

► 高通脹持續數年，阿根廷的經濟民生狀況惡化。圖為阿根廷卡車司機上月在圖庫曼郊區，抗議柴油燃料長期短缺和價格飛漲。



阿根廷是拉美和加勒比國家共同體重要成員，同時也是二十國集團（G20）成員國，但因多種原因落入「中等收入陷阱」，經濟發展呈現出高通脹、低增長和高債務的特徵。從阿根廷的經濟轉型進程可知，作為後發國家，脫離國情盲目改革或產生嚴重負面效應。至今，阿根廷經濟增長停滯不前，不僅屢次遭遇外部衝擊，而且深陷惡性通脹和外債危機。

阿根廷經濟轉型困境

金融觀察 鄧宇
上海金融與發展實驗室特聘研究員

近年來，阿根廷也在積極推動債務重組、改革匯率制度、啟動液化天然氣出口，以及發展清潔能源，同時穩定工業和貿易增長，對外方面積極融入「一帶一路」倡議和「金磚+」機制，謀求新的發展機遇。對阿根廷來說，當前首要任務在於解決存量債務和惡性通脹問題，穩步推進國內改革，並為經濟轉型創造積極有利的內外環境。

經濟積弱的典型特徵

阿根廷高通脹延續數十年，外債上升與貿易失衡不斷削弱其經濟增長潛力。主要表現為兩大典型特徵：

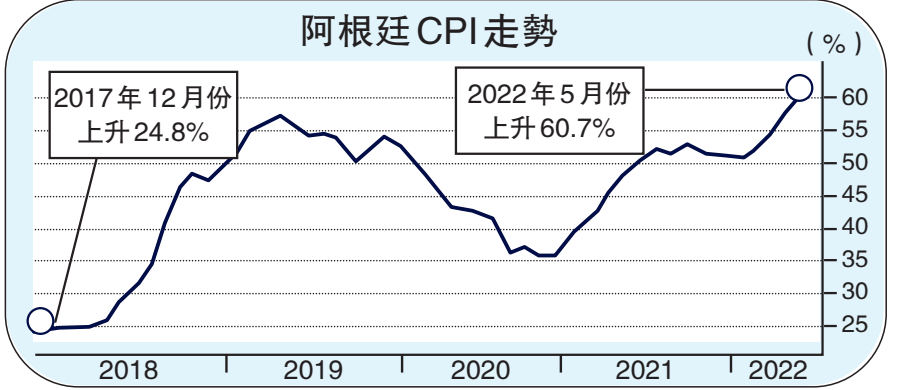
一是飽受高通脹困擾。阿根廷的高通脹已成為阻礙發展的「頑疾」，導致國家財政和貨幣政策長期扭曲。阿根廷統計局數據顯示，1945至1953年間阿根廷的CPI（消費者物價指數）年均增長率保持24%的高點，1970至1975年的年均通脹率升至46%，1980至1990年間的平均值超過了1000%，2012至2020年的平均值也在32%以上。受到持續數年的高通脹影響，阿根廷的經濟民生狀況不斷惡化，削弱了居民消費信心，尤其低收入群體遭遇飢餓和貧困。如果惡性通脹從短期走向長期化，有可能會引發通脹螺旋。阿根廷迄今仍未能找到解決通脹的方法，反而強化了通脹預期的自我實現。

二是常年陷入經濟衰退。阿根廷在二戰後並未與巴西、智利等拉美後發國家一起，把握發展機遇、穩定經濟增長，而是陷入到了長期的衰退。國際貨幣基金組織（IMF）數據顯示，1980至1990年間阿根廷的GDP（國內生產總值）實際同比增長率平均值不到1%，2002年因債務危機經濟增速萎縮了10.39%，2012至2019年阿根廷的年均GDP實際同比增速維持在-0.29%。經濟增長波動較大，凸顯阿根廷經濟轉型和經濟政策的「鐘擺」效應。2020年全球新冠疫情發生後，阿根廷經濟萎縮9.9%，出現了嚴重衰退趨勢。不過，除去通脹因素外，阿根廷仍然徘徊於中等收入國家行列。

轉型的主要難點

阿根廷經濟共經歷過兩次債務危機，但始終未能真正走出衰退困境，經濟轉型前路仍十分艱巨，主要體現在兩個方面：

一方面，貿易結構失衡且短期難以扭轉。阿根廷倚重初級產品加工、紡織業等輕工業發展，在生產設備等工業製成品方面嚴重依賴進口。世界銀行數據顯示，1965至2020年間阿根廷的製造業增加值佔GDP的比重從41.18%降至15.37%，降幅超62%，雖然在1980年代製造業增加值有所回升，但由於大宗商品價格上升和債務問題未能持續推進。同期，阿根廷的貿易額佔GDP的比重從1965年的10.38%增至2020年的30.15%，二十



世紀初貿易額佔GDP的比重一度超過40%。總體上，阿根廷仍以進口中間品、出口農產品及部分油氣資源為主，貿易順差優勢並不突出，而且極易受到外部不確定性因素衝擊。

近年來，阿根廷開始加大科技創新支持，2020年啟動「國家科技創新2030戰略規劃」，重點支持區域科技創新和重點領域突破，但短期扭轉經貿失衡結構具有很高難度。

另一方面，大規模的債務積壓削弱了長期增長潛力。自1816年獨立以來，阿根廷至今共出現九次主權債務違約事件。世界銀行數據顯示，阿根廷外債的規模呈現周期性上升的趨勢，其外債存量佔GNI（人均國民總收入）比重從1970年的19.39%上升，雖然後來出現過數年回落，但在2002至2004年第二次債務危機再創紀錄，2020年仍然維持在66%以上。2022年3月，IMF執行董事會批准了未來二十個月內向阿根廷提供約合320億美元特別提款權的債務再融資計劃，緩解短期債務壓力，避免發生債務違約。假設外部環境不穩、內部復甦不彰，阿根廷仍面臨大規模債務違約的挑戰。

經驗與啟示

後發國家普遍存在外債規模龐大、工業基礎缺乏、對外依存度高等問題，從阿根廷身上我們可以汲取三點經驗教訓：

一是經濟轉型應充分發揮比較優勢。阿根廷因其地理位置特殊及自然資源豐富等優勢，十九世紀初即成為了歐美國家的重要原材料供應國。阿根廷經濟增長始終以農業和農產品貿易為突破口，長期依賴也形成了路徑依賴。但由於二十世紀30年代和80年代遭遇了兩次失敗的政治改革，執行了錯誤的發展路線，包括進口替代戰略和經濟金融自由化政策，以及盲目推進大規模私有化，最終造成了經濟增長的扭曲，比較優勢成為了後發劣勢，置國家經濟社會發展於窘境。

由此可見，後發國家的經濟轉型應聚焦比較優勢，在實現充分積累和政策應用成熟的基礎上謀求改革，一旦出現激進改革或不切實際的創新政策，就可能導致經濟成果毀於一旦。也因此，後發國家的經濟轉型既不能一蹴而就，也不能錯失良機，需要頂層設計和統籌規劃。

二是工業發展水平與貿易結構應保持均衡狀態。後發國家普遍存在的外部依賴性是較為客觀的事實，既符合國際貿易分工比較優勢理論，也契合了幾輪全球化的網絡效應。部分後發國家也藉此獲得了寶貴的發展機遇，完成了初步工業化。不過，阿根廷在獲得相對競爭優勢後，對於工業

部門的選擇缺乏戰略眼光，囿於農業和農產品出口的短期優勢，對重點科技創新領域的關注度較低，最終造成全要素生產率長期處於低增長水平。

正是因為上述原因，阿根廷很快在新一輪全球化製造業競爭中失利，工業生產能力的下降致使其貿易逆差也在持續擴大，國際收支長期處於不平衡狀態。於後發國家而言，未來全球化競爭將日益加劇，新一輪科技革命如火如荼，鞏固工業基礎、增強製造業競爭力才是保持經濟增長的核心要義，否則就會演變成後發劣勢。

三是宏觀治理須基於發展實際而做出調整。宏觀經濟治理需要理論和實證的支撐，但後發國家大多在理論上較為匱乏，不僅沒有本土的現代經濟治理知識，而且也沒有較為充足的宏觀經濟管理工具，因而主要依靠學習發達國家的理論經驗。但數十年來，發達國家的經濟發展也遭遇到了困境。二十世紀80年代阿根廷就因盲目推行經濟金融自由化而吞下債務危機的苦果，陷入到發達國家的貨幣政策扭曲操作陷阱。

同時，阿根廷積累的大規模外債也削弱了財政政策效力，貨幣政策受制於債務積壓和通脹約束，難以發揮作用。因此，後發國家應加快推進宏觀治理體系建設，既要汲取發達國家的經驗教訓，也要探索「以我為主」的宏觀治理框架，與自身的經濟發展水平和產業結構相適應、相協調，保持合理均衡的債務水平，維護主權債務信譽。

未來展望

阿根廷作為後發國家，自身經濟基礎較好，具備較強的工業製造能力和有利的農業發展條件。但由於阿根廷所推行的改革政策缺乏共識，造成國內政局持續動盪不安，常年被惡性通脹困擾，外部債務負擔亦十分沉重，經濟增長很快顯出疲態。儘管阿根廷兩度躋身高收入國家行列，卻未能保持連續性，兩度爆發債務危機，最終因轉型失利而陷入「中等收入發展陷阱」。

目前該國高通脹風險仍有加快的可能，美國加息與本國通脹將致使阿根廷經濟復甦受挫，加上美元流動性加快收緊，將可能導致阿根廷償債付息壓力劇增。雖然阿根廷暫時獲得了IMF的再融資支持，避免了債務違約風險，但如何化解潛在中長期債務危機仍是未知數。倘若財政擴張政策因債務規模龐大而受限，貨幣政策操作因惡性通脹而逐漸失去效能，則宏觀治理體系和經濟模式的轉型可能成為棘手難題。

（本文僅代表個人觀點）

中期業績來臨 A股留意新能源

斌眼觀市 朱斌
華福證券首席策略分析師

A股經過兩個月的急速反彈，短期內將步入震盪期，但中長期依然值得期待。行穩才能致遠。

從外圍市場來看，全球經濟下行風險猶存，需求正在逐漸減弱。當前，美國經濟一方面通脹高企，另一方面GDP與存貨周期都開始呈現出下滑態勢，「滯脹」態勢明顯。美國GDP同比增速（折年數）從去年二季度的12.2%，下降到今年一季度的3.6%。截至6月，美國製造業PMI（採購經理人指數）為53，較5月下降了3.1個百分點，對比去年6月，同比下降13%。而作為美國經濟的前瞻指標，每週製造業工作時間正在明顯減少中。從以往經驗來看，該指標往往領先於美國失業率，暗示實體經濟需求還可能進一步下降。

提防美大手加息衝擊

雖然美國新增非農就業人數超预期，但整體數據仍然處於下行軌道中。在2020年之前，美國曾經有過五次嚴重的經濟衰退，每次新增非農就業人數都出現過較大程度的負增長。目前美國6月新增非農就業人數達37萬人，雖然該數據仍處於比較高的位置，但已經步入下行通道之中了。當前新增非農就業數據公布之後，提升了美聯儲重手加息的預期。根據芝加哥商品交易所集團的「美聯儲觀察」工具顯示，美聯儲局在7月政策會議上加息100個基點的概率超過六成。在美國經濟下行形勢下，美聯儲若進一步激進加息，將壓制整體經濟需求，對經濟與市場形成較大壓力。



◀ A股短期波動，中長期前景仍然向好，建議配置中期業績超预期的板塊例如新能源、軍工等。



基建帶動經濟 港樓市長遠看好

樓市智庫 陳永傑
中原亞太區副主席兼住宅部總裁

回顧香港回歸祖國的二十五年，中原城市指數CCI曾由1997年7月的100點，跌至2003年5月歷史低位31.34點，再攀升至最高點2021年9月的185.62點，高低波幅接近500%。今年4月份CCI報178.34，由此計算香港回歸後二樓價累升78%。成交量方面，97年樓市炒風盛行，當年一、二手私人住宅單月成交量達15.39萬宗。過去特區政府為壓抑樓價，多次推出樓市「辣招」，去年一、二手私人住宅登記量已萎縮至6.939萬宗，較97年減少55%。

全球受到新冠疫情衝擊，股市與樓市卻未受到太大影響，樓市表現更強，

從內部環境來看，雖然中國經濟正從二季度的疫情衝擊中恢復過來，但不確定性依然存在：

一方面，病毒變種已經開始在內地出現本土傳播。在動態清零總目標不變的背景下，由於BA5變種的傳染性較Omicron原始毒株更強，加強核酸檢測及必要的停工停產措施或許不可避免。

另一方面，貨幣政策與財政政策發力告一段落，後續有待新措施陸續出台。在財政方面，用於支持基建等各項大型建設工程的專項債已經基本發放完畢：截至6月末，新增地方專項債發行規模逾3.4萬億元（人民幣，下同），佔全年新增專項額度的99%（剔除中小銀行專項債）。其中，6月份新增專項債發行約1.37萬億元，創出近年單月新高。相比之下，2020年、2021年的專項債額度都是到了10月份以後才基本發行完畢。在貨幣方面，人民銀行7月4至8日連續五天的7日逆回購縮減至30億元，淨回籠資金3850億元。

中長期來看，反映經濟景氣真實需求的中長期貸款增速仍然處於低位，未來有上行空間。按照歷史規律，如果市場與中長期貸款增速同時處於高位，則當中长期貸款增速預期向下時，市場會有劇烈調整。而當前這一指標處於低位，市場指數又處於相對低位，因此市場或許有震盪調整的風險，但向下空間就不會太大。

市場投資策略方面，隨著需求減弱的預期升溫，當前A股市場或許將迎來一段「顛簸期」，但中長期前景仍然向好。筆者建議配置中報業績超预期的標的（新能源、軍工等板塊相對較多）、業績與預期都在底部的成長板塊如半導體，以及漲幅相對較少的大金融板塊進行防禦。

◀ A股短期波動，中長期前景仍然向好，建議配置中期業績超预期的板塊例如新能源、軍工等。

美股曾經回落，但很快就收復失地兼再創歷史新高。值得注意的是，美股近月表現遜色於美國樓市，美國樓市自1997年7月起，升多跌少，表現硬朗。數據顯示，自1997年7月至今年4月，美國樓市累積升幅2.5倍。

經歷了兩年的新冠疫情，香港樓價不跌反升，疫情短期難平息，主要影響的是樓市交投，對樓價衝擊不大。於過去兩年，新冠疫情引發的通脹下，全球各主要城市樓價普遍錄得雙位數升幅，加拿大及悉尼樓價均升逾20%，美國樓價更升36%，只有香港樓價於過去兩年錄得單位數2%升幅。

疫情雖未過去，但愈來愈多行業回復正常運作，香港的城市吸引力回升。加上香港有「明日大嶼」及「北部都會區」兩大發展計劃，會有大量基礎建設落地、大興土木，未來香港將會有一番新面貌。筆者預期香港發展前景不俗，基建帶動經濟，樓市將會追落後。



◀ 在北都區等兩大發展規劃帶動下，香港經濟前景不俗，樓市料追落後。