

全球金融市场回顾与评论

蔡清福

摘要: 2020年,受新冠肺炎疫情影响,全球股票市场一度大幅下跌,但随后又出现了大幅反弹,并于2020年年末创下历史新高。本文简要回顾了2020年全球股票市场、固定收益市场的走势,分析了未来货币政策、财政政策、全球流动性等因素可能对市场造成的影响,并对全球经济金融发展趋势、中国资本市场发展以及美国对外政策等问题做出评论。

关键词: 新冠肺炎疫情;货币流动性;中国资本市场;美国对外政策

中图分类号: F832 **文献标识码:** A

一、2020年全球金融市场回顾

2020年可能是历史上全球金融市场波动最剧烈的一年。在2020年3月9日至3月22日市场暴跌的两周期间,可能无人会相信市场将在2020年完全复苏并创历史新高。然而,此后市场出现了强劲反弹。从5年(2016—2020年)MSCI所有国家指数及MSCI世界指数可以看出,2020年市场经历了剧烈下跌,随后又出现了历史罕见的复苏(见图1)。

全球所有公开上市股票的市值已从2020年3月24日的低点61.58万亿美元(等值)回升至12月31日的103.22万亿美元,创造了相当于41.64万亿美元的账面财富。2020年,全球公开上市股票总市值同比增长16.32万亿美元。

特别是在2020年最后一周,MSCI所有国家

指数、MSCI世界指数、道琼斯指数、标准普尔指数和纳斯达克指数均创下历史新高。MSCI所有国家指数和MSCI世界指数当周分别上涨1.41%和1.17%,12月分别上涨4.53%和4.14%,2020年分别上涨14.34%和14.06%。这一涨幅是历史少有的。道琼斯指数、标普500指数和纳斯达克指数在2020年最后一周分别上涨1.35%、1.43%和0.65%,12月分别上涨3.27%、3.71%和5.65%,2020年分别上涨7.25%、16.26%和43.64%。特别是涵盖Facebook、Apple、Amazon、Microsoft和Google等互联网巨头的纽交所FANG+指数,2020年上涨了102.88%。新兴市场(特别是亚洲新兴市场)指数在2020年同样涨幅较大。MSCI新兴市场指数第四季度上涨19.34%,2020年上涨15.84%;MSCI亚洲新兴市场(MSCI EM Asia)指数第四季度上涨18.58%,2020年上涨25.99%。韩国综合股价指数(KOSPI)和中国台湾加权指数(TAIEX),2020年分别上涨30.75%和22.80%,创下历史新高。值得一提的是,2020年股票市场的大幅上涨主要发生在11月和12月。

在固定收益领域,彭博巴克莱全球债券指数和彭博巴克莱美国债券指数在2020年分别上涨9.19%和7.51%,其中,第四季度分别上涨3.28%和0.67%。在固定收益信贷方面,彭博巴克莱美国投资级企业债指数和高收益企业债指数在2020年分别上涨9.89%和7.11%,其中,第四季度分别上涨3.05%

作者简介: 蔡清福,中银国际董事总经理,中山大学岭南(大学)学院兼职教授。

图1 2016—2020年MSCI所有国家指数和MSCI世界指数（以2015年12月31日为基准）

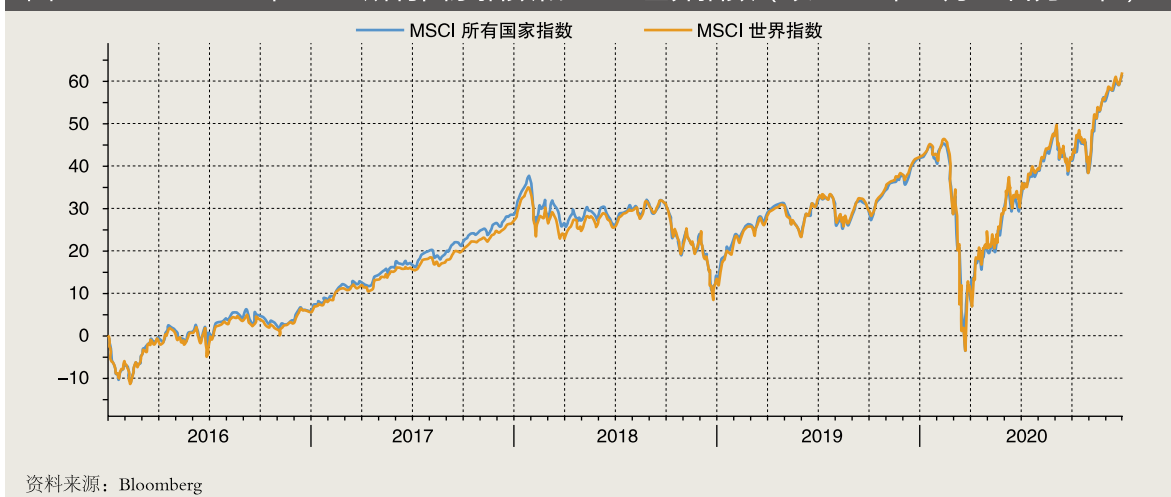


表1 2020 年全球主要金融市场指数收益率（单位：%）

股票市场（截至 2020-12-31）											
	2020 年 以来	第四 季度	9 月 2 日 至 9 月 4 日	3 月中下旬 至 9 月 2 日	2 月中下旬至 3 月中下旬		2020 年 以来	第四 季度	9 月 2 日 至 9 月 4 日	3 月中下旬 至 9 月 2 日	2 月中下旬至 3 月中下旬
MSCI 所有国家指数	14.34	14.35	-7.49	54.69	-33.90	FANG+ 指数	102.88	16.88	-11.44	124.05	-34.19
MSCI 世界指数	14.06	13.63	-7.77	55.68	-34.20	SOX 半导体指数	51.14	24.57	-9.40	84.17	-34.99
道琼斯指数	7.25	10.17	-7.85	60.04	-37.09	NBI 生物科技指数	25.69	11.80	-3.19	43.28	-23.65
标普 500 指数	16.26	11.69	-9.33	56.45	-33.93	标普软件业	34.04	7.89	-10.97	63.33	-31.21
纳斯达克指数	43.64	15.41	-11.48	75.73	-30.12	标普零售业	45.48	4.66	-11.46	84.96	-25.73
MSCI 欧洲指数	-5.37	10.49	-4.02	29.01	-34.39	OSX 石油服务行业指数	-43.38	59.26	-19.07	64.77	-73.48
MSCI 新兴市场指数	15.84	19.34	-5.47	45.99	-33.10	KBW 美国银行股指数	-13.63	33.96	-10.33	39.08	-50.76
MSCI 亚洲（除日本） 指数	22.47	18.30	-5.51	46.16	-29.32	欧元区银行股指数	-23.72	35.36	-11.42	21.15	-50.36
恒生指数	-3.40	16.08	-7.20	15.71	-24.61	标普航空业	-31.63	28.31	-8.07	60.17	-66.08
上证综指	13.87	7.92	-5.33	26.00	-13.03	标普酒店餐饮娱乐旅游	-26.26	34.62	-11.98	79.14	-67.19
固收市场（截至 2020-12-31）											
	2020 年 以来	第四 季度	9 月 2 日 至 9 月 4 日	3 月中下旬 至 9 月 2 日	2 月中下旬至 3 月中下旬		2020 年 以来	第四 季度	9 月 2 日 至 9 月 4 日	3 月中下旬 至 9 月 2 日	2 月中下旬至 3 月中下旬
全球债券指数	9.19	3.28	-0.70	10.47	-8.77	美国高收益企业债指数	7.11	6.45	-1.92	27.06	-20.78
美国债券指数	7.51	0.67	-0.35	7.94	-6.30	美国杠杆贷款指数	3.12	3.81	0.44	23.95	-20.73
美国投资级企业债指数	9.89	3.05	-0.87	20.57	-15.44	欧洲杠杆贷款指数	2.38	3.70	0.41	21.84	-20.06

资料来源：Bloomberg

和 6.45%。在全球经济放缓的背景下，固定收益类资产投资获得了较高的收益率（见表 1）。

2020 年，另一个引人关注的现象是美元指数走弱。在 2020 年 3 月达到高点后，美元指数便在震荡中下行，5 月下旬以后下行趋势更为明显；9 月开始，则呈现低位震荡态势。全年来看，美元指数同比下跌 5.5%，自 2020 年 3 月高点以来下跌 13.6%。

2020 年 3 月，因新冠肺炎疫情暴发，全球金融市场遭受了严重冲击，并在数周内造成了巨大的市场损失。当时，有一些评论者已经在谈论“经济萧条”是否将到来。但全球政策制定者采取了果断、及时的应对措施，缓解了金融市场的恐慌，避免了市场

崩溃和更大损失。

二、如何看待全球市场发展趋势

本文认为，未来有几个因素可能对市场产生重要影响。一是 2020 年年初全球经济曾显露复苏迹象，但该轮经济周期因疫情冲击而中断，未来全球经济可能延续此前的复苏态势。二是 2020 年，欧美主要经济体央行采取了极度宽松的货币政策，为市场注入了大规模流动性，而这一进程至今仍未结束。三是各国始于 2020 年的财政刺激政策和政府补助措施仍未结束。四是未来两年新冠肺炎疫苗的大范

围接种值得期待，全球经济具备同步复苏的潜力。

基于此，本文对全球经济金融发展趋势阐述以下观点。

（一）全球货币政策和利率

本文认为，2021年欧美主要经济体央行货币政策仍可能保持极度宽松。第一，美联储在2020年12月提出将维持联邦基金利率为零并持续至2022年年底，并重申会采取每月1200亿美元的量化宽松政策。第二，欧洲央行在2020年12月也宣布将大流行病紧急长期再融资操作延长9个月至2022年6月，并将紧急抗疫购债计划延续至2022年3月。

因此，货币政策利率将在很长一段时间内保持在低水平。即使2021年市场利率可能出现阶段性上升，但根据经验，以美联储为代表的主要经济体央行对金融市场走势具有很强的引导作用，只要政策利率依然维持低位，市场利率上升空间就极为有限。充足的流动性和低利率可能会成为风险资产价格波动的巨大推动因素。

（二）美国财政赤字与美元指数

近期，美国已通过了9000亿美元的财政刺激方案。预计拜登政府上台后，还可能推出更多的财政刺激计划。此外，在后疫情时代，美国为了创造就业机会并完善基础设施，很可能会加大财政支出力度，并出现大量财政赤字。相比之下，欧元区的赤字财政规模可能会小很多。

财政赤字的规模也可能影响市场对美元的信心，并对美元走势产生影响。2020年，美元指数已明显下降；未来，美元相对一篮子贸易加权货币仍可能贬值，特别是相对人民币。但从长期来看，美元地位仍然难以动摇，现在也难以判断新兴市场经济体货币是否会出现长期升值。

（三）固定收益市场

当前，难以预计投资发达经济体主权债券将会获得怎样的收益率。截至2020年年底，全球有17.76万亿等值美元的零利率或者负利率债券（主要是以欧元和日元计价的主权债）。未来，只有利率进一步下降，持有这类债券才会显著获益。当前，巴

克莱美国国债指数的平均收益率约为0.57%。如此低的收益率是由主要经济体央行的量化宽松货币政策所造成的，未来很难判断利率是否会进一步降低。

此外，代表67.5万亿美元资产的彭博巴克莱全球债券指数的期权调整利差为0.36%，平均收益率为0.83%；代表6.87万亿美元资产的彭博巴克莱美国投资级债券指数的期权调整利差为0.96%，平均收益率为1.74%；代表1.59万亿美元资产的彭博巴克莱美国高收益债券指数的期权调整利差为3.60%，平均收益率为4.18%。总体来看，预期回报率都低于历史均值。

值得注意的是，2020年，全球以美元计价的发行级债券发行总额为1.91万亿美元（同比增长56.94%），高收益债券发行总额为4410亿美元（同比增长42.58%），以欧元计价的债券发行总额为2.33万亿欧元（同比增长23.37%）。由此可见，2020年，许多公司已经提前融资，甚至过度融资。可以预计，2021年的净发行规模将会降低，这将对固定收益资产市场的未来走势产生影响。

本文预计，在发达国家收益率较低背景下，新兴市场固定收益板块在2021年的表现将优于其他市场。与此对比，2020年，新兴市场债券累计上涨1.18%，彭博巴克莱全球债券指数累计上涨9.19%。

（四）全球股票市场

本文预计，2021年的全球股市仍有上涨空间。在长期低利率环境下，固定收益、股票和另类投资等传统资产配置策略需要做出大幅调整。一般来看，股权类资产有望获得更高估值，特别是能够产生稳定和可预测现金流（可派发股息）的公司，以及能够在后疫情时代更好地满足市场需求的具有独特商业模式或技术的公司。

新冠肺炎疫情无疑已促成了生产、生活多领域的巨大变化，从而对市场产生了重大影响。WFH（居家工作）模式可能将长期成为人们生活和工作中的一种常态。2020年，纽交所FANG+指数上涨102.88%，半导体指数上涨51.14%，生物科技板块指数上涨25.69%。新冠肺炎疫情加速了技术革命，将对医疗保健、5G以及物联网等领域产生深远影响。如果新冠肺炎疫苗能够成功研发并取得有效预防效

表2 东亚经济体股市2020年收益率与全球其他主要市场对比（单位：%）

	全年	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度		全年	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度
MSCI 中国指数	26.70	11.20	11.69	14.24	-10.71	MSCI 全球指数	14.34	14.35	7.67	18.66	-21.74
沪深 300 指数	27.21	13.60	10.17	12.96	-9.83	MSCI 世界指数	14.06	13.63	7.52	18.84	-21.44
上证指数	13.87	7.92	7.82	8.52	-3.31	道琼斯指数	7.25	10.17	7.63	17.77	-23.20
深证指数	35.20	8.37	8.80	18.58	-10.02	标普 500 指数	16.26	11.69	8.47	19.95	-20.00
恒生指数	-3.40	16.08	-3.96	3.49	-18.60	纳斯达克指数	43.64	15.41	11.02	30.63	-14.18
韩国综合股价指数	30.75	23.44	10.41	20.16	-16.27	MSCI 欧洲指数	-5.37	10.49	-0.32	11.70	-23.08
中国台湾加权股价指数	22.80	17.71	7.70	19.71	-20.16	英国富时 100 指数	-14.34	10.13	-4.92	8.78	-24.80
日经 225 指数	16.01	18.37	4.02	17.82	-19.08	MSCI 新兴市场指数	15.84	19.34	8.73	17.27	-23.87
MSCI 综合亚洲（除日本）指数	22.47	18.30	9.82	15.81	-20.04	MSCI 拉美指数	-15.97	34.11	-2.06	18.39	-45.96
MSCI 新兴市场指数	25.99	18.58	11.09	17.05	-18.29	MSCI 新兴市场指数（除亚洲）	-12.63	22.44	-0.22	18.03	-39.41

资料来源：Bloomberg

果的话，航空、旅游、度假、酒店、能源等在 2020 年受到重创的行业，也将迎来巨大转机。

（五）全球资金流动

全球范围内也可能会出现资金的大规模流动。除以欧元和日元计价的 17.76 万亿美元（等值）的零利率或负利率资产外，2020 年，全球还有 4.3 万亿美元的货币市场基金和 16.2 万亿美元的银行存款。如果新冠肺炎疫苗接种进展顺利，全球经济活动将恢复正常，投资者和储户也将重拾信心，大量资金可能将离开货币市场基金和银行存款。如果有上万亿美元资金从货币市场基金和银行存款流向股票、信贷等风险资产，可能对全球市场产生较大影响。

2020 年，东亚股市表现强劲。MSCI 中国指数（MSCI China）、沪深 300 指数、韩国综合股价指数、中国台湾加权股价指数、MSCI 综合亚洲（除日本）指数以及 MSCI 新兴市场指数在 2020 年第四季度和 2020 年全年的表现令人瞩目（见表 2）。2021 年，东亚经济的出色表现或将持续。

三、低利率背景下，中国资本市场未来将受到更多全球投资者的瞩目

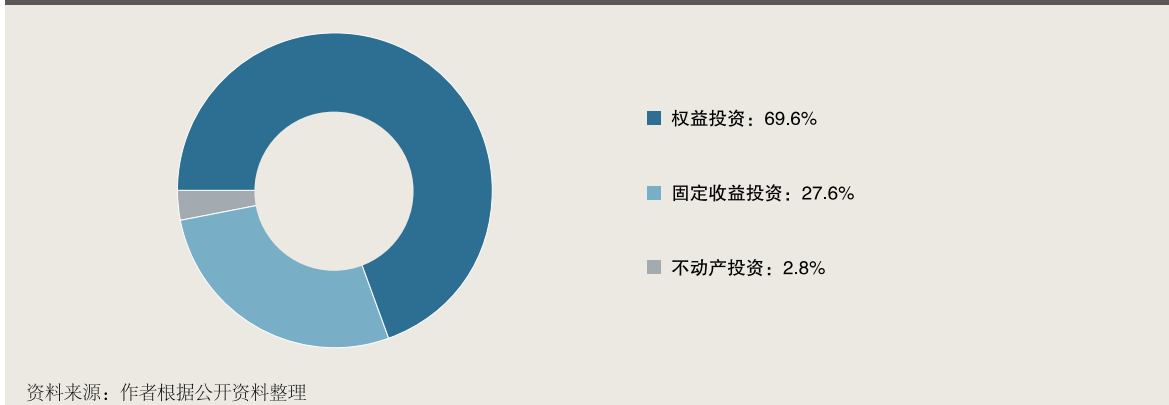
截至 2020 年年底，全球收益率为零或更低的债券总规模已创下历史新高。一方面，这是由于主要经济体央行采取极度宽松货币政策所致；另一方面，也说明即使零利率甚至负利率，仍有许多投资者愿意大量购入这类债券。这一现象是令人费解的。其中，有些投资者是因为受人委托，需将一部分资

产配置于无风险的政府债券，因此，这类投资者对收益率并不非常敏感；而另有些投资者则可能是因为不愿或者不能开展海外投资，因而别无选择，只能购入大量低收益债券。对一些极端保守的投资者来说，虽然收益率低，但投资此类债券毕竟是一种保护财富的无风险方式：当前投资 100 美元，3 年或 5 年后总能收回 99 美元。在全球经济充满不确定性的环境中，这可被视作为在几年后收回资金付出一笔小小的保险费。但对全球更多的投资者而言，这种保守策略是难以被接受的。

全球经济金融格局已发生了巨变。截至 2020 年 10 月，中国大陆市场在 MSCI 新兴市场指数中的权重已达 43.24%（一年前为 34.6%），中国台湾以 12.67% 取代韩国位居第二，韩国以 11.9% 位居第三，印度以 8.15% 排名第四，其后为巴西的 4.39%；其他所有新兴市场合计占 19.65%。这表明，中国资本市场将成为全球投资者不应也不能忽视的重要投资方向。

目前，大多数全球投资者对亚洲新兴市场的投资，尤其是对中国市场的投资是相对不足的。以挪威国家银行投资管理公司主权财富基金为例。挪威主权财富基金是世界上最大的主权财富基金之一，资产管理规模约为 1.22 万亿美元，其中，69.6% 的资产为股票类资产（见图 2）。截至 2020 年年中，该基金向中国股票市场的投资额为 430 亿美元（较 2019 年年底的 350 亿美元有所增加），但在其全部股票投资中占比仅为 5%。另外，该主权财富基金针对全球第二大的中国债券市场的投资仅为 7.19 亿美元，在其全部固定收益资产投资中仅占 2.1%。本文认为，除挪威主权财富基金以外，全球其他主要

图2 2020年年中挪威主权财富基金资产配置比例



主权财富基金（例如，位于中东的阿布扎比投资局、科威特投资局、沙特阿拉伯公共投资基金、卡塔尔投资局、迪拜投资公司等）针对中国市场的资金配置权重也不会高于挪威主权财富基金。除了主权财富基金外，全球养老基金和保险资金也同样需要追求更高收益。因此，未来，在全球低利率的大背景下，中国资本市场将受到更多全球投资者的瞩目。

四、拜登当选总统有望降低全球经济不确定性

在竞选总统时，拜登就曾表示他将任命一个多元化的内阁。目前来看，有望在拜登政府中占据重要位置的一些政治人物，例如，安东尼·布林肯（可能担任国务卿）等人，都有一个共同特点，即他们曾在奥巴马和拜登执政期间相互合作，彼此都很熟悉，与拜登关系密切，政策观点接近。

因此，可以合理预期，拜登领导下的美国外交政策将发生重大转变。拜登曾在参议院任职长达36年（包括担任参议院外交关系委员会主席），此后担任副总统8年，可谓自老布什总统以来历届政府中外交政策经验最丰富的总统。值得注意的是，拜登有与中国接触的经验，他可能会重新调整对华政策，但中美之间深层次的挑战依然存在。未来，拜登的从政经验将促使美国外交政策回归稳定。降低战争风险、重新接触、多边主义、恢复联盟，将取代过去四年的单边主义、孤立主义政策，并摆脱混乱局面。以过去奥巴马政府的执政方针为基础，拜登政府很有可能重新调整过去四年中一些紧张的

外交关系。拜登政府制定的政策将更加可预测、破坏性更小。因此，本文相信全球经济将在未来加速增长，同时，政治风险也将降低，全球地缘政治紧张局势将在未来四年有所缓解。本文认为，这对于全球风险资产投资，尤其是亚洲新兴市场而言，是一个重要的积极因素。

此外，本文认为，拜登执政的前两年会把很多精力投入其国内事务。一是控制新冠肺炎疫情；二是采取财政刺激政策；三是创造更多的就业机会，降低失业率；四是推动大规模基础设施建设。

五、总结

宏观经济和全球市场的发展是动态且充满不确定性的。要想理解宏观经济和市场走势，需要不断地反思和校准。面对市场，我们既有“已知的已知”和“已知的未知”，也有“未知的未知”。我们无法预测“未知的未知”（例如，新冠肺炎疫情暴发）。但随着“未知的未知”对市场造成冲击，并逐渐转变为“已知的未知”，我们需要不断重新理解未来发展机遇，进而校准风险因素。

参考文献：

- [1] 刘明康、蒋则沈．金融本质与监管逻辑[J]．国际金融，2020（2）：3-5
- [2] Alvin C. Chua. Covid-19 and Global Financial Markets Outlook[EB/OL]. 2020-7-22

（责任编辑：冯天真、赵廷辰）