

HSBC 速记 汇丰私人财富规划

Triston Fon & Associates 独家整理

版权为原作者所有

玺越世家·臻享沙龙 上海站

(速记稿)

时间:2024 年 11 月 24 日

地点:上海浦东文华东方酒店 LG1 层东方厅

主持人:女士们,先生们,各位尊敬的来宾,我是陈佳昊(音),我是汇丰私人财富规划上海分区总经理,我代表上海汇丰私人财富规划欢迎各位的莅临。

今天有很多新朋友,也有很多老朋友,我在周五的时候问过后台同事报名报了多少了,他告诉我们已经快要接近 200 人了,但从今天的规模来看,我感觉好像今天的人数还要再超过一些。

当然了,有一些是原先的老客户,也有很多是慕名而来,看到这次邀请的是付鹏先生,所以慕名而来。也有一些新朋友。在付鹏先生上台之前,请允许我对汇丰私人财富规划做简短的介绍。

汇丰私人财富规划是全球的战略重点之一,老朋友都知道,汇丰私人财富规划成立于 2020 年,距今刚好四年,在四年的过程中集团一直在给我们大力注资,也是集团里最重要的项目之一。

为什么聚焦在中国市场上?大家很多人都明白,中国中产阶级的人数在世界上占有量是最庞大的,随着中国经济的高速发展,中国人财富管理的需求逐步提升到很高的水准。所以,私人财富规划也会变成汇丰的重要战略之一。

介绍一下发展历史，从 2020 年汇丰私人财富规划成立，先是在上海和广州，总部离这里不远，汇丰总部就在国金，欢迎大家去坐一坐。逐步进入到杭州、深圳、北京、佛山，今年在苏州、成都开立了分支机构。

2020 年汇丰私人财富规划才刚刚成立，那汇丰的历史又是怎么样的？汇丰简称叫 HSBC，很多人会问 HSBC 四个字母分别代表着什么，可以跟大家简单介绍一下，H 代表的是香港的意思，S 代表的是上海的意思。很多人印象中以为汇丰是一家外资银行，但其实大家有所不知，其实汇丰在清朝的时候就在外滩已经设立了总部，现在这栋楼交给了浦发银行。1949 年之后，汇丰因为历史的原因退出了中国，在 WTO 之后回到了中国。

汇丰 1865 年成立至今已经有 100 多年了，那时候还是清朝的同治年间，同时已经在全球的 62 个国家还有 3900 多名客户，这段历史和这么大的分布也是汇丰很多同事内心的骄傲。我们跟很多客户做沟通的时候，经常会把这段历史拿出来跟大家讲一讲，就像这头石狮子，很多人都见过，但很多人都不知道它的历史，很多人在海报、广告、港元大钞上看过这个石狮子，原来在外滩上也有两座，现在放在上海博物馆里，前一阵儿我在博物馆参观的时候还看到了这两只石狮子，上面还有很多历史的痕迹，比如说战争而留下的弹孔，就在人民广场的博物馆里，大家有兴趣的话可以去看一下。

财富大矩阵与中国内地市场，汇丰集团对于中国私人财富规划业务的重视程度，在大矩阵中承担了很重要的地位。

每 100 位客户中，会有 87 位客户将汇丰私人财富规划视作为提供财富重要的主要品牌，提出了很多好评，82% 的调研者打出 9-10 分的高分。

也有一些比较有意思的话，如：“对产品内容的保障满意，公司大有保障；甄汇生活有一定的吸引力，汇丰的产品较贵但也愿意买，因为对汇丰私人财富规划师的认可。”

这两年提出一句比较新的 Slogan“懂你关心的，给你安心的”。

今天的活动我们邀请到了一位重量级嘉宾，他曾任职于雷曼兄弟、所罗门投资集团等全球顶尖金融机构，从事对冲基金等相关工作。他就是东北证券首席经济学家付鹏先生。让我们欢迎付鹏先生为我们带来《2024 年年终回顾和 2025 年展望——对冲风险 VS 软着陆》主题分享，有请付鹏先生！

付鹏：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，因为这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，当时斯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”，无所谓的，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 年变的更加右翼化了，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，再往上就是政治，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有, 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, 右翼为什么会使得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 and 日本的居民部门一不一样? 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

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是时候是底层先吃苦，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。

到最后谁是个那个误国误民的，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有大规模移民的。你别动不动就来一句，老龄化的人口出生少了，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那批，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，金融机构给你们们的杠杆。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。当年产能加上以后供给过剩，主要是旧产能，出现 36 个月 PPI，企业恶性竞争，破产倒闭，银行压力巨大。我们干了供给侧改革，然后行政性出清一部分产能，其实是转移到新产能上去了，使得供需把需求再一刺激，老百姓买单。

当年的大问题是这儿是一个妹子，白富美，下面是俩小帅哥，俩帅哥在那儿竞争，优胜劣汰，一个把一个淘汰之后，最终迎娶白富美，因为白富美需要一个帅哥，所以你们俩金正，胜者为王。这句话，充分的市场竞争后胜者为王，假设前提是需求不变，经济的这点活儿放到自媒体、网上真的搞坏

了。充分的市场竞争后，胜者为王，赢者通吃的假设前提是需求不变，也就是妹子在，你俩竞争。

知道现在的数字啥意思吗？红色线没了，0, PPI 如果扣掉疫情期间，持续从 2019 年之后为负，两个小伙子在那儿 PK，目标是胜者为王，最后卷完了，剩下一个，摇头一看，妹子呢？你们等着看吧，这件事情必然是两三年后某些行业必然发生的，会真以为是胜者为王？你的大环境是什么环境？是有效需求面临着中长周期的收缩和调整，这种情况下市场如此恶性竞争和卷是没有赢家的，最后会爆发危机的。我把这话送给某些企业的董事长们。

跟往年不一样，往年任何过剩的市场竞争，最终都胜者通吃的原因是因为居民部门有效需求永远在，永远能加杠杆，永远能为你的企业产能和利润买单。最后只剩下一条路，你们知道是什么路吗？因为这条红色的线只代表着内需，如果国内的姑娘没了，就要迎娶海外白富美，所以他只剩下一条路，出海。这也是网上很多网友们很开心的，我们就是要出海，我们就是要拿下国际市场。

现在国际环境是什么样？是不是 20 年前、30 年前全球往左翼包容融合的大环境，能让你出去迎娶白富美。当然日本的三井、三菱、丸红、伊藤忠等等，在 90 年之后就是出海迎娶白富美，问题是我们现在能不能？我相信大家心里都有杆秤，“想不想”跟在未来的大环境上“能不能”将形成激烈的碰撞，如果不能，国内没有有效需求给你怎么办？

现在所有经济问题是两个都存在，供给过剩也存在，有效需求不足也存在，我们需要解决问题，答案是必须提振内需，内需的核心就是进行再分配。政府和居民之间进行再分配，贫富之间进行再分配，债务和杠杆之间进行再分配，如果不做，那我们就是 35 年日本。日本 35 年周期怎么来的，你们最终知道答案了吧？还不知道，我都把儿子送过去了，你们还不懂再分配是什么意思吗？日本战争后获取所有资源要素（岗位、职务、薪资），战争

后的第一代和第二代，到了 2012 年开始死亡，代际分配，老同志们死了，年轻人吃的蛋糕就自然多了，就这么简单了。

你如果能理解到这个的变动，你就能自然地理解到我在说日本经济的核心到底是什么，是代际分配，不是增长，光增长不分配那就是富着恒富、穷着恒穷。这话翻译到股市上你们知道是什么吗？上市公司不分红没增长的话，答案永远是富着恒富、穷着恒穷。00 后指望着炒股来分 60 后的财产，你想多了，你还不如去萧山当个上门女婿来得更快一点，还不用努力，把自己倒腾的帅帅的，嫁进萧山豪门，财富代际再分配，躺赢，何必要天天炒股累死累活的，心里想着我能干掉 60 后，那都活成精了，你能干成他？换手跑的比你还快，一边喊着“年轻人快上啊，人生唯一一次机会，此次不 all in 梭哈，未来就没机会了。”他一边 all in 着，咱们一边换着手撒，让他们站在高高的山冈上。

市场跟经济是一样的，创造增量的同时也要进行分配，不配没有任何意义。有些事儿都是本质一样的，这就是中国经济当前最大的问题。

2006 年供给侧改革，我提醒大家一句，有几个错误的观点特别强调一下。为啥说错误的？这观点用我的话说一定咱们要知道，不一定要让老百姓知道。

举个简单的例子，股票市场创造财富效应，用此来改变国运，这是不是外面经常听到的声音？你想啥呢？房子如果没有收入和租金的回报率和住的功能，那换句话说房子不创造自身价值的情况下，纯换手，依旧答案是富着恒富、穷着恒穷，能创造短期财富效应吗？能，就像 2015、2016 年我跟你们举过的例子，满仓 all in 梭哈，融资杠杆伞形都上，然后你发现股票一个涨停一个涨停，账户里全是钱，出门给老婆买了个包，财富效应。

然后呢？跌停的时候你知道你后悔买啥吗？你后悔股票没卖掉，放心股票卖不掉的，因为开盘就跌停了。你真正后悔的是，我没给老婆买这包就对

了。我经常劝他们，辛苦你给你老婆买了包，因为她至少还剩个包。你要当时没买这个包，你连这个包都不剩了。

这种换手的游戏只有结果是富着恒富、穷着恒穷，而且后果会越来越差，中国就是典型的这个逻辑。不要把泡沫当成家庭财富去忽悠老百姓，这是扯淡的，背离收入的，背离企业增长和股息分红的，这种东西咱都心知肚明，就是为了来换手的，你把它当成家庭财富配置，会死人的，最后对经济会造成今年这种情况。

换手的时候你看着消费很爽，比如说我这儿给你举的房子，中国的房子上涨幅度最大的真的不是 2008—2015 年，恰恰是 2015、2016 年股灾之后房价是最猛的，那时候北京我记得很清楚，2009 年炒房的时候，亚运村是 17500，2015 年年终的时候亚运村房价是 25000，2019 年亚运村的房价是 10 万，黑色线是同比上涨，70 个大中型城市同比上涨，同比上涨 + 长时间累计就是房价涨幅最大的时候，所以我们就是 2015、2016 年那一波，房价带来了大家的消费预期和希望，但从这张图上你们可以非常明显地看到消费背离了收入，这种消费就是大家讲的建立在财富效应上的，但此时的财富并不是收入支撑起来的。

问题就来了，四年前五年前我拍过一些短视频，跟平台合作让我拍些短视频，我当时就讲得很清楚，房子如果纯换手，到底是什么东西？我 200 万买的房子，600 万卖给年轻人，我拿走的就是年轻人未来 40 年青春的当期现金折现。我可以为我的未来 40 年潇洒了，他背上这 40 年的债务，他要还的。如果没有收入的增长，他要硬硬地还 40 年，他就是失去的，我替他多活 40 年了，就这么简单。

股票价格也一样，咱们交换的叫时间价值，我是大股东，我现在拿走，我现在在 Happy，把你套在里面套 10 年，10 年后能不能解套呢？也许解套了，你觉得你开心吗？你丢了 10 年。金融资产交换成本你们一定要注意时间函数，没有时间函数都是扯淡。

问题就在于, 如果收入不增长, 纯换, 短期内创造的财富效应毕竟等于另外一批人短期内累积的债务。换句话说, 我们爽了, 他的债务达到一定程度的时候会造成全面的坍塌, 整个资产不可能持续的, 他买的房子 800 万买的时候, 指望 800 万买, 1000 万卖给下一个年轻人, 结果发现没年轻人了, 下一个年轻人接不动 1000 万了, 此时他的资产负债表就开始恶化了, 消费开始出现断崖式的回归, 这就是 2019 年后的结果。2019 年后开始逐层断崖往下走, 向着真实的收入回归。

千万不敢跟老百姓讲把股票、房子当成家庭财富, 过去有年轻人的时候, 他才是我们的财富, 不管通过股票还是通过房子, 年轻人就是所有人财富的来源。说实话, 中国的房地产涨了差不多 20 年的根本原因是啥? 有一讲一, 凭良心讲, 任何的房子年轻人能买走, 我们就拿走财富了, 我的房子就是他们的负债, 咱们所有人在吃的就一条东西, 就是居民部门杠杆率, 所有人吃的就是这根红色线。

有些研究员说, 中国现在居民部门杠杆率比海外低, 因为他单纯的对比数字。我可以告诉你不低了, 你知道原因是什么吗? 我们的杠杆背后没有高福利, 高福利国家 70%, 低福利国家 60%, 你跟我说 60% 比 70% 低, 你自己实际的杠杆压力到底是多少, 你心里没点数吗? 你的教育、医疗、养老, 上有老下有小, 你需要花多少钱你心里没点数吗? 你是社会福利 70 年代 80 年代建立起来国家的居民部门杠杆率吗? 不是的。从各种现象上去观察, 这个杠杆率到头了。

资本市场很聪明, 从 2002 年一直到现在, 长达 18、20 年左右的时间, 交易中国的消费升级, 不管上证综指是 3000 点还是 3500, 不重要, 消费板块大周期就是中国居民部门 80 后加杠杆这一带。

从 2019、2020 年开始, 我对中国消费的所有教育逻辑就是: 一是消费会发生结构性的变化, 这种变化实际上是代际的变化; 二是消费开始降级。

那时候我演讲中讲的那句话，咖啡不再是喝完 20 喝 30，喝完 30 喝 40，喝完 40 喝 50，而是开始喝 9.9 买一赠一，年轻人开始周四攒个肯德基优惠券。

年轻人开始发生消费型变化，比如我们家孩子喝茶，我看他们喝茶马上告诉我老婆，把囤的普洱的茶饼全甩卖。为啥？我们家姑娘怎么喝茶知道吗？去她办公室，红茶绿茶普洱，你说红茶，东方树叶拿出来拧开，连水都不用，倒壶里，卡哇伊的小杯子往那儿一放，往那儿一倒，请。她不会给你拿个饼搓半天，然后再一泡，那是上一代人。

日本当年经济顶峰期的时候，做日本的清酒和威士忌，结果 1990 年之后真正火起来的是三得利、Jim Beam 嗨棒。年轻人说 1000 块钱的酒，啥酒？我要的就是 10 块钱，口味偏甜，RIO 喝起来微醺，能醉吗？能，行了。我的社交场景已经变了，我不会有请客吃饭坐在那儿了，我的消费场景已经变成俩孩子往那儿一坐，看电竞比赛直播。

这种年代已经到了，你可千万不要以为没到，你囤的邮票、木头，你记住一点，没得传承的，还囤邮票，我家儿子都不知道邮票长啥样？他倒知道小马宝莉值钱，这就是时代的变化，消费在发生结构性变化及总量上的变化。

中国的资本市场对经济的反应是完全准确的，你们可以看看整个的板块指数，房地产结束了，居民部门的食物、饮料、消费、零售结束了。新能源汽车到底结没结束，我的答案是你们等着瞧。其实现在只有一个板块在扩张，半导体。

你们看懂啥意思了吗？银行的对联叫“只做锦上添花，绝不雪中送炭”，横批“我家银行”。你要是经营不善，我们家第一个干的事儿是抽贷。“内债不是债，只要税还在”，还有一个秘诀是关于中国特色的经济，海外没有的，我们是非市场经济下的“J、Q、K”。

“J”是什么意思？大爷快来。“Q”，大爷，投点钱吧，把钱圈住。“K”是出去，KO。中国能够高速经济发展实际上和这只手有密切关系，大家炒股票都知道，经济越差的时候，你炒的是这只手动不动，有人问中国的股市跟经济到底有没有关系，我可以告诉你，两头是反向关系，中间是正向关系。

两头反向关系就是经济越差，这只手会出动，你会有反向关系，中间一定重新回归到跟经济相关，然后再往那头，过于亢奋了，也是行政关系。举个例子，2015、2016年当时非常典型，我发了个微博，最后一个月，我说你们谁爱玩谁玩，我们要撤了，拜拜了您。当然好处我没做空中国，我做空了香港，我要是做空中国我就回不来了。

那时候我跑到江浙沪调研当时的伞形信托场外融资配置，证监会一出政策，我说很简单，你们谁爱玩谁玩，老子撤了，根本原因这只手才是关键，你现在的市场什么 6000 点不是梦，10000 点刚起步，你哪一条支持了？债务杠杆再一撤，游戏就崩了，赶紧跑。你们不觉得这玩意要出事？那也是手，不是经济，中间这一段才是正常经济发展，而中国的指数编制将决定了大部分时间经济反映出来的是结构，不是增量。现在出来个 A500，是想试图让 A500 类似标普那样能反映总量加结构。

JQK 什么意思呢？中国非常奇特，在投资的过程中，只做 JQ 环节，绝不做 K。JQ 环节是什么呢？行业有没有崛起呢？没有。行业有没有国家主义的意义呢？有。你们一定要记住一点，我们是右翼，右翼的产业政策全是偏向于国家主义的，所以说国家主义干任何事情不是要挣钱，要的是有，你们记住这句话。所以 JQ 的所有目的是为了政绩，是为了有。

老股民都懂，看新闻联播炒股的逻辑是啥，你告诉我你看新闻联播是炒经济吗？你看新闻联播炒股就是炒的他哪儿没有他想要，你就投。这时候是没有证伪的，而他会倾注所有资源给你，倾注土地、税收、地方引导基金，倾注一切资源，股市也是资源，用来融资的，会把一切资源给你，你是最爽的。而你一旦做到了遥遥领先，他的政治目的达到以后，就会把你甩到市

场上进行市场经济的 KO，此时你们就会发现 PPI 的秘密。你们就会发现 PPI 的周期性，PPI 的周期性很简单，你如果把 PPI 里的行业再分一下，生产资料、生活资料，再细拆就会发现周期性和政策的关系。

啥东西呢？我没有，就会让 PPI 为正，我倾注一切资源和方式可以让你在里头挣到钱，而且不需要竞争。但我一旦达到目的，把你扔到市场经济的时候，你们会迅速发展，如果是正式的市场经济，竞争波动会比较温和的，也就是说稍微一有点钱挣，就有人进来了，就会烫平，周期拉的比较长，需要 30 年才能崛起一个大型企业。

但在中国不是，中国是 5 年，产业链就要做到全球遥遥领先，在 JQ 的保护期内，大家都可以活，但同样会造成很多“大家”，一旦保护期一到，扔到市场经济的时候，你们就会发现大家就变成了非自己人，开始 PK、竞争、内卷，PPI 开始转负，就这么简单。然后一轮产业过剩，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候呢？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资值、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。

主持人:感谢付鹏先生的精彩分享。稍后的自由交流时间, 各位有任何咨询或问题, 可以和您的私人财富规划师继续交流。活动的最后再占用大家两分钟的时间, 麻烦大家扫描屏幕上方二维码, 填写调查问卷, 我们很期待能收到您对于本次活动的反馈, 以便我们在以后的活动中更好的服务于您。