

大家上午好，今天本来是一个补班日，但是我们每个月的交流会得定在礼拜天。已经成为我们的一个习惯，所以就不改了，就从今天开始，今天我们讲的时候注意一下尺度，不能像上个月那样。上个月我们可能不知道聊什么话题，可能聊的太深入，然后直接被腾讯的系统检测到了，然后我们的腾讯会议直接被封了一个星期才解封。当时就没有留下记录文稿就蛮可惜的，因为我觉得我们上一次聊的很多内容都挺核心，一个是我们对医药还有央行货币政策的一些判断，然后包括我们对等关税的一些判断。事后证明，整个4月份的行情，我觉得幸亏是在清明节之前给大家开的会，要是清明节之后开会，可能很多事情都来不及了。所以这次我们就多聊一点股票少聊一点政策，然后关于月底的经济会议的政策其实可以说的都不多，我感觉我在知识星球上说的，包括我们平时在订阅号上说的，其实已经说的差不多了，所以我们今天少聊一点政策，我们就多聊一些具体的股票，得结合股票来聊一下我们对一些事情的看法。

今天的内容有四个部分，

第一个部分就是4月市场的一个回顾，尤其是对关税战的第一个阶段进行一个回顾。因为这一次的关税战很特别，关税战的第一个阶段其实是舆论战，其实这一轮国家队救市的力度之大、速度之快是远远超过了以往任何一次救市。为什么国家队的行动速度可以这么快？就是因为关税在第一阶段，它其实是舆论战，所有人都会把精力放在双方的资本市场，包括美国也是。大家都会把精力放在资本市场，你如何证明你输，如何证明你赢，你字面上意思不够。你不能说我们宣传一边我们强硬反制，川普各种被我们打脸，但是资本市场跌得一塌糊涂。

那资本市场要跌到一塌糊涂，你舆论方面的宣传不就白宣传了吗？任何人都会说，你看看股市怎么样，但如果把股市拉起来之后，配合宣传的力度就大多了。你看看纳斯达克跌了多少，你看看道琼斯跌了多少，你再看看a股跌了多少，是不是？a股可能是贸易战的前期，全球市场当中表现最好的一个资产，那你这样配合舆论宣传起来，你的效果就会好很多。

当然，这波救市花的代价还挺大的，有3000亿。不要小看这3000亿，这3000亿如果能回补到我们的外贸企业，你想你现在撒3000亿给我们的外贸企业，那是什么感觉？但这3000亿就首先砸到了股市之上。所以我们认为这一轮国家队救市的速度力度都非常强，然后关税阶段第一阶段就是舆论战，为了打赢舆论战，所以股市在4月份这个阶段，它的地位是比其他所有的市场都要强。正常来说，出口出了问题，那我应该救助的是沿海的出口企业，但是优先救助的a股。所以这波你挑国家队的毛病是挑不出来的，如果这一波你亏钱了，你应该想的是为什么自己在3月份的时候没有想一想，4月份贸易战会打得这么厉害，关税加这么多，你不能去指责国家队怎么样，我们已经是把非常有限的资源全部都投入到了救市之中。这个幅度和力度都非常大，所以还整出来一轮关税牛，后面我们跟大家聊聊关税牛这个事情有多么的讽刺。

第二部分就是我们4月份的交易，a股是比较频繁，然后港股是交易是比较少，对我们4月份的一些交易，包括大家非常关心的一些问题，我们可以一只股票，一只股票跟大家来

聊。大家可以看一下我们3月份港股交易都很频繁，但是我们a股就没有怎么动，然后等到4月份的时候，我们a股有交易的频繁，港股就没怎么动。它其实我们在某个阶段交易的重点，它其实都是根据行情来的，根据行情来给了你多少的机会，你才能进行多少的交易，没有给你这样的机会，很难会有交易，很难会有好的交易。所以不是说我在这个阶段更重视a股或者港股或者怎么样，而是我们在某个阶段在全市场去寻找更好的一个交易标的或者更好的一个品种。当然我们现在的能力还没有覆盖到全市场那么多，我们现在主要是a股港股加债券，偶尔再做一点别的市场。就是我们的思路。

大家看我们的交易跟别人交易最大一个区别是什么？就是我们并不执着于某一个股票或者某一个节点，强迫自己会做一些交易。我们要的是在整个市场当中寻找最佳的交易，而且我们选择股票的时候也并不是拘泥于某一个股票。就是我们的理念当中不是说我做红利股票就只买红利，高股息就只买高股息，什么成长股就只买成长股，题材就只做题材。No。其实我们的选股范围是很广的。如果你把国债也当做是一种股票的话，你会发现我们的交易逻辑或者选股的范围，它都是一个很广泛的范围，只有你把自己的范围扩展的很广阔，你才能够找到某一个阶段当中比较好的资产。因为所有的资产并不是在某个时间点，不是在所有的交易时间都是最好的一个交易，它可能在这个时间点是一个好的交易，但是在另外一个时间点，它就不是一个好的交易。股票也是，在某个阶段。这个股票的性价比特别高，但是在另外一个阶段，这个股票的性价比可能会降低。所以这就是我们的思路：从全市场所有的股票当中寻找确定性最高或者最适合我们交易的股票，甚至都不是股票，而是品种。比如说10月8号，去年10月8号之后，我觉得a股所有的股票都很难交易，都很贵，那怎么办？我们就买债券。等到去年11月份的时候，我们发现港股真便宜，然后我们就把交易的重点放到了港股，等到3月份的时候，我们发现港股已经特别贵，我们就把港股卖了，然后等到4月份的时候，我们发现a股经过这么一折腾，有些股票看起来还很不错，然后我们就开始卖掉国债，然后开始加仓更多的股票。

这是我们交易的逻辑，就是永远都是去全市场寻找最佳的交易资产，然后在最佳的交易资产里面进行不断的比较，在收益率和平衡性之间要找到一个比较好，比较合适的一个节点。所以经常会有人问你为什么这个板块不买这个股票不买那个股票或者一定要选我们自己的股票，就是你对比一下回撤、频率，你就会发现，我们究竟是在做怎么样一件事情，就是要以最小的回撤，最稳健的方法来不断的创造超额。这也是我们4月份超额收益非常显著的一个原因。

第三部分就是要跟大家聊一下市场化的定价，还有为什么我们对于第二季度会悲观。对，我们之前用的是“惨淡”这个词。当然惨淡不代表它一定会暴跌。惨淡就是类似于去年的第三个季度，就是一种交易不是很活跃，然后市场缓慢向下的一个状态，但是在这个过程，在这个状态，反而是你最应该建仓的状态。因为在这个过程中，资源错配或者定价错配会比之前更明显。你会发现有一些股票，市场怎么就给了这么便宜的定价？然后这种时候这种股票越来越多，那么代表着你下一阶段你的收益可能会更好，所以我们一定要在这种市场比较惨淡的时候建仓，而不是在市场比较活跃的时候建仓。

我们假设把一只股票比作基本面加情绪溢价。市场较惨淡的时候就是基本面，甚至溢价是负溢价。负溢价的时候就说明股票被脱水脱得特别干净，这个时候一旦流动性恢复或者市场再给他一点溢价。那它的股价就可能会有一个非常猛烈的爆发。所以我们选股的时候，我们是非常喜欢选那种水分已经被脱得差不多的股票，因为一旦有新的情景点进来，那它获得收益的概率实在是太高了。再加上这种股票，我们比较能够确定它的底部或者底线。

第四部分就是大类资产配置的一些思考，比如说现在十年国债已经到了 1.6，它的空间可能还有多大？还有黄金，大宗商品的一些走势，我们这边会跟大家聊一聊。

一、 4 月市场回顾，关税战第一阶段。

那我们先进行第一部分，就是 4 月份的市场，回顾关税上的第一个阶段：关税战爆发前后。在爆发之前，市场是普遍没有预期的，因为在关税战之前出现了明显的抢运货状态，因此反而会有一种经济繁荣的错觉。我们现在可以回顾一下我们第一季度的 GDP 是不是超预期了，然后我们再回顾一下第一季度的工业企业利润上涨了 0.8%。这是单季度已经比较好的表现。那为什么会上涨这么多，有两个原因。第一个原因是去年 9 月份国债进行了一轮置换，地方政府的财政状况有所改善，因此他们在今年的一季度就比去年更愿意花钱。只要地方政府愿意花钱，其实地方政府花钱这个事情它本质上是在创造需求，对于我们的经济来说，需求是最重要的。因为工业化时代，生产其实是一件在经济当中并不那么重要的事情。给大家举个例子就是。一个工业品，你能够生产多少，其实取决于你的人、设备。只要你有这么多店，你有这么多人，你有多设备，你就可以生产出足够多的东西。就是我们国家的 GDP 一直增量都很高，但是你会发现这些 GDP 它没有办法落实到上市公司的盈利当中的。今年一季度 GDP 是超预期的，但你看看落不到我们上市公司的盈利，为什么？因为 GDP 它更多的是跟我们上市公司的营收更接近，我不是说 GDP 等于营收，是 GDP 跟营收的关系更多。对于很多公司来说，当市场的需求小于市场的生产的时候，那我们会怎么办？中国的企业一般都会采取薄利多销，销售的多了，生产没有降下来。当生产没有降下来的时候，反映到 GDP 里面，就没有什么问题。然后如果将来我们生产挤水分再反映到 GDP，你就会发现会有一个断崖式的下滑，但是这一步我们现在还没有到来。所以这个时候就不太确定。从目前的经济来说，我们未来有一次挤水分，那次挤水分表现在我们的数据里面就会有一次断崖式的下滑。当然也有可能我们在二季度的时候借助这次对美出口下滑来给我们的 GDP 洗一次澡，当然这都是不确定的事情，因为决定权不在我们手里。所以为什么 GDP 这么超预期，但实际上我们的体感非常差。

然后还有一个原因就是我们要说的 3 月份的抢运。你去看 3 月份的数据出口还是非常不错，为什么？因为 4 月份关税战要爆发了，就是股票市场跟实际的经济运营、我们炒股的人群跟实际的企业家中间的距离是特别远的。如果我作为一个实际的出口的企业，我会要考虑各种风险，我为了保证我 4 月份不出现风险，3 月份我就拼命的囤货。就是美国那边也是这样的，他们也担心 4 月份有关税，所以 3 月份的出口就会非常好，所以你在数据上就会给你一种错觉。1 到 3 月的经济其实很不错，GDP 增长的还不错，社融好像也还可以。当

然其实社融在我眼里已经算差了，但是在有些人眼里可能是挺好的。然后工业利润也很不错，但这些都是 3 月份抢运抢出来的一个功劳。

然后我们现在回顾一下我们 3 月底的会议。我们当时的观点就是我们认为当下市场。并未定价等关税，无论 a 股美股都是如此，这是因为川的政策过于随意，并且出乎意料，你并不知道对等关税的上限。当时我举了一个例子叫委内瑞拉。然后市场还有很多资金根本就不相信这种关税会落实，并没有进行减仓和有效的对冲，然后对于全球贸易，包括美国自身的影响都无法量化。这就是我们当时对于对总关税的预期。在我们上个月的 PPT 最后的几页大家可以回顾一下，可以下载一下我们当时的 PPT。我们当时究竟是怎么说的。事后来看看是不是川的政策看起来会非常随意，是不是很出乎意料，是不是这个上限给的比例非常高，然后当时是不是有很多资金都不相信对等关税会落实？

别说当时的资金了，对等关税现在爆发了一个月，除了我之外，大家有看到有披露到我们现在对美出口的数据到底下滑了多少吗？我昨天发了一个文章，我们现在对美环比下降了 60%，所以我们二季度对美下降 70%。当然，大部分人他是没有这个渠道知道我们现在对美出口到底下滑了多少的，包括最初的时候，很多自媒体文章都说美国什么关税根本就不可能落实，因为因为联邦没有这么多的人。现在我们跌了 70%你就会发现：你自己在媒体上看到的跟现实当中的经济的差究竟会有多大。但是降低 70%这个事情我肯定不是市场上最早知道的，也会有更多的人知道。

这也是为什么这一个星期就是 A 股也好，港股也好，一旦竞卖令解除之后，你会发现资金明显的一个抛盘。这是周五政策出来之后，会议出来之后，资金抛了一波。其实从这周一开始，资金就是一直在卖，一直在卖，只不过如果没有禁卖令的话，我跟你讲大家会卖的更多更疯狂的。就是因为这些数据，这些确实的现象告诉大家，对我们的影响到底会有多大，等 5 月份的时候你们会越来越的感受到这个影响，究竟会有多大。我们也可以回顾一下为什么市场经常会对这些事情产生非常多的盲目性的乐观。就包括关税爆发了这么久，他还会有这么多的乐观，这其实就是我们整体的一个环境，你很难找到一个非常客观的东西在讲这些事情。

那为什么你会很难找到一个客观的东西在讲这个事情。两点，第一就是你客观讲这个东西的时候，在这种舆论氛围之下，你这种人是很难生存的，而且你还面临着监管部门或者宣传部门动不动 404。其次，国内的民族情绪现在非常高涨，他是不会让你在公开的途径说一点实话的，就像周六那种文章，我就只能用付费文章来发，因为付费文章真正看到底的人会比较少。可能一篇文章就 3000 付费人群，那我产生的阅读影响力可能就有 3000。我要是公开把这些数据披露出来，我跟你讲，一旦变成了 1000 转发或者四五万阅读，一下又 404 了。反正大家就知道一件事情：在贸易战爆发之前，市场是没有预期的。为什么没有预期？因为我们国内的环境就是这个样子，还有就是做股票市场的人，他会有一种天然的盲目乐观、天然的乐观性在里面。还有就是舆论的氛围，其实有很多人他都会说实话的，但是说实话的人往往没有发声渠道，所以你听到的话就越来越变成假话，就会越来越多。

当然，这对我们来说不是什么坏处，因为市场的信息越假或者市场信息越不真实，那如果我们能接触到真实信息的人，我们就越有可能赚取更多的超额收益。因为市场的信息越假，或者大家接触的都是假信息，那么股票市场的定价就会越错误，股票市场的定价错误越多，那我们的超额收益就会很明显。所以大家可以过去看我们的曲线图。贸易战爆发的时候，就是4月初那几天我们曲线一直在涨，很多人都会质疑我们这个曲线是不是假的，或者是不是做出来的，就是因为这个原因。

关税的第一个交易日发生了什么？全球市场的反应，它是属于一个正常反应，第一觉得不可思议，第二，在恐慌之中大量的抛售资产。它是一直跑，今天跑一些明天跑一些，后天跑一些。一开始大家觉得川普疯了，股票的投资者觉得这不可能实行吧，卖一部分，然后过了几天这不可能实行吧，又卖一部分。大家觉得川普好像是玩，然后就抛售资产，甚至包括黄金。等到爆发了一个星期之后，川普宣布给60天的谈判期，市场开始反弹，所以全球市场的反应是正常的反应，觉得不可思议，恐慌抛售资产，包括黄金。

然后港股的反应属于被动反应就是跟随全球市场下跌，但抄底的资金非常多。所以在周四的时候，因为对等关税周三晚上决定的嘛，周四港股是跟着全球跌，但是当时抄底港股的资金也非常多。然后a股是反应当中属于最滞后的一个反应，就是因为信息闭塞以及缺少客观的交流渠道，包括整个周四结束之后，甚至很多散户都不知道关税究竟是多少，所以大部分人他们保持的仓位不动。甚至还有一部分人在抄底，就是我周四看了市场的那个走势之后，我们才会在知识星球发说，建议大家不要把对冲仓位丢掉也不要也不要抄底，就是因为我们当时看到太多的资金在抄底市场，好像根本没有意识到这个事情可能会有多严重。我们一般知识星球盘中发的东西不多，但那个时候比较特殊，就很担心大家把自己的对冲仓给扔掉了。你说你要是在4月3号的时候把4月2号的就是周四的时候你把07552给扔了，那你坚持了3月份一个月，别人都港股牛市，就我们坚持拿对冲，我们就是为了对冲极端的风险，然后你在最后一天风险马上爆发的时候，你把对冲它给扔了，那你不就功亏一篑了吗？所以我们当时才会在知识星球上发那么一条，这也就证明了一件事情，就是我反反复复跟大家说的一件事情叫a股定价的问题。a股对于利空的定价往往是非常滞后的、迟钝的不及时的。a股对于利好的定价往往是过于超前的过于充分的过于透支的。然后这两点在a股是一个永恒的定律。我觉得大家可以把这两个定律牢牢的记住，把这两个例记住之后，你再分析很多问题，就可能会很清晰，也会更加理解我们的很多交易。

然后关注一下，第一个星期全球进入大恐慌，因为股票市场和国内的舆论息息相关，所以国家队救市的急迫性、动员速度都是史无前例的强。因为a股和港股此前都没有进行任何的预期，所以经历了非常剧烈的定价过程。如果你有预期，市场已经跌了很多了。那这个时候就不会出现周一那样2000多只股票跌停的状况。a股还出现了非常明显的杠杆危机，所以有一个尾盘的跌停潮。就为什么会出现尾盘的跌停潮，它是这样的：当我觉得你杠杆有风险的时候，你已经跌停的股票，我平不了，我怎么办，我就会平你一些没有跌停的股票。但我把你没有跌停的平了之后，市场跌停的股票越来越多，那搞配资的人或者搞

融资的或者融资的人，他们就会越来越恐慌，就会把你之前没有跌停的股票也全部都按到跌停潮。

所以周一尾盘有 2000 多只跌停，那已经是在周一国家队救市就得 1000 亿的情况下，如果周一国家队救市没有就 1000 亿。我跟你讲周一肯定是三四千只股票跌停，而且周二还是有三四千只股票跌停，这就叫流动性危机。所以。真的得感谢国家队，我很多人包括我们很多用户，你就得感谢国家队，没有国家队这一波。很多人这波是倾家荡产。

港股则是恒科单日最大回调了 18%，非恒科的股票下跌的幅度会比较小，就是我们港股当天只下跌了百分之 0.05，主要是因为我们恒科的对冲仓位赚了很多钱，赚了 30 多个点，但其实你不考虑我们恒科的对冲仓位，只考虑股票就是你把我们的 07552 全部换成现金，我们的持仓也只跌了五个点到六个点。为什么？因为我们 3 月份的时候已经把这些位置很高的股票全部都卖掉了，我们买的都是一些红利或者低位的一些股票，或者一些资源股，他们受到的冲击就并不大。这也是为什么 3 月份我们港股交易频繁，其实就是把我们的盈利的股票卖了，然后买入一些低位的红利的分股息的或者抗性比较强的股票。等到 4 月暴跌之后，你才会发现恒科本轮上涨其实都是来自于估值的提升而非盈利的上涨，其实真正有盈利的股票，它跌的不多。

我举个例子就是康师傅吧，被我们卖飞的康师傅，我们卖了康师傅之后它也涨了十几个点，康师傅跌的多吗？不多。这也说明了 2 月份 3 月份恒生科技涨那么多的一个本质，就是纯粹估值的一个攀升，就是预期的一致性，其实大家都是在做情绪的预期，你预期我也预期，然后大家冲着往上走，但一旦发生了恐慌，那这个板块一定会是跌得最惨烈的一个板块，因为它没有盈利支撑。但是港股现在创新药也很离谱。我周五复盘了一下，我发现港股的创新药已经比美股的创新药还贵了，而且还贵了不止一点。就跟 3 月份恒生科技的整体估值已经比美股科技股贵，就很离谱。港股就是这个样子，一个板块可能几年都没有表现，然后突然有一下就被所有的资金疯抢，然后就会把他们的估值抢到非常贵的一个位置，等到它将来回调的时候，又是很短的时间，把两三年的涨幅都跌光。这也是为什么以前炒港股的时候都会被称为一个禁区，因为港股以前的名声特别差，都是被称之为吃人不吐骨头的板块，但是只要有赚钱效应还是会吸引很多散户进来。所以这就是 a 股跟港股的一个奖励机制。我待会再跟大家聊一下就是 a 股港股和美股和外国这些资本市场，他们本质上的不同。因为本质上的不同，会导致他们在交易方法上就会有一个区别。

经过了这一轮暴跌，国家队注入流动性，然后市场开始回升之后，我们现在再看一张图就是成交图，这张图是我们每天都会给大家总结出来的一张图。10 月 8 日最高点 3.4 万亿，11 月 15 日的次高点 2.6 到 2.7 万亿。然后 12 月到今年 2 月中的一个高点也是 2 万多亿，然后再看本轮行情暴跌，然后又有一个反弹，1.8 万亿，在上周又有一个反弹。1.2 到 1.3 万亿。这个成交额是包括北交所的，虽然很多数据没有列北交所，但是我觉得北交所现在特别像深交所跟沪交所的一个分支的板块，所以我们提前把北交所的交易金额也算上。先说明我们这个统计是包括北交所，你看又回落到 1.1 万亿，这个趋势是非常明显的，它就是一个成交额不断下滑的趋势，它的底部也是一步一步的往下，它的顶部也是一步步的往下。所以你现在不要觉得你在市场上当中亏了多少钱，你也不要管你自己的浮亏能不

能捞回来，你忘记你过去的亏损，你现在以一个平静的心态，你现在看着这个交易图。你会很明显的看见到它的顶部跟它的底部都是在缓慢的进行衰退。为什么我们会比一些散户更加客观一点，就是因为很多散户在去年 10 月跟 11 月大涨之后，都处于一个深度套牢的状态，或者说有亏损的状态，他在套牢跟亏损状态之后。他整个人的心态会发生改变，他们希望有一个新的牛市诞生，把市场这些股票全部都拉起来，让自己解套，那一旦你心里当中有这么一种先入为主的东西之后，你判断很多事物，你就会变得不客观。

我们比较客观，一个很大的原因就是自从去年 10 月 8 号到现在一直都是赚钱，我们赚了将近 20 个点。看一下我们的投资表，10 月 8 号到现在我们赚了将近 20 个点吧，十几个点，然后包括我们港股今年也赚了 20 个点，所以我们心态就比较冷静，比较客观。我们不会有一种要发动一场牛市，把我们解救这种心态，所以我也建议大家不要管你的持仓，认真的分析一下市场给你的数据，大家不是特别喜欢看图吗？你自己看着这个成交额顶部的成交额在不断的下滑，底部的成交额也不断的下滑，你面对这种双下滑的趋势，你现在告诉我。未来的预期是什么？这不是一个一目了然的事情吗？然后整个 4 月份很短的时间内，红利的资金飙升了一波，它的成交，它占市场的总成交额飙升到了 4%到 5%之间。那红利过热了吗？它其实没有过热，因为在那一段飙升之后，它又开始迅速的回落，他跟去年 4 月份到 8，9 月份那种、7 月份那种普遍的上行趋势是不一样。这次是飙升了那么一两天，然后回落。去年是从 4 月份一直到 8 月份，它有普遍的上行，所以去年的红利 7、8 月份确实位置会比较高。所以红利它没有过热。红利只是短暂的进行一个避险。

接下来我们分析：杠杆什么情况？a 股的杠杆风险有所降低，但是仍在。我给大家解释一下这个图，沪深两市的融资余额图和市场平均担保比例图是什么意思。就是当担保比例越高的时候就说明我的资产和负债比越高，就担保比例越高，那就证明我是在赚钱的，而不是在亏钱的。所以整个市场当中最赚钱的是什么时候，是 24 年的 10 月 8 号的当天，当时的担保比例达到了将近达到了 300%的水平。意味着我的总资产是三我的负债只是一，那整体的市场会非常健康，但是这波市场直接把担保比例打到一个非常低且非常危险的一个水平，这个水平是直接打穿到了 24 年 1 月份一个危机状态，这就是我跟大家一直说的杠杆的风。因为我们的杠杆非常脆弱，如果有一个外部冲击，它就非常有可能。把市场冲击的特别惨烈，这就是市场的风险，也是我一直跟大家强调的一个风险，但这种风险要么就是两三个月内不爆发，大家一切都很美好，但一旦爆发之后，风险很大，但是你不知道他什么时候会爆发出来，这就是风险控制的一个困难之处。当风险不爆发的时候，你觉得世界上一切东西都很美好，但是当风险爆发之后，你就可能直接被市场淘汰出去。但是很多人就跟开车不系安全带一样，你可能一万次都没有事。但是你一旦有一次没有系这个安全带，那你就挂掉了。所以这一波杠杆直接把很多人都打死。还是那句话，如果没有国家队救市，这波杠杆在 240 这个位置止住是不可能的，他一定会往下杀，会杀的特别惨烈，可能会比之前杀的更惨。那你看杠杆这一波消退了多少，整个从 1.95 万亿一下跌破了 1.8 万亿。那损失 1000 多亿没了。那这 1000 多亿没了，换算到市场有多少人破产？现在杠杆的风险大不大？杠杆风险没有像之前那么大，但杠杆的风险还在。为什么？因为融资余额的比例还是很高，有 1.8 万亿？然后我们的融资的担保比例，还是只有 258%这么一个状态，后续

如果市场再有什么冲击，比如说 q2 经济数据下滑太多，然后大家对政策又没有什么预期，突然来几根大阴线，那又危险了。

现在是风险有所降低，杠杆的风险有所降低，但这个风险仍在二季度。如果有一些利空进行冲击的话，它还是有可能会跌。还有一个就是南下资金的问题，今年南下买的特别多，尤其是在 3 月份和 4 月份。你现在看南下资金的这种买入图是不是非常的韭菜。你看 2 月份是今年港股最好的一个月份，他们出现了很多次卖。然后等到 2 月份这个港股行情已经快结束了，2 月底 3 月通通通，尤其是大家看一下。就贸易战爆发的前一段时间的住南下的买入量都是史上最大规模级的买入量，这几天都是创记录。然后周一开到底，结果清明节节后就直接爆掉，等到现在恒生指数到这个位置稍微有点反弹了之后，这些资金开始大举的进行卖出。我是认为 4 月份和 5 月份，6 月份就是这波南下资金的撤退，不是说一根阴线两根线就结束了，我觉得 5 月份 6 月份他们还会持续的卖。那为什么这几天港股南向资金卖的这么凶，港股还能上涨，这就是生态的一个问题。南向资金虽然卖了很多，但是港股是有非常多的外资和全球的资金在进行配置的。当全球市场开始恢复的时候，有一些投资者会重新购买头寸。他杠杆头寸的逻辑并不是说看好港股，你去看印度股市韩国股市日本股市都涨了很多。比如说我是一个做大类资产配置的人，或者我是对冲基金，我现在要配增加亚洲股市的头寸，我会直接买亚洲股市的一篮子的 ETF，我不会只买日本或者只买印度，因为对于我来说，比如说我是一个美国投资者，或者我是一个某个地方投资者，我对这些新兴国家的股市其实并不了解，你让我专门去买哪一家，我不懂的，那我就买全球的亚洲的新兴市场的 ETF。

那我重新开始大举进行建仓的时候，那也会顺带把香港的头寸建起来。因为香港中 a 股和港股占的占整个亚洲新兴市场投资还挺多的，具体数据我忘了大概是 20% 几吧。所以他们的资金是这波港股反弹的一个很重要的资金。但是当被动资金建仓重新补回自己的仓位之后，它是有个极限的。比如说我之前把这一天卖出之后，我现在补回之后我就不会再增配了，我维持到一个标配就 ok 了。那这个时候他们就不会是决定股价的一个变量。他们可能持有 ETF 就在那不动。接下来就可能是内资或者一些散户，他们的股价对于股市的影响可能会更多一些。所以我说港股的生态现在已经开始变了，就是因为被动的资金该补充的都已经补充完毕了，那接下来就是一些非被动的资金就是主动资金再进行一些交易。

这就是第一个大部分，我带大家回顾了一下这轮关税战的第一个阶段。一就是，关税战爆发之前市场的表现、关税战爆发第一天的表现和关税战爆发第一位的表现以及国家队为什么会救市，以及在 4 月份关税打完之后 a 股的一个成交、红利的趋势，还有港股的生态的一些变化。就这个阶段的主要目的是让大家把市场回顾一下。

二、4 月交易总结，客观且可观的超额。

我们就开始聊一下我们的一些交易。先说我们的 a 股这个组合，因为抄作业的人比较多，对我们来说，我们现在最重要的一个组合就是 A 股这个组合。因为这个 a 股的组合占我们资金的大头，且操作的人是最大的影响也是最广泛的。所以我们今天先聊一下我们 a

股这个组合。这是我们目前的一个持仓，我们现在就着我们的持仓来说。整个4月份我们持仓的点是减低国债，就是我们之前抄底的国债，30年国债etf。我们国债份额最多的时候有30%几的占比，我们现在只有18%，相当于我们国债的仓位一直在减仓，相当于把我们国债的头寸从30%多已经降到了10%几，将近砍了一半的仓位。为什么？因为十年期国债已经到了1.6%位置，并不是特别贵的一个位置，因为我觉得今年还有可能到1.5甚至到1.4，但是他从1.8甚至到1.9到1.6这个过程是他收益最最丰厚的一个过程，大家理解吗？大家如果经常看我们的交易或者看我们持仓，就会发现我们强调的并不是这支股票还会涨，所以我们卖出，我们强调的是我们是不是拿到了中间它最舒服的一段收益。包括我们做创新药也是，你现在看我们百济卖飞了之后，它还涨了一段时间，当然后来4月份又跌了一段时间。我看中的是中间确定性最高、收益最丰厚的这一波回报。所以国债对我们来说，从1.9到1.6这20到30个BP是确定性最强，涨幅最快最激烈，肉最肥的一段，被我们拿到了。这对我们来说，我们就可以进行一部分撤退。

然后撤退这部分干什么呢？4月份暴跌之前，因为市场根本就没有对贸易战对进行任何计价，所以整个3月份的时候我们是很难买股票的，你们充分计价之后我才能找到比较好的点。还有就是我们月底建仓会多一点，就是因为月初的时候非市场化定价最让人难受的一个点就是你无法判断出市场对于某只股票的真实的一个状态，那你就没有办法摸清楚市场的逻辑。你摸不清楚市场运作的逻辑，你就没有办法论证自己的逻辑是否对是否错。很多朋友说你觉得现在市场化定价，指数可能会跌，或者个股走不好，那你为什么还要建仓？不重要，重要的是市场在进行市场化定价之后，市场的走向模式跟你们当时自己预估的一套模式是否吻合。如果吻合，就说明你的模型是对的，你对市场的理解是对的。这个时候你就可以建仓了，所以市场的涨跌不重要，涨跌重要的是涨跟跌是否和你们自己的思路相符合。你的模型出错了吗？你投资的逻辑出错了吗？我们用市场的涨跌是用来论证自己，我们跟市场的一个吻合。

有点像以前我们提出一个模型，这个模型跟市场碰了之后，市场认不认可你的模型。就好比我们先提出一个猜想，然后用市场的数据来论证，市场的数据论证了一个猜想，猜想就不是猜想，它可能是一个定理。就是通过这套模式，我们才会有很多交易。3月份市场没有定义贸易战的时候，我们就不敢进行交易，等到4月份市场开始定义贸易战了之后，我们的交易就会变得更加频繁。这就是我们a股当下的持仓。核心就是降低国债，买入无人问津的资产，我们的这个组合永远都是买在无人问津时。

所以你看我们所有股票，买点大家可以复盘一下，我们所有股票的买点全部都是符合这个原理，都是没有人关心。然后我们说我们几笔止盈吧，先看北大荒。看起来好像我们又卖到最高点上，就好像被我们卖出的股票下场都不是特别好，但其实是偶然。主要是因为a股的他的情绪实在是太容易把握了，因为a股有大量的散户，a股的散户比港股的散户多得多。然后a股参与的机构的力量非常弱，所以a股你去把握买卖点比港股容易特别多，所以港股我们经常卖飞，你看a股我们很少会卖飞，为什么？因为散户的情绪溢价实在是太容易把握了。比如说北大荒那个卖点，第三个涨停，然后又放出了天量，又是一个烂板，肯定会卖的。北大荒真实的价值有多少？北大荒因为这三个涨停明显是让这

支股票远远的背离了它的基本面，然后三个涨停之后又放出了天量，那你肯定是要卖的。对我们来说，三个涨停收获了 30% 的收益，这已经足够了，我们不会再想要太多的东西。你如果继续持有，就跟做短线没什么区别。就是一只股票烂板了，你还不走，那就相当于你在短线上是认可这个烂板的。从短线上我也不认可这个烂板，那个板这么烂，我肯定是不参与参与的。

然后我们再回想一下北大荒，我们当时的建仓的理由。我们当时列举了一个降息 20，1 月份的时候我们开始买了很多农业股，买北大荒跟买牧原股份都是在同一时期。当时买北大荒的时候，我们就已经充分的考虑到了贸易战的可能性，因为如果爆发的贸易战，它一定是受益股，所以你现在看这个交易，我们就算当时不买北大荒，我们也会买一些别的农业股来替代它，到最后不一定会赚 30%，但可能赚 20%，其实对我们的总收益来说影响不大。重要的是方向，你得对很多事情要提前进行一个预判，就跟你对贸易战的预判，贸易战的升温，所以你要买一些农业股。然后可能有关税，所以你要进行一些对冲，这都是对一些风险事件或者一些宏观上的一些判断。这些宏观都是有迹可循的，它不是掷色子。

北大荒这个我们就过了，反正就是跟大家聊一下卖点的问题。聊一下梅花生物，我相信我买这支股票的时候，可能很多用户，他是第一次听这个股票，在我买之前，他可能从来都没有听过。其实我们也是慢慢找股票的，不是说梅花生物一开始就在一个股票池。我们去年的时候做了一个叫回购股票池，是我们把市场当中回购比较多的一个股票都罗列起来，然后我们就发现梅花生物这个股票他回购上做的非常好。因为 a 股大部分股票它很少会做回购，做回购它也是为了应付一时的涨跌。比如某个阶段跌的特别惨，我做回购。应付一下市场。或者我回购的主要目的是为了股权激励。但梅花生物人家是老老实的回购。我当时就看股票，我就觉得还挺好。然后我就不停的在研究基本面，然后买点就是这一天的的大阴线，原因就是因为它爆发了一个诉讼，市场就比较担心，所以当天就跌了很多。当然正常来说，大阴线应该过两天再买了，但是这只股票因为一直在我们的股票池。我们对他们的基本面还有公司的一些都比较清晰和了解，我就觉得机不再失时不再来，那我们干脆就早点买吧，然后就稍微早一点点买点，但最后你看它也没有太大的跌幅，它就是出业绩回购，然后诉讼的问题解决，然后它就给了你一段特别漂亮的收益。我们是买到现在也就两个月的时间，给了 17 个点 18 个点的回报，这个回报已经很好。

然后为什么会在这个点位卖出，有一个很重要的原因就是梅花生物，它出了一季报，他的一季报非常好，然后很多资金他是不太会看你一季报为什么好，只要一季报好他就无脑买，一季报差了他就无脑卖。它的一季报比较好的原因并不是因为它的需求真的变大了，而是因为它的原材料的成本下降，它的成本降低了，所以反映它的报表上它的利润就会非常好。但是原材料下降，这种带来利润的上升。它并不可持续。

第二个就是当时市场一直在控盘，我们觉得我们需要把我们的资金提前腾出来多一点现金，然后我们要去再买一些一季报更多的更好的，我们看好的一些公司。所以我们当时就在这个位置卖。你说这个位置有没有可能卖飞，其实也是有可能卖飞的，也是因为后续如果大家对于农业的关注度更高，在市场题材概念什么的，完全可以把这支票炒到 11 块钱、12 块钱甚至 13 块钱。但是对于我们来说还是那句话，最好的一段收益已经被我们拿到了。然

后现在一季报，他又给了这么好的一个卖出理由那我就卖掉，然后我再去比较更优质的一个资产。你不用担心卖飞。如果你的股票池足够的广的话，你会担心卖飞吗？你不会担心卖飞的，因为你还有更多的选择，当你的股票池非常少的时候，你就会觉得你自己持有这个股票多了不起，但是当你的股票池特别多的时候，你就会发现，这个股票其实优秀，但并不唯一。

我经常给大家举一个例子比如说你的微信里面，你今天这个礼拜天特别无聊，你要找一个女生约会，你的微信里面能约会的人就那么一两个，那即使她拒绝了你，或者给你非常苛刻的条件，那你也得硬着头皮来找她约会，或者你会洗脑自己怎么样。如果你微信里面有十个可以供约会的选项，20个可以供约会的选项，这个时候你就会发现。一两个，它可能并不是你当下最好的一个选择，你只有有很多备选的时候，你才能选出你当时最佳的一个决策。当你逼着你只有一两个选择的时候，那你的决策一定不是最佳的。

我打个比方，大家可能就知道我们是在说什么，包括补仓的问题，对补仓的问题我也是很头疼，我也不知道为什么大家总是围绕着一只股票，喜欢补、买怎么样。你买股票又不是结婚，结婚是一夫一妻制，你只能终身面对一个人，你买股票，你可以买很多股票的，你为什么总是盯着那么一只股票不放？是市场只有你持有的那只股票呢，还是你的认知把你框死在一只股票之内了？大部分人都会被被认知框死在一只两只股票之内。

这个市场可以选的股票很多的，虽然 a 股大部分股票都没有什么投资价值，但起码也有几百只股票是可以供你选的，所以不要在一只股票上花费太多的精力和太多的时间以及关注你不应该关注的事情。你过多的把时间花在一只股票当中，会让你的判断力下降。

30 年国债也是，我们拿掉了最舒服的一段时间，贸易战爆发之后，连续三根大阳线。在这一天之后就持续的进行震荡。十债到了 1.6，三债到了 1.9 以下，1.8 到 1.9 它就持续的在进行震荡。我觉得 30 年国债今年大概要创新高，一定会突破之前的 122.28 的，它肯定会创新高。但是对我们来说，我们已经很舒服的拿了这份收益，那后面的收益重要吗？其实我们就没必要了，我们可以去挖掘更好的股票，有很多股票位置已经很差，我跟你讲 q2，今年夏天 5 月份 6 月份 7 月份你去看吧，绝对有非常好的买入的机会，很多股票都会在市场缩量当中表现出极其离谱的一个低估或者价值很低的一个状态。所以你就不要丢着前期的一些东西不放。

我们先说我们买入的三个操作吧，中国移动，国投电力和国电南瑞。中国移动到底贵不贵？和四大行来说，中国移动是非常显著的一个低估。看看中国神华吧，中国神华一季度业绩下降了 20%，就是你们觉得移动三个点的增幅你觉得少，你去看看中国神华 20% 多的扣非的负增长，你是你现在觉得中国移动三个点六个点增长很差吗？不差的，一季度能有三个点的增长就不错了。

然后，神话的 PE 都快跟移动一个级别，一直说煤炭股强周期重资产，你凭什么跟现金奶牛相比呢？我觉得移动即使是零增长 20 倍的 pe 也完全没有问题，因为它的股息支付率是非常高的，而且它业绩下滑的可能性是非常低的，它未来会给你非常类似于国债的那一种

稳定的回报。因为它业绩增长真的很难负增长。像神华那种 20% 多的负增长在移动身上都是不可能的，移动负增长都很难，只是它的增速会下来，可能从 10% 降到 5% 未来可能是 0% 到 5% 的增长。这个也要比四大行要强太多。四大行现在维持正增长都是靠下调拨备，但下调是有限的。四大行负增长是迟早的事情，而且财政部也会不停的花，就是大家都会想办法来消化他的坏账，然后不停的稀释你的股权。中国移动现在会有一个会有部门，会有一个央企说，我要稀释你的股权给你注入多少资产吗？稀释你的所有者权利吗？不会的。邮储、交行这一波，稀释了那么多股权，导致你的股息收益率一下下降了很多。邮储因为这次的注入资产，红利直接削减了 10%。每注入一次资产，你的股权都会稀释一次，就相当于利润下降了这么多，大家明白吗？就是我给你增发了 10% 的股份，就相当于你的利润下降了这么多，因为这些钱没有办法转化成银行的利润。每增发一次，我利润下降十几，每增发一次下降利润下降十几，就存在这种问题。

我一直跟大家说，你看股票，你不要看 PE，PE 是最骗人的东西，它毫无意义。你像利润这种东西，利润跟利润是不同。你的应收账款，只要没有变成坏账之前全是你的利润。你的厂房，你的存货全部都是你的利润，但那些利润是你真实的利润吗？那些利润不是你真实的利润，那些利润是你表面上的利润？只要公司产生了经营性的现金流，这些现金流在公司的账上趴着，他愿意分给你的钱，这才是公司挣的钱，这才跟你有关系。如果一只公司永远不分钱，也永远不回购。他的利润就对你来说毫无意义。所以很多刚入场的一些散户吧，或者一些新的投资者吧，经常会觉得上市公司分红就是把账上把我自己账上的钱再分给我，这有什么意义？上市公司只要不把这钱分给你这笔钱永远都不是你的，跟你没有任何关系。就跟中国石油是全民制，但你把中国石油的油桶往家里搬一个试试。你搬不走的。名义上它是全民所有制，跟你一毛钱关系都没有，上市公司也是个道理，他的利润只要在他的账上，他不分到你的头上，或者他也不进行回购。不好意思，这个利润跟你一毛钱关系都没有，你就不应该把它当做你的利润，所以分红才是真正把利润给你。

银行股的股息支付率永远只有 30%，招行比较牛逼，招行可以到 35%。然后经常有人问为什么国外的银行有 11 倍的 PE，甚至有 20 倍的 PE，国内银行就只给几倍的 PE？因为国内的银行支付率只有 30%，国外很多银行的支付率可以到 60，70，80。人家分的就比你多，你分的就少，所以你国内的银行这三倍 PE 你除以一个 0.3，就是十倍 PE，5 倍 PE 你除以 0.3，你就是十几倍的 PE。大家明白这个道理吗？所以银行的 PE 毫无意义。很多人觉得银行不能用 PE 估值，那用 PB 估值。银行的这些都没有意义，因为等到坏账开始爆发的时候，今年渤海银行的个人坏账爆发率，个人那个经营贷坏账率 20% 多太离谱了。

今年 2025 年和 2026 年就是中国银行坏账的一个大的爆发高潮，所有的银行都会陷入负增长。而且很多中小银行他们可能 20%、30% 的利润和营收的负增长。咱们去看一季报，现在还没有披露完，我们再看看我们数一数，到时候我们再给大家盘点一下这些银行的业绩会有多差。到时候你会发现。越买越贵，你现在之前有 6% 的分红一下就只有 5% 了，一下就只有 4% 了。所以相对于四大行来说，

中国移动肯定是在央企里面属于低估的，当然这个交易本身是一个比较保守的交易，我们交易的预期是 10%到 15%的年化收益，我们的收益来源主要是业绩的增长，股息，央企未来的溢价，或者说无风险收益率的降低，给你带来一个回报。

第二，国投电力，加码电力是一个稳健的选择。大家可以看看我们未来能够潜在增长的一些板块，有多少？很多人认为电力的市盈率很贵，尤其是水电市盈率有 20 多倍，或者什么分红只有二点几。这是对于估值完全不懂，水电是最像国债的股票。

银行是最不像国债的股票，为什么？当国债收益率下行的时候，意味着整个市场是需要降息的。每降一次息对于银行来说，都会导致它的净息差压力变得越来越大，所以越降息，银行的资产质量越差，你越有可能亏钱，所以降息对银行来说是巨大的利空。银行其实是最不像国家的股票，当然我们市场把银行扭曲成最像国债的股票，这个扭曲将来一定会修订的。

水电是最像国债的股票。为什么？因为水电随着降息，国债收益率的下行，水电的负债也会降低，利息也会降低。像这种公共事业，我当时建这个电厂的时候，我有很多贷款，我的贷款是市场的一个利率，当央行降低降息的时候，我之前的贷款的利息是不是也降低了？贷款利息降低了，那这些贷款的利息的降低，是不是都转换成我的利润了？所以只要市面再进行降息，那我的利润增加了，只要电力的价格保持稳定，那我的利润增加了。降息绝对利好的板块，就是水电，没有之一，然后核电比水电差一点，但是逻辑也是相似的。

为什么我要买这么多水电核电，包括最近国投电力，是一个水电火电都有的一个品种。你分析一个股票的时候，你是一定要分析到它的基本面跟商业模式的，不是说随便给你一个 PE，PB，你能把股票选出来的。这个世界上哪有这么容易的事情，如果投资这么容易，你完全不用考虑这一点的话，那散户也不会亏钱那么狠了。

为什么电力会成为我们的第一大持仓。就是押注通缩，押注整个降息周期。

关于电力市场化之后，它的价格会不会降低的问题？不会。因为电力是一个错配的。今年以来，广东的电力是稍微有点下降，这是因为广东的电力太充足了。广东有非常丰富的风电，海上风电，有非常丰富的水电，珠江上游的电力体系，广东是一个不缺电的省份。而且广东的用电主要是轻工用电，它不是重工用电，所以它是无所谓的。但是有些地方它很缺电的，所以它的电力反而会涨价。目前我们看电力市场化改革，有的地方在降，有的地方在涨，整体上我们认为，电力未来的价格是保持稳定的，而且是稳中有升。

火电的话，因为煤的价格飞速下跌。神华的利润下跌多少，神华的利润都会转化成电厂的一个利润。

电力的需求其实是长期保持稳定，因为未来对于电力的需求是很多项的，我不说 AI 用多少电了。未来发展电动车，还有各种电子设备，对电力的需求都是非常大。外贸的出口对电力影响是极小的，因为我们出口到美国的产品都是轻工电力，用电都是在重工，还有居

民用电。所以电力它是一个必需品的，等到夏天非常热的时候，你该用电，所以不用担心说出口或者经济下降对电力有所影响，可能未来供给侧改革会把一些用电的项目砍掉，但电力也一定是一个整体上的正增长，所以你在一个正增长的行业，在降息之后，你还会显著受益，那这种情况下，你为什么不把它配置成第一重仓股。

国投电力的曲线是比较稳，它波动是比较小，并不是说我买国投电力，别人问我电力的时候一定要买国投电力，不是说国投电力比别的股票好。我们对比一下建投能源，河北的一家电力公司，它业绩增长特别快，因为它是纯粹的火电，当煤价格大幅下降的时候，它的利润会飙升的特别快。对于北方的很多省份来说，他不用火电，他用啥，他只能用火电的，它没有水，河北哪来的水电，只能用火。所以火电这种区域性的火电，因为它的需求几乎没有什么变化，但是它的成本大幅的下降，所以它的利润会比较多。

如果大家想买一些弹性特别大的股票，不用选华能水电，国投电力这些股票。你可以选建投能源，完全没有任何问题，不是说我们买电力股票之后，这电力股票的唯一选。现在有很多朋友在抄作业，我们给这个作业设计的时候，资产容量要特别高，所以当他能选择一些大类资产的时候，如果这两只股票都 ok，我会选择波动更小，然后容量更大的一些股票，我会尽可能的减少短期的博弈。所以建投能源这种股票的话，更适合短期炒作的一些股票，不会被我们选在范围之内，因为它会让你的持仓波动会变大。

而且抄我们作业实在太多了，对这种热门股票，这也是为什么不能在我们星球里面写短线的一个原因，我们影响力太大了，我们随便写，短期会对市场的股价造成很大的冲击，很容易会有一些不好的事情出现，所以我们所有的持仓都是价值股，白马股，或者一些非常优质的股票，你现在挑我持仓的毛病，你怎么挑你都挑不出来。因为我们买股票从来不追高，我们选的股票质量也会非常高。这也是对我们自我的一种保护，也是对大家的一种保护。所以我们绝对不会在我们平台发短线，也不会选一些短线股，我们只会选一些非常具有投资价值，长期投资价值的一些股票。

所以对于电力来说，这是一个通缩下的一个必然选择。而且你看华能水电，所有的电力股票当中，最看好的可能还是拿了最久的，最看好的可能还是华能，国投电力这些都不错，我们现在电力的持有比重，已经挺高了，不会再加了，再加上我们别太高了。

整个夏天 A 股无论是风格因素还是短线因素，电力可能都是很强的一个板块。今年夏天电力会非常强，今年夏天电力的布局可能会有一波很好的收获，这个夏天我们是非常看好电力。神华的业绩一出来，电力股稳了。神话扣非居然能下降 28%，真的是离谱，不过这也很正常，煤炭本来就是周期股，周期股的固有属性。这几年，炒股有一些散户涌进来，他们永远会告诉你，躺在煤炭股赚钱好了，为什么要交易那么多，躺在银行股赚钱好，为什么要交易这么多。年初的时候，你一个做港股的人，你居然跑不过恒生科技，跑不过恒生指数？时间都会教每一个韭菜做人，韭菜都是要成长的，不经历这些风雨也很难成长。

第三点，国电南瑞。央企现在也没有估值太贵，因为整个 2 月份，3 月份都是在炒 AI。央企的估值属于适中水平，在整个适中水平当中，国电南瑞是央企当中非常冷门的一只股

票。热度非常低，也是在整个央企当中都非常冷门的存在。我们买了这三只股票，其实国电南瑞是无人问津的，但是国电南瑞可能是这三支股票长期收益最好的一支，我们的预期收益是 15% 左右。如果未来从冷转热的话，国电南瑞这支票被市场发掘的话，它可能会有一个流动性溢价，流动性的溢价可能会让我们拿 20% 以上的收益。

国电南瑞这支票看起来贵，这个股票，它现在大概是 24 到 25 倍的市盈率。对国电南瑞来说，你们可能会觉得 24 到 25 倍的 PE 很贵，其实 24 倍到 25 倍的 PE 根本不贵。PE 贵不贵，取决于它股息支付率能够达到多少。像国电南瑞这样的股票，它相当于是电力设施，电网里面的公共事业部分。他的需求，是跟着国家电网走的，所以他的大客户非常稳定，然后它处于的这个位置是一个公共事业逻辑的一个位置，只要未来电力的投资，新能源的投资或者整个电网的投资继续向上，那它的业绩有保证的。国内认为它又没有太多的重资产，所以它的股息支付率可以达到很高的一个水平，它可以达到 80% 的一个水平。再加上他未来的业绩有一个 10% 的成长性。这样我可以很容易估算出它的年化回报，可以保持在 15% 以上，因为它的股息支付率很高，所以我对它可以有比较高的 PE 的容忍。

所以大家明白，现在看股票，PE 重不重要。PE 最关键的节点看，PE 贵不贵，最关键的节点不是 PE 的绝对数字。是有可能给你的分红的一个比例。

苏泊尔当做一只基准股票来进行资产比较。苏泊尔的 PE 是 20 倍。为什么苏泊尔可以给到 20 倍的 PE。因为它的股息支付率可以是百分之百。20 倍的 PE 我可以拿到 5% 的分红，所以苏泊尔 20 倍。跟你实际拿到的分红，跟四大行工商银行差不多。所以工商银行它的 PE 不是 7，因为它的分红只有 0.3，所以它的 PE 是 7 除以 0.3，它的 PE 是 20 多倍。当然你也不能严格这样看股息支付率，因为股息支付率它有一种可能会被动提高的这个状况，我现在是 0.3，我可以提高到 0.5，我可以提高到 0.8。但是中国的银行股是绝对不可能的，中国的银行股的上限可能招行的上限 0.35，再多很难了，所以锁死，所以这些银行股的真实 PE 都要锁死，乘以三。更麻烦的未来要给他们注资，导致他们的股本被稀释的问题，将会对他们的长期价值造成毁灭级别的影响。

两家药企。

买入到两家医药公司，整个医药板块，现在的交易的拥挤度是否过热了吗？创新药是过热了，但是创新药以外的板块不是过热，而是过冷。因为目前追创新药的公司大部分都是医药资金本身的公司。我本身是做医药的公司，然后做医药的资金，我现在创新药走的特别好，我会把我非创新药的部分的股票给砍掉，然后去抢筹创新药。所以整个医药现在并不是过热，整个医药的资金关注度是属于一个中等偏上的一个关注度，但是关注度全部都放在了创新药，以至于他们把港股的创新药都买到比美股的创新药还贵的这种地步。所以目前的情况是因为它整体的关注度没有那么多高，其实它没有很多外界的资金在买，它都是医药内部的一些资金在买，因为医药内部的资金大量的买入创新药，所以导致非创新药的板块现在显著的低估。

所以你现在找医药公司的时候，你不要盯着创新药，你要找一些业绩还挺 ok，但是已经被市场完全忽略掉，冷落的这些医药公司，然后找到一个比较好的点位，有安全边际的一个点位，在这个时候买入，并且持有。你的长期的回报会上来。

然后我们是买了两支药股。一个是中国药玻，它其实不完全算是药股了，它是医药行业的一个子类别。我是周四周五才买的。他是做医药的包装，然后我们是很喜欢这种股票，看它的增长，单季增长已经是个位数，营收 1% 利润 1% 这种增长。当然也是因为去年的涨幅太高了，去年的扣非有 30% 的增长，所以导致它今年的增长看起来并不明显，是因为去年的基数太大，所以在去年百分之 30% 多利润的增长的情况下，它今年还有这么一个 1% 的增长，我们觉得问题不大，然后你看它的营收变化，你有很明显直观的变化，在去年的时候它的营收已经增长很缓慢了。但是他去年的扣费的利润却增长了很多，说明什么，说明公司在搞降本增效。我是比较喜欢搞降本增效的公司，因为搞降本增效的公司意味着他会严控自己的费用。当他严控自己的费用之后，他会把他的资产负债率给降下来，当他的负债降下来之后，它更容易开始给你提供一个比较稳健的长期的回报。

我们先来看一下它的股息支付率。23 年的时候是一个 30%，等到 24 年的时候，他有一个年报加中报，加起来已经有一个 60% 多的股息支付率了，所以未来它把股息支付率从最早的 30% 提高到 60% 甚至提高到 70% 都有可能。

你看一下它的股东，山东鲁中投资有限公司，山东一个县的财政局，现在各地方的经济的压力都是很大的，尤其是北方的一些地方的县域的一些公司，他们会怎么办？他们也不可能把股票卖出去，所以他们只能要求公司来加大分红，来补充自己的收入，他现在持有 20% 的比例。公司一年的利润有 9 个多亿，20% 分下来，他理论上可以分将近 2 个亿，所以在他们的催促之下，公司搞降本增效之后，他也会提高他自己的股息支付率。他现在只有 15 倍的 PE，他只要稍微把他的股息支付率提高一下，比如说今年的利润，我算他 5% 的增长吧，他今年大概有 10 个亿的利润，他只需要分 7 个亿出来，我们算 70% 的股息支付率，7 个亿的利润出来，它现在 140 亿的市值，那它的分红率是多少，4% 到 5%。

像这样的公司净资产收益率这么高的公司，净资产失率保持在 10% 几，负债很低，你看他的负债有多低？它的资产负债率只有 20% 一家公司，几乎没有什么负债，赚的基本上都是现金流，然后现在他的母公司还有大批分红的需要，他处在一个行业，又是稳定增长的一个行业，那这样的公司，我完全可以把它当做一只红利股在买。

为什么它股价不停的下跌，它下跌的原因有几个，它的业绩开始下降了，所以之前看着他的业绩开始买入的公司的这批资金，他要撤退。第二点他处于一个非常尴尬的行业，这个尴尬的行业，导致现在的很多买医药的资金根本不会买它，又因为它的分红比例还没有提高到能够吸引红利投资者的状态，导致他现在处于一种狗不理的状态，当然它的市值也很尴尬，一百多亿的一个市值，又不是特别大的市值，导致没有大市值的流动性溢价，市值也没有特别小，市场也不会炒作它。周一的大跌跟他没关系。它还是跌了九个点，之后一直在非常低位的进行一个震荡。我们在这个位置买入，我们是希望它将来会变成一只红利

股，每年贡献 4%到 5%以上稳定的红利。药玻我们可能会拿很长时间把它当做红利股来看待。

恩华药业。

逻辑又不太一样。麻醉品，它在麻醉市场的份额是比较稳定的，然后你看它的财报，你会觉得很奇怪。这家公司怎么年年增长十几没有变化，这是因为他们的产品已经非常的成熟，所以它未来的增长其实取决于中国手术，做手术才需要麻醉。中国手术的一个增长的比例，只要中国手术是一个稳健性的增长，中国的手术每年都会以 5%到 10%稳健的，高速增长，为什么？因为中国步入到了一个老龄化社会，每年需要做手术的人是越来越多的，然后在麻醉品的选用上，医生是更喜欢用可靠稳健的东西，而不是喜欢用便宜的东西。这点我一定要跟大家说，今年关于医药拨乱，反正有一个很有意思的例子说。

现在的麻醉药没有以前麻醉那么好，我们先不管官方是怎么回复的，我们先想一下这个事情，你自己用药做手术麻醉这个事情，你自己肯定是不希望它出现问题，因为它可能关乎到你的生死。第二个医生来说，他并不愿意在麻醉上面采用一些新药，他更喜欢采用一些被大量已经运用的药。麻醉效果又不是越来越好，麻醉它只要有用就行了，在做手术的时候把我们麻住可以了，你现在给我推个新药，你告诉我它更便宜，出事了怎么办？效果不好了怎么办？患者投诉了怎么办？这对于我来说都是一个大问题，所以麻醉市场的份额是比较稳固的，只要手术一个 5%到 10%的增长，那他的份额会稳定。第二点它还有一个增长的前景，叫精神类的药物。

恩华，它有一个题材的概念，叫做芬太尼。中枢神经病的药物，止疼类的药物麻醉跟中枢神经类的药物，它们之间其实是差不多的，有很多止疼药，它其实也变成了软性毒品，所以美国一直在说这个东西滥用，然后我们中国还有一个问题，除了老龄化之外，还有青少年的抑郁的问题。在中国青少年的抑郁问题是一个非常严重的问题，而且也越来越被广为熟知，青少年的自杀率也在提高，主要的原因其实是中国原子化社会的一个倾向。中国的社会越来越像日本那样进入一个原子化的社会。人跟人之间像那种家庭式的紧密性的联系，它是正在解体的，变成一个又一个人。所以你是 90 后，00 后，还是青年，你有一种孤独的感觉，因为你跟家庭的联系是在变弱了，然后人跟人之间会变得越来越冷漠的状态。而且未来社会的生存压力肯定会比之前更高，因为我们黄金增速的这个年代已经过了。

所以青少年的抑郁比例是一个非常严重的问题，那一旦抑郁了之后，对于精神类中枢神经类的药物，它会有一个爆发式的增长的需求。恩华目前在这一块做的还不是特别好。但是这也是他未来的一个增长前景，然后我们回到它的一季报，它的一报其实是非常好的扣非增长了 13。这种增长非常健康。跟大家说你要怎么看一家公司的报表。每年营收稳稳健增长，2021，2022，2023，2024 在营收上你是看不到它任何有下降的点，然后在利润的增长上，它的利润增速跟营收高度保持一致。今年单季度利润是 13%，它还提高了研发费用。如果你把研发费用保持跟去年一样的话，它的利润增速可能有 15%。所以恩华药业，未来维持 10%到 15%的增速是一个很大概率的事件，那对于一家长期稳定在 10%到 15%的增速的公司，现在的 PE 给了 20 倍，那你能不能接受。一家稳定能增长 10%到 15%的公司，然后

这家公司又没有什么泡沫，然后又没有过多的短线资金关注，然后它未来还有可能有一个广阔的精神类药物市场，那么这样一个公司给到 20 倍的 PE，没有任何问题。

因为它已经远远高于我们 GDP 5% 的增速。多了 10%，按照它 15% 的增速，很快，PE 会降低。我们可以假设一下它什么时候它开始没有增速了，它至少要增速到 PE 降到 15 以下，甚至降到 10 以下的时候，它的增速才会消失。那等到它增速消失了之后，它具备不具备大额分红的潜力？它具备。还是那样，因为它的业务非常稳定，它不需要推出新药，它的市场竞争根本不激烈，市场趋于稳定，所以未来它也可能给予一个比较高的一个股息支付率。当然，它不可能像药玻那样提高到 80%，它可能从现有的 30% 提高到 50% 甚至到 60%。那提高到 50% 也是一个很高的水平，这为什么我们会买这两个，目前我们买这星期买入的五只股票全部都是长线逻辑。

聊一下港股。

因为我们 4 月份主要的交易都在 A 股上，并不是不重视港股，或者跟我们 3 月份主要交易放在港股上，并不是我们不重视 A 股，我们永远是在找这个市场最好的一个交易节点，我们认为 4 月份 A 股的交易更有机会的时候，我们交易了 A 股。为什么我们 4 月份港股交易会比较少，因为港股现在的定价你很难找到合适的股票，或者合适的一个买入的点位，先是爆发了一轮危机，然后这轮危机结束了之后又是南下资金在卖，然后又是国际的资金，现在补头寸，它是处于一个资金乱怼的一个状态，你知道吗？它的走向完全取决于未来资金的一个流向。

那么我很难判断出一只股票比较好的一个买点，整个二季度，我认为经济肯定是下行的，那么很多公司的盈利能力都会下降。对于很多公司来说，我根本吃不准，二季度他们的盈利会下降那么多，我们 A 股买的五只股票，移动，南瑞，国投电力，恩华，山东药玻，这些股票我都能觉得，二季度算经济对他们有冲击，也不会有什么影响。港股不一样，港股的大部分股票跟经济的正向性是非常强。而且港股这些互联网公司，美团，京东，他们天天都在我眼里，算是不搞正事，然后港股之前最强的一波 AI 逻辑，现在无了。我之前给大家说的，疯狂过后，等到他们不断的披露他们的业绩，你会发现他们的业绩并没有增长的时候，市场会冷静下。

然后港股最值得买的创新药，但是创新药那一波，已经把市场的创新药买的特别贵，以至于在我看来创新药，基本上没有什么买点。石药，康方，百济三支票分别赚了 20% 30% 和 50%。创新药这波我们该赚的已经赚到了。我们剩下拿了一些医药都不是什么创新药，都是分红，我们港股现在拿的资源股，加电力，加分红，别的没有什么。我们估计我们港股在 5 月份的时候，也不会发生什么大的变化。如果 5 月份市场的风险暴露的更充分一点，可能会把我们 07552 做一些减仓处理，然后保留现金，然后在市场上再挖掘一些比较好的股票。但总之 5 月份我们港股不会有太大的一个动作。如果 6 月份 7 月份港股能够正常的回归。AH 溢价，迟早会回归到 140% 以上，甚至到 145% 之后，我们 A 股建仓的已经差不多了，股票挖掘的差不多了。然后港股的性价比比较高的时候，我们可能建仓港股，但只有一件事情不着急，你不跌我等，你不披露我等，我估计港股可能是未来一段退潮期结束

之后，我们最近也加仓了两只股票，中间买过携程到最后清仓了，赚了9个点也算是赚到钱了，这一波抄底虽然赚的不是特别多。

我们加仓了两只股票，中海物业和海洋石油。

中海物业不多说了，资产非常好的一个状态。国内的低端物业现在竞争打价格战，打得特别厉害。但是高端物业不会，高端物业的业主对于物业价格不敏感，追求的是稳定的服务，所以中海物业这种公司没什么问题，高端的物业股特别能扛通缩。

海洋石油也没什么问题，煤炭的逻辑是远远不如石油的。对于阶段性的石油价格的下跌，对于公司的盈利冲击不明显，对海油的盈利能力影响很小，再加上这个位置比较合适，也是一只非常好的分红的股票。

华润电力，中广核电力咱不说了，我们重仓的一个电力，华润电力今年夏天的时候应该要给我们一点回报了，我们都持有了那么久，今年下半年华润电力希望能给业绩，今年煤炭价格下跌，希望能给一点比较好的业绩。

以上是持仓。

大量的投资者，有一个很大的问题，并没有经过一个非常良好的教育，然后进入到这个市场。很多帖子在吐槽过去的一些家长的时候，都说一句话，应该办一个什么父母培训班，不合格的不要当父母，更应该办一个股票培训班，把不具有投资能力的投资者直接 pass 掉，不允许你开证券账户，我一直都是这么想的，那投资者他是没有什么经历过投资上的一些训练的，所以经常会有一些观点，它是一种基于人性的，自发的一些错误的观点。也没人给他纠正他，然后还有一些观点，是人为的故意的给他灌输的一些错误的观点。可能他们自己也不知道灌什么，反正大家学炒股，我也不清楚大家是怎么学的，充斥着各种各样错误的观点。

比如说我今天一直大力批判的以 PE 买股票的这种观点，大家可能觉得疯了吧，为什么四大行那么便宜的 PE 你说贵，为什么有些那么贵的东西，你说它便宜。我今天这样给大家聊过之后，大家现在应该能明白，但其实这是一个常识，这是一个金融学或者投资学的一个常识。因为你要是对于银行的投资有所了解的话，你不会觉得银行便宜，你会觉得银行特别贵。

关于银行方面有一本书，我是很推荐喜欢做银行的人，当然不只是做银行，整个做金融股的人都可以参考的。《商业银行资产负债管理实践》作者是招商银行的现任的行长。如果大家感兴趣的话，我到时候让我助理传一下那个 PDF，你看完商业银行的资产负债表，你看看人家最顶级的商业银行的行长，他是怎么写银行的，你熟悉那些概念之后，你很自然的知道现在的银行是个什么狗样子，你看一下招商银行的季报，你明白银行现在的处境是多么艰难，以及银行现在的泡沫是多么大，还有一些专门投银行的投资者告诉你银行怎么样。很多银行五年骨灰粉，十年骨灰粉，在这个位置还在吹银行，他们做的最多的事情，卖出一些比较垃圾的银行，然后买入一些比较好的银行。

银行这个东西，它的行业性的 β 是远远大于个人的 α ，你招行再优秀，你遇到这个银行的下行周期，你也是没有办法的。地产的下行周期，90%的地产都死掉了。恒大有问题，融创有问题，碧桂园有问题，所有的民营地产都有问题。

除了估值之外，一些交易上的东西，投资跟交易上的东西，可能比估值上大家遇到的问题还要大很多，我今天先拿我们的持仓表来说，一个表格现在摆在这里，然后你看表格，你自己会有什么想法？盈利跟亏损比的一个问题。

举个例子吧，我们北大荒一只股票赚了 32%。我们三只股票的盈利涵盖了所有股票的亏损，我们万华化学亏 19 个点，加广深 7 个点，中核 5 个点，合计 31 个点，加起来刚好和我们北大荒的盈利可以抵消，这一只股票的盈利可以抵消到你股票的亏损。

你再看一下我们整个股票的盈亏比例。我们的亏损是多少只？6 只。我们一共盈利了 14 只，再加上我们的 30 年的国债仓位，把 18% 的仓位算是三只股票的话，17 只，你会发现我们盈亏比的一个控制。除了万华亏损 20 个点左右之外，别的股票的最小的亏损也 5, 6, 7 个点。然后盈利 30 个点，20 个点，17 个点。

大家在做自己投资的时候，如果你做的是一个投资资产的组合，或者你做交易的组合，如果你是一个稳定能够赚钱的一个组合，你呈现给大家的感觉很接近我们这种感觉。大部分股票都是盈利的，少部分股票亏损，偶尔有那么一两只股票亏损是深度的，但是你一两只股票盈利可以把你这些亏损的股票全部都涵盖。长期以往，你自然而然能跑出一个超额的收益，为什么我们要把这个股票做的这么分散，到 5% 点位。

判断力的问题，并不是说我们这样做不行，而是很多人都想做成我们这样一个低波动，一个稳健收益的一个板块。但他们的问题是，股票池实在是太浅了，根本不支持做这么大的一个分散。其实分散是 ok 的，只是你的客观现实，不支持这个分散。

巴菲特他为什么要集中，因为巴菲特的资产规模实在是太大了，那么大的资产规模，他只有把自己的资产集中在一些股票上，一些西方石油，苹果，它没有办法做到非常分散。这是他本身的投资，他如果想要跑出市场平均的话，如果巴菲特这么大的资金体量，他不集中持有个别股票的话，那他还不如买标普 500 ETF。

事实上，巴菲特建议大家买标普 500 ETF。这是他可以重仓一只股票的一个原因。对于我们大部分人来说，如果资金支持，你如果能做到像我们这样分散到 20 只股票，我们是按 20 只股票分散的，我们国债也是按照这样，我们每次国债都是减五减五减五，可以把我们的国债仓位理解为几只股票的集合，因为它是国债，所以我们集中点。这是分散的原则。

什么叫做对冲的原则？我之前遇到一个很大的问题，他说你们一方面买多头的股票，一方面买恒科的对冲，那你们这样做是不是也在赌市场的方向？如果你们不赌市场的方向，你又买股票又买恒科的空单，你这样做的目的是什么，这样不会降低你们的收益吗？这样的确会降低我们的收益，也会降低我们的波动，降低波动有什么意义？

请拿起你的计算器，你计算一下 1.1 乘以 0.9，再乘以 1.1 再乘以 0.9，反复十次的循环。你的答案是多少？你的结果肯定不是一，而是远远小于一，甚至无限趋近于零，1.1 乘以 0.9，这个计算方式反复循环下去，那它的结果是 0。

一只股票今天涨停，后天跌停再涨停，再跌停，反复多次之后你的收益归零了，这是高波动的一个坏处。你再拿 1.01 乘以 0.99 反复的乘，最终的结果它可能也是归零。1.1 乘以 0.9，它乘以 10，跟 1.01 再乘以 0.99 乘以 10，前者会远远比后者要小很多。那这个时候你如何让自己的收益再变，你需要一个稳定的胜率。当你的波动很小的时候，只要你的胜率超过 50% 你一定能赚钱。当你的波动很大的时候，你对你的胜率要求特别高，60%，70%，甚至 80% 的胜率，你到最后的結果都可能是亏钱的。

这是一个算法，如果我的波动很小，我的胜率只要超过 50%，我几乎都是挣钱的。如果我的波动很大，哪怕都是涨停，跌停，这种波动，我的胜率得特别高，我才能长期挣钱，这就是降低波动的一个原因。这也是为什么我们一定会在我们的股票仓位里面加入国债，一定会在我们的港股的仓位里面加入对冲。为了降低我们波动，所以波动本身就是一种收益，同样长期收益的一个品种。你一年跑了 20%，我一年跑了 20%，但我的波动远远小于你。那我要比你优秀特别多。因为我的潜在风险是很低的。

这是我们为什么要降低波动的原因，为什么我们刻意在港股要引入对冲，看起来他们在某一个节点可能会降低我的收益率，但是你们看我港股的曲线，跟真实当中港股运作比起来，我们稳健太多了，这意味着我们根本不需要特别高的胜率，我们长期都能获得收益。

但我们的港股的胜率也挺高的，百济神州一只股票的盈利把我们所有股票亏损全部包完，还有多的。我们的一个对冲，可以把我们所有的盈利全部都包住，这是一个投资性，我们港股为什么这么平稳，还能做出这么高收益，而且我们会比很多人从容淡定的多。因为我们一直会有超额。

今年 A 股跟港股的走势是截然不同的，去年我们建仓节点也不一样，大家观察我们的 A 股组合跟港股组合，你会发现风格的特性是一致的。都是大面积的盈利，少面积的亏损，都是有那么一两只盈利的票，可以把我们所有亏损的票包住，其实我们做港股跟我们做 A 股的规律一模一样，呈现的结果也是一样，只不过港股我们对冲的是两倍恒科，对冲 A 股，我们是国债。

这是我加了两个内容，一个内容是在跟大家讲，如何把你的持仓做到分散，从而降低你的波动。一旦你的波动降低了之后，只要你保证有超过 50% 的胜率，那你很容易赚钱。但如果你波动特别高，你的胜率要求可能是 60，70，80。那我作为一个专业投资者，我的胜率也只能提高到 70%，算上择时我能胜率能到 70% 到 80% 之间，那如果你的波动很小，你的胜率能有 60, 70, 80，那你一定能长期在这个市场上赚钱。如果你波动很大，你的胜率需要特别高，你才能在市场上赚钱。所以长期投资者我都是非常建议你们主动降低自己的波动。

包括很多短线投资者为什么对止损要求那么严格，就是因为他想把自己的波动降下来。亏损是很难降低的。你不知道这个市场会发生什么，你也不知道你会踩什么雷。我们港股最

大的亏损，有 11 个点，比如说就是国药控股，也是踩雷了，它也是因为一个季度的业绩不好，我会产生亏损，我也控制不了，当然港股我们的回收已经控制的非常好，我们港股的成绩其实拿出去都是很值得吹牛的，a 股也是，你看着我们每天包括我们周五也是 0.3，包括我们回撤。我们今年来最大的回撤就是市场暴跌，市场跌停 2000 多只跌停了一天，我们的回撤也只有 1.7%，这就是根本性的原理。

我给大家送的一句话就是，如果你在在市场上需要长期投资，你需要意识到一件事情，你是一个普通人。哪怕你是非常牛逼的投资者，你的胜率也不可能做到特别高。你要评估一下自己的胜率，如果你觉得自己的胜率越低，你越要降低自己的波动。因为只有当波动很低的时候，你的胜率才能长期带你挣钱。如果你不知道降低波动的意义，你就按一下你的计算器 1.1 乘以 0.9 反复十次。你看一下它的结果是多少，然后你再按一下 1.01 乘以 0.99。反复十次它的结果是多少，这就会告诉你低波动跟高波动的好处，你再看一下你上面那个 1.1 乘以零点九那个波动，剩下那个数字需要乘以多少，它才能会变成变到一以上，以及下面那个数字乘以多少，它会变成一以上，你大家自己按计算器，把这个思路改天我也写到知识星球上，我直接给大家算出来。你就知道这个市场你究竟怎么做，然后再回过头来，我们再纠正一下，很多错误的交易，反正我感觉大家对这方面还是很感兴趣，

散户的几个问题：

第一个问题就是过度自信，还有一个叫做过度依赖。一个人头脑的时间是有限的，就头脑时间有限的。如果你在想 a 的事情，你是不太有可能把精力放在 B 的事情，你对某个事情或者某个人过度关心，你必然会。对一些事情产生极大的忽略，你过度关心一个人。或者某只股票，你会不自觉的放大这只股票的利好或者利空或者一些点，这样会让你失去更广阔的视野，看到更广阔的东西。

我们时间跟精力都是极其有限的。大家明白了我这个点，你微信上只有一个女生，你跟他一个人在聊天，她哭一下。笑了一下，平时发个朋友圈，可能打一个问号，你就得揣测他，今天怎么样，明天怎么样，那真实的情况你就会放大，她的情绪，然后影响到你自己。

你把所有的精力都放在一只股票的涨跌之后，我经常会遇到一个问题，我遇到的最大的就很多问题，所有的股票都遇到这个问题，比如说。前段时间一个股票高管爆发了一个桃色新闻，然后知识星球有一个问题问我这会不会对股票产生什么问题，要不要检查，你能理解我这种头皮发麻的感觉吗？为什么他会有不靠谱或者这么离谱的一个问题吗？就是因为过度关心了你的股票池，如果躺了 20 只股票，请问你还有这么多时间？来关心这些没有意义的事情吗？就是一个人越缺少什么，或者人越关注什么，他越会让他远离市场中的客观。

这也是为什么我们要做到分散的原因，但是有很多人分散这么多之后，他的大脑它就是一个 GPU 我们把人的大脑比作一个 GPU，它可能就没有办法兼顾这么多股票，就比如说我

们买了这么多股票。有红利，有成长，还有很多各式各样的股票，他们估值模型行业可能完全不一样，什么文化传媒，电力，畜牧业，医药，还有一些成长，你很难想象能买入中国动力，一个人既持有中国动力又持有新华文轩这种股票，但是客观来说，我们是要把我们的视野放得更广阔，我5月份可能会买一些，大家觉得更奇怪的股票可能就很离谱，但是。这些股票往往给你们带来比较丰厚的一个回报，这是一点。

还有接下来我们再说一个问题就是仓位的问题，就是如果你非常看好一只股票。为什么要不要它的仓位从5%提高到10%甚至15%要不要能不能？没问题，你要问我这个问题，我会告诉你没问题，你如果真的很看好一只股票，把它提高到10%，甚至20%都没有问题，但是我们不会这么做。

因为我们认为我们不在一只股票上投入过多的精力，从而影响到我们对于别的股票的判断。比如说我非常看好华能水电，那我会反问我自已，难道这个市场上除了华能水电，我就找不到比它更好的个股了吗？水电板块我能不能找到跟华能水电差不多或者相似的，我会认真的去找找着我就发现一个词叫祛魅，

这个市场上根本就没有一只股票，你非买不可，这个世上你没有一只股票完美无缺，很多人在贵州茅台。在一些白酒上，在过去的一些核心资产上亏了大钱，根本原因就是因为他把他自已找的这个股票看得太重要了。这个世界上没有独一无二的股票。这个世界上也没有说跑到所有股票都比不上的股票 a 股有 5000 多家上市公司能长期投资的股票大概有五六百个字，你没有，你是独一无二的，每个人都很优秀，行业很优秀，你去看看那些哪一个董事长或者哪一个企业家，他们不是人才。他们不是花了很多精力把这些企业给做起来，各行各业难道只有一个行业能做出很多事情吗？AI 这个行业是行业，别的行业就不是行业吗？很多各行各业都有很多的人在它都是我们生活当中一部分。

所以你要问我就会告诉你，当我要把一只股票买到很多，就 a 股而言，我都会问自己它是最好的股票吗？他真的只有这个中仓，我真的没有办法找到它的替代品种了吗？这个市场上真的就独一无二了吗？他的竞争优势是什么？凭什么我能看出来他这么牛逼，而别人看不出来他这么牛逼？反复多次之后你就不会犯很多错误，你会发现，你之所以重仓这支股票之所以你的你微信那个女孩一颦一笑，发个朋友圈，你都特别关注，你都特别信心紧张。是因为你过度关注，是因为你作为一个人过度关注这支股票，而不是因为他是一个多么独一无二的一个人。真正的客观的独一无二就是你微信有 20 个女生，你每个人都可以约到，有一个女生。你即使能约到 20 个人的情况下，你还是想跟他约会，那么你就是真的想要跟那个女生约会，那她可能就真的是独一无二的。

你如果看完所有的股票，你真的有能力把市场上这么好的股票都过了一遍，你还要觉得你要重仓 20%，那 ok 没有问题，但是当你没有把市场这么多股票都看完之后，那你之所以重仓这支股票并不是因为这支股票值得重仓，而是你的能力所致。你只能重仓这支股票。

所以当你问你这支股票要重仓 10-20% 的时候，我一般都会说你可以，因为可能你的能力就锁死你，但是你问我不会因为我会一遍一遍的对比，一遍一遍的思考，因为我的股票池很

多，如果你股票是很多的情况下，我还是建议你做到足够的分散，当你看到很多股票，你决定再选这只股票的时候，就是你在选择股票，当你的股票是没有几只股票你被迫选它的时候，就是股票在选择你。

再说一个问题，那当你有了这个观念之后，你就会发现一件事情。这个时候你还需要补仓吗？你还会有补仓这种操作吗？你不会有补仓这种操作了，你你根本就不会用补仓这种操作，为什么就是当我现在有一笔现金的时候，我投入到之前的股票指的一只股票 PLAN B 我在没有买的股票当中，我在进行的看，我在广阔的看。

那现在我有两个选择，然后你更愿意把钱投入到你已经看的那。几只股票甚至陷入亏损的股票当中，而是愿意把这个钱投入到更广阔的天地去寻找更广阔的股票，这两者选题一，你会选择什么，你肯定会选择后者的，除非你是一个强迫症，我们很多投资者，他是一个强迫症，他知道自己股票里面有哪只股票是绿的，他一定要在这只股票被杀跌之后买一下，然后等到这只股票翻红，然后他心里舒坦我所有的股票都是红的，我心里舒坦，这个是强迫症全部这个就没办法了，我觉得人跟人之间的追求不同，我是非常能容忍我自己不完美的一种人，所以我是很能容忍我股票池当中有一些绿色的存在。

我不建议这件事情，因为到最后我能不能赚钱，其实是看到的是我们的总收益，割肉起来，该割肉的时候，我去年也是不手软的，我去年割了两只新能源的票，到最后都是 20 个点 30 多点亏损。该割就割了，这个不是说下不了手的问题，而是你你要不要做一个强迫症的问题，我是没有这种强迫症的，我是完全能容忍我股票市当中有些股票是绿色的。如果我的股票其实没有绿色，我还会反问自己。最近做的是不是太顺了，是不是要减点仓？作为一个普通人，你又不是神，你又不是上帝，你肯定会有股票绿色的时候，那如果股票全红的时候，你就要反省自己，你要反省你自己是不是太顺了，今年 3 月份的时候，我们港股做的太牛逼了，我们所有的股票都是红的，还有很多股票赚了很多钱。这个时候你你就要上对冲了，这肯定是市场给你的，不是你个人的能力，我觉得以我个人的能力，我能做到我的股票三分之二或者四分之三是红色就不错了，我肯定股票是亏的，我怎么可能做百分之百的正确的判断，这就是评估，所以如果我的股票全都是红色。那我肯定会很慌，因为我觉得市场给我的馈赠太多了，我都会觉得自己配不配，这就是一个一个长期投资理念的问题。

不要补仓，它是一个没有意义的事情，补仓就说明你在整个市场当中，你实在找不到比这只股票。更好的股票。往往不是因为这支股票该补仓，而是因为你的能力不够。或者你是一个强迫症，你要是强迫症，那就没得多说了，强迫症没办法，强迫症是一种心理疾病，那咱就不多说了。

我们再说一个问题，叫快速回本。这是我在星球里面遇到最常见的问题

就万华化学。这支股票已经跌了 20 个点了，我要不要加一笔仓位，然后让这支股票然后快速回本，因为如果我不加这支股票好像他就。回本不了。

请问一下，快速回本跟快速赚钱它有什么区别吗？没区别，快速回本跟快速赚钱有什么区别吗？没区别了，那你为什么会倾向于用快速回本这种话术，因为快速回本这个语境当中，你说的这个话，你是能够得到大部分人的心理上的一个原谅的。

当你说你自己想快速赚钱的时候，大家都会心想，妈的韭菜，有的人可能还会嘲讽你，而且你也觉得快速赚钱这个事情好像有什么不对，那你快速回本跟快速做赚钱有什么区别？你估计 20%你想把这 20%再挣回来，跟你现在没有亏损，你想把这 20%挣回来有什么区别？本质上没有区别，这都是过去的已经沉默的成本。

还是回到这个补仓的问题，快速回本的问题，在本质上快速回本，等于快速赚钱，补仓等于你实在没有好的股票了，你被迫要买。前面那只股票？所以大家要认真想，我们从来不补仓，我们根本不补仓，我们 a 股没有港股曾经加仓过腾讯，但我们不是补仓。我们的目的不是为了低位的时候加仓，让它快速的上涨，而是因为腾讯当时遇到了重大的黑天鹅，就是把它加入实体清单，这个我们认为这是个黑天鹅，是一次很重新再次买入的机会。包括中海物业，中海油，我们物业没有亏本就不存在补仓，海油现在也是不盈不亏，我们加仓的时候也没亏多少物业现在是四个点，我们根本不是补仓，我们只是基于新的逻辑重新加仓了，所以我们这里有我是永远不做补仓的我新加新买入一只股票，不是因为它跌了多少，而是看它有没有新的逻辑，或者它这个事件值不值得这个点再买。

这也是为什么我们没有补仓，万化化学没有补仓，广深铁路也没有补仓，我们过去下跌的任何一只股票，因为我们都没有发现这个股票有新的逻辑，我们唯一有想过加仓的股票是中国核电，因为当时好像是韩国还是日本的一个核电站有泄露。大家很担心核电出事故，所以中国核电当时有一个大低开，我们当时是想在尾盘的时候加仓的，但是我当时加上的原因是因为找到了一个新的买点。那个买点是核泄漏导致的情绪下跌，这种情况下你是可以的，但是在这种情况下，我们到最后都没有加仓。大家明白吗？这是补仓，我们绝对不补仓，我们也不会低位加一支股票，

股票的止损，股票有一个止损的理念，就是为什么短线交易选手的止损会要求特别严格？其实止损跟分仓跟对冲本质上是一码事，它都是为了减少你股票的波动，只有你的波动降低了。然后止损是为了防止极端情况下你的。你出现极大的波动，就是为什么我们不会对我们的个股是一个止损位，因为我们已经通过极大的分仓来保证不会出现一只股票来影响到我们整体的净值会导致我们大幅净值下降的情况。比如说万华，它可以说跌 20 个点，它就是跌 40 个点。它对我们净值的影响也就百分也就 2%的影响，它根本不会影响到我整体的一个净值。当然我不是说他第 40 个点也不该止损，我只是告诉大家。

对我们来说，我们不存在单只股票强制止损的一个点位，因为对我们来说没有意义。我们已经通过极致的分散每只股票只买 5%的情况下，把单只股票有可能对于我们整体的投资的影响降到了最低。在这种情况下，我们根本就不需要设置一只股票的单独的止损来进行风险控制。也正是这个原因，所以我们反而会有比较好的超额收益。因为如果你给每只股票限制了一个止损位之后，你很有可能把这只股票给卖飞。梅花生物就是我们买完之后又跌了七八个点，将近十个点，你要是给自己设一个股票点位超过五个点，你必须要割好

这只股票跌了，然后你就完犊子了。我们很多股票都是先跌再涨的。比如华能水电。最低的时候跌了十个点，现在涨了两个点，下周可能会继续涨，那你要是割你怎么办？有很多的下跌，你长期给一个股票你长期因为下跌多了，把它割了，那到最后的涨幅就跟你没有关系了，所以止损并不要通过你下跌了多少止损。

止损。我觉得最重要的一个逻辑就是当这只股票跌到这个位置之后，你要思考一下，如果你现在没有买这只股票就是你的股票仓位是零，你现在什么都没有股票，你现在还有很多钱，你会不会在这个点位买入这支股票，如果你觉得你会，那你就没有必要把它割掉，就比如万华化学，现在这个位置，如果我没有持仓，我现在会不会买这个股票，我肯定会买的，以我们买股票的风格，我们是一定会买的。既然在这个点位你有资金的时候，你会买这支股票，那对我们来说，我们又有什么理由把它给割掉？广深铁路也是然后核电也是中国动力也是中国国贸重庆啤酒也是这些股票都是，如果我有钱，我也有可能在非常有在这个位置买这支股票，那我把它割掉干嘛。反而因为它的下跌又不影响我整体的净值，我把它割掉干，反而在这个位置，我还有可能去买。那就相当于我在这个位置重新又买了它了。

所以我们止损只有一个点，就是这支股票在这个位置，我还有资金的情况下，我会不会买它？我有没有可能买它，我会不会买，那我就会买，这是第一点。第二点就是如果当我资金不充足的时候，我有没有可能会把它卖掉，因为目前我们还持有 18% 的国债加 5% 的现金，我觉得我们的资金储备是很充足的。我们不会在这个位置卖出。当然，如果他的逻辑真的坏了，我即使有钱，我也不会在这个位置买。那我肯定会毫不犹豫的把它割掉，就跟去年一样。

当然我都当然我已经讲到了方法论这一块，所以大家就不要跟我聊说为什么不割之类的，为什么，为什么你觉得会买、

我觉得这很多很细节的问题，都是投资框架，比如说股票做分散，比如说我们每只股票买 5% 比如说我们会加入对冲，比如说我们选股票是全市场资产的比较，这些都是策略跟方法，我都可以跟大家聊。但是具体到某只股票可能会有不同的人有看法。对比如说牧原这只票，牧原股份这支票这里就属于非常非常好的股票，但是在有些人眼里，他可能就。这问题，那问题，我觉得都可以理解，再比如说国投电力，我觉得对我们来说这支股票是比较适合我们的风格，我们的配置的，然后你觉得建投能源更好。那没有什么问题，没有任何问题，你也可以买电通能源没影响的，因为这种东西就是见仁见智的，对我来说是好事，对你来说就不一定是好股票。

然后对我来说是好股票，对你来说就不是不一定是好股票，对我们来说，我们能拿到年化 15 个长期稳健的增长，我觉得对我们来说就 ok 了，但是对你来说，你要一年挣 50% 那我们那对于股票选择上肯定会有分歧。这就是选股上的问题。然后再回答一些。问大家比较多的一些问题！

三、市场化定价与惨淡的第二季度

然后先说一下我们对市场的看法，我们分析 a 股市场的时候，你一定要明白 a 股究竟是什么让 a 股在上涨，如果是一个基本面比较好，基本面主导的一个市场，那么它上涨的动力其实是股票的盈利，不断的推动市场的上涨。但是 a 股股票的盈利是在下降的，所有企业的利润是在下降的，所以推动 a 股上涨的并不是因为基本面也不是因为企业的盈利，而是因为估值的波动。

那如果是估值的波动的话，你就要从外部的资金来分析，a 股上涨的去年上涨的主要力量就是杠杆资金，过在过去推动 a 股上涨的主要力量是杠杆资金，那本次就是国家一共注入了 3000 亿的流动性，这 3000 亿就是市场反弹的主要来源。从资金的角度上讲，就是因为国家对注入的这 3000 亿，先在大股票，后来又传递到了其他个股之上，于是市场就会有一个反弹。

如果这两三千亿的红利被耗尽，比如说量化，每年要从市场上赚走几千亿。再比如说交易成本，再比如说大型的游资或者什么，他们都是源源不断，从市场上还有 IPO 什么源源不断在市场上抽血的。源源不断在市场抽血，这些都会导致市场失血。当市场的失血大于流动性注入的时候，市场就会下跌，这是一个资金市的分析逻辑，因为 a 股所有企业的利润整体上都是在下滑，所以没有企业的利润来支撑这些上涨，所以我们只能从资金来分析，就 10 月 8 号为什么 a 股可以涨那么久，因为 10 月 8 号有大量的资金有 2 万亿的资金。冲进来。但是所有资金冲进来，它都会被收割，散户的资金都是被收割。绝大部分 10 月 8 号之后进来的人都是在亏钱，他们亏的钱去哪了，去到量化了，去到大的游资了，去到内幕资金了，去到 IPO 里，去到交易摩擦跟成本里面。就是去到别人赚钱的口袋里，所以要维持这个市场的上涨得有不同的资金进来。所以 4 月份市场上涨的主要动力就是国家队注入了这 3000 亿，这两三千亿会在这个月就会在这个月被消耗，如果市场没有这些资金进来的话，它就会下跌。而且接下来二季度，你指望新的资金是非常难的，因为国家对救市的必要性已经完全降低。我们预计不发生重大风险是不会再注入流动性。

第二个就是杠杆资金，本轮杠杆资金已经是重伤了，在 4 月的时候一口气跑了 1000 多亿，这是明面上的资金，除了两融内资金还有很多场外配资还有很多信贷资金，还有各式各样的资金，这一波重仓大几千亿吧。然后未来又会缺少像 2 月份 3 月份 ai 带来那么高的题材的效应刺激，然后降准降息又一再的被推迟，所以市场的流动性，它本身就不充裕，而且股市的重要性是在阶段性的下降的，远远没有 4 月份需要打舆论战那么紧张。接下来国家会把主要的精力放在外贸企业的救助之上，还有保就业之上，社会稳定之上，这些都要比你股市来的重要。你已经救了你 3000 亿了，这 3000 亿拿去救外贸企业，只是因为打舆论战，所以才注入 3000 亿的。要不然凭什么把 3000 亿给股市拿着 3000 亿去救助失业的产业工人不好吗？

内的需求会有一个断崖式的下滑，断言式的下滑，第二季度对美出口额将会降 70%。对于 GDP 的影响在 1.5 和 2%之间，然后这个 GDP 的影响会直接作用在需求上，而不是生产力

上。就是我们现在可以把今年的 q2 类比一下，去年的 q3 为什么那么难受，主要是因为地方政府缺钱到地方政府缺钱，地方政府就会不花钱，就会拖欠，导致国内的需求会有明显的下滑。

本次我们遇到的问题，非常类似于去年的 q3，因为我们今年虽然地方政府比去年多了一点钱，因为债务置换，但是我们美国的需求下降了，美国需求下降了，所以我们今年的二季度会很缺需求。而且现在的指数是在 3300 我们现在的位置要比去年 q3 的位置要高很多，所以即使指数有所下跌，也不会吸引外部资金来抄底入场。所以这波下跌就特别会像去年 q3 一样，具体怎么跌？我们推演一下，然后本次的会议聚焦在就业和社会稳定之上，地产和股市的地位都有所下降，大家不用听一些卖方在那抠字眼说什么股市还是要活跃的，要稳定的。这都是以前的提法，什么活跃稳定都有提，没有什么新的提法，而且股市已经很久没有什么像样的改革，有去年还做了一次非常大的改革，你看今年有吗，今年就想着你看提振股市地位的下一句话是什么？设置债券市场的科创板，这不就是要融资吗？所以我跟你说，接下来 IPO 规模肯定是要扩大的，一定是要吸引，一定是要给一些企业紧急输血的，要不然真活不下去，我们预计市场化的定价节奏会进一步的。

加快，接下来这一周即使指数不发生明显的波动，个股和板块的波动也会明显的加剧。五一前和五一后，我们都觉得波动会加剧，现在就是看五一的旅游的数据。五一的旅游数据在很差。那节后我跟你讲。还有 5 月份还要开始披露 4 月的数据肯定也是非常难看的，所以我跟你说 5 月这个月份真的很难，我们认为无论个股的波动会如何，最终的交易指向都会上通缩，所以今年夏天我最看好的板块就是电力板块，还有就是一些比较能反应通缩的板块，关于未来的走向，我们认为指数震荡板块之间的调整会加速。然后机构重仓的某些热点股票会出现一种闪崩，就是 5 月份 6 月份闪步会特别明显，然后市场可能会有一次集体的大回调就是大阴线。可能沪深 300 要跌两个点，科创板创业板跌三个点，然后就开始宣告整个市场就开始大回调了，所以市场是缺一个大阴线来宣告回调的一个标志，等到大阴线之后，市场回调的一致性可能就会比较强。

四、对大类资产配置的思考：保留足够的弹性空间

先跟大家比较比较关注的黄金。我们认为黄金。他大行情并没有结束，一个很重要的原因就是黄金它并不是在这一波上涨起来的。大家可以看一下黄金的这个走势图，从 24 年 2 月份开始，从去年开始，黄金已经开始走走牛了，每隔一段时间，一大波上涨一大的时间，它黄金的大牛市从那么早就开始了，为什么？24 年之后，美国的经济增速开始下滑。而且美国的贸易保护越来越抬头，并且美国开始大选，川普开始准备上台，然后这就是各种事情。然后我们在 24 年通缩也开始加剧全球的需求都开始下滑，全球的经济都可以往下走。

黄金本质是什么？黄金的本质是做空全球的经济，只要你认为全球的经济未来的增速还会持续下降，那黄金的上涨的趋势就不会改变，只不过偶尔会因为上涨的过快而产生阶段性的回调。

所以我们认为黄金的大牛市并没有结束。

第二个关于大家比较关心的美元和美债，我们的观点是美元指数可能会维持在这个点位。震荡，然后等待一个 90 天。接下来川普的 90 天谈判的结果比较好，他可能会向上反弹。如果谈判的结果很差，他可能会跌破之前 97 的低点，还会继续往下。所以你现在问我美元指数，我其实是看不清的，我其实说不清楚了，我只能说在谈判结果出来之前，我认为它大概会震荡。

对谈判结果出来之后能是谈判结果的好跟坏，如果谈判的好，他可能会有反弹，震荡反弹谈判的结果很坏，那他可能会暴跌，而且大家现在不要对谈判结果有一个好的预测或者一个坏的预测。

我们很难知道谈判的结果好跟坏，我说这个谈判结果不是中美说的是中欧，而说的是美国跟欧洲，还有美国跟日本。我们作为一个普通人，我们对国际局势的判断能力很弱的，你如果把你对国际局势的观点用在投资上，你会死得比妈死的很难看的。我们是普通人，我们得承认一件事情，我们对国际政治其实没有什么多多的研究。国际走向不是不确定的。所以美元指数。美债我觉得风险。我们觉得美债的风险要比之前要低一些。但是风险也不能完全消除，我们觉得美债还是那个问题，一个是美债的走向跟谈判的结果密切相关。还有一个美债税这个问题有没有可能征收？我觉得还是有很大概率可能会征收的这一块，我们还是保持一个观望的态度。我们现在既不会做空，也不会做多。

大宗商品

我们觉得石油更可能的点位是在这个位置，围绕着 60 区间上下进行震荡，不会再有太大的跌幅，也就是说之前的 55 的那个低点可能是整个市场的低点。我们觉得不会有之前 58 的那个低点，可能就是一个阶段性的低点，短期内也不太可能继续向下，我们觉得更有可能是 60-70 到其实正当对于整个大宗商品，我们并不那么悲观，除了煤炭，我们对煤炭的价格仍然很悲观。我们认为整个大宗商品，虽然全球的需求可能没有那么增多，甚至会有缓慢的下降，但是过去石油的供给其实也没有跟上大宗的供给都没有跟上。所以虽然需求会下降，但因为供给没有跟上，所以我觉得维持当下的位置，那我觉得问题不大，而且石油有可能反弹，有可能反弹到 70 甚至 75 这个位置。

美股

我们觉得美股。美国经历了一波非常暴力的反弹又下跌，然后最近又出了一些政策反弹，我觉得美股位置纳斯达克配置的位配置的地位其实不是很高，我觉得美股的科技股的吸引力是在下降的。如果大家想配置美股的话，我觉得可以看一下美股的标普生物，我觉得一些美股的生物药物位置还是挺好的。大家可以关注一下，之前跌了一大波跌的非常惨烈，整体的位置是很低谷的，而且美股的生物医药股现在已经比港美股的创新药已经比港股的创新药便宜了。所以为什么港股现在创新要这么热我们都不买了，我们的方法论就是我们永远没必要在那么热的地方给你打滚，因为我在冷的地方我照样可以赚钱。如果你能不断的通过自己挖掘一些新的股票来赚钱的话，你对热门股的兴趣就会降低，你不必要通过热

门股来赚钱。而且很多热门股，包括 a 股也是很多热门股票，散户的钱很难赚到的，比如说机器人或者之前的一波，你用超短线的思维是可以赚钱的，但是你用中长期的思维是赚不到钱的，为什么，因为你的信息永远是滞后的。

A 股的电子产业链是一个非常专业的，一个产业链有什么信息你都是最后知道的，都是产业研究员或者一些跟产业非常近的人先知道，等你从什么微博大 V 自媒体大家看到的信息已经是翻到了三道手，五道手，而且这些信息还良莠不齐。所以我们还是不太喜欢在热度非常高的板块搞一些股票。

Extra

珀莱雅

为什么珀莱雅市场反应这么高，为什么市场会给珀莱雅它这么好的反馈，因为市场有很多资金，他们是真的不看财报的，他们只看报表的，他们一看我扣非增长了 30 多跟你买买买给你整出一个概念叫什么，业绩预增概念或者业绩大增或者业绩超预期概念。

首先，珀莱雅这个业绩增长肯定是真的毫无疑问，而且珀莱雅在 4 月 2 号的时候有一波有大阴线，当时跌了八个点。公布了这个季报之后，有一根大阳线，相当于把之前的八个点的阴线给修复了它的一季报非常炸裂，但是这个涨停是把。4 月 7 号那个计划那个大阴线给修复了，所以这个涨停本身也是没得说，你说，因为他公布了一个比较好的一季报，把他的悲观预期修复了，但是这个一季报其实并没有。并没有想象中的那么好。但是它是好的，但是它没有想象中那么好，为什么？

我给大家说一下不同的公司，你要看什么东西，它的一季报虽然非常好，但是它的营收只增长了百分之只增长了 8%，延续他们去年四季度个位数的增长。他们的扣非增长多，为什么你要看哪个数据？你要看。他们的销售费率。你要看他们的销售费率，在他们的报表里面就是。为什么它可以增长这么多，是因为他们控费，化妆品，美妆品牌，他们商业是这样的，他们的销售费用是非常贵的。我每卖出去 100 块钱的营收，可能要花 30 块钱甚至 40 块钱的销售成本，只要我控制一下我的销售成本，我不去卷，我把我的销售费用降下来，那我的利润一下就会上升很多。他们一季度的营收是 23 个亿，扣非的利润只有 30 多亿，也等于它的利润率只有营收的 10%。我如何把我的利润做高，我把我的费率控制一下，我不给你去卷，我把我的营销费用降低，那我的利润就会做得很好看。

在营收不增长的情况下，他们的利率为什么利就是利润可以增长那么高，其实这就是手段，所以我跟大家说，看这些东西根本不重要的是你要看它的商业逻辑。

当我控制住我的费率之后，我的营销成本跟营销费率之后，我可以把我的利润做得非常好看，所以对于彩妆公司来说，美妆公司来说，你不要看它的利润增长，你要看营收增长。它的营收其实只增长了 8%当然去年的基数非常高，去年有 34% 的增长，所以今年增长 8%也是 ok 的，所以很快我们认为珀莱雅未来的增长就是个位数。但是。通过控制费用来保证自己的利润增长有一个什么好处，可以显示出珀莱雅维护股价，维护收益的一个控制能

力，虽然它未来是个位数的增长，但是它维护自己股价的意图是非常明确的。这样就会让很多持有者有一种非常安心的状态，来潜在暴利的可能性就会降低，以后再发生什么？当季利润不好看的时候，他可能也通过。下调费率保证自己的利润的增长，大家明白我的意思吗？所以正是因为4月7号的时候有一个大阴线，现在它有一个涨停修复4月计划的大阴线，再加上公司确实在报表方面表现出了一种维护股价的状态，所以长得所以涨了十个点，公司即使是10%的增长，现在20倍的PE也不算贵，但是对我们来说，我们认为我们最好的买点已经没有了，所以柏莱雅在未来很长时间就不会纳入我们的股票池我们就不会再买它了。最好的买点已经过去了，后面的博弈空间我就不想要了，我觉得它股价也很难涨很多。

但是你说像以前那样也不太可能，毕竟美妆这个生意。

我是比较希望能诞生一些国产的美妆品牌，因为有很强的消费潜力可以挖掘，但是这个行业本身的综合能力都是营销，都是体现在营销层面。所以，你很难说有哪些品牌可以在营销上杀出一个非常好的道路。所以这种行业只能在股价特别低迷的时候买入，不能在好转的特别明显的时候买入。

爱美客

这个业绩公布了之后，它能跌四个点到五个点，那我会考虑他的买点，但是这个业绩公布完之后，市场直接是低开高走冲高，虽然周五回落。这个业绩怎么回事，这个业绩根本就不好，你不要觉得它四季度的利润是三个亿，一季度是四个亿。它的利润就好转了。

爱美客每个季度都是一季度的利润要比去年四季度要好，为什么？

因为四季度的时候有很长时间的假期，在这个假期之间，它是没有医美消费场景的。反而每个月的每年的夏天或者说春季有一个很好的消费场景的，春天要到了万物复苏，又到了什么嫁娶。又到了谈恋爱的业绩季节那怎么办？你是不是要去做医美，你要把自己从一个冬天调回来，所以春天跟夏天的业绩都会很好，冬天业绩都很差，所以对按理他来说，它每个季度都是一季度的业绩比去年四季度要好，所以你不能说它是环比改善。

第二点营收下降的实在是太多了，

今年一度是6.63亿，去年一季度是8.08亿。医美类的公司或者消费类的公司，你们大家不要看利润不重要，因为这些公司都会有很多的营销费用，我只要把我的营销费用降下来，我的利润就能调节起来。一定要看营收。当营收下降的时候，就说明需求不足了。爱美客肉眼可见的q2，甚至今年还有一个负增长，它的负增长到底什么时候停止，我们是不确定的。在这种情况下，你给他26倍28倍的估值，我是绝对不能接受的，这也说明了一件事情，就是市场上的龙头溢价还是很高，像爱美客这种高度被市场关注的公司。

机构们还是更愿意参与，或者说资金还是关注度比较高，那这种公司就不是我们自己喜欢的，不是我们自己喜欢，我们喜欢的是那种脱水脱的非常多的公司已经几乎没有什么水分了。当我们买入的时候，它流动性一旦恢复，或者有一些比较好的表现，它的股价可能就

会涨很多，而不是这种市场一直关注甚至过度关注的股票，那 q2q Q q3 业绩继续负增长，它什么时候正增长，我们不知道。而且只能它一直下降也说明了一件事情，就是这个产业的去库存还没有结束，就是那里面很多线下的店都觉得医美很有前途扩张，我开店，我存了很多货？但是这两年可能存货还没有消化完，或者有一些存货还比较多，可能是这种情况导致它负增长，什么时候他有可能正增长，就是这些存货给销售完毕，所以我们得找到他一个业绩低谷。

但是你跟我说一季度的业绩这么差，所以这是他的业绩低谷，我是觉得很难说，所以这只股票还在我们的股票池，但是我们。我们不太会买，我们还需要很长时间的一个观察。

中国神华

中国神华这个业绩就很离谱。单季度利润下降 17%然后扣费下降 28%大家算一下下降 80%它的市盈率是多少，它的市盈率已经达到了 16 倍的市盈率是什么概念？宁德时代今年的市盈率也是 16 倍，一只周期煤炭股的市盈率和宁德时代一样了。是因为宁德时代太便宜了吗？我不觉得宁德时代便宜，我觉得现在的宁德时代就是一个正常的估值水平，没有高估，也没有低估，那说明什么神华太贵了。

为什么太贵了，因为 a 股的煤炭信仰就是今年煤炭价格跌了这么多的情况下，它的股价都没有怎么跌，别的股价早就跌了，包括陕西煤业的业绩。陕西煤业一季报比神话要好很多，也从最高 29 块钱跌到 20，也算是跌了三分之一，最多的时候跌到十，神华 47 跌到 38 就几乎就没有怎么跌，四分之一都没跌到？47 跌到 38 跌的太少，你看陕西煤业几乎跌跌了三分之一，这就是 a 股的煤炭信仰 a 股就不要有任何长期板块的信仰，因为它就是一只周期股。

你现在看看神华业绩最好是什么时候？22 年的业绩是最好的，22 年的业绩已经最好了。22 年业绩增长是最多的有 700 亿

23 年降到 600 亿，24 年降到 580 亿。我估计今年会降到 500 亿，然后你看一下 22 年的股价是多少。22 年的股价是？20 多。现在的股价，38 相当于 22 年的股价涨了百分之四五十。业绩下降的情况下，股价涨了百分之四五十，这不是泡沫是什么？像谁？特别就是像四大行。

所以大家不要迷信，一个已经被爆炒了很高的板块，你也不要管这个板块为什么还没跌，不是还没跌，只是时候还未到抱团，他有可能会抱团一年甚至到两年，但是等到抱团瓦解的时候，大部分最后才上车的人，他们就会发挥最后一棒，这也是为什么我们一直要买一些没有人问津的股票，就是我们永远不会有这个板块泡沫开始破裂，然后大规模亏损的烦恼，因为这些板块都跟我们没什么关系。

我们就赚我们最舒服的一段钱，赚完之后我们再换，但是你选股票本身还是要有一个很长的价值选股的一个逻辑，因为不是每一个人都耐得住寂寞，只有你选的股票特别好的时候，你才能耐得住寂寞。如果你选的股票特别烂，它就可能会有很大的回撤。

北大荒

北大荒我们之所以能是三个板，为什么？因为我们是1月份买入的我们1月份买入的，然后一直在这个曲线震荡，这个所有的震荡我们都能是吧，因为他的业绩我们是可以预期的，他这个股票我们是很了解的，我们不会因为反复的震荡就会很担心，但如果你买一些业绩很差，或者公司不怎么样的冷门股，它的股价或者你买的比较贵，它的股价可能就一直跌，一直跌，一直跌，一直跌一直跌到。你崩溃为止，那么后面的上涨也就跟你没有关系了。

这就是我们选股票，一定选一些无人问津的好股票。即使没有人来热火朝天的炒作，他公司也有稳定的盈利和分红来保证我们的一个最低收益。一旦有外界的资金炒作它，我们就会获得一个成倍的收益。这就是我们做的逻辑，

END

那今天就到这了吧，今天到这连续说了三个小时，本来想多说一点市场的结果可能结果大家的问题都集中在。各种交易之上，我们就聊交易，聊的比较多，不过我觉得这样也挺好的，可能更多人的问题都是处在一些交易或者是一些基本的方法论的问题。那以后每次我们都空半个小时或者一个小时来聊聊这些大家比较关心的问题。