

研究報告

歡迎掃碼關注
工銀亞洲研究



工銀亞洲東南亞研究中心

夏林峰 李盧霞 黃斯佳

翟夢涵 周文敏 楊 妍

美聯儲加息路徑“趨緩更長” 亞洲貨幣壓力幾何？

閱讀摘要

2022年3月起，全球大通脹背景下，美聯儲開啟40年來最快加息週期，迄今已累計加息375BP，亞洲經濟體貨幣普遍承壓，日元、印尼盧比貶至亞洲金融危機以來最弱水平，韓元、泰銖、菲律賓比索等均創下十餘年來最低點，港匯多次觸發弱方兌換保證。

11月FOMC決議提及關注經濟下行和金融市場風險，暗示或將放緩加息速度，但加息終點或更高，預示著美聯儲後續加息路徑或呈現“趨緩更長”特徵。短期內，更高加息終點、歐日經濟衰退、複雜地緣局勢等仍支撐偏強美元，新興市場貨幣預計仍將延續弱勢波動，但鑒於各經濟體穩定匯率能力不同，主要貨幣匯率預將分化承壓，其中：外債負擔重、國內政局不穩、經濟發展壓力較大的老撾、緬甸匯率貶值壓力最大；其次是持續貿易逆差、貨幣政策較寬鬆的日本和韓國；馬來西亞、菲律賓、泰國匯率貶值壓力居中；而越南、印尼、中國、印度、新加坡和香港的貶值壓力相對較小。

從金融危機的傳導機制來看，日本對亞洲的“頭雁”作用下降，中國成為中堅力量穩增長持續發力，東南亞各國匯率聯動性減弱，亞洲金融危機重演概率不大。

注：“工銀亞洲”是中國工商銀行（亞洲）有限公司的簡稱。

本報告的預測及建議只作為一般的市場評論，僅供參考，不構成任何投資建議。

本報告版權歸工銀亞洲東南亞研究中心所有，並保留一切法律權利。任何機構或個人未經授權，不得以任何形式修改、複製、刊登、引用或向其他人分發。

美聯儲加息路徑“趨緩更長”

亞洲貨幣壓力幾何

一、年初以來亞洲主要貨幣貶值情況，與 97 年比呢？

（一）年初以來亞洲主要經濟體貨幣貶值情況

本輪亞洲貨幣貶值潮可追溯至 2021 年初，2022 年 3 月後加速走弱。2022 年 3 月美聯儲開啟 40 年以來最快緊縮週期，5-11 月連續大幅加息，迄今已加息 375BP，並伴隨縮表；同期，烏克蘭危機超預期發酵提升美元避險屬性，歐日經濟低迷也相對提升美元讀數，年初至 10 月末，美元指數升幅達到 16.3%，一度升破 114 關口，亞洲各經濟體貨幣普遍承壓、走勢分化，具體看：

貶值壓力最大的貨幣（貶值幅度超過美元指數升幅）：
老撾基普（51.6%）、日元（29.2%）、韓元（19.6%）、緬甸幣（18.1%）。自 2021 年 1 月初起日元和韓元同步走弱，受到市場普遍關注。政策層面，日本央行維持超低利率和收益率曲線控制（YCC）政策，韓國央行年內雖多次加息、但幅度遠小於美聯儲；經濟層面，進口成本大幅上行拖累兩國貿易順差迅速收窄至倒掛，10 月 20 日美元兌日元突破 150，是 1990 年以來最弱水平，美元兌韓元匯率也創下 2009 年危機以來新高。

貶值壓力居中的貨幣（貶值幅度超 10%但小於美元指數

升幅)：菲律賓比索 (14.8%)、泰銖 (14.0%)、馬來西亞林吉特 (13.2%)、人民幣 (12.6%) 和印度盧比 (11.5%)。今年以來，隨著疫情防控措施逐漸放開，泰國、馬來西亞等東南亞國家旅遊服務業復蘇，糧食價格上行利好農產品出口，帶動經常帳戶回暖，部分緩和了強美元帶來的貶值壓力。人民幣在本輪週期前半段保持堅挺，3 月後內地疫情間斷散發擾動經濟復蘇節奏，外需收縮背景下出口增速趨勢性走低，“房住不炒”原則下地產行業復蘇節奏偏緩，多因素影響下人民幣承壓波動走弱，10 月下旬時點性走弱至 7.3 上方，是 2008 年以來的最弱水平。

貶值幅度較小的貨幣：印尼盧比 (9.2%)、越南盾 (8.8%)、新加坡元 (4.5%)、柬埔寨瑞爾 (1.6%) 和港幣 (0.6%)。聯繫匯率制下港匯趨向弱方兌換保證水平穩健運行，受益於電子及油氣產品出口高景氣、貨幣緊縮節奏也較為積極，新加坡元貶值幅度亦較小。印尼作為資源出口導向型經濟體，受益於本輪大宗商品價格上行，而越南承接部分製造業產業鏈轉移，匯率貶值幅度在亞洲經濟體中相對較小。柬埔寨瑞爾在國內使用並不廣泛，美元更為普及¹。

（二）年內亞洲貨幣貶值情況與 97 年亞洲金融危機期間對比

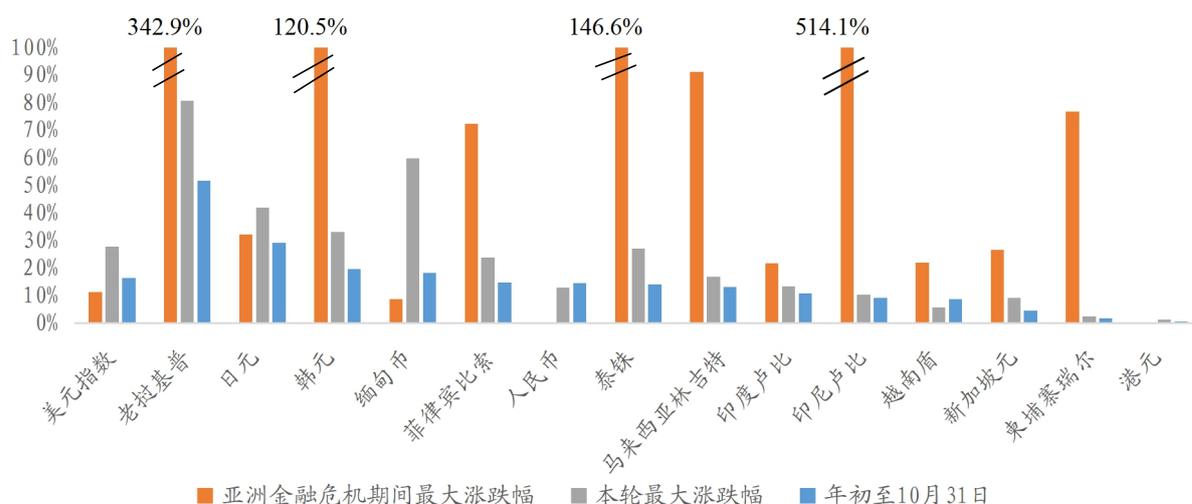
貶值時序方面，與 97 年亞洲金融危機期間存在相似點，與歐美資本市場聯繫最緊密的日本、韓國、新加坡、香港等

¹ 由於多年來持續的戰亂、政治動盪和宏觀經濟失控，使柬埔寨民眾對本國貨幣瑞爾信心不足，再加上政府鼓勵吸引外資以及國際組織的援助，使得美元大量流入柬埔寨。根據柬埔寨國家銀行發佈的報告，2021 年柬埔寨總貸款中近 88.6% 為美元，瑞爾貸款的份額約為 11.4%；存款總額中，有 91.4% 是美元存款。

經濟體貨幣最先受到波及；而區別在於，97年時泰銖、馬來西亞林吉特、菲律賓比索、印尼盧比等東南亞貨幣與日韓等“先行部隊”基本同期甚至更早走貶，而在本輪貶值週期中則滯後1個月以上才進入貶值週期；人民幣在兩輪貶值週期中均發揮了“壓艙石”的作用，1997年人民幣盯住美元在8.27—8.28之間小幅波動，本輪中人民幣亦是最晚（2022年3月後）才加入亞洲貨幣貶值行列。

貶值幅度上，除日本和緬甸外，多數亞洲貨幣貶值幅度弱於97年亞洲金融危機期間。東盟主要國家貨幣貶值幅度明顯小於亞洲金融危機期間，當時印尼盧比貶值幅度達到514%，老撾基普最高貶值342.9%，泰銖最大貶值幅度達到146.6%，馬來西亞林吉特最大貶值幅度也達到91.3%，遠遠超過本輪週期迄今為止的最大貶值幅度。但日元在本輪週期中最大貶值幅度達到41.9%，超過亞洲金融危機期間的32.3%，10月20日，美元兌日元升破150，超過亞洲金融危機時的最弱水平147；另外，受政局動盪困擾的緬甸迄今最大貶幅（59.8%）也超過亞洲金融危機期間（8.6%）（見圖表1）。

圖表 1：美元及亞洲各國/地區匯率情況統計



數據來源：WIND、Macrobond、工銀亞洲東南亞研究中心整理（除美元指數外，其他貨幣均採用該貨幣兌美元的直接標價法計算）

注：行情統計時間：年初至10月31日（2021年12月31日-2022年10月31日）；本輪最大漲跌幅（2021年1月1日-2022年10月31日期間最高和最低值之間漲跌幅）；亞洲金融危機期間最大漲跌幅（1997年4月1日-1999年1月4日期間最高和最低值之間漲跌幅）。

二、亞洲主要國家穩定匯率的能力和基礎如何？

（一）儲備水平（維穩匯率的安全緩衝墊）：今年以來亞洲主要國家外匯儲備總額普遍下降，但多數國家外匯儲備進口支付能力仍處安全水平

相較於1997年和2008年金融危機時期，各國外匯儲備規模均有明顯增長。步入2022年，基於穩定本國匯市、“填補”外貿赤字、非美元儲備資產貶值等原因，亞洲國家外匯儲備普遍下降。年初以來外匯儲備縮水速度較快的有新加坡（-32.2%）、泰國（-19.9%）、菲律賓（-13.1%）、越南（-14.3%）、印度（-12.6%）和日本（-12.3%）²。

² 數據採用2021年12月-2022年9月，其中越南最新數據為2022年8月。

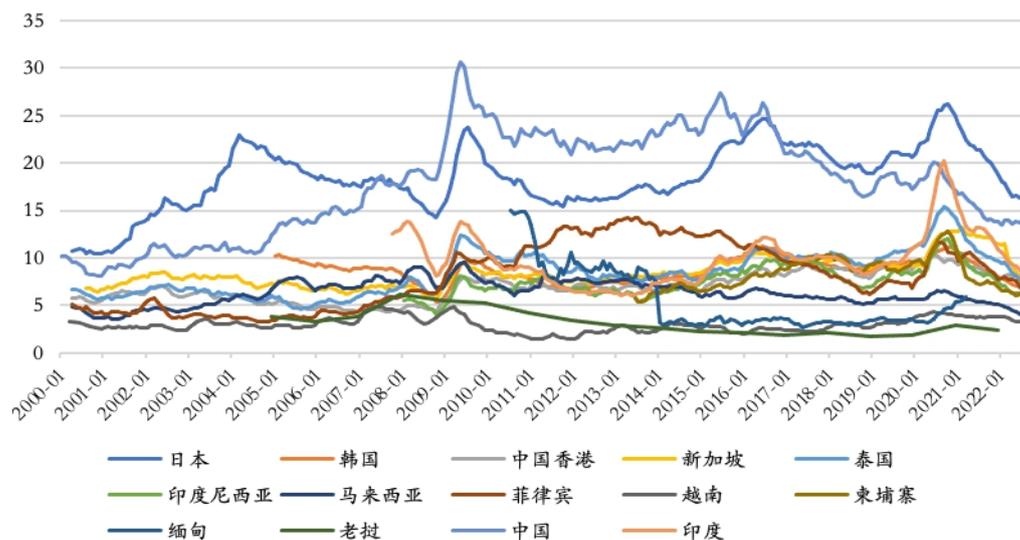
整體來看，亞洲主要國家外匯儲備充足性仍處較高水平。外匯儲備的進口支付能力是衡量一個國家外匯儲備充足性的關鍵指標³。傳統經驗認為⁴，發展中及新興經濟體的最低外匯儲備持有量至少需覆蓋 3-4 個月的進口額。1997 年亞洲經歷金融風暴後，亞洲新興經濟體從貿易逆差轉為貿易順差、並積累大量外匯儲備，同時，由固定匯率制轉向浮動匯率制⁵亦使各國對匯率波動容忍度增強，外匯儲備/進口比例穩步增長。2020 年上半年，亞洲主要國家外匯儲備/進口比值普遍達到 10 個月以上的高位（見圖表 2）。2022 年 8 月末，中國、日本外匯儲備/進口比值分別為 13.3、15.6，較 2020 年峰值分別收縮約 34.5%、43%；韓國、泰國、新加坡、菲律賓及印度外匯儲備/進口比例尚有 6 個月以上，自 2020 年的峰值大幅萎縮逾 45%；部分東盟國家外匯儲備/進口比例跌至 2008 年金融危機以來新低，如馬來西亞（約 3.9 個月）、越南（約 3.3 個月）、老撾（截至 2021 年末約 2.4 個月）（見圖表 3）。

³外匯儲備/進口比例代表在外匯收入來源完全中斷、並假設未來數月進口額不變情況下，現有外匯儲備可以維持進口支付的月數。理論上，該比值越大，說明一個國家離國際收支危機越遠。

⁴ 儲備進口比率法由美國經濟學家羅伯特·特裏芬（Robert Triffin）在 1947 年提出。1960 年出版的《黃金與美元危機》一書對 1950-1957 年主要國家儲備與進口比重數據分析發現，一國的國際儲備額應同其進口額保持一定的比例關係，**這個比例關係應以 40% 為最高限，20% 最低限**。一般認為，一國持有的國際儲備應滿足其 3 個月的進口需要，照此計算，儲備額對進口的比率為 25%。

⁵ 除中國香港、泥泊爾外，目前亞洲地區大多數實施浮動匯率制度，中國、印度、越南、新加坡、泰國、印尼、馬來西亞、柬埔寨、老撾、緬甸實施有管理的浮動匯率制度，日本、韓國、菲律賓實施自由浮動匯率制度。

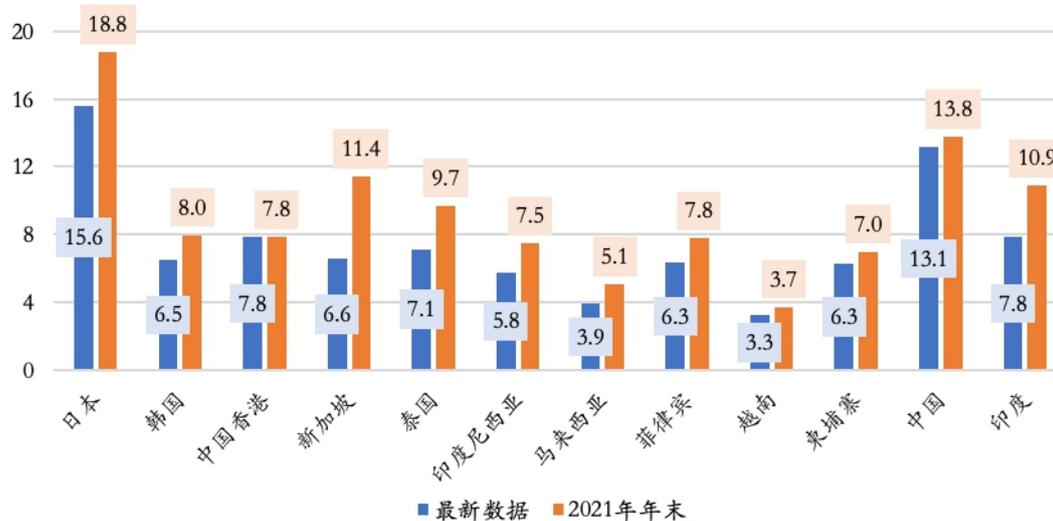
圖表 2：2000 年以來年亞洲主要國家外匯儲備/進口變動趨勢（月數）



數據來源：Wind、CEIC、工銀亞洲東南亞研究中心

*進口數據為 6 個月移動平均值

圖表 3：最新年亞洲主要國家外匯儲備/進口數值與 2021 年末對比（月數）



數據來源：Wind、CEIC、工銀亞洲東南亞研究中心

*中國數據更新至 9 月，馬來西亞數據更新至 7 月，越南、柬埔寨數據更新至 6 月，其餘國家更新至 8 月

（二）外債壓力（償債壓力施壓貨幣貶值）：亞洲各經濟體外債負擔普遍較疫情前更高，日本、柬埔寨、馬來西亞和老撾的外債負擔尤重

全球流動性收縮、本幣貶值背景下，融資條件被動提高、外幣計價的利息負擔增大外債壓力與匯率貶值之間的負反饋影響機制。以外債規模/GDP 的比例作為衡量外債負擔的指標，根據 Pattillo 等（2011）的研究結論，當外債與國內生產總值之比達到 35%-40%或與出口總額之比達到 160%-170%時，外債對經濟增長呈負面影響。

新冠疫情爆發後，各國實施大規模經濟刺激計劃，2021 年除越南、印度、新加坡等少數幾個國家外，亞洲多數經濟體外債負擔均較 2019 年水平更高。具體來看，除了作為國際金融中心的新加坡和香港之外，日本、柬埔寨、馬來西亞和老撾外債占 GDP 的比值均超 50%。日本的外債負擔自 2019 年起就升至 93%以上，嚴重老齡化和低欲望社會加重政府支出支撐經濟和社會福利的負擔，外債總量是亞洲國家最高水平。馬來西亞外債負擔在東盟核心國家中居首位⁶，主因是政府奉行長期寬鬆的財政政策，藉舉債進行大量政府支出、開展基礎設施建設（如高鐵）與扶植國有大企業；為應對新冠疫情衝擊，馬來西亞 2020 年出臺了 2950 億馬來西亞林吉特（約 730 億美元，占 GDP 的 20%）的財政紓困措施，在東盟

⁶綜合考慮 GDP 貢獻占比、經濟增速、人均收入水平，我們將東盟 10 國按照相應的特點分為三個組別：第一類（核心國家組）：包括印尼、泰國、馬來西亞和菲律賓；第二類（富裕國家組）：包括汶萊和新加坡；第三類（後發國家組）：包括柬埔寨、越南、老撾和緬甸。

核心國家中亦居首位⁷；柬埔寨和老撾的外債存量增長較快，2015-2021年柬埔寨外債複合增長率高達14.6%，且兩國外貿依存度高，柬埔寨、老撾以低端製造品為主、疫情下創匯能力弱⁸，疊加外資加速流出，2021年柬埔寨貿易逆差達到121.9億美元、創歷史新高，老撾外商年度直接投資淨額從2019年的-7.55億美元減少至-10.72億美元。印尼、韓國和泰國，外債負擔均超過35%。韓國的短期外債占外匯儲備的比重為41.9%，進口成本壓力大幅增加，已連續6個月出現貿易逆差。泰國外債負擔由疫情前2019年的30.5%迅速升至2021年的38.6%，是2003年以來的最高水平。受益於資源品出口價格上行，2021年印尼外債存量/GDP比重從2020年的39.3%降至35.1%。相對而言，越南、中國、緬甸、印度和菲律賓當前的外債壓力相對較小（見圖表4）。

⁷ 2020年印尼財政刺激政策占GDP的比重為6.3%，泰國15.3%，馬來西亞20.0%，菲律賓7.2%，新加坡19.6%，越南12.1%。

⁸ 柬埔寨的出口結構以低端製造品為主，2021年勞動和資源密集型製造品出口額占柬埔寨總出口金額的64%。老撾燃料相關產品在出口總額中的占比從2019年的22.6%增長到2021年的31.9%，中高端製造品占出口的份額從16.6%降至11.9%。

圖表 4： 亞洲主要國家 2019、2021 年外債規模對比



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心整理

注：外債負擔=外債存量/GDP，老撾和緬甸外債存量為 2019 年和 2020 年的數據

（三）政策空間（貨幣緊縮緩解貶值壓力）：當前主要國家和地區已積極入市干預，後續政策空間存在一定差異

1997 年金融危機期間，亞洲主要經濟體最先普遍動用外匯儲備托底本幣匯率，部分經濟體提高短期融資利率、發佈行政令限制資本進出，或者調整基準利率。危機初期，受到國際對沖基金攻擊的泰國、馬來西亞、菲律賓、香港、韓國等拋售美元穩定匯市，同時迅速提高短期利率以減緩資本外流，並實施了外匯管制。然而實際收效不及預期，最終被迫宣佈本國貨幣貶值，並放寬匯率波動幅度。其中，日元雖然最先開啟貶值週期，但卻是在 1998 年 4 月金融危機接近尾聲時才出手干預匯率，此後與美國開展聯合干預最終日元企穩（見圖表 5）。

圖表 5：亞洲主要經濟體應對 97 年亞洲金融危機的措施

國家	應對措施
日本	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1998 年 4 月日本政府在亞洲金融危機接近尾聲時出手干預，提振日元。 ▪ 1998 年 6 月美國和日本決定採取協同行動扶助日元。
韓國	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1997 年 11 月放棄盯住美元的匯率制度，放開對韓元匯率浮動區間的管制 ▪ 向 IMF 申請援助貸款
中國香港	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 提高短期貸款利率 ▪ 動用外匯基金承接港元沽盤，並將所吸納的港元存入香港銀行體系，穩定同業拆息。
印尼	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 出售外匯試圖抵禦投機資本的攻擊。 ▪ 採用浮動匯率制度及緊縮的貨幣政策，利率水平大幅上升。 ▪ 向無力清償債務的銀行提供流動性貸款，並重建銀行業。
馬來西亞	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 央行上調政策性利率⁹。 ▪ 實施選擇性的資本控制措施。
泰國	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 取消固定匯率制，實行有管理的浮動匯率制。 ▪ 央行干預外匯市場。 ▪ 基礎利率從 10.5% 上調至 12.5%。
菲律賓	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 初期大量拋售美元，隨後於 97 年 7 月放棄這一政策。 ▪ 加強外匯交易管制，銀行需央行批准後才能將非移交合同出售給非本國居民。 ▪ 上調短期利率¹⁰。
新加坡	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 允許匯率在一定範圍內浮動。 ▪ 控制資本外流，金融機構向非本國居民提供貸款前，需要與新加坡金融局協商。

數據來源：工銀亞洲東南亞研究中心

1. 2022 年年初以來亞洲多數經濟體跟隨美聯儲上調基準利率，未來一段時間部分經濟體仍可能跟進加息、相應緩解本幣匯率貶值壓力。

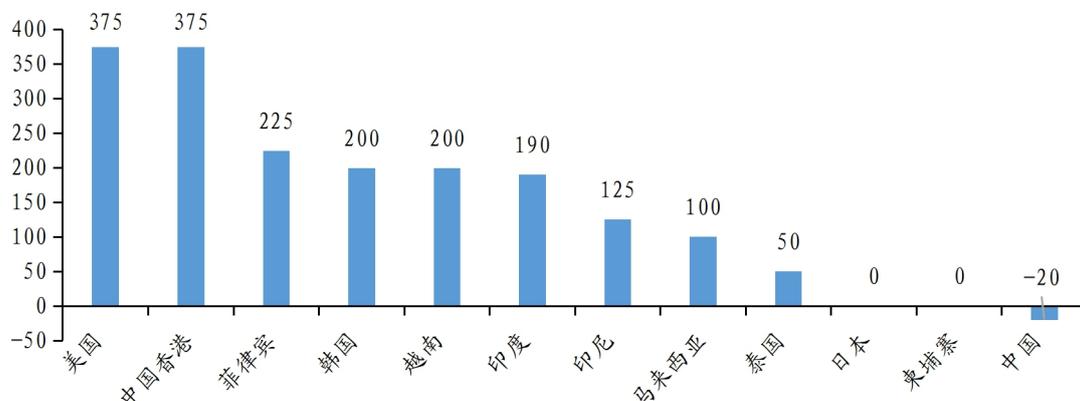
面對貨幣貶值壓力，年初以來亞洲多數經濟體跟隨美聯

⁹馬來西亞 3 個月銀行間拆借利率從 1997 年 9 月的 7.6% 上升到年底的 8.7% 再到 1998 年 2 月的 11% 的水平

¹⁰菲律賓中央銀行的短期借貸利率從 1997 年 6 月底的 15% 上升至 7 月中旬的 37%，貸款利率由 17% 上升至 34%。

儲上調基準利率。但除了香港地區外，亞洲經濟體加息幅度普遍小於美聯儲（見圖表 6）。

圖表 6：2022 年亞洲各經濟體跟隨美國加息情況



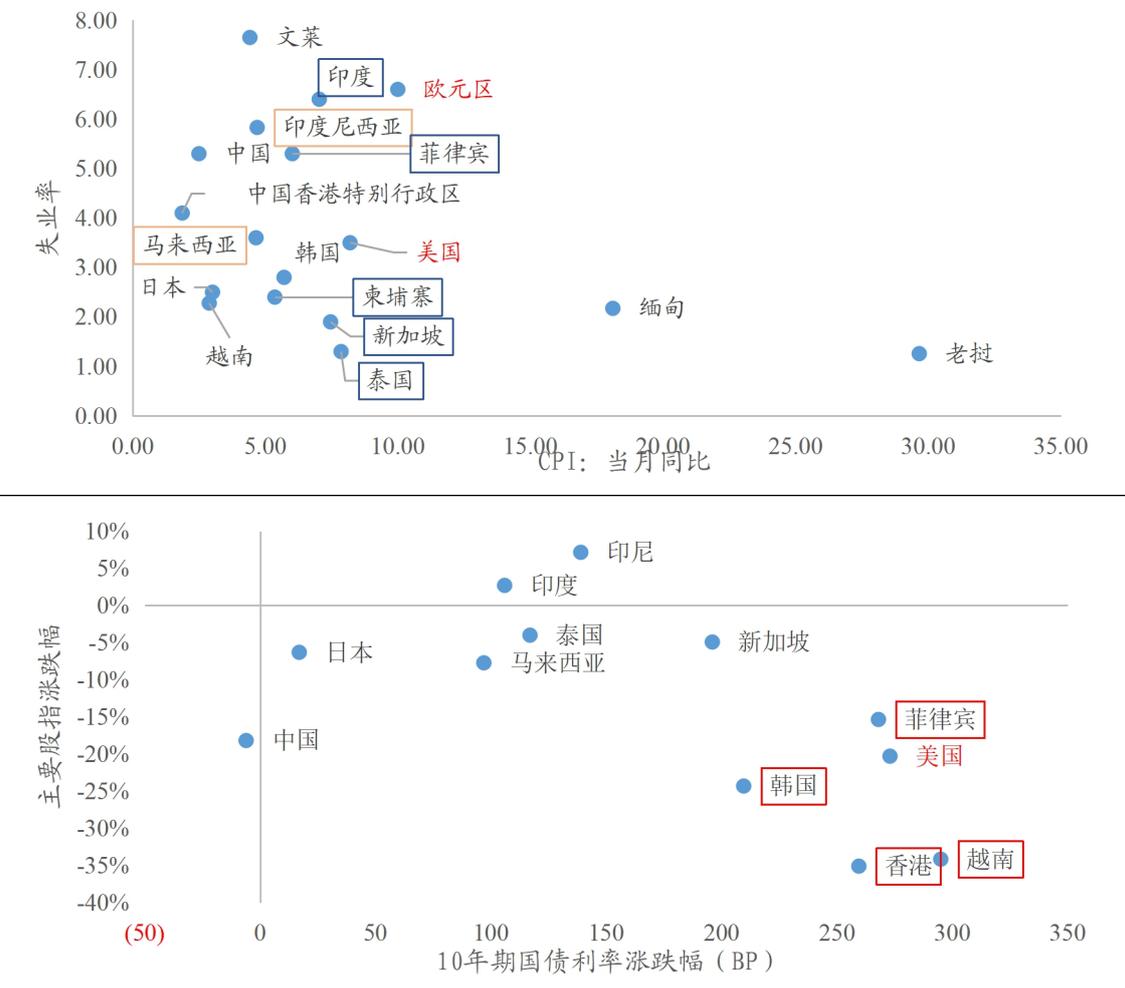
數據來源：Macrobond、工銀亞洲東南亞研究中心

注：統計截至 2022 年 11 月 4 日，菲律賓央行將於 11 月 17 日再加息 75BP，合計加息幅度達 300BP。

未來一段時間，通脹水平較高、經濟金融市場仍具韌性的經濟體有較大概率跟進加息，相應可部分緩和本幣匯率壓力。從通脹壓力看，（1）緬甸、老撾通脹水平畸高，緬甸政局不穩，老撾基普急貶；（2）泰國、新加坡、印度、菲律賓、韓國和柬埔寨面臨較大輸入性通脹風險，主要受食物和能源價格飆升影響；（3）印尼和馬來西亞也面臨一定輸入性通脹壓力。其他國家通脹壓力仍然較為溫和。從經濟金融韌性視角看，印度、印尼和菲律賓失業率較高，對加息形成一定掣肘。2022 年以來，菲律賓、韓國、越南的金融市場出現較大動盪，債務負擔走升等壓力也可能一定程度上對央行緊縮決策形成掣肘（見圖表 7-8）。綜合預判，印度、印尼、泰國、馬來西亞、新加坡等後續仍有較大加息空間，持續高企的通脹也加大了菲律賓跟進加息的必要性。聯繫匯率制度下香港

金管局亦將跟隨美聯儲節奏加息。

圖表 7-8：決定亞洲經濟體後續貨幣政策空間的條件



數據來源：Wind、Macrobond、工銀亞洲東南亞研究中心

注：統計截至 2022 年 10 月 31 日

2. 加息之外，亞洲多數經濟體也以不同方式直接干預匯率，未來繼續相機操作的空間和效率也影響本幣匯率走勢。

過急過快的加息節奏已明顯令部分國家金融體系“不堪重負”，宣佈加息的同時入市維穩匯率。比如，10月13日韓國央行大幅加息 50BP 後，當日和 10月23日宣佈擴大購買商業票據和公司債券規模，還同步推出系列流動性應急計劃。越南央行在 9月23日和 10月25日連續兩次大幅加息 100BP，而此前 10月13日宣佈將越南盾兌美元的交易區間從之前的

3%擴大至 5%。

保持寬鬆政策或者加息節奏偏緩的經濟體也採取了不同的穩定匯率政策，未來可能進一步相機干預。9月22日，日本自亞洲金融危機以來首次入市買入日元，動用外匯約200億美元；10月21日日元跌破150之後，日本央行罕見地在日本交易時間之外干預匯市，規模高達6.35萬億日元（約合424.2億美元），刷新歷史紀錄。韓國外匯管理局在8月下旬對韓元投機性交易發出口頭警告，9月15日韓國央行進行了7億美元的拋售干預，10月23日緊急會議後宣佈重啟債券穩定基金、面向不同市場推出系列組合拳流動性應急計劃¹¹。泰國央行也在10月1日表示正通過干預外匯市場來降低泰銖的波動性。印尼央行則表示使用“三重干預”¹²措施防止印尼盾出現任何過度下跌。人民銀行在4月和9月宣佈下調金融機構外匯存款準備金率1%和2%，9月28日將遠期售匯業務的外匯風險準備金率從0上調至20%，10月25日將企業和金融機構的跨境融資宏觀審慎調節參數從1上調至1.25，相機引導市場預期。

三、未來一段時間亞洲主要經濟體匯率走勢及影響展望

（一）亞洲主要經濟體匯率走勢前瞻

¹¹韓國財政部、央行宣佈從10月24日起啟動價值1.6萬億韓元的債券穩定基金，“積極購買”企業債券和商票。政府同時將國有銀行（韓國開發銀行、韓國工業銀行等）購買公司債上限翻倍至16萬億韓元；向韓國證金公司（KSFC）提供3萬億韓元，以幫助因為項目融資資產證券化票據（PF-ABCP）而承壓的券商提供流動性。此外，韓國住房和城市保障公司與韓國房地產金融公司將各拿出5萬億韓元，用以支持那些整體穩定但面臨短期流動性危機的房地產項目融資計劃。

¹² “三重干預”：即印尼央行對即期匯率、國內無本金交割遠期匯率和債券市場干預，以平抑印尼盾波動。

11月美聯儲會議決議釋放加息節奏放緩、加息終點更高的預期，但仍需跟蹤快節奏加息抑制通脹和增長的滯後效應。短期內，美聯儲“趨緩更長”的加息路徑預期、尚不明朗的烏克蘭危機局勢、延續低迷的歐日經濟，都將為強美元提供支撐，或推動美元指數向前期高點120水平靠近。在此背景下，未來一段時間亞洲各經濟體匯率料將繼續承壓，但因維穩匯率能力差異，各經濟體匯率走勢亦將延續分化：

外債負擔重、國內政局不穩、經濟發展壓力較大的老撾和緬甸匯率貶值壓力最大，食品和能源價格強勢，抬升進口成本、進一步惡化經常帳戶的同時，輸入性通脹壓力增大，增加經濟脆弱性和金融系統性風險，但考慮到經濟體量小、金融市場不發達，對亞洲市場整體影響不大。

日本和韓國的匯率貶值壓力也較大，預計短期內日本央行堅持收益率曲線控制（YCC）政策，以弱匯率和超低融資成本支持經濟增長，但隨著美元進一步走強，日元可能挑戰160的廣場協議後最弱水平，增加入市干預匯率的壓力。如果國際投機資金炒作“穩匯率和穩利率”的政策抉擇，極端情況下不排除調整YCC政策（如拓寬YCC操作區間、調整操作債券期限等）的可能性。韓國央行隨緊跟美聯儲加息，但國內企業、居民債務率過高，大幅加息導致債務壓力過大，加大外匯干預需求、弱化外匯干預效果，令韓元繼續走弱。

馬來西亞、菲律賓、泰國匯率貶值壓力居中。馬來西亞

外債負擔重，外匯儲備覆蓋進口不足 4 個月；菲律賓能源進口依賴度較高，輸入性通脹壓力較大；泰國經濟高度依賴入境旅遊，疫情防控常態化演繹提振經濟增長動能，農產品出口亦對經濟復蘇提供支持，但其也高度以來能源進口，CPI 連續 4 個月超 7%，持續加息必要性加大。未來這三個國家央行仍有跟隨美聯儲加息的可能，相應緩和匯率貶值的壓力。

越南、印尼、中國、印度、新加坡和香港的匯率貶值壓力相對較小。越南、印尼、中國和印度受益於資源和產品的出口轉口貿易，自身創匯和吸引外資的能力較強，外匯儲備較為充裕，為應對短期內貨幣貶值壓力有豐富的政策工具箱，但仍應當警惕外需走弱對出口的拖累，可能拖累經常帳戶，增大匯率貶值壓力。

（二）日本對亞洲的“頭雁”作用下降，中國成為中堅力量穩增長持續發力，東南亞各國匯率聯動性減弱，亞洲金融危機重演概率不大

1995 年開始日元一路走貶，至 1997 年 5 月初貶值幅度已達到 56%，美日貨幣政策背離是日元貶值的重要原因¹³，亞洲多國貨幣競爭性貶值，最終誘發亞洲金融危機。日元貶值作為亞洲金融危機的催化劑，傳導機制的根源在於亞洲“雁行發展模式”失效。具體而言，20 世紀 50-80 年代，率先實現工業化的日本作為“頭雁”，將已成熟的製造業逐步轉移

¹³ 1994 年 2 月-1995 年 2 月，美聯儲快速大步加息共計 7 次，聯邦基金利率由 3% 升至 6%；而日本銀行從 1991 年 7 月開始實施寬鬆的貨幣政策，連續 12 次降息，貼現率從 6% 一路降至 2001 年 9 月的 0.1%。

至“四小龍”（中國臺灣、韓國、中國香港、新加坡），隨後為“四小虎”（馬來西亞、泰國、菲律賓和印尼）、中國和其他亞洲國家，最終形成技術密集—資本密集—勞動密集的階梯式產業分工體系。但“雁行模式”存在固有缺陷，同一階梯內各經濟體結構單一且嚴重依賴投資和出口，隨著90年代後日本經濟增長動力放緩，不同階梯之間出口差異減弱、競爭逐漸激烈，因而日元持續兩年的大幅貶值，擠佔其他亞洲國家出口利潤，以鄰為壑的競爭性貶值誘發踩踏性動盪。

當前，日元持續貶值已超過亞洲金融危機期間最弱水平，但亞洲貨幣競爭性貶值的傳導機制明顯淡化。一方面，日本“頭雁”效應減弱，中國成為支撐亞洲經濟增長的中堅力量。1997年日本GDP在亞洲占比達到51.2%，至2021年已經降至13.4%，而中國則從10.9%大幅增至47.4%（見圖表9），成為支撐亞洲經濟增長的核心引擎。人民幣相對日元、韓元等其他亞洲貨幣而言貶值幅度較溫和，當前內地穩經濟政策正持續發力，人行應對人民幣波動的工具箱仍然充足，人民幣幣值基本穩定是支撐亞洲匯市的重要基礎。

圖表 9：亞洲金融危機期間亞洲各經濟體 GDP 在全球/亞洲的占比

國家	GDP (十億美元)		GDP 全球占比		GDP 亞洲占比	
	1997	2021	1997	2021	1997	2021
中國	958.0	17458.0	3.0%	18.1%	10.92%	47.4%
中國香港	177.3	368.1	0.55%	0.38%	2.02%	1%
日本	4492.4	4937.4	14.1%	5.13%	51.2%	13.4%
韓國	570.6	1798.5	1.78%	1.87%	6.51%	4.88%
澳大利亞	426.1	1633.3	1.33%	1.70%	4.86%	4.43%
新西蘭	68.9	247.7	0.22%	0.26%	0.79%	0.67%
印尼	260.7	1186.1	0.82%	1.23%	2.97%	3.22%
馬來西亞	108.8	372.8	0.34%	0.39%	1.24%	1.0%
泰國	150.2	513.2	0.47%	0.53%	1.71%	1.39%
菲律賓	94.1	393.6	0.29%	0.41%	1.07%	1.07%
新加坡	100.1	397.0	0.31%	0.41%	1.14%	1.08%
汶萊	5.8	19.9	0.02%	0.02%	0.07%	0.05%
老撾	3.5	18.6	0.01%	0.02%	0.04%	0.05%
柬埔寨	3.4	26.2	0.01%	0.03%	0.04%	0.07%
越南	34.1	366.2	0.11%	0.38%	0.39%	0.99%
緬甸	——	65.2	——	0.07%	——	0.18%

數據來源：CEIC，工銀亞洲東南亞研究中心

另一方面，相較於亞洲金融危機期間，當前東南亞各經濟體匯率聯動性減弱。亞洲金融危機以泰銖大幅貶值作為導火索，逐漸傳染至馬來西亞、菲律賓、印尼等國。從相關性矩陣來看，東南亞各國匯率間的聯動性較此前減弱，背後是各國經濟和產業結構差異性加大，出口和經濟增長同頻共振的概率降低（見圖表 10-11）。

圖表 10-11：當前東南亞各國匯率聯動性較亞洲金融危機時減弱

97 年亞洲金融危機期間亞洲各經濟體匯率相關性矩陣（1996. 02. 12-1999. 06. 01）

	美元指數	日元	韓元	港元	新加坡元	泰銖	印尼盧比	馬來西亞 林吉特	菲律賓比 索	越南盾	柬埔寨瑞 爾	緬甸幣	老撾基普	人民幣	印度盧比
美元指數	1.00														
日元	0.81	1.00													
韓元	0.73	0.72	1.00												
港元	0.73	0.58	0.56	1.00											
新加坡元	0.78	0.69	0.87	0.63	1.00										
泰銖	0.78	0.72	0.93	0.48	0.91	1.00									
印尼盧比	0.36	0.47	0.73	0.29	0.78	0.73	1.00								
馬來西亞 林吉特	0.75	0.71	0.91	0.60	0.97	0.94	0.85	1.00							
菲律賓比 索	0.73	0.71	0.91	0.58	0.96	0.92	0.89	0.98	1.00						
越南盾	0.68	0.54	0.75	0.70	0.91	0.72	0.65	0.87	0.89	1.00					
柬埔寨瑞 爾	0.76	0.64	0.84	0.63	0.95	0.87	0.76	0.95	0.96	0.93	1.00				
緬甸幣	0.73	0.59	0.80	0.73	0.91	0.77	0.48	0.89	0.89	0.93	0.91	1.00			
老撾基普	0.45	0.26	0.54	0.60	0.77	0.50	0.95	0.72	0.73	0.92	0.80	0.85	1.00		
人民幣	(0.82)	(0.70)	(0.75)	(0.64)	(0.79)	(0.77)	(0.32)	(0.78)	(0.79)	(0.78)	(0.82)	(0.70)	(0.60)	1.00	
印度盧比	0.65	0.60	0.77	0.66	0.92	0.74	0.79	0.90	0.90	0.96	0.93	0.92	0.90	(0.76)	1.00

新冠疫情爆發至今亞洲各經濟體匯率相關性矩陣（2019. 12. 31-2022. 10. 31）

	美元指數	日元	韓元	港元	新加坡元	泰銖	印尼盧比	馬來西亞 林吉特	菲律賓比 索	越南盾	柬埔寨瑞 爾	緬甸幣	老撾基普	人民幣	印度盧比
美元指數	1.00														
日元	0.87	1.00													
韓元	0.96	0.86	1.00												
港元	0.77	0.94	0.76	1.00											
新加坡元	0.76	0.40	0.76	0.27	1.00										
泰銖	0.83	0.91	0.87	0.87	0.51	1.00									
印尼盧比	0.45	0.29	0.49	0.13	0.67	0.42	1.00								
馬來西亞 林吉特	0.91	0.80	0.94	0.67	0.81	0.85	0.64	1.00							
菲律賓比 索	0.94	0.92	0.94	0.85	0.59	0.91	0.35	0.86	1.00						
越南盾	0.49	0.26	0.44	0.04	0.60	0.16	0.50	0.51	0.35	1.00					
柬埔寨瑞 爾	0.33	0.33	0.44	0.16	0.27	0.40	0.20	0.44	0.37	0.23	1.00				
緬甸幣	0.64	0.86	0.69	0.88	0.17	0.88	0.10	0.61	0.78	(0.15)	0.30	1.00			
老撾基普	0.82	0.97	0.82	0.92	0.32	0.89	0.27	0.76	0.90	0.24	0.36	0.85	1.00		
人民幣	0.44	0.03	0.42	(0.16)	0.77	0.02	0.43	0.47	0.23	0.76	0.24	(0.30)	(0.05)	1.00	
印度盧比	0.83	0.85	0.86	0.74	0.59	0.86	0.57	0.90	0.84	0.38	0.37	0.69	0.86	0.20	1.00

數據來源：Wind、Macrobond、工銀亞洲東南亞研究中心

注：統計截至 2022 年 10 月 31 日



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**