



2025年1季度 全球经济展望

特朗普2.0时期的影响

特朗普 2.0 时期的影响

“关税侠”回来了，还不仅如此……

在卸任四年之后，唐纳德·特朗普（Donald Trump）再度登上了美国这一世界上最强大国家中身负重任的总统宝座。随着美国共和党大获全胜控制美国参议院和众议院，这意味着特朗普实施政策的阻力会更小一些。就我们对 2025 年的经济展望而言，我们现在需要着重考虑特朗普为美国规划的大量政策及其对世界上其他国家和地区的影响。我们承认，特朗普宣称的许多政策措施（包括其作出的各项宣布、威胁和/或预测）在目前这个时点具有高度投机性和不可预测性，一旦特朗普在明年（2025 年）1 月 20 日正式就任美国总统，这些政策可能会发生重大变更。

我们大致强调了特朗普在竞选美国总统期间鼓吹的在我们看来会对美国及全球产生重大宏观经济影响的一些政策措施，包括减税、放松管制、关税、移民政策（大规模遣返无证移民和加强边境安全）、美国联邦储备委员会（Fed，下称“美联储”）的独立性、绿色环保政策（退出）以及外交政策等。总而言之，特朗普的各种政策可能会引发通货膨胀，同时可能对经济增长产生好坏参半的影响。

对于美国经济而言，延长现有减税政策的期限、出台新的减税政策并叠加放松管制可能会重新激发“动物精神”、提振商业信心以及投资氛围，因此会促进美国经济增长和提高生产力，但也可能会加大通货膨胀压力和加剧美国联邦政府的财政赤字。虽说如此，财政政策问题需要花费时间，这些问题可能只有到 2025 年下半年才会进入美国国会的议程。特朗普强硬的移民政策提案是另一个引起关注的领域，相比财政问题可能会来得更快，预计其将对美国国内生产总值（GDP）增速产生负面影响。该等提案对通货膨胀的影响较为不明朗，因为大规模遣返移民可能会减少劳动力数量并提高剩余劳动人口的需求，从而引起工资上涨和通货膨胀率上升。但与此同时，劳动力数量减少可能会导致美国国内消费减少，并产生通货紧缩效应。

从绿色环保政策方面来说，预计特朗普将会延续过去的行动，例如退出《巴黎协定》（Paris Agreement）、废除支持清洁能源项目及电动车的《通货膨胀削减法案》（Inflation Reduction Act）、放松环境法规以及颁布那些有利于常规化石燃料开采的政策。这可能会提高美国原油和天然气产量，并导致美国无法实现碳中和承诺。从外交政策方面来说，如果特朗普真的兑现其关于终结一切战争的承诺，那么其中一个影响将会是导致 2025 年大宗商品（黄金除外）价格下降。

特朗普关税 2.0 版可能引发的场景—基本场景：对中国商品加征 25%关税，并对部分受益于中国贸易转移的国家加征 10%关税，不实施统一关税税率。

“关税侠”卷土重来。公正地说，其实拜登（Biden）政府并不回避关税，因为其保留了第一届特朗普政府出台的各项关税政策，并在此基础上加入了其自身的一些针对性关税政策。

拜登政府与特朗普政府的显著差异可能在于特朗普宣告关税消息/威胁的那种哗众取宠的方式。特朗普于今年 11 月 26 日正式承诺将在其就任美国总统后第一天（即 2025 年 1 月 20 日）签署的总统令中，以毒品（芬太尼）及边境安全问题为由针对源自加拿大及墨西哥的全部进口商品征收 25%关税，并针对源自中国的全部进口商品征收 10%关税（在现有额外关税的基础上加征），从而再次挑衅地挥舞他作为“关税侠”的金字招牌。

通过援引《国际紧急状态经济权力法案》（International Emergency Powers Act，于1977年签署成为法律）第232条，特朗普可以行使行政权力，以对美国国家安全、外交政策或美国经济造成“不寻常及极其严重的威胁”为由征收关税。特朗普在其第一个总体任期内的确行使了这一权力并威胁了相关国家（包括墨西哥）。但同样重要的是，一旦相关国家同意他的条款，即表明特朗普从未真正动用该权力来征收关税。

那么我们对于2025年的美国贸易政策能够抱有什么期望呢？简单来说，会有更多的关税和贸易摩擦。虽说如此，在目前这个时点难以判断美国会针对哪些国家征收什么类型的关税，以及关税的规模有多大。其中的原因是特朗普自2023年9月正式启动总统竞选以来就鼓吹过各种各样的关税提案，包括对全部进口商品征收10%-20%关税、对源自中国的进口商品征收高达60%关税，或者甚至对产自墨西哥的商品征收高达100%关税，以及对那些想要弃用美元的国家征收100%关税。特朗普已经为其经济团队提名了可信的人选（美国财政部部长和国家经济委员会主任），其中包括提名贾米森·格里尔（Jamieson Greer）为美国贸易代表（截至今年11月27日，这一提名仍有待美国参议院确认通过）。格里尔早前曾担任罗伯特·莱特希泽（Robert Lighthizer）的幕僚长，而莱特希泽是特朗普整个四年总统任期的贸易代表，其负责监督实施规模以数十亿美元计的关税。格里尔长期以来被看作莱特希泽的门徒，其将被委以“控制美国大规模贸易逆差、保护美国制造业、农业和服务业以及在世界各地开拓出口市场”的重任。我们也认为特朗普会将关税威胁作为讨价还价的筹码或谈判手段，以此最终迫使中国和主要贸易伙伴让步，而不会将关税作为立即付诸实施的政策行动。

关于特朗普关税政策的实施情况，根据特朗普迄今为止鼓吹的各种关税提案以及我们预估的关税实施时间表，我们预计会有三种场景。这些关税提案各自将对美国和中国的宏观经济前景以及世界经济产生影响，同时会转化为汇率和利率方面的不同前景。

我们所认为的**基本场景**（我们划分的概率：55%）认为特朗普政府在关税实施方面会更加慎重（即只对中国商品加征25%关税，而不是其所声称的60%，针对那些因受益于中国贸易转移而增加对美贸易顺差的经济体加征10%关税，并且不会对美国的全部进口商品征收统一关税税率），这些关税政策最早会从2025年第2季度开始错开实施，直至2026年上半年全面完成。在关税实施之前，市场上存在一种共识观点，即认为美国的进口商可能会在2025年初提前采购，此举将会提高经济增速（特别是对于出口型经济体而言）。但预计这种经济提前加速将会是短暂现象，2025年全球经济增速最终会略微放缓至3.1%（国际货币基金组织（IMF）预测全球经济增速为3.2%），但对于那些被加征关税的不同行业及国家而言，将会出现不均衡的经济复苏情况。关税上升可能使美国GDP增速承压，预计2025年美国GDP增速放缓至1.8%（2024年美国GDP增速预计增长2.7%），而在2025和2026年，关税还可能会推动美国通货膨胀率上涨超过美联储设定的2%目标。

美联储政策路线修正：2025年降息次数减少，终端利率变得更高

我们继续认为，美联储会在2024年12月举行的美国联邦公开市场委员会会议（FOMC）下调联邦基金目标利率（FFTR）25个基点至4.25-4.50%区间。然而，我们对2025年的降息路线修正为累计降息75个基点（即共降息三次，每次降息25个基点，时间分别在2025年第1季度、第2季度和第3季度），并在降息周期结束时将终端利率调至3.75%（即联邦基金目标利率的上限）。在特朗普胜选美国总统之前，我们曾预测2025年降息100个基点，2026年第1季度最后一次降息25个基点，从而将终端利率调至3.25%。这种降息次数的减少反映了因美国在2025年后半段实施关税所引起的通货膨胀压力走高。

值得注意的是，我们所认为的**悲观场景**（我们划分的概率：高达40%）体现了我们的以下观点，即：这次美国的贸易政策更倾向于提高关税这种不利结果（即如其所声称那样对中国商品加征60%关税），并对美国的全部进口商品实施统一关税税率（10-20%），并且关税实施时间表的期限会提前和缩短，即在特朗普就任美国总统后第一天（2025年1月20日）开始实施，并在2026年上半年全面完成。这种场景带来的影响将是经济增长前景更加疲软，伴随着通货膨胀率走高，这意味着美联储在2025

年降息次数甚至更少。虽然我们也纳入了**乐观场景**（我们划分的概率：5%），我们认为，出现以下良性结果的可能性极小：特朗普改变心意并决定征收针对性关税，从而导致中美之间贸易摩擦风险大幅下降。

中国会如何应对呢？与 2018 年的时期相似，在美国实际实施关税之前，中国不可能会对美国采取先发制人的行动。与此同时，中国可能会以相应的措施进行报复，可能会引起中美两国之间贸易紧张局势升级（正如 2018 年中美贸易战早期所发生的那样）。我们也指出，自 2018 年中美贸易战以来，美国对中国出口大幅上涨（2023 年美国对中国出口规模从 1203 亿美元提升 23% 至 1480 亿美元）。这种美国对中国贸易依赖性上升表明，如果中美两国之间发生针锋相对的贸易冲突，则会有更多的美国产业容易受到中国针对美国所实施关税而采取的报复性措施的影响。

中国---当局出台的经济刺激措施不足以显著扭转局面，而特朗普将会给中国经济增长加大下行压力。

将 2018 年中美贸易战（即特朗普 1.0 时期）与即将到来的特朗普 2.0 时期相比，对中国而言的一个主要不同之处在于，在特朗普 1.0 时期，中国当时处于强势地位，然而，目前中国则面临着显著国内发展压力以及内需疲软问题。

回顾 2024 年 9 月，当时中国当局出台的经济刺激措施只涉及最低限度的“新增支出和实际支出”，而且大部分经济刺激方式是货币措施，例如降息、放宽住房限购以及地方政府债务置换等。虽然中国当局公布的经济刺激措施金额看似庞大，但其仅占 GDP 的 8%（而 2008 年中国的经济刺激方案的金额相当于当年 GDP 的 12.5%），因此相对来说是比较小的。特别是，中国当局没有出台旨在直接促消费的新增支出项目，而其中专用于解决地方政府债务的部分看起来严重不足。

中国房地产市场仍是困难重重，当前的住房库存量可能需要耗时数年才能出清。由于房地产活动对经济的贡献缺位，在接下来几年可能会将中国的 GDP 增速限制在 5% 以下（穆迪估算 2022 年房地产行业对中国 GDP 的贡献率大约为 25%，到 2030 年，房地产行业对中国经济的贡献率可能减少至大约在 18%）。虽然发达经济体已经控制住通货膨胀，但中国面临着相反的问题，通货紧缩仍然是一项主要威胁，消费者和企业信心仍然低迷。考虑到上述情况，在中国国内经济基本面疲软的情况下叠加特朗普关税政策带来的额外负担，我们将 2025 年中国 GDP 增速预测从之前的 4.6% 下调至 4.3%。

在货币政策响应方面，中国人民银行在接下来几个月的重点可能会放在金融机构存款准备金率，下调金融机构存款准备金率（而非降息）是中国货币当局的主要宽松工具。中国人民银行在 2025 年有充裕的下调金融机构存款准备金率空间（因为美联储逐步降息而中国国内通货紧缩形势恶化）。中国人民银行已表示会在 2024 年第 4 季度再次下调金融机构存款准备金率 25-50 个基点，我们预计中国人民银行在 2025 年会进一步下调金融机构存款准备金率。我们认为，如果人民币贬值压力上升，则中国当局进一步下调贷款市场报价利率（LPR）的可能性会降低。

以下是主要关注点及主要汇率和利率观点的概述。我们希望读者平稳度过今年的尾声并预祝 2025 新年快乐！

外汇观点

特朗普 2.0 时期是否会使得美元重新走强？

我们针对特朗普2.0时期背景下即将到来的贸易关税前景所认为的基本场景（概率：55%）是：美国将对中国商品加征25%关税，并对那些因中国贸易转移而增加对美贸易顺差的经济体加征10%关税。我们还假定中国将会针对美国商品征收类似的报复性关税，但其他经济体对此的报复性应对措施较为有限。贸易关税带来的一个明显后果是，在这种基本场景下，美国2025年的通货膨胀率将上升0.3%。因此，美联储将会密切关注任何价格压力上涨的迹象。我们认为这会导致美联储减少降息次数，预计2025年全年美联储仅降息75个基点，到2025年第3季度时，终端利率会比之前预测的高，为3.75%。而我们在美国总统大选之前曾预测美联储累计降息125个基点，到2026年第1季度时终端利率达到3.25%。

鉴于我们针对贸易关税前景所认为的基本场景，我们目前预计在2025年上半年，由于关税方面的不确定性占据主导地位，美元对大部分主要国家货币汇率将继续走强。到2025年下半年，随着与特朗普关税政策（基本场景）相关的重定价大部分已完成，美元的强势可能开始减弱，而我们所预测的美元利率下行将会开始对美元汇率施加下行压力。总体而言，我们预计到2025年中时，美元指数（DXY）将升至111.1，随后到2025年底时降至107.6。在投资者消化即将到来的关税方面重大消息以及美联储随之而来采取的应对措施期间，我们还预计汇率波动性将维持较高。因此，我们对欧元、英镑以及澳元汇率的前景观点转为负面，我们认为这几种货币在2025年上半年会继续走弱，之后在2025年下半年稍微稳定。到2025年第2季度，欧元/美元、英镑/美元以及澳元/美元汇率可能会进一步分别跌至0.99、1.21和0.61，随后到2025年第4季度适度回升至1.03、1.25和0.64。同理，我们认为美元/日元汇率到2025年第2季度可能走高至157，随后到2025年第4季度时回落至152。

由于美国即将实施的贸易关税政策，我们预计大部分亚洲地区货币将在2025年前三个季度跟随人民币汇率同步走弱，随后在2025年第4季度回升。如果发生悲观场景，即美国对中国商品加征最高60%关税（而非基准场景下的25%），那么与基准场景相比，其对于亚洲地区外汇的影响可能会更大和更持久。主要的一点是，与主要发达国家外汇相比，亚洲地区外汇对关税更加敏感，因此走弱的持续时间可能稍微长一些。

2025年对于中国经济和人民币汇率而言将会是另一个艰难年。特朗普关税政策可能会加剧人们对于中国经济减速的现有担忧。由于我们预计美国对中国商品加征的部分关税将在2025年第4季度生效，因此，我们的宏观经济团队将2025年中国GDP增速预测从4.6%下调为4.3%。在中国国内经济增长前景减弱的基础上，美联储降息周期缩短并且降息幅度减少，因此人民币对美元汇率可能进一步下跌。总体而言，我们目前预计美元/人民币汇率在接下来几个季度可能会上行，我们对美元/人民币汇率的最新点位预测为2025年第1季度在7.35，2025年第2季度到7.50，2025年第3季度到7.60，2025年第4季度到7.45。亚洲地区货币预计在整个2025年跟随人民币汇率同步走弱。因此，我们认为美元/新加坡元、美元/林吉特、美元/泰铢、美元/印尼盾以及美元/越南盾在2025年第3季度可能分别处于1.38、4.65、35.7、16,400以及26,200的高位。

利率观点

2025年，在美联储降息幅度减少的同时，10年期美债收益率将维持在4%上方

与之前2024年10月底的上一次更新相比，我们针对联邦基金利率的基本场景观点已上调。我们从上一次的降息周期预测中去掉了50个基点的降息幅度，目前预计2025年仅降息三次，预计本轮宽松周期联邦基金利率的底部在3.75%。其中面临的风险是在特朗普2.0版财政政策方案全面落实的情况下，其可能更偏向于促进通货膨胀，因此我们预计，随着实际政策公之于众，美联储预计会调整其措施。在我们的基本场景观点中，预计到2025年第1季度末，3个月期复合有担保隔夜融资利率（SOFR）会在4.35%。此后，与我们认为美联储再次降息75个基点的预期保持一致，短期利率预计在整个2025年走低。最终，到2025年第4季

度时，3个月期复合SOFR可能降至3.61%。关于新加坡元隔夜平均利率（SORA），在我们的基本场景观点中，预计到2025年第1季度末，3个月期复合SORA会在2.77%，随后到2025年第4季度降至2.23%。与美元利率下滑相比，SORA预计下跌幅度较小。

与上个月相比，我们上调了对10年期美债收益率的基本场景观点预测，这主要是因为我们对联邦基金利率的基准预测发生大幅上调。在较小程度上，我们对于最终状态期限溢价的预测也上调，并且在我们的10年期美债收益率预测中纳入了一个更为前置型的调整路径。这是由于美国贯彻其财政政策方案的如下不确定性：这些不确定性最终会对通货膨胀方面产生什么影响，以及美联储如何根据新出现的现实情形迅速调整其政策立场；我们预计，为了弥补投资者承担的上述风险，可能出现收益率走高情况。

在我们针对2025年第1季度末的基本场景观点中，我们目前预测10年期美债收益率会在4.20%（我们在美国总统大选前预测2025年第1季度10年期美债收益率在3.80%）。此后，与我们认为美联储再次降息75个基点的预期保持一致，预计10年期美债收益率将略微下滑。最后，到2025年第4季度，10年期美债收益率可能稳定在4.10%。简而言之，在特朗普再次当选美国总统后，预计10年期美债收益率在整个2025年维持在4%上方，但主要因为美联储预期中的降息，收益率将倾向于略微下行。

新加坡政府债券收益率跟随美债亦步亦趋变动，我们已将10年期新加坡政府债券收益率的预测上调，但与10年期美债收益率预测相比上调的幅度较小。在我们针对2025年第1季度末的基本场景观点中，预计10年期新加坡政府债券收益率会在2.80%，此后到2025年第4季度稳定在2.70%。与我们上次认为2025年第1季度10年期新加坡政府债券收益率将达到2.70%且随后在整个2025年略微跌向2.60%的预测相比，最新的预测略高一些。总体而言，由于新加坡金融管理局汇率政策的斜率变得平缓，新加坡政府债券收益率可能会在某种程度上维持稳定。由于美国期限溢价风险并没有按照1:1的比例反映到美债收益率上，因此收益率上行的潜力可能较为有限。

大宗商品观点

在特朗普2.0时期带来的经济不确定性背景下，市场对黄金的避险需求维持强劲

黄金：在特朗普2.0时期到来之前，市场对于黄金的积极避险需求仍维持不变。从长期角度来看，新兴市场（EM）及亚洲各国的中央银行对黄金的配置需求，以及零售行业对实体金和金饰的强劲需求仍维持不变。值得注意的是，各国的中央银行以及零售行业对黄金的积极长期需求具有共同之处。它们都是由地缘政治危机以及特朗普2.0时期带来破坏性贸易和财政政策之前围绕着美元的不确定性引起的避险需求所驱动。具体来说，零售行业对黄金的强劲需求是由印尼盾、离岸人民币和越南盾等各国货币持续大幅贬值所驱动，这些货币贬值放大了以本币计算的黄金价格涨幅。总体而言，在地缘政治风险继续上升以及特朗普2.0版政策带来经济风险的背景下，人们对黄金的长期避险需求可能维持强劲，因此我们维持对黄金的积极观点。我们对2025年黄金价格的点位预测分别为2025年第1季度在2,700美元/盎司，2025年第2季度到2,800美元/盎司，2025年第3季度到2,900美元/盎司，2025年第4季度到3,000美元/盎司。

布伦特原油：特朗普2.0版关税政策会将油价打压在70美元/桶水平左右。困扰油价的一个主要因素是关于全球经济增长前景以及在特朗普2.0时期可能出台大规模加征关税政策后中国2025年经济复苏的不确定性。2025年新一轮关税引起的经济增速进一步放缓似乎会抵消俄罗斯-乌克兰战争持续引起的地缘政治风险上升。简而言之，目前诸如全球需求放缓等大部分不利因素已变得明朗，我们认为特朗普2.0版关税政策对中国和全球能源需求造成的负面影响会加大油价的下行风险。因此，我们现在对布伦特原油前景采取负面观点，预计2025年上半年油价会在75美元/桶，2025年下半年到70美元/桶。如果全球贸易冲突加剧，则不能排除在2025年后半段发生布伦特原油在70美元/桶以下遭遇进一步抛售的风险。

伦铜：由于特朗普2.0版关税政策迫在眉睫，我们将伦铜前景进一步下调为负面观点。从长期来看，不断老化的铜矿引起的铜供应中断仍然是一个引起担忧的主要因素。然而，由于2025年后半段即将到来的特朗普2.0版关税政策引起的全球贸易萎缩和制造业放缓的风险更为迫切，因此铜供应风险目前已完全被该风险所超越。由于特朗普2.0版关税政策带来的风险，我们的宏观经济团队已将中国经济增速的基本场景预测下调至4.3%。取决于即将到来的特朗普2.0版关税政策的力度和节奏，有可能中国、亚洲以及世界上其他国家和地区将在整个2025年乃至2026年遭遇新一轮的贸易出口萎缩。这可能会打压伦铜价格。由于即将到来的特朗普2.0版关税政策引起全球贸易和生产风险，我们将伦铜价格前景从中性进一步下调为负面观点。我们对伦铜价格的最新预测分别为2025年上半年在8,000美元/公吨，下半年到7,500美元/公吨。

日本关注点

2024年日本国会参议院选举后政治局势速览

- 日本现任首相石破茂及自民党（LDP）在今年10月份的选举中险胜，目前作为少数派政府执政。
- 在反对派国民民主党（DPP）的助攻下，石破茂首相成功通过21.9万亿日元经济刺激计划，代价是纳入一项关于提高免税收入上限的措施，这可能会改善劳动力供给和增加消费支出，但会增加财政负担。
- 假如日本自民党与国民民主党之间的松散政治联盟破裂，又或者自民党在2025年日本国会参议院选举中进一步失势，则将无法保证政治稳定性和连续性。

全球外汇

美元/日元：虽然关税方面的不确定性可能会使美元维持强势更长一段时间，但美联储（倾向货币宽松）与日本银行（BOJ）之间持续的货币政策分歧可能会抑制美元/日元汇率进一步上涨，我们预计日本银行会在今年即将到来的12月份政策会议上加息。此外，在日元汇率到达上一次日本银行干预的临界点位（接近160水平）之前，交易商可能会转为采取谨慎态度。总体而言，我们对美元/日元汇率的最新点位预测分别为2025年第1季度在155，2025年第2季度到157，2025年第3季度到154，2025年第4季度到152。

欧元/美元：虽然特朗普关税政策对通货膨胀产生的溢出效应导致市场人士降低了对美联储降息的预期，但在今年11月份欧元区商业活动出乎意料地萎缩之后，市场人士对于欧洲中央银行（ECB）将会采取更激进货币宽松政策以提振欧元区经济的定价有所强化。法国和德国的政治危机以及远程导弹加入导致俄乌战争持续升级也加剧了欧元汇率所面临的完美风暴。欧洲中央银行在今年12月份有超过50%以上概率降息0.5%这一点也使欧元/美元汇率进一步承压，而期货市场自今年10月末以来已转为欧元/美元净空头。在多重利空因素的共同作用下，欧元/美元汇率在将来几个月看似会无可避免地试探市场人士所密切关注的1:1水平。总体而言，我们对欧元/美元汇率的最新点位预测分别为2025年第1季度在1.02，2025年第2季度到0.99，2025年第3季度到1.01，2025年第4季度到1.03。

英镑/美元：与欧元等其他主要货币相比，英镑面临的利空因素可能小一些。最重要的是，美联储与英格兰银行（BOE）之间的货币政策分歧维持较小。这两家中央银行预计均在2025年底前引导利率下降至相仿的3.75%水平。在即期汇率下跌的背景下，期货交易商也维持一个较为适度的英镑/美元净多头仓位。综合来看，虽然英镑/美元汇率面临的最小阻力路线可能会是下跌，但从现在开始继续进一步下跌的空间可能有限。总体而言，我们对英镑/美元汇率的最新点位预测分别为2025年第1季度在1.23，2025年第2季度到1.21，2025年第3季度到1.23，2025年第4季度到1.25。

澳元/美元：展望未来，澳元与人民币之间的密切相关性意味着2018-2020年期间中美贸易战的卷土重来可能会导致澳元在十国集团（G-10）内部表现较弱，正如2018年中国贸易战第一年的情况一般。与此同时，澳大利亚储备银行相比美联储较为鹰派的言论可能会部分抵消澳元的贬值压力。总体而言，我们对澳元/美元汇率的最新点位预测分别为2025年第1季度在0.63，2025年第2季度到0.61，2025年第3季度到0.62，2025年第4季度到0.64。

新西兰元/美元：虽然新西兰不可能会是特朗普即将出台的关税政策所瞄准的直接对象，但新西兰储备银行（RBNZ）相比美联储维持略快的降息节奏可能会给新西兰元汇率施加压力。与十国集团内其他国家一样，我们目前预计新西兰元兑美元汇率在2025年上半年进一步走弱，之后在2025年下半年回升。我们对新西兰元/美元汇率的最新点位预测分别为2025年第1季度在0.57，2025年第2季度到0.55，2025年第3季度到0.56，2025年第4季度到0.57。

亚洲外汇

美元/人民币：参考2018-2020年期间的中美贸易战，随着与关税相关的不确定性不断上升，美元/人民币汇率在接下来几个月有可能会试探近期的关键高位7.35。在美元/人民币汇率突破7.35后，套期保值需求上升可能会导致美元/人民币汇率在上述点位的上方开辟新的交易区间。为了维持有序贬值，中国人民银行可能会通过日常人民币汇率定价和警告市场人士不要对人民币汇率单边押注的方式来引导市场预期。总体而言，我们对美元/人民币汇率的最新点位预测分别为2025年第1季度在7.35，2025年第2季度到7.50，2025年第3季度到7.60，2025年第4季度到7.45。如果与我们的基本场景观点相比，美国实施关税的规模更大或速度更快，则人民币汇率倾向于继续下行。

美元/新加坡元：虽然在即将到来的2025年1月份货币政策会议上，金融管理局将会“略微”降低新加坡元的升值斜率。但新加坡元名义有效汇率的区间斜率仍然为正，这可能支撑坡元货币的汇率。在这一方面，新加坡元名义有效汇率近期跌至政策区间中点下方（根据我们的模型）可能会让投资者有机会对某些坡元货币对进行补仓以对冲特朗普关税政策的影响。美元/坡元汇率的波动可能会因为新加坡元作为亚洲地区避险货币的声誉而得到控制。目前，在我们的基本场景观点中，我们认为美元/坡元汇率不会升过1.40。总体而言，我们对美元/坡元汇率的最新点位预测分别为2025年第1季度在1.36，2025年第2季度到1.37，2025年第3季度到1.38，2025年第4季度到1.36。

美元/港元：随着特朗普关税政策逐渐成型，我们预计美元可能会在接下来的几个季度内保持当前状态，我们还预计美元/港元汇率将进一步正常化，走向7.75-7.85交易区间的中点。因此，我们重申2025年四个季度美元/港元汇率点位均将会在7.80。

美元/新台币：随着特朗普再次当选美国总统以及贸易关税迫在眉睫，我们认为美元/新台币汇率的最小阻力路线仍然是新台币跟随其他亚洲地区国家或地区的脚步，对美元进一步贬值。虽说如此，人工智能的上升周期撑起台湾地区的芯片需求以及台湾央行稳定的利率前景等有利因素可能会限制新台币汇率的下行空间。总体而言，我们对美元/新台币汇率的最新点位预测为2025年第1季度在32.8，2025年第2季度到33.0，2025年第3季度到33.2，2025年第4季度到32.9。

美元/韩元：对于韩元汇率而言，2025年可能仍是困难重重的一年。特朗普鼓吹对中国加征关税可能会打压人民币汇率，其产生的溢出效应会对韩元形成利空因素。我们认为，韩元作为一种较高beta的货币，与亚洲地区其他货币相比，其在2025年下跌幅度会更大一些。随着特朗普关税政策逐渐成型，美元/韩元汇率在2025年可能会试探1,450的关键点位。总体而言，我们预计美元/韩元汇率在2025年大部分时间走高，我们对美元/韩元汇率的最新点位预测为2025年第1季度在1,420，2025年第2季度到1,440，2025年第3季度到1,460，2025年第4季度到1,430。

美元/林吉特：虽然马来西亚的经济和财政基本面要素良好，但林吉特汇率易于受到外部形势的影响，特别是，可能即将到来的特朗普关税政策预计会对亚洲外汇整体形成打压。由于林吉特与人民币汇率密切相关，因此其走势可能跟随人民币。随着特朗普的关税计划逐渐成型，预计人民币以及林吉特对美元汇率会在 2025 年前三个季度走弱，随后在 2025 年第 4 季度回升。总体而言，我们对美元/林吉特汇率的最新点位预测为 2025 年第 1 季度在 4.53，2025 年第 2 季度到 4.60，2025 年第 3 季度到 4.65，2025 年第 4 季度到 4.55。

美元/印尼盾：展望未来，虽然美元继续走强可能会是阻力最小的路线，但印度尼西亚银行（BI）强调印尼盾汇率的稳定性，因此可能会减缓美元/印尼盾汇率的升值速度。总体而言，我们对美元/印尼盾汇率的最新点位预测为 2025 年第 1 季度在 16,000，2025 年第 2 季度到 16,200，2025 年第 3 季度到 16,400，2025 年第 4 季度到 16,200。

美元/泰铢：值得注意的是，在上一次中美贸易战（2018-2020）期间，由于投资者涌入避险货币，泰铢是亚洲地区外汇当中表现最具韧性的一种货币。这一次与 2018 年相似的有利因素包括泰国具有往来账户顺差、低通货膨胀率以及稳定的基准利率前景。总体而言，在我们的基本场景观点中，我们预计泰铢的汇率波动会小于亚洲地区的其他货币。我们对美元/泰铢汇率的最新点位预测为 2025 年第 1 季度在 35.2，2025 年第 2 季度到 35.5，2025 年第 3 季度到 35.7，2025 年第 4 季度到 35.2。

美元/菲律宾比索：2025 年，菲律宾比索可能会处于防御态势，其走势会根据特朗普的关税政策以及人民币汇率而变化。由于菲律宾中央银行（BSP）在 2025 年降息速度快于美联储，这也可能会打压比索汇率。总体而言，我们对美元/比索汇率的最新点位预测为在 2025 年第 1 季度会在 59.5，2025 年第 2 季度到 60.0，2025 年第 3 季度到 60.5，2025 年第 4 季度到 60.0。

美元/越南盾：展望未来，越南盾汇率的走势可能会跟随特朗普的关税政策和人民币汇率变动。越南盾汇率目前在接近 1 美元兑 25,463 越南盾这个历史低位盘整，考虑到面临的外部利空因素，越南盾汇率看起来将会跌至历史新低。总体而言，我们对美元/越南盾汇率的最新点位预测为 2025 年第 1 季度在 25,800，2025 年第 2 季度到 26,000，2025 年第 3 季度到 26,200，2025 年第 4 季度到 26,000。

美元/印度卢比：展望未来，外资从印度国内债市和股市进一步流出可能会继续拖累印度卢比的汇率表现。从另一方面来说，印度储备银行（RBI）在本轮降息周期的降息幅度低于美联储可能会维持卢比对美元的利差优势，从而为卢比汇率提供缓冲。随着卢比兑美元汇率跌至新的历史低位，印度储备银行可能会继续动用其大规模的外汇储备来限制汇率波动。总体而言，我们对美元/印度卢比汇率的最新点位预测为 2025 年第 1 季度在 85.0，2025 年第 2 季度到 85.5，2025 年第 3 季度到 86.5，2025 年第 4 季度到 85.5。

免责声明

本文件来源于大华全球经济与市场研究部（“研究部”），2025 年一季度。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。

本文件仅供一般参考之用，研究部和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于研究部所获得的且认为可以依赖之信息（研究部和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，研究部和本行不作任何陈述或保证。研究部和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。研究部和本行不对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行行销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。另，本文原文以英文书写，中文版本为翻译版本且仅供参考。

大华银行有限公司注册登记号：193500026Z



Right By You