

智利共和国 2021 年度主权评级报告

项目负责人：杜凌轩 lxdu@ccxi.com.cn

项目组成员：王家璐 jlwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 11 月 26 日

智利共和国 – A_g/稳定

评级观点：中诚信国际评定智利共和国（以下简称“智利”）主权信用级别 A_g，评级展望为稳定。中诚信国际认为，在智利经济进入下行周期的背景下，新冠疫情的爆发导致智利经济严重衰退，财政收入锐减、疫情相关支出大幅增加推升了政府财政赤字及债务负担，并导致外债水平进一步攀升，智利的财政、偿付实力均有所恶化，但智利的财政基础较好，财政空间较为充足且政府融资渠道通畅，得益于疫苗高覆盖率以及大规模的支持措施的落地，智利经济有望持续复苏；同时，智利的制度实力较强，政府效能较高且司法体系较为完善，均对其主权信用水平构成支撑。

概况数据

	2018	2019	2020	2021F
实际 GDP 增长率 (%)	3.7	0.9	-5.8	8.0
通货膨胀率 (CPI, %)	2.1	3.0	3.0	4.0
一般政府财政余额/GDP (%)	-1.7	-2.9	-7.3	-8.6
一般政府债务/GDP (%)	25.6	28.2	32.5	34.6
一般政府利息支出/政府收入 (%)	3.8	4.3	4.8	3.8
(经常账户余额+FDI)/GDP (%)	-1.7	-2.5	0	1.1

正面

■ **智利经济发展起步较早，是拉美经济较发达的国家之一。**在自由市场改革的带动下，智利经济多年保持较快增长，其综合竞争力、经济自由化程度、市场开放度均为拉美之首。

■ **智利财政实力较强，政府融资渠道通畅。**得益于审慎的财政政策框架和有利的债务结构，智利的财政基础较好。疫情冲击下，财政收入锐减、疫情相关支出大幅增加推升了政府财政赤字及债务负担，但债务水平仍低于同级别国家的中值。此外，智利政府融资渠道较为通畅，利息支出压力较低。

■ **智利制度实力较强，政府效能较高，司法体系较为完善。**智利基础设施较为完善，政府治理效率较高，全球治理指标得分在同级别国家中排名很高。智利司法体系较为完善，在腐败控制方面也处于较高的水平，为企业提供了较好的营商环境。

关注

■ **经济结构较为单一且对大宗商品依赖较大。**对大宗商品的依赖较大导致经济增长的韧性不足，在过去二十年中，智利的经济增长呈现下降趋势且波动率较高，疫情前智利经济已经进入放缓通道。

■ **外债的显著增长导致对外偿付实力有所恶化，对外偿付实力处于中等水平。**智利的外债水平自 2011 年以来持续上升，2020

年占 GDP 的比重超过 70%。私人外债的显著增长对于智利的对外偿付实力构成压力。2020 年，智利的官方外汇储备为 378 亿美元，外汇储备对短期外债的覆盖倍数约为 1.99，处于中等水平。

■ **关注收入不平等问题造成的社会不稳定因素以及总统大选对于政治稳定性的影响。**“持续且严重的不平等”是智利面临的关键挑战之一。收入不稳定引发的抗议潮对于智利的政治稳定性产生一定冲击。2021 年 11 月 21 日智利举行总统选举和国会换届选举，新一届总统将面临新宪法的制定、疫后经济修复等多重挑战。

评级展望

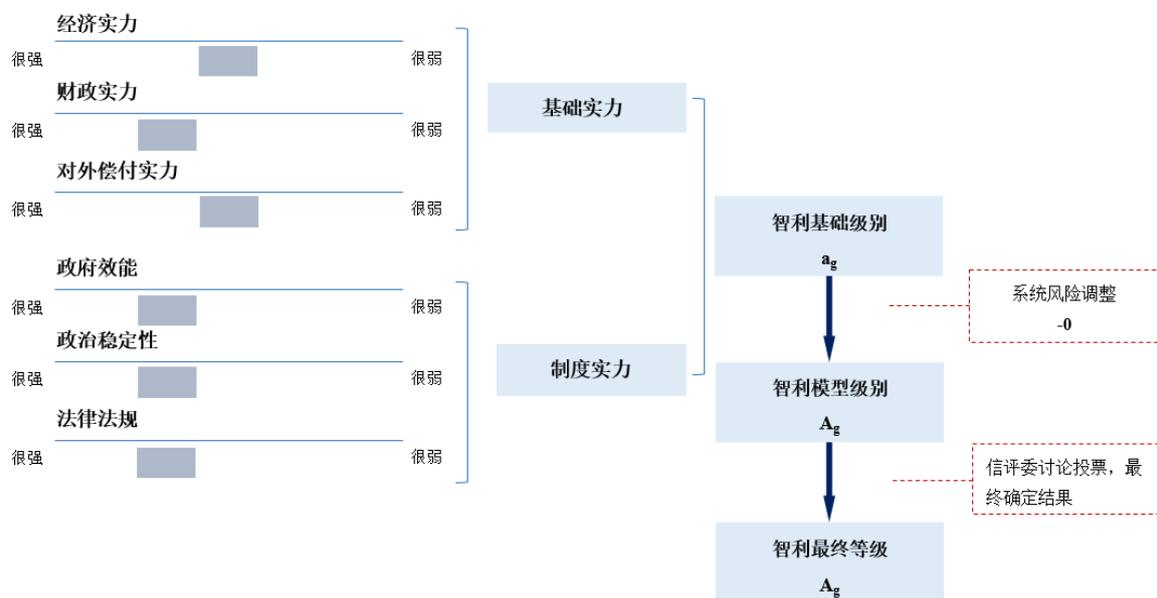
■ 中诚信国际认为，智利信用水平在未来 12-18 个月内将保持稳定。在智利经济进入下行周期的背景下，新冠疫情的爆发对投资及消费活动造成严重冲击，经济和财政风险均有所抬升，但智利相对较好的财政基础、较强的制度实力增强了智利抵御外部压力的能力，债务风险整体可控，预计其信用水平将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**如果未来智利宏观经济稳定增长且财政逐步实现稳固，并在长期内通过产业结构升级等措施改善经济增长前景，缩小贫富差距，将有利于提升智利的主权信用水平。

■ **可能触发评级下调因素。**若疫情持续并出现反复，导致智利国内宏观经济前景恶化，经济陷入衰退，且财政实力进一步恶化，中诚信国际将考虑下调其主权信用评级。

比较表

2020 年部分国家指标							
国家	级别	名义 GDP (十亿美元)	人均 GDP (美元)	实际 GDP 增长率 (%)	一般政府财政余额/GDP (%)	一般政府债务/GDP (%)	(经常账户余额+FDI)/GDP (%)
智利	A _g	253	12,999	-5.8	-7.3	32.5	0.0
波兰	A _g	596	15,539	-2.7	-7.0	57.5	5.0
爱沙尼亚	A _g ⁺	31	23,297	-2.9	-4.9	18.2	8.8
斯洛伐克	A _g	1040	19,105	-4.8	-6.1	60.3	-2.5

评级模型


主权评级观点

基础实力

经济实力

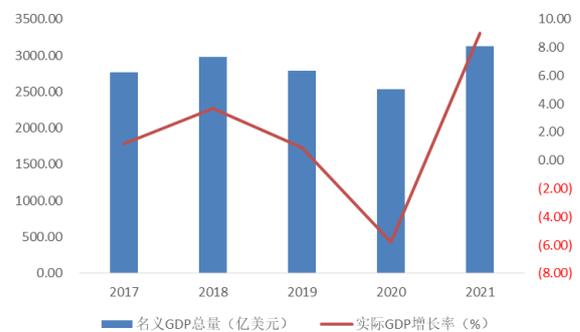
在经济进入下行周期的背景下，新冠疫情的爆发导致智利经济陷入大萧条以来最严重的衰退；得益于疫苗高覆盖率以及大规模的支持措施，2021年智利经济有望反弹8%

智利经济发展起步较早，是拉美经济较发达的国家之一。智利自然资源丰富，矿业、林业、渔业和农业是国民经济四大支柱，其中铜矿业最为发达，智利是世界上铜矿储量最多的国家，占世界总储量的近30%。自1974年皮诺切特军政府执政后实行经济改革，智利调整产业结构，全面开放市场，拓展全方位自由贸易。2010年，智利成为南美洲第一个OECD成员国。在自由市场改革的带动下，智利经济多年保持较快增长，其综合竞争力、经济自由化程度、市场开放度均为拉美之首，被视为拉美经济发展的样板。从20世纪90年代末到21世纪中叶，智利实际GDP增长保持在4%-5%。但经济结构较为单一且对大宗商品依赖较大导致智利经济增长的韧性不足，在过去二十年中，智利的经济增长呈现下降趋势且波动率较高。在2006-2013年期间，得益于高铜价，智利经济增速保持在4%左右；而在2014-2017年间，随着全球大宗商品价格下跌，受外部需求疲软和投资信心下滑影响，经济平均增长率仅为1.7%。铜价回升以及商业和消费者信心的恢复推动了2018年GDP增长率达到3.7%，但2019年末的社会抗议给当年的经济带来了压力，导致实际GDP增长仅为0.9%。

疫情前智利经济已经进入放缓通道，2020年，疫情爆发对经济活动产生了严重的负面影响，GDP收缩了近6%。2020年中，失业率攀升至20%以上，生产及消费活动受到严重冲击。为应对疫情冲击，智利央行于2020年3月实施两次紧急降息，将政策利率下调至0.5%，并实施了大规模的流动性支持

措施。2021年，疫苗高覆盖率和大规模刺激政策的落地推动智利经济实现较快反弹。智利的疫苗普及率在拉美经济体中排名首位，截至8月初，智利已为约65%的人口接种了疫苗，疫苗普及率跻身全球前十。随着复产复工的推进，失业率下降至10%以下，2021年第二季度，智利GDP同比增长17.2%，零售业和服务业表现强劲，私人消费将推动经济持续反弹，叠加政府对于家庭及中小企业的支持措施，预计2021年GDP增速将达到8%。

图1：2017-2021年智利GDP总量和增速



资料来源：智利统计局，中诚信国际整理

财政实力

智利财政基础较好，但财政赤字处于上升通道，在疫情冲击下，财政收入锐减、疫情相关支出大幅增加推升了政府财政赤字及债务负担，导致智利的财政实力有所恶化

得益于审慎的财政政策框架和有利的债务结构，智利的财政基础较好。但自从2013年以来，由于政府收入减少以及在基础设施、教育和社会项目上的支出增加，智利的有效财政平衡连续出现赤字。2013-2019年间，政府的平均财政赤字为GDP的2%，平均政府收入占GDP的比例较2006-2012年下降了1.7个百分点，而同期的支出上升了2.7个百分点。与此同时，与铜相关的政府收入占总收入的比例不断下降，2019年，铜相关收入仅占GDP的0.4%，而在大宗商品繁荣时期该比例高达5%以上。疫情冲击下，大规模的财政刺激措施导致财政平衡进一步承压，2020年政府财政赤字率由2019年的

2.9%上升至7.3%。截至2021年6月，政府在疫情支持措施上的累计支出已接近GDP的10%。8月11日，皮涅拉总统提出了总计70亿美元的额外措施，包括疫情支持措施的延长以及对工人的补贴等。预计2021年财政赤字占GDP的比重将进一步上升至8.6%。随着经济的恢复，预计2022年公共支出压力将逐步缓和。

在新冠疫情之前，持续的财政赤字导致政府债务不断积累。财政收支从盈余到赤字的转变导致2013年至2019年间政府债务水平持续上涨，由12.7%攀升至28.2%。2020年，疫情冲击下财政赤字的迅速攀升以及GDP的萎缩导致债务率增长4.3个百分点至32.5%。大规模的财政刺激政策导致政府债务负担能力承压，预计2021年一般政府债务占GDP比重将上升至35%，到2025年达到GDP的近45%，尽管财政状况有所恶化，智利的债务负担仍低于同级别国家的中值。同时，智利政府融资渠道较为通畅，利息支出压力较低。2020年，随着债务负担上涨和政府收入的下降，利息支出占政府财政收入的比值小幅抬升至4.8%，但仍处于较低水平，且随着2021年收入的强劲复苏，预计利息支出与收入的比率将有所改善。从债务结构来看，智利政府债务主要以本币债务为主，2020年外币债务占比为23.7%，偿债压力相对可控。总体来看，较好的财政基础、相对合理的债务结构以及通畅的融资渠道支撑了智利较高的财政实力。

图 2：2017-2021 年智利财政状况 (%)



资料来源：智利统计局，中诚信国际整理

对外偿付实力

智利经常账户持续呈现逆差，外债的显著增长导致对外偿付实力有所恶化，对外偿付实力处于中等水平，FDI净流入为其偿付实力提供部分支撑

2011年以来，智利经常账户持续呈现逆差，2011-2019年平均经常账户赤字为3.13%，而外国直接投资（FDI）净流入约为2%-3%，弥补了部分缺口。疫情冲击下，国内需求的急剧下降导致进口大幅下滑，而出口在中国经济快速反弹的带动下显示出较强韧性，进口下滑幅度高于出口使得2020年经常账户呈现盈余，约为GDP的1.3%；而净FDI流入由正转负，国际收支整体持平。2021年，在国内需求的带动下进口修复强劲，预计经常账户将呈现小幅赤字；同时，净FDI流入在2021年上半年快速反弹，达到76.8亿美元，预计全年将恢复至GDP的1.2%左右。随着疫情的恢复，智利的国际收支将维持小幅赤字。智利的外债水平自2011年以来持续上升，2020年占GDP的比重超过70%，而2011年仅为40%。外债的显著增长对于智利的对外偿付实力构成压力，而大量的私人部门外债与FDI流入和公司贷款有关，且短期外债占比低于10%，对于外部风险有所缓释。2020年，智利的官方外汇储备为378亿美元，外汇储备对短期外债的覆盖倍数约为1.99，处于中等水平。受益于开放的市场以及较为通畅的融资渠道，智利的外部流动性压力较低，偿债风险基本可控。

图 3：2017-2021 年智利国际收支状况 (%)



资料来源：智利统计局，中诚信国际整理

制度实力

智利制度实力较强，政府效能较高，司法体系较为完善，需关注收入不平等问题造成的社会不稳定因素以及总统大选对于政治稳定性的影响

智利实行单一总统制，自军人“还政于民”以来，智利的政治稳定性有所提升。2017年12月，中右翼联盟“智利前进”候选人、前总统皮涅拉赢得大选，于2018年3月就职。皮上任后，积极推进政治民主改革，出台提振经济举措，实行多元、务实的对外政策，智利经济社会形势总体保持稳定。长期以来在中右翼联盟的执政下，智利国内收入不平等的现象加剧，根据经合组织（OECD）今年2月发布的报告称，“持续且严重的不平等”是智利面临的一个关键挑战。2019年10月，智利首都公交系统票价上涨引发波及全国的抗议潮，对于智利的政治稳定性产生一定冲击。民众的主要诉求包括制定新宪法、改善公立医疗和公立教育、提高养老金和工资水平、降低公共服务费用等。2020年10月25日举行的全民公投中，大多数选民赞成通过全部由民选代表组成的“制宪会议”制定新宪法。2021年11月21日智利将举行总统选举和国会换届选举，新一届总统将面临新宪法的制定、疫后经济修复等多重挑战。政府效能方面，智利基础设施较为完善，政府治理效率较高，全球治理指标得分在同级别国家中排名很高。此外，智利司法体系较为完善，在腐败控制方面也处于较高的水平，为企业提供了较好的营商环境，有利于激发经济活力，助力智利经济的可持续发展。整体来看，智利的制度实力处于较高水平，中诚信国际将对总统大选、新宪法制定的影响保持关注。

系统风险

智利地缘政治风险和银行业风险较低，ESG风险处于中等水平

智利位于南美洲西南部的太平洋沿岸，北邻秘鲁，东北邻玻利维亚，正东邻阿根廷。由于地形狭长，智利缺乏战略纵深，但由于东部的安第斯山脉和北部的阿塔卡马沙漠阻隔，且受到邻国威胁较小，智利的地缘政治风险处于很低的水平。金融风

险方面，智利银行业运营情况良好，尽管盈利能力较低，但近年来融资及流动性不断改善。由于零售存款融资的增加、到期日延长以及新的流动性要求，尽管智利银行的贷款规模在不断扩大，但融资和流动性状况有所改善，且银行将推出更为严格的资本金规则。疫情冲击下智利银行体系表现出较强韧性，资本充足率保持在14%以上，流动资产约占总资产的20%。由于准备金增加和净利息收入呈下降趋势，银行系统的盈利能力有所下降，股本回报率从2009年的16.2%逐步下滑至8%以下。受益于智利政府广泛的流动性支持政策，2020年的不良贷款率维持在2%以下，处于很低的水平。总体来看，智利银行业的风险较低。

智利的ESG风险整体处于中等水平，其中环境和社会风险处于中等和较高水平，治理风险处于很低的水平。智利位于环太平洋地震带上，境内多火山，自然灾害频发且易受到干旱及荒漠化影响，导致其环境风险处于中等水平。为缓解气候冲击带来的影响，智利在清洁能源运输、可再生能源、土地利用等领域加大投入。在社会方面，收入不均引发的社会不满以及抗议活动导致社会风险有所上升，在住房、医疗、教育等方面公共支出的增加也对政府财政构成一定压力。治理方面，得益于完善的行政、立法和司法治理结构和审慎的政策执行，智利的治理风险处于很低的水平。

评级展望

中诚信国际认为，智利信用水平在未来12-18个月内将保持稳定。在智利经济进入下行周期的背景下，新冠疫情的爆发对投资及消费活动造成严重冲击，经济和财政风险均有所抬升，但智利相对较好的财政基础、较强的制度实力增强了智利抵御外部压力的能力，债务风险整体可控，预计其信用水平将保持稳定。

评级上调因素

如果未来智利宏观经济稳定增长且财政逐步实现稳固，并在长期内通过产业结构升级等措施改

善经济增长前景，缩小贫富差距，将有利于提升智利的主权信用水平。

评级下调因素

若疫情持续并出现反复，导致智利国内宏观经济前景恶化，经济陷入衰退，且财政实力进一步恶化，中诚信国际将考虑下调其主权信用评级。

近期关注

智利总统选举和国会换届选举于 11 月 21 日举行，新一届总统将面临多重挑战

11 月 21 日，智利举行全国大选，包括总统选举和国会换届选举。智利法律规定，总统不能连任，因此现任总统皮涅拉未参加今年的总统选举。7 月至 8 月间，智利举行了大选初选，确定了由不同党

派或党派联盟推举的七位总统候选人。根据智利选举法，在 11 月 21 日的正式选举投票中，如无人获得超过 50% 的得票率，则将由得票率排名前两位的候选人在 12 月 19 日参加总统选举第二轮投票，最终得票多者当选。智利选举委员会初步计票结果显示，极右翼候选人何塞·安东尼奥·卡斯特获票位居第一，左翼候选人博里克位列第二，两名候选人将在 12 月 19 日举行的第二轮投票中角逐总统职位，从第二轮候选人的执政理念来看，本届总统大选最终将成为“左右两种道路的竞争”。新一届智利总统将面临前所未有的挑战，主要包括新宪法的制定、社会深层次矛盾的解决，以及抗击新冠疫情并实现经济复苏等。

附一：智利主要数据

	2018	2019	2020	2021F
人口（百万）	18.8	19.1	19.5	19.7
人均 GDP（美元）	15,870	14,622	12,999	15,874
名义 GDP（十亿美元）	298	279	253	313
人均 GDP（PPP，美元）	24,744	24,969	23,366	--
实际 GDP 增长率（%）	3.7	0.9	-5.8	9.0
通货膨胀（%）	2.1	3.0	3.0	4.0
一般政府财政余额/GDP（%）	-1.7	-2.9	-7.3	-8.6
一般政府债务/财政收入（%）	116.3	130.2	162.3	146.3
政府利息支出/财政收入（%）	3.8	4.3	4.8	3.8
一般政府债务/GDP（%）	25.6	28.2	32.5	34.6
（经常账户余额+FDI）/GDP（%）	-1.7	-2.5	0	1.1
外汇储备（十亿美元）	38.73	39.48	37.8	39.0
国际投资净头寸/GDP（%）	-21.2	-14.4	-9.9	--

附二：信用等级符号及定义

主权等级符号	含义
AAA_g	受评对象的经济、财政实力极强，融资渠道畅通，基本不受不利环境的影响，违约风险极低。
AA_g	受评对象的经济、财政实力很强，系统风险敏感性很低，中期内没有重大清偿问题，违约风险很低。
A_g	受评对象的经济、财政实力较强，系统风险敏感性较低，中期内没有重大清偿问题，违约风险较低。
BBB_g	受评对象的经济、财政实力一般，不利环境在短期内不会影响债务的清偿，违约风险一般。
BB_g	受评对象的经济、财政实力较弱，目前没有明显的清偿问题和切实的调整能力，违约风险较高。
B_g	受评对象在不利环境的影响下，很有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险很高。
CCC_g	受评对象在不利环境的影响下，极有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险极高。
CC_g	受评对象在不利环境的影响下，基本不能保证偿还债务。
C_g	受评对象在不利环境的影响下，无法偿还债务。

注：除 AAA_g 级，CCC_g 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。