

## 新興市場動態

### 阿根廷市場崩盤，傳染效應有限

**概要。**由于在阿根廷總統選舉初選中，民粹主義候選人費爾南德斯意外領先，市場擔心親商總統馬克裏將在10月的大選中落敗，令自由經濟政策無以為繼。受消息影響，阿根廷于8月12日出現股匯債“三殺”。投資者關心阿根廷金融市場崩盤是否會向其他新興市場蔓延。我們根據新興市場風險傳導機制分析認為，此次阿根廷市場崩盤的傳導作用有限，但會對新興市場的投資情緒帶來負面影響。目前全球貨幣政策趨向寬鬆，有助新興市場減輕資金外流和貨幣貶值壓力，但因受到貿易保護主義和地緣政治風險拖累，新興市場增長正在放緩，個別更面臨系統性經濟風險。

- **阿根廷選舉結果震動市場。**左翼民粹主義反對黨領袖阿爾韋托·費爾南德斯（48%）在大選第一輪出乎意料地領先現任總統馬克裏（32%）15個百分點。這次初選被視為10月正式總統大選的前哨戰，此次出人意料的結果意味著阿根廷在今年10月大選中很可能選出一個立場偏向保護主義的政府執政。阿根廷市場現處于恐慌狀態，擔心重返干預主義經濟政策。此外，馬克裏總統曾以緊縮財政支出措施和資本管制，換取國際貨幣基金組織（IMF）570億美元貸款，用以穩定國內匯市和金融市場；而費爾南德斯計劃就此協議與IMF重新談判，增加了阿根廷短期債務違約的風險。受消息影響，阿根廷于8月12日出現股匯債“三殺”，阿根廷股市主要股指 Merval 大跌 38%，其貨幣比紹兌美元跌幅更擴大至 30%。
- **阿根廷的經濟隱患迭加危機擔憂，誘發市場避險情緒。**本次市場崩盤再一次引發市場對阿根廷全面爆發經濟和金融危機的擔憂。近年來，阿根廷一直在和經濟衰退、雙位數的高通脹以及不斷上升的貧困人口比例作鬥爭。總統馬克裏在為阿根廷經濟解困方面也的確取得了一些進展，包括最近與歐盟達成貿易協議。由于民粹領袖費爾南德斯有較大的幾率在10月大選中勝出，投資者擔心阿根廷經濟將會回落，違約風險上升，誘發避險情緒。基于5年期CD的隱含違約概率飆升至80%。進一步的外匯貶值預計將對阿根廷的償付能力構成威脅。根據我們的新興市場危機分析框架，宏觀經濟和非市場風險（政治事件）是解釋此次阿根廷市場動蕩的最重要因素（其他因素包括全球金融環境和早期資本流入量等）。投資者避開風險較高的資產，日元和黃金價格獲得支持，最高漲至每盎司1,523美元（截至8月13日）。
- **向更多新興市場傳導的風險仍然適中。**當前市場關注的核心問題是，阿根廷的金融崩盤究竟是否會蔓延至亞洲及其他新興市場。在我們的新興市場危機傳導四機制模型中，警惕意識（heightened awareness，即某市場爆發危機會使得投資者重新審視在其他類似國家的資產配置，進而在其他國家也引發危機）和羊群效應（herd behavior，當投資者認為其他大多數投資者都在逃離新興市場的時候，也會跟隨做出同樣的選擇）是阿根廷金融市場崩盤影響其他新興市場的主要渠道，這意味著其他新興市場可通過調整貨幣政策等方式釋放積極信號并穩定市場預期。我們認為目前阿根廷動蕩的蔓延風險仍然適中。
- **全球央行寬鬆趨勢有助新興市場減壓，但在貿易保護主義和地緣政治緊張局勢下，許多新興市場面臨風險加大。**包括美聯儲和歐洲央行在內的主要央行更趨寬鬆的貨幣政策轉向正在緩解新興市場的資本外流和貨幣貶值壓力。另一方面，貿易萎縮、地緣政治風險加大也使得韓國等許多新興市場前景轉差。我們使用外債/GDP、杠杆率、財政赤字率等多組數據評估了新興市場的經濟韌性，其中土耳其、阿根廷、委內瑞拉和南非的危機風險最大。

成亞曼，博士

(852) 3900 0868

angelacheng@cmbi.com.hk

#### 相關報告

1. 美國將中國認定為“匯率操縱國”點評（8月7日）
2. “鷹派”降息對資本市場的影響（8月1日）
3. 美國二季度 GDP 增速點評（7月29日）
4. 反彈非反轉——7月宏觀經濟月報（7月23日）
5. 靜水流深，峰迴路轉：2019年中期宏觀經濟與資本市場展望（7月4日）

請登錄 2019 年亞洲貨幣券商  
投票網址，投下您對招銀國際  
研究團隊信任的一票：

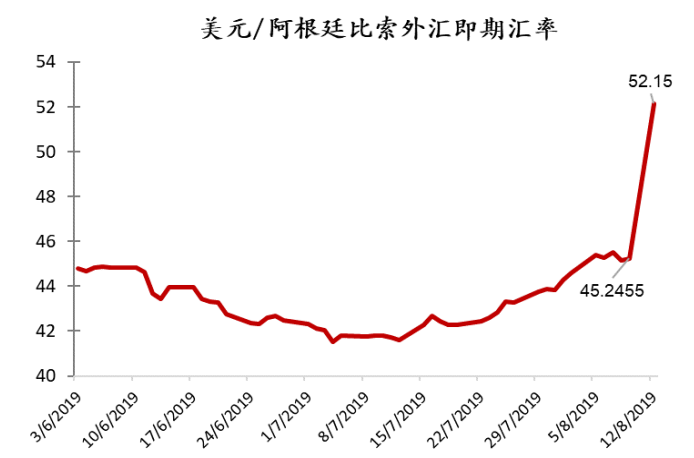
<https://euromoney.com/brokers>

**圖 1: 阿根廷選舉結果引發股票市場震蕩，股市主要股指 MERVAL 大跌 38%**



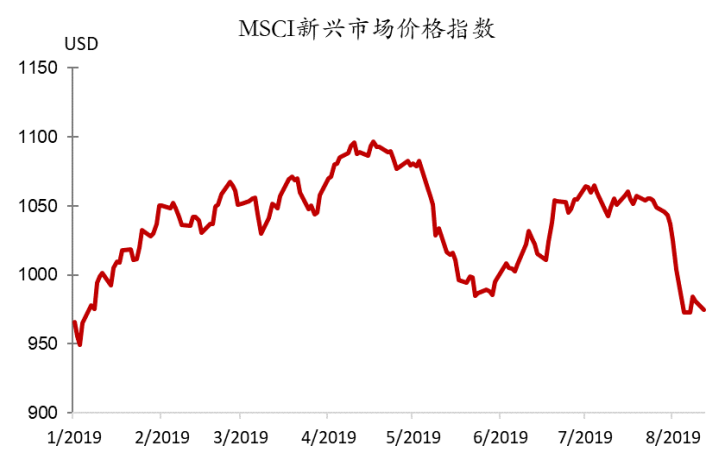
資料來源：湯森路透 Eikon, 招銀國際研究

**圖 2: 阿根廷貨幣比紹兌美元跌幅一度擴大至 30%**



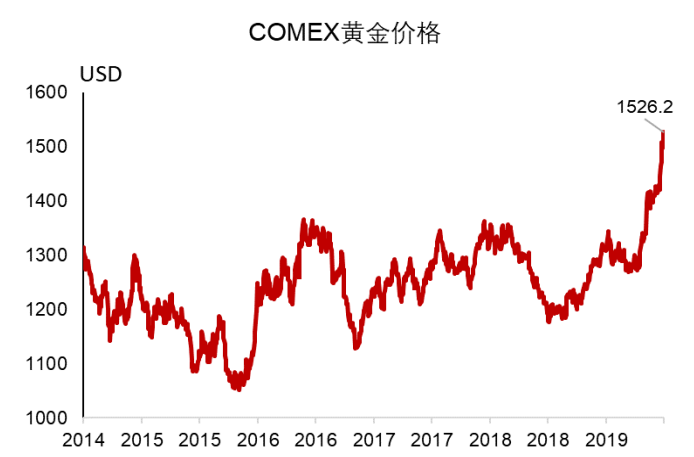
資料來源：湯森路透 Eikon, 招銀國際研究

**圖 3: MSCI 新興市場價格指數受貿易摩擦影響而波動**



資料來源：湯森路透 Eikon, 招銀國際研究

**圖 4: 阿根廷動蕩助長避險情緒，金價創歷史新高**



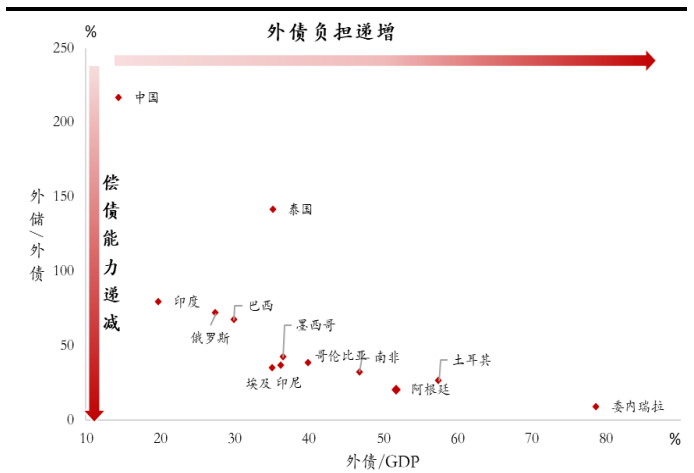
資料來源：湯森路透 Eikon, 招銀國際研究

**圖 5: 新興市場風險評估**

	Real GDP growth rate(2018)	Macro economic conditions	Crisis resilience	Non-market risks	Overall risks
Venezuela	-18	●	●	●	●
Argentina	-2.5	●	●	●	●
Turkey	2.6	●	●	●	●
Egypt	5.3	●	●	●	●
South Africa	0.8	●	●	●	●
Colombia	2.7	●	●	●	●
Brazil	1.1	●	●	●	●
Russia	2.3	●	●	●	●
India	7	●	●	●	●
Thailand	4.1	●	●	●	●
Indonesia	5.2	●	●	●	●
Mexico	2	●	●	●	●
Chile	4	●	●	●	●
Poland	5.1	●	●	●	●
China	6.6	●	●	●	●
Czech Republic	2.9	●	●	●	●

資料來源：IMF, 招銀國際研究 (注：紅色-風險較大；橙色-風險適中；灰色-風險較小)

**圖 6: 新興市場經濟韌性評估**



資料來源：CEIC, 招銀國際研究

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他個人。