

巴西联邦共和国跟踪评级报告

本次评级结果

长期外币信用等级: A_i^-
 长期本币信用等级: A_i^-
 评级展望: 稳定

上次评级结果

长期外币信用等级: A_i
 长期本币信用等级: A_i
 评级展望: 负面

评级时间

2017年10月10日

主要数据

单位: %

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
GDP (亿美元)	24595.25	24646.88	24171.58	17725.89	15347.82
GDP 增长率	1.92	3.02	0.10	-3.85	-3.80
CPI 增幅	5.40	6.20	6.33	9.03	8.74
失业率	5.48	5.39	4.84	6.83	9.19
人均 GDP (美元)	12344.41	12260.12	11920.75	8670.00	7447.44
财政盈余/GDP	-3.89	-4.88	-7.56	-9.29	-7.14
政府债务/GDP	62.31	60.36	63.31	73.70	76.26
财政收入/政府债务	55.80	57.29	52.22	42.88	41.94
外债总额/GDP	17.91	19.59	29.48	37.52	43.76
CAR/外债总额	66.84	61.64	39.56	36.16	34.93
外汇储备/外债总额	84.69	77.29	51.02	53.60	54.35

注: 1、GDP 增长率为实际 GDP 增长率, 以本币计算, 不考虑汇率变动因素;

- 2、财政盈余/GDP 为负表示财政赤字相当于 GDP 的比值;
- 3、政府债务为一般政府债务总额;
- 4、CAR 为经常账户收入;
- 5、外汇储备为官方外汇储备。

分析师

程泽宇 余雷

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层

网址: www.lhratings.com

评级观点

2016 年, 巴西联邦共和国(以下简称“巴西”)国家治理能力较弱; 经济实力较弱, 连续两年陷入衰退, 通货膨胀情况加剧, 就业形势不断恶化; 巴西国家发达程度一般, 产业结构单一, 抗风险能力较差, 银行体系较完善但面临坏账率上升及信贷业务下滑等风险, 基础设施较为落后, 面临人口老龄化问题; 巴西财政状况不断恶化, 财政赤字水平高企, 政府债务水平不断上升, 财政收入对政府债务的保障能力明显下降; 巴西外部实力尚可, 对外贸易逐步回暖使经常账户赤字逐步减少, 外债整体水平较低, 政府外债占比适中, 经常账户收入和外汇储备对外债的保障程度尚可。经综合评估, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)下调巴西长期本、外币信用等级为 A_i^- 。该评级结果反映了巴西主权信用风险较低, 按期偿付债务本息的能力较强。

随着 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, 预计 2017 年巴西经济增速会有所回升。经综合评估, 联合资信确定巴西长期本、外币评级的展望为稳定。

优势

- 矿产资源丰富, 农业优势明显;
- 大宗商品价格回升, 对外贸易逐步由逆差转为顺差;
- 外债水平较低, 外债偿付能力尚可。

关注

- 政府贪腐和社会犯罪加剧政治不稳定性;
- 失业率高企, 就业环境不断恶化;
- 通货膨胀严重, 削弱居民消费能力;
- 财政状况恶化, 财政赤字水平不断走高;
- 政府债务负担加重, 财政收入对政府债务的保障程度也逐步下降。

一、国家概况

巴西联邦共和国(以下简称“巴西”)位于南美洲东部,陆上领土与阿根廷、秘鲁、委内瑞拉等十国相连,领土总面积 851.49 万平方公里。行政区划由 26 个州和 1 个联邦区构成,州下设市,全国共有 5564 个市。首都设在巴西利亚,是全国的政治中心。巴西总人口 2.08 亿(截至 2015 年)。巴西官方语言为葡萄牙语,官方货币为雷亚尔¹。

巴西矿产资源丰富,铁矿砂储量、产量和出口量均居世界第一位,铀矿、铝矾土和锰矿储量均居世界第三位,此外还有较丰富的铌矿、黄金矿和石棉矿等。巴西是联合国、世界贸易组织、美洲国家组织等国际和地区组织以及金砖国家、二十国集团等多边机制成员国。巴西奉行国家独立、民族自决、主权平等、不干涉内政、尊重主权和领土完整、和平解决争端的外交政策,主张世界多极化和国际关系民主化。

二、国家治理

巴西实行总统制共和制。总统集国家元首、政府首脑以及军事统帅为一体,有任命官员、制定国家内政外交政策的权力。总统选举采用两轮多数投票制,任期 4 年,可连选连任一次。巴西现任总统为米歇尔·特梅尔,任期为 2018 年;国会是国家最高权力机构,由参、众两议院组成,拥有立法权和监督权。主要负责制定联邦法律以及制定全国和地区性的发展计划。参议院共 81 个席位,每州 3 人,任期 8 年,每 4 年改选 1/3 或 2/3。众议院共 513 个席位,名额按各州人口比例确定,任期 4 年;政府内阁由总统组建并对总统负责。

巴西遵循三权分立原则,其宪法规定国会行使立法权,以总统为首的政府行使行政权,联邦最高法院行使司法权。总统领导政府并有权对国会提出立法议案或否决国会通过的法

案,而国会也有权对总统进行弹劾和审判。巴西最高司法机关是联邦最高法院,有权审判一切违反联邦宪法与法律的案件。总体看,巴西总统拥有较大权力,但受议会和司法机构的制衡和监督。

巴西是世界上权力最分散的联邦制国家之一,巴西联邦由三个层次的自主治理机构构成,分别为中央政府、州政府和市政府。在国家机构组成、法律体系、公民国籍等方面,地方享有一定自主权。但长期以来中央政府的集权化和地方政府的自主化一直存在紧张关系,比如军人政府时期,中央政府高度集权;而在民主政府时期,地方政府则获得了较大自主权。

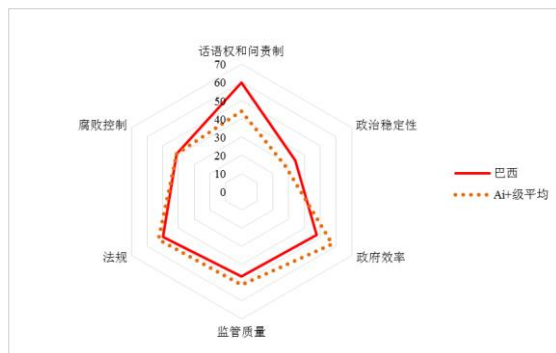
巴西实行多党制,在 2006 年之前巴西政党制度高度碎片化,2006 年后由于选举制度发生变化,政党必须获得全国有效选票的 5% 以及至少在 9 个州赢得最低 2% 的选票,因此全国主要政党简化为 35 个。政党派系主要包括左、中、右三系,其中最重要的左翼政党是劳工党,主张进行经济改革以保障劳动者的权益;中间派政党以巴西第一大党民主运动党为代表,主张维护民主制度,实行土地改革和保护民族工业;自由阵线党为最大的右翼政党,主张维护民主制度,实行社会变革和国营企业私有化,改革分配制度。

2016 年,巴西政局发生重大变化,前总统罗塞夫因贪腐问题违反《财政责任法》而遭到议会弹劾,执政 13 年的劳工党被迫下台,巴西政治生态趋于复杂。特梅尔接任后迅速改组内阁并着力维护执政联盟团结,特梅尔也因与前总统罗塞夫共同涉及 2014 年总统选举贿金案而接受调查,2017 年 6 月巴西最高选举法院裁定现任总统特梅尔无罪,但他仍涉其他贪腐案件,给巴西政治带来不稳定因素。目前巴西的政治危机主要源自三点原因:一是政党之间的斗争。前总统罗塞夫代表左翼派系,虽然在总统大选中胜出,但中右翼势力在议会中赢得多数席位,加剧政局不稳定。二是贪腐问题激化民众矛盾。政治贪腐案牵扯到诸多政府官员,

¹ 截至 2017 年 5 月底,美元兑巴西雷亚尔汇率为 3.2431。

激起民众严重不满，并拖累经济发展。三是错误的政策加剧政治动荡。罗塞夫错误的实施紧缩财政政策和货币政策，加剧了国内经济危机，政府支持率急剧下降。

在国家治理能力方面，根据世界银行 2016 年发布的全球国家治理指数表现看，巴西国家治理能力指数为 46.66，较上年（50.42）有所下降。由于巴西前任总统和现任总统都深陷贪腐案件，导致政局波动增加、经济改革受阻以及民众信心削减，造成巴西政治生态环境恶化。同时巴西暴力与犯罪活动猖獗，不仅威胁到公民人身安全，还抑制当地商业发展并加深社会贫困和社会排斥。因此在政治稳定性、政府治理能力和制度建设水平上均有所下降。综合来看，巴西的国家治理能力较差，但在话语权和问责制、政治稳定性和政府效率、监管质量上高于其他 A₊级国家治理能力水平。



注：所选用的 A₊级样本为匈牙利、印度、印度尼西亚、俄罗斯和泰国，以下同。

数据来源：世界银行

图 1 巴西国家治理能力

三、宏观经济政策和表现

1. 巴西经济衰退，新政府为挽救国家经济而调整货币政策和产业政策

货币政策方面，罗塞夫政府为将通货膨胀率控制在 2.50%~6.50% 的区间，而采取紧缩的货币政策：一是将巴西的基准年利率由 11.75% 调升至 14.25%，将商业贷款平均利率调升至 21.50%，以抑制货币供应增长和信贷膨胀。二是收紧私人银行信贷，2015 年巴西国家经济社会发展银行（BNDES）发放贷款同比下降约

30%，进一步减少市场的货币供应。紧缩的货币政策加剧了巴西经济的衰退。2016 年特梅尔接任总统后着手调整紧缩的货币政策：一是央行将银行基准利率降低至 13.75%，降息有利于刺激信贷和消费，以促进经济回暖。二是央行宣布实行浮动汇率制度，巴西雷亚尔兑美元止跌走高。同时央行保持其货币掉期政策，扩大市场内的即期外汇交易合同数额，即向市场内大量投放美元，以稳定巴西雷亚尔的汇率稳定。

巴西的货币政策面临两难选择。一方面，随着美国经济的缓步复苏，美联储进入加息周期，巴西政府对外需要应对美元加息而导致的资本外流，加之国内通货膨胀严重。需要提高银行基准利率来抑制国际资本流出和通胀过快增长。另一方面，如果保持高利率与紧信贷，则会抑制消费和投资，增加了国内政府债务违约的可能性。

产业政策方面，一是政府密集出台多项产业政策：将价值 1877 亿雷亚尔资金用于农业支持计划，推出约 640 亿美元基础设施项目特许经营计划，启动国家出口计划，推出价值 1984 亿雷亚尔的物流基础设施建设计划。二是政府鼓励企业自主创新，在制药、通信技术、金融服务、资本和消费品等领域给予企业诸多支持和优惠。

总体看，特梅尔政府为挽救经济，积极调整货币政策和产业政策，但货币政策存在矛盾性，短期内难见成效。

2. 2016 年巴西经济持续衰退

2012 年~2016 年，巴西经济增速呈现波动下降趋势。以大宗商品出口为支撑的巴西经济受到冲击，同时投资对经济的拉动作用不断下降，加之劳动生产率增速较低以及经济政策出现失误等因素，2014 年以来巴西经济陷入停滞。2015 年巴西经济增速降至 -3.85%，出现严重经济衰退。2016 年，巴西 GDP 总量为 15347.82 亿美元（或 63466.28 亿雷亚尔），同年经济增长率为 -3.80%，经济持续衰退。主要是受到罗

塞夫当局政治危机和紧缩货币政策的拖累，抑制了企业的投资意愿。

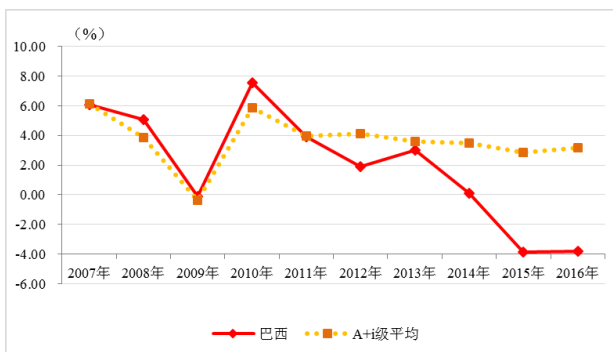
从拉动经济增长的“三驾马车”看，投资方面，由于银行基准利率处于较高水平以及政府财力不足，缺乏吸引外国投资者的政策环境等因素，2016年巴西资本投资总额同比下降逾11%，资本投资对经济的贡献度大幅下降。消费方面，由于筹办2014年世界杯和2016年奥运会，带动了国内居民的消费能力，2016年居民消费同比增长4.71%，虽然增幅较前几年有所降低但居民消费一直是巴西拉动经济增长的主要动力。贸易方面，随着巴西主要贸易伙伴（如美国）的经济复苏以及本国需求的增长，贸易情况好转，由贸易逆差转为贸易顺差，2016年巴西贸易盈余227.36亿雷亚尔，较去年同比上涨超过130%，贸易对经济的拉动作用明显增强。

表1 2012~2016年巴西宏观经济表现情况表

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
GDP总量(亿雷亚尔)	48059.12	53164.55	56873.10	59043.32	63466.28
GDP总量(亿美元)	24595.25	24646.88	24171.58	17725.89	15347.82
GDP增长率(%)	1.92	3.02	0.10	-3.85	-3.80
CPI增幅(%)	5.40	6.20	6.33	9.03	8.74
失业率(%)	5.48	5.39	4.84	6.83	9.19

注：GDP增长率为实际GDP增长率，以本币计算，不考虑汇率变动因素。

数据来源：IMF



注：图中IMF公布的2016年数据部分为预测值，以下同。

数据来源：IMF

图2 近10年巴西GDP增长率

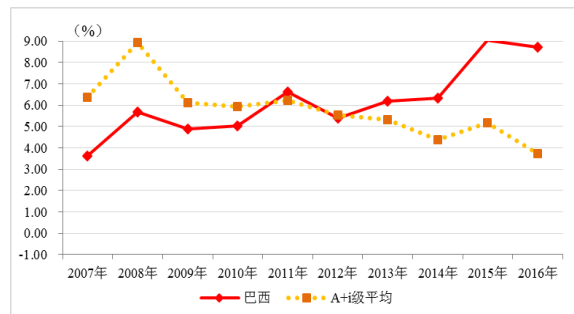
巴西近10年的GDP平均增长率(1.99%)低于拉美地区平均水平(2.63%)，与其他A+级国家相比，自2013年后巴西经济增速大幅下

降；巴西经济波动性(10年GDP增长率的标准差，为3.91%)较拉美地区(2.63%)高。总体看，巴西平均经济增速落后拉美地区，且经济增长波动较大，在拉美地区经济表现较差。

3. 通货膨胀情况严峻，预计2017年会略有缓和

2012年~2016年，CPI增幅呈上升趋势，巴西面临严重的通货膨胀。2016年CPI增幅虽然较上年小幅下降，但仍处于8.74%的高位。主要原因包括以下几点：一是政府推行能源价格调整政策，将居民的能源、燃气、汽油价格分别提高50.40%、22%和18.60%，能源价格上涨传递到下游产品，全面带动物价上涨。二是巴西自身的产业体系不健全，供给侧无法满足有效需求，产生供不应求现象。严峻的通货膨胀情况不仅限制了居民消费，还减少了外资企业的投资。相比其他A+级国家，巴西CPI增幅自2012年后处于较高水平。

为控制过高的通货膨胀水平，政府一方面采取紧缩政策，通过提高银行基准利率，减少政府公共开支，以及提高税收等措施应对通胀。另一方面，政府调整基础能源价格以拉低下游产品价格。总体看，巴西通货膨胀问题严峻，但随着政府采取紧缩政策以及调整基础能源价格，预计2017年通货膨胀情况会略微缓和。



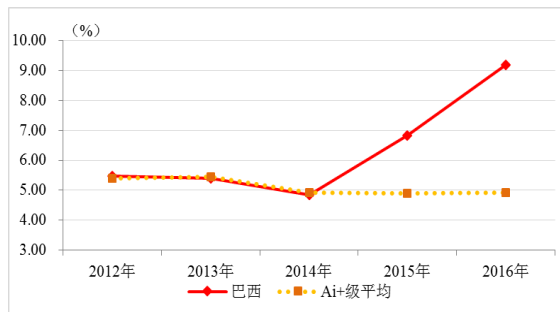
数据来源：IMF

图3 近10年巴西CPI同比增长

4. 失业率不断走高，就业环境持续恶化

2012年~2016年，巴西失业率不断走高。由于经济持续下滑，物价水平不断上涨，导致市场需求有所下降，进而冲击工业生产领域。

很多工厂被迫减产和裁员，导致失业人数不断增多。2016年失业率进一步上升至9.19%，较上年上涨2.36个百分点，全国失业人口超过1000万，整体就业形势不断恶化。与其他A+级国家相比，巴西的失业率自2014年后处于不断增高，就业市场不断恶化。



数据来源：IMF

图4 巴西失业率

5. 新任政府致力于社会改革以摆脱经济衰退现状

社会改革方面，从长远看，新任政府需要深入结构性改革，以控制通货膨胀和保持宏观经济的稳定性。一是鼓励投资。政府计划在两年内转让和出售30个基础设施建设项目，引导社会投资进入，激发市场活力。二是控制失业。政府加强对基础设施的建设，吸纳更多企业投资，从而提供更多就业机会，同时政府提供系统就业培训，提升劳动者专业技能。

消费方面，2017年巴西央行连续降息，将银行基准利率下调至10.25%，居民消费能力不断增强，居民消费信心逐步恢复，2017年3月居民消费者信心指数为85.30，较去年同期（68.20）大幅提高，消费对经济的拉动作用显著提高。投资方面，巴西政府采取多种吸引投资优惠政策，总统特梅尔在2017年的拉丁美洲投资大会上鼓励外资前来投资，中央政府可给予外国投资者税收优惠，优惠以外国投资对巴西贡献不同而异，预计2017年外商投资将会获得较大增长空间。对外贸易方面，由于世界经济回暖以及大宗商品价格回升，巴西对外贸易逐步回暖。根据巴西工贸部数据，2017年5月巴西外贸顺差为76.60亿美元，创1989年以来

单月最高水平，预计2017年贸易对经济增长的贡献度会进一步提升。

总体看，巴西经济增长主要依赖居民消费的增长，随着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，预计2017年巴西经济增速会有所回升。

四、结构特征

1. 经济发展主要依赖居民消费，净出口对经济的贡献逐步提升

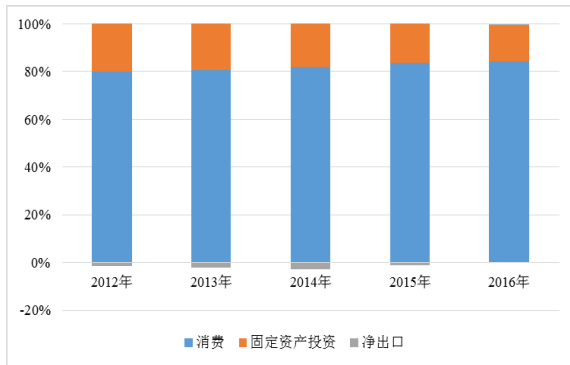
从消费看，2012年~2016年，巴西居民消费支出和政府消费支出占GDP的5年平均比例为62.79%和19.29%，居民消费是拉动巴西经济增长的主要动力。虽然受到国内政治危机以及紧缩货币政策影响，但举办世界性体育赛事拉动了国内居民的消费需求，辅之居民消费信心逐步回暖，国内消费支出小幅增长。2016年巴西居民消费对经济的贡献比率64.01%，较上年增长0.17个百分点，居民消费能力改善，对经济拉动作用提高。

从投资看，2012年~2016年巴西固定资产投资占GDP的比重不断下降，2016年该比值下降至15.45%，较上年同比下降2.16个百分点。主要是因为政治环境不稳定，降低投资者的安全保障，致使很多企业转移投资或采取观望态度。加之雷亚尔汇率大幅贬值，使外商投资的资产缩水，增大了投资者的经济风险。

从贸易看，2012年~2016年巴西贸易由逆差转为顺差，贸易对经济的贡献度不断提高。2016年净出口占GDP的比重达到0.36%，较上年增长1.54个百分点，整体贸易状况趋于好转。巴西贸易改善是由于国际大宗商品价格逐步回升，外部需求逐步强劲，辅之本币贬值的促进作用，推动巴西对外出口增长。但巴西的出口仍以低附加值的工业制成品出口为主，对经济贡献度不大。

总体看，巴西经济过度依赖国内消费需求，尤其是居民消费，投资对经济的贡献不断下降，贸易对经济的贡献度有所提高但受国际大宗商

品价格波动影响较大。



数据来源：欧盟统计局

图5 巴西GDP构成

2. 产业结构有待优化

从产业结构看，近5年巴西产业结构基本保持稳定，其中农业增加值占比约5%，工业增加值占比约24%，服务业增加值占比约71%。但由于巴西过度依赖大宗商品贸易和国内消费，以及过早的去工业化使工业竞争力落后，经济结构趋于单一，导致经济增速出现结构性放缓。

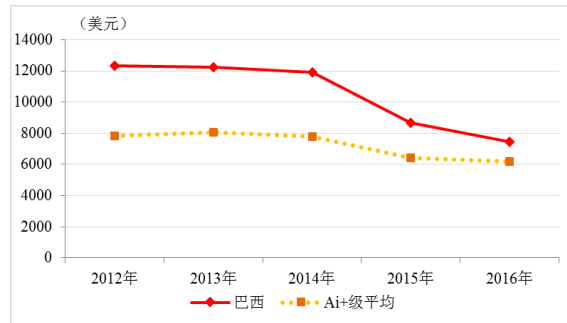
从产业发展看，巴西是传统农业大国，农牧业发达，是世界蔗糖、咖啡、柑橘、玉米、鸡肉、牛肉、烟草、大豆的主要生产国。还是世界第一大咖啡生产国和出口国；巴西工业居拉美之首，拥有较为完善的工业体系。在现代工业方面，钢铁，造船，汽车，飞机制造等已经跃居世界重要生产国家的行列；巴西服务业在国民经济中占有非常重要的地位，信息服务、邮政和交通相关方面的收入占比较高，从事企业服务的人数最多。

总体看，巴西整体经济结构趋向合理，农牧业发达、矿产资源充沛，但以大宗商品出口和加工为主的产业结构特征周期性较强，抗风险能力较差。

3. 营商成本居高不下，国内投资环境恶化

巴西是拉美地区规模较大的经济体。2012年~2016年，其人均GDP保持在10000美元左右，但呈现逐年减少趋势。2016年人均GDP下降至7447.44美元，始终高于A_{ii}级国家平均

水平。



数据来源：IMF

图6 巴西人均GDP

根据联合国开发计划署公布的《2016年人类发展报告》，巴西人类发展指数为0.754，世界排名第79位（共188个国家），属于“人类发展水平一般”的国家。巴西地区和产业发展不平衡，基础设施落后，限制地区经济发展。根据世界银行发布的《2017年营商环境报告》，巴西综合营商环境指标排名第123位（共189个国家）。巴西主要面临成本较高问题，由于银行基准利率较高、政府官僚腐败严重，劳动力成本高昂，加剧巴西国内投资环境恶化。

2012年~2016年，巴西进出口总额与GDP的比例保持在25%左右，2016年进出口总额与GDP的比值为27.43%，对外贸易依存度较低。巴西的贸易结构主要以大宗商品为主，其中铁矿石占比最大。受国际大宗商品价格波动冲击较大，且出口产品附加值较低，巴西贸易结构受外部制约较大，贸易结构亟待升级。在对外投资方面，全球资本流动性降低使巴西对外资的吸引力降低，加上美联储加息等因素，促使资本不断由新兴市场流向发达市场，加剧巴西的外部投资环境恶化。

4. 巴西税赋较重，新政府上台后寻求税改

巴西税收种类主要分为联邦税、州税和市税三级，主要税种有流转税、企业所得税等。巴西税收负担较重，一是因为巴西高福利国家，政府需要增加财政收入以支付高额的社会福利。加之老龄化问题显现，加重政府负担，因此需要高税收以保障财政收入。二是巴西贫富

差距严重，政府需要加大对社会救助项目的投入，诸如“巴西无贫困计划”，通过现金转移支付和其他支持性政策创造更多就业。

新政府上台后力图简化税法。一是统一联邦一体化税和社会援助基金税收，建立社会保障基金。二是政府与各州协商，统一州际税收。本次税收改革涉及石油、天然气、金融等重要领域的税收制度精简。总体看，巴西税收负担较重，新政府上台后积极开展经济税制结构性改革，有助于经济发展。

5. 银行业基本面健康，但受宏观经济和政治腐败拖累，中长期面临不良资产风险

监管上，巴西金融体系是以中央银行为领导、商业性金融机构为主体、政策性金融机构为补充的有机整体。巴西金融机构实行混业经营，明确各部门的职能和责任，减少了监管部门之间沟通与协作的障碍。为整顿银行业，提高金融体系的稳定性，巴西央行颁布《鼓励金融体系的重组与强化计划》、《银行私营化计划》以及《设立信贷担保基金计划》，激励银行兼并和重组，促进国有银行私有化。巴西央行为适应巴塞尔协议 II，央行颁布公报要求加快改进审慎性监管的进程，实施内部市场风险模型和信用风险内部评级方法。

基本上，2012年~2016年，巴西银行资本与资产比率小幅下降，从10.14%（2012年）下降至9.29%（2016年），反映出银行自有资本占总资产的比重小幅下降，银行抗风险能力减弱；银行不良贷款率呈波动上升趋势，从3.45%（2012年）上升至3.85%（2016年），表明银行信贷资产安全性小幅下降；巴西近5年国民总储蓄与GDP的比值一直稳定在18%左右，2016年国民储蓄率为17.12%，较上年上升0.76个百分点。

风险控制上，由于美联储加息，大量国际热钱回流美国，新兴国家在资金加速外逃的同时还要承受本币贬值的进一步打击，给银行业造成一定压力。同时，由于政府腐败而带来政

治动荡，诸多大型企业深陷政治事件，影响其资金运营，中长期可能增大银行不良资产风险。

6. 巴西面临人口老龄化问题，养老体系亟待改革

根据经合组织（OECD）2016年10月的最新报告，到2060年巴西65岁以上人口比例将增长4倍。一方面，生活水平和医疗水平的提高，延长了居民年龄。根据巴西地理统计局统计，巴西居民的平均寿命为75.2岁。另一方面，出生率逐年下降，2013年最新统计结果显示，没对夫妇平均只有1.8个孩子，较1995年（2.5个）不断减少。因此，随着人口老龄化加剧，政府面临的社会福利压力也将与日俱增。

面对日益增长的老年人群，巴西养老金体系承压较大。巴西目前的养老金制度是：男性工龄满35岁、女性工龄满30岁即可退休，领取养老金。由于最低工资跟通胀水平挂钩，随着通胀高企，退休金自然也跟着不断上涨，导致政府的高额赤字。特梅尔政府主张两个方案：设置最低退休年龄或停止退休金与最低工资上调的挂钩。但由于存在许多政治阻力以及民众的反对，巴西养老金制度改革的前景并不明朗。

综上所述，巴西国家发达程度一般，居民消费是拉动经济增长的主要动力，银行体系较为稳健；但面临产业结构单一，税收负担较重，人口老龄化问题加剧等情况。

五、公共财政实力

1. 政府采取紧缩的财政政策，希望降低财政赤字水平

巴西此轮经济危机与政府的财政失衡和政府债务增长有密切关系。2015年罗塞夫政府将扩张的财政政策转为紧缩的财政政策。在财政收入方面，提高短期消费贷款和进口商品、燃料以及化妆品的税率；在财政支出方面，政府削减227亿雷亚尔的支出预算，同时减少支出和补贴的范围，如削减给予企业的养老保险减税优惠。

特梅尔政府上台后为抑制迅速攀升的政府债务和恢复经济增长，采取了一系列财政改革措施：一是降低政府债务。政府从国家经济社会发展银行赎回 1000 亿雷亚尔资金，并动用 20 亿雷亚尔主权基金，以降低公共债务。二是紧缩财政支出。政府提出 241 号宪法修正案，规定在未来 20 年，联邦政府财政支出的增长幅度不得超过一年的通过通胀率，对必需的公共开支，如退休、医疗和教育设置财政拨款上限。并停止向最低工资社会保障项目的拨款。以达到平衡政府收支、复兴经济的作用。三是缓解财政赤字。政府推出全面私有化计划，包括拍卖和出售油气、电力和基础设施项目的运营许可，以增加财政收入缓解财政赤字水平。

2. 财政赤字水平约保持高位运行

财政收入方面，2012 年~2016 年，政府财政收入稳步增长，五年复合增长率为 3.97%。2016 年，巴西政府财政收入为 20297.31 亿雷亚尔，同比增长 8.97%。从财政收入结构看，巴西财政收入主要来自税收收入，并以所得税和增值税为主，收入来源较为稳定。

财政支出方面，2012 年~2016 年，政府财政支出的五年复合增长率为 7.56%，高于财政收入的增速。2016 年，巴西政府财政支出为 25804.50 亿雷亚尔，同比增长 4.30%。从财政支出结构看，巴西财政支出主要分布在社会福利、医疗卫生和教育领域，刚性支出占比较高。

财政赤字方面，2012 年~2016 年，政府财政赤字水平呈扩大趋势。由于巴西采取高福利政策，政府公共开支的约 25% 用来支付庞大的社会福利支出，加上老龄化日益严重以及退休年龄偏低的复合作用，增大了政府的财政压力。2016 年巴西政府财政赤字规模为 4742.45 亿雷亚尔，财政赤字相当于 GDP 的比重为 7.14%，虽然较上年下降了 2.15 个百分点，但仍处于较高水平。与其他国家相比，巴西的财政赤字水平高于其他 A_{i+} 级国家平均水平。

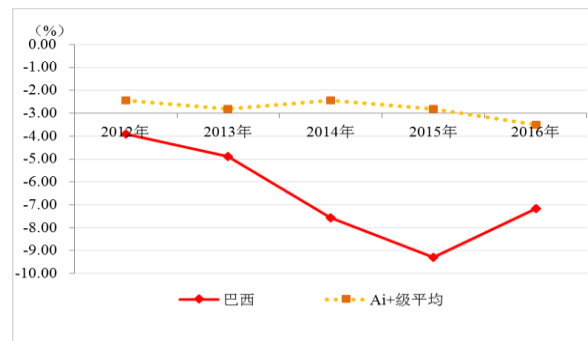
表 2 2012~2016 年巴西财政状况表

单位：亿雷亚尔/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
财政收入	16709.32	18386.50	18804.57	18657.81	20297.31
财政收入/GDP	34.77	34.58	33.06	31.60	31.98
财政支出	17922.47	19961.93	22243.73	24740.00	25804.50
财政盈余	-1800.34	-2467.43	-4130.13	-5501.48	-4724.45
财政盈余/GDP	-3.89	-4.88	-7.56	-9.29	-7.14

注：财政盈余为负表示财政赤字，财政盈余/GDP 为负表示财政赤字相当于 GDP 的比值，以下同。

数据来源：IMF



注：A_{i+} 级主权样本为印度、印度尼西亚、俄罗斯和泰国。

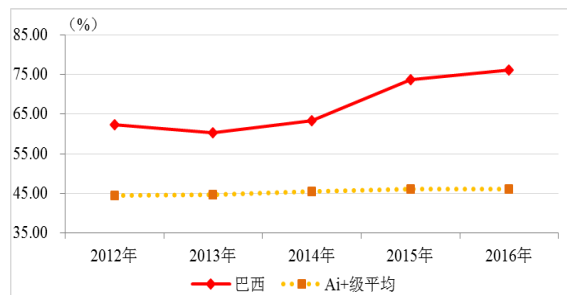
数据来源：IMF

图 7 巴西财政盈余/GDP

3. 政府总债务水平不断走高

从政府债务总水平来看，截至 2016 年底，巴西一般政府债务总额为 48401.81 亿雷亚尔，相当于 GDP 的比值为 76.26%，较上年同比上升了 2.56 个百分点。与其他 A_{i+} 级国家平均水平相比，巴西一般政府债务总额相当于 GDP 的比值处于较高水平。

从政府债务净额来看，截至 2016 年底，巴西的一般政府债务净额为 1645.80 亿雷亚尔，较上年末增长 2.06%，相当于 GDP 的比值为 47.51%，较上年末小幅减少了 0.32 个百分点。总体看，巴西政府债务水平较高，其中政府净债务水平适中。



数据来源：IMF

图 8 巴西政府债务/GDP

表3 2012~2016年巴西一般政府债务情况表

单位: %/亿雷亚尔

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
债务总额	29945.71	32092.47	36008.67	43513.21	48401.81
债务总额/GDP	62.31	60.36	63.31	73.70	76.26
财政收入/债务总额	55.80	57.29	52.22	42.88	41.94
债务净额	16126.00	1588.00	1569.71	1612.60	1645.80
债务净额/GDP	49.53	49.18	47.67	47.83	47.51

注: 政府债务为一般政府债务总额, 以下同。
数据来源: 世界银行

4. 政府债务的偿还能力不断下降

从财政收入对政府债务的保障情况看, 2012年~2016年, 财政收入与一般政府债务总额的比重稳定在50%左右, 2016年末巴西财政收入与政府债务总额的比值为41.94%, 该比例较上年小幅下降了0.94个百分点, 财政收入对于政府债务的保障程度一般。

总体看, 巴西政府通过紧缩的财政政策来控制财政赤字, 但财政支出中社会福利支出占比仍然较大, 财政赤字水平仍然较高; 政府债务负担较重, 其中政府净债务水平适中, 财政收入对政府债务的保障能力一般。

六、外部融资实力

1. 外部贸易状况好转, 贸易顺差逐步扩大

从对外贸易看, 巴西2012年~2016年贸易状况不断好转。2016年巴西进口额为2031.63亿美元, 较上年下降16.43%; 出口额为2177.53亿美元, 较上年减少2.73%; 进出口净额为145.90亿美元, 为近五年以来的最高值, 主要是因为巴西贸易主要依托欧盟和美国等发达国家市场, 随着这些重要经济体经济逐步复苏, 外部需求逐步旺盛, 商品和货物出口贸易也逐步活跃。巴西以出口大宗商品为主, 随着大宗商品价格逐步回升, 贸易盈余不断增加。

从经常账户收入看, 2012年~2016年, 巴西经常账户收入不断减少, 其五年复合增长率为-4.45%。2016年, 巴西经常账户收入为2345.82亿美元, 较上年减少了2.47%。从经常

账户余额看, 2012年~2016年巴西经常账户一直处赤字状态, 但近两年赤字规模不断减小。2016年, 巴西经常账户赤字进一步下降至235.30亿美元, 经常账户赤字相当于GDP的比例为1.53%, 赤字水平较2015年继续下降。

表4 2012~2016年巴西经常账户情况表

单位: %/亿美元

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
进口额	3038.48	3255.71	3187.99	2431.18	2031.63
出口额	2812.59	2796.39	2640.63	2238.70	2177.53
进出口净额	-225.89	-459.33	-547.36	-192.49	145.90
CAR	2944.93	2975.62	2818.43	2405.13	2345.82
CAB	-740.59	-747.88	-1041.81	-594.34	-235.30
CAB/GDP	-3.01	-3.03	-4.31	-3.35	-1.53

注: CAR为经常账户收入, CAB为经常账户余额, 下同。

数据来源: 世界银行、IMF

2. 外债水平呈不断上升趋势

巴西整体外债水平较低, 近5年外债总额相当于GDP的比重约为30%, 但该比重呈现上升趋势。截至2016年末, 巴西外部债务总额为6716.47亿美元, 外债总额相当于GDP的比值为43.76%, 较上年上升6.24个百分点。与其他国家相比, 巴西外债水平低于A₁+级之国家平均水平, 但呈现不断上升趋势。

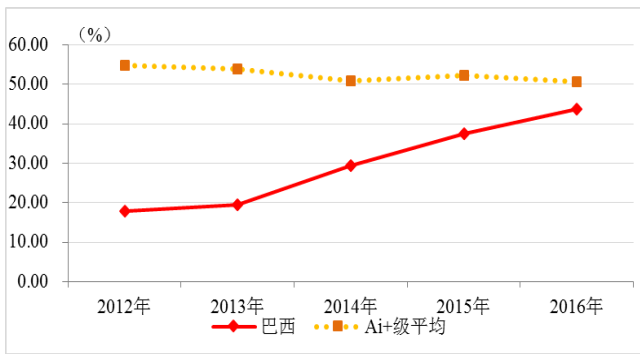
从外债期限看, 2016年巴西长期外债占比为91.61%, 短期外债偿付压力(8.39%)很小。从外债结构看, 企业跨国借贷外债占比较高(33.10%), 一般政府外债(占比28.89%)位居第二, 储蓄机构(20.42%)和其他部门(16.98%)外债较为适中, 中央银行(0.61%)外债占比较低。

表5 2012~2016巴西外债情况表

单位: 亿美元/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
外债总额	4406.04	4827.71	7125.18	6651.01	6716.47
政府外债	632.31	639.02	2229.55	1845.53	1940.70
外债总额/GDP	17.91	19.59	29.48	37.52	43.76
政府外债/外债总额	14.35	13.24	31.29	27.75	28.89

数据来源: 世界银行



数据来源：世界银行

图9 巴西外债总额/GDP

3. 经常账户收入对外债总额以及政府外债的保障程度不断下降

经常账户方面，2012年~2016年，巴西经常账户收入与外债的平均比重约为48%，但保障能力呈现大幅下降趋势。2016年经常账户收入与外债的比重为34.93%，较上年下降逾1个百分点，表明经常账户收入对外债的偿付能力有所减弱。由于一般政府债务负担较轻，经常账户收入对政府外债的保障能力较强，2016年经常账户收入与政府外债的比重高达120.88%，但较上年减少约9个百分点。

外汇储备方面，截至2016年末，巴西外汇储备规模为3650.16亿美元，相当于外债总额的54.35%，较上年增加0.75个百分点；外汇储备相当于政府外债的比重为188.08%，较上年减少约15个百分点。外汇储备对政府外债的保障能力较强但呈现下降趋势。

表6 2012年~2016年巴西外部债务的保障情况表

单位：亿美元/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
外汇储备	3731.47	3731.47	3635.51	3564.64	3650.16
CAR/外债总额	66.84	61.64	39.56	36.16	34.93
CAR/政府外债	465.74	465.65	126.41	130.32	120.88
外汇储备/外债总额	84.69	77.29	51.02	53.60	54.35
外汇储备/政府外债	590.13	583.93	163.06	193.15	188.08

数据来源：欧盟统计局、IMF

4. 雷亚尔大幅贬值，严重拖累巴西经济

从汇率制度看，巴西最初实行盯住美元的汇率制度，并实行外汇管制。1999年对汇率市场进行改革，实行自由浮动。雷亚尔的汇率水

平由市场来决定，只有当外汇市场上雷亚尔对美元汇率波动幅度过大的情况下，巴西央行才会进行有限的、暂时的干预。

从汇率表现看，2012年~2017年美元兑雷亚尔汇率不断上升，汇率波动区间为1.50~4.50。尤其在2016年初，美元兑雷亚尔达到4.15的高位，较2012年初（1.87）增幅逾120%。主要是由于特朗普上台后采取强势美元政策，美联储加息导致大量国际热钱流向美国，导致雷亚尔相对贬值。



数据来源：巴西央行

图10 美元兑雷亚尔近年汇率变化

总体看，雷亚尔存在一定贬值风险，经常账户收入呈现波动下降趋势，经常账户赤字规模显著减少；外债水平较低，其中政府部门外债规模占比适中；外汇储备规模小幅下降；经常账户收入对外债的保障能力尚可。

巴西主要数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
宏观数据					
GDP (亿雷亚尔)	48059.12	53164.55	56873.10	59043.32	63466.28
GDP (亿美元)	24595.25	24646.88	24171.58	17725.89	15347.82
GDP 增长率 (%)	1.92	3.02	0.10	-3.85	-3.80
CPI 增幅 (%)	5.40	6.20	6.33	9.03	8.74
失业率 (%)	5.48	5.39	4.84	6.83	9.19
结构特征					
人均 GDP (美元)	12344.41	12260.12	11920.75	8670.00	7447.44
消费在 GDP 中的占比 (%)	79.94	80.61	82.11	83.57	84.19
投资在 GDP 中的占比 (%)	21.42	21.69	20.55	17.61	15.45
净出口在 GDP 中的占比 (%)	-1.36	-2.30	-2.66	-1.18	0.36
进出口总额/GDP (%)	23.79	24.56	24.11	26.34	27.43
银行业不良贷款率 (%)	3.45	2.86	2.85	3.31	3.85
国内总储蓄率 (%)	18.40	18.93	16.74	16.36	17.12
公共财政					
财政收入 (亿雷亚尔)	16709.32	18386.50	18804.57	18657.81	20297.31
财政收入/GDP (%)	34.77	34.58	33.06	31.60	31.98
财政支出 (亿雷亚尔)	17922.47	19961.93	22243.73	24740.00	25804.50
财政盈余 (亿雷亚尔)	-1800.34	-2467.43	-4130.13	-5501.48	-4724.45
财政盈余/GDP (%)	-3.89	-4.88	-7.56	-9.29	-7.14
政府债务总额 (亿雷亚尔)	29945.71	32092.47	36008.67	43513.21	48401.81
政府债务总额/GDP (%)	62.31	60.36	63.31	73.70	76.26
政府债务净额 (亿雷亚尔)	16126.00	1588.00	1569.71	1612.60	1645.80
政府债务净额/GDP (%)	49.53	49.18	47.67	47.83	47.51
财政收入/政府债务 (%)	55.80	57.29	52.22	42.88	41.94
外部融资					
进口总额 (亿美元)	3038.48	3255.71	3187.99	2431.18	2031.63
出口总额 (亿美元)	2812.59	2796.39	2640.63	2238.70	2177.53
进出口净额 (亿美元)	-225.89	-459.33	-547.36	-192.49	145.90
经常账户收入 (亿美元)	2944.93	2975.62	2818.43	2405.13	2345.82
经常账户余额 (亿美元)	-740.59	-747.88	-1041.81	-594.34	-235.30
经常账户余额/GDP (%)	-3.01	-3.03	-4.31	-3.35	-1.53
外债总额 (亿美元)	4406.04	4827.71	7125.18	6651.01	6716.47
政府外债总额 (亿美元)	632.31	639.02	2229.55	1845.53	1940.70
外债总额/GDP (%)	17.91	19.59	29.48	37.52	43.76
政府外债/外债总额 (%)	14.35	13.24	31.29	27.75	28.89
外汇储备 (亿美元)	3731.47	3731.47	3635.51	3564.64	3650.16
经常账户收入/外债总额 (%)	66.84	61.64	39.56	36.16	34.93
经常账户收入/政府外债总额 (%)	465.74	465.65	126.41	130.32	120.88
外汇储备/外债总额 (%)	84.69	77.29	51.02	53.60	54.35
外汇储备/政府外债 (%)	590.13	583.93	163.06	193.15	188.08

数据来源：巴西数据统计局、巴西央行、世界银行、IMF

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA _i	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不良影响的影响。
	AA _i	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不良影响的影响。
	A _i	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB _i	信用风险低，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB _i	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B _i	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC _i	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。