



中国社会科学院经济研究所

中国宏观经济运行与政策模拟实验室

中国社会科学院经济研究所决策科学研究中心

经济研究所《宏观经济与政策跟踪》课题组

2014/01/01

经济走势跟踪 No.2014-001

全球股市 2013 年回顾与 2014 年展望

导读：2013 年全球股市苦乐不均，表现两极。在中国社会科学院经济研究所《宏观经济与政策跟踪》课题组跟踪的全球 57 个股票市场中，2013 年共有 44 家上涨，13 家下跌。2013 年，美国、欧洲、日本等发达经济体股市表现整体抢眼，而“非主流”市场继续高歌猛进，如委内瑞拉股市已经连续三年涨幅排名列全球之首，2013 年到年终涨幅为 480%。

尽管涨幅最为靠前的市场表现抢眼，但真正引起人们注意的，还是美、日、欧市场，结合市值、交易量和历史因素等综合考虑，这些市场对全球的影响巨大，代表着全球市场的动向和趋势。其中，日股、美股的大幅上涨受益于其国内的量化宽松政策，而欧洲经济终于在 2013 年走出了自 2009 年以来长达 6 个季度的衰退期。

而较上年出现负增长的 13 个市场中，主要是新兴经济体的股票市场，作为近年来最为抢眼的金砖四国中的中国、巴西和俄罗斯市场 2013 年表现惨淡。

展望 2014 年，业内人士更加看好发达经济体股指，认为其整体表现将优于新兴经济体，而对涨幅、但投资者关注很少的“非主流”股指中所蕴含的风险普遍存在担忧情绪。

沉寂了许久的中国股市能否在 2014 年重新活跃起来？这是岁末年初市场内外最为关心的事情。尽管有不少热点可能产生，但在经济增长放缓和流动性不充裕的大环境下很难催生出一个长期的牛市。2014 年，尤其要警惕由于美联储减缓购债引发“黑天鹅”事件的发生。

整理编写：王砚峰；责任编辑：王砚峰

声明：本文版权属中国社会科学院经济研究所所有，未经允许请勿转载，或以任何方式刊登、发表。

全球股市 2013 年回顾与 2014 年展望

2014 年 1 月 1 日 中国社会科学院经济研究所《宏观经济与政策跟踪》课题组

2013 年全球股市回顾：苦乐不均，表现两极

与 2012 年几乎全盘皆红相比，2013 年全球股市苦乐不均，表现两极。在中国社会科学院经济研究所《宏观经济与政策跟踪》课题组跟踪的全球 57 个股票市场中（见表 1），2013 年共有 44 家上涨，13 家下跌，而 2012 年则有 55 家上涨，只有 2 家下跌。2013 年，美国、欧洲、日本等发达经济体股市表现整体抢眼，而“非主流”市场继续高歌猛进，如委内瑞拉股市已经连续三年涨幅排名列全球之首，2013 年到年终涨幅为 480%，而被各界质疑房地产泡沫的阿联酋，迪拜股市和阿布扎比股市也均取得不俗业绩，甚至此前并未受到关注的伊朗股市也涨幅超过 100%。此外，阿根廷、巴基斯坦、爱尔兰、希腊等国股市也涨幅靠前。

而出现负增长的 13 个市场中，主要是新兴经济体的股票市场，其中秘鲁股市跌幅最大，达 23.63%，作为近年来最为抢眼的金砖四国的中国、巴西和俄罗斯市场 2013 年表现惨淡，其中巴西全年跌幅 15.5%，列倒数第二，中国上海综合指数跌 6.75%，深圳成指跌 10.91%，俄罗斯市场跌 5.77%，只有印度市场全年上涨 8.98%，免于全军覆没。而蒙古股市则连续两年下跌，其他如智利、土耳其、哥伦比亚、泰国、捷克、墨西哥、印尼这些出现下跌的市场，几乎全是新兴国家市场。

2013 年，发达国家市场取得上佳表现，其中，东京股市创出 1972 年以来最佳年度表现，日经 225 指数收于六年来最高点位，全年涨幅 56.72%，道琼斯工业股票价格指数实现自 1995 年以来即 18 年来美国股市最大的年度上涨幅度，全年涨幅 26.5%，并以 16576.66 点收于历史最高位。此外，美国标准普尔 500 指数上涨 29.6%，纳斯达克指数上涨 38.32%；英国金融时报 100 指数上涨 14.43%，法国 CAC40 指数上涨 17.99%，德国 DAX30 指数上涨 25.48%。

尽管涨幅最为靠前的市场表现抢眼，但真正引起人们注意的，还是美、日、欧市场，结合市值、交易量和历史因素等综合考虑，这些市场对全球的影响巨大，代表着全球市场的动向和趋势。其中，日股、美股的大幅上涨受益于其国内的量化宽松政策，而欧洲经济终于在 2013 年走出了自 2009 年以来长达 6 个季度的衰退期。

国际货币基金组织在最近发表的《世界经济展望》报告中指出，全球经济活动的驱动因素不断变化，即增长动力正在发生转变，发达经济体的增长在逐步增强，同时新兴市场经济体的增长已经减缓，在这种经济形势下，作为经济晴雨表的股票市场，其表现正如宏观经济的趋势所显示的那样。在持续五年的大规模量化宽松政策后，美国经济终于展现出全面的增长动力，消费、投资、出口“三驾马车”全面向好，就业和房地产市场成为经济复苏中的亮点。最新公布的数据显示，2013 年第三季度美国国内生产总值(GDP)环比年化增长率为 4.1%，创两年来最高水平。而日本在量化宽松政策出台后，宏观经济数据也持续向好，扣除物价变动因素，日本 2013 年第二季度实际 GDP 同比增长 3.8%，且截至第三季度已经连续四个季度实现正增长。至于欧洲，2013 年第二季度，欧元区 GDP 环比增长 0.3%，为 2011 年第四季度以来的首次增长；第三季度，欧元区 GDP 环比增长 0.1%。按照通常的经济学标准，尽管欧洲经济复苏势头仍较脆弱，但已正式宣告走出了连续六个季度的衰退。

至于委内瑞拉，从其股票市场的走势来看，确实是全球股市中的一朵奇葩，2013 年底收盘 2736585 即 273 万点的点位绝无仅有。仅从 2008 年底加拉加斯股票交易所指数（IBVC）

的收盘价 34900.67 点算起，至今已上涨 7741.07%，如从 2003 年的 8000 点起步算起，则涨幅高达 34107.31%，即 341 倍。尽管委内瑞拉是拉美地区经济较为发达的国家之一，是世界上重要的石油生产国和出口国，经济发展速度很快，但目前经济增长速度开始下降，同时伴随着恶性通胀，其国内要解决的经济问题依然巨大。而委内瑞拉股市的疯狂涨幅主要得益于其袖珍规模，根据万得（Wind）数据，其股市的区间成交量排在全球各股市的末位，成交量小得可怜，2013 年上半年成交量仅 322 万股。以委内瑞拉的股市规模来看，其涨幅可能并不能反映其经济实力。面临增速下降、通胀高企的委内瑞拉，经济基本面算不上乐观。在受制于外汇管制措施的情况下，其资金外逃规模依然很大。

表 1：2013 年全球 57 个股票市场表现（单位：指数收盘点，涨跌%）

地区	股市指数名称	2013 年 收盘指 数	2013 年涨跌 幅	2013 年排 名	2012 年排 名	2011 年排 名	2010 年排 名	2009 年排 名
美洲	委内瑞拉加拉加斯股票交易所指数 (IBVC)	2736585	480.48	1	1	1	20	17
亚洲	阿联酋迪拜综合指数 (DFM GENERAL INDEX)	3369.8	107.69	2	17	32	54	57
美洲	阿根廷 MerVal 指数 (MERV)	5391.0	88.87	3	26	54	3	3
亚洲	阿联酋阿布扎比指数	4290.3	63.08	4	40	22	46	54
亚洲	东京日经 225 指数 (N225)	16291.3	56.72	5	14	34	49	49
亚洲	巴基斯坦指数	18664.0	56.00	6	3	17	10	22
美国	纳斯达克综指 (NASDAQ COMPOSITE)	4176.6	38.32	7	25	14	23	27
欧洲	爱尔兰全股指数	4539.4	33.64	8	22	9	51	42
美国	美国标准普尔 500 指数 (S&P500)	1848.4	29.60	9	32	10	32	44
欧洲	希腊雅典 ASE 综合指数	1162.7	28.06	10	6	58	58	45
欧洲	冰岛 OMX 全股指数	864.9	27.40	11	23	7	29	58
美国	道琼斯工业平均指数 (DJI)	16576.7	26.50	12	47	4	34	52
欧洲	芬兰 OMX 赫尔辛基指数 (HEX)	7337.0	26.47	13	44	55	18	50
欧洲	德国法兰克福 DAX 指数 (DAX)	9552.2	25.48	14	8	24	26	43
非	埃及开罗 CASE30 指数	6782.5	24.17	15	4	57	27	35

地区	股市指数名称	2013年 收盘指 数	2013 年涨跌 幅	2013 年排 名	2012 年排 名	2011 年排 名	2010 年排 名	2009 年排 名
洲	(CASE30)							
欧洲	丹麦指数	615.5	24.05	16	9	27	8	34
欧洲	西班牙马德里交易所指数 (IGBM)	1012.0	22.71	17	56	26	57	41
亚洲	越南股价指数 (VNINDEX)	504.6	21.97	18	21	51	48	18
欧洲	瑞典斯德哥尔摩指数 (OMX STOCK HOLM30)	1333.0	20.66	19	34	25	14	28
欧洲	瑞士苏黎士指数 (SSMI)	8203.0	20.24	20	28	18	47	53
非洲	南非金融时报/约翰内斯堡40指 数 (FTSE/JSEAFRICATOP40)	41482.4	19.22	21	16	11	30	40
欧洲	比利时 BEL20 指数 (BEL20)	2923.8	18.10	22	19	37	41	37
欧洲	法国巴黎 CAC40 指数(CAC40)	4296.0	17.99	23	27	31	50	46
欧洲	FTSE 意大利全股指数	20203.7	17.63	24	43	47	55	48
欧洲	荷兰阿姆斯特丹交易所指数 (AEX)	401.8	17.24	25	39	23	39	33
大洋洲	新西兰股市 50 指数 (NZ50)	4737.0	16.49	26	13	13	42	51
欧洲	卢森堡指数	1448.9	16.10	27	38	50	33	31
欧洲	葡萄牙综合股票指数 (BVLX)	2698.3	15.60	28	45	41	52	32
欧洲	以色列特拉维夫 100 指数 (TA-100)	1207.7	15.12	29	48	39	28	7
大洋洲	澳大利亚全股指数 (AORD)	5358.0	14.87	30	31	28	45	36
欧洲	伦敦金融时报 100 指数(FT100)	6749.1	14.43	31	51	16	38	47
亚洲	台湾集中市场加权指数 (TAIEX)	8611.5	11.85	32	42	43	37	12
亚洲	马来西亚吉隆坡综合指数 (KLCI)	1867.0	10.54	33	37	8	17	26
美	加拿大标准普尔/多伦多综合股	13621.6	9.55	34	52	21	31	38

地区	股市指数名称	2013年 收盘指 数	2013 年涨跌 幅	2013 年排 名	2012 年排 名	2011 年排 名	2010 年排 名	2009 年排 名
洲	价指数 (S&P/TSX)							
亚洲	印度孟买 30 种股票综合指数 (SENSEX)	21170.7	8.98	35	12	48	21	10
欧洲	波兰指数	51284.3	8.06	36	11	42	19	25
欧洲	奥地利维也纳 ATX 指数(ATX)	2546.5	6.05	37	10	56	24	30
亚洲	中国上海 B 股指数	253.6	3.56	38	30	53	15	2
亚洲	香港恒生指数 (HIS)	23306.4	2.87	39	15	38	40	21
欧洲	挪威奥斯陆全股指数 (OSEAX)	503.6	2.66	40	35	19	25	19
欧洲	匈牙利布达佩斯交易所指数 (BUX)	18564.1	2.15	41	49	40	44	13
亚洲	菲律宾马尼拉综合指数 (PSEi)	5889.8	1.33	42	7	5	6	16
亚洲	韩国综合指数 (KOSPI)	2011.3	0.72	43	41	20	13	24
亚洲	新加坡海峡时报指数 (STI)	3167.4	0.01	44	18	33	35	14
亚洲	印尼雅加达股价指数 (JCI)	4274.2	-0.98	45	33	6	4	8
美洲	墨西哥指数 (Mexican Bolsa Ipc Index)	42727.1	-2.24	46	20	15	16	29
欧洲	捷克指数	989.0	-4.78	47	29	49	36	39
欧洲	俄罗斯 RTS 指数 (RTSI)	1442.2	-5.77	48	36	45	12	1
亚洲	泰国股市综合股价指数 (SETI)	1298.7	-6.70	49	5	12	5	15
亚洲	中国上证综合指数	2116.0	-6.75	50	53	44	56	11
亚洲	蒙古股票交易所 20 种股票指数 (MSETOP)	16301.8	-7.42	51	58	2	1	56
亚洲	中国深圳成份指数	8121.8	-10.91	52	55	52	53	4
美洲	哥伦比亚指数	13071.3	-11.18	53	24	36	9	20
亚	土耳其伊斯坦堡 100 指数	67801.7	-13.31	54	2	46	11	6

地区	股市指数名称	2013年 收盘指 数	2013 年涨跌 幅	2013 年排 名	2012 年排 名	2011 年排 名	2010 年排 名	2009 年排 名
洲								
美洲	智利指数	3699.2	-14.00	55	54	29	7	23
美洲	巴西圣保罗博维斯帕指数 (BVSP)	51507.2	-15.50	56	46	35	43	9
美洲	秘鲁指数	15753.7	-23.63	57	50	30	2	5

从金融危机发生的 2008 年开始，全球股市总体表现仍以新兴市场最为耀眼，从《宏观经济与政策跟踪》课题组连续跟踪的 48 个股票市场表现来看，排名居前的多数为新兴市场，排在前十位的发达市场唯有美国纳斯达克，由于 2000 年网络泡沫破裂后跌幅过深，2000 年 3 月 10 日创造 5048.62 点的最高记录后，于 2002 年 10 月 10 日创调整新低 1108 点。近年来，纳斯达克综合指数从低位不断回升，保持了较高的升幅，逐渐向突破前高点发展。

大多数的发达市场累计涨幅总体居于中游，其中，美国市场表现强劲，屡创新高，欧洲市场表现优劣两端，传统经济大国中，德国表现最好，累计涨幅几乎翻番，英国回升超过 5 成，法国则仅有 3 成多回升，受欧债危机影响的希腊等国至今无法翻身，股指仍在低位徘徊。而日本虽然 2012 和 2013 年表现较好，但与泡沫时期相比还相去甚远。日经 225 指数的最高点是 1989 年 12 月 29 日，盘中最高至 38957.44 点，收盘于 38915.87 点。2008 年 10 月 28 日，日经指数最低下探至 6994 点，创造了自 1984 年以来的最低点。新兴市场中，既有轻盈的“黑马”频出，也有快速发展但已体格庞大的市场，如中国股市近 5 年来总体表现不佳，处于末端，令投资者无奈。（见表 2）

表 2：2008 年以来全球 48 个股票市场全年表现（涨跌幅为%）

地区	股市指数名称	2008年收 盘指数	2013年收 盘指数	2008年以来 累计涨跌幅	2008年以来 涨跌幅排行
美洲	委内瑞拉加拉加斯股票交易所指数 (IBVC)	34900.67	2736585	7741.07	1
美洲	阿根廷 MerVal 指数 (MERV)	1079.66	5391.03	399.33	2
亚洲	印尼雅加达股价指数 (JCI)	1355.41	4274.18	215.34	3
亚洲	菲律宾马尼拉综合指数 (PSEi)	1872.85	5889.83	214.48	4
亚洲	蒙古股票交易所 20 种股票指数 (MSETOP)	5583.22	16301.81	191.98	5
亚洲	泰国股市综合股价指数 (SETI)	449.96	1298.71	188.63	6
美国	纳斯达克综合指数	1577.03	4176.59	164.84	7

地区	股市指数名称	2008年收盘指数	2013年收盘指数	2008年以来累计涨跌幅	2008年以来涨跌幅排行
亚洲	中国上海B股指数	110.92	253.63	128.66	8
欧洲	俄罗斯RTS指数(RTSI)	631.89	1442.16	128.23	9
亚洲	印度孟买30种股票综合指数(SENSEX)	9647.31	21170.68	119.45	10
欧洲	以色列特拉维夫100指数(TA-100)	564.09	1207.69	114.10	11
非洲	南非金融时报/约翰内斯堡40指数(FTSE/JSEAFRICATOP40)	19444.4	41482.39	113.34	12
亚洲	马来西亚吉隆坡综合指数(KLCI)	876.75	1866.96	112.94	13
亚洲	阿联酋迪拜综合指数(DFMGENERAL INDEX)	1636.29	3369.81	105.94	14
美国	美国标准普尔500指数(S&P500)	903.25	1848.36	104.63	15
欧洲	瑞典斯德哥尔摩指数(OMX STOCK HOLM30)	662.33	1332.95	101.25	16
欧洲	德国法兰克福DAX指数(DAX)	4810.2	9552.16	98.58	17
欧洲	爱尔兰全股指数	2343.27	4539.43	93.72	18
美洲	墨西哥指数(Mexican BolsaIpc Index)	22380.32	42727.09	90.91	19
美国	道琼斯工业平均指数(DJI)	8776.39	16576.66	88.88	20
亚洲	台湾集中市场加权指数(TAIEX)	4591.22	8611.51	87.56	21
欧洲	挪威奥斯陆全股指数(OSEAX)	270.21	503.58	86.37	22
亚洲	东京日经225指数(N225)	8859.56	16291.31	83.88	23
亚洲	新加坡海峡时报指数(STI)	1761.56	3167.43	79.81	24
亚洲	韩国综合指数(KOSPI)	1124.47	2011.34	78.87	25
大洋洲	新西兰股市50指数(NZ50)	2715.71	4737.01	74.43	26
欧	荷兰阿姆斯特丹交易所指数(AEX)	245.94	401.79	63.37	27

地区	股市指数名称	2008年收盘指数	2013年收盘指数	2008年以来累计涨跌幅	2008年以来涨跌幅排行
洲					
亚洲	香港恒生指数 (HIS)	14387.48	23306.39	61.99	28
亚洲	越南股价指数 (VNINDEX)	316.32	504.63	59.53	29
欧洲	比利时 BEL20 指数 (BEL20)	1908.64	2923.82	53.19	30
欧洲	伦敦金融时报 100 指数 (FT100)	4434.17	6749.09	52.21	31
美洲	加拿大标准普尔/多伦多综合股价指数 (S&P/TSX)	8987.7	13621.55	51.56	32
欧洲	匈牙利布达佩斯交易所指数 (BUX)	12286.42	18564.08	51.09	33
非洲	赞比亚卢萨卡全股指数 (LUSEIDX)	2505.88	-	49.30	34
欧洲	冰岛 OMX 全股指数	581.76	864.93	48.67	35
欧洲	瑞士苏黎士指数 (SSMI)	5534.53	8202.98	48.21	36
非洲	埃及开罗 CASE30 指数 (CASE30)	4596.49	6782.45	47.56	37
大洋洲	澳大利亚全股指数 (AORD)	3659.3	5358.00	46.42	38
欧洲	奥地利维也纳 ATX 指数 (ATX)	1750.83	2546.54	45.45	39
美洲	巴西圣保罗博维斯帕指数 (BVSP)	37550.31	51507.16	37.17	40
欧洲	芬兰 OMX 赫尔辛基指数 (HEX)	5403.52	7336.98	35.78	41
欧洲	法国巴黎 CAC40 指数 (CAC40)	3217.97	4295.95	33.50	42
欧洲	葡萄牙综合股票指数 (BVLX)	2081.05	2698.34	29.66	43
亚洲	中国深圳成份指数	6485.51	8121.79	25.23	44
亚洲	中国上证综合指数	1820.81	2115.98	16.21	45
欧洲	西班牙马德里交易所指数 (IGBM)	975.97	1011.98	3.69	46

地区	股市指数名称	2008年收盘指数	2013年收盘指数	2008年以来累计涨跌幅	2008年以来涨跌幅排行
欧洲	FTSE 意大利全股指数	19844.73	20203.72	1.81	47
欧洲	希腊雅典 ASE 综合指数	1786.51	1162.68	-34.92	48

注：赞比亚卢萨卡全股指数（LUSEIDX）数据截至 2012 年年底。

全球股市 2014 年展望

展望 2014 年，业内人士更加看好发达经济体股指，认为其整体表现将优于新兴经济体，而对涨幅、但投资者关注很少的“非主流”股指中所蕴含的风险普遍存在担忧情绪。

分析人士指出，这些“非主流”股指，投资者平时关注不多，上涨原因也有差别，但其中一个较为重要的原因是内部或外部的流动性十分充裕，而这其中反而蕴含了较大的风险和不确定性，在 2014 年值得投资者警惕。

根据《宏观经济与政策跟踪》课题组的观察，近年来，每年的全球股市都会出现一些“黑马”，但往往不能跑得更远，如曾经在 2006 年股市涨幅全球第一的越南，近年来市场表现一蹶不振；2009 至 2011 年连续三年保持增长的蒙古股市，近两年也连续下跌，跌幅分别为 18.81% 和 7.42%。

有关分析认为，近年表现靓丽的股票市场中，委内瑞拉持续多年的货币大幅贬值使股指暴涨，但这也使该国面临严峻的通货膨胀和流动性泛滥问题，股指本身已经与经济基本面脱离较大。而阿联酋股市的走高则很大程度上是由于国际热钱流入等外部因素，但目前已经有多家机构对外国投资者过度涌入该国房地产领域可能对金融市场产生的风险提出了警告。伊朗股市走强主要源于该国核谈判僵局出现缓解，以及各界对该国将推行更多经济改革的预期，但由于该国股市体量太小，多数机构仍难以对其前景给予更明朗的预判。

而市场对发达经济体的市场未来走势仍然看好。据报道，一向看好新兴市场前景的富兰克林·邓普顿在 2013 年 12 月 30 日发布的 2014 年全球投资展望报告中强调，“已经认为明年发达经济体的前景将会在多年以来首次比新兴市场突出。”

业内人士指出，这些经济体较好的经济表现为其股市提供了强力支撑。邓普顿展望 2014 年时认为，随着美国缩减财政开支的影响削减，对该国终能取得较佳的经济增长感到乐观。而欧元区内部分主要国家也有潜力取得温和的经济增长。此外，鉴于日本推行积极的货币和财政政策，亦颇为看好该国 2014 年的经济前景。“总体来看，股票比起其他资产类别仍相对便宜，并且是在低息环境下，提供良好息率回报的来源。欧洲尤其吸引当地股票估值及企业的盈利周期仍明显受压。”

但邓普顿也认为，在此背景下，仍认为 2014 年一些新兴经济体有不俗的投资机会和相当大的经济增长潜力，因此“分辨国与国之间的不同将变得非常重要”。部分国家例如韩国、波兰和马来西亚等，维持财政纪律，增长前景不俗，金融市场有望整体向好。东南亚的经济发展和财富开始延伸至传统经济中心以外，一些发展较落后的地区已开始从后赶上。泰国的发展尤为显著，其改革带动更多资金流入曼谷以外的农村及其他地区。一些南非消费企业开始感受到本地和其他非洲投资项目带来的强劲增长，中南美洲的多个行业亦拥有良好的长线投资机会。

但另一些国家在政策限制下，增长可能较为疲弱，金融市场也可能不被广泛看好。例如，俄罗斯为吸引海外投资，继续逐步推行改革。不过，投资者仍对当地情况感到忧虑，因此俄

罗斯股市在年底的估值依然处于极低水平。

投资组合经理哈森斯塔布指出，新兴市场出现短期负面新闻一般恰好会造就良好的投资机会。市场目前过分忧虑美联储最终停止购买债券对资金撤出新兴市场的影响，但新兴市场的流动资金不会大幅减少。更有可能出现的情况是，美联储的行动只是导致流入新兴市场的“新资金”减少。多个新兴市场拥有储备和低负债，而且当中不少国家已不再像过去数十年时，依赖外国资金流入。它们的财政状况有所改善，而且拥有大量的外汇储备，能够减低资金流出带来的冲击。当美联储停止购买债券时，息差情况将会对新兴市场有利。这些国家的增长较快，加上通胀前景较为明朗，其利率将会高于美国。由于这些国家没有印钞，当地资产的相对价值潜力未受影响。因此，无论美联储退市的速度如何，亦不会对一直保持良好基本因素的国家造成根本性的影响。

2014 年中国股市能否活跃？

沉寂了许久的中国股市能否在 2014 年重新活跃起来？这是岁末年初市场内外最为关心的事情。交银国际董事总经理兼首席策略师洪灏在一份报告中分析认为，2014 年中国股市要注意以下的关键词：美联储缩减；中国改革、增长放缓；宏观风险显著。

洪灏认为，中国的改革振奋了市场，但是美联储将开始缩减债券回购规模，此举将令全球的资金流向发生逆转。美国的投资回报早已于 2010 年中旬见顶并开始回落，同时伴随着新兴市场及全球周期股的相对回报率走低，并预示着这个趋势将持续。事实上，新兴市场的相对表现在 1994 年首次见顶后，已于 2010 年中旬再次见顶回落。另外，美国投资回报率的下降亦预示着美国 2014 年下半年的增长将开始放缓，因此投资策略在 2014 年初期之后也应以防御为主。

在过去几年里，令人大惑不解的是，发展中国家增长很强劲，但其股市却大幅落后于发达国家市场。而发达国家因债务负担沉重，长期压抑利率，其市场反而由于低利率环境而大幅跑赢了新兴市场。发达国家由于其沉重的债务负担将继续把利率维持于低水平。如是，新兴市场 and 周期性资产表现因无法大幅宽松而将继续落后于发达国家市场。

中国的经济复苏于 2012 年第 3 季左右开始，到如今复苏阶段早已完结。中国的结构性改革已经下调了增长目标，同时领导层也下了决心如果经济放缓时将避免推出措施来刺激需求，因此中国 2014 年的增长将放缓至 7% 左右。其实，对中国市场改革的最佳测试是如果 2014 年经济增长跌穿了 7% 的时候，政府能否忍耐不出手干预。当前，金融改革的步伐和反贪腐运动均反映出领导层改革的决心。

2014 年宏观流动性将依然不宽裕，影子银行活动将被进一步限制。以广义货币发行估算，中国的债务总额约为人民币 110 万亿元，约为国民生产总值约 58 万亿元的两倍。如果按 6% 的利率和 10% 的名义增长来计算，我们可以看到约人民币 5.8 万亿元的新的经济增长将不足以偿付人民币 6.6 万亿元的利息成本。当然，这是一个宏观上粗略的估计，但这个估算表明，若新增融资仅用于维持现有的债务，那么可以用作推动实质经济增长的资金将微乎其微。因此，经济增长将进一步放缓。这个估算也进一步论证了投资者于 2014 年初期以后的投资策略应转向防御类板块。尽管如此，股市流动性短期内可通过引入政府投资和扩大 QFII 额度的方式而暂时得到改善。

洪灏认为，中国股市目前具有吸引力的条件之一是估值便宜，特别是一直死气沉沉的周期类股，这也是国企改革热点最多的板块。中国股市投资者情绪也已明显升温，但尚未到达极端。由于影子银行融资将受到限制，保持增长目标意味着通过债券和股票进行直接融资的活动将蓬勃发展，利好一级市场和企业收购兼并重组的行情。此外，国防、农业、消费必需品和环保新能源等板块可能会出现“黑马股”。

不过，洪灏也认为，在经济增长放缓和流动性不宽裕的大环境下很难催生出一个长期的

牛市。事实上，经过了 5 年四轮量化宽松政策后，香港恒指仍然无法打破其交易区间、没有创出新高，而上海股市更出现大跌。相反，量化宽松政策的效果已大致从房地产泡沫中反映出来。香港房地产在美联储将缩减购买的大环境下显得相当脆弱，而中国楼市也可能难以独善其身。随着全球流动性减少，2014 年全球将会暴露显著的系统性风险。2014 年将会成为中国改革频频出现黑马之年，也是美联储退市可能催生“黑天鹅”事件的一年。

(完)

地 址：北京阜外月坛北小街 2 号
中国社会科学院经济研究所
邮 编：100836
电 话：(010) 68034160

E-mail: tsg-jjs@cass.org.cn
kingwyf@cass.org.cn

传 真：(010) 68032473