



洪灏：又一次技术修复， 谁还在卖？



文/意见领袖专栏作家 洪灏

“市场的历史是一部绝望和梦想的历史。”——彼得·伯恩斯坦

要点：

- 创纪录的空头成交量和认沽期权买盘将成为暴力技术反弹的火药。
- 随着美联储首次加息在望，香港金管局放缓的资产负债表调整有助于提高市场可见度。
- 香港深陷深度配置价值。如果美国经济不衰退，恒指将迅速修复；如非，则恒指在二次下探之前，仍可以有一个技术性的修复。
- 召唤神龙，安全交易。



昨日公布的中国经济数据出人意料地好。但美国中概股前晚再度下挫~10%，短短三个交易日的总跌幅接近 30%。弥漫于美股市场丢盔弃甲的崩溃情绪迅速波及到了香港这样的小型而开放经济体。交易所一片血流漂杵、人仰马翻之势。

恒指在神奇的经济数据公布后，快刀斩乱麻地收复了早盘大部分失地，而恒生科技指数更是回补有余。但好景不长。如果经济数据果真在中国农历新年这个传统淡季期间如此反季节，那么中国央行为何会连续三天调贬人民币汇率中间价？人民币走弱往往压抑中国资产价格。

在这场抛售潮之后，包罗了在港上市的 30 家最大中国科技公司的恒生科技指数市值大幅缩水至 1.14 万亿港元。而亚马逊一家公司的市值就有 1.5 万亿美元，苹果一家公司的市值甚至超过了整个 MSCI 中国指数。其实，MSCI 中国指数已经全部回吐了自上世纪 90 年代初成立以来的累计回报。恒指的本轮暴跌也是 1970 年以来最惨烈的一次。

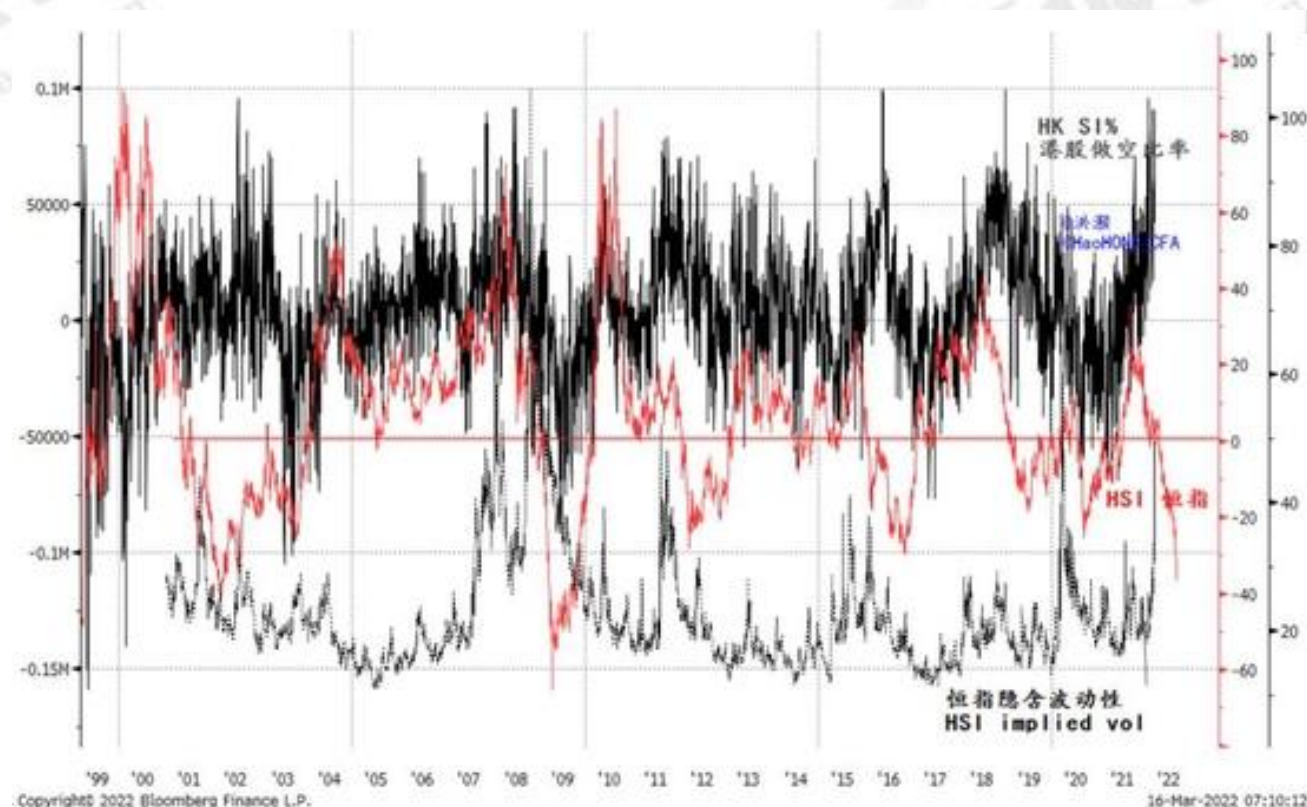
这样的市况，细思则恐。

我们细致入微地审视了香港的交易活动。我们注意到，做空量和恒指的隐含波动率已经飙升至历史最高水平之一（图表 1）。如此居高不下的做空力度与市场焦灼情绪交相呼应。但值得注意的是，这般高的卖空量既可能发生在极端的市場压力下，也可能是大灾难来临前的预警信号。

鉴于恒指最近的暴跌是 50 多年来最严重的一次，我们认为如此高的

做空量表明市场正在全面溃败、缴械投降，而非某种即将隐现的凶兆。如此强的卖空量可能是后续市场剧烈反弹的动力，但完全消化如此庞大的做空交易量也尚需时日。在这个紧要关头，保持耐心、砥砺前行方得始终。

图表 1：港股卖空飙升至有记录以来的最高水平之一



资料来源：彭博，交银国际

与此同时，看跌期权成交量不出所料已陡然升至历史最高水平。我们只在 2020 年 3 月新冠疫情爆发的至暗时刻才见证过这样的蜂拥买入认沽期权以求对冲风险的浪潮。这样期权交易狂潮与我们前文绘制的创纪录的空头成交量不谋而合。它们都表明愁云惨淡的市场情绪。这种信心崩塌的治愈和恢复非一夕之功，并将在市场试图触底时引发巨大的震荡波动。

图表 2：香港的看跌/看跌期权成交量跃升至历史最高水平



资料来源：彭博，交银国际

随着美联储大水漫灌后的首次加息将于两日后如期落地，香港金管局也正厉兵秣马、枕戈待旦。金管局继续有条不紊地缩表，或许是为了在美元走强的情况下稳定港元（图表 3）。金管局的这些未雨绸缪的举措在保护香港经济的同时，也对恒指施加了过度的压力。随着美联储首次加息箭在弦上，金管局资产负债表举措的预期将会更好，这种透明度的提高将给风声鹤唳、草木皆兵的市场带来一些久违的确定性。

图表 3：香港金管局继续先美联储一步缩表



资料来源：彭博，交银国际

在这次史诗般的抛售之后，恒指正深陷于深度配置价值。这种极值只会在市场陷入严重困境，同时或伴随美国经济衰退。如美国经济未出现衰退，当市场极度低迷时，恒指往往会迅速回升，这种深度配置价值与市场底部相一致。然而，当市场暴跌，同时美国经济出现衰退时，恒生指数将从这些水平反弹，但随后将再创新低。现在看来这种可能性越来越大。但无论是哪一种情况，恒指目前都应该有一个技术缓解期。

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_39551

