

付鹏 2024 年 11 月 24 日 HSBC 内部演讲速记

整理

《2024 年年终回顾和 2025 年展望——对冲风险 VS 软着陆》

整理：*

说明

本文为对「付鹏 11 月 24 日在 HSBC 内部演讲速记」部分内容的整理版，仅保留付鹏本人讲话的段落，并按主题做了分节，未加入额外评论。原文口语色彩较重，本文有少量排版性断句，方便阅读。

1 开场与说明

正值年底，虽然汇丰一直强调大家不录音不录像，但大概率你挡不住。我在这儿讲话会谨慎一些，非常小心谨慎，大概率会有人透露出去，放到 YouTube 上。基本上所有见到我的人都说“付总我在 YouTube 上看过你的视频”，我说那都是盗版的，靠盗版发财的也不少。

今天跟大家分享的内容，基本上都是我这几年一直在讲的，回顾会多一点，展望不多。为什么展望不多？因为上个月你展望完了，下个月宏观又变一档，你展望就作废了。我们本质上是做 hedge fund 出身的，所以我们的逻辑框架整体是具有很强的延续性的，不是今年说一套、明年说一套，而是 2016 年之后我就一直在说的那条线。

我从 2016 年就跟大家说，这个世界已经完全不一样了。过去这几年，大家对这句话的理解应该越来越深。

2 2016 是一个真正的拐点

2016 年其实是两个事儿叠在一起：一是特朗普第一次大选；二是全球从“继续全球化、继续往左”这个路径，开始往“逆全球化、往右”这个方向切。

我的一个特点是：只要我觉得哪儿有投资机会，我可能第一时间就去一线调研，我不太爱看 YouTube，也不太爱在网上扒。现在你们会说 ChatGPT 很强大，AI 能帮你解决很多问题，但我要提醒一点，**广泛传播的信息往往是错的**，真正有用的信息是你去到一线、去到当事人那里拿到的，这是我 2012 年从日本做完调研回来之后感受最深的。

2016 年之后你会发现，中国也不是之前 40 年的中国了，美国也不是之前 40 年的美国了，日本、东南亚都不再是老样子了。你如果还用过去那套惯性思维，你就会觉得现在的政策、交易、地缘都看不懂。

3 日本的观察与信息差

很多人说看不到日本的增长数据，所以看不懂日本股市为什么能走出 35 年的新高。我要说这就是“信息差”。

当年巴菲特去日本的时候，日本还在福岛核电站泄漏，我们都在说海鲜不能吃，一个 80 多岁的老头顶着核辐射去日本吃海鲜，你觉得他真是为了吃海鲜吗？不是的，他是去看一个即将发生的**结构性变化**。

日本过去 30 年保持蛋糕没变，但现在远端利率抬起来的根本原因，是**年轻人能吃到的那块突然变大了**，这其实就是分配。日本的核心不是“怎么增长”，而是“不增长也能把蛋糕分给还活着的那一代人”。所以我一直说，日本的逻辑是分配，不是增长。

中国人很多时候对经济的理解是“必须增长”，不增长就难受。但有没有一种可能——**不增长，但是调整分配结构，大家也能活**？日本就是这么干的。

4 金字塔视角：市场在底，意识形态在顶

很多研究员喜欢做 70 年代、80 年代的简单对比，我的态度是：这种只会凑字数的我看都不看。真正应该这么看：**市场在金字塔最底层，宏观在市场之上，政治在宏观之上，意识形态在最顶上**。

你看见的房价、股价、行业轮动，都是金字塔最底下的波动；你再往上走是宏观，宏观之上是政治，比如美国民主党、共和党切换，欧洲右翼化；再往上是**意识形态的摆动**，也就是大家学过的左和右、集体和个体、包容和排他，这个才是**真正的断代**。

当前我们处在一个大领导说的“百年未有之大变局”的节点上，这句话不是空的，大概意思就是：从 1929 年大萧条到二战后到这轮全球化，这个大周期差不多走完了，开始往回拐了，重新走向靠右、收缩、保守、反移民、反全球化的周期。这一旦发生，**资产、贸易、税、资本流动全要重排**。

所以我一直说，不要在线上吵左吵右，没有绝对对。世界就是在左和右之间摆，摆到极左就会往右打回来，摆到极右也会回来。你只要知道现在往哪边摆，你就知道交易应该怎么做。

5 利率的本质：贫富差与收入来源

我强调过很多次，利率的低点往往是战争的起点，不是因为利率本身，而是因为**利率其实是贫富差的影子**：利率越低，资产价格越高，拿资产的人越有钱；靠劳动的人越吃亏，社会矛盾就越大，最后就得通过政治、甚至战争来重新分配。

所以你看美国这轮，不要以为它还能回到 0、1、2 的利率时代了，不太可能了，它会在 4 到 5 之间晃。你如果是拿资产、搞杠杆的，你当然天天喊要低利率；但如果是靠劳动挣钱的人，适度的高利率其实是好事，因为那代表着劳动收入在回升、社会在纠偏。

中国和海外的利率路径也在反着走：我们是从高往低，他是从低往高。所以你不能拿过去 40 年的思路解释后面 10 年。

6 中国当前的核心：有效需求不足

很多人以为中国经济的问题是这两年才有的，我一直说不是，**2019 年就开始了**，只是今年恶化出来了，大家都感受到了。

我在 2020 年疫情之后就说过，中国居民资产负债表出问题了，但市场那时候还在“必须乐观”的状态。你不能用一句“不能说我们不行”来阻断信息反馈，一旦信息不回来，最后连决策层都会判断错误，这才是危险的。

今年真正凶的是：**轮到中产被裁了**。底层外卖、网约车先难受，对宏观数据的影响不大；但当金融机构、中产、白领开始被降本增效、被退奖金，那就是**有效需求真正往下拐**，而且是中长期的。10 月份的数据已经是负的了，没有疫情、没有外需崩塌的情况下，中国第一次出现有效需求为负，这个信号是要当回事的。

所以我在 9 月讲的时候，用的是“对冲”，不是“解决”。这个问题短时间是**解决不了**的，只能一层一层对冲：财政对冲、货币对冲、分配对冲。

7 居民杠杆与资产幻觉

过去二十年中国所有人都在吃同一条红线：居民部门杠杆，也就是 80 后一代的三代口袋资金 + 收入函数 + 金融杠杆。只要这条红线还在，政府债、企业债、银行债都不是事，因为**居民能买单**。

但现在的问题是，这条红线到头了：年轻人不生，收入增速下来了，房子也不太涨了，还想用“加杠杆刺激需求”的那套，是**刺激不动的**。你只能走“降杠杆刺激”，比如降存量房贷，这是对的，因为这是银行把钱吐出来给居民。

房子和股市如果只是换手、不分红、不增长，那就是“富者恒富、穷者恒穷”的游戏。你 200 万的房子卖给年轻人 600 万，你是拿走了他未来 40 年的现金流，你活得更滋润了，他欠了 40 年而已。这个不能当作可持续的内需来源。

8 产业周期、PPI 和“JQK”手

中国的产业政策有个特色，我叫它“JQK”：

- J：国家说我要这个，大爷快来；

- Q：资源、土地、税收、融资全给你，保你做大做强；
- K：等你做到“遥遥领先”了，扔给市场，让你自己卷。

这个节奏的好处是能在五年里干出别的国家三十年才做完的产业链，但坏处也很明显：一旦扔给市场、同时内需又在收缩，就会出现“大家都得死”的卷。过去能“胜者为王”，是因为底下还有姑娘（有效需求）在。现在是两个小伙子打完发现姑娘走了，这时候卷是卷不出赢家的。

所以我说，现在看到很多行业还在用 2015 年前后的打法，我是替他们捏一把汗的：内需不够的年代，再搞行政性扩产，一定会在 PPI 里表现成负的，最后拖企业、拖银行。

9 出海的必要性与外部的收缩

当国内有效需求不够，大家都会说“那就出海”。这句话方向没错，因为这是日本当年的做法——去海外参与存量分配。

但要注意两个约束：

1. 现在的全球环境不是 20 年前那个“大家都欢迎你来”的左翼化、全球化时代了，现在大家都在右翼化、在收口；
2. 我们国内这么多行业同时要出去，外面能不能承接、以什么规则承接，这是个现实问题。

所以，“想不想”和“能不能”会发生碰撞，出海会是个必要选项，但会比大家想象的难。

10 结语：不要站队，要看方向

我最后强调一点：**做全球投资，最好是没有意识形态立场的**。世界要往左走，我就知道我的交易怎么做；世界要往右走，我也知道；最怕的是你说“我一定站左/右这边”，最后世界往反方向走，你的交易就全错了。

这次美国又是特朗普上来，而且这次比 2016 年更右翼、更实权、更通杀，说明这条线还在往右走，没有被拉回来。中国这边又面临内外两头的约束，所以接下来几年，一定是“对冲风险”大于“软着陆想象”的阶段，政策会出，但不会一针见血，更多是一层一层把问题拖平。

（以上为根据所给 PDF 中“付鹏 11 月 24 日在 HSBC 内部演讲速记”部分整理。逐字稿详见下文。）

付鹏 11 月 24 日在 HSBC 内部演讲速记

《2024 年年终回顾和 2025 年展望——对冲风险 VS 软着陆》

正值年底，虽然刚才汇丰一直强调大家不录音不录像，但大概率你挡不住。我在这儿讲话会谨慎一些，非常小心谨慎，大概率会有人透露出去，放到 YouTube 上，基本上所有见我都说付总我在 YouTube 上看过你的视频，我说那都是盗版的，靠盗版发财的也不少。

今天和大家分享的内容基本上都是官方的，回顾会多一点，展望不多，因为上个月展望完了之后下个月怎么办？有些话对我来讲我倒觉得很简单，本质上原来我们是做 Hedge Fund 出身，所以我们的逻辑框架整体具有极强的延续性，不是说今年去讨论，或者说明年去讨论。

惯性思维从 2016 年开始，我一直在跟大家强调这个世界已经完全不一样了。当然经历过过去的几年时间，我相信在座各位应该对这番话的理解变得越发深刻。

2016 年实际上是美国特朗普的第一次大选，我有一个特点，我的特征是如果我觉得什么地方有投资机会，我可能第一时间去一线调研，我不喜欢看 YouTube，我也不喜欢在网上扒。当然你会说，现在 ChatGPT 很强大了，人工智能好像能帮你解决很多问题，但你们有没有想过，可能广泛流传或者广泛传播的很多信息是错的。这一点在 2012 年当时我从日本做完调研回来之后，我的感悟是最深的。

当然去日本有一个重要的人物，名字叫本森特，很快大家就会非常熟悉他的，目前来讲应该是特朗普政府提名的美国财长。本森特原来是索罗斯基金实际掌控人，因为索大爷已经年龄很大了，去年的时候才刚刚把基金的业务交给他儿子亚历山大，但在这之前，最主要的几场战役本质上来讲都是本森特在主导。

2012 年当时我从北京去香港约朋友们吃饭的饭局上，当时索罗斯基金在香港办公室跟我说，本森特从这儿去了日本。我说 OK。我经常说一句话“站在巨人的肩膀上看问题。”

当然你知道，网民们最可怕的地方是巴菲特“SB”、索罗斯“SB”，我最“牛逼”。你要记住，他们的所有行为一定有很大的变化，很多人可能都不知道，巴菲特第一次去是 2011 年，我们正在讲福岛核电站泄漏，核废水污染以后海鲜不能吃的时候，一个 80 多岁的老头顶着核辐射泄漏去日本吃海鲜了，当然他去日本干吗，这其实很关键。

之后我们跑到日本做完调研回来之后那几年，我陆陆续续跟很多人讲，日本正在发生变化，日本的利率结构都会随之变化的，当然包括日本的证券市场。今年日本股市终于走出这 35 年了，创下了历史性纪录。

但网上很多人还在说，我从经济数据里好像没看出什么状况来，这就是我们说的“信息差”，因为有时候你知道人的理解，对社会的理解，对经济的理解带有惯性思维。前几年我经常普及的一点是关于日本的理解，很多人总在想经济增长，有没有一种可能性经济不增长也很爽呢？比如说中国过去三四十年改革开放之后我们习惯的就是经济要增长，经济不增长我们就很难过，你有没有想过一种不增长还会把蛋糕吃多的方法呢？答案是分配，你怎么老想着分工、努力、工作、干活儿、挣钱、增长，有没有另外一种可能性是进行再分配？

你对日本的理解为什么要增长？用我的话说在过去 30 年的时间里保持着这块蛋糕没有变，但现在远端利率抬起来的根本原因是因为年轻人可以吃多了，年轻人为什么可

以吃多了？你们知道 2012 年日本的死亡数据是什么吗？你有注意过他的人口结构变化吗？到了今天为止，你突然之间发现日本现在招聘怎么会是应聘的在下面坐着，招聘的在上面站着？放心，中国现在不是招聘的问题，是 HR 砍人的问题，这种变化的根因到底来自于什么？其实很多人只是惯性思维，你不一定能看懂世界。

过去 40 年已经发生翻天覆地的变化了，从 2016 年开始，中国也不再是过去 40 年的中国，美国也不再是过去 40 年的美国，日本也不再是过去 40 年的日本，东南亚也不再是过去 40 年的东南亚，你资本运转的逻辑框架都在发生着巨变，而这种时刻下，如果你保持着过去的思维，你并不能理解我在讲什么。

我只能说，大家一切看缘分，我不需要完全说“付总在胡说，我并不认同”，无所谓，你能听懂你就听懂，你能早理解你就早理解，早理解你就能顺着这条线 Get 到 2016 年之后世界发生的巨变。

最新的美国大选，特朗普重新上来，但这次上来跟 2016 年又不一样了，因为他比 2016 年变得更加右翼化了，2016 年大的政治转变本质上就是逆全球化和右翼化。2016 年我把我自己的书稿整理过一版，当年也没空没时间把这个东西出版，去年因为我们家孩子回来以后做了传媒公司，原则上来讲我就把书稿送给他作为传媒公司的一部分出版业务去做，这就是大家后来见到的《见证逆潮》。但这本书不完整，全文将近 70 万字，你们拿到手的只有 50 万字，中间差不多有 20 万字被删减掉了，这 20 万字其实非常关键，涉及到我们对世界大类资产顶层逻辑的核心框架，金字塔究竟是什么？底层是我们的所有资产和市场，市场其实是在框架中最底层的，大家天天想问的房价的上涨、股票价格，这实际上是金字塔中最底层的。

稍微往上一点有人说宏观经济很重要，尤其是中国 2008 年次贷危机结束之后，中国的投资人开始发生巨变，2008 年金融危机之前，中国大部分投资人讲的是“擒龙大法”，如何抓涨停。但 2008 年的次贷危机，全球的冲击使得很多从事金融交易、资产交易的人开始意识到，原来全球金融市场是这样的，是联动的。自那一刻起，真正意义上的金融才开始在中国慢慢生根发芽。

稍微有人开始意识到宏观经济的重要性，当然像现在证监会的首经团队中，36 个首经里，我一直说我是那个最不正经的，因为我又不是搞学术的，我也不是搞政府出身的，我是市场一线的，我们对很多问题的理解是完全不同的。

前两天的时候，在 Fox News 上，本森特和几个诺贝尔经济学家在那儿争吵关于关税作用的时候，你就突然间发现，一个站在市场角度上的人理解关税作为一个手段到底起到什么样的作用，和那帮老学究们去讲的，甚至跟在座各位在新闻联播上看到的关税描述“美帝国主义打关税，使得老百姓生活在水深火热中”，你会发现好像你聪明点的话就知道好多东西并不对，这就是差异性。这次特朗普组成的第一是实权派，第二是通杀了，可以理解右翼化已经完全没有牵制了，第三上来的全是实干派。你猜后面的结果是什么？这场仗可不好打，比 2016 年那一届还难拿。

再往上是什么呢？有人说终于讲到了政治，没错，再往上是政治，民主党、共和党、全球政治的变动。但再往上的顶层，金字塔的最核心是什么东西？实际上是意识形态。

我教很多研究员说你们在研究世界经济的时候别盲目地做简单的对比，我估计很

多研究报告都会犯这样的错误，动不动就做对比，和 70 年代、80 年代做对比，这种对比纯粹写报告凑字数的，换成我的角度，我都不会看完直接撕了就扔垃圾桶了，我其实挺心疼这些券商研究员的，为什么呢？是个事儿就得写个报告，写个报告就得好几万字，好辛苦，结果还没人看。

顶层断代，也就是大家经常讲的周期性的断代到底是什么？你记住一点，顶层的断代是意识形态，社会政治的发展本质上是群体性意识形态的周期，也就是大家学过的思想政治课中的“左”和“右”，左倾右倾、左派右派、左翼右翼、集体个体，这些东西的变动才是世界经济周期的最大变动。

当前是什么？大领导讲的那句话很对，百年之未有大变局（百年未有之大变局），基本上就是 1929 年大萧条到二战后完整一个周期的结束。全球从二战的极端右翼，慢慢发展到中右，再偏向中左，再到差不多这 20 年左右的极端左翼化，最终导致重新开始右翼，这个世界很有意思，没有任何方向是绝对正确的。

我一直告诫大家，你们不要在网上争吵，我站在左边，你站在右边，PK，非得讨论出谁最牛逼，谁最正确，没有。就好像你想找个女朋友，又漂亮，腿又长，胸又大，腰又细，还有钱，还特别爱你，你想多了，挑一样就行了，完美主义哪儿有？最终的结果就是在运动的过程中对政治造成影响，进而对经济造成影响，进而对金融市场造成影响，一定记住金字塔的逻辑。

大部分时间我们不用 Care 顶层，因为在过去百年，顶层的方向是固定的，就是从极端右翼不断向左翼在运动，所以顶层方向不变的情况下就会形成下面的一套运转逻辑。

比如说以美国为代表，你们应该看到 Ray Dalio 关于债务危机的那本书，里面有个利率曲线，二战前我们的利率就是 0，到 80 年代利率达到顶峰，2008 年次贷危机到疫情期间利率再次达到 0。利率的低点到底是什么意思？为什么在过去的百年历史里，利率的低点总是战争的起点？是有原因的，因为利率的本质实际上就是贫富差距，利率越低的时候，贫富差距越大的，利率越高的时候，贫富差距越小的。

当然，我们每个人都是屁股决定脑袋，比如大家手上拿着一堆金融资产，拿着一堆杠杆，我可以告诉你，你永远高呼的是低利率是对的，就好像大家对于美国的理解一样，永远认为美国在过去的 40 年的逻辑就是不能加息，加息就崩溃，崩溃就降息，利率永远是低的，美元永远是 Carry 的借贷方，但你从来没有想过这个逻辑会变的。

几年前我跟很多人讲的时候，我说你记住一点，中国从高利率变低利率，海外从低利率变高利率，所谓的几毛档还动不动说付总说了高利率是多少，4-5 都是高利率。低利率是多少？0、1、2 有多大区别吗？没有的，这是关键的点。有人说非得纠，把我的话直接变成了付总说的，中国不会加息，永远降息，美国永远加息不会降息，降一点加一点，加一点降一点，这不很正常吗？比如特朗普上来了，明年有没有另外一种意外性呢？比如说降了 50，降了 25，大概回到 4.75，5 的水平了，突然间又抬回到 5.25 了，这不正常吗？4 和 5 的纠结不重要，重要的是他不会再回到 0、1、2 了，这是很关键的。

对于劳动力来讲，利率是很关键的，如果利率的抬升来自于劳动收入的增长，这是好事情。你想想中国，你把时间拨回到 20 年前，利率高不高？那时候你难受吗？不难

受。现在利率低不低？低，你难受吗？你难受。为什么？所以你要知道是通过劳动获得收入还是通过资本杠杆获得收入的，你对利率的感觉完全是反的。

但是整体社会去讨论贫富的时候，贫富主要讨论来自于劳动价值，简单讲，天天外面送外卖跑滴滴的，他们就是失去的一代，在过去的二三十年里，靠劳动力的就是被淘汰的一代，没办法，这是社会发展的必然结果。但是当这种矛盾压力大了，就会转化成社会矛盾，甚至可以通过选票转化成对政治的影响，对意识形态的影响。所以贫富到极端的时候一定会进行修正，无论是极左的贫富还是极右的贫富，都会最终产生矛盾，这就是社会运转的规律。

过去百年发生的这一轮大周期就是完整的周期，到 2016 年表面上看叫中美贸易战，表面上看是中美两个大国之间所谓的对抗和博弈，其实是全球各个国家内部的矛盾展示，对内是内部的分配，对外是外部的分配。在这个背景下，战争的风险将加大。

前两天，我们也看到了，人类历史上第一次使用了洲际弹道导弹，无非就是前面没挂核弹头而已，仅此。你觉得这个东西离你还很远吗？我们这一代可以说是幸福的一代，但我们这一代也将经历不常见的百年之未有大变局了。

很多人在思考这个世界的时候，真的不要以为我们现在还能回到过去，回不去了，那个全世界包容融合的，不断左翼化推进的，全球化不断推进的路径，这个时代彻底在 2016 年已经开始结束了。

2016 年很多人判断是错误的，总觉得 2016 年只是一场贸易战，那时候我从华盛顿调研两周回来以后，我跟很多人讲，不是贸易战，不是说哪个党派，民主党、共和党上来对中国就会温和的，不会的，两党的共识，他两者之间只存在着我比你左一点，我比你右一点，但咱俩都是往右的。美国政治的变化核心在于不管民主党和共和党，对中国的压力都是一样的，只不过是他俩谁压力多一点谁压力少一点，谁在外交上压力多一点，谁在经济上压力多一点，仅此而已。

对中国来讲现在也麻烦，在过去的 80 年代、90 年代，西方在不断包容融合右翼化，同时当时的中国也在不断地往右走，当然此处不是指的中国的右倾。注意西方右翼概念和中国完全反的，你们不要觉得是错误的，如果你觉得错误的，你先了解了解什么是左派右派、左倾右倾、左翼右翼。如果你不能理解这个东西，你肯定对左和右在中国和西方的框架里完全是颠倒的。

中国也是朝着包容、融合的，所以我们才有了非常好的入市、WTO、改革开放等一系列的操作。我经常说家庭中女生是天生右翼，右翼有一个典型特征，右翼可以叫民粹，可以叫国家主义，可以叫爱国主义，极端右翼可以叫纳粹。但右翼的特征很明显，“我没错，都是你的错”，这就是右翼。

家庭中女同志天生带右，当然我不是歧视各位女士，这是你们 DNA 里带的，两个 X 里带的，如果家庭中男生是左翼，家庭是幸福的，什么意思呢？“老婆，没事儿没事儿，都是我的错”，男生是个左翼，家庭很好，左 + 右。

如果男女都是左翼，这简直是幸福无比了，男生回家了，女生把拖鞋一放说“老婆你打会儿游戏，我正做饭呢，一会儿做好了叫你洗手吃饭”，这个男同志真的去打游戏了，吃完饭了说“你歇一会儿，看会儿剧，我来把碗洗了。”你可千万别当个大直男，锅

一甩又去玩儿了，不行，时间长了，她会右翼化的。

此时你也表现出左翼特征，你家庭就是融合的。家里如果两个右翼就完蛋了，都是你的错我没错，凭什么说是我的错？就是你的错，就是你做错了。直男碰上女生，一般来讲没啥好组合，两个右翼就是战争，打架到离婚。

不要认为这是在讨论家庭、婚姻，同样在讨论国家，同样在讨论全球。当国家和国家之间的组合出现统统左翼化的时候，就是包容、融合、全球化共同增长的俱佳的历史环境，当全是右翼化的时候，就是战争。

我们的大麻烦在哪儿？就在这儿。全世界在过去 5、6 年时间里已经陆陆续续都在右翼化了，右翼化的特征，政治的重要性已经体现出来了，选票回归传统的特征已经体现出来了，反移民的特征已经体现出来了。

我之前说过，这两年全球著名的交易就是“多美国，空加拿大”，原因就是加拿大的小土豆放了那么多印度裔进来，就完蛋了，加拿大的核心矛盾是什么？经济增长创造了五个蛋糕，原本加拿大的国民可以一人吃一个，现在放了 10 个阿 X 进来，加拿大问题是分配，当分配不够的时候，一定会趋于保守，一定会趋于右翼化，一定会趋于反移民。

各国都一样，70 年代 80 年代的时候，英国那时候有过排华，现在又开始反穆斯林了，这正常。世界的动荡不是简简单单表现在单纯的资产上，前两天英国又出台了新的政策，你只要非英国国民的，原则上来讲要交遗产税的，英国政府也要收你的遗产税。我之前跟很多富人说，别天天琢磨避税了，包容融合的时候藏点私房钱是没事儿的，当都右翼化的时候，你再藏私房钱你就完蛋了，现在全世界的大麻烦是什么？找个税率低的地方该缴的缴。当年特朗普上来的时候 20% 只要你愿意回流美国，全部合法化，你看有多少资本往回流？所以你们知道左翼和右翼大概的框架和特征，这才是我那本书里的真正精髓，但被删掉了。

你把它理解了，你对应的穿透到经济上，穿透到利率上，穿透到资产上，你会门清儿的，这就是大类资产的精髓，真正的精髓。你要问这东西谁创造的，索罗斯那批人，本森特那批人，整体框架大家都是一样的。

我到底在讲什么？其实我就是在讲回顾，因为从那一刻开始，几个问题就在陆陆续续暴露。美国在进行重构，特朗普上来以后方向继续重构，这里面其实就涉及到民主党为什么是错的，民主党的很多政策为什么是极端左翼，左翼政策不一定是对的，右翼为什么会使美国进入到增长通胀利率的环境。

包括有些华人带有意识形态，我只能说一句话，我们作为全球投资人，最佳的选择是没有任何意识形态，对我来讲，我非常清楚左有左的问题，右有右的问题，左有左的好处，右有右的好处，我不会站在任何一侧。我的答案是全世界选择往左走，我就知道我的交易路径是什么，全世界选择往右走，我也同样知道我的交易路径是什么，但我绝对不会站队说谁是绝对正确的，否则的话就会压错宝。世界有时候不一定按照我们的意识走，美国的这次大选也是典型的结果，其实我也没想到，美国右翼化的速度会这么快，推进速度会如此迅速。本来想的是民主党还能够撑一撑，但现在来看基本上是完败的。

对于中国来讲，当前我们面临的问题不仅仅是外患的问题，还包括了内忧。综合在

一起，会有一个非常奇特的答案，之前很多人问我中国到底和日本一不一样？网上这句话炒的纷纷扬扬的，有人说中国就是会走日本的老路，有人说中国不会走日本的老路，你要问我正确的答案，我会告诉你这个问题没有任何意义，为什么？太泛了，如果拆的细一点我能回答你。比如你要问中国的居民部门和日本居民部门一不一样？我的答案是一样；中国的企业部门跟当年日本的企业部门一样不一样？我的答案是不一样；中国的政府部门和当年日本的政府部门一不一样？我的答案是不一样；中国的金融机构跟当年日本的金融机构不一样？不一样；中国当前面临的国际环境和当时 90 年日本面临的国际环境一不一样？不一样。

你说最后的答案是什么？如果站在纯居民角度来讲，我可以告诉你 99.99% 可以复刻，但如果站在大的国际环境上来讲，可能得到的是完全不同于日本的最终答案。用我的话说，你是说一样还是不一样呢？没有意义。

所以我大部分时间给你们分拆的是日本居民部门和中国居民部门的比对。而日本的企业部门、金融部门、发展模型我也给大家分享过，去年你们应该都知道了，巴菲特买三井、三菱、丸红、伊藤忠商社，大笔发行日元债券购入到日本的三井、三菱、丸红、伊藤忠这些资产中，他到底在干吗？

那时候第一财经找我说付总你去讲讲巴菲特为什么买，我发现很多评论人员单纯在讲三井、三菱、丸红、伊藤忠资产怎么样，稍微聪明点的会讲到当年的商社们是日本的海外资产，是日本 Carry trade 套息交易的主要收入端。再聪明一点的会讲到巴菲特在参与日本过去 40 年存量财富的再分配。

我可能明年把我们家小儿子送到日本去，我跟他讲的很清楚，我不需要你去学习人工智能、AI，为啥呢？你好像没那么聪明，也不是 IT 技术男，你把日语学好，能考上应庆就不错了，那里面都是一些日本传统贵族的姑娘，你娶一个就行了，最好她们家都是 80 岁 90 岁的，你就躺赢就行，等她们家 80 岁 90 岁的明后年一挂，房是你的，股权是你的，土地是你的，财富是你的，存款是你的，咱们就参与日本存量 40 年财富再分配。巴菲特是用钱去参与，我们用人参与，本质上都一样，你买股票，我把儿子嫁过去，这都是参与财富存量分配。

你们要明白日本的核心究竟是什么？日本的核心是参与分配，而不是参与增长。很多人不太理解，因为他在国内没参与过分配，永远都是增长处在哪个环节，我距离权力近一点，资源近一点，资本近一点，我就多吃点，卖劳动力的就少吃点。当经济增长增速不够的时候，最底层就没饭吃了。经济增长 5%，可能各个阶层的体感是完全不同的，所以网上会有人说经济数据造假，真的造假了吗？也许没有。5 代表的是整体的蛋糕，而你的体感仅代表你的阶层。

在过去几年中国经济的调研中，我们到底做对了什么？

第一，在 2020 年疫情后，那时候长白山论坛我跟大家讲的很清楚，我说的非常赤裸裸，中国居民资产负债表出现问题，那时候券商们都很 Happy，因为他们永远需要 Happy，只能做多。但对于我们做 Hedge Fund 出身的来讲，我可不能这么做，我这么做我就完蛋了，我的钱在里头。10 月 8 日之后，有人在里头吗？千万别自己麻醉自己，那都扯淡。网上一般来讲，拿所谓的这种东西蒙蒙别人可以，你自己信了就完蛋了，就

跟当时“6000点不是梦，1万点刚起步”，记住那话是说给散户听的，你信了那你就完了。核心是什么？从我们的角度非常明确地告诉大家，大家的预期很高，但现实很残酷。

那两年跟各家公募基金每个季度做交流的时候，他们没法去理解现在的经济情况，比如说那时候我跟他们讲网约车司机、外卖，那两年我大量的调研样本参数是底层。经济增长消费扩张升级的时候，调研样本是富人先进五星级酒店，富人先买超跑，富人先吃海鲜，然后你的样本参数是下沉的，到最后是老百姓吃上海鲜，老百姓开上汽车，老百姓进五星级酒店。

但是当经济收缩的时候，倒过来的，第一步先收缩的是底层。我前几年我说每年现在新增几千万的网约车司机，你们都没有想想人从哪儿来的吗？有人说了，农村劳动力进城，我说都啥年代了，还农村劳动力进城，这又不是你当年搞大规模基建城镇化建设的时候缺农民工，把农村劳动力大规模转移过来。现在的农村你去看看，哪儿还有劳动力，除了老弱病残幼以外，还有劳动力吗？你就没想想这两年突然激增的两千万的网约车司机这些人从哪儿来的？答案很简单，中产阶级的陨落。只不过是你的阶层不一样，你看的问题不一样。

很多人的调研很有问题的，很多人说美国通胀导致美国居民部门水深火热，我问他为什么？他说你看我打电话问了我在美国的朋友，他们都很惨。我说那你美国朋友的样本是个什么状态？他一描述，我说那当然惨了，他们以前爽的时候是老公在中国挣着通胀的钱，老婆在那边花着通缩的钱，享受着社会福利保障体系，还不交税。现在倒过来变成了老公在国内挣不着钱了，海外人家上门给你弄个草皮清理一下要多收你50美金一小时，你的钱没增长，花的钱多了，你当然难受。我要是那个铲草皮的，我会告诉你那点通胀算个屁，5块钱的三明治涨到7.5元，翻了50%，对我来讲不重要，重要的是我从你们家弄个草皮，挣50多一个小时，劳动价值提升了。从事劳动的人就很舒服，从事单纯支出的人来讲你就难受了。

你要调研的样本是一样的，前两年的样本收缩的时候是底层先吃苦，但对宏观经济数据影响不大，你们记住一点。

我就说网约车司机，如果你在广州做调研，他们的特征就是有钱没钱，今天都吃龙江猪脚饭。但注意，北京北四环的网约车司机吃的中午盒饭到多少钱吗？15块钱送瓶水，还带锅包肉，猪肉炖粉条子，耙子肉，嘎嘎香。但你记住一点，千万别问肉多少年，问你就吃不下了，因为基本上都是80年陈酿拉菲，一定是冻肉，一定是冻了20年、10年以上的肉，不然怎么那么便宜。所以你们也不要瞧不起预制菜，我觉得预制菜很好，没有预制菜老百姓日子更苦，有预制菜老百姓好一点，为啥？12块钱能吃饱，还能吃上肉，吃上足够的蛋白质。

你就记住一点，当你都吃12块钱了，你还注意肉多少年吗？现在统计中国在讲需求的时候很有意思，我从来不会用一个数字，从来不会用中国的CPI，中国的CPI一直有一个大的问题，当年宏观经济数据设立的时候中国老百姓第一目标是解决吃穿，解决温饱，所以对我们来讲，物价中的菜价、猪肉价格、粮食价格、油价波动，我们看的比天都大。

那时候一般来讲，领导们下去做慰问的时候，第一件事儿都是去家里掀锅，动作都

很标准，打开锅看看你吃啥，这个动作其实就是因为当年我们的重要问题是解决老百姓的吃穿住行，所以我第一件事情就关注你吃的情况。但改革开放下来以后，到现在为止，吃如果都成问题，那就是大问题了。

为什么不用数据？因为数据中这部分的波动很大，这部分的波动已经跟需求没关系了。比如说城市里洪涝，那蔬菜价格那几天就会暴涨，那种变动其实影响已经不重要了。我们现在讲需求，比如中国经济从 2019 年获得大问题，非常麻烦，你们不要觉得现在的经济问题是现在，是 2019 年就开始了，在今年是恶化的，所以今年的情况你们都不知道有多严峻，数据里已经告诉你，非常严峻，而在调研的时候更严峻。

8、9 月份的时候，必须转向，那时候很多人不理解，因为过去的一年大家都养成了一种习惯，这也是右翼化的特征，右翼化的特征就是我没错都是你的错，我不许你说我错。你想想，家里的老婆你敢说她错吗？到最后男生就是出门抽烟，不吭。

过去几年我们的右翼特征当中体现出来的，大家都有一种习惯，国内经济不许说不行，谁说不行谁就是叛徒，谁说不行谁就是不爱国，谁说不行就网上攻击他。问题是诞生了另外一种生意，什么生意？你们懂得，你只要说这东西遥遥领先，8000 块钱的东西就能卖 18000。

在我的角度看很简单，这是社会的整体意识形态变动的核心，但是真正可怕的是如果大家都不去讲，到了关键的时间点上，会使得所有的信息反馈形成谬论性错误，最后你们会发现，连决策层都做出错误判断，那就完蛋了。

到最后谁是那个误国误民的，历史会有正确评价。最上头在关键的时刻该做调研，该让你发声，还是要发声的。8、9 月份到底中国发生了什么事情？大部分人在当时并不了解，8 月 27 日开始，你们关注一下所有的金融峰会和论坛上，全部让你敞开了讲中国经济的核心问题。

当然只是说我当时在大湾区论坛上讲话时间不够长，大家传播更为广泛，但不是说我胆大讲。当时下午讲完之后，晚上就有朋友发“付总，这能讲吗？”我说“如果能讲，你要想想为啥？”24 小时都不到，大概 12 小时左右，第二天早上易纲同志在上海的外滩金融论坛上马上跟你讲当前中国经济的核心问题，通缩的风险，以及经济有效需求不足，所有人从 8 月份到 9 月份，用的词都是一模一样的，中国经济当前核心问题有效需求不足。其实我想说，有效需求从 2019 年开始就在下降了，而此次的有效需求非常麻烦，可以说是我们改革开放之后的百年之未有大变局。

我在 9 月初的时候，提的政策建议里，我都没有用“解决”，我用的是“对冲”。9 月 11 日我怕大家对这个事儿理解不深刻，当时演讲的原题目是要注意有效需求问题，赶快出政策对冲，9 月 11 日我把东西又给你写出来，再讲了一遍。

但那时候会发现社会上的整体风气依旧沉浸在“不许说我们不行，我们挺好的”。到现在为止，现实情况是什么？你觉得资本市场起来这一下，猛冲这一下跟经济好有关系吗？恰恰出现的情况是经济差才来了这么一下，而不是经济好。现在出的所有政策有没有达到目标呢？有一讲一，没有。能不能达到对冲的目标呢？我觉得对冲一点点，解决肯定不可能，因为你如果仔细地了解这次有效需求的复杂性，意思是告诉你这事儿挺难，因为里面掺杂了中短长期的因素。其实在疫情后，我们当时就做出中国国内经济的

预期很高但现实很差的根因也来自于有效需求背后的矛盾。

有谁记得前两年我在各个公开演讲中，一直跟你强调国内经济的核心变量是什么吗？我老跟你们讲到人口的问题，老跟你讲到老龄化的问题，几年前跟你们讲到现在为止，通过金融市场、资本市场、银行背后的数据大概都能看明白到底发生了什么，老龄化对于中国、韩国、日本都不是好事儿。

西方经济研究中研究移民政策，中国、韩国、日本研究人口出生，因为这几个国家的历史决定了他不会大规模移民的。你别动不动就来一句，老龄化了人口出生少了，北欧怎么怎么样，好家伙，你这一刀切出去，你玩过《文明》吗？马上《文明》就要上新了，大家可以 Steam 上下载玩一玩，开局资源要素是不一样的，最后你组成的文明和帝国发展战略也是不同的，别动不动做瞎对比，没用的，这就是中国经济的大问题。

这是所有这次有效需求的组合，包括下面我们对的政策建议，不用看了，意义不大。核心的就用这两张图够了，很简单。

第一，我不会用 CPI 这个数字就是因为里面含了实际上已经跟现在有效需求没太大关系的。用的什么呢？把高清大图放大到 2007 年之后，我们用的是扣除食品和能源以后的通胀。简单讲，我要关心的是老百姓吃饱饭以后没事儿干的价格，你没事儿干的价格高，就说明你的有需求好，你没事儿干的价格低，就说明你有效需求差，就这么简单。至于吃饭这件事情，非常容易解决，龙江猪脚饭。

说实话，你们点 20 块钱 30 块钱的外卖，成本价格就 4 块钱，4 块钱你都吃的嘎嘎香，可以想想，食品工业发展到现在为止，防腐剂、添加剂一加，成本是很低的。当然了，做不到既要又要还要，既便宜，又好吃，还健康，还得是厨子现割肉现做，你想多了，你要想吃现割肉现做，你掏 50，我去你家做，你就掏 5 块，那就是预制菜。你们要明白，这是解决吃喝拉撒很重要的因素。有的时候，左右两边不可共同都有，健康和便宜不可能同时存在的，所以健康很贵的。

大家先看放大版的数字，2019 年是整个平台的顶峰期，2019 年后的典型特征是总需求曲线一直在降。10 月份的数字是负的，没有疫情，没有 2008 年金融危机的外需崩塌，从 2002—2024 年，长达 22 年的时间里，在没有任何重大风险的情况下，中国第一次出现了有效需求为负。负数啥意思？非常简单，中产阶级节衣缩食，这个宏观数据就告诉你这个答案。

刚才我讲了，底层老百姓是一点点往上反馈的，不会很快地作用到宏观经济数据里，所以你们在疫情后看到的这个数字大平台还没有快速往下掉，但当时的底层（网约车司机、送外卖）其实一点点在痛苦，但那时候去金融机构做路演，他们都没有这种感觉。今年所有金融机构都觉得很痛苦的原因是啥？因为他们被裁员了，他们被降本增效了，他们被要求奖金退回了，板子打到了他们的阶层之后，他们开始感受到了痛苦。你知道这代表什么吗？今年经济为什么从 3 月份之后这个数字一路掉下来，答案非常简单，今年的大麻烦是中产阶级陨落。

别说今年了，这两年底层慢慢“拼多多”，现在应该是中产阶级开始“拼多多”，今年最好的样本参数调研应该是隔壁的杭州，其实上海也可以做调研，差不多。3 月份降本裁员裁老张，6 月份降本裁员裁老李，我就问你老王怎么办？回家跟媳妇开个香槟庆

祝一下，老张、老李被裁了，我没被裁，是这样吗？现实的情况是回家赶紧跟老婆算账，国际学校多少钱，孩子多少钱，面膜多少钱，健身房多少钱，该花的不该花的多少钱，房贷欠了多少钱，一算账列一个数字，假设被裁员怎么办？算完跟老婆说，你的面膜 SPA 中心别去了，李佳琦的直播间拍一个糊脸上差不多。然后你开始节衣缩食收缩，你的收缩是要命的。记住一点，中产阶级的收缩对整个宏观经济是冲击最大的。

底层真的是今天干个活儿，跑跑，有钱挣没钱挣都得吃个龙江猪脚饭，反正也不贵。多挣钱了，跑个单王，跟老板说“龙江猪脚饭加个蛋”，今天各位在外卖平台上给打赏 10 块钱就是龙江猪脚饭加个蛋来个腿。

我没有太多投资的群，但我会潜伏在全国外卖小哥、网约车司机的群里，因为他们是我广大调研阶层的样本参数。我甚至还有个样本参数是全国最大的美容连锁店的老板，我经常拿他当调研样本，为啥？他背后的 2000 多家店，以及店后面的那些女人们，那就是标准的消费调研样本参数，他的生意好经济就好，他的生意差经济就差。杭州今年上半年应该有 500 家美容店要转让，你们有谁要的我给你们搭个线。你们会要吗？你要知道，不管是正宫娘娘还是非正宫娘娘，都没钱了，她背后的男人们都没钱了。

你说消费降级吗？其实不仅仅是降级，你们一定要记住，这个大周期的结束很可怕的，因为这是大部分中国投资人里第一次经历这样的周期。

中国证券市场反应非常精准，不要再看上证综指，那个意义不大的，我们经常讲有结构性行情，一点错没有，结果里对经济、政策的反应非常准确，不是不准确，是非常准确。所以说你真正在这几年对宏观经济的理解，就是告诉你一句话，没有增量，就是结构，对结构怎么把握？这里的结构可不是 40 年前的结构。

前两天我跟一家公司说了一句话，黑色线是 PPI，相信在座各位都明白，PPI 是什么呢？简单讲就是企业利润，PPI 为负，大家就是在拼命地价格战、竞争，我卷你，你卷我，上游卷完卷下游，下游卷完卷客户，卷到最后就卷到谁能活着，这就是 PPI 为负的答案。

中国这二十多年来，从 2002 年开始，我们的经济从来没有遇到大问题的根因非常简单，红色线永远存在，上面的红色线存在。

中国经济的任何供给问题都是有需求在的，有内部需求有外部需求，外部需求是全球化对我们的支撑，内部需求是什么？房地产大佬现在好像在里头踩缝纫机，他当年曾经说过一句经典的话，“什么房地产、供应、需求、土地开发、城镇化，扯淡，就一句话，我们有庞大的 80 后”。我觉得他说的非常诚恳，因为需求内需到底是啥？本质上就是人口收入的债务函数、杠杆函数。

所以你就知道，中国内需庞大的一代是谁，就是这批 80 后。是“文革”之后人口基数最大的一批，可以花 3 个钱的，可以花过去时，上一代人给你留下的 6 个口袋。可以花当下时，你的企业老板给你的收入函数。可以花未来时，金融机构给你们杠杆。你们是花三代的钱，一代的人口高峰，那就是中国内需的所有底牌。中国经济的任何问题都可以由这部分人买单，所有债务问题、经济问题均由这代人买，那就不会有真正意义上的经济的风险。

比如说 2008 年，现在也会发现，有些政策跟 2008 年很像，房地产放开、限购放

开、购置税减免、消费补贴、刺激消费，但你们都会发现，还能产生 2008 年效果吗？能回去吗？我可以明确告诉你，回不去的。

你们记住一点，那句忽悠了老百姓这几年的一句话叫“做内债不是债”，我不知道谁让这句话传出来的，很多人在那儿喊“内债不是债”，这是我们家祖传对联之一，下句是什么？“内债不是债，只要人还在”横批“万税万税万万税”。任何国家的本币债务就是对自己本国居民的征税权，税等于什么呢？ $\text{税基} \times \text{税率}$ ，税基等于人口和收入函数，一叠加就是人口收入 \times 税率，这就是税和债务。

中国现在的化债化什么？要么增加税率，要么增加人口，要么增加收入，人口不增，收入不增，答案只有一个，增税率。那你猜你的遗产税跑得了吗？你猜你的房产税跑得了吗？想啥呢，年轻人不生，咱收不着他们了，那就收老年人的，一样的。你要知道，债务不会像你想的“内债不是债”，你想多了，本质是税源。

政府债务驱动的投资行为只要能收到税，所有投资行为理论上都是合理的，2008 年两个经济学家在那儿讨论高铁到底应不应该修，当时他们俩的讨论中我站后者，当时应该修，因为修不修就看能不能征到税，但他俩的计算方式是不一样的。其中一个是按照标准的市场经济去计算，市场经济计算税就是这个项目能不能挣钱，杭州到上海这条高铁修完了，成本核算完，二等票需要 150 元，老百姓能不能承担得起，能承担得起能运营得起就会项目回本。所以他经常挂在嘴边的口号就是如果项目不能挣钱，那原则上高铁是浪费的，就是纯纯的债。他这句话在当年是不对的，因为中国非常奇特，中国的税分为间接和直接的，你刚才所有的成本核算是直接税，但中国的特色是直接税上减免，增收间接税。这就给中国老百姓一种很好的感觉，我们的高铁又快又好还便宜，成本 150 的票价，我们只需要 60 就能坐了，老百姓觉得生活便利。

你咋那么天真和可爱呢？我就问你，剩下的 65 块钱谁掏？然后就来一句，内债不是债，这钱国家掏。咋可能呢？这钱谁掏？你们知道为什么所有基础设施一定跟着城镇化走吗？一定建在新城吗？一定高铁内新城的土地很便宜，圈完了之后，三通一平做完了，十字格一画，土地一卖，盖上房子，80 后 1 万块钱 2 万块钱买房子，什么意思？这叫间接税，我们是间接收税补直接。

核心是什么？核心就是只要能收上间接税，所有的投资政府基建全能做，间接税收不下来，项目就完蛋了。你们猜中国以后还会有大规模基建吗？我可以明确告诉你不会有了，只有修修补补，因为最大的税源税基没了，这就是 2015、2016 年中国经济里暴露出来的最大问题。

知道是为什么吗？年轻人，你们咋不生了呢？你不生我咋办？你不生税咋办？当时的人口拐点，大规模老龄化开启，年轻人不再生育，这将是巨大的麻烦，因为我们所有债务的兜底没了，谁给我们兜？此时很简单，去海外收税，所以大家就明白，我们要走国际化，国际化的本质就是向海外征税。政府、企业、金融均向居民征税，记住一点，企业征税就是所谓的商品通胀，1 块钱的东西卖 2 块钱，就是向居民部门收 1 块钱的税，但国内 PPI 持续为负，代表着企业征不上来税，企业恶性循环，企业债务严峻。PPI 为正，代表着企业可以通过通胀、价格转移的方式向居民转移，也就是向你征税。

只要居民部门在，通过供给端的调整，都会带来周期性的 PPI 恢复，简单讲，供

供给侧改革一搞，房地产一推，老百姓一买单，企业的债务就不是债务了。所有政府的债务、企业部门的债务、金融部门的债务，只要居民部门能扛得动，都不是债。

你们知道现在的大问题是什么吗？我现在说了某一个行业，你知道有些人犯的巨大错误是什么？到现在为止跟我讲，付总 PPI 为负很正常，市场化竞争，优胜劣汰，弱者淘汰，强者赢家通吃。我说现在不是的，现在会出现一种情况，都得死。他没懂，在这个图里你们看得懂吗？

一是，看 2011—2015 年周期里，2008 年 4 万亿基建，加杠杆，把有效需求扩的非常好，那时候政策一出，绝对管用。现在很多官员犯的错误是觉得老百姓还是曾经的老百姓，还用同样的政策。当年的政策是我准备 50 万孝敬丈母娘准备买房子，结果你跟我说首付只需要 40 万，那你知道年轻人怎么做吗？40 万首付，10 万装修，还是花 50 万。现在的情况是什么吗？告诉他不需要 50 万，只需要 499，年轻人说我不缺那 10 万，我现在缺那 40 万。

杠杆到头，消费是完全两个概念，用加杠杆的方式刺激经济，这个手段将失效，我现在唯一投票的全部是降杠杆刺激经济政策，比如说降低存量房贷利率，这是扎扎实实的降杠杆，说白了是银行吐出钱来给在座各位每个月可以少还 800、1000。但你还是说降低首付比例，大爷快来，加杠杆哦，我可以告诉你，加不动了，这就是核心。当年产能加上去以后供给过剩，开始淘汰，政府驱动再引导新的产业。用这种前浪推后浪的方式，推动整个产业各个环节的周期缩短到五年，但是代价就是很多行业会以很快的速度进入到 PPI 为负，而所有能到 PPI 为负的产业，最后能活下来都得感谢有自己的负债端，居民部门能买单，一旦内需不够还这么搞，就会出危机，就是现在这种状态。

老百姓的投资是说你看看新能源渗透率到了多少多少了，老百姓开的越来越多了，怎么股票一直跌呢？这就是他的错误，他没有理解政策到底什么时候投资，成熟的时候是不能投的，因为能放给市场的时候一定不那么挣钱了，不放给市场的时候一定是特别挣钱的。

当然，这里面还牵扯到一点就是当年供给侧改革，你们可能都没有人会想到供给侧改革跟当年的股灾和楼市是有高度关系的。当年周兴涛（音）在市的时候，2015 年底 2016 年初在上海搞了个会议让我讲供给侧改革，我说供给侧改革很简单，1997 年朱镕基总理翻一下，供给侧改革这个词就来自于那儿。中国这一轮所有的起点是 2002 年，PPI 为正，核心 CPI 为正，有效需求为正，持续到了 2012 年，供给开始过剩，但有效需求可以继续加杠杆，在这儿就是供给矛盾，2009 年供需双落，这就是中国这一轮从 2012 年开始的大周期的末端。

上一次末端是什么时间呢？改革开放一直到 90 年代末，2000 年初。出门京东上 150 块钱买《朱镕基总理答记者问》，三卷本，里面所有的事儿都发生过，房地产泡沫、金融经济危机，鼓励老百姓要有信心。你知道当年怎么鼓励老百姓有信心吗？“心若在，梦就在，大不了从头再来”，刘欢同志从此从那儿活起来的，那就是当年鼓励你们有信心。

把年轻人的失业率不能拉那么高，你们知道当年怎么做的吗？大学本科扩招，因为我们的年轻失业率统计上是不统计在校生的。把你都赶到大学里，失业率就能往后延三

年。

今年清北附交本硕的比例是多少吗？1 比 3，5000 本科，15000 硕士，当然，当年那种政策最后直接结果造成的什么？曾经本科很值钱，然后本科不值钱。我大概率觉得以后硕士可能也不咋值钱了，如果三年后经济的问题还不基础，我估计开始鼓励你们读博了，读到 30 岁再开始就业吧。在座家里有孩子的，你孩子不是富二代的，就别卷了，富二代就更不用卷了。用我的话说，想清楚了，后面卷学历没什么太大价值了。

当年还干过啥？银行风险，四大资产管理公司处理不良，供给侧改革，化债，股票和政府化债。如果你想知道股票市场到底用来干啥的，请品品当年。2002—2004 年，经济已经恢复了，A 股跌到 2004 年的原因是啥？都有，所以你们知道债务到底怎么化吗？答案非常简单，所有的债务记住上下联，“只要人还在，啥债都能化”。只要人不在，这债怎么化？税率。量收不上来，就抓率。以前有人说中国是高税率，是居民部门高税率，企业部门低税率，因为各种退税、补贴给你的是低税率的，大家要懂得，该抓税率的时候要抓税率，不然是不够的。这一段大周期到现在为止进入到末端，这就是当前最麻烦的点以及外围环境。海外我就不分析了，因为你倒过去就 OK 了，你把过去的 40 年倒过来就是海外正在慢慢发生变化，产业在回归，贸易关系在重塑。我这两天刚从新加坡回来，新加坡、东南亚、马来西亚、印度尼西亚、越南，开句玩笑话说，2016 年之后真的是受益于你俩人打架，因为他们在走正向反馈和循环，他的正向反馈循环就是我们转移的。

最后送大家一句话，这张图是全球很重要的，当财政需要扩张，当利率在下降，你们可以想想财政花钱短期内挣不到，国内经济的有效需求不够，储蓄过剩，投资回报率下降，利率下降，在这种背景下，汇率就代表着你的实际回报率以及本币购买力，是减弱的。所以新兴市场一般来讲，如果出现这种状况一是利差会推着汇率贬值；二是政府的债务会推着汇率的贬值，会导致资本流出，会导致你需要加息去应对，但一加息，经济崩，资本进一步流出，这就是新兴市场危机。注意，新兴市场危机不单纯是美国加息，这是很多人错误的认知。我可以告诉你，中国以前从来不会崩，因为不管老美加到几，中国的投资回报率都远远高于老美的话，我不会有新兴市场危机的，本质上是对内投资回报率和债务。大家老是讲一句，老美加息就会收割别人。我开句玩笑话说，你如果没有借那么多钱，且投资回报率很强，他加息对你没影响。有一讲一，老讲成阴谋论，不是左就是右了，是偏颇的，我们站在中立的角度看，左有左的问题，右有右的问题，两边都有。全世界在低利率和政府财政扩张情况下能保证汇率稳定的只有欧美、日本，他采用的模式很简单，自己家里不能挣钱，又要保证自己的信用和币值的稳定，答案就是我可以作为资本方到海外挣钱，这也是全球化必然在当年会发生的路径，拿海外的 carry trading 套利资产作为背书，支撑汇率。

我可不认为《广场协议》把日本打败了，你去日本访问，他们会告诉你日本当年的官员都是偏国家主义的右翼，因为从二战后过来的，他们在写自己所有回忆录的时候都说，我们日本发展的挺好，我们的政策没有错，都怪美帝国主义。你想想，哪个右翼会写本书说我错了，你们家老婆会说自己错了吗？想多了，怎么着都得说你错了。当年你们看日本官员书的时候，就会形成错误的右翼认知，原来是美帝国主义把日本打败的，

而他不会去反思自己的问题。日本中立的这批人相反在做历史分析和回顾的时候，那个答案更准确。在那个背景下，《广场协议》以后日元大幅度升值，日本形成了低息日元，强势汇率，什么意思？到海外去，购买海外资产吧，日元 carry trading 套息，到海外去形成，这就是日本的三井、三菱、丸红、伊藤忠，他们承载了日本海外所有财富。而更关键的是日本政府债务用于了对那一代居民的补偿，教育、医疗、养老对你们的支撑。当然，没有增长了，所以他的内心是痛苦的，肉体不痛苦，所以日本是内心痛苦，肉体不痛苦，答案就是抑郁症、焦虑症、自杀森林，如果肉体痛苦，那就不是自杀，那是杀别人。在这种背景下，财政转向、利率下降，carry trading 套息，用海外资产兜住，形成汇率，这就是当年很著名的，日本只要国内有地震，全球资产就会马上出现抛售潮，日元套息交易会迅速支撑日本，重要的就是这部分资产会回流。美国也是一样，1980 年后，美元套息交易，所以全球就形成了低利率美元、借贷美元，永远借贷，美国不能加息，永远降息，美元永远是借贷方，不是投资方。这种背景下，用他的财政扩张和低利率，支撑汇率的就是美元的跨国资产，也就是美股里的所有上市公司和跨国企业。但是他造成的结果是，三井、三菱、丸红、伊藤忠富了，老百姓穷了，也不叫穷，就是不增长了。老美也是同样的道理，跨国企业高管富了，老百姓穷了，而老百姓最终会用选票红脖子投出特朗普进行逆转。逆转了游戏就颠倒了，低利率就会回归，套利会回归，产业会回归，债务会下降，汇率会走向，就这个逻辑。

中国也想这么干，但做不到，我们现在的的问题是利率低又不能低到那么低，财政想帮老百姓又不能真的帮到老百姓，汇率升值，我不知道当年有多少人你们咋想的升到 5 块 6 块，不是指 2016 年，是指这两年突然间有人说人民币将来升到 5 块 4 块，你靠啥升？你用什么升？现在说白了就是一种平衡，利率不能那么低，财政不能那么扩，汇率不能那么贬，三者之间找平衡点。比如说 2 的利率，对应的就是 7-7.3 的汇率，财政对应的就是能救救地方政府。如果明年打贸易战，变的更加严峻了，那利率可以更低点，比如破 2，汇率可以往上放一下，7.3-7.6，7.3-7.8，财政可以再扩一点，这是我们现在手上唯一剩下的牌，怎么可能一次给你打出去呢？咋打，打出去以后没有海外市场给你做背书，我们就是新兴市场了。这个游戏就是现在国内的逻辑，止和稳，没有刺激，靠啥刺激？你对国内所有资产理解透了，大概率也就是明年的一些东西了。说句实在话，全球这两年战争风险不断加大，某些资产计入的可不是利率、汇率、货币，某些资产在计入的是战争和脱钩，此处请参考俄罗斯。

时间原因，留几分钟给大家提问。

现场提问：付总我问一个问题，您刚才也在报告里提到了，这么大的人口国家，也到了 1 万美金以上的人均收入，结构性机会会在哪些行业或者哪些领域里有？

付鹏：你就记住一点，你现在要么做富的，要么做穷的，放弃中产吧，这就是答案，做富的不受影响。比如说刚才的奢侈品，富的是啥？各位女士们，记住一点，只买爱马仕，香奈儿、LV、GUCCI、Prada 通通放弃，从新品到二手都会崩的，这叫富的。穷的怎么做？杭州已经开始了，香奈儿一个包一天租金 25，二奢已经都玩不转了，现在玩的都是租一天 25，干吗呢？租给名媛们拍拍照打打卡，这就是极致的两头。优衣库，要么就往上走，要么就是升级到始祖鸟，要么就下降级到优衣库，不过现在年轻人更

猛，他们都觉得优衣库贵，这都没辙了，我发现优衣库在国内的销售数据在下降。为啥呢？年轻人一问，优衣库挺贵，这没法去理解了，优衣库。就是往两头，中间的部分不做。第二，年轻人的生意做，老年人的生意做，40多岁中年不做，因为他基本上是上有老下有小，还着债，苦哈哈的中年牛马，这部分放弃。年轻人做就是他的兴趣爱好会发生很大的变化，他们不一样，不管有钱没钱，他们的兴趣爱好完全不一样。比如动漫、游戏、二次元，就像年轻人买包，我们家姑娘买啥包？什么 LV、GUCCI、爱马仕统统不买，人家买“痛包”，知道啥是痛包吗？知道里面塞一堆吧唧是啥东西吗？这就是他们那个时代的消费。老年人你们知道做什么吗？老年人记住一点，人生中最后一刻花钱，一定是最后一个房子，ICU 病房。中间 60、70 岁你也没啥好花的，我一直鼓励中国应该尽早退休，趁着这代人有财富的，能花的时候让他花，把岗位职务让出来给年轻人。你真学日本，老着站着，年轻的上不去，你会发现该花的没花还在工作，该挣的挣不着，时间就拖了，中国也一样，放弃中间。剩下的是什么呢？国家让你干哪些产业你就干，而且一定干早期，早期干完，后期一定过剩，干早期，达到顶峰的时候就是市场热度极高，要名有名，要利有利的时候，撤。

现场提问：半导体到了吗？

付鹏：没到，很简单，我们还没宣布我们“遥遥领先”，着啥急。会不惜一切代价，哪怕 10 个公司中有 9 个是骗子，他都认，这没办法，你必须明白国家主义的特征。

现场提问：感谢付总，想问关于海外资产配置的问题，个人在海外资产美股、美债、新兴市场的债券和股票，有什么建议？

付鹏：新兴市场的债券就是中国，原则上你购买他。比如说你们配置型的会配新兴市场债券，我们投机倒把型的直接在新兴市场放高利贷，任何新兴市场早期第一件事情都进去放贷。2015 年去越南，我原来是做小米总代的，干着干着开始放贷，为什么？中国早些年也是放贷的，新兴市场有个特征，金融体系不完善的情况下，央行和银行的利率并不能正确地反映经济周期的资本供应和需求，所以说银行的利率一定低于实际经济的投资回报率。我们的“搬运工”直接搬到最高的利率上就可以了，放小贷违约率很低的，现在在中国敢放贷吗？举个例子，在座各位 2 分有没有人借钱给我，你们大概第一反应是 2 分，你要我本金的吧？但把时间倒回 10 年前，2 分，开发商问你借，你借不借？那时候你们担心违约吗？不担心，原因跟你放多少息没关系，是对经济的判断，我可以告诉你，新兴市场在这个维度上就是当年的中国。人家的员工 00 后就是 00 后，2015 年有一些产业转移跟我们去越南，我跟老板说的很清楚，你不要觉得越南劳动力成本低，不低的。他说这不是挺便宜的，我说加班是要给加班费的，4 点 59 是必须下班的，工会真会罢工的。中国劳动力成本低的原因是啥？牛马可以随便压榨，这才是劳动力低的根因。这两年又有些企业想往回迁的原因是啥？越南这两年年轻人动不动就罢工，罢工了人家工会就上，你不给加薪人家就不干的，老板拿着没辙的，中国老板很不适应，就想迁回来。我说你也别迁了，因为中国的 00 后们也很快崛起了，他们整顿职场已经开始了。这两天香港闹的很凶的是华为的 HR 招聘，一样的道理，这个时代到了。新兴市场的债券，本质上确实是高息的，这很好，美股美债就不用说了，美元资产的投资回报率你自然琢磨去，当然美股明年会有点特殊，因为今年创造奇迹了，今年是

美股的奇迹年，你们可能都没注意过回报率、波动率、估值，高估值，低波动，高回报，这三种组合理论上不会同时出现的，但今年同时出现了，是绝对异常的。这就是前几年我跟你讲的，你们必须要明白人工智能已经开始了。前几年我说美股会从人工智能的集中到慢慢扩散，很多人说不可能，他对股市结构的理解不够深刻的。当然今年最辉煌的一仗就是英伟达闪崩之前我们明确告诉国内所有的公募基金，你们要注意英伟达场外杠杆，那天晚上崩了，崩完了之后，第二天晚上马上做了将近 8000 人的直播，跟各家公募基金说，这就是波动率的高点，因为经济没有问题，市场没有问题，其实就是过低的波动率带来很多人加了杠杆，把这帮人干掉就完了。当时新加坡有些朋友给我打电话说付总这怎么办？我说你今天晚上把保证金补上，明天就能活，补不上死的就是你。这跟英伟达、人工智能没有任何关系，妥妥的就是爆杠杆，爆完了就完了，我们也爆完，去完杠杆，英伟达重新回到 3 万亿，现在是这种情况。但这种组合明年应该不会持续，高估值、低波动、高回报，不会。明年要么保持着高估值，保持着低波动，回报率就得下降，要么就是保持着高波动，回报率下降，高估值，要么就是直接杀估值，我目前看还看不到杀估值的路径，杀杠杆是有可能的，杀估值的可能性不大，产业的中期早期估值都是偏高的。到明年去看，美股确实不太一样。但我还是那句话，大部分时间你要琢磨琢磨百年美股为啥都是上涨的，是有原因的。对于老百姓来讲，美股不是因为它高的所以高了，是防止高波动就行了，你只要防止高波动，大部分时间就是让你定投了，这没啥选的。还有一点，记住，巴菲特是资产管理，不是大散户，老百姓一理解巴菲特持有那么多现金，是不是美股要崩了？现金是啥？是零波动率 4.5% 股息的股票，你去品品这句话就 OK 了，在资产组合中你就是评估估值、波动、回报率，当三者之间异常的时候，你的比重会调到 0 波动率的股息，4.5% 的股票上，这就是现金，千万别把巴菲特搞成大散户，说巴菲特买现金说因为美股要崩，做做短视频蒙蒙老百姓可以，咱们自己就别这么干了，这大概就是美股