

交銀金融

2023 年 7 月號 第 180 期

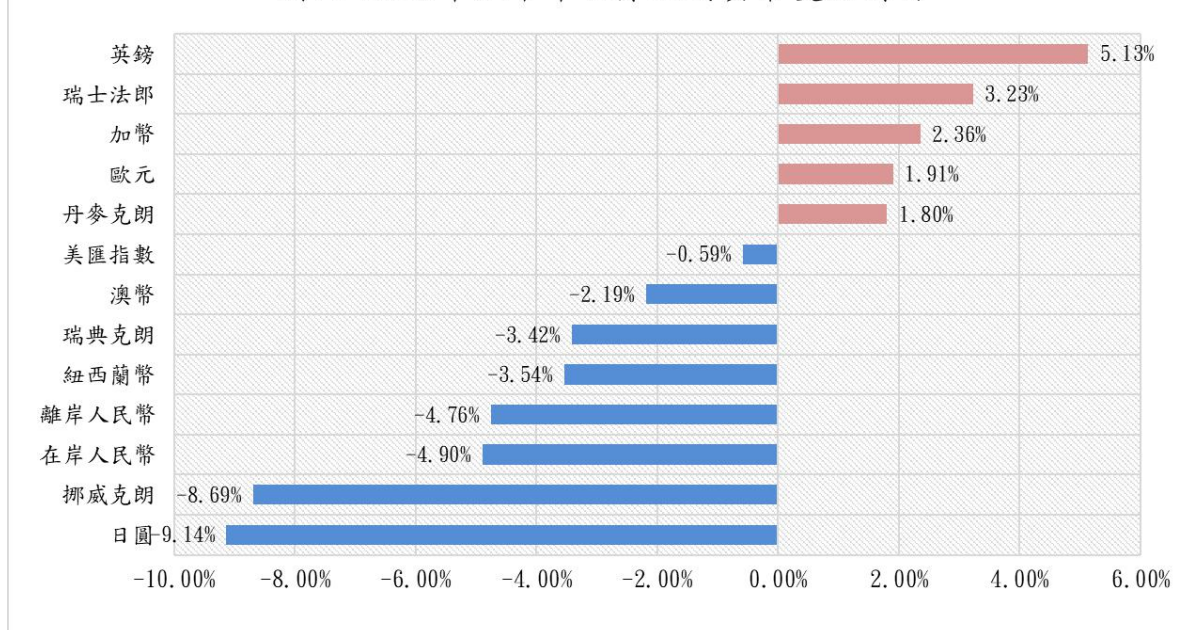
環球金融市場部研究組

2023 年下半年外匯市場展望

摘要

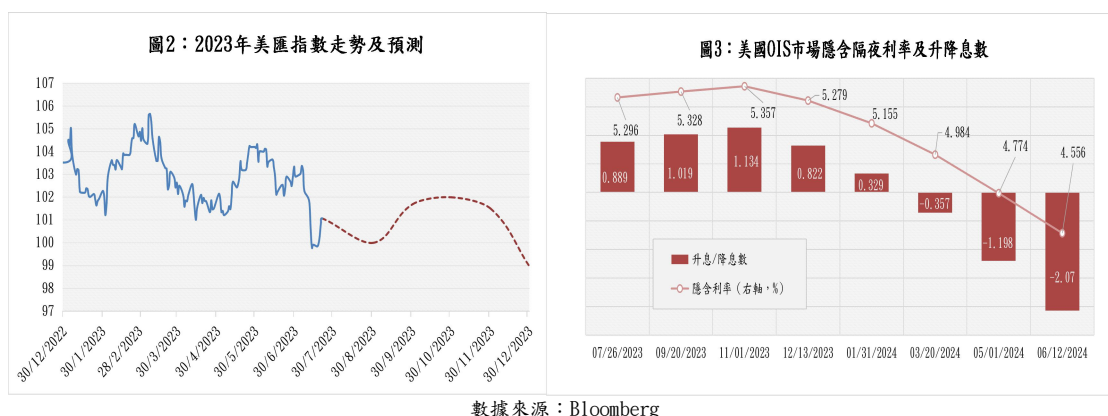
- ✦ **美匯指數展望：**美聯儲加息周期接近尾聲，美匯指數下半年或趨勢性走弱，預計到今年年末，美匯指數或圍繞 99 中樞波動。
- ✦ **日圓走勢展望：**美元趨勢性走弱背景下，預計日圓下半年有望止跌回升；但日本央行鴿派難改，限制日圓表現，預計下半年美元兌日元或圍繞 138 中樞波動。
- ✦ **歐元走勢展望：**歐洲央行鷹派姿態不改，歐元下半年或維持升勢，歐元兌美元匯率中樞或進一步上行至 1.125 附近。
- ✦ **英鎊走勢展望：**通脹持續高熱，英國央行加息預期或支撐下半年英鎊兌美元在 1.26-1.32 區間波動。
- ✦ **澳元走勢展望：**澳洲經濟料持續偏強，疊加中國基本面修復，或在下半年支持澳元反彈至 0.70 附近水平。
- ✦ **加元走勢展望：**OPEC+減產及中國下半年內地經濟動能增強預期，料提振國際油價，進而有利加元，或令美元兌加元重回 1.30-1.35 區間上落。
- ✦ **紐元走勢展望：**預計紐元三季度或於 0.60-0.65 區間整理，四季度或反彈至 0.65-0.70 區間。

圖1：2023年上半年世界主要貨幣變動排行

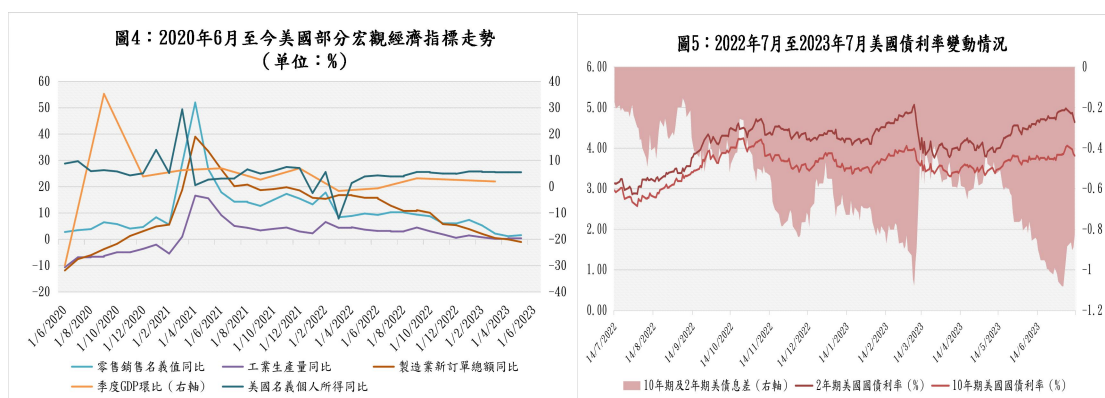


美匯指數：美聯儲接近加息周期終點，下半年或趨勢性走弱

2023 年上半年，美匯指數維持高位區間波動走勢，主要由美聯儲加息、避險情緒及美國經濟基本面主導：一方面，美國通脹數據呈逐步下行走勢，5 月 CPI 及核心 CPI 按年升幅已放緩至 4.0% 及 5.3%，但放緩速度不及預期，且仍遠高於美聯儲 2% 的通脹目標，再加上美國經濟及就業市場依然具備一定韌性，因此，美聯儲維持鷹派立場，重申年內仍有繼續加息兩次的機會。市場普遍預計，美聯儲 7 月將繼續加息 25 個基點，為美匯指數帶來一定支撐。但另一方面，高息環境引發包括矽谷銀行（SVB）在內的多家歐美銀行爆發危機，給金融市場帶來震盪及衝擊，亦令市場一度預期美國加息周期或快將見頂，甚至年內需降息；2 年期及 10 年期美債息差倒掛，亦是自 1981 年來首次突破 100 個基點，一度令美國經濟衰退前景大幅升溫。受上述因素影響，美匯指數階段性承壓走低。截至 6 月 30 日，美匯指數收報 102.912，較 2022 年底下跌 0.59%。



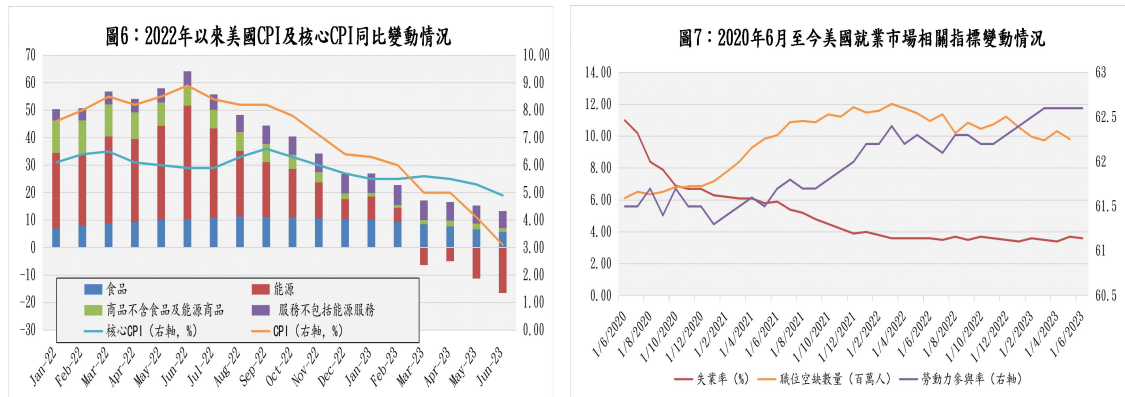
✚ **加息滯後效應及信用收縮或拖累宏觀經濟表現，對美元形成壓制：**儘管以服務消費為支柱的美國經濟依然堅挺，但部分領先指標卻已暗示美國經濟的增速正在放緩，甚至預示經濟衰退發生的可能。其中，美國 ISM 製造業 PMI 從 2022 年 10 月開始出現下滑，到 2023 年 6 月，這一指數已降至 46，連續八個月陷入萎縮，並創下 2020 年 5 月以來新低，表明製造業活動放緩趨勢正在加劇。其次，月度工業產量同比增長從 1 月的 1.5% 降至 6 月的 0.2%，零售銷售值同比增速也從年初的 7.4% 降至 6 月的 1.6%，顯示高息環境開始對工業生產及個人消費造成負面影響。且 10 年期與 2 年期美債利率倒掛程度加深，並一度逼近 3 月創下的歷史高位，紐約聯邦儲備銀行衰退概率模型顯示，2024 年 4 月底前美國經濟進入衰退的概率高達 71%，創 1982 年以來最高。美聯儲加息的滯後效應及銀行業危機導致的信用緊縮料將在下半年拖累美國宏觀經濟表現，導致基本面相對優勢減弱，對美元形成壓制。



數據來源：Bloomberg

✚ **勞動力市場熱度下降及通脹回落，預計美聯儲已接近本輪加息終點：**上半年，美聯儲累計加息 3 次共 75 個基點，將聯邦基金利率政策區間提升至 5%-5.25%。由於 6 月美國非農新增就業超預期放緩，顯示勞動力市場緊張程度有所緩和，且美國 6 月 CPI 升幅同比意外放緩至 3%，低於市場預期的 3.1% 及前值 4.0%，顯示美國整體通脹水平持續回落。市場預計，除 7 月本次加息外，美聯儲或已到達本輪加息周期的終點，加上歐洲國家通脹壓力仍高於美

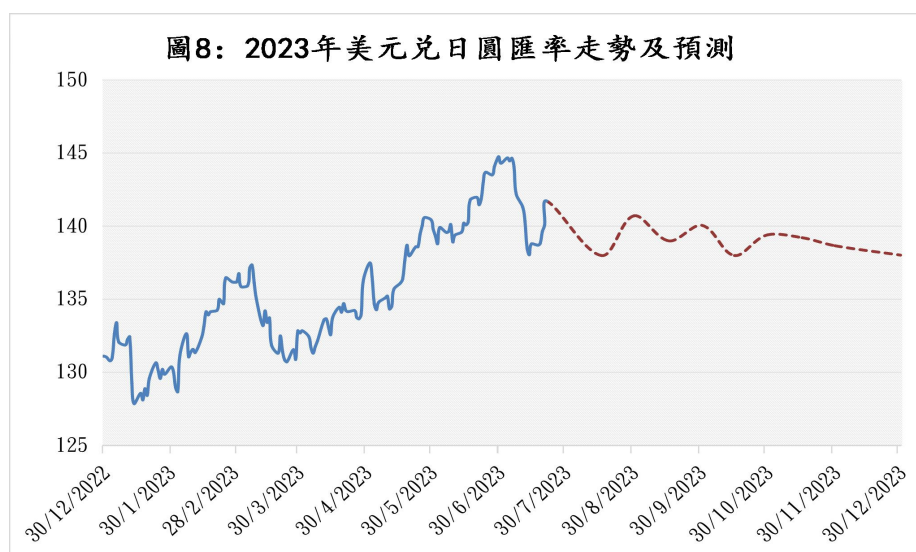
國，加息周期料將更持久，料為美匯指數帶來下行壓力。預計到今年年末，美匯指數或圍繞 99 中樞波動。



風險因素：美國經濟及勞動力市場持續強勁，核心通脹粘性超預期，拉升美聯儲下半年加息預期；歐洲經濟衰退及中國經濟修復不及預期，避險情緒壓制風險資產表現等。

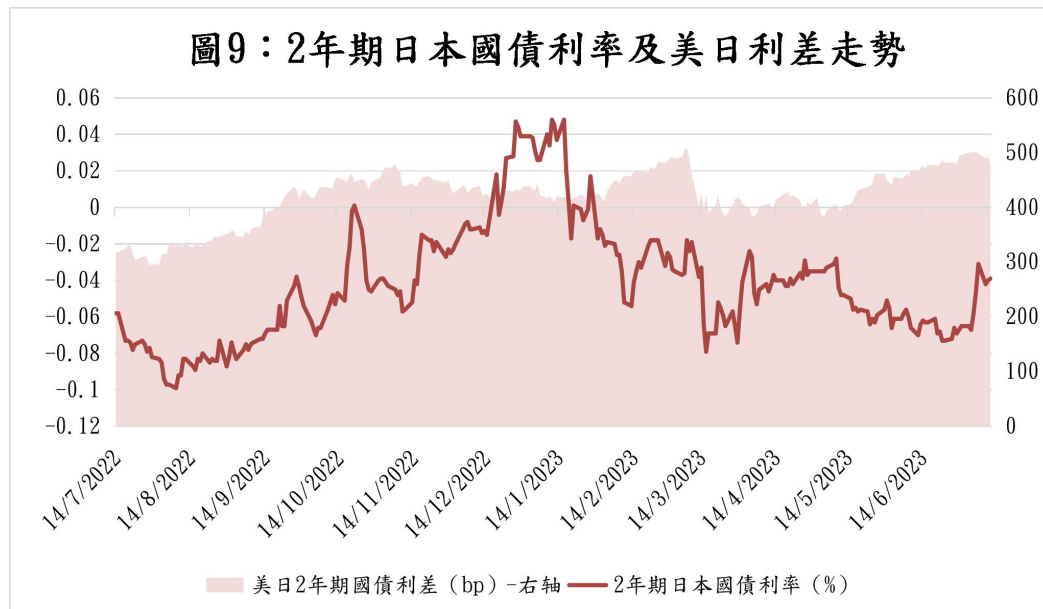
日圓：美元趨勢性走弱下，下半年或從低位反彈

2023 年上半年，日圓整體震盪下行，主要受美元走勢及日本央行貨幣政策走向主導：1-3 月，美元兌日圓主要跟隨美匯指數走勢變動，歐美銀行破產引致的避險情緒曾一度令日圓開啟反彈行情，美元兌日圓短暫跌破 130。從 4 月開始，新任日本央行行長的鴿派貨幣政策立場開始主導日圓走勢。在央行持續超寬鬆政策引導下，市場逐漸打消日本央行放棄或調整「收益率曲線控制政策」（YCC）的預期，美日利差持續擴大，日圓開啟單邊貶值行情，在 5 月下旬美元兌日圓突破 140 關口，6 月 30 日更進一步升破 145 關口。截止 6 月 30 日，美元兌日圓匯率收報 144.31，較上年末上漲 9.14%，日圓為 G10 貨幣中表現最弱的貨幣。



數據來源：Bloomberg

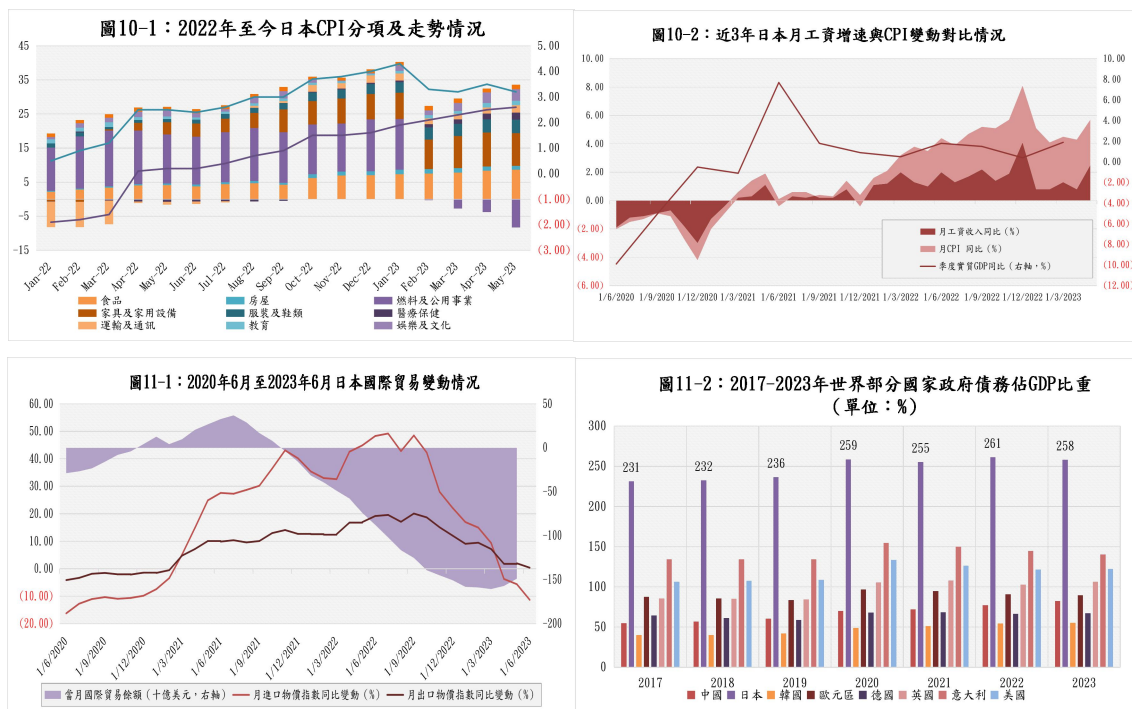
- 預計下半年美元趨勢性走弱，日圓或溫和走強：雖然美聯儲官員維持鷹派立場，稱不排除今年再度加息 50 個基點的可能，但鑒於美國通脹已全面回落，目前利率互換市場僅計入美聯儲 7 月加息 1 次的可能。若美聯儲下半年暫停加息，美匯指數料進入趨勢性下行階段，料將提振日圓表現。



數據來源：Bloomberg

- 日本通脹主要由成本拉動，下半年央行調整 YCC 的概率偏小：雖然今年日本平均通脹達到歷史高位的 3.4%，但主要是由食品等進口物品價格上漲導致，屬於成本驅動型，而非需求驅動型。目前，日本工資增速仍落後於通脹水平，勞動報酬佔 GDP 的比重也有所下降，考慮到高價格對內需的壓抑以及規模龐大的政府債務利息支出，預計日本央行在下半年還將保持寬鬆貨幣政策，年

內大幅調整或取消 YCC 的可能性並不大，或壓制日圓反彈的空間。預計下半年美元兌日元或圍繞 138 中樞波動。



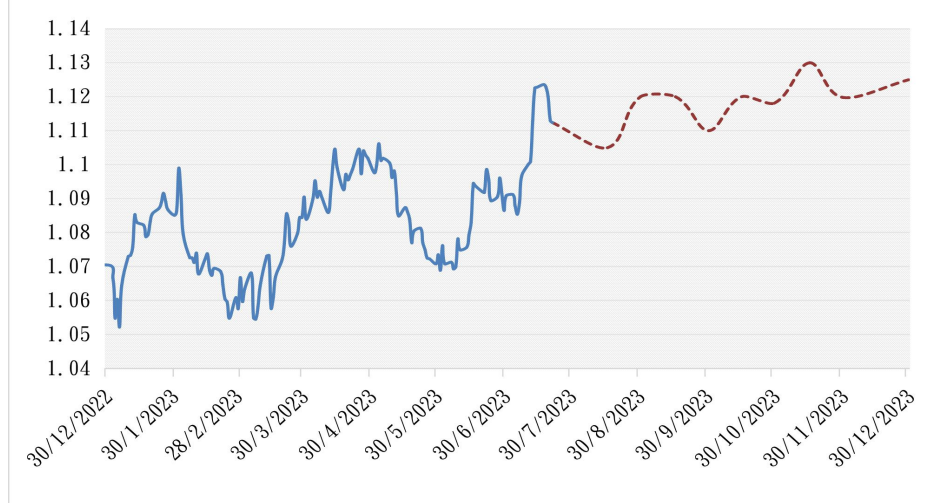
數據來源：Bloomberg

✚ **風險因素：**美元下行趨勢不及預期等。

歐元：歐洲央行持續鷹派，下半年或維持偏強走勢

✚ **2023年上半年，歐元總體震盪上行，央行政策前景及能源價格主導走勢：**今年以來，歐洲央行持續釋放鷹派信號。儘管二季度歐元區經濟走弱，德國進入技術性衰退，但能源價格的回落及美聯儲加息預期的降溫，仍然推動歐元走出寬幅震盪、總體上行的行情。截止6月30日歐元兌美元收報1.0909，較上年末上升1.91%，在G10貨幣中表現居前。

圖12：2023年歐元兌美元匯率走勢及預測



數據來源：Bloomberg

圖13-1：2年期德國國債利率及德美利差變動

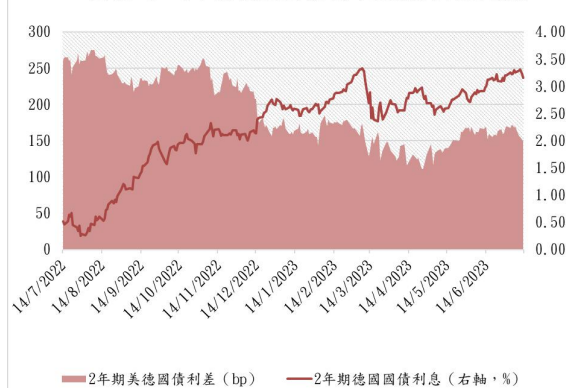
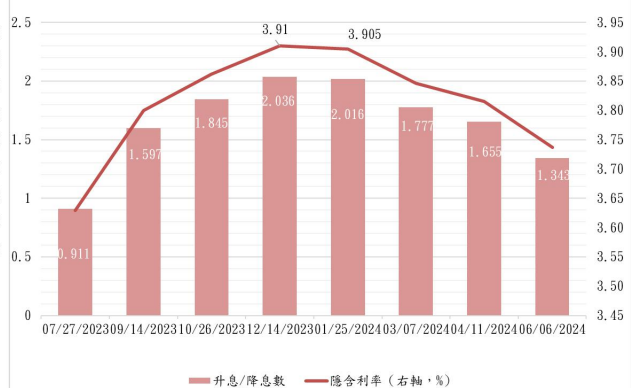


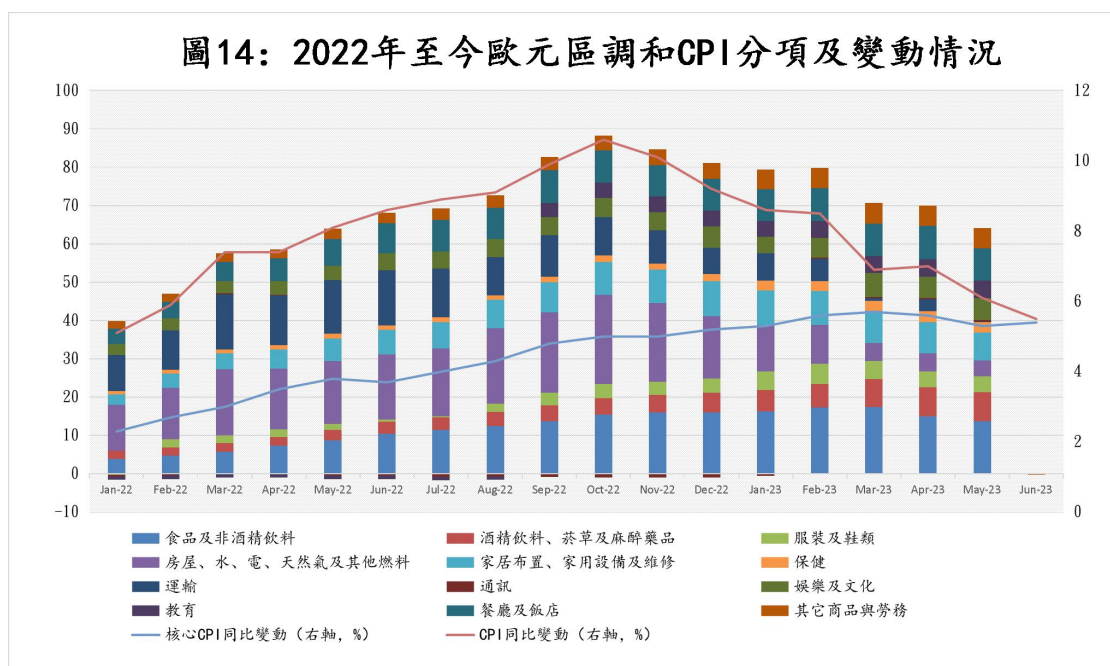
圖13-2：OIS市場對歐元區政策利率走向預測



數據來源：Bloomberg

預計歐洲央行持續鷹派立場，並將在下半年利好歐元表現：6月歐元區調和CPI同比上升5.5%，核心CPI同比亦上升5.5%，高於市場預期的5.4%與前值5.3%，表明核心通脹仍然頑固。儘管通脹相較10.6%的高峰已幾乎減半，但歐洲通脹見頂時間晚於美國，勞動力市場持續緊俏，且夏季旅遊需求或進一步加劇歐元區通脹粘性，料歐洲央行加息進程或將長於美聯儲。目前OIS市場計入歐元區仍有50個基點的加息空間，若如預期實現，則將支撐歐元下半年進一步上漲。

圖14：2022年至今歐元區調和CPI分項及變動情況



數據來源：Bloomberg

預計歐洲經濟或較美國更晚進入衰退，一定程度上或支撐歐元表現：今年一季度，德國GDP同比下降0.1%，進入技術性衰退，令市場對歐洲經濟加快萎縮的擔憂升溫。但歐元區6月失業率仍處於歷史低位，製造業表現雖不佳，但當月歐元區服務業PMI仍維持2月以來的擴張勢頭。市場預計夏季私人部門收入有望改善，促進居民消費走高，同時利好國際貿易收支，令歐洲經濟在三季度有所提振。目前，彭博預期歐元區1年內進入衰退的概率為42.5%，低於美國的65%，基本面優勢或為歐元帶來一定支撐。預計下半年，歐元兌美元匯率中樞或進一步上行至1.125附近。

圖15-1：近一年歐元區PMI指數變動情況

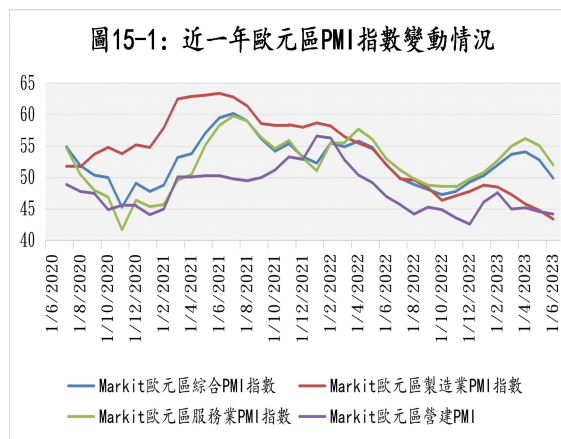
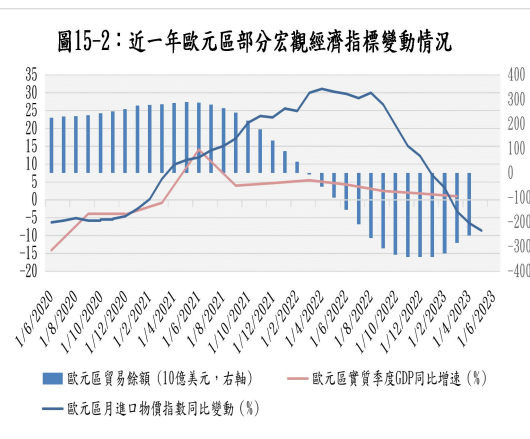


圖15-2：近一年歐元區部分宏觀經濟指標變動情況

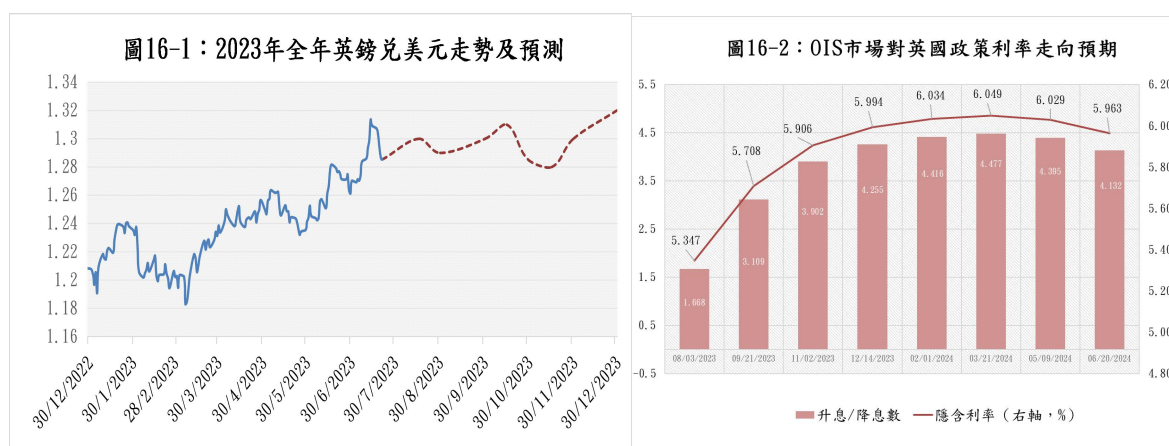


數據來源：Bloomberg

風險因素：國際食品及能源價格上漲；歐洲入冬後天然氣需求增加等。

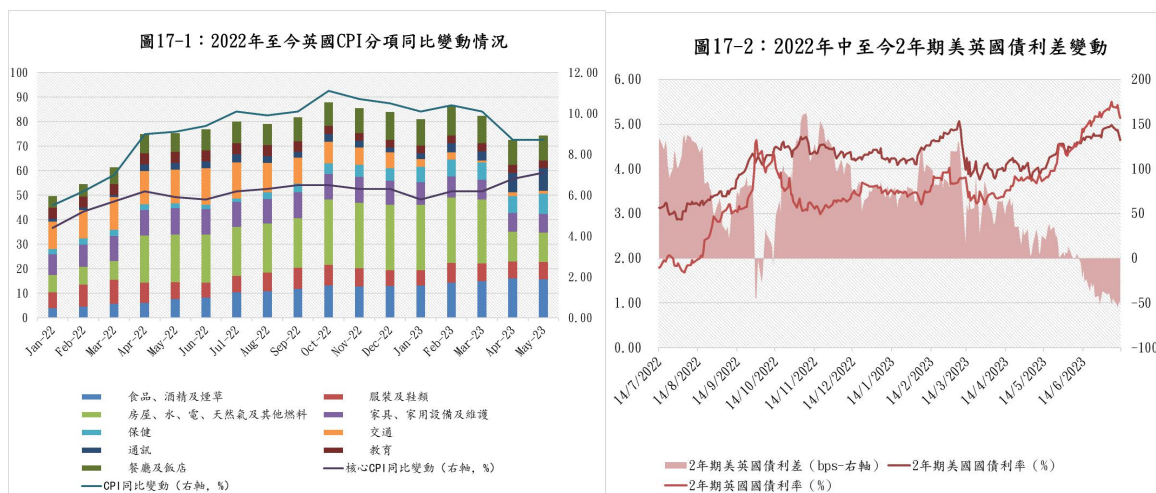
英鎊：通脹持續高熱，加息預期強勁，料下半年繼續走強

- 2023 年上半年，英鎊延續去年四季度的升勢，央行政策前景主導英鎊走勢：英鎊在今年上半年經歷了「震盪—走強」兩個階段：第一季度，英鎊整體呈現震盪行情，由於英國央行一度暗示本輪加息周期或近尾聲，英鎊出現小幅回調。但鑒於通脹形勢不斷惡化，英國央行持續收緊貨幣政策，帶動英鎊重新上行。二季度，英國核心通脹再度超預期高企，英國央行被迫加息 50 個基點，帶動英鎊走出持續上漲行情。截止 6 月 30 日，英鎊兌美元收報 1.2703，較上年末走升 5.13%，G10 貨幣中表現最強。

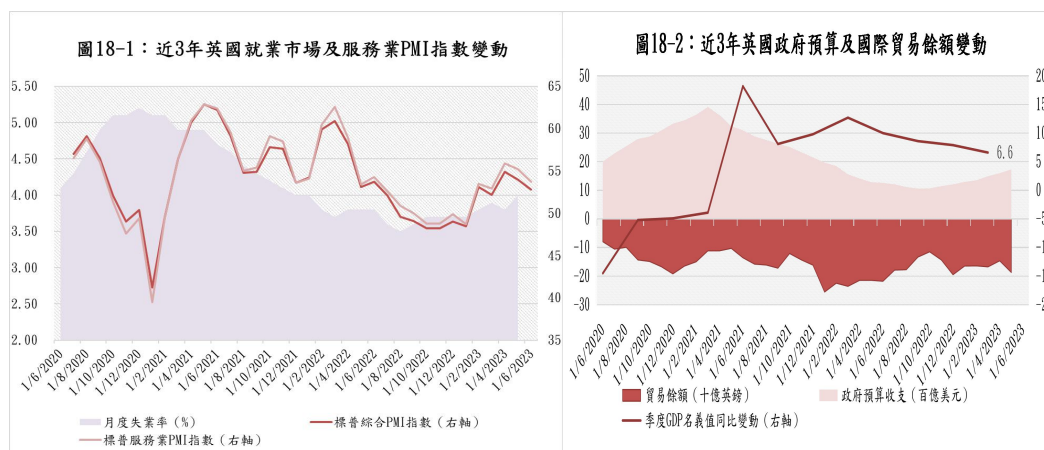


數據來源：Bloomberg

- 預計下半年英國央行加息強度或超美聯儲，料利好英鎊表現：英國 6 月 CPI 同比上漲 7.9%，觸及一年以來最低，但在一段時間內預計仍將高於其他發達經濟體。且 6 月英國食品和非酒精飲料價格漲幅依舊處在高位，反映出英國在日常消費和企業用工方面的成本壓力仍居高不下。英國央行預計到 2023 年底，通脹將降至略高於 5% 的水平，到 2025 年初才會跌至 2% 的目標，故央行大概率仍將繼續加息。市場目前預計關鍵利率將在 6% 左右見頂，高於美元利率的預測高點，或助力英鎊延續漲勢，在下半年繼續走強。



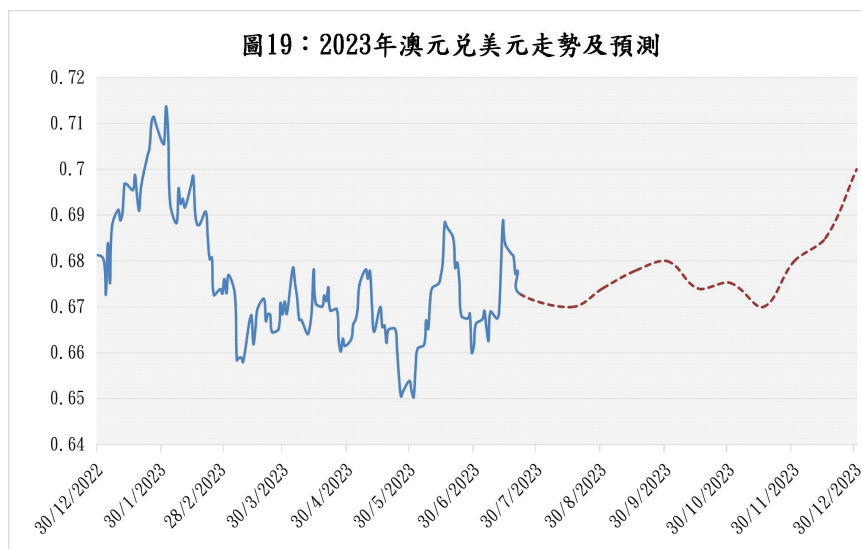
基本面韌性也或支撐英鎊持續走強：英國5月GDP環比下降0.1%，雖然不及4月增長0.2%，但好於市場預期的下降0.3%。經濟萎縮程度好於預期表明，英國經濟存在潛在韌性。鑒於未來實際工資有望改善以及能源漲勢略有下降，英國經濟在下半年有望實現溫和增長。英國財政狀況也自去年三季度以來明顯好轉，今年5月政府預算收支錄得1,733.7億美元，高於年初的1,294.3億美元，增長34.88%，基本打消了三季度以來市場對英國「貿易及財政雙赤字」的擔憂。預計下半年，英鎊兌美元或在1.26-1.32區間波動。



風險因素：需警惕加息的滯後影響，若英國經濟在下半年出現超預期衰退，市場料將對英國央行的加息預期重新定價，或會限制英鎊的上漲空間等。

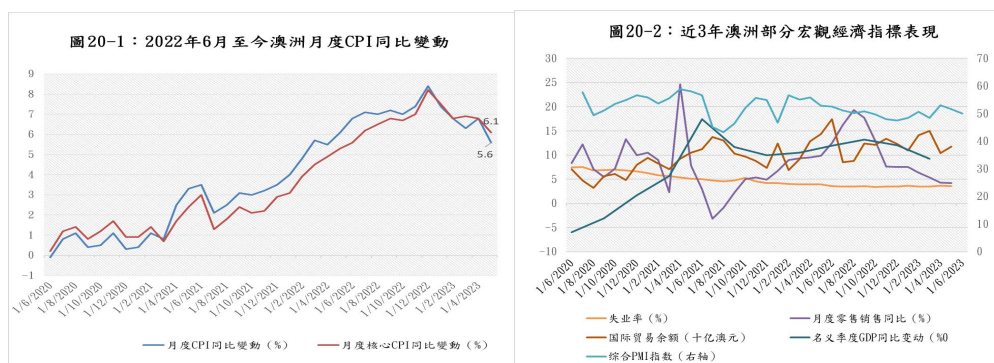
澳元：經濟依然堅挺，下半年或溫和走強

- 2023 年上半年，澳元匯率先升後跌，中國經濟復甦及央行政策前景主導澳元走勢：在中國經濟復甦預期強勁的大背景下，年初澳元持續走升，澳元兌美元在 2 月初升至年內高點的 0.7258。之後受累於美元走強、中國內地經濟修復不及預期及澳洲央行暫停加息等因素，澳元從高位回落，基本回吐全部漲幅，並維持在 0.66-0.68 區間進行窄幅波動。截止 6 月 30 日，澳元兌美元收報 0.6664，較上年末下跌 2.19%，在 G10 貨幣中表現居中。

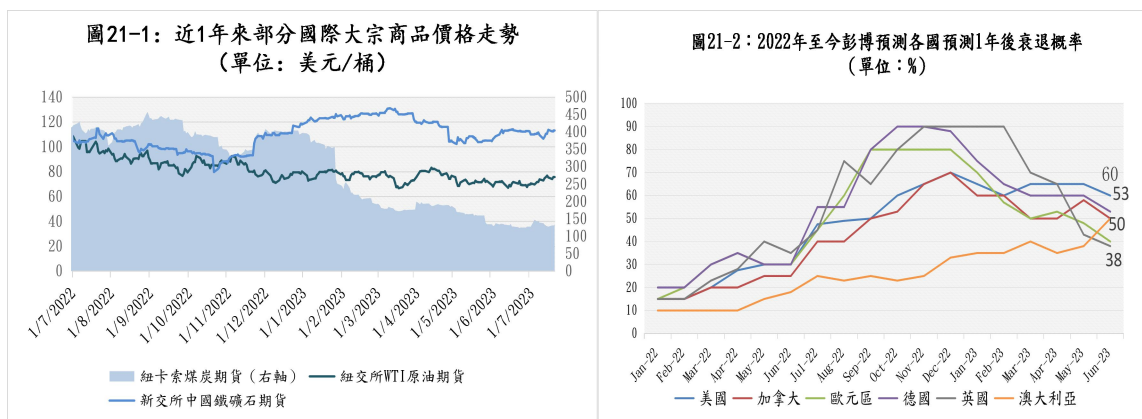


數據來源：Bloomberg

- 預計下半年澳洲經濟將持續偏強，疊加中國內地基本面修復，料將提振澳元表現：澳洲 6 月失業率錄得歷史低位的 3.6%，而自 2022 年以來該國 GDP 持續正增長，且名義貿易收支順差仍處於多年以來高位，彭博預測澳洲 1 年後衰退概率僅有 35%，遠低於德國（60%）、美國（65%）、英國（57%）等歐美發達經濟體。另一方面，澳洲經濟與中國聯繫緊密，自 2023 年一季度中國放鬆對澳洲煤炭進口限制後，澳洲對中國出口規模達到歷史高峰。目前，市場仍樂觀預期，下半年中國內地支持政策將集中發力，經濟內生動能修復有望加快，或提振國際大宗商品價格及澳元表現。



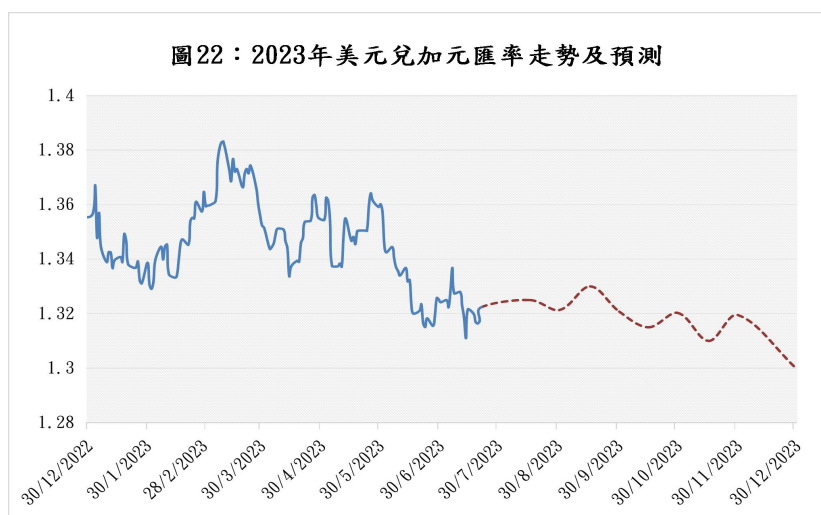
數據來源：Bloomberg



✚ **風險因素：**歐美衰退或帶動避險情緒升溫，中國內地經濟增長不及預期，國際大宗商品價格進一步回落等。

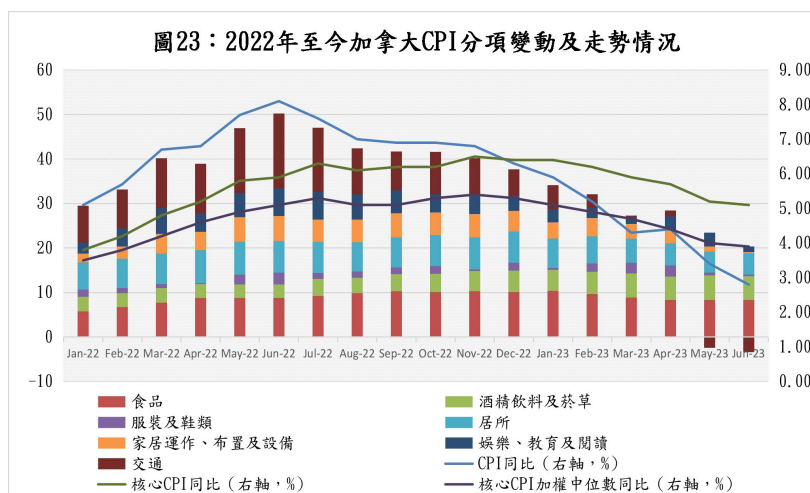
加元：利多因素主導，下半年或小幅走強

✚ **2023 年上半年，加元兌美元整體走升，油價及央行政策前景主導加元走勢：**一季度，儘管市場對中國經濟強勁復甦有所預期，但對油價的提振有限，紐約期油及布蘭特原油價格延續去年第四季度的下行趨勢，加上加拿大央行暫停加息，加元受累下挫，美元兌加元一度上行至 1.3862 的年內高點；二季度，油價仍未有起色，但跌勢略有放緩，加上加拿大央行意外重啟加息，明顯提振加元走勢。截止 6 月 30 日，美元兌加元收報 1.3242，較上年末上漲 2.3%，加元在 G10 貨幣中位居第三，表現強於澳元、紐元等商品貨幣。



✚ **預計加拿大央行加息周期或長於美聯儲，下半年或對加元構成支撐：**加拿大 6 月 CPI 同比增長 2.8%，創 27 個月以來最小漲幅，但核心通脹中值平均為

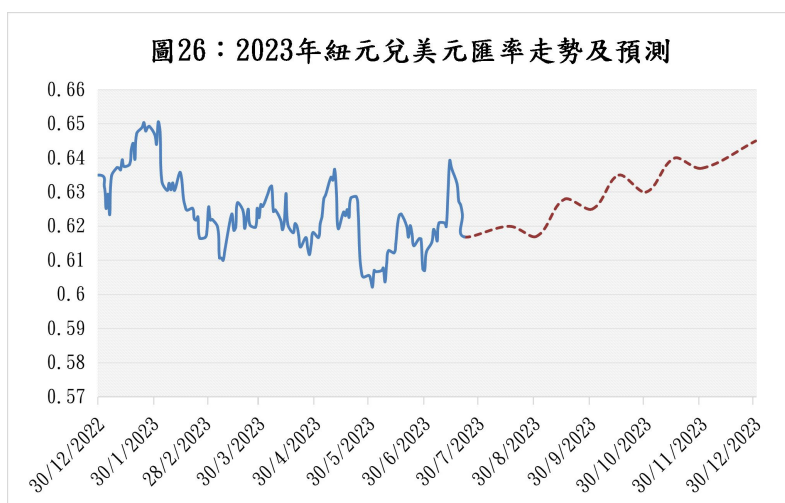
3.8%，仍高於 2% 的目標水平。此外，加拿大二季度經濟折年率增速達 1.4%，高於央行預期的 1%，強勁的經濟走勢或將增強央行繼續加息的動力。目前 OIS 市場計入加拿大央行年內至少還有多於一次的加息，隱含政策利率峰值約為 5.15%，料將為加元走強提供支撐。



- ✚ **預計下半年 OPEC+ 減產及中國內地經濟動能增強或將提振國際油價，利好加元表現：**今年以來，主要產油國組織 OPEC+ 出於穩定價格的考慮，多次宣布減產，加上下半年中國內地經濟修復預期或再度升溫，國際油價有望重回升勢，油價中樞若抬升料對加元走勢形成支撐。預計下半年，美元兌加元有望回歸至 1.30-1.35 區間上落。
- ✚ **風險因素：**加拿大經濟數據超預期走弱；加拿大央行緊縮程度不及預期；中國內地及全球經濟成長不及預期，油價繼續承壓。

紐元：四季度有望開啟升勢

- ✚ **2023 年上半年，紐元總體震盪走軟，對中國內地經濟復甦和對美聯儲加息周期將結束的預期主導：**今年年初，紐元延續漲勢，於 2 月 2 日一度沖高至 0.6538 的年內新高，此後開啟寬幅震盪行情。紐西蘭通脹雖較去年第四季度的峰值 7.2% 回落，但仍位於 6.7% 的高位，加上紐西蘭已將利率提高至 5.5%，在一定程度上限制了紐元下跌的空間。紐元上半年於 0.60-0.65 區間寬幅震盪，略有走軟。截至 6 月 30 日，紐元兌美元收報 0.6125，較上年末跌 3.54%。



數據來源：Bloomberg

預計紐元三季度或延續震盪走勢，四季度有望開啟升勢：預計紐元三季度仍將延續震盪走勢。現階段內地經濟復甦仍弱於預期，但基本面在持續修復中，或會在一定程度上支撐紐元。但美聯儲9月會否加息尚不確定，三季度市場風險偏好或偏弱，料對紐元表現造成階段性擾動。預計三季度紐元或於0.60-0.65區間整理。進入四季度，預計利好紐元因素偏多。一方面，若美聯儲如期暫停加息或令風險偏好回升，加上美元整體趨弱，料將帶動紐元上漲。另一方面，中國內地基本面向好大方向未改變，加上紐西蘭政策利率或維持在高位一段時間，料或共同提振紐元。預計四季度紐元或進一步反彈至0.65-0.70區間。

風險因素：美聯儲加息周期長於預期；中國內地基本面修復持續偏弱。

【 免責聲明 】

本檔所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本檔內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。

本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。