

难念的经

- 📌 杰克逊霍尔年会昭示了全球央行的殊途分歧和全球经济周期的步调不一。美债收益率飙升至 08 年新高，并与金价分道扬镳。一场范式的转变正悄然拉开序幕，但近期美股的抛售浪潮已然式微。
- 📌 市场早已深谙印花税减征及其影响。这种政策调降所带来的情绪提振恐难持久，但其所蕴含的政策意图不应被等闲视之。
- 📌 由周期性资产价格所反映的经济基本面迄今未能如从前那般随政策而动。市场需要更多的政策，也应最终如愿以偿。

洪灏, CFA

hao.hong@growim.com

微博: [@洪灏的宏观策略](#)

本报告英文版:

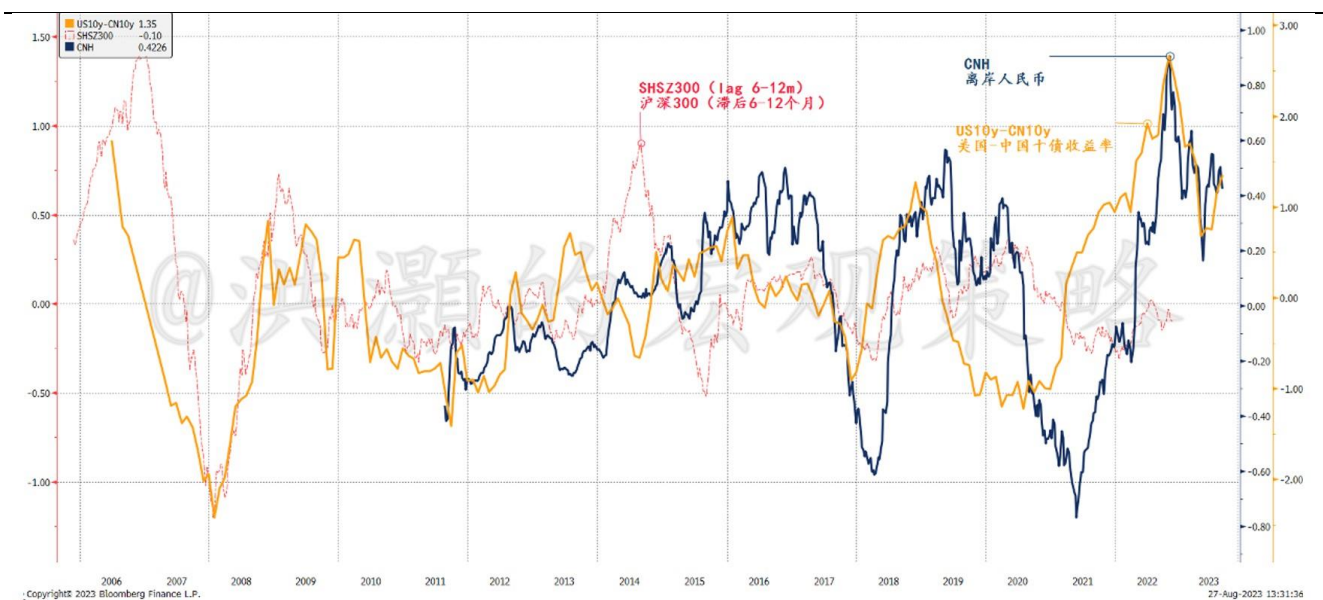
《[Policy Combo, Mumbo Jumbo?](#)》

中美利差创纪录走阔

杰克逊霍尔年会之所以名声大噪，不仅是由于创立之初其悠然见南山的垂钓场所吸引了钓鱼迷的保罗·沃尔克 (Paul Volker)，亦因为伯南克 (Bernanke) 曾于年会上一顿神仙操作公布了两次量宽。更勿论 2014 年欧洲央行行长德拉吉 (Draghi) 的“火箭炮”政策出尽风头，日本央行行长黑田东彦 (Kuroda) 一番豪言展现出“政策宽松还没到半场”。彼时就连中国央行也开启了刺激模式，可能是拜楼市投机受到打击后低迷的房地产市场所赐。

那曾是全球央行秉持共同目标全力以赴、和衷共济的时代。新冠疫情以后，当前各国经济周期参差不齐，错落跌宕，各有一本难念的经。中国面临通缩风险，而美国仍致力于驯服通胀猛虎。因此，中美利差已扩大至有数据以来最宽水平之一。同时，美国十年期国债收益率飙升至 15 年来最高水平 (图表 1)。

图表 1: 美/中长债利差走阔至近乎历史最宽，离岸人民币和股市承压。



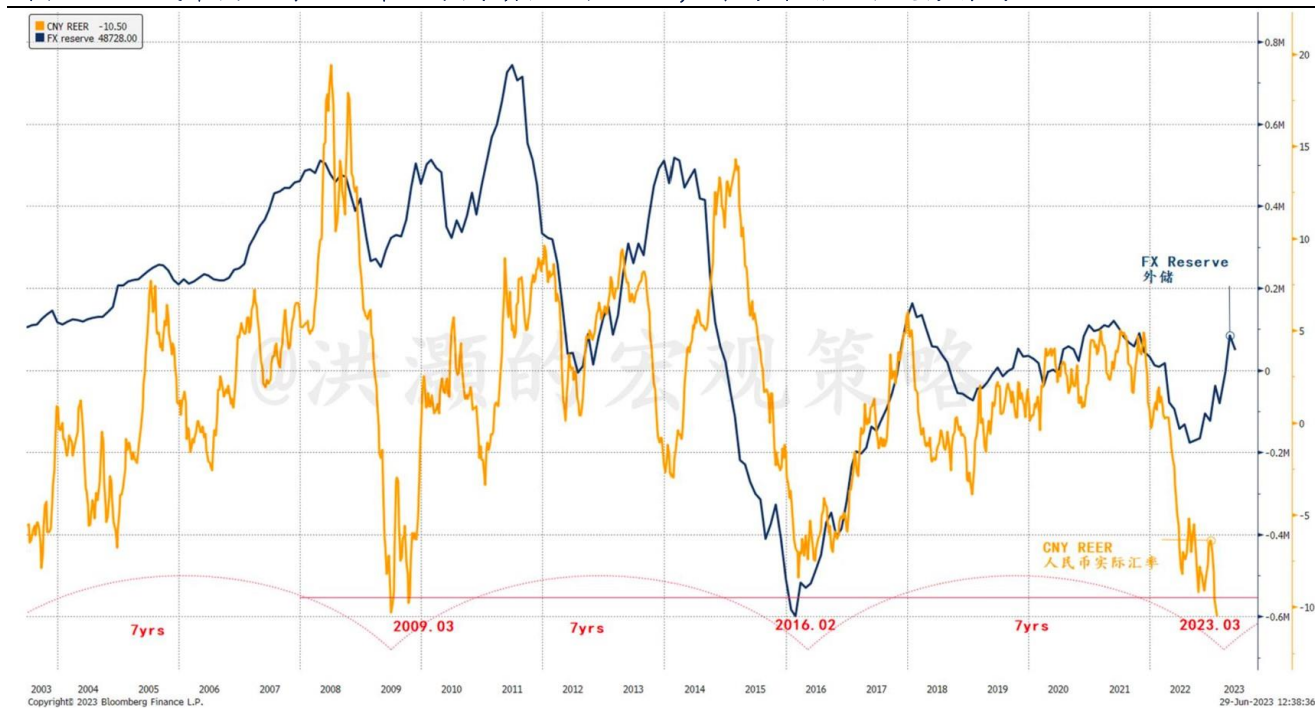
资料来源: 彭博, 思睿研究

思睿研究

从历史上看，中美利差与人民币汇率密切相关。随着利差扩大，人民币贬值压力与日俱增（**图表 1**）。这样的收益率差异解释了我们数据记录以来离岸人民币汇率的波动，以及中国股市的走向。毕竟，中国股票是以人民币计价的。而对于外国投资者来说，汇率收益和损失是其投资回报的一部分。

由于人民币是风险偏好的重要指标，因此央行在 7.30 水平左右加强对人民币贬值的防御也就不足为奇。对于空头而言，央行是一个强大的对手盘，军火库里拥有着全球最大的外汇储备。上周，央行两度拉开人民币中间价与公开竞价至历史最宽，并刚刚在离岸市场上发行了 9.5 亿元人民币债券，以消化过剩的人民币流动性。这一政策组合再次暗示 7.30 附近应该是本轮周期里人民币实际有效汇率的周期性低点（**图表 2**）。

图表 2：人民币实际有效汇率处于周期性低点附近，并与外储积累走势背离。



资料来源：彭博，思睿研究

范式转变

跨资产价格走势表明，一场市场范式的转变正悄然拉开帷幕。过去同步变动的价格突然出现背离就恰恰表明了这一点。譬如，杰克逊霍尔年会之后，美国十年期国债收益率飙升至 2008 年中以来的新高，并已超越了去年十月下旬的峰值。虽然攀升的长债收益率过去一向不利于金价走势，但此次金价却保持了韧性，并徘徊在历史高点附近（**图表 3**）。

图表 3：金价开始与美债收益率分道扬镳。

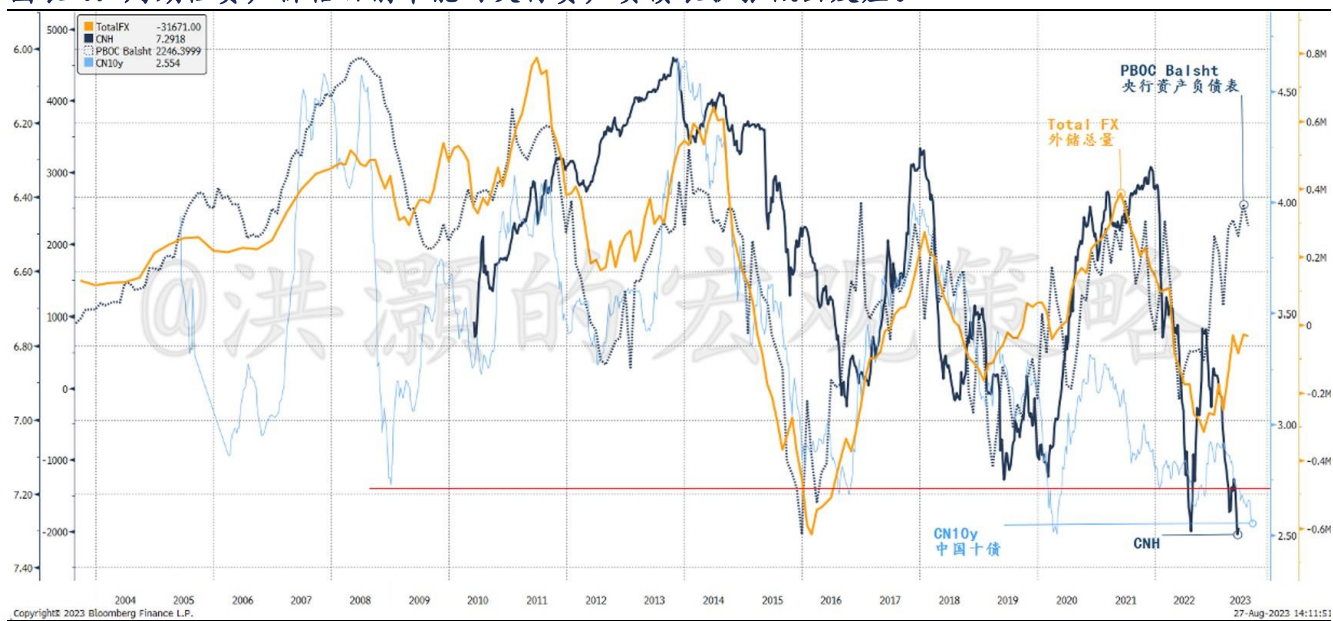


两种重要资产价格之间相关性的这种分化背离昭示着范式的转变。从惠誉下调美国主权评级来看，美债作为全球无风险利率支柱的地位似乎正受到挑战。数千年来，作为永久信用基石的黄金正开始再度熠熠生辉。

与此同时，我们还发现一些其它的跨资产相关性背离。例如，央行的资产负债表扩张，加上中国外汇资产的积累，似乎未能在本轮周期支撑人民币汇率和中国的长债收益率（**图表 4**）。这一观察结果与市场期待政策却又再度希望落空的情况是一致的。

话虽如此，共识可能误解了政策宽松对人民币汇率的影响。许多人认为降息将使人民币进一步承压。恕我们不能苟同——宽松政策的影响是两面的：只有当政策宽松不能拉动经济增长或经济增长预期时，宽松才意味着人民币走贬。否则，人民币理应会在增长预期的支持下走强。毕竟，人民币是周期性资产，也是市场重要的风险指标之一。否则央行为何要竭力捍卫？

图表 4：周期性资产价格目前未能对央行资产负债表扩张做出反应。

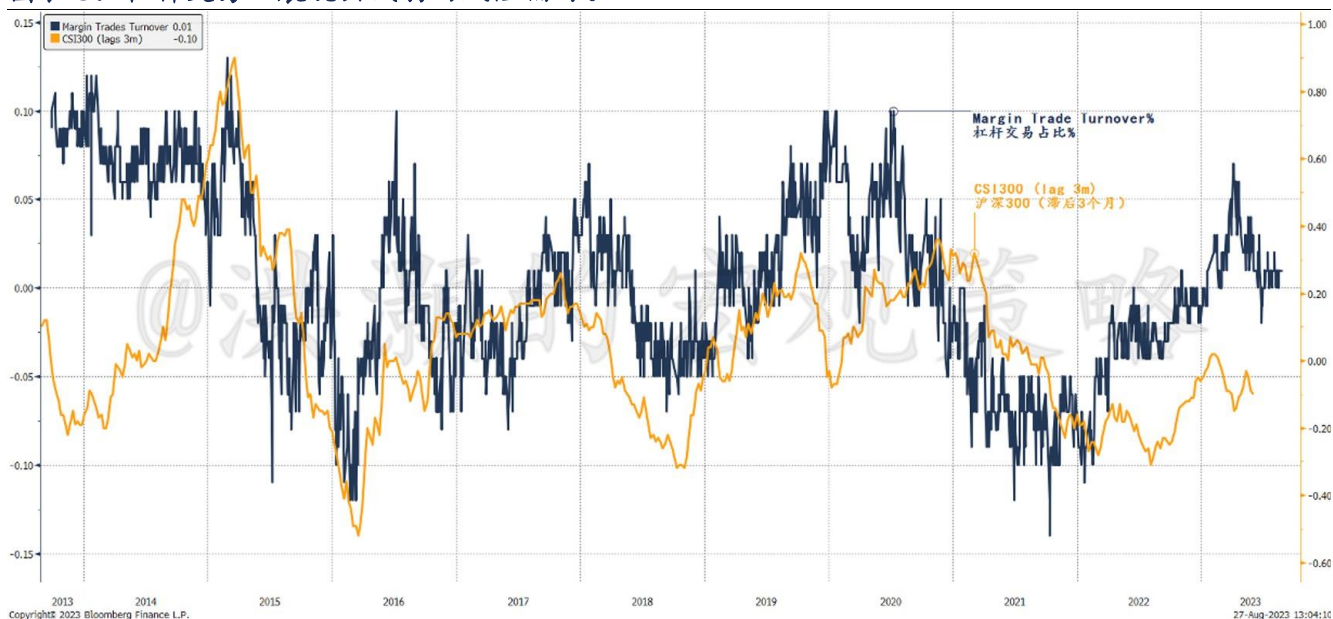


资料来源：彭博，思睿研究

印花税调降，如之奈何？

在周日下午撰写本文之时，传来了周一印花税将减半的消息。其实，过去两周市场有关印花税调降的传闻一直不绝于耳。现在管理层发话了，好消息翩然而至。

图表 5：杠杆交易正展现出减弱的风险偏好。



Copyright © 2023 Bloomberg Finance L.P.

资料来源: 彭博, 思睿研究

话虽如此, 市场其实深谙减征印花税的诸多裨益。毕竟, 市场早已听闻风声, 并对印花税减免之于股价短期的影响了然于心——一旦下调, 股价短期内就会得到提振。

然而, 杠杆交易在总成交量的占比继续从近期高点回落。从历史上看, 该指标一直是一个有效的市场情绪指标, 并且往往领先市场最长达三个月(图表 5)。因此, 尽管之前印花税下调的传言未能提振市场, 其消息落实后情绪提振也可能是短暂的, 但其政策信号不应被忽视。

结语

2023 年杰克逊霍尔年会继续展现出全球两大央行政策取向的分歧以及环球经济周期节奏的参差。中美利差扩大至创纪录水平, 预示着范式转变及未来几个月若隐若现的市场风险。

然而, 短期内有迹象表明美国的抛售压力已然式微, 中国的印花税也被削减。市场早已风传此次印花税的调降, 而其对市场的影响也是路人皆知的。因此, 其情绪提振很可能将是短暂的, 但其政策意图却不应被等闲视之。

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	25/8/2023	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
MSCI指数											
全球	0.52%	-2.42%	-0.43%	-2.34%	1.16%	0.17%	3.38%	-1.38%	1.95%	-2.11%	2.67%
发达市场	0.50%	-2.53%	-0.46%	-2.33%	0.96%	0.36%	3.21%	-1.43%	2.22%	-2.03%	2.66%
新兴市场	0.68%	-3.34%	-1.99%	-2.41%	2.82%	-1.35%	4.88%	-0.89%	-0.44%	-3.70%	2.76%
MSCI中国	-0.02%	-5.44%	-3.58%	-0.66%	6.45%	-2.63%	5.96%	-1.65%	-0.10%	-6.74%	4.38%
MSCI亚太地区 (除日本)	0.47%	-3.76%	-2.18%	-2.28%	2.98%	-1.32%	5.48%	-1.37%	-0.44%	-4.13%	2.88%
MSCI欧洲	0.72%	-2.66%	0.04%	-2.49%	1.13%	0.97%	2.91%	-3.13%	1.92%	-2.42%	1.52%
主要市场股指											
美国 标普500	0.82%	-2.11%	-0.11%	-2.27%	1.01%	0.68%	2.42%	-1.16%	2.35%	-1.99%	2.58%
中国内地 上证综指	-2.17%	-1.80%	-3.01%	0.37%	3.42%	-2.16%	1.29%	-0.17%	0.13%	-2.30%	1.30%
中国内地 深证综指	-3.47%	-2.40%	-3.35%	0.92%	2.03%	-2.25%	1.36%	-0.92%	0.46%	-2.09%	3.83%
中国香港 恒生指数	0.03%	-5.89%	-2.38%	-1.89%	4.41%	-1.74%	5.71%	-2.91%	0.14%	-2.91%	3.35%
日本 日经225	0.55%	-3.15%	0.87%	-1.23%	1.41%	-0.17%	0.01%	-2.41%	1.24%	-2.74%	4.47%
韩国 韩国综合指数	-3.15%	-0.44%	-0.21%	-0.06%	0.00%	-0.71%	4.02%	-1.47%	-0.33%	-2.89%	1.53%
德国 DAX	0.37%	-1.63%	-0.55%	-3.14%	1.81%	0.45%	3.22%	-3.37%	2.01%	-3.13%	2.56%
英国 富时100	1.05%	-3.48%	-0.33%	-1.49%	0.40%	3.08%	2.45%	-3.65%	0.93%	-2.37%	1.06%
法国 CAC40	0.91%	-2.40%	0.34%	-2.16%	0.59%	0.79%	3.69%	-3.89%	3.30%	-3.05%	2.43%
彭博巴克莱债券指数											
全球	0.29%	-0.77%	-0.76%	-0.33%	-0.28%	-0.53%	2.28%	-0.66%	-0.17%	-0.16%	0.36%
中国	0.17%	-0.42%	-0.63%	-0.13%	0.20%	-0.44%	1.53%	0.52%	-0.78%	-1.07%	0.19%
全球+中国	0.29%	-0.77%	-0.76%	-0.33%	-0.28%	-0.53%	2.28%	-0.66%	-0.17%	-0.16%	0.36%
美国	0.27%	-0.50%	-0.64%	-0.59%	-0.40%	0.01%	1.51%	-1.29%	-0.16%	0.14%	0.20%
欧洲	-0.52%	-1.05%	-0.68%	-0.47%	-0.78%	-0.74%	3.64%	-0.81%	-0.03%	0.10%	1.31%
亚太	-0.41%	-0.79%	-1.04%	-1.47%	0.33%	-1.35%	2.07%	0.82%	-0.67%	-1.36%	-0.42%
新兴市场	0.53%	-1.45%	-0.03%	-0.33%	0.19%	0.12%	1.77%	-1.11%	0.07%	0.29%	0.60%
国债	0.28%	-0.81%	-0.33%	-1.04%	-0.17%	-0.75%	2.38%	-0.44%	-0.16%	-0.99%	0.19%
公司债	0.41%	-0.80%	-0.65%	-0.61%	-0.17%	-0.14%	2.18%	-0.97%	0.06%	0.02%	0.68%
高收益	0.41%	-1.19%	0.18%	-0.44%	0.26%	-0.13%	2.26%	-0.60%	0.63%	-0.10%	0.89%
大宗商品											
彭博商品指数											
能源	1.18%	-1.17%	-0.33%	-1.11%	0.97%	1.53%	2.63%	0.43%	-0.55%	-2.16%	4.14%
天然气	-0.05%	-2.69%	3.07%	1.18%	3.50%	4.02%	1.38%	1.19%	1.31%	-2.16%	5.72%
WTI原油	-0.89%	-2.12%	0.37%	2.78%	4.55%	2.32%	2.10%	4.22%	2.11%	-3.62%	2.30%
布伦特原油	-0.49%	-2.07%	0.42%	2.22%	4.20%	1.68%	1.87%	4.06%	1.89%	-3.36%	2.45%
馏分燃料油	3.73%	0.37%	1.92%	3.81%	7.74%	5.74%	1.86%	4.09%	3.16%	-4.96%	5.90%
无铅汽油	1.33%	-3.05%	5.40%	-3.62%	4.75%	6.75%	2.93%	1.88%	3.99%	-5.34%	3.78%
贵金属	2.43%	-1.22%	-2.08%	-1.44%	-0.34%	-0.12%	3.09%	0.39%	0.46%	-3.11%	-0.11%
金	1.22%	-1.85%	-1.49%	-1.19%	-0.17%	0.11%	1.63%	0.16%	-0.01%	-2.11%	-0.10%
银	6.60%	-0.10%	-4.13%	-3.18%	-1.45%	-1.35%	8.18%	1.17%	2.09%	-7.35%	-1.18%
工业金属	1.65%	-1.99%	-3.99%	-1.25%	3.16%	-2.37%	4.34%	-0.07%	-1.14%	-3.34%	2.96%
铜	1.16%	-0.41%	-3.61%	-1.10%	2.84%	-2.92%	3.99%	0.60%	-1.17%	-2.13%	2.58%
铝	0.53%	-1.80%	-2.87%	0.14%	0.70%	-3.23%	5.95%	-0.43%	-1.38%	-4.29%	0.13%
锌	3.67%	-4.03%	-4.18%	0.16%	5.39%	-2.65%	3.19%	-1.10%	0.98%	-4.52%	3.05%
镍	3.25%	-0.61%	-5.23%	-4.00%	7.33%	-4.04%	3.87%	1.26%	-3.11%	-7.47%	8.76%
农产品	1.69%	0.25%	-0.89%	-3.78%	-1.11%	3.00%	2.89%	-0.16%	-4.44%	-2.53%	7.13%
谷物	0.26%	1.20%	-1.00%	-6.95%	-0.16%	3.58%	3.25%	-0.37%	-3.01%	0.10%	10.32%
软商品	3.61%	-3.40%	1.21%	0.42%	-2.84%	2.24%	1.40%	2.01%	-3.60%	-6.75%	0.07%
牲畜	0.00%	-0.63%	-1.16%	0.49%	-0.64%	-0.02%	1.67%	0.90%	3.58%	-0.75%	2.29%
活牛	1.31%	-1.88%	-0.86%	1.84%	-1.26%	-0.40%	1.50%	-0.10%	3.76%	-0.35%	-0.07%
瘦肉猪	-2.10%	0.98%	-2.11%	-2.19%	0.92%	0.78%	1.96%	2.75%	3.26%	-1.10%	6.95%
外汇											
美元指数	0.68%	0.52%	0.81%	0.39%	0.55%	1.16%	-2.31%	-0.62%	0.01%	0.65%	-1.17%
美元兑人民币	0.04%	0.62%	0.93%	0.34%	-0.34%	0.64%	-1.15%	-0.39%	1.03%	0.74%	-0.55%
新兴市场货币指数	0.54%	-0.37%	-0.48%	-0.99%	0.29%	-0.43%	1.64%	0.07%	-0.49%	-0.44%	0.62%
美元兑港币	0.14%	0.19%	0.08%	0.19%	-0.26%	0.03%	-0.16%	-0.11%	0.09%	0.13%	-0.14%
美元兑日元	0.72%	0.30%	2.26%	0.43%	-0.40%	2.11%	-2.40%	-1.46%	0.42%	1.33%	1.74%
欧元兑美元	-0.11%	-0.49%	-0.52%	-0.49%	-0.97%	-0.93%	2.38%	0.53%	0.14%	-0.99%	1.75%
英镑兑美元	-1.23%	0.30%	-0.42%	-0.79%	-0.02%	-1.83%	1.98%	1.07%	-0.49%	-0.80%	1.95%

资料来源: 彭博, 思睿研究 (更新于 26/08/2023, 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	10.7%	-19.8%	16.8%	14.3%	24.0%	-11.2%	21.5%	5.6%	-4.3%	2.1%	20.3%	13.4%	-9.4%	10.4%
发达市场	11.9%	-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	1.5%	-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	-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)	-1.0%	-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	6.5%	-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	14.7%	-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	-0.8%	-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	-4.7%	-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	-9.2%	-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	21.2%	-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	12.6%	-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	12.3%	-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	-1.5%	0.9%	14.3%	-10.3%	12.1%	-12.5%	7.6%	14.4%	-4.9%	-2.7%	14.4%	5.8%	-5.5%	9.0%
法国 CAC40	11.7%	-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	0.1%	-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	-0.9%	-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	0.1%	-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	0.4%	-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	3.0%	-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	-5.3%	-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	2.5%	-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	-1.0%	-17.5%	-6.5%	9.5%	5.6%	-0.4%	7.3%	1.7%	-3.3%	-0.8%	-4.3%	1.8%	6.3%	5.9%
公司债	2.6%	-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	6.0%	-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	-6.5%	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	-52.6%	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	0.1%	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	0.3%	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	8.1%	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	21.2%	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	0.5%	-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	1.4%	-2.7%	-4.3%	20.5%	15.6%	-4.7%	11.7%	7.4%	-10.9%	-1.8%	-28.7%	6.0%	9.6%	28.5%
银	-1.9%	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	-14.7%	-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	-2.2%	-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	-13.5%	-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	-19.4%	-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	-32.6%	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	-1.9%	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	-10.0%	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	13.6%	-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%	-2.4%	9.1%
活牛	15.5%	2.6%	-0.1%	-18.2%	-0.9%	0.6%	8.1%	-7.7%	-14.3%	22.0%	-5.4%	-4.0%	-1.1%	14.8%
瘦肉猪	-17.3%	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	0.5%	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	1.0%	-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	0.5%	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	11.7%	13.9%	11.5%	-4.9%	-1.0%	-2.7%	-3.7%	-2.7%	0.4%	13.7%	21.4%	12.8%	-5.2%	-12.8%
欧元兑美元	0.9%	-5.3%	-6.9%	8.9%	-2.9%	-4.5%	14.1%	-3.2%	-10.2%	-12.0%	4.2%	1.8%	-3.2%	-6.5%
英镑兑美元	4.1%	-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)

	25/8/2023	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
标普500行业指数											
标普500行业指数	0.82%	-2.11%	-0.31%	-2.27%	1.01%	0.69%	2.42%	-1.16%	2.35%	-1.39%	2.58%
信息技术	2.57%	-0.82%	-2.87%	-4.14%	1.27%	-0.08%	2.79%	-1.46%	2.93%	-2.03%	4.44%
工业	0.28%	-2.50%	0.53%	-1.79%	0.56%	0.88%	2.22%	-1.04%	3.87%	-1.65%	2.95%
材料	-0.04%	-2.37%	-1.00%	-2.03%	1.81%	0.58%	2.48%	-2.01%	3.96%	-1.96%	3.32%
日常消费	-0.76%	-2.44%	0.30%	-1.90%	0.72%	1.64%	1.20%	-1.09%	0.56%	-0.45%	1.97%
医疗保健	-0.14%	-1.57%	2.46%	-2.09%	-0.85%	3.46%	2.03%	-2.87%	0.56%	0.24%	1.40%
可选消费	1.13%	-4.10%	-0.99%	-0.23%	1.21%	-2.28%	3.31%	-0.33%	2.48%	-0.02%	3.15%
金融	0.05%	-2.80%	-0.02%	-0.83%	-0.24%	2.96%	1.96%	-0.46%	2.93%	-2.02%	1.19%
能源	-1.37%	-1.66%	3.54%	1.15%	1.68%	3.53%	0.58%	-0.67%	4.77%	-3.45%	-0.71%
房地产	0.71%	-3.24%	0.83%	-2.20%	-1.80%	-0.51%	2.63%	0.21%	5.00%	-4.03%	1.19%
公用事业	0.26%	-2.01%	0.84%	-4.66%	-2.10%	2.40%	2.26%	-0.20%	0.69%	-2.59%	1.29%
电信服务	0.98%	-2.74%	0.33%	-2.85%	6.85%	-3.01%	3.36%	-0.32%	0.37%	-0.76%	2.13%
上证行业指数											
信息技术	-3.92%	-5.33%	-4.68%	2.61%	0.54%	-4.82%	1.70%	-1.01%	-3.60%	-1.60%	4.73%
工业	-4.67%	-2.52%	-3.42%	0.56%	2.66%	-2.19%	1.45%	-0.41%	0.89%	-2.12%	2.83%
材料	-1.03%	-2.69%	-2.25%	0.51%	2.71%	0.57%	3.45%	0.44%	0.60%	-3.60%	1.82%
日常消费	-0.87%	-1.76%	-3.33%	-0.42%	5.73%	-0.21%	2.05%	0.24%	-3.51%	-3.73%	5.65%
医疗保健	-2.10%	-1.53%	-1.71%	-2.92%	3.58%	-1.07%	0.46%	-1.47%	1.49%	-3.90%	1.53%
可选消费	-2.82%	-3.15%	-3.59%	0.73%	5.65%	-1.23%	0.39%	0.43%	-0.27%	-1.37%	5.11%
金融	-0.99%	-1.09%	-3.63%	0.58%	8.51%	-2.07%	1.31%	0.33%	-0.72%	-3.23%	-1.31%
能源	0.23%	-1.27%	-0.09%	-2.27%	1.02%	-3.63%	0.13%	2.35%	1.88%	-2.31%	-0.90%
公用事业	-2.30%	0.26%	-2.17%	1.43%	-0.30%	-2.05%	-0.58%	-0.01%	2.12%	0.52%	-4.03%
电信服务	0.69%	-2.82%	-2.80%	2.17%	0.00%	-2.86%	4.68%	-2.25%	-1.94%	-4.29%	-0.53%
恒生行业指数											
信息技术	0.21%	-5.31%	-2.87%	-0.54%	6.31%	-3.81%	9.01%	-0.31%	-1.57%	-8.19%	7.93%
工业	-2.45%	-5.66%	-3.64%	-2.96%	4.69%	-3.23%	2.97%	-2.09%	3.82%	-7.31%	5.05%
材料	2.21%	-6.00%	-2.07%	-0.79%	2.48%	-0.97%	8.57%	0.49%	-0.08%	-6.48%	2.47%
消费	0.43%	-4.45%	-2.92%	0.35%	4.13%	-1.85%	6.19%	-3.58%	0.63%	-6.85%	5.42%
金融	-0.86%	-5.65%	-2.66%	-2.57%	3.75%	-0.69%	3.51%	-5.25%	1.03%	-3.44%	0.19%
能源	1.10%	-3.34%	4.42%	-1.95%	-1.13%	-0.83%	5.10%	-0.76%	2.57%	-5.37%	-4.02%
房地产与建筑业	-0.22%	-5.78%	-4.66%	-3.25%	6.56%	-0.79%	1.18%	-3.39%	1.93%	-6.99%	1.36%
公用事业	-3.52%	-4.81%	-0.41%	-2.09%	2.04%	-2.14%	3.48%	-4.28%	2.13%	-3.37%	-0.13%
电信服务	0.62%	-3.44%	1.56%	-0.88%	0.03%	0.98%	2.15%	-0.85%	2.39%	-2.81%	-2.61%

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	14.7%	-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%
信息技术	37.9%	-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	8.2%	-7.1%	19.4%	9.0%	26.8%	-15.0%	18.5%	16.1%	-4.7%	7.5%	37.5%	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	-2.4%	-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	-2.1%	-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	29.1%	-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	-1.0%	-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	-0.9%	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	-1.7%	-28.4%	42.5%	-5.2%	24.9%	-5.5%	7.2%	0.0%	1.2%	26.1%	-1.5%	16.2%	7.9%	28.0%
公用事业	-10.3%	-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	38.6%	-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														
信息技术	3.2%	-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	-11.4%	-18.3%	14.3%	25.3%	13.7%	-23.6%	5.5%	-15.0%	10.7%	68.0%	-3.2%	-4.8%	-32.5%	-4.9%
材料	-3.3%	-21.4%	15.9%	22.7%	29.0%	-30.1%	27.3%	-7.5%	-1.0%	38.9%	-24.0%	9.1%	-85.1%	-3.2%
日常消费	-14.3%	-16.0%	-6.9%	81.6%	47.5%	-19.3%	43.3%	1.1%	24.1%	15.1%	7.7%	4.5%	-22.1%	12.7%
医疗保健	-11.4%	-22.7%	-8.3%	57.4%	24.3%	-26.4%	18.2%	-11.4%	45.8%	6.3%	32.5%	10.3%	-31.2%	33.8%
可选消费	-11.1%	-16.0%	-6.9%	81.6%	47.5%	-19.3%	43.3%	1.1%	24.1%	15.1%	7.7%	4.5%	-22.1%	12.7%
金融	2.7%	-11.2%	-12.7%	-3.0%	29.5%	-17.4%	23.4%	-7.3%	-9.7%	82.0%	-9.9%	20.9%	-13.9%	-26.8%
能源	1.8%	16.4%	29.6%	-11.3%	2.4%	-26.3%	6.4%	-3.9%	-15.0%	24.0%	-33.0%	-4.8%	-23.5%	-10.9%
公用事业	2.8%	-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	17.7%	-10.5%	9.2%	-6.2%	29.9%	-29.8%	12.1%	-7.5%	56.0%	34.6%	30.6%	-22.8%	-38.8%	4.6%
恒生行业指数														
信息技术	-6.2%	-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	-24.9%	-21.2%	-18.8%	-15.9%	15.7%	-10.2%	48.8%	-1.3%	-2.5%	3.1%	-9.9%	42.9%	-26.5%	4.5%
材料	0.8%	-15.2%	9.4%	30.0%	-0.8%	-29.5%	30.5%	21.0%	-18.7%	-1.1%	-21.9%	8.1%	-42.4%	4.4%
消费品	-15.5%	-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	-15.5%	-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	-8.2%	-5.5%	-6.8%	-6.9%	7.5%	-14.8%	31.2%	-3.1%	-10.0%	7.5%	3.0%	24.2%	-24.6%	-0.7%
能源	17.1%	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	-24.9%	-21.2%	-18.8%	-15.9%	15.7%	-10.2%	48.8%	-1.3%	-2.5%	3.1%	-9.9%	42.9%	-26.5%	4.5%
公用事业	-14.4%	-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	18.2%	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

- 20230821 [中日历史的较量](#)
- 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。