

经济衰退下的拉美金融

吴国平 王 飞

自 国际金融危机开始，拉美国家一直致力于刺激国内需求，尤其是私人部门的消费和投资。但是，近年来国际市场上初级产品价格持续低迷、国际金融市场不确定性增加以及拉美国家经济结构性问题难以缓解，导致拉美各国财政和货币政策的空间不断被侵蚀，金融风险日益凸显。

经济总体衰退但内部呈现分化

2015年拉美地区GDP衰退0.4%，人均GDP萎缩1.5%，是2009年以来经济最糟糕的一年，也是该地区经济增速连续第五年下降。但是，随着美国经济复苏以及货币政策逐渐正常化，拉美地区在经济增长和政策取向上呈现出分化态势。

一方面，南美洲国家经济衰退严重。一些初级产品出口国，受全球经济不景气的影响，贸易条件恶化，出口额下降，经济衰退，财政问题突出，货币政策陷入两难之中，其中委内瑞拉的情况尤为严重。受通胀持续高位运行的制约，南美洲多数国家无法利用扩张性的货币政策继续刺激需求，反而只能通过一再提高利率以实现货币政策目标，导致经济压力持续增大。南美大国巴西深陷“高通胀、高利率、负增长”泥潭，20年来首次出现连续四个季度的经济衰退，公共债务提高了7个百分点，全年经济增长率预计为-3.5%。

另一方面，墨西哥及加勒比和中美洲的大部分国家，经济运行与美国几乎同步。2015年，中美洲经济平均增长4.4%，领跑拉美地区；墨西哥经济年度增长2.5%，实现了连续三年的温和



增长；加勒比地区经济的年均增速也从2014年的0.7%小幅提高到1%。尽管该地区多数国家的财政负担依旧没有明显改善，但是经济形势好转和通胀率下降，给这些国家的货币政策提供了回旋余地，从而有利于经济改善。

2015年拉美国家的摩根新兴市场债券指数（EMBI）持续上升，厄瓜多尔、委内瑞拉和巴西成为风险最大的国家。严峻的经济金融形势，在造成拉美国家债券息差扩大的同时，也使其新债券发行额明显下降。2015年拉美地区主要国家在国际金融市场上的债券发行总额为794.45亿美元，比上一年度减少了40.29%，并且结束了自2008年以来连续6年的增长趋势。其中，巴西、智利和墨西哥三国的发债规模下降幅度最大。国际三大评级机构一再降低了拉美国家的信用等级。截至2015年11月，只有阿根廷、伯利兹、洪都拉斯和牙买加四国保持正面评级，巴西和委内瑞拉等10个

国家的评级均为负面。该地区全年共出现7起企业债券违约，全部都发生在巴西。2015年，拉美地区平均贷款利率保持了相对平稳的态势，但信贷增长速度却不断放缓，私人部门获得的信贷额大幅缩减。

无计可施的货币政策

2015年，尽管拉美地区的通货膨胀形势较2014年并没有发生明显的变化，总体保持平稳，但次区域间却出现明显差异。墨西哥、中美洲和加勒比国家的通胀率下降到2.7%，一些国家（哥斯达黎加、巴拿马、萨尔瓦多等）的通胀率甚至为负。相反，南美洲国家的通货膨胀却变得日趋严重，大多数实行通胀目标制的国家，其通胀率连续数月超过央行目标上限，令货币政策左右为难。

2015年，巴西的通胀率为10%，大大高于央行6.5%的通胀上限，创下了近11

年来的新高；乌拉圭的通胀率为9.2%，远超3%~7%的目标区间；智利（4%）、哥伦比亚（6.4%）和秘鲁（3.7%）的通胀率也都突破了各自货币当局设定的上限。根据阿根廷官方公布的数据（该数据未被国际机构认可），其通胀率从上一年的23.9%降低到14.3%。即便如此，该国仍然是全球前五大高通胀国家。委内瑞拉政府一直未公布官方统计数据，但根据联合国拉美经委会的估计，其国内的通胀率已经突破了三位数。

为了维护经济稳定，实行通胀目标制的国家只能把提高利率作为首选政策。2015年，巴西5次提高利率，哥伦比亚和秘鲁在2015年9月之后先后数次提高利率，智利央行也在10月将利率提高至3.25%。不断抬高的利率不仅使国内本就低迷的经济雪上加霜，而且其通胀率依旧无法降至中央银行的目标区间，货币政策显得无计可施。

以巴西为例，随着2015年各项财政指标全面恶化，该国财政初级盈余占GDP的比重从-0.3%扩大至-0.7%，中央政府收入下降、支出增加，公共债务与GDP的比例达到66%，比上一年度提高了7个百分点。该国利率攀升至14.25%的高位，从而成为全球新兴经济体中利率最高的国家。高企的利率造成全社会债务负担日趋加重，2015年巴西公共债务利息支出占GDP的比重从2014年的5%提高至7.7%。在标普和惠誉两大国际评级机构将巴西主权债务评级降为垃圾级后，2015年12月18日，主张经济紧缩的财政部长若阿金·莱维辞职，引发市场恐慌，雷亚尔单日贬值1.42%。而后上任的财政部长内尔松·巴尔博萨在财政政策方面更加温和，于是总统罗塞夫又向国会递交了增加47.7亿雷亚尔的财政支出用于提高最低薪资的法案。该法案一旦通过，将使巴西本已严重的财政赤字进一步恶化。实际上，巴西金融市场在2015年最后一个交易日对此作出了强烈反应——雷亚尔贬值超过4%，创下2011年9月以来最大单日跌幅。

难以遏制的货币贬值

2015年，货币贬值成为多数拉美国家难以遏制的趋势。根据联合国拉美经委会的数据，2015年前11个月中，巴西雷亚尔贬值41%，成为拉美地区乃至全球表现最差的货币；如果追溯到本轮贬值通道的起点，其贬值幅度更是高达70%。同期哥伦比亚和墨西哥的本币也分别贬值36.9%和19.4%。此外，年内货币贬值幅度超过10%的国家还有智利（14.6%）和秘鲁（12%）。值得注意的是，2015年拉美大多数国家通货膨胀形势的恶化主要发生在货币加速贬值的下半年，凸显了货币贬值与通货膨胀之间的直接关系。在货币贬值最严重的巴西和哥伦比亚，2015年无论是基础货币还是任何统计口径的货币供应量增速都低于2014年。因此，传统的“货币超发引发通货膨胀”的理论难以合理地解释当前南美洲实行通胀目标制国家货币政策失灵的现象，而货币持续贬值对国内通货膨胀的传递效应似乎才是真正的原因。

本币大幅贬值和不断加剧的通货膨胀，使拉美主要国家的金融风险不断飙升。根据惠誉所做的国家违约风险评估报告，全球前五大高风险国家中，拉美国家占据四席（经济形势十分糟糕的委内瑞拉和阿根廷不在样本国家之列）。巴西排在南非之后，位列全球第二，紧随其后的分别是智利、秘鲁和哥伦比亚。美联储逐渐正常化的货币政策助长了这些国家资本外逃的风险。历史经验表明，巴西的资本流动在宏观经济受到冲击时会加剧，大量通过进出口伪报而形成的“热钱”造成监管困难和宏观经济政策调控失灵。根据全球金融诚信（Global Financial Integrity）的研究，1965~2011年，巴西资本流动总额中68%是非合法的。根据彭博的数据，以五年期信用违约互换的主权风险溢价指标来看，巴西和委内瑞拉的违约风险甚至高于国际金融危机最严重时的2008年。由此可见，除墨西哥外，其余六大拉美国

家都是目前全球金融风险的高发之地。

2015年，拉美地区的外汇储备减少了3.8%，成为2003年“初级产品繁荣周期”以来缩水最严重的一年。其中，有13个国家外汇储备下降的幅度超过了5%。虽然外汇储备减少了，但由于经济总量下降幅度更大，一些国家外汇储备占GDP的比重反而出现小幅增加。尤其对于巴西和哥伦比亚这样货币贬值严重的国家，外汇储备占GDP的比重甚至提高了10%以上。面对不利的宏观经济形势和逐渐加剧的金融风险，拉美地区各国均对货币和汇率政策进行了一些改革，同时还采取了宏观审慎政策降低潜在的系统性风险，利用外汇储备在外汇市场进行操作以控制不确定性带来的外部风险。阿根廷、智利和苏里南还与中国签订了货币互换协议，利用人民币维护本国币值的稳定。

难以乐观的2016年

2016年，主要发达经济体提高利率将对新兴市场已放缓的增长形成更大的压力，拉美国家经济金融形势不容乐观，本币贬值和全球流动性回流发达经济体，将成为影响该地区形势的最大不确定性因素。加强宏观审慎管理，提高抗冲击能力，保持主权债券的投资级地位，维持市场信心，对处在经济困境中的拉美国家至关重要。为了遏制可能出现的金融冲击，拉美国家必须更加娴熟和明智地运用现有的政策缓冲工具。然而，鉴于影响拉美地区经济走势的主要因素难有根本性改善，多数国家的财政和货币政策仍将捉襟见肘，特别是实行通胀目标制的南美国家需要在保增长和控通胀之间维持艰难的平衡。此外，未来国际货币市场的汇率走势也将对拉美国家的汇率乃至通货膨胀变化产生非常大的影响。

作者单位:中国社会科学院拉丁美洲研究所
(责任编辑 张 林)