

阿根廷共和国跟踪评级报告

本次评级结果

长期外币信用等级: CCC_i

长期本币信用等级: CCC_i

评级展望: 负面

上次评级结果

长期外币信用等级: B_{i-}

长期本币信用等级: B_{i-}

评级展望: 稳定

本次评级时间

2019年8月29日

主要数据

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
名义GDP(亿美元)	5,180.9	6,429.3	5,567.7	6,424.6	5,636.1
实际GDP增速(%)	-2.5	2.7	-2.1	2.7	-2.5
CPI增幅(%)	34.3	26.5	41.4	26.5	38.1
失业率(%)	9.2	8.4	8.5	6.5	7.3
人均GDP(美元)	11,626.9	14,588.0	12,772.9	14,895.3	13,208.8
财政盈余/GDP(%)	-5.2	-6.7	-6.6	-6.0	-4.3
政府债务/GDP(%)	86.3	57.1	53.1	52.6	44.7
财政收入/政府债务(%)	39.2	60.4	65.7	67.3	77.4
外债总额/GDP(%)	53.6	36.5	32.5	26.6	25.9
外汇储备/外债总额(%)	23.7	23.5	21.7	15.0	21.5
CAR/外债总额(%)	30.8	34.1	42.5	43.9	59.8

注: 1. 实际GDP增长率以本币计算, 不考虑汇率变动因素;
2. 财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值;
3. 政府债务为一般政府债务总额;
4. CAR为经常账户收入;
5. 外汇储备为官方外汇储备

分析师:

王倩 张强

联合资信评估有限公司

电话: 010-85679696

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对阿根廷共和国(以下简称“阿根廷”)进行了跟踪评级,决定将阿根廷长期本、外币信用等级由B_{i-}下调至CCC_i,该评级结果表明阿根廷信用风险较高,债务保障能力较弱,触发信用风险的迹象增多,违约事件已经成为可能。

2018年以来,由于比索大幅贬值,加上政府实行紧缩政策,阿根廷社会动荡和政治紧张局势加剧;尤其是现任总统马克里在2019年8月的总统大选初选中意外落败,连任失利的可能性大幅增加,令阿根廷的政治稳定性和政策可预见性显著下降;2018年汇兑危机令阿根廷的经济复苏进程中断而重新陷入衰退,通货膨胀率加速上涨,政府稳物价行为收效甚微,经济形势恶化殃及就业市场,阿根廷失业率快速上行;阿根廷在新兴经济体中发达程度较高,但汇率波动背景下人均GDP大幅下滑,全球竞争力受宏观经济稳定性差拖累明显而转差;IMF备用借贷协议下阿根廷政府实行了紧缩性财政政策,但赤字水平仍高于既定目标和国际警戒线,金融动荡、财长辞职等令阿根廷财政状况面临很大不确定性;政府债务水平飙升至很高水平,财政收入对政府债务保障能力大幅下滑;经常账户赤字扩大,外债水平很高,且上升速度较快,政府外债占比较高;本币贬值压力巨大,将极大增加阿根廷外债偿付压力和融资难度。

鉴于阿根廷现任总统马克里连任失败的概率显著加大,一旦反对党上台,其经济、财政政策或面临大幅调整,偿债意愿下降,与IMF的融资协议也面临较大不确定性。同时,阿根廷本币贬值压力仍较大,将导致政府债务水平及外债偿付情况显著恶化,增加其获得外部融资的难度。因此,联合资信决定将阿根廷的评级展望由“稳定”下调至“负面”。

优势

1. 人均GDP水平相对较高;
2. 地缘政治环境较稳定。

关注

1. 现任总统马克里初选意外落后,连任失利的可能性大幅上升,政治稳定性和政策可预见性显著下降;
2. 本币汇率波动极大,严重削弱了经济及金融基本面,

经济增速波动大，通胀加速上涨，失业率快速上行；

3. 财政赤字依然高企，马克里为应对危机采取的福利性政策违背了 IMF 对阿根廷紧缩财政的要求，且财长辞职令阿根廷财政状况不确定性加大；
4. 外债水平很高，政府外债占比大，且以美元债务为主，汇率大幅波动对外债偿还影响很大；
5. 鉴于阿根廷国内形势及其此前违约历史，国际市场信心缺乏，令阿根廷融资难度显著增加；
6. 政府债务水平因本币贬值大幅飙升，财政收入对政府债务的保障能力大幅下滑。

一、国家治理

现任总统马克里在 2019 年 8 月的总统大选初选中意外落败，连任失利的可能性加大，阿根廷的政治稳定性和政策可预见性显著下降

2018 年，因美国加息缩表步伐加快，美元指数不断走高，加上阿根廷较高的外债水平以及财政、贸易双赤字等因素令投资者开始担心阿根廷的偿债能力，资金出现外流，导致比索大幅度贬值，同时，涉及众多高官和企业家的贪腐案件爆发，阿根廷国内政局的紧张程度再次升高。在央行多次大幅加息依然不能控制局面的情况下，为了避免再次出现违约，马克里政府同 IMF 达成 571 亿美元备用贷款协议，但 IMF 的贷款历来以严肃财政纪律为条件，阿根廷政府被迫实施了财政紧缩政策，压缩公共支出和社会开支，导致民怨激增，罢工的范围和频率不断升级，社会动荡加剧。

自阿根廷于 2009 年确立了大选初选制度以来，总统大选初选一直是阿根廷总统选举的风向标。2019 年 8 月 11 日，阿根廷总统大选选举初选结果公布，现任总统毛里西奥·马克里爆冷落败，得票率仅 32%，大幅落后于反对派候选人、左翼的全民针线领导人阿尔韦托·费尔南德斯（得票 47%）。根据此次初选结果，执政党连任希望渺茫，这与市场和投资者的预期相差甚远，导致阿根廷汇市和股市出现了剧烈动荡。12 日，阿根廷比索对美元汇率下跌超过 20%，创下自 2015 年以来最大单日跌幅。阿根廷央行宣布将基准利率上调至 74.78%，并动用 5,000 万美元外汇储备干预市场、稳定汇率。另外，阿根廷股市主要股指 Merval 下跌超过 37%。

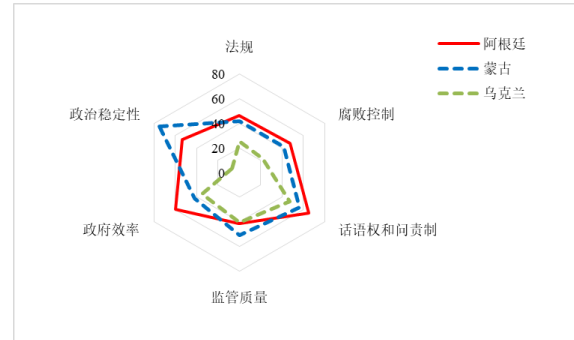
阿根廷大选将于 2019 年 10 月举行，从目前情况看，马克里连任失败的可能性正在加大，由于阿根廷两党拥有截然不同的执政理念和金融政策，如果反对派重掌政权，以费尔南德斯代表的左翼民粹主义政府回归，继续实行高福利、经济干预及严格的货币管控措施，阿根廷政府的预算或再次膨胀，将危及 IMF 的经济援助及外资流入阿根廷市场，对阿根廷的政局稳定性及政策延续性造成严重威胁，阿根廷的政治稳定性和政策可预见性显著下降。

阿根廷国家治理能力依然较弱，政治稳定性显著落后

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2017 年阿根廷政府各项治理能力百分比排名均值为 52.3，较上一年度（49.2）略有上升，在腐败控制和法规等方面

有所改善，与马克里上台后惩治贪腐以及采取各项改革措施后司法和法治制度出现改善有关。从图 1 可以看出，与 B₁ 级的蒙古各项政府治理能力分项均值（51.3）相比，阿根廷的国家治理能力略高，但在政治稳定性方面显著落后；与 CCC₁ 级的乌克兰（29.4）相比，阿根廷的国家治理能力较好。

图 1 阿根廷国家治理能力（2017 年）



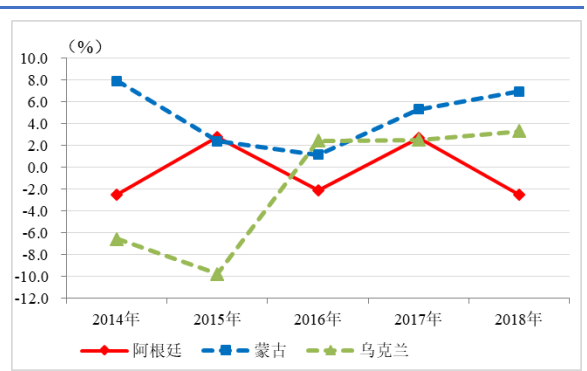
数据来源：世界银行

二、宏观经济政策与表现

2018 年汇兑危机令阿根廷的经济复苏进程中断而重新陷入衰退

2018 年，受干旱影响农作物产出以及美联储加息、阿根廷比索遭抛售大幅贬值等因素影响，阿根廷名义 GDP 总量为 145,665.6 亿比索（约 5,180.9 亿美元），实际增速为 -2.5%，经济再次陷入衰退，与蒙古相比，阿根廷近五年经济增速偏低且波动性显著较大；但阿根廷经济近五年平均经济增速略高于乌克兰，且波动性相较其较小（见图 2）。

图 2：阿根廷实际 GDP 增速



数据来源：IMF

具体来看，2018 年，受阿根廷比索贬值、通货膨胀

以及居民实际收入同比下滑拖累，阿根廷私人消费逆转上年增长态势（4.0%），同比实际下滑 2.4%；政府消费亦同比实际下降 3.3%，不及上年表现（2.7%）。投资方面，受累于 2018 年 5 月以来阿根廷汇兑危机爆发，市场恐慌情绪蔓延，阿根廷固定资产投资同比大幅下滑 5.7%，与上年 12.2% 的大幅增长形成鲜明对比。2018 年，受经济衰退影响，阿根廷进口实际下滑 4.7%，出口实际下滑 0.1%，净出口逆差较上年收窄，对经济的拖累有所减弱。

2019 年一季度，阿根廷 GDP 同比实际增速为-5.8%，经济颓势持续，其中，批零贸易及维修业增加值下降了 12.6%，制造业下降了 10.8%，私人消费下降 10.5%，建筑业下降了 6.8%，交通运输、仓储及通讯业下降了 4%，房地产行业下降了 1.9%。

鉴于阿根廷初选后金融市场剧烈动荡，阿根廷经济及金融基本面受到严重削弱。虽然为了应对总统选举初选后的金融市场波动危机，马克里政府宣布将陆续采取一系列经济措施，包括提高最低工资标准、减少劳动者个人税费负担、设置中小型企业债务缓冲期、增加劳动者子女补助、增发奖学金等，但上述经济刺激措施与马克里 2015 年出任总统以后施行的财政紧缩政策背道而驰，将导致政府负担进一步加重，违反与 IMF 达成的 570 亿美元备用贷款协议的财政目标。财政部长杜霍夫内因此宣布辞职。同时，一旦费尔南德斯当选，很可能调整现政府的财政和货币政策，并可能与 IMF 就救助贷款协议重新谈判，将进一步引发市场对阿根廷经济前景和国际融资能力的担忧。综合以上因素，我们预计阿根廷在未来两年内的经济将继续面临高度不确定性而延续萎缩态势，实际增速维持在-1.5%~-2.0%。

表 1：阿根廷宏观经济表现

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
名义 GDP (亿比索)	145,665.6	106,447.8	82,281.6	59,545.1	45,790.9
名义 GDP (亿美元)	5,180.9	6,429.3	5,567.7	6,424.6	5,636.1
实际 GDP 增速 (%)	-2.5	2.7	-2.1	2.7	-2.5
CPI 增幅 (%)	34.3	26.5	41.4	26.5	38.1
失业率 (%)	9.2	8.4	8.5	6.5	7.3

注：实际 GDP 增速以本币计算，不考虑汇率变动因素。
数据来源：IMF

受汇率波动、货币超发严重等因素影响，通货膨胀率加速上涨，政府稳物价行为收效甚微

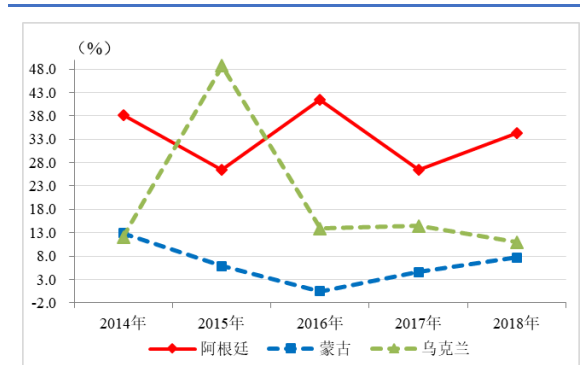
由于财政赤字失控，货币超发严重，加上 2016 年放开资本账户管制，阿根廷通货膨胀加速上涨，并一直处在 20% 以上的高位震荡。

2018 年，美联储加息的背景下美元走强，加剧了输

入型通货膨胀的趋势，阿根廷全年 CPI 平均增幅达到了 34.3%，较上年大幅上行 7.8 个百分点。与蒙古和乌克兰相比，近五年阿根廷通胀水平偏高，但波动性表现略好于乌克兰（图 3）。

尽管 2018 年以来，阿根廷央行多次加息至 60% 以上的高位，但仍未能有效控制通胀和货币贬值的趋势。2019 年上半年，阿根廷 CPI 同比平均增幅为 22.4%，而阿根廷央行对 2019 年全年的通胀率预测高达 40%。为应对高通胀，阿根廷总统马克里近日宣布取消今年针对公共交通、电力等公共服务的涨价计划。此外，阿根廷政府与国内大型食品和日用品公司签署协议，保证在未来数月内民众日常需要的 60 余种商品不涨价。虽然阿根廷政府采取的稳物价措施一定程度上可以缓解民众生活压力，但无法从根本上解决阿根廷通胀高企的问题。汇率波动引发的通胀令阿根廷经济形势面临压力，政府亟待拿出完整的经济刺激方案，恢复市场信心。

图 3：阿根廷 CPI 增长率



数据来源：IMF

经济形势恶化殃及企业活动及就业市场，阿根廷失业率快速上行

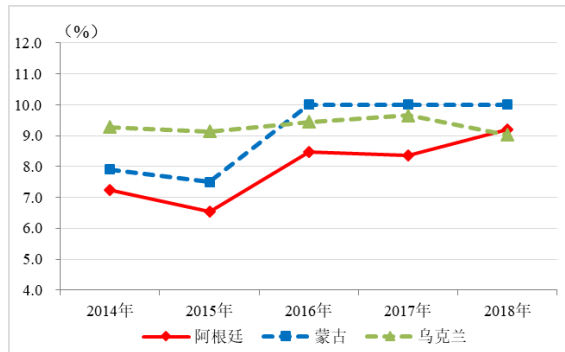
因经济增长缓慢，阿根廷的失业率长期保持在 6.5% 以上的较高水平。2018 年，由于干旱以及汇率波动，阿根廷经济形势恶化，企业利润大幅下降，实际工资继续收缩，阿根廷的失业率重新由降转升达到 9.2%，较上年上升 0.8 个百分点；总失业人口高达约 109 万人，较上年增加约 52 万人。

进入 2019 年后，由于经济颓势延续，失业率继续快速走高。截至 2019 年第一季度末，失业率已经升至 10.1% 的高位。2019 年 8 月，阿根廷总统初选结果揭晓后再次引发金融市场大幅波动及市场不信任情绪急剧上升，可能引发外资企业大量撤离，年内将继续对经济活动及就业市场形成巨大的负面冲击。综合以上因素，预计 2019 年全年阿根廷的年均失业率将有可能突破 12%。

从图 4 可以看出，与蒙古（9.1%）和乌克兰（9.3%）

相比，阿根廷失业率近五年均值仍偏低(8.0%)，但2018年以来上行趋势明显，当年已超越乌克兰的失业率水平。

图4：阿根廷失业率



数据来源：IMF

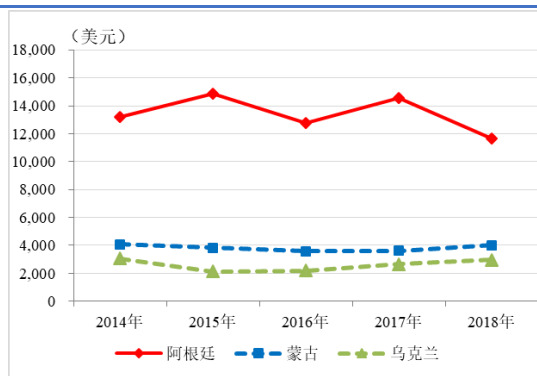
三、结构特征

阿根廷在新兴经济体中发达程度较高，但汇率波动背景下人均GDP大幅下滑，全球竞争力受宏观经济稳定性差拖累明显而有所转差

阿根廷是新兴经济体中发达程度相对较高的国家。但近5年人均GDP几乎没有增长。2018年，阿根廷的人均GDP为11,626.9美元，较上一年大幅下降20.3%，主要受2018年美元加息周期下，阿根廷再次遭遇金融危机，本币比索兑美元巨幅贬值逾100%所致。与蒙古和乌克兰相比，阿根廷的人均GDP水平显著偏高(图5)。

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2018年阿根廷的全球竞争力指数为57.5，在全球140个经济体中排名第81位，较去年下滑2位，表明了阿根廷的全球竞争力弱且有所转差。

图5：阿根廷人均GDP



数据来源：IMF

具体来看，阿根廷在“市场规模”、“健康”、“技能”方面的排名相对较为靠前，而在“宏观经济稳定性”、“制度”、“产品市场”、“劳动力市场”、“创新能力”等方面排名均较为落后，显示了阿根廷全球竞争力受宏观经济稳定性差拖累较重。

经济结构符合中上收入国家特征，但经济结构的脆弱性相对明显

按GDP支出法看，消费在阿根廷经济中长期占据主导地位。2018年，受实际工资下降以及经济颓势抑制开支影响，阿根廷私人消费和政府消费占GDP的比值分别为65.3%和16.0%，较上年分别下降1.2和1.6个百分点。投资方面，2018年阿根廷资本形成总额占GDP的比值为15.9%，较上年下滑0.2个百分点。进出口方面，2018年阿根廷仍然处于贸易逆差状态，净出口占GDP的比值为-2.2%，由于进口额缩小，逆差规模较上年收窄0.5个百分点，显示净出口仍然对阿根廷经济产生一定拖累作用。2018年，阿根廷进出口总额相当于GDP的比值为31.4%，由于以美元计价的GDP规模缩减，较上年上升6.2个百分点，显示阿根廷对外贸依赖程度一般。

阿根廷农牧业发达，素有“粮仓肉库”的美称，东部和中部的潘帕斯草原是著名的农牧业区，是世界最大的豆粕、豆油出口国，玉米和高粱的第二大出口国，大豆的第三大出口国。此外，阿根廷矿产资源丰富，在世界矿产资源排行榜中名列第六，目前，阿根廷矿产品出口额较高，四分之三供应国际市场。工业方面，阿根廷汽车也在拉美地区较为发达。第三产业方面，由于近年比索贬值的影响，赴阿根廷游客大幅增加，旅游业成为阿根廷主要创汇产业之一。近五年，阿根廷的三大产业增加值占GDP的比重基本维持稳定。2018年，阿根廷第三、二、一产业增加值占GDP的比值分别为62.7%、27.9%和9.4%。其中，第一产业同比下滑1.3个百分点，主要是受2018年阿根廷旱情严重，大豆减产严重有关；第三产业占比有所上升，而第二产业占比略有下滑。阿根廷三大占比较基本符合中上收入国家的特征，但经济结构的脆弱性也非常明显。首先，阿根廷出口对农产品和初级产品的依赖非常严重，受气候和国际大宗商品需求和价格波动的影响大。虽然农业在阿根廷国民经济的组成中占比不高，但在出口中的份额非常可观，绝大多数年份超过40%，个别年份甚至接近60%，而矿产品和低端工业制品的出口占到出口总额的25%以上。

其次，在储蓄率相对较低的情况下，阿根廷的经济增长对外债依赖明显。截至2018年底，阿根廷的外债总额达到2,779.3亿美元，占GDP的比重达到53.6%，

远远高出 20% 的警戒线；加上经常账户常年保持赤字，出口极容易受到国际市场波动影响，外部冲击对于阿根廷经济的威胁极大。

外资银行占比相对较高，2019 年以来银行业稳健性指标下滑，超级利差的操作手段使得银行的收益和资产质量对汇率的敏感程度极高

阿根廷的金融体系以银行业为主，其他金融机构所占的比例相对较小。目前，阿根廷总共有 81 家金融机构，其中银行 65 家，非银行金融公司 16 家。在 65 家银行中，外资银行占到了 31%，外资银行占比较高，容易令政府降低对银行业的监管和宏观调控能力，难以抵御金融恐慌时资本大量外逃，在外部风险发生时极易受到波及。

2018 年末，阿根廷银行业的资本充足率为 16.0%，较上年上升 0.4 个百分点，资本基本处于充足状态；不良贷款率为 3.1%，同比上升 1.3 个百分点，银行资产质量一般且有所下降。2018 年，总资产回报率（ROA）和总资本回报率（ROE）的数据则格外抢眼，分别为 5.4% 和 35.80%，较上年分别上升 1.2 和 12.1 个百分点，主要是因为阿根廷国内利率与国际市场利率存在巨大差异，银行往往通过借入美元，然后再以比索放贷来赚取超额套利利润所致。超级利差的操作固然有益于银行在正常情况下维持良好的经营指标，但也使得阿根廷银行业的收益率和资产质量对于汇率的敏感程度急剧上升。

2019 年以来，阿根廷银行业各项稳健性指标表现继续下滑。具体看，截至 2019 年第一季度末，银行业资本充足率为 15.8%，较上年末下降 0.2 个百分点；不良贷款率为 4.0%，较上年末上升 0.9 个百分点。2019 年一季度，阿根廷银行业总资产回报率（ROA）和总资本回报率（ROE）则升至 6.2% 和 56.5%，较 2018 年末分别上升 0.8 和 8.6 个百分点，显示阿根廷银行业风险显著上升。

四、公共财政实力

IMF 备用借贷协议下阿根廷政府实行了紧缩性财政政策，但赤字水平仍高于既定目标和国际警戒线；金融动荡、财长辞职等令阿根廷财政状况面临很大不确定性

2018 年 4 月以来，比索出现大幅贬值。阿根廷央行多次上调基准利率，大幅下调目标财政赤字率，减少政府开支，开始实行紧缩性财政政策。8 月底，比索经历新一轮贬值后，马克里政府随即宣布推行“零赤字”政策，力争在 2019 年实现财政平衡，遏制比索贬值。阿根

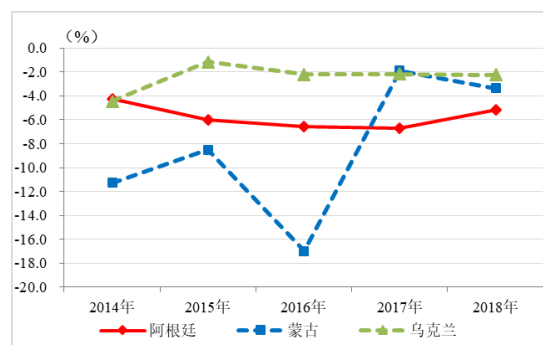
廷财政部也公布了增加税收减少支出的具体方案。根据政府公布的方案，阿根廷拟对出口每 1 美元的初级产品和服务征收 4 比索的额外税收，对每出口 1 美元的附加值较高商品征收 3 比索的额外税收，同时降低大豆及其副产品的出口税收等。为进一步缩减政府支出，阿根廷总统马克里将 19 个内阁部门缩减至 10 个，削减一半的内阁成员。能源部、劳工部、农业部、卫生部、文化部、科技部、现代化部、旅游部和环境部被合并或裁撤，9 位现任部长将作为国务秘书在调整后的有关部门任职。

2018 年，阿根廷政府财政收入达到了 49,298.8 亿比索，较上年增长 34.3%，财政收入相当于 GDP 的比值达到 33.8%，较上年略有下滑。从收入结构看，税收收入占阿根廷政府财政收入总额的比重约 60%，其中主要以增值税（30%）和所得税（22%）为主，其余主要为社保收入（30%）、进出口关税和其他非税收入等。

2018 年，阿根廷政府财政支出为 56,805.8 亿欧元，较上年增长 29.6%，但仍低于财政收入的增速，主要是由于 IMF 备用借贷协议下阿根廷实行财政紧缩政策所致；财政支出相当于 GDP 比值为 39.0%，较上年小幅下降 2.2 个百分点。从财政支出的结构看，政府在社会福利上的支出刚性较强，向各省的转移支付占到 30%，剩余主要用于支付退休金、工资和包括能源和交通在内的各类补贴，财政支出刚性相对较强。

2018 年，阿根廷政府财政赤字达到 7,507.0 亿比索，占 GDP 的比重达到 5.2%，较上年收窄 1.5 个百分点，未达到政府财政目标，同时远超 3% 的国际警戒线水平。通过比较，阿根廷近五年平均财政赤字水平低于蒙古（8.4%），但高于乌克兰（2.5%）。

图 6：阿根廷财政盈余相当于 GDP 的比值



数据来源：IMF

表 2：阿根廷政府财政表现

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
财政收入 (亿比索)	49,298.8	36,701.2	28,689.4	21,058.6	15,843.9
财政收入/GDP	33.8	34.5	34.9	35.4	34.6

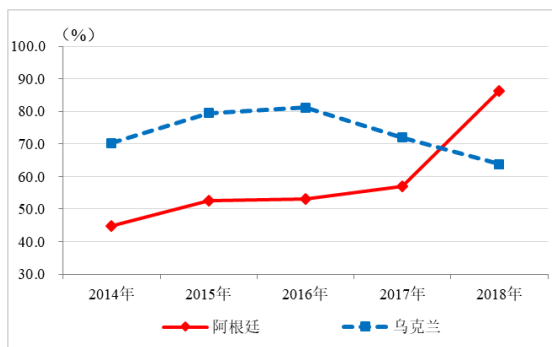
财政支出 (亿比索)	56,805.8	43,828.6	34,112.3	24,631.4	17,790.7
财政支出/GDP	39.0	41.2	41.5	41.4	38.9
财政盈余 (亿比索)	-7,507.0	-7,127.5	-5,422.9	-3,572.8	-1,946.8
财政盈余/GDP	-5.2	-6.7	-6.6	-6.0	-4.3

数据来源: IMF

一般政府债务水平同比飙升至很高水平, 财政收入对政府债务保障能力大幅下滑

近五年, 阿根廷政府债务呈快速上升的趋势, 占 GDP 的比重也一路升高。截至 2018 年底, 阿根廷政府的一般政府债务总额为 125,694.1 亿比索, 占 GDP 的比重为 86.3%, 同比攀升 29.2 个百分点, 较 2014 年上升逾 40 个百分点, 是拉美地区债务负担最重的国家。与乌克兰相比, 虽然阿根廷近五年一般政府债务水平均值偏低, 但 2018 年以来阿根廷一般政府债务水平快速攀升, 已超越乌克兰。

图 7: 阿根廷政府债务相当于 GDP 的比值



数据来源: IMF

我们预计, 鉴于未来两年阿根廷经济增速下降的可能性较大, 阿根廷政府的财政收入也将呈现下降的趋势, 而财政支出因刚性较强, 其一般政府债务与 GDP 的比值都将继续上升。

从债务结构分析看, 截至 2018 年底, 阿根廷的政府债务中外债占到了债务总额的 38.8%, 内债占 61.2%, 短期外债占比为 7.9% 左右, 相对较低。但比索大幅度贬值料将增加政府外债占比, 侵蚀政府的偿债能力。

阿根廷财政收入对政府债务的保障能力弱, 且近五年来呈现持续下降的趋势。2018 年, 政府财政收入与政府债务总额之比仅为 39.2%, 较 2017 年大幅下跌 21.1 个百分点, 财政收入对政府债务的保障能力呈现断崖式下降。

表 3: 阿根廷一般政府债务情况

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
政府债务总额 (亿比索)	125,694.1	60,793.0	43,658.8	31,298.5	20,467.1
政府债务总额/GDP (%)	86.3	57.1	53.1	52.6	44.7
利息支出/GDP (%)	3.0	2.5	1.9	1.6	0.8
财政收入/政府债务总额 (%)	39.2	60.4	65.7	67.3	77.4

数据来源: IMF

2019 年 8 月 14 日, 阿根廷再次爆发金融动荡后, 马克里宣布, 政府将陆续采取一系列经济措施, 应对总统选举初选后的金融市场波动, 包括提高最低工资标准、减少劳动者个人税费负担、设置中小型企业债务缓冲期、增加劳动者子女补助、增发奖学金等, 与其此前承诺实行的紧缩性财政政策相悖, 或将加大财政赤字水平。8 月 17 日, 阿根廷财政部长尼古拉斯·杜霍夫内宣布辞职。一旦费尔南德斯当选, 很可能调整现政府的财政政策, 并可能和国际货币基金组织就救助贷款协议重新谈判。阿根廷政府财政状况面临很大的不确定性; 政府债务水平则或将继续上行。一旦阿根廷与 IMF 的关系恶化, 可能会导致债务连续性无法保证, 从而触发主权信用违约。

五、外部融资实力

进口需求下降令对外贸易逆差收窄, 经常账户逆差有所扩大, 外资撤离令国际投资净头寸水平有所上升

阿根廷的出口以农产品和和低端工业产品为主, 其中农产品的出口额占比平均超过 40%, 个别年份甚至超过 50%, 因此出口受国际市场波动影响较大。进口则以中高端制成品为主, 进出口结构较为单一。

2018 年, 阿根廷商品和服务出口总额达 763.5 亿美元, 较上年增长 4.0%; 进口总额为 865.0 亿美元, 较上年下降 2.8%; 对外贸易逆差 101.5 亿美元, 较上年收窄 35.0%, 主要是由于经济萎缩, 进口需求下降以及货币大幅贬值所致。2018 年, 阿根廷经常账户收入为 856.1 亿美元, 较上年增长 7.0%。经常账户继续处于逆差状态, 逆差规模相当于 GDP 的比值为 5.4%, 较上年小幅扩大 0.4 个百分点。

从国际投资情况看, 2018 年, 由于金融条件恶化, 货币大幅贬值, 通胀飙升, 阿根廷吸引的直接投资和证券投资等规模大幅下降, 导致其国际投资净负债有所下降, 国际投资净头寸为 647.5 亿美元, 相当于 GDP 的比值为 12.5%, 较上年大幅上升近 10 个百分点。

表 4: 阿根廷经常账户及国际投资情况

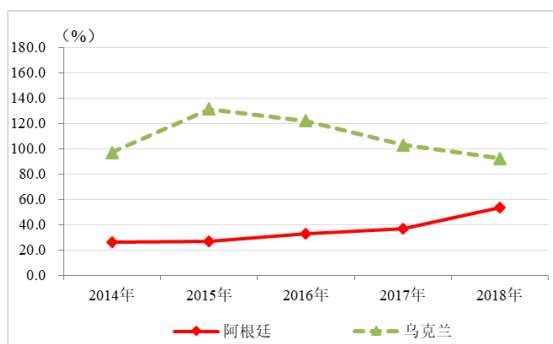
	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
出口总额 (亿美元)	763.5	733.9	713.8	700.2	818.4
进口总额 (亿美元)	865.0	890.0	754.2	766.2	809.4
净出口 (亿美元)	-101.5	-156.1	-40.4	-66.0	9.0
经常账户收入 (亿美元)	856.1	800.0	770.3	749.5	874.3
经常账户余额 (亿美元)	-277.4	-316.0	-151.1	-176.2	-91.8
经常账户余额/GDP (%)	-5.4	-4.9	-2.7	-2.7	-1.6
国际投资净头寸 (亿美元)	647.5	168.6	476.0	560.3	543.6
国际投资净头寸/GDP (%)	12.5	2.6	8.5	8.7	9.6

数据来源: IMF

外债水平很高, 且上升速度较快, 外债结构不甚合理; 外汇储备和经常账户收入的保障能力弱

近年来, 阿根廷的外债水平呈持续上涨趋势。截至 2018 年底, 阿根廷的外债总额为 2,779.3 亿美元, 外债总额相当于 GDP 的 53.6%, 较上年末大幅上升 17.2 个百分点, 较 2014 年相比上升逾 27 个百分点, 外债水平高且上升迅速。与乌克兰相比, 阿根廷近五年总外债水平偏高, 但上升明显。政府外债占总外债的比重较大, 达到 62.5%, 同比上升 1.6 个百分点。

图 8: 阿根廷外债相当于 GDP 的比值



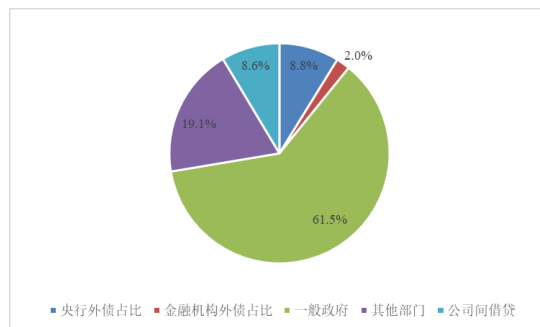
数据来源: IMF

从外债结构看, 阿根廷政府是外债的主要借款人 (见图 9)。截至 2019 年一季度末, 阿根廷一般政府和央行外债在外债总额中的占比超过 70%, 较 2018 年底略有下降, 但依然处于很高水平。公司借贷在外债总额中的占比为 8.6%, 较 2018 年底上升 0.1 个百分点; 其它部门外债占比分别 19.1%, 较 2018 年底上升降低 0.7 个百分点。

从期限结构来看, 截至 2019 年一季度末, 阿根廷外债中短期外债达到了 671.6 亿美元, 占比为 24.3%, 较 2018 年末上升 0.6 个百分点, 外汇储备已无法覆盖。从币种结构来看, 阿根廷外债中外币债务占绝大多数,

截至 2019 年一季度末, 阿根廷外币债务在总外债中的占比达到 92%, 其中美元债务在外币债务中的占比约 68%, 欧元债务占比约 11%, 由于阿根廷汇率近期大幅贬值, 其外债偿还风险快速走高。

图 9: 截至 2019 年一季度阿根廷外债借款人结构



数据来源: 世界银行

截至 2018 年末, 阿根廷外汇储备为 657.8 亿美元, 相当于外债总额的比值为 23.7%, 同比略有上升, 但保障程度依然弱。阿根廷经常账户收入相当于外债总额和政府外债的比值分别为 30.8% 和 49.3%, 较上年分别下滑 3.3 个和 6.7 个百分点, 经常账户收入对外债总额和政府外债的保障能力均较弱, 且显著较差。

表 5: 阿根廷外债及外债保障情况

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
外债总额 (亿美元)	2,779.3	2,345.5	1,811.7	1,706.3	1,462.5
外债总额/GDP (%)	53.6	36.5	32.5	26.6	25.9
政府外债 (亿美元)	1,735.8	1,428.3	1,086.9	879.1	737.1
政府外债/外债总额 (%)	62.5	60.9	60.0	51.5	50.4
外汇储备 (亿美元)	657.8	550.5	393.1	255.6	314.1
外汇储备/外债总额 (%)	23.7	23.5	21.7	15.0	21.5
经常账户收入/外债总额 (%)	30.8	34.1	42.5	43.9	59.8
经常账户收入/政府外债 (%)	49.3	56.0	70.9	85.3	118.6

数据来源: IMF

本币贬值压力巨大, 将极大增加外债偿付压力和融资难度

马克里政府上台后, 阿根廷改用了有管理的浮动汇率制度, 至 2017 年底, 比索保持了相对稳定。但进入 2018 年后, 受美元加息步伐加快、财政和经常账户赤字走扩、外债负担加剧等因素影响, 美元兑比索的汇率已经从年初的 18.55 跌至年底的 37.80, 贬值幅度逾 100%。

2019 年 8 月 11 日, 现任总统马克里的意外落败给阿根廷的金融市场带来巨大震动, 阿根廷比索兑美元日内跌幅一度扩大至 30.3%, 续创纪录低位。随后, 阿根廷央行出手动用外汇储备稳住比索汇率, 至 8 月 20 日,

阿根廷比索汇率已暂时止跌回升至 55.36，但与年初相比，阿根廷比索年内已大幅贬值逾 45%。本币的巨幅贬值将极大增加阿根廷的外债负担，同时削弱市场信心，加大其融资难度。

图 10：美元兑比索汇率变化



数据来源：Wind

六、评级展望

在 2019 年 10 月大选中，马克里或很难赢得连任，阿根廷反对党候选人费尔南德斯当选的概率显著增大，因其明确表示将寻求与 IMF 重新谈判，阿根廷债务违约的可能性大幅上升；反对党上台将进一步引发市场对阿根廷经济前景和国际融资能力的担忧，预计短期内阿根廷经济仍将延续萎缩态势，通胀短期内难以得到有效控制，经济颓势或将波及企业活动令失业率在高位继续上行；马克里近期采取的一系列福利措施与其此前承诺实行的紧缩性财政政策相悖，或将进一步加大财政赤字水平；现任财长辞职也将显著加大政府财政政策的不确定性，政府债务水平则将继续上行；由于金融条件恶化，货币大幅贬值，通胀飙升，阿根廷资本外流现象明显，本币贬值压力巨大，将极大增加外债偿付压力和融资难度，同时费尔南德斯近期的言论显示政府偿债意愿出现了明显下降。综合评估，联合资信确定将阿根廷的主权信用评级展望由“稳定”下调至“负面”。

阿根廷主要数据

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
宏观数据					
名义GDP(亿比索)	145,665.6	106,447.8	82,281.6	59,545.1	45,790.9
名义GDP(亿美元)	5,180.9	6,429.3	5,567.7	6,424.6	5,636.1
实际GDP增速(%)	-2.5	2.7	-2.1	2.7	-2.5
CPI增幅(%)	34.3	26.5	41.4	26.5	38.1
失业率(%)	9.2	8.4	8.5	6.5	7.3
结构特征					
人均GDP(美元)	11,626.9	14,588.0	12,772.9	14,895.3	13,208.8
第一产业占GDP的比值(%)	9.4	10.7	10.7	11.0	10.5
第二产业占GDP的比值(%)	27.9	28.1	28.2	29.3	29.7
第三产业占GDP的比值(%)	62.7	61.2	61.2	59.8	59.9
最终消费支出占GDP的比值(%)	81.3	84.1	83.5	84.1	82.5
资本形成总额占GDP的比值(%)	15.9	16.1	17.5	16.9	17.1
净出口占GDP的比值(%)	-2.2	-2.7	-1.0	-1.1	0.3
银行业资本充足率(%)	16.0	15.6	16.7	13.3	14.7
银行业不良贷款率(%)	3.1	1.8	1.8	1.7	2.0
银行业ROA(%)	5.4	4.2	5.3	6.1	6.1
银行业ROE(%)	47.9	35.8	43.4	48.5	48.6
公共财政					
财政收入(亿比索)	49,298.8	36,701.2	28,689.4	21,058.6	15,843.9
财政收入/GDP(%)	33.8	34.5	34.9	35.4	34.6
财政支出(亿比索)	56,805.8	43,828.6	34,112.3	24,631.4	17,790.7
财政支出/GDP(%)	39.0	41.2	41.5	41.4	38.9
财政盈余(亿比索)	-7,507.0	-7,127.5	-5,422.9	-3,572.8	-1,946.8
财政盈余/GDP(%)	-5.2	-6.7	-6.6	-6.0	-4.3
政府债务总额(亿比索)	125,694.1	60,793.0	43,658.8	31,298.5	20,467.1
政府债务总额/GDP(%)	86.3	57.1	53.1	52.6	44.7
利息支出/GDP(%)	3.0	2.5	1.9	1.6	0.8
财政收入/政府债务(%)	39.2	60.4	65.7	67.3	77.4
外部融资					
出口总额(亿美元)	763.5	733.9	713.8	700.2	818.4
进口总额(亿美元)	865.0	890.0	754.2	766.2	809.4
净出口(亿美元)	-101.5	-156.1	-40.4	-66.0	9.0
经常账户收入(亿美元)	856.1	800.0	770.3	749.5	874.3
经常账户余额(亿美元)	-277.4	-316.0	-151.1	-176.2	-91.8
经常账户余额/GDP(%)	-5.4	-4.9	-2.7	-2.7	-1.6
国际投资净头寸(亿美元)	647.5	168.6	476.0	560.3	543.6
国际投资净头寸/GDP(%)	12.5	2.6	8.5	8.7	9.6
外债总额(亿美元)	2,779.3	2,345.5	1,811.7	1,706.3	1,462.5
外债总额/GDP(%)	53.6	36.5	32.5	26.6	25.9
政府外债总额(亿美元)	1,735.8	1,428.3	1,086.9	879.1	737.1
政府外债/外债总额(%)	62.5	60.9	60.0	51.5	50.4

外汇储备	657.8	550.5	393.1	255.6	314.1
外汇储备/外债总额 (%)	23.7	23.5	21.7	15.0	21.5
经常账户收入/外债总额 (%)	30.8	34.1	42.5	43.9	59.8
经常账户收入/政府外债 (%)	49.3	56.0	70.9	85.3	118.6

数据来源：世界银行、IMF、阿根廷财政部、阿根廷统计局、阿根廷央行

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合评级国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA _i	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA _i	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A _i	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB _i	信用风险一般，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB _i	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B _i	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC _i	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。