

金融炼金术 1：股票价格取决于两个因素

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，一直以来，大家对于索罗斯都过度神话，认为相比于巴菲特而言，索罗斯才是真正的金融大鳄，其实主要就是因为索罗斯比较神秘，而中国人就总有这个逻辑，特别爱相信一些阴谋论，所以神秘的东西，就总觉得的特别厉害。但如果看规模的话，量子基金的规模实在是不值一提，只有不到百亿美元，即便他把杠杆加起来，也就调动千亿美元左右。而巴菲特光手上的现金，就上千亿美元。所以从规模来讲，二者不再一个级别。那么在对冲基金里比较呢，头号对冲基金，是桥水，掌管着 1500 亿规模的体量。主要也是因为达利欧频繁在媒体露面，所以大家也觉得不如索罗斯，但其实桥水的规模比量子大多了。如果只比较管理财富的规模总量，那么全世界第一应该是贝莱德，也就是黑石拆出去那家，贝莱德的英文名也叫作 blackrock，跟黑石的 blackstone 一个意思。贝莱德目前掌控的规模是 8 万多亿美元，最高的时候掌控 10 万亿美元，紧随其后的是约翰伯格创办的先锋基金，而这两家公司，在咱们国内就低调很多了。所以这就是认知差。

今天我们还是来讲讲索罗斯，而他最著名的一本书就是金融炼金术，这里面有索罗斯重要的投资思想。这本书是比较晦涩难懂的，今天老齐就挑战一下这个高难度，帮大家揭开索罗斯的面纱。看

看他到底是如何用不到 100 亿规模的量子基金，去搅动风云的。

提到索罗斯就不得不提他的反身性理论，其实没那么复杂，就是市场环境，影响了参与者的情绪，反过来情绪又再次影响市场环境。索罗斯最擅长的就是激发市场本已脆弱的情绪，把他推向深渊。然后利用反身性，进行对冲，把对手逼入绝境，最后双线获利。索罗斯之所以出名，其实就是他几次大的战役，打下了赫赫威名。

索罗斯显然是不同意市场有效理论的，他也总是在对看似有效地市场，发动进攻。让他变得无效。他说，有效市场理论根本就不符合实际，但是他却被广泛认同，这主要就是很多人总是追求一个科学的解释，总想把投资变成科学，而他之所以把这本书取名叫做金融炼金术，就是要用这种态度，有别于科学。

索罗斯认为，人类的思维是反应不确定性的原则的，人们对于世界的认识，受到限制的情况下，思维不足以做出完美的决策，当思维干扰了决策，思维就无法控制现实的走向。所以思维有的时候并不连贯，也不完整。事件过程当中会加入很多未知的元素。什么意思，其实就是说，人不是机器，最大的区别他是有情绪的，情绪会对认知和思维能力形成扰动。举个不恰当的例子，你对自家的孩子，肯定跟宝贝一样。但是有的时候，辅导他写功课，也

被气的脑溢血，真想上去给他两巴掌。这就是情绪上头了。投资也是一样，你现在返回头想想，那些市场的底部顶部是不是都有征兆，好像挺容易分辨的，但为什么自己就分辨不出来呢？就是因为那时候情绪上头了。比如 20 几块钱的原油你为啥不敢买，1200 点的创业板，为啥定投 不下去。10 几年不涨的比亚迪，为什么没人敢碰。等他涨起来了，都知道这是好东西了。跌的时候为啥不觉得？2022 年也是如此，互联网这些大厂都卖出了白菜价，但是依旧还有人不看好。人有的时候就是这么贱，便宜的时候觉得不好，等贵了争着抢着也要买。傻子都知道低买高卖才能赚钱，但现实生活中，有多少人都不如傻子？

索罗斯之所以给基金起名叫做量子基金，就是因为量子可以被描述为粒子或者光波，人类不确定性原则也是这样，就是因为这些不完美，不确定，才给我们留下了更多的想象空间。在索罗斯的模型里，他会关注市场是否处于平衡状态，还是远离平衡状态，只有打破平衡的时候，才是我们出手寻找机会的时候。

股票价格取决于两个因素，基本趋势和主流偏见，这两者反过来，受到股票价格影响，价格与这两个因素之间的相互作用，不存在常数关系。这三个东西都是变量，而且总在不断地变化。往往先在一个方向上，然后又会转移到另外的方向上彼此加强，于是繁荣与衰退，就会频繁交替。这其实也给我们启示，如果你要想改

变股票价格，那么就应该在基础趋势的末端，主动去改变主流偏见。比如索罗斯自己，在做空东南亚的时候，他就没少通过媒体释放看空言论。这其实也是在用舆论的力量做空。当我们的影响力，已经足以掌控舆论的时候，那么我们也就拥有了点石成金的能力。很多东西不是因为我们看得准而上涨，而是因为我买了，他才上涨。当年华夏基金的王亚伟，就创造了这样一种能力。王亚伟公布持仓之后，重仓股几乎都要暴涨，早些年的庄家吕梁，也是这样，那会坐庄炒什么东西，也都要联合股评。现在虽然坐庄的少了，但是有些券商的金牌策略分析师，还是有这个能力的。当几大券商同时看好一个东西的时候，通常也可以改变主流偏见。我们作为普通投资者，肯定还做不到影响舆论，但是起码我们可以去观察舆论。看情绪是否已经起到了反身性的效果。一般在反身性上涨或者下跌之后，其实都可以得出市场高估和低估的结论，这时候可以通过行为金融学去判断，而没必要再算估值了。所以在大家的亢奋中，再好的东西也可以卖出，在大家的悲观中，再差的东西，也可以买入。当然还要去观察一下趋势，是否已经是强弩之末。比如我们说的，天量天价，量价背离，或者什么一个月不创新低，这些都是关注趋势反转的重要指标。

索罗斯在投资上跟别人不一样，他通常都遵循先投资再研究的理论，他说如果一个想法足够诱人，那么我自己被说动了，别人也一定被说动。这时候就可以买入，但如果经过研究发现不对，那

么就及时转变方向，如果想法得到了验证。那他去找能够增仓的位置。 栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

下面我们就详细的介绍一下，索罗斯重要的反身性理论，关于股票价格的理论，一般会分为两个类型，一个是基础性的，另一个是技术性的，还有人认为是随机漫步的，而且随机漫步的理论，还越来越深入人心。但索罗斯说，他自己的持续战胜市场的业绩，其实就可以说明，这个理论是荒谬的。他说那些只投资于指数的机构，基本上都是因为自己业绩不佳。并不能证明，市场平均水平无法超越。意思就是说，跑不赢市场，是你无能而已。

至于技术分析派，索罗斯说，这些人的贡献在于判断概率，而不在于预测。他们并没有什么特别的价值。甚至根本谈不上是理论，无非就是股票的价格由供求决定，这些老生常谈的东西。相比之下，基础分析要有趣得多，他是均衡理论的产物，股票被假定为具有基本价值。这一价值，会跟市场价格有一定差距。那么什么决定股票的基础价值呢，说白了还是资产的盈利能力。所以盈利能力强的，就会价值更高。这就是基本面分析的理论基础。

但是，索罗斯也提出了疑问，他说公司经营状况确实决定了股票市场的相对价值。不过股票市场行情的变化，对于经营状况的影响，并未被考虑在内。基本面分析派认为，股票价格的变动，

准确地预报了公司未来经营状况的变化，只要把未来的现金流贴现算明白，股票就能够进行估价。但索罗斯认为，他并不相信股票价格是潜在价值的被动反应。更不相信这种反应倾向于符合潜在的价值。他甚至坚决主张，市场的股价总是失真的。这种失真，还拥有着左右潜在价值的能力。股票价格不是单纯地被动反应，他在一个同时决定股票价格和公司经营状况的过程当中发挥着积极作用。换言之，股票价格本身就是变化的一部分。它本身也对公司的经营起着重要的影响。

他还认为，市场参与者总是表现出偏向性，而且还时常显示出神奇的预示功能，比如人们普遍相信，股票市场预期了萧条，但实际上，应该说是股市的下跌，促成了萧条的现实。老齐给你翻译一下，索罗斯的重要观点是两个，1 市场总是表现出某种偏向，2 市场能够影响他的预期事件，股市并不是只有发现功能，甚至他就是凶手之一。是股市的暴涨暴跌，带动了经济的繁荣与萧条。明天我们继续来讲索罗斯的反身性理论。

栗渺社分享网盘号昵称为
“栗渺社小群主”
“低调酱油”
其余均为N手，
微信 jnztxy 进首发群

金融炼金术 2：反身性理论

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。金融炼金术，昨天我们说到了索罗斯的反身性理论，索罗斯认为，股市并不只是预测工具，它本身就是经济上涨下跌的推手。他会对参与者，也就是我们的投资者或者经营者，造成明显的偏向。这是很重要的一个思想，比如老齐，原来上学的时候，从来就没感觉过经济不好。但其实 90 年代，我们发生过不少的危机。但因为不炒股，不投资，也不动这个脑子，所以完全感受不到。而如今掌管着基金，天天在搞投资，所以反而总觉得经济不好。想必大家也有这个感觉。你把所有的钱都从股市里拿出去，存银行，绝大多数人，其实对经济的态度会明显改观。那些什么通胀，紧缩，失业。甚至贸易摩擦啥的，其实你完全都感受不到，只是已进入股市之后，看到股市跌了，就觉得这些问题很严重。这就是你被主流偏向给影响了。而影响主流偏向的，就是那个股票价格。股票价格把所有的观点，都给引导到一个方向上。面对股票暴跌，你很难乐观，而面对股票暴涨，你其实很难悲观。

股票价格也是有趋势的，上涨，下跌或者横盘震荡，通常会形成明显的惯性。然后再一个方向上，基本趋势逐渐带动主流偏向得以强化。比如下跌久了，那么自然大家就会越来越悲观。经济也就会越来越差。所以怎么启动内需，如何让经济复苏，其实最好的办法，就是尽快扭转股市的下跌。但咱们的领导，还没有想明

白这点。

股票价格，基本趋势还有主流偏向，这是 3 个变量，他们往往会在一个方向上，相互壮胆，不断促进强化。从一个极端走到另一个极端，然后再进行回摆，从而形成繁荣和萧条的交替。

当趋势不断加强的时候，他就会加速，比如上涨的末尾，以及下跌的末尾，往往市场还有一个加速的过程。反之，当他们三出现了不一样的方向，就会形成自我矫正。会缩小差异。一般在趋势的末尾，就会有一个神秘的力量出现，在某一个点上，会让股票价格的方向发生逆转。比如连续上涨之后，股票市场盛极而衰，或者连续下跌后，市场在绝望中开始反弹。主流偏向一开始还是消极的，但很快会因为基本趋势变化，而产生乐观。正所谓三根阳线改三观。

他是如何形成变化的呢？这主要就是看三者之间的关系，比如在一波股票价格上涨当中，主流偏向也是看多，支撑价格上涨趋势的发生，但是偏向越来越乐观，而股票价格也越涨越高，但是趋势的变动，已经明显跟不上主流偏向。二者就会出现一个脆弱的状态，最后价格也会因为不达预期，而进入矫正。从而形成一种失望的预期，开始削弱趋势，压制价格，股票价格形成逆转。然后不断失望，不断下跌，直到大家的预期降到谷底，最后发现其

实没那么差劲，股票市场又会反转向上的。

所以，梦想与现实的差距，就是我们使用反身性理论的依据。预期理性的自我加强当中，说明市场还会上涨，如果预期已经不那么理性，开始疯狂，比如什么坤坤不老蓝筹到老，基金经理都爱豆化了，那么基本就该离倒霉不远了。

索罗斯给我们花了一张图，纵坐标是资金量，横坐标是时间段。两条曲线分别是股票价格和每股收益，股票价格的波动，会围绕每股收益的波动展开，每股收益波动没那么大，但是股价却变化很大，起初，对基本趋势的认定是有一定滞后，每股收益已经有了很好地表现，但股票价格比较滞后，不敢相信，公司很赚钱，经济很好。市场非常谨慎，但随后趋势继续发展，每股收益继续提升，这时候大家的信心就上来了，股价超过了每股收益，但这时候总体来说还加着小心，一旦市场风吹草动，一些信息暴露之后，就会出现较大的调整。但很快就又会恢复信心，因为每股收益并没有波动，依旧向上，在震荡几次之后，大家发现业绩依旧在提升，每次下车都是错误的，于是信心就会越来越爆棚。然后主观偏见就会越来越严重，价格就会暴涨，远远脱离每股收益的上涨幅度，形成一轮泡沫，之后这种偏向开始走弱，大家发现过于乐观了，业绩并没有像他们想象中的那么好，于是股票价格就开始下跌，甚至股票价格下跌的时候，每股收益还在上涨，只是

涨幅趋缓。但也已经足以引起股价的暴跌了。接着就是股价继续下跌， 每股收益也开始掉头向下， 形成负向反馈。市场出现矫枉过正的情况。比如我们看到，十年股市不涨，基本就是这种负向反馈，矫枉过正的结果。因为不可能 10 年每股收益都不涨。

索罗斯说，参与者的偏向和实际事件的过程之间，拥有相互作用，然而参与者的偏向并没有直接出现在模型当中，两条曲线都是实际事件过程的表现。主流偏向部分的融入了这两条曲线当中。当然这其中，还会受到其他一些因素的影响。比如事件，流动性，利率等等，但是这个简单的模型，基本反映了情绪和趋势的反身性关系。

对我们来说，最重要的，其实就是去找那个逆转的时间点，如果偏向变化扭转了基本趋势，自我加强的趋势，就开始向相反的方向运动。其实简单理解就是，人吓人吓死人。好比爬到山顶上之后，有人突然说着火了，接下来就会是严重的相互踩踏风险。那么问题在哪？其实问题就在于，山顶上不该有这么多人。聪明的人，其实应该想到这点，而提前下山。这样就能避免自己被踩死。

投资者身处其中的时候，其实很难辨别出太多的东西，你也很难分清楚阶段，但是至少我们应该知道，哪些时候，他还犹豫，哪些时候，他在进行自我加强，哪些时候已经进入高潮。甚至即

将出现崩溃。脑子里只要能有这根弦就行。后面我们再讲，该如何去抓这些确定性。老齐的理解就是，市场说复杂也复杂，你不可能知道大家都怎么想的，但是说简单也简单，他无非就是预期和价格之间的关系。当大家把他想的太好的时候，往往就该出问题了。此时我们即便不马上下山，也要为下山做好准备。而这些分析的难点，其实就在于一句古诗，不识庐山真面目，只缘身在此山中。你身处市场当中的时候，往往会受到情绪的干扰。从而无法做出反应。学习是学习，实战是实战，大部分人基本都是割裂的。你没受到几轮牛熊的训练，其实是很难扭转这个情绪的。

索罗斯说，投资者资金是有限的，情报也是有限的，但我们并不需要成为万事通，只要自己的悟性比别人高一点，就会占尽上风。而这个悟性，其实就是再观察，别人都在干什么，处于什么状态。很多东西，不用我们去自己研究，你去研究很多基本面的因素，其实也搞不清楚，聪明的人会直接研究这些市场行为。并借助这个模型，给自己带来回报。比如当研究基本面的人，都已经变得越来越激进，越来越乐观的时候，其实就已经快出问题了，比如2021年初，很多机构都算出，万亿茅台，会维持30%以上的增长，这就有点纯扯淡了。而到了2021年底，很多人算出宁德时代2070年的业绩，那么这个显然也是过度乐观了，谁能保证50年之后，还是锂电池的技术路径。就跟1970年，你能想到我们现在使用智能手机，用互联网，跟全世界沟通吗？所以这种算法，其实就

是过度乐观的体现。

索罗斯也有类似的感受，60年代后期，当时是集团企业热时期，很多研究机构，都看出了每股收益持续增长，但是并没有看出他们的增长方式，这些企业的业绩，其实都是靠收购维持增长，而支付方式，用的是那些本已经高估的股票。这就是我们说的，外溢式增长方式，举个例子，一个企业每年收入1亿，市场给他30倍估值，变成了30亿市值，那么他怎么维持增长呢，就是用自己的股票，去收一个5000万利润的公司进来，这样他的业绩就增长到了1.5亿，估值不变的情况下，市值就是45亿。所以这个资本模型，可以一直玩下去，他也一直可以高速增长。这其实就是反身性，市场给他的估值越高，他就能收购更多的公司扩充自己的业绩，而当被收购的公司，估值也大幅上涨的时候，其实就是反身性要结束的时候。拿中国来说，2016年之前就是TMT行业火爆，就是这种反身性扩张，外延式并购。结果造成了创业板4000点，中证500上万点。那么后来市场又是怎么崩溃的呢？咱们明天接着讲。

金融炼金术 3：分清内生增长！还是外延增长？

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，索罗斯的著作，金融炼金术，昨天说到了 2016 年之前的牛市，市场靠着外延式并购，疯狂了一把，后来，一级市场也水涨船高，股权投资都要用 20 倍估值去投了，那么这很显然就是过度疯狂了，一旦市场收购速度放慢，业绩增长不及预期，再加上，监管收紧，限制了创业板的外延式并购，所以成长风格一下就塌方了，股市在 2015 年就开始暴跌。后来创业板从 4000 点跌倒 1200 点，中证 500 更是从 11000 点，跌到了 3900 点。基本都是跌了 7 成下去。

索罗斯也说，这种外延式并购，其实就是投机取巧，他并购了一大堆平庸的公司进来，也没啥增长，资产盈利能力还差，但市盈率却给的很高。这就有很大的问题，你越是往后并购，那么资产质量就会越差。其他的综合财务指标，都会有反应，比如 ROE，比如利润率，最后大家会打破这个预期。然后股价就会见顶，而一旦股价见顶，你这个不断靠高估值并购的把戏也就玩不下去了，最后就是大崩溃，股价下跌，业绩越来越差，业绩越差，股价也就越跌。而且还发生了一个现象，越跌估值反而越高的情况。

索罗斯通过这个集团收购，拉高股价的情境，要说明的就是，投资者基本只关注每股收益的变化，无论这个数字是怎么来的，多么缺乏意义，但是大家都不怎么在意。所以只要每股收益持续提升，其实就会推动大家越来越乐观。比如 2010-2020 年，我们看到美国股市的 faang 这些公司，股价也是一路大涨，每股收益表现也很出色，其实他们也用到了比较低的利率，然后融资投入自己的公司，当没办法提升业绩的时候，就降低股份数量，也能达到提升每股收益的作用。最后也实现了股价的不断上涨。

投资者的情绪，也会受到市场环境的影响，市场好的时候，投资者更乐观，更倾向于冒险，已经明显算不出来收益了，但是大家还是宁可去博傻。比如现在的房地产就是这个样子，他相当于是一个每年都不增长，只有 2%股息不到，且 50 倍市盈率的股票。这样的东西，在股票市场里压根就不可能有人愿意买，但就是因为房价连涨了 10 年，所以大家更愿意相信房价永远涨。相反在股市里，2022 年比较悲观，甚至连股息率 6-7%，增长 10%，市盈率只有 5 倍的银行股，大家都不愿意去碰。还是觉得他有风险。所以最先变的其实是情绪，情绪变了，市场估值就会跟着变化，然后才是业绩的变化。从而进入一个自我加强的阶段。

索罗斯还举了一个抵押信托公司的例子，一开始大家情绪低迷，连 12%的股权资本收益率，也不能吸引投资者的估值溢价。但他

却发现了，这家公司，未来可以有很好的业绩提升空间，于是他就开始做多。后来，市场逐渐认识到了抵押信托公司的价值，大量的资金开始投入其中，形成了自我增强，一个月就翻了一倍。这时候，其实已经超出了索罗斯的预期，他逐渐卖掉投资获利了结。这让他收获颇丰，但是他还并不满足，一直密切的关注，一年之后，他开设了一个空头账户，盈利超过了 100%，他说这个收益匪夷所思，因为做空理论上来说，最大的收益就是 100%。他之所以获得更高收益。是因为还抛售了一些额外的股份。

他说这种事情，并非每天都会发生，有的时候做完一单之后，你可能还要等上很长一段时间。基本趋势和投资者认知，两者之间的背离一直都存在，就看你能不能及时的发现他。

接下来他还举例，70 年代之前，美国削减国防开支，所以导致军工大跌，没什么人在关注这个行业。但后来削减之后，开始出现了开支回升。但这个时间点，大家伙都被吓怕了，却没人再敢投军工了，反而这些企业都是丑闻不断。这时候反而是投资军工最好的时机。正所谓买在无人问津处，卖在人声鼎沸时。

要弄懂技术类股票的兴衰，我们必须对技术发展的根本趋势有所了解，除了了解技术本身之外，还要了解，基本趋势，主流偏向和股票价格之间的反身性相互作用，但这二者结合，其实相当的

困难。因为关注技术的人，他们往往聚焦于一个行业之上，对于反身性认识不足，而专注于反身性的人，则对技术来说，又感到十分陌生。

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

索罗斯说自己在技术类股票中的投资，就总是不顺手，他成功捕捉到了 75 年到 76 年的计算机行业变化，利用主流的消极偏向低位布局，最后赚了一笔。在后面好几年的时间里，他一直坚持持有，但最后还是卖掉了，因为掌控不好节奏。以至于 1981 年他犯了一个大错，当时有人拉他入伙，做一个风险基金，但他总觉得繁荣不可能持续下去，最后就没有参与。后来的事大家都知道，那个朋友在 1983 年就大赚了一笔，而索罗斯则早早清仓了。繁荣跟他擦肩而过，后面的事，写这本书的时候，索罗斯应该还不知道，这一波科技大繁荣，一直持续到了 2000 年。所以你看，即便强如索罗斯，他也有看走眼的时候，而且这还是一波巨大的趋势。资本大鳄也完美错过。并不是索罗斯无能，而是他有自己的能力圈，如果站在当时，以一个金融家的眼光去看，大概率你也会认为，经济不可能持续繁荣，只有个别几个懂技术的人，才知道，新一轮的产业革命已经来临。其实不光是索罗斯，巴菲特也完美错过，没有一个成名的投资家，抓住这轮大趋势的

所以压根就没有人能够判断对市场行情。甚至连繁荣衰退，都很难看对。但是并不妨碍他赚到大钱。因为他只要赚自己认知里得

钱就足够了。

下面我们来看看，外汇市场的反身性，这也是索罗斯的主战场之一，他说反身性的作用，在股市上是间歇性的，因为除了自我强化和自我减弱之外，还有一种平衡的趋势。而在货币市场上，反身性却是连续的，他认为自由浮动汇率具有内在的不稳定性，而且这种不稳定性，是会积累的。

而传统观点认为，外汇市场的运动趋势，是以进出口为基准的，汇率过高，就会抑制出口，出口减弱，经济下行，货币使用场景减少，反过来会拉低汇率，使他重新回到均衡。然而 1973 年，浮动汇率制以来，历史经验表明，不是基本因素在确定汇率，反倒是汇率找到了一条影响基本因素的途径。坚挺的汇率，抑制了通货膨胀，让进口商品价格下降，而很多出口其实也是来料加工，所以要先进口再出口，所以汇率坚挺，反而有利于一个国家的竞争力体现。让经济持续稳定。比如德国就是这样。

国内通货膨胀率和货币汇率之间的关系，也不是单向作用，而是循环作用，也就是说他两相互影响，然后互相促进。也就是说货币贬值通胀就会恶化，而通胀恶化，会加速货币贬值。自我加强的过程持续越久，那么本身也就会越脆弱。最终就会形成逆转，启动反向的自我加强。这就形成了一个完整的周期。

国际资本看到货币的汇率变化，也会参与其中进行投机，这时候就遵循了类似于股市中的自我强化或者自我消减模式，但外汇市场比股市更复杂，股市关注股价和每股收益两个指标就行，而在外汇市场，有四个比率四个数量指标都需要关注，比如名义汇率，名义利率，相对于国外价格水平的国内价格水平，到底是上升的还是下降的，还有经济活动水平，此外还要关注，非投机资本流动，投机资本流动，贸易平衡和政府预算。也就是资金流向，盈余和赤字。

汇率通胀是由外汇供求所决定的，索罗斯把供求因素归结于 3 个项目，贸易，非投机资本和投机资本。老齐给你解释一下，这是语言习惯的问题，我们一般管非投机资本和投机资本，统称为资本项目，进来要搞项目建厂的就是非投机，而那些热钱就是投机的。贸易一般放在经常性项目里面，我们经常性是可以自由兑换外汇的，而资本项目下是不能自由兑换的，有额度限制。这也是索罗斯这些资本大鳄不敢攻击我们的原因，因为他不能自由进出。

索罗斯的意思就是，看这三个变量的变化，就能确定最终的外汇供需，如果供给大需求小，那么就要贬值，如果供给小，需求大，那么就会升值。明天我们继续来学习，外汇交易当中的反身性。

金融炼金术 4：如何分析外汇的变量

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲索罗斯的金融炼金术。昨天我们说到了汇率的问题，索罗斯说，他最关注的是投机交易，因为他反映了参与者的偏向，投机资本为了寻求最大的总回报，而不断地流动，决定总回报的是三个要素，1 利率差价，2 汇率差价，3 当地货币的资本升值，如果简单来理解的话，可以总结成一条规律，投机资本，往往被利率上升，或者汇率升值所吸引。这两个因素，会吸引持续的流入。其中汇率的作用，要远大于利率，如果二者不匹配，那么就以汇率为主，如果汇率下跌，无论利率是否上升，投机资本都会反向流出。当然最好的情况是，既有汇率升值，又有利率提升。这就会吸引更多资本流入。

1982 年到 1986 年，资本流向了利率最高的货币，也就是美元，而在 70 年代末期，瑞士已经把利率调整为了负值，但是依旧没有阻止资本流入。还有一种情况，有时候我们看到美元降息，但

是美元汇率反而升值，这种情况通常比较奇怪，主要是因为大家觉得，美国经济可能比较强劲，具有很大的比较优势。

汇率变化也会引起投资者的预期，跟股票市场一样。股票市场上，我们主要运用了考虑股票价格的变化方向，而忽略股息收入的模型，这并未导致严重失真，因为在从繁荣到萧条当中，股票价格的变动幅度远比股息收入更加重要，外汇市场也是类似。对未来汇率变化的预期构成了外汇投机的主要动机。简单来说就是，大家更多会去投机博价格，而不太关注是不是基本面真的变化。

基本面对于股票市场，往往相当模糊，甚至在某一阶段，股价可以完全脱离基本面。但外汇市场，贸易平衡算是他的基本因素。有时候，也会脱离这个基本面而独立存在，比如 82 年到 85 年，美元相当坚挺，但是美国贸易收支却在不断的恶化。主要是因为投机资本在这里面发挥了作用。投机对市场影响的权重越大，那么系统也就越不稳定。大家可以想想中美股市的对比就知道了，那边机构投资者多，所以相对就会稳定的多。牛长熊短。相反在咱们这，散户投机占了主导，所以就更容易暴涨暴跌，牛短熊长，但其实对于专业投资者反而是好事，因为有更多的价差可以拿。所以中国的公募基金，跑赢指数的比例反而更高一些。

在一个自由浮动汇率的制度之下，那么反身性，就成了普遍性。

当然预期也并不是随心所欲反复无常的，他必然根植于自身以外的一些东西，那么一种主流偏向，到底是如何确立起来的，甚至更重要的一点是，他们到底是如何反转过来的，这是我们要仔细研究的地方。

反身性的过程，是有一些特征的，比如在早期阶段，他势必要自我加强，否则就会自行终止，随着趋势的延伸，他就会变得越来越脆弱。趋势过了均衡点后，就会跟基本面形成对立，更加依赖于市场主流偏见，也就是我们说的纯粹的情绪驱动。这种时候就会随时出现转折点。比如 2022 年 3-4 月份，当时股市暴跌，但其实经济只是受到了疫情管控的影响，大家情绪非常悲观，但其实理性想想就知道，他不可能是个常态。

无论汇率还是股市，其实总是受到反身性的影响，但是我们却总是不长记性，就是因为每次的情绪权重都不一样，身处其中的时候，你就会总是觉得这次比以往都要更严重一点。但其实过后才追悔莫及。悔不当初，自己没有抄底。

70 年代末，美元走势疲软，当时被称为卡特恶性循环，当时之所以美元弱，主要是经济预期弱，而同时期的德国经济好，德国马克坚挺，所以投机资本流入德国，而流出美国。到了 80 年代中期之后，美元强势回升，又被成为里根良性循环。但此时美国

的贸易也没有顺差，通胀率倒是低下去了。通胀率与货币升值幅度不匹配。结果导致了利率飙升，里根那个时期利率都到了 10%。那么那些国际资本，就都拿美元去买国债了。另外，只要经常项目赤字和资本项目盈余相匹配，美元就能够继续坚挺。老齐还得解释下，这就是美国人的高明之处，虽然贸易上做生意输了，但是他可以通过华尔街的资本，再把钱给赚回来，做生意付出去的美元，转了一圈，又都回来买美国的国债。咱们就是这么干的。所以美国贸易赤字了这么多年，但他也依旧没啥问题，就是资本盈余一直流入。

索罗斯说，此时的美元，虽然坚挺，但是存在隐患，坚挺的美元，有赖于资本流入，而资本流入，又有赖于美元坚挺。形成了自我加强。但是由于利息很高，所以美国的债务负担在持续上升。所以这个良性循环，是不可能持续下去的。这就是主流偏见，超出了基本趋势的阶段。但这个时候，他正在不断加强，即便我们看到了不均衡，也不能够逆势做空，很容易被情绪碾压。索罗斯的做法通常都是，等待，等到那个拐点出现，他再去顺势做空。赚取均值回归的收益。他的理论是，自我加强持续的越久，偏向就会越强。那么反过来的破坏力也就越强。用我们的话说，暴涨过后必有暴跌。越是暴涨，就越是不能抢跑做空。越是暴跌也越是不能提前逆势抄底。这点给老齐很多启发，其实我们之前做逆向，往往需要等待很长时间，其实就是出手过早。今后面对暴跌

的东西，应该多等一等。等他回到明确的右侧，再出手不迟。

索罗斯说，自我加强循环，往往都有一些独特的特征，但如果要概括一下的，可以有这么几个普遍性的东西，首先，在自我加强的趋势中，投机交易权重趋于增长，第二，主流偏向是一种追赶潮流的倾向，趋势持续的越久，偏向也就越强，第三，趋势一旦建立，就会自我保持，自我发展，直到转折点出现。此后，会向相反的趋势发展。再形成一个自我加强的过程。

这其中，所谓追赶潮流的倾向，大概就是我们说的追涨杀跌的意思，也就是说，追涨杀跌的投机资本，增强了这种趋势。投机者获利颇丰，就会引来更多的资金流入。这就解释了，为什么美元能在贸易赤字长期存在的情况下，还能够保持升值，但是一旦这种投机的财富效应消失，资金就会开始反向流动，这时候基本面的劣势就会显露出来。那么他杀跌的动力也就会特别的大。

投机活动，具有日渐增强的不稳定性，这并不是因为投机活动会必然逆转，而是因为逆转之前，他还会有很长的发展期。假如他发展的很快，就不得不反转，也就是说，来得快去的快，其实损失就不会很大。怕就怕那种，偏离基本面很久的趋势加强，该调整但就是不调整，大家最后形成了一个特别强烈的预期，这种调整起来就会格外残酷。比如 2000 年的科网泡沫，96 年的时候，

就有人喊出了非理性繁荣，但是直到 2000 年，科网泡沫才破裂。持续了这么多年的，脱离基本面的自我强化，让这个泡沫越吹越大，最后崩溃起来的时候，杀伤力十足，日本的楼市股市也是如此，87 年的时候，就已经是大泡沫了，结果撑到了 90 年，最后一炸就是金融危机。还有美国的次贷危机也是如此。中国的楼市也已经自我加强的太久。所以后面的风险也就越来越大，之前是靠投机的热钱，在强撑局面，那么当大家发现楼市已经不能赚钱，热钱退潮的时候，结果会怎么样？最糟糕的情况，其实不是房价下跌，而是失去流动性。就比如环京楼市那样，你多少钱都卖不出去。

索罗斯说，里根时期，汇率坚挺，当时是因为利率高企，而实物投资回报太低，所以热钱就都流向了美元和美债。这是比较优势，造成的收益水位差。就跟泄洪一样，造成了资金汹涌流动。这些一开始买国债的资金，不但享受了极高的初始利率，还能享受到国债交易收益上的额外收获，所以走在了趋势前面，就能获得无与伦比的回报，在利率下降的过程当中，其实投资债券是相当划算的。而另外一方面，那些做实业的出口商，却因为汇率坚挺，而注定遭殃。生意越来越差，最后这些钱就都回来变成了投机资本。

英国也出现了类似的现象，1985 年英镑等于 1.1 美元，到了 1986

年 4 月，英镑到了 1.5 美元以上，不断升值的货币，反而加剧了热钱的积累。明天我们再来看看，索罗斯怎么论述信贷管制周期。我们能从热钱资本的流动中，找到什么样的规律。

金融炼金术 5：从热钱资本的流动中找规律

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，索罗斯的神作，金融炼金术。昨天那我们说到了外汇市场的反身性，他说自由汇率体系最后破产是不可避免的，汇率变动如此剧烈，以至于必须由政府给与一定的干预，否则注定会失败。外汇投机一直也是索罗斯的主战场，但是他也不能保持常胜记录。1980 年以前，他获利颇丰，但是 1981 年到 1985 年却亏损累累。从他的性格来说，总想去抓转折点，而不是追随趋势，这可能就是损失的主要原因。也就是说，索罗斯的问题跟老齐一样，总是行动过早。他总认为汇率要逆转，但其实到了 1985 年底，美元才开始从高位跌下来。所以老齐还是想说，判断是判断，策略是策略，判断这个事，谁也说不准，因为情绪他是不可预测的。你只能制定一种策略，在错的时候小亏，对的时候大赚，通过这

种方式来让自己持续获利。

下面我们看看，所罗素对于信贷与管制周期的论述，反身性的概念和信贷之间，似乎存在着一种特殊的缘分，信贷取决于预期，预期涉及偏向，于是信贷成为偏向介入历史过程，并发挥因果作用的主要渠道之一。信贷与繁荣和萧条周期的反身性模式相互关联，这种模式是非对称的，繁荣是长期的，逐渐加速的，而萧条是突发的，并且往往是灾难性的。这种不对称源自于，贷款与抵押之间的反身性联系。估计您又听不懂了，那么我们再解释一下，也就是说主流偏向这种情绪，会对信用造成比较大的影响，比如情绪乐观的时候，收入和资产的评估价值就会更高，放贷的倾向也会更强烈，而情绪不乐观的时候，收入和资产评估的价值就低，甚至不给你放贷。所以越是经济繁荣，信贷也就越多，越是经济萧条，反而市场上没什么钱了。银行就是信贷的核心，他就是锦上添花，但也同样会釜底抽薪的行业。

贷款行为，通常会刺激经济活动，他使借钱的一方，能够扩大消费，或者扩大生产性资本，反过来说，还本付息，造成信贷收缩，会形成抑制的效应。因为本来可以用于消费和扩大生产的资金被收回，经济开始去杠杆。就大概率会走衰。所以信贷的扩张和收缩，杠杆率的扩充和收缩，都跟经济本身有着直接的关系，甚至是经济上行或者下行的直接原因。而经济的好坏，反过来也会影

响大家借贷的信心。在经济好的时候，大家更敢消费和负债，而当经济不好的时候，反而归还贷款的会更多。信贷刺激经济，经济也给信贷信心，不断加强自我反馈，那么什么时候会出现拐点呢，就是总信贷的增加，已经无法继续刺激经济的那一刻为止。此时抵押价值，已经变得过度依赖于新增贷款的刺激作用，而由于新增贷款，未能够如预期的那样加速增长，抵押品价值就开始下跌。对经济活动产生了抑制作用，经济涨不动了，反过来又会对抵押品价值形成侵蚀。所以就会陷入一轮彻底的大萧条和衰退，1929 年的时候就是类似清醒，在 29 年股市崩盘之前，很多人其实都已经习惯了，通过贷款去购买股票。这就相当于加了很多的杠杆上去。

繁荣开始的时候，有个标志就是，信贷额度和抵押品价值都处于一个极小值，而在萧条的开始，他们都处于极大值。清偿贷款，也就是信贷坏账出清的越快，影响也就越大，所以往往这种调整都是灾难性的。

1982 年，索罗斯又发生了一个重大的误判，他总觉得繁荣已经泄气，而萧条却并未发生，而且他总感觉萧条可能会突然降临，尤其在抵押物清偿价值下降，引起了信贷突然收缩之后。所以他觉得后面 80 年代会有一场较大的危机。但他显然看错了，80 年代非但没有危机，反而是一轮特大牛市的起点。而这波牛市化解

了之前美国种种的问题，追到底，其实还是产业革命爆发，创造了新的需求增长力。通过增长，破解了矛盾。所以技术进步，是索罗斯这套反身性模型的硬伤。

下面我们再聊聊管制，管制就是我们所说的宏观调控，一般情况下，只有当参与者把市场弄得一团糟的时候，管制者才会出来收拾局面，但情况并非如此，管理者也是凡人，具有凡人的所有缺点，他们凭借着不完备的理解，从事着宏观管理工作，并且他们的行为，往往也会产生意想不到的后果。甚至索罗斯认为，管理者的能力通常不是很强，甚至比商人们还要差。

调控也有周期，而这个周期不具备信贷周期的反对称特点，他比信贷周期的繁荣和萧条模式，更加吻合于我们为外汇市场，所发展的波浪模型，也就是说，市场经济在过渡管制和管制不足中间，来回摆动。调控周期的长度，与信贷周期相关，而信贷扩张和收缩，又与经济形势的变化息息相关。经济形势的变化，反过来又影响着调控的方向。所以可谓是环环相扣。不断循环。

每一次危机过后，中央银行，都会变得更加有力，也更主动，主要是大萧条破坏了金融体系，必须得有一只看得见的手，重塑秩序，而在这个重塑的过程之中，就会让人产生权力崇拜。觉得他们无所不能，所以就会形成调控上的加强。直到经济重新走向

繁荣，大家各司其职之后，中央银行就会逐渐撤出，只要通胀不起来，他们一般就会相安无事。市场上也会有越来越多的放松管制的倾向。

1982 年的危机，带来了信贷扩张高潮，当时索罗斯的判断是，调控扩张型调控不够，但其实已经有点过头了。信贷持续的扩张，美联储成为了最后贷款人。最后导致了 84 年的一系列危机出现。构成了银行和储贷业协会的一系列问题。所以后来债务问题扩大化，美元才彻底跌下来。也就是说，索罗斯认为，当时过于宽松的信用环境，造成了后面的危机。

接下来我们看索罗斯的反身性理论，在历史中的英勇。也就是本书的第二部分，回顾历史。反身性分析的关键，在于哪些要素应当分离出来，给与重点考虑。起码我们要关注基本趋势和主流偏见两个因素，看看他们对于价格的影响，到底是什么样的。

70 年代的时候，美国的银行股并不活跃，但是他妈呢的股本收益水平超过了 13%，也就相当于 6-7 倍市盈率左右，而且还有 10% 的增长率，按说应该是很有投资价值，但是市场就是不认，大家担心，很多银行的杠杆已经达到了运营的边界，如果还要继续增长的话，就必须募集更多的股权资本。

而索罗斯则比较看好，他认为银行股将会趋于活跃，因为银行股的业绩很快就会非常亮眼，后来也的确如此，73 年，银行股表现不错，给他带来了 50% 的回报，而一些机智的银行，趁着股价表现良好，马上扩充了资本，资本扩充后杠杆就降下来了，也就为自己未来的成长，进一步拉开了空间。

后来石油危机爆发，巨额资金滚滚流向产油国，但这些产油国却压根不知道该怎么花这些钱，于是又一股脑的存到了银行。甚至有的银行一脸懵逼，也不知道怎么用这么多钱，甚至要拒绝这笔巨大的存款。而其他的银行家，则变的越来越大胆，把这些资金，借给了非产油的不发达国家。帮助他们实现增长，同时也给他们带来了巨大的债务。比如当时东欧国家，就拼命向西方国家的银行贷款，建造工厂。这导致了国际贷款业务蓬勃发展。

后来，事情就进入了反身性，国际贷款，越来越多的人参与，大家也越来越放松警惕。甚至很多没经验的机构，也纷纷参与其中。再后来为了争抢贷款人，利差已经压到了一个极地的水平。国际贷款，也成了银行中发展最快的业务。很多美国的银行，纷纷到海外去设立分支机构，比如花旗银行，他的收益有四分之一都来自巴西。商业银行们，甚至最后发挥了国际货币基金组织和世界银行的职能，他们已经开始向欠发达国家贷款了。很多国家，宁可找商业银行，也不找这些官方组织。73 年到 79 年，国际信贷

规模可谓是爆发式增长。他也成为 70 年代，全球性通货膨胀的根源。太多的钱被放了出去。而第二次石油危机，让这种通胀达到了高潮。但是这一切，却埋下了危机的隐患，这又是怎么一回事，咱们明天接着讲。

栗渺社分享网盘号昵称为

“栗渺社小群主”

“低调酱油”

其余均为N手，

微信 jnztxy 进首发群

金融炼金术 6：墨西哥危机

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，金融炼金术。昨天你说到了 70 年代，国际信贷规模大爆发，这也让一些发展中国家，借此之力，获得了巨大的增长，巴西就被誉为巴西奇迹。参与其中的银行们，也都有些扩张过度，资本和储备跟不上资产负债表的变化，但是令人奇怪的事，明明债务总量已经大幅拉升，但是银行们却总能满足合规标准。

此时美国也在持续放松，甚至主动创造信贷，美元也开始贬值，利率跟不上物价的上涨，也就造成了实际上的负利率。这就相当于借钱越多越占便宜，变相鼓励了更多地人去借债。债务国也从中受益。尝到甜头之后，就开始了反身性加强，债务也就越借越

多，杠杆越来越高。他们希望的就是，世界经济会持续繁荣下去。

大量借贷消费，让市场进入了大繁荣，但也增加了对能源的需求，OPEC 国家越来越富有，但此时利率已经变成负数，所以他们不愿意再把赚来的外汇存到银行，相比外汇，他们觉得自己手上的石油更加值钱。于是就开始联合坐庄，控制产量。拉升油价。全世界一下就陷入到了通货膨胀的情境当中。德国和日本开始拉升汇率，让本币升值，这样避免遭遇通胀的打击。由于当时德国和日本还能够大量出口，所以竞争力受损不大，而英美刚好相反，他们积累了大量预算和贸易赤字，通货膨胀开始成为极其严重的问题，英国甚至已经开始求助货币基金组织。第二次石油危机爆发之后，货币政策开始趋于严厉，各国央行开始重点控制货币投放。这就让利率大幅拉升。升到了不可思议的水平。主要就是此前财政扩张的太激烈，所以资金需求很多，一下供给减少太多之后，利率就会飙升。高利率也完全对冲了财政的效果。预算赤字还进一步扩大。整个经济陷入了严重的衰退。

那些债务国的危机一下就爆发了，1982 年，墨西哥债务危机爆发，就是之前借的钱还不上，巴西也遇到了巨大的麻烦，资金无以为继，国际贷款整体转入了萧条。

这里面大家应该能看出一个反身性的过程，趋势强化认知偏向，

认知偏向，又反过来强化趋势，大家认为形势一片大好。但此时的趋势已经严重偏离了基本面，大家认知偏向，也已经远远超过了基本面的支撑，所以这就是偏向的转折点。一旦大家都明白过来，趋势就开始逆转。造成相互踩踏的结果。衰退往往都是突如其来，且崩溃式的结果。这里面还得多说一句，银行使用一些比率，来衡量一个国家的借款能力，大多都认为这些比率相当客观，然而实际上这个比率也有很强的反身性特征。比如出口和 GDP，其实也受到各种贷款的影响。贷款多本身就是出口活跃，经济繁荣的影响因素。另外，大家普遍用净资本流入来衡量还款意愿，这个也有问题，因为只要能借到钱，通常大家都是愿意还钱的，但问题是他借不到钱，拿什么还钱呢？老齐给你换个例子，比如有人从你这借钱，每次都是先借一笔新债，把老债给还了，那么你能说这个人信用良好吗？按照我们现有的评价体系，不断正常还款，就会被视为信用良好。甚至可以给他更大的额度授信，也就是允许他再多借一点钱。但这其实就有很大的问题了，哪天他要是从你这借不到钱了呢？他还会还给你钱吗？1982 年的债务危机就是这样发生的，银行愿意借钱的时候，大家的债务比率都很健康，但是银行不愿意借钱，甚至往回收钱的时候，一下就崩了。

那么我们怎么能避免这种危机，理想状态是参与者适可而止，比如当时花旗银行就觉得有问题，所以它减少了市场份额，但是这也不能阻止剧情发展。几乎所有银行，其实都知道了债务国的

情况迅速恶化，但是在这个时候，他们其实早已经欲罢不能。也就是停不下来了。只能眼睁睁看着车毁人亡。拿我们自己举例子，比如恒大，融创这些企业的债务，那些大银行们看不到吗？显然不可能，他们又不瞎，只是之前被绑架的太多，所以总抱有一丝幻想，最后进入反身性，收不了手了。

当时，全世界的金融认知其实还不很完善，货币主义大行其道，认为通胀是货币现象，所以问题出在中央银行，只要中央银行控制住货币数量，自然信贷也就控住了。当时索罗斯就不同意这个观点，但是却又没有证据反驳。你只能事后才知道，不光是央行货币的问题。市场上的信贷规模，也对经济产生着重要影响。因为他本身就产生信用。这个事其实比较重要，直到现在都还有人认为，我们房价那么高，都赖央行超发货币，其实这么说是片面的，央行确实也没少发钱，但是楼市不断上涨，其实也创造了大量的信用。从而推升了天量的 M2 水平。所以通货膨胀和资产泡沫，绝不只是货币现象。

这场危机，后来由国际货币基金组织出面，把各个国家召集在一起，商业银行增加了份额，国际货币基金组织投入了更多地现金，债务国也承诺收支平衡，勒紧裤腰带还债。但其实老齐多说一句，任何一次危机，都要有人来承担代价。那么谁会是个最终的代价呢？大家可以想一想。看看在一轮危机之后，谁变得更富了，

谁变的更穷了。国家是肯定希望做好财富分配，但是危机往往会带来反向调节的结果，那些高点接盘的，低位割肉的，持有现金的，其实最终成为了受害者。反而是持有资产的，危机当中大举收购的，最后越来越富。而且往往这种钱，赚的还很踏实，因为他是在帮忙，而不是在添乱。甚至国家还会很感谢他。每次危机之后，出手拯救华尔街的人，最后都会爆赚一笔。

下面我们看看，索罗斯是怎么分析里根大循环的，当时美国预算赤字庞大，一方面里根政府大幅减税，削减政府对于经济的干预，另一方面，他在军事上还总在不断加强。所以这是一个矛盾的政策导向。更糟糕的是，财政政策和货币政策，受到两个完全不同的学派影响，财政接受的是供给学派经济学，而货币政策，则由弗里德曼的货币主义影响。一方面他要靠减税刺激经济，推升通货膨胀，另一方面要靠加息来遏制通胀，反而抑制经济。这相当于是一个左右矛盾的政策结合体，那么结果可想而知，美国政府收入减少，利息负担却越来越重。在外界看来，里根政府好像是在自杀。

当时利率升到了一个极高的水平。经济非但没有增长，而且还因为财政与货币的对立，陷入了严重的衰退。还叠加了国际债务危机。所以 1982 年，怎么看都像是世界末日。但是返回头去看，他竟然是一轮 18 年大牛市的起点。有时候世界就是这么会开玩笑。

笑。

当时利率特别高，海外发生危机，所以引发了国际资本回流美国，导致美元强劲，最后不断升值的美元，起到了平抑物价水平的作用，经济反而触底反弹，开始不断走强。经济走强，又支撑了利率高位，于是这就歪打正着，形成了特殊的里根大循环。这个局面多少有点魔幻，以至于大量的经济学家都不相信，这个东西能够维持下去，但是里根却认为没问题。而索罗斯的理解是，当时的里根大循环，已经形成了很强的反身性。

当时美国这种情况，对于其他的债务国来说，却是一场无情的收割。当时贸易盈余，让利润流向了贷款国，而他们为了发展经济，借来了大量的廉价美元，而到了还本付息的时候，美元却突然变得很昂贵。还不起钱之后，就陷入了螺旋下跌的通道。频频爆发债务危机。所以有的时候，其实也并非是美元有意收割世界，只是巧合而已。里根完全用了一个不讲理的模型，就把美国经济置之死地而后生了。顺带还收割了一把全世界。再叠加出一轮新兴信息产业革命大爆发，让美国就这么稀里糊涂的进入了大繁荣。所以宏观这个东西，变量确实太多，你很难看的明白。更难以未卜先知。索罗斯也做不到。他也只能事后去分析，这轮大循环的演变过程。但也没在上面赚到钱。

1982 年资金流入那些债务国达到 501 亿美元，而到了 1983 年，反向流出 138 亿美元，成为支持大循环的关键。明天我们再来详细的分析下，银行体系的演化。

金融炼金术 7：解决债务危机的办法！永远是找人接盘和买单

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金融炼金术。今天我们来看看，银行体系的演化，一开始银行之间都是夹着小心的，生怕借出去的贷款回不来，但是后来在美联储充当最后贷款人之后，这种担心就逐渐消失，有人在后面给撑腰，银行等金融机构的信心就越来越强。甚至对于一些国家的贷款，相当冒进。其实这就是现代金融体系的最大问题所在，出现小的坏账，都是银行自己承担，但是大的坏账，大的债务违约，就会变成中央银行买单，进而变成全民买单。所以后来就有了大而不能倒的说法，要负债，就负债几万亿的那种。反而自己很安全。

放贷放到最后，会形成一个奇葩的现象，银行跟债务国开始统一

战线，债务国在不断地承认自己的风险，而银行则开始找各种借口，甚至隐瞒债务的问题。也就是说，债务国觉得有问题，不想再借了都不行。因为银行的人，已经交不了差了。大家还是想象国内的房地产。恒大出问题，难道就没有征兆吗？肯定有啊，我都能看出来，银行看不出来吗？但此时银行已经不能收手了，一旦收手，断了恒大的贷款，那么银行就立马全都是坏账。他们最后更倾向于赌一把，赌房地产政策转暖，楼市再次暴涨，那时候就什么问题都解决了。所以这就是索罗斯说的反身性。情绪已经跟基本面趋势严重不符了。但具体啥时候崩溃，这个很难确定。总有一个引爆点，会点燃火药桶，但是你不知道哪个才是引爆点。最好的做法，就是尽量跑的远一点。别凑近了去看热闹。当心炸的你满脸花。

美联储在最后其实也受到了反身性的影响，他们也不愿意对银行采取任何的严厉措施，担心那样会对经济发展产生消极影响，他们最先考虑的是阻止崩溃，希望借此发动一轮强复苏，换句话说，最后的阶段，美联储也被绑架了进来。你要不救，我就死给你看，然后经济崩溃，此时美联储非但不能收，还要继续放。变相鼓励银行们的激进。比如次贷危机之后，只能无限制的 QE，对金融机构施救，那么 QE 的结果就是全民买单，穷人为富人的错误买单。货币推升了资产价格，最后就是犯了错的富人越来越富，穷人越来越穷。

解决债务危机的办法，永远是找人接盘和买单，当年大量坏账出现，所以才有了后面的抵押转售票据，垃圾债流行，而替代银行贷款。通过这些高息的债券，把投资者的资金吸引进来，替银行解围。或者通过资产证券化的方式，把抵押担保债券，出售给其他的投资者。这样以后再暴雷，就跟银行没关系了。我们的银行其实也在这么干，比如断贷的那些资产，基本打个包，做成证券，都能卖给资产管理公司。然后再由各级资产管理公司催收。

有些时候，明知道他是坏账，但是却不能清算。因为这样会引发更多地坏账暴露，比如开发商质押土地，结果钱还不上，那么能让他破产吗？如果他破产了，土地就贬值了，这样会引发更多地开发商，质押品价值下跌，也就造成更多的开发商破产。所以我们看到，越是缺钱的开发商，死也不降价卖房，因为他没法降价，一降价自己立马就凉透了。他宁可拖着，要么银行来救他，要么希望等着房地产市场回暖。反正之前几次都是这么扛过来的，选择破产的最后一无所有，生扛的最后得到了好处。最后大家就会自信心爆棚，越来越大胆。结果就惹了这么大的麻烦。

很多人总在说，难道监管不管吗？其实面对日新月异的业务创新，监管却总是捉襟见肘的，他只能追着业务屁股后面跑，一开始他也不知道这里面有多大的风险。等他看出来是时候，往往已

经停不下来了，原因还是上面说的，银行在后期，反而不会去控制风险，而失去隐瞒风险。那么监管天天都接到了风险可控的报告。他自然没必要出手去管制，而且有的时候，监管本身就是最大的风险。比如历史上几次重大危机，都是连续加息引发的。我们也是如此，当年 P2P 的风险，也是监管紧急踩刹车，所以借新还旧的游戏就必须提前终止了，还有这次房地产的债务问题，也是因为三道红线，让几大重度负债的开发商无以为继。所以才暴雷的。其实监管已经提前反映了，但这种提前反映，反而成了最后的引爆点。

下面我们再看看，美国公司的精简，这也是里根大循环的一个反身性的体现。美国的公司结构，通过合并，收购，剥离和杠杆收购，重塑着自己的结构。1982 年以后，公司重组，得到极大的推动。企业集团化，形成热潮。让一些较小的公司可以迅速的做大。

合并热潮其实也是反身性的一个样板，也是受到自我加强和自我削减的相互作用，同时进行的。公司本身在市场上，也会调整着自己的股票，当股价市值过高的时候，就会倾向于抛售，而当市值过低的时候就会回购。买主可以是公司本身，也可以是管理层，或者是外部集团和其他公司，他们各有各的动机，但基本都是希望抬高股票价格的。

所以兼并热潮，其实会抬高整体市场的股票价格。只要公司价格一跌，就有人过来收购，而收购本身也反过来成为了股价上涨的理由。甚至最后，股票价格低估，已经成了合并的指示器。当时很多企业是这么算账的，我贷款收购一家企业，然后用这家企业未来产生的自由现金流，再去还贷款。理论上跟买房出租，以租养贷是一个道理。所以只要企业的盈利收益率超过贷款利率，那么贷款收购就是划算。而且还能额外吃到一笔，股价上涨的差额。举个例子，比如你贷款 10 个亿，收购老齐的公司，我们每年还能赚 1 个亿，而你的利息只有 5%，你一算这很划算啊，每年就用我们公司赚的 1 个亿，还那 5000 万贷款，还能多落下 5000 万。而且把我的公司装到你的上市公司里，一下就多了 20 倍估值，那么光这利润的 5000 万，就变成了 10 个亿的市值。所以当然聚划算了。

另外，当时美国的利率较高，干啥实业都不好干，反而股票估值不高，最好的生意都在股市里，所以大家就不再去扩大生产，而是热衷于外延式并购。企业家们，都跟基金经理一样，开始在市场上，寻找自己的证券组合。最后就是大公司越来越大，逐渐形成了托拉斯。

在此之前，卡特政府时期，其实是不鼓励公司合并的，当时合并

一律遭到反托拉斯调查。其结果往往会令计划失败。或者大大拖延交易节奏。74 年到 79 年，小公司表现反而开始比大公司更好。直到 1980 年之后，市值风格逆转了过来。政策变了，大家才重新看好大市值股票。而这种合并浪潮。也推升了大市值股票的价格。后来越来越多的金融机构参与其中，为其提供信贷，所以这就是反身性开启。再后来，垃圾债也参与其中。比如我们讲的华尔街之狼，卡尔伊坎和德崇证券的组合，就是这个时期的故事。此时并购市场已经相当火爆。

这种趋势一直强化到 1987 年，垃圾债终于开始暴雷，这就造成了资金开始反向流出，收购者的杠杆比例开始大幅下降，公司合并开始声名狼藉，大家避而远之。反过来又进一步的削弱了垃圾债。所以一场负向反馈的崩塌就开始了。

索罗斯接下来解释了一下，自己的量子基金，他的最大不同就是应用了杠杆原理，杠杆的基础就是信用，也就是借一些钱出来，杠杆基金当中，通常本金和贷款是不做区分的，量子基金不然，他会涉及各种市场，本金一般用于投资股票，而杠杆则用于商品投机，包括衍生品，债券和外汇。

索罗斯也关注宏观，他通过宏观来计算自己的仓位配在哪个市场，而通过微观经济，来支配个股。量子基金，综合了股票市场

基金，和商品基金的特点。起初是投资股票的，只有在宏观经济不稳定的时候，才会去投债券和外汇。但后来，他主要去投机了。他一般不会把全部资本金，投入到单一市场当中。相对于盈利，他更关心，基金资本的保全，也就是说，他更多考虑的其实是风险。索罗斯列出了他的基金资产净值，还是很强的。除了在 1981 年大跌了 22%，其他时候，都是正增长。明天那我们看他自己，以 85 年到 87 年举例，看看量子基金到底是怎么做的。

金融炼金术 8：广场协议后索罗斯在干啥？

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，金融炼金术。今天我们来看看，在 85 年以后，索罗斯干了什么，85 年 8 月 18 日，股市当时的观点认为，货币投放的高速增长，预示着强势经济的到来，循环性股票开始上涨，而利率敏感性股票开始下挫。老齐给你解释下，所谓循环性股票，就是那些自己能够长期上涨，靠业绩穿越牛熊周期的股票。并非

是那种周期股。而索罗斯，当时主要持有的就是这类股票，以财产保险类公司构成。在外汇方面，他一直倾向于软着陆的观点，他认为，政府是有意要让美元贬值。但当时强势的经济，会支持美元汇率。所以空单也是有风险的。所以他大大削减了外汇头寸。当时他觉得，大循环的所有过热要素，都已经进入了调整周期。但调整过程本身也会积聚能量。从反向形成自我强化。

在 85 年下半年，索罗斯密切关注经济表现，最主要的就是看消费，但当时对于消费的观点，也分为两派，一派认为消费已经过分扩张，另一派则认为经济还行，所以消费并不过分。而索罗斯则根据自己的反身性理论，他专门找那些消极的方面，当时他十分确信，正处于信贷紧缩周期，所以信贷担保抵押物在不断贬值，消费者的表现跟不上经济的刺激是比较合乎情理的。马不喝水不能强按头。也就是说，消费未来的方向很可能走向疲弱

另外，他还关注到了汽车销量减少，农业出口困难，相对美国而言，德国经济很坚挺，而且还要降息，所以索罗斯去建立德国马克的头寸。赌马克升值，美元贬值。

后来，他还发现，房地产指标堪忧，债券利率下行，价格上升，股市低迷，现在他基本确定了，经济即将陷入衰退，信贷的紧缩，开始压制货币供给的增长。也就是说，拉到河边的马，拒绝喝水

了。于是索罗斯加大外币头寸，同时趁着反弹抛空债券，他解释道，他认为衰退会因为美元贬值，导致长期利率上扬。大循环滑入反转齿轮。老齐解释一下，他大概是觉得，经济衰退了，所以美元就会贬值，而美元贬值了，资金就会跑，那么市场就会出现钱荒，利率上扬，造成债券价格下跌。大概是这么一个逻辑。除了债券，甚至他还打算抛空股票。

当时他在做多德国马克和日元，他认为这两个国家，经济强劲，储蓄率高，且外贸顺差。所以会带来本币对美元的持续升值。而且当时，日本有很强的意愿，维持高汇率。他们的出口企业，是在克服高汇率的障碍之后，依旧取得的产业竞争优势。所以很强悍。但其实日本是来料加工国家，自己能源非常稀少，所以保持日元升值，其实并不会对他整体的经济造成伤害，反而可以不断优胜劣汰。让出口竞争优势越来越强。另外，日本的资本也开始走出国内，投资家也希望美元贬值，这样他们就能买到更多地东西。

另外，索罗斯还做空石油，他觉得 OPEC 国家都在上面赚的盆满钵满，但也都在弄虚作假投机取巧，很多国家都私底下增大了原油供给，所以表面上价格坚挺，但其实供需关系已经发生变化。很快将发生一场价格大战。而一旦价格下跌，产油国还要维持自己的收入，就势必进一步增加供给。所以反而会让价格下跌的速

度更快。但索罗斯空头下的有点早，以至于他浪费了不少的合约费用。但他依旧坚信自己的判断，认为崩溃来的越迟，破坏力就越大。

那么索罗斯这套打法，到底怎么样呢？情况不太妙，他看多的外币，竟然急速下跌，债券也向相反的方向发展，于是他赶紧调整，放弃了债券空头，遭遇了损失。但外币多头，继续坚持。唯一欣慰的是石油，确实下跌了，但还没有崩溃，他依旧要展期换仓。

后来索罗斯的预测，再次落空，零售数据改观，汽车销量也增加。也就是说经济没有衰退，反而出现了复苏的迹象。这就让他有点摸不着头脑，此时他开始纠结，思考到底要不要降低了一半的外汇仓位。

紧接着，国际上发生了一件大事，广场协议签订，日本和德国汇率开始飙升。这一下让索罗斯在外汇上大赚了一笔。甚至涨幅超过了他的预期。但在股票市场上，索罗斯却亏了，他多空仓位都有，总体偏向多头，但后来股市下跌较多，所以他不得不亏损卖出一些头寸。后来石油上的空头，也出了问题，苏联削减了供给，这让索罗斯不得不赶紧锁仓。

美联储态度开始转向，重点防止美元汇率崩溃，这一情况，让索

罗斯开始转而增持了一些美元，但他仍然有一颗做空的心，在等待机会。此外他还买了一些公债，削减了一些股票多头，增加了空头仓位。到了 11 月，日本提高利率，干预汇市，索罗斯又开始大量购入日元。这里说下，此前外币升的比较多，他已经获利颇丰，现在相当于又高位接回。如果不卖可能他会赚的更多。

随后政府召开首脑会议，一直在试图挽救经济，而股市也开始上涨，索罗斯在股市上的空头，一直遭遇损失。后来政府还降低了贴现率。削减了国防预算，索罗斯观点变得很快，他认为未来美国很可能进入低利率低通胀的时期，这对于股市来说，会是巨大的刺激，股市可能已经到了暴涨的边缘。索罗斯投股市，基本就是股指期货。此时他已经设计了大循环的方向，汇率贬值，利率下调，刺激经济，遏制衰退，然后不断地信贷扩张，美联储提供最后贷款人的信用，这个大循环，直到不能吸引更多地外国资本，才会熄火。考虑到这些，他不得不做出调整，增加股票多头，削减债券。如果经济真的能得到重振，股票的涨幅将远超债券。

尽管索罗斯看错了很多事情，但是 1985 年，量子基金年度增值 100%。依旧大赚。所以这个事再次告诉我们，投资他不是打板算卦，不是比谁看的更准，而是谁能够应对的更快更高效，世界经济每时每刻都在变化，你必须有一套行之有效的方式，才能够让自己立于不败之地。索罗斯靠的就是不断的修正自己的计划，从

而捕捉到大的机会。甚至完全看反的情况下，他也能快速的修复回来。最后索罗斯把仓位确定在做多德国马克和日元，做空美元，英镑，同时做多美国股票，以及长短债，还持有一部分日本政府债券，在石油上继续看空。他认为不断扩大的消费，会持续支撑股票牛市的韧性。

到了 1986 年初，市场突然杀了个回马枪，股债出现了一波急跌，让索罗斯遭受到了较大损失，他当时没有任何的保护，基本全是敞口。后来他只是抛出了 1 亿美元债券。他并不相信，下跌会一直持续下去。经过他的分析，下跌的原因，就是就业报告，还有一些利比亚的问题，扰乱了投资者的信心。市场当时还是比较乐观的，而索罗斯也落入了同样的情绪当中。

当时索罗斯的一系列操作，其实并没有带来什么成果，但是基金却还不错，主要是石油和美元做空还是相当成功的，但是他的头寸缺乏足够的保护，让他总是感到不安。特别是国际债务危机一触即发，墨西哥已经没有了偿债能力，那么银行会怎么样，现在是个未知数。索罗斯认为，银行出问题，必将影响整个金融市场。所以他提前卖掉了一些股指期货，也清掉了一些美元空头。降低了杠杆头寸。

后来他在查阅了经济数据之后，认为经济还是有不振的风险，不

再削减美元空头，重建债券多头仓位。但比较奇怪，他反而觉得股市上，还处于兴盛的初期阶段，投资者仍然在小心翼翼。现在的威胁就来自于外部，但是两伊战争这种军事状况，几乎不可预测。所以也只能加强警惕。这次索罗斯的判断基本正确，股市的下跌到2月初就基本回来了，之后依旧继续上扬。但是国债基本没涨。石油价格还是一如既往的下跌。反而对股市形成了刺激。不过索罗斯这个持仓还是很有学问的，他在做多股市的时候，竟然做空美元和英镑。这其实说明，他并不觉得经济很好。应该是倾向于，认为股市都是宽松的信贷和高亢的情绪所推动，所以他其实已经在留有后手了。这就是宏观对冲的奥秘之处，同时在几个方向上开仓。但对于投资者的素质要求也极高，需要你准确地找到市场驱动因素。而不能只是靠蒙。明天我们继续来讲索罗斯的操作。

金融炼金术 9：看不懂就要迅速收窄风险敞口

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲索罗斯的神作，金融炼金术，昨天我们看到了索罗斯的一系

列操作，其实还是很难学的，因为他变得太快，很多看法和观点，都跟实际情况完全相反，但是他凭借着强大的调整能力，可以基金收益再拉回来。到了 1986 年 4 月他又来了 180 度转向，砍掉了一半德国马克对英镑的敞口，平了石油空头，股指期货的空头。开始买入一批廉价股票。让股票和债券的敞口增加。外币和石油的敞口减弱。这里老齐解释下，所谓敞口，就是受到金融风险影响的程度，敞口增加，就是有可能受到风险的影响更大。但他不等于完全的金融风险。比如我们现在只做多股票，那么我们的股票敞口就极大，但是他不一定就是巨大风险，如果我在做多股票的时候，还持有一定的债券，现金和黄金，这些不同资产做对冲，那么敞口就会减小，受到风险的影响比较小，资产配置和宏观对冲，其实都是要求把敞口降下来。索罗斯的思路也是这样，他尽量在不同的资产上做多空对冲。把每一类资产的逻辑都考虑清楚，宏观上其实是很多时候，你是没办法得到统一结论的，比如加息，股市就一定跌吗？不一定，汇率一定升值吗也不一定，但债券有可能会跌的概率较大，所以如果你只压单一资产，概率会比较低，最后跟扔鞋也差不了多少，而索罗斯的做法是，根据多个归因，多个资产分别判断，都在大概率上下注，这样他全都看错的概率就会大幅降低。那么会有效保护他的资产。

索罗斯当时想的是，英国会尽量限制英镑升值，避免影响经济，后来果然英国贷款利率下调，激发了股市和债市的上涨，但是没

多久油价又涨了，抑制了股债的反应，但索罗斯觉得，这种回撤问题不大。说明市场还足够谨慎，就不会发生大的崩盘。于是他继续扩充头寸。

到了5月份，他继续加仓抢购债券，但是后来被证明是错误的，债券开始下跌。他只能认赔离场。同时又开始建立股指期货空头仓位，尽量缩小股票市场的敞口。此外他还买了一点黄金，他对美元看不太懂，觉得多空都有可能，所以基本上锁仓对冲，也就是多空各一半。索罗斯当时其实也受到了市场观点的影响，他认为牛市会被螺旋式的紧缩给阻断。

从索罗斯1986年的持仓表现来看，股票多头还是赚钱最多的，其次是石油，第三是外汇，第四是债券，黄金和其他资产却赔了钱。其实如果做业绩归因，最主要得益于当年市场的强劲。也就是说，即便是索罗斯，也要靠市场环境好去赚钱。而趋势不是很明确的黄金，他也不容易跑出收益。甚至黄金和其他投资，就是用来做对冲的。

接下来我们看看1986年下半年，先说下大环境，股市还可以，但马克跌了，债券跌了。原油是先涨后跌。索罗斯一开始依然坚持，他之前的螺旋式通缩的观点，但后来，放弃了，主要是看到了股市强劲，这时候另一个重要因素是石油价格下跌，原油短期

来看，确实带来不少负面冲击，大家可能觉得需求衰退了，但长期来看，其实反而有利于经济发展。

所以最后索罗斯，纠正了自己之前的观点，他认为通缩可能只是暂时的，因为消费不会无限期的推迟，特别是受到低油价和低利率刺激的时候，消费需求会很快复苏起来。在经济不好，整个产业周期都陷入萧条的时候，其实启动消费，刺激消费，反而是主要支撑经济的唯一力量。如果消费信心动摇了，那么需求将不可能再恢复，索罗斯的这段话，其实应该引起我们的深思，特别是2022年3季度。中国经济就处于当年美国经济差不多的情形当中，但老齐坚信复苏，特别是很可能一轮产业革命已经展开。

不过，投资市场最大的难点在于，当你身处其中的时候，有时候很难看到全局。86年下半年，股市也发生了一定的动荡，索罗斯也比较矛盾。到底要不要放弃牛市的看法和观点。他也怕卖在一个底部。不过索罗斯有一个原则，他从不变更，那些在至今仍然有效的观点之下，建立的头寸，而是更倾向于在反方向建立一个新的支持头寸。也就是说，他不会卖出股票，而是会建立一个空单，从而实现弱平衡。这样可以随时进行修正。如果发现平衡操作，未能有力的保护组合，他就会砍掉多余的头寸，从而保全自己。如果平衡操作成功，那么他就能赢得流动性。

这种高级操作，估计很多人懵逼了，比如他做多股票，但是后来不看好了，而是买了相同份额的空单，后来果真跌了 20%，那么此时空头和多头就不对等了，多头丧失了 20%的头寸，而空头增加了 20%的头寸，二者变得不再平衡，这么做的好处就是，看似付出了一些成本，但是市场如果有大的波动，会打破他固有的平衡，那么多出来的头寸，就会帮他获得一定的收益。比如跌了 20%，如果继续跌，那么他的空头获利肯定要超过多头的损失。所以好处显而易见，总比你过早清仓，啥都捞不到要好。这种方法在顶部滞涨和底部不怎么下跌之后，特别有效。你就把仓位锁住，然后让市场自己跑，无论大涨还是大跌，你都能赚钱。而当大涨和大跌形成趋势之后，你还可以削减错误的仓位，让利润变得更多。当然这种方式也有个弱点，就是他一直不涨不跌，那么你就白白消耗手续费。

所以这再次印证了那个观点，投资市场，靠的绝不是判断，而是你的策略。策略才能帮你提高胜率。让你对的时候多赚，错的时候小赔。一开始老齐也不懂这个道理，所以看到索罗斯的持仓经常会很疑惑，他经常多空一起持有，让你也不知道，他到底看不看好。后来才逐渐明白，就是因为他给不出明确的观点，所以才会锁仓，然后让市场去跑。有人问，这样成本高不高，其实还好，比如你做空中证 800，2022 年中期的报价是年化 3%，保证金 15%。这种空仓不可能一直拿一年，通常都是几个月，所以可能成本也

就是 1%左右，应该还是很划算的。所以散户应该逐渐清醒，跟机构们的武器相比，你们已经严重输在起跑线上了，其实机构们看的并不一定比你准确，但是却总能赚钱，就是有着左右逢源的策略，和多元化的工具，而你只能做多，没别的办法。

1986 年 7 月，股指果然下跌，而且是跌幅很快，甚至形成了熊市特征。索罗斯在空头上开始获利，而且还做空了国债，但他也在不断的调整着他的敞口仓位，直到 7 月底，他开始削减自己的空头合约。包括股市和债市。再次让自己的组合保持平衡。把风险敞口缩小。但是随后，美元还在下跌，这对于债市和股市，继续产生不利影响。尽管索罗斯还没搞清楚原因，但是他也决定再次削减多头仓位。先行动，再去研究。

此时的索罗斯，又开始觉得要出现萧条的迹象了，他觉得在美元贬值和税制改革的不确定之下，政府执行反循环政策的余地会比较小，也许日本和欧洲反而更容易有所作为。所以他认为上行空间有限，下行空间却是开放的。到了 8 月，索罗斯的空头仓位开始获利，指数期货跌到了新的低位。石油价格却开始上涨。索罗斯担心欧佩克会达成某种协议，于是他平掉了一半原油空头。随后股票市场开始反弹，索罗斯则根据反弹，逐渐的平掉自己四分之一的空头仓位。但剩下的空头，让他出现了较大账面亏损，此时他也只能认亏出场。

事件方面，此时伊朗沙特商定条款，石油价格也基本到底。索罗斯说很不幸，他在股票和石油方面都有空头，他此时只是希望早点脱身。随后他平掉了石油和股票空头。还抛出了一定的外币和短债。然后新买入了一些美国政府债券的空头头寸，主要目的是跟日本债券期货，形成套头保护。

一连串判断错误之后，索罗斯的基金资产也出现了净值下降，也就是亏损，主要来自于石油投机和股票头寸。缺乏足够的敞口保护，所以损失。此时的索罗斯，也准备安分一点。收缩了敞口，准备再战。

随后索罗斯又做出了一个预判，他觉得石油卡特尔获得新生，不会低于 15 美元，甚至不会低于 18 美元。那么接下来，他会怎么做？咱们明天接着讲。

金融炼金术 10 ：87 年股灾！索罗斯又看错了

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲索罗斯这本著作，金融炼金术。昨天我们说到了，索罗斯认为，原油已经差不多快跌到底了。反而疲弱的经济，容易造成美元贬值。而股票市场的疲弱，则证明经济正在走向萧条。他用美债的空头，来保护日本债券的多头，这里老齐补充一下当时的情况，1986年下半年 美国股市表现确实不太好，但是也没有想象的那么糟糕，标普 500 指数，7 月跌了 5%，8 月涨了 7%，9 月跌了 8.5%，10 月涨了 5%，自此之后就一路上扬，从 243 点一直长到了 87 年的 8 月，涨到 330 多点。相当于又涨了近 40%上去，才出现了 87 年后来的股灾。所以索罗斯的这个判断，其实又错了。86 年 8 月的股市，并没有走向萧条，而只是中途震荡。

当时索罗斯认为，如果美元能稳住他觉得就可以反手做多股市，如果稳美元失败了，恶性循环就近在眼前。后来，股市开始反弹，债券坚挺，汇率基本平稳，但还在下跌。索罗斯此时已经开始转而看多。但其实这里老齐还得吐槽，其实索罗斯这个逻辑也是错的，美元指数其实从 1985 年就开始一路下跌，一直跌倒 1988 年初才结束，从 129 点跌到了 85 点，而索罗斯认为美元稳住了的时候，大概美元还在 102 点左右的位置，仍然在下跌趋势当中。所以他转向做多股市是对的，但逻辑却不成立，那么基本上也就是只能算是蒙对了。

但是到了 9 月份，股市再度下跌，他认为跌势有限，不会出现 7 月的跌幅，但其实 9 月比 7 月的跌幅更重一些。直到月底才重新企稳。摆在索罗斯面前的问题是，资本主义的黄金时代，是否还能持续的繁荣下去，大循环的结局，会是怎样的。还是已经到了穷途末路，你看，站在现在的视角来看，索罗斯正处于历史最大的一轮牛市当中，他也不知道，未来 1 年市场将有 40% 的涨幅，更不知道未来 15 年，指数将涨 5 倍。即便是在这么大一轮牛市当中，索罗斯这样的投资大师，也有过无数次的怀疑。只是他现在还不能证明牛市已经结束。他认为不能仅仅把他看做，持续着的牛市的一部分。啥意思，就是说，索罗斯要用阶段行情的特征去重新审视市场。他希望能去做波段。

于是他调整了自己的持仓，在德国马克的多头上加了 5 亿美元，将美国政府债券空头，从 1.8 亿增加到 5 亿，而股指期货空头，从 2.75 亿加到了 7.5 亿，注意这是 9 月末，从 10 月开始，股市将出现连续 1 年的大涨。而在大涨之前，索罗斯却大幅提升了股指期货的空头仓位。

后来索罗斯去日本做了考察，他觉得，日本经济也是问题重重，房价高企，股价也不低。而经济增长出现了明显放缓迹象。他认为日元升值已经到了尽头，理由是资本输出，超出了经常性项目盈余，但日本政府暂时不太允许，日元下跌过猛。基于这个判断，

他开始抛出手上的全部日元，然后还建立了一个规模大体跟马克多头相等的日元空头。相当于他在赌马克不会跟日元同步下跌。得亏他做了这个安排，因为 1986 年就开始抛售日元，显然是错误的，当时美元兑日元还处于 157 的位置，直到 1989 年才见底，跌到了 130 以下。所以当时如果索罗斯去裸空日元的话可能会损失惨重。

到了 1986 年的 11 月，市场流传的主流观点，是百年不遇的牛市流产，市场重新回到了悲观情绪当中，但其实那个月还涨了 2%，12 月调整了 2.8%，但是 1987 年 1 月标普 500 指数就会暴涨 13% 以上。并且一路上扬，老齐也不太清楚，当时为啥市场会有这种悲观情绪。甚至让大家都想到了萧条。所以这就是读这些投资经典最困难的地方所在，我们离那个年代太久远，又是远在美国，所以对于当时的历史背景一点都不了解。也就无法理解作者所说的这种情绪。按照索罗斯所说，保护注意抬头，债务负担过重，日本和德国经济也在被削弱。也很可能对美国造成冲击。、

到了 1987 年的一季度，看到股市的强劲表现，索罗斯也承认了自己的错误，他说断言牛市提前结束，为时过早。甚至日本股票市场，也已经恢复，并创出新高。所以他好像一个都没看对。错误很多。但他也在提醒，日本股票定价脱离基础现实，市盈率太高了。全靠流动性在支撑。而这个流动性的源泉就是疲弱的日本

经济，同强势日元的结合。也就是说，大量资金流入日本，但是却没办法投产实业。只能去炒高资产。他甚至把日本 80 年代末的处境，跟 20 年代的美国作了类比。但他也说，日本市场崩溃后可能不是坏事，会有大量的资金，回流到其他市场当中。

下面我们看看，本书的第四部分，评述，索罗斯自己都说，他的实验结果，跟预期出入很大，甚至第三阶段的表现，跟第一阶段大相径庭。甚至完全就看不对了。他说要对方法进行评判，必须将在金融市场获利，和预测未来的过程，两种能力加以区分。其实他要表达的意思，也就是老齐常说的，策略和判断区别开来看。

首先，从绩效来看，索罗斯在第一阶段，也就是 85 年那一段，他大赚了一倍，股票部分涨的最多。其他资产也有 20-30% 的获利，但他也说，这段时间里，是行情好，绝大多数人都是获利颇丰。索罗斯加了杠杆，所以他的回报 显然更多。

但是第二阶段，他以亏损告终，86 年下半年，量子基金股票下跌了 2%，国库券也亏了 2%，但黄金，涨了 14%，石油增值 49%，马克升值 10%，总体来说其实也不算太差。这段时间，他一直不能确定的是，牛市是不是已经终结。在对的时候，他还是能表现出众，在错的时候能马上纠正，所以依旧还是表现不错。特别是他那个多头和空头同时应用锁仓的策略，其实帮了他不少忙，让

他可以在看不清市场的方向之下，不但没有损失，还能略有盈余，重要的是，可以快速地进行修正。

索罗斯也强调，理论归理论，在真实世界中的预测，其表现极其令人沮丧，最为尴尬的就是我不断地做出，从未实现过的预言。在历次实验当中，我经常预报萧条即将来临，而实际上却从未发生。他一直在考虑大循环逆转的可能性，但是也没有发生，五国集团的广场协议，一下就扭转了局势。如果再往前看，81年以来，他总是强调，会有银行体系崩溃的阴影。预计石油价格暴跌之后，将对进口石油征税，但这些都没有发生。

投资上的成功，与预测中的失败，这两者怎么可能协调起来的呢？这就是他要具体阐明的的问题，市场中的理解模糊，其实非常正常，反而自己小心翼翼，全神贯注，不容有失的那种情绪，不太正常。老齐也可以多说一句，其实你过于谨慎和小心之后，未必会提升你的胜率，但肯定会拉低你的收益。越是不想接受损失和波动，就越是会事与愿违。反而把心态放轻松，接受错误接受失败，通过策略保驾护航，反而最后会取得很好地成绩。

索罗斯强调，之所以叫做金融炼金术，就是特意告诉大家，反身性的过程不可能用科学的方法给出预言，科学是不变的，是真理，是可以预测的。比如有重力加速度存在，一个东西，就会越跌越

快。拿的越高摔得越狠。但是炼金术不是，炼金术更像是一种迷信，或者说他是一种信仰，一种思考的逻辑框架。

另外一个区别就是，科学不受人的意识反作用，大家都知道了重力加速度存在，也都认可他，那么这个加速度他还是在起作用，但是炼金术不行。都知道要加息了，那么加息就没用了，甚至会向相反的方向产生作用。

金融市场，本身就是世界运行机制的预测者，而我们要做的就是预判他的预判，换句话说，我们要对别人的行为做出预测，这个很关键，至于预测的事件是不是准确，意义并不大。这个特别重要，老齐还得再强调一下，这就是索罗斯经常看错，但却赚钱的根本原因。经济衰退重要吗？不重要，大家都认为经济衰退才重要。而索罗斯能提前洞悉投资者的这个感觉，他就成功了。至于是不是真的衰退，一点意义都没有，所以大家应该努力去想想，半年以后，大部分投资者都会怎么想。而那个时候，投资者的想法，基本上反应的是一年以后的预期。金融市场中决策的评价，其实取决于参与者们歪曲的见解，情绪很难正确反应股市的现状甚至未来。发现这种歪曲，利用这种偏见，这就是金融炼金术最核心的思想。明天我们继续好好总结索罗斯，上升一个维度。

金融炼金术 11：索罗斯的投资哲学

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，金融炼金术。昨天我们讲完了索罗斯，在 80 年代后期的一系列操作，今天就来好好总结一下，索罗斯认为，他的决策过程，是倚重于市场的行为方式运行趋势，但是他又认为市场总是错的，这看似是一个重要的矛盾点，但是这一矛盾，实际上只是表面现象，市场只是提供了投资决策标准，他还影响着事件的因果联系。也就是说，市场行为，是最为便利的反馈机制。可以用来评价预期。这跟市场是否发挥正确作用无关。这本书翻译的比较绕，老齐理解就是，市场正确不正确其实并不重要，重要的是他怎么去反应。你可以理解成为，市场没有对错，只有利益。在利益面前，你坚持真理和真相，是没有意义的。我们要做的就是，顺应市场，顺应预期，甚至提前行动。绝不跟市场死扛。

没有人可以预测市场，每年关于灾难的预言多不胜数，但是压根不可能实现。但是不代表，这些错误的预期，不能获利。甚至有时候还回报颇丰。索罗斯的做法跟巴菲特完全不同，巴菲特每次都在赌世界不完蛋，所以他跌下来就一个劲猛抄底。而索罗斯则

变得很快，他愿意迎合市场崩溃论，先做空，然后等情绪缓和之后，再反手做多。这两种做法都是成功的，关键看你的性格更适合于哪一种。你要天生乐观，那你就学巴菲特，你要天生悲观，且反应很快，你可以学索罗斯。但老齐也要提醒一点，索罗斯做空有个前提，叫做顺势而为，他不会逆势做空，而且风险敞口的管理也是一门学问，市场不断下跌，他会不断地削减多头仓位。认为趋势缓和的时候，他马上就会缩小敞口。所以这是本事，而不是一味的做空。他做多也是如此，先是多头仓位，然后当市场涨势趋缓，就会缩小敞口。观察市场的调整。

索罗斯的操作相当频繁，他说金融市场不断地在预报各种情况的发生，不论是积极的还是消极的，但是也恰恰因为有了预报，所以很多事就不会发生。这跟塔勒布黑天鹅的思想很像，所有人都在关注的风险，就基本不会发生了。所以最后更多的都是一些惊吓，而惊吓过后，往往就有向相反方向回归的动力。所以我们既要重视这些情绪，顺应这些情绪，同时也不能太相信这些情绪。要懂得否极泰来，适可而止。你要自己也慌了，那就深陷其中不能自拔了。

社会科学不是真正的科学，错误的判断和预言，也能在金融市场上获得成功。这就是金融炼金术的秘密，其实说白了，就是参与者是否会对这个因果链条，形成反作用，金融肯定是一个社会科

学，所以他并不是真正的科学，没有完全不变的真理，一个个参与者作为一个个思维主体，都对结果产生着复杂的影响。所以反身性本身就影响了事情的进程。而且参与者之间也在沟通，也在相互影响，所以这是一个相当复杂和多元的结构。那么在这条链上，出现各种偏差，也就太正常不过了。所以有些规律，过去看起来很好用，但是随着知道的人越来越多，他可能也就逐渐失效，甚至会形成反作用。比如以前加息是利空，但大家都知道了的加息呢？很可能他就不再反应，甚至有的加息之后，股市还出现了大涨。那么你说的是谁错了，常识显然没错，加息也是真实的，预测肯定错了，因为结果却出现了相反的情况。那么你下次怎么修正？似乎也没办法修正，当大家都不认为加息是利空的时候，他就真的又变成了利空，而且是巨大的利空。

所以简单的事件推导，因为 A 所以 B 的模型，不适合于金融市场，不适合于社科领域，你可以很多次的预测，但是不要以预测为操作依据。否则你会死的很惨。老齐的理解是，用因果关系，解释金融市场的，基本都是古代的纸上谈兵，熟读兵书，也没有上过战场，很多券商的策略分析师，都是这样的。但真正做过投资的都知道，就是索罗斯讲的，金融市场有明显的反身性影响。我们在考虑因果联系的时候，更要考虑大家的反应。比如大家都在憋着做猪周期的时候，那么其实猪周期就已经没有什么机会了。

市场参与者，其实也并不关心真相，甚至不会启动理性思考，他们更愿意去追寻自己的第一感觉，所以这就让一些情绪，变得可以预测。比如当市场狂热的时候，很多事情都会被当成利好解读，而当市场悲观的时候，好事也能变成坏事。所以事情本身不太重要，情绪的第一出发点很重要，把这个事情想明白了，就彻底脱离了纸上谈兵的困扰。而进入了升级阶段。这其实就是我们说的行为金融学的范畴。当然，我们追求的最高境界是上帝视角，既知道事情客观的真相，又能看清楚愚蠢的人类思维。那时候你将无往而不利，但往往这种情况只能事后诸葛亮，这也就是我们总觉得当下的困难比以往任何一次都要严重一样，好像总觉得过去赚钱很容易。这主要就是因为你往前看的时候，拥有了上帝视角，而往后看并没有这个优势。这个思维逻辑其实是可以训练的，我们要做两层逻辑的理性思考，先来思考事情客观的发展方向，然后再思考一下市场投资者的普遍第一感觉，以及这些感觉会产生的影响。这其实就是我们所说的预期差，当我们找到了市场正确的非共识的时候，你就找到了投资机会。

下面我们看看 87 年大崩盘，索罗斯的表现，他说 87 年崩盘和 29 年崩盘，存在着些许类似，下跌形势与幅度，还有波动价格都非常接近，主要差别在于 29 年第一波卖压高潮出现之后，几天之内又出现了第二波卖压，而 87 年则是一波流。

在 1987 年之前，其实市场上就有很多看衰的声音，认为全球性的经济繁荣并不稳健，而且无法维系，但谁也不知道会从哪里崩盘。索罗斯一直认为，会从日本开始。但没想到美国率先扛不住了。从表面上的原因看，崩盘就是因为流动性不足，但深层次原因其实谁也说不清楚，他就是那么一个时间点，多维度共振引发了市场的巨大风险，突然之间流动性就枯竭了。

纽约市场崩盘，引起了海外回响，而其他市场的崩盘又开始对纽约形成反作用。伦敦市场更加脆弱，瑞士也遭遇打击，最糟糕的是我们的香港市场。甚至被逼着停止交易。日本出现了恐慌性抛盘。转过天来，日本股票在伦敦市场也出现巨大的折让。

但是让人奇怪的是，87 年大崩盘并未发酵，避免了 1929 年出现的巨大代价。我们现在回过头去看，似乎 87 年只是一个小插曲，但是一天跌 20%，确实历史罕见。没有任何经验可以证明是什么因素阻挡了危机发酵。也许只是巧合而已。但索罗斯认为，美国这次股灾，其实把日本给推了上去，反而为 90 年日本大崩盘，埋下了一个雷。由于这次下跌短而急促，反而更加强了日本反身性的预期，让膨胀的日本人认为都是波动，股市会一直上涨。所以越来越肆无忌惮。最终造成了大崩溃。索罗斯举例，日本当时的电话公司股票市盈率 270 倍，美国的 AT&T 只有 18 倍。之所

以这么高估值，日本当时还不是一个自由市场。受到了太多经济之外的干预，最终也为这些干预付出了惨痛的代价。当然这都是我们的上帝视角，写这本书的时候，索罗斯甚至也不知道，日本会大崩溃。他只是觉得日本的封闭式系统，有很大的问题。当时日本金融市场并不充分开放，世界也绝不接纳日本成为霸主，日元也没有可能成为世界货币。所以很多人都解读为广场协议是美国人的一场阴谋，其实真实情况是，日本人自己把事情搞砸了。

这就是本书的全部内容，这本书相当于一本投资哲学书，索罗斯一系列的操作，其实并不重要，重要的是他的思想能力，他对于事件的判断，其实也并不准确，但他最厉害的一点，就是知道自己的预测不准，接受一切可能，并且做到及时修正。这个就与他的反身性思维息息相关了。如果我们固执的认为，自己的判断没问题，你就不可能去掉头转向，反而会一条路走到黑，但其实历史经验只是经验，无数多的市场参与者，和各种各样的思维节点，都会对市场形成反作用。这些反作用，会把结果推向偏离的轨道。这才是我们需要去思考的东西。所以还是那个观点，你预判的结果并不重要，是否正确也不重要。重要的是，你能不能识别这种反身性带来的偏离，并且从中获利。明天我们开始新的学习。