

金融市场“新常态”下，如何有效管理风险

主持人：周洪礼，星展银行经济师

戴敏峰，星展银行（中国）董事总经理兼财资市场部主管

项光达，青山钢铁董事局董事长

孙翔，河北新华联合冶金控股集团有限公司总裁

王丹，东方证券资产管理有限公司执行董事、固定收益部总监、资深投资经理

周洪礼：各位嘉宾大家好！我刚刚就是刚结束之前提到一个问题就是QD2是引导多一点资金往外跑出去，不但是买外面的东西，同时改善中国大陆对外不平衡的问题，真正操作还有很多不确定性，第一个问题想请教王总，我们就拿沪港通做一个例子，沪港通双向的，可以买A股，也可以买H股，数据显示，当目前为止，内地投资者对香港的股票兴趣不是很大，那么原因是什么呢？我们怎么去理解呢？或者改善呢？因为这个对于马上要退出的QDII肯定有一定的启发的，所以请教一下王总。

王丹：首先我们要问A、H股20%到30%的价差表达了什么，H股现在是便宜，我们要观察H股是港币计价的，A股是人民币计价的，用人民币计价的资产比港币计价的资产贵，从经济理论很难说同股不同权。你买H股做了两个交易，把你的钱换成了港币，另外一个交易是你在做跨地区的套利，人民币的汇率走势是相当难把握的因素。

第二个解释就是说现在技术层面上有很多境内的基金，因为我来自境内的基金管理公司，我们实际上已经在把所有的产品改成可以投资港股了，但是托管行还没有准备好，所以我们观测的时间跨度有点少。

第三个解释，港股是全球市场定价的，港币很不一样，港币是连续汇率，所以看港股的估值的时候要跟美股比的，有一个不太文雅的比喻，“我们说港股实际上是美股的老婆，A股的小三”。我们这样看的话，港股跟H股的价差是不是足够吸引资金去搏。我大家三种纬度思考这个问题。

H股是不是有投资的价值，根据我对人民币汇率的判断，我觉得是有投资价值

的，20%到30%的价差一定程度我认为过大了。我会愿意把钱那来买这样的基因的。

周洪礼：除了一些技术上的问题之外，还有就是内地投资者对外面的认知还有待提高。

下一个问题想请教一下戴总，我们星展银行在这个领域，怎么配合大陆投资者越来越的投放在外面资产市场有没有特别的服务和产品呢？

戴敏峰：首先看一个美国市场已经很成熟，从60年代70年代开始，美国本土的老百姓投资国外市场的百分比是不高的，我相信固定资产，包括房地产，还有一些我们所谓的叫做风险比较低的国债，或者债券市场分配大概70%、80%，股票是20%到30%。

我们觉得过去很多年，中国老百姓习惯房地产的，到了90年代有股票的行情，让老百姓买股票，不过那时候投资幅度是偏低的，那时候牛市爆破变成熊市对普通老百姓的家庭财富没有不好的影响。

首先我们要跟客户分析一下他投资的偏好，承受的风险可以做到什么程度，我们接见海外和不同市场经验，我们做了一些研究，有一些系统在中国境内是做好的。风险编好分析完根据需求量，还有一块大部分中国老百姓需求的风险，一般都是不太喜欢的外币的风险的，人民币这么多年还是高增长的货币，我们感觉人民币贬值风险不太高。国际市场从一个国际的央行的配置，或者基金的配置，他们对中国需求量，比中国老百姓出去的量更大。我们集中在关于人民币有什么投资的，A股是很好的渠道，H股也让一些个人理财的客户，或者公司理财的客户都可以做到的，他们可以选择A股和H股的，王总也说到看A股和H股之间的价差，他们会看是哪个行业的做一些选择，在牛市下面，选公司是很重要的，选行业也是很重要的。我们早上听到各位专家说过，整个中国国企改革，好的公司在牛市和熊市会一直走下去的，公司盈利是公司本身经营的，所以我们对公司研究那块有专门的团队动中国客户那一块的公司，他们研究报告都有的，所以就是微观的分析加上宏观分析给客户一个投资的建议，另外我们也知道，整个电子行业对银行的冲击，所以网上的电子平台我们也加速投资，过去几年第一批外资行在网上可以提供买卖的平台，我们是第一

家的，接着介绍不同的种类的基因在网上可以交易。

中国银行业面对一个挑战，银行和股票市场和债券市场是分开的，不同的经营，也受到不同的监管，未来这个两个行业分割的状况可能会改变。

周洪礼：好像我刚才提到对外的投资包括证券包括一些直接投资，往前看政策的目标把他们推多一点出去。当我们做那么多海外的投资的时候，肯定面临的风险人民币和美元不再是单边升值的状态，所以阶段性有一些比较波动的情况下面，做一个企业或者作为一个投资者怎么对冲这方面的风险？

戴敏峰：对个人投资者来讲，你投资国外股票，国外股票的风险一般都是10%到15%，外汇的风险力度不太高的，特别是人民币是非常稳定的货币，

大部分跟中国企业有关的股票主要是在香港上市，然后可能有一些是美国上市，也是美元计算的，很小一部分是在新加坡市场上市的，我们觉得美元一年之内还是强势一点的货币，个人那一块不需要做美元的对冲。

港元和美元是一起的，新币我们来讲，我们觉得新币在亚洲货币里面属于强的货币，这块的话我们觉得从中国的老百姓他们看到90%或者90%以上都是人民币为主的，对外投资5%到10%这样子。那美元或者是港币或者新币这几个强势货币的风险我们觉得是可以接受的。

公司客户那一块，可能要做的比较多一点，首先看它是出口还是进口型的客户的需求，因为我们感觉到未来人民币波幅会慢慢大的。现在的话远期的人民币会贬值2%到3%，如果出口的客户觉得人民币未来两三年的每年大概是2%到3%的贬值，他们觉得未来三年大概是10%这样的贬值机会觉得是挺便宜的套住这些人民币的话，他们可以通过远期决策来守住人民币比较弱的定价。如果觉得将来人民币走强这个更应该做的。

另外一块，从进口那块，现在如果是人民币是越来越弱的话，他们付出的成本比较贵怎么办呢？去远期锁定的成本3%或者是5、6%。看时间点多长，需要把你的定价计算进去，就是货币对冲的时候，你要付出3%一年的所定价的一个成本，两年的话可能是5%，这样子应该在你的会计准则或者是产品定价的时候一定要计算进去

的，这是我们的看法。

另外一个便宜一点的做法就是期权，因为中国市场期权从2014年开始，央行放开了公司客户可以做人民币期权的话，也可以用便宜的方式锁定人民币的价格。人民币风险不太大的，假设人民币向资本项目开放的时候，有进出的一个人民币的流量，所以这个平衡点挺安全的我们感觉到，反而是人民币利率这块风险越来越大。因为我们提到，可能很快，年底或者明年年初整个人民银行的基准利率定价机制可能就不需要存在了，这块的话企业应该看看他们的将来未来几年的资金成本在哪里，可以选一些锁定一些便宜的资金成本，或者觉得这个资金成本太贵的话，可能选择晚一点锁定，几年前很多企业锁定美元的资金成本是很不错的措施，因为那几年美元对人民币是贬值的趋势。这块需要客户找他们的财务经理还有银行经理研究，他们将来资金成本怎么样锁定。

周洪礼：好的谢谢。刚才我们提到一些对冲人民币波动的一些产品，接下来请教一下孙总，在大宗商品方面我们怎么对冲越来越波动性的价格？国内的市场也越来越开放，你觉得对冲产品足够吗？或者你有什么经验可以分享一下？

孙翔：我是来自钢铁行业，我觉得现在国内国外的对冲的产品，期货方面我觉得还是足够的，铁矿石为例，我们黑色板块为例，大连的铁矿石、螺纹钢、热卷、焦煤、焦炭，还有不太活跃的芝加哥的铁矿石中心，这么多的领域，涉及到我们这个，品种上是足够了，只是在操作上面，等于说我觉得还是有一定的自己的判断，这个也不是一定能解决什么问题，但是要根据自己的情况来做自己的一些方案。就像我们自己是一家钢铁的生产企业，我们对自己的每时每刻的铁元素和碳元素库存都是很清楚的，每一船在海上只要是固定价格的货，已经纳入我的固定价格范围内，包括工厂每一道工序的元素，包括中间产品，到最终产品为止，都纳入我的套保范围内，所以我会进行择机套保。

但是每天有波动，所以还是有很多机会，但是需要自己的判断，每天都还有一个高点一个低点，对大的趋势我觉得肯定是要有一个判断。就像去年年初的时候铁矿石的价格在130到140美金，单边下跌了一年，跌到45美金，最新的价格是60美金

出口，因为我们的量比较大，一个月需要200万的铁矿石，完全期货上操作也很累，所以选择结算按照次月指数，或者次次月指数，因为每个月的价格都是有的，我有我的基本判断它是在下跌，钢材也是在下落，这个前提下面，5月份生产的钢材的铁矿石，要求跟矿山进行6月份的结算，或者7月份的价格结算，这个过程当中付出的代价很小的，可能加几毛钱的代价就能完成这个动作，这个东西还是需要有一个基本的判断，没有判断是不行的，没有判断套保都做不了，每天的波动抓不住。

周洪礼：所以经验还是很关键的。

孙翔：对，你对这个行业对这个东西一定要有自己的判断，就像铁矿石行业为例，我觉得总体我们是看空的，因为铁元素在地球上是不消失的元素，我相信过十年八年的光景的，中国的废钢量就会活跃起来，我们自己的铁元素也会活跃起来。今天这个市场大家很关注，主要是涉及到了人，包括规模的确很大，一个企业几万人都是很正常的，所以比较影响到国计民生。

第二钢材的消费的确是一个刚需，特别是随着GDP的增长，我们也出口七八千万吨，绝大部分的钢材还是用在国内了，每年还是小幅增长的范围内，所以我觉得再过几年的发展，钢铁行业洗牌再洗三到四年，航贴钢也我觉得会有一个新生，经过这一轮的冬天以后，一小部分的钢铁企业没有竞争力了，从环保、从生产成本、从销售产品，就是全部是没有竞争力的范围都要出局以后，大部分留下来的，应该还会有好日子，事物永远都是周期性的，这一点永远不会变。

周洪礼：所以往前看，大宗商品的市場还是挺正面的，很多投资者的感觉就是金融危机发生之后，因为外需减少，中国大陆内部的需求也是明显下降，很多很多人讲有供需的缺口，这个是不是很严重呢？或者是往前看，这些缺口，是不是会慢慢的消失呢？

孙翔：我自己观察过大宗商品，今天的几乎所有的大宗商品都在底部，不管是原油还是我们的项总的不锈钢，还是我现在生产的热卷，所有的大宗材料都在底

部，我们现在去看2007年中国的股市是见底的，2008年所有大宗商品见底的，所以去年的中国的股市已经见底了，今年我觉得或者是最低明年我觉得所有的大宗商品应该会触底反弹了，我对周期概念非常推崇的，人也好事物也好全部在周期运动，永远不可能是永远的赔钱，永远的冬天永远的夏天，很多事物都是在周期运转，就是这么巧妙的，今年的石油也好，铁矿石，触底都进行了反弹。

周洪礼：接下来请教一下项总，你对这个看法同意吗？大宗商品在走出去方面，发展空间你觉得大不大呢？还有潜力怎么样？

项光达：刚才也听各位在讲不同的想法，我认为商品的价格波动对一个企业来说，它是没有办法控制的，因为任何的想像，包括它的价格涨跌，很多因素造成的，比如说市场的流动性，供需的矛盾，作为一个企业来说首先做到的还是自己的竞争力，怎么在市场的竞争跟同行相比，有没有竞争力，中国企业应该是分几个阶段，一个阶段跟本地区的企业竞争，比如说像山东、浙江，我们自己跟自己的进行一些比较，第二个阶段在全国范围内，在进行比较，看谁有竞争力，未来肯定是站在全球的角度去看去比较我跟别的国家同行业有没有竞争力。这个角度来讲，我认为企业走出去就是必然的选择。

盈利和亏损在哪里？不靠港口、不靠矿区的，基本没有盈利能力的，中国企业走出去要靠港口和矿区是下一步是最好的选择，我们在印尼在矿区上建工厂，成本是最底的，每个企业不一样，如果它想成为全球的企业就必须要考虑走出去，如果不想成为全球的企业，它只要在中国过得好，所以每个企业不一样。

作为企业来说，供需应该不要去考虑，还是应该考虑企业怎么自己在这个行业里面持续有竞争力，持续提高自己的创新能力，我讲的是企业方面的事情。

周洪礼：还有一个大宗商品的问题，关于人民币国际化和大宗商品的问题，人民币国际化现在进展非常快，其中一个指标就是中国的进出口，25%是人民币做结算的，中国也是大宗商品的非常重要的一个影响力，是好几个商品最大的消费国和生产国，不过到现在为止大部分的交易还是用美元做结算，跟你的合作伙伴谈，

我们明天开始用人民币做结算，风险可能低一点，你们觉得未来什么时候这块能有明显的进展呢？

戴敏峰：我自己的看法是人民币不可能取代美元的，人民币从结算来讲，需要很长的时间，真的要几十年的时间，从客户之间假设用人民币结算，可以不用美元的话，减少成本这个我自己觉得挺难说的不一定的其实，因为很多的大宗市场的那些我们叫做伦敦的市场或者芝加哥市场都是用美元结算的，所以这块对冲用美元就不容易，反而单对单用人民币结算可能会增加，但是速度不会太快。

周洪礼：最后一个问题就是投票最高的，回到王总你这边来很多评论说大陆故事现在已经到了全民炒股的年代，甚至泡沫破裂的迹象越来越明显，另外一些人讲牛市远远为结束，请教一下王宗有什么指标？这也是我觉得也是很多嘉宾的担心的关系的问题？

王丹：我会讲一下我的整体判断，我会讲一下为什么我会做出这样的判断，首先我整体判断这个市场已经过度的活络了，投机性已经很强了，很多的股票或者大部分的股票已经比较贵了，但是这个趋势其实在进行中就是说大家知道股市是在正反馈的，我常用的指标显示已经过热，但是还没有告诉我应该全部的离场，从国家角度上讲，这个国家的核心利益，在这个股市上还没有兑现，所以我认为这个市场，现在看到剧烈波动，剧烈波动之后很大可能还会继续上行，但是你说指数涨到多少点很难讲。

绝大多数投资经理，分两派，一派是比较年轻的人，80后，他们的投资观点现在在提全民创新、万众创业，未来还是有很大的想像空间的，他们其实还是相对的看得蛮多的。认为到8000点、10000点，是有理由的，比如现在A股市场上大市值的，银行的估值如果到2007的标准，算上来确实能到8000点。另外一派是老一点的，在市场有十几二十年的人，他们相对偏谨慎，但是整体看多的，觉得这个市场整体还可以。最近明显大家开始紧张了紧张的原因很多是通过后面我要讲的一些一些观测指标上反应出来的，我们说现在很多人说泡沫了，确实是我们观测群体的行为，是

一个能够判断市场是否有泡沫的一个间接指标，或者说是泡沫我们怎么去定义，因为泡沫是一个很糟糕的词，没有明确定义的，比如换一个说法，这个市场是买的力量是不是已经被耗尽了，如果这样看有个指标，我提供给大家就是换手率，现在A股的换手率是7倍到8倍，上一次出现这个数是在1997年，比这个数再高的是9倍到10倍，是1996年2007年出现的，1996、1997年如果大家能够把K线翻过去，1996、1997年有一波很猛烈的上冲，但是又给拍下来了，市场经历过一个很大的振荡，整体到2000年市场创了新高，但是市场起来是另外一个股市银行剧烈的降息，那时候是存准率是7%，现在是18%。

分歧越大的时候换手率越高，还有你对它没有什么信心，你手上的东西没有那么好，它其实是对风险的另一个表达，你要追求更高的回报，让你满意握住手中的持股，这个对换手率的解释。A股近20年换手率一直是最高的，跟我们人民的性格有关系，现在自己跟自己比，是第三高的一个年份。

大家肯定很想我听到说什么，什么时候大家要赶紧跑了，我个人的一些思考是这样的，就是说你不能就这个市场来说这个市场是高是低，我们还是要抽离开，站在宏观的角度还有其它市场拿信息，这样更好。

下面我们试着站得稍微高一点，这轮牛市为什么起来，我们都知道企业基本面都很糟糕，基准利率降了还是很高，为什么有这样的市场？我的解释是现在中国的状况是有大量的资产是死资产，就是说这些资产事实上早就不赚钱了，或者我们这个经济体中有大量的亏损是藏在桌子下面的，但是又不能让大家清盘都倒闭，怎么办？借钱，我们做企业知道，这个企业可以亏钱，但是永远可以不倒，只要有人借给他钱，所以中国的整个的负债率基本上都是GDP的200%以上，负债高反过来是股权不值钱，我们就明白了前两年中国股票是最不值钱的，现在为什么这么贵，一年半到两年以前，中国大陆真正充分对中国境内风险进行定价的资产就是股市，就是因为它太便宜了，你看所有的东西都贵，都蕴含着大家太多的乐观，只有股市是讲了太过悲观的故事，现在看起来好像两年以前股市说的故事似乎是对的，因为大类资产价差在收窄，收窄的方向是大家各退一步，比如房子其实没怎么涨，算上利息，其实房子涨的并不好，三四线城市还一直在跌，股市可能讲的是对的。

另外一个大家可以看到的，我们中国人民有一个好伙伴的，我们中国最大的经

济体是政府，这个政府遇到了和我们每个人同样的问题，杠杆率过高，像民营企业一样国企也不赚钱，也借了大量的钱，怎么办呢，政府一看我要把我的杠杆率降下来，怎么降，让股权掌上去，股权掌上去，杠杆就下来了，我就可以继续的增发新股，再募集股本金，股权和债权的性质是完全不同的。

所以我们看到另外一个现象，这轮牛市一直被呵护着，大家都感受到了政府的爱，更有人提出说是国家牛市，这个观点未必错，看起来似乎没有什么好消息，如果从经济层面看没有什么好消息，最好的消息是股市一直涨，老百姓似乎都富裕了，我们看是不是老百姓真富裕了，我们看拿来在股票市场的钱是什么钱？大家看到了融资杠杆，为什么有融资杠杆，为什么不拿自己的钱炒股票呢，有人拿了突然发现其实自己最大的资产是房子，请大家能卖房子吗？这房子没法卖，本质上的低流动性资产，实际上是很糟糕的资产，所以大家都把房子抵押了，然后或者说去银行贷款、借钱，其实整个宏观上就是这样的，炒股的人用增加自身杠杆的方式，替整个经济体其它高杠杆的人减少了杠杆，最终就一故事，这个国家的杠杆已经太高了，然后要想办法降低这个国家的杠杆看看怎么办，所以股市起来了，这就是股市上涨的政治经济学，那么好了，我们就知道了，实际上股市有一个很好的伙伴就是政府，大家都我看在座的多数都看过赵本山的小品《卖拐》，赵本山跟范伟两个人说拐值多少钱，如果只有他们两个人可以像金字一样值钱，但是为什么没有那么值钱，是因为这个系统不是封闭的，恰恰股市也是这样的不是封闭的，全通教育增长到一万亿市值都是有可能的，但是当它真涨到一万块钱市值的时候，你突然发现我预期这样，完全拷贝一个全通教育的商业模式，或者香港有这样的中国股权，我买来不就行了吗？大家不是看到了吗，美股的上市公司都开始私有化，拿到A股上市了，所以关键因素这个系统不是封闭的，我们看这个系统好像封闭体系是不是有豁口被打开了，我建议大家看两个指标，一个指标QFII资金流量，或者是中国的国际收支情况，中国的双顺差基本没有了，当国际收支的金额缩小的时候，你就要考虑从A股抽身了。

第二个因素就是中国的利率，利率汇率是一个东西，也可以讲人民币汇率撑不住也可以跑，另外就是人民币利率，人民币利率到现在为止，短端利率讲的故事就是这个经济体风险在继续积聚。大家相信都知道，银行理财的收益率，银行理财的

收益率跟人民币货币市场的收益率的价差，如果拿来一个国外做固定收益的基金经理来看，这个价差就非常生动的讲了这么一个股市，中国的信用风险在快速的集聚，因为那个价差现在已经到了四五百个点。

那么下面我希望大家继续观察这个价差，另外一个更有意思的是中国的长期利率，长债的价格，大家知道我刚才说了拿来炒股的钱也是借的，大家如果有股票估值的话，大家知道那个贴现率很重要，同时大家又知道上市公司都是高杠杆的，你说个利率因素对股市有三重叠加的影响，这个影响是指数级的，所以中国的短端利率一旦控制不住，或者说反应到一般是长端利率先上，如果长端利率控制不住的话这个股票市场走势也是非常危险的，现在来看一切都还好，所以整个趋势还是会进行下去，但是波动会加大，而且已经在加大了。