

USD/JPY・東亞貨幣匯率預測

～日圓貶值趨勢長期化，其主因為？～

2024年6月

みずほ銀行

金融市場部

Market・Economist

堀 堯大

TEL：+81-3-3242-7065

E-mail：takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO

The Mizuho Bank logo consists of the word "MIZUHO" in a bold, blue, sans-serif font. Below the text is a stylized red and blue wave graphic that curves under the letters.

本行報告

以G3貨幣・新興市場貨幣為主，每日進行更新

<https://www.mizuhobank.co.jp/forex/report.html>

<https://www.mizuhogroup.com/bank/insights/exchange> (English)

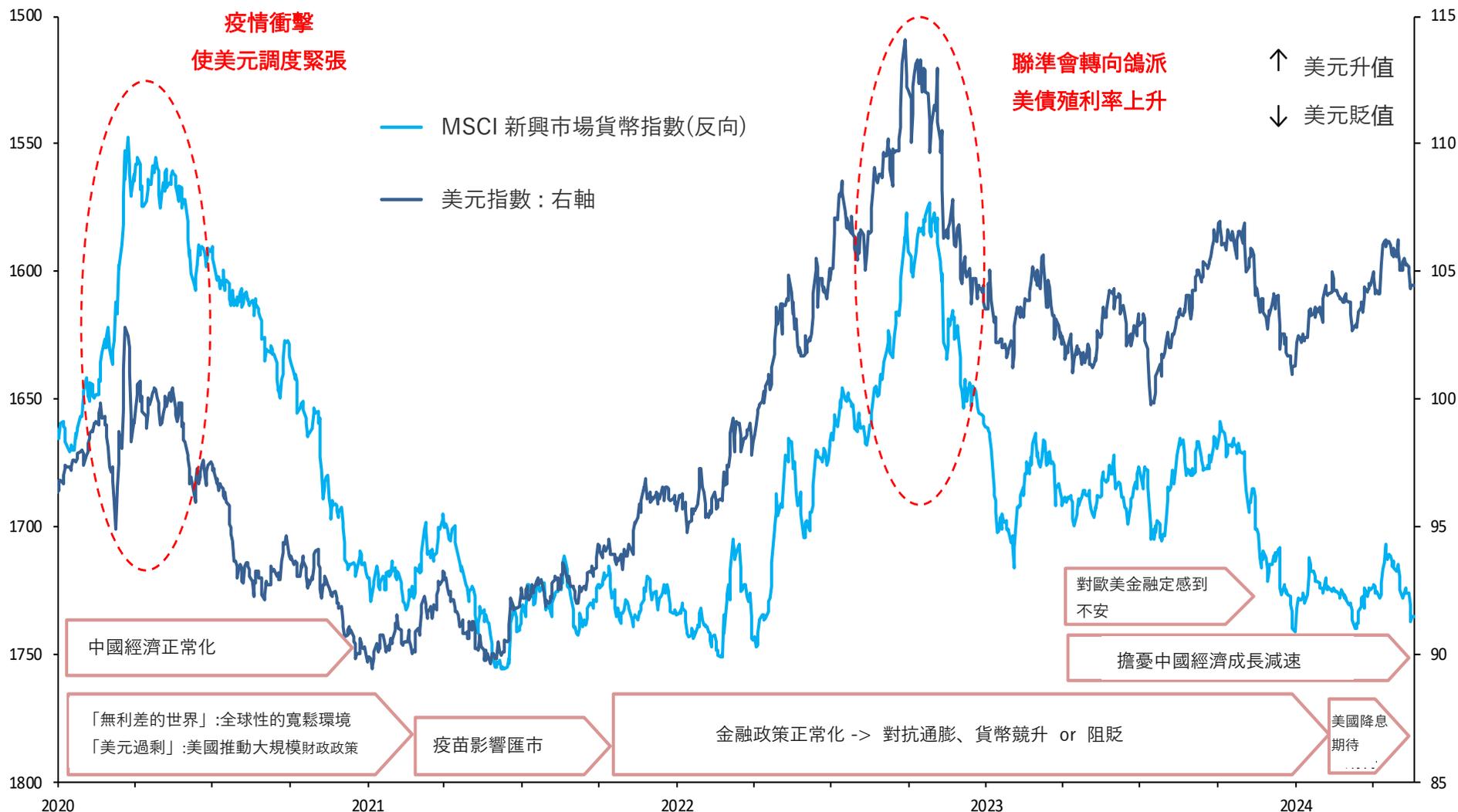
| レポート | レポート作成日 | 更新頻度 |
|--|---------|----------|
| ▶ みずほCustomer Desk Report | 5月10日 | 毎営業日 |
| ▶ みずほマーケット・トピック | 5月9日 | 週数回 |
| ▶ 今週の為替相場見通し | 5月7日 | 毎週月曜日 |
| ▶ エマージングマーケットマンスリー | 5月1日 | 月初3営業日以内 |
| ▶ エマージングマーケットウィークリー | 5月2日 | 毎週金曜日 |
| ▶ IMM通貨先物のポジション動向 | 5月7日 | 毎週月曜日 |
| ▶ みずほディーラーズアイ | 5月1日 | 月初3営業日以内 |
| ▶ 中期為替相場見通し | 5月1日 | 毎月末 |
| ▶ 対外・対内証券投資の動向 | 4月8日 | 月一回 |
| ▶ 本邦企業が関係するクロスボーダーM&Aの状況 | 4月2日 | 四半期 |
| ▶ 通貨ニュース | 5月10日 | 不定期 |
| ▶ 海外拠点レポート | 随時 | 随時 |

その他の現地からの中国関連情報等は[中国情報](#)からご覧ください。

Weekly Economic Reportは廃止致しました。関連情報はみずほリサーチ&テクノロジーズの調査レポート「[MHRT Global Watch](#)」をご覧ください

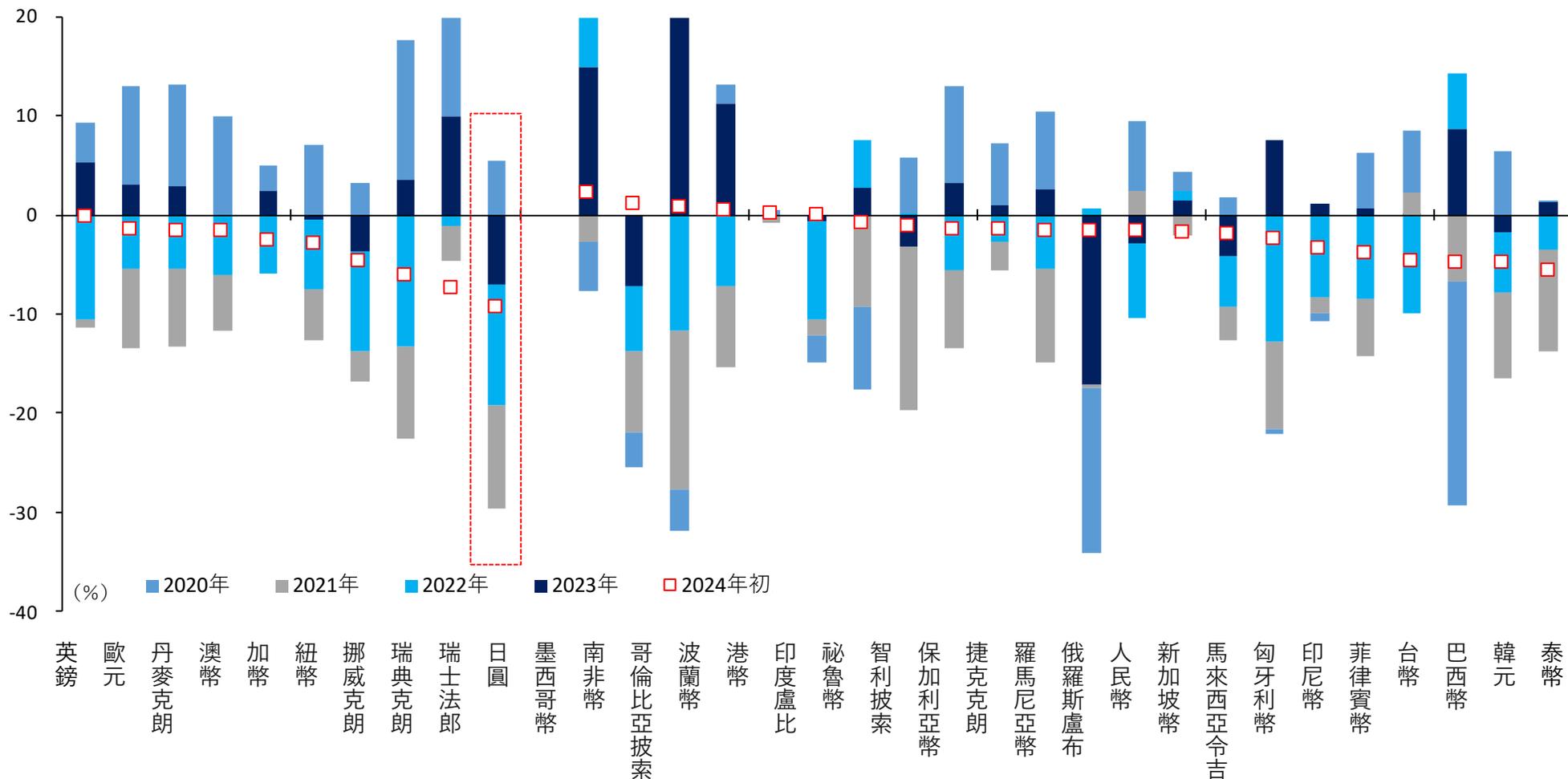
【綜述】聯準會動向為市場關注的焦點，美元走勢持堅

美元指數與新興市場貨幣指數



(資料來源)：彭博社、瑞穗銀行

各種貨幣兌美元的表現



2024年5月17日

(資料來源): 彭博社、瑞穗銀行

觀察重點：害怕成為強勢貨幣的日圓已成過去？

【各貨幣的重點】

【美元】聯準會維持降息路線，但時間點恐遭推遲。最快於下半年降息

【歐元】ECB降息時點早於聯準會的機率極高。料下半年歐元與美元利差擴大

【日圓】從供需・利率等方面看來，缺乏買入日圓的理由。降息對於貿易逆差國的影響有多大？「即使聯準會降息，日圓升值幅度仍相對有限」恐成為今年度匯市交投的主題。既使降息令美元出現修正，日圓買盤的續航力道仍令市場感到擔憂

G3匯率預測（5月1日）

| | 2024年 1~4月（實績） | 2024年 5~6月 | 7~9月 | 10~12月 | 2025年 1~3月 | 4~6月 |
|---------|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| USD/JPY | 140.80 ~ 160.24 (157.74) | 154 ~ 161 (158) | 152 ~ 159 (156) | 154 ~ 162 (159) | 155 ~ 165 (162) | 157 ~ 167 (164) |
| EUR/USD | 1.0601 ~ 1.1046 (1.0662) | 1.04 ~ 1.09 (1.05) | 1.03 ~ 1.09 (1.07) | 1.02 ~ 1.08 (1.06) | 1.03 ~ 1.09 (1.07) | 1.03 ~ 1.09 (1.07) |
| EUR/JPY | 155.10 ~ 171.60 (168.20) | 165 ~ 172 (166) | 162 ~ 170 (167) | 165 ~ 174 (169) | 166 ~ 175 (173) | 167 ~ 177 (175) |

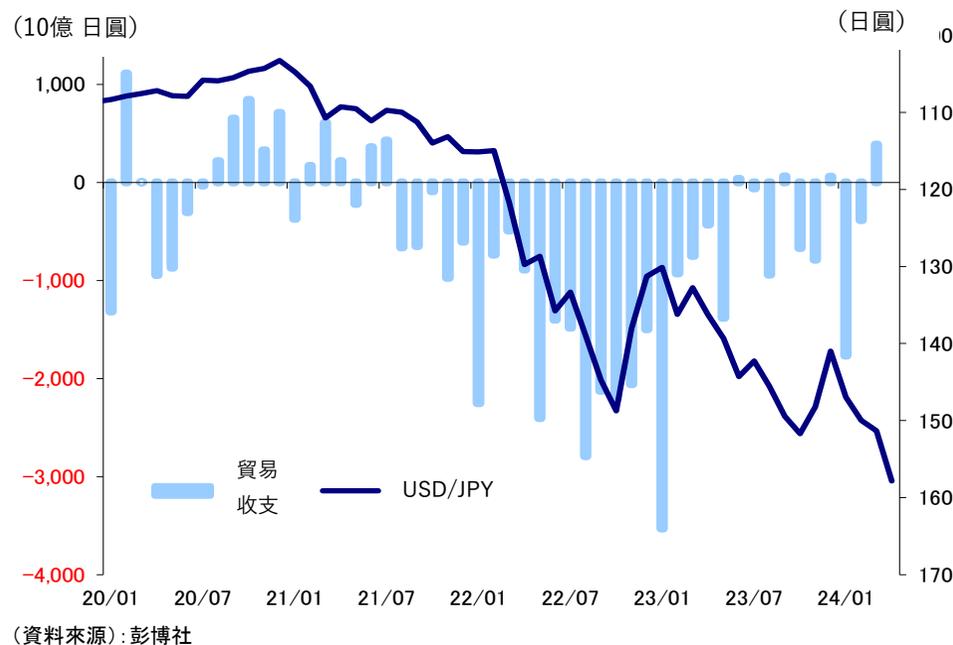
- (註釋) 1. 實績欄位至4月30日為止
 2. 實績欄位參照彭博社資料
 3. 預測欄位為每季季底的預測值

- 過去3年「弱勢日圓」的背景為，日本與各國利差擴大及日圓供需環境出現變化。過去已有諸多關於前者的議論，但已難以完整說明當前日圓的波動。
- 目前日圓面臨最大的問題在於「越來越難以取得外匯」的事實。日本並非貿易盈餘的國家，服務收支亦出現惡化的傾向。經常帳收支中唯一的盈餘項目為初次所得，該類別對於日圓買盤的貢獻有限，預期大多數將滯留在海外。
- 除此之外，新NISA上路後，日本家庭的日圓賣盤也隨之增加，也對日圓的供需產生變化。

USD/JPY與美日利差

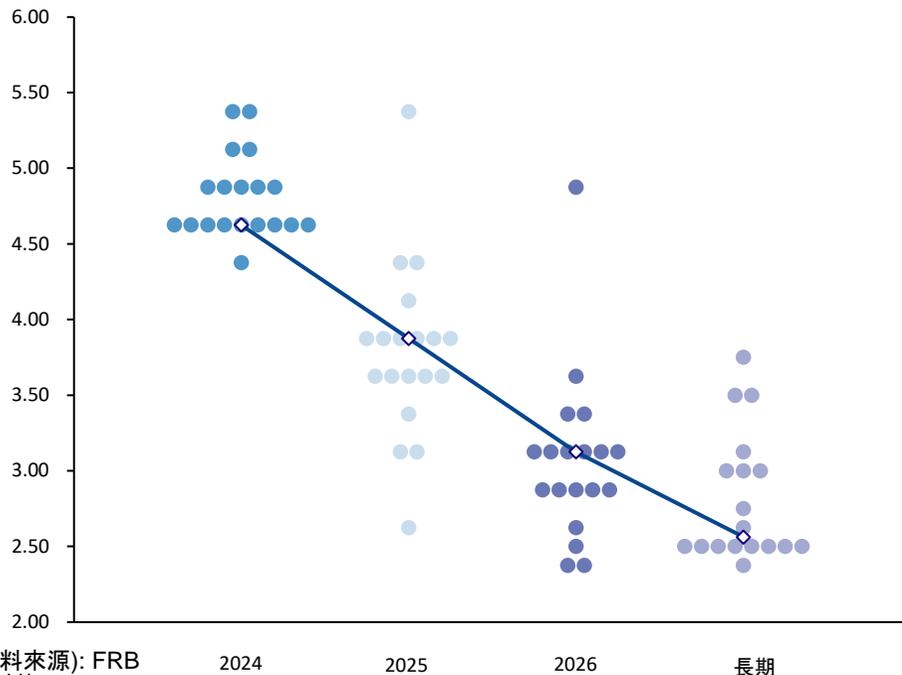


貿易收支與USD/JPY走勢



- 4～5月FOMC決議維持現行貨幣政策不變。聯準會主席鮑威爾表示「升息機率很低」，聯準會不考慮透過升息來應對通膨黏性的問題，推遲降息是基本的政策路線。
- 然而，聲明文中增加了通膨進展慢於預期的文字，如同3月份利率點陣圖所暗示的年內降息三次的可能性偏低。較為鴿派的市場參與者認為，「9月降息一次、12月降息一次」為目前的主要情境

FOMC利率點陣圖 (%)



(資料來源): FRB

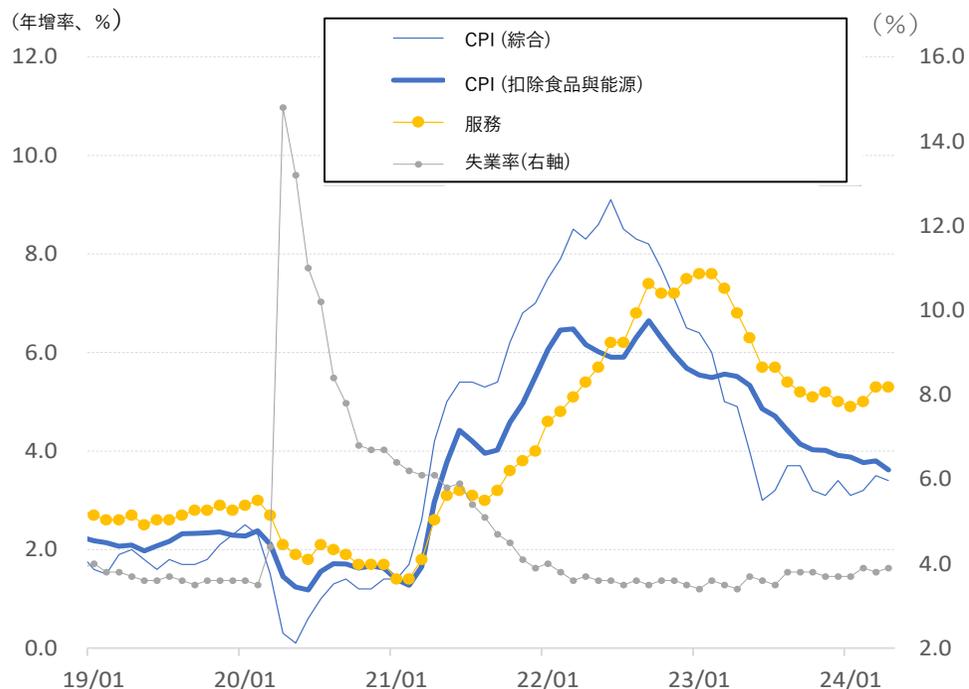
聯準會的經濟與物價預測 (24年3月、年增率%)

| | 2024 | 2025 | 2026 | 長期預測 |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 實質GDP成長率 (12月) | 2.1 (1.4) | 2.0 (1.8) | 2.0 (1.9) | 1.8 (1.8) |
| 失業率 (12月) | 4.0 (4.1) | 4.1 (4.1) | 4.0 (4.1) | 4.1 (4.1) |
| 個人消費支出物價指數 (12月) | 2.4 (2.4) | 2.2 (2.1) | 2.0 (2.0) | 2.0 (2.0) |
| 核心個人消費支出物價 指數 (12月) | 2.6 (2.4) | 2.2 (2.2) | 2.0 (2.0) | |

(資料來源): FRB

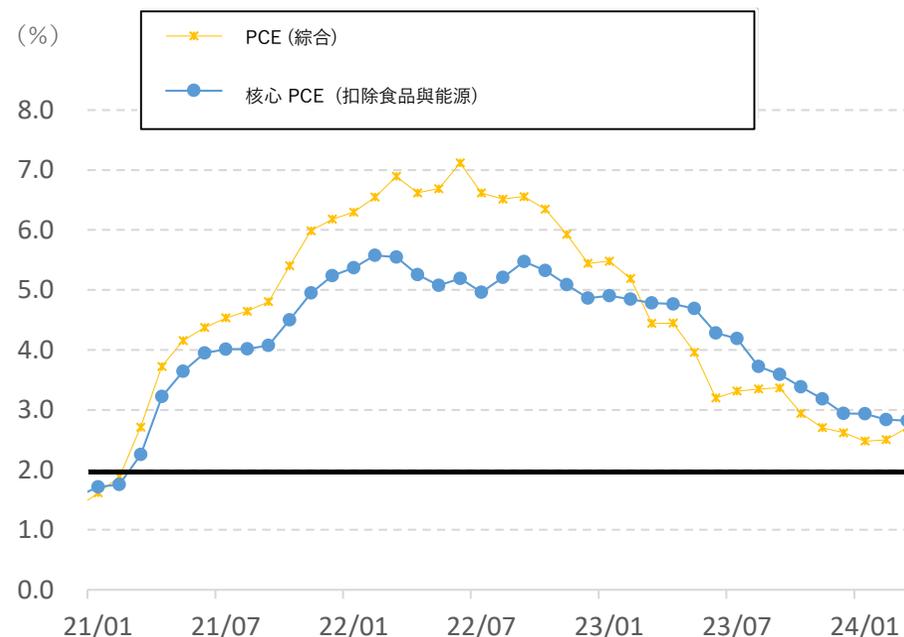
- 4月消費者物價指數 (CPI) 月增0.3%，升幅較3月份為低。對於通膨目標而言，並非負面的題材，但核心CPI月增年率為+3.6%，排除住房成本的核心服務同為+5.2%，較前回大幅增加2%。
- PCE平減指數與去年水準相比持續回落。前月比仍為強勁，可能與回溯修正相關，整體而言仍支撐著聯準會的降息路線

美國CPI



(資料來源): Macrobond、瑞穗銀行

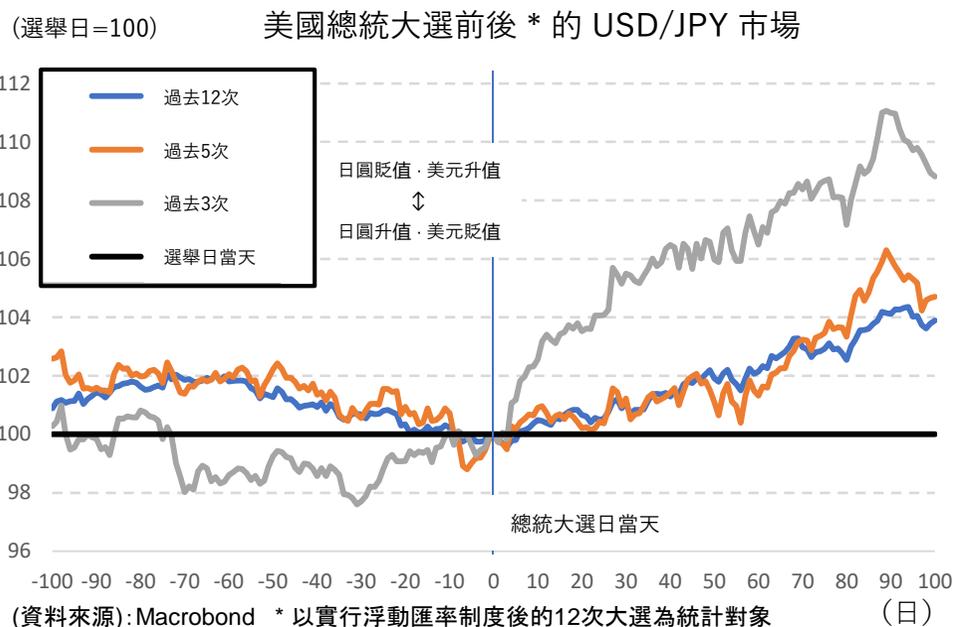
美國PCE平減指數 (年增率)



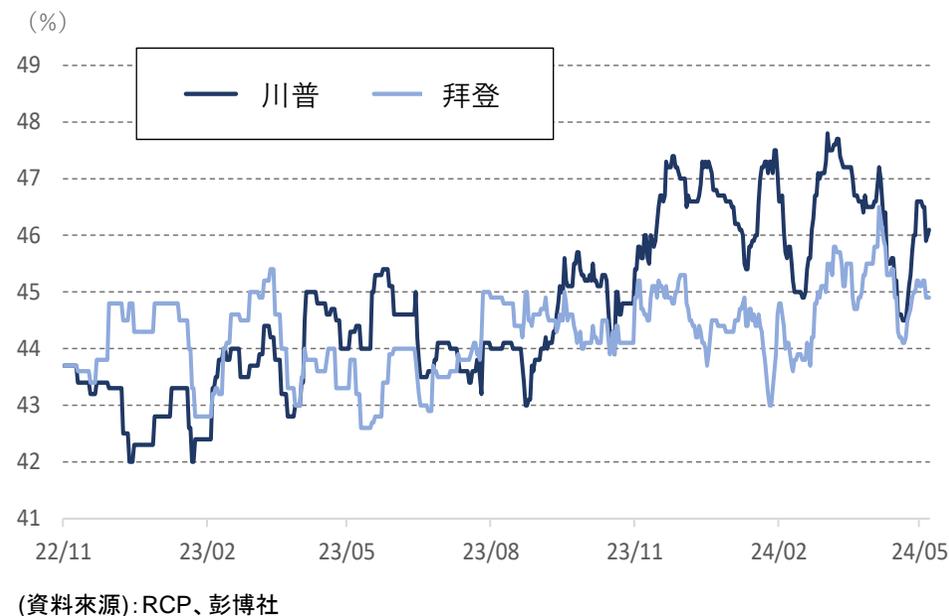
(資料來源): Macrobond、瑞穗銀行

- 美國總統大選為下半年至明年金融市場的觀察重點。觀察美國總統大選日前後100日的匯市波動可以發現「**選前美元微幅走貶・日圓走強，選後美元走高・日圓趨貶**」的傾向
- 關於下屆美國總統的支持率，前總統川普微幅領先，若再度當選保護主義恐進一步增強，資金回流美國的可能性上升。美中摩擦，特別是貿易面的紛爭將成為市場關注的焦點，從避險的觀點看來，美元升值壓力將增加，人民幣・歐元與新興市場貨幣易隨之承壓

美國總統大選前後的USD/JPY市場

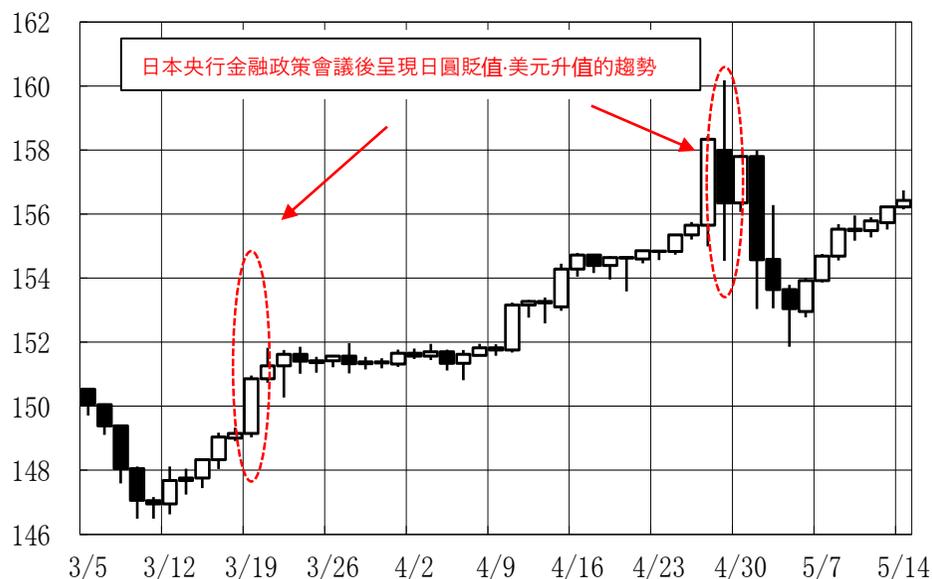


2024年總統大選支持率



- 3月份日本央行解除負利率與殖利率曲線控制(YCC)政策。會議結果公布前，日本央行便透過管道與市場進行溝通，市場已先前吸收。此外，日本央行總裁植田和男於會後記者會中表示，**從3月份會議的時間點看來，立刻進一步收緊貨幣政策的可能性極低**
- 因此，**解除負利率政策被視為「日本央行所能提供的日圓利多出盡」的訊號**，會議後USD/JPY上漲。此後，日本央行於多個場合暗示可能進一步提高利率水準
- 4月份日本央行金融政策會議決定維持現行貨幣政策不變。USD/JPY出現投機的日圓賣盤，USD/JPY一度升至160價位。料未來日本央行公布會議結果前後，USD/JPY的波動幅度將加劇

日本央行會議前後的USD/JPY市場



4月日本央行會議摘要

聲明文・展望報告

- 銀行間無擔保隔夜拆款利率維持0 - 0.1%不變
- 實現經濟物價的預測，若能維持基本物價上昇率的上昇，將調整金融寬鬆的程度

○ 當前，繼續寬鬆的金融環境

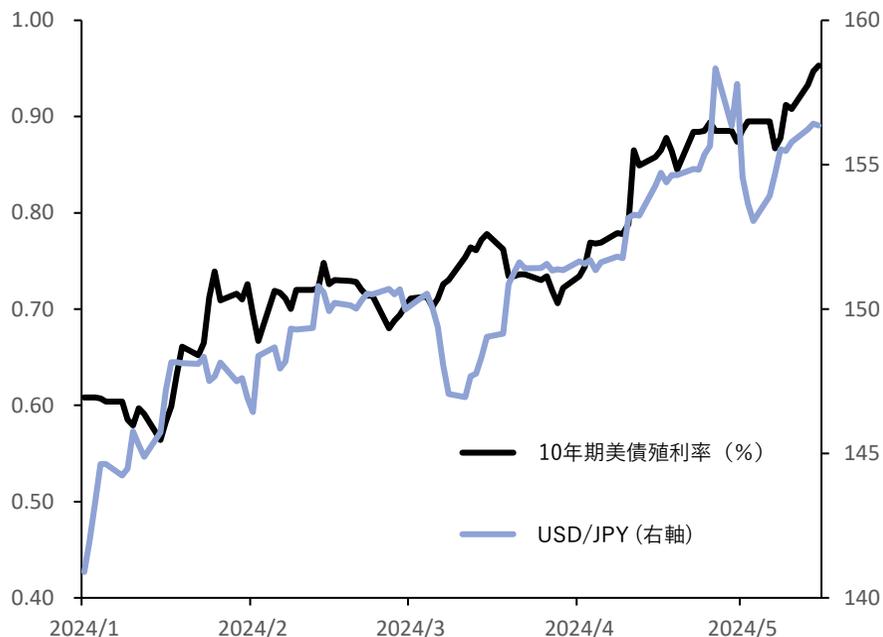
- 刪除聲明文中，繼續相同購債水準的表述
- 物價預測，2024年度上揚風險較大

植田總裁記者會重點

- 將根據經濟・物價・金融情勢來決定金融政策的運營
- 若經濟物價符合日銀預測，將檢討進一步升息
- 預測期間後期若能達成目標，則大約於中性利率水準
- 春鬥一直都是總體經濟的變數，今後仍是
- 若能預測明年的春鬥狀況，就能更加判斷目前情勢
- 2024年物價預測上調，也包含日圓貶值的影響
- 日圓貶值對目前基本物價並無很大的影響
- 若預期匯率對基本物價造成影響，將判斷升息
- 未來的某個時點，將減少購債金額，目前仍為相同想法
- 買入國債並非政策手段

- 日本央行「與匯率之間的戰爭」受到市場的注目，日本央行恐被迫接受利率水準上升或貨幣貶值中的其中一個選項。近期公債買入規模下降受投資人關注，料長期利率水準將緩步走高。
- 此外，聯準會鷹派立場長期化的可能性使日圓遭到進一步的拋售，日本央行恐進一步提高利率水準。該情境中，超出預期的「第一力道（日圓貶值與原物料價格上漲令進口物價上升）」所導致的「第二力道（物價上升推高薪資水準）」將進一步進展，將會是日本央行採取行動的必要條件之一
- 原物料價格高漲與日圓貶值同時發生，若導致實質所得環境惡化，可能令「停滯性通膨」的風險上升。此時，將認為有必要修正日圓貶值趨勢，屆時日本央行進一步升息為可能的主要情境之一

日圓長期利率與USD/JPY走勢



4月會議的展望報告

日本央行決策官員的經濟預測

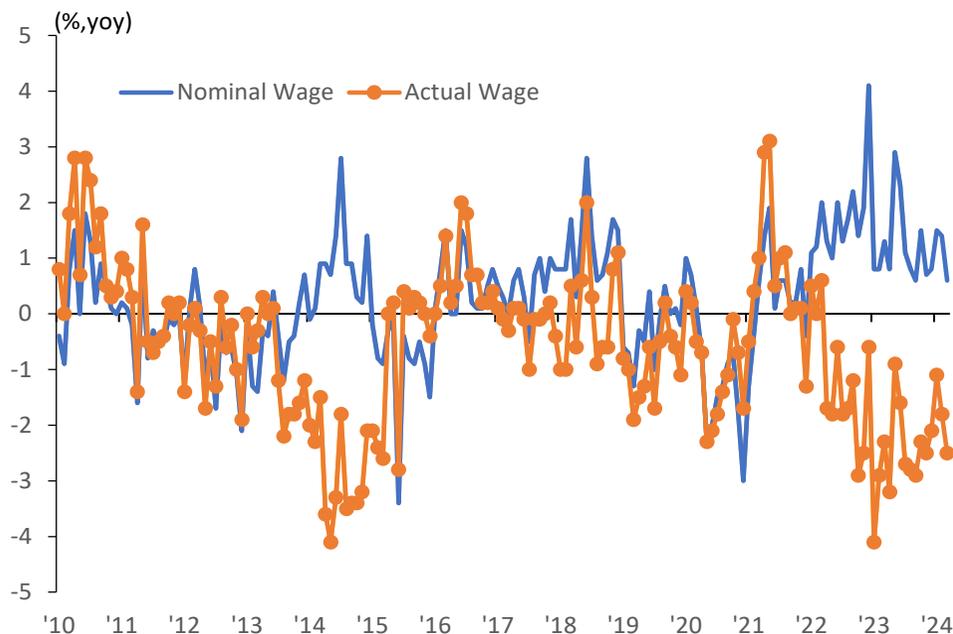
(年增率、%)

| | 實質GDP | 消費者物價指數 (扣除生鮮食品) | 消費者物價指數 (扣除生鮮食品與能源) |
|--------|------------------|---------------------|------------------------|
| 2023年度 | 1.3~1.4 <1.3> | 2.8 | 3.9 |
| 1月份預測 | 1.6~1.9 <1.8> | 2.8~2.9 <2.8> | 3.7~3.9 <3.8> |
| 2024年度 | 0.7~1.0 <0.8> | 2.6~3.0 <2.8> | 1.7~2.1 <1.9> |
| 1月份預測 | 1.0~1.2 <1.2> | 2.2~2.5 <2.4> | 1.6~2.1 <1.9> |
| 2025年度 | 0.8~1.1 <1.0> | 1.7~2.1 <1.9> | 1.8~2.0 <1.9> |
| 1月份預測 | 1.0~1.2 <1.0> | 1.6~1.9 <1.8> | 1.8~2.0 <1.9> |
| 2026年度 | 0.8~1.0 <1.0> | 1.6~2.0 <1.9> | 1.9~2.1 <2.1> |

(註釋) <> 內為日本央行官員的預測中值 (資料來源) 日本央行

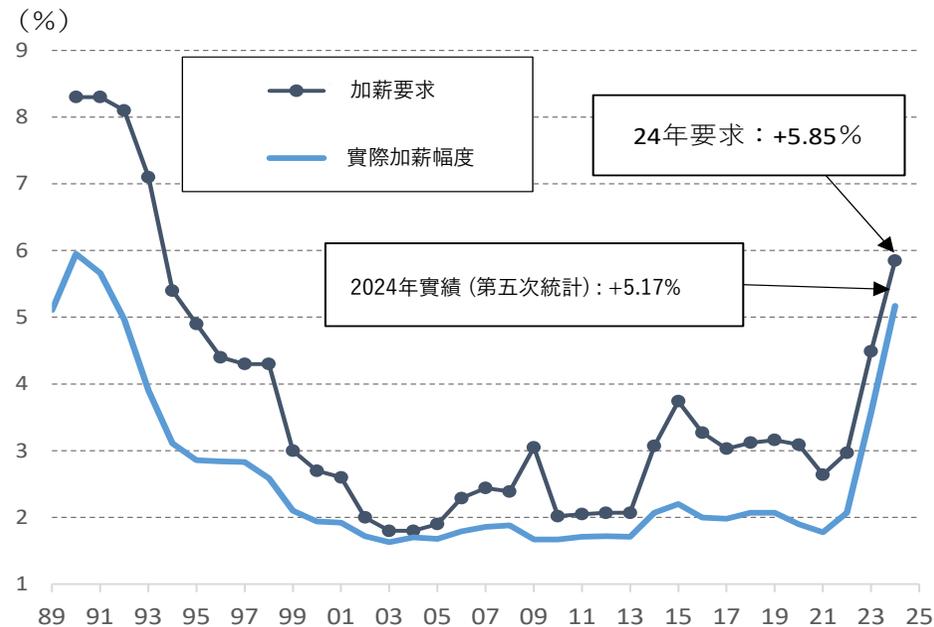
- 春鬥統計結果（第5回）顯示，企業加薪幅度為+5.17%，雖低於勞工方要求的+5.85%，但仍創下近33年的新高紀錄。其中，大企業與中小企業(低於100人)加薪幅度的差距約為+1%
- 從各種預測數據看來，2024年「名目薪資增長，通膨放緩」值得期待。雖然日本央行進一步推動貨幣政策正常化並非不可能，但2024年上半年實質薪資增長仍為負值，2025年以後名目薪資也未必能夠進一步成長，此為後續的觀察重點

日本薪資動向



(資料來源)：彭博社、瑞穗銀行

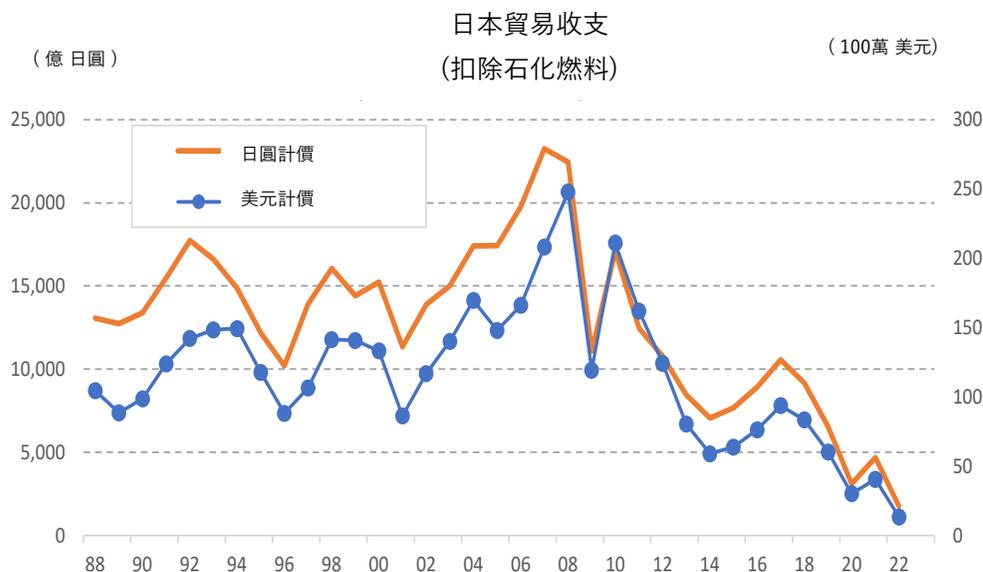
春鬥與加薪動向



(資料來源)：Macrobond、瑞穗銀行

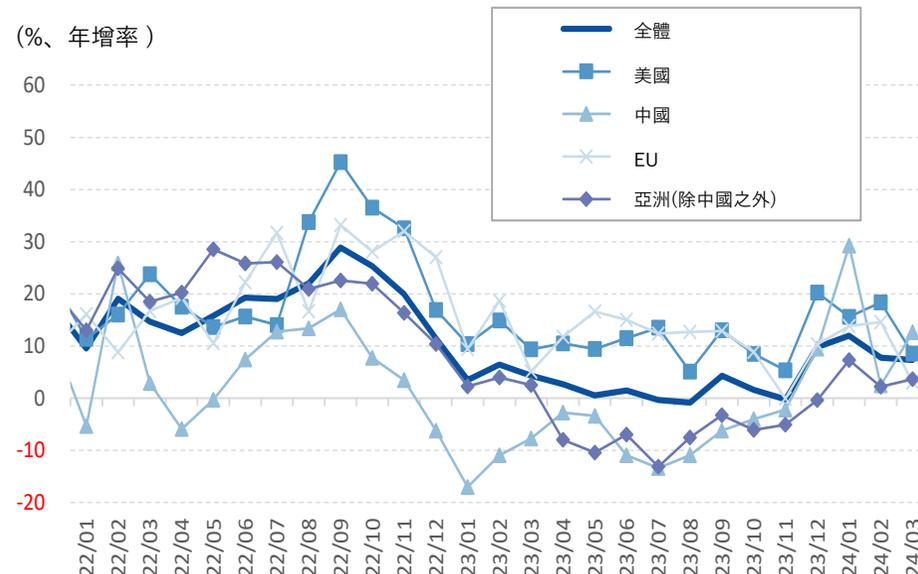
- 1~3月日本貿易收支錄得1兆7780億日圓的赤字。去年貿易收支與前年相較之下，有所改善，但「排除石化燃料」後的貿易收支仍持續惡化
- 「對中國出口減少」為日本貿易面的重要主題之一。對中國出口佔比從1990年代的2%上升至2020年代的20%，成長幅度達10倍左右，但近年成長趨勢已見頂。日本與中國及俄羅斯之間的經濟交流若持續減少，對中國出口下降的趨勢恐將衝擊到日本整體出口表現

扣除化石燃料後的日本貿易收支



(資料來源) INDB, Bloomberg

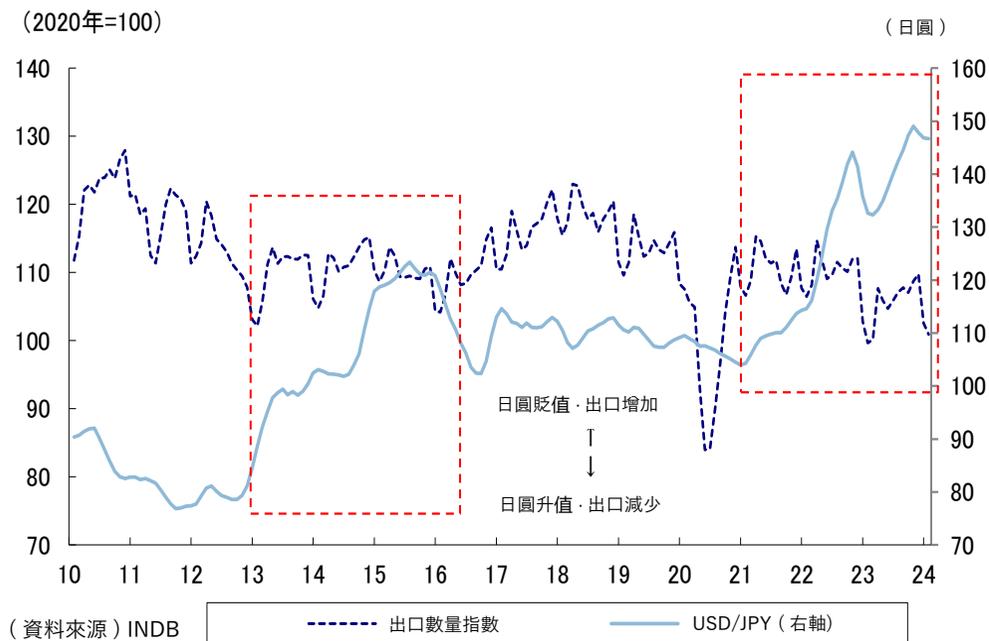
日本出口 (國家別)



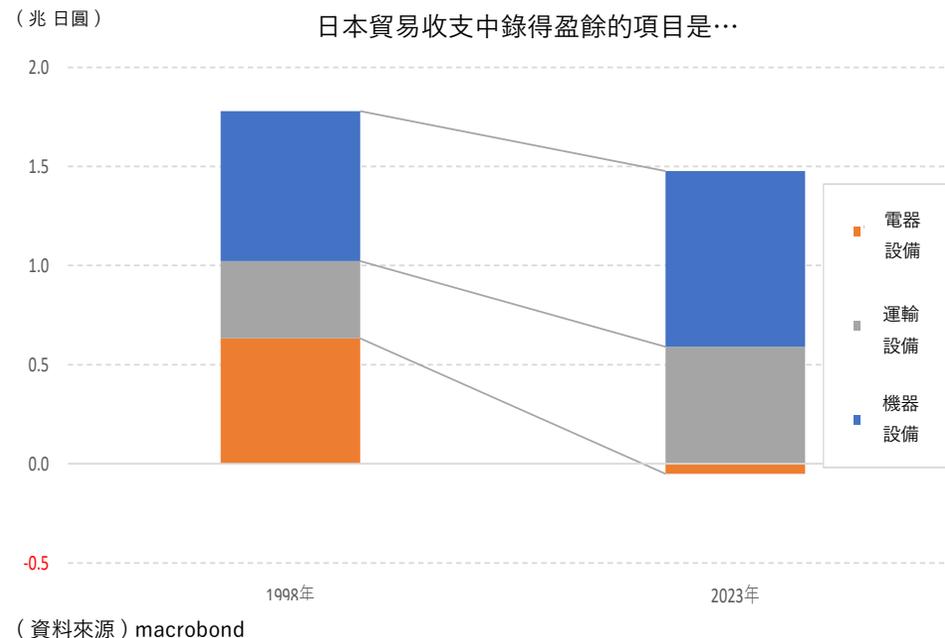
(資料來源) INDB, Bloomberg

- 過去日圓走貶時，日圓貶值趨勢有助於改善出口環境，出口增加後日圓買盤隨之增強，令日圓貶值幅度相對受限，市場存在著日圓貶值的調整機制
- 日本經濟結構於2010年代出現了明顯的變化，日圓走貶後出口數量也未見成長。僅在運輸工具與機械設備等領域取得貿易盈餘，其他部分皆轉為自海外進口的經濟結構

USD/JPY與出口數量的變化趨勢（3個月移動平均）

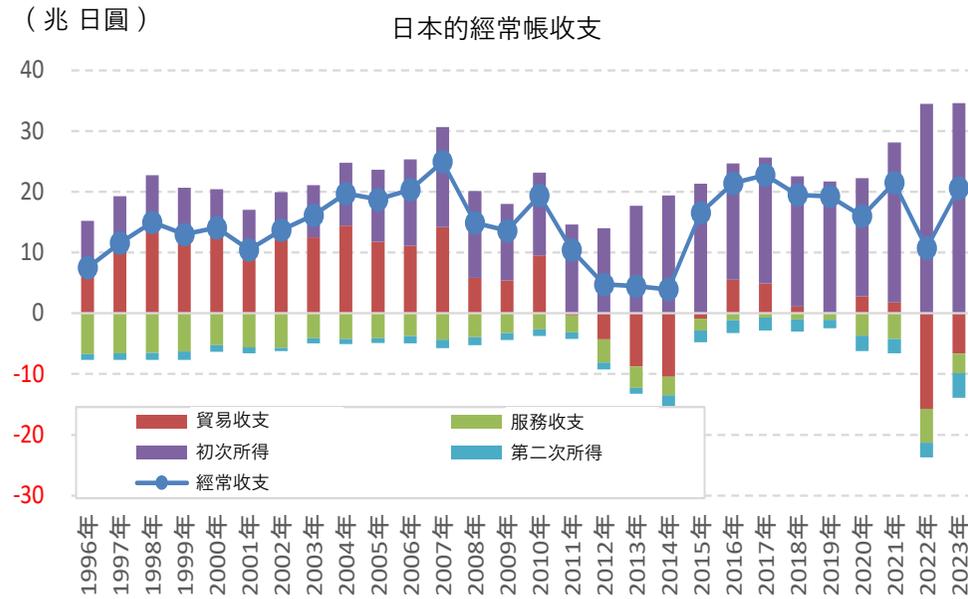


日本貿易收支細項

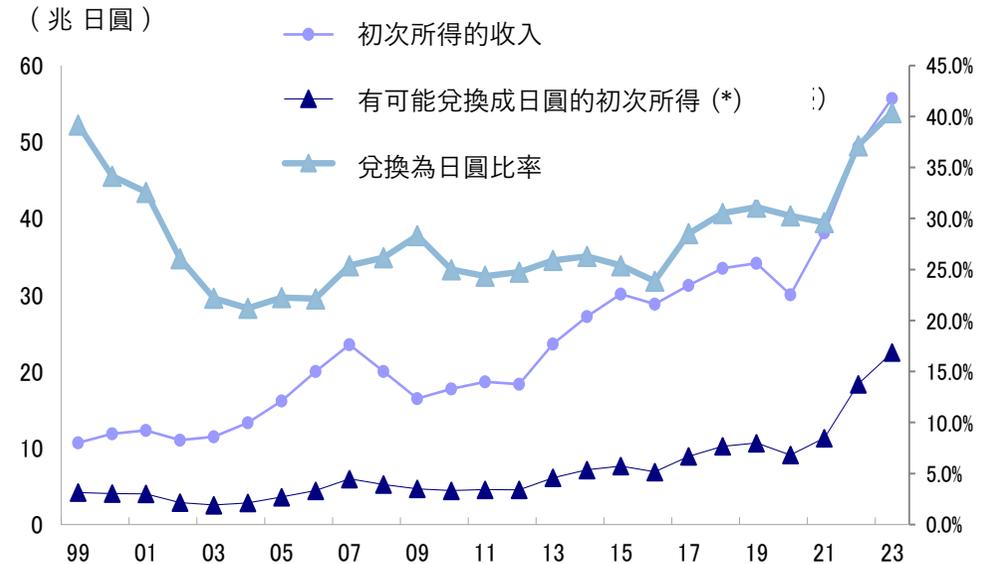


- 日本貿易盈餘已消失，在經常帳收支中錄得盈餘僅剩初次所得
- 初次所得收支為所持有的海外資產所帶來的利息與股利收入，初次所得（收取）中的大多數會留在海外進行再投資（≠難以產生外匯交易），與貿易面的實質需求相比，較難對日圓買匯需求做出直接貢獻
- 近年直接投資、再投資收益的比率上升，對外直接投資的日圓已被視為「回不來的日圓」

日本的經常收支

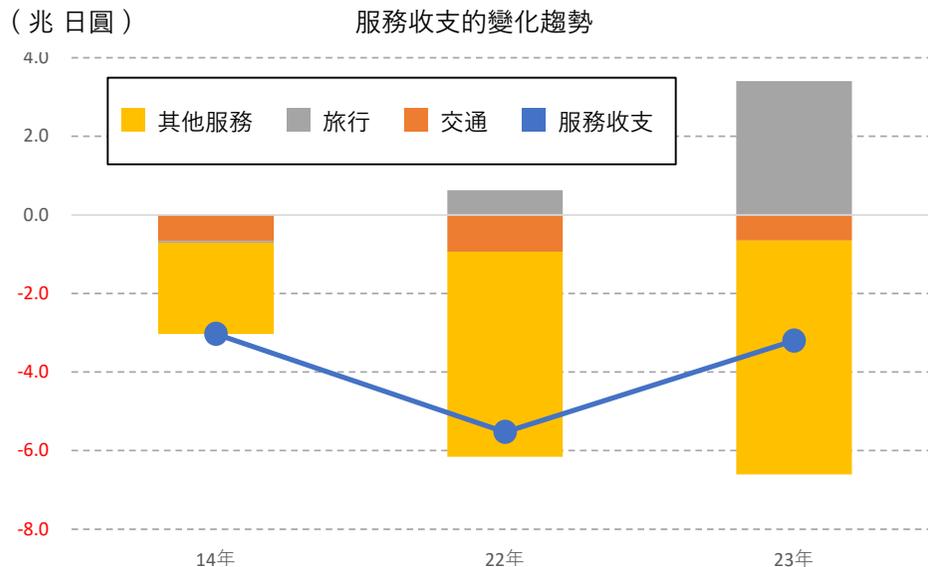


初次所得收支（收取）與日圓買需的概況



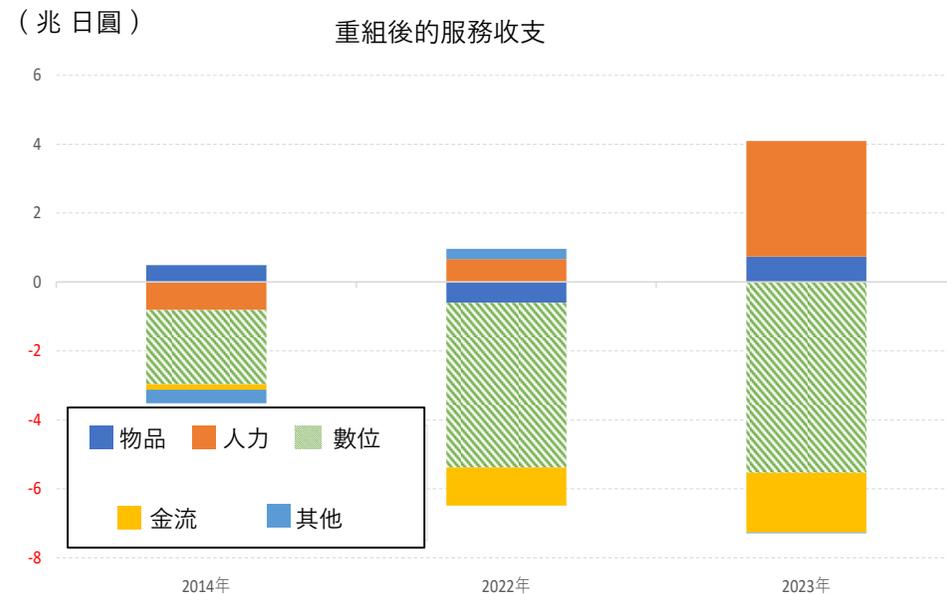
- 與服務相關的交易已邁向國際化，近年來服務收支的重要性不斷增加
- 旅行收支盈餘與其他服務赤字等兩個項目的金額龐大，其中可分成「勞力密集型經濟 vs. 知識經濟（人力 vs. 數位）」
- 未來趨勢不利於勞力密集型經濟。作為旅行收支基礎的旅遊・餐飲服務業正面臨史上最嚴峻的人力不足困境，當前的勞動供給恐不足以支撐外國旅客的大量需求
- 另一方面，在雲端等數位服務與顧問服務等知識經濟的領域中，日本為價格接受者，大致上服從供給者的價格設定，料相關的赤字將進一步擴大

服務收支的變化趨勢



(資料來源) macrobond

服務收支細項



(資料來源) 參考日本央行 Review 「自國際收支看服務收支的全球化」，由筆者作成

- 過去20年日本家庭持有的外幣金融資產佔比逐步上升
- 岸田政權希望日本成為資產運用國的計畫也意味日本家庭「日圓換匯成外幣」的變化趨勢對於匯率預測而言相當重要

日本家庭的金融資產組成

日本家庭的金融資產組成（2023年9月底）

| | 金額(兆日圓) | 比率(%) |
|------------|---------|-------|
| 總資產 | 2,121.2 | 100.0 |
| 外幣資產 | 74.3 | 3.5 |
| 外幣存款 | 6.7 | 0.3 |
| 對外證券投資 | 25.9 | 1.2 |
| 投資信託 | 41.7 | 2.0 |
| 日圓資產 | 2,047.0 | 96.5 |
| 現金存款(不含外幣) | 1,106.3 | 52.2 |
| 公債等 | 28.0 | 1.3 |
| 股票與股權投資 | 272.9 | 12.9 |
| 投資信託(不含外幣) | 65.2 | 3.1 |
| 保險與年金準備金 | 539.1 | 25.4 |
| 儲蓄等 | 35.6 | 1.7 |

日本家庭的金融資產組成（2000年3月底）

| | 金額(兆日圓) | 比率(%) |
|------------|---------|-------|
| 總資產 | 1,401.1 | 100.0 |
| 外幣資產 | 13.2 | 0.9 |
| 外幣存款 | 3.1 | 0.2 |
| 對外證券投資 | 4.7 | 0.3 |
| 投資信託 | 5.3 | 0.4 |
| 日圓資產 | 1,387.9 | 99.1 |
| 現金存款(不含外幣) | 741.6 | 52.9 |
| 公債等 | 50.6 | 3.6 |
| 股票與股權投資 | 138.3 | 9.9 |
| 投資信託(不含外幣) | 52.2 | 3.7 |
| 保險與年金準備金 | 369.9 | 26.4 |
| 儲蓄等 | 35.3 | 2.5 |

2000年3月至2023年9月的變化趨勢

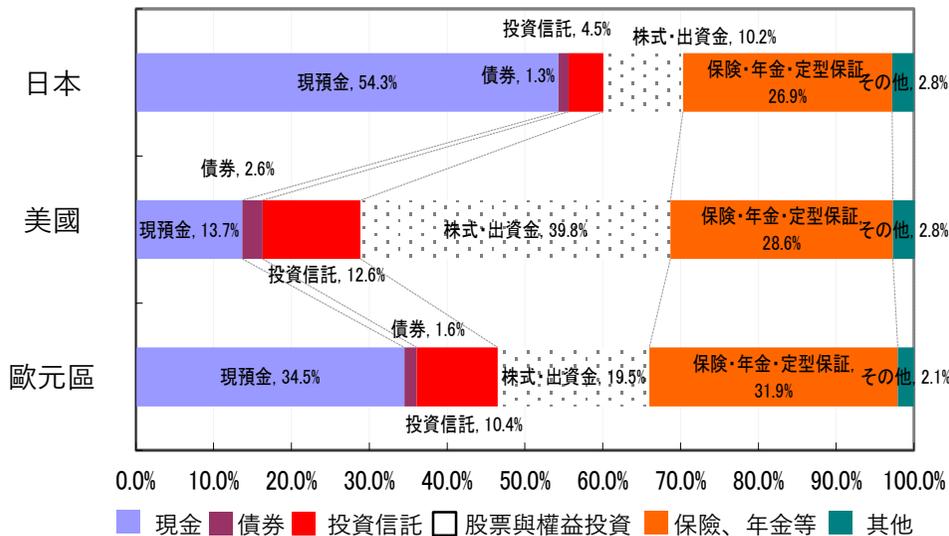
| | 金額(兆日圓) | 比率(%) |
|------------|---------|-------|
| 總資產 | 720.1 | |
| 外幣資產 | 61.1 | 2.6 |
| 外幣存款 | 3.6 | 0.1 |
| 對外證券投資 | 21.2 | 0.9 |
| 投資信託 | 36.4 | 1.6 |
| 日圓資產 | 659.0 | ▲ 2.6 |
| 現金存款(不含外幣) | 364.7 | ▲ 0.8 |
| 公債等 | ▲ 22.6 | ▲ 2.3 |
| 股票與股權投資 | 134.5 | 3.0 |
| 投資信託(不含外幣) | 12.9 | ▲ 0.7 |
| 保險與年金準備金 | 169.2 | ▲ 1.0 |
| 儲蓄等 | 0.3 | ▲ 0.8 |

（資料來源）由日本央行「資金循環統計」試算

- 過去日本家庭的資產組成以現金為主，資產運用的意願薄弱
- 疫情後日本家庭對於外幣資產的偏好迅速增強
- 其原因有以下幾點，過去3年日圓迅速走貶，再加上物價上漲令日本家庭希望透過投資金融資產對抗通膨（capital flight），已可從數據面觀察到該趨勢

日美歐家庭的金融資產組成

日美歐家庭部門的金融資產組成(22年3月底)



(資料來源) 日本央行、FRB、ECB

投資信託的股票買賣

日本投資信託的股票買賣金額
(兆日圓)
(國內與國外股票市場, 2012年3月以來的累計金額)

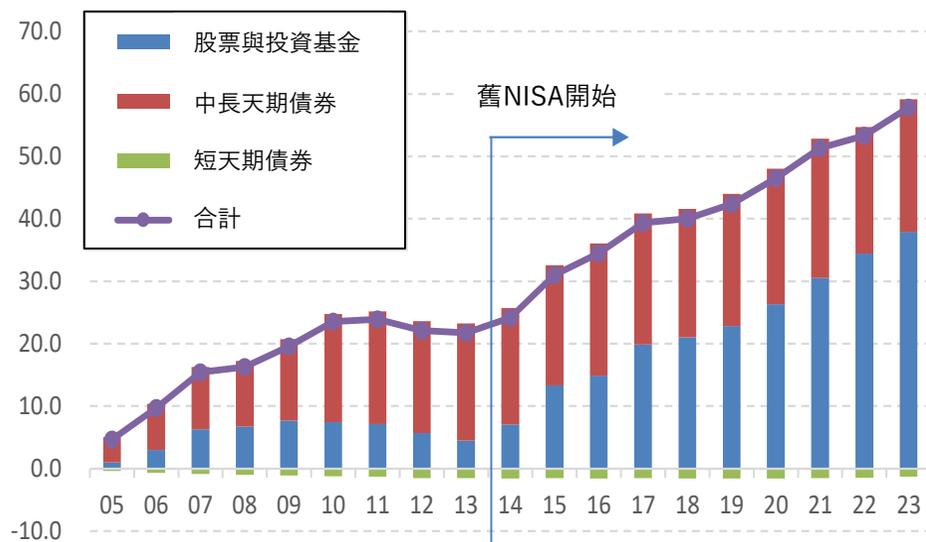


(資料來源) 投資信託協會 * 2024年3月以前的資料

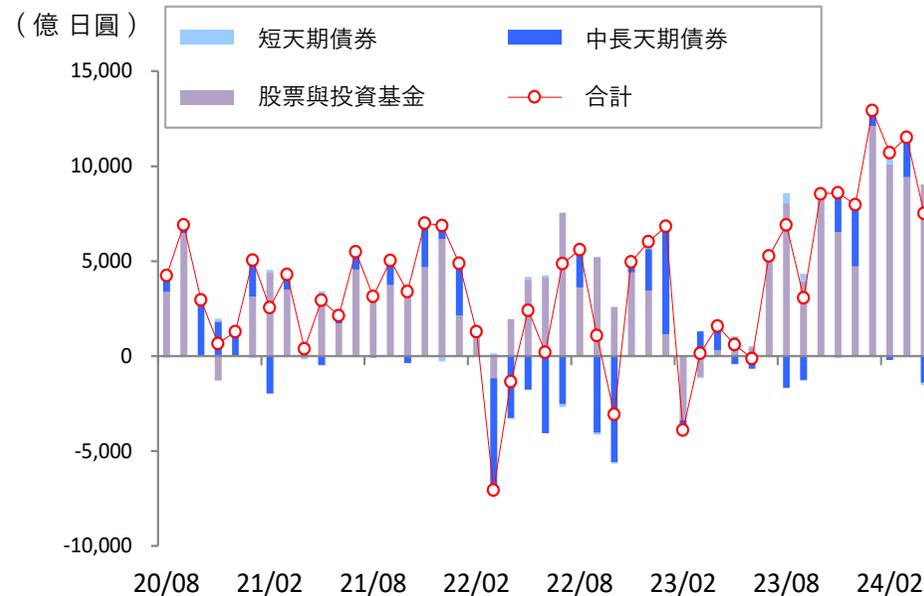
- 2024年開始的新NISA制度令日本家庭的動向出現更加顯著的變化。透過投信的對外證券投資（1月）已突破1兆2937億日圓，為該統計以來的最高金額。在對外證券投資方面「來自投信的買盤」影響力持續上升
- 如此巨大的買超金額未必能夠持續，但以該數據試算後，年度金額將達到13兆日圓的規模。此金額與歷史紀錄相比是非常的龐大。受到國家政策的引導，除了機構投資人以外，散戶投資人的存在感也正在浮現

投資信託等機構的對外證券投資（左：年度累計、右：單月）

（兆日圓） 透過投資信託的對外證券投資



（資料來源）INDB * 2005年起的累計金額



（資料來源）財務省、INDB

- 依市況的變化與時間點，日圓雖有反彈契機，但恐難以回到原先的交投區間
- 匯市動向有一定的部分取決於利率水準，但決定匯率「水準」的仍是貨幣的供給與需求。只從聯準會與日本央行的貨幣政策面來分析，恐無法對匯率走勢做出充分的解釋

USD/JPY走勢的基本要因分析（・2024年度）

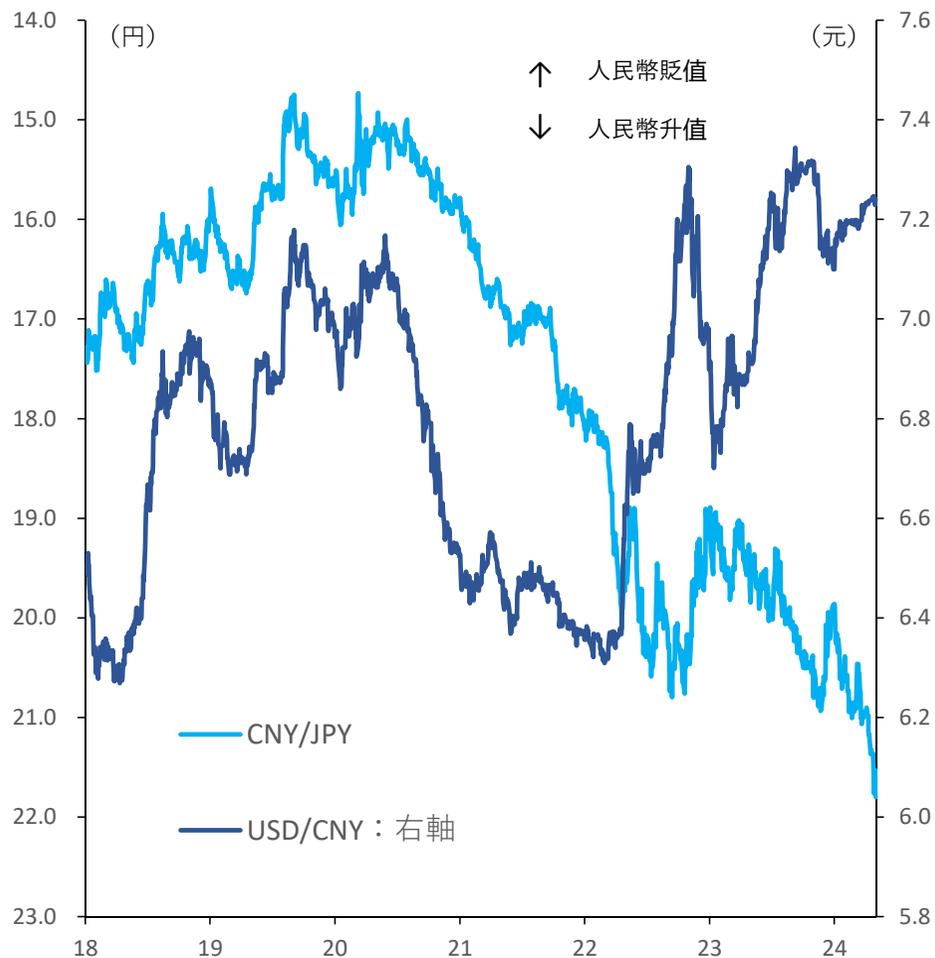
| | 利率（通膨、政策利率） | 供需（貿易、經常收支） |
|-------|---|---|
| 景氣循環性 | <p>供需缺口變化伴隨而來的通膨率波動</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 美國通膨持續放緩 <p>中央銀行貨幣政策</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 聯準會降息 ・ 日本央行進一步收緊貨幣政策 | <p>原物料價格動向</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 不再重演2022年原物料價格過度飆漲的局面 <p>外匯市場</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 日本家庭拋售日圓的影響力漸增，日圓貶值走勢是否能止於目前的盤整水準？ |
| 結構性 | <p>技術進步、人口動態及伴隨而來的潛在經濟成長率</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 日本少子高齡化導致經濟成長率承壓 <p>移民動向與勞動市場的變化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 美國隨著移民增加，勞動市場緊繃的狀況有所改善 | <p>全球化的進展、倒退</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 脫鉤趨勢持續，原物料價格與疫情前相比，仍處於相對高點 <p>製造業的生產據點</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 電力問題、人力不足、連續的震災等等因素，使消費市場的地位降低，生產製造據點也難返回日本 <p>商品、服務的國際競爭力</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 日本為數位殖民地的地位不變 ・ 旅行收支改善，但面臨人力不足的困境 |

| | 2024年 1～4月 (實績) | 2024年 5～6月 | 7～9月 | 10～12月 | 2025年 1～3月 | 4～6月 |
|---------|-----------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| USD/CNY | 7.1021 ~ 7.2473 (7.2411) | 7.10 ~ 7.30 (7.25) | 7.10 ~ 7.30 (7.20) | 7.10 ~ 7.30 (7.15) | 7.05 ~ 7.25 (7.10) | 7.00 ~ 7.20 (7.05) |
| USD/JPY | 140.82 ~ 160.17 (157.80) | 154 ~ 161 (158) | 152 ~ 159 (156) | 154 ~ 162 (159) | 155 ~ 165 (162) | 157 ~ 167 (164) |
| CNY/JPY | 19.830 ~ 22.066 (21.77) | 21.1 ~ 22.7 (21.79) | 20.8 ~ 22.4 (21.67) | 21.1 ~ 22.8 (22.24) | 21.4 ~ 23.4 (22.82) | 21.8 ~ 23.9 (23.26) |

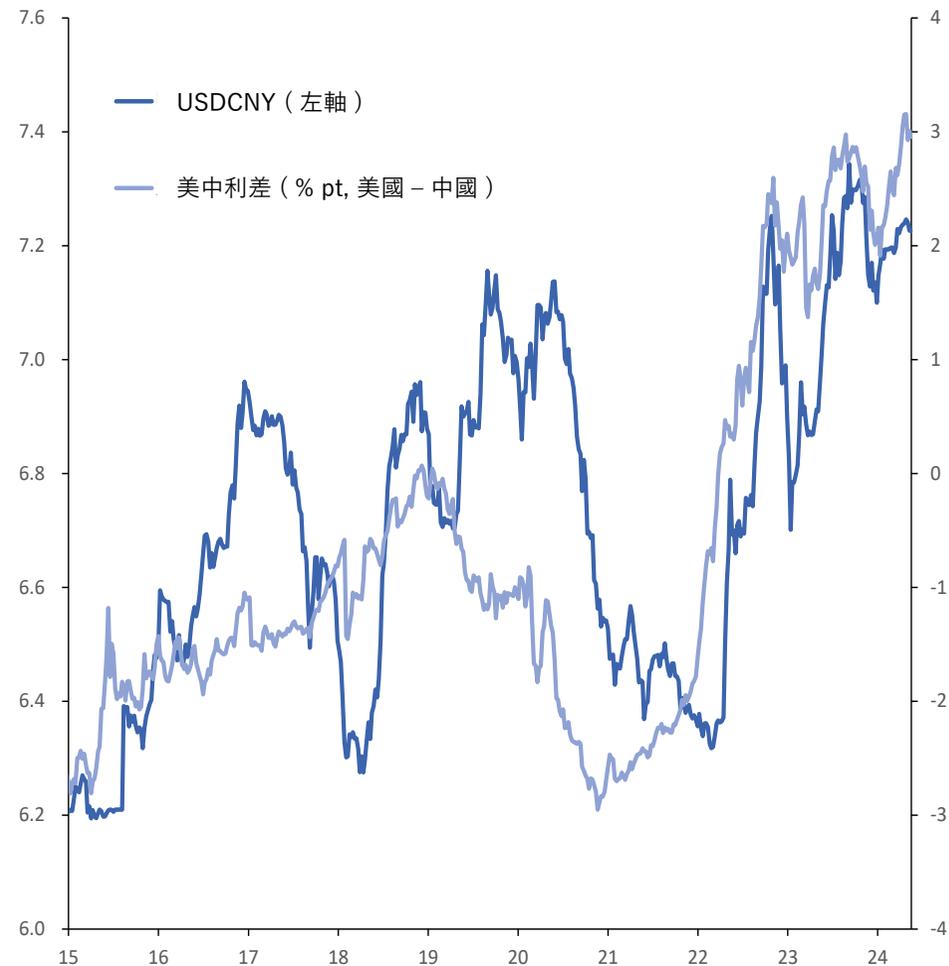
- (註釋) 1. 實績欄位至4月30日為止
 2. 實績欄位參照彭博社資料
 3. 預測欄位為每季季底的預測值

| 主題 | 概要 |
|------|---|
| 匯市動向 | 短線上美元持堅令人民幣承壓，人民幣是否能夠反彈回升將取決於中國景氣展望 |
| 利率 | <ul style="list-style-type: none"> • 24年1~3月實質GDP成長率年增率+5.3%。個人消費減速，但外需微幅改善。針對中國當局設定的+5.0%目標，算是勉強達標的開局，內需受挫導致的通貨緊縮與不動產市場的停滯為中國政府的重要課題 • PBoC為支撐經濟成長將維持現行寬鬆的貨幣政策立場不變，國內經濟持穩為未來金融政策修正的必要條件。此外，下半年投資人對於聯準會降息的預期將增強，美中利差縮減有望為人民幣提供一定的支撐 |
| 實質需求 | <ul style="list-style-type: none"> • 年初以來，出口一度復甦，但全球貿易活動減少令貿易盈餘縮減。半導體等產品的進口額減少與美中衝突升級為投資人關注的焦點 • 中國經濟正常化取得進展，疫情後的海外旅行需求復甦，預期服務收支赤字將進一步擴大 • 23年7~9月對中國投資陷入負成長（資金流出大於流入）。美中摩擦導致脫鉤，全球性的去風險行動亦成為主流趨勢，世界各國謹慎對待赴中投資的議題 |
| 其他 | <ul style="list-style-type: none"> • 景氣復甦受阻，市場靜待中國當局寬鬆的金融政策與不動產市場需求的改善 |

CNY市場



對美利差與CNY市場



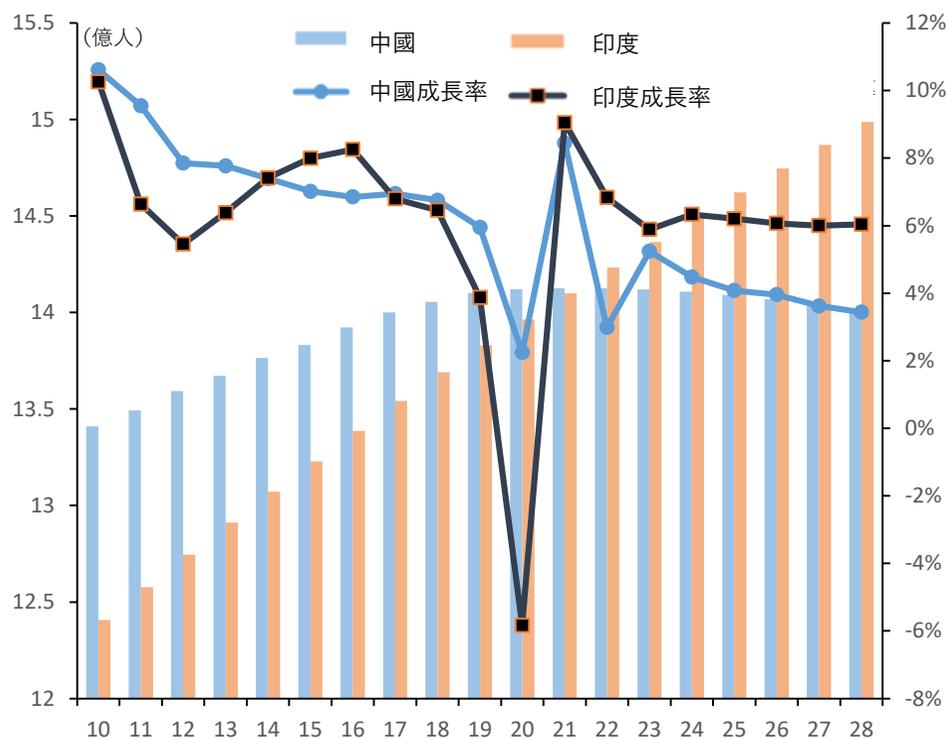
資料來源：彭博社、瑞穗銀行

USD/CNY動向與主題

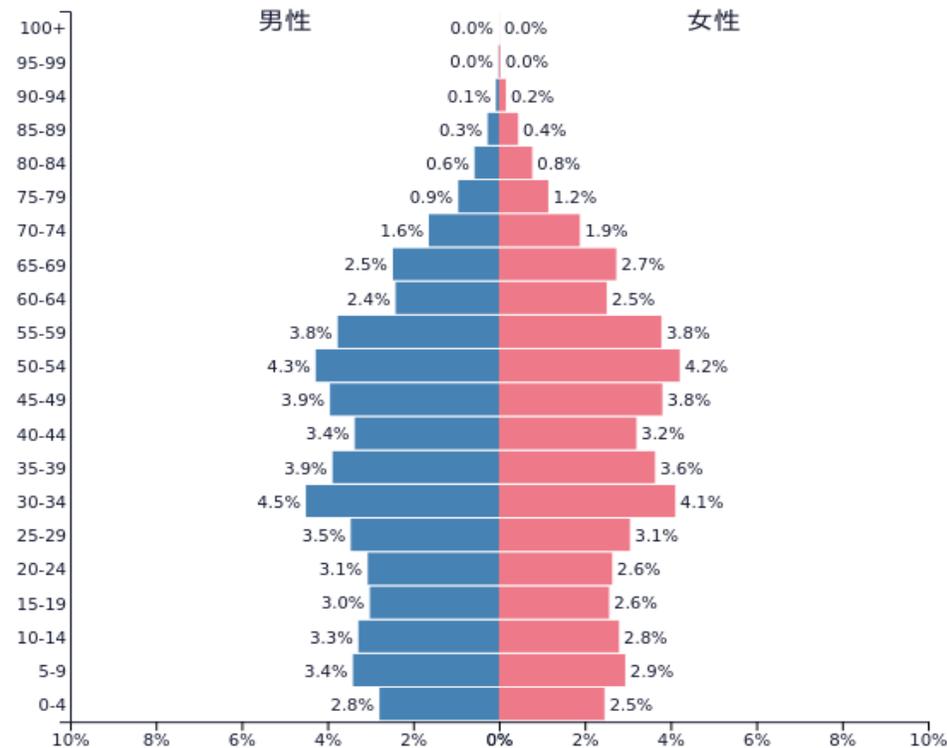
| 人民幣貶值主因 | 主題 | 人民幣升值主因 |
|--|---|--|
| <p>中國進一步降低利率水準 提供緊急流動性以應對危機 信用風險</p> | <p>利率 債券投資 外匯交易</p> | <p><u>對於美國降息的預期增強</u> 經濟正常化的預期轉強，資金需求增加</p> |
| <p><u>服務赤字擴大</u> <u>對中直接投資減速</u> China plus one 中國加一策略 <u>金融市場避險情緒增強</u></p> | <p>實質需求 經常收支 直接投資 證券投資</p> | <p>維持貿易盈餘 針對成長股的證券投資 被納入全球債券指數</p> |
| <p>食品價格帶動消費者物價上漲</p> | <p>物價</p> | <p>原物料價格、進口物價高漲</p> |
| <p>美國對中加徵關稅・增設投資限制 <u>美中經濟脫鉤</u> 中國政府加強對於經濟・社會的控制</p> | <p>其他</p> | <p><u>中國當局出手支撐人民幣匯價</u> 「雙循環」經濟發展模型 人民幣國際化</p> |

- 2022年中國時隔61年再度面臨人口減少的困境，2023年人口進一步下降。中國總人口數世界第一的地位已遭印度超越。
- 中國推行一胎化政策後，出生率持續減少，恐迅速進入少子高齡化的社會
- 過去透過「投資主導」與「勞力密集」所實現的高度經濟成長模型恐難以持續

中國與印度的人口變化趨勢及成長率(年增率)預測



中國的人口金字塔 (2021年)



(資料來源)IMF、瑞穗銀行

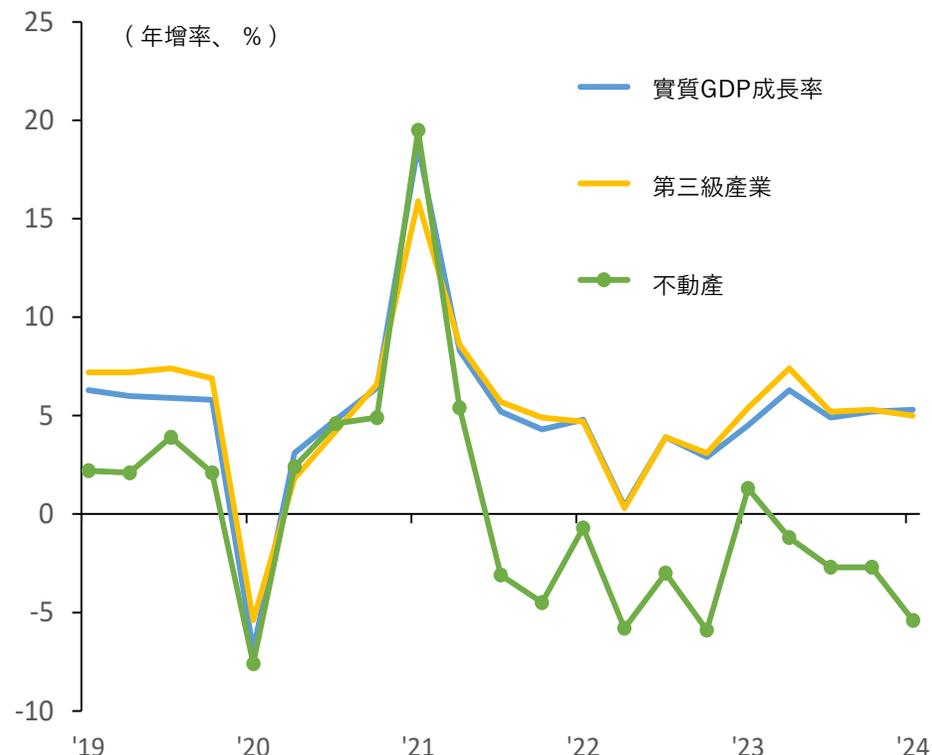
- 2024年1~3月中國實質GDP成長年增率為+5.3%， 大致符合+5.0%的政策目標
- 觀察細項後可以發現， 內需的貢獻度隨時間下降， 轉而由外需支撐中國經濟成長。此外， 中國疲弱的不動產市場仍是中國經濟成長的枷鎖

實質GDP成長率 (年初以來、年增率、%)



資料來源：中國國家統計局、CEIC、瑞穗銀行

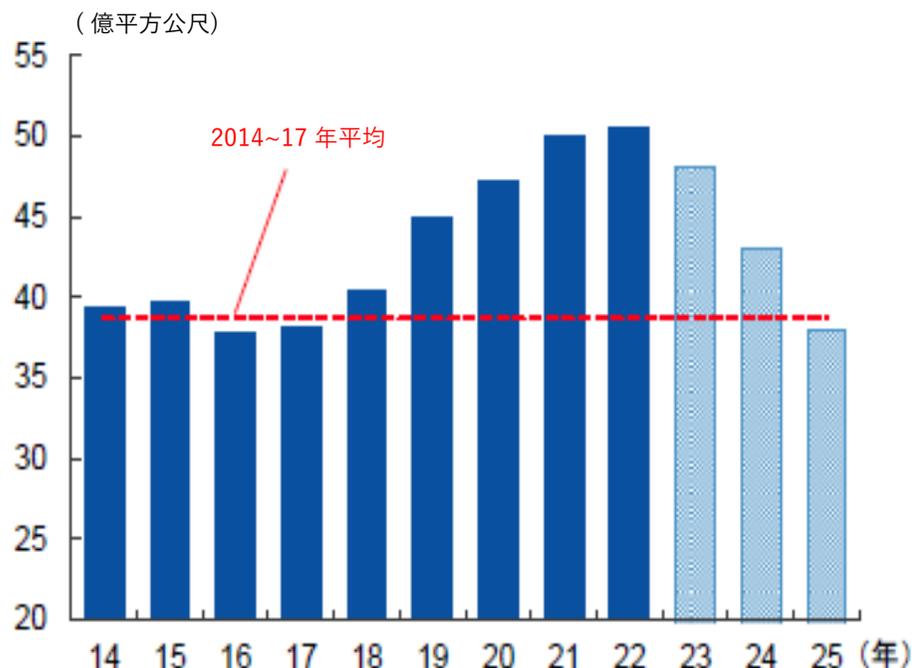
實質GDP成長率 (產業別)



資料來源：彭博社、瑞穗銀行

- 不動產庫存調整受到銷售低迷的影響而長期化。庫存調整鈍化，預期完成調整的時間點將延後至2025年之後
- 中國當局計畫推出政策讓大量延後交屋的建案能夠順利交屋，在住宅貸款條件方面亦將進一步放寬，但政策未能取得十分的成效。中國國企正在考慮出手救市購入餘屋，銀行資產負債表的健全性與貨幣政策等其他政策面的方針為投資人密切關注的焦點

不動產市場成屋庫存的變化趨勢



(註釋) 成屋庫存 = 施工面積 + 已完工庫存 - 竣工面積 - 預售面積。23年後新增開工面積(23年1~11月累計值換算年率)加上前一年度的庫存，需求則以差額方式進行試算(23年1~11月累計銷售面積為9.4億平方公尺，24~25年潛在需求為12億平方公尺，皆換算為年率)

(資料來源) 中國國家統計局、取自CEIC、由瑞穗 Research & Technology 作成

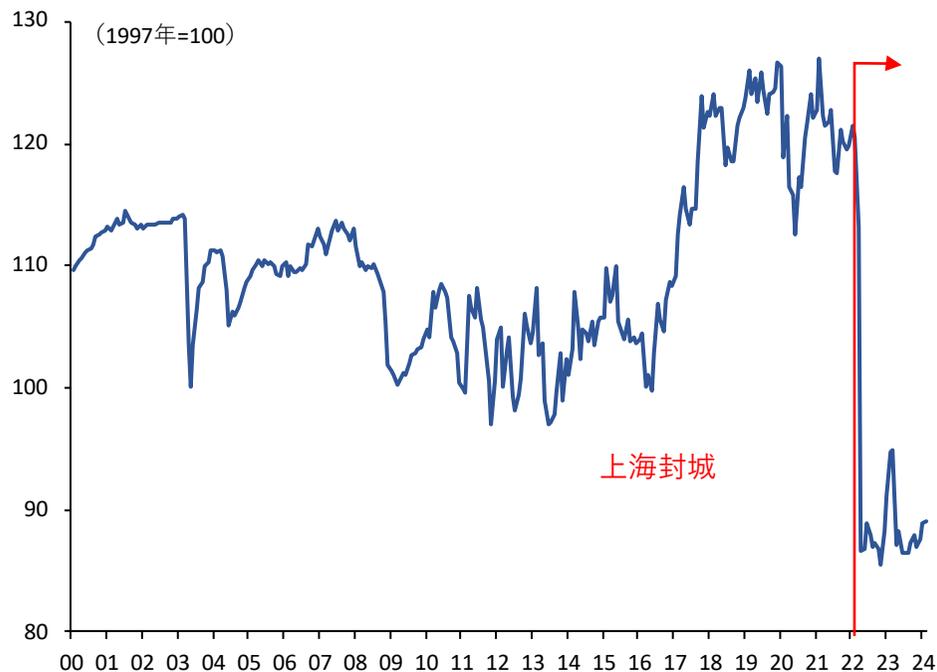
不動產投資與新屋銷售價格 (年增率%)



(資料來源) 彭博社、瑞穗銀行

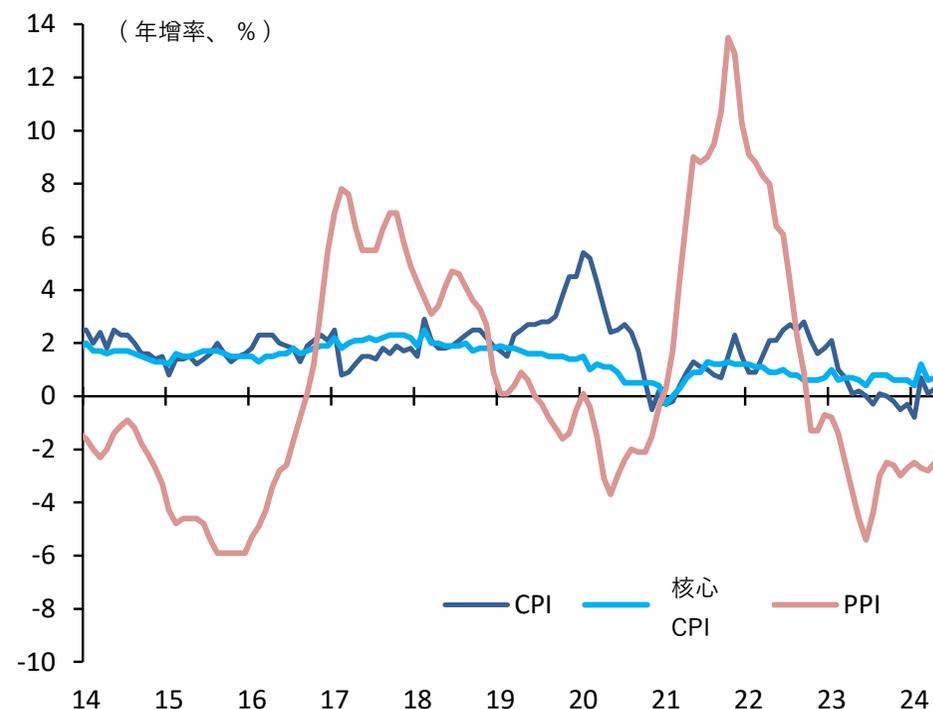
- 消費者信心並未出現改善的跡象，上海封城後落底的消費者信心，仍在低點附近徘徊
- 報復性消費一度令消費支出擴大，但對於景氣展望的不安使中國家庭傾向擲節開銷
- 2023年消費者物價指數僅年增0.2%。近期4月份的消費者物價指數（CPI）年增率為+0.3%，通膨放緩的趨勢不變，距離中國政府設定的+3.0%目標相當遙遠

消費者信心指數



(資料來源)中國國家統計局、彭博社、瑞穗銀行

消費者物價指數與生產者物價指數



(資料來源)Macrobond、瑞穗銀行

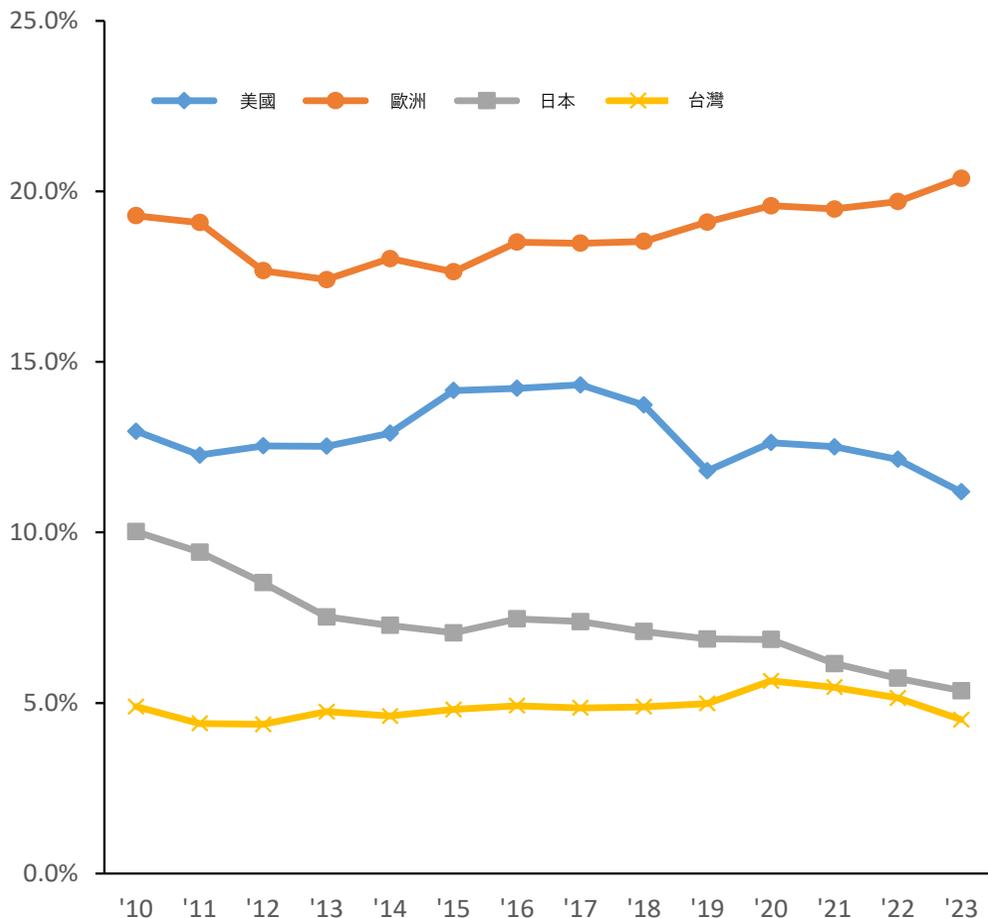
- 全國人民代表大會決議延續前一年+5%的經濟成長目標，並表示將發行規模達1兆元的特別國債
- 由於缺乏即時且具體的經濟刺激政策，在市場期待積極財政政策出爐的同時，軍事開支卻進一步擴大，市場並未對全國人民代表大會的結果作出正面的反應

全國人民代表大會・活動報告書中2024年的政策架構

| | |
|---------|--|
| 經濟目標與政策 | <ul style="list-style-type: none">• 經濟成長目標年增率為+5.0%，「將持續推進高品質的經濟成長」• 消費者物價指數目標年增率為+3.0%左右• 不動產部門方面，正在強化對民間企業的融資，並企圖喚起換屋需求• 都市失業率降至5.5%，希望就業淨增加1千2百萬人• 考慮放寬外資限制，力圖在AI相關的新興技術上達成自給自足 |
| 預算與財政政策 | <ul style="list-style-type: none">• 財政赤字佔GDP比率目標為3% (2023年佔3.8%)• 考慮發行規模達1兆的超長期特別公債• 基礎建設相關的地方政府公債發行額目標為3.9兆• 國防支出年增7.2%，顯示出持續強化軍事力量的國家方針 |
| 外交政策 | <ul style="list-style-type: none">• 強化國家安全保障體系• 反對霸權，主張維持世界秩序的公平性• 將和平統一台灣的表述刪除 |

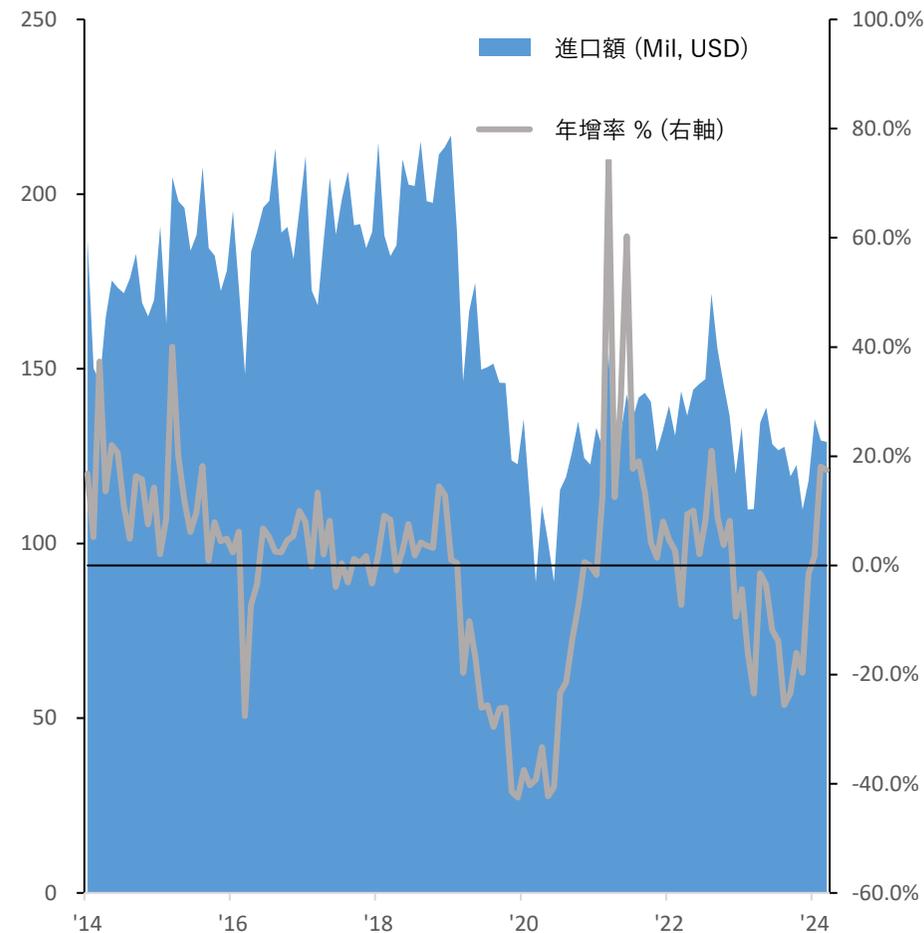
(資料來源)瑞穗銀行根據各種報導作成

中國與主要對手國貿易往來比率（出口+進口）



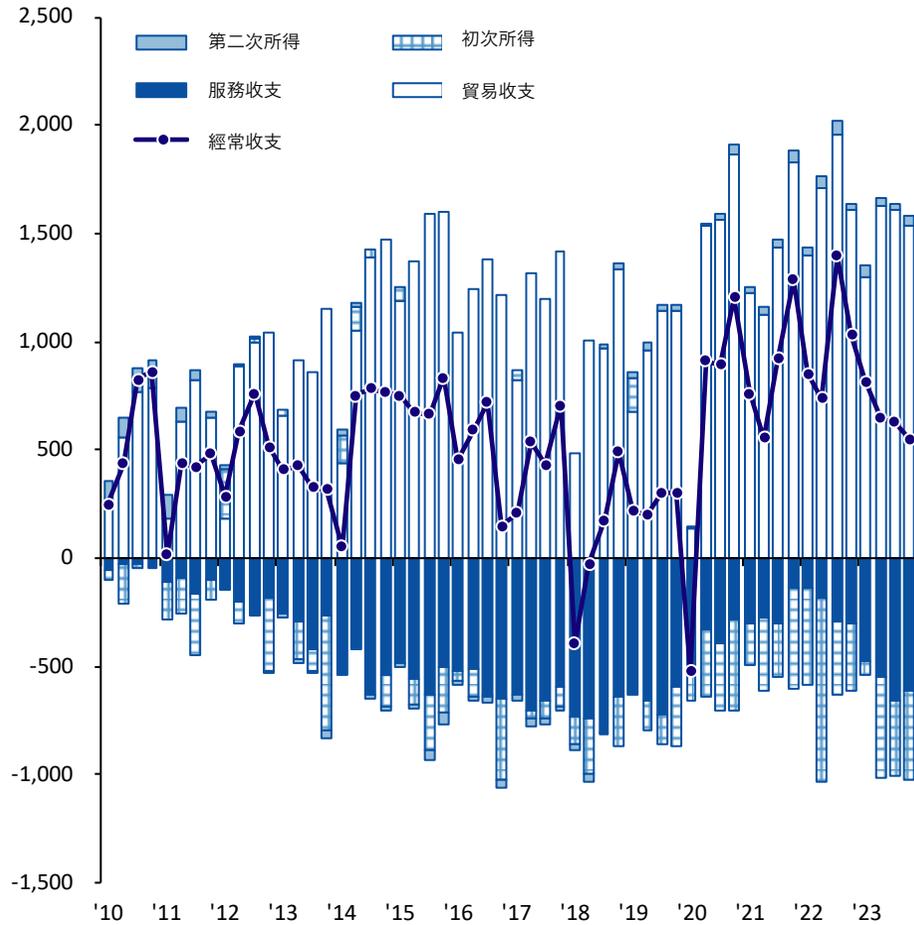
資料來源：彭博社、瑞穗銀行

美國自中國進口的EV金額

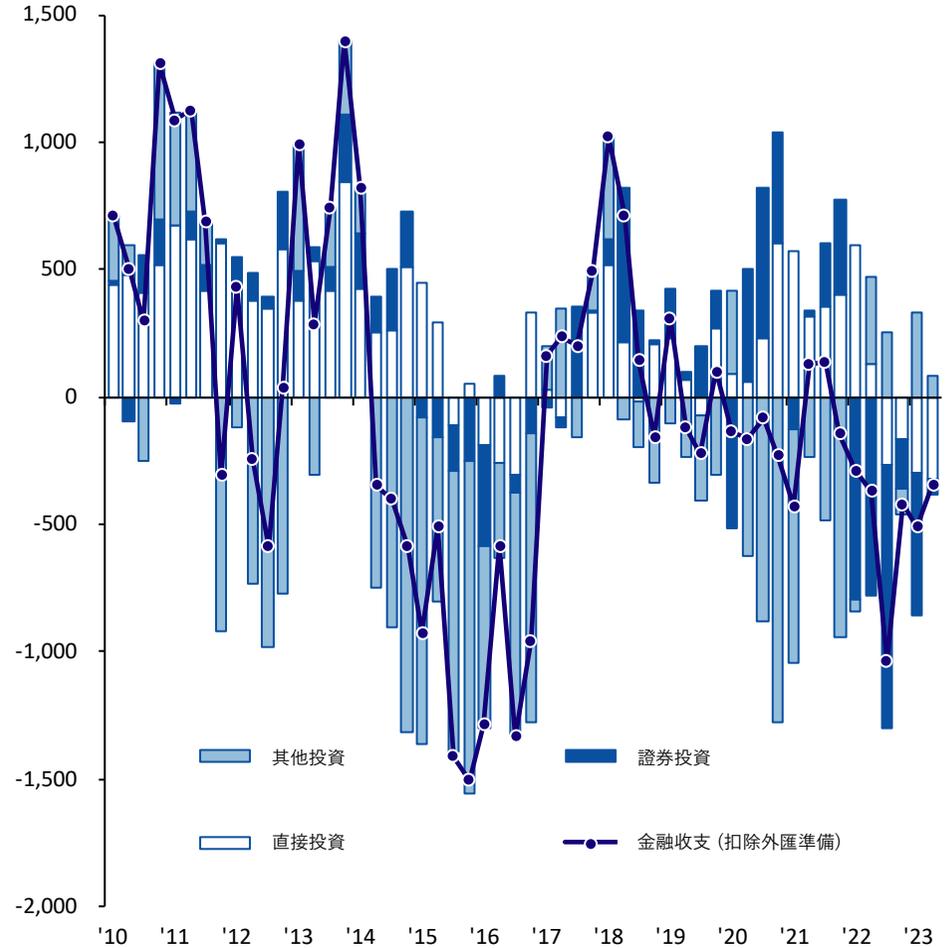


資料來源：彭博社、瑞穗銀行

經常收支 (億美元)

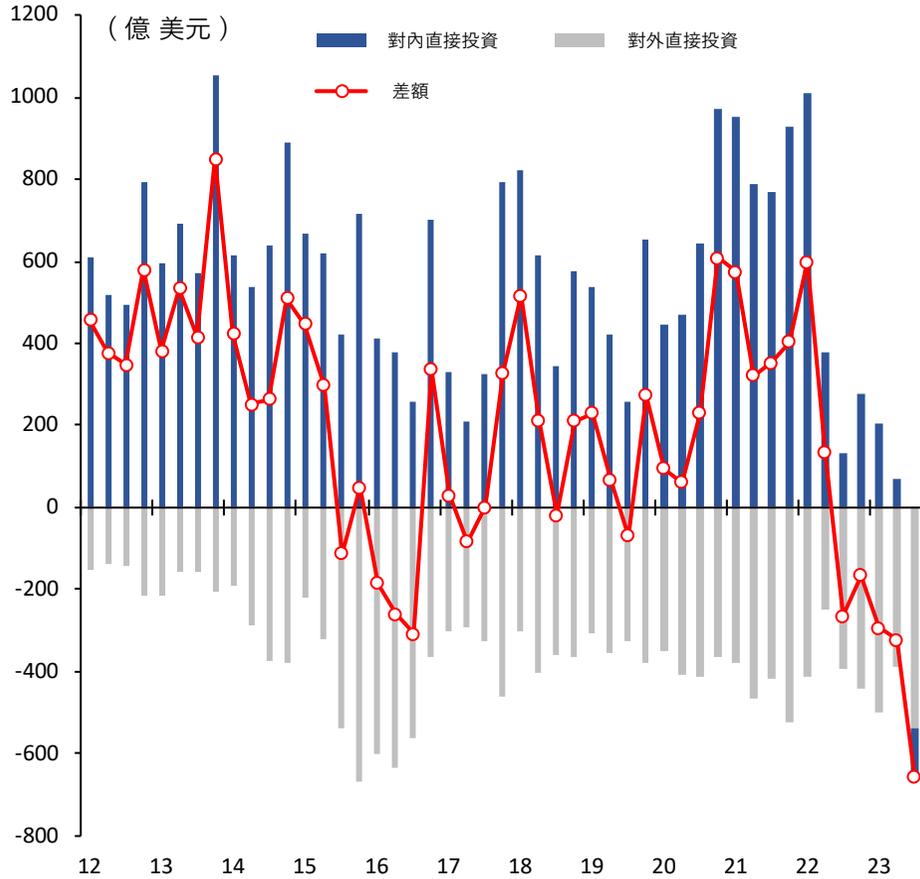


金融收支 (億美元)



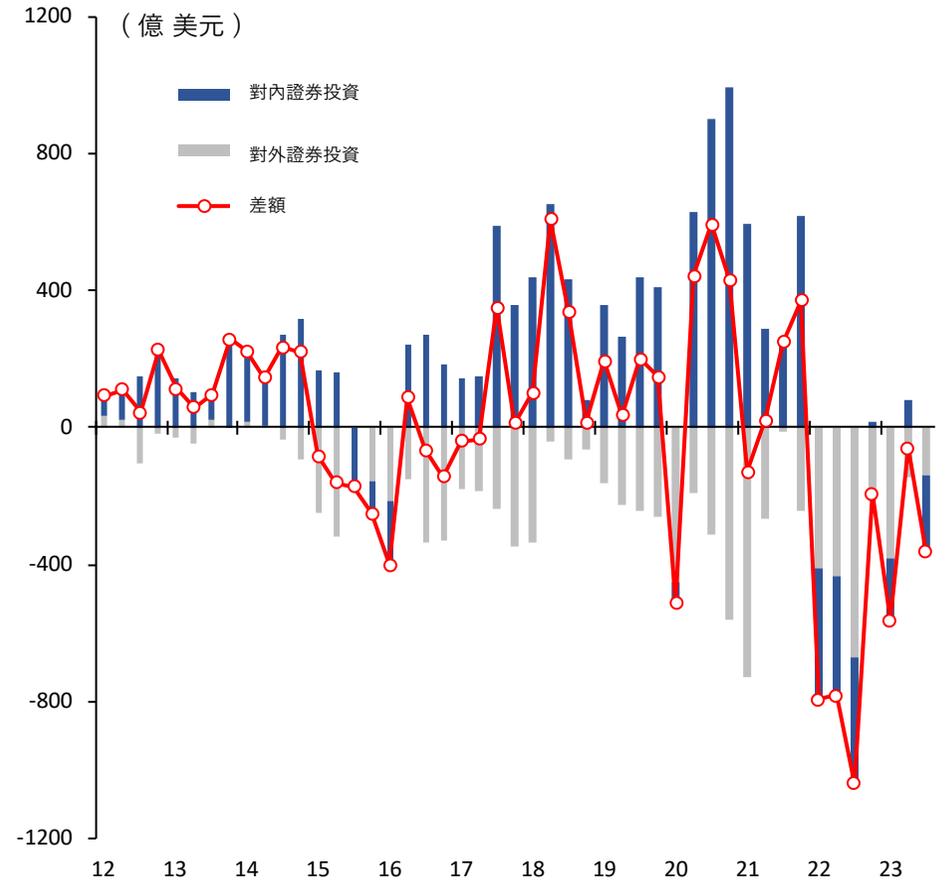
資料來源：中國國家外匯管理局、CEIC、瑞穗銀行

對內・對外直接投資



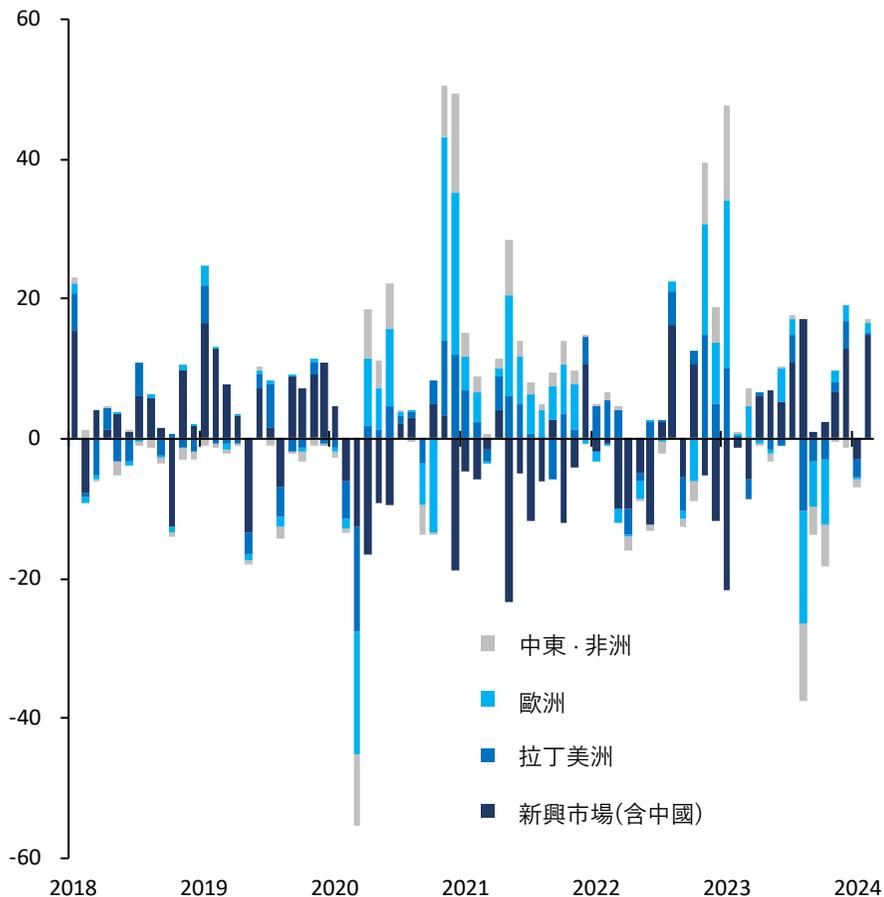
資料來源：彭博社、瑞穗銀行

對內・對外證券投資



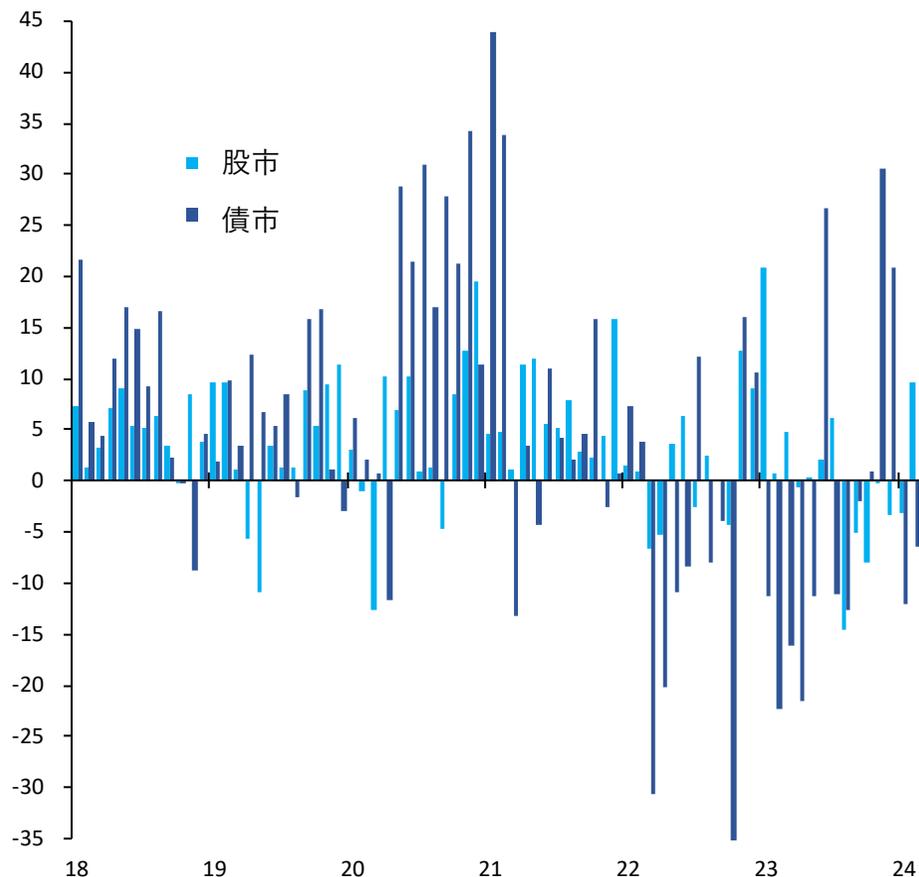
資料來源：彭博社、瑞穗銀行

海外投資者的資金流向 (地區別、10億 美元)



資料來源：IIF、瑞穗銀行

海外投資者對中國市場的投資 (億 美元)



資料來源：IIF、瑞穗銀行

| | 2024年 1～4月 (實績) | 2024年 5～6月 | 7～9月 | 10～12月 | 2025年 1～3月 | 4～6月 |
|---------|--------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| USD/TWD | 30.6630 ~ 32.6640 (32.5610) | 29.70 ~ 32.50 (32.00) | 29.20 ~ 32.00 (31.50) | 29.00 ~ 31.50 (31.80) | 28.50 ~ 31.00 (31.30) | 28.20 ~ 30.50 (30.50) |
| USD/JPY | 140.82 ~ 160.17 (157.80) | 154 ~ 161 (158) | 152 ~ 159 (156) | 154 ~ 162 (159) | 155 ~ 165 (162) | 157 ~ 167 (164) |
| TWD/JPY | 4.576 ~ 4.894 (4.836) | 4.74 ~ 5.42 (4.94) | 4.75 ~ 5.45 (4.95) | 4.89 ~ 5.59 (5.00) | 5.00 ~ 5.79 (5.18) | 5.15 ~ 5.92 (5.38) |

- (註釋) 1. 實績欄位至4月30日為止
 2. 實績欄位參照彭博社資料
 3. 預測欄位為每季季底的預測值

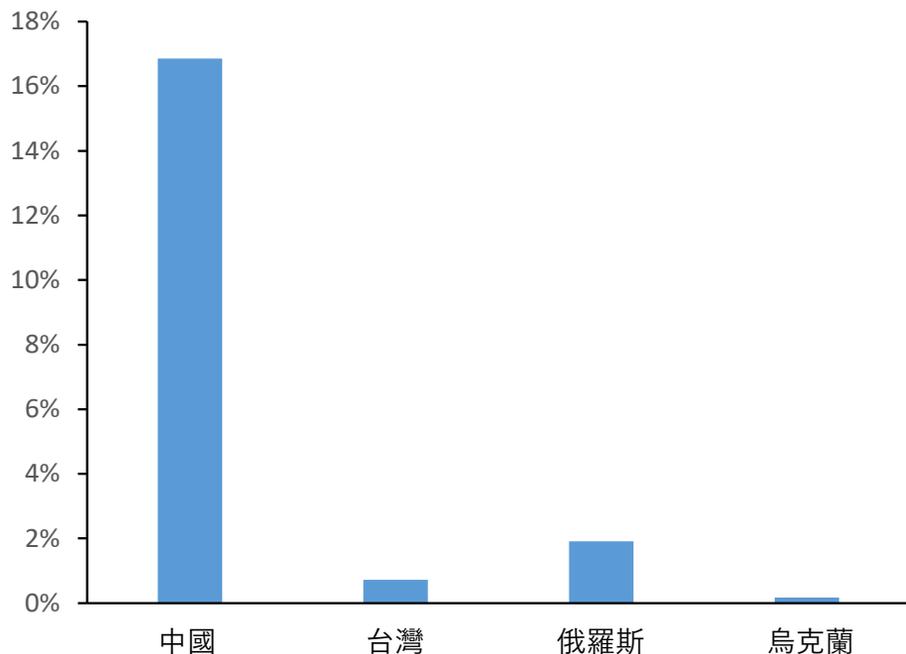
| 主題 | 概要 |
|------|--|
| 匯市動向 | 對於美國降息的預期增強，中國景氣與半導體產業週期為市場關注的焦點，料新台幣匯價反彈走高。 |
| 利率 | <ul style="list-style-type: none"> 2023年GDP成長率為+1.3%，落至近14年的新低，預期景氣有望好轉，2024年GDP成長率預測值為+3.2%。台灣央行轉向於支撐經濟的貨幣政策，但食品與電價等因素導致的通膨再起，促使台灣央行重啟升息，短期內匯市波動加劇，預測的後段期間，投資人對於美國降息的預期將轉強，料台美利差將逐步縮小。 |
| 實質需求 | <ul style="list-style-type: none"> 全球經濟成長放緩，半導體需求出現變化，2023年出口增長疲軟，但2024年出口表現有望改善。 半導體需求出現變化，再加上地緣政治風險升高，外資拋售台股金額擴大。預期前者將緩步復甦，股市有望出現因前景改善而導致的買盤回補，後者則仍存在一定的風險。 推動經濟安全保障為各國潮流，料對外直接投資將進一步擴大。被視為中國製造的替代選項，存在感將顯著上升。然而，需留意若地緣政治風險若升高，對台直接投資恐隨之受挫。 |
| 其他 | <ul style="list-style-type: none"> 台灣總統大選由對中國強硬路線的民進黨取得勝利。料中國將加強統一台灣的政策立場，以美國為首的國際社會如何反應，為地緣政治風險的觀察重點。 |

東亞貨幣動向與主題

| 東亞貨幣貶值主因 | 主題 | 東亞貨幣升值主因 |
|---|--|---|
| <p>中國景氣惡化</p> <p>聯準會維持鷹派立場</p> <p>信用風險</p> | <p>利率</p> <p>債券投資</p> <p>外匯交易</p> | <p>對於美國降息的期待升溫</p> <p>對於各國鴿派立場的預期減弱</p> |
| <p>外需成長停滯</p> <p>金融市場避險情緒升溫</p> | <p>實質需求</p> <p>經常收支</p> <p>直接投資</p> <p>證券投資</p> | <p>半導體產業復甦</p> <p>成為中國製造的替代選項後，東亞各國存在感上升</p> <p>服務收支（旅行收支）改善</p> |
| <p>原物料價格、進口物價高漲</p> | <p>物價</p> | |
| <p>圍繞東海與南海的領土問題</p> <p>不動產市場令投資者風險意願惡化</p> | <p>其他</p> | <p>當局出手穩定匯市</p> |

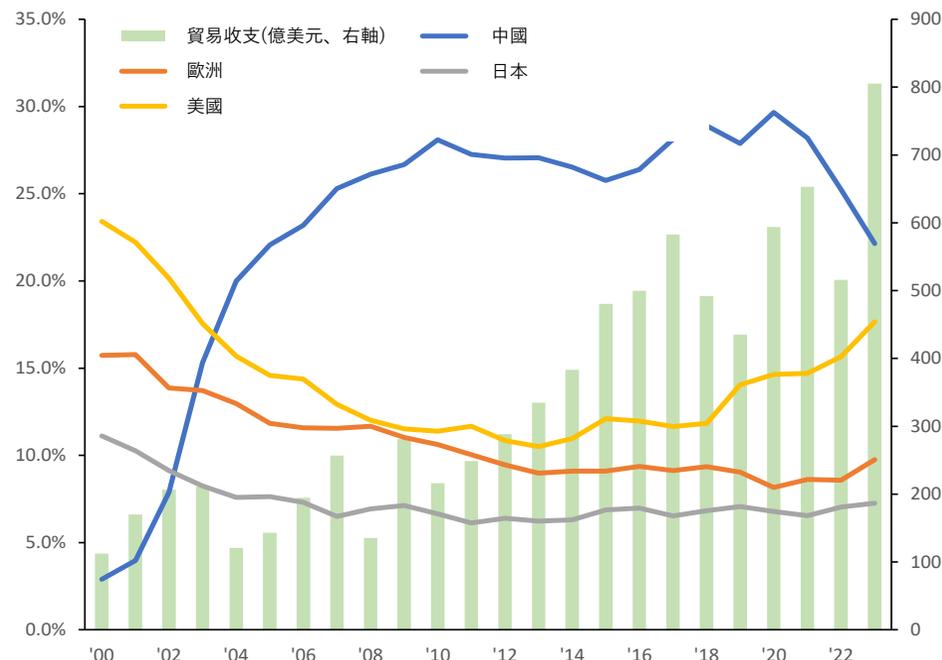
- 民進黨於本次總統大選中勝出，新任總統賴清德於就職記者會強調維持現狀的立場。將延續前總統蔡英文的路線
- 本次記者會後，中國再度對台灣發出警告。GDP規模與在半導體產業中的地位使台灣的重要性上升，若東海・南海爆發衝突，衝擊將以東亞為中心擴散至全球

各國GDP比較（%、全球佔比）



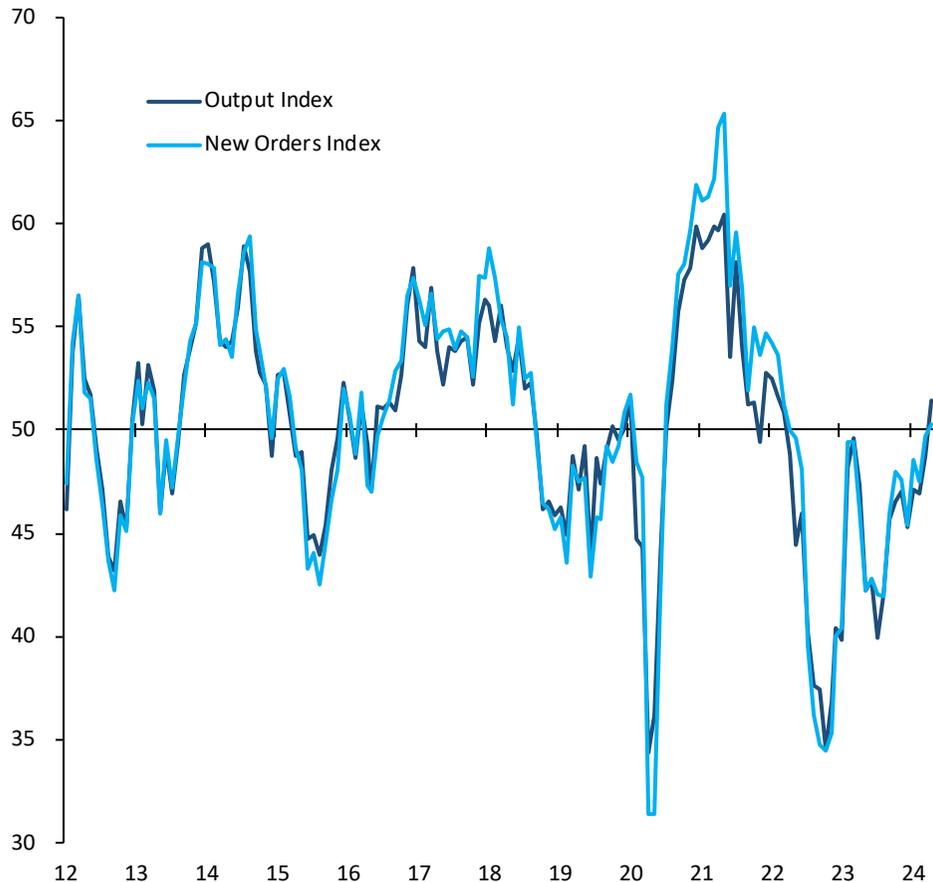
(資料來源) 瑞穗銀行

貿易收支與出口額比率

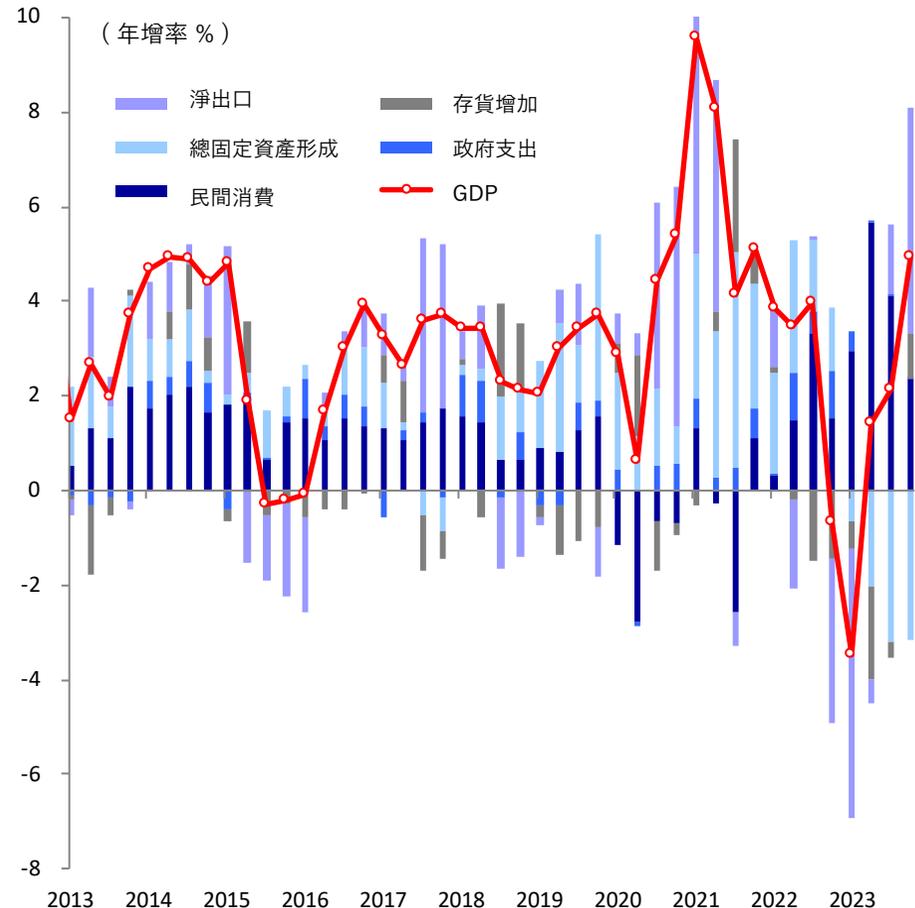


(資料來源) 瑞穗銀行

製造業PMI (生產、新訂單)

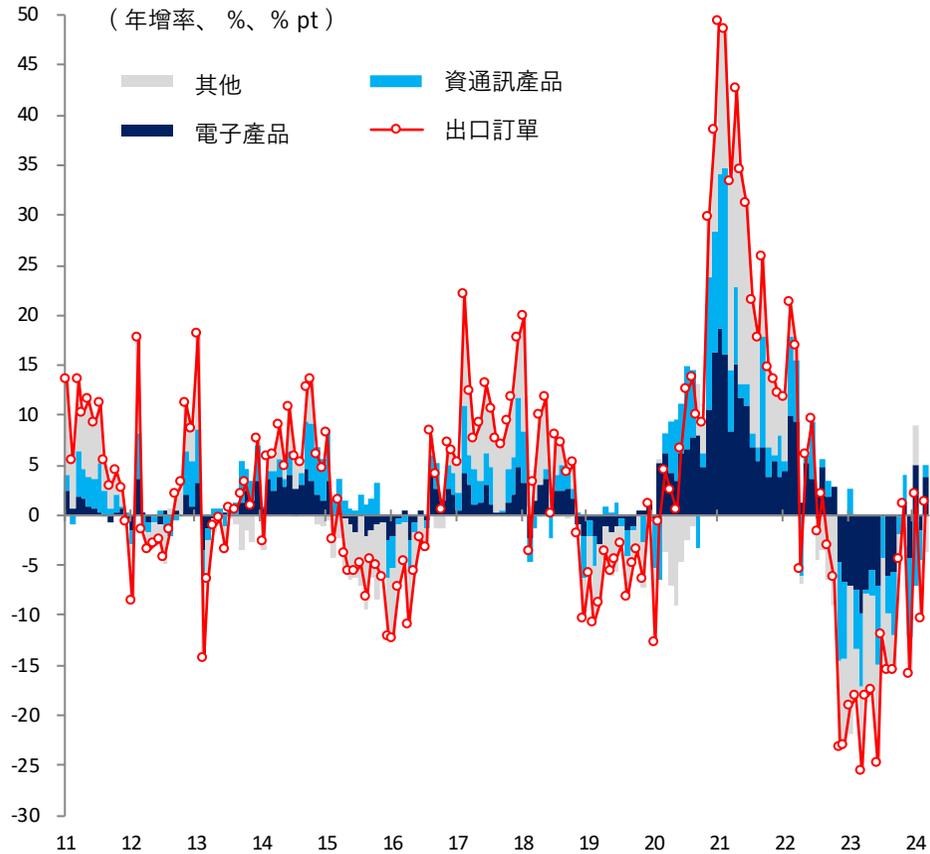


實質GDP成長率 (年增率、需求面細項)



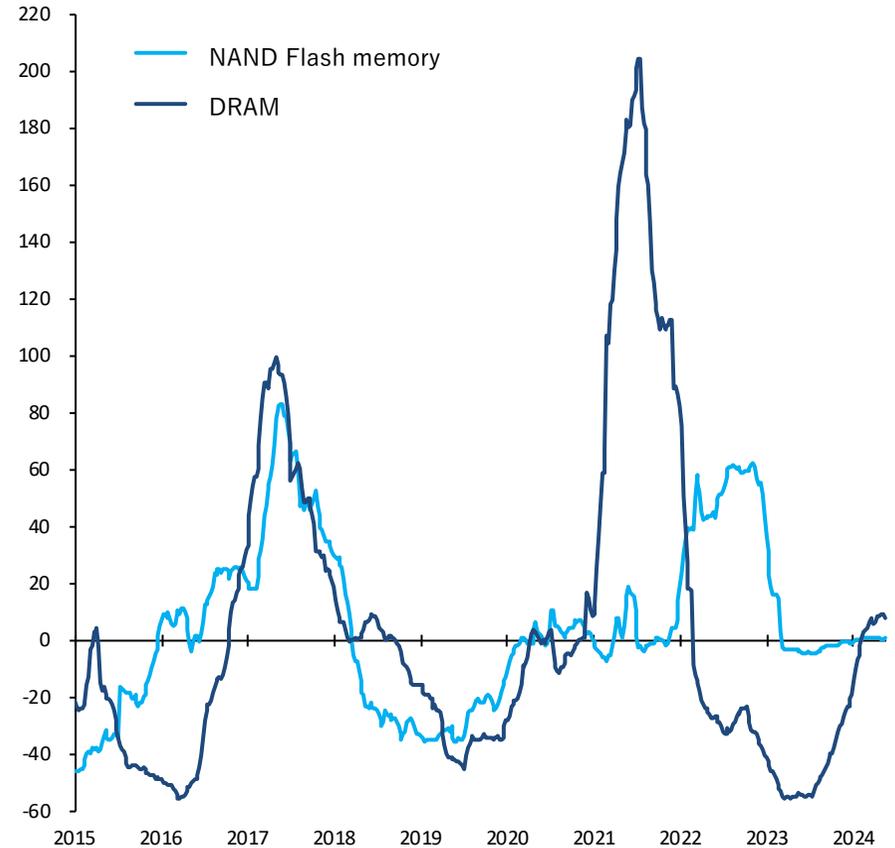
資料來源: Markit、台灣行政院主計處、彭博社、瑞穗銀行

出口訂單 (依產品類別之貢獻度)



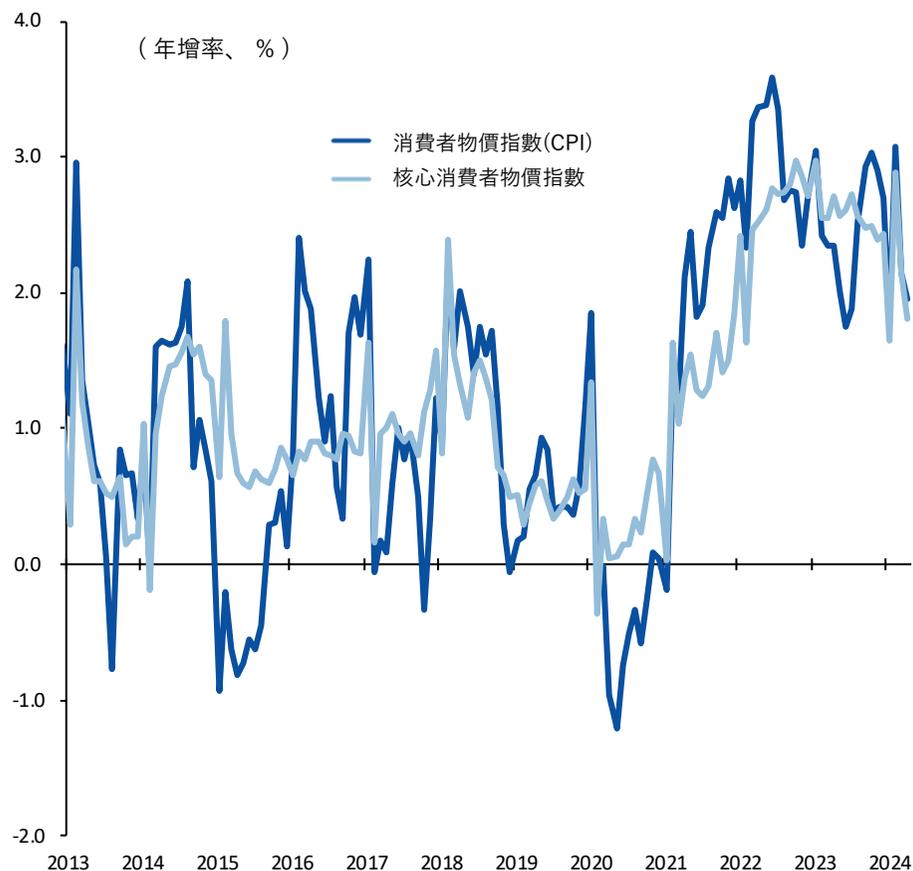
資料來源：台灣行政院主計處、彭博社、瑞穗銀行

半導體價格指數 (年增率、%)

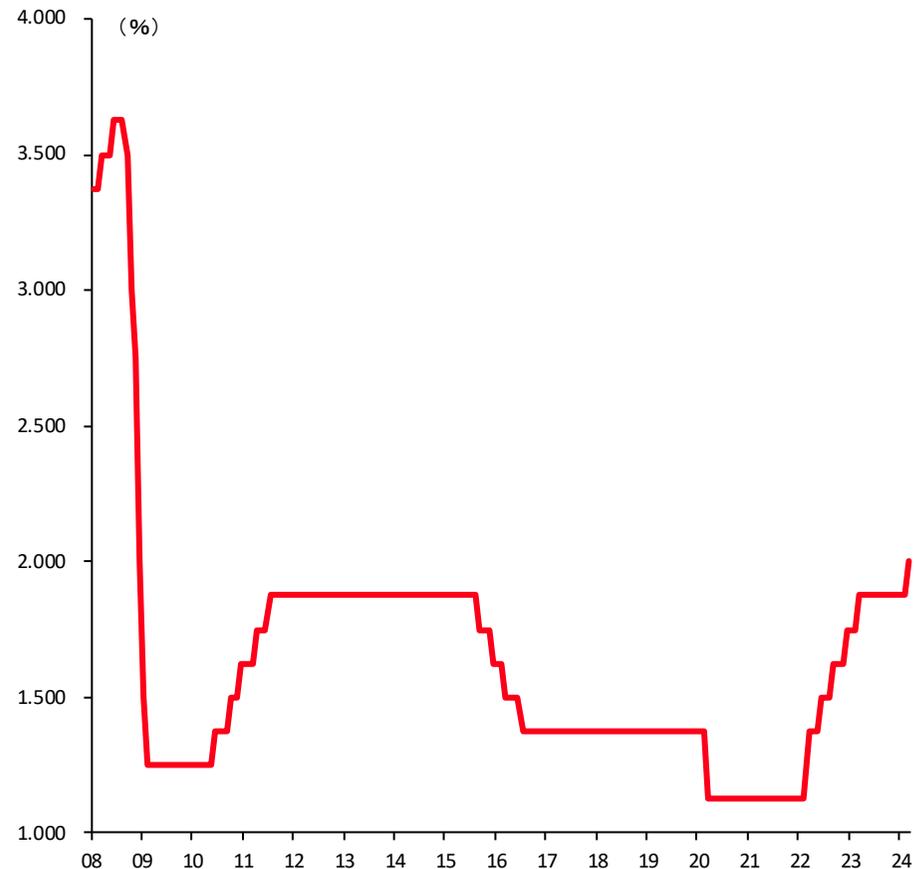


資料來源：Datastream、瑞穗銀行

消費者物價指數

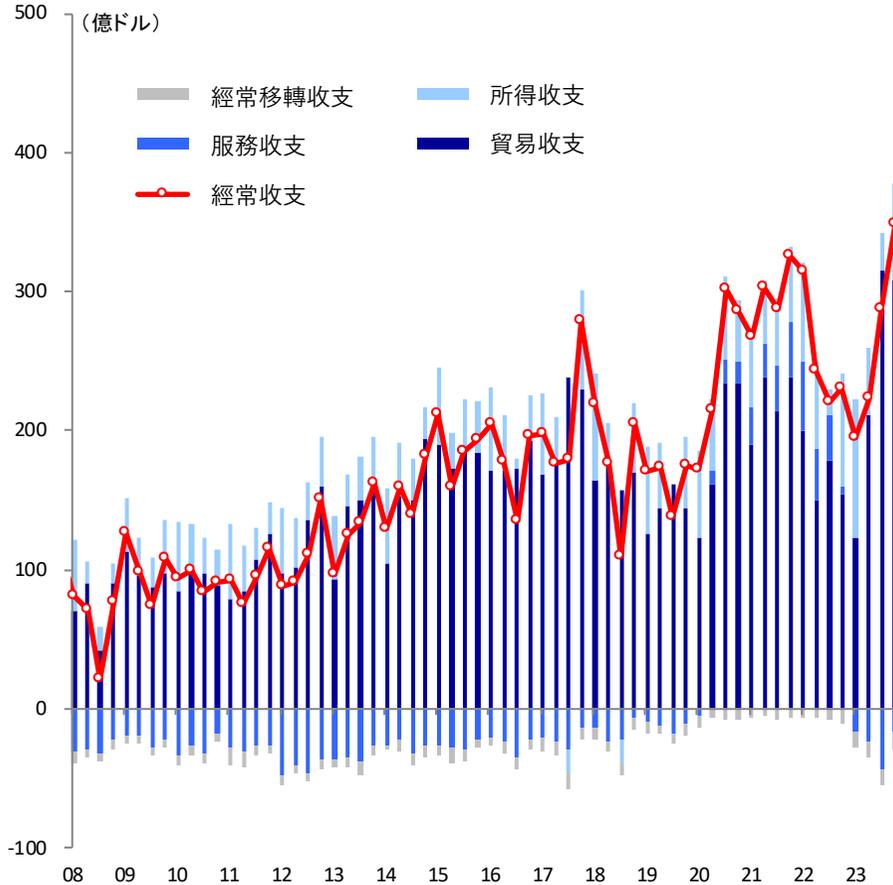


政策利率

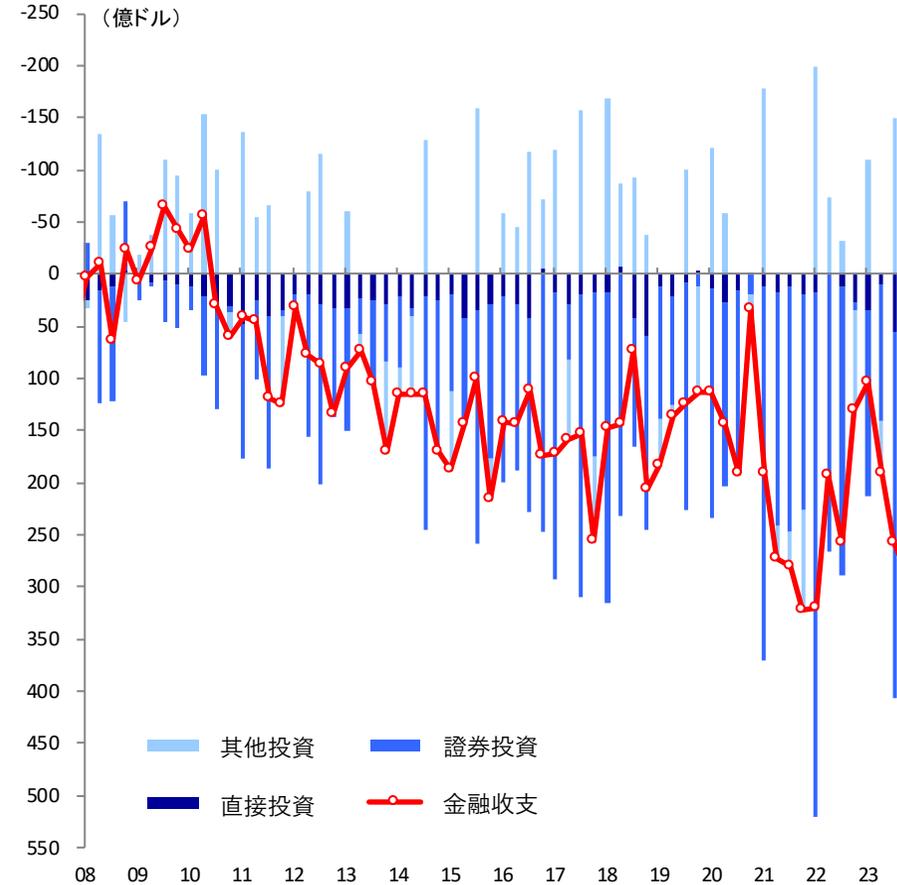


資料來源:台灣行政院主計處、台灣中央銀行、彭博社、瑞穗銀行

經常收支細項



金融收支細項



資料來源: 台灣中央銀行、彭博社、瑞穗銀行

新興市場貨幣匯率預測（兌 美元）

| | | 2024年 1～4月（實績） | 2024年 6月 | 9月 | 12月 | 2025年 3月 | 6月 |
|--------|-------|-------------------|-------------|-------|-------|-------------|-------|
| 兌 美元 | | | | | | | |
| 新興亞洲 | | | | | | | |
| 人民幣 | (CNY) | 7.1040 ~ 7.2474 | 7.25 | 7.20 | 7.15 | 7.10 | 7.05 |
| 港幣 | (HKD) | 7.8048 ~ 7.8387 | 7.82 | 7.80 | 7.80 | 7.78 | 7.77 |
| 印度盧比 | (INR) | 82.649 ~ 83.575 | 84.5 | 82.8 | 84.0 | 82.2 | 80.9 |
| 印尼盾 | (IDR) | 15426 ~ 16290 | 16000 | 15780 | 15900 | 15400 | 15200 |
| 韓元 | (KRW) | 1290.39 ~ 1400.13 | 1360 | 1340 | 1350 | 1330 | 1310 |
| 馬來西亞令吉 | (MYR) | 4.5892 ~ 4.8053 | 4.79 | 4.62 | 4.76 | 4.58 | 4.43 |
| 菲律賓幣 | (PHP) | 55.300 ~ 57.968 | 56.5 | 55.6 | 56.8 | 55.2 | 54.6 |
| 新加坡幣 | (SGD) | 1.3193 ~ 1.3670 | 1.37 | 1.35 | 1.37 | 1.34 | 1.33 |
| 台幣 | (TWD) | 30.518 ~ 32.666 | 32.0 | 31.5 | 31.8 | 31.3 | 30.5 |
| 泰幣 | (THB) | 34.11 ~ 37.20 | 36.3 | 35.2 | 36.2 | 35.0 | 34.5 |
| 越南盾 | (VND) | 24260 ~ 25463 | 25200 | 24800 | 25200 | 24900 | 24700 |
| 中東歐與非洲 | | | | | | | |
| 俄羅斯盧布 | (RUB) | 87.4000 ~ 95.4670 | 93.0 | 94.0 | 95.0 | 96.0 | 97.0 |
| 南非幣 | (ZAR) | 18.2639 ~ 19.3899 | 18.9 | 19.1 | 19.2 | 19.3 | 19.4 |
| 土耳其幣 | (TRY) | 29.6646 ~ 32.8170 | 32.0 | 31.5 | 31.0 | 30.5 | 30.0 |
| 拉丁美洲 | | | | | | | |
| 巴西幣 | (BRL) | 4.8317 ~ 5.2866 | 5.10 | 5.08 | 5.05 | 5.08 | 5.10 |
| 墨西哥幣 | (MXN) | 16.2616 ~ 18.2137 | 17.2 | 17.4 | 17.5 | 17.7 | 18.0 |

資料來源:彭博社、瑞穗銀行

新興市場貨幣匯率預測（兌日圓）

| | | 2024年 1～4月（實績） | 2024年 6月 | 9月 | 12月 | 2025年 3月 | 6月 |
|--------|----------|-------------------|-------------|--------|--------|-------------|--------|
| 兌日圓 | | | | | | | |
| 新興亞洲 | | | | | | | |
| 人民幣 | (CNY) | 19.830 ~ 22.066 | 21.79 | 21.67 | 22.24 | 22.82 | 23.26 |
| 港幣 | (HKD) | 18.032 ~ 20.437 | 20.20 | 20.00 | 20.38 | 20.82 | 21.11 |
| 印度盧比 | (INR) | 1.6953 ~ 1.9196 | 1.87 | 1.88 | 1.89 | 1.97 | 2.03 |
| 印尼盾 | (100IDR) | 0.9134 ~ 0.9844 | 0.99 | 0.99 | 1.00 | 1.05 | 1.08 |
| 韓元 | (100KRW) | 10.820 ~ 11.550 | 11.62 | 11.64 | 11.78 | 12.18 | 12.52 |
| 馬來西亞令吉 | (MYR) | 30.593 ~ 33.493 | 32.99 | 33.77 | 33.40 | 35.37 | 37.02 |
| 菲律賓幣 | (PHP) | 2.5412 ~ 2.7648 | 2.80 | 2.81 | 2.80 | 2.93 | 3.00 |
| 新加坡幣 | (SGD) | 106.653 ~ 117.513 | 115.75 | 115.90 | 116.48 | 121.35 | 123.31 |
| 台幣 | (TWD) | 4.5757 ~ 4.8935 | 4.94 | 4.95 | 5.00 | 5.18 | 5.38 |
| 泰幣 | (THB) | 4.0960 ~ 4.3101 | 4.35 | 4.43 | 4.39 | 4.63 | 4.75 |
| 越南盾 | (100VND) | 0.5807 ~ 0.6291 | 0.63 | 0.63 | 0.63 | 0.65 | 0.66 |
| 中東歐與非洲 | | | | | | | |
| 俄羅斯盧布 | (RUB) | 1.552 ~ 1.739 | 1.70 | 1.66 | 1.67 | 1.69 | 1.69 |
| 南非幣 | (ZAR) | 7.588 ~ 8.498 | 8.36 | 8.17 | 8.28 | 8.39 | 8.45 |
| 土耳其幣 | (TRY) | 4.538 ~ 4.945 | 4.94 | 4.95 | 5.13 | 5.31 | 5.47 |
| 拉丁美洲 | | | | | | | |
| 巴西幣 | (BRL) | 28.829 ~ 31.200 | 30.98 | 30.71 | 31.49 | 31.89 | 32.16 |
| 墨西哥幣 | (MXN) | 8.2973 ~ 9.3411 | 9.19 | 8.97 | 9.09 | 9.15 | 9.11 |

資料來源:彭博社、瑞穗銀行

- 本資料僅為提供資訊而製作，非供招攬特定交易之用。
- 本資料所根據之資訊，雖經判斷為可信賴之資訊，惟不擔保其正確性與確實性。在此所記載之內容，可能未經通知即予變更。
- 投資與交易相關之最後決定，惠請客戶自行判斷。
- 本資料之著作權歸屬瑞穗銀行，不問目的為何，未經許可一律禁止引用或複製。
- 資料內容可能包含了個人見解，未必代表本機構立場。

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO

