

宏观点评 20230115

外资做多中国，到什么程度了？

2023年01月15日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

■ 2022年第四季度以来外资180度转弯，又开始看多中国资产了，而外资流入也成为近期市场关注的“香饽饽”。如何跟踪和评估外资做多中国市场的情况？我们通过外资交易中国的经典四大资产，构建“做多中国”指数，我们发现当前外资做多中国的交易逐步进入中性区间，仍有继续上涨的空间。

■ 外资做多中国的资产，主要有四个主要品种。从大类资产角度，一般主要有**港股、人民币汇率、澳元和铜**，2023年以来都取得了可观的涨幅（图1）：

港股：交易便利，汇率风险小；2010年后内资企业占港股市值超过50%，2014年11月沪港通开通之后，港股和内地经济、市场的联系越来越紧密，成为外资表达对中国预期的看法的重要工具（图2）。

人民币：主权货币天然是一国经济实力和经济周期的反映。不过值得注意的是在不同阶段，外资使用的工具不同：2015年之前由于人民币只是有管理的浮动且对跨境资本流动有严格限制，外资主要使用NDF等来表达观点（NDF，无本金交割远期，可以使用美元来进行现金结算）；2015年之后随着定价市场化和跨境资本流动的逐步放开，我们现在常见的即期汇率能够更好地体现外资对于中国的多空观点。

铜：中国是全球铜加工和消费最大的经济体，而“铜博士”是经济复苏的重要“温度计”。根据普氏的统计，2021年中国在冶炼、精炼和消费环节分别占全球的36%以上、35%和54%，自2002年以来，铜价的表现主要与中国的经济和城市化相关。

澳元：中国是澳大利亚最大的出口国（2021年对中国出口的份额超过37%，其中超过60%是金属砂矿），因此澳元的波动与中国工业需求密切相联。因此在2014年前外资缺乏投资中国资产有效渠道时，澳元常常被用来押注中国经济。

■ 我们根据这四个资产的价格，构建“做多中国”指数。我们主要选取恒生指数、美元兑人民币汇率、澳元兑美元汇率和伦铜四种资产的价格，分别标准化取均值，得到“做多中国”指数，我们发现三个有趣的结论：

■ 当前外资做多中国的交易接近于回到历史平均水平，未出现过热。如图3所示，到2023年1月13日该指数仍处于微幅负值的水平，从分项来看，除了铜，人民币汇率交易刚回到0附近，港股和澳元则继续处于明显的负值水平。

■ “做多中国”指数与中国经济周期密切相关。如图4和5所示，该指数月度均值的走势，和OECD领先指数以及制造业PMI指示的经济波动基本一直，不过似乎存在“低点出现得更早，高点出现得更晚”的特点。

■ “做多中国”交易的特点：来得早，走得晚？第二个特点似乎意味着外资做多中国喜欢抢跑，且离场比较晚。从历史经验看，抢跑的现象确实存在，比较典型的是2022年11月和2018年11月，外资资金都出现了反转大幅流入。“走得晚”的现象可能值得商榷，资产的影响因素从来都不是单一的，由于中国与其他主要经济体周期的错位，中国经济见顶不意味着全球经济会迅速放缓，2017年下半年至2018年初港股的持续上涨背后还有全球经济稳健、美元持续下跌的逻辑在，而2021年的做多周期中铜表现强劲同样有全球需求疫后复苏的影子，叠加供给冲击的客观存在。

■ 后续市场可能更加关注的是“做多中国”的行情会如何发展？从整体看我们在上面已经说了，外资“做多中国”的交易仍有较大空间；分资产来看，人民币汇率进入中性区间，铜价上涨并未过热但是持续性有赖于中国宽信用的进程，澳元虽然受益于中国经济复苏预期和中澳关系的改善，但是其国内地产市场的不稳定是最大的不确定性因素。目前看港股

相关研究

《美联储加息周期终于要结束了吗？》

2023-01-12

《5条金融线索：回顾2022，展望2023》

2023-01-10

港股的逻辑最顺，受益于中国经济企稳和美元见顶。

人民币：触及 6.70 之后进入中性区间。从历史上看，“做多中国交易”回归正常（回归 0 轴）后，人民币一般不是做多交易的主力，除非美元出现大幅贬值，比如 2020 年下半年至 2021 年上半年。因此，**人民币继续上涨的一倍标准差事件可能是美联储提前停止加息**（比如在 3 月议息会议就暗示），**两倍标准差事件是美联储提前开始降息**（比如下半年就开启降息）。

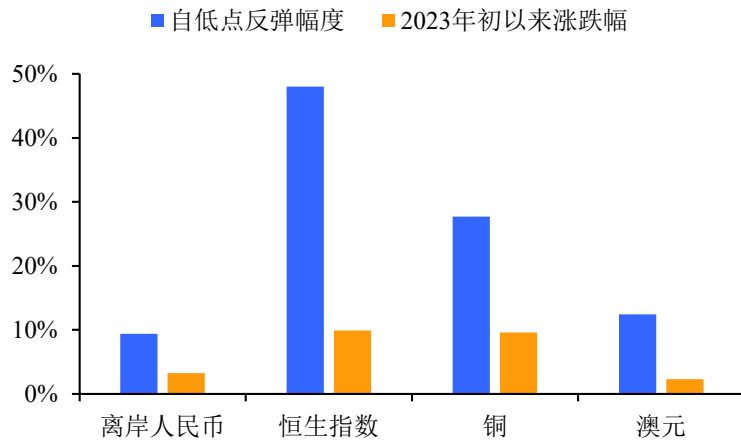
铜：价格上涨快但交易并不拥挤，关注宽信用的进程。无论从过去 5 年还是疫情之后的时间区间来看，铜价站上 9000 之后，价格水平有点偏高（尤其相较其他三个资产），不过从交易和基本面角度，铜继续上涨仍有空间：从交易上看，并未出现过热，CFTC 非商业（投机）净持仓刚刚转正；从基本面上，铜价上涨的持续性有赖后续中国宽信用进程的推进，2023 年初以来，财政在赤字和支出方面“加力”的预期，以及央行对于信贷适度超前投放的诉求使得宽信用预期升温，需求密切关注今年 1 至 2 月信贷和社融数据的情况。

澳元：地产可能是最大的不确定性。澳元自去年 11 月以来的上涨受益于中国经济复苏预期以及中澳关系的改善，但是在货币政策持续紧缩下澳大利亚地产受到明显冲击，2022 年第三季度住宅价格已经开始自高点明显回落（这也是 2023 年许多发达国家面临的问题）。

港股：受益于中国复苏和美元见顶。港股的逻辑可能是四者中最顺的，一方面直接受益于中国经济的复苏和各项政策的转向，比如对平台经济的监管，另一方面，从全球范围来看，港股也是美元见顶交易的受益者，我们之前统计过，在美元见顶后的一年内，新兴市场经济体权益资产的上涨弹性较大（图 14）。

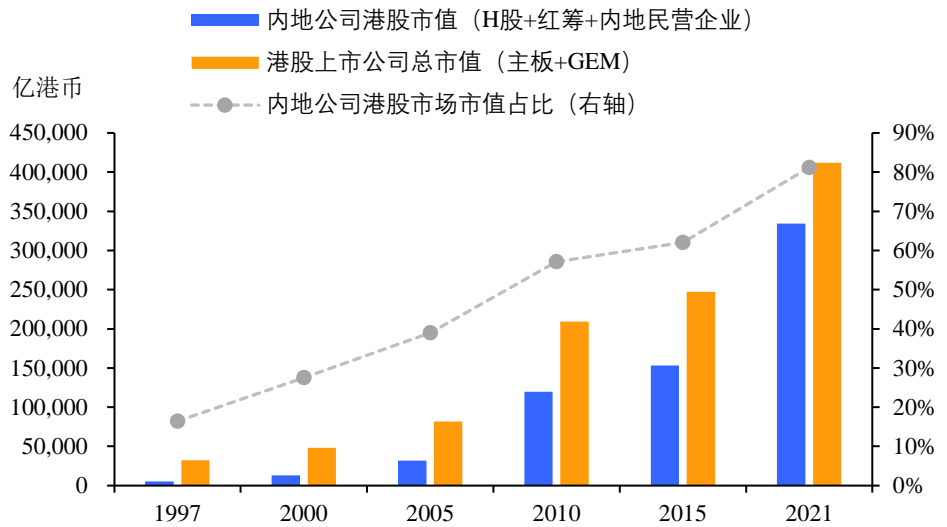
- **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

图1: 做多中国的四种资产自低点和年初以来的涨幅



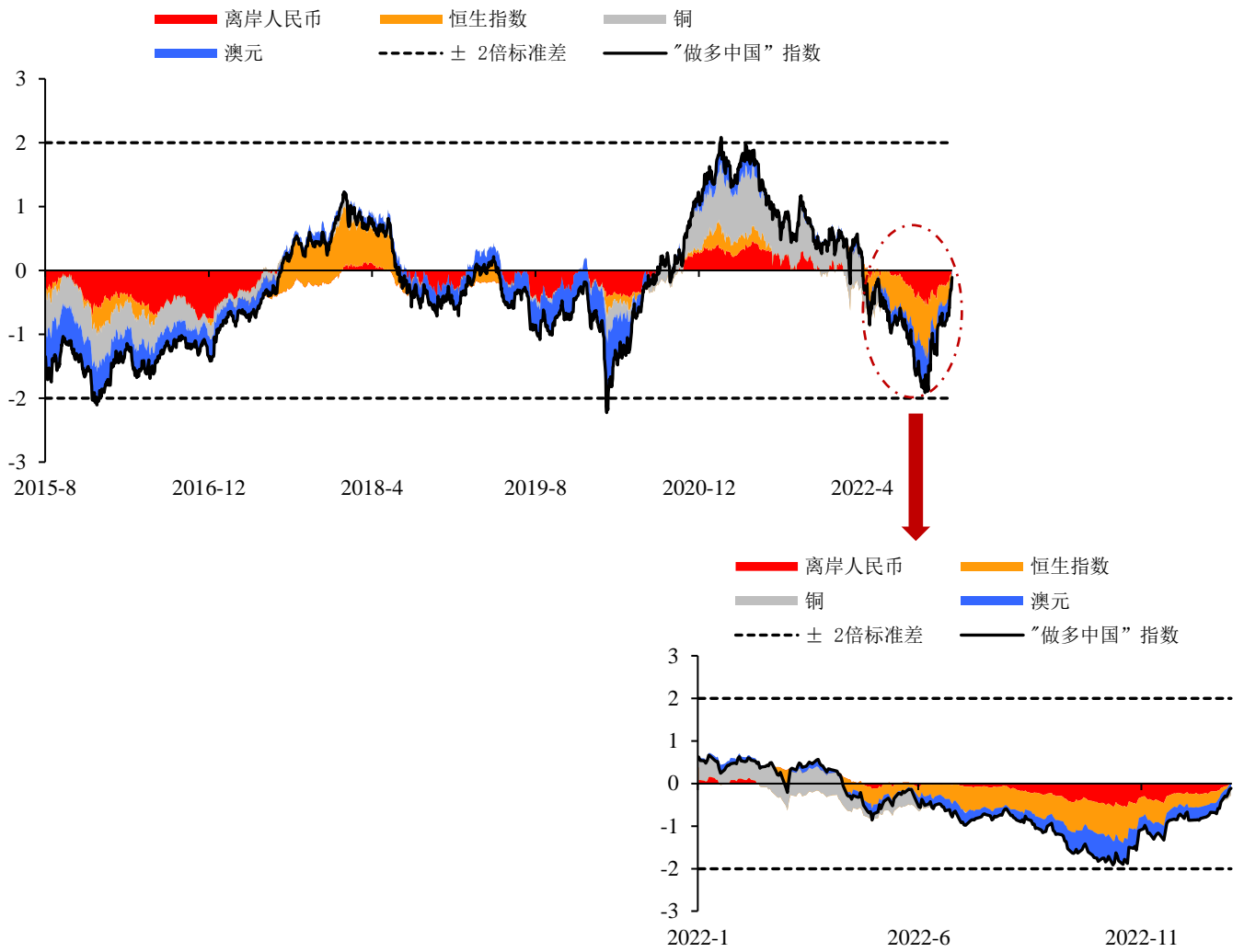
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2010年之后内资企业在港股市值占比开始占据主导



数据来源: Wind, 中国证券时报, 东吴证券研究所

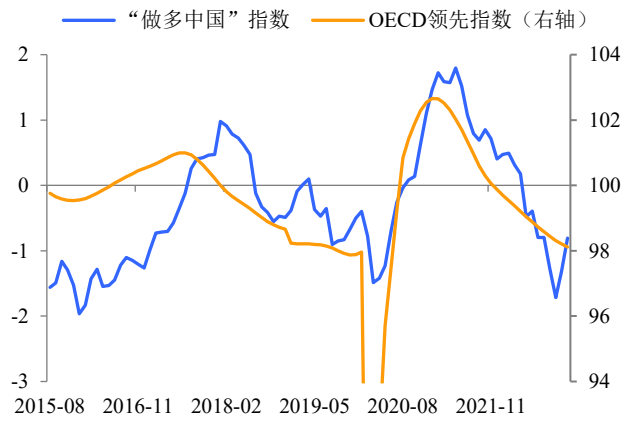
图3: “做多中国”指数及其分解



注: 将四种资产价格进行标准化后求均值, 在计算区间上使用滚动 5 年。

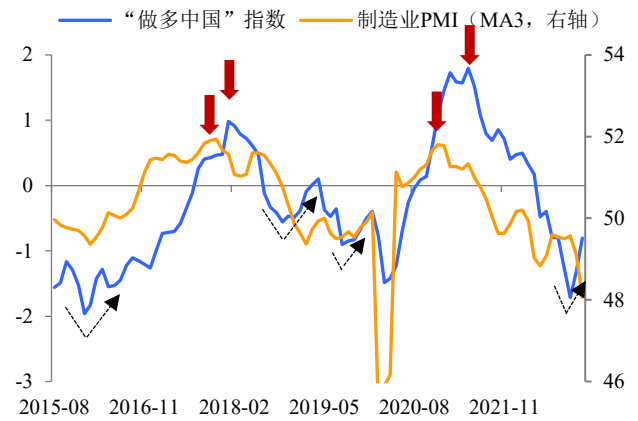
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 做多中国指数和 OECD 领先指数



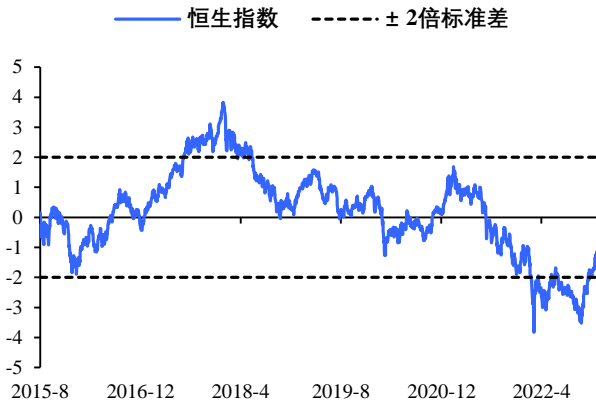
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 做多中国指数和中国制造业 PMI



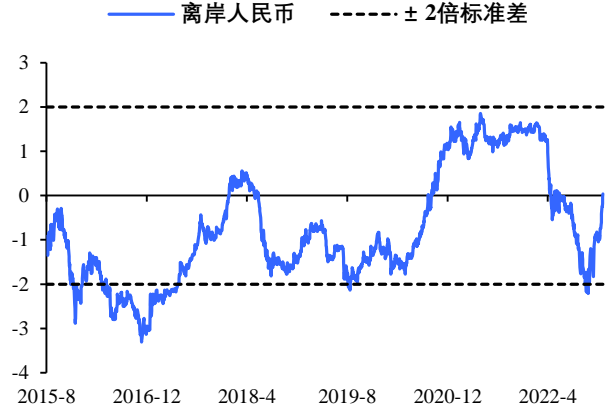
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 恒生指数标准化后的行情



注: 上图中数据经过滚动5年的标准化处理, 下同
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 离岸人民币汇率标准化后的行情



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 铜价标准化后的行情



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 澳元兑美元标准化后的行情



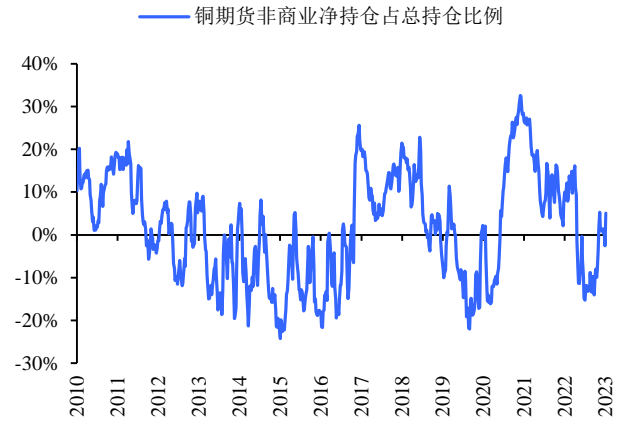
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 铜价标准化: 2020年疫情爆发之后时间区间



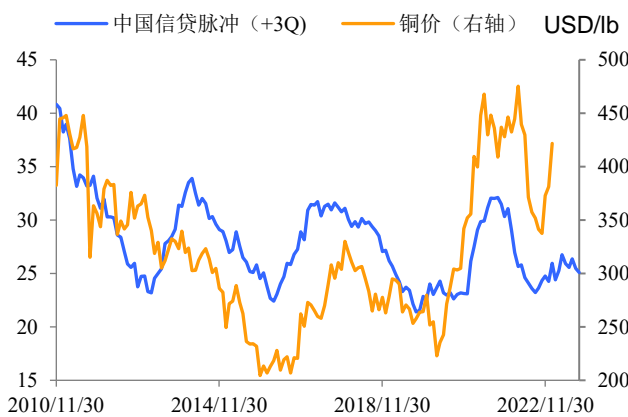
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 铜期货的交易并未出现过热



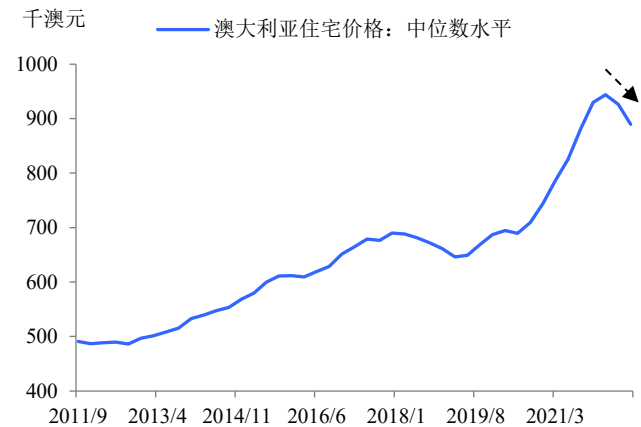
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 铜价上涨的持续性有赖宽信用的推进



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 澳大利亚住宅价格见顶回落



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图14: 美元见顶后1年内主要大类资产表现: 新兴市场权益弹性大

	美元 峰值日期	后一年 涨跌(%)	美元峰值后一年内大类资产表现(单位: %)											
			原油	黄金	英股	工业 金属	高收 益债	欧股	美股	日股	投资级 债券	政府 债券	新兴市场 股市	新兴市场 主权债
1	1974-01-23	-12.8												
2	1974-09-05	-1.5												
3	1976-06-04	-2.9		11.7										
4	1985-02-25	-30.1		24.0	21.3									
5	1989-06-14	-12.2	0.9	-4.2	12.6								47.5	
6	1997-08-06	-0.3	-34.3	-9.8	11.3	-31.2							-43.4	
7	1998-08-26	-1.3	64.6	-10.5	15.1	5.6							67.0	
8	1999-07-12	2.5	57.2	10.5	-1.1	6.9	7.7	20.8					6.2	
9	2001-07-05	-10.9	-0.4	17.4	-16.8	-2.4	-4.7	-21.3	-20.2	-18.3	11.8	12.9	3.1	
10	2005-11-16	-7.4	4.5	29.0	15.2	80.6	13.8	20.4	13.5	10.1	7.1	7.2	31.2	12.1
11	2009-03-05	-9.7	83.1	21.7	58.6	86.6	64.3	58.3	66.6	25.1	13.5	11.0	99.7	33.9
12	2010-06-07	-16.8	61.9	24.5	15.7	38.9	21.5	11.3	23.0	-5.2	14.1	15.2	29.6	13.6
13	2016-12-28	-10.4	18.7	13.4	7.3	27.5	10.7	7.3	19.6	16.3	8.0	8.0	35.5	9.5
14	2020-03-20	-10.6	139.2	16.5	29.2	57.9	32.2	42.9	73.5	57.2	8.5	5.8	66.4	18.2
		平均	39.5	12.0	15.3	30.0	20.8	19.9	20.4	9.9	9.3	10.0	34.3	17.5
		正收益占比	80%	75%	82%	78%	86%	86%	79%	64%	100%	100%	90%	100%

注: 以上资产价格均是以美元计价。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

