

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 周文敏

黄斯佳 杨妍

强美元背景下亚太货币压力几何

阅读摘要

2024 年年初以来，受降息预期反复、避险情绪升温等因素影响，美元指数经历两轮明显升势，非美货币普遍承压，近期亚太货币普遍走弱引发市场关注。其中，日元（12.3%）、韩元（6.8%）、泰铢（6.1%）贬值压力最大，印尼和越南政府已出台实质性外汇管理措施，其他多个经济体央行亦加大市场预期管理。

短期内，美联储降息时点预期后移，欧央行政策偏鸽，叠加地缘形势不确定性仍高，亚太经济体面临“稳经济”和“稳汇率”政策权衡挑战，外汇市场整体料仍有阶段压力。但往前看，与 1997 年亚洲金融危机时相比，东盟等国经济金融韧性整体增强；往后看，全球制造业复苏、大宗商品价格高企，以及美联储降息大概率“虽缓仍至”，再发生系统性金融风险的概率很低。

强美元背景下亚太货币压力几何

一、强美元背景下多个亚太货币短暂快速走弱，央行积极采取“稳汇率”措施

强美元背景下亚太货币普遍承压。2024年初以来，美元指数经历两轮明显升势，第一轮(年初至2月中，升幅3.36%)，美国经济韧性和通胀反弹压力超预期背景下，美联储降息紧迫性下降，支撑美元指数反弹；第二轮(3月中至4月中，升幅3.46%)，地缘局势推升避险情绪，叠加美联储降息时点延续后移，美元与黄金同升，美元指数最高触及106.5，创近6个月新高。在此背景下，亚太货币分化承压。具体看：

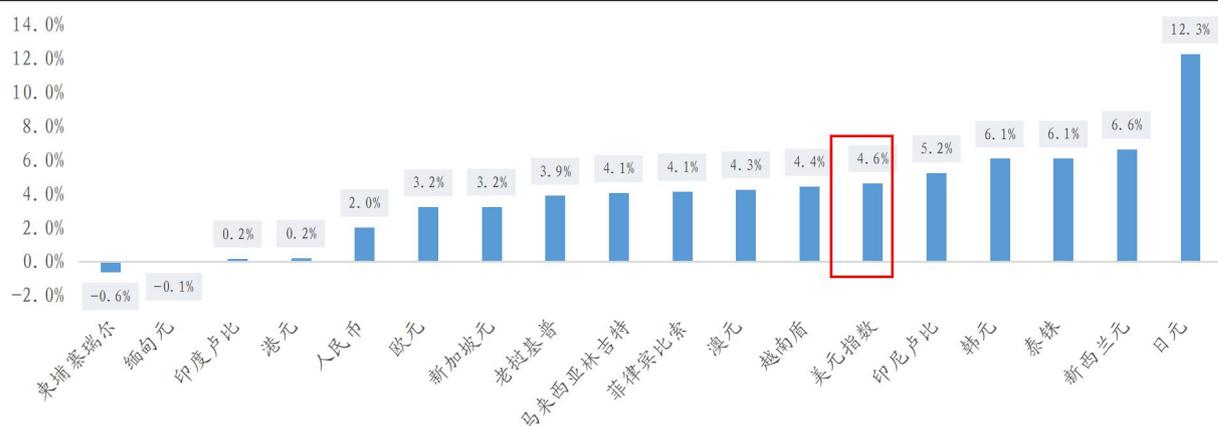
1. 日元(12.3%)、韩元(6.8%)、泰铢(6.1%)贬值压力最为明显。日央行紧缩不及预期，日美利差仍大，拖累日元成为亚洲主要经济体中表现最弱货币，4月29日一度跌破160，是1990年6月以来最弱水平；韩元最弱跌破1,400关键整数位，是2022年11月以来的最弱水平泰铢跌破37关口、刷新2023年10月以来新低，是东盟贬值压力最大的货币。新西兰元(6.6%)、印尼卢比(5.2%)、澳元(4.3%)压力亦较大，印尼卢比一度重挫至近4年低点；澳元和新西兰元均承压走弱，但仍高于2023年11月的水平。

2. 越南盾(4.4%)、马来西亚林吉特(4.1%)和菲律宾比索(4.1%)跌幅居中，但已逼近历史最低。3月以来越南盾快速走弱，连续创纪录新低；马来西亚林吉特年内在

4.60-4.80 区间弱势波动，短暂逼近历史低位 4.8（超过亚洲金融危机时的最弱水平 4.725）；菲律宾比索接近跌破 58 重要关口，逼近历史最低 59。

3. 新加坡元（3.2%）、人民币（2.1%）、港元（0.2%）、印度卢比（0.2%）等币值较为稳定。人民币小幅走弱，但相较其它 RCEP 经济体明显更为坚挺；印度卢比自 2023 年 8 月后至今于 82-83 区间窄幅波动，是表现最好的新兴市场货币之一（见图表 1）。

图表 1：2024 年初至今各亚太货币兑美元汇率变动幅度



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理（注：数据截至 2024 年 4 月 26 日，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）

2024 年尤其是 4 月中旬以来，亚太多国央行普遍加大稳汇率力度：印尼和越南已出台实质性外汇管理措施，印尼央行通过在二级市场购买债券、干预现汇市场和国内无本金交割远期外汇 (NDF) 交易等手段稳定汇率市场，2024 年前三个月印尼官方储备资产连续下降、降幅超 4%；4 月 24 日印尼央行意外加息 25BP¹；此外还敦促政府支持的企业避免大举

¹ 4 月 24 日，印尼央行意外加息 25 个基点，将 7 天逆回购利率上调至 6.25%、存款工具利率上调 25 个

购买美元、提醒自然资源出口商将赚取美元汇回本国等。越南国家银行从3月开始密切关注汇率变化，4月23日出台了一系列稳汇率措施，包括发行短期国库券、利用公开市场操作（OMO）工具、调节银行间市场流动性和利率等²。其他多数央行积极做好市场预期管理。4月中旬马来西亚央行表示将确保外汇市场充足的流动性和有序运作，并在3月初鼓励国企回流海外资金并兑换成本币；泰国央行在4月10日会议上表示，已对泰铢过度波动采取行动，如有需要将再度加息。日本、韩国和菲律宾，表示正密切关注汇率波动，多次明确表示已做好必要时干预汇市的准备，美日韩三国发表联合声明承认日韩对近期本币大幅贬值的严重关切，并商定就汇市波动保持沟通。

二、短期内亚太经济体面临“稳经济”和“稳汇率”政策权衡挑战，外汇市场整体或仍有阶段压力

（一）美联储降息时点后移，欧日央行政策偏鸽，叠加地缘形势不确定性仍高，料共同支撑美元偏强波动

支撑美元强势的因素来自三个方面。一方面，经济韧性增长背景下美联储预防式降息意愿不强，支撑美元走势。根据美联储决策“四边形”模型³来看，国际原油价格高波动、

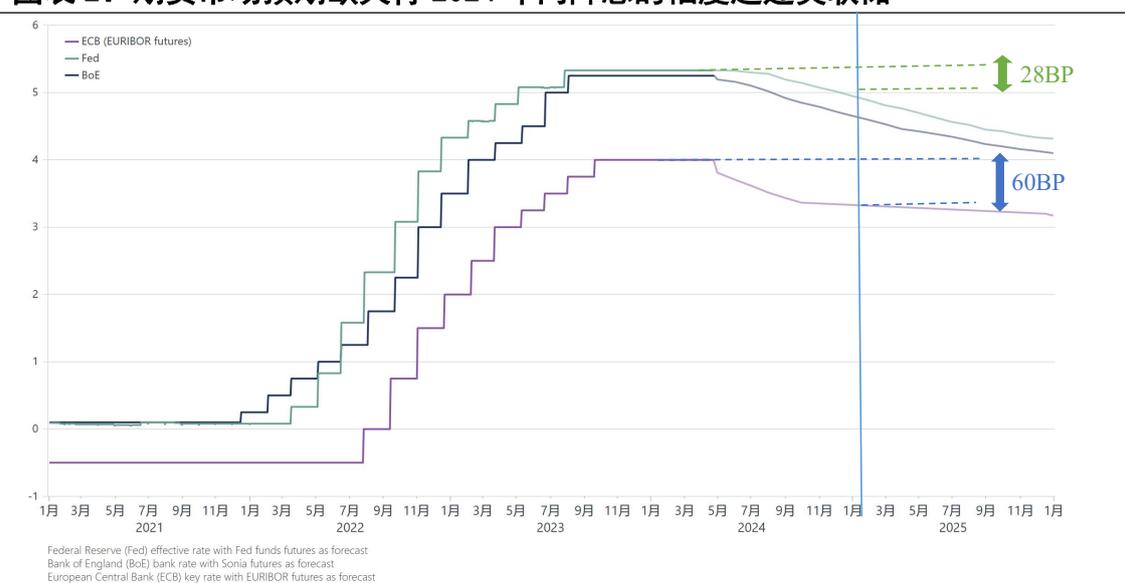
基点至5.50%、贷款工具利率上调25个基点至7.00%。

² 4月23日，国家银行通过OMO渠道向9个成员提供了近36万亿越盾（折合人民币102.5亿元）的贷款，期限为14天，中标年利率从近期的4%提高至4.25%。同日，国家银行发行了2.15万亿越盾的国库券，期限为28天，年利率为3.73%。与此同时，3月26日发行的一批国库券到期，国家银行相应地向市场投入3.7万亿越盾。

³ 参考中国工商银行(亚洲) 东南亚研究中心 2024-03-22 报告《美联储究竟何时降息？》

劳动力缺口尚未弥合等，增加了通胀预期反弹的风险，服务消费增势仍强、库存较低对地产市场提供一定支持，美国经济景气维持韧性；在金融市场回撤幅度有限、中小金融机构风险整体可控的情况下，美联储开启预防式降息时点或不早于三季度末（9月）。另一方面，欧央行货币政策总体偏鸽，从技术层面提振美元。当前美元指数的6种货币构成了美元名义相对价值的定价篮子“锚”，尤其是欧元占比57.6%，欧央行政策在较大程度上影响美元指数走势。目前，欧央行降息稳经济动力较强。欧元区经济增长乏力且国别分化明显，经济龙头德国已陷入技术性衰退，制造业产业链复苏缓慢，叠加通胀下行趋势较稳健，欧央行先于美联储开启降息动力较强，期货市场预期今年欧央行降息幅度约60BP（约2-3次），高于美联储的28BP（约1-2次）（见图表2）。

图表 2：期货市场预期欧央行 2024 年内降息的幅度超过美联储



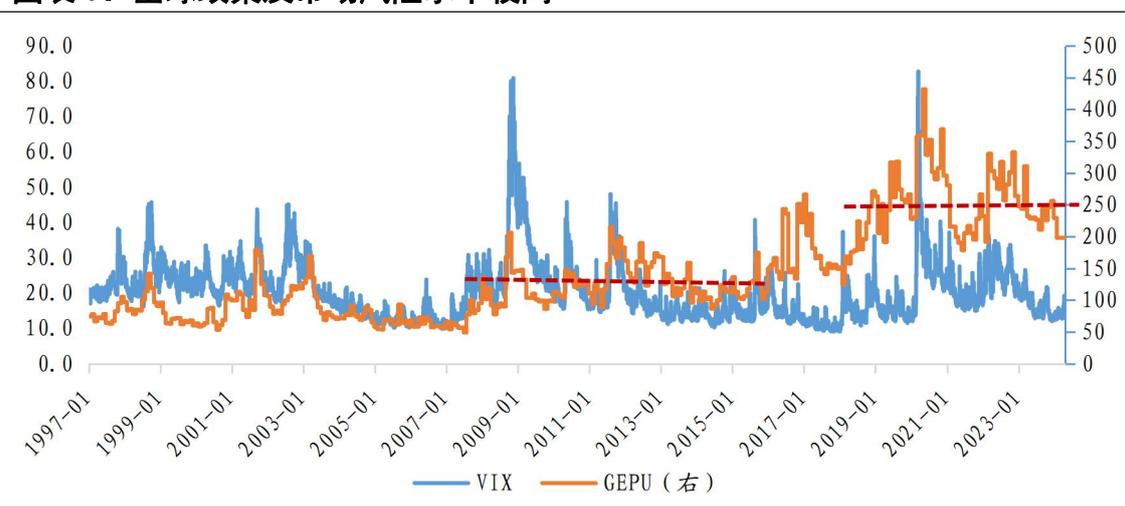
数据来源：Macrobond、中国工商银行(亚洲) 东南亚研究中心

注：更新时间 2024 年 4 月 26 日

此外，地缘局势不确定性仍高推升避险需求，也对美元

走势形成提振。2018年后全球经济政策不确定性指数(GEPU, Global Economic Policy Uncertainty Index)的运行中枢明显抬升(见图表3)。当前,乌克兰危机、巴以冲突、红海危机等前景仍存不确定性,增大全球资源品涨价及供应链成本走升的压力;叠加2024年美国、印度、英国等70多个国家和地区适逢换届选举年,党派博弈亦增大政策不确定性压力。

图表3：全球政策及市场风险水平较高



数据来源: St. Louis Fed、WIND、中国工商银行(亚洲) 东南亚研究中心

注: GEPU 指数由 21 个国家当地新闻讨论经济、政策和不确定性的相对频率,并以 GDP 进行加权平均后得出。

(二) 亚太经济体经济景气和通胀水平分化,若央行被迫先于美联储降息,或加大本币汇率压力

分国家看:

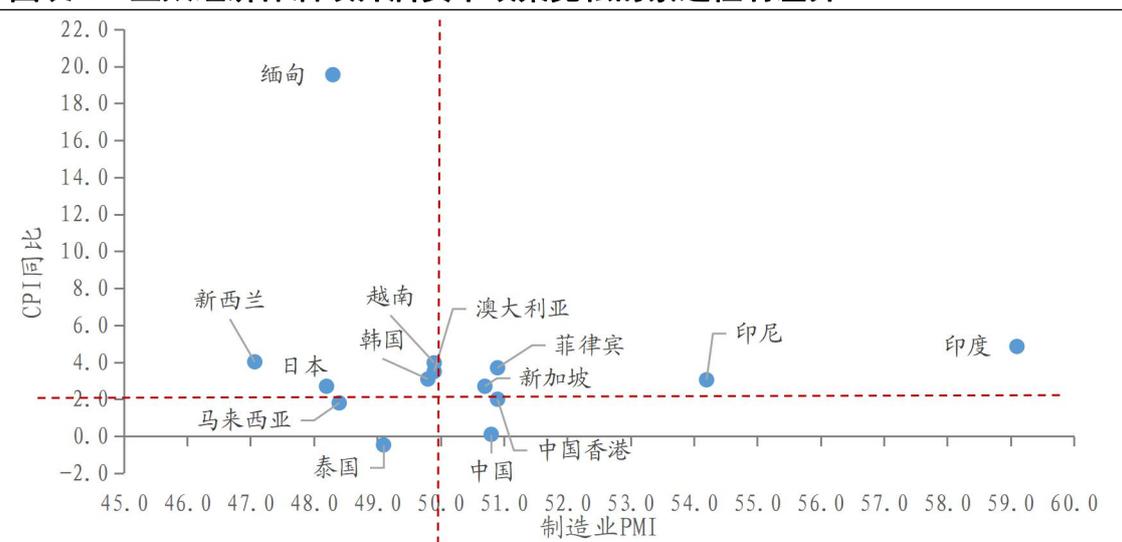
印度和印尼经济景气度较高、通胀压力相对较大,货币政策或有逆势紧缩的空间,4月24日印尼央行意外加息25BP,支撑印尼卢比短线走强。

中国、韩国等多数亚洲制造型经济体景气度趋势回升，通胀水平相对温和，货币政策总体延续审慎稳健基调。

日本虽然 3 月春斗薪资涨幅超预期，日央行宣布结束负利率，但居民消费低迷、固定资产投资未明显提振、剔除输入性通胀因素后物价仍低位运行等均显示出国内经济复苏基础仍不牢固，后续日央行继续加息的动力不足。

泰国、越南面临增长基础不牢固、物价低迷或金融市场风险加大的担忧，泰国央行采取宽松货币政策的动力较强（见图表 4）。

图表 4：亚太经济体后续开启货币政策宽松的紧迫性有差异



数据来源：WIND、Macrobond、工中国工商银行(亚洲) 东南亚研究中心

注：制造业 PMI 和 CPI 数据统计为 2024 年 3 月，缅甸 CPI 为 2022 年 7 月。

三、东盟等新兴经济体经济金融系统韧性整体增强，亚洲金融危机再现可能性很低

（一）与 1997 年亚洲金融危机时期相比，亚太经济韧性整体增强

从经济基本面看，2023年亚太经济体⁴全部已实现疫后经济复苏。其中，印度受人口红利和大量资本支出等因素带动，经济增长表现亮眼（+7.83%）；中国、菲律宾、印尼、越南、柬埔寨等亦实现5%以上的稳健增长。比较而言，1997年金融危机后，印尼、泰国、马来西亚、韩国等经济体遭受重创，多个经济体在次年出现负增长。

从外贸依存度看，当前多数亚太经济体贸易依存度仍处于较高水平。随着全球贸易持续发展，除印尼、菲律宾、新西兰外，多数经济体贸易额占GDP、经常账户余额占GDP比重较1997年有所提高，尤其中国香港、新加坡、越南等。对于资源相对匮乏、进口依存度较高的国家而言，本币贬值可能会太高进口成本、加大国际收支平衡和汇率压力。截至2023年底，柬埔寨、新西兰、菲律宾、泰国等国常账户余额为负值。

从外汇储备水平看，多数亚太经济体外汇储备进口支付能力远超安全水平⁵。中国、日本的外汇储备/进口比值分别为14.2、17.6，澳大利亚（1.74）、越南（2.98）、新西兰（3.07）等相对偏低。与1997年对比，各经济体外汇储备总额和充足性有显著增长。

从外债负担水平看，日本、柬埔寨、马来西亚、澳大利亚和新西兰压力相对较大。以外债规模/GDP的比例作为衡量

⁴ 指本文观察的17个经济体，下同。

⁵ 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，传统经验认为，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。

外债负担的指标⁶，除作为国际金融中心的新加坡和中国香港外，2023年日本外债负担最重，柬埔寨、马来西亚、澳大利亚和新西兰外债占GDP的比值亦超50%。对比1997年，当前菲律宾、泰国等金融危机影响较大的经济体的外债负担已明显下降。

进一步，从短期外债偿付紧迫性看，除新加坡和中国香港外，澳大利亚、新西兰、日本和马来西亚的偿债紧迫性较高。澳大利亚、新西兰、日本的短期外债占外汇储备比值显著高于100%的国际警戒线水平⁷。澳大利亚和新西兰主要因为外汇储备水平较低，导致对短期外债的覆盖压力过大。马来西亚和老挝是东盟国家中偿债紧迫性较高的国家。但与1997年相比，泰国、印尼、菲律宾、越南、缅甸等国家的短期外债占外汇储备比值明显下降，当前水平多数位于50%以下，处于较安全水平（见图表5）。

⁶ 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。

⁷ [1] 短期外债/外汇储备国际警戒线区间为 70%-100%，超过 100% 表明偿债风险极大。

图表 5：各新兴经济体经济体系韧性较 1997 年明显增强

	经济总量及结构						储备水平				外债压力			
	实际GDP增速 (%)		贸易额/GDP (%)		经常账户余额/GDP (%)		外汇储备 (亿美元)		外汇储备/进口		外债余额/GDP (%)		短期外债余额/外汇储备 (%)	
	1997	2023	1997	2022	1997	2023	1997	2023	1997	2023	1997	2023	1997	2022
日本	0.98	1.92	19.78	46.84	2.12	2.14	2282.00	11704.37	8.73	17.58	-	106.85	-	279.0
韩国	6.17	1.36	57.52	96.54	-1.90	1.78	197.10	3956.43	1.93	7.45	28.47	38.76	96.00	44.0
中国	9.25	5.24	34.53	38.14	3.84	2.24	1398.90	32379.77	11.79	14.18	13.67	13.75	21.5	38.3
中国香港	5.1	3.22	233.44	383.79	-	10.54	928.23	4254.15	5.34	7.44	-	480.14	-	265.0
印度	4.05	7.83	22.62	49.23	-0.71	-2.31	239.65	5512.39	6.45	9.46	22.50	19.05	17.8	22.8
新加坡	8.32	1.08	323.86	336.86	15.57	19.33	774.00	3367.98	7.90	9.91	-	391.10	-	342.0
泰国	-2.75	1.87	95.05	133.88	-2.01	-3.18	256.97	2015.57	5.85	9.24	71.74	38.41	140.7	36.3
印度尼西亚	4.7	5.05	55.99	45.39	-2.27	0.96	160.88	1326.21	-	6.94	-	29.69	187.9	36.7
马来西亚	7.33	3.68	185.67	146.66	-5.93	3.01	209.84	1037.20	3.32	6.97	-	68.17	-	110.0
菲律宾	5.19	5.57	77.23	72.42	-4.62	-4.48	71.78	886.26	2.57	8.90	53.31	28.68	134.9	17.3
越南	8.15	5.05	94.34	185.73	-5.69	-0.26	19.73	880.86	1.88	2.98	-	36.10	117.9	44.1
柬埔寨	4.01	5	78.93	123.19	-6.10	-25.70	2.87	156.43	-	8.05	-	75.63	-	-
缅甸	5.74	2.55	-	72.37	-8.73	-	2.50	77.05	-	6.85	-	19.87	125.7	0.9
老挝	6.91	3.7	65.16	75.83	-11.79	-0.07	1.00	17.82	-	-	51.60	68.01	0.1	61.7
文莱	-1.47	1.41	115.68	146.97	-	19.57	-	31.61	-	4.52	-	-	-	-
澳大利亚	4.66	2.06	37.98	45.14	-2.73	1.06	155.79	408.25	3.04	1.74	59.35	109.40	527.00	1032.0
新西兰	2.45	0.63	55.25	53.81	-	-8.72	42.73	121.13	-	3.07	78.93	87.05	-	422.0

数据来源：WIND、CEIC、IMF（国际货币基金组织）、世界银行、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：贸易额/GDP 数据，老挝的为 2017 年；外汇储备数据，除越南（2023 年 11 月）、柬埔寨（2023 年 7 月）、缅甸（2021 年 3 月）、文莱（2023 年 11 月）、老挝（2023 年 9 月）外，其余国家数据截至 2023 年末；外汇储备/进口数据，除越南（2023 年 11 月）、柬埔寨（2023 年 7 月）、缅甸（2021 年 3 月）、文莱（2023 年 11 月），其余国家数据截至 2023 年末；短期外债余额/外汇储备数据，缅甸为 2020 年数据。

（二）1997 年金融危机后亚太新兴经济体汇率制度灵活性明显提升，有助于缓释外资流动对汇率的冲击

1997 年亚洲金融危机前，亚洲多国实施钉住汇率制度和较高水平的金融自由化来吸引外资，除了明确实施货币局制度的中国香港、文莱之外，泰国、印尼、马来西亚、韩国、菲律宾等经济体实质上也都钉住美元。此后，各经济体普遍提高了汇率制度灵活性，多数推行管理浮动汇率制，使盯住货币篮子中的币种和权重更加多元化等（见图表 6），有助

于缓释外资大幅流入流出对汇率的冲击。其中，中国香港金融管理局推出一系列完善汇率制度的措施⁸；柬埔寨、越南、老挝仍实施高度盯住美元的汇率制度，但外汇管制较严格，金融市场深度有限，产生区域内风险传染可能性较低。

图表 6：亚洲金融危机前与当前 RCEP 经济体汇率制度情况⁹

RCEP经济体	亚洲金融危机前汇率制度（1997年）	当前汇率制度（2022年）
印尼	管理浮动汇率制（实际上高度钉住美元）	浮动汇率制
马来西亚	管理浮动汇率制（实际上高度钉住美元）	浮动汇率制
泰国	钉住汇率制（钉住一篮子货币）	浮动汇率制
菲律宾	管理浮动汇率制（实际上高度钉住美元）	浮动汇率制
新加坡	管理浮动汇率制	管理浮动汇率制
文莱	货币局制度（与新加坡元等值互换）	货币局制度
老挝	钉住汇率制（钉住一篮子货币）	爬行钉住（钉住美元）
柬埔寨	管理浮动汇率制（高度美元化）	管理浮动汇率制（高度美元化）
越南	未明确	爬行钉住（钉住美元）
缅甸	固定汇率制（1SDR=8.5缅元）	管理浮动汇率制
中国内地	管理浮动汇率制（人民币兑美元浮动上下限0.3%）	管理浮动汇率制（钉住一篮子货币）
中国香港	货币局制度（1美元兑7.80港币）	货币局制度（1美元兑7.75-7.85港币）
日本	自由浮动	自由浮动
韩国	管理浮动汇率制（钉住美元±0.25%范围内浮动）	浮动汇率制
澳大利亚	自由浮动	自由浮动
新西兰	浮动汇率制	浮动汇率制
印度	自由浮动	管理浮动汇率制

数据来源：IMF AREAER database1997/2022，中国工商银行(亚洲) 东南亚研究中心

（三）往后看，全球制造业趋势复苏，美联储降息大概率“虽缓仍至”，亚太经济体汇市料“阶段性”分化承压

中美等主要经济体开启新一轮补库周期，叠加大宗商品价格高企提振亚太经济体增长动能。美国是全球最大消费中心、中国是最大制造业中心，中美同时补库有望整体性提振

⁸ 1998年9月推出7项措施巩固联系汇率制度，其中最重要的是强化港币流动性贴现机制，银行可以所持外汇基金票据及债券透过金管局的贴现窗获得融资，尽量避免市场资金价格极端波动，2005年5月推出“强方兑换保证”设定于7.75港币兑1美元的水平，并将“弱方兑换保证”由7.8调至7.85港币兑1美元。

⁹ 1997年泰国、老挝钉住的一篮子货币中，美元占比均约80%；越南自1989年实行汇率并轨改革至1997年遭遇亚洲金融危机之前，货币当局并没有明确实行何种汇率制度，处于汇率制度的“无制度”时期；文莱汇率一直盯住新加坡元，根据《1967年新加坡—文莱货币等值互换协议》，新加坡元和文莱元等值互换并在对方国家自由流通。

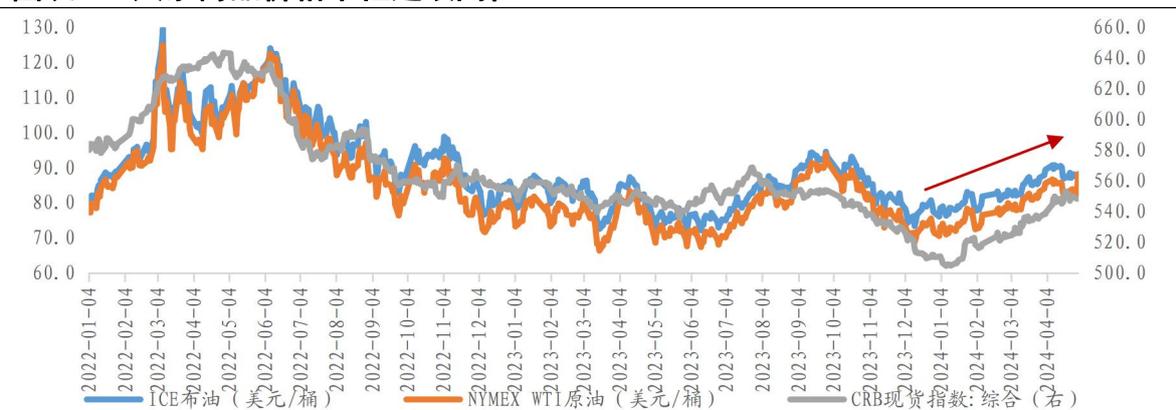
亚太制造业景气度。综合考虑历史规律，以及高利率对投资的掣肘，预计美国有望在 2024 年二季度后开启主动补库周期；后续美联储降息开启后居民地产周期重启，以及大选后美国新一轮财政扩张均提高了市场对美国补库力度的期待。需求拉动和产业链联动下，亚太经济体制造业复苏趋势渐显（见图表 7）。制造业投资带动资源品需求，叠加地缘复杂形势延续扰动，大宗商品价格中枢延续高位，亦将提振亚太资源型国家经济增长动能（见图表 8）。

图表 7：2024 年以来，全球及主要经济体制造业 PMI 回暖

	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01
全球:制造业PMI	50.6	50.3	50.0	49.0	49.3	48.8	49.2	49.0	48.6	48.7	49.6	49.6	49.6	49.9	49.1
全球:制造业PMI:新订单	50.9	50.4	49.8	48.6	48.9	48.5	48.4	48.1	47.6	48.0	49.3	49.4	49.5	49.3	47.7
美国	50.3	47.8	49.1	47.1	46.7	46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4
欧元区	46.1	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8
中国	50.8	49.1	49.2	49.0	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49.0	48.8	49.2	51.9	52.6	50.1
中国香港	50.9	49.7	49.9	51.3	50.1	48.9	49.6	49.8	49.4	50.3	50.6	52.4	53.5	53.9	51.2
韩国	49.8	50.7	51.2	49.9	50.0	49.8	49.9	48.9	49.4	47.8	48.4	48.1	47.6	48.5	48.5
马来西亚	48.4	49.5	49.0	47.9	47.9	46.8	46.8	47.8	47.8	47.7	47.8	48.8	48.8	48.4	46.5
日本	48.2	47.2	48.0	47.9	48.3	48.7	48.5	49.6	49.8	49.8	50.6	49.5	49.2	47.7	48.9
泰国	49.1	45.3	46.7	45.1	47.6	47.5	47.8	48.9	50.7	53.2	58.2	60.4	53.1	54.8	54.5
新加坡	50.7	50.6	50.7	50.5	50.3	50.2	50.1	49.9	49.8	49.7	49.5	49.7	49.9	50.0	49.8
印度	59.1	56.9	56.5	54.9	56.0	55.5	57.5	58.6	57.7	57.8	58.7	57.2	56.4	55.3	55.4
印尼	54.2	52.7	52.9	52.2	51.7	51.5	52.3	53.9	53.3	52.5	50.3	52.7	51.9	51.2	51.3
越南	49.9	50.4	50.3	48.9	47.3	49.6	49.7	50.5	48.7	46.2	45.3	46.7	47.7	51.2	47.4

数据来源：WIND，中国工商银行(亚洲) 东南亚研究中心

图表 8：大宗商品价格中枢延续高位



数据来源：WIND，中国工商银行(亚洲) 东南亚研究中心

美联储年内降息大概率“虽缓仍至”，伴随降息预期渐

次明确，亚太经济体汇市压力料随之趋弱。美国 2023 年第四季度 GDP 环比折年率由 3.2% 上修至 3.4%，但 2024 年一季度环比折年率（初值）为 1.6%，远低于市场预期；劳动力市场紧张程度有所下降，但就业数据韧性整体仍强，2024 年前三个月新增非农就业人数保持上升趋势（1 月：15.6 万人，2 月：27.0 万人，3 月：30.3 万人），失业率在波动中小幅上升（季调失业率 1 月：3.7%，2 月：3.9%，3 月：3.8%）；一季度通胀下降趋势出现反复（1 月：3.1%，2 月：3.2%，3 月：3.5%），一季度 PCE 反弹亦超预期（一季度：3.1%，预测：3%，前值：1.8%），核心 PCE 反弹更明显（一季度：3.7%，市场预期：3.4%，前值：2%）。整体看，当前内需仍支持美国经济韧性，但高利率对增长的掣肘作用渐次显现、对中小金融机构的经营冲击再次发酵。综合考虑增长放缓、金融体系稳定、通胀中枢上移等因素，美联储年内降息是大概率事件，有一定概率在 9 月落地。

综上分析，后续越南盾、泰铢、日元、韩元等币值或仍有一定压力；人民币、印度卢比、印尼卢比等料较为坚挺。

图表 9：各经济体汇率压力风险等级（由低到高）



数据来源：中国工商银行(亚洲) 东南亚研究中心预判



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。**