

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

地缘形势加大全球外汇市场短期 不确定性

——基于“EPM”框架的 2025 年 3 季度外汇市场分 析及前瞻

阅读摘要

2025 年三季度，关税摩擦担忧缓解、经济数据仍呈韧性叠加美联储转鸽幅度偏弱，共同支撑美元指数止跌回升；非美货币普遍承压，主要关注货币中：（1）阿根廷比索为走势最弱的货币；（2）新西兰元、日元承压幅度亦较大；（3）其它货币贬值幅度由高至低分别为：印度卢比、加拿大元、英镑、新加坡元、巴西雷亚尔、澳大利亚元、欧元；（4）港元、墨西哥比索表现走强。

步入四季度，美联储大概率延续缓步降息，中美关税摩擦阶段反复、部分国家政局动荡等时点扰动避险情绪。往后看，关税磋商进展、美联储政策预期、区域政局形势、关注经济体稳增长稳市场的政策组合安排，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

美元指数偏弱震荡，欧元/美元偏强震荡，英镑/美元震荡走升、升幅不及欧元，美元/日元偏弱震荡。

（2）主要关注亚太经济体货币

美元/港元偏强区间波动，美元/新加坡元窄幅波动，美元/印度卢比贬值压力趋缓，美元/越南盾中性偏稳，澳大利亚元/美元偏强震荡，新西兰元/美元有一定下行压力。

（3）主要关注非美洲经济体

美元/加拿大元走势波动，美元/墨西哥比索波动回升，美元/巴西雷亚尔区间震荡，美元/阿根廷比索仍有一定贬值压力。

地缘形势加大全球外汇市场短期不确定性

——基于“EPM”框架的 2025 年 3 季度外汇市场分析及前瞻

核心观点：

2025 年三季度，关税摩擦担忧缓解、经济数据仍呈韧性叠加美联储转鸽幅度偏弱，共同支撑美元指数止跌回升 2.1%，最高、最低价分别为 100.26、96.22；非美货币普遍承压，主要关注货币中：（1）阿根廷比索为走势最弱的货币，政治风险飙升¹引发汇率危机，市场出现强烈贬值恐慌²，三季度阿根廷比索贬值 18.0%；（2）新西兰元、日元承压幅度亦较大，新西兰经济偏弱、央行超预期大幅降息 50BP，新西兰元贬值 6.1%；日本政局动荡影响日元贬值 5.0%；（3）其它货币贬值幅度由高至低分别为：印度卢比（3.5%）、加拿大元（2.9%）、英镑（2.7%）、新加坡元（2.0%）、巴西雷亚尔（1.6%）、澳大利亚元（1.6%）、欧元（1.4%）；（4）港元、墨西哥比索表现走强，分别小幅升值 0.9%、0.8%。

步入四季度，美联储大概率延续缓步降息，中美关税摩擦阶段反复、部分国家政局动荡等时点扰动避险情绪。往后看，关税磋商进展、美联储政策预期、区域政局形势、关注经济体稳增长稳市场的政策组合安排，是影响外汇市场走势的关键线索，具体看：

¹ 当地时间 9 月 7 日举行的布宜诺斯艾利斯省选举中，阿根廷“庇隆主义”的祖国力量联盟获得 47% 的选票，大幅领先米莱的自由前进党的 33.9%。

² 平行汇率与官方汇率溢价一度突破 8%。

（1）主要关注发达经济体货币

美元指数：偏弱震荡。短期中美谈判反复、美政府停摆等事件抬升避险利多情绪，但较难支撑美元趋势性转强。美联储延续降息、叠加经济下行隐忧加大，预计美元在 96-100 区间呈偏弱震荡格局。

欧元/美元：偏强震荡。欧元区经济数据较为温和，欧央行年内是否延续降息仍存较大不确定性，合并美元趋势偏弱预期，欧元兑美元波动转升概率较大。

英镑/美元：震荡走升，升幅不及欧元。预期英央行降息态度较美联储审慎，为英镑提供相对支撑；但财政压力³或制约英镑升势，关注财政预算案（11 月 26 日）、经济数据对英镑走势的影响。

美元/日元：偏弱震荡。日本新首相选举落地，日央行 10 月加息概率走低，拖累日元升势，持续关注新政府政策表态。

（2）主要关注亚太经济体货币

美元/港元：偏强区间波动。中国资产价值重估仍将继续吸引资金流入，年结临近支撑港元需求，四季度港汇料在偏强区间波动。

美元/新加坡元：窄幅波动。经济前景谨慎乐观，出口回暖、资产再配置资金流入支持新加坡元走势。需关注后续美国关税政策不确定性给新加坡贸易活动带来的影响。

³ 英国财政状况正在恶化：统计局数据显示，本财年前 5 个月（即 2025 年 4 月-8 月），累计借款 838 亿英镑，同比增加 162 亿英镑，为 1993 年有月度记录以来的次高点（仅次于 2020 年疫情期间）。8 月末，公共部门净负债（不含公共银行）占 GDP 比重 96.4%（估算初值），仍处 1960 年代初期以来的高位。

美元/印度卢比：贬值压力趋缓。通胀保持目标区间下限，央行仍具降息空间，拖累印度卢比走势；但美印若顺利达成关税协议，有望提振市场乐观情绪。

美元/越南盾：中性偏稳。经济延续积极增长态势，出口与 FDI 保持高景气稳定外汇供给；同时考虑越南央行短期降息概率偏低，美联储延续降息，越南盾贬值压力边际缓释。

澳大利亚元/美元：偏强震荡。消费延续复苏、经济增长超预期，叠加央行放缓降息步伐有望对澳元形成一定支撑。

新西兰元/美元：一定下行压力。经济压力相对较大，央行预计延续降息，新西兰元仍面临一定下行压力。

（3）主要关注非美美洲经济体

美元/加拿大元：走势波动。关税影响显现，加拿大经济增速转降，就业疲弱，通胀边际升温、但仍位于 2% 目标之下，《美加墨协定》谈判重启在即，加拿大央行短期仍有可能延续降息，但整体降息节奏料转向审慎，整体或拖累加元走势；但美元中枢走弱，缓和加元压力。

美元/墨西哥比索：波动回升。经济景气仍有支撑，但通胀仍有一定压力，《美加墨协定》谈判重启，贸易前景仍具不确定性，墨西哥央行整体降息节奏预计也转向审慎，但短期降息空间仍存。

美元/巴西雷亚尔：区间震荡。经济动能边际放缓，50% 关税谈判仍存变数；但年内巴西央行维持 15% 高利率与美联储四季度降息预期延续，对雷亚尔提供底部支撑。

美元/阿根廷比索：仍有一定贬值压力。阿根廷长期面临高负债、储备薄弱、增长乏力等挑战，叠加中期选举不确定性，当前汇率制度⁴脆弱性进一步凸显，基准情形下⁵，预计官方汇率延续以每月 1% 的速度有序走贬；风险情形下汇率可能面临“失锚”风险，再次陷入“自由化-危机-重新管制”的循环。

图表 1：外汇走势回顾与前瞻

	四季度 前瞻	三季度（7月1日-10月10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	◆	2.1	96.7772	98.8223	100.2588	96.2179	6.6		14.7
欧元/美元	◆	-1.4	1.1785	1.1623	1.1919	1.1392	7.2		87.1
英镑/美元	◆	-2.7	1.3734	1.3361	1.3789	1.3141	6.6		85.1
美元/日元	◆	5.0	144.0220	151.1590	153.2790	142.6815	9.1		68.9
美元/港元	—	-0.9	7.8500	7.7826	7.8508	7.7656	0.9		30.7
澳大利亚元/美元	◆	-1.6	0.6576	0.6476	0.6707	0.6414	7.4		43.2
新西兰元/美元	◆	-6.1	0.6093	0.5723	0.6121	0.5717	0.0		22.5
美元/印度卢比	—	3.5	85.7015	88.7266	88.9506	85.1700	3.9		97.4
美元/新加坡元	—	2.0	1.2720	1.2970	1.3008	1.2698	3.9		15.9
美元/越南盾	—	0.7	26,123.0000	26,315.0000	26,431.0000	26,085.0000	1.7		96.2
美元/加元	—	2.9	1.3606	1.4002	1.4035	1.3556	4.5		53.5
美元/墨西哥比索	◆	-0.8	18.7424	18.6040	18.9960	18.1992	6.4		46.5
美元/巴西雷亚尔	—	1.6	5.4267	5.5211	5.6308	5.2672	10.5		40.2
美元/阿根廷比索	◆	18.0	1,204.5100	1,421.2900	1,478.5200	1,185.0025	20.3		95.7

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。

⁴ 阿根廷实行有管理的浮动汇率制，2025 年 4 月 14 日起阿根廷央行宣布允许比索在 1 美元兑 1,000 至 1,400 比索的区间内自由浮动，且波动区间每月将扩大 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；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 9 月 30 日，平行比索汇率为 1,475、为官方汇率的 1.08 倍，该比值在年初为 1.19 倍。

⁵ 基准情形下，米莱总统在中期选举中取得超预期结果，市场会预期米莱改革议程延续，将暂时提振市场信心，吸引部分外资回流，政府更有可能继续与 IMF 的合作，引导汇率有序贬值；风险情形下，若反对派进一步扩大在国会的力量，米莱改革计划存在搁浅可能，市场信心将遭受重挫，资本外逃可能加速。该情形下汇率制度可能面临“失锚”风险，比索或将出现剧烈贬值，届时央行可能会重新实施资本管制。

3. 风险提示：阶段关税磋商等扰动市场避险情绪超调，美国政府停摆时间过长；日本政治联盟的稳定性及政策非预期性；阿根廷中期选举不确定性加大汇率波动风险。

正文：

一、经济变量（E）：美国经济短期仍呈一定韧性；英国、新西兰、加拿大、巴西增长动能偏弱；日本、中国香港、澳大利亚、印度、新加坡、越南、墨西哥经济预期乐观

图表 2：主要经济数据概览

国别	经济增长 (GDP 同比, %) 2025 年 2 季度	通货膨胀 (CPI 同比, %) 2025 年 8 月	就业市场 (失业率, %) 2025 年 8 月	市场信心 (制造业 PMI) 2025 年 8 月
美国	3.80% (环比折年率)	2.90%	4.30%	49.1 (ISM 9 月)
欧元区	1.50% (环比增长率)	2.00%	6.30%	49.8
英国	0.30% (环比增长率)	3.80%	4.70% (2025 年 7 月)	46.2 (2025 年 9 月)
日本	2.20% (环比折年率)	2.70%	2.60%	48.5 (2025 年 9 月)
中国香港	3.10%	1.10%	3.70%	50.7 (综合 PMI)
澳大利亚	1.8%	3.0%	4.2%	51.4 (2025 年 9 月)
新西兰	-0.6%	2.7% (2025 年 2 季度)	5.2% (2025 年 2 季度)	49.9
印度	7.81%	2.07%	5.10%	57.7 2025 年 9 月
新加坡	4.40%	0.50%	2.00% (2025 年 7 月)	50.0
越南	8.23% (2025 年 3 季度)	3.38% (2025 年 9 月)	2.22% (2025 年 3 季度)	50.4 (2025 年 9 月)
加拿大	1.21%	1.86%	7.10%	47.7
墨西哥	0.6%	3.57%	2.93%	49.6
巴西	2.20%	5.17% IPCA	5.80% (2025 年 2 季度)	46.5
阿根廷	6.30%	33.60%	7.60% (2025 年 2 季度)	—

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（一）美国：“对等关税”低于预期、美联储重启降息，

预计美国经济短期仍呈一定韧性

二季度 GDP 环比折年率 3.8%，扭转一季度萎缩(-0.6%)，私人消费超预期仍是短期经济的韧性来源（贡献率 1.7%），“抢进口”效应转弱下，净出口对 GDP 的影响由负转正（贡献率 4.8%），前期补库拖累私人投资（贡献率-2.7%）。**劳动力市场下行风险加大**，8 月非农就业人数仅增 2.2 万人，失业率上升至 4.3%（2021 年 10 月以来高位），劳工局将 2025 年 3 月前一年非农就业人数下修 91.1 万、创 2000 年以来最大下修幅度。**通胀上行相对温和**，8 月 PCE 同比+2.74%（前值+2.60%），核心 PCE 同比+2.91%（前值+2.85%），“对等关税”对美通胀冲击预计在 10 月显现，当前受温和价格、充足供应支撑的消费韧性料有所下行，但综合考虑关税低于预期、美联储延续降息，预计美国经济短期衰退概率偏低。

（二）欧元区：经济景气边际改善，通胀稳定，法国财政风险升温

二季度 GDP 环比增长 0.1%、较一季度有所放缓，居民消费依然是主要拉动力（GDP 拉动：0.08%）；固定资产投资和出口表现疲弱，对 GDP 拉动分别为-0.38%、0.02%。三季度欧元区**通胀水平整体保持稳定**：CPI 同比增速维持在 2.0%附近，核心 CPI 持续为 2.3%，均符合市场预期。经济活动方面，零售销售、制造业和服务业 PMI 整体表现平稳，但 8 月季调后的制造业 PMI 仍略低于荣枯线水平。与此同时，**法国政治不确定性加剧引发市场关注**。法国总理贝鲁未能通过国民议

会信任投票，财政政策前景受质疑，导致法国 10 年期国债收益率大幅上行，一度逼近 3.6%，反映市场对法国财政可持续性的担忧。整体来看，欧元区经济呈现“温和通胀+弱复苏”格局，但外部不确定性和个别成员国财政风险仍需关注。

（三）英国：服务业热、制造业冷，经济增速放缓、通胀仍有上行风险

二季度 GDP 环比增长 0.3%（一季度：0.7%），主要由服务业（+0.4%）、建筑业（+1.0%）拉动，工业部门环比下跌 0.8%、为主要拖累因素。9 月制造业 PMI 再度下行（6-9 月：48、47、46.2），服务业 PMI 保持扩张（6-9 月：51.8、54.2、50.8）。通胀仍处高位，8 月 CPI 同比增速 3.8%（预期 3.8%，7 月：3.8%）、维持 2024 年 1 月以来的最高水平，预期 9 月可能进一步升至 4%；央行关注的服务通胀降至 4.7%（7 月：5.0%），仍远高于 2% 的政策目标。

（四）日本：内需呈改善迹象，外需仍受贸易不确定性掣肘，政局及政策稳定性是影响后续通胀走势的主要线索

二季度 GDP 增长环比增 0.5%、环比折年率 2.2%，内需、外需分别拉动 0.2、0.3 个百分点。内需方面，“春斗”工资虽然涨薪幅度可观（5.25%）但被上半年食品涨价所侵蚀，家庭支出低迷、8 月数据有所改善，6 月、7 月家庭实际收入连续两个月负增，8 月同比增 2.8%。外需方面，美日“对等关税”税率降至 15%，但贸易不确定性已对日本出口产生较大掣肘，至 8 月日本出口同比已连续 5 个月负增（2024 年

均值 6.5%)，对美出口为拖累的主要因素。通胀暂呈降温迹象，需关注加息延后引致的输入性通胀压力。8 月 CPI 同比降至 2.7% (前值 3.1%)，剔除生鲜食品和能源的 CPI 同比降至 3.3% (前值 3.4%)；其中食品占同比涨幅的一半以上 (8 月 2.0%，前值 1.9%)，但鉴于米价已开始降温 (8 月越光米、其他米价格较年内高点分别下跌 2.4%、1.3%)，后续食品通胀预计将逐步回落、带动通胀降温。但需关注政局调整延后央行加息步伐，进而引致输入性通胀的压力。经济景气分化，2025 年以来服务业持续在荣枯线上方，但制造业多数月份均在荣枯线下方。

(五) 中国香港：资本市场趋势向好、“资金流 (C)”金融项成增长主引擎，“抢进口”效应提振“物流 (G)”活跃度

香港 2025 年二季度 GDP 同比增长 3.1%，较一季度 (+3.0%) 小幅提速。据“HGC 模型”⁶：(1) “资金流 (C)”金融项是二季度经济增长的主引擎，拉动 GDP 上升 1.31 个百分点。二季度港交所 27 只新股主板上市，募资总额同比增 7.8 倍至 757 亿港元；港股主板日均成交额近 2,376 亿港元、同比增近 96%；“资金流 (C)”地产项有所承压，拖累 GDP 0.42 个百分点，建筑业活动景气度偏弱，二季度建造工程完成量同比下滑 3.5%⁷，住宅楼宇买卖承压，但楼价有所回稳。(2) “抢进口”效应影响下，“物流 (G)”是二季度经济增长重要动能，

⁶ “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。

⁷ 以实质计算的建造工程完成量。

拉动 GDP 增 1.23 个百分点。二季度香港出口、进口货值同比分别升 14%、15%。(3) 赴港“人流(H)”消费回稳，拉动 GDP 增长 0.43 个百分点。“人流-消费剪刀差”延续但有所收窄，二季度访港旅客量同比增 15%，期内零售销售值同比增长 0.3%。全年看，我们维持 2025 年香港经济增长有望超过 2.5% 的预测，“资金流(C)”金融项、“物流(G)”料是重要增长引擎。

(六) 澳大利亚：内需强劲支持经济超预期增长，但仍需关注外需压力

二季度 GDP 同比增长 1.8% (预期 1.6%、前值 1.4%)。消费(2.6%、前值 1.8%)是经济增长主动力，其中家庭支出(2.0%、前值 0.8%)增速回升；投资(1.0%、前值 2.5%)增长放缓；出口(1.5%、前值-0.6%)改善，但由于进口(1.9%、前值 0.5%)增长相对较强，净出口对经济拉动率为-0.1%。往后看，实际薪资保持增长⁸有望支持消费延续复苏，但外需或仍存一定压力。

(七) 新西兰：经济延续萎缩，就业市场疲软，但出口呈好转态势

二季度 GDP 同比下降 0.6% (预期持平、前值由-0.7%上修至-0.6%)，其中投资(-3.5%、前值-5.1%)拖累经济 0.7 个百分点；消费(1.6%、前值 1.1%)延续修复；外部政策不确定性背景下，出口增长明显放缓(0.8%、前值 3.5%)，但

⁸ 澳大利亚 2025 年二季度薪资价格指数同比 3.4%，高于同期通胀(2.1%)。

8 月份以来连续两个月出口实现双位数增长。二季度失业率升至 2017 年以来最高水平（5.2%、预期 5.3%、前值 5.1%），劳动力成本指数同比涨幅回落至 2.4%、低于同期通胀（2.7%），加大后续消费修复压力。

（八）印度：二季度 GDP 增长超预期，内需有望延续支撑经济增长，但需关注关税对后续出口扰动

二季度 GDP 同比增长 7.8%（预期 6.7%，前值 7.4%），主要得益于强劲消费表现，最终消费支出同比增速扩大至 7.1%（前值 4.7%）、对经济增长拉动率达 4.7%，其中私人消费（7.0%、前值 6.0%）、政府支出（7.4%、前值-1.8%）均提速；投资保持稳定增长（7.3%、前值 7.8%）；出口受“抢进口”效应提振（6.3%、前值 3.9%）亦为经济增长提供动力。制造业、服务业均保持扩张区间，9 月制造业 PMI 降至 57.7（前值 59.3），服务业 PMI 降至 60.9（前值 62.9）。通胀压力持续缓解，8 月 CPI 同比增长 2.07%（预期 2.1%，前值 1.55%），保持在 2%-6% 的央行容忍区间下限附近，核心通胀再度降温（6-8 月核心 CPI：4.43%、4.12%、4.11%）。

（九）新加坡：下半年经济扩张节奏或放缓，政府上修年度增长预测至 1.5%-2.5%

新加坡 2025 年二季度 GDP 同比增长 4.4%，高于一季度（+4.1%）升幅。具体看：（1）商品生产增速加快、由+4.5%升至+5.0%，其中，制造业产出、建筑业活动产值增长均加速。（2）服务生产增速同步改善、由 3.8%升至 4.3%，增长

主要由批发贸易、运输仓储、金融保险业驱动；“抢进口”引发的贸易需求前置效应，提振了批发贸易和运输仓储行业活跃度。整体看，新加坡上半年经济增长（+4.3%）优于预期，但后续仍面临地缘政治局势、关税摩擦的不确定性影响，下半年经济增速料放缓。新加坡贸工部 8 月将 2025 年全年 GDP 增长预测区间上修至 1.5%-2.5%（4 月预测值：0.0%-2.0%）。

（十）越南：经济延续强劲增长，政府上调 2025 年 GDP 增速目标至 8.3%-8.5%

三季度 GDP 同比增长 8.23%，前三季度 GDP 累计增速为 7.85%，创 2011 年以来同期次高。分产业看，工业与建筑业领跑，前三季度同比增长 8.69%；服务业保持高景气，同比增 8.49%；受极端天气扰动，农林水产业增长 3.83%。**外贸与外商投资同步高增**。第三季度出口额同比增长 18.4%、前 9 个月出口累计同比增长 16%，提前超额完成全年 12% 的目标；前 9 个月吸引外商直接投资（FDI）超 285 亿美元、同比增长 15.2%，其中实际到位资金创五年来新高。**旅游业表现亮眼**，签证便利化和旅游刺激计划加大推广等因素推动下，前 9 个月接待国际游客超 1,540 万人次，同比增长 21.5%。**短期债券市场违规事件扰动金融市场情绪**，整体看，供给景气复苏与外部需求韧性背景下 8 月政府上调 2025 年 GDP 增速目标至 8.3%-8.5%。

（十一）加拿大：GDP 增速转负，核心通胀走升，就业市场疲弱、刷新四年新高

二季度 GDP 环比-0.4%，是近七个季度以来首次下降。受关税影响，二季度出口环比大幅下降 7.5%，是 2020 年二季度以来最大的跌幅，企业投资也表现疲弱，一季度、二季度分别环比跌 1.23%、0.56%。通胀边际升温，但核心通胀走升。8 月加拿大 CPI 同比增速 1.86%，高于上月 1.74%，连续第五个月低于 2% 的目标水平；但核心 CPI 同比 2.63%，高于上月 2.70%，央行关注的 CPI 修正均值（CPI-trim）和 CPI 中值（CPI-median）分别为 3.0%、3.1%，分别高于上月 1 个百分点、与上月持平。就业市场疲弱。8 月加拿大失业率为 7.1%，较上月升 0.2 个百分点，刷新四年新高，就业人数连续两个月减少，8 月减少 6.55 万人（7 月减少 4.08 万人），受美国关税影响的运输与仓储业流失 2.3 万个工作，制造业减少 1.9 万个，科学与技术服务业损失 2.6 万个。

（十二）墨西哥：GDP 增速回升但贸易活动疲弱，通胀仍有压力，就业疲软的忧虑增加

GDP 增速连续两个季度回升。墨西哥 2025 年第一、第二季度经季节调整的 GDP 同比增速分别为 0.7%、1.2%，环比增速为 0.3%、0.6%，扭转 2024 年第四季度 GDP 环比负增的局面。从结构来看，农业、技术服务、行政服务、文体娱乐等是主要支撑，受美国关税影响，贸易连续两个季度为负增。制造业景气度短暂走升后回落。8 月制造业 PMI 升至 50.2，

时隔 13 个月重回荣枯线上方，反映了新订单的重新扩张，但 9 月又重回荣枯线下方、为 49.6。**通胀仍有压力。**8 月墨西哥 CPI 同比自 7 月的 3.51% 升至 3.57%，但仍低于上半年均值 3.97%；核心 CPI 同比自 5 月以来连续位于 4% 上方，7 月、8 月连续维持在 4.23%，餐饮、个人护理、教育和医疗等是主要驱动因素。**就业市场压力增大**，8 月墨西哥失业率升至 2.93%，是 2024 年 8 月以来的最高水平。

（十三）巴西：加息周期压制经济扩张，通胀仍是核心关注点

二季度 GDP 同比增长 2.2%、环比增长 0.4%，较一季度（环比+1.3%）放缓，高利率对经济的制约效应有所显现。分产业看，农业在有利天气带动下表现强劲，二季度同比增长 10.1%；制造业及建筑业受融资成本抬升挤压增长有限，二季度工业同比增长 1.1%；服务业同比积极增长 2.0%，信息通信（+6.4%）及金融保险（+3.8%）增速居前。需求端，工资增长及政府对家庭的补贴等政策支撑家庭消费表现良好，同比增长 1.8%。**贸易方面**，美国总统特朗普 7 月 30 日宣布巴西政府行为构成美国“国家紧急状态”，10 月初两国总统通话为矛盾缓和打开通道，关注 11 月潜在会晤进展。**通胀压力仍大**，年初以来巴西的通胀率（IPCA-Inflation Rate）始终超过央行 $3 \pm 1.5\%$ 的目标上限，4 月触顶 5.53% 后回落至 9 月的 5.17%。

（十四）阿根廷：米莱政府改革取得一定成效，但短期经济稳定仍具一定脆弱性

米莱政府改革取得一定成效，指标显示宏观经济显著复苏，上半年 GDP 同比增 6.1%（2024H2：+0.31%），财政状况持续改善⁹，上半年实现初级财政盈余 7.69 万亿比索、占 GDP 的 0.49%。通胀大幅降温，8 月 CPI 同比增速从 2024 年初近 300% 的峰值降至不到 35%。短期经济稳定仍具一定脆弱性，包括：通胀下行高度依赖汇率锚和行政手段、汇率危机消耗了大量外储，引发了市场对储备枯竭和债务违约的担忧、激进紧缩政策的负面社会效应逐渐凸显，实际购买力缩水以及社会公共服务支出大幅缩水加剧民生压力，社会矛盾进一步激化，米莱政府内部分裂以及 9 月初地方选举失利令国内政局日趋复杂。最新景气指标显示，7 月以来经济反弹势头有所放缓。

⁹ 2024 年，阿根廷通过紧缩财政实现了 14 年来首次财政盈余（包括债务利息）10.41 万亿比索（2023 年：赤字 8.42 万亿比索），占 GDP 的 0.45%。

二、政策变量（P）：美国、新西兰、加拿大、墨西哥延续降息概率较大，日央行 10 月加息概率走低，其他关注经济体货币政策立场或偏审慎

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	4.00-4.25%	-25BP	-25BP 2025/10/29
欧央行	2.15%	-25BP	0BP/-25BP 2025/10/30
英央行	4.00%	-25BP	0 BP 2025/11/6
日央行	0.50%	+25BP	0BP/+25BP 2025/10/30
澳央行	3.60%	-25BP	0BP 2025/11/4
新西兰央行	2.50%	-50BP	-25BP 2025/11/26
印度央行	5.50%	-50BP	-25BP/0BP 2025/12/5
越南央行	3.0-4.5%	-50BP	不固定
加拿大央行	2.50%	-25BP	-25BP 2025/10/29
墨西哥央行	7.50%	-25BP	-25BP 2025/10/24
巴西央行	15.00%	+25BP	0BP 2025/11/5

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（一）美联储：9 月“预防式降息”25BP，年内预计还将降息 50BP

美联储 2025 年来首次降息，时隔 9 个月重启降息周期。联邦基金目标利率下调 25BP 至 4.00%-4.25%、符合预期，维持当前缩表速度；经济预测上调 2025 年增长预期（1.4%升至 1.6%），保持通胀（核心 PCE：3%）和失业率（4.5%）预测不变。由于短期经济韧性仍强，本次降息属“预防式降息”，美联储政策天平从关注“通胀风险”向“通胀+就业双边平衡”迈进，整体看本次货币政策转鸽幅度偏弱。Fed Watch 显示 2025 年美联储还将降息 2 次，10 月、12 月分别降息 25BP，全年降息幅度 75BP；受中小银行事件扰动，缩表或于 10 月末前后“完全停止”。

（二）欧央行：欧央行 9 月议息会议如期维持利率水平不变，年内是否延续降息 25BP 概率仍存不确定性、但降息整体接近尾声

欧央行 9 月议息会议如期维持利率水平不变。欧洲央行如期维持三大关键利率不变，符合市场普遍预期；上调了对今明两年通胀水平的预测（分别至：2.1%、1.7%），并小幅上调了今明两年的经济增长预期（分别至：1.2%、1.0%）；强调政策路径将依赖于数据表现，拉加德在新闻发布会上表示，当前经济前景相对平衡，但整体措辞偏向鹰派。考虑到美联储延续降息、欧洲经济增长动能仍需提振，年内欧央行是否延续降息 25BP 仍存一定不确定性，但整体降息大概率接近尾声。

（三）英央行：8月降息25BP、9月暂停降息，高通胀压力下11月大概率维持不变

英央行8月降息25BP、9月暂停降息，基准利率维持在4.0%，符合市场预期，并表示“货币政策不设预设路径”、“根据数据灵活调整”。货币政策委员会预测9月CPI将达到4%的峰值，货币政策的限制性立场将推动CPI在2026年回归2%目标，预计11月英央行大概率暂停降息。

（四）日央行：9月维持政策利率不变，10月会议加息概率走低

日央行9月会议维持基准利率不变，但9位官员中已有2位投票支持加息25BP，并按一定原则¹⁰及节奏¹¹抛售货币宽松时期购买的交易所交易基金（ETF）和日本房地产投资信托（J-REIT）。鉴于处置节奏较为缓和¹²，资产出售预计对日本股市影响不大。向后看（1）政府对经济复苏看法转为乐观，日本内阁府在月度经济报告中上调了对私人消费、企业设备投资的想法¹³；（2）日本央行鸽派官员野口旭转鹰¹⁴，标志着央行内部加息呼声走高；（3）自民党与维新会组建联合政府，若“安倍经济学”政策思路主导，

¹⁰ 处置时应遵循以下原则：（1）以合理的价格处置资产，并考虑ETF或J-REIT市场状况等因素；（2）尽可能避免损失；（3）尽可能避免对金融市场造成不稳定影响。

¹¹ 以每年约3300亿日元的速度向市场出售ETF、以每年约50亿日元的速度向市场出售J-REIT。

¹² 日本央行预计将需要超过100年时间来完全处置这些ETF和J-REITs。

¹³ 日本内阁府9月《月例经济报告》将8月对私人消费的“尽管消费者信心回升有所延迟，但在就业和收入环境持续改善的背景下，复苏迹象已初现”改为“复苏迹象已初现”，将8月对企业设备投资的“复苏迹象已初现”改为“正在逐步复苏”。

¹⁴ 9月29日，野口旭在演讲中表示：“日本的各项经济指标都显示，在实现2%的价格稳定目标方面取得了稳步进展。这表明调整政策利率的必要性比以往任何时候都更加迫切”并且强调，已观察到人们对于通胀预期的根本性转变。

10月日央行加息的决策可能延后，需持续关注新政府政策表态。

（五）澳央行：8月降息后暂停，央行态度维持谨慎，降息步伐料放缓

央行8月降息25BP，并表示“可能需要在未来一年进一步降息”，但具体降息节奏将取决于数据及风险演变，加快、放缓降息步伐均有可能。9月30日央行暂停降息，主要因为私人需求复苏态势良好、劳动力市场紧张以及部分领域通胀可能持续存在，强调对前景不确定性加剧保持警惕，预计央行年内继续降息概率偏低，利率期货数据显示市场预期11月、12月降息概率分别约40%、50%。

（六）新西兰央行：10月超预期降息50BP，11月仍有进一步宽松的可能

央行在7月暂停降息、8月降息25BP后，10月超预期降息50BP，更大幅度的降息旨在释放支持消费和投资的明确信号，从而缓解家庭和企业过度谨慎可能导致经济活动和就业持续疲软的风险，并表示“仍对进一步下调OCR持开放态度”，鉴于目前经济增长前景疲弱、2年期通胀预期¹⁵（三季度2.28%）仍锚定目标区间中点附近，预计央行11月仍有可能延续降息。

¹⁵ 2年通胀预期为调查中最受关注的指标，市场通常通过该指标来观察通胀预期能否“锚定”在2%的目标区间中点。

（七）印度央行：8月、10月均暂停降息，维持“中性”政策立场，美印若达成贸易协议，则可能降低12月份降息概率

印央行8月、10月均保持政策利率不变（5.5%），维持“中性”政策立场。央行预期未来通胀保持温和，下调2026财年通胀预期至2.6%（8月预测3.1%）；尽管美国关税政策抬升“贸易相关的不确定性”，但央行对国内经济保持信心，上调2026财年经济增长预期至6.8%（8月预测6.5%）。持续关注通胀走势、美印关税谈判以及卢比汇率的稳定性，美印若达成贸易协议，则可能降低12月份降息概率。

（八）越南国家银行：短期内调整政策利率可能性较低

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¹⁶，且短期内调整政策利率可能性较低。首先，当前经济增长和通胀前景稳定。第三季度平均CPI较2024年同期上涨3.27%，低于国会4.5%的目标。此外，越南国家银行主要通过降低贷款利率和上调2025年信贷机构的信贷指标等支持政策，加速推动银行资金下沉至实体经济，助力生产经营和刺激国内消费。

（九）加拿大央行：9月如期降息25BP，后续仍有一定概率继续降息

9月17日，加拿大央行将基准隔夜利率下调25BP至2.5%，这是自3月以来的首次降息，符合市场预期，通胀降温及经

¹⁶ 3.0%为再贴现利率（Discount Rate），4.5%为再融资利率（Refinancing Rate）。

济疲软是本次降息的主要原因。本次会议声明中删除了 7 月会议中提到的“可能需要进一步降息”的表述。考虑到接下来即将重新启动的《美加墨协定》谈判¹⁷对经济存在较大不确定性影响，8 月通胀水平出现边际升温迹象，央行关注的 CPI 修正均值和 CPI 中值仍在 3% 的较高水平徘徊，加拿大央行后续货币政策宽松节奏将更为审慎，但短期延续降息支持经济的概率仍较高。

（十）墨西哥央行：二季度以来共四次、累计降息 150BP，后续仍有继续降息可能

2025 年第二季度以来，出于对贸易紧张局势和经济放缓的担忧，墨西哥央行已实施四次降息操作，分别在 5 月、6 月、8 月、9 月，降幅为 50BP、50BP、25BP、25BP，基准利率已降至 2022 年中以来的最低水平、为 7.5%。墨西哥央行表示通胀风险仍偏上行，美国政府经济政策增加了经济的不确定性。考虑到《美加墨协定》谈判即将重启，贸易形势前景不明，为支持经济，后续墨西哥央行仍有继续降息可能。

（十一）巴西央行：6 月加息 25BP 后，15% 的基准利率已升至 2006 年以来高位，预计央行年内再加息概率较低

6 月巴西央行再度加息 25BP，将基准利率（Selic Rate）上调至 15.00%，为 2006 年以来最高位，7 月、9 月两度按兵不动，年内累计加息 275BP。控制通胀压力是巴西央行持续

¹⁷ 9 月 5 日，美国贸易代表办公室（USTR）表示将启动针对《美墨加协定》（USMCA）的公众磋商程序，这是重新谈判该协定的首个正式步骤。根据 2020 年实施该协定的法律规定，这一程序最迟必须于今年 10 月 4 日之前完成。在征求公众意见后，美国政府必须至少举行一次公开听证会，并于 2026 年 1 月向国会作简报，随后最迟在 2026 年 7 月 1 日前举行首次三边审查会议。

加息的核心原因，年初以来通胀率始终超过央行 $3 \pm 1.5\%$ 的目标上限。此外，通胀预期高企，叠加政府上调最低工资、提高个税免征额等财政刺激政策抬升通胀溢价。央行 10 月 3 日发布 Focus 市场调查显示 2025 年和 2026 年的通胀预期中位数分别为 4.80% 和 4.28%。劳动力市场相对稳健，失业率自一季度的 7.0% 降至二季度的 5.8%、处历史低位，但全球经济不确定性及高利率令国内经济活动有所放缓。货币紧缩的滞后效应仍待后续评估，预计央行年内再加息概率较低。

三、市场变量 (M)：美元指数面临走弱压力，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、欧元、加拿大元负向利差空间相对偏大

伴随美联储 9 月降息，多数经济体与美国利差交易空间收窄，截至 9 月末数据显示，日元、欧元、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 1.5%、贬值压力最大，与美国的 2 年和 10 年期利差分别为 -2.66% 和 -2.51% (6 月末：-2.98%、-2.79%)。(2) 欧元区与其他经济体利差交易空间亦较大，与部分主要经济体 2 年、10 年期国债利差分别在 1.5% 左右、1% 左右，其中与美国的 2 年和 10 年期利差分别为 -1.51% 和 -0.93% (6 月末：-1.75%、-1.16%)。(3) 加拿大与多数国家利差交易空间超 0.9%，与

美国的 2 年和 10 年期利差分别达到-1.13%和-0.94%(6 月末：-1.12%、-0.96%)。(4) 巴西、墨西哥、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 9%。

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	-1.515	0.000								
英国	0.390	1.905	0.000							
日本	-2.660	-1.145	-3.050	0.000						
澳大利亚	-0.110	1.405	-0.500	2.550	0.000					
新西兰	-0.890	0.625	-1.280	1.770	-0.780	0.000				
印度	2.200	3.715	1.810	4.860	2.310	3.090	0.000			
越南	-0.862	0.653	-1.252	1.798	-0.752	0.028	-3.062	0.000		
加拿大	-1.130	0.385	-1.520	1.530	-1.020	-0.240	-3.330	-0.268	0.000	
巴西	10.423	11.938	10.033	13.083	10.533	11.313	8.223	11.285	11.553	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 9 月末数据，其他为截止 9 月 30 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	-0.927	0.000									
英国	0.610	1.537	0.000								
日本	-2.510	-1.583	-3.120	0.000							
澳大利亚	0.140	1.067	-0.470	2.650	0.000						
新西兰	0.030	0.957	-0.580	2.540	-0.110	0.000					
印度	2.560	3.487	1.950	5.070	2.420	2.530	0.000				
越南	-0.537	0.390	-1.147	1.973	-0.677	-0.567	-3.097	0.000			
墨西哥	4.565	5.492	3.955	7.075	4.425	4.535	2.005	5.102	0.000		
加拿大	-0.940	-0.013	-1.550	1.570	-1.080	-0.970	-3.500	-0.403	-5.505	0.000	
巴西	9.545	10.472	8.935	12.055	9.405	9.515	6.985	10.082	4.980	10.485	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 9 月末数据，其他为截止 9 月 30 日数据）

（二）期货市场变量：美元指数面临走弱压力，市场押注欧元、日元、新加坡元走势偏强，但预期日元走强幅度大幅收缩

截至 10 月 10 日数据显示，美元：市场预计美元指数持续走弱。美国劳动力市场等经济数据疲软，美联储重启降息周期，市场押注美元持续下行，2025 年末、2026 年 1、2 季度末价格分别为 99.285、98.990、98.640。

欧元、英镑：欧元相较于较英镑展现出相对韧性。欧央行暂停降息并释放降息接近尾声的政策预期，美欧降息预期形成分化，可期利差前景为欧元提供支撑，市场押注欧元后续波动偏强，2026 年 2 季度末升值至 1.16885；英国经济呈增长放缓态势，对英镑形成压力，英镑/美元延续波动偏弱格局，市场押注 2025 年末、2026 年 1、2 季度末英镑/美元价格分别为 1.3281、1.3275、1.3265。

日元：走强预期明显下降。自民党和维新会执政联盟胜选，“安倍经济学”再现隐忧扰动，市场预期美元/日元在 2025 年末、2026 年 1、2 季度末价格分别为 151.585、150.325、149.215。与 2025 年 2 季度末相比，走强幅度大幅走低，2 季度末上述预期值分别为 145.21、143.84 和 142.625。

澳元变化不大、新西兰元小幅走强：澳洲通胀预期微升、房价预期创新高，但消费者信心下滑，导致澳联储货币政策操作空间收窄，澳大利亚元/美元波动趋势变化不大。新央行近期超预期降息且态度偏鸽，但 8 月以来出口向好提振市场乐观预期，推动新西兰元/美元呈小幅走强趋势，2025 年末、2026 年 1、2 季度末价格分别为 0.57535、0.57745、0.57940。

印度卢比：市场仍存贬值预期。印度持续的贸易逆差对卢比构成基本面压力，叠加高关税忧虑，市场避险情绪加剧卢比贬值压力，2025 年末下行至 89.1025（10 月 10 日收报 88.757），2026 年 2 季度末下行报价至 90.5500，市场定价

或暂未反映美印达成贸易协定的情景。

新加坡元：小幅升值。2025 年上半年新加坡经济表现优于预期，同时核心通胀率保持低位，叠加美元趋向走弱，市场押注新加坡元小幅升值，2025 年末、2026 年 1、2 季度末价格分别为 1.28970、1.28165、1.27430。

图表 6：外汇期货价格

	2025 年 4 季度末	2026 年 1 季度末	2026 年 2 季度末
美元指数	99.285	98.990	98.640
欧元/美元	1.15875	1.16405	1.16885
英镑/美元	1.3281	1.3275	1.3265
美元/日元	151.585	150.325	149.215
澳大利亚元/美元	0.65486	0.65525	0.65530
新西兰元/美元	0.57535	0.57745	0.57940
美元/印度卢比	89.1025	89.8050	90.5500
美元/新加坡元	1.28970	1.28165	1.27430

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 4 季度末	2026 年 1 季度末	2026 年 2 季度末
欧元/美元	1.15	1.105	1.21
英镑/美元	1.3652	1.4125	1.4175
美元/日元	139.00	140.08	144.60
澳大利亚元/美元	0.6425	0.685	0.672
新西兰元/美元	0.57	0.545	0.5522
美元/印度卢比	88.545	89.20	--
美元/新加坡元	1.28	1.30	1.30

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。