退，财政状况不断恶化且政府债务负担加重等，巴西长期本、外币信用等级由“A_i/A_i”下调至“A_i-/A_i-”，但鉴于 2017 年外部经济环境和国际贸易情况的改善有助于拉动巴西货物和服务的出口，从而有利于其经济增速的回升，因此将评级展望由“负面”调整为“稳定”；首次评定智利（“AA_i-/AA_i-”）长期本、外币信用等级，评级展望为“稳定”。

总体看，拉美地区政治形势总体保持稳定且经济有望触底反弹，财政状况不断改善且政府债务保持在合理可控范围。随着国际大宗商品价格回升以及拉美一体化的推进，拉美地区的对外贸易也会有所增长。因此，联合资信对拉美地区未来 1~2 年的展望为稳定。

联合资信所评拉美地区国家列表

国家	长期本币信用等级	长期外币信用等级	展望
墨西哥	AA _i -	AA _i -	负面
智利	AA _i -	AA _i -	稳定
巴西	A _i -	A _i -	稳定