

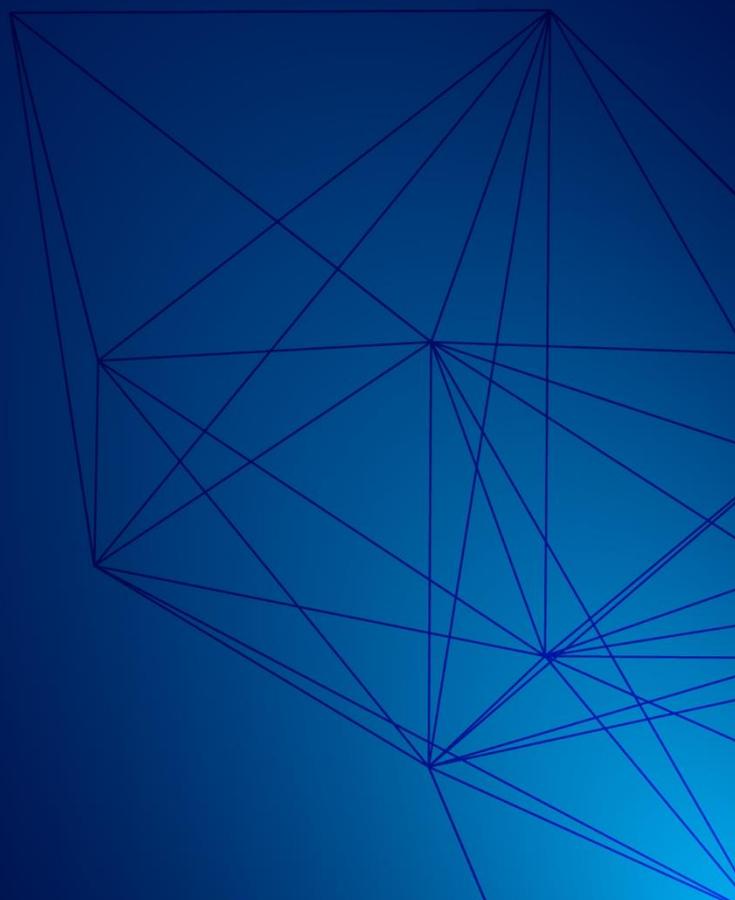


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2020年第11期 总第58期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：唐小丽（执行） 曹明明 方垆豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写HFRI）成立于2008年12月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动；立足粤港澳大湾区，以全球视野，构建开放的金融专业交流平台，使金融教学与金融研究相互带动，通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式，为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持，努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

病毒与全球资本市场

【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

【特邀嘉宾】

李山泉（奥本海默基金原董事总经理，现任美国景顺基金高级基金经理）

一、病毒的特殊性

这次的病毒比较特殊，不是过去常见的。既然很特殊，处理起来就比较麻烦，没有现成经验可循，这就造成了病毒在全球范围内带来的震动比过去每一次都来得强烈，我对此不展开，这里主要讨论金融市场。疫情爆发后，市场非常震动，过去我经历过几次“市场震动”，但这次好像比以往更加惨烈。尽管没人说全球目前陷入了一场空前的金融危机，暂时还没到那一步，但市场剧烈波动之大、可预见性之难，是前所未有的。

为什么会形成这个状况呢？大概有三点原因。

第一，疫情影响的地理范围广。这一次疫情的影响不像“9·11”事件，“9·11”只在一个城市发生，虽然全球关注度很高，但实际影响并不如人们想象的那么大。

第二，疫情不止影响一个行业。此次疫情与2008年金融危机也不同，2008年金融危机主要爆发在个别行业，首当其冲的就是金融行业。金融出现问题可能会造成金融危机，再从金融危机过渡到经济危机，但最开始还是以行业影响为主。如果不是做金融或经济工作的人，不会觉得金融危机的影响特别大。

第三，过去的危机持续时间比较容易预测，这次疫情持续时间很难预测。以前人们大体上能够预见到危机多久可以结束，或者什么时间可以缓下来，然后跨过去。这一次难在我们不清楚疫情持续时间。到目前为止，对疫情的预测非常难。不管是医生、卫生专家还是各类经济学家，要做预测都很难。因为其牵涉到具体的医疗知识，具体到各个国家的政策是不是到位、疾病的控制程度、疫苗研发等一系列复杂的问题。

基于这三点，市场的恐慌性应该要比过去大很多，而且恐慌原因也不止上面这三点。

二、恐慌和市场剧烈波动是为何？

市场的恐慌和剧烈波动到底是什么造成的？

第一，政策空间太小。就市场本身而言，全球资本市场在过去十

年发生了巨大的变化。一个变化是，2008年金融危机到现在，大规模的量化宽松和各种措施出台，但效果不彰。拖得时间太久，经济上却没有明显的起色。这种情况下，各个国家要实行利率正常化，基本上不可能。利率没有正常化，而且很难正常化。过去，在经济比较好的情况下，发生危机后，调整的周期不需要很长，政策就能回到正常化，各种政策的作用空间马上就可恢复。从这次疫情来看，政策工具的空间基本上已经很小了。

第二，各个国家存在突出的结构性问题。每个国家都有自身的结构性问题，结构性问题调整起来非常困难，所以当前国际摩擦加剧，国际社会上也出现各种矛盾和问题。在全球都有结构性问题的情况下，又叠加出现重大疫情，那么要解决结构性问题所需的调整时间就更长。但是结构性问题的解决又无法依赖于一个特定国家，因为它是一个全球化的副产品，比如中美贸易争端。一个国家努力作为，只能部分解决问题，不能全部解决问题。

第三，此次重大波动跟过去金融市场发生的巨变有关。过去快20年的时间里，金融领域里的革新变化非常快。

第一个变化是信息传递速度变快，信息传递渠道骤增。获取信息的渠道越来越多，包括自媒体的兴起，如美国的推特、中国的微博微信等，对舆论有放大的作用；并且真假信息夹杂，对舆论的影响比十几年前复杂了很多，这对人们的行为影响非常大。

第二个变化是市场参与者更加多元。不管是企业还是个人，对于投资的参与度都越来越高。这个参与度，不只是参与的广度，还包括参与的深度。金融产品越来越多，参与市场的人越来越多，持有复杂金融产品的人也在增多。

第三个变化是金融投资中的手段在不断创新进化。在金融领域里，高科技含量越来越多，华人在这方面的贡献比较大，比如各种杠杆产品、AI 产品、高频交易等。这些手段有的时候作用非常大，可使市场很有效，但有时候产生的后果也难以琢磨，难以控制。

第四个变化是金融产品大发展。金融产品类型更加多样，复杂程度越来越高。这类高端复杂产品所吸纳的资本占比越来越高，对资本市场波动的影响就会越大。这种波动有时与基本面背离，因为完全是靠量化驱动的。这种量化驱动的价格波动，很难说是否合理，流动性驱动的走势很难用价值判断来衡量。金融产品的复杂程度越来越高，这为金融交易提供了更广阔的空间；参与的投资者越多，这种叠加效应对市场波动的影响也越大。比如现在有一些建立在 ETF 上的产品，两倍或三倍于市场 ETF 涨跌的产品——ETF 如果上涨 1%，此产品就上涨 2% 或 3%，还有反向于市场 ETF 涨跌的产品——ETF 下跌 1%，此产品上涨 2% 或 3%。

第四，现在的应对策略有很大的特殊性。过去，在策略上来说，发生了危机或者一个地方金融出了问题，一般情况下，不管是货币政

策还是财政政策，出来之后都比较有效，因为是对症下药。这次比较麻烦，很难用传统的方法解决，有三点原因。

一是疫情的影响是多方面的。过去的经济政策之所以有效，因为货币政策、财政政策都是针对性的。只要进行逆周期操作，就可以减少经济周期的影响。如果是供给问题，就解决供给，如果是需求问题，就解决需求。这次疫情不一样，病毒打击任何经济活动，任何经济行为都骤然停止，供给和需求都受到影响。这种情况下，传统的政策无法奏效，也没有别的有效政策，只能起到缓解的作用。

二是面对这次疫情，全球协调性不好。这可能跟美国有关，特朗普上台后，跟全球很多国家在经济政策上都很难协调。疫情爆发以后，全球的协调活动几乎没有。2008年美国金融危机以后，全球各个国家都采取了相应的对策来对付金融危机。但这次几乎看不到，除了欧洲央行跟随美联储采取了一些措施外，其他地方暂时还没有看到太多的特别大的动作。当然各国央行都采取了一些措施，比如对预期的调整。美国如此大幅降息，如果政策一点不动，可能对自身国家不利，所以各国不得不被动地配合美国的政策调整而做一些调整，但是没有像以往的协调性那么好。

三是当下政策只能缓解疫情冲击，而且可能有后遗症。目前国际上对这种后遗症的估计不足，各国基本上还是老路子，用的还是那套熟悉的政策和方法，可这套方法用来应对瘟疫或者病毒，到底能在多

大程度上起到作用？或者说它的后遗症到底有多大？现在这方面的分析还比较少，过一段时间可能会多起来。

三、未来的发展趋势

与现状相比，我对未来的发展趋势比较乐观。因为人类遇到瘟疫或者大的自然灾害的挑战，并不是只有今天才有。现在人们都过分悲观，但人类还是要生存、要发展，未来人类会完全从阴影中走出来。哪怕是花费的时间长一点，人们也会从中解脱出来，不会从此暗无天日，所以我们要保持比较乐观的心态来看待这次疫情。

有了最基本的观察后，我有几点具体的操作层面的建议。

第一，未来要保持一个谨慎向好的判断。目前看到的这种很大的冲击，无论是对社会还是对经济、金融、市场，冲击都会慢慢减弱。这种减弱符合自然发展规律，任何事情都是一样。

第二，要相信人类肯定会想尽各种办法，创造出很多新技术、新方法来对付病毒。与此同时，我们也会总结出很多有效的经验，生活方式上也会有所改变。不只是养成简单的讲卫生的习惯，在社会组织、出行，以及各类经济活动当中，我们的生活方式可能都会发生很大的变化。如果不能马上消灭病毒，或者未来病毒有可能卷土重来，怎么办？人们总会总结出一套方法来对付它，我们要想办法与它共存。发生问题就解决问题，使死亡率减到很低，使感染的可能性减到最低，这都是顺理成章的要做的事情，所以现在不用特别担心。

人的本性是健忘的。一个事情发生以后，人们对该事件慢慢地就看淡了。当人们慢慢知道病毒已成事实，就会学会与它共存。所以我们要看到病毒带来的震动也在不断减弱。

第三，奉行谨慎积极的原则。在具体操作上，我认为没有特别好的方法能一概而论。但是有一个大体的原则，我称之为“谨慎积极”。谨慎是什么？首先是保命，你得确认你有足够的现金头寸，有足够的流动性。在保证流动性的情况下，可以适当地进入市场。

我要强调一下“适当”。什么叫适当？这个词要解读，取决于你对疫情时间的判断。如果你觉得疫情很快就能过去，可能对你来说进入越快越好。如果你觉得疫情持续时间会很久，你就可以在有选择的情况下，慢慢来，在价位好的时候适当进入。具体操作上取决于你的产品和投资的行业，以及你个人的判断，这两者加在一起才能形成你最佳的操作策略。

第四，要做好大幅波动反复出现的思想准备。一定要有市场可能会出现反复波动的思想准备。遇到这么大的事情，市场本身有点像惊弓之鸟了。遇到一个负面消息，就会很悲观；遇到一个好消息，就突然间觉得事情好转，一下子出现的反弹压力也很大。所以，要做好波动有可能反复出现的思想准备。

第五，次生灾害影响可能比疫情和市场的表现更糟糕。

最后我要给大家共享一点，有时候，人们想不到的次生灾害可能

比疫情和市场本身来得更糟糕。

这里隐含着各种意思。比如现在对付疫情，各个国家都出台了各种政策，这些政策有的是反经济规律的，有的是完全破坏经济规律的，这种政策出台后，对总体经济或者未来发展的影响需要评估。宽松可以——这不是单纯的货币政策宽松，而是一些经济原则的宽松——但之后该怎么办？比如政府发钱、欠钱不用退还等。有些影响会不会是永久性的？有些措施对某些领域的影响可能是永久性的，经济规律会受到破坏，市场行为也会受到伤害。

此外，目前疫情没有诱发大的金融危机，但是并不排除有些薄弱环节会受到影响。有些企业根本生存不下去，可能会倒闭。这种由于企业倒闭诱发的危机可能就是第二波危机。这个可能性并不能完全排除，现在一些薄弱环节并没有完全暴露出来，因为疫情毕竟刚刚开始。比如航空业，比如最近石油暴跌后，美国就面临着页岩油、页岩气生产企业能不能活过去的问题，油价低了之后企业不赚钱，政府要不要保他们？要保多久？如果沙特在低油价的情况下年收入减了很多，没法满足国内巨大的开支需求，会不会出问题？俄罗斯又会不会发生问题？这些都很难说。

前段时间市场动荡，人们传言说可能是桥水出问题了，后来又听说桥水出问题是因为沙特大额赎回，因为沙特在桥水有很多投资。沙特想迅速把钱取走，桥水没有办法，只能想办法卖各种投资，当然这

都还是未经证实的传言。在市场短期暴跌的时候，要想卖一个产品谈何容易，只能是能卖什么就卖什么。如果持有大量黄金，就可能会抛售黄金；如果持有大量和黄金相关的 ETF，可能就会卖 ETF。这就是为什么黄金、黄金相关的 ETF、货币市场等发生一系列违反常规的波动，完全是流动性在推动。为什么在那个时点上大量的投资者都想往外跑呢？投资者只能卖掉他能够卖的资产，补充流动性，否则就会出问题。

如果薄弱环节出问题，完全有可能会形成一场很大的次生灾害，这种次生灾害的危险并没有完全消除。至于在哪个领域发生，现在还不知道。疫情不仅对航空领域影响很大，而且对旅游业、酒店等的影响都很大，对零售也有影响。

次生灾害里还要考虑什么呢？这次危机以后，目前因疫情新出台的一系列金融政策到底有多大的破坏力？现在来讲，这些政策意义也不是特别多。比如美国政府直接发钱，一人发一千美金的疫情补贴；允许租户不付或延迟交付租金；银行不能收回拍卖的房子等。听起来的确可能解决现在的危机，但是一个政策出台容易，撤销却很难。什么时点上撤销？多大程度上恢复原状？谁来为这一段时间所造成的损失买单？这一系列问题，并没有考虑得特别清晰。这些政策的后续影响，都值得观察。

四、Q & A

Q1: 您预计接下来中美关系会有怎么样的变化？此轮疫情结束后，全球化会不会因为疫情这一偶发性的事件而有一个新的调整？

A1: 这个问题很有意思，现在全世界都关注中美关系。就特朗普而言，有人说很多问题是他引起，其实也不完全是这样。美国政府历来就是如此，在世界各地制造各种摩擦。那么中美关系有没有转机，我认为这个转机要靠双方的智慧，要想办法尽量减少那些不必要的摩擦，在未来这要考验双方的智慧和意愿。

目前来看，中美关系并不是没有可能发生某种变化。疫情爆发会使美国为了解决疫情而暂缓对付中国的行动。在记者会上，有记者问特朗普，是不是准备暂时停止对中国征收高关税？特朗普表示，中国并没有提出来。这是什么意思呢，中国是不是应该提出来。随着情况变化，中美关系并不是没有可能发生转变，但这要取决于双方的智慧，尽量减少不必要的摩擦。因为有些摩擦，在相互指责没有结果的情况下，会严重地损及两国关系。

Q2: 海外对当前危机程度的预期怎么衡量，究竟在什么位置？未来市场或基本面会往哪个方向走，走到什么程度就可能算超预期？资本市场上会不会进一步过度解读？

A2: 你说的可能跟我理解的有一点差别。国内比较注重宏观，讲总体，讲未来趋势、未来几个月的时间表等。其实海外投资人往往侧重于具体事物具体分析，不愿做这种特别宏观的、总体的分析。疫情

的影响肯定会拖很长时间，这是毫无疑问的。目前来说一个最基本的判断，在宏观上已经是不争的事实——经济肯定会大幅度下滑。但经济是不是会进入衰退，现在还有争论。有人认为，如果疫情结束得早，经济不一定会进入衰退；但大部分人倾向认为，进入衰退的概率在不断增加。

中国的情况可能跟全球有所不同。中国疫情发生得早，再加上春节严控，各种政策力度又比较大，目前来看疫情似乎过去了。如果用中国作为蓝本来评估世界，假设世界也能像中国那样防控疫情，那就能够预期，似乎这次疫情的影响也就那么大、持续时间不会很长。但目前就除中国以外的地区的疫情情况来看，情形不容乐观。西方人控制疫情跟中国人控制疫情的力道不一样，而且自身文化和政府的行为也不一样。所以，就海外而言，疫情持续时间很难说。

更重要的是，我强调要具体分析。为什么说具体分析？你很难分析疫情是不是已经过去。举个简单例子，美国其实跟中国差不多，政府如果要资助那些有困难的企业，企业有困难就可以申请，那一下就会出来很多困难企业，但应当说这类企业的资本资金使用效率会很差，这时候就要做具体判断。在疫情爆发的过程中，有一些企业受影响比较小，经营管理有方，可能会脱颖而出，疫情对其造成的影响就较小，这些企业就是投资的好标的。如果有些企业本身活力不够，只是想存活一段时间或者想趁机得到一笔好处，作为股票投资人来说，这

种企业基本上就不考虑，因为其没有太大的竞争力。至于疫情持续时间的长短，我到现在还看不清楚。如果看海外目前的舆论，最糟糕的消息是认为疫情会持续 18 个月；即使是特朗普也说要到七、八月份才能得到控制。他在记者会一说此话，当天股市就下跌了近 1000 点。所以疫情持续时间的长短，直接关系到人们的投资行为。

Q3: 金融产品现在非常丰富，这次也看到这种卖出踩踏很严重，您觉得这种一波一波的连环踩踏，现在到什么阶段了？怎么能看出来它是不是接近尾声了？

A3: 这个实在很难看出来。一个是取决产品投资的主要标的。能想象出来，如果一个很大的基金，资金基本上都投在了一些特殊领域，如果客户要赎回，没有别的办法，只能把手里持有的头寸大规模砍掉。就如我管理的基金，如果客户短时间内要求赎回几个亿，我能怎么办？基金经理不是印钱的，我只能把我手里的投资卖掉。如果我在这个市场影响力大，是个很大的基金，那我卖什么，什么就遭殃。这个道理非常简单，所以说这个问题很难判断。

但是有一个最基本原则，还是要具体问题具体分析。假设市场开始的时候已经增长了 100%，这时有些人会主动出来，有些人则是遇到风险被动出来；市场往下跌了 20%，还剩 80% 的收益，想实现这 80% 收益的投资者会接着卖；如果继续往下跌，跌到只剩下 20% 的收益，有些投资者认为 20% 收益也不错，也会继续卖，但这只是一少部分

分人了，很多人就会想：既然都已经跌了那么多，80%的收益都让掉了，现在出来没有意义，就待在市场里面。在遇到危机的时候，“信心很重要”。到那时候，人们的心理都差不多，都想着跌还能跌到哪去？到这个时候也就不怎么会跌了，或者说，到这个时候就是基本面分析了，任何数量的东西都不起作用。比如这个企业手里现金有5个亿，现在它的市值跌到5个亿左右，如果你买这个企业，仅它的现金就值了，后面的那些生产功能完全是附加白送。那它还能往下跌吗？它不会往下跌了。

如果你要问我是不是到了什么阶段，其实要定一个阶段也是蛮难的。就像中国人经常说抄底，问题是你不知道哪是底，你能抄到哪个底，这个才是关键。所以预测的难度比较大。我还是主张个案分析，哪家公司、哪个投资标的，仔细研究还有多大的向下空间，恐怕这更靠谱。因为这种宏观分析最后没有操作的可能性，我告诉你到什么阶段了，这还是个空的东西。所以我觉得国内跟海外一个最大的差别就是，国内讲宏观的人特别多，海外投资人，总体判断分析会适当观察一下，但大量的工作还是做具体分析。具体标的具体分析之后，再决定要不要投。

Q4: 在美国目前是不是已经感受到了比较大的赎回所带来的流动性问题？联储后面会不会突破一些现有的限制去直接购买企业债或者股票，您觉得是否有这个需要，以及是否有可能性？

A4: 谢谢。你说的第 2 个问题现在还在议论。有人提出来美联储会不会直接去购买股票，如果真到这一步，我认为反而有点麻烦。麻烦在于，此举对控制危机或者防止危机发生是有好处的，但也违背了美联储的初衷，美联储账目平衡表上有风险的产品会越来越多，这对美联储的功能或者对美国的金融体系或货币体系的安全都会产生很大影响。

举个简单例子，由于飞机失事事件，波音本来还没喘过气来，现在又逢疫情爆发，但波音很会管理，他把银行贷款额度一下全用完了。一般情况下，这种企业在银行里都有信用额度，比如波音有 100 个亿的信用额度，它就把这 100 亿全拿在手里再说，因为它知道这个事可能对它的影响很大，有 100 亿在手，至少可以活得久一点。如果全球的航空业恢复不是特别好，航空公司面临压力，还有人定货吗？还有人买飞机吗？可能就不会有人买了。这么一来，波音现金流可能就会出问题。当然这种大公司倒闭会很难，其实无论是从军工的角度，或从对国家的重要性的程度来讲，美国都不会让波音倒闭。既然不让它倒闭，就只能想办法救它，但无限制往里面投钱也不行。有人就提出来，不如在某种程度上将其变为国有，政府拥有波音的一定股票。那现在暂时还没有这种必要性，未来是不是会出现，或者出现以后要不要这么做，这都是个问号，都是美国需要考虑的。

这就是我刚才讲的次生灾害，像这些会对整个金融体系产生很大

的影响，并且一旦实施起来，边界很难划定。此外，政策的退出更困难。美联储真买了股票，将来怎么办？股票卖给谁？所以，美国面临的问题严重程度也并不小，像这种政策，可以调整腾挪的空间并不是特别大，因为这可能会改变过去原有的市场经济原则，或影响者人们对美国资本市场的长期信赖。这是当前在纽约金融界搞金融的人比较担忧的事情。

关于流动性的问题，我认为因基金而异。我每天都在观察，各个基金的增长减弱是不一样的。比如在黄金领域，平常时候，GDX 不会有那么大的波动，这次波动很大。道理很简单，它的赎回量很大。因为 GDX 交易很快，假设一天有 10 个亿的赎回，它就必须卖掉 10 个亿，而且这种 ETF 必须在当天结算，压力会很大。至于共同基金，它往往是长期投资，还有它的赎回机制不一样，不是当天交易。如果是大客户赎回，并且赎回数量很大，必须要事先通知，提前筹措，要分几次拿走等，这都有很详细的退出机制。但像 ETF 市场这种交易，就很难说了。所以流动性问题要看产品。就共同基金本身来说，产品也不一样，有些专门投资于防止疫情扩散的专业领域，不但没有赎回，资金反而还在流入。如果是投资旅游相关的领域，行业景气一时都回不来，把钱放在里面，还不如卖掉。所以每个行业的影响不一样，很难看到一个总体的数据。

困难时期，现金为王，大家都想拿着现金。过去碰到这种情况，

美元应当是跌的，但是这次不但不跌，反而猛涨，因为大家都要现金头寸，现金为王，谁都需要流动性，全球整个结算系统都需要美元。美元是一个中转站，资金在任何财产之间转移，美元都是第一个关口。如果我有基金要投入澳大利亚，第 1 件事就是说要先把这边资产卖掉，拿到美元，之后把美元换成澳元，再去买澳洲的股票。

有的时候赎回或不赎回，总体上来说很难判断。但是这个市场本身的状况，已经告诉你现金为王。能想象出来，风险产品首当其冲肯定会被卖得最快。

Q5: 美联储前两天出的货币市场基金的救助措施 MMLF，它是只针对货币市场基金的还是针对整个公募基金的？为什么在那个时间点上去出台这个政策，是因为美联储观察到什么问题了吗，还是市场确实有这块的需求？

A5: 我认为这还是一个流动性问题。这个时候，如果我是美联储的主席，我最担心的就是流动性，会不会突然间资金链就断裂了。刚才我举的例子，比如波音，大公司都需要钱，这都是为了缓解流动性方面的危机。这是美联储跟财政部要想一切办法来解决的问题，如果资金链断裂，突然间有公司倒闭，对市场的震撼太大，就会人人自危。那个时候，再被动应对就更麻烦，与其这样，不如主动出击。就像美联储这次把利息降到零，都是在极特殊情况下突然间公布出来，虽然公布出来之后并没有止住市场下跌，但总体来说，这么低的利息率，

不管是企业还是金融公司，或者市场中的参与者，可能都会从心理上得到一定安慰。

这个政策措施应该是只针对货币基金。如果不分类，每类基金都能申请，这种可能性不大。因为风险比较高的基金（比如桥水）基本上都是高端客户，在理论上来说，就应该有风险承受能力。这就是为什么桥水只能自己想办法解决问题，出问题后，桥水也不会跑到央行去要钱，央行也不会给他。因为你是对冲基金，你的客户都是高端客户，像沙特这种。所以说桥水不得不卖掉很多投资，传言桥水一下子爆仓倒闭了，这倒是不会倒闭的，只是它的运作规模可能没有原来那么大而已。另外，这种对冲基金杠杆都很高，遇到风险的第一件事就是减杠杆，不会等着大规模跌起来再减，不减杠杆就无法生存。像我们这种基金和共同基金，风险相对小一点，包括退休基金，但也不能等到人家跟你要钱，你再去卖资产，那你肯定不是个成熟的基金经理。好的基金经理一定要预期到这个情况，提前做准备，把你能卖的或者说本来就是可以卖的，想办法卖一点，筹措一些现金。一个基金这么做影响不大，如果是几千个上万个基金都这么做，影响就非常大了。

我估计，美联储连类似这种基金也保的可能性不大。保货币基金是因为它跟商业银行连得太近。美联储还是要保商业银行，其他投资类基金，它不可能花费过多的精力去保护。

Q6: 现在国内流传一种说法：前期美国很多公司借贷来回购股

票，这段时间市场一跌，造成公司资产负债表快速恶化，负债率一下子成倍数地上升，因此实际上美国最大危机在公司层面。这种说法对吗？

A6: 这个绝对是对的。公司本来从海外汇回很多钱，都买了自己的股票，本来买的就是一个风险比较高的资产。这么多年，很多钱撤回来都买了自己公司的股票，股票上涨以后，公司的管理层能够获取很多利益，不用这钱扩展业务，而是直接买股票，对于股票持有人是有好处的，对于搞投资的人都有好处。特朗普说要把制造业弄回美国，但公司认为美国可能没那么好的生意，这些公司回到美国来建厂的并不多，经过分析就发现在美国建厂，利润会大打折扣，不如在中国或者其他国家建厂，可能利润还高一点。特朗普施压，但这钱回来一部分就买了股票。现在股票暴跌，资产负债表恶化是毫无疑问的。

但是最根本的检验还是看这个公司到底能够创造多少毛收入和纯利润。其实下一步的影响还不在这儿，下一步的影响主要是会不会对这个公司的运营，也就是对毛收入会产生很大的下行压力。第二个影响是要不要裁员降低成本。如果你降低成本了，能保证一定的利润率，这个公司股票可能下跌空间还不大。如果没有足够的余地去砍成本，毛收入下降，成本又不能降下来，利润肯定会大规模损失。每股盈利减少，股票还要继续跌。所以你刚才讲的是个很重要的问题，也应当算在我讲的次生灾害里，这是第二轮的影响。分析师以及各种研

究机构一天到晚讲的都是疫情的事，还没有顾及公司盈利的影响。等到华尔街有分析师开始大规模往下修正公司盈利或者股票目标价，股价可能还会下跌。当然不是所有公司都这样，但肯定有一些公司的下跌还没结束。

美联储对这个没有太多办法，美联储的政策主要针对银行系统，针对金融。政府的财政政策对这类企业有影响，比如现在国会参议院要制定的一些具体措施，里面就有一些是属于保企业的措施，包括减免税收、各种费用适当减少，让企业的负担减轻。这都是政府要做的，美联储在这方面可做的东西不多，只能说在贷款上或企业债券上给一定的好处。美联储不会有更具体的偏财政政策方面的措施，这个不归美联储管。

Q7: 这次是美国金融领域的问题刚好遇到疫情灾害，这两件事情合在一起是不是会有一些相互的影响？现在美国一方面在抓疫情，一方面在抓金融领域的政策，这两边会不会有些互动，甚至是相互制肘相互影响，将来的发展可能会是什么样的？如果说美国疫情不见好转，市场救助措施是不是就发挥不出效果？

A7: 面对疫情各种经济手段的作用有限。不会因为美联储降息了，美国疫情就很快结束了，这是两个不同的事儿。但还是要出宽松的货币政策和比较有刺激力度的财政政策，目的是防止金融危机，防止最坏的情况发生。这两者肯定会相互影响。疫情本身有它自己的一个轨

迹，货币政策财政政策又是另外一个轨迹，这两者暂时有了交集，但并不代表这两者是一回事儿。两者的相互影响，关键是看疫情的发展。疫情结束得早，货币政策就可以慢慢退出，虽然退出来的难度也很大，会有很多后遗症，但是已经不需要那么多的刺激。如果疫情拖很久，后续政策支持也没办法退出，可能就只能想办法防止最坏的情况发生，只能起到这么一个作用。

将来也是一样。如果疫情拖到一年，货币政策、财政政策可能会无招可使。美联储现在的子弹基本打光了，利率为零了，下一步怎么办？只能量化宽松。财政呢？就是发钱。直接把钱发到百姓手里，把钱发到企业，随之带来的问题就是美国政府债台高筑，财政赤字会成倍增长，达到 GDP 的 10% 或者更多。这种可能性有没有？完全有可能。疫情持续时间久了，就会出现这种结果。

最后，美国没钱了就借，越借钱美元越升值。当然会有一个临界点，但是现在距离临界点似乎非常遥远。也就是说，无论是美国政府，还是美国金融界人士，并不是特别担心现在会达到临界点。美国再多印些钞票，出台 2 万亿美金刺激计划。美国政府债务多 2 万亿，又如何呢？也不会因为这个事儿，全球就放弃美元，也放弃不了。尽管有人说这是很流氓的做法，但是确实没办法，美元的地位这么多年已经形成，它要退出历史舞台，我估计花的时间也会很久，不是一个短时间的事。可能等到全球逐渐放弃美元，美国政策又会调整到对美元有

利的立场。

任何一个事情放到历史中去，好像就显得微不足道。现在的疫情也是一样。我有时候比较正面，经常跟大家说，如果把疫情放到 20 年的区间里，你可能觉得问题也不是很大。美元也是这个道理，把美元放到 50 年或者 100 年的历史里去，你就会觉得这种担心也不一定就是那么重要。

Q8: 在美国，大家都是长期投资，特别是那些养老金等大机构，那么在这次赎回过程当中，像这种长期投资机构有赎回吗？

A8: 这个要视情况而定。遇到这种危机，如果这个基金已经有了一定的回报，一般人都会愿意抢在它继续下跌之前赎回。这是人最基本的心理，谁也改变不了。如果你在一个基金已经赚了 60%，哪怕跌去 30%，还有 30%，剩下的 30% 收益，人们就会赶紧把它锁定住，这就会造成赎回。

包括大学的管理基金，管理者都会想办法来应对这种情况。为了使资本用起来更有效，资本市场把资金链条拉得太紧，通常不会保有那么大的现金头寸，尤其是在利息率如此低的情况下，也就是说投资的比重非常之高。可是危机一来，作为成熟的基金经理，绝对会提高现金头寸。比如，从大学基金的管理者的角度看，大学运作过程中突然间可能会需要钱，如果基金跌了很多你再赎回，赎回的钱就少了。所以在还没跌那么多的时候就赎回，都是很正常的。具体到每个基金，

是不是一定要赎回，完全取决于投资人。有些大学基金很聪明，就在这个点上赎回很多，完全不排除有这个可能。当然，也有很多愚蠢的做法，经常会有人在最高点买入，在低点上卖出，刚卖出又涨很多的情况，这种情况还不是少数。所以说这个仍取决于心理，如果心理没有这方面的训练，判断失误，就会越跌越害怕，最后就不敢介入了。实际上，真正好的投资人，肯定是在别人都不进的时候你敢进，别人都特别狂热的时候你就出来，这样好出也好买。但真正能做到这一点太难了，心理挑战非常之大，特别是对普通大众来讲更为困难，因为这是一个人的最基本的特性。所以，投资基本上要反人的基本特性才行，要做到这一点，心理训练很重要。

Q9: 第一个问题，现在全球主流金融市场其实都面临着零利率或者负利率的情况，这对大量的固定收益类资产来说，应该不是一个特别好的消息。如果长期都是这种情况，对整个投资的影响应该是什么样的？第二个问题，现在中国还是维持在一个比较高的增长水平上，虽然说现在还是有外资在流出中国，但不管从疫情的角度看，还是从经济恢复的角度上来看，中国是领先于其他国家的。从这个逻辑上讲，中国会不会是一个比较好的投资方向？此外，国外投资中国，到底有什么障碍？

A9: 第一个问题，其实在资本市场上早就出现了。不止是零利率，就是利率过低，也就是资本的最基本的回报太低，这对资本市场的损

害实际上是很厉害的。利息本身来说就是资本的成本，我读大学的时候，过去设计的产品都是设定 5% 的无风险利率，因为那个时候政府债券有 5% 的回报率，现在到哪找去？25 年前设计的那些产品，尤其是保险产品，都是按 5% 收益算的，现在根本达不到这个水平。这就逼着这些退休基金等去承担高风险，去想办法把低利率的差额补上，不补上，就达不到预期回报，这个产品本身就失败了。过去 20 年，很多基金都在不断往高风险产品上靠，包括退休基金。按照标准来讲，过去退休基金不让投资高风险产品，后来不也照样投吗？

高风险的产品在不断扩张，可能原因之一就是各类基金产品要补足收入上面的缺口。现在利率到零了，又会把这些资金压到风险比较高的领域去，否则这些产品基本上达不到预期回报。这恐怕是金融领域中一个比较大的问题，其实这个问题早就发生了，现在没有特别好的解决方法，只能等着这些产品不断调整。包括各类退休基金，实在不行就违约，不认账，延长领取计划等，往后拖，把矛盾往后拖就行了，这可能是一种方法。

第二个问题，对海外投资者来说，中国市场投资最大的问题就是外国人很难直接进入。中国虽然搞了沪港通、沪伦通等，但实际上有一些最关键的问题没解决。第一，中国控制流入量，当然在沪深港通模式下，目前的量还是足够的；第二，人民币不可自由兑换，资本项未开放，外国投资者不能直接买卖股票，尽管 MSCI 把中国股市也纳

入到其指数里，但资本进出有限制，这个风险就会高很多。实际上，投资中国有障碍，这个问题不在外部，这个问题需要中国自己解决。

中国现在也是两派。有些人主张改革，认为人民币要国际化，要放开人民币可自由兑换，按照西方所期望的那样去走，包括股票市场也可以慢慢对外逐步放开。另一派则认为，凭什么要把人民币国际化？为什么要开放资本市场？不开放可以保护我国的一大批企业和工业。

中国是不是好的投资标的，外国投资者是用外国的标准来衡量来检验的。当然，有些人说即使这样，在西方这种环境下也愿意投资中国，那是另外的问题。其实我们公司也愿意投资中国，包括有些基金也愿意投资中国，看好中国市场的肯定是越来越多的，这是毫无疑问的。

当然，你要给中国一定的时间，中国市场也或多或少在朝着西方成熟市场的方向在变化。尽管说中国特色、政府的各种政策似乎跟外国不太一样，但是我认为这些干扰会越来越小。中国在习惯法治、遵从市场规律等方面都在逐步好转，尽管走得比较缓慢，但也还是朝着这个方向在进步。所以，对于中国市场，我历来有一个很乐观的前景判断。我认为中国人并不傻，知道怎么去管理，知道怎样把事业越做越好，所以中国市场肯定是一个很好的投资市场。中国股票市场在世界上会有举足轻重的地位，要跟第二大经济体的地位相适应和匹配，这个过程可能比我们想象中的要快。这是我的一个最基本的判断。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“连线华尔街”第一百四十三期（2020年3月20日）内容整理而成，特邀嘉宾为奥本海默基金原董事总经理，现任美国景顺基金高级基金经理李山泉先生。

李山泉先生，奥本海默基金原董事总经理，现任美国景顺基金高级基金经理。李山泉先生于1978年考入中国人民大学国民经济计划专业学习，1982年进入国务院经济研究中心工作，1987年9月进入布兰德斯大学攻读国际金融和经济学，2年后获得硕士学位。李先生就学期间被阿凯典投资管理公司雇用，开始了投资管理的研究和实践。1991年3月到纽约华尔街，被著名的老牌华尔街投资银行布朗兄弟公司聘任，在投资战略部任高级分析师，从事投资战略的分析研究。他创立的“动态投资分析法”创造了高回报，引起了美国主流社会的重视。1995年11月他进入到奥本海默（Oppenheimer Funds）基金公司，任副总裁、基金经理，负责该公司环球股票投资的管理工作。李先生还当选为中国旅美金融协会首任主席，人称“新一代华尔街战略家”。

【免责声明】

“连线华尔街”为中美金融交流的內部专业高端平台。本期报告由巴曙松教授和牛播坤博士共同整理,未经嘉宾本人审阅,文中观点仅代表嘉宾个人观点,不代表任何机构的意见,也不构成投资建议。

本文版权为“连线华尔街”会议秘书处所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

