



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《流动性或“三重收敛”、股票优于债券优于商品——2023 年度展望之 FICC 篇》

“做多中国”交易：或从预期到现实

投资要点：

- **“做多中国”交易：交易预期逐步兑现、下一阶段或将交易现实。**从跨市场分析来看，“做多中国”交易模式下，市场对大宗商品分品种预期分化，表明过去 2 个月“做多中国”交易更多是对中国经济疫后复苏预期的兑现，在基于预期的交易基本兑现之后，接下来“做多中国”交易是否能如火如荼演化至下一阶段，就取决于现实需求是否能够如预期般回升。
 - **做多人民币本币汇率。**本轮人民币汇率升值固然有结汇等季节性因素的推动，并且在春节假期之后，随着结汇需求转淡，汇率也走向横盘。
 - **做多受益于流动性转松和盈利预期改善的港股和 A 股。**
 - **大盘价值强于大盘成长：**从人民币汇率来看，大盘价值相比大盘成长更加受益“做多中国”交易。但是在“做多中国”交易模式渐渐成势的过程中，10 年期国债收益率渐渐形成以 2.80% 为底部的重心抬升，在经济复苏、需求回升的经济态势下，债券资产本就处于“逆风”环境，当前债券资产还未纳入“做多中国”交易模式，或只是交易模式尚未演化至那一阶段。
 - **做多铜、铁矿石等“中国需求拉动型”大宗商品。**与中国经济地产和基建投资紧密相关的大宗商品价格受益于“做多中国”交易，并且均有“需求在内、供给在外”的特征。但是铜金比值和油金比值的分化表明“做多中国”交易实际在押注中国经济复苏对工业品和资源品的需求升温。从历史上看，原油滞涨于铜往往是阶段性和暂时的，铜与原油的相对估值或终将趋于一致。
- **大宗商品库存剪影。**从大宗商品的库存剪影来看，螺纹钢等和中国经济投资需求直接相关的品种已经进入累库阶段，表明做多交易的预期基本兑现，在经过 1 月下旬春节假期消费脉冲性修复之后，2 月至 3 月或将迎来预期能否转化为现实的考验，中下游需求能否承接预期推动的累库，或决定“做多中国”交易是否能演化至下一阶段。
- **风险提示：**(1) 2023 年 CPI 同比增速的上行风险还未消散，尤其是人民银行最担忧的通胀预期扩散、导致 PPI 的累积涨价压力向中下游传导，带动通货膨胀压力上行；(2) 2023 年中美货币政策周期背离是否会收敛，2022 年人民币汇率贬值压力从外部均衡方面约束了“降息”，牵制了货币政策宽松空间，2023 年中美货币政策周期背离时段若延长，或继续增加货币政策约束条件；(3) 2023 年经济周期复苏的进程受到新冠病毒感染还存在反复的影响，如果反复感染继续阻碍人员流动，经济复苏进程存在间断的风险。

内容目录

1. “做多中国”交易：以人民币汇率为枢纽	3
2. “做多中国”交易：大宗商品库存剪影	7
3. 风险提示	9

图表目录

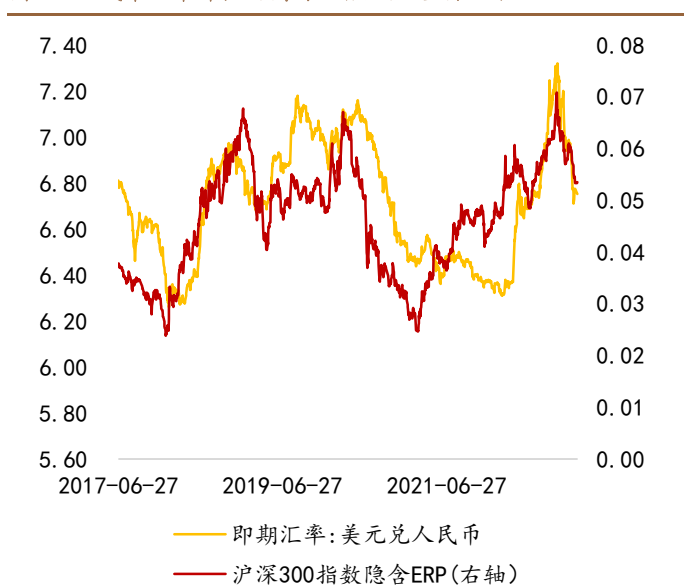
图 1：人民币汇率升值的同时 A 股风险溢价回落	3
图 2：人民币汇率升值的同时 AH 股溢价大幅回落	3
图 3：“做多中国”交易下大盘价值和汇率升值共振	4
图 4：“做多中国”交易下大盘成长和本币汇率的相关性较低	4
图 5：2023 年 1 月份铜金比值和油金比值走势分化	5
图 6：人民币汇率升值的同时铜价摆脱震荡开始上行	5
图 7：从均值偏离度看，人民币汇率和铜价上涨保持一致	5
图 8：本轮人民币汇率升值和原油价格的相关度在降低	6
图 9：从均值偏离度看，原油相比人民币和铜“滞涨”	6
图 10：2023 年 1 月份螺纹钢累库速度加快	7
图 11：2023 年 1 月份 COMEX 期铜延续去库	7
图 12：2023 年 1 月份铁矿石延续补库	7
图 13：2023 年 1 月份原油加快累库	7

2022 年 11 月中旬之后，在疫后复苏、地产宽松等多重利多因素的驱动下，风险偏好陡然回升，“做多中国”渐渐成为一种交易模式，人民币汇率、H 股和 A 股、铜和铁矿石等与中国经济复苏相关度较高的资产走强，在春节假期经过脉冲性的消费修复之后，基本兑现复苏预期的“做多中国”交易能否持续或将取决于现实需求的恢复程度。我们从跨市场分析的角度出发，侧面勾勒“做多中国”交易的演化。

1. “做多中国”交易：以人民币汇率为枢纽

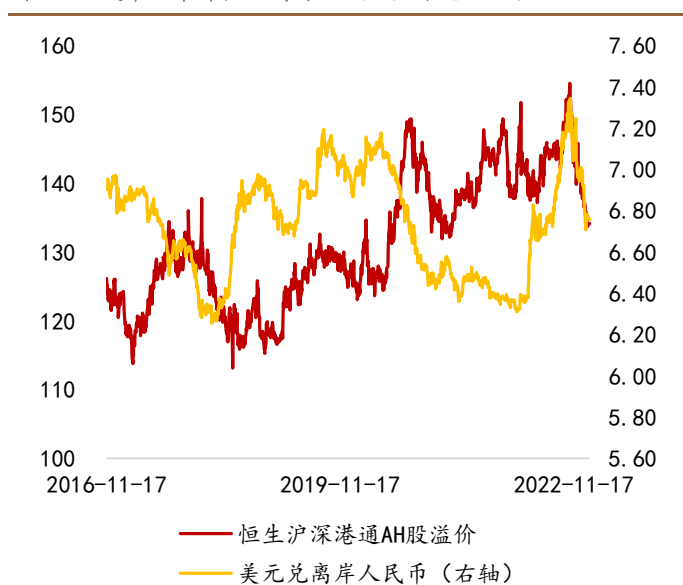
我们始终认为，人民币汇率不仅是本币汇率，从资产比价关系来看，人民币汇率也是经济总需求的“影子价格”，一方面长期以来保持和原油、铜等大宗商品价格之间稳定负相关关系；另一方面人民币汇率成为北向资金等外资表达对中国经济和人民币资产观点的方式。2022 年二季度至三季度的人民币汇率贬值，除却经济周期和货币政策周期错位等基本面因素之外，A 股和中债等人民币资产预期回报率降低促成“资金流出和汇率贬值共振”是两轮贬值趋势加速的重要力量，因此我们在 2022 年看到中美利差“倒挂”、人民币汇率贬值、A 股隐含风险溢价走高几乎同步发生。而从汇率和商品的关系来看，2022 年人民币汇率贬值，一方面指向大宗商品价格因供给短缺而累积的上涨压力，转化为部分加工制造经济体进口成本抬升，产出存在回落的压力，进而带来对上游大宗商品的需求下降；另一方面短缺型通胀压力驱动全球利率水平上行，叠加通胀压力下主要经济体央行紧缩货币政策，流动性环境趋于收紧，并抑制经济总需求扩张。在人民币汇率 2022 年两轮贬值的同时，铁矿石等大宗商品形成“双顶”后下跌，一直持续至 2022 年 10 月底。人民币汇率成为经济总需求端一面镜子。

图 1：人民币汇率升值的同时 A 股风险溢价回落



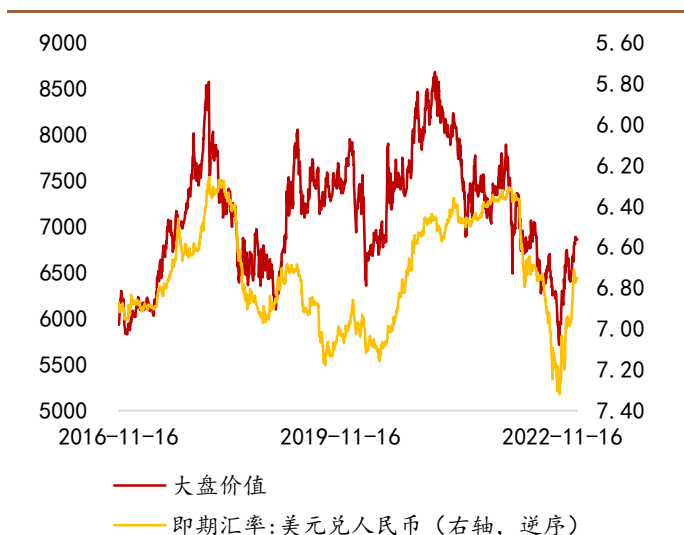
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：人民币汇率升值的同时 AH 股溢价大幅回落



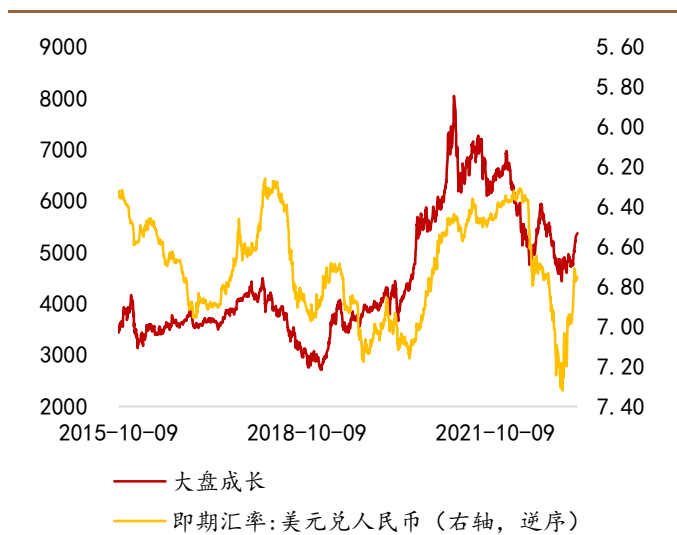
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：“做多中国”交易下大盘价值和汇率升值共振



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：“做多中国”交易下大盘成长和本币汇率的相关性较低



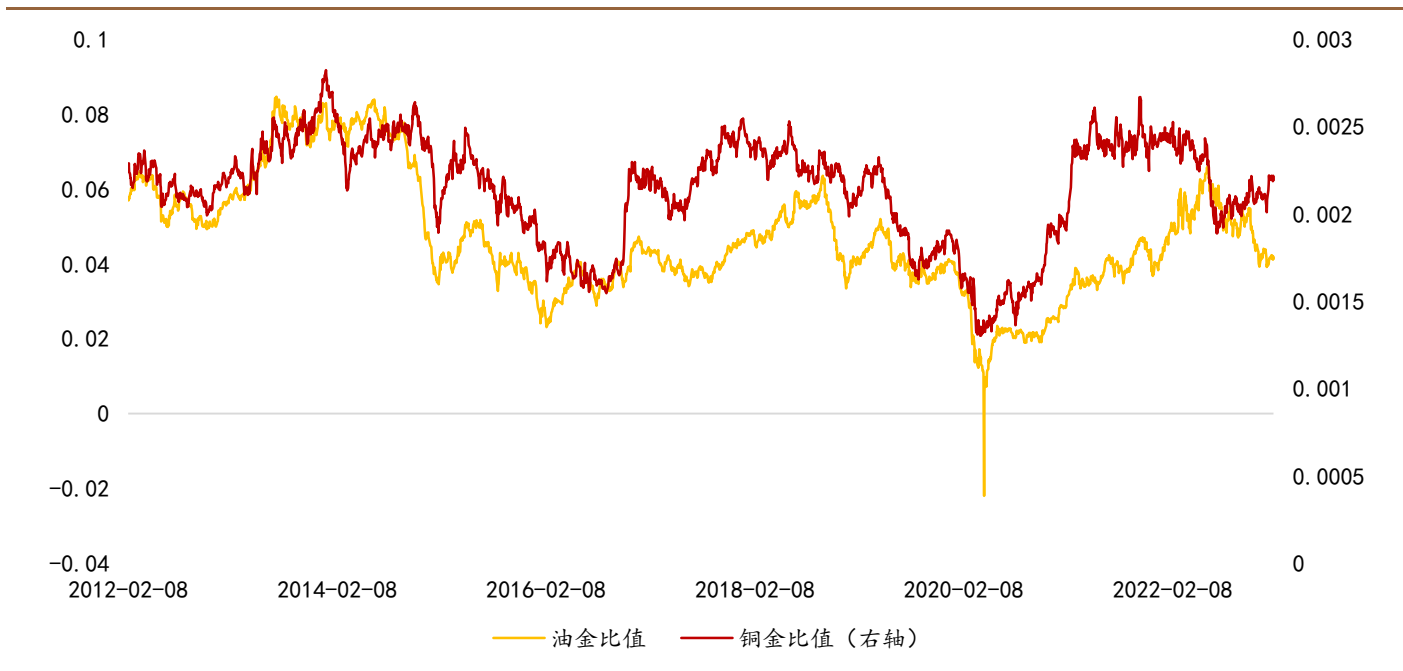
资料来源：Wind，德邦研究所

升值的人民币汇率引领本轮“做多中国”交易。2022 年 11 月份开始，人民币汇率升值的过程成为 2022 年二季度至三季度贬值的镜像，中国经济复苏预期、中下游需求回升预期、人民币资产预期回报率上升等因素叠加，形成“北向资金加速流入和本币汇率升值共振”，过去 2 个月风险偏好系统性抬升所形成的“做多中国”交易是以人民币汇率的强劲升值为枢纽的。和 2016 年“再通胀交易”一样，每一阶段交易均会形成一种典型交易模式，总结过去 2 个月“做多中国”交易模式，典型交易体现在：

- 做多人民币本币汇率，在岸美元兑人民币汇率 2022 年 11 月 1 日触及 2022 年内最高点 7.3280 之后启动升值，截至 2023 年 1 月 31 日，最高在 1 月 16 日达到 6.6896。本轮人民币汇率升值固然有结汇等季节性因素的推动，并且在春节假期之后，随着结汇需求转淡，汇率也走向横盘，但是汇率升值更是外资对人民币资产回报率的观点表达，汇率升值和北向资金流入形成共振。
- 做多受益于流动性转松和盈利预期改善的港股和 A 股。截至 2023 年 1 月 30 日，恒生指数年内累计涨幅达到 10.15%，上证指数年内累计涨幅也达到 5.43%，且北向资金在 1 月份的净买入量已经超过 2022 年全年。
- 大盘价值强于大盘成长：从人民币汇率来看，大盘价值相比大盘成长更加受益“做多中国”交易。但是在做多权益资产的同时，中债这一大类别并没有体现在“做多中国”的典型交易模式中，这是与过去阶段典型交易模式迥然不同之处。中债在过去一年呈现出“以我为主”的独立性走势，2022 年 11 月“做多中国”交易模式渐渐成势的过程中，10 年期国债收益率渐渐形成以 2.80% 为底部的重心抬升，在经济复苏、需求回升的经济态势下，债券资产本就处于“逆风”环境，当前债券资产还未纳入“做多中国”交易模式，或只是交易模式尚未演化至那一阶段。

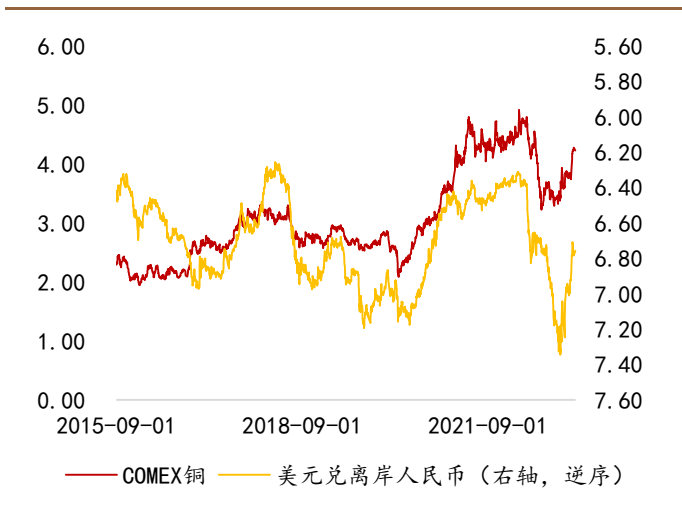
- 做多铜、铁矿石等“中国需求拉动型”大宗商品。与中国经济地产和基建投资紧密相关的大宗商品价格受益于“做多中国”交易，并且均有“需求在内、供给在外”的特征。我们依旧以大宗商品比价¹来看，然而与过去的典型交易模式不同，在铜金比值摆脱震荡区间上行的同时，油金比值却始终在回落，由于铜和原油的终端需求不同，前者对标于新旧基建等制造业用途、后者对标于航空运输等服务业需求，铜金比值和油金比值的分化表明“做多中国”交易实际在押注中国经济复苏对工业品和资源品的需求升温。从历史上看，原油滞涨于铜往往是阶段性和暂时的，铜与原油的相对估值或终将趋于一致。

图 5：2023 年 1 月份铜金比值和油金比值走势分化



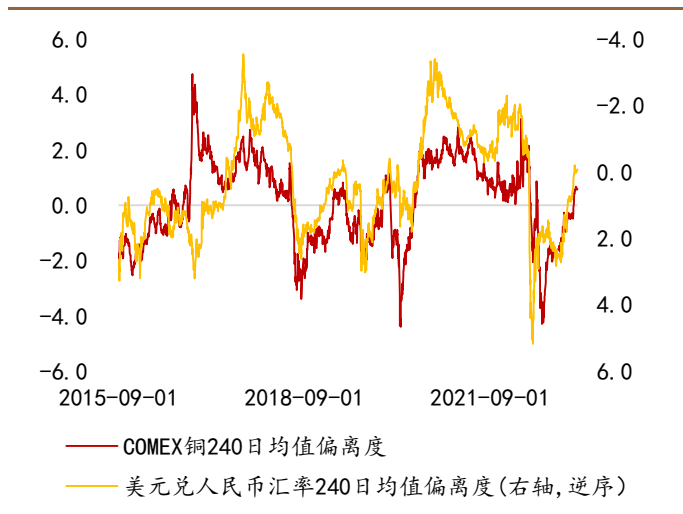
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：人民币汇率升值的同时铜价摆脱震荡开始上行



资料来源：Wind，德邦研究所

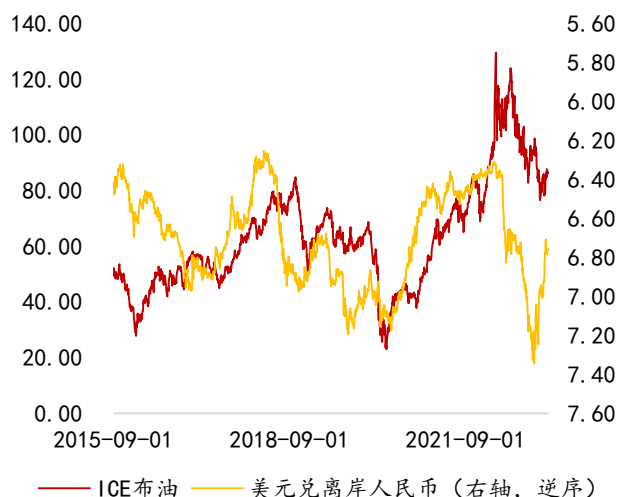
图 7：从均值偏离度看，人民币汇率和铜价上涨保持一致



资料来源：Wind，德邦研究所

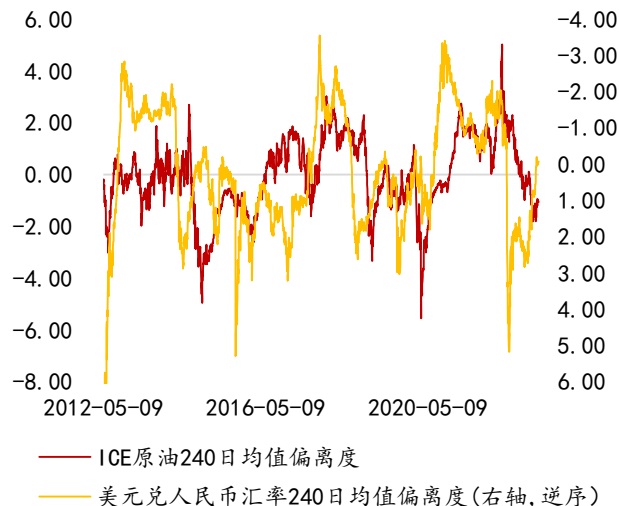
¹ 在我们的报告中之所以频繁使用大宗商品比价，是因为大宗商品绝对价格的波动本就是通货膨胀的一部分，要以为人民币或美元等货币计价商品做绝对估值的难度较高，大宗商品比价可以更好的度量商品的绝对估值，而黄金就是比价的天然分母。

图 8：本轮人民币汇率升值和原油价格的相关度在降低



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：从均值偏离度看，原油相比人民币和铜“滞涨”



资料来源：Wind，德邦研究所

从人民币汇率看大宗商品，由于人民币汇率是经济总需求的“影子价格”，大宗商品价格走势和人民币汇率波动往往趋于一致。我们曾经在 2023 年度报告《流动性或“三重收敛”、股票优于债券优于商品》提出“衰退交易”下，总需求下滑推低大宗商品价格重心，但是总需求下滑减缓流动性收紧步伐，金融属性更强的商品或强于工业属性偏强的商品，当时我们推荐继续做多金铜比值和金油比值。而在“做多中国”交易模式下，铜金比值持续上行、油金比值回落，对应 2023 年年初至今，COMEX 铜价累计上涨 9.54%而原油价格则累计下跌 1.57%，表明市场犹在预期中国经济复苏“回补”的需求能够抵消全球经济下滑的量。我们认为市场对大宗商品分品种预期分化，表明过去 2 个月“做多中国”交易更多是对中国经济疫后复苏预期的兑现，在基于预期的交易基本兑现之后，接下来“做多中国”交易是否能如火如荼演化至下一阶段，就取决于现实需求是否能够如预期般回升。

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_51789

