

新兴市场动态

阿根廷市场崩盘，传染效应有限

概要。由于在阿根廷总统选举初选中，民粹主义候选人费尔南德斯意外领先，市场担心亲商总统马克里将在10月的大选中落败，令自由经济政策无以为继。受消息影响，阿根廷于8月12日出现股汇债“三杀”。投资者关心阿根廷金融市场崩盘是否会向其他新兴市场蔓延。我们根据新兴市场风险传导机制分析认为，此次阿根廷市场崩盘的传导作用有限，但会对新兴市场的投资情绪带来负面影响。目前全球货币政策趋向宽松，有助新兴市场减轻资金外流和货币贬值压力，但因受到贸易保护主义和地缘政治风险拖累，新兴市场增长正在放缓，个别更面临系统经济风险。

- **阿根廷选举结果震动市场。**左翼民粹主义反对党领袖阿尔韦托·费尔南德斯（48%）在大选第一轮出乎意料地领先现任总统马克里（32%）15个百分点。这次初选被视为10月正式总统大选的前哨战，此次出人意料的结果意味着阿根廷在今年10月大选中很可能选出一个立场偏向保护主义的政府执政。阿根廷市场现处于恐慌状态，担心重返干预主义经济政策。此外，马克里总统曾以紧缩财政支出措施和资本管制，换取国际货币基金组织（IMF）570亿美元贷款，用以稳定国内汇市和金融市场；而费尔南德斯计划就此协议与IMF重新谈判，增加了阿根廷短期债务违约的风险。受消息影响，阿根廷于8月12日出现股汇债“三杀”，阿根廷股市主要股指 Merval 大跌 38%，其货币比绍兑美元跌幅更扩大至 30%。
- **阿根廷的经济隐患迭加危机担忧，诱发市场避险情绪。**本次市场崩盘再一次引发市场对阿根廷全面爆发经济和金融危机的担忧。近年来，阿根廷一直在和经济衰退、双位数的高通胀以及不断上升的贫困人口比例作斗争。总统马克里在为阿根廷经济解困方面也的确取得了一些进展，包括最近与欧盟达成贸易协议。由于民粹领袖费尔南德斯有较大的几率在10月大选中胜出，投资者担心阿根廷经济将会回落，违约风险上升，诱发避险情绪。基于5年期CD的隐含违约概率飙升至80%。进一步的外汇贬值预计将对阿根廷的偿付能力构成威胁。根据我们的新兴市场危机分析框架，宏观经济和非市场风险（政治事件）是解释此次阿根廷市场动荡的最重要因素（其他因素包括全球金融环境和早期资本流入量等）。投资者避开风险较高的资产，日元和黄金价格获得支持，最高涨至每盎司1,523美元（截至8月13日）。
- **向更多新兴市场传导的风险仍然适中。**当前市场关注的核心问题是，阿根廷的金融崩盘究竟是否会蔓延至亚洲及其他新兴市场。在我们的新兴市场危机传导四机制模型中，警惕意识（heightened awareness，即某市场爆发危机使得投资者重新审视在其他类似国家的资产配置，进而在其他国家也引发危机）和羊群效应（herd behavior，当投资者认为其他大多数投资者都在逃离新兴市场的时候，也会跟随做出同样的选择）是阿根廷金融市场崩盘影响其他新兴市场的主要渠道，这意味着其他新兴市场可通过调整货币政策等方式释放积极信号并稳定市场预期。我们认为目前阿根廷动荡的蔓延风险仍然适中。
- **全球央行宽松趋势有助新兴市场减压，但在贸易保护主义和地缘政治紧张局势下，许多新兴市场面临风险加大。**包括美联储和欧洲央行在内的主要央行更趋宽松的货币政策转向正在缓解新兴市场的资本外流和货币贬值压力。另一方面，贸易萎缩、地缘政治风险加大也使得韩国等许多新兴市场前景转差。我们使用外债/GDP、杠杆率、财政赤字率等多组数据评估了新兴市场的经济韧性，其中土耳其、阿根廷、委内瑞拉和南非的危机风险最大。

成亚曼, 博士

(852) 3900 0868

angelacheng@cmbi.com.hk

相关报告

1. 美国将中国认定为“汇率操纵国” 点评（8月7日）
2. “鹰派”降息对资本市场的影响（8月1日）
3. 美国二季度 GDP 增速点评（7月29日）
4. 反弹非反转——7月宏观经济月报（7月23日）
5. 静水流深，峰回路转：2019年中期宏观经济与资本市场展望（7月4日）

请登录 2019 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

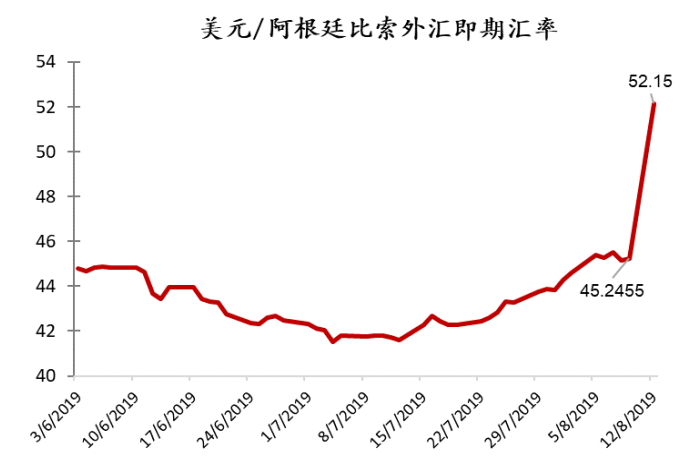
<https://euromoney.com/brokers>

图 1: 阿根廷选举结果引发股票市场震荡, 股市主要股指 Merval 大跌 38%



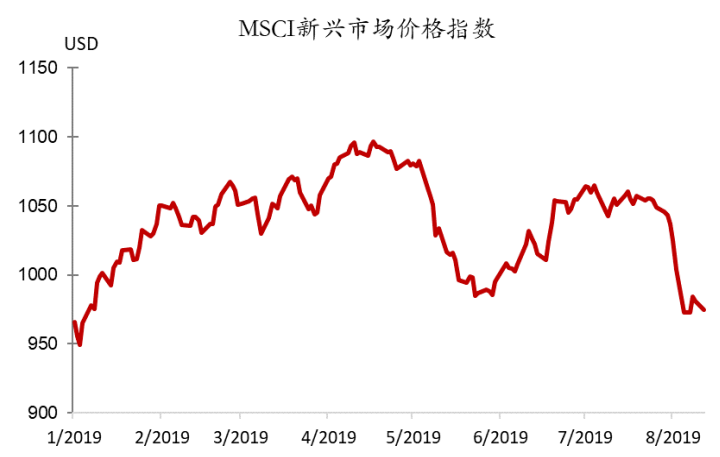
资料来源: 汤森路透 Eikon, 招银国际研究

图 2: 阿根廷货币比兑美元跌幅一度扩大至 30%



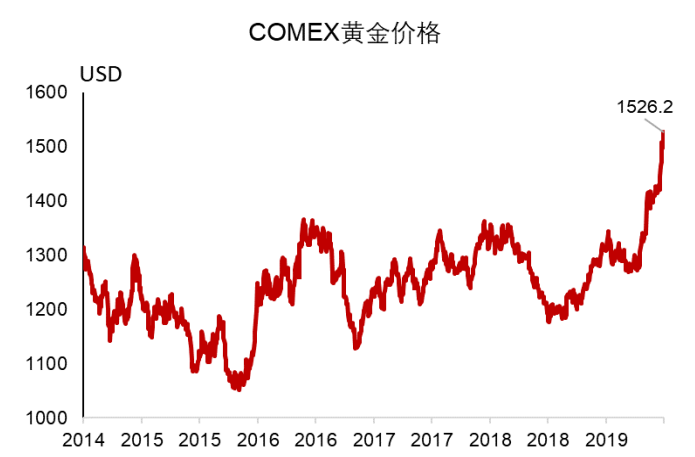
资料来源: 汤森路透 Eikon, 招银国际研究

图 3: MSCI 新兴市场价格指数受贸易摩擦影响而波动



资料来源: 汤森路透 Eikon, 招银国际研究

图 4: 阿根廷动荡助长避险情绪, 金价创历史新高



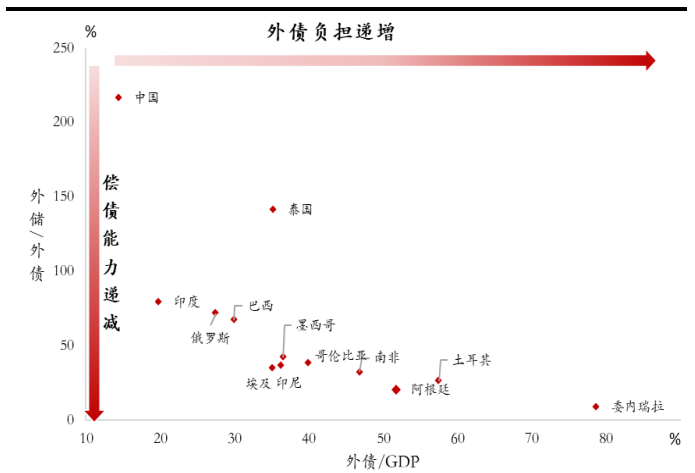
资料来源: 汤森路透 Eikon, 招银国际研究

图 5: 新兴市场风险评估

	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	●	●	●	●

资料来源: IMF, 招银国际研究 (注: 红色-风险较大; 橙色-风险适中; 灰色-风险较小)

图 6: 新兴市场经济韧性评估



资料来源: CEIC, 招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。