

拉美經貿分析 拉丁美洲—美國後花園或是中國金銀島？

張繼文，鉅亨美股教育中心專任講師

一講到拉丁美洲這個投資市場，投資人第一個聯想到的名詞便是「美國的後花園」。沒錯，若以地理位置分析，從中美洲(例如墨西哥)至南美洲(例如巴西、秘魯、智利)皆與位於北美洲的美國地理位置相近，因此不論就戰略上的地理位置與經濟層面部份，勢必與美國老大哥的關係深厚，這是屬於拉丁美洲先天上的客觀投資條件。

然而，投資人可能沒有注意到，隨著中國等新興市場大型經濟體於 2003 年以後快速崛起，新興市場發展經濟的過程當中，對於原物料的迫切需求，竟然對拉丁美洲的投資市場產生關鍵性的影響；這是因為就全世界共同基金最常採用的績效標竿—摩根士丹利資本國際指數(MSCI)而言，拉美被選入該指數的成份股當中，一直以來便有高達 45%~50%的權重屬於原物料相關類股(礦業加能源族群)。因此，新興市場國家經濟的發展(進一步可以說是中國的經濟發展)、以及對原物料的需求，頓時間對原物料的價格走勢產生關鍵性影響力，因此亦主導近年來拉美股市的走勢。

原物料幣新興代表名詞

得天獨厚的拉丁美洲盛產原物料，例如：巴西擁有的咖啡、甘蔗、糖、柑橘、玉米和牛肉產量均居世界龍頭地位，可可、大豆產量亦位居世界第二，近十年來致力於開採鐵礦石及深海油田；墨西哥則是擁有世界前三大的銀礦蘊藏量；智利銅生產量約占全世界 37%，為世界最大的銅礦出口國；秘魯的白銀生產量位居全球最大，且銅礦蘊藏量為世界前三大。

由於近十年來新興市場國家致力發展工業化，對工業原物料的大量需求，促使了國際原物料價格大幅上揚，亦使得拉美國家的貿易條件得以改善。簡而言之，原物料價格水漲船高，使得拉美各國賺盡「機會財」，不但幫助各國改善經濟狀況及企業獲利，最重要的是，國際貿易收支帳(Balance of Payment)的改善，使得拉美各國的貨幣價值也跟著水漲船高。

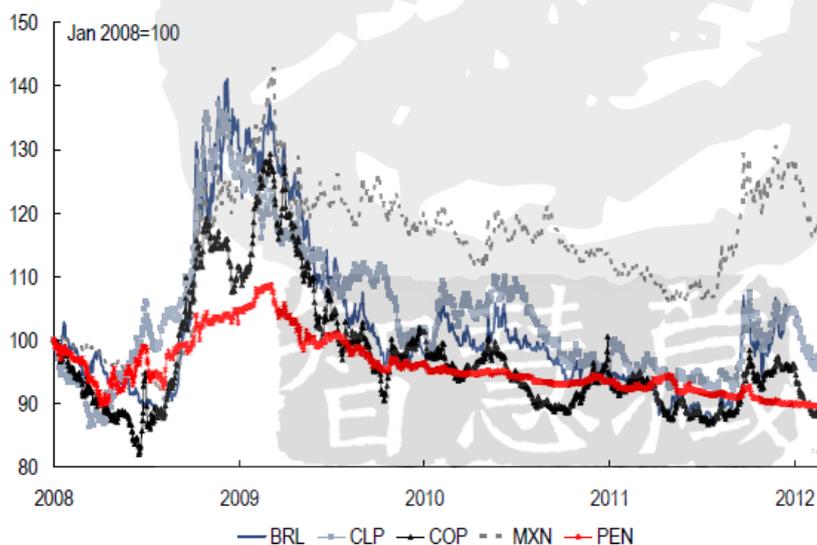
以過去原物料商品貨幣的代名詞—加幣及澳幣為例，自從原物料價格從 2003 年起漲以來，加拿大及澳洲的貿易條件(Terms of Trade)跟著大幅改善，因此讓加幣及澳幣分別花費四年及五年的水準，匯價得以與美元平起平坐，也讓加、

澳兩國民眾的實質購買力跟著水漲船高。

如今，加幣及澳幣兌換美元匯價已上漲至歷史高點，國際投資人進一步想找出具有成為新世代「原物料貨幣」條件的國家，由於拉丁美洲同樣具有得天獨厚的豐富原物料礦藏，因而具備貨幣持續走強的條件。以 2010 年拉丁美洲總出口金額進行分析，其中便有 42% 與大宗商品（油礦農金）相關，因此拉美貨幣近年來兌美元頻頻走強其來有自。

尤其是在美國經歷 2008 年房地產及信貸泡沫之後，聯準會持續以低利率政策企圖刺激房市景氣回溫，與拉美各國靈活的貨幣政策大不相同。站在利差觀點而言，國際資金自然會以極低利率借貸美元並投資於拉美的各項資產，進行所謂利差交易(Carry Trade)，無怪乎在 2010 年美國啟動二次量化寬鬆之後，巴西財長孟特加(Mantega)會以「貨幣戰爭」來形容國際熱錢「出走美元資產、前進巴西金融市場」的趨勢。由此可見，在國際熱錢滾滾流入之下，巴西等拉美貨幣長線兌美元不升值也難！

圖：拉美五大貨幣兌美元走勢(以 2008 年元月做為基期)



資料來源：Bloomberg、Citi；日期：2012/2/22

龐大內需市場等待信貸熱潮引爆

上述提到原物料價格水漲船高，使得拉美各國經濟快速成長，亦使得拉美人民財富迅速累積。根據世界銀行調查，拉美人均所得從 2003 年的不到四千萬美元，至 2010 年已成長至超過八千萬美元，成長翻倍。在其所得快速增長的同時，也進一步推動該區域內消費市場活絡，根據花旗等券商統計，2003~2010 年拉美國家經濟累積成長動能中，有接近一半是來自於消費成長帶來的效應。

人民所得增加，除了可活絡內需市場，也會帶動消費信貸需求激增。根據花

旗證券所調查的數據顯示，從 2003 年初至 2011 年底，拉美整體信貸市場成長 4.1 倍，占區域 GDP 比重也由 23% 跳升至 45%；同一時間，消費信貸增長速度更猛烈，高達 4.5 倍，顯見拉美消費信貸市場的雄厚成長實力。

儘管拉美信貸市場已大幅成長，但是信貸規模占各國 GDP 比重最高也不到 30%，與美英國等成熟國家接近 100% 相比，尚屬起步的階段，成長潛力仍十分具大。另外，美林證券預估，未來兩年，拉美民眾所得將以每年 10% 的速度增加，相較成熟國家的 2%，增長幅度高出 4 倍。依照各國經驗，所得提高除進一步帶動內需消費外，也會同步帶動信貸市場進入全面高速擴張期。我們可以預見，未來十年拉美內需消費實力將更加升級。

長線投資必選配置：觀察重點與注意事項

雖然上述論點已說明拉美經濟結構早已脫離 1995~2000 年那個動輒「倒債」的耍無賴區域，但是這並不代表投資拉美市場並不會面臨投資風險，以下要說明的便是拉美投資市場短線觀察重點。

- (1) 歐債事件發展：雖然在 ECB 大灑鈔票以後，歐洲金融業的信用市場狀況已暫時穩定，但是歐洲金融股必須於 2012 年 6 月底以前提高一級資本適足率至 9%，還是會對拉美金融市場產生影響。因為雖然整體拉美出口至歐洲金額僅佔該區域 GDP 規模的 2.2% (2010 年資料)，但是拉美金融業平均卻有兩成左右的貸款活動是與歐洲金融業進行往來，若是歐洲金融業再面臨信貸市場緊俏的情況，勢必會對拉美金融業的經營前景產生影響。
- (2) 中國及原物料市場的發展：如同前文所述，拉美的出口市場有 42% 與大宗商品連結、股市權重接近一半屬於原物料相關產業，因此原物料價格的波動勢必會對拉美經濟及股市產生關鍵性影響。另外，中國目前是世界最重要的原物料消費大國，其與拉美各國貿易總量亦僅次於美國，因此中國經濟若能夠像市場目前預期穩健的軟著陸，對於拉美投資人也可較為安心。
- (3) 美國經濟狀況：根據統計資料，2010 年拉美總出口仍有 46% 是銷往美國市場，因此美國經濟的強弱仍會對拉美經濟及出口需求產生連動。目前市場共識是美國經濟已於 2012 年第一季落底，接下來將逐步回升，但是若中東地緣政治問題導致國際油價持續飆高，恐將使得美國經濟動能轉趨疲弱。

總結以上，拉美股市在三大新興市場裡面所佔權重相對較小，可投資標的也相對較少，筆者相信憑藉著拉丁美洲得天獨厚的優異條件，以長期、分批投入方式來參與該市場的長期成長錢景，將是利用拉美投資致富的不二法門！