

# Reasons of Exchange Rate Fluctuation in Latin American Countries and Its Impacts

## 拉美国家货币动荡的原因及其影响

■ 张勇

自2018年4月以来,新兴市场国家的外汇市场颇不宁静。在全球主要经济体增长分化、全球贸易投资冲突与地缘政治冲突加剧、强势美元预期以及全球投资者风险偏好下降的背景下,新兴市场经济体普遍面临大规模资本外流的考验。换言之,部分新兴市场国家货币面临显著的贬值压力。作为新兴市场经济体集中的地区之一,拉美国家也无法独善其身。根据CEIC数据库计算,2018年上半年拉美主要六国货币月均兑美元汇率都有不同程度的贬值。按贬值幅度由高到低排序,2018年1~6月,阿根廷和巴西货币贬值显著,分别为28.6%和14.8%;墨西哥和智利货币分别贬值6.8%和4.8%,处于中等;秘鲁和哥伦比亚货币贬值幅度最小,分别为1.7%和0.9%。

### 货币动荡的原因

本轮一些拉美国家货币动荡主要归因于外部环境压力、内部结构失衡和政治因素扰动三者的共同作用。外部压力主要包括全球融资成本上升、美元加息步伐加快、全球贸易紧张局势加剧、地缘政治冲突不断,等等。拉美国家内部失衡主要表现在增长与通胀关系、财政收支、国际收支平衡等方面。而政治因素扰动主要来源于政治局势和大选周期等。

#### 外部环境压力

首先,全球融资成本上升。这主要受两方面影响。其一,主要发达经济体相继退出量化宽松政策导致全球流动性紧缺。美联储已于2015年12月开启历史性加息周期,并于2017年10月启动缩表进程;欧洲央行自2018年1月起缩减每月资产购买规模至300亿欧元,标志着欧元区超宽松货币政策时代正在终结;虽然日本央行在6月的货币政策决议中依然维持超宽松政策不变,但是有关货币政策“正常化”的讨论已经展开。发达国家货币政策回归“正常”的市场预期加重了投资者对全球融资成本上升的担忧。其二,鉴于美国加息、缩表、减税“三箭齐发”的政策协同效应,加之美国非农就业数据强于预期以及制造业持续改善,美

元汇率上半年持续攀升。利率走高及强势美元将直接增加以美元计价的外债的债务负担,从而令新兴经济体汇率市场承压。换言之,美元升值放大了全球融资条件紧张的程度。

其次,贸易保护主义升级。自2018年3月8日美国总统特朗普宣布将对进口钢铁和铝产品分别加征25%和10%的关税以来,其保护主义贸易政策导致与主要贸易伙伴的贸易争端不断升级。欧盟、加拿大、墨西哥、土耳其等已纷纷采取反制措施。7月6日美国开始对价值340亿美元的中国商品征收高额关税,主动挑起对华贸易战。全球经济陷入全面贸易战的风险陡然上升,其对新兴市场和发展中经济体的负面影响可能甚于发达国家。作为与美国保持密切贸易和金融市场联系的新兴市场,拉美国家无法避免要遭受贸易、投资、金融、大宗商品市场等方面的冲击,从而导致汇率市场赖以生存的经济基础恶化。

最后,地缘政治冲突不断。受朝鲜半岛、中东地区持续紧张局势影响,地缘政治风险仍然很高。在中东地区,持续的冲突、加剧的紧张局势以及重新对伊朗实施制裁引发的新的不确定性,可能加剧石油市场的动荡、挫伤经济复苏信心并进一步放大不稳定因素。与此同时,俄罗斯与美国和欧盟的持续紧张关系也可能导致报复措施的升级。在这种地缘政治局势中,全球投资者避险情绪上升,短期资本回流美国趋势加强,从而导致新兴市场面临较大规模资本撤出的压力。

#### 内部结构失衡

梳理本轮货币贬值的拉美国家的主要经济特征,不难发现它们在结构失衡上存在共性,主要体现在三个方面(见表1)。

首先,通胀率和/或失业率具有“高企”特征。经济学人智库(EIU)数据显示,2018年阿根廷经济滞胀较为明显,增长率和通胀率分别为0.8%和28.2%。阿根廷的高通胀,一是因为公用事业收费逐渐提升至与市场价格相一致的水平,二是近期比索的快速贬值通过传递效应与短期高通胀形成了恶性循环。至于失业率,在拉美六国中,除秘鲁和哥伦比亚外,其余四国2018年失业率预计均高于2017年。巴西失业率甚至高达12.2%。即使在失业

状况略有改善的秘鲁和哥伦比亚，两国失业率的绝对水平也位于高位。从这个意义上讲，刚刚从2015~2016年连续两年的经济衰退中走出来的拉美地区，又落入“无就业的增长”陷阱中。失业严重，一方面埋下了社会抗议和动荡的风险，进而影响政局稳定；另一方面，家庭收入减少，导致由私人消费拉动的拉美经济增长模式失去源动力。

其次，“双赤字”特征令本国货币承压。数据显示，所考察的6个拉美国家的经济均呈现“双赤字”特征。其中，阿根廷是财政赤字和经常账户赤字占GDP比重最高的国家，2018年预计分别达到5.3%和5%，这也是阿根廷比索5月初暴跌的重要根源之一。而巴西财政赤字占GDP比重在六国中最高，达到7.1%。这主要源于一方面养老金改革推迟阻碍了财政巩固的步伐；另一方面政府为结束5月卡车司机罢工事件而提供的税收减免额约占GDP的0.2%。因此，即使在财政收入超出预期的情况下，巴西2018年度财政目标也较难实现。简言之，为弥补财政赤字而发债，政府将增加公共债务负担，而用资本流入弥补经常账户逆差的做法也将增加经济的对外脆弱性。一旦短期投机资本改变流动方向，那么本币贬值压力就会增大。

最后，债务负担依然较重。从公共债务占GDP比重看，2018年拉美六国的负债率均比2017年有所上升。其中巴西和阿根廷的负债率最高，分别达到78.6%和61.1%，均超过国际通行的60%的警戒线。而哥伦比亚的负债率为53%，也接近预警线。政府债务过高可能引发投资者对偿债能力和通胀风险的担忧。而从外债占GDP比重看，2018年拉美六国的外债负债率预计均超过20%的国际标准安全线。其中智利、阿根廷和墨西哥的外债负债率最高，分别为64.5%、42.8%和40.2%。外债负债率过高可能引发偿债违约风险，进而引发资本外逃连锁反应。

#### 政治因素扰动

政治局势和大选周期是影响一国货币币值稳定的重要因素。

从长周期考察巴西雷亚尔走势不难发现，在2002年至2018年这16年中因政局和大选周期引发货币贬值的现象至少出现过三次。一是2002年大选引发投资者对政治前景的担忧，进而导致金融市场动荡；二是因腐败案引发的政局震动导致2015年雷亚尔持续贬值；三是随着卢拉基本丧失参选资格，2018年10月的大选形势日趋复杂，导致雷亚尔的波动性明显加大。在墨西哥，国家复兴运动党领导人奥夫拉多尔在7月1日举行的大选中获得显著胜利，这是墨西哥左翼政党90年来首次掌权。而在此之前的4月至6月，墨西哥比索因大选的不确定性和北美自由贸易协定（NAFTA）重新谈判的搁置而处于持续贬值趋势。

由此可见，外在压力是催化剂，内部失衡是根本原因，政治因素是重大扰动项，三者共同推动了本轮拉美国家货币贬值周期。

#### 应对措施及其影响

针对本轮货币贬值，拉美不同国家均采取了积极应对措。对于货币贬值最大的阿根廷而言，政府和央行同时采用了抛售美元、提高利率、减少赤字和寻求外援“四箭齐发”的措施。阿央行耗费约10%的外汇储备用于稳定比索汇率，而且自5月以来将基准利率迅速调高至40%。政府宣布，将财政赤字率从3.2%减少至2.7%，并大幅减少政府公共项目和采购开支。6月7日，经过一个月的磋商，政府终于与IMF达成3年期的500亿美元贷款协议。为此，阿根廷需加快削减财政赤字的步伐。然而，鉴于IMF在阿根廷民众中留有加深了2001~2002年金融危机的不良形象，因此此次贷款协议可能引发社会政治风险。对巴西而言，6月7日雷亚尔兑美元重挫至逾两年低位，报收3.967比1。6月8日，巴西央行出售了价值37.5亿美元的货币互换合约，这一举措令雷亚尔兑美元汇率在当天的涨幅一度超过5%。对于墨西哥而言，墨西哥央行专注于抑制比索波动并使通胀率降至2%~4%的目标。自

表1 拉美六国主要宏观经济指标（%）

	阿根廷		巴西		墨西哥		智利		秘鲁		哥伦比亚	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
实际GDP增长率	2.9	0.8	1.0	1.5	2.0	2.2	1.6	3.7	2.5	3.7	1.8	2.5
CPI	26.5	28.2	3.4	3.7	6.0	4.6	2.2	2.6	2.8	1.4	4.3	3.3
失业率	8.4	8.8	11.8	12.2	3.4	3.5	6.6	6.9	6.9	6.5	9.4	9.3
财政余额占GDP	-6.0	-5.3	-8.0	-7.1	-1.1	-2.3	-2.8	-2.0	-3.1	-3.5	-2.7	-2.0
经常账户余额占GDP	-4.8	-5.0	-0.5	-1.6	-1.7	-1.7	-1.5	-1.2	-1.3	-1.6	-3.3	-3.1
净公共债务占GDP	56.6	61.1	74.0*	78.6*	47.2	48.5	24.5*	26.4*	24.8	26.5	52.3	53.0
外债存量占GDP	33.7	42.8	26.6	29.5	38.7	40.2	66.2	64.5	30.8	27.8	39.6	38.1

注：\*为公共债务总额占GDP比例。2018年为预测值。

资料来源：EIU, Country Report—Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, July 2018.

2016年启动紧缩周期以来，最近一次于6月调高政策利率25个基点至7.75%以抑制高通胀和货币贬值压力，创下2008年末以来利率的最高值。

从目前情况看，本轮拉美主要国家货币贬值尚不足以引发拉美地区系统性金融危机。主要原因如下：

第一，拉美国家已经从历次经济危机中吸取了重要经验教训。从20世纪80年代的拉美债务危机、1997年亚洲金融危机、2008年全球经济危机中历练过的拉美国家通过推进结构性改革和坚持宏观审慎调控，已经逐渐提高了应对危机的能力和韧性。对于前者，拉美国家正致力于通过改善营商环境、加大基础设施投资、提高人力资本、激励中小企业创新等促进包容性增长。尽管结构性改革不能短期内一蹴而就，但其积累的改革红利和增长潜力将逐渐释放出来。对于后者，拉美国家已经在调整财政支出结构、保持货币政策独立性以及汇率制度灵活性上达成重要共识。这是熨平经济周期、有效应对金融危机的重要基础。

第二，近两年拉美国家的融资环境逐渐在改善。用新兴市场债券指数（EMBIG）衡量的主权风险显示，2017年拉美地区主权风险延续了始自2016年2月的下降趋势，这主要源于全球金融市场波动性下降以及该地区债券市场融资量在增加。2017年1月1日至10月31日，该指数下降70个基点，至403个基点。进入2018年，尽管2月全球金融市场出现一些波动，但是拉美地区的主权债和公司债发行在第一季度仍然面临有利的外部条件。商业信息集团 Dealogic 数据显示，第一季度拉美地区国际债券交易达到463亿美元，与2017年同期持平，其中近50%来自于阿根廷和墨西哥发行的主权债和准主权债。而且，4月1日至5月10日（即在新兴市场货币抛售最剧烈的时期之前），拉美地区共发生22笔交易，总计140亿美元，同比增加60%。

第三，大部分拉美国家国际储备较为充裕。拉美国家利用2003~2008年初级产品超级繁荣期形成的“资源红利”以及实施外向型发展模式积累了较多外汇储备，这将给予它们更大的空间去应对资本外逃。EIU数据显示，巴西国际储备水平较高，2018年预计达到3876.6亿美元，2018~2022年平均进口覆盖约17个月。2018年墨西哥国际储备预计为1772.7亿美元，2018~2022年平均进口覆盖超过四个月。对于阿根廷而言，2018年国际储备预计为631.4亿美元，而与IMF达成的500亿美元贷款协议，一部分将用于偿还到期债务，另一部分将主要用来充实外汇储备。

第四，多边合作抵御金融风险的共识和能力比以前提高。7月21日至22日，G20财长和央行行长会议在阿根廷布宜诺斯艾利斯举行。会议认为，新兴市场经济体面临市场波动和资本流向逆转等挑战，因此，在近期资本流动波动加剧的背景下，将继续监

测跨境资本流动，管理相关风险。会议重申进一步增强以IMF为核心的全球金融安全网。而三天之后，金砖国家领导人第十次会晤在南非举行。会晤宣言中不仅表示鼓励金砖国家应急储备安排同IMF开展合作，而且强调了加强金砖国家金融合作对更好服务实体经济的重要性。

## 拉美国家货币走势展望

如前所述，拉美国家货币走势受内外因素共同作用的影响。就外部而言，全球融资条件趋紧和全球贸易局势紧张在短期内很难改变。全球融资条件趋紧主要受发达国家货币政策“正常化”进程推动，特别是美国加息步伐加快及美元升值将放大这一紧张程度，使那些具有高杠杆率、固定汇率制或资产负债表错配的新兴经济体承压。而全球贸易局势紧张对拉美地区而言体现在两个传导渠道上。其一，NAFTA重新谈判的不利后果可能阻碍墨西哥经济增长，从而拖累整个拉美地区。其二，美国与包括中国在内的贸易伙伴贸易摩擦升级，可能会对拉美国家产生如下间接影响：打击商业和金融市场情绪，削弱投资和贸易，同时会打乱全球供应链、减缓新技术普及从而降低生产率。而在非经济因素中，2018~2019年拉美多国处于政治大选周期，期间政党博弈和竞选政策竞争都可能成为汇率市场波动的助燃剂。

鉴于此，拉美国家货币在中期内仍然面临贬值压力。据EIU预测，2018~2022年拉美六国中除智利比索升值外，阿根廷、巴西、墨西哥、秘鲁和哥伦比亚货币年均兑美元汇率分别贬值33.7%、7.3%、3.3%、1.2%和7.8%。从长期角度看，练好内功，深入推进结构性改革以扭转自身的结构失衡，才是拉美国家货币保持稳定的根本出路。<sup>④</sup>

（本文是中国社会科学院拉丁美洲研究所创新项目《拉美经济结构调整与发展潜力研究》的阶段性成果。同时，感谢中国社会科学院一郑州市人民政府郑州研究院课题《“一带一路”倡议下郑州建设国家中心城市—美洲地区合作重点方向及领域研究》的资助。）

（本文作者系中国社会科学院  
拉丁美洲研究所经济室副主任、副研究员）

责任编辑：杨大鲁  
Arfis\_yeung@yahoo.com