

## 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究



工银亚洲东南亚研究中心

夏林峰 李卢霞 黄斯佳

翟梦涵 周文敏 杨 妍

## 美联储加息路径“趋缓更长” 亚洲货币压力几何？

### 阅读摘要

2022年3月起，全球大通胀背景下，美联储开启40年来最快加息周期，迄今已累计加息375BP，亚洲经济体货币普遍承压，日元、印尼卢比贬至亚洲金融危机以来最弱水平，韩元、泰铢、菲律宾比索等均创下十余年来最低点，港汇多次触发弱方兑换保证。

11月FOMC决议提及关注经济下行和金融市场风险，暗示或将放缓加息速度，但加息终点或更高，预示着美联储后续加息路径或呈现“趋缓更长”特征。短期内，更高加息终点、欧日经济衰退、复杂地缘局势等仍支撑偏强美元，新兴市场货币预计仍将延续弱势波动，但鉴于各经济体稳定汇率能力不同，主要货币汇率预将分化承压，其中：外债负担重、国内政局不稳、经济发展压力较大的老挝、缅甸汇率贬值压力最大；其次是持续贸易逆差、货币政策较宽松的日本和韩国；马来西亚、菲律宾、泰国汇率贬值压力居中；而越南、印尼、中国、印度、新加坡和香港的贬值压力相对较小。

从金融危机的传导机制来看，日本对亚洲的“头雁”作用下降，中国成为中坚力量稳增长持续发力，东南亚各国汇率联动性减弱，亚洲金融危机重演概率不大。

注：“工银亚洲”是中国工商银行（亚洲）有限公司的简称。

本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归工银亚洲东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

# 美联储加息路径“趋缓更长”

## 亚洲货币压力几何

一、年初以来亚洲主要货币贬值情况，与 97 年比呢？

（一）年初以来亚洲主要经济体货币贬值情况

本轮亚洲货币贬值潮可追溯至 2021 年初，2022 年 3 月后加速走弱。2022 年 3 月美联储开启 40 年以来最快紧缩周期，5-11 月连续大幅加息，迄今已加息 375BP，并伴随缩表；同期，乌克兰危机超预期发酵提升美元避险属性，欧日经济低迷也相对提升美元读数，年初至 10 月末，美元指数升幅达到 16.3%，一度升破 114 关口，亚洲各经济体货币普遍承压、走势分化，具体看：

贬值压力最大的货币（贬值幅度超过美元指数升幅）：  
老挝基普（51.6%）、日元（29.2%）、韩元（19.6%）、缅甸币（18.1%）。自 2021 年 1 月初起日元和韩元同步走弱，受到市场普遍关注。政策层面，日本央行维持超低利率和收益率曲线控制（YCC）政策，韩国央行年内虽多次加息、但幅度远小于美联储；经济层面，进口成本大幅上行拖累两国贸易顺差迅速收窄至倒挂，10 月 20 日美元兑日元突破 150，是 1990 年以来最弱水平，美元兑韩元汇率也创下 2009 年危机以来新高。

贬值压力居中的货币（贬值幅度超 10%但小于美元指数

升幅): 菲律宾比索 (14.8%)、泰铢 (14.0%)、马来西亚林吉特 (13.2%)、人民币 (12.6%) 和印度卢比 (11.5%)。今年以来, 随着疫情防控措施逐渐放开, 泰国、马来西亚等东南亚国家旅游服务业复苏, 粮食价格上行利好农产品出口, 带动经常账户回暖, 部分缓和了强美元带来的贬值压力。人民币在本轮周期前半段保持坚挺, 3 月后内地疫情间断散发扰动经济复苏节奏, 外需收缩背景下出口增速趋势性走低, “房住不炒” 原则下房地产行业复苏节奏偏缓, 多因素影响下人民币承压波动走弱, 10 月下旬时点性走弱至 7.3 上方, 是 2008 年以来的最弱水平。

贬值幅度较小的货币: 印尼卢比 (9.2%)、越南盾 (8.8%)、新加坡元 (4.5%)、柬埔寨瑞尔 (1.6%) 和港币 (0.6%)。联系汇率制下港汇趋向弱方兑换保证水平稳健运行, 受益于电子及油气产品出口高景气、货币紧缩节奏也较为积极, 新加坡元贬值幅度亦较小。印尼作为资源出口导向型经济体, 受益于本轮大宗商品价格上行, 而越南承接部分制造业产业链转移, 汇率贬值幅度在亚洲经济体中相对较小。柬埔寨瑞尔在国内使用并不广泛, 美元更为普及<sup>1</sup>。

## (二) 年内亚洲货币贬值情况与 97 年亚洲金融危机期间对比

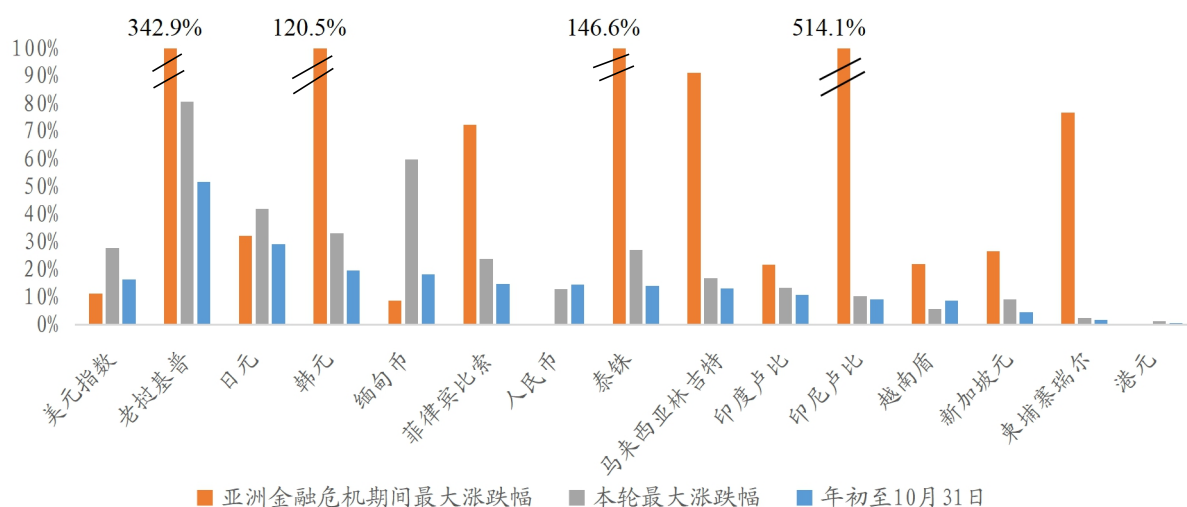
贬值时序方面, 与 97 年亚洲金融危机期间存在相似点, 与欧美资本市场联系最紧密的日本、韩国、新加坡、香港等

<sup>1</sup> 由于多年来持续的战乱、政治动荡和宏观经济失控, 使柬埔寨民众对本国货币瑞尔信心不足, 再加上政府鼓励吸引外资以及国际组织的援助, 使得美元大量流入柬埔寨。根据柬埔寨国家银行发布的报告, 2021 年柬埔寨总贷款中近 88.6% 为美元, 瑞尔贷款的份额约为 11.4%; 存款总额中, 有 91.4% 是美元存款。

经济体货币最先受到波及；而区别在于，97年时泰铢、马来西亚林吉特、菲律宾比索、印尼卢比等东南亚货币与日韩等“先行部队”基本同期甚至更早走贬，而在本轮贬值周期中则滞后1个月以上才进入贬值周期；人民币在两轮贬值周期中均发挥了“压舱石”的作用，1997年人民币盯住美元在8.27—8.28之间小幅波动，本轮中人民币亦是最晚（2022年3月后）才加入亚洲货币贬值行列。

贬值幅度上，除日本和缅甸外，多数亚洲货币贬值幅度弱于97年亚洲金融危机期间。东盟主要国家货币贬值幅度明显小于亚洲金融危机期间，当时印尼卢比贬值幅度达到514%，老挝基普最高贬值342.9%，泰铢最大贬值幅度达到146.6%，马来西亚林吉特最大贬值幅度也达到91.3%，远远超过本轮周期迄今为止的最大贬值幅度。但日元在本轮周期中最大贬值幅度达到41.9%，超过亚洲金融危机期间的32.3%，10月20日，美元兑日元升破150，超过亚洲金融危机时的最弱水平147；另外，受政局动荡困扰的缅甸迄今最大贬幅（59.8%）也超过亚洲金融危机期间（8.6%）（见图表1）。

图表 1：美元及亚洲各国/地区汇率情况统计



数据来源：WIND、Macrobond、工银亚洲东南亚研究中心整理（除美元指数外，其他货币均采用该货币兑美元的直接标价法计算）

注：行情统计时间：年初至10月31日（2021年12月31日-2022年10月31日）；本轮最大涨跌幅（2021年1月1日-2022年10月31日期间最高和最低值之间涨跌幅）；亚洲金融危机期间最大涨跌幅（1997年4月1日-1999年1月4日期间最高和最低值之间涨跌幅）。

## 二、亚洲主要国家稳定汇率的能力和基础如何？

（一）储备水平（维稳汇率的安全缓冲垫）：今年以来亚洲主要国家外汇储备总额普遍下降，但多数国家外汇储备进口支付能力仍处安全水平

相较于1997年和2008年金融危机时期，各国外汇储备规模均有明显增长。步入2022年，基于稳定本国汇市、“填补”外贸赤字、非美元储备资产贬值等原因，亚洲国家外汇储备普遍下降。年初以来外汇储备缩水速度较快的有新加坡（-32.2%）、泰国（-19.9%）、菲律宾（-13.1%）、越南（-14.3%）、印度（-12.6%）和日本（-12.3%）<sup>2</sup>。

<sup>2</sup> 数据采用2021年12月-2022年9月，其中越南最新数据为2022年8月。

整体来看，亚洲主要国家外汇储备充足性仍处较高水平。外汇储备的进口支付能力是衡量一个国家外汇储备充足性的关键指标<sup>3</sup>。传统经验认为<sup>4</sup>，发展中及新兴经济体的最低外汇储备持有量至少需覆盖 3-4 个月的进口额。1997 年亚洲经历金融风暴后，亚洲新兴经济体从贸易逆差转为贸易顺差、并积累大量外汇储备，同时，由固定汇率制转向浮动汇率制<sup>5</sup>亦使各国对汇率波动容忍度增强，外汇储备/进口比例稳步增长。2020 年上半年，亚洲主要国家外汇储备/进口比值普遍达到 10 个月以上的高位（见图表 2）。2022 年 8 月末，中国、日本外汇储备/进口比值分别为 13.3、15.6，较 2020 年峰值分别收缩约 34.5%、43%；韩国、泰国、新加坡、菲律宾及印度外汇储备/进口比例尚有 6 个月以上，自 2020 年的峰值大幅萎缩逾 45%；部分东盟国家外汇储备/进口比例跌至 2008 年金融危机以来新低，如马来西亚（约 3.9 个月）、越南（约 3.3 个月）、老挝（截至 2021 年末约 2.4 个月）（见图表 3）。

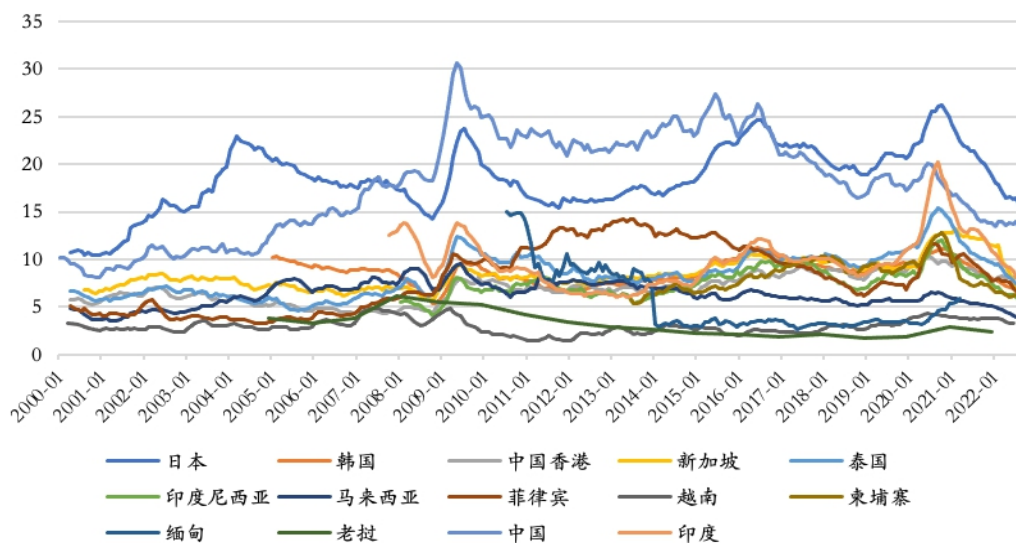
---

<sup>3</sup> 外汇储备/进口比例代表在外汇收入来源完全中断、并假设未来数月进口额不变情况下，现有外汇储备可以维持进口支付的月数。理论上，该比值越大，说明一个国家离国际收支危机越远。

<sup>4</sup> 储备进口比率法由美国经济学家罗伯特·特里芬（Robert Triffin）在 1947 年提出。1960 年出版的《黄金与美元危机》一书对 1950-1957 年主要国家储备与进口比重数据分析发现，一国的国际储备额应同其进口额保持一定的比例关系，**这个比例关系应以 40% 为最高限，20% 最低限**。一般认为，一国持有的国际储备应满足其 3 个月的进口需要，照此计算，储备额对进口的比率为 25%。

<sup>5</sup> 除中国香港、尼泊尔外，目前亚洲地区大多数实施浮动汇率制度，中国、印度、越南、新加坡、泰国、印度尼西亚、马来西亚、柬埔寨、老挝、缅甸实施有管理的浮动汇率制度，日本、韩国、菲律宾实施自由浮动汇率制度。

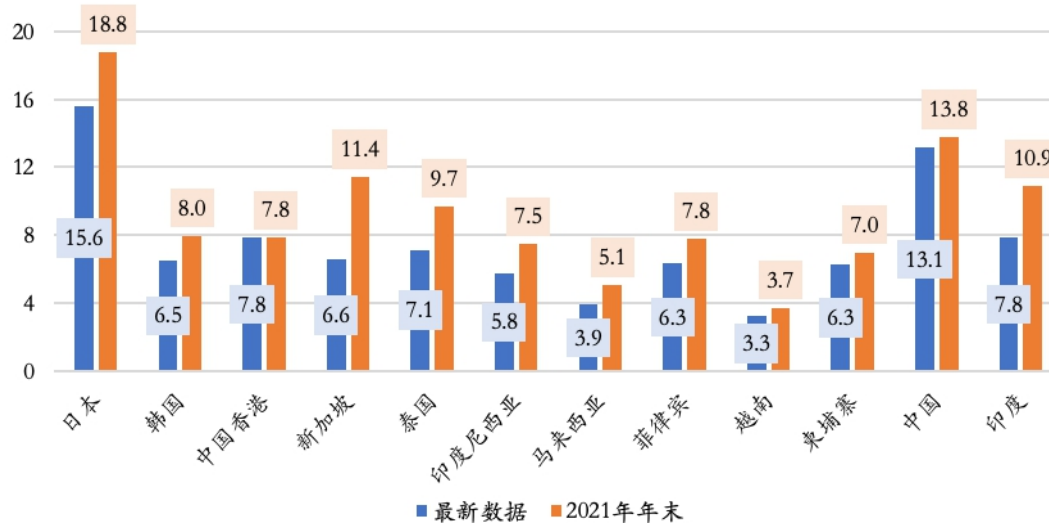
图表 2：2000 年以来年亚洲主要国家外汇储备/进口变动趋势（月数）



数据来源：Wind、CEIC、工银亚洲东南亚研究中心

\*进口数据为 6 个月移动平均值

图表 3：最新年亚洲主要国家外汇储备/进口数值与 2021 年末对比（月数）



数据来源：Wind、CEIC、工银亚洲东南亚研究中心

\*中国数据更新至 9 月，马来西亚数据更新至 7 月，越南、柬埔寨数据更新至 6 月，其余国家更新至 8 月

## （二）外债压力（偿债压力施压货币贬值）：亚洲各经济体外债负担普遍较疫情前更高，日本、柬埔寨、马来西亚和老挝的外债负担尤重

全球流动性收缩、本币贬值背景下，融资条件被动提高、外币计价的利息负担增大外债压力与汇率贬值之间的负反馈影响机制。以外债规模/GDP 的比例作为衡量外债负担的指标，根据 Pattillo 等（2011）的研究结论，当外债与国内生产总值之比达到 35%-40%或与出口总额之比达到 160%-170%时，外债对经济增长呈负面影响。

新冠疫情爆发后，各国实施大规模经济刺激计划，2021 年除越南、印度、新加坡等少数几个国家外，亚洲多数经济体外债负担均较 2019 年水平更高。具体来看，除了作为国际金融中心的新加坡和香港之外，日本、柬埔寨、马来西亚和老挝外债占 GDP 的比值均超 50%。日本的外债负担自 2019 年起就升至 93%以上，严重老龄化和低欲望社会加重政府支出支撑经济和社会福利的负担，外债总量是亚洲国家最高水平。马来西亚外债负担在东盟核心国家中居首位<sup>6</sup>，主因是政府奉行长期宽松的财政政策，藉举债进行大量政府支出、开展基础设施建设（如高铁）与扶植国有大企业；为应对新冠疫情冲击，马来西亚 2020 年出台了 2950 亿马来西亚林吉特（约 730 亿美元，占 GDP 的 20%）的财政纾困措施，在东盟

---

<sup>6</sup>综合考虑 GDP 贡献占比、经济增速、人均收入水平，我们将东盟 10 国按照相应的特点分为三个组别：第一类（核心国家组）：包括印尼、泰国、马来西亚和菲律宾；第二类（富裕国家组）：包括文莱和新加坡；第三类（后发国家组）：包括柬埔寨、越南、老挝和缅甸。



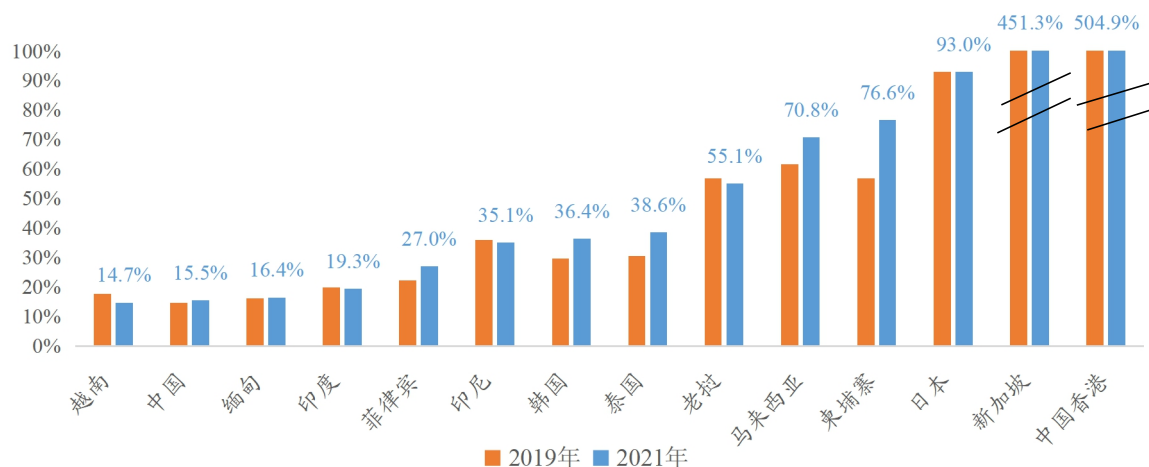
核心国家中亦居首位<sup>7</sup>；柬埔寨和老挝的外债存量增长较快，2015-2021年柬埔寨外债复合增长率高达14.6%，且两国外贸依存度高，柬埔寨、老挝以低端制造品为主、疫情下创汇能力弱<sup>8</sup>，叠加外资加速流出，2021年柬埔寨贸易逆差达到121.9亿美元、创历史新高，老挝外商年度直接投资净额从2019年的-7.55亿美元减少至-10.72亿美元。印尼、韩国和泰国，外债负担均超过35%。韩国的短期外债占外汇储备的比重为41.9%，进口成本压力大幅增加，已连续6个月出现贸易逆差。泰国外债负担由疫情前2019年的30.5%迅速升至2021年的38.6%，是2003年以来的最高水平。受益于资源品出口价格上行，2021年印尼外债存量/GDP比重从2020年的39.3%降至35.1%。相对而言，越南、中国、缅甸、印度和菲律宾当前的外债压力相对较小（见图表4）。

---

<sup>7</sup> 2020年印尼财政刺激政策占GDP的比重为6.3%，泰国15.3%，马来西亚20.0%，菲律宾7.2%，新加坡19.6%，越南12.1%。

<sup>8</sup> 柬埔寨的出口结构以低端制造品为主，2021年劳动和资源密集型制造品出口额占柬埔寨总出口金额的64%。老挝燃料相关产品在出口总额中的占比从2019年的22.6%增长到2021年的31.9%，中高端制造品占出口的份额从16.6%降至11.9%。

图表 4： 亚洲主要国家 2019、2021 年外债规模对比



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心整理

注：外债负担=外债存量/GDP, 老挝和缅甸外债存量为 2019 年和 2020 年的数据

### （三）政策空间（货币紧缩缓解贬值压力）：当前主要国家和地区已积极入市干预，后续政策空间存在一定差异

1997 年金融危机期间，亚洲主要经济体最先普遍动用外汇储备托底本币汇率，部分经济体提高短期融资利率、发布行政令限制资本进出，或者调整基准利率。危机初期，受到国际对冲基金攻击的泰国、马来西亚、菲律宾、香港、韩国等抛售美元稳定汇市，同时迅速提高短期利率以减缓资本外流，并实施了外汇管制。然而实际收效不及预期，最终被迫宣布本国货币贬值，并放宽汇率波动幅度。其中，日元虽然最先开启贬值周期，但却是在 1998 年 4 月金融危机接近尾声时才出手干预汇率，此后与美国开展联合干预最终日元企稳（见图表 5）。

图表 5：亚洲主要经济体应对 97 年亚洲金融危机的措施

国家	应对措施
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1998 年 4 月日本政府在亚洲金融危机接近尾声时出手干预，提振日元。</li> <li>▪ 1998 年 6 月美国和日本决定采取协同行动扶助日元。</li> </ul>
韩国	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1997 年 11 月放弃盯住美元的汇率制度，放开对韩元汇率浮动区间的管制</li> <li>▪ 向 IMF 申请援助贷款</li> </ul>
中国香港	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 提高短期贷款利率</li> <li>▪ 动用外汇基金承接港元沽盘，并将所吸纳的港元存入香港银行体系，稳定同业拆息。</li> </ul>
印尼	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 出售外汇试图抵御投机资本的攻击。</li> <li>▪ 采用浮动汇率制度及紧缩的货币政策，利率水平大幅上升。</li> <li>▪ 向无力清偿债务的银行提供流动性贷款，并重建银行业。</li> </ul>
马来西亚	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 央行上调政策性利率<sup>9</sup>。</li> <li>▪ 实施选择性的资本控制措施。</li> </ul>
泰国	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 取消固定汇率制，实行有管理的浮动汇率制。</li> <li>▪ 央行干预外汇市场。</li> <li>▪ 基础利率从 10.5% 上调至 12.5%。</li> </ul>
菲律宾	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 初期大量抛售美元，随后于 97 年 7 月放弃这一政策。</li> <li>▪ 加强外汇交易管制，银行需央行批准后才能将非移交合同出售给非本国居民。</li> <li>▪ 上调短期利率<sup>10</sup>。</li> </ul>
新加坡	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 允许汇率在一定范围内浮动。</li> <li>▪ 控制资本外流，金融机构向非本国居民提供贷款前，需要与新加坡金融局协商。</li> </ul>

数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

1. 2022 年年初以来亚洲多数经济体跟随美联储上调基准利率，未来一段时间部分经济体仍可能跟进加息、相应缓解本币汇率贬值压力。

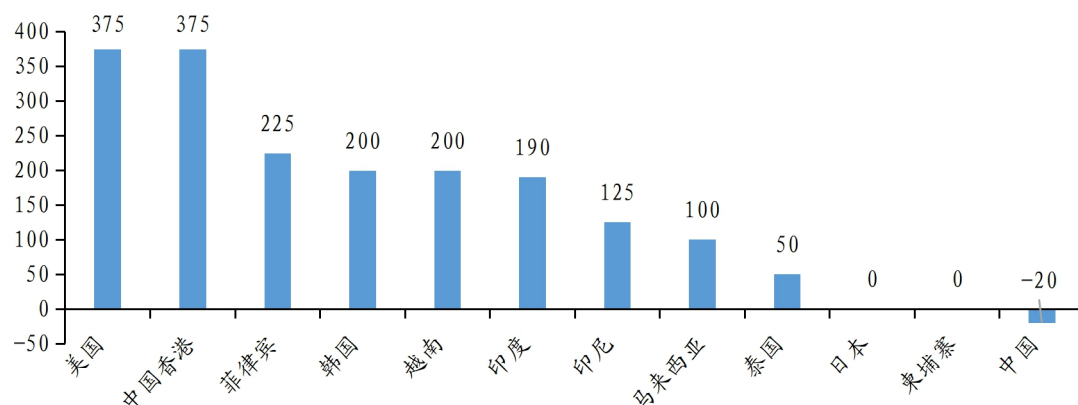
面对货币贬值压力，年初以来亚洲多数经济体跟随美联

<sup>9</sup>马来西亚 3 个月银行间拆借利率从 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

<sup>10</sup>菲律宾中央银行的短期借贷利率从 1997 年 6 月底的 15% 上升至 7 月中旬的 37%，贷款利率由 17% 上升至 34%。

储上调基准利率。但除了香港地区外，亚洲经济体加息幅度普遍小于美联储（见图表 6）。

图表 6：2022 年亚洲各经济体跟随美国加息情况



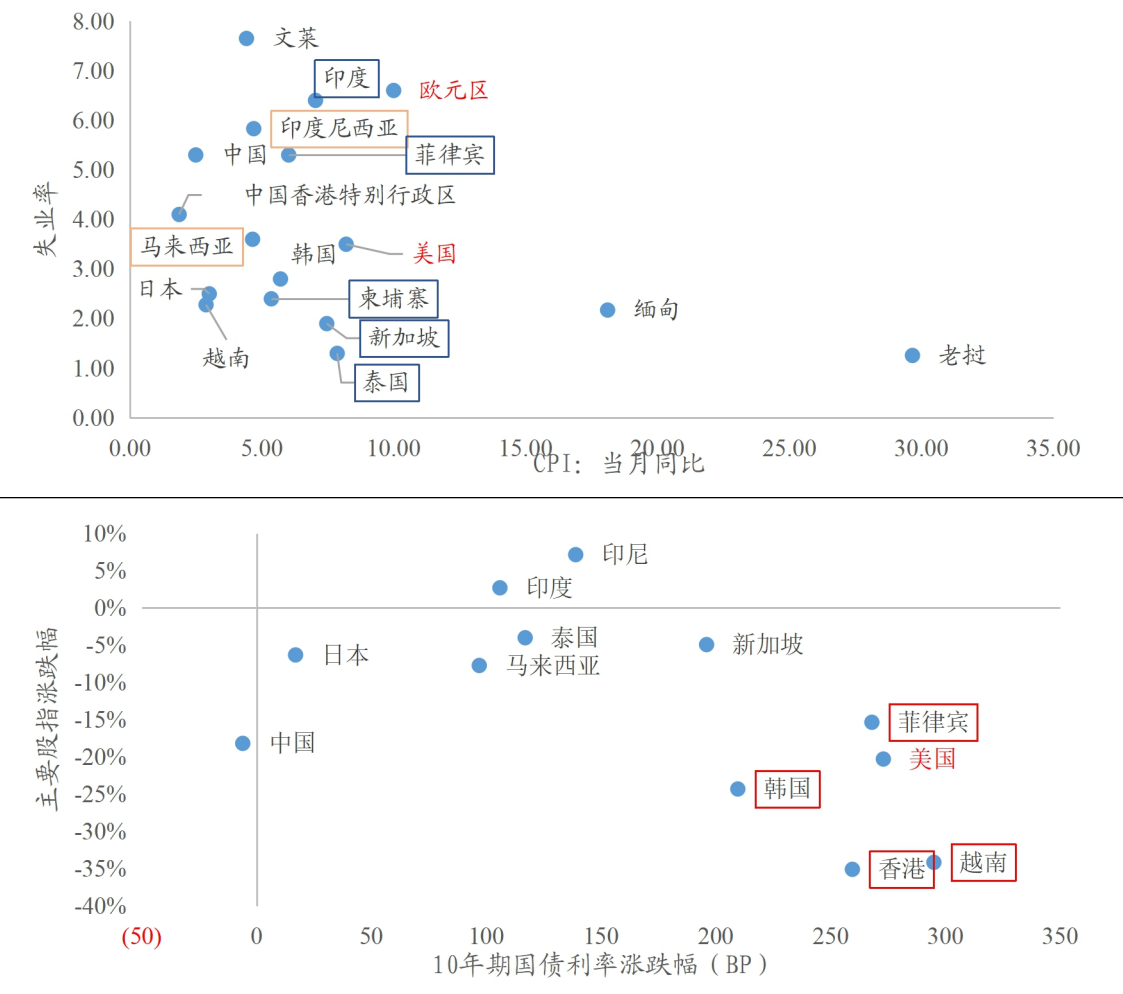
数据来源：Macrobond、工银亚洲东南亚研究中心

注：统计截至 2022 年 11 月 4 日，菲律宾央行将于 11 月 17 日再加息 75BP，合计加息幅度达 300BP。

未来一段时间，通胀水平较高、经济金融市场仍具韧性的经济体有较大概率跟进加息，相应可部分缓和本币汇率压力。从通胀压力看，（1）缅甸、老挝通胀水平畸高，缅甸政局不稳，老挝基普急贬；（2）泰国、新加坡、印度、菲律宾、韩国和柬埔寨面临较大输入性通胀风险，主要受食物和能源价格飙升影响；（3）印尼和马来西亚也面临一定输入性通胀压力。其他国家通胀压力仍然较为温和。从经济金融韧性视角看，印度、印尼和菲律宾失业率较高，对加息形成一定掣肘。2022 年以来，菲律宾、韩国、越南的金融市场出现较大动荡，债务负担走升等压力也可能一定程度上对央行紧缩决策形成掣肘（见图表 7-8）。综合预判，印度、印尼、泰国、马来西亚、新加坡等后续仍有较大加息空间，持续高企的通胀也加大了菲律宾跟进加息的必要性。联系汇率制度下香港

## 金管局亦将跟随美联储节奏加息。

图表 7-8：决定亚洲经济体后续货币政策空间的条件



数据来源：Wind、Macrobond、工银亚洲东南亚研究中心

注：统计截至 2022 年 10 月 31 日

2. 加息之外，亚洲多数经济体也以不同方式直接干预汇率，未来继续相机操作的空间和效率也影响本币汇率走势。

过急过快的加息节奏已明显令部分国家金融体系“不堪重负”，宣布加息的同时入市维稳汇率。比如，10月13日韩国央行大幅加息 50BP 后，当日和 10月23日宣布扩大购买商业票据和公司债券规模，还同步推出系列流动性应急计划。越南央行在 9月23日和 10月25日连续两次大幅加息 100BP，而此前 10月13日宣布将越南盾兑美元的交易区间从之前的

3%扩大至 5%。

保持宽松政策或者加息节奏偏缓的经济体也采取了不同的稳定汇率政策，未来可能进一步相机干预。9月22日，日本自亚洲金融危机以来首次入市买入日元，动用外汇约200亿美元；10月21日日元跌破150之后，日本央行罕见地在日本交易时间之外干预汇市，规模高达6.35万亿日元（约合424.2亿美元），刷新历史纪录。韩国外汇管理局在8月下旬对韩元投机性交易发出口头警告，9月15日韩国央行进行了7亿美元的抛售干预，10月23日紧急会议后宣布重启债券稳定基金、面向不同市场推出系列组合拳流动性应急计划<sup>11</sup>。泰国央行也在10月1日表示正通过干预外汇市场来降低泰铢的波动性。印尼央行则表示使用“三重干预”<sup>12</sup>措施防止印尼盾出现任何过度下跌。人民银行在4月和9月宣布下调金融机构外汇存款准备金率1%和2%，9月28日将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0上调至20%，10月25日将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25，相机引导市场预期。

### 三、未来一段时间亚洲主要经济体汇率走势及影响展望

#### （一）亚洲主要经济体汇率走势前瞻

---

<sup>11</sup>韩国财政部、央行宣布从10月24日起启动价值1.6万亿韩元的债券稳定基金，“积极购买”企业债券和商票。政府同时将国有银行（韩国开发银行、韩国工业而银行等）购买公司债上限翻倍至16万亿韩元；向韩国证金公司（KSFC）提供3万亿韩元，以帮助因为项目融资资产证券化票据（PF-ABCP）而承压的券商提供流动性。此外，韩国住房和城市保障公司与韩国房地产金融公司将各拿出5万亿韩元，用以支持那些整体稳定但面临短期流动性危机的房地产项目融资计划。

<sup>12</sup> “三重干预”：即印尼央行对即期汇率、国内无本金交割远期汇率和债券市场干预，以平抑印尼盾波动。

11月美联储会议决议释放加息节奏放缓、加息终点更高的预期，但仍需跟踪快节奏加息抑制通胀和增长的滞后效应。短期内，美联储“趋缓更长”的加息路径预期、尚不明朗的乌克兰危机局势、延续低迷的欧日经济，都将为强美元提供支撑，或推动美元指数向前期高点120水平靠近。在此背景下，未来一段时间亚洲各经济体汇率料将继续承压，但因维稳汇率能力差异，各经济体汇率走势亦将延续分化：

外债负担重、国内政局不稳、经济发展压力较大的**老挝和缅甸**汇率贬值压力最大，食品和能源价格强势，抬升进口成本、进一步恶化经常账户的同时，输入性通胀压力增大，增加经济脆弱性和金融系统性风险，但考虑到经济体量小、金融市场不发达，对亚洲市场整体影响不大。

**日本和韩国**的汇率贬值压力也较大，预计短期内日本央行坚持收益率曲线控制（YCC）政策，以弱汇率和超低融资成本支持经济增长，但随着美元进一步走强，日元可能挑战160的广场协议后最弱水平，增加入市干预汇率的压力。如果国际投机资金炒作“稳汇率和稳利率”的政策抉择，**极端情况下不排除调整YCC政策（如拓宽YCC操作区间、调整操作债券期限等）的可能性**。韩国央行随紧跟美联储加息，但国内企业、居民债务率过高，大幅加息导致债务压力过大，加大外汇干预需求、弱化外汇干预效果，令韩元继续走弱。

**马来西亚、菲律宾、泰国**汇率贬值压力居中。马来西亚

外债负担重，外汇储备覆盖进口不足 4 个月；菲律宾能源进口依赖度较高，输入性通胀压力较大；泰国经济高度依赖入境旅游，疫情防控常态化演绎提振经济增长动能，农产品出口亦对经济复苏提供支持，但其也高度以来能源进口，CPI 连续 4 个月超 7%，持续加息必要性加大。未来这三个国家央行仍有跟随美联储加息的可能，相应缓和汇率贬值的压力。

**越南、印尼、中国、印度、新加坡和香港的汇率贬值压力相对较小。**越南、印尼、中国和印度受益于资源和产品的出口转口贸易，自身创汇和吸引外资的能力较强，外汇储备较为充裕，为应对短期内货币贬值压力有丰富的政策工具箱，但仍应当警惕外需走弱对出口的拖累，可能拖累经常账户，增大汇率贬值压力。

**（二）日本对亚洲的“头雁”作用下降，中国成为中坚力量稳增长持续发力，东南亚各国汇率联动性减弱，亚洲金融危机重演概率不大**

1995 年开始日元一路走贬，至 1997 年 5 月初贬值幅度已达到 56%，美日货币政策背离是日元贬值的重要原因<sup>13</sup>，亚洲多国货币竞争性贬值，最终诱发亚洲金融危机。日元贬值作为亚洲金融危机的催化剂，传导机制的根源在于亚洲“雁行发展模式”失效。具体而言，20 世纪 50-80 年代，率先实现工业化的日本作为“头雁”，将已成熟的制造业逐步转移

---

<sup>13</sup> 1994 年 2 月-1995 年 2 月，美联储快速大步加息共计 7 次，联邦基金利率由 3% 升至 6%；而日本银行从 1991 年 7 月开始实施宽松的货币政策，连续 12 次降息，贴现率从 6% 一路降至 2001 年 9 月的 0.1%。



至“四小龙”（中国台湾、韩国、中国香港、新加坡），随后为“四小虎”（马来西亚、泰国、菲律宾和印度尼西亚）、中国和其他亚洲国家，最终形成技术密集-资本密集-劳动密集的阶梯式产业分工体系。但“雁行模式”存在固有缺陷，同一阶梯内各经济体结构单一且严重依赖投资和出口，随着90年代后日本经济增长动力放缓，不同阶梯之间出口差异减弱、竞争逐渐激烈，因而日元持续两年的大幅贬值，挤占其他亚洲国家出口利润，以邻为壑的竞争性贬值诱发踩踏性动荡。

当前，日元持续贬值已超过亚洲金融危机期间最弱水平，但亚洲货币竞争性贬值的传导机制明显淡化。一方面，日本“头雁”效应减弱，中国成为支撑亚洲经济增长的中坚力量。1997年日本GDP在亚洲占比达到51.2%，至2021年已经降至13.4%，而中国则从10.9%大幅增至47.4%（见图表9），成为支撑亚洲经济增长的核心引擎。人民币相对日元、韩元等其他亚洲货币而言贬值幅度较温和，当前内地稳经济政策正持续发力，人行应对人民币波动的工具箱仍然充足，人民币币值基本稳定是支撑亚洲汇市的重要基础。

图表 9：亚洲金融危机期间亚洲各经济体 GDP 在全球/亚洲的占比

国家	GDP (十亿美元)		GDP 全球占比		GDP 亚洲占比	
	1997	2021	1997	2021	1997	2021
中国	958.0	17458.0	3.0%	18.1%	10.92%	47.4%
中国香港	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%
韩国	570.6	1798.5	1.78%	1.87%	6.51%	4.88%
澳大利亚	426.1	1633.3	1.33%	1.70%	4.86%	4.43%
新西兰	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%
马来西亚	108.8	372.8	0.34%	0.39%	1.24%	1.0%
泰国	150.2	513.2	0.47%	0.53%	1.71%	1.39%
菲律宾	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%
文莱	5.8	19.9	0.02%	0.02%	0.07%	0.05%
老挝	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%
缅甸	——	65.2	——	0.07%	——	0.18%

数据来源：CEIC，工银亚洲东南亚研究中心

另一方面，相较于亚洲金融危机期间，当前东南亚各经济体汇率联动性减弱。亚洲金融危机以泰铢大幅贬值作为导火索，逐渐传染至马来西亚、菲律宾、印尼等国。从相关性矩阵来看，东南亚各国汇率间的联动性较此前减弱，背后是各国经济和产业结构差异性加大，出口和经济增长同频共振的概率降低（见图表 10-11）。

图表 10-11：当前东南亚各国汇率联动性较亚洲金融危机时减弱

97 年亚洲金融危机期间亚洲各经济体汇率相关性矩阵（1996.02.12-1999.06.01）

	美元指数	日元	韩元	港元	新加坡元	泰铢	印尼卢比	马来西亚 林吉特	菲律宾比 索	越南盾	柬埔寨瑞 尔	缅甸币	老挝基普	人民币	印度卢比
美元指数	1.00														
日元	0.81	1.00													
韩元	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										
泰铢	0.78	0.72	0.93	0.48	0.91	1.00									
印尼卢比	0.36	0.47	0.73	0.29	0.78	0.73	1.00								
马来西亚 林吉特	0.75	0.71	0.91	0.60	0.97	0.94	0.85	1.00							
菲律宾比 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 尔	0.76	0.64	0.84	0.63	0.95	0.87	0.76	0.95	0.96	0.93	1.00				
缅甸币	0.73	0.59	0.80	0.73	0.91	0.77	0.48	0.89	0.89	0.93	0.91	1.00			
老挝基普	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		
人民币	(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	
印度卢比	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

新冠疫情爆发至今亚洲各经济体汇率相关性矩阵（2019.12.31-2022.10.31）

	美元指数	日元	韩元	港元	新加坡元	泰铢	印尼卢比	马来西亚 林吉特	菲律宾比 索	越南盾	柬埔寨瑞 尔	缅甸币	老挝基普	人民币	印度卢比
美元指数	1.00														
日元	0.87	1.00													
韩元	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										
泰铢	0.83	0.91	0.87	0.87	0.51	1.00									
印尼卢比	0.45	0.29	0.49	0.13	0.67	0.42	1.00								
马来西亚 林吉特	0.91	0.80	0.94	0.67	0.81	0.85	0.64	1.00							
菲律宾比 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 尔	0.33	0.33	0.44	0.16	0.27	0.40	0.20	0.44	0.37	0.23	1.00				
缅甸币	0.64	0.86	0.69	0.88	0.17	0.88	0.10	0.61	0.78	(0.15)	0.30	1.00			
老挝基普	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		
人民币	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	
印度卢比	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

数据来源：Wind、Macrobond、工银亚洲东南亚研究中心

注：统计截至 2022 年 10 月 31 日



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

**本文章版权属撰稿机构及/或作者  
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构  
及/或作者的意见及分析，并不代  
表香港中资银行业协会意见。**