

巴西联邦共和国

2021 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: BBB_i

长期外币信用等级: BBB_i

评级展望: 稳定

上次评级结果:

长期本币信用等级: A_r-

长期外币信用等级: A_r-

评级展望: 负面

本次评级时间: 2021 年 6 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

分析师: 程泽宇 张敏

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 (100022)

网址: www.lhratings.com

本次评级模型打分表及结果:

本币指示评级	BBB _i		本币评级结果	BBB _i
外币指示评级	BBB _i		外币评级结果	BBB _i
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	C	国家治理		E
		宏观经济政策和表现		B
		结构特征		F
公共财政实力	e	财政收支及债务状况	财政收支状况	g
			政府债务负担	g
			政府偿债能力	g
外部融资实力	b	国际收支及外部债务状况	国际收支	c
			外债压力	b
			外债偿付能力	e
调整因素和理由				调整子级
--				--

注: 政治经济表现及相应各级因素由强至弱划分为 A (很强)、B (较强)、C (一般)、D (弱)、E (较弱)、F (很弱) 六个等级; 公共财政实力及外部融资实力由高到低分为 a (很强)、b (较强)、c (强)、d (一般)、e (弱)、f (较弱)、g (很弱) 七个等级; 模型内指标为五年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

¹ 本评级结果为主动评级结果, 评级资料主要来源于公开信息, 与委托评级相比, 评级调查工作 (可能无) 和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议, 联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

评级概况：

联合资信评估股份有限公司（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，决定将其长期本、外币主权信用等级由A₊下调至BBB_i，评级展望由“负面”调整为“稳定”。

2020年，巴西总统博索纳罗对包括社交隔离、口罩防护、停工停课等一系列防疫政策持否定态度，令巴西疫情形势几度恶化，严重程度仅次于美国和印度，同时疫情发酵加剧其政治危机。受新冠疫情影响，巴西经济扭转其连续三年的涨势而转为下跌，创下自1990年以来的最大年度跌幅。受本币急剧贬值影响，巴西人均GDP降至25年来最低水平，失业率也相应走高。银行业资产质量有所上升，但受利率降低影响盈利状况大幅下滑。政府财政方面，由于疫情之下巴西政府加大对经济的财政救助，参议院批准法案允许联邦政府放弃财政目标，使财政赤字及政府债务水平大幅飙升。由于进口大幅减少，巴西经常账户逆差有所收窄，外债水平有所上升，但政府外债在外债中的占比较低，外汇储备对政府外债覆盖维持在很高水平。

2021年以来，巴西自1月初开始新冠疫苗接种，5月开始巴西新冠肺炎新增死亡病例数明显下降，各地社会经济生活逐步恢复。但由于现阶段疫苗供应仍然紧缺、疫苗接种速度缓慢以及社交隔离程度较前一阶段大幅放松，巴西下半年仍存在第三波疫情高发风险，为其经济复苏增加更大不确定性。同时，巴西总统与国会、联邦与地方层面的政治不确定性受新冠疫情蔓延而进一步凸显，掣肘改革议程，损害其政治稳定度。巴西面临着取消财政刺激措施的重大挑战，如果未能及时调整可能会进一步削弱当地市场的信心和政府的融资条件，博索纳罗政府“三降一改一补”²结构性改革议程的挑战仍存。巴西自2021年3月下旬起，领先新兴市场率先开启加息周期，至5月中旬已经过两轮加息，基准利率上调至3.5%。鉴于巴西经济仍面临高度不确定性，过早进入加息周期或加剧当前的经济困境，使消费和投资遭到抑制，加剧金融市场的资金波动，同时增加债务偿付的成本，或令其债务偿付压力进一步增大。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 巴西外债水平较低，且政府外债占比很小，外部偿付压力不大

近年来，巴西外债总体保持在相对较低水平。2020年，巴西外债总额为6,393.1亿美元，相当于GDP的比值为44.6%，虽同比有所上升，处于BBB_i+级和BBB_i级国家平均水平之间。从外债结构来看，巴西政府外债仅为1,499.1亿美元，在总外债中的占比约22.7%，同比下降3.6个百分点，政府外债压力很小。此外，巴西外汇储备较为充足，2020年巴西外汇储备总额为3,566.1亿美元，同比仅小幅下降，外汇储备对政府外债的覆盖程度高达246.1%，且同比大幅上升，政府外债偿付压力不大。

2. 巴西经济规模庞大，对外资较为友好，且资本市场较为成熟，为进入国际资本市场及多

² 即降低公共债务、降低总体赋税、降低贸易壁垒、改革养老金制度、补齐基础设施短板。

边机构融资灵活性提供了基础

巴西地域广阔且资源丰富，经济规模位居拉美第一，发展潜力巨大。巴西境内的外国独资或合资企业享受国民待遇，巴政府推行私有化并推出“投资伙伴计划”，鼓励外资特许经营，承诺不对外资国有化。只要在央行注册登记，除亏损部分不得撤回原始国外，外资收益分配和汇出不受限制。巴西各州有权制定有利于地方发展和引进外资的鼓励政策，给外资企业一定的减免地方税收政策包括免费出让土地。此外，巴西资本市场成熟，为进入国际资本市场及多边机构融资灵活性提供了基础。

主要关注：

- 1. 新冠疫情导致巴西经济在 2020 年陷入大幅衰退，叠加本币贬值影响人均 GDP 水平大幅下降；当前巴西疫苗接种速度较为缓慢，疫情拐点尚未出现，巴西经济复苏仍然存在较大不确定性**

受新冠疫情影响，2020 年巴西实际 GDP 增速下跌 4.1%，这是巴西经济增速连续三年增长后的首次下降，创下自 1990 年（-4.3%）以来的最大年度跌幅。产业结构上，巴西三大产业中，占巴西 GDP 比重 60% 以上的服务业下跌 4.5%，工业下跌 3.5%。经济结构上，巴西家庭消费下降 5.5%，投资下降 0.8%，出口小幅下降 1.8% 但进口大幅下降 10%。

疫情暴发以来巴西央行采取低利率政策，再加上政局动荡，造成外资大幅撤出，导致巴西雷亚尔对美元贬值幅度逾 25%，人均 GDP 降至仅 6,783.0 美元，同比大幅下降 24.1%，为 25 年来最低水平。受新冠疫情和巴西经济大幅衰退影响，2020 年巴西失业率进一步上升至 13.2%，处于 BBB_i+ 和 BBB_i 级国家平均水平之间。

自 2021 年 1 月下旬以来，巴西开始新冠疫苗接种，5 月以来巴西新冠肺炎新增死亡病例数明显下降，各地社会经济生活逐步恢复。但受现阶段疫苗供应仍然紧缺、疫苗接种速度缓慢以及社交隔离程度较前一阶段大幅放松等因素影响，巴西下半年仍存在第三波疫情冲击的风险，为其经济复苏增加更大不确定性。同时，巴西总统与国会、联邦与地方层面的政治不确定性由于新冠疫情蔓延而进一步凸显，掣肘改革议程，损害其政治稳定性。此外，巴西就业形势依旧严峻，预计 2021 年失业率可能会进一步上升至 15%。

- 2. 巴西政府实施的大规模纾困政策令其财政收支结构恶化和政府债务压力激增，加大了财政改革议程难度，巴西政府的财政灵活性或将更为脆弱**

为应对疫情政府加大财政支出，再加上巴西参议院批准法案允许联邦政府放弃财政目标，政府动用约占 GDP 3.5% 的一揽子财政措施，包括为弱势家庭提供临时收入支持、临时税收减免、降低基本医疗用品的税率和进口税等，导致巴西政府财政收支结构恶化和债务压力激增，2020 年财政赤字率和政府债务水平分别上升至 13.4% 和 98.9%，分别同比大幅上升 7.5 和 11.2 个百分点，与 BBB_i+ 级和 BBB_i 级国家平均水平相比仍处于较高水平。

进入 2021 年，随着经济活动逐渐回升，巴西面临着取消财政刺激措施的重大挑战，如果未能及时进行调整可能会进一步削弱当地市场的信心和政府的融资条件，博索纳罗政府“三降一改一补”结构性改革议程的挑战仍存。

3. 巴西开启加息周期可能会加剧其经济困境

受大宗商品价格回升、美债利率上行等因素影响，巴西 CPI 增幅上升速度超出预期，2021 年或将突破 4.5%，远高于巴西政府设定的 3.75% 的通胀率管控目标。与此同时，巴西雷亚尔兑美元持续贬值，截止 2021 年一季度末，巴西雷亚尔较年初已经贬值 12.6%。为抗击通胀以及货币贬值，巴西自 2021 年 3 月下旬起领先新兴市场率先开启加息周期，至 5 月中旬已经过两轮加息，基准利率上调至 3.5%，或将对其经济和债务困境不利。目前巴西经济面临高度不确定性，过早进入加息周期或加剧当前的经济困境，抑制消费和投资，加剧金融市场的资金波动，同时加大债务偿付的成本，或令其债务偿付压力进一步增大。

评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级：

1. 财政框架的削弱和/或公共债务负担的迅速增加削弱市场对巴西政府中期公共债务可持续性的信心；
2. 由于严重的政治冲击或经济政策管理不善导致巴西国内外市场借贷环境严重恶化；
3. 国际储备和外部资产出现急剧下降。

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级：

1. 政府结构性改革取得实质性进展，从而切实改善政府财政和债务前景；
2. 疫苗接种得以广泛推进，资本市场回归稳定，宏观经济增长前景取得实质性改善。

附件 1:

巴西主要数据

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
宏观数据					
名义 GDP (亿雷亚尔)	74,478.6	74,070.2	70,041.4	65,854.8	62,693.3
名义 GDP (亿美元)	14,340.8	18,771.1	19,169.3	20,635.2	17,966.2
实际 GDP 增速 (%)	-4.1	1.4	1.8	1.3	-3.3
CPI 增幅 (%)	3.2	3.73	3.67	3.4	8.7
失业率 (%)	13.2	11.9	12.3	12.8	11.3
结构特征					
人均 GDP (美元)	6,783.0	8,932.4	9,194.1	9,978.1	8,757.3
私人消费支出占 GDP 的比值 (%)	-	64.9	64.7	64.5	64.3
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	-	20.3	20.1	20.2	20.4
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	-	15.1	14.8	14.6	15.0
净出口占 GDP 的比值 (%)	-	0.3	0.9	1.3	0.8
第一产业占 GDP 的比值 (%)	-	4.4	4.4	4.6	4.9
第二产业占 GDP 的比值 (%)	-	17.9	18.1	18.2	18.3
第三产业占 GDP 的比值 (%)	-	63.3	63.0	63.3	63.2
银行业资本充足率 (%)	16.8	17.1	18.0	18.2	17.2
银行业不良贷款率 (%)	2.2	3.1	3.1	3.6	3.9
银行业 ROA (%)	1.2	2.0	1.6	1.5	1.1
银行业 ROE (%)	12.3	18.0	14.5	13.9	11.3
公共财政					
财政收入 (亿雷亚尔)	21,868.1	23,276.8	21,432.8	20,044.2	19,214.4
财政收入/GDP (%)	29.4	31.4	30.6	30.4	30.6
财政支出 (亿雷亚尔)	31,824.6	27,633.2	26,408.1	25,218.8	24,851.0
财政支出/GDP (%)	42.7	37.3	37.7	38.3	39.6
财政盈余 (亿雷亚尔)	-9,956.5	-4,356.3	-4,975.3	-5,174.6	-5,636.7
财政盈余/GDP (%)	-13.4	-5.9	-7.1	-7.9	-9.0
政府债务总额 (亿雷亚尔)	73,691.6	64,928.4	59,985.0	55,075.6	49,080.0
政府债务总额/GDP (%)	98.9	87.7	85.6	83.6	78.3
财政收入/政府债务 (%)	29.7	35.9	35.7	36.4	39.1
外部融资					
出口总额 (亿美元)	2,392.0	2,601.3	2,749.8	2,525.5	2,176.1
进口总额 (亿美元)	2,158.3	2,547.2	2,576.6	2,265.1	2,034.3
净出口 (亿美元)	233.7	54.1	173.1	260.3	141.9
经常账户收入 (亿美元)	2,546.7	2,903.8	2,929.8	2,807.2	2,359.0
经常账户余额 (亿美元)	-124.6	-507.0	-415.4	-150.2	-242.3
经常账户余额/GDP (%)	-0.9	-2.7	-2.2	-0.7	-1.3
国际投资净头寸 (亿美元)	-3,900.6	-7,312.4	-5,953.5	-6,452.3	-5,666.3
国际投资净头寸/GDP (%)	-27.2	-39.0	-31.1	-31.3	-31.5
外债总额 (亿美元)	6,393.1	6,757.9	6,657.8	6,671.0	6,766.5

外债总额/GDP (%)	44.6	36.0	34.7	32.3	37.7
政府外债总额 (亿美元)	1,449.1	1,774.2	1,748.6	1,900.9	1,940.7
政府外债/外债总额 (%)	22.7	26.3	26.3	28.5	28.7
经常账户收入/外债总额 (%)	39.8	43.0	44.0	42.1	34.9
经常账户收入/政府外债 (%)	175.7	163.7	167.6	147.7	121.6
外汇储备 (亿美元)	3,566.1	3,568.8	3,747.1	3,739.7	3,650.1
外汇储备/外债总额 (%)	55.8	52.8	56.3	56.1	53.9
外汇储备/政府外债 (%)	246.1	201.2	214.3	196.7	188.1

数据来源：世界银行、IMF、巴西国家统计局、巴西央行、巴西财政部；空格为数据暂不可得

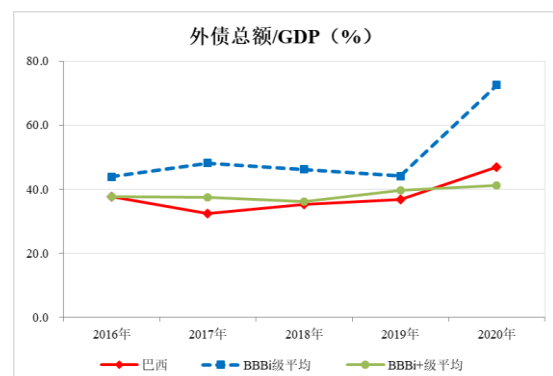
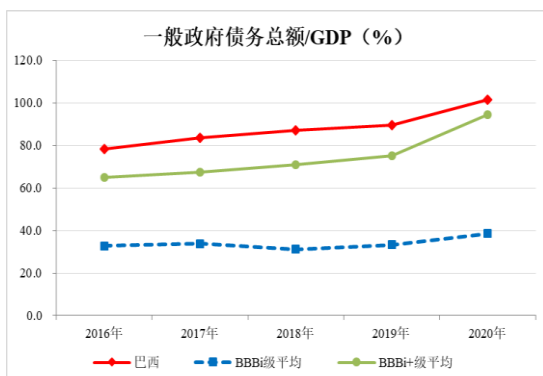
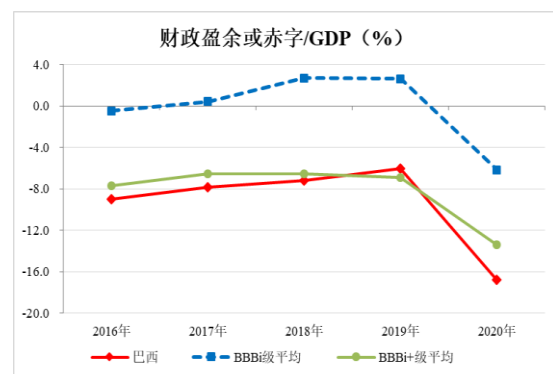
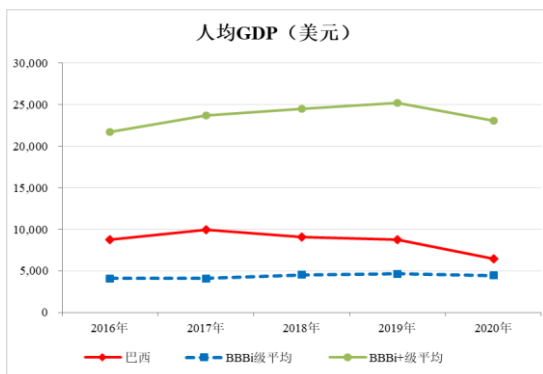
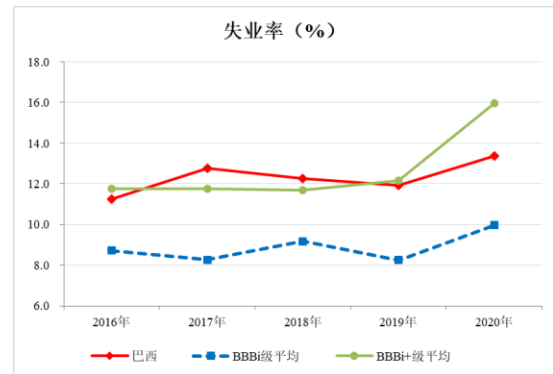
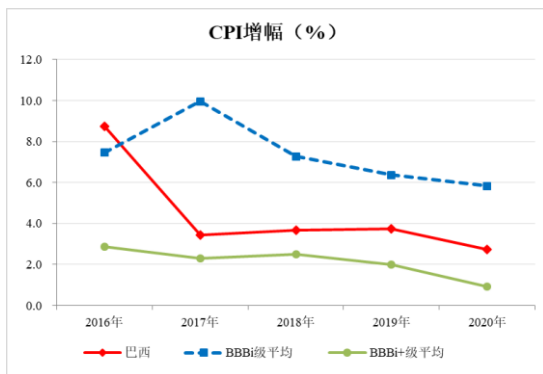
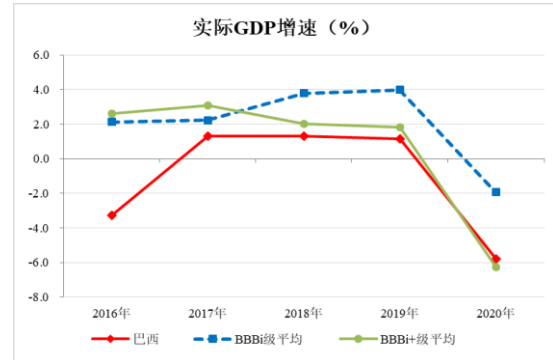
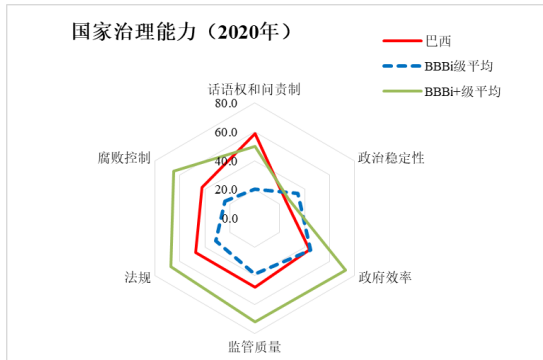
表 2 巴西 2021-2022 年核心数据及预测

项目	2021 年一季度	2021 年预测	2022 年预测
实际 GDP 增速 (%)	-1.1	3.7	2.6
CPI 增幅 (%)	5.3	4.6	4.0
失业率 (%)	14.3	14.5	13.2
人均 GDP (美元)	6,925.0	7,010.8	7,643.8
财政盈余/GDP (%)	-	-8.3	-7.2
政府债务总额/GDP (%)	90.2	98.4	98.8
经常账户余额/GDP (%)	-	-0.6	-0.8
外债总额/GDP (%)	-	42.0	38.5

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、巴西国家统计局、巴西央行、巴西财政部，预测数据来源于联合资信

附件 2:

相近信用等级国家主要数据对比



数据来源：世界银行，IMF，联合资信整理

附件 3:

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雷亚尔信用评级，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	信用风险一般，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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。