

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 吴起睿 兰澜
曹凤文 张润锋 周文敏
苏静怡 王靖斐

“EPM” 框架前瞻外汇市场

—外汇市场观察季刊 2024 No. 3

阅读摘要

2024 年三季度，美联储超预期降息 50BP，非美货币整体转升。主要关注货币中，港元和印度卢比窄幅波动；日元成为走势最强的货币，日央行超预期加息、叠加套息交易拆仓等因素影响，3 季度美元/日元升值 7.9%、一度升破 140 关口；其它货币升值幅度由强至弱分别为：新加坡元（3.8%）、英镑（3.6%）、欧元（2.5%）、越南盾（2.4%）、澳大利亚元（1.2%）、新西兰元（0.4%）。期内美元指数贬值 3.2%，最高、最低价分别为 106.06、100.15。

预计 2024 年四季度：

美元指数：窄幅波动。美联储年底前再降息 50BP 是大概率事件，但仍存较大不确定性，后续就业等数据扰动降息路径是波动方向和波动幅度的主要影响因素，地缘形势扰动避险情绪是提振变量。

欧元/美元：震荡为主。预期年内欧央行降息幅度不超过美联储，欧元兑美元压力减小，但目前欧元区经济数据偏弱是制约欧元走强的主要因素。

英镑/美元：强于欧元。英央行渐进式降息、节奏预计慢于美联储和欧央行，德法经济走弱拖累欧元区景气信心背景下，预期英镑走势或强于欧元。

美元/日元：仍有升值空间。经济增长动能逐步从外需向内需切换，石破茂当选新任首相及其关于货币政策的表态增大年底前进一步加息的不确定性，日元走强节奏主要取决于后续日央行利率路径以及美元指数走势。

美元/港元：偏强区间（7.80-7.75）波动。美港利差料逐渐收窄，叠加港股趋势回暖、年结临近支撑港元需求，港汇料在偏强区间波动。

澳大利亚元/美元：有一定震荡转强空间。就业数据强劲、通胀降温进程尚不稳固、央行维持偏鹰立场，降低 11 月降息概率，对澳元短期走势仍有一定支撑。

新西兰元/美元：弱于澳元。经济压力相对较大，新西兰央行年内已二次降息，新西兰元走强动能料弱于澳元。

美元/印度卢比：偏弱震荡。经常项目赤字、资本外流等因素影响，印度卢比在美联储降息背景下走势偏弱。但经济基本面相对强劲、降息时点偏迟，短期进一步走弱压力不大。

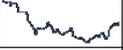
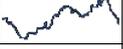
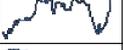
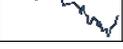
美元/新加坡元：小幅升值。经济增长预期上修、新加坡元受强美元的抑制减弱，有望支撑新加坡元延续走强。需关注电子制造业回暖路径的不确定性对新加坡出口的影响。

美元/越南盾：存在升值预期。虽信贷增速弱于目标，但工业和外贸强劲增长，越央行降息时点预计在 2024 年 12 月或 2025 年，对越南盾短期走势提供支持。

“EPM” 框架前瞻外汇市场

—外汇市场观察季刊 2024 No. 3

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8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	—	-3.2	105.7240	102.4619	106.0579	100.1528	5.5		39.1
欧元/美元	—	2.5	1.0747	1.0981	1.1214	1.0710	5.5		53.8
英镑/美元	↑	3.6	1.2655	1.3104	1.3434	1.2615	6.3		59.7
美元/日元	↓	-7.9	160.8005	148.2045	161.9555	139.5820	12.0		38.5
美元/港元	↓	-0.4	7.8087	7.7761	7.8299	7.7620	1.0		20.8
澳大利亚元/美元	—	1.2	0.6660	0.6747	0.6943	0.6440	7.9		61.0
新西兰元/美元	↓	0.4	0.6095	0.6120	0.6378	0.5845	9.3		51.6
美元/印度卢比	—	0.7	83.3665	83.9364	84.1713	83.3593	1.3		71.1
美元/新加坡元	↓	-3.8	1.3558	1.3045	1.3591	1.2789	4.4		31.9
美元/越南盾	↓	-2.4	25,459.0000	24,840.0000	25,460.0000	24,518.0000	2.6		34.2

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。

风险提示：巴以冲突升温，加大中东地区地缘局势复杂性，避险情绪升温影响美元指数走势。

一、经济变量 (E)：美国经济增长放缓但整体仍呈韧性，欧元区、澳大利亚、新西兰经济偏弱，英国、日本、中国香港、印度、新加坡、越南经济预期向好

图表 2：主要经济数据概览

国别	经济增长 (GDP 同比, %) 2024 年 2 季度	通货膨胀 (CPI 同比, %) 2024 年 8 月	就业 (失业率, %) 2024 年 8 月	市场信心 (制造业 PMI) 2024 年 8 月
美国	3.0% (环比折年率)	2.6%	4.2%	47.9 (Markit)
欧元区	0.2% (环比增长率)	2.2%	6.4%	45.8
英国	0.5% (环比增长率)	2.2%	4.1% 2024 年 7 月	52.5
日本	+2.9% (环比折年率)	3.0%	2.5%	49.8
中国香港	3.3%	2.5%	3.0%	49.4 (综合 PMI)
澳大利亚	1.0%	2.7%	4.2%	48.5
新西兰	-0.2% (环比增长率)	3.3% 2024 年 2 季度	4.6% 2024 年 2 季度	45.8
印度	6.7%	3.7%	8.5%	57.5
新加坡	2.9%	2.2%	1.9% 2024 年 7 月	50.9
越南	6.9%	3.5%	2.3% 2024 年 2 季度	52.4

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（一）美国：劳动力市场走弱但未严重下行，零售销售数据仍呈韧性，需持续观察经济放缓节奏

萨姆规则显示劳动力市场走弱、但并未严重下行。7-8 月失业率数据（4.3%、4.2%）连续触发萨姆规则。9 月新增非农就业人数 25.4 万人，超过预期的 16 万人，7 月和 8 月新增就业人数均有所上修。9 月失业率录得 4.1%，连续两个月下降。9 月 ADP 就业人数 14.3 万人，高于预期的 12 万

人，前值从 9.9 万人上调至 10.3 万人。零售销售数据显示消费仍呈韧性。8 月零售销售环比增长 0.1%，超过预期的 -0.2%，前值从 1% 上修至 1.1%，但家庭超额储蓄已耗尽、信用卡违约率上升，后续增长料承压。综合当前各因素，我们的模型预测经济衰退概率从 25% 上升至 30%，需持续观察后续就业等数据动态。

（二）欧元区：三季度德法工业制造业依然疲弱，年内欧洲经济复苏步伐恐慢于预期

欧元区二季度 GDP 环比增长 0.2%，低于此前预估的 0.3%。德法制造业景气指标延续弱势。德国 7 月制造业订单指数（季调环比）增速为 2.92%，较上个月增速放缓 1.72 个百分点。法国 7 月制造业与工业生产指数亦有降温，制造业指数（季调同比）为 -2.97%，较 6 月下降接近 1 个百分点。9 月欧元区 ZEW 经济景气指数进一步下落至 9.30，较 8 月下降幅度为 48% 左右，自 2024 年中以来持续下行，选举和财政赤字影响预期不确定性是主因。数据表明，欧央行 9 月降息并未对参与调研者的经济预期有明显提振。

（三）英国：二季度增长环比下行，服务通胀仍具黏性

英国统计局将 2 季度 GDP 环比增速从 0.6% 下调至 0.5%（1 季度统计环比增速为 0.7%），居民可支配收入和消费趋向更谨慎为主因¹。商业活动小幅回落、但仍位于扩张区间，9 月制造业、服务业 PMI 分别降至 51.5、52.8（8 月：52.5、

¹ 统计数据显示，2 季度英国居民可支配收入增速从 1 季度的 1.6% 降至 1.3%、储蓄率从 8.9% 升至 10%。

53.7)。劳动力市场呈延续复苏态势，失业率连续2个月回落（5月：4.4%；6月：4.2%；7月：4.1%）。服务通胀仍具黏性，8月CPI同比2.2%、与前值持平，央行关注的服务通胀升至5.6%（预期：5.5%，7月：5.2%，6月：5.7%）。

（四）日本：消费整体呈扩张态势，带动增长动能自外需向内需切换

二季度GDP回升、环比折年率2.9%，车企品质违规风波消退、居民收入增长推动消费反弹。向后看，增长动能预计从外需向内需切换。家庭实际收入增长态势良好，5-8月由负转正、同比分别增3.0%、3.1%、5.5%、2.0%（1-4月均值-1.3%），5-8月实际消费支出同比分别增-1.8%、-1.4%、0.1%、-1.9%（1-4月均值-1.9%）。出口增速受日元升值影响有所回落，8月出口同比增速下滑至5.6%（前7个月均值：9.2%），其中运输设备为两年多以来首次负增。就业市场整体仍较紧，7月新增就业23万人（前6个月均值30万人）。通胀中枢上移，CPI同比回升至3.0%（前7个月平均值：2.7%），剔除生鲜食品及能源的CPI在2.0%附近显示粘性且8月环比大涨0.5%²。

（五）中国香港：“物流（G）”仍是增长主引擎、“撤辣”效应提振“资金流（C）”地产项反弹

香港二季度GDP同比增长3.3%，增速较一季度（+2.8%）提升，实现连续6个季度增长。据我们的“HGC模型”³，二

² 为13个月以来最高环比涨幅。

³ “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

季度“物流(G)”延续反弹，拉动GDP增逾1.21个百分点，是增长主引擎。全球贸易回暖、内地出口延续高增长，提振二季度香港出口、进口货值同比分别升12.5%、7.4%。赴港“人流(H)”消费提振效应边际转弱，拉动GDP增长0.12个百分点。港人北上消费、内地旅客消费模式转变、行业竞争加剧、汇率等因素，影响零售销售值同比跌12%。“撒辣”效应带动“资金流(C)”地产项贡献度明显提升，拉动GDP增长1.12个百分点。二季度建造工程完成量总值同比增2.3%，住宅楼宇买卖合约量、额同比各增47%、35%。港股一二级市场小幅回暖背景下，“资金流(C)”金融项转为正增长，拉动GDP上升0.06个百分点。

(六) 澳大利亚：经济增长动能偏弱、但就业数据强劲，通胀降温进程尚不稳固

经济增速不及预期，2季度GDP季调环比增速维持0.2%（预期：0.3%），经济增长主要依托政府支出支撑⁴。经济景气度小幅回落，9月制造业、服务业PMI小幅回落至46.7、50.6（前值：48.5、52.5）。就业数据仍保持强劲，8月失业率维持4.2%，就业人数增加4.7万人、连续三个月超预期（预期：2.5万人、前值：5.8万人）。通胀降温进程尚不稳固，8月CPI同比增长2.7%（预期：2.7%、前值：3.5%），涨幅

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。

⁴ 从分项看，消费增速放缓、环比增0.3%（前值：0.8%），其中家庭支出增长疲软（-0.2%，前值：0.6%，对GDP拉动率：-0.1%）、主要由政府支出支撑（1.4%、前值：1.2%，对GDP拉动率：0.3%）；固定资本形成总额环比降0.1（前值：-0.6%），跌幅收窄主要受公共部门投资提振（1.5%、前值：-0.8%，对GDP拉动率：0.1%）、而私人部门投资延续拖累（-0.6%、前值：-0.5%，对GDP拉动率：-0.1%）；货物和服务出口温和增长0.5%（前值：0.8%）。

收窄主要受益于能源账单补助政策、国际油价回落等暂时因素，而通胀截尾均值（3.4%）仍高于目标区间。

（七）新西兰：经济再度萎缩，通胀稳定降温

2 季度 GDP 季调环比收缩 0.2%（预期：-0.4%、前值：0.1%），外需疲弱拖累明显、内需亦缺乏充分支撑⁵。失业率持续上升，2 季度失业率升至 4.6%（前值：4.4%）、为 2021 年以来最高水平。市场信心延续偏弱，8 月制造业、服务业 PMI 分别为 45.8、45.5，已连续 18 个月、6 个月徘徊在荣枯线以下。通胀连续 6 个季度回落，2 季度 CPI 同比为 3.3%（前值：4.0%）、已接近目标区间，2 年通胀预期继续降至 2.03%。

（八）印度：二季度 GDP 增速小幅回落，大选后经济动能呈走强态势

二季度 GDP 同比增速回落至 6.7%（预期：6.9%、前值：7.8%），主要受大选期间政府支出放缓、高基数效应等因素影响，其中私人消费（7.4%）仍是经济主要拉动项、政府消费增速转负（-0.2%），投资增长放缓至 7.1%，出口增速升至 8.7%。制造业生产改善，7 月工业生产指数（IIP）同比增 4.8%（预期：4.6%、前值：4.7%），其中制造业增速反弹明显（6-7 月：3.2%、4.6%）。政府资本支出在大选后提速，7 月政府总支出同比增速由负转正（0.1%，前值：-18.4%），其中资本支出提速显著（107.8%，前值：-66.2%），前期受大选影响政府支出进度偏慢⁶、后续发力空间可期。

⁵ 从分项看，出口环比回落 0.8%（前值：0.6%）；消费延续增长 0.5%（前值：0.4%）、投资增速放缓至 0.3%（前值：3.1%）。

⁶ 4-7 月，政府总支出 13.0 万亿卢比，约占年度预算目标的 27.0%、低于去年同期的 30.7%。

（九）新加坡：外需韧性支撑经济持续扩张，政府上调年度增长预期

二季度 GDP 同比增长 2.9%，略低于一季度的 3.0%，延续增长态势，呈现两个结构性变化：（1）商品生产增速扭负转正、由-0.7%回升至+1.3%，制造业产出增加，公共部门建筑活动推升建筑业增长；（2）服务生产增速略降温、由+4.3%回落至+3.3%，运输和仓储业显著增长，金融保险和专业服务增速略降温，零售业萎缩。新加坡贸工部将 2024 年 GDP 增速预期下限上调 1 个百分点，预测区间由 5 月的 1.0%-3.0% 调整至 8 月的 2.0%-3.0%，主因为外部需求前景比预期更具韧性，包括电子产业集群增长强劲、航空旅游业持续增长等。

（十）越南：工业生产和对外贸易延续强劲增长

加工制造业支撑工业生产保持积极增长态势。2024 年 1-7 月，越南工业生产指数同比增长 8.5%（2023 年同期下降 0.8%）。其中，加工制造业仍是工业增长的核心，1-7 月累计同比增长 9.5%，为整体增长贡献 8.2 个百分点。进出口保持双位数增长。2024 年 1-8 月，越南货物进出口总额 5,111 亿美元、同比增 16.7%，贸易顺差 190.7 亿美元、同比减 5.5%。其中货物出口同比增 15.8%，美国仍保持越南第一大出口市场地位。

二、政策变量（P）：全球央行跟随美联储持续推进降息进程，日央行或 12 月再加息 25BP

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	4.75-5.00%	-50BP	-25BP 2024-11-18
欧央行	3.5%	-25BP	-25BP 2024-10-17
英央行	5.00%	-25BP	-25BP 2024-11-7
日央行	0.25%	+15BP	0BP 2024-10-31
澳央行	4.35%	+25BP	0BP 2024-11-5
新西兰央行	4.75%	-50BP	-50BP 2024-11-27
印度央行	6.5%	+25BP	-25BP 2024-12-4
越央行	3.0-4.5%	-50BP	0BP 不固定

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月采取了“50BP降息+偏鹰派预期管理”的政策组合，11月大概率降息25BP，但仍存较大不确定性

联邦基金利率的目标区间超预期下调50基点至4.75%-5.00%，开启2020年3月以来的首次降息。经济预测显示当前美联储更加关注经济和就业下行风险，对通胀的忧虑趋于缓解。8月PCE同比增长2.2%，是2021年2月以来最低水平，但鲍威尔释放偏鹰派政策信号，叠加就业数据超预期、市场降息预期大幅波动。综合增长仍呈韧性、就业数据未严重下行等因素，我们预判11月、12月分别降息25BP（年内共50BP）是大概率事件，但仍需观察后续就业、通胀数据变化。

(二) 欧央行: 9月如期下调3大利率, 10月降息25BP 概率走升

9月欧央行下调存款机制利率(DF)25BP至3.5%, 下调再融资利率(MRO)60BP至3.65%, 下调边际贷款利率(MLF)60BP至3.9%; 同时下调未来三年(包括2024年)经济增速预期, 上调核心通胀预期。在近期经济数据偏弱背景下, 市场预期欧央行10月降息25BP, 拉加德等讲话进一步提升11月降息概率。

(三) 英央行: 9月暂停降息, 4季度至少仍有一次降息

8月英央行降息25BP至5%, 货币政策委员会投票比例5:4, 显示对于通胀压力是否缓解存在分歧。9月, 央行以8:1的多数票形维持基准利率5%不变, 行长贝利在决议中表示通胀压力正在缓解, 经济发展“大致符合我们的预期”, 并强调需要“逐渐”放松货币政策。预计大概率11月再次降息25BP、12月进一步降息概率提升。

(四) 日央行: 未来或有75-125BP的加息空间, 12月加息前景仍存不确定性

为稳定汇率、预防日元趋势性贬值引发通胀上行风险、进而掣肘消费能力, 结合就业市场依然强劲, 家庭实际收入转正提振内需, 日央行7月超预期加息15BP并开始缩减购债规模, 此后引发套息交易拆仓、金融市场大幅波动。9月会议维持利率不变, 认为汇率引发的通胀超调风险暂时缓解,

但已上调对私人消费的评估、需求驱动的通胀动能正在上升，若经济及物价符合预期将继续加息。结合日央行官员近期对加息终点的表态、石破茂当选新任首相及其关于货币政策的表态，未来或有 75-125BP 的加息空间⁷，但 12 月加息前景仍存不确定性。

（五）澳央行：首次降息或不早于 12 月

9 月央行维持现金利率不变，重申对通胀上行风险保持警惕的必要性，预计通胀直至 2026 年才会稳定在目标区间内，并表示政策必须保证足够限制性。央行行长表示月度通胀数据波动性较大⁸、对政策决策影响力较小，因此 9 月通胀短暂回落至 3% 以下尚不足以支持降息，叠加就业数据强劲，11 月降息可能性较小，但在增长动能可持续性不足、欧美央行降息预期走升背景下，12 月仍有一定概率降息。

（六）新西兰央行：10 月降息 50BP，11 月降息幅度仍有不确定性

10 月新西兰央行宣布降息 50BP，将官方现金利率 (OCR) 从 5.25% 下调至 4.75%，符合市场预期。此次为继 8 月开始降息 25 个基点后，新西兰央行连续第二次降息。目前该国经济增长疲软（二季度 GDP 环比收缩 0.2%），消费者支出和商业投资承压，高频指标显示短期内增长仍面临放缓风险，宽松的货币环境有利于为经济提供支撑。新西兰央行暂未对

⁷ 审议委员田村直树称到 2026 年短期利率或升至不低于 1% 的水平、强调“分阶段加息”。结合前行长黑田东彦“名义中性利率可能在低于 2% 的水平、或在 1.5%”的判断，未来加息终点或在 1-1.5%。

⁸ 澳大利亚央行行长布洛克表示，月度通胀指标波动性较大，由于统计范围未覆盖所有项目，容易受临时因素的影响。

下一步货币政策提供具体指引，未来仍取决于“对经济不断变化的评估”。市场预估 11 月再降息 50BP 的可能性偏大。

（七）印度央行：10 月货币政策立场转向中性，预计 12 月降息 25BP

10 月，央行以 5 比 1 的投票结果（前值：4 比 2）维持政策利率不变，符合市场预期。央行官员预测未来几个月食品通胀可能减缓、核心通胀已经触底，叠加美联储降息为印度央行转向打开空间，10 月会议上印度央行将政策立场改为“中性”，暗示下一步可能降息（这是印度央行自 2019 年 6 月以来首次改变立场）。总体来看，印度央行对经济前景保持乐观⁹，预计大概率 12 月开启降息。

（八）越南央行：8 月 OMO 利率从 4.5% 下调至 4.25%，年末可能重启降息

8 月 5 日，越南央行宣布 OMO（公开市场操作）利率从 4.5% 下调至 4.25%（2022 年上调至 6.0%，2023 年 5 月下调至 4.5%）。不过，目前越南利率走廊继续维持在 3.0%-4.5% 区间不变。8 月末该国信贷增长为 6.63%、距离年初设定的全年 15% 目标仍有距离，主因为年初信贷负增，4 月后转正。为提振经济，越南央行早在 2023 年已前置降息、越南盾承压，在美联储持续降息背景下，越南盾压力缓解，若后续越南信贷增长疲弱、制造业和外需面临压力，则越南央行可能在 2024 年末启动降息。

⁹ 印度央行行长达斯 9 月 5 日表示，尽管本财年一季度（2024 年 4-6 月）印度经济增长放缓，但当前基本增长动能正在增强，全年仍有望实现 7.2% 的增长。

三、市场变量 (M)：美元指数波动走弱，市场交易非美货币走强预期

(一) 现货市场变量：非美货币贬值压力整体缓解，但目前日元、越南盾、欧元负向利差空间仍偏大

伴随美联储开启降息周期，多数经济体与美国利差交易空间收窄，非美货币贬值压力整体缓解。但截止 9 月末，欧元区、日本、越南等与美国 2 年期国债利差仍分别达到 -1.276%、-3.541%、-2.031% (6 月末：-1.537%、-4.336%、-2.827%)；与美国 10 年期国债利差分别为 -1.004%、-3.020%、-1.194% (6 月末：-1.194%、-3.270%、-1.575%)。

从利差交易获利空间来看，日元、越南盾、欧元的贬值压力仍相对较大：(1) 日本与除越南、欧元区以外的其余经济体负向利差交易空间均超 3%，日元由潜在利差交易引致的贬值压力相对最大。(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 年期、10 年期国债利差分别在 -2%、-1.3% 左右。(3) 欧元区与多数国家负向利差交易空间超 1%。

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
美国	0.000							
欧元区	-1.276	0.000						
英国	0.200	1.476	0.000					
日本	-3.541	-2.265	-3.741	0.000				
澳大利亚	-0.310	0.966	-0.510	3.231	0.000			
新西兰	0.200	1.476	0.000	3.741	0.510	0.000		
印度	2.730	4.006	2.530	6.271	3.040	2.530	0.000	
越南	-2.031	-0.755	-2.231	1.510	-1.721	-2.231	-4.761	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
美国	0.000							
欧元区	-1.004	0.000						
英国	0.090	1.094	0.000					
日本	-3.020	-2.016	-3.110	0.000				
澳大利亚	0.050	1.054	-0.040	3.070	0.000			
新西兰	0.400	1.404	0.310	3.420	0.350	0.000		
印度	2.900	3.904	2.810	5.920	2.850	2.500	0.000	
越南	-1.194	-0.190	-1.284	1.826	-1.244	-1.594	-4.094	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：美元指数后续贬值幅度或有限，市场押注欧元、日元、新加坡元走势偏强

美元：市场预计美元持续走低、但贬值幅度较为有限。美联储 9 月宣布降息，市场押注美元指数在 2024 年 4 季度仍处 102 上方、2025 年后小幅下行，2025 年 1 季度末、2 季度末期货价格分别为 101.983、101.673。

欧元、英镑：欧元走势强于英镑。英央行降息节奏虽较欧央行滞后，但市场对英镑信心偏疲弱、押注 4 季度末英镑/美元为 1.3091，并在 2025 年 1、2 季度延续波动偏弱格局。

与之相反，市场押注欧元后续波动偏强，4 季度末欧元/美元小幅升值至 1.1004。

日元：货币政策趋紧支撑日元仍有升值空间。考虑内需增长带动通胀上行压力，未来仍有较大加息空间，市场预期美元/日元 4 季度末、25 年 1 季度末、2 季度末价格分别为 146.500、144.865、143.475。

澳元或先升后降、新西兰元小幅走强：市场押注澳元在 2024 年内小幅走强，但进入 2025 年后表现趋弱、2 季度末期货价格为 0.67470。新西兰元则有望小幅升值，2025 年 2 季度末期货价格为 0.61320。

印度卢比：25 年初或小幅贬值。虽印度经济基本面强劲，且有较大正向利差空间，但受资本外流担忧、央行政策立场由“偏鹰”转向“中性”影响，市场押注卢比 25 年 2 季度小幅走贬至 85.4850。

新加坡元：至 25 年或延续小幅升值。新加坡全年 GDP 预测上修，经济基本面向好，伴随美联储降息，市场押注新加坡元持续小幅升值。

图表 6：外汇期货价格

	2024 年 4 季度末	2025 年 1 季度末	2025 年 2 季度末
美元指数	102.303	101.983	101.673
欧元/美元	1.1004	1.1047	1.10900
英镑/美元	1.3091	1.3086	1.3078
美元/日元	146.500	144.865	143.475
澳大利亚元/美元	0.67475	0.67485	0.67470
新西兰元/美元	0.61250	0.61280	0.61320
美元/印度卢比	84.2000	84.5450	85.4850

美元/新加坡元	1.29905	1.29370	1.28885
---------	---------	---------	---------

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

	2024 年 4 季度末	2025 年 1 季度末	2025 年 2 季度末
欧元/美元	1.0995	1.11	1.1125
英镑/美元	1.34	1.3077	1.26
美元/日元	145.00	145.16	155.00
澳大利亚元/美元	0.648	0.675	0.65
新西兰元/美元	0.585	0.586	0.5715
美元/印度卢比	86.00	87.07	85.35
美元/新加坡元	1.281	1.2725	1.21

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。**