## 为何说现在是投资中国的历史性机会

**一、举债发展经济、喜剧变成悲剧**

要想理解中国经济的未来，就得了解中国经济的过去。

**首先，我们必须承认，今年中国资本市场之所以这么痛苦，肯定是在过去有事情做错了。而在经济层面，过去最大的问题莫过于举债发展经济的模式。**

从08年金融危机开始，每次我们遇到经济下行的挑战，都是通过大幅举债来解决，到目前为止我们已经经历了三轮债务周期。

第一次是08-09年，为了应对全球金融危机的挑战，我们发动企业部门大幅举债，加码制造业投资。虽然我们率先从全球金融危机中复苏，但代价是企业部门负债过度、制造业产能过剩。

第二次是12-13年，产能过剩导致经济再度下滑，我们又发动政府融资平台大幅举债，加码了基建投资，但后果是政府部门的隐性债务大幅增长。

第三次是16-17年，地方债务规范以后经济再度下滑，我们又发动了居民部门大幅举债，虽然经济再度企稳，但代价是居民部门债务率大幅上升、地产泡沫愈演愈烈。

而在18年以来，中国经济再次出现了明显的下行。

**可以发现，我们过去每一次遇到经济下行，都倾向于通过举债的方式来应对，每一次都可以解决短期经济的问题，但是好景不长，往往过一段时间经济压力又会卷土重来。**

而这个背后的原因其实也非常简单，因为靠举债发展只会创造经济波动，而不会创造经济增长。

在桥水公司的达里奥看来，经济的运行看似复杂、其实也可以简化的特别简单。所有的经济活动都是由一笔一笔交易构成的，无论我们花钱买房、花钱买菜其实都是在做交易。而在所有交易的背后，其实对应着两种模式：

第一种是我们交易的钱来自于工作，这意味着我们是用劳动来交换商品。而这种交易模式背后的含义是：真正的经济增长来源于每个人的劳动、来自于每个人的努力和创新。也就是说，长期来看，只有生产或者生产效率的提高才能创造出经济增长。

第二种是我们交易的钱来自于举债，这意味着我们是用债务来交换商品。比如说用信用卡也可以买房买车，也可以在短期产生经济增长，但是借钱是要还的，因此在还钱的时候往往会导致经济下滑。因此，靠举债发展只会产生经济波动，在举债的时候经济上行，在还债的时候经济下行。

因此，我们理解了债务对经济的作用，其实就可以理解过去10年中国经济周期波动的宿命，因为每一次的举债固然会带来短期经济回升，但到了还债的时候就必然会面临经济增速的下降。

**但是，这一次的问题又和以前不太一样。因为在经历过三轮举债周期之后，我们经济当中的所有主体都已经借过钱了，目前从企业、政府到居民部门的债务率都处于历史顶峰，而且加总之后中国经济整体的债务率也处于历史顶峰，和美国次贷危机之前的水平也十分接近，没有上升空间了。**

**因此，目前中国经济遭遇到了巨额债务的问题，已经没法靠举债发展的老路来解决。反映到资本市场上面，就是大家对长期前景产生了担心，因为这是中国经济过去40年都没有遇到过的新问题。**

**二、去杠杆收货币、驱逐违约劣币**

对于中国而言，巨额债务是个全新的挑战，但是对于全球而言却很频繁。其实经常有国家会遇到巨额债务的问题，因为在短期内大家都难以抵挡举债发展的诱惑，所以不知不觉就举债过头了。诸如美国08年的次贷危机，日本90年代的泡沫经济，以及拉美债务危机，其实都是巨额债务的问题。

但是巨额债务问题虽然比较难以处理，但并不是没有解决的办法，比如美国在08年爆发金融危机，09年经济就复苏了。**而达里奥在他的新书《理解巨债危机》中，总结全球数十次去杠杆的经验之后，提出要想实现完美的去杠杆，必须做好四件事：一是货币紧缩，二是债务违约，三是重新创造货币，四是财富再分配。**

而如果按照达里奥的框架，我们要需要知道的是我们的去杠杆有没有开始，走到了哪一步？

从08年到17年，中国的M2年均增速为15.4%，包含表外货币的银行总负债年均增速为17.1%，远超同期经济增速，过去十年我们显然没怎么紧缩过货币。

但是在18年，中国的M2增速降至8%，银行总负债增速降至7%，均远低于过去10年的平均增速，甚至已经低于中国的GDP名义增速，这说明今年中国的货币紧缩已经开始了。

那么，货币紧缩是什么时候开始的，与之相对立的另一个问题是货币超发是谁干的？

我们先来回答后面一个问题，谁主导了货币超发？

提到货币超发，大家第一反应就是央行干的，因为央行是负责发钞的。但是如果我们观察中国央行的资产负债表，央行提供的基础货币在过去10年的平均增速是12%，过去5年的平均增速只有5%，远低于同期的广义货币增速。

**因此，中国的货币超发其实不能怪央行，其实是影子银行导致了货币超发。**以券商资管、基金子公司、信托公司等非银行金融机构为代表的通道业务在过去几年蓬勃发展，帮助商业银行逃避监管超发信贷，使得真实的货币严重超发。

而从2017年开始，央行推动了轰轰烈烈的金融去杠杆，18年资管新规正式发布，我们逐渐把影子银行的大门关上了，从而使得真实的货币增速出现了大幅下降。因此，我们的货币紧缩是从去年金融去杠杆就开始了，体现为各种口径下货币增速的大幅下降。

我们已经开始了去杠杆的第一步，实施了货币紧缩，大幅降低了货币实际增速。

再来看去杠杆的第二步，债务违约。

今年，我们看到中国的债务违约事件其实是层出不穷。

比如说，P2P在今年发生了行业性的违约，在6、7月份有上百家P2P倒闭。

而在债券市场，18年以来有80多只债券违约，违约总金额约800亿，已经超过了此前四年违约金额的总和。

这说明，去杠杆的第二步债务违约也已经发生了。

虽然说，债务违约的爆发对相关企业和金融机构形成了冲击，也影响到了市场的预期，但是能够容忍债务违约的大规模发生，对于中国金融市场其实也是巨大的进步，因为这是对市场参与者的巨大警示。

过去由于存在刚兑的预期，因此企业有机会就拼命借钱，而金融机构没有违约的风险意识，只要有需求就拼命放贷，结果就会导致举债过度。但现在债务大量违约了，那么以后企业就会更有风险意识，不敢胡乱借钱，而银行也不敢随便放贷，其实就很难走回到举债发展的老路。

我们研究了债券违约的分布，虽然说是以民营企业为主，但是不能说这些企业都是完全无辜的，虽然有融资环境收紧的冲击，但是最根本的原因还是在于自己身上，违约企业普遍存在前期举债投资金额巨大、而后续现金流不足的问题。因此，债务违约的出现，其实是对过去举债投机行为的惩罚。

**因此，综合来看，我们在去杠杆的道路上其实已经走过了一半了：我们不仅紧缩了货币，还容忍了债务违约的出现，相当于在消灭不健康的经济细胞，驱逐经济里面的劣币。**

再比如说房地产泡沫，大家都知道这是中国经济的一个肿瘤，会影响经济的长期健康。但是过去在货币超发的时代，这个泡沫只会越变越大。而今年许多地方的房价开始下跌，原因其实就在于我们下决心收缩了货币，所以连最顽强的肿瘤细胞都开始被清除了，这对于中国经济的长期健康其实不是坏事。

**三、减税让利于民，奖励良币回归**

但是，如果只是单纯的收缩货币、债务违约，其实可能会导致经济衰退，不仅把坏人惩罚了，连带着好人也受到了伤害。

这其实是今年中国资本市场的担心所在，到目前为止只有债市在涨，而股市大幅下跌，反映的其实是经济衰退的预期，大家担心货币大幅收缩会导致经济萧条。

**因此，要想实现完美的去杠杆，我们还需要做好另外两件事：一是重新创造货币，二是重新分配财富。**

首先，要客观理解货币与经济的关系，货币超发是不对的，但是不发货币也是不行的。

货币是经济运行的血液，因此经济增长其实离不开货币。但是过去我们的货币发多了，而且发的方式不对，影子银行的不正规货币发得太多，就好像人体一样，如果某些器官淤积的血液过多，其实就变成肿瘤了。现在我们已经发现了肿瘤，把影子银行关掉就相当于做手术把肿瘤切除了，但是身体的其他部分还是需要血液，而手术以后人体比较虚弱，血液流动比较慢，就需要外部输血维持生命。而对于经济而言，这个外部输血其实就是央行出面来提供基础货币。

比如说美国在08年金融危机发生之后，美联储的总资产翻了接近5倍，从不到1万亿美元升至最高的时候接近5万亿美元。

因此，类似于美联储的行为，央行今年以来4次大幅降准其实是正确的选择，在影子银行关闭以后，需要央行出面来提供基础货币。

但是，央行提供的是基础货币，央行降准就好比手术之后的外部输血，可以维持生命体征，但是要想彻底恢复健康，其实需要人体自身重新恢复造血功能，而这其实是要求身体里面的器官要恢复健康，能够创造血液循环。

**而在经济当中，最为重要的器官就是两个，一个是企业部门，一个是居民部门。**

而要想让企业和居民部门恢复健康，单纯靠央行放水其实是不够的，最重要的其实是在于财政政策，通过大幅减税，提高企业部门的盈利和居民部门的收入。

因此，在重新创造货币方面，中国央行已经做了该做的事情，提供了足够的基础货币，目前缺乏的是广义货币创造，而这背后需要财政减税，激发居民和企业的活力。

此外，去杠杆的最后一件事情是财富再分配，简单的说就是政府要把财富多分一点给低收入阶层，因为穷人的消费倾向比较高，这样就可以重新激活消费。

所以，我们可以看到，在完美去杠杆的需要做的四件事情当中，央行需要做的事情已经都做了，我们既收缩了货币，又容忍了债务违约的出现，同时央行又出来提供了基础货币。但是还需要做的事情是激活广义货币，以及财富再分配，而后两者其实需要财政政策出面大幅减税，而恰恰是后者目前的进展还不是很顺利。

美国素有减税的传统，在金融危机发生之后，当时奥巴马政府通过了多项减税法案，减税了上万亿美金，对经济的迅速康复做出了巨大贡献。

而在中国，一直到18年上半年为止，我们的减税都没有看到实际效果。18年上半年，我国的税收增速为14.4%，其中增值税收入增速高达16.6%，均远高于同期的经济增速，这说明今年上半年我国的税收负担还在上升，不仅没有减税反而还在加税。

但是到了3季度，减税终于开始了。3季度的中国税收增速是8%，其中增值税增速是2%，均低于当期的经济增速，说明税收负担终于降了。尤其是刚刚过去的9月份，税收增速降到6%，增值税增速降至-1.2%，说明减税还在继续。

**为什么3季度才看到减税的效果，可能有两个原因：**

一是因为今年增值税税率下调1%发生在5月份，所以要到3季度以后才能看到减税的效果；

二是因为中国税收的主体是增值税，这是伴随着生产环节征收，上半年工业品价格高涨，所以增值税居高不下，而下半年工业品价格持续回落，因此增值税减税效果也更加明显。

而在10月份，个税的下调也开始了。新版的个税法开始实施，不仅把起征点从3500元上调到5000元，同时还把教育、医疗、住房、养老等四大支出列入到个税的抵扣范围，相当于月薪10000以下基本上都免征个税了，对于普通工薪阶层的减税力度并不小，其实是体现了很大的诚意。

减税终于开始了，但是力度还不够。以这一次的个税改革为例，由于中国交个税人群的占比很小，这意味着大多数人其实享受不到个税下调的好处。按照财政部官员的说法，在本次减税之前约有1.87亿人交个税，这意味着虽然有接近2亿人可以享受个税下调的好处，但是其他12亿人则与之无关。另外，中国真正需要减税的是企业部门。因为中国企业部门承担了80%的税收，但是我们给企业部门仅仅降低了1%的增值税税率，而相比之下，美国的税改则是把企业所得税税率从35%下调到了20%，所以中国还需要加大给企业部门减税的力度。

**而要想真正给中国的居民和企业部门增收减负，其实最应该减的是增值税。**一方面，增值税是一个流转税，所有居民购物时都间接支付了增值税，因此减增值税以后意味着产品会自然降价，相当于变相提高了所有居民的收入。另一方面，企业最大的税收成本就是增值税，因此如果大幅下调增值税税率，也能有效的减轻企业负担。

按照我们的估算，如果我们再下调3%的增值税税率，尤其是把16%这一档税率下调到13%，就差不多可以额外减税1万亿左右，如果能达到这样的减税规模，将切实减轻居民和企业部门负担。

对于居民部门而言，大幅减税可以对冲巨额举债导致的利息负担。由于居民部门过去3年新增了约20万亿的债务，按照5%的贷款利息，平均每年新增了1万亿的贷款利息支出。此前的个税起征点上调和抵扣相当于减税了3000亿，我们假定再有额外1万亿增值税减免，而当中居民也能享受一半，那么合计下来相当于对居民部门减税了1万亿左右，可以基本抵消过去3年巨额举债的利息负担。

对于企业部门而言，此前增值税税率下调1%，减税规模大约3000亿，如果再加上额外1万亿的减税，那么合计的增值税减税规模就达到13000亿，假定一半由企业部门享受，也相当于对企业部门减税了7000亿左右，再加上其他已经实施的研发抵税政策，对企业部门的减税也能达到万亿规模。

而减税其实是中国经济恢复健康最重要的一步，过去持续的举债加剧了中国企业和居民部门的债务负担，但通过大幅减税，可以充分抵消其债务负担带来的压力，其实就使得中国经济的主要器官恢复了健康。

**而且减税的意义在于，它是非常重要的奖励机制。对于我们的国家而言，最有活力的居民和企业往往税收贡献最大，如果能够大幅减税，那么这些健康细胞所获得的奖励就越大，减税就可以激励健康的细胞茁壮成长，中国经济恢复健康也就指日可待！**

我们希望李总理在9月份提出的增值税税率三档并两档、进一步下调增值税税率的研究能够尽快出台。只要我们坚持一手去杠杆收货币、驱逐违约劣币，一手大幅减税、奖励良币回归，就有希望重建良币驱逐劣币的正循环。

**四、政策强调公平，并未否定效率**

其实，大家都看到了减税的巨大作用。例如美国的特朗普其实就是靠减税、推动美国经济和股市的持续繁荣。而在中国政府宣布个税的大幅减免之后，其实上周的A股市场也一度出现了明显的反弹，说明减税确实能振奋人心。

但是，到目前为止大家期盼的增值税大幅减免还在研究当中，还没有兑现。因此市场对能否大幅减税也存在疑虑，而一个重要的担心则在于，到底我们有没有减税的意愿？而这其实涉及到对政府与市场关系的理解。

税收对应的是政府的收入，因此减税相当于减少了政府的收入，这其实相当于走向了小政府、大市场的方向，走向了国退民进。

而在今年前9个月，国有企业利润增速高达23.3%，而民营企业利润增速只有9.3%，其实是有点国进民退的味道。

那么，未来我们究竟会怎么选？

在我们看来，市场对于国进民退的形成其实是有误解，其实应该不是我们政策的目标，而可能是无意中形成的结果，其实是可以纠偏的。

在十九大报告中，正式提出要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战，我们认为，这里面体现的政策目标是把公平放在了重要的位置。在政府看来，过去很多人靠货币超发赚钱，但这带来了金融风险，明显不公平；还有很多人靠污染环境赚钱，这也不公平；而如果经济发展不能惠及低收入阶层，这也不公平。因此，政府政策的核心是在强调公平。

但是我们在治理环境污染的过程当中，可能在初期过于依赖行政手段搞一刀切，导致上游的钢铁、化工等行业中大量中小民营企业关停，而留下来的国有企业则受益于上游价格上涨，所以在客观上形成了国进民退的结果。但是，如果上游价格迟迟居高不下，而下游的民营企业奄奄一息，这明显又是新的不公平。

所以，污染环境肯定是不对的，但是治理环境污染有没有更好的方式，除了行政手段之外，可不可以用更加市场化的手段，比如制定好排放标准，满足标准的先进技术就可以生产，而无论国企和民企，这样其实可以让先进的产能重新生产，既可以稳定低迷的经济，又可以降低高企的上游价格，还不会污染环境，一举三得，何乐而不为呢？

所以，我们看到今年冬季采暖季，北方城市的环保限产没有再搞“一刀切”，而是根据空气质量变化安排错峰生产，其实是环保的进步，也助于改善国进民退的担忧。

因此，政府政策的核心其实是更加强调公平，而这本身并没有错，我们看到特朗普掀起贸易战讲的是美国优先，其实也是从他自身的角度在谈公平问题，而拉美国家经济发展缺乏后劲，深陷中等收入陷阱，也是在于拉美国家的经济发展不公平，只有少数人能受益于经济发展。

但是强调公平，其实并没有否定效率的重要性。因为如果没有效率，比如在计划经济时代大家都吃大锅饭，而且都吃不饱，其实是最大的不公平。

而要想兼顾公平与效率，其实减税是最佳的选择。

一方面，同样的减税力度，中小企业、低收入阶层等相对改善幅度最大，其实是在降低贫富差距。另一方面，减税是面向未来的政策，对社会贡献最大的企业和居民，其未来的贡献越大，那么受益的空间也就越大，可以激发出经济的活力。

因此，如果我们要实现更加公平的社会与经济发展，其实就更应该减税。

**五、去杠杆短期阵痛，大减税长期光明**

**中国经济发展，目前正处于关键的关口，目前的选择其实关乎未来几十年的发展前景。**

过去的40年，我们的经济处于起飞阶段，我们从低收入国家发展成为中等收入国家，我国也一跃成为全球第二大经济体，这是非常了不起的成就。

在过去，我们发展的主要优势是廉价劳动力，靠着改革开放，引进海外先进技术，我们一步一步成为全球制造业工厂。但是如果我们仔细想一想，这些优势印度也全都有，印度的人也多、而且更便宜，印度从来没有封闭过，为什么印度的发展远远不如我们？

其实，经济起飞阶段政府的作用功不可没。虽然印度有低成本的优势，也可以模仿海外的先进技术，但是缺乏强有力的政府来形成有效的组织，实现这个优势。我们观察韩国、中国台湾等经济体最开始都采用了国家资本主义的模式，韩国是军政府、中国台湾是政府主导了十大建设，通过引进技术，依托外需发展制造业，最终实现了经济的起飞。

我们这次在加拿大，在阿尔伯特，当地有着巨大的油砂储备，但是因为政府不给力，由于环保压力没法修油管，所以虽然当地蕴藏了全球95%的油砂资源，但是只能以不到30美元/桶的低价出售，远低于国际油价，就是因为缺乏运输设备。

而在中国，交通运输其实都不是问题，我们去贵州，听说全球最高的100座桥，有一半多都在贵州，我们可以把天堑变通途，包括港珠澳大桥的建成通车，都是了不起的成就，这些都归功于我们政府的执行能力，也是我们在经济起飞阶段的优势。

但是，随着时间的发展，我们的优势在发生变化。在经济发展之后，我们的劳动力工资与东南亚国家相比，已经不再便宜。过去我们举债修路就可以创造GDP，但是目前我们高速公路的密度已经超过美国，修太多路没有车也用不上。过去我们靠模仿别人的技术就能发展，但现在在很多领域我们已经是老大了，就不可能再去模仿别人，要靠自己创新了。过去我们靠外需就能发展，现在外需也靠不住了，就要回到内需。

从这个意义上说，其实中美贸易战虽然对我们有短期冲击，但是其实是在逼我们做出正确的选择，因为作为大国经济，如果想要实现经济繁荣富强，最后必须是靠内需，靠自己创新，特朗普只是让我们提前面对这一点而已。

**所以，在我们跨过了经济起飞阶段之后，下一步需要实现的是经济的繁荣，这意味着过去的很多经验其实不再适用了，我们必须改变经济发展模式。**

虽然我们的劳动力不再便宜，但是我们每年有1千万大学生毕业，我们有着全球最多的人力资本，没有了人口的数量红利，我们迎来了人口的质量红利。

虽然现在贸易冲突之下，外需面临萎缩的压力，但是我们有十四亿人口，人均收入达到中等收入国家水平，这是未来全球最有潜力的内部市场，我们有靠的住的内需。

虽然基建投资饱和了，地产投资也不缺了，但是中国的创新投资还很稀缺。而要想靠自己创新，就必须鼓励我们自己的企业投入研发，加大创新投入。而华为能够成为全球最大的电信设备商和智能手机制造商，说明中国的企业也不是没有能力创新。

但所有这一切，无论是回到靠内需发展，还是回到创新驱动，发挥人力资本的优势，其实都需要政府加大减税的力度。通过减税，可以将收入还给居民部门，增加居民的消费潜力。通过减税，可以增加企业部门利润，从而增加企业的创新能力。

因此，减税是中国经济转型最为关键的一步，过去靠着大政府、小市场我们可以实现经济起飞，但要想实现经济繁荣，就必须回到小政府、大市场，激发经济的活力。而要想实现减税，其实有三种选择：

一是增加财政赤字率，这在中国要实现有难度，毕竟3%的财政赤字率在中国是一条红线，不会轻易超越；

二是减少财政支出，需要政府削减开支，与大家一起共克时艰，这一种也不容易，毕竟很多支出是刚性的；

三是出售资产筹资，加大混改力度，引进社会资本。这其实是当年撒切尔所做的选择，其通过出售国企股权来减税，治愈了英国病。而目前我们在上游行业的国企，在去产能之后盈利高企，其实是推进混改的最佳时机，既可以为减税筹资，又可以实现国退民进。

在美国历史上，有一段和中国经济过去10年相似的故事，发生在1970年代，当时的美国也是货币超发，投机倒把横行，投机分子一度成为美国首富。

但就在1981年，一切都变了，里根成为美国的总统，而里根也是美国战后最伟大的总统之一，特朗普的“让美国再次伟大”其实是1980年里根竞选时的原话。里根在当选美国总统之后，面对滞胀的烂摊子，提出了著名的“经济复兴法案”，而他的主要政策主张就是两点，一是减少货币发行，二是加大减税力度。

由于货币收缩，所以美国投机的时代结束了，商品市场步入大熊市，投机的美国首富邦克破产了。而之后美国的首富长期被科技新贵盖茨等霸屏，靠着减税，美国进入了创新和繁荣的大时代。在1981年之前，美国的股市整整17年没有涨，而在1981年以后，代表创新的美国纳斯达克指数涨了整整50倍，平均每年涨幅高达10%。创新背后的最大功臣就是减税，从里根开始美国就形成了减税的传统，一轮又一轮的减税激发着美国企业加大研发投入，所以可以出现苹果、亚马逊这样富可敌国的万亿美金市值企业，因为其投入研发的费用就高达数百亿美元。

中国的股市也有整整17年没有怎么涨过了，这个背后的背景和美国70年代一样，也是货币超发，所有资金都去了房地产市场投机，买房的人在过去10年得意非凡，个个都是人生赢家，但这种经济发展模式显然没有未来。只要我们下决心去杠杆收货币，那么投机分子就要小心了，因为投机的土壤没有了，房地产的时代就要结束了。而只要我们下决心减税，那么努力干活、锐意创新的人的机会就到了，我们会迎来创新的大时代。

我们相信，本届政府更加强调公平，就不会重走举债发展的老路，而有望走向收缩货币、减税发展的新路，承受经济短期阵痛，换取长期健康，这样中国经济的长期反而充满希望。

**六、中国资本市场，外资并不悲观**

对于近期美股的下跌，海外投资者认为主要还是估值太高了，美联储加息加快对估值会有冲击。但是对于美国经济的长期前景，几乎所有加拿大的机构都坚定看好，因为加拿大经济规模太小了，他们过去长期主要投资美国，都获得了巨大的收获，所以大家会认为美国市场未来的波动会加大，但不认为美国经济的基本面有大问题。

在海外市场，大家对中国并没有那么悲观。今年，由于A股大幅下跌，导致金融从业人员都比较悲观，都在谈论各种高大上的国运问题。但是在海外投资者看来，今年跌的不仅是A股，除了美国以外几乎所有新兴市场都在跌，而新兴市场的特点就是波动大，A股因为散户太多，暴涨暴跌其实非常正常，但这其实并不理性，反而会给专业投资者更大的机会。

我们在内部看自己有诸多问题，但是其实大家都各有各的问题。比如在加拿大大家也担心移民问题，而这个问题在欧洲更严重，有很多穆斯林国家的移民过来以后完全不工作，靠着高福利的补贴过日子，而且由于高生育，其势力反而越来越大，导致经济效率越来越低。但其实各国对于华人移民都很欢迎，因为中国人的传统是吃苦耐劳。而中国并没有移民问题的担心，我们担心的是人口老龄化，但这个问题在日本更严重，但是现在有了机器人，其实可以替代人类的很大一部分工作。

比如说我们担心房地产问题，这个问题很多国家都有。过去几年加拿大其实也是居民债务大幅上升，好多地方房价三年翻了一倍，但是在多伦多和温哥华去年都相继对海外炒家征收了15%的房产税，温哥华甚至还征收房屋空置税，使得这两年房价出现明显下跌。但是没有房地产涨价，加拿大经济照样还在发展。我国房价即便跌一跌，也不代表经济就没有希望。

而华人的特点是重视教育，华人多的地方，当地的学校考试就会好起来，然后就会形成新的学区，有当地的朋友跟我说甚至会让小孩上国内的各种网课，因为用起来效果确实好。另外最近刚换了华为手机，因为用着方便。这其实也说明几件事：一是值钱的不是房子，而是教育，因此中国的教育、医疗等服务业充满希望，另外中国优秀的创新企业，是创造价值的，因为确实好用。

虽然我们看到今年以来腾讯、阿里等企业股价大幅下跌，但是在加拿大我们见到的客户都是年金，其实都是以长期投资为主，而且好几个机构都是拿了腾讯好多年、自从阿里上市就开始投资，其实过去靠中国资产赚了很多钱，所以并不会因为短期下跌而长期看空中国，反而是下跌以后在逐渐加仓，因为大家相信中国经济以后发展的虽然会慢一点，但是还是会继续发展，而14亿人消费升级的大趋势没有变，那么这些代表未来的好企业跌下来更多的是机会而不是风险。

而对于汇率问题，虽然今年人民币汇率在贬值，但是其他新兴市场也都在贬值。因此主要还可以用美元升值来解释，而且大家认为中国的产业有竞争力，所以汇率贬值会改善出口和外汇，这样就会改善进一步贬值的预期，目前人民币可能还没有到位，但贬的越多就和均衡的汇率水平越接近。

而且我们交流的外资机构其实都认同我们的观点，那就是中国过去靠举债发展，其实是对长期健康不利，但是现在去杠杆、减税都是在做正确的事情，因此对最近的政策评价其实是非常肯定的。

去年的时候，市场都在谈论新周期，但是我们写下的《繁荣的顶点》来提示风险，因为我们看到了居民举债投机，这是泡沫而不是新周期，我们在16年就写下了《居民加杠杆、危险的游戏！》。而今年我们写下《投资中国的历史性机会》，我们看到了去杠杆、债务违约和减税，这些都是长期正确的事情，哪怕短期还有阵痛，但是长期充满希望。