

中日历史的较量

- 📌 国资背景开发商的楼盘销售依然强劲，而它们的股价与民营房企已分道扬镳。购房需求很可能只是推迟延宕，而非云消雾散。
- 📌 铁矿石价格的势头正在回升，往往领先长债收益率一个月、市场三个月。
- 📌 迄今，市场的修复更多受估值而非基本面的推动。市场期盼政策神兵天降。中国私人部门的杠杆水平与1993年的日本等量齐观。这是一个值得倾注全力和资源的拐点。

洪灏, CFA

hao.hong@growim.com

微博: [@洪灏的宏观策略](#)

本报告英文版:

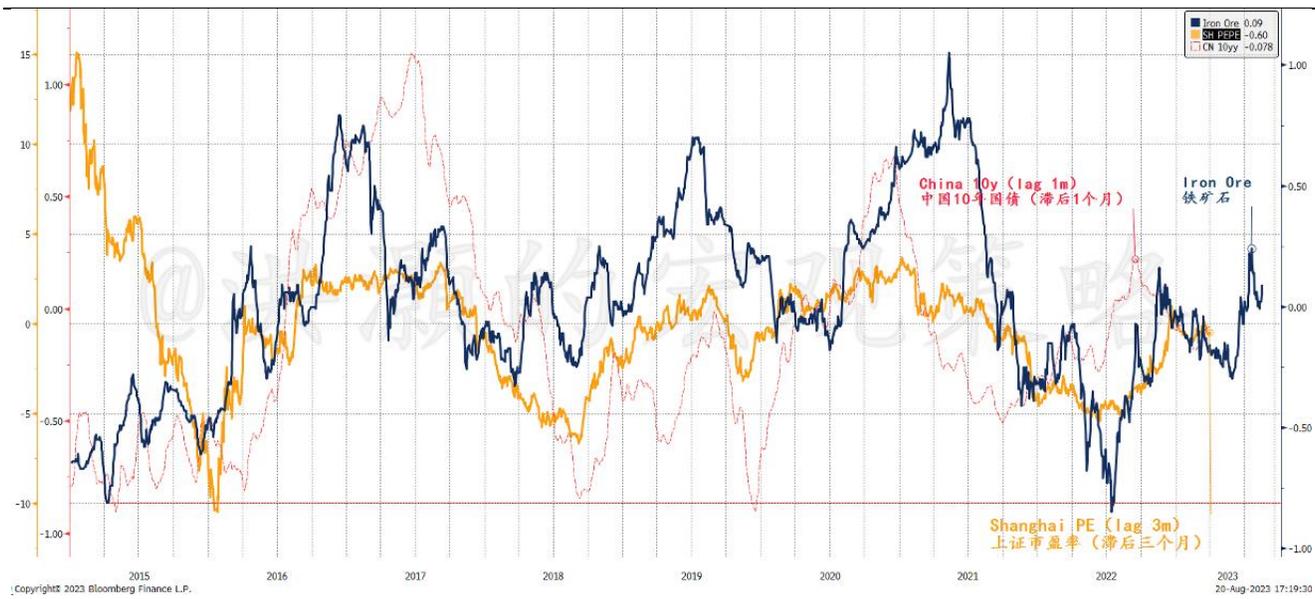
《[Lessons from Japan](#)》

一些领先指标并未“躺平”

七月，房地产销售、价格和投资在已然较低的基数上再度下探。值此关键时期，悲观远比乐观容易得多。故此，高调秉持悲观情绪除了哗众取宠外，实际不值一哂。在检视了各项房地产数据后，我们藉此提出些许别有意味的观察。我们既非悲观，也非乐观。我们只求客观。

1) 尽管整个房地产行业普遍疲软，但国资背景的开发商表现良好，在七月录得强劲的销售增长。例如，越秀地产今年头七个月的同比增长达到了68%。而保利更高达109%。如果正如某些专家所言，房地产需求已经消失，那么为什么人们仍然从国资背景的企业买房？难道房地产的需求只与开发商的所有制有关？显然，人们对于“烂尾楼”依然忧心忡忡。

图表 1: 铁矿石在 2022 年下半年运行到了重要低点，其价格势能正在回升。



资料来源: 彭博, 思睿研究

当然，我们追踪的这些国资背景的开发商仅占全国销售面积的 18%和全国销售金额的 28%，但这些开发商的业绩暗示着持续的住房需求并不受当前市场条件和普遍悲观情绪的影响。而且，他们占据了 we 追踪的重点国资和民营开发商约 50%的销售面积和超过 60%的销售金额。

2) 二手房市场也不甚景气，表现为挂牌价格下降、卖方议价幅度增大以及在价格下跌的情况下二手房挂牌数量反而增多。然而，租金却在上涨，这表明人们正在推迟买房决策，选择租房。如是，住房需求很可能只是被延宕，而非消失。

显然，有人可能会质疑，如果人们如此担心“烂尾楼”，那简单地购买二手房不就成了？这个问题的答案很可能源于中国文化中买新不买旧，以及中国存量房的楼龄——中国超过 85%的房屋楼龄已经超过 5 年，其中约三分之二的房屋已经超过 10 年。此外，由于缺乏适当的维护，中国的房产折旧速度非常快。

3) 国资背景的开发商的股价表现坚韧，甚至在如此阴霾的市况中还在上涨。但民营开发商的股价确实在下跌。如果整个行业都岌岌可危，那么又如何解释这两种不同所有权结构的开发商之间的股价表现大相径庭呢？

那么，跨资产类别的价格又如何反映出房地产行业这些有趣的细微差异呢？

在**图表 1**中，我们展示了中国经济的重要领先指标之一——铁矿石的价格势能正在加强。可以清楚看出，铁矿石在 2022 年下半年运行到重要底部之后，就一直在修复。总言之，铁矿石价格走势大约领先上证的市盈率约三个月，领先中国 10 年期国债收益率约一个月。

如果铁矿石继续修复，则表明中国经济基本面需求在边际上有所改善，那么尽管上证在短期内仍将波动不已，其估值应继续修复。

中国长期国债收益率的下行趋势在未来几周内触及重要低点之后也应将逆转。这个预测似乎与下半年的通胀前景一致，当上游的通缩压力因大宗商品价格上涨和猪肉价格不再拖累消费者价格指数时，通缩压力自然会减轻。

… 但长期前景仍不明朗

虽然之前的讨论提出了一些非共识的观察，但房地产行业依然面临着严峻的挑战。在**图表 2**中，我们可以看到，虽然房地产行业的估值有所修复，但房地产高收益率美元债券相对于投资级债券的表现似乎在向次低点运行，这种走势与中国消费者信心和房地产行业指数相一致。

图表 2：市场复苏主要是由估值推动，但经济基本面力有不逮。

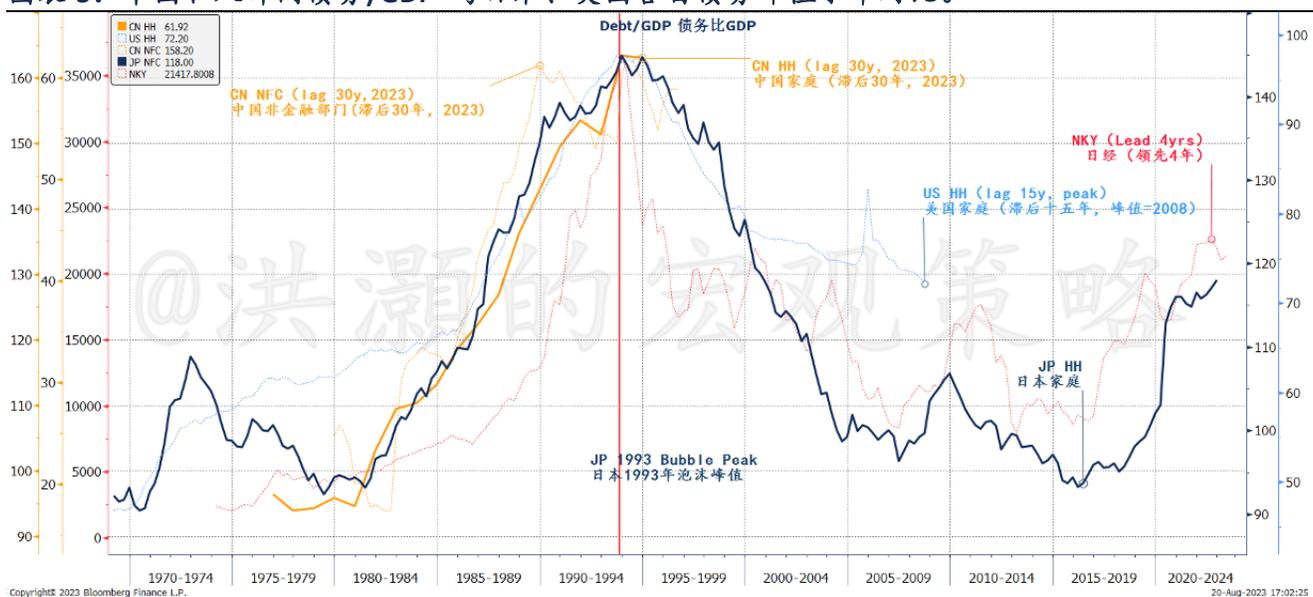


估值修复与信心和高收益债的相对表现分道扬镳，说明了迄今为止，复苏更多是因愿景驱动，而非现实所为。然而，如果经济基本面未能衔枚疾进，诗和远方也不能普度众生。话虽如此，我们并不认为 2023 年会比 2022 年更糟糕，那时我们的未来被新冠的阴霾所笼罩。因此，2022 年 10 月底那个市场低点应该可以守住。

但长期前景似乎不明朗。最近，中国经济学界展开了激烈的争论，将中国的现状与日本当年的泡沫时期进行对比。日本“失落的三十年”在当今的中国引起了诸多共鸣。但除了一些小故事和华丽的辞藻，我们并未看到基于数据的、科学客观的比较。这些言辞只是一些陈词滥调，毫无实质性的贡献。但学者们置若罔闻，争论不休。

在这里，我们比较了 1993 年日本泡沫顶峰时与中国 2023 年的家庭/私人债务占 GDP 比率（**图表 3**）。数据图表显示，中国私人部门的负债比率现在约为 GDP 的 150%，与 1993 年日本房地产泡沫的顶峰的水平相似。此外，中国私人部门加杠杆的速度与日本当年的情况也惊人地相似。

这是一个关键的图表。它的意义远远地超出了这份简短报告的范围。我们将在日后继续探讨。

图表 3：中国私人部门债务/GDP 与日本、美国各自债务峰值水平对比。


结语

中国市场充斥着悲观情绪。然而，国资背景的开发商销售依然强势增长，而租金的上涨表明住房需求是被推迟，而非消失。国资背景的开发商与民营开发商的股价走势开始背离。

铁矿石价格势能正在回升。以史为鉴，上证的估值修复应会继续，中国 10 年期国债应在其近期低点附近找到支撑。如果 2023 年的形势已经远远好于 2022 年，那么 2022 年 10 月底的那个低点应能守住。

然而，长远来看，情况则更加复杂。中国私人部门的杠杆已经达到了类似于 1993 年日本泡沫顶峰时期的水平。这是一个需要举国倾注全力的重要拐点。

洪灏，CFA

公众号、微博：@洪灏的宏观策略

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	18/8/2023	11/8/2023	4/8/2023	28/7/2023	21/7/2023	14/7/2023	7/7/2023	30/6/2023	23/6/2023	16/6/2023	9/6/2023
MSCI指数											
全球	-2.82%	-0.83%	-2.34%	1.16%	0.17%	3.38%	-1.38%	1.95%	-2.11%	2.67%	0.58%
发达市场	-2.53%	-0.86%	-2.33%	0.96%	0.36%	3.21%	-1.43%	2.22%	-2.03%	2.66%	0.43%
新兴市场	-3.34%	-1.99%	-2.41%	2.82%	-1.55%	4.88%	-0.89%	-0.14%	-3.70%	2.76%	1.88%
MSCI中国	-5.44%	-3.58%	-0.96%	6.46%	-2.83%	5.96%	-1.65%	-0.10%	-6.74%	4.38%	1.67%
MSCI亚太地区 (除日本)	-3.76%	-2.18%	-2.88%	2.98%	-1.82%	5.48%	-1.37%	-0.14%	-4.13%	2.88%	1.34%
MSCI欧洲	-2.16%	0.04%	-2.49%	1.13%	0.97%	2.91%	-3.13%	1.92%	-2.82%	1.52%	-0.83%
主要市场股指											
美国 标普500	-2.11%	-0.31%	-2.17%	1.01%	0.69%	2.42%	-1.16%	2.35%	-1.39%	2.58%	0.39%
中国内地 上证综指	-1.80%	-3.01%	0.37%	3.42%	-2.16%	1.29%	-0.17%	0.18%	-2.30%	1.30%	0.04%
中国内地 深证综指	-2.80%	-3.35%	0.92%	2.03%	-2.35%	1.36%	-0.92%	0.46%	-2.09%	3.83%	-1.43%
中国香港 恒生指数	-5.89%	-2.38%	-1.89%	4.41%	-1.74%	5.71%	-2.91%	0.14%	-5.74%	3.35%	2.32%
日本 日经225	-3.15%	0.87%	-1.43%	1.41%	-0.27%	0.01%	-2.41%	1.24%	-2.74%	4.47%	2.35%
韩国 韩国综合指数	-0.44%	-0.21%	-0.66%	0.00%	-0.71%	4.02%	-1.47%	-0.13%	-2.69%	1.53%	1.66%
德国 DAX	-1.63%	-0.75%	-3.14%	-1.81%	0.45%	3.22%	-3.37%	2.01%	-3.23%	2.56%	-0.83%
英国 富时100	-3.48%	-0.53%	-1.69%	0.40%	3.08%	2.45%	-3.65%	0.93%	-2.37%	1.06%	-0.99%
法国 CAC40	-2.40%	0.34%	-2.16%	0.59%	0.79%	3.69%	-3.89%	3.30%	-3.05%	2.49%	-0.99%
彭博巴克莱债券指数											
全球	-0.77%	-0.76%	-0.83%	-0.18%	-0.33%	2.28%	-0.66%	-0.17%	-0.16%	0.36%	-0.02%
中国	-0.42%	-0.83%	-0.13%	0.20%	-0.44%	1.53%	0.52%	-0.38%	-1.07%	0.19%	-0.80%
全球+中国	-0.77%	-0.76%	-0.83%	-0.18%	-0.33%	2.28%	-0.66%	-0.17%	-0.16%	0.36%	-0.02%
美国	-0.50%	-0.64%	-0.99%	-0.40%	0.01%	1.51%	-1.29%	-0.16%	0.14%	0.20%	-0.55%
欧洲	-1.65%	-0.68%	-0.47%	-0.78%	-0.74%	3.64%	-0.81%	-0.03%	0.10%	1.31%	0.07%
亚太	-0.19%	-1.04%	-1.47%	0.39%	-1.35%	2.07%	0.82%	-0.67%	-1.36%	-0.42%	-0.05%
新兴市场	-1.45%	-0.03%	-0.13%	0.19%	0.12%	1.77%	-1.11%	0.07%	0.29%	0.60%	0.36%
国债	-0.81%	-0.83%	-1.44%	-0.77%	-0.75%	2.38%	-0.44%	-0.36%	-0.19%	0.19%	0.01%
公司债	-0.80%	-0.85%	-0.61%	-0.77%	-0.14%	2.18%	-0.97%	0.06%	0.02%	0.68%	-0.49%
高收益	-1.49%	0.18%	-0.44%	0.26%	-0.13%	2.26%	-0.60%	0.63%	-0.50%	0.89%	0.73%
大宗商品											
彭博商品指数											
能源	-1.17%	-0.33%	-1.11%	0.97%	1.53%	2.62%	0.43%	-0.85%	-2.66%	4.14%	1.14%
天然气	-5.37%	10.13%	-2.14%	-2.64%	7.00%	-1.57%	-7.29%	-1.16%	4.01%	16.15%	3.44%
WTI原油	-2.12%	0.37%	2.78%	4.55%	2.32%	2.10%	4.22%	2.11%	-3.82%	2.30%	-2.11%
布伦特原油	-2.07%	0.42%	2.22%	4.20%	1.68%	1.87%	4.06%	1.89%	-3.36%	2.46%	-1.82%
馏分燃料油	0.37%	1.92%	3.81%	7.74%	5.74%	1.86%	4.09%	3.16%	-4.96%	5.90%	0.15%
无铅汽油	-3.95%	5.40%	-3.62%	4.75%	6.75%	2.93%	1.88%	3.99%	-5.34%	3.78%	3.64%
贵金属	-1.12%	-2.08%	-1.44%	-0.44%	-0.22%	3.09%	0.39%	0.45%	-3.31%	-0.51%	0.93%
金	-1.15%	-1.49%	-1.49%	-0.27%	0.11%	1.63%	0.16%	-0.01%	-2.11%	-0.30%	0.39%
银	-0.10%	-4.13%	-3.88%	-1.45%	-1.55%	8.18%	1.17%	2.09%	-7.35%	-1.88%	2.78%
工业金属	-1.19%	-3.59%	-1.15%	3.16%	-2.17%	4.34%	-0.07%	-1.34%	-3.84%	2.96%	1.24%
铜	-0.11%	-3.11%	-1.00%	2.84%	-2.92%	3.99%	0.60%	-1.47%	-2.13%	2.58%	1.67%
铝	-1.80%	-2.87%	0.14%	0.70%	-3.23%	5.95%	-0.43%	-1.18%	-4.29%	0.13%	-0.88%
锌	-4.03%	-4.28%	0.16%	5.39%	-2.65%	3.19%	-1.20%	0.98%	-4.32%	3.05%	4.50%
镍	-0.61%	-5.23%	-4.00%	7.33%	-4.04%	3.87%	1.26%	-3.81%	-7.47%	8.76%	-0.16%
农产品	0.25%	-0.89%	-3.18%	-1.11%	3.00%	2.89%	-0.16%	-4.44%	-2.53%	7.13%	2.20%
谷物	1.20%	-1.50%	-6.45%	-0.16%	3.58%	3.25%	-0.17%	-8.01%	0.10%	10.12%	0.70%
软商品	-3.80%	1.21%	0.42%	-2.84%	2.24%	1.40%	2.01%	-3.60%	-6.75%	0.07%	3.00%
牲畜	-0.43%	-1.16%	0.49%	-0.16%	-0.02%	1.67%	0.90%	3.58%	-0.15%	2.29%	1.35%
活牛	-1.18%	-0.86%	1.84%	-1.16%	-0.40%	1.50%	-0.10%	3.75%	-0.15%	-0.07%	-0.41%
瘦肉猪	0.98%	-2.11%	-2.19%	0.92%	0.78%	1.96%	2.75%	3.26%	-1.40%	6.95%	5.28%
外汇											
美元指数	0.52%	0.81%	0.39%	0.55%	1.16%	-2.31%	-0.62%	0.01%	0.65%	-1.17%	-0.44%
美元兑人民币	0.62%	0.93%	0.34%	-0.44%	0.64%	-1.15%	-0.93%	1.03%	0.74%	-0.05%	0.45%
新兴市场货币指数	-0.37%	-0.48%	-0.99%	0.29%	-0.43%	1.64%	0.07%	-0.49%	-0.34%	0.62%	0.19%
美元兑港币	0.19%	0.08%	0.19%	-0.16%	0.03%	-0.16%	-0.11%	0.09%	0.13%	-0.44%	0.02%
美元兑日元	0.30%	2.26%	0.43%	-0.40%	2.11%	-2.40%	-1.46%	0.42%	1.33%	1.74%	-0.17%
欧元兑美元	-0.69%	-0.12%	-0.49%	-0.17%	-0.83%	2.38%	0.53%	0.14%	-0.39%	1.75%	0.38%
英镑兑美元	0.30%	-0.42%	-0.29%	-0.02%	-1.83%	1.98%	1.07%	-0.09%	-0.80%	1.95%	0.96%

资料来源: 彭博, 思睿研究 (更新于 19/08/2023, 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	10.1%	-19.8%	16.8%	14.3%	24.0%	-11.2%	21.5%	5.6%	-4.3%	2.1%	20.3%	13.4%	-9.1%	10.4%
发达市场	11.3%	-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	0.8%	-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	-8.4%	-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)	-1.5%	-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	5.7%	-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	13.8%	-19.4%	26.9%	16.3%	28.9%	-6.2%	19.4%	9.5%	-0.7%	11.4%	29.5%	13.4%	0.0%	12.8%
中国内地 上证综指	1.4%	-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	-1.8%	-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	-9.3%	-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	20.5%	-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	12.0%	-24.9%	3.6%	30.8%	7.7%	-17.3%	21.8%	3.3%	2.4%	-4.3%	0.7%	9.4%	-11.0%	21.9%
德国 DAX	11.9%	-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	-2.5%	0.9%	14.3%	-14.3%	12.1%	-12.5%	7.6%	14.4%	-4.9%	-2.7%	14.4%	5.8%	-5.5%	9.0%
法国 CAC40	10.7%	-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	-0.2%	-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	-1.1%	-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	-0.2%	-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	0.1%	-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	3.5%	-22.3%	-9.7%	13.4%	4.1%	-4.4%	14.5%	0.3%	-9.3%	-2.4%	6.8%	12.9%	-0.1%	-4.5%
亚太	-4.9%	-12.8%	-5.0%	6.6%	3.7%	2.7%	5.2%	5.3%	-0.5%	-6.3%	-14.6%	-7.0%	7.3%	17.2%
新兴市场	2.0%	-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	-1.2%	-17.5%	-6.5%	9.5%	5.6%	-0.4%	7.3%	1.7%	-3.3%	-0.3%	-4.3%	1.8%	6.3%	5.9%
公司债	2.2%	-16.7%	-2.9%	10.4%	11.5%	-3.5%	9.1%	4.3%	-3.5%	3.1%	0.3%	11.2%	4.3%	5.8%
高收益	5.5%	-12.7%	1.0%	7.0%	12.6%	-4.1%	10.4%	14.3%	-2.7%	0.0%	7.3%	19.6%	3.1%	14.8%
大宗商品														
彭博商品指数														
能源	-7.5%	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	-52.1%	17.0%	27.9%	-42.2%	-38.5%	-2.1%	-37.0%	10.0%	-40.0%	-30.7%	4.9%	-30.7%	-47.1%	-40.7%
WTI原油	1.0%	22.4%	61.5%	-50.9%	31.5%	-22.0%	4.1%	6.7%	-44.4%	-41.7%	6.8%	-11.8%	-3.7%	3.7%
布伦特原油	0.7%	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	4.2%	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	19.6%	45.7%	69.5%	-31.2%	41.5%	-29.7%	1.8%	6.1%	-12.7%	-43.8%	1.9%	25.6%	14.4%	12.9%
贵金属	-1.9%	-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	0.1%	-2.7%	-4.3%	20.5%	15.6%	-4.7%	11.7%	7.4%	-10.9%	-1.3%	-28.7%	6.0%	9.6%	28.5%
银	-8.0%	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	-16.1%	-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	-3.3%	-15.3%	27.0%	22.8%	5.0%	-22.8%	28.0%	15.4%	-25.2%	-16.6%	-8.3%	4.9%	-24.5%	29.4%
铝	-14.0%	-16.8%	38.9%	3.5%	-5.3%	-18.5%	29.9%	9.4%	-23.0%	-3.1%	-20.8%	-4.1%	-21.7%	5.2%
锌	-22.2%	-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	-34.7%	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	-3.5%	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	-10.3%	15.6%	20.9%	18.9%	-3.2%	-7.4%	-12.1%	-6.2%	-19.5%	-9.4%	-16.9%	18.1%	-14.5%	30.1%
软商品	9.7%	-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%	-3.5%	5.4%	-5.9%	-18.9%	11.5%	-3.5%	-3.5%	-2.1%	9.1%
活牛	141.1%	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	-14.9%	10.8%	25.1%	-31.8%	-20.9%	-12.7%	1.8%	-3.3%	-26.1%	-4.4%	-2.1%	-3.0%	-4.5%	0.2%
外汇														
美元指数	-0.1%	8.2%	6.4%	-6.7%	0.2%	4.4%	-9.9%	3.6%	9.3%	12.8%	0.3%	-0.5%	1.5%	1.5%
美元兑人民币	5.6%	8.5%	-2.5%	-6.3%	1.2%	5.7%	-6.3%	6.9%	4.6%	2.5%	-2.3%	-1.0%	-4.5%	-3.4%
新兴市场货币指数	0.5%	-4.3%	0.9%	3.3%	3.1%	-3.3%	11.4%	3.5%	-7.1%	-4.3%	-1.9%	5.5%	-2.5%	7.9%
美元兑港币	0.4%	0.1%	0.6%	-0.5%	-0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.2%
美元兑日元	10.9%	13.9%	11.5%	-4.9%	-1.0%	-2.7%	-3.7%	-2.7%	0.4%	13.7%	21.4%	12.3%	-5.2%	-12.8%
欧元兑美元	1.6%	-5.3%	-6.9%	8.9%	-2.2%	-4.5%	14.1%	-3.2%	-10.2%	-12.0%	4.2%	1.8%	-3.2%	-6.5%
英镑兑美元	5.4%	-10.7%	-1.0%	3.1%	3.9%	-5.5%	9.5%	-16.3%	-5.4%	-5.9%	1.9%	4.6%	-0.4%	-3.5%

资料来源: 彭博, 思睿研究

附录 3: 股票市场各行业板块表现 (周度)

	18/8/2023	4/8/2023	28/7/2023	21/7/2023	14/7/2023	7/7/2023	30/6/2023	23/6/2023	16/6/2023	9/6/2023	2/6/2023
标普500行业指数											
标普500行业指数	-2.42%	-2.27%	1.01%	0.69%	2.42%	-1.16%	2.35%	-1.39%	2.58%	0.39%	1.83%
信息技术	-3.67%	-4.14%	1.27%	-0.08%	2.79%	-1.46%	2.93%	-2.03%	4.44%	-0.66%	1.37%
工业	-1.99%	-1.79%	0.56%	0.88%	2.22%	-1.04%	3.87%	-1.65%	2.95%	1.38%	2.57%
材料	-3.35%	-2.03%	1.81%	0.58%	2.48%	-2.01%	3.96%	-1.96%	3.32%	0.55%	2.87%
日常消费	-2.15%	-1.90%	0.72%	1.64%	1.20%	-1.09%	0.56%	-0.45%	1.97%	-0.53%	0.28%
医疗保健	0.84%	-2.09%	-0.85%	3.46%	2.03%	-2.87%	0.56%	0.24%	1.40%	-0.08%	2.19%
可选消费	-5.05%	-0.23%	1.21%	-2.28%	3.31%	-0.33%	2.48%	-0.02%	3.15%	2.44%	3.27%
金融	-2.82%	-0.83%	-0.24%	2.96%	1.96%	-0.46%	2.93%	-2.02%	1.19%	1.05%	2.12%
能源	1.82%	1.15%	1.68%	3.53%	0.58%	-0.67%	4.77%	-3.45%	-0.71%	1.71%	1.31%
房地产	-2.44%	-2.20%	-1.80%	-0.51%	2.63%	0.21%	5.00%	-4.03%	1.19%	0.68%	3.07%
公用事业	-1.19%	-4.66%	-2.10%	2.40%	2.26%	-0.20%	0.69%	-2.59%	1.29%	1.91%	0.78%
电信服务	-2.42%	-2.85%	6.85%	-3.01%	3.36%	-0.32%	0.37%	-0.76%	2.13%	-0.42%	1.12%
上证行业指数											
信息技术	-9.76%	2.61%	0.54%	-4.82%	1.70%	-1.01%	-3.60%	-1.60%	4.73%	-1.59%	2.93%
工业	-5.85%	0.56%	2.66%	-2.19%	1.45%	-0.41%	0.89%	-2.12%	2.83%	-1.06%	-1.26%
材料	-4.89%	0.51%	2.71%	0.57%	3.45%	0.44%	0.60%	-3.60%	1.82%	-0.91%	1.53%
日常消费	-5.03%	-0.42%	5.73%	-0.21%	2.05%	0.24%	-3.51%	-3.73%	5.65%	-3.04%	-1.52%
医疗保健	-3.21%	-2.92%	3.58%	-1.07%	0.46%	-1.47%	1.49%	-3.90%	1.53%	-2.26%	-2.09%
可选消费	-6.63%	0.73%	5.65%	-1.23%	0.39%	0.43%	-0.27%	-1.37%	5.11%	-1.12%	0.34%
金融	-4.69%	0.58%	8.51%	-2.07%	1.31%	0.33%	-0.72%	-3.23%	-1.31%	1.91%	0.53%
能源	-1.36%	-2.27%	1.02%	-3.63%	0.13%	2.35%	1.88%	-2.31%	-0.90%	1.13%	-0.67%
公用事业	-1.92%	1.43%	-0.30%	-2.05%	-0.58%	-0.01%	2.12%	0.52%	-4.03%	0.35%	-0.56%
电信服务	-5.53%	2.17%	0.00%	-2.86%	4.68%	-2.25%	-1.94%	-4.29%	-0.53%	2.96%	6.59%
恒生行业指数											
信息技术	-8.03%	-0.54%	6.31%	-3.81%	9.01%	-0.31%	-1.57%	-8.19%	7.93%	1.85%	3.30%
工业	-9.10%	-2.96%	4.69%	-3.23%	2.97%	-2.09%	3.82%	-7.31%	5.05%	0.97%	-2.37%
材料	-7.95%	-0.79%	2.48%	-0.97%	8.57%	0.49%	-0.08%	-6.48%	2.47%	-0.13%	4.00%
消费	-7.25%	0.35%	4.13%	-1.85%	6.19%	-3.58%	0.63%	-6.85%	5.42%	1.13%	1.20%
金融	-8.16%	-2.57%	3.75%	-0.69%	3.51%	-5.25%	1.03%	-3.44%	0.19%	3.13%	0.13%
能源	0.94%	-1.95%	-1.13%	-0.83%	5.10%	-0.76%	2.57%	-5.37%	-4.02%	2.29%	-2.83%
房地产与建筑业	-10.17%	-3.25%	6.56%	-0.79%	1.18%	-3.39%	1.93%	-6.99%	1.36%	2.74%	0.68%
公用事业	-5.20%	-2.09%	2.04%	-2.14%	3.48%	-4.28%	2.13%	-3.77%	-0.13%	-0.01%	-0.61%
电信服务	-1.93%	-0.88%	0.03%	0.98%	2.15%	-0.85%	2.39%	-2.81%	-2.61%	1.33%	-0.54%

资料来源: 彭博, 思睿研究

附录 4: 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	13.8%	-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%
信息技术	34.5%	-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	7.9%	-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	3.8%	-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	-1.7%	-3.2%	15.6%	7.6%	24.0%	-11.2%	10.5%	2.6%	3.8%	12.9%	22.7%	7.5%	10.5%	10.7%
医疗保健	-2.0%	-3.5%	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	27.7%	-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	-1.1%	-12.4%	32.5%	-4.1%	29.2%	-10.7%	20.0%	20.1%	-3.5%	13.1%	33.2%	26.3%	-18.4%	10.8%
能源	0.5%	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	-2.4%	-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	-10.5%	-1.4%	14.0%	-2.8%	22.2%	0.5%	8.3%	12.2%	-8.4%	24.3%	8.8%	-2.9%	14.8%	0.9%
电信服务	37.2%	-40.4%	20.5%	22.2%	30.9%	-18.4%	-6.0%	17.8%	-1.7%	-1.9%	6.5%	12.5%	0.8%	12.3%
上证行业指数														
信息技术	7.4%	-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	-7.0%	-18.3%	14.3%	25.3%	13.7%	-23.6%	5.5%	-15.0%	10.7%	68.0%	-3.2%	-4.3%	-32.5%	-4.9%
材料	-2.3%	-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	-13.6%	-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	-9.5%	-22.7%	-8.3%	57.4%	24.3%	-26.4%	18.2%	-11.4%	45.8%	6.3%	32.6%	10.3%	-31.2%	33.3%
可选消费	-8.5%	-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	3.7%	-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	1.6%	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	5.3%	-15.3%	39.4%	-3.3%	3.4%	-11.1%	-3.0%	-20.5%	6.2%	73.1%	-1.2%	3.4%	-17.2%	-16.8%
电信服务	16.9%	-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														
信息技术	-6.4%	-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	-24.8%	-21.2%	-18.8%	-15.9%	15.7%	-10.2%	48.8%	-1.8%	-2.5%	3.1%	-9.9%	42.9%	-26.5%	4.5%
材料	-1.4%	-15.2%	9.4%	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	-15.9%	-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	-15.9%	-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%
金融	-7.4%	-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	15.3%	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	-24.8%	-21.2%	-18.8%	-15.9%	15.7%	-10.2%	48.8%	-1.8%	-2.5%	3.1%	-9.9%	42.9%	-26.5%	4.5%
公用事业	-11.2%	-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	17.5%	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

- 20230522 [2023年下半年展望: 进则无咎](#)
- 20230220 [从贸易盈余到市场复苏](#)
- 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。