

阿根廷共和国

本次评级结果

长期本币信用等级：B_i-

长期外币信用等级：B_i-

评级展望：稳定

上次评级结果

长期本币信用等级：B_i-

长期外币信用等级：B_i-

评级展望：稳定

本次评级时间

2017 年 10 月 19 日

分析师：丁翔

邮箱：dingx@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大

街 2 号 PICC 大厦 12 层

<http://www.unitedratings.com.cn>

评级观点

联合评级于 2017 年 10 月 19 日对阿根廷共和国（以下简称“阿根廷”）的主权信用进行了跟踪评定，确定其长期本、外币信用等级为 B_i-，评级展望为稳定。

阿根廷的政治体制长期保持稳定，马克里当选总统后在参众两院少数席位的情况下有效控制了政局；2017 年 10 月中期选举后，执政党在两院的席位有所增加，经济改革的步伐有望加快。2016 年 4 月，阿根廷走出违约状态致使其地缘政治形势出现明显好转。马克里的经济结构改革有望使得扭曲的经济结构出现改变，为阿根廷的经济增长奠定较好的基础。阿根廷的银行业维持稳定，外汇管制的取消有望促进银行业的扩张，但可能小幅度影响银行业的资产质量。政府开始推行严厉财政整固政策，并取得了一定效果，未来几年财政赤字有望出现小幅下降。走出违约状态令阿根廷的外部融资环境大幅度改善，外汇管制的取消令外国直接投资转而增长，经常性账户赤字呈下降，外汇储备情况有所改善。

综上所述，阿根廷信用风险较高，保障债务安全的能力弱，目前够偿还本息债务的保障能力依赖于良好商业和经济环境。

评级依据

政治体制基本稳定，马克里当选总统后有效控制政局。中期选举后，执政党在两院的席位有所增加，经济改革的步伐有望加快

阿根廷的代议制联邦政体多年来保持稳定；庇隆创立的正义党是阿根廷国内最大的政治力量，长期占据执政地位。近年来，因经济困难加剧，政治斗争加剧，民心开始思变，中右翼反对党联盟“我们改变”的领导人马克里在 2015 年底大选中获胜，顺利出任总统；但以正义党为核心的“胜利阵线”在参众两院占有多数席位。

2015 年底上台以后，马克里将工作重点放在了走出主权违约状态和调整经济失衡之上。2016 年 2 月底，阿根廷政府与“秃鹫基金”达成和解，美国纽约上诉法院随后于 4 月 13 日做出裁决，解除对阿根廷日常还债账户的冻结，为阿根廷走出债务违约扫除了障碍。4 月 19 日，阿根廷成功在国际债券市场发行了总计 165 亿美元的四批债券，标志着阿根廷正式回归国际债券市场。

2017 年 10 月 12 日，阿根廷议会的中期选举如期举行，执政的“我们改变”在选举中获得的席位较此前大幅增加，在众议院的席位由此前的 90 席增至 109 席，在参议院的席位由 17 席增至 26 席。尽管席位未过半数，但足以让反对派政党无法在国会形成三分之二绝对多数的优势。同时，考虑到阿根廷宪法赋予了总统通过行政命令实施政策主张的较大权力，以及正义党温和派在议会的合作态度，我们预期马克里政府有望加快实施经济调整的各项政策。

走出违约状态使阿根廷地缘政治形势明显好转

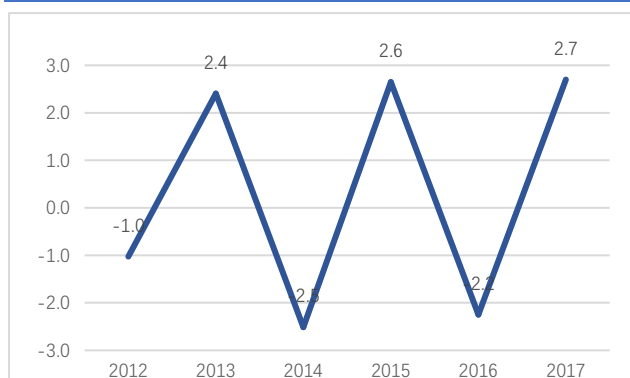
2016 年阿根廷走出违约状态使得其地缘政治形势迅速好转，与美国和其他主要贸易和投资伙伴的关系大幅度改善。与周边国家关系方面，阿根廷是南方共同市场的重要成员，与共同市场其他成员实现了贸易自由化，并通过南方共同市场与多个邻国签订了自贸协定或双边贸易协定。此外，阿根廷与全球其他主要国家也保持了较好的外部关系。

马克里的经济结构改革有望使得阿根廷扭曲的经济结构出现改变，有望为阿根廷的经济增长奠定较好的基础

长期以来，因为受到具有民粹倾向的庇隆主义影响，阿根廷采取过于偏重保护本国企业和劳工阶层的经济政策，如高估本币以阻止进口、对农产品进口征收高额关税以保护本国农业、大规模补贴能源以维护中低层生活水平等等，因此造成经济结构扭曲，市场失灵的情况比较严重。

马克里政府上台后，针对阿根廷经济结构存在的问题采取了一系列的改革措施，包括取消外汇管制允许本币贬值、降低农产品出口税和削减能源补贴等。同时，政府也采取了收紧的货币和财政政策，以及控制工资的过快增长，以期降低过高的通货膨胀率。

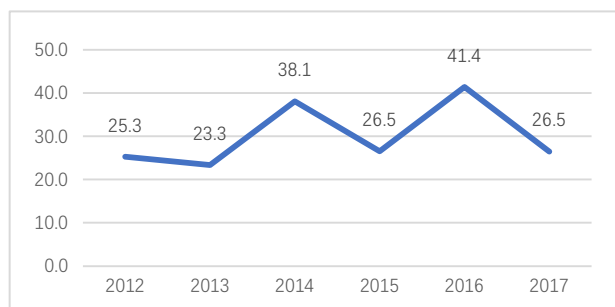
图 1：阿根廷 GDP 增长率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

这些措施在短期内对阿根廷的经济增长形成了较大的冲击，2016 年，阿根廷的经济出现了 2.2% 的萎缩，通货膨胀率也随着本币比索的贬值而大幅度攀升。

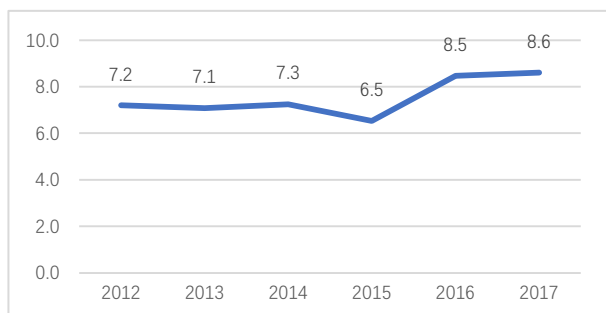
图 2：阿根廷通货膨胀率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

但长期来看，这些措施的实施，将有助于阿根廷改善扭曲的经济结构，为经济的长期发展奠定良好的基础。我们预计 2017 年阿根廷的经济增长将达到 2.7%，未来几年更是可实现 3% 以上的增长，而通货膨胀将从 2016 年的 40% 以上下降到今年的 26.5%，未来两至三年甚至有望进一步下降至个位数，使得阿根廷有望摆脱长期以来通货膨胀率偏高的痼疾。由于经济结构调整政策的实施，阿根廷的失业率较前几年略有上升，但依然维持在可控的范围之内。随着未来几年经济的逐步好转，失业率有望随之小幅降低。

图 3：阿根廷失业率（%）

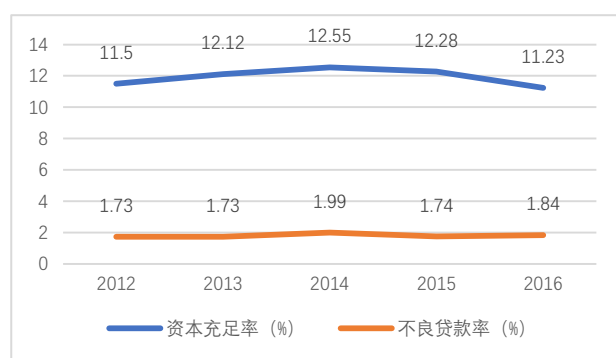


数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

银行业维持稳定，外汇管制的取消有望促进银行业的扩张，但可能小幅度影响银行业的资产质量

马克里政府的一系列经济结构调整政策，包括外汇管制的取消，使得阿根廷银行业的总体风险有所降低。而经济恢复增长和贷款利率的降低将有助于银行信贷的增长。至 2017 年 4 月，阿根廷的通货膨胀率已经降至 27.5%，银行的信贷恢复增长。总体而言，阿根廷的银行业一直维持了较高的资本充足率和较低的不良贷款率，至 2016 年底，两者的数值分别为 11.23% 和 1.84%。2017 年信贷恢复增长以来，不良贷款率小幅上升，至 4 月份上升至约 2%，总的资产回报率为 2.9%，较之前出现小幅下降，总的资产质量因信贷的增长略有下降，但我们预期，随着经济恢复较快增长，中长期内，阿根廷银行业的风险有望不断下降，短期内，银行业的整体风险也完全处于可控的范围内。

图 4：阿根廷银行业资本充足率和不良贷款率



数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

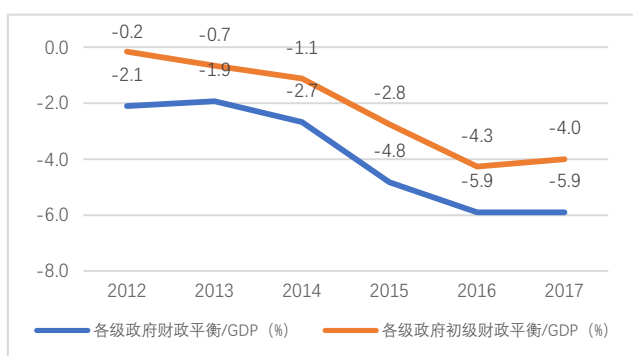
随着外汇管制的取消，外汇贷款占总贷款的比重从 2015 年的 5% 上升至 2016 年底的 15%，但依然远远低于 2001 年经济危机前 65% 的水平。外汇贷款的上升可能造成银行资产风险的上升，但也依然处于可控范围之内。

货币方面，在 2015 年 12 月政府取消外汇控制之初，本币曾大幅度贬值了 30%，但随后本币保持了基本稳定，从 2012 年底的月 13.8 比索兑换 1 美元小幅上升至 2017 年中的 16.1 比索兑换 1 美元。

政府推行严厉财政整固政策，并取得了一定效果，未来几年财政赤字有望出现小幅下降

近年来，伴随阿根廷经济的不景气，政府的财政赤字呈不断上升趋势。新政府上台后，因为采取了幅度较大的经济结构调整措施，导致短期内经济萎缩，2016 年政府的财政赤字进一步扩大至 GDP 的 5.9%。但随着经济开始恢复增长，以及政府采取的严厉的财政整固政策，主要包括能源补贴的消减和公共部门工资增长水平的控制。从 2017 年财政赤字将有望开始缩减，我们预期，2017 年虽然阿根廷的财政赤字仍将维持 5.9% 的高位，但初级财政赤字有望控制在 4.0% 的目标内，较上一年度下降 0.3 个百分点。未来几年，阿根廷的财政赤字有望保持小幅下降趋势。

图 5：财政和初级财政平衡/GDP

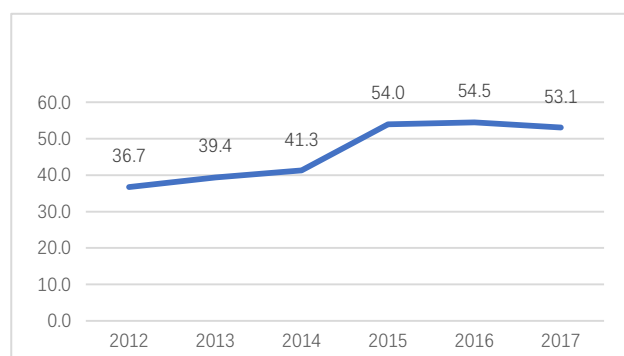


数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

政府债务规模依然可控，公共债务占比开始出现小幅下降趋势，债务持有人以国内为主且期限较长，短期内政府偿债压力不大

财政赤字的上涨推高了阿根廷的公共债务水平。从 2010 至 2015 年，阿根廷公共债务占 GDP 的比重上升，从 36.7% 至 54.0%，新政府上台后的 2016 年，虽然财政支出占比有所下降，但因经济紧缩带来的财政收入下降，当年的公共债务占 GDP 比重小幅上升至 54.5%，但依然在 60% 的警戒线之内。随着较紧的财政政策和经济企稳回升，从 2017 年起，公共债务占 GDP 比重将有望下降，未来两至三年有望降至 50% 的水平。

图 6：公共债务占 GDP 比重 (%)



数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

从公共债务的结构看，90% 以上的债务持有人为国内投资者，国际投资者持有比例低于 10%；债券的期限大部分在十年或以上，因此，中短期内政府的偿债压力不大。

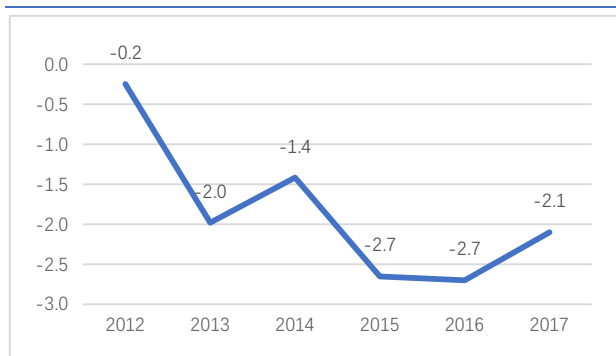
走出违约状态令阿根廷的外部融资环境大幅度改善，外汇管制的取消令外国直接投资转而增长，经常性账户赤字呈下降趋势

在 2016 年 4 月，阿根廷走出违约状态之后，其外部融资环境出现根本性改变。当月阿根廷在国际债券市场发行了 165 亿美元的债券，期限为 3、5、10 和 13 年，平均票息为 7.2%。此后，阿根廷又在国际债券市场 3 次发行债券，其中，2017 年 6 月发行了 100 年期限的国债 250 亿美元，票息为 7.9%。此外，

阿根廷的双边和多边贷款条件和外资直接投资也出现了大幅度改善。

外汇管制的取消和本币的贬值还使得阿根廷的经常性账户余额出现了改善的趋势，在国际大宗商品价格未出现根本好转，经济结构调整导致阿根廷经济短暂萎缩的情况下，2016 年阿根廷的经常性账户赤字没有进一步扩大，且于 2017 年起出现下降的趋势，我们预期这一趋势将在未来几年继续。

图 7：阿根廷经常性账户余额占 GDP 比重（%）

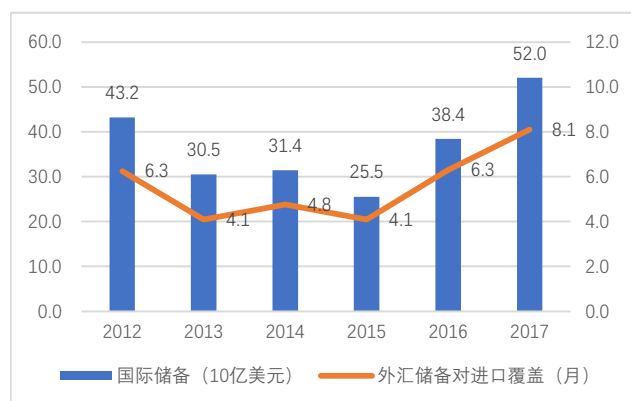


数据来源：联合评级主权数据库，2017 数据为预测值

外部融资环境的改善，外国直接投资的增长和经常性账户赤字的下降将使得阿根廷的外汇储备在近几年大幅度增加。我们预期，其国际储备对于进口支出的覆盖将从 2015 年

的 4 个多月增长到 2017 年的 8 个月左右，且将在未来几年保持上升的趋势。

图 8：阿根廷国际储备及对进口的覆盖



数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

展望

综合以上，阿根廷走出违约状态后经济形势已经开始逐步恢复进入增长的轨道，财政整固政策取得了一定的效果，国内政局基本保持稳定，外部状况有望持续改善。短期内，政府偿债能力趋势向好，财政赤字和公共债务占比有望继续小幅降低。因此，联合评级对未来 1-2 年阿根廷的本、外币主权信用评级展望维持稳定。

阿根廷主权信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f
名义 GDP (十亿美元)	581.6	613.2	566.9	634.0	545.3	657.4
人均 GDP (美元,PPP)	20,153.0	21,501.7	21,117.4	21,690.0	21,270.0	22,140.0
实际 GDP 增长率 (%)	-1.0	2.4	-2.5	2.6	-2.2	2.7
通货膨胀率 (%)	25.3	23.3	38.1	26.5	41.4	26.5
国内信贷增长率 (%)	40.1	37.8	42.7	53.1	29.6	32.6
M2 增长率 (%)	34.8	27.1	29.8	39.6	41.5	35.2
各级政府财政平衡/GDP (%)	-2.1	-1.9	-2.7	-4.8	-5.9	-5.9
各级政府利息支付/GDP (%)	1.9	1.3	1.6	2.1	1.6	1.9
各级政府初级财政平衡/GDP (%)	-0.2	-0.7	-1.1	-2.8	-4.3	-4.0
各级政府总债务/GDP (%)	36.7	39.4	41.3	54.0	54.5	53.1
总外债/GDP (%)	23.5	23.9	25.6	25.2	34.9	31.5
短期债务/总外债 (%)	18.5	25.0	19.5	27.4	23.1	21.2
经常项目余额/GDP (%)	-0.2	-2.0	-1.4	-2.7	-2.7	-2.1
国际储备/总外债 (%)	31.7	20.8	21.7	16.0	20.2	25.1

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值