

## 第 36 届格雷厄姆-多德年度午餐会 - 中文翻译

日期：2026 年 10 月 5 日

地点：纽约市 Metropolitan Club

主持人：Tano Santos 教授（塔诺），哥伦比亚商学院资产管理与金融学 Robert Heilbrunn 讲席教授，兼 Graham & Dodd 投资 Heilbrunn 中心学术主任

演讲嘉宾：李录（1996 届校友，哥伦比亚学院及法学院 1996 届），喜马拉雅资本（Himalaya Capital）创始人兼董事长

### 炉边谈话

**塔诺：** 非常感谢大家。我知道各位今天能来到这里都非常兴奋，而且我知道，这并不是因为我，而是因为我们今天的嘉宾。稍后我会介绍他。

在访谈开始之前，请允许我用几分钟介绍一下。和往年这个时候一样，海尔布伦中心新学年的各项活动已经全面展开。有些学生今天也在现场。他们已经修完了我的“现代价值投资”课程，现在正在学习“应用价值投资”“信贷高速公路”以及各种选修课。我们教得很开心，学生们也都非常出色。

此外，海尔布伦中心今年推出了一个新项目：我们的首届“全球价值投资者项目”。这是我们与哥伦比亚商学院高管教育部门联合开展的项目，第一期学员今天也来到了现场。他们都是今年来访的中国朋友。非常感谢各位的到来。

迈克尔·莫布森和我已经开始筹备新一季的《与传奇人物谈价值投资》播客了——大家问我这个问题的次数实在有点多。新节目很快就会上线，值得期待。

我们还为学生投资组合，也就是汤姆·鲁索学生投资组合，选出了今年的新投资标的。今年买了什么呢？Equifax、Humana，还有什么？我们买了日本那家优秀的自行车零部件公司禧玛诺，这可以说是一个非常典型的价值投资标的；还有 Copart，一家线上拍卖公司；以及提供消防解决方案的 Perimeter Solutions。很多有意思的公司。和往年一样，大家可以下载学生历年来针对不同公司撰写的所有研究报告。这是一项非常好的资源，我强烈建议各位去看看。

我想特别感谢我们这个群体中一位非常出色的成员。汤姆·鲁索对海尔布伦中心的慷慨支持，总是让我感动。这不仅体现在学生投资组合上，也体现在他为整个项目所做的一切。尤其是今年，他帮助促成了我们的朋友李录来到这里，对此我们始终心怀感激。

正如我刚才所说，我们刚刚度过了非常精彩的一周。在新的“全球价值投资者项目”中，安德鲁·冈德拉克和克里斯汀·吉尔伯森为学员们安排了非常精彩的活动，我也想在这里公开感谢他们。

最后，我们正在筹备一场非常棒的 CIMA 会议。今年的嘉宾阵容令人惊叹：霍华德·马克斯、比尔·阿克曼都会参加，Lux Capital 的乔什·沃尔夫，以及 Patient Capital 的萨曼莎·麦克勒莫尔也会到场。希望届时能见到在座的许多朋友。

现在进入今天的重头戏。当然，李录无需过多介绍，他确实是现代价值投资领域最杰出的传奇人物之一。他是喜马拉雅资本的创始人兼董事长，于 1997 年创立了这家公司。在过去近 30 年中，他创造了卓越的投资业绩。

许多人都知道，李录是我们最杰出的校友之一。他获得了哥伦比亚大学的法学学位、MBA 学位，以及哥伦比亚学院的文学学士学位。既然能拿三个学位，为什么只拿一个呢？看来他当时就是这么想的。大家对他的个人经历都很熟悉，我就不再重复了。李录以早期投资比亚迪以及许多优秀中国企业而闻名。今天，我们也有机会讨论与中国股市有关的问题。

首先，李录，欢迎你，非常感谢你今天来到这里。

**李录：** 谢谢你，塔诺。

**塔诺：** 我们先聊大约 15 分钟，然后开放现场提问。请大家的问题尽量简短、切中要点。我会毫不留情：如果你表达问题所花的时间超过我认为必要的长度，我就会打断你，再给你一个不太友善的眼神。请简短一些，因为我相信大家会有很多问题。

李录，我想从这里开始。正如我刚才所说，你是现代价值投资领域最杰出的人物之一。你与哥伦比亚商学院价值投资的发展历程有着非常深的联系。午餐时，我们也聊到了这一点。当年布鲁斯刚开始创办这个项目时，你就在这里。我们也知道你与查理、沃伦之间的友谊和合作关系，以及你们一起做过的许多事情。

明年，我们将庆祝喜马拉雅资本成立 30 周年，这是一个了不起的成就。我想先请你谈谈：这些年来，你对价值投资有哪些新的认识？你认为我们今天处在什么位置？有哪些事情是你希望自己在刚开始时就知道的？与当年你在哥伦比亚商学院学习这些理念时相比，我们今天又多了哪些认识？

**李录：** 谢谢你，塔诺。首先，感谢各位来到这里。这是一个非常美好的场合。

当年，无论是在学生时期，还是刚开始工作的阶段，我也参加过几次这样的午餐会。那都是非常值得期待的时刻。希望 30 年后的今天，我的分享能够不负大家的期待。

价值投资这门学问起源于哥伦比亚大学。本·格雷厄姆最早在这里开课，已经是将近 90 年前的事情了。当然，在此之前，他已经实践了十年或二十年，所以我们把它称为一门有百年历史的学问。它确实一直在演进，但一些核心原则没有改变，而且已经成为经得起时间考验的原则。

如果要提炼价值投资的主要原则，在我看来有六条。其中三条直接来自本·格雷厄姆，也就是今天这场午餐会所纪念的人物；沃伦和查理各贡献了一条；我们自己又加了一点小小的延伸，可以把它算作第六条。

这六条基本原则，一直指导着我们的投资方法，至少指导着我们过去 33 年的实践。

本·格雷厄姆在开创这门学问时，很快就提出了三个基本理念。第一，股票代表的是企业的一部分所有权，而不是一张拿来买卖的纸。买股票，本质上就是买公司。

第二，市场是来为你服务的，而不是来指导你的。对于身处市场活动中的人而言，这是一个非常深刻的洞见。

第三，投资涉及预测未来，而未来本质上是不可预测的。因此，你始终应该要求有安全边际。它既能帮助保护下行风险，也能让上行回报更好。

在沃伦的实践中，我认为他又加入了一项要求，我把它称为“能力圈”。我们每个人可能天生就对某些事情更感兴趣，随着时间推移，逐渐形成某些专长，再通过进一步学习，不断加深和完善这些专长。

能力圈最重要的一点，是知道它的边界在哪里。因为我们大多数人天生都会觉得，自己知道的比实际知道的多一点。认识能力圈的边界，与认识能力圈内部的东西同样重要。

查理提出过一个理念：要到有鱼的地方钓鱼。他一生都喜欢钓鱼，这也是对真实市场非常贴切的比喻。有些市场、行业和企业吸引了大量关注。竞争者很多，你的回报也就容易被拉回平均水平。

还有一些行业、企业、国家或市场，没有受到足够关注，钓鱼的人少得多。到有鱼的地方钓鱼，你的收获会好得多。这个道理很简单，但在实践中，效果非常显著。

最后，在我自己过去 33 年作为全球投资者的实践中，我们一直在全球范围内应用价值投资原则，而全球商业也正在形成一个统一市场。在这个过程中，我们形成了一个认识：财富归根结底，是你在全球购买力中所占的份额。

尤其是在现代经济中，财富并不能简单地用你持有多少黄金、钻石或某种货币来表达。在通货膨胀的作用下，这些东西所代表的购买力都会随着时间流失。重要的是，你能用它买到什么，能用它做什么。因此，衡量财富更好的方式，是你在全球购买力中拥有的比例。

我们的实践方式，就是以有利的价格，买入最具活力的经济体中的优秀企业，给予它们足够长的时间去创造价值，并按持股比例分享这些价值增长。我认为，这六条基本理念能够经受时间的考验，也能让每个人受益。

**塔诺：** 我非常喜欢你最后这一点。我已经开始偏离我们事先商量好的提纲了，因为我认为，如果面对这些财政挑战，我们无法有效控制通胀，那么今后关注购买力就会变得至关重要。如果时间允许，我们稍后再回到这个话题。

**李录：** 好的。

**塔诺：** 在时间用完之前，我想替现场的学生们问一个问题。作为提问者，我有这个特权，所以我们先把这个问题问了。

价值投资在实践中经历过起伏。在理念上，随着布鲁斯、你，以及在座许多人的推动，它一直在不断完善。在人工智能时代，股票研究分析师的未来是什么？今后，我们在哥伦比亚商学院教授的这些东西，还能继续教下去吗？

**李录：** 我分两部分回答。先谈投资者究竟在做什么，然后再单独谈人工智能。

如果观察市场参与者，大致可以分为四类。第一类是投资者，他们长期与企业相伴，等待企业创造价值。

第二类，是利用市场定价正确或错误所产生的机会进行套利的人。用本·格雷厄姆的说法，作为一个现实主义者，你从悲观主义者手里买入，再卖给乐观主义者。这些人是套利者。

第三类，主要是投机者。他们大多是在猜测别人会买入或卖出某只证券。他们既不关心这只证券的价值与定价，也不关心价值创造。

第四类，是为以上各类参与者提供交易便利的经纪商和做市商。大多数人并不完全属于某一种类型，而是或多或少兼具这四种角色。从某种意义上说，指数化投资反映的恰好就是这样一种平均状态。

但价值投资者关注的是发现合理的价格，然后等待一段时间，让价值被创造出来。我会说，本·格雷厄姆更偏向套利者，而沃伦利用套利性的价格机会，但主要目的是参与价值创造。

不同类型的参与者对社会有什么贡献，也是一个很有意思的问题。按照定义，投机者持有的时间不够长，不足以参与价值的变化或创造，因此，他们的收益加总起来大致为零。有人赚到的和有人亏掉的，合计起来大概正好相互抵消。从社会整体来看，这是维持市场运转的一项成本。

经纪服务和做市活动，也是市场运转的一项成本。市场存在的主要目的，是把多余的储蓄引导到有生产力的用途上，配置给值得支持的企业，进而创造出能够实现复利式经济增长的现代经济。这才是股票市场最初存在的原因。

那为什么还会有投机这一面呢？因为这是人性的一部分。沃伦经常把股票市场形容为一座附带赌场的教堂。教堂是创造价值的地方，而赌场几乎是取得建筑许可时必须附带的一部分。由于人性的存在，它是一项必要成本。400 年前，市场创立时，就是通过这种方式激发人们的“动物精神”；400 年后，它仍然在发挥这个作用。

作为学生，你们需要在这里作出选择：你想参与零和博弈，还是参与价值创造？这是个人的选择。作为社会，我们也有选择。不能让赌场的规模过度膨胀，以至于压倒市场存在的首要目的。

这些既是个人层面的选择，也是社会层面的选择。在过去 400 年中，尽管经历了巨大的繁荣与萧条，以及惊人的浪费，这个机制却还是存活了下来，并继续以其核心功能推动社会发展。至少可以说，这相当令人惊叹。

对于你的学生来说，尽早区分这些事情非常重要：你个人究竟想做什么？作为社会，我们也应该调整各类活动所占的比例。但因为人性如此，它们会共同存在。

现在来谈人工智能与市场。这是一个更复杂的问题。首先，人工智能，或者说这一轮生成式人工智能，究竟是什么？

显然，它是一项技术，是一股巨大的技术浪潮。自工业革命以来，过去几百年中，我们一直在应对这样的事情：一轮又一轮技术变革，以及随之而来的颠覆和创造。在这种创造性破坏的过程中，我们已经理解了其中某些规律。但不知为什么，我们感觉这一轮有所不同。每一轮都不同，但这一轮与我们以往经历过的一切相比，显得格外不同。

这一次究竟有什么不同？从表面上看，你能看到变化的速度、涉及的规模，以及集中在最顶端的金融影响，还有这种金融影响高度集中的性质。这些都前所未有的。

接下来你会问：为什么会这样？因为这一次的叙事有些不同。直到现在，我们所面对的大多数技术变革，基本上都是提高人类生产力的工具。

但这项技术引入了一个不同的因素。现在，我们面对的是一个从“工具”到“物种”的连续谱，而我们开始沿着这个连续谱移动。将近四年前，它刚被引入时，就出现了一个类似通过图灵测试的时刻：仅凭语言，我们已经无法分辨对方是机器还是人。

此后，它开始展现推理能力，并逐渐具备越来越多类似人类的特征。推理能力带来了编程能力。有了编程能力，它就成为能够自主执行任务的智能体，运作方式与人类非常相似。再往后，就是多个智能体协作，完成复杂而持续时间很长的任务——可以把它称为长程推理。

就像人类社会一样，智能体能够组织起来、自我组织、设定优先顺序，并以越来越复杂的方式执行任务，同时拥有自己的语言交流工具。这就是我们现在所处的位置。

如果你看硅谷的叙事，生成式人工智能将进入 RSI，也就是“递归自我改进”阶段，而我们已部分进入了这个阶段。这个理念是，最终所有改进都会由系统自行完成，不再需要人类参与。由 RSI 走向 AGI，也就是通用人工智能，再走向 ASI，也就是超级人工智能：其智能水平不仅超过任何一个人，也超过全体人类的总和。再往下推，你就会说，我们正在创造某种半神，或者类似神的存在，但它是人造的。

因为它如此强大、无所不包，按照这个定义，它必然会产生巨大的经济影响，因此也就足以证明各种投资成本是合理的。当出现万亿美元级别的首次公开募股时，就好像在邀请所有人参与一位“神”的 IPO。

这就是他们的叙事，也是这项技术显得不同的原因。但如果退一步问：“如果事情真的如此，人类将会怎样？”我们将生活在一个由人造之神统治的社会里，只有极少数人能够接触它，而没有人真正理解它。甚至都不能说有人能控制它，因为到那个时候，没有人理解它（当然也就不能控制它）。

人类中会有人愿意生活这样的社会里吗？我的回答大概是一个非常明确的“不”。我不认为有人愿意生活这样的社会里。

从某种意义上说，只有两种结果。第一，这项技术实际上并没有朝那个方向发展，我们可以讨论它究竟是什么，以及为什么不会如此发展。第二，如果它确实朝那个方向发展，那么到了某个时刻，我们所有人都会团结起来，阻止它成为那样的存在。无论哪一种情况，我们都不会允许一个不受任何人控制的人造之神统治人类社会。

这就是这一代技术与众不同的地方，也是它会产生不同影响，尤其是不同金融市场影响的原因。但暂且把这一点放在一边，如果你问：“这是一项有用的技术吗？”答案同样是非常明确的“是”。

它在本质上是什么？根据对它的功能和来源的观察，如果让我给出一个暂定的定义，我会说：*它是一种机器，利用庞大的算力和精巧的算法，以人类生成的全部数据及其一阶衍生数据为基础，在这些数据近乎无穷的变量之间，建立系统性的、基于语境的关联。通过这个过程，它形成了涵盖相当一部分人类推理和智能活动的能力。*目前，我们知道它如何运作，也知道如何让它变得更好，但还没有完全理解它为什么能够奏效。这有点像我们也没有完全理解人类自身这套机制究竟如何运作一样。

按照这个暂定定义，再观察当下发生的事情，你会发现，它正在拉平经济中某个层面的能力差距，而这非常有用。如果看整个经济结构，最底层是能源和交通运输。其上是制造业。再往上，是通信和数字媒体。之后，还有大量以知识和技术为基础的服务，把我们积累的各种知识整合起来，为经济的不同层面提供服务。

当下的生成式人工智能，在目前这个阶段，非常擅长整合这一层积累的知识和专业能力，并使这些能力更普遍地被获取，从而帮助各个领域。但它不能改变例如能源和交通运输这样的基础层面。它也没有改变制造业的本质（至少到目前为止），制造业本质上是把不同的分子和原子组合起来，再转换成不同的组合。

在通信和数字化领域，它们已经能够非常有效地整合信息。它的发展空间就在这里。它还没有超越人类。沿着这条路径延伸，它未必会达到那些叙事所宣称、或者让你相信的高度。我们仍然牢牢处在人类生成的数据范围内。

要进入生物学意义上的那个层次，需要跨越完全不同的层级。比如，我们的——这个话题可能扯得有点远了。

**塔诺：** 继续说吧，不用担心时间。

**李录：** 每个细胞都包含可以说是五十千兆字节的文件，而要达到我们这样的生物学层级，你还需要把它乘以数万亿。我们距离那个层级还远得很。

但已经形成的能力，开始改变“工具”与“物种”之间的平衡。刚才那两种情况中的任何一种，都足以让你相信：应该停止任何脱离人类参与和监督的进一步发展。

没有人类参与和监督的 RSI，也就是递归自我改进，会非常危险。它们会为了自己的目的形成目标和子目标，从而进一步脱离人类控制。（RSI 中 I（Improvement），谁定义、掌握“进步”的含义和方向，人还是机器自己，是当前最重要的红线，跨过了可能就很难再回头。）

概括来说，这项技术非常有用，具有变革性，同时也极其危险。作为社会，作为全体人类，我们必须共同确立一条红线：无论是自主学习，还是使用工具，都不能脱离人类的参与和监督。换句话说，我们必须牢牢把它限定在“工具”这一侧，而不是让它走向“物种”那一侧。

它还会带来巨大的冲击，从就业、情感依赖，到网络、生物和核领域的风险。最终，我们希望社会选择的是一条兼顾收益与风险的平衡发展道路。

顺便说一句，这项技术始终会产生增量成本。这与互联网，以及此前许多技术有根本区别。那些技术可以一次投入，然后在很长时间内摊销成本；这项技术并非如此。它始终伴随着新增使用所带来的成本。

因此，成本、收入和利润也非常重要。资本需求和财务纪律始终都会发挥作用。还有发展的速度，以及社会所能承受的程度。考虑它的发展和推进速度时，需要同时考虑四五个不同层面的因素。

人类社会如何适应这样的变化？并不总是依靠事先规划。我们会经历巨大的繁荣与萧条周期，甚至不止一轮。这就是它发展的基本方式。面对这股具有变革性、危险性、颠覆性，而且成本高昂的技术浪潮，我们需要沿着这些方面去思考。

**塔诺：** 李录，我认为你刚才谈到的这些特点——它非同寻常、具有危险性，而我们又没有完全理解它为什么会生成某些答案——意味着必须有人参与其中，对它进行检查。

**李录：** 对。

**塔诺：** 那么，最终决定经济租金流向的，还是这种技能的稀缺性，也就是能够监督人工智能输出的人才有多稀缺。

**李录：** 没错。

**塔诺：** 这实际上意味着，如果你足够聪明，并且能够在某个领域内与人工智能有效沟通，你就会成为稀缺资源，而经济租金很可能会流向你。我这样理解对吗？

**李录：** 可能，其中还有不同层面和细微差别，但最终我们再看吧。

**塔诺：** 让我们把这些想法进一步延伸。我们走进课堂时，最感到惊讶的一点——今天这里有许多教授资本市场、金融市场、价值投资以及一般投资课程的同事——就是当前这个市场非常特别。

我想问你一个比较宽泛的问题。市场似乎由极少数推动技术前沿的公司主导。整个世界似乎都依赖这些公司来推进技术边界，因此，估值也被这种情况严重扭曲了。

我给学生看过一张图：把市值最高的那家公司的市值除以 GDP。这个比例过去通常在 2%到 4%之间，而现在，英伟达的这个比例已经达到大约 15%。

你如何看待这样一个市场？它越来越依赖少数几家公司，整体对这些公司的敏感度，也就是贝塔，非常高。我们该如何构建投资组合，保护自己免受这项技术所带来的冲击？

**李录：** 市场总会做一些奇怪的事情。

**塔诺：** 是的。

**李录：** 从市场诞生之初，我们就不断经历这些事情，而且很可能还会继续经历。你不必受市场在某个时刻的行为所支配。这是本·格雷厄姆最重要的洞见和贡献之一。

比如，我最近读过一份招股说明书。这家公司称自己是一家研究实验室，却已经烧掉了数百亿美元，而且承诺还会继续烧掉数千亿美元。它承诺提供一项具有变革性的技术，但同时又说，这项技术有 10% 的概率导致所有人死亡。它把这些写进招股说明书，然后邀请大家按照 2 万亿美元的估值，至少投入 1000 亿美元。

这难道不充满矛盾和讽刺吗？！这是市场非理性达到极端程度的一个例子。这两种说法不可能同时成立，但现实就是如此。这也说明，有些事情既不理性，也不可持续。最终，它们不会一直持续下去。如果回顾几个世纪的市场历史，你会发现，这也是市场的规律。

市场会在很长一段时间里做出奇怪的事情。比如，看看 2010 年以来的标普指数。过去 16 年，它的年化回报平均达到 14% 或 15%。而在此前的十年，也就是 2000 年到 2010 年，平均回报恰好是零——事实上，十年下来还略微为负。

如果把过去 26 年合在一起计算，平均回报就是较高的个位数，而从长期来看，这大体是合理的。假设同期 GDP 的实际增长约为 2%，再加上 2% 到 3% 的通胀，名义增长大约就是 4% 到 5%。

上市公司的表现会略好一些，尤其是通过不断淘汰筛选而留下的这 500 家优秀公司。这样就能得到较高的个位数回报，而这也正是长期平均回报所处的水平。

这应该成为一个基本的判断支柱，帮助我们理解：投资者最终获得与其投资相称的回报，市场也会在更长时间内回归理性。但这个过程会被一些走向极端的时期打断，而且有时，这些时期会持续很久。

我们刚才举的那个例子，至少会让人觉得很奇怪。这样的事情在历史上一直发生。如果我们为社会确立一个基本共识：不允许、也不容忍某种超级物种，那么技术就不会走到那里。

如果它始终停留在工具的范围之内，它就会像其他任何工具一样，有相应的成本和收益。因此，财务纪律和资本市场纪律最终会发挥作用。达到那个结果的过程，会经历多次起伏和繁荣与萧条周期，而这也没有什么不可以。

从这个角度看，由此产生的市场分化意味着：在任何一个时点，都不会凭空创造出海量的新资本。如果资本压倒性地流向最顶端，就意味着还有许多原本非常优秀的企业，正在以很低的价格交易。美国如此，中国如此，其他地方也一样。在中国，情况可能更加极端，在座的一些中国学员应该对此很清楚。

随着时间推移，市场这台“称重机”会决定投资者的长期回报。最终，你仍然会得到与你的投资相称的结果。市场上并没有多少免费的午餐，即便它在一段时间内，甚至在很长一段时间内，看起来确实存在。从更长期来看，市场自身回归理性的力量，最终会对一切进行衡量。这也是它已经存在几百年的原因。

我会说，这种分化为理性的投资者提供了比其他时期更好的机会，前提是你能保持理性，而这非常困难。人很容易被卷进去，尤其是在巨大的技术浪潮中。你的“想象边际”可能会急剧扩张。

市场的投机一面会变得更加活跃，想象也会更加狂放，因此，夸大的程度往往会更加极端。但对于理性的人来说，这些情况反而会创造出更好的长期投资机会。

**塔诺：** 你刚才简短提到了中国，我们来聊一聊。我刚从中国回来。我在香港给项目学员授课，也利用这个机会，研究了几个中国公司的案例，并对中国市场做了一些了解。

过去几年确实跌宕起伏。考虑到房地产下行和银行业危机所带来的中国经济问题，你现在如何看待中国市场？这似乎让人联想到我们在其他地方见过的一些情况。你如何看待当下在中国投资？

**李录：** 你提到了中国市场。如果回顾过去十年，它基本上一直停滞不前。而这十年中发生的事情，非常值得研究。

十年前，中国政府面临一个选择。当时，中国已经大体达到中等收入水平。问题是：如何突破这个阶段？许多国家达到这个水平后，就一直停滞在那里，以至于人们专门创造了一个词来描述这种现象：“中等收入陷阱”。几十个国家达到这个水平后，过了四五十年，仍然停留在那里。

中国是一个大型经济体，因此很自然会问：究竟是什么让一个中等收入国家停滞不前，无法突破这个天花板？你发展制造业，推进工业化，从事中低端制造，却始终无法摆脱这个阶段。

他们需要作出一个决定：我们是否想突破？能不能采取措施加速这个过程，或者确保它发生？如果完全顺其自然，很多国家都没能做到，在那个阶段停留了四五十年，有些甚至更久。

于是，中国开始有意识地推动经济从中低端制造转向中高端制造。它制定的不是一个五年计划，而是一个十年计划，叫作“中国制造 2025”。其中列出了大约十个主要目标，旨在推动中国的基础制造业从中低端转向中高端。

这个计划实施几年后，特朗普第一届政府上台，发动了贸易战。这进一步强化了他们的判断：不仅按照自然发展路径未必能够突破那个天花板，而且其他国家还可能有意把中国限制在天花板以下。

特朗普第一届政府之后，是拜登政府。拜登政府不仅保留了贸易关税，还增加了更多技术限制。十年计划推进到大约一半，也就是 2021 年前后，中国政府进一步加大了对这一方向的投入。

除了推动制造业向中高端转型，又增加了科技自主的目标，尤其是在那些存在真正瓶颈的领域：半导体、大型飞机发动机、操作系统软件代码等等。中国当时面临的瓶颈清单很长。此后，又开始了五年的加码和提速。

当你试图实现那些看似不可能、而许多国家都未能实现的目标时，必然要付出深刻而沉重的代价。这一直是中国发展经济的方式。在不同阶段，设定重大的目标，同时也承担相应的巨大成本。

你提到了房地产。过去五年，为实现上述目标而付出的主要代价之一，就是中国中产家庭的资产负债表和家庭财富。到 2021 年，房地产价格达到峰值。一个典型的中国中产家庭，大约 70% 的净资产与其拥有的住房相关，而这套住房通过按揭贷款承担着大约 50% 的杠杆。

此后五年，直到现在，全国房地产价格平均下跌了大约 40%。这些家庭的总体财富平均下降了 60% 到 70%。

遇到这种情况，你会怎么办？你会做三件事：减少消费、增加储蓄，以及尽可能偿还债务。这恰好就是过去五年里，典型中国中产家庭所做的事情。

消费内需增长越来越慢，到今天，增速大致已经为零。储蓄存款上升到相当于 GDP 的 120% 左右，可能是全球规模最大的储蓄存款，基本上达到 165 万亿元人民币。

人们还经历了两三年物价基本不涨，或者略微下降的时期，大体就在这个范围内。因此，当他们展望未来时，会存在一定的信心问题。

这是经济的一个层面。但如果看另一个层面，看看中国政府在过去十年和过去五年设定的目标，你会看到一幅截然不同的图景：中国制造业终于突破了中低端，稳步进入了中高端。

“中国制造 2025” 的每一个目标都已经基本实现。过去五年，在解决瓶颈问题方面，也取得了巨大的进展。以半导体为例。结果表明，美国主导的技术制裁，反而成了中国半导体产业的天赐良机，因为它让这个产业获得了市场经济中最宝贵的东西之一：需求。

你问任何一个企业家，什么最重要，他们都会说：订单。如果有需求、收入，整个循环就能转动起来。更多收入带来利润，利润支持研发，研发带来改进，改进又带来更多收入。这个循环不断推进，直到在成熟制程领域，中国无论是设备端还是芯片制造端，都已经实现了近乎完全的自主供应。在更前沿、更先进的制程上，也正在接近自主供应，只剩下少数关键环节尚未解决。

如果沿着这条路径继续走下去，事情自然会发生。这还只是其中一个方面。生成式人工智能的一项核心能力，是按需、大规模地产生智能。其中最大的应用之一，就是生成代码，而这能解决某些瓶颈中的重大问题，主要是原先缺失的操作系统代码层。

从个人电脑到服务器，到半导体，再到英伟达的 CUDA 操作系统，这些环节如今都在人工智能的帮助下，一个接一个地被替代。这成为一个极其重要的能力差距拉平工具。

过去十年，在一个又一个领域中，我们看到了显著进展：制造业的基本格局从中低端转向中高端。在一些领域——新能源、电动车、储能、电池，以及重型机械等等，名单还可以不断列下去——中国已经占据主导地位，成为全球领导者。在存在瓶颈的领域，也开始推进转型、缩小差距。

与此同时，其他行业付出了非常沉重的代价。以房地产为例，如果按每年新房销售额来衡量，现在大概已经下降了 70%。减少的那 10 万亿元人民币，恰好也相当于每年投入制造业升级和技术效率提升的金额，大约每年 10 万亿元。如果看这种资金流向的转变，大约是在 2021 年前后发生的。

如果回顾中国过去 50 年的发展，你会发现，这一直是它的发展模式。在我看来，大致每隔十年左右，就会出现一组新的目标，而实现这些目标会伴随着沉重的代价。

有时候，前一个十年的目标，会成为下一个十年的代价。在工业起飞的早期阶段，环境、空气质量和河流，都成了被牺牲的代价。接下来的十年，它们又成为改善的目标，于是新的环保技术发展起来，而污染企业则成了付出代价的一方。

在城市化过程中，房地产开发商是实现目标的重要力量，它们建设了今天的中国，让人们拥有住房，并形成了中产阶层的财富基础。但在过去五年或十年，它们又变成了付出代价的一方。

过程中会有很多痛苦，但总体来看，你也能看到国家在这些阶段中取得的进步。这就是为什么几百年的发展过程，可以被压缩到比如 40 年内完成。但在任何一个时点，作为投资者或企业家——我相信在座来自中国的朋友对此都有很深的体会——你始终需要知道：你究竟是国家要支持的目标，还是实现目标所要付出的代价？

成为国家目标的代价，绝不是一件愉快的事情！我相信，各位对此都有切身体会，或者有朋友经历过这个过程。

中国就是这样发展过来的。总体上，如果要对这些变化作出评价，你会说：如今，这样一个具有巨大经济规模和人口规模的国家，终于走上了全面现代化的道路。但由于这种经济双层分化，以及普遍的信心不足，金融市场也已经停滞十年，基本没有前进。

与此同时，你又能看到一些全球竞争力极强的优秀企业，以非常低的价格交易。这里同样存在我们在美国看到的那种分化。如果你是一位理性的投资者，能够看清全貌，就可能形成不同的看法。

我会说，在今天的市场中，你很可能找到比其他时期更好的投资机会。这正是你所希望看到的。

**塔诺：** 我马上就开放提问。大家可以准备问题，举起手来。在此之前，我想最后再快速问你一个问题。

你在 1997 年创立了喜马拉雅资本。差不多同一时间，我作为一名年轻的助理教授，来到芝加哥大学。当时的世界，至少在我看来——我不知道你当时怎么看，那时我们还不认识——与今天的世界很不一样，或者说，在我眼中显得很不一样。

那是一个开放的、跨越国界的世界。通过旅行，你可以做很多事情。它有一种，我不知道该怎么形容，比较宽厚、开放的精神，而今天似乎有些缺失。现在的世界，在我看来非常不同。

你如何看待未来？你会把这些看法纳入自己的投资思考吗？

**李录：** 这是一个很好的问题，塔诺。过去 30 年，世界确实发生了变化，这一点毫无疑问。

世界秩序，或者说关于世界如何治理、如何运作这些重大问题，变化的时间尺度是很长的。一个秩序的形成和转变，需要几十年，有时甚至上百年。当前的世界秩序，是经过两次把整个世界推向崩溃边缘的世界大战后形成的。战后，一个美国主导的秩序出现了。经过冷战，再到冷战结束，它成为一个统一的秩序。现在，它又在转变，走向一种尚未成形、我们还无法看清的秩序。

在它下面，还有另一种秩序，过去几百年中一直在稳步形成，那就是经济秩序。随着越来越多的国家和人口参与共同贸易，相互开展商业交易，他们形成了一个共同市场。

大约 30 年前，随着苏联解体和冷战结束，这个共同市场终于形成。几乎所有国家和人口都开始加入同一个市场经济体系。

这种经济秩序有一个有意思的特点：一旦共同市场形成，任何一个国家都很难主动退出。市场带来效率，带来持续改进的飞轮，推动技术、效率、分工、资源交易等方面不断进步。任何国家如果长期退出，都会面临巨大的代价。

一旦形成，它就很难瓦解，而且持续的时间会更长。看看此前百年中的贸易战和贸易摩擦，无论你设置什么样的摩擦和壁垒，人们总能通过第三国找到贸易的路径，依然遵循比较优势的原则。

以中美贸易为例。当然，直接贸易下降了，但如果把美国与墨西哥、东盟的贸易加看起来，增加的部分恰好抵消了它。基本上，中美贸易仍然保持原来的规模，只是绕道第三国。这种情况在大多数其他市场也大体成立。

在世界政治秩序方面，美国领导全球 80 年，并承担了大部分成本，以确保经济共同市场按照它认为合适的方式运作。后来，它开始意识到，自己承担的成本与从中获得的收益，可能有些不成比例。于是，它开始主动退出部分责任，但迄今并不太成功，也留下了一个真空。

政治秩序中最大的单一变化，是中国在过去三四十年的崛起。它已经成为一个庞大的经济体，拥有完整的制造业体系，正在实现技术自主，同时还拥有一个开放、监管规则统一的最大单一市场。

这是我们正在见证的、对政治秩序和经济秩序都产生巨大影响的变化。与此同时，在这个统一市场中，我们彼此之间的依赖，在这段时间里只增不减。

我举一个例子。在生成式人工智能领域，所有人都需要一样东西：芯片，也就是半导体芯片。这些芯片在哪里制造？想一想那些生产芯片的国家，它们有一个共同点。你觉得是什么？不好意思，我不是有意让你为难。

**塔诺：** 我确实被你问住了。我还得想着赶快开放现场提问。这些半导体生产地究竟有什么共同点？

**李录：** 所有生产半导体芯片的地方——这些芯片对当前这股技术浪潮至关重要，而整个国家似乎都在押注这股浪潮——有一个共同点：所有这些生产半导体芯片的国家和人，都使用筷子。想一想，没有例外。

**塔诺：** （笑）

**李录：** 是的。当然，这个国家里领导半导体公司的那些人，也都使用筷子。从黄仁勋，到陈立武，到苏姿丰，再到陈福阳，所有人都是如此。

你可以看到，我们之间存在很深的相互依赖。如果我们作为一个国家、作为企业，要像现在这样大规模地押注这项新技术，无论它可能带来怎样的希望和危险，那么，我们就必须对使用筷子的人友善一些。

（塔诺与观众大笑）

这不会改变。它并非偶然发生，我们可以进一步讨论其原因。美国总统和中国国家主席之所以感到有必要在八个月内会面四次，是有原因的。已经进行了两次，另外两次即将到来。每一次会面最重要的成果之一，就是安排下一次会面。

这涉及战略稳定。换句话说，稳定本身具有战略重要性。我强调的是：全球已经形成一个共同市场，主动退出会付出代价，而在和平环境下，彼此的依赖还在不断加深。

与此同时，所有人都在激烈竞争，而且都相信时间站在自己这一边：中国希望实现半导体自主，以及各种其他目标；美国希望人工智能实现突破，兑现它可能带来的前景；其他国家也各有自己的想法。

所有这些都说明，和平与稳定对每一方都至关重要，具有战略意义。最大的几个国家既有责任，也有意愿维持这种局面。

所有国家都会感受到这个统一共同市场的分量，以及退出所要付出的代价。总体而言，世界将继续沿着这个方向发展。我们从二战结束以来所熟悉的秩序，正在改变和转型。最终会形成什么、以什么形式出现，目前还看不清。但在它下面，一种影响更加深远的结构已经形成，那就是全球统一的共同市场，而且它会继续存在。

这对投资者意味着什么？我们又回到了价值投资的基本理念，也就是那六条原则。我们最后加入的一条是：作为全球投资者，你的财富体现为你在全球购买力中拥有的份额。

实现这一点的一种方式，也正是我们一直在实践的方式，是以有利的价格，买入充满活力的国家和市场中的优秀企业，并长期持有，让它们创造价值，保持我们在全全球购买力中的份额，并让这个份额随着时间增长。

再回到沃伦的比喻：股票市场是一座附带赌场的教堂。伯克希尔过去 60 年所取得的成就，就是把那座教堂建成了一座宏伟的大教堂。它不仅具有象征意义、履行实际功能，人们还可以在那里获得精神慰藉，因为它发挥了市场原本应有的正确功能。

回到你的问题，过去 30 年，我们一直在努力实践的，是证明这套理念可以传播。我们可以在其他国家建起教堂。作为全球投资者，我们选择在亚洲，以及其他地区，建设这样的教堂。随着时间推移，不同国家会出现一些这样的教堂，其中一些也可能成长为大教堂。

再回到你之前问学生和年轻从业者的那个问题：在这个市场中，你会选择做什么？市场的基本结构就是如此——一座附带赌场的教堂，而赌场之所以成为取得许可的一部分，是因为人性如此。

它们对整个社会的影响不同。一边是双赢，为社会带来净收益；另一边是零和博弈，给社会带来净成本、净负面影响。

选择权在你们自己手里。技术，包括人工智能，仍然会是工具，而不是人类的替代品。如果它出现任何取代人类的趋势，正如我刚才所说，我们所有人都会团结起来，反对创造这样一个人造之神。

因此，在我看来，你没有必要参与一份把自己描述为“半神 IPO”的招股说明书所推销的投资。这也是我们履行共同责任、建设一个良好社会的一种方式。这正是这个项目存在的原因，而我认为，它应该继续办下去。非常感谢大家。

**塔诺：** 谢谢。

## 问答

**塔诺：** 我们还有 15 分钟，可以回答几个问题。最后面那位——你是第一个举手的，所以你先来。唯一的要求是，请大家务必简短一些。

**Ed Lugo, EL2 Capital：** 再次感谢您，非常感谢。我想听听您如何看待中国人工智能与美国人工智能之间的差异。谢谢。

**李录：** 我再听两个问题，然后把这三个问题一起回答。

**塔诺：** 还有谁刚才举手了？最后面那位。这里也有一位。

**李录：** 我们每次回答三个问题。

**Wenxuan Lu, 约翰斯·霍普金斯大学：** 您刚才提到了中国市场，我想听听您的看法：中国股市究竟会成为国家要支持的“目标”，还是实现目标所付出的“代价”？

（现场笑声）

**塔诺：** 这确实是个好问题。

**李录：** 再来一个。

**Dan Bakalarz, Unison Capital：** 您在投资中国企业方面取得了如此成功的成绩。我很好奇，当规则可能一夜之间发生变化时，您如何评估投资中的政治风险？

**李录：** 中国人工智能的路径，中国股市是“目标”还是“代价”，以及如何评估政治风险。当然，这几个问题彼此相关。

如果要描述硅谷发展人工智能的方式，它的根本问题是：这项技术还能做什么？这也是为什么他们仍然把自己称为研究实验室。我想看看它还能做什么，我们能把它边界推进多远。这就是为什么我也把它称为技术前沿的原因。

我会说，中国的人工智能公司也同样对这些问题充满好奇。但除此之外，更重要的是，他们还会问：这项技术能够为我的客户做什么，包括个人消费者客户和企业客户？

这里就体现出一种非常不同的思路。通过各种指标，你都能看到，两种思路会带来不同的结果。

中国股市究竟是“目标”还是“代价”？在不同阶段，侧重点会有所不同。但如果考虑个人家庭和整个国家最主要的资产负债表，当房地产所占的比重开始下降时——顺便说一句，房地产不会一直跌下去，因为它有实际价值——那么，什么资产会接替它，构成国家、民众和家庭的财富？

回答这个问题，你会发现，在某个时刻，无论是今天还是未来，股市必然要成为那个目标。因为股权是唯一一种随着经济增长而增长、事实上因经济发展而增长，同时又推动经济增长的资产。它们共同构成一个飞轮。

至于政治风险，关键在于理解每个阶段的目标，了解历史，并考察过去的实际记录。这不仅涉及中国，也涉及美国，以及许多其他问题。我们的世界在很大程度上仍然围绕民族国家来组织，这就是我们生活其中的现实。刚才谈到的各种考量，都应该应用于我们开展投资的所有国家。

好了，下一组问题。

**Daniel Qi, Vita Specs:** 价值投资的原则和策略，能否应用于成长型企业或高科技企业的投资？谢谢。

**主持人：** 这是关于科技投资的问题。

**观众提问者 5：** 我的问题涉及能源与智力资本相互融合，因为现在能源市场与知识型企业的能源消耗高度相关。我想知道，这是否会对解决或引发气候、环境等问题产生影响？另外，我也很想听听，您如何在全球金融环境的背景下看待加密货币市场。

**塔诺：** 你把三个问题塞进了一个问题里，不过我们就原谅你了。

**Hongming Li, Echt Capital:** 我是哥伦比亚大学的校友。我已经加入价值投资的“教堂”，并实践了两年。在投资行业里，业绩落后是一个风险：你努力宣扬价值投资，却眼看着机会或业务流失，这会带来真实的职业风险。您如何看待这个问题？

**塔诺：** 这是个非常好的问题。

**李录：** 这里大概有五六个问题。价值投资原则与成长型企业、科技企业；能源，以及它与当前人工智能、气候变化之间的各种关联，不知怎么又联系到了加密货币。

**塔诺：** 李录，你能回答的。

**李录：** 当然。第三个问题是，尽管你才做了两年，但如果业绩落后，怎样让自己的投资业务继续生存下去。

首先，关于价值投资的原则，我会这样说：我认为，所有聪明的投资都是价值投资，因为你总是希望得到的东西，稍微超过你付出的东西。你付出的是价格，得到的是价值。

无论你所理解的价值体现在哪里——是一家停滞甚至衰退、但会向你返还大量现金的企业；是一家快速成长的公司；还是一笔获胜概率很低、失败概率很高，因此需要考虑相应赔率与回报差额的投资——所有这些，最终都归结为你对价值将在何处被创造出来的理解。

基本原则是未来现金流折现，前提是你能够理解这些现金流，并作出准确估计。它们最终都归结为同一套数学原理。这就是为什么我说，几乎所有聪明的投资都是价值投资。基本原则不会改变。你可以根据自己的能力圈，把它应用在不同的地方。这又回到了沃伦阐述得非常清楚的能力圈概念。

能源显然至关重要，是经济的一个基础层面。在我看来，经济包括能源和交通运输、制造业、通信，以及知识型服务。这些基本上构成了整个经济。当然，相关技术在每个层面都有应用。

当前，人工智能面临的约束，从芯片、电力，一直到劳动力。不同约束的作用方式不同，也会对气候产生影响。其中任何一个话题，我们都可以对它几乎无穷无尽的方面展开讨论。

不过，对于你最后那个关于加密货币的问题，我的回答非常简单：我根本不把它当回事。我认为，它最终会自行消失，而这也没什么，因为它从根本上就是虚假的东西。

如果你想想一种能够兑现价值的货币究竟依靠什么来实现，就会发现，它之所以能够得到保障，是因为背后有强制力量。没有这样的执行和保障机制，你就无法建立一种可靠的结算尺度或财富储存手段。几个人在车库里创造出来的东西，是做不到这一点的。对了，它能帮助犯罪分子，便利各种非法交易。

我认为，禁止它会让我们所有人过得更好。不过，如果有人想收藏它，就像有人认为某位艺术家的作品值某个价格一样，那是个人偏好。但从社会的角度，我认为它没有什么价值。很简单。

现在，回到你关于业绩落后风险的问题。这确实是一个非常现实的问题。你认同（价值投资的）这套理念，但当然，你也希望市场能配合你。

正如我所说，这正是人类心理的体现。每个人都想两全其美。事实上，人们什么都想要：“我想参与双赢，但我也希望至少每年都能报告漂亮的业绩，最好每个季度、每个月、每天、每小时都如此。”（只要你这么想，）用不了多久，你就会变成一个投机者。

你不可能两头都占。你要么认为市场是来指导你的，要么认为市场是来为你服务的。两者只能选一个。任何想把这些混在一起的人，最好去做指数投资，因为指数恰好就是所有市场参与者的平均结果。那四类市场参与者的表现平均起来，就是指数。这样做，对你反而更好。

如果你问：“我怎样才能把它做成一项业务？”那么，最终，你必须找到理念相同、愿意一直支持你的人。

这一行的困难在于，你必须在一定程度上逆着人性行事。你得有一点像是基因发生了变异：你认为自己是对的，是因为逻辑和事实支持你，而不是因为别人赞同或反对你。这需要一种不同的心理特质。有些人适合做它；如果你认定自己不适合，就不要勉强尝试。

你还必须让相信这套理念的人与你同行。因此，你不能说：“我想拥有最大的基金，达到某个资产管理规模。”事情不是这样发生的。最终，你会得到与你所做的一切相称的结果。

**塔诺：** 我们来听听这边的问题。

**Alex Captain, Cat Rock Capital：** 李录，您好。非常感谢您参加今天的活动。您长期以来都是一位非常成功的投资者。过去十年，您学到了哪些最重要的东西，使您成为一位比十年前更优秀的投资者？

如果允许我再加一个问题：您到了 60 岁，头脑和身体仍然保持着非常好的状态。您一次听三个问题，还能记住其中各种细节。我很想听听，您每天或每周有哪些习惯，来保持头脑和身体的状态？

**李录：** 你这已经问了好几个问题了。

**塔诺：** 这有点像谈话里的“玛莎·斯图尔特生活方式环节”，要聊你的饮食。

**李录：** 还有别人吗？

**观众提问者 8：** 我的问题是关于中美资本市场的结构性变化。

**李录：** 能再说一遍吗？

**观众提问者 8：** 展望未来十年或更长时间，中美资本市场最重要的结构性变化是什么？谢谢。

**塔诺：** 用中文说吧，我来翻译。

（观众笑声）

**观众提问者 8**（原记录注明此处由中文译出）：我问的是中国和美国资本市场的结构性变化。

**塔诺：** 现在我明白了。

**李录：** 我还是有点没弄明白。既然我已经 60 岁了，我就用自己有限的理解能力，选择回答我能理解的部分吧。谢谢你提醒我年龄这件事。

**李录：** 再来一个，最后一个。

**Wyatt Neyman, First Manhattan：** 在评估一项投资时，您如何确保拥有足够的安全边际和下行保护？

**李录：** 我把这些问题稍微整理一下，让它们更有结构：在哪里寻找安全边际；过去十年我学到了什么，以及我如何一直保持投入；还有中美市场的结构性变化。最后这个问题，我不太明白具体指什么，但我会沿着这个方向谈一点。

价值投资者与大多数其他投资者之间，一个显著区别，就是对下行保护给予极大的重视。

投资是在预测未来，而未来本质上不可预测。你能做的，是投资于你确实了解的东西。你知道的东西可能很有限。每个人起步时，真正掌握的知识都有限。我二十多岁刚开始时也是如此，知道的东西并不多。

我从那些我确实知道、能够确认存在的东西入手。显然，资产负债表就是其中之一，就像本杰明·格雷厄姆的方法，因为有些东西更容易理解。

然后，我逐渐从简单的东西，走向不那么简单、更加复杂的东西。这是能力圈自然发展的过程。关于能力圈，一方面是要理解它的边界，另一方面是要有意识地随着时间逐步扩展它。

我经常说，如果你的知识能够持续实现复利增长，那么最终，你的资本也能够实现复利增长。

这又回到了你问的过去十年我学到了什么。每隔十年，我都会发现自己学到了很多，多到你几乎已经成了一个不同的人。你会重新感受到：如果在很长一段时间内，用正确的方式做正确的事情，最终发现自己确实实现了复利增长，那是非常令人惊叹的。

我会说，这也是选择双赢、而不是零和博弈的另一个理由：你的能力和知识确实能够不断积累、实现复利，甚至健康也可能如此。健康也许不能完全这样说，但至少，你可以延长自己能够有效工作的时间，延长健康期。未必能延长寿命，但可以延长健康地生活的时间。

你一直投入其中，因为它很有意思。你知道这对社会有帮助，而不是从社会那里拿走什么。

零和博弈的问题在于，人性中有很多东西会把人推向零和、推向短期。你今天学到的东西，明天可能就没有用了。你无法积累。

你越来越依赖非人的手段。你买一台更强大的计算机，现在又开始使用人工智能。到了某个时刻，你就会被替代。那么，作为一个人，你的价值又在哪里？

当然，我喜欢有人类参与其中。我提倡不断学习，随着时间推移，过一种积极投入、持续改善的生活，让自己的知识实现复利增长，也在相互信任的关系中，让托付给你的资本实现复利增长。

我的导师、合伙人和老师查理·芒格，一直说、也一直倡导：他所能发现的最高层次的人际关系，是“一张由彼此值得信赖而形成的无缝信任之网”。

一张由彼此值得信赖而形成的无缝信任之网！

这里面包含了一整套人生哲学：让自己的人生富有建设性，同时也为社会创造双赢。我建议所有刚开始职业生涯的人，都朝这种生活方式靠近。

这可能需要很多年，过程也可能很慢。但缓慢而坚定地走下去，你最终会到达与你的努力相称的位置。这是一种更好的生活方式。

在这个过程中，有些人的运气比别人更好一些。我们的人生、成功和失败，有时是各种幸运与不幸遭遇共同作用的结果。我们也经历过不少这样的事情。至少我从来不觉得，我们的业绩完全来自自己的天才或什么特殊本领。一路走来，我们遇到过很多幸运的机缘。

但如果你选择了正确的合伙人、正确的方法、值得支持的人，以及值得做的事情，那么随着时间推移，复利所发挥的作用会令人惊叹。

复利的基本理念，是不要失去你已经拥有的东西。这是一个非常深刻的理念。不要失去你已经拥有的东西，包括你的知识、建立在信任之上的关系、智慧，甚至健康。这些都是人生中极其强大的资产。

从这个角度看，我认为美国和中国在结构上是一样的。事实上，这就是人类共同的结构。当然，我相信，这并没有真正回答你的问题。也许我们可以另找时间，讨论你所说的结构性变化究竟具体指什么。

人生总会发生变化。变化本身，是我们始终必须面对的一个常量。无论你天生倾向于哪一种道路，你总会遇到属于自己的幸运与不幸，也会遇到属于自己的重大机会。

找到你自然倾向、真正适合自己的事情，然后随着时间推移，以不断积累、实现复利的方式在其基础上发展，这是一种更好的、富有建设性的人生方式。

**塔诺：**非常感谢您，李录。今天的分享太精彩了！

（掌声）