

研究报告

2018年第56期

2018.6.26

执笔：邱牧远

muyuan.qiu@icbc.com.cn

阿根廷货币危机近况及前景展望

要点

- 近期，阿根廷比索大幅贬值，引发了各界对新兴市场“货币危机”的担忧。
- 从成因来看，新兴市场国家货币贬值具有一定共性。在美欧加息、全球流动性收紧的大背景下，部分新兴市场国家财政纪律涣散、高通胀、国际收支失衡与外债问题相互交织，使政府债务不断扩大。在市场避险情绪的带动下，最终形成了货币大幅贬值的“明斯基时刻”。未来，不排除阿根廷货币危机进一步发酵和传染的可能。
- 对我国而言，虽然汇率波动总体可控，但近期人民币汇率同样面临着贬值和波动加剧的潜在风险。商业银行应密切注意外汇头寸的变化，及早采取手段对冲风险。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

阿根廷货币危机近况及前景展望

一、阿根廷货币危机持续发酵

近期，以阿根廷比索为代表的新兴市场货币大幅贬值，引发了各界对新兴市场“货币危机”的担忧。具体来看，比索货币危机主要表现为三个方面：一是本币剧烈贬值。截至6月15日，阿根廷比索报收27.87，较4月初贬值27%；二是股票市场大幅下滑。2018年2-5月，阿根廷 MERV 股指已经连续4个月大跌，在5月3日至9日的一周时间内，跌幅达到5.76%；三是国债收益率显著增加。6月13日，阿根廷世纪债券收益率涨至8.6%，创造了历史新高。

为了应对比索的迅速贬值及国内金融市场动荡，阿根廷政府采取了多种应对措施。一是动用外汇储备抛售美元。二是加息防止资本外逃。阿根廷央行在4月27日宣布加息300个基点，将基准利率由此前的27.25%升至30.25%。随后又在5月3日加息300个基点，基准利率达到33.25%。但由于仍未制止住比索暴跌的颓势，阿根廷央行被迫又于5月4日再次加息675个基点，将基准利率推升至40%。三是寻求国际援助。目前，阿根廷总统马克里已表示向 IMF 征询贷款事宜。本报告从内外因两方面分析阿根廷比索危机的成因，并对其他新兴市场国家货币危机的潜在风险进行判断。

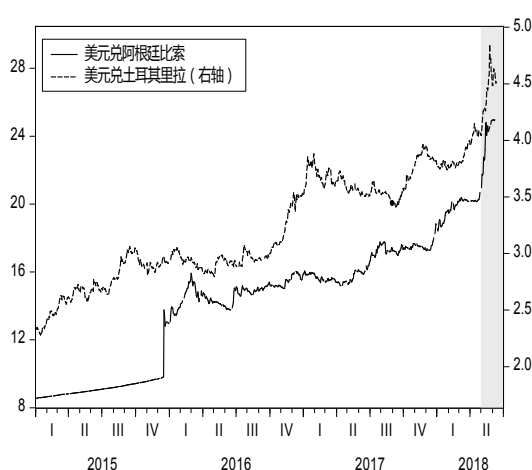


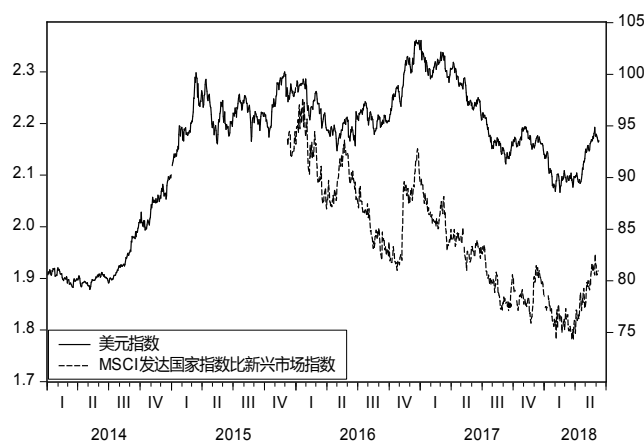
图1 美元兑阿根廷比索汇率



图2 阿根廷股指与国债收益率

二、美元指数上涨是新兴市场货币贬值的外部原因

美国经济走强及美联储不断加息是诱发部分新兴市场货币危机的外因。作为全球主要储备和交易货币，美元、欧元等发达国家货币币值直接影响新兴市场流动性。当发达国家经济走弱、央行进入降息周期时，往往伴随全球流动性充裕，新兴市场的外部融资环境改善；而当发达国家经济复苏并开启加息进程时，全球流动性趋紧，新兴市场国际融资环境恶化。图3中，画出了MSCI发达国家指数与新兴市场指数比值同美元指数之间的关系。可以发现，美元指数强弱与新兴国家股票市场的景气程度高度相关并具有领先性。



资料来源：WIND 经作者计算得到

图3 美元指数与新兴市场股市相对走势

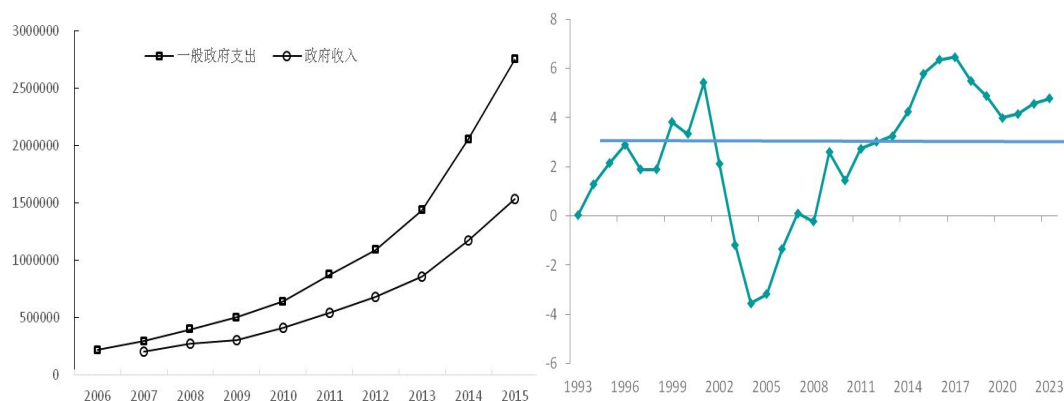
进一步，美元、欧元货币当局既不能忽视本国货币的国际职能而单纯考虑国内目标，又无法兼顾国外对国际货币使用的需要，使得新兴市场在汇兑制度上面临两难选择。20世纪70至90年代，阿根廷共发生七次货币危机。其中，全球流动性的周期性变化对历次危机均起到了推波助澜的作用。为了维持汇率稳定，阿根廷政府于1991年推出《自由兑换法》，确定阿根廷比索和美元实行汇率1：1的固定汇率制。但到90年代后期，固定汇率制却导致阿根廷出口竞争力下降和国内通过紧缩。外汇储备的迅速减少和政府债务的迅速增加使得阿政府于2001年宣布总额高达1300亿美元的主权债务违约，创造了历史之最。此后，

阿根廷政府不得不放弃了维持11年的固定汇率制度，国内政治格局随之出现剧烈动荡，曾在短短12天内五易总统。

三、阿根廷货币危机的内因

从内因看，美元流动性收紧背景下阿根廷比索剧烈贬值主要可以从以下几方面观察。

第一，阿根廷政府财政问题突出，为比索贬值埋下祸根。上世纪70年代以来，拉丁美洲各国普遍实施“财政赤字，负债增长”的发展战略。在这一思想指导下，“过度支出”一直是阿根廷政府的隐患。近年来，阿根廷政府财政支出年增长率始终保持在30%以上，使得财政赤字率不断上升，政府债务总量增高。国际上，通常以财政赤字率和政府债务负担率作为衡量财政健康程度的指标。一般认为，财政赤字 GDP 占比的警戒线一般为3%，政府债务负担率的警戒线为45%-60%。自2014年底以来，阿根廷政府的上述两项指标均高于警戒线之上（图4和5）。



资料来源：CEIC 数据库

图4 阿根廷政府收入与支出
(百万阿根廷比索)

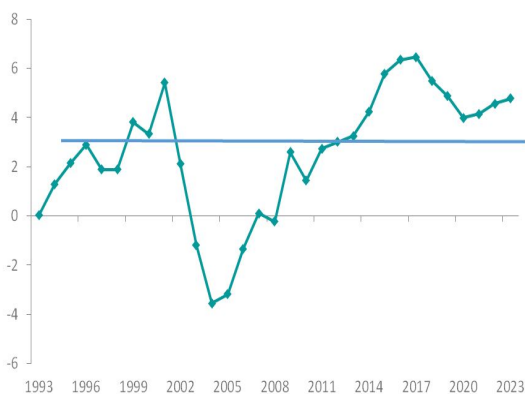
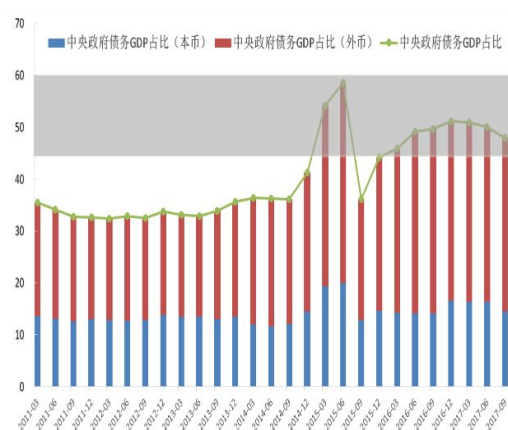


图5 阿根廷财政赤字 GDP 占比¹

从政府债务币种构成来看，目前阿根廷政府70%以上为外币标价债务(图6)。

¹ 蓝色为警戒线。

在美元升值背景下，这使阿根廷债务负担急剧增加。从图7来看，美联储2015年底开启加息进程之后，利息支出占阿财政收入的比例显著增加。偿债能力的下降降低了阿根廷本国资产的吸引力，加剧了市场对比索资产风险的敏感程度。



资料来源：IMF，CEIC 数据库

图6 阿根廷中央政府债务负担率
及币种构成²

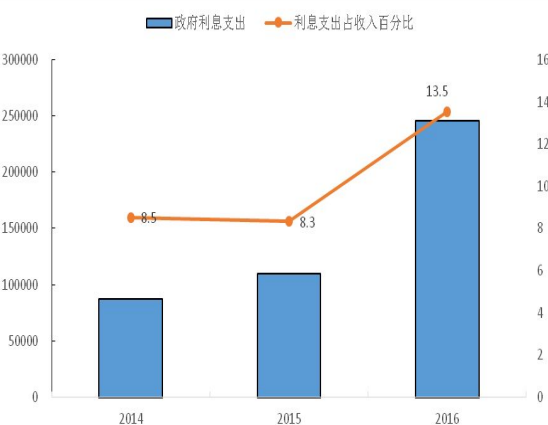


图7 阿根廷政府利息支出
及占比（百万比索，%）

第二，过度支出下，高通胀始终是阿根廷经济挥之不去的阴影。自2010年3季度后，阿根廷CPI同比便超过10%警戒线，呈加速上升趋势。2017，阿根廷通胀达到24.8%，其中住房、水电、燃料等生活必需品上涨55.6%，涨幅居各项之首。尽管阿根廷央行2018年初将通胀目标设定为15%，但从实际表现来看，目前阿根廷通胀依然保持在20%以上的高位。高通胀又进一步对比索贬值形成压力，加剧了市场的恐慌情绪。

第三，储蓄率偏低、投资率不足使阿根廷增长前景堪忧。储蓄是经济增长的重要动力，但在持续通货膨胀压力下，近年来阿根廷国民储蓄率不断走低。根据IMF数据，目前阿根廷国内储蓄率已低于新兴市场甚至拉丁美洲的平均水平（图9）。这使阿根廷经济发展的长期动力不足，财政收入增长乏力。为提振国内经济，政府不得不通过举债和发行货币来支持开支，与政府已有的高负债

² 灰色区域为警戒水平。

形成了恶性循环。

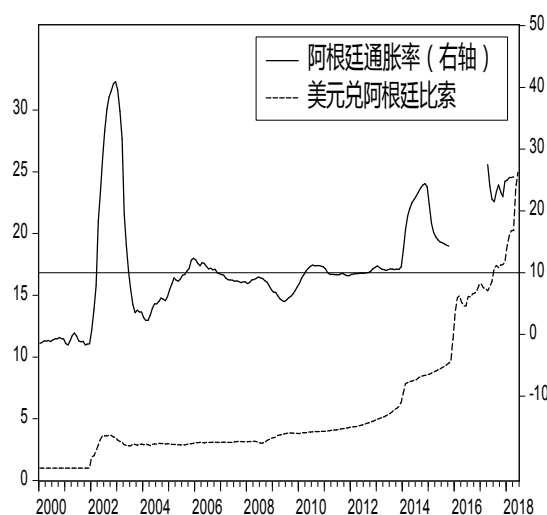


图8 通胀率与比索汇率



图9 阿根廷国民总储蓄率

第四，出口结构单一与经常账户逆差使阿根廷实际有效汇率持续贬值，外汇储备下降。外汇储备是政府干预外汇市场、应对短期汇率波动的重要力量，对于发展中国家而言，出口贸易则是外汇收入的主要来源。但在阿根廷出口产品中，动植物产品和食品、饮料、烟草这、类初级产品比重过大、价格容易受到国际市场波动的影响。从2010年以来，阿根廷经常账户便出现持续逆差。到2017年4季度时，经常账户逆差占阿根廷GDP的比重已达到5.33%（图10）。这一方面使经常账户赤字扩大，名义有效汇率降低，另一方面使阿根廷外汇储备持续下跌。到2016年时，其外汇储备占外债的比例已从2010年时的41%下降到20%（图11）。特别是2018年1-4月，自然灾害使阿根廷产量大幅减产，粮食出口总额比2008年至2017年的平均水平减少10%，加剧了出口创汇的难度。当市场认为政府难以偿还高额债务时，便会在短期内发生资本外流，带动比索大幅贬值。

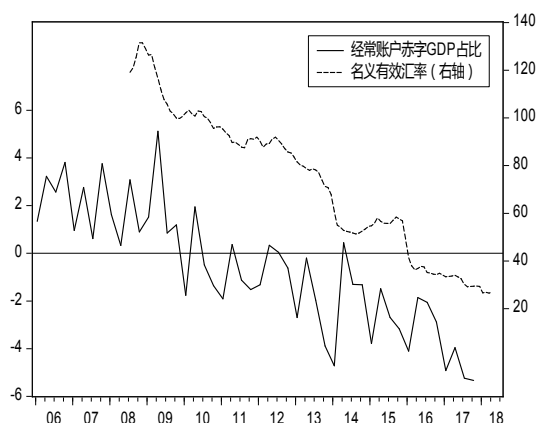


图10 阿根廷经常账户赤字
与名义有效汇率

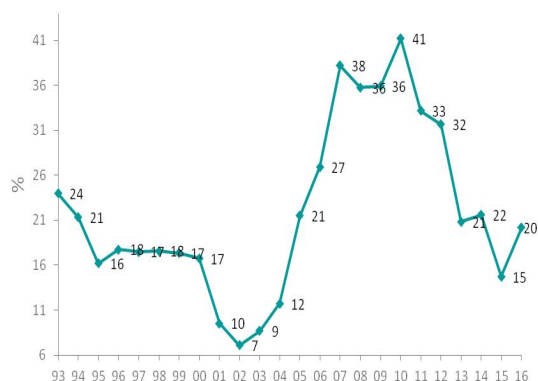


图11 阿根廷外汇储备
占外债比例（%）

四、美元周期下新兴市场主权货币风险升高

就在阿根廷货币危机持续发酵之际，土耳其里拉近期也出现大幅贬值。其与比索贬值成因方面的相似性表明，造成新兴市场汇率波动的原因可能具有一定共性（图12）。财政纪律涣散、高通胀、国际收支失衡与外债问题相互交织，使政府债务不断扩大。在市场避险情绪的带动下，最终形成了货币大幅贬值的“明斯基时刻”。尽管两国目前均通过“激进”政策使比索和里拉贬值趋势得到一定遏制，但在当前全球流动性收紧背景下，比索、里拉的大幅贬值实为两国长期矛盾积累的表现，不能排除货币危机未来进一步发酵和加剧的可能。

为判断新兴市场货币危机风险的大小，报告以主要新兴市场国家的通胀率、财政赤字率、政府债务负担率、经常账户赤字率、外汇储备债务比率衡量一国货币危机的潜在风险，通过主成分分析的方式对以上5个指标进行加权打分（图13）。从目前来看，埃及、阿根廷、土耳其三国依旧处于高风险区，紧随其后的是巴西、印度、南非等国。由于我国财政风险总体可控，加之低通胀、高增长的经济基本面和充足的外汇储备，为防止人民币短期内发生货币危机创造了条件。

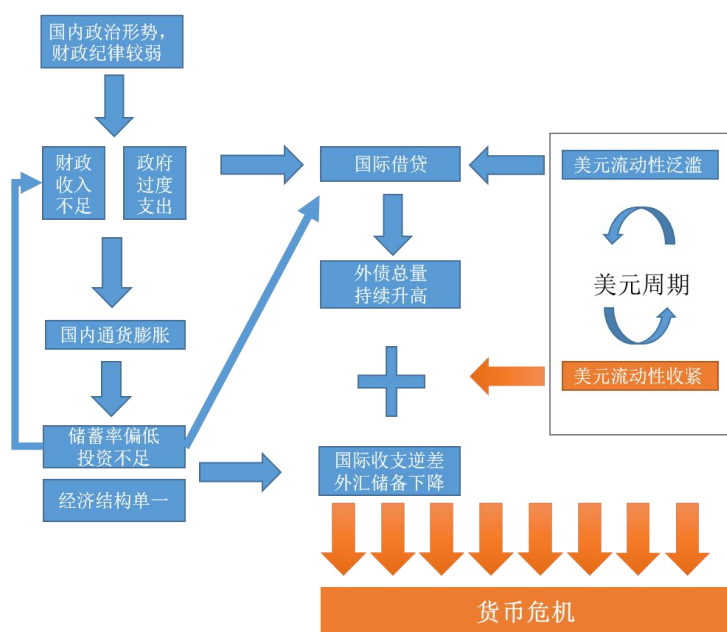


图 12 货币危机流程图

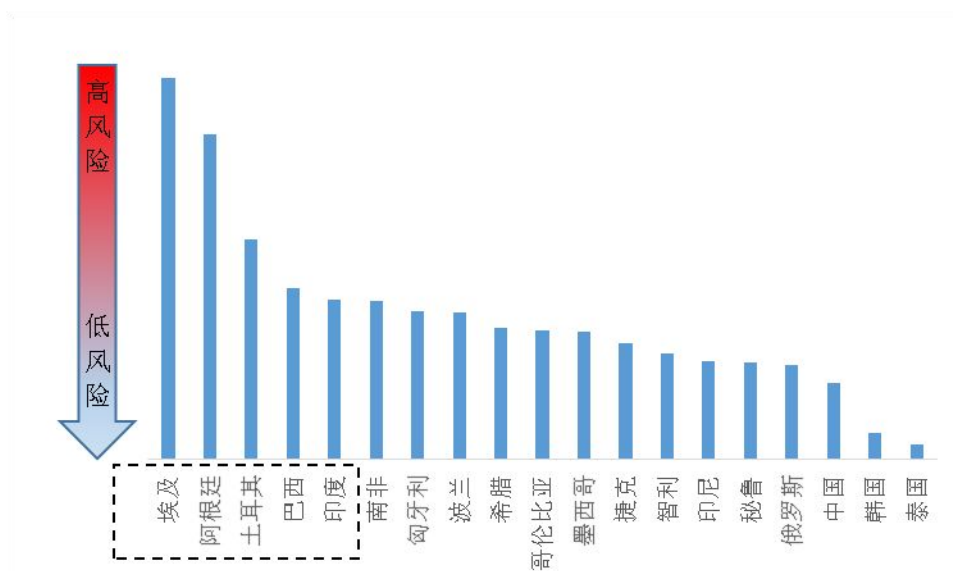


图 13 部分新兴市场货币危机风险

五、结论及启示

从前文分析看，本次阿根廷货币危机即有美元周期下国际流动性趋紧的外因，也有阿根廷本国财政纪律不强、通胀高企等内因。目前，美联储已进入加息通道，预计下半年仍将进行1-2次加息。尽管6月欧央行决定维持政策利率不变，但随着退出QE计划的逐步明确，全球流动性收紧态势已逐渐明朗。这使得全球对新兴市场资产的避险情绪加大，部分国家面临汇率大幅贬值的潜在风险。具体来看，阿根廷和土耳其的“货币危机”有进一步发酵的可能，巴西和埃及等国也应成为汇率监测关注的重点对象。对我国而言，虽然汇率波动总体可控，但近期人民币汇率同样面临着贬值和波动加剧的潜在风险。各级政府及商业银行应密切注意外汇头寸的变化，及早采取手段对冲风险。