

上银基金一周早知道 | 日元加剧贬值，背后成因有哪些？

本期主讲人



惠军

上银基金权益投研部高级研究员

本科与硕士毕业于中国科学技术大学电子工程系，博士毕业于香港科技大学工业工程与决策分析系。在量子雷达、人工智能领域科研经历丰富，擅长分析科技行业成长趋势，目前主要覆盖电子等行业。

一、市场概况（7.1-7.5）

上周市场震荡偏弱，日均成交额缩量至 6000 亿以下，上证指数下跌 0.58%，沪深 300 下跌 0.88%，中证 1000 下跌 1.74%。风格方面，大盘价值、高股息资产表现相对占优，而小微盘风格下跌较多。行业结构层面，在全部申万一级行业中，有色金属、商贸零售、钢铁行业涨幅居前，国防军工、机械设备、电力设备等行业调整较多。

二、热点聚焦：日元贬值的背景与原因

日元兑美元汇率创 38 年以来的新低，一度达到 161.8，年内累计跌幅达 14.8%。日本经济正处于复苏阶段，结束了“失去的 20 年”和 30 年的抗通缩历史。日本的货币政策也在年初开始正常化，全球对其寄予了很高的期待。然而，即便在这种背景下，日元仍然表现疲软。

追溯日元贬值的主要脉络，自 2022 年下半年以来，日元一直处于贬值的大趋势

中，这一趋势的主要原因是美日利差不断。美联储迟迟未降息，在很大程度上导致了包括日元在内得非美货币的弱势。日元曾被认为是理想的避险货币和安全资产，但在当前全球地缘政治格局变化的大背景下，其安全资产的地位受到挑战。尽管美国国内也面临巨大的政府债务压力，但为了吸引全球资金流入，美国仍选择了强美元和高利率的政策组合。美国的经济数据和美联储的动向，对日元汇率的影响甚至超过了日本国内因素。

近期日元贬值的趋势与美日利差有所背离。自 2024 年 5 月以来，尽管美国国债收益率有所稳定并略有下行，日本国债收益率也呈现平稳上升态势，美日利差逐渐缩小，但日元贬值压力并未得到有效缓解。这背后的原因可能与日本投资者在海外的资产配置活动有关。2024 年 1 月，日本政府启动了家庭部门个人投资账户（NISA）改革，允许每个成年个人申请免税的投资账户资本利得免税，极大激发了日本民众海外投资的热情。日本家庭部门的巨额储蓄开始流向基金等资产，增加了对海外资产的偏好。投资者对美元资产的大规模需求，这可能是近期日元走软的重要因素之一。

另一个影响因素是日本国内的贸易收支情况。尽管日元贬值大大推升了日本的出口，但日本近两年的贸易收支仍处于逆差状态。进口商对美元的需求是日元持续贬值的压力之一。

总的来看，本轮日元贬值的主要原因仍是美日利差，但资产配置和国际资本账户资金流动对本轮贬值起到了重要作用。在这种背景下，日本当局对日元贬值的态度总体上比较包容，主要通过外汇干预来减缓日元下跌的速度，但很难扭转趋势。今年四月底五月初，日元汇率接近 160 时，日本财务省进行了两次外汇干预，总规模约 9.8 万亿日元（约 600 多亿美元），创近年来新高。然而，多次干预的边际效用逐渐下降，7 月初日元再度突破 160 时，没有看到新的干预迹象，市场普遍预期可能要接近 165 才会触发新一轮干预。从中期来看，日元修正的主要因素仍在于美日利差。如果美联储在九月或更早降息，可能成为日元触底的契机。

美日利差较大不仅影响日元，也对许多新兴市场货币，包括欧洲和中国，带来类似的压力。2024 年上半年，只有南非兰特对美元略有升值，其他货币如日元、英镑、欧元、瑞士法郎、澳元，以及新兴市场的土耳其里拉、墨西哥比索和印度卢比等都在贬值，这背后主要原因是美国的高利率和强美元的组合，导致非美货币

集体面临压力。

人民币最近也在贬值，从去年底高点的 7.1 左右来到 7.25 以下，贬值幅度不小。今年以来，人民币在全球货币中相对强势。日元贬值 12%，其他货币平均贬值 4% 到 5%。经济较好的印度也有不小的贬值幅度。相比之下，中国的贬值幅度只有 2% 左右，人民币在亚洲货币中相对强势。即使在远期市场，人民币也在大幅升值，这可能与政策引导有关，避免汇率过快变化。历史上，人民币对美元汇率波动不大。

未来三季度，美元指数可能下行，非美货币有喘息窗口期，人民币升值空间也会受压缩。如果美元指数回落，美联储降息，人民币汇率的压力和市场担忧情绪或下降。若要看到人民币系统性升值，可能还需时间等待。

汇率贬值对国内风险资产有冲击。与日本不同，国内外资流动相对少，但其他渠道仍有影响。比如，人民币大幅贬值时，市场情绪受到负面冲击。政策空间也是机构投资者关注的重点。如果美联储降息，国内货币政策空间可能打开，中美利差压力缓解，人民币贬值压力减轻，央行降息选择余地增多，对经济和市场形成正面支持。

短期来看，强美元有其特殊背景，非美货币贬值不完全是基本面不好。今年以来，中国经济基本面没有边际恶化，出口表现不错。从经济基本面和出口贸易角度来看，人民币不应大幅贬值。目前的贬值更多是受大环境影响，对出口有短期支撑。预计三季度出口增速仍能维持较好状况。

三、每周关注：车路协同与 FSD 关系

7 月 3 日，工信部等 5 部委发布智能网联汽车“车路云一体化”应用试点城市名单，涉及 20 座城市。在未来的一至两年内，这些城市在智能网联汽车产业上的总投资额有望达到千亿级别。入选城市多为汽车产业重镇，凭借其坚实的产业基础，预计将加速推动“车路云一体化”试点的深入实施与广泛覆盖。

为了促进“聪明的车”与“智慧的路”的深度融合，国家相关部门正积极行动，致力于提升车载终端的装配率。根据《关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知》的明确要求，试点运行车辆必须 100% 安装 C-V2X 车载终

端及车辆数字身份证书载体，同时鼓励对城市公共交通车辆（如公交车、公务车、出租车等）的存量车辆进行 C-V2X 车载终端的加装改造，并设定新车车载终端搭载率达到 50% 的目标，以加速技术普及与应用。

谈及车路协同与特斯拉 FSD（全自动驾驶系统）之间的关系，两者实际上是相辅相成、相互补充的。国内的车路协同系统是从城市道路智能化管理的角度出发，包括过去的 ETC 摄像头可视化平台，都是在这个大平台下进一步完善。因此，这种系统落地快、可实现全国覆盖。

FSD 则侧重于通过高精度摄像头等传感器识别复杂路况，推动自动驾驶技术的发展。在中国，自动驾驶需要车路协同。我们认为 FSD 和车路协同是互补的，而不是相互替代。

从马斯克的视角来看，他致力于推动自动驾驶的广泛应用，并追求端到端的解决方案。

车的端到端和手机的端到端不同。当年苹果手机接入中国通信基站，现在特斯拉的自动驾驶车是否需要接入车路协同的辅助系统？答案是肯定的，百分之百需要。为什么呢？虽然车是自动驾驶，但仍需要电子警察来监控，防止误入禁区或闯红灯等情况。因此，本质上，车路协同和自动驾驶车的关系类似于警察和被监控者的关系。

未来，中国的车路协同设备一定会安装在路途车上，并与马斯克的 FSD 相互适配。通过这种适配，希望中国的其他新能源车也能快速实现端到端的识别，学习特斯拉的技术。如果不能直接学到，可以先将马斯克的车作为出租车或公共车辆进行统一管理和使用，逐步推广到其他国产品牌。

四、每周一图：二代 Optimus 机器人



资料来源: Youtube

Optimus 二代人形机器人于7月4日至7日在上海举办的世界人工智能大会(WAIC)上首次亮相。

该机器人于去年12月首次推出。据当时的官方视频介绍,相对第一代机器人,第二代Optimus整体外观设计更加精细,行走速度提高了30%,重量减轻了10公斤,平衡感和身体控制能力得到改善。此外,第二代还配备了全新的双手,能够抓握更重的物体,进行更加精细的操作。

马斯克表示,二代Optimus机器人将首先应用于其制造工厂,一旦实用性得到验证,公司将开始销售该机器人。

对马斯克来说,机器人是一个相对远期的项目。机器人在工厂里就是工人,在家里就是家具,不是人。为什么呢?如果是人,就要解决身份和授权的问题。在中国,自动驾驶已经大规模使用,并鼓励其他新能源车辆也采用特斯拉的FSD软件,并进行全球开源。

国内某汽车大厂提过,直接使用特斯拉的开源软件进行自动驾驶。这个过程不是短期内能完成的,需要大量训练,把几万行代码优化成几千行代码。所以我们认为特斯拉在2024年到2025年主要目标是实现工厂内机器人的批量使用。特斯拉在AI上的布局非常清晰:自动驾驶最先落地,工厂内的机器人今年内开始批量使用,基建方面的超级计算机和服务器集群也在进行中。

如果马斯克2025年真的在工厂里部署几千台机器人,我们认为对市场是一个非常大的利好。从过去的案例来看,比如今年年初某国产厂商在工厂里部署了一两

台机器人，进行贴车标和检查安全带的工作。当时市场对机器人进工厂的预期很高，认为有实质性的进展。但实际上，机器人只做了一些辅助性工作，几百台机器人在工厂里能做什么还不明确。如果马斯克真的能够在 2025 年在特斯拉工厂内部署几千台机器人，其工作能力和效果应该会更好，并且会有实质性的进展。因此，2025 年是值得期待的。

真正实现泛化是在 2026 年，这一点没有变。因为泛化建立在庞大的训练基础上，实现真正的通用人工智能，即不管是见过的还是没见过的任务，只要告诉机器人，它都可以完成。从这个意义上，2026 年才是量产的关键年份。2025 年关注工厂的部署是正确的。

现在大多数头部汽车厂都有自己的机器人战略合作伙伴。经过今年的准备，2025 年大多数头部汽车厂都会将人形机器人引入工厂，开始训练和工作。我们认为 2025 年是一个关键的进场阶段。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本资料中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，并根据自身的投资目标、投资期限、投资经验、资产状况等因素选择与自身风险承受能力相匹配的产品。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽职的原则管理和运用基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。行业、指数过往业绩不代表基金业绩表现，也不作为基金未来表现的承诺。