

市場對「做空美元」形成共識



微觀經濟 周浩

國泰君安國際
首席經濟學家

關於10年期美債的博弈在上周的一系列事件後「圖窮匕見」，儘管交易頭寸仍然偏空10年期美債，但美債在美聯儲和美國財政部的保駕護航下出現了大幅逼空行情。從某種角度而言，政策的有效性仍然是官方最為看重的。短期而言，市場固然難以認同美國財政部相對保守的發債計劃，但裸空策略很難在短期內再次奏效。

與此同時，我們也可以看到，在期貨市場中，投機性做空美債的頭寸仍然處於較高的水平，這是因為無論是風險資產（比如股票）的多頭或者空頭，都可以通過債券空頭來形成對沖。對股票的多頭而言，即使直接做空債券並不一定能直接獲取收益，但從組合管理的角度而言，做空債券的頭寸對股票多頭可以形成一定的保護，在過去一段時間的市場動盪表明，沒有什麼不可能。如果債券市場再度出現無差別拋售，股票必定遭殃，這時債券空頭就可以獲益並形成對股票資產的對沖。

與此同時，即使從股票空頭的角度來看，由於宏觀展望開始趨弱，股票市場的盈利表現仍然存在不確定性，這時候的股票空頭也可以通過債券空頭來形成對沖，也就是說，如果債券空頭虧錢了，那麼股票空頭可以獲取收益。

事實上，投機頭寸在美債上的空頭建立已經有很長時間，這表明相關的對沖策略一直是符合邏輯的。但債券市場中最大的買家卻不是類似對沖基金這樣的投機頭寸，而是拿出真金白銀的投資者。對他們而言，只要利率的頂部區間大致確定，那麼買入只是時點的問題。從目前的狀況而言，10年期美債的利率頂部在政策干預後基本確定，因此投資者的買盤會壓制其利率的快速上行。

說到這裏，我們會發現，對於不同的投資者而言，做空和做多美債的邏輯在很大程度都是成立的。稍微推演一下，做多和做空美債的邏輯在眼下也都能自洽。比如說，同樣是美國經濟放

緩，做空者看到的是盈利壓力，做多者看到的是分母端的力量。

打破這樣的平衡，需要更多的推動因素，比如說市場確信美聯儲將進入減息通道，抑或是通脹高企到讓市場再度燃起加息的預期。否則，市場大概率會在目前位置附近做各種糾纏。而跳出市場博弈的各種紛繁複雜，我們會發現做空美元有着眼下最為清晰的交易主線。

美經濟已過「繁榮頂點」

美匯指數今年以來的表現較為糾結，主要的交易重心在「衰退」和「軟着陸」之間切換。儘管「軟着陸」更契合目前的市場主流觀點，但近期美國經濟數據的走弱，卻讓市場不得不再度關注「衰退」的可能性。在與市場出現長期分歧之後，亞特蘭大聯儲GDPNow模型顯示，美國第四季度經濟增速將大幅放緩，也是難得地與市場預期出現彌合。換言之，美國GDP第三季度超過5%的增速大概率是「繁榮的頂點」。

與是否減息相比，美國經濟未來至少兩個季度的動能減弱更具有確定性，當然，對美匯指數影響最大的是歐元，目前歐洲經濟的動能似乎也不強，這在邊際上會對美匯指數形成支撐作用。但需要指出的是，美國經濟仍然是美元的最關鍵變量，尤其在美匯指數剛出現下跌跡象時。在另一種相對極端的情形下，如果美國減息時點提前，那麼美匯指數會遇到更大的拋壓。

季節性也支持美元即將走弱的邏輯。從過去5年的表現來看，美匯指數在11月和12月份走弱的概率較高，而從2018年以來，美匯指數在12月都會出現下跌。而對比10年期美債和納斯達克指數，我們會發現10年期美債利率在12月份大概率會上行，納指的季節性規律則不清晰。去年11月份，美匯指數單月下挫5%，下跌幅度是過去5年之冠，這也會讓市場自然地浮想聯翩。

總體而言，從基本面、情緒面和季節性考量，做空美元將大概率成為下一個擁擠的交易。在「過度擁擠」前，美匯指數將會遭遇顯著的下行壓力。對於人民幣而言，外部環境的好轉也意味着其面臨的貶值壓力將會進一步被釋放。



中央金融工作會議強調，堅持把防控風險作為金融工作的永恆主題。圖為北京金融街。

金融工作會議通常會對未來5年的全國金融工作做出部署，但與往屆相比，今次會議級別更高。本次會議首次提及，要以「加快建設金融強國為目標，以推進金融高質量發展為主題，以深化金融供給側結構性改革為主線」、「堅定不移走中國特色金融發展之路，加快建設中國特色現代金融體系」。在金融整頓的大背景下，下一個階段的行業監管方向，備受市場關注。

中央金融工作會議五大看點

衛本社

大學之道 清和

智本社社長

本文主要從五方面解讀本次中央金融工作會議。

一、加強中央對金融工作的領導

過去5次的金融工作會議都叫做「全國金融工作會議」，本次則稱為「中央金融工作會議」。全國和中央，是兩個完全不同的概念。中央金融工作會議說明該會議由黨中央統一組織、主持和領導。本次會議也明確強調，「加強黨中央對金融工作的集中統一領導，是做好金融工作的根本保證」。

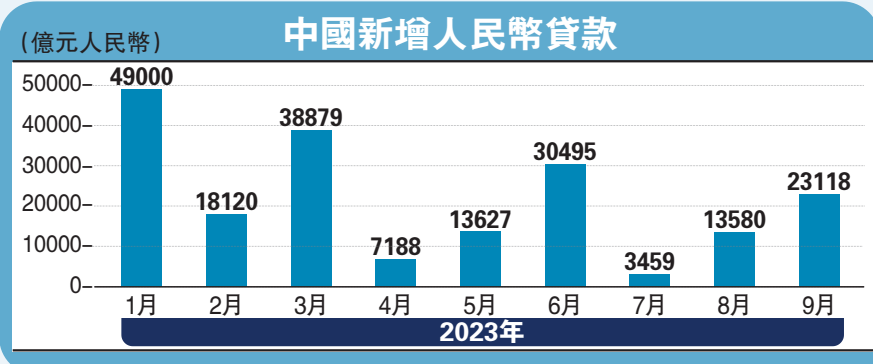
在今年3月的國家機構改革中，新設立了中央金融委員會。這是全國金融系統的最高領導機構，負責金融穩定和發展的頂層設計、統籌協調、整體推進、督促落實，研究審議金融領域重大政策、重大問題等。其後，又設立了中央金融工委，專門負責政治建設、思想建設、組織建設、作風建設、紀律建設等；中央政府還要求金融系統提高政治站位。另外，國務院還組建了國家金融監督管理總局，該機構是金融監管與改革的執行機構。從中央金融委員會、中央金融工委，到國家金融監督管理總局，黨中央加強了對金融系統集中統一領導。

二、全面推進金融高質量發展

本次會議強調「金融是國民經濟的血脈，是國家核心競爭力的重要組成部分」，首次提出「加快建設金融強國為目標，以推進金融高質量發展為主題」。如何理解金融高質量發展？

自2017年開始，隨着宏觀經濟增長逐步回歸常態化，高質量發展成為了經濟建設的新任務。金融是國民經濟的血脈，自然要提升到高質量發展層面。本次會議要求金融系統「為經濟社會發展提供高質量服務」，提出「做好科技金融、數字金融、普惠金融、養老金融、綠色金融五篇文章」。這五大文章實際上分別支持了國民經濟高質量發展的五大領域：技術創新與轉型升級、新能源與低碳經濟、扶貧濟困與均衡發展、養老保障與銀髮經濟、數字技術和數字經濟。

具體來說，人民銀行需要「始終保持貨幣政策的穩健性」，在總量上確保市場的流動性合理充裕，維護價格穩定、信貸供應穩定及宏觀經濟穩定。同時，使用結構性貨幣工具，為科技創新、綠色經濟、小微企業、養老等領域提供更多的流動性支持，促進技術創新、社會保障和均衡發展。截至9月末，今年人民銀行的結構貨幣工具餘額達7.018萬億元（人民幣，下同），包括支農再貸款、支小再貸款、普惠小微貸款支持工具、碳減排支持工具、支持煤炭清潔高效利用專項再貸款、科技創新再貸款、普惠養老專項再貸款、設備更新改造專項再貸款、普惠小微貸款減息支持工具。未來對技術創新、數字經濟和養老領域，人民銀行還可能提供更多的信貸支持。



三、建設中國特色現代金融體系

本次會議首次提出，「堅定不移走中國特色金融發展之路，加快建設中國特色現代金融體系」。那麼要如何理解「中國特色現代金融體系」？

黨中央的統一領導無疑是最具「中國特色」的部分，而國有金融體系是中國金融行業的一個顯著特點，未來要以國有金融為載體建設金融強國。黨中央加強對金融系統的統一領導後，將集中更多的金融資源進一步做大各類國有金融機構。

本次會議重新對金融機構進行定位：培育一流投資銀行和投資機構；支持國有大型金融機構做優做強，當好服務實體經濟的主力軍和維護金融穩定的壓艙石；嚴格中小金融機構准入標準和監管要求，立足當地開展特色化經營；強化政策性金融機構職能定位；發揮保險業的經濟減震器和社會穩定器功能。其中，「培育一流投資銀行和投資機構」是首次提出的概念。中國過去是以商業銀行為主的金融市場，間接融資佔比過高，一直強調提高間接融資的比例，未來可能會扶持一批國有投資銀行和投資機構。投資銀行作為現代市場體系的一部分，高度依賴於發達的股票市場。全面註冊制發布實施以來，長期受到外部的廣泛討論。也因此，本次會議再度提出「推動股票發行註冊制走深走實」。

四、高度重視金融領域潛在風險

本次會議強調，堅持把防控風險作為金融工作的永恆主題。「要清醒看到，金融領域各種矛盾和問題相互交織、相互影響，有的還很突出，經濟金融風險隱患仍然較多，金融服務實體經濟的質效不高，金融亂象和腐敗問題屢禁不止，金融監管和治理能力薄弱」。近些年來，中央政府高度重視金融安全，金融系統重在防範和化解幾類風險：

1) 房地產債務風險。2022年房地產市場急轉直下，大型開發商債務爆雷，違約率明顯上升。全國170家上市的房企負債總額就超過了15萬億元，房企債務違約可能引發連鎖反應，導致供應商、建築商的債務違約，引發更大規模的債務風險。另外，全國個人按揭貸款達到38萬億元，今年上半年提前還貸率大幅上升，對銀行系統帶來壓力。

2) 地方債務風險。目前全國地方政府有息負債達到95萬億元，其中顯性債務38萬億元，城投債57萬億元。今年地方財政收入，尤其是土地出讓金收入大幅下降，債務償還壓力迅速上升，債務救助迫在眉睫。7月份，中央政治局會議提出將出一攬

子化債方案，10月份地方省級政府特殊再融資債券集中發行，規模超過1萬億元，說明新一輪的化債工作已經啟動。

3) 中小金融機構風險。2022年，河南發生了村鎮銀行擠兌事件，引發了監管部門的重視。接下來，重點防範房地產債務風險和地方債務風險外溢到中小金融機構。

4) 外匯波動風險。最近一年，人民幣匯率波動大、貶值風險增加。人民銀行將加強外匯管理，打擊非法跨境資本，維護外匯市場穩健運行。

接下來，金融監管部門的重要任務是防範化解金融風險，牢牢守住不發生系統性金融風險的底線。所有金融機構、金融行為、金融產品都要接受嚴格監管，重點監管領域是地方債務、房地產債務和中小金融機構。一邊化解救助地方債務，另一邊抑制道德風險，嚴厲整頓地方債務中涉及到的金融問題，尤其是在地方政府、城投公司和地方銀行的三角關係中涉及到的非法金融活動。

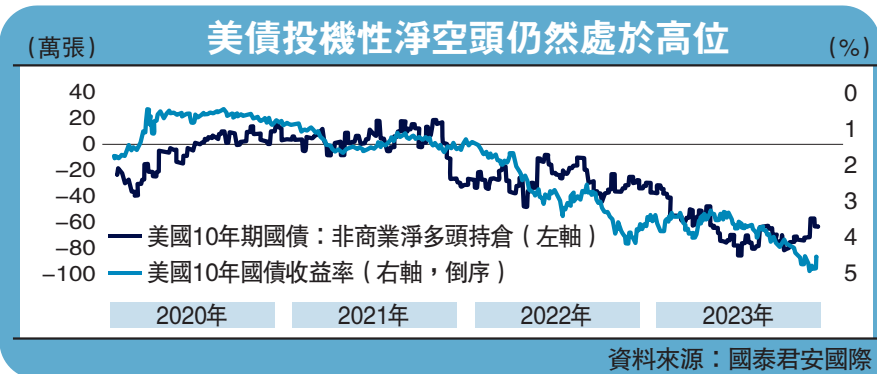
為了降低銀行風險、維護銀行體系安全穩健運行，國家金融監督管理總局近期還公布了《商業銀行資本管理辦法》，要求系統重要性銀行在滿足最低槓桿率要求的基礎上，還應滿足附加槓桿率要求。本次會議強調「拓寬銀行資本金渠道」，未來有可能會增加銀行發債融資，以跟進《巴塞爾協議》的改革趨勢。

五、完善樓市金融宏觀審慎管理

房地產債務風險作為金融監管的重中之重，亦面臨較為複雜的監管環境。會議首次提出「健全房地產企業主體監管制度和資金監管，完善房地產金融宏觀審慎管理」，同時一視同仁、滿足不同所有制房地產企業合理融資需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持剛性和改善性住房需求，加快保障性住房等「三大工程」建設，構建房地產發展新模式。

今年下半年，房地產政策發生變化，一方面解除限購限售等需求端限制性政策，支持房地產市場發展，另一方面推進保障房建設和大城市城中村改造。這一舉動被市場理解為「新房改」、「二次房改」。黨中央要求金融系統加強對房企預售資金賬戶的監管，同時提供保交樓貸款，因城施策提供流動性支持，滿足居民住房需求，尤其是剛性和改善性住房需求。

最後，本次會議就上海和香港兩個國際金融中心的發展做出部署，提出「增強上海國際金融中心的競爭力和影響力，鞏固提升香港國際金融中心地位」。接下來，中央政府有可能會推進香港與內地之間多層次的金融合作。



減辣初步見效 買賣轉趨活躍



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

施政報告公布了差不多兩星期，筆者經營的屯門及天水圍市場成交增加了約兩成，特別是新增放盤量在施政報告公布後多了34%。不過，總樓盤供應量仍然持平，原因是成交量增加，加上部分業主感到價格過低而「封盤」。當然多了人放盤，很大程度代表多了人換樓，這也是總放盤量沒有增加的原因之一。然而，我們仍要繼續關注有關數據變化，看更長時間的數據走勢，才能清晰了解到趨勢。

不過，縱使樓價平穩、成交量上升，總會有一些板塊價格是可以回升的，亦因為放盤量增加也總會有一些板塊價格會回落，市場不是硬板一塊。

目前整體市場暫時未有上升，但是出現了更多上車和換樓的機會，可以說「減辣」是初步得到成功。特區政府固然在「減辣」、增加土地和重視市場轉



▲施政報告推出樓市「減辣」措施，有助帶動成交量上升。

流量上有了明顯進步，但是「革命尚未成功」，還有很多地方需要官民共同努力去開創新局面。

首先，筆者認為施政報告的政策要盡快推行，例如「延長資助出售單位二手市場按揭貸款保證期至50年」，該政策將會釋放大量供應，令市場交投回復正常，是本屆特區政府的德政。但在施政報告公布之後，傳媒報道有關人士指出政策將在明年上半年才會實行，這似乎拖得太久。筆者認為行政上沒有必要拖延，令市民失望。

建議重啟置業資助貸款

當然，筆者一直強調的是，房屋政策的最終追求是年輕人能夠置業，置業資助貸款應隨着盤量的增加而恢復，讓首置人士可以獲得免息首期借貸或者不需要還款的供樓津貼。

最後，筆者想說的是，其實特區政府很努力工作，但也要懂得與市場相處。特區政府要明白自己是全港最大的地產發展商，與市場玩着「二人三足」遊戲，並不是單方面的問心無愧就可以令到市民安心。近年很多官地成交價出現新低，本來新低是沒有問題，但問題是如果令到市場覺得未來趨勢一浪比一浪低、遲買有着數及樓價未跌定的話，這對樓市沒有好處，因為要有信心才會有發展商去接貨，銀行亦要市況穩定才願意去借貸，市民也要市況穩定才去買樓花。

「穩定壓倒一切」這說話很對，我們若不能妥善解決置業難題，社會上的貧富懸殊將更加嚴峻。筆者認為市場需要的是更安定的訊息，特區政府應該在這方面諮詢各界的意見，共勉！