



城 人物简介

王庆，重阳投资总裁、首席策略师。王庆拥有美国马里兰大学经济学博士学位，曾任美国银行大中华区经济研究和投资策略主管、国际货币基金组织经济学家。2007—2011年，担任摩根士丹利大中华区首席经济学家。2010—2011年，他带领的摩根士丹利经济研究团队连续两年被《机构投资者》杂志评选为亚洲区第一名。2011—2013年，任中国国际金融有限公司投资银行部执行负责人。2013年4月加入重阳投资。

城 个人观点

现在股票市场风险溢价是历史最高的，不正常，而其他金融产品风险溢价很低，王庆认为，需要此消彼长重新平衡，股市的风险溢价才会降下来。王庆认为对中国A股市场的前景不应该过分悲观。

王庆认为现在A股风险溢价为历史最高 中国经济系统性风险被高估

本报记者 连建明

本周一，在陆家嘴国金中心51层重阳投资王庆博士的办公室，记者采访了他。王庆的经历非常丰富，在国际货币基金组织和摩根士丹利都是做宏观经济研究，然后做过一段时间投行历练，

现在又来到私募基金，可以说资本市场各主要环节都做过了。几天前，在第一财经最佳分析师评选高峰论坛上，他以一个参与资本市场研究经济的分析人士谈了对当前资本市场的看法。

记者的采访就从当前的市场说起。王庆博士说，现在资本市场比较低迷，因素很多，其中一个重要因素就是风险溢价太高。所谓A股市场风险溢价，王庆的算法是沪深300市盈率倒数减10年期的国债收益率，就是股票市场的风险溢价。根据他的测算，中国A股市场的风险溢价从2009年一直到现在不断攀升，目前处于历史最高。

为什么股票市场有如此高的风险溢价？王庆认为这反映两个层次的问题，一是市场对于中国系统性风险有一个过高或者是过分的担心，股票市场认为中国经济系统性风险很大。二是市场也有问题，作为经济晴雨表的这个“表”出了问题。

王庆博士说，A股风险溢价如此之高还有一个因素，那就是中国特有的资本市场结构以及过去二三年的金融创新，使我们的A股市场成为一个风险洼地。这就是市场的问题，晴雨表出现了问题。

过去二三年的金融创新对我国经济发展和资本市场的发展是积极的事情，但是金融创新发展并不彻底，主要是金融产品定价没有充分市场化。由此导致一个现象，在中国所有非权益类的金融产品几乎都有非常明显的刚性兑付预期，就是保本。这样一个情况导致市场上预期

今年股市，最重大的事件恐怕要数国务院出台了新国九条，但投资者似乎对新国九条并不太重视，记者请王庆博士谈谈新国九条的作用。王庆打开一个图给记者看，这是一张A股市场20年成交量变化的图，从上世纪90年代到现在，成交量出现显著的增长，王庆说，中国股票市场发展史上，每10年上一个台阶，这个台阶指成交量，就是加一个零，增长10倍，这种市场规模增长，背后都与中国重大政策有关。首先

为何A股风险溢价很高？

要么是经济出了问题，要么就是市场出了问题。

对于中国经济的系统性风险问题，很多市场参与者都从一些微观层面捕捉到一些现象，认为中国经济可能系统性风险很高，中国经济会出现大问题。比如说，一些微观企业的财务状况比较恶化，之前温州地区出现地区性的金融风险；还有从去年底到现在一些信托理财产品出问题，甚至上市公司债券也出现违约。一系列微观现象，让市场很多参与者感觉到中国经济可能会出现大问题。

如何看待这些问题？实际上这

是一个宏观问题，宏观问题就要用宏观的分析思路，而不能简单通过微观的个别案例来做一个线性的延展。说到系统性风险，大家比较关注政府部门的系统性风险，通常关注的指标是财政赤字和政府的债务水平。但是，中国整个公共部门的负债水平实际上也就是占GDP50%左右，放在国际的范围内来看这个水平并不高。

另外一个是关于系统性风险的判断，就是国家对外负债，以及国际收支状况如经常账户的平衡状况、外汇储备的情况，这些指标综合来看

似乎很稳健，中国对外负债很低。所以关于中国经济系统性风险，似乎难以有数据的支持。

因此，王庆博士说，中国经济系统性风险问题到底有多大？当然比以前高了，因为以前没有这种资金断裂、债务违约的事件，现在有了，从无到有冲击会比较大，但是，判断风险不能简单将个别事件放大看，这种个别事件都是微观上的。在成熟的市场经济中，所谓的个别信用事件经常会发生。从宏观看，从政府债务水平以及赤字水平看，都不是很高。而且，不能只看债务端，还要看资产端。

所以，王庆博士认为中国经济面临的系统性风险被高估了。

金融产品定价缺乏市场化

的所谓无风险收益过高，问题是产生了，中国经济是有系统性风险，这种系统性风险在正常的环境下应该由各类金融产品、各类金融机构、各类金融市场参与分散这样的系统性风险，但是由于所有非权益类产品都存在明显的刚性兑付预期，无论国债、地方政府债、平台债、企业债还是各种理财信托产品，都有明显的刚性兑付要求，风险定价功能都没有充分发挥，这样使唯一

一个没有刚性兑付预期的产品——股票市场，就过度的、充分的、显性的反映了系统性风险，有任何系统性风险的轻微波动都首先体现在股票市场的大幅波动上。

所以，王庆认为市场对中国经济系统性风险过度担忧，以及金融创新不彻底，造成了风险都集中于股票市场，使得A股风险溢价过高。但是，判断市场的趋势最主要是前瞻性。

中国经济问题不是想象中那么严重。同时，随着非权益类金融产品刚性兑付预期被打破，如出现超日债违约等事件，风险意识会增强，定价更加市场化。这样，会降低股票市场之“不可承受之重”，从而降低股票市场风险溢价，资本市场这个风险洼地这个问题就解决了。

现在股票市场风险溢价是历史最高的，不正常，而其他金融产品风险溢价很低，需要此消彼长重新平衡，股市的风险溢价才会降下来。综合这些因素，王庆认为对中国A股市场的前景不应该过分悲观。

新国九条对股市影响深远

是中央决策，其次是具体政策颁布，然后相关法律实施，从这个角度看，新国九条会起到应有的历史作用。10年前国九条出来时大家也不信，这是一个慢慢认识的过程。

对于新国九条的内容，王庆认为有两点最重要——

● 一是对内开放 虽然没有用这个词，但我们总结就是这样，就是

股票发行制度从审批制向注册制改变，中国潜在的上市企业都可以去上市，这就是对内开放，以前是审批制把大家关在门外。

● 第二是对外开放 沪港通、QFII、QDII的规模扩张，互联互通，境内市场与境外市场逐渐融合。对外开放，钱会出去也会进来，这是钱的变化，另外投资主体行为方式

也会发生变化，A股一旦被纳入MSCI指数，A股构成就会发生很明显的变化，资金构成发生变化，投资者行为发生变化。对外开放对股市很重要，QFII占印度股市市值17%，占我国台湾地区股市市值是30%，目前QFII占A股市值只有1.5%，如果QFII规模扩大，占A股市值比例大幅提高，市场就会发生变化。

因此，新国九条对内开放和对外开放将会产生深远影响。

私募基金不会超过公募基金

新基金法确立了私募基金法律地位，新国九条也将发展私募基金写入其中。在此背景下，大批公募基金的经理纷纷跳槽到私募。记者问王庆，怎么看私募基金发展前景，私募会不会超过公募？

王庆认为私募基金有很大发展空间，但是不会超过公募基金。因为从各国实践来看，以美国为例，私募基金也就是对冲基金，不过占市场4%—5%的左右，而中国私募基金份额更低，只占0.6%，私募发展空间很大。但是另一方面，中国投资者成熟度不高，因此在相当长时间内，中国基金市场以公募为主，私募起补充作用的格局不会变。此外，公募基金也在变化，如员工持股等治理结构改革，也会为公募的发展注入更大的活力，从而促进其快速发展。

说到私募基金，王庆解释说，私募基金与公募基金的区分其实是募集方式的不同，但在中国，往往理解为是公有制与私有制的区别，其实不是，是募集方式不同，公募基金人数多，私募基金人数少，因此，中国私募基金与海外的对冲基金性质差不多。

如果说有区别，则在于发展时间段不同，中国私募基金规模小，风控、合规经营、公司治理还有需要完善的地方。另外，对冲基金要有工具，中国资本市场衍生工具还是比较欠缺，不能做到真正的对冲。另外，客户基础构成不一样，海外对冲基金客户一是超高净值人群，另一个是机构，如养老金会分一块给私募管理，目前中国机构还没有系统性选取私募基金进行资产管理。一个原因是中国机构本身还不够成熟，不够壮大，其次，私募基金直到新基金法才确立其法律地位。