

2024年下半年展望：逆共识的思考

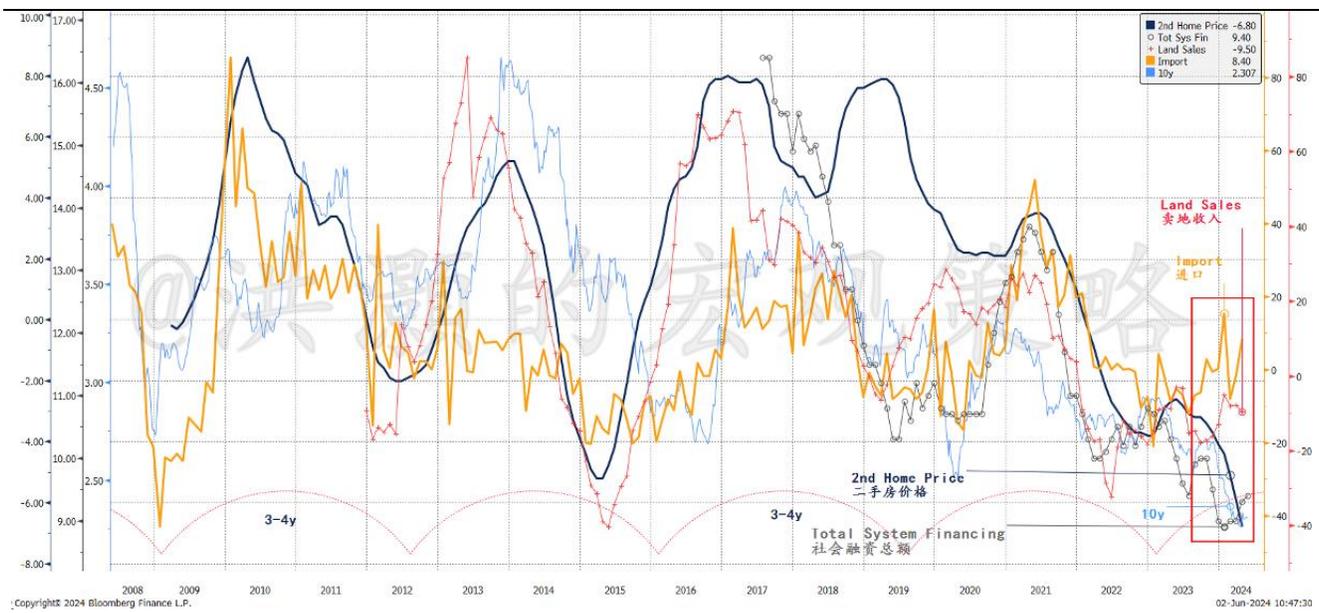
- 4月的这波反弹证明了，其实中国股市可以在房地产疲软之际反弹。房地产价格下行了，可选择消费的预算反而宽裕了。
- 正如我们的专有经济周期指标所显，中国经济有所修复，而不是像新闻头条所说的那样不堪。制造业投资弥补了房地产投资的下跌。中国的出口优势源于其劳动生产率和低成本。这个优势不会消失，但会成为贸易摩擦的借口。地缘政治风险不可小觑。
- 超额储蓄已从银行账户中流出，寻求收益回报。随着信心改善，这些资金很可能将重新回到股票市场，而非仅仅是理财产品。年初以来，反映当前周期独特性的最佳资产类别是工业大宗商品，股票仍在接受市场监管改革。

在这份报告中，我们讨论了一些与当下市场悲观的共识所相悖的思考，而市场是边际定价的。凯恩斯曾说，“世俗告诉我们，为了声誉，犯常规的错误比超越常规而成功，来得更实在。”但这种世俗情结我们不能认同，因为它意味着随波逐流，缺乏思考。逆流而上往往比顺流而下更有意义。

没有房地产，中国股市能反弹吗？

今年四、五月份，中国股市忽然反弹。这让所有人都感到意外，尤其是那些对困扰经济的长期问题而喋喋不休的股熊。事实上，这次反弹让恒指一跃成为了全球表现最好的主要股指。令人困惑的是，在经济数据依然疲软之际，为什么市场会反弹？

图 1：房地产和需求的一些领先指标上升，但房地产价格仍在下降。



资料来源：彭博，思睿研究

洪灏，CFA

hao.hong@growim.com

公众号：洪灏的宏观策略

微博：@洪灏的宏观策略

本报告英文版：

《[Outlook 2H2024: Contrarian Thoughts](#)》

在这篇文章中，我们将从逆向投资者的角度来讨论悲观的共识。继续那些悲观的老生常谈并不能够为投资思考增添什么价值。其实，猫有九命。正如小平同志所说，“不管黑猫白猫，抓到老鼠就是好猫。”从那时以来，中国经济已飞渡了许多波涛汹涌的险滩，而最终安全着陆，满载而归。

图表 1 显示，一些领先指标，如土地销售和进口，已经开始向上修复，并与依然承压的房地产价格相背离。这里哪一个指标的表现最终会被证明更贴近现实还有待观察。多头和空头巅峰对决仍有待时日。

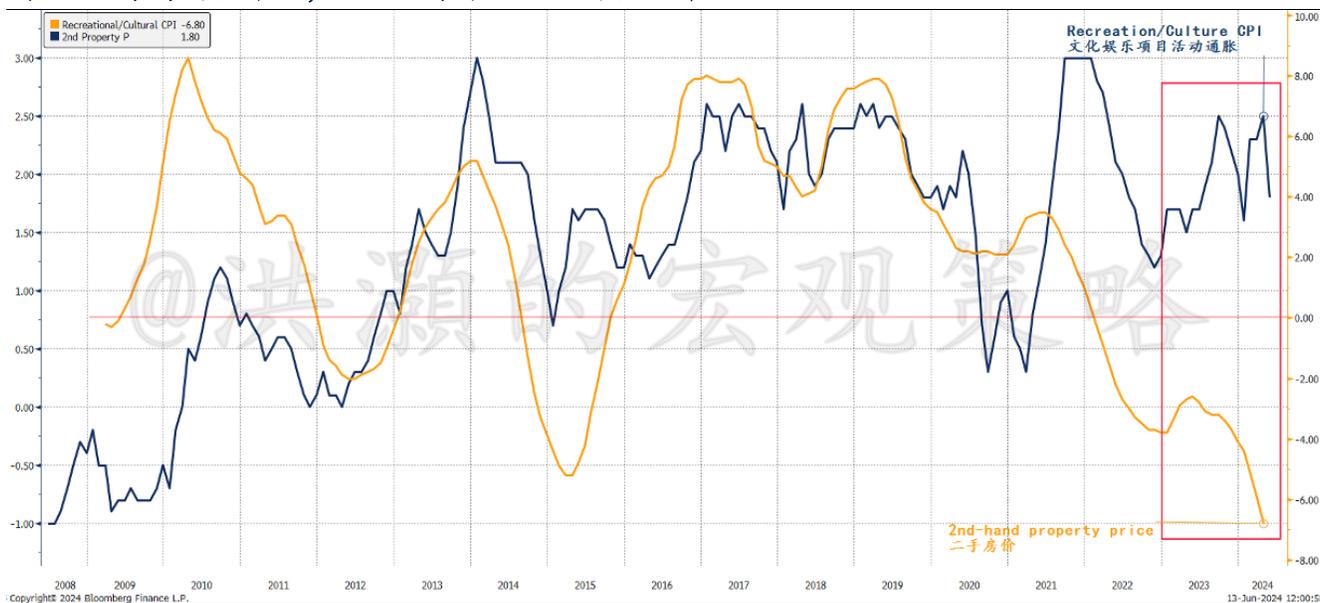
那么，在房地产行业尚未复苏的情况下，中国股市能否反弹？

四、五月份的反弹就是一个很好的例子，证明了房地产并非股市反弹的必要条件。当然，许多人会说，如果房地产价格继续下行，将势必影响人们的信心，进而影响消费。如是，那么疲弱的房地产行业将继续阻碍中国股市的修复。

这个担忧似乎言之有理。毕竟，自从2021年我们在上一份工作撰写的报告中指出中国房地产泡沫见顶以来，中国股市一直在与房地产同步下行。尽管最近针对房地产行业出台了一系列政策，房地产销售情况也略有改善的初步迹象，但这些反弹的持续性仍难确定。

如今，交易员们不得不密切关注每周的房地产销售数据，以决定自己的头寸。甚至有一些房地产经纪人认为应该暂停发布房地产销售的价格和成交量。

图 2：二手房价格下跌，但文娱康乐项目的价格上升。



资料来源：彭博，思睿研究

尽管如此，我们的数据分析显示，消费，尤其是文娱活动等可选择消费项目，其实早已与房地产价格下行的趋势分道扬镳。也就是说，房地产价格下跌得越多，家庭支出预算反而越充裕，因此家庭可选择消费的预算也就越大。

图表 2 清晰地显示，自 2023 年中期以来，房地产价格下行与可选择消费之间的相关性其实早成涇渭。疲软的房地产行业很可能已不再如以前那般影响消费。

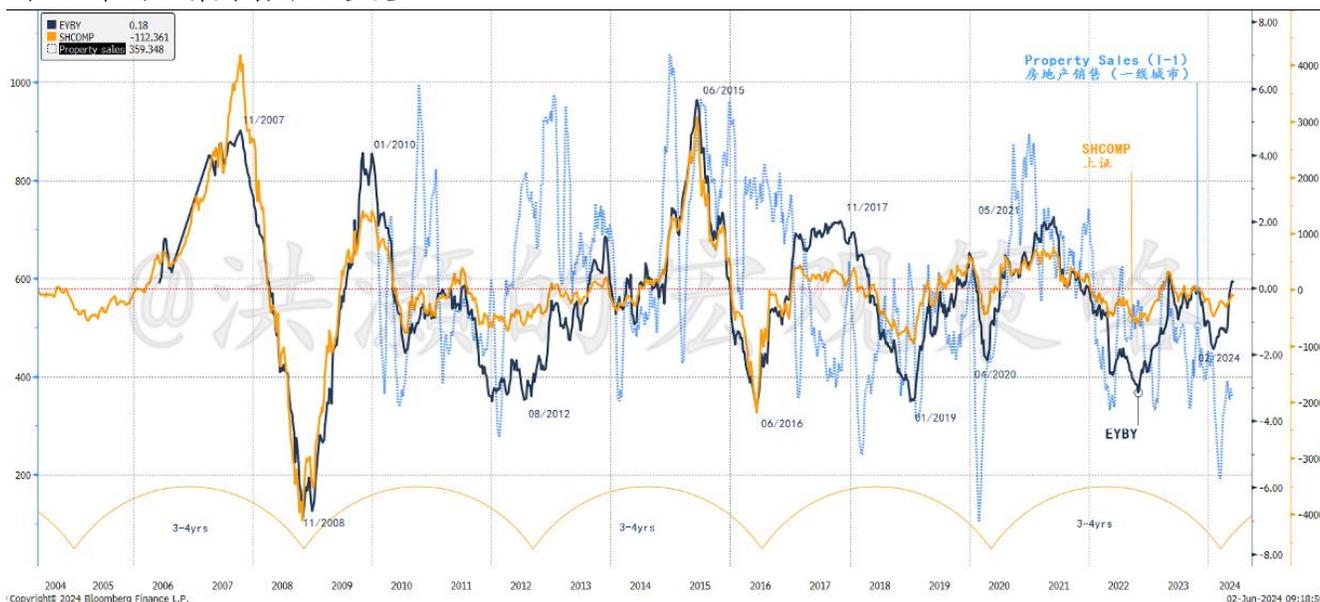
最近，恒指回吐了四月份以来的部分涨幅。在4月30日重要会议的时间和议题公布时，恒指升到了18000点左右。此后，随着各地陆续宣布对房地产行业的政策支持，恒指进一步飙升到19000点以上。而在随后的几周里，房地产销售的确出现了短暂的反弹，一、二线城市的销售降幅似乎略有收窄。随后，恒指回落到18000点左右。

简言之，尽管销售的改善可能很难持续，但市场对重要会议仍抱期望。毕竟，这是日程表上最重要的会议。今年重要会议的举行时间超出了正常时间表之外，彰显了会议的重要性。五月中旬以来恒指回吐了部分涨幅，回到了4月30日重要会议议程宣布时的点位~18000点。但这个水平比春节前抛售潮时的最低点还是高出了约30%。这个30%的溢价可以看作是市场对于未来憧憬的计价。

如果经济疲软，中国股市能反弹吗？

经济真的像新闻标题所说的那样举步维艰吗？这就取决于你看哪些数据了。零售好，通胀不好；房地产不好，但外贸很好。因此，悲观的人会用房地产销售的情况来支持他们的观点，而乐观的人则会指向出口的强势。双方争论旷日持久、相持不下。

图 3：中国经济周期开始修复。



资料来源：彭博，思睿研究

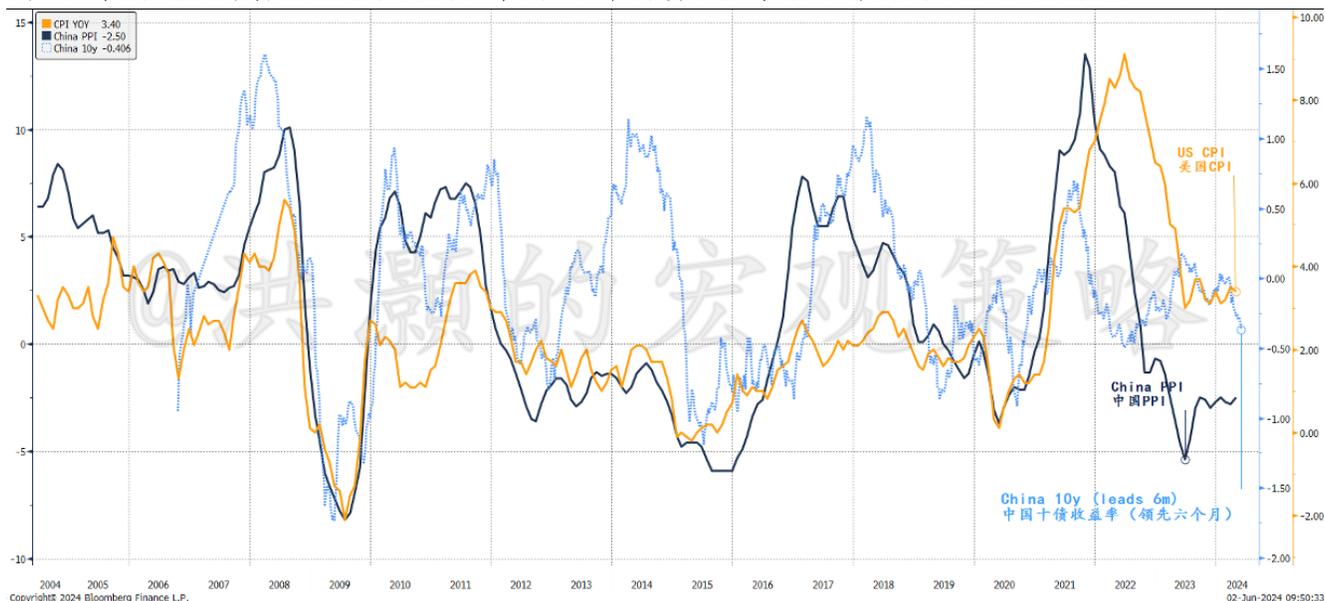
我们需要使用一个能够反映广泛的经济数据的综合指数来检验中国经济的健康状况。而我们专有的经济周期指标就可胜任。我们的经济周期指数已经开始筑底回升，表明经济复苏初露端倪。

如图表 3 所示，我们的经济周期理论论述了中国经济周期的波长大约三到四年。如果 2020 年一季度是上一个周期的开始，那么四年后的 2024 年一季度应该是一个新的短周期的开始。顺便提及，四月的反弹始于中国农历新年前后，大约是 2020 年以来的四年——这是观察到的最近的一个完整的经济周期。

此外，我们认为中美经济周期并未脱钩。与市场的共识相反——尽管很多人对于“脱钩”喋喋不休。经验数据显示，美国对中国的贸易逆差不断扩大，G2 通胀周期之间的相互作用和影响，以及中国 10 年期国债收益率继续领先于美国的通胀周期。

这些数据表明，中美经济其实几乎没有“脱钩”的迹象（图表 4）。目前，中国的通胀周期较为温和，暗示未来几个月美国的通胀将会继续放缓。这将为美联储降息打开空间，并增加央行货币政策的操作余地。

图 4：中国通胀周期仍领先于美国。中国 10 年期国债收益率预示着美国通胀继续放缓。



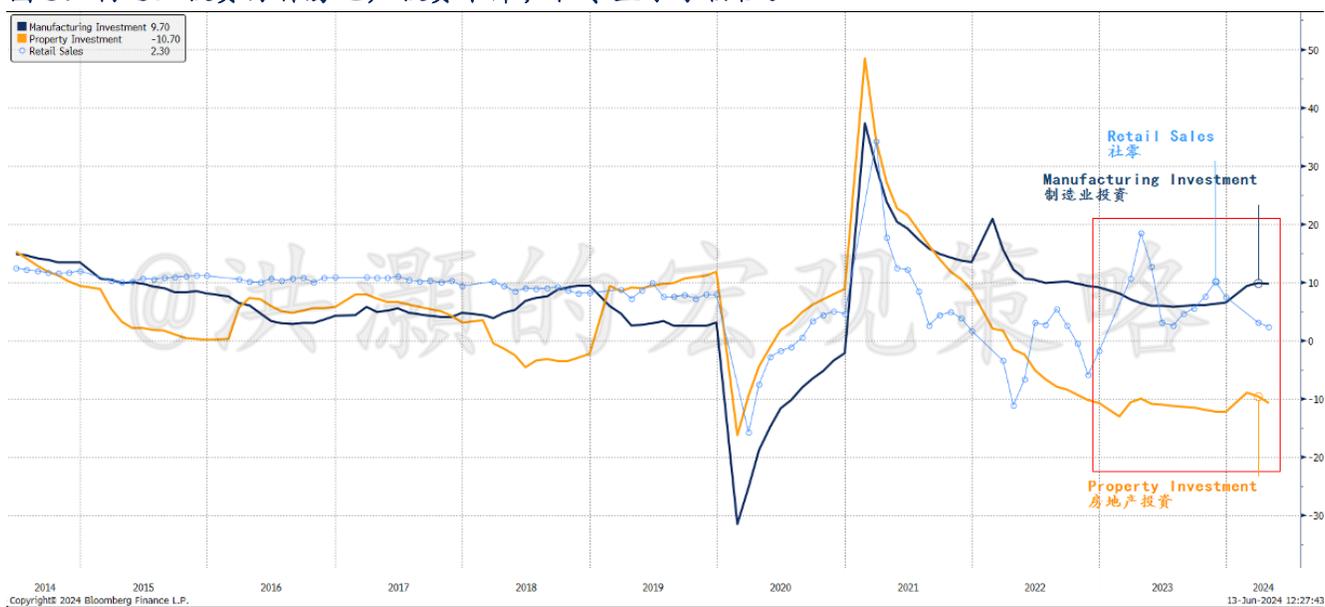
资料来源：彭博，思睿研究

那房地产投资呢？这一直是中国经济增长的驱动力之一，但它近两年来一直在下降。如果是这样的话，中国经济能否承受房地产投资如此剧烈的下滑？

虽然上述情况属实，但房地产投资下降早已不是新闻。假如中国经济增长的引擎非房地产莫属，那么中国经济在过去几年里早就开倒车了。

但制造业的投资填补了房地产投资留下的空白（图表 5）。与此同时，作为国内需求代理指标的社零也一直在与房地产投资的下降趋势性背离。简言之，中国经济在房地产疲软的情况下运行已有时日，但是天并没有塌下来。

图 5：制造业投资弥补房地产投资下降；社零显示了韧性。



中国股市能否在“产能过剩”和“消费不足”的担忧中反弹？

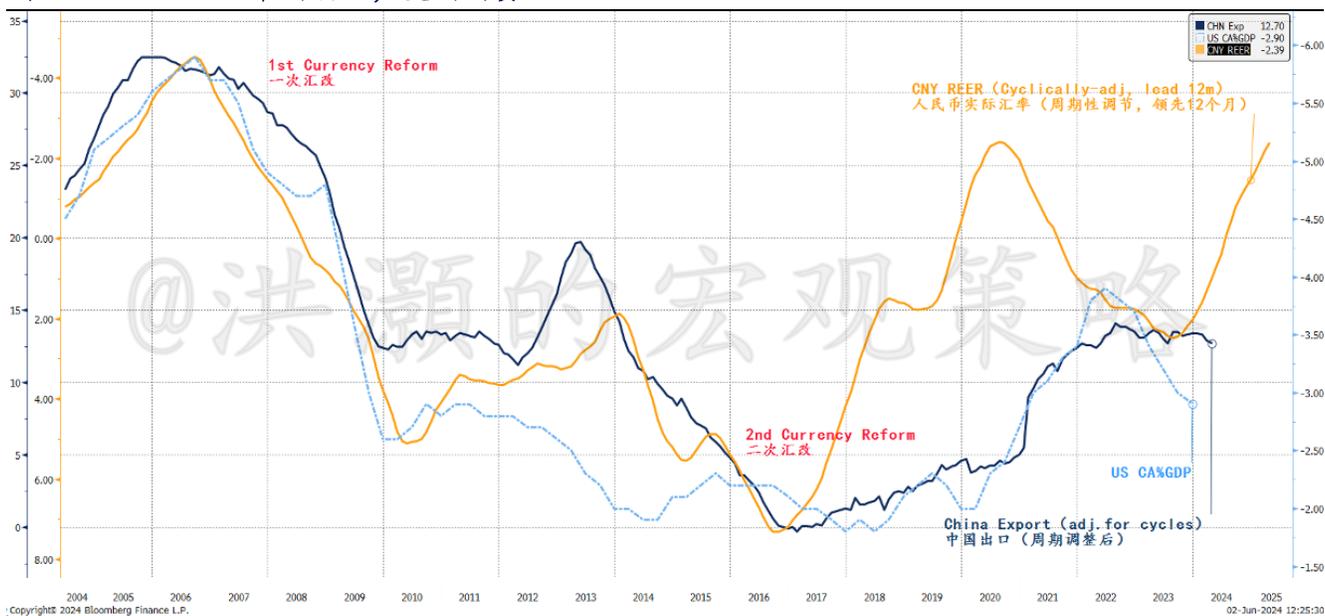
当下，国际上有许多批评中国“过度投资导致产能过剩”的声音。这些声音认为，中国向来奉行“重商主义”，并一直在对外输出其过剩产能。

其实，自2001年加入世贸组织以来，中国的许多产能建设不仅是为了满足国内需求，也是为了供应国外市场。自那以来，中国对全球低通胀繁荣的贡献是无法否认的。数以亿计的中国人投身于制造业，工资微薄，还经常要牺牲小我。令人困惑的是，在这个节骨眼上，中国的制造优势却正成为了一个备受国际争议的话题。而在过去二十多年全球经济低通胀繁荣之际，中国的产能问题却未受太多的非议。

在**图表6**中，我们展示了美国经常账户赤字与中国出口之间的紧密联系。以前，这个关系被称为是“Chimerica”，即中国生产，美国消费。出人意料的是，在2018年特朗普发起了激烈的贸易战后，美国对华的经常账户赤字反而扩大了。

李嘉图认为，两个国家总是可以从互相贸易中获益，如果每个国家都致力于制造自己有比较优势的东西。毋庸置疑，相对于其贸易伙伴，中国享有明显的比较优势，因为中国拥有低成本的劳动力和加入世贸组织后自由的商业环境。

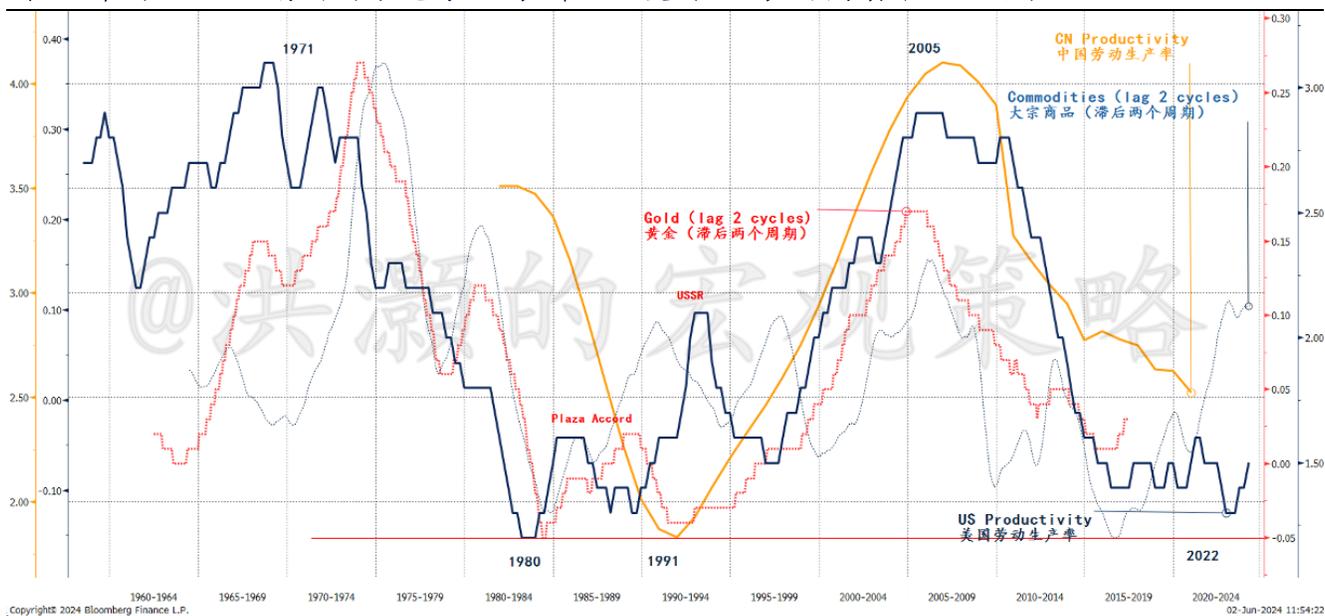
图 6: Chimerica: 中国制造, 美国消费。



资料来源: 彭博, 思睿研究

图表 7 描绘了中国保持着相对于美国的生产率优势, 尽管差距正在缩小, 同时美国的生产率似乎正在触底。顺便提及, 如图所示, 生产力周期所处的这一阶段有利于贵金属和大宗商品走强。的确, 大宗商品今年以来是表现得最好的资产类别。

图 7: 中国的比较优势源自于更高的生产率。但美国的生产力周期开始触底向上。



资料来源: 彭博, 思睿研究

李嘉图言之有理。但随着中国多年来的产业升级，其出口附加值不断增加，在全球出口中的占比也不断上升。李嘉图没有预见的是，如果一个贸易伙伴在各个行业都获得绝对优势的时候，会出现什么样的情况。其实，这就是当前贸易摩擦的根源。

因此，问题并不在于中国股市能否在“产能过剩”和“消费不足”的情况下反弹。而是中国股市能否在不断升级的贸易摩擦中突围而出。对于这个重要的问题，我们暂时还没有明确的答案。

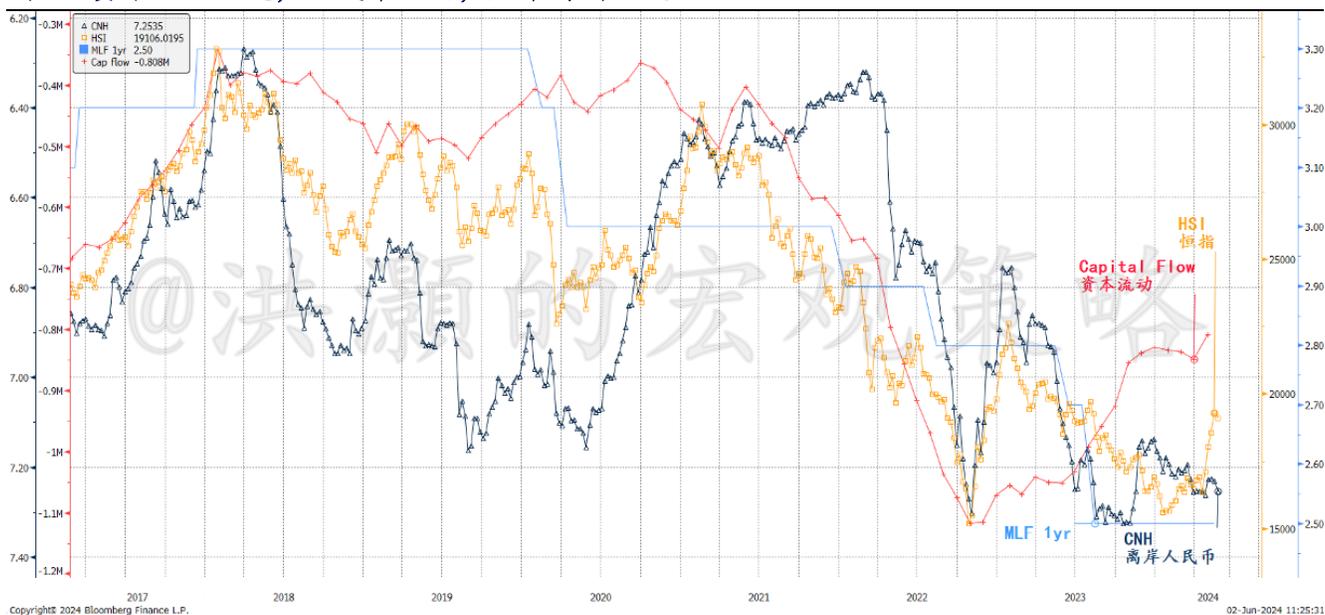
但值得一提的是：中国最大的电动汽车制造商在欧盟宣布对其出口欧洲的电动汽车征收关税后却强劲反弹。显然，增加的关税远远不足以完全抵消中国电动汽车在欧盟的竞争优势。

这是一则有趣的轶事。但只要中国保持其竞争优势，贸易摩擦仍将是地缘政治风险的一个要素，尤其是那些严重依赖海外市场的股票。

中国股市究竟能否反弹？

除了上述三大顾虑之外，还有外国投资者信心减弱，导致资本外流以及银行系统内储蓄过剩的担忧。股熊认为，这些因素都阻碍了中国股市的反弹。

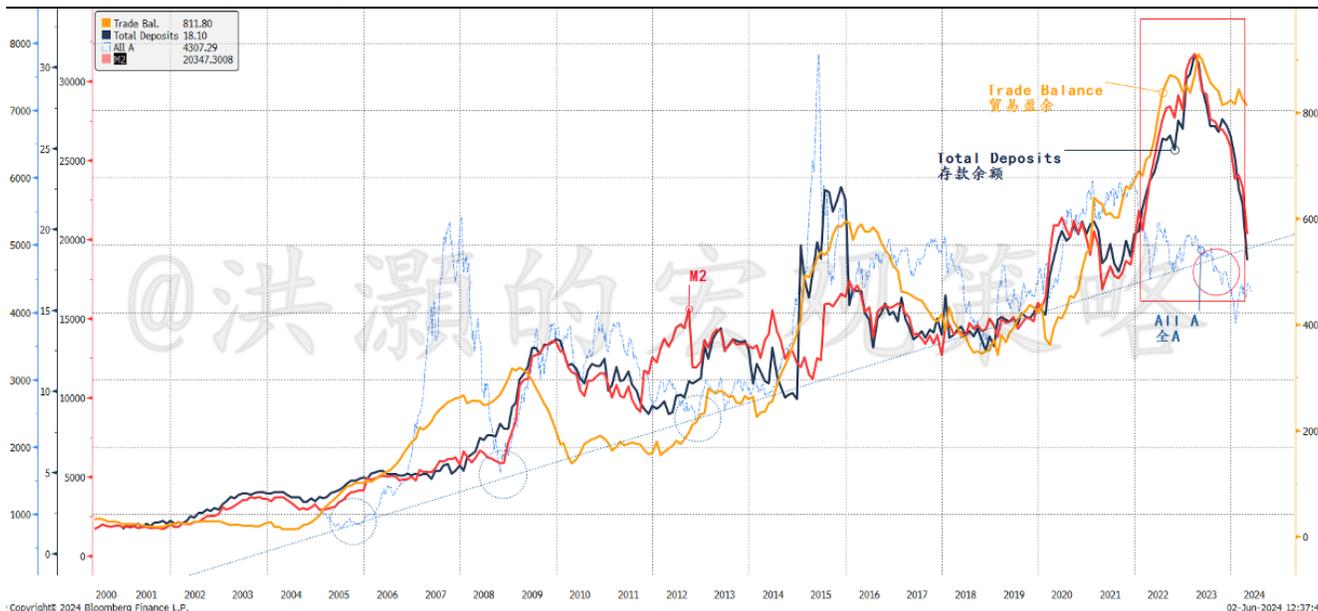
图 8：资本流出放缓，人民币企稳，股市有所回暖。



诚然，资本外流并没有完全停止，但其实已经在快速放缓（图表 8）。毕竟，总会有一些投资者能够在如此广袤的市场中找到机会。在未来某个阶段，中国必将从一个经典宏观经济学无法解释的双盈余国家，转变为一个经常账户和资本账户大致平衡的国家。中国企业出海表明，这种转型已经开始了。

随着中国经济周期开始筑底，银行系统中的过剩储蓄开始流出，以择更高的收益率而栖(图表9)。总存款余额增长已开始显著下降，并已回到其长期趋势线。

图9：存款开始寻找收益，但尚未开始买股票。



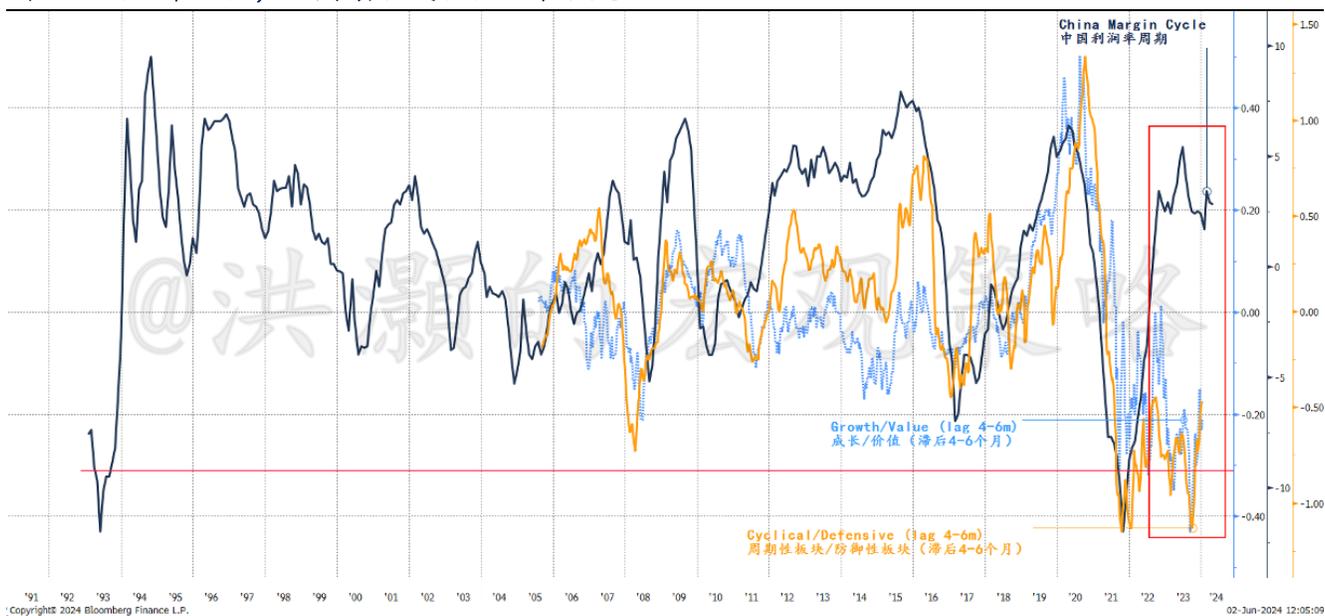
资料来源：彭博，思睿研究

尽管如此，我们的数据显示，这些存款正投资于中国国债和高收益理财产品，还没有流向股票市场。

在当下的市场环境里，这个选择是可以理解的，毕竟信心还是比较脆弱。同时由于中国市场监管改革，如对会计欺诈的公司和基金非法交易行为的重罚，市场难免波动。因此，散户投资者会暂时选择在更安全的投资工具中寻求庇护。

在前面的章节中，我们讨论了当前的经济周期是如何开始筑底的，但这并非是一马平川。本轮周期的不同之处之一，在于股票如何反映周期的运行和变化(图表10)。

图 10: 利润率不低, 但周期和成长板块未能反映。



例如, 如果我们以 CPI 和 PPI 之差作为利润率周期的代理指标, 我们可以看出这个指标与历史水平相比已经处于一个较高的位置。这是因为上游的通缩为下游行业留下了盈利空间。中国的利润率周期过去往往和成长与价值板块、周期性与防御性板块之间的相对表现密切相关。

换言之, 当前周期利润率高的原因很可能并非因为下游的强势, 而更多的是因为上游定价能力不足。因此, 周期性和成长性板块跑输反映了上游的这种弱势, 而防御性和价值性板块跑赢则暗示了低落的风险偏好。

但现在, 上游的通缩压力开始消退, 经济周期也在修复。在下游, 可选消费支出一直保持弹性。因此, 成长和周期性行业跑输的情况应该有所改善, 而防御性和价值板块的相对回报应该会开始缩小。历史上与利润率周期密切相关的恒指, 随着经济周期筑底回暖, 应该也会开始衔枚疾进。四、五月的那波反弹或是未来的前奏 (图表 11)。

图 11：恒指也应该开始反映经济周期。



资料来源：彭博，思睿研究

由于房地产市场尚未强劲复苏，通胀压力依然微弱，过去与长期国债收益率密切相关的国有企业和银行应该会继续有所表现，为投资者提供稳定收益（图表 12）。在充满了不确定性的环境中，这些板块是风险最低的投资。

当然，如果市场开始反映经济的修复，或可能是由于房地产市场略有改善，那么这些高收益板块的出色表现很可能会停滞缩小，因为资金将转投向成长和周期性行业。

然而，这个情景发生的概率略小，而今年反映中国经济周期的最佳标的，其实是工业大宗商品和贵金属。这些是上游生产制造的投入。由于中国制造供应全球需求，大宗商品需求将保持强劲，但把这些大宗商品投入转化为出口货品的股票公司，比如那些周期和成长板块，它们的表现可能就难相伯仲了。

图 12：投资者在寻找稳定的高收益率。



结论

在这份报告中，我们讨论了一些与市场悲观的共识相悖的思考。房地产、消费不足和过度投资，以及增长的疲软，迄今仍是市场复苏的困扰。

但四、五月的那波反弹恰恰说明了中国股市在房地产不振的情况下也能反弹。恒指在4月30日重要会议宣布时上升到18,000点的水平。随后，在各城市宣布了房地产政策，恒指继续从18,000点升至19,000点，最近再回落到18,000点。这波18000点以上的行情是建立在对房地产复苏的期望之上的。现在，对于房地产的预期有所消退，但对重要会议的期待仍历久常新。

我们专有的经济周期指标显示，中国的经济周期正在修复。尽管消费不足和过度投资是硬币的两面，也是中国经济的特色，但可选消费的增长其实早已与不断下跌的房价分道扬镳了。房价便宜了，大家反而更能消费。

中国在出口方面的比较优势源于高效的劳动生产率和加入世贸组织后的自由市场经济。这些优势都不太可能消失，因此也是地缘政治的要素之一。当前我们所经历的经济周期为百年未有之变局。中国经济周期最好的反映，很可能是能够更好地反映当前周期独特之处的大宗商品和其它中国概念相关的资产类别。

洪灏，CFA

公众号：洪灏的宏观策略

微博：@洪灏的宏观策略

附录 1: 主要资产类别表现 (周度)

资产类别	2024/6/14	2024/6/7	2024/5/31	2024/5/24	2024/5/17	2024/5/10	2024/5/3	2024/4/26	2024/4/19	2024/4/12	2024/4/5
MSCI 指数											
全球	0.4	1.0	-0.5	-0.3	1.5	1.7	0.8	2.4	-2.8	-1.5	-1.0
发达市场	0.4	1.1	-0.8	-0.4	1.6	1.7	0.9	2.6	-2.9	-1.4	-0.9
新兴市场	0.3	2.3	-3.1	-1.5	2.6	1.0	1.9	3.7	-3.6	-0.4	0.2
MSCI 中国	-1.4	1.4	-3.0	-4.7	3.9	1.9	3.9	8.2	-1.9	-0.1	0.7
MSCI 亚太地区(除日本)	0.4	3.1	-3.0	-1.5	3.1	1.1	2.3	4.6	-3.8	-0.3	0.1
MSCI 欧洲	-2.3	1.2	-0.5	-0.4	0.3	3.0	-0.6	1.8	-1.2	-0.2	-1.2
主要市场股指											
美国 标普500	1.6	1.3	-0.5	0.0	1.5	1.9	0.5	2.7	-3.0	-1.6	-1.0
中国内地 上证综指	-0.6	-1.2	-0.1	-2.1	-0.0	1.6	0.5	0.8	1.5	-1.6	0.9
深证综指	0.6	-2.9	-0.3	-2.8	0.1	1.6	1.6	2.5	-1.2	-3.4	1.2
中国香港 恒生指数	-2.3	1.6	-2.8	-4.8	3.1	2.6	4.7	8.8	-3.0	-0.0	1.1
日本 日经225	0.3	0.5	-0.4	-0.4	1.5	-0.0	0.8	2.3	-6.2	1.4	-3.4
德国 DAX	-3.0	0.3	-1.0	-0.1	-0.4	4.3	-0.9	2.4	-1.1	-1.3	-1.7
英国 富时100	-1.2	-0.4	-0.5	-1.2	-0.2	2.7	0.9	3.1	-1.2	1.1	-0.5
法国 CAC40	-6.2	0.1	-1.3	-0.9	-0.6	3.3	-1.6	0.8	0.1	-0.6	-1.8
彭博固定收益指数											
全球	0.5	0.3	-0.1	-0.5	0.7	-0.1	1.3	-0.3	-0.6	-1.0	-0.7
中国	-0.0	0.2	0.2	-0.2	0.1	0.4	-0.2	-0.1	0.3	0.2	-0.0
美国	1.3	0.4	0.0	-0.3	0.6	0.1	1.2	-0.1	-0.6	-0.7	-1.1
欧洲	0.8	0.2	-0.2	-0.4	0.2	-0.1	0.5	-0.2	-0.9	0.4	-0.5
亚太	0.3	0.5	-0.2	0.1	0.0	1.3	-1.4	0.7	0.7	-0.0	-0.1
新兴市场	1.0	0.1	0.0	-0.4	0.8	0.5	1.0	-0.0	-0.5	-0.8	-0.5
国债	1.3	0.4	0.0	-0.2	0.5	0.1	1.0	-0.2	-0.4	-0.6	-1.1
公司债	1.2	0.4	0.1	-0.3	0.7	0.0	1.3	0.0	-0.7	-0.7	-1.2
高收益	0.3	0.4	-0.0	-0.2	0.4	-0.0	1.1	0.6	-0.6	-0.6	-0.5
大宗商品											
彭博大宗商品指数											
能源	0.6	-1.1	-1.9	-0.7	2.9	1.4	-1.5	-0.1	0.1	0.0	3.4
布伦特原油	2.3	2.0	-2.6	-2.0	4.5	0.6	-3.4	1.0	-3.3	-0.5	4.0
WTI原油	3.8	-1.8	-0.9	-2.1	1.5	-0.1	-5.6	1.9	-3.3	-0.5	4.4
天然气	3.9	-1.9	-0.9	-2.3	2.2	0.1	-6.5	1.9	-3.3	-0.9	4.3
贵金属	-1.3	12.8	-6.7	-0.6	12.3	2.8	5.8	-1.3	-1.5	0.5	-0.0
黄金	0.8	-1.5	-0.4	-3.2	3.7	3.8	-2.0	-3.4	1.7	1.7	6.1
白银	1.0	-0.9	-0.5	-3.4	1.8	2.9	-1.6	-2.7	1.7	1.3	4.8
工业金属	0.1	-3.3	-0.2	-2.4	9.7	6.8	-3.1	-5.5	1.8	3.0	10.4
铜	-1.3	-4.7	-2.3	-2.3	6.4	0.5	0.0	-1.0	5.5	1.8	5.8
铝	-0.2	-2.7	-2.9	-4.3	6.8	1.7	-0.5	1.1	5.3	0.5	5.6
镍	-1.1	-3.5	-0.4	1.9	3.3	-1.0	-1.2	-3.9	7.2	1.5	4.8
农产品	-2.3	-8.8	-2.8	-4.1	11.1	-1.5	0.6	-1.2	8.6	-0.2	6.2
大豆	-0.5	-1.7	-2.4	3.6	-1.1	1.6	-0.1	1.6	-0.9	-1.0	0.4
玉米	-0.7	-2.3	-2.9	1.4	-0.2	0.4	2.2	1.2	-1.3	-0.7	-0.1
牲畜	0.6	0.1	-4.4	2.5	-3.2	1.9	2.0	1.6	-1.2	-0.1	-1.1
活牛	2.1	-1.9	-0.9	-0.5	1.1	-0.5	-2.1	-0.0	2.6	-2.6	-0.0
瘦肉猪	3.4	-0.7	-1.5	1.2	2.8	-0.3	-1.2	1.9	2.8	-0.7	-4.6
比特币	-1.3	-5.0	-0.4	-2.6	-1.1	-1.1	-2.1	-0.1	1.8	-4.2	3.5
外汇											
美元指数	-5.1	2.4	-1.8	2.9	10.6	-3.9	-1.6	-0.2	-4.6	-0.8	-2.9
美元兑人民币	0.6	0.2	-0.1	0.3	-0.8	0.3	-0.9	-0.2	0.1	1.7	-0.2
新兴市场货币指数	0.1	0.1	-0.0	0.3	-0.0	-0.2	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
美元兑港元	-0.3	0.2	-0.4	-0.2	0.6	0.0	0.5	0.3	-0.3	-0.5	0.0
美元兑日元	-0.0	-0.1	0.1	0.1	-0.2	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	0.1
欧元兑美元	0.4	-0.4	0.2	0.9	-0.1	1.8	-3.3	2.4	0.9	1.1	0.2
英镑兑美元	-0.9	-0.4	0.0	-0.2	0.9	0.1	0.6	0.3	0.1	-1.8	0.4
英镑兑美元	-0.3	-0.2	0.0	0.3	1.4	-0.2	0.4	1.0	-0.7	-1.5	0.1

资料来源: 彭博、思睿研究 (更新日期: 2024/06/15, 下同)

附录 2: 主要资产类别的表现 (年度)

资产类别	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
MSCI 指数											
全球	10.2	21.8	-19.5	20.1	14.1	25.2	-10.4	20.1	5.3	-2.7	2.9
发达市场	9.7	20.1	-19.8	16.8	14.3	24.0	-11.2	21.6	5.6	-4.3	2.1
新兴市场	5.2	7.0	-22.4	-4.6	15.8	15.4	-16.6	34.3	8.6	-17.0	-4.6
MSCI 中国	6.5	-13.2	-23.5	-22.4	26.7	20.4	-20.3	52.3	-1.4	-10.1	4.7
MSCI 亚太地区(除日本)	8.2	3.6	-21.5	-6.4	22.5	15.4	-16.4	38.7	2.9	-11.3	2.2
MSCI 欧洲	6.9	12.7	-11.9	22.4	-5.4	22.2	-13.1	7.3	-0.5	5.5	4.1
主要市场股指											
美国 标普500	13.9	24.2	-19.4	26.9	16.3	28.9	-6.2	19.4	9.5	-0.7	11.4
中国内地 上证综指	1.9	-3.7	-15.1	4.8	13.9	22.3	-24.6	6.6	-12.3	9.4	52.9
深证综指	-8.1	-7.0	-21.9	8.6	35.2	35.9	-33.2	-3.5	-14.7	63.2	33.8
中国香港 恒生指数	5.2	-13.8	-15.5	-14.1	-3.4	9.1	-13.6	36.0	0.4	-7.2	1.3
日本 日经225	16.0	28.2	-9.4	4.9	16.0	18.2	-12.1	19.1	0.4	9.1	7.1
德国 DAX	7.5	20.3	-12.3	15.8	3.5	25.5	-18.3	12.5	6.9	9.6	2.7
英国 富时100	5.3	3.8	0.9	14.3	-14.3	12.1	-12.5	7.6	14.4	-4.9	-2.7
法国 CAC40	-0.5	16.5	-9.5	28.9	-7.1	26.4	-11.0	9.3	4.9	8.5	-0.5
彭博固定收益指数											
全球	-2.5	5.7	-16.2	-4.7	9.2	6.8	-1.2	7.4	2.1	-3.2	0.6
中国	1.1	2.7	-5.2	8.4	9.8	3.4	3.5	6.2	-5.2	3.9	8.0
美国	0.1	5.5	-13.0	-1.5	7.5	8.7	0.0	3.5	2.6	0.5	6.0
欧洲	-0.6	7.2	-17.2	-2.9	4.0	6.0	0.4	0.7	3.3	1.0	11.1
亚太	5.1	5.9	-0.1	5.9	1.2	2.7	0.0	1.6	2.1	-0.1	6.3
新兴市场	2.6	9.1	-15.3	-1.7	6.5	13.1	-2.5	8.2	9.9	1.3	4.8
国债	-0.1	4.1	-12.5	-2.3	8.0	6.9	0.9	2.3	1.0	0.8	5.1
公司债	0.5	8.5	-15.8	-1.0	9.9	14.5	-2.5	6.4	6.1	-0.7	7.5
高收益	2.3	13.4	-11.2	5.3	7.1	14.3	-2.1	7.5	17.1	-4.5	2.5
大宗商品											
彭博大宗商品指数											
能源	3.8	-12.6	13.8	27.1	-3.5	5.4	-13.0	0.7	11.4	-24.7	-17.0
布伦特原油	5.9	-25.6	33.5	52.1	-42.9	9.4	-14.4	-5.2	15.9	-38.9	-39.4
WTI原油	8.5	-2.8	16.0	36.8	-13.6	-5.4	4.7	-	-	-	-
天然气	9.0	-3.0	18.1	39.4	-12.3	-2.8	-	-	-	-	-
贵金属	8.6	-33.4	34.8	25.1	-1.2	-11.6	-5.3	-6.1	-15.9	-20.4	-3.4
黄金	12.6	4.1	-1.9	-6.1	25.1	14.6	-6.4	9.9	9.1	-11.5	-6.7
白银	10.4	8.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
工业金属	20.1	-3.4	5.7	-12.2	41.8	-	-	-	-	-	-
铜	5.9	-13.7	-4.4	30.3	15.9	4.7	-21.1	28.1	19.5	-26.9	-6.9
铝	13.5	4.0	-12.1	22.2	22.6	-	-	-	-	-	-
镍	3.2	-3.4	1.4	16.9	-2.1	-1.4	-12.1	24.7	2.2	-14.6	-
农产品	3.3	-46.2	55.0	17.3	13.4	-	-	-	-	-	-
大豆	-4.8	-9.3	13.2	26.6	16.0	-0.4	-12.5	-11.9	1.8	-15.7	-9.3
玉米	-7.7	-6.0	15.0	14.7	-	-	-	-	-	-	-
牲畜	-6.6	-10.4	18.0	17.7	-	-	-	-	-	-	-
活牛	6.3	-6.9	5.3	8.6	-23.7	-8.0	-3.6	5.4	-5.9	-18.9	11.5
瘦肉猪	7.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
比特币	-2.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
比特币	54.6	157.0	-64.3	59.8	305.1	94.8	-73.8	1,375.1	120.3	36.2	-57.5
外汇											
美元指数	4.2	-2.1	8.2	6.4	-6.7	0.2	4.4	-9.9	3.6	9.3	12.8
美元兑人民币	2.2	2.9	8.5	-2.6	-6.3	1.2	5.7	-6.3	6.9	4.6	2.5
新兴市场货币指数	-1.0	4.8	-4.3	0.9	3.3	3.1	-3.8	11.4	3.5	-7.1	-4.3
美元兑港元	0.0	0.1	0.1	0.6	-0.5	-0.5	0.2	0.7	0.1	-0.1	0.0
美元兑日元	11.6	7.6	13.9	11.5	-4.9	-1.0	-2.7	-3.7	-2.7	0.4	13.7
欧元兑美元	-3.0	3.1	-5.8	-6.9	8.9	-2.2	-4.5	14.1	-3.2	-10.2	-12.0
英镑兑美元	-0.3	5.4	-10.7	-1.0	3.1	3.9	-5.6	9.5	-16.3	-5.4	-5.9

资料来源: 彭博, 思睿研究

附录3：股市主要板块表现（周度）

	2024/6/14	2024/6/7	2024/5/31	2024/5/24	2024/5/17	2024/5/10	2024/5/3	2024/4/26	2024/4/19	2024/4/12	2024/4/5
标准普尔500指数	1.58	1.32	-0.51	0.03	1.54	1.85	0.55	2.67	-3.05	-1.56	-0.95
信息技术	6.42	3.83	-1.46	3.44	2.90	1.41	1.51	5.11	-7.26	-0.22	-1.00
金融	2.00	-0.47	0.05	-1.97	1.37	3.07	-0.63	1.05	0.81	-3.60	-1.43
保健	-0.40	1.95	-0.59	-1.31	1.84	-1.94	0.59	0.75	-0.01	-3.12	-3.07
非核心消费品	0.27	1.53	-0.31	-1.85	-0.06	0.16	1.60	3.50	-4.52	-0.68	-1.88
电信服务	0.88	1.73	-0.60	0.25	1.70	2.02	-0.55	2.72	-3.23	-0.50	2.47
工业	-0.01	-0.97	-0.85	-0.68	-0.36	2.30	0.09	1.82	-2.01	-2.22	-0.24
核心消费品	-1.20	0.46	0.10	-1.32	0.74	2.30	0.39	1.54	1.44	-1.20	-2.67
能源	2.32	-3.48	2.01	-3.82	0.73	1.36	-3.36	0.74	1.22	-1.93	3.90
房地产	1.19	-0.23	1.80	-3.70	2.53	2.03	1.53	1.60	-3.64	-3.06	-2.95
原材料	-0.90	-2.03	0.08	-0.86	0.27	2.58	-0.00	0.65	1.09	-3.10	-0.14
公用事业	-0.07	-3.93	1.62	-1.16	1.24	4.03	3.35	1.18	1.87	-1.49	-0.74
沪深300	-0.91	-0.16	-0.60	-2.08	0.32	1.72	0.56	1.20	1.89	-2.58	0.86
金融地产	-1.05	-1.22	-0.86	-2.01	2.93	1.84	0.69	1.75	3.95	-3.20	-0.03
工业	2.28	-0.22	-0.71	-1.23	-0.33	3.19	0.27	-0.05	1.96	-3.02	1.60
主要消费	3.29	-1.91	-2.20	-2.04	0.37	2.31	0.04	4.14	1.53	-5.88	1.25
信息技术	3.36	0.99	0.98	-3.60	0.46	-0.72	1.37	3.86	1.51	-2.58	-0.82
原材料	2.66	-0.67	-1.10	-3.39	-0.37	3.81	-0.31	-2.68	1.51	0.74	4.30
可选消费	1.11	1.01	0.24	-3.51	-2.12	1.84	1.54	0.79	2.36	-1.98	2.35
医药卫生	1.36	0.04	-1.46	-3.64	-0.64	0.93	2.32	3.38	-0.50	-3.40	-0.49
公用事业	1.56	5.95	1.60	2.50	-0.30	-0.46	0.58	-1.76	0.53	3.84	-1.57
电信业务	2.07	1.14	-1.24	-2.16	0.47	-1.79	-0.73	0.86	3.43	-0.43	-0.31
能源	-0.14	0.31	1.94	2.34	-2.18	1.46	-1.41	-4.80	5.02	0.07	2.22
恒生指数	-2.31	1.59	-2.84	-4.83	3.11	2.64	4.67	8.80	-2.98	-0.01	1.10
工商	-1.72	2.52	-2.62	-5.78	2.97	1.84	3.62	9.76	-4.04	0.82	1.07
金融	-3.17	0.09	-2.64	-3.28	3.20	3.90	6.87	7.21	-0.89	-1.32	1.59
房地产	-4.32	0.42	-5.82	-6.43	5.55	2.00	5.70	10.55	-3.22	-2.60	-0.22
公用事业	-1.22	2.40	-4.34	-1.17	1.12	5.44	0.78	4.88	-3.48	1.63	-0.89
恒生科技指数	-1.72	2.21	-2.86	-7.61	3.79	-0.23	6.80	13.43	-5.65	0.68	-0.77

资料来源：彭博，思睿研究

附录 4: 主要股票市场板块表现 (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	3.87	24.23	-9.44	26.89	16.26	28.88	-6.24	19.42	9.54	-0.73	11.39
信息技术	29.21	56.39	-28.91	33.35	42.21	48.04	-1.62	36.91	11.99	4.27	18.19
金融	7.65	9.94	-2.35	32.54	-4.10	29.17	-4.67	20.03	20.14	-3.48	13.10
保健	6.68	0.30	-3.55	24.16	11.43	18.68	4.69	20.00	-4.36	5.21	28.30
非核心消费品	2.19	41.04	-37.58	23.66	32.07	26.20	-0.49	21.23	4.32	8.43	8.05
电信服务	23.57	54.36	-30.42	20.53	22.18	30.88	-6.43	-5.97	17.81	-1.73	-1.91
工业	5.97	16.04	-7.10	19.40	9.01	25.83	-5.00	18.54	16.08	-4.72	7.52
核心消费品	7.31	-2.16	-3.17	15.55	-7.63	23.97	-1.15	10.46	2.58	3.77	12.87
能源	4.30	-4.80	-59.04	47.74	-37.31	7.64	-20.50	-3.80	23.65	-23.55	-9.99
房地产	-4.49	8.27	-28.45	42.50	-5.17	24.93	-5.64	7.17	0.01	1.24	26.14
原材料	3.50	10.23	-4.06	25.00	18.11	21.87	-6.45	21.39	14.08	-0.36	4.68
公用事业	9.59	-0.20	-1.44	13.99	-2.83	22.24	0.46	8.32	12.20	-8.39	24.29
沪深300											
沪深300	3.22	-11.38	-21.63	-5.20	27.21	36.07	-25.31	21.78	-11.28	5.58	51.66
金融地产	6.64	-9.38	-14.98	-11.78	0.76	33.60	-20.02	17.72	-9.78	-7.28	86.34
工业	2.78	24.16	-24.79	11.22	33.90	17.91	-26.60	4.86	16.51	12.14	62.22
主要消费	-5.38	12.64	-14.96	-8.92	75.09	79.32	-22.37	81.02	8.40	22.54	14.48
信息技术	-3.71	2.35	-36.86	-1.90	34.40	59.54	-37.58	22.74	-20.41	48.11	3.47
原材料	10.79	12.90	-24.40	14.57	38.99	28.28	-35.56	29.22	-4.85	-1.85	39.60
可选消费	11.49	12.40	-20.47	-16.93	54.75	37.84	-30.14	28.43	16.56	26.76	20.12
医药卫生	-16.12	14.35	-24.67	-16.68	55.42	38.39	-21.77	26.37	-2.92	36.12	5.12
公用事业	24.45	7.73	-11.63	29.58	-1.53	1.86	-7.18	9.97	19.50	-0.38	83.12
电信业务	10.74	7.85	-20.99	3.29	-7.69	36.52	-38.31	24.51	12.54	30.54	37.34
能源	28.33	14.06	18.29	18.19	16.29	3.92	-23.68	11.41	-3.02	-18.84	20.46
恒生指数											
恒生指数	5.25	-13.82	-15.46	-14.08	-3.40	9.07	-13.61	35.99	0.39	-7.16	1.28
工商	7.74	-15.41	-22.01	-19.80	7.51	10.76	-19.27	40.91	2.89	-5.29	-5.74
金融	4.41	-8.08	-4.20	-8.31	-5.56	9.23	-12.30	34.71	-0.88	-9.81	5.21
房地产	15.15	29.62	-11.97	-7.93	20.06	8.20	-7.35	38.28	-3.06	-2.09	7.16
公用事业	6.18	10.74	-27.34	10.76	-19.13	-2.09	3.84	11.23	-2.11	-6.32	2.78
恒生科技指数	-1.51	-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

最近的报告

20240303	道与中国市场投机艺术
20231107	展望 2024: 无往不复
20230924	谁是最大的熊?
20230827	难念的经
20230820	中日历史的较量
20230521	2023 年下半年展望: 进则无咎
20230219	从贸易盈余到市场复苏
20230205	是死猫跳, 还是牛回头?
20230129	超额储蓄加油春季行情
20230111	2022 年启示录
20221218	中国量宽?
20221204	再见了, “清零”
20221120	展望 2023: 或跃在渊

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。