

2025 年 02 月 10 日

海外新兴市场的金融旗舰

——“一带一路”出海行之巴西篇：巴西金融体系概览

证券分析师

李一民 A0230515080002
liyim@swsresearch.com
董易 A0230519110003
dongyi@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

李一民
(8621)23297818x
liyim@swsresearch.com

大类资产配置

证券研究报告

- 巴西是中国企业出海的重要目的地，同时也是资本市场互联互通的潜在合作国。为帮助投资者理解参与巴西资本市场时面临的金融环境，我们对巴西的金融体系作概要阐述，以期作为国内跨境投资巴西作参考。本文从介绍巴西的金融机构体系开始，总结银行、证券、保险等各类巴西金融业务的特点和代表性机构。然后，简要阐述巴西金融业面对的监管体系，以及使用的金融基础设施。最后，概述巴西的股票、衍生品、债券、外汇等金融市场的基本情况和特点，以及跨境投资者参与巴西金融市场交易的各项费用。本文要点总结如下：
- **要点 1：**巴西金融机构体系规模庞大，在新兴市场中仅次于中国。截至 2022 年末，巴西的金融机构系统资产规模约 6.1 万亿美元，全球排名第 16 位。其金融机构体系由混业经营的银行金融集团主导，头部集团有伊塔乌、巴西银行、联邦储备银行、布拉德斯科和桑坦德(巴西)等。巴西银行业呈现国有银行、私人控股银行和外国控股银行“三足鼎立”的格局。其银行业集中度高，前 5 大银行的规模占比约 80%。并且，巴西大型综合银行通过控股子公司提供非银信贷、证券、保险等多元金融服务，在各类非银金融中介业务中也占据优势地位。
- **要点 2：**巴西鼓励信贷领域的金融科技发展，非银信贷机构种类多、规模大。以主营线上信贷的 NUBANK 为代表，截至 2024 年 3 季度末，其活跃客户已达 8410 万人。NUBANK 资产规模近 5 年维持高增长，已成为巴西第 12 大金融机构。
- **要点 3：**巴西金融市场发达，B3 交易所享誉全球，成交量位居世界前列，其交易标的广泛覆盖股票、债券、外汇及各类衍生品等金融工具。截至 2023 年 12 月，B3 交易所上市公司 380+ 家，规模达 7,779 亿美元。圣保罗指数是巴西主要股指，成分股涵盖最具流动性的 80+ 只股票，总市值超全市场 80%。衍生品市场方面，2023 年巴西衍生品市场成交量达 83.15 亿手，占全球场内衍生品市场份额的 6.06%，在经济体排名中位居第四。在交易所排名中，B3 交易所衍生品成交量也稳居全球第二。期货成交规模占衍生品市场六成以上，达 44.21 亿手。股票衍生品成交最活跃，占总成交规模的 70% 以上，利率及汇率衍生品成交占比 15% 和 8%；大宗衍生品方面，交易以农产品期货为主，麦子、牛肉、大豆和咖啡期货是核心品种。
- **要点 4：**巴西证券市场对跨境投资者基本没有投资范围、额度、交易频率等投资交易行为的限制，且投资费用较低廉。跨境投资者主要需支付包括收入税、金融操作税 (IOF)，以及交易所向经纪商收取的交易费、结算费等。其中收入税一般为 15%，同时有诸多豁免缴纳的情形。金融操作税面向各种金融交易征收，对于跨境投资者，外汇兑换和证券买卖均可能需要缴税。但是，目前投向巴西资本市场的外汇兑换雷亚尔操作，以及交易股票、ETF、衍生品已被豁免缴纳 IOF。在投资固定收益类证券且持有期小于 1 个月、以及将雷亚尔兑换成外汇时，需要缴纳 IOF。
- **要点 5：**巴西的债券信用风险、汇率风险不可忽视。巴西实际利率超过 20%，部分贷款利率达 50% 以上，且不良率显著高于中美。巴西实行有管理的浮动汇率制，外汇远期是巴西央行稳定汇率的核心工具。巴西还实行严格的外汇管制，外币需兑换成雷亚尔方可使用。雷亚尔相对美元长期呈现贬值趋势，汇率波动率长期维持年化 10% 以上。金融操作税税率和征收范围经常随巴西宏观经济状态改变而发生变动，投资巴西需要关注 IOF 最新政策。



申万

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn

风险提示：巴西经济和监管政策出现变化，汇率波动风险，汇率汇率波动不及预期等。

申万宏源证券有限公司 2025 年 2 月 10 日发布

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

1. 巴西的金融机构体系：大型综合性银行主导，金融科技含量稳步提升.....	6
1.1 巴西的银行业：高集中度、高利率，金融科技成趋势.....	10
1.2 巴西的非银行金融机构：集合投资工具、影子信贷机构繁荣，仍存在金融深化潜力	18
2. 巴西的金融监管：分业监管为主的多层次体系	29
3. 巴西的金融市场：拉美的旗舰市场	31
3.1. 证券市场：多元化投资的拉丁美洲门户	31
3.2. 衍生品市场：全球衍生品市场的热带标杆	36
3.3. 巴西债券市场：以挂钩多种指数为特色	39
3.4. 巴西的外汇市场：外汇远期交易为特色	44
3.5. 巴西证券市场投资成本：费用低廉、对跨境投资友好.....	48
4. 风险提示.....	51

图表目录

图表 1: 巴西的金融机构规模在新兴经济体中仅次于中国.....	7
图表 2: 巴西金融机构相对 GDP 的规模略高于新兴市场平均水平.....	8
图表 3: 巴西的银行业在金融业的规模占比明显低于新兴经济体平均水平	9
图表 4: 巴西金融机构中的其他金融中介部分规模扩张明显	9
图表 5: 巴西的其他金融中介机构的高增长, 可部分地归因于基准利率下降.....	10
图表 6: 巴西拥有近 1000 家银行机构, 总资产规模约 2.7 万亿美元	10
图表 7: 巴西银行业近一半的份额由私人控股银行构成, 但国有银行、外国银行也占据重要地位	11
图表 8: 头部的国有银行、私人控股银行和外国银行在资产规模、分支数量上各有优势, 呈现“三足鼎立”的格局.....	11
图表 9: 以银行为核心的金融集团主导了巴西的金融机构体系.....	12
图表 10: 根据世界银行统计口径, 巴西银行体系的集中度远高于中美	12
图表 11: 巴西银行体系的信贷规模近 3 年稳步增长	13
图表 12: 巴西银行信贷规模的增速基本与 GDP 增速保持一致	13
图表 13: 巴西银行信贷规模与 GDP 比值远小于我国	14
图表 14: 巴西银行体系的不良贷款率偏高.....	14
图表 15: 巴西银行体系的资本充足率高于我国以及美国.....	15
图表 16: 巴西的存贷利率极高	15
图表 17: 巴西的实际利率维持在 20% 以上的水平.....	15
图表 18: 从信贷构成上看, 未指定用途的家庭贷款承担了最高的贷款成本	16
图表 19: 巴西相对其人口的商业银行分支机构数量约为美国的 2/3, 我国的 2 倍	17
图表 20: 巴西新兴的网络银行 NuBank 活跃客户数维持高速稳定增长	17
图表 21: 巴西新兴网络银行 NuBank 资产规模连续 5 年高增长	18
图表 22: 巴西的非银行金融机构规模在新兴经济体中仅次于中国	19
图表 23: 巴西银行集团通过旗下子公司, 涉足银行、保险、资管、证券等多个业务领域.....	20
图表 24: 巴西中央银行监管下的非银机构包括非银信贷公司、非银资本市场公司、支付机构等	21

图表 25: 巴西的非银信贷公司的规模较大, 典型的机构如 NUBANK.....	22
图表 26: ITAU 在投资银行、汇兑银行等多元银行业务中占据优势地位.....	23
图表 27: SAFRA、瑞信、BR PARTNERS 在巴西专业投资银行中规模排名前三.....	23
图表 28: 巴西 XP 集团在证券经纪交易领域规模优势明显, 其次是 BTG PACTUAL 和 ITAU	24
图表 29: 巴西最大的证券销售机构为 TERRA INVESTIMENTOS DTVM 旗下证券销售公司.....	25
图表 30: 巴西保险市场由头部金融集团主导, 资产规模前三位是 BB、BRADESCO 和 ITAU	26
图表 31: 产品结构上, 巴西保险市场的人寿保险产品占据绝对主导地位.....	26
图表 32: 2015-2022 年, 巴西保险市场各类产品的市场份额比较稳定.....	27
图表 33: 2020 年疫情后, 巴西毛保费收入规模恢复迅速	27
图表 34: 巴西保险公司对人口覆盖度以及与中国比较	28
图表 35: FSB 根据经济功能和风险程度界定了 5 类非银金融中介	28
图表 36: 相对于新兴市场平均, 巴西非银机构类型更加集中于集合投资工具.....	29
图表 37: 相对于其经济体量, 巴西非银机构规模高于新兴市场平均	29
图表 38: 国家货币委员会是巴西最高金融管理机构	30
图表 39: 巴西圣保罗证券交易所市值目前约占 GDP 比重 42%	31
图表 40: IBOVESPA 指数十大权重股以矿业、金融、能源和公用事业行业公司为主	32
图表 41: 可选消费、公用事业、金融、日常消费及材料行业公司是圣保罗指数成份的主要构成	32
图表 42: 金融行业总市值占 IBOVESPA 指数市值规模的 21.60%, 位居第一位.....	33
图表 43: IBOVESPA 指数屡创新高, 目前处于高位区间.....	33
图表 44: 巴西 IBOVESPA 指数逐年点位与累积年化收益率	34
图表 45: IBOVESPA 指数持续增长, 波动率长期表现平稳	34
图表 46: 近三年市场对巴西股市盈利能力和市场前景预期保持稳定	34
图表 47: 巴西股市交易不断活跃, 成交额连年突破万亿规模, 换手率水平明显改善	35
图表 48: IBOVESPA 指数成分股表现具有显著差异.....	35
图表 49: 巴西场内衍生品成交规模位居世界第四	36

图表 50: B3 交易所成交规模排行世界第二.....	37
图表 51: 期货成交规模比重超六成, 股票类衍生品成交规模比重超七成.....	38
图表 52: 2023 年期货交易占巴西衍生品成交规模比重超六成, 金融类衍生品交易最为活跃.....	39
图表 53: 巴西主权债券评级为非投资级	40
图表 54: 巴西债券结构逐步向长期化调整.....	40
图表 55: 债券占 GDP 比重波动上升.....	41
图表 56: 巴西债券市场中中长期债券占据主导地位.....	41
图表 57: 巴西债券市场的发行人结构主要由一般政府主导	42
图表 58: 巴西债券市场的持有人结构主要由金融公司占据	42
图表 59: 疫情结束后巴西国债收益率波动上升, 利差阶段性倒挂	43
图表 60: 巴西的基金利率受国内经济热度与国际利率变动影响	44
图表 61: 巴西货币政策对资本市场产生了显著影响.....	44
图表 62: 巴西外汇市场 2007 年以后快速扩张, 2016 年开始年化交易额稳定在 GDP 的 375% 左右.....	45
图表 63: 相对其经济体量, 巴西外汇交易的活跃程度远低于美国, 但已超过我国	45
图表 64: 2010 年开始, 外汇远期交易占比明显增加	46
图表 65: 巴西外汇市场的外汇即期、外汇远期交易占比显著高于中美	46
图表 66: 2011 年以来, 巴西雷亚尔对美元处于长期贬值的通道.....	47
图表 67: 巴西汇率的年化波动率长期维持在 10% 以上.....	48
图表 68: 对巴西的固收类证券进行短期投资, 需按投资收益的一定比例缴纳 IOF 税	50
图表 69: B3 交易所股票、ETF 交易的综合费率随交易额增大而更加优惠.....	50
图表 70: B3 交易所的美元期货交易的单位费用取决于交易量	51
图表 71: B3 交易所的在岸人民币期货交易的单位费用, 随交易量增大而更加优惠	51

巴西是资本市场互联互通的重要潜在合作国。其金融体系庞大，在发展中国家中仅次于我国，是全球新兴市场的标杆。

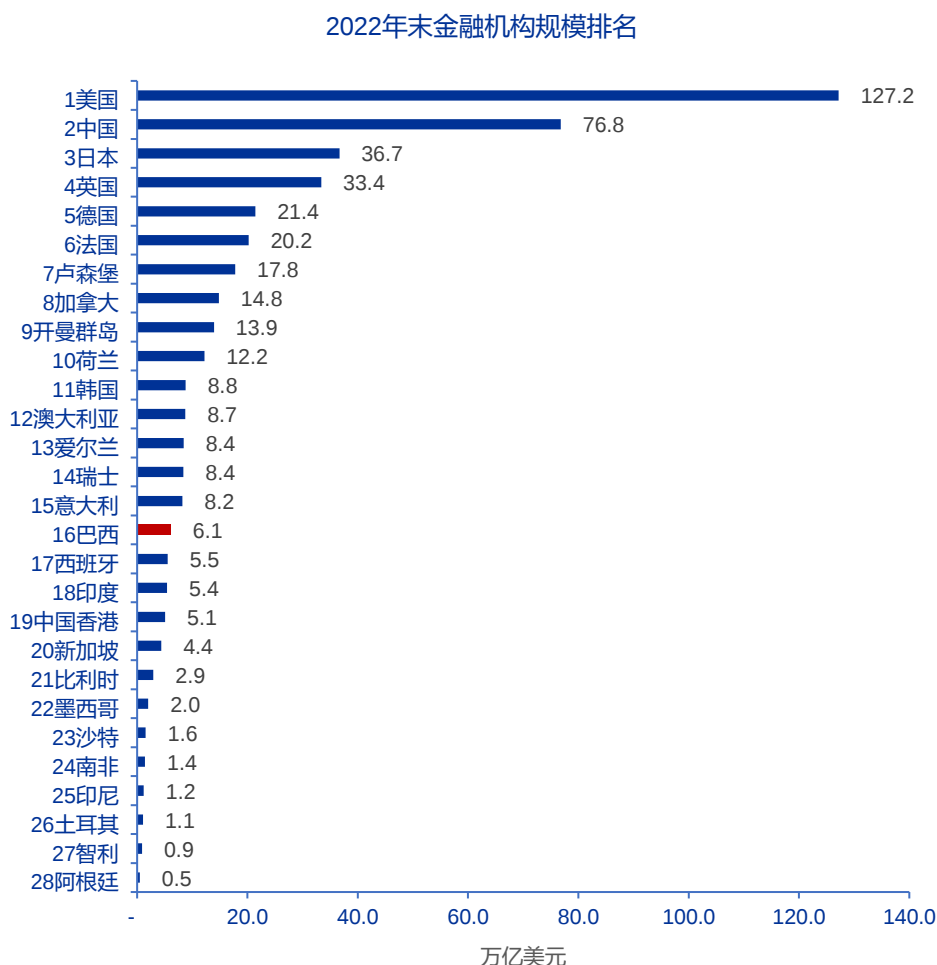
巴西的金融系统由金融机构体系、金融监管体系和金融基础设施，以及金融市场体系构成。其中，金融机构体系由大型综合性银行主导，金融科技成为未来重要发展方向。代表性机构包括伊塔乌联合银行、巴西银行、NuBank 等。金融监管以分业管理为主，兼有混业管理，主要监管机构包括国家货币委员会、中央银行、证券交易委员会、私有保险公司与开放式养老基金监管局，以及封闭式养老基金特别监管处等。金融基础设施主要包括支付结算系统、证券交易与托管系统等。金融市场包括证券、衍生品、债券、货币、外汇和保险等市场，B3 交易所是主要交易场所。

1. 巴西的金融机构体系：大型综合性银行主导，金融科技含量稳步提升

作为金砖国家和重要的新兴市场，巴西拥有拉丁美洲最庞大的金融机构体系。该体系由巴西中央银行监管，涵盖商业银行、保险公司、养老基金以及多元化的金融中介等，这些机构共同构建了一个复杂的金融服务网络，支撑着国家经济的发展，并且在全球金融治理中发挥着越来越重要的作用。

根据金融稳定委员会（FSB）统计，全球经济体的金融机构总体规模以及排名见下图。截至 2022 年末，巴西的金融机构系统资产规模约 6.1 万亿美元，在全球排名第 16。从规模来看，巴西金融机构总体规模不仅是拉丁美洲最大，在新兴经济体中也仅次于中国。

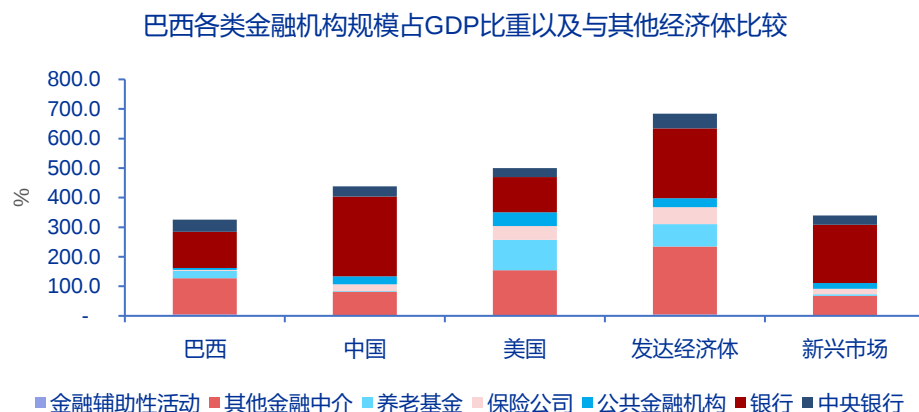
图表 1：巴西的金融机构规模在新兴经济体中仅次于中国



资料来源：FSB，申万宏源研究；截至 2022 年 12 月 31 日

巴西金融机构相对于其 GDP 的规模，以及与中国、美国以及发达经济体、新兴市场平均水平的对比见下图。由该图可见，巴西的金融机构规模约为其 GDP 规模的 326%，略低于新兴市场的平均水平（340%），远低于美国、以及发达经济体水平（分别为 499%和 685%），也比我国更低（438%）。这表明**相对其经济体量，巴西金融业仍有较大的增长潜力。**

图表 2：巴西金融机构相对 GDP 的规模略高于新兴市场平均水平

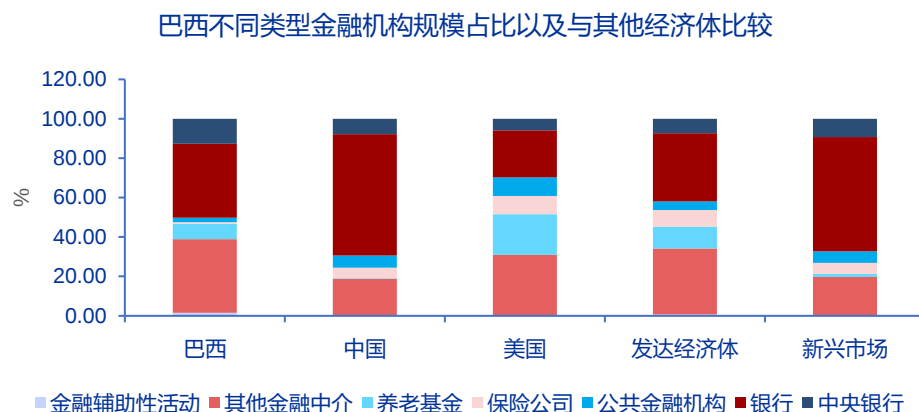


资料来源：FSB，申万宏源研究；截至 2022 年 12 月 31 日

从结构上看，巴西的金融业构成相比其他新兴市场，呈现出一定差异。FSB 将一个国家的金融机构分类为中央银行、银行、公共机构、保险公司、养老金、其他金融中介以及从事金融辅助性活动的机构。根据这一标准，巴西的各类金融机构占金融机构总规模的比例，以及与中国和其他经济体的对比见下图。巴西的银行、除了保险和养老基金以外的其他非银行金融中介在金融体系中的资产占比分别约 37.5%和 37.3%。而我国的银行资产规模远大于除保险、养老基金以外的其他非银行金融中介，两者在我国金融体系中的资产规模占比分别为 61.5%和 18.8%。同时，对于新兴经济体，两者的平均水平约 58%和 20%。**巴西的银行虽然是其规模最大的一类金融机构，但其在金融体系中的规模占比在新兴经济体中处于较低的水平。**实际上，巴西的银行业、其他金融中介的资产规模占比更接近发达经济体的平均水平（发达经济体的这两项指标分别为 34.5%和 33.6%）。

巴西银行业在金融机构体系中的低占比现状，背后有多重原因：其一，巴西银行的借贷利率极高，限制了银行资产端的扩张。这是银行业规模占比低的核心原因。其二，以 B3 交易所为代表的巴西金融市场体系较为发达，部分替代了间接融资市场；其三，除了传统的信贷业务以外，巴西的大型综合性银行多在其金融集团下设立子公司，开展“集合购买”等创新融资业务。这些子公司属于非银行金融中介机构，不包括在银行业规模内。最后，近年来，受益于金融科技的发展，巴西出现了一些创新性的线上信贷机构，对传统银行信贷业务形成冲击。一部分信贷机构可能不会归类为银行，而是归类为金融科技公司，使得银行业的规模占比降低。本文将在巴西银行系统以及非银机构的论述中，更详细地阐述这些巴西金融体系的特色。

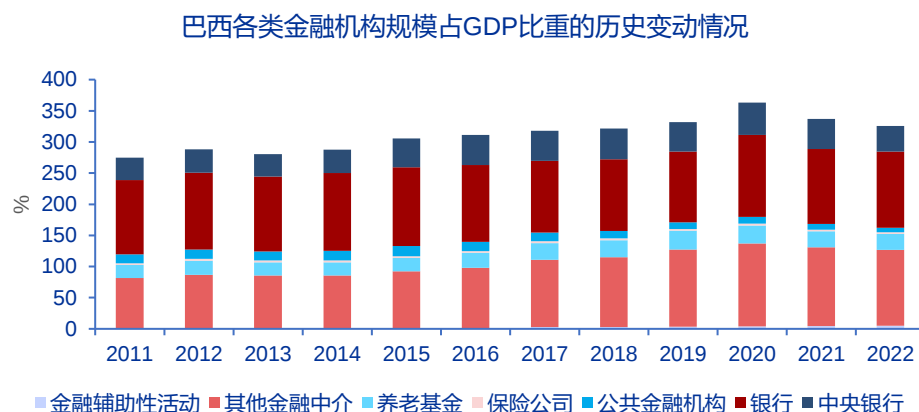
图表 3：巴西的银行业在金融业的规模占比明显低于新兴经济体平均水平



资料来源：FSB，申万宏源研究；截至 2022 年 12 月 31 日

从资产规模的历史变动来看，巴西的银行业规模与 GDP 比值相对比较稳定，而除保险和养老基金以外的**其他非银行金融中介相对 GDP 的规模增长明显**。从 2011 年到 2022 年每年巴西各类金融机构资产规模相对 GDP 的比值见下图。商业银行业规模相对 GDP 的比值维持在 120%到 130%左右，最低为 2011 年的 119%，最高为 2020 年的 131%。而其他金融中介与 GDP 的比例从 2011 年的 82%增长到 2022 年的 122%，呈现显著的扩张态势。

图表 4：巴西金融机构中的其他金融中介部分规模扩张明显

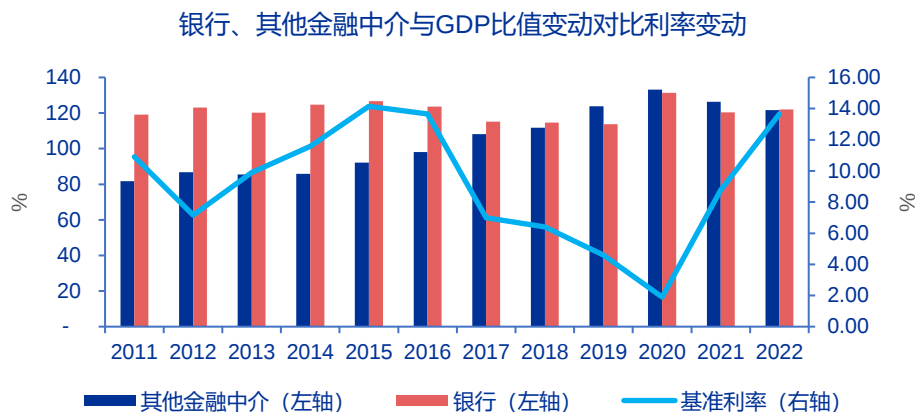


资料来源：FSB，申万宏源研究；截至 2022 年 12 月 31 日

除了归因于金融科技的发展以外，巴西的其他金融中介机构的高增长，一定程度上与**基准利率的变动有关**。2011 年到 2022 年银行、其他金融中介规模与 GDP 的比值变动对比巴西基准利率的变动见下图。2015 年开始，巴西的基准利率开始显著下降。这为当地企业和个人创造了较宽松的信贷环境。而银行体系受限于其居高不下的借贷成本，信贷规模提升不明显。与之相比，各类非银机构得益于资金成本的降低，其投

资和信贷业务的规模明显增长。这导致其他金融中介规模占 GDP 比值提高，而银行规模与 GDP 比值下降。自 2020 年以来，随着加息周期到来，银行和其他金融中介规模与 GDP 比值均有所下降。

图表 5：巴西的其他金融中介机构的高增长，可部分地归因于基准利率下降



资料来源：FSB, , 申万宏源研究；截至 2022 年 12 月 31 日

1.1 巴西的银行业：高集中度、高利率，金融科技成趋势

银行系统是巴西金融机构体系最重要的构成部分。截至 2024 年 6 月末，巴西境内银行类金融机构的数量合计达到 964 家，其中包括 168 家商业银行，792 家信用社和信用合作社，以及 4 家政策性开发银行。各类商业银行资产总规模达 2.4 万亿美元，在银行类机构中占比 88.5%。从分支机构数量上看，信用社和信用合作社的分支机构数量最多，为 9279 家。

图表 6：巴西拥有近 1000 家银行机构，总资产规模约 2.7 万亿美元

	机构数量	资产规模 (10亿美元)	分支数量 (不包括总部)	规模占比
银行	168	2,402.93	5,569	88.5%
信用社和信用合作社	792	166.45	9,279	6.1%
开发银行	4	145.18	-	5.3%
合计	964	2,714.56	14,848	

资料来源：巴西中央银行，申万宏源研究；截至 2024 年 6 月 30 日

从股东类型上看，私人控股银行占据巴西银行业的最大份额，但国有银行、外国银行也具有重要地位。巴西的私人控股银行有 881 家，资产规模占比为 48.1%，分支数量超过 1 万家。与此同时，国有银行和外国控股银行在巴西银行业也占据重要的地位。两者的资产规模占比分别为 35.4%和 16.4%。

根据巴西银行截至 2024 年 6 月末的统计，最大的国有银行、私人控股银行和外国控股银行分别是巴西银行、伊塔乌联合银行和桑坦德银行（巴西）。头部的国有银行、私人控股银行和外国银行在资产规模、分支数量上各有优势，整体呈现“三足鼎立”的格局。

图表 7：巴西银行业近一半的份额由私人控股银行构成，但国有银行、外国银行也占据重要地位

银行机构控股方类型	数量	资产规模（10亿美元）	分支数量（不包括总部）	规模占比
国有	14	962.04	1,642	35.4%
私人控股	881	1,306.97	11,710	48.1%
外国控股	69	445.55	1,496	16.4%
合计	964	2,714.56	14,848	

资料来源：巴西中央银行，申万宏源研究；截至 2024 年 6 月 30 日

图表 8：头部的国有银行、私人控股银行和外国银行在资产规模、分支数量上各有优势，呈现“三足鼎立”的格局

控股类型	同类型排名	银行名称	所属金融集团	资产规模（10亿美元）	分支数量（除总部）	规模占全部银行机构比重
国有	1	巴西银行 (BANCO DO BRASIL)	BB	405.10	512	14.9%
国有	2	联邦储蓄银行 (CAIXA ECONOMICA FEDERAL)	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	343.03	846	12.6%
国有	3	经济社会发展银行 (BNDES)	BNDES	139.00	0	5.1%
私人控股	1	伊塔乌联合银行 (ITAÚ UNIBANCO)	ITAÚ	363.17	1095	13.4%
私人控股	2	布拉德斯科银行 (BANCO BRADESCO)	BRADESCO	296.91	1048	10.9%
私人控股	3	BTG PACTUAL 银行 (BANCO BTG PACTUAL)	BTG PACTUAL	81.34	0	3.0%
外国控股	1	桑坦德银行（巴西） (BANCO SANTANDER (BRASIL))	SANTANDER	210.92	1482	7.8%
外国控股	2	花旗银行 (BANCO CITIBANK)	CITIBANK	36.47	8	1.3%
外国控股	3	JP 摩根银行 (BANCO J.P. MORGAN)	JP MORGAN CHASE	25.53	0	0.9%

资料来源：巴西中央银行，申万宏源研究；截至 2024 年 6 月 30 日

巴西的银行业实行混业经营，以银行为核心的金融集团主导了巴西的金融机构体系。根据巴西中央银行 2024 年 6 月末的数据，巴西共有 74 家金融集团。巴西的 168 家银行中，共有 95 家被金融集团控股，其资产规模占全部银行体系（包括银行、信用社和信用联合社、开发银行）的 82%。

截至 2024 年 6 月末，巴西中央银行监管的规模前 15 大的金融监管实体见下图。这些金融监管实体中，12 家是以银行为核心的金融集团，其余 3 家分别为巴西最大的政策性银行——经济与社会发展银行（BNDES）、最大的地区合作性银行——SICREDI 合作银行，以及新兴网络银行 NUBANK。其中，NUBANK 以经营线上信贷和储蓄为主营业务，实际上与银行业务极其相似，但是在监管上被归类为非银信贷机构。

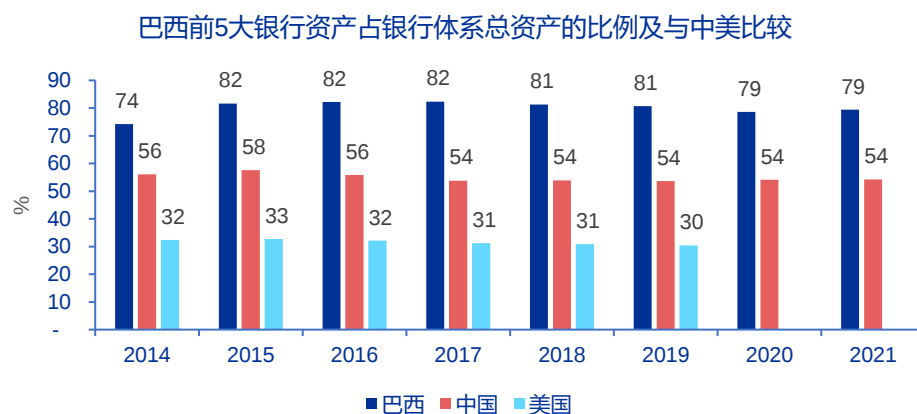
图表 9：以银行为核心的金融集团主导了巴西的金融机构体系

规模排名	金融集团/机构	是否金融集团	所有人	资产规模 (10亿美元)	规模占全部机构比重 (%)	分支数量 (包括总部)	控股银行数量	控股非银机构数量	旗下规模最大的机构	旗下规模最大的机构类型
1	ITAU	是	私人控股	480.03	16.3%	2,146	8	11	伊塔乌联合银行 (ITAÚ UNIBANCO S.A.)	银行
2	BB	是	国有	420.05	14.3%	4,006	2	2	巴西银行 (BANCO DO BRASIL S.A.)	银行
3	CAIXA ECONÔMICA FEDERAL	是	国有	343.04	11.6%	3,374	1	1	联邦储蓄银行 (CAIXA ECONOMICA FEDERAL)	银行
4	BRADESCO	是	私人控股	307.01	10.4%	2,606	8	8	布拉德斯科银行 (BANCO BRADESCO S.A.)	银行
5	SANTANDER	是	外国控股	228.87	7.8%	2,528	4	6	桑坦德银行 (巴西) (BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.)	银行
6	BNDES	否	国有	139.00	4.7%	5				
7	BTG PACTUAL	是	私人控股	108.76	3.7%	68	4	8	BTG PACTUAL银行 (BANCO BTG PACTUAL S.A.)	银行
8	SAFRA	是	私人控股	53.25	1.8%	176	4	6	SAFRA银行 (BANCO SAFRA S.A.)	银行
9	XP	是	私人控股	40.87	1.4%	14	2	3	XP银行 (BANCO XP S.A.)	银行
10	CITIBANK	是	外国控股	38.25	1.3%	57	2	2	花旗银行 (BANCO CITIBANK S.A.)	银行
11	BANCO COOPERATIVO SICREDI	否	私人控股	31.02	1.1%	6				
12	NUBANK	是	私人控股	26.30	0.9%	6	0	3	新金融公司 (NU FINANCEIRA S.A.)	非银信贷机构
13	BANCO SICOOB	是	私人控股	26.25	0.9%	7	1	1	SICOOB合作银行 (BANCO COOPERATIVO SICOOB S.A.)	银行
14	JP MORGAN CHASE	是	外国控股	25.35	0.9%	9	2	2	JP摩根银行 (BANCO J.P. MORGAN S.A.)	银行
15	BANRISUL	是	国有	24.37	0.8%	500	1	1	南里奥格兰德州立银行 (BANCO DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.)	银行
合计				2,292.41	77.8%	15,508	39	54		

资料来源：巴西中央银行，申万宏源研究；截至 2024 年 6 月 30 日；控股机构仅包括受巴西中央银行监管的银行或非银机构，不包括保险公司、养老基金公司。

横向对比中美，巴西银行体系集中度较高。根据世界银行的统计口径，巴西的前 5 大银行的资产规模合计占巴西银行业的 80% 左右，如下图所示。相比之下，我国前 5 大银行资产规模占比稳定在约 54%，美国的前 5 大银行规模占比维持在仅 30% 左右。由此可见，巴西银行体系的集中度远高于中国和美国。

图表 10：根据世界银行统计口径，巴西银行体系的集中度远高于中美



资料来源：FRED，申万宏源研究；美国数据截至 2019 年 12 月 31 日；中国、巴西数据截至 2021 年 12 月 31 日

从业务规模上看，巴西银行业的信贷规模在近 3 年维持了稳定增长的态势。2014 年至 2023 年巴西银行体系对私人非金融部门的信贷规模见下图。2015-2019 年巴西银行业的信贷规模维持在 1.1 万亿美元左右。2020 年受疫情影响下降到约 1 万亿美元。随后，在 2021 年到 2023 年维持了稳定的增长，到 2023 年增加到约 1.6 万亿美元。

图表 11：巴西银行体系的信贷规模近 3 年稳步增长



资料来源：申万宏源研究；截至 2023 年 12 月 31 日

从与 GDP 增速的对比来看，巴西银行业信贷规模的扩张与 GDP 增长带来的信贷需求是匹配的。巴西银行体系银行信贷增速与 GDP 增速的对比见下图。由该图可见，巴西银行业信贷规模的扩张基本与 GDP 的增长保持同步，

图表 12：巴西银行信贷规模的增速基本与 GDP 增速保持一致



资料来源：申万宏源研究；截至 2023 年 12 月 31 日

横向对比中美，巴西的银行业相对其经济体量的信贷规模略高于美国，远小于我国。巴西与中国、美国两国的银行业信贷规模与 GDP 的比值见下图。巴西的银行业信贷规模与 GDP 比值约为 74%，而我国的此项比值为 194%，约为 2.6 倍。从历史变动趋势来看，我国与巴西的银行信贷水平均呈上升的趋势。相比之下，美国的银行业信贷与 GDP 比值不仅较小，约 49%，并且从历史变动来看，该比值还在不断下降。美国

的低银行信贷水平，与该国主要依赖直接融资的金融生态有关。而巴西与美国的银行信贷水平较为接近，侧面反映了巴西实体经济融资对银行信贷的依赖度较一般。

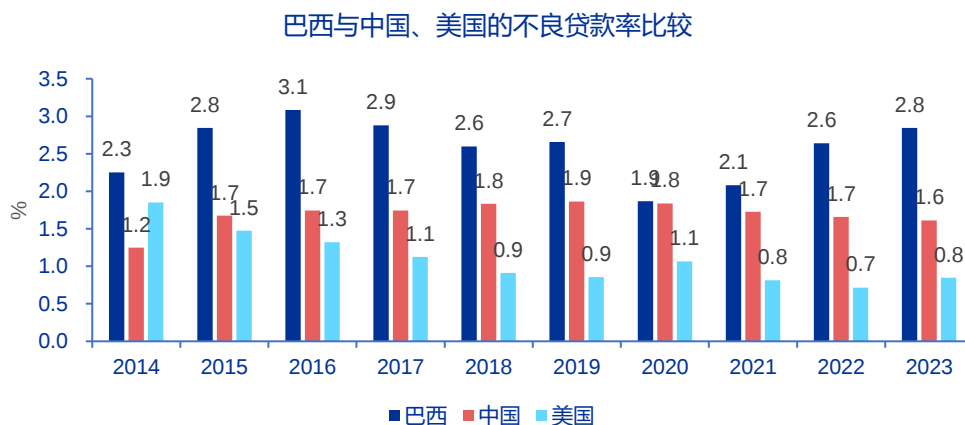
图表 13：巴西银行信贷规模与 GDP 比值远小于我国



资料来源：申万宏源研究；截至 2023 年 12 月 31 日

银行系统的经营稳健性方面，**巴西银行业资产端相比中美，其贷款的不良率偏高。**下图显示巴西从 2014 到 2023 年的不良贷款率，以及与中美的比较。巴西的不良贷款率在 2023 年为 2.8%，远高于我国（1.6%）以及美国（0.8%）。从历史变动来看，巴西的不良率一直处于比较严重的状态，并且自 2021 年以来不断走高。

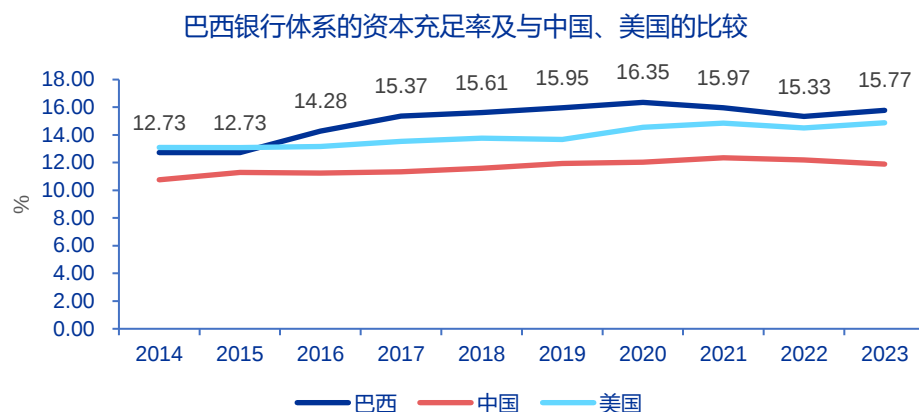
图表 14：巴西银行体系的不良贷款率偏高



资料来源：申万宏源研究；截至 2023 年 12 月 31 日

但是，**从负债端来看，巴西银行体系的资本充足率水平较高。**2014 到 2023 年巴西银行体系的一级资本充足率，以及与中美的比较见下图。巴西的不良贷款率在 2023 年为 15.77%，高于中美。并且从历史的变动情况来看，巴西银行体系的资本充足率一直处于较高的水平。结合资产端和负债端的情况，巴西银行业的较严重的不良贷款率，与较高的资本充足率是相适应的。

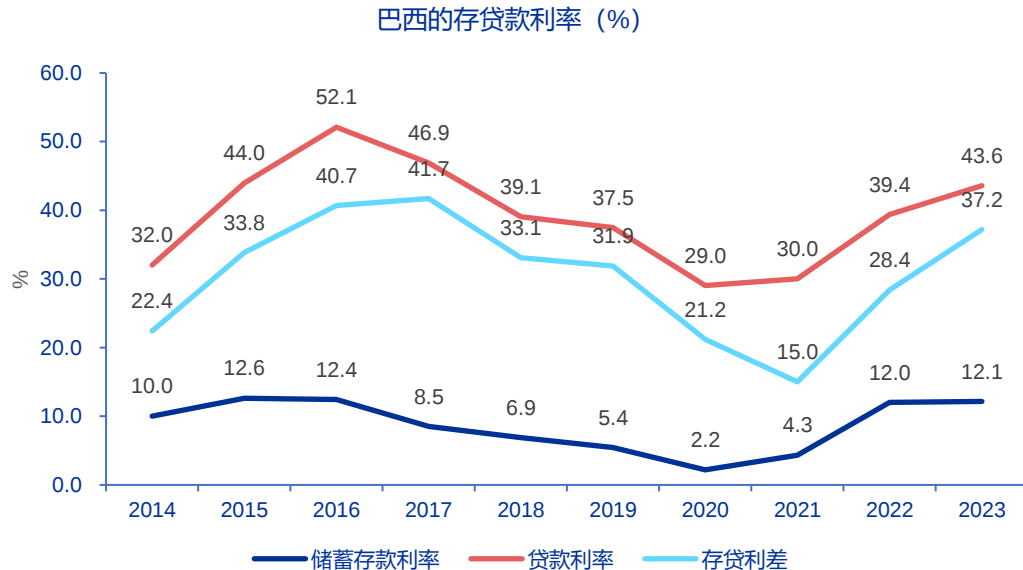
图表 15: 巴西银行体系的资本充足率高于我国以及美国



资料来源: , 申万宏源研究; 截至 2023 年 12 月 31 日

此外, 值得注意的是, **巴西银行体系的存贷利率极高**。巴西自 2014 年以来的存贷款利率, 以及实际利率见下图。2023 年巴西贷款利率高达 43.6%, 存款利率也有 12.1%, 存贷利差达 37.2%。从 2014 年到 2023 年, 其贷款利率最高在 2016 年达到 52.1%。并且, 巴西的实际利率水平同样超过 20%, 因而高利率不能单独归咎于巴西境内的通胀。这一现象表明**巴西银行信贷市场的金融摩擦极为严重**。

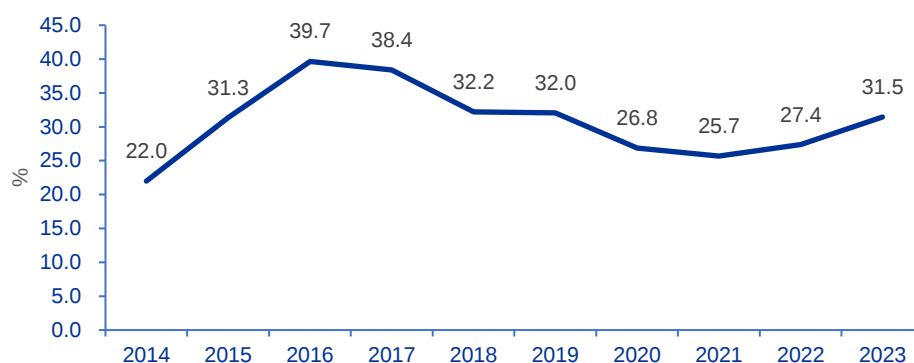
图表 16: 巴西的存贷利率极高



资料来源: , 申万宏源研究; 截至 2023 年 12 月 31 日

图表 17: 巴西的实际利率维持在 20%以上的水平

巴西的实际利率



资料来源：申万宏源研究；截至 2023 年 12 月 31 日

从信贷构成上看，未指定用途的家庭贷款承担了最高的贷款成本。根据巴西中央银行的统计，指定用途的贷款相对成本较低，其中企业贷款约为 11.5%，家庭贷款约为 9.7%。而对于企业，不指定用途的贷款利率几乎翻倍，约 21.1%。不指定用途的家庭贷款，利率则达到 53.9%。此外，在 4 类贷款中，不指定用途的家庭贷款规模最大，为 3964.9 亿美元，拉高了巴西社会整体的贷款成本。

不同类型信贷利率的差异，与逾期率表现是一致的。不指定用途的家庭贷款逾期 90 天或以上的比例显著高于其他类型，为 5.6%。与之相比，指定用途的企业、家庭贷款的逾期 90 天或以上的比例仅 1.2%和 1.4%。企业贷款若不指定用途，其逾期 90 天或以上的比例为 3.1%，也显著高于其指定用途的贷款。对于银行而言，指定用途的贷款能够减少贷款的违约风险，因此指定贷款的可以获得较低的利率。这一逻辑也在逾期率的表现中得到证实。由于文化和历史的原因，巴西家庭没有普遍的储蓄习惯，另外巴西国内贫富差距较大，导致家庭普遍还款能力有限。在贷款不指定用途时，更加重了逆向选择问题，由此引发了贷款的高利率。

图表 18：从信贷构成上看，未指定用途的家庭贷款承担了最高的贷款成本

	规模 (10亿美元)	利率	逾期90天的 贷款比例
指定用途的企业贷款	166.92	11.5%	1.2%
指定用途的家庭贷款	329.42	9.7%	1.4%
不指定用途的企业贷款	301.33	21.1%	3.1%
不指定用途的家庭贷款	396.49	53.9%	5.6%

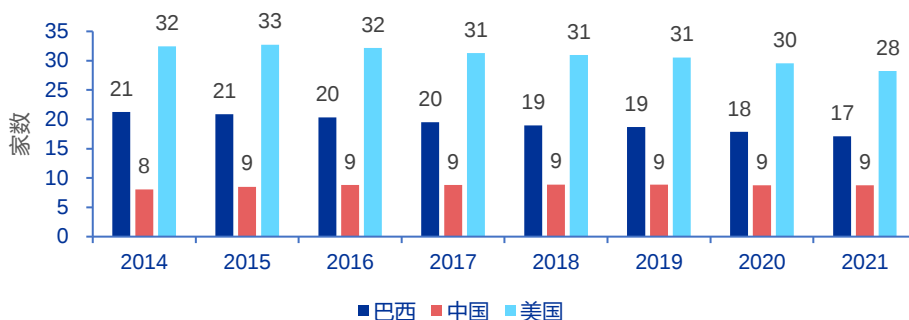
资料来源：巴西中央银行，申万宏源研究；截至 2023 年 12 月 31 日

金融普惠方面，巴西银行体系对本国人口的覆盖度也达到较高的水平。下图对比巴西、中国和美国每 10 万名成年人拥有的商业银行分支机构数量。巴西在该项指标上约为我国的 2 倍，美国的 2/3。自 2014 年以来，巴西和美国商业银行的覆盖度均显现

出递减的趋势。而我国由于人口基数大、移动互联网较发达，导致商业银行的分支机构数量相对成年人口数较低，但基本维持了稳定的覆盖比例。

图表 19：巴西相对其人口的商业银行分支机构数量约为美国的 2/3，我国的 2 倍

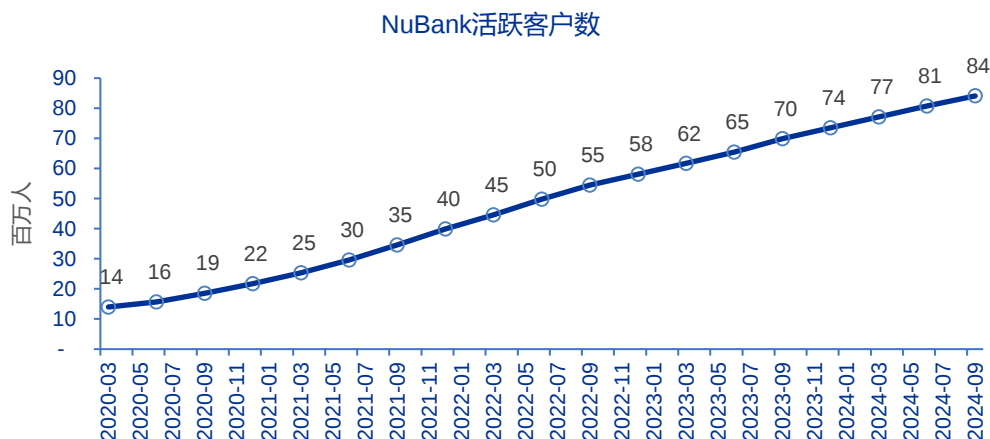
巴西每10万名成年人拥有的商业银行分支机构数量以及与中国、美国比较



资料来源：申万宏源研究；截至 2023 年 12 月 31 日

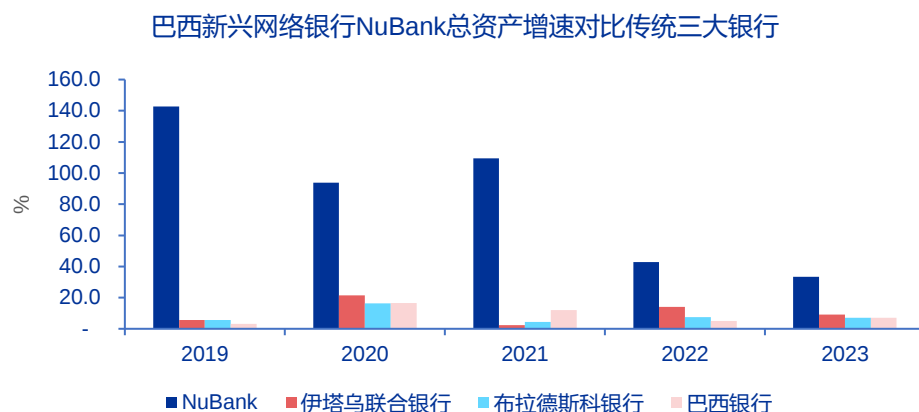
金融创新方面，巴西近年大力推动信贷领域的金融科技发展。这催生了一批金融科技见长的新型银行机构，其中有代表性的是网络银行 NuBank。NuBank 采取完全线上服务的方式，并借助大数据分析等手段分析客户信用数据，从而能为客户提供低费率的金融服务，降低普通客户的融资成本。NuBank 自 2020 以来的客户数一直维持了高速增长。截至 2024 年 9 月末，其活跃客户已达 8410 万人。自 2019 年以来，该银行的资产规模增速也远超伊塔乌联合银行、布拉德斯科银行、巴西银行等传统大银行，如下图所示。NuBank 已于 2021 年 9 月在纽交所上市。

图表 20：巴西新兴的网络银行 NuBank 活跃客户数维持高速稳定增长



资料来源：申万宏源研究；截至 2024 年 9 月 30 日

图表 21：巴西新兴网络银行 NuBank 资产规模连续 5 年高增长

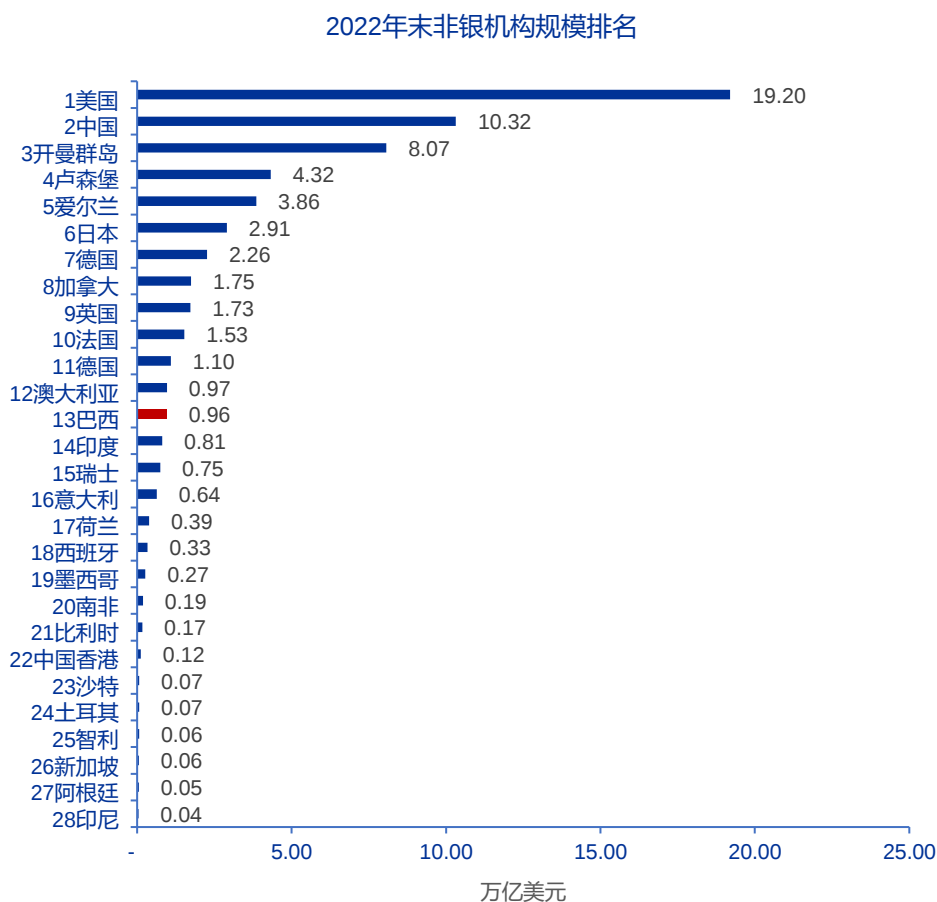


资料来源： ， 申万宏源研究

1.2 巴西的非银行金融机构：集合投资工具、影子信贷机构繁荣，仍存在金融深化潜力

在海外的新兴市场中，巴西的非银行金融中介拥有绝对的规模优势。根据 FSB 截至 2022 年末的统计，巴西的非银行金融机构的资产规模约 9600 亿美元，居全球第 13 位，在新兴经济体中仅次于中国，如下图所示。

图表 22：巴西的非银行金融机构规模在新兴经济体中仅次于中国



资料来源：FSB，申万宏源研究；截至 2022 年 12 月 31 日

在巴西，各类非银行金融中介仍然由银行金融集团主导。大型综合性银行以金融控股的方式开展这些非银行金融中介业务。

以巴西银行为例，巴西银行集团（Banco do Brasil S.A. Conglomerate）的主要子公司及经营的金融服务类型见下表。通过旗下的巴西银行-AG、巴西银行美洲、巴西银行证券有限责任公司、巴西银行集合购买管理公司、巴西银行投资银行公司、巴西银行租赁公司、巴西银行保险控股公司等多个子公司，巴西银行将业务拓展至保险、资管、投行、证券经纪交易等大部分金融领域。其中，从事投行业务子公司是巴西银行投资银行公司（BB Banco de Investimento S.A.），从事证券经纪、交易业务的子公司是巴西银行证券有限责任公司（Banco do Brasil Securities LLC.），从事证券销售的子公司是巴西银行资源管理公司（BB Gestão de Recursos）。

特别地，巴西银行集团其中一家控股子公司——巴西银行集合购买管理公司（BB Administradora de Consórcios S.A.）主营业务是被称为“集合购买”（Consórcios，直译为财团）的拉美特色金融服务。该服务起源于 1960 年代的巴西，主要面向个人消费者，用于购买大额耐用消费品，例如汽车、房产等。以购买汽车为例，其运行机

制如下：有相同需求的一批消费者与该管理公司签订合同，成为集合购买计划的成员。然后管理公司定期（例如每月）向每个成员收取分期付款的费用，以及管理费。这样，管理公司能够定期地全款购买汽车。之后，所有成员可定期的通过抽签、拍卖等方式决定每期购买的汽车所有权归属。这种是在巴西高利率的环境下产生的替代性金融服务模式，能够使成员避免支付借贷的成本，但代价是获得目标商品的时间具有不确定性。

图表 23：巴西银行集团通过旗下子公司，涉足银行、保险、资管、证券等多个业务领域

子公司	中文名称	主要业务类型
Banco do Brasil – AG	巴西银行-AG	银行、保险、资管等综合服务
Banco do Brasil Americas	巴西银行美洲	银行、保险、资管等综合服务
Banco do Brasil Securities LLC.	巴西银行证券有限责任公司。	证券经纪、证券交易
Banco Patagonia S.A.	巴塔哥尼亚银行	银行、保险、资管等综合服务
BB Administradora de Cartões de Crédito S.A.	巴西银行信用卡管理有限公司	信用卡
BB Administradora de Consórcios S.A.	巴西银行集合购买管理公司	集合购买服务（一种巴西特色的融资业务）
BB Banco de Investimento S.A.	巴西银行投资银行公司	投行（IPO\并购\咨询等）
BB Cayman Islands Holding	巴西银行开曼控股公司	综合（金融控股）
BB Corretora de Seguros e Administradora de Bens S.A.	巴西银行保险经纪和资产管理有限公司	保险经纪、资产管理
BB Elo Cartões Participações S.A.	巴西银行连结卡控股公司	信用卡
BB Gestão de Recursos-Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.	巴西银行资源管理-证券和金融工具销售公司	证券销售
BB Leasing S.A. - Arrendamento Mercantil	巴西银行租赁公司-商业租赁	金融租赁
BB Securities Asia Pte. Ltd.	巴西银行亚洲私人有限公司	综合（亚洲子公司）
BB Securities Ltd.	巴西证券有限公司	证券（欧洲子公司）
BB Seguridade Participações S.A.	巴西银行证券控股公司	证券（金融控股）
BB Seguros Participações S.A.	巴西银行保险控股公司	保险（金融控股）
BB Tecnologia e Serviços S.A.	巴西银行技术与服务公司	金融科技
BB USA Holding Company, Inc.	巴西银行美国控股公司	综合（金融控股）
Ativos S.A. Securitizadora de Créditos Financeiros	Ativos 金融信贷证券化公司	资产证券化

资料来源：巴西银行 2023 财务报告，申万宏源研究

根据巴西集合购买管理公司协会（Associação Brasileira de Administradoras de Consórcios，简称 ABAC）数据，截至 2023 年 12 月末，集合购买市场的售出信贷约 3167.04 亿雷亚尔，折合美元 652.72 亿，活跃参与者达 1029 万人。由此可见，在巴西高利率的环境下，“集合购买”等创新融资方式对传统银行信贷形成有效替代。

从整体构成上看，巴西的非银行金融中介包括保险、养老基金、非银信贷公司、非银资本市场公司、支付机构等。在巴西的金融监管中，金融机构分为银行、保险公司、（封闭/开放式）养老基金，以及非银信贷、非银资本市场公司、支付机构等其他非银行金融中介等。

其中，银行和其他非银行金融中介归属于巴西中央银行监管。这些机构截至 2024 年 6 月末规模构成和数量见下图。相对银行业，其他非银行金融中介整体占比较小，其中规模相对较大的机构类型是信贷与投资公司（703.6 亿美元）、支付机构（1175.4 亿美元）、证券经纪公司（331.9 亿美元）以及证券销售公司（130.7 亿美元）。

图表 24：巴西中央银行监管下的非银机构包括非银信贷公司、非银资本市场公司、支付机构等

机构分类	具体类型	资产规模 (10亿美元)	数量	规模占比
商业银行或其控股公司	一般银行	1,421.25	99	47.88%
	巴西银行	405.10	1	13.65%
	联邦储蓄银行	343.03	1	11.56%
	合作银行	57.27	2	1.93%
	商业银行	26.29	14	0.89%
	外国商业银行	5.27	4	0.18%
商业银行以外的投资银行、汇兑银行或其控股公司	一般银行	128.53	31	4.33%
	投资银行	15.22	11	0.51%
	汇兑银行	0.98	5	0.03%
信用社	信用社	34.82	32	1.17%
合作或中央信用社	信用社	131.62	760	4.43%
开发银行	经济社会发展银行	139.00	1	4.68%
	开发银行	6.18	3	0.21%
非银信贷公司	信贷和投资公司	70.36	68	2.37%
	租赁公司	9.43	17	0.32%
	直接贷款公司	4.51	112	0.15%
	开发机构	2.82	16	0.09%
	储贷协会	1.88	1	0.06%
	小企业信贷公司	0.51	23	0.02%
	抵押贷款公司	0.12	5	0.00%
	点对点贷款公司	0.02	12	0.00%
非银资本市场公司	证券经纪公司	33.19	64	1.12%
	证券销售公司	13.07	104	0.44%
	外汇经纪公司	0.42	53	0.01%
支付机构	支付机构	117.54	127	3.96%
合计		2,968.41	1,566	100.00%

资料来源：巴西中央银行，申万宏源研究；截至 2024 年 6 月 30 日

在巴西的非银行金融中介中，非银信贷公司的种类最多，规模也较大。实际上，非银信贷公司是典型的“影子银行”。此类机构的多元化发展，其原因可能是在巴西国内的高利率环境下，非银信贷机构在个人消费信贷、小企业融资等特定领域，相比传统银行在信贷成本上更有优势。

巴西规模排名前 10 的非银信贷公司见下图。最大的非银信贷公司是 NUBANK 集团旗下的新金融公司（NU FINANCEIRA S.A.），该公司也是受巴西央行监管的第 12 大机构。此外，桑坦德集团（SANTANDER）、SAFRA 集团（SAFRA）以及伊塔乌集团（ITAU）控股的非银信贷公司也占据重要地位。

图表 25：巴西的非银信贷公司的规模较大，典型的机构如 NUBANK

	非银信贷公司	所属金融集团	所有人类型	资产规模 (百万美元)	规模占比	具体类型	同类型 排名
1	NU FINANCEIRA S.A. - SOCIEDADE DE CRÉDITO, FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO	NUBANK	私人控股	26,461.87	29.52%	信贷和投资公司	1
2	AYMORE CRÉDITO, FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO S.A.	SANTANDER	外国控股	13,284.94	14.82%	信贷和投资公司	2
3	SAFRA CRÉDITO, FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO S.A.	SAFRA	私人控股	5,759.22	6.42%	信贷和投资公司	3
4	REDECARD SOCIEDADE DE CRÉDITO DIRETO S.A.	ITAU	私人控股	3,368.87	3.76%	直接贷款公司	1
5	LUIZACRED S.A. SOCIEDADE DE CRÉDITO, FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO	ITAU	私人控股	3,331.32	3.72%	信贷和投资公司	4
6	PORTOSEG S.A. - CREDITO, FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO	PORTO SEGURO	私人控股	3,170.08	3.54%	信贷和投资公司	5
7	BRABESCO LEASING S.A. - ARRENDAMENTO MERCANTIL	BRABESCO	私人控股	2,894.88	3.23%	租赁公司	1
8	SANTANDER LEASING S.A. ARRENDAMENTO MERCANTIL	SANTANDER	外国控股	2,894.22	3.23%	租赁公司	2
9	ASSOCIACAO DE POUPANCA E EMPRESTIMO - POUPEX	-	私人控股	1,877.49	2.09%	储贷协会	1
10	FINANCEIRA ALFA S.A. - CREDITO, FINANCIAMENTO E INVESTIMENTOS	SAFRA	私人控股	1,840.80	2.05%	信贷和投资公司	6
	合计			64,883.70	72.38%		

资料来源：巴西中央银行，申万宏源研究；截至 2024 年 6 月 30 日

投资银行业务方面，在巴西该业务由一般银行或专业投资银行开展，因此被归类为银行业。根据巴西央行截至 2024 年 6 月末统计，在投资银行、外汇汇兑等多元银行业务领域有 47 家机构，总资产规模 1447.3 亿美元。其中伊塔乌联合银行控股公司（ITAU UNIBANCO HOLDINGS S.A.）以 710 亿美元的资产规模占据绝对优势。该公司控股的投资银行是 ITAU BBA 有限公司，其投行业务在巴西处于领先地位。

图表 26: ITAU 在投资银行、汇兑银行等多元银行业务中占据优势地位

机构名称	所属金融集团	所有人类型	机构类别	同类型排名	资产规模 (10亿美元)	同类型规模占比
ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A.	ITAÚ	私人控股	一般银行	1	71.02	49.07%
BANCO VOLKSWAGEN S.A.	-	外国控股	一般银行	2	8.30	5.74%
GOLDMAN SACHS DO BRASIL BANCO MULTIPLO S.A.	GOLDMAN SACHS	外国控股	一般银行	3	6.72	4.64%
BANCO CNH INDUSTRIAL CAPITAL S.A.	-	外国控股	一般银行	4	4.63	3.20%
BANCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A.	SAFRA	私人控股	投资银行	1	4.52	3.12%
BANCO DE INVESTIMENTOS CREDIT SUISSE (BRASIL) S.A.	CREDIT SUISSE	外国控股	投资银行	2	3.85	2.66%
BANCO MERCEDES-BENZ DO BRASIL S.A.	MERCEDES	外国控股	一般银行	5	3.60	2.49%
BANCO CSF S.A.	-	外国控股	一般银行	6	3.48	2.41%
BANCO DE LAGE LANDEN BRASIL S.A.	-	外国控股	一般银行	7	3.01	2.08%
BANCO VOLVO BRASIL S.A.	-	外国控股	一般银行	8	2.91	2.01%
BANCO ITAUCARD S.A.	ITAÚ	私人控股	一般银行	9	2.70	1.87%
合计					114.75	79.28%

资料来源：巴西中央银行，申万宏源研究；截至 2024 年 6 月 30 日

此外，巴西共有 11 家专业投资银行，具体名称及规模排名见下图。SAFRA、瑞信、BR PARTNERS 资产规模排名前三。海通国际的控股子公司海通银行巴西（HAITONG BANO DE INVESTIMENTO DO BRASIL S.A.）的资产规模接近 13 亿美元，排名第 6，在巴西投行市场已占有一席之地。

图表 27: SAFRA、瑞信、BR PARTNERS 在巴西专业投资银行中规模排名前三

同类型排名	投资银行名称	所属金融集团	所有人类型	资产规模 (百万美元)	占比
1	BANCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A.	SAFRA	私人控股	4,515.48	29.67%
2	BANCO DE INVESTIMENTOS CREDIT SUISSE (BRASIL) S.A.	CREDIT SUISSE	外国控股	3,854.80	25.33%
3	BR PARTNERS BANCO DE INVESTIMENTO S.A.	-	私人控股	2,268.53	14.91%
4	BANCO MASTER DE INVESTIMENTO S.A.	BANCO MASTER	私人控股	1,853.47	12.18%
5	BB-BANCO DE INVESTIMENTO S/A	BB	国有	1,327.70	8.72%
6	HAITONG BANCO DE INVESTIMENTO DO BRASIL S.A.	海通	外国控股	1,295.92	8.51%
7	BANCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S/A	MERCANTIL DO BRASIL	私人控股	59.17	0.39%
8	BBVA BRASIL BANCO DE INVESTIMENTO S.A.	-	外国控股	20.73	0.14%
9	BANCO INDUSCRED DE INVESTIMENTO S.A.	-	私人控股	9.13	0.06%
10	UBS BRASIL BANCO DE INVESTIMENTO S.A.	UBS	外国控股	8.99	0.06%
11	BANCO PORTO REAL DE INVESTIMENTOS S.A.	-	私人控股	5.49	0.04%
合计				15,219.39	100.00%

资料来源：巴西中央银行，申万宏源研究；截至 2024 年 6 月 30 日

在证券经纪和交易业务领域，XP 集团旗下的证券公司处于领先地位。巴西证券经纪和交易领域有 64 家机构，资产总规模 331.9 亿美元，其中规模排名前 10 的公司见下图。其中，XP 金融集团旗下的 XP 外汇、证券和动产投资经纪公司的资产规模为 213.9 亿美元，占全部证券经纪交易公司的 64.46%。其次是 BTG PACTUAL 集团以及 ITAU 集团控股的证券公司，其规模占比分别为 7.59% 和 4.66%。前 10 大证券经纪交易公司几乎资产规模合计约 308.4 亿美元，占全部证券经纪交易公司的 92.9%。

图表 28：巴西 XP 集团在证券经纪交易领域规模优势明显，其次是 BTG PACTUAL 和 ITAU

同类型排名	证券经纪及交易公司	所属金融集团	所有人类型	资产规模 (百万美元)	占比
1	XP INVESTIMENTOS CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A	XP	私人控股	21,393.47	64.46%
2	BTG PACTUAL CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	BTG PACTUAL	私人控股	2,520.35	7.59%
3	ITAU CORRETORA DE VALORES S.A.	ITAU	私人控股	1,545.10	4.66%
4	ÁGORA CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	BRADESCO	私人控股	1,257.17	3.79%
5	C6 CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	BANCO C6	私人控股	1,200.22	3.62%
6	J.P. MORGAN CORRETORA DE CÂMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	JP MORGAN CHASE	外国控股	1,022.65	3.08%
7	NU INVEST CORRETORA DE VALORES S.A.	NUBANK	私人控股	697.97	2.10%
8	MORGAN STANLEY CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	MORGAN STANLEY	外国控股	488.09	1.47%
9	CITIGROUP GLOBAL MARKETS BRASIL, CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	CITIBANK	外国控股	363.04	1.09%
10	SANTANDER CORRETORA DE CÂMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	SANTANDER	外国控股	349.47	1.05%
合计				30,837.53	92.91%

资料来源：巴西中央银行，申万宏源研究；截至 2024 年 6 月 30 日

此外，巴西共有 100 家证券销售机构，总规模约 130.7 亿美元，其中规模前 10 的证券销售机构见下图。TERRA INVESTIMENTOS DTVM 集团旗下公司的资产规模最大，约 49 亿美元，占全部该类公司的 37.53%。此外，规模排名第 2 到第 6 的证券销售公司分别由 WARREN CCVM LTDA、花旗(CITIBANK)、NUBANK、巴西银行(BB)和伊塔乌(ITAUI)控股的证券销售公司。前 10 的证券销售机构的规模占比为 82.07%。

图表 29：巴西最大的证券销售机构为 TERRA INVESTIMENTOS DTVM 旗下证券销售公司

同类型排名	证券销售公司	所属金融集团	所有人类型	资产规模 (百万美元)	占比
1	TERRA INVESTIMENTOS DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	TERRA INVESTIMENTOS DTVM	私人控股	4,903.82	37.53%
2	RENASCENCA DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA	WARREN CCVM LTDA	私人控股	1,520.95	11.64%
3	CITIBANK DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A	CITIBANK	外国控股	1,070.37	8.19%
4	NU DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	NUBANK	私人控股	842.10	6.45%
5	BB GESTÃO DE RECURSOS - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	BB	国有	620.18	4.75%
6	ITAÚ DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	ITAÚ	私人控股	458.82	3.51%
7	J.P. MORGAN S.A. - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS	JP MORGAN CHASE	外国控股	430.99	3.30%
8	SAFRA WEALTH DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	SAFRA	私人控股	312.02	2.39%
9	S3 CACEIS BRASIL DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	-	外国控股	287.68	2.20%
10	BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S.A. DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS	BTG PACTUAL	私人控股	275.51	2.11%
合计				10,722.43	82.07%

资料来源：巴西中央银行，申万宏源研究；截至 2024 年 6 月 30 日

保险市场方面，巴西的大型综合性银行在保险业占据绝对主导地位。巴西的保险公司受私人保险监督局 (SUSEP) 监管。根据该机构的数据，截至 2024 年 6 月 30 日，巴西共有 181 家保险机构，总资产规模约 3600.6 亿美元，其中规模前 10 的保险公司见下图。规模最大的 4 家保险公司分别由巴西银行集团 (BB)、布拉德斯科集团 (BRADESCO)、伊塔乌集团 (ITAÚ)、联邦储蓄银行集团 (CAIXA) 控股，这 4 家同时也是巴西排名前 4 的金融集团。排名第 5 的 Zurich Santander 是由苏黎世集团收购桑坦德银行 (巴西) 的保险业务发展而来。前 10 大保险机构的资产规模合计为 2759.6 亿美元，占比 76.64%。

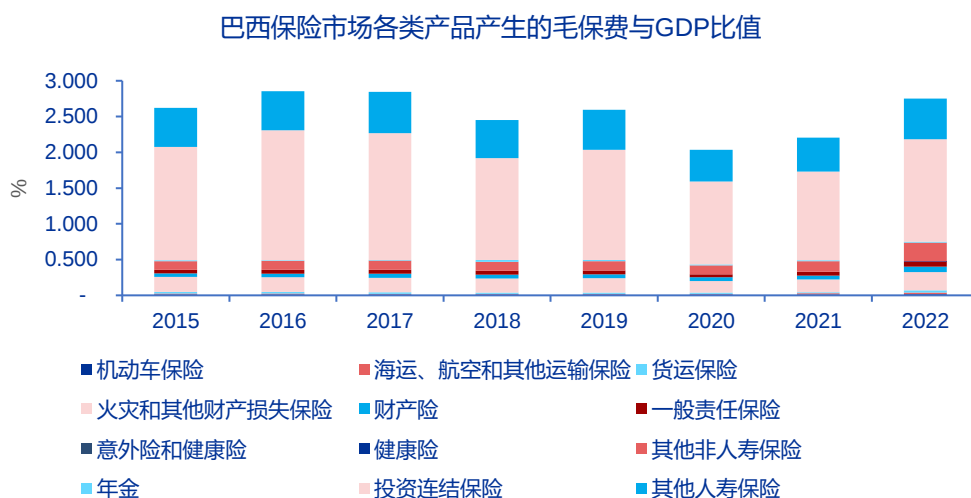
图表 30：巴西保险市场由头部金融集团主导，资产规模前三位是 BB、BRADESCO 和 ITAU

资产规模排名	保险公司	所属金融集团	资产规模 (10亿美元)	占比
1	BRASILPREV SEGUROS E PREVIDÊNCIA S/A	BB	75.36	20.93%
2	BRADESCO VIDA E PREVIDÊNCIA S.A.	BRADESCO	64.20	17.83%
3	ITAÚ VIDA E PREVIDÊNCIA S/A	ITAÚ	51.95	14.43%
4	CAIXA VIDA E PREVIDÊNCIA S/A	CAIXA	30.45	8.46%
5	Zurich Santander Brasil Seguros e Previdencia S/A	-	19.19	5.33%
6	XP VIDA E PREVIDÊNCIA S.A.	-	11.04	3.06%
7	ICATU SEGUROS S.A	ICATU	10.03	2.79%
8	Safra Vida e Previdência S.A.	SAFRA	4.87	1.35%
9	BTG Pactual Vida e Previdência S.A.	BTG PACTUAL	4.60	1.28%
10	Brasilseg Companhia de Seguros	BBMAPFRE	4.29	1.19%
	合计		275.96	76.64%

资料来源：SUSEP，申万宏源研究；截至 2024 年 6 月 30 日

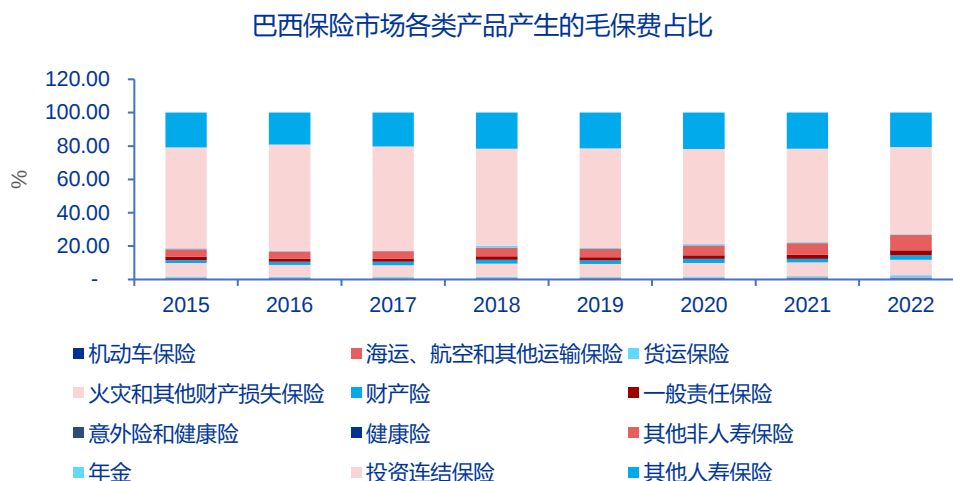
从产品结构上看，人寿保险占据绝对主导地位，其中投资连结保险占据寿险市场大部分市场份额。巴西保险市场 70%以上的毛保费由人寿保险产生，其中大部分为投资连结保险产生，其次是年金、投资连接保险以外的各类人寿保险。在非人寿保险中，火灾和其他损失保险市场份额最多，2022 年占据全市场毛保费收入的 9.3%。

图表 31：产品结构上，巴西保险市场的人寿保险产品占据绝对主导地位



资料来源：，申万宏源研究；截至 2022 年 12 月 31 日

图表 32：2015-2022 年，巴西保险市场各类产品的市场份额比较稳定



资料来源：申万宏源研究；截至 2022 年 12 月 31 日

从保险业规模及变动情况来看，巴西保险业在疫情后复苏迅速，韧性佳。巴西保险业产生的毛保费在 2020 年受疫情影响大幅下降。但是保费在 2021 年便开始恢复增长，2022 年增速达 24.9%。保费规模也再创新高，达到 567.9 亿美元。同时，保费增速与 GDP 的比值达到 2.75%，接近 2016 年的最高水平。

图表 33：2020 年疫情后，巴西毛保费收入规模恢复迅速



资料来源：申万宏源研究；截至 2022 年 12 月 31 日

巴西保险市场的覆盖度尚可，虽然巴西的保险公司数量少于中国，但每 10 万成年人拥有的保险公司数量已经超过中国。

图表 34：巴西保险公司对人口覆盖度以及与中国比较

指标名称	巴西	中国
保险公司数量	151	235
每10万名成年人拥有的保险公司数量	0.09	0.02

资料来源：申万宏源研究；截至 2021 年 12 月 31 日

最后，资管和基金产品方面，该类机构的吸纳资金规模庞大，是巴西银行体系的重要补充。FSB 根据经济功能和风险程度，将除保险、养老基金以外的其他非银行金融机构（Other Financial Intermediaries, 简称 OFIs）分为 5 类，即 EF1~EF5 机构，其界定和典型机构见下表。

图表 35：FSB 根据经济功能和风险程度界定了 5 类非银金融中介

OFI 类型	FSB 的界定	典型机构
EF1	易受挤兑影响特征的集体投资工具	固定收益基金、混合基金、短期政府货币市场基金、非政府/较长期限货币市场基金、信贷对冲基金和抵押贷款房地产投资信托（REITs）等
EF2	依赖短期融资的商品交易领域的贷款提供机构	财务公司，这类机构专注于消费金融、汽车金融、零售抵押贷款、商业房地产金融和设备融资等领域。
EF3	依赖短期融资的市场活动中介，这包括客户资产的有担保融资以及证券借贷	证券经纪和交易商
EF4	通过为结构化证券和其他金融产品（如住宅抵押贷款）提供保险来保障或担保金融产品的机构	经营信用保险业务的公司
EF5	参与基于证券化的信贷中介活动的机构	通过从市场上筹集资金来为非流动资产提供融资的投资基金或信托公司

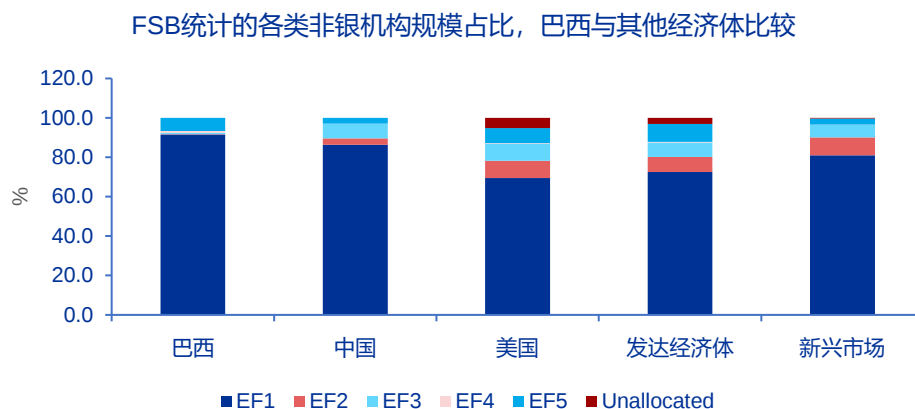
资料来源：FSB，申万宏源研究

根据这一分类，巴西的其他非银行金融中介的规模构成，以及与其他经济体的对比见下图。截至 2022 年底，巴西的非银行金融中介以 EF1 机构为主，该类机构规模约为 8777.1 亿美元，在 OFIs 中的占比约 91.6%。这一比例不仅明显高于发达经济体平均，也高于我国和新兴市场平均。EF1 机构主要由各类投资于固定收益证券、可部分替代银行储蓄功能的基金构成。该类机构规模占比高，表明**得益于巴西相对发达的金融市场，巴西的金融市场投资工具对银行储蓄形成了有力替代**。这或许是巴西银行业规模占比更接近发达经济体的重要原因。

巴西的第二大类其他金融中介是 EF5 机构，即开展资产证券化业务的公司。此类机构规模约 640.2 亿美元，占 OFIs 比重为 6.7%。这一特征也迥异于其他新兴市场，但同时也进一步印证了巴西较发达的金融市场的确深刻影响了其金融机构体系的形成。

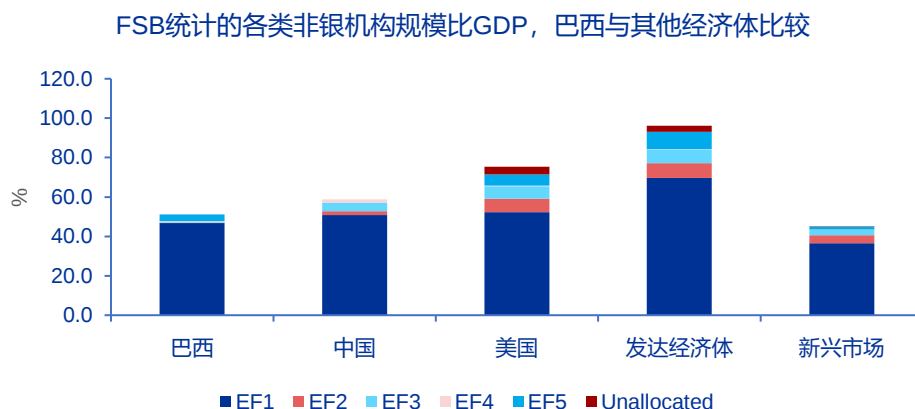
相对于其经济体量，巴西非银机构规模高于新兴市场平均，但显著低于我国。根据 FSB 截至 2022 年末的统计，巴西非银行金融机构资产规模与其 GDP 比值约为 46.8%，高于新兴市场平均的 36.5%，但低于我国（50.8%），也低于美国（52.3%）和发达经济体平均水平（69.8%）。这表明巴西的非银机构仍有较大的发展潜力。

图表 36：相对于新兴市场平均，巴西非银机构类型更加集中于集合投资工具



资料来源：FSB，申万宏源研究；截至 2022 年 12 月 31 日

图表 37：相对于其经济体量，巴西非银机构规模高于新兴市场平均



资料来源：FSB，申万宏源研究；截至 2022 年 12 月 31 日

2. 巴西的金融监管：分业监管为主的多层次体系

巴西的金融监管体系由多个机构共同构成，呈现以分业管理为主，兼有混业管理的特点。监管体系主要包含 3 个监管委员会：国家货币委员会（CMN）、国家私人保险委员会（CNSP）和国家补充养老金委员会（CNPC），以及 5 个主要的监管机构：巴西中央银行（BCB）、巴西证券交易委员会（CVM）、私人保险监督局（SUSEP）、国家补充社会保障监督局（PREVIC）。

图表 38：国家货币委员会是巴西最高金融管理机构

货币、信贷、资本与外汇市场		私人保险产业	封闭式养老基金业
规范委员会	CMN 国家货币委员会	CNSP 国家保险委员会	CNPC 国家补充社会保障委员会
监管机构	BCB 巴西中央银行	CVM 巴西证券委员会	SUSEP 私人保险监督局
			PREVIC 国家补充社会保障监管局

资料来源：巴西央行，申万宏源研究

国家货币委员会作为最高金融管理机构，负责总体的金融政策制定和监管协调。该委员会成立于 1964 年，是巴西金融监管体系的顶层设计者。委员会由财政部长、计划和预算部部长以及中央银行行长三名拥有投票权的委员组成，由财政部长担任主席。其主要职能包括不断优化货币政策和汇率政策，全面监督和管理各类金融机构，以及审议和批准中央银行的预算和利润分配方案。自 1999 年实施通货膨胀目标制度以来，国家货币委员会在指导中央银行制定和执行货币政策方面发挥了关键作用，确保通胀目标的实现成为金融政策的核心准则。

巴西中央银行负责实施国家货币委员会制定的货币政策和汇率政策，以及监管绝大部分银行、非银行金融机构、其他金融机构和清算系统等。自 1988 年以来，货币当局的职能逐步从巴西银行转移到中央银行，尤其是在 1999 年通货膨胀目标制度确立后，中央银行获得了更大的自主权来制定和实施货币政策。中央银行的四大主要职能包括：实施货币政策，通过调控利率水平和货币供应量来控制通胀；管理金融系统的信贷风险；监管金融机构和清算系统，确保银行系统的稳定性；以及监管支付和清算系统，保障支付体系的高效运作。通过这些职能，中央银行在维护巴西金融体系的健康和稳定中扮演了不可或缺的角色。

证券交易委员会负责监管证券交易所、投资俱乐部和证券交易清算系统。证券交易委员会于 1976 年成立，受国家货币委员会指导，负责监督和管理证券市场及其参与者。其职责不仅包括对证券交易所、投资俱乐部及清算系统的独立监管，还与中央银行共同监管投资银行、期货交易所、证券经纪和承销公司等金融机构。

私人保险监督局负责对保险公司、开放式养老基金及相关投资管理机构进行监管，**国家补充社会保障监督局**负责监管封闭式养老基金。

此外，巴西的金融基础设施主要包括支付结算系统、证券交易与托管系统。

支付结算系统：巴西的支付结算系统包括了多个层面，其中最为突出的是即时支付系统（PIX）和储备转移系统（STR）。

- 即时支付系统（PIX）：由巴西中央银行（BCB）建设的 PIX 系统，是巴西普及度最高的快速支付系统。PIX 系统在 2020 年全面投入运营，目前已覆盖 70% 以上的银行用户。

- 储备转移系统 (STR)：STR 是由巴西中央银行运营的实时全额结算系统，专为处理大额支付和金融机构间资金转移设计，确保金融市场的稳定性和流动性。

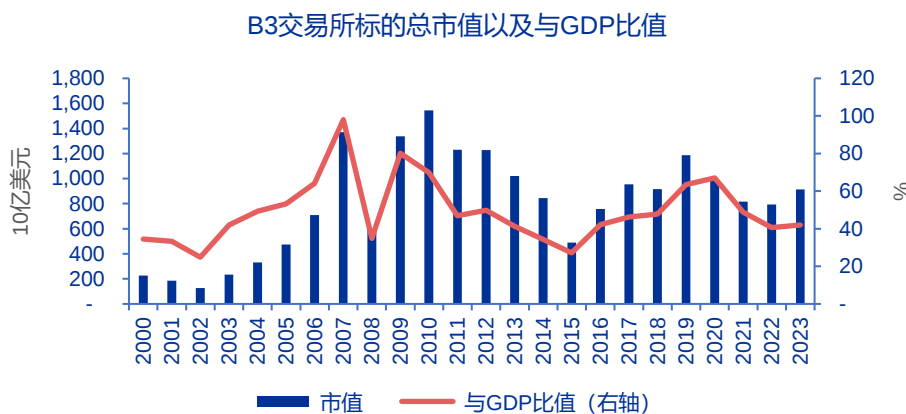
证券交易与托管系统：巴西证券交易与托管系统的核心是巴西证券、商品和期货交易所 (B3)。B3 提供集中清算与多边净额结算机制，降低违约风险，并负责证券的登记与托管，确保证券所有权的透明性和安全性。

3. 巴西的金融市场：拉美的旗舰市场

3.1. 证券市场：多元化投资的拉丁美洲门户

B3 交易所是巴西证券交易的综合市场，提供股票、债券及衍生品交易服务。从历史脉络来看，B3 交易所的发展可追溯至 19 世纪。1861 年，里约热内卢成立了首个证券交易所。1967 年，圣保罗证券交易所 (Bovespa) 成立，并逐步发展为全国最重要的证券交易平台。同时，巴西商品期货交易所 (BM&F) 专注于商品和金融衍生品交易。2008 年，Bovespa 与 BM&F 合并成立了 BM&FBOVESPA，奠定了其综合性交易所的雏形。2017 年，BM&FBOVESPA 与巴西场外交易市场 (CETIP) 进一步合并，正式更名为 B3 交易所。截至 2023 年底，巴西 B3 交易所共有约 380 家企业上市，总市值规模达 7,779 亿美元，占 GDP 比重的 42%。

图表 39：巴西圣保罗证券交易所市值目前约占 GDP 比重 42%



资料来源：CEIC, 申万宏源研究；

B3 交易所股票市场实行 T+0 交易、T+2 结算制度。圣保罗指数 (IBOVESPA 指数) 是巴西股市的主要行情指标，由 B3 交易所发布，目前指数成分股涵盖圣保罗证券交易所最具流动性的 80 余只股票，总市值超过巴西股市市值的 80% 以上。行业成份方面，可选消费、公用事业、金融、日常消费及材料行业公司是历年 IBOVESPA 指数成份的主要构成。B3 交易所 2024 年最新数据披露，IBOVESPA 指数成份当中，该五类行业公司总计 61 家，约占 IBOVESPA 指数成份的 71%，并且金融行业公司市值规

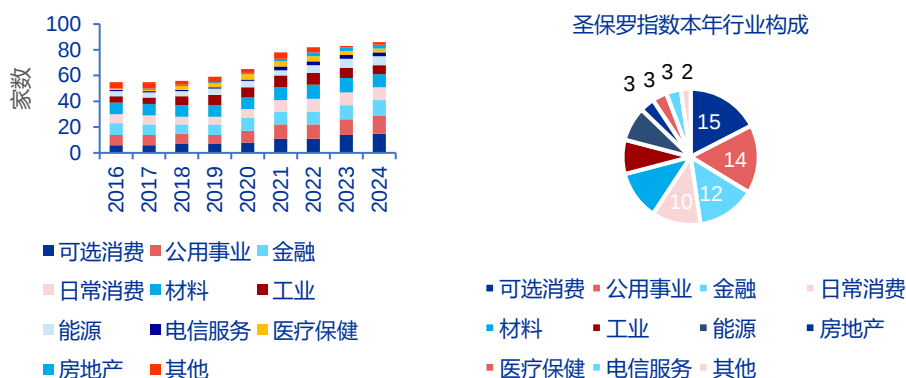
模位居第一，约占 IBOVESPA 指数市值规模的 21.6%。前十大权重股主要包括淡水河谷、伊塔乌尤尼班科控股公、巴西国家石油公司、巴西电力公司、巴西银行等矿业、金融及公用事业公司。IBOVESPA 指数自发布以来屡创新高。截至 2024 年 6 月 30 日，IBOVESPA 指数已站到 123,906.55 点位，处于历史高位区间。

图表 40：IBOVESPA 指数十大权重股以矿业、金融、能源和公用事业行业公司为主

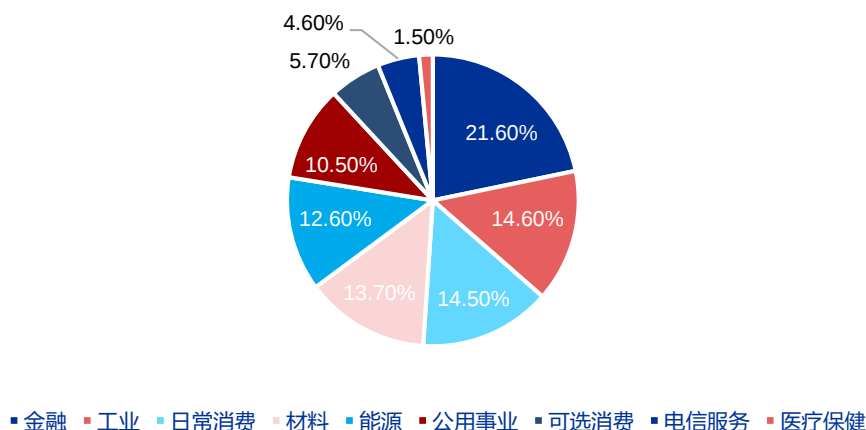
公司名称	所属行业	权重占比
淡水河谷公司	矿业	13.54%
伊塔乌尤尼班科控股公司	金融	7.20%
巴西国家石油公司	能源	4.11%
巴西电力公司	公用事业	3.76%
巴西银行	金融	3.33%
巴西证券交易所	金融	2.95%
维格公司	工业	2.71%
伊塔乌萨投资公司	金融	2.66%
安贝夫公司	饮料	2.45%
洛卡利扎汽车租赁公司	汽车租赁服务	1.82%

资料来源：，申万宏源研究；截至 2024 年 11 月

图表 41：可选消费、公用事业、金融、日常消费及材料行业公司是圣保罗指数成份的主要构成

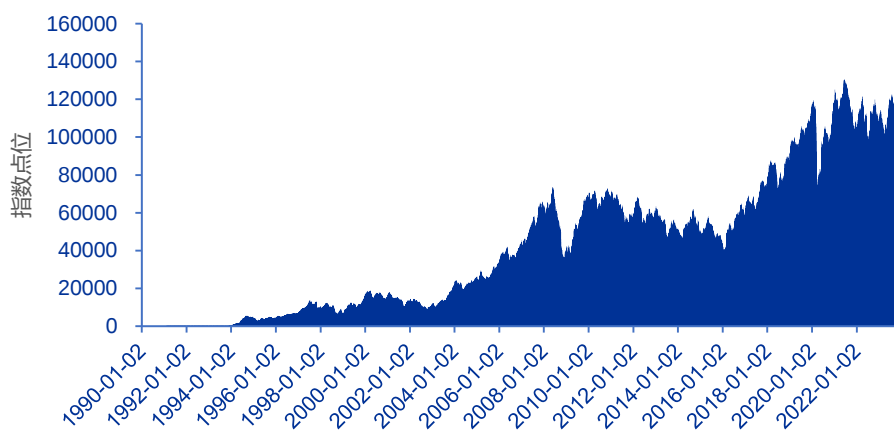


资料来源：，申万宏源研究；截至 2024 年 11 月

图表 42：金融行业总市值占 IBOVESPA 指数市值规模的 21.60%，位居第一位

资料来源：申万宏源研究；截至 2024 年 11 月

近些年，投资者对巴西股市盈利能力和市场前景预期保持稳定。据数据统计，巴西近三年市盈率水平维持在 7.88，相较于疫情前三年 18.79 平均水平有所回落，尽管疫情带来了诸多挑战，但巴西股市显示出了较强的适应性和韧性。市场成交额及换手率方面，自 2020 年疫情以来，巴西股市交易不断活跃，成交额已连年突破万亿规模，换手率水平相较于 2020 年以前发生明显改善。

图表 43：IBOVESPA 指数屡创新高，目前处于高位区间

资料来源：申万宏源研究；截至 2023 年 12 月

从 IBOVESPA 指数逐年历史表现上看，自 2014 年至 2023 年，巴西圣保罗指数表现良好，除 2013 年、2014 年及 2021 年出现三次较大的损失外，其余年份收益绝大多数表现为正，市场表现出持续的增长动力。波动率方面，IBOVESPA 指数于 2016 年及 2020 期间表现出较高水平，尤其在疫情期间，滚动 26 周波动率一度陡升至 53% 水平，直至近年，波动率水平才有所回落，回到正常区间。

图表 44: 巴西 IBOVESPA 指数逐年点位与累积年化收益率

		起始年份										年终点位
结束年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
	2014	-2.91%										50007
	2015	-8.26%	-13.31%									43350
	2016	5.35%	9.74%	38.93%								60227
	2017	10.36%	15.17%	32.76%	26.86%							76402
	2018	11.28%	15.14%	26.56%	20.80%	15.03%						87887
	2019	14.43%	18.25%	27.80%	24.29%	23.03%	31.58%					115645
	2020	12.71%	15.55%	22.38%	18.56%	15.92%	16.37%	2.92%				119017
	2021	9.29%	11.15%	15.85%	11.72%	8.23%	6.05%	-4.79%	-11.93%			104822
	2022	8.77%	10.32%	14.19%	10.52%	7.51%	5.71%	-1.73%	-3.98%	4.69%		109735
	2023	10.05%	11.59%	15.17%	12.12%	9.84%	8.83%	3.79%	4.08%	13.14%	22.28%	134185

资料来源: FSB, 申万宏源研究; 截至 2023 年 12 月 31 日

图表 45: IBOVESPA 指数持续增长, 波动率长期表现平稳



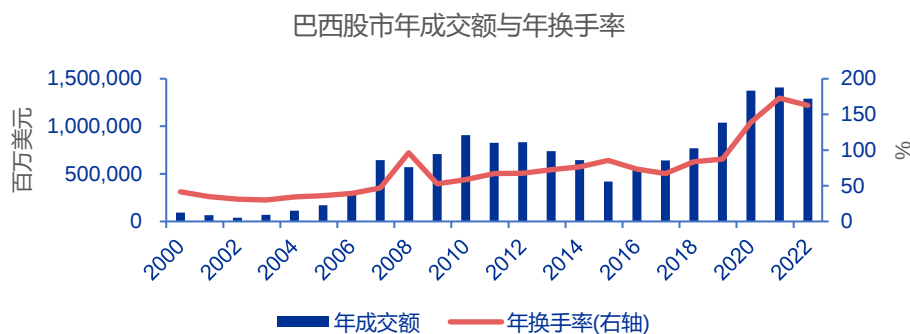
资料来源: , 申万宏源研究; 截至 2023 年 12 月

图表 46: 近三年市场对巴西股市盈利能力和市场前景预期保持稳定



资料来源: , 申万宏源研究; 截至 2024 年 6 月

图表 47：巴西股市交易不断活跃，成交额连年突破万亿规模，换手率水平明显改善

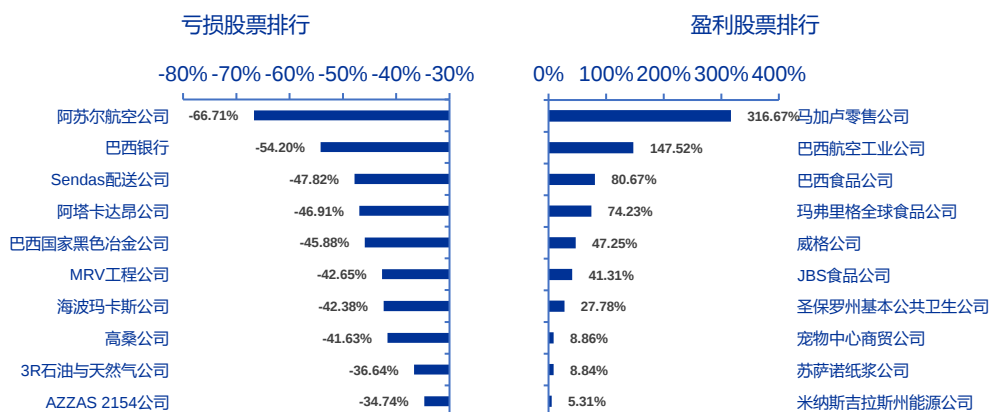


资料来源：申万宏源研究；截至 2024 年 12 月

年初至今，IBOVESPA 指数成分股表现具有显著差异，其中食品和工业领域的公司表现较好，而航空、银行和部分服务行业的公司则面临较大挑战。总体上，股市收益分化可能与疫情对不同行业的影响程度、全球经济变化以及巴西国内宏观经济环境有关。

盈利股票方面，马加卢零售公司以 316.67% 的收益率位居榜首。全球知名的飞机制造商巴西航空工业公司，收益率为 147.52%。巴西食品公司，作为巴西最大的食品加工公司，收益率为 80.67%。玛弗里格全球食品公，是巴西第二大食品加工公司，收益率为 74.23%，表现强劲。威格公司，是巴西知名工业自动化和电力电子公司，收益率为 47.25%。JBS 食品公司，是全球最大的肉食加工企业之一，收益率为 41.31%，表现稳健。圣保罗州基本公共卫生公司、宠物中心商贸公司、苏萨诺纸浆公司和米纳斯吉拉斯州能源公司，位居收益排行第 7 至第 10 位。

图表 48：IBOVESPA 指数成分股表现具有显著差异



资料来源：申万宏源研究；计算区间 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 11 月 15 日

亏损股票方面，阿苏尔航空公司以-66.71%的收益率成为亏损最多的公司。巴西银行，作为巴西金融服务的重要部分，收益率为-54.20%。Sendas 配送公司，收益率为-47.82%，显示出物流行业在疫情复苏期间所面临的挑战。阿塔卡达昂公司，受市场竞争激烈和成本上升影响，收益率仅为-46.91%。巴西国家黑色冶金公司，收益率为-45.88%，反映了原材料价格波动对冶金行业的影响。紧随其后，MRV 工程公司、海波玛卡斯公司、高桑公司、3R 石油与天然气公司、AZZAS 2154 公司分居 IBOVESPA 指数成分股损失排行第 6 至第 10 位。

3.2. 衍生品市场：全球衍生品市场的热带标杆

巴西 B3 交易所不仅在股票市场上具备强大的竞争力，其衍生品交易同样位列全球前列。根据国际期货业协会（FIA）的数据，2023 年巴西衍生品市场成交量达到 83.15 亿手，占全球场内衍生品市场份额的 6.06%，排名全球第四。在交易所排名中，B3 交易所成交规模位居全球第二，仅次于印度国民证券交易所，体现了其强大的国际竞争力。

图表 49：巴西场内衍生品成交规模位居世界第四

2023 年排名	2022 年排名	国家或地区	成交量（亿手）	同比增减	市场份额
1	1	印度	911.67	128.10%	66.40%
2	2	美国	176.8	6.14%	12.88%
3	4	中国大陆	85.01	25.60%	6.19%
4	3	巴西	83.15	0.01%	6.06%
5	5	土耳其	20.86	-23.52%	1.52%

资料来源：FIA，申万宏源研究；截至 2023 年 12 月

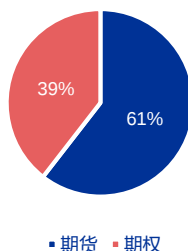
图表 50: B3 交易所成交规模排行世界第二

2023 年排名	2022 年排名	交易所	成交量 (亿手)	同比增减
1	1	印度国民证券交易所(NSE)	848.07	122.50%
2	2	巴西圣保罗证券期货交易所(B3)	83.15	0.00%
3	3	芝加哥商业交易所集团(CME)	60.99	4.33%
4	13	印度孟买证券交易所(BSE)	58.74	265.01%
5	4	芝加哥期权交易所集团(CBOE)	37.08	6.68%
6	5	洲际交易所(ICE)	36.56	6.44%
7	8	郑州商品交易所(ZCE)	35.33	47.40%
8	6	纳斯达克集团(NASDAQ Group)	32.04	1.78%
9	9	大连商品交易所(DCE)	25.08	10.20%
10	12	上海期货交易所(SHFE)	22.27	14.59%
11	7	伊斯坦布尔交易所(BIST)	20.86	-23.50%
12	10	韩国交易所(KRX)	20.38	-1.00%
13	11	德意志交易所集团(DBG)	19.42	-1.65%
14	14	迈阿密国际证券交易所集团(MIAX)	15.87	22.14%
15	15	莫斯科交易所(MOEX)	13.04	2.80%
16	16	多伦多证券交易所集团(TMX Group)	8.65	13.73%
17	17	香港交易所集团(HKEX)	4.80	5.65%
18	22	印度多种商品交易所(MCX)	4.44	103.30%
19	18	日本交易所集团(JPX)	3.94	0.48%
20	19	台湾期货交易所(TAIFEX)	3.25	-15.60%

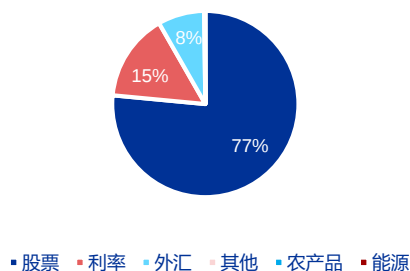
资料来源: FIA, 申万宏源研究; 截至 2023 年 12 月

2024 年初至今, B3 交易所衍生品成交量目前已实现约 73.1 亿手。其中, 期货成交规模占比超 B3 交易所市场整体的六成, 成交规模超 44.2 亿手。另外, 从标的分类上看, 金融类衍生品交易尤为活跃, 股票类衍生品构成市场成交量的主要来源, 占总成交规模的 70%以上, 利率衍生品及汇率衍生品成交占比实现 15%和 8%。商品衍生品成交占比仅 1%。

图表 51：期货成交规模比重超六成，股票类衍生品成交规模比重超七成



衍生品类型	年初至今成交量（手）
期货	4,421,800,622
期权	2,886,674,957
总量	7,308,475,579

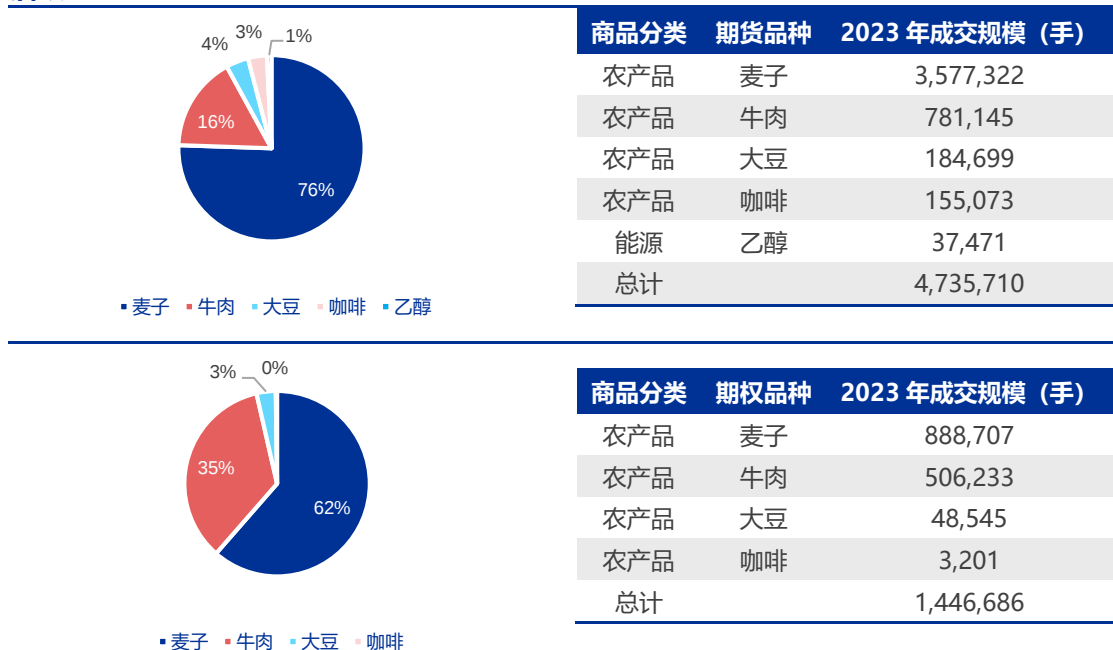


标的类型	年初至今成交量（手）
股票	5,590,873,334
利率	1,112,754,529
外汇	590,050,055
其他	10,036,210
农产品	4,707,823
能源	53,628
总量	7,308,475,579

资料来源：FIA，申万宏源研究；截至 2024 年 11 月

商品期货方面，B3 交易所合约主要以农产品为主，**麦子、牛肉、大豆和咖啡期货均是市场交易的核心品种**。2023 年巴西商品期货成交约 473.6 万手，麦子期货交易规模为 357.7 万手，占巴西商品期货交易规模的 76%。与此同时，商品期权方面，**麦子、牛肉、大豆、咖啡和乙醇期权为市场交易的主要品种**。2023 年，巴西商品期权成交规模总计 144.7 万手，麦子期权交易规模近 88.9 万手，约占巴西商品期权成交规模的 62%。

图表 52：2023 年期货交易占巴西衍生品成交规模比重超六成，金融类衍生品交易最为活跃



资料来源：FIA，申万宏源研究；截至 2024 年 11 月

3.3. 巴西债券市场：以挂钩多种指数为特色

巴西债券市场与通货膨胀及其指标有关的一个主要特点是将国内公司债券的名义价值和票息支付与各种指数联系起来。超过三分之二的巴西国内债券是与 DI 指数挂钩的浮息债，只有约 4% 的证券具有固定利率（政府贴现债券（LTN）和一些公司债券）。巴西债券市场以公共和企业部门为代表，政府债券市场以国家财政部发行的政府债券为代表，而国内公司债券市场的主要发行人是根据特许权协议运营的能源公司，公用事业公司和收费公路运营商。巴西债券在 B3 交易所交易。

巴西主权债券评级为非投资级。根据评级数据，巴西主权债务在国际信用评级中位列 S&P 的 BB、穆迪的 Ba1 和 DBRS 的 BB，属于非投资级（Non-investment grade）。与其他新兴市场国家相比，巴西主权债务评级略优于南非，然而差于印度。随着通胀上升，巴西基准利率从 2% 飙升至 10% 以上，巴西政府在偿还债务方面面临更大的压力。

为了保障国际债券投资者的收益和权益，巴西政府采取了多种财政手段。首先，政府努力维持宏观经济稳定，通过货币政策控制通胀，确保经济环境的可预测性。其次，巴西通过制定透明且可持续的财政政策，增强市场信心，减少信用风险。此外，政府可能提供债务担保或发行通胀挂钩债券，以对冲通胀带来的不确定性，保护投资者的实际收益。最后，巴西积极与国际金融机构合作，确保在必要时获得外部支持，进一步提升债券的信用保障。

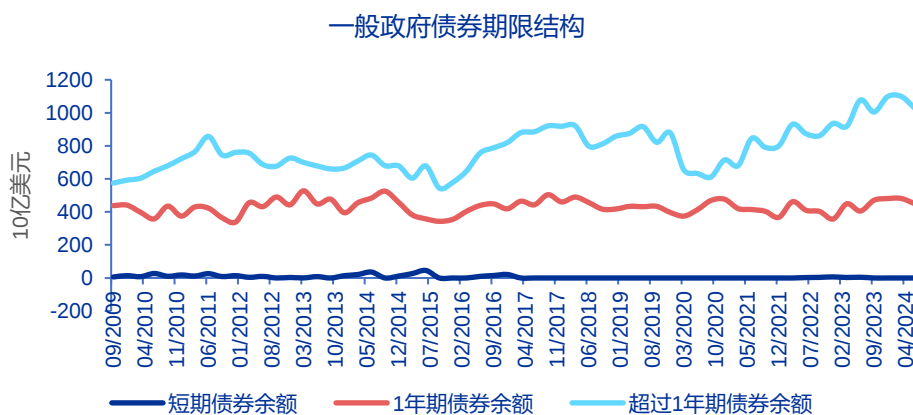
图表 53：巴西主权债券评级为非投资级

国家	S&P	Moody's	DBRS	TE
巴西	BB	Ba1	BB	45
南非	BB-	Ba2		41
印度	BBB-	Baa3	BBB (low)	56
中国	A+	A1	A	78

资料来源：TRADING ECONOMICS，申万宏源研究，截至 2024 年 11 月

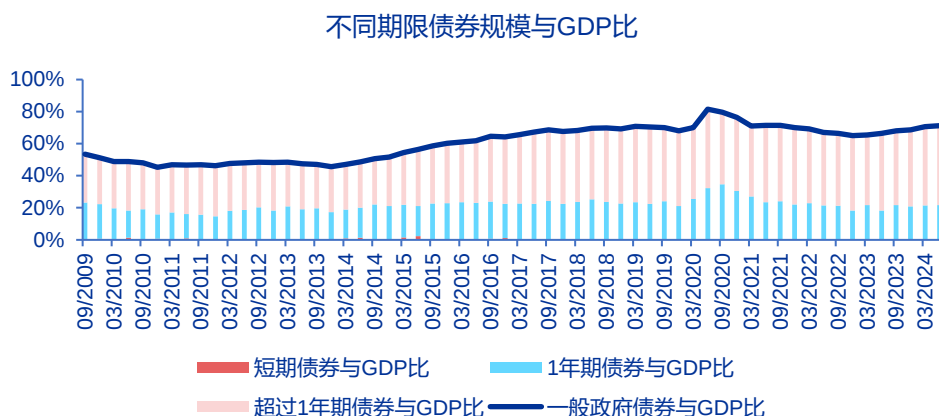
近年来，巴西政府债务总额显著增长，债务结构逐步向长期化调整。巴西一般政府债券总额从 2009 年第三季度的约 1.02 万亿美元增长至 2024 年第一季度的 1.58 万亿美元，增长幅度较大。债务占 GDP 的比例也在波动中先升后降，2009 年第三季度约为 54%，在 2020 年第二季度一度飙升至 82%，随后逐步回落至 2024 年第二季度的 71%。

图表 54：巴西债券结构逐步向长期化调整



资料来源：CEIC 数据库，申万宏源研究

图表 55：债券占 GDP 比重波动上升

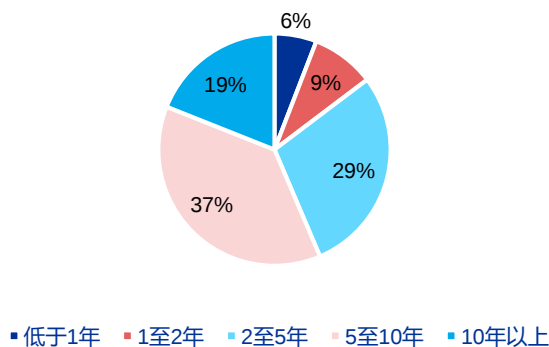


资料来源：CEIC 数据库，申万宏源研究

巴西债券市场中中长期债券占据主导地位。巴西债券市场的发行结构按债券期限划分显示，短期债券（低于 1 年）约占 6%，1 至 2 年期债券约占 9%，2 至 5 年期债券约占 29%，5 至 10 年期债券约占 37%，而 10 年以上的长期债券约占 19%。这一结构表明，巴西债券市场中中长期债券占据主导地位，尤其是 5 至 10 年期的债券发行量最大，显示出投资者对中长期投资工具的偏好。此外，2 至 5 年期和 10 年以上的债券也具有显著比例，反映出市场对多样化期限结构的需求。短期债券虽然比例较小，但仍为市场提供了必要的流动性和灵活性。

图表 56：巴西债券市场中中长期债券占据主导地位

巴西债券市场发行期限结构

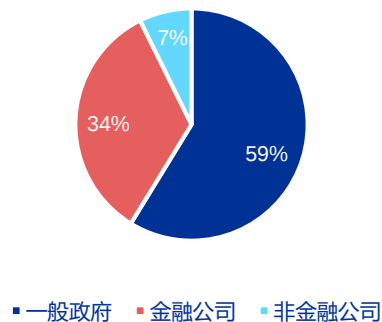


资料来源：巴西央行，申万宏源研究

巴西债券市场的发行人结构主要由一般政府、金融公司和非金融公司构成。其中，一般政府占比约 59%，是最大的发行主体，主导了市场的债券发行。金融公司则占比约 34%，显示出金融机构在债券市场中的重要地位。非金融公司占比约 7%，反映出企业部门在债券发行中的参与程度较低。整体来看，巴西债券市场的发行人结构以政府和金融机构为主，构成了市场的主要支柱。

图表 57：巴西债券市场的发行人结构主要由一般政府主导

巴西债券市场发行人结构

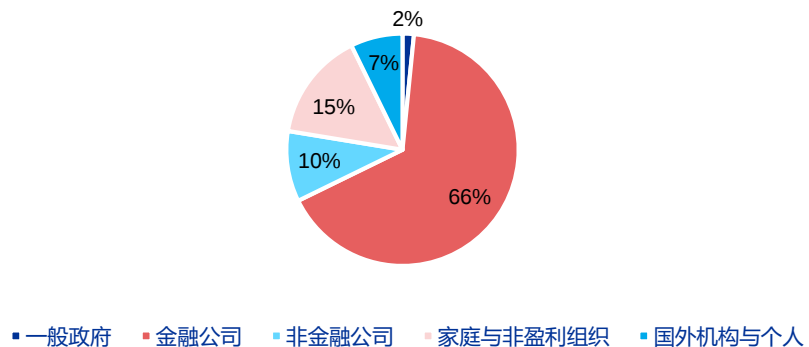


资料来源：巴西央行，申万宏源研究，截至 2024 年 6 月

巴西国内债券市场的持有人结构主要由金融公司、家庭与非盈利组织、非金融公司、国外机构与个人以及一般政府组成。其中，金融公司占据了约 66% 的比例，成为最大的持有群体。家庭与非盈利组织则占约 15%，显示出个人投资者和社会组织在债券市场中的重要地位。非金融公司持有的比例约为 10%，而国外机构与个人约占 7%。一般政府的持有比例则相对较小，不到 2%。这种持有人结构反映了巴西债券市场中金融机构的主导地位，同时也显示出多元化的投资者基础。

图表 58：巴西债券市场的持有人结构主要由金融公司占据

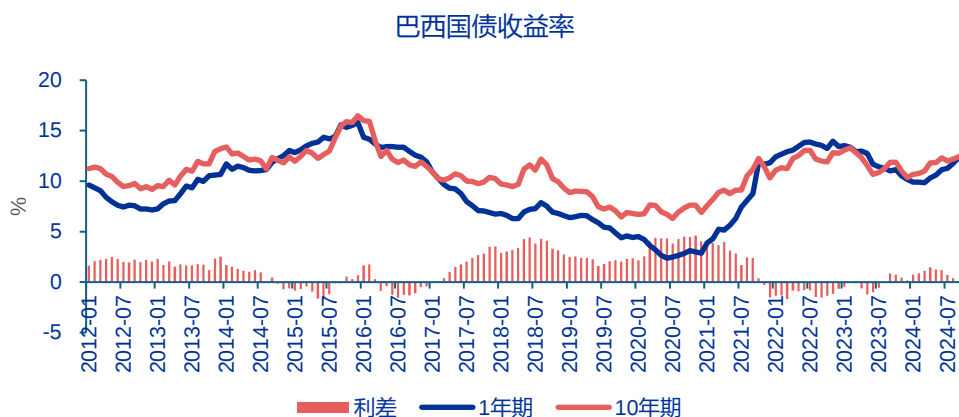
巴西政府债券持有人结构



资料来源：巴西央行，申万宏源研究，截至 2024 年 6 月

疫情结束后，巴西国债收益率波动上升，利差阶段性倒挂。自 2021 年初以来，1 年期和 10 年期国债收益率分别从约 3.89% 和 7.58% 迅速攀升至 2024 年 10 月的 12.56% 和 12.85%。这一期间内，国债利差经历了多次波动，尤其是在 2023 年大部分时间内，利差为负，显示出收益率曲线倒挂，释放了经济衰退的潜在信号。然而，进入 2024 年后，利差重新转为正值，表明收益率曲线开始恢复正常，市场预期经济可能进入复苏阶段。这在一定程度上反映了巴西在应对通胀和宏观经济政策调整方面的努力，以及投资者对中长期经济前景的信心增强。

图表 59：疫情结束后巴西国债收益率波动上升，利差阶段性倒挂

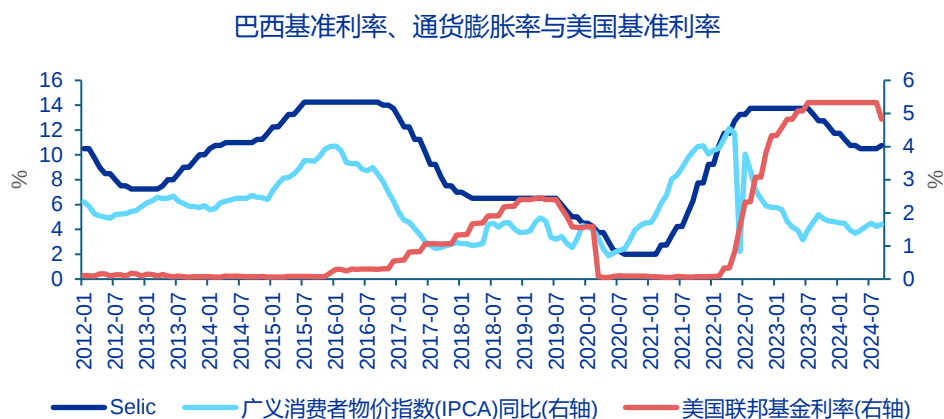


资料来源：CEIC 数据库，申万宏源研究

巴西的国内利率水平受通胀、低储蓄、违约率高等多种因素影响。保持通胀在目标范围内是巴西中央银行的基本目标，国家货币委员会设定了国家消费者价格指数扩展（IPCA）的年度通胀目标，央行使用货币政策来实现这一目标。除了通货膨胀，巴西的国内利率水平还收到受多种因素影响，其中包括国内储蓄率低、外资对巴西投资的犹疑、挤出效应以及国民信用堪忧等。国内储蓄率低导致资金供不应求，外资对巴西投资的犹疑增加了风险溢价，政府债务和贴息贷款占用了市场上的大量资金，减少了市场可用资金，这些都加剧了利率的上升。此外，巴西民众中有较高比例的人有过违约记录，这使得金融机构在贷款时更加谨慎，倾向于以更高的利率出借资金。

巴西的货币政策在抗通胀的过程中也对经济发展产生了挤压。美联储的货币政策变动对全球资本流动有着显著影响，这在一定程度上会影响到巴西货币政策的设定。然后，这种影响因素在巴西基准利率上体现较为微弱，在很长的时期内，巴西基本利率水平与美国联邦基金利率相关性都较低，这反映出巴西的货币政策还是以关注国内问题特别是控制通货膨胀为主。事实上，因为巴西有恶性通胀的历史，巴西央行对通胀异常敏感。通常巴西的加息政策会对通胀形成压制。比如 2013 年开始，由于全球经济波动和国内政策调整，通胀率再次上升，巴西央行通过提高 Selic 利率抑制了通胀率的持续上升，2015 年 7 月达到最高值 14.25%。到了 2022 年，受到全球疫情影响和供应链中断，通胀率再次超过 10%，巴西央行继续采取紧缩政策，逐步提高 Selic 利率至 13.25% 以上（从 2022 年 6 月开始），以对抗通胀压力。当然，这些紧缩政策确实抑制了通胀，然后也对经济增长产生了压制。

图表 60：巴西的基金利率受国内经济热度与国际利率变动影响



资料来源：iFind 数据库，CEIC 数据库，申万宏源研究

巴西的 Selic 利率从 2020 年 8 月的 2% 上升至 2022 年 8 月的 13.75%，这一变化对债券市场和资本市场产生了显著影响。利率的上升导致债券市场大跌，一年期国债到期收益率从 2020 年 5 月的 2.37% 最高上涨 1000 多个基点，在 2022 年 10 月达到最大值 13.96%，十年期国债到期收益率从 2020 年 6 月的 6.3% 最高上涨近 700 个基点，在 2023 年 1 月达到最高值 13.31%。然而，高利率水平并未对股市带来压力，加息周期下股市未出现明显回调，这可能是由于市场预期高利率有助于控制通胀，增强了投资者对经济稳定的信心。同时，高利率可能吸引寻求高收益的国际资本流入，为股市提供支撑。股市的表现也受到公司基本面、全球市场情绪、政策预期等多种因素的影响，因此即使在利率上升的情况下，股市仍有可能因为这些积极因素而上涨。

图表 61：巴西货币政策对资本市场产生了显著影响

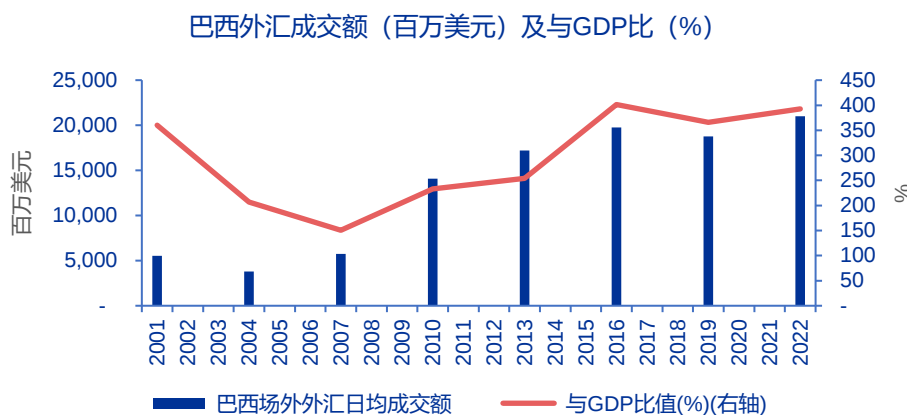


资料来源：iFind 数据库，CEIC 数据库，申万宏源研究

3.4. 巴西的外汇市场：外汇远期交易为特色

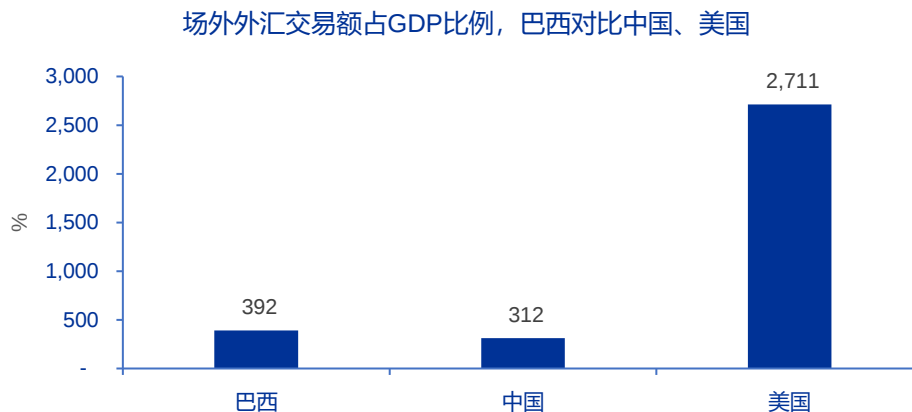
相比其经济体量，巴西外汇市场交易活跃程度不输于我国。巴西的场外外汇交易额自 2007 年开始呈现高速发展的态势，2016 年以后年化交易额逐渐稳定在 GDP 的 375%左右，如下图所示。到 2022 年末，巴西外汇市场的每日交易额达 210 亿美元。横向对比来看，2022 年巴西外汇市场的年化成交额与 GDP 比值（392%）虽大幅低于美国（2711%），但已超过我国（312%）。

图表 62：巴西外汇市场 2007 年以后快速扩张，2016 年开始年化交易额稳定在 GDP 的 375%左右



资料来源：申万宏源研究；截至 2022 年 12 月 31 日；年化交易额=日均交易额*365

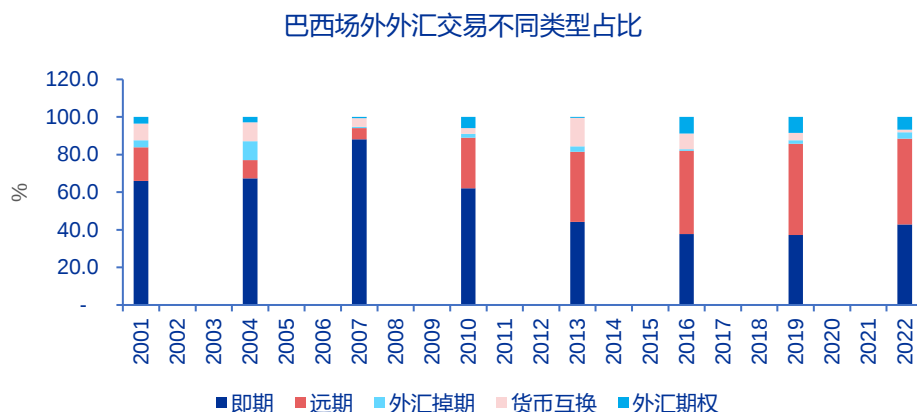
图表 63：相对其经济体量，巴西外汇交易的活跃程度远低于美国，但已超过我国



资料来源：申万宏源研究；截至 2022 年 12 月 31 日；年化交易额=日均交易额*365

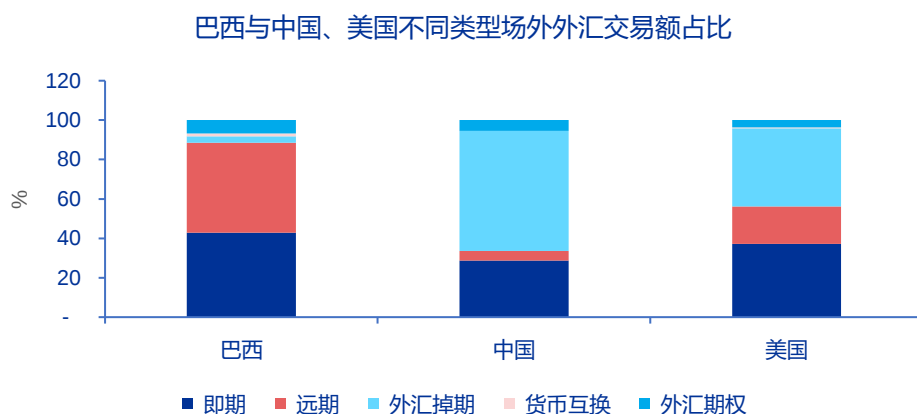
从外汇交易类型上看，远期交易占比高是巴西外汇市场的重要特点。2007 年之前巴西的外汇市场以外汇即期交易为主。2010 年以来，外汇远期交易占比提升明显。到 2022 年末，外汇即期和外汇远期交易额占比分别为 42.9%和 45.6%。横向对比来看，巴西外汇市场的即期、远期交易占比均高于中美，而掉期、互换和期权交易占比少。

图表 64: 2010 年开始, 外汇远期交易占比明显增加



资料来源: , 申万宏源研究; 截至 2022 年 12 月 31 日

图表 65: 巴西外汇市场的外汇即期、外汇远期交易占比显著高于中美



资料来源: , 申万宏源研究; 截至 2022 年 12 月 31 日

外汇远期交易占比高, 原因是巴西中央银行将外汇远期作为稳定汇率的核心工具。巴西实行有管理的浮动汇率制度, 巴西政府通过央行外汇市场操作, 对汇兑和资本利得征税, 以及限制境内的外币使用等手段减少外汇汇率的过度波动。其中, 巴西央行的外汇市场操作主要在衍生品市场进行。

自 2011 年以来, 巴西雷亚尔相对美元长期处于贬值的通道, 见下图。为减轻美元在巴西市场的升值压力, 巴西央行频繁在外汇远期市场中出售美元, 使得外汇远期的交易量占比明显增加。这一操作虽然使得巴西央行付出利息成本, 但能够在不影响储备水平的情况下平抑汇率波动。

例如, 2013 年 5 月 22 日, 时任美联储主席伯南克宣布减少 QE 的计划。从 2013 年 5 月 22 日到 6 月末, 雷亚尔对美元贬值 12.5%。2013 年 8 月 22 日, 为控制本币贬值, 巴西央行宣布计划每日卖出价值 5 亿美元的**无本金交割货币远期合约**。该合约

是以巴西雷亚尔结算的美元远期合约，也被称为“巴西央行掉期（BCB Swaps）”。

图表 66：2011 年以来，巴西雷亚尔对美元处于长期贬值的通道



资料来源：申万宏源研究；截至 2024 年 11 月

除了在外汇市场干预汇率之外，巴西央行还通过外汇管制政策和税收政策调节外汇汇率。

外汇管制方面，巴西政府实行严格的外汇管制政策。外国企业或个人不能开立外汇帐户，外汇进入巴西兑换成雷亚尔后方能提现。外汇兑换需要与巴西有外汇牌照的商业银行签署的“外汇买卖合同”。根据巴西的《外汇和国际资本法》，旅客入境携带外币现金金额超过 1 万美元（或等值的其他货币）需在联邦税务局网站上进行旅行者资产电子申报（e-DVB）。所有在巴西的外国投资必须在巴西中央银行注册。由巴西央行颁发外国投资证明，注明投资的外国货币金额及相应的雷亚尔金额。

汇兑税收政策方面，外资在投资利润汇出、撤资或利润再投资时需出示外国投资证明，并缴纳金融操作税（IOF）以及资本利得税。这些税率可能随巴西政府政策变动，并且对不同类型、不同金额、不同持有期的金融交易，其税率也会有较大差异。特别是金融操作税（IOF），设置该税种的核心目的之一是作为调节汇率和资本跨境流动的手段，其税率和征收政策经常随巴西的宏观经济环境发生变动，最高可能达到 6% 以上。例如，在巴西雷亚尔大幅贬值时，为限制资本流出，巴西政府可能提高本币换外币的 IOF 税率；在巴西政府意图吸引外资流入时，可能降低甚至取消一些金融交易的 IOF 税。

除外资准入和税收政策外，投资者**跨境投资巴西证券市场，需格外关注雷亚尔汇率变动对投资收益的影响**。2010 年至 2024 年 11 月巴西雷亚尔兑美元的汇率变动及波动率的表现见下图。整体而言，巴西雷亚尔的汇率变动呈现以下两个特点：

第一，从 2011 年开始，雷亚尔相对美元呈现长期贬值的趋势，仅在 2016、2022 和 2023 年实现相对美元的升值。最近 5 年，雷亚尔兑美元从 2019 年末的 0.249 到 2024 年 11 月 22 日的 0.172，贬值率为 30.8%，平均每年贬值 7.1%。

第二，雷亚尔兑美元的年化波动率长期维持在 10% 以上。尽管近 5 年的汇率波动率整体呈现下降的趋势，但是截至 11 月 22 日，2024 年雷亚尔兑美元波动率仍然达到 11%。雷亚尔汇率的高波动，将明显削弱跨境投资组合的收益稳定性。

综合巴西雷亚尔汇率的历史表现来看，对于巴西证券市场的跨境投资者，使用外汇衍生品对冲汇率变动或许是必不可少的操作。

图表 67：巴西汇率的年化波动率长期维持在 10% 以上

	期末汇率	雷亚尔兑美元 汇率年变动率	汇率年化波动率
2000	0.513	-7.3%	8.0%
2001	0.433	-15.6%	17.5%
2002	0.282	-34.7%	25.3%
2003	0.345	22.3%	14.9%
2004	0.377	9.0%	10.1%
2005	0.428	13.8%	14.4%
2006	0.469	9.4%	13.2%
2007	0.562	20.0%	13.0%
2008	0.432	-23.1%	31.1%
2009	0.574	32.7%	16.7%
2010	0.601	4.8%	12.5%
2011	0.537	-10.7%	14.5%
2012	0.488	-9.0%	10.6%
2013	0.424	-13.3%	11.7%
2014	0.376	-11.1%	13.4%
2015	0.253	-32.9%	20.1%
2016	0.307	21.7%	18.3%
2017	0.302	-1.8%	13.2%
2018	0.258	-14.6%	14.9%
2019	0.249	-3.4%	11.9%
2020	0.193	-22.6%	20.4%
2021	0.179	-6.8%	16.2%
2022	0.189	5.5%	17.4%
2023	0.206	8.9%	12.2%
2024	0.172	-16.4%	11.0%

资料来源：申万宏源研究；截至 2024 年 11 月 22 日；汇率年化波动率=汇率日变动率的标准差波动率*(252^0.5)

3.5. 巴西证券市场投资成本：费用低廉、对跨境投资友好

巴西对跨境投资者在证券市场的投资交易，基本没有投资范围、额度、交易频率等投资交易行为的限制，仅在费率上可能与本地投资者有差异。跨境投资者在巴西证

券市场交易，主要需支付三类费用，包括收入税（Income Tax）、金融操作税（IOF）以及向经纪商支付的交易佣金等。其中，收入税包括利息收入税和资本利得税。交易佣金涵盖了交易所向经纪商收取交换费用（Exchange Fee），其中包括交易费（Trading Fee）、结算费（Settlement Fee）等。

关于**收入税**，跨境投资者的一般面临的税率约 15%，但依据不同的投资资产和收入类型，可能会存在税率降低或者豁免的情形，例如：

- 投资股票、大宗商品、期货以及类似工具不收取资本利得税；
- 投资股票的分红豁免收入税，但是利息收入征收 15% 的收入税；
- 投资股票基金、非可转债占比低于 5% 的基金以及其 FOF 不收取资本利得税；
- 投资国债或投资全部由国际投资者持有的国债基金不收取利息收入税；
- 投资农业证券（Agriculture securities）不征收收入税等。

关于**金融操作税（IOF）**，这一税种面向外汇兑换、股票投资、债券投资、信贷、保险等各类金融交易征收，其设计目的是成为巴西央行执行货币政策的手段之一。每种类型的适用的交易 IOF 税率有一定差异。

对于跨境投资者，IOF 主要在外汇兑换环节征收。2024 年将外币兑换成雷亚尔的税率为 0.38%，将雷亚尔兑换成外币的税率为 1.1%。但是，目前跨境投资者以投资巴西股票、股票基金、债券、REITS 证券等为目的将外币兑换雷亚尔，大部分已被豁免征收 IOF，除非跨境资金来自“避税天堂”国家或地区。

在证券买卖环节，目前在 B3 交易所交易股票、ETF、衍生品已被豁免缴纳 IOF。但是，若投资于固定收益证券或固定收益类基金，且持有期少于 30 天，则需要在卖出、赎回或者重新协商时按每日 1% 的税率对一定比例的投资收益缴纳 IOF。持有期为 1~30 天时，需缴税的投资收益比例见下图。随投资持有期拉长，缴税的收益比例线性减少。持有 30 天以上则全部投资收益豁免缴纳 IOF。

图表 68：对巴西的固收类证券进行短期投资，需按投资收益的一定比例缴纳 IOF 税

持有天数	收益征税比例	持有天数	收益征税比例	持有天数	收益征税比例
1	96%	11	63%	21	30%
2	93%	12	60%	22	26%
3	90%	13	56%	23	23%
4	86%	14	53%	24	20%
5	83%	15	50%	25	16%
6	80%	16	46%	26	13%
7	76%	17	43%	27	10%
8	73%	18	40%	28	60%
9	70%	19	36%	29	30%
10	66%	20	33%	30	0%

资料来源：B3 交易所，申万宏源研究；截至 2024 年 11 月

IOF 作为货币政策工具的一部分，其征收范围和税率会随着 Selic 利率、雷亚尔汇率等经济变量以及巴西政府政策的改变而发生变动。近三年为了吸引外资流入，IOF 税率呈现下降的趋势，利好跨境投资者。

交易所向证券经纪商收取的交易费用总体较低，并且随交易量增大而更加优惠。其中，交易所对股票和 ETF 交易的费率为交易费 0.005%，结算费 0.025%。按照交易金额在买卖双方双向收取。巴西本地的投资基金还可以享受 0.018% 的优惠结算费率。

另外，随经纪商日内交易（特指日内回转交易）的交易量增加，还可获得累进的优惠费率。例如，若日内交易量超过 1 百万雷亚尔，那么超过的部分适用 0.0225% 的综合费率；若日内交易量进一步超过 5 百万雷亚尔，那么超过 5 百万的部分适用更低的 0.021% 费率；以此类推，最低费率可达 0.011%，具体累进费率见下图。

图表 69：B3 交易所股票、ETF 交易的综合费率随交易额增大而更加优惠

日内交易金额 (百万巴西雷亚尔)	交易费 (按交易金额双向收取)	结算费 (按交易金额双向收取)	综合费率 (按交易金额双向收取)
(0, 1]	0.0050%	0.0180%	0.0230%
(1, 5]	0.0048%	0.0177%	0.0225%
(5, 10]	0.0044%	0.0166%	0.0210%
(10, 40]	0.0042%	0.0158%	0.0200%
(40, 150]	0.0039%	0.0146%	0.0185%
(150, 300]	0.0037%	0.0138%	0.0175%
(300, 700]	0.0034%	0.0126%	0.0160%
(700, 1000]	0.0031%	0.0114%	0.0145%
(1000, 2000]	0.0029%	0.0106%	0.0135%
(2000, 3000]	0.0026%	0.0099%	0.0125%
(3000, 4000]	0.0025%	0.0095%	0.0120%
> 4000	0.0023%	0.0087%	0.0110%

资料来源：B3 交易所，申万宏源研究；截至 2024 年 11 月

B3 交易所对于标准的美元期货合约（U.S. Dollar Futures Contract，雷亚尔计价，每个合约名义本金 50000 美元，5 个合约为 1 手）收取的结算费率为每个合约 0.6 美元。另外，该合约适用的综合交易费率由交易金额决定，交易金额越大，新增交易量部分的费率越优惠，见下图。另外，与股票、ETF 一致地，针对日内交易，随着交易额增加，新增的美元期货合约将享受更高的费率优惠。

图表 70：B3 交易所的美元期货交易的单位费用取决于交易量

美元期货合约 日均交易数量	该档位每个合约的综合交易费用 (单位：美元)
[1, 250]	0.97
[251, 1000]	0.88
[1001, 2500]	0.83
[2501, 6000]	0.77
[6001, 10000]	0.73
[10001, 15000]	0.69
[15001, 25000]	0.66
[25001, 45000]	0.51
[45001, 80000]	0.36
>80000	0.33

资料来源：B3 交易所，申万宏源研究；截至 2024 年 11 月

最后，B3 交易所对在岸人民币期货合约（Chinese Yuan Onshore Futures，雷亚尔计价，每个合约名义本金 3500 万人民币，1 个合约为 1 手）收取的结算费率为每个合约 1 美元。该合约同样享受随交易量增大而累进优惠的综合费率，见下图。

图表 71：B3 交易所的在岸人民币期货交易的单位费用，随交易量增大而更加优惠

在岸人民币期货合约 日均交易数量	该档位每个合约的综合交易费用 (单位：美元)
[1, 20]	1.15
[21, 50]	1.1
[51, 130]	0.99
[131, 150]	0.92
[151, 1000]	0.87
>1000	0.76

资料来源：B3 交易所，申万宏源研究；截至 2024 年 11 月

4. 风险提示

本报告对于巴西金融体系的分析基于历史数据以及现有政策或制度文件。该国的汇率水平、税收政策、投资准入制度、市场交易制度、监管政策等在未来可能发生变化，可能导致投资渠道减少、资产价格大幅波动、或造成其他投资损失。另外，巴西固定收益类证券或产品可能面临汇率风险、信用风险等。中国与巴西资本市场互联互通合作可能不及预期等。

（感谢申万宏源证券博士后工作站对本文的贡献）

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。