



道与中国市场投机艺术

- 市场流动性之浅薄，本乃微盘股超额收益之源，然而最终却化作市场惊涛之根。量化巨震中终有不得或不能渡者，亦非皆值得救赎之人。凡具不确定性之物，中华文化对之常以眉头紧蹙，重管加之。
- 甲辰之交，量化巨震之六连阴线，其走势犹如《易经》之坤卦六爻。此卦六爻皆阴，其卦象似奉劝人在一月市场龙血玄黄之际柔顺谨慎、待时而变。坤卦于逆境中洞烛市场趋势逆转，阴极阳生，实乃先知。今日市场巨震似已尘埃落定，然而房地产仍乃悬顶之剑。
- 易变，乃天道之常。预测，即是于情势生变之时观变于未萌，并随之而动、调吾策以应之，以图未来之局。故而，命由天定，运在人谋。

腊月之末，甲辰之交，中国股市遭遇罕见抛压。专家称之为中国市场的一次“量化地震”，因嵌入看跌期权的结构金融衍生品密集敲入，量化基金在恶性下跌的漩涡中挣扎求生，这是中国市场历史上最为黯淡的篇章之一。

其实，是市场中性策略之兴衰，加以“雪球”产品的彻底崩盘与交易规则的突然变动，共同孕育了一场完美风暴。各元素本身无可厚非，然而随着市场情况不断地演绎而形成负反馈，这些元素的合力最终剧烈地搅动了市场，造成了难以估量的损失。而这些极端事件发生的概率约为 10 亿分之一，或约两百万年一次。这样的黑天鹅，本不应发生。

在这篇文章中，我们言及五千年前黄河文明所孕育的《易经》内蕴之远古智慧。非幽非魅，但《易经》乃道家三玄之冠，亦是儒家六经之首，是中国两大古典哲学学派的奠基之作。

至今，儒道两家仍指引着中土日常。儒家治世，序列天人；民间修道，以应万变。我们独创的经济周期理论和量化模型，亦借鉴《易经》“乾卦”之精髓而立。本文专注于《易经》之“道”，由此汲取中华之经典玄学与二元论的思想。

“初六：履霜，冰将至”

《易经》记载了吾辈先祖自太古以来，古人抛筮卜卦，以蓍草卜天下之大事。六爻的开合断续，化为八卦，包罗天地乾坤及其间万物。岁月悠悠，纵历世纪，历代层出不穷之奥义推演后，《易经》被重重神秘所笼罩，令其以深邃而不可测之名流芳百世。

众人往往逢困抑之时，求《易经》解惑，卜吉凶、占卦象、窥天机。然而，《易经》之本旨非止于此。八卦，乃是变幻无穷之象、永恒变幻之中间态，示人以时运之流转。由此观之，可预知未来之变迁，亦可深谙往昔之因果。于卦象之中知阴阳，从而使观象者洞悉先机，在星星之火未起之前而灭之。祸端未生，不去嚮邇，便不至倾覆。于万事枉然徒劳、宿命未萌之前，掌握势力、扭转乾坤。此方乃道之所在。

洪灏，CFA

hao.hong@growim.com

微博：[@洪灏的宏观策略](#)

本报告英文版：

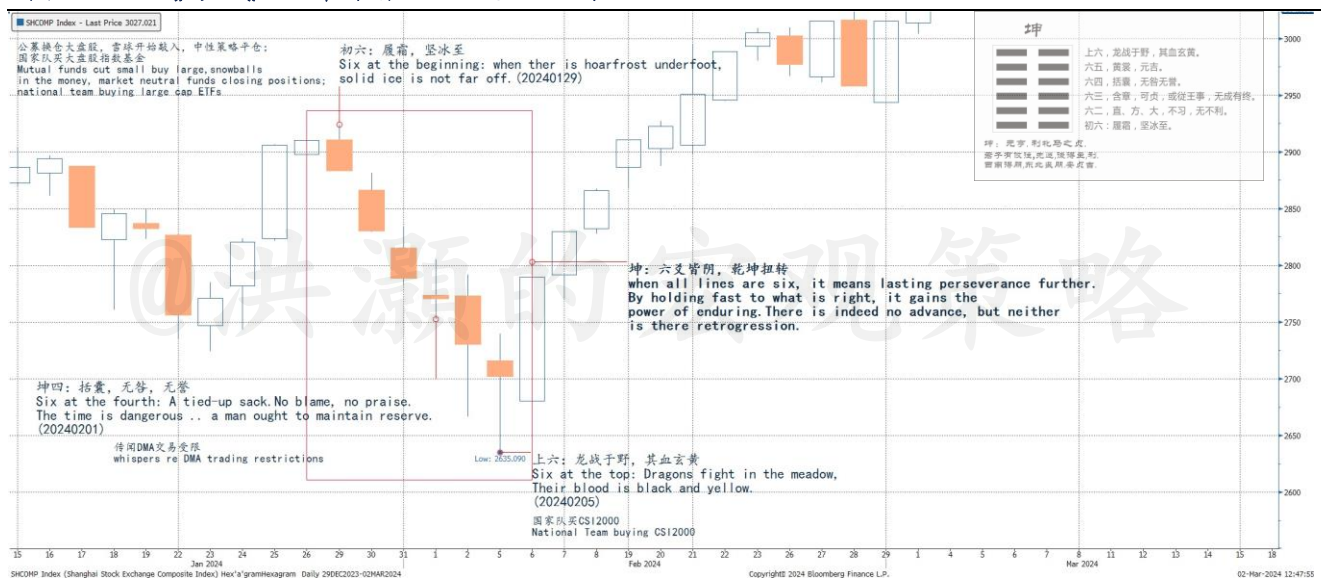
[《Tao and the Art of China Markets Speculation》](#)

那么，我们如何通过《易经》的棱镜来解析中国最近的“量化震荡”？

一月初，初寒未了，基金群雄觊觎大盘股之高额红利，并随国手之步伐买入沪深大盘股指数，调仓自小转大。大型公募基金调仓之举，本欲海纳百川，为投资者求得金玉满堂，然不料反为小微盘指数引来雷霆万钧之压，俾小微盘股指数如中证500和中证1000，皆为“雪球”底层对照指数所栖，不免被杀得人仰马翻、血流漂杵。所幸，我们在十二月中旬之前已经把投资组合的风险降至零。

“雪球”之局，似卖出一个看跌期权——若天下太平、市场波澜不惊，则可坐享其成，然倘若市场风云突变，一如自一月八日至二十六日期间市场的大跌，穿透了行权的底线，如若再添杠杆之重，便是资本灰飞烟灭之时。

图表 1：以《易经》之坤卦看六日之量化巨震。



资料来源：彭博，思睿研究

纵观近年，市场中性策略以其持续的收益表现而著称。此策略多采取做多一揽子小微盘股票，同时做空对应的指数期货，以达至“市场中性”的仓位风险敞口。其收益源于做多小微盘股票组合获得的阿尔法收益减去基差（对冲成本）。随着小微盘股的下跌，这些策略在多头策略端开始亏损，但其时因期货基差扩大（负对冲成本）而依然保持盈利。然而至此，指数期货端的收益也让这些基金动了平仓获利的念头。

然而，唯一的问题是——一些直接市场接入的账户（DMA）突然被限制卖出，且未有提前通知。当大型市场中性基金继续平仓时，对微盘股的压力随之增大。但此刻国手仍然在忙于买入大盘股，以熨平大盘指数的波动，对于微盘股即将爆发的惊涛骇浪无暇顾及。而交易限制刺激了那些仍能正常交易的基金加速卖出，以脱身于其持仓之外。到了二月初，一场微盘股的流动性危机已然箭在弦上、一触即发。

国手其后将买入范围扩展至包括中小盘指数如中证500，直至所有雪球的风险效应得到完全释放。于是，中证500及1000的压力随之解除。但这些指数的反弹意味着，市场中性基金从期货基差中的对冲收益将收敛缩减，而由于微型股

的流动性不足及交易限制，其做多策略端无法变现。这对这些基金而言，无疑是双重打击。最后，直至国手开始买入中证 2000 微盘股指数，这场血腥的杀戮才得以结束。

在一月量化巨震之际，上证综指的蜡烛 K 线图，不期然神似《易经》之坤卦之态（图一）。坤卦之断语曰：“……坤，其道乃顺，以承马也。君子之行，难而又难，非得道不行，非得导不至……守静致吉。”简而言之，坤卦所倡乃耐心、审慎、独处与柔顺四德。

在图一中，我们得以目睹自 2024 年 1 月 29 日市场运行到局部顶峰之后转跌入抛售，继而陷入危机；随后又如何于 2 月 5 日，市场之拐点显现，即所谓的“阴”能量象征下跌之 K 线蜡烛，耗尽其力而尽化为“阳”。

此轮跌势的 K 线蜡烛之始，在坤卦中被称作“初六”。六于《易经》数理中象征着“阴”，为逆兆。初六爻云：“履霜冰至”，预示着危机的临近。而在跌势的第四日，K 线蜡烛图又出现了“十字星”，技术分析中为犹豫之兆，恰恰对应坤卦中的第四爻，“括囊无誉”，预警危机再现，劝诫持之收敛隐忍的保守态度。最终，在 2 月 5 日的跌势最低点，K 线蜡烛图对应出现了坤卦的“上六”爻。

“六爻居上，龙战于野，其血玄黄。”此乃“坤”卦之末象，生动描绘了真龙自天降临，与地上非其位者进行搏斗之时的巨变。此刻，“乾”与“坤”易位，阴降阳升，市场亦由衰转旺。我们也在二月八日与我们的微博 V+ 付费读者分享讨论了这个市场的拐点，并开始增加我们投资组合的风险敞口。

在上述讨论中，我们通过“坤”卦这一《易经》象征，探讨了春节前市场之乱象。借助著蓍占筮，易经向我们暗示了一个宇宙间万物变幻不定的而又相互关联的曼衍。通过在此过程的萌芽初期，譬如大盘与小盘之间流动性条件的骤变，或交易规则的突然改变，观其未萌、早觉征兆，便能决断未来之策。

此乃卜筮之精、预测之要义——以自身试之，躬身入局并不断调整应对之策，交易者得以铸成其将行之交易的果。预测之人见微知著，以窥未来市场之向背，而绝非独锁固定于一指数价格水平而执拗，而后将交易之盈亏蓄固于此虚妄的确信之上。

人生，岂有绝对之黑白？很多人误读了《易经》，以为周易唯卜筮之书尔尔。然而，命由天定，运在人谋。面对变局，当吾辈再叩问“我当如何”之时，《易经》遂化为明灯，照我前行。

“非常道”

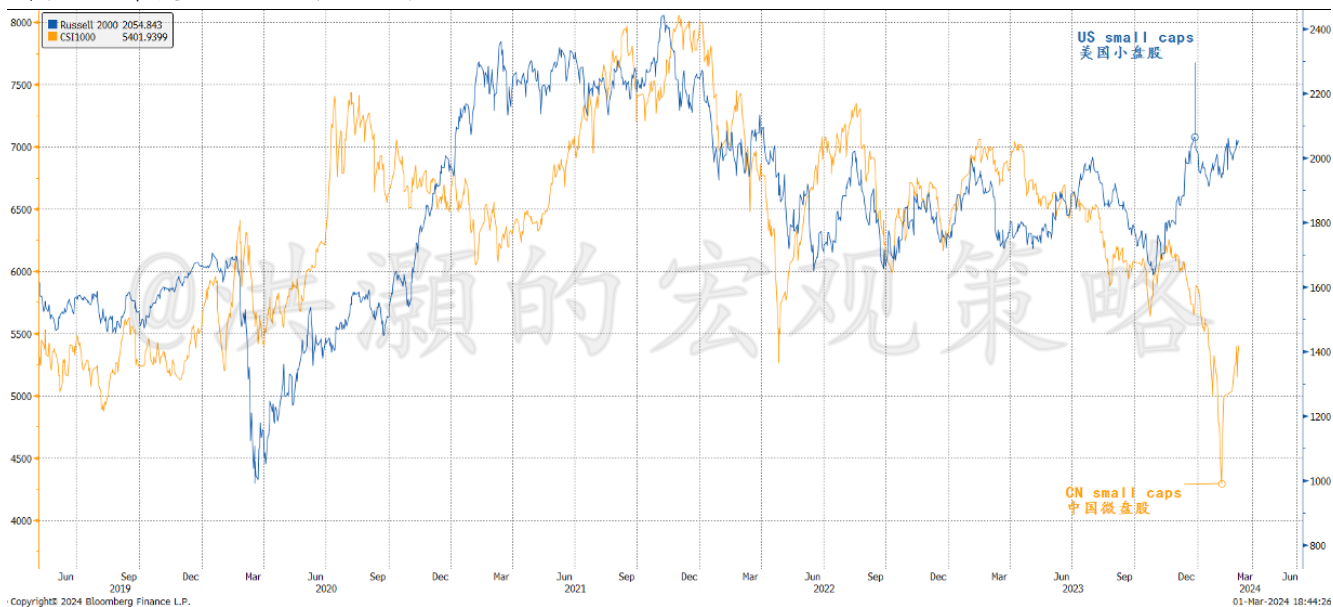
在中国市场，何故小微盘股年年可稳获丰收，而在美国市场却是巨舰领航，扁舟随后（图二）？又何故有算数之术，能在满是欺瞒与不规之隅筛出隐匿而超群绝伦的小微盘股，令其投资回报出类拔萃？

在香港股市，交易员戏称小微盘股为“仙姑”，这些股票因其微乎其微的投资之德而得名。昔日，吾等曾钻研香港市场里此等讳莫如深之辈。由于这些股票流动性不润，使得交易难上加难。

吾等与若干量化基金之间的交流揭示，许多交易内地小微盘股的筛选法则，多采用价格与动量之尺，而如现金流、分红与估值之类的基本面指标，则寥寥可

数、鲜有提及。何以此等与经济大义无缘、与基本面无甚瓜葛的简糙筛选的法
则，竟能年年金秋送爽，稳获超额收益？此一现象单独来看，已足够诡异，与
所谓的“有效市场假说”相悖，足以令学者瞠目结舌、啧啧称奇。

图表 2：中美小微盘股表现大相径庭。



资料来源：彭博，思睿研究

若共识眼中之小微盘股不过是糟粕之物，那么这些量化策略似乎能于废墟之中
发掘金石，一如探珠于渊，然策略运行之际又犹如火中取栗。由此观之，小微
盘量化投资过程堪比抽丝剥茧，每一股票代码宛如一枚待命的彩票，抱蓝待婴，
只待一指禅来，指定乾坤。

此种投资法门，与经济分析大相径庭，在此领域，金融之基石，现金流与盈利
等基本面因子皆被追逐价格与势能所替换。是以，此间之较量，依赖于谁能谱
写出更为巧妙、更为精湛之程序代码，谁之硬件兵强马壮、谁之网络电掣星驰，
而非论谁更能深谙经济分析与思辨之道。此界，经济学家唯自叹不如。

若论小微盘股之收益非植基于坚实的基本面，而更依赖于技术面，则此等鲜为
人知、难以洞察之股，正是投机者施技之地。由于流动性浅薄，小微盘股之买
卖价差较大型股更宽，故以交易之速与 T+0 之日内回转乘机攫取其定价之失衡。

市场量化之师，于短小时内风起云涌，管理规模呈指数级别之增长，昭示入场之
坎阻或非共识所谓之高。然则，正因其流动性之浅，小微盘股的回报也似交易
对手所付之流动性溢价。当资金群聚于此未成熟且管制甚严之市场幽角，流动
性之危不可免矣。

溯本求源，这些小微盘策略似乎尽是做空波动率的市场策略，寄望于此押注所
在之细分市场上涨，然而终因其所用之杠杆与所承流动性之浅，波动性易突生
暴涨。终归，这些基金之净值犹如感恩节火鸡——存世且盛，直至感恩之辰而终。

中国的传统文化本恶波动，皆因动则意乱，事非己掌。鉴于近日量化巨震，对这些量化基金之束缚，恐将紧箍有加。故此，这些基金的复苏将道阻且长，有待时日。然而，反观美国的做空波动率的基金，于2018年之量化危机后，旧难初平就已迅速回血。其管理资产规模至今已翻六倍矣。

《周易》之典，成于现代概率学未兴之先。是故，吾辈先哲尚不识随机数的概念。于彼而言，卜筮所得之著草形态，岂能无因？必为天意所彰，因此视若天命。

市场一旦惊涛拍岸、乱云飞渡，系统之中随即乱数翻腾，或曰熵增，肥尾事件的概率蹿然而起。若不瞰全局而意欲谋市场一隅之安，则风云将起于市场他处。小微盘流动性的匮乏，犹如《易经》中之阴阳并济，既是波动性起之泉，亦是寻阿尔法之源。静时汇聚而来的流动性溢价，犹如动荡之际为策略累积的罚金。如拾铜板于巨轮之前，而于推土机的逼近危而不觉。

《易经》之书，顾名思义乃变易之书，全书贯穿一脉之思乃变也、易也。《庄子》有言：“寂寞无形，变化无常。死与？生与？天地并与？神明往与？芒乎，何之？忽乎，何适？万物毕罗，莫足以归。古之道术有在于是者。”庄子独与天地精神往来，而不傲倪于万物，不谴是非，以于世俗处。此一言，尽显变化之本质——变中之恒，恒中寻变，变而不乱。易变之意义，非偶然一物之瞬息万变，而在于万物悠久、治变不息的永恒法则。此法，是谓道也。

结论

中国市场近日之量化巨震，昭示了一些投资策略在众人拥趸之下所难免的内生脆弱性。随着流动性危机的逐渐展开，市场陷入了一连串愈演愈烈的抛售潮，卖者迭出，继而引发级别更甚之抛售，直至市场浊泾清渫。国手虽挥斥方遒，欲力挽狂澜于既倒，然终非济世之能、尽人皆渡之术。是故，必有若干市场参与者犹如受困之鱼，难免网罟，必须自担其责。

于宁静之时，流动性之浅薄或成就阿尔法之源；然而于危机之际，却摇身变为波动性之渊。市场之此种二元对立实为其固有之性。然而，常言道：“苦尽甘自来”，市场巨震之际所生的坤之六阴昭示着阴盛极而衰，阳应蕴而生。然而，真正悟此道者，尤在逆境之中，寥寥无几。

于吾辈而言，预测之真谛，并非在于准确预言市场指数之某一确切点位水平并执着固守于此。反倒更似《易经》卦象之易变，预测在于观其未萌，并于易变瓜熟蒂落、木已成舟之前随之而动，调吾策以应之，以期规避风险、增益投资成效。是以，命由天定，运在人谋。吾辈预测之人并非盲从天命，实乃宿命难从。

洪灏，CFA

公众号：[@HAOHONG_CFA](#)

推特：[@HAOHONG_CFA](#)

认证微博：[@洪灏的宏观策略](#)

附录 1: 主要大类资产表现 (周度)

资产类别	3/1/2024	2/23/2024	2/16/2024	2/9/2024	2/2/2024	1/26/2024	1/19/2024	1/12/2024	1/5/2024	12/29/2023	12/22/2023
MSCI 指数											
全球	0.90	1.49	0.11	1.04	0.98	1.29	0.22	1.53	-1.53	0.54	0.84
发达市场	0.77	1.46	0.31	1.01	0.91	1.30	-0.06	1.31	-1.60	0.81	0.66
新兴市场	-0.35	1.19	2.08	0.74	0.32	1.46	-2.55	-0.58	-2.12	3.17	-0.86
MSCI 中国	-0.64	2.78	3.74	2.89	-3.78	3.35	-5.83	-1.69	-2.66	4.81	-4.03
MSCI 亚太地区(除日本)	-0.48	1.42	2.36	0.92	0.43	1.47	-2.63	-0.83	-2.51	3.55	-1.22
MSCI 欧洲	0.03	1.16	1.37	0.14	0.05	3.11	-1.50	0.06	-0.48	0.33	0.18
主要市场股指											
美国 标普500	0.95	1.66	-0.42	1.37	1.38	1.06	1.17	1.84	-1.52	0.32	0.75
中国内地 上证综指	0.74	4.85	0.00	4.97	-6.19	2.75	-1.72	-1.61	-1.54	2.06	-0.94
中国内地 深证综指	3.33	5.87	0.00	5.74	-11.10	-0.51	-3.59	-1.35	-3.51	2.92	-2.33
中国香港 恒生指数	-0.82	2.36	3.77	1.37	-2.62	4.20	-5.76	-1.76	-3.00	4.33	-2.69
日本 日经225	2.08	1.59	4.31	2.04	1.14	-0.59	1.09	6.59	-0.26	0.89	0.60
德国 DAX	1.81	1.76	1.13	0.05	-0.25	2.45	-0.89	0.66	-0.94	0.27	-0.27
英国 富时100	-0.31	-0.07	1.84	-0.56	-0.26	2.32	-2.14	-0.84	-0.56	0.46	1.60
法国 CAC40	-0.41	2.56	1.58	0.73	-0.55	3.56	-1.25	0.60	-1.62	-0.34	-0.37
彭博固定收益指数											
全球	0.26	0.43	-0.34	-0.81	0.37	0.08	-1.42	0.38	-1.38	0.48	0.53
中国	0.31	0.28	0.00	-0.17	0.47	0.43	-0.29	0.06	-0.81	1.01	-0.28
美国	0.47	0.25	-0.55	-0.82	0.65	0.10	-1.10	0.92	-1.20	0.48	0.14
欧洲	-0.16	0.30	0.19	-0.84	0.27	0.32	-0.75	0.07	-0.77	-0.36	0.58
亚太	-0.05	0.43	0.24	0.04	0.62	-0.00	0.47	0.39	0.59	-0.00	0.58
新兴市场	0.45	0.58	-0.01	-0.30	0.70	0.13	-0.77	0.78	-1.45	0.36	0.43
国债	0.55	0.28	-0.58	-0.81	0.72	0.02	-1.04	0.67	-1.02	0.41	0.09
公司债	0.22	0.41	-0.45	-0.95	0.58	0.22	-1.00	1.26	-1.54	0.65	-0.16
高收益	0.20	0.42	-0.32	0.13	0.10	0.61	-0.52	0.98	-1.12	0.40	0.67
大宗商品											
彭博大宗商品指数											
能源	1.90	-0.88	-0.72	0.29	-2.14	2.05	-1.18	-0.68	-0.01	-0.71	0.46
布伦特原油	4.17	-1.62	-1.69	3.41	-5.88	3.90	-3.26	-0.27	4.47	-2.07	1.71
WTI原油	3.40	-2.34	1.38	5.89	-6.60	6.08	0.03	-0.74	2.03	-2.17	1.92
天然气	4.55	-2.51	2.20	6.18	-7.14	6.48	0.33	-1.34	2.58	-2.48	2.12
贵金属	8.00	1.13	-10.88	-9.64	-5.18	-2.96	-12.03	0.31	11.50	0.52	-1.76
黄金	1.90	0.44	0.36	-0.77	0.58	-0.30	-1.47	0.07	-1.53	-0.33	1.65
白银	2.26	1.25	-0.72	-0.73	0.86	-0.61	-1.10	0.08	-1.06	0.14	1.63
工业金属	0.75	-2.10	3.84	-0.90	-0.34	0.71	-2.65	0.06	-3.19	-1.93	1.71
铜	0.40	1.34	2.51	-3.25	-2.30	3.64	-0.80	-1.71	-3.00	1.00	1.11
铝	-1.00	1.27	4.04	-3.82	-0.79	1.78	1.14	-1.61	-2.01	-0.33	0.40
镍	3.02	-2.10	0.11	-0.96	-2.02	5.09	-2.45	-2.58	-4.86	2.31	3.48
农产品	0.85	7.05	2.71	-2.12	-3.41	4.56	-1.97	-0.38	-1.55	0.48	-3.76
大豆	0.70	-2.50	-2.54	-0.13	-0.60	0.59	0.48	-1.33	-2.02	-0.42	-1.89
玉米	0.83	-2.93	-1.16	-0.69	-1.48	-0.55	-1.03	-2.25	-3.29	-0.72	-1.95
牲畜	2.72	-3.73	-2.72	-2.65	-0.49	-0.05	-0.65	-3.01	-2.22	-0.36	-1.92
活牛	0.55	0.96	2.06	-0.13	0.98	3.88	0.96	1.09	1.74	-1.44	-0.57
瘦肉猪	0.29	0.19	0.44	1.62	1.14	2.42	1.84	0.45	0.67	0.07	-0.42
1.00	2.32	5.02	-3.19	0.69	6.53	-0.60	2.95	2.04	-3.51	-1.34	
外汇											
美元指数	-0.07	-0.33	0.16	0.18	0.47	0.14	0.86	-0.01	1.06	-0.36	-0.83
美元兑人民币	0.01	0.04	0.00	0.00	0.22	-0.22	0.36	0.29	0.66	-0.50	0.20
新兴市场货币指数	0.21	-0.04	0.09	-0.15	0.27	0.25	-0.73	0.09	-0.69	0.79	0.02
美元兑港元	0.05	0.03	0.03	-0.02	0.08	-0.05	-0.03	0.11	0.01	-0.00	0.11
美元兑日元	-0.26	0.20	0.62	0.61	0.16	0.02	2.24	0.17	2.55	-0.96	0.18
欧元兑美元	0.15	0.41	-0.06	-0.04	-0.60	-0.41	-0.48	0.07	-0.87	0.23	1.09
英镑兑美元	-0.13	0.56	-0.21	-0.02	-0.57	0.00	-0.39	0.26	-0.09	0.24	0.16

资料来源: 彭博, 思睿研究 (更新于01/03/2024, 下同)

附录2：主要大类资产表现（年度）

资产类别	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
MSCI 指数											
全球	3.66	21.77	-19.46	20.14	14.06	25.19	-10.44	20.11	5.32	-2.74	2.93
发达市场	3.20	20.09	-19.80	16.80	14.34	24.05	-11.18	21.62	5.63	-4.26	2.10
新兴市场	-0.73	7.04	-22.37	-4.59	15.84	15.42	-16.63	34.35	8.58	-16.96	-4.63
MSCI 中国	-4.34	-13.22	-23.51	-22.37	26.70	20.37	-20.31	52.34	-1.38	-10.10	4.67
MSCI 亚太地区(除日本)	-0.89	3.60	-21.54	-6.36	22.47	15.37	-16.38	38.71	2.88	-11.32	2.23
MSCI 欧洲	2.71	12.73	-11.86	22.38	-5.37	22.24	-13.10	7.27	-0.50	5.47	4.09
主要市场股指											
美国 标普500	4.94	24.23	-19.44	26.89	16.26	28.88	-6.24	19.42	9.54	-0.73	11.39
中国内地 上证综指	-3.67	-3.70	-15.13	4.80	13.87	22.30	-24.59	6.56	-12.31	9.41	52.87
深证综指	-14.18	-6.97	-21.92	8.62	35.20	35.89	-33.25	-3.54	-14.72	63.15	33.80
中国香港 恒生指数	-4.15	-13.82	-15.46	-14.08	-3.40	9.07	-13.61	35.99	0.39	-7.16	1.28
日本 日经225	15.01	28.24	-9.37	4.91	16.01	18.20	-12.08	19.10	0.42	9.07	7.12
德国 DAX	2.18	20.31	-12.35	15.79	3.55	25.48	-18.26	12.51	6.87	9.56	2.65
英国 富时100	-0.28	3.78	0.91	14.30	-14.34	12.10	-12.48	7.63	14.43	-4.93	-2.71
法国 CAC40	2.98	16.52	-9.50	28.85	-7.14	26.37	-10.95	9.26	4.86	8.53	-0.54
彭博固定收益指数											
全球	-3.11	5.72	-16.25	-4.71	9.20	6.84	-1.20	7.39	2.09	-3.15	0.59
中国	-0.32	2.71	-5.20	8.41	9.77	3.36	3.54	6.19	-5.17	3.95	8.04
美国	-2.01	5.53	-13.01	-1.54	7.51	8.72	0.01	3.54	2.65	0.55	5.97
欧洲	-1.51	7.19	-17.18	-2.85	4.05	5.98	0.41	0.68	3.32	1.00	11.10
亚太	2.36	5.85	-0.09	5.91	1.25	2.71	0.01	1.60	2.08	-0.13	6.28
新兴市场	-0.95	9.09	-15.26	-1.65	6.52	13.11	-2.46	8.17	9.88	1.29	4.76
国债	-2.03	4.05	-12.46	-2.32	8.00	6.86	0.86	2.31	1.04	0.84	5.05
公司债	-1.90	8.52	-15.76	-1.04	9.89	14.54	-2.51	6.42	6.11	-0.68	7.46
高收益	-0.15	13.45	-11.19	5.28	7.11	14.32	-2.08	7.50	17.13	-4.47	2.45
大宗商品											
彭博大宗商品指数											
能源	-2.43	-12.55	13.75	27.05	-3.50	5.44	-12.99	0.75	11.40	-24.70	-17.04
布伦特原油	0.20	-25.59	33.46	52.06	-42.94	9.44	-14.41	-5.21	15.89	-38.91	-39.36
WTI原油	7.75	-3.38	16.64	37.82	-13.29	-5.25	4.48	-	-	-	-
天然气	8.96	-4.48	18.48	40.77	-11.91	-2.71	-	-	-	-	-
贵金属	-27.08	-40.00	34.55	23.76	-1.91	-11.58	-5.71	-5.27	-16.38	-20.59	-3.45
黄金	-3.04	4.11	-1.90	-6.15	25.12	14.57	-6.44	9.90	9.14	-11.50	-6.74
白银	-3.24	8.10	-	-	-	-	-	-	-	-	-
工业金属	-2.61	-4.17	-	-	-	-	-	-	-	-	-
铜	-5.02	-13.72	-4.37	30.28	15.88	4.74	-21.06	28.13	19.52	-26.92	-6.90
铝	-1.46	2.90	-11.90	22.24	22.57	-	-	-	-	-	-
镍	-7.70	-4.15	-1.51	19.68	-1.54	-1.91	-12.11	24.86	2.24	-14.72	-8.10
农产品	-2.39	-46.52	53.55	17.73	13.66	24.46	-	-	-	-	-
大豆	-5.47	-9.25	13.22	26.61	16.03	-0.41	-12.54	-11.89	1.76	-15.65	-9.26
玉米	-10.02	-6.09	16.12	-	-	-	-	-	-	-	-
牲畜	-11.26	-22.09	22.53	-	-	-	-	-	-	-	-
活牛	11.02	-6.86	5.27	8.57	-23.72	-7.96	-3.64	5.36	-5.94	-18.88	11.52
猪肉猪	8.88	2.16	-	-	-	-	-	-	-	-	-
瘦肉猪	13.86	-17.22	-	-	-	-	-	-	-	-	-
外汇											
美元指数	2.90	-2.11	8.21	6.37	-6.69	0.22	4.40	-9.87	3.63	9.26	12.79
美元兑人民币	1.32	2.92	8.54	-2.62	-6.26	1.23	5.71	-6.31	6.95	4.64	2.51
新兴市场货币指数	-0.87	4.80	-4.26	0.85	3.27	3.12	-3.75	11.35	3.48	-7.06	-4.27
美元兑港元	0.13	0.13	0.06	0.56	-0.49	-0.52	0.23	0.75	0.07	-0.06	0.01
美元兑日元	6.50	7.57	13.94	11.46	-4.94	-0.98	-2.66	-3.65	-2.71	0.37	13.74
欧元兑美元	-2.37	3.12	-5.85	-6.93	8.94	-2.22	-4.48	14.15	-3.18	-10.22	-11.97
英镑兑美元	-1.01	5.36	-10.71	-1.01	3.12	3.94	-5.62	9.51	-16.26	-5.40	-5.92

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）

	3/1/2024	2/23/2024	2/16/2024	2/9/2024	2/2/2024	1/26/2024	1/19/2024	1/12/2024	1/5/2024	12/29/2023	12/22/2023
标准普尔500指数											
标准普尔500指数	0.95	1.66	-0.42	1.37	1.38	1.06	1.17	1.84	-1.52	0.32	0.75
信息技术	2.51	1.97	-2.46	3.21	0.77	0.93	4.31	4.86	-4.05	0.27	0.06
金融	-0.07	1.60	1.44	0.18	0.81	1.88	0.94	-0.53	0.33	0.71	0.28
保健	-1.05	1.51	1.02	1.43	1.98	-0.23	-0.72	0.89	2.07	0.96	1.07
非核心消费品	2.04	1.54	-0.77	1.45	3.77	-1.40	0.52	1.53	-3.45	-0.43	0.51
电信服务	-0.31	1.48	-1.61	1.02	1.63	4.52	1.95	3.44	-1.16	-0.40	4.10
工业	1.00	1.78	0.85	1.17	1.88	0.87	0.29	0.57	-2.15	0.71	0.65
核心消费品	-0.54	2.11	0.15	1.33	2.13	0.83	-1.04	1.16	0.03	1.08	0.63
能源	1.30	0.42	2.17	-0.24	1.01	5.15	-3.08	-2.39	1.12	-1.37	1.66
房地产	2.11	0.88	-0.18	0.25	0.49	-0.51	-2.13	0.64	-1.90	0.59	0.25
原材料	1.16	1.90	2.36	0.02	0.76	0.29	-1.49	-1.04	-1.42	-0.16	1.13
公用事业	-0.63	1.15	1.35	-2.08	0.36	0.42	-3.70	-1.87	1.84	1.14	-1.27
沪深300											
沪深300	1.38	3.71	0.00	5.83	-4.63	1.96	-0.44	1.35	-2.97	2.81	-0.13
金融地产	-1.60	4.65	0.00	3.26	-2.47	5.30	0.93	1.65	-1.21	1.79	-0.54
工业	1.63	2.14	0.00	6.48	-6.13	1.60	-0.69	0.93	-3.60	3.73	0.69
主要消费	-0.92	2.61	0.00	6.70	-2.63	0.09	0.90	1.14	-4.51	3.93	0.82
信息技术	9.34	4.55	0.00	9.03	-8.88	-1.35	0.76	4.42	-6.95	3.18	-1.67
原材料	1.71	4.69	0.00	6.45	-5.63	2.38	-2.69	1.44	-1.25	3.01	0.85
可选消费	4.09	2.43	0.00	5.94	-2.84	-0.53	0.65	0.41	-2.38	2.47	-0.17
医药卫生	1.09	1.37	0.00	10.62	-10.41	-2.47	-0.72	2.22	-4.35	2.27	-0.92
公用事业	-2.43	4.53	0.00	1.00	0.76	4.11	-1.38	-0.29	2.86	1.00	1.12
电信业务	5.63	6.94	0.00	5.75	-4.51	4.79	2.19	3.53	-4.50	3.29	-3.10
能源	-2.72	8.39	0.00	1.69	-0.11	9.77	-0.91	1.63	5.00	1.70	2.62
恒生指数											
恒生指数	-0.82	2.36	3.77	1.37	-2.62	4.20	-5.76	-1.76	-3.00	4.33	-2.69
工商	-0.25	2.75	4.66	1.44	-2.73	3.38	-6.40	-1.80	-3.14	5.26	-3.99
金融	-1.70	1.56	2.66	1.94	-2.86	6.00	-4.60	-1.68	-2.79	3.12	-0.89
房地产	-2.20	2.80	3.63	-1.64	-2.66	2.07	-2.20	-2.40	-4.44	3.39	-1.67
公用事业	0.70	3.29	0.78	-0.56	1.49	3.50	-4.07	-0.68	-0.26	2.34	-0.09
恒生科技指数	2.60	1.71	6.89	2.74	-4.47	1.81	-9.82	-3.39	-4.57	6.09	-6.15

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）

	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
标准普尔500指数											
标准普尔500指数	4.94	24.23	-19.44	26.89	16.26	28.88	-6.24	19.42	9.54	-0.73	11.39
信息技术	7.45	56.39	-28.91	33.35	42.21	48.04	-1.62	36.91	11.99	4.27	18.19
金融	5.14	9.94	-12.35	32.54	4.10	29.17	-14.67	20.03	20.14	-8.48	13.10
保健	6.59	0.30	-8.55	24.16	11.43	18.68	4.69	20.00	-4.36	5.21	23.30
非核心消费品	3.48	41.04	-37.58	23.66	32.07	26.20	-0.49	21.23	4.32	8.43	8.05
电信服务	10.05	54.36	-40.42	20.53	22.18	30.88	-16.43	-3.97	17.81	-1.73	-1.91
工业	3.48	16.04	-7.10	19.40	9.01	26.83	-16.00	18.54	15.08	-4.72	7.52
核心消费品	3.90	-2.16	-8.17	15.55	7.63	23.97	-11.15	10.46	2.58	3.77	12.87
能源	3.49	-4.80	59.04	47.74	-37.31	7.64	-20.50	-3.80	23.65	-23.55	-8.99
房地产	-4.28	8.27	-28.45	42.50	5.17	24.93	5.64	7.17	0.01	1.24	26.14
原材料	-0.58	10.23	-14.06	25.00	18.11	21.87	-16.45	21.39	14.08	-10.36	4.68
公用事业	-8.75	-10.20	-1.44	13.99	2.83	22.24	0.46	8.32	12.20	-8.39	24.29
沪深300											
沪深300	-1.93	-1.38	-21.63	-5.20	27.21	36.07	-25.31	21.78	-1.28	5.58	51.66
金融地产	3.99	-9.38	-4.98	-1.78	0.76	38.60	-20.02	17.72	-9.78	-7.28	86.34
工业	-1.88	24.16	24.79	11.22	33.90	17.91	26.60	4.86	6.51	12.14	62.22
主要消费	-2.73	2.64	-4.96	-8.92	75.09	79.32	22.37	81.02	8.40	22.54	14.48
信息技术	-3.50	2.35	-36.86	-1.90	34.40	59.54	-37.58	22.74	-20.41	48.11	3.47
原材料	-2.59	2.90	24.40	4.57	38.99	25.28	-35.56	29.22	-4.85	-1.85	39.60
可选消费	-0.29	-2.40	20.47	6.93	54.75	37.84	-30.14	28.43	6.56	26.76	20.12
医药卫生	-0.26	-4.35	-24.67	6.68	55.42	38.39	21.77	25.37	-2.92	36.12	5.12
公用事业	-7.16	7.73	-11.63	29.58	1.53	1.86	-7.18	9.97	9.50	0.38	83.12
电信业务	-0.38	7.85	20.99	3.29	-7.69	36.52	-38.31	24.51	-2.54	30.54	37.34
能源	4.12	4.06	18.29	18.19	6.29	8.92	-23.68	11.41	-3.02	-8.84	20.46
恒生指数											
恒生指数	4.15	3.82	-5.46	-4.08	-3.40	9.07	-3.61	35.99	0.39	-7.16	1.28
工商	4.97	5.41	-22.01	-9.80	7.51	10.76	-9.27	40.91	2.89	-5.29	-5.74
金融	-1.75	-8.08	-4.20	-8.31	-5.56	9.23	-2.30	34.71	-0.88	-9.81	5.21
房地产	-2.36	-9.62	-11.97	-7.93	20.06	8.20	-7.35	38.28	-3.06	-2.09	1.16
公用事业	0.05	-0.74	-27.34	0.76	9.13	-2.09	3.84	11.23	-2.11	-6.32	12.78
恒生科技指数	-1.20	-8.83	-27.19	-32.70	78.71	36.25	-37.65	51.29	10.84	10.32	0.00

资料来源：彭博，思睿研究

近期报告

20231108	<u>展望 2024：无往不复</u>
20230925	<u>谁是最大的熊？</u>
20230828	<u>难念的经</u>
20230821	<u>中日历史的较量</u>
20230522	<u>2023 年下半年展望：进则无咎</u>
20230220	<u>从贸易盈余到市场复苏</u>
20230206	<u>是死猫跳，还是牛回头？</u>
20230130	<u>超额储蓄加油春季行情</u>
20230112	<u>2022 年启示录</u>
20221219	<u>中国量宽</u>
20221205	<u>再见了，“清零”</u>
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。

2024年3月3日

思睿研究



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。