

## 分析

### 【1】分析 1：债券投资需要建立自己的投资体系

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们找来一个朋友写的书，作者是益民基金副总经理，王健先生，之前也跟我们有过深度交流，他以撰写了 200 万字的投资笔记而得名，号称债市笔记哥，在多年的投资当中，涉及债券，股票，商品等的研究，建立了一条主线，四个季节，十条原则的投资体系。并把投资行为学，投资心理学纳入其中。写了三本书，分别叫做，分析，交易，应对。我们今天先来讲他的分析，副标题有两个，分析与理解债券市场，还有一个是中国大类资产轮动的规律，债券市场价值投资分析框架，这本书并不长，有些内容，相当言简意赅。

我们先来看，本书的第一部分，投资的境界，写投资书的人，通常都要梳理出一个价值观，老齐也是一样。因为这个事，很重要，价值观才是投资的本源。是道的层面，把这个层面想透了，亏钱也不怕，因为逻辑是正确的，暂时亏损，也是为了日后盈利。如果没有建立这个价值观，就去盲目的学一些方法，顶多是一些小聪明，小技巧。不可能永远都如意，稍有一些意外，你就会怀疑人生。所以我们总说，练武不练功，到头一场空。作者也说，如果你没有一个深信不疑的态度，那么再完美的体系，他也不可能百分百正确。再完美的体系也无法发挥作用。

作者提出了投资的四境界，七重天，上学的时候，老师常说，当你把书由薄读厚，然后再由厚读薄之后，就能考上大学了，把书读厚的意思，是让你学习挖掘各种知识点，让你去拓展认知。而把书读薄，是要归纳和总结知识点，实现融会贯通，举一反三。做投资的四重境界也大致如此，分为知行合一，注意他这个知行合一跟我们常说的知行合一不一样，他是拆开的四个词，知就是认知，分为外部认知，自我认知，人性认知和建立体系，行就是执行，要有铁一般的纪律，合是融合，也就是形成习惯，肌肉记忆。一才是传统的知行合一。

先来说认知，其实很多朋友都有一个感觉，为啥学了这么多还是做不好投资，甚至损失越来越大，这就是因为你膨胀了，学了太多的东西之后，就觉得可以驾驭市场了，不在谦逊了，那么市场一定会在某个时间点，打破你的认知，给你暴击。其实我们所学的东西，都只是过往的经验和总结，用过去对于未来的预判，其实概率都不会太大。即便你学富五车，也不会有 70% 的概率，以前你啥都不懂，所以才小心翼翼。正是这个小心翼翼，让你亏损不会太大。但现在你懂了一些，属于一瓶子不满半瓶子咣当的阶段，反而容易自大，认为自己认识的就是百分百概率的东西，所以特别容易让自己仓位超标。这就是错误的估计了概率和自己的风险承受能力。这都是你学习之后才会得到的，用一句通俗的话来说，淹死的都是会水的，压根不会水，他反而就去爬树了。

自我认知其实是最难的，很多人做模拟交易相当无敌，但是无法实盘，一旦实盘，就开始错的一塌糊涂，说白了就缺乏对于自己的认知，和对人性的认知，总觉得自己能抓住机会，能够纠正错误，但一旦你真金白银赔进去的时候，你的心态会产生重大的变化。所以老齐常说，如果投资只是闭卷考试，90% 多的人都能拿满分。但可惜投资是一场见血的决战，既分高下也决生死。就像打靶一样，很多战士都是神枪手，甚至打天上飞的鸟，也都是百发百中。但是当对面有一个同样百发百中的狙击手瞄着你的时候，你的枪口就不在从容。这就是差距。没办法，你只能不断在实战中训练，只有在多次实战中存活下来的，才能够发挥出训练的水

准。大部分所谓的神枪手，上战场可能还没来得及开枪，就已经挂了。

建立交易系统是非常重要的，包括基本面，技术分析，策略，规避人性，以及风险控制等多个层次。投资体系他其实不是客观存在的，而是我们刻画市场的方式方法。帮助我们去理解市场。所以投资体系没有好坏之分，适合自己就好。比如有人愿意用 60 日均线区分牛熊，但有人就是爱看估值来定仓位标准，他两都没错。只是体系不同。用技术的人，更偏重纪律，不愿意相信判断，而用估值的人，则更相信低买高卖的价值基本面，对技术那些玄学，不屑一顾。所谓体系，最重要的其实就是执行。因为没有一个体系会百分百正确，他一定会有损耗，靠概率去赚钱。

作者说，体系其实就是抛硬币，正负概率都是 50%，无论你抛出了多少个正面，下一把的概率仍然是 50%。区别就在于，可以用策略来解决最终胜率的问题，比如正面赚 2 块，反面赔 1 块。那么你说这个策略你要不要执行呢？当然执行，有没有可能连亏 10 把，当然也有可能！但我肯定坚信，只要一直玩下去，我就会赚钱，玩的越多，我赚的也就越多。这就叫体系。交易赚钱了，别忘乎所以，并不会改变你下一次赚钱的概率。赔钱了也别懊悔，这本身就是正常的损耗。

理解了投资体系和单笔交易之后，我们其实就要像一个机器一样，不断地执行，修订我们的计划，扩大自己的预期收益，修正自己的模型。分清楚哪些是必要的损耗，哪些是可以优化的东西。从而不断提升自己的业绩。每一轮牛熊，我们其实都该有所进步。有人不明白，为啥要修正，要修正哪些，最主要就是因为时代进步了，天时不同了，当然就不能再恪守一成不变的策略。比如长期利率持续下行，从 10%，降到了 1%，那么你的估值体系肯定不一样了。我们讲美股 70 年的时候，以 85 年为界，85 年之后普遍估值要比提升 30%。再比如 5% 的债券，是有配置价值的，那么 2% 的债券，甚至 0 收益负收益的债券，是否还有配置价值，这也是我们去思考的，股债模型，甚至股债利差的联邦模型是否还有意义，这个也是十分值得思考的。

亏要明明白白的亏，赚也要清清楚楚的赚，知道自己到底是赚到了概率上，还是赚到运气上，这个很重要，很多人确实赚钱了，但都是狗屎运。就好比考试作弊没被抓到，不代表你这么做到就是对的。所以我们要把投资体系想清楚，不能一亏钱，就质疑体系。那么你可能会反复的亏钱。甚至越亏越多。

当我们不断地，惨无人道的执行体系的时候，就会形成一种刻意练习，最终形成应激反应和肌肉记忆，为啥开车的时候，你可以打电话听音乐，想别的事情，其实就是因为很熟练了。一切都已经变成了下意识的反映，我们在投资当中，执行体系，也要培养这种习惯。作者说，优秀是一种习惯，当把交易内化成为自己的一种潜意识之后，我们就会变成一台赚钱机器，不需要每天盯盘，也不需要处理太多的纷繁数据，更多地是能够看到别人看不到的东西。比如市场情绪。比如人性的贪婪与恐惧，当你能看到这些东西的时候，你就已经达到了最高境界，知行合一。让自己螺旋式上升。

王阳明提的知行合一，但他不等于怎么想就怎么做，那只是表里如一，是比较肤浅的理解，甚至完全是错的。王阳明说的知行合一，是要遵从良知，也就是原则和方法。很多人都是因为知出了问题，所以行上也自然会有巨大的偏差。比如，你就以为投资靠判断，一年花 200 块钱请个神仙，就能每次都帮你看对。那么结果可想而知。人家看多看空，背后是一系列的

止盈和止损方法,来保证一个相对较高的胜率,那么你看不到这些。就全凭预测去追涨杀跌,不赔钱才怪。

所以知是行之始,行是知之成,知和行是一套闭环。什么样的原则和方法,驱动什么样的执行力。认知驱动行为,行为反馈认知,从而实现知行合一。我们要把工作就当成一种修行,通过修行改变我们的认知。看个书如果都毛毛躁躁,那么做投资,也一定是这个结果。

作者引用李小龙的话,我不害怕会一万种腿法的人,但是我害怕把一种腿法练上一万次的人,这其实就是融会贯通,刻意练习的重要性,知道很容易,但做到很难。投资更是如此,你们现在也只是知道怎么投篮了,但充其量就是个球迷的水平。离能打比赛还差的太远。明天我们继续讲,作者关于投资价值观的论述。这本书后面的投资方法投资体系,都跟前面的价值观,息息相关。

## 【2】分析 2: 交易无秘密,全在执行力

各位书友大家好,欢迎继续做客老齐的读书圈,今天我们继续来讲这本书。分析,昨天我们说到了投资体系,他编了一句顺口溜,叫做交易无秘密,全在执行力,在强大执行力背后,是一颗强大的内心,需要饱经沧桑的自信。投资的难点不在于交易系统,而在于执行,这是优秀和平庸真正的区别。一个交易员是否真的优秀,不在于他的交易系统,而在于他能否严格的执行系统。过程对了,结果才有可能持续的对下去,如果过程错了,结果对了,反而有害。

这个东西说起来很简单,但做起来却极难,需要强大的自信和自律,接受一切预期之外结果的出现。为什么投资知识就那么点,但是绝大多数人,都无法赚钱,说白了就是你无法战胜人性的弱点。一旦市场跌下来,你就谁都不信了。老齐经常把牛市中的调整,称之为中考,把熊市的下跌,称之为高考,有些人别看平常学的咋咋呼呼,感觉他啥都学会了,但是中考可能都无法毕业,牛市一个调整下来,自己就退学了。还有一些人,能够坚挺一些,但是也只是能够参加高考,最后还是被淘汰。高考被淘汰的其实更惨,他们付出的成本更大,投入的热情也更多。被伤的也会更深。所以如果你不想好好学习,那么一开始最好就不要学,也不要投资,就傻傻的存银行,买国债。这反而对自己最好的保护。又想投资,也想学习,但又静不下心来好好学。那么最后的结果可能是最悲剧的。

我们反复讲过很多次,投资是反人性的,因为必须在悲观中买入,在乐观中卖出,才能赚钱,除此之外别无他法,但人性是在悲观中逃离,在乐观中追加,所以他天然就是矛盾。那么你的第一感觉肯定就是错的,而且感觉越强烈,就错的越离谱。

那么如何才能摒弃人性,这个跟你讲太多的大道理其实也是没用的,更多需要在一次又一次的下跌中训练。大风大浪经历的多了,才能有感觉。就跟开车一样,永远让你练模拟机,你不可能把车开好。因为道路上的情况,不是程序可以提前设定的。作者说,不要让自己在市场的波动中内卷和焦虑,盯盘无盘,心中有盘,要让自己在经历了绝望之谷后,迎来精神上的开悟。

股票作手回忆录当中谈到,认真观察耐心等待,机会一旦出现,就要迅速把握,作者说这个过程有点像钓鱼,水下的情况,我们无法通过肉眼看到,但露在水面上的鱼漂就是我们的信

号。一旦发出信号，我们就要拉杆，尽管有很多时候都不一定掉到鱼，还很有可能丢失鱼饵，吓跑鱼群造成损失，但是你也必须坚定不移的执行这套方法，垂钓高手都知道，这是你唯一掉到鱼的逻辑。否则结果肯定会更糟。所以我们必须每一次都坚定的执行信号策略，不用去考虑他这一笔会不会赚钱，亏钱其实也是很正常的。投资交易本身就是要通过无数次的小亏，换一次大赚的游戏，如果这点想不明白，就不要再去做投资了。

投资的最高境界是等待，如果总结最简单的方法，就是十几倍市盈率以下买入，接近 50 倍市盈率卖出，中间就持续等待。但到了 2022 年 10 月底，市场估值只有 10 倍的时候，大家却都在卖出。为什么？大家的理由很多，看空经济，看空市场，不看好行业，认为政策要变。总之理由一大堆。而且似乎说的都对。在下跌当中，悲观者永远正确。但只有乐观者才能赚到钱。

持币需要等待好的价格，持股也需要等待他慢慢成长。所以多空，都要有极大的耐心。股市这么多年，最后有人统计，真正赚钱的账户，都是那些被遗忘的账户。打开率和账户收益，呈现明显的负相关特征。

但耐心不等于麻木，冲动也不等于果断，有人是因为被套了，所以才只能等待，这就属于是麻木，等到刚要涨回来的时候，他其实是守不住的。等待他不是一个主观的行为，而是一个客观上，执行策略的信仰，当我的鱼漂没动，我有足够的耐心去等待。换句话说，你动的标准到底是什么，如果这个标准和信号很明确，那么你的等待就是耐心。如果没这个标准和信号，你的等待就是麻木，且毫无意义。所以老齐常说，你买入和卖出，不能凭感觉，一定要凭策略，你为什么买，怎么买，都要提前写下来，贴到墙上。等扛不住的时候，就好好看看当时的信誓旦旦。

在制定计划的时候，一定要小心求证，多方验证，不断修正逻辑和优化，一旦计划和策略定好了，执行的时候，大家务必要佛系一点。比如说上面那个扔硬币的例子，正面 2 块，背面 1 块，决定玩不玩这个游戏，到底是压正面还是压反面，这个是你得要仔细思考，小心求证的。而一旦你决定了，小额多次，持续压正面的策略之后，就不要管他了。不断执行就好。别上来出了几次反面，亏了点小钱，然后就心慌了。开始又决定压反面，这样就完蛋了。

说了这么多，投资体系+执行，这才是投资最重要的事情，99%的人压根没有体系，更谈不上执行，这才是问题所在，他们更愿意听别人的判断。然后就激动不已。所以想不赔钱都难。作者说，投资也是分为春夏秋冬的，冬天和夏天都好操作，冬天要清仓，夏天要拿住。春天一般很短，不会给你准备太久的时间。而秋天，则比较难受。好像还有机会，走了吧不甘心，好像错过好几亿，但是稍一犹豫，就容易被套住。那么怎么解决这个问题，其实也很简单，就是做仓位管理，小步快跑。

作者讲了自己的投资体系，大概可以总结为，一条主线，四个季节，十条原则，所谓一条主线，就是确定未来的风口在哪，也就是大类资产配置，到底买什么？四个季节，就是要搞明白，各个资产分别处于春夏秋冬的哪个时点，作者更多做债，所以他更关注债券的季节。，十条原则，就是指导我们选择下单的时机。利用心里原则，克服人性弱点，利用技术原则，选择入场出场时机。

他还特别强调，不要妄加预测，没有意义的短期行情，投资其实不复杂就是牛市做多，熊市

做空，不要每天看市场的涨涨跌跌，实时波动来做决策，要看趋势，我们应该建立从上到下的决策体系。

第一步通过周期看风口，这也是大类资产配置的角度，仔细思考，未来钱会跑到哪去。什么资产会上涨？第二步，通过走势验证风口，看市场趋势是否形成。也是验证自己的判断到底对不对。牛市和熊市其实并不难判断，但我们却总是有恐高和抄底的冲动。

第三步，战胜人性弱点，既然大势已定，那么就坚决杀入，不要犹豫。让投资体系去支配你的行为，而不是让情绪去支配。第四步，盯着信号执行，注意是盯信号，而不是盯市场的走势。每天涨跌其实没啥意义，有意义的是那些你提前定下来的信号树。比如宏观信号社融起来我就买，社融跌我就卖，也比如技术指标过了 60 日均线我就买，没过我就空仓。还比如估值指标低于 15 倍估值我就逐渐卖，超过 25 倍我就逐渐卖。甭管什么信号，长期都是有用的，但短期会有相当长的时间失效，所以你要做的，就是一定要去坚决执行他。不能因为短期失效了，就放弃。比如指数估值跌破了 15 倍市盈率，市场还在下跌，这时候你不敢买了。那就大错特错了。当然，也可以不断优化我们的系统，等到宏观，信贷，估值，动量所有信号都出现的时候你再去买。但是老齐也可以告诉你，这时候你需要有更大的耐心，而且一旦这些信号全都出现，必然会有巨大的利空和鬼故事。所以这就是一个悖论，极低价格出现的时候，他一定是市场最强烈看空的时候。也一定是你信心最脆弱的时候，反之当你信心最爆棚的时候，往往都是乐观信号。

下面我们看四个季节，这里主要说的债券，夏天就是久期为王，没有信号告诉我们秋天来了，那就要坚定持有长久期利率债券。而到了秋天，就是票息为王，没有信号告诉我冬天来了，那就坚定持有长久期信用债和利率债，冬天就是货币为王，拿短债或者现金，这里唯独没有春天。主要是春天太短。基本就是买入利率债。作者讲，不要频繁择时，在什么季节就干什么事，另外一定要自信，坚持自己的系统。很多人都对系统要求过高，一有点偏差就会产生极大的怀疑。总想定位到分毫不差。这其实就跟农民种地一样，这几天下不下雨你很难知道，夏天发不发洪水，秋天有没有地震，你也不知道，但是春天种地这个事他肯定没错。所以不要在一些无畏，且小概率的事情上，浪费时间。明天我们再仔细说说，作者的投资框架。

### 【3】 分析 3：一条主线，四个季节，十条原则

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，分析，昨天我们说到了作者的投资框架，今天我们来看看，他讲的一条主线，四个季节，十条原则都是什么意思，投资中，我们不能总是建立在感性 认知的基础上，比如觉得市场低位了，就去买入，但是很可能低位之下还有低位。比如有的时候一个公司跌了 80%，你觉得太便宜了，就买进去了，结果最后他跌到 90%，注意从 80%到 90%，可不是又跌了 10%这么简单，对你来说，可是跌了 50%。相当于原价 100 块，你 20 去买，结果他跌到 10 块，所以这笔账要算清楚的。那么我们到底有没有措施，去解决这个问题，一定要建立这个体系。是通过时间周期，还是空间周期，又或者什么指标体系，反正你得有这个安排。因为市场任何极端的事情都有可能发生。而一旦打破你的预期，其实是比较可怕的。

作者体系当中的一条主线，说的就是资金面，这是市场涨跌的根本，也是大类资产背后的推手，钱往哪里跑，哪些资产就涨，这个逻辑是百分百正确的。不存在资金撤出，资产还涨价的情况。所以市场资金的宽松和收紧，是我们务必要关注的点，做股票投资的，可能反映不

会很直接，但做债券的，几乎都是线性反映。但是这也并不意味着，只看资金就行了。

作者还划分了四个季节，就是一波债券的四个周期，他提出了八大信号，官方信号，宏观信号，政策信号，资金信号，套利信号，技术信号，情绪信号，外部信号。信号变化的越多，说明季节变化的概率就会越高。

之所以做这么多的信号，因为每一轮市场行情，都不完全一样，通常会有 1-2 组信号失效。比如 2009 年，资金面持续宽松，收益率曲线陡峭，利差巨大，债市收益率大幅上行，所以这时候投债券也是不赚钱的，说明资金主线失效。2017 年 4 季度，也同样是资金面宽松，但债市收益率就是一个劲上行，资金信号依旧失效。所以体系当中，必须有很多的信号，老齐做权益投资，也有这个心得，市场底部到来的时候，通常都有很多的信号失效。我们是分为信贷信号，经济信号，估值信号和动量信号四大逻辑，当情绪上头的时候，基本就只有动量会起作用，其他都会失效。

所谓的信号，其实他也不是客观存在的，而只是我们刻画市场的工具而已。没说信号就一定会起作用，关键要看市场到底认不认这些信号。当市场慌得一比的时候，你跟他讲道理，就跟和老婆吵架一样，你们吵得其实就是情绪，这时候是讲不通道理的。

但问题是，我们并不知道这次市场到底什么信号好用，没有人会有上帝视角，所以就把有效的因子都列出来，然后找概率。比如 15 个信号，有 10 个转正了，我们就要保持 6 成仓位左右。

作者说，预测市场，就如同猜测别人想法一样困难，人心隔肚皮，做事两不知，更何况是无数投资者的心思，所以我们必须以投资策略为核心，以分析框架体系为辅助，本身市场成交价格，就已经反映了所有的预期和逻辑，我们不需要再去考虑哪个逻辑和信号的权重更大，存在即合理。要摒弃那些细枝末节。去抓主流的大趋势。在债券市场当中，10-20 个 bp 都是小波动，中波动是 40-60 个 bp，大趋势通常都在 100 个 bp 以上。大趋势由中趋势组成，中趋势也由小趋势组成。作者把他们划分成无数个区块。中波动是核心，向上向下做周期拓展，就得到了小区块和大区块。

这其实跟我们做权益是一个道理，以日线图为核心，看不清的时候，就要打开小时线，研究趋势的时候就要看看周线和月线。

做债券的，一定要关注政策的变化，通常市场都是由政策的边际变化引起的，重点要判断央行的政策是否收紧，有时候政策已经转向了，但投资者的思路还转变不过来，2016 年，10 月已经转向，但 12 月之前，多数人都认为这不会是熊市。还有 2013 年那一次，并没有大繁荣和大通胀，但是他就是债券市场的大熊市。作者管这个叫做非典型熊市。非常不好识别。

作者说，他发现一个奇怪的现象，有一年，他亏得最多的反而是自己最熟悉的债券，而赚的最多的，则是最不了解的大宗商品。为什么会这样，主要就是因为，加入了太多的主观想法，反而不了解的大宗商品，完全按照策略进出市场。结果反而赚钱了。主观判断就是你做交易的最大敌人。

预测和分析，最大的问题，就是出发点不够客观，自己持仓就会天然看多，自己空仓就会天

然看空。老齐也发现了这个问题，所以在市场的混沌期，我们更愿意做到风格均配，资产均配，也就是拿半仓，不偏方向让自己先冷静下来。

基本面和技术面，各有利弊，只看任何一个都是片面的，必须把他们结合起来，通常的投资思维是分析，预测，下单，这是左侧思维，试图通过自己的理解，来预测市场未来的方向，并且提前布局，但是这里面最大的问题就是，你的理解不一定是市场的理解，你认为他有效，市场却不这么看。所以在你跟市场不同频的时候，就会发生预测失效。也就是说，你讲的逻辑都对，但是市场并不认可。一旦发现左侧失效，你就必须切换为右侧思维，也就是顺势而为，先找趋势，再定行动。市场理性的时候，基本面是有效的，你可以跟他讲道理，当市场非理性的时候，你就不能再跟他讲道理，而要跟他讲情绪。所以，底和顶，往往技术分析，比基本面分析更好用。

另外，还有一点，也是老齐的心得，就是有一套东西，已经被市场广泛认可，并且提前交易预期的时候，大家也就别再去看基本面了，比如有太多的人，都去交易猪周期的预期，那么猪肉涨价跌价，已经不能作为股价上涨下跌的基础。这时候右侧趋势，就更重要一些。

我们在市场上，每天都会被各种消息轰炸，有新闻，数据，也有小道消息，但这些东西，基本都是全市场都能看到的，所以都是后视镜，作者讲，我们不要太痴迷于分析，而要多想想应对之道。在你的投资体系当中，一定要多想想，如果你预判错了怎么办。比如你定投过早，初始买入价格过高怎么办。你预期的经济复苏没到，又该怎么办？只有时刻留有后手，才是成熟的体系。

什么叫大势，就是大概率事件，有一次债市趋势性上涨，他却一直做空，结果 11 次交易亏了 9 次。当年他过于关注资金面变化，总认为资金收紧，市场就会下跌。后来才明白，资金面很重要，但不是唯一因素。过于依赖单一信号是有问题的。影响市场的最核心因素是预期，也就是说，大家怎么想，认为资金面宽松还是收紧，这才是最重要的，有时候央行已经收紧，但大家就是乐观，不认为他会持续收紧。所以债市仍然会继续涨。股市也一样，央行已经宽松，但大家就是很悲观，不认为经济还能起得来。所以他也就一直跌。预期这个东西，看不见摸不着，你很难去做客观分析。但在价格上，却能反映的很明白。乐观就会上涨，悲观就会下跌。好消息不反应，甚至向利空方向解读，就说明市场极度悲观。此时就不能逆势做多。甚至还要顺势做空。即便是中性，也要降一点仓位下来。

作者最大的感悟就是，不要陷入先入为主的恶性循环，分析体系也不是用来预测市场的，而是用来应对和验证市场的。先要通过投资策略体系，辨别市场，在去理解趋势，我们也常说，投资不是打板算卦，投资是应对之道。

讲完了价值观，我们看看具体的方法论，金融周期背后，就是人性风险偏好变动，带来的资金流动，所以资金是资产涨跌的直接主线，作者所谓的一条主线，也是主要看资金流向。债券的供给并不是债市的决定因素，资金才是，资金代表需求，经济衰退，政策会刺激，一开始债券发行量会增大，对市场造成扰动，收益率会出现明显上行，但是中期看，资金也会同时宽松，需求扩大的也很明显。又会对债券收益率形成压制。

2015 年，3 月 6 月 8 月，财政部批了 3 批地方债置换，总计 3.2 万亿，在这么大的规模冲击下，债市会怎么走？咱们明天接着讲？

#### 【4】分析 4：有资金的故事都是真理

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，王健老师写的，分析。昨天我们说到了作者的投资体系，头一条就是一条主线，2015 年财政部连发 3 批地方债置换，总计 3.2 万亿，债市遭遇了巨大的供给冲击，债券多了，应该利率上升，债券价格走低，但是结果却完全相反，债券没有转熊，利率反而整体下行。具体过程中，一开始确实出现了收益率上行，特别是当这个消息传出的时候，收益率上行了 36 个 bp，但是到了第三批地方债置换额度落地，市场利率却开始下行。为啥会这样，就是因为供给多了，需求更多，整个 2015 年，央行共进行了 4 次降准，5 次降息，不断地释放流动性，所以债券供给，就不再是债市趋势的决定因素，资金才是最重要的。所以整体看，宏观是基本因素，货币政策是核心因素，资金利率才是直接因素，市场情绪只是扰动因素。情绪推动的多空行情，不会持续太久，但是资金面推动的行情，才有持续性。情绪只能放大行情，并不会从根本上推动行情发展。

资金是主线，宽松政策开始边际收紧，对于债券就是利空，注意什么叫边际收紧，就是没有以前那么宽松了，这就叫边际收紧。这种货币政策上的边际变化，一定要格外注意。对于债市，往往是一个先行指标。比如 2014 年，债券市场由熊转牛，其实当时货币政策还是紧缩的，只是从全面紧张，变成了结构性紧张。边际上有所宽松。短期看逻辑，中期看资金，长期看政策，核心看利差，这就是债市的逻辑。资金就是连接政策和市场之间的纽带。

有资金的故事都是真理，没有资金的真理顶多也就是故事，任何资产涨跌，都是资金推动的，2013 年，货币政策处于观察期，债市没有增量资金，处于平衡市，到了 3 月，银监会发文，规范商业银行理财业务投资，简单说下，就是逼着银行理财产品增加债券的比例，降低非标比例。相当于就是让银行资金去买债券。所以这就是资金增多，那么也就发生了 2013 年里面的一小段牛市行情。2 个月时间，十债收益率从 3.6 降到了 3.4%。

2015 年上半年，货币政策宽松，但是这时候股市是特大牛市，资金不断地被权益市场吸走。债市也就没了行情，到了 6 月份，股市崩盘，大量资金疯狂避险涌入债市，推动了债券牛市。所以央行政策边际改善的时候，我们一定要特别留意。多想想市场的供给和需求，看到底是债券多了，还是资金多了。

作者讲，根据美林时钟，大类资产配置有个顺序，1 是货币牛市，2 是债券牛市，3 是股票牛市，4 是商品牛市，不断循环。但是美林时钟，在国内不太好用，货币和债券的轮动性最好，股票次之，商品最差，2017 年货币牛市，2018 是债券牛市，但是 2018 年大宗商品其实表现也不差。而按照一般规律，股市却没涨起来。为什么美林时钟在中国会内分泌紊乱呢？问题的根源就在于，货币是国内的货币，债券也是国内的债券。股票也是国内的股票，但是商品却是世界的商品。那么商品主要就是受到国际供需的影响，所以与世界趋势一致。

那么既然商品在国内轮不起来，什么可以替代商品的位置呢？答案是房产，他其实就是钢铁，水泥煤炭有色的集成品。把房地产放到美林时钟，就发现了新大陆，货币牛，债券牛，股市牛，房产牛，过去中国 15 年都处于这种轮动当中。他管这个叫做王氏螺旋。

大类资产轮动的过程，其实也就是投资风险偏好逐渐提升的过程，央行资金池，到债券资金

池，然后再到股票资金池，最后才是房产资金池。仔细想想还真是这么回事，当大家都拿储蓄的时候，风险偏好是最低的，之后到债券当中，利率持续下降，说明风险偏好开始提升，资金囤积于银行间市场。再然后一些资金，开始不满足于这个收益率，逐渐配置高风险资产，资金从债市逐渐流向股市，股市开始复苏，产生财富效应。大家赚了钱之后，经济复苏，政策支持，更多地资金开始做长远打算，于是进入周期更长的房地产市场。房价上涨后，通胀基本也就来了，央行开始回收流动性，进行楼市调控，社会资金趋紧，全市场都缺流动性，这时候风险偏好急剧收缩，现金为王。举个例子 2013 年就是货币牛市，余额宝收益破 7，到了 2014 年债券牛市，十债利率从 4.6 降到了 3.6%，降了 100 个 bp，2015 年是股市牛市，沪指冲上 5000 点，2016 年就是楼市牛市。而且是全国的牛市。

很多人都在问，为啥美国股市经常走出长期牛市，而我们却只能脉冲，主要是之前的 20 年，房地产太强了，所以最后夺走了股市的光环，一赚钱马上去买房，资金就会从股市流向房产，股市的牛市自然也就长久不了。那么现在房住不炒了，未来资金没地方去，才有可能更多地留在股市里。所以资金不走，才能绵绵不绝。

下面我们看作者提出的四个季节，春天，利率高位横盘，债券熊牛切换，夏天利率趋势性下跌，进入牛市行情，秋天利率底部徘徊，开始牛熊切换，冬天就是利率持续性上行，这里春天最短，高利率在顶部很难维持。通常很快就掉下来了。所以春天基本不存在，只能事后发现。

牛转熊的时候，我们要关注舆论吹风，比如 2013 年，就经常提到货币超发，影子银行。这其实就是官方要收流动性的标志。而且当时 CPI 破了 3%，经济虽然不好，但通胀要起来，而且那一年，外汇储备很高，大量外汇流入，这就意味着很可能要提高存款准备金率，来收缩流动性。而在国际上，美联储也要退出 QE，全球央行都开始加息。

当时监管环境也逐渐收紧，在货币正式收紧之前，往往会刺破一些小雷，免得收紧的时候，因小失大。信托，券商，基金专户也都暂停银行间开户。开始整治理财乱象。打击资金池，多层次嵌套，这都是逼着资金主动回流。

再看看 2016 年，也大致如此，限制银行委外，大宗商品大涨，美联储加息。当年流动性泛滥，资金空转，当时由于钱太多，也都不敢进入股市，所以反而造成了资产荒。说的就是，把合适的资产全都买完了。国际上，美联储持续加息，美元走强，美债收益率走强，人民币贬值，资本开始外流。我国外汇储备减少了 1 万亿美元，这也是我国货币政策收紧的主要原因，那年老齐记得，提出了非常明确的去杠杆的口号。

宏观信号也发出预警，有句口诀叫做 PPI 不回落债券不走牛，PPI 不见底，债券不走熊。这句话至少有 80% 的正确概率，5 次牛熊转换，有一次失效。PPI 见顶回落，意味着通胀无忧，货币政策可能会迎来边际转变，那么债券也就应该筑底反弹。当然这里也有一个时间迟滞，大概 3 个月左右，也就是 PPI 持续回落 3-6 个月，长端利率开始走低，债券会见底回升。相反，PPI 持续上涨 3-6 个月，长端利率开始上涨，债券转熊。2022 年 10 月份，PPI 已经回落了 10 几个月，长债利率也是从去年 11 月开始缓慢下滑。从 2.93% 降到了 2.7% 以下。我们其实应该更关注美债，美国 PPI 刚刚开始回落。而美债收益率现在还没开始跌。

作者还有一个指标，叫做石油底就是债券底，注意这里指的是债券收益率，油价见底回升，

意味着经济企稳，发债融资的多了，债券收益率会提升，比如 2020 年疫情后，4 月份油价见底，同期国债收益率见底。随后收益率拉升，债券进入熊市，股市开启牛市。这个点不好记，你就记着原油和经济同步，经济和债券收益率同步，那么自然原油和债市负相关。油价涨，债市就会有压力。他也不一定马上就熊，有时候还会横盘一段时间。那么反过来，油价下跌，说明经济下行，债券融资的少，债券收益率下降。债券依旧是牛市。PPI 和油价，与债券的逻辑基本都差不多。都属于是靠经济需求来影响价格的逻辑。明天我们再看看，资金端，对于债市的影响。

## 【5】分析 5：资金端对债市的影响

各位书友大家好欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，分析。今天我们看资金端，降准过半的时候，债券往往就不悲观了。央行往往先放资金出来，到商业银行体系，然后这些银行才会拿去买债券。利率下降，债券进入牛市。央行和金融机构之间形成批发市场，金融机构和实体之间形成零售市场。资金先批发给商业银行，然后商业银行再零售给实体经济，批发叫做宽货币，零售叫做宽信用。宽货币有利于债市，宽信用有利于股市。

在宽货币过程当中，金融机构从央行那里批发来的资金成本也会大幅下降，那么资产端收益和负债端成本的利差拉大的时候，套利行情就会到来，这是债券牛市的第二阶段。

央行不会上来就降息放水，而是会先从量上做出改变，债市做为利率市场化先锋，具有敏锐的洞察力，先知先觉者会在利率高位的时候，就开始增加仓位，而在熊市吓破胆的人，则开始纠结和怀疑。但不管怎么样，央行，只要向市场注入活水，那么天平就已经偏向了多头一方。收益率必然下行，开始牛市行情。而当央行明确全面降准降息的时候，其实很可能牛市已经走完一半了。

当债券市场价格大涨，利率大降的时候，通常就是宽货币趋势性尾声，央行可能在努力的打通宽信用途径，让批发变成零售，所以债券牛市可能随时终结，这时候反而应该转到股票市场的投资上来。特别要注意的就是降息，降息才意味着宽信用开启。给经济基本面托底，希望更多地人来借钱。让更多资金流入实体经济。

当社融提升，就意味着宽信用已经见效，此时央行不会立马收缩宽货币的政策，但也不会继续放水，而是站在原地观察效果。那么这时候我们就要跟央行一样，观察银行间的水位变化，也就是那个利率。如果横盘波动，就说明市场进入秋天。如果利率开始拉升，则说明秋去冬来。

所以做债的，会特别关注宏观，关注政策导向，特别是央行的一举一动，货币传导有三部曲，流动性约束，资本约束，利率约束，听不懂没关系，下面会解释，经济基本面衰退，央行会宽松货币，每次都是先降准，再降息，先宽货币，再宽信用，当然现在还有很多其他的工具可用，比如 MLF，这个跟降准降息其实也差不多。

比如 2019 年 11 月，MLF 利率下调，这是宽货币周期，首次调降政策利率。让宽货币向宽信用传导，他有一个渐进的过程。央行操纵货币市场和债券市场比较直接，但信贷市场没那么容易，紧信用时候，你可以直接让银行去抽贷，但是宽信用时候，你总不能强迫人

家过来贷款。马不喝水强按头也没什么用。你只能不断地诱惑他。

在宽信用初期，央行往往会把前戏做足，不会那边宽信用，这边让货币开始收紧的，因为宽信用初期，通常要降低社会整体融资成本，如果贷款利率下去了，债券利率上来了，那就是顾此失彼。所以一开始，他肯定希望的是信贷利率和债券利率双降。直到经济基本面起来了，央行解决了流动性约束的时候，也就是他确保，钱已经出来进入实体经济，马已经主动过来喝水的时候，才会开始收紧货币，债券变熊市。

流动性约束解决了，下一步就是利率约束，宽信用初期，债券收益率下降，但信贷利率还比较高。此时央行的目的，是给实体降成本，解决资金成本由上游往下游传导的问题，但此时他并不想让债券利率大幅上升。所以我们看到的情况就是，宽信用运行一段之后，利差开始走弱，债券利率也在下行，但是已经明显趋缓。这就是秋天的信号。

此时我们应该结合 PPI 去观察，PPI 由趋势性下跌，转为反弹和企稳，在 6-16 个月之后，央行货币政策会收紧，债券市场彻底转熊。央行通常也会观察 PPI，PPI 上来了，说明经济起来了。他就没必要再给那么宽的货币了。所以股债轮动，其实最简单的原理就是，经济不好投债，经济好了投股，经济热了加商品。经济崩了拿现金。经济基本面跟股市正相关，但跟债市负相关。

对于商业银行来讲，债券本质上就是标准化，可流通的贷款资产，最本质的收入，就是票息收入，银行投资债券，跟农民种地差不多，也是先投入在产出，所以他们的资金也是有成本的，而成本高低，就是市场当中的资金利率，比如银行间隔夜拆借利率，这是最直接，边际反映最快的利率。市场宽松，银行间利率就会下行，那么银行的成本也会随之降低。所以买债的钱就会着增加，带动着债券收益率也会走低，作者管这个叫做，先有资金底，再有收益率底，他们不会同时出现，而是有先后关系。央行的宽松，肯定是先宽货币，再宽信用，所以从资金底到收益率底会有几个月时滞。

作者盘点了历史上的债券大熊市，只有，2009 年和 2020 年，是资金底和收益率底同时出现，其他都有 2-4 个月的时间间隔。为啥这两次不同呢，主要是由于危机模式，极速放水，大水漫灌冲击所导致。2009 年是金融危机后货币财政急速转向，4 万亿，大家都还记得。2020 年是疫情，当时也十分危急。而且当时库存周期见底，所以宽货币宽信用几乎同时出现。其他的时间段都是正常衰退到复苏。

所以，问题就清楚了，要想把握债券的高点转折，寻找牛转熊的阶段，就要关注资金利率，只要资金利率见底回升，并且持续了一段时间，就要降低债券的配置了。

以隔夜利率 R001 为基准，可以对滞后见底的 10 年期国债收益率做一个大概的底部预测，他一般用  $R001 + 1.7$  的均值，得到一个结果，就是 10 年期国债收益率的底部。比如 2005 年 6 月资金底 1.08%，收益率底 4 个月之后出现，是 2.79%，刚好差了 1.71%。2009 年，二者差了 1.86%，2012 年差了 1.41%，2015 年和 2020 年分别差了 1.7% 和 1.78%，可以做个结论，放水放的越急，信用涨的越快，二者差的就会越大。放水放的慢，信用恢复时间长，二者差距就会越小。2022 年 10 月这次，信用恢复就非常的慢，可能差值就会很小。我们现在看到隔夜利率最低值差不多是 1.0 附近，那么加 1.7%，十年期国债收益率这次应该会降到 2.7% 以下。如果用最低的 1.4% 计算，也就在 2.5%-2.7% 这个区间了，而这波的最低点已经出现在 2.62%，

所以 2022 年 10 月，显然债券已经进入秋天，甚至已经开始立冬。而债市之后，股市的机会就该到了。当然这只是八大信号之一，我们不能孤立使用，还要结合其他的有效信号，才能对债市整体做季节周期定位。

接下来我们再看看，套利信号，说的就是各期限利率之间的差值。简称叫做期限利差。10 年期国债收益率-3 个月收益率的利差，大于 100 个 bp，就是牛市确认的信号。利差小于 60bp 就要小心谨慎，如果利差小于 30 个 bp 了，就是熊市做空的信号。

2009 年到 2010 年，当时期限利差都在 200 个 bp 以上，主要就是因为货币政策传导的非常顺畅，大水漫灌，立马就反映在了经济上。所以经济和股市都能够 V 型反转。通过复盘我们也可以看到，期限利差大的时候，意味着套利和机会。比如 2011 年 9 月到 2013 年 5 月，期限利差 3 次超过了 100 个 bp，2013 年 11 月 2016 年 10 月，同样 3 次超过了 100 个 bp，这种期限利差的顶点，意味着债券可以做多。但是在 2009 年和 2020 年初的时候，这个方法失效过。还是因为当时放水太快。其他时候基本适用。

作者也说，这种利差的方法，也是一鼓作气再而衰三而竭的逻辑，在一波牛市当中，第三次利差冲顶，就要小心了，通常都是牛市落幕，市场要反转的标志。拿 2018 年这波牛市来说，2020 年初，已经第四次利差冲顶，所以后面也形成了巨大的反转。

#### 【6】分析 6：曲线不陡，熊市不走，曲线不平，牛市不停

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，分析，昨天我们讲到了一波货币宽松之后，央行会持续的引导信用宽松。所以期限利差多次冲顶，就要小心。有债券的高手总结，曲线不陡，熊市不走，曲线不平，牛市不停，这个验证的概率非常大，啥时候看到利差曲线，突然向下陡峭波动，意味着熊市就要开始了。相反，一轮牛市之后，往往会有一个利差曲线走平，不再抖动的情况，这时候说明牛市可能已经进入尾声。注意这个不是用来预测的，而是用来验证的。利差曲线，向下陡峭波动，没有前瞻性。

所以我们可以简单总结，陡峭往往意味着是机会，无论是做多还是做空，说明趋势可能要开始了。而走平则是风险。说明趋势即将结束，要小心一点，降低杠杆和仓位。央行放水，也会有三起三落，那么这其中又有怎样的逻辑关系呢？

原理是这样的，第一次陡峭，先是资金宽松，后是短端利率下行，随后才是长端利率下行。此时市场会有一些疑虑，到了第二次的陡峭，央行往往开始通过 MLF 和降准这些工具，释放长期的大资金。且连续多次使用，短期利率下降更快，收益率曲线更加陡峭。而第三次陡峭，是经历了一波又一波的放水后，货币政策进入观察期，放水的速度和频率开始下降。社会信用开始抬升。需求开始增加。短期收益率也已经到了很低水平，甚至跌无可跌。长端收益率也会出现大的波动。

所谓利差的三落，其实就跟三起相对应，说的就是利差收敛。有可能是短期上升，也有可能是长期下降。但短期提升，肯定不是央行愿意看到的结果，所以他肯定还会持续的宽松。最终实现，长短端利率同步回落的情况。直到需求改善，社融增加，央行才会收手。

说完了期限利差，还可以讲另一种利差，叫做信用利差，一般是用企业长债减去 10 年国债，

作者用的是 10 年国开债-10 年国债，一个意思，他觉得国开债更活跃，他说信用利差大于 90 个 bp 战略做多，小于 35 个 bp 就要战略性做空。

当信用利差持续收敛的时候，就意味着债市过于乐观。相反信用利差拉大的时候，说明市场对于债市比较悲观。甚至有点恐慌。因为在我国其实国开债跟国债的信用，没啥本质上的区别。他俩利差如果能差出 90 个 bp，说明信心是恐慌的。那么也就是熊市的末尾，该有拐点出现而来。很可能几十天，到几个月，就会出现这个拐点。反之，当信用利差很低，大家基本不考虑国开债的违约和风险补偿的时候，就说明市场利率见底。也就是牛市见顶。我们把历史走势调出来，可以看到，基本上信用利差的高点，就是 10 年期国债收益率的高点。利差稍微有些领先的效用。

举个例子，2020 年 4 月，当时疫情爆发，期限利差拉大到 140 个 bp 说明央行开始放水，应该战略做多债券，但是再看信用利差，国开债和国债利差只有 27 个 bp 很小，甚至低于历史平均的一半，说明市场很疯狂。所以这是两个完全相反的信号。我们就要加着小心。果然到了 5 月份，国内疫情蔓延基本可控，然后央行收缩货币，开启宽信用周期，股市开始大涨，债市走熊。

再看个反例，2108 年 1 月，那波大熊市最后，期限利差只有 59 个 bp，没有套利空间。也不是做多的信号，但是代表情绪信号的信用利差，却高达 115 个 bp，市场已经处于极度恐惧状态。这时候其实就没必要过度悲观。债券牛市反转即将发生。后来果然，2018 年 1 季度末，基本就开始走牛。

作者还做了一个技术指标，用给 10 年期国债收益率做了一个 90 天均线，上穿均线代表上升趋势成立，下穿均线，代表下行趋势。这种技术分析，其实就是一头一尾比较管用，也就是陡峭变化的时候，会很好的跟踪趋势，但是中间走平的状态，就没什么用了，甚至会反复穿越。所以他进一步帮助我们判断债市的走势，定义春夏秋冬。而不能孤立使用。

还有一个是外部信号。简单来说就是，美元强，债券强，美元弱就债券弱。为啥会这样，逻辑就是，美元强，全球经济差，全球资金避险，资产回流美国，美债收益率下行，我国债券收益率也会下行，所以最后就是美元强，人民币贬值，央行放水补缺口，所以流动性增加，债市走强。相反，美元弱，全球经济好，资金流出美国，美债收益率提升。我国债市收益率跟着走强。央行收流动性，债券市场就是熊市。作者列出了美元指数，和我们十年期国债收益率的曲线，确实呈现了负相关属性，这次也一样，美元从 2022 年 4 月份持续拉升，而十年期国债收益率，虽然降幅不大，但是降了 10 几个 bp。

作者说汇率贬值是债市的机会，汇率维稳是风险，人民币贬值期，投资债券还是不错的。因为央行会主动控制汇率贬值的幅度和速度，避免形成贬值的一致性预期。所以人民币一旦贬值，国内政策肯定会转向宽松。而且贬值本身也刺激出口，拉动经济。所以汇率，本质也还是跟央行的行为有密切的影响。

接下来我们看看，四季周期，债市春夏秋冬，四季分明，跟股市一样，春种夏长，秋收冬藏。春天要考虑建仓，夏天要持仓，秋天要逐渐收获，落袋为安，冬天要耐得住寂寞。每个时间段，都要找到自己的行动依据。

这里面，最重要的是春天和秋天，他是市场的转折期，春天叫做试盘为王，要不断尝试买入，但又不能重仓。盈利之后不断地增加仓位，而秋天要以票息为王，安心吃票息。一开始我以为，秋天要降久期，拿短债，但作者说错了，秋天依旧要以中长债为主，相反春天要以中短债为主。

作者解释，秋天的时候，虽然利率下降的趋势有限，但是还是有些波段交易机会的。我们用中长债做底仓，票面收益就会比短债高，这样会加大利率波动的风险，但也增大了盈利的机会，稍微拉长周期，浮盈浮亏基本对冲掉了，所以票息收入还是要比短债高很多的。

比如 2018 年末，债券已经走了很长一段时间的牛市，这时候持有短债，票息收益率是 2.7%，但是持有长债，大概是 4%以上，如果长债收益率继续下行，那么拿回报肯定更高。如果长债收益继续上行怎么办？作者算了一下，长短债利差是 133 个 bp，久期是 7 年，那么用 133 除以 7-1 的结果，最后差不多是 21.8 个 bp，也就是说，未来一年，只要收益率不涨到 4.2 以上，一直拿长债就是划算的。结果后来，债券收益率继续下降，赚的还是很多的。

所以总结，在秋天，也就是收益率下降末期，要考虑更多地票息。在信用风险可控的情况下，多找一些高等级信用债券。通常收益也会不错。比如我们看招商产业债这只基金，2018 年牛市开始就去投肯定错不了，这一年回报 8%，后来债市入秋，进入 2019 年，如果你继续投他，也有 6.7%的当年回报，收益还是不错的。2020 年债券熊市，还能有 4%，2021 年，债市重新转牛，招商产业债再次有 6.5%的回报。2022 年，超过 4%肯定也是没啥问题。所以每个银行系基金公司的产业债基金，其实都可以重点关注，他们的收益都不低。

2019 年，债市是很难做的，十年期国债收益率是横向波动，经过了 2018 年的牛市，很多人都已经看不清方向，PPI 当时尚未探底，也还在下落当中。所以当时其实可以用排除法，债市可能走平，也可能继续上涨，但是绝不会走熊。因为经济还没起来，政策也还没有放弃宽松。所以在这样的行情下，第一要赚信用的钱，信用利差不小，随着信用宽松，那些垃圾债的利率也会下降，所以这部分有利可图。第二赚杠杆的钱，宽信用努力在打通通路，所以资金成本低，加杠杆可以增加收益。第三，赚久期的钱，这就是刚才说的逻辑，即便有波动，也是暂时的，期限利差很大。持有长久期债券，还是划算的。

作者甚至直接推荐进攻策略，中长久期，他认为顶多就是横盘震荡，弄不好利率还会下行，牛市还会延续。所以建议投资者持有 3-5 年久期的信用债。后来也验证了作者这个观点，在 2020 年 4 月以后，PPI 见底回升，十债收益率也同步开始反转向上的。债券这时候才进入熊市。

## 【7】分析 7：债市的牛熊切换逻辑

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，分析。昨天说到了一个重要的知识点，PPI 这个信号给了你足够的时间去判断行情，只要 PPI 尚在下行趋势当中，即便见底了，债券离熊市也至少还有半年时间。老齐也补充一个干货，当社融和 PPI 同时下降的时候，千万别碰股票了。股票会进入明显的熊市，债券则会进入牛市。反之，当 PPI 和社融都向上的时候，股票是牛市，债券是熊市，即便是信用债，在这个时间段，通常也没啥收益了。

作者也纠正了几个错误思维，首先就是秋天要提前降久期，进入防御，这个刚才也说了，其实信用债，还有很好的收益可做，但这块要格外的分散。老齐建议拿 5 家基金公司的产业债和信用债产品。这样即便暴雷，对你的损失也不大。通常进入秋天的时候，他们后面依旧能有年化 5-6% 的回报。

错误思维 2，就是大进大出，这段时间回报还不错，甚至利率还会往下走，所以仍然要持有不动。其实债券波段很难做的出来。顶多 1-2 次的切换就可以了。第一次切到信用债上，第二次把他卖掉。然后入冬后，基本就是货币为王了。

我们所学的任何东西，都是根据历史总结出来的一般规律，他并不是真理，而只是经验，每次情况都有变化，所以肯定会有偏差。比如去年春天有 20 度，今年一定会有 20 度吗，不一定。股市更是如此，一些干扰因素会扰乱市场的情绪，每次央行刺激经济的时候，库存周期也都不一样，所以信用的释放有快有慢，有时候宽货币的同时，宽信用就来了，但有的时候，得不断努力，才能实现宽信用的目标，在这个过程通常都会矫枉过正。也就是说，你刚一发力，那边就有效果了，所以反而不会特别用力，但有时候九牛二虎之下，那边都没效果，那就只能更宽松一点。一开始不想大水漫灌，但放着防着，最后也就大水漫灌了，2014 年就是典型的这种情况。长债利率一路下行，但 M1-M2 的增速差，越来越低，PPI 也在低位之后，再度走低。经济迟迟无法复苏。最后就只能是一次又一次降息，终于在 2014 年第四季度，带动了信用上行，M1-M2 增速差掉头向上。股市起来了，但经济还是起不来，央行也就不会收手。这才刺激出了 2015 年的杠杆牛。所以还是那个逻辑，没有央行推不起来的股市，现在推不动，他就只会更努力，那么放出来的资金，未来也就会制造更大的行情。所以一定要把资金市场，债券市场，股票市场结合起来看，当资金市场很贵的时候，央行一定会想办法刺激经济，先宽货币，再宽信用。先把钱囤积于银行体系当中，资金成本自然下降，债券利率也会掉下来。然后再想办法，让马儿喝水。

作者总结，当利率特别低的时候，要尽量的降杠杆，降久期，配置短期资产，这时候就别在乎期限利差那点收益了。短债约等于货币基金。当我们看空债市的时候，可以先转到货币基金上避险。注意在债市寒冬，信用债是会暴雷的。所以别看收益很高，也要尽量远离。

作者还给出的一套规律，春夏秋冬，3541，也就是春天匹配 3 年左右，夏天匹配 5 年久期，秋天降到 4 年，冬天只做 1 年短期产品。当你看的清季节的时候，可以压在一个久期范围内，当你看不清的时候，最好用哑铃型策略，也就是长久期和短久期各拿一部分，这样你的灵活性更大。比如作者就习惯用 1 年期+10 年期的组合。其实这就相当于一个现金+长债的组合。也是半仓操作的思路。我们做权益也是这个逻辑，看不清的时候，就是两个 50%，50% 的现金或固收，50% 的权益，然后权益里 50% 的价值，50% 的成长。啥时候看到我们是这种结构了，基本就是处于懵逼状态。如果未来继续跌，我们就逐渐减仓，直到我看清了，把仓位再变过来。这么做的好处就是进可攻，退可守。有人问，为啥不对冲，或者完全清仓，那其实就意味着我极度看空，而不是看不清方向。总之，牛熊转换的时候，看不清的时候，尽量保持均配。

下面我们看看，作者所提出的，债市投资的逻辑，短期看逻辑，中期看资金，长期看政策，核心看利差，无论是债市还是股市，波动都是小浪组成的大浪，你要先明白，自己到底做什么周期。然后去找市场的预期差，也就是市场表现出来的东西，和未来的趋势相悖的时候。比如 2017 年 12 月，资金面特别紧张，但是跨年之后 2018 年 1 月，资金面已经边际转松。

而且 2017 年 9 月其实也降准了。央行动作频频。这时候其实就说明市场的解读过度悲观了。但到这里还都只是判断，并不能作为行动的依据，那么验证的信号是什么呢？到了 4 月，期限利差拉大到了 100 个 bp，10 年期国债收益率还在上升，但此时却再度降准。基本就是一个做多的信号。到了 8 月，利率再度上行，引起了市场的情绪变化，而期限利差再度拉大到 100 个 bp，再度释放做多信号。期限利差，其实说白了就是套利空间，当长短利率差距很大的时候，利率大概率会向短端利率靠近。因为很多人会借此套利，借短买长，利率也就掉下来了。

相反，没有太大的长短利差，那么就没有套利空间，如果短端利率不降了，那么可能长端就要涨。所以作者反复强调，套利的利差是核心，如果没有利差接力，趋势也就没办法继续，利差被压缩到 50 个 bp 就意味着危险的信号。

特别是利差压缩，资金面和政策边际收紧，三个信号同时出现的时候，就不要心存幻想。要避避风头，还有代表情绪信号的信用利差，如果信用利差被压缩到 30 个 bp 以下，说明极度乐观，很可能也会有风险。长期政策和核心利差是债市的价值根基，中期资金是桥梁与窗口。

如果中期资金，长期政策，核心利差不统一，那么就重点关注中期政策和核心利差，只要这两个不变，趋势就不会改变。资金面的变化只会影响情绪，中间会出现一定的回调。比如进二退一这种。

作者提出，行情有三部曲，修头，套肚，情尾。以一波牛市行情为例，市场开始行情回暖，牛头暂露头角，收益率开始从高位下行，这时候市场的驱动力不是套利，而是过度悲观的修复，后面市场有没有继续下行的能力，就看有没有套利空间，如果有，就继续下行，如果没有就会延续熊市，套利空间怎么看，之前我们讲过，要看利差。

第二波的债牛，主升浪，主要就是套利空间引发的，也就是靠着利差走阔之后的反转，到最后一波行情的时候，套利空间已经变小，市场情绪在赚钱效应下开始躁动，人们开始过度乐观，推升行情。最后大家发现，资产端，也就是资金利率短期利率，已经上升，而长债利率走低。没有了盈利空间，预期开始反转。牛市结束，进入秋天。

所以债券三步走完一波行情，修复，套利，情绪，股市也一样，第一波也是估值修复，第二波是盈利改善。第三波情绪驱动。把他反过来用到熊市当中也是适用的，第一波杀估值，第二波杀逻辑，第三波杀信仰。当大家发现，平常说的那些最好的股票也跌起来没完的时候，就是信仰破了。市场进入了情绪驱动，认为这次真的不一样了。然后就会出现反转。

无论是股市还是债市，都是投资者交易出来的市场。只要有人的地方，就肯定会有情绪波动。所以市场往往会以一个极端的情绪，作为标志，实现反转。当大多数人都赔了钱离开之后，他也就不跌了。当大多数人都进场之后，他也就不涨了。

做债的时候，要重点关注政策 + 资金，这才是真正的动力，当政策开始收紧，比如暂停逆回购，大额净回笼，这些工具出现的时候，就说明央行已经在回收流动性了。这时候我们要去市场上验证，也就是看看长期国债收益率是否上升了，银行间利率是否提升了，如果只是央行收紧，市场资金水位并未拉升。说明资金面并未变化。这时候可能是因为出水口堵住了，

也就是说，资金需求没那么多了，所以央行收了一部分货币上去。还有一种原因就是季节性的，比如月末，季末，年末，一般市场资金会紧张，央行也会临时放一批资金出来。所以观察政策表态，关注资金水位。这是做债的前提。我们不可能未卜先知，但有的时候，却可以提前带脚刹车。比如你看不清方向的时候，可以降一点久期下来。

即便我们再小心翼翼，也不可能不去犯错，那么犯错了怎么办呢？要马上纠正，并且原谅自己。单笔交易的损失并不太重要，特别是债券可多可空，看错了我们只需要及时认错，并在反方向下单就可以了。但这个说起来简单做起来却极难，大多数人是害怕左右被打耳光的。那么我们该如何去解决这个困扰呢？咱们明天接着讲

## 【8】分析 8：及时认错反向下单

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，分析，昨天我们说到了，做债券可能会被左右打脸，所以很多人都会反应比较慢，作者提出，用战略的思维去做配置，用战术的思维去做交易，所谓战略思维，就是用什么做底仓，可以长期持有，经得起市场波动。比如通胀，货币政策，技术革命，宏观经济等等，比如我们常说的，未来长期趋势可能就是 0 利率，而短债也都比长债利率低的时候，我们并没有期限错配，那么持有高收益率的长债就解决了赚钱的问题，只是赚多赚少的区分。

通过大的周期，去考量未来一段时间债券收益率的趋势性变化。站在央行的角度去思考，如果你是央行，你要怎么做，是刺激经济，还是降低通胀。如果把大的方向确定了，那么就不要在意最后的铜板，比如央行都告诉你他要去杠杆，压通胀了，那么你 2016 年还不赶紧跑。差这几个 bp 也没啥意思。

第二层，才是战术思维，也就是要快准狠的把握交易性机会。这块其实相当难，远比大趋势难得多。所以要用少量仓位不断地尝试，而不是上去就是集团军作战。其实股市也是如此，每次都应该是小股部队袭扰，看到趋势了在逐渐加码。最后形成集团军效果，而不是上来就要打一场歼灭战，这时候你很难做决定。所以我们的做法就是多找点信号，不断地加加减减。平常小仓位动的越多，你才不会犯大的错误。

在投资当中，我们会遇到各种消息，比如 2017 年 10 月，他就得到消息，说 GDP 要破 7，这对于股市利好，对债市是利空，所以债市大跌，但是后来数据只有 6.8%，但是利率并没有跌下来。这是怎么回事？我们对消息的使用是有误区的，市场不是被消息驱动的，而是被利益驱动的，市场在一个方向上，只会放大对自己有利的消息，而忽略对自己不利的消息。所以消息并不重要，重要的是我们要用他来验证最小阻力线的方向。比如好消息都当成坏消息解读，说明市场极度悲观，他的趋势就是空头。有点风吹草动就会下跌。除非特大利好，趋势翻不了盘。那么啥时候这个趋势结束，就是他能正常解读利好利空消息的时候，趋势也就结束了。比如 2007 年连续加息，市场都是低开高走，啥时候加息市场真的跌了。那就说明强弩之末了。空头也是一样，2022 年年末，啥消息都往利空解读，啥时候有个利好，能让市场上涨了。基本下跌也就快结束了。所以永远记住，消息不是用来判断市场的，而是来检验市场的。

债券市场要赚谁的钱，或者说赚什么钱？在牛市到来的时候，我们要赚的是央行的钱，也就是放水放出来的钱，到了秋天，震荡市的时候，我们赚的是交易的钱，从别人兜里掏钱。而

到了冬天，如果你还不走，全市场亏的都是央行收回去的钱。股票市场其实也是这个逻辑，牛市的时候，赚的也是央行信用释放的钱，标志就是长期贷款，企业业绩，社融同步提升。社会中的钱越来越多，到了牛市末尾，就是大量换手。大家开始捉对厮杀。先跑的就落袋为安，相当于央行拿走一部分，赚钱的人又拿走一部分，所以市场上的钱会越来越少，不够分了，然后就是不断下跌，跌到又有人拿钱进来。要么是央行放信用，要么是中长期资金进场。2022 年底其实就是一个持续放信用，中长期资金持续买低估资产的时候。所以没啥可悲观的。央行一定会把信用推起来的。推不起来，他就会一直推，推的时间越长，水也就越大。

所以无论做什么投资，其实都是看央行的脸色，猜央行的心思，顺央妈者昌，逆央妈者亡。你自己想想，是不是这个道理。价格都是被钱买起来的，钱在哪，谁的钱，外面钱多还是里面钱多。后续有多少资金。这些才是永恒的真理。为啥放量不涨，就是市场做头，答案很简单，就是资金推不动了。外面的钱没有了，后面肯定就要跌了。相反下跌之后的放量，这就是市场要反转的信号，说明资金进来了，能够轻而易举的推动了。所以华尔街有句名言，永远不要和美联储作对。我们不要跟央行作对，同时不要跟美联储作对，在央行和美联储同步的时候，其实就是非常好的做多窗口期。当他两不同步的时候，就要小心点。要看谁的态度更坚决。比如 2022 年为啥信用放不出来，就是美联储在持续紧缩。而且缩的很厉害，比咱们的央行更坚决。所以股市就不会好。等美联储边际改善，咱们的央行开始发力的时候，市场就能翻过来了。

在实际债券交易中，作者还提出，利差陡峭，加上利多消息，就是火上浇油，大量资金买入，推升价格。而如果利差比较平坦，这时候出利好消息，往往就是利多出尽。没有套利空间，一些聪明钱开始撤离。不过作者也说，随着国际资本越来越多，这个规律有可能会消失。因为大家的成本不一样。比如美债上面，就没有陡峭这些规律，日本欧洲投资者债券投资成本都是负数。所以他肯定持续买入。

货币政策方面，总量的变化，我们肯定能感受到，但是边际变化，却没那么容易，央行现在也学贼了，也是经常小步快跑，甚至采取点刹策略。有的时候他点刹一下，只是为了看看市场的反馈，未必真的要刹车。这时候就要我们去感受他真正的意图了，老齐的感受就是，他偶尔一次的行为，可以不用关注，但是他持续不断地强调，那就是真正意图。甚至还很急迫。还可以通过技术阻力位去研究，比如到一个关键点位，再去观察政策变化。当资金面和政策面，没啥变化，那么阻力位就很可能顺利跨越。当有变化的时候，这些阻力位，就会有明显的波动。

那么此时就是资金拐点+政策拐点+基数拐点，于是就形成了趋势拐点。做投资就是不断追求极致的过程，我们的目的都是一样的，就是尽量地提高收益，降低波动。从而提升投资的组合的性价比。回顾历史我们经常能总结出一些共性的规律。帮助我们提升胜率。

无论说的再玄幻，也无论是股市和债市，影响价格的因素，都逃不出经济学的基础，也就是供需两个层面，供给大于需求，就会跌，供不应求就会涨。所以我们只要锁定一端，观察另一端就行，供给端大幅变动的可能不大，而需求端，也就是资金端的变化却不小。特别是央行这边，一旦变化，那就不是几百亿几千亿的事情。所以要把央行研究透彻。看他的意图到底是什么？央行只是进水口，还得看看出水口，也就是市场需求，如果出水口大于进水口了，那么肯定就是资金流出债市。流进了实体和股市。相反进水口很大，出水口堵住了，那么就是债市的牛市。所谓股债双杀，只有一种可能，央行的进水口也关了。池子里和池子外都没

水。那么这时候，水就变得很珍贵，肯定就是现金为王。

所以最后总结，遇到事别怕，比如新冠疫情一来大家都慌了，老齐开盘当天喊了抄底，为啥，因为看到了央行大降息，水在不计成本的往外放，美联储也在放水，这时候你害怕什么？那么什么时候该害怕，就是央行收缩，美联储也收缩的时候。比如 2017 年。

另外，市场都是人由人组成的，所以一切历史规律都有可能打破。作者说，没有什么不可能，什么可能都会有，比如 2020 年 4 月，当时大家认为，央行放水，降了准备金，有巨大利差，应该是长端利率下来，短端利率不可能上去，所以很多人都因此而乐观。但是最后证明，就是短端利率上去了。长端更高了。大家认为最不可能的事情变成了可能。最后在债市上赔了钱，反之，那段时间，很多人都认为经济停摆了，需求极弱，怎么可能股市会上涨，但是没想到，2020 年 6-7 月份，股市就是猛涨，而且消费股都涨到天上去了，白酒涨成了永远的神。一大堆爱投白酒的基金经理，就此封神。但是那段时间，其实根本没什么聚会场景。一个酱油也搞到了 100 多倍估值，这些都是大家认为不可能发生的事。

再说一点，在 2021 年初，你会认为 700 多的腾讯会跌倒 200 么？绝大多数人肯定都认为这个想法疯了。但他就发生了。所以人一旦疯起来，没什么事情是不可能的。既然能从 998 涨到 6124，他也就能从 6124 跌倒 1664，所以一切极有可能。

这就是本书的全部内容，可谓是干货满满，作者给了我们一条主线，四个季节，8 个指标，基本上刻画了一个股债轮动模型。建议大家对照这几年的走势，把这本书好好的吃透。债券做好了，股市也差不了。