

再见了，“清零”

- ② 中国将逐步重启的方向是清晰可鉴的。新冠病例将激增，纷乱如影随形，而市场震波也将若隐若现。我们咬定青山，持正不挠。
- ② 美元的长期趋势开始拐头下行，风险资产也将时来运转。
- ② 恒指似乎正从史诗级的低迷中虎口脱险。随着中国重启过程中网购、外卖需求增加，互联网平台公司应继续跑赢。

洪灏, CFA

hao.hong@growim.com
[推特: HaoHong_CFA](#)

本报告英文版：

[《Farewell, COVID-0.》](#)

中国重启，但将一波三折

“中国人民总是被他们之中最英勇无畏的人保护着。”

——亨利·基辛格《论中国》

11月的行情无疑是史诗级的。追踪在美国上市的中国 ADR 的纳斯达克金龙中国指数 PGJ 当月收涨了近 42%，刷新该指数有记录以来最亮眼的月度表现。中概互联网指数 KWEB 11 月大涨 48%，同样创下史无前例的最大月度涨幅；该指数涨势如虹，仅上周一周便飙升 24%。自我们题为《[“Mai! Mai! Mai!”](#)》的报告于 10 月 31 日发布、以及后续预测防疫措施改变的“[万亿一推](#)”发表以来，中国在岸和离岸市场平添了近两万亿美元的市值。

图表 1：中国内地与中国香港重启阶段的新冠病例比较。



资料来源：彭博，思睿研究

市场一度将我们对于中国重启在即的观点视作荒诞不经的“小作文”，如今却又果断用真金白银买买买。正如约翰·邓普顿所说言：“牛市生于悲观，长于怀疑，成于乐观，死于狂热。”

随着众多城市开始调整其防疫管理政策，扰攘纷乱亦时有发生。譬如，我们下榻的这家酒店过去两周曾两度被封控。而酒店工作人员每每面对情绪激动的客人时，显然也是身不由己。当我们在长三角地区出行时，我们的健康码如翩跹翻飞的秋叶般转绿回黄，许多原定开会场所把我们拒之门外。凡此种种，要保持乐观主义精神着实不易。

那么，中国是否会对其现有防疫政策的调整再度改弦更张呢？

许多迹象表明，这不太可能。我们对比了中国内地和中国香港过去 18 个月新增的新冠病例。我们注意到，目前本地新增病例数量已创新高（图中未显示），而这一新增病例数量可与今年三月上海疫情复炽时等量齐观（图表 1）。然而，上海三月迅速封城以遏制病毒传播，而香港却同道殊途，选择循序渐进地逐步开放。

自那时起，香港近乎重新开放，香港国际七人橄榄球赛的成功举办正是其防疫策略行之有效的有力明证。鉴于病毒毒株致病力已减弱，香港的经验也为如何科学有效地管控疫情树立了先例。

需要注意的是，尽管新冠确诊病例激增，但中国内地并没有重新诉诸封城举措，而是继续稳步推进优化疫情防控工作的“二十条”措施。图表中显示病例增加的“之”字形曲线走势表明，重启正慎之又慎地予以推进，可能是向前迈进两步的同时后退一步。但前进方向是清晰可鉴的。

随着中国进一步重新开放，新冠病例数量将持续攀升，经济活动很可能受到影。而中国有限的医疗资源将面临真正的考验。面对艰巨的重启重任，医护人员将身先士卒，负重前行。他们是我们当中最勇敢的人。

持续的疫情扰动很可能发生

在重重迷雾和嘈杂熙攘间，市场将何去何从？许多投资者纷纷向我们抛来了这一颇为棘手的问题。毕竟，市场对于我们一记及时的看多呼声反应积极，甚至在有些人看来过于积极了。由于防疫政策的微调，未来数月的波动率很可能会扶摇直上，在如此震荡的市况下进行预测将变得更具挑战性。

在我们于 2022 年 11 月 20 日发表的 2023 年展望报告《[或跃在渊](#)》中，我们列出了未来 12 个月市场需要攻克的三重关键不确定因素，即中国内地重启、中国房地产日渐复苏和美国很可能出现的衰退。我们认为这构成了基准情景，而中国境内外市场理应都已见到本轮周期的低点。如是，这一基准情景任一方面的改善都将有力提振我们的投资收益。我们正见证这两项不确定因素的尘埃落定。而这一切发生得远快于预期。

然而，随着中国内地按部就班重新开放，新冠确诊病例将激增。参照过去三年疫情期间恒指的表现，病例激增可能会给市场带来压力（图表 2）。

图表 2：恒指和离岸人民币的表现与新冠病例密切相关。



资料来源: 彭博, 思睿研究

当然,还有其他因素影响着恒指的表现。但与日俱增的病例很可能会引发纷乱,从而导致预期混沌和市场震波。它将使公共传播、医疗体系和供应链面临真正的考验。但身负疫情管理三年之久的经验,较之从前,市场理应能更从容不迫地应对,尤其是在估值如此便宜的情况下。不过,市场波动的杀机若隐若现,投资者应该厉兵秣马,枕戈待旦。

短期内,互联网平台公司的表现理应更可圈可点。直观地说,随着病例数量陡然攀升,人们会选择闭门不出、宅在家里,以减少传染风险。公共传播领域也会号召鼓励减少人口流动。外卖需求将会水涨船高。这与疫情爆发初期高歌猛进的网购需求情况别无二致。

中国市场的长期前景持续改善。在图表 3 中,让我们以恒指为例,可以看出,我们的长期配置指标似乎正从其史诗级的低迷态势中脱身而出。与此同时,我们列出的 2023 年关键不确定因素之一,即中国的防疫政策,正在明朗。而房地产业融资端已“三箭齐发”,政策支持力度不言而喻。

当然,谁也不能保证恒指能马上挣脱这一旷日持久的低迷态势。但这是一个赢面很好的交易,而我们应该“在别人恐惧的时候贪婪”。

图表3：恒指正从其历史性的低迷态势中脱身而出。



资料来源：彭博，思睿研究

美元长期趋势开始拐头下行

有意思的是，随着恒指开始从史诗级的恐慌情绪中脱身而出，美元的长期趋势也开始拐头下行。在图表4中，我们展示了美国经常账户赤字这一全球流动性的主要来源似乎正触及一个重要的低点。美国经常账户赤字及其周期往往领先美元周期数年。过去几年间，美国对外国商品的强劲需求使美国经常账户的不断扩大，而这也预示着未来几年美元将走软。

图表4：美国经常账户赤字的不断扩大预示着未来几年美元走势将承压。



资料来源：彭博，思睿研究

美国经常账户赤字与美元之间的这种相关性并非巧合。美联储放松货币政策，以刺激美国需求、购买进口商品，同时通过美国经常账户赤字输出美元流动性。与之互为镜像的是中国急剧膨胀的经常账户盈余和强劲的出口增长。这确乎是过去三年疫情期间历历在目的情景。

现如今，随着美联储收紧货币政策，美国的需求将降温，美国经济增长承压，并使美元流动性减少。伴随着美国需求减弱，美国通胀压力将得到缓解，中国出口将走弱，中国增长前景也将变得晦暗不明。助力房地产行业的一系列大刀阔斧的政策是否行之有效仍有待观察。但我们认为政策最终应能助一臂之力。尽管如此，政策的效应尚需时日，非朝夕之功。

需要注意的是，我们这里关于美元的讨论是以年、而非以天为时间维度的较长周期。然而，美元近期明显的弱势可能是未来趋势性走弱的前奏。美元走弱对大宗商品、新兴市场和其他美元计价的风险资产来说均是时来运转的征兆。

结论

中国内地终于在千呼万唤中开启了防疫政策的调整。尽管新冠病例激增，但中国内地依然稳步推进优化疫情防控工作的“二十条”措施，而非再度收紧。越来越多的城市宣布放宽防疫措施，而不是像以前那样一封了之。而诸如广州这样的一线城市当仁不让地走在政策调整的前列。截至目前，应该没有人再对防疫政策的走向再抱有疑虑。

美元的长期趋势也开始转头下行。美元走弱后，风险资产将受益。随着中国重启，新冠病例将激增，纷乱如影随形，市场震波暗藏杀机。尽管如此，在岸和离岸指数皆正以令人目不暇接的速度上演历史性反弹，而值此关键时刻，我们需要咬定青山，持正不挠。

洪灏，CFA

推特：[@HAOHONG_CFA](#)

https://twitter.com/HAOHONG_CFA

附录 1：主要大类资产表现（周度）

资产类别	2/12/2022	25/11/2022	18/11/2022	11/11/2022	4/11/2022	28/10/2022	21/10/2022	14/10/2022	7/10/2022	30/9/2022	23/9/2022
MSCI指数											
全球	1.34%	1.48%	-0.42%	6.56%	-14.2%	3.34%	3.23%	-19.4%	1.74%	-2.55%	-4.97%
发达市场	1.09%	1.68%	-0.57%	6.66%	-21.0%	4.01%	3.61%	-11.0%	1.64%	-2.45%	-5.09%
新兴市场	3.49%	-0.11%	0.78%	5.73%	4.66%	-2.25%	0.20%	-3.33%	2.51%	-3.32%	-4.05%
MSCI中国	8.19%	-3.24%	4.02%	5.81%	10.98%	-8.98%	-2.70%	-6.18%	1.52%	-2.64%	-5.68%
MSCI亚太地区（除日本）	4.37%	-0.43%	1.70%	7.64%	5.06%	-2.64%	-1.44%	-4.27%	1.96%	-3.74%	-4.28%
MSCI欧洲	0.67%	1.65%	0.32%	3.44%	1.52%	3.55%	1.29%	-0.18%	1.04%	-0.56%	-4.31%
主要市场股指											
美国	标普500	1.13%	1.53%	-0.59%	5.90%	-3.35%	3.95%	4.74%	-11.5%	1.51%	-2.91%
中国内地	上证综指	1.75%	0.14%	0.32%	0.54%	5.31%	-4.05%	-10.8%	1.57%	0.00%	-2.07%
	深证综指	3.05%	-2.22%	0.56%	-0.11%	7.50%	-4.46%	-0.88%	3.78%	0.00%	-2.63%
中国香港	恒生指数	6.27%	-2.33%	3.85%	7.21%	8.73%	-8.32%	-2.27%	-6.50%	3.00%	-3.96%
日本	日经225	-1.9%	1.37%	-1.19%	3.91%	0.35%	0.80%	-0.14%	-0.09%	4.55%	-4.48%
韩国	韩国综合指数	-0.42%	-1.56%	5.74%	3.53%	2.50%	0.00%	0.03%	-0.91%	3.58%	-5.87%
德国	DAX	-0.08%	0.75%	1.46%	5.68%	1.63%	4.03%	2.36%	1.34%	1.31%	-1.38%
英国	富时100	0.93%	1.37%	0.92%	-0.13%	4.07%	1.12%	1.62%	-1.89%	1.41%	-1.28%
法国	CAC40	0.44%	1.02%	0.76%	2.78%	2.29%	3.94%	1.74%	1.11%	1.82%	-0.36%
彭博巴克莱债券指数											
全球		1.60%	0.89%	0.51%	3.86%	-0.94%	2.50%	-0.89%	-1.42%	-0.19%	-0.72%
中国		1.44%	-0.11%	-0.11%	2.00%	-0.17%	0.05%	-0.11%	-1.08%	0.00%	-0.01%
全球+中国		1.60%	0.89%	0.51%	3.87%	-0.94%	2.49%	-0.89%	-1.42%	-0.19%	-0.72%
美国		1.54%	1.05%	0.48%	2.29%	-0.88%	1.65%	-1.17%	-1.19%	-0.15%	-0.39%
欧洲		1.50%	0.90%	1.58%	5.56%	-1.75%	4.02%	0.15%	-1.17%	-0.63%	-0.04%
亚太		2.18%	0.22%	-0.13%	4.80%	-0.18%	1.71%	-1.37%	-2.00%	0.06%	-0.99%
新兴市场		2.19%	1.45%	1.75%	2.41%	-0.10%	1.99%	-1.10%	-1.69%	0.39%	-2.44%
国债		1.72%	0.75%	0.39%	4.37%	-1.97%	2.76%	-0.10%	-1.47%	-0.12%	-0.19%
公司债		1.58%	1.35%	1.15%	3.45%	-0.14%	2.38%	-0.99%	-1.47%	-0.07%	-1.36%
高收益		1.41%	1.34%	0.9%	2.78%	-0.66%	2.77%	0.05%	-1.38%	1.17%	-1.88%
大宗商品											
彭博商品指数											
能源		-0.39%	0.11%	-1.88%	-0.32%	5.13%	0.41%	-2.11%	-2.66%	5.06%	-0.81%
	天然气	-4.77%	0.88%	-2.04%	-5.44%	7.75%	3.44%	-7.00%	-4.48%	10.87%	-6.90%
	WTI原油	4.85%	-4.28%	-9.33%	-3.60%	5.59%	3.17%	0.48%	-7.06%	16.54%	0.95%
	布伦特原油	2.41%	-3.49%	-6.90%	-2.11%	5.12%	2.66%	1.32%	-5.99%	14.81%	-0.11%
	馏分燃料油	0.01%	-6.13%	-1.56%	-6.66%	2.99%	4.45%	-1.12%	-3.14%	24.74%	2.03%
	无铅汽油	0.38%	-3.12%	-8.01%	-3.52%	6.34%	3.39%	0.71%	-5.33%	15.39%	2.67%
贵金属		3.56%	0.45%	-1.30%	5.21%	3.45%	-0.44%	1.55%	-5.22%	3.17%	0.92%
	金	2.31%	-0.01%	-0.81%	5.52%	1.93%	-0.69%	0.45%	-3.53%	2.23%	0.99%
	银	7.59%	1.95%	-2.87%	4.25%	8.55%	0.42%	5.51%	-10.78%	6.39%	0.68%
工业金属		8.21%	-1.52%	-3.98%	7.14%	6.17%	-0.93%	-0.47%	-0.39%	2.76%	-1.16%
	铜	6.05%	-0.30%	-6.65%	6.04%	7.51%	-1.11%	1.49%	1.09%	-0.75%	2.08%
	铝	7.77%	-3.09%	-1.39%	4.45%	6.47%	0.15%	-4.23%	0.29%	6.26%	-0.23%
	锌	5.46%	-3.15%	-0.03%	5.35%	1.86%	-3.58%	-0.14%	-1.18%	0.40%	-0.61%
	镍	13.61%	0.10%	-5.88%	13.05%	7.55%	0.77%	0.75%	-3.13%	6.38%	-9.85%
农产品		-2.0%	-0.18%	-1.37%	-1.22%	3.65%	-1.89%	0.26%	-0.10%	0.67%	-1.17%
	谷物	-2.61%	-0.44%	-0.63%	-2.88%	2.27%	-1.04%	-0.26%	0.05%	-0.82%	-0.01%
	软商品	0.57%	-0.67%	-2.02%	1.72%	7.75%	-7.59%	-3.14%	-3.10%	1.58%	-1.15%
牲畜		1.02%	-0.69%	1.57%	0.60%	-1.14%	-0.84%	4.77%	1.83%	0.84%	-3.17%
	活牛	0.48%	-0.47%	1.70%	-0.25%	-0.88%	0.38%	3.15%	-0.19%	0.68%	-1.01%
	瘦肉猪	2.17%	-1.17%	1.30%	2.52%	-3.63%	-3.19%	8.35%	6.61%	1.20%	-7.94%
外汇		-1.33%	-0.91%	0.60%	-4.14%	-1.01%	-1.15%	0.45%	0.60%	-0.95%	3.12%
	美元指数	-1.66%	0.68%	0.32%	-1.22%	-0.13%	0.53%	1.03%	0.00%	-0.17%	2.02%
	美元兑人民币	1.27%	0.28%	-0.77%	2.41%	0.69%	-0.18%	0.29%	-0.15%	-1.11%	-1.00%
	新兴市场货币指数	-0.12%	-0.11%	-0.19%	-0.17%	0.00%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%
	美元兑港币	-3.31%	-0.84%	1.12%	-5.33%	-0.10%	-0.69%	2.35%	0.35%	1.00%	0.27%
	美元兑日元	1.35%	0.68%	-0.11%	3.92%	0.96%	1.44%	-0.13%	-0.99%	1.19%	-3.18%
	欧元兑美元	1.55%	1.70%	0.51%	3.96%	0.67%	1.17%	0.73%	-0.75%	2.86%	-4.91%
	英镑兑美元										-1.46%

资料来源：彭博，思睿研究（更新于 12/3/2022, 下同）

附录2：主要大类资产表现（年度）

资产类别	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
MSCI指数														
全球	-16.1%	16.8%	14.3%	24.0%	-11.2%	21.6%	5.6%	-4.3%	2.1%	20.3%	13.4%	-9.4%	10.4%	31.5%
发达市场	-15.4%	20.1%	14.1%	25.2%	-10.4%	20.1%	5.3%	-2.7%	2.9%	24.1%	13.2%	-7.5%	9.6%	27.0%
新兴市场	-21.0%	-4.5%	15.8%	15.4%	-16.6%	34.3%	8.6%	-17.0%	-4.5%	-5.0%	15.1%	-20.4%	16.4%	74.5%
MSCI中国	-26.8%	-22.4%	26.7%	20.4%	-20.3%	52.3%	-1.4%	-10.1%	4.7%	0.4%	18.7%	-20.4%	2.6%	58.9%
MSCI亚太地区（除日本）	-20.8%	-6.4%	22.5%	15.4%	-16.4%	38.7%	2.9%	-11.3%	2.2%	0.7%	19.4%	-19.2%	17.0%	68.3%
MSCI欧洲	-8.0%	22.4%	-5.4%	22.2%	-13.1%	7.3%	-0.5%	5.5%	4.1%	16.4%	13.4%	-10.9%	8.0%	27.1%
主要市场股指														
美国 标普500	-14.6%	26.9%	16.3%	28.9%	-6.2%	19.4%	9.5%	-0.7%	11.4%	29.5%	13.4%	0.0%	12.8%	23.5%
中国内地 上证综指	-13.3%	4.8%	13.9%	22.3%	-24.6%	6.6%	-12.3%	9.4%	52.9%	-6.1%	3.2%	-21.7%	-14.3%	80.0%
中国香港 恒生指数	-19.2%	8.6%	35.2%	35.9%	-33.2%	-3.5%	-14.7%	63.2%	33.8%	20.0%	1.7%	-32.9%	7.5%	117.1%
日本 日经225	-3.5%	4.9%	16.0%	18.2%	-12.1%	19.1%	0.4%	9.1%	7.1%	56.7%	22.9%	-17.3%	-3.0%	19.0%
韩国 韩国综合指数	-18.2%	3.6%	30.8%	7.7%	-17.3%	21.8%	3.3%	2.4%	-4.8%	0.7%	9.4%	-11.0%	21.9%	49.7%
德国 DAX	-8.5%	15.8%	3.5%	25.5%	-18.3%	12.5%	6.9%	9.6%	2.7%	25.5%	29.1%	-14.7%	16.1%	23.8%
英国 富时100	2.3%	14.3%	-14.3%	12.1%	-12.5%	7.6%	14.4%	-4.9%	-2.7%	14.4%	5.8%	-5.6%	9.0%	22.1%
法国 CAC40	-5.7%	28.9%	-7.1%	26.4%	-11.0%	9.3%	4.9%	8.5%	-0.5%	18.0%	15.2%	-17.0%	-3.8%	22.3%
彭博巴克莱债券指数														
全球	-15.1%	-4.7%	9.2%	6.8%	-1.2%	7.4%	2.1%	-3.2%	0.6%	-2.6%	4.3%	5.6%	5.5%	6.9%
中国	-6.5%	8.4%	9.8%	3.4%	3.5%	6.2%	-5.2%	3.9%	8.0%	1.3%	5.1%	9.2%	6.4%	1.8%
全球+中国	-15.1%	-4.7%	9.2%	6.6%	-0.9%	7.3%	1.7%	-2.9%	0.9%	-2.5%	4.3%	5.8%	5.6%	6.8%
美国	-11.4%	-1.5%	7.5%	8.7%	0.0%	3.5%	2.6%	0.5%	6.0%	-2.0%	4.2%	7.8%	6.5%	5.9%
欧洲	-20.3%	-9.7%	13.4%	4.1%	-4.4%	14.6%	0.3%	-9.8%	-2.4%	6.8%	12.9%	-0.1%	-4.5%	10.4%
亚太	-13.7%	-5.0%	6.6%	3.7%	2.7%	5.2%	5.3%	-0.5%	-6.8%	-14.6%	-7.0%	7.3%	17.2%	0.0%
新兴市场	-14.9%	-1.7%	6.5%	13.1%	-2.5%	8.2%	9.9%	1.3%	4.8%	-4.1%	17.9%	7.0%	12.8%	34.2%
国债	-16.4%	-6.5%	9.5%	5.6%	-0.4%	7.3%	1.7%	-3.8%	-0.8%	-4.3%	1.8%	6.3%	5.9%	2.6%
公司债	-15.4%	-2.9%	10.4%	11.5%	-3.5%	9.1%	4.3%	-3.6%	3.1%	0.3%	11.2%	4.3%	5.8%	19.2%
高收益	-12.2%	1.0%	7.0%	12.6%	-4.1%	10.4%	14.8%	-2.7%	0.0%	7.3%	19.6%	3.1%	14.8%	59.4%
大宗商品														
彭博商品指数														
能源	15.4%	27.1%	-3.5%	5.4%	-13.0%	0.7%	11.4%	-24.7%	-17.0%	-9.6%	-1.1%	-13.4%	16.7%	18.7%
天然气	45.2%	52.1%	-42.9%	9.4%	-14.4%	-5.2%	15.9%	-38.9%	-39.4%	5.1%	-9.4%	-16.0%	-10.7%	-5.5%
WTI原油	59.2%	27.9%	-42.2%	-38.5%	-2.1%	-37.0%	10.0%	-40.0%	-30.7%	4.9%	-30.7%	-47.1%	-40.7%	-51.6%
布伦特原油	22.3%	61.5%	-50.9%	31.6%	-22.0%	4.1%	6.7%	-44.4%	-41.7%	6.8%	-11.8%	-3.7%	3.7%	4.2%
馏分燃料油	38.3%	65.5%	-31.8%	32.7%	-16.6%	13.2%	25.0%	-45.6%	-47.6%	7.2%	7.5%	16.8%	11.3%	28.4%
无铅汽油	84.7%	58.2%	-38.5%	22.0%	-17.4%	13.9%	33.0%	-42.9%	-38.8%	0.3%	5.4%	10.6%	8.2%	20.3%
贵金属	35.9%	69.5%	-31.2%	41.5%	-29.7%	1.8%	6.1%	-12.7%	-43.8%	1.9%	25.6%	14.4%	12.9%	74.4%
黄金	-3.4%	-6.1%	25.1%	14.6%	-6.4%	9.9%	9.1%	-11.5%	-6.7%	-30.8%	6.2%	4.5%	42.5%	29.0%
白银	-2.8%	-12.3%	41.9%	11.5%	-11.9%	4.8%	13.6%	-12.8%	-20.5%	-36.7%	7.0%	-10.2%	81.6%	47.4%
工业金属	-2.7%	30.3%	15.9%	4.7%	-21.1%	28.1%	19.5%	-26.9%	-6.9%	-13.7%	0.6%	-24.3%	16.1%	79.7%
铜	-14.4%	27.0%	22.8%	5.0%	-22.8%	28.0%	15.4%	-25.2%	-16.6%	-8.8%	4.9%	-24.5%	29.4%	129.6%
铝	-10.4%	38.9%	3.5%	-5.8%	-18.5%	29.9%	9.4%	-23.0%	-3.1%	-20.8%	-4.1%	-21.7%	5.2%	33.6%
锌	-9.5%	27.9%	18.1%	-3.2%	-22.9%	28.5%	56.9%	-28.0%	3.5%	-7.0%	8.9%	-27.8%	-9.0%	98.0%
镍	38.6%	25.1%	16.2%	29.8%	-18.0%	24.4%	11.5%	-42.7%	7.3%	-20.1%	-10.3%	-24.7%	32.0%	54.6%
农产品	8.4%	26.6%	16.0%	-0.4%	-12.5%	-11.9%	1.8%	-15.7%	-9.8%	-14.3%	3.9%	-14.4%	38.8%	13.5%
谷物	10.4%	20.9%	18.9%	-3.2%	-7.4%	-12.1%	-6.2%	-19.5%	-9.4%	-16.9%	18.1%	-14.5%	30.1%	-1.8%
软商品	-7.5%	43.9%	2.5%	2.1%	-23.8%	-15.6%	12.8%	-9.9%	-10.1%	-16.9%	-22.5%	-14.0%	59.7%	44.0%
牲畜	5.4%	8.6%	-23.7%	-8.0%	-3.6%	5.4%	-5.9%	-18.9%	11.5%	-3.6%	-3.5%	-2.4%	9.1%	-15.2%
活牛	1.2%	-0.1%	-18.2%	-0.9%	0.6%	8.1%	-7.7%	-14.3%	22.0%	-5.1%	-4.0%	-1.1%	14.8%	-9.9%
瘦肉猪	14.2%	25.1%	-31.8%	-20.9%	-12.7%	1.8%	-3.8%	-26.1%	-4.4%	-2.1%	-3.0%	-4.5%	0.2%	-22.6%
外汇														
美元指数	9.3%	6.4%	6.7%	0.2%	4.4%	-9.9%	3.6%	9.3%	12.8%	0.3%	-0.5%	1.5%	1.5%	-4.2%
美元兑人民币	11.0%	-2.6%	6.3%	1.2%	5.7%	-6.8%	6.9%	4.6%	2.5%	-2.8%	-1.0%	-4.5%	-3.4%	0.0%
新兴市场货币指数	-5.1%	0.9%	3.3%	3.1%	-3.8%	11.4%	3.5%	-7.1%	-4.3%	-1.9%	5.5%	-2.6%	7.9%	13.9%
美元兑港币	-0.1%	0.6%	-0.5%	-0.5%	0.2%	0.7%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.2%	0.1%
美元兑日元	16.7%	11.5%	-4.8%	-1.0%	-2.7%	-3.7%	-2.7%	0.4%	13.7%	21.4%	12.8%	-5.2%	-12.8%	2.6%
欧元兑美元	-7.3%	-6.9%	8.9%	-2.2%	-4.5%	14.1%	-3.2%	-10.2%	-12.0%	4.2%	1.8%	-3.2%	-6.5%	2.5%
英镑兑美元	9.3%	-1.0%	3.1%	3.9%	-5.6%	9.5%	-16.3%	-5.4%	-5.9%	1.9%	4.6%	-0.4%	-3.5%	10.8%

资料来源：彭博，思睿研究

附录3：主要股票市场各行业板块表现（周度）

	2/12/2022	25/11/2022	18/11/2022	11/11/2022	4/11/2022	28/10/2022	21/10/2022	14/10/2022	7/10/2022	30/9/2022	23/9/2022
标普500行业指数											
·普500行业指数	1.13%	1.53%	-0.69%	5.90%	-3.35%	3.95%	4.74%	-1.55%	1.51%	-2.91%	-4.65%
信息科技	1.31%	0.98%	-0.85%	10.03%	-6.89%	4.28%	6.49%	-3.23%	1.64%	-4.19%	-3.59%
工业	1.00%	1.90%	-0.23%	4.60%	0.44%	6.73%	4.65%	-0.56%	2.86%	-2.37%	-4.55%
材料	1.54%	2.92%	-1.61%	7.69%	0.86%	3.34%	6.15%	-1.89%	2.15%	-0.73%	-5.67%
日常消费	1.10%	2.10%	1.69%	2.38%	-1.83%	6.09%	2.16%	1.45%	-0.40%	-3.96%	-2.15%
医疗保健	1.91%	1.91%	0.99%	1.78%	-1.59%	5.00%	2.29%	0.80%	1.30%	-1.38%	-3.38%
可选消费	2.10%	1.13%	-3.15%	5.93%	-5.78%	0.71%	5.64%	-4.09%	-1.12%	-2.38%	-7.02%
金融	-0.64%	2.15%	-1.48%	5.72%	-0.83%	6.19%	3.93%	0.20%	1.84%	-2.43%	-5.58%
能源	-1.97%	0.26%	-2.35%	2.00%	2.37%	2.75%	8.08%	-1.85%	13.86%	1.83%	-9.00%
房地产	0.43%	1.99%	-1.83%	7.07%	-1.78%	6.17%	2.79%	-2.36%	-4.15%	-3.95%	-6.44%
公用事业	0.06%	3.04%	0.83%	1.39%	-0.55%	6.48%	1.95%	-2.58%	-2.63%	-8.81%	-3.05%
电信服务	3.31%	1.01%	-0.08%	9.23%	-7.44%	-2.85%	5.03%	-1.86%	1.47%	-3.03%	-5.10%
上证行业指数											
信息科技	-0.01%	-4.90%	5.34%	-2.63%	7.54%	2.05%	2.80%	1.14%	0.00%	-3.02%	-6.60%
工业	0.83%	1.29%	-2.25%	-1.65%	5.42%	-1.34%	-1.13%	4.12%	0.00%	-3.41%	-0.75%
材料	1.08%	0.88%	-1.44%	4.56%	5.51%	-3.55%	-3.15%	1.25%	0.00%	-4.56%	-0.80%
日常消费	7.14%	-3.77%	0.80%	1.38%	11.11%	-10.57%	-5.32%	-3.72%	0.00%	3.26%	-0.95%
医疗保健	0.85%	-5.06%	5.05%	-2.28%	6.99%	-1.35%	2.10%	7.35%	0.00%	4.74%	-5.96%
可选消费	4.88%	-2.30%	-2.02%	-0.45%	10.68%	-4.45%	-4.74%	0.69%	0.00%	-0.36%	-3.02%
金融	1.44%	2.93%	1.22%	4.05%	2.78%	-5.08%	-2.36%	-0.82%	0.00%	-2.17%	-0.67%
能源	-1.00%	4.69%	-4.80%	1.02%	0.99%	-3.79%	-2.23%	-0.70%	0.00%	-3.05%	3.22%
公用事业	-0.73%	3.92%	0.69%	0.55%	1.50%	-7.45%	-2.09%	6.98%	0.00%	-3.42%	-0.70%
电信服务	5.10%	0.41%	1.60%	-1.42%	2.41%	-3.84%	0.48%	4.39%	0.00%	-2.02%	-0.64%
恒生行业指数											
信息科技	11.51%	-7.46%	8.47%	6.81%	16.74%	-11.55%	-5.02%	-9.75%	2.76%	-2.11%	-7.06%
工业	3.91%	-2.18%	1.74%	7.70%	8.28%	-6.01%	1.24%	4.90%	1.75%	-6.24%	-7.16%
材料	4.53%	1.78%	-0.98%	13.30%	7.04%	-2.35%	-1.38%	-3.40%	4.10%	-7.46%	-4.37%
消费	12.49%	-6.26%	2.92%	7.29%	10.40%	-6.52%	-5.13%	-8.60%	5.35%	-3.42%	-4.23%
金融	3.09%	2.10%	2.05%	8.28%	5.02%	-7.40%	0.59%	-4.23%	2.41%	-5.64%	-2.96%
能源	-1.40%	3.76%	-1.50%	2.88%	1.06%	-4.37%	1.75%	-3.36%	4.22%	-5.72%	0.41%
房地产与建筑业	0.23%	3.48%	4.49%	11.53%	4.20%	-11.10%	-1.91%	-5.10%	1.87%	-7.16%	-5.86%
公用事业	-1.34%	1.53%	4.03%	4.50%	0.88%	-4.83%	-1.19%	-3.72%	-0.41%	-6.37%	-3.60%
电信服务	-0.27%	4.26%	1.66%	2.19%	0.69%	-3.84%	-0.53%	-1.30%	1.18%	-5.02%	0.18%

资料来源：彭博，思睿研究

附录4：主要股票市场各行业板块表现（年度）

	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
标普500行业指数														
标普500行业指数	-14.6%	26.9%	16.3%	28.9%	-6.2%	19.4%	9.5%	-0.7%	11.4%	29.6%	13.4%	0.0%	12.8%	23.5%
信息技术	-22.7%	33.4%	42.2%	48.0%	-1.6%	36.9%	12.0%	4.3%	18.2%	26.2%	13.1%	1.3%	9.1%	59.9%
工业	-3.5%	19.4%	9.0%	26.8%	-15.0%	18.5%	16.1%	-4.7%	7.5%	37.6%	12.5%	-2.0%	23.9%	17.3%
材料	-7.8%	25.0%	18.1%	21.9%	-16.4%	21.4%	14.1%	-10.4%	4.7%	22.7%	12.2%	-11.6%	19.9%	45.2%
日常消费	-0.1%	15.6%	7.6%	24.0%	-11.2%	10.5%	2.6%	3.8%	12.9%	22.7%	7.5%	10.5%	10.7%	11.2%
医疗保健	-1.1%	24.2%	11.4%	18.7%	4.7%	20.0%	-4.4%	5.2%	23.3%	38.7%	15.2%	10.2%	0.7%	17.1%
可选消费	-29.8%	23.7%	32.1%	26.2%	-0.5%	21.2%	4.3%	8.4%	8.0%	41.0%	21.9%	4.4%	25.7%	38.8%
金融	-8.1%	32.5%	-4.1%	29.2%	-16.7%	20.0%	20.1%	-3.5%	13.1%	33.2%	26.3%	-19.4%	10.8%	14.8%
能源	62.6%	47.7%	-37.3%	7.6%	-20.5%	-3.8%	23.7%	-23.6%	-10.0%	22.3%	2.3%	2.8%	17.9%	11.3%
房地产	-24.9%	42.5%	-5.2%	24.9%	-5.6%	7.1%	0.0%	1.2%	26.1%	-1.5%	16.2%	7.9%	28.0%	20.8%
公用事业	-1.3%	14.0%	-2.8%	22.2%	0.5%	8.3%	12.2%	-8.4%	24.3%	8.8%	-2.9%	14.8%	0.9%	6.8%
电信服务	-35.1%	20.5%	22.2%	30.9%	-16.4%	-6.0%	17.8%	-1.7%	-1.9%	6.5%	12.5%	0.8%	12.3%	2.5%
上证行业指数														
信息科技	-34.9%	-0.2%	22.5%	65.4%	-34.1%	-4.9%	-26.9%	60.0%	36.5%	46.8%	-14.1%	-39.2%	27.2%	100.4%
工业	-14.1%	14.3%	25.8%	13.7%	-23.6%	5.5%	-15.0%	10.7%	68.0%	-3.2%	-4.3%	-32.5%	-4.9%	62.9%
材料	-19.2%	15.9%	22.7%	29.0%	-30.1%	27.3%	-7.6%	-1.0%	38.9%	-24.0%	9.1%	-35.1%	-3.2%	132.8%
日常消费	-20.4%	-6.9%	81.6%	47.5%	-19.3%	43.8%	1.1%	24.1%	15.1%	7.7%	4.5%	-22.1%	12.7%	89.9%
医疗保健	-21.5%	-8.3%	57.4%	24.3%	-26.4%	18.2%	-11.4%	45.8%	6.3%	32.6%	10.3%	-31.2%	33.8%	88.4%
可选消费	-20.9%	-6.9%	81.6%	47.5%	-19.3%	43.8%	1.1%	24.1%	15.1%	7.7%	4.5%	-22.1%	12.7%	89.9%
金融	-13.2%	-12.7%	-3.0%	29.6%	-17.4%	23.4%	-7.8%	-9.7%	82.0%	-9.9%	20.9%	-13.9%	-26.8%	99.9%
能源	25.5%	29.6%	-11.3%	2.4%	-26.3%	6.4%	-3.9%	-15.0%	24.0%	-33.0%	-4.3%	-23.5%	-10.9%	125.7%
公用事业	-12.7%	39.4%	-3.8%	3.4%	-11.1%	-3.0%	-20.5%	6.2%	73.1%	-1.2%	3.4%	-17.2%	-16.8%	54.2%
电信服务	-6.1%	9.2%	-6.2%	29.9%	-29.8%	12.1%	-7.5%	56.0%	34.6%	30.6%	-22.8%	-38.8%	4.6%	61.1%
恒生行业指数														
信息科技	-30.5%	-32.3%	69.6%	23.7%	-29.6%	92.3%	18.2%	22.3%	8.9%	70.0%	36.5%	-18.6%	-7.0%	205.1%
工业	-26.0%	-18.8%	-15.9%	15.7%	-10.2%	48.8%	-1.8%	-2.6%	3.1%	-9.9%	42.9%	-26.5%	4.5%	61.2%
材料	-15.1%	9.4%	30.0%	-0.4%	-29.5%	30.5%	21.0%	-18.7%	-1.1%	-21.9%	8.1%	-42.4%	4.4%	114.7%
消费品	-24.6%	19.1%	-27.1%	51.3%	-6.5%	-10.3%	-11.1%	11.2%	10.1%	-24.3%	9.3%	116.6%	-52.6%	33.7%
消费服务	6.7%	-22.6%	39.7%	3.6%	-23.9%	-30.5%	40.1%	22.2%	-20.6%	25.3%	70.6%	-62.1%	50.4%	
金融	-11.2%	-6.8%	-6.9%	7.5%	-14.8%	31.2%	-3.1%	-10.0%	7.6%	3.0%	24.2%	-24.6%	-0.7%	57.8%
能源	16.7%	20.5%	-33.7%	-4.1%	-2.8%	11.4%	14.3%	-31.3%	-17.3%	-16.2%	12.7%	-15.1%	16.5%	77.3%
房地产与建筑业	-26.0%	-18.8%	-15.9%	15.7%	-10.2%	48.8%	-1.8%	-2.6%	3.1%	-9.9%	42.9%	-26.5%	4.5%	61.2%
公用事业	-35.0%	17.6%	-9.4%	-0.9%	1.2%	15.7%	-7.4%	-8.1%	6.2%	13.8%	15.0%	2.8%	6.2%	15.8%
电信服务	5.6%	0.5%	-29.9%	-9.7%	-3.8%	-1.0%	-6.0%	-5.1%	11.5%	-10.2%	11.7%	2.7%	8.4%	-4.7%

资料来源：彭博，思睿研究

近期报告

20221121	<u>展望2023：或跃在渊</u>
20221107	<u>“万亿一推”</u>
20221031	<u>“Mai! Mai! Mai!”</u>
20221017	<u>谁的情绪靠谱？</u>
20221010	<u>拯救港股</u>
20220926	<u>全球最大的资产 - 尚能饭否？</u>
20220919	<u>佛系“破7”</u>

法律声明

本报告由 GROW 思睿制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但 GROW 思睿及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，GROW 思睿及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，GROW 思睿可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与 GROW 思睿的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的金融工具的基本面评级或评分。

GROW 思睿的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。GROW 思睿没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。GROW 思睿可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据均仅代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。