

# 农产品专题——阿根廷汇率与大豆出口

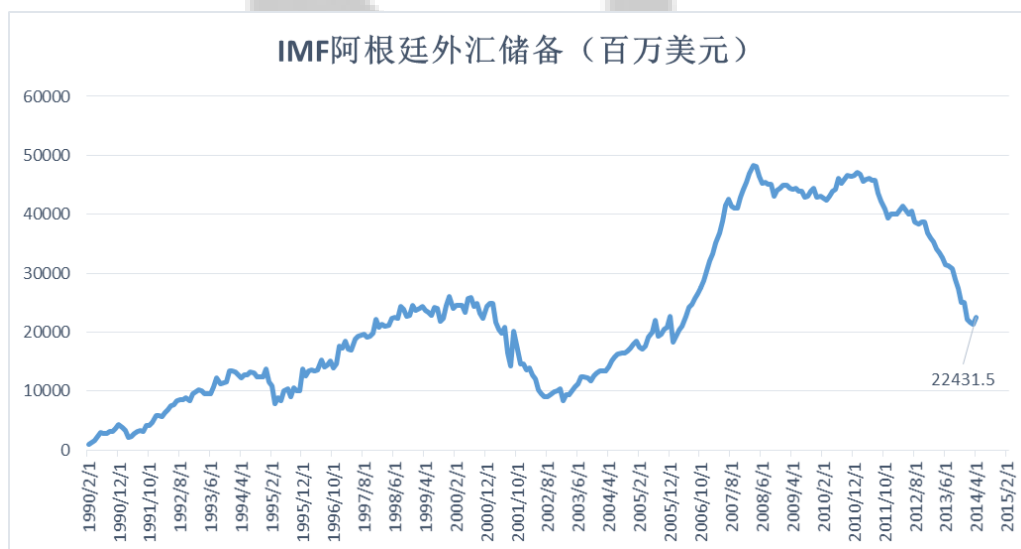
## 摘要

内容包括阿根廷的债务危机、汇率政策和国内通胀，最后通过汇率和通胀核算出阿根廷农民销售大豆的收益，该收益的高低决定农民销售大豆的态度。由于对经济指标影响逻辑不太懂，所以按需要引用了部分网站原文。

## 第一部分：囤还是不囤

### 一、 阿根廷的债务危机和外汇储备

阿根廷面临经济衰退、外汇储备减少、高通胀和巨额债务，亟需重返国际资本市场。现阶段与 NML 的谈判至关重要。如果阿根廷在 6 月底的判决中败诉，除需偿还 13.3 亿美元的债务外，很可能被要求偿还高达 150 亿美金甚至更多的债务，这对于外汇储备仅有 224 亿美金（IMF，4 月 30 日数据）的阿根廷面临经济崩溃。



来源：彭博，IMF

金额	债主	说明
13.3 亿美金	保罗·辛格爾的 NML Capital 对冲基金公司领銜的“秃鷲基金”	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 阿根廷 2001 年 950 亿债务违约后低价买入阿根廷国债；</li> <li>- 2012 年在加纳扣押阿根廷海軍軍艦；</li> <li>- 2005 年开始上诉美国最高法，2014 年 6 月底判决。</li> </ul>
150 亿美金	2001-2002 年间未接受債权重组的 6%債权人	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2005 年和 2010 年债务互换中不接受债务重组，如果秃鷲基金胜诉，这批債主可以要求阿根廷还債。</li> </ul>
1000 亿美金以上	2001-2002 年间接受债务重组方案的 93%債权人	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 根据债务重组时达成的“未来权益声索条款”，93%接受债务重组的債权人也要求阿根廷全额还債，2005 年和 2010 年债务重组协议条款将被推翻。</li> <li>- 2014 年 12 月底，适用所有債权人的“未来权益声索条款”将失效，阿根廷可以避免高达 1200 亿美元的償債风险</li> </ul>

来源：凯丰投资

### 阿根廷必须协商并争取时间

“NML 资本管理公司 CEO 辛格 (Paul Singer) 20 日也表示，随时准备同阿根廷政府就償債时间和方式进行谈判。华尔街的投资者普遍认为，同“秃鷲基金”谈判化解纠纷已成为阿根廷避免陷入债务违约的最后选项。”

“阿根廷通过谈判，一方面可以争取美国法院重启“判决延期执行”，从而避免因资金账户被冻结而陷入债务违约；另一方面，阿根廷可以拖延时间直至 12 月底，届时适用所有債权人的“未来权益声索条款”将失效，阿根廷可以避免高达 1200 亿美元的償債风险。”

(来源：阿根廷债务违约进入“协商”模式 <http://vnetcj.jrj.com.cn/2014/06/23012117460148.shtml>)

### 阿根廷的汇率贬值原因

“具体演化上，是从债务违约到货币贬值。2001 年 8 月中旬，阿根廷经济形势恶化，资本市场临近崩溃。其后 IMF 和世界银行与阿根廷达成贷款协议。2001 年第四季度，银行出现支付困难，发生银行挤兑潮，外汇储备急剧减少。2002 年 1 月 3 日停止支付 2800 万美元的债务，公然信用违约，并废除了 1 比索兑 1 美元的固定汇率制度。总体来看，2002 年阿根廷比索贬值传导的顺序是：通胀飙升→出口疲弱→外汇储备严重不足→国际援助→债务违约→主权債利差飙升→汇率贬值。” (来源：人民币请悠着点 从韩元泰铢阿根廷比索贬值来看

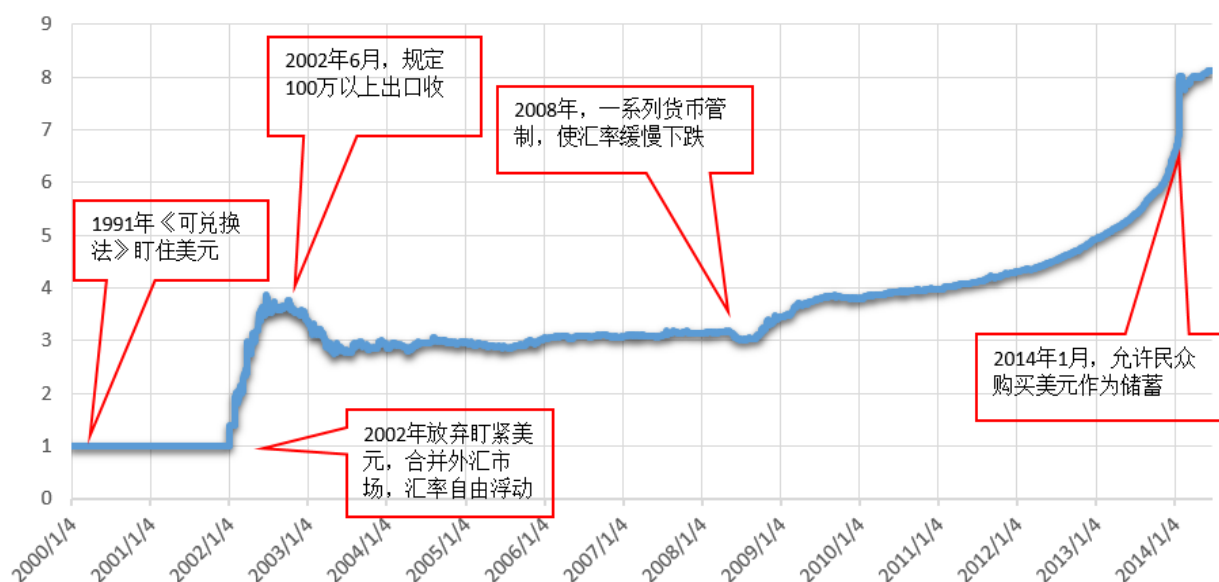
<http://gold.jrj.com.cn/2014/04/07115916993058.shtml>)

## 二、阿根廷的汇率政策

时间	政策
1991年3月	- 阿根廷通过了《可兑换法》(the Convertibility Law)，确立了比索盯住美元的货币局制度。
2002年1月	- 阿根廷货币当局允许汇率自由浮动后，比索即快速贬值，几个月后达到了接近4比索/美元的水平。
2002年6月初	- 阿根廷加强了外汇管制，规定一百万美元以上的美元出口收入必须直接向中央银行结汇，同时在外汇市场上实施干预。强制结汇的美元收入是货币当局美元储备的主要来源，从而允许货币当局能够增加在外汇市场上的干预数量。 - 6月末，在汇率达到4比索/美元的峰值后，比索开始平稳升值。
2008年	- 阿根廷中央银行一直实行货币管制，使比索兑美元的官方汇率缓慢下跌。
2013年	- 阿根廷央行出售59亿美元的外汇以提振比索，其外汇储备降到了七年的最低，292.6亿美元。阿根廷央行则对比索贬值无能为力，几乎彻底丧失了对货币的掌控力。
2014年1月	- 央行为了保存外汇储备，不得不完全放弃货币干预，打破三年来的禁令，允许民众购买美元作为储蓄。依照政府发布的标准，仅有1/3的阿根廷人有换汇资格。1月23日阿根廷比索兑美元汇率暴跌13.2%，单日跌幅为12年来最大。

来源：彭博，凯丰投资

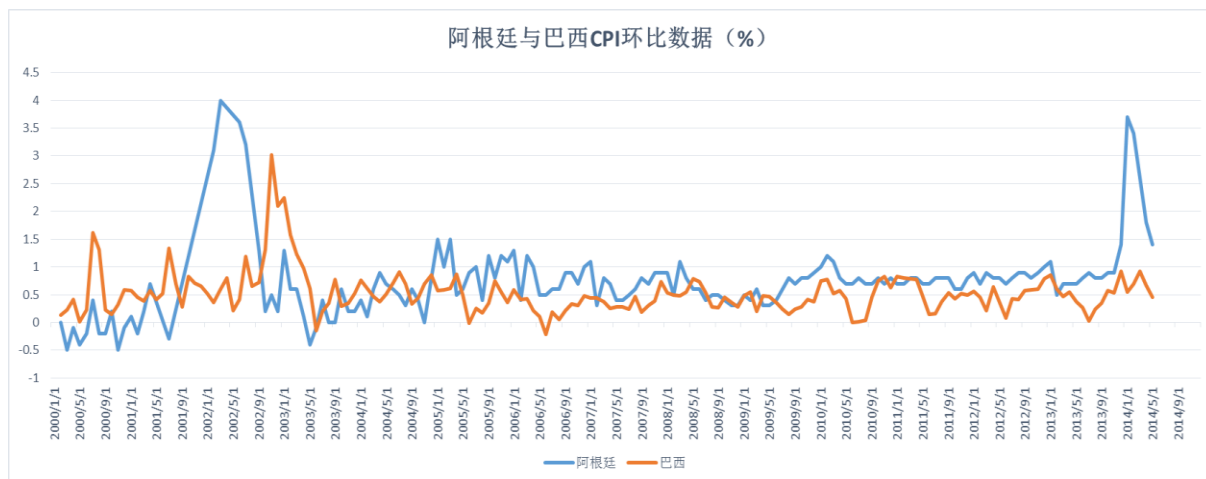
### 美元/阿根廷比索



来源：彭博，凯丰投资

### 三、阿根廷的通胀

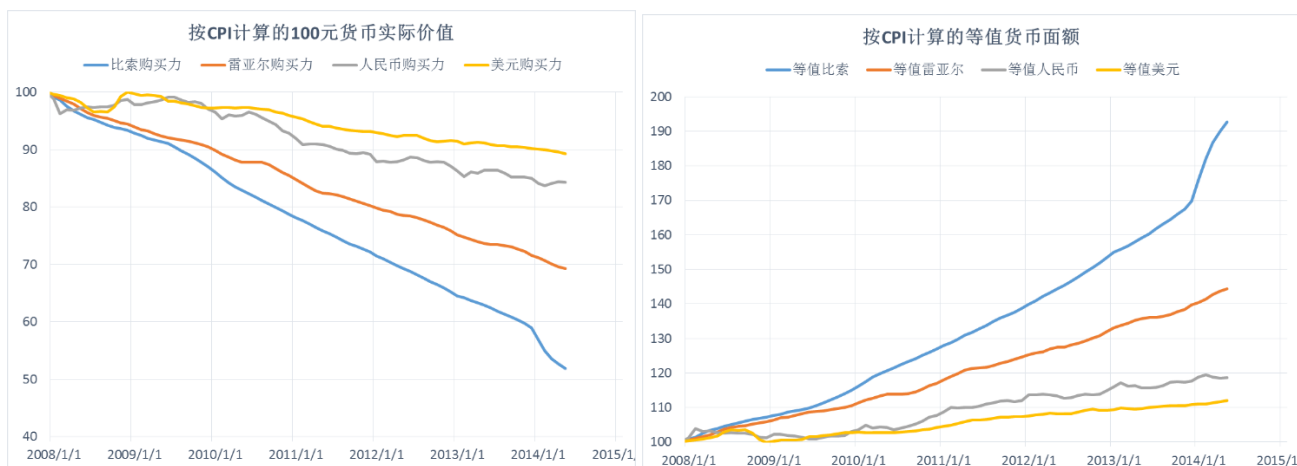
用美国、中国、巴西的CPI数据来和阿根廷对比，并用CPI的数据做了2008年1月时的100元购买力变化。



来源：彭博，IMF，凯丰投资

下面第一张图表示2008年的面额为100的货币代表的实际价值变化，第二张图表示2008年标价为100的消费品的实际价格变化。

以阿根廷为例，2008年1月的100比索到2014年5月底只相当于当时的52比索；2008年1月标价为100比索的商品到2014年5月底需要花费193比索才能买到。

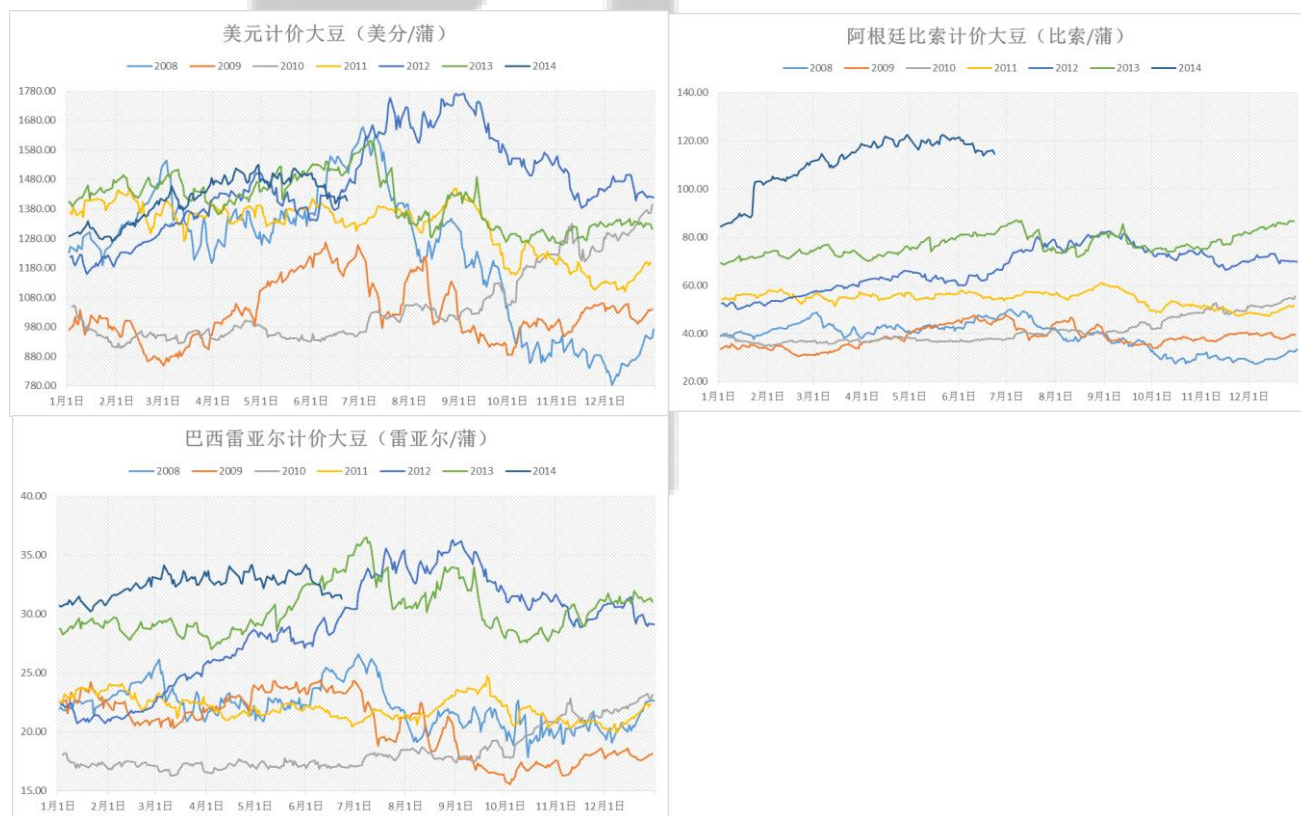


来源：彭博，IMF，凯丰投资

## 四、通胀+比索贬值，还是要囤大豆

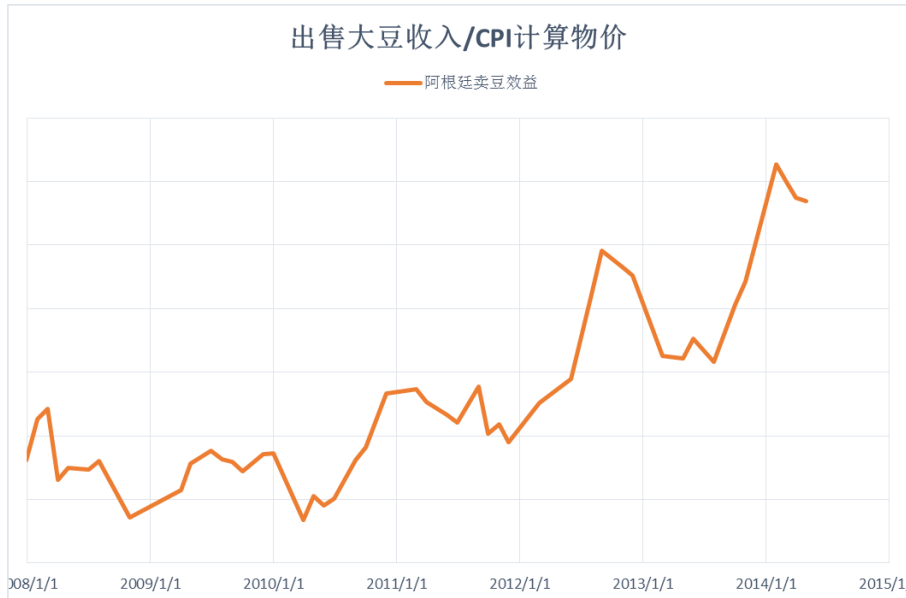
目前阿根廷国内外未申报的民间外汇储蓄总额预计在 2000 亿美元左右，而央行的外汇储备不过 224 亿美元。2013 年底披露的美国财政部统计显示，阿根廷人均持有 1500 美元，是美国之外人均美元持有量最高的国家。在阿根廷持有比索每分钟都面临贬值，没有人愿意持有比索，但美元又供应不足。

由于汇率的变动，巴西和阿根廷农民的卖货收入因本币贬值而提高，尤其是阿根廷。如下图，分别用雷亚尔、比索为 CBOT 大豆主力合约计价，做出分年数据。以 2014 年为例，如不考虑通胀阿根廷、巴西以本币计价的大豆价格高于 2013 年。而在美国 2014 年的大豆价格是低于去年同期的。



再进一步精确计算，用阿根廷本地罗萨里奥交易所的大豆美元价格乘上汇率，得出销售大豆的比索收入，再除上按 CPI 折算的实时物价指数，得出阿根廷农民销售大豆的效益。这个指数考虑到了汇率、通胀等相关因素。

图示以目前比索的贬值速度和通胀情况，由于比索贬值速度高于物价上涨速度，所以推迟销售利于提高农民实际收入，从而实现保值。这是阿根廷农民因无法兑换美元，放弃每分钟都在贬值的比索，被迫选择囤积大豆的主要原因。

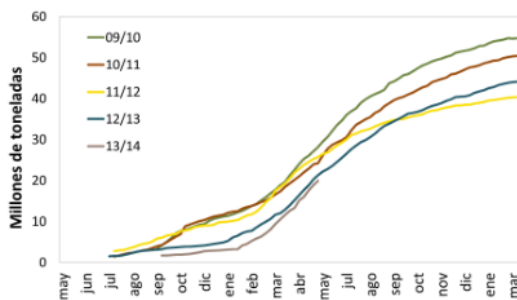


来源：凯丰投资

验证：

阿根廷出口+国内工业采购量，说明 13/14 年度卖货进度低于往年。意味着本年度阿根廷的大豆结转仍会上升。USDA 报告也显示阿根廷结转库存增加。

*Compras del sector exportador e industrial al 28-5-2014 en toneladas*



Resumen				
Campaña	Total Comprado	Total a fijar	Total fijado	% fijado/a fijar
2009/10	28.229	13.858	5.625	41%
2010/11	24.293	11.126	3.202	29%
2011/12	25.739	11.606	5.235	45%
2012/13	21.378	11.647	5.519	47%
2013/14	19.978	7.514	3.226	43%

来源：Bolsa de Cereales



## 第二部分：卖货的节奏？

这部分主要介绍阿根廷官方汇率和黑市汇率的关系，并验证两种汇率差对大豆销售的影响。

### 一、 阿根廷的黑市汇率

对于美元限量供应的国家，美元供应不足催发美元兑换黑市，且黑市兑换成本高于官方。目前官方汇率在 8 比索对 1 美元，黑市在 11-12 比索对 1 美元。

黑市汇率（阿根廷称作 Blue Rate）是官方汇率（Official Rate）的领先指标，如果黑市汇率与官方汇率价差拉大，意味着比索会继续贬值，官方汇率高估了比索价值。用官方汇率/黑市汇率，即 O/B（Official Rate/Blue Rate）表示官方汇率合理与否。

由下图可见，从 2011 年末开始，黑市汇率开始与官方汇率拉开差距；在 2013 年 5 月初，黑市汇率接近官方汇率的 2 倍。即官方汇率 5 比索兑换 1 美元，黑市需要 10 比索，O/B 比值 50%。2014 年 6 月 24 日，官方汇率 8.15，黑市 11.8，O/B 比值为 69%。



来源：Lanacion

## 二、 汇率与大豆出口判断及验证

农户只能将出售大豆所换来比索的一小部分换成美元，而且也只能按照阿根廷央行规定的官方汇率兑换。只有当官方的比索汇率没有被过度高估时，农户销售大豆才有利可图。

汇率差与农民销售大豆的关系：O/B 值下降，贬值预期增加，则农民惜售；O/B 值上升，贬值预期降低，则农民销售积极。

第一验证：

验证 O/B 值影响阿根廷农民出售大豆进度，最直观的数据是阿根廷农民的销售量，但销售会受到多种原因影响，比如盘面绝对价格的高低、是否需要偿还债务等等因素，而且我对阿根廷农民卖货和结算方式了解仍过于稀少，所以用现有数据验证不了。这一课题可后续跟进研究。

Al 11/06/14		Declaraciones de Compras				Embarques acumulados *
Producto	Cosecha	semana	Total comprado <sup>1</sup>	Total a fijar <sup>2</sup>	Total fijado <sup>3</sup>	
<b>Trigo pan</b>	13/14	<span style="color: red;">本周出口量</span> 27,7	<span style="color: red;">总量</span> 2.222,8	<span style="color: red;">未交货</span> 177,7	<span style="color: red;">未交货已定价</span> 28,4	<span style="color: red;">预计执行</span> 1.173,4
(Dic-Nov)			(4.897,3)	(201,1)	(73,4)	(2.998,6)
<b>Maíz</b>	13/14	191,6	9.333,7	2.899,1	787,8	3.847,9
(Mar-Feb)			(16.483,5)	(1.668,7)	(427,1)	(10.083,7)
<b>Sorgo</b>	13/14	48,5	462,3	80,7	6,6	230,0
(Mar-Feb)			(1.170,6)	(93,3)	(15,4)	(953,2)
<b>Cebada Cerv.</b>	13/14	3,7	732,5	45,5	32,9	353,9
(Dic-Nov) **			(856,2)	(279,8)	(147,0)	(410,5)
<b>Cebada Forr.</b>	13/14	0,1	1.563,6	136,8	40,2	1.905,4
(Dic-Nov) **			(3.027,0)	(85,5)	(73,0)	(2.796,1)
<b>Soja 大豆</b>	13/14	278,1	7.233,7 ***	3.064,9 ***	1.502,9 ***	3.296,0
(Abr-Mar)			(7.344,0)	(3.265,4)	(1.646,2)	(3.037,8)
<b>Girasol</b>	13/14	0,7	28,8	9,3	1,8	
(Ene-Dic)			(26,4)	(5,1)	(2,4)	

Nota: los valores entre parentesis corresponden a la cosecha anterior en igual fecha, hasta abril. \* Embarques acumulado por año comercial, con datos mensuales de MAGyP hasta MARZO y desde ABRIL estimado por Situación de Vapores. \*\* Los datos de exportación corresponden al INDEC, hasta ABRIL. \*\*\* Diferencia que pasará a la industria.

Al 04/06/14	Cosecha	Compras <span style="color: red;">采购量</span>		Total a fijar <sup>2</sup>	Fijado total <sup>3</sup>
		estimadas (*)	declaradas <sup>1</sup>		
<b>Trigo pan</b>	13/14	<span style="color: red;">预计</span> 3.325,6	<span style="color: red;">实际</span> 3.159,3	<span style="color: red;">未执行</span> 612,0	<span style="color: red;">未执行中</span> 418,6
		(2.695,3)	(2.560,5)	(564,0)	<span style="color: red;">已定价部分</span> (465,7)
<b>Soja 大豆</b>	13/14	13.937,6	13.937,6	4.477,3	1.856,7
		(14.650,8)	(14.650,8)	(8.319,3)	(4.498,1)
	12/13	34.758,5	34.758,5	14.623,2	13.292,5
		(28.817,7)	(28.817,7)	(10.993,5)	(10.196,0)
<b>Girasol</b>	13/14	1.700,6	1.700,6	625,0	335,2
		(1.962,2)	(1.962,2)	(717,9)	(456,4)



第二验证:

我想到的另一组数据是阿根廷罗萨里奥交易所的大豆近月主力合约价格，这个交易所价格是农民销售大豆时的参考价格。该数据除了受到 CBOT 的影响外，也受当地供需的影响：如果没有农民卖大豆，那么罗萨里奥交易所价格应强于 CBOT，表现为比价上升。用罗萨里奥交易所的大豆价格与 CBOT 作比价，用比价指数来反映当地货物是否紧缺，间接反映农民销售供应。

如下图所示，在 2013 年 6 月之后，O/B 值与罗萨里奥/CBOT 比值呈现较明显的负相关。在官方汇率靠近黑市汇率，即 O/B 值升高时，农民积极买货，表现为罗萨里奥的盘面价格疲软；在 O/B 值下降时，农民认为官方汇率高估而惜售，造成罗萨里奥强于 CBOT。



来源: Lanacion, 彭博, 凯丰投资

### 第三部分：世界杯确实影响阿根廷出口

世界杯会导致出口减少，但逻辑不是简单的总工导致装运量下降，而是通过汇率。

有评论说“阿根廷队在世界杯上走得越远，阿根廷比索的贬值压力就持续越长时间”。逻辑链条：世界杯阿根廷表现好——阿根廷公民境外美元需求多——黑市美元汇率上升——官方汇率贬值预期——阿根廷农民惜售——大豆出口下降。

**重要声明：**深圳市凯丰投资管理有限公司（以下简称“本公司”）对报告中所涉及信息的准确性、及时性和完整性不作任何保证，本报告所载内容仅用于对相关产业进行研究，在任何时候均不构成投资依据，阅读者需独立做出判断或投资决定。如果以本报告所载信息为投资依据，本公司及其关联人员均不承担任何责任。本报告的版权归属于本公司，未经本公司书面授权，任何机构和个人不得以任何形式复制、翻版、发布，本公司对相关侵权行为保留追究法律责任的权利。

