



张明

中国社科院世经政  
所研究员、平安证  
券首席经济学家

## 近期部分新兴市场 国家货币贬值的基本面探源

近期本币贬值幅度较大的几个新兴市场国家中，俄罗斯的经济基本面相对稳健，而阿根廷与土耳其的基本面均有较大问题。

### |||||

今年以来，美元呈现出明显的升值态势，特别是美元兑阿根廷比索、土耳其里拉与俄罗斯卢布等少数几个新兴市场国家的货币升值幅度更大。在一段时间内，阿根廷、土耳其与俄罗斯国内甚至出现了“股债汇”三杀的不利状况。那么，从基本面的角度看，为什么这几个国家受到美元升值的负面冲击如此严重？

如果用本币兑美元汇率的月平均水平来衡量，2018年1—5月，阿根廷比索、土耳其里拉与俄罗斯卢布兑美元分别下跌了34%、15%与6%。如果用国际清算银行（BIS）发布的实际有效汇率指数（2005年=100）来衡量，同期，土耳其的实际有效汇率下跌了8%，而阿根廷的实际有效汇率反而上升了17%（主要是受国内通胀率高企的影响）；而2018年1—4月，俄罗斯的实际有效汇率也仍下跌6%，且几乎全部发生在4月份。

从历史经验看，如果一个国家存在持续的经常账户逆差，那么短期资本流动的方向一旦发生转变（由流入转为流出），该国就可能由国际收支大致平衡突然转变为国际收支双逆差，并会导致本币对美元的显著贬值。笔者发现，阿根廷与土耳其的确存在持续的经常账户逆差：2010—2017年，阿根廷经常账户连续八年逆差，且逆差占本国名义GDP的比率也由2010年的0.4%上升至2017年的4.9%；土耳其则在2002—2017年连续16年面临经常账户逆差，至2017年四季度，其逆差占本国名义GDP的比率已高达6.8%。相比之下，俄罗斯经常账户余额持续为正，进入21世纪之后，仅在2013年三季度与2017年三季度出现过短暂的经常账户逆差。

为了遏制本币对美元大幅贬值及其引发的不良后果，新兴市场国家通常会动用外汇储备来干预外汇市场。因此，外汇储备的充足程度会影响市场对该国稳定本币汇率能力的预期。截至2017年年底，阿根廷、土耳其与俄罗斯外汇储备余额占本国名义GDP的比率分别为8%、10%与22%。根据有文献提出的拇指法则，一个新兴市场经济体的外汇储备是否充足，要看该国外汇储备是否达到GDP的10%。用这个法则来衡量，俄罗斯的外汇储备显然远比阿根廷与土耳其充足。

如果一个国家举借了大量以美元计价的外债，那么一旦本币对美元大幅贬值，该国的真实外债负担就会显著攀升，甚至引爆债务危机，进而导致本币继续

大幅贬值。截至2017年年底，阿根廷、土耳其与俄罗斯的外债占本国名义GDP的比率分别为37%、53%与33%。不难看出，在外债压力方面，土耳其的问题要比阿根廷与俄罗斯严重得多。

新兴市场国家应对国际金融危机的经验表明，如果一个国家同时面临经常账户赤字与政府财政赤字的双赤字格局，那么这个国家就更容易爆发货币危机。事实上，2006—2017年，土耳其一直面临财政赤字，而阿根廷与俄罗斯在过去三年（2015—2017年）也持续面临财政赤字。不过，截至2017年年底，阿根廷、土耳其与俄罗斯政府债务余额与名义GDP的比率分别为51%、28%与13%，均低于60%与90%的的双重国际警戒线。

从相对购买力平价的角度看，如果一国出现较高的通货膨胀（尤其是恶性通货膨胀），该国货币对美元汇率通常会显著下跌，并会反过来造成更大的输入型通胀压力，使得通货膨胀愈演愈烈。截至2018年4月，阿根廷、土耳其与俄罗斯的CPI同比增速分别为26%、11%与2%。不难看出，阿根廷的高通胀与本币贬值的互动尤为严峻。

从经济基本面看，俄罗斯相对稳健，而阿根廷与土耳其则存在较大问题。这也是迄今为止俄罗斯卢布对美元贬值幅度相对温和的原因所在。

上述国家货币近期显著贬值，也给其他新兴市场经济体提供了若干经验教训：第一，鉴于短期资本流动的变动不定，要维持本币汇率稳定，应保持一定的经常账户顺差；第二，较为充足的外汇储备水平，有助于增强市场对于本币汇率的信心；第三，应将外债水平保持在适度范围内，尤其是要控制短期外债的占比；第四，尽量避免形成财政赤字与经常账户赤字双赤字的格局；第五，要维持本币汇率稳定，应该尽量避免出现高通胀。■