

阿根廷货币危机加剧主权债务偿付风险

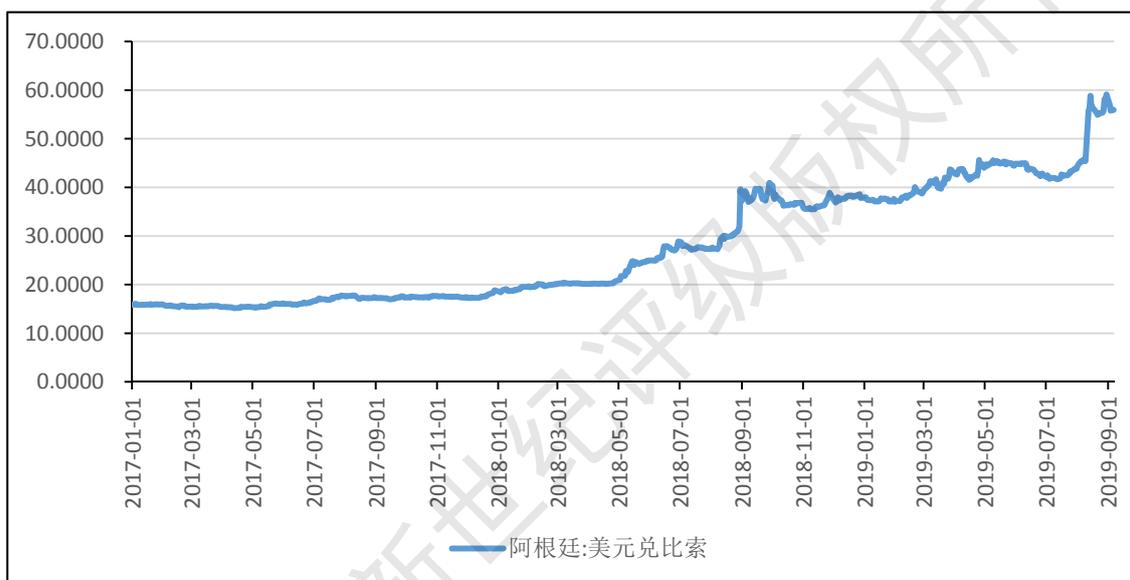
研发部 张珏 刘柯琦

摘要：阿根廷 2019 年大选初选结果近日出炉，民粹主义阵营大幅领先，市场各方对未来阿根廷经济政策不确定性的担忧加剧，导致阿根廷比索暴跌。阿根廷近年来货币危机频发，本轮货币大幅贬值距上次仅一年时间。而究其根本，主要在于阿根廷经济结构单一，近年来经济增长疲软并显现衰退迹象；长期以来的高福利政策导致财政赤字持续扩大，债务压力加重；高通胀和比索贬值形成恶性循环，央行货币政策无法产生作用。在经济增长持续表现不佳的环境下，本次货币危机加剧了阿根廷的资本外流和外汇损耗，削弱了阿根廷的债务偿付能力，主权债务风险有所加剧。

一、阿根廷大选初选结果引发货币大跌

阿根廷当地时间 8 月 12 日凌晨，阿根廷总统大选初选结果出炉。现任总统马克里在阿根廷大选的初选中落后于左翼候选人费尔南德斯约 15% 的得票率，导致当日阿根廷比索（以下简称“比索”）兑美元单日急跌 22.80%。为了挽救比索的颓势，阿根廷政府动用外汇储备以稳定汇率，导致其外汇储备大量流失。根据阿根廷央行统计，截至 8 月 28 日，阿根廷外汇储备由 8 月 12 日的 657.36 亿美元降至 569.53 亿美元。

图表 1 阿根廷比索兑美元汇率走势（单位：比索/美元）



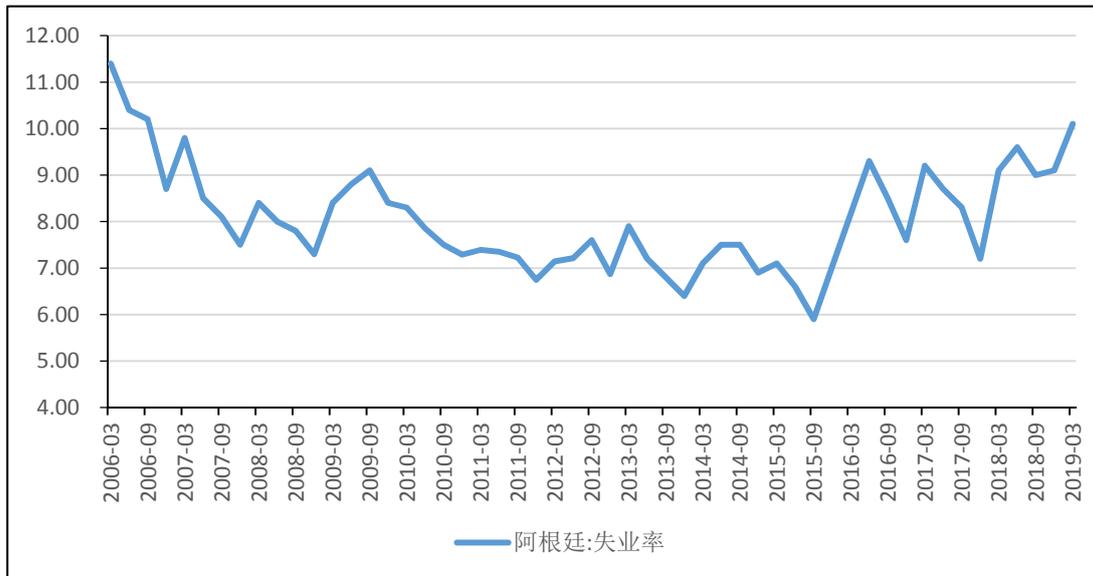
来源：Wind，新世纪评级整理

现总统马克里 2015 年年底上台执政，阿根廷经济并未有明显起色，阿根廷

主权信用观察

财政和经常账户赤字扩大超过马克里上任前的水平，特别是 2018 年阿根廷货币飞速贬值、失业率高达 10%、通胀率超过 55%。为了争取来自 IMF 的 570 亿美元的救助贷款，马克里政府承诺削减财政赤字、限制货币发行量以控制通胀。但由于阿根廷向来执行高福利政策，导致马克里削减水、电、气等公共服务补贴来降低政府支出这一举措引发民众强烈不满。

图表 2 阿根廷失业率（单位：%）



来源：Wind，新世纪评级整理

本轮比索在初选结果公布后大跌，主要是由于此次初选被认为是阿根廷总统大选的关键指标。而与马克里竞争的、有民粹主义倾向的“全民阵线”领导人费尔南德斯则利用选民对紧缩的财政政策的反感，宣称将实行宽松的财政政策，包括向退休人员提供免费药品，为普通工人提高工资等手段提高社会福利。马克里在初选中落败，表明了阿根廷选民准备拒绝马克里政府严厉的经济政策。但市场担忧未来若费尔南德斯上台后，阿根廷政府财政状况将再度恶化，继而危及与 IMF 达成的救助，加剧资本外流，比索下挫，并导致阿根廷政府没有足够的外汇偿还外债从而可能再次陷入主权违约危机。

二、阿根廷货币危机频发的根本原因

近年来，阿根廷货币危机频发，此次比索暴跌距上轮货币危机仅时隔短短一年。单一的经济结构、过于宽松的货币政策、居高不下的通货膨胀水平等多种因素共同作用，导致了阿根廷货币危机常年多发。

（一）经济结构单一，易受外部环境影响

阿根廷自然资源得天独厚，除了丰富的矿产资源外，还有温和的气候及充沛的水源，十分有利于发展农业及畜牧业。阿根廷因此形成了初级产品出口型发展

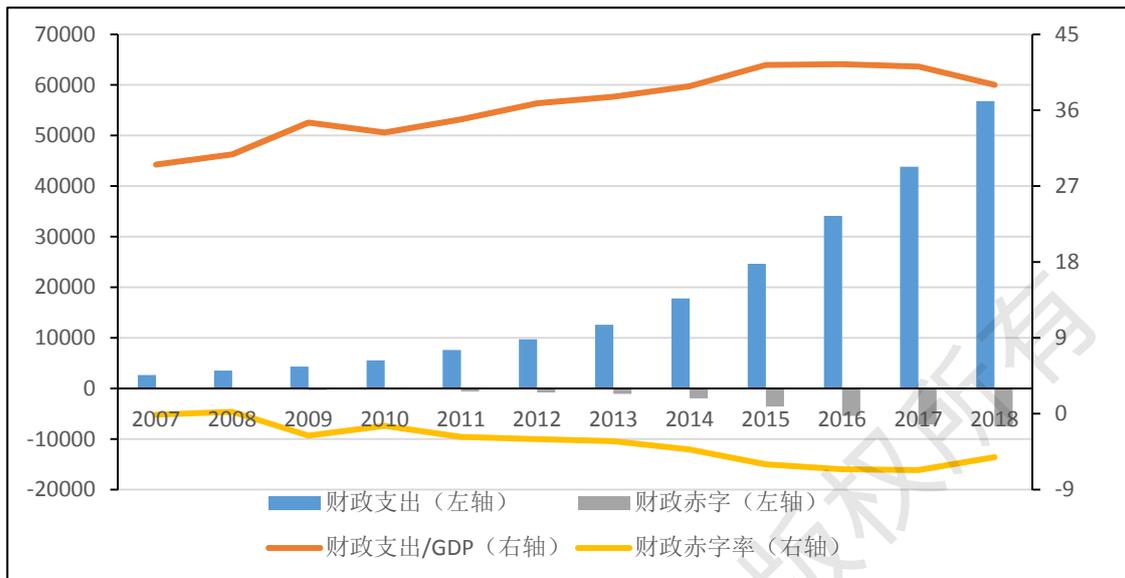
主权信用观察

模式，农产品等大宗商品占据出口主导地位。受益于自然资源优势，阿根廷国民整体生活安逸，对发展工业并不积极，资本主要流入传统农业或用于消费，很少流向工业。由于经济结构单一，易受外部环境影响，若气候恶劣导致农产品收成不好或大宗商品价格下挫，则将对经济造成重大冲击。

（二）财政政策过于宽松，长期财政赤字，外债负担不断加剧

阿根廷政府长期推行宽松财政政策，特别是在公共福利方面有较大开支。在阿根廷政党将高福利政策作为夺权的手段，为拉选票许多政党不得不提高福利水平，高福利政策成为了拖累阿根廷财政表现的主因。2008~2018年，阿根廷财政支出每年增长至少在20%以上，复合增长率高达32.13%。财政收入增速赶不上财政支出，导致阿根廷财政赤字逐年扩大，财政赤字率也不断攀升。2018年受马克里紧缩政策的影响，阿根廷财政支出占GDP比重与财政赤字率均有所改善，但仍然处于高位水平，分别为40.00%及5.15%。

图表3 阿根廷财政支出与财政赤字情况（单位：亿比索、%）



数据来源：IMF，新世纪评级整理

长期大规模的财政赤字转化为政府债务，导致阿根廷政府债务规模较大，债务水平较高，且呈逐年攀升的态势。受2018年货币危机影响，阿根廷政府从IMF取得贷款协助，再次将政府的债务负担推高，2018年阿根廷一般政府债务总额与GDP的比值已达86.29%。

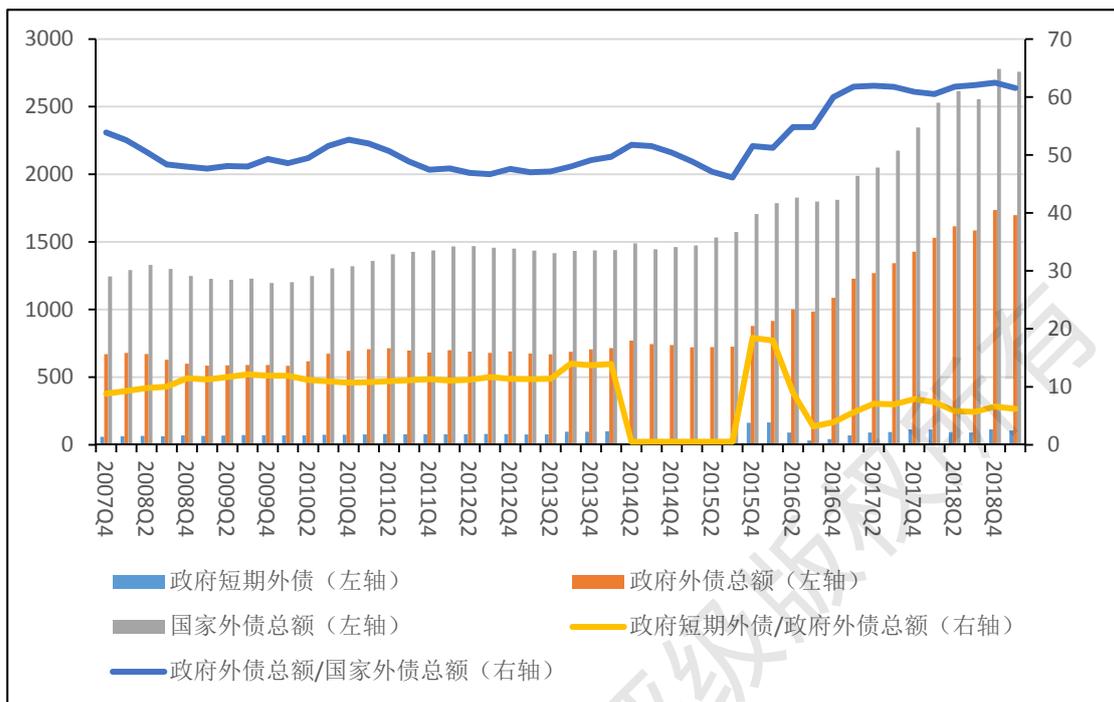
外债方面，国家外债和政府外债也都呈现不断上升趋势。截至2019年第一季度末，阿根廷国家外债和政府外债余额分别为2758.28亿美元和1697.50亿美元。相对于巨额的外债，阿根廷的外汇储备明显不足。

图表4 阿根廷一般政府债务情况（单位：亿比索、%）



数据来源：World Bank，新世纪评级整理

图表5 阿根廷外债情况（单位：亿美元、%）



数据来源：World Bank，新世纪评级整理

（三）货币政策效果有限，通货膨胀水平连年处于高位

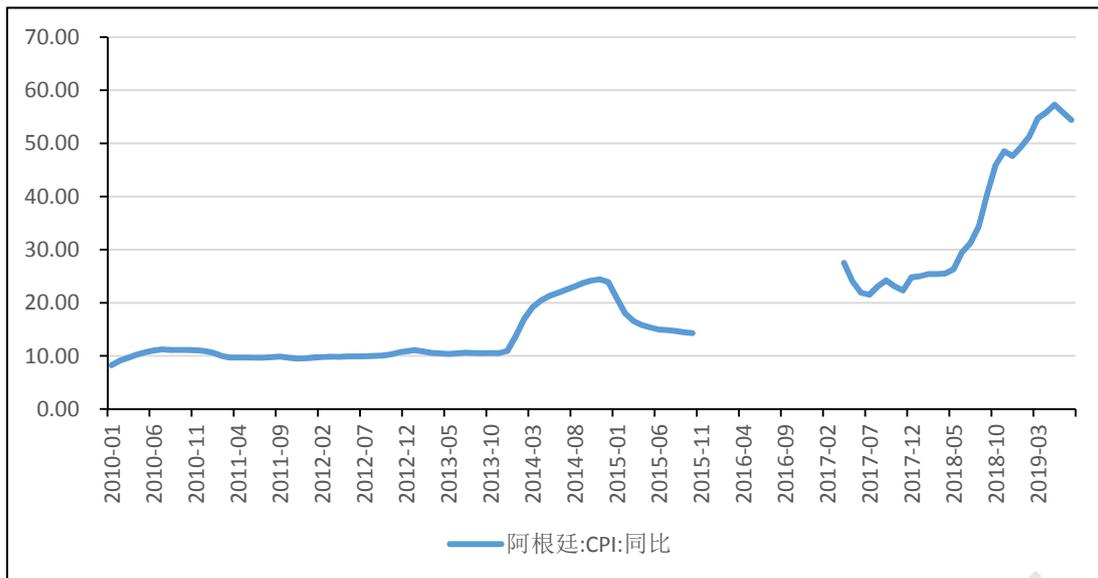
多年来，阿根廷始终处于高度的通货膨胀之中。究其原因，主要在于政府不断提高福利水平，出台了名目众多的补贴项目以刺激消费需求，推高物价水平。同时由于主权违约问题在国际资本市场上无法融资，只能靠大量印钞来满足财政需求。

主权信用观察

2018 年阿根廷比索对美元最高贬值约 90%，极大地加剧了通胀水平，CPI 同比不断攀升。尽管阿根廷政府已多次上调基准利率，大幅下调政府目标财政赤字率，减少公共项目和政府采购支出，并获取 IMF 金融援助维稳汇率，但高通胀问题并未得到有效缓解。2019 年继续延续上年高通胀水平，7 月通胀膨胀率达 54.4%。

比索的暴跌和高通胀已然形成恶性循环，高通胀致使比索被投资者抛售，而随着比索不断下跌，通胀水平将进一步攀升。

图表 6 阿根廷通货膨胀水平（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

（四）政局动荡，改革难以推行

由于贫富差距较大，官员贪腐严重，阿根廷民粹主义盛行。只要出现经济衰退、公共福利减少的情况，民粹主义团体就会罢工游行，在这种情形下，阿根廷政局十分动荡。在最近半个多世纪内，阿根廷经常发生政变，政府更迭多达 29 次。但由于民粹主义只对当前的短期社会福利感兴趣，新政府上台后若采取有助于本国经济长期可持续发展的财政紧缩政策，则会遭受民众抵触，最终导致改革不了了之，痼疾依然存在。

三、后续及影响

由于资本外流加剧，阿根廷外汇被严重损耗。为了保护剩余外汇储备并稳定比索，阿根廷对短期债务进行重新配置：政府在 8 月 28 日宣布债务重组，推迟偿还今年到期、机构投资者持有的 70 亿美元短期本地票据。除此之外，阿根廷还表示要求持有 500 亿美元规模以上债券的债权人接受“自愿债务重组”，并计划重新协商推迟偿还已从 IMF 借到手的 440 亿美元债务。然而推迟还款这一行

主权信用观察

动直接引发国外三大评级机构先后对阿根廷主权级别的下调。标准普尔将阿根廷长期本外币主权信用级别从 B- 下调至 SD (selective default, 选择性违约), 又由于延期条款被同意, 标普又于 8 月 30 日将其上调至 CCC-; 穆迪将阿根廷长期本外币债务评级由 B2 下调至 Caa2, 评级展望由“负面”调整为“关注降级”; 惠誉将阿根廷主权评级以及其长期外币发行人违约评级 (IDR) 均从 CCC 下调至 RD (restrict default, 限制性违约)。但由于主权级别的下调, 阿根廷融资能力被大幅削弱, 融资成本也将上升。同时为了防止资本外逃, 马克里政府于 9 月 2 日正式实施了资本管制。随后比索有小幅回弹。

但不得不指出的是, 马克里政府出台的这些救市举措可能使得其在选民中的支持率继续下降, 极大概率在本届大选中落选。费尔南德斯上台后若真的实行宽松政策, 将使得比索进一步缩水, 加速恶化阿根廷的偿付能力, IMF 是否继续向阿根廷发放贷款也将存疑。鉴于阿根廷经济表现不佳, 衰退持续明显, 难以通过经济增长来增强偿付能力, 阿根廷可能需要启动新的债务重组来削减债务总额。总的来说, 阿根廷前景复杂, 债务风险及货币下挫的风险仍将持续。

此外, 本次阿根廷危机对其他新兴经济体的影响有限。由于本次阿根廷货币危机发生原因在于内部, 短期内可能对周边市场带来一定恐慌影响, 但不会大规模蔓延。随着全球央行政策趋于宽松, 新兴经济体整体的融资情况可能有所改善。

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、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本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，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，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。