



金融研究总监：詹向阳

城市金融研究所所长：周月秋

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮

王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：罗宁

luoning.cs@icbc.com.cn

相关研究：

2014/7/16 《“宽货币”支撑全球经济温和增长——2014年上半年国际经济金融走势分析及未来展望》

2014/7/1 《乐观情绪主导市场地缘风险再成隐忧——2014年6月国际金融市场走势述评》

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（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，仅供我行内部参阅，未经书面许可，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“技术性违约”对全球影响几何？

### 要 点

- 时隔 12 年之后，阿根廷再次出现主权债务违约。虽然本次实属“技术性违约”，并非偿债能力问题，但仍对金融市场造成了明显冲击，市场波动率跳升，阿根廷股市暴跌，比索大幅贬值，全球金融市场也出现了不同程度的下跌。在外汇储备急剧缩水、通货膨胀不断恶化、出口贸易持续下降等多项风险叠加影响下，债务违约或将引发阿根廷更大的危机。
- 作为世界农产品重要生产国和出口国，阿根廷债务违约的风险可能对全球经济复苏带来一定的不利影响，考虑到其经济体量偏小，在全球贸易及国际金融市场中的占比较小，所能产生的负面冲击较为有限。对于中国而言，未来更多的风险可能来自对阿根廷的直接投资及贷款项目。此外，阿根廷债务违约可能引发的新兴市场主权债务风险亦值得警惕。
- 本次阿根廷债务违约未对中资银行造成明显的直接冲击，但违约引发的跨境资本大量流出等一系列问题可能会加大中资银行在阿根廷业务发展面临的风险。我行在阿机构应密切关注外汇、债券等相关资产质量面临的潜在风险，强化风险控制，提前做好风险管理和应对预案，并根据市场环境的变化及时调整业务结构，保障本土化经营稳步推进，盈利能力持续提升。

## 目 录

一、阿根廷“技术性违约”冲击全球市场.....	3
二、债务违约或将引发阿根廷更大的危机.....	5
三、阿根廷违约对全球经济的影响展望.....	7
四、中国经济面临的风险及应对.....	8
五、中资银行对策建议.....	10

## 图表目录

图 1 VIX、阿根廷比索汇率及 Merval 指数走势图 .....	4
图 2 阿根廷年度经济增速及人均 GDP 走势图 .....	5
图 3 阿根廷 CPI、出口及外汇储备走势图.....	6
图 4 阿根廷出口贸易及经济总量全球占比走势图 .....	8
图 5 中国对阿根廷直接投资（FDI）走势图 .....	9
表 1 本世纪初以来阿根廷债务重组进展 .....	3



持续低迷的市场波动率指数终于迎来了突破性上涨,7月31日VIX创下近6个月以来最大涨幅。这一次打破市场沉默的,并非一如既往削减量化宽松购债规模的美联储,也不是开启负利率时代的欧洲央行,而是南美的阿根廷。7月30日,阿根廷未能完成支付一笔达5.39亿美元的利息,出现主权债务违约。受此影响,阿根廷股市暴跌、比索大幅贬值,全球金融市场也受波及出现了不同程度的下跌。

### 一、阿根廷“技术性违约”冲击全球市场

不同于本世纪初因缺乏偿付能力而违约,阿根廷这一次却是因为美国法院的一纸判决书。根据美国最高法院今年6月中旬的裁决,在阿根廷未偿还NML资本管理公司领衔的所谓“秃鹫基金”总额为13.3亿美元的债务之前,冻结其海外资产。此举导致阿根廷已经转给清算行美国纽约梅隆银行的利息资金最终未能到达债权人手上。就此而言,阿根廷本次违约行为可以算是一种“技术性违约”。截至今年7月末,阿根廷外汇储备为290.2亿美元,即便要全部支付“秃鹫基金”债务也是其可以承受的。但这笔债务是本世纪初阿根廷违约债务的一部分。一旦阿根廷选择全额支付,也就意味着此前进行的债务重组功亏一篑,其他债权人依据当年债务重组中的“未来权益声索(即RUF0)”,可以向阿根廷政府提出全额还债要求。阿根廷将面临的是初始金额达1320亿美元的债务追索,这就远远超出其目前所能承受的范围。可见,债务违约似乎成为阿根廷无法避免的命运。。

表1 本世纪初以来阿根廷债务重组进展

第一次重组	第二次重组	至今
2005年1月14日,阿根廷单方宣布解决方案,即总共818亿美元本金的私人债权方中,有623亿美元的持有人同意了重组条款,并置换为价值352亿美元的新债券,应付利息并没有被提及,折价率45%左右。	2010年6月和12月,分两个时点,阿根廷再度启动债务重组方案。本轮重组又有124亿美元(占违约本金规模15.16%)的债券被重置。至此,共有91.3%的投资者接受了阿根廷政府的债务重组方案。	两次重组完成后,阿根廷仍旧拖欠私人债权112亿美元(债权人认为,至2013年这一数据应为150亿美元。其中,秃鹫基金掌握了13.3亿美元的债务,)和公共债权(巴黎俱乐部)63亿美元

资料来源：作者根据公开资料收集整理

面对本世纪初以来阿根廷第二次债务违约，市场迅速作出了反应。7月30日至8月1日，国际三大评级机构标普、惠誉、穆迪相继调降阿根廷主权信用评级，阿根廷金融市场遭遇严重冲击。7月31日，阿根廷 Merval 指数暴跌 8.39%，股市市值蒸发了 47.1 亿美元。资金大幅流出阿根廷，导致比索汇率大幅贬值。截至 7 月 31 日，阿根廷比索对美元汇率较 7 月初贬值近 1 个百分点至 8.2 比索/美元。受阿根廷债务违约影响，全球金融市场出现了不同程度的下跌。7 月 31 日，MSCI 新兴市场指数下跌 1.2%，同在南美的新兴经济体巴西股市市值收缩 2.3%，美欧发达经济体股市也受到明显冲击，欧元区斯托克 50 指数下跌了 1.2%，其中在阿根廷资产头寸相对较多的西班牙股市跌幅达 2.1%。在美联储继续缩减量化宽松购债规模的共同影响下，美国道琼斯工业平均指数、纳斯达克指数、标普 500 指数当日分别下跌了 1.9%、2.1%和 2%。

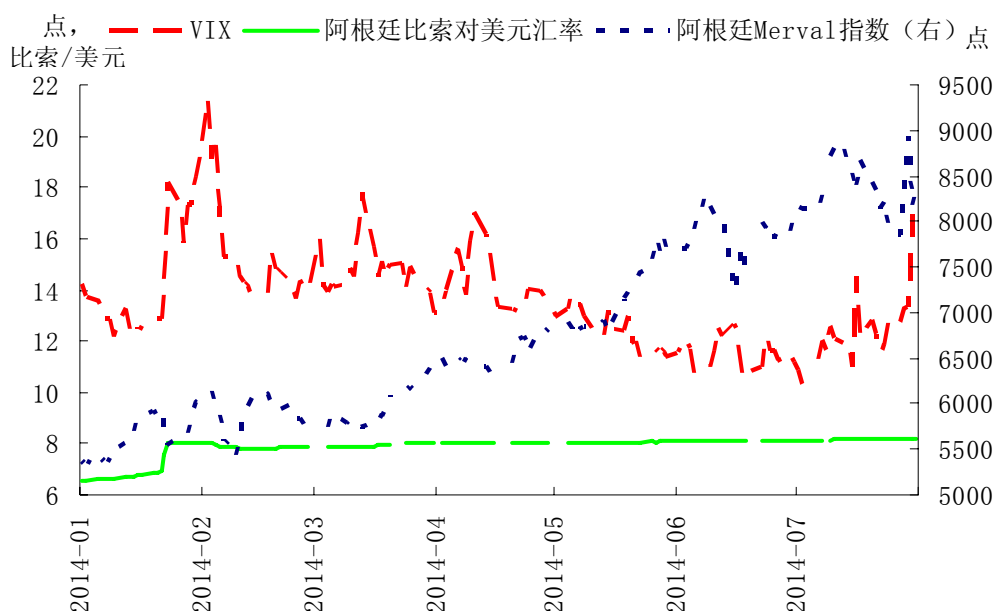


图 1 VIX、阿根廷比索汇率及 Merval 指数走势图

资料来源：Bloomberg，IMF，中国工商银行城市金融研究所，除特别注明外，下同



## 二、债务违约或将引发阿根廷更大的危机

作为南美地区仅次于巴西的第二大经济体，阿根廷在本世纪初债务重组之后保持了较快的增长步伐，2003-2008 年复合年均增速为 8.4%。本轮全球金融危机之后，阿根廷经济快速反弹，2010 年、2011 年增速分别达 9.2% 和 8.7%。近年来，虽然在新兴市场经济增速持续下滑的背景下，阿根廷实际 GDP 增速也明显下降，但经济实力仍在不断增强。据 IMF 统计，2013 年阿根廷人均 GDP 达到 11766.48 美元。

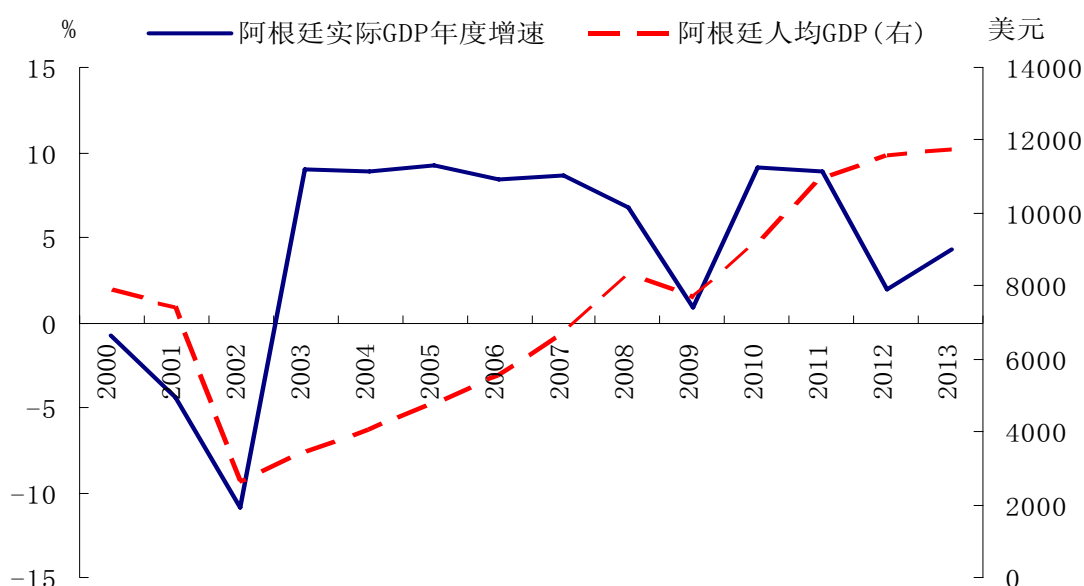


图 2 阿根廷年度经济增速及人均 GDP 走势图

尽管如此，阿根廷当前面临的形势仍然十分严峻。一是外汇储备急剧缩水。2011 年下半年开始，阿根廷就出现了外汇储备迅速流失的情况。在 2011 年 6 月至 2014 年 6 月三年间，阿根廷外汇储备降幅达到 43.4%。虽然阿根廷政府为稳定外汇储备，出台了一系列严格的外汇管制和进口管制措施，但实际效果有限，反而加剧市场运行的恶化程度。截至今年 7 月末，阿根廷比索的黑市汇率甚至高

达 12.65 比索/美元。二是通货膨胀不断恶化。随着金融危机期间大规模的经济刺激政策以及发达国家量化宽松形成的大量跨境资本流入对物价水平的冲击，阿根廷通货膨胀率过去五年多来持续走高。截至今年 6 月份，消费者物价指数(CPI)和生产者价格指数(PPI)同比涨幅分别高达 21.9%和 26.3%。为应对日益严重的通货膨胀，阿根廷央行连续多次上调基准利率，目前已达到 28.8%。货币政策不断收紧，对阿根廷经济复苏前景形成明显制约。据 IMF 预测，今明两年阿根廷实际 GDP 增速仅为 0.5%和 1%。三是出口贸易持续下降。2012-2013 年，阿根廷主要出口商品总值连续下跌，今年一季度出口同比跌幅更是达 16.4%。受此影响，阿根廷经常账户赤字占 GDP 比例较去年第四季度上升 0.4 个百分点至 1.1%，进一步加剧了外汇储备流失的压力。

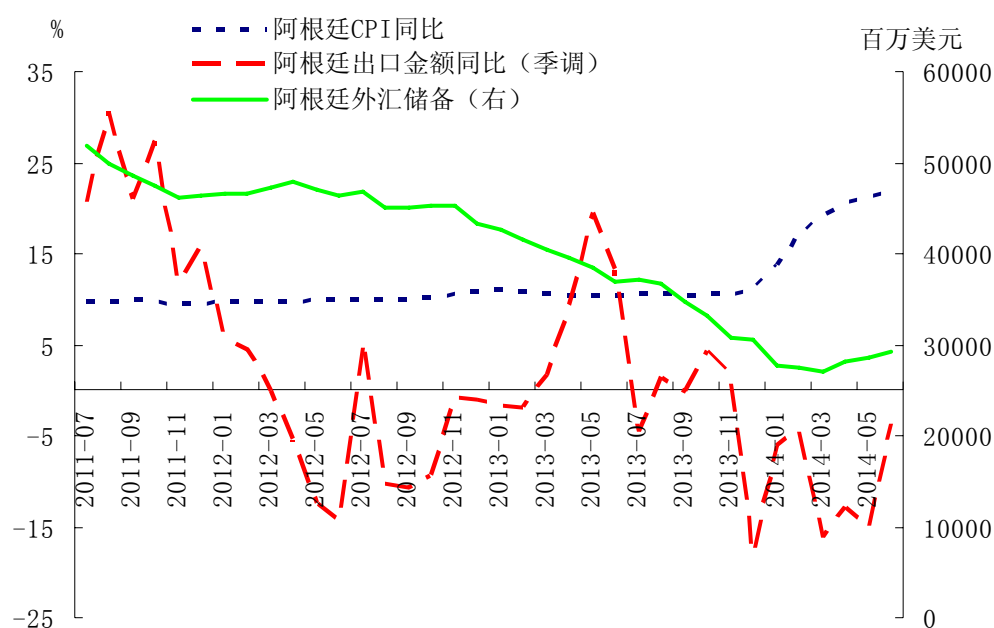


图 3 阿根廷 CPI、出口及外汇储备走势图

在此背景下再次出现的债务违约可能引发阿根廷更大危机。阿根廷在本世纪初债务违约之后就很难再进入国际资本市场融资，这一次虽可以说是“技术性违约”，但却对国际投资者敲响了警钟，可能引发国际资本大幅流出阿根廷，阿根



廷金融市场及比索汇率将面临较大的冲击，外汇储备或将继续缩水，通胀风险进一步攀升，多种风险相互叠加最终可能将阿根廷推向危机的深渊。

### 三、阿根廷违约对全球经济的影响展望

阿根廷是世界粮食和肉类重要生产国和出口国，是全球第三大大豆出口国和最大的豆粕供应国，素有“粮仓肉库”之称。本次违约事件可能通过粮食和肉类出口渠道对全球经济造成一定的影响。一方面，随着跨境资本流出、资金成本抬升，企业增加投资以扩大生产规模压力加大，影响粮食和肉类的供给，进而对全球商品市场造成冲击。另一方面，在物价指数持续攀升的背景下，农户“惜售”行为已开始出现，未来还可能出现囤积大豆以应对阿根廷政府可能采取提高进口壁垒对抗债务违约的措施。

但考虑到阿根廷经济总量及对外贸易在全球中的份额仍然较小，其对全球经济的冲击程度可能有限。据IMF统计，2013年以购买力平价（PPP）计算，阿根廷在全球经济总量中的占比不足1%。根据联合国贸发会议（UNCTAD）估算，2013年阿根廷各类产品出口贸易规模全球占比不足0.5%，即便是食物类产品出口也仅为全球的3%。与此同时，阿根廷金融市场的规模在全球占比也偏小，截至今年7月31日，阿根廷股市市值仅为全球股市总市值的0.08%。如果阿根廷未来没有爆发新的系统性风险，国际市场受本次“技术性违约”的冲击将逐步消解，不大可能就此形成一场新的金融经济危机。



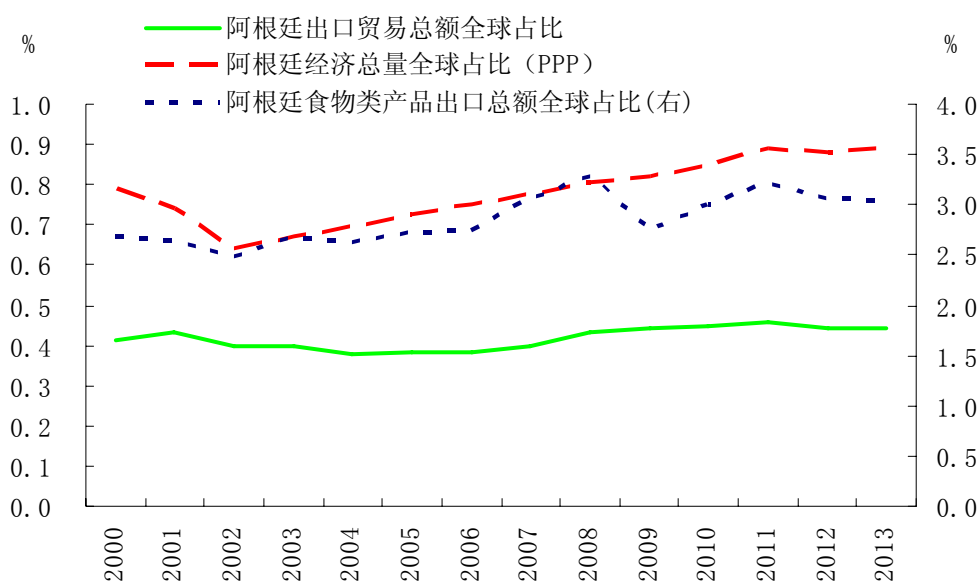


图4 阿根廷出口贸易及经济总量全球占比走势图

值得注意的是，阿根廷债务违约引发市场对主权债务风险的担忧可能蔓延至其他新兴经济体。近年来从外部资金的获取途径来看，新兴市场已开始呈现出由贸易盈余向借债转变的趋势。据IMF统计，2013年新兴市场外债余额占出口金额的比重均值上升至24.4%。虽然目前新兴市场债务规模仍然较小，但增速明显高于发达市场。2010-2013年新兴市场外债余额复合年均增速9.4%，接近同期美国外债余额增速的两倍。今年3月份，同在南美地区的巴西已被标普下调主权信用评级至“投资”等级中的最低级别。一旦未来阿根廷债务问题未能妥善解决而再起波澜，巴西等其他新兴经济体主权债务风险可能将受到更多关注，尚不排除引发拉美等新兴市场区域性债务危机的可能性。

#### 四、中国经济面临的风险及应对

中国是全球最大的大豆进口国，今年上半年进口大豆总量较上年同期增加了24.5%至3420.9万吨，而进口来源主要就是美国、巴西和阿根廷。可以预见，债务违约对阿根廷大豆等粮食出口的冲击可能将对中国造成一定的负面影响。当





然，在中国进口的全部商品中，来自阿根廷的仅占总金额的 0.14%，只要我国合理调整好进口策略，做好大豆等相关产品的风险防范措施，阿根廷出口商品供给波动所形成的实质性影响将较为有限。

未来更多的风险可能来自对阿根廷的直接投资及贷款项目。近年来中国对阿根廷直接投资以较快速度增长，截至 2012 年末直接投资存量近 9 亿美元，中国国家开发银行也向阿根廷提供了多项美元贷款以支持其基础设施建设。债务违约对阿根廷国内金融市场的冲击及对实体经济的影响，可能加大直接投资及贷款的风险。“走出去”企业及相关金融机构需提前准备好风险应急预案，及时采取措施防范风险扩大。

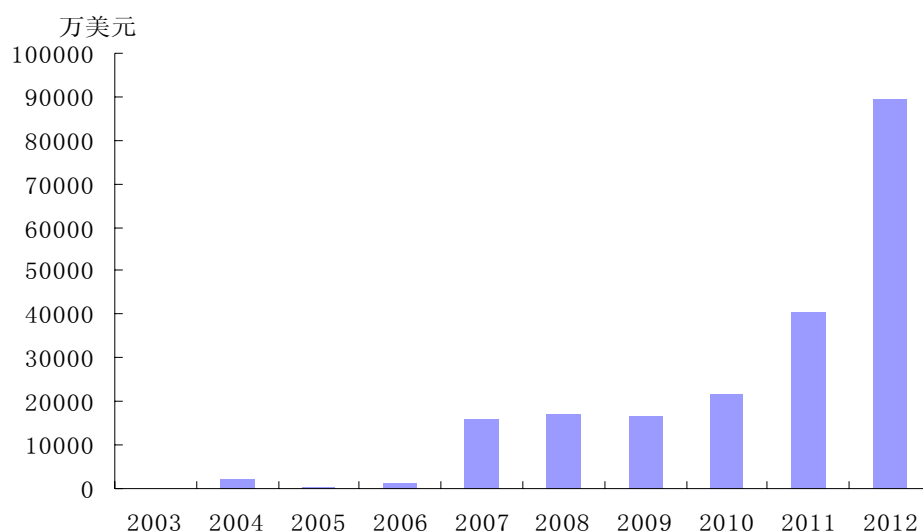


图 5 中国对阿根廷直接投资 (FDI) 走势图

此外，阿根廷债务违约可能引发的新兴市场主权债务风险亦值得警惕。今年初德国媒体测算了未来十年各国破产的可能性，阿根廷以 85.8% 的破产概率排在榜首。未来一旦阿根廷债务问题出现进一步恶化趋势，新兴市场主权债务风险激增，中国也将受到波及。我国地方政府债务问题近年来已经引起人们愈来愈多的关注，为避免其可能成为今后的危机之源，应在审计审查的基础上，及时采取有效应对措施，积极促进地方政府债务模式的改革和创新，全力保障政府性债务风

险真正可控。

## 五、中资银行对策建议

本轮全球金融危机爆发以来，中资银行抓住“危中之机”加快“走出去”步伐，实现了国际化经营的历史性突破。以中国工商银行为例，目前已直接进入40个国家和地区，并通过参股南非标准银行间接布局非洲18个国家，形成了横跨六大洲的全球服务网络。在更全面地融入全球经济金融的同时，中资银行也将更直接地暴露在全球系统性风险之下，这对中资银行发展的韧性及风险管控能力提出了更高的要求。

本次阿根廷债务“技术性违约”未对中资银行造成明显的直接冲击，但违约引发的一系列问题可能会加大中资银行在阿根廷业务发展面临的风险。一是跨境资本大量流出阿根廷，对金融市场造成较大冲击，可能波及中资银行。资金流出带来的市场流动性不足，不利于中资银行在当地业务顺利开展，比索汇率贬值、股市债市走跌甚至可能导致相关资产出现亏损。二是在通胀风险持续攀升的背景下，居民消费水平将受较大影响，同时对储蓄、投资的收益率产生更高的要求，加大中资银行在当地吸收存款的难度，相关零售业务也会受到一定程度的影响。三是出口贸易锐减，也使中资银行贸易结算、贸易融资等相关业务发展面临较大压力。

工银阿根廷作为我行以收购方式在阿根廷建立的一家定位于为中高端客户提供全方位金融服务的全国性主流银行，在2013年4月份以ICBC品牌对外营业时，已在阿根廷23个省中的17个主要省份建立了103家分支机构，并于同年获选当地声望百强企业。随着工银阿根廷本土化业务全面铺开，当地市场风险对我行经营发展的影响将明显增大。面对阿根廷债务违约引发的跨境资本外流等一系列风险，工银阿根廷应密切关注外汇、债券等相关资产质量面临的潜在风险，强化风险控制，提前做好风险管理和应对预案，并根据市场环境的变化及时调整业务结构，保障本土化经营稳步推进，盈利能力持续提升。