

新興市場國家貨幣貶值的基本面探源

■ 平安證券首席經濟學家 張明

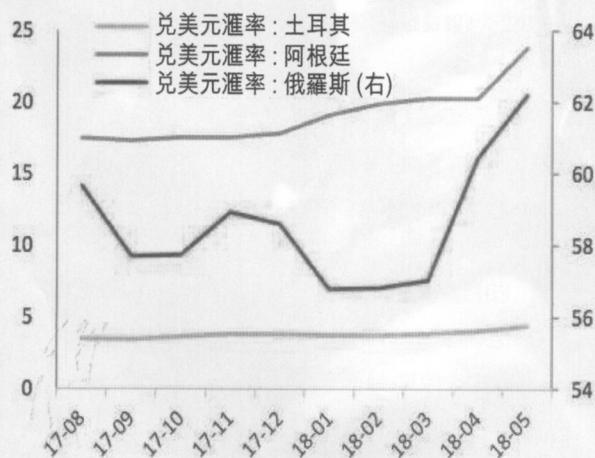
自今年年初至今，美國經濟持續向好、勞動力市場持續緊張以及核心通脹率逐漸上行，一方面，市場對於未來一段時間美聯儲加息次數的預期有所增加，另一方面，美國10年期國債收益率由年初的2.4%左右上升至目前的2.9%左右。受上述因素推動，今年以來，美元無論對發達國家貨幣還是新興市場國家貨幣都呈現出明顯的升值態勢。

儘管美元兌大多數貨幣匯率的升值幅度都是比較溫和的，但美元兌少數幾個新興市場國家貨幣的升值幅度卻相當大，特別是美元兌阿根廷披索、土耳其里拉與俄羅斯盧布的匯率。在一段時間內，阿根廷、土耳其與俄羅斯國內甚至出現了股債匯三殺的不利狀況。為什麼同樣是美元升值的外部衝擊，對這幾個國家的負面影響卻非常顯著呢？本文試圖探尋上述國家貨幣

顯著貶值的國內基本面特徵。

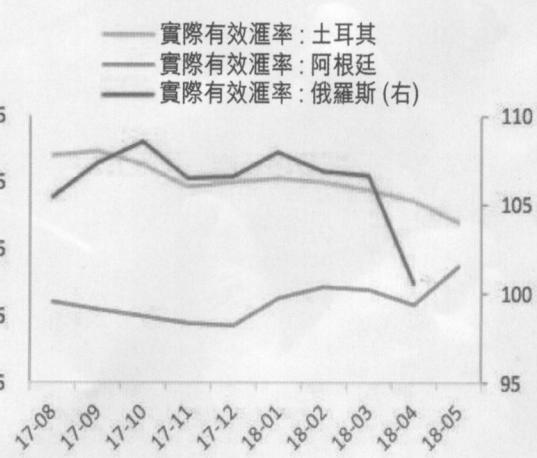
如果用本幣兌美元匯率的月平均水平來衡量，2018年1月至5月，阿根廷披索、土耳其里拉與俄羅斯盧布兌美元匯率分別貶值了34%、15%與6%。如果用BIS發佈的實際有效匯率指數（2005=100），2018年1月至5月，土耳其的實際有效匯率貶值了8%，而阿根廷的實際有效匯率反而升值了17%（這主要受到阿根廷國內通脹率高企的影響）；

圖表1 土耳其阿根廷俄羅斯兌美元匯率走勢



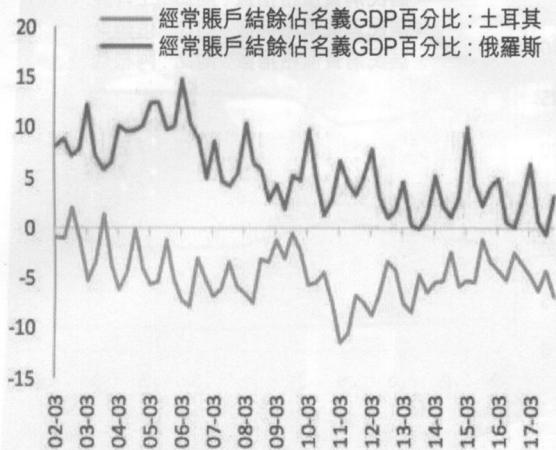
資料來源：CEIC, 平安證券研究所

圖表2 土耳其阿根廷俄羅斯實際有效匯率走勢



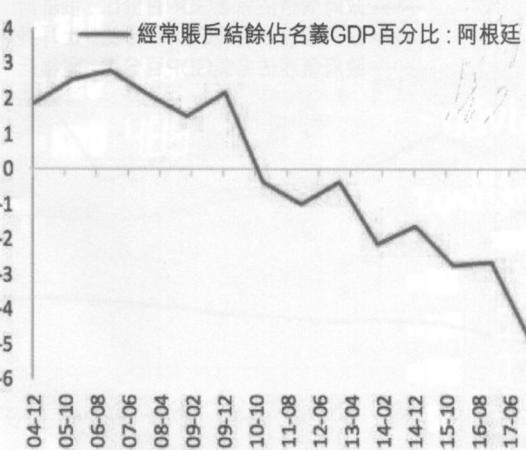
資料來源：CEIC, 平安證券研究所

圖表3 土耳其俄羅斯經常帳戶佔名義GDP比率



資料來源：CEIC, 平安證券研究所

圖表4 阿根廷經常帳戶佔名義GDP比率



資料來源：CEIC, 平安證券研究所

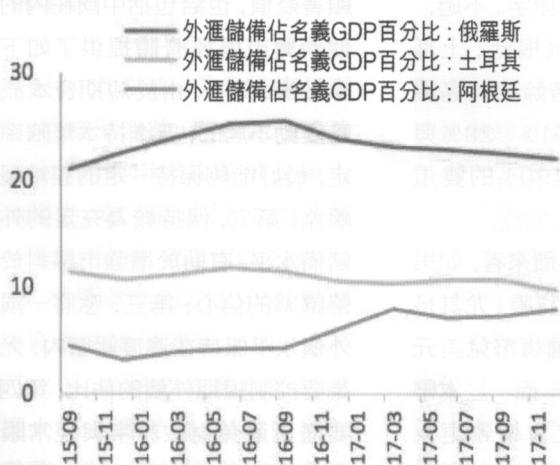
2018年1月至4月，俄羅斯的實際有效匯率貶值了6%（其實俄羅斯實際有效匯率的貶值幾乎完全發生在4月份）。

從過去的歷史經驗來看，如果一個國家存在持續的經常帳戶逆差，那麼一旦短期資本流動的方向發生轉變（由流入轉為流出），該

國就可能由國際收支大致平衡突然轉變為國際收支雙逆差，而這通常會導致本幣兌美元的顯著貶值。我們發現，阿根廷與土耳其的確存在持續的經常帳戶逆差。2010年至2017年，阿根廷連續八年面臨經常帳戶逆差，且經常帳戶逆差佔本國名義GDP的比率由2010

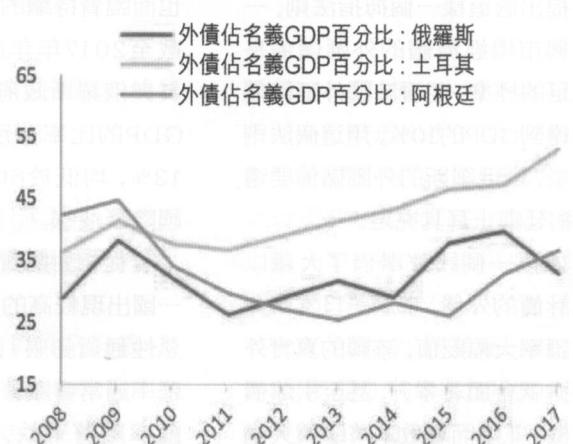
年的0.4%上升至2017年的4.9%。土耳其則在2002年至2017年期間面臨連續16年的經常帳戶逆差。2017年第4季度，土耳其經常帳戶逆差佔本國名義GDP的比率高達6.8%。相比之下，俄羅斯的經常帳戶餘額持續為正。進入21世紀之後，俄羅斯僅僅在2013年第3季

圖表5 三國家外匯儲備佔名義GDP比率



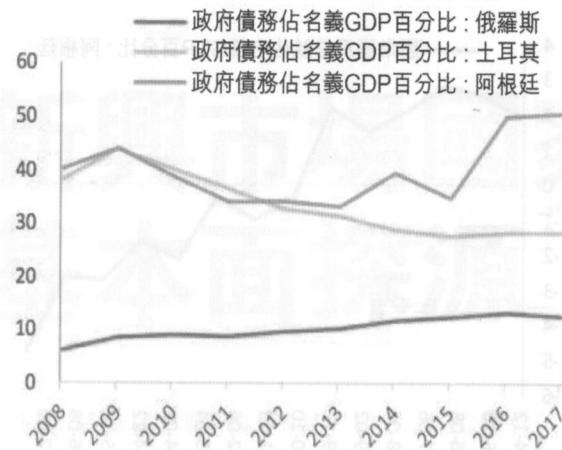
資料來源：CEIC, 平安證券研究所

圖表6 三國家外債佔名義GDP比率



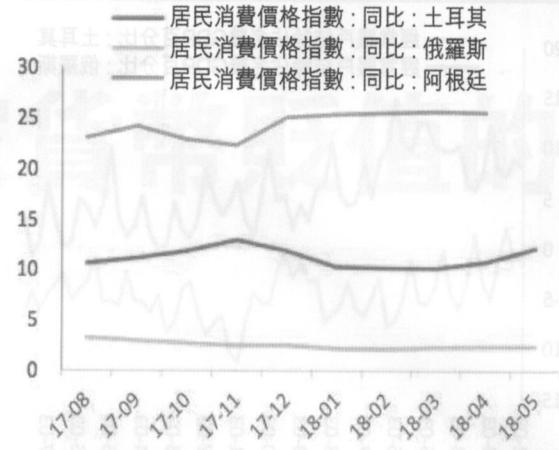
資料來源：CEIC, 平安證券研究所

圖表7 三國家政府債務佔名義GDP比率



資料來源：CEIC, 平安證券研究所

圖表8 三國家CPI同比增速



資料來源：CEIC, 平安證券研究所

與2017年第3季度短暫地出現過經常賬戶逆差。

為了限制本幣兌美元的大幅貶值及其引發的不良後果，新興市場國家通常會動用外匯儲備來干預外匯市場。因此，外匯儲備的充足程度也會影響市場關於該國穩定本幣匯率能力的預期。截至2017年年底，阿根廷、土耳其與俄羅斯外匯儲備餘額佔本國名義GDP的比率分別為8%、10%與22%。有關文獻提出過這樣一個拇指法則，一個新興市場經濟體的外匯儲備是否充足的標準，要看該國外匯儲備是否達到GDP的10%。用這個法則來衡量，則俄羅斯的外匯儲備要遠比阿根廷與土耳其充足。

如果一個國家舉借了大量以美元計價的外債，那麼一旦本幣兌美元匯率大幅貶值，該國的真實外債負擔就會顯著攀升，甚至引爆債務危機，並進而導致本幣繼續大幅貶值。截至2017年年底，阿根廷、土耳其與俄羅斯的外債佔本國名義GDP的比率分別為37%、53%

與33%。不難看出，在外債壓力方面，土耳其的問題要比阿根廷與俄羅斯嚴重得多。

新興市場國家國際金融危機的歷史表明，如果一個國家同時面臨經常賬戶赤字與政府財政赤字的雙赤字格局，那麼這個國家更容易爆發貨幣危機。事實上，2006年至2017年，土耳其持續面臨財政赤字，而阿根廷與俄羅斯在過去三年（2015年至2017年）也面臨着持續的財政赤字。不過，截至2017年年底，阿根廷、土耳其與俄羅斯政府債務餘額與名義GDP的比率分別為51%、28%與13%，均低於60%與90%的雙重國際警戒線。

從相對購買力平價來看，如果一國出現較高的通貨膨脹（尤其是惡性通貨膨脹），該國貨幣兌美元匯率通常會顯著下跌。而一旦本幣匯率顯著下跌，則又會導致更大的輸入型通脹壓力，使得通貨膨脹火上澆油。截至2018年4月，阿根廷、土耳其與俄羅斯的CPI同比增

速分別為26%、11%與2%。不難看出，阿根廷高通脹與本幣貶值的互動更為嚴峻。

通過上述基本面比較，我們基本上可以得出如下結論，也即俄羅斯的經濟基本面相對穩健，而阿根廷與土耳其的基本面均有較大問題，這也是為何迄今為止俄羅斯盧布兌美元貶值幅度要比另兩種貨幣更加溫和的原因所在。

上述新興市場國家近期貨幣顯著貶值，也給包括中國在內的其他新興市場經濟體提供了如下經驗教訓：第一，由於短期資本流動是變動不居的，要維持本幣匯率穩定，最好能夠保持一定的經常賬戶順差；第二，保持較為充足的外匯儲備水平，有助於增強市場對於本幣匯率的信心；第三，應將一國的外債水平保持在適度範圍內，尤其是要控制短期外債的佔比；第四，要盡量避免財政赤字與經常賬戶赤字的雙赤字格局；第五，要維持本幣匯率穩定，一國政府應該盡量避免出現高通脹。■