

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

shaoh@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）。

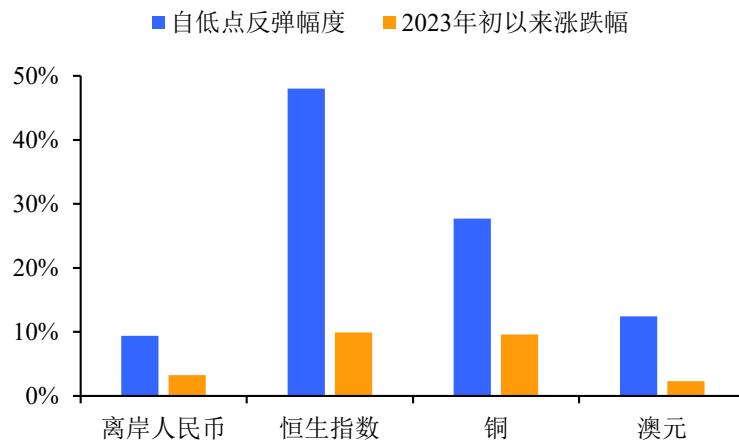
铜：价格上涨快但交易并不拥挤，关注宽信用的进程。无论从过去 5 年还是疫情之后的时间区间来看，铜价站上 9000 之后，价格水平有点偏高（尤其相较其他三个资产），不过从交易和基本面角度，铜继续上涨仍有空间：从交易上看，并未出现过热，CFTC 非商业（投机）净持仓刚刚转正；从基本面上，铜价上涨的持续性有赖后续中国宽信用进程的推进，2023 年初以来，财政在赤字和支出方面“加力”的预期，以及央行对于信贷适度超前投放的诉求使得宽信用预期升温，需求密切关注今年 1 至 2 月信贷和社融数据的情况。

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）。

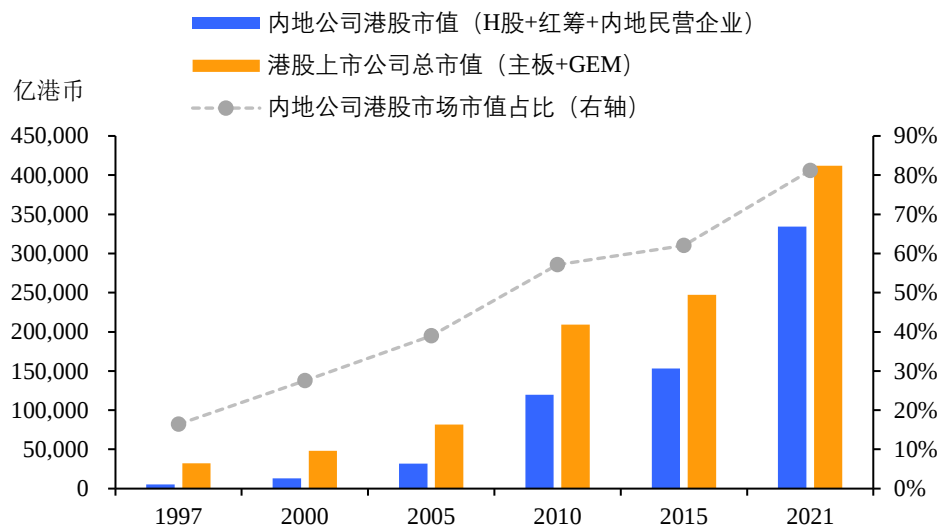
- **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

图1：做多中国的四种资产自低点和年初以来的涨幅



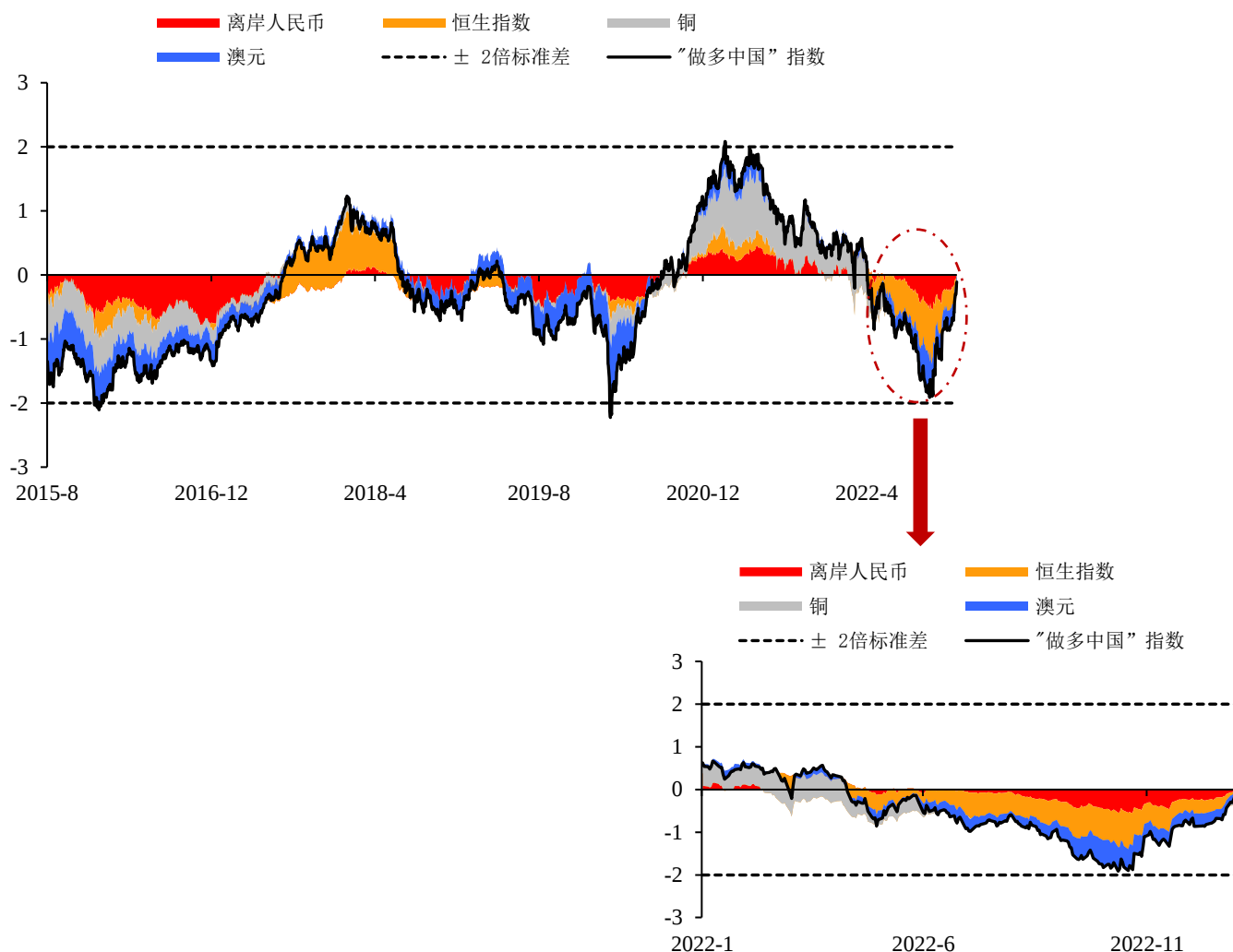
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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

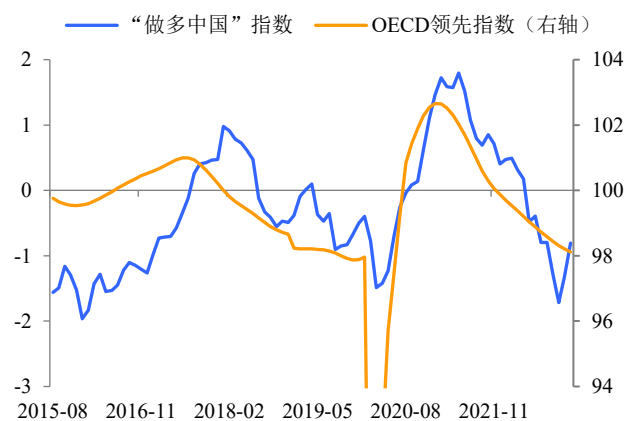
图3: “做多中国”指数及其分解



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。

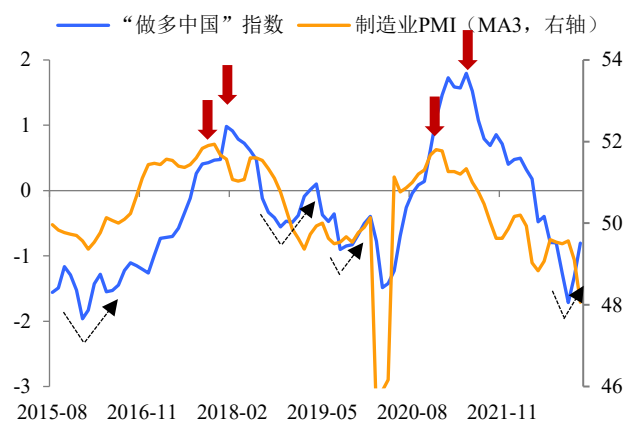
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51294

