

疫情以來東盟國家金融脆弱性分析

新冠疫情引發全球經濟衰退，各國持續實施寬鬆貨幣政策和全球融資環境相對寬鬆，短期內全球金融穩定風險暫且受控。根據國際貨幣基金組織（IMF）發佈的《2020年10月全球金融穩定報告》，疫情爆發後，全球的金融脆弱性持續上升，部分新興市場和低收入國家亦正面臨融資的挑戰。

由於過往經歷了97年的亞洲金融危機，東盟地區的系統性風險一直是市場的關注點之一。今次疫情對東盟帶來重大影響，不僅拖慢了整體經濟增速，東盟國家政府為了支持經濟復甦擴大了財政赤字，金融脆弱性指標顯著惡化。經過對97年金融危機時曾受重大影響的四個國家（泰國、菲律賓、馬來西亞、印尼）進行分析，現時經濟基本面、匯率機制、政府財政水平、流動性環境等因素與當年危機時明顯不同，但當前的政治、經濟形勢也衍生出了新的風險點，對金融脆弱性的影響需要密切關注。

一、東盟國家面對自98年以來最嚴重的經濟衰退

疫情導致東盟經濟陷入衰退，政府加碼財政預算及實施寬鬆貨幣政策。大部分東盟國家屬於出口導向國家，旅遊業也是主要的收入來源之一，新冠疫情衝擊全球，主要貿易夥伴需求大幅放緩，加上封關、強制隔離等防疫措施不利觀光業，對東盟經濟造成嚴重打擊。截至目前，東盟主要國家的疫情仍未受控，印尼的疫情是東盟國家之中最嚴重的，2月19日總確診案例超過127萬宗，而菲律賓是第二嚴重的國家，共錄得56萬宗。部分國家在2020年一季度末已呈現經濟衰退的跡象。由於較嚴厲的社區隔離措施在4月開始實行，二季度泰國、菲律賓、馬來西亞和印尼的經濟表現大幅下滑，進入負增長區間。此外，去年大宗商品價格受壓、經濟活動和消費需求減弱，泰國和馬來西亞的通脹水平也錄得負增長。雖然部分國家未公佈第四季的經濟數據，但從前三季度表現和IMF最新預測來看，菲律賓和泰國是東盟中經濟表現最差的國家，預計GDP增長分別為-9.50%和-7.70%（圖表1）。為應對疫情帶來的影響，東

盟國家的政府均加快推出大規模的財政及寬鬆貨幣政策，財政負擔上升，政策利率降至歷史低位。印尼和菲律賓更採取非常規貨幣政策，例如印尼央行通過參與 2020 年的財政支出計劃及一級和二級債券購買來穩定國內債券市場。在諸多不利的內外部因素下，2020 年東盟四國經濟為近 20 年來最差表現：

(一) 菲律賓經濟表現是東盟中最差，失業率創歷史新高。2020 年菲律賓的 GDP 增長率為-9.5%，是二戰以來最低增速，也是東盟中表現最差的國家。除了疫情影響，塔阿爾火山噴發疊加颱風造成的破壞，使當地經濟雪上加霜。對菲律賓經濟貢獻最大的服務業（佔 GDP 約 61%）受較大衝擊，2020 年同比下跌 9.1%。菲律賓的失業率攀升至 10.3%，即全國將近 450 萬人失業，家庭收入減少加上封城等防疫措施，整體私人消費同比下降 7.9%。現時政策利率在東盟主要經濟體中處於居中水平（11 月 19 日降至 2%），全年整體通脹率為 2.6%，財政空間相對有限。

(二) 泰國 GDP 增長率跌至 98 年低位，出口和旅遊業重創。根據 IMF 預測，2020 年泰國的 GDP 增長率為-7.7%，超過 98 年亞洲金融危機的低位（-7.6%），也是東盟中第二差的國家。除政府支出外，所有主要開支組成和行業均錄得大幅度收縮，私人消費和私人投資指數分別同比下降 2.2%和 5.9%¹。由於泰國經濟高度依賴出口（佔 GDP 約 60%），貿易夥伴需求放緩加上泰銖匯率升值²，連帶對出口造成衝擊。因全球跨國旅行限制仍存在，也對泰國旅遊業造成嚴重傷害³。截至 2020 年底，泰國入境游客數量由 2019 年的三千多萬人次降至 670 萬，降幅達 83.2%。全年通脹率則跌至-0.27%。

(三) 馬來西亞經濟陷入衰退，自 1969 年後首次進入通縮。儘管 GDP 在 2020 年二季度急劇下跌（同比-17.1%），但在社區隔離措施逐步放鬆下，IMF 預測馬來西亞全年的 GDP 增長為-6.0%。馬來西亞也屬於出口導向國家（佔 GDP 約 65.2%），下半年出口反彈成為帶動其貿易轉好的動力。全年出口同比僅微跌 1.4%，使馬來西亞錄得近 23 年以來最大的貿易順差。另一方面，以往支撐 GDP 增長的私人消費在疫情打擊下疲軟，預計全年將錄得-3.4%。去年大宗商品價格受壓加上私人消費支出和相關物價下降，馬來西亞全年通脹水平為-1.2%，是自 1969 年以來最低。為刺激經濟和應對疫情，馬央行將隔夜政策利率（OPR）降至 1.75%，是 2004 年來的新低。

(四) 印尼經濟錄得負增長，同時面對貧窮率和失業率高企問題。2020 年印尼的 GDP 增長率為-2.07%，自 97 年亞洲金融危機後第二次陷入衰

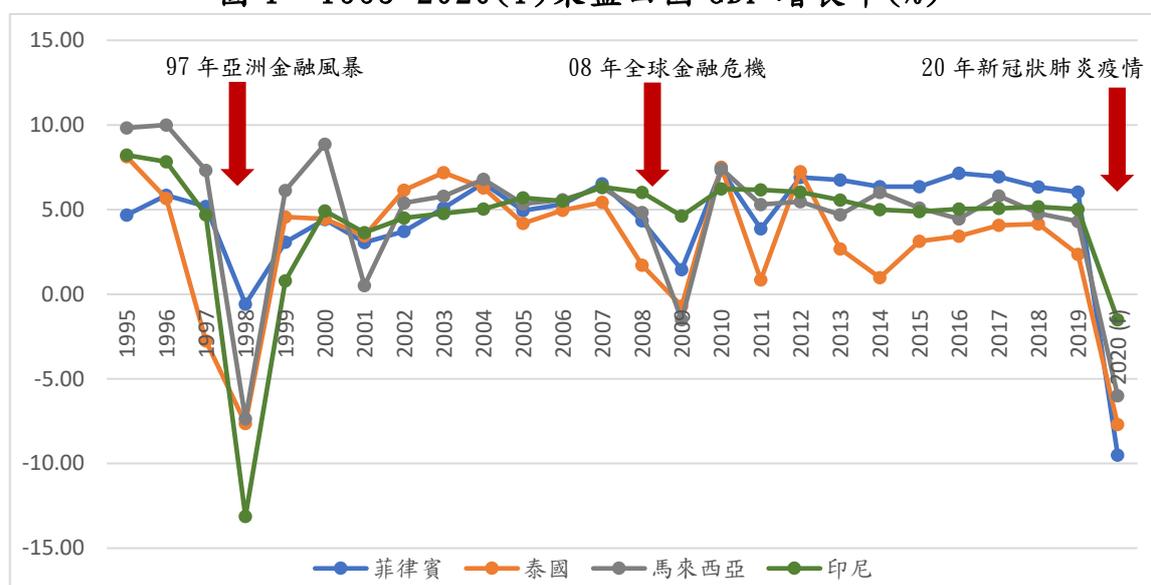
¹ 泰國央行 Economic and Monetary Conditions, December 2020。

² 截至 2020 年 12 月底，泰銖兌美元從 3 月底的低位(0.0302)回升 8.8%至 0.0332。

³ 旅遊業對泰國 GDP 貢獻率約 15%。

退。由於印尼出口佔其 GDP 總值比其他東盟國家低（佔 GDP 約 18.4%），全球貿易需求放緩的影響程度相對較小。此外，印尼的農業和製造業對國家生產總值仍提供重要的支撐；2020 年來自農業的生產總值全年微升 1.75%，而製造業在四季度有所改善，12 月 Markit 製造業 PMI 維持在榮枯線以上，錄得 51.3。同樣受到去年大宗商品價格和私人消費下降的影響，2020 年印尼通脹率放緩至 1.68%，偏離了政府目標區間 2%-4%。在疫情打擊下，印尼同時面對失業率和貧窮率高企的問題，分別錄得 7.07% 和 9.78%⁴。若政府的政策未能有效控制疫情及提振經濟發展、創造更多就業機會，預計未來貧窮人口將繼續增加。

圖 1：1995-2020(f)東盟四國 GDP 增長率(%)



資料來源：World Bank, IMF, 中銀香港金融研究院整理

表 1：東盟國家 GDP 增長率在三個主要時間點的比較

GDP 增長率 (%)	1998 年	2009 年	2020 年
菲律賓	-0.58%	1.45%	-9.50%
泰國	-7.63%	-0.69%	-7.70(f)
馬來西亞	-7.36%	-1.51%	-6.00(f)
印尼	-13.13%	4.63%	-2.07%

資料來源：World Bank, IMF, 中銀香港金融研究院整理

二、疫情下東盟國家金融脆弱性加劇

因各國的經濟結構、衛生水平以及應對疫情能力的差異性，東盟國家面臨不同的經濟復蘇前景。世界銀行和 IMF 對於菲律賓、泰國、馬來西亞和印尼 2021 年的 GDP 預測為正增長，主要基於 2020 年較低基數及疫苗效應的考慮。若經濟復蘇進一步推遲可能加深新興市場的外部脆弱

⁴ 資料來源：Badan Pusat Statistik, 失業率數據 (Aug-20)、貧窮率數據 (Mar-20)。

性，特別是經濟基本面脆弱性和負債比例較高的國家。根據國際金融協會（IIF）對國家金融脆弱性的評估機制，主要從“對外部融資的依賴度”、“實質本地經濟和金融業的脆弱性”和“政策可信度和政治穩定性”三個維度進行衡量。IIF 篩選了 20 個國家⁵，按各個國家與樣本中其他國家的脆弱性指標進行比較及指派顏色排名，並整理成熱圖（Heat Map）（表 2）。以下結合 IIF 熱圖和東盟內外部金融以及政策執行的狀況，分析東盟四個國家的金融脆弱性：

表 2：東盟部分國家外部金融脆弱性指標（2020（f））

國家	印尼	馬來西亞	菲律賓	泰國
(1) 外部金融脆弱性指標	0.53	0.67	0.33	0.33
經常賬戶/GDP（%，2020f）	-1.5	1.7	0.6	3.3
（經常賬戶逆差-FDI淨流入）/GDP（%，2020f）	0.4	3.4	2.3	4.8
儲備覆蓋率（2020f）	1.1	0.9	3.4	2.6
短期外債/全部外債（%，2020f）	13	42	21	38
外債/GDP（%，2020f）	39	71	25	37
(2) 內部金融脆弱性指標	0.43	0.48	0.5	0.48
非金融企業債務/GDP（%，2014-2020Q1變化）	3	7	10	-2
居民債務/GDP（%，2014-2020Q1變化）	0	0	5	4
私人部門信貸增長率（%，2013-2019平均）	2	1	6	1
對外負債/國內信貸（%，2019）	38	32	18	27
外國人持有本幣政府債券比例（%，2020年3月）	33	22	-	17
外國人持有本國股票比例（%，2020年6月）	18	10	12	19
房價漲幅（%，2014-2020平均）	1.8	2.2	10.4	3.9
(3) 政策脆弱性指標	0.39	0.33	0.61	0.39
2019年底通脹預期（vs. 通脹目標）	2.0(3.0±1.0)	0.1(2.5-3.5)	2.1(3.0±1.0)	-1.1(1.0-3.0)
實際利率水平	2.0	1.75	0.2	1.6
財政盈餘/GDP（%，2020f）	-5.3	-5.7	-7.5	-3
政府債務/GDP（%，2020f）	38	68	49	50

資料來源：IIF（數據更新時間為 2020 年 10 月 27 日），中銀香港金融研究院整理

備注：不同顏色代表不同程度的金融脆弱性，其中深綠色代表“脆弱性低”，淺綠色代表“脆弱性次低”，粉紅色代表“存在脆弱性”，紅色代表“脆弱性高”。

（一）外部金融脆弱性指標：馬來西亞脆弱程度最高，而菲律賓和泰國的指標相對較低。雖然錄得經常賬戶順差，但馬來西亞的儲備規模是四個國家當中最底（表 3），對外部融資的依賴性也是最高。2020 年上半年美元走強、石油價格暴跌等影響，東盟國家資本加快流出，加上本幣貶值加劇外匯儲備下降，對國際收支造成較大壓力。下半年美元指數呈弱勢，大部分東盟貨幣兌美元匯率回升，國家的外匯儲備兌美元也相對提升，但馬來西亞的儲備覆蓋率只有 0.9，不足以覆蓋經常賬戶逆差和短期外債。在疫情影響下，各國的國內生產總值下降加上政府加大融資實施救濟措施，基本上四個國家的外債佔 GDP 比重較 2018 年時有所提升，其中馬來西亞升幅最高（由 58% 提升至 71%）。馬來西亞的短

⁵ IIF Heat Map 的樣本里包含了 Argentina, Brazil, Chile, China, Colombia, Czech Rep., Hungary, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Mexico, Peru, Philippines, Poland, Russia, South Africa, Thailand, Turkey 及 Ukraine。

期外債佔全部外債的比重也較其他國家高，為 42%；當中的四成主要為銀行和企業的集團內部借貸。2020 年 12 月初，國際評級機構惠譽（Fitch）將馬來西亞的主權信用評級由“A-”下調至“BBB+”，主要原因包括因疫情持續較長時間導致馬來西亞主要信用指標被削弱和政治不穩定的因素。若馬來西亞再次陷入政局動盪或外部金融市場發生較大波動，促使資本外流速度加快，其短期償還債務的壓力將大幅上升。

表 3：2020 年底東盟國家的外匯儲備規模（億美元）

國家	印尼	馬來西亞	菲律賓	泰國
外匯儲備	1,359	1,076	1,101	2,581

資料來源：各國央行數據庫

（二）內部金融脆弱性指標：東盟四個國家較以往有所優化，菲律賓稍微較弱。東盟國家內部金融脆弱性指標較 IIF 2018 年評估時有所優化（附件 1：IIF 熱圖（2018 年）），主要因 2020 年“居民債務/GDP 比重（變化）”、“私人部門信貸增長率（平均）”以及“房價漲幅（平均）”的漲幅有所緩和，估計受疫情影響而有所放緩。菲律賓的“房價漲幅（平均）”仍是當中最高的，因此被 IIF 列入存在較高脆弱性的紅色區間。根據菲律賓央行 9 月底發佈的數據，2020 年二季度當地民居房價同比增長 27.1%，是自 2016 年以來最高的增長率，增加了其內部脆弱性的風險。國際房地產服務公司 Colliers International 表示菲律賓的中等水平至豪宅的樓花項目在 2020 年上半年非常受歡迎。除了受惠於發展商推出的各項優惠配套和低息環境，海外菲律賓人（OFW）匯款總金額較預期的跌幅收窄（2020 年前三季度 OFW 匯款總金額同比微跌 1.4%）⁶和失業率有所下降，是支撐菲律賓房地產市場的主要動力。但如果未來兩年內菲律賓的經濟復蘇力度仍較緩慢，支撐房地產市場的因素被削弱，過熱的房地產市場存在價格大幅調整的風險。

另一方面，雖然印尼和馬來西亞的內部金融脆弱性指標相對較低，但是兩國的外國人持有本幣政府債務比例較高。根據 IIF 最新數據，截至 2020 年 9 月外國人持有本幣印尼和馬來西亞政府債券的比例分別為 27%和 24%，高於其他東盟國家。較高的外資持有本幣債券比例曾經造成印尼金融市場波動性提升，尤其當外國投資者在規避風險情緒高漲的期間將資產加快由高風險市場調動至安全港資產。例如去年 9 月印尼再次宣佈首都雅加達實施大規模社區隔離措施時，印尼股票指數 JCI 曾單日下跌超過 5%，觸發股市熔斷機制，而國債市場在 9 月亦錄得約 3.5 億美元淨流出，外資持有印尼國債佔比由 3 月 33%下跌至 9 月的 27%。外

⁶ 菲律賓央行對 2020 年 Overseas Filipino Workers (OFW) 全年匯款總金額的預測為同比下跌 5%。

地投資者在沽出金融資產的同時兌換出售印尼盾，也使印尼盾匯價受壓。因此，面對疫情對當地經濟造成較大衝擊，印尼政府加大發債規模以支持其高達 695.2 萬億印尼盾的經濟刺激計劃（折合約 487 億美元），同時推出印尼央行參與分擔財政負擔計劃，按需要購買國債以分擔財政支出至 2021 年，以降低對外國投資者的依賴性。目前全球普遍處於低息環境，但印尼和馬來西亞的債券市場對於美國息率上升的敏感度較高，若市場對美國通脹預期提升而導致息率上升，資金將加快流出新興市場。

（三）政策脆弱性指標：馬來西亞和泰國的政策脆弱性指標較以往微降，菲律賓仍是當中較弱的。目前東盟國家政府面臨的難題是，如何在不穩定的形勢下推出補償性經濟措施和平衡公共債務的增加；以及如何在恢復旅遊業與疫情反彈風險間權衡。2020 年馬來西亞、泰國、印尼和菲律賓均採取較進取的貨幣和財政政策刺激經濟，政策利率已降至歷史的新低（表 4），某程度上緩解了國內流動性和償付的壓力，但整體刺激效果並不顯著。與 2018 年的熱圖比較（附件 1），2020 年馬來西亞和泰國處於通縮狀態，全年通脹水平分別為-1.2%和-0.27%，主要受疫情打擊大宗商品價格和本地經濟活動和消費需求放緩所致。未來政策利率、通脹水平以及匯率變動將決定各央行的降息空間，目前來看泰國進一步降息的空間較少。

此外，東盟國家政府通過寬鬆貨幣政策和加大財務預算支撐經濟，但財政赤字加大導致政府必須擴充融資渠道，包括採取非常規措施（例如購買債券來穩定國內債券市場等）或放寬一些針對財政預算或國家債務法定的上限。馬來西亞、泰國、印尼和菲律賓的財政赤字與 GDP 佔比較 2018 年時大幅上升，而菲律賓的財政赤字是當中最高的（為 7.5%）（表 5）。亞洲金融風暴後，2003 年印尼在法律上訂立財政赤字與 GDP 佔比不能超過 3%，但因疫情影響，2020 年 4 月印尼批准放寬預算赤字上限直到 2022 年，2020 年印尼赤字率擴大至 6.1%並預期 2021 年為 5.7%。稅收減少加上財政壓力加大，東盟國家政府的債務與 GDP 佔比也相應提高。馬來西亞的國家債務與 GDP 佔比是四個國家中最高的，2020 年 9 月已達到 60.7%。2020 年 8 月，馬來西亞國會也通過了短暫將國家債務佔 GDP 的比重上限提高至 60%的提案。由於這些國家的赤字率和債務水平呈加快上升趨勢，短中期內政策空間相對有限，在抵禦區域內資金流動衝擊的能力也會相應減弱。

表 4：2020 年東盟國家政策利率的年內變化 (%)

國家	年初政策利率 (%)	現時政策利率 (%)	下調幅度 (基點)
印尼	5.00	3.75	125
馬來西亞	3.00	1.75	125
菲律賓	4.00	2.00	200
泰國	1.25	0.50	75

資料來源：CEIC, 中國銀行香港金融研究院

表 5：東盟國家政府的財政盈餘與 GDP 佔比的比較 (%)

國家	2018	2020
印尼	-1.8%	-6.1%
馬來西亞	-3.7%	-6.0% (f)
菲律賓	-3.2%	-7.5%
泰國	-2.4%	-3.2%

資料來源：Trading Economics, 中國銀行香港金融研究院

三、當前東盟金融環境與 97 年金融危機之比較

從上述 IIF 金融脆弱性指標可以看出，在疫情衝擊下，東盟國家政府因龐大的防疫支出、為受影響的企業和個人提供補助以及刺激經濟復甦計劃等，財政壓力不斷加大，脆弱性亦呈明顯上升趨勢。整體來看，東盟國家的財政赤字及債務負擔加快惡化，外債水平也相應提高。當中馬來西亞的外部金融脆弱性更較以往有惡化的跡象，菲律賓的內部金融脆弱性和政策脆弱性指標也較其他國家弱，尤其政府財政赤字高企以及房地產市場持續上漲，經濟陷入債務困境或引發金融不穩定的風險相對較高。由於部分國家的經濟數據未更新至 2020 年底，以上的脆弱性指標分析未能完全反映各國最新的狀況，疫情帶來的實際影響可能更差。去年全球主要經濟體陷入衰退，金融市場曾一度受恐慌情緒所影響，市場較擔憂疫情久久未受控將導致原本金融脆弱性較高的國家問題加劇，或再次成為金融危機的引爆點。

東盟國家受 97 年亞洲金融危機的打擊最嚴重。當時亞洲金融危機肇始於泰國，隨即迅速擴散至其他國家如馬來西亞、印尼和菲律賓，反映了這些國家之間的經濟存在較高的關聯度，一旦爆發危機可能在整個地區危害性地擴散。回顧過去幾次的金融危機，危機爆發較多時候是眾多因素綜合而引發的結果。對比東盟國家 97 年與現時的环境，我們認

為存在以下主要區別：

（一）經濟基本面：東盟國家的經濟狀態在疫情爆發以前與 97 年時迥然有別。在亞洲金融危機以前，東盟國家出現經濟過熱的跡象。1992-95 年期間，印尼、馬來西亞和泰國的平均 GDP 增長速度超過 7%，但實際生產力卻不如賬面，導致經濟出現泡沫。同期內印尼、馬來西亞、菲律賓和泰國的平均通脹率也處於較高水平，其中印尼和菲律賓⁷分別為 8.6% 和 8.0%。在疫情爆發以前，2015-19 年期間東盟國家的經濟增長速度相對平穩，四個國家的平均 GDP 增速約 5%，平均通脹率也維持在 2.2% 左右水平。2020 年東盟四個國家經濟跌幅接近 98 年時的低位（除印尼以外），部分經濟體如馬來西亞、泰國更出現通縮的情況。本次潛在危機的性質是由疫情引發的經濟衰退。另一方面，98 年以前，東盟國家長期處於經常賬戶赤字的狀態，因此需要大量向外借貸以支持經濟增長。除了印尼和菲律賓經常賬戶持續赤字化外，98 年以後其他國家可維持經常賬戶盈餘。

（二）匯率機制：東盟國家的匯率機制已轉為自由浮動機制。97 年亞洲金融危機時，東盟國家採用的半固定或固定匯率機制受到貨幣投機者的追擊，而泰國放棄固定匯率機制被認為是危機的引爆點。泰國當時採用固定匯率制度，泰銖主要盯住美元，匯率的市場化程度較弱。危機後，這些國家轉為採用貨幣自由浮動機制，由市場為匯率定價，甚少進行外匯市場的干預。現時泰國採取浮動匯率，泰銖兌美元匯率的市場化交易機制已相對成熟。印尼和菲律賓也實施自由浮動匯率制度，而馬來西亞則過渡至可管理的浮動匯率機制。此外，這些國家的外匯儲備也較 97 年時大幅提升，截至 2020 年底規模均在 1,000 億美元以上。例如泰國的外匯儲備已經高達 2,581 億美元，為 97 年時的 9.5 倍，抵禦國際遊資沽空行為的能力有所提高。

（三）政府財政：東盟國家加強實施改革以提高金融抗逆能力，但疫情下東盟政府的債務負擔呈上升趨勢。在亞洲金融危機後，東盟國家央行採取了一系列嚴格的結構性改革措施，包括強化金融監管框架，實施更有紀律的貨幣政策及更市場化的匯率制度，以及增強政府和金融機構的資產負債表。97 年以前，東盟國家的金融體制內受外資控制的債務比例過高，當貨幣貶值時，還債的負擔加速提升，導致整個金融體制崩潰。為應對疫情帶來的影響，東盟國家透過積極的財政政策等手段推出刺激經濟方案。這些方案規模也不小，截至目前印尼、馬來西亞、泰國和菲律賓的刺激經濟方案金額佔 GDP 的比例分別約為 4.4%、21.2%、12.9% 和 7.8%（表 6）。政府或許得通過增加債券發行或出售政府資產來籌集資金以支付巨額的赤

⁷ 1992-95 年期間的平均通脹率。

字。以馬來西亞為例，疫情打擊加上石油價格下跌導致政府財政收入減少；而刺激方案的支出導致 2020 年的財政赤字擴大至 6%，政府必須加大融資規模以支持相關措施。根據世界銀行統計，截至 2020 年 9 月底馬來西亞政府債務與 GDP 的占比擴大至 60.7%，主要通過本地渠道進行融資。馬來西亞的總外債規模也相續提升，截至 2020 年 9 月底佔 GDP 的比重為 66.5%，其中以外幣計價的外債大部分為私人企業的債務，通過審慎及對沖原則進行，涉及的風險相對可控。

表 6：東盟國家 2020 年推出的刺激經濟方案

國家	推出的經濟刺激方案	佔 GDP 的比重
印尼	年內推出的經濟刺激方案總金額為 695 萬億印尼盾（折合為約 486.5 億美元）。具體措施包括加強醫療衛生體系、向微中小企業提供資金支持、為企業提供稅務減免和優惠等。	4.4%
馬來西亞	年內一共推出四輪的經濟刺激方案（Prihatin, Prihatin SME+, Penjana 及 Kita Prihatin），總金額為 3,050 億馬幣（折合為約 763 億美元）。具體措施包括向醫療衛生體系注入資金、向中小企業提供資金支持、為家庭和個人提供各種補貼（包括財務援助、減免電信費用等）等。	21.2%
泰國	年內一共推出三輪的經濟刺激方案總金額為 2.17 萬億泰銖（折合為約 725 億美元）。具體措施包括為中小企提供軟貸款、設立 Corporate Bond Liquidity Stabilization Fund (BSF)、稅務減免、為受疫情影響的農夫及個人提供資金援助等。	12.9%
菲律賓	年內一共推出兩輪的經濟刺激方案（Bayanihan 1 Bayanihan 2），總金額為 14,655 億比索（折合為約 304 億美元）。具體措施包括為受影響的行業如旅遊業、農業和微中小企業等提供貸款、直接作防止疫情傳播之用如購買更多試劑等。	7.8%

資料來源：ADB，世界銀行，中銀香港金融研究院整理

（四）流動性：在超寬鬆的貨幣政策下，東盟國家的流動性提升，債務推升至歷史新高。有別於 97-98 年，現時東盟國家的貨幣政策轉為寬鬆以鼓勵金融機構借貸，而當時東盟政府提升政策利率以舒緩當地貨幣的貶值壓力。兩個時期的利率環境不一樣，所產生的後續效應也不同。在超寬鬆的貨幣政策下，全球流動性及債務推升至新高，未來或出現更多資產通貨再膨脹的情況。根據 IIF 最新數據，2020 年底全球債務（包括私人和公共部門）攀升至 281 萬億美元的歷史新高，較 2008-09 年全球金融危機時

更高（為 172.5 萬億美元）⁸，流動性的增長速度也比當時更快。印尼、馬來西亞、泰國和菲律賓的債務總量也迅速上升，較 2008-09 年時至少翻一倍。例如菲律賓的債務總量從 2008 年底的 1,330 億美元增加至 3,994 億美元，升幅達到 200%。市場擔心未來債務持續高速增長、過度通貨膨脹以及本地貨幣出現貶值情況，會促使外資加快流出新興市場，對當地貨幣匯率波動影響較大。

四、未來的主要風險關注點

現時東盟國家的金融監管體系較成熟，防禦金融危機的機制也在不斷加強，而且各國的經濟基本面相對穩健，預防和抵禦金融危機重演的能力應會比 97 年亞洲金融危機時強。從現階段的經濟數據以及外部金融脆弱性等信息分析，目前疫情的負面影響是否會蔓延至金融領域，引發新一輪金融危機尚待觀察，將視乎疫情持續的時間、各國政府的紓困政策是否奏效等。同時東盟國家也面對其他挑戰，包括國內的政治情況、信用風險問題等，將會增加經濟復甦和施政的難度。短期內，需密切關注東盟國家以下幾個主要風險點：

一是全球疫苗接種計劃的效果對經濟復甦進程的影響。2020 年東盟國家的經濟均陷入衰退，但基于較低基數以及市場對疫苗的預期效應，IMF 預計新一年 GDP 增長將由低位反彈。2021 年印尼、馬來西亞、泰國和菲律賓的 GDP 增長份額分別預計為 4.8%、7.0%、2.7%和 6.6%。但若年內疫情未能受控，疫苗接種計劃也未能順利在各地展開或達到預期的效果，外部需求恢復的進度將會延遲，生產力及消費者的信心也難以短期內恢復。在這背景下，東盟國家的經濟復甦進程將被推遲，部分國家的金融脆弱性會進一步惡化。

二是歐美國家發生危機事件而導致資金從新興市場撤回。從過去幾次金融危機的經驗裡，若發達經濟體發生重大事件，資金很快就被撤回當地市場“救火”。這對於外債依賴度高或外國投資者持有股票和債券比例較高的東盟國家來說存在較高風險。如果疫情持續的時間超出預期，部分國家金融市場的基礎資產可能繼續惡化，或會引發局部危機，影響全球金融市場的穩定性。對於本來就面臨經常項目逆差、外債壓力較大或外匯儲備薄弱的東盟國家而言，資金加快流出當地市場，無異是對當地經濟雪上加霜。

三是東盟國家內部問題增添政府施政和經濟復甦的難度。疫情下，

⁸ 由於 IIF 發布的債務總量數據只到 2005 年，因此以 2008-09 年全球金融危機時的數據進行比較。

東盟國家的各種社會問題也逐漸浮現，成為政治動盪的引爆點。2020年7月泰國爆發了自2014年以來最大規模的反政府抗議活動，泰國政府一度宣佈緊急狀態令，試圖遏制民間的抗議活動。這場持續數月的示威對當地經濟造成了較大影響，也耽誤了重大基礎設施項目的實施進度。馬來西亞現任執政政府也面對在國會支持度不足的局面，年內發生“閃電大選”的可能性較高；而印尼也因國會強硬通過《創造就業綜合法案》，受到民眾的抗議，去年10月一度爆發大型示威活動。在東盟國家面臨政治動盪的問題，不僅削弱投資者的信心，也增加政府施政的難度。

四是美元匯率指數的走勢將影響東盟貨幣匯率的波動性。美元匯率的走勢對全球各大類資產價具有重要影響。市場普遍認為美元指數2021年的走勢偏弱。預計美聯儲在未來一段時間將維持當前的寬鬆貨幣政策，也有可能進一步擴大資產購買計劃的規模，因此美元指數走勢趨弱。然而在疫苗接種計劃加快在發達經濟體推出，美國也是疫苗的主要生產地之一，其2021年的經濟恢復前景相對樂觀。若美國疫苗率先普及化將有助於經濟復甦領先市場，這些因素可能支撐美元指數轉為走強，對其他發展中國家的貨幣匯率、資本流動帶來壓力。部分東盟國家如馬來西亞或印尼的外債相對較高，美元指數走強或將導致資金外流、貨幣貶值，其匯率風險也應重點關注。

五是資本市場調整的風險。2020年3月中下旬，在疫情爆發和油價急跌影響下，市場避險情緒升溫，資金一度加快流出東盟市場。東盟股票市場大幅下跌，印尼、泰國和菲律賓的股票指數較年初下跌超過30%。泰國及菲律賓股市曾觸發熔斷機制（跌 $\geq 10\%$ ），印尼股市曾暫停交易（跌 $\geq 5\%$ ）。預計在超寬鬆的貨幣政策持續下，全球流動性繼續提升，大部分流動資金或加快進入股市、債市等資本市場。如果資產價格短期內上漲過快，嚴重偏離實際價值，將加快資產泡沫的形成。一旦發生全球性或區域性的危機，將導致投資資金加快流出東盟市場，影響當地金融市場的波動性。

附件 1：東盟部分國家外部金融脆弱性指標 (2018 (f))

國家	印尼	馬來西亞	菲律賓	泰國
(1) 外部金融脆弱性指標	0.60	0.53	0.40	0.27
經常賬戶/GDP (%) (2018f)	-2.4	2.3	-1.9	8.1
(經常賬戶逆差-FDI淨流入)/GDP (%) (2018f)	-0.6	4.2	1.5	9.9
儲備覆蓋率 (2018f)	0.8	1.0	2.5	1.7
短期外債/全部外債 (%) (2018f)	14	41	20	40
外債/GDP (%) (2018f)	34	58	23	27
(2) 內部金融脆弱性指標	0.57	0.57	0.67	0.43
非金融企業債務/GDP (%) (2013-2018變化)	4	8	14	2
居民債務/GDP (%) (2013-2018變化)	1	3	5	6
私人部門信貸增長率 (%) (2012-2017平均)	8	6	13	6
對外負債/國內信貸 (%) (2018)	42	39	19	29
外國人持有本幣政府債券比例 (%) (2018年6月)	38	25	-	16
外國人持有本國股票比例 (%) (2017年)	18	13	15	19
房價漲幅 (%) (2013-2018平均)	6.1	8.1	10.7	3.8
(3) 政策脆弱性指標	0.39	0.28	0.67	0.33
2018年底通脹預期 (vs. 通脹目標)	3.5(4.0±1.0)	0.6(2.5-3.5)	6.9(3.0±1.0)	1.4(2.5±1.5)
實際利率水平	2.5	2.70	-2.1	0.4
財政盈餘/GDP (%) (2018f)	-2.1	-2.7	-1.1	-0.8
政府債務/GDP (%) (2018f)	30	55	40	42

資料來源：IIF，中銀香港金融研究院整理