



## 宏观研究报告

2023年11月6日

周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

## 做空美元是下一个“拥挤”的交易

季节性表明美元在年底容易走弱（美元指数月度回报）

(%)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
5年平均	-0.24	0.71	1.13	0.98	-0.17	0.74	-0.14	0.57	1.44	-0.08	-0.84	-1.56
2023	-1.38	2.72	-2.25	-0.83	2.62	-1.36	-1.03	1.73	2.47	0.46		
2022	0.91	0.17	1.66	4.73	-1.17	2.88	1.16	2.64	3.14	-0.53	-5.00	-2.29
2021	0.72	0.33	2.59	-2.09	-1.59	2.90	-0.28	0.49	1.73	-0.11	1.99	-0.34
2020	1.04	0.76	0.93	-0.03	-0.68	-0.97	-4.15	-1.29	1.89	0.16	-2.31	-2.10
2019	-0.62	0.61	1.17	0.20	0.28	-1.66	2.48	0.41	0.47	-2.04	0.95	-1.92
2018	-3.25	1.66	-0.71	2.08	2.33	0.52	0.09	0.62	-0.01	2.10	0.15	-1.13

数据来源：彭博，国泰君安国际

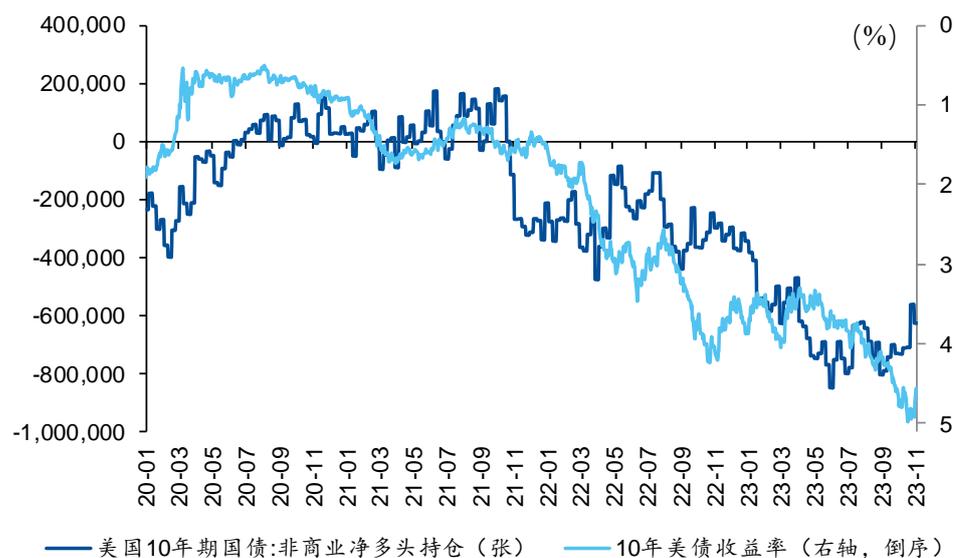
- 关于 10 年美债的博弈在上周的一系列事件后图穷匕见，尽管交易头寸仍然偏空 10 年美债，但美债却在美联储和美国财政部的保驾护航下出现了大幅逼空行情，从某种角度而言，政策的有效性仍然是官方最为看重的。短期而言，市场固然难以认同美国财政部相对保守的发债计划，但裸空策略很难在短期内再次奏效。
- 与此同时，我们也可以看到，在期货市场中，投机性做空美债的头寸仍然处于较高的水平，这是因为无论是风险资产（比如股票）的多头或者空头，都可以通过债券空头来形成对冲。
- 眼下，对于不同的投资者而言，做空和做多美债的逻辑在很大程度上都是成立的。稍微推演一下，做多和做空美股的逻辑在眼下也都能自洽。打破这样的平衡，需要更多的 surprise。否则，市场大概率会在目前的位置附近做各种纠缠。
- 跳出市场博弈的各种纷繁复杂，我们会发现做空美元有着眼下最为清晰的交易主线，尤其考虑到近期美国经济动能出现放缓。需要指出的是，美国经济仍然是美元的最关键变量，尤其在美元指数刚出现下跌迹象时。在另一种相对极端的情形下，如果美国降息时点提前，那么美元指数会遇到更大的抛压。
- 季节性也支持美元即将走弱的逻辑。从过去 5 年的表现来看，美元指数在 11 月和 12 月份走弱的概率较高，而从 2018 年以来，美元指数在 12 月都会出现下跌。

关于 10 年美债的博弈在上周的一系列事件后图穷匕见，尽管交易头寸仍然偏空 10 年美债，但美债却在美联储和美国财政部的保驾护航下出现了大幅逼空行情，从某种角度而言，政策的有效性仍然是官方最为看重的。短期而言，市场固然难以认同美国财政部相对保守的发债计划，但裸空策略很难在短期内再次奏效。

与此同时，我们也可以看到，在期货市场中，投机性做空美债的头寸仍然处于较高的水平，这是因为无论是风险资产（比如股票）的多头或者空头，都可以通过债券空头来形成对冲。对股票的多头而言，即使直接做空债券并不一定能直接获取收益，但从组合管理的角度而言，做空债券的头寸对股票多头可以形成一定的保护——过去一段时间的市场动荡表明，nothing is impossible，如果债券市场再度出现无差别抛售，股票必定遭殃，这时债券空头就可以获益并形成对股票资产的对冲。

与此同时，即使从股票空头的角度来看，由于宏观展望开始边际转弱，股票市场的盈利表现仍然存在不确定性，这时候的股票空头也可以通过债券空头来形成对冲，也就是说，如果债券空头亏钱了，那么股票空头可以获取收益。

图 1: 美债投机性净空头仍然处于高位



数据来源: 彭博, 国泰君安国际

事实上，投机头寸在美债上的空头建立已经有很长的时间，这表明相关的对冲策略一直是符合逻辑的。但债券市场中最大的买家却不是类似对冲基金这样的投机头寸，而是以 real money 为代表的 buy side，对他们而言，只要利率的顶部区间大致确定，那么买入只是时点的问题。从目前的情况而言，10 年美债的利率顶部在政策干预后基本确定，因此 real money 的买盘会压制其利率的快速上行。

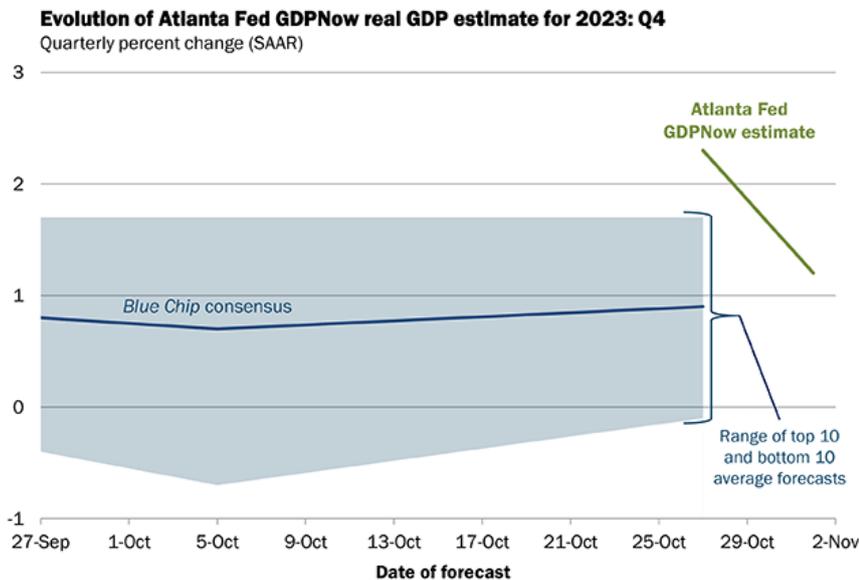
说到这里，我们会发现，对于不同的投资者而言，做空和做多美债的逻辑在很大程度上都是成立的。稍微推演一下，做多和做空美股的逻辑在眼下也都能自洽。比如说，同样是美国经济放缓，做空者看到的是盈利压力，做多者看到的是分母端的力量。

打破这样的平衡，需要更多的 surprise，比如说市场确信美联储将进入减息通道，抑或是通胀高企到让市场再度燃起加息的预期。否则，市场大概率会在目前的位置附近做各种纠缠。而跳出市场博弈的各种纷繁复杂，我们会发现做空美元有着眼下最为清晰的交易主线。

美元指数今年以来的表现较为纠结，主要的交易重心在“衰退”和“软着陆”之间切换。尽管“软着陆”更符合目前的市场主流观点，但近期美国经济数据的走弱，却让市场不得不再度关注“衰退”的可能性。从 GDPNow 来看，在经历了长久的与市场的分歧后，近期 GDPnow 指向美国第四季度经济增速将大幅放缓，也难得地与市场预期出现弥合，大致指向第四季度 GDP 增速会在 1% 左右，换言之，第三季度超过 5% 的增速大概率是“繁荣的顶点”。

与是否降息相比，美国经济未来至少两个季度的动能减弱更具有确定性，当然，对美元指数影响最大的是欧元，目前欧洲经济的动能似乎也不强，这在边际上会对美元指数形成支撑作用。但需要指出的是，美国经济仍然是美元的最关键变量，尤其在美元指数刚出现下跌迹象时。在另一种相对极端的情形下，如果美国降息时点提前，那么美元指数会遇到更大的抛压。

图 2: 市场与 GDPNow 的分歧开始弥合



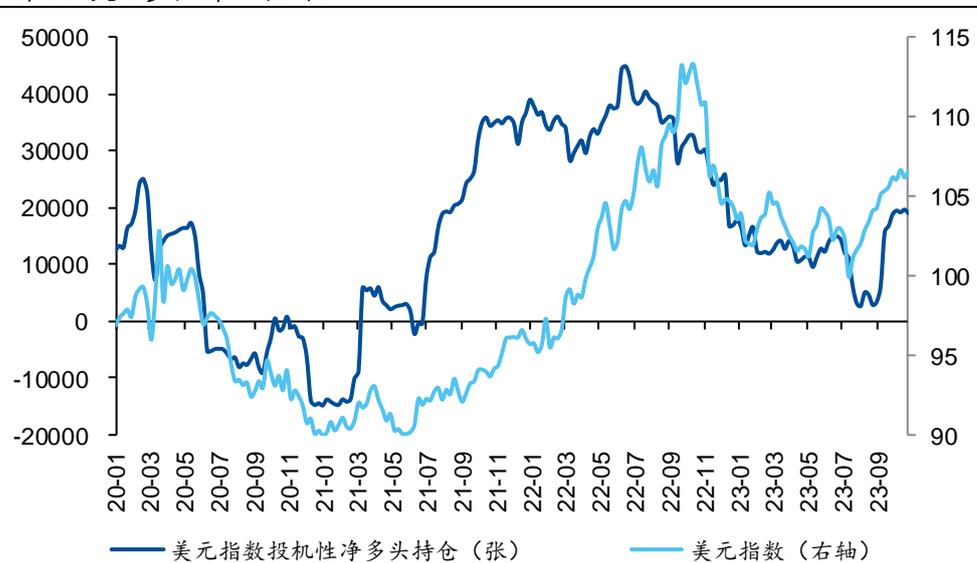
Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts  
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

数据来源: 亚特兰大联储, 国泰君安国际

季节性也支持美元即将走弱的逻辑。从过去 5 年的表现来看，美元指数在 11 月和 12 月份走弱的概率较高，而从 2018 年以来，美元指数在 12 月都会出现下跌。而对比 10 年美债和纳斯达克指数，我们会发现 10 年美债利率在 12 月份大概率会上行，纳指的季节性规律则不清晰。去年 11 月份，美元指数单月下挫 5%，下跌幅度是过去 5 年之冠，这也会让市场自然地浮想联翩。

总体而言，从基本面、情绪面和季节性考量，做空美元将大概率成为下一个拥挤的交易。在“过度拥挤”前，美元指数将会遭遇显著的下行压力。对于人民币而言，外部环境的好转也意味着其面临的贬值压力将会进一步被释放。

图 3: 美元多头开始衰竭?



数据来源: 彭博, 国泰君安国际

### 个股评级标准

参考基准:香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

### 行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

### 利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

### 免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk