

从贸易盈余到市场复苏

- ❶ 结售汇顺差同比增长位于数据历史新低，贸易盈余目前并未完全转化为人民币流动性，但此本币流动性转化不日将至。这个现象阐释了 2022 年创纪录的贸易盈余和股市的分道扬镳，也为未来市场的修复埋下了流动性的伏笔。
- ❷ 人民币隐含波动率和交易员的美元仓位水平尚未有强烈的交易信号，而北向买盘在近期止步不前。经济复苏的图景正渐次展开。稍安勿躁，静待时机。

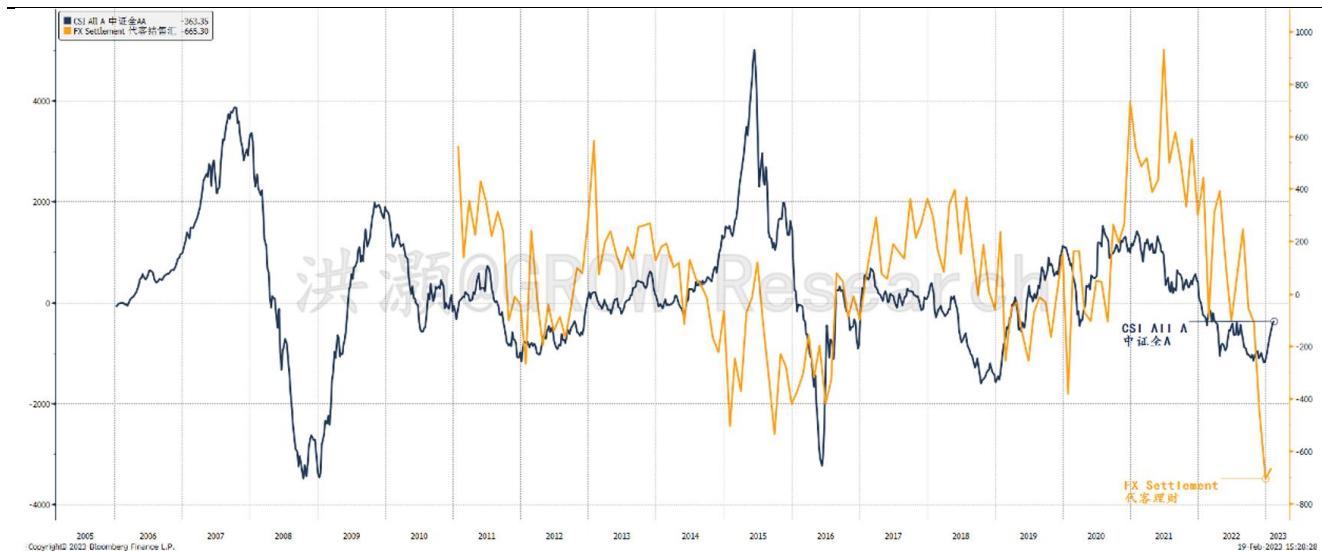
贸易与股市的脱钩

中国经济周期性复苏的图景正渐次展开。高频数据显示，大城市拥堵延时和地铁客流已回升至近常态水平。一线城市的二手房交易反弹强劲。然而，在社交媒体风靡盛行的时代，二手房市场的形势缺乏客观的评估。毕竟，二手房交易对经济增长的贡献远不及新房。

话虽如此，作为复苏阵营的一员，我们对这般凿凿可据的数据依然喜闻乐见。然而，去年 10 月底以来浩浩汤汤的市场复苏开始停滞不前，大盘甚至于上周五午盘交易中诡秘莫测地回吐了当日早盘的涨幅。

这种戏剧性的盘中逆转往往会招致交易员们对其成因徒劳的猜测。相反，我们转而从中国的外部账户中探寻蛛丝马迹。随着一月代客结售汇数据的公布，我们注意到，新增结售汇正处于整个数据历史的最低点（图表 1）。

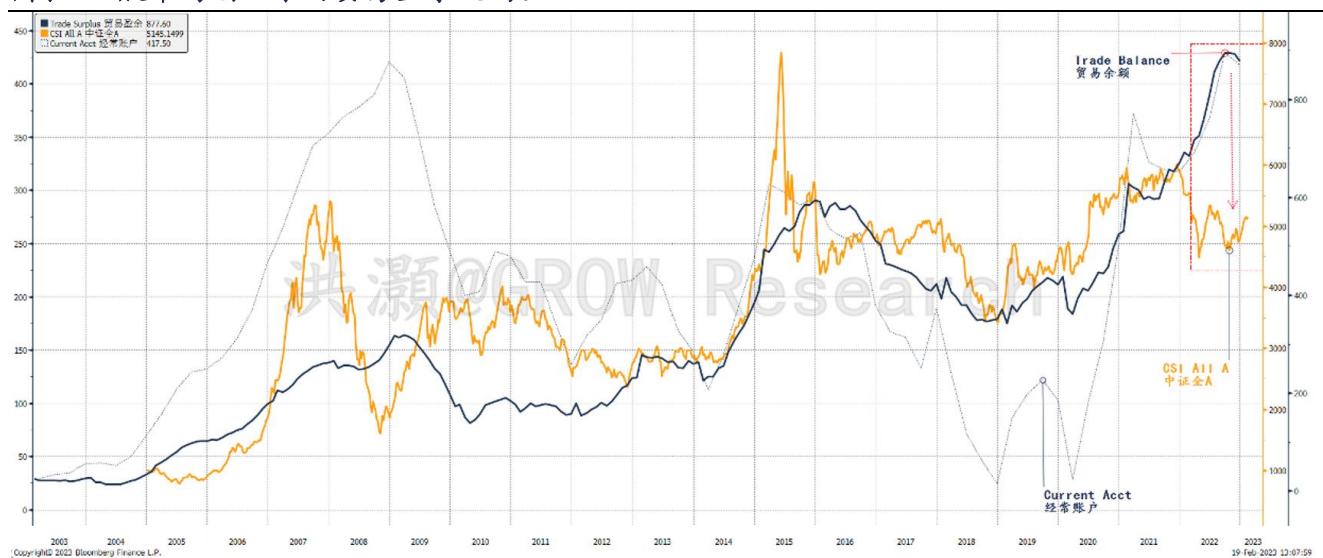
图表 1：结售汇顺差增长正处于历史最低点。这是一个逆向指标。



资料来源：彭博，思睿研究

这些数据表明，尽管外贸态势去年如火如荼，银行客户的人民币结汇顺差却依然不温不火。也就是说，中国去年创纪录的贸易余额所累积的外汇尚未完全转化为人民币流动性。在某种程度上，该数据有力解释了，缘何外储在2022年并未随着中国史无前例的出口和经常账户盈余而水涨船高。故此，中国的贸易余额与中国股市表现脱钩（图表2）。

图表2：股市与创纪录的贸易盈余脱钩。



资料来源：彭博，思睿研究

尽管如此，创纪录低的新增外汇结算顺差意味着，未来数月里人民币流动性的增长不日将至，因为银行客户将所持美元出售给商业银行并买入人民币，然后通过投资或支出把这些结汇而来的人民币投入经济流通中。随着人民币买盘增加，人民币理应走强。汇率市场往往价格动量的效应显著。故此，人民币走强可以形成良性循环，为复苏预期的进一步修复提供一臂之力。这个逻辑与我们对于今年的展望不谋而合——即中国经济正处于寻底过程中，而其复苏进程方兴未艾。

当然，有人可能会反驳说，若中国经济复苏顿足不前，外汇结算顺差的增长可能会更甚一步下探。但重若千钧的政策支持力度已出台，并且尚有更多政策将纷至沓来，复苏的早期迹象已然显现，而诸如我们持续追踪的一系列领先指标，比如我们专有的EYBY指标等，都显示着持续改善的势头。目前看来，押注于经济最终复苏的胜算更大。

但市场涨势持续停滞不前

尽管在更长的交易时间窗口中，经济复苏前景可期，但短期的现实却是市场涨势继续停滞不前，这种阻力很可能是技术原因所致。譬如，北向买盘似乎有些兵疲马困，而之前市场的涨幅似乎也在南水当前类似的水平上止步停足（图表3）。

图表3：北向买盘短期似乎有些兵疲马困。



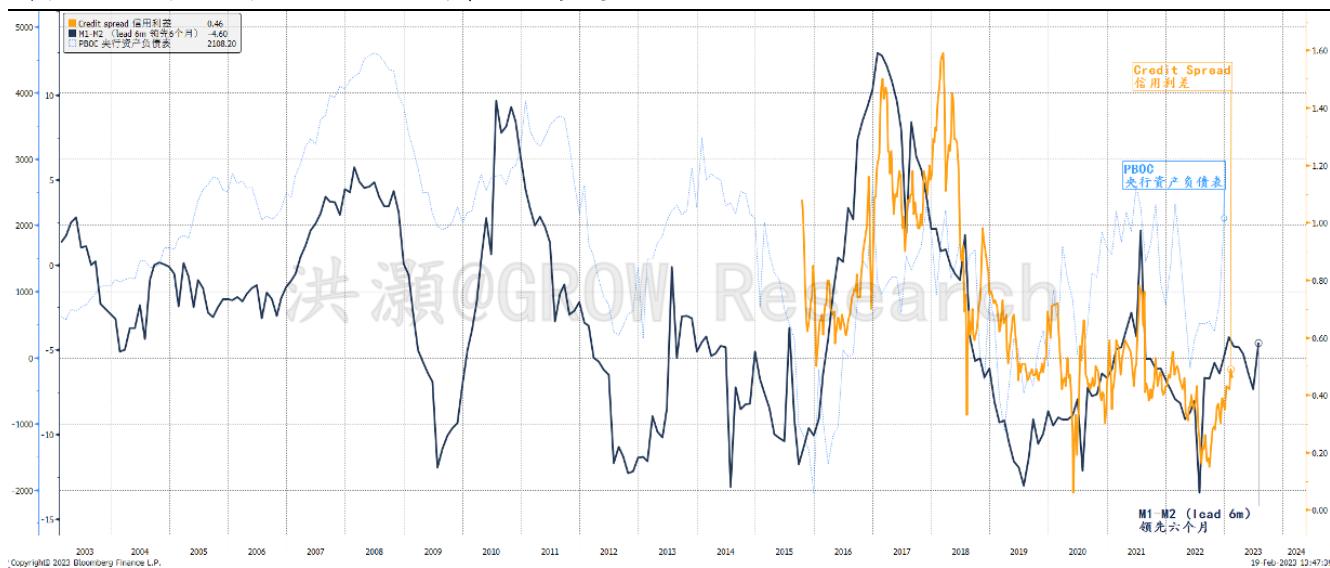
资料来源：彭博，思睿研究

在翘首以待经济复苏得到数据的进一步佐证之时，交易员往往会暂时偃旗息鼓，获利了结。日趋胶着的地缘政治局势，以及全面注册制下股票发行制度对二级市场流动性影响几何的隐忧，令在岸和离岸市场继续遇阻。

这种交易上的迟疑不决也体现在债券的信用利差。由于其避险安全性，债券的价格依然不菲，并且需求旺盛，这表明市场的风险偏好依然偏疲软。从历史上看，M1和M2增速间的差距往往领先于信用利差约两个季度，并与中国央行资产负债表的扩张高度相关（图表4）。

目前，狭义、广义货币供应增速的差距仍低于历史平均水平，且略为负值，表明央行的高能货币的供应尚未完全转化为信贷扩张。而更多的信贷扩张理应于未来数月内接踵而至。中国央行余额的变动也印证了我们的这一推测。

图表4：信用利差表明风险偏好尚未完全修复。

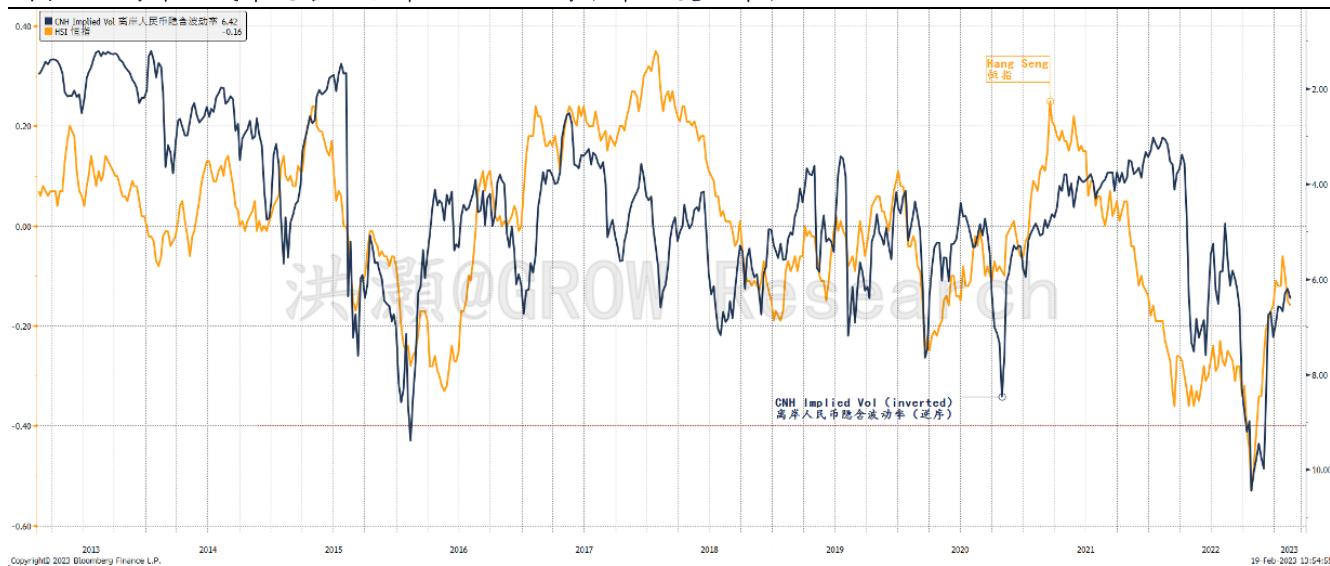


资料来源：彭博，思睿研究

人民币是关键所在

2022年，国际外汇市场于近年来最汹涌的惊涛骇浪间渡尽劫波。全球主要货币都经历了史诗级的震荡。在前文里，我们探讨了代客结汇顺差的增长是人民币在去年强势的外贸条件下却表现疲弱的原因之一。随着经济复苏渐次展开，预期将逐步修复，结汇顺差的增长将从历史低点回升。与此同时，我们注意到离岸人民币隐含波动率随着港股市场的复苏而开始归于平静（图表5）。

图表5：离岸人民币隐含波动率已经从极高水平恢复至中性。

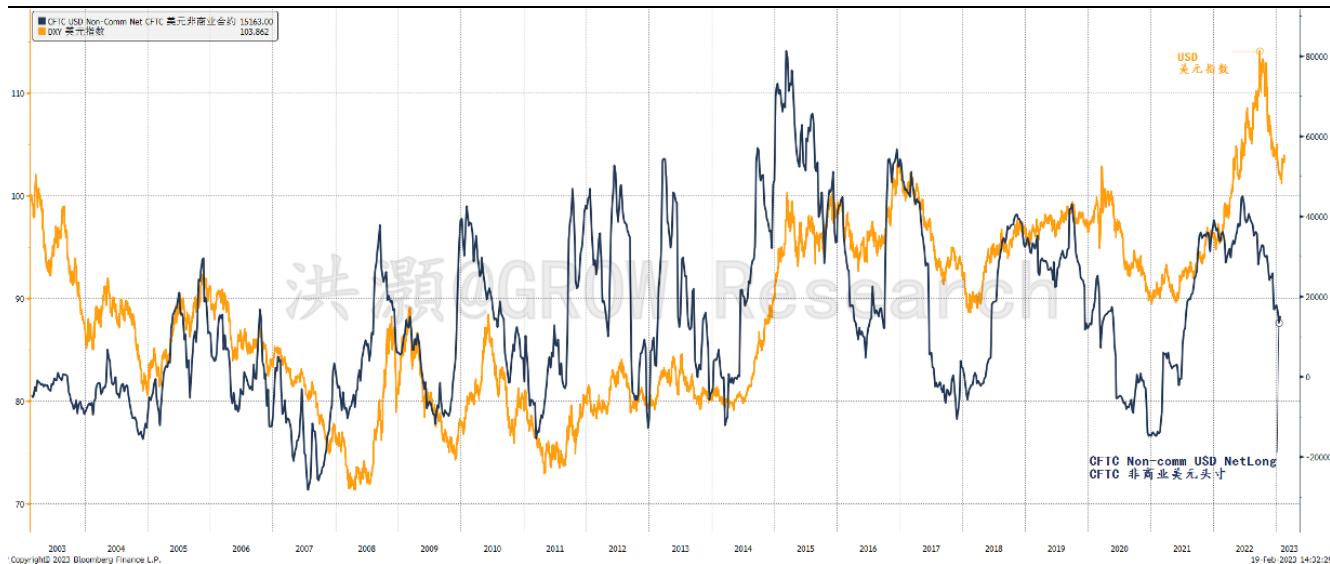


资料来源：彭博，思睿研究

随着银行客户或交易员对人民币的购入量与日俱增，人民币理应走强，人民币波动率将会继续下降，形成如我们在报告前文所提出的良性循环。我们注意到，在人民币这波修复之前，人民币隐含波动率已经飙升至较2015年和2016年初更高的水平。彼时，中国股市泡沫破灭后，外储大幅减少（图表5）。

与此同时，自2022年底以来，作为人民币主要交易对手的美元已然从近几十年来的高位一路走软。而美元非商业头寸已经被削减至中性水平——这是一个模棱两可的交易信号。话虽如此，随着美联储的政策决议渐行渐近，以及日本央行的换帅，国际外汇市场的潜在波动率很可能将不期而至。

图表6：美元非商业头寸已经被削减至中性水平。



资料来源：彭博，思睿研究

结论

高频数据显示，中国经济复苏的蓝图正渐次展开。但我们提示不宜过度解读二手房市场的回暖。二手房是沉没成本，一手房的转好方胜一筹。

代客结汇顺差的增长跌至历史新低，在一定程度上解释了为什么在2022年，破纪录的外贸和经常账户盈余却未能转化为人民币的强势和股市上涨的动力。然而，随着中国央行资产负债表的扩张，以及随之而来的预期和基本面修复，人民币的强势只会迟到，不会缺席。

人民币波动率的平复和美元头寸降至中性均为中性的交易信号，北向买盘在短期停滞。交易员们暂时偃兵息甲，获利了结，重振旗鼓有待时日。

洪灏，CFA

公众号：[@HAOHONG_CFA](#)

微博：[@洪灏的宏观策略](#)

附录1：主要大类资产表现（周度）

资产类别	17/2/2023	10/2/2023	3/2/2023	27/1/2023	20/1/2023	13/1/2023	6/1/2023	30/12/2022	23/12/2022	16/12/2022	9/12/2022
MSCI指数											
全球	-0.18%	-1.43%	0.97%	2.13%	-0.26%	3.35%	1.99%	-0.07%	-0.06%	-2.14%	-2.24%
发达市场	-0.14%	-1.31%	1.25%	2.22%	-0.18%	3.24%	1.81%	-0.10%	-0.03%	-2.13%	-2.37%
新兴市场	-1.11%	-2.41%	-1.19%	1.44%	0.62%	4.16%	3.38%	0.17%	-0.16%	-2.14%	0.45%
MSCI中国	-2.25%	-2.85%	-4.70%	3.24%	1.49%	4.27%	7.60%	1.27%	-0.82%	-2.78%	6.77%
MSCI亚太地区（除日本）	-2.14%	-2.13%	-1.15%	1.57%	0.95%	4.02%	3.64%	0.48%	-1.13%	-1.95%	1.66%
MSCI欧洲	1.45%	-0.56%	1.20%	0.59%	-0.05%	1.75%	4.74%	-0.59%	0.64%	-3.31%	-0.97%
主要市场股指											
美国	标普500	-0.18%	-1.11%	1.62%	2.47%	-0.66%	2.67%	1.45%	-0.14%	-0.20%	-2.08%
中国内地	上证综指	-1.12%	-0.08%	3.35%	0.00%	-1.18%	1.19%	2.21%	1.42%	-3.85%	-1.22%
	深证综指	-1.83%	0.07%	6.02%	0.00%	-1.29%	1.31%	3.29%	1.31%	-4.39%	1.75%
中国香港	恒生指数	-2.22%	-2.17%	-4.53%	2.92%	1.41%	3.56%	6.12%	0.96%	0.7%	2.26%
日本	日经225	-0.57%	0.59%	0.45%	3.12%	1.65%	0.56%	-0.46%	-0.14%	-4.69%	-1.34%
韩国	韩国综合指数	-0.43%	-0.15%	3.71%	0.38%	4.20%	2.40%	-3.34%	-1.96%	-1.21%	-1.86%
德国	DAX	1.14%	-1.09%	2.15%	0.77%	-0.35%	3.26%	4.93%	-0.12%	0.34%	-3.32%
英国	富时100	1.55%	-0.44%	1.76%	-0.07%	-0.34%	1.88%	3.32%	-0.18%	1.92%	-1.93%
法国	CAC40	3.06%	-1.44%	1.93%	1.45%	-0.9%	2.37%	5.98%	-0.8%	0.81%	-3.37%
彭博巴克莱债券指数											
全球	-0.95%	-1.63%	0.18%	-0.03%	0.00%	1.91%	1.39%	-0.14%	-0.82%	-0.09%	-0.07%
中国	-1.07%	-0.74%	0.61%	0.00%	-1.05%	2.10%	1.55%	0.63%	0.06%	-0.37%	1.16%
全球+中国	-0.95%	-1.63%	0.18%	-0.03%	0.00%	1.91%	1.39%	-0.14%	-0.82%	-0.09%	-0.07%
美国	-0.47%	-1.43%	0.03%	0.09%	0.15%	0.88%	1.85%	-0.65%	-1.47%	0.80%	-0.44%
欧洲	-0.75%	-2.67%	0.70%	-0.14%	0.12%	2.76%	1.52%	-0.41%	-1.34%	-1.09%	0.40%
亚太	-1.79%	-1.01%	0.10%	-0.10%	-0.63%	2.82%	0.55%	0.27%	1.04%	-0.42%	0.20%
新兴市场	-0.77%	-1.83%	0.43%	0.29%	0.81%	1.21%	0.99%	-0.28%	-0.66%	0.47%	0.04%
国债	-1.16%	-1.62%	0.11%	-0.18%	-0.08%	2.14%	1.23%	-0.32%	-0.50%	-0.42%	-0.10%
公司债	-0.72%	-1.85%	0.41%	0.24%	0.29%	1.80%	1.56%	-0.44%	-1.33%	0.23%	-0.03%
高收益	-0.88%	-1.94%	0.81%	0.43%	0.20%	1.97%	1.67%	-0.41%	-0.33%	0.19%	-0.07%
大宗商品											
彭博商品指数											
能源	-1.17%	1.50%	-4.07%	-0.46%	0.49%	3.21%	-4.16%	0.22%	-0.14%	0.87%	-2.39%
	-5.77%	6.66%	-10.32%	-3.18%	1.25%	4.98%	-10.47%	-0.96%	-3.47%	3.81%	-7.37%
天然气	10.26%	4.81%	-15.40%	-6.21%	-4.88%	-5.76%	-17.34%	-7.15%	-21.14%	1.40%	-1.06%
WTI原油	-4.17%	8.57%	-7.89%	-2.40%	1.91%	8.20%	-7.97%	1.02%	6.84%	4.46%	-11.19%
布伦特原油	-3.86%	7.88%	-7.56%	-1.68%	2.54%	8.49%	-8.54%	1.67%	6.30%	3.77%	-10.46%
馏分燃料油	-3.80%	3.66%	-12.87%	-5.25%	6.11%	8.34%	-8.11%	1.85%	5.09%	9.40%	-11.70%
无铅汽油	-2.82%	8.07%	-10.51%	-2.13%	4.36%	12.78%	-9.15%	3.43%	10.99%	3.62%	-9.89%
贵金属	-1.41%	-0.42%	-3.91%	-0.27%	-0.16%	2.49%	1.72%	1.04%	0.80%	-0.85%	0.54%
金	-1.10%	-0.11%	-3.55%	0.04%	0.38%	2.78%	2.38%	1.22%	0.22%	-0.38%	0.06%
银	-1.02%	-1.90%	-5.25%	-1.11%	-1.19%	1.63%	-0.14%	0.50%	2.54%	-1.64%	2.01%
工业金属	-1.16%	-3.42%	-3.23%	0.18%	1.69%	6.48%	-1.48%	0.38%	1.37%	-4.33%	0.99%
铜	1.83%	-0.96%	-3.93%	-0.68%	0.84%	7.80%	2.64%	0.04%	1.26%	-3.02%	0.73%
铝	-2.15%	-5.20%	-2.32%	0.36%	0.54%	13.04%	-3.56%	-0.56%	0.45%	-4.39%	-2.75%
锌	0.57%	-6.36%	-5.07%	-0.21%	2.90%	10.03%	1.76%	0.25%	-1.65%	6.88%	5.53%
镍	-7.66%	-2.98%	-0.98%	0.38%	7.35%	-4.11%	-6.66%	1.70%	4.47%	-4.06%	1.73%
农产品	-0.05%	1.20%	0.75%	1.99%	-0.29%	1.08%	-2.88%	0.91%	1.9%	1.37%	0.18%
谷物	-0.76%	1.46%	0.46%	0.90%	-0.44%	2.16%	-3.78%	2.14%	1.64%	0.96%	-0.10%
软商品	1.28%	0.72%	0.85%	6.30%	1.96%	-0.12%	-3.94%	-3.12%	4.42%	2.72%	-1.06%
牲畜	1.08%	-1.15%	1.33%	0.66%	-1.02%	-0.96%	-3.12%	0.02%	1.61%	0.74%	-2.22%
活牛	0.43%	-0.11%	2.05%	0.56%	-0.11%	0.38%	-0.71%	0.10%	1.27%	0.14%	-0.21%
瘦肉猪	2.34%	-3.64%	0.03%	0.85%	-1.78%	-2.57%	-8.47%	-0.14%	2.39%	2.11%	-7.10%
外汇											
美元指数	0.22%	0.6%	0.97%	-0.08%	-0.19%	-1.61%	0.34%	-0.16%	-0.17%	-0.10%	0.25%
美元兑人民币	0.79%	0.24%	-0.44%	0.00%	1.90%	-1.86%	-1.02%	-1.31%	0.23%	0.22%	-1.35%
新兴市场货币指数	-0.80%	-1.18%	0.40%	0.20%	-0.19%	1.95%	0.54%	0.32%	0.63%	-0.14%	0.23%
美元兑港币	-0.06%	0.04%	0.21%	0.01%	0.25%	0.03%	0.07%	-0.04%	0.27%	-0.03%	-0.03%
美元兑日元	2.12%	0.18%	1.01%	0.22%	1.35%	-3.19%	0.73%	-1.35%	-2.70%	0.03%	1.68%
欧元兑美元	0.15%	-1.68%	-0.87%	0.11%	0.24%	1.75%	-0.7%	0.83%	0.29%	0.44%	0.05%
英镑兑美元	-0.11%	0.05%	-2.63%	-0.12%	1.39%	1.11%	0.08%	0.25%	-0.78%	-0.91%	-0.17%

资料来源：彭博，思睿研究（更新于 18/02/2023，下同）

附录2：主要大类资产表现（年度）

资产类别	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
MSCI指数														
全球	6.9%	-19.8%	16.8%	14.3%	24.0%	-11.2%	21.6%	5.6%	-4.8%	2.1%	20.8%	13.4%	-9.4%	10.4%
发达市场	6.8%	-19.5%	20.1%	14.1%	25.2%	-10.4%	20.1%	5.3%	-2.7%	2.9%	24.1%	13.2%	-7.5%	9.6%
新兴市场	4.5%	-22.4%	-4.5%	15.8%	15.4%	-16.6%	34.3%	8.6%	-17.0%	-4.5%	-5.0%	15.1%	-20.4%	16.4%
MSCI中国	6.4%	-23.5%	-22.4%	26.7%	20.4%	-20.3%	52.3%	-1.4%	-10.1%	4.7%	0.4%	18.7%	-20.4%	2.6%
MSCI亚太地区（除日本）	4.6%	-21.5%	-6.4%	22.5%	15.4%	-16.4%	38.7%	2.9%	-11.3%	2.2%	0.7%	19.4%	-19.2%	17.0%
MSCI欧洲	9.4%	-11.9%	22.4%	-5.4%	22.2%	-13.1%	7.3%	-0.5%	5.5%	4.1%	16.4%	13.4%	-10.9%	8.0%
主要市场股指														
美国 标普500	6.2%	-19.4%	26.9%	16.8%	28.9%	-6.2%	19.4%	9.5%	-0.7%	11.4%	29.6%	13.4%	0.0%	12.8%
中国内地 上证综指	4.4%	-15.1%	4.8%	13.9%	22.3%	-24.6%	6.6%	-12.3%	9.4%	52.9%	-6.7%	3.2%	-21.7%	-14.3%
中国内地 深证综指	7.6%	-21.9%	8.6%	35.2%	35.9%	-33.2%	-3.5%	-14.7%	63.2%	33.8%	20.0%	1.7%	-32.9%	7.5%
中国香港 恒生指数	4.7%	-15.5%	-14.1%	-3.4%	9.1%	-13.6%	36.0%	0.4%	-7.2%	1.3%	2.9%	22.9%	-20.0%	5.3%
日本 日经225	5.4%	-9.4%	4.9%	16.0%	18.2%	-12.1%	19.1%	0.4%	9.1%	7.1%	56.7%	22.9%	-17.3%	-3.0%
韩国 韩国综合指数	9.6%	-24.9%	3.6%	30.8%	7.7%	-17.3%	21.8%	3.3%	2.4%	-4.8%	0.7%	9.4%	-11.0%	21.9%
德国 DAX	11.2%	-12.3%	15.8%	3.5%	25.5%	-18.3%	12.5%	6.9%	9.6%	2.7%	25.5%	29.1%	-14.7%	16.1%
英国 富时100	7.4%	0.9%	14.3%	-14.3%	12.1%	-12.5%	7.6%	14.4%	-4.9%	-2.7%	14.4%	5.8%	-5.6%	9.0%
法国 CAC40	13.5%	-9.5%	28.9%	-7.1%	26.4%	-11.0%	9.3%	4.9%	8.5%	-0.5%	18.0%	15.2%	-17.0%	-3.3%
彭博巴克莱债券指数														
全球	0.8%	-16.2%	-4.7%	9.2%	6.8%	-1.2%	7.4%	2.1%	-3.2%	0.6%	-2.5%	4.3%	5.6%	5.5%
中国	1.3%	-5.2%	8.4%	9.8%	3.4%	3.5%	6.2%	-5.2%	3.9%	8.0%	1.3%	5.1%	9.2%	6.4%
全球+中国	0.8%	-16.2%	-4.7%	9.2%	6.6%	-0.9%	7.3%	1.7%	-2.9%	0.9%	-2.5%	4.3%	5.8%	5.6%
美国	1.1%	-13.0%	-1.5%	7.5%	8.7%	0.0%	3.5%	2.6%	0.5%	6.0%	-2.0%	4.2%	7.8%	6.5%
欧洲	1.3%	-22.3%	-9.7%	13.4%	4.1%	-4.4%	14.6%	0.3%	-9.8%	-2.4%	6.8%	12.9%	-0.1%	-4.5%
亚太	-0.1%	-12.8%	-5.0%	6.6%	3.7%	2.7%	5.2%	5.3%	-0.5%	-6.8%	-14.6%	-7.0%	7.3%	17.2%
新兴市场	1.1%	-15.3%	-1.7%	6.5%	13.1%	-2.5%	8.2%	9.9%	1.3%	4.8%	-4.1%	17.9%	7.0%	12.8%
国债	0.4%	-17.5%	-6.5%	9.9%	5.6%	-0.4%	7.3%	1.7%	-3.3%	-0.8%	-4.8%	1.8%	6.3%	5.9%
公司债	1.6%	-16.7%	-2.9%	10.4%	11.5%	-3.6%	9.1%	4.3%	-3.6%	3.1%	0.3%	11.2%	4.3%	5.8%
高收益	2.2%	-12.7%	1.0%	7.0%	12.6%	-4.1%	10.4%	14.9%	-2.7%	0.0%	7.3%	19.6%	3.1%	14.8%
大宗商品														
彭博商品指数														
能源	-5.6%	13.8%	27.1%	-3.5%	5.4%	-13.0%	0.7%	11.4%	-24.7%	-17.0%	-9.5%	-1.1%	-13.4%	16.7%
天然气	-16.6%	33.5%	52.1%	-42.9%	9.4%	-14.4%	-5.2%	15.9%	-38.9%	-39.4%	5.1%	-9.4%	-16.0%	-10.7%
WTI原油	-5.1%	22.4%	61.5%	-50.9%	31.6%	-22.0%	4.1%	6.7%	-44.4%	-41.7%	6.8%	-11.8%	-3.7%	3.7%
布伦特原油	-3.9%	38.9%	65.5%	-31.8%	32.7%	-16.6%	13.2%	25.0%	-45.6%	-47.6%	7.2%	7.5%	16.8%	11.3%
馏分燃料油	-12.9%	90.9%	58.2%	-38.5%	22.0%	-17.4%	13.9%	33.0%	-42.9%	-38.8%	0.3%	5.4%	10.6%	8.2%
无铅汽油	-1.5%	45.7%	69.5%	-31.2%	41.5%	-29.7%	1.8%	6.1%	-12.7%	-43.8%	1.9%	25.5%	14.4%	12.9%
贵金属	-2.1%	-1.9%	-6.1%	25.1%	14.6%	-6.4%	9.9%	9.1%	-11.5%	-6.7%	-30.8%	6.2%	4.5%	42.5%
金	0.4%	-2.7%	-4.3%	20.5%	15.6%	-4.7%	11.7%	7.4%	-10.9%	-1.8%	-28.1%	6.0%	9.6%	28.5%
银	-9.9%	0.5%	-12.3%	41.9%	11.5%	-11.9%	4.8%	13.6%	-12.8%	-20.5%	-36.7%	7.0%	-10.2%	81.6%
工业金属	-1.3%	-4.4%	30.3%	15.9%	4.7%	-21.1%	28.1%	19.5%	-26.9%	-6.9%	-13.7%	0.6%	-24.3%	16.1%
铜	7.4%	-15.3%	27.0%	22.8%	5.0%	-22.8%	28.0%	15.4%	-25.2%	-16.6%	-8.8%	4.9%	-24.5%	29.4%
铝	-0.4%	-16.8%	38.9%	3.5%	-5.8%	-18.5%	29.9%	9.4%	-23.0%	-3.1%	-20.8%	-4.1%	-21.7%	5.2%
锌	3.0%	-12.3%	27.9%	18.1%	-3.2%	-22.9%	28.5%	56.9%	-28.0%	3.5%	-7.0%	8.9%	-27.8%	-9.0%
镍	-14.6%	43.7%	25.1%	16.2%	29.8%	-18.0%	24.4%	11.5%	-42.7%	7.3%	-20.1%	-10.3%	-24.7%	32.0%
农产品	1.8%	13.2%	26.6%	16.0%	-0.4%	-12.5%	-11.9%	1.8%	-15.7%	-9.3%	-14.3%	3.9%	-14.4%	38.3%
谷物	-0.1%	15.6%	20.9%	18.9%	-3.2%	-7.4%	-12.1%	-6.1%	-19.5%	-9.4%	-16.9%	18.1%	-14.5%	30.1%
软商品	6.9%	-5.4%	43.9%	2.5%	2.1%	-23.8%	-15.6%	12.8%	-9.9%	-10.1%	-16.9%	-22.5%	-14.0%	59.7%
牲畜	-3.0%	5.3%	8.6%	-23.7%	-8.0%	-3.6%	5.4%	-5.9%	-18.9%	11.5%	-3.5%	-3.6%	-2.4%	9.1%
活牛	2.0%	2.6%	-0.1%	-18.2%	-0.9%	0.6%	8.1%	-7.7%	-14.3%	22.0%	-5.1%	-4.0%	-1.1%	14.8%
瘦肉猪	-12.9%	10.8%	25.1%	-31.8%	-20.9%	-12.7%	1.8%	-3.8%	-26.1%	-4.4%	-2.1%	-3.0%	-4.6%	0.2%
外汇														
美元指数	0.1%	8.2%	6.4%	-6.7%	0.1%	4.1%	-9.9%	3.6%	9.3%	12.8%	0.3%	-0.5%	1.5%	1.5%
美元兑人民币	-0.4%	8.5%	-2.5%	-6.8%	1.2%	5.7%	-6.3%	6.9%	4.6%	2.5%	-2.8%	-1.0%	-0.5%	-3.4%
新兴市场货币指数	0.8%	-4.3%	0.9%	3.3%	3.1%	-3.8%	11.4%	3.5%	-7.1%	-4.1%	-1.9%	5.5%	-2.6%	7.9%
美元兑港币	0.6%	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%
美元兑日元	2.3%	13.9%	11.5%	-4.9%	-1.0%	-7.7%	-3.7%	-2.7%	0.4%	13.7%	21.4%	12.8%	-5.2%	12.8%
欧元兑美元	-0.1%	-5.8%	6.9%	8.9%	-2.0%	-4.5%	14.1%	-3.2%	-10.2%	-12.0%	4.2%	1.8%	-3.2%	-6.5%
英镑兑美元	-0.4%	-10.7%	-1.0%	3.1%	3.9%	-5.6%	9.5%	-16.3%	-5.4%	-5.0%	1.9%	4.6%	-0.4%	-3.5%

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）

	17/2/2023	10/2/2023	3/2/2023	27/1/2023	20/1/2023	13/1/2023	6/1/2023	30/12/2022	23/12/2022	16/12/2022	9/12/2022
标普500行业指数											
标普500行业指数	-0.28%	-1.11%	1.62%	2.47%	-0.66%	2.67%	1.45%	-0.14%	-0.20%	-2.08%	-3.37%
信息科技	-0.39%	-1.10%	3.75%	4.07%	0.68%	4.60%	0.22%	-0.15%	-2.04%	-2.67%	-3.34%
工业	0.75%	-0.70%	1.70%	2.13%	-3.36%	1.53%	2.72%	-0.18%	0.76%	-1.10%	-3.20%
材料	-0.95%	-1.66%	0.03%	0.71%	-1.21%	4.29%	3.45%	-1.18%	-0.10%	-2.34%	-3.33%
日常消费	0.90%	-0.54%	0.62%	0.43%	-2.86%	-1.46%	1.75%	-0.86%	1.00%	-1.40%	-1.83%
医疗保健	-0.43%	-0.20%	-0.10%	-0.89%	-1.12%	-0.19%	-0.19%	-0.19%	0.81%	-1.83%	-1.29%
可选消费	1.64%	-2.22%	2.25%	6.38%	-0.51%	5.76%	2.25%	-0.26%	-3.10%	-3.63%	-4.48%
金融	-0.31%	-0.38%	0.91%	2.53%	-2.08%	2.03%	3.33%	0.68%	1.40%	-2.50%	-3.90%
能源	-6.92%	5.03%	-5.94%	0.76%	0.74%	2.66%	0.00%	0.60%	4.38%	1.72%	-8.40%
房地产	-1.35%	-2.01%	1.50%	2.82%	-0.75%	4.39%	2.48%	-0.61%	-0.01%	-2.38%	-1.85%
公用事业	0.90%	-0.38%	-1.49%	-0.49%	-2.93%	0.45%	0.70%	-0.64%	1.42%	-0.55%	-0.32%
电信服务	0.23%	-6.59%	5.28%	3.28%	2.97%	4.07%	3.70%	-0.08%	-0.40%	-2.47%	-5.39%
上证行业指数											
信息科技	-4.27%	0.15%	1.22%	8.41%	0.00%	0.09%	2.57%	2.25%	-5.71%	-0.76%	0.93%
工业	-1.90%	-0.53%	-1.38%	3.41%	0.00%	0.32%	1.98%	2.26%	-5.16%	-2.44%	0.50%
材料	-0.14%	-1.80%	2.27%	3.55%	0.00%	2.13%	2.66%	1.21%	-4.41%	-3.05%	3.76%
日常消费	1.96%	0.08%	-0.35%	-1.94%	0.00%	3.77%	1.10%	-0.61%	-0.96%	0.75%	6.34%
医疗保健	-0.46%	-0.90%	-2.70%	4.22%	0.00%	2.53%	2.71%	2.89%	-4.96%	0.38%	0.37%
可选消费	-1.40%	-0.47%	0.59%	0.57%	0.00%	1.97%	3.15%	0.04%	-2.90%	-0.67%	2.84%
金融	-2.01%	-0.63%	-2.90%	1.05%	0.00%	2.29%	2.48%	1.77%	-2.53%	-0.87%	3.94%
能源	-0.65%	-1.32%	-1.44%	2.37%	0.00%	3.83%	0.63%	0.23%	-4.88%	-2.17%	-0.68%
公用事业	-2.37%	1.96%	-0.52%	1.25%	0.00%	-2.30%	2.37%	5.26%	-4.02%	-1.12%	-2.91%
电信服务	0.07%	-0.14%	0.56%	3.32%	0.00%	0.81%	4.72%	1.48%	-2.23%	-2.20%	-1.45%
恒生行业指数											
信息科技	-2.78%	-4.16%	-5.74%	4.60%	2.01%	3.92%	10.20%	0.82%	1.09%	-4.21%	10.36%
工业	-3.16%	-3.76%	-1.61%	2.85%	4.02%	2.95%	3.21%	0.99%	-3.98%	-0.53%	4.31%
材料	-1.86%	-4.56%	-3.18%	3.23%	4.59%	7.30%	4.34%	1.17%	-3.76%	-2.86%	5.57%
消费	-1.11%	-3.06%	-3.67%	3.38%	0.52%	3.59%	4.03%	0.08%	2.04%	-2.27%	4.86%
金融	-1.39%	0.19%	-5.20%	2.15%	1.18%	3.24%	4.48%	1.77%	0.89%	-1.16%	4.87%
能源	-0.19%	-0.44%	-3.71%	1.94%	4.91%	6.04%	0.19%	0.93%	-1.64%	1.58%	-0.29%
房地产与建筑业	-3.27%	-1.91%	-4.75%	3.10%	2.31%	-1.19%	5.85%	0.48%	-1.94%	-2.45%	10.80%
公用事业	-1.72%	0.46%	-1.93%	0.58%	1.83%	-0.15%	5.32%	4.33%	-2.23%	-0.58%	5.65%
电信服务	0.18%	-0.08%	1.04%	1.05%	1.86%	4.11%	3.14%	-0.94%	0.88%	0.22%	1.06%

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）

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
标普500行业指数															
标普500行业指数	6.1%	-19.4%	26.9%	16.3%	28.9%	-6.2%	19.4%	9.5%	-0.7%	11.4%	29.6%	13.4%	0.0%	12.8%	
信息科技	12.3%	-28.9%	33.4%	42.2%	48.0%	-1.5%	36.9%	12.0%	4.3%	18.2%	26.2%	13.1%	1.3%	9.1%	
工业	4.7%	-7.1%	19.4%	9.0%	26.8%	-15.0%	18.5%	16.1%	-4.7%	7.5%	37.6%	12.5%	-2.9%	23.9%	
材料	4.6%	-14.1%	25.0%	18.1%	21.9%	-16.4%	21.4%	14.1%	-10.4%	4.7%	22.7%	12.2%	-11.6%	19.9%	
日常消费	-1.2%	-3.2%	15.6%	7.5%	24.0%	-11.2%	10.5%	2.6%	3.8%	12.9%	22.7%	7.5%	10.5%	10.7%	
医疗保健	-3.1%	-3.6%	24.2%	11.4%	18.7%	4.7%	20.0%	-4.4%	5.2%	23.3%	38.7%	15.2%	10.2%	0.7%	
可选消费	16.3%	-37.6%	23.7%	32.1%	26.2%	-0.5%	21.2%	4.3%	8.4%	8.0%	41.0%	21.9%	4.4%	25.7%	
金融	6.1%	-12.4%	32.5%	-4.1%	29.2%	-14.7%	20.0%	20.1%	-3.5%	13.1%	33.2%	26.3%	-18.4%	10.8%	
能源	-4.2%	59.0%	47.7%	-37.3%	7.6%	-20.5%	-3.8%	23.7%	-23.6%	-10.0%	22.3%	2.3%	2.8%	17.9%	
房地产	7.1%	-28.4%	42.5%	-5.2%	24.9%	-5.6%	7.2%	0.0%	1.2%	26.1%	-1.5%	16.2%	7.9%	28.0%	
公用事业	-3.2%	-1.4%	14.0%	-2.8%	22.2%	0.5%	8.3%	12.2%	-8.4%	24.3%	8.8%	-2.0%	14.8%	0.9%	
电信服务	13.1%	-40.4%	20.5%	22.2%	30.9%	-16.4%	-6.0%	17.8%	-1.7%	-1.9%	6.5%	12.5%	0.8%	12.3%	
上证行业指数															
信息科技	8.0%	-37.1%	-0.2%	22.5%	65.4%	-34.1%	-4.9%	-26.9%	60.0%	36.5%	46.8%	-14.1%	-39.2%	27.2%	
工业	1.8%	-18.3%	14.3%	25.8%	13.7%	-23.6%	5.5%	-15.0%	10.7%	68.0%	-3.2%	-4.8%	-32.5%	-4.9%	
材料	8.9%	-21.4%	15.9%	22.7%	29.0%	-30.1%	27.3%	-7.5%	-1.0%	38.9%	-24.0%	9.1%	35.1%	-3.2%	
日常消费	4.6%	-16.0%	-6.9%	81.6%	47.5%	-19.3%	43.8%	1.1%	24.1%	15.1%	7.7%	4.5%	-22.1%	12.7%	
医疗保健	5.3%	-22.7%	-8.3%	57.4%	24.3%	-26.4%	18.2%	-11.4%	45.8%	6.3%	32.6%	10.3%	-31.2%	33.8%	
可选消费	4.4%	-16.0%	-6.9%	81.6%	47.5%	-19.3%	43.8%	1.1%	24.1%	15.1%	7.7%	4.5%	-22.1%	12.7%	
金融	0.1%	-11.2%	-12.7%	-3.0%	29.6%	-17.4%	23.4%	-7.8%	-9.7%	82.0%	-9.9%	20.9%	-13.9%	-26.8%	
能源	3.3%	16.4%	29.6%	-11.3%	2.4%	-26.3%	6.4%	-3.9%	-15.0%	24.0%	-33.0%	-4.3%	-23.5%	-10.9%	
公用事业	0.3%	-15.3%	39.4%	-3.8%	3.4%	-11.1%	-3.0%	-20.5%	6.2%	73.1%	-1.2%	3.4%	-17.2%	-16.8%	
电信服务	9.6%	-10.5%	9.2%	-6.2%	29.9%	-29.8%	12.1%	-7.6%	56.0%	34.6%	30.6%	-22.8%	-38.8%	4.6%	
恒生行业指数															
信息科技	7.3%	-25.1%	-32.3%	69.6%	23.7%	-29.6%	92.3%	18.2%	22.3%	8.9%	70.0%	36.5%	-18.6%	-7.0%	
工业	-0.8%	-21.2%	-18.8%	-15.9%	15.7%	-10.2%	48.8%	-1.8%	-2.6%	3.1%	-9.9%	42.9%	-26.5%	4.5%	
材料	9.6%	-15.2%	9.1%	30.0%	-0.4%	-29.5%	30.5%	21.0%	-18.7%	-1.1%	-21.9%	8.1%	42.4%	4.4%	
消费品	3.4%	-21.1%	19.1%	-27.1%	51.3%	-6.5%	-10.3%	-11.1%	11.2%	10.1%	-24.3%	9.3%	116.6%	-52.6%	
消费服务	3.4%	-21.1%	19.1%	6.7%	-22.6%	39.7%	3.6%	-23.9%	-30.5%	40.1%	22.2%	-20.6%	25.3%	70.6%	-62.1%
金融	4.4%	-5.5%	-6.8%	-6.9%	7.5%	-14.8%	31.2%	-3.1%	-10.0%	7.6%	3.0%	24.2%	-24.6%	-0.7%	
能源	8.7%	17.3%	20.5%	-33.7%	-4.1%	-2.8%	11.4%	14.3%	-31.3%	-17.3%	-16.2%	12.7%	-15.1%	16.5%	
房地产与建筑业	-0.3%	-21.2%	-18.8%	-15.9%	15.7%	-10.2%	48.8%	-1.8%	-2.6%	3.1%	-9.9%	42.9%	-26.5%	4.5%	
公用事业	4.3%	-30.3%	17.6%	-9.4%	-0.9%	1.2%	15.7%	-7.4%	-8.1%	6.2%	13.8%	15.0%	2.8%	6.2%	
电信服务	11.8%	6.9%	0.5%	-29.9%	-9.7%	-3.4%	-1.0%	-6.0%	-5.1%	11.5%	-10.2%	11.7%	2.7%	8.4%	

资料来源：彭博，思睿研究

近期报告

- 20230206 [是死猫跳，还是牛回头？](#)
- 20230130 [超额储蓄加油春季行情](#)
- 20230112 [2022年启示录](#)
- 20221219 [中国量宽](#)
- 20221205 [再见了，“清零”](#)
- 20221121 [展望2023：或跃在渊](#)
- 20221107 [“万亿一推”](#)
- 20221031 [“Mai! Mai! Mai!”](#)
- 20221017 [谁的情绪靠谱？](#)
- 20221010 [拯救港股](#)
- 20220926 [全球最大的资产 - 尚能饭否？](#)
- 20220919 [佛系“破7”](#)

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。