2020 年 5 月 5 日

中国宏观观察

量化策略（一）：宏观择时

谭淳
karen.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1825

蔡涵
hanna.cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1805

彭非
fei.peng@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

- 宏观择时主要利用对宏观经济变量趋势的判断和拐点的捕捉来配置资产，它更多反映出经济基本面的状况。在资本市场中，基于宏观预测自上而下的资产配置策略已被有所应用，例如建立在经济周期预测上的美林时钟。国内外学者也对部分宏观经济指标的预测能力进行测试，研究显示，工业生产率、劳动收入、经济总产值、短期利率等宏观指标对股票市场具有可预测性。

- 宏观因子在 A 股与债券市场中均存在择时效应；宏观动量择时策略较长期持有策略，能获得更高的收益和更小的回撤。我们基于经济增长、通胀压力、贸易环境、货币政策和风险情绪五个维度，对 60 个宏观因子进行了测算，分别测评出各个维度在股票和债券市场中，择时效应最为显著的单因子宏观经济指标。

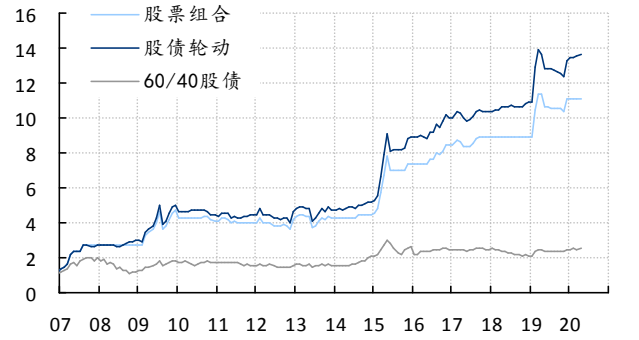
- A 股中， PPI、OECD 综合领先指数、CFETS 人民币汇率指数、6 个月期国债到期收益率以及风险偏好的择时效用分别在通胀、增长、贸易、货币和风险情绪类别中表现最佳。国债市场中，则以 CPI、OECD 商业信心指数、CFETS 人民币汇率指数、20 年国债收益率和风险偏好为代表。值得注意的是，部分宏观数据的市场预期也有着显著的择时效用，例如进出口、通胀、消费以及 M2。

- 宏观择时因子驱动下的股债轮动组合表现大幅优于传统的 60/40 股债组合。我们从经济周期、贸易环境、风险情绪和货币政策四个维度，选择对股票市场和债券市场均有着显著择时效用的指标，构建股债轮动择时信号。回测结果显示，2007 年至今，相较于 60/40 股债配置，基于宏观动量择时的股债轮动在收益与风险控制上均具有明显优势。

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

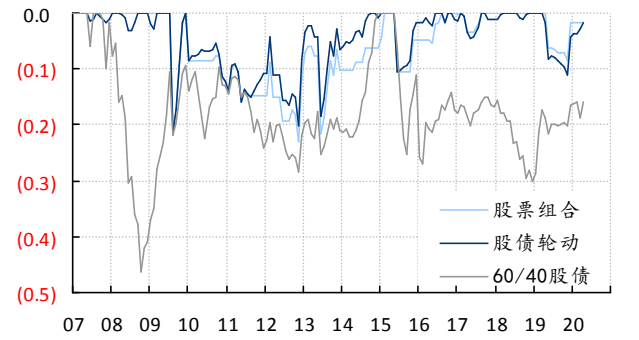
焦点图表

图表 1: 宏观择时股债轮动组合收益高于 60/40 股债组合



数据来源：万得, 交银国际

图表 2: 宏观择时股债轮动组合回撤低于 60/40 股债组合



数据来源：万得, 交银国际

宏观择时概览

宏观环境是资产收益的长期驱动因素，宏观经济趋势与资产价格表现息息相关。理论上，宏观经济因子对资产价格也具备一定的预测能力。以股票市场为例，宏观经济运行周期不仅能够通过风险溢价和无风险利率来影响公司未来现金流的折现率，也能影响投资者对公司盈利能力的预期，因而影响股票市场的表现。此外，投资者的风险偏好也往往随着宏观环境的变化而发生转变。历史经验显示，在经济加速扩张、通胀下行、货币宽松、风险偏好改善时，股票更有可能为投资者带来超额收益；当增长放缓、货币宽松、风险偏好下降时，债券常常有所表现。

宏观择时主要基于对宏观经济变量趋势的判断和拐点的捕捉来配置资产，它更多反映出经济基本面的状况。在资本市场中，基于宏观预测自上而下的资产配置策略已有所实践，例如建立在经济周期预测上的美林时钟，以及基于市场对宏观趋势信息反映不足的宏观动量策略。国内外学者也对部分宏观经济指标的预测能力进行测试，研究显示，工业生产率、劳动收入、经济总产值、短期利率等宏观指标对股票市场具有可预测性。

图表 3: 海外宏观择时策略信号汇总

	经济增长	通胀上升	国际贸易	货币政策	风险情绪
股票	+	–	+	–	+
货币	+	+	–	+	+
政府债券	–	–	–	–	–
利率	–	–	–	–	–

资料来源: AQR，交银国际

宏观动量择时模型构建方法

我们的研究主要集中于经济周期（增长、通胀）、国际贸易、货币政策和风险情绪四个维度中，最具有代表性的指标。由于同类指标具有高度相关性，在依次检验宏观单因子对股债的择时效应后，我们从每一类中选取择时效用最好的因子最为代表，分别构建股、债市场的择时模型。最后，我们选取在股、债市场中均具备显著择时效果的宏观因子，构建股债轮动择时模型。

宏观因子择时效果测算：对于单一宏观因子，我们根据宏观数据的变化趋势计算交易信号。例如，当 PMI 较上一期上升时，说明增长加速，利好股市，则 PMI 对股票市场的动量为正，记为 1（满仓）。当 PMI 较上一期下降时，说明经济增长放缓，则 PMI 对股票产生负向交易信号，记为-1（空仓）。倘若本期与上一期数值相同，则不产生交易信号，记为 0（空仓）。值得注意的是，我国统计局对宏观经济指标的披露存在时滞性，因此对于每个宏观因子我们均进行了延时处理，较建仓时间滞后 1-2 个月。

宏观预期因子择时效果测算：对于单一的宏观预测值，我们通过比较当期数据的市场预期与上一期统计局的披露值的变化，来测算交易信号。例如，当市场预期 PPI 较上一期下降时，则 PPI 对股市作用力为正向，记为 1（满仓）。宏观预测因子对于宏观环境的判断更为及时，但劣势在于其披露时间和数值变化并不确定。因此，我们仅仅对单一宏观变量预测值的择时效果进行测算，并未将其纳入多因子宏观动量策略的构建中。

信号测算：我们对各宏观因子均进行了正向和反向的择时信号测评，结果显示，股票市场中，经济增长、风险情绪的择时影响为正向，而通胀上升、货币政策、基于人民币汇率的国际贸易指标的择时影响为负向。在债券市场中，经济增长、通胀上升、风险情绪、货币政策和基于人民币汇率的国际贸易环境因子的择时影响均为负向。

图表 4: 中国宏观择时策略信号汇总

	经济增长	通胀上升	国际贸易	货币政策	风险情绪
股票	+	-	-	-	+
政府债券	-	-	-	-	-

资料来源: 交银国际

宏观动量择时在中国股债市场中的表现

宏观动量择时在 A 股市场的应用

我们从经济周期（增长、通胀）、国际贸易竞争力、货币环境、风险情绪四个方向选择相应的宏观变量，并通过单一宏观变量择时效果来测评宏观因子的有效性。我们回测了一部分有代表性的单因子宏观变量，结果如下：

- 经济增长中，OECD 综合领先指数和消费者信心指数择时效果优于长期持有，其中 OECD 领先指数表现更佳。
- 通胀中，PPI 同比择时效果优于长期持有。
- 国际贸易竞争力中，2015 年汇改后，人民币汇率择时效果优于长期持有，其中以 CFETS 人民币汇率指数效果最佳。
- 货币环境中，中短期债券收益率择时效果优于长期持有，其中以 6 个月债券收益率效果最佳。
- 风险偏好的择时效果优于长期持有。
- 市场预期中，通胀、社会消费品零售、进出口、M2 等指标具有较好的择时效果。

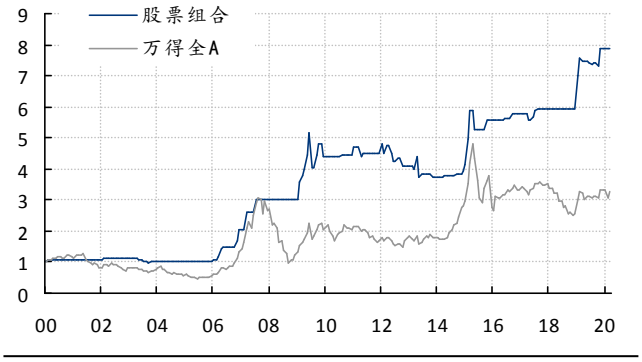
基于最优收益波动比，我们从五个维度中，分别选取 PPI、OECD 综合领先指数、CFETS 人民币汇率指数、6 个月国债到期收益率以及风险偏好构建择时指标。结果显示，在股票市场中，宏观择时策略较长期持有策略的收益与风险控制均明显改善。

图表 5: 部分宏观单因子择时效用在 A 股中表现总结

		同期持有收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	收益波动比	年均换手次数
	股票（长期持有）	5.8%	5.8%	28.5%	-68.6%	20%	-
增长	工业增加值:当月同比	5.8%	4.0%	20.4%	-57.6%	20%	6.8
	工业增加值:累计同比	5.8%	3.4%	15.7%	-40.9%	21%	3.4
	固定资产投资完成额:同比	5.7%	-1.2%	16.5%	-46.9%	-7%	3.5
	房地产开发投资完成额:同比	5.7%	0.8%	17.5%	-44.4%	5%	4.0
	基础设施建设投资:同比	9.4%	3.3%	21.2%	-51.1%	15%	4.6
	PMI	11.7%	9.0%	23.6%	-43.0%	38%	5.9
	PMI:生产	11.7%	9.7%	22.9%	-35.9%	42%	5.7
	PMI:新订单	11.7%	5.6%	21.9%	-49.3%	26%	5.9
	社会消费品零售总额:同比	5.8%	3.4%	21.9%	-58.7%	16%	6.5
	OECD 综合领先指数	**5.8%**	**12.2%**	**18.6%**	**-31.1%**	**65%**	**0.9**
	OECD 商业信心指数	5.7%	3.7%	19.0%	-50.5%	19%	2.8
	OECD 消费者信心指数	**5.8%**	**8.7%**	**19.1%**	**-37.0%**	**46%**	**1.7**
通胀	CPI:当月同比	5.8%	4.7%	19.3%	-55.8%	24%	5.8
	核心 CPI:当月同比	12.8%	5.8%	15.8%	-29.8%	37%	5.4
	RPI:当月同比	5.8%	4.0%	19.2%	-55.8%	21%	5.3
	PPI:全部工业品:当月同比	**5.8%**	**12.1%**	**20.1%**	**-42.4%**	**60%**	**2.8**
贸易	出口金额:当月同比	5.8%	-0.4%	19.6%	-55.4%	-2%	8.0
	进口金额:当月同比	5.8%	-3.2%	18.9%	-65.4%	-17%	7.8
	贸易差额:当月同比	5.8%	2.2%	20.4%	-60.6%	11%	8.3
	人民币:实际有效汇率指数	5.3%	3.7%	19.6%	-46.4%	19%	4.9
	人民币:名义有效汇率指数	5.3%	2.6%	20.5%	-57.2%	13%	5.3
	CFETS 人民币汇率指数	**-0.5%**	**4.8%**	**13.5%**	**-23.1%**	**36%**	**5.7**
	人民币汇率指数(参考 BIS 货币篮子)	**-0.5%**	**1.7%**	**12.8%**	**-22.8%**	**13%**	**6.3**
	人民币汇率指数(参考 SDR 货币篮子)	**-0.5%**	**0.9%**	**13.1%**	**-21.2%**	**7%**	**6.6**
货币	银行间质押式回购加权利率:7 天	5.7%	3.3%	19.3%	-50.0%	17%	6.1
	银行间质押式回购加权利率:14 天	5.7%	2.5%	18.8%	-50.0%	13%	6.3
	银行间质押式回购加权利率:1 个月	5.7%	4.7%	19.8%	-56.8%	24%	4.9
	银行间质押式回购加权利率:3 个月	5.2%	3.6%	19.3%	-49.6%	18%	5.1
	国债到期收益率:1 个月	8.4%	4.7%	12.4%	-31.0%	37%	4.0
	国债到期收益率:3 个月	8.5%	7.6%	16.8%	-16.8%	45%	6.2
	国债到期收益率:6 个月	**8.9%**	**13.2%**	**18.7%**	**-21.2%**	**71%**	**4.8**
	国债到期收益率:1 年	**8.9%**	**12.3%**	**18.9%**	**-21.2%**	**65%**	**4.6**
	国债到期收益率:2 年	**8.9%**	**13.5%**	**19.0%**	**-21.2%**	**71%**	**4.4**
	国债到期收益率:3 年	**8.9%**	**9.3%**	**19.2%**	**-21.2%**	**49%**	**5.0**
	国债到期收益率:4 年	**8.9%**	**9.2%**	**19.1%**	**-21.3%**	**48%**	**4.3**
	国债到期收益率:5 年	**8.9%**	**9.4%**	**19.2%**	**-21.2%**	**49%**	**4.8**
	国债到期收益率:6 年	8.9%	6.4%	18.8%	-24.6%	34%	4.4
	国债到期收益率:7 年	8.9%	4.9%	18.4%	-24.6%	27%	4.1
	国债到期收益率:8 年	8.9%	7.9%	16.9%	-24.6%	47%	4.3
	国债到期收益率:9 年	8.9%	8.1%	16.9%	-24.6%	48%	3.7
	国债到期收益率:10 年	**8.9%**	**9.0%**	**17.0%**	**-24.6%**	**53%**	**3.9**
	国债到期收益率:15 年	**8.9%**	**10.5%**	**16.6%**	**-24.6%**	**64%**	**4.1**
	国债到期收益率:20 年	6.9%	5.7%	15.9%	-24.6%	36%	4.3
	国债到期收益率:30 年	6.1%	6.0%	16.5%	-24.6%	36%	4.2
	M0:同比	**5.8%**	**6.4%**	**17.9%**	**-38.8%**	**36%**	**6.9**
	M1:同比	**5.8%**	**6.4%**	**20.6%**	**-39.6%**	**31%**	**5.9**
	M2:同比	5.8%	-0.4%	21.3%	-54.4%	-2%	6.2
	社会融资规模存量:人民币贷款:同比	**4.8%**	**7.3%**	**13.9%**	**-13.9%**	**52%**	**6.2**
风险	**风险情绪**	**5.7%**	**11.6%**	**19.4%**	**-42.7%**	**60%**	**5.9**
预测	工业增加值:当月同比（预测）	1.5%	-1.7%	21.3%	-64.5%	-8%	5.5
	CPI:当月同比（预测）	**1.5%**	**5.3%**	**21.1%**	**-71.4%**	**25%**	**5.4**
	PPI:全部工业品:当月同比（预测）	**1.5%**	**12.9%**	**20.2%**	**-61.7%**	**64%**	**2.6**
	固定资产投资完成额:累计同比（预测）	1.5%	-0.3%	13.9%	-38.9%	-2%	3.7
	社会消费品零售总额:当月同比（预测）	**1.5%**	**3.6%**	**14.1%**	**-36.7%**	**26%**	**4.5**
	出口金额:当月同比（预测）	**1.5%**	**8.6%**	**19.3%**	**-44.1%**	**45%**	**5.3**
	进口金额:当月同比（预测）	**1.5%**	**10.4%**	**19.3%**	**-34.6%**	**54%**	**6.1**
	贸易差额:当月同比（预测）	**1.5%**	**4.6%**	**29.1%**	**-64.7%**	**16%**	**1.6**
	M2:同比（预测）	**1.5%**	**2.1%**	**17.6%**	**-40.7%**	**12%**	**5.8**
	社会融资规模存量:人民币贷款:同比（预测）	4.0%	2.0%	5.5%	-6.4%	37%	3.5

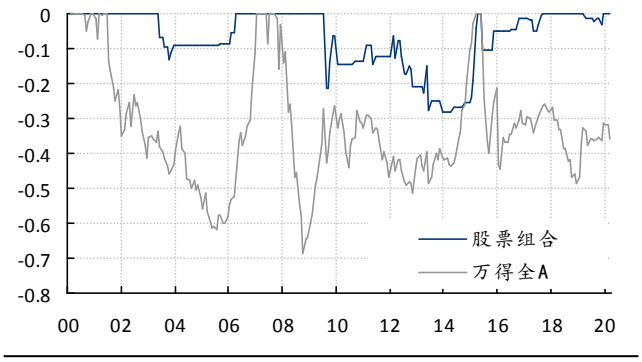
资料来源: 万得，交银国际

图表 6: 宏观择时策略组合在 A 股中的收益高于长期持有



数据来源：万得，交银国际

图表 7: 宏观择时策略组合在 A 股中回撤小于长期持有



数据来源：万得，交银国际

宏观动量择时在国债市场的应用

我们也检测了经济周期、国际贸易竞争力、货币环境、风险偏好中的单因子宏观变量在国债市场中的择时效用。结果显示：

- 经济增长中，房地产/全行业固定资产投资、工业增加值、PMI、OECD 综合领先指数、OECD 商业信心指数等择时效果优于长期持有，其中 OECD 商业信心指数的收益波动比最高；
- 通胀中，CPI、RPI 表现优于长期持有，其中 CPI 择时效果最优。
- 国际贸易竞争力中，CFETS 人民币汇率指数有着较好的择时效果。
- 货币环境中，M1、M2 和多数债券收益率体现出一定的择时效用，以 20 年国债收益率最为显著。
- 风险偏好的择时效果优于长期持有。
- 市场预期中，通胀、社会消费零售、进出口、M2 等指标对债券市场具有较好的择时效果。

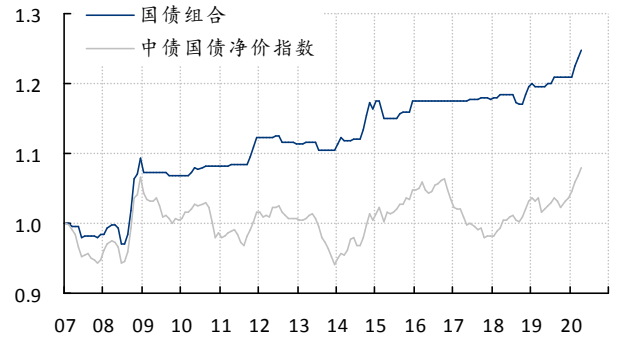
同样的，我们选取五个维度中具有最高收益波动比的指标，即 OECD 商业信心指数、CPI、CFETS 人民币汇率指数、20 年国债收益率和风险偏好构建复合型择时指标。结果显示，在国债市场中，宏观择时策略较长期持有的收益与风险控制均有所改善。

图表 8: 部分宏观单因子择时效用在国债市场中表现总结

		同期持有收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	收益波动比	年均换手次数
	国债（长期持有）	0.5%	0.5%	3.4%	-11.7%	16%	-
增长	**工业增加值:当月同比**	**0.5%**	**0.7%**	**2.9%**	**-5.7%**	**24%**	**7.2**
	工业增加值:累计同比	**0.5%**	**0.8%**	**3.1%**	**-7.9%**	**25%**	**3.4**
	固定资产投资完成额:同比	**0.5%**	**0.6%**	**2.6%**	**-7.4%**	**24%**	**3.3**
	房地产开发投资完成额:同比	**0.5%**	**1.3%**	**2.9%**	**-8.0%**	**46%**	**3.7**
	基础设施建设投资:同比	0.5%	0.3%	2.7%	-7.3%	11%	4.8
	PMI	**0.5%**	**1.6%**	**2.2%**	**-3.5%**	**69%**	**5.9**
	PMI:生产	**0.5%**	**1.1%**	**2.1%**	**-2.7%**	**53%**	**5.9**
	PMI:新订单	**0.5%**	**1.4%**	**2.3%**	**-4.9%**	**59%**	**5.9**
	社会消费品零售总额:同比	**0.5%**	**0.9%**	**2.3%**	**-3.8%**	**39%**	**6.6**
	OECD 综合领先指数	**0.5%**	**1.8%**	**2.7%**	**-5.8%**	**67%**	**1.0**
	OECD 商业信心指数	**0.5%**	**2.0%**	**2.6%**	**-4.6%**	**76%**	**3.0**
	OECD 消费者信心指数	0.5%	0.4%	2.6%	-7.6%	14%	1.9
通胀	**CPI:当月同比**	**0.5%**	**1.1%**	**2.5%**	**-4.2%**	**45%**	**6.1**
	核心 CPI:当月同比	0.5%	-0.2%	2.6%	-12.7%	-9%	5.5
	RPI:当月同比	**0.5%**	**0.8%**	**2.6%**	**-8.0%**	**31%**	**5.5**
	PPI:全部工业品:当月同比	0.5%	0.3%	2.2%	-9.4%	12%	2.7
贸易	出口金额:当月同比	0.5%	-0.5%	2.7%	-13.5%	-19%	7.6
	进口金额:当月同比	0.5%	0.3%	2.6%	-11.0%	10%	7.8
	贸易差额:当月同比	0.5%	-0.1%	2.2%	-6.5%	-3%	7.9
	人民币:实际有效汇率指数	0.5%	-0.1%	2.3%	-9.2%	-6%	4.6
	人民币:名义有效汇率指数	0.5%	-0.4%	2.0%	-12.9%	-21%	5.1
	CFETS 人民币汇率指数	**1.2%**	**1.4%**	**1.5%**	**-1.3%**	**93%**	**5.5**
	人民币汇率指数(参考 BIS 货币篮子)	1.2%	0.5%	2.0%	-2.5%	25%	6.2
	人民币汇率指数(参考 SDR 货币篮子)	1.2%	0.9%	2.0%	-2.2%	43%	6.8
货币	银行间质押式回购加权利率:7 天	0.5%	0.3%	2.5%	-9.1%	12%	7.2
	银行间质押式回购加权利率:14 天	**0.5%**	**0.8%**	**2.5%**	**-4.5%**	**31%**	**7.2**
	银行间质押式回购加权利率:1 个月	0.5%	0.4%	2.7%	-8.9%	15%	6.9
	银行间质押式回购加权利率:3 个月	0.5%	1.6%	2.6%	-3.1%	62%	7.0
	国债到期收益率:1 个月	**0.5%**	**1.1%**	**2.9%**	**-9.1%**	**37%**	**3.4**
	国债到期收益率:3 个月	**0.8%**	**1.0%**	**2.3%**	**-5.4%**	**43%**	**6.3**
	国债到期收益率:6 个月	0.3%	0.2%	1.9%	-5.8%	13%	4.8
	国债到期收益率:1 年	**0.3%**	**0.5%**	**1.9%**	**-2.6%**	**29%**	**4.7**
	国债到期收益率:2 年	**0.3%**	**0.5%**	**2.0%**	**-4.2%**	**25%**	**5.6**
	国债到期收益率:3 年	**0.3%**	**0.4%**	**2.0%**	**-3.2%**	**22%**	**5.2**
	国债到期收益率:4 年	**0.3%**	**0.7%**	**1.8%**	**-3.2%**	**36%**	**4.7**
	国债到期收益率:5 年	0.3%	0.2%	2.0%	-5.1%	10%	4.8
	国债到期收益率:6 年	**0.3%**	**0.9%**	**1.7%**	**-3.1%**	**52%**	**3.8**
	国债到期收益率:7 年	**0.3%**	**0.9%**	**1.9%**	**-3.1%**	**48%**	**3.9**
	国债到期收益率:8 年	**0.3%**	**0.9%**	**1.7%**	**-3.1%**	**55%**	**4.3**
	国债到期收益率:9 年	**0.3%**	**0.8%**	**1.9%**	**-3.3%**	**44%**	**4.7**
	国债到期收益率:10 年	**0.3%**	**0.9%**	**2.1%**	**-2.8%**	**44%**	**4.7**
	国债到期收益率:15 年	**0.3%**	**1.2%**	**2.0%**	**-2.6%**	**62%**	**4.3**
	国债到期收益率:20 年	**0.3%**	**1.3%**	**2.0%**	**-2.7%**	**69%**	**4.1**
	国债到期收益率:30 年	1.2%	1.0%	2.0%	-2.1%	50%	7.0
	M0:同比	0.5%	-0.5%	2.5%	-10.7%	-21%	6.9
	M1:同比	**0.5%**	**0.9%**	**2.8%**	**-7.9%**	**31%**	**5.7**
	M2:同比	**0.5%**	**0.7%**	**2.9%**	**-5.9%**	**23%**	**6.2**
	社会融资规模存量:人民币贷款:同比	0.7%	0.5%	2.1%	-4.2%	24%	6.2
风险	**风险情绪**	**0.5%**	**0.8%**	**2.6%**	**-7.1%**	**32%**	**5.5**
预测	工业增加值:当月同比（预测）	0.9%	0.4%	2.5%	-8.6%	18%	5.5
	CPI:当月同比（预测）	**0.9%**	**2.1%**	**2.6%**	**-3.2%**	**79%**	**5.4**
	PPI:全部工业品:当月同比（预测）	**0.9%**	**1.2%**	**2.7%**	**-8.5%**	**44%**	**2.6**
	固定资产投资完成额:累计同比（预测）	0.9%	0.7%	3.1%	-9.0%	23%	3.7
	社会消费品零售总额:当月同比（预测）	**0.9%**	**1.4%**	**2.9%**	**-7.9%**	**50%**	**4.5**
	出口金额:当月同比（预测）	**0.9%**	**1.1%**	**2.7%**	**-8.7%**	**42%**	**5.3**
	进口金额:当月同比（预测）	**0.9%**	**1.3%**	**2.5%**	**-5.0%**	**50%**	**6.1**
	贸易差额:当月同比（预测）	0.9%	0.6%	0.9%	-0.7%	67%	1.6
	M2:同比（预测）	**0.9%**	**1.1%**	**2.4%**	**-7.1%**	**47%**	**5.8**
	社会融资规模存量:人民币贷款:同比（预测）	0.7%	0.5%	2.3%	-8.3%	23%	3.5

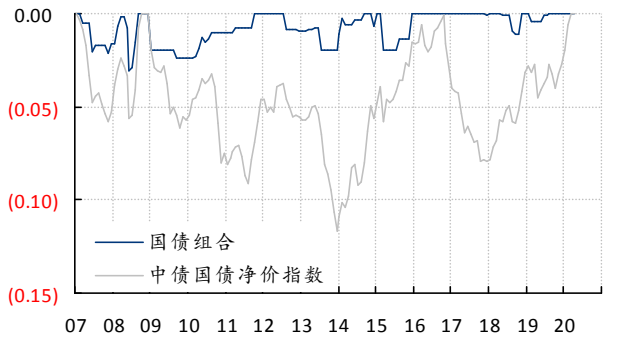
资料来源: 万得，交银国际

图表 9: 宏观择时策略组合在国债市场中的收益高于国债净价指数



数据来源：万得, 交银国际

图表 10: 宏观择时策略组合在国债市场中的回撤小于国债净价指数

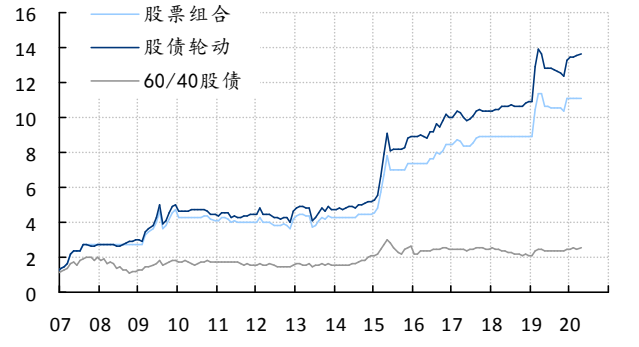


数据来源：万得, 交银国际

宏观动量择时之股债轮动

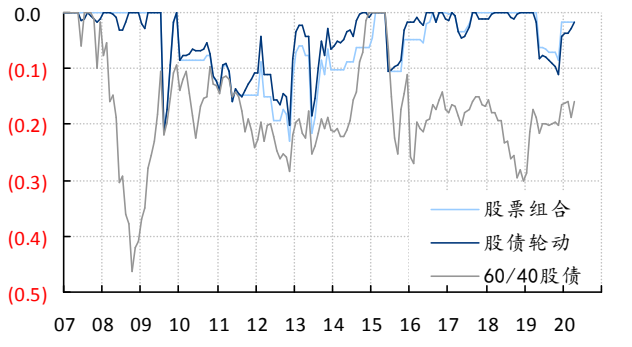
综合宏观择时在股票与债券市场中的表现，我们基于经济周期、贸易环境、风险情绪和货币政策四个主要维度，选择对股票市场和债券市场都具备有效择时效用的指标，构建股债轮动择时信号。回测结果显示，2007 年至今，宏观动量择时股债轮动组合相较于 60/40 股债配置，能获得更高的收益和更小的回撤。

图表 11: 宏观择时股债轮动组合收益高于 60/40 股债组合



数据来源：万得, 交银国际

图表 12: 宏观择时股债轮动组合回撤低于 60/40 股债组合



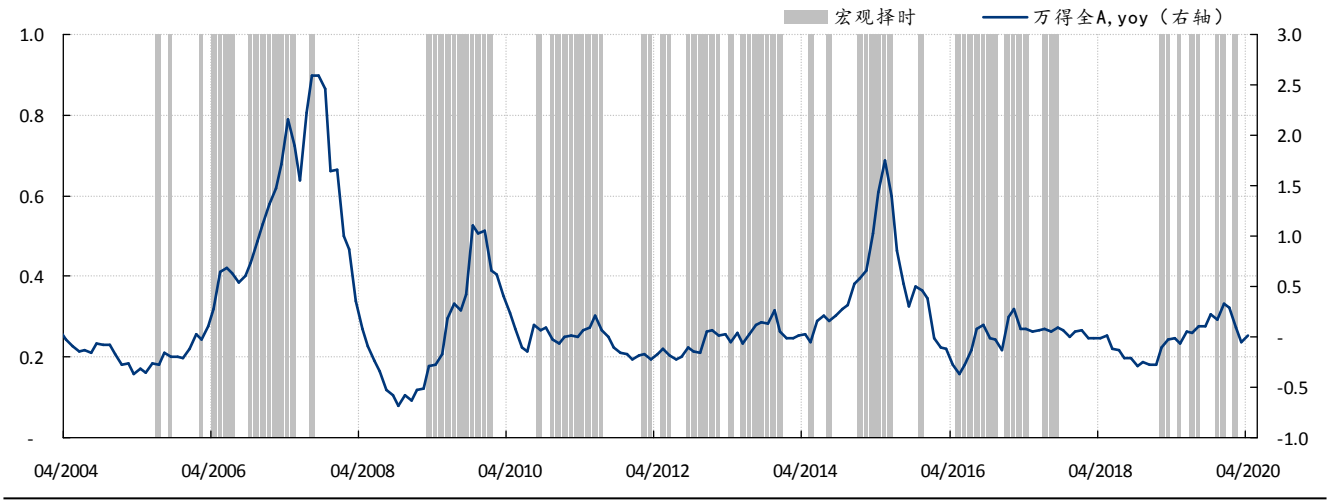
数据来源：万得, 交银国际

图表 13: 基于宏观择时策略的组合表现

	股票择时			股债择时			60/40 股债组合		
	收益率	波动率	最大回撤	收益率	波动率	最大回撤	收益率	波动率	最大回撤
2007	140.8%	33.5%	0.0%	135.4%	34.1%	-1.6%	81.1%	26.2%	-9.9%
2008	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	6.3%	-3.2%	-40.0%	25.0%	-46.2%
2009	71.7%	35.0%	-21.2%	66.7%	35.5%	-21.2%	53.7%	20.3%	-36.8%
2010	-12.3%	9.3%	-12.3%	-12.1%	9.7%	-12.1%	-4.2%	14.9%	-22.4%
2011	-2.8%	9.1%	-15.9%	1.5%	9.5%	-15.8%	-12.7%	9.1%	-24.2%
2012	3.9%	20.6%	-23.1%	2.9%	20.7%	-20.2%	3.0%	13.4%	-28.4%
2013	1.5%	20.7%	-21.6%	1.7%	20.7%	-18.5%	1.2%	14.1%	-25.3%
2014	4.4%	3.1%	-10.2%	9.5%	3.9%	-5.8%	32.8%	9.7%	-22.2%
2015	67.4%	30.7%	-10.5%	73.1%	30.1%	-10.5%	26.5%	26.6%	-25.3%
2016	14.2%	7.2%	-5.4%	12.6%	7.7%	-2.3%	-6.9%	21.3%	-27.0%
2017	5.3%	5.7%	-3.5%	3.3%	6.1%	-4.5%	0.8%	5.7%	-20.3%
2018	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	2.1%	-1.1%	-16.1%	8.3%	-30.0%
2019	25.1%	21.7%	-8.6%	22.1%	22.1%	-11.1%	19.5%	12.9%	-28.8%
2020	0.0%	10.5%	-1.7%	2.7%	10.6%	-3.6%	0.5%	8.4%	-18.8%

资料来源: 万得，交银国际

图表 14: 宏观择时股债轮动组合中的股票持仓区间



资料来源: 万得，交银国际

经济领先指标

图表 15: 螺纹钢价格（周度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 16: 唐山高炉开工率（周度）



资料来源：万得，交银国际

图表 17: 铁矿石价格指数及进口量



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 18: 铁矿石库存同比增速（周度）



资料来源：CEIC，交银国际

图表 19: 水泥市场价格（周度）



资料来源：CEIC，交银国际

图表 20: 西部地区水泥市场价格（周度）



资料来源：CEIC，交银国际
注：西部地区城市包括昆明、成都、重庆、贵阳、西安、兰州、西宁和银川。

图表 21: 长江有色市场无氧铜丝价格（日度）



资料来源：万得，交银国际

图表 22: 生猪、豆粕价格（周度）



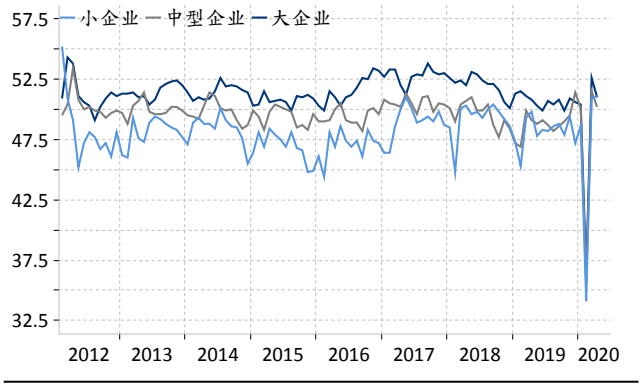
资料来源：万得，交银国际

图表 23: PMI 中国制造业与非制造业（月度）



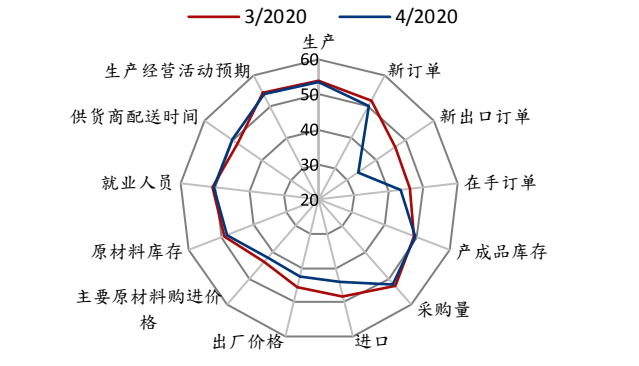
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 24: PMI 中国大中小企业 - 带季调（月度）



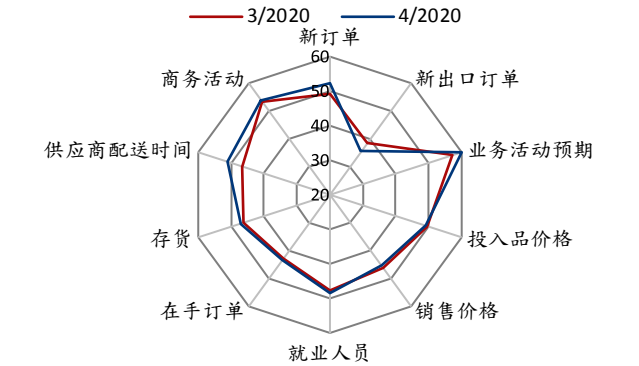
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 25: PMI 制造（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 26: PMI 非制造（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 27: 钢铁制造业 PMI 和粗钢产量（月度）



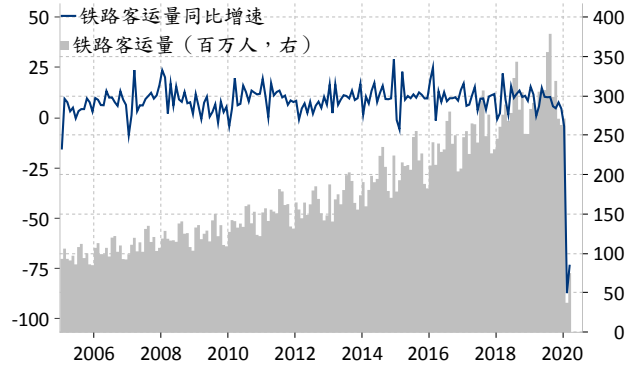
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 28: 钢材价格（周度）



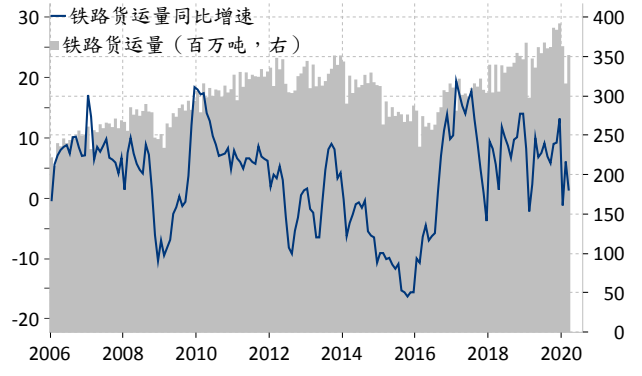
资料来源：CEIC，交银国际

图表 29: 铁路客运量（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 30: 铁路货运量



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 31: 卡车产量增速（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 32: 挖掘机销量同比增速（月度）



资料来源：万得，交银国际

图表 33: 汽车销量（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 34: 水泥产量（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 35: 房屋销售面积（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 36: 房屋新开工面积（月度）



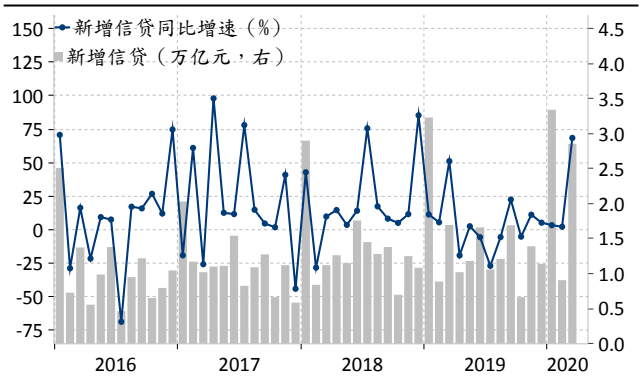
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 37: 社会融资规模（月度）



资料来源：万得，交银国际

图表 38: 新增信贷（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 39: CPI 和 M1、M2 差（月度）



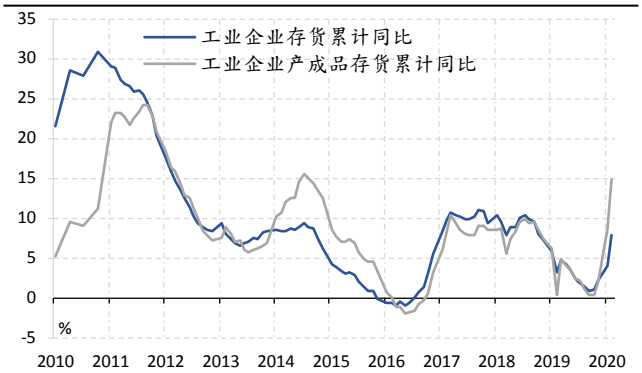
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 40: PPI（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 41: 工业企业存货（月度）



资料来源：万得，交银国际

图表 42: 发电量（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

经济同步指标

图表 43: 工业增加值（月度）



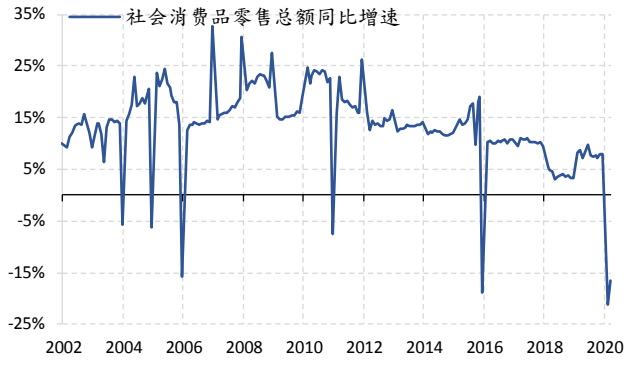
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 44: 工业企业累计盈利（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 45: 社会消费品零售总额（月度）



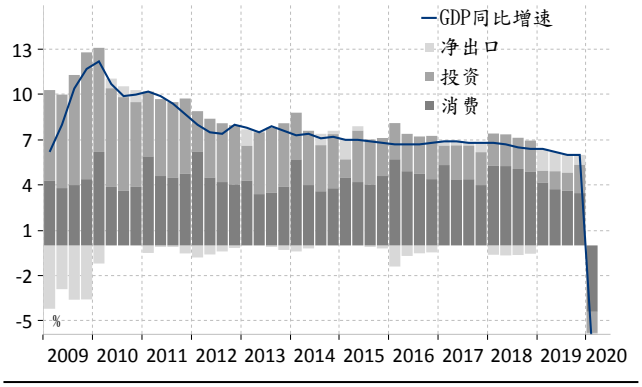
资料来源：CEIC，交银国际

图表 46: 城镇固定资产累计投资（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 47: GDP（季度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 48: 进出口（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

经济滞后指标

图表 49: 企业存款（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

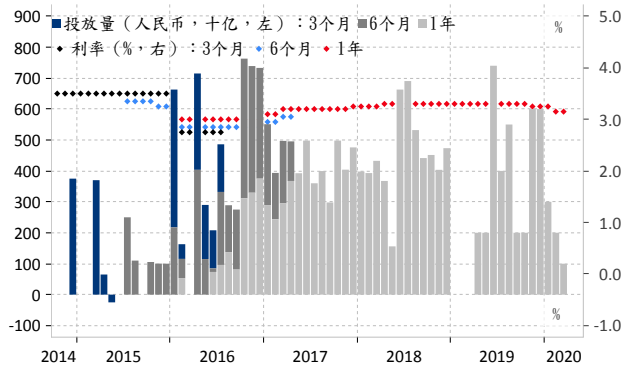
图表 50: 财政支出（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

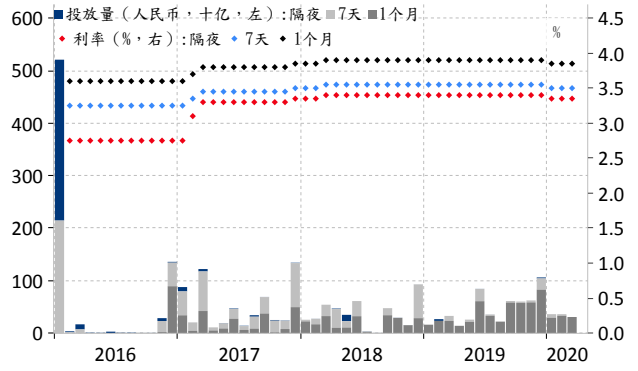
流动性

图表 51: MLF 投放量及利率（月度）



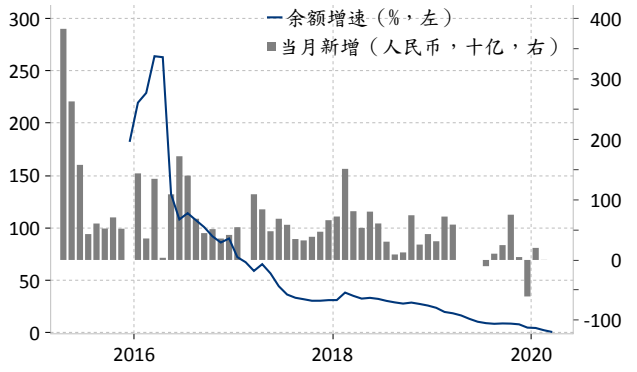
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 52: SLF 投放量及利率（月度）



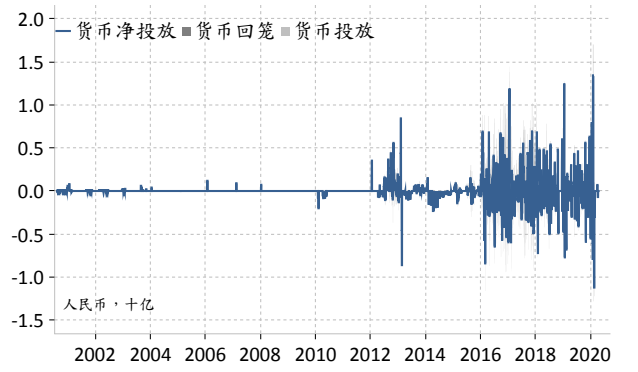
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 53: PSL 当月新增及余额（月度）



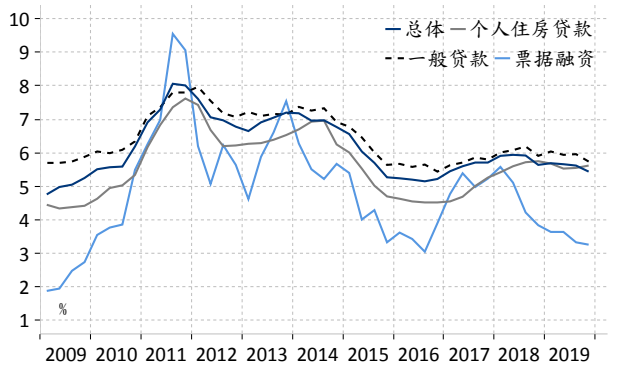
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 54: 公开市场操作（日度）



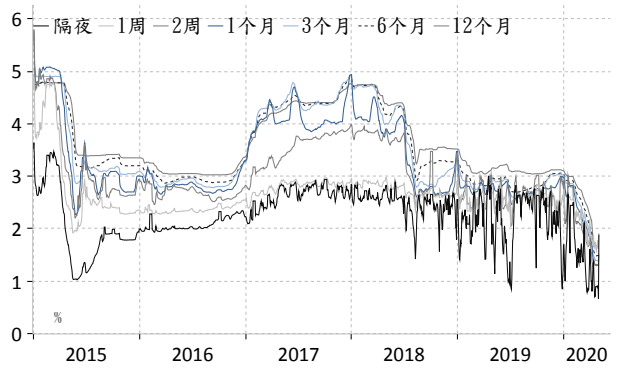
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 55: 贷款加权平均利率（季度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 56: SHIBOR（日度）



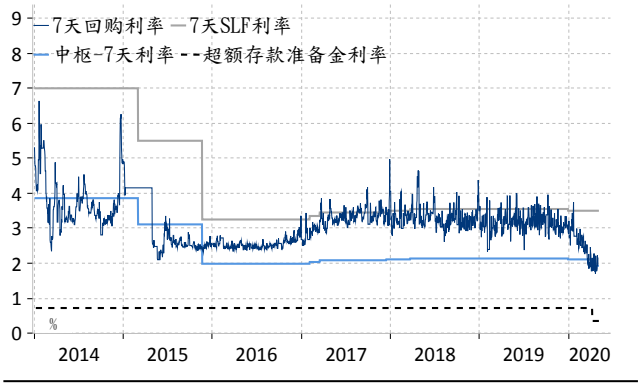
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 57: SLF 隔夜（日度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 58: SLF 7 天（日度）



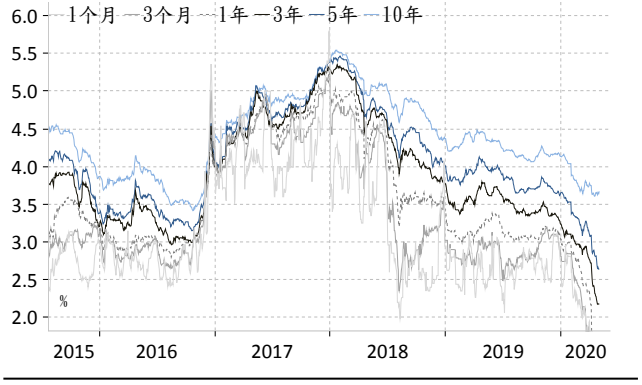
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 59: 国债利率（日度）



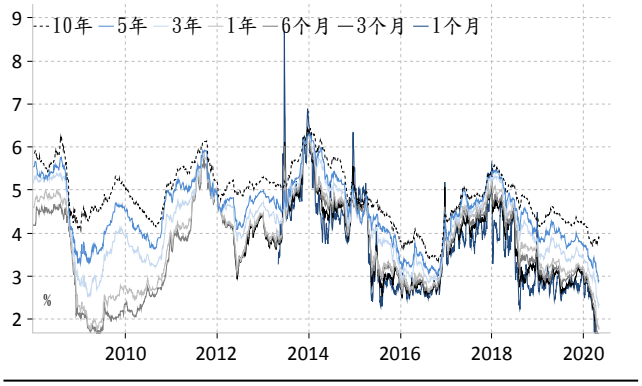
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 60: 商业银行金融债 AAA-级利率（日度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 61: 公司债 AAA 级利率（日度）



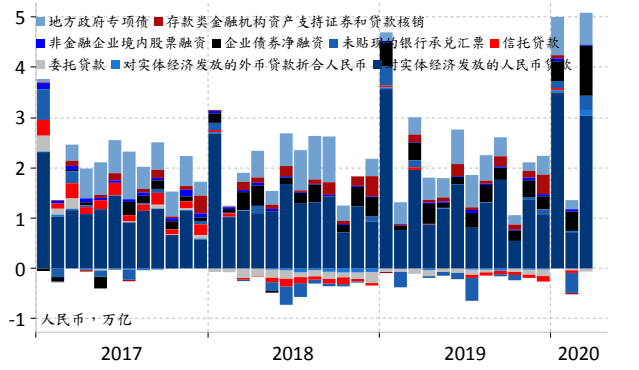
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 62: 温州民间借贷利率（日度）



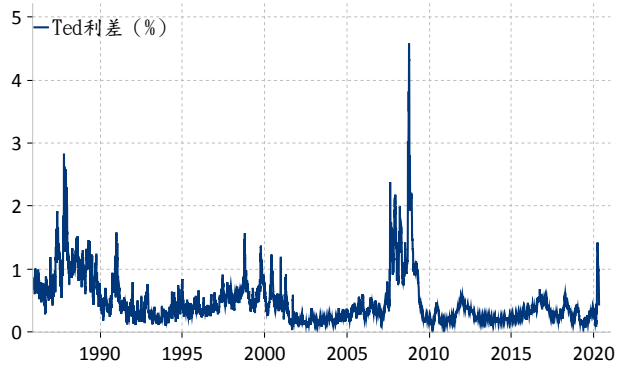
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 63: 新增社融结构（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 64: Ted 利差（日度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 65: 人民币中间价和 1 月掉期（日度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 66: 人民币中间价和 1 年掉期（日度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 67: 美元兑人民币（日度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 68: 美元兑港币（日度）



资料来源：Macrobond，交银国际

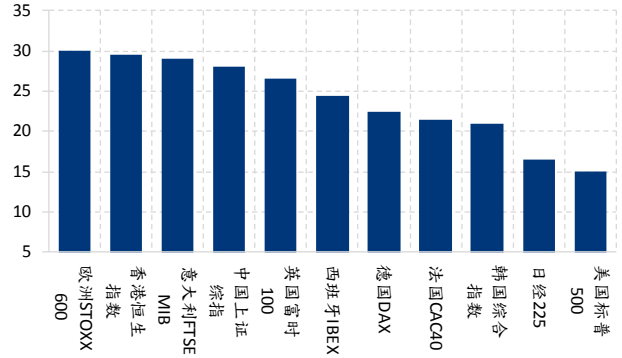
情绪与估值

图表 69: 恒指和 A 股 P/E 比较（日度）



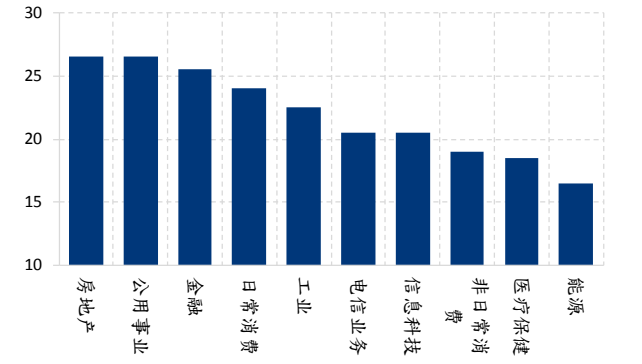
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 70: 全球股票潜力



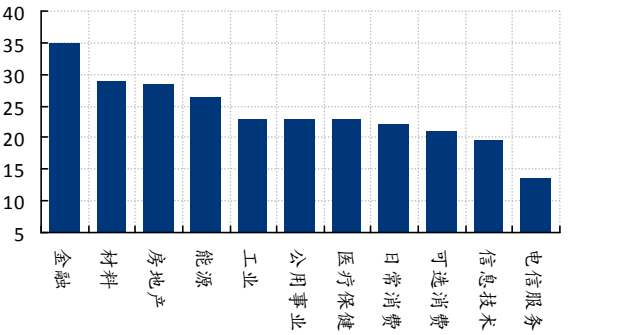
资料来源：彭博，交银国际
方法：按照 ROE、P/E、P/B、Forward EPS 增长率、股息率综合打分，分数越高，潜在收益率越高，下同

图表 71: 香港板块潜力



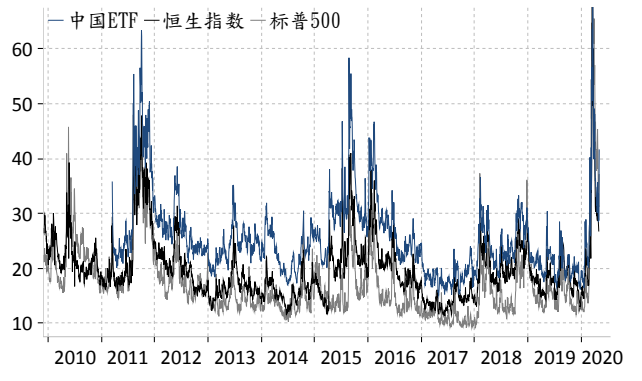
资料来源：彭博，交银国际

图表 72: 中国板块潜力



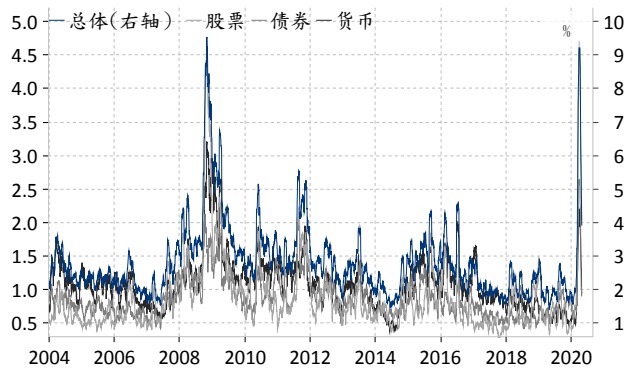
资料来源：万得，交银国际

图表 73: 股指恐慌指数（日度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 74: 资产类别恐慌指数 VIX（日度）



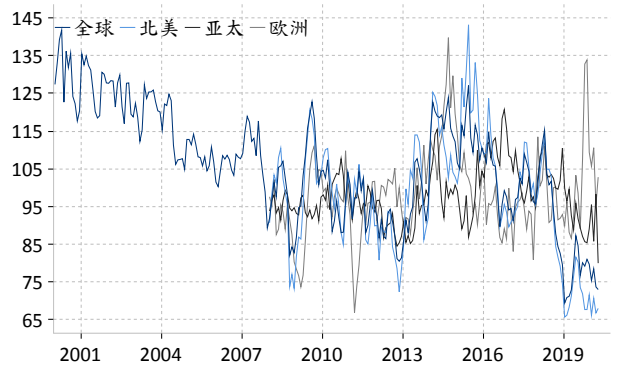
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 75: 中美欧经济意外指数（日度）



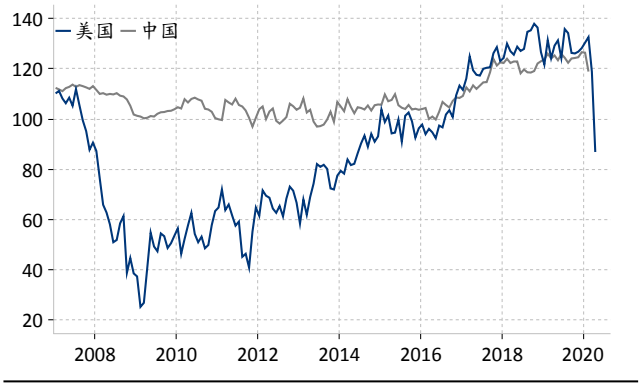
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 76: 全球投资者信心指数（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 77: 美国和中国消费者信心指数（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 78: 主要市场消费者信心指数（月度）



资料来源：Macrobond，交银国际（亚洲五国包括，中国，印度，印度尼西亚，日本，韩国。1990 年 1 月基数设置为 100）

图表 79: 制造业投资累计同比增速

制造业投资	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05	2019-04
上游											
化学原料及制品	-30.8	-33.0	4.2	4.6	6.6	7.6	7.9	9.4	9.3	7.4	5.5
有色金属	-11.6	-17.3	1.2	-1.3	-1.3	-2.6	-4.3	-3.8	-3.4	-9.7	-11.7
中游											
通用设备	-32.1	-40.1	2.2	1.4	0.9	1.6	1.2	2.1	2.8	1.4	1.8
专用设备	-27.1	-36.2	9.7	9.5	9.8	8.7	6.6	7.2	7.2	6.2	8.2
汽车	-27.2	-41.0	-1.5	-0.4	-0.3	1.8	1.5	1.8	0.2	-0.1	-1.4
铁路、船舶、航空航天	-31.6	-39.7	-2.5	-5.7	-5.9	-8.3	-10.7	-10.4	-10.5	-8.6	-8.2
电气机械	-27.8	-33.7	-7.5	-6.8	-7.5	-7.6	-8.0	-7.5	-8.1	-5.9	-6.5
计算机、通信	-10.2	-8.3	16.8	13.8	13.6	11.6	11.1	10.5	8.5	6.2	6.7
下游											
农副食品	-32.8	-38.9	-8.7	-9.3	-10.1	-10.8	-9.4	-7.6	-7.4	-7.4	-6.3
食品	-29.1	-35.1	-3.7	-4.8	-3.8	-3.0	-2.2	-1.4	0.4	-1.0	0.2
纺织业	-37.1	-44.0	-8.9	-8.7	-8.5	-8.2	-5.0	-2.6	-0.3	1.6	0.8
医药	-11.9	-22.1	8.4	7.8	7.9	7.0	7.4	6.9	8.4	8.1	10.4
金属	-31.3	-38.1	-3.9	-3.8	-3.3	-4.5	-3.5	-5.2	-5.2	-4.8	-6.1

资料来源: 万得，交银国际

图表 80: 大类资产表现（年度）

资产类别	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
彭博巴克莱债券指数														
全球	1.6%	6.8%	-1.2%	7.4%	2.1%	-3.2%	0.6%	-2.6%	4.3%	5.6%	5.9%	6.9%	4.8%	9.5%
中国	3.5%	3.4%	3.5%	6.2%	-5.2%	3.9%	8.0%	1.3%	5.1%	9.2%	6.4%	1.8%	17.0%	5.9%
全球+中国	1.6%	6.6%	-0.9%	7.3%	1.7%	-2.9%	0.9%	-2.5%	4.3%	5.8%	5.6%	6.8%	5.1%	9.4%
美国	4.9%	8.7%	0.0%	3.5%	2.6%	0.5%	6.0%	-2.0%	4.2%	7.8%	6.5%	5.9%	5.2%	7.0%
欧洲	-1.9%	4.1%	-4.4%	14.6%	0.3%	-9.8%	-2.4%	6.8%	12.9%	-0.1%	-4.5%	10.4%	1.0%	12.5%
亚太	0.9%	3.7%	2.7%	5.2%	5.3%	-0.5%	-6.8%	-14.6%	-7.0%	7.3%	17.2%	0.0%	22.5%	9.0%
新兴市场	-7.1%	13.1%	-2.5%	8.2%	9.9%	1.3%	4.8%	-4.1%	17.9%	7.0%	12.8%	34.2%	-14.8%	5.2%
国债	2.7%	5.6%	-0.4%	7.3%	1.7%	-3.8%	-0.8%	-4.8%	1.8%	6.3%	5.9%	2.6%	10.2%	10.6%
公司债	-1.0%	11.5%	-3.6%	9.1%	4.3%	-3.6%	3.1%	0.3%	11.2%	4.3%	5.8%	19.2%	-8.6%	6.7%
高收益	-11.3%	12.6%	-4.1%	10.4%	14.8%	-2.7%	0.0%	7.3%	19.6%	3.1%	14.8%	59.4%	-26.9%	3.2%
MSCI指数														
全球	-15.3%	24.0%	-11.2%	21.6%	5.6%	-4.8%	2.1%	20.8%	13.4%	-9.4%	10.4%	31.5%	-43.5%	9.6%
发达市场	-15.0%	25.2%	-10.4%	20.1%	5.3%	-2.7%	2.9%	24.1%	13.2%	-7.6%	9.6%	27.0%	-42.1%	7.1%
新兴市场	-17.8%	15.4%	-16.6%	34.3%	8.6%	-17.0%	-4.6%	-5.0%	15.1%	-20.4%	16.4%	74.5%	-54.5%	36.5%
MSCI欧洲	-19.3%	22.2%	-13.1%	7.3%	-0.5%	5.5%	4.1%	16.4%	13.4%	-10.9%	8.0%	27.1%	-45.5%	0.1%
MSCI亚太地区(除日本)	-11.9%	15.4%	-16.4%	38.7%	2.9%	-11.3%	2.2%	0.7%	19.4%	-19.2%	17.0%	68.3%	-53.6%	37.1%
MSCI中国	-6.4%	20.4%	-20.3%	52.3%	-1.4%	-10.1%	4.7%	0.4%	18.7%	-20.4%	2.6%	58.9%	-52.2%	63.5%
股市(按国家)														
美国 标普500	-12.4%	28.9%	-6.2%	19.4%	9.5%	-0.7%	11.4%	29.6%	13.4%	0.0%	12.8%	23.5%	-38.5%	3.5%
中国 上证综指	-6.2%	22.3%	-24.6%	6.6%	-12.3%	9.4%	52.9%	-6.7%	3.2%	-21.7%	-14.3%	80.0%	-65.4%	96.7%
深证综指	2.3%	35.9%	-33.2%	-3.5%	-14.7%	63.2%	33.8%	20.0%	1.7%	-32.9%	7.5%	117.1%	-61.8%	162.8%
香港 恒生指数	-16.2%	9.1%	-13.6%	36.0%	0.4%	-7.2%	1.3%	2.9%	22.9%	-20.0%	5.3%	52.0%	-48.3%	39.3%
德国 DAX	-20.5%	25.5%	-18.3%	12.5%	6.9%	9.6%	2.7%	25.5%	29.1%	-14.7%	16.1%	23.8%	-40.4%	22.3%
英国 富时100	-23.7%	12.1%	-12.5%	7.6%	14.4%	-4.9%	-2.7%	14.4%	5.8%	-5.6%	9.0%	22.1%	-31.3%	3.8%
法国 CAC40	-26.3%	26.4%	-11.0%	9.3%	4.9%	8.5%	-0.5%	18.0%	15.2%	-17.0%	-3.3%	22.3%	-42.7%	1.3%
日本 日经225	-17.1%	18.2%	-12.1%	19.1%	0.4%	9.1%	7.1%	56.7%	22.9%	-17.3%	-3.0%	19.0%	-42.1%	-11.1%
韩国 韩国综合指数	-13.8%	7.7%	-17.3%	21.8%	3.3%	2.4%	-4.8%	0.7%	9.4%	-11.0%	21.9%	49.7%	-40.7%	32.3%
大宗商品														
彭博商品指数	-25.4%	5.4%	-13.0%	0.7%	11.4%	-24.7%	-17.0%	-9.5%	-1.1%	-13.4%	16.7%	18.7%	-36.6%	11.1%
农产品	-16.8%	-0.4%	-12.5%	-11.9%	1.8%	-15.7%	-9.8%	-14.3%	3.9%	-14.4%	38.3%	13.5%	-28.6%	24.1%
谷物	-15.2%	-3.2%	-7.4%	-12.1%	-6.2%	-19.5%	-9.4%	-16.9%	18.1%	-14.5%	30.1%	-1.8%	-27.4%	35.8%
软商品	-20.2%	2.1%	-23.8%	-15.6%	12.8%	-9.9%	-10.1%	-16.9%	-22.5%	-14.0%	59.7%	44.0%	-29.5%	-7.7%
能源	-53.7%	9.4%	-14.4%	-5.2%	15.9%	-38.9%	-39.4%	5.1%	-9.4%	-16.0%	-10.7%	-5.5%	-48.1%	15.3%
天然气	-17.7%	-38.5%	-2.1%	-37.0%	10.0%	-40.0%	-30.7%	4.9%	-30.7%	-47.1%	-40.7%	-51.6%	-38.0%	-22.9%
WTI原油	-75.6%	31.6%	-22.0%	4.1%	6.7%	-44.4%	-41.7%	6.8%	-11.8%	-3.7%	3.7%	4.2%	-53.9%	40.1%
布伦特原油	-62.3%	32.7%	-16.6%	13.2%	25.0%	-45.6%	-47.6%	7.2%	7.5%	16.8%	11.3%	28.4%	-51.9%	43.6%
馏分燃料油	-61.2%	22.0%	-17.4%	13.9%	33.0%	-42.9%	-38.8%	0.3%	5.4%	10.5%	8.1%	20.3%	-48.0%	46.6%
无铅汽油	-64.8%	41.5%	-29.7%	1.8%	6.1%	-12.7%	-43.8%	1.9%	25.6%	14.4%	12.9%	74.4%	-62.0%	45.9%
工业金属	-18.5%	4.7%	-21.1%	28.1%	19.5%	-26.9%	-6.9%	-13.7%	0.6%	-24.3%	16.1%	79.7%	-49.0%	-13.9%
铜	-18.8%	5.0%	-22.8%	28.0%	15.4%	-25.2%	-16.6%	-8.3%	4.9%	-24.5%	29.4%	129.6%	-53.8%	4.1%
铝	-20.6%	-5.8%	-18.5%	29.9%	9.4%	-23.0%	-3.1%	-20.8%	-4.1%	-21.7%	5.2%	33.6%	-41.0%	-18.9%
锌	-17.1%	-3.2%	-22.9%	28.5%	56.9%	-28.0%	3.5%	-7.0%	8.9%	-27.8%	-9.0%	98.0%	-51.7%	-43.2%
镍	-15.9%	29.8%	-18.0%	24.4%	11.5%	-42.7%	7.3%	-20.1%	-10.3%	-24.7%	32.0%	54.6%	-56.8%	-16.9%
贵金属	5.9%	14.6%	-6.4%	9.9%	9.1%	-11.5%	-6.7%	-30.8%	6.2%	4.5%	42.5%	29.0%	-5.5%	20.4%
金	12.3%	15.6%	-4.7%	11.7%	7.4%	-10.9%	-1.8%	-28.7%	6.0%	9.6%	28.5%	22.7%	2.4%	24.2%
银	12.3%	15.6%	-4.7%	11.7%	7.4%	-10.9%	-1.8%	-28.7%	6.0%	9.6%	28.5%	22.7%	2.4%	24.2%
牲畜	-29.8%	-8.0%	-3.6%	5.4%	-5.9%	-18.9%	11.5%	-3.6%	-3.6%	-2.4%	9.1%	-15.2%	-29.5%	-14.6%
活牛	-26.9%	-0.9%	0.6%	8.1%	-7.7%	-14.3%	22.0%	-5.1%	-4.0%	-1.1%	14.8%	-9.9%	-27.3%	-6.1%
瘦肉猪	-34.5%	-20.9%	-12.7%	1.8%	-3.3%	-26.1%	-4.4%	-2.1%	-3.0%	-4.6%	0.2%	-22.6%	-32.9%	-29.7%
外汇														
美元指数	3.1%	0.2%	4.4%	-9.9%	3.6%	9.3%	12.8%	0.3%	-0.5%	1.5%	1.5%	-4.2%	6.0%	-8.3%
美元兑人民币	1.4%	1.2%	5.7%	-6.8%	6.9%	4.6%	2.5%	-2.8%	-1.0%	-4.5%	-3.4%	0.0%	-6.5%	-6.4%
新兴市场货币指数	-5.8%	3.1%	-3.8%	11.4%	3.5%	-7.1%	-4.8%	-1.9%	5.5%	-2.6%	7.9%	13.9%	-8.7%	12.3%
美元兑港币	-0.5%	-0.5%	0.2%	0.7%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.2%	0.1%	-0.5%	0.3%
欧元兑美元	-2.4%	-2.2%	-4.5%	14.1%	-3.2%	-10.2%	-12.0%	4.2%	1.8%	-3.2%	-6.5%	2.5%	-4.2%	10.5%
美元兑日元	-1.7%	-1.0%	-2.7%	-3.7%	-2.7%	0.4%	13.7%	21.4%	12.8%	-5.2%	-12.8%	2.6%	-18.9%	-6.1%
英镑兑美元	-6.3%	3.9%	-5.6%	9.5%	-16.3%	-5.4%	-5.9%	1.9%	4.6%	-0.4%	-3.6%	10.8%	-26.5%	1.3%

资料来源: 彭博，交银国际（更新于4/5/2020, 下同）

图表 81: 大类资产表现（周度）

资产类别	5/1/2020	4/24/2020	4/17/2020	4/10/2020	4/3/2020	3/27/2020	3/20/2020	3/13/2020	3/6/2020	2/28/2020
彭博巴克莱债券指数										
全球	0.89%	-0.03%	0.55%	0.86%	-0.45%	3.17%	-3.77%	-3.83%	2.47%	1.38%
中国	0.52%	0.18%	-0.03%	1.28%	0.26%	0.02%	-1.08%	-0.66%	1.05%	1.09%
全球+中国	0.89%	-0.02%	0.54%	0.87%	-0.44%	3.10%	-3.71%	-3.76%	2.44%	1.38%
美国	-0.12%	0.24%	0.70%	0.57%	0.73%	2.65%	-2.29%	-3.17%	1.88%	1.26%
欧洲	2.86%	-0.80%	0.02%	1.23%	-2.91%	4.12%	-5.11%	-4.45%	3.48%	1.28%
亚太	0.60%	0.43%	0.59%	0.42%	-0.14%	2.79%	-4.11%	-2.77%	2.09%	2.96%
新兴市场	1.15%	-0.82%	1.28%	1.35%	-0.47%	3.47%	-7.48%	-7.76%	1.30%	-1.35%
国债	0.96%	0.02%	0.32%	0.34%	-0.73%	3.20%	-3.00%	-3.49%	2.97%	2.07%
公司债	0.62%	0.04%	1.77%	2.67%	0.27%	4.75%	-8.02%	-6.49%	2.19%	0.37%
高收益	1.20%	-1.86%	2.14%	4.60%	-0.99%	5.19%	-10.67%	-8.79%	0.20%	-2.54%
MSCI指数										
全球	1.26%	-1.59%	2.21%	10.47%	-2.58%	9.94%	-11.96%	-12.39%	0.41%	-10.46%
发达市场	0.86%	-1.48%	2.31%	10.98%	-2.75%	10.67%	-12.26%	-12.45%	0.38%	-10.89%
新兴市场	4.25%	-2.43%	1.48%	6.79%	-1.28%	4.89%	-9.87%	-11.94%	0.65%	-7.26%
MSCI欧洲	2.11%	-1.20%	0.46%	7.00%	-0.41%	6.16%	-1.79%	-18.57%	-2.35%	-12.14%
MSCI亚太地区(除日本)	3.85%	-2.36%	2.82%	5.79%	-1.39%	4.97%	-8.80%	-10.01%	1.32%	-5.53%
MSCI中国	1.39%	-1.59%	2.54%	4.06%	-0.38%	4.63%	-6.54%	-7.72%	1.76%	-4.28%
股市(按国家)										
美国 标普500	-0.21%	-1.32%	3.04%	12.10%	-2.08%	10.26%	-14.98%	-8.79%	0.61%	-11.49%
中国 上证综指	1.84%	-1.06%	1.50%	1.18%	-0.30%	0.97%	-4.91%	-4.85%	5.35%	-5.24%
深证综指	1.52%	-0.76%	1.69%	1.87%	-0.22%	-0.65%	-5.25%	-6.07%	6.29%	-5.54%
香港 恒生指数	3.41%	-2.25%	0.33%	4.58%	-1.06%	2.98%	-5.11%	-8.08%	0.06%	-4.32%
德国 DAX	5.08%	-2.73%	0.58%	10.91%	-1.11%	7.88%	-3.28%	-20.01%	-2.93%	-12.44%
英国 富时100	0.19%	-0.60%	-0.95%	7.89%	-1.72%	6.16%	-3.27%	-16.97%	-1.79%	-11.12%
法国 CAC40	4.07%	-2.35%	-0.17%	8.48%	-4.53%	7.48%	-1.69%	-19.86%	-3.22%	-11.94%
日本 日经225	1.86%	-3.19%	2.05%	9.42%	-8.09%	17.14%	-5.04%	-15.99%	-1.86%	-9.59%
韩国 韩国综合指数	3.10%	-1.33%	2.89%	7.84%	0.45%	9.68%	-11.59%	-13.17%	2.68%	-8.13%
大宗商品										
彭博商品指数	0.78%	-2.99%	-2.18%	2.06%	-0.83%	2.64%	-6.44%	-7.75%	-0.26%	-6.91%
农产品	0.95%	-2.22%	-2.61%	1.26%	-3.76%	1.36%	0.89%	-4.07%	-0.97%	-3.04%
谷物	-0.60%	-0.93%	-3.11%	1.19%	-3.70%	2.57%	0.34%	-3.33%	0.23%	-2.84%
软商品	4.31%	-5.60%	-1.38%	3.11%	-3.32%	-1.50%	-0.54%	-5.39%	-4.45%	-4.86%
能源	3.04%	-11.72%	-4.37%	-2.07%	8.32%	-0.65%	-17.83%	-13.41%	-5.11%	-13.85%
天然气	0.24%	2.65%	-0.12%	9.19%	-2.99%	-0.26%	-11.90%	8.77%	0.94%	-11.60%
WTI原油	5.04%	-27.87%	-10.31%	-17.56%	31.75%	-4.95%	-29.52%	-22.65%	-7.63%	-16.00%
布伦特原油	6.57%	-21.44%	-7.61%	-3.66%	14.78%	0.91%	-16.70%	-22.81%	-8.86%	-14.27%
馏分燃料油	5.61%	-21.39%	-3.55%	-8.55%	0.20%	5.39%	-11.50%	-17.10%	-6.14%	-12.18%
无铅汽油	7.93%	-9.91%	3.05%	-2.55%	12.71%	-2.31%	-31.24%	-33.86%	-6.50%	-15.61%
工业金属	-1.04%	-0.74%	2.99%	1.86%	-0.98%	-0.22%	-8.90%	-2.24%	0.49%	-2.66%
铜	-1.05%	-0.87%	3.64%	3.16%	0.94%	0.02%	-11.87%	-3.77%	0.81%	-2.91%
铝	-2.08%	0.41%	1.78%	-0.56%	-4.52%	-2.61%	-5.86%	-0.30%	-0.72%	-1.18%
锌	1.55%	-3.89%	3.05%	0.84%	0.11%	1.49%	-6.73%	0.10%	-2.04%	-4.43%
镍	-2.42%	1.64%	3.15%	3.76%	-1.13%	1.20%	-8.96%	-4.14%	4.78%	-2.23%
贵金属	-2.22%	1.78%	-3.42%	7.30%	-0.47%	12.18%	-4.38%	-10.63%	6.38%	-6.38%
金	-2.00%	2.17%	-3.08%	6.51%	-0.51%	11.16%	-2.07%	-9.31%	6.75%	-4.98%
银	-2.00%	2.17%	-3.08%	6.51%	-0.51%	11.16%	-2.07%	-9.31%	6.75%	-4.98%
牲畜	10.99%	2.16%	-1.68%	3.18%	-15.17%	-2.14%	-1.32%	-10.76%	0.71%	-8.42%
活牛	5.60%	-4.26%	2.28%	4.36%	-9.59%	-0.11%	-0.11%	-10.02%	-1.70%	-9.03%
瘦肉猪	21.69%	17.84%	-10.17%	0.73%	-24.79%	-5.45%	-3.24%	-12.01%	5.86%	-7.09%
外汇										
美元指数	-1.30%	0.60%	0.30%	-1.09%	2.25%	-4.33%	4.12%	2.92%	-2.22%	-1.14%
美元兑人民币	-0.26%	0.12%	0.54%	-0.78%	-0.07%	0.00%	1.25%	1.11%	-0.87%	-0.51%
新兴市场货币指数	0.87%	-0.67%	-0.54%	1.23%	-0.92%	0.37%	-2.19%	-1.73%	0.35%	-0.64%
美元兑港币	0.02%	0.00%	-0.03%	0.00%	0.01%	-0.07%	-0.20%	0.06%	-0.33%	0.08%
欧元兑美元	1.46%	-0.48%	-0.57%	1.26%	-3.05%	4.24%	-3.77%	-1.57%	2.34%	1.65%
美元兑日元	-0.56%	-0.03%	-0.86%	-0.07%	0.57%	-2.70%	3.08%	2.12%	-2.32%	-3.33%
英镑兑美元	1.12%	-1.06%	0.35%	1.52%	-1.53%	7.15%	-5.29%	-5.90%	1.75%	-1.09%

资料来源: 彭博，交银国际

图表 82: 股票市场各行业板块表现（年度）

资产类别		2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
美国	标普500行业指数														
	标普500行业指数	-12.4%	28.9%	-6.2%	19.4%	9.5%	-0.7%	11.4%	29.6%	13.4%	0.0%	12.8%	23.5%	-38.5%	3.5%
	信息科技	-3.1%	48.0%	-1.5%	36.9%	12.0%	4.3%	18.2%	26.2%	13.1%	1.3%	9.1%	59.9%	-43.7%	15.5%
	能源	-40.3%	7.6%	-20.5%	-3.8%	23.7%	-23.6%	-10.0%	22.3%	2.3%	2.8%	17.9%	11.3%	-35.9%	32.4%
	金融	-28.5%	29.2%	-14.7%	20.0%	20.1%	-3.5%	13.1%	33.2%	26.3%	-18.4%	10.8%	14.8%	-57.0%	-20.8%
	医疗	-4.2%	18.7%	4.7%	20.0%	-4.4%	5.2%	23.3%	38.7%	15.2%	10.2%	0.7%	17.1%	-24.5%	5.4%
	非必需消费品	-7.6%	26.2%	-0.5%	21.2%	4.3%	8.4%	8.0%	41.0%	21.9%	4.4%	25.7%	38.8%	-34.7%	-14.3%
	日常消费品	-8.7%	24.0%	-11.2%	10.5%	2.6%	3.8%	12.9%	22.7%	7.5%	10.5%	10.7%	11.2%	-17.7%	11.6%
	公共事业	-13.6%	22.2%	0.5%	8.3%	12.2%	-8.4%	24.3%	8.8%	-2.9%	14.8%	0.9%	6.8%	-31.5%	15.8%
	电信业务	-7.5%	30.9%	-16.4%	-6.0%	17.8%	-1.7%	-1.9%	6.5%	12.5%	0.8%	12.3%	2.6%	-33.6%	8.4%
	工业	-23.5%	26.8%	-15.0%	18.5%	16.1%	-4.7%	7.5%	37.6%	12.5%	-2.9%	23.9%	17.3%	-41.5%	9.8%
	材料	-17.2%	21.9%	-16.4%	21.4%	14.1%	-10.4%	4.7%	22.7%	12.2%	-11.6%	19.9%	45.2%	-47.0%	20.0%
	房地产	-15.2%	24.9%	-5.6%	7.2%	0.0%	1.2%	26.1%	-1.5%	16.2%	7.9%	28.0%	20.8%	-45.0%	-20.5%
中国	上证行业指数														
	信息科技	17.1%	65.4%	-34.1%	-4.9%	-26.9%	60.0%	36.5%	46.8%	-14.1%	-39.2%	27.2%	100.4%	-59.2%	130.5%
	能源	-18.2%	2.4%	-26.3%	6.4%	-3.9%	-15.0%	24.0%	-33.0%	-4.3%	-23.5%	-10.9%	125.7%	-70.1%	181.2%
	金融	-10.8%	29.6%	-17.4%	23.4%	-7.8%	-9.7%	82.0%	-9.9%	20.9%	-13.9%	-26.8%	99.9%	-66.4%	131.4%
	医疗	13.4%	24.3%	-26.4%	18.2%	-11.4%	45.8%	6.3%	32.6%	10.3%	-31.2%	33.8%	88.4%	-40.8%	172.9%
	非必需消费品	-9.8%	15.2%	-28.8%	7.5%	-17.2%	28.5%	29.1%	12.8%	3.2%	-31.3%	-4.7%	139.0%	-65.1%	139.5%
	日常消费品	8.2%	47.5%	-19.3%	43.8%	1.1%	24.1%	15.1%	7.7%	4.5%	-22.1%	12.7%	89.9%	-57.0%	142.2%
	公共事业	-9.7%	3.4%	-11.1%	-3.0%	-20.5%	6.2%	73.1%	-1.2%	3.4%	-17.2%	-16.8%	54.2%	-53.5%	181.1%
	电信业务	3.1%	29.9%	-29.8%	12.1%	-7.6%	56.0%	34.6%	30.6%	-22.8%	-38.8%	4.6%	61.1%	-57.1%	153.7%
	工业	-5.7%	13.7%	-23.6%	5.5%	-15.0%	10.7%	68.0%	-3.2%	-4.3%	-32.5%	-4.9%	62.9%	-67.2%	192.5%
	材料	-11.9%	29.0%	-30.1%	27.3%	-7.6%	-1.0%	38.9%	-24.0%	9.1%	-35.1%	-3.2%	132.8%	-74.1%	182.6%
香港	恒生行业指数														
	信息科技	0.2%	23.7%	-29.6%	92.3%	18.2%	22.3%	8.9%	70.0%	36.5%	-18.6%	-7.0%	205.1%	-63.1%	12.7%
	能源	-31.1%	-4.1%	-2.3%	11.4%	14.3%	-31.3%	-17.3%	-16.2%	12.7%	-15.1%	16.5%	77.3%	-55.4%	73.6%
	金融	-19.6%	7.5%	-14.8%	31.2%	-3.1%	-10.0%	7.6%	3.0%	24.2%	-24.6%	-0.7%	57.8%	-43.0%	18.2%
	消费品	-13.7%	19.1%	-27.1%	51.3%	-6.5%	-10.3%	-11.1%	11.2%	10.1%	-24.3%	9.3%	116.6%	-52.6%	33.7%
	消费服务		6.7%	-22.6%	39.7%	3.6%	-23.9%	-30.5%	40.1%	22.2%	-20.6%	25.3%	70.6%	-62.1%	50.4%
	公共事业	-10.0%	-0.9%	1.2%	15.7%	-7.4%	-8.1%	6.2%	13.8%	15.0%	2.8%	6.2%	15.8%	-27.6%	30.9%
	电信业务	-8.4%	-9.7%	-3.4%	-1.0%	-6.0%	-5.1%	11.5%	-10.2%	11.7%	2.7%	8.4%	-4.7%	-44.4%	82.4%
	工业	-19.7%	21.8%	-20.9%	39.0%	-7.6%	-5.7%	5.0%	0.5%	12.0%	-44.7%	38.0%	84.3%	-59.3%	33.3%
	材料	-22.9%	-0.4%	-29.5%	30.5%	21.0%	-18.7%	-1.1%	-21.9%	8.1%	-42.4%	4.4%	114.7%	-73.5%	80.0%
	房地产与建筑业	-15.2%	15.7%	-10.2%	48.8%	-1.8%	-2.6%	3.1%	-9.9%	42.9%	-26.5%	4.5%	61.2%	-58.1%	49.8%

资料来源: 彭博，交银国际

图表 83: 股票市场各行业板块表现（周度）

资产类别	5/1/2020	4/24/2020	4/17/2020	4/10/2020	4/3/2020	3/27/2020	3/20/2020	3/13/2020	3/6/2020	2/28/2020
美国 标普500行业指数										
标普500行业指数	-0.21%	-1.32%	3.04%	12.10%	-2.08%	10.26%	-14.98%	-8.79%	0.61%	-11.49%
信息科技	0.21%	-0.80%	4.79%	10.59%	-1.98%	10.50%	-15.25%	-5.20%	0.56%	-11.13%
能源	2.94%	1.67%	0.21%	13.25%	5.38%	12.18%	-19.63%	-24.28%	-7.25%	-15.37%
金融	1.33%	-3.13%	-4.03%	19.12%	-6.78%	11.84%	-17.98%	-9.83%	-4.08%	-13.54%
医疗	-2.61%	-0.47%	6.14%	9.41%	2.04%	8.08%	-13.03%	-6.65%	4.96%	-10.62%
非必需消费品	-1.12%	-0.22%	7.86%	13.77%	-4.69%	11.08%	-12.53%	-10.47%	-0.82%	-11.18%
日常消费品	-1.95%	-3.19%	4.18%	4.93%	3.46%	6.54%	-11.32%	-7.93%	6.23%	-10.44%
公共事业	-4.28%	-3.76%	-0.49%	17.64%	-7.11%	17.68%	-17.18%	-14.26%	7.94%	-11.76%
电信业务	2.04%	-0.04%	4.14%	9.94%	-1.42%	5.50%	-12.25%	-6.70%	-1.35%	-9.45%
工业	1.16%	-2.48%	-0.14%	12.30%	-4.48%	15.43%	-18.38%	-13.12%	-1.62%	-12.18%
材料	1.90%	-0.89%	-2.13%	20.66%	-3.75%	9.50%	-12.59%	-13.21%	1.32%	-12.73%
房地产	-0.63%	-4.35%	-2.76%	21.22%	-6.15%	15.41%	-22.99%	-8.57%	4.75%	-12.33%
中国 上证行业指数										
信息科技	5.04%	-2.25%	3.59%	-0.24%	-0.18%	-4.86%	-3.99%	-4.44%	1.04%	-8.72%
能源	0.34%	-2.50%	0.36%	-0.35%	0.08%	0.57%	-4.10%	-5.94%	5.30%	-5.35%
金融	4.66%	-2.07%	1.66%	0.69%	-0.99%	2.30%	-6.05%	-5.05%	3.94%	-4.64%
医疗	-1.02%	-0.01%	1.78%	4.37%	1.22%	4.64%	-1.18%	-8.29%	6.79%	-4.40%
非必需消费品	2.98%	-0.22%	1.12%	1.51%	-2.60%	0.65%	-8.88%	-5.26%	3.89%	-5.81%
日常消费品	0.23%	3.23%	0.57%	1.66%	3.69%	5.34%	-4.06%	-4.64%	7.42%	-4.92%
公共事业	1.44%	-1.38%	0.22%	0.26%	0.07%	1.76%	-2.58%	-3.73%	4.07%	-3.75%
电信业务	3.25%	-1.44%	0.32%	0.93%	-3.09%	-6.72%	-4.11%	2.51%	4.92%	-3.43%
工业	2.07%	-1.28%	2.53%	2.01%	-0.59%	1.14%	-5.88%	-3.70%	5.33%	-4.21%
材料	0.37%	-1.15%	1.44%	2.83%	-0.53%	1.39%	-4.90%	-8.24%	6.15%	-5.62%
香港 恒生行业指数										
信息科技	2.18%	-2.09%	4.98%	4.15%	-0.49%	4.58%	-3.83%	-8.56%	2.29%	-4.29%
能源	3.43%	-1.56%	-4.26%	2.81%	7.45%	6.22%	-6.78%	-16.21%	0.06%	-9.15%
金融	4.15%	-2.58%	-0.39%	3.37%	-3.37%	2.39%	-4.23%	-6.94%	-0.77%	-4.18%
消费	3.82%	-1.13%	2.11%	9.45%	-3.74%	5.43%	-8.80%	-9.45%	1.81%	-6.52%
公共事业	3.13%	-0.20%	0.19%	5.20%	2.12%	4.00%	-10.42%	-7.18%	1.74%	-3.48%
电信业务	2.21%	0.68%	-1.43%	2.30%	6.42%	2.88%	-1.65%	-11.35%	-0.28%	-5.43%
工业	3.75%	-2.35%	0.76%	5.25%	-1.53%	5.01%	-11.03%	-9.17%	1.32%	-6.05%
材料	2.39%	-1.43%	1.58%	7.04%	-1.49%	3.53%	-9.91%	-12.53%	-1.34%	-4.83%
房地产与建筑业	4.67%	-2.82%	0.28%	5.20%	0.88%	5.03%	-9.57%	-8.24%	2.04%	-1.68%

资料来源: 彭博，交银国际

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数不具吸引力。
无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系; iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认： i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券; ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员;iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、泸州市兴泸水务（集团）有公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、安乐工程集团有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司银城国际控股有限公司、太兴集团控股有限公司、申万宏源集团股份有限公司、德信中国控股有限公司、海天地悦旅集团有限公司、海通恒国际租赁股份有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、嘉宏教育科技有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、中汇集团股有限公司、煜盛文化集团、鑫苑物业服务集团有限公司、新力控股（集团）有限公司、金川集团国际资源有限公司、中国天宝发展集团有公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、华立大学集团有限公司、阿里巴巴集团控股有限公司、康宁杰瑞生物制药、保利物业发展股份有限公、旷世控股有限公司、宏力医疗管理集团有限公司、上海建桥教育集团有限公司、中关村科技租赁股份有限公司、北京乐享互动网络科技股有限公司、富石金融控股有限公司、卓悦控股有限公司、兴业物联服务集团有限公司、九尊数字互娱集团控股有限公司、常达控股有限公司奇士达控股有限公司及康方生物科技（開曼）有限公司有投资银行业务关系。
BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告 (包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。