首先非常荣幸和大家分享一下我们对今年中国经济和资本市场的观点，我个人的主业是做宏观和债券研究，在证券市场，跟期货还是有一些距离，希望通过今天这样的观点介绍，对大家今年投资能够有所帮助。我们站在了新的时代，一定需要把握新的方向去寻找新的希望，对很多中国经济的旧产业和旧模式，其实还是有一个需要去打破的过程，这是我们“破旧立新”的题目含义。

今天我的报告分四个部分来展开：

**1**

**对中国经济发展驱动力理解**

过去三十年，我们的经济发展靠的是居民对物质生活追求，由追求温饱小康所驱动，而未来整个社会进步应该会转向居民消费的转型和升级。

宏观上来看经济变化，人口结构有着非常重要的含义，在一个比较年轻的人口结构下大家会喜欢房子、汽车这些年轻消费品，但是随着人口老龄化，医疗、养老这些服务型消费有一个崛起过程。

**过去我们的经济发展有两大动力，一个是来自人口红利**，过去我们每年新增1000多万年轻人口，就是15-60岁的年轻人口，但在2013年以后就变成负增长；**第二个是来自于城市化**，到目前为止城市化依然是我们经济发展的主要动力，这一块每年大概可以贡献2000万的农村向城市的转移人口。但是17年末我国城市化的水平已经接近60%，按照国际上通行的标准，通常70%是城市化成熟期，算一下中国城市化可能还可以维持十年，虽然说城市化还是有空间，但是需要记住，我们城市化已经离瓶颈越来越近，如果大家去农村看一下，目前农村里面还可以转移过来的年轻人数量也是在减少的。

简单加总一下，年轻人和农村转移人口算在一块，过去我们每年有3000万以上有效需求人口，2011年以后年轻人口数量变成零增长，现在每年只有2000万的有效需求人口，用这样的大框架进行测算，**基本上所有这些中国比较大的产业，无论是房地产还是汽车，目前应该都在顶部的区域**，这是我们非常简单的测算。

比如房地产，按照目前每年新增2000万有效人口，平均两人一套住房，1000万套住房就是一个比较正常的需求。另外我们还需要算一下更新置换需求，假定经济到一个稳态，中国有4亿户家庭，房子大概是50年的有效期，2%的折旧率，每年大概需要换掉800万套旧住房，推算房地产消费顶峰差不多1800万套。汽车多一点，汽车使用时间比较短，按照7%的折旧率可以使用15年，按照4亿辆存量，更新需求会到3000万辆，目前新增需求每年还有2000万辆，加在一块顶峰可以达到5000万辆。而**17年估计我国的房地产销售会接近1900万套，汽车销售会接近3000万辆，这说明中国房地产市场处于绝对的顶部，而汽车市场空间也不大了。**

回到中国城镇居民基本生活，三十年之前基本上所有城镇居民，大家都是家徒四壁一无所有，对物质生活追求是一个主要的方向，但是到去年年末为止，我们做了一个非常简单统计，我们发现所有这些耐用品，像家电、住房基本上都超过户均一台或者户均一套，汽车户均0.4辆左右，虽然说汽车普及可能还有很大空间，但是和日本的0.5辆已经很接近，毕竟中国还不是美国，有那么多的平原地区可以发展汽车，所以把所有这些作为一个大背景来看，其实我们整个居民的生活追求肯定在发生变化。

十九大给一个非常重要的描绘，就是我们的人民生活目标发生了变化。30年前居民是把物质生活追求放在首位，但是这一次我们明确提出未来居民要追求更加美好的生活，什么是更加美好的生活？

回到人口结构这幅图，给我们展示了一个非常清晰方向，我们叫居民消费的转型和升级。年轻人为主的时代，需要更多的房子、汽车，这些都是有形消费品，但对于老龄化的社会，老年人需要更多的医疗和养老，放开二胎以后小孩出生率回升，而儿童需要教育，教育、医疗都是无形消费。这说明**居民消费将从有形消费转向无形消费。**另外一方面中国年轻人口数量减少，大家不需要更多房子和车子，但是毕竟收入还是持续增长，所以**大家需要更好的消费品，需要更高质量的房子和车子，对品质的追求就是消费升级。综合来看居民消费会有一个转型和升级的过程。**

而随着居民消费的转型和升级，我们整个产业结构也会发生变化。**首先，随着居民消费从有形消费转向无形消费，意味着整个经济结构将从工业化转向服务业的时代。**怎么理解未来中国经济的平衡和充分的发展？含义就是我们工业发展极度失衡，服务业发展不够充分，未来服务业有非常巨大的发展空间。

比如，北京幼儿园事件，反映出来大家都希望小孩有更好的教育，但是问题是优质教育供给严重不足。我们看介绍美国K12的研究，发现多子女的美国家庭可能支出的一半以上都用在教育上，这个产业有非常大的发展空间。医疗更加不用讲，因为大家都想活得长，这些行业属于供给严重不足，发展空间巨大。

而随着居民消费的升级，工业化未来也在发生变化。过去年轻人高速增长，每年都需要更多的汽车。而今年整个汽车行业的增速是零增长，但是SUV增速20%，新能源汽车增速50%，就是说大家不需要更多的汽车，但是需要更高品质、更加环保清洁的汽车，这就是对品质的追求。反过来讲，**居民的消费升级意味着更高的技术水平，其实就是对企业创新要求。**回顾一下中国很多传统产业，过去十年发展主线就是智能化，比如手机，过去大家使用手机都是大砖头后来被苹果、华为手机取代了，智能化改变了手机、电视，包括目前所有的这些传统行业，未来创新应该是我们工业化的出路。这意味着我们工业化会到一个新的时代，过去30年是重化工业时代，发展钢铁、煤炭这些重产业，**以后的时代，因为大家需要追求高品质，这个时候我们整个工业应该会转向新兴产业，尤其是目前中国依然具有巨大贸易逆差的产业，比如电子、计算机、航空航天这些方向有巨大希望。**

居民需求在发生变化，转向服务消费、转向品质消费，我们产业会从工业化转向服务和创新的时代。

**2**

**怎样帮助中国经济转型**

我们认为融资结构非常重要，我们一定要从银行融资转向资本市场融资、尤其是股权融资。

在工业化时代，我们说这个游戏非常的简单，因为工业化就是一个简单扩大再生产的过程，所以最佳融资方式就是银行融资，给钢铁、地产企业钱就可以搞很大。但是到了服务和创新的时代，其实银行就基本上没有用武之地了。因为银行的所有融资的核心是需要有一个抵押品，银行是一个面向重资产行业的融资方式，但是所有这些新的方向，比如说我们搞创新，创新的本质叫做知识产权，叫做无形资产，没有资产给你做抵押，同样服务业叫人力资本，教育核心是老师，医疗核心是医生，都是人力资本，没有资产给银行做抵押，让银行给他放贷款。换句话说，就是所有这些新的方向必须要转向靠资本市场来提供融资。

但是我们说其实这样的框架，大家看上去觉得非常的有道理，但是问题是，我们早在十年前也就是2009年就应该做这个转化，把融资结构转过来，抑制银行融资发展资本市场融资或者股权融资，但是我们没有这样做。**过去十年我们是银行融资在不停增长的过程，从宏观来看，其实我们的整个银行融资给我们的经济加过三次杠杆。**

第一次是2009年，2009年这个故事大家都知道，就是当时我们是四万亿，四万亿之后所有人都非常高兴，大家感觉经济新一轮周期开始了。我们发现2009年之前中国企业部门非常的健康，中国的企业并不是一直都是负债累累，2009年之前我们整个中国企业部门一年的新增总融资不到两万亿，两万亿就是现在一个多月的贷款数量；2009年变成7万亿，2012年变成10万亿，那一把银行给企业部门提供了巨量的贷款，企业拿到钱就扩产能，那个时候就是企业举债，通过制造业投资启动了中国经济第一轮反弹，那一轮经济反弹是两年，2009、2010年大家都非常的开心。但是好景不长，到2011年以后经济就重新开始下滑，因为企业高债务引发了高杠杆和产能过剩的问题。17年从年初和年尾，大家对新周期充满争议，为什么我们始终认为有疑问，就在于我们企业部门连续十年每年举债十万亿，这么一个高的债务负担很难在一两年之内解决，17年企业债务率只是在高位企稳，没有明显下降，高债务始终是新周期启动的拦路虎。

第二次是2012、2013年，这是第二次经济反弹，这一次主角是政府出来举债，这一次很重要的指标叫做信托贷款，当时我还记得程博讲如果政府想要保持一个比较高的经济速度，必须要在某一块融资增速保持在50%，那一次标的就是信托贷款，一年之内翻了一倍，就是2012年增速还只有18%，2013年到100%。地方政府在银行的表外，通过信托贷款，大笔的加码了基建投资。同样那一轮经济反弹持续时间也只有两年，2014年开始往下走，因为2013年政府发现债务出现问题，开始整顿地方政府债务，包括当时也是一轮央行提高利率去杠杆，2014年之后经济重新开始下滑。

到2016、2017年，我们又来了一个新故事，只不过这次故事主角又换了一个，因为经济里面有三大重要主体，一个是企业，另一个是政府，第三个就是居民部门，这次就是我们居民部门出来举债。过去几年整个地产市场发生了翻天覆地变化，2017年已经收官，我们好几个地产巨头，每一个都是五千亿的销售规模。为什么2017年房子还是卖的这么好，其实2017年是居民举债又创新高，全年下来居民新增总债务超过了8万亿。本来2016年的居民举债7万亿就不少了，结果17年又创了新高。这一轮靠居民巨额举债拉动地产销售、地产投资，支撑了经济反弹。

我们发现同样魔咒又出现了，就是居民债务又引发了市场关注，之前财新专门写了一个文章，就是讲中国居民债务率的问题。我自己刚刚从北美回来，去北美跟他们聊了一下非常有意思，当时去加拿大，我说你们房价也很贵，你们债务率高吗？他们说我们居民负债率100%，我说你们会爆掉吗？他说不担心他们自己，他们担心瑞典，因为瑞典居民负债率是150%。这说明发达国家的居民负债率都很高，这是个全球现象。

目前我国的居民负债率大概是55%，也就是45万亿的居民负债，80万亿的GDP，确实比发达国家还要低不少。我们想了一下为什么北欧国家居民负债率是全球最高的？因为北欧是高福利社会代表，他们政府把所有东西都包办了，所以大家敢于举债，但是目前我们的整个社保包括医保，大家心里是有疑问的。如果社会保障不够完善，我们居民负债率上升是有风险的。还有一个问题是我们居民负债上升的速度太快了，一年居民新增负债八万亿，GDP的10%都被居民借走了，当年美国在2007、2006年也没有这么高，这两年中国居民举债确实把经济救起来了，但是又引发了新的居民债务风险。

所以**把过去十年中国经济反弹的故事作一个回顾，你会发现其实我们始终在重复着同样的故事，每次都会有一个主体出来举债，第一次是企业举债，第二次是政府举债，第三次是居民举债**，每一次都是能够好上两年，第三年通常会出现问题，所以这个就是一个担心，是不是今年同样的魔咒又会出现？

我把整个故事进行回顾，其实想说中国经济如果想从根本上解决债务问题，就一定要改变我们的融资结构。如果始终是靠银行的债务融资是不可能走出困境的，必须改变融资结构，要把债务融资转成股权融资。刚才我们讲中国经济未来的希望非常明确，我们要转向服务、转向创新，但是所有这些服务和创新的企业都和银行没什么关系，比如在美国所有这些新的伟大企业，从谷歌到特斯拉，你想哪一个是由银行培育的？银行培育不了。中国也一样，目前全球型企业从腾讯到阿里，都是由股权融资培育的。银行可以干什么？银行可以培养钢铁厂、房地产，银行在工业化时代可以做很多事情，但是到服务和创新时代他什么都做不了。所以中国如果真心想要转型，就要下决心把银行融资管住，下决心发展资本市场，尤其是股权融资。股权融资才是发展服务和创新的融资结构，这是一个大转变，从这一点出发，我个人认为银行业发展前景是有问题的，目前虽然短期来说大家非常喜欢银行，但是银行业务模式的核心是给所有的客户放贷款，但**中国目前从居民到企业、政府全部负债累累，已经举不动债了，以后银行出路只有一个，就是从放贷转向给居民做财富管理，这也是帮助企业成长，也是帮助居民财富保值和增值。**

**3**

**讲一讲对政策变化的理解，**

**从刺激需求转向改善供给**

我们看过去十年，我们始终是通过债务融资的方式发展经济，我们始终在刺激需求，这次政府发现这条路走不通了，我们提出来供给侧改革。

由于连续十年我们是靠货币、靠投资拉动经济，所以十年下来问题累计的比较严重，无论从投资和GDP比值，还是货币和GDP的比值都在2016年创下历史新高。所有这些问题怎么解决？从刺激需求是走不通的，政府开始转向供给侧找答案，提出了“三去一降一补”，每一个政策都是去解决我们投资过多的问题。如果把过去三年的经济和市场表现作回顾，供给侧改革是非常重要的主线。

2015年是供给侧改革元年，那一年第一次提出降成本，手段就是大幅的降息降准，结果就是股市、债市双牛。到2016年政策主线转向去产能，2016年是去产能的元年，通过去产能带来商品价格大涨，出现商品大牛市。2017年政策主线转向去库存，就是降低三四线城市房地产高库存，结果三四线城市销售超预期。这个也是我们在去年交的一笔学费，2015、2016年我们对政策坚信不疑，我们也认同2015年降成本，2016年相信去产能，但是对2017年去库存产生疑虑，我们觉得这不太符合经济历史规律，所有国家历史上人口都是向大中城市集中，很少出现中小型城市化，但是政策确实太强大，可以改变这种规律。**过去三年大家被政策教育的五体投地，只要相信政策就可以找到超额收益。**

未来我们的政策会怎样把握？我们给了一个非常明确的判断，叫做**两个政策方向，一个叫做去杠杆，一个叫做补短板。**首先怎么理解去杠杆？如果把过去三年政策作回顾，我们做了三件事，降成本、去产能、去库存，虽然说全部叫做供给侧改革，实际上这里面去产能是减少供给，但降成本还是在增加需求、因为是在增加政府的需求，去库存是在鼓励居民举债也是增加需求。其实我们是减少了一个供给，增加了两个需求，所以我们全中国的总需求和总债务还是在创新高。

其实这幅图是理解我们中国经济的关键，我们看2017年中国经济，如果只是单纯看一下中国的企业部门，你会发现新周期已经呼之欲出，因为企业部门盈利状况包括负债率都是发生非常明显改善，问题是中国经济不是光有企业一个部门，经济是一个有机的整体，我们要把中国企业、居民和政府综合在一块看，会发现这一次通过居民和政府举债帮企业部门解套了，也就是说，居民出来做了接盘侠，全社会的债务率还是创了新高。

实际上，中国经济并不是一直靠举债发展，2008年之前中国经济处于黄金时代，每年GDP增速10%以上，但是我们总的负债率只有120%，那个时候居民企业政府负债加总，也只有GDP的一倍。现在GDP增速慢下来，全社会的负债是GDP两倍多还往上走。

把中国和美国进行对照，我们发现，举债模式是完全相反，美国2008年之前是中国目前的模式，靠举债在发展，但是美国在2008年之后又换成中国2008年之前模式，就是经济增速回升不再是靠举债发展，全社会的总的负债率是稳定的，这个就是核心差异，我们还靠举债，人家不再靠举债了。

为什么美国经济可以好起来，今年大家发现全球呈现一片欣欣向荣的走势，美股和欧股都在创新高。我们自己体会也是很深刻，**为什么这一回海外经济表现的这么好，你会发现他们都是去了杠杆，他们靠什么去杠杆？无论是美国也好还是欧洲都做了同样一件事情，就是都是把银行处理了**，美国是有大把的银行破产倒闭，然后欧洲是大把银行重组，我们发现这很有意思，他们把银行变小了，银行少了之后钱就变少了，经济却变好了。

这种现象特别不符合我们在中国研究的逻辑，因为我们在国内，大家对货币数据特别的重视，相信大家做商品肯定会看货币数据。比如2017年，虽然全年M2增速很低，只有9%，但是M2低也无所谓，2017年全社会社会融资增速还在13%，这个钱还是不少的，远超过经济增速，只要有钱经济依然就会非常不错。钱能够决定经济这是我们通常比较容易形成的印象，因为我自己过去也是这样想的，我自己入行是2005年，2009年搞四万亿，当时经济起来了之后就写报告起名就叫“信贷决定论”，认为有钱就可以把经济推起来。

但是大家仔细思考一下，**如果靠钱就能发展经济，全球最牛的国家应该改名字，改成委内瑞拉，但并不是他，因为他们印钞太多以后钱已经没用了。**真正牛的国家是美国、中国，而美国发展是靠的是创新、是企业家精神，和钱没有本质关联。最近高晓松讲了一个段子，他说年轻的时候一无所有，写了一首歌叫同桌的你，后来万人传唱；现在非常有钱又想写歌但是写不出来。钱不能解决一切问题，所以从这一点出发，我们再去想象一下中国的未来，我们真心想要转向一个服务和创新的时代，你会发现必然要改变靠货币驱动的模式，因为我们在过去工业化时代你可以用银行培养钢铁厂和房地产企业，但是服务和创新是不能单纯靠钱的。

以苹果公司为例，苹果有两千亿美金现金放在海外账上，根本不需要钱，平时想要花钱就在美国本土发点债。所有这些创新和服务本质叫做人力资本，叫做知识产权，不是一个靠钱的模式，所以**工业化的时代我们需要钱，因为就是简单复制。但到了服务和创新的阶段，其实就不需要那么多钱了。**我们观察美国经济过去的20年，它的货币增速已经和经济增速脱节了，甚至是出现了反向关系，他们的钱变少了，经济反倒是变的更好。我们想明白这一点，**我们要进入一个新时代，未来就一定要下决心把超发的货币收回来，一定要去杠杆、收货币，因为未来经济服务和创新都不是靠钱发展的模式，钱多了经济是不可能转型的。**

去杠杆这件事情去年已经逐渐显示的非常清晰，去年7月份金融工作会议就提出推动经济去杠杆，要去控制我们的货币总量。年底又开了两个重要会议，开了政治局会议和经济工作会议，都在讲打赢三大攻坚战，但是经济工作会议里面没有明确提出去杠杆，政治局会议明确提出要打赢三大攻坚战，第一条就是控制我们的宏观杠杆率。虽然说这里面有一些扑朔迷离，但中财办副主任已经明确出来表态，去杠杆是未来5年的方向。而从18开年以来，金融去杠杆政策如暴风骤雨，无论是302号文对债券杠杆的监管，还是对银行同业存单的监管，以及对信托贷款、委托贷款的监管，包括征求意见中的央行资管新规，其实目标都是一致的，就是要把货币超发管住。

比如说资管新规当中“打破刚兑、穿透监管、清除嵌套”三大原则如果实施，这意味着银行理财必须向净值型转型，表外业务的发展将受到约束，银行同业资产和负债将面临双重收缩的压力。

**如果我们坚持金融去杠杆，货币政策就很难轻易放松，贷款利率会继续回升，同时货币增速低增应该会成为一个常态。**怎么理解货币增速的下降？2017年主要是M2增速降到9%，社融增速还是有13%。但是我们认为在2018年应该会从金融去杠杆转向经济的去杠杆。因为虽然在2017年M2增速降了很多，问题是如果我们真心想要去杠杆，**其实金融去杠杆不是问题的本质，本质是要去掉经济的杠杆，不是因为我们金融体系钱太多，最本质的问题还是我们的经济各个主体、居民、企业和政府的债务太高了**，远远超过我们经济需要，我们要把宏观总杠杆率控制住，全社会债务扩张的速度就要和GDP的名义增速来接轨，我们社融增速需要慢到和GDP名义增速接轨，社融增速也要降到8-9%左右，这样全社会负债率才可以真正稳定下来。这个就是从金融去杠杆转向经济去杠杆，目前金融去杠杆已经有非常明显的效果，未来M2增速应该会稳住，但是经济去杠杆还不够，社融增速需要逐渐慢下来。

如果说我们下决心去杠杆，其实会带来很多风险释放，政府怎么对冲这个风险？另外一个方向很重要，就是补短板、提高效率。什么是供给侧改革，过去两年感受很深刻，大家看到就是钢价、煤价大上涨，但是过去两年我们做的是减少供给，减少供给确实带来钢价、煤价大上涨，但这本质上不创造任何的效率，因为只是改变利益分配，把利润从上游行业转到下游行业，没有带来效率提高。真正供给侧改革是美国做的减税，减税了之后大家都愿意干活。所以供给侧改革的深化是指提高生产效率。今年政府提出要高质量发展，含义就是提高经济增长的效率。

我们有这么多生产要素，有劳动力、资本、土地、技术，每一块效率都有提高空间。今年政府有没有可能去跟美国一样减税，虽然说目前大家都认为空间不大，但这是一个态度和方向问题，有没有可能政府释放减税的信号，激发市场的热情？

资本的效率有没有可能提高？包括吴总讲海通期货上新三板，但是感觉不够兴奋，因为感觉上了之后没有什么用，能不能在制度上把中国的资本市场搞活？中国在PE层面非常发达，但是很多好企业都跑到海外上市，国内资本市场能否进一步搞活，需要资本市场真正为中国经济发展做出贡献。

包括土地也是一样的，我们研究所有全球房价稳定的国家，比如像德国和新加坡都是两手抓，一手通过控制货币稳住需求，包括通过房产税抑制投机，同时是提供足够的住房供给，新加坡是通过政府盖房子，德国是通过租赁住房。这一次提出要建设住房的长效机制，大家都认为是两件事，一件事是房产税，一件事是租赁住房机制，如果这两件事情可以落地，那么我们土地的效率也是有希望得到极大提升。

这一次我们的稳增长可以和过去不太一样，过去我们是通过刺激的方式稳增长，这一次可以通过提高效率的方式稳增长。

这有两重含义，第一重，今年我们开始正式把研发和创新放入到GDP当中，就相当于我们当年看到印度曾经改过GDP数据，当时把GDP增速从6改到8，我们不用改那么多，我们改一点点也可以保证GDP数据比以前好看，没有必要去刺激。另外还有一个含义，就是现在的中国经济确实跟以前不太一样了。其实现在如果看一下中国经济总量，如果你看工业这一块大家都发现确实是处于回落状态，但是我们有另外一块，叫做新经济部门其实正在越变越大。比如阿里、腾讯目前都是在五千亿美金的市值，五千亿美金什么概念？如果我们看越南，越南GDP总共只有两千亿美金，他是一亿人的经济、5千万人就业。目前阿里的官方说法就是直接间接创造了5000万就业。一个阿里五千万，腾讯也有五千万，还有华为、小米没有上市，**中国目前确实新经济部门已经变得很大。这些新经济不一定创造太多GDP，因为你叫外卖首先得有餐馆，但是确实能够解决就业，**中国目前新经济部门正在帮我们解决就业问题，如果就业问题没有后顾之忧，其实就没有必要再去放水刺激，这说明政府的底线可以比以前高很多。

**4**

**寻找投资机会，从泡沫投机转向价值投资**

如果把去杠杆和补短板作为两个政策方向，那么怎样理解未来投资机会，我们做了一个大概括，认为**未来要从追逐泡沫投机转向去寻找真正长期有价值的资产。**

首先是对中国经济短期走势、工业经济走势预测，这一块我们比较谨慎。因为不管今年年初股市怎么涨、经济增速确实在往下掉，比如我们看传统经济指标，像重卡增速当时7月份接近100%，但是到了11月变成负增长。另外一块是铁路货运量增速，最高在当时七八月份还有20%，到10月，当时我们看到已经掉到4.9%了，最新12月全国数据没有出，但是看铁路总公司已经公布了国家铁路增速，已经降到负增长，所以说所有这些传统指标其实确实在2016年以后大幅飙升，但是2017年的四季度以后都出现了非常明显的拐头向下。

海外经济为什么9月份还不错，因为人家是去杠杆换来经济回升，但我们是靠加债务换来经济回升，所以去杠杆一定有一个还债过程。未来最大的变化还是来自于地产部门，其实地产上这件事情比较有意思，因为今年年初大家发现房地产公司去年末的销量表现非常好，所以大家很兴奋，所以是不是2018年房地产市场依然可以继续欣欣向荣，大家又传各个地方又放松限购，各种方案。但是地产市场本质上这次和以前不一样，因为过去中国房地产是靠城市化、人口红利驱动，但是这次基本面没有发生任何变化，而这一次地产繁荣时期比历史上任何一个时期都长。这个繁荣是来自于全民加杠杆，来自居民举债。

但是在去杠杆的大背景下，居民的举债行为显得特别非理性。我们可以简单对比一下，在2015年4季度的时候国债利率只有3%，房贷利率只有4%出头，全国居民贷款一个月不到3000亿，但到了17年3、4季度，国债利率到了4%，房贷利率回到了5%以上，居民贷款一个月超过了6000亿。为什么当时房价低、利率低的时候大家不去贷款，现在房价高、利率高大家拼命贷款呢？很明显居民的巨额举债行为是不可持续的，所以回落只是时间问题。

关键的问题是在于18年居民贷款每个月是多少？我们给出一个非常理性的预测，我们认为居民的举债应该要和收入的增长相匹配，居民的收入增速每年不超过10%，三年就是30%。所以以2015年的3000亿为基础，正常情况下，2018年居民贷款每个月会变成4000亿，但是这就比2017年的每个月6000多亿少了2000亿，全年居民部门贷款会减少2万亿以上，这意味着地产市场销售额18年可能会重回11万亿甚至10万亿以内，潜在降幅会达到10-20%。

当然，我们的这个预测也不一定准确，因为在泡沫时期的疯狂行为是难以预测的，比如说17年利率上升以后，居民贷款就应该慢下来，结果居民消费贷出现了爆炸式增长，导致17年居民的贷款在去年天量的基础上又创出了新高。但是我相信地心引力，按照中国目前80万亿的GDP，中国居民每年贷款8万亿这样的行为肯定是不可持续的。

虽然说去年年末确实各大地产商销售好像非常不错，但是后来我们仔细看了一下这个数据，原因是因为2016年年底当时调控下，当时挖了一个坑，当时主要上市公司地产商的销售增速2016年年末降到负增长，但是马上2017年1月份变成100%正增长，这个坑只有一个月，所以地产销售增速高增长绝对是一个结束不是开始，我始终认为房地产这一次跟以前不是一个故事，是居民举债故事，现在即便是部分区域限购有一些放松，但是利率毕竟下不去了，17年初的首套房贷利率只有4.4%，现在已经5.4%的，毕竟银行不会做赔本生意，所以利率下不去，所以整个地产销售还是面临挑战，包括地产投资也会受到牵连。

我们认为18年最重要的数据就是每个月的居民举债数据，因为居民举债是这一轮经济回升的主要原因，所以未来如果经济下滑，那么居民举债的下滑就是最重要的原因。

另外是出口，我们觉得确实这一次全球经济复苏对我们有很大的帮助，欧洲、美国目前都是一片欣欣向荣，但是不要忘记这一次全球不是一个强复苏，只是一个温和复苏，即便是2018年，IMF预测全球GDP增速到3.7%，但是2007年是5%以上的增长。这一次全球经济是温和复苏，全球贸易增速都不超过5%，所以全球贸易增速是个位数增长，那么汇率条件非常关键，2016年当时汇率是大幅的贬值7%，对2017年中国出口帮助很大。但2017年人民币升值了5%，现在还在升值，汇率会对出口会形成挑战。

我们看这一轮经济周期顶点是2017年2/3季度，4季度开始下滑，我们预测2018年GDP增速会降到6.5%甚至以下，这里面我们不考虑对创新和研发的修正，就是我们认为今年很多传统工业指标，比如说发电量增速、重卡增速会重新回到负增长。

这个环境下通胀应该也不会有太大的压力，现在很多人担心通胀未来超预期，这次看全世界，其实美国、欧洲都是一样现象，就是PPI普遍都很高，但是CPI都起不来，PPI可以通过压缩产能让价格上涨，但是CPI这个层面一定是要总需求的扩张才能够回升，无论在美国还是欧洲都有一个问题解决不了，就是贫富差距扩大的问题。因为本质上这一轮全球复苏都是靠货币宽松以后换来的，货币宽松主要对资产价格有利，房价、股价都在涨，但是穷人很难受益，贫富差异恶化使得总需求很难有大幅上升，富人财富都在涨，穷人财富很难往上涨，而CPI主要是穷人的价格，所以18年CPI不会有太大问题，我们预测年初3月份CPI就是一个高点。

怎么看未来投资机会，如果我们确定政府下决心去转向新的时代，转向高质量发展，如果真的下决心去收货币、去杠杆，整个投资的模式会发生变化。

其实在**过去十年最大的赢家不在资本市场而在于地产市场，只要买了房子，不管一二线还是三四线都是人生赢家，因为所有地方房子都涨。本质上买房的发财不是因为你眼光好，跟房子没有关系，是因为货币贬值，因为我们连续十年每年货币增速接近20%，GDP增速只有10%，这个缺口就是房子的价值，其实本质上是货币超发带来房地产的升值。**但是如果说以后我们政府不再超发货币，货币增速长期是个位数，利率长期保持相对高位，这样的背景下其实我们的整个投资理念一定要发生变化，**要从追逐泡沫投机，就是所谓投机货币贬值转向关注资产本身的价值，因为货币不再贬值，就要看资产本身是否有价值**，这就是转向价值投资，整个2017年债市和股市投资理念都发生了变化。

债券市场过去大家是靠交易赚钱，所以大家赚的央行放水的钱，但是2017年大家发现很难赚到央行放水的钱，大家只能看债券本身票息是否值钱，这个企业基本面是否配得上债券的票息。**对于2018年债券市场，我个人认为应该还是有一个慢牛机会，我们叫有史以来最慢的一轮慢牛。**利率走势很关键，虽然今年年初债券市场依然还是小幅下跌，所以很多人对债市还是很担心，是不是2018年债市还是没有机会，但是我们态度比较明确，债市2018年还是有机会。

道理很明确，虽然今年年初很来很多金融去杠杆新规落地，比如对银行、券商、公募基金都在去杠杆，大家担心去杠杆没有结束利率就会往上走。确实过去一年利率上升是在于去杠杆，在于央行货币紧缩，但是去杠杆只是利率上升的促发因素而不是本质原因。为什么这么讲？其实真正利率上升本质原因是因为加杠杆，大家可以仔细想一想为什么过去两年利率往上走？你想谁在借钱，是因为居民拼命借钱买房子，所以银行的钱跑过去给居民放贷、利率就上去了。包括2012、2013年貌似是央行紧缩，实际上是地方政府在搞基建，通过银行表外大幅举债，把利率抬起来了。

**过去为什么中国利率处于高位，是因为过去30年我们在工业化时代，工业化过程当中搞房地产、基建，搞所有这些东西都需要钱，每次只要有人借钱、加杠杆利率就会往上走**，反过来讲如果我们下决心去杠杆，如果降低了融资需求，利率怎么可能长期一直那么高？所以我们需要想的更远一点，中国经济如果真心到了新的时代，如果说2018年政府没有新的一轮换届投资冲动，PPP都管住没有新的基建刺激，房地产管住，如果没有大的融资需求怎么可能利率长期这么高？因为所有这些面向未来的经济，搞服务业、搞创新都不是一个需要钱的模式，不需要钱了利率怎么可能长期这么高？如果我们真心去了杠杆，如果大的债务融资需求都没有了，相信长期绝对不是一个高利率模式，利率会慢慢下来，只不过这次利率下降跟过去方式不太一样，过去是央行放水所以是短端利率先降，但是这次央行不能放水，就是短端利率降不下去，经济的融资需求回落，可能长端利率先降，债券市场还是有希望回到慢牛状态。

对于股市的投资逻辑也在发生变化，2015年股票大牛市是一个放水逻辑，那一年经济不好企业没有业绩，央行放水导致市场上涨。从2016年开始股市逐渐转向业绩为王模式，基本上所有行业都是有明显业绩改善支撑，但是问题是哪些业绩改善是真正可以持续的？

目前工业企业利润增速20%，这个数据确实非常的亮眼，但是我们在想这个东西到底哪些可以持续？因为目前对于利润增速回升主要有两个原因，第一个是来自于供给侧改革，来自于PPI的由负转正，但是看历史上过去十几年，PPI变化只能解释非常少一部分工业企业的利润增速，这个道理比较简单，就是当我们去供给侧改革的时候，我们是把利润从下游转到上游，没有提高工业企业整体的盈利。工业企业盈利整体的改善还是归功于下游总需求。如果看过去二十年数据，只有地产投资增速可以连续二十年解释我们的工业企业利润变化。但如果2018年总需求往下走，我们觉得工业企业利润增速也还是会重新再下来，工业这一块利润增速不太能够持续，因为工业是中国居民过去三十年他们愿意花的钱，过去三十年大家需要更多花钱给房子和车子，但如果展望未来三十年，一定是大家愿意为服务消费花钱，愿意为创新花钱，所以转型和创新才是长期的盈利的希望！

**如果把中国过去的几年和美国过去二十年对照一下，你会发现表现几乎是一模一样，而且可以帮我们映射中国未来。**我们在2013年创业板大幅上涨，这对应着美国的2001年的科网股泡沫，本质上经济发展大家发现要转型新经济，后来美国科网股泡沫破掉了，我们也掉下来了，破掉以后政府应对方式是一模一样的，美联储放水我们也是放水，放水之后大家反应一模一样，美国当时全民举债，地产泡沫皆大欢喜；我们也是一样，过去三年一线二线、三四线大家都在借钱买房，皆大欢喜，本质上反应都是一样的。问题是这个泡沫不可持续，随着央行货币紧缩这个泡沫会结束。

结束以后目前这一轮的美国经济是靠谷歌、特斯拉这些新的经济形成新的循环。如果把美国过去十年或者美国过去二十年整个股市进行追溯，真正在持续创新高还是科技创新类的行业，目前美国已经形成了一个新的经济循环，美国的朋友跟我讲亚马逊，亚马逊虽然正在消灭一个又一个传统行业，但是它本身正在创造出很多新的就业，他们说在美国湾区基本上有10%的就业大学毕业生被亚马逊包了，只要愿意工作是一个正常毕业生都可以找到工作，形成一个新的循环。

所以未来和过去是不一样，其实本质上中国居民未来愿意为服务消费、品质消费花钱，愿意为创新花钱。比如十年之前大家用手机是诺基亚，后来苹果手机改变了这一切，目前资本市场讲的是龙头逻辑，但是龙头和创新是两回事。诺基亚是龙头但是做不了创新，被苹果取代，同样去年汽车行业，你发现其实表现最好的是吉利汽车，他也不是所谓龙头他是一个创新的符号。目前的特斯拉市值已经是跟福特是一样，但是两个企业汽车产量级别完全不一样，特斯拉还是一个创新的标志。

如果面向未来，我相信创新和转型是长期的方向，所有这一切本质是要改变融资模式，其实我们看一下所有中国这些有希望的行业会发现有这个特点，其实中国这些东西已经全部都有了，只是不在A股上市，比如腾讯在香港，阿里在美国，我们发现一个又一个新的东西正在出来，因为现在很多独角兽企业，中国和美国是二分天下，但是目前上市地点不是中国，相信大家都使用支付宝，使用的很方便，如果蚂蚁金服上市是一个很好东西，但是他大概会跑到香港，小米大家也觉得很好，但是也可能跑到香港。**我觉得未来港股市场是大家做股市的重要选择，可能中国整个新经济的发展是一个体外循环的模式，通过港股和海外市场帮我们培养面向未来的企业**，而且港交所他们确实很努力，他们今年在改革创业板，改革同股同权，希望以后中国创新企业可以去香港上市。

**对于2018年中国有关的机会我进行简单排序，港股应该排在首位。第二是国内债市，国债利率处于历史高位，具备长期投资价值。第三是黄金，2018年全球经济复苏各种资产价格高位，避险需求会起来，但是海外债券市场没有办法避险，比特币什么的已经疯掉了，黄金是唯一一个全球避险品种。**

商品价格表现会分化，海外经济复苏应该还是会继续，因为目前美国虽然说在加息，但是长期国债收益率上升幅度比较慢，欧洲和日本海没有开始紧缩，目前整个全球经济如果还是在平稳复苏，对于这些国际定价商品应该会有支撑，对油价会有支撑，但是对于跟国内经济相关的这些商品价格，像钢铁、煤炭可能会受到冲击。

**对于A股市场个人认为表现取决于政策选择。**A股市场在过去一年的表现本质是来自供给侧改革，问题是我们只是在减少供给，只是在改变利益分配，没有带来整体市场价值提高。如果我们真的希望有大机会，除非改变管制逻辑，从减少供给变成提高供给的效率，从大政府小市场转向小政府大市场，因为这是美股创新高的关键，是靠市场提高效率。所以A股市场取决于政策的抉择，目前还没有明确信号，希望能够转向更加开放、更加市场化，这样才会有长期机会，如果还是以管制为主，那可能需要把重心放在海外，尤其是中国香港市场了。

转自华尔街见闻