

2017年1月18日

經濟研究員 黃思華

2017年美元持續強勢 人民幣融資成東盟契機

內容提要

2016年美國大選後，環球資金逐漸由新興市場流向美國，加重新興市場貨幣的下調壓力，東盟主要貨幣亦有大幅回落。展望2017年，預期美國經濟表現進一步回穩，加上新政府的刺激方案，有助美國本土經濟增長，資金預料會繼續流向美國，令東盟主要貨幣持續受壓。然而，東盟各國的政經狀況不一，在強美元的大勢下，各貨幣將有不同表現。此外，強美元及息口上升均會增加美元債務的融資成本，人民幣對東盟主要貨幣的表現相對穩定，隨著中國與東盟的經貿關係日深，東盟對人民幣有實際需求，推動人民幣融資有利於東盟的經濟發展。

過去一年金融市場受到英國脫歐公投、美國大選、意大利憲改公投等重大政經事件影響而大幅波動。在外匯市場，東盟主要貨幣(印尼盾、馬來西亞林吉特、泰銖、坡元和菲律賓披索)於2016年上半年對美元均呈現升值走勢，但自美國大選後同時轉向，反映資金撤出東盟市場流入美國，造成貶值壓力。

踏入2017年，在美國經濟前景持續向好的預期下，東盟主要貨幣相信難以扭轉大勢，貶值壓力仍然較大，但五國中經濟根基較為穩固的新加坡及印尼相信可以維持貨幣較小的波動及下調壓力；受到國內因素影響，泰銖、馬來西亞林吉特及菲律賓披索預料有較高的波動及貶值幅度。

一、2016年東盟主要貨幣的變化及規律

1. 東盟主要貨幣對美元普遍呈現聯動，息口預期升溫改變貨幣走勢

自 2008 年金融海嘯後，東盟主要貨幣對美元的走勢相對同步，由 2009 年初進入上升週期，直至 2013 年中市場預期聯儲局啟動退市，結束量化寬鬆計劃，東盟主要貨幣一同貶值至 2015 年尾。在這段期間，東盟五國的經濟增長表現不一，而且其通脹數字及與美國的息差都有不同步伐。由此可見，五國貨幣的走勢大方向主要是由美國的貨幣政策所帶動，而國內因素只能解釋部份的幣值波動。

出口導向及外來直接投資是東盟以往高速增長的其中一個成功要訣，穩定的幣值對貿易商及外國投資者都十分重要，特別美元是主要的國際貿易結算貨幣，所以幣值對美元穩定有利於東盟五國的經濟表現。因此，相對於其他完全自由浮動貨幣，例如：歐元、日元及墨西哥披索等，東盟主要貨幣對美元的波幅一直較小。至於維持幣值穩定的方法，東盟五國一般是利用外匯儲備在市場直接干預。



資料來源：彭博，中銀香港經濟研究

2016 年，除菲律賓披索外，其他四國貨幣大部份時間對美元都錄得升值，但自美國大選之後，環球金融市場對美國當選總統特朗普及共和黨掌控的兩會一致看好，美債息率及股票市場節節上升，吸引資金流向美國，使亞洲貨幣受到拋售而急促轉向。

在美國大選結束至 2016 年的兩個月內，東盟五國貨幣下跌約 2-7%。2016 年 11 月數據顯示，東盟五國的國際儲備在一個月內下跌 1.4-4.3%，當中有涉及息率上升的估值因素，但馬來西亞、泰國及印尼的央行官員都承認曾在外匯市場支持幣值；新加坡早在 2016 年 4

月公布對一籃子貨幣實行「零升值」貨幣政策，所以其央行在美元走強下支持匯價更是順理成章；菲律賓的外匯儲備跌幅最大，減少約 4.3%，相信這亦是出於央行穩定披索所致。

2. 國內經濟實力及政治風險決定貨幣個別表現

東盟主要貨幣的趨勢雖然是由美國的貨幣政策主導，但 2016 年各貨幣的表現不一：印尼盾、泰銖及坡元的變化相對穩定，全年分別升 2.3%、升 0.8%及跌 2.0%；馬來西亞林吉特及菲律賓披索則有較大的波幅及下調壓力，全年分別跌 4.3%及 5.2%。兩組貨幣的表現分歧可由其國內經濟實力及政治風險因素得到啟示。

印尼盾於 2016 年對美元輕微升值，主因相信是其國內經濟重拾增長動力及成功遏制通脹。雖然印尼是東盟五國中唯一錄得經常帳及財政赤字的國家，但印尼的經濟增速自 2015 年第二季開始回升，通脹亦由 2013 年至 2015 年平均 6.5%的高位回落至約 3-4%的較溫和水平，給予央行空間在 2016 年減息 4 次，由 7.5%下調至 6.5%，幫助經濟抵禦外圍需求疲弱的負面影響。另外，政府在年中推出的稅務特赦法反應熱烈，增加海外資金回流，刺激對印尼盾的需求。

泰銖在五國貨幣中對美元的波動最小，只有在國王離世期間變化較大，其幣值相對穩定與泰國良好的經濟基礎有關。泰國近年經濟回復穩定增長於 3%水平，而且國內財政狀況穩固：外債佔 GDP 比重維持約 32-35%的較健康水平，國際儲備有近 1,700 億美元。這些因素使泰國有較大空間去緩衝外來衝擊和穩定泰銖走勢。至於新加坡，其接近 2,500 億美元的國際儲備讓坡元可以緊貼一籃子貨幣的走勢，坡元在 2016 年輕微下跌的原因估計是與一籃子內的英鎊及歐元等貨幣貶值有關。

馬來西亞林吉特在 2016 年的波幅是五國之中最高，由首四個月上升超過 10%至年底下跌約 4%。馬來西亞的財政狀況欠佳相信是其幣值波動及受壓的原因：1. 馬來西亞近年的對外債務拾級而上，2012-2015 年上升約 39%，同期名義 GDP 只增長 19%，對外債務升幅兩倍於經濟增長，使對外債務佔 GDP 比重升至 66%；2. 馬來西亞的國際儲備相對較小，2015 年的國際儲備相當於 7.7 倍的入口額，比其他四國的 9.4-14.9 倍為低，而儲備規模亦由 2013 年初的高位至 2015 年下跌超過 30%，使央行對外匯市場的干預更為謹慎；3. 市場認為主權基金一馬公司(1MDB) 的醜聞令國際投資者信心轉差。加上，馬來西亞禁止外資進行 NDF 交易增加市場對其推行資本管制的擔憂，使馬

來西亞林吉特沽售壓力趨升。

至於菲律賓，國內經濟及財政狀況相對穩建，披索的貶值壓力由 2016 年 9 月開始，海外資金更是早於 8 月撤出菲律賓股市，相信主因是與總統杜特爾特的不確定性有關，菲律賓與美國的經貿關係以往一直比較密切，其外交政策的轉向令國際投資者更為謹慎，使披索的需求下滑。

二、2017 年強美元走勢將主導東盟主要貨幣

1. 強美元將令東盟主要貨幣持續受壓

雖然美國新政府的經濟政策尚未有細節公布，但考慮其財政政策的方向及共和黨掌控兩會的優勢，美國的經濟前景可被看高一線。最新經濟數據亦顯示美國本土的經濟表現穩健：失業率處於 4.7% 的低位、工資持續上漲、個人消費開支上升。環球資金因而回流美國，並推升美元資產價格。值得注意的是，新政府的政策是以發展本土經濟活動為主，加上其對外貿易的取態較為保守，使美國經濟好轉未必能夠帶動環球貿易活動。這些因素將會支持美元在 2017 年繼續走強，令東盟主要貨幣面對較大的下行壓力。

2. 坡元及印尼盾維持穩定

展望 2017 年，在強美元主導下，估計坡元及印尼盾會維持相對較小波幅。新加坡金融管理局在 2016 年 10 月的貨幣政策聲明重申對一籃子貨幣「零升值」的外匯政策。因此，在日元及歐元等主要貨幣的貶值預期下，坡元對美元估計將會溫和貶值。雖然印尼仍未能擺脫雙赤字(經常帳及財政)，但印尼的經濟表現預計維持穩建，其外來直接投資增長理想，在 2016 年首 3 季按年升 10.6% 至超過 200 億美元，而且有高達 1,100 億美元的外匯儲備。能源商品及原棕櫚油佔印尼接近四分之一的出口，商品市場回暖有助改善其出口表現。良好的經濟根基可支持印尼盾幣值穩定，估計其表現將會是東盟五國中最好。

3. 泰銖料受短暫波動，馬來西亞林吉特及菲律賓披索風險略增

泰國 2017 年底將會舉行大選，過往經驗顯示重大政治事件都會令泰銖的短期波幅上升，而且過往大選曾引起大型公眾遊行，政治不確定性將令國際資金流出當地資本市場。基於目前泰國的經濟增長回穩及有 1,641 億美元的外匯儲備可用於穩定匯市，預料泰銖只會在大

選前後有較大的波幅。

從幣值角度考慮，馬來西亞林吉特及菲律賓披索在 2017 年仍存有較大的風險因素。多個國家對 IMDB 的調查將會影響馬來西亞的政局發展，加上國內的外債及家庭債務持續高企，以及央行有收緊資本管制的舉動，這都會阻礙投資者信心，使資金持續流出，令到林吉特受壓。再者，林吉特貶值有助刺激出口及旅遊業需求，拉動經濟增長。過去兩年，林吉特對美元下調超過 20%，相信 2017 年林吉特的貶值壓力仍然較大。

至於菲律賓，雖然國內經濟增長處於較高水平，而且財政狀況近年不斷改善，但是菲律賓與美國外貿關係的變數令披索的前景出現隱憂。總統杜特爾特最近的言輪不單令菲律賓與奧巴馬政府的關係緊張，而且美國當選總統特朗普對於收緊移民政策及保護本土市場的提倡亦有可能影響菲律賓的海外匯款及服務貿易表現。所以，菲律賓披索將會受到杜特爾特與特朗普的外交關係及美國新政府的政策細節影響而較為波動。

三、人民幣融資有利於東盟的經濟發展

在強美元及美國步入加息週期的大勢下，以美元計的融資成本將會趨升，加重東盟的債務負擔，所以東盟有必要分散融資選項以減低整體債務風險。人民幣近年對東盟主要貨幣的走勢相對互動，利用人民幣取代傳統以美元計價的融資工具可為東盟提供更穩定的資金來源。對於投資者而言，這亦可為人民幣資金提供多一個資產配置選擇。現時，中國佔東盟的貿易額比重約 15%，中國對東盟的直接投資由 2014 年的 57 億美元急增至 2015 年的 128 億美元，可見兩者的經貿關係趨向緊密，反映東盟對人民幣有實際需求。

因此，多以人民幣融資可降低東盟對美元的倚賴，減少由強美元所引起的跨境資金流動風險，符合東盟的利益。近年，英國、南韓及波蘭已經相繼在離岸及在岸市場發行人民幣主權債，俄羅斯亦正計劃發行人民幣債券。預期東盟也將增強利用人民幣作為融資工具，以支付與中國的貿易開支及應付區內龐大的基建投資需求。