

百年变局重塑全球市场

◎袁梦园 张文朗

摘要：自全球金融危机以来，随着贸易摩擦加剧以及金融监管加强，全球化和金融化都有所放缓。疫情以及地缘政治更是进一步加速了逆全球化和去金融化的趋势。加速变化的世界政治经济格局对全球投资者意味着什么？本文试图探讨全球市场发展的历史宏观背景、当下全球市场的格局以及在此格局下全球市场将面临的变化。

关键词：全球市场；权益投资；贸易

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

一、全球市场发展的宏观背景

过去的全球化主要体现在两个方面：一是贸易全球化，二是金融自由化。自 20 世纪 90 年代开始，全球外贸总额和跨境贷款占 GDP 的比重都明显抬升，贸易全球化更是在 2000 年后有所加速。该趋势延续到了金融危机以后，随着经济结构的变化，贸易摩擦加剧以及金融监管加强，贸易全球化和金融自由化的进程才逐步放缓^①。就权益市场而言，在 20 世纪 70 年代，全球跨境投资主要局限在发达国家且规模较小。而随着各国资本管制措施的放松、人员与信息往来的提升以及全球金融市场基础设施建设的完善，跨境权益类投资的规模在 20 世纪 90 年代快速上升。其中，新兴市场投资于 20 世纪 90 年代初正式兴起，且在 2000 年以后明显加速，但总体体量仍远低于发达国家。长期以来的全球化和

金融自由化带来了两个结果。一是宏观层面，全球周期的同步性明显增强，2000 年以后全球前 60 大经济体的实际 GDP 增速的关联性显著提高（见图 1）。相对应地，全球各地区之间资产价格的相关性也明显上升（见图 2）。

当前，宏观环境正在发生改变。逆全球化、人口老龄化、气候变化都意味着供给约束的增加以及各国所要面临的不确定性和经济波动的上升，这可能也意味着跨境投资带来的风险多样化的益处更大。但同时，跨境投资所面临的来自地缘政治风险的挑战也在加大。据 Global Sanction Database 统计，近年来，受到各种贸易与金融制裁的国家数量有较为明显的增加。IMF 近期的一项研究表明^②，当投资国和被投资国之间的地缘政治紧张程度增加时，相对应的跨境投资组合配置会显著减少。地缘风险的上升可能导致金融碎片化（Financial Fragmentation）。

二、全球市场的发展现状

当前的全球市场格局如何？本文聚焦全球权益市场，从国际投资者的角度研究市场的构成、参与者及其行为，以及中国在全球视角下所处的相对位置。

就全球市场构成而言，从一个国际投资者可获取的市场市值占比来看（MSCI AC World），美国占绝对主导地位，市值占比是第二大权益市场日本的 11 倍，第三大权益市场英国的 16.5 倍（见图 3、图 4）。

作者简介：袁梦园、张文朗，中金公司研究部。

① 前者的原因包括中国的经济转型（进出口占 GDP 比例下降）、大宗商品价格的下跌以及近年来全球经济结构和产业链的变迁，而后者的重要原因则在于金融危机后更强的银行监管使得跨国银行大幅压缩了跨境贷款，从而放缓了金融全球化的进程。

② IMF Financial Stability Report, April 2023, Geopolitics and Financial Fragmentation: Implications for Macro-financial stability.

图1 世界前60大经济体实际经济增速相关系数频数分布

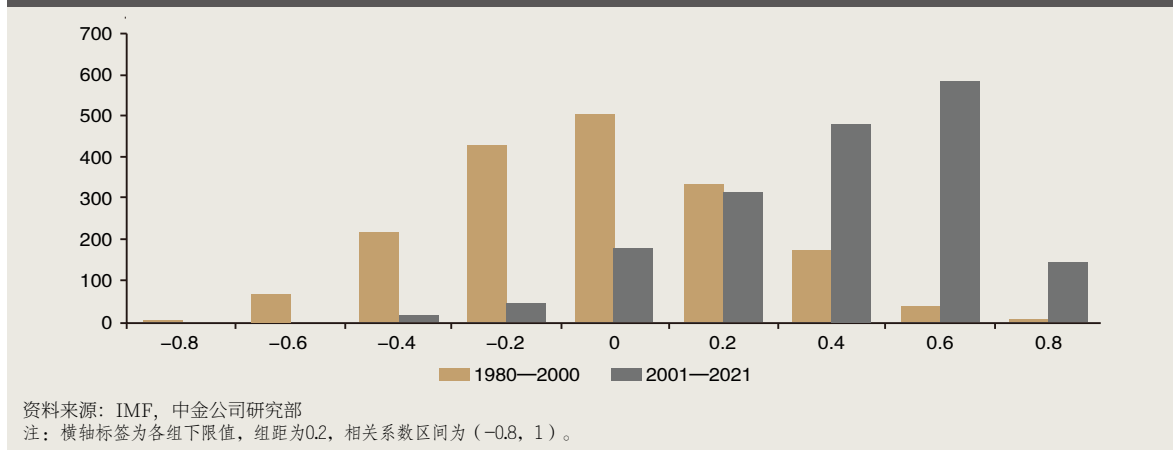
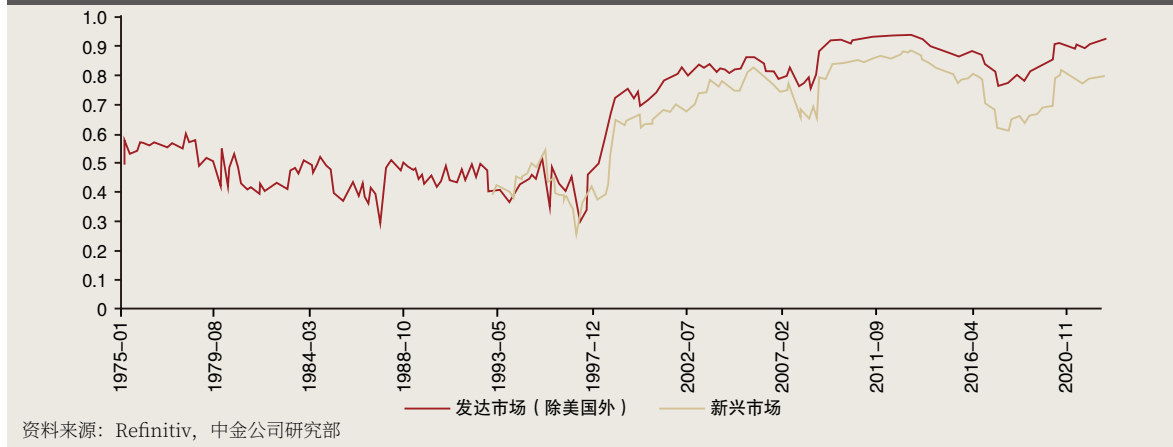


图2 全球资产价格与MSCI美国5年相关性



就全球市场参与者而言, 目前欧美投资者仍然是跨区域投资中的主力。根据 BCG 的数据, 美国和欧洲分别占全球资管管理规模的 54% 和 26.5%, 合计超过 80%, 主导着全球权益市场的定价权。若以海外机构投资者持股占整体机构投资者持股的比例来衡量海外投资者的影响力, 则大多数新兴市场的定价权仍然掌握在海外机构投资者手中, 相对而言, 美股以及中国 A 股市场较为独立。

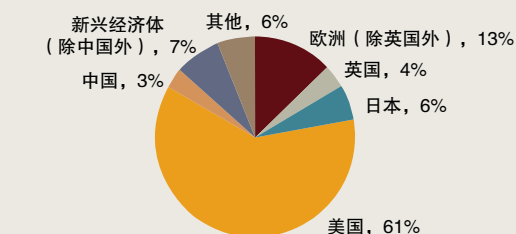
就全球市场投资者行为而言, 近年来, 本土偏好 (Home Bias) 有所降低 (见图 5)。本土偏好指各国投资者更多投资国内而非海外市场的倾向。现有文献通常把决定本土偏好程度的因素分为三类: 一是经济和金融市场发展程度, 本土偏好程度往往随着经济发展程度的提升而下降; 二是各国的资本管制措施和监管要求; 三是海外投资面临的各种额外的交易成本和风险 (例如, 信息不对称带来的摄取

信息的额外成本、汇率风险、政策风险、地缘政治风险等)。近 10 年来主要国家的本土偏好程度普遍有所降低, 新兴市场的本土偏好程度则普遍高于发达市场 (见图 6)。

三、中国在全球市场中的定位分析

中国权益市场在全球配置中的占比与中国的经济地位尚有一定差距。按照购买力平价来估算, 2021 年中国 GDP 占全球 GDP 比重 (PPP 调整后) 已达 18%, 然而中国在 MSCI 全球指数的权重占比不到 4%, 市值权重占比和 GDP 权重占比的比例在全球 30 大权益市场中排名靠后 (见图 7)。主要原因有三方面: 一是中国资本市场的发展尚不完善, 二是中国权益市场的开放程度还有待提高, 三是长期以来中国权益的相对表现不算突出。第三个因素

图3 MSCI 全球地域占比



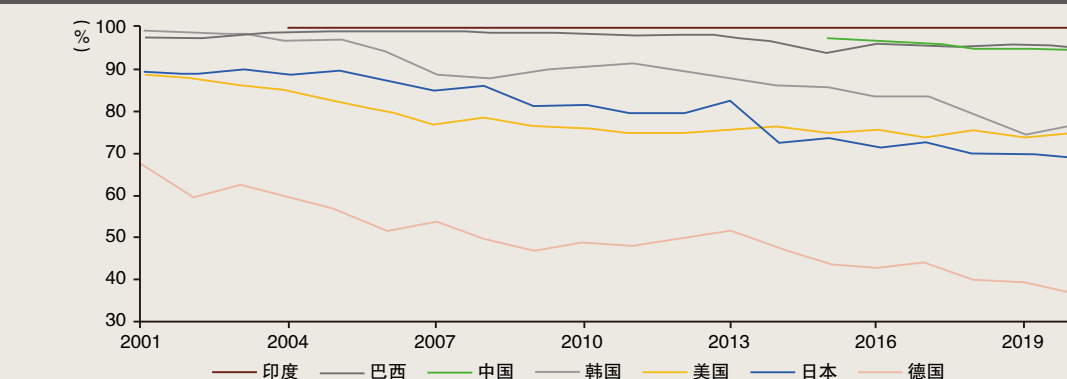
资料来源: Refinitiv, 中金公司研究部
 注: 数据截至2023年5月30日。历史上, 权益市场的相对比重及其变化反映了国家的兴衰: 1900年左右的世界经济与市场处于“多家争鸣”的状态, 英国作为老牌工业帝国占比最高(24%), 但很快被美国赶超; 20世纪70年代开始, 日本的经济规模占全球GDP的比重迅速上升, 助推其在20世纪80年代末期超越美国成为全球第一大权益市场。然而, 随着日本资产泡沫破灭和经济停滞, 日本占比迅速下降。

图4 美国股票市值与GDP占全球比重



资料来源: Refinitiv, 中金公司研究部

图5 近年来全球市场本土偏好有所降低



资料来源: IMF, World Bank, 中金公司研究部
 注: 本土偏好为某国投资国内股票总额/该国总股票头寸, 其中, 国内投资总额=国内市值-境外持股。

在一定程度上取决于前两者。

就资本市场发展而言, 近 10 年中国金融市场的发展值得肯定。IMF 金融发展指数显示, 中国金融市场在过去 10 年进步最大, 但绝对发展水平仍有较大提升空间 (见图 8)。

国内投资者尚未深入全球布局。与日本、美国不同, 目前中国的对外资产仍以收益较低的储备资产为主。而在非储备资产中, 中国直接投资占比高, 证券投资占比虽然近几年有所提升, 但仍然明显低于美国和日本。国际对比来看, 中国的本土偏好较高。之前提到经济收入水平也会影响本土偏好, 总体而言, 中国的本土偏好和其发展水平相符。当然, 海外证券投资占比较低也和中国自身权益市场较大的体量有一定关系 (更大的权益市场意味着本国投资机会更多, 也相应削弱了投资海外的动力)。总体而言, 随着 2015 年资本市场的进一步开放, 近

年来基金的海外持股占总股票头寸有了明显提升, 但是海外头寸的地域分布仍然相对集中。根据国家外汇管理局以及 QDII 口径的数据, 最大的海外头寸往往分布在中资企业海外上市密集的中国香港地区和美国, 股票投资离实现真正的“走出去”仍然有一定距离 (见图 9、图 10)。

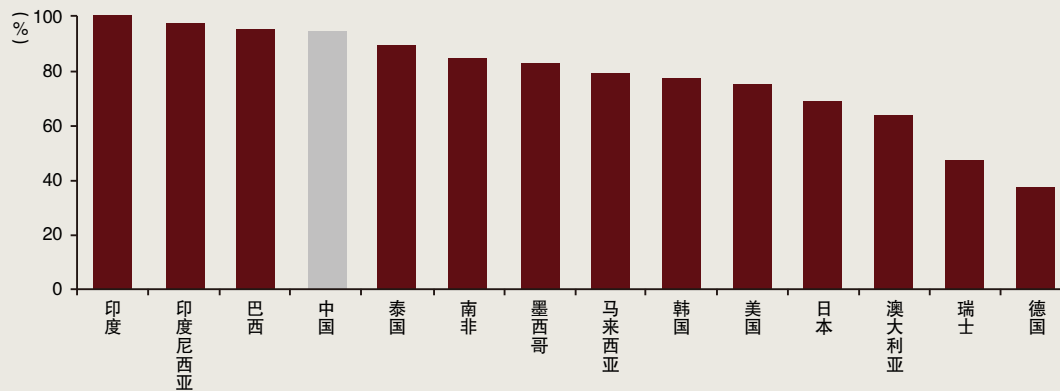
中国在全球金融市场中的相对地位和全球贸易的相对地位不匹配。在全球的贸易网中中国已从边缘国家转变成了世界三大贸易中心之一。而相较之下, 与世界其他国家金融连接则不够紧密。

四、全球市场演变展望

(一) 单极市场的终结?

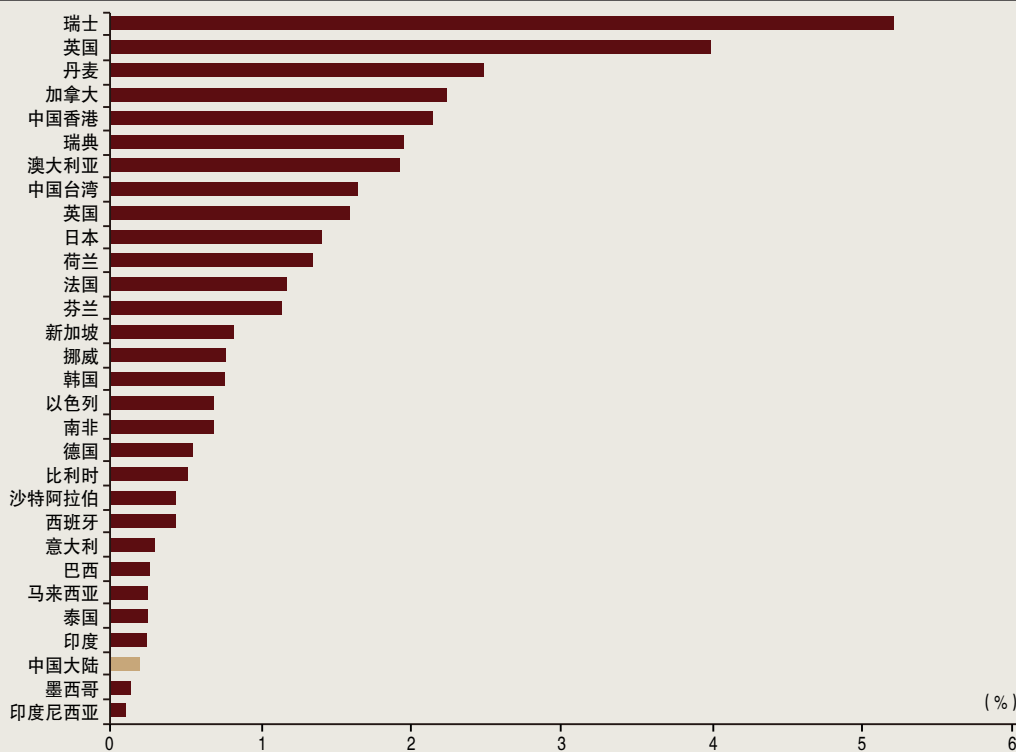
自 2010 年以来, 不管是投资的资金来源 (如前文所讨论的投资者构成), 还是资本市场回报,

图6 新兴市场的本土偏好仍然较高



资料来源: IMF, World Bank, 中金公司研究部

图7 各国股市在MSCI AC World的权重/GDP占全球GDP的比重



资料来源: FactSet, IMF, 中金公司研究部

全球权益市场投资可谓是一个“单极”市场(Unipolar Market)。不仅美国的AUM占全球AUM超过一半,美国权益市场自2010年以来也实现了主要权益市场中最高的累计收益以及最低的波动率。金融危机后,作为全球投资者,投资美国所获取的风险调整后回报要远高于投资一个全球风险多样化的投资组合(见图11、图12)。

这一部分和2010年以来全球“三低”的宏观

环境息息相关。美国是成长性较强的市场,该特性也使其成为金融危机后“三低”(低通胀、低增长、低利率)环境的受益者。然而,这样的宏观环境很有可能已经不复存在。

事实上,美国的超常表现并非历史常态。自1970年来,美国的相对表现大致可以分为四个阶段:一是大通胀时代美国跑输其他发达市场,制造业强势的德国和日本表现更加亮眼;二是20世纪80年

图8 近年来中国在金融发展方面相较世界其他国家有更大进步

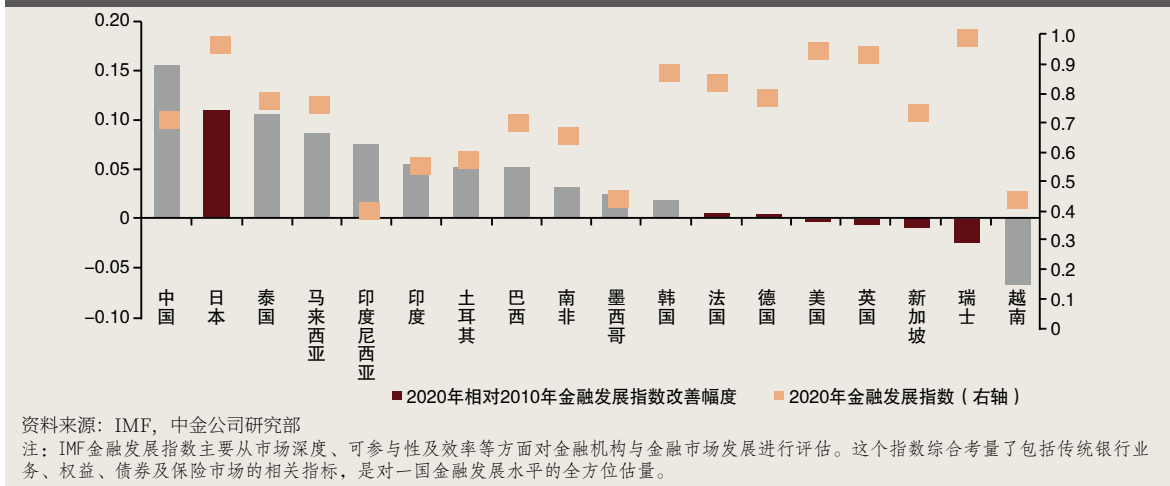


图9 中国的海外权益投资头寸占比

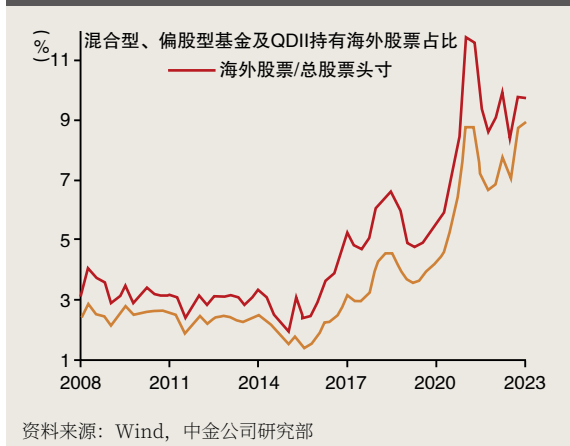
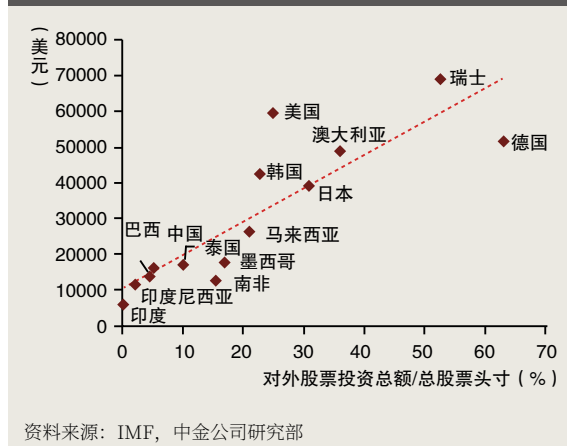


图10 经济发展与海外股票投资占比



代, 日本正处于繁荣时期, 美国的表现仍显逊色; 三是随着大消费和 TMT 浪潮的兴起, 20 世纪 90 年代美国市场走出了相对行情; 四是互联网泡沫破裂以及新兴市场崛起使得 21 世纪最初 10 年美国市场再度转为相对弱势。由此可见, 2010 年以来美国“一枝独秀”的情况并非必然。

与此同时, 面对更加错综复杂的国际环境, 投资者对风险多样性的需求将有所提高。而为了应对新的经济格局, 国际投资者需要触达美国以外市场, 尤其是在原材料和新能源领域。表 1 梳理了美国不占绝对市值优势的行业细项。

在新环境下, 来自新兴市场的资金和新兴市场的重要性都有可能具有结构性的上升。就回报而言, 新兴市场是世界各大地区中较为均衡的市场。其不仅涵盖原材料能源占比较高的拉丁美洲经济体, 例

如, 巴西、智利等, 也包括有着先进制造业、信息技术类产业的亚洲经济体, 例如, 中国大陆、中国台湾地区 and 韩国。

而就资金供给而言, 随着新兴市场资管力量的崛起, 欧美投资者的影响在相对减小。从全球资产管理规模的地区分布及相应增速来看, 过去 12 年间, 以亚太地区 (除日本外) 和拉丁美洲为代表的新兴市场资产管理规模增速领跑全球。接下来, 新兴市场作为投资方的重要性有可能进一步上升。

(二) 难以规避的地缘政治问题

当下全球投资者所面临的可能是世界上两大经济体处于长期竞争的局面, 投资决策难以完全绕过地缘因素的问题。地缘风险怎样传导到具体的市场投资?

表1 美国在绝对市值方面不占优势的行业

MSCI AC World 69 行业国家占比						
	占比最大国家	最大国家占比 (%)	占比第二大国家	第二大国家占比 (%)	占比第三大国家	第三大国家占比 (%)
原材料						
金属与矿业	澳大利亚	24.75	英国	17.17	美国	16.10
造纸业和林业	芬兰	40.27	瑞典	17.93	英国	12.85
工业						
建筑与工程	法国	38.34	美国	11.11	西班牙	10.37
贸易公司和分销商	日本	45.33	美国	33.92	英国	10.75
海洋	日本	24.32	丹麦	21.57	瑞士	16.29
交通基础设施	澳大利亚	27.51	墨西哥	12.83	法国	11.41
可选消费						
汽车零部件	日本	30.51	美国	25.20	法国	12.96
家庭耐用品	日本	47.23	美国	36.94	英国	6.53
休闲产品	日本	70.62	美国	17.50	加拿大	7.13
纺织品、服装和奢侈品	法国	43.26	美国	25.85	瑞士	11.68
多元化消费服务	中国	50.61	英国	30.33	澳大利亚	19.06
日常消费						
个人产品	英国	35.25	法国	23.53	美国	14.60
通信服务						
无线电信服务	日本	35.88	美国	23.00	英国	7.44
公用事业						
天然气公用事业	中国	30.04	美国	20.63	日本	11.88
房地产						
房地产管理和开发	中国	40.17	日本	17.67	美国	9.61

资料来源：FactSet，中金公司研究部
注：数据截至 2023 年 2 月。

一是直接投资限制。近年来，跨境金融投资方面的制约措施大多围绕对关键领域（高科技、人工智能等）的直接投资限制（FDI 或者一级市场投融资等）；针对二级市场投资的限制仍然不多。根据中金研究部测算，目前美国投资者总共持有中资股票约 7400 亿美元，占全球中资股总市值的 4.8% 左右，持仓主要集中在可选消费（20.7%）、通信服务（15.1%）及医疗保健（11.9%）等领域。整体而言，海外中资股更受青睐，且硬科技领域的投资占比相对较小，美国投资者持有半导体板块中资股（以 MSCI 指数为例）仅占其持有全部中资股的 0.9%，约为 75 亿美元。

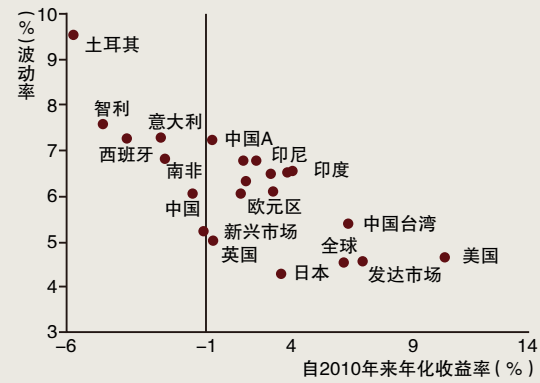
二是市场准入/退出影响企业盈利。总体而言，虽然中国是美国上市企业的第二收入来源，但 MSCI 美国对中国的营收敞口只占其总营收的 7%，美国在 MSCI 中国的营收中占比则更小，仅为 3.3%。上述数字掩饰了依赖性的不均衡。在美国各行业中，硬科技如半导体、科技硬件等恰恰是对中国敞口较大的领域，对中国有较大营收敞口的企业（>10% 总营收）在整个行业的市值占比超过 85%。对于这

些企业来说，市场准入是一个较大的不确定性。在中国，生物医药对美国的营收敞口最大，同时，半导体、科技硬件也较大，但都显著小于美国同领域，中国上市企业更多地面临科技“卡脖子”的问题，直接反映在盈利/营收层面的问题相对较少。

三是跨境投资的隐形成本上升。过去交通和信息技术的发展极大地促进了人员往来和信息流通，降低了跨境投资的成本。上文提到了本土偏好普遍存在的一个重要因素即是信息的不对称。然而，随着各国对国家安全关注程度的提高，开放的数据和信息流通可能会受到更多的阻力。随着市场规模的扩大，更高的地缘政治不确定性、监管新常态和信息摄取难度有可能会从“价”的层面（例如，股权风险溢价）体现出来，而不是“量”（外资持股市值）。不宜过早忽略外资在中国市场的参与，毕竟衡量政治、政策风险对于国际投资者来说一直是投资海外市场的常态。

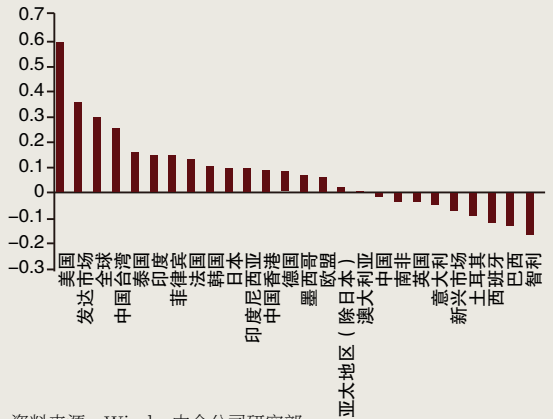
四是“中间国家”（Middle Power）的发言权有所上升。在双极或多极世界（Multi-Polar World）格局中，一些掌握关键领域的中间国家，例如，处在半

图11 2010年以来全球投资收益



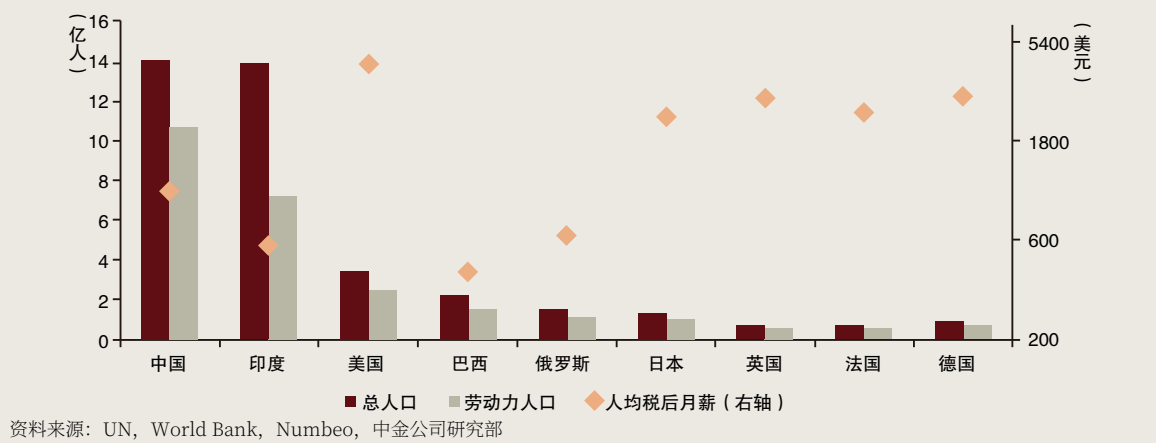
资料来源: Wind, 中金公司研究部
注: 图中均为MSCI指数, 数据截取时间2010年1月至2023年5月。

图12 2010年以来全球各地区权益市场夏普比例



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图13 各国的规模经济——生产力和消费者



资料来源: UN, World Bank, Numbeo, 中金公司研究部

导体供应链关键位置的荷兰、日本、韩国, 处在离岸/近岸关键地理位置的越南和墨西哥, 有较大的市场潜力的印度, 或是把握关键自然资源的沙特阿拉伯(石油)、印度尼西亚(镍)等, 会获得更多的话语权。

(三) 中国在全球市场的重要性结构性提升

本文认为, 对于投资者而言, 中国在全球市场中的重要性会结构性提升。这不仅是因为中国的绝对体量, 更是因为中国在变局下能给投资者带来不可多得的投资机会。

1. 新环境下规模的重要性

在地缘风险上升和逆全球化的宏观背景下, 规模优势将更加重要。中国拥有庞大的劳动力数量 and 市场规模, 这也使得中国相对于规模小的国家能更好地应对新的宏观环境。面对逆全球化带来的逐渐碎片化的国际市场, 中国仍能依赖本土市场达到规

模效应, 促进分工发展, 容纳高强度的企业竞争。企业也能通过在本土市场积累的规模优势, 降低生产成本, 提升产品质量, 从而提高其国际竞争力(中国新能源汽车即是一个较典型的案例)。庞大的人口规模有能力给创新型驱动的经济提供创新人才, 而庞大的市场使得创新所产生的正外部性更大, 从而达成创新的良性循环。此外, 健全的产业结构也使得中国能更好地应对供给约束。也就是说, 面对百年之变局, 大国的规模优势将进一步显现。

2. 新环境下有竞争力的投资标的

中国企业快速发展, 已经从过去的低成本生产者逐渐成为有全球竞争力的竞争者, 并在一些新兴领域(如通信科技、新能源等)成为引领者。中金公司研究部发现, 在未来的关键产业链如新能源汽车、半导体、医疗、机械工业等之中, 中国上市公司无论是数量、市值或是利润在全球范围内的占比

表2 各经济体宏观经济管理能力

指标	制造业		大宗进口依赖度 (% of GDP)				经济管理能力 / 央行信誉			2022 年上半年平均 GPI (-) (%)	总分
	制造业 / GDP (+) (%)	Z-score	净食物进口 (-) (%)	净矿产品进口 (-) (%)	净能源进口 (-) (%)	平均 Z-score	2015-2019 平均 GPI (-) (%)	2015-2019 GPI 波动率 (-) (%)	平均 Z-score		
泰国	25.5	1.64	-4.9	0.6	4.8	0.24	0.3	0.8	0.78	3.2	0.89
中国	26.3	1.78	0.5	1.7	2.1	-0.5	1.8	0.3	0.64	1.0	0.64
韩国	24.8	1.53	1.4	1.3	5.2	-0.88	1.1	0.7	0.64	3.6	0.43
日本	19.8	0.68	1.3	0.5	2.8	-0.58	0.5	0.6	0.83	0.5	0.31
马来西亚	22.3	1.10	1.0	1.5	-1.3	-0.27	1.9	1.4	0.05	2.3	0.29
德国	18.2	0.41	0.3	0.3	1.9	-0.3	1.1	0.6	0.64	4.9	0.25
智利	8.9	-1.15	-5.5	-12.9	3.8	1.75	3.1	1.0	-0.08	7.7	0.17
波兰	16.0	0.05	-2.0	0.0	2.4	0.04	0.9	1.5	0.29	9.4	0.13
印度尼西亚	19.9	0.70	-0.5	-0.5	-1.2	0.16	4.0	1.4	0.55	2.2	0.10
澳大利亚	5.7	-1.70	-1.2	-7.0	-1.6	0.94	1.6	0.3	0.67	4.1	-0.03
越南	16.7	0.16	-3.4	2.7	4.5	-0.18	2.6	1.4	-0.17	2.0	-0.06
墨西哥	17.2	0.25	-0.8	-0.2	1.2	-0.02	4.0	1.4	-0.56	7.1	-0.11
西班牙	11.0	-0.79	-0.9	0.1	2.1	-0.11	0.7	1.1	0.49	6.1	-0.14
美国	11.2	-0.77	0.2	0.0	0.0	-0.11	1.6	0.9	0.40	7.5	-0.16
法国	9.4	-1.07	-0.1	0.1	1.8	-0.23	0.8	0.7	0.68	2.9	-0.20
菲律宾	17.7	0.32	2.3	-0.8	3.5	-0.67	2.5	1.8	-0.33	3.0	-0.22
印度	13.7	-0.35	-0.7	1.7	3.1	-0.39	4.2	1.2	-0.52	6.0	-0.42
英国	8.7	-1.18	1.3	1.7	0.6	-0.51	1.5	1.1	0.30	5.5	-0.46
巴西	9.7	-1.02	-3.0	-1.5	-0.2	0.58	5.7	2.8	-1.77	10.4	-0.74
俄罗斯	13.4	-0.39	0.0	-1.7	-13.0	1.24	6.7	4.7	-3.07	8.7	-0.74

资料来源：FactSet, World Bank, UNCTAD, Refinitiv, 中金公司研究部

都将举足轻重。

3. 面对不确定性的关键因素

在供给约束加大和宏观波动加剧的环境下，拥有制造业优势、对外部大宗商品依赖度较低，且拥有良好经济管理能力的国家更占优势。本文分别用制造业占 GDP 的比重、各类大宗进口依赖度、通胀稳定性对这三个维度进行测量，中国因为其较为发达的制造业及有效的宏观经济管控，排名靠前（见表 2）。

4. 不可多得的风险多样化标的

中国拥有除美国以外的其他权益市场在短期内难以达到的规模。过去，全球权益投资者面临的一个问题就是美股在全球指数中的绝对占比过大，这使得对美股方向性的超额或者低额配比很难依靠另外一个市场来平衡。

此外，作为一个规模较大的金融市场，中国权益市场与美国的相关系数低于欧洲与日本，一是因为中国资本账户尚未完全开放，使得中国的货币政策及金融条件相对独立；二是因为中国的体量使得中国对全球经济的贡献大，且对全球金融条件

和资产价格的反向溢出作用上升。

参考文献：

- [1]Richard Baldwin.The Peak Globalization Myth: Why the Goods Trade Ratio Declined[R]. CEPR, Sep 2022
- [2]Philip R. Lane and Gian Maria Milesi - Ferretti. International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis[R].IMF, May 2017
- [3]IMF.Geopolitics and Financial Fragmentation: Implications for Macro-financial stability [R].IMF Financial Stability Report, April 2023

（责任编辑：冯天真）