

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 曹凤文 兰澜
吴起睿 黄斯佳 张润锋
周文敏 苏静怡 王靖斐
杨妍 杨童舒

关税摩擦扰动下全球经济与

外汇市场季度回顾及展望

2025 年 1 季度刊

阅读摘要

2025 年 1 季度，美元指数贬值 3.9%，非美货币普遍走升，主要关注货币中：(1) 巴西雷亚尔为走势最强的货币，通胀水平高企背景下巴西央行维持高利率政策立场，美元/巴西雷亚尔升值 8.1%；(2) 港元、印度卢比、越南盾、加拿大元窄幅波动；(3) 其它货币升值幅度由强至弱分别为：日元 (4.8%)、欧元 (4.2%)、英镑 (3.3%)、墨西哥元 (2.3%)、新西兰元 (1.8%)、新加坡元 (1.6%)、澳大利亚元 (1.5%)、阿根廷比索 (-4.1%)。展望 2 季度：

(1) 主要关注发达经济体货币。美元指数：短期大概率延续宽幅震荡。大概率年中前后落地降息，短期内，若关税隐忧得到较明显缓释，美元指数仍有一定回升动能。欧元/美元：偏强震荡。欧元选择性避险价值有所走升，叠加欧洲财政扩张前景对欧元短期走势提供支撑。英镑/美元：走升承压。更大的通胀压力促使英央行更谨慎降息，支持英镑走强。美元/日元：趋势仍有走强空间。全球避险情绪升温提振 4 月初日元走势；往后看，避险属性、加息预期有支撑。

(2) 主要关注亚太经济体货币。美元/港元：偏强区间波动。港股调整后投资吸引力仍强、港股 IPO 和派息高峰期支撑港元需求均港汇形成提振。美元/新加坡元：走升承压。新加坡作为重要转口贸易港和消费服务中心，关税摩擦冲击全球贸易体系和增长前景，不利于经济表现。美元/印度卢比：仍有一定压力。通胀降温、对等关税冲击下，央行快速降息并下调增长预期，影响印度卢比走势。美元/越南盾：一定反弹空间。4 月初越南盾跌至历史低位。部分暂停对等关税带来阶段利好，支持越南盾回升。澳大利亚元/美元：承压走升。央行相对偏鹰形成支撑，但私人部门表现疲弱、外贸不确定性上升，或影响澳元表现。新西兰元/美元：走升路径仍有不确定性。年初以来，外需向好支持新西兰元走升；需关注关税摩擦对外需扰动。

(3) 主要关注其他美洲经济体中。美元/加拿大元：仍有走升空间。通胀压力或掣肘降息节奏、“对等关税”获得豁免，均提振加元走势，但经济景气度降温、油价下行压力等或限制涨幅。美元/墨西哥比索：仍有压力。“对等关税”冲击下墨西哥比索 4 月初创历史新低，通胀相对可控背景下央行降息稳增长空间较大。美元/巴西雷亚尔：延续趋稳。市场担忧资源品出口承压、紧缩财政计划掣肘冲击应对能力；但 2024 年巴西雷亚尔已经贬超 25%，高通胀限制央行降息空间、形成支撑。美元/阿根廷比索：仍有压力。关税摩擦拖累全球经济增长，需求悲观预期扰动国际油价、农产品价格走低，仍是影响阿根廷比索后续走势，平行比索与官方汇率差价仍有走阔压力。

注：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。

本报告版权归中国工商银行 (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。

关税摩擦扰动下全球经济与外汇市场季度回顾及展望

—基于 EPM 框架的全球经济与外汇市场分析

2025 年 1 季度刊

核心观点：

2025 年 1 季度，美国经济数据边际走弱，美联储延续暂停降息但关税摩擦抬升衰退隐忧，期内美元指数贬值 3.9%，最高、最低价分别为 110.18、103.19；非美货币普遍走升，主要关注货币中：（1）巴西雷亚尔为走势最强的货币，通胀水平高企背景下巴西央行维持高利率政策立场，一季度美元/巴西雷亚尔升值 8.1%；（2）港元、印度卢比、越南盾、加拿大元窄幅波动；（3）其它货币升值幅度由强至弱分别为：日元（4.8%）、欧元（4.2%）、英镑（3.3%）、墨西哥元（2.3%）、新西兰元（1.8%）、新加坡元（1.6%）、澳大利亚元（1.5%）、阿根廷比索（-4.1%）。

步入 2025 年，全球经济延续分化复苏，3 月全球制造业 PMI 重回收缩区间、服务业保持景气扩张，OECD 下调 2025 年全球增长预期至 3.1%（2024 年 12 月预测：3.3%）。4 月上旬，特朗普政府关税政策超预期扰动全球外汇市场宽幅波动，美元指数震荡一度跌破 100 关口，除欧元、日元、加元外，多数关注货币在“对等关税”调整前后呈现较为明显的先跌后升走势。往后看，关税摩擦动态、美联储政策预期及各经济体政策组合是影响外汇市场走势的关键线索，具体看：

（1）主要关注发达经济体货币。美元指数：短期大概率延续宽幅震荡。4月10日凌晨特朗普政府宣布部分暂停“对等关税”90天，但3月美国CPI（居民消费价格指数）环比走低0.1%，反复扰动美联储年内降息预期。整体看，非极端情形下全年降息100BP左右、年中前后落地降息是大概率事件。短期内，若关税隐忧得到较明显缓释，美元指数仍有一定回升动能；关注关税谈判进展及金融市场流动性的超预期变化带来或有冲击。

欧元/美元：偏强震荡。欧元选择性避险价值有所走升，叠加欧洲财政扩张前景对欧元短期走势提供支撑，但短期需关注美欧关税博弈动态及欧洲财政货币政策组合，中长期需持续跟踪多重挑战下欧元区经济恢复和增长的成效。

英镑/美元：走升承压。更大的通胀压力促使英央行更谨慎降息，支持英镑走强；但欧元相对英镑更具避险属性，英镑4月初表现不及欧元。关注全球关税摩擦动态及英国政府紧缩财政政策的综合影响。

美元/日元：趋势仍有走强空间。全球避险情绪升温提振4月初日元走势；特朗普政府部分暂停“对等关税”90天后，日元短暂小幅回调。往后看，避险属性、加息预期仍支持日元趋势走强。

（2）主要关注亚太经济体货币。美元/港元：偏强区间（7.75-7.80）波动。美元宽幅震荡叠加港股调整后投资吸引力仍强、港股IPO发行和派息高峰期、半年结临近支撑港

元需求等因素影响下，2 季度港汇料仍在偏强区间波动。

美元/新加坡元：走升承压。4 月以来，新加坡元延续上行 1%，往后看，尽管仅面临 10%的相对最低“对等关税”率，且半导体出口暂有豁免待遇，不过新加坡作为重要转口贸易港和消费服务中心，关税摩擦冲击全球贸易体系和增长前景，不利于新加坡经济表现，持续关注全球关税摩擦动态。

美元/印度卢比：仍有一定压力。通胀降温、“对等关税”冲击下（印度对美出口占比近 20%），印央行快速降息并下调增长预期，影响印度卢比走势。部分暂停“对等关税”带来阶段利好，持续关注美印关税谈判进展，后续降息路径及积极财政政策力度。

美元/越南盾：一定反弹空间。46%的“对等关税”率远超预期、对美出口占比超 1/3，加大出口导向型制造业增长压力，引致越南盾在 4 月初跌至历史低位。部分暂停“对等关税”带来阶段利好，支持越南盾回升，关注美越关税谈判动态及越南稳增长稳汇率政策组合。

澳大利亚元/美元：承压走升。澳央行相对偏鹰，对澳元走势提供一定支撑，但私人部门表现疲弱、外贸环境不确定性上升，可能影响澳元表现。部分暂停“对等关税”带来阶段利好，仍需关注全球关税摩擦动态。

新西兰元/美元：走升路径仍有不确定性。年初以来，新西兰外需表现向好，央行延续降息提振经济，支持新西兰元走升。但需关注关税摩擦冲击外部需求拖累增长，进而影

响新西兰元走势。

（3）主要关注其他美洲经济体中。美元/加拿大元：仍有走升空间。通胀压力或掣肘加拿大央行降息节奏、“对等关税”获得豁免，均提振加元走势，但经济景气度降温、油价下行压力等或限制涨幅。

美元/墨西哥比索：仍有压力。“对等关税”冲击下墨西哥比索在4月初创历史新低，通胀相对可控背景下央行降息稳增长空间较大，非极端情形下，2季度墨西哥央行降息幅度或高于美联储。

美元/巴西雷亚尔：延续趋稳。关税摩擦超预期扰动全球贸易和增长前景，市场担忧资源品出口量价承压、紧缩财政计划掣肘冲击应对能力，但2024年巴西雷亚尔已经贬超25%，高通胀限制央行降息空间、关税摩擦提振出口优势，支持巴西雷亚尔回稳。

美元/阿根廷比索：仍有压力。尽管4月初阿根廷比索因较低的“对等关税”、币值相对稳定，但关税摩擦拖累全球经济增长，需求悲观预期扰动国际油价、农产品价格走低，仍是影响阿根廷比索后续走势的因素，平行比索与官方汇率差价仍有走阔压力¹。

¹ 阿根廷实行有管理的浮动汇率制，2025年2月起阿根廷比索的爬行定制汇率机制从每月的2%缩小至1%，官方汇率主要用于政府间结算和部分受监管的进口贸易（图表1中列示的即为官方汇率）；平行比索为非正规市场自由交易的汇率，在现实交易中占主导地位。2025年4月1日，平行比索汇价1,315、为官方汇率的1.23倍，而该比值在年初为1.19倍。

图表 1：外汇走势回顾与前瞻

	二季度 前瞻	一季度（1月1日-4月1日）							
	预测方向	涨跌幅 (%)	开盘	收盘	最高	最低	波动率（%， 年化）	近一年走势 图	所处近三年百 分位(%)
美元指数	—	-3.9	108.4825	104.2263	110.1791	103.1945	6.6		14.8
欧元/美元	↑	4.2	1.0350	1.0792	1.0955	1.0178	7.8		79.0
英镑/美元	↑	3.3	1.2514	1.2922	1.3015	1.2100	7.4		89.8
美元/日元	↓	-4.8	157.3655	149.6215	158.8805	146.5410	9.0		25.0
美元/港元	—	0.2	7.7678	7.7815	7.8017	7.7612	1.3		50.1
澳大利亚元/美元	↑	1.5	0.6188	0.6278	0.6409	0.6088	8.1		59.2
新西兰元/美元	↑	1.8	0.5592	0.5695	0.5831	0.5517	0.0		56.7
美元/印度卢比	—	0.0	85.5761	85.5856	88.1206	85.3950	3.6		7.0
美元/新加坡元	↓	-1.6	1.3656	1.3441	1.3758	1.3279	5.0		33.8
美元/越南盾	—	0.6	25,480.0000	25,625.0000	25,625.0000	25,005.0000	3.1		100.0
美元/加元	↓	-0.5	1.4381	1.4304	1.4793	1.4140	6.0		25.1
美元/墨西哥比索	↑	-2.3	20.8285	20.3568	21.2950	19.8452	10.8		35.3
美元/巴西雷亚尔	↓	-8.1	6.1841	5.6825	6.3582	5.6322	24.8		6.9
美元/阿根廷比索	↑	4.1	1,030.9900	1,072.8500	1,073.2350	1,028.5700	1.8		99.1

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：除美元外，欧元、英镑、澳大利亚元、新西兰元采用间接标价法，上涨表示升值，下跌表示贬值；其余货币采用直接标价法，上涨表示贬值，下跌表示升值。

3. 风险提示：关税摩擦、金融市场流动性变化及热点地区地缘形势不确定性等影响美联储决策，非美经济体稳增长稳市场政策组合力度不及预期。

正文：

一、经济变量（E）：“对等关税”超预期扰动前，美国经济数据边际走弱，英国、日本、澳大利亚、新西兰、印度、加拿大、墨西哥、巴西、阿根廷增长动能减弱，欧元区、中国香港、越南、新加坡经济景气向好

图表 2：主要经济数据概览

国别	经济增长 (GDP 同比, %) 2024 年 4 季度	通货膨胀 (CPI 同比, %) 2025 年 2 月	就业市场 (失业率, %) 2025 年 2 月	市场信心 (制造业 PMI) 2025 年 3 月
美国	2.40% (环比折年率)	2.80%	4.10%	49.0 (ISM)
欧元区	0.20% (环比增长率)	2.30%	6.10%	48.6
英国	0.10% (环比增长率)	2.80%	4.40% 2025 年 1 月	44.9
日本	2.20% (环比折年率)	3.70%	2.50% (2025 年 1 月)	48.3
中国香港	2.40%	1.40%	3.20%	48.3 (综合 PMI)
澳大利亚	1.30%	2.40%	4.10%	52.6
新西兰	-1.10%	2.20% (2024 年 4 季度)	5.10% (2024 年 4 季度)	53.9 (2025 年 2 月)
印度	6.20%	3.60%	8.40%	57.6
新加坡	5.00%	0.90%	2.00% (2025 年 1 月)	50.7 (2025 年 2 月)
越南	7.60%	2.91%	2.20% 2024 年 4 季度	50.5
加拿大	2.36%	2.60%	6.60%	46.3
墨西哥	0.50%	3.77%	2.51%	46.5
巴西	3.60%	5.10%	6.80%	51.8
阿根廷	2.10%	66.90%	6.40% 2024 年 12 月	—

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（一）美国：经济数据边际走弱背景下，“对等关税”加大滞胀压力和衰退隐忧

2024 年四季度 GDP 环比折年率 2.4%，个人消费支出拉动经济增长 2.7 个百分点、为重要贡献项。4 月密歇根大学消费信心指数降至 50.8（前值：57）、创 2022 年 7 月以来最低水平。3 月 ISM 制造业 PMI 数据降至 49（前值 50.3）、不及预期（49.5），为年内首次降至收缩区间；非制造业 PMI 超预期回落至 50.8（前值 53.5；预期 52.9）。劳动力市场仍具一定韧性，3 月新增非农就业 22.8 万人（前值 11.7 万）、超出 13.5 万的市场预期，失业率 4.2%、高于预期及前值（均为 4.1%）。通胀升温，2 月 PCE 同比增速 2.5%、与 1 月持平；核心 PCE 同比增速为 2.79%、高于 1 月水平（2.66%），4 月密歇根大学 1 年通胀预期初值上升 6.7%，预期上升 5.2%，前值上升 5%。

（二）欧元区：欧洲财政刺激计划提振经济信心但经济中期增长挑战仍大，通胀压力进一步缓解

欧元区 2024 年四季度 GDP 环比增长 0.2%、增速小幅放缓（三季度：0.4%），主因德（-0.2%）、法（-0.1%）经济下滑。3 月德国推出大规模财政刺激计划、欧盟提出 8,000 亿欧元的“ReArmEurope”计划，财政扩张预期提振市场对欧元区经济前景的信心，3 月欧元区制造业 PMI 终值意外回升至 48.6（前值：47.6）、连续 3 个月回升，3 月欧元区 ZEW 经济景气指数 39.8 亦有所好转（前值：24.2），但能源供

应、产业外移等背景下经济中期增长压力仍大，“对等关税”亦增加不确定性。通胀压力延续缓解，3月欧元区 HICP（1-3月：2.5%、2.3%、2.2%）、核心 HICP（1-3月：2.7%、2.7%、2.6%）同比增速均放缓。

（三）英国：财政困局隐忧下经济修复基础尚不牢固，通胀压力有所降温

2024 年四季度 GDP 环比增长 0.1%（三季度：0%），1 月意外收缩 0.1%（预期：0.1%），其中制造业环比下跌 1.1%、为主要影响因素；3 月制造业 PMI 再度下行（1-3 月：48.3、46.9、44.9）、创 2023 年 11 月以来新低，显示经济修复仍面临挑战。1 月服务业维持小幅正增长（0.1%），主要受零售行业表现强劲带动，2 月零售销售环比虽小幅放缓至 1%（前值 1.4%）、但远超市场预期（-0.3%）。尽管外汇市场对紧缩导向的财政预算案反应积极，但削弱积极政策对冲关税摩擦冲击²的基础，仍需持续观察政策综合影响。通胀超预期降温，2 月 CPI 同比增速降至 2.8%（预期 2.9%，1 月：3.0%），其中核心 CPI 同比增速亦放缓（3.5%，1 月：3.7%），央行关注的服务通胀维持 5%、与 1 月持平，略低于央行预测值 5.1%。

（四）日本：春季工资谈判喜忧参半，经济景气回落，通胀仍有上行压力

² 尽管英国仅面临 10% 的美国“对等关税”，但英国对美出口占比超 16%，汽车（25%）、医药等行业是对美出口关键产业，面临较高差异税率，同时市场担心对等关税税率差异引发产业转移、相对降低英国本土产业竞争力。

2024 年四季度 GDP 环比折年率 2.2%，内需拖累 0.2 个百分点。家庭支出偏弱，通胀抬头叠加冬季奖金提振作用消退，1 月家庭实际收入（-1.1%；前值 2.9%）及支出增速（0.8%；前值：2.7%）均大幅回落。“春斗”工资增速有望创 34 年来最大涨幅，但中小企薪资涨幅偏缓、叠加通胀高企，预期消费改善动能有限。2 月出口增长提速（11.4%，前值 7.3%），“对等关税”或扰动日本出口前景³。制造、服务业景气双双下滑，3 月制造业 PMI 为 48.3（前值 49.0）、服务业 PMI 为 49.5（前值 53.7）。通胀仍有上行压力。2 月 CPI 同比小幅回落（3.7%，前值 4.0%），能源项因基数效应拉动率减弱是主因；剔除生鲜食品及能源的 CPI 上行至 2.6%（前值 2.5%）。

（五）中国香港：年初“资金流（C）”金融项延续反弹、“对等关税”超预期扰动市场回调后趋势走升空间仍大

2024 年四季度 GDP 同比增长 2.4%，增速较三季度（+1.9%）加快。据我们的“HGC 模型”⁴，2024 年四季度“物流（G）”延续反弹，是带动经济增长的主要引擎。前 2 月“物流（G）”延续稳健增长，出口、进口货值同比升 6.5%、5.7%（2024 年：4.9%、2.6%）。假期赴港“人流（H）”提振消费，前 2 月访港旅客同比增 7%，零售业销货价值同比下跌 7.8%、跌幅明显收窄（2024 年 12 月：-9.6%）。“资金流（C）”地

³ 4 月 2 日美国对进口汽车加征 25%关税。日本瑞穗研究所的测算显示，日本对美出口中约 30%为汽车及相关产品，若汽车关税全面实施，日本 GDP 可能缩水 0.5%。

⁴ “HGC 三元流动模型”为中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心建立的对香港经济进行分析预测的模型。

“HGC 三元流动模型”聚焦影响香港经济增长的三个重要变量：“人流”（Human）、“物流”（Goods）及“资金流”（Capital）。模型的预测方法以动态因子模型（dynamic factor model）为基础，主要采用向量自回归方法（vector autoregression）。预测因子包括宏观经济数据、行业货值数据、市场高频指数等。

产项有所承压、金融项延续反弹。一季度住宅楼宇买卖合约量、额同比增 24%、15%。2 月官方楼价指数环比续跌 0.9%、同比跌 5.9%，但租金指数连升 3 个月走升，2 月环比升 0.3%、同比升 4.9%。港股市场延续回暖，一季度 IPO 融资额同比增 279%至 182 亿港元，恒指季内涨幅 15.25%。“对等关税”扰动金融市场和转口贸易活跃度预期，恒指回调后交投吸引力提升，香港特区政府延续零关税有利于提振贸易活动和跨境消费吸引力。

（六）澳大利亚：政府发力推动经济超预期增长，但私人部门表现偏弱、“对等关税”或对外需形成扰动

2024 年四季度 GDP 同比增长 1.3%（预期 1.2%、前值 0.8%）。内需主要依靠政府部门支撑，政府支出（5.1%、前值 4.7%）、公共部门投资（8.1%、前值 3.5%）均提速，对经济增长拉动率合计 1.5%（前值 1.2%）；私人部门表现仍偏弱，家庭支出增速受假日效应提振小幅反弹（0.7%、前值 0.3%），私人部门投资增长延续放缓（0.8%、前值 1.4%）。外需弱修复且后续压力或仍大，1 月货物出口同比跌幅收窄（-2.4%、前值 -3.0%）、但已连续 22 个月收缩，澳大利亚未获美国对进口钢铝征收关税的豁免，“对等关税”扰动全球贸易和增长，也加大澳大利亚外需回暖压力。

（七）新西兰：外需回暖带动经济边际修复，内需表现疲软，需关注贸易不确定性上升风险

2024 年四季度 GDP 同比下降 1.1%（预期 -1.4%、前值

-1.6%)。内需表现疲软，消费(0.1%、前值-0.2%)、投资(0.5%、前值-7.8%)修复、但增长偏缓，2025年一季度消费者信心指数大幅回落(89.2、前值97.5)、且远低于历史平均水平，反映当前居民需求仍偏弱。外需是推动经济复苏的主要动力，出口回暖明显(3.5%、前值2.4%)、拉动经济增长0.8个百分点，2025年1-2月出口增速保持两位数的强劲增长(25.6%、16.5%)。但当前贸易政策环境不确定性较高，需关注出口对经济复苏的支撑能否持续。

(八) 印度：服务业景气度和消费信心回落，关注美印关税谈判进展和政府积极政策节奏

2024年四季度GDP同比增长6.2%(预期6.3%，前值上修至5.6%)，消费(7.1%、前值：5.6%)、出口(10.4%、前值2.5%)均加速恢复，是拉动经济增长的主要动力，投资(5.0%、前值6.1%)增速继续放缓。但消费信心减弱，1月消费者信心现况指数延续悲观、且继续降至93.7(前值94.0)，未来一年预期指数亦回落至120.7(前值121.9)。服务、贸易出口表现分化，2月服务出口同比涨幅扩大(23.6%、前值12%)，而货物出口表现恶化(-10.9%，前值-2.4%)。制造业改善、服务业回落，3月制造业PMI(初值、下同)升至57.6(前值56.3)，服务业PMI降至57.7(前值59.0)。通胀延续超预期降温。2月CPI同比增长3.6%(预期4.0%，前值4.26%)，降温主要受食品价格通胀(3.75%、前值5.97%)压力大幅缓解推动，核心通胀温和回升(3.95%、前值3.66%)。

（九）新加坡：服务生产增长加速支持经济持续扩张，关税摩擦扰动新加坡转口贸易、跨境消费前景

2024 年四季度 GDP 同比增长 5.0%，较三季度（+5.7%）小幅放缓、延续增长。2024 年四季度主要呈现两个变化：（1）商品生产增速略降温、由+9.8%回落至+6.5%，其中，制造业产出、建筑业活动产值增长均有所放缓；（2）服务生产增长加速、由 4.4%升至 4.6%，其中，批发贸易、金融保险和专业服务增长加速，但零售业持续萎缩。往后看，关税摩擦冲击全球贸易和增长，不利于新加坡转口贸易和跨境消费。

（十）越南：外商投资和贸易表现强劲、制造业温和修复，“对等关税”直接冲击效应或较大

2024 年四季度 GDP 同比增长 7.55%，全年呈现“逐季度增长”的强劲复苏态势；经济强劲的增长主要得益于制造业和服务业的快速发展，以及对外贸易和旅游业的显著复苏⁵。2025 年以来越南经济延续强劲势头，前 2 月接待国际游客超 396 万人次、同比增 30.2%，吸引外商直接投资（FDI）超 69 亿美元、同比增 35.5%，外贸进出口总额同比增长 12%、实现贸易顺差 14.7 亿美元。受产量、新订单改善带动，3 月制造业 PMI 重回荣枯线之上（50.5，前值 49.2）。2 月国会上调 2025 年经济增长目标至 8%。但 46% “对等关税”，叠加

⁵ 2024 年四季度，越南农林渔业、工业和建筑业以及服务业分别同比增长 3.27%、8.24%和 7.38%。进出口保持双位数高增，同比增长 15.4%；旅游业显著复苏接近疫情前水平，全年接待国际游客约 1,760 万人次，同比增长 39.5%。

对美出口集中度较高（占比超 1/3），加大出口及制造业投资压力。

（十一）加拿大：经济景气度有所降温，通胀快速走升，劳动力市场压力有所显现

2024 年四季度 GDP 环比增长 0.6%、略高于前值（0.5%），制造业和服务业景气度均降温，3 月加拿大经季节性调整的制造业 PMI 降至 46.3（前值：47.8），为近 15 个月低点，服务业 PMI 持续走低（1-3 月：49、46.6、41.2）。通胀快速升温，2 月加拿大 CPI 同比增长 2.6%（前值：1.9%），创 8 个月以来最高涨幅，核心 CPI 同比升幅 2.67%，主要由于政府自 2024 年 12 月推行的临时减税措施在 2 月中结束，食品饮料、家庭用品、服饰及服务出现明显的价格上涨压力。失业率小幅回落，就业人数远低于预期。2025 年 1 月、2 月加拿大失业率均为 6.6%，较此前小幅回落（2024 年 12 月：6.7%，11 月：6.9%），2 月就业人数增加仅 1,100 人，远低于市场预期的 2 万人，也低于 1 月 7.6 万人。

（十二）墨西哥：2024 年第四季度 GDP 环比萎缩，制造业景气度偏低，通胀仍较温和

2024 年第四季度 GDP 环比萎缩（-0.6%），2024 年第四季度实际 GDP 同比增速 0.5%，较前三个季度明显回落（前三个季度分别为 1.5%、1.2%、1.7%），环比萎缩 0.6%，这是 2021 年第三季度以来首次出现季度环比萎缩。制造业景气度持续偏低。3 月制造业 PMI 为 46.5（前值：47.6）、连续第

9 个月位于萎缩区间。通胀水平温和。2 月墨西哥 CPI 同比 3.77%，较 1 月的 3.59% 小幅上升，但仍处于 2021 年 2 月以来的次低水平，核心 CPI 同比升 3.65%，低于 1 月的 3.66%，明显低于 2024 年的均值 4.14%。

（十三）巴西：经济增长动能温和，通胀仍高于目标区间，有望一定程度上受益于关税摩擦

2024 年第四季度 GDP 同比增长 3.6%，全年 GDP 同比增长 3.4%，创下自 2021 年以来的最高增速。服务业和工业表现强劲是推动 GDP 增长的主要因素，分别同比增长 3.7% 和 3.3%（前值：2.8%、1.7%）。通胀压力持续上升，2024 年 10 月以来通胀率水平持续超过央行 4.5% 的目标上限，2025 年 2 月达 5.06%，为 17 个月以来高位。央行 3 月发布 Focus 调查显示 2025 年和 2026 年的通胀预期分别上升至 5.66% 和 4.48%，显示出市场对通胀的担忧。经济活动和劳动力市场的指标相对稳健。2 月失业率低位回升至 6.8%（前值 6.5%），1 月巴西经济活动指数（IBC-Br）环比增长 0.9%，在过去 12 个月的累计实现 3.8% 的正增长。关税摩擦冲击下，巴西农产品、矿产资源出口优势有望得到一定提振。

（十四）阿根廷：米莱政府激进改革显现阶段成效，但经济仍具较高的脆弱性

2024 年第四季度 GDP 同比增长 2.1%，结束连续 6 个季度的经济萎缩，净出口仍是主要拉动力⁶；央行 2 月市场预期

⁶ 2024 年 4 季度净出口对 GDP 的同比拉动率是 3.1%（2024Q3：7.5%）。

调查结果显示，预计 2025 年前两个季度 GDP 环比增速（季调）为 1%（2024Q4：0.31%）；**通胀延续降温**，2 月 CPI 同比升 66.9%⁷，为 2022 年 6 月以来新低。米莱政府激进改革显现阶段性成效，但仍难掩其长期债务积累、经济结构单一、外部依赖性强⁸等深层次问题，外部环境变化或放大经济增长不确定性。

⁷ 分项看，占 65%权重的基本商品价格增长温和（+50.2%），服务价格涨幅较大、同比飙升 121.3%。

⁸ 阿根廷出口产品高度依赖大宗商品和农产品，工业体系薄弱导致进口依赖，容易外部环境波动、国际市场价格变化等影响。

二、政策变量（P）：主要经济体二季度有望延续降息，日本、巴西或再加息

图表 3：主要基准利率概览

央行	当前基准利率	最近一次加/降息基点（非 0）	下一次议息会议利率预测
美联储	4.25-4.50%	-25BP	0BP 2025/5/7
欧央行	2.50%（DF）	-25BP	-25BP 2025/4/17
英央行	4.50%	-25BP	-25BP 2025/5/8
日央行	0.50%	+25BP	0BP 2025/5/1
澳央行	4.10%	-25BP	-25BP 2025/5/20
新西兰央行	3.50%	-50BP	-25BP 2025/5/28
印度央行	6.00%	-25BP	-25BP 2025/6/6
加拿大央行	2.75%	-25BP	0BP 2025/4/19
墨西哥央行	9.00%	-50BP	-50BP 2025/5/15
巴西央行	14.25%	+100BP	+50BP 2025/5/7

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（一）美联储：维持利率不变、符合市场预期，大概率年中降息，持续关注“对等关税”对美联储“相机”决策的影响

美联储连续 2 次暂停降息（1 月、3 月），维持联邦基金目标利率在 4.25-4.5%、符合预期，并宣布 4 月进一

步放缓缩表速度；同时下调 2025 年增长预期（2.1%降至 1.7%）、上调通胀预期（2.5%上调至 2.7%），“对等关税”仍是美元走势的关键变量，特朗普政府部分暂停“对等关税”90 天后，Fed Watch 显示 2025 年美联储大概率年中降息，全年降息幅度 75-100BP。关税摩擦前景不确定性仍大，美联储降息路径“相机”特点料仍突出。

（二）欧央行：连续两次降息、合计 50BP，4 月有望延续降息，后续降息幅度预计不会超过美联储

欧央行 1 月、3 月连续降息、合计 50BP，存款便利利率、主要再融资利率和边际贷款便利利率分别下调至 2.5%、2.65%和 2.9%；同时下调 2025 年经济增速预期（1.1%降至 0.95%）、上调通胀预期（2.1%上调至 2.3%），鉴于欧洲增长压力仍存、通胀连续降温，欧央行 4 月降息可能性较高，但合计降息幅度预计不会超过美联储。

（三）英央行：1 月降息 25BP、3 月暂停，5 月大概率降息 25BP，全年降息幅度预计不会超过欧央行

英央行 1 月降息 25BP、3 月暂停降息，基准利率维持在 4.5%，符合市场预期，并重申“将逐步、谨慎地降息”；同时大幅下调 2025 年经济增速预期（1.5%降至 0.75%）、上调通胀预期（3.7%上调至 3.75%）。英国经济复苏根基尚不牢固，2 月通胀降温强化降息预期，5 月英央行大概率降息 25BP。

（四）日央行：维持政策利率不变，短期内就外部关税摩擦、内部米价飙升等不确定性保持观望

日央行1月加息25BP、3月维持政策利率于0.5%。特朗普政府关税政策不确定性⁹及由此产生的全球经济放缓担忧，令日本央行短期内保持观望态势，但也表态将关注米价飙升导致物价上行风险，若经济和价格展望得以实现，将继续调整货币宽松的程度。向后看，下次加息或延后至6-7月。

（五）澳央行：首次降息后暂停，态度维持谨慎，需关注大选结果及关税政策的影响

澳央行2月开启首次降息25BP、主要原因是通胀压力加速缓解，但强调就业市场意外强劲、通胀上行风险仍然存在；4月维持利率不变、符合预期，同时表示对通胀前景保持谨慎¹⁰，将继续依赖数据和对风险的动态评估来指导决策。往后看，最新通胀、就业人数超预期回落¹¹推升市场降息预期，但需关注澳大利亚大选结果¹²、全球贸易政策变化等因素影响。

（六）新西兰央行：4月连续第五次降息且有进一步降息空间

新西兰央行2月、4月分别降息50BP、25BP，符合市场预期，并强调未来货币政策方向将取决于中期通胀压力的前景。鉴于目前通胀已回落至目标中点、“对等关税”扰动经济增长前景，预计央行5月或继续降息。

⁹ 尤其是4月2日起实施“对等关税”所产生的影响。

¹⁰ “基础通胀持续回落值得欢迎，但风险仍然双向存在，委员会对前景保持谨慎。”

¹¹ （1）2月通胀2.4%（预期、前值2.5%）、核心通胀2.7%（前值2.8%）均稳定在目标区间（2%-3%）内；（2）2月就业人数意外减少5.3万人（预期、前值+3.0万人），但失业率持平于4.1%（预期、前值4.1%）。

¹² 澳大利亚将于2025年5月3日举行联邦选举，以组成澳大利亚第48届议会，阿尔巴尼斯领导的工党与反对党领袖达顿领导的联盟党将正式展开约5个星期的竞选活动。

（七）印度央行：2月、4月分别降息25BP，立场转向“宽松”，“对等关税”提升降息空间

印央行2月开启近五年首次降息，4月延续降息25BP，同时将政策立场由“中性”转向“宽松”。央行对通胀稳定在4%目标水平左右的信心增强，但关税摩擦带来的挑战对经济增长构成较大风险（对美出口占比近20%），下调2025-26财年经济增长预期至6.5%（2月预测6.7%）。预计央行后续将继续降息以支持增长。

（八）越南央行：短期内调整政策利率可能性较低，央行仍积极呵护流动性

2023年6月至今，越南国家银行（SBV）维持较低利率水平在3.0%-4.5%的区间¹³。对等关税落地、越南盾汇率跌至历史最低水平，综合考虑全球关税摩擦不确定性仍大，特朗普政府部分暂停“对等关税”90天，短期内调整政策利率可能性较低。但越南政府料仍积极稳定市场流动性，包括：一是在2024年信贷增长15%的基础上，2025年设定了16%的信贷增长目标，同时计划逐步取消信贷增长配额制度¹⁴。二是年初以来SBV主要通过公开市场操作（OMO）和央行票据等货币政策工具调控市场流动性。

（九）加拿大央行：1月、3月分别降息25BP，通胀上

¹³ 3.0%为再贴现利率（Discount Rate），4.5%为再融资利率（Refinancing Rate）。

¹⁴ 2011年，越南引入信贷增长配额制度，该制度通过限制每家银行的信贷扩张速度和规模，以确保信贷资源的合理配置，有效控制了贷款质量。2007年-2010年，越南经济面临信贷增长过热的问题，年均增速持续超30%，带来了高通胀和坏账率上升等风险。随着近年经济形势变化，该制度逐渐被认为阻碍了企业和个人获取银行贷款，因此央行将创新信贷管理措施，制定计划逐步减少并最终取消信贷增长配额。

行或掣肘后续降息节奏

加拿大央行1月、3月分别降息25BP，最新隔夜利率目标（Target for the overnight rate）为2.75%。会议公告中提到“美国关税威胁加拿大经济增长并加大通胀压力，经济前景继续受到比以往更多的不确定性的影响。”短期央行将权衡经济降速和通胀压力，相机决定降息时点，4月大概率暂停降息。

（十）墨西哥央行：一季度合计降息100BP，后续仍有降息可能

2月、3月分别降息50BP，基准利率降至9.5%，符合市场预期。此外，墨西哥央行还表示，预计通胀环境将允许继续降息，但会保持谨慎立场。考虑到经济增长乏力、通胀总体可控，5月墨西哥央行仍有继续降息可能。

（十一）巴西央行：3月加息100BP，5月或再次小幅上调基准利率

3月加息100BP、基准利率上调至14.25%，为2024年9月以来的第五次连续加息。此次加息的主要原因是通胀压力持续上升¹⁵，在后续通胀水平回落不确定，特朗普政府部分暂停“对等关税”90天背景下，预计5月或再次小幅上调基准利率，为后续不确定关税摩擦环境预留充裕政策空间。

¹⁵ 2月巴西的通货膨胀率（IPCA-Inflation Rate）为5.06%（前值：4.56%），超过了央行 $3 \pm 1.5\%$ 的通胀率目标上限。

三、市场变量（M）：美元指数仍有走弱压力，市场押注欧元、日元、新加坡元走势偏强

（一）现货市场变量：日元、越南盾、加拿大元负向利差空间相对偏大

截至 1 季度末数据显示，日元、越南盾、加拿大元的利差交易获利空间相对偏大：

（1）日本与多数经济体利差交易空间超 2.5%，与美国的 2 年和 10 年期利差分别达-3.01%和-2.68%。

（2）越南与其他经济体利差交易空间亦较大，与多数经济体 2 年和 10 年期国债利差在 1%-2%之间。

（3）加拿大与多数国家利差交易空间超 1%，与美国的 2 年和 10 年期利差分别达到-1.44%和-1.23%。

（4）墨西哥、巴西、印度具有一定正向利差空间，其中巴西与多数经济体利差交易空间超 10%。

图表 4：2 年期国债利差交易空间（%）

	美国	欧元区	英国	日本	澳大利亚	新西兰	印度	越南	加拿大	巴西
美国	0.000									
欧元区	-1.611	0.000								
英国	0.300	1.911	0.000							
日本	-3.011	-1.400	-3.311	0.000						
澳大利亚	-0.210	1.401	-0.510	2.801	0.000					
新西兰	-0.360	1.251	-0.660	2.651	-0.150	0.000				
印度	2.460	4.071	2.160	5.471	2.670	2.820	0.000			
越南	-1.796	-0.185	-2.096	1.215	-1.586	-1.436	-4.256	0.000		
加拿大	-1.440	0.171	-1.740	1.571	-1.230	-1.080	-3.900	0.356	0.000	
巴西	11.024	12.635	10.724	14.035	11.234	11.384	8.564	12.820	12.464	0.000

数据来源：Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（注：利差交易空间计算为“横轴国家-纵轴国家”，数据更新欧洲为截止 3 月末数据，其他为截止 3 月 31 日数据）

图表 5：10 年期国债利差交易空间（%）

	美国	欧元区	英国	日本	澳大利亚	新西兰	印度	越南	墨西哥	加拿大	巴西
美国	0.000										
欧元区	-0.916	0.000									
英国	0.440	1.356	0.000								
日本	-2.680	-1.764	-3.120	0.000							
澳大利亚	0.190	1.106	-0.250	2.870	0.000						
新西兰	0.330	1.246	-0.110	3.010	0.140	0.000					
印度	2.420	3.336	1.980	5.100	2.230	2.090	0.000				
越南	-1.267	-0.351	-1.707	1.413	-1.457	-1.597	-3.687	0.000			
墨西哥	5.131	6.047	4.691	7.811	4.941	4.801	2.711	6.398	0.000		
加拿大	-1.230	-0.314	-1.670	1.450	-1.420	-1.560	-3.650	0.037	-6.361	0.000	
巴西	10.841	11.758	10.401	13.521	10.651	10.511	8.421	12.108	5.710	12.071	0.000

数据来源：Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（注：利差交易空间计算为“横轴国家-纵轴国家”，数据更新欧洲为截止 3 月末数据，其他为截止 3 月 31 日数据）

（二）期货市场变量：美元指数仍有走弱压力，市场押注欧元、日元、新加坡元走势偏强

截至 4 月 7 日数据显示，美元：市场预计美元指数趋势性走弱。美国滞胀风险抬升，市场押注美元指数在 2025 年仍处 100 上方、但逐季下行，2025 年 2、3、4 季度末价格分别为 102.768、102.483、102.143。

欧元、英镑：欧元走势持续强于英镑。英央行降息降息节奏虽较欧央行滞后，但欧洲财政刺激计划提振市场信心，欧元避险属性得到青睐，市场押注欧元后续波动偏强，4 季度末升值至 1.10960；英镑/美元延续波动偏弱格局，2025 年 2、3、4 季度末英镑/美元价格分别为 1.2880、1.2877、1.2871。

日元：仍有走强动能。日央行加息预期支撑日元走升。市场预期美元/日元 2、3、4 季度末价格分别为 145.21、143.84、142.625。

澳元或小幅走强、新西兰元变化不大：虽澳央行偏鹰，但考虑铁矿石出口预期偏弱，市场押注澳元在 2025 年内小幅走强、4 季度末期货价格升至 0.60335（4 月 4 日收报 0.6046）。新西兰元则变化不大。

印度卢比：2025 年承压走弱。新任印度行长态度“偏鸽”预期下，市场押注卢比走弱，2 季末下行至 85.9025（4 月 4 日收报 85.4820），4 季度末下行报价至 86.8850。

新加坡元：2025 年或小幅升值。新加坡 2025 年 GDP 预期增长持稳于 2.6%，电子制造业回温及外需韧性支撑经济表现，提振市场对新加坡元信心。

图表 6：外汇期货价格

	2025 年 2 季度末	2025 年 3 季度末	2025 年 4 季度末
美元指数	102.768	102.483	102.143
欧元/美元	1.09885	1.10440	1.10960
英镑/美元	1.2880	1.2877	1.2871
美元/日元	145.210	143.840	142.625
澳大利亚元/美元	0.60225	0.60280	0.60335
新西兰元/美元	0.55870	0.55995	0.56100
美元/印度卢比	85.9025	86.1625	86.8850
美元/新加坡元	1.33155	1.32560	1.32000

数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 7：外汇期权价格

	2025 年 2 季度末	2025 年 3 季度末	2025 年 4 季度末
欧元/美元	1.13	1.1028	1.147
英镑/美元	1.15	1.25	1.295
美元/日元	147.00	140.00	159.87
澳大利亚元/美元	0.615	0.68	0.627
新西兰元/美元	0.536	0.57	0.5312
美元/印度卢比	86.0125	86.57	87.47
美元/新加坡元	1.3088	1.3088	1.325

数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心



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。