

谁是最大的熊？

- 中国股市随美债跌跌不休。然而，鲜有人归咎于飙升的美债收益率。其实，美债才是一只更大的熊。
- 黄金与美债收益率的历史相关性已破。黄金作为避风港比美债更坚挺。
- 目前，铁矿石和石油是对于中国增长前景更直接的押注。股市的预期依然亟待政策的强心剂。

洪灏, CFA

hao.hong@growim.com

微博: [@洪灏的宏观策略](https://weibo.com/hao_hong)

罗为腾

sophia.luo@growim.com

本报告英文版:

《[Fundamental Differences](#)》

中国股市为何不振？

我司的长沙家族办公室于两周前正式开业。我不胜荣幸，与一众国内最负盛名的经济学家好友们共襄开业盛举。与会嘉宾也迫不及待地问了一些当下市场和经济最迫切的问题。毕竟，我们“四剑客”同聚一堂、畅叙论道并非易事。现场观众皆是有备而来，问题令人目不暇接。

在众多的提问中，有一个问题确乎是当前市场的主要矛盾——为什么中国股市对于一系列政策反应平平？我们分享交流了各自的观点，但君子和而不同。市场的弱势或是因为政策尚未能逆转增长放缓的趋势，又抑或复苏似乎昙花一现。这场思想的碰撞并无结论，但提出了更多更好的问题。

比较中国股指与美债收益率，我们可以看出这两个价格指标正同步下探。尽管中国股市的表现早已占据全球新闻头条，但其实美债才是更大的熊（图表 1）。作为一种无风险资产，美债的熊市实在令人困惑不已。

图表 1：中国股市走势与美债收益率高度相关。那么美联储是熊市的根源吗？



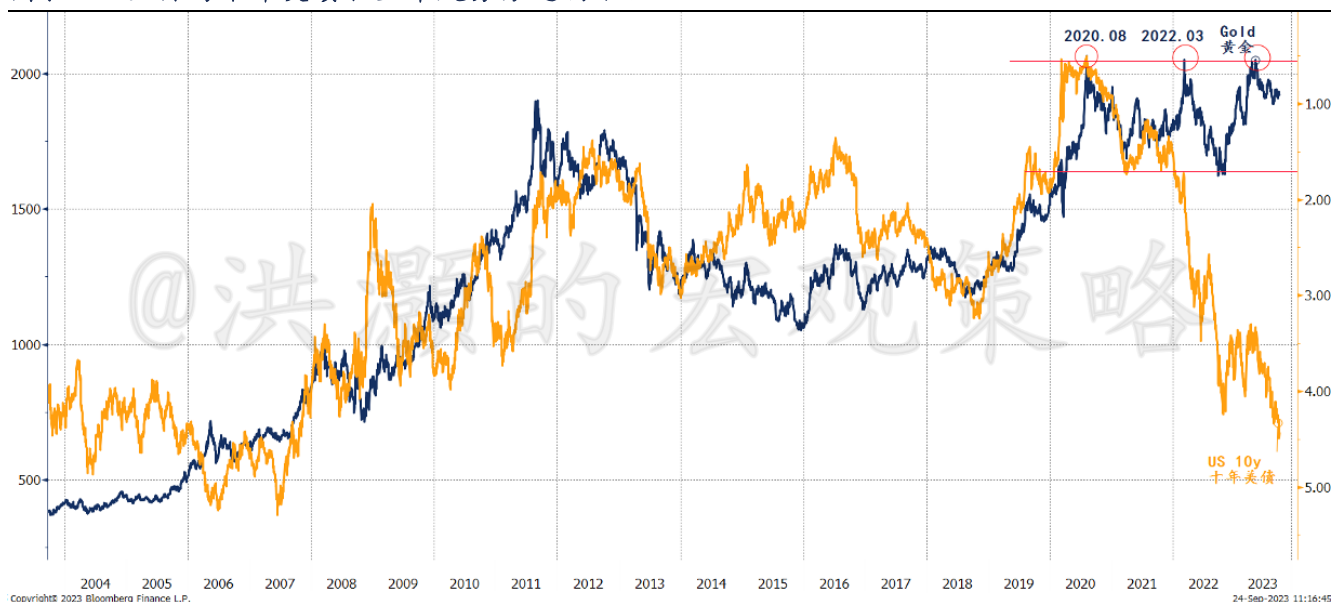
资料来源: 彭博, 思睿研究

如果有人将相关性错解为因果关系，那么表面上的结论是美联储的紧缩政策造成了中国的熊市。诚然，美国加息推升全球贴现率，使得包括中国股票在内的一众全球风险资产估值承压。但这两种资产价格如此紧密的相关性仍然着实令人称奇——毕竟，中国股票是风险资产，而大家都认为美债是无风险资产。迄今为止，中国股市对于中国央行的宽松政策迟迟未动，而对美联储的紧缩却望风披靡。

与此同时，金价与扶摇直上的美债收益率走势显著背离。过去二十年观察到的两种资产类别至今的紧密相关性已然被打破（图表 2）。美债收益率的走高加剧了美国债务的融资成本，美国政府再度濒临停摆的边缘。

美国两党不久前才刚刚就提高债务上限达成了协议。随着美国的全球信誉江河日下，投资者蜂拥转投黄金。美元近期的强势并不是因为美元霸权依旧安然无恙，而更多展现了全球安全资产的稀缺性。

图表 2：金价与十年美债收益率走势分道扬镳。



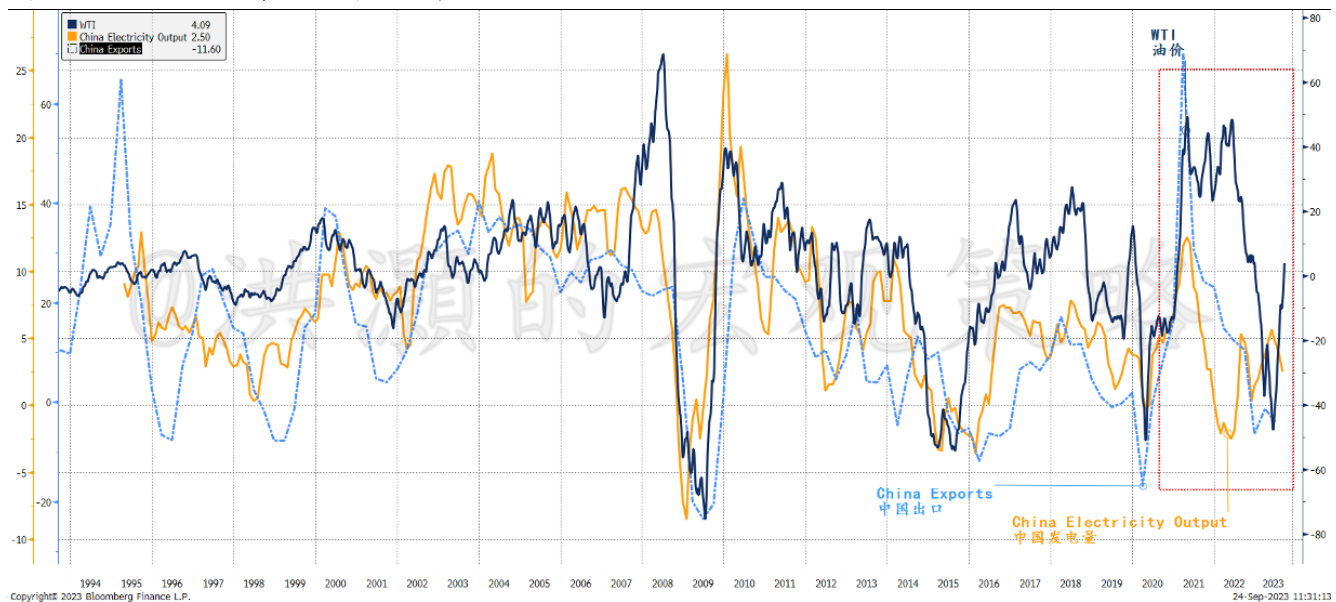
行文至此，我们讨论了过去对于美债收益率的走势密切相关的两种资产类别，也就是黄金和中国股票，之间的一些根本差异。二者现正对于一路狂飙的美债收益率反应迥异。黄金是硬通货，所以有道是“乱世买黄金”。而中国股票作为一种信用资产正在来自于离岸和在岸的风险裹挟下腹背受敌。

很可能正是缘于此，尽管中国央行持续宽松，中国股市却举步维艰。

中国经济开始边际改善。

尽管悲观论调愁云罩顶，中国近期的经济数据实际上似乎开始边际转好：出口增速跌幅开始收窄，消费好于预期，投资增速似乎正在企稳，人民币兑美元汇率在央行的助力下于 7.3 至 7.4 之间竭力寻底。油价最近的表现反映了中国经济里的这些边际改善（图表 3）。

图表 3：油价正随中国基本面应声而动。

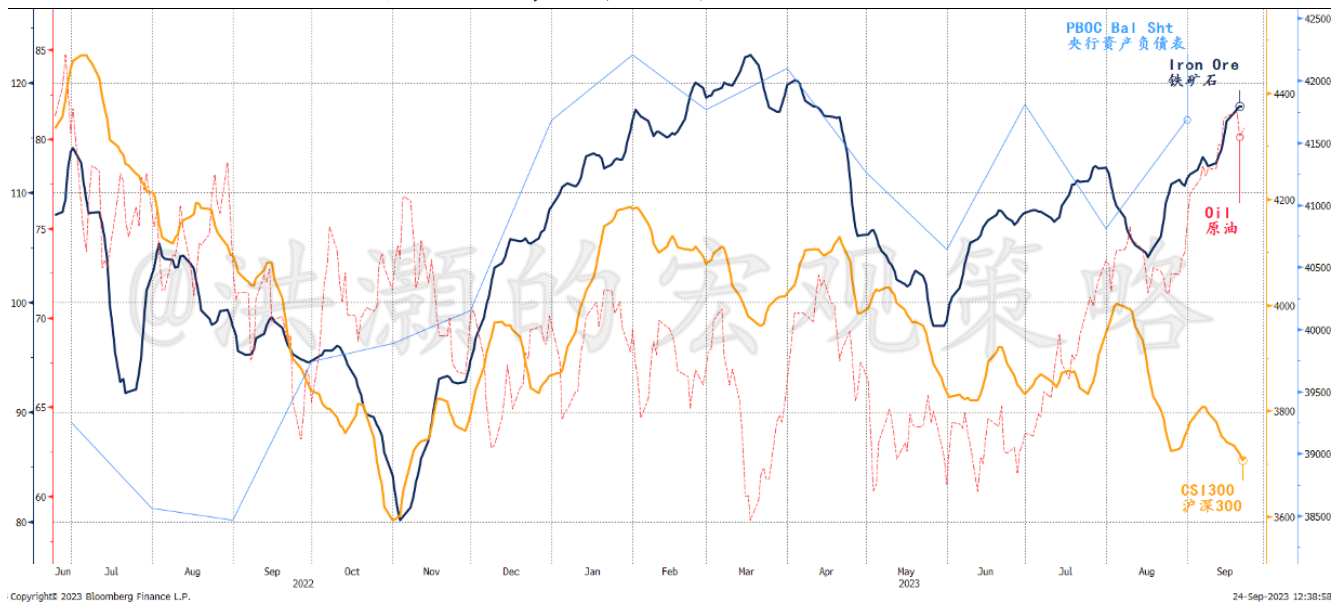


显然，沙特减产、扩日持久的俄乌兵戈之争以及季节性因素都促成了近期油价的飙升。但有鉴于油价与中国出口和发电量间紧密的历史相关性，边际转好的中国经济数据，无论多么的难以捉摸，也应该在一定程度上助力了最近油价的表现。

而铁矿石价格继续高歌猛进，亦引起了计划部门的关注。请注意，铁矿石和中国股票间走势开始南辕北辙（图表 4）。中国央行的资产负债表再次扩张，提振了铁矿石和油价。但中国股市却继续在底部踽踽独行。其实，上周在中美经济金融工作组成立的消息发布之前，中国股指一度下探至今年以来的最低水平。

由此，我们观察到，过去密切相关且均对中国央行货币政策应声而动的两大资产类别现正背离。铁矿石、石油和黄金等大宗商品反映着当前的现实，而作为信用资产的中国股票则代表着市场对于未来的预期。那么，实物资产和信用资产的这一背离其实关涉的是现实和希望的分歧。市场似乎认为货币宽松可以在短期内助经济一臂之力，但长期前景仍如雾里看花，不甚分明，故此投资者大举入市并非易事。目前，实物资产是对中国经济更直接的押注。

图表 4：铁矿石和油价随政策闻风而动，而中国股市依然趑趄而行。



结论

中国股市与美债并行下探。虽然中国股市的弱势占据了全球新闻头条，但其实美债才是一只真正的大熊。很大程度上，中国股市因美联储加息而承压，对于中国央行的宽松政策则似乎无动于衷。

无独有偶，我们观察到美债收益率与黄金、铁矿石和石油等大宗商品价格之间的历史相关性开始破裂。同时，这些大宗商品似乎正随着中国央行资产负债表的扩张应声上涨，并与中国股市的走势分道扬镳。

如果实物资产反映当下的现实，而中国股票反映未来预期，那么当下这些大宗商品似乎是对中国经济增长边际改善更直接的押注。然而，要重振中国股市雄风，则需要一剂政策的猛药。

洪灏，CFA

公众号：[@HAOHONG_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	2023/9/22	2023/9/15	2023/9/8	2023/9/1	2023/8/25	2023/8/18	2023/8/11	2023/8/4	2023/7/28	2023/7/21	2023/7/14
MSCI 指数											
全球	-2.67%	0.49%	-1.44%	2.54%	0.52%	-2.62%	-0.63%	-2.14%	1.16%	0.17%	3.38%
发达市场	-2.74%	0.41%	-1.66%	2.66%	0.50%	-2.53%	-0.66%	-2.13%	0.96%	0.36%	3.21%
新兴市场	-2.11%	1.14%	-1.00%	1.51%	0.68%	-3.34%	-1.99%	-2.41%	2.82%	-1.55%	4.88%
MSCI 中国	-0.12%	-0.13%	-0.12%	2.98%	-0.02%	-5.44%	-3.38%	-0.66%	6.46%	-2.13%	5.46%
MSCI 亚太地区（除日本）	-2.27%	0.99%	-0.12%	2.02%	0.47%	-3.76%	-2.18%	-2.18%	2.98%	-1.12%	5.48%
MSCI 欧洲	-1.85%	1.61%	-0.68%	1.42%	0.72%	-2.16%	0.04%	-2.49%	1.33%	0.97%	2.41%
主要市场股指											
美国 标普500	-2.63%	-0.16%	-1.29%	2.50%	0.82%	-2.11%	-0.81%	-2.17%	1.01%	0.69%	2.42%
中国内地 上证综指	0.47%	0.03%	-0.53%	2.26%	-2.77%	-1.80%	-3.01%	0.17%	3.42%	-2.16%	1.29%
中国内地 深证综指	0.13%	-1.26%	-0.32%	3.77%	-3.47%	-2.60%	-3.35%	0.92%	2.03%	-2.25%	1.36%
中国香港 恒生指数	-0.69%	-0.11%	-0.48%	2.37%	0.03%	-5.89%	-2.88%	-1.49%	4.41%	-1.74%	5.21%
日本 日经225	-3.37%	2.84%	-0.12%	3.44%	0.55%	-3.15%	0.87%	-1.73%	1.41%	-0.77%	0.01%
韩国 韩国综合指数	-3.38%	2.10%	-0.63%	1.77%	0.58%	-3.35%	-0.44%	-0.21%	-0.66%	-0.17%	4.02%
德国 DAX	-2.12%	0.94%	-0.60%	1.33%	0.37%	-1.63%	-0.75%	-3.14%	1.81%	0.45%	3.32%
英国 富时100	-0.16%	3.12%	0.18%	1.72%	1.05%	-3.48%	-0.63%	-1.69%	0.40%	3.08%	2.45%
法国 CAC40	-2.63%	1.91%	-0.77%	0.93%	0.91%	-2.40%	0.34%	-2.16%	0.99%	0.79%	3.69%
彭博巴克莱债券指数											
全球	-0.49%	-0.18%	-0.14%	0.98%	-0.08%	-0.77%	-0.76%	-0.13%	-0.18%	-0.13%	2.28%
中国	-0.10%	1.09%	-1.44%	0.26%	0.17%	-0.42%	-0.63%	-0.13%	0.20%	-0.44%	1.53%
全球+中国	-0.49%	-0.18%	-0.14%	0.98%	-0.08%	-0.77%	-0.76%	-0.13%	-0.18%	-0.13%	2.28%
美国	-0.10%	-0.13%	-0.10%	0.48%	0.28%	-0.10%	-0.64%	-0.39%	-0.40%	0.01%	1.51%
欧洲	-0.46%	-0.49%	-1.22%	0.61%	-0.22%	-1.45%	-0.68%	-0.47%	-0.78%	-0.74%	3.44%
亚太	-0.51%	0.24%	-1.36%	0.61%	-0.11%	-0.79%	-1.04%	-1.47%	0.39%	-1.35%	2.07%
新兴市场	-0.63%	-0.17%	-0.14%	0.56%	0.49%	-1.45%	-0.63%	-0.73%	0.19%	0.12%	1.77%
国债	-0.52%	-0.16%	-1.01%	0.95%	-0.10%	-0.81%	-0.83%	-1.04%	-0.77%	-0.75%	2.38%
公司债	-0.11%	-0.11%	-0.11%	0.55%	0.16%	-0.10%	-0.65%	-0.61%	-0.17%	-0.14%	2.18%
高收益	-0.61%	0.13%	-0.19%	0.75%	0.30%	-1.19%	0.18%	-0.44%	0.26%	-0.13%	2.26%
大宗商品											
彭博商品指数											
能源	-1.16%	1.31%	-0.60%	1.38%	1.38%	-1.17%	-0.13%	-1.11%	0.97%	1.53%	2.63%
天然气	-1.17%	2.23%	1.41%	2.90%	-0.85%	-2.89%	3.07%	1.38%	3.30%	4.02%	1.38%
WTI 原油	-1.55%	-1.11%	-4.71%	-0.82%	-0.83%	-5.17%	10.13%	-2.44%	-2.44%	7.00%	-1.67%
布伦特原油	0.01%	3.70%	2.43%	6.62%	-0.89%	-2.22%	0.37%	2.78%	4.35%	2.32%	2.30%
馏分燃料油	-1.60%	3.20%	2.37%	5.48%	-0.89%	-2.67%	0.42%	2.22%	4.20%	1.68%	1.87%
无铅汽油	-2.15%	2.91%	5.81%	-3.73%	3.73%	0.37%	1.92%	3.81%	7.74%	5.74%	1.86%
贵金属	-5.17%	2.42%	2.94%	-0.44%	1.33%	-3.05%	5.40%	-3.62%	4.75%	6.75%	2.93%
金	0.42%	0.34%	-2.16%	1.05%	2.43%	-1.12%	-2.08%	-1.04%	-0.44%	-0.12%	3.09%
银	-0.03%	0.18%	-1.14%	1.40%	1.22%	-1.55%	-1.49%	-1.19%	-0.17%	0.11%	1.63%
工业金属	1.96%	0.91%	-5.55%	-0.09%	6.60%	-0.10%	-4.13%	-3.18%	-1.45%	-1.15%	8.18%
铜	-0.14%	1.31%	-3.00%	2.83%	1.65%	-1.19%	-3.39%	-1.15%	3.16%	-2.47%	4.34%
铝	-2.76%	2.27%	-3.52%	1.80%	1.16%	-0.11%	-3.61%	-1.00%	2.84%	-2.62%	3.99%
锌	2.34%	0.17%	-2.33%	3.86%	0.93%	-1.80%	-2.87%	0.14%	0.70%	-3.23%	5.55%
镍	1.77%	2.86%	-1.69%	4.22%	3.67%	-4.63%	-4.28%	0.16%	5.39%	-2.65%	3.19%
农产品	-2.17%	-0.11%	-5.05%	1.36%	3.25%	-0.61%	-5.23%	-4.60%	7.33%	-4.04%	3.47%
谷物	-2.35%	0.75%	-0.66%	-0.89%	1.89%	0.25%	-0.89%	-3.78%	-1.11%	3.00%	2.89%
软商品	-2.12%	-0.68%	0.12%	-2.13%	0.26%	1.20%	-1.00%	-6.55%	-0.76%	3.58%	3.55%
牲畜	-1.00%	3.97%	-0.12%	2.05%	3.61%	-3.80%	1.21%	0.42%	-2.44%	2.24%	1.40%
活牛	-1.29%	2.13%	0.57%	0.87%	0.00%	-0.63%	-1.26%	0.49%	-0.66%	-0.02%	1.67%
瘦肉猪	-0.15%	2.24%	1.71%	-0.77%	1.31%	-1.88%	-0.86%	1.84%	-1.16%	-0.40%	1.90%
外汇	-3.90%	1.71%	-1.84%	4.04%	-2.80%	0.98%	-2.11%	-2.29%	0.92%	0.78%	1.96%
美元指数	0.25%	0.22%	0.82%	0.15%	0.68%	0.52%	0.81%	0.39%	0.55%	1.16%	-2.11%
美元兑人民币	0.32%	-0.13%	1.07%	-0.19%	0.04%	0.62%	0.93%	0.34%	-0.14%	0.44%	-1.15%
新兴市场货币指数	-0.19%	0.66%	-0.79%	0.15%	0.54%	-0.77%	-0.88%	-0.99%	0.29%	-0.43%	1.64%
美元兑港币	-0.08%	-0.16%	-0.06%	0.01%	0.14%	0.19%	0.08%	0.19%	-0.06%	0.03%	-0.16%
美元兑日元	0.35%	0.01%	1.10%	-0.15%	0.72%	0.30%	2.26%	0.43%	-0.40%	2.11%	-2.40%
欧元兑美元	-0.04%	-0.10%	-0.74%	-0.15%	-0.71%	-0.69%	-0.52%	-0.69%	-0.97%	-0.93%	2.38%
英镑兑美元	-1.15%	-0.68%	-0.77%	0.10%	-1.13%	0.30%	-0.42%	-0.79%	-0.02%	-1.13%	1.98%

资料来源：彭博，思睿研究（更新于 24/09/2023，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	9.5%	-19.8%	16.8%	14.3%	24.0%	-11.2%	21.6%	5.6%	-4.8%	2.1%	20.3%	13.4%	-9.4%	10.4%
发达市场	10.6%	-19.5%	20.1%	14.1%	25.2%	-10.4%	20.1%	5.3%	-2.7%	2.9%	24.1%	13.2%	-7.6%	9.6%
新兴市场	0.8%	-22.4%	-4.6%	15.8%	15.4%	-16.6%	34.3%	8.6%	-17.0%	-4.6%	-5.0%	15.1%	-20.4%	16.4%
MSCI中国	-7.9%	-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）	-1.2%	-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	7.0%	-10.9%	22.4%	-5.4%	22.2%	-13.1%	7.8%	-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	12.5%	-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%
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%
深证综指	-3.1%	-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	-8.7%	-15.5%	-14.1%	-3.4%	9.1%	-18.6%	36.0%	0.4%	-7.2%	1.3%	2.9%	22.9%	-20.0%	5.3%
日本 日经225	24.2%	-9.4%	4.0%	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	12.2%	-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	11.7%	-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	3.1%	0.9%	14.3%	-14.3%	12.1%	-12.5%	7.6%	14.4%	-4.9%	14.4%	5.8%	-5.6%	9.0%	
法国 CAC40	11.0%	-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	-1.3%	-16.2%	-4.7%	9.2%	6.3%	-1.2%	7.4%	2.1%	-3.2%	0.6%	-2.6%	4.3%	5.6%	5.5%
中国	-1.5%	-5.2%	8.4%	9.8%	3.3%	3.8%	6.2%	-5.2%	3.9%	8.0%	1.3%	5.1%	9.2%	6.8%
全球+中国	-1.3%	-16.2%	-4.7%	9.2%	6.3%	-0.9%	7.3%	1.7%	-2.9%	0.9%	-2.5%	4.3%	5.8%	5.6%
美国	-0.2%	-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	1.0%	-22.3%	-9.7%	13.4%	4.1%	-4.4%	14.6%	0.3%	-9.3%	-2.4%	6.8%	12.9%	-0.1%	-4.5%
亚太	-6.3%	-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	1.9%	-15.3%	-1.7%	6.6%	13.1%	-2.5%	8.2%	9.9%	1.3%	4.8%	-4.1%	17.9%	7.0%	12.8%
国债	-2.7%	-17.5%	-6.5%	9.5%	5.5%	-0.4%	7.3%	1.7%	-3.3%	-0.8%	-4.3%	1.8%	6.3%	5.9%
公司债	1.7%	-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	5.3%	-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	-5.8%	13.8%	27.1%	-3.5%	5.4%	-13.0%	0.7%	11.4%	-24.7%	-17.0%	-9.6%	-11.1%	-13.4%	16.7%
能源	-8.3%	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%
天然气	-56.5%	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	13.4%	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	9.9%	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	10.9%	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	20.6%	45.7%	69.5%	-31.2%	41.5%	-28.7%	1.8%	6.1%	-12.7%	-43.8%	1.9%	25.6%	14.4%	12.9%
贵金属	0.0%	-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	1.7%	-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	-4.8%	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	-14.2%	-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	-4.5%	-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	-10.2%	-16.8%	38.9%	3.5%	-5.3%	-18.5%	29.9%	9.4%	-23.0%	-31.1%	-20.8%	-4.1%	-21.7%	5.2%
锌	-13.5%	-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	-37.3%	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	-5.1%	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	-14.8%	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	17.1%	-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	5.3%	5.3%	8.6%	-23.7%	-8.0%	-3.6%	5.4%	-5.9%	-18.9%	11.5%	-3.6%	-3.6%	-2.4%	9.1%
活牛	19.3%	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	-17.5%	10.8%	25.1%	-31.8%	-20.9%	-12.7%	1.8%	-3.3%	-26.1%	-4.4%	-2.1%	-3.0%	-4.6%	0.2%
外汇														
美元指数	2.0%	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	5.3%	8.5%	-2.6%	-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	0.8%	-4.3%	0.0%	3.3%	3.1%	-3.8%	11.4%	3.5%	-7.1%	-4.3%	-1.9%	5.5%	-2.6%	7.9%
美元兑港币	0.2%	0.1%	0.6%	-0.6%	-0.6%	0.2%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.2%
美元兑日元	13.2%	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	-0.6%	-5.3%	-6.9%	8.9%	-2.2%	-4.5%	14.1%	-3.2%	-10.2%	-12.0%	4.2%	1.3%	-3.2%	-6.5%
英镑兑美元	1.3%	-10.7%	-1.0%	3.1%	3.9%	-5.6%	9.5%	-16.3%	-5.4%	-5.9%	1.9%	4.5%	-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）

	2023/9/22	2023/9/15	2023/9/8	2023/9/1	2023/8/25	2023/8/18	2023/8/11	2023/8/4	2023/7/28	2023/7/21	2023/7/14
标普500行业指数											
标普500行业指数	-2.93%	-0.16%	-1.29%	2.50%	0.82%	-2.11%	-0.31%	-2.27%	1.01%	0.69%	2.42%
信息技术	-2.63%	-2.24%	-2.34%	4.42%	2.57%	-0.82%	-2.87%	-4.14%	1.27%	-0.08%	2.79%
工业	-2.69%	-0.60%	-2.92%	2.02%	0.28%	-2.50%	0.53%	-1.79%	0.56%	0.88%	2.22%
材料	-3.69%	-0.13%	-2.45%	3.57%	-0.04%	-2.37%	-1.00%	-2.03%	1.81%	0.58%	2.48%
日常消费	-1.78%	0.37%	-0.53%	-0.33%	-0.76%	-2.44%	0.30%	-1.90%	0.72%	1.64%	1.20%
医疗保健	-1.18%	0.05%	-1.12%	0.05%	-0.14%	-1.57%	2.46%	-2.09%	-0.85%	3.46%	2.03%
可选消费	-6.35%	1.72%	-0.53%	3.03%	1.13%	-4.10%	-0.99%	-0.23%	1.21%	-2.28%	3.31%
金融	-2.79%	1.44%	-1.09%	2.00%	0.05%	-2.80%	-0.02%	-0.83%	-0.24%	2.96%	1.96%
能源	-2.33%	0.12%	1.39%	3.78%	-1.37%	-1.66%	3.54%	1.15%	1.68%	3.53%	0.58%
房地产	-5.36%	0.14%	-1.10%	1.44%	0.71%	-3.24%	0.83%	-2.20%	-1.80%	-0.51%	2.63%
公用事业	-1.73%	2.67%	0.86%	-1.73%	0.26%	-2.01%	0.84%	-4.66%	-2.10%	2.40%	2.26%
电信服务	-3.23%	0.55%	-0.04%	3.46%	0.98%	-2.74%	0.33%	-2.85%	6.85%	-3.01%	3.36%
上证行业指数											
信息技术	0.27%	-1.84%	-2.33%	7.40%	-3.92%	-5.33%	-4.68%	2.61%	0.54%	-4.82%	1.70%
工业	0.27%	-0.47%	-1.52%	1.55%	-4.67%	-2.52%	-3.42%	0.56%	2.66%	-2.19%	1.45%
材料	-1.20%	0.38%	-0.29%	2.89%	-1.03%	-2.69%	-2.25%	0.51%	2.71%	0.57%	3.45%
日常消费	0.30%	-0.68%	-0.78%	1.90%	-0.87%	-1.76%	-3.33%	-0.42%	5.73%	-0.21%	2.05%
医疗保健	0.24%	3.76%	-2.86%	1.43%	-2.10%	-1.53%	-1.71%	-2.92%	3.58%	-1.07%	0.46%
可选消费	0.77%	-0.50%	-1.01%	3.81%	-2.82%	-3.15%	-3.59%	0.73%	5.65%	-1.23%	0.39%
金融	1.81%	-0.50%	0.30%	0.37%	-0.99%	-1.09%	-3.63%	0.58%	8.51%	-2.07%	1.31%
能源	0.02%	3.07%	2.55%	3.84%	0.23%	-1.27%	-0.09%	-2.27%	1.02%	-3.63%	0.13%
公用事业	-1.29%	0.84%	0.75%	-1.19%	-2.30%	0.26%	-2.17%	1.43%	-0.30%	-2.05%	-0.58%
电信服务	-0.45%	0.48%	-1.07%	2.56%	0.69%	-2.82%	-2.80%	2.17%	0.00%	-2.86%	4.68%
恒生行业指数											
信息技术	-1.42%	-1.85%	-1.18%	1.54%	0.21%	-5.31%	-2.87%	-0.54%	6.31%	-3.81%	9.01%
工业	-1.58%	0.39%	-0.68%	1.34%	-2.45%	-5.66%	-3.64%	-2.96%	4.69%	-3.23%	2.97%
材料	-2.39%	2.76%	2.94%	1.26%	2.21%	-6.00%	-2.07%	-0.79%	2.48%	-0.97%	8.57%
消费	-1.26%	1.12%	-1.37%	0.93%	0.43%	-4.45%	-2.92%	0.35%	4.13%	-1.85%	6.19%
金融	0.27%	1.30%	-0.30%	2.69%	-0.86%	-5.65%	-2.66%	-2.57%	3.75%	-0.69%	3.51%
能源	1.01%	0.03%	2.51%	3.14%	1.10%	-3.34%	4.42%	-1.95%	-1.13%	-0.83%	5.10%
房地产与建筑业	-1.54%	-3.06%	2.13%	1.55%	-0.22%	-5.78%	-4.66%	-3.25%	6.56%	-0.79%	1.18%
公用事业	1.04%	-0.26%	-1.42%	0.17%	-3.52%	-4.81%	-0.41%	-2.09%	2.04%	-2.14%	3.48%
电信服务	0.87%	3.42%	-2.44%	1.90%	0.62%	-3.44%	1.56%	-0.88%	0.03%	0.98%	2.15%

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	12.5%	-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	33.9%	-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	3.6%	-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	0.9%	-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	-4.7%	-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	-4.3%	-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	26.0%	-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	-1.5%	-12.4%	32.5%	-4.1%	29.2%	-16.7%	20.0%	20.1%	-3.5%	13.1%	33.2%	26.3%	-18.4%	10.8%
能源	2.0%	59.0%	47.7%	-37.3%	7.6%	-20.5%	-3.3%	23.7%	-13.6%	-10.0%	22.3%	2.3%	2.8%	17.9%
房地产	-6.5%	-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%	-1.1%	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	39.4%	-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	6.5%	-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	-11.5%	-18.3%	14.3%	25.3%	13.7%	-23.6%	5.5%	-15.0%	10.7%	68.0%	-3.2%	-4.5%	-82.5%	-4.9%
材料	-1.5%	-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	-13.7%	-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	-9.2%	-22.7%	-8.3%	57.4%	24.3%	-26.4%	18.2%	-11.4%	45.8%	6.3%	32.6%	10.3%	-81.2%	33.8%
可选消费	-8.3%	-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	4.7%	-11.2%	-12.7%	-3.0%	29.6%	-17.4%	23.4%	-7.8%	-9.7%	82.0%	-9.9%	20.9%	-18.9%	-26.8%
能源	11.8%	16.4%	29.6%	-11.3%	2.4%	-26.3%	6.4%	-3.9%	-15.0%	24.0%	-83.0%	-4.3%	-23.5%	-10.9%
公用事业	1.9%	-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	19.5%	-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	-8.9%	-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	-25.7%	-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	5.4%	-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	-16.0%	-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	-16.0%	-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	-4.5%	-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	25.1%	17.3%	20.5%	-33.7%	-4.1%	-2.3%	11.4%	14.3%	-31.3%	-17.3%	-16.2%	12.7%	-15.1%	16.5%
房地产与建筑业	-25.7%	-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	-14.8%	-30.3%	17.6%	-9.4%	-0.9%	1.2%	15.7%	-7.4%	-8.1%	6.2%	13.3%	15.0%	2.8%	6.2%
电信服务	22.6%	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

20230828	难念的经
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

20220919

全球最大的资产 - 尚能饭否？

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。

2023 年 9 月 25 日

思睿研究

