

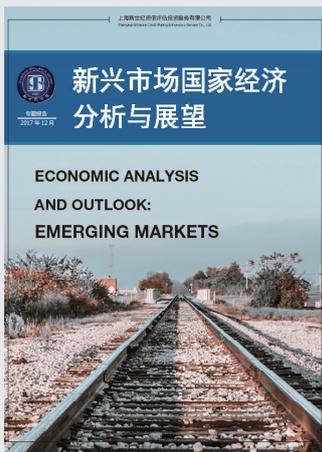


专题报告  
2017年12月

# 新兴市场国家经济 分析与展望

## ECONOMIC ANALYSIS AND OUTLOOK: EMERGING MARKETS





总 编：朱荣恩  
主 编：丁豪樑  
分析师：何金中 刘柯琦 程静

联系人：何金中  
电 话：021-63501349  
邮 箱：hjz@shxsj.com

#### 重要声明：

本报告版权归新世纪评级所有，未经书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

新世纪评级系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

新世纪评级已力求系列报告的独立、客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见都不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，新世纪评级不对任何人因使用报告中的任何内容所导致的损失负法律责任。



微信扫一扫  
关注“新世纪评级”

<http://www.shxsj.com>

更多内容请登录  
新世纪评级官网

## 公司简介

新世纪评级成立于1992年7月，是中国成立较早、具有全部资质、有一定知名度和声誉的信用评级机构。新世纪评级自成立以来，立足上海、服务全国、辐射全球，为中国实体经济、金融机构、地方政府的信贷和债券融资、资产证券化等结构化融资、境外企业在境内发行熊猫债的融资提供了优质、高效的信用评级服务，评级业务覆盖了中国大陆全部省市及香港地区和境外的部分国家和地区，涵盖了全部信用评级业务品种。同时，新世纪评级与国际评级机构标准普尔建立了全面战略合作，形成了具有“国际视野、中国特色”的信用评级理念和方法，有力地促进了中国信用评级行业的发展。

## 公司资质

中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格；

中国人民银行总行认定的全国银行间债券市场评级业务资格；

中国国家发展和改革委员会认可的从事全国企业债券信用评级业务资格；

中国保险监督管理委员会认可的信用评级机构资格；

中国证券监督管理委员会核准的从事证券市场资信评级业务资格；

中国人民银行上海总部认可的从事上海市借款企业主体信用评级、集团企业评级、担保公司评级和中小企业评级业务资格。

## 新兴市场国家经济分析与展望（2017 年 12 月）

研发部/何金中 刘柯琦 程静

**摘要：**2017 年新兴经济体的经济表现整体尚可。其中，印度经济增速虽继续放缓，但仍处中高速增长水平，“废钞令”和税制改革的短期负面影响将逐渐消退，经济增速放缓态势有望在后期得到扭转。俄罗斯经济复苏向好、巴西经济则刚从衰退走向复苏，两国经济结构相对单一，主要依赖石油等大宗商品的出口，经济复苏能否在未来延续，将主要取决于大宗商品价格走势及外部需求变化。南非政局动荡拖累经济发展，经济表现低迷，前景不明朗。就业方面，俄罗斯失业率最低，巴西和印度就业增长缓慢，南非失业率居高不下，是南非经济一大痼疾。以上四国通胀水平均偏低，为各国央行的货币政策放宽赢得一定空间且均有降息，其中俄罗斯及巴西多次降息，印度和南非也有一次下调，在一定程度上刺激了各国投资需求回升。在全球经济持续复苏的有利外部环境下，各国对外贸易都有所改善，其中俄罗斯及巴西的进出口总额增长幅度较大。新兴经济体在财政方面保持较高的赤字水平，除印度将继续实行扩张性的财政政策之外，俄罗斯和巴西收紧财政政策以改善财政状况，而南非在主权级别被下调的压力下，或将在未来选择收紧财政政策。印度、俄罗斯、巴西及南非仍有动力和空间在 2018 年继续下调基准利率，但考虑到美联储货币政策收紧及欧洲央行量化宽松缩减将会影响汇率及国际资本流动，新兴经济体各国央行的降息频率将较 2017 年下降。

## 目录

第一部分 印度经济增长放缓.....	1
一、经济增速继续放缓，但仍处于中高速水平.....	1
二、就业增长缓慢，通胀水平偏低.....	2
三、银行业坏账高，信贷增长缓慢.....	3
四、消费增长回落，投资回暖，出口进一步改善.....	4
五、宽松政策刺激经济.....	6
六、税改长期内积极有利.....	7
七、印度经济、政策总结与展望.....	8
第二部分 俄罗斯经济复苏向好.....	9
一、经济复苏向好.....	9
二、高通胀压力消除，就业市场增强.....	10
三、消费复苏、投资需求回暖.....	10
四、对外贸易持续增长.....	11
五、央行持续降息，财政状况有所改善.....	12
六、俄罗斯经济、政策总结与展望.....	13
第三部分 巴西经济从衰退走向复苏.....	15
一、经济开始走向复苏.....	15
二、通胀明显回落，就业表现仍不乐观.....	16
三、内需依旧疲软，外贸明显回升.....	17
四、央行多次降息，财政政策收紧.....	18
五、巴西经济、政策总结与展望.....	20
第四部分 南非政局不稳定拖累经济增长.....	21
一、政局不稳，政治风险持续累积.....	21
二、经济扩张低迷.....	21
三、通胀下降，失业率居高不下.....	22
四、内需不稳，外需小幅改善.....	23
五、央行五年来首度降息.....	25
六、财政压力大，主权遭降级.....	26
七、南非经济、政策总结及展望.....	27

## 图表目录

图表 1	印度 GDP 总量与增长率.....	1
图表 2	印度制造业与服务业 PMI 指数 .....	2
图表 3	印度失业率.....	2
图表 4	印度通货膨胀及 M2 增速.....	3
图表 5	印度银行信贷规模.....	3
图表 6	印度银行不良贷款率及 ROE.....	4
图表 7	印度最终消费支出与环比.....	4
图表 8	印度资本形成总额与环比.....	5
图表 9	印度出口总额与进口总额同比.....	5
图表 10	印度贸易差额.....	5
图表 11	印度卢比汇率.....	6
图表 12	印度基准利率.....	6
图表 13	印度政府财政收支.....	7
图表 14	印度政府债务规模.....	7
图表 15	俄罗斯 GDP 总量与增长率.....	9
图表 16	俄罗斯制造业与服务业 PMI 指数 .....	10
图表 17	俄罗斯失业率及 CPI 同比增长率 .....	10
图表 18	俄罗斯资本形成总额及居民消费同比.....	11
图表 19	俄罗斯实际工资指数及消费者信心指数.....	11
图表 20	俄罗斯贸易总额及余额.....	12
图表 21	俄罗斯货物进出口.....	12
图表 22	俄罗斯基准利率与汇率指数.....	13
图表 23	俄罗斯一般政府财政赤字率与财政余额.....	13
图表 24	巴西 GDP 总量及增长率.....	15
图表 25	巴西制造业和服务业 PMI 指数 .....	16
图表 26	广义消费者物价指数 ( IPCA ): 同比 .....	16
图表 27	巴西失业率.....	17
图表 28	巴西消费者信心及实际平均工资.....	17
图表 29	巴西消费、投资同比变动情况.....	17
图表 30	巴西进出口总额.....	18
图表 31	巴西进出口同比.....	18
图表 32	巴西雷亚尔基准利率与汇率.....	19
图表 33	巴西中央政府财政收支情况.....	19
图表 34	南非季度 GDP 总量及增长率.....	22
图表 35	南非制造业 PMI 指数 .....	22
图表 36	南非通货膨胀水平及失业率.....	23
图表 37	南非最终消费支出及环比.....	24
图表 38	南非私人消费支出及环比.....	24
图表 39	南非平均工资.....	24

图表 40	南非资本形成总额及环比.....	25
图表 41	南非贸易状况.....	25
图表 42	南非兰特汇率.....	26
图表 43	南非回购利率水平.....	26
图表 44	南非财政收支.....	27
图表 45	南非政府债务.....	27

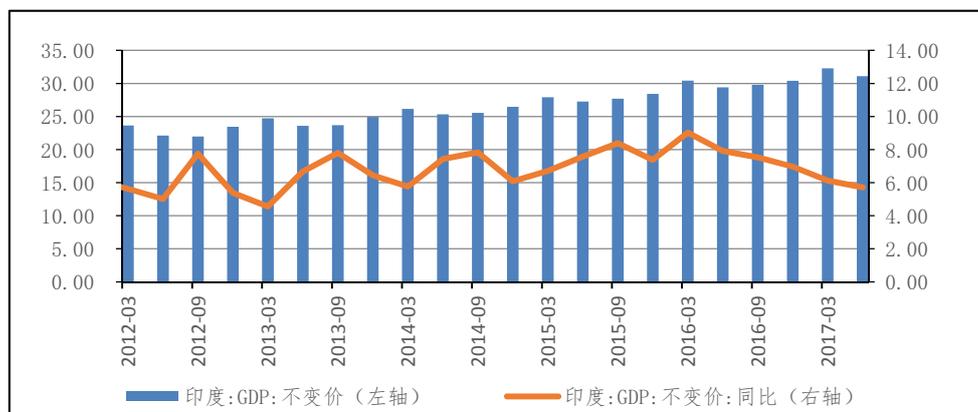
## 第一部分 印度经济增长放缓

2017 年上半年印度经济增速继续放缓，但依然保持了中高速的增长水平，其中消费增速回落、而投资和外贸则有所改善。印度就业增长缓慢、通胀水平偏低、银行业坏账高、“废钞令”的影响仍在持续，不利于经济活跃度的提升。印度基准利率仍存下调空间，但空间有限，扩张性财政政策仍将持续，但面临的财政压力较大。鉴于“废钞令”影响将逐渐消退、国营银行注资计划终将落实、税务改革的积极作用将逐步体现、印度土地改革亦将持续推进，预期印度经济增速放缓态势有望在后期得到扭转。

### 一、经济增速继续放缓，但仍处于中高速水平

2017 年前两个季度印度不变价 GDP 分别为 32.28 万亿印度卢比及 31.10 万亿印度卢比，当季同比增速分别为 6.12% 及 5.72%，经济增速连续 5 个季度放缓，但仍然处于中高速水平。2016 年 11 月实行的“废钞令”在短期内给习惯现金交易的印度造成巨大冲击，对经济的负面影响仍在持续。

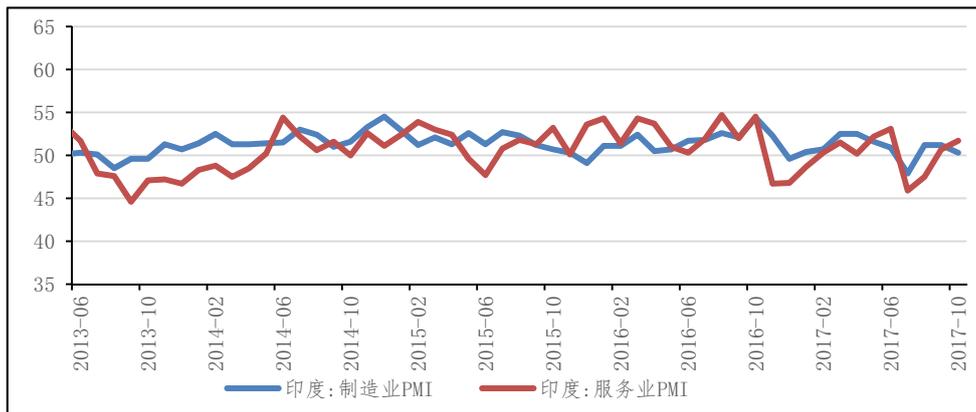
图表 1. 印度 GDP 总量与增长率（单位：万亿印度卢比、%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2017 年 1-10 月印度制造业与服务业 PMI 指数总体良好。其中，制造业 PMI 除 7 月之外，其余时间均维持在 50% 的临界线以上，而服务业 PMI 也仅在 7 月及 8 月两个月跌至临界线以下。印度自 2017 年 7 月 1 日起正式实行税改，制造业及服务业 PMI 在 7 月的双双大跌与税改在短期内给市场带来的冲击有关。

图表 2. 印度制造业与服务业 PMI 指数 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

## 二、就业增长缓慢，通胀水平偏低

印度就业增长仍缓慢，2016 年失业率仍高达 8.4%。2014 年莫迪上台前曾许诺每年创造 1000 万个就业岗位，但三年来仅新增加 23 万个就业岗位。造成印度就业增长缓慢的因素很多，首先是全球对印度的信息技术产业及外包业务的需求放缓；其次，缺少投资和工业化进程缓慢是另一重要因素，尽管莫迪推出“印度制造”计划，但真正投入到实体经济的资金很少，对解决就业的实际效果有限；第三，人口的过快增长、印度识字率低和大学教育与实际产业需求相脱节等也造成了就业困难。

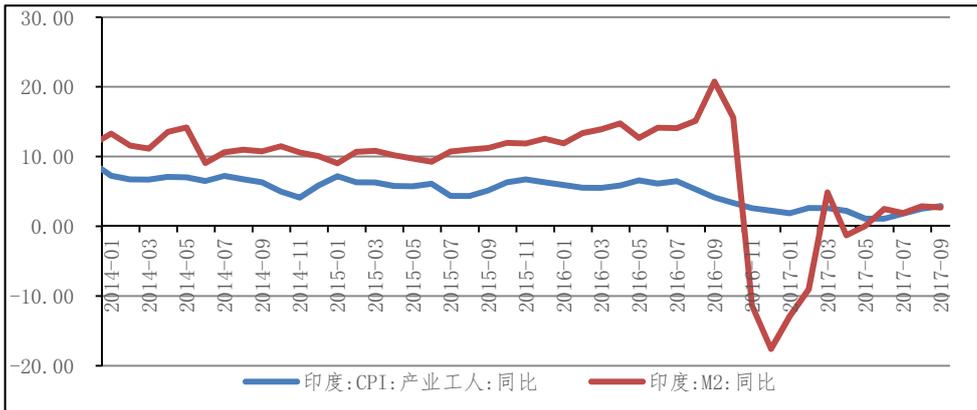
图表 3. 印度失业率 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

2017 年 1-9 月印度 CPI 同比增速总体偏低，低于印度央行 4% 的通胀目标。在上半年，印度 CPI 持续下跌，6 月份同比增长仅 1.08%，后又回升至 9 月的 2.89%。现金供应不足是目前印度低通胀的主要因素之一，受莫迪政府在去年 11 月实施“废钞令”影响，占货币流通总量 86% 的货币退出市场，致使印度 M2 增速大幅跳水，2016 年 11 月至 2017 年 1 月的 M2 增速分别为 -11.38%、-17.59 及 -12.88%。截至 2017 年 9 月份，M2 增速仍处于较低水平。

图表 4. 印度通货膨胀及 M2 增速 (单位: %)

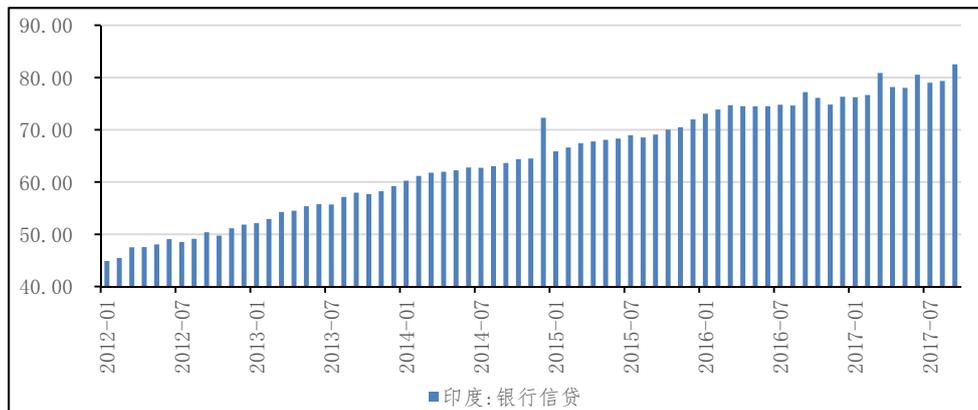


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

### 三、银行业坏账高, 信贷增长缓慢

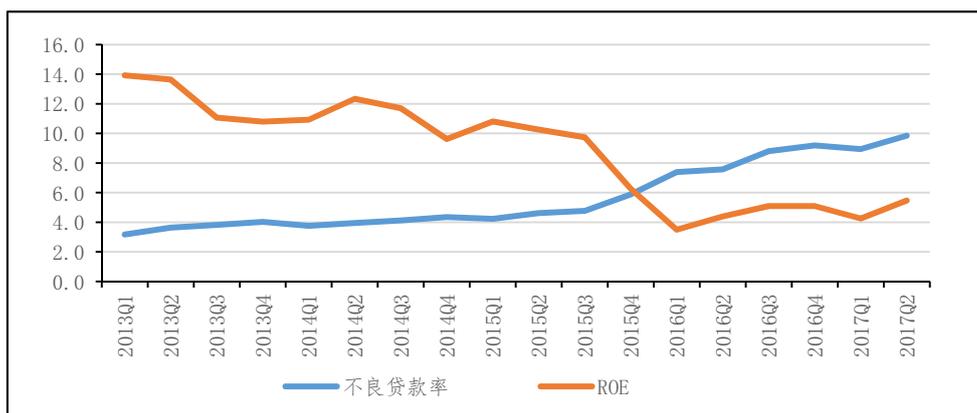
近年来印度的银行业不良贷款率不断上升, 2017 年第二季度已升至 9.8% 的较高水平, 同时银行净资产收益率 (ROE) 处于低位, 盈利能力不足, 坏账风险不断累积, 拖累印度银行信贷增速, 致使经济活跃度下降。2017 年前三季度, 印度银行业的信贷环比增速基本处在 -3.35% 至 5.53% 的低位。2017 年 10 月, 印度宣布未来两年内向国营银行注资 2.11 万亿卢比, 以帮助银行改善财务状况, 扩大借贷规模, 特别是针对私营部门的借贷。印度银行业的放贷能力及信贷投放预计在未来将有一定改善。

图表 5. 印度银行信贷规模 (单位: 万亿印度卢比)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

图 6. 印度银行不良贷款率及 ROE (单位: %)

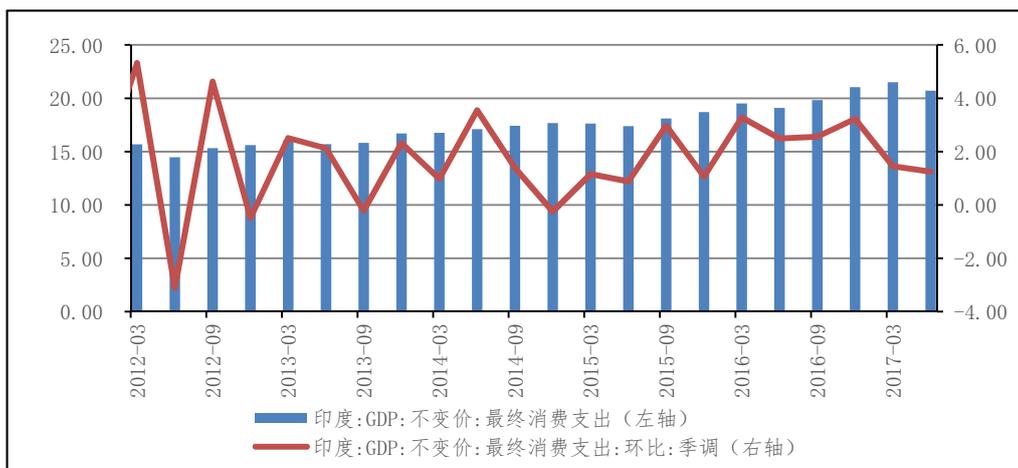


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

#### 四、消费增长回落, 投资回暖, 出口进一步改善

2017 年前两个季度印度不变价最终消费支出分别为 21.50 万亿印度卢比和 20.72 万亿印度卢比, 季调环比增速分别为 1.45% 和 1.25%, 环比增速低于去年同期。消费增速的回落与“废钞令”导致的现金短缺有关, 预计随着“废钞令”的影响逐步褪去, 消费增速的回落有望得到缓解。

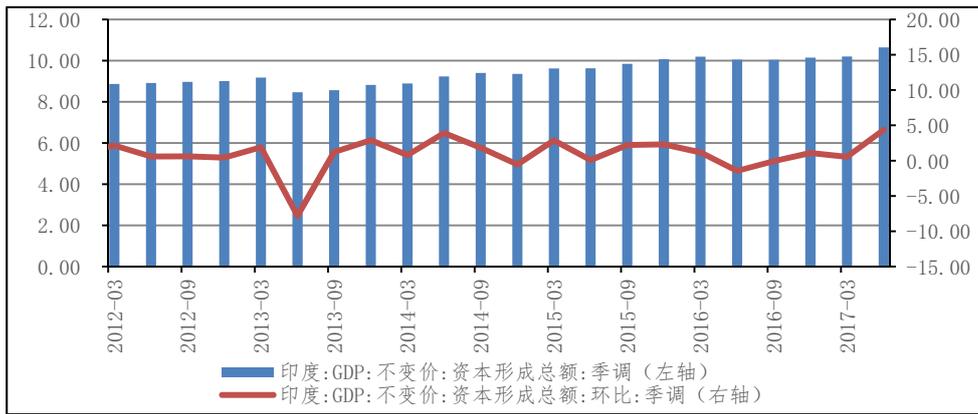
图 7. 印度最终消费支出与环比 (单位: 万亿印度卢比、%)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

2017 年前两个季度印度资本形成总额分别为 10.20 万亿印度卢比和 10.64 万亿印度卢比, 环比增速分别为 0.54% 和 4.37%, 表现出短期回升的态势。印度央行于本年 8 月下调回购利率 25 个基点以支持投资, 资本形成总额或将继续小幅回暖。但印度的土地制度改革尚未成功, 征地对印度基建投资的制约仍较大, 预计在土地制度改革完成之前, 印度的投资需求很难大幅度提升。

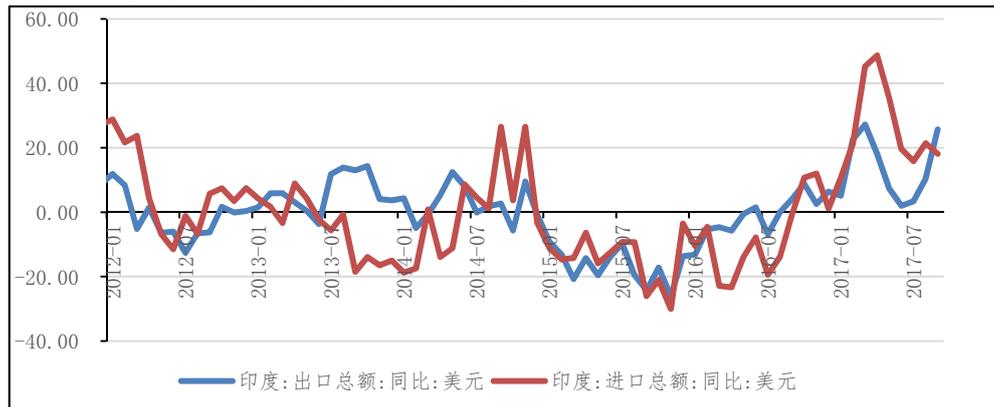
图表 8. 印度资本形成总额与环比 (单位: 万亿印度卢比、%)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

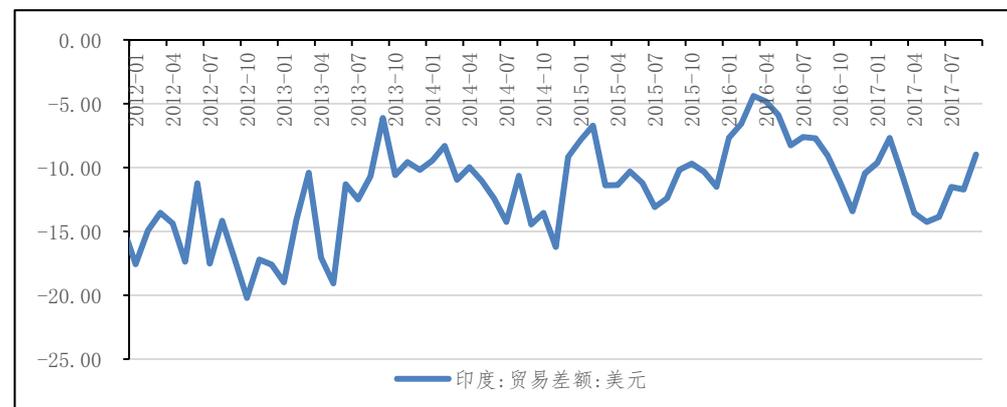
在全球经济持续复苏带动外部需求回暖推动下, 2017 年 1-9 月, 印度以美元计价的出口总额与进口总额当月同比增速较去年进一步提升, 9 月份同比增速分别达到 18.09% 和 25.67%, 但依然维持着贸易逆差状态, 不过逆差规模有所收窄。

图表 9. 印度出口总额与进口总额同比 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 10. 印度贸易差额 (单位: 十亿美元)

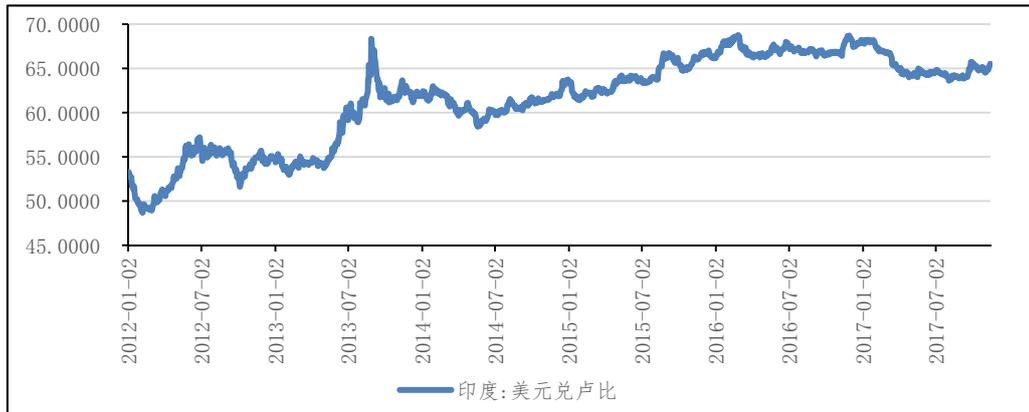


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

## 五、宽松政策刺激经济

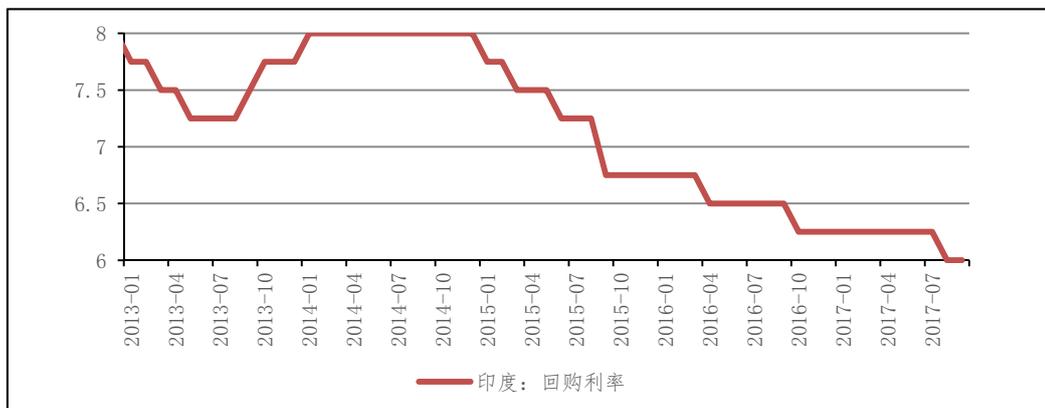
因通胀偏低、经济增速持续放缓，印度央行于 2017 年 8 月将回购利率下调 25 个基点至 6%，回购利率的绝对水平仍偏高，具有继续下调空间，但因美联储货币政策收紧、欧洲央行量化宽松缩减，考虑到汇率因素，印度央行下调回购利率的空间不会很大。汇率方面，2017 年 1-10 月，因美元主要以贬值为主，印度卢比兑美元汇率升值约 5%，在美联储开启缩表后，美元存在阶段性升值可能，而印度国内经济表现相较于其他新兴经济体尚佳，对于国际投资者仍具有一定吸引力，后期印度卢比兑美元大幅走弱的可能性不高。

图表 11. 印度卢比汇率（单位：印度卢比/美元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

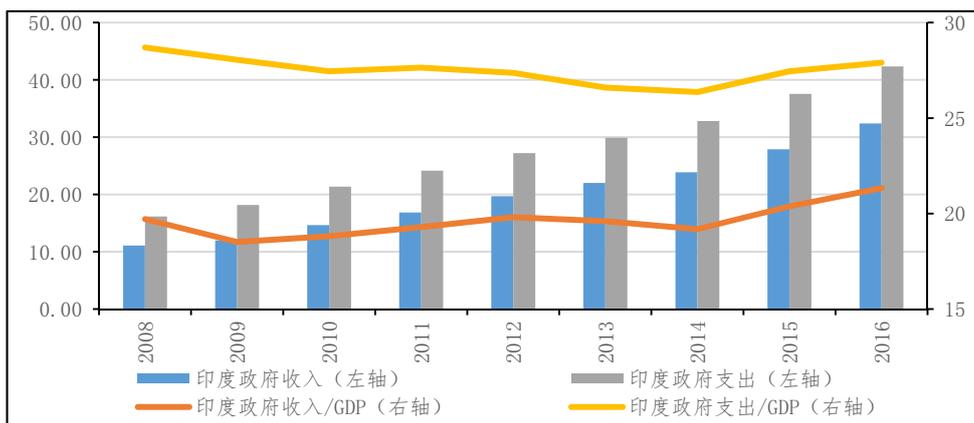
图表 12. 印度基准利率（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

印度近年持续实行扩张性财政政策，增加财政支出用于农村、社保和基建领域，2016 年印度财政赤字率高达 6.56%，财政压力较大。因财政赤字水平持续较高，印度政府债务规模持续上升，负债水平显著高于亚洲发展中经济体的平均水平。2016 年，印度政府负债率为 69.54%，而亚洲发展中经济体负债率平均水平仅为 48.37%。为刺激经济发展，印度将继续实施扩张性财政政策，但面临的财政压力较大。

图 13. 印度政府财政收支 (单位: 万亿印度卢比、%)



数据来源: IMF, 新世纪评级整理

图 14. 印度政府债务规模 (单位: 万亿印度卢比、%)



数据来源: IMF, 新世纪评级整理

## 六、税改长期内积极有利

2017 年 7 月 1 日起, 印度实施了新的税务改革, 在全国范围内推行消费税 (Goods and Services Tax, GST), 取消之前的中央政府税和各邦税 (地方) 共存的消费税体系, 破除印度国内市场“重复征税”和“贸易壁垒”两大难题。

此前, 印度中央政府对商品的生产制造环节征税, 而邦政府对商品的销售购买环节征税。由于两者税基存在一定重叠, 以及生产邦和消费邦同时对商品征税, 重复征税的问题严重。而在新的 GST 体系下, 相当一部分间接税将被 GST 统一取代。GST 税率共分为 5%、12%、18%、28% 四档, 大部分商品被征税 18% 的税率。在 GST 体系下, 印度各邦将实行统一的消费税税率, 跨邦销售税率将显著下降, 这将有利于消除印度长久以来的各邦之间的贸易壁垒。

此次 GST 改革对印度经济具有长远的积极意义。GST 改革降低了各行业的交易成本, 增强企业竞争力, 并促进了印度国内贸易, 拉动消费, 将在长期内推动印度经济增长。短期内, 当地许多生产企业需要对生产活动进行调整以应对新

税制，GST 改革有可能拖累经济增长。

在预期印度经济与制度改革方面将取得持续进展的基础上，穆迪于 2017 年 11 月中旬上调了印度的主权信用级别，将印度本币和外币发行人信用评级上调一级，从 Baa3 调升至 Baa2。穆迪表示，经济与制度方面的持续改革有效增强了印度的发展潜能和印度政府的融资实力；此次印度政府施行的税改将促进生产力，预计印度 GDP 将在 2018 财年增长 6.7%，2019 财年增长 7.5%。

### 七、印度经济、政策总结与展望

受“废钞令”影响，2017 年上半年印度经济增速继续放缓，但仍然处于中高速增长水平，其中消费增速回落、而投资和外贸则有所改善。印度制造业与服务业总体小幅扩张，但就业增长缓慢、通胀水平偏低、银行业坏账高、信贷增长缓慢，不利于经济活跃度的提升。印度央行下调利率以刺激经济发展，后期仍有下调空间，但空间有限；卢比兑美元有所升值，即使美元阶段性升值，卢比大幅走弱的可能性不高。印度将持续实行扩张性财政政策，但财政赤字水平偏高，面临的财政压力较大。印度拟对国营银行的注资行为若得以落实，银行业的放贷能力有望得到提高，对投资和消费均构成利好。印度 GST 改革对促进国内贸易积极有利，长期内推动经济增长，但需提防短期风险。鉴于“废钞令”影响将逐渐消退、税务改革的积极作用将逐步体现、印度土地改革亦将持续推进，预期印度经济增速放缓态势有望在后期得到扭转。

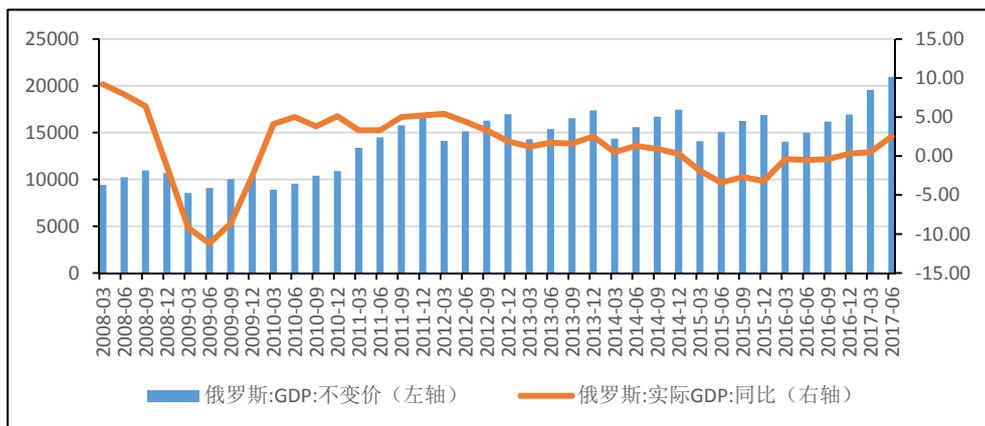
## 第二部分 俄罗斯经济复苏向好

2017 年上半年，俄罗斯居民消费复苏、投资需求回暖、对外贸易持续增长，经济复苏向好，制造业及服务业扩张态势较好，就业市场有所增强，前期的高通胀压力基本消除。为刺激经济增长，俄罗斯央行降息频率有所加快，后期继续降息概率较大；国际油价反弹支撑了俄罗斯财政收入的增长，在紧缩性财政政策作用下，俄罗斯财政赤字大幅减少，财政状况好转。俄罗斯经济对石油出口依赖度较高，未来能否延续复苏，仍主要取决于能源价格走势、外部需求变化及地缘政治的发展，面临的不确定性因素仍较多。

### 一、经济复苏向好

受益于内需复苏、国际油价反弹以及大型国企私有化改革等因素，2017 年上半年，俄罗斯经济复苏势头向好，且 GDP 同比增长率逐渐上升。其中，2017 年第一季度 GDP 总量已恢复至 2015 年同期水平，而 GDP 同比增速由去年第一季度的最低-3.2% 升至今年二季度的 2.5%，创近 5 年来单季最高。

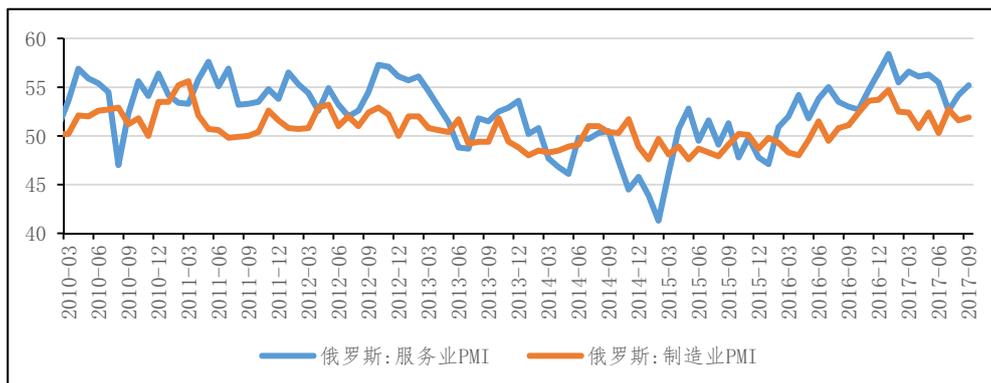
图表 15. 俄罗斯 GDP 总量与增长率（单位：十亿卢布、%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2017 年上半年，俄罗斯服务业及制造业的扩张态势均较好。其中，服务业 PMI 在年初达到近 8 年来最高值 58.40%，虽然此后有所下降，2017 年 9 月，服务业 PMI 为 55.20%，扩张步伐仍较快；制造业 PMI 亦在今年年初达到近 6 年最高值 54.70%，之后亦有所下降，但均位于荣枯线 50% 之上。

图 表 16. 俄罗斯制造业与服务业 PMI 指数 (单位: %)



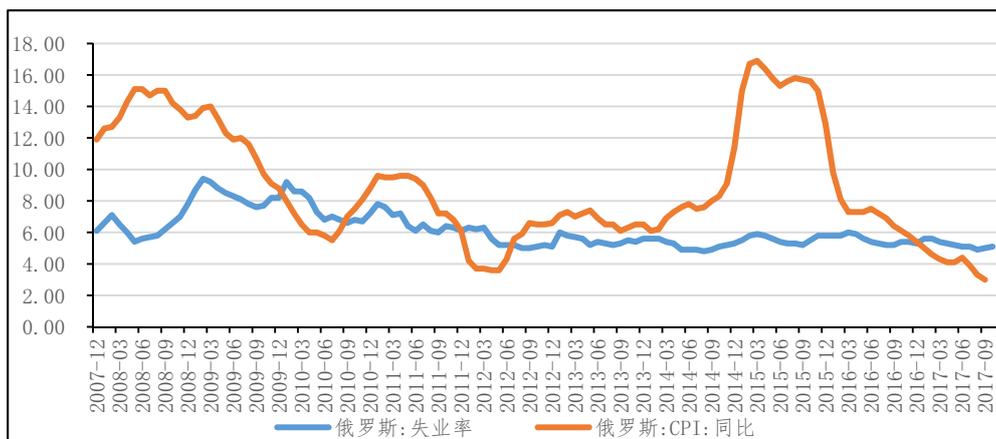
数据来源: Wind, 新世纪评级整理

## 二、高通胀压力消除, 就业市场增强

2017 年以来俄罗斯 CPI 同比增长率延续上年稳步下降走势, 7 月同比增长率为 3.9%, 为 2013 年以来首次跌破 4%。9 月 CPI 同比增长率下降至 3%, 为近十年来最低值。2017 年第三季度的通胀水平连续低于央行设定的 4% 的目标, 俄罗斯前期面临的高通胀压力基本消除。俄罗斯国内物价对食品价格的敏感度较高, 2017 年, 在国内农产品出口刺激政策的带动下, 俄罗斯农业发展较快, 粮食、鱼和植物油等产品在满足国内刚性需求的同时大量出口国外, 使得食品类价格持续走低, 是第三季度通胀下降的主要原因。

近年来, 俄罗斯就业市场波动不大, 失业率基本在 5%-6% 的区间内小幅波动。2017 年, 俄罗斯政府推出的滨海边疆地区经济发展政策、远东地区引资优惠政策及新增采矿等投资项目为俄罗斯创造了更多的就业机会, 就业市场有所增强, 失业率从 1 月的 5.6% 持续下降至 8 月的 4.9%, 为近两年来最低值。

图 表 17. 俄罗斯失业率及 CPI 同比增长率 (单位: %)



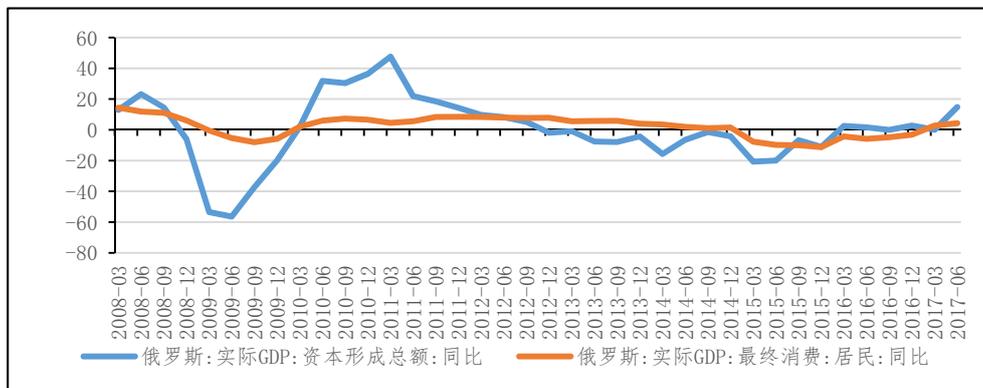
数据来源: Wind, 新世纪评级整理

## 三、消费复苏, 投资需求回暖

2017 年 1-8 月, 俄罗斯居民实际工资指数延续了上年的小幅增长态势, 居民

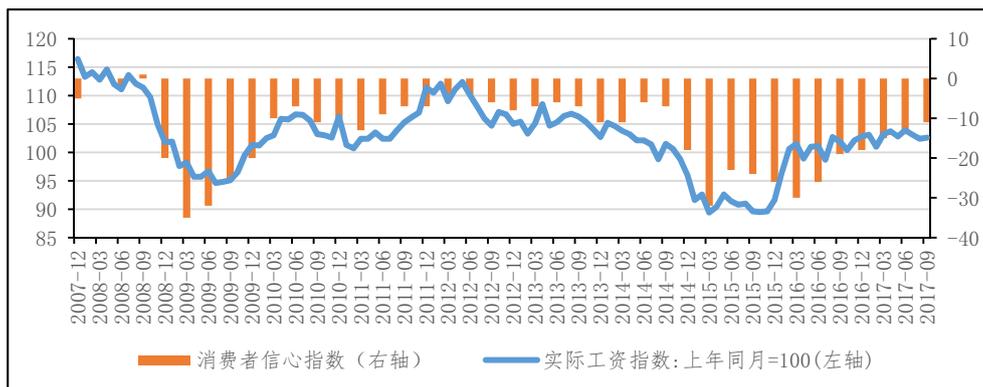
工资待遇有所提高。在工资待遇提高的同时,居民消费信心亦处于持续恢复状态,2017年9月,俄罗斯消费信心指数为-11.0,达近3年来最高水平。在居民实际工资增长、消费信心回升驱动下,俄罗斯消费在经历了2年的负增长后于2017年迎来复苏。2017年前两个季度,俄罗斯居民消费分别同比增长2.7%和4.3%。

图表 18. 俄罗斯资本形成总额及居民消费同比 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 19. 俄罗斯实际工资指数及消费者信心指数



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

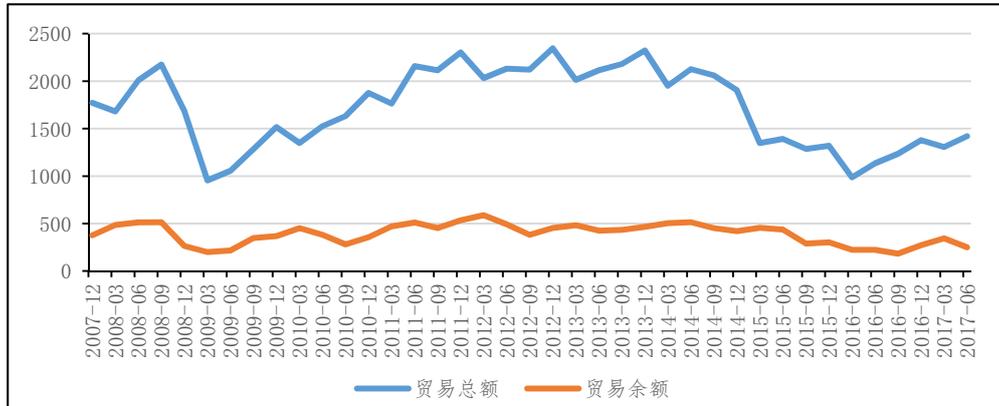
2017年,在俄罗斯出台鼓励外国投资者赴远东地区投资、税收优惠及简化签证制度等政策以及央行降息的刺激下,俄罗斯投资需求回暖,2017年第二季度资本形成总额同比增长率达到14.80%,为近5年来最高值,是俄罗斯经济复苏向好的主要动力之一。

#### 四、对外贸易持续增长

作为大宗商品的出口大国,2017年上半年,受益于能源价格回升、外部需求回暖,俄罗斯对外贸易持续增长。2017年前两个季度货物进出口贸易总额分别为1305.95亿美元和1419.96亿美元,分别同比增长32.46%和25.17%。其中,货物出口总额分别为825.54亿美元和835.43亿美元,分别同比增长36.48%和23.12%。此外,今年以来俄罗斯农业发展加速,农产品出口创汇能力大幅提升。2017年7月,美国追加对俄罗斯能源领域的新制裁,但未得到欧盟方面的配合,

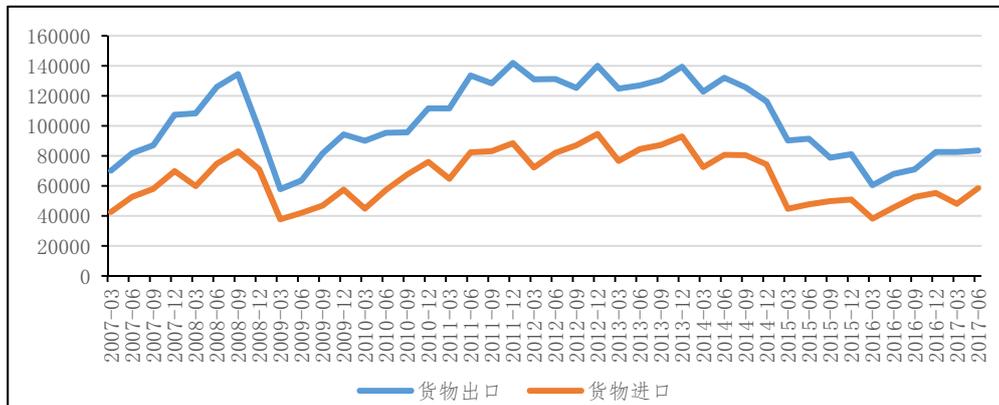
预计对俄罗斯外贸影响不大。

图表 20. 俄罗斯贸易总额及余额（单位：亿美元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 21. 俄罗斯货物进出口（单位：十亿卢布）

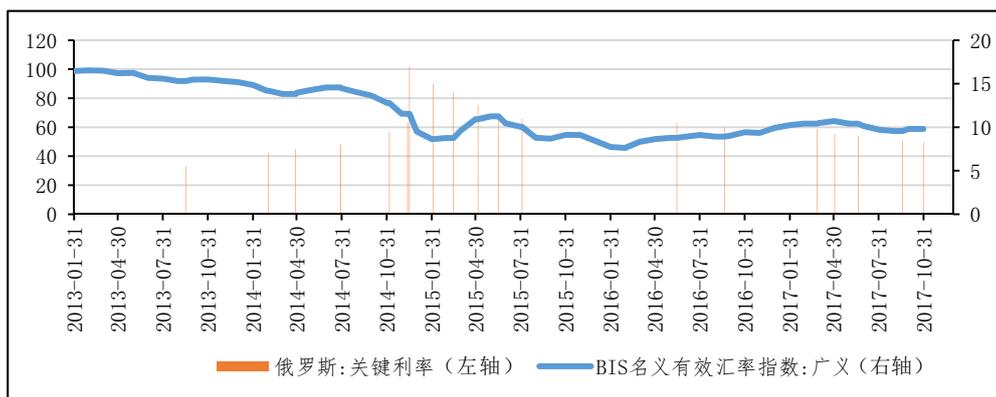


数据来源：Wind，新世纪评级整理

## 五、央行持续降息，财政状况有所改善

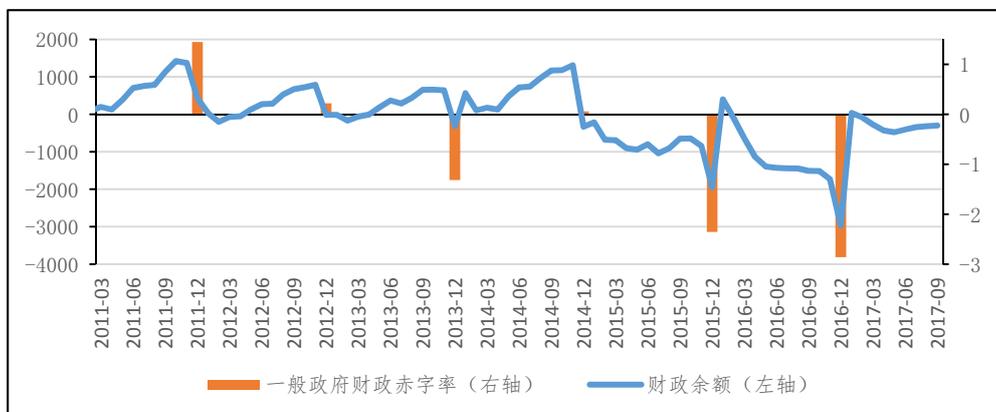
为刺激经济增长，俄罗斯央行在 2017 年降息频率加快。截至 2017 年 11 月，俄罗斯央行已分别在 3 月、5 月、6 月、9 月和 10 月连续 5 次（2016 年下调 2 次）下调关键利率，目前已降至 8.25%。随着关键利率的下调，俄罗斯借贷利率及存款利率均下降，国内融资成本降低，有利于俄罗斯消费和投资的增长。俄罗斯关键利率近三年来就持续下调，但现阶段的绝对水平仍较高，考虑到前期的高通胀压力已基本消除、卢布汇率亦基本处于稳定，为巩固经济复苏基础，俄罗斯央行在 2018 年仍继续降息的概率较大，但考虑到美欧货币政策，降息的频率可能会有所下降。

图表 22. 俄罗斯基准利率与汇率指数（单位：%）



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 23. 俄罗斯一般政府财政赤字率与财政余额（单位：十亿卢布、%）



数据来源: Wind, IMF, 新世纪评级整理

2014 年以来，国际油价大幅下跌导致俄罗斯财政收入大幅减少，赤字率随之上升，2016 年俄罗斯一般政府财政赤字率高达 2.86%，为近 5 年最高水平。为抑制赤字率继续上升，2017 年俄罗斯政府实行紧缩性财政政策，1-10 月累计财政赤字余额为 26038 亿卢布，较上年同期减少 82.53%，但俄罗斯财政收入主要依靠石油和天然气出口的现状并未改变，未来油价走势仍将会对俄罗斯财政带来较大影响。

## 六、俄罗斯经济、政策总结与展望

2017 年上半年，俄罗斯经济复苏向好，制造业及服务业扩张态势较好，就业市场有所增强，前期的高通胀压力基本消除。在工资待遇及消费信心恢复驱动下，俄罗斯居民消费在经历两年负增长后迎来复苏；俄罗斯央行的持续降息以及政府出台的一系列投资刺激政策带动俄罗斯投资需求回暖，是推动经济复苏向好的主要动力；受益于能源价格回升及全球经济复苏，俄罗斯对外贸易持续增长。自 2015 年以来俄罗斯央行持续降息，为刺激经济增长，2017 年俄罗斯央行降息频率有所加快，但关键利率的绝对水平仍较高；国际油价反弹支撑了俄罗斯财政收

入的增长,在紧缩性财政政策作用下,俄罗斯财政赤字大幅减少,财政状况好转。在前期高通胀压力已消除、卢布汇率基本稳定的背景下,为加强经济复苏,俄罗斯央行在 2018 年继续降息的概率较大,但降息频率受美欧货币政策正常化影响将有所下降。俄罗斯经济对石油出口依赖度较高,未来能否延续复苏,仍主要取决于能源价格走势、外部需求变化及地缘政治的发展,面临的不确定性因素仍较多。

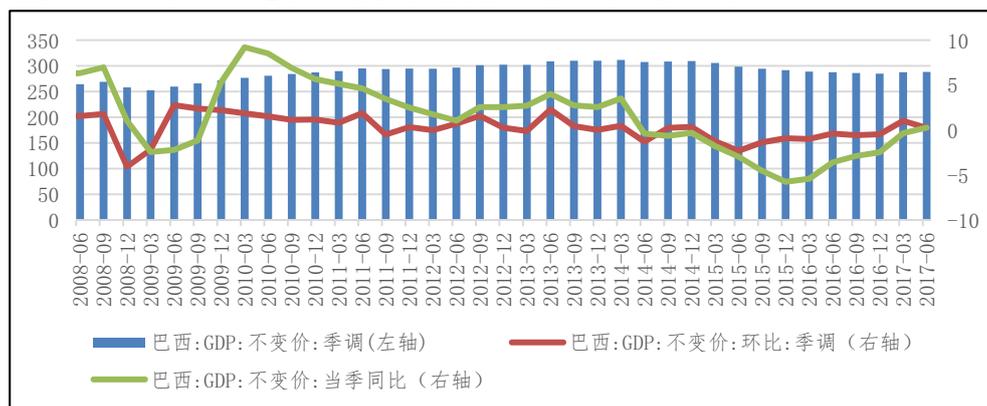
### 第三部分 巴西经济从衰退走向复苏

2017 年上半年，在结构性改革效果开始显现、大宗商品价格回升以及全球经济持续复苏的有利外部环境支持下，巴西经济迎来复苏，制造业和服务业进入扩张状态，前期高通胀压力消除，但消费和投资表现依然疲弱，就业形势亦不容乐观，复苏程度较俄罗斯相比要弱。2017 年巴西央行多次下调隔夜利率，后期虽无继续大幅下调的空间，但 2018 年巴西央行料将隔夜利率维持在目前相对低的水平或者继续下调 1~2 次。巴西财政改革推进阻力较大，财政平衡的目标短期内难以实现。巴西政府投资计划对国内投资增长形成一定支撑，但巴西经济结构较为单一，经济增长过度依赖石油、铁矿石以及农产品出口，抗风险能力较差，后期巴西经济能否延续复苏将主要取决于大宗商品价格走势及国内政治因素。

#### 一、经济开始走向复苏

从 2014 年第二季度开始，巴西 GDP 总量持续走低，2016 年巴西政府提出不采取民粹主义措施的转型计划，经过一年多的结构性改革，在全球大宗商品价格回暖、全球经济持续复苏的有利外部环境下，巴西 GDP 同比下降幅度不断收窄。进入 2017 年后，巴西 GDP 总量开始缓慢回升，第二季度 GDP 同比增长 0.27%，为 2014 年二季度以来首次同比正增长。从环比增长来看，2017 年前两个季度 GDP 环比增长率分别为 1.02% 和 0.25%，虽然环比增幅下降但已逆转前两年的负增长态势，巴西经济已从衰退走向复苏。

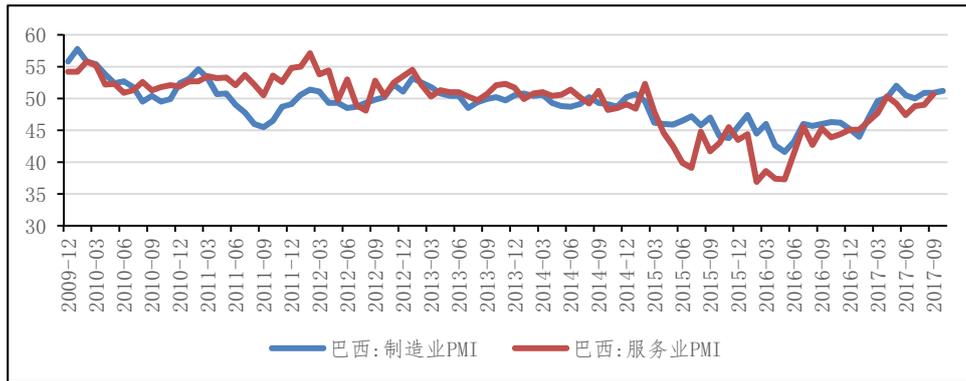
图表 24. 巴西 GDP 总量及增长率（单位：十亿雷亚尔、%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2017 年 1-9 月巴西制造业和服务业采购经理人指数（PMI）整体均较 2016 年同期有明显回升，进入扩张状态，表明巴西经济前景开始趋向乐观。其中制造业 PMI 从年初最低的 44.0% 上升至 5 月的最高值 52.0%，并且自 4 月开始均位于荣枯线 50% 之上。服务业 PMI 表现虽略逊于制造业，但也从年初的 45.1% 上升至 9 月的 50.7%，进入扩张区间。

图表 25. 巴西制造业和服务业 PMI 指数 (单位: %)

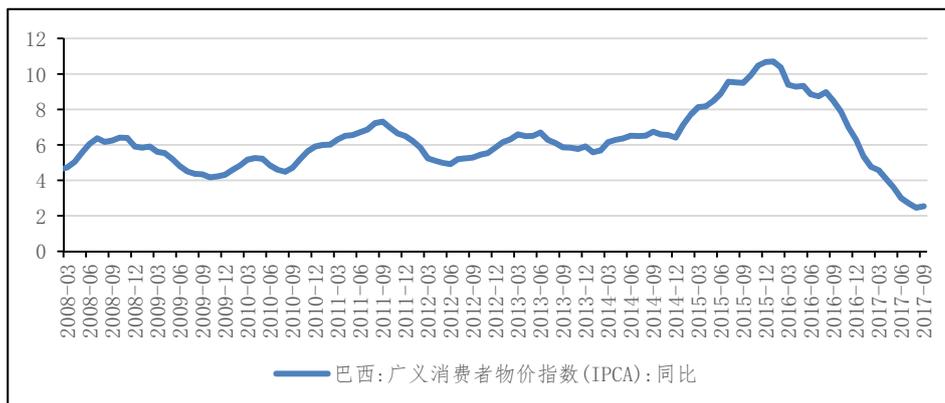


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

## 二、通胀明显回落, 就业表现仍不乐观

与俄罗斯相类似, 巴西物价水平在农产品价格下跌的带动下持续明显下降, 前期高通胀压力消除。2017 年 8 月 IPCA 同比增长率为 2.46%, 较年初的 5.35% 明显回落, 达到近 10 年来最低水平。

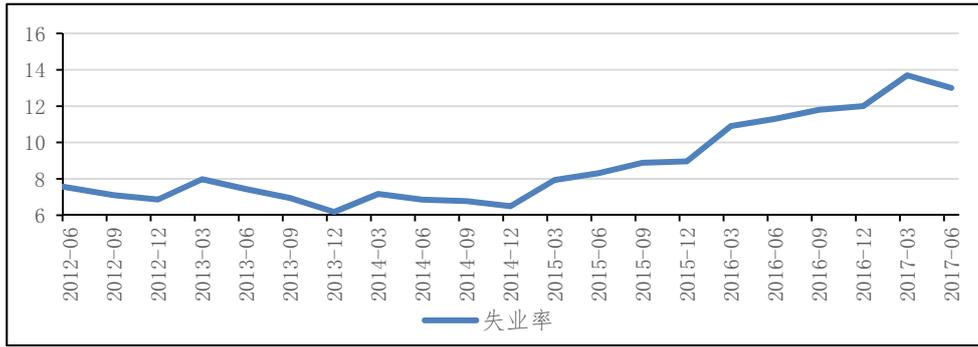
图表 26. 广义消费者物价指数 (IPCA): 同比 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

在近三年的经济衰退中, 巴西就业市场持续恶化, 各行业纷纷裁员, 失业人数大幅增加。2017 年第一季度, 巴西失业率延续了 2015 年以来的持续上升趋势, 达到 10 年以来最高值 13.7%, 第二季度失业率较第一季度虽有小幅下降但仍处于较高水平。巴西地理统计局表示第二季度非正规就业岗位和自主就业岗位增长, 从而拉动就业人数增加, 而正规就业岗位保持不变, 巴西就业形势仍严峻。未来, 在巴西政府加大政府投资力度进行基建、交通改善以及经济进入复苏阶段的情况下, 巴西劳动力市场或将得到改善。

图表 27. 巴西失业率 (单位: %)



数据来源: 巴西央行, 新世纪评级整理

### 三、内需依旧疲软, 外贸明显回升

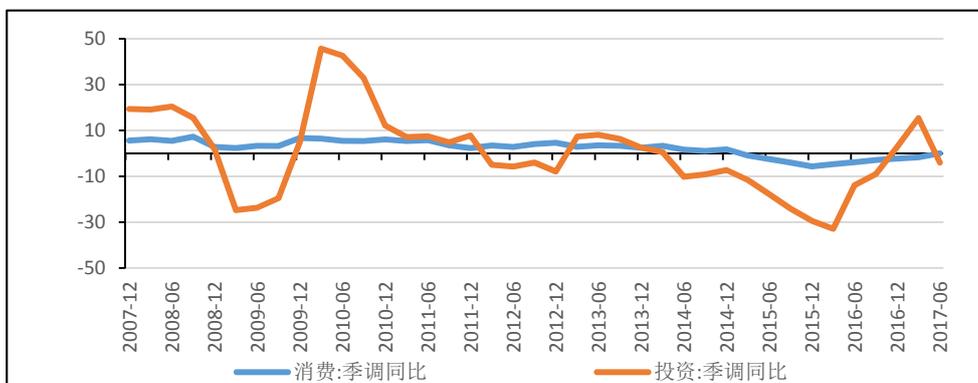
2017 年以来, 巴西消费者信心指数上升明显、14 岁以上劳动人口实际平均工资较上年也有所上升, 同时巴西工龄保障基金 (FGTS) 可提取资金政策进行了调整。在消费信心提升、工资上升以及政策支持下, 巴西最终消费在经历两年同比负增长后, 2017 年第二季度恢复小幅增长, 同比增长 0.04%。巴西消费有所改善但依旧疲软。

图表 28. 巴西消费者信心及实际平均工资 (单位: 雷亚尔、%)



数据来源: Wind, 巴西央行, 新世纪评级整理

图表 29. 巴西消费、投资同比变动情况 (单位: %)

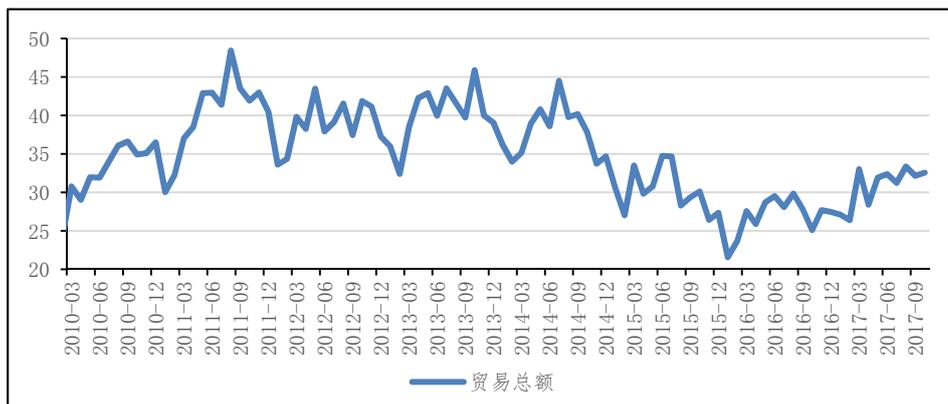


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

在经历近 3 年的同比负增长后，巴西投资在央行持续降息刺激下恢复正增长，2017 年第一季度同比增长 15.45%，创近 7 年来最高水平，但第二季度又回落至 -3.98%，巴西投资依旧疲弱。2017 年 11 月，巴西政府决定在 2018 年底之前在 7439 个项目中投资 1309.7 亿雷亚尔，项目涵盖能源、基础设施、国防、住房、城市交通、医疗卫生等领域，未来这些投资项目将创造更多就业机会、改善巴西基础设施、民生以及推动巴西国内投资增长。

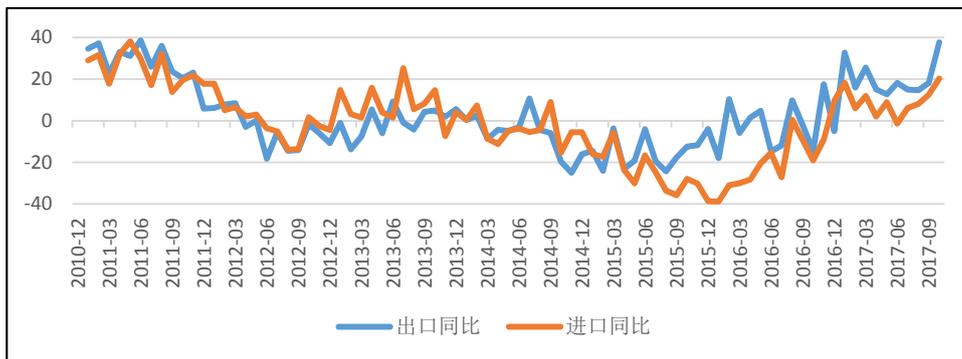
巴西经济增长高度依靠大宗商品的出口，其中原油、铁矿石和农产品是巴西贸易的核心产品。2017 年以来，随着大宗商品价格回升以及全球经济持续复苏，巴西对外贸易增速明显回升，是推动经济走向复苏的主要动力。2017 年 1-10 月，巴西进出口总额累计 3084.85 亿美元，同比增长 15.26%。其中，出口总额累计 1834.8 亿美元，同比增长 20%；进口总额累计 1250 亿美元，同比增长 9%。2017 年 10 月，巴西实现贸易顺差 325.5 亿美元，达到近十年最高水平。

图表 30. 巴西进出口总额（单位：十亿美元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 31. 巴西进出口同比（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

#### 四、央行多次降息，财政政策收紧

巴西货币政策首要目标是抑制通货膨胀和促进经济增长，今年 7 月以来，巴西通货膨胀率已连续 3 个月低于巴西国家货币委员会设定的通胀率管理目标中

值 4.5%（允许上下浮动 1.5 个百分点）。在高通胀压力消除、汇率走势趋于稳定的情况下，为刺激经济增长，2017 年前 10 月，巴西央行连续 7 次降息，将隔夜利率下调至 7.5%。巴西的隔夜利率现基本处于 21 世纪以来 7.25% 的最低水平，但巴西经济才刚刚进入复苏，内需和就业表现仍不容乐观，隔夜利率虽无继续大幅下调的空间，但 2018 年巴西央行料将隔夜利率维持在目前相对低的水平或者继续下调 1~2 次。

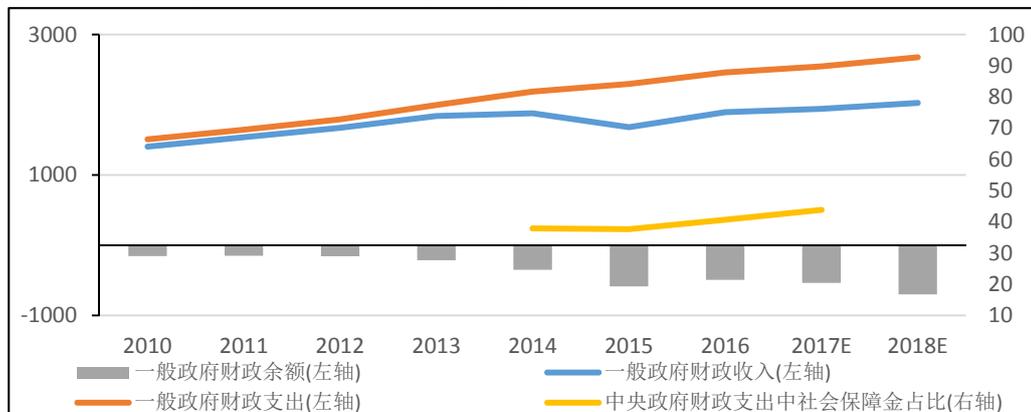
图表 32. 巴西雷亚尔基准利率与汇率（单位：雷亚尔/美元、%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

巴西政府在社会福利支出以及公务员工资等支出方面投入较高，导致财政支出持续增长，2017 年 1-10 月中央政府财政支出中社会保障金占比为 43.79%，较上年增加 3.15%。财政赤字约为 5377.9 亿雷亚尔，较上年同期增长 3.49%，赤字规模进一步扩大。特梅尔担任巴西总统后致力于平衡财政，推行国家控股部门私有化的改造计划、社会保障制度改革以及养老制度改革等，旨在提高国有企业生产力、削减开支和提高公共开支效率等，但改革推进阻力较大，削减开支的方法效果甚微，今年 7 月，巴西政府决定提高燃料税以增加政府收入，未来巴西政府将继续实行紧缩性财政政策以减小财政赤字。

图表 33. 巴西中央政府财政收支情况（单位：百万雷亚尔）



数据来源：Wind、IMF，新世纪评级整理

## 五、巴西经济、政策总结与展望

2017 年上半年，在结构性改革效果开始显现、大宗商品价格回升以及全球经济持续复苏的有利外部环境支持下，巴西对外贸易明显增长，经济迎来复苏。巴西制造业和服务业进入扩张状态，前期高通胀压力消除，但消费和投资表现依然疲弱，就业形势亦不容乐观。在通胀压力消除、汇率走势趋于稳定的情况下，巴西央行多次下调隔夜利率，后期虽无继续大幅下调的空间，但 2018 年巴西央行料将隔夜利率维持在目前相对低的水平或者继续下调 1~2 次。巴西财政改革推进阻力较大，削减开支的效果甚微，通过财政紧缩来实现财政平衡的目标短期内难以实现。

2017 年巴西总统因受贿再陷政治危机，有损巴西投资者信心，同时巴西社会保障制度改革及养老制度改革引发国内动荡，对政治稳定性造成一定威胁，2018 年巴西将迎来总统大选，后期发展态势值得关注。巴西政府投资计划对国内投资增长形成一定支撑，但巴西经济结构较为单一，经济增长过度依赖石油、铁矿石以及农产品等大宗商品出口，抗风险能力较差，后期巴西经济能否延续复苏将主要取决于大宗商品价格走势及国内政治因素。

## 第四部分 南非政局不稳定拖累经济增长

2017年上半年，南非内需不稳、外需小幅改善、经济扩张低迷、通胀水平下降、失业率攀升，“新经济增长路线”执行效果不佳，受政局不稳拖累，经济增长前景不容乐观。南非就业问题亟待解决，否则极易引起社会不稳定，给经济发展带来冲击。南非央行近五年来首度下调回购利率，2018年南非央行有动力、有空间继续下调回购利率来刺激经济增长，但预计利率下调频率不高。南非财政政策偏扩张，政府负债水平明显上升，但受制于主权等级下调压力及债务风险上升的现状，后期可能会逐渐将财政政策收紧以改善财政状况。

### 一、政局不稳，政治风险持续累积

南非自2017年3月以来，政局持续动荡。3月底南非总统祖马对内阁进行大规模改组，更换了10名部长和副部长。国际三大评级机构标普、惠誉及穆迪因内阁大规模改组一事先后对南非的主权信用等级进行了下调。

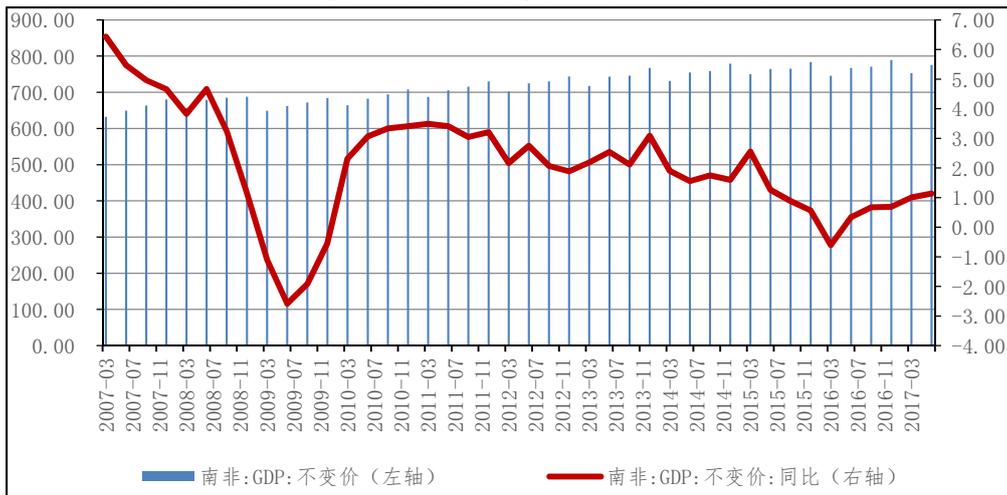
执政党非洲人国民大会（简称“非国大”）将于2017年12月进行党内大选，选出包括党主席、总书记等新领导集体，祖马的党主席一职届时将移交给新人。如在2019年的全国大选中，非国大再次取得胜利，新总统将由今年选出的非国大新主席担任。本年8月祖马顺利度过因内阁改组而引发的不信任决议，表面上看非国大依然稳定，但隐患也较为突出。非国大背负祖马的负面政治资产，将影响南非选民对非国大的信心和支持率，甚至可能进一步影响2019年的选情。30多名非国大议员在不信任决议中的“反水”也说明非国大内部的反祖马势力并不小，党内分歧已经逐步公开化。同时，反对党和执政党之间的冲突也为南非未来政局埋下不安定因素。

非国大自身的政策风向也有所变化，据非国大的第五次会议显示，南非未来可能对土地取消征收补偿，并且可能将南非央行国有化。此举可能会使得风雨飘摇的南非局势存在更多的不确定性。在南非日益恶化的政治风险影响下，南非的经济增长、金融稳定性及财政的下行风险将持续。

### 二、经济扩张低迷

南非的经济结构相对单一，主要依赖于采矿业。受益于良好的外部宏观环境、大宗商品价格回升、降雨充沛导致的农业部门表现良好以及罢工减少，2017年前两个季度南非GDP增速小幅上升，实际GDP分别为7.53千亿南非兰特和7.75千亿南非兰特，当季同比增速分别为1.01%和1.13%。

图 34. 南非季度 GDP 总量及增长率 (单位: 十亿兰特、%)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

2017 年 1-10 月南非制造业采购经理指数 (PMI) 持续缓慢下行, 最高点为 1 月的 51.3%, 最低点为 9 月的 48.5%, 经济扩张低迷。在政治风险不断积累的情况下, 南非经济扩张前景不容乐观。

图 35. 南非制造业 PMI 指数 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

### 三、通胀下降, 失业率居高不下

2017 年前三季度南非通胀水平虽整体下降, 但仍处于南非央行设定的 3%-6% 的通胀目标区间。2017 年 1-7 月, 南非 CPI 由 6.79% 降至近两年最低水平 4.36%, 随后在 9 月小幅回升至 4.86%, 通胀水平基本在央行设定的目标区间内运行。2017 年南非通胀水平的整体下降, 主要是因为农业产出表现良好。2015 年下半年开始, 因南非遭遇严重干旱, 大旱造成的粮食大幅减产使得南非由粮食出口国变成进口国, 而兰特的贬值又增加粮食等必需品的进口成本, 国内食品价格随之增长, 加剧了通胀水平。南非在 2017 年已基本摆脱前期大旱的影响, 第一、二季度农业增加值同比增速分别达到 10.3% 及 28.9%。国内食品价格回落带

动通胀水平下降。

2017年1-9月，因经济扩张低迷，南非失业率大幅攀升，就业问题不容乐观。虽然祖马政府在2010年就提出“新增长路线”发展战略，计划通过设立经济特区、建设基础设施项目等手段增加就业岗位，争取在10年内把失业率降至15%，然而就业状况并未得到改善，失业率反而不断攀升，2017年9月失业率高达27.7%，创历史新高，其中青年失业问题尤为突出，15-24岁的青年人失业率接近56%。近期南非矿业领域裁员消息频发，恐令南非失业问题雪上加霜。南非就业问题亟待解决，否则极易引起社会不稳定，给经济发展带来冲击。

图表 36. 南非通货膨胀水平及失业率 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

#### 四、内需不稳，外需小幅改善

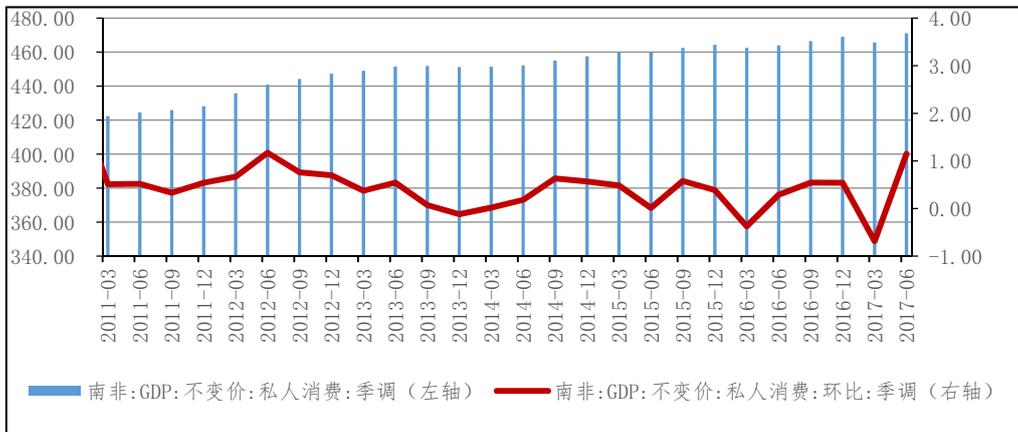
从拉动经济的需求结构来看，消费占主导地位。2017年前两个季度，南非最终消费支出环比增速分别为-0.62%及0.91%，较以往年份波幅明显扩大。其中，私人消费支出环比增速分别为-0.68%及1.15%。尽管南非平均工资稳步增长，但失业率攀升和贫富差距大致使消费意愿和能力下降，是未来南非消费增长的主要障碍。

图表 37. 南非最终消费支出及环比 (单位: 十亿兰特, %)



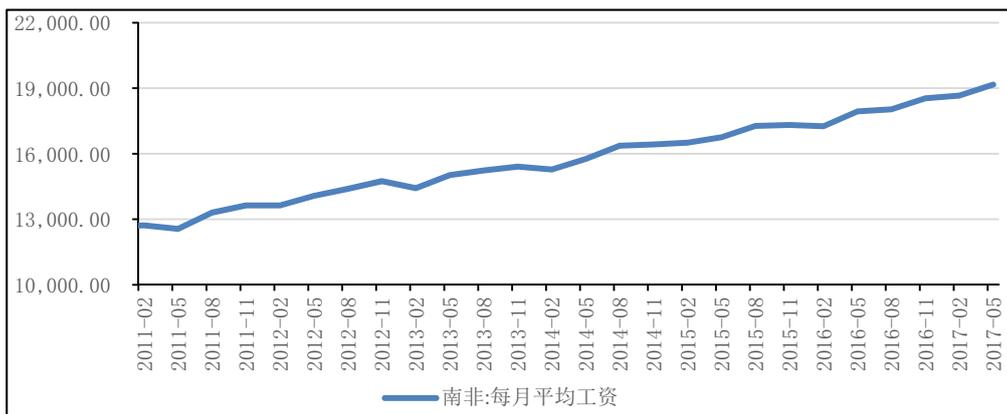
数据来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 38. 南非私人消费支出及环比 (单位: 十亿兰特, %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 39. 南非平均工资 (单位: 兰特)

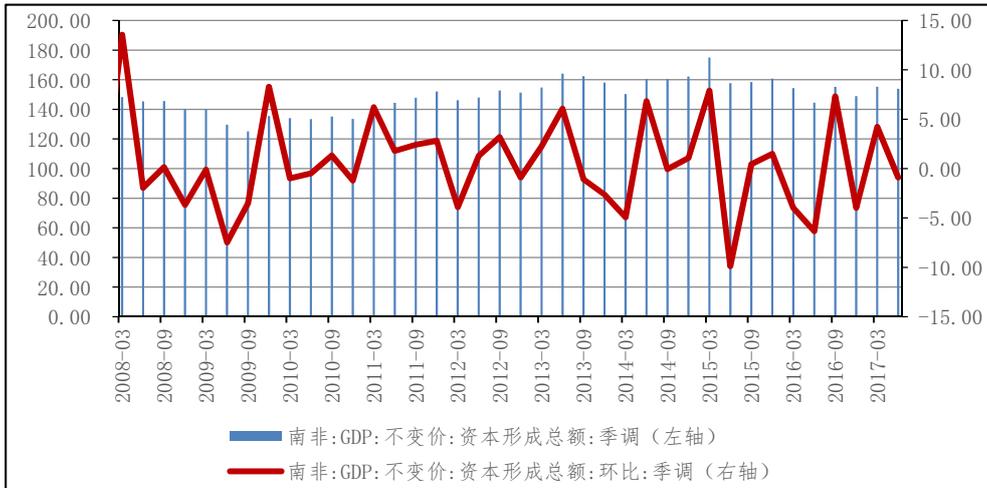


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

2017 年上半年, 南非投资继续呈增减交替的波动状态, 前两个季度总投资环比增速分别为 4.22%和-0.89%。南非国内政局不稳, 面临劳资关系紧张、基础设施差、电力短缺及种族矛盾等诸多问题, 国内投资环境不稳定, 制约其投资稳

定增长。

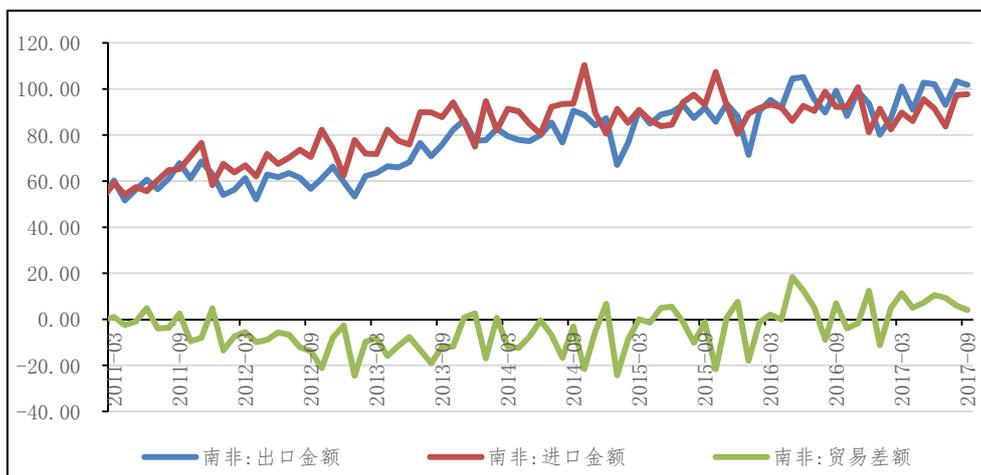
图表 40. 南非资本形成总额及环比 (单位: 十亿兰特, %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

南非出口主要为资源类产品, 如各类矿产和贵金属。2017 年前三季度, 在全球经济复苏向好及资源类产品价格回升带动下, 南非对外贸易在波动中小幅增长。2017 年前三季度南非进出口总额分别为 5322.44 亿兰特、5688.07 亿兰特及 5771.46 亿兰特, 同比增速分别为 4.45%、-1.91%及 4.81%。其中, 出口总额分别为 2685.51 亿兰特、2957.79 亿兰特和 2982.27 亿兰特, 同比增速分别为 4.45%、-1.91%和 4.81%。前三季度累计实现贸易顺差 469.14 亿兰特, 较上年同期增加 302.90 亿兰特, 对经济增长形成一定支撑。

图表 41. 南非贸易状况 (单位: 十亿兰特)



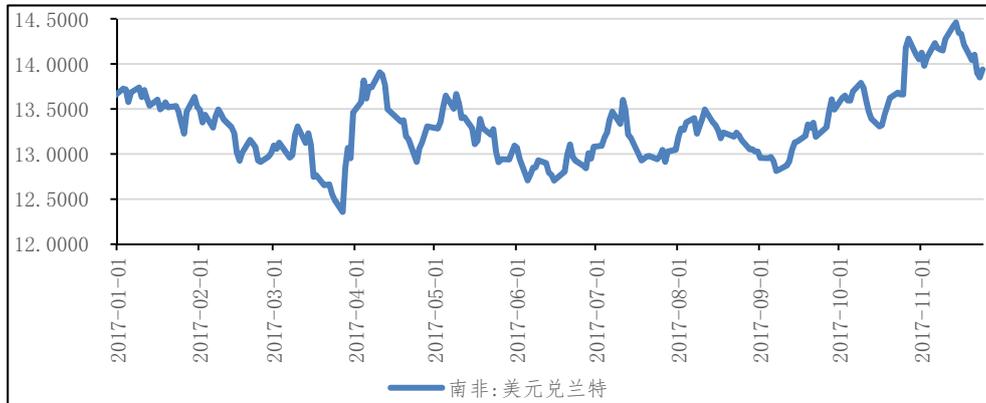
数据来源: Wind, 新世纪评级整理

## 五、央行五年来首度降息

2017 年 1-11 月美元兑南非兰特基本围绕 13.5 上下波动, 但部分时段波动幅度较大, 汇率走势稳定性不高。其中, 3 月-4 月, 受内阁换血及被国际评级机构

降级的影响，兰特兑美元汇率一度贬值约 10%。9 月-11 月中旬，受美联储启动缩表影响，兰特兑美元汇率贬值约 12%。

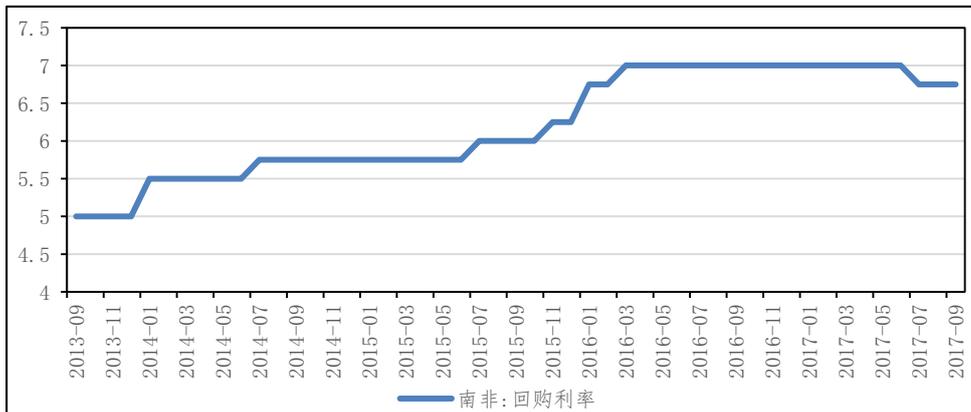
图表 42. 南非兰特汇率 (单位: 兰特/美元)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

南非央行此前多次加息以抑制通胀，2014 年 1 月至 2016 年 3 月累积加息 200 个基点，从 5.5% 逐步提高至 7.0%。随着今年通胀水平整体下降，南非央行于 2017 年 7 月下旬下调利率，将回购利率下调 25 个基点至 6.75%，此为南非央行五年以来首度降息。南非经济扩张低迷、内需不稳，在通胀已下降至目标区间下界附近的背景下，2018 年南非央行有动力、有空间继续下调回购利率来刺激经济增长，但考虑南非兰特汇率走势不稳及美欧货币政策，预计南非央行的利率下调频率不高。

图表 43. 南非回购利率水平 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

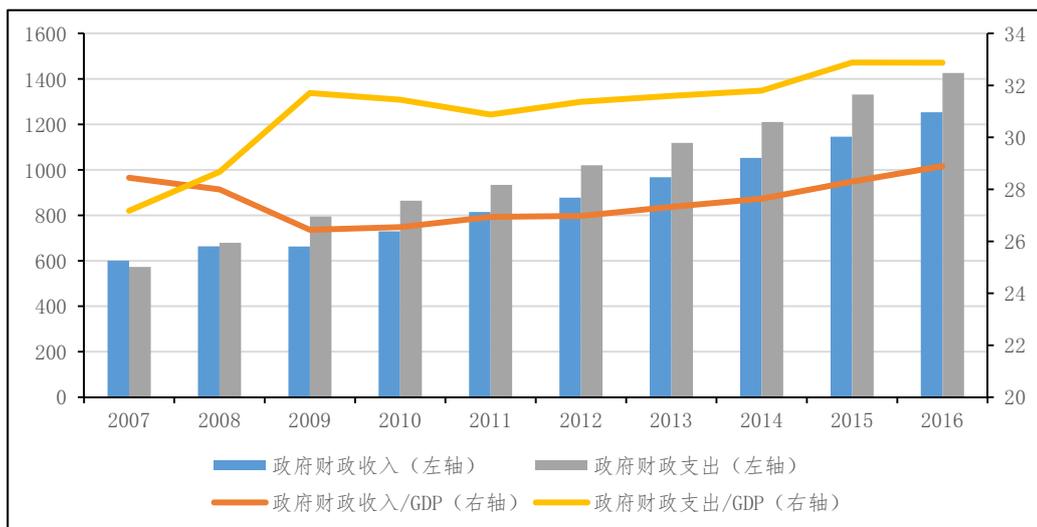
## 六、财政压力大，主权遭降级

南非政府近年提出多项发展规划，如《国家基础设施规划》、《2030 年国家发展规划》等，加大公路、铁路、港口、电力等基础设施领域投资，支持经济发展。南非财政政策偏向于扩张性，财政赤字率约为 4%。在常年的财政赤字推动下，南非政府债务不断累积，政府债务总额一路攀升，2016 年政府债务总额与 GDP

的比值为 51.7%，是 2007 年的两倍左右，在经济扩张低迷以及国内政局不稳情况下，政府债务风险上升。

鉴于南非财政方面的压力与不明朗的经济前景，2017 年 11 月 25 日标普再次下调了南非的主权评级，将南非的“长期本币评级”从投资级最低一档的“BBB-”调整为垃圾级最高一档的“BB+”；穆迪也将南非放入负面观察名单之中。南非政府可能迫于调级压力，继而在未来逐渐将财政政策收紧以改善财政状况。

图表 44. 南非财政收支 (单位: 十亿兰特、%)



数据来源: IMF, 新世纪评级整理

图表 45. 南非政府债务 (单位: 十亿兰特、%)



数据来源: IMF, 新世纪评级整理

## 七、南非经济、政策总结及展望

2017 年上半年，南非经济扩张低迷，政局不稳给经济发展前景蒙上阴影。得益于农业发展较好，南非国内食品价格回落带动通胀水平下降至央行目标区间下界附近；南非“新经济增长路线”效果不佳，失业率大幅攀升，其中青年失业问题尤为突出，就业问题亟待解决，否则极易引起社会不稳定，给经济发展带来冲

击。南非国内消费和投资需求增长不稳，高失业、劳资关系紧张、基础设施落后以及种族矛盾等对国内需求增长形成制约；在全球经济复苏向好及资源品价格回升带动下，南非对外贸易小幅改善，对经济增长形成一定支撑。

在通胀水平下降、经济扩张低迷及内需不稳的背景下，南非央行近五年来首度下调回购利率，2018 年南非央行有动力、有空间继续下调回购利率来刺激经济增长，但考虑南非兰特汇率走势不稳及美欧货币政策，预计利率下调频率不高。南非财政政策偏扩张，政府负债水平明显上升，但受制于主权等级下调压力及债务风险上升的现状，后期可能会逐渐将财政政策收紧以改善财政状况。

# 公司刊物

## 书籍系列



资信评级



英汉信用评级  
词汇手册



信用评级基础  
知识

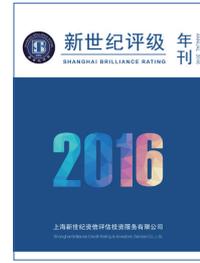


新世纪信用评级  
研究与探索



新世纪信用评级  
国际研究

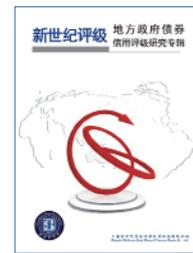
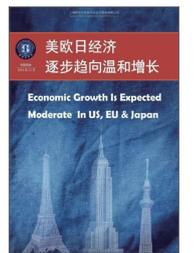
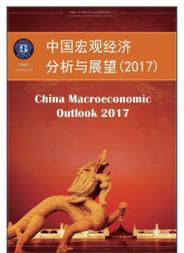
## 期刊系列



新世纪评级（季刊）

新世纪评级（年刊）

## 研究系列



宏观经济分析与展望

地方政府债券信用评级研究



行业信用分析报告

上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*



地址：中国 上海 汉口路398号华盛大厦14楼  
邮编：200001  
电话：021-63501349 021-63500711  
传真：021-63500872  
E-mail: [mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)  
<http://www.shxsj.com>