

20250831 上海私享会

谢谢各位给我一个机会。那么正是在这个市场拐点的时候，有一些朋友在群里说要办一个会，其实我觉得非常及时。我们都知道 A 股就是这么一个市场，过了这个村，没有这个店。十年前高盛说的这个 4000 点，也就是这几点，没有想到今年真是 4000 点才是有意义。这句话我还没有写到正式报告里头，但是我今天是先透露一下。所以等一下我们会讲为什么发生了这么大的变化，以及我们会照常用数据和逻辑的支撑去支持我们的论点。刚才说了一下合规的问题，那么我希望我们闭门会可以畅所欲言。这是因为我非常想做这个事情，就是说我想做自己独立的研究和市场的资金管理，所以我辞去了企业的职务。所以大家在我们交流的时候，记笔记的时候，请先保护一下我，因为我为了现在想做的事情，做了挺大牺牲。

我们回顾一下 6 月份的主要观点：

第一，全球流动性条件的改善。当时我们有一个专属的全球流动性模型，我们把全球主要 G7 国家的货币条件参数做了一个指标。当时我们看到这个指标从一个非常低的位置往上走，在 6 月份的时候回到了一个长期的均值。现在过了两个月之后，我们看到这个流动性的表现还在持续改善。这可能表现在美联储降息，或者说我们中国甚至在美联储降息之前，我们中国就降息降准，以及我们央行一系列的逆回购操作。这些都会让我们市场的流动性得到非常充分的改善。从年初到 7 月底，我们看到央行通过逆回购操作已经向市场注入了接近 5 万亿的流动性。注意，这些流动性都是短期的流动性，它们可以拿来干很多事情，不像银行贷款。银行贷款现在管得非常严，甚至经营贷，如果你要借经营贷就不能做什么，借信用卡的债也不能拿来炒股等等。但是央行的逆回购，它是可以做很多事情的。

第二，中国经济周期进入高点。等一下我们会看到，我们在高点上持续往上修复，这可能是因为我们的出口条件的改善，可能是因为我们的投资宣布了一系列的项目等等。这些能帮助我们中国经济周期进一步改善，进入高点。

第三，美国经济周期并未衰退。这个就非常明显了。现在我们看到美国的经济数据，通胀方面基本上符合或略超预期，就业方面，由于劳工供应的短缺（因

为清理了很多非法移民)，我们看到美国的劳动力市场，它的失业率依然停留在一个非常低的水平。这个是历史上没有过的，就是说劳动力市场如此火爆，失业率如此低，但是美联储却要降息，这个是历史上没有发生过的。

对于投资的建议，我们认为我们看好全球的风险资产：白银新高，工业金属、加密货币新高，港股新高，房地产反弹，人民币升值，所有的都实现了。

而且这个才刚刚开始，不要以为我们经历了两个月，这个市场冲得很猛。最近我们看到国内的券商都纷纷在讲人民币破 7 的概率，这个就是一个本末倒置的推论。人民币升值是结果而不是原因，人民币升值是中国资产升值的结果。

在去年九、十月份的时候，那波两个月的牛市里头，我们也看到中国的人民币已经破过一次 7，当时最高去到 6.97。所以这次再一次破 7，甚至远远破 7，比上次破的幅度还要大，这个是一个大概率事件。6.8 基本上是没有任何阻力的。

基本面很弱。当时我们讲中国的基本面还是不行的，像我们看到的数据向各位展示，我们基本面如何弱，但是只要有水就能涨。我们接下来先看一下数据的更新。首先我们看到全球流动性（白色线）继续改善。这个流动性指标就是我们刚才讲到的 G7 主要货币参数的一个综合指标。当我们把它对标全球 MSCI All Country（就是全球股指）的时候（蓝色线），我们看到这个相关性太明显了。

现在我们这个周期正在延续，这也是我们以前没有见过的。就是说这个周期按照时间窗口，它应该是进入了一个冲高回落的阶段。上一次我记得有一个朋友在我们展示这个图的时候（后面的图你也会看到类似的结论），就是说我们已经到了一个晚周期的阶段，这个时间窗口其实很快就会关闭了。就是说现在虽然大家都在狂欢，但是一般来说，这个时候反而是要谨慎的时候。

但是我们现在经历的这个周期跟以前是不一样的。不仅仅是我们货币的条件，不仅仅是我们全球的估值，美国经济的情况等等，跟以前都不一样。我们看到流动性的条件还在不断改善。

这些是伟大的宏观实验，由美国开始。美国现在各位已经看到了一系列的放开监管、放松监管，然后在金融方面，欧洲金融放开监管，然后在财政上头，Fiscal Dominance（就是用财政来主导），货币政策暂时退出了主线。所以你看虽然特朗普对美联储有各种各样的批评，但是美联储降不降息其实不是市场往上运行的决定性变量。

同时，我们中国这边其实早就已经开始宽松了，并不是等到美联储降息我们才开始宽松。同时，即便是中国不降息、不降准，我们上次讲到了中国不降息是因为我们要保护银行的息差，我们不能够随便降息。那我们怎么办呢？我们怎么样去保证市场有充足的流动性？那就是通过逆回购。逆回购更好控制，如果市场流动性过大的话，我们可以做正回购，把这个水收回来，所以一切都在我们的掌控之中。

那通过金融监管的放松，以及通过币制的转变，原本 70 年代是以金本位为根基的美元，后来是脱离了金本位的石油美元，创造了无数的美元在全球的支付系统里流动。

现在，美国转向加密货币和数字化资产，这个时候我们会看到，如果这样搞下去，而且我们中国很明显是慢了的话，那么美元的霸主地位还是很难撼动的，因为它再一次把自己稳稳地镶嵌在跨境交易里头。

所以现在跨境交易大概有 65% 是美元，在外汇市场里头，80% 的交易都是美元。虽然我们这边老在说人民币国际化给自己打气，但是这个国际化还有很长很长的路要走，尤其是我们现在看到美元的数字化、加密货币化在加速。

所以在这个周期，如果是这样搞的话，那同时特朗普的政府有一个宽松的倾向，它有一个不顾一切代价把市场炒起来的倾向。我们看一下，所以这个周期的表现形式跟我们以前看到的完全不一样。如果以前我们看到这种情况，我们可能马上就会转向谨慎，但是我觉得现在转向谨慎为时过早。

我们看一下，全球股指新高，这个也是我们上一次看到的。很多人一看股指新高，因为以前的高点被不断回踩或者不断碰到的话，会形成一个非常坚实的阻力。但是一般来说，双重顶和三重顶是非常可靠的见顶指标。但是四重顶、五重顶，这基本上就是一个突破的形态。

比如说我们现在看到黄金，黄金在 2500 左右，从六月份横到现在，从五六月份横到现在基本上没有动。所以我们会看到，如果意外的话，全球股指不断新高，但是这一次的新高很可能是由新兴市场、由我们中国为首的新兴市场引领创出新高。

我们看一下，前面的几次高点基本上被突破，这是一个非常 powerful 的技术图形。除非出现一些意想不到的事情，比如说战争这些，但是这些不是我们预测

的 base case（基本情形），战争只是一些尾部风险。但如果真的打起仗来，我们手上的黄金白银，我们在座的朋友都满仓黄金白银（可能六月份之后满仓以太坊），所以我們也不怕。

所以大概率事件，从由中国引领的新兴市场新高。好，我们讲一下，重点讲一下 A 股，因为现在的机会在 A 股。以前我经常写加密货币，写了很长一段时间美股，有的朋友在我的微博上留言说：“你已经很久没有讲美股了，为什么不讲美股？”因为机会在 A 股。

所以我们今天重点讲一下。现在最让市场争论不休的，就是说为什么会有这个牛市，大家都特别纠结。因为如果不把这个牛市产生的成因深刻理解之后，我们就对后市没有坚定的信心。因为如果你想象只是一个由于央行放水、逆回购放水放出来的牛市，它说走就走。如果是一个没有基本面的牛市，尤其是在一个周期的后期，在一个冲高准备要进入衰退回落期的时候，那么这个时候 all in 我们是非常危险的。我们不希望积累了多年的财富一下子返贫，尤其是我知道很多朋友都喜欢满仓、满融资，我也喜欢。所以我们一定要理解为什么。

好，我们看一下这个图。现在一个通常的说法就是存款搬家，因为居民有 160 万亿的存款，今年年初又有 5 万亿的新增存款，所以这么大的存款因为理财产品的低收益，被迫冲到股市里去。我们看这个说法对不对。

首先，白色的线是我们居民家庭存款变化的情况，红色线就是我们权益。其实我们看到，即便是在这一段（我们现在是一条直线往上冲），即便是在我们这段时间牛市形成之前的时候，其实居民家庭的存款已经上升了一段时间，或者说这两个——居民家庭存款的上升和股票的上升——基本上是同步的，在过去一两年都是这样。所以不成立。

或者说如果你认为现在是存款搬家导致了市场的上涨，那么你必然要看到存款在下降、股票在上升，而且这个现象只能是在现在发生（这两个月发生），而不是已经发生两年了。所以这个是站不住脚的。

同时，我们看到历史上也会看到一个类似的关系。除了 2023 年疫情期间和疫情开放的时候，我们的确经历过存款急剧上升，当时一年银行系统多增了 10 万亿的存款，但是我们的股票一直在往下走。但是我们看到 2016 年到 2021 年的牛市，存款不断增加，股市不断上升，以前的这个关系也没有那么显著。

什么意思呢？从货币银行学来说，你股票的上升本身就导致了券商账户里头股票账户余额的增长。无论你的余额是以现金的形式存在，还是以股票的形式存在。如果各位买了寒武纪，寒武纪现在已经是 1500 多，然后领导看它涨得太猛了，要求调查一下。但如果意外的话，现在有一个新的成语叫“不寒而栗”——由于仓位里头没有寒武纪，心中感到忐忑。

等一下我们会讲为什么。如果意外的话，这个就像英伟达在美国市场一样，如果你要买半导体，英伟达就是唯一选择，是为数不多的一支票。那么寒武纪呢，是我们——周末刚刚爆出来的消息，就是阿里做出来一个新的 GPU，挑战英伟达的霸主地位。

所以其实我们看到，这一波行情是我们中国自己的科技创新的自主行情。但是这只是一个趋势，等一下我们会看到一个非常重要的改变，让整个市场的 mindset（思维方式）发生根本的转换。

第二，很多人说由于无风险收益率的下行，导致了我国股市的上涨。但我相信各位在做股票估值的时候，你们一定不会做 DCF（现金流折现模型），因为这些模型都是没有用的。做过研究的朋友都知道，只要我改变一点点的 terminal value（终值）、最后阶段的增长指标，我改变一下 growth assumption（增长假设），那么我的 DCF 可以翻倍、翻两倍都可以，很容易。

所以如果谁要告诉我说这一轮牛市是因为无风险收益率的下降，那我告诉你，其实历史上无风险收益率的上升才是我们股票牛市最重要的支撑。各位看一下这个图，黄色的线就是我们 10 年期国债，就是俗称的无风险收益率，然后蓝色线是我们股指，这里我们暂时用恒指来表示（其实用上证也是一样的）。

历史上你看一下黄色线和蓝色线，无风险收益率上升（黄色线上升），同时恒指上升。对吧，因为经济好的时候，经济增速上升，整个经济内部需求上升，内部需求上升，导致这个时候需求大于供给，因此经济出现通胀压力，因此无风险收益率上升。无风险收益率的上升、长债收益率的上升是一个好消息，而不是坏消息。长债收益率的下降才是坏消息，日本已经下降了 30 年。所以千万不要想当然，当无风险收益率上升的时候，我们应该拍掌称快，而不应该垂头丧气。

但是我们看一下从 2018 年，上一次的关税贸易战，那么我们的十年债其实已经开始下降了。同时我们看到了蓝色线，就是我们的股指，其实是随着债券收

益率下降而下降，也就是说历史上很长一段时间里头，我们看到无风险收益率下降，但是股指是跟它一起跌的，一直到 2024 年 1 月份，就是在量化踩踏发生之后，我们看到股指和十年债开始背离。

所以各位，在 2018 年的时候，如果我们做债的朋友，我们已经经历了一个五六年的牛市了，从 2018 年到现在五六年的牛市了，做债的非常爽。一个债券的研究团队在券商，债券商我也待过，一个债券研究团队远远大于股票研究团队。一个债券的固收首席，他的团队有 20-30 个人，这是标配，每天也不用写报告，反正收益率自动就会下降，因为房价在不断下降。

投资看一下白色线，就是我们中国的房价，那么房价和黄色线，就是我们的长期无风险收益率同时下降。It's terrible，也就是说固收早在 2018 年、2019 年就已经知道中国房地产不行，早就知道房价会一直下跌，不会上升，一直到 2024 年、2025 年年初，我们开始止跌了。

所以最近我们看到国务院常务会议说要巩固房地产止跌回升的势头。的确，但是绝对的房价没有止跌，是房地产下跌的速度开始止跌回升，就是说没有跌那么快，但是房价还在跌。那同时我们看到恒指上涨，所以说无风险收益率的下降导致了这一次中国市场的牛市，Strongly disagree。

首先，中国市场牛市刚刚开始。第二，中国根本就没有无风险收益率，因为刚兑没有打破，所有的收益率都是无风险的。各位搞固收的朋友，你看一下不同信用评级的 credit spread（信用利差）只有 20 个点，B-的评级债券和 A-的差 20 个点。根本就没有无风险收益率，因为所有的收益率都是无风险收益率，因此它充满了风险。

所以这次也不是因为无风险收益率下行。同时我们要看到只要房价的下跌不止，那么其实我们这个债券，或者说我们的无风险收益率，其实它是很难起来的。当然我们现在看到无风险收益率、长债收益率起来一点，搞得我做固收的朋友惶惶不可终日。做固收的朋友说，本来是说离这个终点只有 20 个点的空间，结果越跌越多，最后跌到负了一点，一点悬念都没有。

所以也不是。我们看一下，找一下基本面的原因。我们要讲基本面的原因，是因为如果基本面不好的话，那么我们对这个牛市的信心是没有的，是无本之木、无源之水。

那么我们看一下，这个是在两天前更新的（因为这个是周度数据，周五更新的），我们看到白色的线，就是我们中国的经济周期指标，基本上回到了比前两次高点还要高的位置。上一个高点是 2021 年，2021 年就是我们恒指 32000 点的时候，A 股好像当时接近 3800 吧，然后开始往下跌。同时在 2017 年，A 股也是在 3800 左右，那恒指大概在 3 万左右，那现在已经高于这两个高点了。

意思就是说，我们经济周期的修复还是超预期的，很有意思。那可能是因为刚才我们看到房价的跌势放缓，可能是因为我们宣布了一系列的新的投资和新的工程项目，以及我们做了其他的一些事情，所以我们这一轮的经济周期修复是渐入佳境的。

同时，从周期的角度来看，我们看一下下面的波浪理论、周期理论，基本上回到了 3-4 年的高点附近，所以这个时候，上次应该是在深圳的一个朋友问这个问题，他说："你从来没有这样乐观过。"

因为周期已经在高点，当然如果你根据周期理论的话，从低到高再回落，基本上是 3-4 年：一个三年的周期，两年上升，一年下降；一个四年的周期，2.5-3 年上升，1.5 到一年下降，一般是这个规律。

那所以如果我们是从 2024 年的 1 月份开始计算这个周期，各位也知道 2024 年正好是量化踩踏的那一年，在 2024 年春节，那么当时基本上整个市场的小盘股对冲的量化基金，大概清盘了一大半。但是剩下来的就很牛了，那剩下来的量化基金今年又开始大幅盈利。

那所以如果我们从 2024 年的 1 月份开始计算，开始数这个周期，那到现在其实正好是在两年左右。而且刚才我们讲了，这个周期比我们以前经历过的要长一点，可能以前是个三年的周期，现在变成四年，甚至可能稍微长一点。

那所以这个时候，在这个周期的高点，在我们看到政策意图开始变化的时候，我们的 presentation 叫做"政策的拐点"，那么我们看到政策意图变化的时候，如果现在着急的去清仓，我觉得有点早。

香港的情况也一样，白色的线是我们香港的经济周期指标，基本上跟我们的 A 股一样，回到了一个阶段性的高点。如果两个周期指标都回到阶段性的高点，那其实是没有很强的理由去看空的。因为内地和港股的经济是息息相关的，尤其港股经济对于外部环境非常敏感，如果外部环境变化，或者说我们香港这边出现

一些流动性问题的话，其实这个指标的行为不可能就是这样。所以香港的经济周期指标跟我们看到的 A 股指标，基本上它的推论是一致的。

那么为什么会有这个牛市？接下来这些图很关键。为什么会有这个牛市？

在 7 月份的时候，我写了一篇文章，叫做“雅鲁藏布牛”，死活发布不出来，搞得我都崩溃了，从早上 9 点钟发到下午 3 点多，后来我放弃了。

反内卷是 2024 年提出来的，但是今年在七月份的时候，我们再一次强调，就是用法律法规去管制行业内部不规范、不合理的价格竞争现象，大概是这个意思。但是这个会议出来之后，几大互联网平台视若无睹，展开了免费奶茶大战。结果前几天美团财报出来一看，利润暴跌了 97%，基本上去年利润今年全部烧光了，全部没了，导致了恒生科技股一下子跌了 1.9%，接近两个点。

如果不反内卷的话，那么我们通缩的情况就会是我们刚才看到的，房价下跌的同时，我们看到整个长债也在下跌的情况，基本上它会一直持续。如果我们不反内卷的话，所以这一次旗帜鲜明地提出来反内卷，其实我认为是决策层对于通缩现状的不再忍受。

毕竟上游已经通缩了 3 年，也就是说从 2022 年疫情还没有结束的时候开始，一直通缩到现在，已经三年了。那么同时我们看到，因为这些互联网平台它是下游的消费端，我们看到上游通缩压力开始往下游传导。

所以如果再不治理的话，你如果让市场自发去调整，那么只可能是越来越通缩的预期，尤其在上游传染到下游的话，它的通缩压力会越来越强。那么这个很可能会表现在房价不断下跌，同时拉着十年债不断下跌。由于大家有通缩预期，大家都不消费，都觉得这个东西以后会更便宜，所以如果大家都不消费的话，那么这个经济就进入一个死亡循环，这个是很可怕的。

所以我觉得在最近我们几次在北京开会以及走访，这个就很重要。以及我们看到实际上做出来的事情，比如说我们旗帜鲜明地提出来反对内卷，然后听说有很多公司，人事部在 5 点半 6 点的时候要赶大家回家，不要在公司加班了。

其实也没啥用，中国人不加班不舒服，不加班的话外卖小哥送什么呢，对不对？平台公司怎么赚钱？所以没有用。

因此经历了几个月的尝试之后，我们又开始另外一个，就是主动地用政策去反内卷，包括我们宣布的雅鲁藏布江水坝工程。这个工程其实很久很久以前我们

就说了，我想我上小学学地理课的时候就说在雅鲁藏布江这个拐弯，然后我们下游全是印度、孟加拉国，如果印度不老实，我们在那拦一个大水坝，拦住这个水，他们就老实了。

因为这个是关系到国家之间关系的一个伟大的工程，1.7 万亿的投入，10 年。但是各位都知道，这种以万亿级别计算的工程，不可能 1.7 万亿打住，它旁边的、周边的投入也是非常庞大的。我已经看到网上出来的小广告要招足浴小妹，我们中国人就是太勤劳，商业头脑非常敏捷。所以出了这个工程之后，就是把反内卷具体化了。以前就是喊两个口号，然后你们公司去执行。赶大家去回家休息，然后同时你看生小孩方面，给大家补贴 300 块钱一个月，等等等等。那么这些都是非常好的政策，但是由于它只是一个边际的转变，它并不能够改变预期。

如果各位回想一下 2009 年的时候，或者说 2008 年 11 月的时候是什么东西让整个市场的预期发生了改变，就是我们的 4 万亿工程。当然后来大家都说这个 4 万亿创造了很多过剩的产能。但是这个当时如果没有 4 万亿，我估计也挺麻烦，不仅是中国，全世界都够呛。

所以这次我觉得，这个雅鲁藏布江的工程项目的宣布，它是一个反对内卷的具象。那同时从它的项目的讨论，然后通过官媒向各位传递这样的消息，其实这种迹象表明，就是它批准的速度之快，传播的速度之快，那应该是一个非常重要的突破。

但是到了官媒这边，它又突然——这个项目宣布之后的那几天，各位如果炒大宗商品期货的话，应该经历了几个涨停吧。对，连水泥都能涨停，螺纹钢、铁矿石、铜、铝全部都涨停。还有个碳酸什么、碳酸钠、碳酸钙什么也涨停，对吧，太厉害了。

所以这个也是我们决策层不希望看到的，就是说涨是好的，但是我们并不希望它乱涨。我们希望它们慢牛，我们不喜欢有一个疯牛，无论是期货市场、股票市场还是什么。债券的慢牛已经持续了六七年，领导已经看不下去了。我们需要一个新的慢牛去接替我们以前的这个债券的慢牛。

那我觉得股票和大宗商品应该是我们下一轮一定要 focus 的，因为国内不能够炒数字货币，不好意思，所以否则我就可以关注数字货币了，但是不可以。所以我觉得大宗商品期货、有色金属、工业金属这些，还有我们的高成长的股票，

那么它都会成为下一个——我们从现在开始下一个阶段的一个主要的选择。

那这个从一个通缩的 **mindset**，从一个通缩的思维方式转变为一个通胀的思维方式，这是一个非常重要的转换。在投资，你看各位肯定所有人都知道什么是美林投资时钟。请问在一个通胀和增长的环境里头，我们应该买什么？有人记得吗？有人要尝试一下吗？我要提问的。

我来回答：在通胀和增长的环境里头，我们就买大宗商品和股票。在通缩和衰退或者说增长放缓的环境里头，我们就闭着眼睛买债券，就这么简单。因此这就是为什么今年债券突然一下就不行了，我的固收朋友惶惶不可终日，说自己是固收转股票的基金经理。

股票的基金经理天天就是在这个群里头，最近这两个星期就是天天在这个群里头打鸡血，我们知道大时代来临了。

所以从这个价格的表现形式，我们看一下这个图。黄色的线是我们的全 A，白色的线是我们的钢铁行业的利润率的代理指标，这个是我自己做的，就是各种品位的铁矿石，还有这个钢的螺纹钢这个出厂价。那么其实我们就可以做这个钢铁的利润率。

我们看到股票是最先反应这个通胀预期的逆转，现在我们看到一条直线往上。那同时，接下来如无意外的话，其实我们也会看到钢铁这样的重要行业，就是它的利润率可能会修复。那如果是这样的话，它意味着这个上游的通缩的压力开始收敛，并不是消失了，因为房价还没有止跌，但是至少没有像 2018、2019 甚至 2021 年下来的那一波杀得那么狠了。这已经不是以前的那个快熊的行情。

那我们看到的整个钢铁行业的利润率，应该随着这个通缩预期的改变，应该会出现一个比较好的向上的改变。

好的，我们看一下工业金属，这个是一个非常好的指标。如果我们用黄金来定价工业金属，就是我们做这个黄金和工业金属价格的比例（白色的线），那我们看到了，到了现在，我们看到这个以黄金定价的工业金属的价格已经回到了历史的最低点。

什么意思呢？就是它已经回到了前两次的衰退的水平。第一次衰退是 2008 年，第二次是 2020 年，当时大家都觉得是世界末日。第三个就是我们现在。

所以在我们刚才看到我们中国的经济周期并没有出现特别大的问题，美国的

经济周期等一下我看也没有出现特别大的问题，通缩的预期由于我们的反内卷的政策，我们现在开始逆转。那同时我们看到房价止跌，这个房价的跌势止跌回升，那同时我们看到一系列的大的工程的项目宣布。

各位觉得工业金属定价在这个位置合理吗？我觉得这是非常不合理的。这个意味着我们的整个市场极度的悲观，极度极度的。那同时，工业金属的最大的消费者就是我们中国。那以前你看一下，如果我们中国房地产搞成这样的话，这个经济凄风苦雨的话，那铜价早就不是一万了，早可能就是六千七千。现在还是一万多，而且铜价创新高的概率非常非常大。

那同时我们看到，市场的极度的悲观和我们大宗商品的反应已经开始分道扬镳了。这个分离、这个背离是我们有数据以来见过的最大的一次，已经史无前例了。

所以可以看出，我们的大宗商品市场已绣出了这个政策的转型，从一个通缩的 deflationary 的象限回到了 reflation 和 growth（再通胀和增长）的象限。不知道能不能成功，但是有这个政策的意图，而且我们知道我们中国的政策是非常强大的，一般都能够至少在短期内成功，至少在 3-6 个月里头，我们不会再看到大家都在感叹这个通缩的压力的巨大等等等等。我们已经看到大宗商品已经秀出了这个非常重要的变化，但是市场的预期依然非常的低，这是一个巨大的巨大的预期差。

这是一个巨大的预期差，是我们有数据以来见过最大的一次。这也是为什么我觉得对工业金属期货也是可以炒的。

再看一下恒指和消费者信心。消费者的信心一直趴在地上，蓝色的线一直都没有动，从 2022 年四季度到现在，一直趴在历史的低位。这就是创伤的疤痕的效应，这就是整个经济里头、整个市场里头动物精神的缺失。没有人在担当风险了，当然不担当风险了，为什么要担当风险？我作为一个国企干部，我担了个指标，如果做不出来，我要受到惩罚，做出来没有奖金，现金为零。

没有人，大家都是商业的动物，都知道这条算术题怎么算。所以我们看到蓝色的线，这个代表着我们整个经济的动物精神，基本上在历史上从来就没有这么低过。你说在这样的情况下，同时我们看到白色线，就是我们的这个长端的收益率不断的下降，不断的下降。但是一直到 2024 年，我们看到股指开始劈叉了，

这是一个巨大的预期差。

这是我们一直非常敬畏的债券市场没有看到的巨大的转变，因为你想你债券的牛市已经走了六七年了，你很难，这个思维是很难很难改变的，而且你满手都是这个债券。那如果这个债券走熊的话，那要对你的冲击是很大的。做债券交易员，但是股指已经义无反顾的跟你背离了。

这个就是我们看到的第二个重要预期差，就是股票和债券代表的不一样的前景。那当然你可以说，因为股票 pricing 的都是最近的六个月的前景，它很难再往 6 个月以外的未来去看。但是做债券的人，它可能觉得房地产的市场、房地产的价格不止跌，那么债券就会一直收益率就会一直走低。但所以做债券的人，它可能 pricing 一个更远的 future。

但无论如何，这个无论是对于通缩预期的改变也好，或者说是我们看到的对于股债对于短期和长期的预期的分离也好，我们看到了这是一个非常重要的分歧。那同时，消费者信心蓝色线一直趴在地面上，这个就是给先知先觉的一个机会。

这个动物精神的缺失已经持续了 3 年了。所以对于我们市场参与者来说，我们要从以前的这个死气沉沉的阴霾里头走出来也很困难。以前随便炒个什么黄金白银就可以赚钱，然后把一大部分的资金放在债券里头，每年躺赢，没问题。然后再买一些这个红利股，收这个 5 个点 6 个点的息，没有问题。红利股而且都是国家的银行，它们是不会破产的。

所以这样的资产配置帮助我们度过了资本市场的严冬。现在春天来了，这个趴在地上 3 年的蓝色线，就是给我们各位先知先觉的朋友一个机会，提前布局。

好，我们再看一下没有基本面可不可以有牛市，当然是可以的。就是如果跟踪我的研究的朋友，来过我们 6 月分享的朋友都知道，我们的重要的观点就是"有水就涨"。基本面越烂，泡沫越大。基本面越烂，放的水流量越充足。既然实体经济不能赚钱，而水流充足，因此这些水全部都会到金融市场，就这么简单。2015 年的泡沫就这么来的，2007 年的泡沫就这么来的。

所以我们现在是在 2025 年。上一篇报告，我们写了这么一句话说：第一次出现 6000 点的泡沫的时候，是在 2005 年开始；第二次出现 5000 点的泡沫，是在 2015 年开始；现在的时间是 2025 年。所以往上看，现在有人看到 3900 就想象力实在是太小，大家要大力发挥自己的想象力。

所以如果没有基本面，会不会有牛市？我们看一下美国的标普和美国的房地产开工的许可，这个 **new building permit**（白色的线）。两者一直都是非常契合的相关性，一直到 2024 年开始到现在。标普不断的往上涨，但是房屋的开工一直都是负的，一直都在负的。

那同时美国的房地产的市场，大家都知道，已经从高位开始回落了，不仅仅是商业地产。那所以如果你要找基本面的话，无论是对于中国还是对于美国，房子都是最大的基本面。当然你可以说科技扛住了美国，但是我们看到的是一个非常重要的，在它的经济的运行里头，一个非常重要的板块，它出现了负增长，而且负增长已经很长一段时间了。但是我们看到股指明显的背离，这个现象我们历史上从来没有见到，一直到白色框框里的。

没有基本面也可以有股市。你看美国的房价就是这个蓝色的线，它的涨幅已经开始大幅缩小，因为大家都买不起房，硅谷的这些精英也买不起，这些码农也买不起。而且，大家不要以为硅谷的这个码农，每个人都是年薪百万美元的，很多都是生活在水深火热中的。所以我们看到，基本面不好也可以有牛市，美股就是一个非常好的证明。

两融最近，这个两融的成交量就上去了。基本上每天连续 12 天，我们 A 股成交超过了 2 万亿，甚至有一天好像是超过了 3 万亿，3.14 万亿，成为了我们历史上成交量最大或者第二大的那么一天。

假如我们用两融做一个指标，注意我这里做的是两融的成交量占整个市场成交量的比例，不是绝对值，它是一个 **ratio**，它是一个比例。因为绝对值是没有意义的，现在 A 股是 100 万亿的市值，2 万亿的成交，3 万亿的成交并不像 2015 年 2 万亿 3 万亿的成交那么显著。好，就是我们做一个 **ratio**，做一个比较。

白色的线就是两融成交量在整个市场成交的占比，黄色的线就是我们的 CSI300，这个沪深 300。注意白色的线，我们把它领先，做图的时候我们把它往前挪了三个月，就是领先这个沪深 300 的走势大概是 1-3 个月左右。

那它的意思就是说如果我们现在看到一个非常强的两融的成交量，那么今后的一到三个月，或者说 **up to** 三个月，其实我们会看到整个市场的这个强势，它是不会就此罢休的。那同时我们看到在 2020 年，就是我们这个 6 月份之后，2020 年就是市场开始涨了，4 月份开始涨，那 2020 年这一波，我们看到两融的成交

量领先整个市场的走势更长，长达半年左右。

所以两融成交量是非常好的一个领先指标。这些加了杠杆的人，他担当更多的市场风险。因此这些人，他可能就是先知先觉，我也不知道是谁，那可能就是在座的各位积极地参与了两融的交易。所以这些人他是先知先觉，因为如果他没有一定的把握的话，他是不会加杠杆冲到这个市场里头去的。

所以我们看到，两融的指标领先整个市场三个月，那如果在一个特定的期间，比如说在 2020 年，我们会看到这个领先的时间的长度会更长。所以，没有理由，现在还是没有理由去看空这个市场，从交易的角度来看。

你再看一下情绪，这是我新做的一个情绪指标，以前没有展示过，我现在给大家展示一下。这个白色的线是我们的交易所的这个情绪的指标，那蓝色线是我们的恒指，然后黄色线是我们的 A 股上证指数。那我们看到，白色线就是我们的这个情绪指标，已经运行到了一个从来没有见过的高度。

我们从来没有见过如此高的高度，但是实际上的体感好像也没有这么狂热。因为去年我记得去年 9 月份的，尤其是在这个国庆节的期间，我当时我在休假，结果这个一通电话打进来，根本就不让你歇，所有的群都在讨论股市，都在强烈地争论。

今年除了几个 A 股基金经理非常不客观地讲了很多事情之外，但是基本上没有一个群，我在的一个群是在热烈讨论 A 股的。我有很多做媒体的朋友，我的做媒体的朋友也收到了各种各样的通知，说不能够稿子里头不能够出现"阅兵牛"，所以我只能把它改成"单身牛"。但是来自监管方面说，不能够有××点，就是牛市的起点，不能够煽情，不能够鼓动煽动这个。

反正就是其实我觉得官媒是很节制的，非常非常节制，就是它就是怕大家一狂热，头脑一热起来，这个往里冲都要像去年的国庆节回来的那一波行情一样，一下子套住了那么多人，我们不需要这种。

但即便如此，即便是你去年国庆就进去了的话，现在应该也解套了，那如果你拿的是创业板，或者你拿的是半导体，我当时我买了一个 call，我买了一个中芯国际的 call，结果前两天一看它要回来 A 股上市了，太开心了。我的那个 call 也要过期了，所以赶紧的。

那所以这些都是我觉得我们调节这个市场的步伐的一个手段，非常非常好，

非常赞。我们也不希望一下子就把这个涨势涨没了，因为我们知道 A 股，A 股的做法就是这一个月把这个 10 年的工作全部干完，就像我们建楼一样，建了 20 年之后，终于把未来 100 年的楼全部建完。所以现在大家都不愿意让小孩去学建筑了，去学建筑设计也没有，没什么可设计的，除非我们去共同开发亚非拉一带一路。

所以我们没有看过这么离谱的市场的的情绪，但是我们从我们实际上体感没有感受出来。这个主要是 focus 的，就是注重的是这个市场的成交体现出来的隐含的情绪，什么意思呢？这个市场不是散户参与交易出来的，和去年 10 月份，去年 10 月份我们在哪，我看一下。

反正去年 10 月份也没有那么高，反正我们现在已经创了新高了。所以这跟去年 10 月份跟以前的任何一次，我们过去 15 年经历过的牛市、熊市完全不一样。

所以尽管情绪很高，是机构投资者的情绪很高，主要是我们先知先觉的，我们的情绪很高，我们对未来充满了信心，但是官方是希望整个这个市场的这个热度，不要一下子完全释放。但是，昨天我看到那个吴清同志就出来说大家要保护这个市场稳固上升的这个态势，那这个官方已经发话了，这是非常强烈的信号。

那因为在此之前我们在北京开会的时候，大家不断地讨论，这个市场牛市能不能持续，有什么风险啊，这个那个的，就怕你一下涨到 5000 点，就又涨没了，又开始收拾残局去了，没有意思。这样慢慢涨才能够持久，所以，新高是用来买的，不是用来卖的。

好再看一下估值。估值很有意思，那这个是我们整个市场的估值，这个 GDP 化学率，那么用的是这个市值比上 GDP，那这是一个非常粗的比率，非常粗的比率，但是是我们著名的股神巴菲特先生最钟爱的一个比率。

那同时，市场的平均的估值并不代表这个市场就不贵了，我们知道机器人、半导体、创新药 CRO，那它们的估值非常非常贵的，机器人是六千倍的 PE，半导体大概也是七八十倍的 PE，创新药有一些基本上就没有盈利的，PE 也刷不出来。

所以整个市场，它的估值不贵，但是我们看到部分的板块，它的估值是非常贵的。因此如果我们看整体的市场的配置，这个主要就是给这个 institutional，就

是机构的人用的一个指标，尤其是老外最喜欢用这个指标了。那我们现在还在刚刚修复到了我们长期均线的这么一个地方，那你觉得它向上的概率大呢，还是向下的概率大呢？历史上这么多次，它都是每一次触及到这个点，它都向上，所以大概率事件。

我们会看到整个市场的估值继续的修复，但是这样的修复，它主要并不来自于传统板块的估值的抬升。我知道很多朋友，这个牛市出来了，我们卖银行可以。没问题，银行也会涨，但是你绝对跑不过买了寒武纪的那些。

每一次的牛市，它都有一个核心的领涨，这个核心的板块。07 年的牛市，就是老经济板块，就是这些工业板块、银行什么五朵金花这些老的大型股的领涨。15 年，各位还记得的话，就是我们的创业板，什么全通教育这些东西领涨。所以这个板块在 15 年的泡沫，5000 点的泡沫，在创业板的泡沫破灭的时候应声倒下，套住了很多人，套在了创业板上，最近可能已经解套了。当然有些公司也没有。

到了 25 年，现在 10 年之后，各位想象一下会不会是银行领涨？不可能。因为银行是拿来收拾烂摊子的。房地产之所以没有爆掉，我们中国经济之所以还在稳步发展，就是银行把所有的坏账都吃掉。你觉得在这样的一个经济的环境里头，在房地产的市场细分调整的背景下，银行的坏账能这么一点点吗？基本上还没有显现，不可能。

那可不就是因为在一些城市里头，那如果还不上房贷了，银行让你接着住吗？不会强行地把你的这个房子收回来嘛，对不对？这样就相当于我们美国 08 年的时候，我们看到很多股票往下跌，然后这个基金公司或银行账本上头所持有的股票的价值也在往下跌，因为它是 mark to market 的，还记得吗？

然后最后在 9 月份就把这个 mark to market 这个叫停了，就不用再 mark to market 了，市场的涨跌跟你没关系，我们用这个历史成本的这个 valuation 的这个 methodology，而不是用这个 mark to market methodology，一下子市场就止跌了，就这么简单。

所以尽管如此，就是说，但是这个坏账的风险就完全地转移到了银行的这个资产负债表上。所以买银行股有它的吸引力，因为之前我们都知道中国的刚兑没有打破，中国所有的收益率和利率都是无风险收益率。银行给出了 6 个点的，甚至最高的时候 8 个点的这个分红，大家各位还记得吗？2023 年、2024 年的时候

大家都说，我们要买这个高分红高股息板块，那可不就是这么来的吗？

因为这个 8 个点的分红是没有风险的，银行是不会倒闭的。因此，但是这个银行也自己 internally，就是自己内部消化了很多房地产市场问题，银行是拿来收拾烂摊子的。但是银行也会涨，Don't get me wrong，所有的东西都会涨，垃圾涨得更快，所以搏一搏单车变摩托。

所以这一次的领涨板块，我们反复强调半导体创新技术、创新药、机器人、打新。欢迎大家来香港打新。上周香港上市了一个资源股，我忘了它是搞什么矿了，反正说只有它有的，第一天就翻了 1.2 倍，太夸张了。香港今年上市的新公司基本上没有亏钱的，所以今年怎么新怎么来。

所以这些核心的主题，它会贯穿这一次牛市上涨的始终，那当然我们观察指标就是如果这些板块搞不定了，涨不动了，那我们就不乐观了，但是暂时我们没有看到这样的迹象，它们的上涨空间还是有的，新高是拿来买的。

好，流动性从哪里来呢？那如果不是从这个居民家庭的存款里来，因为我们知道居民家庭的存款，它并不是拿来买股票，它是拿来退休、拿来买房、拿来养老、拿来给小孩子上学，还有其他的一些 emergency。

在我们做投资的时候，我们做了什么，所谓的这个资产的配置，其实并不是——我的理解是家里有 100 块钱，然后我们把这 100 块钱分开在不同的风险的档次里头，最低风险的那一档，我们给的是最大的配置，那么这个包括我们的理财产品，因为这些钱我们是拿来应急用的。中国人的存款，平均的存款不知道，反正是远远地高于美国的。

所以每一个就像一个抽屉，就是我们看到这个中药店，在这个中药店里头，它有很多的抽屉，每个抽屉，它拿出来的药是不一样的，越往上药越贵，因为往下如果贵的药很容易被偷走。越往架子上头的抽屉，它的价格越贵，但是注意到的是这些抽屉里头的药，它互相是不混合的，我并不会拿——我拿买理财的钱，100 块钱，一共就 100 块钱，我拿来买股票肯定是不这样的，因为大家也知道 A 股，买 A 股其实有的时候也跟买彩票差不多。

所以我从来不看基本面，炒 A 股的时候我只看那个——其他东西，我等一下讲，这个导向不太对，但是我们交易的时候就是这样，交易的时候我们就不看基本面。等一下，但是我们先把这基本面的原因先讲完，讲完了我们知道基本面

没有问题了，所以我们不看基本面。

那这个流动性是怎么来的呢？年初的时候，我在国泰君安的策略会上，我们讲过类似的一个理论，就是说中国出口的美元赚回来的这个美元，开始不滞留美国了。如果各位看一下，中国的每一年每一个月的这个经常账户的盈余，大概是在 1800 到 2000 亿美元左右，每一年大概是 1 万到 1.2 万亿美元左右。年复一年地在 1 万多亿美元的贸易盈余，但是我们中国的外汇储备一直都是 3.2 万亿。

这是我们宏观经济研究里头的一个谜，就是说你这个国家是怎么做到的呢？每一年都有 1 万亿美元的这个经常账户盈余，但是它的外汇储备却不动了，这些钱都去哪了呢？

没有在香港，香港的离岸人民币储备就是 1 万多亿，没有多少钱，而且香港金管局的这个外汇储备在不断地下降，本来我们疫情前有 8000 多亿美元，现在只有 4000 亿。我们在不断地烧香港金管局的这个外汇储备。

那这些钱去哪儿了？请问？因为我们出口商不笨的，我们出口商拿到了美元之后，当美元的这个升值的预期还在，同时美元的资产给你真真正正的 4-5 个点的无风险收益率，收益更高，曾经会更高一点，曾经到 6 个点的无风险收益率，美债收益率，那同时如果你更进取一点，我们知道做外贸的都是我们宁波的朋友、温州的朋友，这些都是市场嗅觉也是非常强的，都是组团去炒房。

但是我们中国的房子已经不能炒了，以前是出口赚回来的这个钱，赚美元卖给央行，用 7 点几的这个外汇牌价卖给央行，然后央行释放人民币的流动性，把这个钱存到你的外贸商的这个银行账号里头。温州的朋友拿着这个账上的钱，回到村子里一呼百应，然后我们去哪里炒房，去哪里，哪里房价就涨，以前可不就这么炒起来的吗？

结果到了 2021 年之后，我们再看，这个中国炒房的机会没有了，因此这些钱，大部分，我认为大部分都滞留在海外，并没有产生一个新的，并没有回来产生新的人民币的流动性。那等一下我们看到，因此我们会看到，随着中国的这个外贸盈余上涨，理论上来说，我们的外汇储备也会涨，同时我们的中国的 A 股也会随之上涨，但是在过去几年这个相关性是看不出来的，甚至是负相关。

外贸出口越多，A 股越低，因为这些钱全部都去炒美股去了。一直到今年，税务局说交税，因为地主家也没钱，大概就是这个意思，但是请理解税务局的苦

心。它是让大家锁住这个美股的盈利回来炒 A 股，这个我觉得反正这个是一箭双雕吧，这个也有利于这个收税，但是我觉得这个钱也该回来了，因为真正的下一个阶段，真正的机会在 A 股，在中国，而不是在美国。

年初的时候，我说中国今年要跑赢美国，我也没有想到是这样跑赢的，你知道吗？这么突然，这个幸福来得很突然，搞得我辛苦了很多年之后，不太敢相信，但是它的确是来了。所以我觉得我们要大胆一点，不要被以前的这么多年的这个熊市的思维去控制了我们的这个阶段的 risk appetite。

好，所以我们看到，中国的出口盈余还是非常的强劲，那这样的话，其实 A 股大盘股，大概率它要跑赢港股。港股最近我们也看到了，的确，A 股在最近的这个行情里头，大幅地跑赢港股，但是港股里头的新概念，比如说创新药、这个新科技，还有这个半导体，其实这一些板块，它还是跑赢的，但是整体的恒生是没有大的涨幅的，虽然创新高，但是它还是在 26000 点以上。

好，香港金管局的基础货币，那在 6 月份的时候，各位还记得的话，就是我们说，这个香港金管局的这个基础货币的变化，是我们香港的流动性的一个非常重要的指标。6 月份的时候，我们说金管局的这个基础货币就是 M0 开始扩张了，那开始扩张了之后，当时我们就是说港股会涨的，港股的确涨的，但是涨得太少了，除了我们讲的这个创新板块之外，如果各位是做恒指，就是做恒指期货的朋友，那可能没有赚太多，那做科技指数期货的朋友，可能最近才开始赚钱，可能是因为阿里大涨的，但是总体来说，我们看到香港金管局的这个基础货币条件是收缩了。

当然，我们看到，由于这个港币，它的利率非常低，大概现在港币大概是 1.7%，不到 2% 的利率，美国的利率大概是 4-5%，那所以很多在香港的投行，它都给了一个这个结构性产品，就是说做空港币，然后换美元去赚 4-5 个点的所谓的无风险收益，那港币的这个利率是两个点，所以你做空港币，你给两个点的成本，获得 4-5 个点的收益，那到期的时候，因为金管局是一定要守住弱方兑换的，所以你们抛要一直抛到 7.85，但是金管局是要不断地接，不断地接，不断地接。

那这个时候金管局的压力就非常大了，那很可能就是说，这个就是这么来的，这个正好也伴随着香港的这个 HIBOR，当时是去到 1% 左右了，那最近上周的几天里头，我们看到 HIBOR 开始一下飙升，这就是金管局干预了。

所以这样的基础货币的情况，是不是说港股就不行了呢？我不太愿意下这个结论，但是我们能够下结论就是说 A 股的机会更多，那香港的新的板块的机会也 OK，但是它并不会是我们下一个阶段重点花时间的这么一个对象。

好，这就是我们刚才讲到的，这个我们的出口的周期，就是我们收进来的这个美元并没有形成人民币的流动性，全部都滞留海外，因此我们看到了两条白色的线，就是我们中国的出口周期和我们全 A 的线，它是分道扬镳的。这钱没有来炒 A 股，一直到现在。

想象一下这么多年积累的这些海外的美元，我相信我们的估算是在 3 万亿美元左右，那如果这些钱开始回归我们中国 A 股了，那这个形成一个巨大的这个人民币流动性是不能够低估的，它对整个市场的抬升的力量，它是不能低估的。那同时我们看到中国的出口盈余非常强劲，跟我们的刚才看到的中国的市值比 GDP，就是我们中国市场的 GDP 的货币化率一样，上有顶下有底，非常的工整。

那所以如果我们看到现在这个出口周期在如此的一个高度的时候，那么结论就是我们不应该对 A 股过分悲观，或者说 A 股不应该是在这一个周期上升趋势的下沿，而是应该更往上走一点，这个是我们也可以得出来的结论。

好，刚才是中国的情况，那我总结一下。首先我们看到这一轮的牛市，它并非所谓的存款搬家产生的牛市，因为存款和股市一起上升。在所有的牛市里头，我们都应该看到存款和市场指数同时的上升，因为市场指数的上升导致各位的股票账户里头的余额上升，不管这个余额是以股票形式表现，还是以现金形式表现。

这个股票账户的余额是我们计算 M2 里头的一个重要的组成部分，因此市场上涨，你的存款也会上涨，历史的经验就是这样，现在我们看到的就是两者同时上涨的情况，因此存款搬家并不是股票牛市形成的原因，而是牛市开始的结果，而且这个指标会进一步地往上走。

其次，这次的牛市也不是因为无风险收益率的下降。无风险收益率的下降是一个 risk off 的指标。任何时候你看到市场的无风险收益率下降，一定是因为这个经济不行，而不是因为这个经济好了。从 2018 年到现在，我们看到无风险收益率不断地下降，而股指同时也在不断地下降，一直到 2024 年、2025 年。

因此，无风险收益率下降导致牛市，这个假说也是不成立的，甚至是相反的，它是一个非常错误的假说。中国所有的利率都是无风险的，因为刚兑没有打破，

这也造就了之前银行板块高分红板块的非常强的一个行情，因为 8 个点白捡了，银行是不会破产的，银行是来收拾烂摊子的。

第三，我们现在的牛市没有基本面的支持也可以涨，可能以后有，现在是没有。但是如果水量充足的话，那么这些水不会进入实体经济因为没有基本面，而是会进入我们的金融市场，形成一个巨大的泡沫。第一次泡沫出现在 2005 年，第二次泡沫出现在 2015 年，现在我们时间是在 2025 年。

水从哪里来？中国的出口周期非常的强，我们看到，虽然在 2021 年达到过一次顶峰，但是最近由于这个关税大战的影响，反而导致了老外疯狂地囤积中国的出口商品，我们现在看到了，到了 7 月份，我们的这个出口的盈余依然是在一个历史的高位。

以前出口的钱，出口获得的美元滞留在海外，因为中国没有投资回报，也没有投资回报预期，也不知道这个什么时候结束。昨天我跟朋友吃饭，我说你找个餐厅吧，好像现在餐厅挺多的，他说不是的，现在关了很多。结果我们好不容易找到了一个好的餐厅，吃了一半停电，真是欲哭无泪。

所以的确很困难，如果去了北京的朋友更加知道，经济并没有好转，但是外部的经济非常的好，美国的经济周期非常好，美国的经济周期并没有出现马上要衰退的迹象，那么这个时候由于中国的风向开始回暖，那么海外滞留的美元它应该回到中国来，捕捉我们中国 A 股的机会，甚至港股的机会。

为什么这个时候是一个 **right time**，是一个正确的时间点？因为决策层对于通缩的态度发生了根本的变化。不仅仅体现在我们看到的一系列反对内卷的倡导，同时我们也看到了一系列的重大的工程，包括我们的雅鲁藏布江工程的宣布。

这一些工程对于通胀预期的影响，它已经开始反映在我们的大宗商品价格上，铜、铝，各种有色金属，螺纹钢、铁矿石，都创新高，大宗商品，那么这些都是我们看到的最大的一个政策的转向，所以我们今天的这个 **presentation** 叫做政策的拐点。

那接下来就是我们讲一下海外的情况，以及海外的情况如何影响我们中国的 A 股投资，然后我们现在先休息，先休息十分钟吧，好吧，然后我喝口水，然后接着讲，谢谢。

中概股其实它的涨幅是不错的，当然美股也到了一个非常关键的位置，6500-6600 点的这样一个位置。9 月份，季节性是非常差的，对于美股所有的大跌都是 9 月开始。

我们更关心的是——我们并不是在看空美股，美股我们已经看多完了，看多了很多次了，它继续往上涨可以，没问题，但是从 6600 点涨到 7000 点，和从 3800 点涨到 5000 点，这是完全不一样的量级。所以我们并不会把过多的时间纠结于——只要它不出太大的乱子，就是说它不要出现什么严重的衰退、严重的战争，那这样对我们影响不是很大的，但是我们还是要讲一下。

那美股就比较规范一点，因为它的投机，它是有数据、有各种各样的数据支持的，所以做美股的模型很好做，然后我们可以做各种各样的领先指标。

首先看一下 G20 的领先指标，就是我们的所有最发达的 20 个经济体的领先指标（白色线），基本上我们看到，这个领先指标还是在往上走的，那从时间周期的角度来看，它在周期底部，在周期的高点往上修复这么一个环境。那同时我们看一下全球的股指（蓝色的线），以及这个美元指数，那美元指数，它的弱势也到达了一个关键的位置。

看我研报的朋友，你们一定会记得我有一个美元的图，有一个白色的趋势线往上走，那么现在它回到趋势线下方。并不是说美元它就要大幅走强，不是这个意思，而是说，这个弱势，它再往下走的空间不多了。前两个星期到了 96，那再往 96 往下走，就是这个交易它的肉就不多了，你知道吧。

那所以只要美元不大幅走强，对于我们这个——对于我们的风险资产的走势的预测，它就是相辅相成的，只要它不大幅走强就可以了。但是我希望它继续大幅走弱，像这个今年年初到现在，美元已经下跌了 15%，最近有一些反弹，这是一个非常大的波动，这是一个非常非常大的 move。

这应该是在 3-4 倍标准差以外的一个水平，而且美元是全球最重要的储备货币，储备货币下跌 15% 的话，你想象一下就是对于其他的货币的影响非常大。

那所以现在只要——首先就是说全球进一步衰退的风险不大，那么这个之前我们也讲过，为什么对美股不能够过分悲观，因为今年我们看到货币政策会往宽松的方向走，那同时财政的政策，美国今年的话，可能要收 5000 亿到 8000 亿美元的关税，但是它并没有填满美国政府的这个财政赤字，所以在这样的环境下，

你要赌它衰退，我觉得非常难。

那如果中美都不衰退的话，那其实你看到这个指标，它就 **make sense**，基本上并没有指向一个衰退的局面，那这个是对我们做风险资产配置的时候、做交易的时候，它是一个 **supportive**，这个支持性的一个原因。

其次我们看一下通胀预期，最近我们看到美国的通胀的数据大致符合预期，但是整体的趋势还在往上走，那之前我们在分享会上也讲过，尽管这个美国的关税很高，中国是一个主要的出口国，但是我们看到，美国的进口的商品占它整体的 **CPI** 的大概是 20%-30% 左右，那其他都是这个服务业通胀，包括这个工人工资等等。

那所以即便是关税很高，那么它传导到美国的通胀需要的时间是比较长的，但是如无意外的话，美国的通胀会逐步上升，这个是因为美国国内需求持续的旺盛。之前我们解释过，为什么在 6 月份的时候我们说，这是因为美国已经完全地化解了家庭的杠杆，美国家庭的杠杆已经成功地转移到了政府的杠杆，政府负债比家庭负债好。

大家之前担心，说你看这个美国政府不行了，25 万亿、26 万亿美元的这个负债，相当于这个 **GDP** 的 100% 多，然后这个美国的长期利率大幅地上升，因此美国这个国家就不行了。不是的，我们看到美国的美国的居民的消费非常的踊跃，在消费的时候，因为他们家庭的杠杆已经没有了。

家庭杠杆成功地转移到了政府上，中国恰恰相反。中国的中央政府的资产负债表是全世界最漂亮的，也迟迟没有发力，这个九阳真经还没有发出来，中国的家庭已经是负债累累。

最近我们如果看央行的居民住户家庭的调查，那么它说，这个平均的户均的拥有房子的套数是两套以上。但是实际上，我知道，农村的朋友可能自己都有房，城市的朋友基本上都是手上 5 套房，甚至更多。我认识很多朋友都是十几套。如果这些钱拿来炒中国 **A 股**，那肯定就是 1 万点。

所以这个 **mindset**，这个思维的方式要发生变化，房子大家都知道可能不太好，它可能是一个长期的颓势，但是我们并不能够因为这个悲观的长期的趋势限制我们现在对于未来美好生活的追求，所以这个要发生改变。

那美国通胀的预期，如无意外还是会走高，那这样的话，其实我觉得，美国市场对于美联储进一步大幅降息的这个预期是过于乐观的。

很多人说在今天的杰克逊霍尔的这个会议上，鲍威尔非常鸽派，他说要更关心这个就业市场的疲软，同时要 monitor 这个通胀的变化，但是如果各位记得，在 2024 年的杰克逊霍尔会议上，他在 2024 年 8 月份，人家斩钉截铁地说我要降 50 个点，然后 9 月份真的降了，但是从那个时候到现在一年了，他基本上没有动。

那个才是真正的鸽派，今年的杰克逊霍尔的观点并没有特别鸽派，我的理解跟市场理解是不太一样。因此如果市场过分乐观，对于这个降息的预期过分乐观的话，那么想象一下，美股 9 月份它一定会遇到回调，但是回调之后再创新高，所以回调是拿来买的，不是拿来卖的。也不是我们主要看空，我们只要看这个继续的新高。

那所以我们看，中国跟美国基本上也没有脱钩，中国的经常账户的盈余和美国的这个通胀的预期是息息相关，所以如无意外的话，中国经常账户走强也会导致美国的通胀率的上升，这个道理很简单。

谁在买中国的东西，那可不就是美国人吗？如果美国人买中国的东西，那可不就是美国的需求非常的旺盛嘛，就是美国的国内的需求旺盛嘛。如果国内需求非常旺盛的时候，那可不就是导致这个需求大于供给，因此美国的通胀预期进一步上升，很简单。所以如无意外的话，我们会看到白色的线在未来几个月进一步的上升。

好，我们看一下，如果是这样的话，长端利率还会进一步上升，那不仅仅是我们刚才讲的，这个长期利率上升，我们看一下技术上头，或者说模型上头，我们怎么看。

蓝色线是我们的美国的十年债，就是长期收益率，基本上它停留在一个衰退到复苏，这么一个初期的这么一个水平，我们看到 2009 年、2020 年、现在以及 2015 年等等，那么这一些都是我们看到的美国长债的长期收益率的低位，那么现在开始触底反弹。

那么所以最近我们同时会看到美国的收益率的曲线陡峭化，就是长端上升的速度远远快于短端，因为短端是由美联储控制的，长端是由全球的各位投资者控

制的，所以长端的人像我，对于美国的长期的通胀的预期有一个比较高的估计，但是短端的人由于美联储降息的预期而把短端压得很低，因此整个曲线的陡峭化。

一般来说，曲线的陡峭化产生于经济周期运行转换的时候，一般来说，就是快要进入衰退的时候，这个就开始陡峭化，因为快要进入衰退的时候，美联储会大力降息，但是长期的通胀预期是不会变，甚至会更高，那因此导致了整条这个收益率的曲线的陡峭化，那这个时候反而是一个——反而是一个这个经济从由盛转衰的这么一个迹象。

但是无论如何，就是说如果这一次的通胀预期上涨是因为美国的——大家对于美国长期的增长看多，或者说对于长期的增长继续看好导致的，对于长期的需求继续看好，因此导致对于长期的价格的上升继续看好，因为通胀是一个好的现象，不是一个——恶性通胀是一个不好的现象，适度的通胀是一个好的现象，比通缩好太多了。

那如果是这样的话，我们会看到蓝色的线，就是我们会看到的这个长端的收益率继续的上升，那同时我们看到，情绪的指标回到这个中等的位置，同时标普基本上也修复到一个长期的均值这样的水平，所以它没有高估。

所以各位，因为我们每周不定期的——至少我们保证每周有一篇研究报告，但是有的时候我会写得很多，因为有东西写，有的时候它就是——它就是可能就是——然后它就是 *status quo*，就是它是一个现有的情况的延续，因此我们写的时候就不一定每一篇都长篇大论。

就不一定每天都是今天我看多，明天我看空，这样的分析肯定是最不靠谱的。我们在我们的研报里头曾经写过，就是说一个好的分析师，越好的、越老的分析师，你听他们就是越模棱两可，除非在拐点的时候。因为在没有到——在模型没有运行到极值的时候，这个模型可以走到任何一个地方。

比如说当我们观察到蓝色的线，就是美国 10 年期的长端收益率在大概在这个位置，假设各位应该怎么判断呢？你应该判断它是往下走还是往上走？没有对吧，它并没有一个特别绝对的选择。所以一个好的分析师，他在很多时间里头，他并不每天都有一个买或卖这么打鸡血一样的口号。

但是在重要的拐点，才是改变人生的时刻，也是最重要的拐点，才是分辨一个分析师高下的一个时刻。

所以长期利率陡峭化，这个就是我们刚才讲的这个美国长债的这个曲线，由于长期的长债的收益率上升速度快于短端的收益率上升速度，因此我们看到期限溢价达到了一个历史——我们有数据以来最高的一个水平。那同时我们看到，implied volatility，就是这个市场的隐含收益率短端和长端也开始跳升了。

这个告诉我们，短期——当然这个 implied volatility 是一个月之内的，就是一个月之内的隐含的波动率，那么黄色的线 implied volatility 在短期跳升，相对于长期，也就是说市场对于长期继续看好，但是对于短期，我们相信这个风险是没有被充分发现的。

那么现在我们经过了周五的下跌之后，那么我们看到，implied volatility 大概是在 VIX 大概是在 17 左右，之前是在 14-15 左右。这个应该是我们能够见过的最奇怪的一个组合，就是说一方面我们看到这个市场的估值非常高，美国市场估值基本上是我们有数据以来最高的一个水平，甚至比 2000 年的时候还要高，但这种情况我们以前见过，2021 年的时候、2022 年的时候我们见过。但是同时我们看到这个降息的预期非常的饱满，然后国际的地缘政治的风险也不断上升等等，但是我们并没有看到市场的隐含波动率上升。

但在 4 月份我们出现过这么一个情况，就是暴跌之前对吧？对，这就是暴跌之前的情况，就是说外部的风险在不断积累，但是 implied volatility 是没有反应的，这个时候就是我们要警惕的。但是现在的情况比 4 月好很多，现在并不是说我们要面临 4 月那种风险，而是我们看到了 implied volatility 没有跟上实际的经济基本面的变化的情况。

所以如果按照这个模型来说，我们应该看到 VIX 是在 25+，而不是在 15-17 这么一个水平。那经济周期进一步确认，我们就是刚才看到的 G20 的领先指标（白色的线），我们看到基本上会修复到这个长期的均值的水平，并没有指向马上要衰退的风险。这也是为什么，就是我们如果要闭着眼睛做空美国，我也不赞成，这个没有这个必要，但是短期回调 5 个点这样的风险，或者说 5 个点上、5-10 个点上以上的风险，到 6000 点左右应该还是能够看到。

好，刚才我们讲了美元的弱势到达一个关键的位置，那同时美元并不在反应美国高收益率的这么一个背景。以前大家买美元的可不就是要买这个美国的债券，拿这个 5 个点的无风险收益嘛，但是我们现在看到黄色线，就是美国的长债和这

个白色的线，就是美国的十年期实际收益率水平，也就是美国的隐含的长期的通胀预期，高居高不下。

看到吧，但是美元已经弱到了近年来一个低点，那么这个反应，就是说整个市场并不特别想因为这 5 个点、4-5 个点的这个无风险收益而失去了美元的购买力。市场认为美元的购买力的缺失，在下一个阶段，不是 4-5 个点的这么一个缺失，或者说你现在拿着美元获得 4-5 个点的无风险收益率并不能够 compensate，并不能够补偿你以后这个美元的购买力缺失。

所以我们看到了一个非常大的 gap 在这里出现了，那上一次出现这样的 gap，出现是什么时候？各位，就是在 2018 年。要看一下，收益率不断走高，通胀的预期不断走高，但是美元不断弱化，那么这个 2018 年的背景，就是当时的贸易战让美元走弱的时候，同时伴随着全球股市，包括我们中国的股市的暴跌。

因此在美元走强和走弱的时候，在我们分析美元走强和走弱的时候，我们必须区分，美元走强究竟是因为它经济增长的预期走强，还是因为它的通胀预期的增长走强，或者说它的购买力缺失的预期的变化。

所以两种不同的 implication，两种不同的预期，它对于风险资产，它的 implication——就是它的含义是不一样的。如果增长预期更强了，那么风险资产是要涨的，尽管美元，美元它的弱势不能占优，但是如果是因为购买力的缺失，像我们刚才看到的这种情况，那这个就不好说了，那这个所有的风险资产都会遭殃，但是这个不是我们的 base case。

现在的情况对应的就是 2018 年的这么一个情况一模一样，但是我们相信，我们选择就是说增长应该没有太大的问题的，因此更多的是对于美元信用缺失的问题。如果是对于美元信用缺失的问题，那就不是我们新兴市场——而是我们中国的市场。美元信用缺失对我们是一个好消息，不是坏消息。我们人民币不战而胜了，人民币国际化就这么顺理成章地就完成了，啥都不用干。

所以这个是我们认为，就是说这个对于未来增长预期的进一步加强，或者说在未来的 3-6 个月，我们并没有看到全球的增长会有太大的问题。

好，那么曾经——刚才我们的上半部分，我们讲了。有人说，这个无风险收益率的下降，就是 A 股要走强了，那曾几何时，其实我们看到，全球的无风险收益率和全球的长端的收益率，它都是同涨同跌的，一直到最近这几年。

我们看到，尽管美国的长债从 2022 年开始往上走，日本的 30 年的国债已经飙到 3%以上了，但是我们中国的国债在不断走低，这是非常奇怪的一个分歧。

同时我们比较一下美国的长端国债的价格——最后我用的是价格，不是收益率——那我们看到了白色的线，就是美国的长端国债的价格，它是在不断走低的，也就是说收益率在不断走高，但是到了 2024 年，尤其在 2024 年四季度的时候，我们的中国的 A 股的走势就已经跟它分道扬镳，也就是说你的美债的收益率越高，你的价格越低，我的 A 股越高。

它不再是我们 A 股定价的 anchor，就是这个定价的锚。回到直接回到了 2013 年，如果各位还记得 2013 年的，那这个 6 月份的时候，我们有一个“钱荒”事件，这是我们中国金融史上最大的一次流动性缺失的事件，当时的主要的推手就是美联储加息，然后中国这边的表外业务，还有理财业务出现存续的问题，导致了当时这个隔夜利率一下飙上了 50%，这是中国金融市场非常引人注目的一次金融风险事件。

那个时候就是美债的收益率走高，中国的 A 股走低，当时是这么一个情况，但是我们现在看到是美债的收益率走高，美债的价格走低，但是我们中国的 A 股不断走高，也就是说，我们的中国 A 股已经彻底地和所谓的这个无风险收益率脱钩了。

所以请不要再说无风险收益率降低，就是我们的牛市的开始。我反而非常担心无风险收益率走低，因为它走低的时候一定是经济出现了非常大的问题的时候，因此大家进入 risk-off 这个避险的模式，大家冲到这个国债去。我看一下，有图为证。

不再是我们的锚，这个全球的无风险收益率再高，我们的 A 股迎难而上创新高——我们用的是创业板，还有这个沪深 300，创业板你看从这个图上面看，它已经突破了前期的高点了，沪深 300 是 4500，创业板是 2800 了已经。这个黄色的线已经在 4800，已经突破了前期多年，6000 点不是梦，允许我发挥一下。

好，我们再看一下，全球流动性的回暖，这个白色线，就是我们向各位展示的，那这个是一个图形的更新、模型的更新。

好，我们看到美元蓝色线，还有这个白色线就是我们的全球流动性的指标，那全球流动性的指标在不断改善，那这个时候往往反应出来就是美元的弱势，或

者是美元不再走强，不再地，所以这个蓝色线是倒序，注意，就是美元的倒序，那如无异外的话，我们会看到美元的弱势会 persist，但是它可能不是大幅地低于 96，而是在 96-97 之间来回来去地跑，来回来去它就是赢不了。

因此我们知道，我们签这个——比如说各位如果是我不知道有没有在公司有做 hedge 的，就是做这个资金管理的朋友。现在是 9 月份，每年的 10-11 月份我们就要做未来的 budget，因为我做一个公司，我要比如说我是一个中国境内，我的收入是在中国境内内地产生的，但是我要做境外的股票的回购、境外的分红，那因为我的股票是在港股上市。

那这个时候我就必须要做，对于这个未来一年的外汇汇率的波动，我要有一个估算，那这个时候我才能在这个 forward currency，这个时候我才能够大概把这个公司需要的资金，未来一年在境外进行回购、进行公司合并等等进行的这些资金的锁定。

因此在我们签合同的时候，一定是在 6-12 个月一般都是有这么一个 direction，那因此如果我今年看到美元一直在 96-97 左右，对于一个 hedging plan 来说，就是对于一个公司资金管理的人员来说，你觉得今年的美元是走弱了还是走强，或者说今年即便它在 96-97 没有动，但是相对于我去年签的那个合约来说，去年它可能签了一个 100 多的合约，今年我就签 95，甚至我们可以签个 90。

我不知道，但是我只知道在今年我做这个 budget 的时候，我说的是一个美元走弱的一个号，就是这么简单。我看大概率是这样，96-97 动不了，那么未来我觉得美元 80 字头应该是没有任何悬念的。

那同时我们看到，这个黄色线，就是我们大家都非常熟悉的上证综指，那上证综指的黄色线，跟我们的这个白色线就是我们的全球流动性指标，完全同步，非常漂亮。

那如果美元走弱——这个图其实我们以前做过了，那我们现在更新一下，让各位看一下效果——那么在我们年初做这个更新的时候，我们说美元要走弱，今年要走弱，这个是非常 anti-consensus，因为所有的当时所有的仓位都是美元走强，然后美元做多，美元是一个最集中的仓位。

但是我们看到美国相对新兴市场表现的黄色线基本上见顶回落，一个大概率的事件。同时白色线是美元，然后蓝色线是美国相对于其他发达国家市场的相对

收益，它也是见顶回落，那同时我们看到，基本上它从一个非常关键的点，尤其是蓝色线非常关键的水平开始回落了。

那就是说如果我有海外的配置，我比如说宁波的出口商朋友，那你在海外做了这么多年，2020 年到现在应该翻了一倍多吧，就算你做标普的话也翻了一倍多，那如果是这样的话，那么你我考虑 100 块钱 200 块钱，那我会把赢了这 100 块钱里头 50 块钱，我重新回到中国来做配置，然后再交点税给这个税务局。

那所以这个时候你会看到美元的弱势，就是白色的线它，大概率就是这么走，这个趋势已经形成了，它是无法否认的，那么随着白色线走弱的话，那么非美国国家，无论是发达还是新兴国家，它一定会有所表现的，这个包括我们的中国的 A 股。

好，最后我们过几个，就是用这个流动性的模型，我们做几个拟合，那这些图，我们在 6 月份的时候，我们都给大家播放过，结论是我们写的就是这个图的标题，但是我们今天做就是做这个图没有变，但是我们做图形的更新、模型的更新。我们看一下白色线是我们的流动性指标，蓝色线是我们的白银指标，6 月份我们见面的时候，白银在这里，你们回去看一下就知道了，白银在这里，现在在这里。我不够高，太矮了，不好意思，但是大家知道，大概是这个意思，所以白银新高，没有任何悬念。

加密货币大家已经看到了，比特币 11.5 万，然后这个以太坊大概到 5000。前几天跟老蔡，跟美图的蔡总，我们聊，那以太坊很明显地在稳定币——就是如果所有的国家都要做稳定币，美国肯定是要做稳定币的，那中国可能也不能够被甩下，香港、中国香港也不能够被甩下。

那这个时候我们会看到，当然以太币作为一个最大的底层架构系统，那我觉得翻倍应该没有什么太大的——当明年年底，就是现在是 2025 年 8 月，一年多 16 个月翻一倍，我觉得没有太大的悬念。

所以这个，我们做的是以太币，这个橘黄色的线，然后这个比特币黄色线跟这个，还有人民币蓝色的线，跟这个全球流动性的关系，那如无意外，我们看到所有这些东西都会涨，都会涨，因为流动性来了，人们对于风险的偏好它就会加强，风险偏好加强，这个时候你会看到。

比如说现在有的券商说，人民币要破 7，不是人民币破 7 是因为我们 A 股的——或者说中国的风险资产收益，它有一个给了各位一个新的憧憬，各位对于未来的预期，从一个通缩的预期转为再通胀预期，reflation 的预期。

那这个时候我们就看到对于人民币的需求就开始增加，因为你要买人民币资产，无论是出口商转回来的美元，还是海外的基金对于中国的配置，我们都会看到对于人民币这个货币的需求它会增加，因为你要买中国资产，不知道你买什么，反正就是要买人民币资产，你就得买人民币。

那比特币和这个以太坊我也写了很多了，就不说了。

再看，这个是——哦，白银，我发了 2 次了，看来我很喜欢白银。我按错了，不好意思。那这个是我们的人民币单独的跟这个全球流动性的指标的一个比较，我们看一下太漂亮了，是不是太漂亮了。那所以即便是没有学统计学的朋友，没有学过的，可能一眼就能看出来，人民币升值，现在是 7.1 几了，应该是没有结束的。如果人民币升值没有结束，对于人民币的风险偏好增加，那么对于人民币资产的需求也会增加。

黄金继续有所表现，这是 6 月的原标题，那我们现在看到，黄金在 2500 左右，它又好像就又不动了。所以我们其实也很久没有讲黄金了，但是并不是说黄金它就没戏了，而是说，在下一个——就是在我们做配置的时候，我可能就会多配一些白银，就贵金属的这个 category 里头，我们就会多配一些白银，少配一些黄金，多配一些加密货币，少配一些黄金，大概就这个意思。

那的确，你看黄金在我们上一次见面，我们画了这个上升的趋势，它现在已经在趋势下沿以外了。当然我再次强调，就是说技术分析，是我们拿来做辅助的，我们在交易的时候，那我们先对基本面有一个 view，然后从这一个 view 上头，我们寻找适合我们对于这个基本面判断的一些标的。

比如说我们现在看到流动性条件、全球流动性条件在改善，同时对应的背景就是美联储要降息，中国肯定要降息，然后其他的国家欧洲早就已经开始降息，那在这么大一个背景下头，我寻求一个弱美元，弱美元对应的是风险偏好的上升，风险偏好上升对应的风险资产价格的上升，因此加密货币、黄金、白银、比特币都怎么买都可以，A 股都可以买。

但是那黄金在 3500，很明显央行的增持的速度在放缓。你看它这几个月走得挺纠结的，上不去也下不来，你没有办法空它，因为它的下跌空间不大，但是它也没有上去，它就在 3400-3500 之间，它没有上去，所以它并不是一个特别好的——并不是在这个时候它就不再是一个最好的标的了。

如果各位在过去两年观察我们的观点的时候，我们一直一直在看多黄金，因为当时是 1600 嘛，上面的空间非常大，我为什么不看多？现在 3500，假如你再往上走 100 块钱 3600，so what，我们科创板一天就能涨个涨停。

那么这个是黄金，工业金属，这里我们主要讲的是这个工业的金属，那刚才我们讲了工业金属，由于我们中国的反内卷的政策，以及这个预期的改变，这是非常非常关键的改变——不是无风险收益率，不是存款搬家，是我们的中国对于通缩的环境不再容忍。

太重要了，因此产生了一系列的从通缩的象限向再通胀的象限转移的资产配置的观点，这个才是最关键的。只要这个观点的方向没有发生——或者说这个象限的改变没有发生改变的话，那么我们就坚持不变。

那因此我们看到随着全球流动性的改善，你看工业金属都会改善，刚才我们讲，要建雅鲁藏布江的大坝，要建公路、修桥什么的都需要这个。铜，怎么说呢，大概率事件，我们应该也还是会看到，就是铜在 1 万以上，但是铜的空间，因为毕竟铜它还有其他的供给的左右，那么我看了一下这个对于供给的预测，就是做大宗商品的有一群人，他们是专门做每一个大宗商品的分析师，比如说铜它会有一个铜的分析师，原油有原油的分析师，黄金有黄金的分析师。

做 A 股的人什么都懂，所以这就是资源配置的不匹配，所以我更愿意跟 A 股的朋友聊天，因为他们上知天文下知地理。那如无异外的话，铜 1 万以上，我觉得应该是没有太大悬念的。

那这个就是我们对于海外的机会的判断，那很明显，今天的会议开的时间点是我们特别选的，因为我们知道很多朋友对于牛市将近有争议。在流动性改善的时候，你不需要太纠结基本面是否改善，中国的牛市从来都没有基本面的支持，是不是？所以纠结啥呢。

同时我们看到的是全球的流动性的条件还在改善，在我们 6 月见面之后，过去两个月进一步改善，这个导致了全球的风险资产都在不断创新高，这是一个我

们没有经历过的周期，包括我们自己本人，我经常说我自己经历了无数次的金融危机，1997 年亚洲金融危机，然后跑到香港来实习。

2001 年到了美国 911 袭击，然后我就回澳洲去了。2008 年我又回到了，2007 年 12 月回到了美国，造成了美国的次贷危机，不堪回首。所以我总是觉得就是这养成了我对于风险极度的厌恶的一个习惯，就是我特别的不喜欢波动。

但是即便如此，就是一个谨慎的人，看到机会他还是要抓住的，那我们现在看到，就是政策的风向开始发生了非常大的变化，并不是说我们这一次反内卷一定就能够成功，因为反内卷从本质上是对我们以前的文化、对以前的工作的习惯的改变，这是很难改变的，但是它一定会在短期有一定程度上，无论是在大宗商品上、在股票上、在其他的风险资产类别上，它都会有改变，因为通胀的预期发生——通缩，由通缩到再通胀，这个预期发生了改变，再通胀的预期让我们重燃对于中国股市的信心。

10 年前，我们有一波 5000 点的故事，20 年前，我们有一波 6000 点的故事，10 年后的今天，20 年后的今天，我们再来看，我觉得我们应该把我们的想象力充分发挥一下。所以什么 3900 点，我觉得就不要想了，好吧。

那我现在打开这个会场，看大家有什么问题，可以现场解答，谢谢。

问答环节

主持人：谢谢老师，那我们先回答线上的问题。

问题一：A 股后续小盘和大盘哪个会表现更好？您觉得牛市什么时候会结束？

回答：开始了，还没有开始，他就要想结束，谢谢，我喜欢这个朋友的想法，因为他总是一只脚在门外走，一看到这个情况不对了，"让领导先走"。是这样，这个问题分得非常好。第一个，就是小盘股，一般来说，在牛市里头如果风险偏好好的话，小盘股肯定跑赢的，那这个阶段，其实我们也看到了之前领涨的这些板块，像大金融、像这个高分红板块，其实这些都是大盘股，因为它们很稳，然后分红率非常高。

但是到了这个阶段，我们看到了最近，它很明显是跑输，很明显的跑输，那同时，刚才我们也讲到，就是说大金融，尤其是大银行，它是拿来接盘的，它的这些分红，都是所谓的无风险分红，是可以持续的，但是也可以涨，但是注定了它们跑不过其他的小盘龙头。

现在我们看到领涨的就是科创 50 和，和那个创业板，创业板跑得也不错，当然深证成指跑得也很好，都是有新的板块在里头。

中国股市最大的问题就是中国股市里头的新生的力量并没有在我们的指数里头表现出来，我们指数的编制是有问题的，有巨大的问题。同时各位我们现在倡导的是这个指数化投资，当然了，如果各位你看，如果你投这个恒指的话，都是老经济，像什么长江实业、和记黄埔，这种东西，都是李家的东西，它并不代表我们经济里出现了这些新的生产力。

否则你怎么样解释创新药今年跑得这么好，不仅仅是股价好不好，很多的这些创新药公司，还有这什么森马，还有什么寒武纪都赚钱了，赚 2 亿多，扣除 1 个亿的补贴，但还是赚钱的。那这这就是一个从 0 到 1 的改变，就是大家突然相信了，这就是我们中国的英伟达，然后这个阿里突然冲出来我们还有一个，那这两个兄弟肯定要打架。

我们现在有一个新的政策叫"China buy China", 听说过吗? 中国买中国, 就是中国人买中国, 大概这个意思, 这个是北京传达下来的政策。那的确, 其实我们今年看到的很多的机会好像是一一像这个不是星巴克喝蜜雪冰城, 不买这个海蓝之谜买这个毛戈平, 不买爱马仕买老凤祥黄金, 不买迪士尼买这个老铺黄金。

那这些, 其实都体现了就是我们的消费的习惯, 我们的整个经济里头出现一股很大的创新的力量, 其实当年 90 年代的时候, 日本也出现过。那在泡沫破灭之前, 那日本人特别喜欢买什么? LV、Prada, 跟我们一样, 全世界一半的奢侈品的销售是在日本完成的, 全球最大的爱马仕商店是在东京, 到现在还是。

所以 90 年代之后, 就是泡沫破灭之后, 其实它就非常内敛了, 它就开始看这个国内的这些品牌, 像什么 7-Eleven、文明堂, 像这个优衣库, 都是那个时候出来的, 那其实中国, 其实我们现在也看到一个类似的潮流, 我们中国, 而且我们国货现在做得非常好。

星期五我在深圳那个中国投资峰会去, 他们发纪念品, 那以前发纪念品, 都是给你一个什么 USB, 要不然给你一个笔记本什么的, 现在给你一个老铺的东西, 所以大家, 而且大家排了——有的人排了一个多小时去领, 因为外面买不到, 那这是限量版。

那所以这也体现了就是我们这种国货的崛起吧, 那当然国货崛起不是今年才崛起, 而是今年被普遍被大家都接受了, 所以这些都是我觉得没有在我们的指数里有体现出来的机会。

所以今年, 即便是在过去的几个月, 即便是整体的恒指, 它没有很——它就在 25000 左右, 它就 stuck, 它就停滞不前了, 但是个股的板块, 其实个别这些板块有新的概念的, 这些板块的表现非常非常好。

所以这些都是我们觉得, 在这样的一个时间里头, 大盘股并不是我们最好的投资标的, 但是它们也会涨, 但是你不会获得 alpha, 你就获得一个 beta 的幸福。

第二个问题是牛市什么时候结束, 这个太难了。还有一个类似的问题, 您觉得 A 股见顶有哪几个指标?

第一个问题可以用第二个问题来回答, 就是牛市可以什么时候结束, 我们的答案应该是如果我们看到这些指标发生这样的变化, 这个时候我们说有时间结束, 而不是说时间是什么时候。因为我们都知道, 我记得我 6 月份的时候, 我去参加

这个瑞士宝盛的那个，他们在新加坡举行的下半年的展望，当时大家问我对于恒指看多少点，因为他们不能买 A 股嘛，我说那应该 28000 应该是能看到的吧，结果下面观众说："哦，那这样 26000 就没了这个市场，因为大家都会在你的这个目标价之前逃跑。"这样好像也是对的。

所以我想说的是这个市场，慢慢的当它往上涨的时候，你就会看到很多乱七八糟的人开始疯狂地喊牛市，什么"倒车接人"、"跑步进场"，什么这种很煽情的、很戏剧化的、很 drama 的这些形容词都会出现，而且你会发现你越来越听不到我的声音，因为我的声音将会是最冷静的那种，但是在市场疯狂上涨的时候，谁要你这个理智，因为这种市场就是撑死胆大的饿死胆小的。

所以在 2015 年的时候，大家可以回去看一下，我们 2015 年 6 月 16 号，"回到中国的泡沫，800 年的市场，800 年历史的领悟"，那当时我们用了一个指标，因为估值是没有太大意义的。因为我们都知道越贵的东西，越好的东西越贵，越不好的东西越便宜，所以如果我们永远买不好的东西，或者说永远买便宜的东西，那么你只有一个办法，你就会跑赢市场，你会成为这个亿万富翁，就是你活得足够长，就你的基因特别好，像巴菲特一样每天喝可乐，吃汉堡，吃牛排，怎么折腾都很健康，能够活到 90 几，实际是人家拿着股，一持股就要持几十年，我们可能不行，我这样折腾可能够呛。

所以我们并不觉得便宜就好了，或者说价值投资它就怎么好了，它只是一个策略，而且如果你要买低估值的板块，往往蕴含着巨大的风险，因为低估值总是有原因的，因为估值和价格是一样的，所有人都能看到，那为什么你看到低估值的时候，你冲进去了，别人不买，什么市场不买，那这不是很奇怪吗？难道你知道一些东西市场不知道的？

还是说你只是看到这个股票估值很低，所以你冲进去买，那如果是这样的话，那你没有任何的 edge，就是你并没有看到市场看不到的东西。如果你看到了，就是说这个东西很便宜，但是你知道它为什么会便宜，像巴菲特，那么可以买没问题，但绝大部分时间，尤其是我们刚才看的——

如果是这样，我就闭着眼睛全仓银行股，那我也不会亏，因为有一些板块也很贵，有一些板块很便宜，造成了长期的均值，它也不贵，所以估值并不是我们买和不买的原因，它是一个指标，但是它并不是我们买和不买——

如果我看到估值非常贵，我要问一下是不是模式发生了变化，比如说像寒武纪一个月涨了一倍多，那是不是它的估值的模式——你过来一看，真的是因为人家从不赚钱，从亏钱到赚钱，实现了 0 到 1 的转化。阿里一天一夜回到了 100、接近 120 的这样的水平，因为人家造出一个芯片等等等等。

所以估值不会是一个指标，那 2015 年的时候，我们用了一个指标叫换手率，换手率就是我们用这个自由流通市值除以成交量，这样我们计算这个股票多少天实现一次完全的换手，那在 2015 年 6 月 15 号，就是在我们写这篇报告的时候，我们看到了当时整个市场，它的换手率大概是两到不到 3 天换一次手，就是不到 3 天，整个市场的持股人全换了，这太疯狂了，这哪里是投资。

所以这个时候就是我当时当然做空的时候，各位做空的时候，还有一个就是说你的理由是对的，你的指标是你的逻辑，但是市场还可以持续一段时间，它刚好——如果你刚好空在这个时间点上的，那你的运气还是有一定成分的，就像我们买的一些股票，它也是有运气成分的，无论你做得再完美的分析，它都是概率。

我相信在一个泡沫里头，换手率是一个非常好的指标，我们可以再次使用，我们会密切 monitor 这个换手率，尤其是那些高增长板块、高增长高估值板块的换手率非常非常重要，它们一定会在整个事情后面帮助判断。

第二个，就是说如果我们要择时这个市场择时，我们要择时一个最高点的时候，每一个市场的上涨泡沫化都是不一样的，每一次市场主要矛盾是不一样的。

大家要记住，你看比如说 2007 年的时候，那 2007 年的时候，可不就是在美国次贷危机的爆发，中国的房地产当时到 2007 年下半年的时候，其实已经涨不动了，虽然很贵，但是已经涨不动了，它已经疲态尽显。那这是 2007 年的时候，我们看房地产板块怎么样去表现。

2015 年的时候我们看创业板板块，甚至 2015 年的时候，我们看恒指，港股是在 4 月中下旬的时候见顶回落的，到 5 月份基本上就不再创新高了，但是 A 股一直拖到 6 月中旬，这些都是领先指标，但是如果你 5 月份的时候喊泡沫破灭了，但是你一直熬到 6 月中旬，它才真的泡沫破灭，这一个月是非常非常难熬的，因为所有人都在疯狂地赚钱，闭着眼睛赚，牛顿就是这么破产的，这么聪明的人。

所以有很多指标吧，就是说每一个阶段的主要矛盾是不一样的，大家一定要注意，绝对不能够照搬以前的，那比如说做对了 2008 年次贷危机的泡沫的，做

空那个次贷证券的——忘记了，现在他当时的基金是在——由于 2008 年这一战成名，他一下子多了几百亿的管理规模，但是从此之后他就再也没有赚过大钱，因为他不断地在看空，不断地在看美国的房地产，不断地在看这个次贷，他觉得这个还是会重演，但是如果按照这个逻辑的话，你看刚才我们有张图是美国的股票的上涨和美国的房地产指标的下行，那你就做不了，如果你按照 2008 年的话，你现在应该全仓空进去，因为现在的这个背离已经达到非常极端的地步，但是你不会这样看空，因为这一次的上升并不是房地产带动，它是 AI 科技带动。

所以我们中国这边也一样嘛，我觉得这些新的板块，它们既领涨也领跌，那么它们的技术指标，各项的技术指标我们需要去模拟，那主要注意，就是说基本面的变化是后于技术指标的变化，就是说你会先看到技术指标转向，但是你不知道为什么，那一直到暴跌跌完了之后你才知道，比如说它涨涨这么多，后来一看，哦，原来从不赚钱转移到——从亏钱转到赚钱，完成了 0 到 1 模式的转化。

所以这个问题请容我们以后的见面会这样回答，因为现在说实话，我坐在这里要胡思乱想，我可能也想不出来，市场瞬息万变，每天变化莫测，我觉得我现在在这瞎拍脑袋，把自己拍晕了，估计也给不出一个好的答案，谢谢。

问题二：目前 A 股里还有哪些可以押注的板块？现在建议多少仓位？这两个问题可以一起回答，目前 A 股里还有哪些可以押注的板块？只看赔率输赢都无所谓，然后另外一个想问一下您，现在的这个时间点建议多少仓位？

那肯定是满仓。跟我讲我的仓位呗，**我就是押注的稀土和白银**，还有其他一些，因为我怎么说呢，因为每个人的——这就是我说的交易是无法复制的，因为我做的是衍生品和期货，各位很可能是现货，那做衍生品的期货，我并不需要满仓而达到满仓的效果。

这是完全不一样的，我可以用一个非常小的仓位去表达我的观点，所以我亏的时候，我知道我最多能亏多少，我可以忍，但是如果你全仓进去的话，有一些板块——好像上周五是吧，寒武纪好像跌得挺多的是吧，因为我在开会，出来一看，像停牌了，幸亏没有。

所以这个交易是无法复制的，但是我刚才讲了，反复讲过，就是说这一轮的牛市，每一轮的牛市，都有自己的领头羊，就是引领这个整个市场的情绪和上涨趋势的板块和个股，那这个时候，我们跟 2007 年，比如说大金融、五朵金花、大蓝筹，2015 年，创业板，这些新的东西，这个互联网券商等等等等，还有互联网+。

今年，就是所有的这些新的东西，比如说什么创新药、这个新科技、半导体，那这些，我相信都会继续领涨，但是中间你怎么样去交易，因为刚才这个朋友说他只看赔率，不看胜率，输赢无所谓，**只看赔率，那就买以太坊。**

胜率和赔率的问题，我在前几天一个直播里头谈到，胜率好的，胜率好的东西，赔率不一定好，比如说国债，比如说这个理财胜率 98%、99%，但是赔率就是 4%。

所以我们要找的就是赔率和胜率都好的，如果你要我找赔率好、胜率不好的，我觉得这并不是我们做投资的主要目的，我们做投资的最主要的目标是要发现一些不对称的机会，就下行的风险小，但是上行空间大。

那比如说之前买了阿里巴巴 Call 的朋友，爽了吧，估计要翻倍了，周一绝对翻倍，你的期权绝对翻倍，那还有其他的，比如说买了恒指的期货的可能——所以肯定是要大涨，所以我觉得胜率都不能够放弃。

这个问题我知道你非常具体，我知道你只是想问我哪一个板块它上涨空间更大，上涨空间最大的就是这些所有的新科技，所有的带着新概念的东西，以及一些 A 股没有的东西，就是**比如说我们在港股里头有一些稳定币加密货币概念股。**

国泰君安国际太夸张了，这个股票真的是借都借不了，你想空都空不了，一直逼着你往上走，那这些跟基本面一毛钱关系都没有，因为你接不到货，一定把你轧空的，所以有很多很多机会在这个境内和——在 A 股和港股，但是它们都是跟新的东西相关，因为这一次的牛市，它是这一些新的板块主导的，而这些板块并没有充分地现有的股票指数里头体现出来。

问题三：请问您如何看待恒生科技指数在未来这一轮牛市中的表现？您觉得中概股和恒生科技更看好哪个？

回答：KWEB 是一个美国上市的中国的互联网指数，绝对这样，这是一个大概率的事情。但是我特别不喜欢用那种什么加杠杆的 ETF，特别讨厌，因为跌的时候跌得比谁都快，涨也涨不起来，所以可以买个股。这是中概股的一部分，那比如说还有一个 PGJ 金融指数，金融指数我忘了是谁发的。金融指数接着涨大概率的事件。

问题四：您更看好哪个，是中概股还是恒科？

都看好，成年人不做选择。但是有可能是美股那边跑得更好，因为美股会——它的汇率会走弱，因此你是一个中国投资者，对于你来说，美元走弱绝对对你是非常好的一个消息。

问题五：您觉得科技医药新消费阶段性走完了吗？接下来配置哪些板块盈利更大？

回答：没有走完。我们反复说它一定是领导者，但它可能会回调，因为涨得太凶了，因为大家都要轮动一下，我知道 A 股的投资者很喜欢轮动。它有轮动，大家跌下来，大家以为这个行情结束了，不是，它肯定是没有走完的，因为还是那句话，就是这个是同一个问题，就是说哪个板块涨得好，这是同一个问题，还是那些新的板块涨得好。

问题六：目前市场下，您觉得 A 股的科技板块泡沫大吗？如果是满分 10 分，目前可以给到几分？

回答：这一定是看了我 TVB 的那个采访，那个主持人就是这样问我的，然后后来那个视频没了。

你是说了哪个指数呢？我们就用创业板来做吧，创业板比较宽一点，而且它里头的市值也比较大了，创业板创新高基本上没有悬念，刚才我们看到美国的长债不再是我们中国估值的 anchor（锚），就是不再是我们中国估值的锚，美国的长债的收益率越高，我们的 A 股越高，因为他们倒霉就是我们的幸运，谁让我们

是竞争对手呢？

这个世界上很少有双赢的局面，都是拿来骗人的。你见过双赢的博弈没有？大国竞争就是你赢我输，你死我活，你强我弱，你兴我衰，总之就是零和博弈。

所以如果是这样的话，我们用创业板做这个代理指标，那创业板创新高没有任何悬念。

问题七：请问以太坊回调到什么价格范围内可以适合大幅加仓？

回答：无法回答这个问题，因为我不知道你的交易窗口有多长，因为在我们推荐的时候是 2600，然后应该是一个月左右吧，7 月份的时候，到现在是 5000 左右吧，最近有跌下来吧。

那我觉得之前我们讲的是未来的 16-18 个月，要一年半，但是在这之前你如何操作，那就没有办法，因为加密货币它的不好的地方就是说它的波动性非常的大，非常非常大，所以持有的感觉就很不好，就是说当各位做投资的时候，当你的仓位波动非常大的时候，它是很影响你的心情的，虽然最后它还是涨。

那在白银到达 40 之前，现在已经突破 40 了，但是在到达 40 之前，每天都有人在群里头问我："白银是不是不行了？"那我这个人我是因为白天我都在工作，所以我都是半夜 11 点钟我才看手机，我一看，搞得我一晚睡不着，但是我相信那位朋友睡得很好，因为成功地把他的焦虑转移给我了。

所以如果你选择做加密货币，那你就要有这个 stomach（胃口），你要有这个风险承受能力，否则就不要，真的不要，太消耗你了。你看那个川普宣布了之后，它有几天，那它一下子涨到 4200，然后又一下跌到 3600 还是 3700，然后又涨，我操，这样大的波动，不是一个正常人的——就是我们正常的股票投资者能够理解的波动。

所以我觉得看 18 个月吧，翻倍，这是一个我们的目标价。

问题八：最近权益市场热度不断升温，黄金白银的下一轮上涨是否会比预期延迟？

回答：黄金反映的不仅仅是我们中国老百姓买起来了，印度央行也在买，中国央

行也在买，主要是央行买起来。当然我们中国的投资者功不可没，因为我们觉得买黄金既是消费也是投资，买这个东西金灿灿的过了一把消费的瘾，但是它还会升值，就跟以前买这个爱马仕包包一样，所以大家都很乐意买。

那这些钱现在如果 A 股起来了，它会不会就不买了？我觉得不会的，因为这是两个不同的 category。黄金和白银，尤其是黄金，它并不是一个——或者说我并不把它当做一个风险资产，在现在这个市场里头，它是一个对冲极端风险的资产，比如说地缘冲突，比如说美元的突然的不知道发生什么事情等等，那么这是两个完全不同的概念，所以两者都要有。

那在之前我们的上一个部分的演讲里头，我们说，我们的这个风险的偏好，其实就像中药店里头的抽屉一样，它是分层的，所以在我们盘点自己持仓的时候，我们只会记得最近我哪个仓位赚了多少钱，从来不会记得某一个仓位还亏了很多钱，可能现在还在套牢。

但是只要我没有卖，我就没有亏。但是每个人都是股神，因为这位朋友，寒武纪那位朋友，恒瑞医药，还有什么百济神州都涨得非常好，但是他忘了，他还很多东西没涨的。

所以我觉得不会影响，它可能会分流一部分资金，但它并不会影响这个趋势，就整个趋势就是说全球流动性改善，流动性改善的意思就是说这个池子里头的水越来越多，那本来你只有 100 块钱购买 100 块钱东西，现在你有 200 块钱可以买 200 块钱东西，本来 100 块钱全部买黄金，现在你有 200 块钱，100 块钱买黄金，100 块钱买股票。因为它是两个不同的抽屉。

问题九：特朗普一系列干预美联储的行动会加快推进美联储的降息周期吗？还是会令市场对美联储的信用失去信心？

回答：都有吧，我觉得鲍威尔就这样，就是说他的 legacy 已经形成了，就他并不会因为特朗普的威胁而毁掉了他的 legacy，就是他的这个传承。

若干年之后回顾，你看人写这个鲍威尔传，他一定会说他是一个美联储历史上唯一的一个抵制强权，以最快的速度加息，保证了美国经济软着陆，同时制造了市场历史上最大的牛市的这么一位美联储的主席。他用自己的力量捍卫了美联

储主席的尊严和美联储角色的独立性，这就是他的 legacy。

因此，在我临退休不到半年之前，突然你要我屈服于特朗普？我绝对不会这么干，如果他炒了我就更好了，反正我也不差那点钱，他也不炒股，他不需要内幕消息，我就是要维护这个 legacy。

但是如果我现在改弦易辙，我就遗臭万年，我为什么要这样做呢？这个 payoff 是非常明显的，他的风险收益不对称是非常明显的，所以我一定不会这么做。

所以如果是这样的话，我还是认为市场之前对 9 月份 50 个点，就是 25 还是 50 个点降息它是过度乐观的，是 90% 几的概率，就是基本上 100%。我觉得这个是远远高估了美联储的这个冲动。

当然如果未来看到更多的经济放缓迹象，或者说看到就业市场放缓的迹象，那么很可能他会大幅降息，但是由于刚才我们讲的就是说美国劳动力市场，它的非常大的结构性的变化，导致 BLS 就是美国的 Bureau of Labor Statistics，它的以前的对于这个劳动力的全部的这些假设都很可能都要重新刷一遍。

我们更新模型的时候，我们都知道，那到了 2020 年之后，我们看到比如说股债之间相关性就不行了，那我们要重新设置这个预测模型的假设，那我们自己更新模型的时候，那很容易，改这个 Excel 改一改就可以了，人家那个美联储 700 个 PhD，700 个 PhD 要保证他们的就业很重要，所以他并不能够一下子就把这个假设改过来，因此造成了他的数据，就是因为每一个 BLS 这个数据，他都有 initial、second 和 final 三次修正，所以 initial 出现了很大的偏差。

正是因为美国的劳动力市场结构出现了很大很大的改变，那这个时候你再去——你说就业市场会，或者说大家关心这个失业率会大幅上升？我觉得不太可能，因为劳动力的供给大幅下降，因为非法移民基本上都没了，基本上就这个意思。

所以我觉得市场过于乐观，对于大幅的宽松并不是我们的 base case，这并不是我们的基准情形，我们认为大幅宽松的概率小于市场预期的概率。

但是我作为一个中国的投资者，我不纠结，那我知道最大的机会，无论你的美联储怎么加息也好，我知道最大的机会在这里，我不纠结这些东西。

上周五美股大幅收跌，但是我们中国的中概，还有我们的这些相关的指数，都是 A50 的期货、恒指期货都是涨，都是涨得很好的，所以这个也足以说明，就

是说我不纠结，我作为一个 A 股的投资者，我不纠结。

问题十：请问中国国债的收益率会因为充沛的流动性而继续下降吗？近期收益率的反弹能否考虑配置一些？

回答：债券基金经理终于冒泡了，非常好的问题。我觉得如果股票上升的话，其实债券收益率上升也是一个大概率的事件，那这个主要还是因为，一个是资金的轮动的问题，那么另外一个，就是说风险偏好的问题，那风险偏好上来的话，刚才我们讲了就是说如果债券收益率止跌反弹上升，那对于我们经济，它是一个好消息，不是坏消息。

它反映的是通缩预期变成了再通胀预期的一个模式的转换，它对高增长、高估值、高增长型的资产是非常非常友好，就是这么一个环境。

那所以这个时候你说，因为收益率已经跌了这么多了，我可以配置，配置没有问题，那因为毕竟它还很低，那配置我们讲的是 3-5 年，那 3-5 年之后我也不知道会在哪里，但是如果从配置的角度来考虑，我觉得是可以配置的，但是你也别指望最近这 3-6 个月就因为仅仅是因为这个收益率之前大幅的下跌，因此你就反弹过深了，这个我觉得不能够这么看，但配置就可以了。

问题十一：我想说一下，如果因为股市的上升，反而是能够拉动经济的复苏，这样的一种可能性，因为我们知道 2015 年的股灾之后，其实是在 2016 年年初的时候，还会——那个时候又触底了一次，那么这对——那个时候触底之后的话，其实中国的经济反而是有了一定的复苏，我记得当时从最低点的话，又上来大概 20% 左右吧，所以说在我看来的话，这是不是一种通过股市来拉动的经济的一个复苏？

回答：股票的上涨是否能够拉动 GDP 的上升，它是不行的。只有 GDP 的上升拉动股票的上涨，股票的上涨可以脱离 GDP 的上升，但是它并不能拉动这个 GDP 的上升。

股票的上涨暂时改变了大家的预期，但它并没有改变房价一直下跌的情景。2016 年的情况跟现在不太一样，2016 年——现在有一张著名的图，所以我们房价从 2021 年见顶之后，现在已经跌到了 2016 年的水平，因为 2016 年之后，我们看到中国的房地产商开始全国化，就是恒大这个商业版图的拓展，要从高线城市向低线城市去发展，导致了二三四线城市，它包括供应，房地产供给过剩的现象比一线城市要严重得多得多得多。

那这个时候我们看 2016 年的时候，大家如果记得那个图——就是以前我 6 月份的时候，我们发过一个图，就是中国的所有的宏观部门的杠杆率都在上升，还记得这个图吗？所有的人，包括政府，包括国有企业、家庭，包括非银金融部门，所有的部门的杠杆都在上升，我们现在去杠杆的过程还没有开始，跟 2016 年的情况不一样。

2016 年是我可以接着往上加杠杆，我们现在看到的很多的杠杆都是 2016 年之后加上去的，现在就是我们要还回去的时候。

一般来说，现在假设我们用房价做一个代理指标，房价已经从 2021 年的高点回到了 2016 年的低点，这个起点了，就是这个大的泡沫已经没有了，但是你觉得房价会不会接着跌？大概率会的。

所以这就是房子这种资产的不同地方，就是它是一个长周期的资产，那它进入了一个调整的周期的时候，它的调整的力度会远远超出你的想象，但是它上涨的时候，上涨的力度也远远超出了大家想象。

我经常说，就像香港这种城市，它在 1998 年见顶，1997 年、1998 年见顶，房价见顶，一直到 2003 年，跌了七八年吧，当时跌了 80%，豪宅房价。东京的房价在从峰值到泡沫完全消化掉，大概跌了 80%，豪宅的价格，你不要以为是什么核心地段豪宅就不会跌，它跌得最狠。

但是我一直跟我的朋友说，如果你现在住了一个豪宅，住得好好的，你也没有贷款，你把它卖了也卖不掉，住得挺好的，那如果你把它卖掉了，你自己还要找地方住，现在租金据说涨了很多，因为大家都不买房子，等等。

所以我觉得股票涨大家都很开心，我也很开心，我看到大家赚钱比我自己赚钱更开心，因为我管的是别人的钱，不是我自己的钱，开玩笑。

我的意思是，不要以为股票涨了，所有的问题都能够解决。股票越涨问题越大，股票的价格和基本面脱节越严重，以后的问题就越大。2016 年的这些政策就是这样来的，所以当时你还记得吗？就是这个"涨价去库存"，农民工进城买房，然后这个什么"房子是用来住的"，都是一样，那当时你可以放开限购，既刺激居民的买房的热情，因为大家的家庭的资产负债表上，这个杠杆，都没有加杠杆，都没有加到极致。

现在不一样，现在我估计再让大家再去借钱买两套房，再买两套房，这个概率是非常非常小的。

所以长话短说吧，我觉得股票涨固然好，但是股票涨并不能够带动 GDP 增长，它只能改变各位的预期，但是如果这个预期不兑现的话，那么跌下来的时候仍然是一地鸡毛，因为泡沫的定义就是你的股价远远脱离基本面。

泡沫的定义并不是说你的估值有多么的高，它最根本的定义是你的股价远远脱离了基本面，在这样的背景下，必然产生的是你的估值的过高，因为你没有盈利，但是你的股价已经涨到天上去了，所以股票越涨，基本面不兑现，预期不兑现，问题就越严重。

所以作为一个交易员，如果天天大家就天天都看到刚才那张图，在房价一直下跌的情况下，因此失去了对未来的期待，那就连咸鱼都不如。周星爷说了这么一句话："如果人没有了梦想，他和咸鱼有什么区别？"就这个意思。

所以我觉得从交易的角度来看，不会悲观，但是从长周期的角度来看，股票涨与跌并没有改变长周期的结构。

问题十二：老师你好，我有几个小问题。第一个就是证券板块，你怎么看？似乎国家队在有意压制这个证券板块，不让它走得这么快，大家也把这个证券板块当做一个情绪指标。

第二个就是创新药板块，最近也在回调，似乎有一些股东也在套现离场，所以不知道是被这个半导体把资金吸走了，还是说这个只是一个阶段性的，仍然还会是这个牛市的一个主线？

还有一个问题就是您刚才说的以太坊，您刚才说的这个是 18 个月，然后我们知道比特币它是有一个四年的周期，您说的这个翻倍是指从现在的四五千，还

是说从 2000 多这个低点算到 1 万？

回答：第一个问题是券商。买券商没有任何问题，券商一定会涨，买券商一定会涨得比较好。国家队要压，因为不想它涨得太快了，你的观察是对的，但如果国家队这么压，那可不就是给你留下了巨大的获利空间嘛，也要感谢国家队是不是？

所以我觉得并不是一个大的问题，就是它的趋势成立了，而且趋势后面的逻辑我们刚才讲了一遍，从这个通缩的象限进入了再通胀的象限，这个非常简单。

现在我觉得由于这个市场有很多各种各样的声音，大家都认为还是存款搬家，它没有对于这个政策的转变、决策层的拐点做一个充分的理解，大家都觉得存款搬家，那存款搬家你随时都可以戛然而止的，还有那个什么无风险收益率，那就更扯淡了。无风险收益率下降，完蛋了，通缩预期越来越浓，股票不可能涨。

所以这都是扯淡，如果我们明白了这个趋势变化的逻辑，那同时这个逻辑并没有被所有人 appreciate，就是没有被所有人理解，甚至拥抱——faith，宗教的信仰是不需要证据的，领导的决策的意图是不需要猜测的，我们贯彻执行就可以了。

所以我觉得券商还是会涨的，比券商还是会涨得比整个板块要好。

以太坊的那个我回答了——**整数比较好记，1 万。18 个月之内，它可能 6 个月完成，这个谁知道。**

第二个问题就是创新药，创新药好像在盘整，就类似黄金的这么一个纠结，在某个价位左右，上不去下不来，然后看到有资金的时候就流出，然后你还说了一点就是持有人好像在减仓。

那这些都是令人担忧的地方，但是它并不足以改变——你要看这个公司的盈利模式，那之前很多这些创新药公司在过去的两年，它被杀得很惨，我记得有一些杀到连公司的市值低于现金，这种东西是一个非常苛刻的指标，那现在股价上涨的时候，股东要套现也是很正常的。

马化腾你做一张马化腾减持的表，腾讯一直往上走，从 80 涨到最高是 700 多，它一路减持。如果你按照这个规律的话，那你早就把你的仓位减完了，但是人家也要买游艇，买别墅，老婆孩子还要花钱，所以这我觉得很正常。

这个股东总是先于市场套现的，因为如果股东像市场那样套现的话，那么它在最高点一定是出不来的，它一定是要在最高点之前套现，所以不足为虑。

如果你看一下美国，美国在六七月份所有的 following——indicator 就是 insider，就是这个公司的所有人都在减持，所有人都在减持，包括谷歌，包括可能 Meta，包括所有这些人都在减持，那你觉得谷歌什么还能涨到新高吗？

所以股东减持不是一个最强的信号，就是说你要看它以前的 behavior，所以我也不会太担心，我觉得所有的新的东西，它都会成为我们这一次牛市的主要的引领者。

问题十三：首先感谢您的分享。您在刚才回答中国经济基本面的问题，您也表现出其实对中国经济长期的一个信心的不确定。那我想问的是，就是对于一些海外经常账户的聪明钱，您的推论里面有一个重要的假设，就是说它们会因为这个牛市起来，而把这个海外的这些换成人民币，然后回流到 A 股股市。但是有没有一种可能，就是因为他们看到中国长期基本面的不确定，他们选择表达的方式不是换成人民币，而是流入到港股里面，包括您说的这个科技板块，港股也有一些？还有一个点就是其实港股的市场生态也发生很大变化，因为有很多北水南下，那就是说是不是这个定价权也有国内投资者掌握得更多，那这种情况下，您为什么还是更看好 A 股，它的泡沫化、它的高度会更高？

回答：首先，看多 A 股和看多港股不排斥，但我只是说 A 股会跑得更好。

第二点，就是说我们看结售汇的数据，就是我们能够看到多少钱回来了，结售汇的数据，现在我们看到的结汇的额度，基本上相当于前期的一个低点的这么一个水平，就是应该在 2022 年的 11 月份这么一个水平，就是当时的最低点，当时结售汇非常踊跃，大家钱回来了，结汇给央行，那所以它并不是假设钱真的回来了，因为我们看到实实在在的结汇的行为在发生。

那你纠结的地方在于，刚才我们给了一个宏观的趋势，就是以前海外待着赌美股涨，所以没有回来，那结汇，如果没有搞错的话，就是有个两年的 window 的，就是你可以在海外待两年，然后就要回来了，那所以很多我相信很多钱已经到期了，这也是为什么就是说这么多年每年 1 万亿——

从 2015 年到现在，2015 年 6 月份之前，我们看到的中国的外储是 4 点几万亿，然后在不到两个季度，一个季度左右之内下降了 1 点几万亿，太夸张了，当时然后就留在 3.2 万亿左右，就一直不动，但在此期间，在过去这十年，每年——尤其是最近这 2020 年之后，最近这五年的每一年都是 1 万多亿的贸易盈余，怎么解释呢？

所以两年的滚动窗口，所以外头两年滚动一次，外头大概有 5 万——如果是全部都不回来，大概是五六万亿左右，也有五年多了，那两年滚动一次，所以打个对折就是 2-3 万亿，是这么来的，我是猜出来的。

那至于说这些钱会不会换成美元呢，那这个就是一个大胆的假设了，就是说他们无视这个外汇借贷管制，换成了美元，这也有可能，但是我觉得这边有钱赚的，为什么不呢？我觉得这个我们这边赢的概率是非常大，胜率是非常大，所以也回到刚才有一位朋友说大家可能胜率赔率这边的收益远远非常好，就是我们现在看来最好的机会。

所以如果这些钱是聪明的话，它一定会回来，但是一部分的话，就因为我们的确也看到了在香港这个美元的市场非常非常好。

那所以我们并不能够 100% 的肯定我讲的这个事情要发生，但是我们至少要知道一大部分钱是根据这个规定是要回来的，然后同时，回来我们这边有一个比较好的投资环境，现在要赚钱非常容易。

那至于它是不是一定会回来，大家就不知道，还有你讲的一个点就是说北水南下夺取香港的定价权，港股 A 股化，香港那边很多的评论员说，因为以前港股相对是一个比较理性的市场，所以港股 A 股化被大家变成了一个贬义词，但是我觉得如果真的港股 A 股化就好了，这个事情以前我也讲过了，因为港股一百几百个券商，那每天的成交是 2000 亿港币，真的大多活不下去了，最差的时候 800 亿，500 亿港币，300 亿港币，2020 年的时候太惨了，实在是根本就不可能赚钱了。

所以我觉得我们并不能够保证这个事情会发生，但是它的发生应该是个大概率的事件，但是看多 A 股并不排斥看多港股，A 股涨港股也会涨，因为它之间是有一个估值的锚锚定的，我们不可能看到 A 股远远地贵过港股，或者港股远远地贵过 A 股，都不太可能，因此只是谁涨得多谁涨得少的问题。

问题十四：您刚刚有提到上升空间最大的板块是稀土跟白银，包括现在稀土跟白银的话，上涨的也比较多了，所以说我想说第一个就是它上涨的空间可能大概还有多少？然后之前洪总在微博上面说这个黄金跟黄金股的区别，大概也就是圣诞节跟圣诞树的区别，那稀土跟白银相关的 A 股的股票的话，做期货还是做股票，哪一个收益会更高一些呢？

回答：期货收益会更高。黄金和黄金股的区别是圣诞节和圣诞树的区别，这个比喻我不知道是怎么想出来的，但接下来黄金股会跑赢黄金，如果你要表达看多黄金，你就买黄金股，尤其是小型黄金股，因为黄金涨了这么一大波，它们的资产涨了这么一大波，但价格没怎么涨，太有意思了，所以这些东西反而变便宜了，你知道吗？就大家都不相信，所以接下来这个圣诞树会比圣诞节要好。

但是白银，我觉得还是期货更好一点，就是我找了半天好像没有找到特别好的白银的 A 股的白银标的。

问题十五：老师我简单问个短期问题，刚刚您放了一张图，就是情绪指标到顶部了，您说的长期我都听懂了，短期那个图是否就预示着短期会有回调？

回答：就是短期会有回调，我也希望一条直线往上涨，但是实际上它是不可能的，所以我写报告的时候，我总是要加那么一句，"虽然短期它有技术回调的风险，但是我们要保持乐观，坚定持有，努力等着它再创新高"，因为回调肯定就会发生的。

你看像比如说像上周，上周这个星期三、星期四，其实经历了比较大的回调，那这种回调，就是我觉得技术指标超买的时候要发生的一个情况，但是牛市到来的时候，你们会看到就是它一直拉，一直拉，它的超买，它超买的情况，它会一直存在，存在很长一段时间。

但是当我们看到这种超买状况存在这么长时间的时候，它往往是牛市的 confirmation，其实它是牛市的确认，而不是牛市的反证。

所以现在我们已经看到了，如果我们从 2024 年 9 月份开始到现在，我们看到中国股市它的低点实际不断抬高了，那大概率我觉得这波行情是远远没有走完

的，刚刚开始 1/3 左右吧，我觉得。

主持人：那么我们今天的活动就到此为止，感谢老师的分享，谢谢各位朋友们，欢迎大家在群里跟我们互动，好，那老师我们活动今天到这里。

vx: fizz0020

vx: fizz0020