

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: 稳定

本次评级时间

2018年10月31日

主要数据

| | 2017年 | 2016年 | 2015年 | 2014年 | 2013年 |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 名义GDP(亿美元) | 20,551.84 | 17,972.34 | 17,961.68 | 24,548.46 | 24,684.56 |
| 实际GDP增速(%) | 0.99 | -3.46 | -3.55 | 0.50 | 3.00 |
| CPI增幅(%) | 3.45 | 8.74 | 9.03 | 6.33 | 6.20 |
| 失业率(%) | 12.77 | 11.27 | 8.30 | 6.79 | 7.20 |
| 人均GDP(美元) | 9,894.93 | 8,699.90 | 8,801.80 | 12,110.03 | 12,291.89 |
| 财政盈余/GDP(%) | -7.82 | -9.01 | -10.33 | -5.35 | -2.95 |
| 政府债务/GDP(%) | 83.96 | 78.41 | 72.57 | 62.31 | 60.19 |
| 财政收入/政府债务(%) | 35.86 | 38.90 | 38.70 | 52.14 | 57.30 |
| 外债总额/GDP(%) | 32.46 | 37.65 | 37.03 | 28.80 | 19.56 |
| CAR/外债总额(%) | 40.35 | 34.67 | 36.16 | 39.87 | 61.63 |
| 外汇储备/外债总额(%) | 56.06 | 53.94 | 53.60 | 51.43 | 74.32 |

注: 1、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:

李为峰 张正一

联合资信评估有限公司

电话: 010-85679696

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”) 对巴西联邦共和国(以下简称“巴西”)的主权信用进行了跟踪评级, 决定维持其长期本、外币信用等级为A_i-, 评级展望为稳定。该评级结果表示巴西的主权信用风险较低, 按期偿付债务本息的能力较强。

2017年以来, 巴西政坛贪腐事件多发引发了政局动荡, 政治稳定性有所下滑, 且2018年大选后政策不确定性上升的可能性较大。2017年, 巴西经济重新恢复增长, 通胀水平回归合理区间, 但失业率仍处在较高水平。巴西人均GDP水平有所回升, 经济结构和产业结构保持稳定, 银行业风险进一步降低。巴西政府财政赤字有所缩减, 但仍处于很高水平, 且政府债务水平进一步上升, 财政收入对政府债务的保障能力有所减弱。受全球经济复苏及国际大宗商品价格回暖的影响, 巴西对外贸易状况大幅改善, 经常账户逆差也有所收窄, 外债保持较低水平且经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力均有所增强, 但2018年以来雷亚尔兑美元汇率的大幅贬值将对巴西的外债偿付能力造成较大影响。

优势

- 人均GDP水平相对较高;
- 外债水平较低, 外汇储备较为充足, 对外债保障能力较强;
- 对外贸易状况大幅改善, 经常账户基本实现平衡;
- 银行业风险持续降低, 盈利状况有所改善。

关注

- 国家治理能力较差, 且政局不稳定性及政策不确定性均有所上升;
- 财政赤字处于很高水平, 政府债务水平持续上升, 财政收入对政府债务的保障能力持续减弱;
- 巴西雷亚尔大幅贬值将削弱其外债偿还能力;
- 经济增长对大宗商品出口较为依赖, 易受国际经济形势及大宗商品价格变化影响, 经济抗风险能力较差;
- 失业率持续高企。

一、国家治理

现任总统支持率持续下降，极右翼候选人在 2018 年大选中胜出，政局不稳定性及政策不确定性将有可能上升

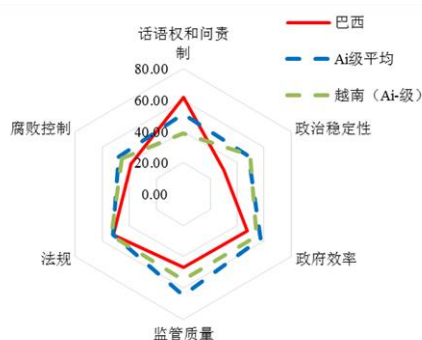
自 2016 年接任被弹劾的前任总统罗塞夫以来，巴西现任总统特梅尔提出了一系列改革措施，包括劳工法改革、养老金改革、税制改革等，尽管这些改革措施从长期来看有利于财政及经济的可持续性，但却引发国内诸多反对声音，除劳工法改革获得国会批准生效以外其它改革措施仍在讨论或审核过程中。由于触动到人民的实际利益，巴西民众对这些改革的不满情绪也日渐高涨，2017 年 5 月和 2018 年 5 月巴西分别爆发了两次大规模的罢工，引发社会动荡，也对巴西经济增长产生了一定影响。此外，特梅尔也因与前总统罗塞夫共同涉及 2014 年总统选举贿金案而接受调查，虽然 2017 年 6 月巴西最高选举法院裁定现任总统特梅尔无罪，但民众对他的不满情绪仍在持续上升，2018 年 6 月的一项民意调查显示，82% 的巴西民众认为特梅尔在其执政期间的表现糟糕，凸显出巴西现任政府所面临的危机。

2018 年墨西哥大选竞选过程中，代表劳工党的巴西前总统卢拉曾在 2018 年 8 月的民意调查中占据领先地位，投票意向达到 37%，但巴西最高法院在 2018 年 9 月否决了卢拉的总统选举候选人资格，使得使劳工党大受打击，也使巴西大选不确定性大增。卢拉出局后，极右翼候选人博尔索纳罗支持率获得领先，并在 2018 年 10 月总统大选的两轮投票中均取得胜利，成功当选巴西第 44 届总统。博尔索纳罗持极为强硬的右派政治立场，提出了“巴西优先”的口号，他提出的打击犯罪问题、让社会回归传统的家庭价值观也引发了很多选民的共鸣。博尔索纳罗当选总统标志着巴西自上世纪 90 年代结束军事独裁政权以来首次右倾的历史性转变，巴西政局不稳定性及政策不确定性也有可能上升，对此我们将持续关注。

国家治理能力进一步下滑，在政治稳定性和腐败控制方面的表现下滑尤为明显

根据世界银行发布的国家治理指数，2016 年，巴西国家治理能力排名均值为 46.03，较 2015 年进一步下滑，尤其是在政治稳定性和腐败控制这两个方面的表现下滑尤为明显，主要受贪腐丑闻频发、政局动荡、暴力及犯罪活动猖獗等因素的影响。总体看，巴西的国家治理能力和治理水平较差，不但低于 A_i 级国家平均水平，也低于同等级的越南。

图 1：2016 年巴西国家治理能力



数据来源：世界银行

二、宏观经济政策与表现

得益于宽松的货币政策对消费和投资的刺激，2017 年巴西经济重回增长区间，未来经济增长有望保持稳定

2017 年以来，巴西央行连续多次下调基准利率，基准利率水平从年初的 13% 下调至 7%，达到历史新低。降低利率有效地刺激了国内消费和投资，推动了巴西经济的复苏。

2017 年，巴西 GDP 总量达到 65,599.40 亿雷亚尔（或 20,551.84 亿美元），实际经济增速为 0.99%，较 2016 年提升了 4.45 个百分点，为 2015 年以来首次实现正增长。与 A_i 级国家平均水平相比，巴西经济增速显著偏低（图 2）。

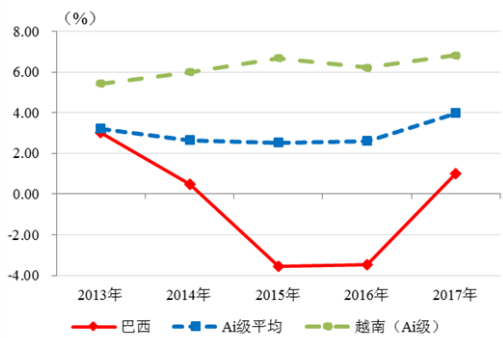
具体来看，2017 年，巴西居民消费同比增长 0.96%，较 2016 年 -3.42% 的增速明显改善，成为拉动巴西经济增长的主要动力；受政府加强控制支出的影响，政府消费同比减少 0.56%，较 2016 年增速进一步下滑；资本形成总额同比增长 2.83%，为 2014 年以来首次实现正增长，但固定资产投资增速仍然为负（-1.84%），显示出巴西私人部门投资意愿仍然不足；得益于全球经济的复苏及国际大宗商品价格的回暖，巴西出口同比增速达到 5.18%，高于进口同比增速（4.99%），对巴西经济增长起到了一定拉动作用。

表 1：2013~2017 年巴西经济表现

| | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 名义 GDP (亿雷亚尔) | 65,599.40 | 62,592.28 | 59,957.87 | 57,789.53 | 53,316.19 |
| 名义 GDP (亿美元) | 20,551.84 | 17,972.34 | 17,961.68 | 24,548.46 | 24,684.56 |
| 实际 GDP 增速 (%) | 0.99 | -3.46 | -3.55 | 0.50 | 3.00 |
| CPI 增幅 (%) | 3.45 | 8.74 | 9.03 | 6.33 | 6.20 |
| 失业率 (%) | 12.77 | 11.27 | 8.30 | 6.79 | 7.20 |

数据来源：巴西国家地理统计局、IMF

图 2：2013~2017 年巴西实际 GDP 增长率



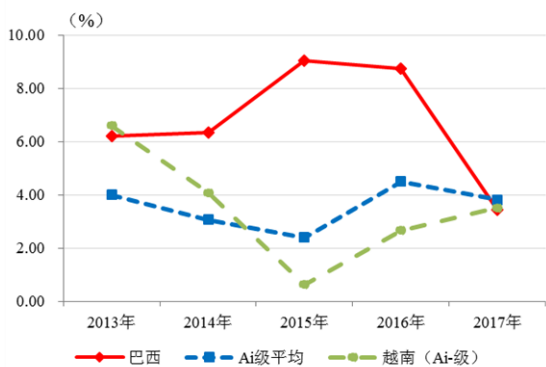
数据来源: IMF

2018 年上半年, 受 5 月卡车司机罢工、大选存在较大不确定性等因素影响, 巴西经济保持缓慢复苏态势, 实际 GDP 同比增速仅为 1%, 较 2017 年全年持平。未来一段时期内, 相对宽松的货币政策仍将支撑巴西经济的持续复苏, 但随着美元的持续走强, 巴西雷亚尔面临较大的贬值压力, 巴西央行存在收紧货币政策的可能, 这也将对巴西经济复苏产生一定影响。综上所述, 预计未来两年巴西 GDP 增速将保持在 2% 左右的水平。

粮食价格下跌推动巴西通胀水平显著下降, 未来有望保持在合理水平

2017 年, 巴西粮食产量增长了 30% 左右, 导致在通胀率中占比最大的食品价格下跌了近 2%, 推动了巴西整体通货膨胀水平的大幅下降。2017 年, 巴西全年 CPI 增幅为 3.45%, 较 2016 年降低了逾 5 个百分点, 为近年来的最低值, 且低于巴西央行设定的 4.5% 的通胀目标。从图 3 可以看出, 2013 年~2016 年期间巴西通胀水平明显高于 A_i 级国家的平均水平, 但 2017 年已接近于 A_i 级国家的平均水平。

图 3：2013~2017 年巴西 CPI 增长率



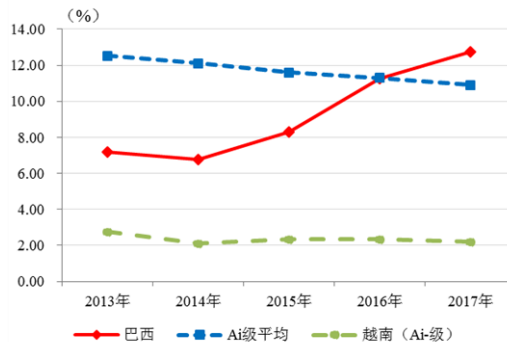
数据来源: IMF

就业状况进一步恶化, 失业率达到历史新高, 但未来有望得到一定程度的改善

2017 年, 巴西失业人口为 1323 万人, 失业率达到 12.77%, 较 2016 年提高了 1.50 个百分点, 为近年来的最高水平, 就业状况进一步恶化。从图 4 可以看出, 2017 年巴西失业率水平首次超过了 A_i 级国家的平均水平。

2018 年 5 月至 7 月, 巴西失业人口降至 1,287 万人, 失业率也小幅下降至 12.30%, 就业状况出现一定程度好转, 预计未来随着巴西经济的复苏仍有一定程度的下降空间。另一方面, 巴西正规就业岗位数量并未出现明显好转, 临时岗位占比仍然达到 60% 以上, 不充分就业依然严重, 巴西就业市场仍面临较大的挑战。

图 4：2013~2017 年巴西失业率



数据来源: IMF

三、结构特征

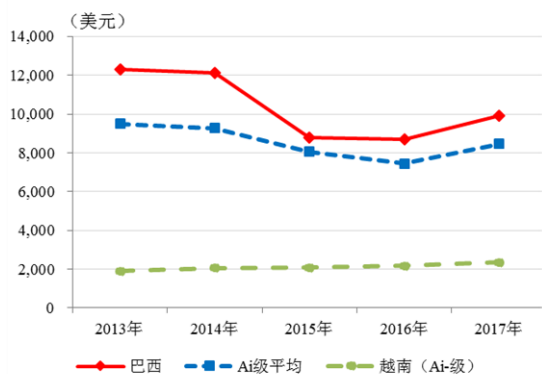
经济回稳推动巴西人均 GDP 回升, 国家竞争力保持稳定

受经济衰退、雷亚尔贬值等因素影响, 2014 年以来巴西人均 GDP (以美元计价) 持续下滑。2017 年, 得益于经济重回正增长及汇率企稳回升, 巴西人均 GDP 反弹至 9,894.93 美元, 较 2016 年增长了逾 10%, 但和 2013 年及 2014 年 12,000 美元以上的水平相比仍存在一定差距。从图 5 可以看出, 巴西人均 GDP 略高于 A_i 级国家的平均水平。

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》, 2017 年巴西的全球竞争力指数为 4.14, 在全球 137 个经济体中排名第 80 位, 较 2016 年上升 1 位, 也是巴西近年来排名首次上升。具体来看, 巴西在“政治体制”方面的排名大幅上升了 11 位, 主要是巴西对于政府高层受贿案件的调查取得了一定成效, 有助于在巴西宪法范围内进一步遏制腐败; 此外, 巴西在“创新能力”方面也有较大幅度的提升, 在产研结合、研究质量、研究人员素

质等方面有所改善。

图 5：2013~2017 年巴西人均 GDP



数据来源: IMF

经济结构和产业结构保持稳定，但对大宗商品出口较为依赖使得巴西经济抗风险能力较差

2017 年，巴西经济结构总体保持稳定。消费仍是拉动巴西经济增长的主要动力，家庭消费支出和政府消费支出占 GDP 的比值分别为 63.43% 和 20.05%，均较上年小幅下滑；资本形成总额占 GDP 的比值为 15.50%，较上年小幅提升；净出口占 GDP 的比值进一步增长至 1.05%，为近年来的最高水平。

产业结构方面，2017 年，巴西三次产业增加值在 GDP 中的占比分别为 4.57%、18.48% 和 63.07%（此外还有产品税净额，占 GDP 的 13.89%），其中第二产业占比在经历了多年下滑之后首次回升，对经济增长的拉动作用有所增强。

巴西是传统的农业大国和矿业大国，蔗糖、咖啡、玉米、铁矿石、铝矾土等大宗商品出口量位居世界前列，在巴西经济中占据重要地位。另一方面，巴西经济容易受到国际大宗商品价格变化的影响，2015 年以来国际大宗商品的大幅下滑使得巴西农业和矿业遭受重大打击，巴西经济也陷入衰退。随着 2017 年以来国际大宗商品价格的回暖，巴西经济也重新恢复了增长，但巴西经济的抗风险能力仍有待进一步增强。

银行业风险持续降低，盈利状况有所改善，但仍面临政治不确定性所带来的风险

2017 年，巴西银行业风险持续下降。截至 2017 年底，银行业资本充足率为 18.15%，较上年末增加了近 1 个百分点，银行业资本充足率保持在较高水平；银行业不良贷款率为 3.59%，较上年末小幅下降 0.33 个百分点，

银行业资产质量得到一定程度的改善；得益于巴西经济复苏及坏账保证金的减少，巴西银行业盈利状况明显改善，总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别达到 1.47% 和 13.90%，均较上年有不同程度的提升，但随着巴西央行持续降息，预计 2018 年巴西银行业利润增长将有所放缓。

总体看，巴西银行业较稳健，但巴西所面临的政治风险可能会增加政策和立法的不确定性，这将进一步给银行的运营环境带来压力，同时可能会在中长期内加大资产质量恶化的风险。

四、公共财政实力

财政改革措施频频受阻使得巴西政府不得通过加税及削减预算的方式平衡财政；2017 年巴西政府财政赤字有所减少，但仍维持在很高水平

2016 年，巴西国会通过了特梅尔政府提出的为财政支出增长设置上限的法案。该法案规定，在未来 20 年里，联邦政府财政支出的增长幅度，最高不得超过上一年通货膨胀率。但由于巴西政府的刚性支出（包括社保支出、公务员工资等）一直高于通货膨胀率，因此政府可自由裁量支出（包括大学投资、政府部门维持日常运作开销等）的空间变得越来越小。为解决这一问题，巴西政府曾提出要进行养老金改革，但遭遇到了重重阻力，巴西民众也通过罢工游行等方式进行抵制。此外，政府还建议增加工资税，采取措施降低人事费用，包括公务员自愿离职计划，但效果甚微。迫于巨大的财政压力，巴西政府最终还是选择通过加税及削减预算来平衡财政。2017 年 7 月，巴西政府决定提高燃料（包括汽油、柴油和乙醇）税，并额外削减 590 亿雷亚尔的预算。尽管这将为巴西财政带来一笔不小的收入，但是对缓解巴西政府的财政压力、弥补巨大的财政缺口来说仍然是杯水车薪。

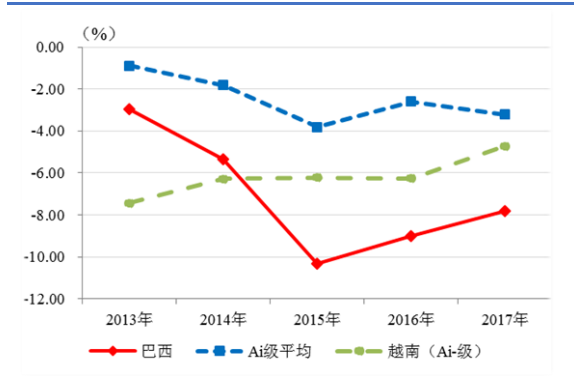
2017 年，巴西政府实现财政收入 19,749.75 亿雷亚尔，同比增长了 3.45%，相当于当年 GDP 的 30.11%，主要得益于巴西经济回复增长、政府大幅提高燃油税等因素。2017 年，巴西财政支出为 24,877.92 亿雷亚尔，同比增速仅为 0.60%，大大低于财政收入的增速，表明了政府削减预算支出的政策取得了一定成效。2017 年，巴西政府财政赤字为 5,128.16 亿雷亚尔，相当于 GDP 的比值为 7.82%，较上年大幅降低，但仍处于较高水平。从图 6 可以看出，2015 年以来巴西财政赤字水平持续降低，但仍显著高于 A_i 级国家的平均水平。

表 2：2013~2017 年巴西政府财政表现

| | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 财政收入 (亿雷亚尔) | 19,749.75 | 19,090.61 | 16,837.46 | 18,774.67 | 18,389.41 |
| 财政收入/GDP (%) | 30.11 | 30.50 | 28.08 | 32.49 | 34.49 |
| 财政支出 (亿雷亚尔) | 24,877.92 | 24,728.41 | 23,029.17 | 21,868.60 | 19,964.84 |
| 财政支出/GDP (%) | 37.92 | 39.51 | 38.41 | 37.84 | 37.45 |
| 财政盈余 (亿雷亚尔) | -5,128.16 | -5,637.79 | -6,191.70 | -3,093.93 | -1,575.43 |
| 财政盈余/GDP (%) | -7.82 | -9.01 | -10.33 | -5.35 | -2.95 |

注：财政盈余/GDP 为负表示财政赤字相当于 GDP 的比值。
数据来源: IMF

图 6：2013~2017 年巴西财政盈余占 GDP 比重



数据来源: IMF

政府债务水平持续攀升，且利息支出压力较大，债务结构也需进一步改善

受长期财政赤字影响，近年来巴西政府债务规模持续增加，债务水平屡创新高。截至 2017 年底，巴西政府的一般政府债务总额为 55,075.61 亿雷亚尔，相当于 GDP 的比值为 83.96%，较上年上升了逾 5 个百分点，较 2013 年更是上升了逾 20 个百分点。从图 7 可以看出，巴西政府债务水平显著高于 A1 级国家的平均水平。

从利息支出压力来看，自 2015 年巴西经济陷入危机后巴西国内利率大幅飙升，政府债务利息支出占 GDP 的比值最高达到 8% 以上。2017 年，巴西政府利息支出占 GDP 的比值为 6.11%，较上年小幅下滑，但仍处于较高水平，巴西政府利息支出压力较大。

从政府债务结构来看，巴西政府债务中 60% 左右为联邦政府债务，其余为地方政府债务和回购债务。从联邦政府债务来看，截至 2017 年底，固定利率债务占联邦政府债务的比例达到 35.3%，较 2016 年底小幅下降，而浮动利率债务的占比则有所上升，联邦政府债务面临的利率风险相对较大；短期债务占联邦政府债务的比例为 16.9%，较 2016 年底基本持平，但联邦政府债务的平

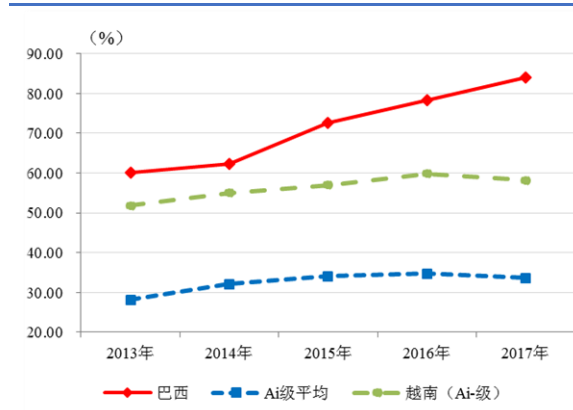
均到期年限则从 2016 年底的 4.5 年降低至 4.3 年，中短期内的债务偿还压力有所加大，债务结构有待进一步改善。

表 3：2013~2017 年巴西一般政府债务情况

| | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 政府债务总额 (亿雷亚尔) | 55,075.61 | 49,080.03 | 43,513.21 | 36,008.67 | 32,092.47 |
| 政府债务总额/GDP (%) | 83.96 | 78.41 | 72.57 | 62.31 | 60.19 |
| 利息支出/GDP (%) | 6.11 | 6.50 | 8.37 | 5.39 | 4.67 |
| 财政收入/政府债务总额 (%) | 35.86 | 38.90 | 38.70 | 52.14 | 57.30 |

数据来源: IMF

图 7：2013~2017 年巴西政府债务占 GDP 比重



数据来源: IMF

财政收入对政府债务保障能力持续下降，未来财政状况有望得到进一步改善，但仍面临较大的挑战

尽管巴西政府的财政收入自 2015 年以来保持持续增长，但由于政府债务水平的大幅上升，近年来巴西政府财政收入对政府债务的保障能力有所减弱。2017 年，巴西财政收入与政府债务总额的比值为 35.86%，较上年下降了逾 3 个百分点，较 2013 年则下降了逾 20 个百分点，财政收入对政府债务的债务保障能力进一步减弱。

未来一段时期内，巴西经济的持续复苏将有利于政府财政收入的持续增长，巴西政府削减财政开支的努力也将使得财政赤字水平进一步降低。但如果新任政府无法有效解决养老金缺口问题，中长期内巴西财政仍将面临较大的压力。巴西政府债务水平的上升趋势有望在未来趋缓，财政收入对政府债务的保障能力也有望得到一定程度的提升。

五、外部融资实力

对外贸易状况大幅改善，经常账户逆差大

幅收窄

在经历了 2015 年和 2016 年进出口双双大幅下滑之后，2017 年巴西进出口均取得较大幅度增长，对外贸易状况大幅改善。2017 年，巴西出口总额为 2,517.21 亿美元，同比增长了 15.60%，主要受全球经济复苏及国际大宗商品回暖等因素的影响；进口总额为 2,215.43 亿美元，同比增长了 9.05%，显著低于出口增速。在此背景下，2017 年巴西贸易顺差为 301.78 亿美元，较 2016 年提升了一倍，其中商品贸易顺差更是达到 640.28 亿美元，创下历史新高。

经常账户收入方面，2017 年，巴西经常账户收入为 2,691.48 亿美元，较上年增长了 14.74%；经常账户赤字为 97.62 亿美元，较上年减少了逾一半，相当于 GDP 的比值为 0.47%，经常账户基本实现平衡。

国际投资净头寸方面，由于吸收了大量外来投资，巴西国际投资净头寸长期为负。2017 年，巴西净负债为 6,682.70 亿美元，相当于 GDP 的比值为 32.52%，较上年基本持平。

表 4：2013~2017 巴西经常账户及国际投资情况

| | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 进口额 (亿美元) | 2,215.43 | 2,031.63 | 2,431.46 | 3,187.99 | 3,255.71 |
| 出口额 (亿美元) | 2,517.21 | 2,177.53 | 2,238.70 | 2,640.63 | 2,795.88 |
| 贸易差额 (亿美元) | 301.78 | 145.90 | -192.76 | -547.36 | -459.84 |
| 经常账户收入 (亿美元) | 2,691.48 | 2,345.66 | 2,405.13 | 2,818.43 | 2,975.11 |
| 经常账户余额 (亿美元) | -97.62 | -235.46 | -594.34 | -1,041.81 | -748.39 |
| 经常账户余额/GDP (%) | -0.47 | -1.31 | -3.31 | -4.24 | -3.03 |
| 国际投资净头寸 (亿美元) | -6,682.70 | -5,830.98 | -3,746.83 | -7,059.13 | -7,239.15 |
| 国际投资净头寸/GDP (%) | -32.52 | -32.44 | -20.86 | -28.76 | -29.33 |

数据来源: IMF

外债水平有所下降，且政府外债占比保持稳定，但仍面临较大的汇兑风险

截至 2017 年底，巴西的外债总额为 6,671.03 亿美元，较上年末减少了 1.41%；外债总额相当于 GDP 的比值为 32.46%，较上年末降低了逾 5 个百分点，为近年来首次下降。与 A_i 级国家的平均水平相比，巴西外债整体水平明显偏低。

从外债构成看，截至 2017 年底，巴西政府外债总额为 1,900.91 亿美元，较上年末减少了 2.05%，在外债总额中的占比为 28.49%，较上年基本持平，但占比仍然相对较大；直接投资在外债总额中的占比达到 34.15%，已连续 3 年上升；金融机构及非金融企业外债占比分别为 19.97% 和 16.02%，相对处于较低水平。

从外债的期限结构来看，截至 2017 年底，巴西外

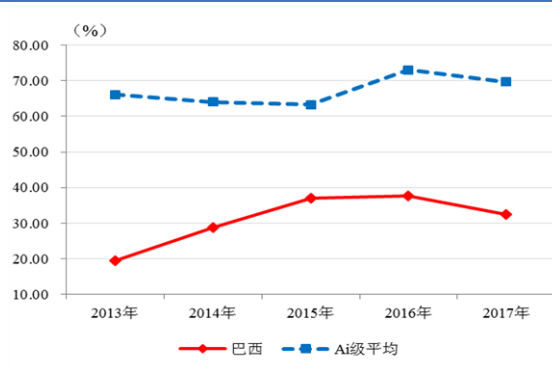
债总额中短期债务的占比为 9.11%，短期偿付压力较小；从外债的币种结构来看，巴西外债总额中外币债务的占比为 74.53%，面临较大的汇兑风险。

表 5：2013~2017 年巴西外债情况

| | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 外债总额 (亿美元) | 6,671.03 | 6,766.47 | 6,651.01 | 7,069.35 | 4,827.71 |
| 外债总额/GDP (%) | 32.46 | 37.65 | 37.03 | 28.80 | 19.56 |
| 政府外债 (亿美元) | 1,900.91 | 1,940.70 | 1,845.53 | 2,317.38 | 639.02 |
| 政府外债/外债总额 (%) | 28.49 | 28.68 | 27.75 | 32.78 | 13.24 |

数据来源: 世界银行

图 8：2013~2017 年巴西外债总额/GDP



数据来源: 世界银行

经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力均有所增强

得益于巴西外债水平的下降及经常账户收入的增加，2017 年，巴西经常账户收入相当于外债总额的比值为 40.35%，较上年提高了 5.68 个百分点，为近年来首次实现上升，但仍处于较低水平；经常账户收入相当于政府外债的比值为 141.59%，较上年提升了逾 20 个百分点，对政府外债的保障能力显著增强。

外汇储备方面，截至 2017 年底，巴西的外汇储备为 3,739.66 亿美元，较上年小幅上升，外汇储备相当于外债总额和政府外债的比值分别为 56.06% 和 196.73%，均较上年同期有所提升，对外债的保障能力相对较强。

表 6：2013~2017 年巴西外债保障情况

| | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 外汇储备 (亿美元) | 3,739.66 | 3,650.15 | 3,564.63 | 3,635.50 | 3,588.06 |
| CAR/外债总额 (%) | 40.35 | 34.67 | 36.16 | 39.87 | 61.63 |
| CAR/政府外债 (%) | 141.59 | 120.87 | 130.32 | 121.62 | 465.57 |
| 外汇储备/外债总额 (%) | 56.06 | 53.94 | 53.60 | 51.43 | 74.32 |
| 外汇储备/政府外债 (%) | 196.73 | 188.08 | 193.15 | 156.88 | 561.49 |

数据来源: IMF、世界银行

2017 年雷亚尔兑美元汇率保持稳定，但自 2018 年以来雷亚尔出现大幅贬值

2017 年，巴西雷亚尔在大宗商品价格回暖及国内收益率保持较高水平等因素的支撑下得到了国际投资者的青睐，再加上美元指数持续走弱，2017 年全年雷亚尔兑美元汇率基本保持稳定。但进入 2018 年后，随着美元指数走强及巴西国内政治风险的持续上升，雷亚尔对美元贬值速度开始加快，仅 2018 年上半年贬值幅度就达到了 15% 以上。在美联储持续加息的背景下，巴西雷亚尔未来仍面临较大的贬值压力，巴西央行的货币政策也有望在未来得到调整。

图 9：美元兑雷亚尔汇率变化



数据来源：巴西央行

六、评级展望

大选后巴西经济复苏的势头有望得到保持，通货膨胀水平也有望保持在合理水平；巴西经济和产业结构有望保持稳定，银行业风险将维持在较低水平；政府财政状况有望得到进一步的改善，政府债务水平上升趋势也有望趋缓；外债水平有望保持低位，经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力将保持稳定。经综合分析，联合资信给予维持巴西主权信用评级展望为“稳定”。

巴西主要数据

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 | 2014年 | 2013年 |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 宏观数据 | | | | | |
| GDP (亿雷亚尔) | 65,599.40 | 62,592.28 | 59,957.87 | 57,789.53 | 53,316.19 |
| GDP (亿美元) | 20,551.84 | 17,972.34 | 17,961.68 | 24,548.46 | 24,684.56 |
| 实际 GDP 增速 (%) | 0.99 | -3.46 | -3.55 | 0.50 | 3.00 |
| CPI 增幅 (%) | 3.45 | 8.74 | 9.03 | 6.33 | 6.20 |
| 失业率 (%) | 12.77 | 11.27 | 8.30 | 6.79 | 7.20 |
| 结构特征 | | | | | |
| 第一产业占 GDP 的比值 (%) | 4.57 | 4.89 | 4.32 | 4.33 | 4.51 |
| 第二产业占 GDP 的比值 (%) | 18.48 | 18.28 | 19.36 | 20.47 | 21.22 |
| 第三产业占 GDP 的比值 (%) | 63.07 | 63.23 | 62.31 | 61.25 | 59.68 |
| 产品税净额占 GDP 的比值 (%) | 13.89 | 13.60 | 14.01 | 13.95 | 14.59 |
| 家庭消费支出占 GDP 的比值 (%) | 63.43 | 64.02 | 63.96 | 62.96 | 61.72 |
| 政府消费支出占 GDP 的比值 (%) | 20.05 | 20.18 | 19.78 | 19.15 | 18.89 |
| 资本形成总额占 GDP 的比值 (%) | 15.50 | 15.39 | 17.41 | 20.55 | 21.69 |
| 净出口占 GDP 的比值 (%) | 1.02 | 0.41 | -1.15 | -2.66 | -2.30 |
| 人均 GDP (美元) | 9,894.93 | 8,699.90 | 8,801.80 | 12,110.03 | 12,291.89 |
| 银行业资本充足率 (%) | 18.15 | 17.16 | 16.36 | 16.67 | 16.11 |
| 银行业不良贷款率 (%) | 3.59 | 3.92 | 3.31 | 2.85 | 2.86 |
| 公共财政 | | | | | |
| 财政收入 (亿雷亚尔) | 19,749.75 | 19,090.61 | 16,837.46 | 18,774.67 | 18,389.41 |
| 财政收入/GDP (%) | 30.11 | 30.50 | 28.08 | 32.49 | 34.49 |
| 财政支出 (亿雷亚尔) | 24,877.92 | 24,728.41 | 23,029.17 | 21,868.60 | 19,964.84 |
| 财政支出/GDP (%) | 37.92 | 39.51 | 38.41 | 37.84 | 37.45 |
| 财政盈余 (亿雷亚尔) | -5,128.16 | -5,637.79 | -6,191.70 | -3,093.93 | -1,575.43 |
| 财政盈余/GDP (%) | -7.82 | -9.01 | -10.33 | -5.35 | -2.95 |
| 政府债务总额 (亿雷亚尔) | 55,075.61 | 49,080.03 | 43,513.21 | 36,008.67 | 32,092.47 |
| 政府债务总额/GDP (%) | 83.96 | 78.41 | 72.57 | 62.31 | 60.19 |
| 利息支出/GDP (%) | 6.11 | 6.50 | 8.37 | 5.39 | 4.67 |
| 财政收入/政府债务 (%) | 35.86 | 38.90 | 38.70 | 52.14 | 57.30 |
| 外部融资 | | | | | |
| 进口总额 (亿美元) | 2,215.43 | 2,031.63 | 2,431.46 | 3,187.99 | 3,255.71 |
| 出口总额 (亿美元) | 2,517.21 | 2,177.53 | 2,238.70 | 2,640.63 | 2,795.88 |
| 进出口净额 (亿美元) | 301.78 | 145.90 | -192.76 | -547.36 | -459.84 |
| 经常账户收入 (亿美元) | 2,691.48 | 2,345.66 | 2,405.13 | 2,818.43 | 2,975.11 |
| 经常账户余额 (亿美元) | -97.62 | -235.46 | -594.34 | -1,041.81 | -748.39 |
| 经常账户余额/GDP (%) | -0.47 | -1.31 | -3.31 | -4.24 | -3.03 |
| 国际投资净头寸 (亿美元) | -6,682.70 | -5,830.98 | -3,746.83 | -7,059.13 | -7,239.15 |
| 国际投资净头寸/GDP (%) | -32.52 | -32.44 | -20.86 | -28.76 | -29.33 |
| 外债总额 (亿美元) | 6,671.03 | 6,766.47 | 6,651.01 | 7,069.35 | 4,827.71 |
| 政府外债总额 (亿美元) | 32.46 | 37.65 | 37.03 | 28.80 | 19.56 |
| 外债总额/GDP (%) | 1,900.91 | 1,940.70 | 1,845.53 | 2,317.38 | 639.02 |
| 政府外债在外债总额中的占比 (%) | 28.49 | 28.68 | 27.75 | 32.78 | 13.24 |
| 外汇储备 (亿美元) | 3,739.66 | 3,650.15 | 3,564.63 | 3,635.50 | 3,588.06 |
| 经常账户收入/外债总额 (%) | 40.35 | 34.67 | 36.16 | 39.87 | 61.63 |
| 经常账户收入/政府外债 (%) | 141.59 | 120.87 | 130.32 | 121.62 | 465.57 |
| 外汇储备/外债总额 (%) | 56.06 | 53.94 | 53.60 | 51.43 | 74.32 |

| | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 外汇储备/政府外债 (%) | 196.73 | 188.08 | 193.15 | 156.88 | 561.49 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|

数据来源：世界银行、IMF、巴西国家地理统计局、巴西央行

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利情况的影响。 |
| | 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利情况的影响。 |
| | 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。 |