

巴西联邦共和国

本次评级结果

长期本币信用等级：A_i-

长期外币信用等级：A_i-

评级展望：稳定

上次评级结果

长期本币信用等级：A_i

长期外币信用等级：A_i

评级展望：负面

本次评级时间

2017年12月8日

分析师：丁翔

邮箱：dingx@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大

街2号PICC大厦12层

<http://www.unitedratings.com.cn>

评级观点

联合评级于2017年12月8日对巴西联邦共和国（以下简称“巴西”）的主权信用进行了跟踪评级，决定下调其长期本、外币信用等级至A_i-，评级展望为稳定。

巴西的政治体制能基本保持稳定，但连续三任总统陷入腐败丑闻造成了巴西政局持续动荡。现任总统特梅尔虽然因议会多数派的支持而免于任期未满遭起诉下台，但推动改革的意愿和行动有可能受到负面影响。巴西保持了稳定的地缘政治关系，与邻国和全球主要国家可以保持良好的政经关系，受特朗普当选的影响相对较小。国际大宗商品价格的下滑导致巴西连续两年出现经济萎缩，尽管从2017年起缓慢复苏，但巴西经济结构改革举步维艰，将构成中长期发展的障碍。全球加息背景下巴西的货币政策面临两难选择。银行业维持稳健，但持续的经济衰退侵害了银行的盈利能力。财政赤字持续上升，虽2016年总体财政平衡略有好转，但初级财政平衡继续走低。公共债务占GDP比重很高，但债务持有人以国内为主，且期限较长，短期内政府偿债压力不大。经常性账户赤字呈下降趋势，国际储备总量止跌回升，对外债的覆盖程度基本维持稳定，外部风险可控。

综上所述，巴西的主权信用风险较低，保障债务安全的能力较强，但有可能受到经济环境和条件等不利因素的影响。

级别下调理由

政治体制基本保持稳定，但连续三任总统陷入腐败丑闻造成政局持续动荡。现任总统特梅尔虽因议会多数派的支持而免于任期未满遭起诉下台，但推动改革的意愿和行动有可能受到影响

自 1985 年军政府还政于民以来，巴西能够维持稳定的代议制民主政体。但在总共民选产生的 4 位总统中，三位总统先后陷入腐败丑闻。2003 至 2011 年任职的卢拉，因在任期间受贿、洗钱等罪行，今年 7 月一审被判处 9.5 年监禁；2016 年 8 月底，卢拉的女弟子、巴西史上第一位女总统罗塞芙因违反《财政责任法》被国会弹劾；随后，以副总统身份上位的民主运动党籍总统特梅尔也因涉嫌腐败遭到司法调查。

今年 5 月，巴西媒体曝光总统特梅尔因卷入受贿调查成为巴西反腐“洗车行动”调查的对象之一。但由于特梅尔是现任总统，根据巴西法律规定，对其在法院立案审判需要经过众议院授权，只有超过三分之二的议员赞成，这一起诉才能提交最高法院讨论。而在 8 月 2 日和 10 月 25 日国会的两次投票中，对总统立案审查的表决均未达到三分之二，因此特梅尔将不会遭到起诉，预计有望顺利担任总统至 2018 年期满。

虽然特梅尔凭借议会的支持避免了在任期间受到起诉，但政府内部仍有 10 数名高官遭到调查，而由 9 个政党共同组成的中右翼联盟的执政能力也将因此受到一定的影响，特梅尔政府此前全力推动的各项结构性改革政策，特别是通过缩减社会福利开支和养老金改革以降低过高政府债务等政策的推进恐将减慢进度，从而影响巴西经济的复苏。

另一方面，即将于 2018 年 10 月到来的新一轮总统选举也可能对巴西的政局以及结构性改革带来冲击。目前来看，左派的劳工党和中右翼联盟都有可能推出具有一定竞争力的候选人，但如果劳工党的候选人胜出，则恐对政府缩减社会福利和养老金开支的努力产生较大的负面影响，从而制约政府的财政整固计划。

与邻国和全球主要国家可以保持良好的政经关系，受特朗普当选的影响相对较小

虽然内部政局相对动荡，但巴西与邻国和全球其他主要国家和地区保持着良好的政治经济关系。在南方共同市场中，巴西和阿根廷一直起着主导作用。随着阿根廷中右翼政府的上台，两国之间及共同市场的关系可能将出现小幅度调整。搁置已久的巴西与欧盟的自由贸易协定谈判已经重新启动，但短期内达成协议的可能性较低。与美国关系方面，因为巴西与美国的贸易存在赤字，所以，不是特朗普贸易保护政策的对象国，受其执政影响相对较小。

国际大宗商品价格的下滑导致巴西经济连续两年出现萎缩，但从 2017 年起开始小幅复苏；经济结构改革举步维艰

因受国际大宗商品需求大幅下跌造成的出口与投资下降，以及国内动荡政局的影响，巴西经济经历了连续两年的萎缩，继 2015 年出现 3.8% 的经济衰退后，2016 年巴西经济再次萎缩 3.6%。进入 2017 年，受大宗商品复苏及国内消费回升的驱动，巴西经济重新回到增长轨道，但幅度较低，预计可比上一年度增长 0.2%。未来 1-2 年，随着全球经济进一步复苏带来的大宗商品需求上升，巴西的经济有望进一步好转，经济增速预计将上升至 2-3% 的水平。但对于经济结构的调整，特别

是在劳工党执政期间进一步强化的劳动制度过于僵化、社会福利和养老金水平远超政府能力等一系列扭曲经济结构的问题，难以在短时间内得到修正。

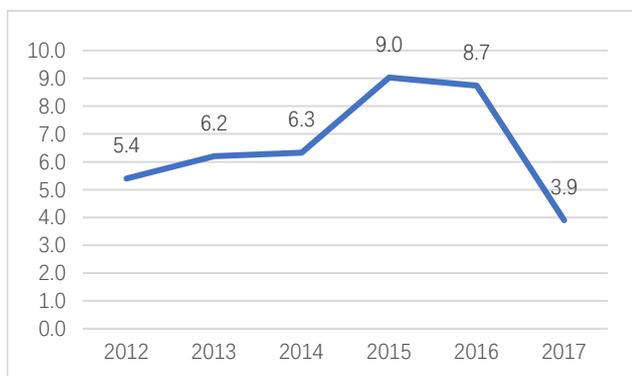
图 1: 巴西 GDP 增长率 (%)



数据来源: 联合评级主权数据库, 2017 年数据为预测值

巴西曾长期被高通胀困扰, 1980-1994 年间, 年平均通货膨胀率高达 725%。1994 年实施雷亚尔计划后, 政府开始将货币政策确定为以反通胀为根本目标, 通胀率从 1994 年的 2000% 以上下降到 1997 年的 10% 以内, 但与其它主要新兴经济体相比, 巴西的通胀水平依然最高。进入 2015 年后, 因为国际大宗商品需求的大幅度下降, 巴西的经常性账户出现逆差, 雷亚尔贬值, 从而导致进口商品价格的飙升, 并推动了整体物价水平的上涨, 2015 和 2016 年, 巴西的通货膨胀率先后升至 9.0% 和 8.7%, 为 1996 年来的新高。

图 2: 巴西通货膨胀率 (%)

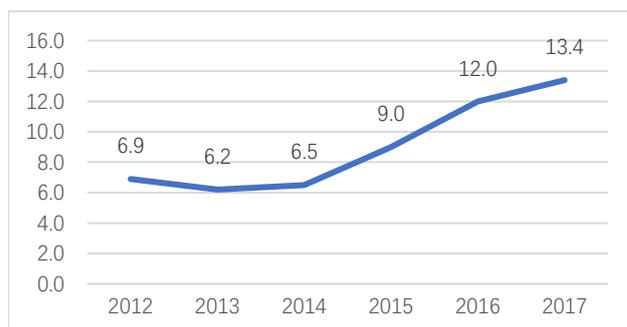


数据来源: 联合评级主权数据库, 2017 数据为预测值

进入 2017 年, 为了控制通货膨胀, 巴西政府采取了包括提高银行基准利率、压缩政府公共开支和提高税收等措施, 加之国际大宗商品价格有所好转以及农业的大丰收, 通货膨胀率有望出现比较大幅度的下降, 预计可降至 3.9% 的历史较低水平, 未来两年, 预计也可维持在 4% 左右, 低于政府设定的 4.5% 的目标值。

连续两年的经济萎缩还将巴西的失业率不断推升, 从 2014 年的 6.5% 上涨至 2016 年的 12.0%, 尽管 2017 年的经济已经开始企稳回升, 但失业率预计将保持上升的惯性, 至 13.4%。随着经济的进一步复苏, 巴西的失业率有望从 2018 年起开始逐年小幅下降, 但中期依然会保持在 10% 左右的较高水平。

图 3: 巴西失业率 (%)



数据来源: 联合评级主权数据库, 2017 数据为预测值

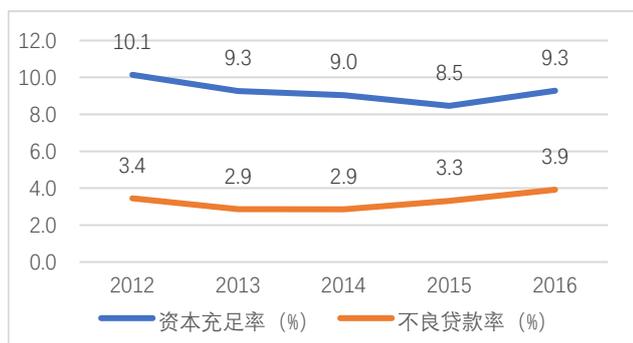
货币政策面临两难选择; 银行业维持稳健, 但持续的经济衰退侵害了银行的盈利能力, 并小幅推高不良贷款率

针对巴西持续经济收缩和通货膨胀高企的态势, 特梅尔上台后对罗塞芙政府不断调高基准利率以控制通货膨胀的货币政策进行了大幅调整, 至 2017 年 12 月 6 日已先后 10 次下调基准利率, 从最高峰的 14% 以上下调至目前的 7%。相对宽松的货币政策对于巴西的经济增长起到了一定的刺激作用, 但在以美

联储为代表的发达国家央行开始不断小幅调高利率的情况下，若巴西维持或继续下调利率又可能造成资金外流，抑制脆弱的经济复苏，未来，货币政策将面临两难选择。

虽然巴西经历了连续两年的严重经济衰退，但得益于银行业较高的风险管理水平，银行的不良贷款利率并没有出现大幅度上升。2014年至2016年，不良率仅从2.9%小幅升至3.9%，一级资本充足率也维持在9%左右的水平，高于国际标准和监管部门要求。但是，为了应对可能出现的坏账，银行调高了对于不良贷款的拨备，至2016年底，覆盖率达到178%，并因此导致了银行业资产收益率的下降，2016年底跌至11.4%，较上年下降了3.9个百分点。

图 4：巴西银行业资本充足率和不良贷款率



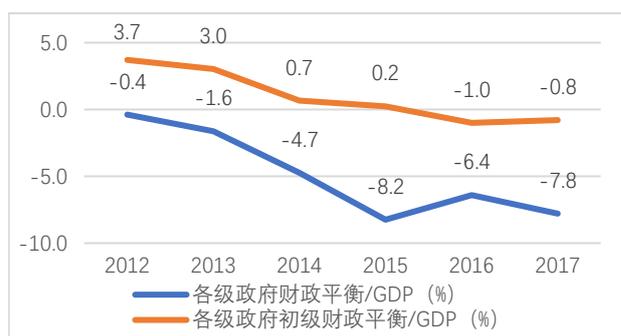
数据来源：联合评级主权数据库

财政赤字呈持续上升态势，2016 年总体财政平衡略有好转，但初级财政平衡继续走低；未来两年，财政赤字有望出现小幅下降

由国际市场大宗商品需求的下降造成的经济萎缩，以及高利率政策造成的政府债务利息大幅上升导致了巴西的财政赤字近年来一路走高，至2015年底上升至近年来的最高点，占到GDP比重的8.2%。2016年，随着利率的下降和政府财政整固政策的实施，财政赤字开始收缩，下降至GDP的6.4%，但初级财

政平衡继续下滑，开始出现赤字，且占到了GDP比重的1%。进入2017年，因为财政收入增长较慢，预计年度财政赤字将小幅上升至GDP的7.8%，但初级财政赤字有望缩小至GDP的0.8%。未来两年，随着经济的复苏，以及国会通过的财政支出上限宪法修正案的实施，巴西的财政赤字有望出现小幅下降。

图 5：财政和初级财政平衡/GDP

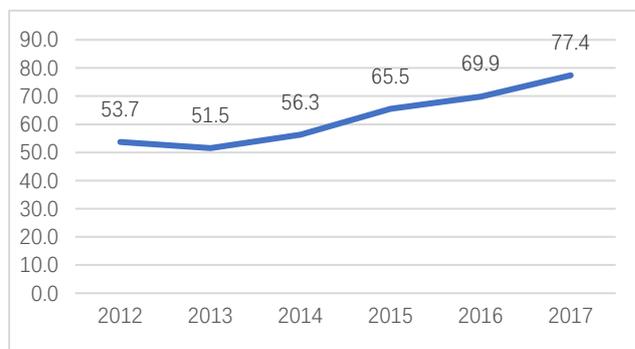


数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

公共债务占 GDP 比重较高，料将从 2019 年起开始下降，债务持有人以国内为主且期限较长，短期内政府偿债压力不大

巴西政府的高福利政策导致公共债务长期以来一直处于60%左右的较高水平。过去两年的经济萎缩则将公共债务的水平进一步推高，至2015年的65.5%和2016年的69.9%。预计2017年将进一步上升至77.4%。

图 6：巴西公共债务占 GDP 比重 (%)



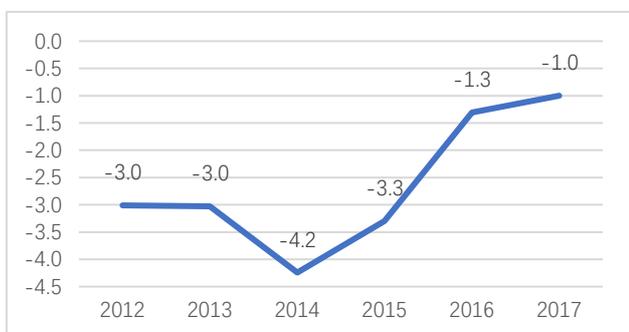
数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

考虑到巴西议会于 2016 年底通过的宪法修正案规定从 2019 年起实施政府预算上限的政策，预计巴西公共债务占 GDP 的比重有望从当年起开始下降。从公共债务的结构看，90% 以上的债务持有人为国内投资者，国际投资者持有比例低于 10%；债券的期限以中长期为主，因此，短期内政府的偿债压力可控。

经常性账户赤字呈下降趋势，国际储备总量止跌回升，对外债的覆盖程度基本维持稳定，外部风险可控

得益于国际大宗商品价格的缓慢复苏、本币持续贬值和通货膨胀对于进口增长的抑制，以及国际收益和转移支付的好转，巴西的经常性账户赤字从 2014 年 GDP 的 4.2% 高点开始回落，预计至 2017 年可控制在 1% 左右的较低水平。未来两年，有可能出现小幅上升，但依然可以控制在 GDP 的 2% 以下。

图 7：巴西经常性账户余额占 GDP 比重 (%)

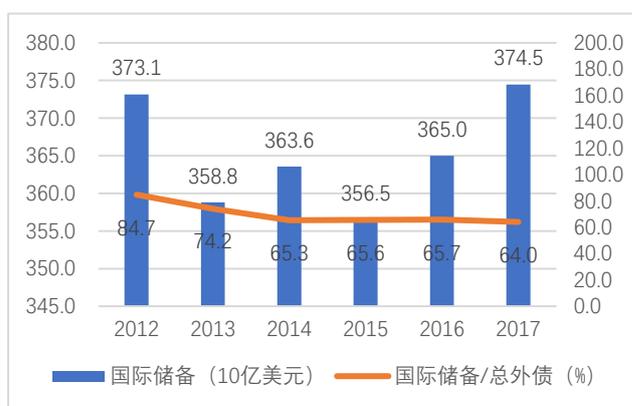


数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

长期的高额贸易顺差为巴西积累了可观的国际储备，为外债偿付和进口用汇提供了

强有力的支撑。虽然国际大宗商品价格的下跌造成巴西国际储备在 2015 年跌至 3,565 亿美元，但随着进口受到抑制和大宗商品价格止跌转涨，巴西的外汇储备逐步回升，预计 2017 年底可达到 3,745 亿美元，创近 7 年来新高，可覆盖 64% 的总外债，或 21 个月的进口用汇需求，对外债的覆盖则达到了 6.16 倍，从而保障了巴西的外部风险处于较低水平；且这种趋势有望在未来两年持续。

图 8：巴西国际储备及对外债的覆盖



数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

展望

综合以上，巴西经济经历了两年的萎缩后已经重新回到增长的轨道，金融业维持稳健态势，财政整固政策取得了一定的效果，政府偿债能力趋势向好，公共债务占比较高，但从 2019 年起有望下降，外部风险可控。因此，联合评级决定对未来 1-2 年巴西的本、外币主权信用评级展望为稳定。

巴西主权信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f
名义 GDP (十亿美元)	2,463.3	2,471.0	2,455.4	1,801.1	1,795.6	2,034.0
人均 GDP (美元,PPP)	15,490.6	16,073.4	16,285.8	15,695.0	15,210.0	15,470.0
实际 GDP 增长率 (%)	1.9	3.0	0.5	-3.8	-3.6	0.2
通货膨胀率 (%)	5.4	6.2	6.3	9.0	8.7	3.9
国内信贷增长率 (%)	16.8	9.6	12.1	7.4	8.6	6.9
M2 增长率 (%)	9.1	10.9	9.9	6.3	3.8	6.9
各级政府财政平衡/GDP (%)	-0.4	-1.6	-4.7	-8.2	-6.4	-7.8
各级政府利息支付/GDP (%)	4.1	4.7	5.4	8.5	5.4	7.0
各级政府初级财政平衡/GDP (%)	3.7	3.0	0.7	0.2	-1.0	-0.8
各级政府总债务/GDP (%)	53.7	51.5	56.3	65.5	69.9	77.4
总外债/GDP (%)	17.9	19.6	22.7	30.2	30.9	28.8
短期债务/总外债 (%)	7.4	6.9	10.4	9.6	9.6	10.4
经常项目余额/GDP (%)	-3.0	-3.0	-4.2	-3.3	-1.3	-1.0
国际储备/总外债 (%)	84.7	74.2	65.3	65.6	65.7	64.0

数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；f 表示预测值