



阿根廷金融動盪的原因和啟示

近期美元和美債債息的走強為阿根廷的金融市場帶來了動盪。年初至今，阿根廷比索貶值超 20%。為對抗本地貨幣的貶值，阿根廷採取加息和買入本幣的方式穩定匯率。在 4 月 27 日至 5 月 4 日的 8 天內，阿根廷連續加息三次共 1275 個基點到 40%，並不斷拋售美元。阿根廷金融市場承壓與其經濟表現、負債結構和財政安排不無關係。通過對阿根廷金融動盪原因的分析，或許能為新興市場提供一些啟示。

一、阿根廷金融市場動盪的原因分析

1. 經濟結構單一 國際收支逆差規模較大

在 2016 年經歷了經濟衰退後，2017 年阿根廷 GDP 增速僅回升至 2.9%，仍低於 3%。較低的經濟增速容易對阿根廷的貨幣政策形成制約，使其難以通過抬升利率來提高本幣比值和吸引資金流入。

從經濟結構看，貿易保護主義使阿根廷的工業水發展程度較為落後，國內產業結構以農產品和低端工業為主。作為世界主要農產品出口國和南美第二大經濟體，阿根廷對外出口三分之二與農業有關，農業創匯占外匯來源的一半左右。由於經濟結構單一，阿根廷工業生產用中間品和資本貨物嚴重依賴進口，這使其國際收支逆差處於較高水平。2017 年阿根廷國際收支逆差達 307.92 億美元，其中貨物服務貿易逆差為 153.92 億美元。

過於單一的經濟結構容易產生很多問題。一方面，單一的經濟結構造成阿根廷對進口依賴程度較高，導致該國外匯儲備消耗過多，在大規模國際收支逆差下阿根廷比索容易承壓。另一方面，在外圍環境發生改變時，過於單一的經濟結構容易使國際投資者對該國經濟預期惡化。

劉雅瑩
分析員
Tel: 28266585
yyluu@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：

本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

2.對外債依存程度高 或引發債務危機

為穩定外匯儲備，阿根廷大量借入外債。據統計，阿根廷近2/3的債務是以外幣發行的，這使得近年阿根廷外債占GDP比重不斷攀升。2017年阿根廷外債規模約2330億美元債，占GDP比值約為40%，遠高於20%的國際警戒線。2017年阿根廷向海外支付資本利息159.06億美元，可見外債的積聚使新興市場經濟體抵禦外部衝擊的能力正變得脆弱。在美聯儲加息的背景下，美元走高和美債債息上行直接導致這些新興國家融資成本增加，國際資本對阿根廷償債能力不足的擔憂容易引發債務危機。

3.財政赤字規模大 加劇通脹問題和貨幣貶值

國際金融危機爆發後，主要經濟體的外需持續下降，大宗商品價格自2011年以來步入下行通道。在此背景下，阿根廷出口收入銳減，經濟由繁榮期轉入下行調整期。為維持經濟增長和社會福利水平，阿根廷政府通過擴張性財政和貨幣政策提振消費，同時阿根廷央行開始印鈔補貼中央財政。此外，政治動盪使得執政黨擴大公共開支，阿根廷政府財政赤字居高不下。當前，阿根廷財政赤字占GDP的比重為6.5%，超過3%的警戒線。過度擴張的財政政策導致阿根廷財政赤字高企，貨幣貶值和通脹問題日益嚴峻。例如過去三年阿根廷平均通脹水平都在30%左右，這容易造成本幣貶值。

二、阿根廷金融市場動盪對新興經濟體的啟示

除了阿根廷金融市場承壓外，其餘新興市場也遭受了不同程度的衝擊。4月中以來，新興市場債券基金資金流出規模超40億美元。墨西哥、印度、巴西等新興市場均紛紛提高了市場利率水平，這些國家的10年期國債收益率普遍上漲約50個基點左右。除了債息走升外，不少新興市場貨幣顯著貶值。例如近一個月巴西雷亞爾、俄羅斯盧布、土耳其里拉等新興市場貨幣貶值3.85%至6.7%不等。為對抗美元走強帶來的影響，印尼央行亦暗示其可能通過加息支持本幣。

參照阿根廷的經驗，為更好地抵抗美國加息週期下外圍環境變化對國內金融市場的衝擊，新興經濟體需多元化經濟結構、優化負債結構，以及合理安排財政政策。

1.維持穩定的經濟增長 多元化產業結構

從阿根廷的經驗可得，為維持國際投資者的信心和合理均衡

的國際收支水平，穩定的經濟增長和多元化的產業結構十分重要。同時，穩定的經濟增長也是一國能否通過貨幣政策有效捍衛其金融市場穩定的關鍵。就全球經濟發展趨勢來看，高新技術產業是經濟發展的保證。目前發達國家大多都在高附加值產業上擁有話語權和定價權，進而受海外因素衝擊程度較小。因此，推動經濟從全球中低端價值鏈邁向中高端價值鏈的重要性不可小覷。

2.減少對美元的過度依賴 增加本幣在全球市場的應用

從貿易數據分析可見，阿根廷和美國的貿易關係並不緊密，阿根廷只有不足 20%的進口產品是來自美國的。但由於阿根廷所有進口額中近 90%都是以美元結算，因此美元的走強依舊對阿根廷造成劇烈影響。一般而言，美元升值會造成其他國家進口成本提升，債務負擔加重，從而嚴重影響他國經濟發展。為應對這些問題，大型新興經濟體應當加大匯率靈活性，增加本國貨幣在全球市場的使用，減少對美元的過度依賴。

3.調整資本期限結構 重點吸引長期資本流入

在金融危機爆發後，美國等主要發達經濟體不斷加大貨幣刺激，在全球範圍內產生了廣泛的金融影響。這些短期的新增資本大量湧入新興市場，推高了新興市場的資產價格。但隨著美聯儲收緊貨幣政策，這些短期資本的流出會令全球金融市場劇烈震動。例如這次美元和美債債息的走強令許多新興市場經濟體的債券、股票和貨幣遭遇重挫。因此，如阿根廷這些有較大經常項目赤字的新興國家應當重點吸引更多長期資本流入，減少短期資本的不穩定性帶來的影響。

4.合理安排財政收支有助抵抗資本外流

過高的財政赤字會導致通貨膨脹和增加貨幣貶值壓力，在外圍環境變化時，貨幣的進一步貶值使得政府不得不消耗大量外匯儲備和財政開支用於維護匯率穩定。這種負反饋作用極易導致財政赤字進一步惡化。為抵抗資本外流風險，新興國家在追求更高幅度經濟增長的同時，亦須確保財政的可持續性，以及注意降低公共債務。

近期報告

1.	2018年一季香港經濟增長遠超預期	蔡永雄	05.11
2.	中美息差收窄的原因及影響	劉雅瑩	05.10
3.	A股CDR漸行漸近,市場發展與防風險並重	蘇傑	05.09
4.	香港加息週期一旦啟動對銀行業的影響	戴道華	05.09
5.	主要央行貨幣政策分歧支持美元轉強	卓亮	05.08
6.	美國十年期債息升穿三厘的真正意義	卓亮	04.30
7.	外資持有人民幣證券資產的重要性	戴道華	04.30
8.	內地小微企及“三農”融資環境探析	張文晶	04.25
9.	置換性定向降准有助改善市場流動性結構	劉雅瑩	04.20
10.	製造業生產鏈全球化 雙邊貿易差額參考價值減弱	卓亮	04.16
11.	2018年人民幣國際化漸入平穩發展階段	應堅	04.12
12.	外貿外資新舉措將進一步改善中國內地營商環境	劉雅瑩	04.12
13.	深化金融業開放的內涵與影響	劉雅瑩	04.12
14.	中美貿易和投資的實際結構	蔡永雄	04.12
15.	滬深港通每日限額提升將產生積極影響	蘇傑	04.11
16.	內地擴大金融開放,投資機會值得期待	蘇傑	04.11
17.	中美貿易相互制衡 爭端還需談判化解	卓亮	04.09
18.	全民就業下的香港勞工市場	蔡永雄	04.04
19.	貿易摩擦靜水深流 溝通對話仍有空間	鄂志寰	03.29
20.	如果美國貿易和國際收支改善其影響如何?	戴道華	03.29