



美加息對東南亞貨幣衝擊不一

過去聯儲局數次加息，均引發新興市場貨幣不同程度的貶值。就算聯儲局在 2013 年只是暗示 QE 結束時間可能較預期更早，當時的“縮減恐慌”(Taper Tantrum)已令新興市場股、匯大幅波動，足見聯儲局的貨幣政策決定對新興市場影響深遠。如今聯儲局終於邁出加息的步伐，相信新興市場表現會再現波瀾。隨著“一帶一路”的開展，東南亞市場將較其他拉美、東歐等新興市場與我們有更多的經貿往來，因此聯儲局加息後的東南亞貨幣走勢尤其值得關注。

東南亞貨幣表現相對堅挺

聯儲局自 2014 年 10 月宣佈結束 QE 後，市場預期 2015 年加息為大概率事件，新興市場貨幣兌美元於 2015 年普遍貶值。當中拉美市場貨幣貶值幅度最大，阿根廷比索、巴西雷亞爾兌美元貶值逾三成。另外，俄羅斯自 2014 年 3 月起受到美、歐制裁，經濟表現受到嚴重打擊，俄羅斯盧布也貶值 20%。然而，整體東南亞貨幣貶值幅度相對溫和。除了馬來西亞令吉的 19% 貶值幅度可媲美前者外，印尼盾貶值了 10%，泰銖貶值了 9%，菲律賓比索和越南盾各貶值了 5%。而自聯儲局宣佈加息後，於當天取消外匯管制的阿根廷比索更大跌 25%，巴西雷亞爾和墨西哥比索貶值約 2%。但東南亞貨幣匯價走勢背馳，印尼盾回升了 2%，其餘馬來西亞令吉、泰銖、菲律賓比索和越南盾大致持平。由於東南亞各國的經濟實力和結構存在差異，聯儲局加息的溢出效應自然不能一概而論。

能源出口佔比成關鍵

聯儲局收緊貨幣政策，支持美元匯價趨升。主要以美元計價的能源價格亦因美元轉強而受壓。另外，在以往的加息週期，美國以及其他先進經濟體的增長動力向好，足夠抵消

張文晶
經濟研究員
Tel: 28266192
anniecheung@bochk.com

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

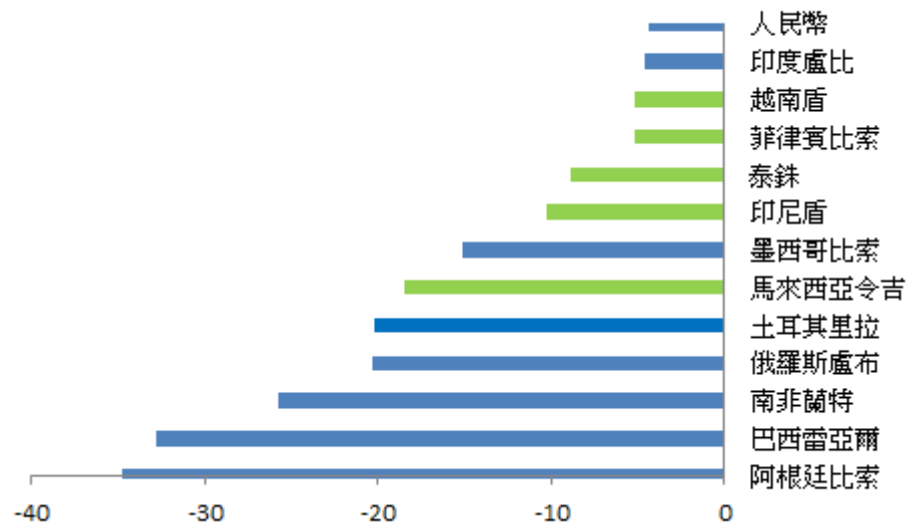
加息對經濟的負面影響。但今次美國加息目的在於盡快實現利率正常化，美國的經濟增長動力未見突破。歐洲、日本等先進經濟體增長乏力，多個出口主導的新興市場增長亦放緩。全球經濟活動擴張未見明顯轉趨活躍，能源需求亦因此較為疲弱。加上產油國未有減產，供應過剩嚴重，能源價格的壓力較以往加息週期還要大。據此，能源產品的出口佔比越高，越不利整體經濟前景。在東南亞國家中，印尼的能源出口佔比最高，接近 33%。馬來西亞居次，佔比為 20%。越南和泰國的佔比分別為 10% 和 6%。菲律賓的佔比更少於 1%。

外債風險可成沽空的導火線

過去三輪 QE 令金融市場資金泛濫，投資者為追逐較高回報，大量美元流入各新興市場，以美元為主的外債在過去數年間急劇增加。聯儲局開啓加息週期，一方面美元兌本幣趨升，另一方面美元利率上升將加重外債的利率開支，均增加各新興市場償付外債的壓力。這可成為投資者沽空的導火線，引發資金外流，進一步加劇本幣貶值。其中，儲備外債比率 (Reserves to external debt ratio) 可反映國家的外債風險，比率越低，外債違約風險越高。在東南亞國家中，外債的增幅在過去數年間領跑外匯儲備，大多數國家的比率趨向下行。當中泰國和菲律賓的比率仍處相對健康的水平，分別達 111.4% 及 92.8%。馬來西亞及印尼的比率較低，分別是 54.3% 和 37.1%。儘管越南的比率在過去數年上行，但比率只有 47.6%，乃分析的五國中次低水平。

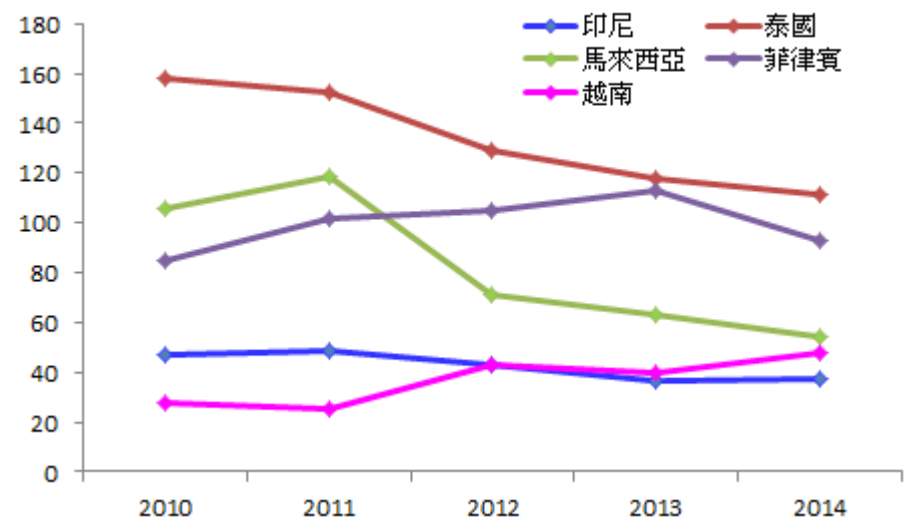
總括而言，在能源價格低迷的環境下，由於馬來西亞及印尼同樣高度依賴能源出口，同時兩國的外債風險較高，經濟及政府財政基礎較脆弱，馬來西亞令吉和印尼盾將會較大機會引領新一輪的貶值。相比之下，越南盾、泰銖和菲律賓比索所受的衝擊相對較小。

圖一：東南亞貨幣兌美元貶值較溫和(2015年變化，%)



資料來源: 彭博社，中銀香港經濟研究

圖二：東南亞多國儲備外債比率下降(%)



資料來源: International Debt Statistics 2016, World Bank