

2025年台灣瑞穗講演會

USD/JPY・東亞貨幣匯率預測

～川普政府構想的貨幣政策與外匯市場的反應～

2025年11月

瑞穗銀行

國際外匯部

Senior Market Economist

堀 堯大

TEL：+81-3-3242-7065

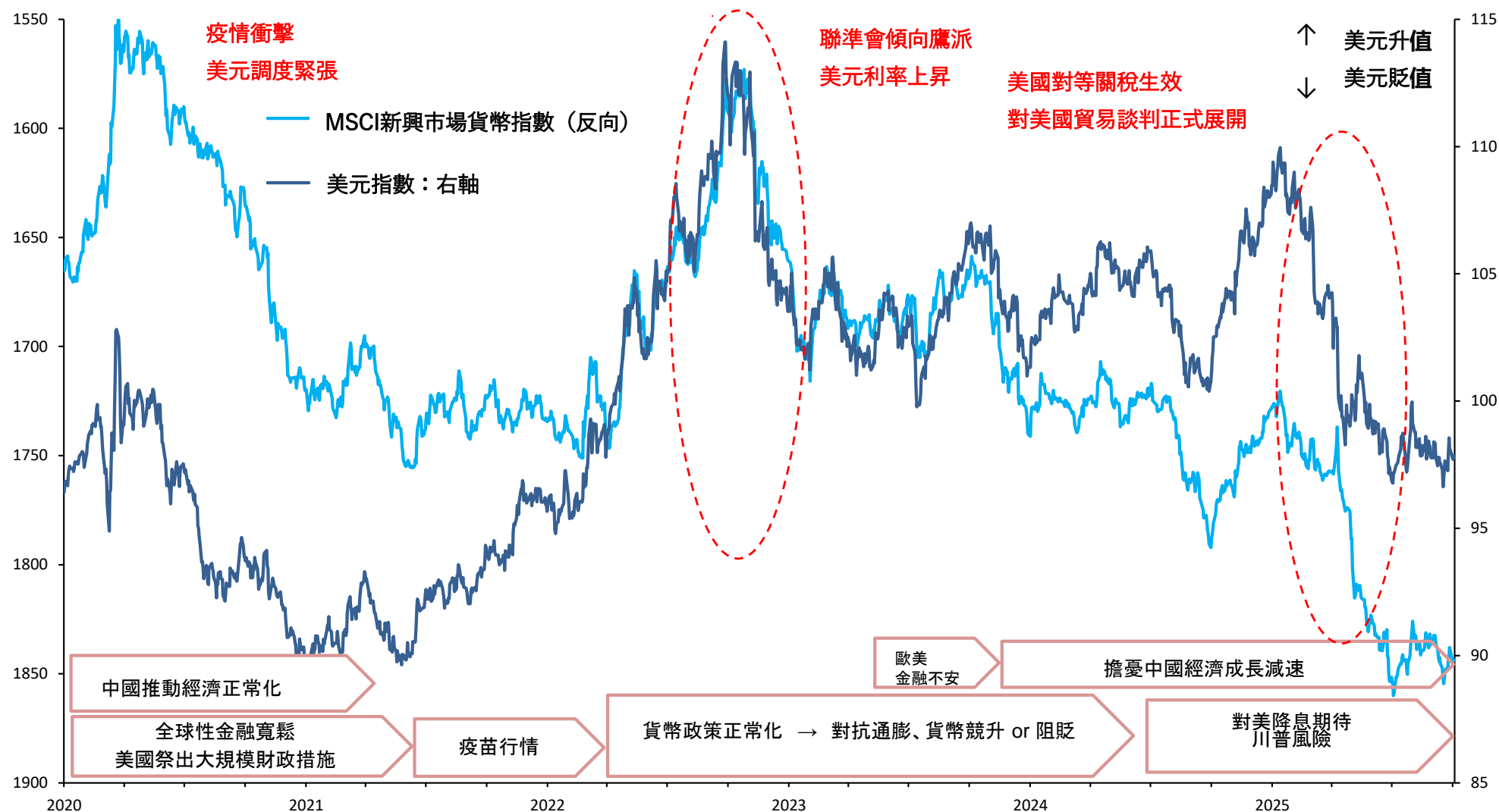
E-mail：takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

ともに挑む。ともに実る。



【綜述】進入下半年，美元貶值速度減緩

美元指數與新興市場貨幣指數



(出處): 彭博社、瑞穗銀行

【綜述】川普與多數國家的關稅談判於夏季告一段落，但……

- 4月，川普政府單方面向世界各國提出對等關稅稅率。儘管市場先前已一定程度地預期川普關稅將導致景氣放緩，但隨著關稅措施越發嚴格，市場上認為波及美國經濟的可能性提高，因此出現「美國賣盤」。
- 之後美國延後對等關稅生效日，開始展開與各國的個別談判。談判結果稅率大致上較4月下調，市場鬆了一口氣。
- 但仍須注意川普關稅今後恐將焦點轉向半導體等個別產品，並對實體經濟造成影響。

美國設定之對等關稅稅率（左：4月、右：8月）

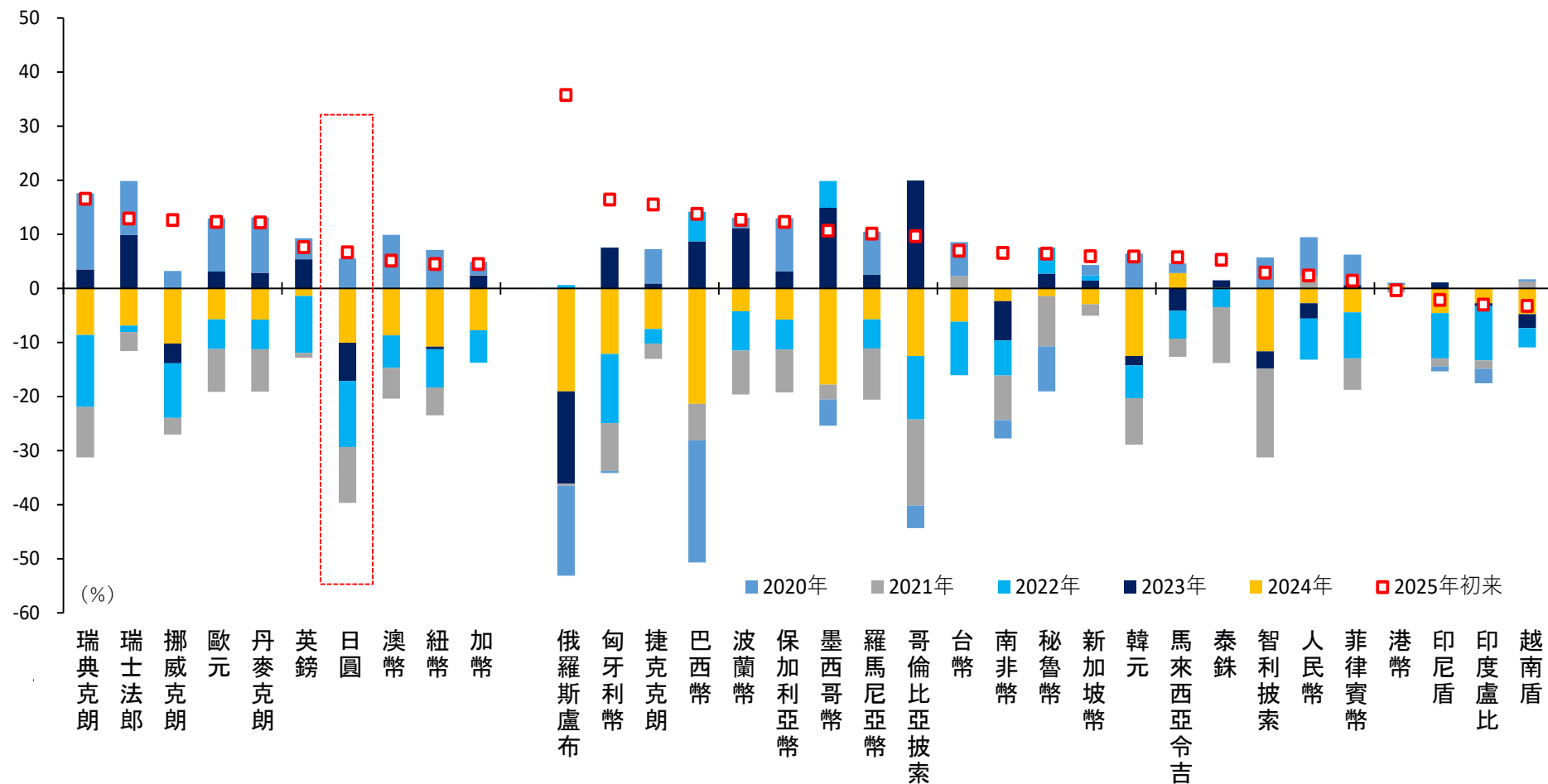
| 國家・地區 | 對等關稅稅率(%) | 國家・地區 | 對等關稅稅率(%) |
|-------|-----------|-------|-----------|
| 柬埔寨 | 49 | 日本 | 24 |
| 越南 | 46 | 馬來西亞 | 24 |
| 斯里蘭卡 | 44 | EU | 20 |
| 孟加拉 | 37 | 以色列 | 17 |
| 泰國 | 36 | 菲律賓 | 17 |
| 中國 | 34 | 英國 | 10 |
| 台灣 | 32 | 巴西 | |
| 印尼 | 32 | 新加坡 | |
| 瑞士 | 31 | 智利 | |
| 南非 | 30 | 澳洲 | |
| 巴基斯坦 | 29 | 土耳其 | |
| 印度 | 26 | 哥倫比亞 | |
| 韓國 | 25 | | |

| 國家・地區 | 對等關稅稅率(%) | 國家・地區 | 對等關稅稅率(%) |
|-------|-----------|-------|-----------|
| 巴西 | 50 | 菲律賓 | 19 |
| 印度 | 50 | 印尼 | 19 |
| 中國 | 30 | EU | 15 |
| 墨西哥 | 30 | 韓國 | 15 |
| 南非 | 30 | 日本 | 15 |
| 哈薩克 | 25 | 以色列 | 15 |
| 孟加拉 | 20 | 英國 | 10 |
| 台灣 | 20 | 新加坡 | |
| 越南 | 20 | 智利 | |
| 泰國 | 19 | 澳洲 | |
| 柬埔寨 | 19 | 土耳其 | |
| 馬來西亞 | 19 | | |

（出處）瑞穗銀行整理媒體報導

【綜述】即使上半年美元遭拋售，日圓升值速度仍溫和

各種貨幣兌美元的表現

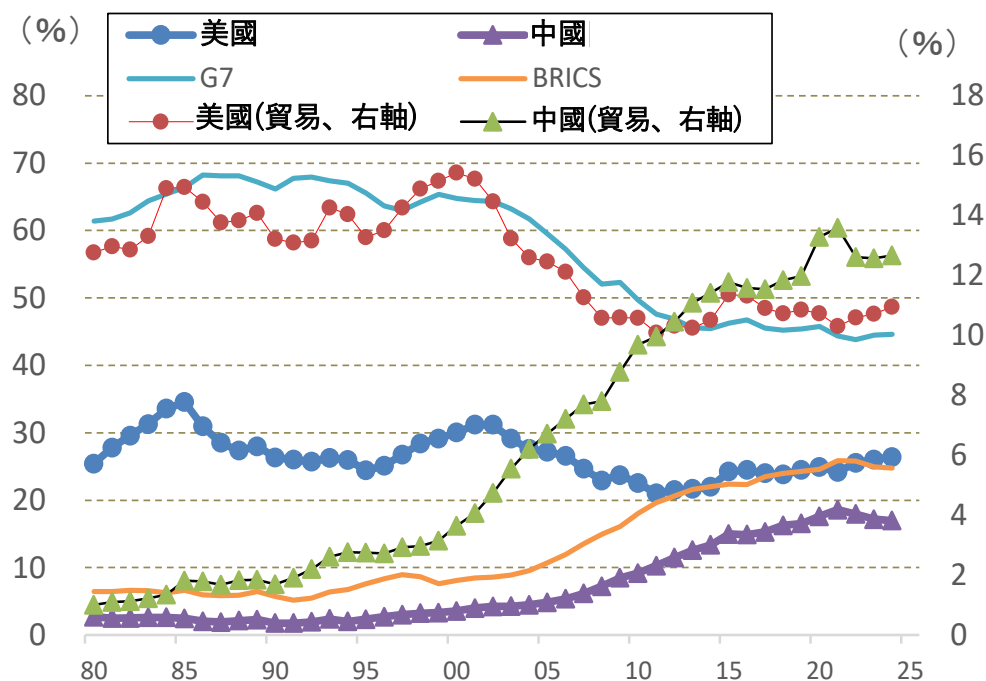


截至2025年8月31日
(出處): 彭博社、瑞穗銀行

【綜述】川普政府構想的貨幣政策為何？

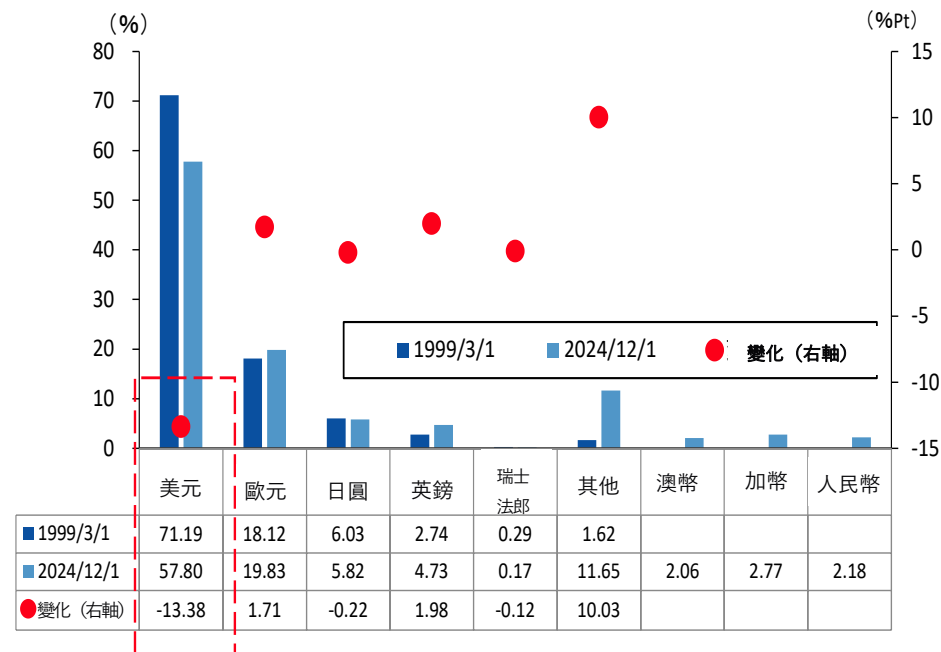
- 單純就匯率角度而言，川普政府傾向美元貶值
- 但同時又希望維持且強化美元作為主要貨幣的強勢地位
- 川普政府為何對這兩者有強烈執著？

世界GDP與貿易額佔比



(資料)macrobond

外匯存底持有貨幣變化（1999年3月之後）



※澳幣、加幣、人民幣於99年3月尚未公開，表中的「其他」包含此三種貨幣。
(資料)IMF,Datastream

【綜述】美國貨幣政策的未來走向？～與過去案例對比～

- 許多人將第二任川普政府包括干預貨幣政策等作為，與尼克森政府（1969～1974 年）進行比較
- 尼克森政府時期所面臨的「修復安全保障層面上的國際地位」，以及「穩定國內經濟」等課題，目前的川普政府也同樣存在
- 當時主要透過「削減維護安全保障的成本」和「奉行美國優先的保護主義」等方針來因應從這些策略上可窺見川普政府與尼克森政府相似之處。

尼克森政府與川普政府的政策比較

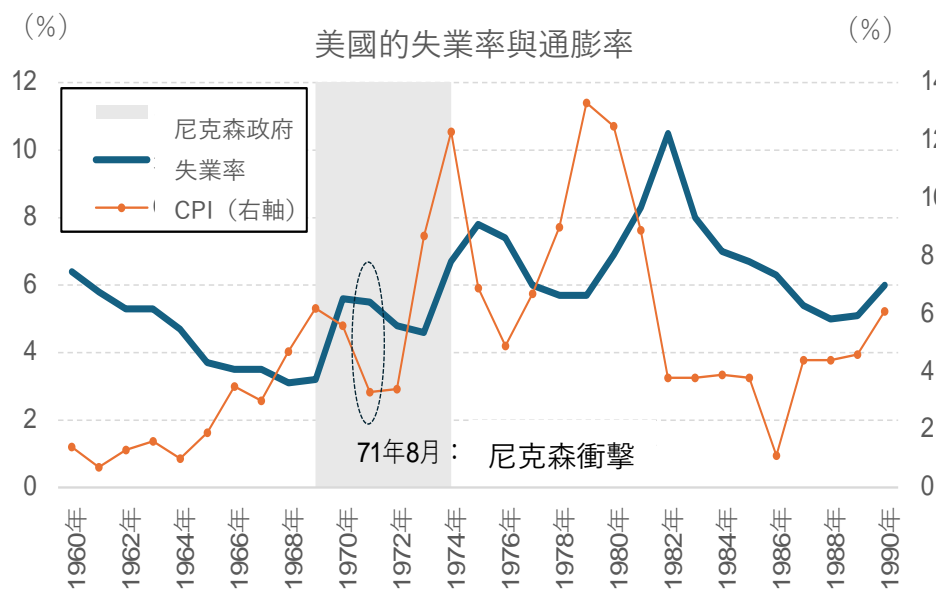
| 論點 | 尼克森(1969～74) | 川普(2025～) | 備註 |
|------|--|----------------------------------|--------------|
| 貿易政策 | 進口課徵金10% | 對等關稅政策 (基準10%、額外稅率為變動) | 皆傾向採取保護主義 |
| 貨幣政策 | 停止美元與黃金間的兌換 | 海湖莊園協議中 傾向美元貶值 | 皆傾向美元貶值 |
| 貨幣政策 | 施壓柏恩斯主席，要求降息 | 施壓鮑威爾主席，要求降息 | 皆傾向低利率政策 |
| 外交政策 | 【尼克森主義】 同盟國均須各自負起 自己國家的防衛責任，減少美軍直接介入 | 【美國優先】 要求北約組織同盟國、 日韓增加國防費用 | 皆要求同盟國分擔安全保障 |
| 目的 | 對布列敦森林制度畫上終止符 | 布列敦森林制度2.0的野心 | 作為霸權國的成本降低 |
| 風險 | 停滯性通膨 | 停滯性通膨 | 皆為通膨下的金融寬鬆政策 |

（資料來源）瑞穗銀行

【綜述】美元匯率展望～是否會走向與尼克森時代相同的結局？～

- 尼克森時期受國內外因素影響，財政赤字、貿易逆差均擴大。由於通膨成為社會問題，政府透過停止黃金與美元的兌換，並實施《經濟穩定法》成功地在短期內抑制物價。然而，在寬鬆貨幣政策中，兩次石油危機使通膨迅速惡化。迫使聯準會提高利率，導致美元急速升值。
- 儘管時代不同，但有人批評川普關稅有刺激通膨之虞，而推動美元貶值（≡要求降息）的政策也帶有同樣的危險性。與經濟、金融情勢背道而馳的金融貨幣政策，究竟能否長期持續？

美國失業率與通膨率



(資料) macrobond

美元指數與美國政策利率



(資料) 彭博社

【綜述】 確認匯率變動主要原因

外匯市場的基本變動因素

① 利率【短期】

- ・ 政策利率、國債利率

- ・ **美國考慮降息及其時機**
- ・ **各國貨幣政策動向**
- ・ 世界經濟軟著陸、中國景氣復甦狀況

② 供需【短～中期】

- ・ 貿易・經常收支、對外債權・債務

- ・ 經常收支: 特別是**商品、服務收支**
- ・ 證券投資: 金融市場的風險承擔
- ・ 直接投資: **全球供應鏈重整**

③ 物價【長期～超長期】

- ・ CPI、PPI 等

- ・ 世界性通膨見頂
- ・ **商品市況**
- ・ **服務價格: 薪資走向**

④ 其他【超短期】

- ・ 各種新聞動態（含地緣政治風險）

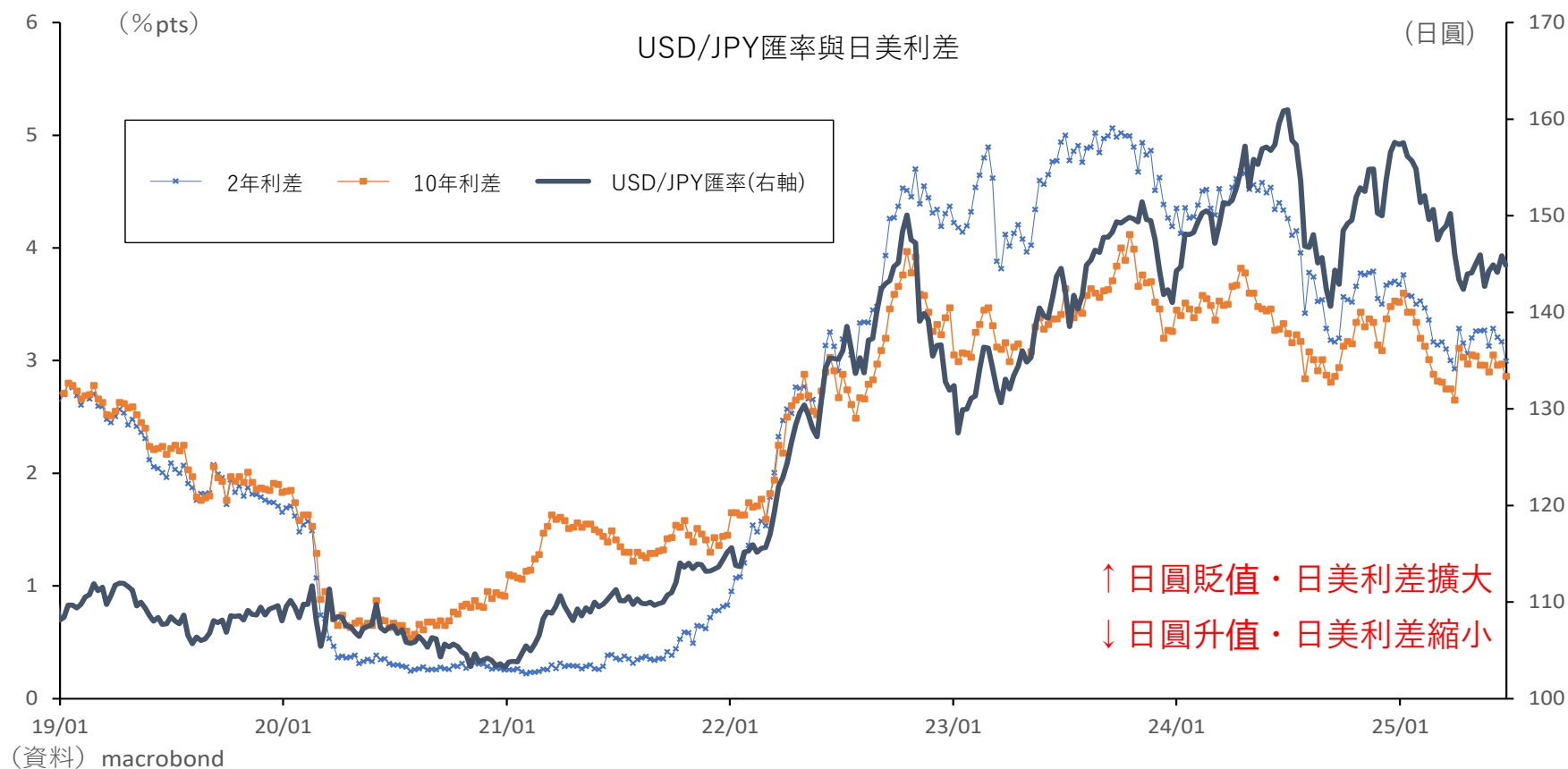
- ・ 地緣政治風險: **烏克蘭危機、中東局勢等**
- ・ 政治動向: **美國川普政府動向**
- ・ 既有的脆弱性: 財政、海外融資

（出處）瑞穗銀行

【USD/JPY】 當前日美利差動向

- 日美利差近期呈縮小趨勢，但相較於利差縮小的速度，日圓的貶值修正尚未跟上
- 除對日銀升息的預期外，也同時存在對日本政局與擴張性財政的不安

USD/JPY匯率與日美利差



- 上半年受川普關稅影響，日美貨幣政策陷入膠著，但「日本升息、美國降息」的基本方向並未改變。然而實際進度仍不明朗
- 對下一任聯準會主席人選的各種揣測，也成為強化市場對聯準會鴿派立場預期的因素。這些預期能否持續作為匯市交易主旋律？

2025年美元日幣走勢展望，利率與供需情況概況

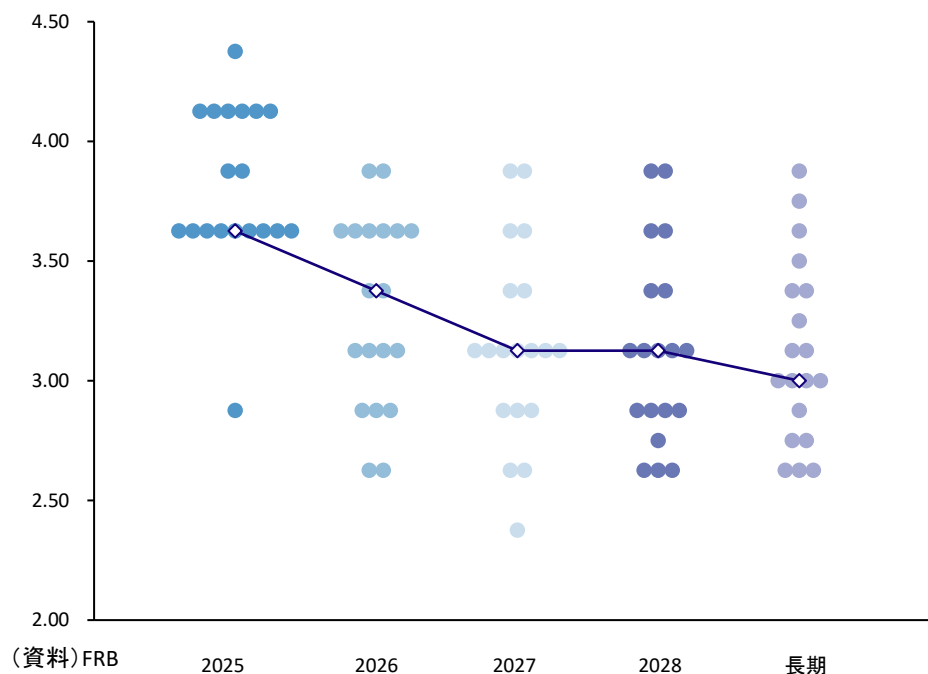
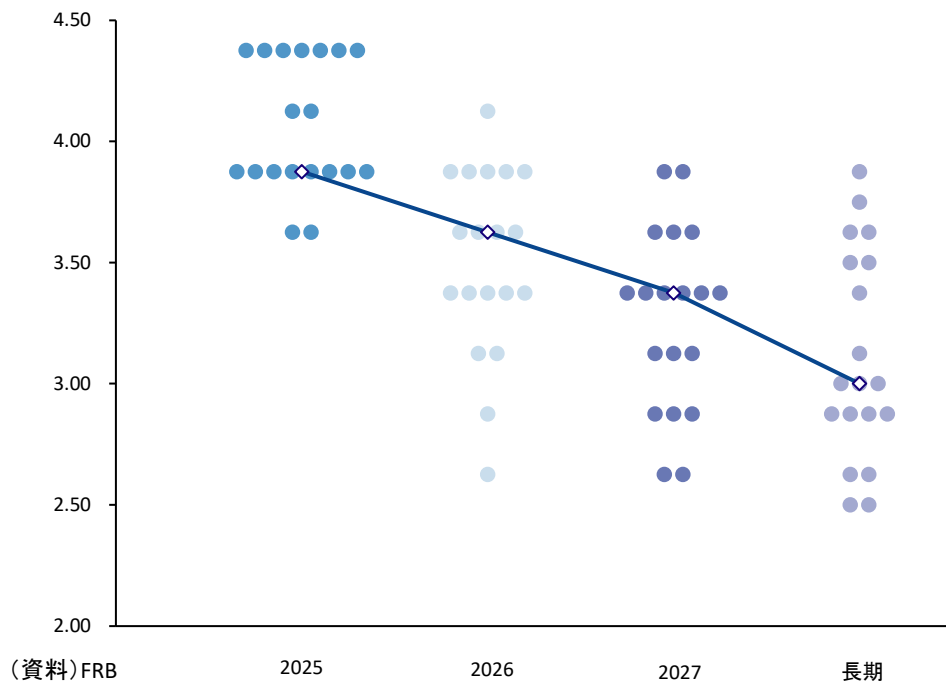
| | | 主要情境 | 溫和的日圓貶值風險 | 極端的日圓貶值風險 |
|----|------|-----------------|-----------------|------------------------|
| 利率 | 聯準會 | 今年降息3次以內 | 不追加降息 | 隨著通膨再度升溫，升息預期浮現 |
| | 日銀 | 維持升息路線，年底前數次升息 | 提前停止升息 | 為阻貶而數次升息 |
| 供需 | 經常收支 | 貿易收支隨原油價格下跌略有改善 | 原油急升導致惡化 | 原油急升且出口放緩 |
| | 金融收支 | 「家計部門日圓賣盤」暫緩 | 「家計部門日圓賣盤」加速 | 「家計部門日圓賣盤」加上海外直接投資加速 |
| 含義 | | 140~150日圓成為主戰場 | 維持150~日圓區間情境 | 維持160~日圓區間情境 |
| | | | 溫和的日圓貶值風險 | 極端的日圓貶值風險 |
| | | | 年內降息幅度超過100個基本點 | 年內降息幅度超過100個基本點+隔年加速降息 |
| | | | 截至1月前多次升息 | 年內多次升息 + 加快量化緊縮速度 |
| | | | 原油急跌，貿易收支趨於平衡 | 原油急跌 & 出口加速 |
| | | | 「家計部門日圓賣盤」放緩 | 「家計部門日圓賣盤」新NISA開始前 |
| | | | 維持140~日圓區間情境 | 陸續升破140日圓 |

(出處) 瑞穗銀行

【USD】美國貨幣政策現況 ～從降息時期到降息幅度～

- 9月FOMC相隔9個月宣布降息▲25基本點。過去數個月內，多項美國經濟指標已出現疲軟跡象，市場似乎已將降息納入預期。
- 隨著降息重啟，美國貨幣政策關注點轉向「降息幅度」。另一方面，鮑威爾主席在演講中重申，聯準會對持續性的高通膨依然保持警戒，因此急速轉向鴿派的可能性不大。最終，降息不太可能加速至低於川普總統要求的中性利率水準

FOMC委員利率點陣圖（%、左：2025年6月、右：2025年9月）



【USD】美國貨幣政策現況～主席更替是否會導致更明顯的鴿派傾向？～

- 根據聯準會公佈的經濟和物價展望，川普關稅被視為物價上漲、景氣減速的因素。雖然近期美國經濟指標的疲軟有助於降息決定，但如何評估川普關稅仍將是未來貨幣政策的重點
- 下一任聯準會主席的人選已成為市場熱門話題。市場已逐漸消化掉繼任人選將帶有濃厚川普色彩的預期，這也進一步強化了市場對聯準會轉向鴿派的期待
- 此外，總統無法直接干預參與政策決定的地區聯邦儲備銀行總裁之任命，因此聯準會委員的組成不至於受到強烈的政治色彩影響。需要留意的是，不能因為新體制的實施，便理所當然地認為會大幅降息。

聯準會的經濟、物價預測（%、左：2025年6月、右：2025年9月）

| | 2025 | 2026 | 2027 | 長期預測 |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 實質GDP成長率 (3月) | 1.4 (1.7) | 1.6 (1.8) | 1.8 (1.8) | 1.8 (1.8) |
| 失業率 (3月) | 4.5 (4.4) | 4.5 (4.3) | 4.4 (4.3) | 4.2 (4.2) |
| 個人消費支出 通膨率(3月) | 3.0 (2.7) | 2.4 (2.2) | 2.1 (2.0) | 2.0 (2.0) |
| 核心個人消費 支出通膨率(3月) | 3.1 (2.8) | 2.4 (2.2) | 2.1 (2.0) | |

(資料) FRB

| | 2025 | 2026 | 2027 | 長期預測 |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 實質GDP成長率 (6月) | 1.6 (1.4) | 1.8 (1.6) | 1.9 (1.8) | 1.8 (1.8) |
| 失業率 (6月) | 4.5 (4.5) | 4.4 (4.5) | 4.3 (4.4) | 4.2 (4.2) |
| 個人消費支出 通膨率(6月) | 3.0 (3.0) | 2.6 (2.4) | 2.1 (2.1) | 2.0 (2.0) |
| 核心個人消費 支出通膨率(6月) | 3.1 (3.1) | 2.6 (2.4) | 2.1 (2.1) | |

(資料) FRB

【JPY】 日銀貨幣政策展望 ～持續評估升息時機～

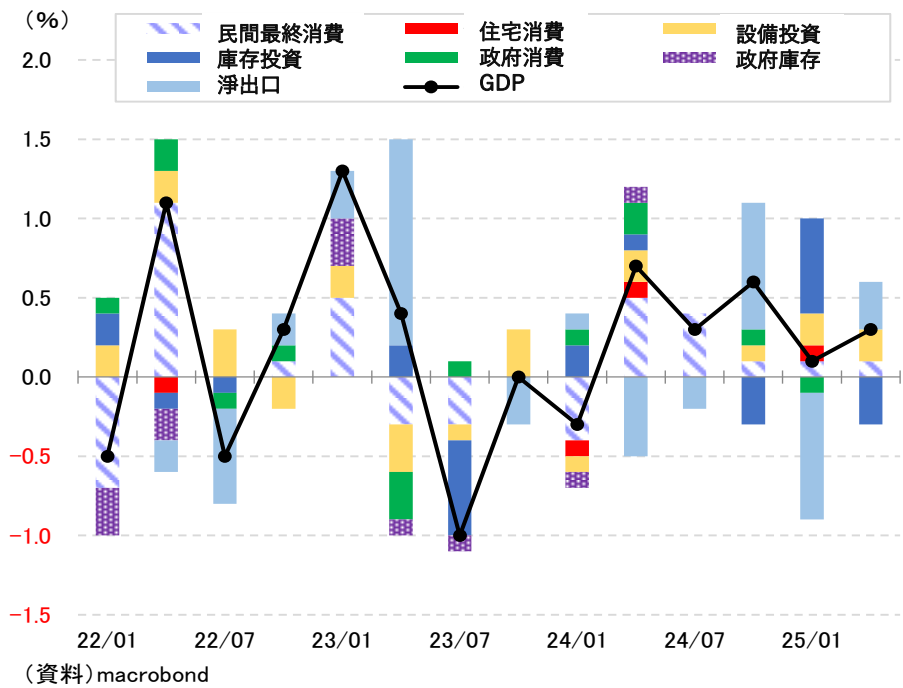
- 九月的會議上，日本央行繼續維持不升息的決定。然而，有兩名政策委員支持升息這一點，引起市場關注。隨著日美貿易談判的階段性進展，未來的不確定性正在逐漸消彌，對日本央行來說應是利多消息。
- 另一方面，市場正在醞釀「美國降息、日本升息」的預期也是事實，如果升息幅度未超出市場預期，難以促成積極的日圓買盤。
- 此外，也必須意識到日本經濟現狀稱不上強勁。需留意在實質個人消費仍未回升的情況下，進一步升息的門檻仍舊偏高。

日銀經濟・物價預測(7月、對上年比%)

| | 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、能源) |
|--------|------------------|---------------------|------------------------|
| 2025年度 | 0.5~0.7 <0.6> | 2.7~2.8 <2.7> | 2.8~3.0 <2.8> |
| 4月預測 | 0.4~0.6 <0.5> | 2.0~2.3 <2.2> | 2.2~2.4 <2.3> |
| 2026年度 | 0.7~0.9 <0.7> | 1.6~2.0 <1.8> | 1.7~2.1 <1.9> |
| 4月預測 | 0.6~0.8 <0.7> | 1.6~1.8 <1.7> | 1.7~2.0 <1.8> |
| 2027年度 | 0.9~1.0 <1.0> | 1.8~2.0 <2.0> | 2.0~2.1 <2.0> |
| 4月預測 | 0.8~1.0 <1.0> | 1.8~2.0 <1.9> | 1.9~2.1 <2.0> |

(註釋) < > 內為日本央行官員預測中值。(資料來源)日本央行

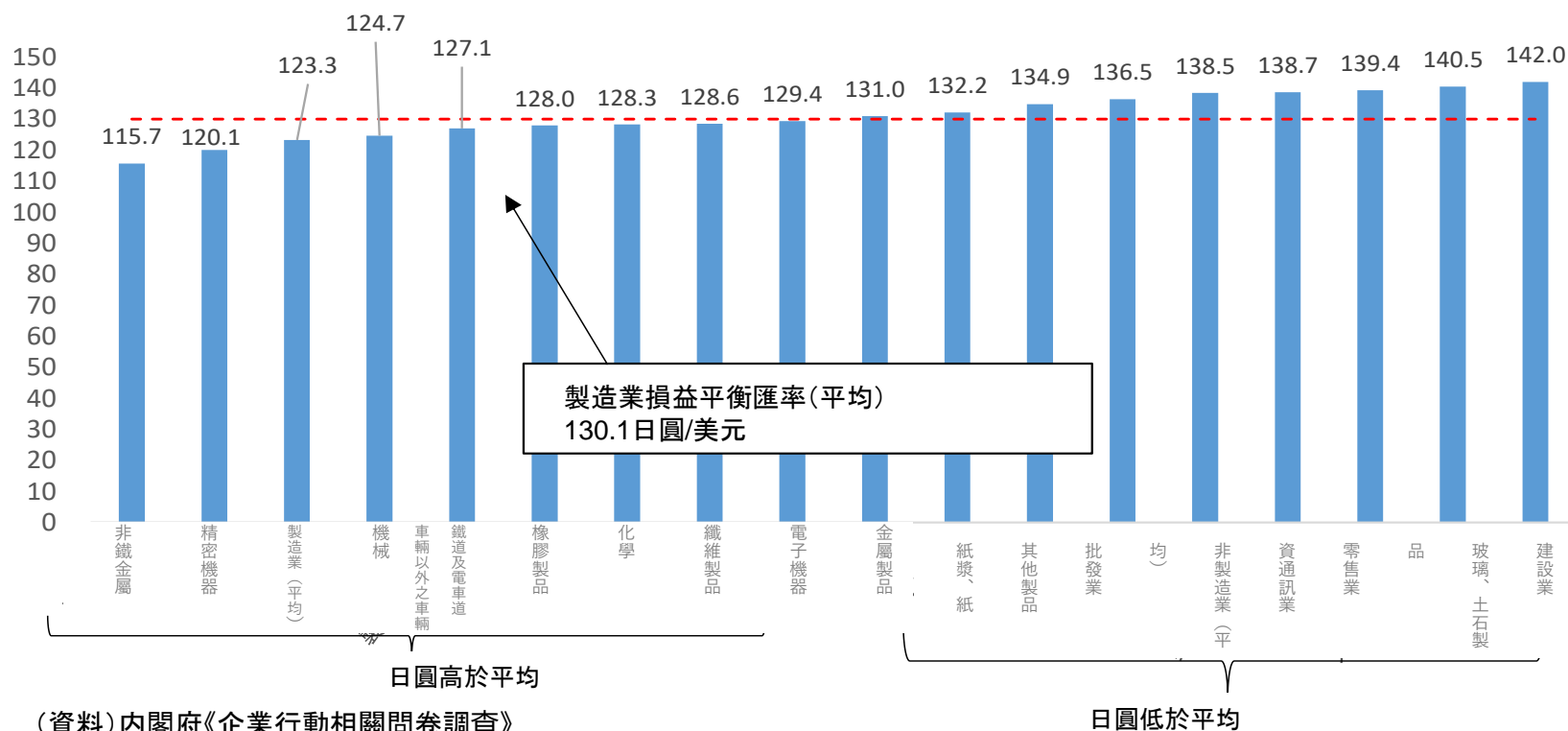
日本實質GDP的變化 (%、對上季比)



【JPY】川普關稅對日本央行貨幣政策帶來之影響？

- 根據今年1月內閣府公佈的《企業行動相關問卷調查》，整體出口企業的損益平衡匯率為 130.1日圓，製造業整體為 127.1日圓，均明顯高於實際匯率，這是利多因素。居高不下的美元兌日圓匯率水準顯然已成為緩和川普關稅衝擊的因素
- 透過暫緩升息來支撐日圓貶值、美元升值的局面，確實有助於抑制川普關稅的負面影響，但關鍵在於當前物價情勢是否允許

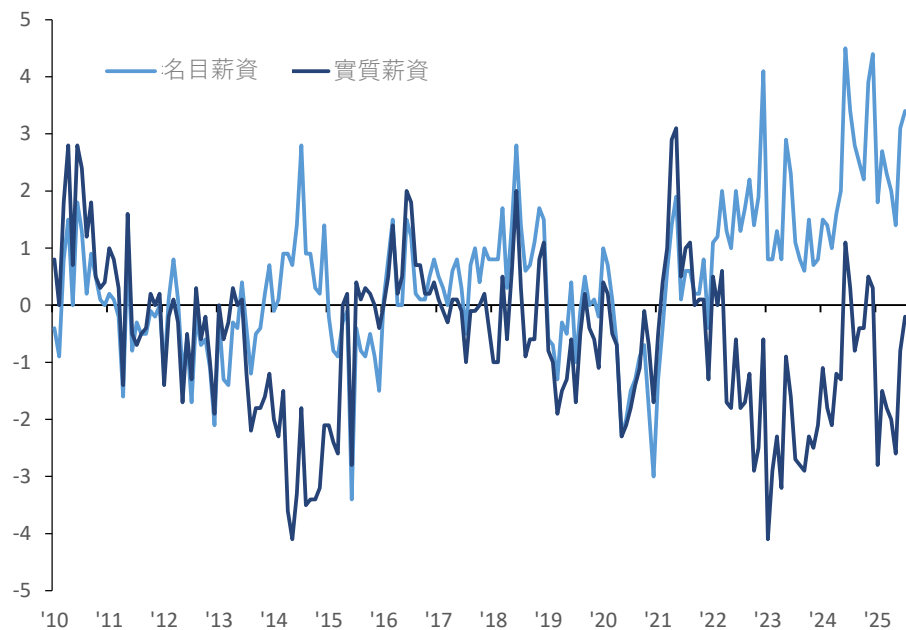
行業別 出口企業之損益平衡匯率



【JPY】高市新總裁誕生 ～通膨環境下擴張性財政漸趨現實～

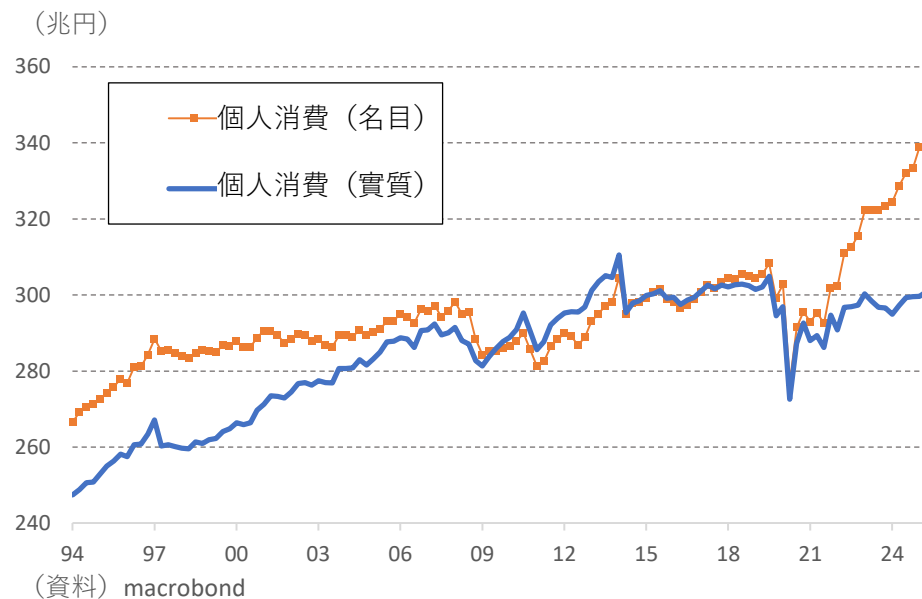
- 自民黨黨魁選舉中，高市當選成為新總裁。高市主張積極的財政和貨幣寬鬆政策，並且對日本央行升息持審慎立場，金融市場的反應為股價上漲、債券價格下跌、日圓貶值
- 值得注意的是，在日本幾乎充分就業狀態的勞動力市場環境下，財政、貨幣政策的執行空間較小。反之，伴隨財政擴張而來的財政紀律惡化可能會導致長期利率上升，並削弱民間的借款及消費意願。此外寬鬆的貨幣政策也可能引發日圓貶值及高通膨的固定化，導致實質薪資和個人消費陷入停滯
- 綜合來看，高市的政策取向很可能誘發通膨。她如何與希望推動貨幣政策正常化的日本央行互動，也是預測日圓匯率的重要關鍵

薪資（名目・實質）動向



(資料) 彭博社

個人消費（名目・實質）動向

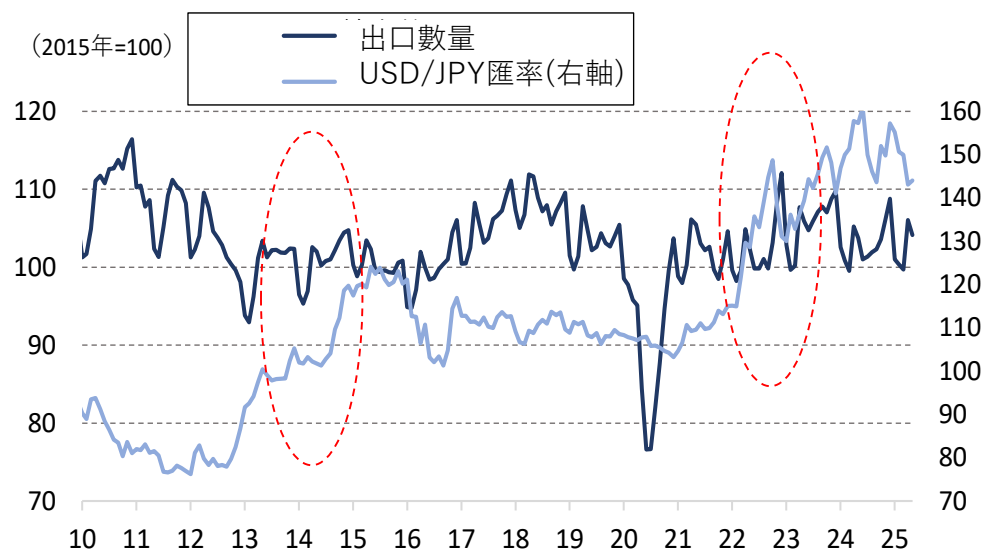


(資料) macrobond

【JPY】 供需環境導致的日圓賣壓不會輕易改變①

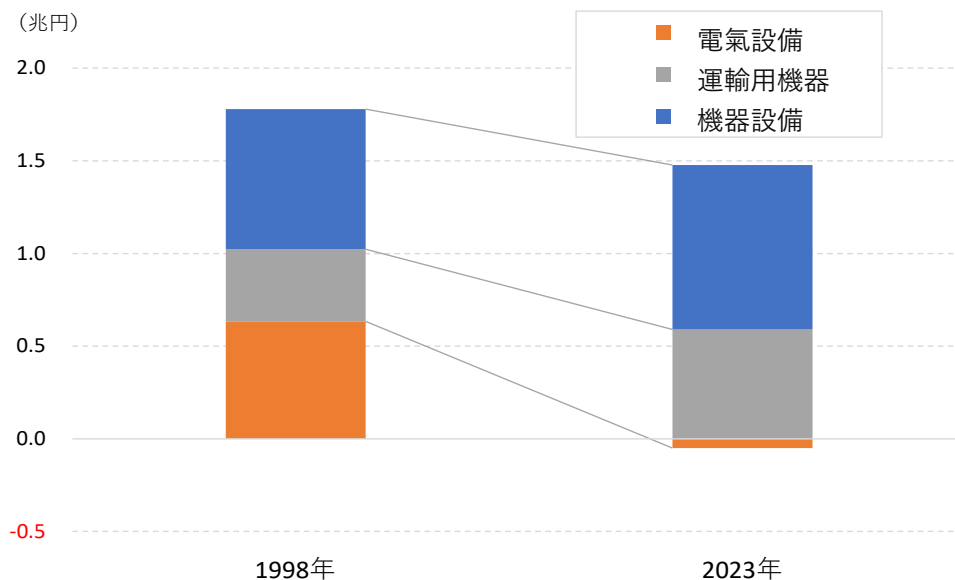
- 在過去的日圓貶值局面下，曾發生日圓貶值調整循環，也就是因日圓貶值改善了出口環境，出口增加從而產生實質日圓買盤，藉此修正過度的日圓貶值。
- 這種趨勢的明確改變發生於 2010 年代，即使日圓貶值，出口數量也不再增加。能賺取貿易順差的領域，僅限於運輸設備、一般機器等少數部分，其他領域的收支結構已轉為仰賴海外進口。

USD/JPY匯率與出口數量變化（3個月移動平均）



(資料) 彭博社、3月移動平均

日本貿易收支細項



(資料) macrobond

【JPY】 供需環境導致的日圓賣壓不會輕易改變②

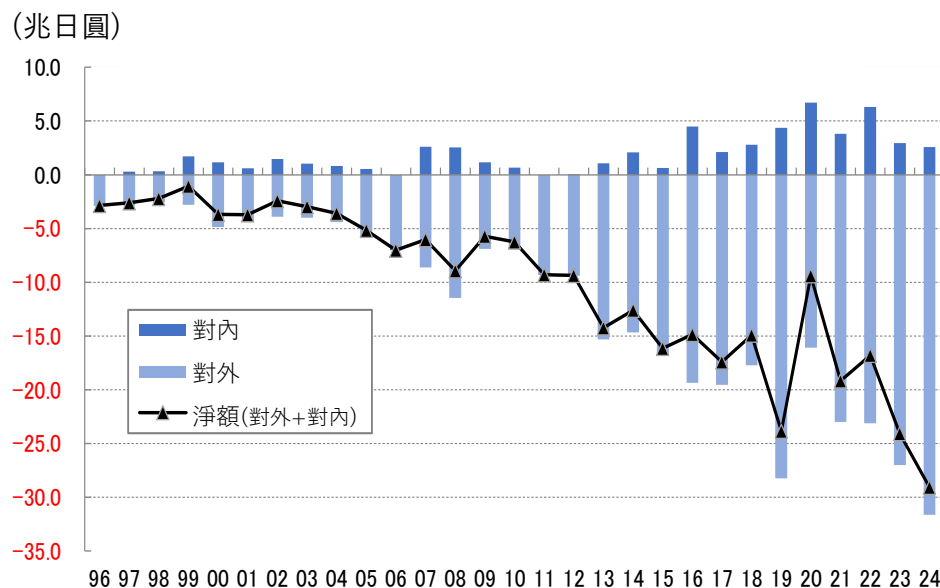
- 與往年相比，近幾年的貿易、服務業收支逆差幅度大，無疑已成為日圓長期貶值的原因之一。
- 此外，2024 年的對外直接投資累計達到▲31兆6325億日圓，創下歷史新高。另一方面對內直接投資累計僅有+2兆5648億日圓。淨直接投資（對內－對外）的資金流出高達▲29兆677億日圓，為有史以來最大的淨流出。由於直接投資的資金流動通常為一筆到位的非對沖性質，短期內回流造成日圓升值的可能性不高。

貿易、服務收支實績（兆日圓）與美元日圓匯率行情

| | 貿易 | 服務 | 貿易服務 | 日圓兌美元變化率 (對上年比) |
|-------|-------|------|-------|--------------------|
| 2022年 | -15.5 | -5.6 | -21.1 | -13.9 |
| 2014年 | -10.5 | -3.0 | -13.5 | -13.7 |
| 2013年 | -8.8 | -3.5 | -12.3 | -21.4 |
| 2023年 | -6.5 | -2.9 | -9.4 | -7.6 |
| 2012年 | -4.3 | -3.8 | -8.1 | -12.8 |
| 2024年 | -3.9 | -2.6 | -6.5 | -11.5 |
| 2011年 | -0.3 | -2.8 | -3.1 | 5.2 |
| 2015年 | -0.9 | -1.9 | -2.8 | -0.4 |
| 2021年 | 1.8 | -4.2 | -2.5 | -11.5 |
| 2019年 | 0.2 | -1.1 | -0.9 | 1.0 |

(資料)日本銀行、Bloomberg、※以可取得的1985年以後之資料為對象

日本對外、對內直接投資



(資料)財務省

重點：在「美國賣盤」的疑慮仍未消散下，川普政府的貨幣政策認真程度有多高？

【各貨幣重點】

【美元】在**預測期間內**，美國關稅政策**產生通膨效應**。雖然市場已**預期聯準會主席更迭**後貨幣政策將更傾向鴿派，但貨幣寬鬆與弱勢美元的政策，可能造成通膨再度升溫。**2026年後的降息是否依然是當然選項？**

【日圓】貿易談判中美國的要求基本上都會導致日圓供需關係惡化的題材。難以期待透過日銀的政策出現利率上升所帶動的日圓升值情境。需留意**日本國內政局的動盪與財政紀律鬆弛**，正逐漸成為日圓賣盤的新材料。

G3外匯走勢展望（9月底）

| | 2025年 1～9月（實績） | 10～12月期 | 2026年 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 |
|-------|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 美元/日圓 | 139.89 ～ 158.88 (148.73) | 145 ～ 150 (147) | 145 ～ 150 (145) | 145 ～ 152 (147) | 147 ～ 154 (149) | 148 ～ 156 (150) |
| 歐元/美元 | 1.0125 ～ 1.1918 (1.1721) | 1.15 ～ 1.20 (1.18) | 1.16 ～ 1.21 (1.19) | 1.15 ～ 1.19 (1.17) | 1.13 ～ 1.17 (1.16) | 1.13 ～ 1.17 (1.15) |
| 歐元/日圓 | 155.63 ～ 175.02 (174.40) | 170 ～ 176 (173) | 171 ～ 178 (173) | 170 ～ 177 (172) | 168 ～ 175 (173) | 168 ～ 178 (173) |

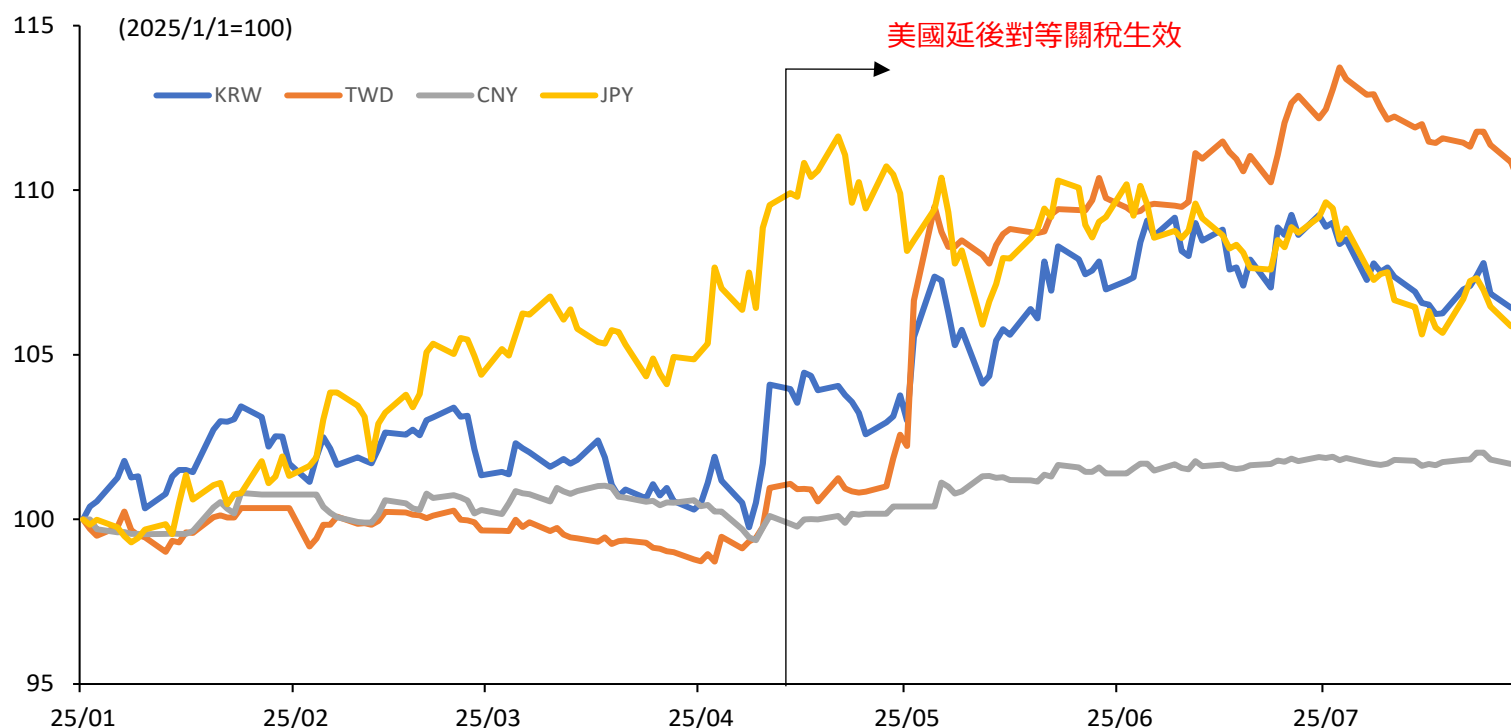
（註）1.實績欄至9月30日為止。 2.實績欄位參考彭博社資料。
3.預測欄位內為每季季底的預測值。

東亞貨幣預測

【東亞貨幣】市場揣測美方很可能引導美元貶值，匯市情緒亦趨敏感。

- 美國延後對等關稅生效後，台幣及韓元等亞洲貨幣呈現明顯漲勢。亞洲各國雖也陸續與美國展開個別談判，但市場猜測引導美元貶值可能成為談判籌碼。
- 雖然官方否定了此猜測，但若川普政府確實有意推動美元貶值，即將進入實質談判階段的東協貨幣也可能受到波及。目前對等關稅的談判雖已暫告一段落，但未來市場比起短期利率或供需變化影響，更可能因與美貿易談判的新聞出現敏感反應。

東亞貨幣年初至今的動向

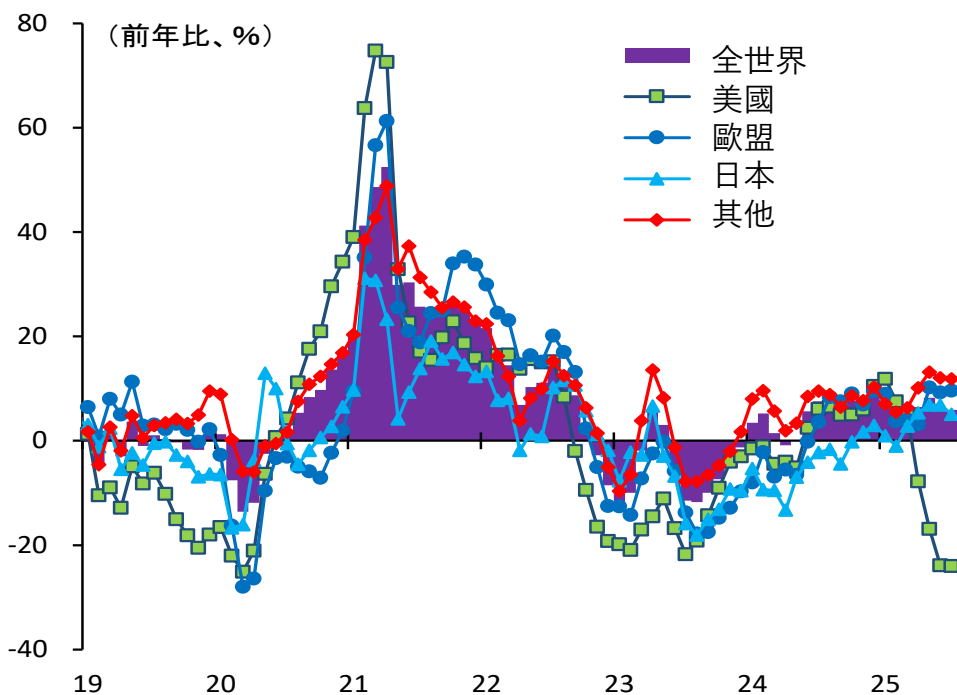


出處：彭博社、瑞穗銀行 注：2025/1/1=100

【東亞貨幣】 川普關稅對世界經濟的影響～①中國經濟

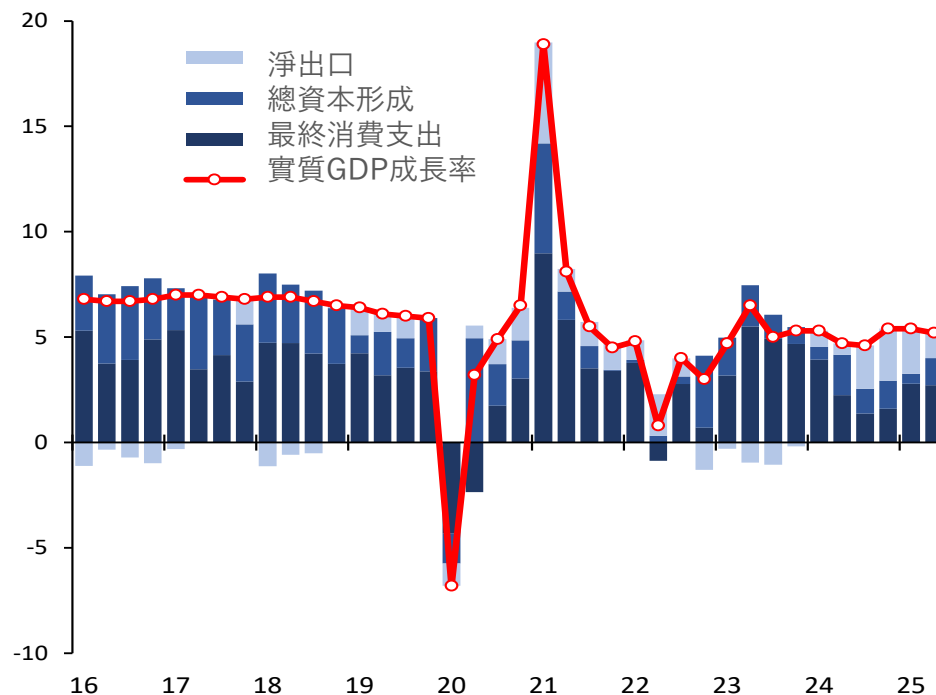
- 受川普關稅影響，對美出口明顯放緩，但貿易順差仍維持高水準。對東協國家、歐洲的出口增長取代了對美國出口。
- 從2025年實質GDP成長率走勢來看，維持了「5.0%左右」正成長的政府目標。但仍需注意近年來出現越來越仰賴外需的趨勢。
- 房地產市場等國內經濟挑戰依然存在，預計將持續從財政和貨幣兩方面支撐景氣

中國出口國別



(出處) Macrobond、瑞穗銀行

中國實質GDP成長率 (前年比%、年增率、%)

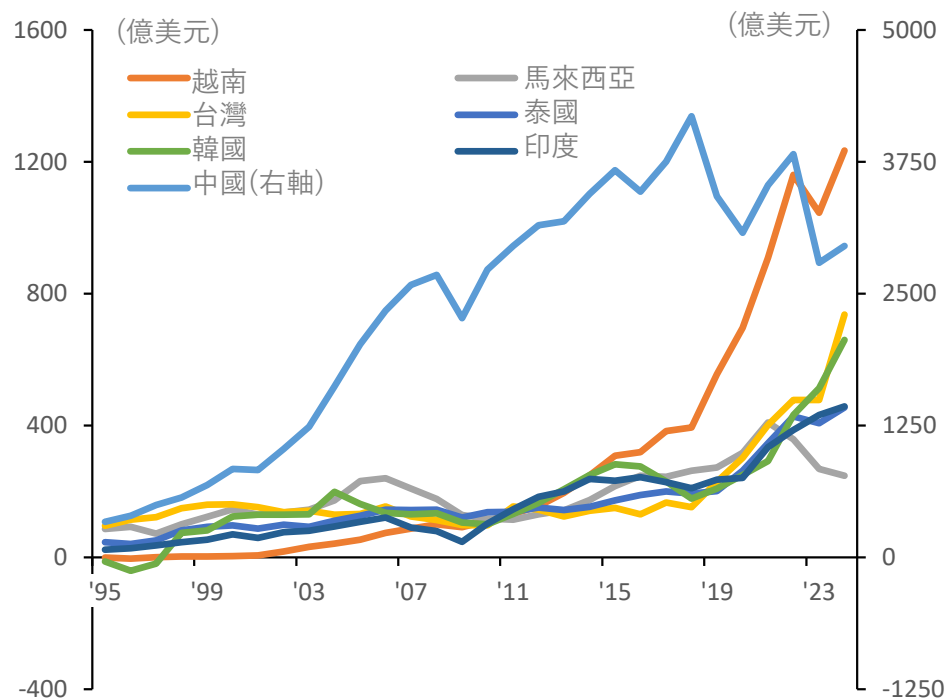


(出處) Macrobond、瑞穗銀行

【東亞貨幣】 川普關稅對世界經濟的影響～②亞洲經濟

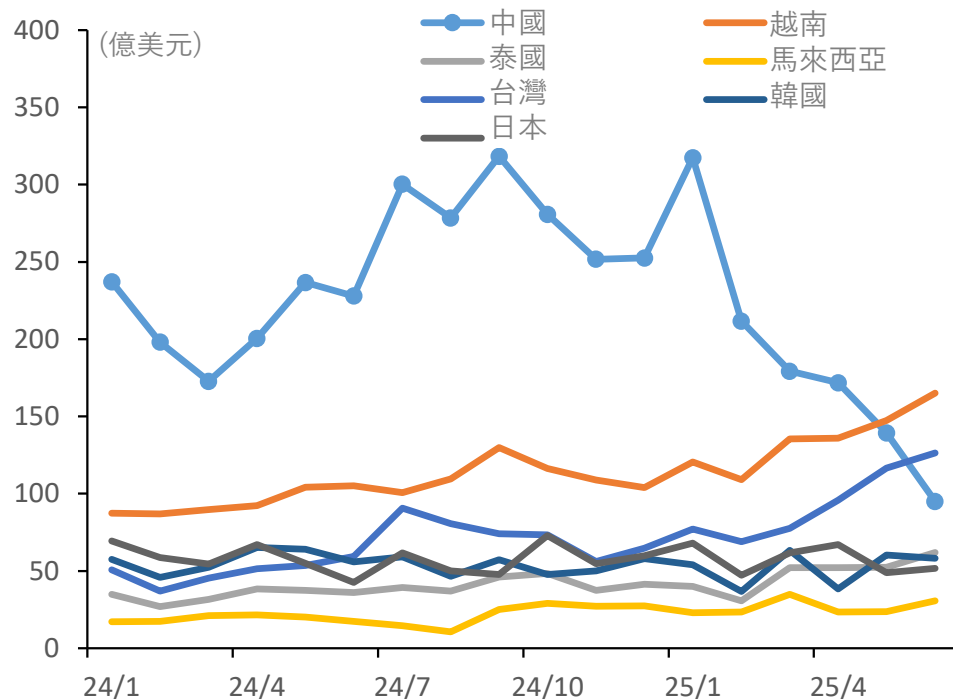
- 另一方面，隨著美中貿易摩擦加劇，周邊的東亞與東協國家對美出口增加，進入2025年後，越南與台灣部分單月對美貿易順差甚至超過中國
- 川普關稅確實促使全球供應鏈重組，但亞洲各國很可能成為中國繞道出口的據點。繞道出口的定義目前仍相當模糊，仍無法確定是否會成為川普政府的制裁對象

對美貿易順差的變化（年別）



(出處) Macrobond、瑞穗銀行

對美貿易順差的變化（2024年以後）



(出處) Macrobond、瑞穗銀行

【CNY】 貨幣升值・貨幣貶值、兩者風險並存

影響美元人民幣走勢的因素

| 人民幣貶值主因 | 主題 | 人民幣升值主因 |
|--|-------------------------------------|--|
| 因應危機的流動性供給 信用風險 中國人民銀行的追加貨幣寬鬆政策 | 利率 債券投資 外匯交易 | <u>美國持續降息</u> 期待經濟正常化、資金需要上升 |
| 服務業收支逆差擴大 <u>對內直接投資放緩</u> China+1 金融市場避險情緒 | 實質需求 經常收支 直接投資 證券投資 | 維持貿易收支順差水準 對成長股的證券投資 納入全球債券指數 |
| 持續平抑通貨膨脹 | 物價 | 原物料價格、進口物價高漲 |
| <u>西方國家對中追加關稅、投資限制</u> <u>美中經濟脫鉤</u> 中國當局加強對經濟與社會的控制 | 其他 | <u>當局出手支撐人民幣</u> 「雙循環」的經濟發展模式 人民幣國際化 |

| 主題 | 概要 |
|------|---|
| 方向 | 美國降息成為支撐材料，但川普政府下的美中關係惡化為最大風險。預料跌破7.0大關需要時間 |
| 利率 | <ul style="list-style-type: none">・上半年維持中國當局的目標5.0%左右，但從目前的景氣情勢來看，很難斷定經濟已明顯復甦。今年的全國人民代表大會上，雖然依舊設定了與去年相同水準的成長目標，但在美國持續強化對中政策的情況下，難以肯定外需部門能持續成長，政府勢必需要推出追加的景氣支撐政策。・中國人民銀行以支撐景氣為優先，持續實施貨幣寬鬆政策，而國內景氣的回穩是貨幣政策轉向的必要條件。另一方面，若聯準會在下半年後實施降息，美中之間利差縮小，將成為人民幣走貶的調整因素之一。 |
| 實質需求 | <ul style="list-style-type: none">・2024年下半年出口的增加，很可能是預期川普勝選而提前出口所致，美中貿易摩擦的加劇以及未來貿易順差縮小幾乎不可避免。・中國經濟正常化下，若海外旅遊需求回溫，雖可望擴大服務業收支逆差，但仍不及疫情前水準。由此也可判斷中國國內經濟的復甦步伐仍然緩慢。・包括對內直接投資在內，因美中對立而出現的脫鉤及全球去風險化潮流日趨顯著，各國對中投資態度可能會更加謹慎。 |
| 其他 | <ul style="list-style-type: none">・目前需要注意的是可能會因美中貿易談判的新聞，引發行情大幅波動。此外，中國人民銀行正在強化營運方針，目的不在追求人民幣持續升值，而是加強防範人民幣匯率的波動。 |

| | 2025年 1～9月（實績） | 2025年 10～12月期 | 2026年 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 |
|---------|-----------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| USD/CNY | 7.1024 ～ 7.3512 (7.1214) | 7.05 ～ 7.35 (7.18) | 7.00 ～ 7.30 (7.14) | 6.95 ～ 7.25 (7.11) | 6.95 ～ 7.20 (7.08) | 6.90 ～ 7.20 (7.05) |
| USD/JPY | 139.89 ～ 158.87 (147.90) | 145 ～ 150 (147) | 145 ～ 150 (145) | 143 ～ 150 (147) | 145 ～ 152 (149) | 147 ～ 154 (150) |
| CNY/JPY | 19.145 ～ 21.666 (20.75) | 19.7 ～ 21.3 (20.47) | 19.9 ～ 21.4 (20.31) | 19.7 ～ 21.6 (20.68) | 20.1 ～ 21.9 (21.05) | 20.4 ～ 22.3 (21.28) |

(註)1.實績欄至9月30日為止。
2.實績欄位參考彭博社資料。
3.預測欄位內為每季季底的預測值。

影響東亞貨幣走勢的因素

| 東亞貨幣貶值主因 | 主題 | 東亞貨幣升值主因 |
|---|-------------------------------------|--|
| <u>中國景氣低迷</u> 聯準會提早結束降息 信用風險 | 利率 債券投資 外匯交易 | <u>美國持續降息</u> 對於各國鴿派立場的預期減弱 |
| 外需成長停滯 金融市場避險情緒升溫 <u>「川普2.0」下的高關稅政策</u> | 實質需求 經常收支 直接投資 證券投資 | <u>半導體產業復甦</u> 東亞各國作為中國替代選項，存在感日益上升 服務收支（旅遊收支）改善 |
| 原物料價格、進口物價高漲 | 物價 | |
| <u>圍繞東海、南海的領土問題</u> 關於房地產市場的消費者心理惡化 | 其他 | 當局出手穩定匯市 |

【TWD】 走勢展望

| 主題 | 概要 |
|------|---|
| 方向 | 市場對美國降息的期待增強，觀察中國景氣與半導體產業需求的同時，預期在展望期間內台幣將轉為升值走勢 |
| 利率 | ・2025年4～6月期實質GDP成長率較去年同期大幅加速，達到+7.96%。預期關稅提高帶來的急單需求成為推動GDP增長的主要動力。台灣央行已將政策主軸轉向支撐景氣，短期內仍需警戒通膨風險、房地產價格上升，並關注川普政府的動向。預測期間內若聯準會傾向鴿派，可能成為新台幣支撐材料，逐步縮小台美利差。 |
| 實質需求 | ・2024年，美國等地區對半導體需求回升，台灣股市創下歷史新高。台灣的強項邏輯半導體需求預計依然保持強勁，但仍需警戒川普關稅的影響及地緣政治風險。 ・各國推動經濟安全保障的潮流升溫，料對外直接投資將進一步擴大，但短期內若市場風險偏好出現變化，仍有可能導致金融市場波動性升高。台灣被視為中國製造的替代選項，存在感將顯著上升，然而需留意全球保護主義的趨勢，對台直接投資恐隨之受挫。 |
| 其他 | ・此外，川普政府的對中政策以及交易外交可能會對台灣半導體產業帶來壓力，導致市場心理惡化。短期內也應警戒因貿易談判相關消息而可能出現的劇烈市場波動。 |

| | 2025年 1～9月 (實績) | 2025年 10～12月期 | 2026年 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 |
|---------|--------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| USD/TWD | 28.7900 ～ 33.2800 (30.4640) | 29.00 ～ 32.00 (30.00) | 29.00 ～ 31.70 (29.70) | 28.80 ～ 31.70 (29.30) | 28.50 ～ 31.50 (29.00) | 28.50 ～ 31.20 (29.00) |
| USD/JPY | 139.89 ～ 158.87 (147.90) | 145 ～ 150 (147) | 145 ～ 150 (145) | 143 ～ 150 (147) | 145 ～ 152 (149) | 147 ～ 154 (150) |
| TWD/JPY | 4.310 ～ 5.090 (4.856) | 4.53 ～ 5.17 (4.90) | 4.57 ～ 5.17 (4.88) | 4.51 ～ 5.21 (5.02) | 4.60 ～ 5.33 (5.14) | 4.71 ～ 5.40 (5.17) |

(註) 1.實績欄至9月30日為止。
2.實績欄位參考彭博社資料。
3.預測欄位內為每季季底的預測值。

| 主題 | 概要 |
|------|--|
| 方向 | 雖然取決於美元貶值政策的力度，但預期韓元將逐步升值。然而由於缺乏單獨的利多元素，升值幅度有限。 |
| 利率 | ・儘管通膨在近幾個月迅速趨緩，1～3月實質GDP成長率出現2020年以來首次負成長，4～6月季度雖恢復正成長，但經濟復甦的持續性仍令人存疑。韓國央行在下修經濟與物價展望後，決定在去年10月、11月及今年2月、5月連續降息。儘管韓國央行表示不會倉促降息，但市場已預期今年進一步降息的可能性。 |
| 實質需求 | ・在維持穩定貿易順差的挑戰中，川普關稅的動向備受關注，但隨著2025年半導體需求回溫，出口迄今已重拾動能。雖然與美國的對等關稅稅率已確定為15%，但汽車、半導體等個別產品的稅率尚未達成協議。也要注意出口展望並非特別強勁。 |
| 其他 | ・政權輪替後的政治混亂已逐漸告一段落。除了與美國的貿易談判之外，朝鮮半島的地緣政治風險正在惡化，近年來北韓與俄羅斯關係拉近一事也令人擔憂。諸如對美貿易談判、重新審視安全保障體制等，還有留有許多政治上的挑戰。 |

| | 2025年 1～9月（實績） | 2025年 10～12月期 | 2026年 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 |
|----------------|--------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| USD/KRW | 1347.23 ～ 1487.45 (1404.05) | 1350 ～ 1430 (1390) | 1330 ～ 1400 (1370) | 1320 ～ 1390 (1350) | 1300 ～ 1380 (1340) | 1290 ～ 1370 (1330) |
| USD/JPY | 139.89 ～ 158.87 (147.90) | 145 ～ 150 (147) | 145 ～ 150 (145) | 143 ～ 150 (147) | 145 ～ 152 (149) | 147 ～ 154 (150) |
| 100KRW /JPY | 9.749 ～ 10.916 (10.535) | 10.14 ～ 11.11 (10.58) | 10.36 ～ 11.28 (10.58) | 10.29 ～ 11.36 (10.89) | 10.51 ～ 11.69 (11.12) | 10.73 ～ 11.94 (11.28) |

- （註）1.實績欄至9月30日為止。
2.實績欄位參考彭博社資料。
3.預測欄位內為每季季底的預測值。

【参考】新興貨幣予測区間

新興市場貨幣匯率予測（兌 美元）

| | | 2025年 1～9月（実績） | 2025年 12月 | 2026年 3月 | 6月 | 9月 | 12月 |
|-----------|-------|-------------------|--------------|-------------|-------|-------|-------|
| 兌美元 | | | | | | | |
| エマージングアジア | | | | | | | |
| 中国人民元 | (CNY) | 7.1024 ～ 7.3512 | 7.18 | 7.14 | 7.11 | 7.08 | 7.05 |
| 香港ドル | (HKD) | 7.7500 ～ 7.8500 | 7.78 | 7.78 | 7.77 | 7.76 | 7.76 |
| インドルピー | (INR) | 83.764 ～ 88.805 | 85.8 | 86.3 | 85.5 | 85.8 | 85.3 |
| インドネシアルピア | (IDR) | 16079 ～ 17224 | 17000 | 16560 | 16450 | 16500 | 16550 |
| 韓国ウォン | (KRW) | 1347.23 ～ 1487.45 | 1390 | 1370 | 1350 | 1340 | 1330 |
| マレーシアリングギ | (MYR) | 4.1805 ～ 4.5185 | 4.26 | 4.14 | 4.07 | 4.06 | 4.06 |
| フィリピンペソ | (PHP) | 55.158 ～ 58.715 | 56.1 | 55.2 | 54.4 | 54.4 | 54.4 |
| シンガポールドル | (SGD) | 1.2698 ～ 1.3751 | 1.31 | 1.30 | 1.29 | 1.28 | 1.28 |
| 台湾ドル | (TWD) | 28.790 ～ 33.280 | 30.0 | 29.7 | 29.3 | 29.0 | 29.0 |
| タイバーツ | (THB) | 31.58 ～ 34.98 | 33.0 | 32.8 | 32.5 | 32.3 | 32.0 |
| ベトナムドン | (VND) | 25038 ～ 26437 | 26450 | 26350 | 26300 | 26250 | 26300 |
| 中東欧・アフリカ | | | | | | | |
| ロシアルーブル | (RUB) | 74.050 ～ 114.779 | 82.0 | 84.0 | 86.0 | 88.0 | 90.0 |
| 南アフリカランド | (ZAR) | 17.2171 ～ 19.9328 | 17.6 | 17.4 | 17.6 | 17.8 | 18.0 |
| トルコリラ | (TRY) | 35.2419 ～ 41.9184 | 42.0 | 43.0 | 44.0 | 45.0 | 46.0 |
| ラテンアメリカ | | | | | | | |
| ブラジルレアル | (BRL) | 5.2698 ～ 6.2270 | 5.45 | 5.55 | 5.65 | 5.70 | 5.75 |
| メキシコペソ | (MXN) | 18.2008 ～ 21.2932 | 18.8 | 19.2 | 19.4 | 19.2 | 19.0 |

出處：彭博社、瑞穂銀行

【参考】新興貨幣予測区間（兌日圓）

新興市場貨幣匯率予測（兌日圓）













| | | 2025年 1～9月（実績） | 2025年 12月 | 2026年 3月 | 6月 | 9月 | 12月 |
|-----------|----------|-------------------|--------------|-------------|--------|--------|--------|
| 対円 | | | | | | | |
| エマージングアジア | | | | | | | |
| 中国人民元 | (CNY) | 19.145 ～ 21.666 | 20.47 | 20.31 | 20.68 | 21.05 | 21.28 |
| 香港ドル | (HKD) | 18.031 ～ 20.403 | 18.89 | 18.64 | 18.92 | 19.20 | 19.33 |
| インドルピー | (INR) | 1.6438 ～ 1.8477 | 1.71 | 1.68 | 1.72 | 1.74 | 1.76 |
| インドネシアルピア | (100IDR) | 0.8298 ～ 0.9812 | 0.86 | 0.88 | 0.89 | 0.90 | 0.91 |
| 韓国ウォン | (100KRW) | 9.749 ～ 10.916 | 10.58 | 10.58 | 10.89 | 11.12 | 11.28 |
| マレーシアリング | (MYR) | 31.951 ～ 35.699 | 34.51 | 35.02 | 36.12 | 36.70 | 36.95 |
| フィリピンペソ | (PHP) | 2.4695 ～ 2.7263 | 2.62 | 2.63 | 2.70 | 2.74 | 2.76 |
| シンガポールドル | (SGD) | 107.079 ～ 116.282 | 112.56 | 111.71 | 114.31 | 116.22 | 117.55 |
| 台湾ドル | (TWD) | 4.3099 ～ 5.0899 | 4.90 | 4.88 | 5.02 | 5.14 | 5.17 |
| タイバーツ | (THB) | 4.1502 ～ 4.6677 | 4.45 | 4.42 | 4.52 | 4.61 | 4.69 |
| ベトナムドン | (100VND) | 0.5401 ～ 0.6253 | 0.56 | 0.55 | 0.56 | 0.57 | 0.57 |
| 中東欧・アフリカ | | | | | | | |
| ロシアルーブル | (RUB) | 1.370 ～ 1.985 | 1.75 | 1.69 | 1.67 | 1.66 | 1.63 |
| 南アフリカランド | (ZAR) | 7.263 ～ 8.627 | 8.45 | 8.24 | 8.26 | 8.28 | 8.24 |
| トルコリラ | (TRY) | 3.501 ～ 4.481 | 3.42 | 3.30 | 3.27 | 3.24 | 3.19 |
| ラテンアメリカ | | | | | | | |
| ブラジルリアル | (BRL) | 23.669 ～ 28.111 | 26.97 | 26.13 | 26.25 | 26.37 | 26.32 |
| メキシコペソ | (MXN) | 6.8445 ～ 8.1523 | 7.90 | 7.63 | 7.66 | 7.84 | 7.98 |

（出處）彭博社、瑞穂銀行

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  | 7月1日 | 毎営業日 |
| ▶ みずほマーケット・トピック  | 7月1日 | 週数回 |
| ▶ 今週の為替相場見通し  | 6月30日 | 毎週月曜日 |
| ▶ エマージングマーケットマンスリー  | 7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  | 6月27日 | 毎週金曜日 |
| ▶ IMM通貨先物のポジション動向  | 6月30日 | 毎週月曜日 |
| ▶ みずほディーラーズアイ  | 7月1日 | 月初3営業日以内 |
| ▶ 中期為替相場見通し  | 6月30日 | 毎月末 |
| ▶ 対外・対内証券投資の動向  | 6月9日 | 月一回 |
| ▶ みずほマーケット・フラッシュ  | 6月19日 | 不定期 |
| ▶ 通貨ニュース  | 6月27日 | 不定期 |
| ▶ 海外拠点レポート  | 随時 | 随時 |

第35屆「東京外匯市場調查」瑞穗金控集團榮獲第1名

金融專業雜誌《J-MONEY》主辦的「第35屆東京外匯市場調查」中，瑞穗金控集團榮獲綜合評比第1名。

此外，企業法人投票部門榮獲

- ・綜合評比排行榜第1名/金額加權排行榜第1名
- ・最佳期權銀行（國內）第1名
- ・最佳研究銀行（國內）第1名
- ・最佳新興市場銀行（國內）第1名
- ・最佳顧問銀行（國內）第1名

客戶服務部門 金融機構排行榜 第1名

研究部門 金融機構排行榜 第1名

研究部門 個人排行榜 第1名：首席經濟學家 唐鎌大輔

我們將以此次獲獎為動力，持續創造更高的附加價值，全力支持客戶的成長與發展。同時，也歡迎各位就外匯避險等事宜與我們聯繫。

2025年 整體綜合評比排行榜
(企業法人・金融法人・外匯交易者)

| 順位 | 金融機関名 | スコア | 1位指名回数 | 2024年順位 |
|----|-------------------|-----|--------|---------|
| 1 | みずほフィナンシャルグループ | 767 | 108 | 3 |
| 2 | 三菱UFJフィナンシャル・グループ | 595 | 52 | 1 |
| 3 | 三井住友銀行 | 589 | 70 | 4 |
| 4 | 三井住友信託銀行 | 401 | 53 | 2 |
| 5 | JPモルガン・チェース銀行 | 138 | 8 | 5 |
| 6 | シティ | 129 | 6 | 7 |
| 7 | パークレイズ | 117 | 3 | 6 |
| 8 | ドイツ銀行グループ | 92 | 4 | 9 |



- 本資料僅以提供資訊為目的，非用以招募特定投資。
- 本資料基於敝公司判斷足以信賴之各方資訊而製作，但敝公司並不保證其正確性及可信度。
- 本資料所載之內容有可能在無預告之下進行變更。
- 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，無論目的為何，未經許可一律禁止引用或複製。
- 敝公司僅以無償方式提供本資料。若不希望接收敝公司無償資訊之提供，還請來信告知。

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO

