



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005
邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：赵宏鹤

执业证号：S0100524030001
邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师：吴彬

执业证号：S0100523120005
邮箱：wubin@mszq.com

今年以来，股、债开始逐步“汇率化”：即在合理均衡水平上波动。各类人民币资产均呈现区间震荡、波动率下降的特点，似乎形成了低波动的均衡。但这种均衡是不稳定的，追求资产价格的稳定，实际上会制约经济政策的空间，进而削弱了经济基本面对资产价格的支撑。当前，股、债、汇均进入市场关键点位，谁先打破这一均衡？我们认为汇率可能正给出答案。

➤ 当前汇率正在校正？

近期人民币汇率缓慢爬升：美元兑离岸人民币一度升至 7.3，美元兑在岸人民币汇率也升至 7.27。与 2022 年、2023 年汇率升至 7.3 附近不同，**现阶段汇率运行的模式边际有所变化：**

此前美元兑人民币汇率一度对美元指数“脱敏”，但近期敏感度显著回升。

以往汇率与美元指数从相关性下降到回升的过程是：美元兑人民币汇率上行——中间价与汇率偏离度加大——汇率对美元敏感度下行——美元兑人民币汇率下行——中间价与汇率偏离度收敛——汇率兑美元敏感度回升。

最为典型的是 2023 年 8 月-12 月：8 月开始汇率上行，并随后维持在 7.3 附近，中间价与汇率偏离度维持高位，汇率兑美元指数逐步“脱敏”；11 月上旬美元指数下行，汇率下行，中间价与汇率偏离度收敛，二者相关性逐步回升。

与此前经验不同的是：当前美元仍在高位，汇率仍在小幅上行，汇率反而对美元的敏感度提升。

我们计算过去 20 个交易日美元兑人民币与美元指数相关性发现：今年二季度以来，美元兑人民币汇率与美元指数相关性逐步下降，二者相关性一度为负，而从 6 月上旬开始，二者相关性逐步从负值区间回升至 0.9 的水平。

➤ 除了对美元的敏感度外，近期中间价的调整也“暗藏玄机”。

6 月美元对人民币汇率上行 219PIPs，中间价也同步上调了 180PIPs，这也是自去年 8 月以来，中间价单月累计上调幅度的次高值，仅次于今年 1 月的 212PIPs，而作为对比，今年 1 月美元兑人民币上行了 875PIPs。所以 6 月中间价上调基本与美元兑人民币汇率上行高度同频的情况，自去年 8 月以来较为少见。

一系列的“蛛丝马迹”或说明：**人民币汇率的运行模式相比之前已在悄然变化，那么这背后的原因是什么？**

相关研究

- 央行动态点评：央行借债的“玄机”-2024/07/01
- 宏观事件点评：美国大选首辩：中局还是终局？-2024/06/28
- 政治局会议点评：政治局会议的“三中”信号-2024/06/27
- 全球大类资产跟踪周报：强美元延续的概率提升-2024/06/22
- 人民币汇率点评：如何理解近期汇率波动-2024/06/21

➤ **日元领衔亚洲货币贬值潮，是推动人民币汇率校正的重要诱因。**

首先，人民币贬值有日元“拖后腿”的因素。

作为主流货币中的低息货币，近两年人民币和日元的相关性显著提升，日央行持续偏鸽的货币政策，同时日本当局持续放任日元贬值，导致6月美元兑日元快速走高，也是带动人民币汇率校正的一个重要诱因。

其次，亚洲货币“竞争性贬值潮”，也是一大重要原因。

今年以来，日元相对美元贬值幅度达14.3%，在亚洲货币当中“遥遥领先”，远高于在岸人民币2.5%的贬值幅度，也高于新台币(-5.9%)、韩元(-6.8%)的跌幅。在外汇市场，亚洲货币联动性较强，如2022年、2023年均出现亚洲货币大面积贬值的现象。

尤其是今年大幅贬值的日元也的确转化成出口的高增速，各个货币进行“竞争性贬值”的动机也更强烈。

今年以来，日本出口增速稳步提升，当前已在亚洲遥遥领先：5月日本出口同比增速升至13.5%，高于韩国(11.5%)、中国台湾(3.5%)。货币大幅度贬值的确转化为高增速的出口，这也使得各个货币当下进行“竞争性贬值”的可能性增加。

➤ **关税扰动不断，人民币汇率校正为出口企业减负也在情理之中。**

二季度以来，一些国家和经济体针对从中国进口的部分商品提高了关税，主要集中在新能源汽车、光伏组件、锂电池等出口“新三样”，这部分商品也是过去两年维持国内出口韧性强的主要来源。

当下如果人民币汇率适度校准，一方面有助于增厚企业出口账面利润，另一方面也可以对冲关税提高对中国出口商品的竞争力的损伤，为出口企业减负，所以汇率校正也是在情理之中。

➤ **汇率有望扮演“破局者”的角色，人民币资产节奏也将迎来切换。**

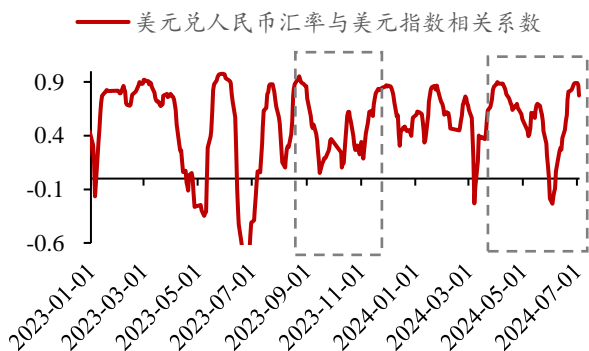
当下，资产价格均衡、货币政策、汇率政策，短期内相互制约，股市、债市、汇市均面临一定考验，方向尚未明朗。

当前汇率开始出现校正的迹象，考虑到各类政策调整的利弊，最先打破平衡的可能是人民币汇率。

若一旦汇率确认校正，那么当下人民币资产的均衡也将打破：货币政策的空间随之打开，经济增长预期和现状均有望修复，映射到资产端则是：**汇率校正，国内利率曲线的弹性和空间增大；同时，人民币资产风险偏好有望修复，对股市无疑是一个利好。**

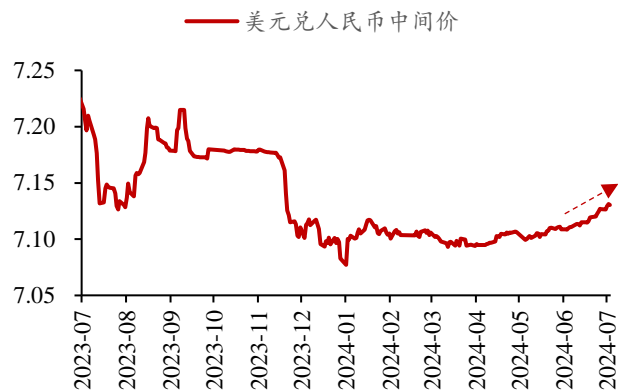
风险提示：美联储降息节奏超预期，地缘风险超预期

图1：美元兑人民币汇率与美元指数相关系数



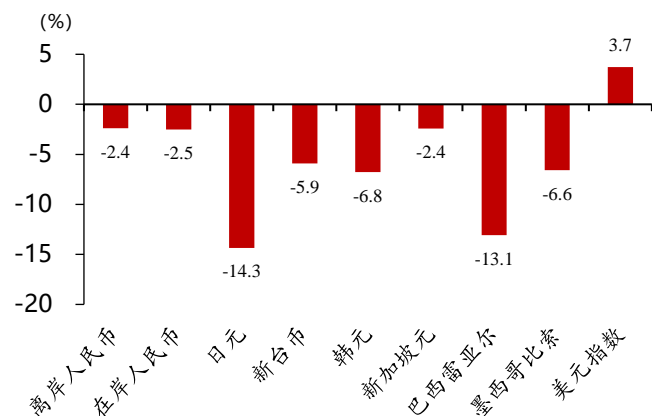
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：美元兑人民币中间价有所上行



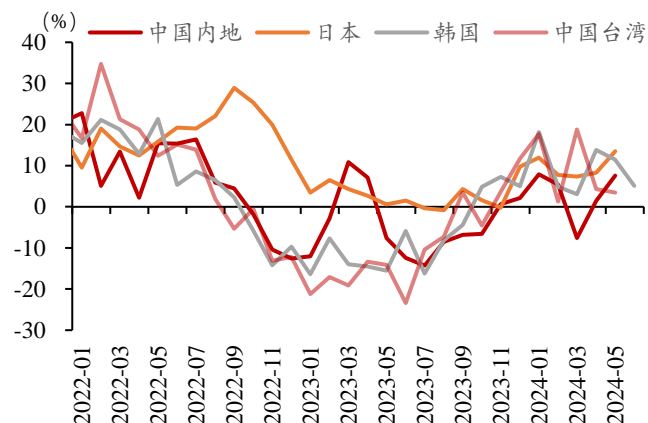
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：日元贬值幅度在亚洲货币中遥遥领先



资料来源：wind，民生证券研究院；注：截至7月5日

图4：日本5月出口增速在东亚地区领先



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：近期海外针对中国出口商品关税调整汇总

日期	关税详细内容
2024/5/14	美国宣布提高和新增多项针对中国商品的关税，包括 电动汽车 （从25%提高到100%）、 锂电池 （非电动车用的锂电池关税从7.5%提高到25%，电动车用的锂电池关税也从7.5%提高到25%）、 太阳能电池 （不论是否组装成模块，关税从25%提高到50%）、 钢铁和铝产品 （关税从0-7.5%提高到25%）、 半导体 （关税从25%提高到50%，具体实施时间为2025年）
2024/5/20	英国贸易救济局（TRA）已开始对一项针对从中国进口的 铝箔 的反倾销措施进行过渡审查。
2024/5/24	美国贸易代表办公室星期五（5月24日）宣布，400种获得关税豁免的产品中，将让大约一半产品豁免到期终止。164项豁免将延长到明年5月。所有原定于5月底到期的豁免都将延长至6月14日，为不再获得豁免的产品提供过渡期。 关税豁免延至2025年5月的产品包括某些型号的 电机和医疗设备 ，产品种类庞杂，有儿童安全座椅、某类型的背包或蟹肉等。
2024/6/12	欧盟 宣布对中国 电动汽车 进口征收额外关税，税率最高可达38.1%，以保护本地市场和制造商 欧盟 对中国 电动车 制造商征收额外关税，包括BYD（17.4%）、吉利（20%）和上汽（38.1%）。
2024/6/11	土耳其 贸易部上周末宣布，将对从中国进口的汽车征收40%的额外关税。每辆车的最低额外关税为7000美元，将于7月7日生效。

资料来源：美国白宫官网，英国政府网，carnewschina，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026